

瑞普生物 (300119.SZ)

生物技术行业

评级: 买入 维持评级

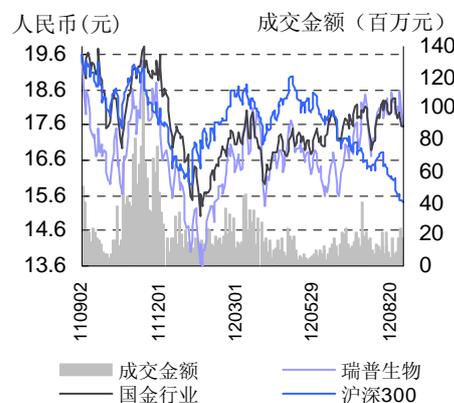
公司研究简报

市价(人民币): 17.58元
目标(人民币): 20.80-25.90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)	73.69
总市值(百万元)	33.89
年内股价最高最低(元)	19.44/13.60
沪深300指数	2204.87



相关报告

- 《季节性增长回落, 静待二季度增长》, 2012.4.22
- 《专注于疫苗和兽药的稳健成长者》, 2012.4.17
- 《非招标疫苗增长快, 收购股权调整》, 2012.3.30

虞秀兰 分析师 SAC 执业编号: S1130512050001
(8621)61038294
yuxl@gjzq.com.cn

兼具短期防御和长期稳健增长的兽药标的

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.113	0.769	0.777	1.038	1.402
每股净资产(元)	18.25	9.39	9.40	9.58	10.40
每股经营性现金流(元)	1.52	0.61	1.19	0.90	1.19
市盈率(倍)	63.36	25.10	27.02	20.24	14.98
行业优化市盈率(倍)	91.72	69.28	69.28	69.28	69.28
净利润增长率(%)	34.21%	38.23%	31.30%	33.54%	35.09%
净资产收益率(%)	6.10%	8.19%	10.74%	14.08%	17.51%
总股本(百万股)	74.15	148.30	192.78	192.78	192.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 我们重申**动物疫苗行业的 15-20%的稳定增长**, 目前在行业周期中处于稳步成长期, 受猪周期影响比饲料更小。
 - 目前行业增长主要来自于以下因素: 养殖规模化提升疫苗覆盖率; 疫苗品种不断成熟健全, 替代进口产品; 工艺提升和质量改进, 出现耐热、多肽、悬浮等高价产品。
 - 相比招标苗板块, 我们更看好市场面板块的自主定价及销售。其中产品质量的稳定有效性和专业技术服务能力至关重要。
- **专业性积累为其壁垒**: 虽然同为养殖生产资料, 我们认为疫苗行业比饲料行业更具专业性壁垒。
 - 产品工艺需要时间积累来保证稳定可靠的产品质量和长期口碑。
 - 精细化的防疫治病服务体系需要时间积累, 包括富有经验的兽医。
- **公司凭借十几年积累, 成就动物疫苗行业的专业服务商**:
 - 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全方位技术服务。
 - 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”四大支撑部门的矩阵模式。
- **管理层重视品质, 首次股权激励作安全边际**:
 - 行权净利折算 2012 和 2013 年扣非 EPS 分别为 0.65 和 0.87 元。行权价折合为 16.92 元, 首次行权为 2013 年 2 月 2 日。

投资建议

- 我们维持盈利预测, 预计公司 2012-2014 年的收入分别为 7.88、10.72、14.79 亿元, 同比增长 34.1%、36.0%和 37.9%。EPS 分别为 **0.78、1.04 和 1.40 元**, 同比增长 **31.2、33.5%和 35.1%**。
- **投资建议**。我们给予公司 **20-25 × 13PE** 的估值水平, 目标价 **20.8-25.9 元**, 结合公司的业绩确定性, 作为短期防御型和长期稳健成长配置, 给予“买入”的投资评级。

