

2015年07月07日

瑞普生物 (300119.SZ)

公司动态分析

证券研究报告

动物疫苗

投资评级

**买入-A**

维持评级

6个月目标价

**27元**

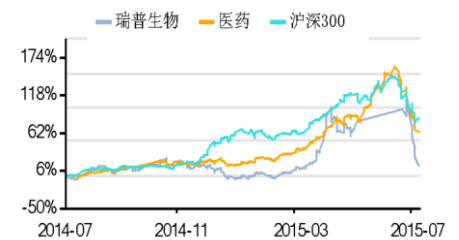
股价 (2015-07-07)

**10.17元**

交易数据

总市值 (百万元)	3,957.62
流通市值 (百万元)	2,065.84
总股本 (百万股)	389.15
流通股本 (百万股)	203.13
12个月价格区间	9.35/21.00元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-18.22	-41.61	-78.48
绝对收益	-43.12	-49.40	2.01

**吴立**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515030003  
wuli1@essence.com.cn  
010-66581599

报告联系人

**李佳丰**

021-68765372

lijf3@essence.com.cn

相关报告

员工持股计划参与定增收	2015-06-12
购, 2015年经营拐点显现	
2014年年度报告及2015年	2015-04-14
一季报预告点评: 经营拐点	
已现	
疫苗业务稳健增长, 静待新	2013-08-18
产能&新产品投放——中报	
点评	

## 业绩拐点显现, 产业整合加速

■事件: 7月7日, 公司发布2015年半年度业绩预告, 上半年盈利4404-5034万元, 同比增长40-60%, 对应EPS为0.11-0.13元。

■我们的分析和判断:

1、养殖景气加速复苏, 公司业绩拐点显现。上半年养殖行情加速复苏, 生猪出栏价格从年初至今上涨约40%, 肉鸡价格逐步企稳。公司业务集中在动物疫苗板块, 将充分受益行业反转, 2015年业绩拐点显现!

2、收购华南生物, 预计禽类疫苗收入将高速增长。华南生物主营产品为禽类疫苗, 产品竞争力强。华南生物拥有国内唯一水禽专用的禽流感(H5亚型)灭活疫苗, 同时公司研发的禽流感(H5N2亚型, D7+rD8)二价灭活疫苗已经取得农业部颁发的临床批文, 该品种使用范围扩大, 不仅仅针对水禽, 可以应用于所有家禽, 将为公司明年发展打下坚实基础。公司通过收购进入禽类招采市场, 预计禽类疫苗收入将有大幅增长。

3、公司战略: 我们认为并购华南生物仅是开始, 在行业变革之际, 未来会加大整合力度。员工持股计划参与收购, 有利于建立员工与公司的长效激励机制, 激发员工的活力。管理层参与定增体系对未来公司发展和市值增长有信心!

4、瑞普生物注重研发与技术服务, 内生外延支撑公司发展: 1) 上市后不断并购, 外延扩张。2) 技术服务和营销体系创新。3) 注重研发投入, 构建长期竞争力。

■投资建议: 预计公司2015-2017年归属母公司净利润1.6亿、2.6亿、4.2亿, 同比增长500%、60.3%、61.5%, 对应EPS 0.42、0.65、1.04元(16、17年为并购后)。在养殖行情反转的大背景下, 经营拐点已现, 6个月目标市值110亿, 给予“买入-A”评级。

■风险提示: 畜禽价格反弹不达预期; 疫病风险;

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	754.9	585.2	731.5	1,060.7	1,484.9
净利润	152.0	27.1	162.6	260.7	421.4
每股收益(元)	0.39	0.07	0.42	0.65	1.04
每股净资产(元)	4.14	4.15	4.29	4.30	4.34
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	24.0	134.3	22.4	14.5	9.0
市净率(倍)	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
净利润率	20.1%	4.6%	22.2%	24.6%	28.4%
净资产收益率	9.4%	1.7%	9.7%	15.0%	24.1%
股息收益率	1.1%	1.1%	3.0%	5.4%	10.8%
ROIC	12.8%	0.8%	11.2%	17.7%	25.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

正文:

## 1.收购华南生物，预计禽类疫苗收入将大幅增长

### 1.1 华南生物概览：“产学研”的典范，具备业内领先禽流感疫苗技术

#### 1) 华南生物简介:

广州市华南农大生物药品有限公司为华南农业大学兽医学院与学校于 2004 年 12 月在广州市注册成立的有限责任公司，公司主要产品包括兽用生物制品和兽用制剂两大类 274 个品种，产品丰富、结构合理，为国内少数几家产品覆盖禽畜疫病预防、诊断、治疗、促生长以及调节免疫机制的兽药企业之一。公司现有研究与试验发展人员 50 余名。2014 年公司收入 6569 万，净利润 1178 万。截止 2014 年底，总资产 1.2 亿，净资产 7681 万。交易前公司第一大股东为华南农业大学，持股比例 22.9%。

#### 2) 华南生物主要产品:

公司主营产品为禽类疫苗，产品竞争力强，具备业内领先禽流感疫苗技术。

2014 年生产禽流感灭活疫苗 (H5N2 亚型, D7 株) 疫苗达到 4 亿羽，是国内目前唯一一家拥有该疫苗生产能力的公司，市场占有率达到 100%。鸡新城疫病毒 (La Sota 株)、禽流感病毒 (H9 亚型, SS 株) 二联灭活疫苗产量达到 1 亿羽份，市场占有率接近 40%，国内排名第一。传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型) 三联灭活疫苗 (La Sota 株+M41 株+SS 株) 产量达到 5,000 万羽份，市场占有率超过 50%。除此以外公司其他产品产量均位列国内同类公司前茅。

表 1: 公司主要产品情况

序号	兽药商品名称	市占率	2014 年产量
1	禽流感灭活疫苗 (H5N2 亚型, D7 株)	100%	4 亿羽
2	鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感 (H9 亚型) 三联灭活疫苗 (La Sota 株+M41 株+SS 株)	50%	5000 万羽
3	鸡新城疫病毒 (La Sota 株)、禽流感病毒 (H9 亚型, SS 株) 二联灭活疫苗	40%	1 亿羽
4	禽流感灭活疫苗 (H9 亚型, SS 株)	-	-
5	鸡新城疫灭活疫苗 (La Sota 株)	-	-
6	鸡新城疫、减蛋综合征二联灭活疫苗 (La Sota 株+京 911 株)	-	-

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 3) 华南生物核心竞争力: 依托华南农业大学, “产学研”一体化创新体系完善

公司第一大股东为华南农业大学, 自 2007 年起, 公司就与华南农业大学兽医学院签订了全面的技术合作协议, 华南农大兽医学院的科技成果优先在华南生物产业化。依托学院多个国家级、省级创新平台, 公司整合“产学研”优势创新资源, 推进科研成果转化与产业化, 成为华南农业大学重要的“产学研”成果转化平台, 在“禽流感病原研究”、“禽流感综合防控研究”等领域的技术水平居国内同行前列。

截止目前, 企业自主承担项目 17 项, 其中国家级项目 2 项, 省部级项目 8 项, 市级项目 7 项。公司拥有发明专利 3 项、实用新型专利 1 项。公司先后承担“国家星火计划”、“国家农业科技成果转化资金项目”、“国家中小企业发展专项资金项目”等 10 多项省级以上科研项目, 并曾多次获得省级以上科技进步奖。

## 1.2 收购华南生物, 构建“产学研”一体化核心竞争力

公司通过华南生物:

#### 1) 完善产品布局, 进入禽类招采市场。

##### 禽类疫苗市场容量巨大, 仍有较大发展空间

禽流感是禽类广泛流行的疾病, 是我国唯一的一个禽类政府招标苗。目前国内流行的禽流感病毒主要有 3 种: 高致病性的 H5 亚型、低致病性的 H9 亚型以及 H7 亚型, 政府招

标主要为 H5 亚型。

中国畜牧业协会等机构的数据显示，2014 年全国白羽肉鸡出栏约 45 亿只，黄羽肉鸡出栏约 35 亿只，蛋雏鸡销售量约 11 亿只。水禽方面，肉鸭出栏量约 35 亿只，鹅出栏量约 7 亿只。根据我们估算，禽流感疫苗市场空间约在 24 亿，禽类疫苗市场空间在百亿级别。

**表 2：禽流感疫苗市场规模**

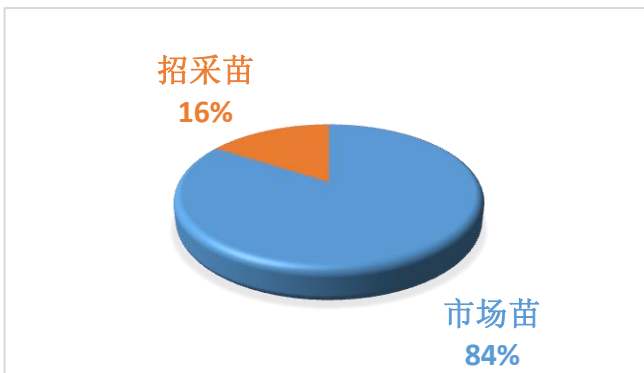
	规模 (亿羽)	平均免疫 次数 (次/羽)	理论需求量 (万头份)	疫苗 覆盖率	疫苗平均 单价 (元)	市场空间 (亿元)
禽类疫苗	120	1	120	100%	0.2	24
合计						24

数据来源：安信证券研究中心

**收购华南生物进入禽类招采市场，预计招采收入将大幅增长。** 华南生物在禽类疫苗技术国内领先，其中禽流感（H5N2 亚型）灭活疫苗是水禽专用，华南生物是国内唯一具备该技术及生产资质的企业；其它品类疫苗在市场也具备较强竞争力，多个产品市占率 50% 以上。而瑞普生物目前收入以市场苗为主，招采苗仅有猪瘟、蓝耳资格，通过收购华南生物，公司获得了华南生物拥有的 H5 亚型禽流感灭活疫苗产品及后续开发的 H5 亚型禽流感相关优势产品资源，弥补了瑞普生物作为国内禽用疫苗主要供应商的产品空缺，完善了公司在禽类疫苗产品线，有利于公司拓展庞大的禽类疫苗市场。同时公司研发的禽流感(H5N2 亚型，D7+rD8)二价灭活疫苗已经取得农业部颁发的临床批文，有望成为 H5 亚型禽流感流行株的新型疫苗。

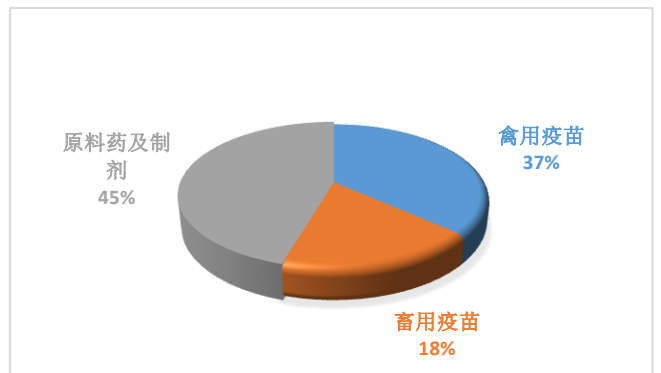
**公司通过收购进入禽类招采市场，预计禽类招采收入将有大幅增长。**

**图1：瑞普生物疫苗收入结构（2014年）**



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

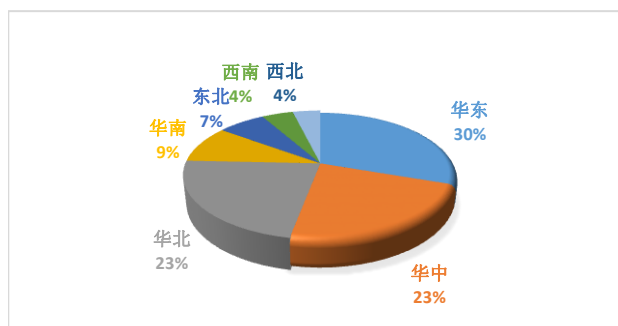
**图2：瑞普生物收入结构（2014年）**



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

**2) 完善区域布局。** 瑞普之前业务发展重点一直在北方区域，以前在南方更多的是经销商在做，但是南方市场潜力很大，公司从 12 年开始在整个南方市场加大投入，南方分中心于 2012 年 9 月成立，目前南方分中心总共约 100 多人。通过收购华南生物，能够快速渗透南方市场，实现和公司区域布局的互补。

**图3：公司收入区域结构**



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3) 依托华南生物“产学研”体系，构建公司核心竞争力

瑞普生物收购华南生物的同时，与华南农业大学签订校企长期战略合作协议，未来华南农业大学在动物生物制品的科技开发、成果转化方面将优先优惠与标的公司和瑞普生物进行合作；除上述动物生物制品的合作之外，瑞普生物还将借力华南农业大学“人兽共患病防控制剂国家地方联合工程实验室”、“国家兽医微生物耐药性风险评估实验室”的技术实力深化与拓展兽药制剂、原料药、功能添加剂、中兽药制剂等领域的产学研合作。

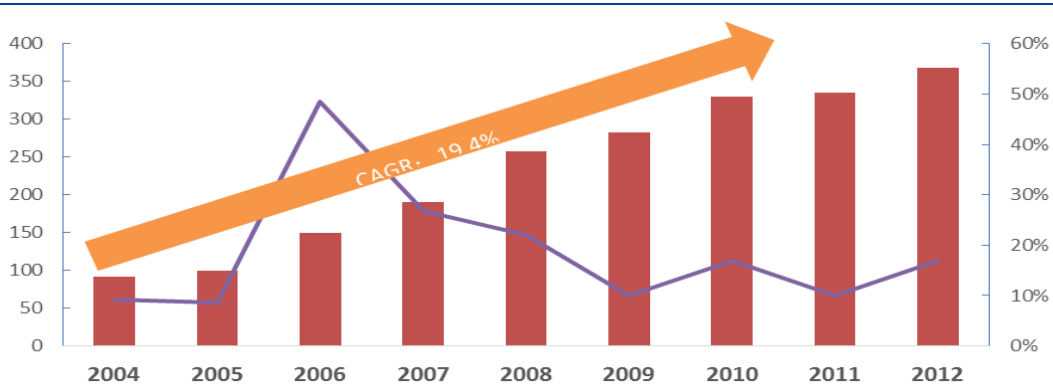
华南农业大学目前是我国成功开发高致病性禽流感疫苗的两家单位之一，拥有我国三家“国家兽药安全评价（环境）实验室”之一。本次并购将开启瑞普生物与华南农业大学的战略合作，为公司与华南农业大学在兽用生物制品与兽药制剂等方面的全面合作奠定了基础，为公司构建业内核心竞争力提供有利支撑。

## 2.行业趋势：动保行业处于高速增长期，面临升级与变革

### 2.1 动保行业处于高速增长期

**食品安全驱动：**从2004年到2013年中国动保行业市场规模迅猛增长，中国动保产业年收入从2004年的不足100亿元增至2013年的420亿元，年复合增长率近20%。预计未来随着社会消费观念的变革以及人们对食品品质要求的提高，畜禽产品的安全性和质量稳定性引起了广泛关注。食品安全事件推动好疫苗、好兽药需求增长，如13年上海黄浦江漂死猪事件，14年大量病死猪流入市场事件。

图4：近年来我们动保市场规模增长迅速

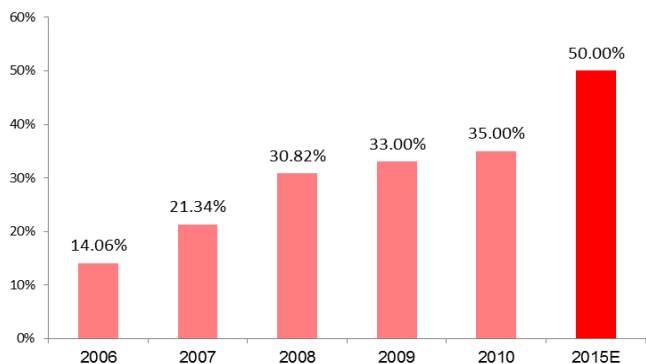


数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

**养殖规模化驱动：**我国近几年养殖规模化速度逐年提升，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，对疫苗的用量和质量的要求也会不断提升。防疫费用将进一步增加（草根调研，目前50-100元/头，占成本的3-6%）。

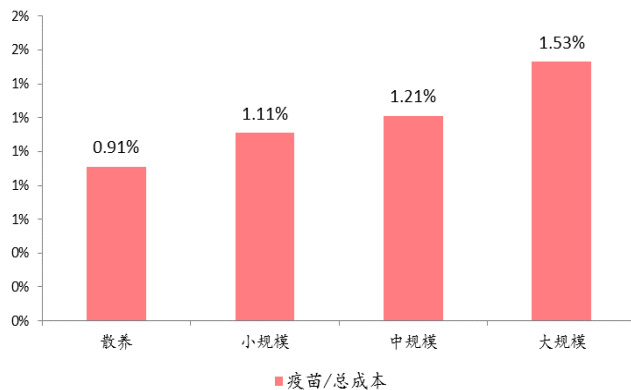


图 5：我国养殖规模化进程加速



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

图 6：我国疫苗支出占比



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

**结论：** 随着消费者对食品安全的重视，养殖规模化加速，养殖户（企业）防疫意识将逐步增强，企业对高品质动保产品（疫苗、兽药）的需求在快速增加。预计未来 5-10 年动保行业市场规模将维持 15-20% 的增速。

## 2.2 动保面临升级与变革

### 1) 政府招标苗总体向市场苗过渡（市场需求主体变化）

目前我国主要的强制免疫招标的疫苗有口蹄疫，禽流感，猪蓝耳病和猪瘟，以及在西藏、新疆、新疆生产建设兵团等地区对羊实施小反刍兽疫免疫。

强免疫苗占整个生物制品市场的 68.47%，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%，禽用疫苗市场化程度较大。

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，政府招标采购体制在历史上起到积极作用，但是随着规模化养殖比例的不断提高，强制免疫疫苗也有不少弊端：

**a. 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。

**b. 规模化养殖户对防疫更加重视，强制疫苗无法满足需求，从而造成浪费。** 规模化养殖，特别是高密度养殖，提高了禽畜的疫病传染几率，一旦出现某一只动物感染疫病，其他动物都必须扑杀或者接种疫苗，对养殖户（企业）的经济效益造成严重的影响，因此规模化养殖户的防疫意识远比散养户强，而且愿意花钱买市场疫苗。据我们草根调研，国家强制免疫疫苗是免费发放，政府招标疫苗因为竞标价格低，品质往往会打折扣，有时在运输、存放不当导致疫苗变质导致无效。有时还出现养殖户不打疫苗还无疫情，打上疫苗反而出现疫情导致大量死亡的情况。尤其是规模化养殖户更是宁可自己花钱采购品质有保证的疫苗，也不愿用政府招标疫苗。因为一旦出现重大疫情，规模化养殖户的经济效益将受到严重影响。

十八届三中全会提出，市场在资源配置中起决定性作用。我们预计未来总体上向市场苗过渡是大概率事件。预计 2015 年会逐步开始放开猪瘟、猪蓝耳疫苗。

### 2) 优质优价是大势所趋（品质、价格升级）

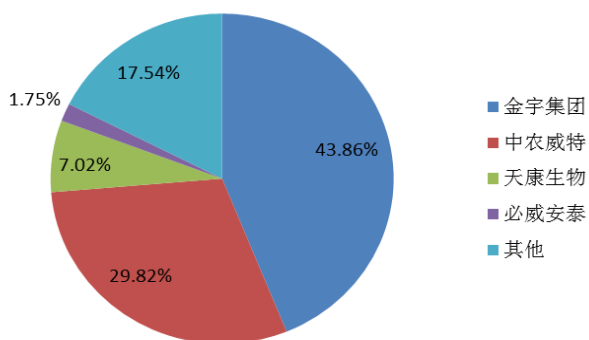
**政府招标苗要求提升品质。** 从 2013 年 9 月 1 日起，国家强制免疫应用口蹄疫疫苗将逐步执

行新的疫苗质量标准。主要内容包括，新生产的口蹄疫灭活疫苗及合成肽疫苗效力检验标准由每头份 3PD50 提高到 6PD50；新生产的口蹄疫灭活疫苗内毒素每头份疫苗不超过 50EU。口蹄疫灭活疫苗总蛋白检测参数分两个阶段实施，自 2014 年 1 月 1 日起，对总蛋白含量实施不定期抽样检测，并公开检测结果（广东省动物疾病预防控制中心公布了 2013 年广东省 2013 年畜禽招标苗效价数据。其中金宇集团在口蹄疫“高效苗”中免疫效果最好，抗体合格率达到 97.37%，而第二名为 65%，第三名为 50%）；2015 年 1 月 1 日起，总蛋白含量每 ML 疫苗不高于 500ug。

