

营销改革促发展，股权激励增动力——

瑞普生物（300119）三季度财报及股权激励点评

2011年10月25日

强烈推荐/首次

瑞普生物

财报点评

陈恒	医药行业分析师	执业证书编号：S1480510120015
	010-6655 4018	
联系人：苏进进	010-66554020	

事件 1:

瑞普生物发布 2011 年三季报，1-9 月实现营业收入 4.30 亿元，归属于上市公司股东的净利润 0.84 亿元，分别同比增长 78.3%、37.1%，EPS 0.57 元。7-9 月实现营业收入 1.60 亿元，归属于上市公司股东的净利润 0.28 亿元，分别同比增长 95.2%、46.7%。

事件 2:

天津瑞普生物技术股份有限公司拟向激励对象授予 520 万份股票期权，涉及的标的股票种类为人民币 A 股普通股，约占本激励计划签署时公司股本总额 14829.60 万股的 3.5065%。本激励计划授予的股票期权的行权价格为 22.30 元。授予期权的主要行权条件：在本股票期权激励计划有效期内，以 2010 年净利润为基数，2011-2014 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 40.00%、76.63%、137.90%、214.59%；2011-2014 年加权平均净资产收益率分别不低于 6.68%、7.84%、9.67%、11.49%。

公司分季度财务指标

指标	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入（百万元）	82.33	104.14	130.34	139.49	160.67
增长率（%）	18.25	27.98	56.61	83.74	95.15
毛利率（%）	74.20	64.27	56.98	56.12	57.12
期间费用率（%）	42.98	47.07	31.45	23.66	32.49
营业利润率（%）	30.03	16.90	22.98	30.56	22.52
净利润（百万元）	23.34	23.94	26.76	38.11	31.11
增长率（%）	0.41	-1.84	7.15	35.36	33.29
每股盈利（季度，元）	0.255	0.280	0.302	0.233	0.187
资产负债率（%）	7.72	12.06	7.92	9.85	9.47
净资产收益率（%）	1.67	1.68	1.84	2.63	2.10
总资产收益率（%）	1.55	1.48	1.70	2.37	1.90

评论:

积极因素:

- 公司募集项目进展顺利，2011年底可以投产。公司继续加大产品研发的投入，在申请待批的新产品有50多项。
- 营销改革成果明显，三季度继续保持高增长。扣除政府招标后的兽用生物制品实现销售收入17,115.29万元，比上年同期增长60.66%。兽用制剂实现销售收入8,975.98万元，比去年同期增长46.33%。三季度营业收入增长率为95.15%，较二季度提高12个百分点。
- 股权激励方案推出，为公司持续增长增添动力，未来三年业绩保持30%左右的增长。公司要达到行权条件，2011-2014年的净利润分别要达到1.15亿元、1.46亿元、1.96亿元、2.59亿元，对应的EPS分别为0.78元、0.98元、1.32元、1.75元，净利润增长率分别为40%、26%、34%、32%。
- 明年宠物用狂犬疫苗、沃尼妙林原料药与制剂、蓝耳病弱毒活疫苗等新产品将上市，对于产品竞争力有进一步提升。
- 公司积极推进兼并、收购、合资、合作、战略联盟等多方式的资源整合与价值链整合工作，寻求国际合作，想在产品研发、产品出口、国际最新产品引入等方面获得新突破，可以给予积极关注

消极因素：

- 由于招标疫苗市场进入的厂家越来越多，招标疫苗市场竞争日趋激烈，蓝耳病灭活疫苗、猪瘟疫苗价格略有下降，公司政府招标收入减少20.34%。

业务展望：

随着招标疫苗市场竞争日趋激烈，市场化疫苗、宠物市场将是行业发展的方向。瑞普生物多达400人左右的销售队伍、覆盖全国的网络经销以及大客户直销是公司的竞争优势之一。预计到2011年底，公司市场化销售的疫苗和制剂将占公司销售收入的80%，政府招标只占到20%，未来政府招标对公司影响不大。随着募投项目达产、新产品上市、营销体系的改革、业务领域的扩展，公司未来3年有望迎来快速发展。

盈利预测与投资建议：

预计公司11-13年EPS分别为0.79元、1.02元、1.34元，对应PE 26倍、20倍、21倍，考虑到公司期权行权价格、行权条件较高，外延收购有一定预期，未来6个月目标价30元，提高公司评级至“强烈推荐”。

风险提示：

市场化疫苗销售低于预期

公司财务指标预测

指标	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	345.62	557.45	710.36	941.80
增长率（%）	21.12	61.29	27.43	32.58
净利润（百万元）	82.54	117.32	150.69	198.88
增长率（%）	34.21	42.14	28.44	31.98
每股收益(元)	0.55	0.79	1.02	1.34
PE	37	26	20	15

ROE (%)	6.10	7.95	9.31	11.00
---------	------	------	------	-------

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究2年。曾任职于汇源果汁集团研发中心、汇鑫期货经纪有限公司、天相投资顾问有限公司。2010年加盟东兴证券研究所。近期发表的研究报告有《医药行业2010年下半年投资策略：物以稀为贵》、《医药行业点评：深谷能容水 空箱好纳物》、《九安医疗：小荷才露尖尖角》、《天方药业：寒冬过会再逢春》、《科伦药业：最大的价值在于管理》、《仁和药业：外延式扩张为公司增长添动力》等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。