

主营业务稳健增长，宠物市场布局成效显著

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年度报告，公司 2024 年公司实现营收 30.7 亿元，同比增长 13.32%，实现归母净利润 3.01 亿元，同比减少 33.7%。其中，2024Q4 实现营收 13.23 亿元，同比+17.93%，实现归母净利润 0.56 亿元，同比-68.88%。
- **点评：化药业务短期承压，宠物板块布局推进。**分品类看，公司兽用生物制品、宠物供应链等业务板块表现突出，分别增长 23.40%和 37.66%。宠物市场贡献显著，宠物生物制品收入同比增长 849.09%。综合毛利率为 41.38%，较去年同期略有下降，主要受原材料成本上涨及低毛利率的宠物供应链业务占比提升影响。此外，2024 年受主要原料药行情低迷的影响，龙翔药业对库存商品计提了近 2000 万减值准备，影响利润。
- **兽用生物制品业务稳步提升，国际化与大客户战略双管齐下。**2024 年公司兽用生物制品业务实现销售收入 13.24 亿元，同比+23.40%。公司与多家大型养殖集团建立了战略合作关系，通过提供高质量的产品和服务，帮助客户实现降本增效，进一步巩固了市场地位。同时，公司积极拓展国际市场，推进生产工厂通过海外 GMP 认证，为进入国际市场做好准备。公司在印尼、斯里兰卡等 7 个国家及中国台湾完成 35 款产品注册，天津、高科公司通过印尼 GMP 审核，必威安泰通过泰国 GMP 认证；全年与 20 余家集团客户达成千万级合作，打造 50 个千万级大单品。
- **深耕宠物板块产业生态系统构建，打造本土第一品牌。**宠物板块收入同比显著提升，瑞普生物以“三瑞齐发”战略重构产业生态格局，通过瑞普生物、瑞派宠物医院、中瑞供应链三大核心板块的深度协同，打造贯穿“研发-验证-流通-服务”的完整价值闭环。中瑞供应链平台覆盖全国 7000 家宠物医院（含瑞派宠物医院）、3400 家宠物店。公司 2024 年收购了中瑞华普 15%股权，对瑞派宠物医院的持股进一步提升，实现宠物医药产在 10,000+医疗终端的精准投放。公司自主研发的猫三联疫苗“瑞喵舒”打破国外垄断，成为本土首个上市产品。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2025~2027 年公司 EPS 为 0.88、1.02、1.16 元，对应动态 PE 20、17、15 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,070	3,497	3,967	4,508
增长率	13.32%	13.93%	13.43%	13.62%
归属母公司净利润（百万元）	301	409	475	541
增长率	-33.70%	36.14%	15.94%	13.93%
每股收益 EPS（元）	0.65	0.88	1.02	1.16
净资产收益率 ROE	6.73%	8.42%	8.90%	9.20%
PE	28.12	19.55	16.86	14.80
PB	1.91	1.65	1.50	1.36

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

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：010-57758503
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)	3.35
52 周内股价区间(元)	11.29-21.2
总市值(亿元)	80.03
总资产(亿元)	79.66
每股净资产(元)	9.60

相关研究

1. 瑞普生物（300119）：营收稳增利润降，持续探索新征程（2024-11-06）
2. 瑞普生物（300119）：营收增长宠物发力，兽药利润承压（2024-08-27）
3. 瑞普生物（300119）：Q1 盈利正增长，利润质量提升（2024-04-30）

盈利预测

关键假设：

1) 公司原料药业务稳步发展，近期原料药整体市场景气度有所提升，预计公司 2025-2027 年原料药及制剂板块销量增速为 10%/10%/10%，售价增速为 2%/0%/0%。预计 2025-2027 年原料药及制剂板块毛利率 39%/39%/39%。

2024 年收购必安泰后预计与主要客户的合作带来更高的增速，我们预计公司 2025-2027 年禽用生物制品销量增速为 15%/15%/15%，销售均价保持稳定，预计 2025-2027 年公司禽用生物制品毛利率 63%/63%/63%。

公司宠物板块布局成效显著，预计公司 2025-2027 年宠物供应链销量增速为 20%/20%/20%，销售均价保持稳定，预计 2025-2027 年公司禽用生物制品毛利率 15%/15%/15%。

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 2025-2027 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		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入（百万元）	3,069.93	3,497.46	3,967.22	4,507.55
	yoy	36.50%	13.93%	13.43%	13.62%
	成本（百万元）	1,799.72	2,029.67	2,308.70	2,631.43
	毛利率	41.38%	41.97%	41.81%	41.62%
原料药及制剂	收入（百万元）	1,020.55	1,143.02	1,257.32	1,383.05
	yoy	-5.83%	12.00%	10%	10%
	成本（百万元）	648.08	697	767	844
	毛利率	36.50%	39.00%	39.00%	39.00%
禽用生物制品	收入（百万元）	1,075.82	1,237.19	1,422.77	1,636.19
	yoy	15.90%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本（百万元）	396.19	458	526	605
	毛利率	63.17%	63.00%	63.00%	63.00%
宠物供应链	收入（百万元）	633.43	760.12	912.14	1,094.57
	yoy	37.66%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本（百万元）	538.49	646.10	775.32	930.38
	毛利率	14.99%	15.00%	15.00%	15.00%
其它	收入（百万元）	340.13	357.14	374.99	393.74
	yoy	43.55%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	216.96	228.57	240.00	252.00
	毛利率	36.21%	36.00%	36.00%	36.00%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,070	3,497	3,967	4,508	净利润	330	452	528	597
营业成本	1,800	2,030	2,309	2,631	折旧与摊销	206	309	342	431
营业税金及附加	26	31	34	39	财务费用	33	27	28	30
销售费用	451	507	555	586	资产减值损失	39	1	1	1
管理费用	189	203	230	267	经营营运资本变动	126	-376	-23	-14
财务费用	27	27	28	30	其他	2	-7	-9	-0
资产减值损失	-20	-1	-1	-1	经营活动现金流净额	736	405	867	1,045
投资收益	9	7	9	0	资本支出	-185	-311	-379	-487
公允价值变动损益	-11	0	0	0	其他	-266	-257	-308	-399
其他经营损益	34	19	21	0	投资活动现金流净额	-452	-568	-687	-886
营业利润	373	502	587	664	短期借款	250	70	68	129
其他非经营损益	-5	0	0	0	长期借款	207	0	0	0
利润总额	368	502	587	664	股权融资	27	-20	0	0
所得税	38	50	59	68	支付股利	-263	-27	-28	-30
净利润	330	452	528	597	其他	-354	0	-0	-0
少数股东损益	29	42	53	56	筹资活动现金流净额	-133	23	40	99
归属母公司股东净利润	301	409	475	541	现金流量净额	151	-140	220	257
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	487	348	568	825	成长能力				
应收和预付款项	1,131	1,319	1,507	1,691	销售收入增长率	13.32%	13.93%	13.43%	13.62%
存货	500	639	706	788	营业利润增长率	-34.50%	34.43%	16.97%	13.24%
其他流动资产	12	12	12	12	净利润增长率	-33.70%	36.14%	15.94%	13.93%
长期股权投资	1,069	1,333	1,652	2,052	EBITDA 增长率	10.94%	37.80%	14.32%	17.55%
投资性房地产	37	33	28	24	获利能力				
固定资产和在建工程	1,908	1,741	1,526	1,288	毛利率	41.38%	41.97%	41.81%	41.62%
无形资产和开发支出	686	769	874	1,022	三费率	21.74%	21.07%	20.52%	19.59%
其他非流动资产	27	27	27	27	净利率	10.74%	12.91%	13.30%	13.24%
资产总计	7,966	8,440	9,285	10,269	ROE	6.73%	8.42%	8.90%	9.20%
短期借款	801	871	939	1,068	ROA	3.78%	4.85%	5.11%	5.27%
应付和预收款项	559	729	821	899	ROIC	5.64%	6.91%	7.39%	7.60%
长期借款	514	514	514	514	EBITDA/销售收入	19.79%	23.94%	24.13%	24.96%
其他负债	1,086	888	1,045	1,224	营运能力				
负债合计	2,959	3,001	3,318	3,705	总资产周转率	0.41	0.43	0.45	0.46
股本	466	466	466	466	固定资产周转率	1.81	1.93	2.27	2.76
资本公积	2,157	2,157	2,157	2,157	应收账款周转率	3.03	3.07	3.01	3.04
留存收益	2,019	2,429	2,904	3,444	存货周转率	3.61	3.57	3.43	3.52
归属母公司股东权益	4,470	4,860	5,335	5,875	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	537	579	632	688	资本结构				
股东权益合计	5,007	5,439	5,967	6,564	资产负债率	37.14%	35.56%	35.74%	36.08%
负债和股东权益合计	7,966	8,440	9,285	10,269	带息债务/总负债	46.67%	48.34%	45.78%	44.48%
					流动比率	1.62	1.68	1.67	1.63
					速动比率	1.37	1.37	1.36	1.33
					股利支付率	45.47%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	608	837	957	1,125	每股收益	0.65	0.88	1.02	1.16
PE	28	20	17	15	每股净资产	9.60	10.43	11.45	12.61
PB	2	2	2	1	每股经营现金	1.58	0.87	1.86	2.24
PS	3	2	2	2	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	16	11	9	8					
股息率	1.63%	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。

西南证券研究院

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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn