

瑞普生物 (300119)

证券研究报告

2017年07月26日

业绩加速改善，宠物医院扩张继续提速

最新跟踪：

根据公司中报业绩快报和我们最新草根调研情况，我们预计，公司17年上半年归母净利润同比增长10%左右，略低市场预期，但公司基本面情况正在全面扭转向好，预计下半年业绩将加速释放，全年归母净利润同比增长20%以上。

公司本部的疫苗产品工艺升级，预计下半年业绩加速释放。

我们预计，公司全年猪苗收入2亿元，禽苗收入同比下滑15%左右，兽药板块未来3年收入仍可保持20%以上的增长。

华南生物：新品即将上市销售，政策变革有望加速战略布局

根据我国每年家禽出栏约160亿羽和免疫程序，我们计算禽流感H5疫苗市场空间约18亿。考虑单价我们预计市场空间将在20亿以上。未来1-2年内具备H5+H7生产文号的企业有望扩大到十家左右，华南生物背靠华南农大具备较强的研发优势，有望拿到H5+H7生产文号。

宠物医院于17年底计划实现260家门店，公司新盈利点即将爆发

据我们草根调研，截至2016年公司已签约宠物医院数量约100家，截止17年1季度是128家，新增28家，截至17年6月底是147家，另外公司正在与50余家宠物医院处于洽谈、决策阶段，预计2017年开店数量可能达到200-260家，未来整合有望加速！

投资建议：我们预计公司17/18年归属母公司净利润1.7/2.5亿（未加入宠物医院利润贡献），对应EPS分别为0.42/0.62元。公司老产品技术升级与新品陆续上市共同发力，同时公司是宠物产业稀缺标的。给予“买入”评级。

风险提示：产品销量不达预期，收购进度不达预期

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.26元
目标价格	21元
上次目标价	27元

基本数据

A股总股本(百万股)	404.49
流通A股股本(百万股)	203.04
A股总市值(百万元)	4,959.09
流通A股市值(百万元)	2,489.23
每股净资产(元)	4.78
资产负债率(%)	22.40
一年内最高/最低(元)	21.27/11.90

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

杨钊 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070003
yangzhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《瑞普生物-公司点评:携手国外强大战投，完善品牌服务双提升》 2017-05-20
- 2 《瑞普生物-公司研究简报:一季度收入利润双增，业绩持续增长可期》 2017-04-09
- 3 《瑞普生物-公司研究简报:新兽药证书奠定成长基础，下游景气复苏将拉动业绩》 2017-03-08

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	792.83	969.86	1,158.16	1,497.83	1,906.63
增长率(%)	35.48	22.33	19.42	29.33	27.29
EBITDA(百万元)	174.50	235.65	268.63	382.73	510.25
净利润(百万元)	110.31	132.78	170.22	250.06	330.38
增长率(%)	306.62	20.37	28.19	46.91	32.12
EPS(元/股)	0.27	0.33	0.42	0.62	0.82
市盈率(P/E)	44.96	37.35	29.13	19.83	15.01
市净率(P/B)	3.08	2.61	2.56	2.43	2.29
市销率(P/S)	6.25	5.11	4.28	3.31	2.60
EV/EBITDA	44.62	29.58	18.83	12.53	10.18

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 公司本部：疫苗产品工艺升级，预计下半年业绩加速释放

猪苗：根据草根调研，我们预计公司上半年猪用疫苗收入同比增速在 30%以上。增速较高的主要原因有三点：第一，公司产品种类齐全（除口蹄疫），下游行业规模化程度提高带动公司产品销量提高；第二，公司主动提升猪苗产品纯化等工艺，根据各省草根调研汇总，上半年腹泻苗、圆环苗、猪瘟苗（公司主要是市场苗，因此受政采影响较小）的各省销量完成情况超预期。第三，公司主动提高集团销售占比，去销售中间环节提高毛利率。我们预计，公司全年猪苗收入 2 亿元。

禽苗：上半年受禽流感的影响，禽苗市场整体出现下滑。公司禽苗以市场苗为主，受到影响相对较大，根据我们草根调研，我们预计公司上半年禽苗收入同比下滑 15%左右。但根据对肉鸡行业调研，我们预计下半年鸡价将大概率上行，下游盈利好转将带动公司禽苗销量加速。

兽药：根据草根调研，公司兽药配合猪苗同步销售，因为公司疫苗品类比较齐全，故可以为养殖场提供整套疫病防控和营养解决方案。我们预计兽药板块未来 3 年收入仍可保持 20% 以上的增长。

2.2 华南生物：新品即将上市销售，政策变革有望加速战略布局

H5+H7 替代 H5 的市场空间？ 2017 年秋季统一用重组禽流感病毒（H5+H7）二价灭活疫苗（H5N1 Re-8 株+H7N9 H7-Re1 株）替代重组禽流感病毒 H5 二价或三价灭活疫苗。根据我国每年家禽出栏约 160 亿羽和免疫程序，我们计算禽流感 H5 疫苗市场空间约 18 亿。考虑单价我们预计市场空间将在 20 亿以上。

