

营收稳增长利润降, 持续探索新征程

投资要点

- 业绩总结:** 公司10月29日发布2024年三季度报, 2024三季度末, 公司实现营业收入17.47亿元, 同比+10.06%, 实现归母净利润2.45亿元, 同比-10.58%, 扣非归母净利润2.14亿元, 同比-8.38%。单三季度公司实现营业收入6.48亿元, 同比+9.22%, 归母净利润0.86亿元, 同比-10.3%, 扣非归母净利润0.76亿元, 同比-6.64%。
- 点评: 营收增长稳定, 利润有所下降。** 前三季度公司营收同比增长10.06%, 公司在市场拓展方面取得一定成效, 业务保持增长态势。公司在动物保健行业具有较强的市场竞争力, 在行业环境影响下, 持续获得市场份额。归母净利润下降10.58%, 可能由于市场竞争加剧、成本上升等因素公司面临挑战。公司持续拓展宠物板块市场并深化与集团客户的战略合作, 稳定业绩。
- 研发投入持续增长, 研发驱动核心竞争力发展。** 2024Q3, 公司研发费用5,168万元, 营业收入6.48亿元, 研发费率7.98%。公司自主研发的猫三联疫苗——猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗获得批准正式上市; 推进超比欣(复方二氯苯醚菊酯吡丙醚滴剂)、酶制剂溶毛片、犬泰市场苗(狂犬病灭活疫苗)等新品上市。公司近三年持续投入研发, 不断推进产品迭代升级、工艺创新, 建立高品质、多元化、全品类的产品矩阵, 构成市场份额扩容的核心驱动力。
- 宠物动保蓝海市场有待开拓, 公司宠物板块保持高速增长。** 2024年初公司的猫三联疫苗(瑞喵舒)上市, 销售量突破百万头份; 公司在全国各省市布局了近百家核心经销商, 全国覆盖门店超过6,000家。猫三联疫苗2024年前三季度批签发量位于第二位, 产品渗透率稳步提升。其驱虫药莫普欣也成为千万级爆品。公司的猫四联mRNA疫苗、犬四联疫苗等也在研究。公司通过整合瑞派宠物医院、中瑞供应链和易宠科技, 宠物产品销售渠道逐渐完善。依靠宠物医院渠道优势及较强的先发优势的宠物产品, 形成协同效应带来持续放量。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计2024~2026年公司EPS为0.7、0.86、1.05元, 对应动态PE 24、20、16倍。考虑到公司宠物板块步入高速发展期, 予以2025年25倍PE, 维持“买入”评级, 目标价21.5元。
- 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。

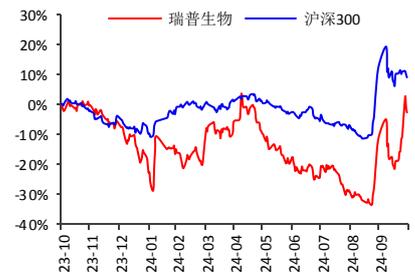
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,249	2,490	2,821	3,200
增长率	7.90%	10.70%	13.32%	13.42%
归属母公司净利润(百万元)	453	325	402	490
增长率	30.64%	-28.21%	23.54%	21.95%
每股收益EPS(元)	0.98	0.70	0.86	1.05
净资产收益率ROE	10.07%	6.75%	7.70%	8.58%
PE	16.77	24.12	19.53	16.01
PB	1.70	1.63	1.50	1.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

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: Wind

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)	11.29-18.19
总市值(亿元)	76.96
总资产(亿元)	74.36
每股净资产(元)	9.77

相关研究

- 瑞普生物(300119): 营收增长宠物发力, 兽药利润承压 (2024-08-27)
- 瑞普生物(300119): Q1盈利正增长, 利润质量提升 (2024-04-30)
- 瑞普生物(300119): 主要业务板块稳健增长, 宠物板块布局推进 (2024-04-03)

盈利预测

关键假设：

1) 2023 年公司产能逐步恢复，预计公司 2024-2026 年原料药及制剂板块销量增速为 2%/10%/10%，售价保持稳定。预计 2024-2026 年原料药及制剂板块毛利率 39%/39%/39%；

2) 预期 2024 年将因收购必威安泰和与主要客户的合作带来更高的增速，我们预计公司 2024-2026 年家畜板块销量增速为 10%/15%/15%，销售均价增速为 0%/4%/4%，结合公司磨合管理经营进一步改善，公司业务毛利预计为 40%/50%/60%；

3) 受益于“先打后补”政策，高致病禽流感疫苗的市场苗占有率取得突破进展，预计 2024-2026 年公司禽用生物制品销量增速为 20%/15%/15%，销售均价增速为 0%/0%/0%，毛利率 61%/62%/63%。

4) 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 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入 (百万元)	2,248.96	2,489.61	2,821.29	3,199.90
	yoy	7.90%	10.70%	13.32%	13.42%
	成本 (百万元)	1166.34	1311.36	1453.10	1608.21
	毛利率	48.14%	47.33%	48.50%	49.74%
原料药及制剂	收入 (百万元)	1,083.78	1,105.46	1,216.00	1,337.60
	yoy	11.20%	2.00%	10%	10%
	成本 (百万元)	658.66	674	742	816
	毛利率	39.23%	39.00%	39.00%	39.00%
禽用生物制品	收入 (百万元)	928.24	1,113.89	1,280.97	1,473.12
	yoy	3.64%	20.00%	15.00%	15.00%
	成本 (百万元)	330.72	434	487	545
	毛利率	64.37%	61.00%	62.00%	63.00%
畜用疫苗	收入 (百万元)	140.62	154.68	185.62	222.74
	yoy	8.46%	10.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	85.46	92.81	92.81	89.10
	毛利率	39.23%	40.00%	50.00%	60.00%
其它	收入 (百万元)	96.32	115.58	138.70	166.44
	yoy	14.18%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	91.50	109.80	131.77	158.12
	毛利率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取同样行业头部的其他三家动保公司：生物股份、普莱柯、中牧股份。三者 2024 年平均 PE 为 22.5 倍，2025 年平均 PE 为 17.5 倍。考虑到公司宠物板块步入高速发展期，予以 2025 年 25 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 21.5 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600201	生物股份	6.71	0.25	0.31	0.38	0.47	26.84	21.65	17.66	14.28
603566	普莱柯	12.80	0.49	0.55	0.67	0.77	26.12	23.27	19.10	16.62
600195	中牧股份	6.83	0.39	0.30	0.43	0.54	17.51	22.77	15.88	12.65
平均值							23.49	22.56	17.55	14.52
300119	瑞普生物	16.52	0.98	0.70	0.86	1.05	16.91	23.67	19.16	15.71

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,249	2,490	2,821	3,200	净利润	511	353	440	540
营业成本	1,132	1,311	1,453	1,608	折旧与摊销	145	125	181	171
营业税金及附加	22	24	28	31	财务费用	21	0	0	0
销售费用	371	431	473	539	资产减值损失	28	0	0	0
管理费用	158	177	197	225	经营营运资本变动	-159	-40	-94	-123
财务费用	19	14	13	0	其他	-168	31	-7	-9
资产减值损失	1	0	0	0	经营活动现金流净额	378	469	521	578
投资收益	15	7	7	9	资本支出	-85	-244	-254	-202
公允价值变动损益	61	0	0	0	其他	-76	-28	-75	-65
其他经营损益	29	18	19	21	投资活动现金流净额	-161	-273	-329	-267
营业利润	565	393	489	600	短期借款	-133	44	-4	-31
其他非经营损益	1	0	0	0	长期借款	116	0	0	0
利润总额	567	393	489	600	股权融资	1	-3	0	0
所得税	56	40	48	60	支付股利	-175	0	0	0
净利润	511	353	440	540	其他	-81	23	0	-0
少数股东损益	58	28	39	50	筹资活动现金流净额	-272	64	-4	-31
归属母公司股东净利润	453	325	402	490	现金流量净额	-55	261	188	280
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	335	596	784	1,064	成长能力				
应收和预付款项	987	938	1,114	1,290	销售收入增长率	7.90%	10.70%	13.32%	13.42%
存货	390	463	503	560	营业利润增长率	35.66%	-30.51%	24.47%	22.75%
其他流动资产	217	217	217	217	净利润增长率	30.64%	-28.21%	23.54%	21.95%
长期股权投资	453	530	615	695	EBITDA 增长率	8.89%	-1.34%	28.49%	12.89%
投资性房地产	41	31	24	16	获利能力				
固定资产和在建工程	1,635	1,753	1,864	1,923	毛利率	49.69%	47.33%	48.50%	49.74%
无形资产和开发支出	419	417	413	404	三费率	24.35%	24.97%	24.21%	23.89%
其他非流动资产	62	25	25	25	净利率	22.72%	14.17%	15.61%	16.88%
资产总计	6,596	7,050	7,616	8,243	ROE	10.07%	6.75%	7.70%	8.58%
短期借款	534	578	573	542	ROA	6.87%	4.61%	5.27%	5.94%
应付和预收款项	562	506	607	697	ROIC	6.25%	6.00%	6.93%	7.68%
长期借款	307	307	307	307	EBITDA/销售收入	23.95%	21.35%	24.21%	24.09%
其他负债	388	504	534	561	营运能力				
负债合计	1,791	1,895	2,021	2,107	总资产周转率	0.35	0.36	0.38	0.40
股本	466	466	466	466	固定资产周转率	1.64	1.50	1.50	1.51
资本公积	2,194	2,191	2,191	2,191	应收账款周转率	2.67	2.73	2.91	2.80
留存收益	1,905	2,231	2,633	3,123	存货周转率	2.99	3.08	3.01	3.03
归属母公司股东权益	4,496	4,819	5,220	5,710	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	309	336	375	425	资本结构				
股东权益合计	4,805	5,155	5,595	6,135	资产负债率	27.15%	26.88%	26.53%	25.57%
负债和股东权益合计	6,596	7,050	7,616	8,243	带息债务/总负债	48.69%	49.11%	45.84%	42.47%
					流动比率	2.43	2.55	2.61	2.80
					速动比率	1.95	2.04	2.11	2.28
					股利支付率	40.85%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	539	532	683	771	每股收益	0.98	0.70	0.86	1.05
PE	17	24	20	16	每股净资产	9.64	10.34	11.21	12.26
PB	2	2	2	1	每股经营现金	0.81	1.01	1.12	1.24
PS	3	3	3	2	每股股利	0.40	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	15	15	12	10					
股息率	2.44%	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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

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	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@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	高级销售经理	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

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
