

## 瑞普生物(300119.SZ)

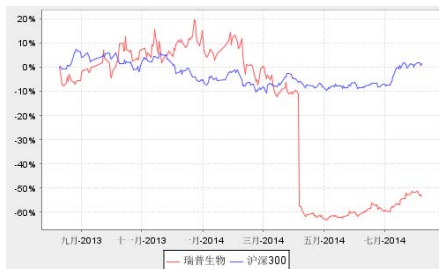
### 期待下半年猪圆环疫苗放量

**评级:** 买入      **前次:** 买入  
**目标价(元):** 13.1  
**分析师:** 谢刚      张俊宇  
 S0740510120005      S0740511120002  
 021-20315178      021-20315191  
 xiegang@r.qlzq.com.cn      zhangjy@r.qlzq.com.cn  
 2014年8月25日

#### 基本状况

总股本(百万股)	389.15
流通股本(百万股)	389.15
市价(元)	10.96
市值(百万元)	4265.04
流通市值(百万元)	4265.04

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	656.39	754.90	764.58	995.28	1,219.39
营业收入增速	11.69%	15.01%	1.28%	30.17%	22.52%
净利润增长率	26.28%	5.47%	-3.02%	52.38%	28.54%
摊薄每股收益(元)	0.75	0.78	0.38	0.58	0.74
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	25.29	32.44	28.94	18.99	14.78
PEG	0.96	5.93	—	0.36	0.52
每股净资产(元)	7.70	8.31	4.82	5.40	6.14
每股现金流量	0.47	0.46	0.60	0.43	0.63
净资产收益率	9.71%	9.43%	7.85%	10.69%	12.08%
市净率	2.45	3.06	2.27	2.03	1.78
总股本(百万股)	192.78	193.95	389.15	389.15	389.15

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 2014 年半年年报, 期内实现营业收入 2.83 亿元, 同比下降 21.77%, 实现归属上市公司股东净利润 3146 万元, 同比下滑 55.10%, 折合 EPS0.08 元。
- 受困于下游养殖存栏量下降, 公司上半年各项业务均出现不同程度下滑。** 公司疫苗业务收入 1.54 亿元, 同比下降 21.67%; 其中市场苗收入 1.27 亿元, 同比下降 19.79%, 政府招标苗业务 2723 万元, 同比下降 29.38%; 禽用疫苗收入 9517 万元, 同比下降 29.31%, 毛利率 63.15%, 同比提升 0.36pct, 畜用疫苗 5886 万元, 同比下降 5.09%, 毛利率 78.24%, 同比下滑 1.85pct; 原料药及制剂业务收入 1.49 亿元, 同比下降 13.38%, 毛利率 41.31%, 同比下滑 5.13pct。
- 去年下半年公司建立华南和西南营销中心, 人员增长后, 费用较为刚性, 导致期间费用率大幅上升, 因此业绩下滑较收入下滑更为显著。** 2014 年上半年公司销售费用率 30.38%, 较去年同期增长将近 8.76pct, 管理费用率 18.02%, 同比提升 3.21pct, 期间费用刚性, 导致业绩下降幅度较大。
- 1 季度以来肉鸡养殖链价格快速反弹, 但总体上存栏量仍低于去年同期将近 30%, 7 月份以来鸡苗价格出现快速上涨, 表明养殖户补栏情绪较为积极, 但由于祖代鸡引种量仍低于去年同期水平, 这意味着未来半年内禽类存栏量将持续低于去年同期水平, 因此我们倾向于认为 3 季度禽类兽药及疫苗的需求环比会有所改善, 但同比和环比大幅改善的迹象或许要等到明年 2 季度前后。**
- 下半年我们认为销售最有可能超预期的是公司猪圆环疫苗。** (1) 猪圆环病作为一种慢性免疫性疾病, 其使用量受养殖周期的影响比较大, 表现为较大使用量弹性, 5 月份猪价反弹后, 有利于公司猪圆环疫苗的推广; (2) 公司去年推出产品后, 推广试用期逐步结束, 将进入快速销售推广放量期。

- 此外，建议关注公司猪腹泻二联苗以及禽流感 DNA 疫苗（H5 亚型，PH5-GD）的研发进程。根据公告上述产品正处于补充申报材料阶段，若产品获得新兽药证书并取得生产批文，则有助于增强公司的大产品线储备，对于公司未来的业绩增长具有积极意义。
- 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.39 元、0.58 元和 0.74 元，按 2013X30PE 和 2014X25PE 取中值计算，目标价 13.1 元，维持“买入”评级。风险因素：（1）H7N9 疫病卷土重来，影响禽类养殖存栏回升；（2）新产品推出进程低于预期。

图表 1: 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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	588	656	755	765	995	1,219	货币资金	897	702	511	700	463	660
营业成本	-260	-273	-307	-309	-395	-468	存货	112	126	114	136	173	205
毛利	327	383	448	456	600	751	流动资产	1,309	1,147	1,076	1,176	1,066	1,377
营业税金及附加	-4	-5	-6	-6	-7	-9	长期投资	20	11	11	-18	-18	-18
营业费用	-139	-137	-190	-195	-219	-268	%总资产	13.2%	24.5%	34.3%	35.6%	45.5%	40.3%
管理费用	-62	-98	-105	-102	-134	-159	非流动资产	362	647	927	936	1,247	1,275
息税前利润 (EBIT)	122	142	147	152	239	316	资产总计	1,671	1,793	2,003	2,112	2,313	2,652
财务费用	25	21	15	7	8	8	应付款项	104	104	169	145	184	219
资产减值损失	-4	-6	-11	-10	-6	-6	流动负债	153	153	215	245	214	255
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	1	1	0	1	1	1	其他长期负债	22	53	68	68	68	68
营业利润	144	159	151	151	243	318	普通股股东权益	1,393	1,484	1,611	1,877	2,101	2,390
营业外收支	6	18	28	25	25	25	负债股东权益合计	1,671	1,793	2,003	2,112	2,313	2,652
税前利润	150	178	179	176	268	343							
所得税	-22	-26	-26	-25	-39	-50	每股收益 (元)	0.769	0.747	0.784	0.379	0.577	0.742
净利润	128	152	153	150	229	294	每股净资产 (元)	9.393	7.699	8.308	4.822	5.399	6.141
少数股东损益	14	8	1	3	4	5	每股经营现金净流 (元)	0.609	0.466	0.457	0.599	0.431	0.626
归属于母公司的净利润	114	144	152	147	225	289	回报率						
							净资产收益率	8.19%	9.71%	9.43%	7.85%	10.69%	12.08%
							总资产收益率	6.83%	8.03%	7.59%	6.40%	8.99%	10.19%
							投入资本收益率	16.98%	13.42%	10.29%	9.98%	11.56%	14.44%
							增长率						
							营业总收入增长率	70.05%	11.69%	15.01%	1.28%	30.17%	22.52%
							EBIT 增长率	16.25%	16.70%	3.30%	3.76%	57.10%	31.76%
							净利润增长率	38.23%	26.28%	5.47%	-3.02%	52.38%	28.54%
							总资产增长率	3.01%	7.31%	11.70%	5.45%	9.48%	14.68%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	56.8	81.9	125.1	80.0	80.0	80.0
							存货周转天数	124.1	158.7	142.5	160.0	160.0	160.0
							应付账款周转天数	80.0	95.6	94.2	95.0	95.0	95.0
							固定资产周转天数	108.7	149.3	153.9	157.0	126.8	101.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-57.60%	-42.32%	-28.35%	-35.20%	-20.89%	-26.29%
							EBIT 利息保障倍数	-4.9	-6.6	-10.0	-21.8	-30.4	-40.8
							资产负债率	10.48%	11.54%	14.12%	13.59%	11.26%	11.39%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 2: 瑞普生物主营业务收入预测表**

单位: 人民币百万元

项 目	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>生物制品</b>								
销售收入 (百万元)	212.37	242.17	307.37	339.73	418.42	403.51	550.88	686.40
增长率 (YOY)	N/A	14.03%	26.92%	10.53%	23.16%	-3.56%	36.52%	24.60%
毛利率	81.20%	73.65%	71.24%	69.10%	66.94%	68.54%	68.28%	68.38%
销售成本 (百万元)	39.92	63.80	88.41	104.99	138.33	126.95	174.73	217.03
增长率 (YOY)	N/A	59.82%	38.57%	18.75%	31.75%	-8.23%	37.63%	24.21%
毛利 (百万元)	172.45	178.36	218.96	234.74	280.09	276.56	376.15	469.36
增长率 (YOY)	N/A	3.43%	22.76%	7.21%	19.32%	-1.26%	36.01%	24.78%
占总销售额比重	74.51%	70.07%	52.30%	51.76%	55.43%	52.78%	55.35%	56.29%
占主营业务利润比重	78.29%	72.84%	66.90%	61.27%	62.52%	60.70%	62.66%	62.46%
<b>制剂</b>								
销售收入 (百万元)	72.65	102.28	134.44	184.99	222.47	236.07	295.57	374.36
增长率 (YOY)	N/A	40.80%	31.44%	37.60%	20.26%	6.11%	25.20%	26.66%
毛利率	65.82%	64.01%	68.78%	68.40%	68.14%	68.23%	68.14%	68.37%
销售成本 (百万元)	24.83	36.82	41.98	58.47	70.87	75.00	94.18	118.42
增长率 (YOY)	N/A	48.28%	14.02%	39.28%	21.22%	5.82%	25.58%	25.74%
毛利 (百万元)	47.82	65.47	92.46	126.52	151.60	161.08	201.39	255.94
增长率 (YOY)	N/A	36.91%	41.24%	36.84%	19.82%	6.25%	25.02%	27.09%
占总销售额比重	25.49%	29.59%	22.88%	28.18%	29.47%	30.88%	29.70%	30.70%
占主营业务利润比重	21.71%	26.74%	28.25%	33.02%	33.84%	35.36%	33.55%	34.06%
<b>原料药</b>								
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	154.44	140.53	125.16	139.68	165.73	178.19
增长率 (YOY)	N/A	—	—	-9.00%	-10.94%	11.60%	18.65%	7.52%
毛利率	0.00%	0.00%	8.56%	12.69%	11.57%	11.86%	12.74%	13.60%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	141.21	122.69	110.69	123.11	144.62	153.95
增长率 (YOY)	N/A	—	—	-13.11%	-9.79%	11.22%	17.47%	6.45%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	13.23	17.84	14.48	16.57	21.11	24.23
增长率 (YOY)	N/A	—	—	34.87%	-18.85%	14.46%	27.38%	14.81%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	26.28%	21.41%	16.58%	18.27%	16.65%	14.61%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	4.04%	4.66%	3.23%	3.64%	3.52%	3.22%
<b>销售收入小计</b>	<b>285.02</b>	<b>345.62</b>	<b>587.71</b>	<b>656.39</b>	<b>754.90</b>	<b>764.58</b>	<b>995.28</b>	<b>1219.39</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>64.75</b>	<b>100.75</b>	<b>260.43</b>	<b>273.26</b>	<b>306.88</b>	<b>308.99</b>	<b>395.02</b>	<b>467.93</b>
<b>毛利</b>	<b>220.26</b>	<b>244.87</b>	<b>327.29</b>	<b>383.13</b>	<b>448.02</b>	<b>455.59</b>	<b>600.26</b>	<b>751.46</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>77.28%</b>	<b>70.85%</b>	<b>55.69%</b>	<b>58.37%</b>	<b>59.35%</b>	<b>59.59%</b>	<b>60.31%</b>	<b>61.63%</b>

来源: 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。