

畜禽板块稳步发展，宠物布局助力增长

■ 证券研究报告

投资评级:增持(首次)

基本数据

2025-02-27

收盘价(元)	16.74
流通股本(亿股)	3.35
每股净资产(元)	9.77
总股本(亿股)	4.66

最近 12 月市场表现



分析师 肖珮菁

SAC 证书编号: S0160524070005

xiaopj@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **深耕动物保健领域二十余载：**瑞普生物是国内动物保健品行业领军企业，成立于 1998 年，主要产品有生物制品、药物原料、药物制剂、饲料添加剂等，2013-2024 年公司通过内生和外延营收从 7.6 亿元增长至 22.5 亿元，复合增速为 11.5%。2024 年前三季度公司营收为 17.5 亿元，同比增长 10.1%，在二季度通过收购方式将口蹄疫疫苗业务并表；归母净利润为 2.5 亿元，同比下降 10.6%，上半年公司面临下游养殖成本管控的影响，业绩受到较大挑战。
- ❖ **下游需求有望回暖，宠物医疗快速发展：**我国兽药行业具备成长性，2013-2023 年规模复合增速 5.4%，同时具有周期性，下游畜禽养殖周期持续景气有利于动保需求修复。中国宠物医疗规模不断增长，2021-2024 年复合增速为 5%，且国产替代进程正在加速；宠物医院竞争格局较为分散，且盈利能力有较大提升空间。公司前瞻性布局宠物医疗板块，有望优先受益于行业的快速发展。
- ❖ **禽用产品地位稳固，畜用产品逐步完善：**公司在禽苗业务地位稳固，对主要病毒性疫病有相应的疫苗产品布局，并且 2024 年鸡新城疫活疫苗、鸡传染性支气管炎活疫苗、新支二联苗以及新法流三联苗批签发次数均位列第一。公司畜用产品起步相对较晚，但经多年布局，猪蓝耳疫苗、乙脑疫苗、奶牛乳房注入剂等竞争力位于行业前列，并与多个家畜大型养殖集团建立战略合作关系，完成了口蹄疫疫苗资产的收购，促进家畜板块进入高速增长期。
- ❖ **宠物板块研发和渠道优势加持，三瑞齐发未来可期：**公司实现国产猫三联疫苗第一个上市销售，打破国外长达近 20 年垄断，2024 上半年发货 100 万头份，成为公司宠物产品的又一个千万元级爆品，未来新一代驱虫药、犬四联、猫四联等产品陆续上市，进一步完善产品管线。公司于 2024 年公告，拟收购中瑞供应链和瑞派宠物医院部分股权，加强宠物板块渠道端布局和协同。
- ❖ **投资建议：**公司在禽用产品保持领先地位，同时内生+外延积极布局畜用产品，未来重点发展宠物板块业务，业绩有望实现持续增长。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 24.52/33.33/37.98 亿元，归母净利润 3.89/4.89/5.58 亿元，参考 2 月 27 日收盘价，PE 分别为 20/16/14 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**动物疫情风险；市场竞争风险；产品开发风险；应收账款较高的风险；商誉减值风险；大股东质押率偏高风险

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2084	2249	2452	3333	3798
收入增长率(%)	3.84	7.90	9.04	35.92	13.95
归母净利润(百万元)	347	453	389	489	558
净利润增长率(%)	-16.01	30.64	-14.13	25.72	14.05
EPS(元)	0.75	0.98	0.83	1.05	1.20
PE	24.85	16.77	20.00	15.91	13.95
ROE(%)	8.21	10.07	8.44	10.03	10.71
PB	2.06	1.70	1.69	1.60	1.49

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2025 年 02 月 27 日收盘价计算)

内容目录

1	公司简介：深耕动物保健领域二十余载.....	5
1.1	动保行业引领者，产品种类多元	5
1.2	股权相对稳定，持续施行股权激励	6
1.3	营收整体维持增长，降本增效成效初显	7
2	兽药行业：下游需求有望回暖，宠物医疗快速发展.....	9
2.1	兽药行业规模和集中度仍有提升空间	9
2.2	养殖周期推动兽药行业景气修复	12
2.3	宠物医药行业较快增长，国产替代加速	13
2.4	中国宠物医院连锁化率持续提升，盈利能力有望改善.....	16
3	畜禽板块：禽用产品地位稳固，畜用产品逐步完善.....	18
4	宠物板块：研发和渠道优势加持，三瑞齐发未来可期.....	25
5	盈利预测与估值.....	30
6	风险提示.....	32

图表目录

图 1. 公司发展历程图.....	5
图 2. 公司产品以禽苗、原料药及制剂为主.....	6
图 3. 禽苗毛利率较高且稳定.....	6
图 4. 公司股权结构稳定.....	6
图 5. 营收整体维持增长趋势.....	7
图 6. 2024 年前三季度归母净利润同比下降.....	7
图 7. 销售毛利率波动较小.....	8
图 8. 期间费用率整体呈下降趋势.....	8
图 9. 可比公司营业收入对比.....	8
图 10. 可比公司归母净利润对比.....	8
图 11. 可比公司销售毛利率对比.....	9
图 12. 可比公司研发费用率对比.....	9
图 13. 2013-2023 年国内兽药市场销售额整体呈上行趋势	9
图 14. 国内新兽药注册数量保持稳定.....	9

图 15. 2023 年兽药行业销售额分品种构成.....	10
图 16. 兽用生物制品和化药市场规模呈上行趋势.....	10
图 17. 全国生物制品企业销售额按使用动物分类构成.....	10
图 18. 2023 年全球（不含中国）兽药产业销售额宠物及其他占比 44%.....	10
图 19. 化药企业数量 2021 年及 2022 年下行.....	11
图 20. 兽药企业大型企业毛利率显著高于中小型企业.....	11
图 21. 2023 年兽用生物制品行业集中度 CR5.....	11
图 22. 2021 年起兽用化药制剂及兽用原料药 CR10 整体上行.....	11
图 23. 规模养殖医疗防疫费显著高于散养医疗防疫费.....	12
图 24. 生猪及肉鸡养殖呈现规模化趋势.....	12
图 25. 分品种强免生物制品销售额.....	12
图 26. 分品种强免生物制品销售额占比.....	12
图 27. 养殖户医疗防疫费支出与猪价增速相关.....	13
图 28. 猪用疫苗批签发次数和猪价相关.....	13
图 29. 生猪销售价格 2024 年 5 月起较快上行.....	13
图 30. 猪用生物制品批签发数同比 3Q2024 起基本转正.....	13
图 31. 城镇养宠（猫犬）只数增长.....	14
图 32. 宠物行业（猫犬）终端消费规模持续增长.....	14
图 33. 2021-2024 年宠物消费额结构变化.....	14
图 34. 2021-2024 宠物医药消费市场规模变化情况.....	14
图 35. 国产驱虫药销量占比整体上行趋势.....	15
图 36. 2024 年 4 月起国产猫三联疫苗上市.....	15
图 37. 2024 年各季度猫三联疫苗批签发情况（单位：批次）.....	16
图 38. 2022-2024 年宠物医院利润率分布情况.....	17
图 39. 2022-2024 年宠物诊疗机构月营业额分布情况.....	17
图 40. 2022-2024 年宠物诊疗机构日均客户数分布情况.....	17
图 41. 2024 年上半年家禽主要病毒性疫病检出情况.....	19
图 42. 2024 上半年禽用疫苗收入同比增长 14.88%.....	19
图 43. 2021-2023 年华南生物营收规模有所下滑.....	19
图 44. 华南生物不断更新毒株.....	20
图 45. 拳头产品新禽元具备诸多优势.....	20
图 46. 畜用疫苗收入呈周期波动.....	22
图 47. 2023 年必威安泰亏损同比收窄.....	22

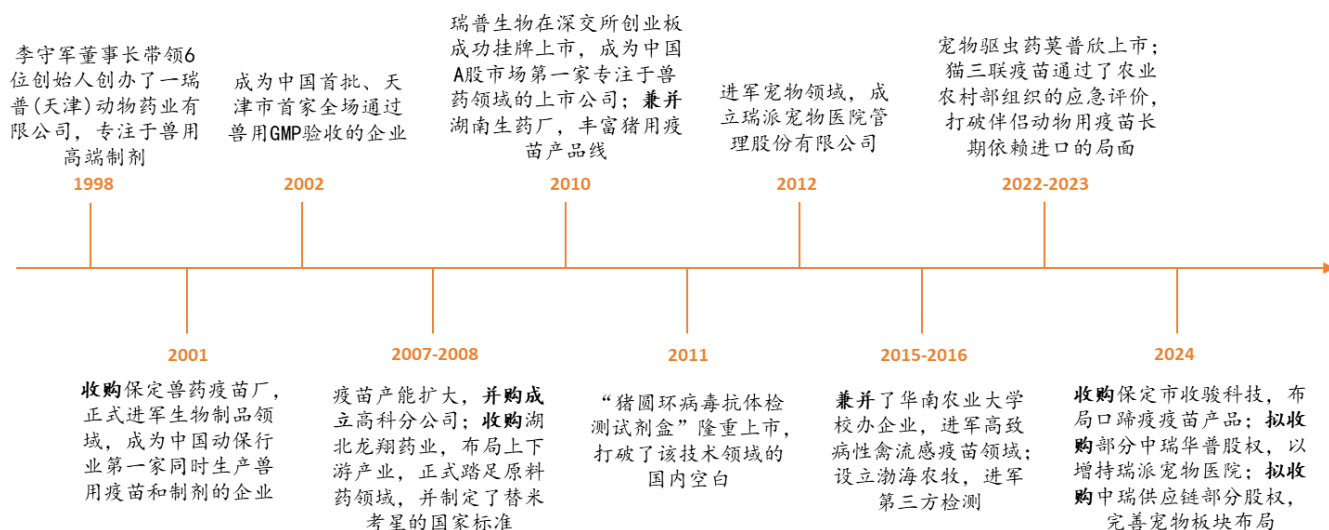
图 48. 原料药及制剂收入稳步增长.....	23
图 49. 2024 上半年龙翔药业营收同比下滑 11.6%.....	23
图 50. 2024 上半年龙翔药业亏损扩大.....	23
图 51. 直销模式占比不断提升.....	24
图 52. 近年前五大客户合计销售额占比显著提高.....	24
图 53. 公司部分合作伙伴.....	24
图 54. 公司科研实力强劲.....	26
图 55. 瑞派宠物医院发展历程图.....	28
图 56. 此次股权转让成功后瑞派宠物医院的股权结构.....	29
图 57. 2024 年前三季度瑞派宠物实现营收 17.12 亿元.....	29
图 58. 瑞派医院对合伙人的赋能和准入标准.....	29
图 59. 此次股权转让成功后中瑞供应链的股权结构.....	30
图 60. 2024 年 1-10 月中瑞供应链实现营收 5.46 亿元	30
表 1. 公司三次股权激励明细.....	7
表 2. 海外兽药品牌销售情况.....	15
表 3. 上市公司已上市及在研的主要宠物药产品.....	16
表 4. 2022 年宠物医疗行业 CR10 情况	17
表 5. 禽板块重点产品列示.....	18
表 6. 公司在禽苗地位稳固.....	19
表 7. 生产高致病性禽流感灭活苗的 11 家企业中，华南生物占据优势.....	19
表 8. 公司禽板块在研项目已布局至 2028 年.....	20
表 9. 猪用主要疫苗和化药产品.....	21
表 10. 猪用相关产品研发储备丰富.....	22
表 11. 公司主要原料药产品.....	23
表 12. 公司宠物产品品类齐全多样.....	25
表 13. 宠物产品管线储备丰富.....	26
表 14. 国内已有数款猫三联拿到批文.....	26
表 15. 常见驱虫药对比.....	27
表 16. 近期并购动作频繁，加强宠物板块布局.....	28
表 17. 分区域成立管理公司进行管理.....	29
表 18. 公司营收拆分.....	31
表 19. 可比公司估值（截至 2025/2/27）	31

1 公司简介：深耕动物保健领域二十余载

1.1 动保行业引领者，产品种类多元

瑞普生物是国内动物保健品行业领军企业，成立于1998年。公司是集生物制品、药物原料、药物制剂、饲料添加剂四位一体的动物保健产品生产商与服务商之一，是行业内最先通过国家五部委联合认定的“国家企业技术中心”之一。李守军董事长1998年创办瑞普（天津）动物药业有限公司，专注于兽用高端制剂；2001年收购保定兽药疫苗厂，正式进军生物制品领域；2007年疫苗产能扩大，并购成立高科分公司；2008年收购湖北龙翔药业，正式踏足原料药领域；2010年在深交所成功上市，并兼并湖南生药厂，丰富猪用疫苗产品线；2015年兼并了华南农业大学校办企业，进军高致病性禽流感疫苗领域；2024年收购保定市收骏科技，间接持股必威安泰布局口蹄疫疫苗产品，并且拟收购部分中瑞华普股权，以增持瑞派宠物医院，拟收购中瑞供应链部分股权，完善宠物板块布局。

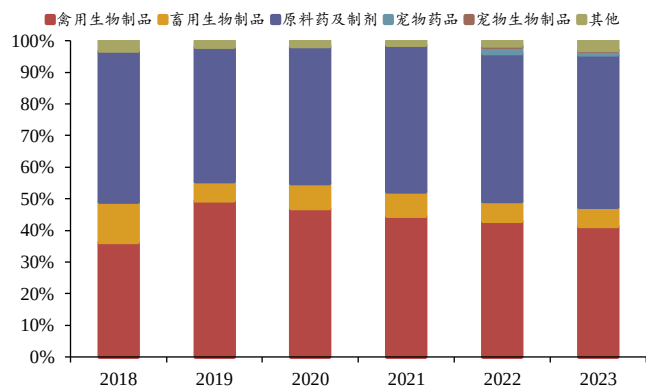
图1. 公司发展历程图



数据来源：公司官网，公司公告，财通证券研究所

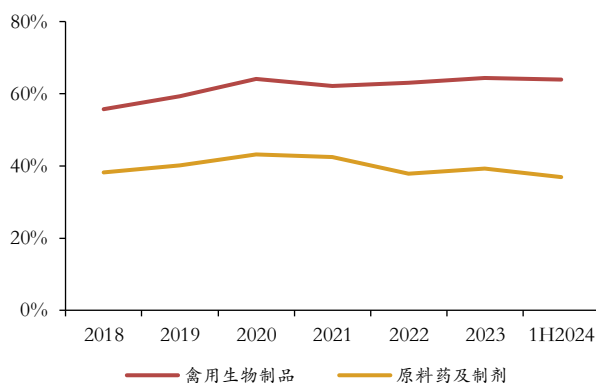
主营从产品结构来看，以禽用生物制品、原料药及制剂为主。公司产品已基本覆盖了畜禽养殖业所面对的主要动物疫病，是国内兽药行业产品种类规格最全、生产规模最大的企业之一，同时也是国内在生物制品、制剂和原料药领域均具有较强竞争优势头部企业之一。截至2024半年报，公司拥有109项新兽药注册证书、超过500个产品批号、12个规模化生产基地、99条生产线。从产品结构来看，营收占比最高的为原料药及制剂，1H2024毛利率为36.9%，较2023年有所下滑；其次为禽用疫苗，1H2024毛利率为64%，相对稳定。公司率先布局宠物医药板块，2023年公司自主研发的“瑞喵舒”是国内首个提出应急评价、首批通过应急评价、首批获得产品临时文号的猫三联疫苗，宠物板块发展未来可期。

