

瑞普生物(300119.SZ)

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 22.80
 分析师: 谢刚 分析师: 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2012年6月12日

产品线扩张和营销体系优化驱动盈利激增

基本状况

总股本(百万股)	192.78
流通股本(百万股)	109.54
市价(元)	15.85
市值(百万元)	3055.64
流通市值(百万元)	1736.18

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	345.62	587.71	798.17	1,123.09	1,495.71
营业收入增速	21.12%	70.05%	35.81%	40.71%	33.18%
净利润增长率	34.21%	38.23%	27.49%	48.46%	35.93%
摊薄每股收益(元)	1.11	0.77	0.75	1.12	1.52
前次预测每股收益(元)	1.11	0.77	0.78	1.20	1.67
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	63.36	25.10	20.82	14.03	10.32
PEG	1.85	0.66	0.76	0.29	0.29
每股净资产(元)	18.25	9.39	7.91	9.03	10.55
每股现金流量	1.52	0.61	1.41	0.87	1.32
净资产收益率	6.10%	8.19%	9.54%	12.40%	14.43%
市净率	3.86	2.06	1.99	1.74	1.49
总股本(百万股)	74.15	148.30	192.78	192.78	192.78

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 本报告着重解决一个长久以来困扰投资者的问题: 如何正确看待兽药公司的经营模式和成长模式?** 我们认为兽药公司与人药公司在经营模式上存在显著差异, 国内人药公司的业绩成长主要依赖于针对某一治疗领域的单一或几个重磅品种的增长来实现。但我们发现无论国外还是国内动保企业, 单一品种占比极低, 动保企业主要依赖于针对不同动物的产品线完善和扩张来实现增长, 因而错把人药企业的成长模式套用在兽药企业上, 找不到判断成长性的合理逻辑是兽药企业长久以来被给予低估值的主要原因。
- 瑞普生物作为国内以市场化销售为导向的兽药龙头企业, 产品线的扩张和营销体系优化是驱动公司业绩成长的两大核心要素。**
- 产品线上, 公司已形成明确的“核心业务-战略业务-新兴业务”发展战略目标。** 目前公司禽类药物产品线较为完整, 80%的业绩贡献来源于禽类业务, 也是公司的核心业务所在, 通过既有产品研发和渠道优势, 公司禽类业务继续保持较高的内生增长态势。而作为战略业务的家畜类药物和新兴业务的宠物类药物, 将成为公司未来 3-5 年的重要增长极。
- 组织架构调整预示公司营销管理愈发朝精细化管理方向发展。** 上市前, 公司营销体系是以营销中心为虚拟管理中心的垂直化管理模式, 利润考核中心是各分子公司, 营销中心作为虚拟的销售管理部门, 以生物制品和兽药制剂分为九大业务部门, 各部分拥有各自的销售团队和技术服务团队, 销售团队并非直接的利润考核中心。上市后, 营销组织架构发生较大调整, 各分子公司成为纯粹的生产成本中心, 利润考核以内部结算价减去生产成本为主, 公司偏重于关注子公司成本管理; 营销体系变革为四纵四横以销售大区为利润考核中心的管理构架, 营销中心成为真正意义上的销售管理中心, 负责监督管理各销售大区的销售效率和成本状况。

- 以销售大区内部利润考核机制为核心的营销体系变革成为促进公司业绩增长的第二要素。销售大区成为利润考核中心，每个销售大区负责区域内所有产品的销售和技术服务。新的营销体系下，每个销售大区成为单独的利润考核中心，主观上提升了大区经理销售管理和成本管理的主观能动性。销售人员考核指标是（对外销售价格-内部结算价格）*销售数量*回款率*提成率，考核指标兼具销售利润、销售数量、应收款回款和坏账率等，激发公司整体销售潜在能量，2011年以来市场苗和药物制剂分别保持60%和30%的较高增速水平。
- 预计公司IPO募投项目和湖南中岸改扩建项目将于2012-2013年相继完工，奠定2013年以后的盈利高速增长基础。我们预计公司2012-2014EPS分别为0.75/1.12/1.52元，复合增速37.4%，目标价22.80元，较目前股价有45%上涨空间，维持“买入”评级，积极推荐。

内容目录

瑞普生物核心优势：产品线扩张能力+先发的市场导向策略	- 4 -
产品线扩张是驱动公司业绩增长的要素之一	- 4 -
兽药与人药企业增长模式具有显著差异,兽药企业增长依赖于产品线扩张 ..	- 4 -
公司家畜和宠物类业务领域的产品线将不断完善	- 5 -
自主研发和对外合作并购是公司充实产品线的主要手段	- 7 -
营销体系优化是驱动公司业绩增长的要素之二	- 8 -
组织架构调整，营销管理更趋精细化	- 8 -
以利润为导向的销售考核机制推动公司业绩增长	- 10 -
IPO募投项目2012-2013年陆续达产，奠定2013年以后高增长基础	- 11 -
2012-2013年IPO募投项目陆续达产，产能增长300%以上	- 11 -
2012-2014年公司生物制品和制剂业务快速增长	- 12 -
盈利预测与投资建议	- 13 -
盈利假设前提	- 13 -
盈利预测结果	- 13 -
PE相对估值	- 13 -
DCF绝对估值	- 14 -
投资建议	- 14 -
风险提示	- 14 -

图表目录

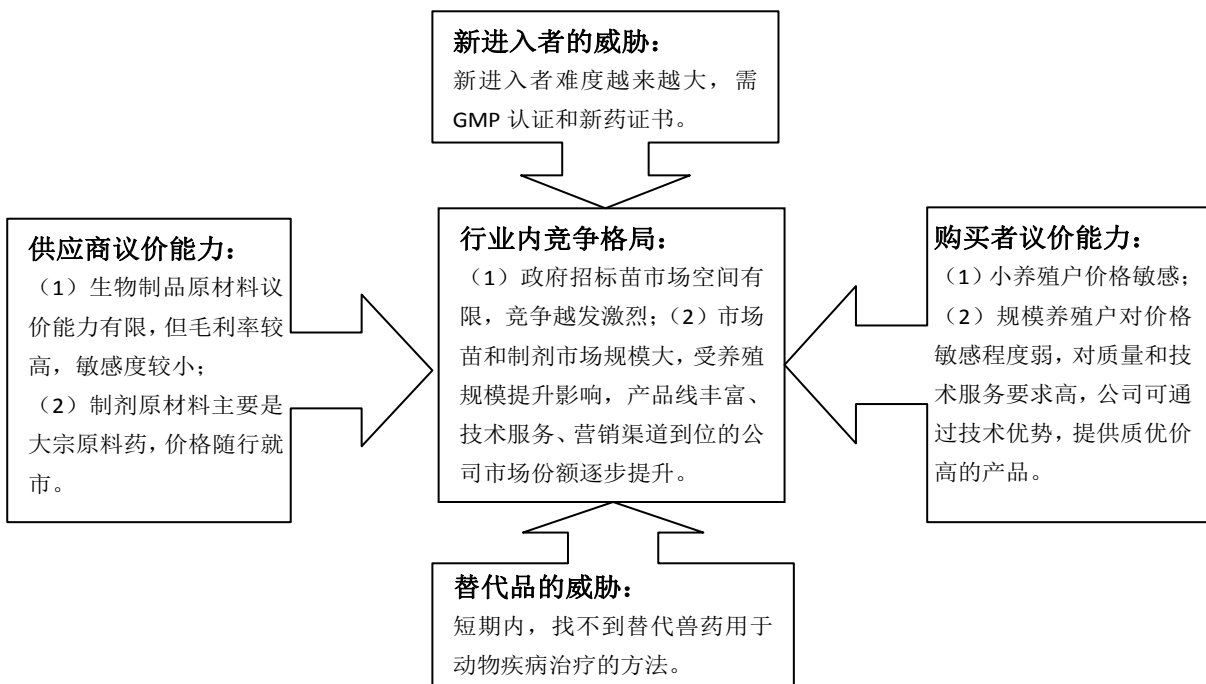
图表1：兽药行业的波特五力分析模型	- 4 -
图表2：瑞普生物兽药制剂分产品销售额及占比	- 5 -
图表3：海外动保巨头兽药分产品销售额占比	- 5 -
图表4：人药企业主打产品销售额占公司收入的比重较高（单位：百万元）	- 5 -

图表 5: 瑞普生物药物品类业绩贡献占比	- 6 -
图表 6: 国内主要动物用药市场容量测算	- 6 -
图表 7: 瑞普生物各品类药物产品分布情况	- 6 -
图表 8: 瑞普生物业务层级体系构成	- 7 -
图表 9: 公司 2012 年拟上市生物制品和兽药制剂品种	- 7 -
图表 10: 瑞普生物研发投入逐年增加	- 8 -
图表 11: 瑞普生物超募资金使用情况	- 8 -
图表 12: 国外巨头通过兼并收购使得产品线和业务区域更加多元化	- 8 -
图表 13: 瑞普生物上市前营销管理体系构架	- 9 -
图表 14: 四纵四横矩阵式营销管理模式	- 9 -
图表 15: 瑞普生物内部利润考核指标体系	- 10 -
图表 16: 公司主要业务收入结构	- 10 -
图表 17: 瑞普生物制剂业务毛利率高达 60%以上	- 10 -
图表 18: IPO 募投项目和湖南中岸改扩建完工后公司产能分布	- 11 -
图表 19: IPO 募投项目和湖南中岸改扩建项目预计达产日期	- 11 -
图表 20: 瑞普生物生物制品业务销售预测表	- 12 -
图表 21: 瑞普生物制剂业务销售预测	- 13 -
图表 22: 瑞普生物三项期间费用及相关税费假设	- 13 -
图表 20: 瑞普生物 DCF 绝对估值为 23.21 元	- 14 -
图表 23: 瑞普生物销售预测表	- 15 -
图表 24: 瑞普生物三张报表	- 15 -

瑞普生物核心优势：产品线扩张能力+先发的市场导向策略

- 当前，动保行业外部环境变化将催生国内行业竞争格局呈现积极变化：
 - （1）政策壁垒加大，新进入者难度越来越高，利于行业集中度提升；
 - （2）下游养殖户规模化程度提高，对动保制品价格敏感度减弱，对质量和技术服务要求提高，从而使得产品线丰富、技术服务优秀、营销渠道到位的公司市场份额不断提升。
- 目前动保行业市场规模约 500 亿元，生物制品 70-80 亿（政府苗 40 亿，市场苗 30-40 亿），制剂和原料药规模 420 亿元左右。
- 政府苗市场空间有限，国内动保疫苗生产企业增加至 87 家，导致行业竞争加剧。
- 瑞普生物立足于市场导向的销售策略，通过技术服务优势，提供质优价高的产品，提升市场苗和制剂的市场份额，以此达到业绩增长的目的。
- 我们认为保证瑞普生物业绩成长的两大核心优势是：（1）产品线扩张能力；（2）先发的以市场为导向的销售策略，营销组织架构不断优化，渠道布局领先于业内其他上市公司。

图表 1：兽药行业的波特五力分析模型



来源：齐鲁证券研究所

产品线扩张是驱动公司业绩增长的要素之一

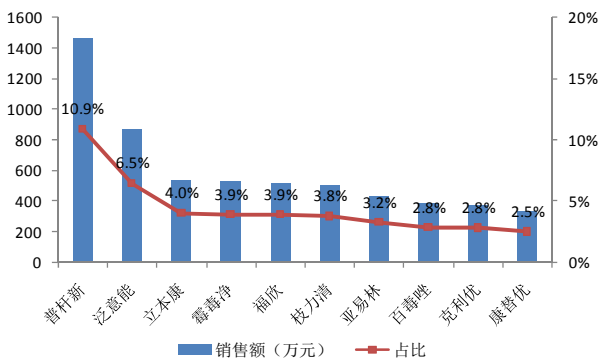
兽药与人药企业增长模式具有显著差异,兽药企业增长依赖于产品线扩张

- 国内人药企业业绩增长主要依赖于单个或几个重磅品种的销量增长来实现，以心脑血管治疗领域的几家龙头企业为例，单一重磅品种销售占比

高达 60%-70%。

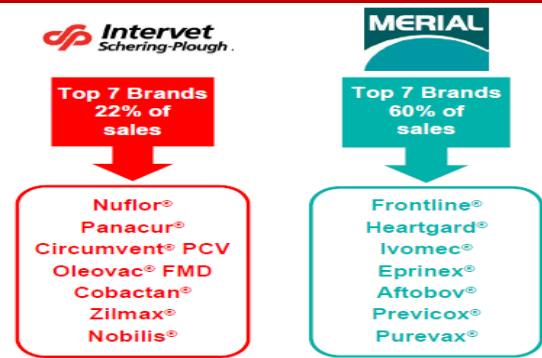
- 相对而言，无论国外还是国内，兽药企业单一品种对公司整体业绩贡献占比较小，全球领先的兽药企业英特威 Top7 品牌销售占比仅为 22%，瑞普生物销售额最大的品种占比仅有 10.9%，Top10 仅为 44%。
- 因此，兽药与人药企业相比，经营模式和增长模式具有显著差异。总体而言，人药企业主要专注于某一治疗领域重磅产品的增长，而兽药企业则关注动物生命全程的保健治疗，因此兽药企业的增长依赖于产品线的完整，而非单一明星品种。

