

2025 年 10 月 12 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

禽畜药苗擎旗固本，宠物板块振翼拓新

—瑞普生物（300119.SZ）公司深度报告

买入(首次)

投资要点

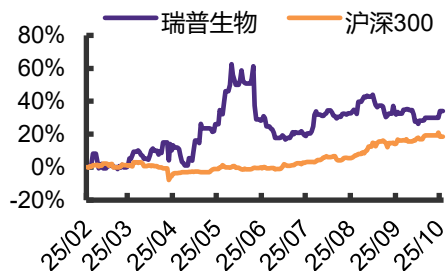
分析师：娄倩 S1050524070002
louqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-10-12

当前股价（元）	21.87
总市值（亿元）	101.6
总股本（百万股）	464.8
流通股本（百万股）	335.0
52 周价格范围（元）	13.2-28.9
日均成交额（百万元）	214.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

■ 兽药主业：国内第一梯队，国际化突破在即

瑞普生物 2025Q1 归母净利润达 1.16 亿元（同比+32.45%）。其中，公司兽药主业韧性凸显，传统兽药（化药、生物制剂）业务维持稳健增长，毛利率超过 2023 年行业均值。此外，兽药终端价格保持温和上行，叠加公司产品结构优化（如高端制剂占比提升），毛利率有望持续改善。长期看点在于兽药业务的全球化布局，公司坚定推进出海战略落地，正加大海外产品注册步伐，推进生产工厂通过海外 GMP 认证。

■ 宠物疫苗：国产替代先锋，新品放量可期

瑞普生物所产猫三联疫苗“瑞喵舒”为国产首批获批疫苗。2024 年，公司宠物板块实现收入 6.9 亿元，其中宠物生物制品实现营业收入 3,744 万元，同比增长 849.10%。

■ 宠物医疗：瑞派+中瑞供应链协同发力

瑞普生物直接持有瑞派宠物医院 9.09% 的股权，瑞派宠物医院当前所辖门店近 600 家，覆盖全国 27 个省，70 余座城市，与 120 所高校合作建立人才培养通道。而中瑞供应链覆盖 7000 家宠物医院+3400 家宠物店。公司不断深耕产业生态系统构建，布局形成了“优质经销商+三瑞齐发”纵深拓展的销售渠道护城河，打造了国内独有的宠物药品、疫苗销售渠道的核心竞争力。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 36.17、42.58、50.00 亿元，EPS 分别为 0.87、1.08、1.33 元，当前股价对应 PE 分别为 25.0、20.3、16.4 倍，公司在传统兽药基本盘稳健的基础上，宠物板块正成为强劲的第二增长曲线，渠道、研发与品牌协同效应突出，未来发展前景良好，故首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

生猪养殖行业疫病风险；自然灾害和极端天气风险；产业政策变化风险；兽药价格上涨不及预期；疫苗与原料药市场行情波动风险；宏观经济波动风险。

预测指标

2024A

2025E

2026E

2027E

主营收入（百万元）	3,070	3,617	4,258	5,000
增长率（%）	36.5%	17.8%	17.7%	17.4%
归母净利润（百万元）	301	406	502	620
增长率（%）		35.1%	23.6%	23.5%
摊薄每股收益（元）	0.65	0.87	1.08	1.33
ROE（%）	6.0%	7.7%	8.9%	10.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、瑞普生物：禽畜药苗擎旗固本，宠物板块振翼拓新.....	5
1.1、公司看点：布局宠物板块，开拓第二增长曲线.....	5
1.2、公司概况：兽药基本盘稳固，规模与品类双领先.....	5
1.3、财务分析：核心业务基本盘稳固，宠物板块增速亮眼.....	8
2、宠物药苗板块：宠物药苗加速布局，研发营销协同推进.....	13
2.1、猫三联市场情况：竞争情况激烈.....	13
2.2、驱虫药：驱虫药市场百花齐放，公司迅速布局.....	15
2.3、瑞普宠物药苗板块表现：药苗业务快速推进，创新研发+营销放量同步发力.....	16
3、中瑞供应链与瑞派医院：宠物医疗+供应链同步拓展力.....	20
3.1、中瑞供应链情况：控股中瑞供应链覆盖 7000 医院，宠物渠道贡献 20%收入增长.....	20
3.2、宠物医院行业：从分散到整合，宠物医院行业集中度提升进行时.....	20
3.3、瑞派宠物医院：医疗专科化+战略合作驱动增长.....	21
4、盈利预测评级.....	25
5、风险提示.....	26

图表目录

图表 1：公司主要发展历程.....	6
图表 2：对公司有重要影响的子公司经营数据（亿元）.....	6
图表 3：公司主要子公司构成.....	7
图表 4：公司总股本及实际控制人持股比例历年变动情况.....	7
图表 5：公司总股本及实际控制人持股比例历年变动情况.....	7
图表 6：公司营业收入及其变化.....	8
图表 7：公司营业成本及其变化.....	8
图表 8：公司毛利润及其变化.....	8
图表 9：公司净利润及其变化.....	8
图表 10：公司营业收入按物种对象拆分情况及其变化（亿元）.....	9
图表 11：公司主要药苗产品.....	9
图表 12：公司营业收入按商品性质拆分情况及其变化（亿元）.....	11
图表 13：公司历年现金流量变化（亿元）.....	11
图表 14：公司禽畜药苗板块收入及其变化.....	12
图表 15：公司禽畜药苗板块毛利润及毛利率.....	12
图表 16：中国城镇犬猫数量变化趋势.....	13
图表 17：城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）.....	13
图表 18：中国城镇猫犬医疗市场规模测算（自上而下）.....	14

图表 19：中国城镇猫犬医疗市场规模测算（自上而下）	14
图表 20：拿到生产批准文号的生产企业及其对应的猫三联产品与价格	14
图表 21：市场猫三联市场规模初步测算（自下而上）	15
图表 22：市场上主要生产商及其对应的驱虫药产品价格	15
图表 23：宠物驱虫药市场规模估计过程	16
图表 24：公司历年研发费用与研发费用率	16
图表 25：瑞普生物宠物板块研发产品	17
图表 26：中瑞供应链部分财务数据	20
图表 27：宠物医院行业发展历程	20
图表 28：宠物医院数量及分布	21
图表 29：瑞派宠物医院股权结构（截止 2024 年 9 月 30 日）	22
图表 30：瑞派宠物医院主要财务科目信息（单位：万元）	22
图表 31：公司股权结构	23
图表 32：公司业务拆分和业绩假设（百万元）	25

1、瑞普生物：禽畜药苗擎旗固本，宠物板块振翼拓新

1.1、公司看点：布局宠物板块，开拓第二增长曲线

(1) 宠物疫苗：国产替代先锋，新品放量可期

瑞普生物所产猫三联疫苗“瑞喵舒”为国产首批获批疫苗。2024 年，公司宠物板块实现收入 6.9 亿元，其中宠物生物制品实现营业收入 3,744 万元，同比增长 849.10%。预估当前猫疫苗市场为 40 亿元，国产替代进口仍有较大空间。

(2) 宠物医疗：瑞派+中瑞供应链协同发力

瑞普生物直接持有瑞派宠物医院 9.09% 股权，瑞派宠物医院当前所辖门店近 600 家，覆盖全国 27 个省，70 余座城市，与 120 所高校合作建立人才培养通道。而中瑞供应链覆盖 7,000 家宠物医院+3,400 家宠物店。公司不断深耕产业生态系统构建，布局形成了“优质经销商+三瑞齐发（公司、瑞派宠物医院、中瑞供应链渠道深度协同）”纵深拓展的销售渠道护城河，打造了国内独有的宠物药品、疫苗销售渠道的核心竞争力。

1.2、公司概况：兽药基本盘稳固，规模与品类双领先

公司创建于 1998 年，是一家服务于动物健康产业的高新技术企业，主要业务领域为兽用生物制品、兽用药物制剂（化学药品、中兽药、消毒剂等）、兽用原料药、兽用功能性添加剂的研发、生产、销售及动物疫病整体防治解决方案的提供。截至 2024 年 12 月 31 日，公司旗下拥有 20 多家分（子）公司、12 个规模化生产基地、99 条生产线，兽药产品批准文号及饲料添加剂备案超过 500 个，涉及猪、鸡、水禽、牛、羊和宠物用药品、疫苗、消毒剂、清洗剂和功能性添加剂，是中国规模最大、产品种类最全的兽药企业之一，也是国家重大动物疫病防控疫苗生产企业。

(1) 发展历程：买进来加速业务布局，沉下心打磨核心技术

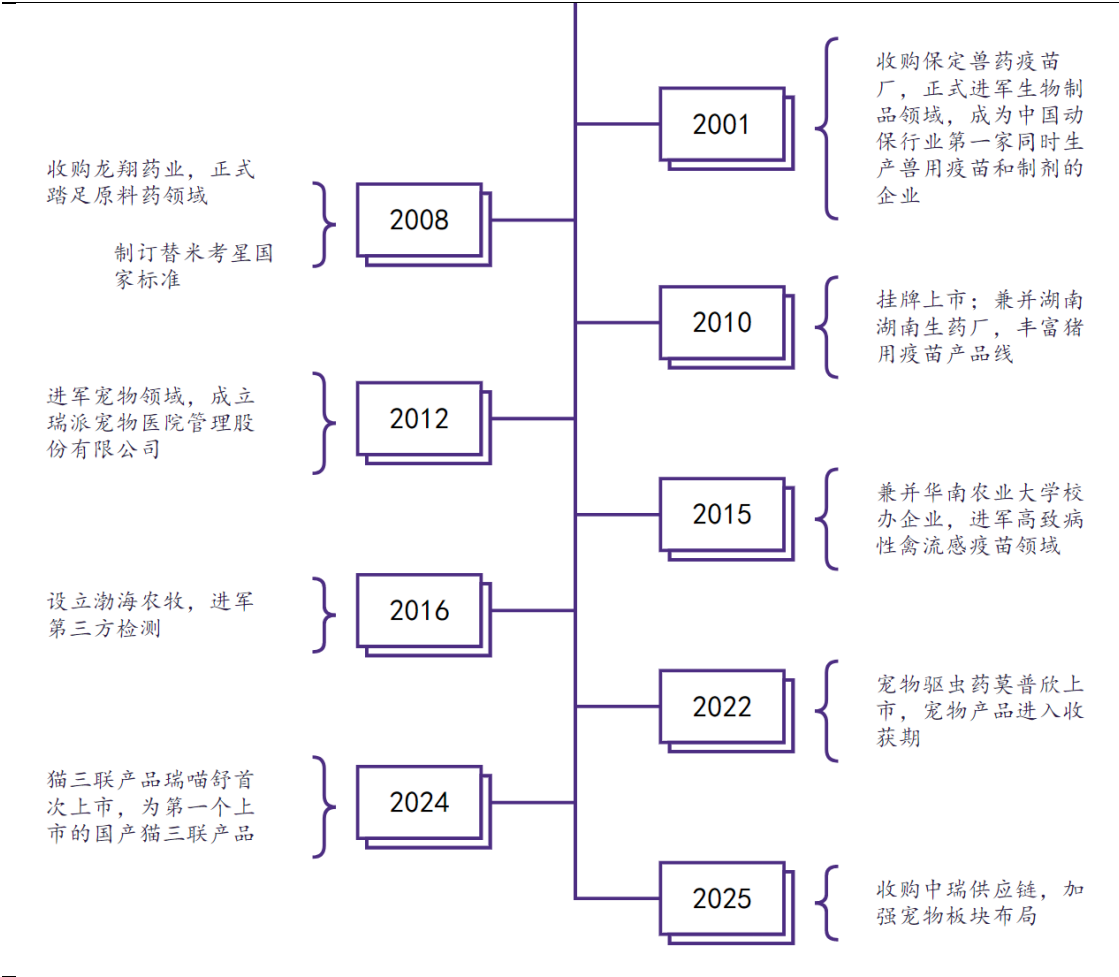
公司于 1998 年成立，于 2010 年在深交所上市。在过去的二十年间，公司通过收并购和自主研发并重的方式，在兽药、兽苗板块多次做到第一，并在 2012 年进军宠物领域，率先填补了国产猫三联产品的空白。公司的主要收并购活动和产品推出时间点如图表 1 所示。

(2) 股权结构：股权结构清晰稳定，实际控制人维持不变

公司股权结构清晰稳定，实际控制人合计持股 35.95%。截至 2024 年 12 月 31 日，公司控股股东及实际控制人为李守军，持股 35.95%。

公司旗下共有 43 家子/孙公司，其中主要子公司共有 3 家，分别为瑞普保定、华南生物、龙翔药业，主要数据如图表 2 所示。此外，公司在宠物板块的主要子公司及参股公司为天津中瑞供应链管理有限公司和瑞派宠物医院管理股份有限公司，持股比例分别为 56.31%（实现控股）和 9.09%。

图表 1：公司主要发展历程



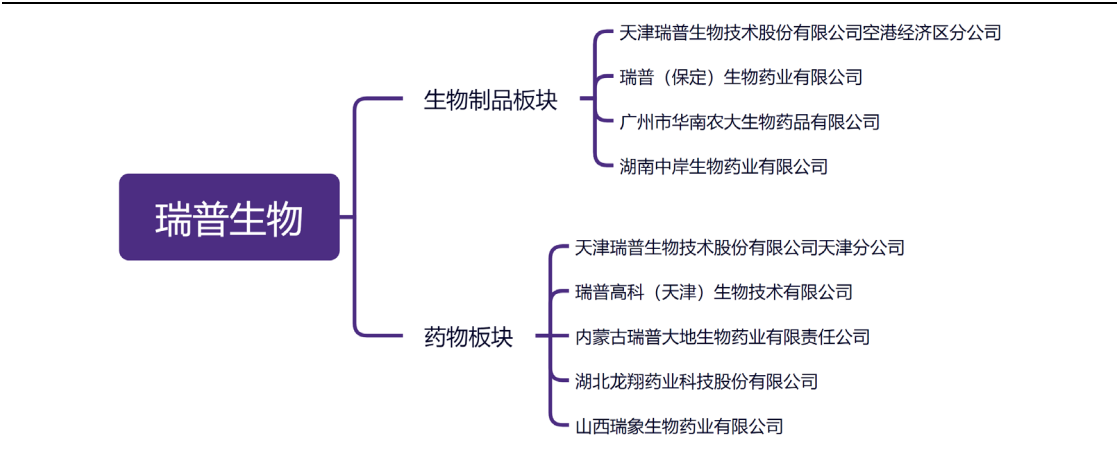
资料来源：公司年报，华鑫证券研究

图表 2：对公司有重要影响的子公司经营数据（亿元）

公司名称	公司类型（持股比例）	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
瑞普保定	子公司（100%）	兽用生物制品	1.27	4.67	3.15	3.89	1.58	1.33
华南生物	子公司（70.25%）	兽用生物制品	0.74	4.79	3.96	3.16	0.85	0.76
龙翔药业	子公司（81.57%）	兽用原料药	1.23	5.75	1.42	1.93	-0.64	-0.54

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

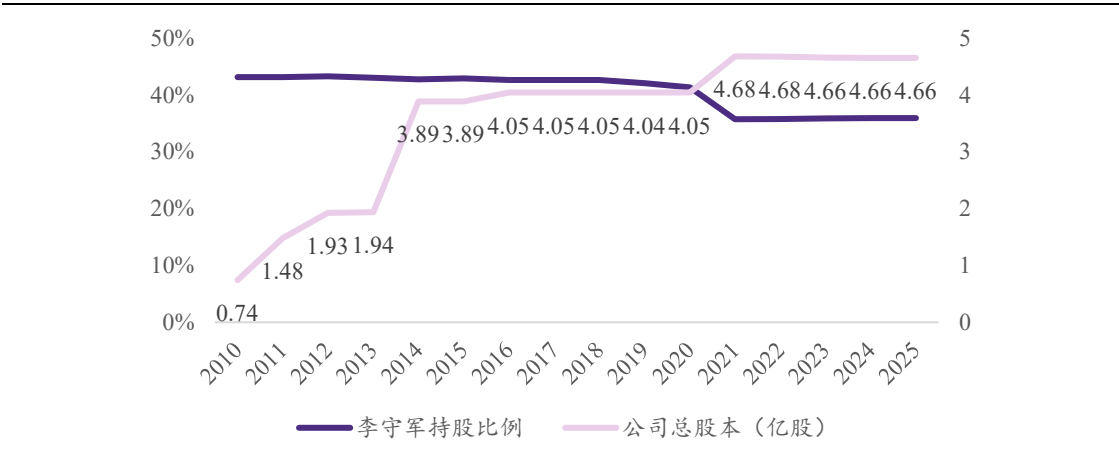
图表 3：公司主要子公司构成



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

自 2010 年上市以来，公司大股东及实际控制人一直为李守军先生，其中公司股本变化情况及李守军持股比例如图表 4 所示。其中，在 5 年内股本有重大变化的年度为 2021 年，主要系 2021 年度实施了非公开增发股票 63,984,674 股，以进行兽药工厂、车间、研发中心等的建设及技术研发支出。而 2011、2012、2014 年度股本的大幅增加均主要系公积金转增股本所致。

图表 4：公司总股本及实际控制人持股比例历年变动情况



资料来源：iFinD，华鑫证券研究
注：为截止 2025 年一季度数据

公司近两次股权激励计划覆盖了 2019 到 2024 的 6 个年度，且大部分覆盖中级管理人员、营销骨干、核心技术人员等，主要情况如图表 5 所示。

图表 5：公司股权激励实行情况

	2019~2021 年度计划			2022~2024 年度计划		
非市场条件	以 2018 年净利润为基数，增长需达到一定数额			以 2021 年净利润为基数，增长需达到一定数额		
覆盖人员情况	初始计划一共涉及 223 人			初始计划一共涉及 213 人		
年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024
目标完成情况	25.00%	40.00%	55.00%	11.00%	33.00%	53.00%
实际完成情况	58.67%	211.60%	207.41%	-13.80%	17.86%	-23.93%
是否达成目标	达成	达成	达成	未达成	部分达成	未达成

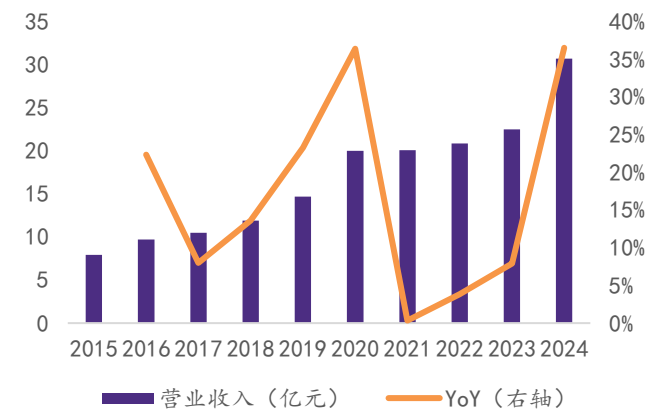
资料来源：iFinD，公司公告，华鑫证券研究
注：为截止 2025 年一季度数据

1.3、财务分析：核心业务基本盘稳固，宠物板块增速亮眼

（1）财务总览：营收端持续放量增长，经营现金流充沛稳健

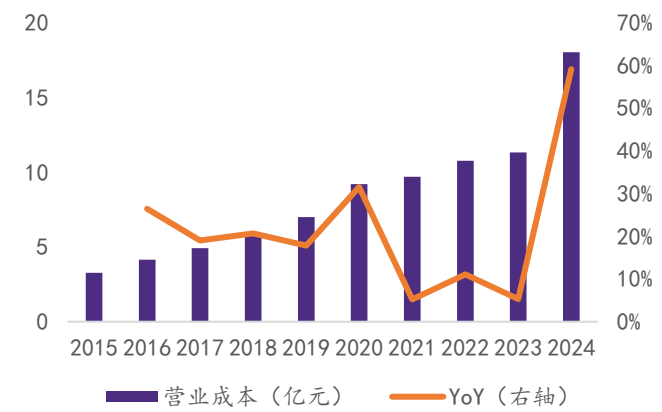
营业收入持续上升，毛利润波动上行。公司 2015 年度至 2024 年度营业收入、营业成本、毛利润、净利润数据如图表 6、7、8、9 所示，可见公司营业收入增长率始终为正，而公司毛利润及净利润在 2017、2021、2022 年度（2024 年度仅净利润）有所下滑，主要系营业成本增加幅度超过营业收入所致

图表 6：公司营业收入及其变化



资料来源：IFIND，华鑫证券研究所

图表 7：公司营业成本及其变化



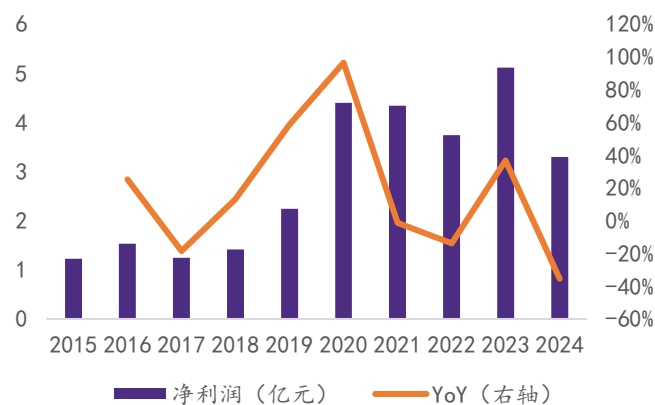
资料来源：IFIND，华鑫证券研究所

图表 8：公司毛利润及其变化

图表 9：公司净利润及其变化



资料来源：IFIND，华鑫证券研究所

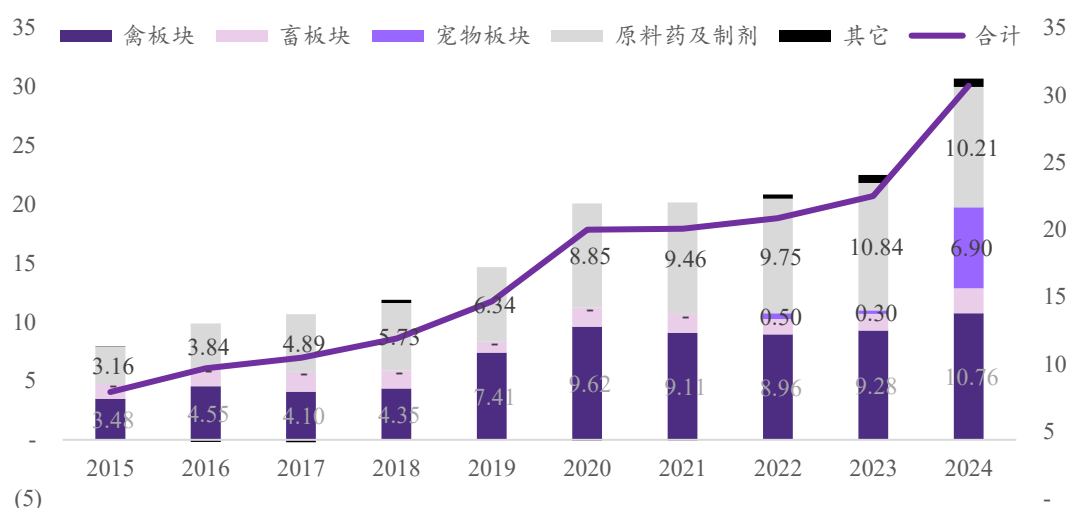


资料来源：IFIND，华鑫证券研究所

2024 年度，公司实现营业收入 30.7 亿元，较上年同期增长 36.50%；归属于母公司的净利润 3.01 亿元，较上年同期下降 33.61%；归属于母公司的扣除非经常性损益的净利润 2.81 亿元，较上年同期下降 11.87%。公司净利润下降主要系公司的扩大业务范围，在宠物板块形成第二增长曲线的政策发生的成本涨幅较大；以及资产处置损益大幅降低所致。但公司 2024 年度经营性现金流量净额为 7.36 亿元，约为 2023 年度的 2 倍。

对收入按不同物种对象板块进行拆分，可以分为禽、畜、宠物三大板块，如图表 10 所示，其中原料药及制剂由于在报表中单独列出，所以未能区分独属于某板块。由图可知，公司总收入持续增长，且禽板块也在持续增长，从 2015 年的 3.48 亿元增长到了 2024 年的 10.76 亿元，增长约 2 倍，而宠物板块营业收入于 2022 年开始明显快速增长，在 3 年时间内（2022~2024 年）年达到 6.90 亿元，占总收入的比例为 22%，可见公司在宠物板块的快速入场和高效布局。

