

2017年08月25日

瑞普生物 (300119.SZ)

业绩稳定增长，期待新品上市推动公司新发展！

■事件：8月24日，公司公布2017年半年报，报告期内实现营业收入4.74亿元，同比增长5.23%；归属于上市公司股东的净利润5618.6万元，同比增长10.93%。

■我们的分析和判断：

1、**业绩稳定增长**。根据公司公告，报告期内受到下游养殖业低迷的影响，公司禽用疫苗毛利出现下降，造成疫苗产品部分营业收入增长但毛利略有下滑。但原料药及制剂部分收入增长较快，抵消了疫苗产品带来的负面影响，公司业绩稳定增长。

分产品看，

1) **兽用生物制品**：报告期内实现营业收入2.85亿元，同比增长4.85%。其中市场苗销售收入2.44亿元，同比增长7.94%；招采苗实现销售收入4070.78万元，同比减少10.55%；按照品种分，超过10%销售收入的产品中，禽用疫苗收入2.07亿元，同比上升2.87%，毛利率48.87%，同比下降7.58pct；畜用疫苗实现销售收入7555.6万元，同比上升12.89%，毛利率76.21%，同比上升1.39pct。

2) **原料药及制剂**：报告期内实现营业收入2.16亿元，同比增长19.39%；毛利率42.03%，同比下降1.11pct。

2. **新品预计陆续上市，有望贡献业绩新增量**。根据公司公告，截止半年报披露日期，公司已相继获得了禽流感病毒H5亚型灭活疫苗(D7株+rD8株)产品批准文号、山羊传染性胸膜肺炎灭活疫苗注册证书、鸡新城疫+传染性支气管炎二联活疫苗(LaSota株+H120株)产品批准文号；截至2017年3月底，禽流感DNA疫苗(H5亚型，pH5-GD)通过新兽用生物制品质量复核，等待农业部审核发放新兽药证书，猪伪狂犬病耐热保护剂活疫苗(SA215株，传代细胞源)、重组新城疫病毒、猪链球菌病和副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗等均进入兽药注册阶段，为公司后续产品的上市创造的必备的条件，提升了公司的核心竞争力，预计新产品将陆续上市，有望贡献业绩新增量！

3. **禽链复苏将带动业绩逐季改善**。2015年，受美、法相继发生禽流感的影响，祖代引种严重受限，引种量的持续下降。根据卓创资讯数据统计，2015年祖代鸡引种降至70万套，2016年在美国和法国双封关的情况下，祖代鸡引种下降至63万套，2016年引种下降为17-18年禽

公司快报

证券研究报告

生物医药

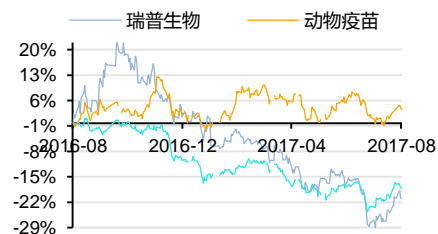
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**18.00元**
股价(2017-08-24) **13.42元**

交易数据

总市值(百万元)	5,428.30
流通市值(百万元)	2,724.75
总股本(百万股)	404.49
流通股本(百万股)	203.04
12个月价格区间	12.05/20.90元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.21	-5.59	-2.03
绝对收益	9.46	-3.45	-19.44

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

沙戈惠

报告联系人

shayh@essence.com.cn

相关报告

瑞普生物：业绩稳定增长，期待新品上市贡献业绩新增量！/李佳丰	2017-07-13
瑞普生物：业绩稳健，新品加速上市有望推动业绩高速增长！/李佳丰	2017-04-26
瑞普生物：业绩增长稳定，新品加速上市有望推动业绩持续高速增长！/李佳丰	2017-04-20
瑞普生物：业绩稳定增长，新品加速上市有望推动业绩持续高速增长！/李佳丰	2017-04-09
瑞普生物：H5 二价苗获批，打开成长空间！/李佳丰	2017-02-19

