

主要业务板块稳健增长，宠物板块布局推进

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2023年年度报告, 公司2023年实现营收22.5亿元, 同比+7.9%, 实现归母净利润4.5亿元, 同比+30.6%。其中, 2023Q4实现营收实现营收6.6亿元, 同比+8.9%; 实现归母净利润1.8亿元, 同比+57.7%, 扣非归母净利润0.85亿元, 同比+4.44%。
- 点评: 主要业务板块稳健增长, 宠物板块布局推进。** 2023年, 公司制剂及原料药业务实现销售收入10.84亿元, 同比增长11.20%。禽用生物制品业务实现销售收入9.28亿元, 同比增长3.64%, 畜用生物制品业务实现销售收入1.41亿元, 同比增长8.47%。持续建立与大型养殖集团战略合作, 畜禽板块步入告诉增长期。宠物板块, 猫三联疫苗上市, 犬四联疫苗已完成临床试验。
- 研发投入连续增长, 注重研发驱动发展。** 2023年公司研发投入2.33亿元, 占营业收入比重达到10.35%。公司深入研发宠物前沿产品线, 持续的高饱和研发投入, 建立高品质、多元化、全品类的产品矩阵, 构成市场份额扩容的核心驱动力。公司猫三联疫苗市场响应良好, 填补国产空白。自主研发的犬四联疫苗已完成临床试验, 正进行新兽药注册申请; 公司取得鸡传染性鼻炎三价灭活疫苗、猪传染性胸膜肺炎基因工程亚单位疫苗、重组禽流感病毒(H5+H7)二价灭活疫苗3项新兽药注册证书。药物板块, 公司取得穿琥宁注射液、盐酸特比萘芬片等五个新兽药证书, 取得盐酸右美托咪定注射液、酒石酸泰万菌素可溶性粉两个比对试验文号, 盐酸右美托咪定注射液为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, 实现了进口替代。
- 积极布局非洲猪瘟疫苗, 加大口蹄疫疫苗市场竞争力。** 公司与科前生物及华中农业大学签署《重组非洲猪瘟病毒疫苗(腺病毒载体)合作开发及技术实施许可协议》。公司于2024年3月28日签署了《股权转让协议》, 计划以2.30亿元自有资金或自筹资金收购保定收骏100%的股权。保定收骏主要持有内蒙古必威安泰生物科技有限公司55.20%的股权, 该公司是国内8家口蹄疫疫苗生产企业之一。此次交易完成后, 公司将间接持有必威安泰55.20%的股权, 从而获得口蹄疫疫苗升产资质。公司通过收购必威安泰来实现口蹄疫疫苗产品的补足, 整体的产品布局也越发完善, 进入一个收获期。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计2024~2026年公司EPS为1.1、1.35、1.61元, 对应动态PE13、11、9倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 养殖端突发疫病、下游需求不及预期、研发进度不及预期等风险。

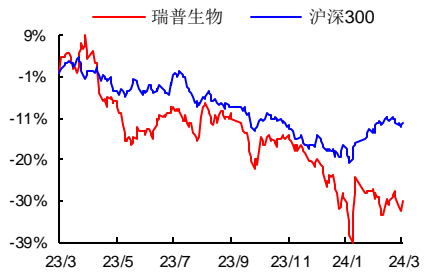
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,249	2,789	3,400	4,062
增长率	7.90%	24.02%	21.89%	19.49%
归属母公司净利润(百万元)	453	511	631	750
增长率	30.64%	12.85%	23.39%	18.88%
每股收益EPS(元)	0.98	1.10	1.35	1.61
净资产收益率ROE	10.07%	10.24%	11.22%	11.77%
PE	16.77	13.16	10.67	8.97
PB	1.70	1.35	1.20	1.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 赵磐
电话: 021-68415832
邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.66
流通A股(亿股)	3.34
52周内股价区间(元)	12.4-22.64
总市值(亿元)	67.28
总资产(亿元)	65.96
每股净资产(元)	9.64

相关研究

- 瑞普生物(300119): 研发助力盈利改善, 宠物板块布局推进 (2023-10-29)
- 瑞普生物(300119): 业绩稳健增长, 宠物板块未来可期 (2023-08-29)
- 瑞普生物(300119): 打造宠物产品矩阵, 享行业先发红利 (2023-06-28)
- 瑞普生物(300119): 业绩提升, 多维发展未来可期 (2023-04-28)
- 瑞普生物(300119): 畜禽产品稳步发展, 布局宠物蓝海赛道 (2023-04-23)

盈利预测

关键假设：

1) 2023 年 Q4 公司产能逐步恢复，预计公司 2024-2026 年原料药及制剂板块销量增速为 20%/20%/20%，售价保持稳定。预计 2024-2026 年原料药及制剂板块毛利率 39%/39%/39%；

2) 预期 2024 年将因收购必安泰和与主要客户的合作带来更高的增速，我们预计公司 2024-2026 年家畜板块（禽用生物制品与畜用疫苗）销量增速为 30%/25%/20%，销售均价保持稳定。公司业务毛利较为稳定，预计 2024-2026 年公司禽用生物制品毛利率 63%/64%/64%。预计 2024-2026 年公司畜用疫苗毛利率 80%/80%/80%。