图表 10：公司营业收入按物种对象拆分情况及其变化（亿元）



资料来源：iFinD，华鑫证券研究

注：其它有负数是因为在其中含有内部抵消的部分，但数额不大，可以忽略

图表 11：公司主要疫苗产品

商品名	通用名	图片	功能及优势
禽板块			
禽元	重组禽流感病毒		该产品利用反向遗传技术研发，抗原生产采用超滤浓缩技术，疫苗纯净、抗原含量高，被列入国家批准使用的疫苗名录，能够有效防控当前H5、H7亚型高致病性禽流感的发生。
双欣立克	鸡马立克氏病Ⅰ、Ⅲ型二价活疫苗		该产品采用病毒复配工艺，合理配比二价疫苗协同增效，抗原含量是国标3倍以上，能够提供MDV超强毒保护，采用先进的细胞生产技术全自动程序降温系统，有助于批内一致和批间稳定，用于鸡马立克氏病的预防。
猪板块			
替米佳	替米考星肠溶颗粒		该产品用于治疗猪胸膜肺炎放线杆菌、巴氏杆菌和支原体等细菌感染；为国内首创肠溶包被制剂，具有适口性好，胃的酸性条件下不溶出、肠道中性或弱碱性环境下迅速溶出的优势，生物利用度是普通预混剂的1.41倍。
反刍板块			
瑞必泰	口蹄疫O型、A型二价灭活疫苗		该产品采用悬浮培养工艺，具有高纯度、高含量、高保护的优势，可有效预防牛、羊O型、A型口蹄疫。
宠物板块-疫苗			
瑞喵舒	猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗		该产品优选国内流行毒株，采用高效浓缩纯化技术和优质佐剂，疫苗安全性高、免疫原性好、抗原含量高、纯度高，可以更好地预防猫鼻气管炎、猫杯状病毒病和猫泛白细胞减少症。
宠物板块-驱虫药类			
莫普欣	吡虫啉莫昔克丁滴剂		该产品具有触杀和胃毒双重机制，一站式解决犬猫28种体内外寄生虫感染；采用MAR促渗剂，具有吸收快、低刺激、使用安全的特点。

菲比欣	非泼罗尼吡 丙醚滴剂		该产品为国家二类新兽药，是一款主要治疗和预防跳蚤和蜱虫的犬用体外驱虫产品，其中吡丙醚为最新一代（III）保幼激素杀卵成分，与非泼罗尼联用双效机制互补，快速、持久杀灭体外寄生虫。
宠物板块-抗生素类			
瑞可林	克林霉素磷酸酯颗粒		该产品为全球第一个宠物用克林霉素磷酸酯制剂，新晶型专利原料，抗菌活性比林可霉素高 4 倍，具有口服生物利用度高、适口性好、孕宠可用的优势，用于宠物犬皮肤创伤、脓肿和深层感染治疗。

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

对收入按出售商品的性质进行拆分可以分为生物制品、原料药及制剂、供应链部分及其它。公司主要药苗产品可见图表 11。其中生物制品指通过生物合成方法产生的药品、疫苗等，原料药及制剂指生物制品之外的药品和制剂，供应链部分则主要指宠物供应链带来的收入，相关数据如图表 12 所示。可见生物制品和原料药及制剂均为公司重要板块，在 2023 年及以前年度均各占约一半收入份额。而在 2024 年由于公司在宠物供应链板块的布局，该板块收入迅速上升至 6.33 亿元，占总收入的 21%。

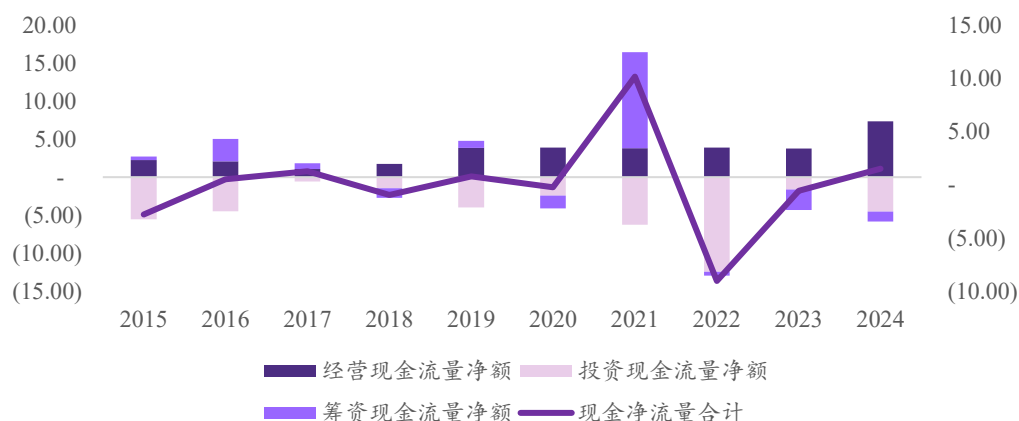
图表 12：公司营业收入按商品性质拆分情况及其变化（亿元）



资料来源：iFinD，华鑫证券研究
注：其它有负数是因为在其中含有内部抵消的部分，但数额不大，可以忽略

由图表 13 可知，公司在过去十年中，投资现金流量净额持续为负，表明公司持续进行投资，扩大规模，而经营现金流量净额持续为正，表明公司通过经营能力持续稳健。总而言之，尽管公司现金净流量合计变化幅度较大，但总体上在持续盈利，并将经营现金流和筹资现金流用于投资生产、扩大规模。

图表 13：公司历年现金流量变化（亿元）



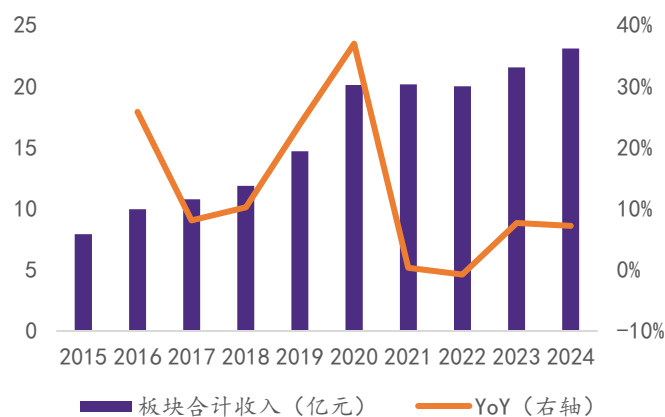
资料来源：iFinD，华鑫证券研究

(2) 禽畜药苗板块：行业第一梯队，基本盘稳固

公司拥有 111 项新兽药注册证书、超过 500 个产品批号、12 个规模化生产基地、99 条生产线，是集生物制品、药物制剂、药物原料、功能性添加剂四位一体的中国规模最大、产品种类最全的动物保健产品生产与服务商之一，也是国家重大动物疫病（高致病性禽流感、口蹄疫）防控疫苗生产企业。

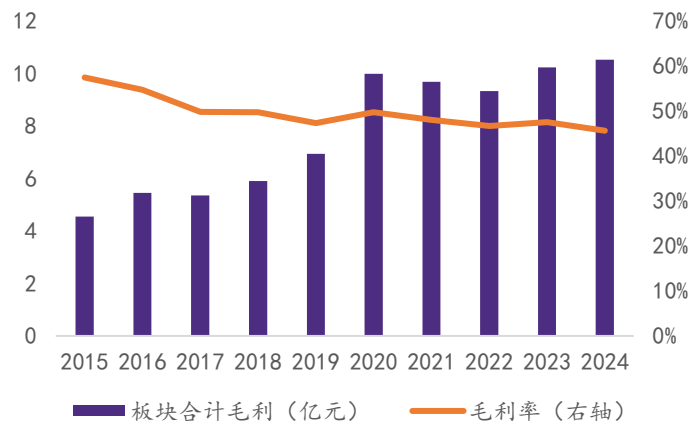
根据公司年报，2024 年度，公司禽用生物制品板块实现营业收入 10.76 亿元，毛利润 6.80 亿元，毛利率 63.17%；原料药及制剂板块实现营业收入 10.21 亿元，实现毛利润 3.72 亿元，毛利率 36.50%；两个板块毛利率均高于中国兽药产业平均毛利率 30.58%。

图表 14：公司禽畜药苗板块收入及其变化



资料来源：IFIND，华鑫证券研究

图表 15：公司禽畜药苗板块毛利润及毛利率



资料来源：IFIND，华鑫证券研究

公司禽畜药苗板块收入、毛利润及毛利率情况如图表 14、15 所示，可见该板块营业收入、毛利润除 2020、2021、2022 年度，均呈增长态势，但近三年涨幅不大，此外，从 2017 年度起，毛利率稳定于 45-50%之间，说明公司该板块接近稳定。

2、宠物药苗板块：宠物药苗加速布局，研发营销协同推进

2.1、猫三联市场情况：竞争情况激烈

根据《2025 年中国宠物行业白皮书》，如图表 16、17 所示，2024 年中国城镇犬猫数量为 1.24 亿只，较上年增长 2.1%；城镇宠物（犬猫）消费市场规模为 3,002 亿元，其中犬猫所占金额分别为 1557 亿元和 1445 亿元，较上年增长 7.5%。其中，2024 年宠物消费结构较上一年变化均在 1%以内，宠物犬在医疗板块，药品、诊疗、疫苗、体检消费额占总消费额比例分别为 11.3%、11.3%、2.4%、2.9%，宠物猫在四个板块的比例分别为 7.9%、14.0%、2.6%、3.4%，详情数据见图表 18。

