

瑞普生物 (300119.SZ)

优于大市

2024 年报点评：化药业务短期承压，扣非归母净利润同比-12%

核心观点

化药业务短期承压，扣非归母净利润同比-12%。公司 2024 年实现营业收入 30.70 亿元，同比+13.32%；实现归母净利润 3.01 亿元，同比-33.70%。收入增长主要由禽用生物制品、宠物供应链收入增长带动；盈利下滑原因一方面系公司动保业务毛利率同比下降，另一方面系资产处置收益同比减少约 1 亿元，公允价值变动净收益同比减少约 7000 万元。扣除非经常损益后，公司扣非归母净利润同比-11.84%至 2.81 亿元。分季度来看，公司 Q4 实现营业收入 13.23 亿元，环比+104.26%，同比+17.93%，实现归母净利润 0.56 亿元，环比-34.59%，同比-68.88%，主要受并表中瑞供应链、非经常损益减少影响。

兽用疫苗业务继续深化“大客户战略”，拓展宠物蓝海市场。2024 年公司兽用生物制品板块实现总收入 13.24 亿元，同比+23.40%，总毛利 8.31 亿元，同比+18.36%，对应毛利率为 62.77%，同比-2.67pct。(1) **禽用生物制品：**得益于大客户销量增长，收入同比+15.90%至 10.76 亿元，毛利同比+13.74%至 6.80 亿元，对应毛利率 63.17%，同比-1.20%。(2) **畜用生物制品：**并表必威安泰后，收入同比+49.78%至 2.11 亿元。(3) **宠物用生物制品：**受猫三联疫苗“瑞喵舒”放量影响，收入同比+849%至 3744 万元。

行业竞争加剧，兽用制剂及原料药业务短期承压。2024 年国内原料药行情受行业竞争加剧影响加速回落，生产企业盈利及开工均承压明显。公司制剂及原料药业务销量同比-11.87%至 1.13 万吨，营业收入同比-6.37%至 10.40 亿元，毛利同比-12.39%至 3.72 亿元，对应毛利率同比-2.73pct 至 36.50%。

并表中瑞供应链，增持瑞派宠物医院股份，公司强化宠物医疗站位。2024 年公司并表中瑞供应链公司（控股 56.31%），当年宠物供应链实现营业收入 6.33 亿元，同比+37.66%，毛利率为 14.99%，同比+0.89pct；另外公司完成对瑞派宠物医院增持，持股比例升至 11.56%。基于上述措施公司进一步完善了宠物大健康战略布局，深化了与宠物医院等终端业态融合，拓宽了宠物产品推广渠道，未来有望加速自有药苗产品触达 B、C 端客户，打通“研发-生产-流通-服务”全链路，充分受益国内宠物经济发展机遇。

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。

投资建议：基于来自原料药及制剂业务的短期压力，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 4.5/5.0 亿元（原为 6.3/6.5 亿元），同时预测 2027 年归母净利润为 5.2 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 1.0/1.1/1.1 元。考虑到公司作为国内领先的兽药企业，畜禽动保业务稳健增长，宠物医疗业务持续拓展，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,249	3,070	3,534	3,925	4,176
(+/-%)	7.9%	36.5%	15.1%	11.1%	6.4%
净利润(百万元)	453	301	445	499	516
(+/-%)	30.6%	-33.6%	48.0%	12.2%	3.3%
每股收益(元)	0.97	0.65	0.96	1.07	1.11
EBIT Margin	17.5%	13.3%	15.8%	17.2%	17.0%
净资产收益率 (ROE)	10.1%	6.7%	9.6%	10.3%	10.3%
市盈率 (PE)	18.4	27.8	18.8	16.7	16.2
EV/EBITDA	19.1	18.8	15.5	13.5	12.9
市净率 (PB)	1.86	1.87	1.80	1.73	1.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·动物保健 II

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

证券分析师：江海航 010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.97 元
总市值/流通市值	8837/6354 百万元
52 周最高价/最低价	21.25/11.25 元
近 3 个月日均成交额	115.38 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《瑞普生物 (300119.SZ) - 事件点评：增持瑞派宠物医院股份，强化宠物健康赛道站位》——2024-11-22

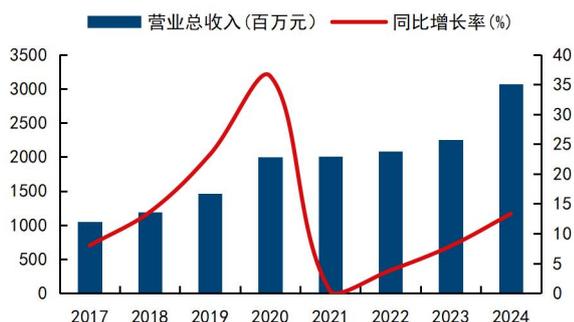
《瑞普生物 (300119.SZ) - 2024 中报点评：化药板块短期承压，Q2 归母净利润同比-30%》——2024-08-27

《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

动保业务毛利率下降,扣非归母净利润同比-12%。公司2024年实现营业收入30.70亿元,同比+13.32%;实现归母净利润3.01亿元,同比-33.70%。收入增长主要由禽用生物制品、宠物供应链收入增长带动;盈利下滑原因一方面系公司动保业务毛利率同比下降,另一方面系资产处置收益同比减少约1亿元,公允价值变动净收益同比减少约7000万元。扣除非经常损益后,公司扣非归母净利润同比-11.84%至2.81亿元。分季度来看,公司Q4实现营业收入13.23亿元,环比+104.26%,同比+17.93%,实现归母净利润0.56亿元,环比-34.59%,同比-68.88%,主要受并表中瑞供应链、非经常损益减少影响。

图1: 瑞普生物营业收入及增速



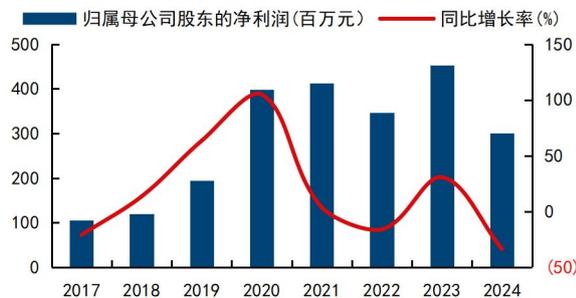
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 瑞普生物单季营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 瑞普生物归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

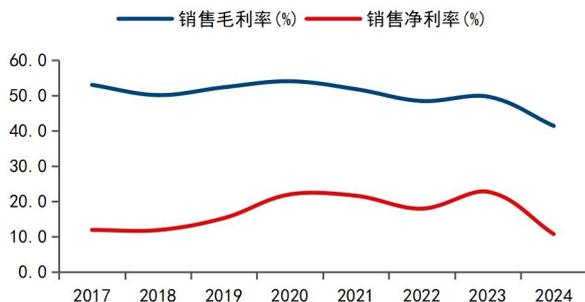
图4: 瑞普生物单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

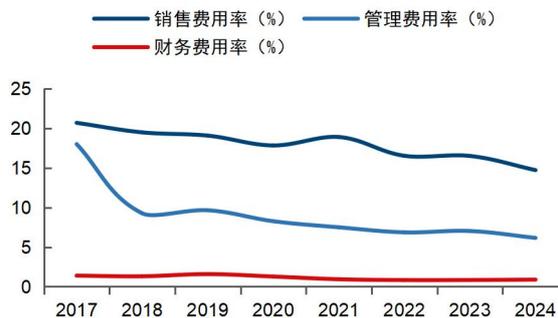
利润率同比回落,费用率有所优化。公司2024年销售毛利率41.38%,同比-8.31pct,销售净利率10.74%,同比-11.98pct,主要受动保业务毛利率下滑以及非经常损益减少影响。公司2024销售费用率14.70%(同比-1.79pct),管理费用率6.15%(-0.87pct),财务费用率0.89%(+0.05pcts)。三项费用率合计21.74%,同比-2.61pct。