H5 的补充免疫需求市场空间？ 由于 H5N1 Re-8 株+H7N9 H7-Re1 株的 H5 部分只包含 Re-8 株，不能完全覆盖当前流行的 Re-6 Re-7 株，因此替代后会产生 H5 Re-6 Re-7 株的补充免疫需求。根据草根调研，我们预计这部分市场在 15 亿左右，市场苗强势企业获得这块新增市场。

H5 新品卖点？ 公司新品禽流感病毒 H5 亚型灭活疫苗（D7 株+rD8 株）是鸡、鸭、鹅通用疫苗，免疫原性好，对我国流行的 Clade2.3.4.4、Clade2.3.2.1c、Clade2.3.2.1d 等毒株具有良好的交叉保护作用，对补充免疫市场需求缺口进行弥补，我们预计华南生物 17 年收入 2 亿元以上

H5+H7 生产文号？ 目前具备 H5+H7 生产文号的企业仅 7 家，但禽流感疫苗是在鸡胚培养，不具备口蹄疫悬浮培养大规模生产能力，因此我们预计未来 1-2 年内具备 H5+H7 生产文号的企业有望扩大到十家左右，华南生物背靠华南农大具备较强的研发优势，有望拿到 H5+H7 生产文号。

剩余股权注入？ 公司是华南生物最大的股东，占 75% 的股权。由于华南生物国有体制，16 年重要并购项目的 23% 的少数股权未能纳入到合并报表范围内，我们预计华南生物剩余股权 17 年内有望注入公司，催化剂将是下招拍挂开始竞标。

3.3 宠物医院：17 年底计划实现 260 家门店，公司新盈利点即将爆发

产业未来增速？ 我国宠物产业未来 5-10 年将以 20-30% 速度高速增长，预计未来 5 年宠物产业市场规模将达约 1500 亿。2015 年我国拥有的宠物数量为 1040 万只，并每年以 15% 的速度增长，根据草根调研每只宠物狗/猫平均消费支出为 5660 元/年，并以每年 8% 的速度增长。

门店扩张速度？ 据我们草根调研，截至 2016 年公司已签约宠物医院数量约 100 家，截止

17 年 1 季度是 128 家，新增 28 家，截至 17 年 6 月底是 147 家，另外公司正在与 50 余家宠物医院处于洽谈、决策阶段，已是业内规模领先的宠物医疗连锁机构之一，预计 2017 年开店数量可能达到 200-260 家，未来整合有望加速！

医院盈利能力？草根调研了解，单店平均收入 200-300 万元，净利润率 15%-20%左右。瑞派宠物医院收入结构中，诊疗费占比 80%。我们预计，200 家宠物医院门店规模将实现 4 亿收入，5000 万左右净利润。

公司增持瑞派？现阶段宠物医院行业尚无绝对的龙头，瑞派和瑞鹏的门店数相当，但扩张模式不同，瑞派主要以收购成熟门店为主，瑞鹏主要以自建门店为主，我们认为现在是宠物医院跑马圈地加速扩张占领市场的阶段，待规模达到 300-500 家门店后进入整合阶段，现公司直接持有瑞派 15.5%股权，间接持有 29.4%股权，未来增持瑞派是必然趋势。

16 年 8 月定增价 14.92 元/股，考虑利息，预计当前持股成本成本 16 元/股。公司去年 8 月主要针对 100 多名管理层人员定增，当时定增价格 14.92 元/股，募集资金 2.2 亿元，如果再考虑利息因素，预计当前持股成本成本 16 元/股。我们认为，公司管理层有动力积极提高经营管理效率，完成公司业绩目标。

投资建议：我们预计公司 17/18 年归属母公司净利润 1.7/2.5 亿（未加入宠物医院利润贡献），对应 EPS 分别为 0.42/0.62 元。公司老产品技术升级与新品陆续上市共同发力，同时公司是宠物产业稀缺标的。给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	268.29	295.05	92.65	274.31	152.53
应收账款	334.36	342.44	680.01	428.75	982.62
预付账款	34.44	41.63	53.76	53.78	83.93
存货	181.75	218.90	226.91	318.09	381.16
其他	82.05	275.42	132.80	162.70	200.51
流动资产合计	900.89	1,173.44	1,186.12	1,237.62	1,800.74
长期股权投资	90.63	89.83	89.83	89.83	89.83
固定资产	618.62	855.25	877.64	906.29	925.70
在建工程	301.75	80.31	84.18	98.51	89.11
无形资产	311.28	320.64	303.18	285.72	268.25
其他	125.44	213.70	215.30	211.17	211.58
非流动资产合计	1,447.71	1,559.74	1,570.13	1,591.52	1,584.48
资产总计	2,348.60	2,733.17	2,756.26	2,829.15	3,385.22
短期借款	127.00	239.50	116.53	0.00	236.60
应付账款	282.64	185.49	290.25	333.74	439.36
其他	85.75	93.07	109.80	119.83	164.86
流动负债合计	495.39	518.07	516.59	453.57	840.82
长期借款	0.00	15.38	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	84.38	94.29	82.91	87.19	88.13
非流动负债合计	84.38	109.68	82.91	87.19	88.13
负债合计	579.77	627.74	599.50	540.77	928.95
少数股东权益	161.17	201.95	220.40	251.40	293.91
股本	389.15	404.49	404.49	404.49	404.49
资本公积	737.77	943.83	943.83	943.83	943.83
留存收益	1,218.52	1,498.99	1,531.87	1,632.48	1,757.87
其他	(737.77)	(943.83)	(943.83)	(943.83)	(943.83)
股东权益合计	1,768.83	2,105.43	2,156.76	2,288.38	2,456.27
负债和股东权益总	2,348.60	2,733.17	2,756.26	2,829.15	3,385.22

