

宠物医疗稀缺标的，低估值价值凸显

华泰研究

2025 年 5 月 26 日 | 中国内地

更新报告

农林牧渔

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

36.16

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570522120004
SFC No. BPK020

熊承慧, PhD

xiongchenghui@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570524070009

张正芳

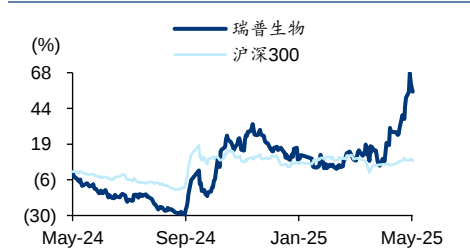
zhangzhengfang@htsc.com

+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(人民币)	36.16
收盘价(人民币 截至 5 月 23 日)	24.48
市值(人民币百万)	11,404
6 个月平均日成交额(人民币百万)	180.88
52 周价格范围(人民币)	11.29-26.80
BVPS(人民币)	9.80

股价走势图



资料来源: Wind

瑞普生物已形成宠物用药、苗+供应链+医院的宠物医疗全面布局，是国内宠物医疗板块的稀缺标的。亲人定位+宠物老龄化+国产替代催化下，国内宠物医疗仍是蓝海市场，看好中长期公司宠物医疗板块贡献的增量。公司主业优势明显，禽苗、原料药及制剂主业经营向好，我们上调盈利预测，预计 2025/26/27 年公司实现归母净利润 5.26/6.18/7.12 亿元，相应上调目标价至 36.16 元，维持“买入”评级。

宠物医疗稀缺标的，药、苗+供应链+医院全面布局

宠物医疗仍是蓝海。根据宠物白皮书，2024 年国内宠物医疗市场规模约 841 亿元、为仅次于宠物食品的第二大宠物相关赛道，亲人定位+宠物逐步老龄化+国产替代催化下宠物医疗需求增长空间大。国内宠物医疗竞争格局分散，医生和资金等壁垒或将使得宠物医院格局更易头部集中化。瑞普生物是目前国内在宠物医疗领域布局最全面的公司，自 2012 年起前瞻布局宠物医疗，2024 年率先推出国产猫三联、收购中瑞供应链 56% 股权（该平台覆盖全国超 7000 家宠物医院和 3400 家宠物店），并增持瑞派宠物医院（超 600 家门店，增长势头和盈利能力双优）。

主业优势持续，全年盈利高增可期

瑞普受益于其禽苗为主的业务结构+较早开始推进大客户战略，公司自 2023 年以来的收入、盈利修复持续优于同业。我们预计其 2025 年收入增长有望持续，盈利有望录得高增，主要系考虑到：1) 公司大客户战略仍在落地收获期，主业禽苗增长有望持续；2) 2025 年以来原料药行情明显好转，主要受益于前期亏损导致的行业供应格局优化，公司原料药业务有望在 2025 年实现扭亏为盈；3) 公司宠物用疫苗、药品仍处于销量快速提升的阶段，我们预计 2025 年公司宠物板块收入、盈利有望双双高增。

盈利预测与估值

考虑到：公司禽苗大客户优势仍明显、禽苗收入盈利增长或延续；原料药行情在 2025 年明显好转，公司原料药业务有望在 2025 年实现扭亏为盈；宠物用疫苗、药品等仍处于快速增长期，我们上调盈利预测。预计 2025/26/27 年公司实现归母净利润 5.26/6.18/7.12 亿元（较前值上调 31%/21%/16%），对应 EPS 为 1.13/1.33/1.53 元，参考可比公司 2025 年 Wind 一致预期 28x PE，考虑到公司宠物板块布局领先、主业经营向好，给予公司 2025 年 32x PE，对应目标价 36.16 元（前值 25.8 元，30x PE），维持“买入”评级。

风险提示：动保行业市场竞争加剧，突发大规模畜禽疫病，宠物医疗布局进度不及预期等。

经营预测指标与估值

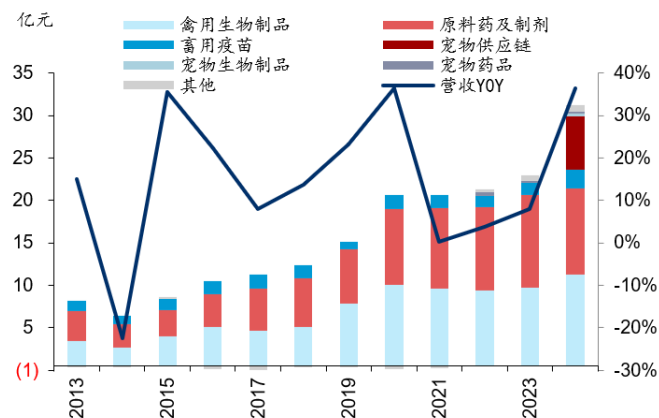
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	2,249	3,070	3,855	4,470	5,148
+/-%	7.90	36.50	25.57	15.96	15.16
归属母公司净利润(人民币百万)	452.94	300.72	526.25	617.60	711.55
+/-%	30.64	(33.61)	75.00	17.36	15.21
EPS(人民币，最新摊薄)	0.97	0.65	1.13	1.33	1.53
ROE(%)	9.43	6.01	9.65	10.23	10.57
PE(倍)	25.18	37.92	21.67	18.46	16.03
PB(倍)	2.54	2.55	2.35	2.12	1.90
EV EBITDA(倍)	15.07	19.06	13.21	10.94	10.06

资料来源：公司公告、华泰研究预测

国内禽苗龙头，宠物医疗稀缺标的

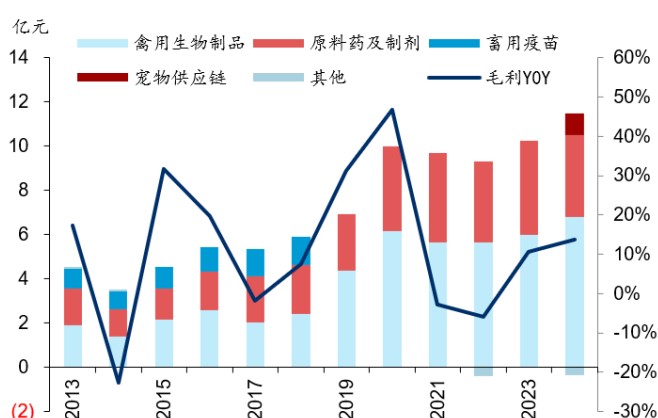
国内禽苗龙头，逐步形成宠物医疗大布局。瑞普生物是国内禽用生物制品龙头，其在 2023 年及之前的营收、毛利主要由禽用生物制品和原料药及制剂业务贡献，禽苗和原料药及制剂业务贡献收入占总收入比例分别约 40%~50%、贡献毛利占总毛利比例分别约 50%~60% 和 40%~50%。2024 年，公司收购中瑞供应链 56% 股权、于年底实现并表，宠物供应链板块贡献收入约 6.3 亿元，加上宠物生物制品、宠物药品收入，公司宠物板块收入占比约 22.5%。同时，公司在 2024 年还增持了上市公司董事长李守军先生实际控制的瑞派宠物医院。逐步形成了宠物生物制品和药品+宠物供应链+宠物医院的宠物医疗大布局。