图表 2: 瑞普生物兽药制剂分产品销售额及占比



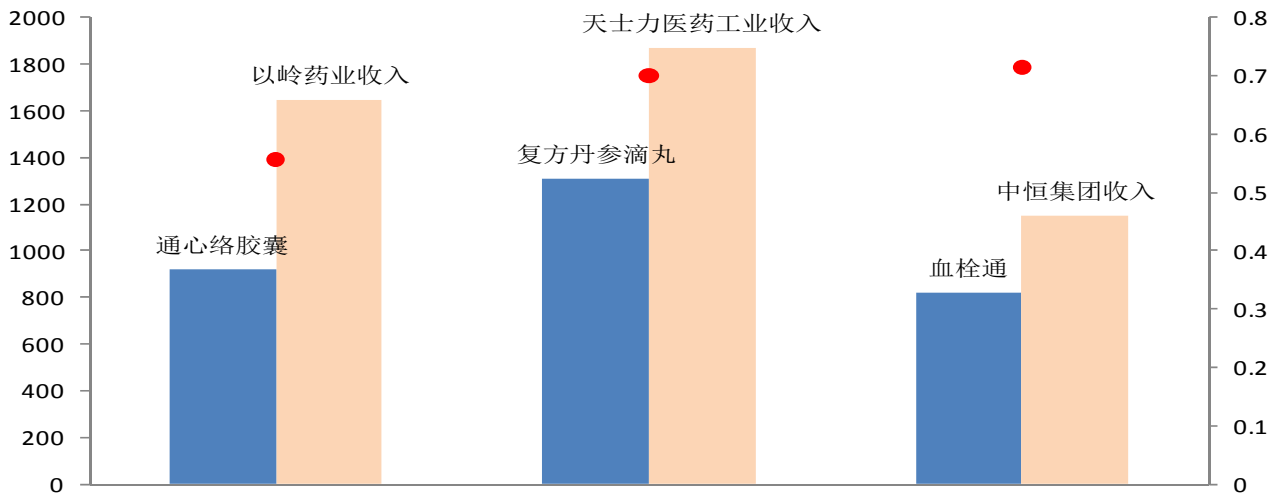
来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 3: 海外动保巨头兽药分产品销售额占比



来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 人药企业主打产品销售额占公司收入的比重较高 (单位: 百万元)



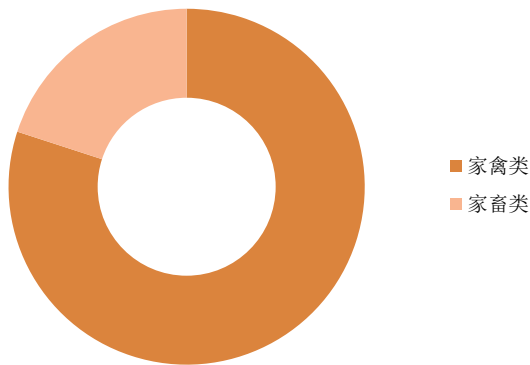
来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

公司家畜和宠物类业务领域的产品线将不断完善

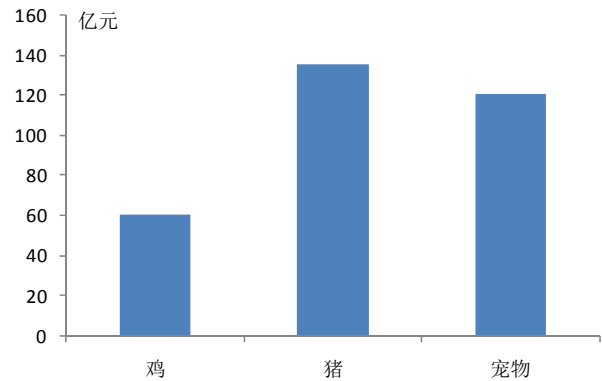
- 目前，公司大约 80% 的销售业绩贡献来源于家禽类业务，公司禽类产品线基本可以满足禽类养殖“诊断-治疗-预防”的流程需求，但家畜和兽药类产品储备相对不足。
- 从全国市场兽药市场容量来看，保守测算目前鸡类兽药市场容量 60 亿元，猪类市场容量 135 亿元，宠物用药未来市场空间有望达到 120 亿元。

因此，公司除禽类以外的其他产品线扩张是必然选择。

- 从公司经营战略规划来看，禽类业务依然构成公司的核心业务，未来通过产品优势和渠道不断优化，实现稳定的内生式增长，而家畜类业务和宠物类业务则成为公司未来 3-5 年的第二和第三增长极。
- 预计 2012 年公司在家畜和宠物类生物制品方面即将有猪细小病毒疫苗和狂犬病疫苗推出，制剂方面，针对家畜类的抗菌药倍诺林未来有望成为千万级的品种，家畜和宠物类业务产品线的完善将进一步打开公司的成长空间。

图表 5: 瑞普生物药物品类业绩贡献占比


来源：齐鲁证券研究所

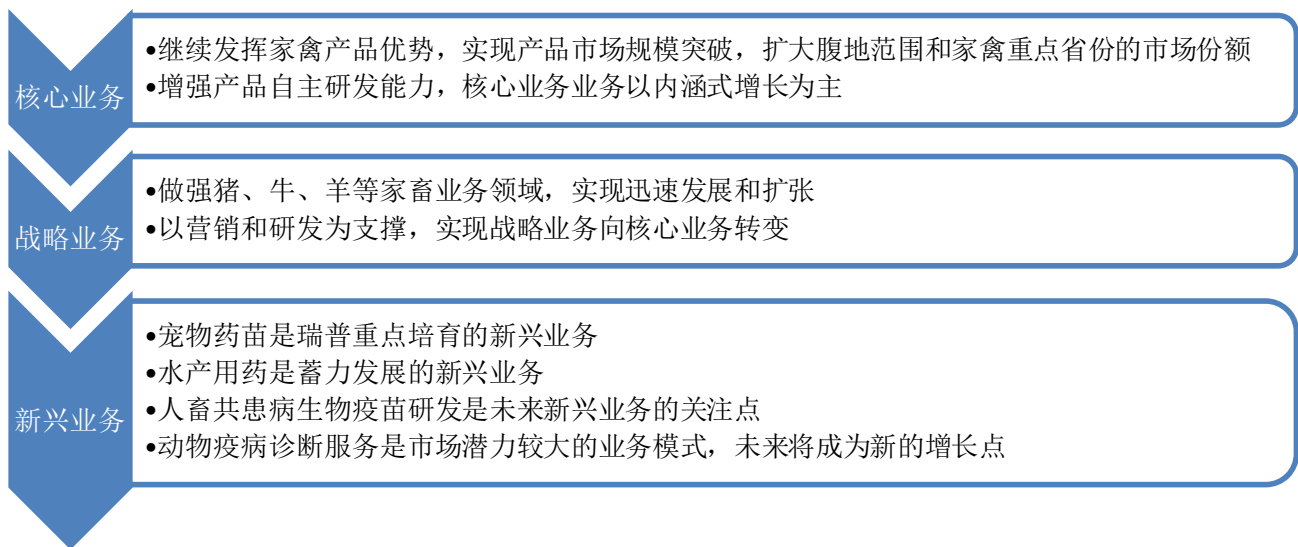
图表 6: 国内主要动物用药市场容量测算


来源：齐鲁证券研究所

图表 7: 瑞普生物各品类药物产品分布情况

禽类产品	数量	畜用产品	数量	宠物产品	数量
家禽用灭活疫苗	10	畜用灭活疫苗	1	消毒剂产品	1
家禽用活疫苗	16	畜用活疫苗	6	保健品	0
增蛋类制剂	3	中药产品	7	抗菌类产品	6
抗病毒制剂	11	营养制剂	6		
抗菌制剂	28	药物预混制剂	9		
免疫调节制剂	5	消毒制剂	2		
中药制剂	7	针剂产品	16		
营养制剂	22				
消毒制剂	2				
抗原虫制剂	6				
合计	110		47		7

来源：公司网站、齐鲁证券研究所

图表 8: 瑞普生物业务层级体系构成


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

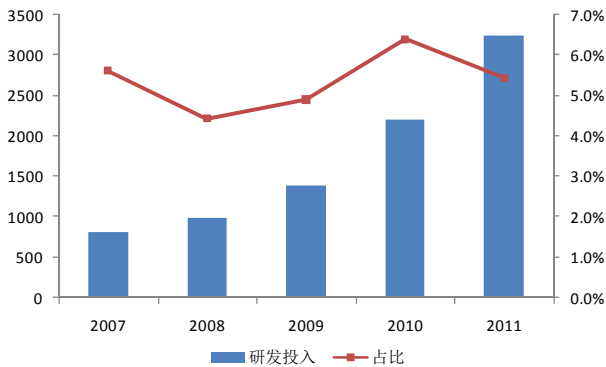
图表 9: 公司 2012 年拟上市生物制品和兽药制剂品种

生物制品	鸡马立克氏病二价活疫苗、猪细小病毒病灭活疫苗（BJ-2株）、猪瘟传代细胞活疫苗、鸡马立克病火鸡疱疹病毒耐热保护剂活疫苗、狂犬病灭活疫苗、猪繁殖与呼吸综合征活疫苗
兽药制剂	克利宁、福欣、新宜素、仔痢康、30%氟苯尼考注射液、20%泰乐菌素注射液等 20余个产品

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

自主研发和对外合作并购是公司充实产品线的主要手段

- 我们认为在当前兽药市场的竞争格局下，公司产品线的扩张主要依赖于自主研发、对外合作并购等两种手段。
- 2011 年公司研发投入达到 3238 万元，2007-2011 年研发支出年均增长 41%，2011 年公司共有 4 个生物制品和制剂获得国家新药证书，预期 2012 年仍将有 6 个生物制品和 20 多个兽药制剂产品推出。
- 2012 年公司设立瑞普生物研究院，各子公司研发集中于母公司层面，利于研发效率提升。同时，公司通过瑞普生物研究院平台加强与国内其他兽药科研机构的合作，研发投入的产出效率进一步放大。
- 2010 年以来公司先后并购参股了湖北龙翔、湖南中岸、内蒙古大地和天津赛瑞多肽等兽药企业，涉足原料药、中兽药及多肽生物制品领域。目前公司超募资金仍有 2.5 亿元左右，家畜业务是公司近两年的重点开拓领域，外延式扩张值得期待，我们预计家畜业务扩张的主要方式有两种：（1）加强与科研机构合作，取得更多的产品使用权；（2）对外收购产品互补、区域互补的家畜类兽药企业。

图表 10: 瑞普生物研发投入逐年增加




来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 11: 瑞普生物超募资金使用情况

IPO超募资金	71203
超募资金使用情况	
偿还借款	6400
补充流动资金	7600
收购湖南中岸股权	1723
购买空港办公楼	7624
支付办公用房税费	334
研发中心项目	955
收购瑞普保定股权	7000
增资湖北龙翔	1800
增资湖南中岸	2697
增资内蒙古大地	180
扩建空港项目	9569.4
剩余超募资金	25320.6

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 12: 国外巨头通过兼并收购使得产品线和业务区域更加多元化

	 Intervet Strengths <small>Schering-Plough</small>	 MERIAL Strengths
SPECIES	Avian (layers/breeders) Ruminants Aquaculture	Companion Animals Avian (broilers)
GEOGRAPHIES	Europe Emerging Markets	North America Brazil
PRODUCT TYPE	Vaccines	Parasiticides (Frontline® and Avermectins)
R&D	Vaccines Life cycle management expertise	Pets Pharma Early stage portfolio

来源: 齐鲁证券研究所

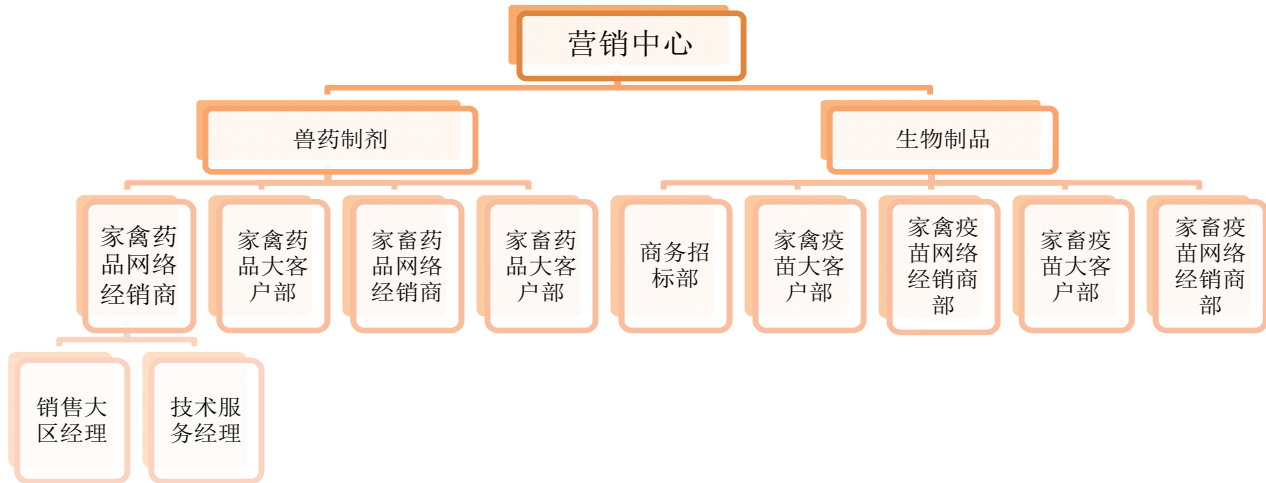
营销体系优化是驱动公司业绩增长的要素之二

组织架构调整， 营销管理更趋精细化

- 上市前, 公司营销体系是以营销中心为虚拟管理中心的垂直化管理模式, 利润考核中心是各分子公司, 营销中心作为虚拟的销售管理部门, 以生物制品和兽药制剂分为九大业务部门, 各部分拥有各自的销售团队和技术服务团队, 销售团队并非直接的利润考核中心。
- 上市后, 公司对组织架构做了较大调整:
 - (1) 垂直化的营销体系变革为四纵四横以销售大区为利润考核中心的管理构架。
 - (2) 各分子公司成为纯粹的生产成本中心, 利润考核以内部结算价减去生产成本为主, 公司偏重于关注子公司成本管理。