风险

- 大规模爆发禽流感等严重疫病风险。猪、鸡肉价格大幅下滑风险。

内容目录

行业增长确定，专业积累者为王	3
行业发展动力：规模化养殖、产品品种增加及工艺升级	3
品牌及口碑：长期的专业化积累	4
瑞普稳步成长，稳健成长股.....	5
多品种稳健增长，长期成长可期	5
专业积累多年，立志成为动物保健解决方案提供商.....	6
管理层团结，股权激励作保障	7
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

图表 1：近十年我国中等规模的养猪户出栏增长最快	3
图表 2：仅通过进口供给的疫苗品种	3
图表 3：疫苗工艺改进方向.....	4
图表 4：影响活疫苗质量的工艺	4
图表 5：影响灭活疫苗质量的工艺	4
图表 6：动物保健行业的专业服务	5
图表 7：公司发展历程.....	6
图表 8：公司销售费用比率远高于竞争对手.....	6
图表 9：公司具体营销与服务方法	6
图表 10：扣非 EPS 的股权激励要求测算.....	7

行业增长确定，专业积累者为王

行业发展动力：规模化养殖、产品品种增加及工艺升级

- 我们估计动物疫苗目前行业规模约 80 亿左右，其中约 20%来自于国外进口。国产疫苗近年来的增速在 15-20%左右。行业理论规模 200 亿以上。
- 招标苗板块性竞争过于激烈，我们更看好自主定价销售的市场苗板块。中牧股份半年报净利润下滑 15.69%，金宇集团疫苗业务毛利润同比下滑 9.57%，由于招标家数逐渐增多，招标苗价格压力较大。
- 规模化养殖提升了疫苗的覆盖率，是近几年行业发展的重要推手。
 - 过去十年，我国中型养殖户数的增速最快，年出栏 50-499 的出栏占比由 14.1%提升至 28.7%，年出栏 500-2999 的出栏占比由 3.4%提升至 15.5%。但目前大型规模的养殖集中度与发达国家仍有较大的差距。
 - 规模化养殖户对防疫重视度和投入力度远高于散养户，目前规模化每头猪疫苗与兽药总成本一般在 40 元以上。
- 国内疫苗品种不断成熟健全。
 - 目前进口疫苗市场占有率约 15%，其中猪疫苗品种国内发展尚未齐全，国内猪圆环疫苗 2010 年才上市，而目前尚无有效的猪腹泻疫苗。此外，鸭、鹅、兔等其他品种的疫苗品种也越来越齐全。
 - 病种变异也是带来新疫苗品种需求的另一主要因素，包括禽流感等。
- 此外行业增长还来自于工艺提升和质量改进。
 - 目前正研发 DNA 疫苗、合成肽疫苗、减毒疫苗、亚单位疫苗和活载体疫苗必将进一步进入疫苗市场，新工艺将提高保护率、减少副作用。
 - 国内已开始运用悬浮技术生产口蹄疫疫苗，该技术使得环境因素的监测与控制更为方便，使污染的机会也显著降低，效价高、副反应低。

图表1：近十年我国中等规模的养猪户出栏增长最快

	1-49	50-499	500-2999	3000-9999	10000-49999	>50000
1999	78.6%	14.1%	3.4%	2.1%	1.7%	0.2%
2001	72.8%	18.1%	4.4%	2.4%	2.0%	0.2%
2002	70.7%	18.6%	5.2%	2.9%	2.3%	0.4%
2004	62.2%	24.1%	7.4%	3.3%	2.5%	0.6%
2006	58.6%	26.0%	8.3%	3.8%	3.0%	0.6%
2007	51.5%	26.7%	12.8%	5.1%	3.4%	0.5%
2008	44.1%	28.7%	15.5%	6.9%	4.3%	0.6%

