东兴证券
DONGXING SECURITIES

营销改革成效持续显现

——瑞普生物（300119）2012年中报财报点评

2011 年 7 月 31 日

强烈推荐/维持

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：

瑞普生物发布 2012 年半年报报告，实现营业收入 3.16 亿元，比上年同期增长 17.25%；归属于上市公司股东的净利润 0.66 亿元，比上年同期增长 16.83%，每股收益为 0.34 元。4-6 月实现营业收入 1.69 亿元，归属于上市公司股东的净利润 0.43 亿元，同比分别增长 21.53%、14.31%。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	130.34	139.49	160.67	157.22	146.84	169.51
增长率（%）	56.61%	83.74%	95.15%	50.96%	12.66%	21.53%
毛利率（%）	56.98%	56.12%	57.12%	52.78%	55.10%	58.34%
期间费用率（%）	31.45%	23.66%	32.49%	31.91%	29.37%	32.30%
营业利润率（%）	22.98%	30.56%	22.52%	22.21%	23.51%	24.59%
净利润（百万元）	26.76	38.11	31.11	32.20	29.85	43.56
增长率（%）	7.15%	35.36%	33.29%	34.48%	11.54%	14.31%
每股盈利（季度，元）	0.302	0.233	0.187	0.198	0.167	0.217
资产负债率（%）	7.92%	9.85%	9.47%	10.48%	10.76%	13.96%
净资产收益率（%）	1.84%	2.63%	2.10%	2.15%	1.95%	2.93%
总资产收益率（%）	1.70%	2.37%	1.90%	1.93%	1.74%	2.52%
净资产收益率（%）	5.47%	4.98%	7.83%	3.68%	5.04%	6.78%
总资产收益率（%）	4.92%	4.43%	6.81%	3.26%	4.56%	6.15%

评论：

积极因素：

东兴证券

- 营销变革带来市场化销售疫苗和制剂保持快速增长。公司深化“四纵四横”营销管理体系变革，实施“客户聚焦与产品聚焦”，通过技术服务为客户增值，市场化销售的疫苗和制剂增速在30%左右。兽用制剂实现收入0.79亿元，较上年同期增加32.36%，扣除政府招标销售后的兽用生物制品实现销售收入1.31亿元，较上年同期增加28.93%。
- 产品线将进一步完善，产能瓶颈将得到解决。新支减流（疫苗）、倍诺林（动物专用第四代头孢制剂）已经上市，鸡马利克疫苗、猪细小病毒疫苗将于下半年上市，明年猪圆环灭活疫苗、猪蓝耳病弱毒疫苗也有可能上市。“头孢喹肟注射液和中药制剂扩建项目”年内可投入使用，明年空港，新产品的集中上市和产能释放将为公司的快速发展提供更大动力。
- 政府招标创新将有利于公司发展。未来猪蓝耳病疫苗、猪瘟疫苗将可能采取新的招标模式，即补贴农户的模式，有完善市场化销售网络的企业将受益于这一招标模式的实施

消极因素:

- 今年管理费用压力较大。管理费用较去年同期增加1900万，主要源于三部分：股权激励摊销费用上半年大约600万；公司加大研发力度，研发费用同比增加800万；公司新办公大楼带来的费用摊销。明年公司管理费用增加会有一定程度缓解，股权激励摊销费用将会降低300万，瑞普保定25%股权较今年将多并表5个月。
- 招标呈下滑趋势。公司招标产品主要为猪瘟和猪蓝耳病灭活疫苗，这两个产品生产厂家众多，且招标价格呈下降趋势，导致公司上半年招标下降10%左右。
- 禽产品价格回落，养殖行业不景气。2012年畜禽产品价格出现回落，猪肉价格、鸡肉价格自春节后一直处于回落调整状态。同时，饲料原料与饲料价格不断攀升，养殖企业饲养成本走高，盈利空间收窄，禽养殖规模受到了影响

业务展望:

我们认为兽用生物制品市场中，进入政府招标兽用生物制品市场的厂家越来越多，竞争越来越激烈，市场化兽用生物制品和宠物市场将是未来的发展方向。瑞普生物具有庞大的销售网络以及技术服务团队，公司将受益于新的政府招标模式，狂犬疫苗、猪乙脑活疫苗、猪蓝耳活疫苗等兽用生物制品及盐酸沃尼妙林等新的兽用制剂将上市，募投产能释放将进一步解决公司的产能瓶颈，公司未来可能迎来快速发展。

盈利预测与投资建议:

预计公司12-14年EPS分别为0.78元、1.07元、1.42元，对应PE 21倍、16倍、12倍。公司众多新产品将上市，产能瓶颈得到解决，受益于行业新的招标模式，我们维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

招标降价低于预期；养殖行业景气度低于预期

公司财务指标预测

指标	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	579.55	670.35	850.13	1,067.81

增长率（%）	67.68	15.67	26.82	25.61
净利润（百万元）	114.24	149.60	205.69	274.48
增长率（%）	38.40	30.96%	37.49	33.44
每股收益(元)	0.59	0.78	1.07	1.42
PE	28	21	16	12
ROE（%）	7.75	9.26	11.36	13.25

东兴证券

分析师简介

陈恒

生物工程和金融工程专业毕业，2010 年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究三年，医药生物行业资深研究员。

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。

东兴证券

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。

东兴证券