图表1：瑞普生物营收构成



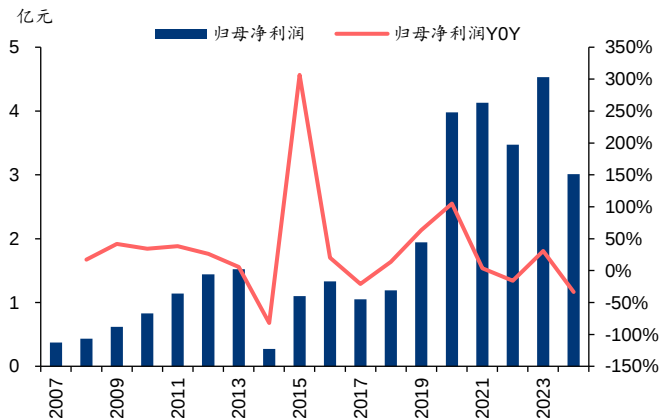
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表2：瑞普生物毛利构成



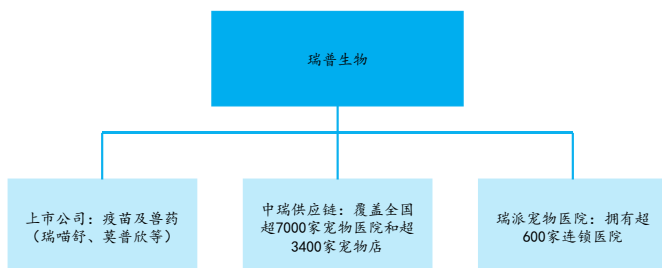
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表3：瑞普生物归母净利润



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

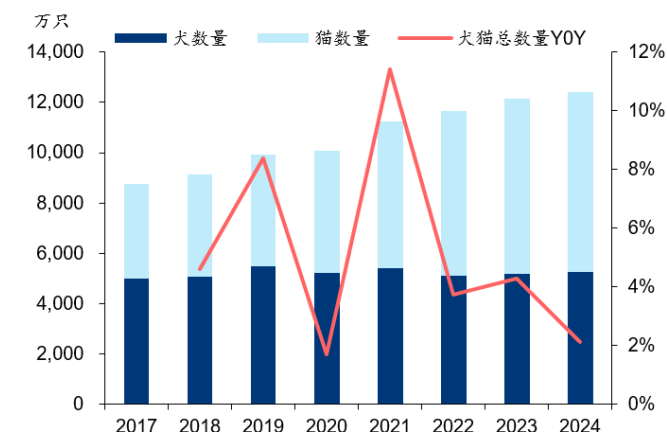
图表4：瑞普生物宠物板块布局概览



资料来源：公司公告，华泰研究

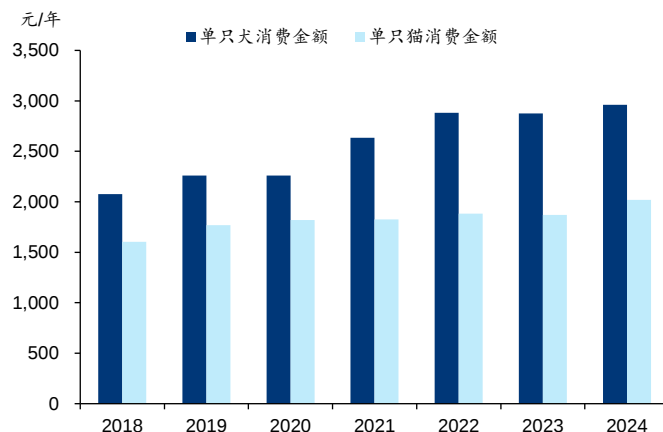
宠物市场消费规模持续增长，宠物医疗是快速增长、目前规模第二大的宠物经济赛道。近年宠物市场消费规模持续增长，据宠物白皮书统计，2024 年国内宠物市场消费规模约 3002 亿元、2019~2024 年 CAGR 约 10%；这主要来自于宠物犬猫数量持续增长（2024 年底国内约 1.24 亿只宠物犬猫，2019~2024 年 CAGR 约 5.2%）、单宠消费金额亦持续提升（2024 年国内单只宠物犬猫消费金额约 2419 元，2019~2024 年 CAGR 约 4.4%）。从结构上来看，宠物医疗市场规模仅次于宠物食品、是目前规模第二大的宠物经济赛道，2024 年宠物医疗市场规模约 841 亿元、2019~2024 年 CAGR 约 16%，总体增速快于宠物整体市场消费规模、占比也明显提升。这或主要系宠物数量快速增长的同时，宠主养宠理念亦持续升级、对宠物身体状况和健康状况重视程度持续提升，同时国内宠物医院数量的增加和布局优化亦为宠物就诊等提供了便利，催化国内宠物医疗市场规模快速增长。

