

## “动保解决方案提供商”雏形乍现

瑞普生物 (300119.SZ)

**推荐** 维持评级

### 核心观点:

#### ● 转型“动保一体化解决方案”提供商

动保行业的下游客户主要是养殖企业(户),养殖企业(户)的主要经营者以农户为主,大多缺乏对兽药、疫苗的辨别力。瑞普生物开始转型“动物保健一体化解决方案”提供商,帮助养殖户普及知识,指导他们在动物不同的生长期用药情况,并对大型的养殖场随时进行疫病监测。公司会根据客户的不同需求,为其制定个性化解决方案,不但可以解决客户问题,还能促进公司产品的销售。目前公司动保产品包含药物制剂、兽用生物制品、饲料添加剂混合饲料、原料药等。

#### ● 动保行业处“成长+变革”期

随着我国近几年畜禽养殖业规模化程度的不断提升及养殖户防疫意识的提高,动保行业仍呈高速增长之势。据中国兽药协会统计,截止到2011年,我国的兽药销售额已经达到了334亿元,近十年的复合增长率达到26.7%。我们预计未来我国动保产品市场规模仍将以年均20%左右的增速增长。受益养殖规模化加速,动保行业处变革期。变革一:疫苗市场化采购量将会扩大。变革二:食品安全事件催化动保产品采购集中度提升。变革三:企业转型“动保一体化解决方案提供商”。

#### ● 公司实施“研发驱动+市场拉动”策略

公司研发上,贯彻“研发驱动业绩”的战略,2012年投入研发资金5160万元,占营业收入的7.86%,设立瑞普生物研究院,与优秀企业、科研院所建立“产业联盟”,研发团队达到232人。营销方面,贯彻“市场拉动业绩”的战略,持续推进瑞普品牌及产品品牌建设,深度挖掘客户需求,以“动物疫病监测诊断服务”为核心,推进与重点养殖企业的战略合作。

#### ● 公司管理机制完善 团队凝聚力强

公司强化人力资源建设,不断完善人才培养与激励体系。加强核心团队凝聚力,实施高标准股权激励(未来3年净利年复合增长率不低于33%)。

#### ● 行业估值的判断与评级说明

我们预计公司2013-2015年的EPS为1.00/1.33/1.83元,对应目前22.34元股价PE为22x/16x/13x,给予“推荐”投资评级。

### 主要财务指标

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	656	839	1118	1495
收入增长率%	11.7%	27.7%	33.4%	33.7%
净利润(百万元)	144	192	257	352
净利润增长率%	26.3%	33.6%	33.7%	36.8%
摊薄EPS(元)	0.75	1.00	1.33	1.83
PE	31	22	16	12

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

### 分析师

吴立

☎: 010-83571305

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090001

特此鸣谢

张婧 010-6656 8757

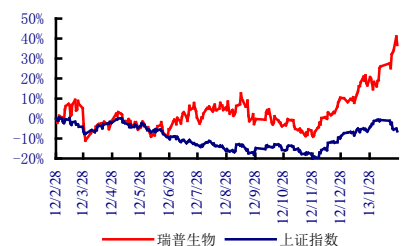
(zhangjing\_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间 2013.03.10

A股收盘价(元)	22.34
A股一年内最高价(元)	24.36
A股一年内最低价(元)	15.35
上证指数	2318.61
市净率	3.25
总股本(万股)	19278
实际流通A股(万股)	7369
流通A股市值(亿元)	17.30

### 相对指数表现图



资料来源:中国银河证券研究部

### 相关研究

2013.2.28 《业绩符合预期,2013年看新产品推出和产能释放》

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

#### 驱动因素:

行业层面: 随着我国近几年畜禽养殖业规模化程度的不断提升及养殖户防疫意识的提高, 动保行业仍呈高速增长之势。据中国兽药协会统计, 截止到 2011 年, 我国的兽药销售额已经达到了 334 亿元, 近十年的复合增长率达到 26.7%。我们预计未来我国动保产品市场规模仍将 以年均 20%左右的增速增长。受益养殖规模化加速, 动保行业处变革期。变革一: 疫苗市场 化采购量将会扩大。变革二: 食品安全事件催化动保产品采购集中度提升。变革三: 企业转型 “动保一体化解决方案提供商”。

公司层面: 公司内生式和外延式发展共同支撑业绩高增长。外延式扩张上, 公司上市之后 进行了大量的收购, 先后收购了湖北龙翔、湖南中岸、瑞普大地、赛锐科技、瑞象生物、北京 博莱等企业股权, 完善了自身的产业链, 扩张的全国的营销布局。在内生式扩张上, 公司大力 开发新产品, 逐渐进入畜类和宠物类的兽药市场, 并大力扩大自身产能, 预计到 13 年底, 公 司疫苗产能将较 12 年增加两倍。

**关键假设:** 我们假设公司新产能投放达预期, 新产品拓展符合预期。

**主要预测:** 我们预计未来我国动保产品市场销售额将以年均 20%左右的增速增长。预计 公司未来三年净利润复合增长率达到 35%左右。

#### 我们与市场不同的观点:

市场上普遍认为动保行业规模较小, 公司竞争激烈, 给予动保行业的估值较低。我们认为 一方面目前动保行业的市场渗透率较低, 随着规模化养殖的发展, 行业的规模将逐渐扩大, 市 场空间依然较大。另一方面, 国际动保产业发展历史经验表明, 行业集中度提升是大势所趋, 市场份额向研发实力雄厚、服务营销模式领先的龙头企业集中是必然趋势, 瑞普生物作为市场 苗的龙头企业, 上市后募集了大量资金, 未来将以高于行业的增速快速增长。

#### 估值与投资建议:

我们预计公司 2013-2015 年的 EPS 为 1.00/1.33/1.83 元, 对应目前 22.34 元股价额 PE 为 22x/16x/12x。我们认为公司技术和服务领先, 未来随着新产品的推出和营销网络的完善, 公 司业绩将会稳定增长, 给予“推荐”投资评级。

#### 股价表现的催化剂:

1、全国的疫情爆发。2、公司收购继续扩张。3、公司新产品销售超出预期。

#### 主要风险因素:

1、公司新产品销售低于预期。2、动物疫苗的安全风险。3、公司产能建设慢于预期。

## 目录

<b>一、公司简介：技术服务领先的“后起之秀”</b> .....	<b>3</b>
(一) 公司新产品放量和营销体系的完善推动业绩增长 .....	3
(二) 公司主营业务和盈利构成 .....	3
(三) 公司的股权结构 .....	5
<b>二、行业分析：兽药行业蓬勃发展</b> .....	<b>5</b>
(一)、兽药市场容量随着养殖规模化的提升逐渐扩大 .....	5
(二)、疫苗市场化采购将会扩大 .....	9
(三)、食品安全事件催化集中度提升 .....	9
<b>三、公司分析：注重研发和技术服务领先</b> .....	<b>12</b>
(一)、内涵式增长、外延式扩张支撑公司业绩高增长 .....	12
(二)、公司转型“动保一体化解决方案”提供商 .....	14
(三)、注重研发投入 为业绩增长添动力 .....	16
(四)、股权激励行权条件较高，彰显管理层信心 .....	18
<b>四、盈利预测和投资评级</b> .....	<b>18</b>

## 一、公司简介：技术服务领先的“后起之秀”

### （一）公司新产品放量和营销体系的完善推动业绩增长

公司成立于1998年，主要经营业务为兽用生物制品、兽用制剂和兽用原料药，为国内少数几家产品覆盖动物疫病预防、诊断、治疗、促生长以及调节免疫机制的兽药企业之一，并于2010年9月17日登陆创业板，公开发行了1860万股新股，净募集资金106471.49万元，其中超募了71203.49万元。公司的募集资金主要用于动物疫苗的扩建项目、用头孢喹肟注射液和中药制剂扩建项目和研发中心项目。目前瑞普高科和瑞普保定的动物疫苗扩建项目已经达产，达到了预期收益。

我们认为公司未来的主要的增长来自：

**内生和外延式共同扩张。**a、公司上市之后收购动作频繁，先后收购了湖北龙翔，湖南中岸、赛瑞科技等企业的股权，完善了公司产品线链条，增强了公司在华中地区的营销网络。b、公司上市后加大了对新产品的研发投入，陆续取得新兽药证书8个，为公司未来业绩的增长奠定了基础。c、公司产能大幅扩张，伴随着公司营销网络的不断完善，新产能将会得到释放。

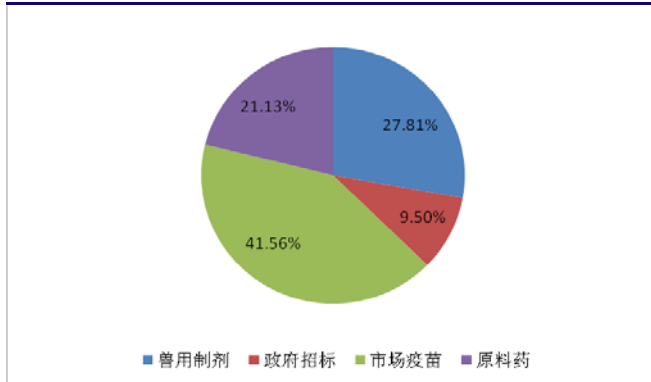
**技术服务和营销体系创新。**目前公司的产品十分齐全，已经包含了药物制剂、兽用生物制品、饲料添加剂混合饲料三项业务，公司成立了技术服务团队，从而根据客户的不同需求，为其制定个性化解决方案，不但可以解决客户问题，还能促进公司产品的销售。同时公司还成立了“四纵四横”的营销体系，在提供产品解决方案的基础上加强动物疫病诊断与健康安全养殖的服务，通过产品管理实现研发与市场的对接，产品开发更加符合客户需求。

