

非金融公司 | 公司深度 | 瑞普生物 (300119)

# 禽畜+宠物双轮驱动，争做科技型动保企业



## | 报告要点

公司禽用产品布局完备，疫苗联动+大客户开拓持续进行，提升市占率。2024年3月公司收购必威安泰补齐口蹄疫疫苗产品布局，提升家畜业务服务实力。公司通过多年研发及技术储备，现已构建了一套完整的宠物健康护理体系，覆盖宠物疾病预防、健康诊断及疾病治疗等各个环节。公司宠物产品共计超过20款，宠物驱虫药取得较大进展，莫普欣使公司宠物驱虫产品管线更具领先性，非泼罗尼吡丙醚滴剂丰富产品矩阵。先发优势加持，自研猫三联疫苗瑞喵舒销售数据亮眼，2024H1产品发货100万头份，瑞喵舒已成为公司宠物产品集群的千万级爆品。

## | 分析师及联系人



王明琦

SAC: S0590524040003



马鹏

SAC: S0590524050001

## 瑞普生物(300119)

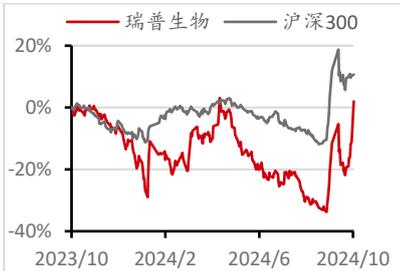
# 禽畜+宠物双轮驱动，争做科技型动保企业

行业：农林牧渔/动物保健II  
投资评级：增持（首次）  
当前价格：17.38 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 466/335  
流通A股市值(百万元) 5,821.99  
每股净资产(元) 9.57  
资产负债率(%) 32.14  
一年内最高/最低(元) 18.66/11.25

### 股价相对走势



### 相关报告



扫码查看更多

### 投资要点

#### ➤ 禽畜动保需求或回暖，宠物动保前景广阔

动保行业具有较为明显的养殖后周期属性，随着猪价呈现高景气以及养殖企业利润持续累积，存栏恢复有望带动猪用动保产品需求恢复。白鸡以及黄鸡存栏量增长有望支撑禽用动保产品需求增长。宠物动保行业在中国正迎来快速发展期，国产品牌的崛起势头强劲，预计未来宠物药品市场将继续保持增长，国产替代进口的趋势将更加明显。

#### ➤ 禽用板块稳健发展，补全畜用板块短板

禽用疫苗主要包括高致病性禽流感疫苗、新城疫疫苗、鸡传染性法氏囊病疫苗等，其中高致病性禽流感疫苗是强制免疫的主要品种，市场需求较大。公司在上述品类均有布局，同时药苗联动增强禽业务竞争力，预计该板块后续稳健发展。公司已有非强免疫苗如猪圆环病毒2型灭活疫苗，猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗，猪繁殖与呼吸综合征活疫苗等。2024年3月公司收购后控股必威安泰补齐口蹄疫疫苗产品布局，该举措有利于提升公司为家畜养殖企业提供全生命周期疫病整体解决方案的实力。

#### ➤ 宠物动保凸显强竞争力

公司通过多年研发及技术储备，现已构建了一套完整的宠物健康护理体系，覆盖宠物疾病预防、健康诊断及疾病治疗等各个环节。公司宠物产品共计超过20款，宠物驱虫药取得较大进展，莫普欣使公司宠物驱虫产品管线更具领先性，非泼罗尼吡丙醚滴剂丰富产品矩阵。先发优势加持，自研猫三联疫苗瑞喵舒销售数据亮眼，2024H1产品发货100万头份，瑞喵舒已成为公司宠物产品集群的千万级爆品。

#### ➤ 产品竞争力增强且盈利稳定增长，给予“增持”评级

公司家禽业务后续有望稳步发展，家畜业务补齐短板后公司产品竞争力及大客户服务能力进一步增强，带动板块业绩提升；宠物板块公司新品陆续投放，配合完善渠道有望实现产品快速放量；综合看公司后续业绩有望稳健增长。预计公司2024-2026年实现营收26.85/29.68/33.40亿元，归母净利润5.23/5.98/6.52亿元（3年CAGR为11.62%），EPS分别为1.12/1.28/1.40元/股，给予“增持”评级。

**风险提示：**动物疫情风险，市场竞争加剧风险，技术人才流失风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2084	2249	2685	2968	3340
增长率(%)	3.84%	7.90%	19.40%	10.54%	12.51%
EBITDA(百万元)	547	731	832	937	1007
归母净利润(百万元)	347	453	523	598	652
增长率(%)	-16.01%	30.64%	15.52%	14.25%	9.05%
EPS(元/股)	0.74	0.97	1.12	1.28	1.40
市盈率(P/E)	23.4	17.9	15.5	13.5	12.4
市净率(P/B)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	14.3	9.4	9.2	8.0	7.3

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年10月28日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

禽用业务稳健发展。①公司禽用产品布局完备，高致病性禽流感疫苗产品力强；②药苗联动增强禽业务竞争力，搭建系统解决方案为下游客户保驾护航；③大客户开拓持续进行，深度绑定圣农发展，提升企业市场占有率。

猪用业务补齐短板。①公司已有非强免疫苗如猪圆环病毒2型灭活疫苗，猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗，猪繁殖与呼吸综合征活疫苗等。②2024年3月公司收购必威安泰补齐口蹄疫疫苗产品布局，该举措有利于提升公司为家畜养殖企业提供全生命周期疫病整体解决方案的实力。

宠物板块快速发展。①构建完整的宠物健康管理护理体系，覆盖宠物疾病预防、健康诊断及疾病治疗等各个环节。公司宠物产品共计超过20款。②宠物驱虫药取得较大进展，莫普欣使公司宠物驱虫产品管线更具领先性，非泼罗尼吡丙醚滴剂丰富产品矩阵。③先发优势加持，自研猫三联疫苗瑞喵舒销售数据亮眼，2024H1产品发货100万头份，瑞喵舒已成为公司宠物产品集群的千万级爆品。

### 核心假设

原料药业务有望逐步恢复。随原料药主要产品羧苯尼考产能逐步释放，下游养殖景气度回升以及客户开拓，产品销量有望增长；随下游需求改善，产品价格有望回暖，带动板块毛利率提升。预计公司原料药及制剂业务2024-2026年营收分别为11.16/11.94/12.78亿元，板块毛利率分别为38%/40%/40%。

禽用产品稳健增长。随下游存栏逐步提升，叠加大客户开拓持续进行，公司禽用制品销量有望增长，板块毛利率表现相对稳定，预计禽用疫苗2024-2026年营收分别为10.67/11.74/12.92亿元，板块毛利率为65%/65%/65%。

家畜业务有望放量。公司收购必威安泰补充产品矩阵，叠加大客户扩展及下游需求回暖，板块收入有望明显增长，毛利率相对稳定，预计畜用疫苗2024-2026年营收分别为3.52/3.80/4.10亿元，板块毛利率为65%/65%/65%。

宠物板块逐步进入收获期带动其他主营业务增长。公司宠物板块布局逐步完善，随产品投放及客户开拓，板块收入有望实现较快增长，假设产品毛利率相对稳定，预计其他主营业务2024-2026年营收分别为1.50/2.20/3.60亿元，板块毛利率为35%/35%/35%。

### 盈利预测、估值与评级

禽畜板块稳健发展，宠物板块逐步放量，给予“增持”评级。公司家禽业务后续有望稳步发展，家畜业务补齐短板之后，公司产品竞争力以及大客户服务能力将进一步增强，带动板块业绩提升；宠物板块公司新品陆续投放，配合完善渠道有望实现产品快速放量；综合看公司后续业绩有望稳健增长。我们预计公司2024-2026年实现营收26.85/29.68/33.40亿元，归母净利润5.23/5.98/6.52亿元（3年CAGR为11.62%），EPS分别为1.12/1.28/1.40元/股。从公司历史估值水平来看，PE低点约12x，我们认为随着整体市场情绪回暖，叠加公司双轮驱动战略稳步推进，公司估值有望修复。同时参照可比公司估值水平，给予瑞普生物2024年17xPE，目标价19.04元，给予“增持”评级。

## 正文目录

1. 禽畜动保需求或回暖，宠物动保前景广阔 .....	6
1.1 动保行业市场规模大但集中度较低 .....	6
1.2 禽畜存栏逐步恢复，动保需求有望回暖 .....	7
1.3 宠物动保前景广阔 .....	8
2. 动保行业领军企业，研发实力强劲 .....	11
2.1 深耕畜禽业务，发展宠物板块 .....	11
2.2 创始人科研经验丰富，团队重研究 .....	12
2.3 营收持续增长，板块稳步拓展 .....	13
3. 禽畜动保为基，发力宠物板块 .....	16
3.1 禽用板块稳健发展 .....	16
3.2 补全畜用板块短板 .....	20
3.3 宠物动保凸显强竞争力 .....	23
4. 盈利预测 .....	29
4.1 禽畜动保稳健发展，宠物动保进入收获期 .....	29
4.2 产品竞争力凸显，给予“增持”评级 .....	30
5. 风险提示 .....	32

## 图表目录

图表 1: 我国兽药市场规模及增速 .....	6
图表 2: 2022 年我国兽药市场结构 .....	6
图表 3: 中国动物疫苗市场规模 (亿元) .....	7
图表 4: 2022 年中国动物疫苗市场结构 .....	7
图表 5: 兽药行业竞争格局 (2020 年) .....	7
图表 6: 全国生猪均价 (元/kg) .....	8
图表 7: 生猪养殖自繁自养利润 (元/头) .....	8
图表 8: 白鸡在产父母代种鸡存栏 (万套) .....	8
图表 9: 黄鸡在产父母代种鸡存栏 (万套) .....	8
图表 10: 城镇犬猫消费市场规模 (亿元) .....	9
图表 11: 2023 年我国犬猫消费市场结构 .....	9
图表 12: 2022 年中国宠物市场消费结构特征之宠物健康医疗 .....	10
图表 13: 公司发展历程 .....	11
图表 14: 公司业务板块 .....	12
图表 15: 公司股权结构 (截至 2024. 6. 30) .....	12
图表 16: 公司研发人员按学历分布 .....	13
图表 17: 公司研发人员按年龄分布 .....	13
图表 18: 公司股权激励计划 .....	13
图表 19: 公司营业收入及增速 .....	14
图表 20: 公司营业收入构成 (2023 年) .....	14
图表 21: 公司归母净利润及同比 .....	14
图表 22: 公司产品毛利率 (%) .....	14

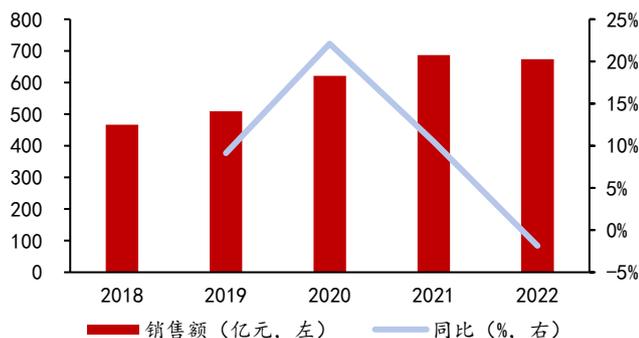
图表 23:	公司费用率情况 (%)	15
图表 24:	公司净利率 (%)	15
图表 25:	公司禽用疫苗营收及增速	16
图表 26:	公司禽用疫苗销量	16
图表 27:	公司主要禽用产品	17
图表 28:	公司药苗联动防治禽流感	18
图表 29:	公司针对当前家禽业主要疾病搭建的系统化解决方案	18
图表 30:	公司直销业务收入及毛利率	19
图表 31:	公司销售渠道占比情况	19
图表 32:	公司与圣农发展合作	19
图表 33:	公司主要合作伙伴	20
图表 34:	公司畜用疫苗营收及增速	20
图表 35:	公司畜用疫苗销量	20
图表 36:	公司猪用产品	21
图表 37:	蓝耳病在国内的流行历史	22
图表 38:	公司 PRRS 爆发场 (上) 与阴性场 (下) 防控方案	22
图表 39:	公司 PRRS 阳性不稳定场 (上) 与阳性稳定场 (下) 防控方案	22
图表 40:	瑞普生物蓝耳综合防控方案相关产品简介	23
图表 41:	公司宠物产品	24
图表 42:	主要驱虫药对比	25
图表 43:	莫普欣	25
图表 44:	菲比欣	25
图表 45:	中国主要猫三联疫苗产品一览	26
图表 46:	瑞喵舒猫三联疫苗	27
图表 47:	公司优质经销商+三瑞齐发供应链	28
图表 48:	公司主要业务预测	30
图表 49:	公司 PE (TTM)	31
图表 50:	公司与可比公司估值	31

## 1. 禽畜动保需求或回暖，宠物动保前景广阔

### 1.1 动保行业市场规模大但集中度较低

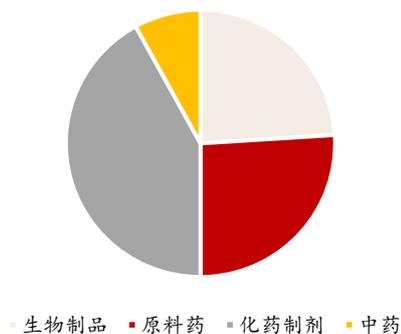
兽药产业市场规模较大。根据中国兽药协会《2022年度兽药产业发展报告》，中国兽药产业总销售额 673.45 亿元。近十年来，除 2018 年和 2022 年有所下降外，产业整体呈上升态势，销售额年复合增长率为 5.91%。从市场结构分析，2022 年，我国生物制品市场规模 161.63 亿元，原料药市场规模 175.10 亿元，化药制剂市场规模 282.85 亿元，中药市场规模 53.88 亿元。

图表1：我国兽药市场规模及增速



资料来源：《2022年度兽药产业发展报告》，国联证券研究所

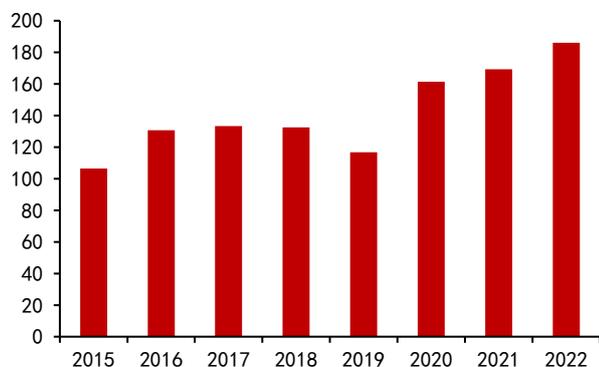
图表2：2022年我国兽药市场结构



资料来源：《2022年度兽药产业发展报告》，国联证券研究所

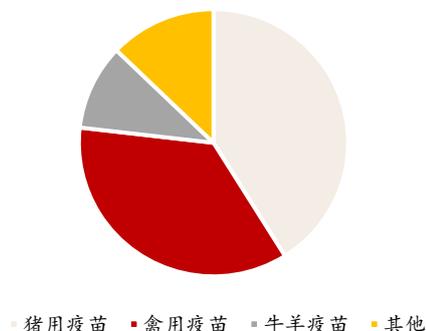
2022年我国动物疫苗市场规模达 186 亿元。在规模化养殖的趋势下，禽畜疫苗接种成为预防疫病的重要手段。此外，宠物行业的兴起也推动宠物疫苗需求的增长。华经产业研究院数据显示，2022年我国动物疫苗市场规模达 186 亿元(同比+9.41%)。分产品结构看，猪用疫苗总销售额 76.42 亿元，占比为 41%；禽用疫苗总销售额为 66.47 亿元，占比为 36%；牛羊疫苗总销售额为 19.26 亿元，占比为 10%。

图表3：中国动物疫苗市场规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

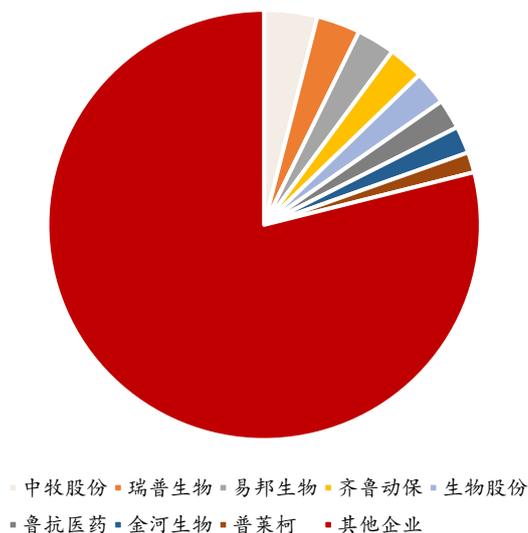
图表4：2022年中国动物疫苗市场结构



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

**市场集中度有望逐步提升。**《2022年度兽药产业发展报告》数据显示，截至2022年末，全国共有1513家兽药企业，与海外相比产业集中度相对分散。生物制品企业152家，销售额165.67亿元，30家大型企业销售额占比76.95%；药品企业1361家，销售额507.78亿元，58家大型企业销售占比56.11%。华经产业研究院数据显示，我国兽药行业头部企业主要包含中牧股份、瑞普生物、易邦生物等企业。