图表5：国内宠物猫狗数量及同比变化



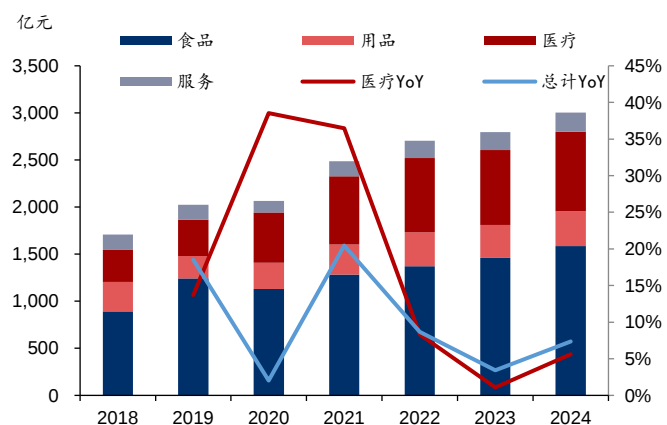
资料来源：宠物白皮书，华泰研究

图表6：国内单只猫狗消费金额



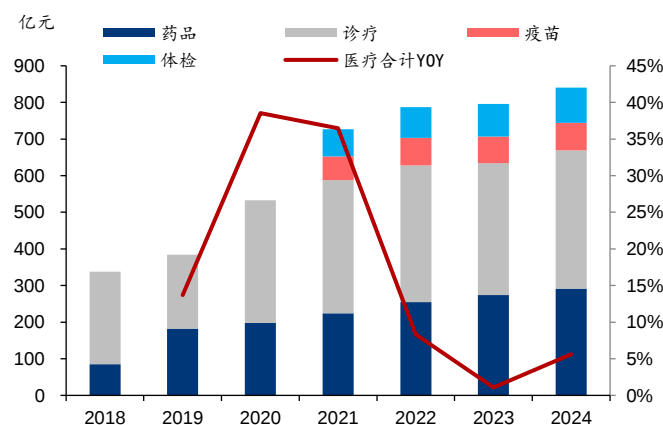
资料来源：宠物白皮书，华泰研究

图表7：国内宠物市场规模构成及同比变化



资料来源：宠物白皮书，华泰研究

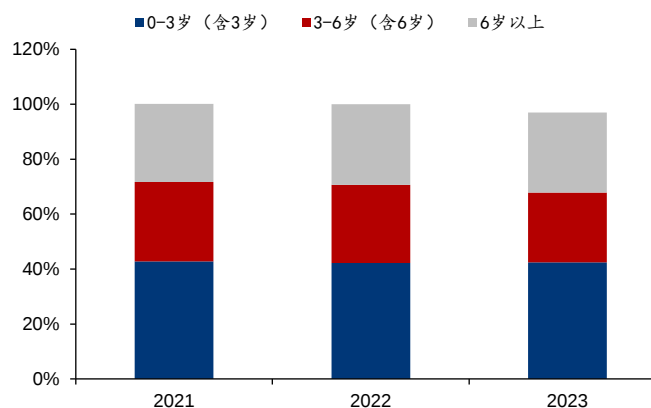
图表8：国内宠物医疗市场规模构成及同比变化



资料来源：宠物白皮书，华泰研究

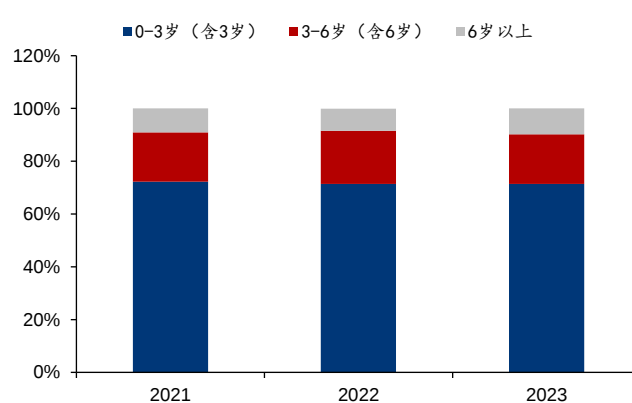
宠物老龄化+国产替代+养宠理念升级，宠物医疗市场扩容空间仍大。1)从宠物年龄结构看，目前宠物犬/猫多较为年轻，2023年底3岁及以内的宠物犬/猫占比分别约42%和71%。未来3-5年内宠物老龄化现象将逐步出现，考虑到老年宠物出现不健康状况的概率更高、宠物老龄化后就诊需求或将明显增加，宠物医疗消费或迎来明显增长。2)目前国内主流宠物疫苗、药品多为进口品牌，但近年国产宠物用疫苗、药品亦开始陆续推出，尤其瑞普在2024年实现了国产猫三联疫苗的首发。我们预计随着国产宠物疫苗、药品产品体系逐步完善，下游宠主对国产宠物用苗、药品的认知度、认可度逐步提升，国产品牌有望逐步实现进口替代，国产宠物用苗、药品增长空间值得期待。3)从养宠理念来看，随着养宠群体的变化（目前国内宠主多为年轻人）、宠物角色定位的升级（越来越多人将宠物视为家庭重要成员），宠主对宠物健康的重视程度不断提升，宠物医疗渗透率及单宠医疗消费金额仍有望持续提升。

