

瑞普生物(300119)

报告日期: 2023年06月08日

## 畜禽业务旧事新韵, 宠物医疗晨曦初现

### ——瑞普生物深度报告

#### 投资要点

- “三方合作”战略实施, 为公司家禽板块发展保驾护航。**2023年一季度, 公司与我国规模最大白羽肉鸡养殖企业圣农发展、新兴兽药疫苗生产企业圣维生物签署战略合作协议, 约定在同等质量且价格不高于圣农发展向其他第三方采购药品与疫苗价格的条件下优先采购瑞普、圣维的产品, 同时瑞普将努力帮助圣维提升外部市场的销售额。此次合作开启公司与圣农发展全面深度合作的新模式, 为家禽用药业务板块持续发展提供支持。
- 以药带苗积极布局集团客户, 畜用产品开启高速增长。**公司通过为客户提供全养殖周期的健康管理方案和差异化定制服务, 得到了下游大客户的信赖, 并进一步导入疫苗产品。2023Q1, 公司整体家畜板块营业收入8153万元, 同比增长18%; 其中, 畜用疫苗实现收入3000万元左右, 同比增长50%。在此基础上, 公司不断迭代新的产品, 在研产品逐步进入收获期。2023年将推出猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗、猪圆环病毒2型亚单位疫苗等具有强竞争力的新产品, 为公司猪用疫苗管线增添新的动力。
- 原料药产能释放提升化药板块整体盈利空间。**22年初公司以自有资金5623.85万元增持龙翔药业17.8%的股份, 合计持股比例为81.6%。22年3月, 龙翔药业新厂一期工程开始生产, 2023年产能逐步释放, 为公司进一步提升“原料药+制剂”一体化竞争优势奠定基础, 化药板块整体盈利能力将快速回升。
- 依托领先的产品架构, 搭建宠物产业生态圈。**2022年公司推出体内外同驱的驱虫药“莫普欣”, 短时间内即成为“千万级爆品”, 带动了其他宠物产品的销售, 同时也突破了同成分进口产品对市场的垄断格局。2023年, 公司还将推出新款体外驱虫药“非泼罗尼吡丙醚滴剂”, 有望成为继莫普欣之后的又一重磅产品, 二者形成互补, 在短期内实现销量快速增长; 公司猫三联灭活疫苗目前处于新兽药证书注册申请阶段, 争取实现本土宠物疫苗产品第一个上市, 届时将打破多年来猫三联疫苗进口品牌垄断的市场格局。
- 盈利预测与估值**  
公司作为动保行业头部企业, 在行业整体同质化竞争严峻的情况下, 积极寻求新的突破增量。家禽用药、家畜用药、原料药三个业务板块内生外延共同驱动传统业务增长; 宠物用药板块前瞻布局, 抢占蓝海市场。预计2023~2025年公司实现EPS分别为1.09、1.29、1.50元/股, 公司历史五年平均估值在31X左右, 参考可比公司对应2023年PE均值为27X, 考虑到公司传统业务稳定增长, 且前瞻布局新兴宠物业务板块, 有望首批实现进口替代突破, 具备较高成长性, 因此给予公司2023年归母净利润30X估值, 合理市值为152.4亿元, 目标价为32.6元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示**  
新品上市不及预期、下游周期反转不及预期、突发重大动物疫病

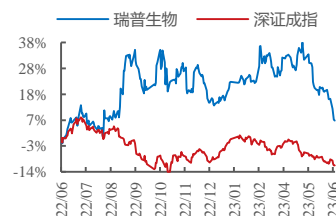
#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 孟维肖  
执业证书号: S1230521120002  
mengweixiao@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥17.22
总市值(百万元)	8,059.28
总股本(百万股)	468.02

#### 股票走势图



#### 相关报告

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2084.25	2779.91	3265.17	3486.39
(+/-) (%)	3.84%	33.38%	17.46%	6.78%
归母净利润	346.70	507.95	602.48	704.25
(+/-) (%)	-16.01%	46.51%	18.61%	16.89%
每股收益(元)	0.74	1.09	1.29	1.50
P/E	23.25	15.87	13.38	11.44

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 我们预计公司 2023~2025 年分别实现营收 27.80、32.65、34.86 亿元，同比增长 33.38%、17.46%、6.78%；实现归母净利润 5.08、6.02、7.04 亿元，同比增长 46.51%、18.61%、16.89%。
- 2) 预计 2023~2025 年公司实现 EPS 分别为 1.09、1.29、1.50 元/股，公司历史五年平均估值在 31X 左右。同时，我们选取同样覆盖了畜禽疫苗及化药业务的中牧股股、普莱柯和生物股份作为参考，对应 2023 年 PE 均值为 27X。考虑到公司传统业务稳定增长，且前瞻布局新兴宠物业务板块，有望首批实现进口替代突破，具备较高成长性，因此给予公司 2023 年归母净利润 30X 估值，合理市值为 152.4 亿元，目标价为 32.6 元/股。

### ● 关键假设

- 1) 禽用疫苗。公司禽用疫苗业务以高致病性禽流感三价疫苗为主，经历毒株更换后，有望进一步抢占市场份额。2023 年一季度，公司与我国规模最大白羽肉鸡养殖企业圣农发展、新兴兽药疫苗生产企业圣维生物签署战略合作协议，约定在同等质量且价格不高于圣农发展向其他第三方采购药品与疫苗价格的前提下优先采购瑞普、圣维的产品，同时瑞普将努力帮助圣维提升外部市场的销售额。此次合作将帮助公司家禽用药业务持续持续发展。预计 2023~2025 年禽用疫苗实现收入 10.65、11.46、11.81 亿元，增速分别为 18.8%、7.6%、3.1%，受益于新品推出带动单价提升，毛利逐渐增长为 63.5%、64.0%、65.0%。
- 2) 畜用疫苗。2023 年生猪基础存栏量维持高位，支撑公司产品需求增长，同时公司以药带苗突破多家集团养殖客户，收入有望实现高增。预计 2023~2025 年畜用疫苗实现收入 1.47、1.52、1.58 亿元，增速分别为 12.8%、3.9%、3.9%，受猪价低迷影响，公司盈利空间或被挤压，预计毛利率稳定在 67.0%左右。
- 3) 原料药及制剂。龙翔药业在 2022 年基本处于试生产阶段，2023 年随着产能进入释放期，预计公司原料药及制剂板块 2023~2025 年实现收入 14.68、18.25、19.54 亿元。增速分别为 50.6%、24.3%、7.1%。随着产量的增加，产品成本也逐步下降，因此毛利率比分别为 40.0%、42.0%、44.0%。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场认为当前下游养殖业景气低迷，公司或难以实现破局。但我们认为，公司在行业整体同质化竞争严峻的情况下，依然积极寻求新的增长极。三个业务板块内生外延共同驱动传统业务增长，家禽板块与下游大客户深度绑定，即使在行情低迷期，也可支撑公司业绩持续发展；家畜板块在新产品蓝耳疫苗上市后便开始发力，积极抢占市场份额，贡献业绩增量；原料药新产能释放将带动化药板块整体盈利空间扩大。同时，公司前瞻布局宠物用药板块，搭建宠物产业生态圈，抢占蓝海市场。

### ● 股价上涨的催化因素

- 1) 公司猫三联疫苗审批顺利进行，如期在年内推出上市；
- 2) 下游养殖业景气回升，对公司产品需求量增长超预期

### ● 风险提示

- 1) 新品上市不及预期；
- 2) 下游周期反转不及预期；
- 3) 行业竞争加剧

## 正文目录

<b>1 公司概况</b>	<b>6</b>
1.1 禽用药领军企业，以变革驱动战略实现	6
1.2 家禽板块贡献收入半壁江山，高毛利产品逐步释放	7
<b>2 行业分析：后周期业务底部已现，宠物医疗市场方兴未艾</b>	<b>9</b>
2.1 动保行业大而分散，生物制品集中度提升可期	9
2.2 受下游养殖业影响较大，后周期属性显著	9
2.3 宠物医疗健康发展迅速，头部动保企业积极转型	11
<b>3 公司分析：畜禽药苗为业务基本盘，宠物板块加速创新布局</b>	<b>13</b>
3.1 研发创新体系完善，人员资金持续投入	13
3.2 畜禽业务持续增长，行业领先地位稳固	14
3.2.1 禽用产品是推动公司业绩增长的核心业务	14
3.2.2 畜用产品发力开启高速增长	16
3.2.3 原料药产能释放提升化药板块整体盈利空间	17
3.2.4 传统业务直销和经销渠道完善	18
3.3 依托领先的产品架构，搭建宠物产业生态圈	19
3.3.1 宠物用药多年研发投入进入收获期，构建多元化产品矩阵	19
3.3.2 加速完善宠物销售渠道布局，打造独立宠物品牌	21
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>23</b>
4.1 关键假设与盈利预测	23
4.2 估值与投资建议	24
<b>5 风险提示</b>	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司业务示意图.....	6
图 3: 公司股权结构图 (截至 2023 年 3 月 31 日) .....	7
图 4: 2017-2023Q1 公司营业收入 (亿元) 及增速(%).....	7
图 5: 2017-2023Q1 公司归属母公司净利润 (亿元) 及增速(%).....	7
图 6: 2017-2022 年公司各业务营收占比 (%) .....	8
图 7: 2017-2022 年公司各业务毛利率变动 (%) .....	8
图 8: 2017-2023Q1 公司毛利率和净利率变化 (单位: %) .....	8
图 9: 2017-2023Q1 公司公司三项费用率变化 (单位: %) .....	8
图 10: 2017-2021 国内动保市场规模.....	9
图 11: 2020 年动保各细分品类市场份额 (单位: %) .....	9
图 12: 2021 年动保行业 CR10 (单位: %) .....	9
图 13: 生猪价格与动保归母净利润对比.....	10
图 14: 白羽鸡苗价格与动保归母净利润对比.....	10
图 15: 生猪养殖利润变化 (元/头) .....	10
图 16: 能繁母猪数量变化.....	10
图 17: 白羽肉鸡 (左, 元/公斤)、鸡苗 (右, 元/羽) 价格变动.....	11
图 18: 毛鸡、父母代种鸡养殖利润 (元/羽) .....	11
图 19: 2022 年我国宠物市场消费结构.....	11
图 20: 2018-2022 年宠物行业和宠物健康医疗消费走势.....	11
图 21: 国内宠物疫苗市场渗透率 (单位: %) .....	12
图 22: 2022 年线上宠物医疗服务产品分类热搜词榜单变化.....	12
图 23: 2017-2022 年头部企业研发费用变化情况 (单位: 亿元) .....	13
图 24: 2017-2022 年公司禽类疫苗营收变化和毛利变化.....	15
图 25: 行业内龙头禽用疫苗毛利率对比 (单位: %) .....	15
图 26: 2017-2022 年公司畜用疫苗营收及增速.....	16
图 27: 行业内龙头猪用疫苗毛利率对比 (单位: %) .....	16
图 28: 2017-2022 年公司原料药及制剂营收及增速.....	18
图 29: 行业内龙头企业化药毛利率对比 (单位: %) .....	18
图 30: 2022 年公司各销售渠道占比 (单位: %) .....	18
图 31: 2022 年各销售模式数量概况.....	18
图 32: 部分直销大客户展示.....	19
图 33: 经销商服务管理.....	19
图 34: 公司宠物驱虫药莫普欣.....	20
图 35: 瑞派宠物医院现有 16 个特色学科.....	21
图 36: 瑞派宠物医院专业设备为宠物健康保驾护航.....	21
图 37: 公司宠物产业生态圈搭建.....	22
图 38: 公司历史估值.....	24
表 1: 公司 2022 年股权激励计划.....	8
表 2: 宠物药产品分类.....	12
表 3: 公司创新平台.....	13