3) 预计公司其他板块随着公司发展正常增长。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入（百万元）	2,248.96	2,805.64	3,436.24	4,123.49
	yoy	7.90%	24.75%	22.48%	20.00%
	成本（百万元）	1109.01	1378.72	1663.31	1995.97
	毛利率	50.69%	50.86%	51.60%	51.60%
原料药及制剂	收入（百万元）	1,083.78	1,300.54	1,560.64	1,872.77
	yoy	11.20%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本（百万元）	658.66	790	948	1138
	毛利率	39.23%	39.23%	39.23%	39.23%
禽用生物制品	收入（百万元）	928.24	1,206.71	1,508.39	1,810.07
	yoy	3.64%	30.00%	25.00%	20.00%
	成本（百万元）	330.72	442	537	645
	毛利率	64.37%	63.37%	64.37%	64.37%
畜用疫苗	收入（百万元）	140.62	182.81	228.51	274.21
	yoy	8.46%	30.00%	25.00%	20.00%
	成本（百万元）	28.12	36.56	45.70	54.84
	毛利率	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
其它	收入（百万元）	96.32	115.58	138.70	166.44
	yoy	14.18%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本（百万元）	91.50	109.80	131.77	158.12
	毛利率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取同样行业头部的其他三家动保公司：生物股份、普莱柯、中牧股份。三者 2023 年平均 PE 为 23 倍，2024 年平均 PE 为 18 倍。考虑到公司宠物板步入高速发展期，予以 24 年平均值 19 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 20.9 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E/A	2024E	2025E	2022A	2023E/A	2024E	2025E
600201	生物股份	8.70	0.19	0.29	0.37	0.46	45.79	29.83	23.31	18.98
603566	普莱柯	17.45	0.54	0.72	0.95	1.20	32.31	24.31	18.34	14.58
600195	中牧股份	9.38	0.54	0.60	0.74	0.90	17.37	15.60	12.63	10.44
平均值							31.82	23.24	18.09	14.67
300119	瑞普生物	14.43	0.75	0.98	1.10	1.35	19.27	14.72	13.12	10.69

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,249	2,789	3,400	4,062	净利润	511	554	692	827
营业成本	1,132	1,379	1,663	1,996	折旧与摊销	145	184	181	222
营业税金及附加	22	27	33	40	财务费用	21	0	0	0
销售费用	371	482	570	685	资产减值损失	28	0	0	0
管理费用	158	199	238	286	经营营运资本变动	-159	-136	-175	-200
财务费用	19	14	13	0	其他	-168	-67	-65	0
资产减值损失	1	0	0	0	经营活动现金流净额	378	535	633	849
投资收益	15	17	15	0	资本支出	-85	-260	-185	-222
公允价值变动损益	61	50	50	0	其他	-76	-71	-66	-84
其他经营损益	29	47	55	0	投资活动现金流净额	-161	-331	-250	-306
营业利润	565	617	768	918	短期借款	-133	44	-4	-31
其他非经营损益	1	0	0	0	长期借款	116	0	0	0
利润总额	567	617	768	918	股权融资	1	-16	0	0
所得税	56	63	76	92	支付股利	-175	0	0	0
净利润	511	554	692	827	其他	-81	-0	0	-0
少数股东损益	58	43	61	77	筹资活动现金流净额	-272	28	-4	-31
归属母公司股东净利润	453	511	631	750	现金流量净额	-55	233	378	511
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	335	568	946	1,458	成长能力				
应收和预付款项	987	1,048	1,340	1,636	销售收入增长率	7.90%	24.02%	21.89%	19.49%
存货	390	487	576	695	营业利润增长率	35.66%	9.23%	24.32%	19.66%
其他流动资产	217	217	217	217	净利润增长率	30.64%	12.85%	23.39%	18.88%
长期股权投资	453	543	625	711	EBITDA 增长率	8.89%	51.27%	17.97%	18.62%
投资性房地产	41	37	31	26	获利能力				
固定资产和在建工程	1,635	1,770	1,824	1,879	毛利率	49.69%	50.57%	51.08%	50.87%
无形资产和开发支出	419	415	403	395	三费率	24.35%	24.91%	24.13%	23.89%
其他非流动资产	62	62	62	62	净利率	22.72%	19.88%	20.34%	20.35%
资产总计	6,596	7,161	8,018	9,044	ROE	10.07%	10.24%	11.22%	11.77%
短期借款	534	578	573	542	ROA	6.87%	7.14%	7.87%	8.29%
应付和预收款项	562	532	694	865	ROIC	6.25%	9.05%	10.12%	10.68%
长期借款	307	307	307	307	EBITDA/销售收入	23.95%	29.22%	28.28%	28.07%
其他负债	388	401	408	468	营运能力				
负债合计	1,791	1,818	1,983	2,182	总资产周转率	0.35	0.41	0.45	0.48
股本	466	466	466	466	固定资产周转率	1.64	1.65	1.73	1.83
资本公积	2,194	2,194	2,194	2,194	应收账款周转率	2.67	2.89	3.00	2.86
留存收益	1,905	2,417	3,047	3,797	存货周转率	2.99	3.15	3.13	3.14
归属母公司股东权益	4,496	4,992	5,623	6,372	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	309	352	413	490	资本结构				
股东权益合计	4,805	5,344	6,035	6,862	资产负债率	27.15%	25.38%	24.73%	24.13%
负债和股东权益合计	6,596	7,161	8,018	9,044	带息债务/总负债	48.69%	50.39%	45.96%	40.34%
					流动比率	2.43	2.67	2.89	3.10
					速动比率	1.95	2.13	2.34	2.54
					股利支付率	40.85%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.98	1.10	1.35	1.61
					每股净资产	9.64	10.71	12.06	13.67
					每股经营现金	0.81	1.15	1.36	1.82
					每股股利	0.40	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	539	815	961	1,140					
PE	17	13	11	9					
PB	2	1	1	1					
PS	3	2	2	2					
EV/EBITDA	15	9	7	5					
股息率	2.44%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