图表 16：中国城镇犬猫数量变化趋势



资料来源：2025 年中国宠物行业白皮书，华鑫证券研究

图表 17：城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：2025 年中国宠物行业白皮书，华鑫证券研究

其中，猫三联疫苗市场规模通过“自下而上”法测算的过程和结果如下：

图表 18：中国城镇猫犬医疗市场规模测算（自上而下）

犬（总消费市场规模 1557 亿元）				
分类	药品	诊疗	疫苗	体检
占比（%）	11.30	11.30	2.40	2.90
金额（亿元）	175.94	175.94	37.37	45.15
猫（总消费市场规模 1445 亿元）				
分类	药品	诊疗	疫苗	体检
占比（%）	7.90	14.00	2.60	3.40
金额（亿元）	123.00	217.98	40.48	52.94

资料来源：2025 年中国宠物行业白皮书，华鑫证券研究

图表 19：猫三联接种规律



资料来源：yongesheppardvets.ca，华鑫证券研究

图表 20：拿到生产批准文号的生产企业及其对应的猫三联产品与价格

生产企业	官网列示猫三联产品	京东价		美团价	
		三针价	一针价	三针价	一针价
瑞普生物	瑞喵舒	未查到		155	47
科前生物	科妙优	148	58	未查到	
博莱得利	喵倍护	未查到		111	35
华派生物	猫康宁	75	26.8	-	26.8
硕腾	妙三多	132	57	175	60
怡安生物	喵三新	-	69	-	75
哈药集团	妙多安	74.8	29.8	188	59

资料来源：国家兽药基础数据库，公司官网，京东，美团，华鑫证券研究

注：三针价为宠物猫首次注射所用，而后续注射参考一针价；拿到批文的企业还有中牧股份、西诺生物、普莱柯、海正药业、普泰生物、益康生物、Elanco（进口批文）

猫三联是一种疫苗生物制品，主要针对三种严重威胁家猫健康的病原体进行预防，即：猫疱疹病毒（猫鼻气管炎）、杯状病毒、泛白细胞减少症病毒（猫瘟）。它的推荐接种规律为：在宠物猫 2、3、4 月龄时分别接种一针，后再每 3 年接种一针（图表 19）。当前市场上猫三联产品生产企业主要包括瑞普生物和硕腾，相关的品牌及对应价格如图表 20 所示。由此可以对猫三联的市场规模进行估计，如图表 21 所示，金额约为 15.56 亿元，占宠物猫疫苗板块市场规模 38.44%。

通过国家兽药基础数据库搜索可得，在国产兽用生物制品中，当前生效的企业有 14 家，

其中国内企业有 13 家，国外企业仅有 1 家，如图表 20 所示。其中，再公司官网上明确列有猫三联产品的公司仅有 7 家，根据价格划分，大多数疫苗的三针价为 100 元以上，而一针价在 40-70 元左右。其中，瑞普生物为第一批拿到批文的企业，且具有猫三联的生产能力。

图表 21：市场猫三联市场规模初步测算（自下而上）

宠物猫数量（万只）		7153		
		1 岁以内	1-3 岁之间	大于 3 岁
年龄比例		27. 60%	32. 93%	39. 48%
平均每年需要接种疫苗数量（针）		3	0	0. 33
疫苗价格（元）		135	-	57
渗透率		48. 60%		
猫三联市场规模（亿元）		15. 56		

资料来源：京东，2025 年中国宠物行业白皮书，华鑫证券研究
注：1 岁以内的疫苗价格为三针一起销售的价格；大于 3 岁的疫苗价格为单针销售价格

2.2、驱虫药：驱虫药市场百花齐放，公司迅速布局

当前在主流宠物市场中，驱虫药按照针对物种分可以分为猫和犬两类，而按照驱虫药的用法分可以分为体内驱虫和体外驱虫。其中，体内驱虫指驱除在宠物体内的寄生虫，包括蛔虫，钩虫，鞭虫，绦虫等，体外驱虫指驱除寄生在宠物皮肤及其附属器上的寄生虫，包括跳蚤、虱、螨等。当前市场上主要生产商及其对应的驱虫药产品价格如图表 22 所示。并据此可以估计宠物市场中驱虫药的市场规模约为 336.09 亿元，估计过程如图表 23 所示。

图表 22：市场上主要生产商及其对应的驱虫药产品价格

生产企业	所属国家	驱虫药品名				京东价 (平均 1 支)
		英文名/化学名	中文名	使用对象	用法	
硕腾	美国	复方非班太尔片	内宠爱	犬	体内驱虫	-
		赛拉菌素滴剂	大宠爱	猫犬	体内外同驱	56. 33
		赛拉菌素沙罗拉纳滴剂	妙宠爱	猫	体内外同驱	78. 9
勃林格	德国	NexGard	尼可信	犬	体外驱虫	64. 67
		Heartgard Plus	犬心保	犬	体内驱虫	25. 67
		NexGard SPECTRA	超可信	犬	体内外同驱	106. 33
		Broadline	博来恩	猫	体内外同驱	68. 83
		Fipronil	福来恩	猫犬	体外驱虫	34. 33
礼蓝	德国	吡虫啉莫昔克丁滴剂	爱沃克	猫犬	体内外同驱	48
		双羟萘酸噻嘧啶吡喹酮片	拜宠清	猫犬	体内驱虫	17. 83
		乐替拉纳咀嚼片	可立奥	犬	体外驱虫	81
		二氯苯醚菊酯吡虫啉滴剂	拜宠爽	犬	体外驱虫	38
		吡虫啉氟氯苯氧菊酯项圈	索来多	猫犬	体外驱虫	16. 75
维克	法国	吡虫啉滴剂	旺滴静	猫犬	体外驱虫	28. 25
		非泼罗尼吡丙醚滴剂	爱普多	猫犬	体外驱虫	50

请阅读最后一页重要免责声明

默沙东	美国	米尔贝肟吡喹酮片	米普罗	猫犬	体内驱虫	60
		氟雷拉纳	贝卫多	猫犬	体外驱虫	179
海正药业	中国	米尔贝肟吡喹酮片	海乐妙	猫	体内外同驱	35
		米尔贝肟吡喹酮咀嚼片	海乐旺	犬	体内外同驱	31.73
		米尔贝肟片	海乐宠	犬	体内外同驱	20
普安特 (威诺药业)	中国	吡虫啉莫昔克丁滴剂	滴派	猫犬	体内外同驱	15.84
		非泼罗尼滴剂	爱滴克	猫犬	体外驱虫	9.48
		芬苯达唑片	普拿杜	猫犬	体内驱虫	
华畜	中国	阿苯达唑	华畜	猫犬	体内驱虫	9.98
瑞普生物	中国	吡虫啉莫昔克丁滴剂	莫普欣	猫犬	体内外同驱	26.62
		非泼罗尼吡丙醚滴剂	菲比欣	犬	体外驱虫	48
汉维宠仕	中国	甲硝唑	硝复乐	犬	体内驱虫	18.5
		吡虫啉莫昔克丁	汉宠净	犬猫	体内外同驱	66

资料来源：公司官网，京东，华鑫证券研究；价格记录时间为2025/5/18；爱普罗和米普罗由于未在京东上上架，故用美团数据替代

图表 23：宠物驱虫药市场规模估计过程

宠物种类	犬	猫
数量（万只）	5258	7153
平均一次驱虫价格（每只）	62.51	90.02
平均一年驱虫次数（每只）	3.47	3.45
2024 年驱虫药市场规模（亿元）	114.10	221.99
合计（亿元）	336.09	

