

## 业绩高增，宠物与生物制造双轮驱动长期成长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2025年年度报告, 2025年公司实现营业收入33.98亿元, 同比增长10.70%; 单四季度实现营收8.54亿元。2025年实现归母净利润4.01亿元, 同比增长33.18%; 单四季度实现归母净利润0.38亿元。
- **点评:** 2025年营收/归母净利润同比增长11%/33%, 业绩实现高质量增长。业绩增长主要得益于: 1) 产品结构持续优化, 高毛利的生物制品业务稳步增长; 2) 宠物板块业务高速发展, 成为清晰的第二增长曲线; 3) 国际业务加速拓展, 打开长期成长空间。
- **产品结构优化, 高毛利业务与新兴赛道表现亮眼。** 公司坚定执行以价值为导向的产品策略, 高毛利业务占比稳步提升。生物制品业务作为公司收入和利润的重要来源, 实现营业收入14.75亿元, 同比增长11.40%, 占营业收入比重提升至43.40%, 毛利率较上年同期增加近1个百分点, 盈利能力稳步提高。其中, 禽用生物制品市场占有率约为17.94%, 保持行业领先地位。宠物板块布局成效显著, 全年实现收入8.58亿元, 同比增长24.39%。其中, 中瑞供应链实现收入7.82亿元, 同比增长23.42%, 渠道网络已覆盖全国超1.4万家宠物医疗终端; “渠道+产品”双轮驱动模式日益成熟。国际业务加速拓展, 报告期内实现营业收入1.27亿元, 同比增长33%, 成为公司重要的盈利增长点。
- **研发投入持续加大, 精细化管理释放利润。** 公司聚焦原创新药与大产品集群, 研发投入强度保持行业领先。报告期内, 公司研发投入超3亿元, 占营业收入比重8.83%。公司在mRNA疫苗等前沿领域取得重大突破, 获批全球首个食品动物用mRNA疫苗——猪流行性腹泻病毒mRNA疫苗的临床批件, 并建成国内首批具备动物用mRNA疫苗产业化能力的企业。同时, 公司全面推进以“价值驱动”为核心的精细化管理, 通过优化生产工艺、强化供应链协同、严控各项费用支出, 将降本增效贯穿于全价值链。报告期内, 累计降本超9,000万元, 有效对冲了外部压力, 凸显了公司优秀的成本控制与运营管理能力。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计2026-2028年公司EPS为1.07、1.26、1.57元, 对应动态PE 16、14、11倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 养殖端突发疫病风险、下游需求不及预期风险、研发进度不及预期风险。

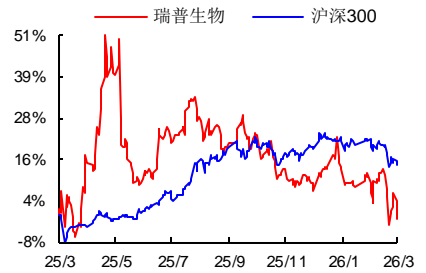
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,398	4,004	4,668	5,458
增长率	10.70%	17.83%	16.57%	16.93%
归属母公司净利润(百万元)	401	499	586	731
增长率	33.18%	24.71%	17.28%	24.71%
每股收益EPS(元)	0.88	1.07	1.26	1.57
净资产收益率ROE	8.52%	10.04%	11.06%	12.83%
PE	21.29	16.22	13.83	11.09
PB	1.85	1.63	1.53	1.42

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  
分析师: 赵磐  
执业证号: S1250525070003  
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)	4.65
流通A股(亿股)	3.34
52周内股价区间(元)	16.66-26.8
总市值(亿元)	81.01
总资产(亿元)	76.56
每股净资产(元)	10.12

### 相关研究

1. 瑞普生物(300119): 业绩高增, 经济动物与宠物板块协同驱动成长 (2025-08-28)
2. 瑞普生物(300119): 一季度业绩高增, 宠物板块布局持续深化 (2025-05-05)
3. 瑞普生物(300119): 主营业务稳健增长, 宠物市场布局成效显著 (2025-04-11)

## 盈利预测

### 关键假设：

1) 预计公司原料药业务随猪周期探底反转市场景气度有所提升，预计公司 2026-2028 年原料药及制剂板块销量增速为 15%/10%/10%，售价增速为 5%/1%/0%。预计 2026-2028 年原料药及制剂板块毛利率 39%/40%/40%。

收购必安泰后与主要客户的合作带来更高的增速，我们预计公司 2026-2028 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 2026-2028 年公司禽用生物制品毛利率 64%/64%/64%。

公司宠物板块布局成效显著，预计公司 2026-2028 年宠物供应链销量增速为 25%/25%/25%，销售均价在打开市场后上升，预计售价增速为 0%/5%/5%，预计 2026-2028 年公司宠物板块毛利率 15%/20%/25%。

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 2026-2028 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		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	收入 (百万元)	3,398.46	4,004.28	4,667.86	5,458.31
	yoy	10.70%	17.83%	16.57%	16.93%
	成本 (百万元)	1,995.66	2,350.16	2,699.72	3,114.08
	毛利率	41.28%	41.31%	42.16%	42.95%
原料药及制剂	收入 (百万元)	1,007.17	1,218.68	1,352.73	1,488.00
	yoy	-1.31%	21.00%	11%	10%
	成本 (百万元)	666.93	743	812	893
	毛利率	33.78%	39.00%	40.00%	40.00%
禽用生物制品	收入 (百万元)	1,183.98	1,361.58	1,565.81	1,800.69
	yoy	10.05%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本 (百万元)	424.53	490	564	648
	毛利率	64.14%	64.00%	64.00%	64.00%
宠物供应链	收入 (百万元)	781.78	977.23	1,280.16	1,677.02
	yoy	23.42%	25.00%	31.00%	31.00%
	成本 (百万元)	665.21	830.64	1024.13	1257.76
	毛利率	14.91%	15.00%	20.00%	25.00%
其他	收入 (百万元)	425.53	446.81	469.15	492.60
	yoy	25.11%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本 (百万元)	238.99	285.96	300.25	315.27
	毛利率	43.84%	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)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,398	4,004	4,668	5,458	净利润	434	552	642	800
营业成本	1,996	2,350	2,700	3,114	折旧与摊销	224	43	90	90
营业税金及附加	28	34	39	46	财务费用	35	24	25	26
销售费用	504	596	691	810	资产减值损失	41	0	0	0
管理费用	205	240	280	327	经营营运资本变动	-308	152	-48	-246
财务费用	35	24	25	26	其他	-130	-78	-48	-73
资产减值损失	-7	0	0	0	经营活动现金流净额	298	692	661	597
投资收益	34	25	30	41	资本支出	-176	-396	-482	31
公允价值变动损益	76	0	0	0	其他	278	25	30	41
其他经营损益	29	40	46	52	投资活动现金流净额	102	-372	-452	73
<b>营业利润</b>	<b>480</b>	<b>613</b>	<b>712</b>	<b>883</b>	短期借款	-15	70	70	0
其他非经营损益	-9	-4	-6	-6	长期借款	-145	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>471</b>	<b>609</b>	<b>706</b>	<b>877</b>	股权融资	1	0	0	0
所得税	36	57	65	76	支付股利	-225	-250	-291	-357
净利润	434	552	642	800	其他	134	0	0	0
少数股东损益	34	53	56	69	筹资活动现金流净额	-250	-180	-221	-357
归属母公司股东净利润	401	499	586	731	现金流量净额	149	140	-12	313
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	651	791	779	1,092	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1,081	1,521	1,751	2,058	销售收入增长率	10.70%	17.83%	16.57%	16.93%
存货	502	719	808	955	营业利润增长率	28.52%	27.80%	16.23%	23.92%
其他流动资产	17	17	17	17	净利润增长率	33.18%	24.71%	17.28%	24.71%
长期股权投资	1,348	1,348	1,348	1,348	EBITDA 增长率	2.78%	8.14%	21.70%	20.78%
投资性房地产	33	33	33	33	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1,651	2,058	2,468	2,378	毛利率	41.28%	41.31%	42.16%	42.95%
无形资产和开发支出	681	681	681	681	三费率	21.87%	21.49%	21.35%	21.32%
其他非流动资产	23	23	23	23	净利率	12.78%	13.79%	13.75%	14.66%
<b>资产总计</b>	<b>7,656</b>	<b>8,887</b>	<b>9,612</b>	<b>10,313</b>	ROE	8.52%	10.04%	11.06%	12.83%
短期借款	786	856	926	926	ROA	5.56%	6.67%	6.94%	8.03%
应付和预收款项	437	835	923	1,097	ROIC	5.56%	8.15%	8.88%	10.35%
长期借款	368	368	368	368	EBITDA/销售收入	18.38%	16.87%	17.61%	18.19%
其他负债	880	1,317	1,509	1,567	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2,471</b>	<b>3,377</b>	<b>3,726</b>	<b>3,958</b>	总资产周转率	0.44	0.48	0.50	0.55
股本	465	465	465	465	固定资产周转率	1.96	2.20	2.09	2.28
资本公积	2,145	2,145	2,145	2,145	应收账款周转率	3.36	3.35	3.08	3.08
留存收益	2,285	2,558	2,878	3,277	存货周转率	3.98	3.85	3.53	3.53
归属母公司股东权益	4,703	4,976	5,296	5,695	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	482	534	590	660	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5,185</b>	<b>5,510</b>	<b>5,886</b>	<b>6,355</b>	资产负债率	32.28%	38.00%	38.76%	38.38%
负债和股东权益合计	7,656	8,887	9,612	10,313	带息债务/总负债	59.09%	45.32%	42.96%	40.43%
					流动比率	1.79	1.50	1.44	1.57
					速动比率	1.47	1.21	1.14	1.25
					股利支付率	45.35%	45.35%	45.35%	45.35%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	625	675	822	993	每股收益	0.88	1.07	1.26	1.57
PE	21	16	14	11	每股净资产	10.12	10.71	11.40	12.25
PB	2	2	2	1	每股经营现金	0.64	1.49	1.42	1.29
PS	3	2	2	1	每股股利	0.40	0.49	0.57	0.71
EV/EBITDA	15	13	11	9					
股息率	2.13%	2.80%	3.28%	4.09%					

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn