

# 回盛生物 (300871.SZ)

## 业绩拐点已至，重视底部配置价值

**兽用化药龙头，2016-2021年收入 CAGR 31%**。回盛生物成立于2002年，主要从事兽用药品、饲料及添加剂的研发、生产和销售，预计猪用产品占比80%左右。截至2022H1已取得兽药批准文号142个，2021年位居制剂销售规模第二。2020、2021H1充分受益于饲料端禁抗政策推动下的治疗类化药需求提升，收入规模分别同比大幅增长81.98%、86.78%，显著提速，2016-2021年收入 CAGR 31%，远超行业增速，市占率稳步提升。

**动保行业：规范化、集中化趋势利好龙头提速发展。**规模养殖占比提升+行业疫病防控意识改善支撑动保产品需求持续增长，2021年我国兽药行业销售规模686.2亿元，同比增长10.5%，2011~2021年规模 CAGR 9.0%。减抗限抗、环保要求、新版 GMP 等行业政策加快行业集中度提升进程，龙头企业多重优势凸显充分受益，以兽用化药企业为例，2021年中大型企业占比提升至58%（2019年该占比51%）。

**产品+研发+渠道优势突出。**1) **产品：**以猪用呼吸道传染病兽药制剂为主，预计猪用产品占比80%左右，禽/水产/宠物/反刍产品有序布局，多产品市场地位领先，核心优势产品泰万菌素收入占比20%左右，毛利率保持60%+，已实现原料药制剂一体化；2) **研发：**研发平台实力雄厚，支撑新产品迭代+生产工艺改进，成立“华农-回盛研究院”，双方围绕重大疾病预防、新型兽药开发、市场战略研究、技术服务等领域联合开展研究，进一步提升公司研发创新水平。3) **渠道：**直销+经销并驾齐驱，顺应下游养殖集约化趋势，规模场客户加速拓展，直销占比快速提升，专业技术服务形成差异化优势。

**2022Q3 业绩向上拐点已至，盈利修复具有较高确定性。**2021H2~2022H1受下游生猪养殖深度亏损+上游原料药价格暴涨影响，公司业绩表现与盈利水平双双下滑，6月以来猪价保持相对高景气，2022Q3单季度实现营收2.74亿元，同比+30.59%，实现归母净利润1989.33万元，同比+8.11%，业绩拐点已至，后期原料药成本下降、产能利用率提升、产品结构优化、原料药布局加深等变化趋势下，公司盈利水平修复具有较高确定性。

**中长期高成长有望持续：1) 猪药领域纵向深化：**新产品与组合方案持续推出，“稳蓝增免”方案等助力公司规模场新客户合作，同时公司深耕现有优质客户，实现品类拓宽+渗透率提升，600吨泰万+1000吨泰乐原料药产能建设稳步推进，大环内酯产业链优势加强，销售放量可期；2) **横向开拓优势领域：**水产药提速增长，禽药市场地位逐步建立，11款面向猫狗的宠物保健品及2款宠物药品先后上市且多产品在研，市场潜力可观。纵横协同发展有望支撑公司实现业绩持续高成长。

**盈利预测与投资建议：**根据近期下游养殖业景气度以及公司经营情况，我们对此前盈利预测作出调整，预计2022-2024年归母净利润分别为7002万元/2.38亿元/3.30亿元，同增-47.3%/240.3%/38.3%，对应PE分别为51X/15X/11X，当前估值处于历史底部，参考可比公司相对估值，我们认为公司合理市值为55亿元，对应2022年PE23X，目标价33.3元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能建设不及预期；新产品推广不及预期；下游需求波动等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	777	996	1,028	1,517	2,005
增长率 yoy (%)	82.0	28.1	3.2	47.6	32.2
归母净利润(百万元)	150.16	132.87	70.02	238.29	329.53
增长率 yoy (%)	118.4	-11.5	-47.30	240.32	38.29
EPS 最新摊薄(元/股)	0.90	0.80	0.42	1.44	1.98
净资产收益率(%)	10.9	8.2	3.0	9.4	11.7
P/E(倍)	23.79	26.88	51.01	14.99	10.84
P/B(倍)	2.6	2.4	1.6	1.5	1.3

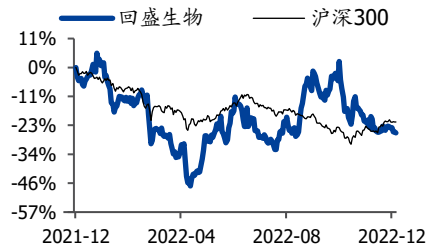
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年12月14日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	动物保健
前次评级	买入
12月16日收盘价(元)	21.41
总市值(百万元)	3,555.23
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)	2.24

#### 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): 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强》2022-08-31
- 《回盛生物(300871.SZ): 需求疲软+成本承压拖累业绩, Q2起有望逐步改善》2022-04-23



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1177	1599	2216	2372	2257
现金	345	1068	1732	1464	1381
应收票据及应收账款	231	240	246	471	476
其他应收款	1	1	1	3	2
预付账款	24	9	25	25	41
存货	127	232	164	361	308
其他流动资产	449	49	49	49	49
<b>非流动资产</b>	575	1143	1149	1399	1660
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	145	534	602	812	1023
无形资产	96	110	124	133	144
其他非流动资产	334	499	424	455	493
<b>资产总计</b>	1752	2742	3365	3772	3917
<b>流动负债</b>	339	503	526	816	762
短期借款	63	100	100	100	100
应付票据及应付账款	194	311	247	494	450
其他流动负债	81	92	180	222	212
<b>非流动负债</b>	34	620	505	419	333
长期借款	0	575	460	374	288
其他非流动负债	34	45	45	45	45
<b>负债合计</b>	373	1123	1032	1235	1095
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	111	166	191	191	191
资本公积	927	882	1557	1557	1557
留存收益	342	429	487	672	909
归属母公司股东权益	1379	1619	2334	2537	2822
<b>负债和股东权益</b>	1752	2742	3365	3772	3917

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	48	156	70	136	363
净利润	150	133	70	238	330
折旧摊销	19	29	44	57	76
财务费用	-4	-4	-3	-16	-10
投资损失	0	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	-131	-17	-39	-142	-31
其他经营现金流	14	18	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-670	-185	-49	-306	-334
资本支出	231	600	6	250	260
长期投资	-440	410	0	0	0
其他投资现金流	-880	825	-42	-55	-74
<b>筹资活动现金流</b>	826	710	643	-98	-112
短期借款	34	37	0	0	0
长期借款	-34	575	-114	-86	-86
普通股增加	28	56	25	0	0
资本公积增加	823	-45	675	0	0
其他筹资现金流	-25	88	57	-12	-26
<b>现金净增加额</b>	204	681	664	-268	-83

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	777	996	1028	1517	2005
营业成本	490	725	800	1062	1354
营业税金及附加	4	5	8	10	13
营业费用	53	47	51	64	90
管理费用	34	42	51	64	90
研发费用	28	47	41	61	90
财务费用	-4	-4	-3	-16	-10
资产减值损失	-1	-2	0	0	0
其他收益	10	6	0	0	0
公允价值变动收益	1	2	1	1	1
投资净收益	0	3	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	177	151	81	274	380
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	176	151	80	274	379
所得税	26	18	10	36	50
<b>净利润</b>	150	133	70	238	330
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	150	133	70	238	330
EBITDA	189	191	105	303	430
EPS (元)	0.90	0.80	0.42	1.44	1.98

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	82.0	28.1	3.2	47.6	32.2
营业利润(%)	124.7	-14.4	-46.7	240.4	38.5
归属于母公司净利润(%)	118.4	-11.5	-47.3	240.3	38.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	37.0	27.2	22.2	30.0	32.5
净利率(%)	19.3	13.3	6.8	15.7	16.4
ROE(%)	10.9	8.2	3.0	9.4	11.7
ROIC(%)	9.7	6.1	1.8	6.7	9.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	21.3	41.0	30.7	32.7	28.0
净负债比率(%)	-17.3	-21.1	-43.3	-32.4	-28.9
流动比率	3.5	3.2	4.2	2.9	3.0
速动比率	2.4	2.7	3.8	2.4	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.4	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	4.7	4.2	4.2	4.2	4.2
应付账款周转率	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.80	0.42	1.44	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.94	0.42	0.82	2.19
每股净资产(最新摊薄)	8.31	8.84	13.14	14.37	16.08
<b>估值比率</b>					
P/E	23.8	26.9	51.0	15.0	10.8
P/B	2.6	2.4	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	19.2	19.5	29.1	10.8	7.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 12 月 14 日收盘价

## 内容目录

1 公司概况：兽用化药龙头，近 6 年收入 CAGR 31% .....	5
1.1 兽用化药龙头成长提速，多重因素扰动盈利水平 .....	5
1.2 猪用兽药为主，秋冬为销售旺季 .....	6
2 行业分析：规范化、集中化趋势利好龙头提速发展 .....	8
2.1 市场规模稳健增长，化药占比超 70% .....	8
2.2 限抗、禁抗政策加快化药规范化发展进程 .....	9
2.3 新版 GMP、环保等管控趋严加速集中度提升 .....	11
2.4 养殖后周期特征明显，高景气支撑高弹性 .....	13
3 公司分析：成长性领先，深耕研发+产品+渠道壁垒 .....	14
3.1 成长属性凸显，增速高于行业 .....	14
3.2 研发能力卓越，新兽药优势显著 .....	15
3.3 核心产品行业领先，原料药制剂一体化布局 .....	16
3.4 直销+经销协同发展，直营销售占比快速提升 .....	17
4 成长展望：短期受益于养殖景气，中长期成长可持续 .....	17
4.1 盈利能力修复具有较高确定性 .....	17
4.2 短期受益于周期催化，中长期横纵协同支撑成长持续 .....	19
5 盈利预测与估值 .....	20
6 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：2016 至今公司营收及增速（单位：百万元） .....	5
图表 2：2016 至今公司归母净利润及增速（单位：百万元） .....	5
图表 3：公司费用率 .....	6
图表 4：公司毛利率、净利率 .....	6
图表 5：2017-2021H1 适用养殖对象收入占比 .....	6
图表 6：2016-2021 年公司营收分季度占比情况 .....	6
图表 7：2016~2021H1 主要产品收入占比 .....	7
图表 8：2016~2019 年主要产品毛利率 .....	7
图表 9：公司产品列表 .....	7
图表 10：回盛与千方动保 5%泰万菌素预混剂价格对比 .....	8
图表 11：回盛与赛为动保 20%泰万菌素预混剂价格对比 .....	8
图表 12：国内动保行业销售规模及增速（单位：亿元） .....	9
图表 13：国内动保行业生药、化药销售额占比 .....	9
图表 14：2016-2021 动保公司化药收入 CAGR（单位：%） .....	9
图表 15：2016-2021 动保公司生药收入 CAGR（单位：%） .....	9
图表 16：减抗、限抗部分政策文件 .....	10
图表 17：我国抗菌药按使用目的的分类统计 .....	10
图表 18：2019-2020 年中国兽用抗菌药的使用途径分类情况 .....	10
图表 19：国内兽药行业化药销售规模及增速（单位：亿元） .....	11
图表 20：动保公司化药收入同比增速（单位：%） .....	11
图表 21：《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》与 2002 年版简要对比 .....	12
图表 22：2016~2021 年国内动保分板块销售额 CR10 .....	12