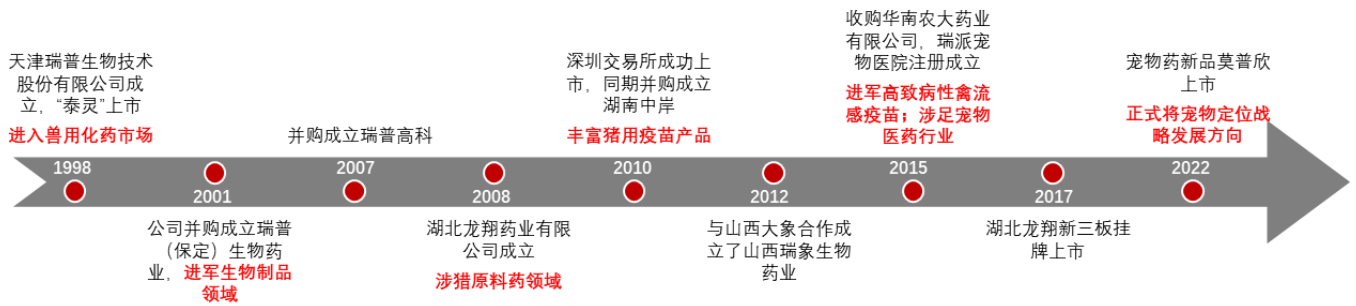
表 4: 公司在研项目.....	14
表 5: 公司禽用重点产品.....	15
表 6: 瑞普与圣农、圣维签订合同具体内容.....	16
表 7: 公司猪用重点产品.....	17
表 8: 公司宠物板块产品.....	19
表 9: “莫普欣”与其他热销驱虫药对比.....	20
表 10: 公司新产品“小粉弹”覆盖症状全面.....	20
表 11: 公司宠物疫苗研发进程.....	21
表 12: 公司盈利预测 (亿元).....	23
表 13: 公司与可比公司估值 (2023/6/8).....	24
表附录: 三大报表预测值.....	26

## 1 公司概况

### 1.1 禽用药领军企业，以变革驱动战略实现

公司以禽用化药起家，内生外延扩张为一体化高新技术企业。1998年，瑞普（天津）动物医药有限公司注册成立，推出针对禽类呼吸道疾病的化药制品首个产品“泰灵”。2001年公司并购成立瑞普（保定）生物医药有限公司，凭借鸡新城疫活疫苗（La Sota株）进军兽用生物制品领域。2008年，公司合资组建湖北龙翔药业有限公司，开始涉猎原料药。2010年，公司并购成立湖南中岸生物医药有限公司，同年完成在深交所挂牌上市。2015年，公司收购华南农大医药有限公司，获得高致病性禽流感疫苗的生产资质，且进一步提升了公司的研发能力。2023年4月蓝瑞生物公司创立，公司正式把宠物板块划入独立的战略发展方向。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**母子公司之间相互扶持，各业务协同合力发展。**二十余年发展至今，公司已拥有 11 个规模化生产基地、生产线 84 条，业务涉及畜禽和宠物用药品、疫苗和功能性添加剂，是中国规模最大、产品种类最全的兽药企业之一。截至目前，公司旗下拥有 19 家参控股公司，其中瑞普天津、瑞普高科、湖北龙翔等公司负责化学药物与功能性添加剂业务；空港分公司、湖南中岸、瑞普保定、广东华南生物等负责畜禽用疫苗产品；蓝瑞生物、易宠科技等与兄弟公司瑞派宠物医院共同推进宠物相关业务。

**公司股权相对集中，新任高管赋能营销。**董事长李守军先生，为公司创始人及实控人，享受国务院特殊津贴专家，总持股比例为 35.8%，决定了公司整体战略制定、投融资管理、企业文化引领、企业变革等方面。2023 年 3 月公司新上任总经理徐雷先生具有丰富的营销经验，历任公司大客户营销总监、营销中心总经理、监事等职务，担任公司营销相关业务负责人十年以上，在未来工作中将重点侧重于公司全面运营管理。

图2：公司业务示意图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3： 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月 31 日）



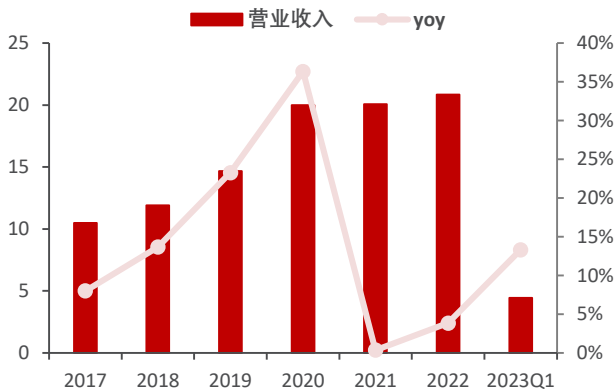
资料来源：wind，浙商证券研究所

## 1.2 家禽板块贡献收入半壁江山，高毛利产品逐步释放

公司整体业绩稳步增长。2017-2022 年，公司营业收入从 10.47 亿元增长到 20.84 亿元，年化复合增长率为 14.8%；归母净利润从 1.05 亿增长至 3.47 亿，年化复合增长率 27.0%。2021 和 2022 年在下游禽畜养殖业价格持续承压的背景下，公司利润端受到一定影响。2023 年 1 季度随着下游养殖板块逐步企稳回升，公司业绩也呈现逐步上升的态势，Q1 营收 4.4 亿，同比增长 13.3%，归母净利润 0.81 亿元，同比增长 11.9%。

禽用药品为业务基本盘，新兴宠物业务推动公司形成多元化产品格局。2022 年禽用疫苗实现营收 8.96 亿元，营收占比为 43.5%，实现毛利 5.64 亿元，毛利率稳定增长，贡献了总毛利的 54.9%，支撑了公司的持续经营发展。畜用疫苗、原料药及制剂的营收分别为 1.30、10.19 亿元，营收占比分别为 6.3%、48.9%，毛利率维持相对稳定。此外，2022 年公司宠物板块取得了突破性进展，整体销售额超过 5000 万元，其中宠物药品接近 4400 万元，同比增长了 153%，尤其是“莫普欣”上市后呈现爆发式增长，仅 4 个月就打造了千万级爆品，带动宠物板块的营收占比从 1.2% 增长到 2.4%，公司预计在 2023 年，宠物板块的相关业务营收份额将高速增长，帮助公司形成多元化的产品格局。

图4： 2017-2023Q1 公司营业收入（亿元）及增速(%)



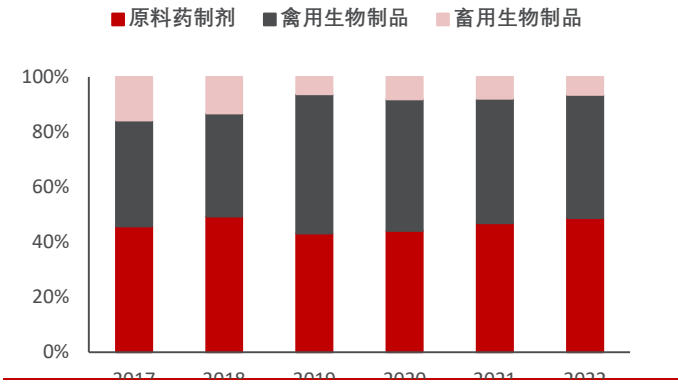
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5： 2017-2023Q1 公司归属母公司净利润（亿元）及增速(%)



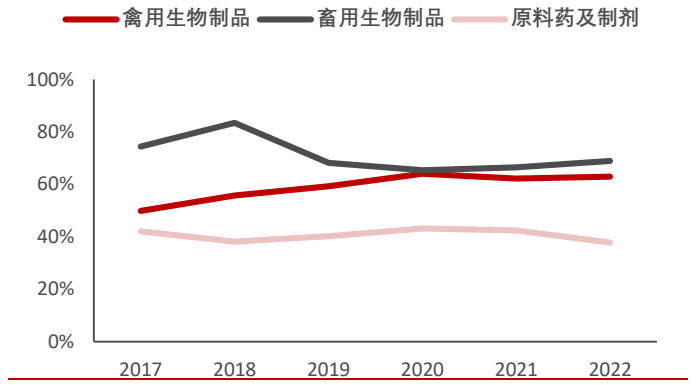
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图6： 2017-2022 年公司各业务营收占比 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

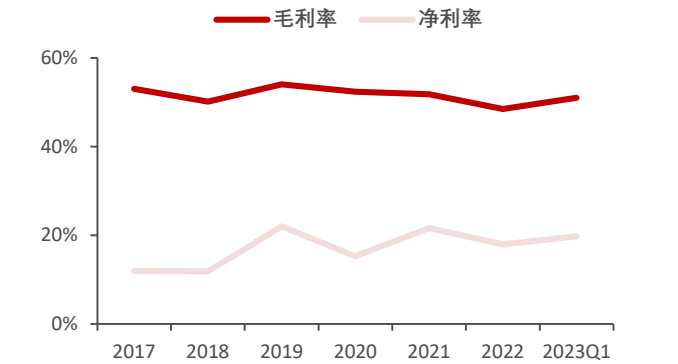
图7： 2017-2022 年公司各业务毛利率变动 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