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	122.48	153.30	170.22	250.06	330.38
折旧摊销	50.31	78.21	51.20	54.49	57.46
财务费用	4.79	10.09	16.70	19.70	38.20
投资损失	(3.89)	(7.15)	(3.66)	(3.66)	(3.66)
营运资金变动	16.57	(233.05)	(106.72)	191.90	(533.55)
其它	35.01	206.26	18.45	31.01	42.50
经营活动现金流	225.27	207.67	146.19	543.50	(68.67)
资本支出	388.84	91.04	71.38	75.72	49.06
长期投资	87.78	(0.80)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,028.90)	(540.23)	(127.72)	(152.06)	(95.40)
投资活动现金流	(552.28)	(449.98)	(56.34)	(76.34)	(46.34)
债权融资	127.00	254.88	116.53	0.00	236.60
股权融资	(75.45)	213.72	(15.34)	(18.15)	(36.82)
其他	(3.86)	(173.96)	(393.44)	(267.35)	(206.55)
筹资活动现金流	47.69	294.65	(292.24)	(285.50)	(6.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(279.32)	52.33	(202.39)	181.66	(121.78)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	792.83	969.86	1,158.16	1,497.83	1,906.63
营业成本	327.19	413.61	439.42	549.53	692.34
营业税金及附加	4.27	12.24	9.11	12.92	18.50
营业费用	202.42	199.69	266.38	329.52	400.39
管理费用	129.57	176.32	220.05	269.61	333.66
财务费用	(0.86)	8.90	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	8.85	16.71	9.43	11.66	12.60
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.89	7.15	3.66	3.66	3.66
其他	(7.78)	(14.31)	(7.31)	(7.31)	(7.31)
营业利润	125.28	149.54	200.73	308.54	414.60
营业外收入	17.61	31.66	22.75	24.01	26.14
营业外支出	1.36	2.75	1.52	1.87	2.05
利润总额	141.54	178.45	221.96	330.67	438.69
所得税	19.06	25.15	33.29	49.60	65.80
净利润	122.48	153.30	188.67	281.07	372.89
少数股东损益	12.17	20.52	18.45	31.01	42.50
归属于母公司净利润	110.31	132.78	170.22	250.06	330.38
每股收益(元)	0.27	0.33	0.42	0.62	0.82

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	35.48%	22.33%	19.42%	29.33%	27.29%
营业利润	503.63%	19.37%	34.23%	53.71%	34.37%
归属于母公司净利润	306.62%	20.37%	28.19%	46.91%	32.12%
获利能力					
毛利率	58.73%	57.35%	62.06%	63.31%	63.69%
净利率	13.91%	13.69%	14.70%	16.70%	17.33%
ROE	6.86%	6.98%	8.79%	12.28%	15.28%
ROIC	8.30%	8.66%	9.62%	13.71%	20.55%
偿债能力					
资产负债率	24.69%	22.97%	21.75%	19.11%	27.44%
净负债率	-10.16%	8.76%	3.61%	17.06%	10.85%
流动比率	1.82	2.27	2.30	2.73	2.14
速动比率	1.45	1.84	1.86	2.03	1.69
营运能力					
应收账款周转率	2.48	2.87	2.27	2.70	2.70
存货周转率	4.89	4.84	5.20	5.50	5.45
总资产周转率	0.37	0.38	0.42	0.54	0.61
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.33	0.42	0.62	0.82
每股经营现金流	0.56	0.51	0.36	1.34	-0.17
每股净资产	3.97	4.71	4.79	5.04	5.35
估值比率					
市盈率	44.96	37.35	29.13	19.83	15.01
市净率	3.08	2.61	2.56	2.43	2.29
EV/EBITDA	44.62	29.58	18.83	12.53	10.18
EV/EBIT	62.58	44.00	23.26	14.61	11.47

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com