### （二）公司主营业务和盈利构成

2011年前兽用生物制品、兽药制剂是公司收入的主要来源，2010年两者分别贡献公司收入的70%和30%。2010年12月瑞普生物收购湖北龙翔，兽用原料药成为新业务板块。2012年，兽用生物制品占公司收入的52%，兽用制剂占比25%，兽用原料药占比23%。

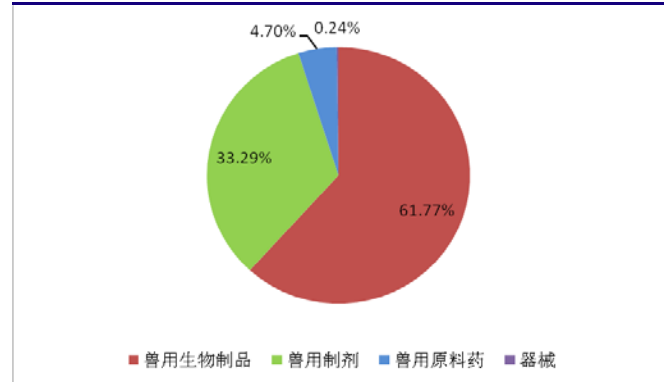
当前公司一方面进一步优化业务板块和产品结构，在持续提升家禽、家畜业务优势的基础上，快速提升牛、羊等反刍类动物与宠物业务，同时在现有疫苗、药品、保健类产品基础上，重点开发基因工程类疫苗、悬浮培养细胞苗、靶向药物、天然植物类药物、微生态制剂等。另一方面加快新产品上市速度，在原有新产品的的基础上，重点推出禽流感（H9亚型）灭活疫苗、猪细小病毒病灭活疫苗、鸡马立克氏病耐热保护剂活疫苗、禽病毒性关节炎活疫苗、黄芪多糖注射液、仔猪及蛋鸡用微生态制剂等具有市场竞争力的大产品。随着新产品的陆续上市，公司的市场竞争优势将得到进一步的巩固。

图 1: 2012 公司营业收入构成



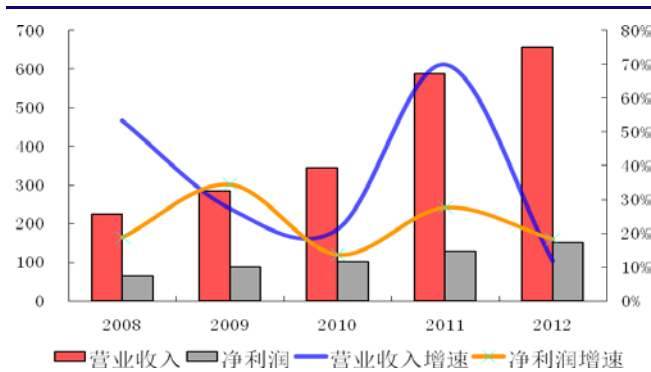
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: 2012 公司毛利构成



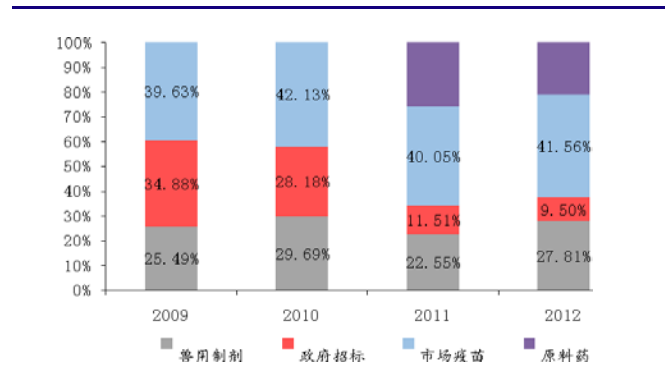
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 3: 公司主营业务收入和净利润增长



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 4: 公司收入构成变化



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 1: 2012 公司控股参股子公司经营情况

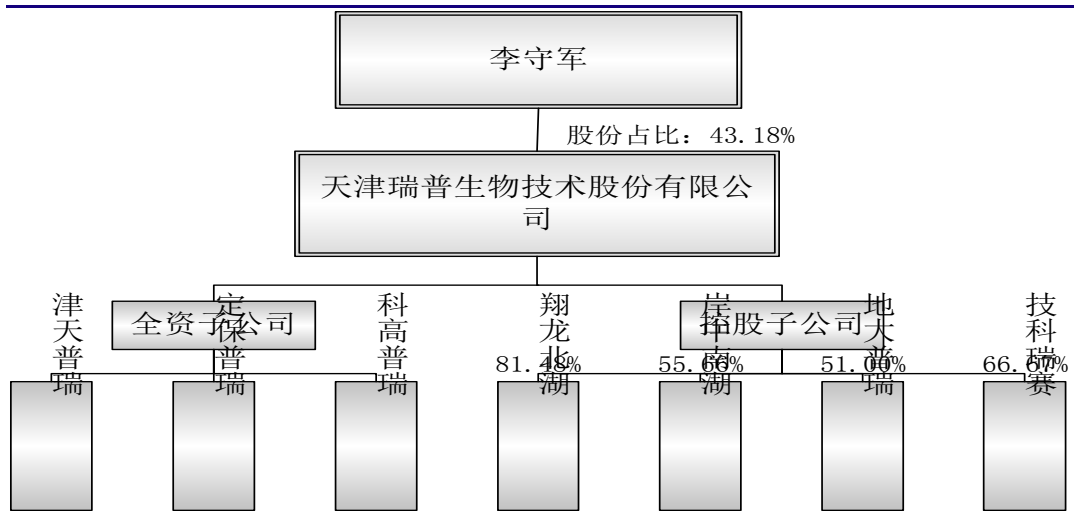
子公司	主要产品	营业收入 (万元)	同比增速	净利润 (万元)	同比增速	持股比例
瑞普天津	兽用制剂	17,520.16	30.08%	5,575.10	61.11%	100%
瑞普保定	兽用生物制品	23,467.48	-4.06%	6,620.51	10.32%	100%
瑞普高科	禽用生物制品	5,431.76	-17.19%	1,858.14	-16.24%	100%
湖北龙翔	兽用原料药	14,180.50	-9.04%	421.12	122.99%	81.48%
湖南中岸	家畜用生物制品	3,500.90	40.53%	242.47	-191.38%	55.66%
瑞普大地	牛羊类反刍动物用制剂	1,132.48	26.85%	4.93	-73.64%	51%
赛瑞科技	多肽合成仪器	189.51	--	-146.35	--	66.67%
瑞象生物		0	--	0.56	--	44%
北京博莱		26.97	--	-2.51	--	45%

资料来源: 公司半年报, 银河证券研究所整理

### （三）公司的股权结构

公司的控股股东和实际控制人为李守军先生，其在发行前持有公司 57.64% 的股份，发行后 43.18% 的股份，其他没有超过持有股份在 10% 以上的股东。

图 5：公司股权结构图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

## 二、行业分析：兽药行业蓬勃发展

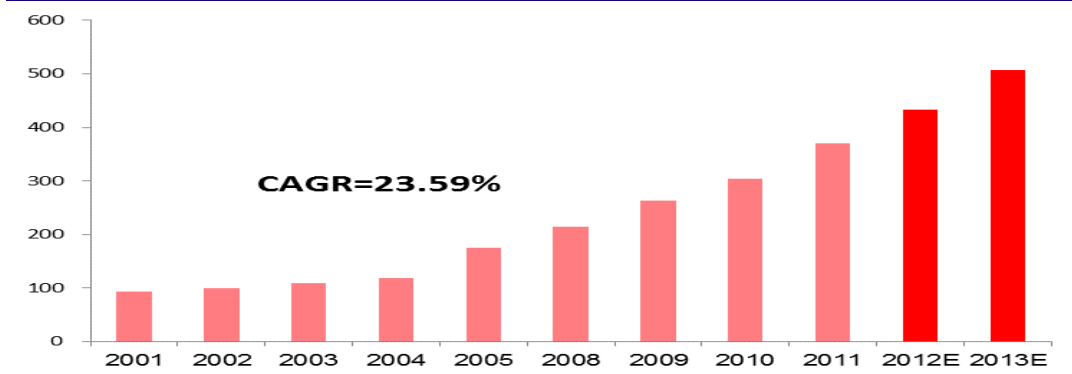
### （一）、兽药市场容量随着养殖规模化的提升逐渐扩大

#### 1、兽药行业未来增速将在 20% 左右

动物保健品行业可以分为两大类：兽用生物制品和兽用制剂。兽用生物制品主要包括疫苗、治疗用生物制品、诊断制品和其他生物制品，其中疫苗占生物制品销售额的 90% 以上。兽用制剂主要包括化学制剂、中兽药和其他制剂，目前化学制剂占比较大。但中兽药由于既可以预防和治疗疾病、促进动物生长，又不会产生危害人体健康的药物残留和耐药性，使用比例逐年提高。目前我国兽药市场仍然以兽用制剂为主，其与生物制品的比例大约为 4:1，未来几年，随着强制免疫范围的扩大和规模化养殖比例的提高，兽用生物制品的占比将逐渐提高。