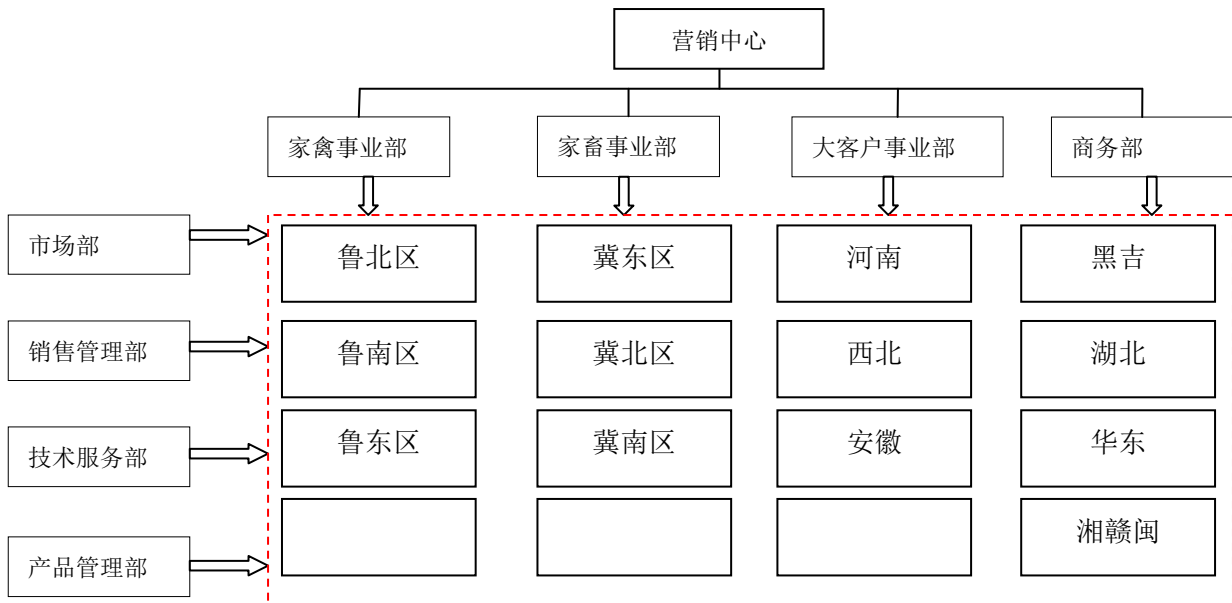
- (3) 营销中心成为真正意义上的销售管理中心，负责监督管理各销售大区的销售效率和成本状况。
- (4) 销售大区成为利润考核中心，每个销售大区负责区域内所有产品的销售和技术服务。新的营销体系下，每个销售大区成为单独的利润考核中心，主观上提升了大区经理销售管理和成本管理的主管能动性。销售人员考核指标为： $(\text{对外销售价格} - \text{内部结算价格}) \times \text{销售数量} \times \text{回款率} \times \text{提成率}$ ，考核指标兼具销售利润、销售数量、应收款回款和坏账率等，激发公司潜在销售能量释放。

图表 13: 瑞普生物上市前营销管理体系构架



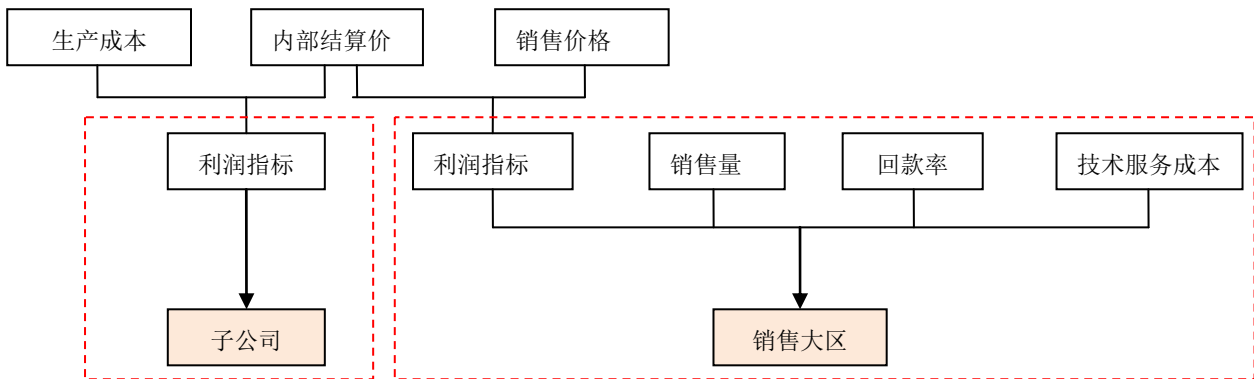
来源：齐鲁证券研究所

图表 14: 四纵四横矩阵式营销管理模式



来源：齐鲁证券研究所

图表 15: 瑞普生物内部利润考核指标体系

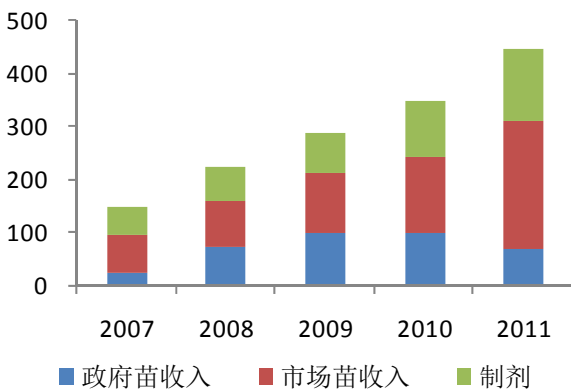


来源: 齐鲁证券研究所

以利润为导向的销售考核机制推动公司业绩增长

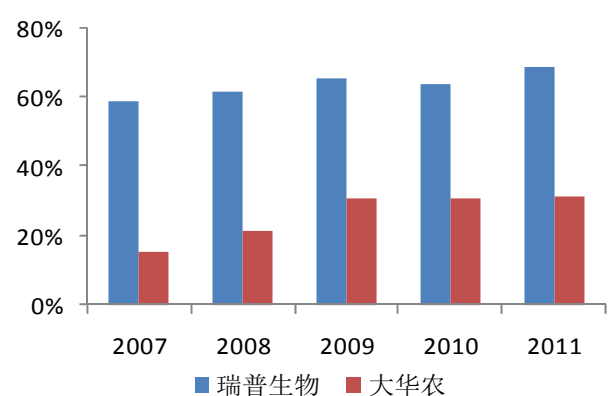
- 在新的考核机制下，每个销售大区都把内部利润实现当做最核心的任务指标，因此使得公司产品销售在追求数量的基础上，同时追求利润率指标。
- 因此我们可以看到，在部分区域政府苗招标价下滑的情况下，由于难以达到内部利润指标，公司主动放弃部分招标，加大高毛利率的市场苗和制剂销售。同时销售人员倾向于销售高毛利率的新产品，公司制剂毛利率总体领先于行业平均水平。
- 2011 年公司市场政府苗业务收入下滑 29%，但市场苗和制剂业务收入增速达到 65%和 31%，2012 年 Q1 公司市场苗和制剂业务收入增速依然维持 60%和 29%的水平，我们认为随着公司募投项目的逐步达产，公司以市场化为导向的销售业务仍然会维持较高的增长水平。

图表 16: 公司主要业务收入结构



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 17: 瑞普生物制剂业务毛利率高达 60%以上



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

IPO 募投项目 2012-2013 年陆续达产，奠定 2013 年以后高速增长基础

2012-2013 年 IPO 募投项目陆续达产，产能增长 300%以上

- 公司 IPO 募投项目中，瑞普保定的猪瘟脾淋疫苗和禽用灭活疫苗项目于 2011 年底达产；瑞普高科的禽用灭活疫苗部分于 2011 年底达产，剩余灭活苗和禽用活疫苗及猪蓝耳病疫苗于 2013 年末达产；瑞普天津的制剂项目于 2012 年 3 季度前后达产；湖南改扩建项目于 2013 年 1 季度达产。
- 根据 IPO 募投项目和湖南中岸改扩建项目，上述项目投产后公司禽用灭活苗产能将增加 450%左右，畜用活疫苗产能增加 400%左右，制剂产能翻番。

图表 18: IPO 募投项目和湖南中岸改扩建完工后公司产能分布

产能	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
活疫苗(万份)	808,000	808,000	1,010,000	1,022,600	1,052,600	1,052,600	4,433,980
灭活疫苗(万毫升)	17,000	30,000	37,000	37,000	109,200	109,200	279,850
粉散剂类(吨)	950	950	950	950	950	1,450	1,450
注射剂(万毫升)	10,500	10,500	10,500	10,500	10,500	16,800	16,800
颗粒剂类(吨)	57	57	57	57	57	147	147

注：活疫苗猪疫苗和禽疫苗合并计算，猪每份价值当量约等于100头份鸡疫苗，因此实际产能增加大于上表计算值

来源：齐鲁证券研究所

图表 19: IPO 募投项目和湖南中岸改扩建项目预计达产日期

瑞普高科	生产规模	达产日期
禽用灭活疫苗(3种)	30500万毫升	40%灭活苗2011年底已完工 60%改至空港实施，2013年年中完工
禽/畜用活疫苗(5种)	233500万羽份	预计2013年年中投产，改至空港实施
其中：禽用活疫苗	219500万羽份	
猪蓝耳病	14000万头份	
瑞普保定		
猪瘟脾淋活疫苗(畜用活疫苗)	30000万头份	2011年12月31日
禽用灭活疫苗(6种)	60000万毫升	2011年12月31日
瑞普天津		
注射液	6300万毫升	2012年8月31日
粉散剂	500吨	2012年8月31日
颗粒剂	90吨	2012年8月31日
湖南中岸		
灭活疫苗	30000万毫升	2013年一季度
其中：禽用灭活	20650万毫升	
畜用灭活	9380万毫升	
活疫苗	367380万羽份	2013年一季度
其中：禽用活苗	346000万羽份	
畜用活苗	17120万头份	
菌用活苗	4260万头份	

来源：齐鲁证券研究所

2012-2014 年公司生物制品和制剂业务快速增长

- 预计 2012-2014 年公司兽药制剂业务收入年均复合增长 30%，生物制品年均复合增长 40%左右。

图表 20: 瑞普生物生物制品业务销售预测表

禽用活疫苗	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售数量(百万羽份)	6,524	6,845	8,374	8,858	10,187	10,315	11,630	13,420
平均售价(元/百万羽份)	0.681	0.773	0.848	0.867	0.885	0.900	0.915	0.930
销售收入(百万元)	44.46	52.93	71.04	76.80	90.15	92.84	105.38	124
单位成本(元/百万羽份)	0.142	0.118	0.127	0.166	0.201	0.206	0.211	0.216
销售成本(百万元)	9.26	8.08	10.64	14.70	20.48	21.25	24.54	28.99
毛利(百万元)	35.194	44.853	60.401	62.094	69.677	71.589	80.843	94.695
毛利率	79.15%	84.79%	84.99%	80.85%	77.29%	77.11%	76.71%	76.56%
注: 2013年4季度增加219500万羽份产能-空港项目(最新公告产能扩大至300亿羽)								
2013年2季度346000万羽产能投产-湖南中岸改扩建								
畜用活疫苗	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售数量(万头份)	6,263	9,503	12,533	15,053	18,833	29,333	39,745	53,369
平均售价(元/头份)	0.364	0.284	0.317	0.357	0.387	0.422	0.422	0.432
销售收入(百万元)	22.79	26.99	39.68	53.74	72.89	123.79	203.25	273.46
单位成本(元/头份)	0.120	0.081	0.078	0.099	0.119	0.134	0.164	0.169
销售成本(百万元)	7.52	7.70	9.78	14.90	22.41	39.31	65.18	90.19
毛利(百万元)	15.272	19.296	29.902	38.838	50.474	84.480	138.067	183.262
毛利率	67.06%	71.55%	75.35%	72.27%	69.25%	68.25%	67.93%	67.02%
注: 2010年9月份新增猪瘟脾淋苗1.26亿头份-瑞普保定								
2011年12月31日猪瘟脾淋活疫苗30000万头份投产,增量17400万头-瑞普保定								
2013年3季度增加猪蓝耳病活疫苗14000万头份-空港项目								
2013年3季度畜用活疫苗17120万头份-湖南中岸改扩建								
禽用灭活疫苗	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售数量(万毫升)	14,323.00	18,440.72	19,475.30	24,804.70	30,804.70	48,804.70	75,069.70	94,299.70
平均售价(元/毫升)	0.153	0.144	0.166	0.201	0.211	0.236	0.256	0.276
销售收入(百万元)	21.89	26.58	32.28	49.86	65.00	115.18	223.64	319.35
单位成本(元/毫升)	0.058	0.047	0.050	0.072	0.092	0.102	0.132	0.152
销售成本(百万元)	8.307	8.667	9.738	17.859	28.340	49.781	99.092	143.336
毛利(百万元)	13.583	17.910	22.539	31.998	36.658	65.398	124.548	176.013
毛利率	62.01%	67.66%	69.71%	64.18%	56.40%	56.78%	55.69%	55.12%
注: 2011年12月31日瑞普保定60000万毫升禽用灭活疫苗投产-瑞普保定								
2011年年度瑞普高科30500万毫升*40%=12200万毫升产能投产								
2013年4季度30500万毫升*60%=18300万毫升禽用疫苗投产-空港项目(最新公告增加至15亿毫升)								
2013年2季度20650万毫升禽用疫苗投产-湖南中岸								
兽用灭活疫苗	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售数量(万毫升)	638.06	7,830.55	9,064.49	10,835.20	11,160.26	11,383.46	12,321.46	14,197.46
平均售价(元/毫升)	0.755	0.651	0.765	0.658	0.708	0.718	0.728	0.738
销售收入(百万元)	4.82	50.96	69.38	71.30	79.01	81.73	100.66	172.96
单位成本(元/毫升)	0.169	0.112	0.107	0.115	0.155	0.165	0.185	0.275
销售成本(百万元)	1.078	8.770	9.699	12.460	17.298	18.783	22.795	39.043
毛利(百万元)	3.737	42.189	59.678	58.835	61.716	62.951	77.867	133.917
毛利率	77.61%	82.78%	86.02%	82.52%	78.11%	77.02%	77.36%	77.43%
注: 2013年2季度9380万ml兽用灭活疫苗投产-湖南中岸改扩建								
生物制品	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(百万元)	93.95	157.46	212.37	242.17	307.37	413.54	632.93	889.45
YOY		67.6%	34.9%	14.0%	26.9%	34.5%	53.1%	40.5%
销售成本(百万元)	26.17	33.11	39.92	63.80	88.41	129.12	211.61	301.56
毛利(百万元)	67.78	124.36	172.45	178.36	218.96	284.42	421.32	587.89
毛利率	72.15%	78.98%	81.20%	73.65%	71.24%	68.78%	66.57%	66.10%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 21: 瑞普生物制剂业务销售预测

禽用制剂	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(百万元)	40.15	44.81	46.30	47.59	78.52	109.93	142.91	185.79
销售成本(百万元)	15.76	18.58	17.06	16.34	23.56	36.28	47.16	61.31
毛利额(百万元)	24.39	26.23	29.24	31.25	54.97	73.66	95.75	124.48
毛利率	60.75%	58.54%	63.16%	65.66%	70.00%	67.00%	67.00%	67.00%
畜用制剂	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(百万元)	5.83	6.18	6.14	9.01	18.03	25.24	37.86	49.22
销售成本(百万元)	2.93	2.37	2.22	3.07	5.41	8.58	12.87	16.74
毛利额(百万元)	2.90	3.81	3.91	5.95	12.62	16.66	24.99	32.49
毛利率	49.74%	61.59%	63.78%	65.96%	70.00%	66.00%	66.00%	66.00%
饲料添加剂	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(百万元)	6.03	14.55	20.21	24.97	37.45	48.69	58.42	70.11
销售成本(百万元)	2.56	4.18	5.55	9.47	12.78	17.00	20.40	24.48
毛利额(百万元)	3.47	10.37	14.66	15.50	24.67	31.69	38.02	45.63
毛利率	57.60%	71.29%	72.55%	62.08%	65.87%	65.08%	65.08%	65.08%
制剂	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(百万元)	52.01	65.54	72.65	102.28	134.44	183.86	239.20	305.11
YOY		26.0%	10.8%	40.8%	31.4%	36.8%	30.1%	27.6%
销售成本(百万元)	21.25	25.13	24.83	36.82	41.98	61.86	80.43	102.52
毛利(百万元)	30.76	40.41	47.82	65.47	92.46	122.00	158.76	202.59
毛利率	59.15%	61.66%	65.82%	64.01%	68.78%	66.36%	66.37%	66.40%

来源: 齐鲁证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利假设前提

- 生物制品和制剂业务预测情况详见上文, 其他业务假设参照后文的“销售收入预测表”, 三项期间费用率及相关税费假设见如下图表:

图表 22: 瑞普生物三项期间费用及相关税费假设

会计年度截止日: 12/31	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业税金及附加	0.41	1.22	1.20	4.38	3.19	4.49	5.98
占营业收入比重	0.18%	0.43%	0.35%	0.75%	0.40%	0.40%	0.40%
销售费用	73.94	93.36	100.31	138.64	167.62	227.99	299.14
占营业收入比重	32.99%	32.72%	29.02%	23.59%	21.00%	20.30%	20.00%
管理费用	17.85	24.77	38.52	62.39	95.78	123.54	155.55
占营业收入比重	7.96%	8.68%	11.14%	10.62%	12.00%	11.00%	10.40%
财务费用	-0.08	-0.50	-1.90	-24.66	-18.76	-13.22	-12.46
占营业收入比重	-0.04%	-0.18%	-0.55%	-4.20%	-2.35%	-1.18%	-0.83%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

盈利预测结果

- 预计 2012-2014 年瑞普生物实现营业收入 7.98/11.23/14.96 亿元, 同比增长 35.8%/40.7%/33.2%; 实现归属于母公司净利润 1.45/2.16/2.94 亿元, 同比增长 27.5%/48.5%/35.9%, 对应 2012-2014 年 EPS 分别为 0.75/1.12/1.52 元, 未来 3 年复合增长率 37.4%。

PE 相对估值

- 瑞普生物目前股价对应 2012-2014 年 PE 为 20.8/14.0/10.3 倍。
- 公司是以市场销售为导向的兽药龙头企业, 在下游养殖规模化程度不断

提升的过程中，市场化运作的公司更易分享行业成长的蛋糕，随着公司产品线向家畜产品和宠物药延伸，辅之以公司不断精细化的营销体系建设，公司未来3年净利润复合增速将达到37%。

- 按2012年30倍PE计算，目标价22.5元，PEG=0.81。

DCF 绝对估值

- 采用DCF估值方法，假设条件如下：
 - (1) 假设无风险利率=3.5%，风险溢价=8%，股票beta=1.05，WACC=11.84%；
 - (2) 资本性投入与营收增长保持同步；
 - (3) 所得税率政策和利润分配政策保持稳定；
 - (4) TV增长率=1%。
- DCF估值结果显示，瑞普生物合理目标价为23.21元。

图表 23: 瑞普生物 DCF 绝对估值为 23.21 元

II、DCF估值 (FCFF, WACC)

每股价值	23.21	TV增长率	1.0%
隐含P/E	30.76	WACC	11.84%
企业值	4,612.21	债务	35.00
		投资	917.16
股票价值	4,474.08	少数股东权益	103.13

