

2026 年 02 月 15 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

宠物医院赛道将迎第一股，盈利拐点转折时

—动物保健 II 行业深度报告

推荐(维持)

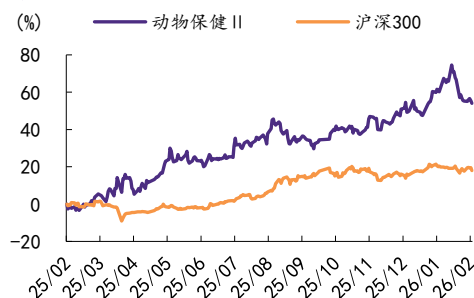
投资要点

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

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
动物保健 II (申万)	-3.8	4.8	52.2
沪深 300	-1.9	0.7	18.3

市场表现



资料来源：，华鑫证券研究

相关研究

1、《从美日宠物医院行业复盘看国内连锁率提升，以降本+复购+标准化模式打造头部扩张潜力与高营收》2025-09-05

行业现状：千亿蓝海迎情感需求与宠物老龄化共振红利

中国宠物医疗迈入高速增长时代，2024 年市场规模达 3,000 亿元，预计 2035 年将突破 1.1 万亿元，年均复合增长率超 13%。伴随宠物角色向家人转变及宠物步入老龄化（43.1% 的宠物犬已步入中老年），医疗消费变为刚需，心血管、肿瘤等复杂病例催生高频次、高客单、长周期的专科诊疗需求。

行业痛点：规模不经济成本陷阱，面临人才与管理双重失衡

目前行业连锁化扩张普遍遭遇成本结构困境，直接人工成本占比突破 50%，且深受收购即流失的代理人风险困扰。叠加行业结构性人才缺口达 23-25 万人，致企业人效天花板低、管理费用率随着规模扩张激增，头部连锁机构普遍面临增收不增利、反而深化亏损的财务困境。

瑞派破局：首创 VDP 合伙模式叠加内生人才链，构筑核心壁垒

针对上述痛点，瑞派独创“控股（约 60%）不独资”的 VDP 合伙人模式，通过“现金+集团股权”的双重锚定将核心兽医转化为共担风险的事业合伙人，根除代理人风险。同时，公司建立校企直连人才库，与 125 所院校深度合作，年均吸纳约 500 名本科生，有效破解人才供给瓶颈与高成本难题。

瑞派宠物：盈利拐点确立，系国内唯一盈利的大型连锁龙头

瑞派构建了“社区-区域-中心”三级分级诊疗网络，截至 2025 年 6 月 30 日拥有 548 家医院，位居行业第二，2024 年营收达 17.58 亿元，毛利率提升至 22.2%，稳居行业首位，2025 年上半年实现净利润 1,554 万元，正式确立盈利拐点，成为中国唯一实现净利润的全国性大型连锁宠物医疗企业。

风险提示

商誉减值风险、盈利承压风险、医疗合规风险、关联交易风险、流动性风险、业务单一风险等。

正文目录

1、 量价齐升，千亿宠物医疗赛道已至.....	3
1.1、 市场空间：对标成熟市场，养宠渗透率与客单价提升空间广阔.....	3
1.2、 驱动因素：拟人化重塑消费逻辑，宠物老龄化催生医疗刚需.....	3
2、 行业整合阶段，连锁化扩张制约凸显.....	4
2.1、 历史复盘：告别粗放扩张，迈入整合升级阶段	4
2.2、 连锁化挑战：成本陷阱与“规模不经济”	5
2.3、 经营痛点：人效瓶颈与管理冗余，易陷亏损泥潭	5
3、 全链条人才供应链，产教融合与多元晋升构筑护城河.....	6
3.1、 源头活水：前置化介入高校教育，打造高素质人才蓄水池.....	6
3.2、 培养体系：三位一体分级带教，标准化培训赋能临床技术复制.....	7
3.3、 留才机制：技术与管理双通道晋升，激励实现利益深度绑定.....	8
4、 扩张机制：VDP 模式统一战线，内生孵化与外部并购双轮驱动	9
5、 瑞派：全网覆盖构筑规模优势，唯一盈利龙头验证经营韧性.....	11
6、 风险提示.....	14

图表目录

图表 1：宠物行业市场规模及预测	3
图表 2：中美养宠渗透率对比	3
图表 3：宠主宠物身份认知	4
图表 4：高消费宠主年龄结构	4
图表 5：宠物医疗行业发展历程	5
图表 6：瑞派招聘结构	6
图表 7：瑞派三位一体培养体系	8
图表 8：瑞派多元晋升体系	9
图表 9：瑞派 VDP 模式示意图	10
图表 10：瑞派分级诊疗体系	11
图表 11：瑞派营业数据	12
图表 12：瑞派营收统计	13
图表 13：瑞派门店数量变化	13
图表 14：公司营业收入假设	14

1、量价齐升，千亿宠物医疗赛道已至

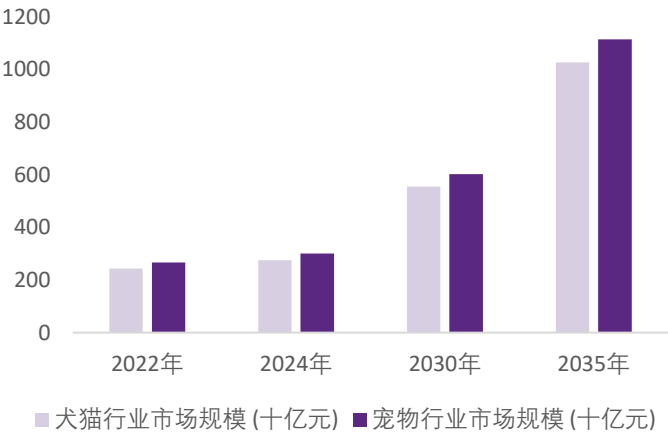
1.1、市场空间：对标成熟市场，养宠渗透率与客单价提升空间广阔

中国宠物市场进入高速增长阶段。2024 年市场规模已达到人民币 3,000 亿元。预计 2030 年中国宠物市场规模将达人民币 6,025 亿元，2035 年增至人民币 11,139 亿元，年均复合增长率预期分别为 12.3%和 13.1%。

其中，犬猫作为消费主力，2024 年市场规模达到人民币 2,745 亿元，占据市场 91.5% 的份额。预计至 2030 年及 2035 年犬猫市场规模达人民币 5,543 亿元及人民币 10,259 亿元，年均复合增长率分别为 12.4%和 13.1%。

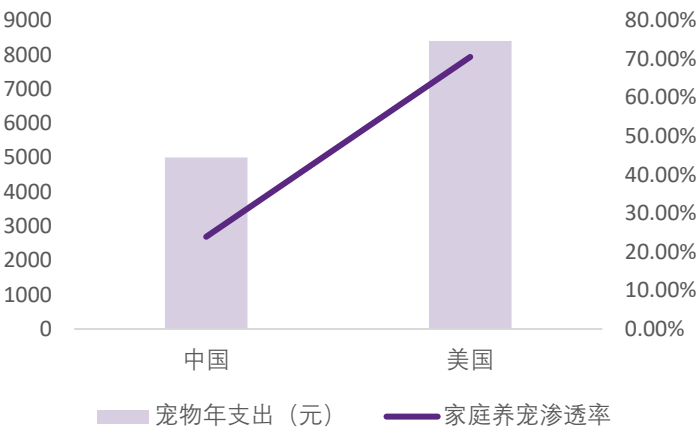
目前中国宠物医疗行业市场在宠物行业中的占比约为 30%，市场存量巨大，同时我国养宠渗透率（23.9%）较成熟市场（美国 70.4%）存在巨大差距，潜在增长空间广阔。

图表 1：宠物行业市场规模及预测



资料来源：瑞派招股书，华鑫证券研究

图表 2：中美养宠渗透率对比（2022 年）



资料来源：瑞派招股书，新瑞鹏招股书，华鑫证券研究

1.2、驱动因素：拟人化重塑消费逻辑，宠物老龄化催生医疗刚需

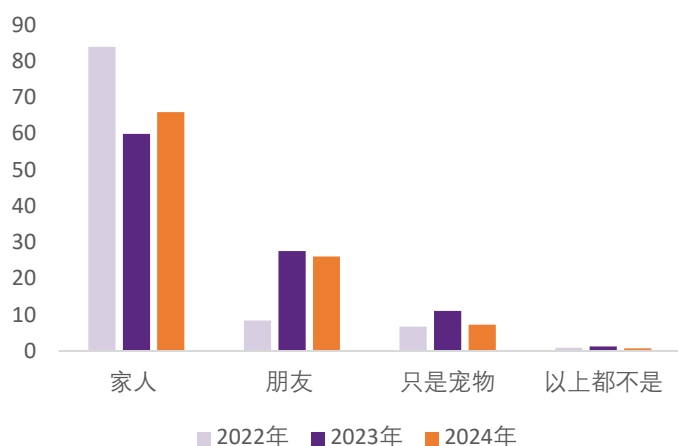
人口结构与家庭化认知：中国家庭的小型化与老龄化趋势，使得宠物的情感陪伴属性被放大。超 90% 的宠主将宠物视为家人或朋友。这种家人化的认知重构了消费逻辑：宠物医疗不再是可选项，而是类似于人类医疗的刚需。宠主愿意为拟人化的健康管理（如体检、微创手术、核磁共振）支付高额溢价，直接推动了客单价的提升。

宠物老龄化红利：与人类社会相似，中国宠物群体正在经历第一次大规模的“老龄化”。目前城镇中约 18.2% 的宠物猫和 43.1% 的宠物犬已步入中老年阶段。老年宠物面临心脏病、肾衰竭、肿瘤、骨关节炎等慢性且复杂的疾病风险。这类疾病具有“高频次、高客

单、长周期”的特点。这直接带动了瑞派在心血管科、肾科、肿瘤科等专科业务的增长，使得医疗服务收入成为绝对主力（占比超 90%），不仅提升了收入稳定性，更构筑了极高的技术壁

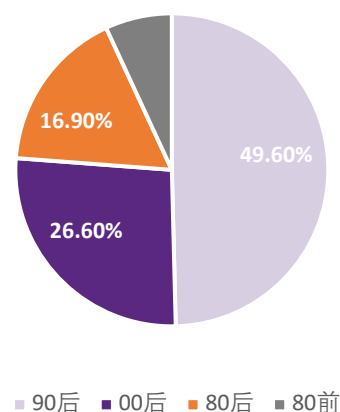
宠主年轻化与科学养宠：00 后与 90 后宠主占比超 65%，该消费群体特有的消费特征决定了其愿意为宠物健康支付更多费用，高消费宠主中这一群体占比超 75%。同时，本科及以上学历宠主占比超 70%，更加强了科学养宠的需求，相比于简单的宠物健康方案，科学的现代宠物医疗将更使得宠主信服，宠物医疗市场有望从需求端打开更大开口。

图表 3：宠主宠物身份认知



资料来源：2025年中国宠物行业白皮书，华鑫证券研究

图表 4：高消费宠主年龄结构



资料来源：2025年中国宠物行业白皮书，华鑫证券研究

2、行业整合阶段，连锁化扩张制约凸显

2.1、历史复盘：告别粗放扩张，迈入整合升级阶段

行业起步：从畜牧服务到宠物意识萌芽

功能性驱动（2000 年以前）：这一时期被称为“萌芽期”，行业重心在于猪牛羊等经济动物。宠物概念尚未普及，犬猫多被视为看家护院的工具，而非家庭成员。

初步市场化（2000-2010 年）：随着居民生活水平提高，第一代“宠主”出现。行业表现为个体诊所的涌现和外资品牌的初步启蒙，技术开始被系统性引入。

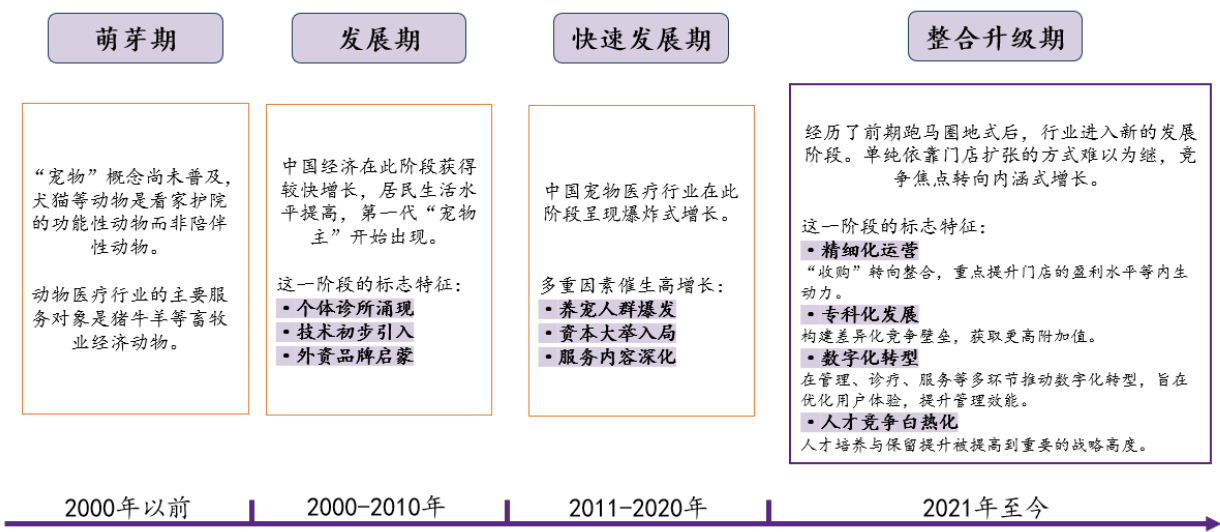
黄金十年：资本驱动下的跑马圈地

爆炸式增长（2011-2020 年）：这一阶段宠物医疗行业呈现爆发态势。核心驱动力是养宠人群的爆发式增长、资本的大举入局以及服务内容的持续深化共同催生了高增长。企业通过快速扩张门店数量来抢占市场，竞争逻辑主要基于规模。

当前现状：存量整合与内涵式增长

整合升级期（2021 年至今）：行业告别粗放式扩张，进入深度整合阶段。单纯依靠门店扩张已难以为继，竞争焦点转向提升单店盈利能力。

图表 5：宠物医疗行业发展历程



资料来源：2025中国宠物医疗行业现状报告，华鑫证券研究

目前连锁化率仍处约 20%低位，CR5 约 6%，相比于美国超 30%的连锁化率以及约 25%的 CR5，中国宠物医院市场集中度有较大的增长空间。在品牌、供应链与管理优势驱动下，市场份额向头部集中是中长期明确趋势。

2.2、连锁化挑战：成本陷阱与“规模不经济”

理想盈利逻辑，收入与成本良性循环。品牌溢价与饱和接诊保障了单店营收的兑现能力，可有效摊薄重资产折旧。成本端则通过集约采购、优化人效（高薪酬与高产出绑定）及较低的后台费用分摊，实现优异的费用结构，体现总部对前线的有效赋能。

现实规模陷阱，营收收缩与成本刚性挤压利润。当门店面临流量与客单价压力时，营收下滑将首先暴露成本结构的脆弱性。高投入设备的低利用率、为维持运营而被迫扩充的编制（额外的管理人员等），使得人力等成本不降反升。叠加总部中后台的刚性费用分摊，现金流被快速侵蚀，导致规模扩张反而成为深化亏损的主因，凸显了精细化管理与单店模型健康度的至关重要。

2.3、经营痛点：人效瓶颈与管理冗余，易陷亏损泥潭

以头部企业为例，刚性的人力与行政费用已固化为沉重成本，直观揭示了连锁模式在缺乏人效优化时“规模不经济”的财务困境。

1. 人力成本：刚性支支占比过载，结构性缺口制约人效

成本结构固化： 头部连锁体系由于标准化管控需求，门店编制缺乏弹性，导致人力成本呈现明显刚性冗余。直接人工成本占比已突破 50%，收入敏感性较低。

供给端错配： 行业深陷结构性人才荒（2024 年缺口达 23-25 万人），资深医疗资源稀缺导致高流动、高招募成本循环，人效水平触碰天花板，成为单店 ROI 转正的核心掣肘。

2. 管理效率：行政杠杆失效，规模扩张陷入“反规模经济”陷阱

请阅读最后一页重要免责声明

中台发育过度：随着门店版图扩张，中台架构出现行政冗余（非一线人员占比超31%），管理费用率随扩张斜率同步上升，边际收益被激增的固定摊销稀释。

分摊压力侵蚀利润：测算困境模型下管理费率较理想模型大幅偏离。在本地化获客遭遇瓶颈时，高权重的总部成本分摊将导致经营杠杆失效，企业极易陷入“规模不经济”引起的亏损扩大化财务陷阱。

3、全链条人才供应链，产教融合与多元晋升构筑护城河

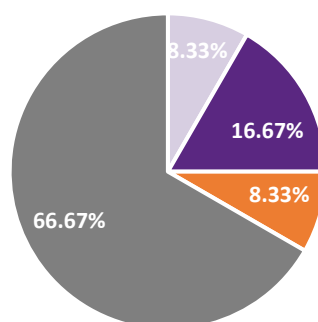
宠物医疗行业人才供给端失衡，导致现存医疗人员负担加剧，深埋人才流失隐患。同时高端人才供应不足，制约医疗专科化发展，阻碍将宠物老龄化红利兑现的进程。其源头在于目前宠物医疗行业人才结构偏低端，制约专科转型，同时教育体系与临床需求存在错位，抬升企业培养成本。瑞派构建的可复制的人才培养体系从多角度为自身构筑了坚固的人才护城河与强劲的人才供应链。

3.1、源头活水：前置化介入高校教育，打造高素质人才蓄水池

瑞派不使用短期高薪挖角模式，坚定执行长期主义的“内生式”人才战略，将人才供应链的最前端直接延伸至高校教育体系。截至2025年6月30日，公司已建立起行业领先的校企合作网络，与国内125所专业院校达成深度合作。通过前置设立瑞派班及产业学院，瑞派直接介入高校的课程设计与教学实施，实现了从理论教育到临床实操的无缝衔接，年均稳定吸纳约500名本科生加入，确保了基础医疗人才的规模化供给。

在高端人才储备方面，公司与华中农业大学等5所顶尖高校开展研究生联合培养项目，并共建教学动物医院，通过高层次的产教融合，提前锁定具备专科潜力的顶尖毕业生，为公司长期的技术壁垒构建提供了源源不断的动能。

图表6：瑞派招聘结构



■ 宠物医生 ■ 宠物医生助理 ■ 宠物美容师助理 ■ 实习生

资料来源：河南农业大学，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

6

注：该比重根据瑞派招聘信息测算

瑞派的招聘结构不局限于传统意义上的发布职位-等待投递，而是一种**前置化介入 + 分层式输送的深耕模式**。其核心逻辑是**将人才获取的战场从就业市场前移至教育源头**，从而实现了从纯粹招聘到前置培养的战略转型。同时形成从校园到临床岗位的可持续人才供应链，助力业务规模与服务质量同步提升。

3.2、培养体系：三位一体分级带教，标准化培训赋能 临床技术复制

1. 内部培训：四级阶梯与数字化赋能

瑞派建立了一套覆盖职业生涯全周期的内部人才培养循环，确保诊疗标准的高度统一。公司针对不同阶段的医师设立了四大核心培养计划：**从助理医师的入门带教，到住院及门诊医师的独立执业，再到专科医师的深度深造，直至院长层级的经营管理复合型人才培养。**

为保障培训效果，瑞派在执行层面全面推行导师制与跟诊制，让资深专家手把手传承临床经验。此外，公司还引入了先进的数字化培训手段，利用 **AI 智能平台** 对医生进行医学知识、沟通技巧及诊断技能的实战模拟与高频考核，以科技手段填平了不同区域间的人才能力方差。

2. 联合培训：产教融合与行业共建

在企业内部培训之外，瑞派积极打破边界，与行业生态圈建立深度连接。作为中国兽医协会继续教育联合体项目的优秀成员单位，瑞派不仅参与制定行业人才标准，更联合高校、上游设备商及药企共同建设行业产教融合共同体。跨界合作模式使得瑞派能够与供应链伙伴共建共享前沿知识库，将最新的医疗设备操作技术与药物应用方案第一时间转化为临床培训课程，实现了**学术与产业的无缝对接**。

3. 外部培训：国际视野与高端引进

为了突破国内兽医教育的天花板，瑞派坚持“引进来”的高端培训战略，**对标国际顶尖医疗水平**。公司引入了欧洲高级兽医学院（ESAVS）等全球权威机构的课程体系，让骨干医师不出国门即可接受国际一流水平的系统化教育。同时，瑞派定期邀请全球知名的兽医专家开展线下讲座与公开课，重点攻克疑难杂症与前沿术式。开放式的培训机制，不仅拓宽了核心医疗团队的国际视野，更为公司在心脏科、神经外科等高难度专科领域的技术领先地位提供了持续的智力支持。

图表 7：瑞派三位一体培养体系



资料来源：瑞派招股书，华鑫证券研究

3.3、留才机制：技术与双通道晋升，激励实现利益深度绑定

1. 技术晋升通道：从全科医师到行业领军者的专业跃迁

针对专注临床技术的医师，瑞派构建了助理医师—全科医师—专科医师—行业专家的四级阶梯式发展路径。公司并非仅提供一个头衔，亦配套严格内部认证体系与资源倾斜。

深度赋能：通过导师制带教与国际前沿课程引入，支持医师向神经外科、心脏科等高壁垒专科转型，非仅停留在基础诊疗。

成果验证：截至 2025 年 6 月 30 日，瑞派已自主培养出 143 名内部认证专科医师，其中 25 名获中国兽医协会权威认证。核心技术骨干构成瑞派在复杂病例诊疗上的绝对优势，是竞争对手难以短期复制的技术壁垒。

2. 管理晋升通道：打破单一技术标准，培养复合型将才

为了让懂医疗的人才参与经营决策，瑞派打通了医师—院长—区域负责人—管理公司总经理的转型通道。

角色转变：通过系统化的商学院式培训，帮助临床专家补齐财务管理、运营营销等能力短板，使其成长为懂医疗、善经营的复合型管理者。

战略意义：内部提拔机制不仅增强管理层对业务一线的深刻理解，更降低空降高管带来的磨合成本与信任风险，保障了集团标准化战略在全网的高效落地。

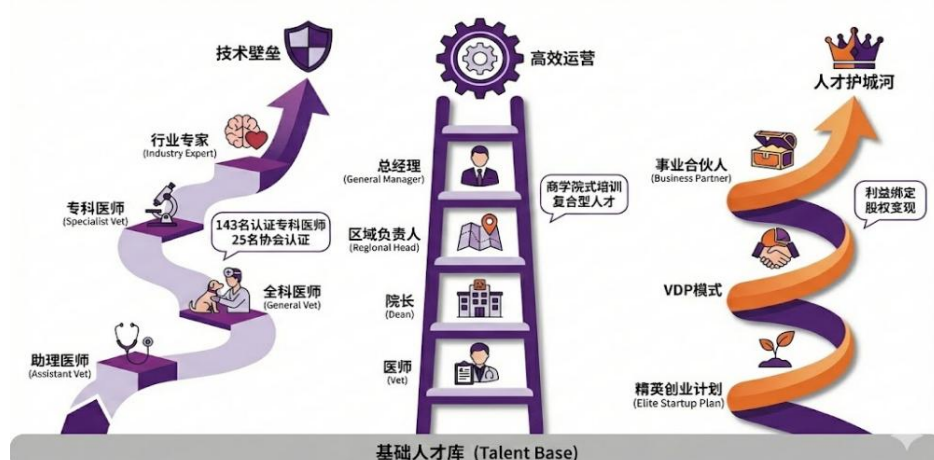
3. 创业晋升通道：以股权为纽带，实现从雇员到合伙人的身份蜕变

机制创新：对于具备极高经营潜力的顶尖医生，瑞派支持其在集团平台下自建新医院，并沿用核心的 VDP 模式（瑞派控股约 60%，创业团队持股约 40%）。

利益锁定：将医生的收入模型从工资+奖金升级为股权分红+资本增值，通过明确的股

权回购与变现路径，瑞派成功将核心人才转化为共担风险、共享收益的事业合伙人，从根源上解决了连锁医疗机构核心人才流失的行业痛点。

图表 8：瑞派多元晋升体系



资料来源：瑞派招股书，华鑫证券研究

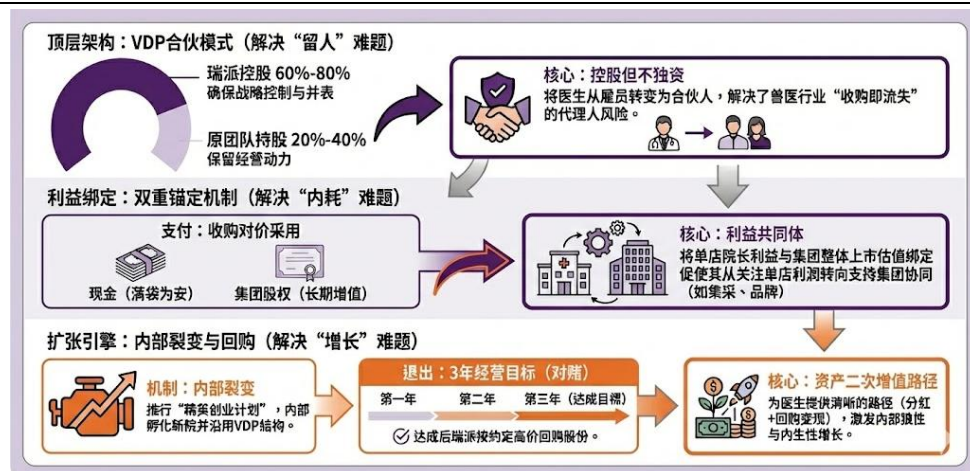
4、扩张机制：VDP 模式统一战线，内生孵化与外部并购双轮驱动

收并购不仅是规模叠加，更是多方在动态博弈中寻找新平衡的战略过程。目前，中国宠物医院行业的连锁化推进高度依赖于收并购。收购方、被收购方创始人及员工等核心利益相关方的诉求并非一成不变，而是随交易阶段发生显著演变。深入理解各方在收购前期与整合后期的核心利益差异，对于判断交易动机、预判整合挑战、乃至最终实现协同增值具有关键意义。

在瑞派的扩张版图中，其核心挑战在于如何解决宠物医疗行业高度依赖兽医个人能力的特性与资本追求标准化复制之间的矛盾。根据档案显示，瑞派并未采用传统的全资买断模式，而是首创了 VDP (Veterinary Development Partners, 兽医发展合伙人) 模式。这一模式的根本逻辑在于承认医生的人力资本价值，通过股权结构的精妙设计来解决代理人风险。

具体而言，在收购或新建医院时，瑞派通常持有约 60%至 80% 的股份，以确保对医院的财务并表权和战略控制权；同时，原核心团队或创始人保留 20%至 40% 的股份。这种控股但不独资的架构，将原创始人从单纯的管理者转化为与集团共担风险的合伙人，确保了收购后核心医疗团队的稳定性，避免了行业常见的“收购即流失”现象。

图表 9：瑞派 VDP 模式示意图



资料来源：瑞派招股书，华鑫证券研究

双重利益锚定：现金与集团股权的深度绑定

为了进一步巩固这种合伙关系，瑞派在收并购的支付环节构建了现金+集团股权的双重利益锚定机制。瑞派在支付收购对价时，不仅支付现金，还会包含瑞派公司的股权。

这一设计具有深远的战略意义：现金满足了创始人短期落袋为安的需求，而集团股权则将单店的经营成果与瑞派整体的上市估值直接挂钩。这意味着，地方医院的院长不再仅仅关注自己门店的利润，而是成为了集团的股东，其利益与集团整体的战略协同（如供应链集采、品牌声誉）紧密绑定，从而有效减少了连锁体系内的内耗，有助于形成真正的利益共同体。

内部孵化引擎：精英创业计划与对赌退出机制

这种利益分配机制不仅应用于外部收购，更在 2020 年被瑞派延伸至内部孵化，推出了“精英创业计划”。瑞派鼓励内部具备创业素质的医生或小股东发起设立新医院，新院依然沿用 VDP 模式的股权结构。

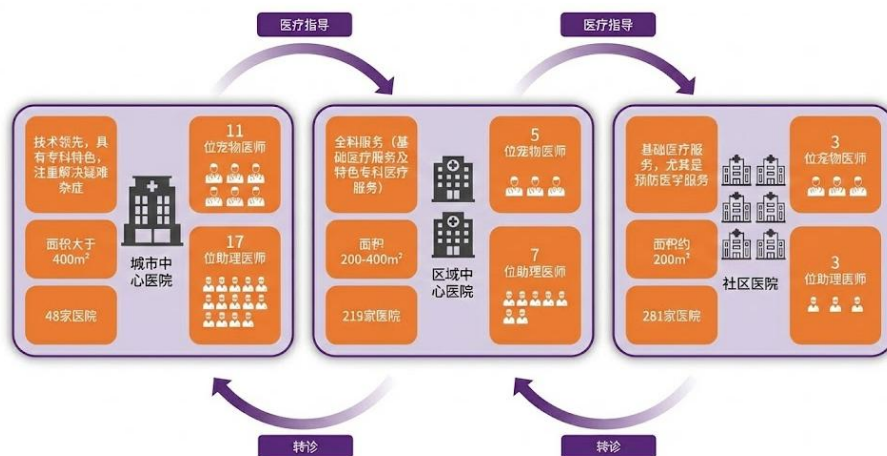
最为关键的是，该计划设计了一条清晰的财富变现路径——分阶段股份回购。瑞派与创业团队设定明确的经营目标（通常涉及收入和净利润率），若新院在约定时间（通常为 3 年）内达成目标，瑞派有权按约定回购创业团队持有的部分股份。这种机制类似于一级市场的对赌协议，它明确告诉医生：通过三年的努力经营，手中的股权不仅能带来分红，还能被集团高价回购，实现资产的二次增值。这成为瑞派在不完全依赖外部资金的情况下，实现内生性孵化增长的核心驱动力。

5、 瑞派：全网覆盖构筑规模优势，唯一盈利龙头验证经营韧性

1. 企业定位与市场地位

瑞派成立于 2012 年，是一家致力于为宠物提供全生命周期健康管理服务的全国性连锁宠物医疗机构。公司以“专业、专心、专家”为宗旨，是中国宠物医疗行业的先行者与领军企业之一。截至 2025 年 6 月 30 日，瑞派拥有 548 家在营宠物医院，覆盖中国大陆及香港的 28 个省份约 70 座城市，按医院数量计算，是中国第二大宠物医疗服务提供商。瑞派不仅在规模上处于领先地位，更是中国所有全国性大型连锁宠物医疗服务提供商中，唯一实现净利润的企业，且营收增长率位居行业首位。

图表 10：瑞派分级诊疗体系



资料来源：瑞派招股书，华鑫证券研究

2. 分级诊疗与网络布局

为了实现医疗资源的高效配置与广泛覆盖，瑞派构建了特色的“三级协同”医院网络体系：

社区医院（281 家）：作为基础网络，主要布局在养宠社区周边 3-5 公里范围内，专注于高频的基础医疗、预防医学及健康管理服务。

区域中心医院（219 家）：定位中大型机构，具备全科及特色专科服务能力，承接社区医院的转诊需求，并提供技术支持。

城市中心医院（48 家）：作为区域核心枢纽，拥有最资深的医疗团队和全套高端医疗设备（如核磁共振、CT 等），专注于疑难杂症诊治及高端专科医疗。这种分级体系不仅提升了服务的可及性，还通过跨院转诊机制产生了强大的协同效应。

3. 标准化运营与数智化赋能

瑞派通过“标杆复制”策略，建立了高度可复制的连锁化运营体系，确保了跨区域服务质量的统一性。

标准化管理：公司制定了统一的诊疗流程、运营规范及价格管控政策，并通过“总部-

区域管理公司-宠物医院”的三级管控架构高效落地。

数智化与 AI 应用：瑞派打造了覆盖诊疗全流程的数字化系统，包括 AI 辅助诊疗系统、医院智能管理系统及数智化营销平台。这些技术手段不仅提升了诊疗效率和准确性，还实现了从经验驱动向数据驱动的经营决策转型。

4. 核心业务与服务生态

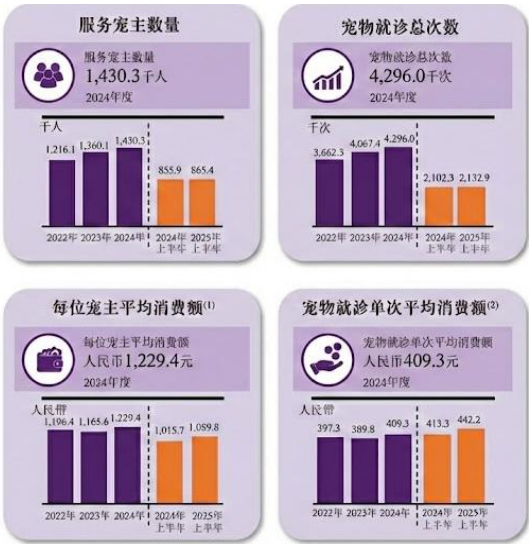
瑞派的核心业务围绕宠物全生命周期展开，形成了以医疗为核心，产品与服务为补充的多元化收入结构：

诊疗服务：是公司的主要收入来源（占比约 90%），涵盖内科、外科、眼科、骨科等 16 个专科领域，以及预防医学和各类常见病诊疗。

增值服务：包括宠物产品销售（精选营养保健品、护理产品等）及专业洗美服务，旨在满足宠主的一站式健康管理需求。

客户关系：公司建立了完善的会员体系及客户反馈机制，通过线上线下融合的服务闭环，有效增强了客户黏性与品牌忠诚度。

图表 11：瑞派营业数据



资料来源：瑞派招股书，华鑫证券研究

5. 财务表现：盈利能力领跑，增长势头强劲

瑞派在财务层面展现出高增长、高毛利、盈利拐点确立的显著特征，是行业内少数实现规模与效益双赢的企业。瑞派的营收规模在过去三年保持了稳健的上升通道，核心医疗业务驱动了整体增长：

年度营收：持续经营业务总收入由 2022 年的 14.55 亿元 增长至 2023 年的 15.85 亿元，并进一步增至 2024 年的 17.58 亿元，2023-2024 年同比增长率 10.9%。

最新业绩：截至 2025 年 6 月 30 日止六个月（2025 上半年），公司营收达 9.43 亿元，较 2024 年同期的 8.69 亿元增长 8.5%，显示出持续的增长韧性。

收入结构优化，医疗核心地位稳固公司坚定执行“医疗为核”的战略，高附加值的诊疗服务占比持续提升，非医疗服务主动收缩：

诊疗服务（核心引擎）：2024 年诊疗服务收入达 15.93 亿元，同比增长 11.9%，占总营收比例超过 90%。该业务板块的强劲增长得益于医院运营效率的提升及专科能力的增强。

宠物产品销售：2024 年收入为 0.76 亿元，保持相对稳定（2023 年为 0.74 亿元）。

美容服务：2024 年收入为 0.62 亿元，较 2023 年的 0.68 亿元下降 8.8%。这一趋势反映了公司主动聚焦高毛利医疗业务，剥离低效非医疗业务的战略导向。

毛利领先，确立盈利拐点。在行业普遍面临盈利压力的背景下，瑞派通过精细化管理和规模效应，显著提升了利润水平：

毛利率行业第一：公司毛利由 2023 年的 3.33 亿元增长 17.2% 至 2024 年的 3.90 亿元。毛利率从 2023 年的 21.0% 提升至 2024 年的 22.2%，稳居全国性大型连锁宠物医疗企业首位。2025 年上半年，毛利进一步增至 2.34 亿元。

亏损大幅收窄：净亏损从 2023 年的 2.51 亿元 大幅收窄至 2024 年的 0.59 亿元（2022 年亏损为 0.62 亿元）。

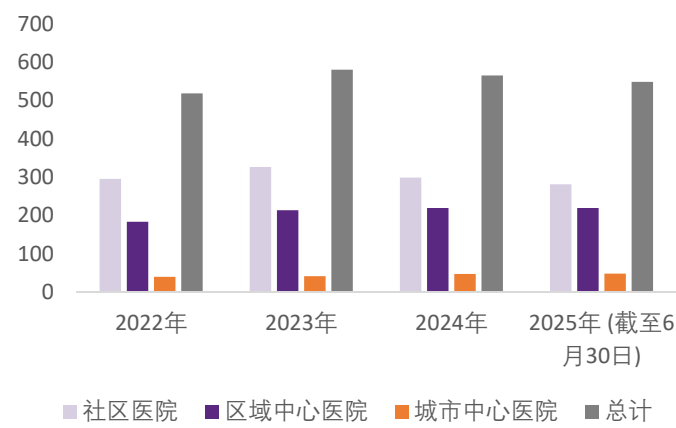
确立盈利：截至 2025 年 6 月 30 日止六个月，瑞派成功实现净利润 1554 万元（相比 2024 年同期亏损 1863 万元），正式确立了盈利拐点，成为中国唯一实现净利润的全国性大型连锁宠物医疗服务提供商。

图表 12：瑞派营收统计

医院类型	项目	2022年	2023年	2024年	2025年H1
城市中心医院	收入（千元）	377,280	418,876	535,061	296,688
	占比	25.90%	26.40%	30.40%	31.50%
区域中心医院	收入（千元）	612,401	694,255	767,520	414,167
	占比	42.10%	43.80%	43.60%	43.90%
社区医院	收入（千元）	463,544	470,442	451,341	230,072
	占比	31.90%	29.70%	25.70%	24.40%
总计	收入（千元）	1,454,958	1,585,346	1,758,370	943,130

资料来源：瑞派招股书，华鑫证券研究

图表 13：瑞派门店数量变化



资料来源：瑞派招股书，华鑫证券研究

随着高毛利专科医疗服务占比的提升及供应链优势的体现，叠加前期固定成本摊薄，公司盈利拐点已至。我们预测公司门店数量将于 2026 年、2027 年分别增至 575 家和 600 家，同时单店营收保持良性增长，规模效应进一步释放。

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 19.34 亿元、22.25 亿元、26.70 亿元，同比增速分别为 10.01%、15.04%、20.0%。净利润分别为 0.52 亿元、1.22 亿元、1.89 亿元，净利率分别为 2.70%、5.50%、7.10%。

请阅读最后一页重要免责声明

瑞派作为中国宠物医疗行业的领军企业，在行业整合期展现出极强的经营韧性。VDP 合伙模式有效解决了人才流失痛点，分级诊疗网络构筑了深厚的护城河。鉴于公司单店模型修复超预期，且是行业内率先实现盈利反转的龙头标的，具备稀缺性与高成长性，看好公司在千亿级宠物赛道中的长期价值。

图表 14：公司营业收入假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
门店数量（家）	565	548	575	600
YoY		-3.01%	4.93%	4.35%
单店营收（百万元）	3.11	3.53	3.87	4.45
YoY		13.50%	9.63%	14.99%
	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1758	1934	2225	2670
YoY		10.01%	15.04%	20.00%
营业成本（百万元）	1832	1489.18	1690.24	2015.10
毛利率		23.00%	24.00%	24.50%

资料来源：瑞派招股书，华鑫证券研究

6、风险提示

商誉减值风险、盈利承压风险、医疗合规风险、关联交易风险、流动性风险、业务单一风险等。

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

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。