图2. 公司产品以禽苗、原料药及制剂为主



数据来源: wind, 财通证券研究所

图3. 禽苗毛利率较高且稳定

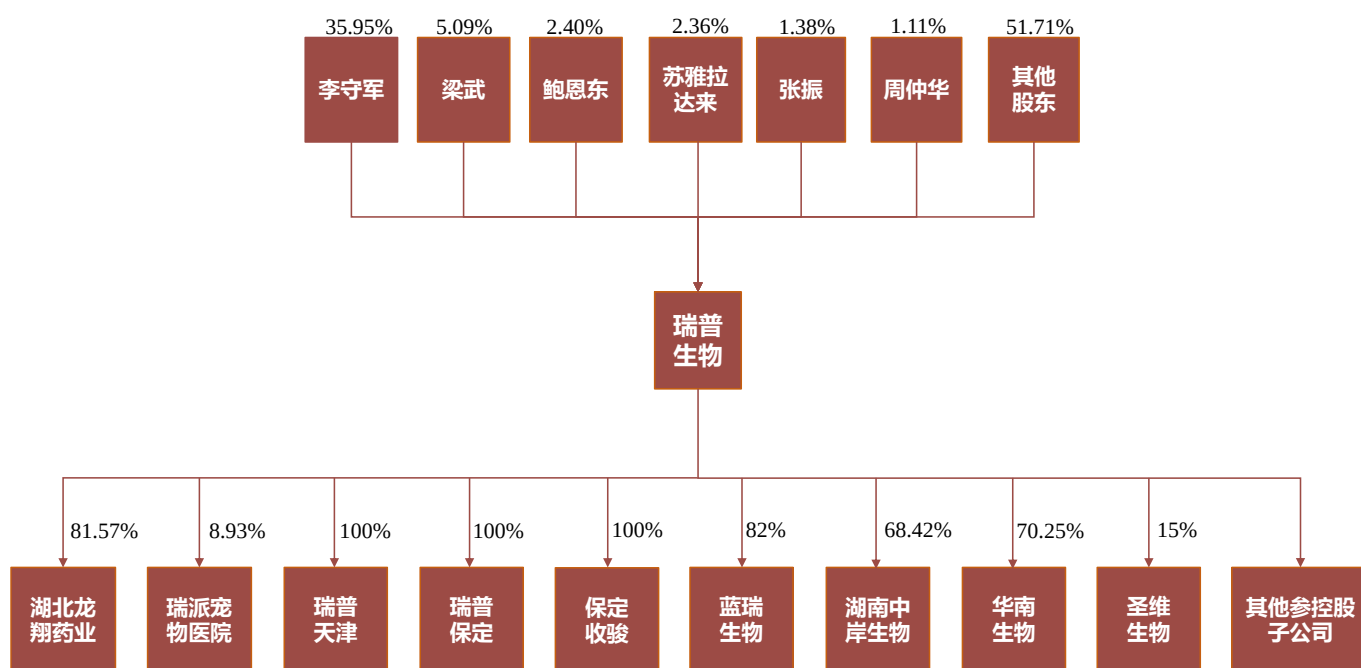


数据来源: wind, 财通证券研究所

1.2 股权相对稳定，持续施行股权激励

公司股权结构相对集中且稳定，实行股权激励绑定核心管理层。截至 2024 三季报，董事长李守军持有公司股权 35.95%，为公司实际控制人。李守军为博士研究生学历，国务院特殊津贴专家，科技部首批“国家科技创新创业导师”，中央人才工作协调小组“万人计划”人才。公司拥有“瑞普天津”、“瑞普保定”、“湖北龙翔”、“华南生物”、“湖南中岸”、“蓝瑞生物”等全资及控股子公司 20 余家，分别布局生物制品、药物和宠物等板块。公司于 2011 年、2019 年、2022 年均发布了股权激励计划，吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心人员的积极性，目前前两次计划已顺利实施完毕。

图4. 公司股权结构稳定



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

注: 数据截至 2024 三季报

表1.公司三次股权激励明细

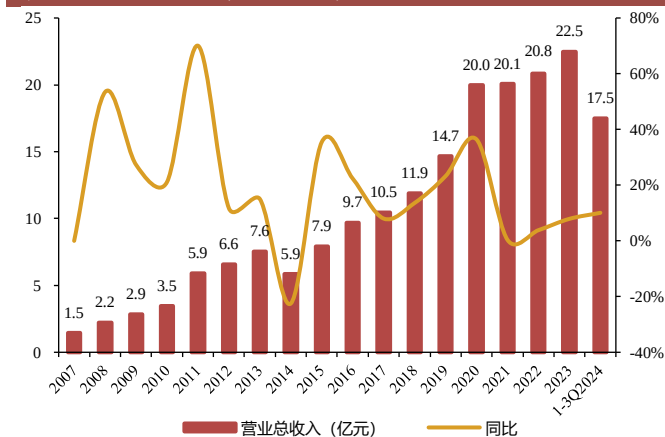
时间	计划授予对象及人数	计划授予数量	计划授予价格	公司业绩考核要求
2011	管理层与核心技术 人员共计 171 人	共授予 520 万股，占 授予前总股本的 3.5%	22.3 元/股	以 2010 年净利润为基数，2011~2014 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 40.00%、76.63%、137.90%、214.59%； 2011~2014 年加权平均净资产收益率分别不低于 6.68%、7.84%、9.67%、11.49%
2019	管理层与核心技术 人员共计 223 人	共授予 656.7 万股， 占授予前总股本的 1.62%	7.23 元/股	以 2018 年净利润为基数，2019~2021 年相对于 2018 年的净利润增长率分别不低于 25%、40%、55%
2022	管理层与核心技术 人员共计 213 人	共授予 413.74 万 股，占授予前总股本 的 0.88%	9.75 元/股	以 2021 年净利润为基数，2022~2024 年相对于 2021 年的净利润增长率分别不低于 11%、33%、53%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 营收整体维持增长，降本增效成效初显

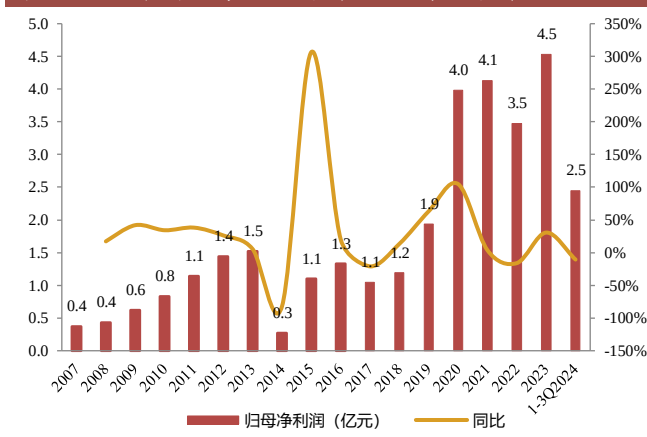
营收整体维持增长趋势，稳步向上。公司通过内生增长和外延收购，2013-2023 年营收从 7.6 亿元增长至 22.5 亿元，复合增速为 11.5%；归母净利润随周期有所波动。公司 2024 年前三季度实现营收 17.5 亿元，同比增长 10.1%，在二季度通过收购方式将口蹄疫疫苗业务并入报表；归母净利润为 2.5 亿元，同比下降 10.6%，上半年公司面临下游养殖成本管控及动保产品边际传导的影响，经营业绩受到了较大挑战，随着下游养殖行业景气度回暖，三季度公司业绩环比有所改善，受益于下游养殖景气度提升，我们预计业绩将逐步恢复。

图5. 营收整体维持增长趋势



数据来源：wind，财通证券研究所

图6. 2024 年前三季度归母净利润同比下降

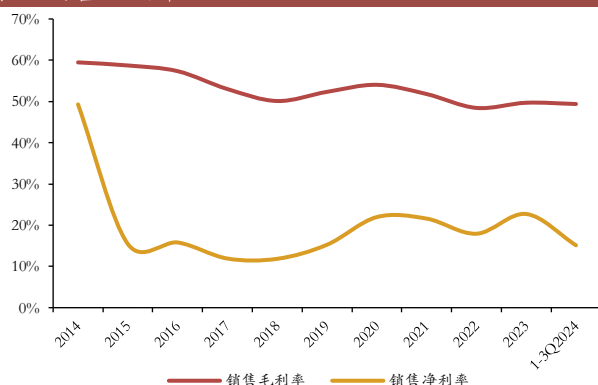


数据来源：wind，财通证券研究所

销售毛利率较为稳定，期间费用率波动下行。公司近年来销售毛利率基本维持在50%左右，销售净利率有所波动。2024 年前三季度销售毛利率为 49.4%，销售净

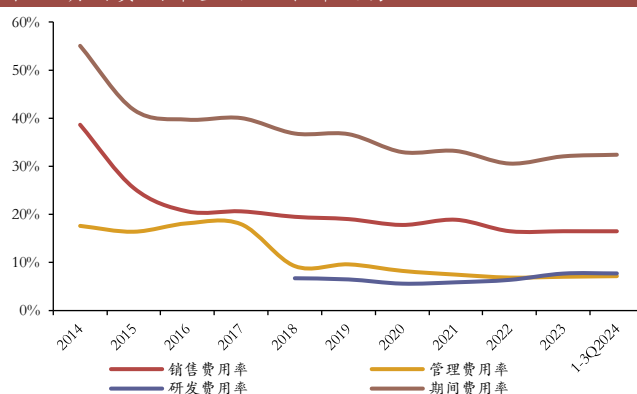
利率 15.1%，同比均有所下行，主要受下游养殖低迷，动保产品竞争加剧影响。公司近年期间费用率波动下行，在内部管理方面，不断优化组织架构，提升运营效率，降低运营成本。公司研发费用不断增长，2024 年前三季度研发费用 1.35 亿元，占营收比例 7.73%，持续的研发投入，将不断推进产品迭代升级，建立多元化、全品类的产品矩阵，是市场份额扩容的核心驱动力。

图7. 销售毛利率波动较小



数据来源：wind，财通证券研究所

图8. 期间费用率整体呈下降趋势

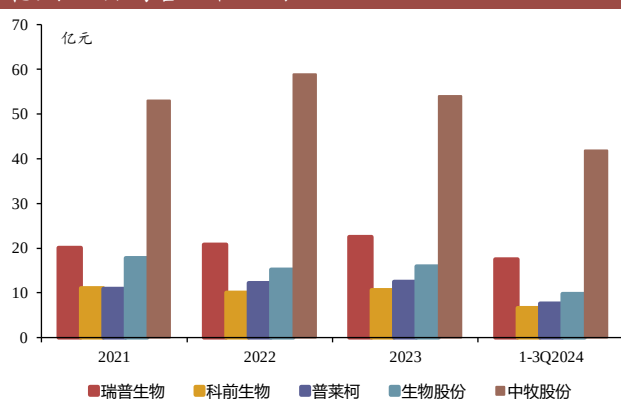


数据来源：wind，财通证券研究所

注：2018 年以前，研发费用包含在管理费用中

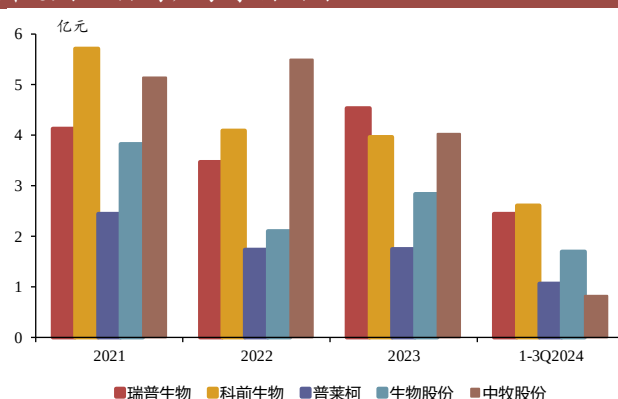
可比公司中，公司 2024 前三季度营收增速最高，归母净利跌幅最小。从营收来看，公司在可比公司中位列第二，中牧股份规模最大主要是因为业务中含有饲料和贸易业务，2023 年其生物制品和化药业务合计为 22.7 亿元，略高于公司。从归母净利润来看，2024 年前三季度公司同比-10.6%，其余公司同比跌幅更大，公司业绩较为坚挺。从销售毛利率水平来看，公司处于中等偏下水平，主要是因为科前生物、普莱柯和生物股份猪用产品占比较高，而猪用疫苗毛利率高于禽用疫苗和化药制剂。从研发费用率来看，公司处于中等偏下水平，但整体呈上升趋势。

图9. 可比公司营业收入对比



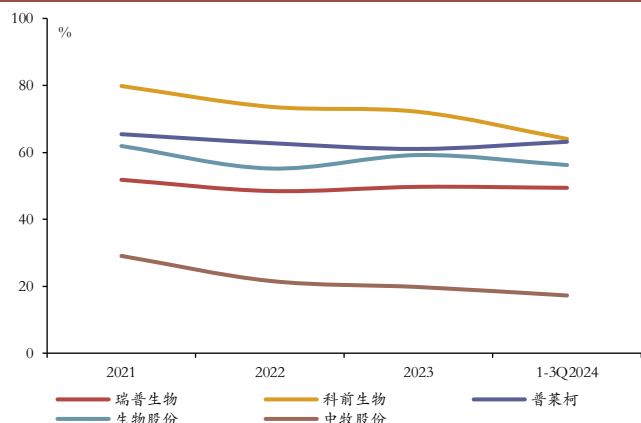
数据来源：wind，财通证券研究所

图10. 可比公司归母净利润对比



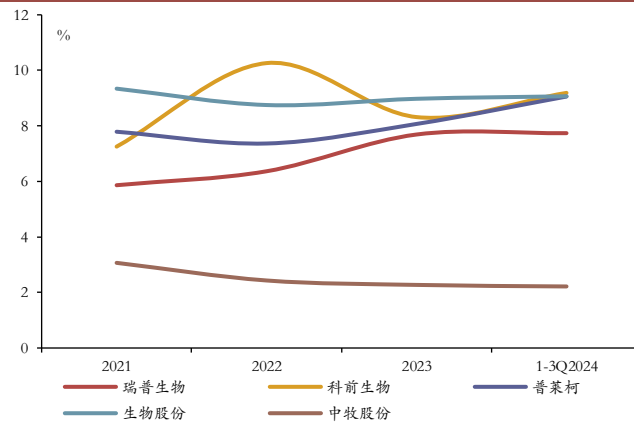
数据来源：wind，财通证券研究所

图11.可比公司销售毛利率对比



数据来源: wind, 财通证券研究所

图12.可比公司研发费用率对比



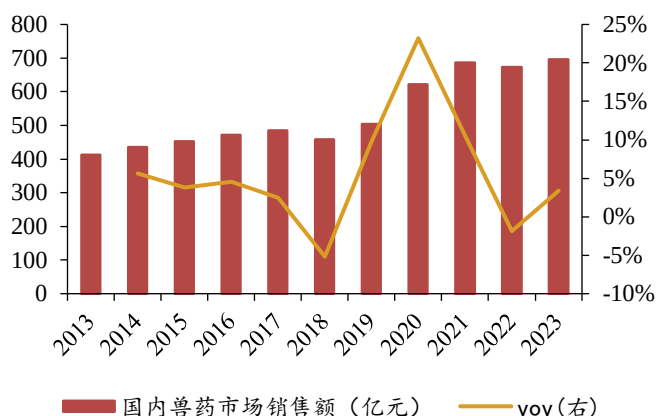
数据来源: wind, 财通证券研究所

2 兽药行业: 下游需求有望回暖, 宠物医疗快速发展

2.1 兽药行业规模和集中度仍有提升空间

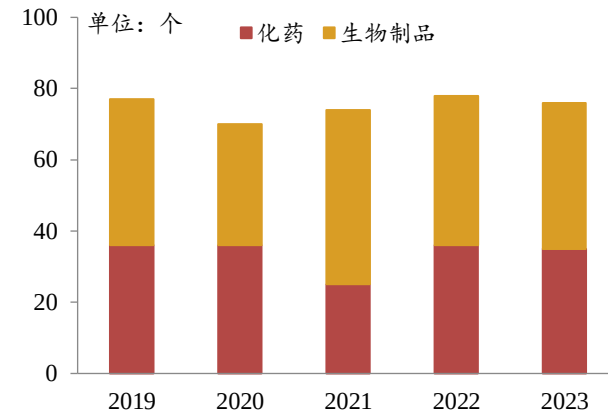
兽药行业兼具成长性和周期性。1) 我国兽药行业处在较快发展阶段。2013 至 2023 年, 我国兽药行业规模自 412 亿元增长至 697 亿元, CAGR 为 5.4%; 兽药企业持续进行研发创新, 每年新兽药注册量均保持在较高水平, 2023 年新兽药注册数量达到 76 个。2) 行业销售额会受到养殖周期影响。2018 年和 2022 年受养殖周期下行影响, 行业销售额分别同比下滑 5.2%及 1.9%; 2020 和 2021 年, 畜禽价格高位带动行业景气显著改善, 行业销售额分别同比上涨 23.2%及 10.5%。