动保行业和我国的畜牧业的发展密切相关，增长的驱动因素主要在于我国养殖规模的不断扩大和规模化养殖企业占比的不断提高。随着我国近几年畜牧业的快速发展，目前养殖方式已由原来的劳动密集型的传统畜牧养殖方式向现代化的规模养殖方法转变，带动了我国动保行业的快速发展。据中国兽药协会统计，截止到 2010 年，我国的兽药销售额已经达到了 304.38 亿元，近十年的复合增长率达到了 26.7%。我们预计未来我国动保产品市场销售额将以年均 20% 左右的增速增长。

图 5: 我国兽药行业近几年飞速增长



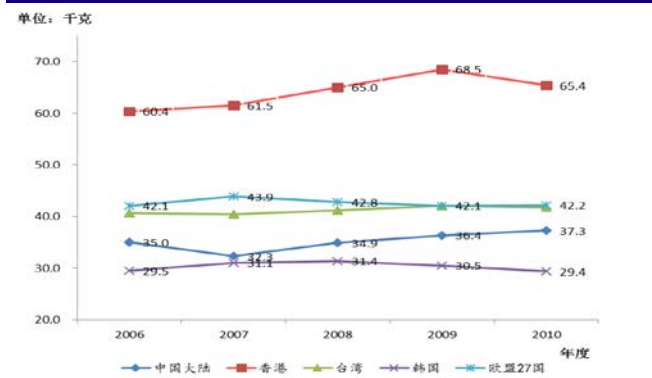
资料来源: 中国兽药协会, 中国银河证券研究部

**我国养殖规模将不断扩大:**

我国人均消费肉类的量远低于世界其他国家。我国是肉类消费大国, 2011 年我国的肉类总产量达到了 7957.84 万吨, 占全球肉类总产量的 32%。但我国的人均的肉类消费量相对于全球来说依然较低, 美国人均肉类消费为 130 公斤, 欧洲人均消费为 89 公斤, 台湾地区人均肉类消费已达 70 公斤, 而我国境内城镇居民人均肉类消费 38 公斤左右, 农村人均肉类消费仅 21 公斤, 就按照与大陆居民生活消费习惯类似的台湾消费量来计算, 我国境内肉类消费仍然有近 1 倍的增长空间。

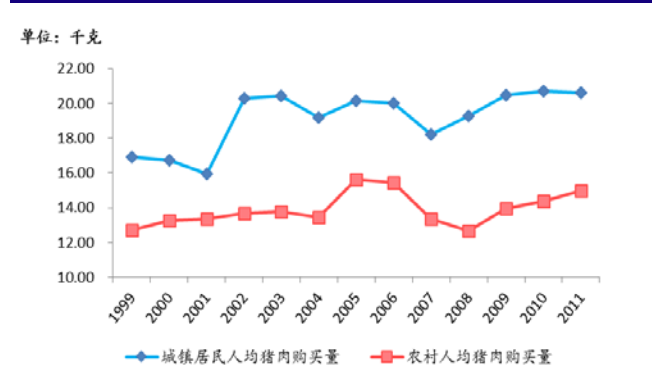
我国肉类消费的主要增长在于农村消费。我国农村人口占据全国人口的一半, 但农村的肉类消费水平依然较低, 其人均肉类消费水平和城镇差距较大, 主要原因是城乡收入差距大。1980 年我国农村居民家庭人均纯收入只有 191.3 元, 到 2012 年为 7917 元, 比 1980 年增长了 41 倍, 城镇居民人均可支配收入是农村居民人均纯收入的 2.5 倍, 国际上最高才在 2 倍左右, 可见农村居民收入水平偏低, 而较低的收入直接制约了其肉类消费水平。

图 6: 我国人均肉类消费量远低于其他国家



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 7: 农村人均和城镇人均猪肉购买量



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

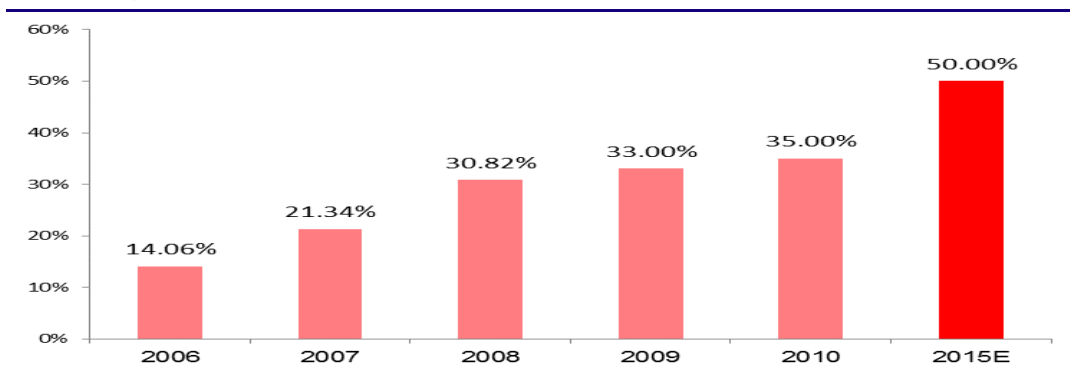
**我国养殖规模化提升加速:**

近年来, 我国畜牧业养殖规模化提升加速, 这导致了畜群密度加大, 流动频繁, 为动物得传染病、寄生虫病、中毒病和营养代谢等疾病的流行创造了条件, 造成动物发病率、死亡率的提高, 生产性能下降。而兽药在降低畜禽发病率与死亡率、提高饲料利用率、促生长和改善

产品品质方面起到十分显著的作用。从行业的关联性来看，畜牧业的规模化发展将直接促进兽药消费量。

我国目前生猪养殖规模化程度大约为 35%（年出栏 500 头以上），如果按 50 头以上算，则达到了 65%。出栏量 1 万头以上的生猪养殖场的出栏比例仅为 6.6%。蛋鸡的规模化养殖比例大约为 82%（年出栏 500 只以上）。我国生猪的养殖规模化程度无论是同肉鸡规模化养殖比还是和国外同行相比，都有非常大的提升空间。根据畜牧业发展十二五规划，生猪的规模化养殖比例到十二五末将达到 50%，而禽类的规模化比例也将不断提升，规模化的持续提升将促进兽药消费量的提升。

图 8：生猪养殖规模化不断提高

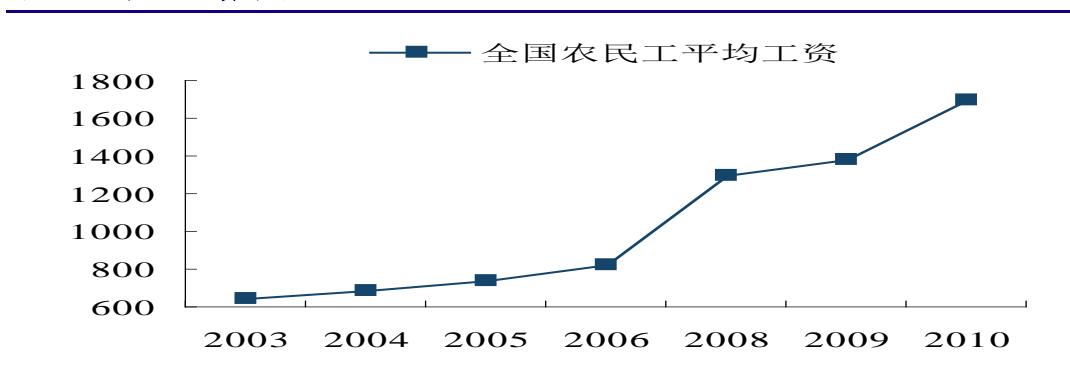


资料来源：中国畜牧业年鉴，中国银河证券研究部

近几年我国养殖规模化提升加速的主要原因，我们认为有以下几点：

- **农民工工资的上升，散养模式的机会成本增加。**随着中国经济的高速发展，城镇化速度的加快，尤其是我国老龄化速度的加快，07 年以来我国沿海地区“劳工荒”现象越来越多，劳动力价格开始逐步上升，以前的养猪散户现在可以外出打工，使得家庭散养方式养猪的机会成本越来越高。近 5 年来，农民工工资的复合增速接近 20%，2010 年农民工平均工资上涨至 1700 元/月左右，较 2009 年上涨 22%。城市农民工工资稳定、且快速的的增长，以及农民工就业条件的不断改善，导致生猪养殖的机会成本大大提高。

图 9：全国农民工工资持续上涨



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部



表 2: 外出打工与养猪效益对比

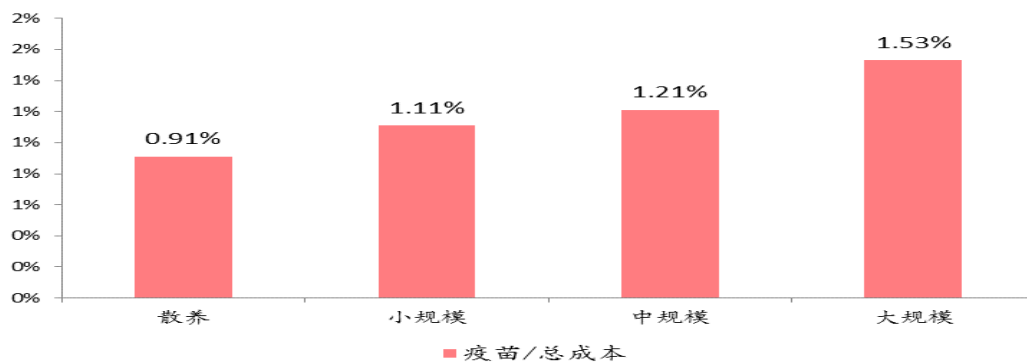
一对夫妇:	外出打工	专业育肥年出栏 500 头	专业育肥年出栏 1000 头
风险性	无	疫情风险、猪价风险	疫情风险、猪价风险
资金需求	无	固定资产投资 10 万左右, 流动资金 6 万	固定资产投资 20 万左右, 流动资金 10 万
土地需求	无	2 亩	5 亩地
收入情况	5 万元	5 万元(以 100 元/头净利计算)	10 万元(以 100 元/头净利计算)