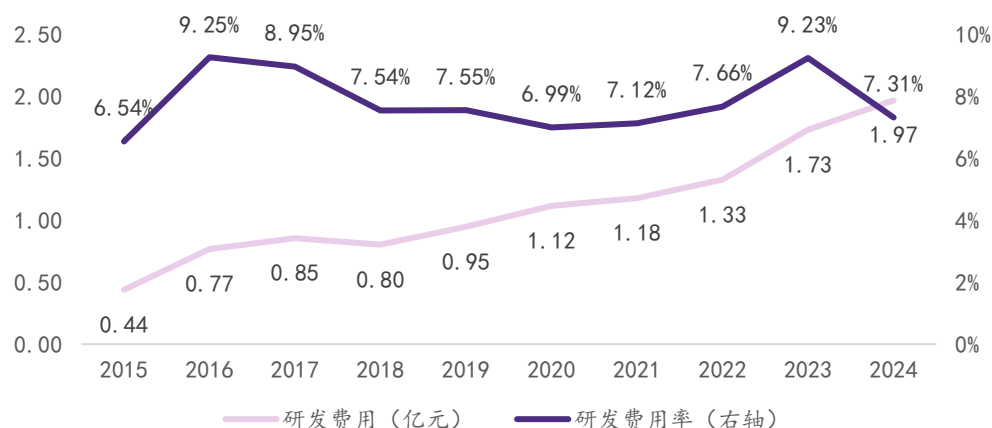
资料来源：2025 年中国宠物行业白皮书，公司官网，京东，华鑫证券研究

2.3、瑞普宠物药苗板块表现：药苗业务快速推进，创新研发+营销放量同步发力

（1）公司研发能力：拓展合成生物应用合作，加速产业化与海外市场战略落地

技术端，公司紧密贴合市场需求，锚定宠物行业需求与痛点，依托 AI 药物研发平台、蛋白表达亚单位疫苗平台、mRNA 疫苗平台、GLP/GCP 评价平台等核心技术平台，聚焦第三代疫苗与新型药物，持续拓展创新生物医药研发管线。图表 24 所示，公司研发费用逐年上升，研发费用率在 7%左右波动，公司 2024 年研发投入 23,835.22 万元，占营业成本比 7.31%。在动保产业，公司已建立高品质、多元化、全品类的产品矩阵，成功培育超过 50 个千万级单品，铸就差异化产品竞争优势。

图表 24：公司历年研发费用与研发费用率



资料来源：iFinD，华鑫证券研究

产品端，在宠物板块，公司正在加速驱虫药、猫三联/四联疫苗、mRNA 疫苗等新品研发与上市，布局了基于 mRNA 技术的猫四联疫苗、猫传染性腹膜炎病毒疫苗、口服剂型驱虫药等研发管线，充分发挥“产品+供应链+医疗”的多管线协同优势，增强市场竞争优势，推动宠物医疗事业迈向高质量发展。正在研发的产品如图表 25 所示。此外，公司围绕大健康领域开展合成生物应用研究，与中国科学院天津工业生物技术研究所等科研院所开展深度合作，积极推动相关项目产业化落地，加速完善合成生物产业布局。公司坚定推进出海战略落地，加大海外产品注册步伐，推进生产工厂通过海外 GMP 认证。

(2) 公司营销能力：“三瑞协同+全渠道”打造宠物医疗营销核心竞争力

当前，公司在自主研发的同时积极向外扩张，力求着力打通研发、生产、销售，以形成完整的产业链闭环。

在宠物板块，公司聚焦宠物大健康战略，通过连续收购中瑞华普科技有限公司 15%股权、中瑞供应链管理有限公司 56.3129%股权，深化宠物大健康战略布局，紧密联结宠物医院等终端业态，拓宽宠物医疗产业边界，持续为第二增长曲线赋能

其中，公司与国内头部宠物连锁医院瑞派宠物医院建立战略合作关系，借助瑞派宠物医院品牌、渠道及医生优势，共同大力推广公司宠物药品和疫苗；同时，公司建立完善的线上销售渠道，直接触达终端宠主，持续提升公司品牌影响力。此外，公司收购了中瑞供应链平台，截至 2024 年 12 月 31 日已覆盖全国 7,000 家宠物医院、3,400 家宠物店，为宠物医院和宠物店提供境内外宠物医疗药品、疫苗、宠物诊疗器械等医疗相关产品的代理及统一采购供应。公司已构建专业技术行销团队，通过圆桌会议、研讨会议等赋能经销商，强化价值链管理，加速对 B 端与 C 端客户的触达，相互强化客户粘性与提升服务能力。

综上，公司不断深耕产业生态系统构建，布局形成了“优质经销商+三瑞齐发（公司、瑞派宠物医院、中瑞供应链渠道深度协同）”纵深拓展的销售渠道护城河，形成了强劲营销渠道网络，打造了国内独有的宠物药品、疫苗销售渠道的核心竞争力。

图表 25：瑞普生物宠物板块研发展品

研发项目名称	项目所属板块	项目目标	项目进展	对公司影响
环孢素内服溶液	皮肤病药品	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于治疗犬慢性特应性皮炎和猫慢性过敏性皮炎。	已经取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。	打破进口垄断，能切实提升公司在行业内的整体竞争力。
二氯苯醚菊酯	驱虫药	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，驱虫原料药。	已经取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。	填补国内兽用原料药市场的空白
复方二氯苯醚菊酯吡丙醚滴剂	驱虫药	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于预防和治疗犬体表的蜱、虱子以及跳蚤感染，抑制蚊子叮咬。	已经取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。	为我国人宠共患病综合防控提供科技支撑，为公司带来新的增长点
犬细小病毒抗血清	疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于紧急预防犬细小病毒病	已经取得《新兽药注册证书》	填补公司宠物产品品规，对公司服务宠物保健市场具有重要的社会意义和经济意义。
犬四联	疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于预防犬瘟热、犬细小病毒病、犬腺病毒病和犬副流感。	正在进行新兽药注册初审。	对公司服务宠物保健市场具有重要的社会意义和经济意义。
猫三联	疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于预防猫鼻气管炎、杯状病毒病和泛白细胞减少症。	正在进行新兽药注册初审。	打破猫用疫苗长期依赖进口的局面，解决较少的获批产品与巨大市场需求市场的矛盾，加强宠物疫苗供给，对公司服务宠物保健市场具有重要的社会意义和经济意义。
注射用重组猫ω干扰素	疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号，用于治疗早期猫杯状病毒病感染	已通过新兽药注册初审，正在进行产品复核检验。	具有广谱抗病毒、抗原性弱、安全性较好、无耐药性，为国内首个申报产品。

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

(3) 客户渠道：“全渠道覆盖+大客户战略”构建宠物医疗与养殖双赛道用户优势

客户战略方面，公司深化“大客户战略”，与规模化养殖集团紧密合作，同时大力拓展宠物医疗蓝海市场，加速国际化业务布局。

企业文化方面，公司始终秉持以客户为中心的服务理念，通过创新客户服务模式、优化客户解决方案、完善系统化服务体系等，全面提升市场竞争力，与客户互利共赢。

此外，公司积极推进孵化厂“BEST 行动”，包含孵化厅生物安全（Biosecurity）、提供免疫设备支持维护（Equipment）、疫苗的储运管理（Storage）、雏鸡质量检查（Test）等四项关键内容，不仅为客户提供了全方位的技术支持，还通过创新的服务模式提升客户体验和产品竞争力；持续推进 RHM 瑞检行动，围绕影响家禽整体健康的主要呼吸道病原微生物进行阶段性病原和抗体监控，提高疫病防控能力，助力客户提高养殖效益；同时，公司携手必威安泰，开启客户资源共享模式，将口蹄疫解决方案深度融入整体方案体系，助力养殖企业口蹄疫病原的净化，为客户呈献更为多元、完备的产品解决方案，全方位满足客户需求。

3、中瑞供应链与瑞派医院：宠物医疗+供应链同步拓展力

3.1、中瑞供应链情况：控股中瑞供应链覆盖 7000 医院，宠物渠道贡献 20%收入增长

中瑞供应链，即天津中瑞供应链管理有限公司，为瑞普生物控股子公司，后者持有其 56.31% 股权，收购对价为 1.04 亿元。中瑞供应链主要针对宠物板块，当前已覆盖全国 7,000 家宠物医院、3,400 家宠物店，为宠物医院和宠物店提供境内外宠物医疗药品、疫苗、宠物诊疗器械等医疗相关产品的代理及统一采购供应。瑞普生物拟通过中瑞供应链，进一步完善公司在宠物大健康航道的战略布局，深化与宠物医院等终端业态的深度融合，有利于优化拓宽宠物产品推广渠道，加速推进公司宠物疫苗对 B 端与 C 端客户的触达，提升市场占有率和品牌知名度。

根据公开资料，中瑞供应链部分财务数据如图表 26 所示。

图表 26：中瑞供应链部分财务数据

	2021	2022	2023	2024-1 到 10 月
营业收入	63.97	223.59	465.35	545.61
yoy		249.52%	108.13%	17.25%
营业成本	58.91	193.54	399.44	467.62
毛利率	7.91%	13.44%	14.16%	14.29%
资产合计	164.35	211.75	428.90	472.27
负债合计	57.14	85.60	252.21	272.63
所有者权益合计	107.21	126.15	176.70	199.64

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

从业务增长来看，瑞普生物业务板块中的“宠物供应链部分”于 2024 年收入达 6.33 亿元，占总收入的 20.63%。而中瑞供应链 2023 年度营业收入为 4.65 亿元。

3.2、宠物医院行业：从分散到整合，宠物医院行业集中度提升进行时

宠物医院的主要营收来源为服务提供和商品销售，宠物医院主要服务项目为线下诊疗、体检、驱虫、绝育、线上问诊等，其中医疗服务类收入占比达到 81%，为主要营收来源。此外，销售的商品主要包括药品、食品、服务等。

图表 27：宠物医院行业发展历程

萌芽期(1985-2006年)

行业萌芽期内，有关动物及兽医的初期规范性政策和意见陆续出台，为中国宠物医院行业的出现、发展奠定法律基础。“宠物”概念尚未流行相关产业及政策均在摸索中前进。

启动期(2007-2014年)

第一次修订后的《中华人民共和国动物防疫法》中提到“宠物”，这是中国首次在法律文件中提到宠物。兽医行业、动物诊疗机构逐渐规范。2014年的清理整顿工作为宠物医院行业规范化高速发展奠定基础。

高速发展期(2015-2017年)

自2015年起，每年新增宠物医院数量快速增加。在此期间，农业部进一步对兽医行医规范和执业兽医考试作出规定。执业兽医相关规范性政策标准逐步完善，为宠物医院选拔兽医人才提供参考。

成熟期(2018年至今)

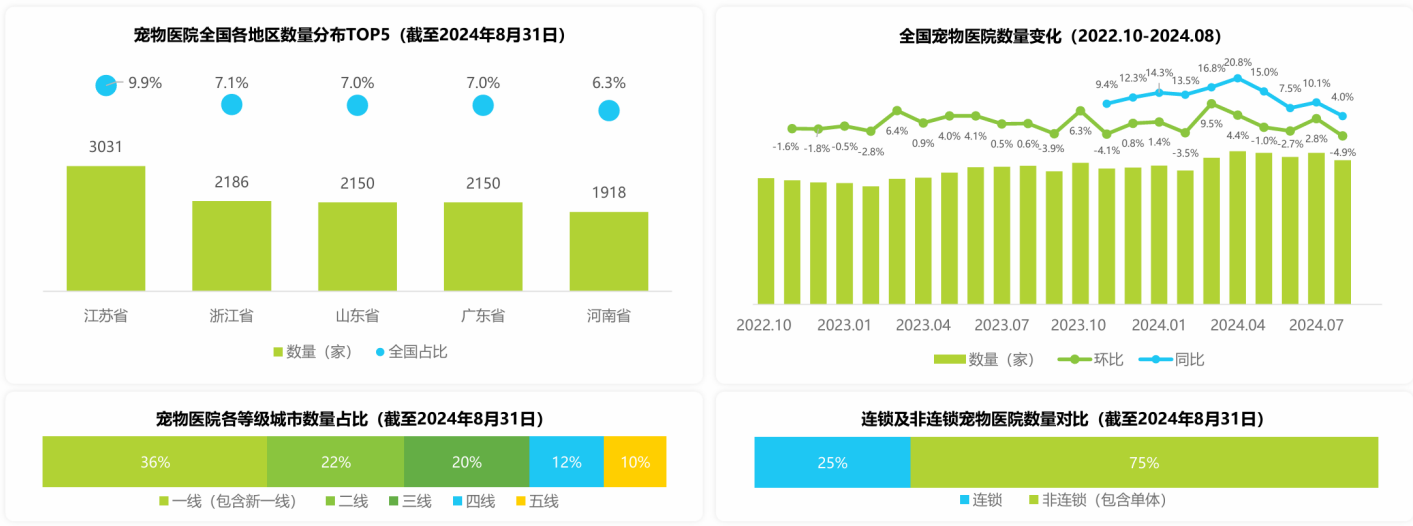
以新瑞鹏为代表的宠物医院行业龙头开始加速连锁化运营，不断增加旗下宠物医院门店数量。宠物医院趋于连锁化经营，行业竞争格局初定，宠物医院行业发展更加规范。

资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

宠物医院行业迄今为止主要经历四个发展阶段（图表 27）：1985-2006 年的萌芽期，中国首家小动物门诊开设。2007-2014 年的启动期，宠物概念逐渐流行，中国法律文件中首次出现“宠物”，宠物医院行业逐渐兴起。2015-2017 年的高速发展期，资本介入宠物医院市场竞争，新增宠物医院数量大幅增加。2018 年至今的震荡期，行业龙头通过收购其他宠物医院等方式，扩大公司连锁化经营规模。

根据艾瑞咨询的数据，截至 2024 年 8 月 31 日，全国宠物医院数量达到 30588 家，主要分布于东南部沿海省份，其中江苏省宠物医院数量超过 3000 家，山东、浙江、广东宠物医院超过 2000 家。其中，我国非连锁宠物医院数量占比达到 75%，为连锁医院的 3 倍。头部集中度也较低，2022 年我国宠物医院行业 CR2 约为 13.4%，CR10 仅为 17.6%。

图表 28：宠物医院数量及分布



资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

3.3、瑞派宠物医院：医疗专科化+战略合作驱动增长

图表 29：瑞派宠物医院股权结构（工商年报最新公示）

序号	股东名称	认缴出资额 (万元)	出资比例 (%)
1	玛氏箭牌糖果(中国)有限公司	9935.19	23.33
2	中瑞华普科技有限公司	7589.37	17.82
3	天津瑞普生物技术股份有限公司	3869.43	9.09
4	Broad Street Investments Holding (Singapore)Pte.Ltd.	2892.45	6.79
5	南京瑞联新兴产业投资基金合伙企业(有限合伙)	2262.18	5.31
6	天津华普海河生物医药产业基金合伙企业(有限合伙)	1328.25	3.12
7	Stonebridge 2017 (Singapore) Pte.Ltd.	1008.99	2.37
8	苗宝奇	999.00	2.35
9	广州越秀新兴产业二期投资基金合伙企业(有限合伙)	856.61	2.01
10	郑卫	800.26	1.88
11	其他股东	11,037.63	25.92
合计		42,579.36	100.00

资料来源：启信宝，华鑫证券研究

瑞派宠物医院，全名瑞派宠物医院管理股份有限公司，于 2012 年在天津成立，以北京及环京区域作为战略起点，在 2013-2017 年间快速拓展至华东、东北、华南等区域。瑞派先后获得瑞普生物、高盛集团、华泰新兴产业基金、越秀资本、瑞济医药、玛氏中国、基石资本及蒙牛创投基金等国内外投资机构投资。根据工商年报最新公示，瑞派宠物医院股权结构如图表 29 所示。之后，瑞派宠物医院并购扩张速度进一步加快，发展至今所辖门店近 600 家，覆盖全国 27 省 70 余市，医疗专业人员 3000 余人、执业兽医师 1800 余人。

瑞派宠物医院作为国内领先的连锁宠物医疗机构，构建了覆盖宠物全生命周期的医疗健康服务体系。核心业务包括：1) 基础诊疗（疫苗接种、体检、绝育等常规服务）；2) 专科医疗（16 大特色专科，含骨科、肿瘤科及中兽医科，配备 CT、血透仪等高端设备）；3) 24 小时急诊与重症监护；4) 预防与健康管理（年度健康卡、美容 SPA 及处方粮销售）。2025 年 2 月，艾媒咨询（iiMedia Research）发布《2025 年中国连锁宠物医院十大品牌》榜单，瑞派宠物医院以 91.64 金榜指数位居榜首登顶行业巅峰。2025 年 5 月 11 日瑞派宠物医院，与全球动保龙头硕腾、宠物营养巨头皇家达成三方战略合作，聚焦“绝育与皮肤病”两大专科项目。该合作将硕腾的诊疗技术、皇家的营养方案与瑞派的临床网络结合，打造“预防医学+专科治疗”闭环。

图表 30：瑞派宠物医院主要财务科目信息（单位：万元）

项目	2024 年 9 月 30 日	2023 年 12 月 31 日
应收账款总额	10,067.59	7,321.36
资产总额	412,115.22	407,923.76
负债总额	98,940.99	98,019.44
净资产	313,174.23	309,904.32

项目	2024 年 9 月 30 日	2023 年 12 月 31 日
营业收入	171,195.12	196,214.14
营业利润	7,670.36	5,742.25
净利润	6,952.26	5,368.85
经营活动产生的现金流量净额	19,206.52	20,466.71