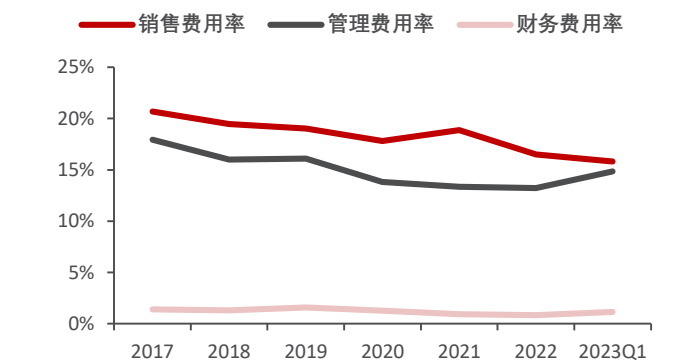
整体盈利能力维持稳定，费用投放效率有所提升。2017-2022 年，公司整体毛利率保持在 50%左右，主要系非瘟爆发以来，下游养殖企业成本大幅增加，导致上游盈利空间被挤压。费用率方面，营销费用投入、运营管理效率均有所提升，销售费用率、管理费用和财务费用率近年来均呈现显著下降趋势，2017 至 2022 年分别下降了 4.2pct、3.0pct、0.6pct，带动公司净利率稳中有增。

图8： 2017-2023Q1 公司毛利率和净利率变化 (单位：%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图9： 2017-2023Q1 公司三项费用率变化 (单位：%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

股权激励稳定核心团队利益，保障公司长期发展信心。2022 年公司实施第二次股权激励措施，授予董事、副总经理、财务负责人共 5 位高管，以及中级管理人员、营销骨干、核心技术人员共 204 人限制性股票 409.4 万股，占公司总股本 0.87%，授予价格为 9.75 元。业绩考核目标为 2021 年净利润为基准，2022-2024 年净利润增长分别为 11%、33%、53% (对应净利润分别为 4.58 亿、5.45 亿、6.32 亿)。本次股权激励的实施进一步完善公司法人治理结构，同时实现了对公司骨干的长期激励和约束，防止公司人才流失，实现整体可持续发展。

表1： 公司 2022 年股权激励计划

授予股票数量	对象	计划情况			业绩考核目标
		授予价格	分期	可行权份额占比	净利润
授予 409.4 万股， 占总股本 0.87%	董事，高级管理人员、管理、技术关键岗位人员及业务骨干人员 204 人	9.75 元/股	第一个解限售期	40%	以 2021 年为基准，2022 年不低于 11%，额度不低于 4.58 亿
			第二个解限售期	30%	以 2021 年为基准，2023 年不低于 33%，额度不低于 5.45 亿
			第三个解限售期	30%	以 2021 年为基准，2024 年不低于 53%，额度不低于 6.32 亿

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

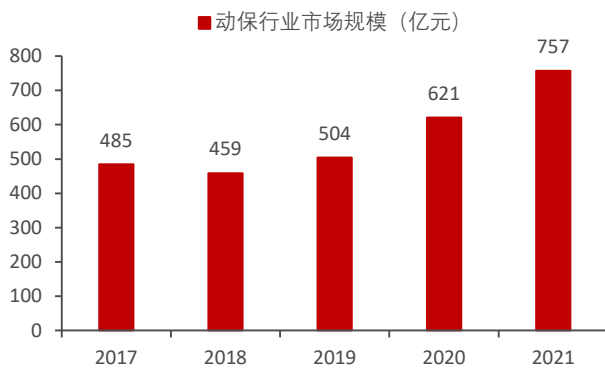


## 2 行业分析：后周期业务底部已现，宠物医疗市场方兴未艾

### 2.1 动保行业大而分散，生物制品集中度提升可期

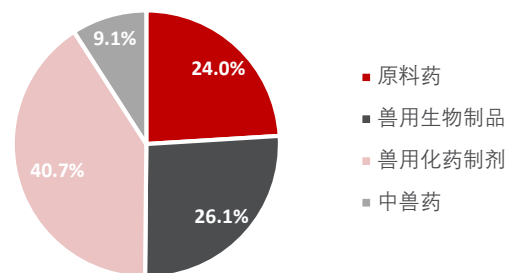
动保行业市场规模稳步增长，兽用化药制剂和生物制品占主要市场份额。我国是畜牧业大国，养殖体量庞大，对兽药的需求旺盛，2017-2021年中国动保行业市场规模从485亿元增长到757亿元，年复合增长率为11.8%，整体处于增长态势。其中，兽用化药仍然是市场份额最大的板块，2020年占比达40.7%；兽用生物制品占兽药市场份额的26.1%，疫苗类产品占其八成左右的份额，为最主要的组成部分，该细分市场进入壁垒高且是行业未来发展的重心。

图10：2017-2021国内动保市场规模



资料来源：兽药产业发展报告，浙商证券研究所

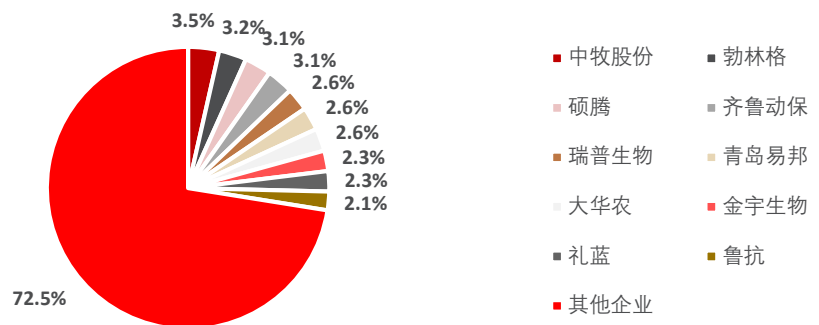
图11：2020年动保各细分品类市场份额（单位：%）



资料来源：兽药产业发展报告，浙商证券研究所

国内集中度十分分散，生物制品发展有望优竞争格局。2021年行业CR10的市占率仅为27.5%，其中中牧股份和勃林格两大龙头的占比分别为3.5%和3.2%，市场份额较小。兽用生物制品有较高的技术壁垒，在政采苗逐步退出，以品质为主导的市场苗快速抢占市场份额的背景下，龙头企业凭借优异的研发能力和充足的资金等优势，可快速拓展生物制品业务，有望进一步提升行业集中度。

图12：2021年动保行业CR10（单位：%）



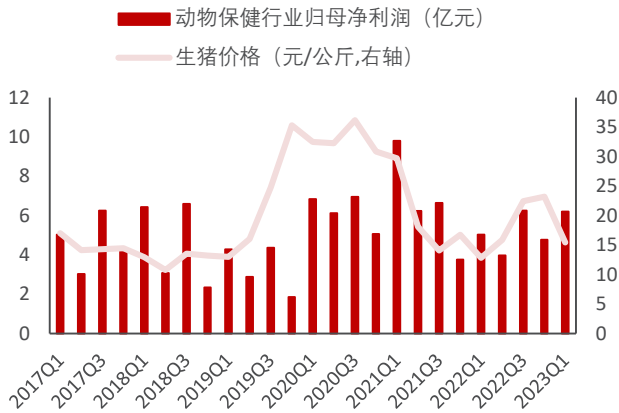
资料来源：兽药产业发展报告，农财智库，浙商证券研究所

### 2.2 受下游养殖业影响较大，后周期属性显著

行业至暗时刻已过，新的转折即将显现。22年猪价高位运行催化养殖端积极补栏，截至23年5月，生猪基础存栏量仍处于高位，叠加一季度非瘟、腹泻等疫病散播，支撑了对动保产品的需求量；而家禽养殖盈利持续低迷，行业处于持续产能去化中，导致对动保产品需求有所下滑。因此从上市企业的业绩来看，23Q1动保行业业绩平稳增长，部分以猪用

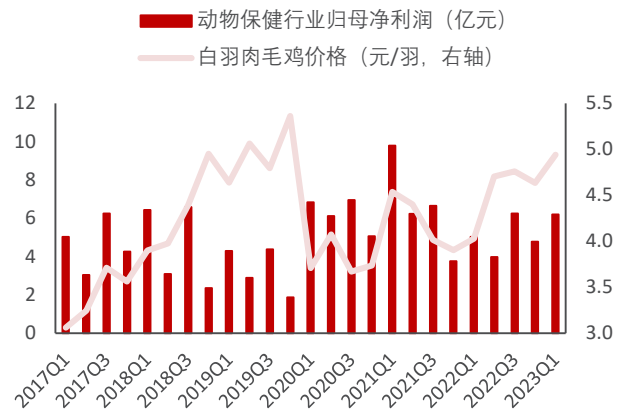
产品为主的企业业绩略超预期。我们认为后续随着养殖企业盈利能力恢复，免疫积极性回升，动保产品需求量有望逐季改善。

图13： 生猪价格与动保归母净利润对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

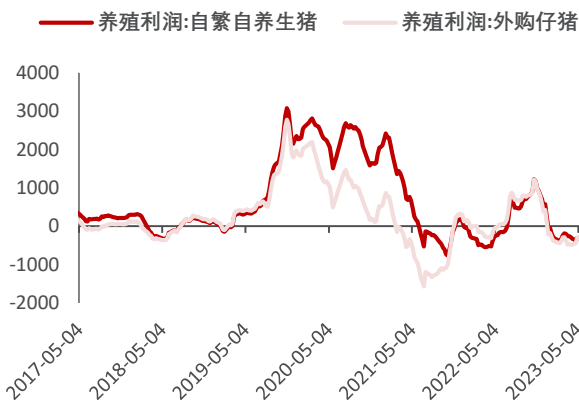
图14： 白羽鸡苗价格与动保归母净利润对比



资料来源：wind，浙商证券研究所

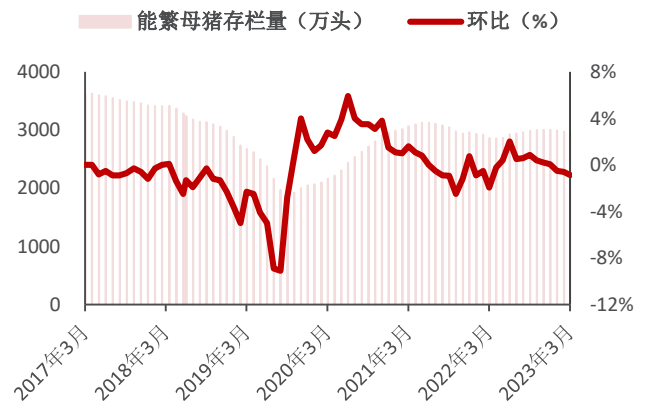
**生猪价格持续走低，连续亏损背景下，产能去化加速。**2023年Q1行业大体重猪供应压力较大，叠加春节后恰逢猪肉消费淡季，需求端缺乏明显支撑，猪价持续低迷，生猪养殖企业延续亏损，1-5月全国自繁自养和外购自主头均平均亏损295.1和367.6元。现金流的收缩，外加蓝耳、非洲猪瘟、腹泻等疫病影响，生猪养殖产能开启去化进程，根据国家统计局数据，截至2023年3月末全国能繁母猪存栏4305万头，相较于22年末下降1.94%，样本企业能繁母猪存栏环比下降1.95%。**在此背景下，后续短期内上游动保企业盈利空间或存在一定压力。**

