

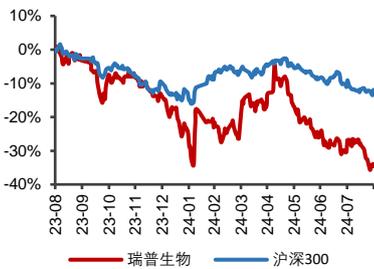
爆品猫三联疫苗表现亮眼，盈利短期有所承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-30

收盘价(元)	12.03
近12个月最高/最低(元)	18.74/11.28
总股本(百万股)	466
流通股本(百万股)	335
流通股比例(%)	71.84
总市值(亿元)	57
流通市值(亿元)	41

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

分析师：万定宇

执业证书号：S0010524040003

邮箱：wandy@hazq.com

相关报告

- 瑞普生物(300119)2023年年报点评：2023Q4 归母净利润同比+57.7%，并购布局口蹄疫市场 2024-04-01
- 瑞普生物(300119)季报点评：畜禽板块持续发力，猫三联上市值得期待 2023-10-31

主要观点：

● 1H2024 实现营业收入 10.99 亿元，同比增长 10.6%

公司公布 2024 年中报：实现营业收入 10.99 亿元，同比增长 10.6%，实现归母净利润 1.59 亿元，同比减少 10.7%，扣非后归母净利润 1.38 亿元，同比减少 9.3%。其中，Q2 实现营业收入 5.66 亿元，同比增长 2.63%，归母净利 0.72 亿元，同比减少 26.6%。公司不断探索与大型养殖集团的新型战略合作模式，上半年与德康农牧、圣农发展等大客户深度合作，营收取得正增长；受上半年畜禽养殖景气度偏弱、原料药价格整体较低等影响，公司毛利率承压，1H2024 公司整体毛利率 48.52%，同比下降 3.46pct。

分产品看，1H2024 公司禽用疫苗实现销售收入 4.9 亿元，同比增长 14.9%，毛利率 63.95%，同比下降 0.66pct，随着先打后补政策的推进，公司高致病禽流感疫苗受益于市场渠道完善，在市场端销售取得较大增量；1H2024 公司原料药及制剂实现销售收入 4.8 亿元，同比增长 2.29%，毛利率 36.9%，同比下降 6.18pct。

● 持续研发创新，打造产品集群

研发方面，今年上半年研发投入 9,671 万元，占营业收入的比重达 8.8%。公司取得了新流腺三联灭活疫苗、禽流感重组鸭瘟病毒载体活疫苗、盐酸恩诺沙星颗粒、环孢素内服溶液、救必应提取散、虎芪参榆口服液、复方芬苯达唑咀嚼片、芬苯达唑内服混悬液等 8 项新兽药注册证书。新流腺三联灭活疫苗（优瑞康泰）和盐酸恩诺沙星颗粒于今年上半年上市，盐酸恩诺沙星颗粒是国内首个批准用于成年猪的恩诺沙星口服给药产品，大幅降低了猪治疗周期内的给药频次和用药量。下半年，公司将推进猪圆环亚单位疫苗、猪传染性胸膜肺炎基因工程亚单位疫苗的产品上市，推进新的靶动物、新的递送系统在兽药上的应用。

● 猫三联疫苗表现亮眼，宠物板块增长显著

公司上半年宠物板块实现营业收入 3,400 万元，同比增长超过 100%，其中，今年新上市的猫三联疫苗（瑞喵舒）销售量突破 100 万头份。渠道端，上半年全国招商 40 多家，覆盖宠物医院门店超过 5,700 家；覆盖瑞派宠物医院达到 500 多家，覆盖率超过 90%。未来环舒宁（环孢素内服溶液）、超比欣（复方二氯苯醚菊酯吡丙醚滴剂）、化毛片、犬泰市场苗（狂犬灭活疫苗）等新产品陆续上市，将带动公司业绩持续增长。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 27.1 亿元、32.0 亿元、37.3 亿元，同比增长 20.4%、18.2%、16.5%，对应归母净利润 4.75 亿元、6.87 亿元、9.26 亿元，同比增速为 4.8%、44.7%、34.8%，对应 EPS 分别为 1.02 元、1.47 元、1.99 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2249	2709	3202	3730
收入同比 (%)	7.9%	20.4%	18.2%	16.5%
归属母公司净利润	453	475	687	926
净利润同比 (%)	30.6%	4.8%	44.7%	34.8%
毛利率 (%)	49.7%	49.7%	51.9%	53.8%
ROE (%)	10.1%	9.6%	12.2%	14.1%
每股收益 (元)	0.98	1.02	1.47	1.99
P/E	16.77	11.82	8.17	6.06
P/B	1.70	1.13	0.99	0.85
EV/EBITDA	15.18	8.49	5.72	4.01

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	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	3263	3264	4304	4587	
现金	335	288	729	1160	
应收账款	943	562	1217	855	
其他应收款	47	59	66	79	
预付账款	32	27	31	34	
存货	390	518	508	640	
其他流动资产	1517	1810	1753	1818	
非流动资产	3333	3656	3956	4222	
长期投资	453	529	605	681	
固定资产	1547	1850	2130	2380	
无形资产	238	235	231	222	
其他非流动资产	1093	1042	990	939	
资产总计	6596	6920	8259	8809	
流动负债	1345	1200	1695	1113	
短期借款	534	599	612	499	
应付账款	372	298	465	229	
其他流动负债	439	302	618	384	
非流动负债	446	396	465	551	
长期借款	307	251	316	412	
其他非流动负债	139	145	148	140	
负债合计	1791	1596	2159	1664	
少数股东权益	309	369	458	576	
股本	466	466	466	466	
资本公积	2194	2178	2178	2178	
留存收益	1836	2311	2998	3924	
归属母公司股东权	4496	4955	5642	6569	
负债和股东权益	6596	6920	8259	8809	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	378	574	711	1037	
净利润	511	536	775	1045	
折旧摊销	145	116	139	167	
财务费用	21	25	26	24	
投资损失	-15	0	0	0	
营运资金变动	-159	-102	-229	-200	
其他经营现金流	546	638	1004	1245	
投资活动现金流	-161	-596	-325	-556	
资本支出	-85	-363	-363	-357	
长期投资	-118	-232	38	-199	
其他投资现金流	42	0	1	0	
筹资活动现金流	-272	-25	55	-50	
短期借款	-133	66	12	-112	
长期借款	116	-56	66	95	
普通股增加	-2	0	0	0	
资本公积增加	-9	-16	0	0	
其他筹资现金流	-245	-19	-23	-33	
现金净增加额	-55	-47	441	431	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	2249	2709	3202	3730	
营业成本	1132	1362	1539	1722	
营业税金及附加	22	27	32	37	
销售费用	371	393	425	459	
管理费用	158	166	174	183	
财务费用	19	20	23	15	
资产减值损失	1	0	0	0	
公允价值变动收益	61	0	0	0	
投资净收益	15	0	0	0	
营业利润	565	595	861	1161	
营业外收入	3	0	0	0	
营业外支出	2	0	0	0	
利润总额	567	595	861	1161	
所得税	56	60	86	116	
净利润	511	536	775	1045	
少数股东损益	58	61	88	119	
归属母公司净利润	453	475	687	926	
EBITDA	539	731	1023	1343	
EPS (元)	0.98	1.02	1.47	1.99	

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力					
营业收入	7.9%	20.4%	18.2%	16.5%	
营业利润	35.7%	5.3%	44.7%	34.8%	
归属于母公司净利	30.6%	4.8%	44.7%	34.8%	
获利能力					
毛利率 (%)	49.7%	49.7%	51.9%	53.8%	
净利率 (%)	20.1%	17.5%	21.5%	24.8%	
ROE (%)	10.1%	9.6%	12.2%	14.1%	
ROIC (%)	6.3%	8.9%	11.3%	13.1%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.2%	23.1%	26.1%	18.9%	
净负债比率 (%)	37.3%	30.0%	35.4%	23.3%	
流动比率	2.43	2.72	2.54	4.12	
速动比率	1.95	1.98	1.99	3.22	
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.40	0.42	0.44	
应收账款周转率	2.67	3.60	3.60	3.60	
应付账款周转率	3.23	4.06	4.03	4.96	
每股指标 (元)					
每股收益	0.98	1.02	1.47	1.99	
每股经营现金流	0.81	1.23	1.53	2.22	
每股净资产	9.64	10.63	12.10	14.09	
估值比率					
P/E	16.77	11.82	8.17	6.06	
P/B	1.70	1.13	0.99	0.85	
EV/EBITDA	15.18	8.49	5.72	4.01	

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。