链产品价格复苏奠定了基础，预计将带动公司产品销售，公司业绩将逐季改善。

4. 投资瑞派宠物，战略进军宠物产业。据 2016 年宠物行业白皮书，我国 2016 年国内宠物产业市场规模约 1200 亿，预计未来 3-5 年将以 20-30%速度高速增长，市场规模于 2020 年有望达到两千亿。宠物医疗是宠物产业核心环节：1) 是宠物产业最大细分市场；2) 技术壁垒最高，用户粘性最强；3) 具备宠物产业入口价值。瑞派宠物从事宠物连锁医院的运营及管理，内生外延布局宠物连锁医院，据瑞派官网信息，至 2016 年年底，瑞派直营宠物医院数量超过 100 家，外延整合顺利，2017 年目标 260 家。据我们草根调研，瑞派目前已是业内规模领先的宠物医疗连锁机构，公司集聚行业优质资源，占得宠物产业发展先机。公司目前持有瑞派 15.54%股权，瑞派为公司大股东实际控制企业，未来整合有望加速！

■**投资建议:**预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润 1.7/2.3/2.9 亿元，对应 EPS 为 0.43/0.56/0.72 元/股，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 18 元。

■**风险提示:** 新品上市不达预期，产品推广不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	792.8	969.9	1,228.8	1,536.0	1,920.0
净利润	110.3	132.8	174.7	226.9	290.8
每股收益(元)	0.27	0.33	0.43	0.56	0.72
每股净资产(元)	3.97	4.71	4.79	4.93	5.11
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	49.2	40.9	31.1	23.9	18.7
市净率(倍)	3.4	2.9	2.8	2.7	2.6
净利润率	13.9%	13.7%	14.2%	14.8%	15.1%
净资产收益率	6.9%	7.0%	9.0%	11.4%	14.1%
股息收益率	1.1%	1.1%	2.6%	3.1%	4.0%
ROIC	8.3%	8.7%	9.5%	11.4%	17.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	792.8	969.9	1,228.8	1,536.0	1,920.0	成长性					
减:营业成本	327.2	413.6	521.0	634.4	793.0	营业收入增长率	35.5%	22.3%	26.7%	25.0%	25.0%
营业税费	4.3	12.2	6.6	8.3	10.4	营业利润增长率	503.6%	19.4%	35.7%	36.5%	30.5%
销售费用	202.4	199.7	258.1	330.2	403.2	净利润增长率	306.6%	20.4%	31.5%	29.9%	28.2%
管理费用	129.6	176.3	220.0	270.3	330.2	EBITDA 增长率	222.5%	35.0%	13.6%	26.4%	27.3%
财务费用	-0.9	8.9	10.8	4.0	9.2	EBIT 增长率	830.1%	27.3%	34.9%	31.5%	31.9%
资产减值损失	8.8	16.7	9.4	11.7	12.6	NOPLAT 增长率	995.4%	26.4%	33.5%	31.5%	31.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.2%	22.2%	8.8%	-12.5%	33.1%
投资和汇兑收益	3.9	7.2	-	-	-	净资产增长率	2.5%	19.0%	2.6%	4.0%	5.0%
营业利润	125.3	149.5	203.0	277.1	361.5	利润率					
加:营业外净收支	16.3	28.9	27.8	24.3	27.0	毛利率	58.7%	57.4%	57.6%	58.7%	58.7%
利润总额	141.5	178.5	230.7	301.4	388.4	营业利润率	15.8%	15.4%	16.5%	18.0%	18.8%
减:所得税	19.1	25.2	34.6	45.2	58.3	净利润率	13.9%	13.7%	14.2%	14.8%	15.1%
净利润	110.3	132.8	174.7	226.9	290.8	EBITDA/营业收入	22.0%	24.3%	21.8%	22.0%	22.4%
						EBIT/营业收入	15.7%	16.3%	17.4%	18.3%	19.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	217	274	254	209	172
货币资金	268.3	295.0	98.3	275.6	153.6	流动营业资本周转天数	135	160	198	143	146
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	409	385	370	300	297
应收账款	334.4	342.4	742.4	394.6	1,026.6	应收账款周转天数	145	126	159	133	133
应收票据	6.3	4.5	15.3	7.0	19.7	存货周转天数	74	74	77	74	75
预付账款	34.4	41.6	71.5	52.7	105.1	总资产周转天数	983	943	829	670	594
存货	181.7	218.9	309.7	319.4	481.4	投资资本周转天数	652	648	588	459	399
其他流动资产	75.8	270.9	118.6	155.1	181.5	投资回报率					
可供出售金融资产	7.5	93.2	93.2	93.2	93.2	ROE	6.9%	7.0%	9.0%	11.4%	14.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.2%	5.6%	6.7%	9.2%	9.3%
长期股权投资	90.6	89.8	89.8	89.8	89.8	ROIC	8.3%	8.7%	9.5%	11.4%	17.2%
投资性房地产	26.3	25.1	25.1	25.1	25.1	费用率					
固定资产	618.6	855.3	877.6	906.3	925.7	销售费用率	25.5%	20.6%	21.0%	21.5%	21.0%
在建工程	301.7	80.3	84.2	98.5	89.1	管理费用率	16.3%	18.2%	17.9%	17.6%	17.2%
无形资产	311.3	320.6	300.4	280.2	259.9	财务费用率	-0.1%	0.9%	0.9%	0.3%	0.5%
其他非流动资产	91.7	95.4	97.0	92.9	93.3	三费/营业收入	41.8%	39.7%	39.8%	39.4%	38.7%
资产总额	2,348.6	2,733.2	2,923.1	2,790.5	3,544.1	偿债能力					
短期债务	127.0	239.5	174.2	-	343.0	资产负债率	24.7%	23.0%	26.1%	19.5%	33.5%
应付账款	282.6	185.5	378.6	341.7	543.7	负债权益比	32.8%	29.8%	35.4%	24.3%	50.4%
应付票据	30.0	31.1	55.1	37.0	84.2	流动比率	1.82	2.27	1.99	2.63	1.84
其他流动负债	55.8	62.0	72.7	79.5	100.2	速动比率	1.45	1.84	1.54	1.93	1.39
长期借款	-	15.4	-	-	28.7	利息保障倍数	-144.96	17.79	19.87	69.46	40.35
其他非流动负债	84.4	94.3	82.9	87.2	88.1	分红指标					
负债总额	579.8	627.7	763.6	545.4	1,188.0	DPS(元)	0.14	0.15	0.35	0.42	0.54
少数股东权益	161.2	201.9	222.3	251.1	289.5	分红比率	52.9%	45.7%	80.7%	75.0%	75.0%
股本	389.1	404.5	404.5	404.5	404.5	股息收益率	1.1%	1.1%	2.6%	3.1%	4.0%
留存收益	1,218.5	1,499.0	1,532.7	1,589.5	1,662.2						
股东权益	1,768.8	2,105.4	2,159.5	2,245.0	2,356.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	122.5	153.3	174.7	226.9	290.8	EPS(元)	0.27	0.33	0.43	0.56	0.72
加:折旧和摊销	50.3	78.2	54.0	57.3	60.2	BVPS(元)	3.97	4.71	4.79	4.93	5.11
资产减值准备	8.8	16.7	-	-	-	PE(X)	49.2	40.9	31.1	23.9	18.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.4	2.9	2.8	2.7	2.6
财务费用	4.8	10.1	10.8	4.0	9.2	P/FCF	-87.0	-61.1	-72.8	17.3	93.5
投资损失	-3.9	-7.2	-	-	-	P/S	6.8	5.6	4.4	3.5	2.8
少数股东损益	12.2	20.5	21.4	29.2	39.3	EV/EBITDA	44.6	29.6	20.8	15.6	13.4
营运资金的变动	16.6	-233.0	-164.3	288.6	-614.9	CAGR(%)	27.9%	29.1%	89.4%	27.9%	29.1%
经营活动产生现金流量	225.3	207.7	96.6	606.1	-215.3	PEG	1.8	1.4	0.3	0.9	0.6
投资活动产生现金流量	-552.3	-450.0	-60.0	-80.0	-50.0	ROIC/WACC	0.8	0.8	0.9	1.1	1.7
融资活动产生现金流量	47.7	294.6	-233.3	-348.7	143.3	REP	6.2	4.3	2.9	2.6	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034