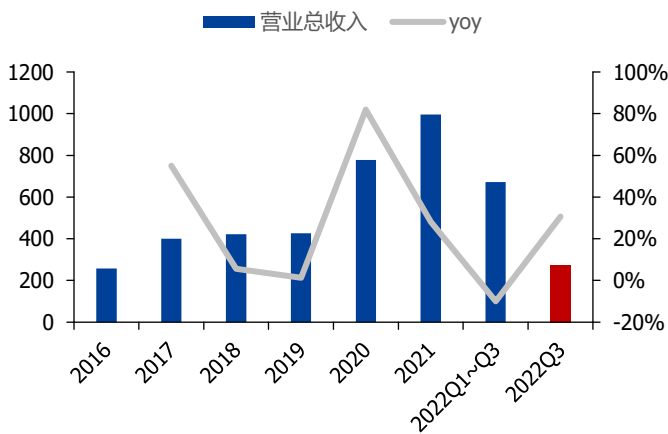
图表 23: 国内兽用化药不同规模企业数量占比.....	12
图表 24: 不同规模化药企业毛利率.....	13
图表 25: 不同规模化药企业资产利润率.....	13
图表 26: 2014Q2~2018Q2 动保企业单季度营收增速.....	14
图表 27: 2018Q2~2022Q2 动保企业单季度营收增速.....	14
图表 28: 动保板块公司 2016~2021 业绩 CAGR.....	14
图表 29: 公司 2016 年至今营收、归母净利润同比增速.....	15
图表 30: 2017-2019 年营收增速对比.....	15
图表 31: 公司研发费用及研发费用率 (单位: 万元, %).....	15
图表 32: 研发人员数量及占比 (单位: %).....	15
图表 33: 2018~2021 年公司泰万菌素原料药产能及利用率 (单位: 吨).....	16
图表 34: 公司泰万菌素产业链布局.....	16
图表 35: 公司直销模式销售收入占比快速提升.....	17
图表 36: 公司前五大客户销售收入占比.....	17
图表 37: 截止 2021 年年底公司部分重要在建工程项目变化情况整理.....	18
图表 38: 公司毛利率、净利率 (单季度).....	18
图表 39: 兽用原料价格指数 2021 年下半年较大波动.....	19
图表 40: 22 省市生猪平均价 (元/千克).....	20
图表 41: 生猪养殖头均盈利情况 (元/头).....	20
图表 42: 营业收入预测.....	21
图表 43: 毛利率与费用率假设.....	22
图表 44: 兽用化药上市公司估值表.....	22

## 1 公司概况: 兽用化药龙头, 2016-2021 年收入 CAGR 31%

### 1.1 兽用化药龙头成长提速, 多重因素扰动盈利水平

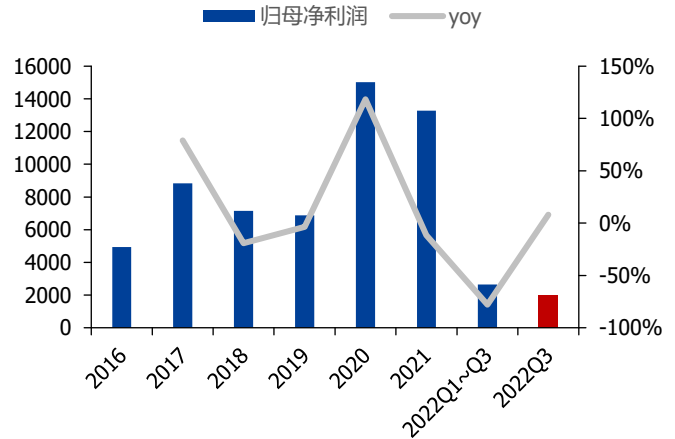
兽用化药龙头, 化药产品品类丰富, 充分受益于饲料端禁抗, 中期猪价相对高景气支撑成长属性加速回归。回盛生物成立于 2002 年, 主要从事兽用药品、饲料及添加剂的研发、生产和销售。截至 2022 年 6 月末, 已取得兽药批准文号 142 个。制剂销售规模全国第二。2020、2021H1 充分受益于 2020 年饲料端禁抗政策推动下的治疗类化药需求提升, 收入规模分别同比大幅增长 81.98%、86.78%, 显著提速, 2016-2021 年收入 CAGR 31%。2021H2~2022H1 受下游生猪养殖深度亏损+上游原料药价格暴涨影响, 业绩表现疲软, 2021/2022Q1~Q3 分别实现营收 9.96/6.71 亿元, 同比分别+28.14%/-9.98%, 实现归母净利润 1.33 亿元/2640.60 万元, 同比分别-11.52%/-77.95%, 6 月以来猪价保持相对高景气, 公司 2022Q3 单季度实现营收 2.74 亿元, 同比+30.59%, 实现归母净利润 1989.33 万元, 同比+8.11%, 环比显著恢复。

图表 1: 2016 至今公司营收及增速 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2016 至今公司归母净利润及增速 (单位: 百万元)



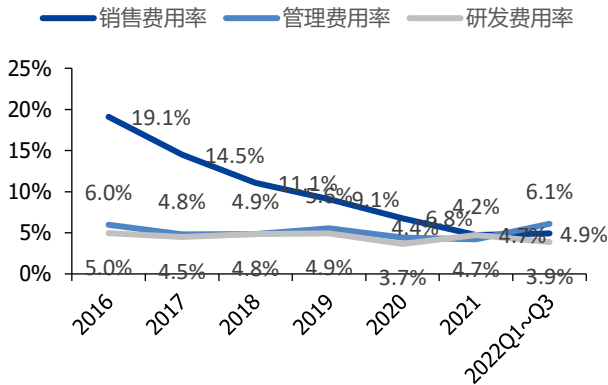
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用端整体呈现优化趋势。销售费用受益于直销占比快速提升持续优化, 管理费用率、研发费用率保持相对稳定, 整体呈现优化趋势。

毛利率近年呈现较大波动, 导致净利率呈现下滑趋势, 分析历史盈利水平变化因素如下:

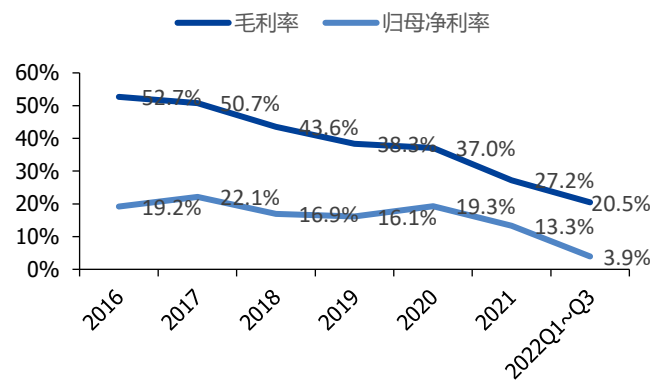
- 2018~2019 年毛利率下滑主要受多数产品原材料价格上涨、规模养殖场客户占比提升影响, 同时 2019 年禽用产品占比提升亦拉低整体盈利水平;
- 2021 年下半年上游原料药受拉闸限电、环保限产以及新版 GMP 等多重因素影响价格暴涨, 而同时下游生猪养殖行业处于远超以往的深度亏损状态, 家禽亦处于景气低位, 下游需求疲软成本难以转嫁, 在 2022 年上半年盈利水平触底, Q3 起盈利水平逐步恢复。

图表3: 公司费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 公司毛利率、净利率

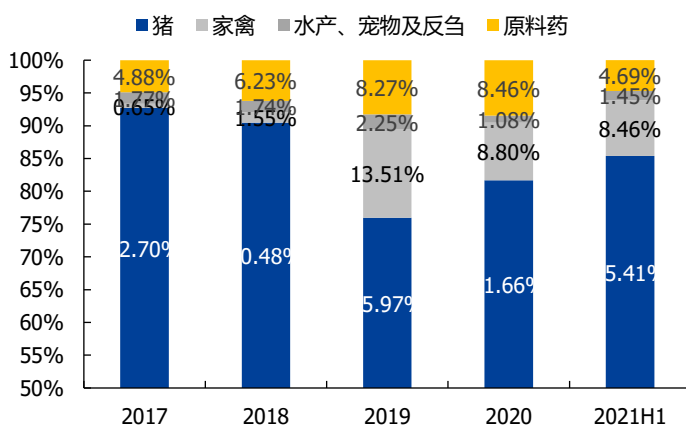


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2 猪用兽药为主, 秋冬为销售旺季

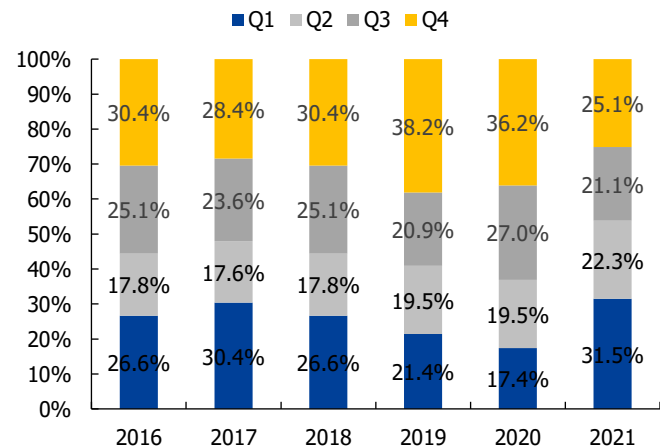
猪用产品占比超 75%，销售存在季节性特征，通常 Q1、Q4 需求较旺盛。以下游适用养殖对象划分，公司猪用产品在 2017-2018 年收入占比超过 90%，2019 年受非洲猪瘟导致生猪存栏减少、肉鸡行情走高双重影响，猪用产品占比略有降低，禽用产品占比提升，2020~2021H1 随下游生猪景气度与存栏量双升，猪用产品收入占比有所反弹，预计目前猪用产品占比在 80%左右。从季节特征看，养殖业秋冬季由于气温降低，动物免疫能力下降流行性疾病更容易发生，对治疗类兽药产品需求量随之增加，因此公司季度收入结构中通常 Q1、Q4 收入占比高于 Q2、Q3。

图表5: 2017-2021H1 适用养殖对象收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 2016-2021 年公司营收分季度占比情况