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

当前，瑞普生物直接与间接持有瑞派宠物医院 9.09%股权，并在会计政策中对瑞派宠物医院管理股份有限公司开始施加重大影响，将对其的股权投资从非流动金融资产变为权益法核算的长期股权投资。当前，瑞普生物与瑞派宠物医院建立战略合作关系，借助瑞派宠物医院品牌、渠道及医生优势，共同大力推广公司宠物药品和疫苗。在瑞普生物的“瑞喵舒”产品投放中，瑞派宠物医院首次全覆盖。

未来，瑞派将以宠物医院连锁为资源平台，整合产业资源优化研产能力和资源配置能力，立足中国市场、接轨国际，不断地扩大连锁品牌优势和连锁规模，发挥优质平台作用，推动中国宠物医疗走向正规化、标准化、国际化，让更多的宠物有机会获得优质的医疗健康服务。

根据艾瑞咨询的宠物医院单店模型，一家如图表 31 所示的宠物医院所有营业收入约为 328.5 万元/年，假设瑞派宠物医院数量为 600 家，则其所占市场份额为 19.71 亿元，占宠物医疗市场总规模 868.8 亿元的比例为 2.27%。结合上述分析，未来伴随精细化养宠趋势加深，瑞派优势强化、市占率有望提升。

图表 31：宠物医院单店模型

宠物医院单店模型（以上海闵行区某宠物医院为例）

面积（㎡）	150
日均接诊量（个）	15
人均客单价（元）	600
医疗收入（万元/年）	266.1
收入占比	81%
商品销售收入（万元/年）	42.7
收入占比	13%
其他服务收入（万元/年）	19.7
收入占比	6%
营业收入（万元/年）	328.5
采购成本（万元/年）	86.1
成本占比	32%
员工成本（万元/年）	110.2
成本占比	41%
租金成本（万元/年）	26.9
成本占比	10%
营销成本（万元/年）	13.4
成本占比	5%
折旧摊销（万元/年）	26.9
成本占比	10%
其他成本（万元/年）	5.4
成本占比	2%
营业成本（万元/年）	268.7
营业利润（万元/年）	59.8
营业利润率	18%

资料来源：艾瑞咨询，华鑫证券研究

4、盈利预测评级

禽用生物制品方面，其作为公司基本盘，在 2024 年顶住压力，仍然保持了 15%增速的良好态势，因而我们预计，在后续年份中，其增速将至少保持这一增速。毛利率则采用和历史类似的水平，即 65%。

原料药及制剂方面，我们预测在公司的研发、营销、渠道三重优势下，其营收增长率与毛利率能保持发挥出历史上的优秀水平。

宠物供应链方面，在中瑞供应链合并之前，其营业收入增长幅度最高达 249.52%，对比 2023 年与 2024 年 1-10 月的数据，其增长率也达 17.25%。故我们预计未来在瑞普生物与中瑞供应链协同发展下，宠物供应链板块未来增速可达 20%。

其它类别中包含了畜用疫苗、宠物疫苗等板块，但由于公开信息未直接披露其营业成本，故同意归到其它类别中。但其中，国产宠物疫苗板块仍为一片蓝海，而畜用疫苗也构成公司的营收基本盘之一，故我们预计其增长速度相对于其他板块增长会更快，且在毛利率上也能保持高水平。

综上，我们预测公司 2024-2026 年收入分别为 36.17、42.58、50.00 亿元，归母净利润分别为 4.06、5.02、6.20 亿元，EPS 分别为 0.87、1.08、1.33 元，当前股价对应 PE 分别为 25.0、20.3、16.4 倍，公司在传统兽药基本盘稳健的基础上，宠物板块正成为强劲的第二增长曲线，渠道、研发与品牌协同效应突出，未来发展前景良好，故首次覆盖给予“买入”评级。

图表 32：公司业务拆分和业绩假设（百万元）

禽用生物制品	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	962	911	896	928	1,076	1237	1423	1636
增长率		-5.33%	-1.63%	3.64%	15.90%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本	346	344	332	331	396	433	498	573
毛利率	64.08%	62.20%	62.95%	64.37%	63.17%	65.00%	65.00%	65.00%
原料药及制剂	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	885	946	975	1,084	1,021	1143	1280	1434
增长率		6.87%	3.01%	11.20%	-5.83%	12.00%	12.00%	12.00%
营业成本	503	545	606	659	648	640	717	803
毛利率	43.18%	42.41%	37.85%	39.23%	36.50%	44.00%	44.00%	44.00%
宠物供应链	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	0	0	0	0	633	760	912	1095
增长率		-	-	-	-	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本	0	0	0	0	538	570	684	821
毛利率	-	-	-	-	14.99%	25.00%	25.00%	25.00%
其它	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	153	151	214	237	340	476	643	836
增长率		-1.87%	42.18%	10.71%	43.55%	40.00%	35.00%	30.00%
营业成本	71	78	137	142	217	262	354	460
毛利率	53.78%	47.93%	35.96%	40.01%	36.21%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,000	2,007	2,084	2,249	3,070	3616.51	4257.93	5000.25

增长率		0.34%	3.84%	7.90%	36.50%	17.80%	17.74%	17.43%
营业成本	919	967	1,075	1,132	1,800	1905.09	2252.54	2656.15
毛利率	54.04%	51.80%	48.44%	49.69%	41.38%	47.32%	47.10%	46.88%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

5、风险提示

生猪养殖行业疫病风险；自然灾害和极端天气风险；产业政策变化风险；兽药价格上涨不及预期；疫苗与原料药市场行情波动风险；宏观经济波动风险。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	3,070	3,617	4,258	5,000
现金及现金等价物	487	721	1,223	1,371	营业成本	1,800	1,905	2,253	2,656
应收款	1,129	1,288	1,458	1,644	营业税金及附加	26	36	43	50
存货	500	585	629	741	销售费用	451	579	639	700
其他流动资产	1,533	1,632	1,664	1,701	管理费用	189	235	277	325
流动资产合计	3,649	4,227	4,974	5,458	财务费用	27	79	95	112
非流动资产：					研发费用	197	289	341	400
金融类资产	1,451	1,451	1,451	1,451	费用合计	864	1,182	1,351	1,537
固定资产	1,846	1,778	1,745	1,710	资产减值损失	-20	0	0	0
在建工程	63	138	133	480	公允价值变动	-11	0	0	0
无形资产	493	468	444	420	投资收益	9	10	10	10
长期股权投资	1,069	1,169	1,269	1,369	营业利润	373	503	622	767
其他非流动资产	847	847	847	847	加：营业外收入	2	3	3	3
非流动资产合计	4,317	4,400	4,436	4,826	减：营业外支出	6	5	5	5
资产总计	7,966	8,626	9,410	10,283	利润总额	368	501	620	765
流动负债：					所得税费用	38	50	62	77
短期借款	801	1,001	1,201	1,401	净利润	330	451	558	689
应付账款、票据	550	585	660	741	少数股东损益	29	45	56	69
其他流动负债	852	852	852	852	归母净利润	301	406	502	620
流动负债合计	2,251	2,477	2,759	3,049					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	514	664	814	964	成长性				
其他非流动负债	194	194	194	194	营业收入增长率	36.5%	17.8%	17.7%	17.4%
非流动负债合计	708	858	1,008	1,158	归母净利润增长率	-33.6%	35.1%	23.6%	23.5%
负债合计	2,959	3,335	3,767	4,207	盈利能力				
所有者权益					毛利率	41.4%	47.3%	47.1%	46.9%
股本	466	465	465	465	四项费用/营收	28.1%	32.7%	31.7%	30.7%
股东权益	5,007	5,291	5,643	6,077	净利率	10.7%	12.5%	13.1%	13.8%
负债和所有者权益	7,966	8,626	9,410	10,283	ROE	6.0%	7.7%	8.9%	10.2%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	37.1%	38.7%	40.0%	40.9%
净利润	330	451	558	689	营运能力				
少数股东权益	29	45	56	69	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
折旧摊销	194	117	112	109	应收账款周转率	2.7	2.8	2.9	3.0
公允价值变动	-11	0	0	0	存货周转率	3.6	3.3	3.7	3.7
营运资金变动	193	-317	-164	-246	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	736	296	562	621	EPS	0.65	0.87	1.08	1.33
投资活动现金净流量	-452	-108	-61	-413	P/E	33.9	25.0	20.3	16.4
筹资活动现金净流量	-50	188	149	102	P/S	3.3	2.8	2.4	2.0
现金流量净额	234	376	650	310	P/B	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 农业轻纺组介绍

姜倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 8 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外、娃娃研究。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。