瑞普生物(300119.SZ)

营销体系调整、产品多元化扩张，2014 年进入新征途

评级：买入 前次：买入

目标价（元）：35.7

分析师 谢刚 S0740510120005 021-20315178 xiegang@r.qlzq.com.cn

分析师 张俊宇 S0740511120002 021-20315191 zhangjy@r.qlzq.com.cn

2014 年 1 月 20 日

基本状况

总股本(百万股)	193.95
流通股本(百万股)	193.95
市价(元)	24.90
市值(百万元)	4829.27
流通市值(百万元)	4829.27

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	587.71	656.39	751.30	961.83	1,153.57
营业收入增速	70.05%	11.69%	14.46%	28.02%	19.94%
净利润增长率	38.23%	26.28%	6.48%	50.98%	22.74%
摊薄每股收益（元）	0.77	0.75	0.79	1.19	1.47
前次预测每股收益（元）	0.77	0.75	0.90	1.25	1.53
市场预测每股收益（元）	—	—	—	—	—
偏差率（本次-市场/市场）	—	—	—	—	—
市盈率（倍）	25.10	25.29	31.48	20.85	16.99
PEG	0.66	0.96	4.86	0.41	0.75
每股净资产（元）	9.39	7.70	8.25	9.45	10.92
每股现金流量	0.61	0.47	1.61	1.13	1.45
净资产收益率	8.19%	9.71%	9.65%	12.72%	13.50%
市净率	2.06	2.45	3.02	2.64	2.28
总股本（百万股）	148.30	192.78	192.78	192.78	192.78

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**瑞普生物公布 2013 年业绩预告，公司 2013 年实现归属于上市公司股东净利润 14696 万元-15849 万元，同比增长 2%-10%，折合 EPS 0.76 元-0.82 元。公司公布 2013 年度利润分配预案，以 2013 年 12 月 31 日 1.94 亿股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金 2 元（含税），同时，进行资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后公司总股本增加值 3.88 亿股。

- **公司 2013 年业绩未达到其此前股权激励目标行权条件。**根据此前股权激励行权条件，公司 2013 年扣非后净利润 1.68 亿元，折合 EPS0.86 亿元，根据公司披露的业绩预告 2013 年全年业绩为 0.76-0.82 元，未能达标。我们预计下游养殖禽行业景气持续低迷，出公司 2013 年业绩受到拖累在所难免。

- **2013 年 H7N9 禽流感事件对公司整体经营造成一定负面影响，但公司收入增速并未出现负增长，业绩低于预期主要由销售费用率提升导致。**公司 2013 年全年收入增长 10%-20%，我们预计全年收入增速在 15%左右，略低于我们此前模型中给出的 19%假设值，尽管 H7N9 禽流感对公司产生较为严重的负面影响，但公司收入并未出现同比负增长，业绩低于预期的主要原因在于**公司在禽流感事件影响下，公司仍在积极逆势扩张销售和技术服务团队，带来销售费用率提升，2013 年前三季销售费用率达到 23.85%，较去年同期提升 1.7 个百分点。**

- **我们预计在行业不景气阶段，优秀公司在营销端的逆势扩张、加强技术服务团队力量，将奠定公司未来几年业绩持续增长基石。**与饲料企业不同，兽药行业的营销体系建设相对落后 5-10 年，目前国内兽药龙头企业依然依赖于产品力的竞争优势实现业绩增长。但从中长期来看，结合国外兽药巨头的成长历程，多元化产品、领先的生产工艺、优秀的营销服务体系是兽药企业做大做强的不可或缺因素。

- 目前，瑞普生物销售和技术服务团队人数达到 600 多人，远高于行业中其他龙头企业销售服务团队人数，瑞普生物在缺乏重磅大产品的情况下，通过多个禽类小产品的市场化推广为国内养殖户市场苗使用习惯培育做出卓越贡献，同时也确立了公司在市场苗销售领域强大的销售技术服务领先优势。公司 2013 年销售费用率提升，一方面受禽流感影响导致人均产出下降，另一方面在于公司着力打造西南和华南营销中心，推广猪用疫苗产品。未来随着禽流感影响逐步消弱，以及公司在猪用疫苗领域产品线充实，公司销售技术服务团队的人均产出将有望大幅提升，带来费用率下降。公司在市场苗销售领域的领先优势确保公司产品多元化进程中的稳定增长态势。

- **公司销售体系构架将在 2014 年进一步完善，“研发－生产－销售”纵向一体化构架，保证研发生产更贴近市场需求，进一步体现出产品的差异化竞争优势。**公司将改变以往“四纵四横”的销售体系格局，实现“研发-生产-销售”纵向一体化构架。以往“四纵四横”的销售体系确保了销售和技术服务团队以及后台支持部门的协同效应，但依然无法解决研发端和销售端割裂的局面，未来通过“研发-生产-销售”纵向一体化构架，研发和生产部门将通过销售部门的需求反馈，研发和生产更贴近市场需求，在当下规模化养殖企业对产品特异化定制需求愈来愈旺盛的背景下，公司产品将越来越体现出差异化竞争优势，保证市场苗的推广和增长。

- **此前公司欠缺的是大产品和产品多元化优势，2014 年公司多元化产品进程将加速，销售技术服务端的优势将会得到充分体现。**2013 年四季度公司获得猪圆环疫苗生产批号，四季度即取得 2000 万销售收入，产品在华南地区销售进展顺利，我们预计 2014 年全年公司猪圆环疫苗可取得 7000-8000 万销售收入，公司 2013 年在华南和西南地区营销中心布的局将获得初步进展。未来公司仍将通过自身研发和外延式扩张不断扩充产品线，预计 2014 年高致病禽流感 DNA 苗有望获得批文推向市场，在猪用市场苗领域也将通过自身研发和外延式扩张取得快速进展，公司销售技术服务端的领先优势将进一步得到体现。

- **预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.79/1.19/1.47，较前次盈利预测分别下调 0.11/0.05/0.06 元。**我们认为行业并购对于公司产品线储备的充实以及禽流感疫情逐步减弱带来的禽类养殖景气度反转是公司股价上涨的核心催化因素，公司在营销技术服务端的逆势扩张进一步巩固公司在业内销售技术服务领域的领先优势，随着销售体系构架调整和产品线扩张，我们预计瑞普生物 2014 年净利润有望实现 50%以上的较快增长，其中有部分是低基数上的高增长，更重要的是新品种贡献和营销服务逐步进入收获期。

- **基于 2013 年盈利预测低于预期的风险将通过本次公告后的股价调整得以释放，而 2014 年兽药行业景气度有望较 2013 年同比提升，瑞普生物逆势加码营销服务能力将有助于增强公司业绩持续增长的基石，我们看好公司核心竞争力及 2014 年的业绩增长质量，维持“买入”评级，目标价 35.7 元，对应 2014 年 30 倍 PE，建议机构投资者趁本次业绩公告利空出台、股价下跌而逐步建仓。**

图表 1：瑞普生物主营业务销售预测表

项　目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
生物制品								
销售收入（百万元）	157.46	212.37	242.17	307.37	339.73	387.75	515.47	638.95
增长率（YOY）	*N/A*	*34.87%*	*14.03%*	*26.92%*	*10.53%*	*14.14%*	*32.94%*	*23.96%*
毛利率	78.98%	81.20%	73.65%	71.24%	69.10%	68.68%	69.04%	69.14%
销售成本（百万元）	33.11	39.92	63.80	88.41	104.99	121.45	159.60	197.21
增长率（YOY）	*N/A*	*20.59%*	*59.82%*	*38.57%*	*18.75%*	*15.68%*	*31.41%*	*23.56%*
毛利（百万元）	124.36	172.45	178.36	218.96	234.74	266.30	355.86	441.75
增长率（YOY）	*N/A*	*38.67%*	*3.43%*	*22.76%*	*7.21%*	*13.45%*	*33.63%*	*24.13%*
占总销售额比重	70.61%	74.51%	70.31%	52.62%	52.00%	51.61%	53.59%	55.39%
占主营业务利润比重	75.47%	78.29%	73.15%	67.47%	61.68%	60.23%	61.01%	62.03%
制剂								
销售收入（百万元）	65.54	72.65	102.28	134.44	184.99	225.24	296.53	351.36
增长率（YOY）	*N/A*	*10.84%*	*40.80%*	*31.44%*	*37.60%*	*21.76%*	*31.65%*	*18.49%*
毛利率	61.66%	65.82%	64.01%	68.78%	68.40%	68.53%	68.99%	69.19%
销售成本（百万元）	25.13	24.83	36.82	41.98	58.47	70.87	91.96	108.27
增长率（YOY）	*N/A*	*-1.20%*	*48.28%*	*14.02%*	*39.28%*	*21.22%*	*29.76%*	*17.73%*
毛利（百万元）	40.41	47.82	65.47	92.46	126.52	154.37	204.57	243.10
增长率（YOY）	*N/A*	*18.33%*	*36.91%*	*41.24%*	*36.84%*	*22.01%*	*32.52%*	*18.84%*
占总销售额比重	29.39%	25.49%	29.69%	23.02%	28.31%	29.98%	30.83%	30.46%
占主营业务利润比重	24.53%	21.71%	26.85%	28.49%	33.25%	34.91%	35.07%	34.14%
原料药								
销售收入（百万元）	0.00	0.00	104.67	154.44	140.53	150.92	162.96	177.24
增长率（YOY）	*N/A*	*—*	*—*	*47.54%*	*-9.00%*	*7.39%*	*7.98%*	*8.76%*
毛利率	0.00%	0.00%	11.80%	8.56%	12.69%	12.69%	11.86%	12.74%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	92.32	141.21	122.69	131.76	143.63	154.67
增长率（YOY）	*N/A*	*—*	*—*	*52.95%*	*-13.11%*	*7.39%*	*9.01%*	*7.68%*
毛利（百万元）	0.00	0.00	12.35	13.23	17.84	19.16	19.33	22.57
增长率（YOY）	*N/A*	*—*	*—*	*7.12%*	*34.87%*	*7.39%*	*0.90%*	*16.76%*
占总销售额比重	0.00%	0.00%	30.39%	26.44%	21.51%	20.09%	16.94%	15.36%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	5.06%	4.08%	4.69%	4.33%	3.31%	3.17%
销售收入小计	**223.00**	**285.02**	**344.45**	**584.11**	**653.35**	**751.30**	**961.83**	**1153.57**
销售成本小计	**58.24**	**64.75**	**100.62**	**259.61**	**272.78**	**309.15**	**378.56**	**441.45**
毛利	**164.76**	**220.26**	**243.83**	**324.50**	**380.57**	**442.15**	**583.27**	**712.12**
平均毛利率	**73.88%**	**77.28%**	**70.79%**	**55.55%**	**58.25%**	**58.85%**	**60.64%**	**61.73%**

