

回盛生物 (300871.SZ)

盈利能力逐步修复, 2023Q1 实现稳健增长

业绩概况。2022 年营收同增 2.7%，归母净利润同降 60.3%。公司发布 2022 年报以及 2023 年一季报，2022 年实现营收 10.2 亿元，同比增长 2.7%，实现归母净利润 5270.7 万元，同比减少 60.3%，扣非归母净利润 4408.9 万元，同比减少 61.7%，其中 2022Q4 实现营收 3.5 亿元，创历史单季度新高，同比增长 40.4%，实现归母净利润 2630.1 万元，同比增长 100.2%，扣非归母净利润 2573.0 万元，同比增长 567.5%。2023Q1 实现营收 2.3 亿元，同比增长 12.3%，归母净利润 1485.6 万元，同比增长 634.0%，扣非归母净利润 894.5 万元，同比增长 697.1%。

2022 年养殖业行情波动较为剧烈，公司下半年销售显著回暖。公司收入结构以兽用化药制剂为主，2022H1 受下游生猪行情低迷影响，公司兽用制剂（包括兽用化药制剂、兽用中药制剂）2022H1 营收同比大幅下降 33.3%，6 月起生猪行情回暖推动公司销售快速改善，Q3/Q4 整体营收分别同增 30.6%/40.4%，2022 全年兽用化药制剂营收 7.7 亿元，同降 8.5%。2022 年兽用原料药/兽用中药制剂分别实现营收 1.1 亿元/2320.5 万元（yoy+69.0%/-6.9%），原料药大幅增长主要受益于年内泰乐菌素原料药新产能投产，以及泰万菌素原料药产能发酵效价提升以及泰万菌素行业普及率持续提升需求增长。分销售渠道看，直销/经销营收占比分别为 60.8%/37.4%，公司已与国内众多大型养殖企业建立了稳定的合作关系。

原料药成本、新产能折旧以及产品结构变化压制盈利，修复趋势已现。2022 年公司毛利率同比降低 4.9pct 至 22.0%，其中兽药制剂/兽用原料药毛利率分别为 23.7%/19.3%，分别-2.0/-14.1pct，毛利率下降主要由于：①年初原料药采购价格偏高；②低迷行情下高毛利产品销售占比降低；③年内新产能投产导致折旧压力增加，从成本结构看，以往正常年份原材料成本通常占成本比重 90%+，而 2022 年为 84.1%，折旧等其他成本大幅增长，逐季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 20.2%/18.2%/22.3%/25.0%，逐步改善趋势已现。2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.7%/5.3%/3.9%/1.4%，同比+0.0/+1.1/-0.8/+1.8pct，财务费用增加主要受发行可转债计提利息影响，全年净利率同降 8.2pct 至 5.2%。

2023Q1 实现业绩稳健增长，利润率同比修复。2023Q1 生猪养殖业持续亏损导致动保需求一定程度受损，公司收入环比下降，但同比仍保持稳健增长趋势。毛利率同比提升 4.0pct 至 24.2%，环比微幅下降，主要受产品结构变化、以及泰乐菌素原料药生产效率仍处于爬坡阶段影响，2023Q1 销售/管理/研发/财务费用率 5.7%/7.2%/4.0%/2.2%，同比-0.45/+2.92/+1.62/+1.83PCTs，净利率同比增至 6.4%（yoy+5.5pct）。

原料药-制剂一体化布局取得新进展，研发与产品组合优势巩固，盈利能力有望继续稳步修复。1) **原料药产能逐步投产：**报告期内公司“年产 1000 吨泰乐菌素项目”顺利投产，“年产 1000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素项目”基本建设完毕，大环内酯类兽药上下游布局完善，有望加强公司核心产品成本优势、品质控制、保障供应能力；2) **研发创新持续推进：**在研新药项目中，头孢泊肟酯片获新兽药证书。向农业农村部提交 5 项新兽药注册申请，其中非泼罗尼溶液已于 2023 年 4 月获新兽药注册证书。公司重点开展创新药布局，其中一类新兽药水产动物用新兽药已完成原料药毒理批中试，6 个二类新兽药正在开展或基本完成临床试验；3) **盈利能力仍在稳步修复：**随原料药生产工艺与效价优化，以及制剂产能利用率提升，预计盈利能力延续稳步改善趋势。

盈利预测：根据 2022 年报情况我们对盈利预测进行调整，预计公司 FY2023-2025 归母净利润 1.2 亿元/2.0 亿元/2.7 亿元，同增 134.2%/61.3%/36.7%，对应 PE24.1X/14.9X/10.9X，维持“买入”评级。

风险提示： 养殖行业疫病爆发、新客户拓展不及预期、产能建设进度不及预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	996	1,023	1,261	1,603	1,923
增长率 yoy (%)	28.1	2.7	23.3	27.1	19.9
归母净利润 (百万元)	132.87	52.71	123.45	199.05	272.04
增长率 yoy (%)	-11.5	-60.3	134.2	61.3	36.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.80	0.32	0.74	1.20	1.64
净资产收益率 (%)	8.2	3.4	7.6	11.2	13.7
P/E (倍)	22.4	56.4	24.1	14.9	10.9
P/B (倍)	2.0	2.1	2.0	1.8	1.6

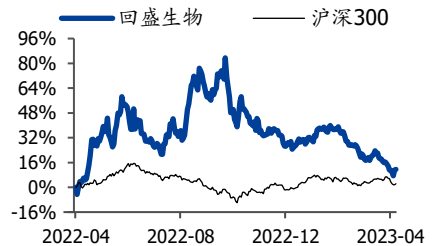
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	动物保健
前次评级	买入
4月27日收盘价(元)	17.98
总市值(百万元)	2,985.66
总股本(百万股)	166.05
其中自由流通股(%)	49.96
30日日均成交量(百万股)	1.73

股价走势



作者

分析师 孟鑫

执业证书编号: S0680520090003

邮箱: mengxin@gszq.com

相关研究

- 《回盛生物 (300871.SZ): 业绩拐点已至, 重视底部配置价值》2022-12-16
- 《回盛生物 (300871.SZ): Q3 收入增长亮眼, 盈利处于稳步恢复阶段》2022-10-25
- 《回盛生物 (300871.SZ): 成本与折旧压制盈利, 下半年困境反转确定性》2022-08-31

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1599	1351	1291	1425	1476	营业收入	996	1023	1261	1603	1923
现金	1068	424	225	176	108	营业成本	725	798	931	1151	1359
应收票据及应收账款	240	348	377	544	561	营业税金及附加	5	9	9	11	13
其他应收款	1	2	2	3	3	营业费用	47	48	61	75	88
预付账款	9	9	13	14	18	管理费用	42	54	63	77	88
存货	232	199	304	318	416	研发费用	47	40	50	64	77
其他流动资产	49	370	370	370	370	财务费用	-4	14	10	4	-3
非流动资产	1143	1638	1764	1988	2187	资产减值损失	-2	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	6	5	0	0	0
固定资产	534	1166	1287	1470	1642	公允价值变动收益	2	1	1	1	1
无形资产	110	107	112	119	121	投资净收益	3	6	2	3	3
其他非流动资产	499	365	365	398	424	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	2742	2989	3056	3413	3664	营业利润	151	59	140	225	305
流动负债	503	805	893	1172	1293	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	100	220	220	220	375	营业外支出	0	3	1	1	1
应付票据及应付账款	311	490	446	710	654	利润总额	151	57	140	224	304
其他流动负债	92	95	227	241	263	所得税	18	4	16	25	32
非流动负债	620	643	548	470	382	净利润	133	53	123	199	272
长期借款	575	570	476	398	310	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	45	72	72	72	72	归属母公司净利润	133	53	123	199	272
负债合计	1123	1448	1441	1642	1675	EBITDA	191	158	242	342	443
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.80	0.32	0.74	1.20	1.64
股本	166	166	166	166	166						
资本公积	882	877	877	877	877						
留存收益	429	427	499	595	711						
归属母公司股东权益	1619	1541	1615	1771	1989						
负债和股东权益	2742	2989	3056	3413	3664						
现金流量表 (百万元)						主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	156	97	41	381	214	成长能力					
净利润	133	53	123	199	272	营业收入(%)	28.1	2.7	23.3	27.1	19.9
折旧摊销	29	63	81	96	114	营业利润(%)	-14.4	-60.8	137.2	60.6	35.3
财务费用	-4	14	10	4	-3	归属于母公司净利润(%)	-11.5	-60.3	134.2	61.2	36.7
投资损失	-3	-6	-2	-3	-3	获利能力					
营运资金变动	-17	-26	-170	86	-164	毛利率(%)	27.2	22.0	26.2	28.2	29.3
其他经营现金流	18	-1	-1	-1	-1	净利率(%)	13.3	5.2	9.8	12.4	14.2
投资活动现金流	-185	-750	-205	-316	-309	ROE(%)	8.2	3.4	7.6	11.2	13.7
资本支出	600	429	127	223	200	ROIC(%)	6.1	3.7	5.7	8.5	10.3
长期投资	410	-330	0	0	0	偿债能力					
其他投资现金流	825	-651	-78	-92	-109	资产负债率(%)	41.0	48.4	47.1	48.1	45.7
筹资活动现金流	710	-35	-35	-114	-129	净负债比率(%)	-21.1	27.1	39.6	35.1	38.6
短期借款	37	120	0	0	0	流动比率	3.2	1.7	1.4	1.2	1.1
长期借款	575	-4	-95	-78	-88	速动比率	2.7	1.4	1.1	0.9	0.8
普通股增加	56	0	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	-45	-5	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
其他筹资现金流	88	-146	59	-37	-40	应收账款周转率	4.2	3.5	3.5	3.5	3.5
现金净增加额	681	-688	-199	-49	-223	应付账款周转率	2.9	2.0	2.0	2.0	2.0
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.80	0.32	0.74	1.20	1.64
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.58	0.25	2.29	1.29
						每股净资产(最新摊薄)	8.84	8.52	8.96	9.90	11.21
						估值比率					
						P/E	22.4	56.4	24.1	14.9	10.9
						P/B	2.0	2.1	2.0	1.8	1.6
						EV/EBITDA	13.6	19.2	13.4	9.4	7.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com