图15： 生猪养殖利润变化（元/头）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图16： 能繁母猪数量变化



资料来源：农业部，浙商证券研究所

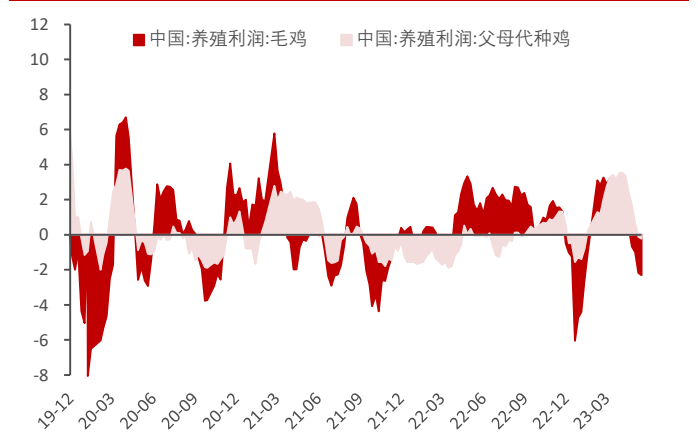
**祖代更新持续收缩，在产父母代存栏拐点已现。**22年一季度受到美国禽流感扩散和航班停运的影响，海外引种受限，根据畜牧业协会禽业分会数据，在产祖代种鸡存栏高点在22年10月，之后延续去化。因此根据7个月生产周期推断在产父母代存栏高点在23年4-5月，之后将开始减少。在产父母代种鸡基本决定当期的商品代鸡苗供应，因此我们判断23年5月后商品代鸡苗供应或有所下降，鸡苗与肉鸡价格有望企稳回升，**祖代鸡场和商品代养殖场盈利有望改善，禽用疫苗和药品的需求或将恢复增长。**

图17：白羽肉鸡（左，元/公斤）、鸡苗（右，元/羽）价格变动



资料来源：wind，浙商证券研究所

图18：毛鸡、父母代种鸡养殖利润（元/羽）

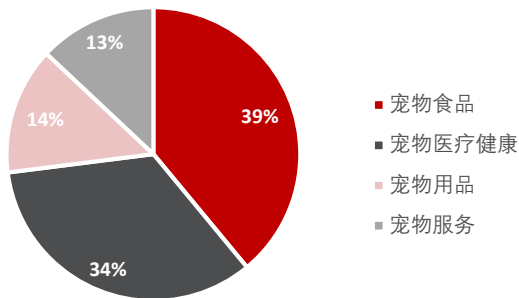


资料来源：wind，浙商证券研究所

### 2.3 宠物医疗健康发展迅速，头部动保企业积极转型

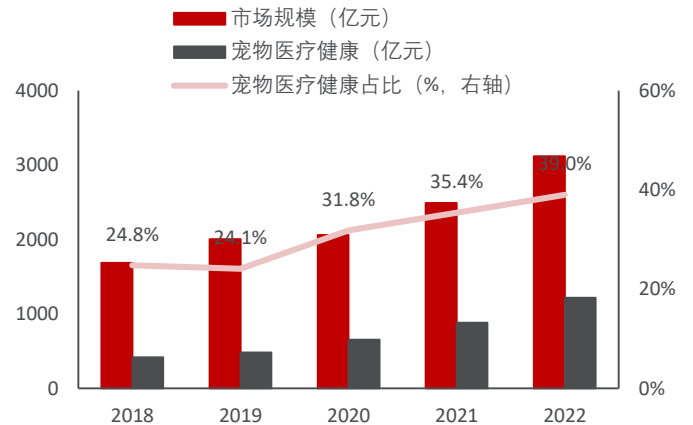
国内宠物消费市场规模保持增长趋势，宠物医疗健康占比增长迅速。随着国民收入的不断提升，养宠的人数不断增加，据《2022年中国宠物消费报告》，2022年中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模为2706亿元，同比增长8.7%。宠物相关的服务和商品亦越发多样化，主要以宠物食品、宠物健康医疗、宠物用品和宠物服务这四大板块组成。其中，宠物健康医疗消费从2018年的418亿增长到2022年的1216亿，占比也由25%大幅提升至44%，随着家庭宠物渗透率提升和养宠理念改变，宠物医疗消费市场仍将维持快速增长。

图19：2022年我国宠物市场消费结构



资料来源：2022年中国宠物消费报告，浙商证券研究所

图20：2018-2022年宠物行业和宠物健康医疗消费走势



资料来源：宠物健康消费白皮书，浙商证券研究所

宠物主在宠物医疗健康上的消费更加多元，其中，疫苗和驱虫为主要支出。宠物药作为医疗健康领域重要的组成部分，包含了疫苗、皮肤药、呼吸药、驱虫药、清洁药、关节药、保健药七大类，根据2022年国内宠物健康消费白皮书数据，2017年-2022年中国宠物用药规模从83亿元增长到147亿元，年复合增长率为12.1%，其中驱虫药占比最大，其次是疫苗，分别为25.1%和22.5%。

宠物疫苗渗透率仍有较大提升空间，“猫三联”为搜索热门词。2022年我国宠物疫苗整体销售额达75.8亿元，但犬猫的免疫率都不到50%，仍有较大提升空间。猫三联疫苗作

为宠物猫必打的核心疫苗，常年位于宠物医疗健康服务分类产品热搜词榜单前列，其可以同时预防疱疹病毒、杯状病毒、猫泛白细胞减少病毒，但目前为止，硕腾妙三多是国内仅有的一款获得农业部正式批文的专用疫苗，其曾经因运输问题而导致国内疫苗供应出现“一针难求”现象，因此猫三联疫苗的国产替代刻不容缓。

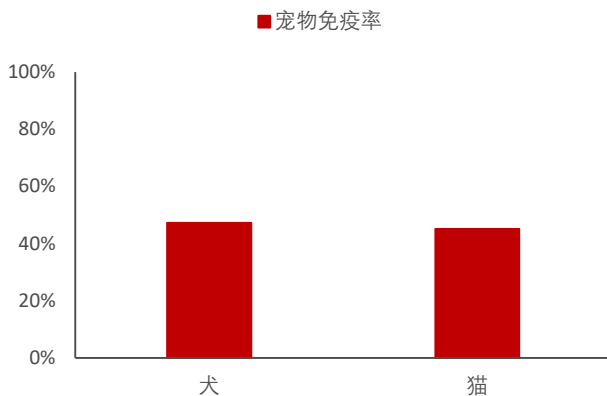
我国大型动保企业仍然以经济动物用药为主，随着宠物行业的发展，“健康养宠、科学养宠”理念深入人心，宠物用药的需求也会持续增长，领先布局宠物药市场的将率先抢占这一片蓝海的市场份额。

表2：宠物药产品分类

类型	适应征状	给药方式
疫苗	预防高发或危险传染病	注射
皮肤药	过敏性皮肤病、真菌性皮肤病、体外寄生虫皮肤	外用为主
呼吸药	犬咳、猫鼻气管炎	内服为主
驱虫药	驱除宠物体内外寄生虫	内服外用
清洁药	清理宠物毛发、皮肤及耳道、术后护理、日常清洁，多配合药物使用	外用为主
关节药	骨折、关节炎、膝关节脱位	内服外用

资料来源：头豹研究院，浙商证券研究所

图21：国内宠物疫苗市场渗透率（单位：%）



资料来源：中国宠物行业白皮书，浙商证券研究所

图22：2022年线上宠物医疗服务产品分类热搜词榜单变化



资料来源：宠物健康消费白皮书，浙商证券研究所

### 3 公司分析：畜禽药苗为业务基本盘，宠物板块加速创新布局

#### 3.1 研发创新体系完善，人员资金持续投入

校企联合推进创新平台不断完善，创新人才比例持续上升。在自研能力上，公司共有6家国家级以、6家省部级创新平台，以及与天津科技大学、天津农学院共建的3个协同创新平台。在联合研发方面，公司与中国农科院哈尔滨兽医研究所、中国农科院兰州兽医研究所、中国农科院上海兽医研究所、中国农业大学等30余家国内外知名科研院所建立了长期稳定的战略合作、产学研合作、项目合作等合作关系。在与各科研机构协同研发的同时，他们也为公司不断输送优秀人才，2022年公司研发团队人员占比为13.1%，拥有国家级人才12人，省级人才32人，学科涵盖动物医学、药物化学药物制剂、发酵工程、药理学、毒理学、基因工程技术等多个学科领域。

表3：公司创新平台

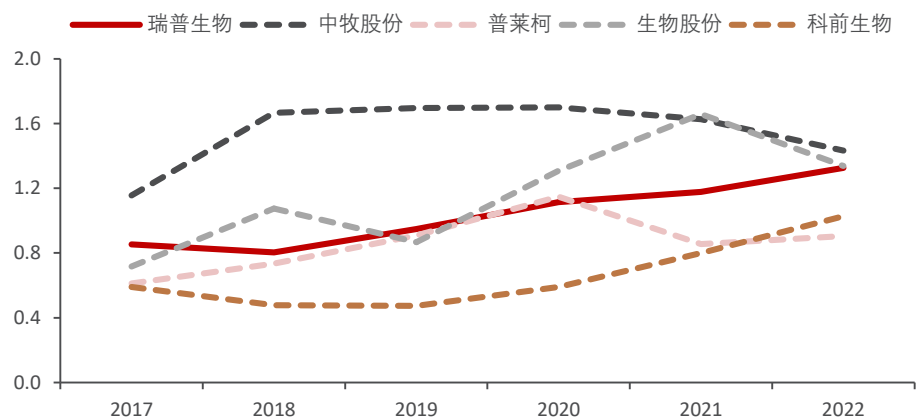
国家级研发平台	省级研发平台	协同创新平台
国家企业认定技术中心	天津市兽药技术创新中心	教育部研究生科研实训基地
国家地方联合工程研究中心	天津市新型兽药技术工程中心	天津市畜禽基因工程疫苗工程技术研究中心
农业部生物兽药创制重点实验室	天津市畜禽病原检测与基因工程疫苗技术工程中心	天津市兽用化学药品企业重点实验室
博士后工作站	天津市动物化学药物制剂企业重点实验室	
院士工作站	天津市国际科技合作基地	
兽用生物制品国家专业化众创空间	天津市科教兴农集成创新示范基地	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