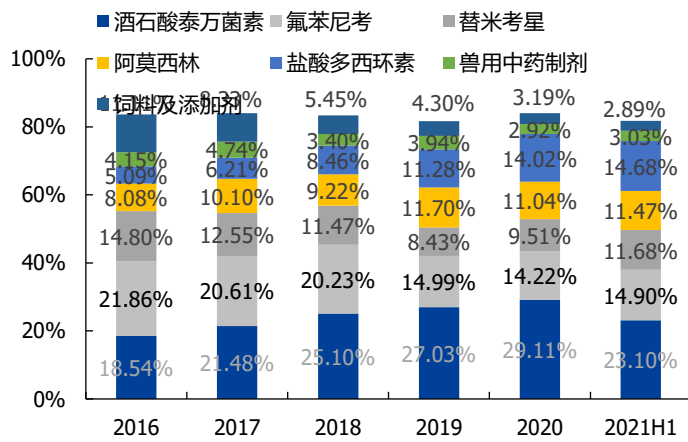


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

五大产品, 核心产品高毛利。按兽药品类划分, 公司产品包括: 酒石泰万菌素 (制剂+原料药, 预计制剂占比超过 70%)、氟苯尼考 (制剂)、阿莫西林 (制剂)、盐酸多西环素 (制剂)、替米考星 (制剂) 五大产品, 以及部分中药制剂、饲料添加剂, 2021H1 五大产品收入占比分别为 23.1%、14.9%、11.47%、14.68%、11.68%, 其中酒石泰万菌素为目前公司核心拳头产品。2021H1 酒石泰万菌素、氟苯尼考-粉/散/预混剂、氟苯尼考注射液、阿莫西林、盐酸多西环素、替米考星毛利率分别为 64.1%、12.9%、48.0%、

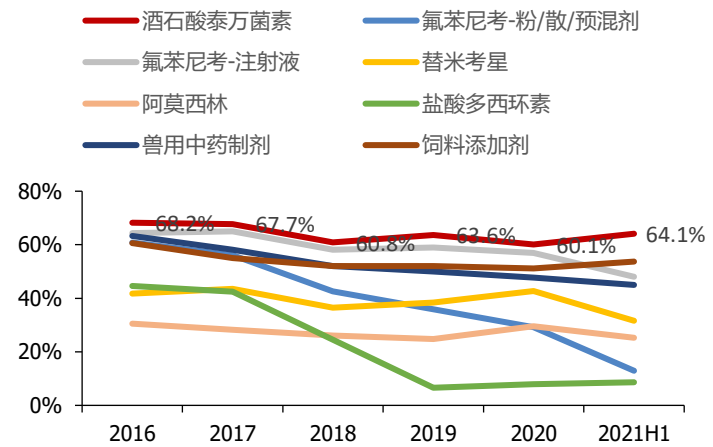
31.6%、25.2%、31.6%，酒石酸泰万菌素毛利率水平保持60%+，产品力凸显。2021年其他产品毛利率普遍下降，主要受上游环保要求、拉闸限电等影响原料药供给收缩价格上涨，压制公司制剂产品盈利。

图表7: 2016~2021H1主要产品收入占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 2016~2019年主要产品毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 公司产品列表

类别	通用名	商品名/商标	产品简介
原料药	酒石酸泰万菌素	泰万新	自主研发生产, 稳定性好, 水溶性优。
化药制剂	酒石酸泰万菌素预混剂	治嗽静	原料自主生产, 制剂水溶性好, 耐热稳定。
	氟苯尼考粉	万特斐灵	采用分子包合技术, 水溶性好, 生物利用度高, 适用于副猪、链球菌、传胸等疾病控制。
	氟苯尼考注射液	万特斐灵	采用分子凝胶技术, 注射刺激性小、长效, 适用于副猪、链球菌、传胸等疾病的控制。
	盐酸多西环素可溶性粉	-	水溶性好, 不易受金属离子影响、药效稳定, 适用于附红细胞体、大肠杆菌等疾病的控制。
	复方阿莫西林粉	-	产品稳定、水溶性好, 拌料溶水使用均可, 适用于丹毒、链球菌等疾病控制。
	阿莫西林可溶性粉	均崩	产品易溶水、溶水后可保持药效长时间稳定, 适用于丹毒、链球菌等疾病的预防。
	替米考星预混剂	支乐静	产品适口性好, 耐热稳定, 适用于支原体、链球菌、传胸等疾病的控制。
	延胡索酸泰妙菌素预混剂	富乐克	产品刺激性小、易溶水、耐热稳定, 适用于支原体、回肠炎等疾病的控制。
	泰地罗新注射液	泰必盛	新一代广谱高效、安全低毒的动物专用抗菌药, 具备动物专用、用量少、一次给药全程治疗、较长的消除半衰期、生物利用度高、低毒、低残留等众多优点。适用于胸膜肺炎放线杆菌、多杀性巴氏杆菌及副猪嗜血杆菌等引起的猪呼吸道疾病。
	盐酸头孢噻唑注射液	回力克	颗粒均匀、低刺激、通针性好, 适用于链球菌、副猪等疾病的控制。
复方磺胺氯达嗪钠粉	达安	使用安全、易溶水、耐热稳定, 适用于弓形体、链球菌等疾病的控制。	
酒石酸泰乐菌素磺胺二甲嘧啶可溶性粉	新附优特乐	耐热稳定、安全有效, 适用于附红体、弓形体、支原体等疾病的控制。	
阿苯达唑伊维菌素粉	乐去从	拌料易混匀, 使用安全, 适用于寄生虫的控制。	
中药制剂	板青颗粒	-	易溶水、颗粒均匀、纯中药, 适用于流感等疾病的控制。
	定喘散	并可清	精选地道药材, 优化加工工艺, 适用于呼吸道疾病的控制。
	茯苓多糖散	卫免	对猪瘟、伪狂犬和圆环疫苗具有显著的免疫增强作用, 可快速提高疫苗免疫后的抗体水平, 可适用于所有阶段的动物。
饲料及添加剂	仔猪用复合预混合饲料	绿益态	同时含有维生素、氨基酸和活菌, 真空包装保证稳定性, 适口性好, 适用于应激的控制。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司产品品质卓越，龙头优势显著。连续六年在农业农村部组织的兽药质量监督抽检中成为全国一千多家企业中仅有的6家保持抽检不合格批次为零的企业。产品定位中高端，工艺水平领先行业，产品效果与品质受到市场广泛认可，“猪生病，找回盛”已在行业内建立较强影响力。我们以淘宝官方店价格作为对比，回盛属于行业第一梯队龙头，与行业中小企业价格存在较大差异，充分体现公司产品力。

图表 10: 回盛与千方动保 5%泰万菌素预混剂价格对比

图表 11: 回盛与赛为动保 20%泰万菌素预混剂价格对比

回盛: 180元/千克

千方: 124元/千克

回盛: 119元/100克

赛为: 39.8元/100克



资料来源: 各品牌淘宝旗舰店, 国盛证券研究所

资料来源: 各品牌淘宝旗舰店, 国盛证券研究所

## 2 行业分析: 规范化、集中化趋势利好龙头提速发展

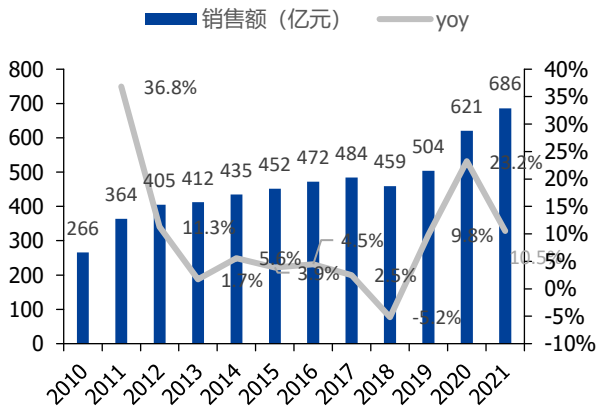
### 2.1 市场规模稳健增长, 化药占比超 70%

规模养殖占比提升+行业疫病防控意识改善支撑动保产品需求持续增长。规模化养殖场生物资产数量多、价值大且更加密集, 因此规模场更注重动物疫病防控与兽药品质, 且具有相对固定的科学规范的免疫程序, 支撑养殖业动保需求持续增长, 同时历次重大疫病爆发以及养殖业从业人员整体素质提升推动疫病防控意识改善, 亦推动动保产品需求规模提升。

销售规模持续增长, 其中兽用化药占比超过 70%。根据《兽药产业发展报告(2021 年度)》, 2021 年我国兽药行业销售规模 686.2 亿元, 同比增长 10.5%, 2011~2021 年规模 CAGR 9.0%, 尽管 2021 年下半年下游生猪养殖行业进入深度亏损, 动保产品需求有所减少, 但动保行业整体仍保持较快增长趋势。从板块结构看, 生药与化药 2021 年分别占据 24.8%、75.2% 份额, 2016 年至今化药占比始终超过 70%。

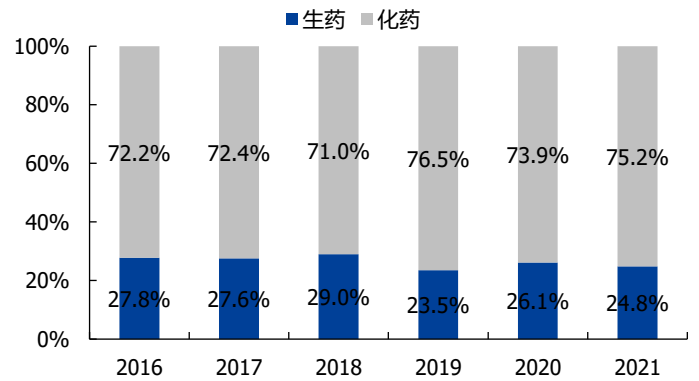


图表 12: 国内动保行业销售规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 中国兽药协会, 国盛证券研究所