图13.2013-2023 年国内兽药市场销售额整体呈上行趋势



数据来源: 《兽药产业发展报告》中国兽药协会, 公司公告, 财通证券研究所

图14.国内新兽药注册数量保持稳定

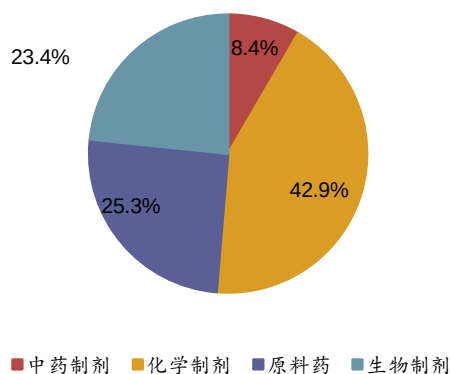


数据来源: 《兽药产业发展报告》中国兽药协会, 财通证券研究所

兽药行业由兽用生物制品和兽用化药构成。分品种看, 兽药可以分为生物制剂/化学制剂/原料药/中药制剂, 2023 年销售规模占比分别为 23.4%/42.9%/25.3%/8.4%。

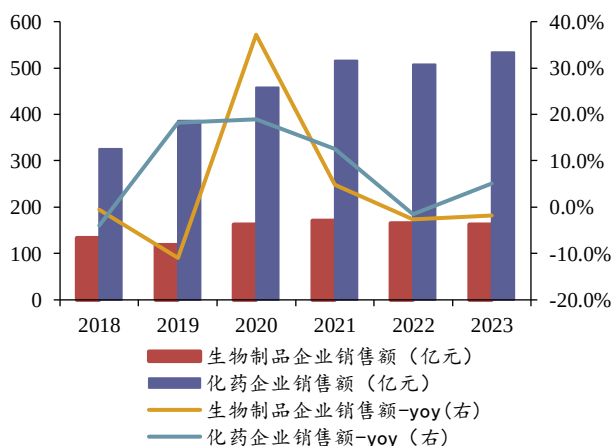
1) 兽用生物制品企业 2023 年销售额为 162.76 亿元（同比-1.8%，2018-2023 年 CAGR 为 4.1%），其中禽用/猪用/牛羊用/其他生物制品销售额占比分别为 39.3%/44.0%/13.8%/2.9%。2) 兽用化药企业 2023 年销售额为 533.8 亿元（同比 +5.1%，2018-2023 年 CAGR 为 10.4%），其中原料药/化药制剂/中药制剂销售额占比分别为 33.0%/56.0%/11.0%。

图15.2023 年兽药行业销售额分品种构成



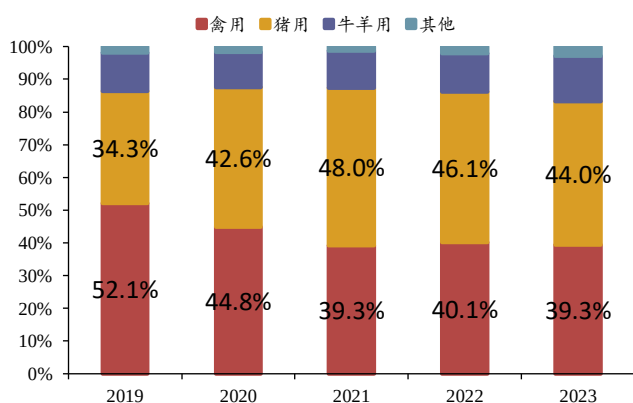
数据来源：《兽药产业发展报告》中国兽药协会，财通证券研究所

图16.兽用生物制品和化药市场规模呈上行趋势



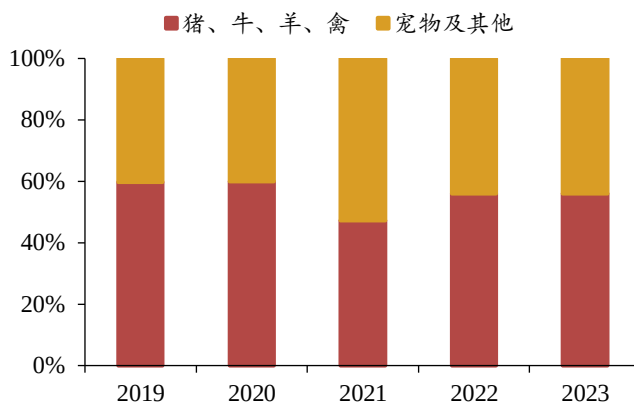
数据来源：《兽药产业发展报告》中国兽药协会，公司公告，财通证券研究所

图17.全国生物制品企业销售额按使用动物分类构成



数据来源：《兽药产业发展报告》中国兽药协会，财通证券研究所

图18.2023 年全球（不含中国）兽药产业销售额宠物及其他占比 44%

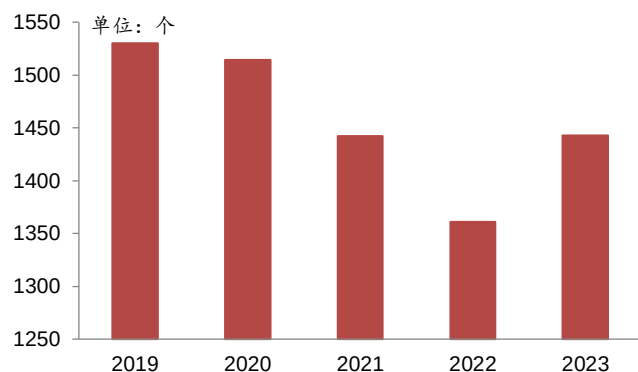


数据来源：《兽药产业发展报告》中国兽药协会，财通证券研究所

兽药行业集中度仍具备提升空间。由于大企业在生产规模、产品质量、渠道布局、研发能力、品牌效应等方面优势明显，兽药行业集中度较高，2023 年，兽用生物制品/化药制剂/原料药销售额 CR10 分别为 45.2%/29.1%/52.2%；大型企业的毛利率水平领先于中小型企业，2023 年，化药/生药大型企业数量占比分别为 4.0%/15.3%，毛利率分别为 24.2%/61.6%。政策持续推进兽药行业规范化发展和集中度提升，2020 年发布的新版 GMP 在生产标准、软件管理、生产设施等方面提

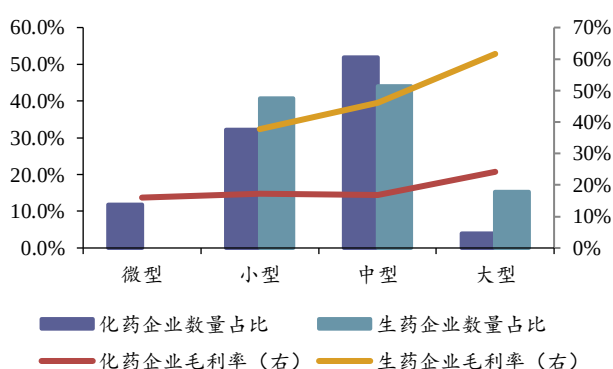
出更高要求，加速落后中小型企业淘汰，2023 年化药企业数量为 1443 个，相比 2019 年企业数量有所下降；2021 年后，兽用化药制剂及兽用原料药 CR10 整体有所上行。

图19.化药企业数量 2021 年及 2022 年下行



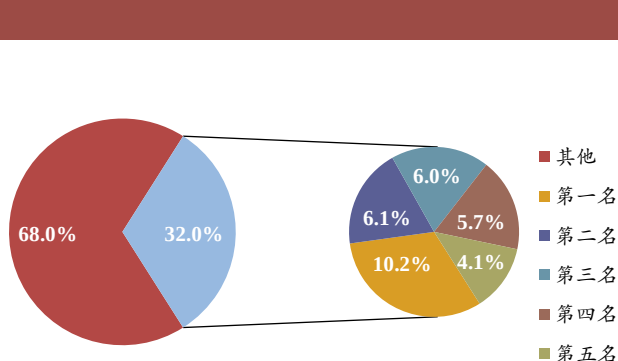
数据来源:《兽药产业发展报告》中国兽药协会, 财通证券研究所

图20.兽药企业大型企业毛利率显著高于中小型企业



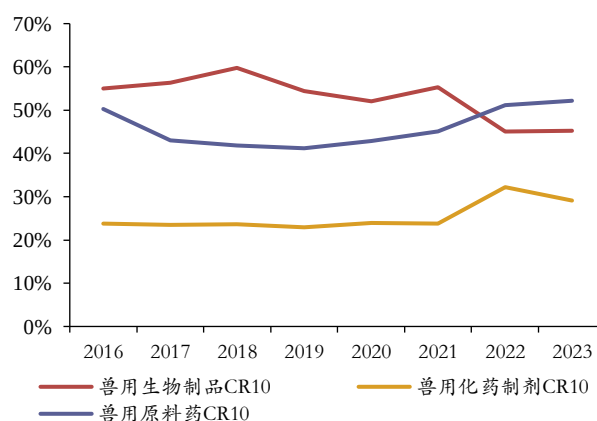
数据来源:《兽药产业发展报告》中国兽药协会, 财通证券研究所

图21.2023 年兽用生物制品行业集中度 CR5



数据来源:《兽药产业发展报告》中国兽药协会, 财通证券研究所

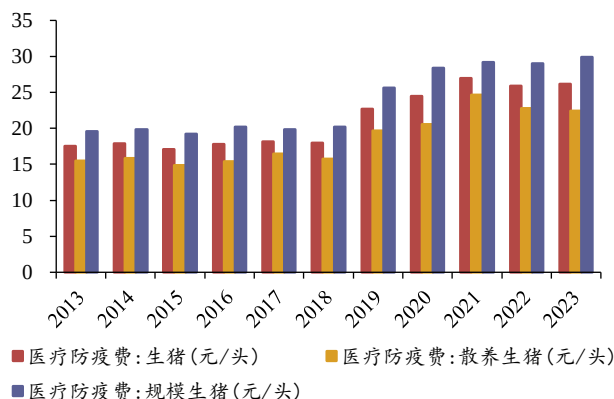
图22.2021 年起兽用化药制剂及兽用原料药 CR10 整体上行



数据来源:《兽药产业发展报告》中国兽药协会, 财通证券研究所

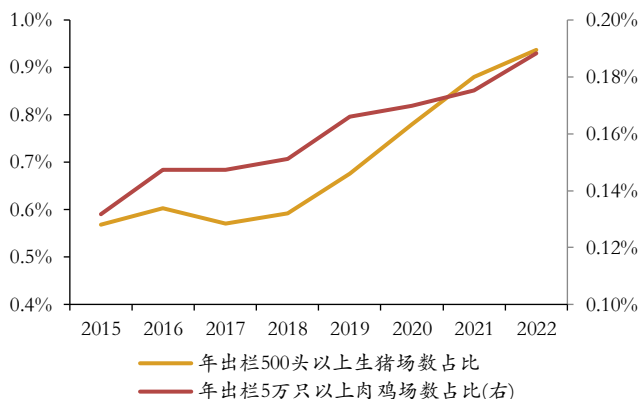
养殖行业规模化趋势明确，有望促进兽药行业持续扩容。养殖行业规模化趋势明显，规模养殖户一方面专业性更强，另一方面受重大疫情影响会遭受更大的损失，因此更为注重动物防疫。规模养殖户在防疫方面支出意愿和整体安全防控水平明显高于散养户，2023 年生猪头均医疗防疫费，规模养殖为 29.88 元/头，散养为 22.43 元/头。我们预计，未来随养殖行业规模养殖企业占比提升，优质兽药产品渗透率会持续提升，行业有望持续扩容。

图23.规模养殖医疗防疫费显著高于散养医疗防疫费



数据来源:《全国农产品成本收益资料汇编》国家发改委, iFinD, 财通证券研究所

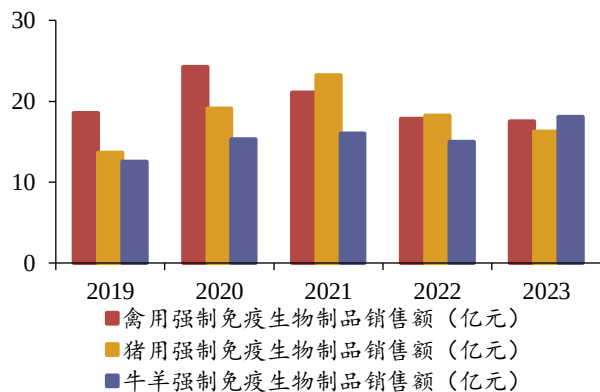
图24.生猪及肉鸡养殖呈现规模化趋势



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

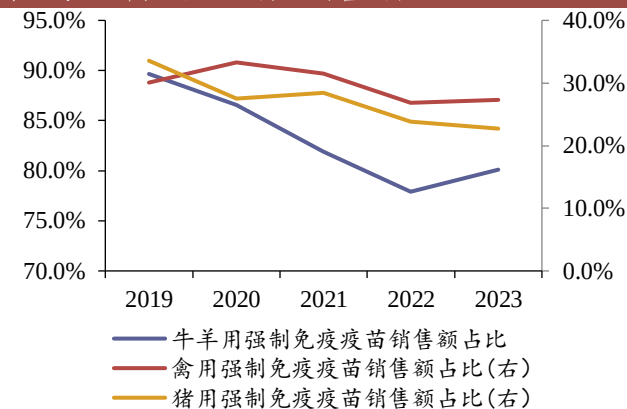
政采苗向市场苗转变, 推进行业扩容。由于政采苗(强制免疫的疫苗产品, 由兽医主管部门采购)往往以价格为导向, 产品质量无法有效保证。2016年以后, 我国兽用生物制品市场苗以“先打后补”的政策方式持续放开, 并预计在2025年逐步全面取消政采苗。2019年至2023年, 猪用强制免疫生物制品占比从33.6%下降至22.7%。市场化的持续推进有望推进产品品质和销售单价提升, 推进行业扩容。

图25.分品种强免生物制品销售额



数据来源:《兽药产业发展报告》中国兽药协会, 财通证券研究所

图26.分品种强免生物制品销售额占比



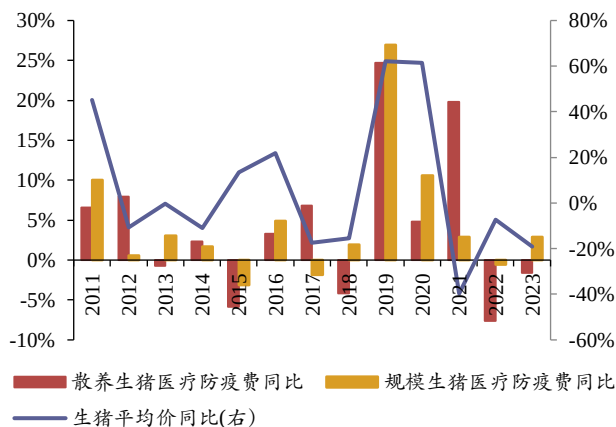
数据来源:《兽药产业发展报告》中国兽药协会, 财通证券研究所

2.2 养殖周期推动兽药行业景气修复

从行业周期性来看, 下游畜禽养殖周期持续景气有利于动保需求修复。当生猪存栏较为稳定时, 动保企业营业收入受下游养殖户的利润预期影响较大, 当盈利预期较好时, 养殖户倾向于增加医疗防疫费用支出确保能够顺利出栏, 推动动保产品需求改善。比如, 据国家兽药基础数据库, 2020年全年猪价处于高位, 主要猪用疫苗批签发数量均出现较好增长, 圆环/伪狂犬分别同比+52%/+87%; 2023年猪

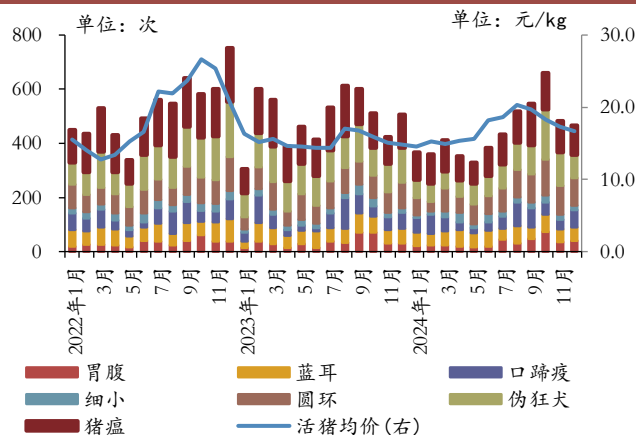
价全年处于相对低位，养殖户持续深度亏损，补栏和疫苗使用意愿大幅降低，圆环/伪狂犬疫苗批签发次数分别同比-2%/-7%。