图表5：兽药行业竞争格局（2020年）



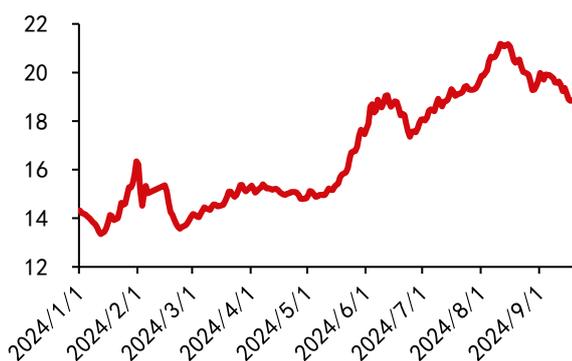
资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

## 1.2 禽畜存栏逐步恢复，动保需求有望回暖

生猪养殖利润持续累积，猪用动保产品需求有望逐步恢复。涌益咨询数据显示，

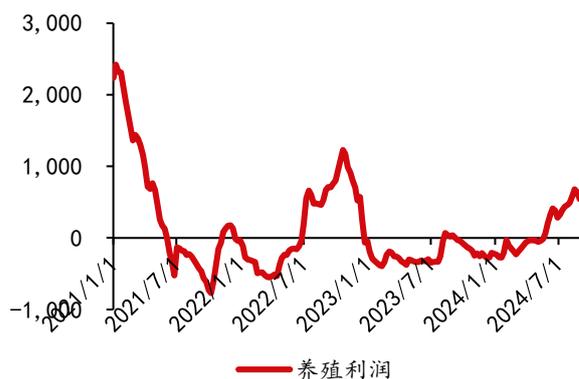
2024年3月以来猪价持续回暖，2024Q2生猪均价16.39元/公斤，环比上涨13%，2024Q2生猪自繁自养利润109元/头，行业实现全面盈利。动保行业具有较为明显的养殖后周期属性，随着猪价呈现高景气以及养殖企业利润持续累积，存栏恢复有望带动猪用动保产品需求恢复。

图表6：全国生猪均价（元/kg）



资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

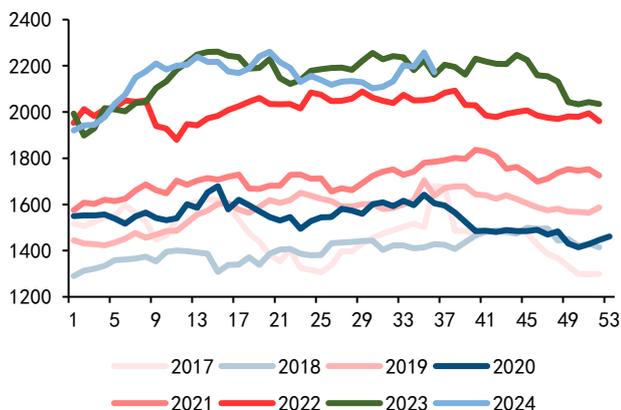
图表7：生猪养殖自繁自养利润（元/头）



资料来源：Wind，国联证券研究所

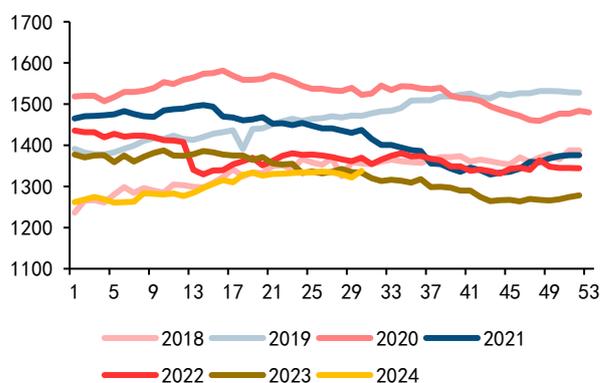
白鸡产能高位运行，黄鸡产能亦呈现恢复状态。中国畜牧业协会禽业分会数据显示，2024年我国白鸡在产父母代种鸡存栏经过小幅调整后重新增长至2017年以来最高位水平，整体产能较为充裕。黄鸡在产父母代种鸡存栏经过3年左右产能调减之后，于2024年呈现增长趋势。白鸡以及黄鸡存栏量增长有望支撑禽用动保产品需求增长。

图表8：白鸡在产父母代种鸡存栏（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国联证券研究所

图表9：黄鸡在产父母代种鸡存栏（万套）

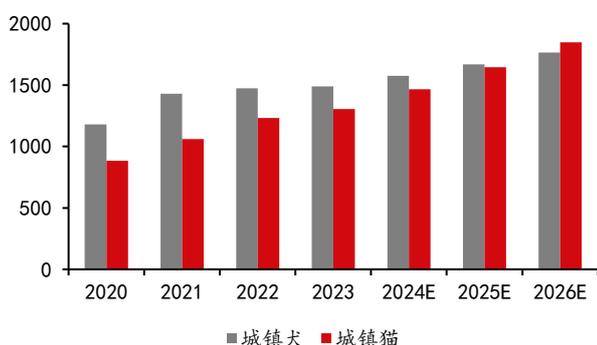


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国联证券研究所

### 1.3 宠物动保前景广阔

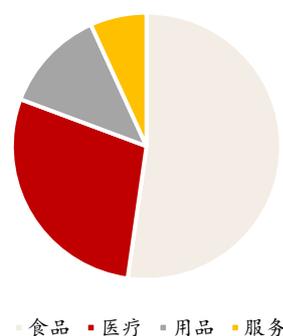
**宠物消费市场持续增长。**《2023-2024 年中国宠物行业白皮书》显示，2023 年中国城镇犬猫数量为 1.22 亿只，城镇宠物（犬猫）消费市场规模为 2793 亿元，较 2022 年增长 3.2%，增速有所放缓；预计 2026 年城镇宠物（犬猫）消费市场规模将达到 3613 亿元。整体来看，养宠人群不断扩大将支撑宠物市场持续扩容。宠物医疗为宠物市场第二大消费，2023 年宠物医疗在宠物消费市场中的占比为 28.5%。

图表10：城镇犬猫消费市场规模（亿元）



资料来源：《2023-2024 年中国宠物行业白皮书》，国联证券研究所

图表11：2023 年我国犬猫消费市场结构

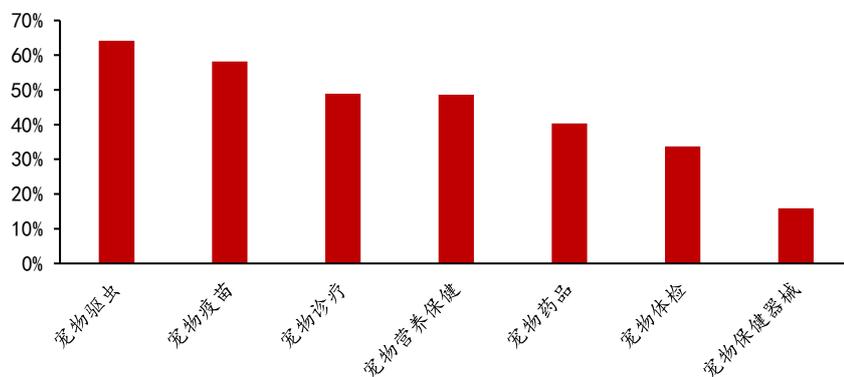


资料来源：《2023-2024 年中国宠物行业白皮书》，国联证券研究所

**宠物驱虫及宠物疫苗仍为宠物健康消费核心品类。**根据艾瑞咨询报告，宠物主在宠物健康医疗上消费类目相对多元，其中驱虫及疫苗为主要支出，64.2%及 58.2%的消费者均会进行宠物驱虫以及宠物疫苗消费。

**宠物动保前景可期。**宠物动保行业在中国正迎来快速发展期，受益于宠物数量的增长、宠物主人健康意识的提升以及政策的支持，市场规模不断扩大。尽管目前市场主要由进口品牌占据，但国产品牌的崛起势头强劲，预计未来宠物药品市场将继续保持增长，国产替代进口的趋势将逐渐明显。

图表12：2022年中国宠物市场消费结构特征之宠物健康医疗



资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所（样本：N=2067，2022年12月）

## 2. 动保行业领军企业，研发实力强劲

### 2.1 深耕畜禽业务，发展宠物板块

瑞普生物成立于1998年，是我国动物保健品行业的领军企业。公司主要业务涉及兽用生物制品、兽用药物制剂（化学药品、中兽药、消毒剂等）、兽用原料药、兽用功能性添加剂的研发、生产、销售及动物疫病整体防治解决方案的提供。2001年公司收购保定兽药疫苗厂，正式进军生物制剂领域；2008年公司收购湖北龙翔，正式踏入原料药领域，并制定了替米考星的国家标准；2010年公司在深交所创业板成功挂牌上市，同时兼并湖南生药厂，丰富猪用疫苗产品线；2012年公司进军宠物领域，成立瑞派宠物医院管理股份有限公司；2015年收购华南农大校办企业，进军高致病性禽流感疫苗领域；2022年宠物驱虫药莫普欣上市，公司宠物产业逐步进入收获期。