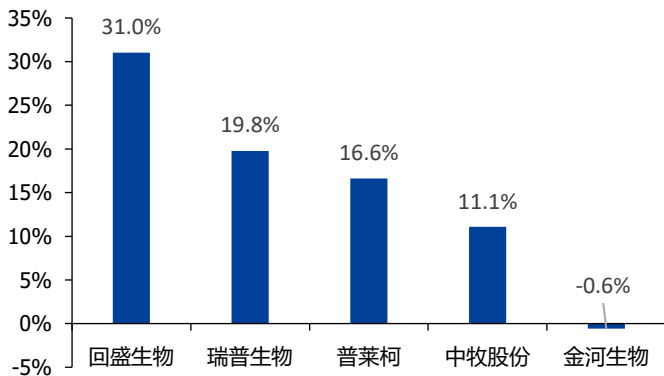
图表 13: 国内动保行业生药、化药销售额占比



资料来源: 中国兽药协会, 国盛证券研究所

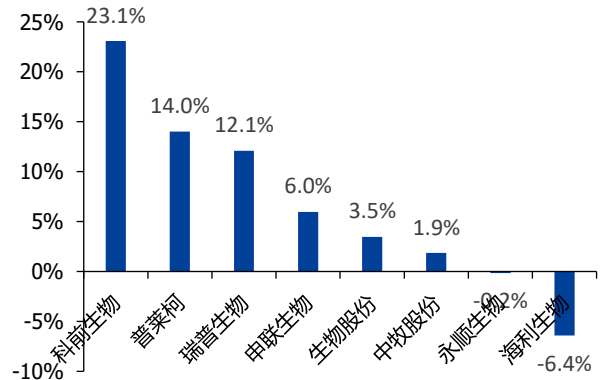
**化药板块成长性略优于生药板块, 细分领域龙头增速亮眼。**从细分板块成长性角度, 对比 2016-2021 年动保企业生药、化药业务收入 CAGR, 多数企业化药收入 CAGR 在 10% 以上, 同期国内兽药行业生药/化药销售规模 CAGR 分别为 5.4%/8.6%, 化药板块成长性略占优, 且细分领域龙头企业增速亮眼。我们认为主要受益于化药行业规范化与产品升级趋势以及 2020 年饲料端禁抗带来的治疗类化药需求放量, 支撑行业规模增长, 同时行业龙头享受行业集中度提升红利, 实现超出行业收入增速。

图表 14: 2016-2021 动保公司化药收入 CAGR (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2016-2021 动保公司生药收入 CAGR (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2 限抗、禁抗政策加快化药规范化发展进程

兽用化药作为养殖环节中重要的组成部分, 可起到禽畜疾病预防、治疗作用, 部分抗生素可起到一定促生长作用, 从而实现提升养殖效率目的。但大量甚至滥用抗生素会产生诸多问题, 包括抗生物残留对食品安全的危害、细菌耐药性导致生物安全风险等。顺应全球发展趋势, 我国限抗、减抗相关文件政策逐步出台, 2015 年发布《遏制细菌耐药国家行动计划(2016-2020 年)》; 2017 年发布《全国遏制动物源细菌耐药行动计划(2017-2020 年)》, 明确到 2020 年, 推进兽用抗菌药物减量化使用; 2019 年 7 月 9 日, 农业农村部发布了公告第 194 号, 提出饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂(中药类除外)的商品饲料, 饲料端开启全面禁抗。

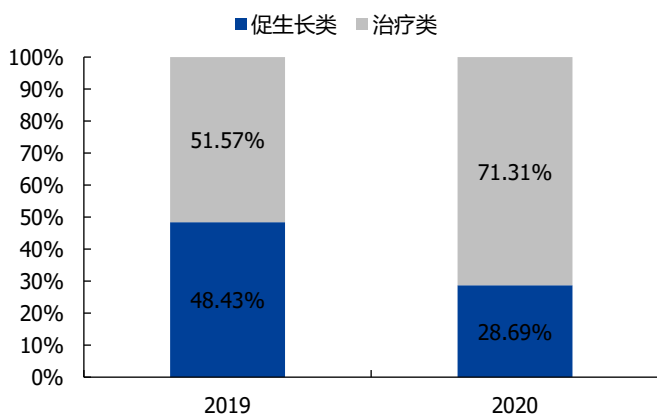
图表 16: 减抗、限抗部分政策文件

时间	文件	主要内容
2015年9月7日	中华人民共和国农业部公告第2292号	自2015年12月31日起,停止生产用于食品动物的洛美沙星、培氟沙星、氧氟沙星、诺氟沙星4种原料药的各种盐、酯及其各种制剂;自2016年12月31日起,停止经营、使用用于食品动物的洛美沙星、培氟沙星、氧氟沙星、诺氟沙星4种原料药的各种盐、酯及其各种制剂。
2017年9月21日	中华人民共和国农业部公告第2583号	禁止非泼罗尼及相关制剂用于食品动物。
2017年12月1日	中华人民共和国农业部公告第2428号	停止硫酸黏菌素用于动物促生长。
2018年2月20日	中华人民共和国农业部公告第2638号	停止在食品动物中使用喹乙醇、氨苯胂酸、洛克沙胂等3种兽药。
2019年7月10日	中华人民共和国农业农村部公告第194号	自2020年7月1日起,饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂(中药类除外)的商品饲料。

资料来源: 农业农村部, 国盛证券研究所

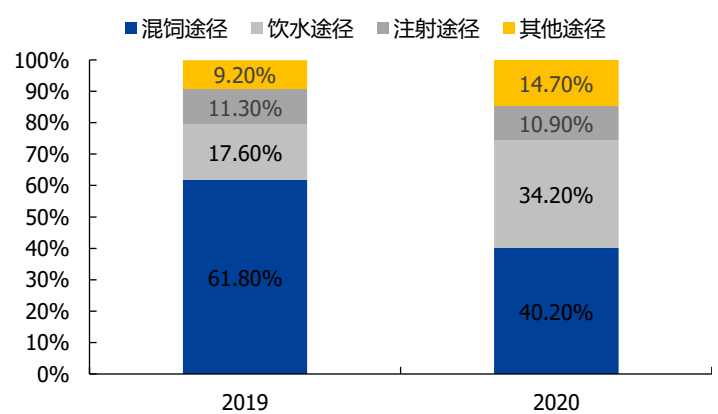
**饲料禁抗推动治疗类化药需求提升, 产品品质要求提高, 龙头充分受益。** 饲料端禁抗政策推动化药规范化使用趋势, 畜禽用药方式向治疗类兽用化药制剂转移, 根据兽药协会数据, 2020年按抗菌药物使用目的划分, 治疗类化药占比快速提升至71.31% (2019年为51.57%), 预计这一占比将持续提升。同时在化药制剂的使用场景中, 养殖业集约化程度提升对用药方便性、有效性需求提升, 因此集中饮水给药和加药器给药的方式占比逐渐提升, 2022年抗菌药饮水途径占比提升至34.2% (2019年为17.6%), 以上给药方式对药物的溶解度、稳定性、适口性和安全性等提出更高要求, 以高品质治疗类化药产品为主, 产品品质、新药研发能力卓越的行业龙头充分受益于饲料禁抗政策。此外养殖行业产业链上下游从业人员素质提升, 亦推动行业用药规范化。

图表 17: 我国抗菌药按使用目的的分类统计



资料来源: 中国畜牧业杂志, 国盛证券研究所

图表 18: 2019-2020年中国兽用抗菌药的使用途径分类情况

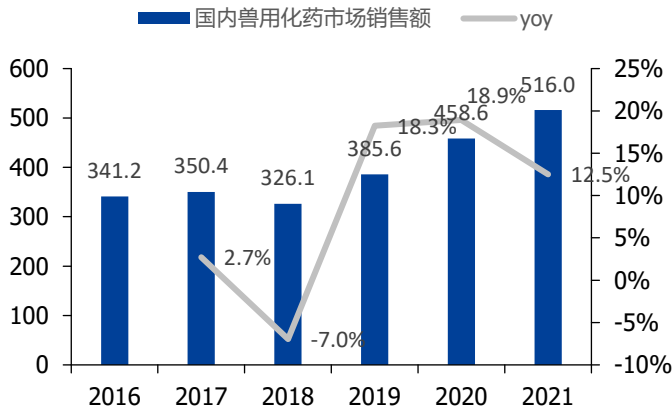


资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

**兽用化药销售规模保持增长趋势, 行业龙头化药业务增长亮眼。** 2021年兽用化药销售额仍保持增长趋势, 2021年实现销售额516亿元, 同比增长12.5%, 增速高于行业整体。同时2020~2021年, 受益于饲料端禁抗政策带来的治疗类化药需求提升、以及下游养殖

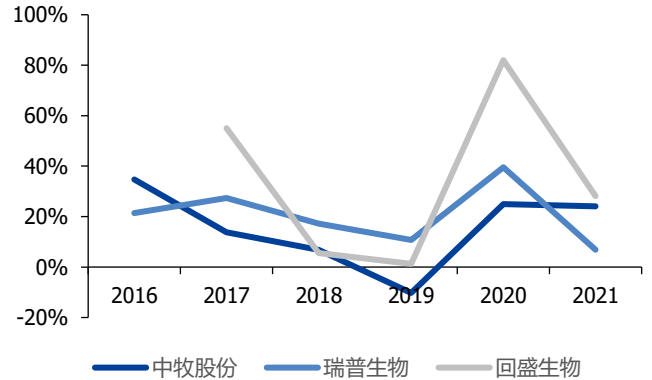
行业景气度提升，化药业务以治疗类化药产品为主的龙头企业均实现亮眼增长。回盛生物/瑞普生物/中牧股份化药业务 2020 年实现营收分别实现 82.0%/39.5%/25.0%增长，2021 年化药业务营收分别实现 28.1%/6.9%/24.0%增长，呈现优于行业成长性，体现规范化发展过程中行业龙头充分受益。

图表 19: 国内兽药行业化药销售规模及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 中国兽药协会, 国盛证券研究所

图表 20: 动保公司化药收入同比增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.3 新版 GMP、环保等管控趋严加速集中度提升

新版兽药 GMP 已正式施行，或倒逼小微企业退出。20 世纪 80 年代初我国兽药行业发展迅速，企业数量和兽药品种实现快速增长，为推动兽药行业健康发展并尽早与国际兽药生产管理标准接轨，原农业部在 1989 年颁布了《兽药生产质量管理规范（试行）》，决定在兽药生产企业实施 GMP 管理，1994 年发布《兽药生产质量管理规范实施细则（试行）》，2002 年 3 月份，我国正式发布了第一部《兽药生产质量管理规范》，并自 2006 年 1 月 1 日期强制实施，随全球养殖业发展进步，欧美等发达国家 GMP 标准不断提升改进，为提升我国兽药行业规范化程度、对标国际行业发展水平，《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》于 2020 年 6 月 1 日起正式施行，更严格细化兽药生产管理和质量控制等标准，并要求所有兽药生产企业均应在 2022 年 6 月 1 日前达到新版兽药 GMP 要求，或清退行业低质量小微企业，截止 2022 年 10 月底，国家兽药基础数据库在册企业 1233 家，相较兽药协会截止 2022 年底 1665 家显著减少。

