

瑞普生物 (300119.SZ)

生物技术行业

评级: 买入 维持评级

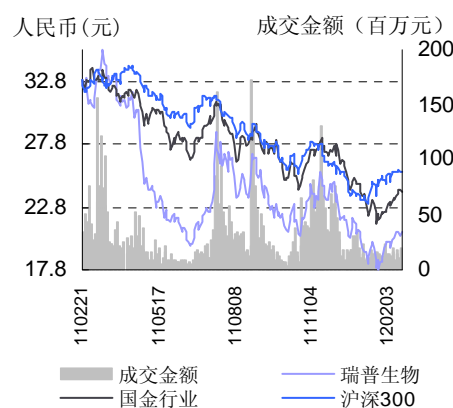
公司研究

市价(人民币): 21.46元  
目标(人民币): 25.40-30.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	56.69
总市值(百万元)	3,094.94
年内股价最高最低(元)	35.36/17.80
沪深300指数	2901.22



## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.107	1.113	0.771	1.015	1.388
每股净资产(元)	3.72	18.25	19.29	20.82	23.10
每股经营性现金流(元)	1.16	1.52	0.50	1.80	2.55
市盈率(倍)	N/A	63.36	27.83	21.13	15.46
行业优化市盈率(倍)	88.16	91.72	69.28	69.28	69.28
净利润增长率(%)	41.96%	34.21%	38.47%	31.75%	36.67%
净资产收益率(%)	29.80%	6.10%	7.99%	9.75%	12.02%
总股本(百万股)	55.55	74.15	148.30	148.30	148.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **专注于增长确定的兽药行业:** 瑞普生物专注于稳定增长的兽药行业, 年复合增速约为 14%。其中动物疫苗行业的强免部分主要靠品种增加, 非强免疫苗虽目前规模仅约 15 亿但增速超过 20%。
- **高增长、高毛利的疫苗标的:** 公司 2007-2010 年净利润复合增速为 31%, 疫苗毛利率高于 70%、制剂毛利率超过 60%, 均高于竞争对手。
  - 擅长非强免禽疫苗, 不断研发出鸡马立克活疫苗等新品种。
  - 公司收购湖北龙翔等企业, 延长产业链, 部署南方市场。
  - 产品定位中高端, 填补进口高端产品与国产普通产品之间的空白市场。公司积极开发高端产品, 定价略高于国产品种, 赢得高毛利。
- **优质产品+深度服务:** 我们认为品种齐全、产品质量与口碑、专业技术服务为非强免疫苗竞争三大关键。公司产品组合齐全, 质量稳定; 重视服务, 积极部署动物防疫诊断中心、加大服务人员占比、深入终端定制服务, 因此公司市场竞争力较强, 政府招标渠道销售占比在疫苗上市公司中最低。
- **产能瓶颈将在 2012-2013 年突破, 业绩安全边际高:** 公司几近满产, 新增禽类灭活苗、畜类活苗产能增长 300%以上, 将于今明年投产。公司正落实股权激励计划, 要求 2012-2014 年年增速约 30%, 提供较高的安全边际。

## 投资建议

- 我们预测 2011-2013 年主营收入分别为 5.13、6.72 及 8.83 亿元, 同比增长 48.3%、31.0%和 31.4%。未来三年 EPS 分别为 0.77 元、1.02 元和 1.39 元, 同比增长 38.5%、31.8%和 36.7%。
- A 股目前主要动物疫苗类上市公司平均估值为 21×12PE, 结合公司 2011-13 年的 36%的复合增长, 我们给予公司 25-30×12PE 的估值水平, 目标价 25.4-30.5 元, 首次给予“买入”的投资评级。

## 风险

- 公司未来新研发产品不能取得生产批文的风险; 公司质量控制和安全生产问题导致产品质量突然出现失效风险; 经济动物养殖发生重大疫情带来的兽药市场波动。

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130511030027  
(8621)61038213  
chenzhzh@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

虞秀兰 联系人  
(8621)61038294  
yuxl@gjzq.com.cn

## 内容目录

<b>盈利预测</b> .....	<b>3</b>
盈利预测: 2011-2013 年 EPS 为 0.77 元、1.02 元和 1.39 元 .....	3
估值与投资建议: 目标价 25.4-30.5 元, 建议买入 .....	4
<b>公司: 专注兽药快速成长者</b> .....	<b>5</b>
<b>兽药行业: 规模稳步增长, 集中度提升</b> .....	<b>5</b>
动物疫苗行业: 预计年增速 13%, 非强免疫苗增长更快 .....	6
兽药行业: 整合序幕拉开, 行业集中度提升 .....	8
<b>公司产品优质高价, 技术服务拉动销售</b> .....	<b>9</b>
产品定位偏高端, 主攻非强免禽类疫苗 .....	9
深度技术营销, 市场竞争力强 .....	10
高层管理团队团结, 积极部署中层激励 .....	12
<b>公司增长: 疫苗新品不断, 制剂与原料药协同发展</b> .....	<b>12</b>
疫苗突破产能瓶颈, 新产品不断面市, 老产品地域扩张 .....	13
制剂新产品前景好, 与原料药协同发展 .....	14
<b>风险提示</b> .....	<b>15</b>
<b>附录: 三张报表预测摘要</b> .....	<b>16</b>

## 盈利预测

### 盈利预测：2011-2013 年 EPS 为 0.77 元、1.02 元和 1.39 元

- 我们认为公司 2012 年增长主要来自于疫苗产能释放及制剂新品种。
  - 公司募投项目扩产的禽用灭活疫苗和畜用活疫苗将在 2012-2013 年陆续投产，且未来加入鸡马立克活疫苗等高价高毛利产品。其中，灭活疫苗产能主要在瑞普保定和瑞普高科扩张，在原有 37000 万毫升的基础上扩产 90500 万毫升；畜用活疫苗主要在瑞普保定和湖南中岸扩张，在原有约 1.3 亿头份的基础上扩张 1.4 亿头份。
  - 我们预测 2011-2013 年生物制品销售收入分别为 2.86、3.57 和 4.55 亿元，同比增长 18.0%、24.9%及 27.5%；毛利率分别为 72.5%、72.0%、71.2%，由于兽用疫苗厂商过多，预测毛利率较往年下滑。
  - 基于制剂行业年增速 14%、公司新增转移因子及硫酸头孢喹肟产品陆续投入市场，我们预测公司制剂收入未来三年增速为 40%，毛利率为 70%。
  - 公司原料药主要集中在湖北龙翔，我们假设其未来三年销售收入增长 40%。随着经营的改善，我们假设 2011-2013 年毛利率依次为 14%、16%、18%。
  - 随着公司规模扩大和产业链延伸，我们假设公司产品毛利率逐年略有提升。而随着四横四纵的营销模式及管理层着力于资源整合，我们假设其管理费用率依次为 24%、22%、20%。
- 盈利预测：2011-2013 年 EPS 分别为 0.77 元、1.02 元和 1.39 元。
  - 我们预测 2011-2013 年主营收入分别为 5.68、7.51 及 10.08 亿元，同比增长 64.2%、32.4%和 34.1%。
  - 预测未来三年净利润分别为 114、151 和 206 百万元，同比增长 38.5%、31.8%和 36.7%。