图表13：公司发展历程



资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司专注于生物制剂领域，乘势发展宠物与合成生物板块。依托于先进的技术 & 研发团队、战略性的前瞻眼光，公司大力开发拓展兽药高端制剂，打造了禽类、畜类、反刍类、宠物类防疫治疗产品线，成为我国动保行业领军企业。同时，公司成立天津国家合成生物技术创新中心有限公司进军合成生物领域，不仅有助于扩大公司涉足领域、建立与国家研究院的紧密联系、紧跟新产业发展，还将反哺生物制剂行业，为之注入新活力。

图表14：公司业务板块

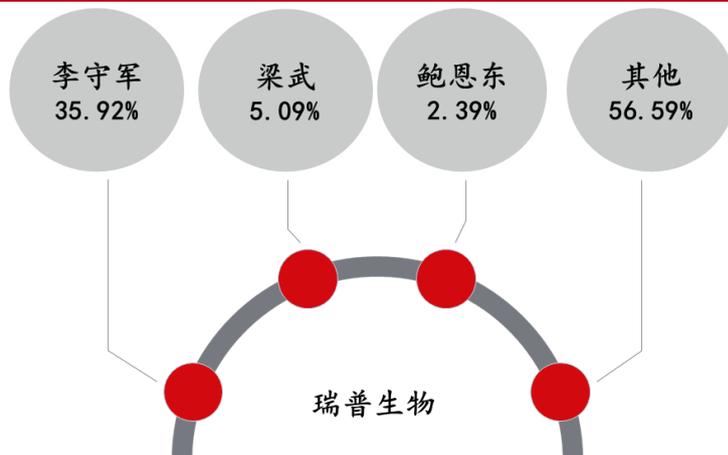


资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

## 2.2 创始人科研经验丰富，团队重研究

**创始人科研经验丰富。**截止 2024 年 6 月末，公司主要持股人为李守军，持股比例为 35.92%。董事长李守军为博士研究生学历，在多个高校担任导师，有丰富的科研经历，深耕农业、商业、动物保健行业数十年，管理经验丰富。

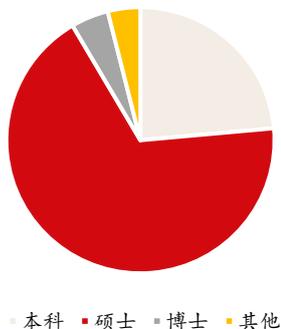
图表15：公司股权结构（截至 2024. 6. 30）



资料来源：Wind，国联证券研究所

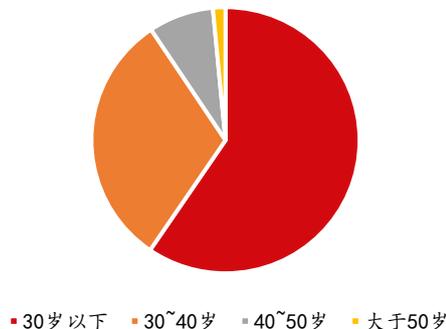
**研究团队年轻化，研究实力丰厚。**根据公司 2023 年报，公司拥有研究人员 331 人，研究人员占比为 13.26%。学历组成上，本科生 78 人，硕士研究生 225 人，博士研究生 15 人，其他学历 13 人，学历层级出众。年龄结构上，30 岁以下 197 人，30-40 岁 103 人，40-50 岁 26 人，50 岁以上 5 人。公司持续优化人才发展策略，加强内部培训和职业发展规划，以确保研究团队的持续成长和创新能力的提升。

图表16: 公司研发人员按学历分布



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表17: 公司研发人员按年龄分布



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**股权激励促发展。**2022 年公司发布 3 年股权激励计划, 授予董监高及核心骨干成员 204 人限制性股票共计 409.40 万股。考核目标来看, 以 2021 年净利润为基础, 2022-2024 年净利润增长率分别不低于 11%、33%、53%, 对应净利润分别为 4.58 亿、5.49 亿、6.32 亿。其中, 2022 考核年度若公司层面业绩考核达成率 100%则全部解锁, 2023-2024 考核年度公司层面各年度业绩实际达成率  $R$  为  $80\% \leq R < 100\%$ 则解锁 80%,  $R \geq 100\%$ 则解锁 100%。

图表18: 公司股权激励计划

授予数量	对象	解锁比例	考核目标
409.40 万股	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	40%	以 2021 年为基准, 2022 年净利润增速不低于 11%, 实际值不低于 4.58 亿元
		30%	以 2021 年为基准, 2023 年净利润增速不低于 33%, 实际值不低于 5.49 亿元
		30%	以 2021 年为基准, 2024 年净利润增速不低于 53%, 实际值不低于 6.32 亿元

资料来源: 《天津瑞普生物技术股份有限公司 2022 年限制性股票激励计划 (草案) (修订稿)》, 《限制性股票授予登记完成的公告》, 国联证券研究所

## 2.3 营收持续增长, 板块稳步拓展

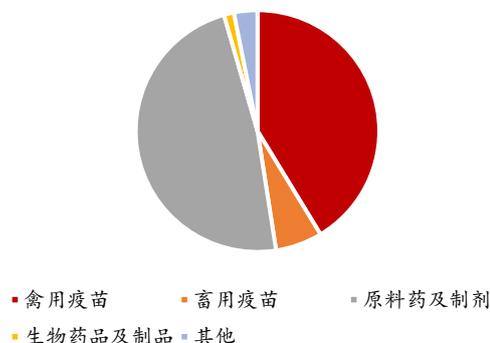
**2024H1 公司营收小幅增长。**2016-2020 年间, 公司营业收入由 9.70 亿元增长至 20.00 亿元, 期间复合增速达 19.84%。2021 年受下游养殖疫病影响以及存栏下降等因素冲击, 公司营业收入保持相对稳定; 2022 年公司营业收入重新恢复增长趋势。2024H1 公司实现营业收入 10.99 亿元 (同比+10.56%)。从收入构成来看, 2023 年公司的主营业务收入包含禽用疫苗 (41%)、原料药及制剂 (48%)、畜用疫苗 (6%) 等。

图表19: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表20: 公司营业收入构成 (2023年)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

**禽用疫苗毛利率较高。**自2020年以来,公司禽用疫苗毛利率始终维持在60%以上,2024H1禽用疫苗毛利率为63.95%,整体呈现较好盈利能力。原料药及制剂毛利率整体呈现下降趋势,2024H1板块毛利率为36.90%。

**2024H1公司归母净利润阶段性承压。**2024H1公司实现归母净利润1.59亿元(同比-10.73%),销售净利率为15.27%,公司盈利能力及业绩下滑主要系下游生猪存栏低位影响畜用产品销售,以及原料药价格低迷压缩公司利润空间。

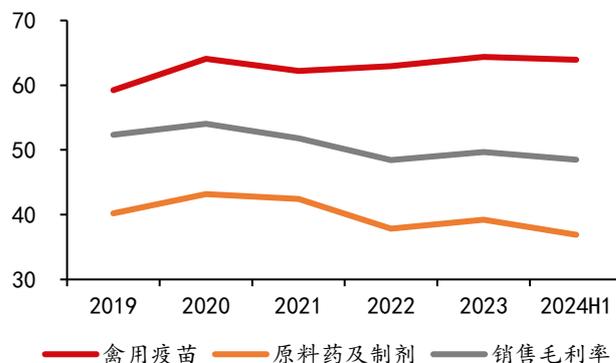
**加强费用管控,坚持研发投入。**公司持续加强内部管理,费用控制效果显著,2019年以来公司销售费用率及管理费用率呈现下降趋势。为提供差异化服务促进业务持续增长,公司坚持研发创新,近年来研发费用率呈现增长趋势。

图表21: 公司归母净利润及同比



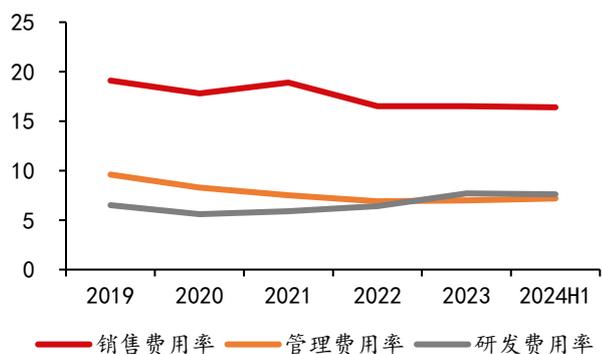
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表22: 公司产品毛利率 (%)



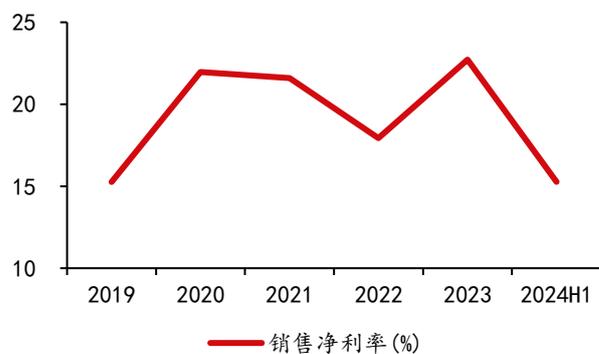
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表23: 公司费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表24: 公司净利率 (%)



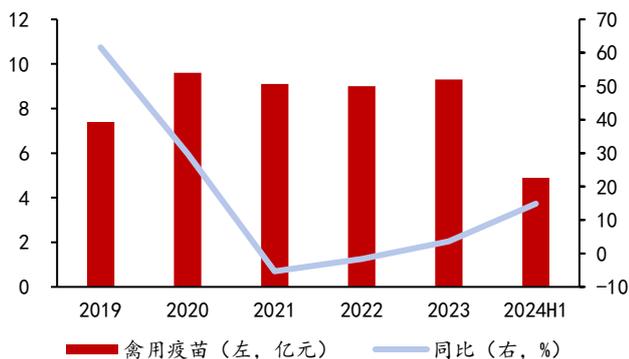
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 3. 禽畜动保为基，发力宠物板块

#### 3.1 禽用板块稳健发展

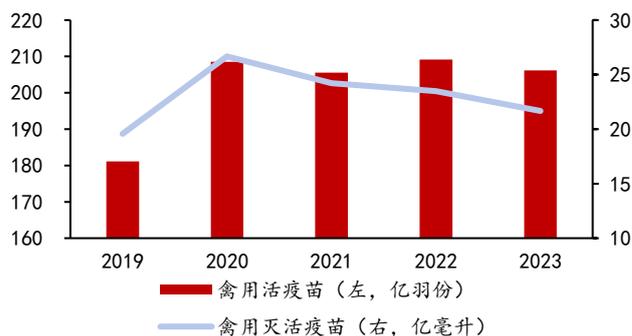
**禽用板块产品种类齐全。**禽用疫苗主要包括高致病性禽流感疫苗、新城疫疫苗、鸡传染性法氏囊病疫苗等，其中高致病性禽流感疫苗是强制免疫的主要品种，市场需求较大。公司在上述品类均有布局，2023 年公司禽用生物制品实现营收 9.30 亿元（同比+3.64%），随着先打后补政策的推进，政府招标采购的规模在逐步缩减，公司高致病禽流感疫苗受益于市场渠道完善，在市场端销售取得较大增量。此外，马立克疫苗在集团客户销售上取得突破，市占率进一步提升。2024H1 禽用生物制品实现销售收入 4.90 亿元（同比+14.88%）。

图表25：公司禽用疫苗营收及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表26：公司禽用疫苗销量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

**图表27：公司主要禽用产品**

商品名	通用名	产品图	功能及优势
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, 用于鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感H9亚型的预防。
双欣立克	鸡马立克氏病 I、III 型二价活疫苗(CVI988 株+FC126株)		该产品采用病毒复配工艺, 合理配比二价疫苗协同增效, 抗原含量是国标3倍以上, 能够提供MDV超强毒保护, 采用先进的细胞生产技术全自动程序降温系统, 确保批内一致和批间稳定, 用于鸡马立克氏病的预防。
坦布舒	鸭坦布苏病毒病灭活疫苗(HB株)		该产品毒株免疫原性好, 采用超滤纯化技术, 纯度高, 抗原含量超过国标3倍以上; 疫苗株与现有流行株同源性高, 具有保护效果高、保护范围广、副反应小的特点, 用于鸭坦布苏病毒病预防。
泛易平	转移因子口服溶液		该产品采用冷爆技术、超滤纯化工艺, 是一种非特异性免疫调节剂, 用于增强机体的免疫功能, 可提高机体的抗病能力或疫苗的抗体或药物的抗菌效果。
立本康	羧苯尼考粉		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, 生物利用度高。
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, 高效提升畜禽免疫力。
瑞普酵素	混合型饲料添加剂酶制剂		该产品为新一代高耐高温耐酸β-甘露聚糖酶, 可平衡肠道菌群, 破除细胞壁屏蔽效应, 提高营养物质消化吸收利用率; 可以消除饲料免疫因子, 提高能量效率, 节约饲料能量50kcal/kg以上。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

**疫苗联动增强禽业务竞争力。**公司依托强大的研发平台, 实现了疫苗与药物之间的技术协同。通过深入研究禽类疾病的发病机理与防控策略, 公司能够开发出更加精准、高效的疫苗与药物组合方案, 有效应对复杂多变的禽病挑战。以禽流感预防与治疗为例, 公司推出消毒、免疫、药物治疗为一体的综合解决方案, 为养殖户保驾护航。

**图表28：公司药苗联动防治禽流感**



资料来源：瑞普生物公众号，国联证券研究所

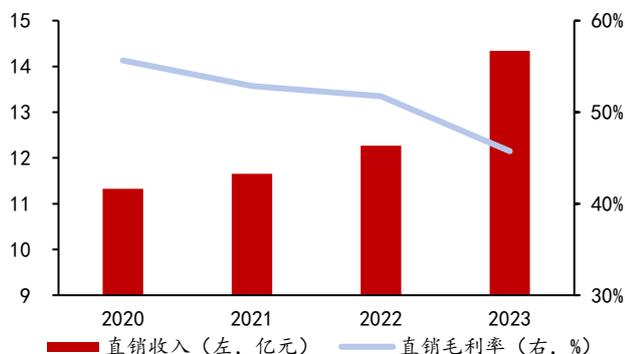
**系统化解决方案服务家禽客户。**公司为家禽客户提供综合解决方案的方式主要体现在产品研发、技术服务、疾病防控以及市场支持等多个方面。公司通过丰富的产品组合，推出家禽免疫抑制病、呼吸道疾病以及法氏囊疾病等的解决方案。除了产品研发和技术服务外，公司还通过市场支持来推动综合解决方案的落地。公司加大对家禽养殖客户的宣传力度，通过举办技术讲座、现场演示等方式，提高客户对综合解决方案的认知度和接受度。

**图表29：公司针对当前家禽业主要疾病搭建的系统化解决方案**

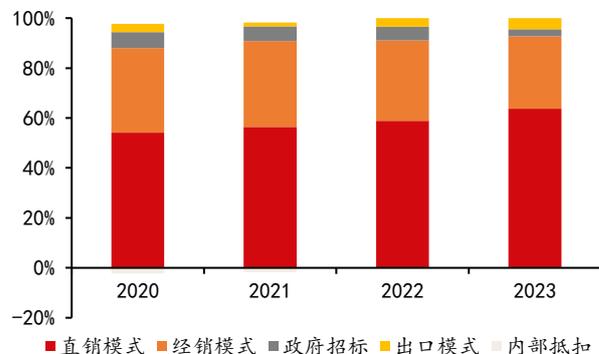


资料来源：新牧网，国联证券研究所

**顺应规模化趋势，加大直销合作力度。**近年来养殖疫病冲击持续存在，使得养殖企业对疫病防控愈发重视，同时随着下游养殖企业集中度持续提升，大型养殖企业与国内头部优秀动保企业的合作更加紧密。公司锁定家禽 TOP300、家畜 TOP100 的养殖集团和大型规模养殖场，已与国内众多头部养殖集团建立战略合作。

**图表30：公司直销业务收入及毛利率**


资料来源：公司公告，国联证券研究所

**图表31：公司销售渠道占比情况**


资料来源：公司公告，国联证券研究所

**深度绑定圣农发展。**2023年3月，公司与国内白羽肉鸡龙头企业圣农发展以及动保企业圣维生物签署战略合作协议，公司收购圣维生物15%的股权，未来3年内圣农发展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优先采购圣维生物、瑞普生物的产品，同时瑞普生物将努力帮助圣维生物提升外部市场的销售额。此次合作意味着公司与圣农发展开启全面深度合作的新模式，有望进一步巩固公司在家禽板块的市场地位。

**图表32：公司与圣农发展合作**

	2023	2024	2025
圣农发展对圣维生物承诺采购额	4000 万元	5000 万元	6000 万元
瑞普生物经营圣维生物销售目标金额	1500 万元	2500 万元	4000 万元