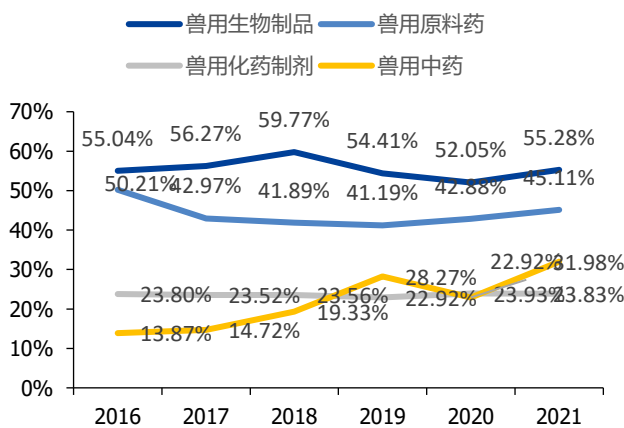
图表 21: 《兽药生产质量管理规范(2020年修订)》与 2002 年版简要对比



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

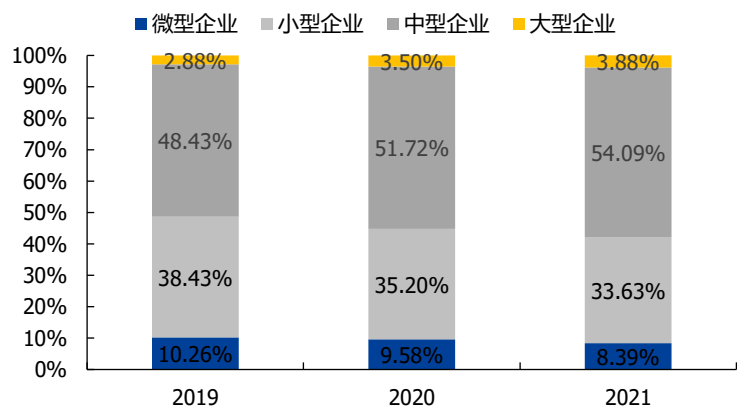
政策导向循序渐进, 行业集中度已呈现逐步提升趋势。受益于政策推动下的行业规范化程度提升、市场化发展趋势, 以及从业人员素质提升, 国内动保行业已逐步呈现集中度提升趋势, 其中化药板块具有较大集中度提升空间。2021年兽用生物制品、兽用原料药/兽用化药制剂/兽用中药 CR10 分别为 55.28%/45.11%/23.83%/31.98%, 兽用化药企业中, 大型企业、中型企业数量占比分别为 3.88%、54.09%。动物保健(中万)板块 2017-2021 年营收 CAGR 为 8.5%, 高于动保行业销售规模同期 CAGR 7.8%, 亦体现行业龙头份额提升趋势。

图表 22: 2016~2021 年国内动保分板块销售额 CR10



资料来源: 中国兽药协会, 国盛证券研究所

图表 23: 国内兽用化药不同规模企业数量占比



资料来源: 中国兽药协会, 国盛证券研究所

行业龙头优势显著, 行业集中度提升趋势可延续。行业龙头相较中小企业具备多重优势:

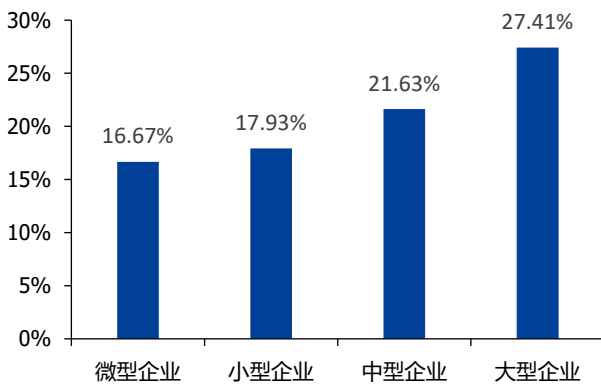
- 产能优势: 头部企业产能规模领先, 智能化生产水平较高, 此外兽用化药龙头近年来产能布局积极向上游延伸。
- 研发优势: 头部企业通常具备一定自主研发以及合作研发能力, 研究平台搭建与科

研院所可做均存在较高壁垒，为行业新兽药研发、生产工艺创新主力。

- **渠道优势：**头部企业渠道布局全面，直营、经销商、零售多渠道互补，覆盖市场范围广。
- **品牌优势：**养殖产业链从业人员素质逐渐提升，规模化养殖场占比快速提升，均动保企业产品力提出更高要求。
- **技术服务优势：**顺应行业需求趋势，头部企业通常可提供专业化技术服务，从以往产品推广为主演变为产品+服务模式，可帮助下游客户完善优化免疫用药程序，从而进一步提升养殖效率。

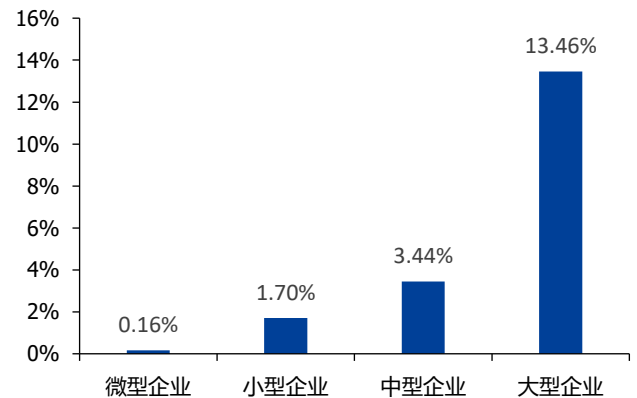
多重优势叠加下，行业头部企业拥有更强议价权及成本把控力，盈利壁垒凸显，在行业规范化程序持续提升过程中，中小企业淘汰是必然趋势，行业集中度提升趋势可延续。

图表 24: 不同规模化药企业毛利率



资料来源：中国兽药协会，国盛证券研究所

图表 25: 不同规模化药企业资产利润率

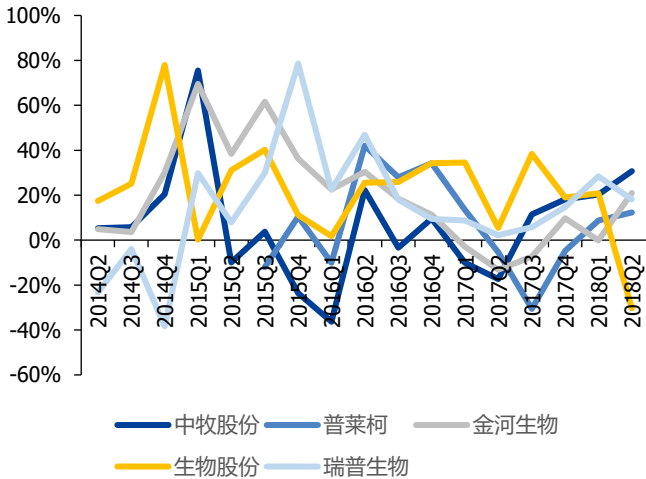


资料来源：中国兽药协会，国盛证券研究所

## 2.4 养殖后周期特征明显，高景气支撑高弹性

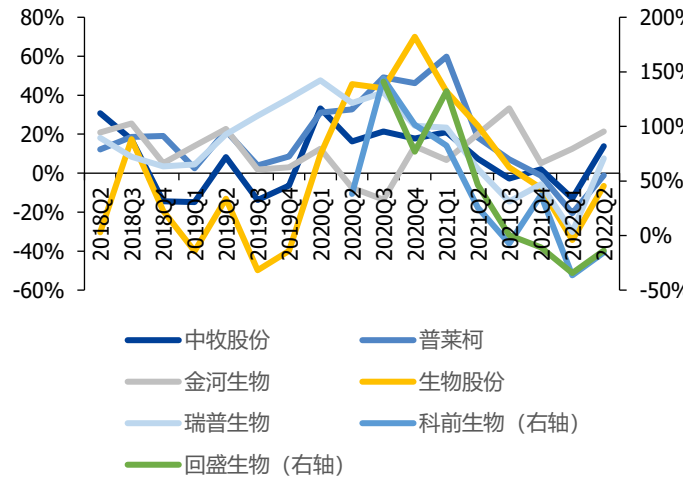
**行业养殖后周期属性突出。**回顾过去 2014~2018 年、2018~2022 年两轮猪周期，动保企业业绩表现具有较强的后周期属性，当下游养殖业实现正向盈利，养殖效率提升需求推动动保产品需求增长，因此动保企业业绩波动与猪价景气度高相关，猪价景气高位期间多数动保企业可保持高双位数收入增速，高增速持续性与猪价景气持续时间基本对应。2022 年 4 月中旬起猪价持续上涨、6 月上涨至成本线以上，目前仍保持相对景气，支撑动保产品需求持续改善。

图表 26: 2014Q2~2018Q2 动保企业单季度营收增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 2018Q2~2022Q2 动保企业单季度营收增速



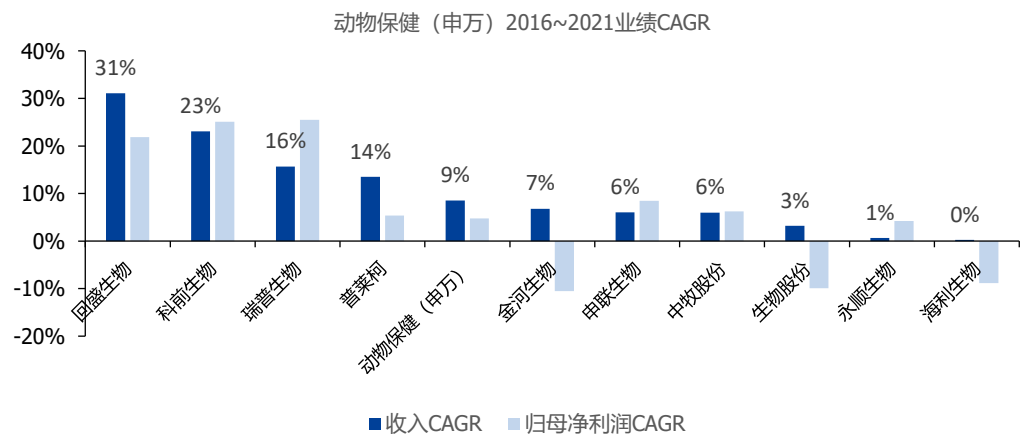
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3 公司分析: 成长性领先, 深铸研发+产品+渠道壁垒