来源：齐鲁证券研究所

投资建议

- 综合PE相对和DCF绝对估值，将瑞普生物目标价定为22.8元，较目前股价仍有45%上涨空间，维持“买入”评级，积极推荐。

风险提示

- 猪蓝耳活疫苗批文进度低于预期，可能导致2012-2013年业绩不达预期；
- 国外巨头对国内市场造成冲击以及原料药成本上升，将导致公司兽药制剂毛利率下滑风险。

图表 24: 瑞普生物销售预测表

项目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
生物制品							
销售收入 (百万元)	157.46	212.37	242.17	307.37	413.54	632.93	889.45
增长率 (YOY)	—	34.87%	14.03%	26.92%	34.54%	53.05%	40.53%
毛利率	78.98%	81.20%	73.65%	71.24%	68.78%	66.57%	66.10%
销售成本 (百万元)	33.11	39.92	63.80	88.41	129.12	211.61	301.56
增长率 (YOY)	—	20.59%	59.82%	38.57%	46.04%	63.89%	42.51%
毛利 (百万元)	124.36	172.45	178.36	218.96	284.42	421.32	587.89
增长率 (YOY)	—	38.67%	3.43%	22.76%	29.90%	48.14%	39.53%
占总销售额比重	70.61%	74.51%	70.31%	52.62%	51.81%	56.36%	59.47%
占主营业务利润比重	75.47%	78.29%	73.15%	67.47%	67.14%	70.04%	72.02%
制剂							
销售收入 (百万元)	65.54	72.65	102.28	134.44	183.86	239.20	305.11
增长率 (YOY)	—	10.84%	40.80%	31.44%	36.76%	30.10%	27.56%
毛利率	61.66%	65.82%	64.01%	68.78%	66.36%	66.37%	66.40%
销售成本 (百万元)	25.13	24.83	36.82	41.98	61.86	80.43	102.52
增长率 (YOY)	—	-1.20%	48.28%	14.02%	47.36%	30.03%	27.46%
毛利 (百万元)	40.41	47.82	65.47	92.46	122.00	158.76	202.59
增长率 (YOY)	—	18.33%	36.91%	41.24%	31.94%	30.13%	27.61%
占总销售额比重	29.39%	25.49%	29.69%	23.02%	23.04%	21.30%	20.40%
占主营业务利润比重	24.53%	21.71%	26.85%	28.49%	28.80%	26.39%	24.82%
原料药							
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	154.44	200.77	250.96	301.15
增长率 (YOY)	—	—	—	—	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	8.56%	8.56%	8.56%	8.56%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	141.21	183.57	229.47	275.36
增长率 (YOY)	—	—	—	—	30.00%	25.00%	20.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	13.23	17.20	21.49	25.79
增长率 (YOY)	—	—	—	—	30.00%	25.00%	20.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	26.44%	25.15%	22.35%	20.13%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	4.08%	4.06%	3.57%	3.16%
销售收入小计	223.00	285.02	344.45	584.11	798.17	1123.09	1495.71
销售成本小计	58.24	64.75	100.62	259.61	374.55	521.51	679.44
毛利	164.76	220.26	243.83	324.50	423.61	601.58	816.27
平均毛利率	73.88%	77.28%	70.79%	55.55%	53.07%	53.56%	54.57%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 25: 瑞普生物三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	285	346	588	798	1,123	1,496	货币资金	118	1,182	897	1,065	1,138	1,354
营业成本	-65	-101	-260	-375	-522	-679	存货	37	65	112	164	229	298
毛利	221	245	327	424	602	816	流动资产	255	1,368	1,309	1,550	1,809	2,232
营业税金及附加	-1	-1	-4	-3	-4	-6	长期投资	16	39	20	-8	-8	-8
营业费用	-93	-100	-139	-168	-228	-299	%总资产	27.8%	11.1%	13.2%	15.1%	15.2%	13.3%
管理费用	-25	-39	-62	-96	-124	-156	非流动资产	160	254	362	413	430	444
息税前利润 (EBIT)	101	105	122	157	246	356	资产总计	415	1,622	1,671	1,963	2,239	2,676
财务费用	1	2	25	19	13	12	应付款项	87	95	104	268	372	485
资产减值损失	-2	-2	-4	-3	-4	-2	流动负债	150	184	153	351	406	527
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	-1	1	1	1	1	其他长期负债	12	12	22	22	22	22
营业利润	100	104	144	173	255	366	普通股股东权益	206	1,353	1,393	1,525	1,741	2,035
营业外收支	1	15	6	6	5	5	负债股东权益合计	415	1,622	1,671	1,963	2,239	2,676
税前利润	101	119	150	179	260	371							
所得税	-13	-19	-22	-27	-39	-56	每股收益 (元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	88	100	128	152	221	315	1.107	1.113	0.769	0.755	1.120	1.523	
少数股东损益	27	18	14	7	5	22	每股净资产 (元)	3.716	18.249	9.393	7.911	9.031	10.553
归属于母公司的净利润	62	83	114	145	216	294	每股经营现金净流 (元)	1.163	1.521	0.609	1.415	0.874	1.316
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	29.80%	6.10%	8.19%	9.54%	12.40%	14.43%
净利润	88	100	128	152	221	315	总资产收益率	14.82%	5.09%	6.83%	7.25%	9.46%	10.79%
少数股东损益	0	0	0	7	5	22	投入资本收益率	57.64%	30.67%	16.98%	23.12%	28.74%	36.62%
非现金支出	10	12	26	27	31	31	增长率						
非经营收益	0	4	-2	-6	-6	-6	营业总收入增长率	27.31%	21.12%	70.05%	35.81%	40.71%	33.18%
营运资金变动	-34	-4	-62	99	-78	-87	EBIT增长率	38.75%	3.61%	16.25%	28.85%	56.38%	44.81%
经营活动现金净流	65	113	90	279	174	276	净利润增长率	41.96%	34.21%	38.23%	27.49%	48.46%	35.93%
资本开支	31	48	185	97	39	38	总资产增长率	23.86%	290.84%	3.01%	17.46%	14.07%	19.53%
投资	-5	-73	-18	28	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	0	1	1	1	应收账款周转天数	77.8	80.7	56.8	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-36	-121	-203	-68	-38	-38	存货周转天数	172.8	185.5	124.1	160.0	160.0	160.0
股权募资	0	1,065	0	0	0	0	应付账款周转天数	135.5	144.3	80.0	140.0	140.0	140.0
债权募资	25	29	-64	-35	0	0	固定资产周转天数	120.3	121.6	108.7	107.7	86.0	66.2
其他	-50	-21	-109	-1	-58	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-25	1,072	-173	-36	-58	0	净负债/股东权益	-33.02%	-77.11%	-57.60%	-65.18%	-61.30%	-62.35%
现金净流量	4	1,064	-286	175	78	238	EBIT利息保障倍数	-202.3	-55.2	-4.9	-8.4	-18.6	-28.5
							资产负债率	39.18%	12.06%	10.48%	18.57%	18.73%	20.19%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。