资料来源: 草根调研, 中国银河证券研究部

- **近几轮猪肉价格的周期波动导致养殖散户被洗牌出局。**生猪价格的变化规律有个说法叫“生猪生产周期性波动”，简称“猪周期”。即生猪产业发展一再出现的“猪肉价格大涨——母猪存栏量大增——生猪供应量剧增——肉价下跌——养殖户大量淘汰母猪——生猪供应量减少——肉价再次上涨……”规律。大多数散养户因资金实力较弱经受不住猪价周期波动风险而被洗牌出局，而有一部分养殖户因养殖效率较高、疫情控制风险能力较强，猪价周期判断准确，不但没有亏损，反而继续增加投入，扩大了养殖规模，由年出栏量 50 头以下增至年出栏量达到 200-1000 头。
- **养殖散户对防疫能力和对疾病的重视程度较差，导致不少散养户因疫病风险被淘汰出局。**由于城市规模的不断扩张，导致养殖密度不断增大，人口与禽畜的流动性也不断增强，导致疫情风险不断增大。一些散户对疾病的防疫能力不够重视，导致被淘汰出局。

随着我国养殖规模化的不断提高，养殖密度不断增大，疫情风险加大，使得养殖户对疾病的防疫更加重视。目前我国疫苗的费用占整个养殖成本的比例仅有 1.21% 左右（中等规模化养殖场），如果是散养的话，疫苗的费用占整个养殖成本比例仅 0.91%。随着规模化养殖量的提高和增加，对疫苗的用量也会不断增加。

图 10: 大规模养殖疫苗占总成本比例大于散养



资料来源: 全国农产品成本收益资料汇编, 中国银河证券研究部

## (二)、疫苗市场化采购将会扩大

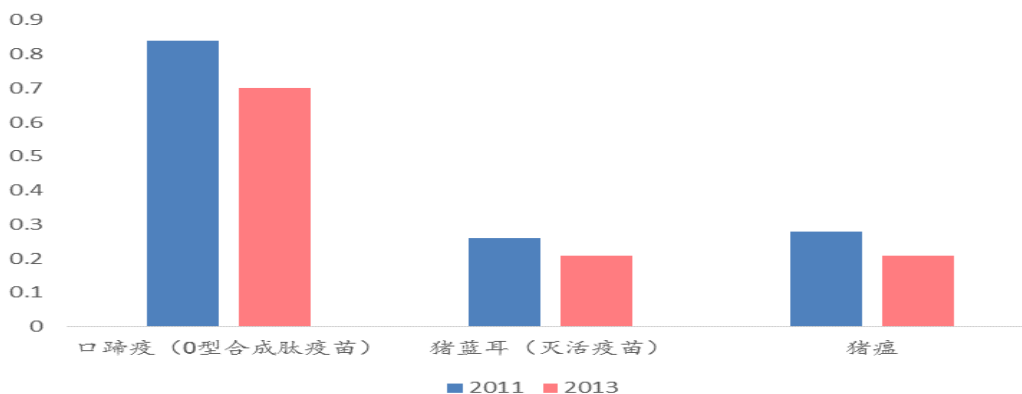
目前我国主要的强制免疫招标的疫苗有四种：口蹄疫，禽流感，猪蓝耳病和猪瘟。强免疫苗占整个生物制品市场的 68.47%，猪用强制免疫销售额为 25.88 亿元，禽用的为 12.69 亿元，牛羊用的为 3.97 亿元。其中猪用市场强免疫苗占到了整个猪用疫苗的 83.27%，禽用强免疫苗占据了禽用市场的 48.16%，市场化程度较大。

我国强制免疫疫苗虽然充分体现了国家政策对畜牧业的扶持，有利于减轻农民的负担，但是随着规模化养殖比例的不不断提高，强制免疫疫苗也有不少弊端：

- **强制免疫疫苗价格持续降低，使得生产企业利润减少，产品品质无法保障。**近几年来由于强制免疫疫苗是政府统一招标，每年进入的招标的企业通过价格战来争取中标，这使得生产企业的利润越来越薄，产品品质无法得到保障，大型规模养殖场倾向于购买市场疫苗。
- **规模化养殖户的增加，使得对防疫更加重视，强制疫苗无法满足需求，从而造成浪费。**由于规模化的养殖得病的几率更高，而且只要一得病则损失重大，养殖户对疫苗的性能等要求会更高。而国家强制免疫疫苗是免费的，大家一般都会认为不要钱的东西不会是什么好东西，怀疑免疫效果，因为会对强制免疫产生抵触的情绪，转而去购买市场上高品质的疫苗，而强制疫苗将会浪费。

**政府招标苗短期内难以取消，但规模可能相对减少。**我们曾咨询过行业内专家有关政府招标采购是否会取消,以补贴养殖户方式替代政府招标采购,专家称是不是会取消政府采购，难有定论。但鉴于当前我国防疫体系不健全，短期内取消的可能性较小，但以后政府招标采购品种可能减少,让养殖户有更多选择权。

图 11: 广东地区 2011 和 2013 年强制疫苗招标价格



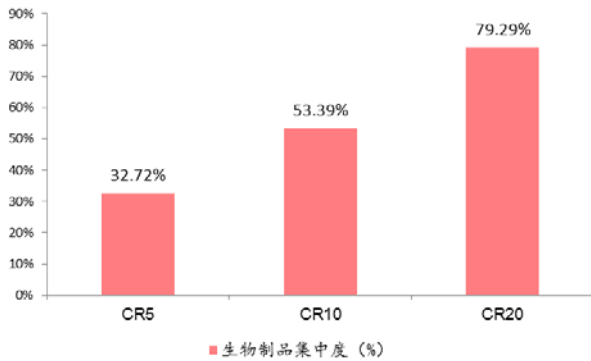
资料来源：中国政府采购网，中国银河证券研究部

## (三)、食品安全事件催化集中度提升

我国目前兽药行业集中度较低，特别是兽用制剂，呈现小、散、乱的竞争格局；而生物制品集中度相对较高，这主要是由于我国政府招标体制所决定，招标采购疫苗必须由国家定点生产企业生产，比如口蹄疫的定点企业只有 7 家，其中中牧股份占了 35% 的政府招标采购份额，

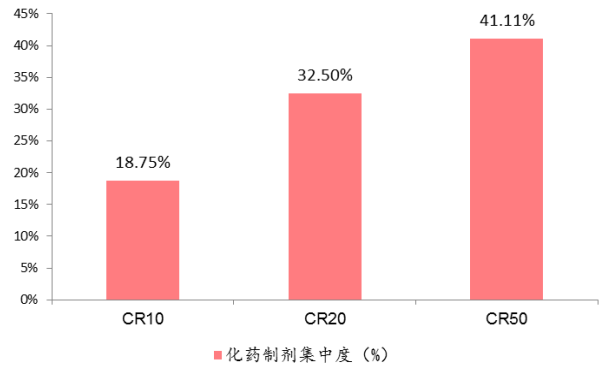
天康生物占有 30% 的市场份额。

图 12: 生物制品集中度 (2010)



资料来源: 中国兽药协会, 中国银河证券研究部

图 13: 化药制剂集中度 (2010)



资料来源: 中国兽药协会, 中国银河证券研究部

表 3: 我国强制免疫疫苗市场竞争格局情况

销售模式	主要产品	主要生产厂商	竞争情况
	高致病性禽流感疫苗灭活疫苗	中牧股份、青岛易邦、本公司等 8 家定点生产企业	市场集中度较高, 市场份额相对稳定
由定点生产企业生产, 以政府采购为主, 但企业也可以向符合采购资格的养殖场销售	猪瘟活疫苗 (含脾淋源、细胞源和传代细胞源)	脾淋源和细胞源: 中牧股份、金宇集团、本公司等 40 余家企业	脾淋源和细胞源生产企业众多, 竞争较为激烈; 传代细胞源目前处于推广试验期
	高致病性猪蓝耳病疫苗 (含灭活、弱毒活疫苗)	中牧股份、大北农、金宇集团等 20 余家企业	灭活疫苗生产企业 20 家左右, 竞争较为激烈, 弱毒活疫苗生产企业 10 家左右
	口蹄疫疫苗	天康生物、中牧股份、金宇集团、上海申联生物医药有限公司等 7 家	市场集中度较高, 市场份额相对稳定
	小反当兽疫	天康生物、西藏生物制品厂	仅在西藏、新疆强制免疫, 生产企业较少, 竞争较小

资料来源: 益康生物招股书, 中国银河证券研究部

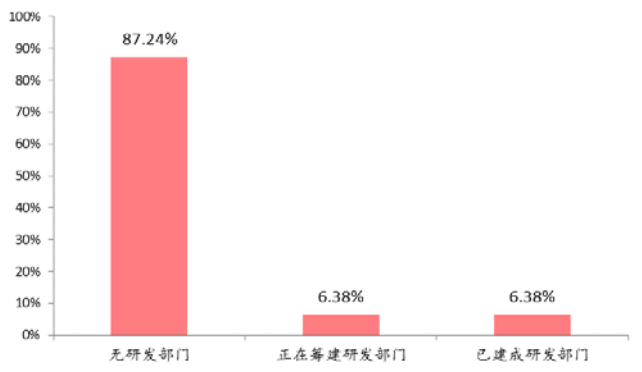
们认为有以下两点能促进我国兽药行业集中度的提高:

(1)、规模化养殖提速之后, 客户对疫苗质量要求更高, 因此企业的研发能力是行业内制胜的法宝, 这提高了行业的进入壁垒。目前国内的口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳疫苗基本上没有进口。但在高端疫苗如猪圆环病毒疫苗、三价疫苗方面, 一般都采用国外进口, 因为国外技术研究比较扎实, 研究比较超前。但以后国家会越来越控制国外进口疫苗, 一方面为了国家生物安全, 另一方面防止引进国外病毒。因此国内企业谁占领生物疫苗研发制高点, 谁就可以在下一场竞争中取得先机, 甚至出现赢家通吃的局面。因此研发能力是兽药企业走向市场化竞争的决胜因素。我国目前企业的研发新产品的方式中, 仅有约 25% 的企业是拥有自主研发体系, 大部分都是和研究单位合作或者与其他企业合作; 仅有 6.38% 的企业已建成研发部门, 87.24% 的企业均无研发部门, 研发环节重视程度不够, 而其中具有研发实力的企业将会脱颖而出, 提高自身市场份额。据我们草根调研了解到, 目前动物疫苗行业研发能力情况为: 95% 的企业研

发人员少于 22 人，单个企业平均拥有高级职称技术人员 0.7 人。我国目前企业的研发新产品的方式中，仅有约 25%的企业是拥有自主研发体系，大部分都是和研究单位合作或者与其他企业合作；仅有 6.38%的企业已建成研发部门，87.24%的企业均无研发部门，研发环节重视程度不够，而其中具有研发实力的企业将会脱颖而出，提高自身市场份额。

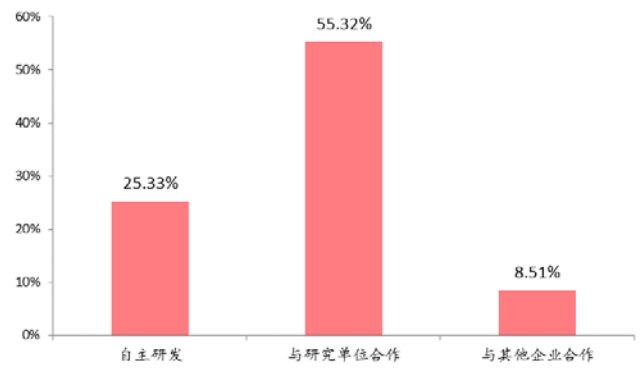
注：我国国内外疫苗的差距主要在：1、国产（活疫苗）产品品质在保护期内不稳定 2、不同批次间疫苗的品质不稳定 3、安全性上，国外生产工艺、生产技术上比较先进，安全性有保证。尽管近 5 年国产疫苗与国外的差距在缩小，但仍至少有近 20 年的差距。生物疫苗生产企业的核心竞争优势在研发，尤其是研发的毒株决定了产品品质的有效性。目前行业内顶尖的研究机构有：兰州兽医研究所、哈尔滨兽医研究所、中国农业科学院北京畜牧兽医研究所、中国兽药药品监察所。

图 14：我国兽药企业设置研发部门情况



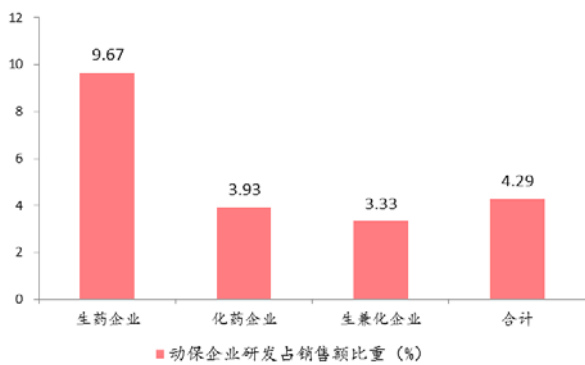
资料来源：周绪斌演讲，中国银河证券研究部

图 15：我国兽药企业研发情况



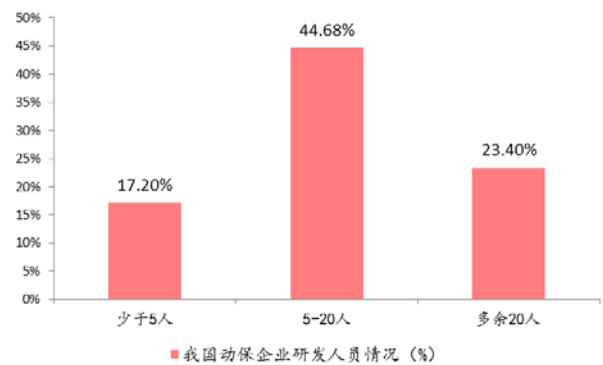
资料来源：周绪斌演讲，中国银河证券研究部

图 16：我国兽药企业研发占销售额比重



资料来源：周绪斌博士，中国银河证券研究部

图 17：我国兽药企业研发人员情况 (%)

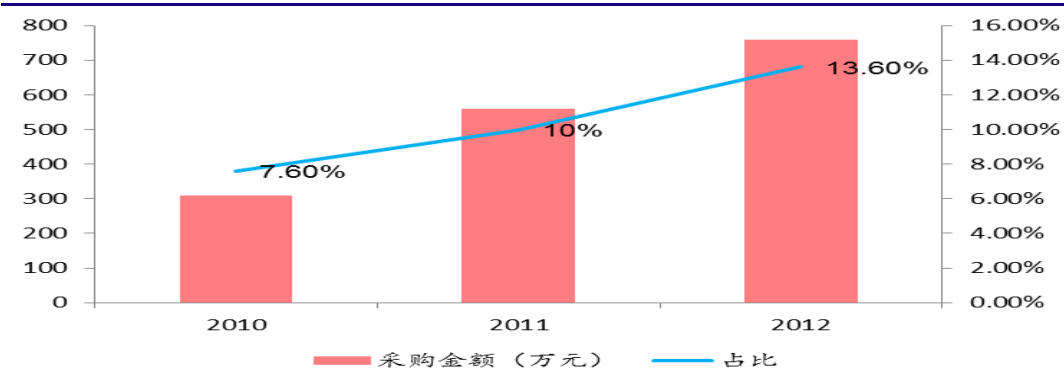


资料来源：周绪斌博士，中国银河证券研究部

(2)、近期频发的动物疾病和央视曝光的假兽药事件，使得养殖户会优选有品牌有实力的兽药提供商，一些信誉差的企业会被淘汰。无论是国内还是全球来看，近几年均发生了不少因传染病使得养殖户蒙受了巨大的亏损。未来企业将更加重视预防，而非治疗。近期食品安全事件频发，2012 年 11 月底，媒体曝光了肯德基与麦当劳的山西供货商粟海集团，用饲料和药物喂养的“速生鸡”。2012 年 12 月 20 日央视再度曝光了肯德基与麦当劳的山东供货商新

希望六和集团收购抗生素鸡、激素鸡。2013年1月12日晚，央视报道《兽药添加了什么“祸”》，曝光了河南海润兽药厂、河南郑州兽药批发市场等制造、销售假兽药的情况。随着民众对食品安全事件的关注度提高，国家仍将继续加大对全国制售假兽药、违法添加违禁药物的力度。我们认为：一个随着饲养向规模化、自动化、标准化发展，疫病防治必须转向预防为主。对疫苗的需求量将越来越多，对品质的要求也越来越高。另一个养殖企业在选择兽药供应商时，会更加注重兽药企业的资质、产品品质、研发实力，会进一步提升行业龙头企业的采购份额。

图 18: 瑞普生物在一家大型肉鸡养殖企业的占比逐年提升



资料来源：草根调研，中国银河证券研究部

### 三、公司分析：注重研发和技术服务领先

#### (一)、内涵式增长、外延式扩张支撑公司业绩高增长

##### 1、公司上市之后收购频繁

公司上市之后收购动作频繁。先后用自有资金分两次收购了湖北龙翔 48.2% 的股权，强化了公司兽药原料药市场的把控，完善了产业链；2011 年 5 月使用超募资金 1,723 万元收购湖南亚泰生物发展有限公司所持有的湖南中岸 17.23% 的股权，收购后公司持有湖南中岸 51% 的股权，实现对湖南中岸控股。2012 年 3 月收购了瑞普保定的剩余股权，对瑞普保定达到了 100% 控股。2012 年 5 月使用超募资金 180 万元收购内蒙古瑞普大地生物药业有限公司 11% 股权，收购后公司持有瑞普大地 51% 的股权，实现对瑞普大地控股，完成了对以中兽药为主的牛、羊等反刍类动物药物产业布局。2012 年 9 月，公司使用超募资金人民币 1000 万元收购上海赛瑞生化科技有限公司持有的天津赛瑞多肽科技有限公司 33.34% 股权，为公司向多肽药物领域拓展储备了技术和产品。2012 年底出资 880 万元设立控股子公司山西瑞象，进一步扩大公司在山西及周边地区的销售规模及品牌影响力；出资 382.5 万元收购博莱得利 45% 股权，拓展宠物业务领域。未来我们预计公司将会加快收购的步伐，完善公司产品线，优化行业的竞争结构。