图27.养殖户医疗防疫费支出与猪价增速相关



数据来源：《全国农产品成本收益资料汇编》国家发改委，iFinD，财通证券研究所

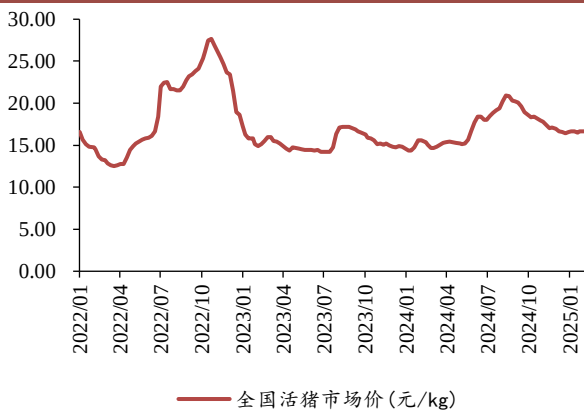
图28.猪用疫苗批签发次数和猪价相关



数据来源：国家兽药基础数据库，财通证券研究所

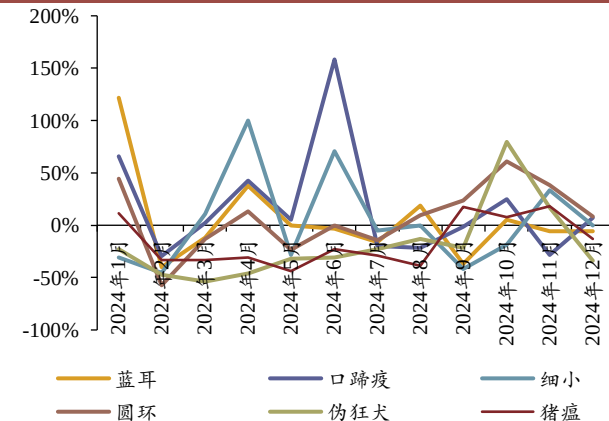
生猪养殖行业盈利有望持续，预计带动动保产品需求量持续恢复。从生猪养殖来看，生猪价格自2024年5月触底之后较快上行，进入周期上行阶段；2024年下半年产能缓慢恢复，我们预计生猪养殖企业2025年仍有望实现盈利。猪用生物制品景气度3Q2024开始出现恢复趋势，我们预计2025年有望持续改善。

图29.生猪销售价格2024年5月起较快上行



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图30.猪用生物制品批签发数同比3Q2024起基本转正

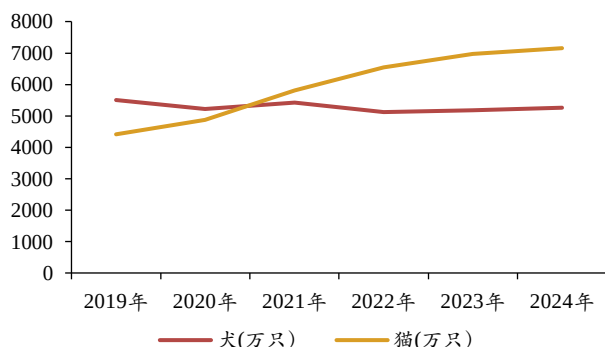


数据来源：国家兽药基础数据库，财通证券研究所

2.3 宠物医药行业较快增长，国产替代加速

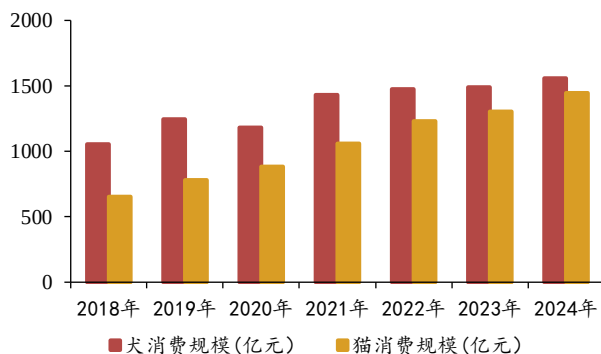
养宠只数和宠物行业消费规模较快增长。据宠物行业白皮书，2019-2024年城镇养宠只数快速增长，年复合增长率达4.6%，2024年城镇养宠（猫犬）超1.24亿只。城镇养宠热情高涨，带动宠物行业终端消费规模增长，2018-2024年复合增长率约9.9%，2024年宠物行业终端消费规模超过3000亿元。由于宠主消费意愿高及平均消费能力较强，宠物医药行业有望受益持续扩张。

图31.城镇养宠（猫犬）只数增长



数据来源：2025 年《中国宠物行业白皮书》派读宠物行业大数据，财通证券研究所

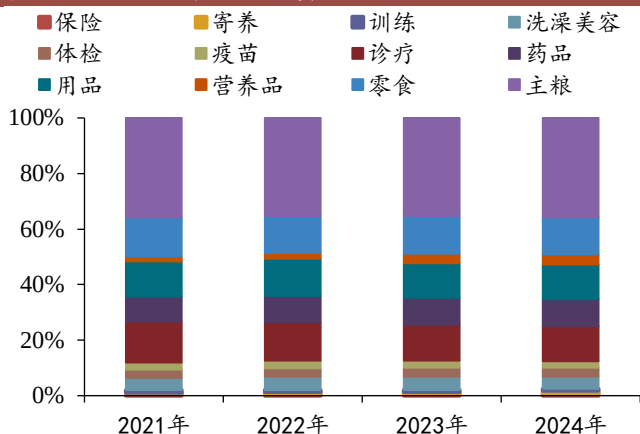
图32.宠物行业（猫犬）终端消费规模持续增长



数据来源：2025 年《中国宠物行业白皮书》派读宠物行业大数据，财通证券研究所

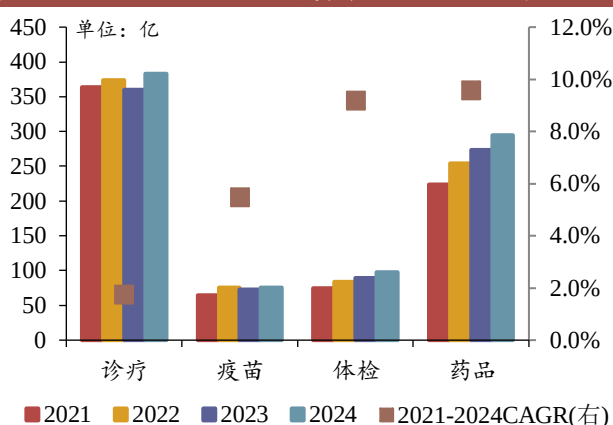
从细分结构来看，宠物食品仍是主要消费品类，其次是宠物医药。宠物医药消费以诊疗和药品消费为主，2024 年，体检/疫苗/诊疗/药品消费规模占宠物消费的比例分别为 3.2%/2.5%/12.6%/9.7%；宠物药品消费增速较快，2021-2024 年从 224.1 亿元增长至 294.9 亿元，CAGR 为 9.6%。

图33.2021-2024 年宠物消费额结构变化



数据来源：2023、2025 年《中国宠物行业白皮书》派读宠物行业大数据，财通证券研究所

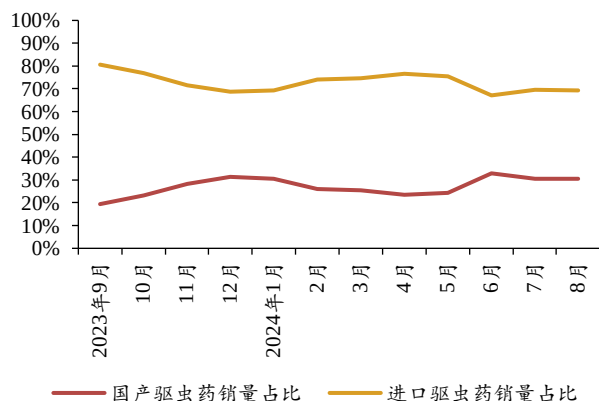
图34.2021-2024 宠物医药消费市场规模变化情况



数据来源：2023、2025 年《中国宠物行业白皮书》派读宠物行业大数据，财通证券研究所

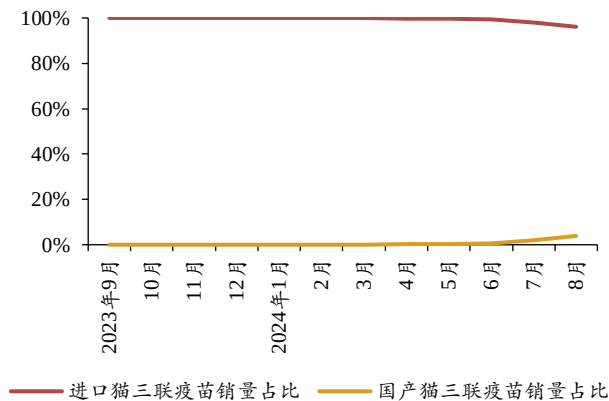
进口宠物药一直占据国内宠物药市场主要份额。当前国内宠物药市场，生物制品中狂犬病疫苗、猫三联疫苗、犬多联疫苗等使用率较高，化药中驱虫药等使用率较高。国外宠物药企由于发展时间较长，技术壁垒深厚，一直占据国内宠物药市场主要份额：1）猫三联疫苗一度为进口产品（硕腾妙三多）垄断，硕腾 2023 年中国区域宠物业务营业收入达到 2.02 亿美元；2）驱虫药进口产品市占率一度为 70%以上，硕腾、勃林格殷格翰、默沙东、礼蓝等头部宠物药企均在国内有较完备的驱虫药产品布局。

图35.国产驱虫药销量占比整体上行趋势



数据来源:《2025 年中国宠物医疗白皮书》派读宠物行业大数据,财通证券研究所

图36.2024 年 4 月起国产猫三联疫苗上市



数据来源:《2025 年中国宠物医疗白皮书》派读宠物行业大数据,财通证券研究所

表2.海外兽药品牌销售情况

公司名称	单位	宠物业务收入			中国区域宠物收入			中国销售主要产品
		2022年	2023年	增速	2022年	2023年	增速	
硕腾	亿美元	51.98	55.41	6.6%	2.52	2.02	-20.0%	大宠爱(体内外驱虫)、欣宠克(体外驱虫) 卫佳五(犬五联苗)、卫佳捌(犬八联苗) 瑞比克(狂犬苗)、妙三多(猫三联)
勃林格殷格翰	亿欧元	45.59	47.24	3.6%	2.90	2.93	1.0%	尼可信(体外驱虫)、犬心保(体内驱虫) 福来恩(体外驱虫)
默沙东	亿美元	22.50	22.88	1.7%				贝卫多(体外驱虫)、锐必威(狂犬灭活苗) 乐必妥(犬二联灭活苗) 优必康(犬四联活疫苗) 幼犬保(犬二联活疫苗)
礼蓝	亿美元	21.38	21.04	-1.6%				爱沃克(体内外驱虫)、拜宠清(体内驱虫) 拜宠爽(体外驱虫)、索来多(体外驱虫)

数据来源:各公司年报,财通证券研究所

注:勃林格殷格翰所列收入包含畜牧动物和宠物

国产宠物药替代进程加速。近年来,国内兽药企业开始积极布局宠物领域,推进新产品研发上市,由于国产宠物药在价格、供应稳定性、销售渠道等方面具备优势,市占率持续提升。1) 2024 年 4 月起,猫三联合国产疫苗市场份额逐渐上升,截至 2024 年,已有 11 家国内企业的猫三联疫苗通过农业农村部应急评价,逐步推进上市销售过程。2) 国产驱虫药品质量逐步提升,产品布局逐步完善,海正动保已拥有 6 款宠物专用驱虫药,2024 年上市国产首款赛拉菌素滴剂,驱虫产品线进一步完善;普莱柯、中牧股份、瑞普生物等上市公司均在驱虫药有产品在研或上市。3) 犬多联疫苗、狂犬疫苗等传统产品上持续创新,科前生物有犬猫通用狂犬病疫苗在研,普莱柯、生物股份、瑞普生物等公司均有猫/狗多联苗在研。

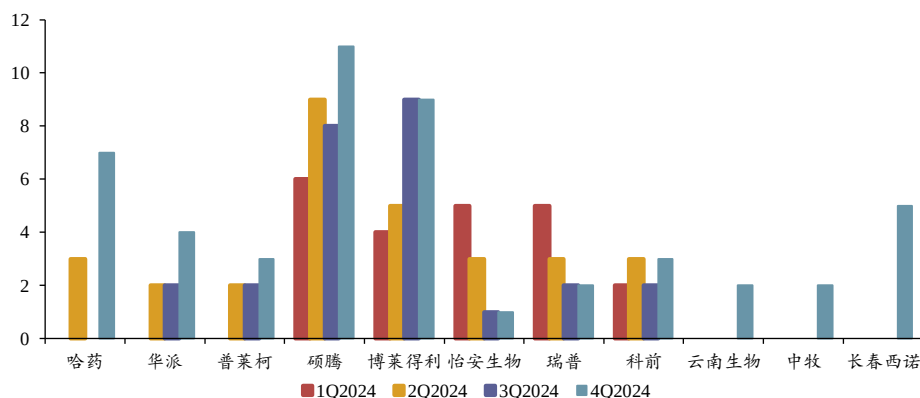
表3.上市公司已上市及在研的主要宠物药产品

公司名称	生物制品	化药
科前生物	狂犬病灭活疫苗(SAD株)	
	犬四联活疫苗	
	猫三联灭活疫苗	
	犬猫通用狂犬病灭活疫苗(临床)	
普莱柯	狂犬病灭活疫苗	复方非泼罗尼滴剂
	猫三联灭活疫苗	头孢泊肟酯片
	犬二联活疫苗(新兽药注册)	氟雷拉纳原料及制剂(新兽药注册)
	犬四联疫苗(新兽药注册)	
	犬三联活疫苗(临床)	
生物股份	狂犬病灭活疫苗(Flury株)	猫 ω 干扰素
	犬二联活疫苗	宠物用骨关节炎产品
	犬四联(新兽药注册)	
	猫四联灭活疫苗(新兽药注册)	
	犬三联活疫苗(临床)	
中牧股份	猫三联灭活疫苗(待上市)	
	狂犬病灭活疫苗	复方二氯苯醚菊酯吡丙醚滴剂
	猫三联灭活疫苗	
瑞普生物	狂犬病灭活疫苗(PV/BHK21株)	
	猫三联灭活疫苗	克林霉素磷酸酯颗粒
	狂犬病灭活疫苗(dG株)	盐酸右美托咪定注射液
	猫四联mRNA疫苗	复方制霉菌素软膏
	猫传染性腹膜炎病毒疫苗	吡虫啉莫昔克丁滴剂
	犬四联活疫苗(新兽药注册)	非泼罗尼吡丙醚滴剂
		环孢素内服溶液
		复方二氯苯醚菊酯吡丙醚滴剂

数据来源：各公司公告，财通证券研究所

注：标红为在研产品，下划线为驱虫产品

图37. 2024年各季度猫三联疫苗批签发情况(单位：批次)



数据来源：国家兽药基础数据库，财通证券研究所

2.4 中国宠物医院连锁化率持续提升，盈利能力有望改善

中国宠物医院数量较快增长,竞争格局较为分散。1)我国宠物医院发展起步较晚,近几年发展较快,依据东西部兽医平台等发布的《2024年中国宠物医疗行业白皮书》,截至2024年9月,全国备案有效的动物诊疗机构数量22320家,同比+10.51%。

依据 Euromonitor 数据，中国宠物医院数量 2017-2022 复合增速为 13.5%；其余国家宠物医院数量较为稳定，2022 年美国宠物医院数量 30514 家（2017-2022CAGR 为 1.3%），巴西宠物医院数量 47359 家（2017-2022CAGR 为 0.5%）。2）中国宠物诊疗机构仍以单体为主，依据《2024 年中国宠物医疗行业白皮书》，连锁宠物诊疗机构占比约 21.1%。3）头部连锁宠物医院依靠品牌知名度、专业化人才储备、成熟管理体系等获取较大市场份额，2022 年，新瑞鹏和瑞派市占率分别达到 9.4%/4.0%，CR5 市占率为 16.5%，CR6-10 合计市占率仅为 1.1%。