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表33：公司主要合作伙伴

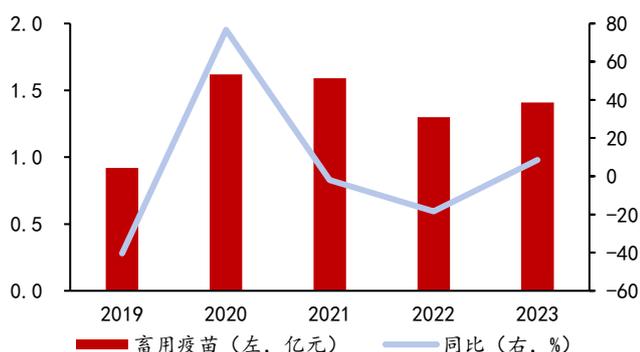


资料来源：公司官网，国联证券研究所

### 3.2 补全畜用板块短板

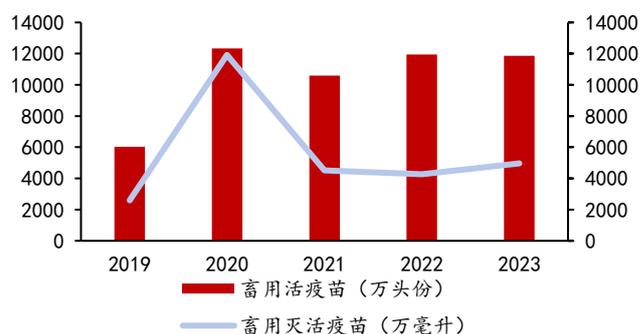
收购必威安泰补充家畜疫苗产品矩阵。家畜板块方面，公司已有非强免疫苗如猪圆环病毒2型灭活疫苗，猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗，猪繁殖与呼吸综合征活疫苗等。2023年公司畜用疫苗实现营收1.41亿元（同比+8.47%）。2024年3月，公司收购后控股必威安泰补齐口蹄疫疫苗产品布局，该举措有利于提升公司为家畜养殖企业提供全生命周期疫病整体解决方案的实力。

图表34：公司畜用疫苗营收及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表35：公司畜用疫苗销量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

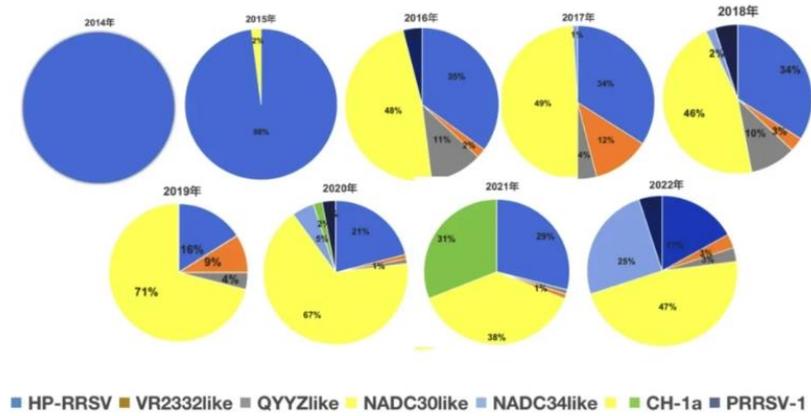
**图表36：公司猪用产品**

产品名	通用名	产品图	产品功效
瑞泰净	口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗 (O/rV-1 株+A/rV-2 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，用于猪圆环病毒 2 型的预防。
诸元安	猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 株，悬浮培养)		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，用于猪圆环病毒 2 型的预防。
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，无毒性返强风险，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肺炎放线杆菌、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。
卫清宁	过硫酸氢钾复合物粉		该产品为过硫酸氢钾复方制剂，三重循环反应，具有超强渗透力，可杀灭 80 多种病毒、100 多种真菌、400 多种细菌及芽孢；采用活性指示剂，可通过颜色变化判定消毒持续时间，安全环保。
瑞蓝净	苍术知母粗提取物(复配型)		该产品为苍术、知母、甘草等天然植物提取物复配而成，用于增强家畜机体免疫力，提高抗病能力，改善亚健康状态，提高耐氧量。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

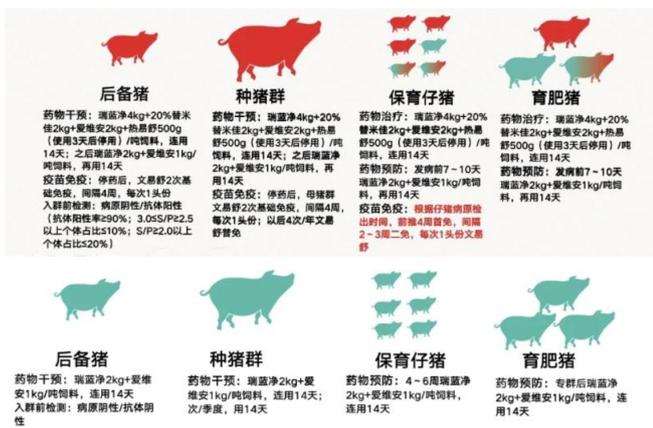
**稳蓝增效“三部曲”提升蓝耳病防控治疗效果。**蓝耳病是当前困扰我国和世界养猪业的主要疫病之一，近年来毒株不断变异导致防控难度增加。根据 2023 年中国猪蓝耳病防控大会资料，2016-2022 年类 NACD30 已经取代了 HP-PRRSV，成为当今主流毒株；2021 年以来类 NADC34 检出率及流行率明显的上升趋势。公司基于这一情况推出稳蓝增效“三部曲”，即①检测服务，了解 PRRS 感染状态；②针对 PRRS 不同状态各类猪场的个性化防控方案；③个性化方案持续跟踪。公司通过优质产品+服务体系相结合，解决养殖户核心痛点，进而确保猪蓝耳疫苗竞争力位于行业前列。

图表37：蓝耳病在国内的流行历史



资料来源：新猪派，国联证券研究所

图表38：公司 PRRS 爆发场（上）与阴性场（下）防控方案



资料来源：新猪派，国联证券研究所

图表39：公司 PRRS 阳性不稳定场（上）与阳性稳定场（下）防控方案



资料来源：新猪派，国联证券研究所

图表40: 瑞普生物蓝耳综合防控方案相关产品简介

07

## 文易舒

### 猪繁殖与呼吸综合征活疫苗 (R98 株)

**产品信息**

主要成分与含量: 疫苗中含猪繁殖与呼吸综合征病毒弱毒 R98 株, 每头份疫苗病毒含量  $\geq 10^{5.0} \text{TCID}_{50}$

性 状: 微黄色海绵状疏松团块, 易与瓶壁脱离, 加生理盐水后迅速溶解。



资料来源: 新猪派, 国联证券研究所

**开发德康农牧。**2023 年公司与德康农牧构建战略合作伙伴关系, 共同致力于畜禽健康养殖、防疫体系建设、共同构建与其产业发展水平相适应的科学健康养殖体系。展望未来, 公司将进一步加大集团企业开拓力度, 通过践行极致产品+深度服务+系统解决方案的路径促进家畜业务发展。

### 3.3 宠物动保凸显强竞争力

#### 3.3.1 构建完整宠物健康护理体系

**持续丰富宠物板块。**公司通过多年研发及技术储备, 现已构建了一套完整的宠物健康护理体系, 覆盖宠物疾病预防、健康诊断及疾病治疗等各个环节。公司宠物产品组合丰富多样, 包括但不限于驱虫药品、疫苗、耳道护理解决方案、疼痛管理药物、抗生素、抗病毒治疗、消毒产品、综合内科治疗药物以及营养保健品, 共计超过 20 款。

**图表41：公司宠物产品**

产品名	通用名	产品图	产品功效
瑞喵舒	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗（RPVF0304株+RPVF0207株+RPVF0110株）		该产品优选国内流行毒株，采用高效浓缩纯化技术和优质佐剂，疫苗安全性高、免疫原性好、抗原含量高、纯度高，可以更好地预防猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症。
瑞可林	克林霉素磷酸酯颗粒		该产品为全球第一个宠物用克林霉素磷酸酯制剂，新晶型专利原料，抗菌活性比林可霉素高4倍，具有口服生物利用度高、适口性好、孕宠可用的优势，用于宠物犬皮肤创伤、脓肿和深层感染治疗。
瑞美静	盐酸右美托咪定注射液		该产品是我国第一个通过对比评价获批的围手术期宠物用镇静止痛药，用于犬猫临床检查和治疗时镇静和止痛，以及深度麻醉前的前驱镇静，具有适用范围广、起效快、易苏醒、提高手术安全性等优势。
伊尔舒	复方制霉菌素软膏		该产品是四种原料复配而成的大复方制剂，用于治疗真菌、耳螨及过敏性耳炎，是犬猫通用耳部外用软膏制剂。
莫普欣	吡虫啉莫普克丁滴剂		该产品具有触杀和胃毒双重机制，一站式解决犬猫28种体内外寄生虫感染；采用MAR促渗剂，具有吸收快、低刺激、使用安全的特点。
菲比欣	非泼罗尼吡丙醚滴剂		该产品为国家二类新兽药，是一款主要治疗和预防跳蚤和蜱虫的犬用体外驱虫产品，其中吡丙醚为最新一代（III）保幼激素杀卵成分，与非泼罗尼联用双效机制互补，快速、持久杀灭体外寄生虫。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.3.2 研发新品切入驱虫药赛道

