

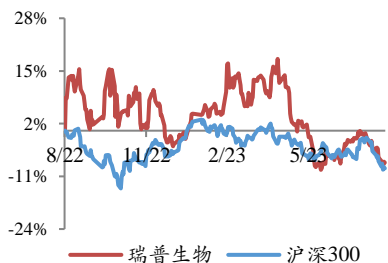
畜禽板块持续发力，猫三联上市值得期待

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-28

收盘价(元)	17.42
近12个月最高/最低(元)	22.25/17.09
总股本(百万股)	466
流通股本(百万股)	334
流通股比例(%)	71.70
总市值(亿元)	81
流通市值(亿元)	58

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：万定宇

执业证书号：S0010122030020

邮箱：wandy@hazq.com

相关报告

1.瑞普生物(300119)季报点评：宠物药品矩阵不断丰富，猫三联上市值得期待 2023-04-28

2.瑞普生物(300119.SZ)：缔造禽用疫苗领导品牌，宠物药品布局渐入佳境 2023-04-10

主要观点：

● 2023H1 归母净利润 1.78 亿元，同比增长 27.5%

公司公布 2023 年中报：实现营业收入 9.94 亿元，同比增长 9.4%，归母净利润 1.78 亿元，同比增长 27.5%。

分产品看，2023H1 疫苗板块营收约 4.9 亿元，同比增长 8.8%，药品板块营收 4.86 亿元，同比增长 11%。

分动物种属看，2023H1 家禽板块收入约 6.6 亿元，同比增长 9.2%，家畜板块收入 1.79 亿元，同比增长 10%，宠物板块收入 2,185 万，同比增长 126%，原料药收入 9,597 万，同比下降 4.3%，主要系原料药终端市场价格持续下降所致。

分渠道看，2023H1 集团客户直销模式收入 6 亿元，同比增长 7.3%，经销商渠道收入 3.1 亿，同比增长 13.7%，政府招标收入 2,622 万，同比下降近 50%，主要系先打后补政策导致政采份额减少，以及公司放弃部分低价省份，打造高品质产品所致，出口收入 5,368 万，同比增长 134%。

● 多款新品即将推出，畜禽产品矩阵持续完善

公司禽类产品种类丰富，公司拥有系列拳头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，2012-2022 年，公司禽用疫苗收入从 2.41 亿元增长至 8.96 亿元，年复合增长率 14%；2023H1 公司禽用疫苗收入 4.26 亿元，同比增加 5.5%，禽用药品收入约 2.4 亿元。公司持续推进产品迭代升级，今年上半年新上市泰亮-酒石酸泰万菌素可溶性粉、肺益舒-甘胆口服液等新产品，下半年有望推出新支二联活疫苗 LaSota+LDT3，鼻支二联灭活疫苗等新产品，为禽苗增长奠定基础。

公司积极布局家畜业务，完善产品矩阵，通过为客户提供全养殖周期的健康管理方案和差异化服务增强集团客户粘性；公司与华中农大及科前生物签署重组非瘟疫苗(腺病毒载体)合作协议，共同推进非瘟疫苗的研发；此外，公司积极参与蓝耳、腹泻等 mRNA 疫苗的技术合作。2023H1 公司家畜疫苗收入约 6,600 万元，家畜药品收入约 1.2 亿元。上半年，公司新品瑞蓝净成功上市，可提高家畜机体免疫力，辅助蓝耳病防治；下半年，公司有望推出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、泰地罗新注射液等，进一步提升畜用疫苗产品竞争力。

● 宠物药品矩阵不断丰富，猫三联上市值得期待

公司布局宠物板块多年，覆盖生物制品、化药及营养保健品等 9 大领域，共 20 余款宠物用产品。2023H1，公司实现宠物业务收入 2,185 万元，同比实现翻番。上半年，公司成立蓝瑞生物独立运营宠物业务，整合宠物研发、生产及供应链内部资源，充分发挥“三瑞齐发”的核心渠道优势，实现国产疫苗、药品进口替代。上半年菲比欣、瑞美静、小粉弹儿(角鲨烯辅酶 Q10)等产品成功上市。菲比欣(非泼罗尼吡

丙醚)的原料吡丙醚是最新一代(III)保幼激素杀卵成分,截至目前是国内唯一获批的宠物用原料药;瑞美静(盐酸右美托咪定注射液)是我国第一个通过一致性评价并获批的围手术期宠物用镇静止痛药,打破原研公司在我国长达12年的垄断。

2023年8月,公司猫三联疫苗(猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗)通过农业农村部组织的应急评价,毒种均从国内本土流行毒株分离,市场匹配度高,目前已在生产工艺、渠道铺设等方面做好准备,有望成为国内第一个上市销售产品,可填补国产化猫疫苗产品空白,为公司宠物板块业绩提供新增长点。

公司自主研发的犬四联疫苗可有效预防犬瘟热、犬细小病毒病、犬副流感、犬传染性肝炎(犬腺病毒1型)和犬传染性喉气管炎(犬腺病毒2型),目前已经完成临床试验,正在进行新兽药注册申请。此外,鱼油软胶囊&液体钙软胶囊等宠物保健品也可扩充宠物保健品矩阵。