表 4: 瑞普生物上市后收购频繁

时间	事项	影响	意义
2010 年 11 月	以自有资金 2080 万元收购湖北龙翔 40% 的股权	收购后公司持有湖北龙翔 78.2% 的股权，实现对湖北龙翔控股	进一步强化了兽药原料药市场的战略把控和市场拓展，打通了从原料到制剂的产业链，更有利于为客户提供优质、安全、竞争力强的制剂产品

2011年5月	使用超募资金1,723万元收购湖南亚泰生物发展有限公司所持有的湖南中岸17.23%的股权	收购后公司持有湖南中岸51%的股权,实现对湖南中岸控股	湖南省猪产品市场较大。公司增持湖南中岸股权可以增加公司对湖南中岸的控制力,从而有利于公司拓展猪产品市场,提高市场份额,完善区域布局
2012年3月	使用超募资金7000万元人民币收购瑞普(保定)生物药业有限公司25%股权	实现对瑞普保定100%控股	完成对瑞普保定少数股东股权收购,大幅提升公司盈利能力
2012年5月	使用超募资金180万元收购内蒙古瑞普大地生物药业有限公司11%股权	收购后公司持有瑞普大地51%的股权,实现对瑞普大地控股	实现对瑞普大地控股,完成了对以中兽药为主的牛、羊等反刍类动物药物产业布局
2012年9月	使用超募资金人民币1000万元收购上海赛瑞生化科技有限公司持有的天津赛瑞多肽科技有限公司33.34%股权	收购完成后公司持有的股权比例为66.67%	国际领先水平多肽合成技术平台的建立,为公司向多肽药物领域拓展储备了技术和产品,使公司能够整合行业优势资源,充分发挥技术优势,立足合成多肽产业的前沿领域,成为国内知名的多肽合成技术和产品龙头企业

资料来源:公司公告,中国银河证券研究部

纵观国际兽药市场,行业集中度的提高主要是依靠了大型兽药企业通过一系列的收购兼并。随着2009年辉瑞(Pfizer)宣布以680亿美元收购惠氏公司,美国制药巨头默克公司(Merck)以411亿美元收购同行先灵葆雅(ScheringPlough),全球的兽药市场集中度进一步提高,前5大厂商的市场占有率超过了60%。

表5: 国际兽药企业并购大事件

时间	事件
2005年6月	诗华(CEVA)收购德国的罗曼动物保健品公司旗下的博门(Biomune)
2006年11月	美国辉瑞制药有限公司宣布收购Embrex农业生物科技公司
2007年3月	先灵葆雅合并英特威,从2007年开始更名为美国英特威先灵葆雅动物保健品
2009年1月	辉瑞制药(Pfizer)宣布以680亿美元收购惠氏公司(Wyeth),惠氏旗下富道公司的动物保健业务一并转移
2009年7月	赛诺菲安万特公司以40亿美元现金从美国医药巨头默沙东手中收购两公司的合资企业梅里亚(Merial)的股权
2009年9月	辉瑞对外宣布,将向德国制药商勃林格殷格翰公司(BoehringerIngelheim)出售从惠氏收购的富道业务
2009年10月	美国制药巨头默沙东公司以411亿美元收购英特威先灵葆雅
2010年3月	赛诺菲-安万特旗下动物保健企业梅里亚与默克旗下动物保健公司英特威/先灵葆雅宣布合资意向
2011年3月	美国 & 法国 - 默克和赛诺菲-安万特宣布,双方一致同意终止旗下动物保健企业梅里亚与英特威/先灵葆雅合资成立动物保健企业的协议

资料来源:中国银河证券研究部

## 2、新产品不断推出为公司业绩增长提供保障

公司上市之前大部分的利润来源为禽类疫苗和制剂,但是从国内和国外的兽药市场来看,畜用疫苗和宠物疫苗市场空间更为广阔。因此未来公司将加大对畜类疫苗产品线的研发和投入,来完善公司的产品线。2012年,公司获得了猪细小病毒病灭活疫苗的新兽药证书,2013

年又获得了猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 株) 的新兽药证书, 为公司向畜类市场扩张奠定了基础, 公司同时出资 382.5 万元收购了博莱德利 45% 的股权, 从而拓展宠物业务领域。

**表 6: 公司主要产品种类**

一、生物制剂			
禽用疫苗	数量	畜用疫苗	数量
家禽用灭活疫苗	10	畜用灭活疫苗	1
家禽用活疫苗	16	畜用活疫苗	6
二、药品制剂			
禽用产品		畜用产品	
生化制剂系类产品	1	脱霉剂	1
抗大肠杆菌系列	3	营养保健剂	5
抗呼吸道感染系列	3	药物预混制剂	3
肠炎、肠毒类系列	2	针剂	6
抗球虫感染系列	3	消毒剂类	1
中药类	7		
消毒剂系列产品	2		
营养类系列产品	7		
其他类产品	5		
三、宠物产品			
消毒剂类产品	1		
抗菌类产品	1		
营养保健类	0		

资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

### 3、公司产能快速扩张

公司上市前的活疫苗的产能利用率达到了 98%, 灭活疫苗达到了 80% 以上, 兽用制剂的产能利用率也达到了 85% 左右, 公司的生产线产能利用率均处于较高的水平。2010 年公司上市, 净募集资金 10 亿, 超募了 7 个亿, 充足的资金支撑着公司产能的快速扩张。

截止到 2012 年, 募投项目瑞普保定动物疫苗扩建项目已经达产, 瑞普高科项目部分已经达到。公司目前生物制品方面明年动物疫苗改扩建项目将会达产, 届时将新增年灭活疫苗生产能力 15 亿毫升, 活疫苗 300 亿羽份, 较目前产能增加两倍。明年下半年湖南中岸扩建项目也即将达产, 新增年产灭活疫苗 (畜苗) 3 亿毫升, 并将现有活疫苗年生产能力由 900 万瓶, 提高至 1500 万瓶。兽药制剂方面, 公司头孢喹肟注射液和中药制剂车间扩建项目将会达产。此外公司的猪圆环病毒疫苗和猪细小病毒病灭活疫苗等重磅产品也将推出市场, 保证了公司 2013 年业绩的大幅增长。

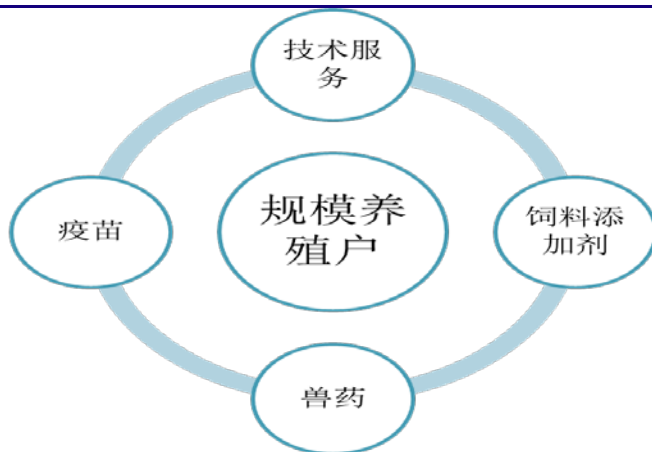
#### (二)、公司转型“动保一体化解决方案”提供商

兽药行业的下游主要是养殖企业, 养殖企业的主要经营者大部分都是农民, 他们缺乏一定的专业知识和有效的辨别能力, 即使是大型集团, 也存在疫苗和药物使用不当, 免疫程序不科

学等问题。目前公司已经开始提供动物保护的一体化解决方案，帮助养殖户普及知识，指导他们在动物不同的生长期间的用药情况，并对大型的养殖场随时进行疫病监测。

瑞普生物目前的产品十分齐全，已经包含了药物制剂、兽用生物制品、饲料添加剂混合饲料三项业务。其中受用生物制品（疫苗为主）主要用于健康畜禽的免疫，兽用药物制剂可用于畜禽患病后的治疗，饲料添加剂和添加剂预混合饲料一部分用于保健和疾病预防，大部分用于添加在饲料中起到营养、促生长的作用。然后公司会根据客户的不同需求，为其制定个性化解决方案，不但可以解决客户问题，还能促进公司产品的销售。

图 19: 瑞普生物为养殖户提供一体化解决方案



资料来源：中国银河证券研究部

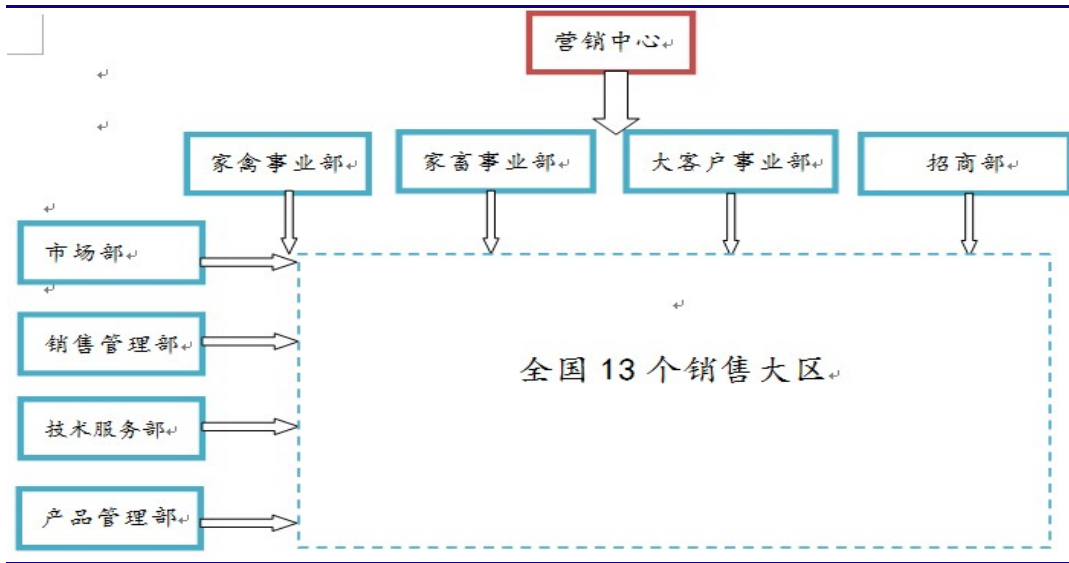
因此公司的技术服务除了对产品的销售起到直接的做用以外，主要还能有 3 方面的做用：  
1、为养殖户提供全面技术解决方案，提高养殖业饲养水平和防疫意识。2、提高客户忠诚度，提升公司品牌价值。3、收集市场需求信息，向上级管理者和研发部、销售部提供市场动态需求，客户潜在需求和技术创新资源。