#### 3.1 成长属性凸显, 增速高于行业

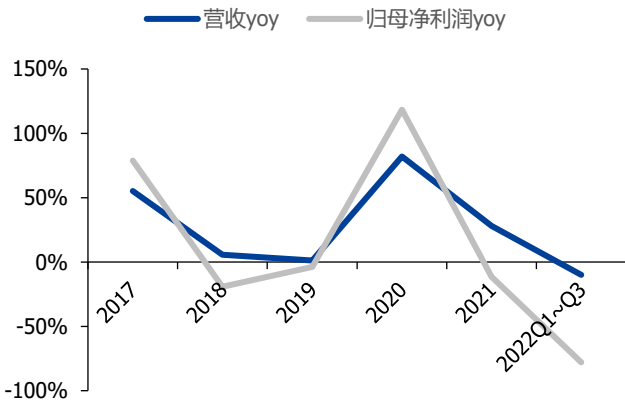
业绩增速表现出色, 成长属性突出。公司为 A 股唯一纯正兽用化药标的, 受益于饲料端禁抗政策、限抗相关政策、新版 GMP 提升行业准入门槛, 以及下游规模养殖占比提升等多重行业因素共同催化, 叠加公司核心产品泰万菌素作为新一代大环内酯类兽用专用抗生素仍处于行业渗透率提升阶段, 销售持续高增长。2016~2021 年公司总营收 CAGR 31%, 归母净利润 CAGR 22%, 成长性领先行业, 市占率持续提升。历史来看, 在 2017 年生猪周期 (2014~2018 年) 下行阶段开启后仍保持高双位数增速, 营收/归母净利润同比增长 55.1%/78.9% (同期行业龙头中牧股份/生物股份/瑞普生物/科前生物营收同比增长分别为 2.4%/25.3%/8.0%/62.1%), 2018~2019 年非洲猪瘟阶段仍保持相对平稳, 2019 年除瑞普生物受益于肉鸡行情、普莱柯受益于圆环新品“圆柯欣”处于成长期外, 由于生存栏大幅下降行业销售普遍显著下滑。

图表 28: 动保板块公司 2016~2021 业绩 CAGR



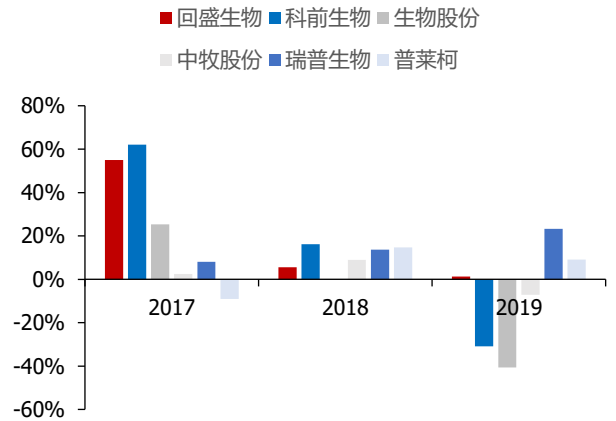
资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 中牧股份归母净利润计算基数已剔除金达威投资收益, 未列示业绩波动剧烈的绿康生化以及以饲料添加剂、预混料为主业的大禹生物、驱动力

图表 29: 公司 2016 年至今营收、归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2017-2019 年营收增速对比



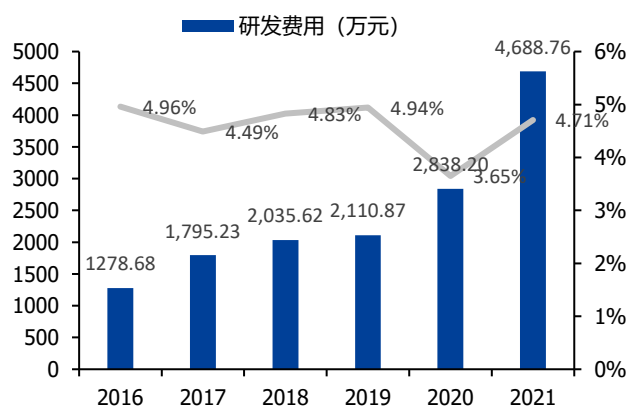
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 研发能力卓越，新兽药优势显著

**资深专业背景，重视研发技术投入，研发平台实力雄厚。**公司董事长张卫元先生系畜牧兽医学专业出身，正高级兽医师，具有丰富的从业经验。公司为“湖北省兽药工程技术研究中心”依托单位，成立了“院士专家工作站”并被评为全国先进工作站，子公司湖北回盛为“湖北省动物保健品生物工程技术研究中心”依托单位。此外公司已与华中农业大学联合成立“华农-回盛研究院”，双方围绕动物重大疾病防治、新型兽药开发、市场战略研究、技术服务等领域联合开展研究，进一步提升公司研发创新水平。新产品持续推出，例如公司研发的新兽药泰地罗新注射液是新一代广谱高效、安全低毒的动物专用抗菌药（仔猪保健用途为主），具备动物专用、用量少、一次给药全程治疗、较长的消除半衰期、生物利用度高、低毒、低残留等众多优点，于 2022 年上市销售，竞争对手仅鲁抗舍里乐。

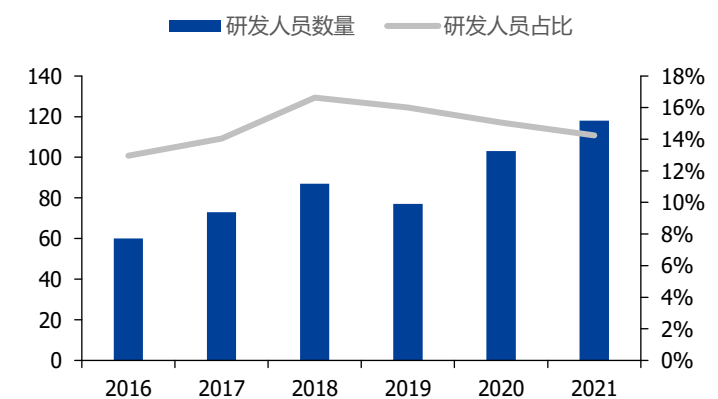
**研发奠定产品力，产品覆盖领域广。**公司目前已经掌握了多项先进的兽用药品生产工艺技术，主要包括核心原料药发酵技术、化药制剂产品分子包合及分子凝胶技术、中药提取和制剂干燥技术等，应用于酒石酸泰万菌素与酒石酸泰尔菌素原料药、氟苯尼考制剂等核心产品，使得公司产品疗效良好且质量稳定，提升了公司品牌的市场竞争优势。截至 2022 年 6 月末已取得兽药批准文号 142 个，形成了以猪用药品为核心，同时涵盖家禽、水产、宠物、反刍等其他药品及原料药领域的全方位产品布局。

图表 31: 公司研发费用及研发费用率 (单位: 万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 研发人员数量及占比 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3 核心产品行业领先，原料药制剂一体化布局

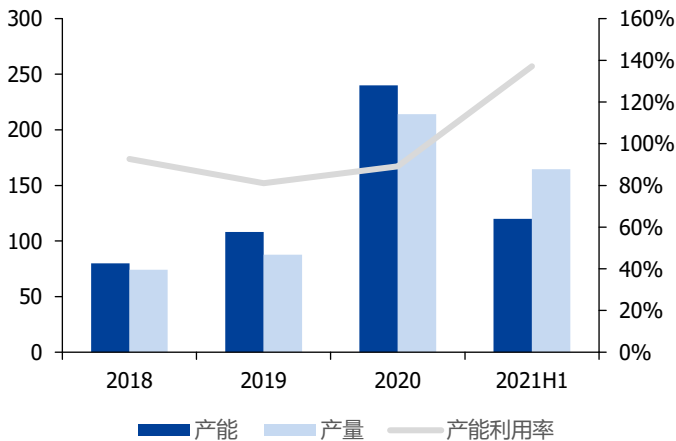
公司在猪呼吸道传染病领域市场地位领先，泰万菌素为目前最核心产品。公司猪用产品主要布局呼吸道传染病领域，如蓝耳病（猪繁殖与呼吸综合征）、副猪、链球菌、传胸等传染性疾病。酒石酸泰万菌素是一种高效、低毒、低残留的新一代大环内酯类兽药广谱抗生素。公司分别于2010年和2012年取得发酵菌种及生产提取工艺两项发明专利，目前泰万菌素原料药产能及制剂产品均处于行业领先地位。

**蓝耳病是生猪养殖危害重大的疫病之一，药物调控是重要手段。**猪繁殖与呼吸综合征（PRRS）由猪繁殖与呼吸道综合征病毒（PRRSV）感染引起，又称猪蓝耳病，是当前生猪养殖疫病防控难度最大、危害最重的疫病之一。PRRSV具有毒株多样性、变异率高、持续感染时间长、免疫抑制及继发感染等多种特征，主要侵害猪的肺内免疫细胞巨噬细胞而引起免疫抑制，对养殖端主要影响为母猪的繁殖障碍和仔猪的呼吸道病以及免疫抑制造成其他病的并发症，其中高致病性猪蓝耳病（HP-PRRS）是由猪蓝耳病病毒变异株引起的严重畸形高致病性传染病，以母猪流产、死胎、弱胎、木乃伊胎以及仔猪呼吸困难、败血症、高死亡率等为主要特征，根据相关资料，高致病性蓝耳具有仔猪发病率可达100%、死亡率可达50%以上、母猪流产率可达30%以上、育肥猪也可发病的特征，而目前行业蓝耳疫苗免疫具有价格较高且安全性存争议等问题，此外高致病性毒株毒力易返强，因此药物调控是目前蓝耳病防控、净化的重要手段，用药以大环内酯类二代抗生素替米考星、以及三代抗生素泰万菌素为主，其中泰万菌素渗透率处于持续提升阶段。

**“稳蓝增免”组合方案稳步推广，继续巩固市场地位。**2021年，公司在行业内率先提出泰万菌素针对蓝耳病产品组合方案，推出“稳蓝增免”方案——即“治嗽静（酒石酸泰万菌素）+卫免（茯苓多糖）+绿益态（饲料添加剂）”产品组合可更加显著地抑制PRRSV在动物体内的增殖，降低PRRSV引起的病毒血症，减轻PRRSV引起的炎症反应和病理损伤。

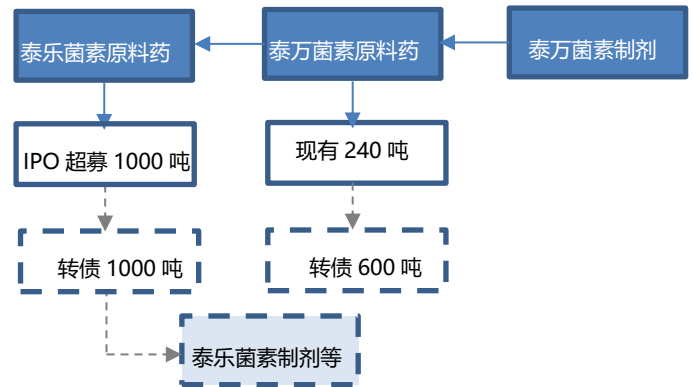
**泰万菌素原料药制剂一体化布局持续深化，产能瓶颈解除，高成长可期。**截止2018年公司拥有80吨泰万菌素原料药产能，为缓解产能压力公司先行使用自有资金建设IPO项目泰万新产能160吨，于2019年12月达到可使用状态，因此截止目前公司拥有240吨泰万菌素原料药产能，此外为进一步掌控泰万菌素上游原料药泰乐菌素自主供应，公司以IPO超募资金建设1000吨泰乐菌素产能并于2022年内投产。2021H1产能利用率超过130%，产能受限问题仍突出，公司看好泰万菌素产品仍处于成长期发展前景，为巩固现有优势并继续发力拓展，2021年转债项目“1000吨泰乐菌素+600吨泰万菌素”原料药产能建设稳步推进。