从 2014 年春防口蹄疫疫苗招标情况看，主要有以下两个特征：（1）总体均价继续上涨。其中山东省均达到了 0.5 元/毫升，较 13 年增幅为 66.67%，合成肽疫苗为 0.88 元/毫升，同比增幅为 151.43%；广西省价格为 0.54 元/毫升，同比上涨了 12.50%；另外广东、厦门等地口蹄疫招标苗也有小幅上升。（2）三价苗纳入招标体系。广西省和重庆市招标出现了口蹄疫 0 型、亚洲 I 型、A 型三价灭活疫苗（悬浮培养技术,206 佐剂），定价为 2 元/毫升，重庆市中标企业为金宇和天康，分别中标 1000 万元，广西省中标企业仅有金宇一家，中标金额 200 万元。

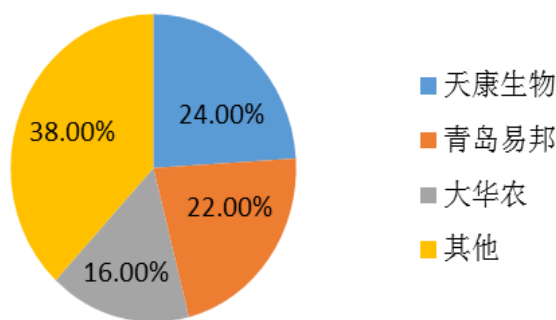
在市场苗中，高品质的疫苗同样会受到养殖户偏爱。比如：金宇集团的口蹄疫疫苗，在直销苗中占据了约 50% 的市场份额。同样的产品还有勃林格的猪圆环疫苗，占据了国内市场的 50%，天康生物、青岛易邦的猪蓝耳市场苗销量居行业前列。市场苗的价格为招标苗的 8-10 倍。

图 7：我国口蹄疫直销苗市场份额



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

图 8：我国猪蓝耳直销苗市场份额



数据来源：公开资料，安信证券研究中心

### 3) 行业面临产业整合

兽药行业研发新品、工艺提升周期长，资金投入大。

**研发产品转化周期长。**目前，与科研院所进行项目合作开发是国内企业重要的研发模式之一。技术合作项目周期长，一般为期 2 至 3 年，合作方已获得《新兽药注册证书》的项目一般在 1 年左右。如果采用自主研发方式研发，企业研发成功取得《新兽药注册证书》后，为新产品申请生产批文所需时间仍超过 3 个月。2) 工艺提升需要时间：新型佐剂和高效纯化抗原是研发重点，国内外动保企业的差距在此。（疫苗品质与制造工艺有很大关系）。

表 3：2011 年注册新食用动物用兽药所需的平均时间

	欧洲	美国
兽用药物制剂	1.7 年	9.4 年
兽用生物制品	1.5 年	BCL 2.8 年
除寄生虫剂	2.0 年	6.0 年

数据来源：公开资料，安信证券研究中心

国外动保行业的发展历程表明，产业整合并购是企业成长的重要路径。硕腾成长史表明：并购合作是硕腾成长中的重要主题，目标：整合优质研发资源，聚集优秀技术专家兽医团队，丰富公司产品线。当前国内外产业融合正当时：

- 当前国际动保龙头仍在进入产业并购整合。如 Elanco（礼来）在过去 5 年间投入 10 亿美金，收购 5 个公司及拓展 5 个新领域，实现了年增长 25% 的成绩；2014 年 2 月 24 日，Elanco 宣布收购德国的 Lohmann SE（罗曼动物保健）公司，该公司为家禽疫苗供应的全球领导者，同时也销售各种饲料添加剂。这项收购的达成，将使 Elanco 成为家禽领域的全球领导者，巩固其疫苗的市场地位，拓宽其全球产品的供应品类，并显著增强 Elanco 公司的疫苗制造能力。
- 国际动保龙头加快进入中国，如法国诗华与金宇集团的产品合作、美国礼来战略投资中国动保等。（用研发工艺换市场）
- 动物疫苗属于生物安全范畴。十八大以来，国家高度重视各种安全。预计未来在动物疫苗研发生产中，民族企业将起主导作用。

**表 4：国际动保行业大型并购事件**

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公司
2009 年 1 月	辉瑞制药（Pfizer）宣布以 680 亿美元收购惠氏公司（Wyth），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（Meril）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
2014 年 2 月	Elanco（礼来）收购罗曼动物保健公司，这将使 Elanco 成为家禽领域的全球领导者。

数据来源：网络资料，安信证券研究中心

**结论：动保行业面临升级和变革：**

- 1、市场需求主体发生变革，政府招标苗总体向市场苗过渡是大趋势。
- 2、优质优价是大势所趋（品质、价格升级）。
- 3、品质提升需要高研发投入，需要工艺升级（新型佐剂和高效纯化抗原是研发重点）。  
 这些都需要国内外产业进入整合。在整合中，国内企业，尤其是龙头企业应承担更多责任！

### 2.3 市场苗进入爆发期

我们测算我国动物疫苗理论市场空间在 242 亿左右。中国动物疫苗市场按接种对象主要可以分为猪用疫苗、禽类疫苗和反刍类（牛、羊）疫苗等。国内宠物疫苗市场尚处于培育阶段，相比较而言，国际市场上宠物疫苗空间相对较大。按采购主体划分，可以分为政府招标采购和企业直销。政府招标采购价格低廉，但是质量难以保证。企业直销主要面向高端疫苗市场，价格较为昂贵，主要受众是规模化养殖户（企业）。

计算公式：动物疫苗市场理论空间=畜禽出栏（存栏）量数据\*平均防疫成本\*免疫覆盖率

**表 5: 中国动物疫苗市场理论空间测算**

	出栏量 (万)	存栏量 (万)	牲畜总量 (万)	免疫覆盖率	平均防疫成本 (元)	疫苗市场空间 (亿元)
猪用疫苗	66170.3			40%	50	132.2
禽类疫苗	1133000		1133000	90%	0.8	81.6
反刍类疫苗						
牛	4670.7	1300	5970.7	40%	30	7.2
羊	26661.5		26661.5	40%	20	21.33
马	160.9		160.9	30%	80	0.39
驴	239.9		239.9	30%	30	0.22
骡	52.3		52.3	30%	20	0.03
合计						242.5

数据来源: 中国农业年鉴 2012 安信证券研究中心

**表 6: 口蹄疫疫苗市场空间测算**

	规模 (万头)	平均免疫次数 (次/头)	理论需求量 (万头份)	疫苗平均单价 (元)	市场空间 (亿元)
种猪					
能繁母猪存栏量	5068	2.5	12670	8	10.14
种公猪	8	2.5	20	8	0.02
规模化商品猪					
年出栏万头以上	6197	1.5	9295.5	6	5.6
牛					
出栏肉牛	4670.7	2.5	11676.75	15	17.5
存栏奶牛	1300	2.5	3250	15	4.87
合计			21985.5		38.11

数据来源: 中国农业年鉴 2012 安信证券研究中心

**表 7: 猪蓝耳疫苗市场空间测算**

	规模 (万头)	平均免疫次数 (次/头)	理论需求量 (万头份)	疫苗平均单价 (元)	市场空间 (亿元)
种猪					
能繁母猪存栏量	5068	2	10136	6	6.08
种公猪	8	2	16	6	0.01
规模化商品猪					
年出栏万头以上	6197	2	12394	6	7.44
合计			22546		13.52

数据来源: 中国农业年鉴 2012 安信证券研究中心

**表 8: 猪瘟疫苗市场空间测算**

	规模 (万头)	平均免疫次数 (次/头)	理论需求量 (万头份)	疫苗平均单价 (元)	市场空间 (亿元)
种猪					
能繁母猪存栏量	5068	2	10135	2	2.02
种公猪	8	2	16	2	0.032
规模化商品猪					
年出栏万头以上	6197	2	12394	2	2.48
合计			22546		4.53

数据来源: 中国农业年鉴 2012 安信证券研究中心



**表 9：猪圆环疫苗市场空间测算**

	规模 (万头)	平均免疫次数 (次/头)	理论需求量 (万头份)	疫苗平均单价 (元)	市场空间 (亿元)
种猪					
能繁母猪存栏量	5068	2	10136	10	10.14
种公猪	8	2	16	10	0.16
规模化商品猪					
年出栏万头以上	6197	2	12394	10	12.4
合计			22546		22.7

数据来源：中国农业年鉴2012 安信证券研究中心

**表 10：禽类疫苗市场规模**

	规模 (亿羽)	平均免疫次数 (次/羽)	理论需求量 (万头份)	疫苗覆盖率	疫苗平均单价 (元)	市场空间 (亿元)
禽类疫苗	120	1	120	100%	0.2	24
合计						24

数据来源：安信证券研究中心

### 3.公司分析：研发和技术服务领先，2015 年迎经营拐点

#### 3.1 内涵式增长、外延式扩张支撑公司业绩高增长

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、用头孢噻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，陆续取得多个新兽药证书，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。**公司成立了技术服务团队，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。同时公司也积极探索和大客户的新合作模式，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。

#### 1) 公司上市之后收购频繁，外延扩张做大公司实力

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 11：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
2015 年 6 月	发布定增预案，收购华南生物，中岸生物	收购后为华南生物第一大股，持有中岸生物 92% 股权	完善禽类招采苗产品线及南方布局，建立与华南农业大学合作体系

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

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%。

## 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。因此公司加大了对畜类疫苗产品线的研发和投入，来完善公司的产品线，近两年畜类疫苗增长迅速。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 万元收购了博莱得利 45% 的股权，从而拓展宠物业务领域。

从目前产品结构来看，公司招采疫苗比例低，因此公司收购华南生物，进一步完善公司产品线，华南生物禽类产品不断推出，也将带动公司业绩增长。

## 3.2 公司转型“动保一体化解决方案”提供商

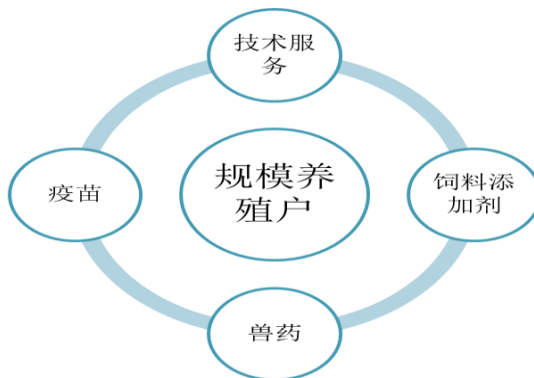
兽药行业的下游主要是养殖企业，养殖企业的主要经营者大部分都是农民，他们缺乏一定的专业知识和有效的辨别能力，即使是大型集团，也存在疫苗和药物使用不当，免疫程序不科学等问题。目前公司已经开始提供动物保护的一体化解决方案，帮助养殖户普及知识，通过产品方案和技术方案指导他们在动物不同的生长期间的用药情况，并对大型的养殖场随时进行疫病监测，满足客户差异化需求。