公司的营销中心是四纵四横的工作模式。公司 2011 年初启动了“全面增值客户”的营销系统，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。其中四纵是指大客户部、家禽事业部、家畜事业部、招商部（主要负责政府采购）；四横是指市场部、销售管理部、技术服务部和产品管理部。在提供产品解决方案的基础上加强动物疫病诊断与健康安全养殖的服务，通过产品管理实现研发与市场的对接，产品开发更加符合客户需求。目前，公司已在全国 21 个省中标；公司已于 743 家规模化养殖企业建立了业务关系；在全国已指定 2,116 家网络经销商销售公司产品，经销网络覆盖全国 500 个重点养殖县。通过多年的市场开拓，公司已建立了覆盖全国的营销网络。

公司销售途径主要有三种模式：政府招标采购、大客户直销和网络经销。政府招标采购主要是猪瘟活疫苗和高致病性猪蓝耳病灭活疫苗。近几年来，公司政府招标采购的销售收入比例持续下降，到 2012 年中报的时候，公司政府招标收入占总收入仅为 11.13%，而市场采购占到了 41%。未来公司将会保持政府招标的市场份额，但重点是会放在市场苗的开拓上。

图 20: 公司四纵四横营销模式





资料来源：中国银河证券研究部

表 7：三种销售模式的区别

销售模式	产品类别	客户	定价	回款
政府招标	强制免疫类兽用生物制品	省级兽医防疫机构	各省级动物疫控中心统一安排	政府招标采购款由省级动物疫控中心统一结算
大客户直销	兽用生物制品、兽用制剂	养殖企业、大型养殖场	公司综合考虑生产成本、同类型产品价格、售后服务费用等因素确定产品销售价格	给予直销大客户一定的赊销额度，根据每个大客户情况，给予 1-3 个月的信用期。
网络经销	兽用生物制品、兽用制剂	网络经销商	综合考虑生产成本、同类型产品价格、经销商合理利润空间等因素确定	先款后货或者货到付款的销售政策，仅对少量与公司合作时间长、信用评级高的高网络经销商在规定的信用额度内实行赊销。

资料来源：公司招股书、中国银河证券研究部

### （三）、注重研发投入 为业绩增长添动力

在行业分析中，我们提出了研发实力是兽药企业最为核心的竞争力。纵观国际大型的兽药企业，研发投入均占据了公司营业收入 9% 以上，可见对研发的重视。公司目前研发模式主要是与国内科研院所进行项目合作，是我国兽药行业研发实力较强的企业之一，近几年来，公司的研发投入占营业收入的比例保持在 4%-5% 左右，在我国兽药上市公司中处于领先地位。

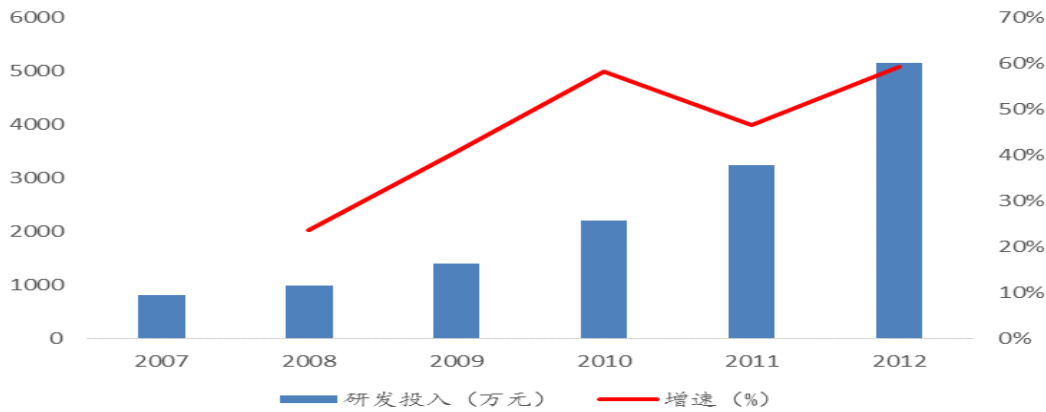
表 8：公司研发投入占收入比重处于领先(2011 年年报)

	瑞普生物	大华农	天康生物	金宇集团	中牧股份
研发投入（万元）	3238.83	3182.5	3199.06	2317	7867.1
研发投入占总收入比重	5.51%	4.45%	1.07%	4.02%	2.78%

研发人员 177 100 180 98 354

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 21: 公司研发投入逐年增加



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司目前拥有研发人员 177 名，上市公司中仅次于中牧股份。公司与 2011 年完成了对公司核心管理层、主要研发人员及公司部分优秀员工的股票期权激励计划，首期被激励的对象为 171 人，这也表明了公司对人才的重视。

公司的研发实力可以从近期取得的新兽药证书来证明。公司上市之后，陆续取得的新兽药证书达到了 8 个，新兽药证书的取得为公司未来业绩的增长奠定了基础。

表 9: 公司上市以来取得的新兽药证书

	新兽药名称	注册分类	证书持有人	发证日期
1	盐酸沃尼妙林原料	二类	湖北龙翔、瑞普天津	2011.05.17
2	10% 盐酸沃尼妙林预混剂	二类	湖北龙翔、瑞普天津、武汉回盛生物科技有限公司、武汉华扬动物药业有限责任公司	2011.05.17
3	碘甘油乳头浸剂	三类	瑞普大地生物、内蒙古农业大学	2011.10.8
4	鸡新城疫、传染性支气管炎、减蛋综合征、禽流感 (H9 亚型) 四联灭活疫苗 (La Sota 株+M41 株+AV127 株+NIJ02 株)	三类	国家兽用生物制品工程技术研究中心、南京天邦生物科技有限公司、江苏省农业科学院兽医研究所、青岛宝依特生物制药有限公司、山东绿都生物科技有限公司、江苏南农高科技股份有限公司、瑞普高科	2011.03.04
5	猪细小病毒病灭活疫苗 (BJ-2 株)	三类	扬州优邦生物制药有限公司、金宇保灵生物药品有限公司、扬州威克生物工程有限公司、瑞普 (保定) 生物药业有限公司、广东永顺生物制药有限公司	2012.3.2
6	鸭传染性浆膜炎二价灭活疫苗 (1 型 RAf63 株+2 型 RAf34 株)	三类	天津瑞普生物技术股份有限公司高科分公司	2012.10.17
7		三类	瑞普 (保定) 生物药业有限公司	2012.11.21

鸡病毒性关节炎活疫苗 (ZJS 株)

8 猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 三类 瑞普 (保定) 生物药业有限公司 2013.2.8 株)

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

公司在技术创新方面也获得了行业的认可。瑞普天津被科技部认定为“国家级高新技术企业”；瑞普生物在天津市首次“企业科技创新工程奖”评选过程中获得仅有的四个一等奖之一；瑞普高科荣获“天津中小企业成长之星”；湖北龙翔被认定为湖北省“省级企业技术中心”及“湖北省兽用合成原料药工程技术研究中心”；瑞普高科的“转移因子口服溶液的研制与开发”项目荣获天津市西青区科技进步一等奖。

#### (四)、股权激励行权条件较高, 彰显管理层信心

公司股权激励于 2012 年推出, 激励对象包括公司高管、中层管理人员和、公司核心技术 (业务) 人员及董事会认为对公司有特殊贡献的其他人员总计 171 人, 占本激励计划签署时瑞普生物在册员工总数 1666 人的 10.26%。授予 650 万份股票期权, 占公司总股本的 3.37%, 授予日为 2012 年 2 月 2 日, 行权价格为 16.92 元。

公司股权激励行权价格较高, 规定以 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%、76.63%、137.9%、214.59%, 复合增长率不低于 33%。2011-2014 年加权平均 ROE 分别不低于 6.68%、7.84%、9.67%、11.49%。

表 10: 公司股权激励行权条件

行权期	行权条件	行权期	行权比例	期权费用
第一个行权期	2011 年相对于 2010 年的净利润增速不低于 40%, 2011 年加权 ROE 不低于 6.68%	2013/2/2-2014/2/1	20%	726
第二个行权期	2012 年相对于 2010 年的净利润增速不低于 76.63%, 2012 年加权 ROE 不低于 7.84%	2014/2/2-2015/2/1	20%	885
第三个行权期	2013 年相对于 2010 年的净利润增速不低于 137.9%, 2013 年加权 ROE 不低于 9.67%	2015/2/2-2016/2/1	30%	1524
第四个行权期	2014 年相对于 2010 年的净利润增速不低于 214.59%, 2014 年加权 ROE 不低于 11.497%	2016/2/2-2017/2/1	30%	1699

