

瑞普生物（300119.SZ）

优于大市

事件点评：增持瑞派宠物医院股份，强化宠物健康赛道站位

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 农林牧渔 · 动物保健 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	鲁家瑞	021-61761016	lujiarui@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110002
证券分析师：	李瑞楠	021-60893308	lirui@guosen.com.cn	执证编码：S0980523030001
证券分析师：	江海航	010-88005306	jianghaihang@guosen.com.cn	执证编码：S0980524070003

事项：

公司公告：瑞普生物公告称，于2024年11月7日在天津市签署《股权转让协议》，拟以自有资金或自筹资金1.31亿元收购李守军、梁武、苏雅拉达来、李旭东、鲍海丽、周仲华持有的中瑞华普合计15%股权，其中中瑞华普核心资产为瑞派宠物医院17.5179%股权。

国信农业观点：1) 根据公告，目前公司持有瑞派宠物医院8.93%股份，后续交易完成后，持股比例预计将增至11.56%。2) 瑞派宠物医院已拥有超600家宠物连锁医院，遍及全国27个省（直辖市），且旗下中瑞供应链平台目前已覆盖全国7000家宠物医院（含自有医院）、3400家宠物店，在行业内具备领先的渠道能力。目前公司已与瑞派宠物医院建立了战略合作关系，未来二者将进一步强化销售渠道合作，加速终端客户触及，渠道推广、品牌建设的战略协同效应有望加强。3) 宠物行业具备增长稀缺性，其中宠物健康赛道具备更高门槛，未来发展空间广阔。目前瑞普生物依靠参股瑞派宠物医院已经实现对上中游子赛道的几乎全部站位，是当前A股宠物健康领域的核心资产。从空间上来看，药品端瑞普生物已于年初推出猫三联疫苗，未来有望成就亿元级大单品；医院端瑞派宠物医院2023年收入已接近20亿元，未来有望依靠行业增长红利和门店先发优势有望实现稳步增长。4) 风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，疫苗批签发进度不及预期，新产品推广不及预期。5) 投资建议：维持“优于大市”评级，公司是国内领先的兽药企业，短期业绩有望随畜禽养殖景气回暖而修复，长期看好宠物等新业务不断拓展。我们维持盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为5.3/6.3/6.5亿元，EPS为1.1/1.3/1.4元，对应当前股价PE为18/15/14X。

评论：

◆ 拟增持瑞派宠物医院股份，持股比例预计增至11.56%

根据瑞普生物公告，公司于2024年11月7日在天津市签署《股权转让协议》，拟以自有资金或自筹资金1.31亿元收购李守军、梁武、苏雅拉达来、李旭东、鲍海丽、周仲华持有的中瑞华普合计15%股权，其中中瑞华普核心资产为瑞派宠物医院17.5179%股权。目前公司持有瑞派宠物医院8.93%股份，后续交易完成后，持股比例预计将增至11.56%。

◆ 公司未来与瑞派宠物医院的渠道协同有望进一步强化

瑞派宠物医院（全称为瑞派宠物医院管理股份有限公司）成立于2012年12月27日，总部位于天津市经济技术开发区，是专门从事宠物连锁医院运营和管理的大型连锁机构。截至目前，瑞派宠物医院已拥有超过600家宠物连锁医院，遍及全国27个省（直辖市），70余座城市，员工7000余名（其中职业兽医师1800余人），建立了包含常规门诊、猫专科门诊、异宠专科门诊、宠物健康管理、中兽医理疗、宠物食品用品新零售等内容的全面服务体系。另外，瑞派宠物医院旗下中瑞供应链平台目前已覆盖全国7000家宠物医院（含瑞派宠物医院）、3400家宠物店，为宠物医院和宠物店提供境内外宠物医疗药品、疫苗、宠物诊疗器械、宠物食品等医疗相关产品的代理及统一采购供应。

从瑞普生物自身来看，公司于2012年开始深耕布局宠物板块，研发成果近年已逐步进入兑现期，目前已拥有15项宠物新兽药注册证书，具备提供宠物从预防、诊断到治疗的整体防治解决方案的能力，在驱虫药、宠物疫苗、耳道治疗药、麻醉镇痛药、抗生素药、抗病毒药、消毒药及各类内科药等产品线均有布局，

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

涵盖生物制品、化药及营养保健品等 9 大领域，共计 20 余款宠物用产品。目前公司已与瑞派宠物医院建立了战略合作关系，布局形成了“优质经销商+三瑞齐发（公司、瑞派宠物医院、中瑞供应链渠道深度协同）”渠道体系，已累计覆盖医院门店近 6000 家（其中瑞派宠物医院覆盖超 500 家，覆盖率超 90%）。本次增持完成后，公司计划持续深化与瑞派宠物医院及旗下中瑞供应链平台价值链管理，强化对销售渠道的深度协同，全面加速推进公司宠物药苗对 B 端与 C 端客户的触达，渠道推广、品牌建设的战略协同效应有望进一步加强。