图表1: 主营业务盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>禽用活疫苗</b>							
平均售价 (万元/百万羽份)	0.68	0.77	0.85	0.88	0.95	1.03	1.11
增长率 (YOY)		14%	10%	4%	8%	8%	8%
销售数量 (百万羽份)	6528	6847	8377	8858	9301	9766	10254
增长率 (YOY)		5%	22%	6%	5%	5%	5%
销售收入 (万元)	4446	5293	7104	7795	8840	10024	11367
增长率 (YOY)		19%	34%	10%	13%	13%	13%
毛利率	79.15%	84.79%	84.99%	80.9%	80%	80%	80%
毛利润 (万元)	3519	4488	6037	6302	7072	8019	9094
<b>禽用灭活疫苗</b>							
平均售价 (万元/万毫升)	0.15	0.14	0.17	0.19	0.21	0.23	0.25
增长率 (YOY)		-6%	15%	15%	10%	10%	10%
销售数量 (万毫升)	14308	18457	19444	22360	26832	36224	48902
增长率 (YOY)		29%	5%	15%	20%	35%	35%
销售收入 (万元)	2189	2658	3228	4269	5635	8367	12425
增长率 (YOY)		21%	30%	32%	32%	49%	49%
毛利率	62.0%	67.7%	69.7%	64.2%	64.0%	65.0%	65.0%
毛利润 (万元)	1357	1798	2250	2740	3606	5439	8077
<b>畜用活疫苗</b>							
平均售价 (万元/万头)	0.364	0.284	0.317	0.340	0.374	0.411	0.453
增长率 (YOY)		-22%	12%	7%	10%	10%	10%
销售数量 (万头)	6,260	9,505	12,517	14625	17550	22815	29660
增长率 (YOY)		52%	32%	17%	20%	30%	30%
销售收入 (万元)	2279	2699	3968	4,973	6564	9386	13422
增长率 (YOY)		18%	6%	25%	32%	43%	43%
毛利率	67.1%	71.6%	75.4%	72.3%	67.0%	67.0%	67.0%
毛利润 (万元)	1528	1931	2990	3594	4398	6289	8993
<b>畜用灭活疫苗</b>							
平均售价 (万元/升)	0.0755	0.0651	0.0765	0.069	0.069	0.069	0.069
增长率 (YOY)		-13.77%	17.51%	-10.00%	0%	0%	0%
销售数量 (升)	6378	78278	90689	104292	109507	114982	120731
增长率 (YOY)		1127.29%	15.85%	15.00%	5%	5%	5%
销售收入 (万元)	482	5096	6938	7181	7,540	7,917	8,312
增长率 (YOY)		958%	36%	3%	5%	5%	5%
毛利率	77.6%	82.8%	86.0%	82.5%	75.0%	75.0%	75.0%
毛利润 (万元)	374	4218	5968	5925	5655	5937	6234
<b>兽用生物制品收入合计</b>							
总收入之比	64.3%	70.3%	74.1%	70.1%	50.3%	47.5%	45.2%
毛利合计	6778	12436	17245	17836	20730	25684	32398
占总毛利之比	68.7%	75.3%	78.2%	72.8%	64.3%	60.8%	57.7%
<b>兽用制剂及其他</b>							
销售收入 (万元)	5215	6667	7430	9663	13528	18940	26516
增长率 (YOY)		28%	11%	30%	40%	40%	40%
毛利率	59.2%	61.1%	64.6%	68.0%	70.0%	70.0%	70.0%
毛利润 (万元)	3085	4076	4797	6566	9470	13258	18561
<b>原料药</b>							
销售收入 (万元)				10467	14654	20515	28721
增长率 (YOY)					40%	40%	40%
毛利率				12.0%	14.0%	16.0%	18.0%
毛利润 (万元)				1256	2052	3282	5170

来源: 国金证券研究所

估值与投资建议: 目标价 25.4-30.5 元, 建议买入

- A 股目前主要动物疫苗类上市公司平均估值水平为  $21 \times 12PE$ ，结合公司 2011-13 年的 36% 的复合增长，我们给予公司  $25-30 \times 12PE$  的估值水平，目标价 25.4-30.5 元，首次给予“买入”的投资评级。

图表2: 朝阳永续 02 月 20 日一致预期估值

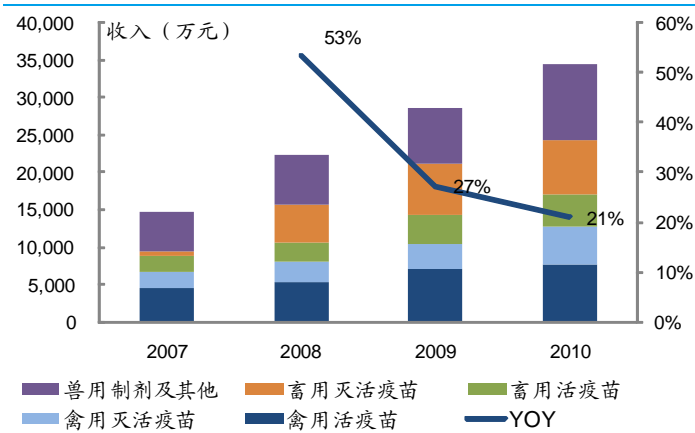
	代码	股价	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2011PE	2012PE	2013PE
中牧股份	600195	17.9	1.10	1.15	1.30	16	16	14
金宇集团	600201	12.7	0.42	0.47	0.55	30	27	23
大华农	300186	14.2	0.60	0.75	0.93	24	19	15
天康生物	002100	9.8	0.26	0.46	0.61	38	21	16
平均						27	21	17

来源: 朝阳永续、国金证券研究所

### 公司: 专注兽药快速成长者

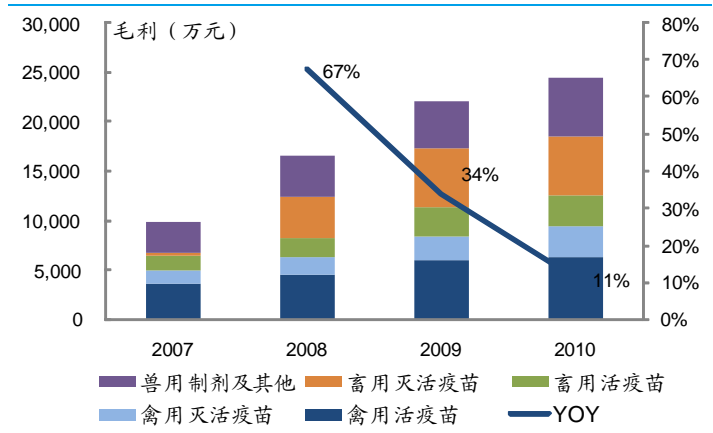
- 公司地处天津市，主营动物疫苗和制剂的研发、生产和销售。公司在鸡新城疫疫苗、鸡法氏囊疫苗等细分位列市场前列。
- 2010 年公司销售收入为 3.4 亿元，综合毛利率 60.4%，净利率高达 23.9%。其中兽用疫苗占收入 70.3%，占毛利 88.9%。2010 年公司收入同比增长 21%，归属于母公司的净利润同比增长 34%。
- 截止 2011 年 6 月底，公司第一大股东为董事长李守军，持股比例为 43.18%。

图表3: 公司营业收入主要来自于疫苗



来源: 公司公告、国金证券研究所

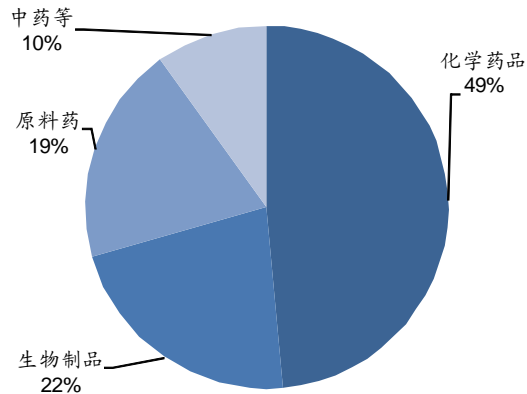
图表4: 公司毛利率 4 年复合增速高达 35%



### 兽药行业: 规模稳步增长, 集中度提升

- 据中国动物保健品协会统计，2009 年我国兽药市场约为 236 亿元，2005-2009 年的复合增速为 14.4%。其中生物制品 51.8 亿元，化学药品 114.7 亿元，原料药 46.0 亿元，中药等共约 23.5 亿元。

图表5: 兽药行业各部分组成



来源: 国金证券研究所

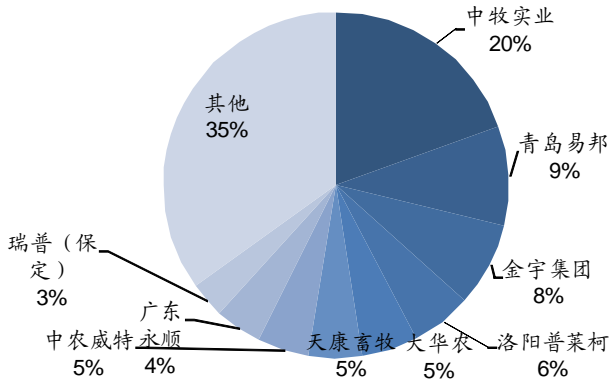
### 动物疫苗行业: 预计年增速 13%, 非强免疫苗增长更快

- 我国动物疫苗行业近五年来市场规模年均增速超过 10%，预计未来 5 年动物疫苗市场年增速为 13.0%。
  - 2009 年 60 家生物制品企业销售额 51.78 亿元，同比增长 17.7%。强免疫品种市场规模约为 37.3 亿元，占比高达 72%。此外禽用新城疫疫苗约为 7.6 亿元，其余共约 6.9 亿元。
  - 我们认为行业壁垒主要为生产许可批准和技术壁垒。70%以上疫苗为强免疫品种，行业呈寡头竞争格局。中牧股份等的 CR5 高达 48%。
  - 假设强制性免疫品种年增速 10%、新城疫年增速 15%、畜禽非强免疫品种年增速 20%、其他品种年增速 50%，测算出动物疫苗市场年增速约为 13.0%，2015 年将达到 108 亿元。
- 强制性免疫疫苗扩容主要依靠强免疫品种增加，单价上涨不乐观。
  - 我国经济动物规模稳步增长，集中度逐步提升。我国每年出栏的生猪、肉牛、羊、家禽分别超过 6 亿只、5 千万头、2 亿头和 90 亿羽。2000-2010 年猪肉与禽蛋产量复合增长率分别为 2.27%和 1.67%。
  - 目前强免疫疫苗的免疫密度要求在 90%以上，量增长将主要依赖于新的强免疫品种。2007 年在禽流感、口蹄疫的基础上增加猪蓝耳病、猪瘟疫疫苗。近年来猪蓝耳病与猪瘟疫疫苗竞标企业增至十几家，竞争激烈，中标价格不乐观，河北省 2011 年春季招标价格同比下降约 5%。
  - 由于招标竞价激烈及冷链要求导致部分疫苗效价变差，不少养户自行购买替代。对于是否变为政府补贴养殖户购买的方式，我们并不寄予厚望。目前欧美仍通过强免疫控制狂犬病。与发达国家相比，我国动物防疫在冷链设施、产品抽查、疫病监控等方面仍有较大提升空间。
- 动物疫苗的主要增长看点之一：非强免疫苗的快速增长，来自于产品升级、新品种和进口替代。
  - 疫苗技术革新和工艺改进。目前基因工程、多肽等新技术驱动疫苗品种推陈出新，同时研制开发配套的疫病诊断试剂盒、新型疫苗佐剂、耐热冻干保护剂等。肉价上涨将带动中高端疫苗产品销售比例上升。
  - 新品种快速增长。水产类疫苗和宠物疫苗将是我国疫苗重要发展方向之一，美国水产疫苗和宠物疫苗占比高达 45%以上。
  - 替代进口。目前疫苗产品呈现两级分化：进口高端疫苗用于种苗企业和大型高端养殖企业，以及国内普通产品用于小规模分散化养殖户。

进口疫苗价格约为国产疫苗价格的 2-10 倍，随着大规模集约化普通养殖企业增多，质量稳定、价格适中的国产疫苗复合他们的需求。

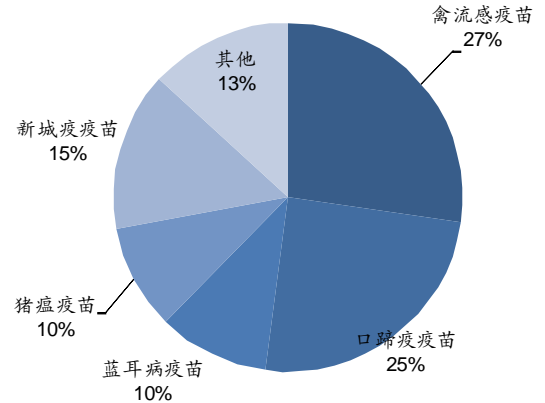
- **品种齐全、产品质量与口碑、专业技术服务为非强免疫苗竞争三大关键。**
  - 品种齐全：常见畜禽类疫苗非强免及强免品种集全（尤其是常见疾病），有利于提供完整的防疫和保健方案。
  - 良好的疫苗质量和口碑重于产品价格。目前药品费用占养殖费用比例低于 5%，养殖户对该部分的敏感性较低，注重疫苗品牌的长期口碑，更关注有效性和产品不同批次之间的稳定性。
  - 对于养殖户，防疫比饲料更需要专业化知识和服务。目前疫病新病增加，旧病不断，中小型养殖户需要兽药企业的专业化技术指导，否则使用不当带来严重的价值毁灭。

图表6：2008 年动物疫苗行业竞争格局，CR5 高达 48%

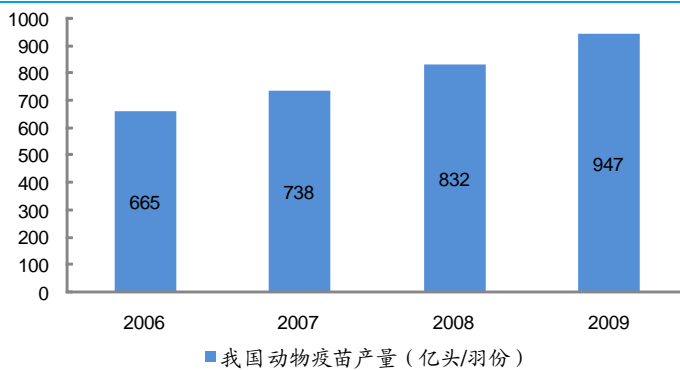


来源：中国动物保健品协会、国金证券研究所

图表7：动物疫苗中强制性疫苗品种目前约占 72%

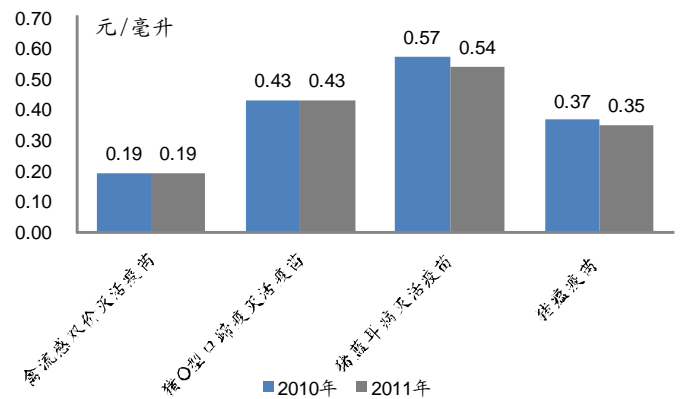


图表8：动物疫苗产量年增速 10% 以上



来源：大华农招股说明书、国金证券研究所

图表9：河北省政府招标疫苗单价，猪蓝耳病和猪瘟疫苗由于竞标企业过多导致单价下滑



图表10: 动物疫苗行业细分及增长预计

2009年	单价(元/羽)	覆盖数(亿)	行业规模	行业增速E	备注
禽流感	0.14	98.0	14.2	10%	
鸡新城疫	0.01	521.1	7.6	15%	
其他法氏囊、支气管炎	0.00	300.0	1.5	20%	新增品种、加工工
口蹄疫	0.33	38.3	12.8	10%	
猪瘟	0.22	22.5	5.0	10%	
猪蓝耳	0.75	7.1	5.3	10%	单价有所下滑
其他伪狂犬、圆环等猪 类疫苗E	0.38	10.0	3.8	20%	新增品种、加工工 艺进步
其他宠物、水产等疫苗E			1.6	50%	新兴细分, 高增长
<b>总计</b>			<b>51.8</b>	<b>13.0%</b>	

来源: 中国动物保健品协会、国金证券研究所

图表11: 各疫苗上市公司对比

	招标疫苗品种	2010年兽药收入(亿元)	疫苗综合毛利率	疫苗收入近2年复合增速	兽药收入占总收入之比	其他主营业务
中牧股份	几乎所有	14.1	66%	14%	48%	饲料
大华农	禽流感+蓝耳	6.1	63%	15%	100%	
天康生物	口蹄疫为主	4.4	62%	29%	19%	饲料、粕类
瑞普生物	猪瘟+蓝耳	3.4	74%	24%	100%	
金宇集团	口蹄疫+蓝耳	3.1	64%	-9%	46%	纺织、房地产

来源: 公司公告、国金证券研究所

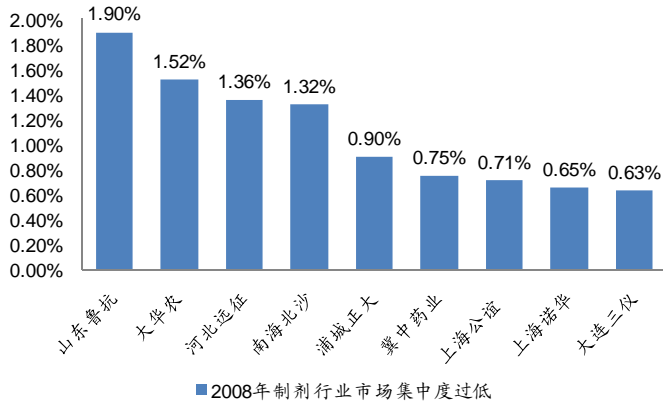
### 兽药行业: 整合序幕拉开, 行业集中度提升

- 2009年我国非疫苗兽药总消费额约185亿元, 2005-2009年复合年增速约14%, 约九成兽药应用于鸡和猪的疫病防治。
- 行业门槛低, 研发能力较弱, 行业集中度低。
  - 我国兽药企业研发和创新能力弱。国外兽药研发特点为一药多剂, 原料和制剂的比例一般是1:6, 国内目前仅约1:3。
  - 产品同质化较为严重。我国2005版《兽药典》共收载兽药品种1500多个, 而市场上销售的品种却有十几万个。截至2010年6月, 550种进口兽药年销售额高达50亿元, 主要为中高端产品。
  - 市场集中度低。2008年兽药行业CR10不及10%, 而2008年全球兽药市场CR5已达到56.9%。截止2010年8月, 全国通过兽药GMP认证的企业多达1650家, 而年产值1亿元以上仅35家。
- 行业整合序幕已拉开, 龙头加速抢占市场份额。
  - 自2006年国家强行实施GMP制度以来, 淘汰了近千家作坊式低水平的兽药企业。此外, 地标升国标、药品经营质量管理规范(GSP)、国家兽医制度和职业兽医制度等一系列政策法规有助于加速整合。
  - 市场竞争驱动龙头加速成长。由于产能过剩和价格战压缩行业利润, 且下游对食品安全诉求的更趋强烈, 龙头将加速抢占市场份额。
  - 我们看好如下类型的兽药企业: (1) 在常规同质化产品中, 受益于规模效益的龙头; (2) 走专业技术化道路, 研发创新效益高的企业, 由于兽药管理尚不成熟、同质化程度高, 整合资源、提高效率有利于提高企业竞争力; (3) 擅长营销与服务的企业, 若能围绕客户利益, 及时有效的提供防疫治疗方法, 将与客户共同分享养殖盈利。

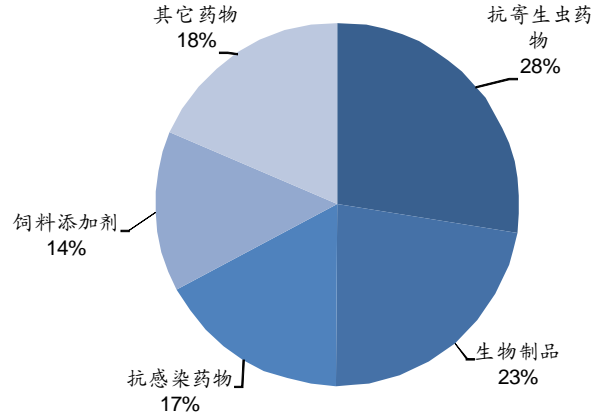


- 部分具备效果好、毒副作用和药物残留较少的新产品具有良好前景。在国外兽药研发中，最大投入为用于宠物的抗寄生虫药物，占市场份额的27.5%；其次是生物制品占22.6%；饲料药物添加剂较少。

图表12: 制剂行业格局分散



图表13: 国外兽药研发主要投入方向



来源: 大华农招股说明书、国金证券研究所

### 公司产品优质高价，技术服务拉动销售

我们认为，规模化养殖户对兽药的偏好是：兽药质量稳定+有效的防疫治疗，并不追逐价格低廉产品。对于兽药企业来说，成功经营之道之一：优质产品+深入的技术指导，两者相辅相成，缺一不可。

### 产品定位偏高端，主攻非强免禽类疫苗

- 公司产品优质高价，定位于进口高端和国内中端之间的市场。
  - 公司注重产品品质，产品质量好。2001年收购保定分公司后，由于其工艺陈旧和设备落后，立即让该公司销售额近千万的生产线全部停产，重新改造，次年产品质量和运营业绩大幅提升。公司活疫苗的病毒含量内控指标为国标的10倍以上，油乳剂灭活疫苗全部采用非免疫鸡胚，抗原含量灭活前为国标的10倍以上。此外掌握了克隆组合、低温连续流离心纯化、活疫苗耐热保护等技术，提高产品品质。
  - 产品价格方面，公司定价略高于国产疫苗的平均水平，但低于进口疫苗价格，该定位填补了中型规模的养户对疫苗产品的需求。高端定价使得公司疫苗产品的毛利率高达70%以上，高于其他竞争对手。
- 产品结构丰富。非强免禽类疫苗市占率较高，竞争实力位于行业前列。
  - 公司拥有兽用生物制品50种，兽用制剂226种。其中擅长常规禽类疫苗，包括新城疫、法氏囊疫苗等。2008年公司5种主要产品市场份额列行业单品排名前五名，市场份额约15%。
  - 与乾元浩、易邦两大禽类疫苗生产商对比，盈利能力由高到低依次为易邦、瑞普和乾元浩，业绩增长由高到低依次为乾元浩、瑞普和易邦。乾元浩与易邦均拥有强免禽流感疫苗生产许可。
- 重视研发，近年来不断推出新产品和新技术。
  - 董事长兼总经理李守军为公司核心技术人员，新中国60年畜牧兽医科技贡献奖，兼任河北农业大学等高校教授，先后主持3项国家重大高技术产业化项目等科研项目。2010年研发团队176人研发团队，研发

投入占比高达 6.39%，高于竞争对手，形成了“研发一代、储备一代、生产一代、销售一代”的良性创新机制。

- 公司拥有国家二类新兽药注册证书 3 个，三类新兽药注册证书 9 个，四类新兽药注册证书 1 个，是最近五年获得国家新兽药注册证书最多的兽药企业之一。

图表14: 公司产品丰富

	产品类别	产品数量	主要产品	主要用途
生物制品	禽用	35	鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗；鸡新城疫低毒力活疫苗；鸡传染性法氏囊病中等毒力活疫苗等；鸡新城疫灭活疫苗；鸡新城疫、传染性法氏囊病二联灭活疫苗等	用于鸡新城疫、传染性支气管炎、鸡传染性法氏囊病等的预防
	畜用	15	猪瘟活疫苗（兔源）；猪蓝耳病灭活疫苗等	用于猪瘟和猪蓝耳病等的预防
制剂	禽用	97	阿莫西林可溶性粉、氟苯尼考粉、替米考星可溶性粉、替米考星溶液、地克珠利溶液、妥曲珠利溶液、恩诺沙星溶液等	用于家禽疾病的预防、治疗
	畜用	71	右旋糖酐铁注射液、硫酸庆大霉素注射液、安乃近注射液、板蓝根注射液、替米考星预混剂、盐酸林可霉素预混剂等	用于家畜疾病的预防、治疗
	饲料添加剂	58	禽用微量元素、电解质预混合饲料；蛋鸡用维生素、微量元素复合预混合饲料等	用于调节动物的生理机能

来源：招股说明书、国金证券研究所

图表15: 公司主打非强免禽类疫苗，市场排名靠前

产品	市场排名	2008年产量	2008年市场容量	市场份额
鸡新城疫灭活疫苗（La Sota株）	第二	21,763	129,468	16.81%
鸡新城疫耐热保护剂活疫苗（LaSota株）	第一	10,980	85,857	12.79%
鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗（La Sota+H120株）	第二	117,520	1,234,338	9.52%
鸡传染性法氏囊病活疫苗（B 87株）	第四	102,453	1,073,282	9.55%
鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗（B8 7株）	第四	1,750	23,378	7.49%

来源：招股说明书、国金证券研究所

图表16: 禽用疫苗主流品牌的盈利能力对比

	收入规模（万元）	净利率	ROA	ROE	收入年增长	备注
乾元浩(估算)	55,622	12.6%	15.5%	21.6%	31%	曾收购、参股成立相关公司
易邦	42,674	41.0%	32.3%	-	-12%	2008年来增长停滞
瑞普	34,562	20.8%	27.8%	30.3%	21%	曾收购、参股成立相关公司

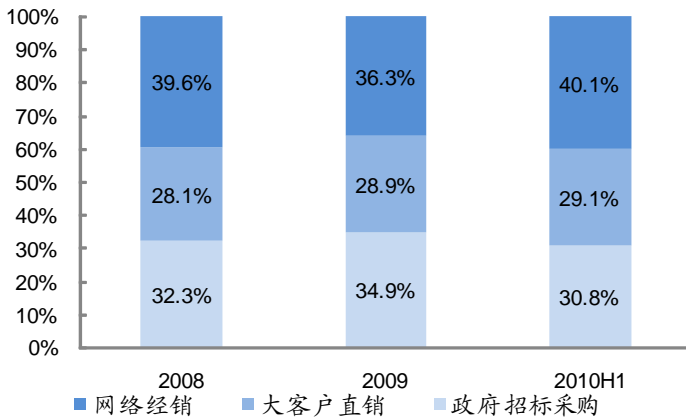
来源：国金证券研究所。乾元浩数据来自于中牧股份的年报估算，仅供参考

### 深度技术营销，市场竞争力强

- 公司以“为客户增值”为宗旨，高费用进行技术营销。
  - 公司提出“有效整合企业资源、充分利用产品组合；差异化市场营销、个性化制定方案”的营销模式。公司拥有各类制剂及禽畜疫苗，有利于对养户提供全程的防疫和治疗，优于仅生产疫苗的竞争对手。
  - 公司的销售费用比率约为竞争对手两倍。目前公司配备约四百名技术服务人员，通过网络经销商、终端客户现场服务、专业实验室疾病诊断、防控技术培训等方式提供全方位的技术服务。此外，公司还设立了 800 免费技术服务电话、短信平台以及公司网站等沟通渠道。

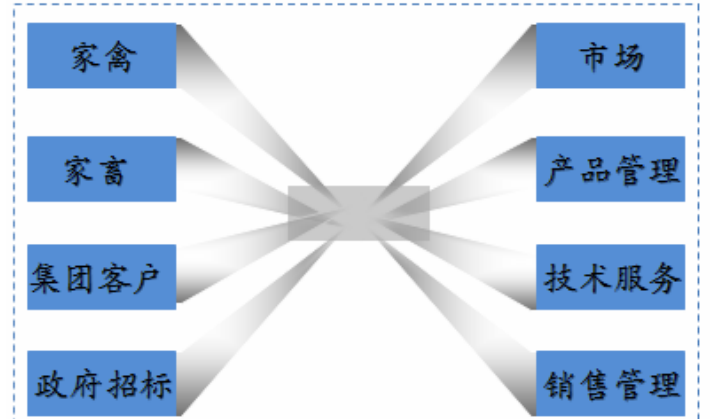
- **四横四纵结构：优化销售组织结构，改善营销和服务效率。**
  - 2011 年年初，公司设立营销中心，构建了以“家禽、家畜、大客户和政府招标”四大业务部门与“市场、产品管理、技术服务与销售管理”四大业务支撑部门纵横交织的矩阵式营销管理模式，兽用制剂与兽用生物制品市场化的销售收入同时获得快速增长。公司 2011 年上半年，制剂和非政府采购的疫苗销售收入均增长 40%以上。
- **逐步减少政府招标比例，显示了公司产品的市场化定价权和竞争力。**
  - 政府招标采购、大客户直销、网络经销三足鼎立。政府招标比例逐渐减少，2011 年上半年仅收入 3914 万元，同比减少 21.45%，市场化兽用生物制品实现销售收入 10026 万元，同比增加 46.65%；
  - 2010 年，公司已在 21 个省的政府采购中标，与 743 家规模化养殖企业建立业务关系，并指定 2116 家网络经销商销售公司产品，营销网络覆盖全国 500 个重点养殖县，基本覆盖了全国各区域。
- 公司与大华农、天康生物均为中小型疫苗规模。公司在研发投入、服务人员占比、非强免产品销售占比方面均更领先，更具市场竞争力。

图表17：政府招标比例逐渐减少

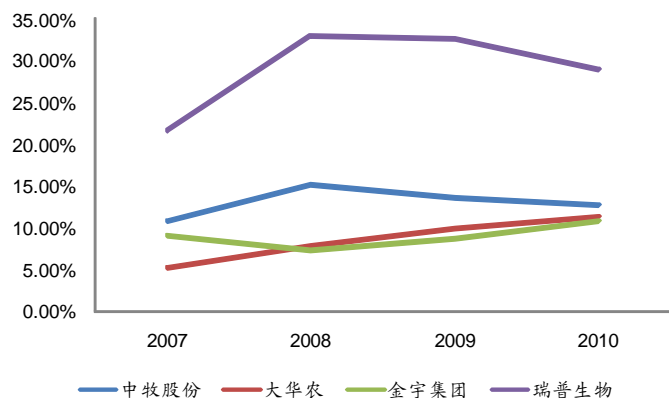


来源：国金证券研究所

图表18：四横四纵营销管理模式

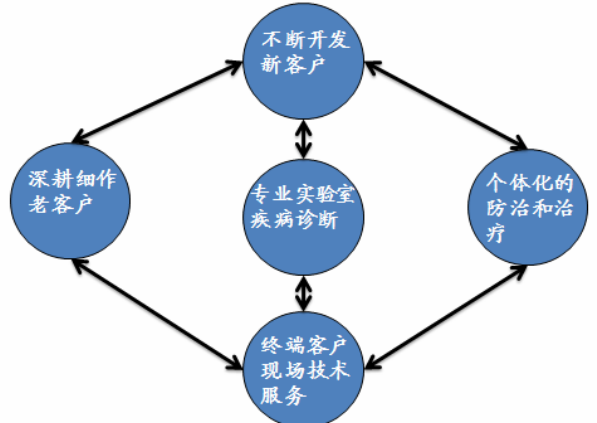


图表19：公司销售费用比率远高于竞争对手



来源：国金证券研究所

图表20：公司具体营销与服务方法



图表21: 2010年疫苗生产企业研发与销售综合对比

	研发			销售			
	运作与机制	产品特点	研发投入占比	政府招标收入占比	销售服务人员占比	前5大客户销售收入占比	销售特色
大 华 农	寻求与高校及科研院所的项目合作	各类禽用疫苗	3.40%	约54%	13.7%	约50%	起源于温氏, 建立GSP兽药直营店辐射全国
瑞 普 生 物	以“国家企业技术中心”与“企业博士后科研工作站”为依托; 致力于生产工艺创新	非强免禽用疫苗	6.39%	约28%	31.8%	约19%	提供解决方案; 四大交叉的销售组织结构
天 康 生 物	购买受让研究机构的技术	口蹄疫、小反刍疫苗	3.10%	-	25.5%	8.93% (前四大疫苗客户占比 26%)	饲料、疫苗等养殖辅助产品一条龙服务

来源: 公司公告、国金证券研究所

### 高层管理团队团结, 积极部署中层激励

- **公司高管团队团结。**公司董事长李守军与瑞普保定总经理梁武等高层管理者为大学校友, 长期效力于公司, 团队相对稳定。
- **严格保证注重产品品质。**
  - 公司坚守“产品是人品, 质量是生命”的原则, 质量控制要求达到“出厂产品 100%达到内控指标”。即便在行业萧条期市场低价恶性竞争, 公司仍不放松内控质量标准, 保证 100%达标。
- **积极部署中层管理层激励。**
  - 公司 2011 年十月公告股权激励草案, 520 万份股票期权覆盖中层管理人员、核心技术 (业务) 人员及对公司有特殊贡献的其他人员总计 171 人。主要要求以 2010 年净利润为基数, 2012-2014 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 76.63%、137.90%、214.59%
  - 行权价为 22.5 元。授予日为 2012 年 2 月 2 日, 收盘价为 20.03 元, 预计股权激励费用共约五千多万元。

图表22: 股权激励方案

	行权条件	期权总费用预计 (万元, 假设股价上涨)
第一个行权期	2011年净利润相比于2010年增长不低于40%, 2011年加权平均ROE不低于6.68%	717
第二个行权期	2012年净利润相比于2010年增长不低于76.63%, 2012年加权平均ROE不低于7.84%	995
第三个行权期	2013年净利润相比于2010年增长不低于137.90%, 2013年加权平均ROE均不低于9.67%	1666
第四个行权期	2014年净利润相比于2010年增长不低于214.59%, 2014年加权平均ROE均不低于11.49%。	1905