图5: 瑞普生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 瑞普生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 基于来自原料药及制剂业务的短期压力, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 4.5/5.0 亿元 (原为 6.3/6.5 亿元), 同时预测 2027 年归母净利润为 5.2 亿元, 对应 2025-2027 年 EPS 为 1.0/1.1/1.1 元。考虑到公司作为国内领先的兽药企业, 畜禽动保业务稳健增长, 宠物医疗业务持续拓展, 维持“优于大市”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	335	487	350	350	350	营业收入	2249	3070	3534	3925	4176
应收款项	1002	1129	1307	1441	1487	营业成本	1132	1800	2056	2270	2462
存货净额	390	500	529	561	603	营业税金及附加	22	26	33	36	38
其他流动资产	1536	1533	2275	2389	2438	销售费用	371	451	504	555	587
流动资产合计	3263	3649	4396	4596	4662	管理费用	158	189	179	192	199
固定资产	1635	1908	1960	1969	1959	研发费用	173	197	221	237	244
无形资产及其他	238	493	474	456	437	财务费用	19	27	69	79	67
投资性房地产	1006	847	847	847	847	投资收益	15	9	15	15	15
长期股权投资	453	1069	1069	1069	1069	资产减值及公允价值变动	61	9	50	27	16
资产总计	6596	7966	8746	8936	8973	其他收入	(58)	(221)	(217)	(228)	(231)
短期借款及交易性金融负债	556	862	1065	830	553	营业利润	565	373	545	612	633
应付款项	562	550	775	847	818	营业外净收支	1	(5)	(2)	(2)	(3)
其他流动负债	227	839	556	658	783	利润总额	567	368	543	610	630
流动负债合计	1345	2251	2395	2334	2154	所得税费用	56	38	55	63	64
长期借款及应付债券	307	514	914	914	914	少数股东损益	58	29	43	48	50
其他长期负债	139	194	239	284	333	归属于母公司净利润	453	301	445	499	516
长期负债合计	446	708	1153	1198	1246	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1791	2959	3548	3532	3400	净利润	453	301	445	499	516
少数股东权益	309	537	554	572	587	资产减值准备	10	11	2	(0)	(0)
股东权益	4496	4470	4644	4832	4985	折旧摊销	138	194	216	230	243
负债和股东权益总计	6596	7966	8746	8936	8973	公允价值变动损失	(61)	(9)	(50)	(27)	(16)
						财务费用	19	27	69	79	67
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(200)	592	(897)	20	78
每股收益	0.97	0.65	0.96	1.07	1.11	其它	25	(7)	15	18	15
每股红利	0.38	0.56	0.58	0.67	0.78	经营活动现金流	366	1081	(269)	741	836
每股净资产	9.64	9.60	9.97	10.37	10.70	资本开支	0	(445)	(201)	(194)	(197)
ROIC	7.02%	7.18%	8%	9%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	10.07%	6.73%	9.58%	10.33%	10.35%	投资活动现金流	(76)	(1060)	(201)	(194)	(197)
毛利率	50%	41%	42%	42%	41%	权益性融资	0	27	0	0	0
EBIT Margin	18%	13%	16%	17%	17%	负债净变化	116	207	200	0	0
EBITDA Margin	24%	20%	22%	23%	23%	支付股利、利息	(175)	(263)	(271)	(311)	(362)
收入增长	8%	37%	15%	11%	6%	其它融资现金流	(220)	217	203	(236)	(276)
净利润增长率	31%	-34%	48%	12%	3%	融资活动现金流	(339)	131	332	(547)	(639)
资产负债率	32%	44%	47%	46%	44%	现金净变动	(49)	152	(137)	0	0
股息率	2.1%	3.2%	3.2%	3.7%	4.3%	货币资金的期初余额	384	335	487	350	350
P/E	18.4	27.8	18.8	16.7	16.2	货币资金的期末余额	335	487	350	350	350
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7	企业自由现金流	0	706	(388)	639	725
EV/EBITDA	19.1	18.8	15.5	13.5	12.9	权益自由现金流	0	1129	(47)	333	388

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