#### 持续增加研发资金投入，新研发项目持续推进，投入期逐渐步入成果兑现期。

2017~2022年，公司研发费用由0.85亿元增长到1.33亿元，仅次于中牧股份和生物股份位于行业前三的位置。2022年公司主要有24个主要研发项目持续推进，新产品重点在疫苗的多联多价、疫病检测诊断、养殖端减抗、饲料端替抗、反刍动物和宠物用药等多领域。2023年在家禽、家畜和宠物三大板块也会有新产品相继推出，家禽板块需要关注新推出的二联活疫苗、LaSota+LDT3，鼻支二联灭活疫苗等新产品的落地情况；家畜板块需要关注猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗、猪圆环病毒亚单位灭活疫苗等新产品的情况；重点布局的宠物新板块需要持续关注驱虫药方面和重磅产品“猫三联”的落地情况，疫苗成功落地有望推进国产化宠物疫苗的进程。

图23：2017-2022年头部企业研发费用变化情况（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

表4：公司在研项目

分类	主要研发项目名称	项目产品功能	项目进展
原料药及制剂	孟布酮注射液和粉剂	治疗靶动物的消化不良。	获得《新兽药注册证书》，在产品转产研究和产品文号申报阶段。
	泰地罗新注射液	用于预防和治疗对泰地罗新敏感的胸膜肺炎放线杆菌、副猪嗜血杆菌等细菌引起的猪呼吸道疾病	获得《新兽药注册证书》，处于产品转产研究和产品文号申报阶段。
猪用生物制品	口蹄疫病毒非结构蛋白3ABC阻断ELISA抗体检测试剂盒	区分口蹄疫病毒感染动物、口蹄疫全病毒抗原疫苗免疫动物、口蹄疫病毒标记疫苗免疫动物	取得《新兽药注册证书》，处于新兽药产品批准文号申请阶段。
	猪圆环病毒2型基因工程亚单位疫苗	用于提前预防猪圆环病毒	取得《新兽药注册证书》，处于新兽药产品批准文号申请阶段。
禽用生物制品	鸭坦布苏病毒血凝抑制试验抗原、阳性血清与阴性血清	用于鸭坦布苏病毒抗体的快速定性和定量检测。	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。
	鸡传染性法氏囊病毒ELISA抗体检测试剂盒	用于鸡法氏囊病毒血清抗体检测，特异性强，敏感性高，检测周期短，易于标准化。	取得《新兽药注册证书》，处于新兽药产品批准文号申请阶段。
	重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗(H5N2rSD57株+rFJ56株，H7N9rGD76株)	用于预防由H5亚型2.3.2.1d分支、2.3.4.4d分支和H7亚型禽流感毒引起的高致病性禽流感。	取得《新兽药注册证书》，目前已获得产品批文。
	禽腺病毒卵黄抗体	用于预防I群4型禽腺病毒。	取得临床批件，目前处于临床试验阶段
	重组鸡α-干扰素口服液	用于鸡传染性法氏囊病的紧急预防。	取得临床批件，目前处于临床试验阶段
宠物用药	小鹅瘟、鹅星状病毒二联卵黄抗体	用于紧急预防由小鹅瘟病毒引起的小鹅瘟病及由鹅星状病毒引起的鹅痛风。	取得临床批件，目前处于临床试验阶段
	犬细小病毒抗血清	用于紧急预防犬细小病毒病	取得《新兽药注册书》。
	犬瘟热、细小病毒病、腺病毒病、副流感四联活疫苗	用于预防犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病和犬副流感。	取得临床批件，目前处于临床试验阶段
	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症、三联灭活疫苗	用于预防猫鼻气管炎、杯状病毒病和泛白细胞减少症。	取得临床批件，目前处于临床试验阶段
	克林霉素磷酸酯颗粒	用于宠物犬皮肤创伤、脓肿和深层感染治疗的速溶性口服药物。	获得新兽药注册证书，产品已获得批准文号。
	复方制霉菌素软膏	抵抗细菌、真菌、寄生虫以及瘙痒，是犬猫通用耳部外用软膏制剂。	产品已获得批准文号。
	吡虫啉莫昔克丁滴剂(犬)	犬、猫专用外用制剂，可绕过肝脏首过效应和胃肠道刺激，防治犬、猫体内外寄生虫感染，一站式解决28种寄生虫困扰。	产品已获得批准文号。
其他	伊维菌素吡喹酮咀嚼片	用于治疗犬线虫感染和绦虫感染。	产品已获得新兽药证书。
	吡丙醚	驱虫原料药。	产品已获得新兽药证书，处于产品转产研究和产品文号申报阶段。
	非泼罗尼吡丙醚滴剂	用于驱杀犬体表的跳蚤成虫、幼虫、卵和婢。	产品已获得新兽药证书，处于产品转产研究和产品文号申报阶段。
	草鱼维氏气单胞菌败血症灭活疫苗	用于预防草鱼维氏气单胞菌病。	取得临床批件，目前已完成临床试验。
	托曲珠利危险工艺微通道技术开发	开发危险工艺安全生产新技术，以技术创新提高安全生产。	进入中试设备定制研发过程

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

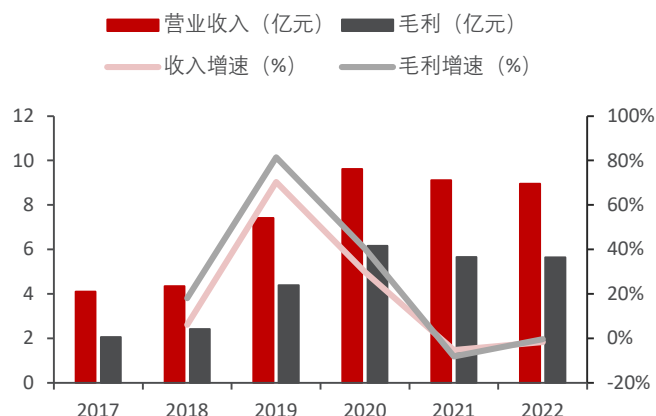
## 3.2 畜禽业务持续增长，行业领先地位稳固

### 3.2.1 禽用产品是推动公司业绩增长的核心业务

禽类疫苗和化药均处于行业前端。疫苗方面，2017-2022年禽类疫苗的收入从4.10亿元增长到8.96亿元，年复合增速为16.9%；毛利率由49.9%上升到63.0%，处于行业领先地位。公司多年前通过收购华南农大医药公司获得了高致病性禽流感的生产资质，同时提高了公司在疫苗研发方面的技术水平，目前主要拥有的产品包括重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗、H9亚型禽流感疫苗产品线系列。因禽流感病毒变异，疫苗更换毒株，2022年2月，公司拿到新升级产品批文，未来有望释放业绩增量。2023年，家禽板

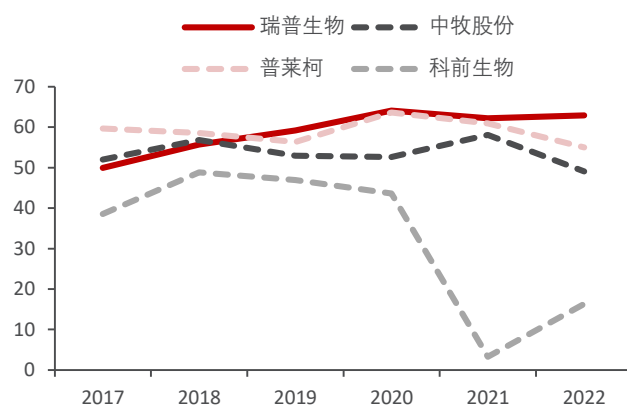
块将推出新支二联活疫苗 LaSota+LDT3，鼻支二联灭活疫苗等新产品，建立高品质、多元化、全品类的产品矩阵；**化药方面**，氟苯尼考可溶性粉、替米考星溶液和癸氧喹酯干混悬剂等多项兽药为国际首创，进一步稳固公司禽药研发的领先地位。

图24： 2017-2022 年公司禽类疫苗营收变化和毛利变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图25： 行业内龙头禽用疫苗毛利率对比（单位：%）



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

表5： 公司禽用重点产品

商品名	通用名	功能及优势	图片
禽元	重组禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗 (H5N2rHN5801株+rGD59株, H7N9rHN7903株)	该产品利用反向遗传技术研发，抗原生产采用超滤浓缩技术，疫苗纯净、抗原含量高，被列入国家批准使用的疫苗名录，能够有效防控当前 H5、H7 亚型高致病性禽流感的发生。	
优瑞康	鸡新城疫、禽流感 (H9 亚型) 二联灭活疫苗 (La Sota 株+HP 株)	该产品毒株免疫原性好，采用纯化技术生产，具有抗原含量高、保护效果好、副反应小的特点，用于鸡新城疫和禽流感 H9 亚型的预防。	
信法泰	鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感 (H9 亚型) 三联灭活疫苗 (La Sota 株+BJQ902 株+WD 株)	该产品毒株免疫原性好，采用超滤纯化技术生产，抗原含量高；法氏囊为全病毒粒子，具有保护效果好、保护范围广、副反应小的特点。	
新支妥	鸡新城疫、传染性支气管炎二联灭活疫苗 (La Sota 株+H120 株)	该产品毒株免疫原性好，具有抗原含量高、无外源病毒污染、保护效果好、副反应小的特点，用于鸡新城疫和传染性支气管炎病的预防。	
立本康	氟苯尼考粉	该产品为酰胺醇类抗菌药，用于畜禽细菌性疾病和支原体感染，采用先进固体分散体增溶技术，80 倍临床剂量澄清，是普通制剂的 4 倍，生物利用度高。	
泰亮	酒石酸泰万菌素预混剂	该产品用于猪、鸡支原体感染，可抑制蓝耳病毒复制；抗炎、抗内毒素，降低肺损伤；使用便捷：拌料、水溶皆可，溶水性高，可达临床剂量 50 倍。	
康替优	黄芪多糖注射液	该产品优选内蒙黄芪，采用数字化精准生产，活性成分的提取率提升 5% 以上，控制高活性分子量段 25% 以上，提升畜禽免疫力。	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**“三方合作”战略实施，为公司家禽板块发展保驾护航。**2023年3月，瑞普生物与我国规模最大白羽肉鸡养殖企业圣农发展、新兴兽药疫苗生产企业圣维生物签署战略合作协议，收购圣维生物15%的股权，并约定在同等质量且价格不高于圣农发展向其他第三方采购药品与疫苗价格的条件下优先采购瑞普、圣维的产品，同时瑞普将努力帮助圣维提升外部市场的销售额。此次合作开启公司与圣农发展全面深度合作的新模式，实现了养殖集团与动保企业围绕健康养殖合作模式的创新，并将产生良好的示范推广效应，推动公司与养殖企业整合各自优势资源强强联合共建养殖产业生态圈。

表6：瑞普与圣农、圣维签订合同具体内容

	2023	2024	2025
圣农向瑞普年度采购总金额 (万元)	4000	5000	6000
瑞普经营圣维疫苗外部市场苗的销售目标金额 (万元)	1500	2500	4000
可为瑞普贡献的收入 (万元)	4225	5375	6600