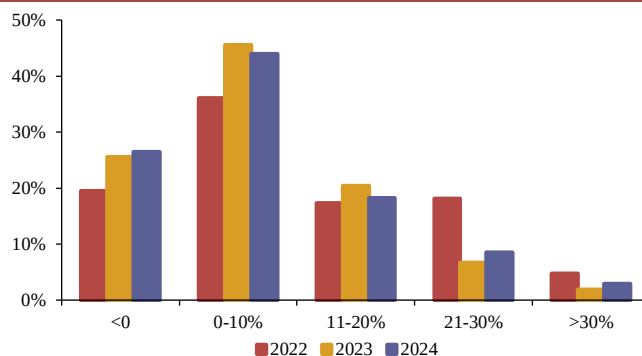
宠物医院盈利能力有较大提升空间。行业仍处于成长期，医疗机构在营销获客、人才储备、技术服务、经营管理、品牌运营等方面的能力相对不足，宠物医院盈利能力仍有较大提升空间。依据东西部兽医平台等发布的《中国宠物医疗行业白皮书》，多数宠物诊疗机构月营业额处于 10 万以下，日均客户数不足 10 名，利润率处于 0-10%之间。

表4.2022 年宠物医疗行业 CR10 情况

公司	营业收入(亿元)	市占率	宠物医院数(个)
新瑞鹏	29.7	9.40%	1891
瑞派	12.6	4.00%	~480
第3名	4.1	1.30%	~160
第4名	3.6	1.10%	~120
第5名	2.3	0.70%	~60
第6-10名	~3	1.10%	<150

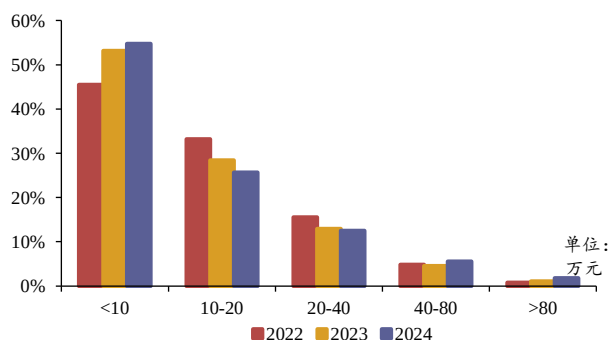
数据来源：新瑞鹏招股说明书，财通证券研究所

图38.2022-2024 年宠物医院利润率分布情况



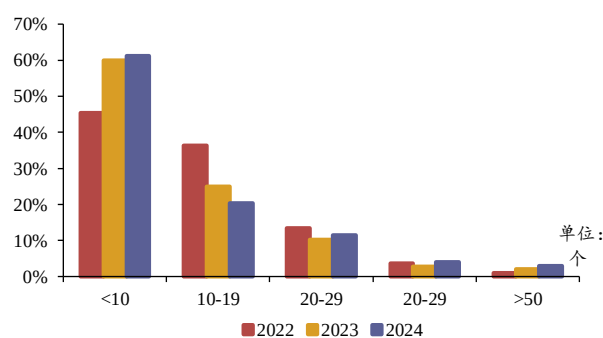
数据来源：《宠物医疗行业白皮书》东西部兽医平台等，财通证券研究所

图39.2022-2024 年宠物诊疗机构月营业额分布情况



数据来源：《宠物医疗行业白皮书》东西部兽医平台等，财通证券研究所

图40.2022-2024 年宠物诊疗机构日均客户数分布情况



数据来源：《宠物医疗行业白皮书》东西部兽医平台等，财通证券研究所

3 畜禽板块：禽用产品地位稳固，畜用产品逐步完善

禽用产品布局多元，多联多价苗为发展趋势。公司 2015 年收购并控股华南生物，华南生物为国内领先的禽用疫苗研发生产企业，获得华南生物拥有的 H5 亚型禽流感灭活疫苗产品以及后续开发的 H5 亚型禽流感相关优势产资源，进一步加强公司禽领域的优势地位，提高了区域的市场占有率。目前公司禽用产品有针剂、粉剂、口服液体制剂和疫苗等，疫苗又包括灭活疫苗和活疫苗，并且在多联多价苗领域具有领先优势。

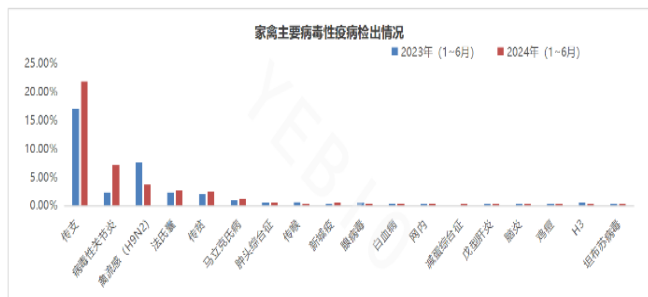
表5. 禽板块重点产品列示

商品名	通用名	功能及优势
禽元	重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (H5N2rHN5801株+rGD59株, H7N9rHN7903株)	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。
优瑞康泰	鸡新城疫、禽流感 (H9亚型)、禽腺病毒 (I 群, 4型) 三联灭活疫苗 (La Sota株+TJ-4株+RP-8-C株)	该产品毒株免疫原性好, 对临床流行的鸡新城疫、禽流感 (H9亚型)、禽腺病毒 (I 群, 4型) 三种传染性疾病均有良好的保护效果, 副反应小, 免疫1针, 保护期可达半年。
信法泰	鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感 (H9亚型) 三联灭活疫苗 (LaSota株+BJQ 902株+WD株)	该产品毒株免疫原性好, 采用超滤纯化技术生产, 抗原含量高; 法氏囊为全病毒粒子, 具有保护效果好、保护范围广、副反应小的特点, 用于鸡新城疫、传染性法氏囊病、禽流感H9亚型的预防。
双欣立克	鸡马立克氏病 I、III 型二价活疫苗 (CV 1988株+FC126株)	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, 确保批内一致和批间稳定, 用于鸡马立克氏病的预防。
必立清	鸡传染性鼻炎 (A型+B型+C型) 三价灭活疫苗	该产品采用了鸡传染性鼻炎A、B、C三种血清亚型的菌株, 100%覆盖副鸡禽杆菌流行血清型, 攻毒保护率高, 免疫应激小, 可有效防控临床流行的鸡传染性鼻炎。
坦布舒	鸭坦布苏病毒病灭活疫苗 (HB株)	该产品毒株免疫原性好, 采用超滤纯化技术生产, 纯度高, 抗原含量超国标3倍以上; 疫苗株与现有流行株同源性高, 具有保护效果高、保护范围广、副反应小的特点, 用于鸭坦布苏病毒病的预防。
立本康	氟苯尼考粉	该产品为酰胺醇类抗菌药, 用于畜禽细菌性疾病和支原体感染, 采用先进固体分散体增溶技术, 生物利用度高。
康替优	黄芪多糖注射液	该产品优选蒙古黄芪, 以高活性的多糖为内控指标, 高于国标2%; 经多级过滤高速离心制备, 保证产品纯度; 脾指数活性高于国标2倍, 高效提升畜禽免疫力。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

多个禽苗产品批签发次数位居首位，优势显著。根据易邦生物的样本调研，通过统计不同疫病阳性率可以看出传支、病关等病原检出率大幅增加，临床污染严重；传贫、法氏囊病等免疫抑制相关病原检出率居高不下，严重影响鸡群健康状态；肿瘤相关疫病（马立克病、网内、白血病）近年呈增长趋势，引起免疫抑制的同时，造成鸡群持续性死淘。公司在禽苗业务地位稳固，对主要病毒性疫病有相应的疫苗产品布局，并且 2024 年鸡新城疫活疫苗、鸡传染性支气管炎活疫苗、新支二联苗以及新法流三联苗批签发次数均位列第一。

图41.2024 年上半年家禽主要病毒性疫病检出情况



数据来源：易邦生物官网，财通证券研究所

注：样本是 2024 年 1-6 月从 29 个省份采集，分子检测样本数为 13634 份

表6. 公司在禽苗地位稳固

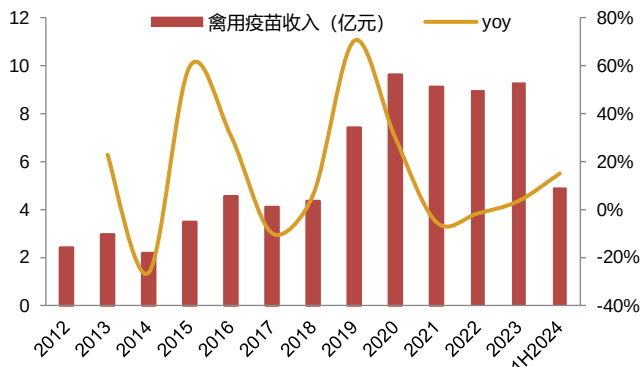
种类	瑞普生物 批签发数/批	排名	批签发总 数/批	市占率
鸡新城疫活疫苗	112	1	893	12.5%
鸡新城疫灭活疫苗	24	2	90	26.7%
鸡传染性支气管炎活疫苗	66	1	216	30.6%
新支二联苗	194	1	1049	18.5%
新流二联苗	63	2	794	7.9%
新支流三联苗	34	3	417	8.2%
新法流三联苗	38	1	108	35.2%

数据来源：国家兽药基础数据库，财通证券研究所

注：公司批签发次数统计包含其控股子公司和联营企业

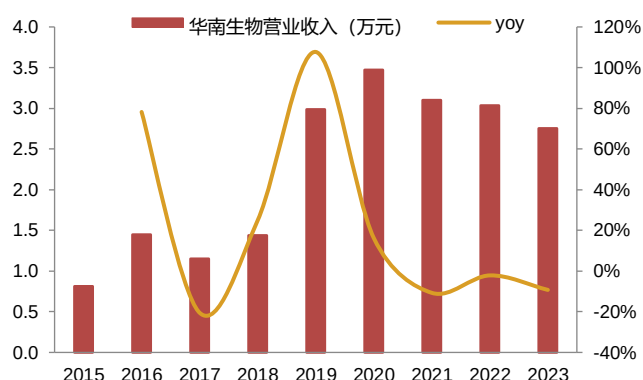
禽用疫苗收入较为稳定，在高致病性禽流感领域具备优势。2024 年上半年公司禽用生物制品实现销售收入 4.90 亿元，同比增长 14.88%，毛利率水平保持稳定。随着先打后补政策的推进，政府招标采购的规模在逐步缩减，公司高致病禽流感疫苗受益于市场渠道完善，在市场端销售取得较大增量。核心产品重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活苗市占率较高，目前国内可生产此疫苗的共 11 家企业，根据 2024 年批签发次数占比，公司子公司华南生物市占率为 13.1%，仅次于青岛易邦。此外，马立克疫苗产品在集团客户销售上取得突破，市占率进一步提升。

图42. 2024 上半年禽用疫苗收入同比增长 14.88%



数据来源：wind，财通证券研究所

图43. 2021-2023 年华南生物营收规模有所下滑



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表7. 生产高致病性禽流感灭活苗的 11 家企业中，华南生物占据优势

生产企业	产品及毒株	2024年批签发次数/次	占比
青岛易邦生物工程有限公司	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6 H5-Re13株+H5N8 H5-Re14株+H7N9 H7-Re4株）	284	20.5%
广州市华南农大生物制品有限公司	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rHN5801株+rQD59株，H7N9 rHN7903株）	181	13.1%
哈药集团生物疫苗有限公司	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6 H5-Re13株+ H5N8 H5-Re14株+H7N9 H7-Re4株）	164	11.8%
乾元浩生物股份有限公司郑州生物药厂	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6 H5-Re13株+ H5N8 H5-Re14株+H7N9 H7-Re4株）	151	10.9%
辽宁益康生物股份有限公司	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6 H5-Re13株+H5N8 H5-Re14株+H7N9 H7-Re4株）	130	9.4%
肇庆大华农生物制品有限公司	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6 H5-Re13株+H5N8 H5-Re14株+H7N9 H7-Re4株）	106	7.7%
普莱柯（南京）生物技术有限公司	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6 H5-Re13株+H5N8 H5-Re14株+H7N9 H7-Re4株）	100	7.2%
山东信得动物疫苗有限公司	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（细胞源，H5N6 H5-Re13株+H5N8 H5-Re14株+H7N9 H7-Re4株）	81	5.9%
广东永顺生物制药股份有限公司	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6 H5-Re13株+H5N8 H5-Re14株+H7N9 H7-Re4株）	74	5.3%
哈尔滨维科生物技术有限公司	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N6 H5-Re13株+H5N8 H5-Re14株+H7N9 H7-Re4株）	66	4.8%
吉林冠界生物技术有限公司	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（细胞源，H5N6 H5-Re13株+H5N8 H5-Re14株+H7N9 H7-Re4株）	47	3.4%

数据来源：国家兽药基础数据库，财通证券研究所

拳头产品不断更新毒株，研发项目储备至未来三年。公司子公司华南生物是国内最早研究禽流感的企业之一，技术方面依托华南农业大学兽医学院提供的全方位技术指导，拳头产品重组禽流感（H5+H7）三价灭活疫苗在 2018、2020 和 2022 年分别进行了毒株的升级，严格保证产品质量。新禽元以禽流感病毒 D7 株为骨架利用反向遗传技术插入流行毒株 HA 和 NA 基因构建疫苗种毒，所有 8 个基因片段全部来源于禽流感，是全禽源的疫苗毒株，免疫原性好，保护效果优良。同时，公司在禽板块拥有众多在研项目，时间线已布局至 2028 年，有助于稳固公司在禽用产品的领先地位。

图44. 华南生物不断更新毒株

2022年	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rHN5801株+rGD59株，H7N9 rHN7903株）
2020年	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rSD57株+rFJ56株，H7N9 rLN79株）
2018年	重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（H5N2 rSD57株+rFJ56株，H7N9 rGD76株）
2017年	禽流感病毒H5亚型灭活疫苗（D7株+rD8株）
2013年	禽流感灭活疫苗（H5N2亚型，D7株）
2011年	鸡新城疫病毒、传染性支气管炎、禽流感（H9亚型）三联灭活疫苗（La Sota株+M41株+SS株）
2006年	鸡新城疫病毒（La Sota株）、禽流感病毒（H9亚型，SS株）二联灭活疫苗
2003年	禽流感灭活疫苗（H9亚型，SS株）

数据来源：公司公众号，财通证券研究所

图45. 拳头产品新禽元具备诸多优势



数据来源：公司公众号，财通证券研究所

表8. 公司禽板块在研项目已布局至 2028 年

禽相关研发项目储备	研发进度 (截至2024年半年报)	预计完成时间
禽流感DNA疫苗开发（H5亚型，PH5-GD）	已取得新兽药证书	2025/6/30
重组禽流感病毒（H5+H7）三价病毒样颗粒灭活疫苗的开发	临床前研究阶段	2027/12/31
重组禽流感病毒（H5+H7）三价灭活疫苗（悬浮细胞源）	临床前研究阶段	2026/12/31
禽偏肺病毒病（B亚型）活疫苗（LN16-A株）的研究与开发	已提交新兽药注册资料	2025/12/31
鸡传染性鼻炎（A型+B型+C型）亚单位疫苗的研究与开发	临床试验结束，待提交注册申请	2026/8/31
H9亚型活载体疫苗产品开发	新兽药临床前开发阶段	2028/12/31
重组新城疫病毒、传染性支气管炎病毒二联活疫苗（A-NDV-LX14株+QXL120株）研制	已经取得临床试验批件，正在开展临床试验	2027/4/30
新流法三联灭活疫苗	验证后未达预期，合作方继续完善毒株	2025/6/30
鸡新城疫、禽流感（H9亚型）、传染性法氏囊病、禽腺病毒四联灭活疫苗的研究与开发	复核检验中	2025/12/31
鸡新城疫、传染性支气管炎二联耐热保护剂活疫苗（lasota株+H120株+Sz30株）的研制种毒、生产工艺技术开发	新兽药之临床前开发阶段	2028/12/31
鸡新城疫、传染性支气管炎、禽流感（H9亚型）、传染性法氏囊病、禽腺病毒（I群，4型）五联灭活疫苗（A-VII株+QX-E株+RFAVA0606株+rVP2蛋白+RFV0903株）临床试验	已经取得临床试验批件，正在开展临床试验	2026/6/30
禽偏肺病毒病灭活疫苗（C亚型）及亲脂病毒灭活疫苗（B亚型+C亚型）的开发	新兽药之临床前开发阶段	2028/12/31
鸡传染性喉气管炎病毒活疫苗（FJ19株）的研究与开发	临床试验阶段	2028/12/31
禽流感病毒（H9亚型）卵黄抗体的开发	新药注册	2025/12/31
鸡新城疫病毒毒株项目	授权使用毒株，自主开发产品	2026/12/31
重组鸡干扰素α技术的开发	新兽药之注册复审阶段	2028/8/31
H5禽流感、鸭瘟重组二联活疫苗开发	新兽药之产品复核检验阶段	2025/6/30
鸭坦布苏病毒病灭活疫苗（EB66源，HB株）的开发	临床试验阶段	2027/11/30