瑞普生物目前的产品十分齐全，主要为药物制剂、兽用生物制品。其中兽用受用生物制品（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，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。

同时公司也探索与大客户更多的业务模式，包括提供诊断服务及驻场合作服务；2014 年公司 10 个大客户提供个性化贴身的监测、技术服务和现场培训，并帮助客户建立 3 个诊断检测室。

2014 年，公司技术服务部也重点建设了四大服务中心，即疫病诊断研究服务中心、养殖生产管理服务中心、信息咨询服务中心、产品技术服务中心，为不同客户提供差异化的服务。

图 9：瑞普生物为养殖户提供一体化解决方案



数据来源：安信证券研究中心

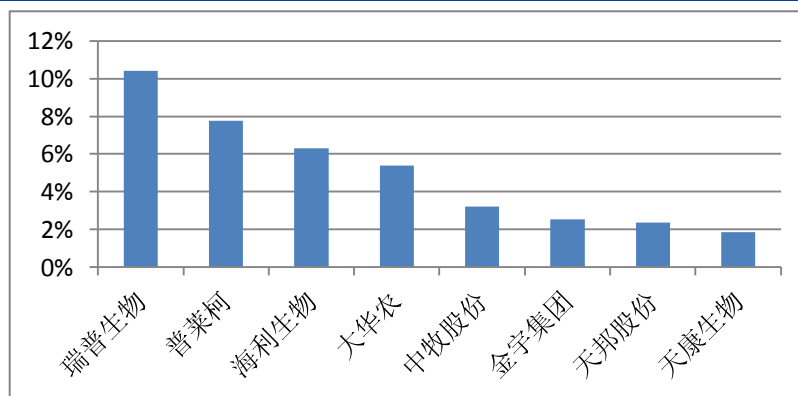
因此公司的技术服务除了对产品的销售起到直接的作用以外，主要还能有 3 方面的作用：

- 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。

### 3.3 注重研发投入 构建长期竞争力

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，公司的研发投入不断增加，在我国兽药上市公司中处于领先地位。随着与华南农业大学的进一步合作，公司研发实力有望进一步增强。

图 10：上市公司研发/收入对比（2014 年）



数据来源：WIND，安信证券研究中心

### 3.4 员工持股计划及高管参与定增，建立长效利益分享机制

公司采取员工持股计划进行筹资，用于支付并购交易的现金对价及华南生物高致病定性

禽流感疫苗（H5N2）车间增扩建等项目，有利于建立员工与公司的长效激励机制，激发员工的活力。同时管理层拟以 16.02 元/股参与定增，体现管理层对未来公司发展和市值增长的信心。

本次员工持股计划的参加对象总人数不超过 300 人，其中，公司董事、监事、高级管理人员 4 人，分别为胡文强、孙铭、徐健、彭宇鹏。同时，公司大股东李守军、梁武、苏雅拉达来、李旭东承诺，若清盘后该员工持股计划投资年化收益率不足 10%，则放弃收取借款利息。

**4.投资建议：**预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 7.31 亿、10.6 亿、14.8 亿，归属母公司净利润 1.6 亿、2.6 亿、4.2 亿，同比增长 500%、60.3%、61.5%，对应 EPS 0.42、0.65、1.04 元（16、17 年为并购后）。养殖规模化以及食品安全的重视，将持续推动保行业的转型变革。公司经过过去两年的改革积累，在养殖行情反转的大背景下，经营拐点已现，6 个月目标市值 110 亿，给予“买入-A”评级。