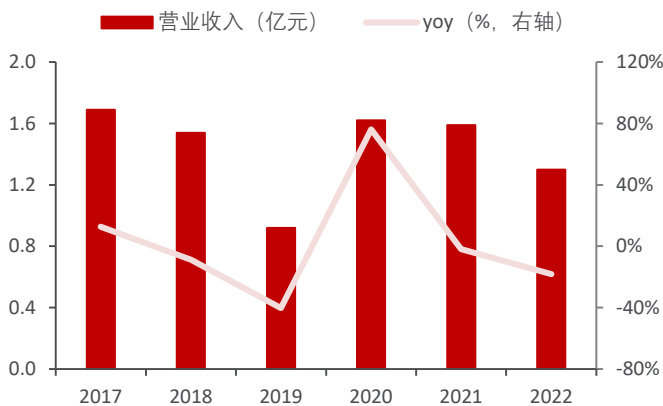
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.2.2 畜用产品发力开启高速增长

**以药带苗积极布局集团客户，新品推出进一步丰富产品矩阵。**公司畜用化药的重点产品氟苯尼考、沃尼妙林、妥曲珠利三个单品在国际上市场占有率排名前列，奠定了公司在国内畜用化药领域的龙头企业地位。凭借化药的地位，公司通过为客户提供全养殖周期的健康管理方案和差异化定制服务，得到了下游大客户的信赖，并进一步导入疫苗产品。

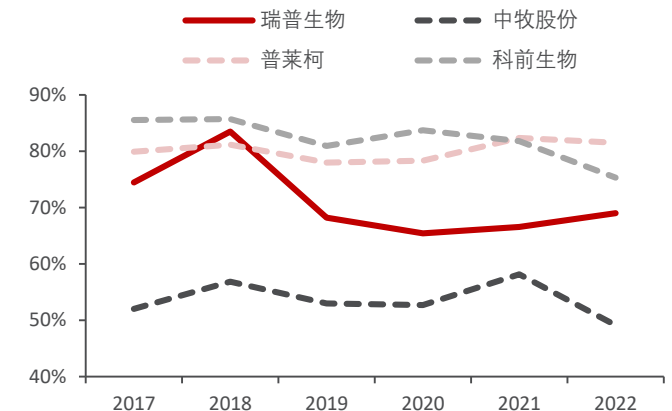
公司在**畜用疫苗**板块布局多年，蓝耳、圆环、猪瘟等多管线均有产品，2017-2022年间，公司畜用疫苗营收由1.69亿元下降升至1.30亿元，其中2018年爆发的非瘟疫情导致猪用疫苗需求量大幅下降，而2022年猪价低迷也导致公司营收出现周期性震荡。2023Q1，公司整体家畜板块营业收入8153万元，同比增长18%；其中，畜用疫苗实现收入3000万元左右，同比增长50%。在此基础上，公司不断迭代新的产品，在研产品逐步进入收获期。2023年将推出猪繁殖与呼吸综合征灭活疫苗、猪圆环病毒2型亚单位疫苗等具有强竞争力的新产品，为公司猪用疫苗管线增添新的动力。

图26：2017-2022年公司畜用疫苗营收及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图27：行业内龙头猪用疫苗毛利率对比（单位：%）



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所



表7: 公司猪用重点产品

商品名	通用名	功能及优势	图片
诸元妥	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 株)	该产品为国内以攻毒保护为评价体系的全病毒疫苗, 具有抗原谱广, 抗原含量高, 副反应小, 保护期长的特点。	
维乐复康	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗 (HB08 株+ZJ08 株)	该产品毒株免疫原性好, 对猪流行性腹泻和传染性胃肠炎保护效果好; 采用专利保护剂, 溶解速度快, 使用便捷。	
诸连富	猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗	该产品为国家一类新兽药, 采用重组基因技术和蛋白纯化技术, 可交叉保护猪链球菌和副猪嗜血杆菌的多种血清型; 是一种能高效预防猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病的二联亚单位疫苗。	
文易舒	猪繁殖与呼吸综合征活疫苗 (R98 株)	该疫苗毒株为从自然界筛选出的免疫抗原性好的无致病力毒株, 经克隆纯化做成疫苗种毒, 无毒力返强风险, 仔猪及怀孕母猪都可使用, 可采用滴鼻、肌注方式, 对猪蓝耳病具有较好的防控作用。	
倍扶欣	头孢噻唑注射液	该产品用于治疗猪呼吸道细菌性感染及细菌性疾病的预防; 采用纳米混悬技术, 一次注射药效长达 7 天, 荣获天津市科技进步一等奖。	
替米佳	替米考星肠溶颗粒	该产品用于治疗猪胸膜炎放线杆菌、巴氏杆菌和支原体等细菌感染; 为国内首创肠溶包被制剂, 具有适口性好, 胃的酸性条件下不溶出、肠道中性或弱碱性环境下迅速溶出的优势, 生物利用度是普通预混剂的 1.41 倍。	
立本康	氟苯尼考粉	该产品为酰胺醇类抗菌药, 用于畜禽细菌性疾病和支原体感染, 采用先进固体分散体增溶技术, 80 倍临床剂量澄清, 是普通制剂的 4 倍, 生物利用度高。	

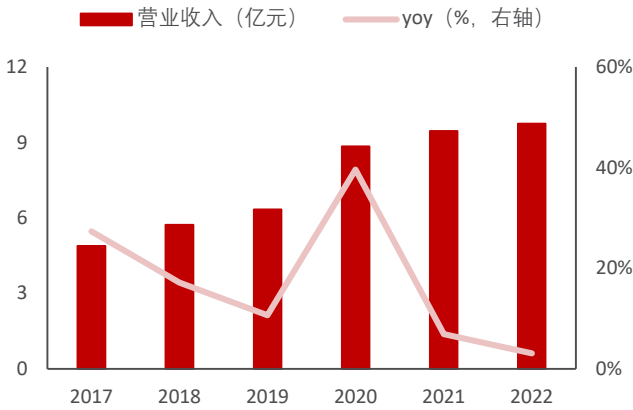
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.2.3 原料药产能释放提升化药板块整体盈利空间

**龙翔药业产能逐步释放, 原料药和制剂盈利能力提高。**2017-2022 年公司原料药及制剂营收从 4.89 亿元增长到 9.75 亿元, 年复合增长率为 14.8%。**原料药业务方面,**2022 年初公司基于对未来快速发展的信心、加强供应链一体化布局等因素, 以自有资金 5623.85 万元增持龙翔药业 17.8% 的股份, 合计持股比例为 81.6%。22 年 3 月, 龙翔药业新厂一期工程开始试生产, 2023 年产能逐步释放, 公司化药板块整体盈利能力将快速回升。2023 年公司还将重点推出孟布酮、头孢噻唑、头孢噻唑钠、吡丙醚等重点新产品, 结合已有 6 种产品打造全新产品矩阵, 提高市场竞争力。

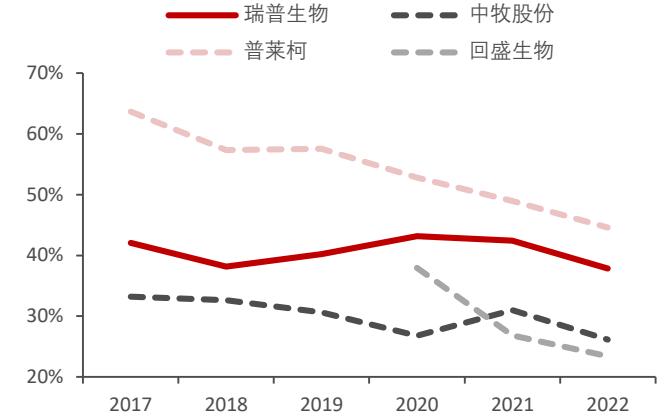
**药物制剂方面,**多年来公司已形成了长效缓释制剂、纳米制剂、难溶药物增溶以及苦味遮蔽等多个领先技术平台, 成功产出替米考星肠溶颗粒、癸氧喹酯干混悬剂等多项填补国际空白的创新药物制剂。2022 年天然植物提取产业基地建设项目新建生产线已经进行了设备安装调试; 国际标准兽药制剂自动化工厂建设项目也已经完成土建工程施工, 且新增 7 条生产线设备正在有序安装调试, 2023 年起将陆续完成新版兽药 GMP 验收, 并逐步投产, 为公司进一步提升“原料药+制剂”一体化竞争优势奠定基础。

图28： 2017-2022 年公司原料药及制剂营收及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图29： 行业内龙头企业化药毛利率对比（单位：%）



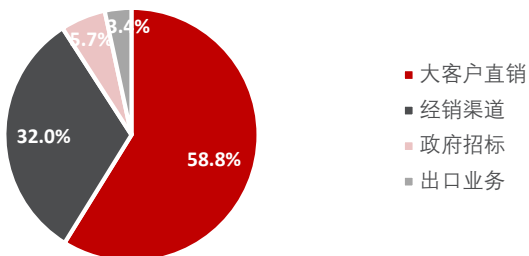
资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

### 3.2.4 传统业务直销和经销渠道完善

公司维持以大客户直销为主要的营销战略方针，推动其他销售渠道共同发展，构建完善的销售矩阵。公司除大客户直销外，还存在经销商渠道、政府招标采购以及出口模式三种销售渠道。2022年，公司大客户直销收入12.3亿元，同比增长5.3%，占总营收比例58.9%；经销渠道收入6.7亿元，占比32.2%；政府招标1.2亿元，占比5.5%；出口业务7,080万元，占比3.4%。

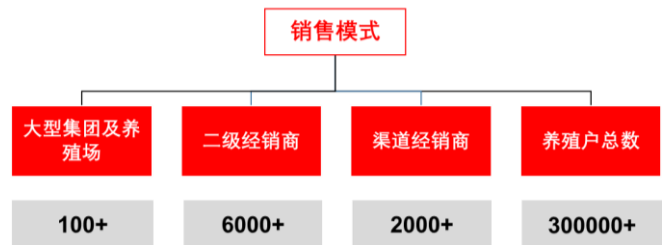
直销和经销服务体系完善，多元化服务有效提升客户质量和粘性。大客户直销方面，公司锁定家禽TOP300、家畜TOP200的养殖集团和大型规模养殖场，与国内众多头部养殖集团建立战略合作关系，以优质产品、高品质服务，从疫病监测诊断、生物安全防护、养殖成本控制、供销精准对接等多个维度为养殖集团提供高效的专业服务和解决方案，提升养殖集团销售占比及市场覆盖率。经销商方面，公司继续加大全国重点养殖区域龙头养殖企业和终端养殖户的开拓力度，以覆盖家禽1500个重点养殖县、家畜1000个重点养殖县为目标，鸡、猪、水禽三线并进。目前，公司形成了销售人员+技术行销人员双向赋能的经销商模式，通过市场推广策划、技术培训和技术推广会，共建标杆客户；内外部专家相结合，展开多频次的线上线下服务模式，为经销商及终端客户答疑解惑。