● 投资建议

我们预计2023-2025年公司实现营业收入24.3亿元、28.0亿元、32.2亿元,同比增长16.7%、15.2%、14.7%,对应归母净利润4.66亿元、6.02亿元、7.44亿元,同比增速为34.4%、29.1%、23.7%,对应EPS分别为1.00元、1.29元、1.60元,维持“买入”评级。

● 风险提示

疫苗政策变化; 动物疫病; 产品研发风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2084	2432	2803	3216
收入同比(%)	3.8%	16.7%	15.2%	14.7%
归属母公司净利润	347	466	602	744
净利润同比(%)	-16.0%	34.4%	29.1%	23.7%
毛利率(%)	48.4%	50.6%	51.2%	51.2%
ROE(%)	8.2%	10.3%	11.7%	12.7%
每股收益(元)	0.75	1.00	1.29	1.60
P/E	24.85	17.43	13.50	10.91
P/B	2.06	1.79	1.58	1.38
EV/EBITDA	18.60	12.67	9.64	7.45

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	3093	3468	4347	4974	
现金	384	576	944	1457	
应收账款	743	609	949	838	
其他应收款	36	58	51	74	
预付账款	22	24	27	31	
存货	367	434	478	569	
其他流动资产	1541	1767	1899	2004	
非流动资产	3013	2974	2929	2881	
长期投资	377	377	377	377	
固定资产	1188	1127	1060	985	
无形资产	259	261	265	272	
其他非流动资产	1189	1208	1227	1247	
资产总计	6106	6442	7277	7855	
流动负债	1310	1350	1598	1287	
短期借款	667	732	744	632	
应付账款	329	263	416	217	
其他流动负债	314	355	437	437	
非流动负债	295	245	183	269	
长期借款	191	135	69	165	
其他非流动负债	104	110	113	105	
负债合计	1605	1594	1781	1556	
少数股东权益	280	316	363	421	
股本	468	466	466	466	
资本公积	2203	2189	2189	2189	
留存收益	1551	1876	2478	3223	
归属母公司股东权	4222	4531	5133	5878	
负债和股东权益	6106	6442	7277	7855	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	389	563	606	739	
净利润	374	503	649	803	
折旧摊销	116	82	87	95	
财务费用	28	30	32	30	
投资损失	-4	0	0	0	
营运资金变动	-95	-52	-162	-189	
其他经营现金流	440	555	811	991	
投资活动现金流	-1245	-200	-156	-170	
资本支出	-372	-43	-43	-47	
长期投资	-909	-157	-114	-123	
其他投资现金流	37	0	1	0	
筹资活动现金流	-48	-172	-82	-56	
短期借款	76	66	12	-112	
长期借款	101	-56	-66	95	
普通股增加	0	-2	0	0	
资本公积增加	-20	-14	0	0	
其他筹资现金流	-205	-165	-29	-39	
现金净增加额	-904	192	368	513	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	2084	2432	2803	3216	
营业成本	1075	1201	1367	1570	
营业税金及附加	20	24	27	31	
销售费用	344	365	394	425	
管理费用	143	150	157	165	
财务费用	17	25	25	18	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	51	0	0	0	
投资净收益	4	0	0	0	
营业利润	417	558	721	892	
营业外收入	3	0	0	0	
营业外支出	6	0	0	0	
利润总额	414	558	721	892	
所得税	40	56	72	89	
净利润	374	503	649	803	
少数股东损益	27	36	47	58	
归属母公司净利润	347	466	602	744	
EBITDA	495	666	832	1005	
EPS (元)	0.75	1.00	1.29	1.60	

主要财务比率					
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
成长能力					
营业收入	3.8%	16.7%	15.2%	14.7%	
营业利润	-16.6%	34.0%	29.1%	23.7%	
归属于母公司净利	-16.0%	34.4%	29.1%	23.7%	
获利能力					
毛利率 (%)	48.4%	50.6%	51.2%	51.2%	
净利率 (%)	16.6%	19.2%	21.5%	23.1%	
ROE (%)	8.2%	10.3%	11.7%	12.7%	
ROIC (%)	6.4%	9.2%	10.6%	11.5%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.3%	24.8%	24.5%	19.8%	
净负债比率 (%)	35.7%	32.9%	32.4%	24.7%	
流动比率	2.36	2.57	2.72	3.87	
速动比率	2.04	2.19	2.34	3.37	
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.39	0.41	0.43	
应收账款周转率	3.17	3.60	3.60	3.60	
应付账款周转率	3.91	4.06	4.03	4.96	
每股指标 (元)					
每股收益	0.75	1.00	1.29	1.60	
每股经营现金流	0.84	1.21	1.30	1.58	
每股净资产	9.02	9.72	11.01	12.61	
估值比率					
P/E	24.85	17.43	13.50	10.91	
P/B	2.06	1.79	1.58	1.38	
EV/EBITDA	18.60	12.67	9.64	7.45	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。