图表9：宠物犬年龄结构



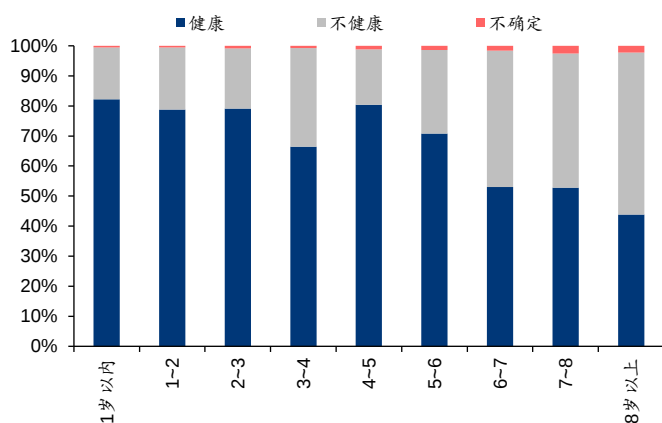
资料来源：宠物白皮书，华泰研究

图表10：宠物猫年龄结构



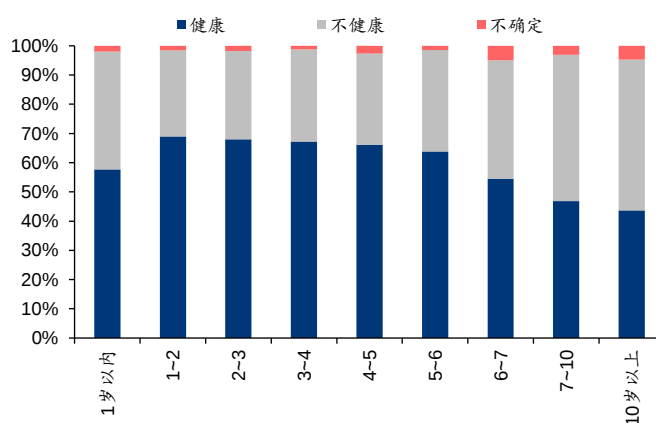
资料来源：宠物白皮书，华泰研究

图表11：2023年不同年龄宠物犬健康状况



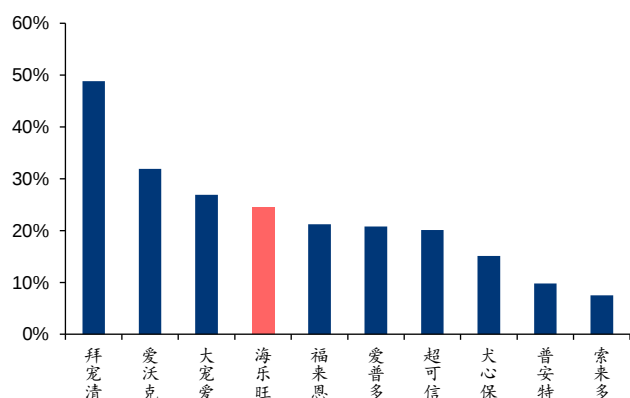
资料来源：宠物白皮书，华泰研究

图表12：2023年不同年龄宠物猫健康状况



资料来源：宠物白皮书，华泰研究

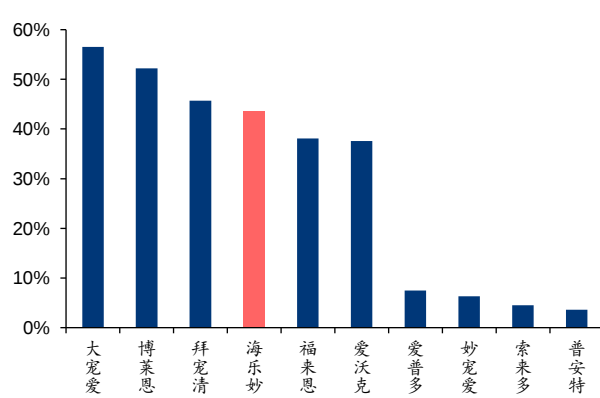
图表13：2023年国内宠物犬用驱虫药使用率



注：红色柱体为国产品牌，蓝色柱体为海外品牌。

资料来源：宠物白皮书，华泰研究

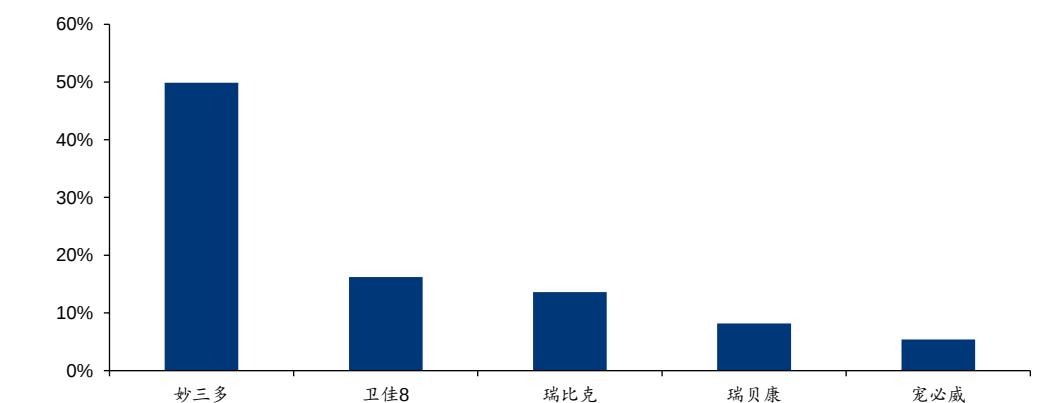
图表14：2023年国内宠物猫用驱虫药使用率



注：红色柱体为国产品牌，蓝色柱体为海外品牌。

资料来源：宠物白皮书，华泰研究

图表15：2023 年宠物疫苗品牌使用率 top5



资料来源：宠物白皮书，华泰研究

“三瑞”齐发，瑞普逐步构建苗、药-供应链-医院大布局。瑞普生物在宠物医疗板块已形成“三瑞一体”的优势格局，在宠物医疗领域综合竞争力明显强于同业。

1) 上市公司层面，瑞普生物前瞻布局，现已覆盖宠物用苗、药、保健品等多个品类。瑞普宠物用产品涵盖疫苗、驱虫、耳部健康、营养保健等多个品类。公司先后开发并推出全球首个用于宠物皮肤深层感染速溶性口服药物克林霉素磷酸酯颗粒制剂“瑞可林”，我国首个重组大肠杆菌表达的兽用干扰素制品“权干素”，我国首个国产猫三联疫苗“瑞喵舒”，实现了以上领域“零的突破”，为我国宠物疫病综合防控提供科技支撑。

2) 收购中瑞供应链，完善渠道拓展市场。目前中瑞供应链拥有 13 家省级供应链公司，覆盖上海、天津、重庆等 13 座城市，拥有员工 300 余人，并与顺丰、京东等保持战略合作关系。其供应链平台覆盖全国超 7000 家宠物医院，超 3400 家宠物店。2024 年，瑞普生物收购中瑞供应链 56% 股权，凭借其庞大渠道网络，可加速宠物药苗对 B 端与 C 端客户的触达，提升市场占有率。

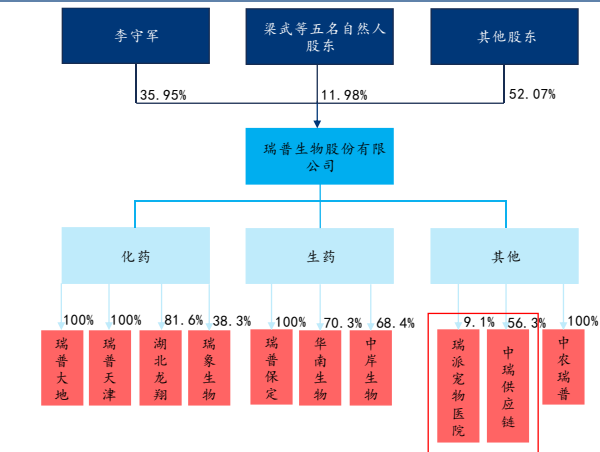
3) 增持瑞派宠物医院，增强品牌影响力。瑞普生物董事长李守军先生于 2012 年成立瑞派宠物医院，瑞派在 2024 年底已拥有超 600 家连锁医院门店，覆盖全国 28 个省，70 余座城市，全面覆盖一线城市及准一线城市、核心省会及二线城市。医院年接诊量超 300 万例，医疗专业人员 3000 余人，执业兽医师 1800 余人。在医疗设备方面，医院配有 32 排 64 层 CT、瓦里安平板 DR、重症监护仓等高端专业设备，处于行业领先地位。在科室设置方面，瑞派目前有眼科、心脏科、异宠科和外科等 16 个特色学科，以及 6 个区域特色学科，可满足大部分宠物就医需要。瑞普生物于 2024 年增持瑞派医院，依托其在宠物医疗领域的品牌影响力和广泛的客户基础，可以更好地进行品牌推广，增强品牌影响力。