图30： 2022年公司各销售渠道占比（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图31： 2022年各销售模式数量概况



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

图32: 部分直销大客户展示



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图33: 经销商服务管理



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3.3 依托领先的产品架构, 搭建宠物产业生态圈

公司在宠物医疗领域已经布局蓄能多年, 已具备与国际接轨的高质量宠物医药产品矩阵, 在抗寄生虫药、耳药、皮肤外用药、抗菌抗病毒药、麻醉镇痛药、生物制品、洗消及营养保健产品等 9 大领域拥有超过 25 款品类、覆盖 12 种剂型的宠物医药产品。未来, 公司还将拓展宠物疫苗、功能食品、处方食品等领域, 力争打造宠物医药本土第一品牌。

表8: 公司宠物板块产品

产品类型	商品名	通用名	功能及优势	图片
麻醉药	齐弗宁	吸入用七氟烷	用于犬外科手术的麻醉诱导和麻醉维持	
	易弗宁	异氟烷	本品为吸入型麻醉剂, 异氟烷为恩氟烷的异构体, 在成麻醉诱导和复苏均较快, 造成麻醉成都可能变化很快, 用于犬外科手术的麻醉诱导和麻醉维持	
耳药	倍尔舒	氟苯尼考甲硝唑滴耳液	抗菌药。用于治疗犬、毛细菌性中耳炎、外耳炎	
皮肤用药	扶倍宁	复方酮康唑	抗微生物药。用于治疗犬、猫真菌、厌氧菌等引起的皮肤病	
营养保健	固力舒	宠物营养补充剂氨糖软骨素	用于改善犬、猫关节炎症, 特别针对伤后恢复、骨折、术后恢复及老年犬的关节炎等, 增强骨关节软骨组织、肌腱、韧带弹性; 也可作为运动犬及老年犬的关节保健剂	
生物制品	权干素	重组犬α-干扰素(冻干型)	用于治疗早期犬细小病毒性肠炎	

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

#### 3.3.1 宠物用药多年研发投入进入收获期, 构建多元化产品矩阵

宠物驱虫药方面, 公司依托缓控释制剂平台、结晶技术平台, 历时六年打造的体内外同驱的驱虫药“莫普欣”凭借内外兼顾广谱驱虫的优势, 短时间内成为“千万级爆品”, 带动了其他宠物产品的销售, 同时也突破了同成分进口产品对市场的垄断格局。2023年, 公司还将推出新款体外驱虫药“非泼罗尼吡丙醚滴剂”, 主要预防跳蚤和蜱虫, 其中吡丙醚是公司自主研发的国内首家二类新兽用原料药, 为第三代、具有强烈杀卵作用的保幼激素类杀虫剂, 且使用量仅为一代甲氧普烯的 1/3, 该产品上市后有望成为公司宠物驱虫版块继“莫普欣”之后的又一重磅产品, 二者形成互补, 在短期内实现销量快速增长。

图34： 公司宠物驱虫药莫普欣



资料来源：官方直营店，浙商证券研究所

表9：“莫普欣”与其他热销驱虫药对比

品牌	驱虫范围	驱虫形式	主要成分	体内寄生虫	体外寄生虫
莫普欣 (瑞普生物)	内外同驱	滴剂	吡虫啉、莫西克丁	蛔虫、钩虫、心思虫、鞭虫、血管圆线虫、微丝蚴	跳蚤、耳螨、虱子、疥螨、蠕形螨、幼蚤
福来恩 (勃林格)	外驱	滴剂	非泼罗尼, 甲氧普烯	-	跳蚤、蜱虫、虱、疥螨
爱沃克 (拜耳)	内外同驱	滴剂	吡虫啉、莫西克丁	蛔虫、钩虫、鞭虫、心丝虫、血管圆线虫	跳蚤、虱子、耳螨、犬疥螨、蠕形螨
海乐妙/海乐旺 (海正动保)	内驱/内外同驱	口服	米尔贝肟、吡喹酮	蛔虫、钩虫、鞭虫、眼线虫、心丝虫、毛细线虫、绦虫、吸虫	耳螨、疥螨、鼻螨、姬螯螨、蠕形螨
大宠爱 (硕腾)	内外同驱	滴剂	塞拉菌素	蛔虫、心丝虫	跳蚤、疥螨、耳螨、虱子
拜宠清 (拜耳)	内驱	口服	双羟萘酸噻嘧啶、吡喹酮	蛔虫、鞭虫、钩虫、毛细线虫、吸虫	-

资料来源：官方旗舰店，浙商证券研究所

在宠物治疗药物方面，2022年新获批的克林霉素磷酸酯颗粒是目前国内批准唯一治疗宠物犬皮肤创伤、脓肿和深层感染的速溶性口服克林霉素制剂；新上市的耳药伊尔舒（复方制霉菌素软膏）为重磅产品，其主要优点是容温范围大，组方中驱虫成分经过多次结晶纯化，杂质含量小于1%，与市售进口制剂相比，安全性得到极大提升，为犬猫提供外耳炎的系统性解决方案。宠物营养健康领域，公司新推出保护宠物心脏产品小粉弹宠物辅酶Q10，针对6种易忽略症状，领先其他护理产品。

表10： 公司新产品“小粉弹”覆盖症状全面

产品名称	食欲不振	咳嗽	易摔倒	体力不支	体弱多病	疲倦乏力
小粉弹辅酶Q10	√	√	√	√	√	√
乐普宠物辅酶Q10	√	√				√
匹莫苯单片				√	√	√
卜尼宠物辅酶Q10				√	√	√

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

宠物用疫苗方面，针对犬、猫等宠物必打疫苗，公司形成了瞄准进口替代、填补国内空白的产品研发矩阵。公司猫三联灭活疫苗毒种均从我国本土流行毒株分离，市场匹配度高，借助近十年来的新生物学技术自主开发，可以更好地预防猫瘟、猫传染性鼻气管炎和猫杯状病毒病，已于22年底完成临床试验并提交审批，目前处于新兽药注册证书申报阶段，争取实现本土宠物疫苗产品第一个上市，届时将打破多年来猫三联疫苗进口品牌垄断的市场格局。此外，公司犬四联疫苗也已处于临床试验阶段，若研发顺利推进并实现上市销售，将助力公司以高标准、高质量的产品满足宠主对各类疫病的防疫需求。

上述产品的推出，丰富了公司宠物药品矩阵，使公司宠物产品管线更具领先性，进一步提升公司在宠物医疗领域的核心竞争力。在此基础上，公司计划实现安全有效的国产疫苗、药品进口替代，为宠物板块业绩提供新增长点，为长期战略落地奠定新基础。

表11：公司宠物疫苗研发进程

产品名称	项目进展	具体情况
犬瘟热-细小病毒病-腺病毒病-副流感四联活疫苗	已经取得临床批件，目前处于临床试验阶段	本产品采用国内流行毒株致弱，具有免疫效果好、安全性好、保存稳定等优点，本产品的研制与开发丰富了公司宠物用疫苗结果，以高标准、高质量的产品满足宠主对各类疫病的防疫需求。
猫鼻气管炎-杯状病毒病-泛白细胞减少症三联灭活疫苗	新兽药注册证书申报中	本产品采用国内流行毒株，采用高效浓缩纯化技术和进口佐剂，产品安全、有效。本产品的开发，填补国产猫三联疫苗空白，打破猫用疫苗长期依赖进口的局面。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.3.2 加速完善宠物销售渠道布局，打造独立宠物品牌

宠物医院渠道布局快速推进，多轮融资后或启动上市计划。2012年，董事长李守军先生成立了瑞派宠物医院，2015年瑞普生物通过增资扩股的方式取得4.3%的股权，2017年瑞派获得美国高盛集团A轮融资，2018年获得越秀资本等注入B轮系列融资，2019年底获得玛氏中国投资完成C轮融资，2022年医院规模达600余家，覆盖全国70余座城市，同时D轮融资先后获得基石资本及蒙牛创投基金投资，为后续IPO进行了充分的准备。截至2022年底，公司持有瑞派8.93%股权，依靠其影响力，有望在宠物板块率先受益，为后期渠道战略布局打下基础。

图35：瑞派宠物医院现有16个特色学科



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图36：瑞派宠物医院专业设备为宠物健康保驾护航



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

“三瑞齐发”新战略格局基本形成，纵深拓展销售渠道护城河。瑞普生物与瑞派宠物医院旗下中瑞供应链签订了宠物产品集采合同，2022年发生交易额1350万元，同比增长178.7%，随着公司宠物产品品种丰富，未来仍将加大双方的合作体量；通过瑞派宠物医院旗下宠物医院、中瑞供应链触达全国其他宠物医院的核心优势，通过宠物医生引导宠主消费习惯。

构建宠物领域协同发展生态圈。2021年公司以自有资金2000万元投资北京希诺谷生物科技有限公司5.88%股权，正式进军动物基因科技领域，将充分整合并丰富医疗资源与高生物技术，搭建具备信息共享、市场合作、药物研发等多项功能的合作平台，探索创新医疗服务模式；2022年公司投资宠物品牌全渠道运营管理公司——重庆易宠科技有限公司，持有其13.82%股权，在终端宠物店及线上渠道深度布局；同年公司还投资了疫苗研发公司——北京绿竹生物技术股份有限公司，加强在宠物疫苗及宠物创新药品方面的合作研发；2023年公司将重点布局线上平台，通过差异化的产品，引导线上平台销售。未来公司将继续优化经销商结构，赋能经销商，结合上述渠道快速推动公司宠物版块全渠道布局的纵深性，全面面向经销商、宠物医院、宠物店、宠主，树立品牌形象。

图37：公司宠物产业生态圈搭建



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 关键假设与盈利预测

(1) 禽用疫苗。2023年一季度，公司与我国规模最大白羽肉鸡养殖企业圣农发展、新兴兽药疫苗生产企业圣维生物签署战略合作协议，约定在同等质量且价格不高于圣农发展向其他第三方采购药品与疫苗价格的条件下优先采购瑞普、圣维的产品，同时瑞普将努力帮助圣维提升外部市场的销售额。此次合作将帮助公司家禽用药业务实习持续发展。预计2023~2025年禽用疫苗实现收入10.65、11.46、11.81亿元，增速分别为18.8%、7.6%、3.1%，受益于新品推出带动单价提升，毛利逐渐增长为63.5%、64.0%、65.0%。

(2) 畜用疫苗。2023年生猪基础存栏量维持高位，支撑公司产品需求增长，同时公司以药带苗突破多家集团养殖客户，收入有望实现高增。预计2023~2025年畜用疫苗实现收入1.47、1.52、1.58亿元，增速分别为12.8%、3.9%、3.9%，受猪价低迷影响，公司盈利空间或被挤压，预计毛利率稳定在67.0%左右。