数据来源：公司公告，财通证券研究所

多举措并进促使家畜板块高速增长。经过多年布局，公司在猪、牛、羊等畜用疫苗、药品及饲料添加剂等方面打造了丰富的产品群组，积极通过工艺改进提升产品质量，猪蓝耳疫苗、乙脑疫苗、奶牛乳房注入剂等产品竞争力位于行业前列。尤其针对对我国养猪业危害较大的蓝耳病，提出“稳蓝增效三部曲”，药物治疗和疫苗免疫相结合，帮助客户从蓝耳阳性不稳定状态实现蓝耳阳性稳定。公司与多个家畜大型养殖集团建立战略合作关系，并积极拓展奶牛市场，完善营销网络布局，完成口蹄疫疫苗资产的战略收购，促进家畜板块进入高速增长期。

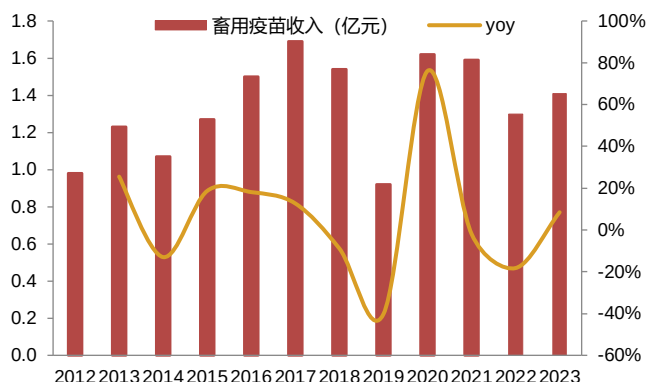
表9. 猪用主要疫苗和化药产品

商品名	通用名	功能及优势
瑞泰净	口蹄疫O型、A型二价3B蛋白表位缺失灭活疫苗（0/rV-1株+A/rV-2株）	该产品利用反向遗传和基因编辑新技术，重新构建、拯救口蹄疫病毒，获得缺失3B优势表位基因的0/rV-1株和A/rV-2株制备的第三代口蹄疫全病毒灭活疫苗，免疫后能够精准区分免疫和野毒感染动物。
诸元安	猪圆环病毒2型灭活疫苗（ZJ/C株，悬浮培养）	该产品为国内以攻毒保护为评价体系的全病毒疫苗，具有抗原谱广，抗原含量高，副反应小，保护期长的特点，用于猪圆环病毒2型的预防。
维乐复康	猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗（HB08株+ZJ08株）	该产品毒株免疫原性好，对猪流行性腹泻和传染性胃肠炎保护效果好；采用专利保护剂，溶解速度快，使用便捷。
诸连富	猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病二联亚单位疫苗	该产品为国家一类新兽药，采用重组基因技术和蛋白纯化技术，可交叉保护猪链球菌和副猪嗜血杆菌的多种血清型；是一种能高效预防猪链球菌病、副猪嗜血杆菌病的二联亚单位疫苗。
文易舒	猪繁殖与呼吸综合征活疫苗（R98株）	该疫苗毒株为从自然界筛选出的免疫抗原性好的无致病力毒株，经克隆纯化做成疫苗种毒，无毒性返强风险，仔猪及怀孕母猪都可使用，可采用滴鼻、肌注方式，对猪蓝耳病具有较好的防控作用。
倍扶欣	头孢噻呋注射液	该产品用于治疗猪呼吸道细菌性感染及细菌性疾病的预防；采用长效缓释技术，一次注射药效长达120h以上，荣获天津市科技进步一等奖。
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。
依诺佳	盐酸恩诺沙星颗粒	该产品主要用于治疗猪胸膜肺炎放线杆菌、多杀巴氏杆菌等引起的猪呼吸道疾病；为国内首款猪用口服恩诺沙星颗粒制剂，采用包被胃溶技术，具有适口性更好、使用方便、减少用药频次、安全稳定等特点。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

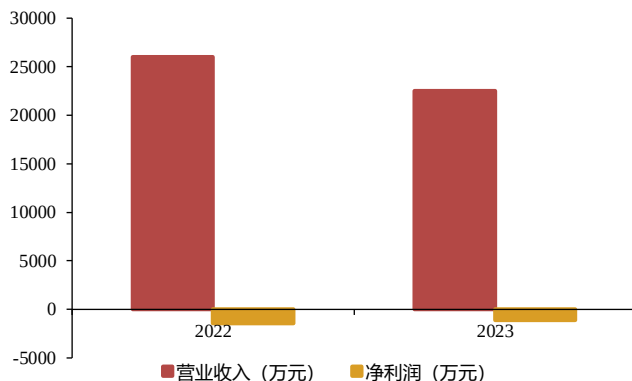
畜用疫苗收入呈周期波动，收购完善产品布局。公司 2024 年成功收购保定收骏 100%股权，间接持有必威安泰 55.20%的股权，业务版图延伸覆盖口蹄疫疫苗，口蹄疫疫苗为国家重大疫病防控关键产品，为畜用疫苗中市场需求最大的产品。必威安泰成立于 2008 年，是国内 8 家口蹄疫疫苗生产企业之一，已建设兽用口蹄疫细胞悬浮培养灭活疫苗生产线，拥有“猪口蹄疫 O 型灭活疫苗”、“口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗（悬浮培养工艺）”、“口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗”等 5 个口蹄疫疫苗生产文号。必威安泰 2023 年营业收入达 2.25 亿元，同比有所下降，净利润-1089 万元，亏损同比收窄。公司畜用疫苗收入随上游养殖周期波动，猪用相关产品研发储备丰富，未来随着畜用疫苗产品陆续上市，板块收入有望持续增长。

图46. 畜用疫苗收入呈周期波动



数据来源: wind, 财通证券研究所

图47. 2023 年必威安泰亏损同比收窄



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

表10. 猪用相关产品研发储备丰富

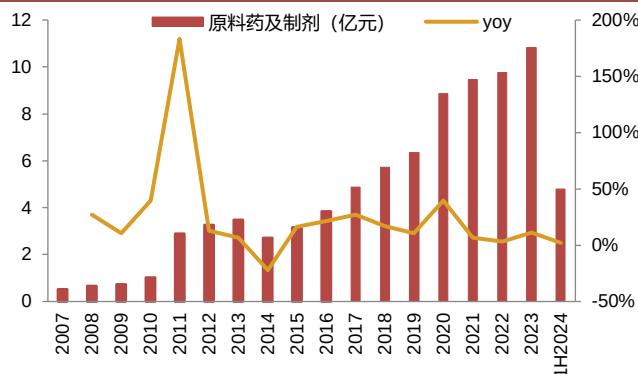
猪相关研发项目储备	研发进度 (截至2024年半年报)	预计完成时间
重组非洲猪瘟病毒疫苗（腺病毒载体）合作开发及技术实施许可协议	已经提交临床试验申请	2028/12/31
猪口蹄疫O型A型二价矿化病毒样颗粒疫苗研制	新兽药临床前开发阶段	2028/5/31
猪瘟亚单位疫苗（mE2）的开发	新兽药注册初审阶段	2026/1/31
高致病性猪繁殖与呼吸综合征基因工程标记疫苗的制造和检验技术开发	退审后，即将重新提交注册申请	2026/1/31
猪萎缩性鼻炎灭活疫苗（Tk-MB6株+TK-MD8株）技术开发	已取得新兽药证书，正在申请生产批文	2025/12/31
重组猪干扰素α项目开发	退审后，即将重新提交注册申请	2026/12/31
猪圆环病毒基因工程疫苗联合开发	获得新兽药证书	2024/7/31
猪塞内卡病毒病灭活疫苗的开发	新兽药注册初审阶段	2026/1/31
表达猪瘟病毒E2蛋白重组猪繁殖与呼吸综合征病毒活载体疫苗（rPRRSV-E2株）生产制造技术开发	新兽药临床前开发阶段	2028/2/29
猪圆环病毒2型、猪肺炎支原体、副猪嗜血杆菌三联灭活疫苗的研究与开发	复核检验中	2025/12/31
猪流行性腹泻、猪δ冠状病毒病二联活疫苗的开发	新兽药临床前开发阶段	2028/2/31
猪丹毒基因工程疫苗产业化项目的开发	实验室研究阶段	2026/12/31

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

公司原料药及制剂板块规模整体增长，兽药原料市场有望复苏。公司兽用药物制剂包括化学药品、中兽药、消毒剂等，原料药则是用于生产兽用制剂的原料药物，是制剂中的有效成份。公司成功产出替米考星肠溶颗粒、环孢素内服溶液、盐酸恩诺沙星颗粒等多项填补国际空白的创新药物制剂。公司于2008年收购湖北龙翔药业，布局上下游产业，正式踏足原料药领域，并制定了替米考星的国家标准。龙翔药业拥有氟苯尼考、替米考星、盐酸沃尼妙林、妥曲珠利、噁喹酸等原料药及制剂共30多个产品，2021年以来，龙翔药业营收波动下滑，并亏损至今，主要

是近两年下游养殖业景气度低迷，压缩动保企业盈利空间，同时大中型兽药原料药企业产能充足带来供应端过剩，行业内价格竞争激烈，兽药原料价格持续下跌。根据中国兽药饲料交易中心监测，节后兽药原料市场表现整体稳中向好，下游补库需求释放叠加物流运力恢复，推动市场温和复苏。

图48. 原料药及制剂收入稳步增长



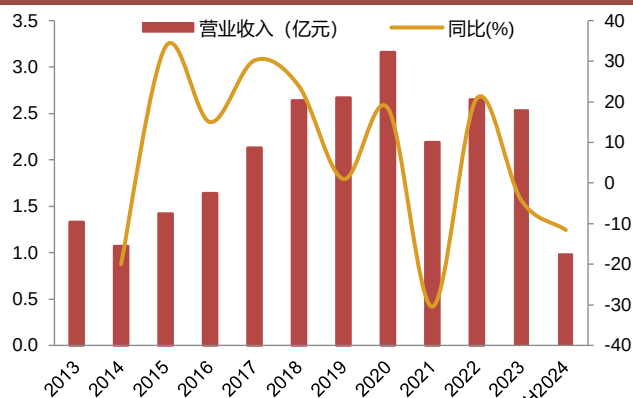
数据来源：wind，财通证券研究所

表11. 公司主要原料药产品

通用名	功能及优势
托曲珠利	该产品国内首家获取兽药原料生产批文，为抗球虫药，采用绿色合成工艺，技术国际先进，获得湖北省科技进步二等奖，具有稳定性好、质量优，杂质低等特点。
孟布酮	国家二类新兽药，国内唯一的原料供应商，为动物专用利胆药，具有刺激胃肠消化液分泌的作用，促进胃肠内脂肪、蛋白质和淀粉等的消化吸收。
二氯苯醚菊酯	国家二类新兽药，国内唯一的原料供应商，属于杀虫剂和驱避剂。优选50/50顺反比，提高药物安全性，采用结晶纯化工艺，纯度高，降低皮肤刺激性。
盐酸沃尼妙林	新一代截短侧耳类半合成动物专用抗生素，主要用于防治猪、牛、羊及家禽的支原体病和革兰氏阳性菌感染，具有广谱、抗菌活性强、药理学特征优良、残留低、安全等特点。

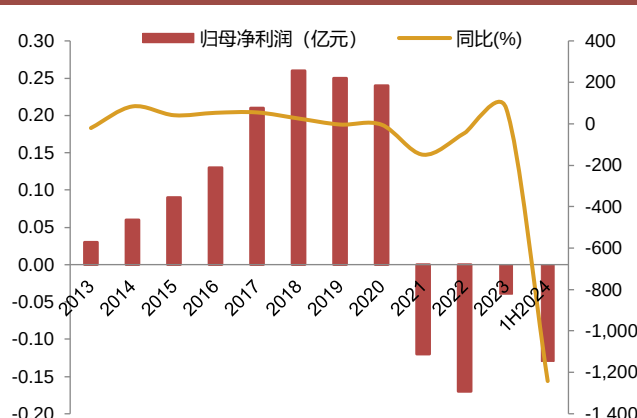
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图49. 2024 上半年龙翔药业营收同比下滑 11.6%



数据来源：wind，财通证券研究所

图50. 2024 上半年龙翔药业亏损扩大

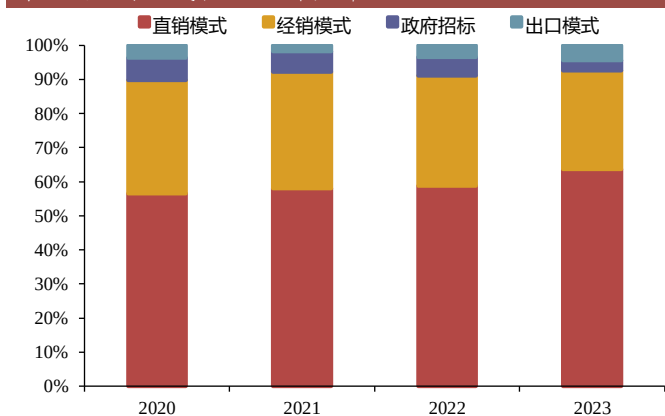


数据来源：wind，财通证券研究所

直销模式占比提升，前五大客户合计销售占比提高。公司销售模式按照销售对象及方式的不同，分为大客户直销、经销商渠道和政府招标采购三种，2020-2023 年，公司直销模式占比不断提升，前五大客户合计销售金额占比显著提高，从 4.7%提升至 18.3%。直销模式下，公司锁定家禽 TOP300、家畜 TOP100 的养殖集团和大型规模养殖场，已与国内众多头部养殖集团建立战略合作关系，从多个维度为养殖集团提供高效的专业服务和解决方案，提升养殖集团销售占比及市场覆盖率。经销商渠道中，我国养殖场、合作社、家庭农场、散户等多形态中小规模养殖和终端养殖户仍然占据较大比例，公司继续加大全国重点养殖区域龙头养殖企业和终端养殖户的开拓力度，以覆盖家禽 1500 个重点养殖县、家畜 1000 个重点养殖

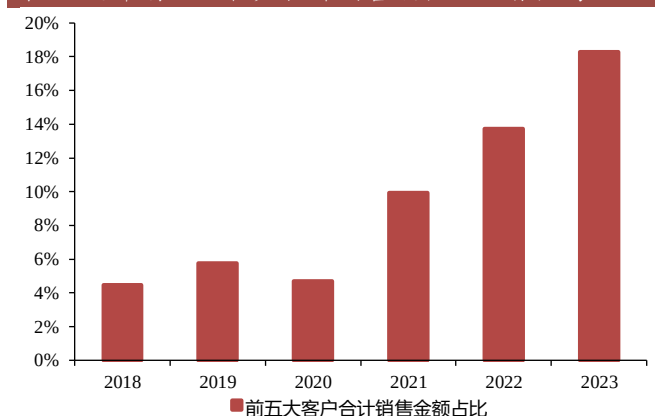
县为目标，鸡、猪、水禽、反刍四线并进。另外，2025 年将逐步全面取消政府招标采购强免疫苗，在强免疫苗市场化的背景下，公司将全力提升市场份额。

图51. 直销模式占比不断提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图52. 近年前五大客户合计销售额占比显著提高



数据来源：公司公告，财通证券研究所

施行大客户战略，深度绑定合作伙伴。公司不断探索与大型养殖集团的新型战略合作模式，在产业链融合、共建疫病防控研究院等方面，利用公司优势共创共享，巩固公司在动保行业市场地位。例如，公司与中国最大的白羽肉鸡生产企业圣农发展及动保企业圣维生物达成战略合作关系，收购了圣维生物 15% 股权，通过共同联合成立家禽疫病防控研究院、共同建设疫病监测预警平台，整合三方优势资源，致力于实现家禽健康养殖、防疫体系建设、家禽智能化等方面的新发展。公司与德康农牧构建战略合作伙伴关系，共同致力于畜禽健康养殖、防疫体系建设、共同构建与其产业发展水平相适应的科学健康养殖体系，实现两家上市公司共建养殖产业生态圈，携手促进养殖行业健康发展。

图53. 公司部分合作伙伴



数据来源：公司官网，财通证券研究所

4 宠物板块：研发和渠道优势加持，三瑞齐发未来可期

宠物板块业务架构明晰，产品布局逐步完善。公司设立控股子公司蓝瑞生物独立运营宠物板块业务，与瑞派宠物医院、中瑞供应链渠道深度协同推广国产宠物健康产品，实现国产疫苗、药品进口替代，持续深度构建宠物医疗生态格局。公司在宠物板块布局多年，已具备提供宠物从预防、诊断到治疗的整体防治解决方案的能力，在驱虫药、宠物疫苗、耳道治疗药、麻醉镇痛药、抗生素药、抗病毒药、消毒药及各类内科药等产品线均有布局，涵盖生物制品、化药及营养保健品等 9 大领域，共计 20 余款宠物用产品。

表12. 公司宠物产品品类齐全多样

品类	商品名	通用名	作用与用途
疫苗系列	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 (RPVF0304株+RPVF0207株+RPVF0110株)	用于预防猫鼻气管炎、杯状病毒病和泛白细胞减少症。二免后21日产生免疫力，免疫持续期为12个月
	犬泰	狂犬病灭活疫苗 (dG株)	用于预防犬的狂犬病，免疫期为12个月
免疫抑制剂	环舒宁	环孢素内服溶液	用于治疗犬慢性特应性皮炎和猫慢性过敏性皮炎
驱虫系列	莫普欣	吡虫啉莫昔克丁滴剂	用于预防和治疗犬、猫的体内、外寄生虫感染
	菲比欣	非泼罗尼吡丙醚滴剂	用于驱杀犬体表的跳蚤成虫、幼虫、卵和蜱
耳部健康	伊尔舒	复方制霉菌素软膏	用于治疗犬和猫由对新霉素敏感的细菌、对制霉菌素敏感的真菌和对氯菊酯敏感的耳螨引起的外耳炎
	伊尔爽	犬猫耳道护理液	专为犬、猫设计的日常耳道清洁和护理产品，中性pH值，温和无刺激，可清除坏死角质细胞和耳垢(耳垢)，也可用于耳炎用药前的清理，耳外科手术前的耳道清理
手术麻醉	瑞美静	盐酸右美托咪定注射液	用作犬猫的镇静剂和止痛剂，便于帮助临床检查、临床治疗、小手术和小的牙科处理。也可用作犬深度麻醉的麻醉前给药
	易弗宁	异氟烷	用于犬外科手术的麻醉诱导和麻醉维持
抗感染	瑞可林	克林霉素磷酸酯颗粒	用于治疗由革兰氏阳性需氧敏感菌引起的犬皮肤感染(创伤、脓肿和深层感染)
	倍诺林	注射用硫酸头孢噻肟	β 内酰胺类抗生素。主要用于治疗由葡萄球菌、链球菌、大肠杆菌等引起的犬脓皮症等细菌性疾病
	速倍林	注射用头孢噻唑钠	用于犬大肠杆菌与奇异变形菌引起的泌尿道感染
	恩诺沙星注射液		氟喹诺酮类抗菌药。用于动物细菌性疾病和支原体感染
抗病毒	权干素	重组犬 α -干扰素 (冻干型)	用于治疗早期犬细小病毒性肠炎
消炎镇痛	美喜康	美洛昔康片	用于治疗犬关节炎引发的关节肿胀和疼痛，骨外科或软组织手术后止痛
心脏用药	贝欣宁	盐酸贝那普利咀嚼片	用于治疗犬的充血性心力衰竭

数据来源：公司公告，财通证券研究所

“自主研发+联合创新”的开放研发模式，产品管线储备丰富。依托生物制品研究院、药物研究院、原料药研究院、高致病禽流感研究院及渤海农牧研究院五大研究院，并联合国内外一流的科研院所、大专院校、动保企业，针对行业重大动物疫病、影响产业未来发展的重大关键技术开展研发创新。宠物产品管线前沿技术和工艺合作方面，公司与绿竹生物签署《战略合作协议》，在宠物单抗药物和基因工程疫苗领域开展全面合作，共同构建宠物产业研产销联盟的创新体系，进一步提升公司在宠物医疗前沿技术领域的研发实力。公司与申基生物签署《猫 HCPC

四联 mRNA 疫苗合作开发协议》，共同研究开发猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症、猫衣原体四联 mRNA 疫苗。

图54. 公司科研实力强劲

 研究机构 瑞普生物研究院下设生物制品研究院、药物研究院、渤海联合兽药安全评价中心 (GLP)、渤海联合兽药临床评价中心 (GCP)、众联监测等机构。	 科研基地 中国最具实力的动物保健产品研究机构，拥有 2.68 万平米的研究场地，其中包含近 7200 平米具有国际标准的综合型实验动物中心。
 科研投入 试验仪器设备总数量达到 600 余台套，每年研发投入 1.5 亿余元，居行业前列。	 专业研究 开展全方位的药物合成、药物制剂学、药理学、免疫学、营养学、毒理学、生产工艺研究。

数据来源：公司公众号，财通证券研究所

表13. 宠物产品管线储备丰富

宠物相关研发项目储备	状态 (截至2024年半年报)
宠物用优势原料和制剂的开发	已取得新兽药证书
宠物寄生虫内服制剂的开发	在研
犬细小病毒免疫球蛋白的开发	已取得新兽药证书
犬瘟热病毒免疫球蛋白技术开发	新兽药注册初审阶段
犬四联活疫苗的开发	在研
犬瘟热、细小病毒二联活疫苗研究	在研
猫干扰素的开发	在研
猫四联mRNA疫苗	在研
猫传染性腹膜炎病毒疫苗	在研

数据来源：公司公告，财通证券研究所

国产猫三联拿到临时批文，有望推动国产替代。猫三联疫苗市场之前被硕腾“妙三多”垄断，公司实现国产疫苗第一个上市销售，打破国外长达近 20 年垄断。公司自 2013 年起开始针对猫三联疫苗开展相关立项和调研，从全国各地收集了千余份临床病料，对本土流行的进行分离、鉴定，完成了猫三联疫苗的实验室研究和中间试制研究。2022 年 3 月公司猫三联获临床试验批件，2023 年 6 月完成临床试验。2023 年 8 月通过农业农村部组织的应急评价，并于 2024 年 1 月取得临时生产文号，随后上市销售，2024 上半年发货 100 万头份，成为公司宠物产品集群的又一个千万元级爆品。公司研发的瑞喵舒猫三联疫苗，优选免疫原性好、培养滴度高的国内流行毒株，其中 RPVF0207 株与国内主要流行株和变异强毒 VS-FCV 株亲缘关系较近，且可同时防护 2 个血清型，对猫杯状病毒防护率更高，确保瑞喵舒猫三联疫苗更适合中国猫咪。

表14. 国内已有数款猫三联拿到批文

企业	产品名	拿到批文时间	毒株
瑞普生物	瑞喵舒	兽药临字号24.1	RPVF0304株+RPVF0207株+RPVF0110株
怡安生物	喵三新	兽药临字号24.1	WX株+SH14株+0918株
博莱得利	喵倍护	兽药临字号24.1	HBX05株+BJS01株+BJH13株
科前生物	科秒优	兽药临字号24.3	WH - 2017株+LZ - 2016株+CS - 2016株
华派生物	猫康宁	兽药临字号24.3	WH - 2017株+LZ - 2016株+CS - 2016株
哈药集团	妙多安	兽药临字号24.5	WX株+SH14株+0918株
普莱柯	喵益哆	兽药临字号24.6	708株+60株+64株
中牧股份	喵倍利	兽药临字号24.9	HBJO6株+CHZ05株+PSY01株
云南生物制药 (海正药业全资子公司)	海妙哆	兽药临字号24.9	WH - 2017株+LZ - 2016株+CS - 2016株
长春西诺生物	诺米加	兽药临字号24.10	CP2株+CC3株+VP2蛋白
辽宁益康生物	金喵乐	兽药临字号25.1	FP/15株+FH/AS株+FC/HF株
硕腾生物	妙三多	唯一有正式批文	605 株+ 255 株+ Cu-4 株

数据来源：国家兽药基础数据库，财通证券研究所

公司驱虫药产品种类日益丰富。目前已上市销售的驱虫药为外驱产品菲比欣（犬用）以及内外同驱且犬猫均可用的莫普欣。2024 年初中国首个自主开发的三方驱虫新药复方二氯苯醚菊酯吡丙醚滴剂获得二类新兽药证书，迄今国内企业未有三种成分以上大复方新兽药获批。复方二氯苯醚菊酯吡丙醚滴剂（超比欣）内含二氯苯醚菊酯、吡丙醚和非泼罗尼三种有效成分，用于犬体外寄生虫防控，在控制体外寄生虫方面具有互补作用。该产品与国内现有复方非泼罗尼滴剂相比，除能够杀灭犬体表的蜱虫、虱子、跳蚤外，还具有驱避蚊虫叮咬、杀灭虫卵和阻断虫媒疾病传播的作用。公司计划 2025 年一季度上市销售，新一代抗寄生虫产品将为公司带来新的业绩增长点。

表15. 常见驱虫药对比

功能	品牌	产品名称	主要成分	驱虫种类																	使用对象
				线虫	绦虫	蛔虫	心丝虫	鞭虫	钩虫	球虫	血管圆线虫	蠕虫	微丝蚴	吸虫	跳蚤	蜱虫	虱子	疥螨	耳螨	蠕形螨	
内驱	拜耳	拜宠清(猫)	双羟萘酸噻嘧啶、吡喹酮	√	√	√														猫	
	勃林格	犬心保(犬)	伊维菌素、双羟萘酸噻嘧啶				√	√		√										犬	
	海正动保	海乐妙(猫)	米尔贝肟、吡喹酮		√	√	√		√	√										猫	
	美国纽诺思	纽诺百虫净	非班太尔、双羟萘酸噻嘧啶、吡喹酮	√	√	√														犬猫	
	思利克	德沃广谱驱虫片	芬苯达唑片	√	√	√			√	√			√	√						犬猫	
外驱	勃林格	福来恩	非泼罗尼、甲氧普烯											√	√					犬猫	
	默沙东	贝卫多(犬)	氟雷拉纳											√	√		√	√	√	犬	
	拜耳	拜宠爽(犬)	二氯苯醚菊酯、吡虫啉											√	√	√				犬	
	瑞普生物	菲比欣(犬)	非泼罗尼、吡丙醚											√	√					犬	
	美国硕腾	欣宠克(犬)	沙罗拉纳											√	√		√	√	√	犬	
内外同驱	美国硕腾	大宠爱	赛拉菌素			√	√		√					√		√	√	√		犬猫	
	拜耳	爱沃克	吡虫啉、莫昔克丁	√			√	√	√	√			√		√	√	√	√	√	犬猫	
	海正动保	莫爱佳	吡虫啉、莫昔克丁	√		√	√	√	√				√		√	√	√	√	√	犬猫	
	瑞普生物	莫普欣	吡虫啉、莫昔克丁			√	√	√	√		√		√		√	√	√	√	√	犬猫	
	勃林格	博来恩(猫)	非泼罗尼、甲氧普烯、乙酰氨基阿维菌素、吡喹酮	√	√	√			√					√	√					猫	

数据来源：兽医首选公众号，各产品淘宝旗舰店，财通证券研究所

拟收购中瑞供应链和瑞派医院部分股权，加强渠道端布局。为持续完善公司在宠物大健康航道的战略布局，深化公司与瑞派宠物医院、中瑞供应链平台价值链管理，加强双方在宠物医疗渠道推广、品牌建设上的深度战略协同，公司于 2024 年 11 月 7 日签署《股权转让协议》，拟以自有资金或自筹资金 13,138.43 万元收购李守军、梁武、苏雅拉达来、李旭东、鲍海丽、周仲华持有的中瑞华普合计 15% 股权，中瑞华普核心资产为瑞派宠物医院 17.52% 股权；于 2024 年 12 月 12 日与瑞派宠物医院、中瑞供应链签署了《股权转让协议》，拟以自有资金或自筹资金 10,361.57 万元收购瑞派宠物医院持有的中瑞供应链 56.31% 股权，本次交易完成后中瑞供应链纳入合并报表范围。

表16. 近期并购动作频繁，加强宠物板块布局

收购时间	收购标的	收购股权比例	收购资金（万元）	转让方	是否并表
2024/11/7	中瑞华普 (主要资产为瑞派宠物医院管理股份有限公司17.5179%股权)	15%	13,138.43	李守军、梁武、苏雅拉达来、李旭东、鲍海丽、周仲华	否
2023/12/12	天津中瑞供应链	56.31%	10,361.57	瑞派宠物医院	是

数据来源：公司公告，财通证券研究所

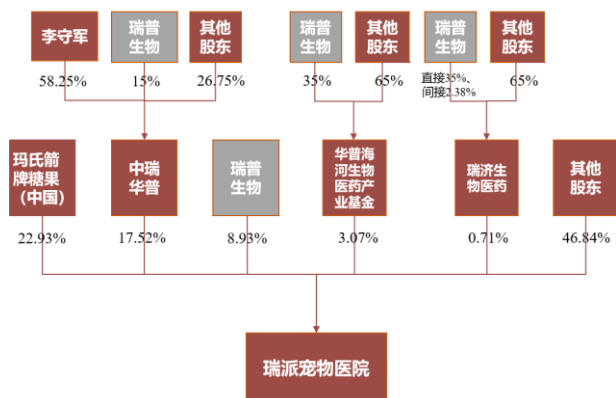
瑞派宠物医院成立十余载，连续五年实现盈利。瑞派宠物医院管理股份有限公司成立于2012年，是专门从事宠物连锁医院运营和管理的大型连锁机构。目前，瑞派宠物医院拥有超过600家宠物连锁医院，员工7000余名，其中职业兽医师1800余人，现有16个特色学科，以及急诊与重症监护学科、动物护理学科、动物行为学科、传染病学学科、内分泌学科、生殖学科6个区域特色学科，提供常规门诊、猫专科门诊、异宠专科门诊、宠物健康管理、中兽医理疗等服务体系。根据公告和公众号，瑞派宠物医院2024年前三季度实现营收17.12亿元，净利润0.7亿元，营收增长21%，利润增长34%，合并利润增长55%，并已连续五年实现盈利。

图55. 瑞派宠物医院发展历程图



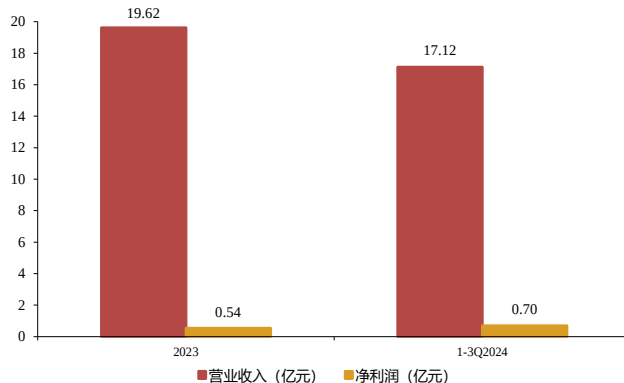
数据来源：瑞派宠物医院官网，财通证券研究所

图56. 此次股权转让成功后瑞派宠物医院的股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图57. 2024 年前三季度瑞派宠物实现营收 17.12 亿元



数据来源：公司公告，财通证券研究所

“收并购+自建”模式扩张，扩大品牌优势和规模。瑞派作为专门从事宠物连锁医院运营和管理的国内大型连锁机构，采用并购模式不断发展壮大，辐射全国 20 余省（直辖市），70 余座城市。对于合伙人来说，瑞派将在加入后给予经营方针、运营策略、市场营销、供应链体系、学科建设等多方面持续赋能。采用“收并购+自建”模式，与传统 100%收购模式不同，传统收购模式原创始人不仅面临失去门店控制权，甚至失去门店影响力的弊端，而瑞派将“人才”作为企业发展引擎，合作更重视人才在门店中的作用与持续发展。对于收购标准，瑞派要求门店盈利并且优先考虑当地最优秀的连锁宠物医院。

表17. 分区域成立管理公司进行管理

管理公司	管辖区域
东北区域	沈阳、大连、盘锦、葫芦岛、兴城、哈尔滨、大庆、长春、延吉
华北区域	北京、石家庄、唐山、秦皇岛、廊坊、济南、青岛、乌鲁木齐、昌吉、伊宁、拉萨、呼和浩特、赤峰
天津区域	天津、邢台
华中区域	长沙、武汉、宜昌、黄石、南昌、抚州、合肥、蚌埠、温州
河南区域	郑州、洛阳、安阳、西安
浙江区域	杭州、绍兴、慈溪、湖州
华东区域	上海、南京、苏州、常熟、无锡、江阴、镇江、徐州、宁波、嘉兴
华西区域	成都、乐山、重庆、昆明、贵阳
闽华区域	福州、厦门、漳州、南平、三明
华南区域	广州、深圳、东莞、惠州、佛山、中山、普宁、南宁、北海、海口、三亚、万宁