图表 33: 2018~2021 年公司泰万菌素原料药产能及利用率（单位：吨）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 34: 公司泰万菌素产业链布局



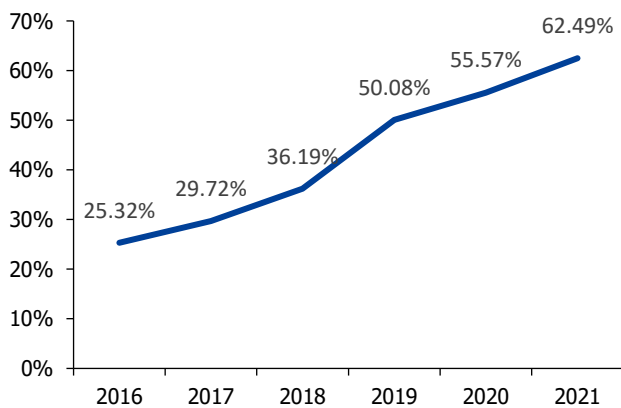
资料来源：公司公告，国盛证券研究所



### 3.4 直销+经销协同发展，直营销售占比快速提升

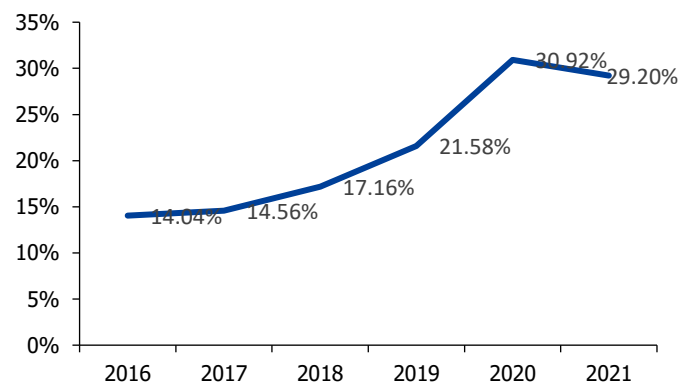
直销与经销“双翼齐飞”，规模场客户占比快速提升。公司建立了以经销商渠道销售和集团客户直销相结合的营销网络，前者针对规模养殖企业，后者针对中小规模养殖企业和散养户。公司建立集团客户销售部为客户提供定制化服务，全力打造十大战略直销客户（2019年前五大客户为扬翔、新希望、正大、立华、天邦，预计2022年存在一定变化），与国内知名养殖企业合作密切。经销商渠道销售方面，公司管理制度严格，通过“回盛经销商院”等方式培训经销商，与核心经销商长期稳定合作。2020/2021 直销收入分别为 4.3 亿元/6.1 亿元，同比分别增长 112.68%/34.92%（其中 2021 年集团客户收入同比增长 41.03%），2021 年内新增直销客户 449 个。在 2021H2 下游生猪养殖行业产能快速去化背景下仍实现可观逆势增长。截止 2021 年，集团客户销售收入占公司总营收比例已提升至 62.49%，前五大客户收入占比由于客户规模与结构变化等因素影响，在 2021 年略有下降。

图表 35: 公司直销模式销售收入占比快速提升



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 36: 公司前五大客户销售收入占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 4 成长展望：短期受益于养殖景气，中长期成长可持续

### 4.1 盈利能力修复具有较高确定性

**2022Q3 毛利率仍未恢复至以往水平，主要由于：**

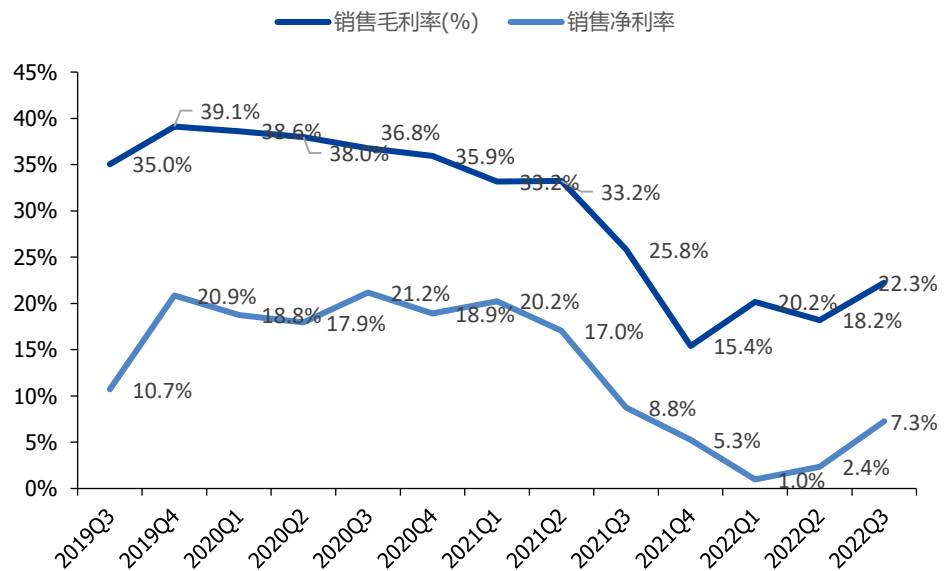
- **规模场客户占比持续提升：**跟随行业集约化养殖趋势，动保头部企业规模场客户占比普遍提升，规模场中标价格通常低于经销商渠道出厂价，且 2021H2~2022H1 行业深度亏损期间成本上涨压力难以转嫁。
- **新产能爬坡：**新版 GMP 经历 2022 年至今约 2 年左右过渡期，为满足新标验收，行业近两年新建产能较多，产能利用率普遍处于爬坡过程，公司 2022 年内制剂新产能（新沟基地建设工程）、1000 吨泰乐菌素产线、中药制剂等新产线陆续投产，产能利用率处于低位。
- **高毛利产品占比暂未恢复至合理区间：**下游资金状况尚未恢复到较佳状态，泰万菌素等高毛利产品销售占比仍处于底部回升过程中，产品结构仍有待优化。

图表 37: 截止 2021 年年底公司部分重要在建工程项目变化情况整理

序号	项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例	完成进度
1	新沟基地建设工程	3.9 亿元	70.97%	100%
2	粉剂/预混剂生产线扩建	6358.1 万元	9.13%	9%
3	1000 吨泰乐菌素项目	3.8 亿元	76.21%	76.21%
4	中药提取及制剂生产线项目	6000 万	133.08%	100%
5	1000 吨泰乐菌素 600 吨泰万菌素项目	3.3 亿元	21.86%	21.86%
6	制剂生产自动化改扩建项目	1.4 亿元	52.32%	52.32%
7	宠物制剂综合生产线建设项目	9996.9 万元	6.91%	6.91%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 公司毛利率, 净利率 (单季度)



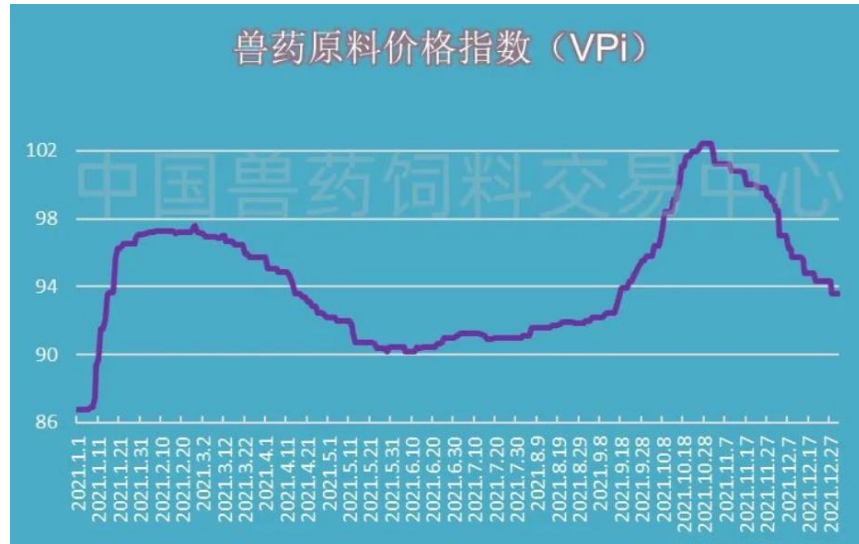
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预计未来盈利水平修复确定性来自:

- **原料药价格已逐步回落至正常区间:** 2022Q1 起原料药价格回落, 由于采购时点、存货周转周期等因素影响, 上游成本下降传导至公司预计自 2022Q4 起体现。
- **自有原料药产能投放提高核心产品成本可控性:** 大环内酯类核心产品已基本完成原料药制剂一体化布局, 从泰乐菌素原料药至泰万菌素制剂环节均可实现成本自控;
- **产能利用率稳步提升:** 下游养殖景气度提升并稳定在相对高位, 支撑养殖端兽药需求恢复, Q3 起产能利用率逐步提升具备较高确定性。
- **技术研发与智能化生产实现增效:** 泰万菌素原料药发酵工艺持续优化, 2022H1 泰万菌素原料药发酵效价和批次平均产量较 2021 年分别提高 4.5% 和 6.7%, 生产效率显著提升, 预计可推动 2022H2 泰万菌素制剂产品毛利率提升; 制剂新产线智能化生产效率亦有望逐步体现。
- **高毛利产品占比提升:** 下游养殖景气恢复, 效率改善要求提高, 作为高成长阶段的新兽药品种, 泰万菌素产销加快恢复, 泰地罗新等高毛利新产品加快推广, 中兽药、水产药、宠物产品稳步拓展, 产品结构优化有望拉动毛利率改善。
- **常规制剂上游原料药采购合作有望优化:** 除泰万菌素产品线外, 公司目前采用外购

原料药方式生产，由于常规兽药原料药行业供给较为充裕，因此预计今后仍以外购方式为主，而原料药供应商呈现产能扩张趋势，公司有望与头部企业强强联合，优化采购成本。

图表 39: 兽用原料价格指数 2021 年下半年较大波动



资料来源: 兽药资讯, 国盛证券研究所

## 4.2 短期受益于周期催化，中长期横纵协同支撑成长持续

短期受益于下游养殖景气维持相对高位，支撑需求恢复。

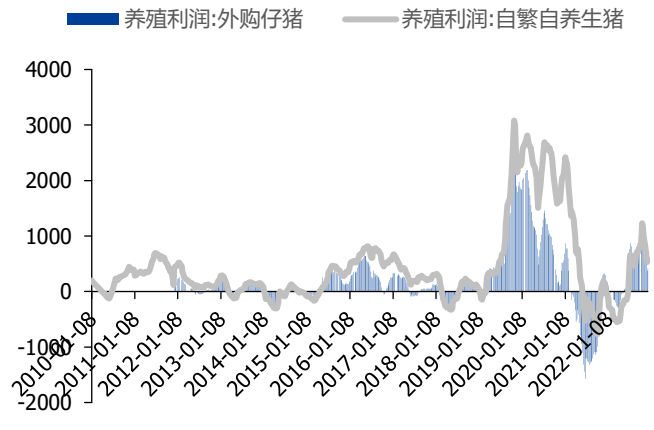
- **生猪养殖:** 4月中旬以来生猪养殖景气度快速提升，生猪价格6月至今保持相对高景气，根据经验，当下游养殖端处于合理正向盈利状态可支撑动保产品需求逐步恢复。截止2022年12月9日，自繁自养、外购仔猪养殖模式头均盈利分别为574元/头、420元/头，盈利仍处于较佳水平，同时在经历2021H2~2021Q1深度亏损后行业2022年内补栏相对理性，我们对2023年生猪平均价格中性偏乐观，或实现全年维度正向盈利，但价格波动区间或小于2021年。
- **黄羽鸡养殖:** 5月反转行情延续至今，近期鸡价受疫情等消费端因素影响（餐饮家庭活禽消费场景为主）有所下滑，但供给端经历两年左右深度亏损后扩产谨慎，补栏有限，看好2023年高景气延续；
- **白羽鸡养殖:** 5月以来祖代引种受限问题突出，根据祖代至商品代60周左右传导周期，2023年下半年或迎来白鸡周期反转。总体来看预计下游养殖行业均可保持相对高景气，有望对公司兽药产品需求形成有效支撑，近期销售呈现持续环比改善趋势。

图表 40: 22 省市生猪平均价 (元/千克)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 生猪养殖头均盈利情况 (元/头)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

中长期成长性可持续，周期属性有望平滑，龙头马太效应凸显：

**1) 现有猪药领域纵向深化**

- **新产品持续推出：**泰万菌素、茯苓多糖、氟苯尼考等产品地位保持，泰地罗新以及其余在研猪药产品研发稳步推进。
- **规模场厂客户加速拓展打开空间，客户粘性增强渗透率提升逻辑顺畅：**新客户拓展方面，公司头部集团养殖场客户数量快速增长，新增客户多以“稳蓝增免”组合方案推进合作；现有客户维系方面，公司深耕优质客户，在需求恢复阶段加强技术服务（华农回盛研究院专家团队）与产品品质，拓宽供应产品品类，部分优质客户实现渗透率加速提升，增速远超平均水平；以上共同支撑直销模式保持较高成长性。
- **中型规模及以下客户培养经销商体系，**通过经销商大会、技术推广活动、营销交流活动等提升经销商综合能力，以应对中型及以下规模客户服务需求，加强全国范围覆盖。

**2) 水产、禽类、宠物等横向拓展已初见成效：**

- **水产：**水产药预计 2022 年实现可观增长，收入占比有所提升，且水产药行业渗透率低，成长性强，可一定程度抵御其他养殖板块周期波动。
- **禽药：**预计禽药市场地位逐步稳固，2018 年至今头部规模场客户开发顺利，现有客户包括圣农发展、立华股份等，并仍有进一步拓展空间。
- **宠物动保：**宠物多项产品在研，后续驱虫药、消炎药等大单品上市可期，宠物赛道市场潜力可观。

**3) 市占率有望持续提升：**我们认为 2021H2~2022H1 的特殊周期影响或较难再发生，纵横协同发展有望支撑公司收入规模实现持续高成长，以 2019/2021 年协会兽用化药制剂 210 亿元/275 亿元销售额数据为基数（预计实际值高于协会值），公司市占率从 2019 年的 2.0% 提升至 2021 年的 3.6%（仅次于鲁抗），预计未来仍呈现加速提升趋势。

## 5 盈利预测与估值

**营业收入：**公司 FY2022Q1~Q3 营收同降 9.98% 至 6.71 亿元，收入下滑主要受下游生猪养殖行业深度亏损需求不振影响。6 月以来猪价维持相对高景气，需求逐步回暖，预计公司 FY2022~2024 营收同增 3.2%/47.6%/32.2% 至 10.3/15.2/20.0 亿元。分业务看：

- **兽用化药制剂&兽用原料药：**制剂产能扩张支撑增长：2021 年制剂新产能投产 10200

吨，2022上半年制剂新产能投产2100吨，总体制剂产能实现大幅增长。目前公司收入中制剂占比预计仍维持90%+，制剂产线扩张有望贡献年均制剂收入规模30%+ CAGR。原料药产能扩张支撑增量收入空间：根据转债1000吨泰乐菌素及600吨泰万菌素原料药产能建设计划，预计2023有望顺利投产，600吨泰万菌素增量产能可部分外销，泰乐菌素增量产能中除自用部分外，将进一步生产为泰乐制剂等实现原料药产能的充分利用，预计新增泰万外销+泰乐及泰乐制剂外销可贡献可观收入增量。预计兽用化药制剂FY2022~FY2024年营收同比增长2.3%/44.0%/33.5%至8.6亿元/12.5亿元/16.6亿元，兽用原料药FY2022~FY2024年营收同比增长20.0%/116.3%/33.9%至8071万元/1.7亿元/2.3亿元。

- **兽用中药制剂：**受益于替抗需求以及化药中兽药综合解决方案的发展，下游畜禽养殖业中兽药需求持续提升，我们认为中兽药业务可实现可观增长，预计FY2022~FY2024兽用中药制剂业务营收同增8.2%/44.2%/23.6%至2695万元/3886万元/4803万元。

图表 42: 营业收入预测

	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>777.46</b>	<b>996.22</b>	<b>1028.00</b>	<b>1517.00</b>	<b>2004.84</b>
兽用化药制剂	628.03	845.58	864.80	1245.24	1661.82
兽用原料药	62.59	67.26	80.71	174.58	233.76
兽用中药制剂	21.58	24.92	26.95	38.86	48.03
其他	65.26	58.46	55.54	58.32	61.23
<b>YoY</b>	<b>81.99%</b>	<b>28.14%</b>	<b>3.19%</b>	<b>47.57%</b>	<b>32.16%</b>
兽用化药制剂	233.63%	34.64%	2.27%	43.99%	33.45%
兽用原料药	-42.91%	7.46%	20.00%	116.30%	33.90%
兽用中药制剂	35.04%	15.47%	8.15%	44.20%	23.60%
其他	-12.18%	-10.42%	-5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：公司财报，国盛证券研究所

**毛利率假设：**

- **兽用化药制剂：**受益于原料药产能释放，我们认为公司原料成本控制能力有望显著提升，此外行业原料药价格自目前已回落至正常水平，成本端影响显著减弱或自2022Q4起充分体现，假设FY2022~FY2024公司兽用化药制剂毛利率水平分别为22%/30%/33%。
- **其他业务：**由于公司自2020年以来并未披露除兽用化药制剂以外其他业务分项毛利率，因此我们将兽用原料药、兽用中药制剂、其他三项合并为其他业务，参考以往毛利率水平，假设其他业务FY2022~FY2024毛利率分别为23%/30%/30%。
- **期间费用率：**预计FY2022-FY2024销售费用率分别为5.0%/4.2%/4.5%，管理费用率分别为5.0%/4.2%/4.5%，研发费用率分别为4.0%/4.0%/4.5%。

图表 43: 毛利率与费用率假设

	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
归母净利润	<b>150.16</b>	<b>132.87</b>	<b>70.02</b>	<b>238.29</b>	<b>329.53</b>
YOY	118.36%	-11.52%	-47.30%	240.32%	38.29%
整体毛利率	37.03%	27.17%	22.16%	30.00%	32.49%
分项业务毛利率					
兽用化药制剂	38.50%	25.92%	22.00%	30.00%	33.00%
其他业务	30.85%	34.22%	23.00%	30.00%	30.00%
销售费用率	6.76%	4.73%	5.00%	4.20%	4.50%
管理费用率	8.07%	4.21%	5.00%	4.20%	4.50%
研发费用率	3.65%	4.71%	4.00%	4.00%	4.50%
归母净利率	19.31%	13.34%	6.81%	15.71%	16.44%

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

综上, 我们预计公司 **FY2022-FY2024** 实现归母净利润 **7002 万元/2.4 亿元/3.3 亿元**, 同增 **-47.3%/+240.3%/38.3%**。

选用相对估值法对公司进行估值, 我们选取国内兽用化药业务相关上市公司中牧股份、瑞普生物、普莱柯为对标公司, 根据 Wind 一致盈利预测数据, FY2022E~2024E 平均 PE 水平分别为 29.77X/23.14X/18.46X。

图表 44: 兽用化药上市公司估值表

股票代码	公司简称	股价 (原始货币)	EPS (元)			PE			总市值 亿原始货币
			22E	23E	24E	22E	23E	24E	
600195.SH	中牧股份	12.28	0.55	0.7	0.86	22.36	17.66	14.32	125.4
300119.SZ	瑞普生物	20.42	0.88	1.12	1.33	23.13	18.21	15.35	95.6
603566.SH	普莱柯	27.08	0.62	0.81	1.05	43.82	33.55	25.7	95.6
	平均 PE					29.77	23.14	18.46	
300871.SZ	回盛生物	21.51	0.42	1.44	1.98	51.21	14.94	10.86	35.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2022 年 12 月 14 日收盘价数据

**盈利预测与投资建议:** 公司为 A 股纯正兽用化药龙头, 产品+研发+渠道优势显著, 受益于下游景气提升以及自身成本优化等多重因素, 2022Q3 业绩拐点已至, 根据近期下游养殖业景气度以及公司近期经营情况, 我们对此前盈利预测作出调整, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 7002 万元/2.38 亿元/3.30 亿元, 同增-47.3%/240.3%/38.3%, 对应 PE 分别为 51X/15X/11X, 当前估值处于历史底部, 参考可比公司相对估值, 我们认为公司合理市值为 55 亿元, 对应 2022 年 PE 23X, 目标价 33.3 元, 维持“买入”评级。

## 6 风险提示

**产能建设不及预期:** 产能建设进度受多重因素影响, 达产时间具有不确定性。

**新产品推广不及预期:** 产品推广受产品品质、下游景气度、渠道拓展等因素影响, 因此新产品推广销售情况存在不确定性。

**下游需求波动:** 公司以猪用药品为核心, 主要终端客户大多为生猪养殖企业, 受养殖景气度以及生猪存栏量影响, 动物疫病等偶发因素亦会影响养殖规模, 从而影响总体需求, 因此下游需求变化具有一定不确定性。

### 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