图1：瑞派宠物医院目前已拥有超过 600 家宠物连锁医院，遍及全国 27 个省（直辖市）



资料来源：瑞派宠物医院官网，国信证券经济研究所整理

表1：瑞派宠物医院股东持股情况一览

序号	股东名称	认缴出资额（万元）	出资比例
1	玛氏箭牌糖果（中国）有限公司	9,935.19	22.93%
2	中瑞华普科技有限公司	7,589.37	17.52%
3	天津瑞普生物技术股份有限公司	3,869.43	8.93%
4	Broad Street Investments Holding (Singapore) Pte. Ltd.	2,892.45	6.68%
5	南京瑞联新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）	2,262.18	5.22%
6	天津华普海河生物医药产业基金合伙企业（有限合伙）	1,328.25	3.07%
7	Stonebridge 2017 (Singapore) Pte. Ltd.	1,008.99	2.33%
8	苗宝奇	999	2.31%
9	广州越秀新兴产业二期投资基金合伙企业（有限合伙）	856.6127	1.98%
10	郑卫	800.2626	1.85%
11	其他股东	11,781.78	27.19%
合计:		43,323.51	100.00%

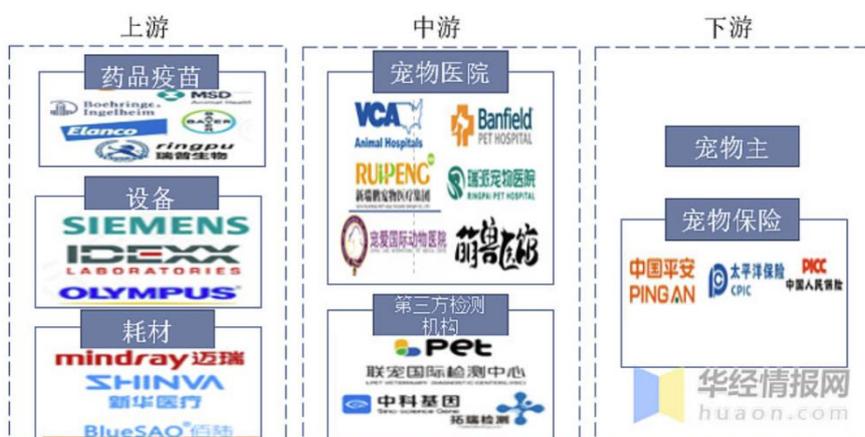
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 站位宠物健康上中游几乎全部子赛道，公司是当前 A 股宠物健康领域的核心资产

我们认为，宠物受益人口变化趋势，是当前稀缺的消费增长性行业，而宠物健康作为细分赛道，尚处发展初期且具备强技术壁垒，未来发展空间广阔。据《中国宠物健康消费白皮书》统计，2022 年我国宠物健康消费市场规模已达 1216 亿元，过去三年 CAGR 高达 36%。按结构来看，目前宠物健康子赛道中，药品、诊疗、疫苗、体检的市场规模大致为 4:4:1:1。

目前瑞普生物依靠参股瑞派宠物医院已经实现对上中游子赛道的几乎全部站位，是当前 A 股宠物健康领域的核心资产。从空间上来看，药品端瑞普生物已于年初推出猫三联疫苗，未来有望替代进口产品，成就亿元级大单品；医院端瑞派宠物亿元 2023 年收入已接近 20 亿元，净利润已达 5000 万元以上，未来有望依靠行业增长红利和门店先发优势实现稳步增长，发展空间仍广阔。

图2：宠物健康产业链概览



资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

图3：目前国内宠物猫数量正逐年快速增长（单位：万只）



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，国信证券经济研究所整理

图4：目前国内宠物疫苗市场份额主要被进口品牌产品占据



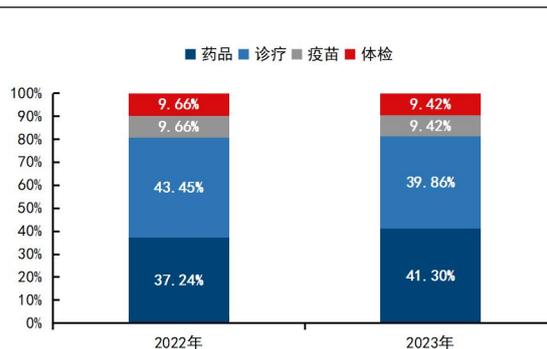
资料来源：《中国宠物行业白皮书》，国信证券经济研究所整理

图5: 宠物健康消费市场规模近年快速增长



资料来源:《中国宠物健康消费白皮书》, 国信证券经济研究所整理

图6: 宠物健康消费市场结构情况



资料来源:《中国宠物行业白皮书》, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 维持“优于大市”评级