(3) 原料药及制剂。龙翔药业在2022年基本处于试生产阶段，2023年随着产能进入释放期，预计公司原料药及制剂板块2023~2025年实现收入14.68、18.25、19.54亿元。增速分别为50.6%、24.3%、7.1%。随着产量的增加，产品成本也逐步下降，因此毛利率比分别为40.0%、42.0%、44.0%。

综上，我们预计公司2023~2025年分别实现营收27.80、32.65、34.86亿元，同比增长33.38%、17.46%、6.78%；实现归母净利润5.08、6.02、7.04亿元，同比增长46.51%、18.61%、16.89%。

表12：公司盈利预测（亿元）

	分类	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	禽用疫苗	9.11	8.96	10.65	11.46	11.81
	畜用疫苗	1.59	1.30	1.47	1.52	1.58
	原料药及制剂	9.46	9.75	14.68	18.25	19.54
	其他	-0.09	0.83	1.00	1.43	1.93
	合计	20.07	20.84	27.80	32.65	34.86
营业成本	禽用疫苗	3.44	3.32	3.89	4.12	4.13
	畜用疫苗	0.53	0.40	0.48	0.50	0.52
	原料药及制剂	5.45	6.06	8.81	10.58	10.94
	其他	0.25	0.97	0.38	0.53	0.69
	合计	9.67	10.75	13.56	15.74	16.29
毛利率	禽用疫苗	62.2%	62.9%	63.5%	64.0%	65.0%
	畜用疫苗	66.6%	69.0%	67.0%	67.0%	67.0%
	原料药及制剂	42.4%	37.8%	40.0%	42.0%	44.0%
	其他	375.7%	-16.5%	62.0%	63.0%	64.0%
	合计	51.8%	48.4%	51.2%	51.8%	53.3%
毛利额	禽用疫苗	5.67	5.64	6.76	7.33	7.68
	畜用疫苗	1.06	0.90	0.98	1.02	1.06
	原料药及制剂	4.01	3.69	5.87	7.66	8.60
	其他	-0.34	-0.14	0.62	0.90	1.23
	合计	10.40	10.09	14.24	16.91	18.57

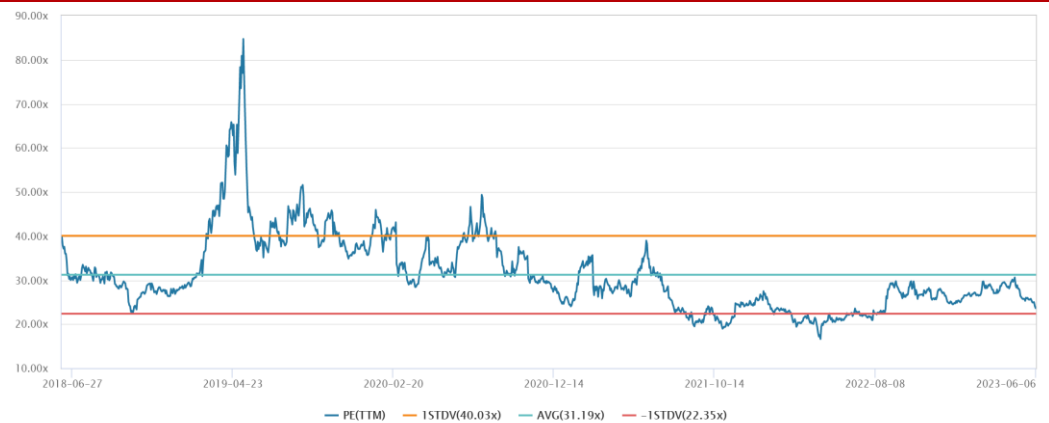
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 4.2 估值与投资建议

公司作为动保行业头部企业，在行业整体同质化竞争严峻的情况下，积极寻求新的突破增量。家禽用药、家畜用药、原料药三个业务板块内生外延共同驱动传统业务增长；宠物用药板块前瞻布局，抢占蓝海市场。

综上，预计 2023~2025 年公司实现 EPS 分别为 1.09、1.29、1.50 元/股，公司历史五年平均估值在 31X 左右。同时，我们选取同样覆盖了畜禽疫苗及化药业务的中牧股股、普莱柯和生物股份作为参考，对应 2023 年 PE 均值为 27X。考虑到公司传统业务稳定增长，且前瞻布局新兴宠物业务板块，有望首批实现进口替代突破，具备较高成长性，因此给予公司 2023 年归母净利润 30X 估值，合理市值为 152.4 亿元，目标价为 32.6 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图38： 公司历史估值



资料来源：wind，浙商证券研究所

表13： 公司与可比公司估值 (2023/6/8)

公司简称	最新价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中牧股份	12.18	124	0.54	0.62	0.76	0.88	22.56	19.65	16.03	13.84
普莱柯	23.84	84	0.49	0.77	0.99	1.20	48.65	30.96	24.08	19.87
生物股份	9.92	111	0.19	0.33	0.42	0.52	52.21	30.06	23.62	19.08
均值			0.41	0.57	0.72	0.87	41.14	26.89	21.24	17.59
瑞普生物	17.22	81	0.74	1.09	1.29	1.50	23.25	15.87	13.38	11.44

资料来源：wind，浙商证券研究所



## 5 风险提示

**(1) 新品上市不及预期。**公司持续有新疫苗产品推出，若市场反馈不及预期，将影响公司营收增长。

**(2) 下游周期反转不及预期。**下游养殖对动保产品的需求与其盈利水平相关度较高，当养殖端景气较差时会降低对动保产品的使用，导致动保企业销售收入及净利润出现下滑的风险。

**(3) 行业竞争加剧。**公司主要产品均有竞争者参与，若同行继续加大价格竞争以获取市场份额，公司则有丢失市场份额或毛利率继续降低的风险。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3093.29	3686.79	4346.05	5032.92
现金	384.42	1311.50	1456.72	1876.73
交易性金融资产	1500.85	826.18	968.30	1098.45
应收账款	746.51	894.95	1169.81	1311.29
其它应收款	35.73	50.86	61.19	62.96
预付账款	21.57	39.63	45.00	42.31
存货	367.06	501.81	568.77	582.77
其他	37.16	61.84	76.25	58.41
<b>非流动资产</b>	3012.98	3005.24	3159.43	3275.84
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	377.49	291.78	314.78	328.01
固定资产	1188.04	1327.75	1497.16	1683.55
无形资产	258.54	239.44	222.12	207.58
在建工程	373.75	329.08	271.69	228.74
其他	815.17	817.20	853.68	827.95
<b>资产总计</b>	6106.27	6692.03	7505.49	8308.76
<b>流动负债</b>	1309.77	1262.89	1439.74	1489.79
短期借款	666.71	553.32	603.71	607.91
应付款项	397.43	400.98	501.74	534.60
预收账款	0.07	0.35	0.24	0.27
其他	245.56	308.23	334.05	346.99
<b>非流动负债</b>	295.40	339.28	326.36	320.35
长期借款	191.18	191.18	191.18	191.18
其他	104.22	148.09	135.18	129.16
<b>负债合计</b>	1605.17	1602.17	1766.10	1810.13
少数股东权益	279.59	319.26	366.30	421.29
归属母公司股东权益	4221.51	4770.61	5373.08	6077.34
<b>负债和股东权益</b>	6106.27	6692.03	7505.49	8308.76

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	389.49	419.51	496.24	840.31
净利润	373.77	547.61	649.52	759.24
折旧摊销	108.04	103.50	117.37	134.03
财务费用	17.35	30.98	21.23	18.34
投资损失	(4.05)	(4.05)	(4.05)	(4.05)
营运资金变动	111.12	(75.90)	(125.94)	(20.07)
其它	(216.74)	(182.63)	(161.89)	(47.18)
<b>投资活动现金流</b>	(1244.73)	583.61	(373.24)	(401.74)
资本支出	(383.77)	(176.20)	(207.67)	(255.88)
长期投资	(98.30)	75.47	(17.55)	(13.46)
其他	(762.65)	684.34	(148.02)	(132.40)
<b>筹资活动现金流</b>	(48.35)	(76.03)	22.21	(18.57)
短期借款	75.59	(113.38)	50.39	4.20
长期借款	101.05	0.00	0.00	0.00
其他	(224.99)	37.35	(28.18)	(22.77)
<b>现金净增加额</b>	(903.59)	927.08	145.22	420.00

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2084.25	2779.91	3265.17	3486.39
营业成本	1074.61	1356.11	1573.73	1629.34
营业税金及附加	20.40	27.27	32.00	34.05
营业费用	344.07	472.58	569.20	591.85
管理费用	142.82	194.59	225.30	233.59
研发费用	132.68	175.13	205.71	209.18
财务费用	17.35	30.98	21.23	18.34
资产减值损失	18.27	(16.12)	(8.28)	0.50
公允价值变动损益	51.38	51.38	51.38	51.38
投资净收益	4.05	4.05	4.05	4.05
其他经营收益	27.16	27.42	29.21	27.93
<b>营业利润</b>	416.64	622.22	730.93	852.91
营业外收支	(2.83)	(2.83)	(2.83)	(2.83)
<b>利润总额</b>	413.81	619.39	728.10	850.08
所得税	40.04	71.78	78.58	90.84
<b>净利润</b>	373.77	547.61	649.52	759.24
少数股东损益	27.07	39.66	47.04	54.99
<b>归属母公司净利润</b>	346.70	507.95	602.48	704.25
EBITDA	560.89	753.27	866.24	1002.00
EPS (最新摊薄)	0.74	1.09	1.29	1.50

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.84%	33.38%	17.46%	6.78%
营业利润	-16.57%	49.34%	17.47%	16.69%
归属母公司净利润	-16.01%	46.51%	18.61%	16.89%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.44%	51.22%	51.80%	53.27%
净利率	17.93%	19.70%	19.89%	21.78%
ROE	7.86%	10.59%	11.13%	11.51%
ROIC	8.02%	10.30%	10.75%	11.20%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.29%	23.94%	23.53%	21.79%
净负债比率	54.62%	49.10%	47.05%	45.93%
流动比率	2.36	2.92	3.02	3.38
速动比率	2.08	2.52	2.62	2.99
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.35	0.43	0.46	0.44
应收账款周转率	3.17	3.60	3.61	3.29
应付账款周转率	3.91	4.09	4.23	3.83
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.74	1.09	1.29	1.50
每股经营现金	0.83	0.90	1.06	1.80
每股净资产	9.02	10.19	11.48	12.99
<b>估值比率</b>				
P/E	23.25	15.87	13.38	11.44
P/B	1.91	1.69	1.50	1.33
EV/EBITDA	14.23	9.36	7.90	6.34

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>