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2：瑞普生物三张报表

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	**346**	**588**	**656**	**751**	**962**	**1,154**
营业成本	-101	-260	-273	-309	-379	-441
毛利	245	327	383	442	583	712
营业税金及附加	-1	-4	-5	-6	-8	-9
营业费用	-100	-139	-137	-169	-187	-221
管理费用	-39	-62	-98	-114	-133	-159
息税前利润（EBIT）	105	122	142	153	256	322
财务费用	2	25	21	16	15	12
资产减值损失	-2	-4	-6	-10	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	1	1	1	1	1
营业利润	104	144	159	160	267	329
营业外收支	15	6	18	22	10	10
税前利润	**119**	**150**	**178**	**181**	**277**	**339**
所得税	-19	-22	-26	-26	-40	-49
净利润	100	128	152	155	237	290
少数股东损益	18	14	8	2	5	6
归属于母公司的净利润	**83**	**114**	**144**	**153**	**232**	**284**

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	100	128	152	155	237	290
少数股东损益	0	0	0	2	5	6
非现金支出	12	26	34	45	44	45
非经营收益	4	-2	3	-22	-11	-11
营运资金变动	-4	-62	-98	134	-51	-42
经营活动现金净流	**113**	**90**	**90**	**314**	**223**	**288**
资本开支	48	185	167	56	34	33
投资	-73	-18	-90	28	0	0
其他	0	0	0	1	1	1
投资活动现金净流	**-121**	**-203**	**-257**	**-26**	**-33**	**-32**
股权募资	1,065	0	22	0	0	0
债权募资	29	-64	-4	-31	0	0
其他	-21	-109	-47	-1	-48	0
筹资活动现金净流	**1,072**	**-173**	**-29**	**-32**	**-48**	**0**
现金净流量	**1,064**	**-286**	**-196**	**256**	**142**	**256**

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,182	897	702	957	1,094	1,344
存货	65	112	126	136	166	194
流动资产	1,368	1,309	1,147	1,395	1,634	1,978
长期投资	39	20	11	-17	-17	-17
%总资产	*11.1%*	*13.2%*	*24.5%*	*24.7%*	*23.6%*	*20.8%*
非流动资产	254	362	647	661	667	670
资产总计	**1,622**	**1,671**	**1,793**	**2,055**	**2,301**	**2,648**
应付款项	95	104	104	232	282	331
流动负债	184	153	153	302	308	361
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	22	53	53	53	53
普通股股东权益	1,353	1,393	1,484	1,590	1,821	2,105
负债股东权益合计	**1,622**	**1,671**	**1,793**	**2,055**	**2,301**	**2,648**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益(元)	1.113	0.769	0.747	0.791	1.194	1.466
每股净资产(元)	18.249	9.393	7.699	8.245	9.447	10.921
每股经营现金净流(元)	1.521	0.609	0.466	1.610	1.126	1.455
回报率						
净资产收益率	6.10%	8.19%	9.71%	9.65%	12.72%	13.50%
总资产收益率	5.09%	6.83%	8.03%	7.49%	10.11%	10.79%
投入资本收益率	30.67%	16.98%	13.42%	17.33%	25.68%	30.85%
增长率						
营业总收入增长率	21.12%	70.05%	11.69%	14.46%	28.02%	19.94%
EBIT增长率	3.61%	16.25%	16.70%	7.40%	67.63%	25.75%
净利润增长率	34.21%	38.23%	26.28%	6.48%	50.98%	22.74%
总资产增长率	290.84%	3.01%	7.31%	14.60%	11.97%	15.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	80.7	56.8	81.9	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	185.6	124.1	158.7	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	144.3	80.0	95.6	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	121.6	108.7	149.3	167.0	138.5	115.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-77.11%	-57.60%	-42.32%	-56.50%	-56.70%	-60.57%
EBIT利息保障倍数	-55.2	-4.9	-6.6	-9.7	-16.6	-26.4
资产负债率	12.06%	10.48%	11.54%	17.35%	15.79%	15.72%

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%
减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

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。