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 四、盈利预测和投资评级

我们预计公司 2013-2015 年的 EPS 为 1.00/1.33/1.83 元, 对应目前 22.34 元股价的 PE 为 22x/16x/12x。我们认为公司技术和服务领先, 未来随着新产品的推出和营销网络的完善, 公司业绩将会稳定增长, 给予“推荐”投资评级。

表 11: 分产品盈利预测

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>兽用生物制品</b>					
<b>禽用活疫苗</b>					
价格(元/百羽份)	0.86	0.81	0.83	0.81	0.8
营业收入(万元)	11008.40	12916.15	16895.07	22341.19	31332.83
yoy	41.22%	17.33%	30.81%	32.23%	40.25%
销量(百万羽份)	12804.82	15902.74	20355.51	27581.71	39166.03
Yoy	44.56%	24.19%	28%	36%	42%
毛利率	74.75%	73.38%	73%	72.00%	71%
单位成本	0.22	0.22	0.22	0.23	0.23
营业成本	2779.58	3437.78	4561.67	6255.53	9086.52
<b>禽用灭活疫苗</b>					
价格(元/毫升)	0.21	0.21	0.2	0.2	0.19
营业收入(万元)	9538.68	11219.39	13920.65	18932.08	24819.96
yoy	124.52%	17.62%	24.08%	36.00%	31.10%
销量(万毫升)	45382.00	53956.00	69603.24	94660.4064	130631.3608
Yoy	102.96%	18.89%	29%	36%	38%
毛利率	56.96%	57.55%	57%	56.00%	56%
单位成本	0.09	0.09	0.09	0.09	0.08
营业成本	4105.74	4763.07	6041.561232	8330.12	10920.78
<b>畜用活疫苗</b>					
价格(元/头份)	0.475	0.46	0.45	0.45	0.41
营业收入(万元)	5575.08	8070.85	11566.54	16193.15	19474.97
yoy		44.77%	43.31%	40.00%	40.00%
销量(万头份)	11728	18101	25703.42	35984.79	47499.92
yoy		54.34%	42%	40%	32%
毛利率	77.14%	74.88%	75%	74%	74.00%
单位成本	0.109	0.112	0.113	0.117	0.107
营业成本	1274.63	2027.48	2891.63	4210.22	5063.49
<b>畜用灭活疫苗</b>					
价格(元/毫升)	0.51	0.66	0.63	0.6	0.6
营业收入(万元)	4614.09	1766.3	2119.16	2623.73	3410.84
Yoy		-61.72%	19.98%	23.81%	30.00%
销量(万毫升)	8992.00	2691.00	3363.75	4372.88	5684.74
Yoy		-70.07%	25%	30%	30%
毛利率	85.23%	84.67%	84%	83%	81%
单位成本	0.076	0.101	0.104	0.102	0.114
营业成本	681.29	270.85	349.66	446.03	648.06
<b>兽用生物制品总收入</b>					
yoy	26.92%	10.53%	30.99%	35.03%	31.53%

总成本	8841.36	10499.18	13844.53	19241.90	25718.85
毛利率	71.24%	69.10%	68.89%	67.98%	67.46%
<b>兽用制剂收入</b>	13444.06	18498.9	25528.48	37016.30	54784.12
yoy	31.44%	37.60%	38%	45%	48%
<b>兽用制剂成本</b>	4197.69	5846.57	8169.11	12215.38	18352.68
毛利率	68.78%	68.40%	68.00%	67%	67%
<b>兽用原料药</b>					
收入	15437.51	14055.39	14758.16	15496.07	16270.87
		-8.95%	5%	5%	5%
成本	14121.03	12269.41	13282.34	13946.46	14643.78
毛利率	8.53%	12.71%	10%	10%	10%
<b>器械</b>					
收入		147.42	176.90	212.28	254.74
			20%	20%	20%
成本		57.91	70.76	84.91	101.90
毛利率		60.72%	60%	60%	60%
收入	59618.52	66674.41	84964.97	112814.80	150348.33
	73.08%	11.84%	27.43%	32.78%	33.27%
成本	27160.08	28673.07	35366.75	45488.65	58817.21
收入内部抵消	1213.37	1339.53	1500	1500	1500
<b>主营业务收入</b>	<b>58405.15</b>	<b>65334.88</b>	<b>83464.97</b>	<b>111314.80</b>	<b>148848.33</b>
yoy	69.56%	11.86%	27.75%	33.37%	33.72%
成本内部抵消	1198.73	1395.21	1600	1400	1400
<b>主营业务成本</b>	<b>25961.35</b>	<b>27277.86</b>	<b>33766.75</b>	<b>44088.65</b>	<b>57417.21</b>

资料来源：中国银河证券研究部

**表 12: 公司财务报表预测**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	702	794	748	852	营业收入	656	839	1118	1495
应收款项	233	207	304	435	营业成本	273	339	443	577
存货净额	126	117	178	233	营业税金及附加	5	5	8	11
其他流动资产	86	145	224	252	销售费用	137	164	218	298
流动资产合计	1147	1263	1455	1773	管理费用	98	121	149	194
固定资产	440	523	580	609	财务费用	(21)	(19)	(12)	(14)
无形资产及其他	146	140	134	127	投资收益	1	1	1	1
投资性房地产	49	49	49	49	资产减值	(6)	(2)	(4)	(4)
长期股权投资	11	11	11	11	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1793	1986	2228	2569	营业利润	159	228	309	426
短期借款	31	20	29	27	营业外净收支	18	10	10	10
应付款项	79	92	120	161	利润总额	178	238	319	436
其他流动负债	43	79	85	114	所得税费用	26	36	48	65
流动负债合计	153	191	233	301	少数股东损益	8	10	13	18
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	144	192	257	352
其他长期负债	53	67	86	107					
长期负债合计	53	67	86	107	现金流量表 (百万元)				
负债合计	207	258	319	408	净利润	144	192	257	352
少数股东权益	102	109	115	126	资产减值准备	1	(3)	0	0
股东权益	1484	1619	1794	2035	折旧摊销	28	46	56	64
负债和股东权益总计	1793	1986	2228	2569	公允价值变动损失	6	2	4	4
					财务费用	(21)	(19)	(12)	(14)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(20)	34	(184)	(122)
每股收益	0.75	1.00	1.33	1.83	其它	4	10	6	11
每股红利	0.24	0.30	0.43	0.58	经营活动现金流	163	281	139	308
每股净资产	7.70	8.40	9.31	10.55	资本开支	(238)	(121)	(111)	(91)
ROIC	8%	13%	21%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	12%	14%	17%	投资活动现金流	(229)	(121)	(111)	(91)
毛利率	58%	60%	60%	61%	权益性融资	22	0	0	0
EBIT Margin	22%	25%	27%	28%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	31%	32%	32%	支付股利、利息	(47)	(58)	(82)	(111)
收入增长	12%	28%	33%	34%	其它融资现金流	(56)	(11)	9	(2)
净利润增长率	26%	34%	34%	37%	融资活动现金流	(128)	(69)	(74)	(113)
资产负债率	17%	18%	19%	21%	现金净变动	(194)	91	(46)	104
息率	1.1%	1.3%	1.8%	2.5%	货币资金的期初余额	897	702	794	748
P/E	31.0	23.2	17.3	12.7	货币资金的期末余额	702	794	748	852
P/B	3.0	2.8	2.5	2.2	企业自由现金流	(109)	137	15	203
EV/EBITDA	27.4	18.4	13.4	10.2	权益自由现金流	(165)	143	34	212

资料来源: 中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 2012 公司营业收入构成	4
图 2: 2012 公司毛利构成	4
图 3: 公司主营业务收入和净利润增长	4
图 4: 公司收入构成变化	4
图 5: 公司股权结构图	5
图 5: 我国兽药行业近几年飞速增长	6
图 6: 我国人均肉类消费量远低于其他国家	6
图 7: 农村人均和城镇人均猪肉购买量	6
图 8: 生猪养殖规模化不断提高	7
图 9: 全国农民工工资持续上涨	7
图 10: 大规模养殖疫苗占总成本比例大于散养	8
图 11: 广东地区 2011 和 2013 年强制疫苗招标价格	9
图 12: 生物制品集中度 (2010)	10
图 13: 化药制剂集中度 (2010)	10
图 14: 我国兽药企业设置研发部门情况	11
图 15: 我国兽药企业研发情况	11
图 16: 我国兽药企业研发占销售额比重	11
图 17: 我国兽药企业研发人员情况 (%)	11
图 18: 瑞普生物在一家大型肉鸡养殖企业的占比逐年提升	12
图 19: 瑞普生物为养殖户提供一体化解决方案	15
图 20: 公司四纵四横营销模式	15
图 21: 公司研发投入逐年增加	17

## 表格目录

表 1: 2012 公司控股参股子公司经营情况	4
表 2: 外出打工与养猪效益对比	8
表 3: 我国强制免疫疫苗市场竞争格局情况	10
表 4: 瑞普生物上市后收购频繁	12
表 5: 国际兽药企业并购大事件	13
表 6: 公司主要产品种类	14
表 7: 三种销售模式的区别	16
表 8: 公司研发投入占收入比重处于领先(2011 年年报)	16
表 9: 公司上市以来取得的新兽药证书	17
表 10: 公司股权激励行权条件	18
表 11: 分产品盈利预测	19
表 12: 公司财务报表预测	21

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**吴立，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**吴立，农林牧渔行业分析师。**2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年-2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。2012 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

### 覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)