来源: 公司公告、国金证券研究所

### 公司增长: 疫苗新品不断, 制剂与原料药协同发展

- 公司业务主要由3家控股子公司具体负责经营, 利润主要来源于对子公司的投资所得: 瑞普保定、瑞普天津, 以及瑞普高科。此外公司近年来还参

股其他制药公司。公司前五名客户为四川等省的动物疾病预防控制中心，销售收入占比约为25%。

图表23: 各子公司盈利和未来增长看点

	控股比例	主营	2010年收入 (万元)	2010年净利 润(万元)	增长看点
瑞普天津	100%	生物制剂	9363	1998	转移因子和头孢喹肟注射液等制剂产能扩张
瑞普保定	75%	禽类疫苗	22568	7181	常规疫苗产能扩张
瑞普高科	98.90%	灭活疫苗	2701	583	灭活疫苗产能扩张
湖北龙翔	78.20%	原料药	10467	93	盈利水平改善
湖南中岸	51%	禽畜疫苗	152	-556	收入规模扩大
内蒙古大地	40%	制剂、饲料添加剂	749	31	盈利水平改善

来源: 国金证券研究所

### 疫苗突破产能瓶颈，新产品不断面市，老产品地域扩张

- 禽用灭活苗和畜用活疫苗增产300%以上，突破产能瓶颈。
  - 2009年活疫苗和灭活疫苗产能利用率分别为98.16%和82.63%。募投项目中，禽用灭活苗和畜用活疫苗产能均增长300%以上。
  - 瑞普保定与瑞普高科近期建成，预计2012年逐步投产。截止2011年半年报，瑞普保定完成马立克活疫苗车间的建设和净化。
  - 我们假设非强免禽类疫苗行业增速约为15%，公司若保持35%的增速，三年后市占率约在20%左右，市场份额尚未达到瓶颈期。
- 公司未来不断研发推出新品种，并进入宠物疫苗行业。
  - 公司近年新增了猪蓝耳病活疫苗和兔源性的猪瘟活疫苗，新增细胞毒活疫苗等多条生产线通过了GMP认证。此外，还打造H9亚型禽流感疫苗产品群，推出二联、三联、四联疫苗产品。
  - 鸡马立克疫苗将成为疫苗增长的主要看点之一。鸡马立克病为二类疾病，在幼鸡时使用一次疫苗能有效防治。预计市场规模约为1亿元左右。主要厂家包括梅里亚、北京市兽医生物药品厂等。
  - 公司开始涉足宠物疫苗行业。2010年2月瑞普保定等7家单位联合研发的狂犬病灭活疫苗(Flury LEP株)获得二类《新兽药注册证书》。
- 地域扩张：控股湖南中岸，布局南方。
  - 目前公司在华南等地区市场份额并不高，且主要为四川省政府招标等。公司市场化销售在南方仍有较大的市场空间。
  - 2010年公司参与合资成立湖南中岸，并在2011年上半年从参股变为51%控股。湖南中岸是湖南省唯一的兽用生物制品公司，首家研制了猪乙型脑炎活疫苗，目前拥有2个GMP疫苗生产车间，可生产畜禽两大系列共29个品种，年产畜禽疫苗100亿羽(头)份。
  - 目前湖南中岸完成新建蓝耳病活疫苗1亿头份生产车间、改扩建猪瘟脾淋苗4000万头份生产车间。湖南为养猪大省，兽用产品将有助于公司开拓湖南市场。

图表24: 公司疫苗募投新增产能情况

	单位	2009年 销量	瑞普保定新 增产能(2011 年底建成)	瑞普高科新 增产能(2012 年中期建成)	新增产能 增长率	备注
禽用活疫苗	百万羽份	8,374		2,195	26%	耐热活疫苗
禽用灭活疫苗	万毫升	19,475	60,000	30,500	465%	新城疫等常规灭活苗
畜用活疫苗	万头份	12,533	30,000	14,000	351%	猪蓝耳病活疫苗, 猪瘟脾淋活疫苗
畜用灭活疫苗	万毫升	9,064				

来源: 招股说明书、国金证券研究所

图表25: 公司近年来推出的疫苗新品

新产品	时间	批文家数
鸡马立克氏病火鸡疱疹病毒活疫苗	2011	8
猪支原体肺炎活疫苗	2009	4
狂犬病灭活疫苗(Flury LEP株)	2010	7
猪乙型脑炎活疫苗	2010	3

来源: 国金证券研究所. 批文家数为网上信息统计, 可能与实际略有出入.

图表26: 2011年上半年公司在各地区销售比例

	华东	东北	华北	华中	西南	华南+西北等地
行业	20.5%	18.9%	15.4%	13.8%	9.3%	22.1%
公司	27.6%	9.4%	26.3%	9.9%	10.6%	16.0%

来源: 招股说明书、国金证券研究所

### 制剂新产品前景好, 与原料药协同发展

- 公司近年来制剂毛利率不断提高至65%以上, 高于竞争对手。
  - 主攻竞争对手较少的产品, 例如公司发明无药残制剂防治奶牛乳房炎技术, 应用于翘叶清瘀散、紫花诃子散; 发明免疫增强剂-胞肽可以使畜禽疫苗抗体效价提高 1-2 个滴度, 应用到疫苗和饲料添加剂中。
  - 生产精细化管理: 坚持原料采购底线三家询价制, 长短期原料供货比例合理, 生产线自动化水平较高, 生产转化效率高。
- 转移因子口服液和硫酸头孢喹肟注射液将成为制剂增长看点。
  - 公司在制剂方面具有较强的创新能力。公司是拥有转移因子口服液知识产权的两家企业之一和硫酸头孢喹肟注射液知识产权的七家企业之一。扩产的紫花诃子散、翘叶清瘀散及陈柏止咳颗粒是公司自主研发的国家三类新兽药, 目前正处于行政保护期内, 尚无竞争对手。
  - 转移因子能快速提高动物免疫力, 尤其是非典型新城疫, 潜在市场规模约 5 亿元, 新增产能约占市场 20%。硫酸头孢喹肟注射液主要用于敏感菌感染性疾病的预防与治疗。该市场潜在市场规模超过十亿元, 公司扩产约占市场 6%。
  - 公司 2010 年获批的猪圆环病毒检测试剂盒产品, 国内首创, 未来将有效替代国外进口。
- 原料药: 控股湖北龙翔, 规模增长快, 盈利水平提升。
  - 湖北龙翔是湖北省最大、全国十大之一的兽用原料药生产企业, 主营原料药和制剂。公司于 2010 年通过两次收购增加了湖北龙翔药业有