来源：中国畜牧统计年鉴、国金证券研究所

图表2：仅通过进口供给的疫苗品种

疫苗品种	进口品牌
猪副猪嗜血杆菌病灭活疫苗	勃林格
猪回肠炎活疫苗	勃林格
仔猪C型产气荚膜梭菌病、大肠埃希氏菌病二联灭活疫苗	辉瑞
鸡传染性鼻炎三价灭活疫苗	英特威
鸡呼肠孤病毒活疫苗	英特威
肉鸡球虫活疫苗	先灵葆雅
鸡病毒性关节炎灭活疫苗	英特威

图表3: 疫苗工艺改进方向



来源: 国金证券研究所

品牌及口碑: 长期的专业化积累

- 产品工艺需要时间积累来保证稳定可靠的产品质量和长期口碑。
 - 我们认为比起饲料, 长期口碑更为重要。对于疫苗行业竞争者来说, 我们认为疫苗的质量有效性和长期稳定性成为最重要因素。
 - 目前疫苗品质区别主要包括效价含量、副反应、产品批内和批间稳定性。其工艺区别包括佐剂优化、生产工艺改进等。不同厂家的工艺差别导致了产品质量差别。
- 精细化的防疫治病服务体系需要时间积累。
 - 解决方案的经验需要积累。目前动物疾病越来越复杂, 容易出现叠加等现象, 需要全面的防疫和治病解决方案
 - 专业服务人员需要积累。目前业内服务人员主要问题包括专业知识不扎实、服务技巧不成熟、服务方法欠缺和刻板、不择时机的频繁造访, 因此需要长期的技术和经验积累。
- 从国外的经验来看, 我们认为龙头企业代表着强大的研发能力和专业化的服务体系, 并非饲料, 养殖企业短期能快速做大的。经过多次并购后全球兽药集中度非常高, 前5大知名药企占约60%的市场份额, 包括辉瑞、先灵葆雅和梅里亚等。

图表4: 影响活疫苗质量的工艺

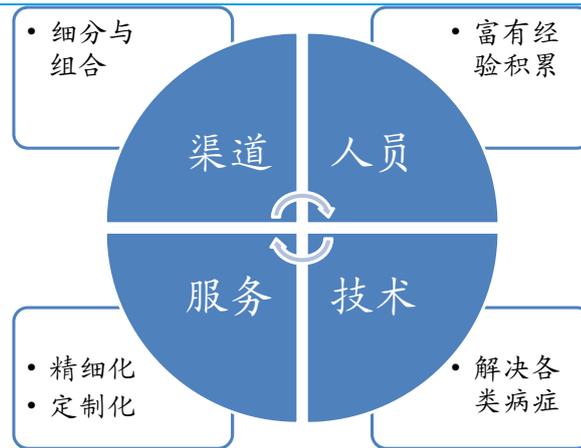
毒株制备是否优良
抗原制备是否高效
冻干保护剂的选择
冻干曲线的制定是否合理

图表5: 影响灭活疫苗质量的工艺

毒株制备是否优良
抗原制备是否高效
抗原灭活是否彻底
乳化工艺是否先进

来源: 国金证券研究所

图表6: 动物保健行业的专业服务



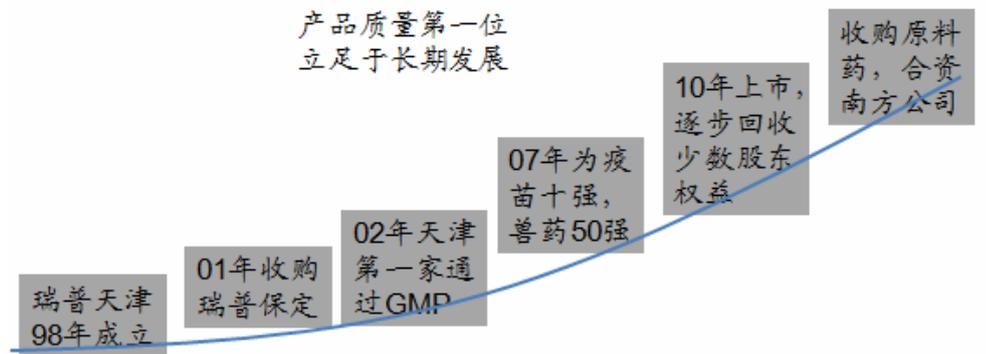
来源: 国金证券研究所

瑞普稳步成长，稳健成长股

多品种稳健增长，长期成长可期

- 公司 1998 年成立，依靠制剂产品获得第一桶金，此后业务领域扩展到生物制品。2001 年参股瑞普保定并在 2006 年成为其控股股东。
- 公司始终将产品质量放第一位，获得了良好的业内口碑。
 - 公司在 2001 年刚签订保定收购合约之后，立即让拥有近千万销售额的生产线停产，因为其生产工艺和设备陈旧，产品质量堪忧。公司经过工艺改造和设备换代后，2002 年底运营半年的新企业就达到了同期全年的水平。
 - 公司坚持“产品即人品”的口号，将产品质量放第一位，借此获得了产品溢价以及规模化客户的长期认可。
- 公司注重长期规划，完善鸡疫苗品种，储备猪、宠物疫苗品种。
 - 经过数十年的发展，公司形成了“研发一代、储备一代、生产一代、销售一代”的产品研发良性循环机制，拥有较齐全的禽类疫苗品种。
 - 猪疫苗方面，公司已成功推广了猪瘟、猪蓝耳灭活疫苗，目前猪圆环、猪细小及蓝耳活疫苗有望下半年上市。
 - 2010 年 2 月，由中国兽医药品监察所、瑞普保定等 7 家单位联合研发的狂犬病灭活疫苗（FluryLEP 株）获得了农业部颁发的二类新兽药。该产品的问世打破了进口疫苗垄断的格局。
- 虽然公司没有禽流感、口蹄疫两个强免主品种的定点生产权，但是多个非强免品种成为公司稳健增长的保障，且不易受强免招标政策的变化影响。
 - 2012 年 8 月，公司在原有禽流感三联、四联苗的基础上推出了禽流感灭活疫苗（H9 亚型，sy 株）单苗，目前竞争厂家仅为杨凌绿方。

图表7: 公司发展历程



来源: 国金证券研究所

专业积累多年, 成就动物保健专业品牌

■ 公司以“为客户增值”为宗旨, 高投入进行技术营销。

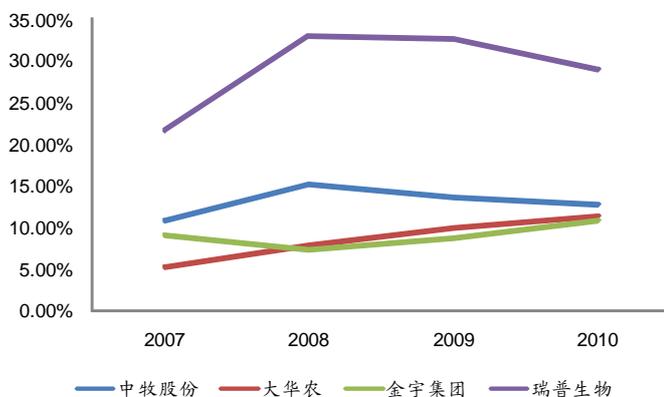
- 公司研发基于技术服务人员一线市场调研, 提出“有效整合企业资源、充分利用产品组合; 差异化市场营销、个性化制定方案”的营销模式。
- 公司的销售费用比率约为竞争对手两倍。目前公司配备约四百名技术服务人员, 通过网络经销商、终端客户现场服务、专业实验室疾病诊断、防控技术培训等方式提供全方位的技术服务。此外, 公司还设立了800免费技术服务电话、短信平台以及公司网站等沟通渠道。