公司是国内领先的兽药企业, 短期业绩有望随畜禽养殖景气回暖而修复, 长期看好宠物等新业务不断拓展。我们维持盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.3/6.3/6.5 亿元, EPS 为 1.1/1.3/1.4 元, 对应当前股价 PE 为 18/15/14X。

◆ 风险提示

养殖过程中发生不可控疫情, 疫苗批签发进度不及预期, 新产品推广不及预期。

相关研究报告:

《瑞普生物 (300119.SZ) -2024 中报点评: 化药板块短期承压, Q2 归母净利润同比-30%》——2024-08-27
 《瑞普生物 (300119.SZ) -畜禽动保业务规模领先, 宠物动保业务进入收获期》——2024-06-12
 《瑞普生物 (300119.SZ) -2022 年报及 2023 一季报点评: 23Q1 归母净利润环比-29%, 看好禽苗景气回暖、宠物板块拓展》——2023-05-01

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E		
现金及现金等价物	384	335	492	350	387	营业收入	2084	2249	2836	3297	3414
应收款项	782	1002	1166	1265	1216	营业成本	1075	1132	1353	1555	1630
存货净额	367	390	457	523	550	营业税金及附加	20	22	28	32	33
其他流动资产	1560	1536	1703	2233	2232	销售费用	344	371	465	537	553
流动资产合计	3093	3263	3818	4371	4384	管理费用	143	158	174	197	201
固定资产	1562	1635	1717	1811	1881	研发费用	133	173	199	224	225
无形资产及其他	259	238	230	221	213	财务费用	17	19	38	48	43
投资性房地产	815	1006	1006	1006	1006	投资收益	4	15	15	15	15
长期股权投资	377	453	453	453	453	资产减值及公允价值变动	51	61	50	55	55
资产总计	6106	6596	7224	7862	7937	其他收入	(123)	(58)	(199)	(224)	(225)
短期借款及交易性金融负债	686	556	500	599	200	营业利润	417	565	645	772	800
应付款项	397	562	502	632	687	营业外净收支	(3)	1	10	12	11
其他流动负债	227	227	272	319	327	利润总额	414	567	655	784	811
流动负债合计	1310	1345	1274	1550	1214	所得税费用	40	56	64	77	79
长期借款及应付债券	191	307	707	707	707	少数股东损益	27	58	67	80	83
其他长期负债	104	139	123	113	116	归属于母公司净利润	347	453	524	627	649
长期负债合计	295	446	830	820	823	现金流量表（百万元）					
负债合计	1605	1791	2104	2371	2038	净利润	347	453	524	627	649
少数股东权益	280	309	344	387	433	资产减值准备	(3)	10	3	1	1
股东权益	4222	4496	4775	5105	5466	折旧摊销	107	138	176	191	205
负债和股东权益总计	6106	6596	7224	7862	7937	公允价值变动损失	(51)	(61)	(50)	(55)	(55)
关键财务与估值指标						财务费用	17	19	38	48	43
每股收益	0.74	0.97	1.12	1.34	1.39	营运资本变动	(755)	(200)	(426)	(527)	92
每股红利	0.42	0.38	0.53	0.64	0.62	其它	15	25	33	41	45
每股净资产	9.02	9.64	10.24	10.95	11.72	经营活动现金流	(340)	366	259	279	936
ROIC	6.88%	7.02%	10%	11%	11%	资本开支	0	(259)	(201)	(223)	(212)
ROE	8.21%	10.07%	10.98%	12.28%	11.86%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	48%	50%	52%	53%	52%	投资活动现金流	(102)	(335)	(201)	(223)	(212)
EBIT Margin	18%	18%	22%	23%	23%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	23%	24%	28%	29%	29%	负债净变化	101	116	200	0	0
收入增长	4%	8%	26%	16%	4%	支付股利、利息	(196)	(175)	(246)	(297)	(287)
净利润增长率	-16%	31%	16%	20%	3%	其它融资现金流	(294)	38	(56)	99	(399)
资产负债率	31%	32%	34%	35%	31%	融资活动现金流	(483)	(80)	98	(197)	(687)
股息率	2.1%	1.9%	2.6%	3.2%	3.1%	现金净变动	(926)	(49)	157	(142)	37
P/E	26.9	20.5	17.8	14.8	14.4	货币资金的期初余额	1310	384	335	492	350
P/B	2.2	2.1	1.9	1.8	1.7	货币资金的期末余额	384	335	492	350	387
EV/EBITDA	22.9	20.9	14.4	12.4	11.6	企业自由现金流	0	34	107	118	781
						权益自由现金流	0	188	216	174	343

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032