数据来源：瑞派宠物资讯公众号，财通证券研究所

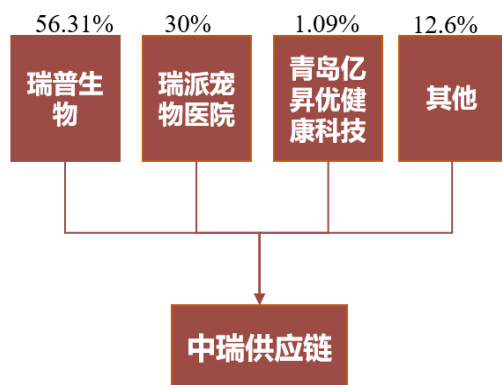
图58. 瑞派医院对合伙人的赋能和准入标准



数据来源：瑞派宠物资讯公众号，财通证券研究所

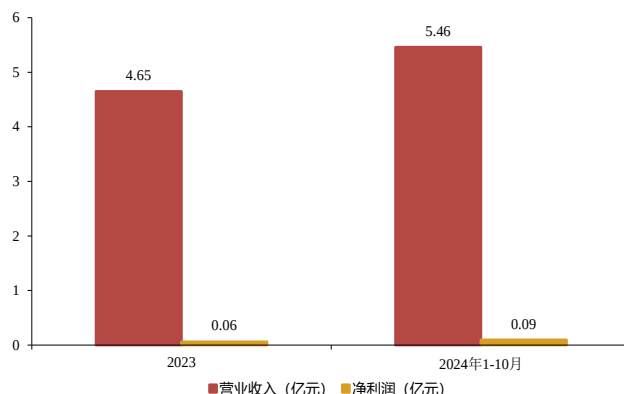
收购供应链平台进一步支持产品推广销售。中瑞供应链平台覆盖全国 7000 家宠物医院（含瑞派宠物医院）、3400 家宠物店，为宠物医院和宠物店提供境内外宠物医疗药品、疫苗、宠物诊疗器械、宠物食品等医疗相关产品的代理及统一采购供应。本次公司收购中瑞供应链部分股权，有利于深化与宠物医院等终端业态的深度融合，优化拓宽宠物产品推广渠道，加速推进公司宠物药苗对 B 端与 C 端客户的触达。根据公告，中瑞供应链 2024 年 1-10 月实现营收 5.46 亿元，净利润 936 万元，营收和净利润均超过 2023 年全年。

图59. 此次股权转让成功后中瑞供应链的股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图60. 2024 年 1-10 月中瑞供应链实现营收 5.46 亿元



数据来源：公司公告，财通证券研究所

5 盈利预测与估值

我们对公司 2024-2026 年主要业务业绩作出如下预测：

(1) 禽用疫苗：公司多个禽用疫苗产品市占率位于前列，并且随着政采苗逐渐取消，公司凭借出众的产品力、全面的经销网络和深度的养殖户关系、持续的新品推出，有望在市场化竞争下提升市场份额，我们预计 2024-2026 年禽用疫苗板块营业收入同比+15.0%/+15.0%/+10.0%至 10.68/12.28/13.50 亿元。公司禽用产品毛利率较为稳定，我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 64.1%/64.2%/64.3%。

(2) 畜用疫苗：公司于 2024 年将必威安泰纳入合并报表，预计对 2024 年畜用疫苗板块收入带来较大提升空间，同时未来公司畜用疫苗还有丰富的在研产品，随着产品布局完善，大客户战略实施，畜用疫苗将实现快速增长。我们预计 2024-2026 年畜用疫苗营业收入同比+70.7%/+15.0%/+10.0%至 2.40/2.76/3.04 亿元，毛利率分别为 64.0%/66.0%/65.0%。

(3) 原料药及制剂：公司原料药和制剂业务暂时承压，但公司产能充足，随着下游市场复苏，我们预计 2024-2026 年原料药和制剂业务营业收入同比-6.1%/+8.1%/+10.2%至 10.17/11.00/12.12 亿元。由于下游需求回暖我们预计毛利率有所改善，我们预计 2024-2026 年毛利率分别 37.0%/38.0%/38.5%。

(4) 宠物板块：公司将宠物业务作为重点战略发展板块，加大在产品研发、渠道建设及品牌推广方面的资源倾斜，未来产品布局将不断增加，与供应链和瑞派宠物医院的链接会更加深入。公司于 2024 年底公告拟收购中瑞供应链，我们预计将在 2025 年实现并表，故预计 2024-2026 年宠物板块营业收入同比+80.6%/1081.8%/30.0%至 0.55/6.50/8.45 亿元。

综合测算，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 24.52/33.33/37.98 亿元，增速分别为+9.0%/+35.9%/+14%。费用方面，公司拓展市场扩大业务规模的同时销售费用投入相应增加，预计 2024-2026 年销售费用率为 16.5%/16.7%/16.9%；公司在内部管理方面，持续优化组织架构调整，提升运营效率，降低运营成本，预计 2024-2026 年管理费用率为 7.0%/6.9%/6.8%；动保市场竞争激烈，公司会不断加强研发投入，推出新品以巩固市场地位，预计 2024-2026 年研发费用率为 7.6%/7.8%/8.0%。由于公司多个子公司享受 15% 所得税优惠税率并且有研发费用加计扣除，我们预计 2024-2026 年公司所得税率为 9.8%/9.8%/9.8%。综合考虑我们预计公司归母净利润分别为 3.89/4.89/5.58 亿元。

表18. 公司营收拆分

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
禽用疫苗	收入（百万元）	895.6	928.2	1,067.5	1,227.6	1,350.4
	yoy	-1.6%	3.6%	15.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	63.0%	64.4%	64.1%	64.2%	64.3%
畜用疫苗	收入（百万元）	129.6	140.6	240.0	276.0	303.6
	yoy	-18.4%	8.5%	70.7%	15.0%	10.0%
	毛利率			64.0%	66.0%	65.0%
原料药及制剂	收入（百万元）	974.6	1,083.8	1,017.4	1,100.0	1,211.7
	yoy	7.6%	11.2%	-6.1%	8.1%	10.2%
	毛利率	37.9%	39.2%	37.0%	38.0%	38.5%
宠物板块	收入（百万元）	49.9	30.5	55.0	650.0	845.0
	yoy		-39.0%	80.6%	1081.8%	30.0%
其他业务	收入（百万元）	34.5	65.9	72.4	79.7	87.7
	yoy	19.1%	91.1%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入（百万元）	2,084.3	2,249.0	2,452.3	3,333.3	3,798.4
	yoy	3.8%	7.9%	9.0%	35.9%	14.0%
	毛利率	48.4%	49.7%	50.5%	50.1%	50.6%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

估值分析：我们预计 2024-2026 年公司 EPS 为 0.83/1.05/1.20 元，参考 2 月 27 日收盘价，对应 PE 为 20/16/14 倍。选取同为动保行业且均有疫苗业务的科前生物、普莱柯、生物股份和中牧股份作为可比公司，参考 2024 年 PE，公司估值处于行业中位数偏低水平。公司在禽用产品保持领先地位，同时内生+外延积极布局畜用产品，未来重点发展宠物板块业务，业绩有望实现持续增长，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

表19. 可比公司估值（截至 2025/2/27）

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS (元)					PE				
				2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
688526.SH	科前生物	14.35	66.89	0.88	0.85	0.80	0.98	1.15	25.50	24.00	17.56	14.17	11.80
603566.SH	普莱柯	12.05	41.70	0.54	0.50	0.46	0.55	0.64	55.46	45.80	26.34	22.11	18.93
600201.SH	生物股份	6.46	72.38	0.19	0.26	0.26	0.32	0.41	47.91	42.54	25.20	19.92	15.71
600195.SH	中牧股份	6.33	64.64	0.54	0.39	0.20	0.35	0.48	21.57	30.05	46.84	26.82	18.06
可比公司中位数											25.77	21.02	16.88
300119.SZ	瑞普生物	16.74	77.98	0.75	0.98	0.83	1.05	1.20	24.90	16.80	20.00	15.90	14.00

数据来源：wind，财通证券研究所

注：生物股份、普莱柯采用 wind 一致预期

6 风险提示

动物疫情风险。国外尤其周边国家禽流感、口蹄疫、非洲猪瘟、牛结节性皮肤病等疫情对我国具有一定的潜在威胁和输入风险。虽然我国重大动物疫病防控能力显著增强，但动物疫情尤其是新发、突发重大动物疫情仍会对养殖行业造成较大影响并进而带来巨大的经济损失。作为养殖行业上游行业公司，公司的经营业绩亦会受到相应的影响。

市场竞争风险。国内经济动物用兽药行业竞争态势日益激烈，头部企业竞争加剧；国内宠物用兽药市场进口产品依然占据较高市场份额，国产宠物医药品牌影响力较小。公司面临市场竞争加剧、毛利率下降风险。

产品开发风险。兽药产品研发周期长、投入大、具有不确定性，且需要先后获得《新兽药注册证书》、产品生产批准文号才能进行生产，同时动物疫病具有病原体变异快、养殖环境多种病原体混合感染或继发感染等特点。因此，兽药产品在研发、审批、产业化、市场化方面可能存在风险。

应收账款较高的风险。如果客户出现信用降低或现金流支付困难，应收款将有发生坏账的可能。

商誉减值风险。截至公司 2024 年三季报，商誉为 3.12 亿元，占总资产比例为 4.2%，而 2023 年末，商誉占总资产比例为 1.0%，比重增加了 3.2pcts，主要是因为 2024 年公司收购子公司保定收骏。如果后续形成商誉减值，可能降低公司净利润。

大股东质押率偏高风险。截至 2025 年 2 月 28 日，公司第 1、2、4 大股东累计质押占总股本 13.78%。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2084.25	2248.96	2452.30	3333.27	3798.36	成长性					
减:营业成本	1074.61	1131.51	1213.68	1662.98	1877.52	营业收入增长率	3.8%	7.9%	9.0%	35.9%	14.0%
营业税费	20.40	22.20	24.28	33.00	37.60	营业利润增长率	-16.6%	35.7%	-13.3%	27.2%	15.4%
销售费用	344.07	370.96	404.63	556.66	641.92	净利润增长率	-16.0%	30.6%	-14.1%	25.7%	14.0%
管理费用	142.82	157.78	171.66	230.00	258.29	EBITDA 增长率	3.6%	8.9%	37.2%	23.8%	12.7%
研发费用	132.68	172.94	186.37	260.00	303.87	EBIT 增长率	-1.9%	4.0%	34.3%	27.3%	14.2%
财务费用	17.35	18.94	38.71	50.21	50.24	NOPLAT 增长率	-0.3%	3.8%	34.3%	27.3%	14.2%
资产减值损失	0.47	0.58	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	6.2%	5.5%	7.9%	9.9%	3.8%
加:公允价值变动收益	51.38	61.26	45.00	32.00	35.00	净资产增长率	4.1%	6.7%	3.4%	6.9%	7.9%
投资和汇兑收益	4.05	15.15	14.71	22.00	22.79	利润率					
营业利润	416.64	565.23	490.01	623.10	718.89	毛利率	48.4%	49.7%	50.5%	50.1%	50.6%
加:营业外净收支	-2.83	1.45	0.00	0.00	0.00	营业利润率	20.0%	25.1%	20.0%	18.7%	18.9%
利润总额	413.81	566.68	490.01	623.10	718.89	净利率	17.9%	22.7%	18.0%	16.9%	17.1%
减:所得税	40.04	55.66	48.02	61.06	70.45	EBITDA/营业收入	23.7%	24.0%	30.1%	27.4%	27.2%
净利润	346.70	452.94	388.95	488.97	557.66	EBIT/营业收入	18.2%	17.5%	21.6%	20.2%	20.2%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	384.42	335.40	357.58	480.53	545.64	固定资产周转天数	172	219	257	217	194
交易性金融资产	1500.85	1283.40	1368.40	1446.40	1526.40	流动营业资本周转天数	284	335	320	263	259
应收账款	742.53	942.88	1013.79	1370.86	1551.65	流动资产周转天数	532	509	495	415	419
应收票据	3.98	12.81	25.06	29.30	27.75	应收账款周转天数	114	135	144	129	138
预付账款	21.57	31.51	33.98	46.56	52.57	存货周转天数	122	120	118	104	113
存货	367.06	389.93	404.56	554.33	625.84	总资产周转天数	1019	1017	1009	818	776
其他流动资产	26.94	216.88	216.88	216.88	216.88	投资资本周转天数	902	885	866	694	650
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	8.2%	10.1%	8.4%	10.0%	10.7%
长期股权投资	377.49	453.45	453.45	453.45	453.45	ROA	6.3%	8.0%	6.4%	7.4%	7.9%
投资性房地产	46.98	41.46	41.46	41.46	41.46	ROIC	6.4%	6.3%	7.8%	9.0%	9.9%
固定资产	1188.04	1547.43	1956.48	2062.99	2038.47	费用率					
在建工程	373.75	87.83	43.92	21.96	10.98	销售费用率	16.5%	16.5%	16.5%	16.7%	16.9%
无形资产	258.54	238.34	225.11	211.38	197.15	管理费用率	6.9%	7.0%	7.0%	6.9%	6.8%
其他非流动资产	6.10	61.88	25.38	25.38	25.38	财务费用率	0.8%	0.8%	1.6%	1.5%	1.3%
资产总额	6106.27	6595.94	7156.88	7993.54	8373.78	三费/营业收入	24.2%	24.4%	25.1%	25.1%	25.0%
短期债务	666.71	533.83	571.35	833.00	665.04	偿债能力					
应付账款	328.98	372.38	404.56	508.13	573.69	资产负债率	26.3%	27.2%	30.6%	33.6%	31.6%
应付票据	68.44	189.59	185.42	221.73	234.69	权益权益比	35.7%	37.3%	44.0%	50.5%	46.1%
其他流动负债	3.41	12.49	19.69	26.69	33.69	流动比率	2.36	2.43	2.39	2.17	2.43
长期借款	191.18	307.11	548.82	548.82	548.82	速动比率	2.04	1.95	1.94	1.75	1.96
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	13.31	16.18	12.09	12.12	13.39
负债总额	1605.17	1791.06	2188.34	2682.71	2642.33	分红指标					
少数股东权益	279.59	308.58	361.62	434.68	525.47	DPS(元)	0.30	0.40	0.34	0.43	0.49
股本	468.02	466.28	465.85	465.85	465.85	分红比率	0.40	0.41	0.41	0.41	0.41
留存收益	1591.70	1905.44	2135.89	2425.11	2754.95	股息收益率	1.6%	2.4%	2.0%	2.6%	2.9%
股东权益	4501.10	4804.89	4968.54	5310.83	5731.45	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.75	0.98	0.83	1.05	1.20
净利润	346.70	452.94	388.95	488.97	557.66	BVPS(元)	9.02	9.64	9.89	10.47	11.18
加:折旧和摊销	116.16	145.04	210.58	241.66	262.21	PE(X)	24.9	16.8	20.0	15.9	14.0
资产减值准备	18.27	28.40	17.00	18.00	21.00	PB(X)	2.1	1.7	1.7	1.6	1.5
公允价值变动损失	-51.38	-61.26	-45.00	-32.00	-35.00	P/FCF					
财务费用	28.43	21.08	43.74	55.57	57.44	P/S	4.2	3.4	3.2	2.3	2.1
投资收益	-4.05	-15.15	-14.71	-22.00	-22.79	EV/EBITDA	18.6	15.2	11.6	9.5	8.2
少数股东损益	27.07	58.07	53.04	73.06	90.78	CAGR(%)					
营运资金的变动	-95.31	-159.32	-66.21	-328.31	-160.43	PEG	—	0.5	—	0.6	1.0
经营活动产生现金流量	389.49	378.20	625.75	494.96	770.87	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1244.73	-160.97	-575.73	-358.34	-252.55	REP					
融资活动产生现金流量	-123.94	-139.59	-65.74	-275.32	-285.26						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2025 年 02 月 27 日收盘价计算)

信息披露**● 分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。