图表16：瑞普部分代表性产品

分类	产品名	通用名
疫苗	瑞喘舒	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗(RPVFO304 株+RPVF0207 株+RPVF0110 株)
驱虫	莫普欣(猫用)	吡虫啉莫昔克丁滴剂(猫用)
	莫普欣(犬用)	吡虫啉莫昔克丁滴剂(犬用)
	菲比欣(犬用)	非泼罗尼吡丙醚滴剂
耳部健康	伊尔舒	复方制霉菌素软膏
	伊尔爽	犬猫耳道护理液
营业保健	固力舒	宠物营养补充剂(固力舒·氨糖软骨素)
手术麻醉	瑞美静	盐酸右美托咪定注射液
抗感染	瑞可林	克林霉素磷酸酯颗粒
	倍诺林	注射用硫酸头孢噻肟
	速倍林	注射用头孢噻唑钠
	瑞畅宁	甲硝唑片
抗病毒	权干素	重组犬 α-干扰素(冻干型)
消炎镇痛	美喜康	美洛昔康片
心脏用药	贝欣宁	盐酸贝那普利咀嚼片
清洗消毒	安立消	月苻三甲氯铵溶液

资料来源：公司公告，华泰研究

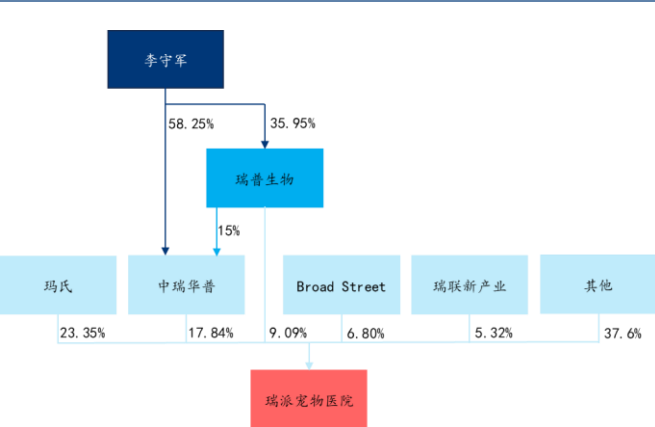
图表17：瑞普生物股权架构图



注：截至2025年5月25日

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表18：瑞派宠物医院股权架构图

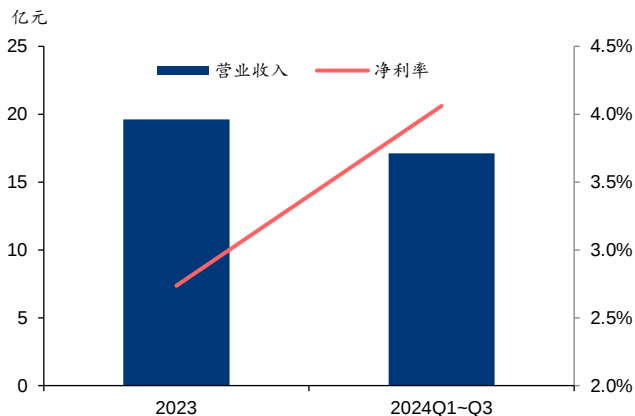


注：截至2025年5月25日

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

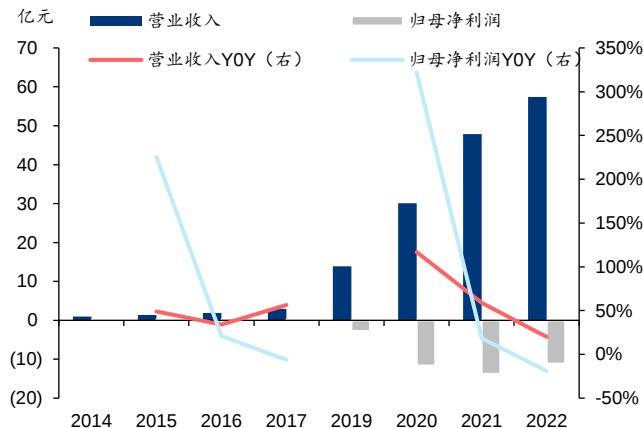
宠物医院竞争格局高度分散，瑞派有望实现量利双升。目前国内约3万余家宠物医院，头部瑞鹏、瑞派、瑞辰3家宠物医院门店数量市占率仅约7%，集中度较低，医生和资金等壁垒或将使得宠物医院格局更易头部集中化。截至2024年底，瑞派宠物医院门店数量超600家，仅次于瑞鹏。但从财务数据来看，瑞派宠物医院经营质量或相对更好，瑞派宠物医院2024年前三季度实现营收约17亿元、净利率约4%。这一方面或来自于瑞派收购标准更高、收并购之后的标准化整合以及体系赋能能力更强，另一方面或来自于瑞派宠物医院门店结构更优（盈利能力更强的中心医院和专科医院占比更高）。我们预计瑞派门店数量增长空间仍大，同时盈利能力亦有望持续提升。

图表19：瑞派宠物医院营收、盈利情况



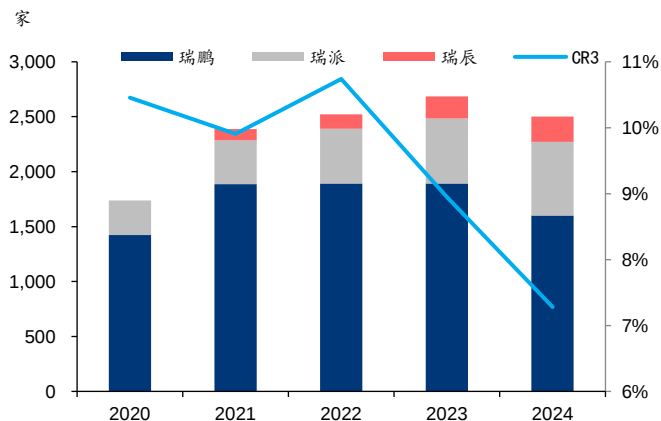
资料来源：公司公告，华泰研究

图表20：瑞鹏营收、盈利情况



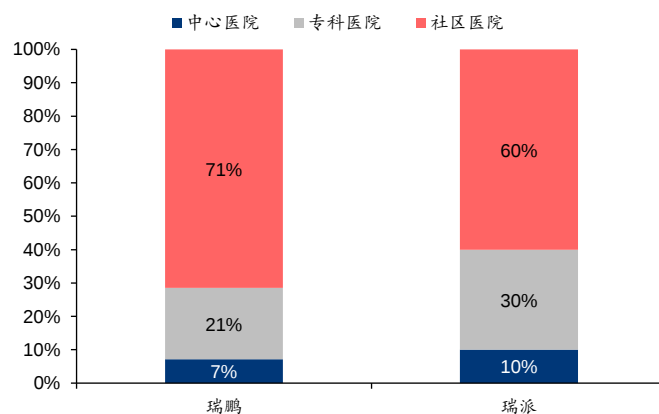
资料来源：公司公告，华泰研究

图表21：头部宠物医院门店数量及市占率



资料来源：宠物白皮书，华泰研究

图表22：瑞派&瑞鹏宠物医院门店结构



资料来源：宠物白皮书，华泰研究

图表23：瑞派部分宠物医院门店单店月度模型

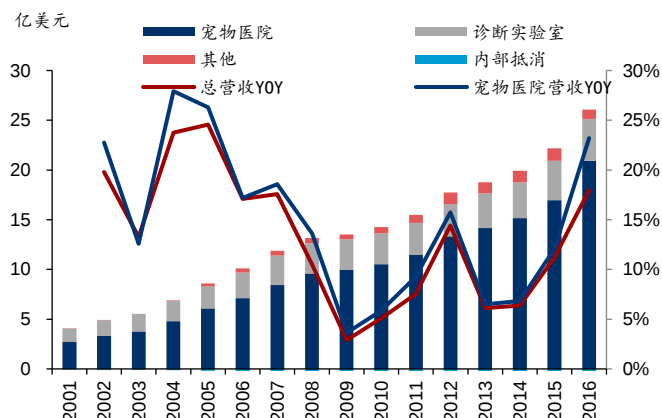
		中心医院	社区医院
月病例	例	3000	500
客单价	元	1000	900
月流水	万元	300	45
房租	万元	15	5
材料成本	万元	45	10
人力成本	万元	110	15
设备折旧摊销	万元	15	2.5
其他成本费用	万元	34	8
净利润	万元	81	4.5
净利率		27%	10%
医生数量	人	20	4
总员工	人	90	15

注：单店模型数据来源为华泰研究草根调研，考虑到调研门店样本有限、调研门店选择非随机，样本代表性或一般。

资料来源：草根调研，华泰研究

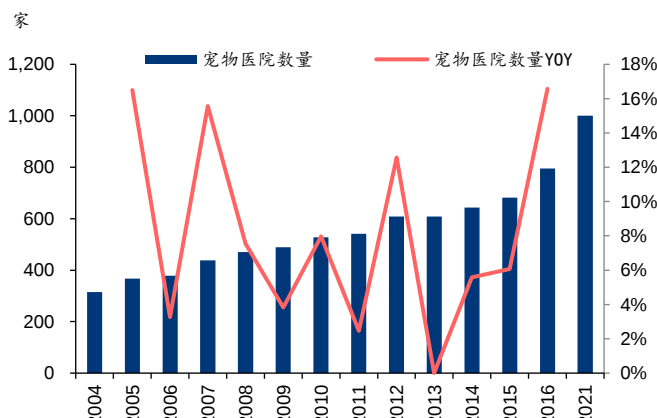
VCA 经验：宠物医院门店扩张的同时单店营收、盈利亦能提升。VCA 是北美宠物医疗护理领域的领头羊，成立于 1986 年，并于次年完成了第一次收购开启宠物医院的发展道路。1988 年收购动物诊断实验室 Antech Diagnostics，将业务拓展至动物诊断试验，开始了“宠物医院+动物诊断实验室”并行的主营业务模式。VCA 通过收购一方面持续扩大宠物医院数量，2004~2016 年 VCA 宠物医院数量 CAGR 约 8%；同时单店收入、毛利也持续提升。2004~2016 年 VCA 宠物医院单店收入 CAGR 约 5%、单店毛利 CAGR 约 3%。

图表24: VCA 营业收入构成及同比变化



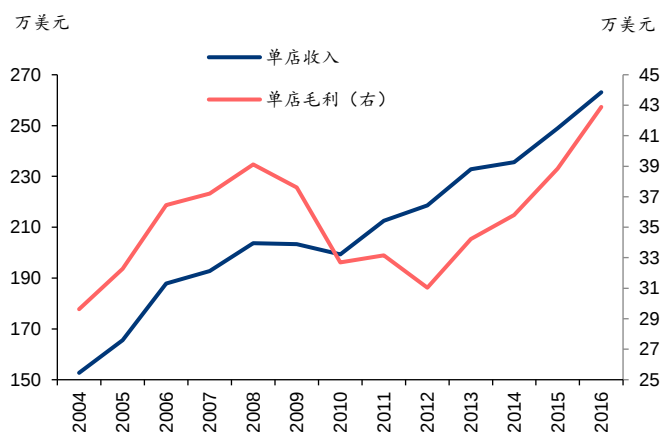
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表25: VCA 宠物医院数量及同比变化



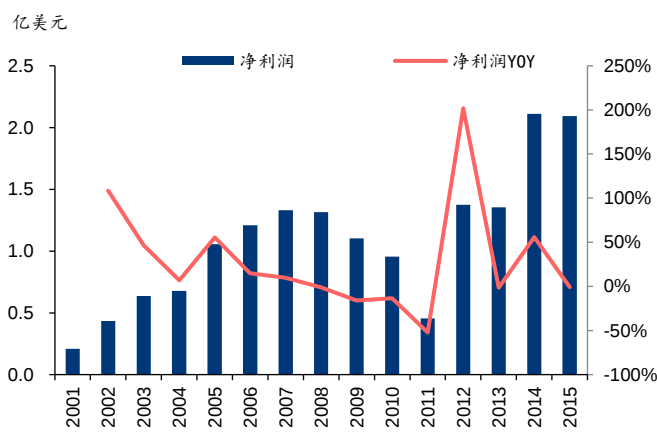
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表26: VCA 单家宠物医院平均收入及毛利



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

图表27: VCA GAAP 净利润及同比变化

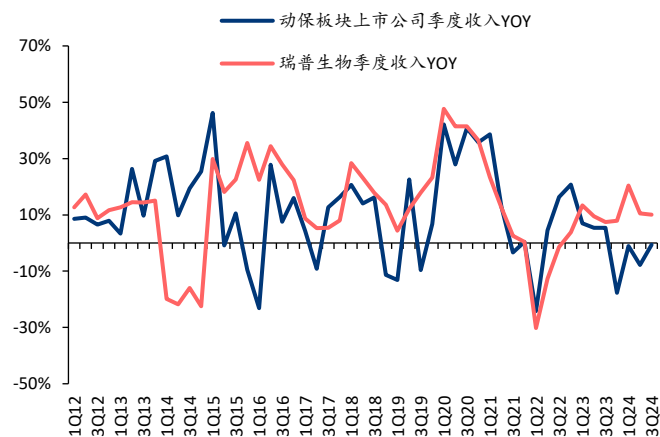


资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

盈利预测与估值

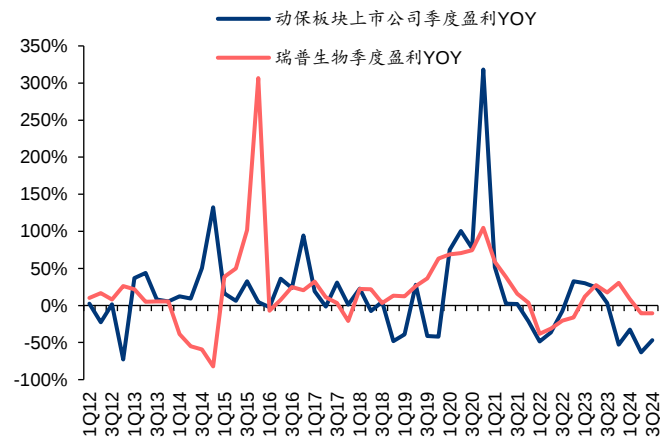
主业优势明显, 上调盈利预测。受益于禽苗为主+大客户战略逐步落地奏效, 瑞普生物 2023 年以来收入、盈利修复总体持续优于行业。考虑到: 1) 公司禽苗端大客户优势仍明显、禽苗收入盈利增长或延续, 2) 原料药行情在 2025 年明显好转, 公司原料药业务有望在 2025 年实现扭亏为盈; 3) 宠物用疫苗、药品等仍处于快速增长期, 我们上调盈利预测。预计 2025/26/27 年公司实现归母净利润 5.26/6.18/7.12 亿元 (较前值上调 31%/21%/16%), 对应 EPS 为 1.13/1.33/1.53 元, 参考可比公司 2025 年 Wind 一致预期 28x PE, 考虑到公司宠物板块布局领先、主业经营向好, 给予公司 2025 年 32x PE, 对应目标价 36.16 元, 维持“买入”评级。

图表28：瑞普生物季度收入 YOY 与行业比较



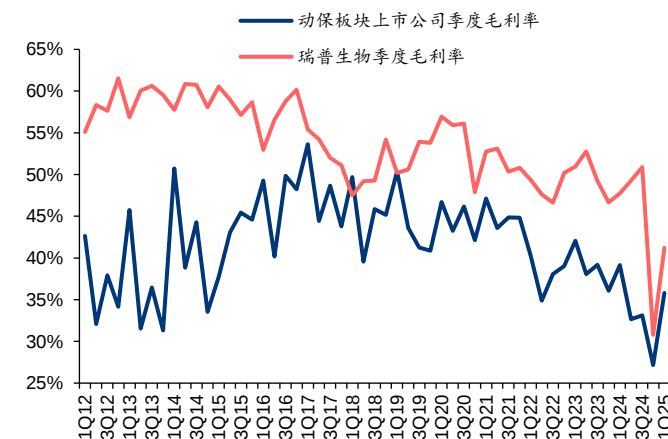
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表29：瑞普生物季度盈利 YOY 与行业比较



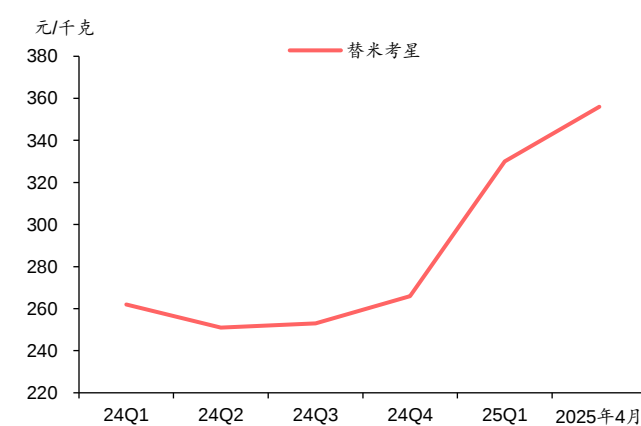
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表30：瑞普生物毛利率与行业比较



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表31：替米考星价格



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

图表32：可比公司估值表

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600195 CH	中牧股份	6.90	70.46	0.24	0.30	0.36	28.51	23.15	19.13
300871 CH	回盛生物	23.95	42.92	0.84	1.09	1.29	28.42	21.90	18.58
603566 CH	普莱柯	14.27	49.38	0.52	0.63	0.72	27.61	22.67	19.75
可比公司估值均值							28.18	22.57	19.15

注：取自 Wind 一致预期，数据截至 2025 年 5 月 23 日

资料来源：Wind，华泰研究

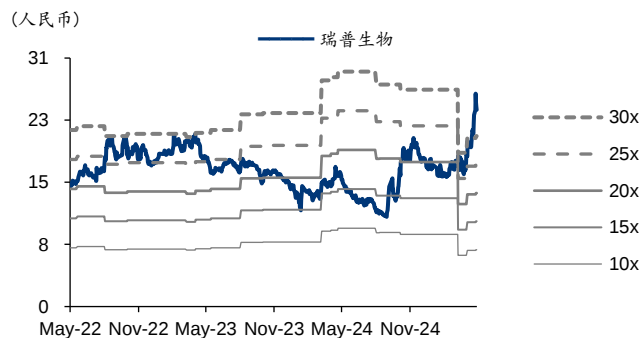
图表33：关键盈利预测调整

		调整前			调整后			调整幅度		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	百万元	3385	3831	4472	3855	4470	5148	14%	17%	15%
归母净利润	百万元	401	510	614	526	618	712	31%	21%	16%
毛利率	%	42%	42%	42%	43%	43%	43%	1pct	1pct	1pct
净利率	%	13%	14%	15%	15%	15%	15%	2pct	1pct	1pct
疫苗收入	百万元	1436	1605	1796	1658	1984	2371	15%	24%	32%
化药收入	百万元	979	999	1121	1262	1370	1446	29%	37%	29%
宠物供应链收入	百万元	-	-	-	855	1026	1231	-	-	-