**5.风险提示：** 畜禽价格反弹不达预期；疫病风险；



## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年07月08日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>754.9</b>	<b>585.2</b>	<b>731.5</b>	<b>1,060.7</b>	<b>1,484.9</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	306.9	237.1	296.4	429.8	601.7	营业收入增长率	15.0%	-22.5%	25.0%	45.0%	40.0%
营业税费	5.6	3.3	5.2	7.1	9.6	营业利润增长率	-5.4%	-86.2%	747.9%	67.8%	68.7%
销售费用	190.4	225.9	152.7	221.5	252.4	净利润增长率	5.5%	-82.1%	499.4%	60.3%	61.6%
管理费用	105.2	102.7	101.9	106.1	118.8	EBITDA 增长率	2.4%	-68.2%	283.0%	62.1%	63.5%
财务费用	-14.7	-7.4	-6.7	-5.3	-0.7	EBIT 增长率	-1.3%	-90.2%	1,165.2	71.3%	71.6%
资产减值损失	10.6	2.7	6.3	6.5	5.2	NOPLAT 增长率	-0.9%	-91.6%	1,374.2	70.1%	71.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	34.6%	5.8%	7.2%	19.9%	8.1%
投资和汇兑收益	-0.3	-0.1	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	8.4%	0.3%	3.4%	4.4%	1.8%
<b>营业利润</b>	<b>150.7</b>	<b>20.8</b>	<b>176.0</b>	<b>295.3</b>	<b>498.2</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	28.2	18.5	21.8	22.8	21.0	毛利率	59.3%	59.5%	59.5%	59.5%	59.5%
<b>利润总额</b>	<b>179.0</b>	<b>39.3</b>	<b>197.7</b>	<b>318.2</b>	<b>519.2</b>	营业利润率	20.0%	3.5%	24.1%	27.8%	33.6%
减:所得税	25.7	10.4	28.4	47.7	77.9	净利润率	20.1%	4.6%	22.2%	24.6%	28.4%
<b>净利润</b>	<b>152.0</b>	<b>27.1</b>	<b>162.6</b>	<b>260.7</b>	<b>421.4</b>	EBITDA/营业收入	22.5%	9.2%	28.3%	31.7%	37.0%
						EBIT/营业收入	18.0%	2.3%	23.1%	27.3%	33.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	固定资产周转天数	152	200	212	198	166
货币资金	510.8	411.9	371.6	170.5	118.8	流动营业资本周转天数	166	216	178	175	172
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	530	609	453	352	292
应收帐款	364.2	305.3	297.4	617.8	663.5	应收帐款周转天数	142	206	148	155	155
应收票据	5.6	6.6	2.6	12.9	10.9	存货周转天数	57	79	66	67	67
预付帐款	40.3	26.4	111.8	41.5	180.0	总资产周转天数	905	1,226	985	726	564
存货	113.9	142.8	127.2	270.3	279.6	投资资本周转天数	510	776	662	519	421
其他流动资产	41.4	9.3	26.1	25.6	20.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	7.5	7.5	7.5	7.5	ROE	9.4%	1.7%	9.7%	15.0%	24.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	1.5%	8.4%	12.0%	18.4%
长期股权投资	10.5	2.8	2.8	2.8	2.8	ROIC	12.8%	0.8%	11.2%	17.7%	25.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	312.0	338.1	521.9	645.9	720.9	销售费用率	25.2%	38.6%	20.9%	20.9%	17.0%
在建工程	376.0	464.8	314.9	236.9	172.2	管理费用率	13.9%	17.6%	13.9%	10.0%	8.0%
无形资产	221.8	232.6	220.7	208.8	197.0	财务费用率	-1.9%	-1.3%	-0.9%	-0.5%	0.0%
其他非流动资产	6.8	34.7	15.3	18.9	23.0	三费/营业收入	37.2%	54.9%	33.9%	30.4%	25.0%
<b>资产总额</b>	<b>2,003.1</b>	<b>1,982.9</b>	<b>2,019.9</b>	<b>2,259.4</b>	<b>2,396.5</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	23.0	25.0	-	-	53.7	资产负债率	14.1%	13.0%	11.6%	17.5%	20.8%
应付帐款	111.8	107.4	114.8	220.4	271.7	负债权益比	16.4%	14.9%	13.2%	21.2%	26.2%
应付票据	43.8	10.0	29.2	43.8	62.3	流动比率	5.00	4.82	5.47	3.47	2.95
其他流动负债	36.7	44.8	27.3	63.7	43.5	速动比率	4.47	4.06	4.73	2.65	2.30
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-9.24	-1.81	-25.20	-54.38	-697.74
其他非流动负债	67.7	70.1	63.7	67.2	67.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>282.9</b>	<b>257.2</b>	<b>235.0</b>	<b>395.0</b>	<b>498.2</b>	DPS(元)	0.10	0.10	0.28	0.51	1.01
<b>少数股东权益</b>	<b>108.9</b>	<b>110.8</b>	<b>117.1</b>	<b>126.7</b>	<b>146.2</b>	分红比率	25.5%	143.4%	67.5%	78.8%	96.6%
股本	193.9	389.1	389.1	403.8	403.8	股息收益率	1.1%	1.1%	3.0%	5.4%	10.8%
留存收益	1,417.4	1,225.8	1,278.7	1,333.9	1,348.3						
<b>股东权益</b>	<b>1,720.3</b>	<b>1,725.7</b>	<b>1,784.9</b>	<b>1,864.4</b>	<b>1,898.3</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EPS(元)	0.39	0.07	0.42	0.65	1.04
净利润	153.2	28.9	162.6	260.7	421.4	BVPS(元)	4.14	4.15	4.29	4.30	4.34
加:折旧和摊销	34.2	40.9	38.0	45.9	51.6	PE(X)	24.0	134.3	22.4	14.5	9.0
资产减值准备	10.6	2.7	-	-	-	PB(X)	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-21.2	-87.2	83.4	-232.0	11.1
财务费用	2.3	1.9	-6.7	-5.3	-0.7	P/S	4.8	6.2	5.0	3.6	2.5
投资损失	0.3	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	EV/EBITDA	26.7	62.7	16.2	11.0	7.0
少数股东损益	1.3	1.7	6.7	9.7	19.9	CAGR(%)	20.8%	148.2%	3.7%	20.8%	148.2%
营运资金的变动	-111.1	69.6	-51.9	-246.6	-141.1	PEG	1.1	0.9	6.0	0.7	0.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>88.7</b>	<b>128.4</b>	<b>148.4</b>	<b>64.2</b>	<b>351.0</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-354.1</b>	<b>-102.7</b>	<b>-59.8</b>	<b>-79.8</b>	<b>-49.8</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-26.9</b>	<b>-27.2</b>	<b>-128.9</b>	<b>-185.6</b>	<b>-352.9</b>						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

吴立声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