■ 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。

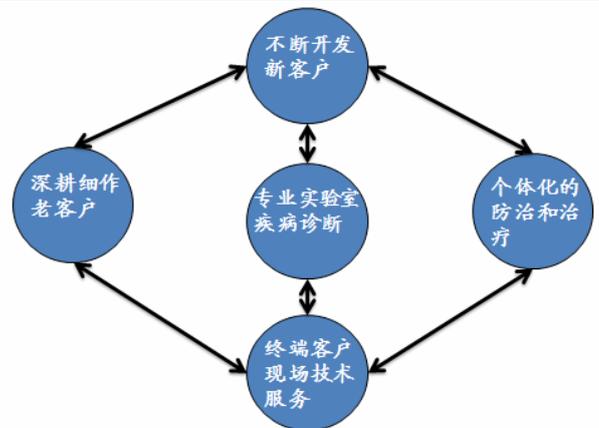
- 力争成为动物保健全方位解决方案提供商。随着规模化养殖的进程, 中大型养殖场将需要动物保健全方位的解决方案提供商, 公司十几年的积累将逐步朝这一目标迈进。

图表8: 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9: 公司具体营销与服务方法



管理层团结，股权激励作保障

- **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。
- **股权激励，保证中高管理层的积极性和团队稳定性。**
 - 公司股权激励要求 2012-2014 年净利润比 2010 年净利润增速不低于 76.63%、137.90%和 214.59%。净利润指归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与不扣除非经常性损益的净利润二者孰低者作为计算依据。即折算成 2012 和 2013 年扣非 EPS 分别为 0.65 和 0.87 元。
 - 公司第一个授权日为2012年2月2日。第一个行权期自授权日起12个月后的首个交易日起至授权日起24个月内的最后一个交易日当日。行权价折合为16.92元。

图表10：扣非EPS的股权激励要求测算

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
相对10年增速	-	-	76.63%	137.90%	214.59%
扣非净利润的股权激励要求（万元）	7041		12437	16751	22152
股本		14830	19279	19279	19279
扣非EPS			0.645	0.869	1.149