限公司 58.2%的股权，实现对湖北龙翔的控股，提升公司在家畜生物制品市场的竞争力，实现从原料到制剂的产业链。

- 通过规模的扩张与生产工艺的改造，湖北龙翔的毛利率将稳步提升。湖北龙翔 2011 年上半年收入增长约 40%，净利润增长 5 倍以上。
- **原料药延伸公司产业链，与制剂协同发展。**
  - 原料药和制剂共同发展，有助于实现成本优势，生产高品质产品。
  - 2011 年 6 月，龙翔沃尼妙林原料药、与天津瑞普沃尼妙林制剂共获得农业部二类《新兽药注册证书》，用于治疗霉形体病及细菌性疾病。龙翔在合成和纯化工艺上实现了技术突破，其产品质量达到《欧洲药典》(EP6.0)标准，是国际上少数几个掌握高纯度沃尼妙林原料生产的企业之一。国内该原料药生产企业仅 3 家，未来规模可上亿。

**图表27: 公司近年来推出的非疫苗新品**

新产品	时间	批文家数
猪圆环病毒2-dCap-ELISA抗体检测试剂盒	2010	1
盐酸沃尼妙林	2011	3
盐酸沃尼妙林预混剂	2011	10
转移因子口服液	2009	2

来源：国金证券研究所。批文家数为网上信息统计，可能与实际略有出入。

### 风险提示

- 公司未来新研发产品不能取得生产批文的风险。目前公司研发出猪蓝耳活疫苗正等待批文。
- 公司质量控制和安全生产问题导致产品质量出现失效风险。
- 经济动物养殖发生重大疫情带来的兽药市场波动。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	224	285	346	568	751	1,008	货币资金	115	118	1,182	1,047	1,500	1,600
增长率		27.3%	21.1%	64.2%	32.4%	34.1%	应收款项	56	81	89	172	228	306
主营业务成本	-59	-65	-101	-245	-329	-446	存货	24	37	65	94	126	171
%销售收入	26.3%	22.7%	29.2%	43.2%	43.8%	44.3%	其他流动资产	13	19	32	100	134	181
毛利	165	221	245	323	422	561	流动资产	209	255	1,368	1,414	1,988	2,257
%销售收入	73.7%	77.3%	70.8%	56.8%	56.2%	55.7%	%总资产	62.3%	61.4%	84.3%	81.4%	84.7%	84.9%
营业税金及附加	0	-1	-1	-4	-5	-7	长期投资	6	16	39	40	39	39
%销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	96	115	181	227	268	304
营业费用	-74	-93	-100	-136	-165	-202	%总资产	28.5%	27.8%	11.1%	13.1%	11.4%	11.4%
%销售收入	33.0%	32.7%	29.0%	24.0%	22.0%	20.0%	无形资产	24	27	34	53	49	57
管理费用	-18	-25	-39	-57	-71	-91	非流动资产	127	160	254	322	358	402
%销售收入	8.0%	8.7%	11.1%	10.0%	9.5%	9.0%	%总资产	37.7%	38.6%	15.7%	18.6%	15.3%	15.1%
息税前利润 (EBIT)	73	101	105	126	180	262	<b>资产总计</b>	<b>335</b>	<b>415</b>	<b>1,622</b>	<b>1,736</b>	<b>2,346</b>	<b>2,660</b>
%销售收入	32.5%	35.5%	30.3%	22.1%	24.0%	26.0%	短期借款	10	35	82	0	417	454
财务费用	0	1	2	21	13	3	应付款项	59	87	95	153	203	271
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.55%	-3.61%	-1.7%	-0.3%	其他流动负债	4	29	7	61	69	80
资产减值损失	-1	-2	-2	0	0	0	流动负债	72	150	184	214	688	804
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	-1	0	0	其他长期负债	13	12	12	0	0	0
%税前利润	0.4%	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>85</b>	<b>163</b>	<b>196</b>	<b>214</b>	<b>688</b>	<b>804</b>
营业利润	72	100	104	145	193	265	<b>普通股股东权益</b>	<b>197</b>	<b>206</b>	<b>1,353</b>	<b>1,430</b>	<b>1,544</b>	<b>1,713</b>
营业利润率	32.2%	35.0%	30.0%	25.6%	25.7%	26.3%	少数股东权益	53	46	74	91	114	143
营业外收支	3	1	15	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>335</b>	<b>415</b>	<b>1,622</b>	<b>1,736</b>	<b>2,346</b>	<b>2,660</b>
税前利润	75	101	119	155	203	275	<b>比率分析</b>						
利润率	33.6%	35.5%	34.5%	27.3%	27.0%	27.3%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-10	-13	-19	-23	-30	-41	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.9%	12.8%	15.7%	14.8%	14.8%	14.8%	每股收益	0.780	1.107	1.113	0.771	1.015	1.388
净利润	66	88	100	132	173	235	每股净资产	3.551	3.716	18.249	19.291	20.821	23.097
少数股东损益	22	27	18	18	22	29	每股经营现金净流	1.225	1.163	1.521	0.504	1.796	2.545
归属于母公司的净利润	43	62	82.540	114	151	206	每股股利	0.000	0.000	1.000	0.500	0.500	0.500
净利率	19.3%	21.6%	23.9%	20.1%	20.0%	20.4%	<b>回报率</b>						
					82.4%	149.3%	净资产收益率	21.96%	29.80%	6.10%	7.99%	9.75%	12.02%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	12.93%	14.82%	5.09%	6.58%	6.42%	7.74%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	投入资本收益率	24.43%	30.68%	5.86%	7.03%	7.40%	9.67%
净利润	66	88	100	132	173	235	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	53.41%	27.31%	21.12%	64.23%	32.40%	34.09%
非现金支出	6	10	12	16	21	26	EBIT增长率	30.43%	38.75%	3.61%	19.77%	43.57%	45.35%
非经营收益	0	0	4	-7	4	19	净利润增长率	17.21%	41.96%	34.21%	38.47%	31.75%	36.67%
营运资金变动	-4	-34	-4	-104	-64	-90	总资产增长率	79.74%	23.86%	290.84%	6.99%	35.15%	13.37%
经营活动现金净流	68	65	113	37	133	189	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-20	-31	-48	-74	-47	-60	应收账款周转天数	68.1	77.8	80.7	90.0	90.0	90.0
投资	-33	-5	-73	-1	0	0	存货周转天数	132.6	172.8	185.5	140.0	140.0	140.0
其他	0	0	0	-1	0	0	应付账款周转天数	72.5	135.5	144.3	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-52	-36	-121	-76	-47	-60	固定资产周转天数	155.5	118.5	145.4	111.3	99.0	83.4
股权募资	56	0	1,065	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-1	25	29	-94	417	37	净负债/股东权益	-41.93%	-33.02%	-77.11%	-68.83%	-65.33%	-61.77%
其他	-3	-50	-21	-3	-51	-66	EBIT利息保障倍数	-926.6	-202.3	-55.2	-6.1	-14.2	-75.6
筹资活动现金净流	52	-25	1,072	-96	366	-29	资产负债率	25.41%	39.18%	12.06%	12.33%	29.35%	30.25%
现金净流量	67	4	1,064	-135	453	100							

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	3
买入	0	1	2	2	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0</b>	<b>2.00</b>	<b>1.75</b>	<b>1.71</b>	<b>1.74</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B