宠物驱虫药参与玩家以海外品牌为主。宠物驱虫药是用于预防和治疗宠物体内外寄生虫感染的药物，它们对于维护宠物的健康至关重要。按作用对象分类包含①体内驱虫药：主要用于蛔虫、钩虫、鞭虫、绦虫、心丝虫等，常见的体内驱虫药有伊维菌素、阿苯达唑、吡喹酮等。②体外驱虫药：主要用于跳蚤、蜱虫、螨虫、虱子等。常见的体外驱虫药有非泼罗尼、塞拉菌素、米尔贝肟等。③内外同驱：一些药物可以同时驱除宠物体内外的寄生虫。此外，也可以按照给药方式分为口服、外用滴剂、外用喷剂、项圈等。

**图表42：主要驱虫药对比**

	品牌	作用对象	给药方式	主要成分	驱虫范围	针对宠物
瑞普生物	莫普欣	体内外	外用滴剂	吡虫啉+莫昔克丁	蛔虫、钩虫、跳蚤、耳螨、虱子等	猫、犬
	菲比欣	体外	外用滴剂	非泼罗尼+吡丙醚	跳蚤、蜱虫等	犬
硕腾	大宠爱	体内外	外用滴剂	赛拉菌素	蛔虫、钩虫、跳蚤、虱子等	猫、犬
	妙宠爱	体内外	外用滴剂	赛拉菌素+沙罗拉纳	蛔虫、钩虫、跳蚤、虱子、蜱虫等	猫、犬
勃林格	福来思	体外	外用滴剂	非泼罗尼+甲氧普烯	跳蚤、蜱虫等	猫、犬
	犬心保	体内	口服	伊维菌素	蛔虫、钩虫、心丝虫等	犬
	尼可信	体外	口服	阿福拉纳	跳蚤、蜱虫等	犬
拜耳	爱沃克	体内外	外用滴剂	吡虫啉+莫昔克丁	蛔虫、钩虫、心丝虫、跳蚤、耳螨等	猫、犬
	拜宠清	体内	口服	双羟萘酸噻嘧啶+吡喹酮	线虫、绦虫、蛔虫、钩虫、鞭虫等	猫、犬
海正动保	海乐妙	体内外	口服	米尔贝肟+吡喹酮	心丝虫、线虫、绦虫、蠕形螨等	猫、犬

资料来源：各公司官网，国联证券研究所

公司宠物驱虫药取得较大进展。2022 年公司宠物驱虫药莫普欣上市，该产品历时六年打造，可同时驱除犬猫体内外 28 种寄生虫适应症，莫普欣的上市助力公司突破进口产品对宠物驱虫药市场的垄断格局。同年公司驱虫药非泼罗尼吡丙醚滴剂上市，为公司宠物驱虫版块继莫普欣之后的又一重磅产品。

**图表43：莫普欣**


资料来源：公司官网，国联证券研究所

**图表44：菲比欣**


资料来源：公司官网，国联证券研究所

### 3.3.3 瑞喵舒上市打破猫三联进口垄断

妙三多为猫三联疫苗最大单品。猫三联疫苗是一种用于预防猫咪三种主要传染病的疫苗，这三种病包括猫泛白细胞减少症（猫瘟）、猫杯状病毒病、猫传染性鼻气管炎（猫鼻支）。2023 年以前，我国猫三联疫苗市场基本属于妙三多，这是硕腾（Zoetis）公司生产的一款猫三联疫苗产品。妙三多疫苗含有灭活的猫鼻气管炎病毒、猫嵌杯病毒和泛白细胞减少症病毒，用于预防上述三种疾病。妙三多接种对象通常是 8 周龄或以上的健康猫，首次接种需要注射三次，之后每年加强一次。

国产自研疫苗逐步获批上市。2023 年以来已有多款国产猫三联疫苗通过农业农

村部的应急评价，其中 8 款产品已上市。国产猫三联疫苗的上市标志着中国在宠物疫苗领域的重大突破，打破了长期以来的进口垄断，为宠物猫的健康提供了更多保障。随着市场需求的增长，预计这些疫苗将会在未来得到广泛应用。

**图表45：中国主要猫三联疫苗产品一览**

产品名称	所属企业	通用名称	产品样图
妙三多	硕腾	猫鼻气管炎、嵌杯病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗	
瑞喵舒	瑞普生物	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗 (RPVF0304 株+RPVF0207 株+RPVF0110 株)	
喵倍护	博莱得利	猫泛白细胞减少症、鼻气管炎、杯状病毒病三联灭活疫苗 (HBX05 株-BJS01 株-BJH13 株)	
喵三新	唐山怡安	猫鼻气管炎、猫杯状病毒病、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗 (WX 株+SH14 株+0918 株)	
喵益哆	普莱柯&惠中生物	猫泛白细胞减少症、杯状病毒病、鼻气管炎三联灭活疫苗 (708 株+60 株+64 株)	
科妙优	科前生物	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗 (WH-2017 株+LZ-2016 株+CS-2016 株)	
猫康宁	华派生物	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗 (WH-2017 株+LZ-2016 株+CS-2016 株)	
妙多安	哈药集团	猫鼻气管炎、猫杯状病毒病、猫泛白细胞减少症三联灭活疫苗 (WX 株+SH14 株+0918 株)	
-	中牧股份	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗 (HBJ06 株+CHZ05 株+PSY01 株)	-
-	爱宠生物	猫鼻气管炎、嵌杯病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗 (CP2 株+CC3 株+VP2 蛋白)	-

资料来源：各公司官网，各公司公众号，国家兽药基础数据库，国联证券研究所

**先发优势加持，瑞喵舒销售数据亮眼。**从时间上看，瑞喵舒于 2024 年 1 月 18 日获得兽药产品批准文号，为国产猫三联疫苗第一个上市销售品种，具备一定先发优势。从效果看，通过筛选出国内流行毒株进行疫苗研发，瑞喵舒更匹配当前的流行毒株，保护率更优。从渠道角度看，公司在猫三联市场推广方面快速发力，2024 年上半年全国招商 40 多家，覆盖医院门店 5700+；覆盖瑞派宠物医院 500 多家，覆盖率超 90%。公司针对渠道客户在全国召开大型专科会 15 场次，参加宠物医生超千人，助力瑞喵舒品牌影响力持续提升。根据公司半年报，2024H1 产品发货 100 万头份，瑞喵舒已成为公司宠物产品集群的千万级爆品。

图表46：瑞喵舒猫三联疫苗



资料来源：瑞派华南，国联证券研究所

### 3.3.4 优质经销商+三瑞齐发

优质经销商+三瑞齐发（瑞普生物、瑞派宠物医院、中瑞供应链战略合作）构建销售网络。在直销领域，公司与国内领先的宠物连锁医疗机构瑞派宠物医院及中瑞供应链达成了战略合作伙伴关系。利用瑞派宠物医院的品牌影响力、广泛的渠道网络以及专业医生资源，公司积极推动宠物药品和疫苗的市场普及。此外，公司还拓展了线上销售平台，通过在天猫、京东等主要电商平台设立官方旗舰店，直接与广大宠物主人建立联系。在经销网络构建上，公司借助国内优秀的宠物产品分销商，将产品广泛分布至全国一线、二线及关键三线城市，实现了对超过 5000 家宠物医院的全面覆盖，确保了产品的有效市场渗透和便捷可及性。

图表47：公司优质经销商+三瑞齐发供应链



资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 4. 盈利预测

### 4.1 禽畜动保稳健发展，宠物动保进入收获期

**原料药业务有望逐步恢复。**随原料药主要产品氟苯尼考产能逐步释放，下游养殖景气度回升以及客户开拓，产品销量有望增长；随下游需求改善，产品价格有望回暖，带动板块毛利率提升。预计公司原料药及制剂业务 2024-2026 年营收分别为 11.16/11.94/12.78 亿元，板块毛利率分别为 38%/40%/40%。

**禽用产品稳健增长。**随下游存栏逐步提升，叠加大客户开拓持续进行，公司禽用制品销量有望增长，板块毛利率表现相对稳定，预计禽用疫苗 2024-2026 年营收分别为 10.67/11.74/12.92 亿元，板块毛利率为 65%/65%/65%。

**家畜业务有望放量。**公司收购必威安泰补充产品矩阵，叠加大客户扩展及下游需求回暖，板块收入有望明显增长，毛利率相对稳定，预计畜用疫苗 2024-2026 年营收分别为 3.52/3.80/4.10 亿元，板块毛利率为 65%/65%/65%。

**宠物板块逐步进入收获期带动其他主营业务增长。**公司宠物板块布局逐步完善，随产品投放及客户开拓，板块收入有望实现较快增长，假设产品毛利率相对稳定，预计其他主营业务 2024-2026 年营收分别为 1.50/2.20/3.60 亿元，板块毛利率为 35%/35%/35%。

**图表48：公司主要业务预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>原料药及制剂</b>					
收入(百万元)	975	1,084	1,116	1,194	1,278
yoy	3%	11%	3%	7%	7%
毛利率	38%	39%	38%	40%	40%
<b>禽用疫苗</b>					
收入(百万元)	896	928	1,067	1,174	1,292
yoy	-2%	4%	15%	10%	10%
毛利率	63%	64%	65%	65%	65%
<b>畜用疫苗</b>					
收入(百万元)	130	141	352	380	410
yoy	-18%	8%	150%	8%	8%
毛利率	64%	66%	65%	65%	65%
<b>其他</b>					
收入(百万元)	84	96	150	220	360
yoy	-	14%	56%	47%	64%
毛利率	-7%	2%	35%	35%	35%
<b>合计</b>					
收入(百万元)	2,084	2,249	2,685	2,968	3,340
yoy	4%	8%	19%	11%	13%
毛利率	49%	51%	52%	53%	52%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 4.2 产品竞争力凸显，给予“增持”评级

禽畜板块稳健发展，宠物板块逐步放量，给予“增持”评级。公司家禽业务后续有望稳步发展，家畜业务补齐短板之后，公司产品竞争力以及大客户服务能力将进一步增强，带动板块业绩提升；宠物板块公司新品陆续投放，配合完善渠道有望实现产品快速放量；综合看公司后续业绩有望稳健增长。我们预计公司 2024-2026 年实现营收 26.85/29.68/33.40 亿元，归母净利润 5.23/5.98/6.52 亿元(3 年 CAGR 为 11.62%)，EPS 分别为 1.12/1.28/1.40 元/股。从公司历史估值水平来看，PE 低点约 12x，我们认为随着整体市场情绪回暖，叠加公司双轮驱动战略稳步推进，公司估值有望修复。同时参照可比公司估值水平，给予瑞普生物 2024 年 17xPE，目标价 19.04 元，给予“增持”评级。

图表49：公司 PE (TTM)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表50：公司与可比公司估值

	PE					EPS		
	TTM	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
瑞普生物	16.3	17.9	15.5	13.5	12.4	1.12	1.28	1.40
<b>可比公司平均</b>	<b>31.0</b>	<b>37.3</b>	<b>20.2</b>	<b>16.3</b>	<b>13.7</b>	<b>0.70</b>	<b>0.76</b>	<b>0.82</b>
普莱柯	36.0	55.5	23.2	19.4	16.7	0.59	0.70	0.82
中牧股份	37.2	21.6	18.9	14.1	11.4	0.38	0.51	0.63
生物股份	28.9	47.9	22.5	18.2	14.9	0.31	0.38	0.47
科前生物	22.0	24.0	16.4	13.5	11.6	0.89	1.08	1.25

资料来源：Wind，国联证券研究所（瑞普生物估值取自本报告，可比公司估值取自Wind 2024.10.28 收盘一致预期）

## 5. 风险提示

- 1、**动物疫情风险。**动物疫情尤其是新发、突发重大动物疫情仍会对养殖行业造成较大影响并进而带来巨大的经济损失。作为养殖行业的上游行业公司，公司的经营业绩亦会受到相应的影响。
- 2、**市场竞争加剧风险。**国内经济动物用兽药行业竞争态势日益激烈，头部企业竞争加剧；国内宠物用兽药市场进口产品依然占据较高市场份额，国产宠物医药品牌影响力较小。公司面临市场竞争加剧、毛利率下降风险。
- 3、**技术人才流失风险。**若公司不能保证研发人员队伍的稳定，甚至出现大量核心技术人才流失的情况，则公司的研发能力将受到影响，从而对公司的研发创新、业务开展带来不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E			
货币资金	384	335	671	742	835	营业收入	2084	2249	2685	2968	3340	营业成本	1075	1132	1292	1409	1603			
应收账款+票据	756	960	1162	1286	1448	税金及附加	20	22	26	29	32	销售费用	344	371	430	469	524			
预付账款	22	32	44	49	55	管理费用	275	331	361	399	446	财务费用	17	19	31	33	27			
存货	367	390	445	486	552	资产减值损失	0	1	0	0	0	公允价值变动收益	51	61	30	40	30			
其他	1564	1547	1497	1519	1549	投资净收益	4	15	13	13	13	其他	8	114	39	36	32			
<b>流动资产合计</b>	<b>3093</b>	<b>3263</b>	<b>3820</b>	<b>4082</b>	<b>4438</b>	<b>营业利润</b>	<b>417</b>	<b>565</b>	<b>628</b>	<b>717</b>	<b>783</b>	营业外净收益	-3	1	2	2	2			
长期股权投资	377	453	462	471	480	<b>利润总额</b>	<b>414</b>	<b>567</b>	<b>629</b>	<b>719</b>	<b>784</b>	所得税	40	56	62	71	77			
固定资产	1227	1566	1705	1836	1960	<b>净利润</b>	<b>374</b>	<b>511</b>	<b>568</b>	<b>648</b>	<b>707</b>	少数股东损益	27	58	44	51	55			
在建工程	374	88	70	53	35	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>347</b>	<b>453</b>	<b>523</b>	<b>598</b>	<b>652</b>									
无形资产	259	238	188	132	71															
其他非流动资产	777	987	945	902	860															
<b>非流动资产合计</b>	<b>3013</b>	<b>3333</b>	<b>3369</b>	<b>3394</b>	<b>3407</b>															
<b>资产总计</b>	<b>6106</b>	<b>6596</b>	<b>7189</b>	<b>7476</b>	<b>7845</b>															
短期借款	667	534	838	705	575															
应付账款+票据	397	562	498	544	618															
其他	246	249	305	334	379															
<b>流动负债合计</b>	<b>1310</b>	<b>1345</b>	<b>1642</b>	<b>1583</b>	<b>1572</b>															
长期带息负债	192	316	256	194	131															
长期应付款	0	0	0	0	0															
其他	103	130	130	130	130															
<b>非流动负债合计</b>	<b>295</b>	<b>446</b>	<b>386</b>	<b>324</b>	<b>261</b>															
<b>负债合计</b>	<b>1605</b>	<b>1791</b>	<b>2028</b>	<b>1907</b>	<b>1833</b>															
少数股东权益	280	309	353	403	459															
股本	468	466	466	466	466															
资本公积	2203	2194	2194	2194	2194															
留存收益	1551	1836	2149	2505	2894															
<b>股东权益合计</b>	<b>4501</b>	<b>4805</b>	<b>5161</b>	<b>5569</b>	<b>6013</b>															
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6106</b>	<b>6596</b>	<b>7189</b>	<b>7476</b>	<b>7845</b>															

现金流量表						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	374	511	568	648	707	成长能力					
折旧摊销	116	145	172	184	196	营业收入	3.84%	7.90%	19.40%	10.54%	12.51%
财务费用	17	19	31	33	27	EBIT	-14.89%	35.82%	12.75%	13.94%	7.77%
存货减少(增加为“-”)	-7	-23	-55	-41	-67	EBITDA	-8.55%	33.50%	13.92%	12.53%	7.52%
营运资金变动	-99	-171	-228	-117	-144	归属于母公司净利润	-16.01%	30.64%	15.52%	14.25%	9.05%
其它	-12	-103	-14	-38	-3	获利能力					
<b>经营活动现金流</b>	<b>389</b>	<b>378</b>	<b>473</b>	<b>670</b>	<b>716</b>	毛利率	48.44%	49.69%	51.90%	52.52%	52.01%
资本支出	-412	-218	-200	-200	-200	净利率	17.93%	22.72%	21.13%	21.84%	21.17%
长期投资	-909	-118	0	0	0	ROE	8.21%	10.07%	10.88%	11.57%	11.74%
其他	77	175	61	70	61	ROIC	12.35%	15.73%	14.21%	13.95%	14.65%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1245</b>	<b>-161</b>	<b>-139</b>	<b>-130</b>	<b>-139</b>	偿债能力					
债权融资	167	-9	244	-195	-194	资产负债率	26.29%	27.15%	28.21%	25.51%	23.36%
股权融资	0	-2	0	0	0	流动比率	2.4	2.4	2.3	2.6	2.8
其他	-215	-262	-242	-275	-290	速动比率	2.0	2.0	1.9	2.1	2.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-48</b>	<b>-272</b>	<b>2</b>	<b>-469</b>	<b>-484</b>	营运能力					
<b>现金净增加额</b>	<b>-904</b>	<b>-55</b>	<b>336</b>	<b>71</b>	<b>93</b>	应收账款周转率	2.8	2.4	2.4	2.4	2.4
						存货周转率	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
						总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	0.7	1.0	1.1	1.3	1.4
						每股经营现金流	0.8	0.8	1.0	1.4	1.5
						每股净资产	9.1	9.7	10.3	11.1	11.9
						估值比率					
						市盈率	23.4	17.9	15.5	13.5	12.4
						市净率	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
						EV/EBITDA	14.3	9.4	9.2	8.0	7.3
						EV/EBIT	18.2	11.8	11.6	10.0	9.1

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年10月28日收盘价

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