来源：国金证券研究所

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	285	346	588	788	1,072	1,479	货币资金	118	1,182	897	918	678	761
增长率		21.1%	70.0%	34.1%	36.0%	37.9%	应收款项	81	89	126	163	221	305
主营业务成本	-65	-101	-260	-362	-506	-712	存货	37	65	112	119	166	234
%销售收入	22.7%	29.2%	44.3%	46.0%	47.2%	48.1%	其他流动资产	19	32	174	183	255	358
毛利	221	245	327	426	566	767	流动资产	255	1,368	1,309	1,383	1,320	1,657
%销售收入	77.3%	70.8%	55.7%	54.0%	52.8%	51.9%	%总资产	61.4%	84.3%	78.3%	76.2%	68.8%	69.9%
营业税金及附加	-1	-1	-4	-6	-8	-11	长期投资	16	39	20	21	90	90
%销售收入	0.4%	0.3%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	115	181	221	306	399	508
营业费用	-93	-100	-139	-165	-214	-281	%总资产	27.8%	11.1%	13.2%	16.9%	20.8%	21.4%
%销售收入	32.7%	29.0%	23.6%	21.0%	20.0%	19.0%	无形资产	27	34	116	103	109	114
管理费用	-25	-39	-62	-87	-113	-148	非流动资产	160	254	362	432	600	715
%销售收入	8.7%	11.1%	10.6%	11.0%	10.5%	10.0%	%总资产	38.6%	15.7%	21.7%	23.8%	31.2%	30.1%
息税前利润 (EBIT)	101	105	122	167	231	327	资产总计	415	1,622	1,671	1,815	1,920	2,372
%销售收入	35.5%	30.3%	20.7%	21.3%	21.5%	22.1%	短期借款	35	82	35	0	0	222
财务费用	1	2	25	18	17	8	应付款项	87	95	104	135	187	261
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-4.20%	-2.24%	-1.5%	-0.5%	其他流动负债	29	7	14	167	174	184
资产减值损失	-2	-2	-4	0	0	0	流动负债	150	184	153	302	361	667
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	2	2	2	其他长期负债	12	12	22	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	负债	163	196	175	302	361	667
营业利润	100	104	144	187	249	336	普通股股东权益	206	1,353	1,393	1,394	1,421	1,543
营业利润率	35.0%	30.0%	24.4%	23.7%	23.2%	22.8%	少数股东权益	46	74	103	119	138	162
营业外收支	1	15	6	7	7	8	负债股东权益合计	415	1,622	1,671	1,815	1,920	2,372
税前利润	101	119	150	193	256	344	比率分析						
利润率	35.5%	34.5%	25.5%	24.5%	23.9%	23.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-13	-19	-22	-28	-37	-50	每股指标						
所得税率	12.8%	15.7%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	每股收益	1.107	1.113	0.769	0.777	1.038	1.402
净利润	88	100	128	165	219	294	每股净资产	3.716	18.249	9.393	9.403	9.582	10.405
少数股东损益	27	18	14	15	19	24	每股经营现金净流	1.163	1.521	0.609	1.187	0.896	1.194
归属于母公司的净利润	62	83	114.095	150	200	270	每股股利	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
净利率	21.6%	23.9%	19.4%	19.0%	18.7%	18.3%	回报率						
					75.3%	136.9%	净资产收益率	29.80%	6.10%	8.19%	10.74%	14.08%	17.51%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	14.82%	5.09%	6.83%	8.25%	10.42%	11.39%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	30.68%	5.86%	6.81%	9.47%	12.67%	14.52%
净利润	88	100	128	165	219	294	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	27.31%	21.12%	70.05%	34.09%	36.04%	37.93%
非现金支出	10	12	26	30	42	55	EBIT增长率	38.75%	3.61%	16.25%	37.44%	37.76%	41.66%
非经营收益	0	4	-2	-4	-9	-2	净利润增长率	41.96%	34.21%	38.23%	31.30%	33.54%	35.09%
营运资金变动	-34	-4	-62	-16	-119	-170	总资产增长率	23.86%	290.84%	3.01%	8.63%	5.77%	23.54%
经营活动现金净流	65	113	90	176	133	177	资产管理能力						
资本开支	-31	-48	-185	-97	-132	-163	应收账款周转天数	77.8	80.7	56.8	60.0	60.0	60.0
投资	-5	-73	-18	-1	-70	0	存货周转天数	172.8	185.5	124.1	120.0	120.0	120.0
其他	0	0	0	2	2	2	应付账款周转天数	135.5	144.3	80.0	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-36	-121	-203	-97	-200	-161	固定资产周转天数	118.5	145.4	132.0	132.6	125.6	115.6
股权募资	0	1,065	0	0	-25	0	偿债能力						
债权募资	25	29	-64	-57	0	222	净负债/股东权益	-33.02%	-77.11%	-57.60%	-60.68%	-43.46%	-31.59%
其他	-50	-21	-109	-1	-148	-156	EBIT利息保障倍数	-202.3	-55.2	-4.9	-9.5	-14.0	-43.1
筹资活动现金净流	-25	1,072	-173	-58	-173	66	资产负债率	39.18%	12.06%	10.48%	16.66%	18.81%	28.13%
现金净流量	4	1,064	-286	21	-241	83							

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
买入	0	0	7	8	20
增持	0	0	3	3	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.30	1.29	1.35

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-02-21	增持	16.44	25.40 ~ 30.50
2 2012-03-08	增持	17.31	N/A
3 2012-03-30	增持	15.31	25.30 ~ 30.30
4 2012-04-17	增持	16.35	25.30 ~ 30.30
5 2012-04-22	增持	16.90	25.30 ~ 30.30

来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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作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