注：盈利预测上调主要系公司主业（禽用苗、化药）增长好于我们此前的预测。另，此前模型中为单列宠物供应链收入。

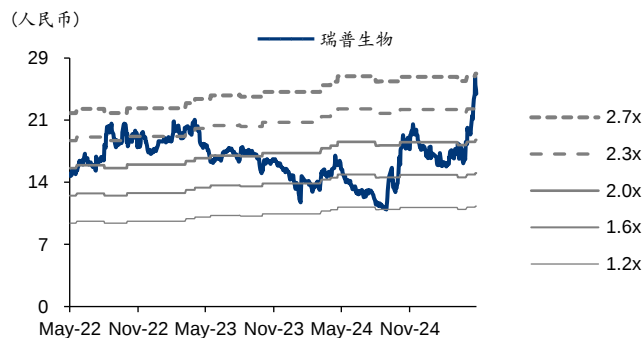
资料来源：华泰研究预测

图表34: 瑞普生物 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表35: 瑞普生物 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

若动保行业市场竞争加剧, 公司主业禽苗和原料药销售和盈利可能受影响;
 若突发大规模畜禽疫病, 下游市场需求可能受影响;
 若宠物医疗布局进度不及预期, 公司远期战略目标实现可能受影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,263	3,649	4,280	4,479	5,171
现金	335.40	487.37	611.99	709.69	817.26
应收账款	942.88	1,040	1,450	1,437	1,887
其他应收账款	46.56	60.18	73.85	81.58	97.41
预付账款	31.51	61.20	55.21	79.78	75.67
存货	389.93	499.57	594.51	660.71	788.92
其他流动资产	1,517	1,501	1,494	1,510	1,504
非流动资产	3,333	4,317	4,908	5,423	6,002
长期投资	453.45	1,069	1,284	1,540	1,832
固定投资	1,547	1,846	2,145	2,359	2,607
无形资产	238.34	493.14	493.87	499.98	512.55
其他非流动资产	1,093	909.25	984.73	1,024	1,051
资产总计	6,596	7,966	9,187	9,901	11,173
流动负债	1,345	2,251	3,097	3,310	3,978
短期借款	533.83	800.78	1,729	1,451	2,169
应付账款	372.38	362.87	541.48	496.07	702.18
其他流动负债	438.69	1,087	826.57	1,364	1,106
非流动负债	446.15	708.00	637.97	551.40	464.13
长期借款	307.11	513.81	443.78	357.21	269.94
其他非流动负债	139.04	194.19	194.19	194.19	194.19
负债合计	1,791	2,959	3,735	3,862	4,442
少数股东权益	308.58	536.97	595.44	664.07	743.13
股本	466.28	465.85	465.85	465.85	465.85
资本公积	2,194	2,157	2,157	2,157	2,157
留存公积	1,905	2,019	2,456	2,968	3,559
归属母公司股东权益	4,496	4,470	4,856	5,375	5,988
负债和股东权益	6,596	7,966	9,187	9,901	11,173

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	378.20	735.55	152.81	1,324	440.21
净利润	511.02	329.83	584.73	686.23	790.61
折旧摊销	145.04	205.67	199.67	229.28	261.47
财务费用	18.94	27.21	81.01	95.77	103.44
投资损失	(15.15)	(9.14)	(12.06)	(12.00)	(12.00)
营运资金变动	(170.55)	130.51	(638.00)	384.64	(643.28)
其他经营现金	(111.10)	51.47	(62.53)	(60.03)	(60.03)
投资活动现金	(160.97)	(451.67)	(715.80)	(672.25)	(768.96)
资本支出	(244.48)	(185.34)	(571.65)	(485.03)	(547.17)
长期投资	(118.21)	(101.37)	(215.52)	(255.33)	(292.55)
其他投资现金	201.71	(164.96)	71.38	68.12	70.76
筹资活动现金	(272.46)	(133.28)	687.61	(553.94)	436.32
短期借款	(132.87)	266.95	928.54	(278.70)	718.59
长期借款	115.93	206.70	(70.03)	(86.57)	(87.27)
普通股增加	(1.74)	(0.43)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(9.27)	(36.58)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(244.51)	(569.92)	(170.90)	(188.67)	(194.99)
现金净增加额	(55.18)	151.26	124.63	97.70	107.57

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,249	3,070	3,855	4,470	5,148
营业成本	1,132	1,800	2,214	2,540	2,933
营业税金及附加	22.20	26.35	32.77	38.00	43.76
营业费用	370.96	451.38	528.13	603.50	684.67
管理费用	157.78	188.94	227.44	254.81	293.43
财务费用	18.94	27.21	81.01	95.77	103.44
资产减值损失	0.58	(19.85)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	61.26	(10.71)	62.50	60.00	60.00
投资净收益	15.15	9.14	12.06	12.00	12.00
营业利润	565.23	373.17	653.70	766.47	882.45
营业外收入	2.96	1.60	2.00	2.00	2.00
营业外支出	1.51	6.48	6.00	6.00	6.00
利润总额	566.68	368.29	649.70	762.47	878.45
所得税	55.66	38.46	64.97	76.25	87.85
净利润	511.02	329.83	584.73	686.23	790.61
少数股东损益	58.07	29.11	58.47	68.62	79.06
归属母公司净利润	452.94	300.72	526.25	617.60	711.55
EBITDA	730.43	600.20	929.99	1,087	1,243
EPS (人民币, 基本)	0.98	0.65	1.13	1.33	1.53

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	7.90	36.50	25.57	15.96	15.16
营业利润	35.66	(33.98)	75.17	17.25	15.13
归属母公司净利润	30.64	(33.61)	75.00	17.36	15.21
获利能力 (%)					
毛利率	49.69	41.38	42.58	43.19	43.03
净利率	22.72	10.74	15.17	15.35	15.36
ROE	9.43	6.01	9.65	10.23	10.57
ROIC	17.27	13.36	18.26	22.67	20.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.15	37.14	40.66	39.00	39.76
净负债比率 (%)	12.10	19.00	31.83	21.17	26.88
流动比率	2.43	1.62	1.38	1.35	1.30
速动比率	1.95	1.37	1.17	1.13	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.42	0.45	0.47	0.49
应收账款周转率	2.67	3.10	3.10	3.10	3.10
应付账款周转率	3.23	4.90	4.90	4.90	4.90
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.65	1.13	1.33	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.58	0.33	2.84	0.94
每股净资产(最新摊薄)	9.65	9.60	10.43	11.54	12.85
估值比率					
PE (倍)	25.18	37.92	21.67	18.46	16.03
PB (倍)	2.54	2.55	2.35	2.12	1.90
EV EBITDA (倍)	15.07	19.06	13.21	10.94	10.06

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、熊承慧、张正芳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的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。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、熊承慧、张正芳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司