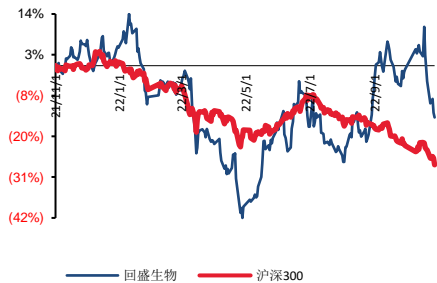


农林牧渔 动物保健 II

回盛生物：专注兽用化药二十年，铸造兽用化药制剂领头羊

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	166/83
总市值/流通(百万元)	3,788/1,892
12 个月最高/最低(元)	31.01/15.36

相关研究报告:

回盛生物(300871)《三季报点评:猪周期反转带来营收增长,产品毛利率得到修复》--2022/10/25

证券分析师:程晓东

电话: 010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511050002

研究助理:李忠华

电话: 15101115046

E-MAIL: lizh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190122090003

报告摘要

- 专注兽用化药 20 年，一生做好一件事：**回盛生物成立于 2002 年，公司创始人张卫元先生秉持“一生做好一件事”的理念，自成立以来始终专注于兽药领域，截至目前已取得兽药批准文号 166 个。2021 年公司营收 9.96 亿元，2017-2021 年年复合增长率达 25.6%；其中，兽用化药制剂是公司的核心产品，收入占比超过 80%。公司以猪用药品为核心，已涵盖抗微生物、抗寄生虫等各类药品。同时，公司也在家禽、水产、宠物、反刍等其他兽用药品领域进行了拓展，进一步丰富了业务结构。
- 行业政策促进产业集中，猪周期反转带来量价齐升：**新版兽药 GMP 提高了准入门槛，遏制低水平产能重复建设，落后产能进一步淘汰，有利于促进产业集中度进一步提升。新一轮的猪周期正式确定，猪价处于上行阶段，高猪价带来猪只使用化药数量和频率的上升，回盛生物作为兽用化药龙头公司最为受益。
- 原料制剂一体化、研发-销售-技术服务一体化带来公司业务长期成长：**公司从制剂稳步向上游原料药延伸，原料药产能逐步释放预计可充分保障产品质量与供给，成本把控能力有望提升，稳定产品毛利率，盈利能力有望改善。多层次打造研发平台，公司目前有四大研发平台，铸造了强劲的研发实力，使公司不断推出新产品。公司建立了以集团客户直销与经销商渠道销售相结合的营销网络，有针对性地覆盖了各类兽药终端用户，强大的技术服务能力增强客户黏性。
- 盈利预测：**我们预计公司 2022 全年营收为 9.8 亿元，同比下降 1.6%，归母净利润 0.72 亿，同比下降 45.8%。由于公司的营收跟猪价强相关，同时公司主要产品的市占率进一步提升，叠加公司新产能释放，以公司各项业务的销量与销售均价作为基础假设，预计 2023-2024 营收同比增长 50%/20%至 14.7/17.64 亿元，归母净利润为 1.8/2.78 亿元，对应 PE 为 19.7/12.7，首次覆盖给与“买入”评级。
- 风险提示：**猪价下跌导致下游客户亏损，产能投产释放不及预期。

盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	996	980	1470	1764
(+/-%)	28.19	(1.61)	50.00	20.00
净利润(百万元)	133	72	180	278
(+/-%)	(11.50)	(45.80)	149.30	54.90
摊薄每股收益(元)	0.80	0.43	1.08	1.67
市盈率(PE)	26.71	49.24	19.75	12.75

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、回盛生物公司概况：	5
1、专注兽用化药 20 年，一生做好一件事：	5
2、创始人持股比例相对集中，限制性股票激励计划激发核心团队：	5
3、公司主营业务覆盖兽用化药整个产业链：	6
4、公司主营业务结构：	8
5、公司业绩表现：	8
二、兽用化学药品行业分析	11
1、长期：全球兽药行业持续增长，兽用化学药品销售额占比远超兽用生物制品	11
2、中期：饲料端“禁抗”提升治疗性抗生素需求，新版 GMP 提高行业门槛	14
3、短期：猪周期反转、猪场盈利带来兽用化药企业业绩的高景气度	17
三、公司竞争优势：	21
1、终端制剂产品矩阵多元化	21
2、布局上游原料药，进一步增加自主可控性	23
3、研发能力卓越，产品迭代更新快：	24
4、销售模式灵活，技术服务定制化：	25
四、盈利预测与投资建议	26

图表目录

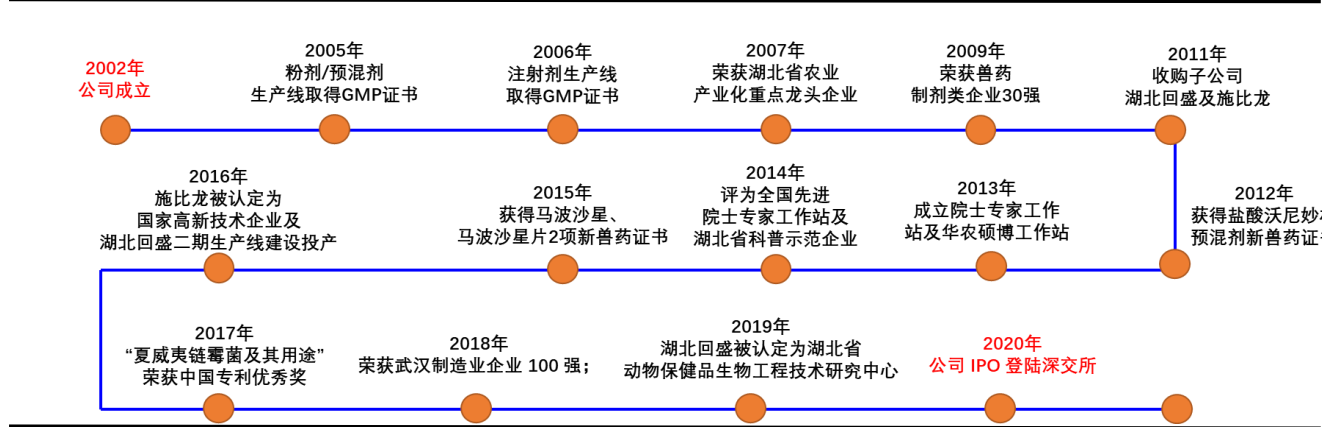
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 公司部分兽药产品	6
图表 4: 2021 年各业务板块收入占比	8
图表 5: 2017-2021 年各业务板块收入变化	8
图表 6: 我国兽用化学药品 2012-2020 年销售额变化	9
图表 7: 回盛生物 2016-2021 年营收变化	9
图表 8: 回盛生物 2016-2021 年归母净利润变化	10
图表 9: 回盛生物 2016-2021 年净利润率变化	10
图表 10: 2013-2020 年全球（不含中国）兽药行业销售额变化	11
图表 11: 2018 年全球（不含中国）兽药行业中化学药品和生物制品销售额占比	11
图表 12: 2013-2020 年我国兽药行业销售额变化	12
图表 13: 2020 年我国兽药行业化学药品和生物制品销售额占比	12
图表 14: 2013-2020 年我国兽用化学药品销售占比	13
图表 15: 2012-2020 年我国兽用化学药品销售额变化	13
图表 16: 2007-2019 年我国生猪养殖结构的变化	14
图表 17: 我国关于饲料中“禁抗”的法律法规	15
图表 18: 2018 年-2020 年兽用大环内酯类抗生素使用量	15
图表 19: 新旧版 GMP 对比	16
图表 20: 2013 年-2025 年我国兽用化药企业数量	17
图表 21: 回盛生物 2017 年-2021 年的营业收入（亿元）	18
图表 22: 科前生物 2017 年-2021 年的营业收入（亿元）	18
图表 23: 2019 年-2022 年生猪价格的变化（元/KG）	19
图表 24: 回盛生物 2019-2020 年季度营收及净利润变化（亿元）	19
图表 25: 1994-2022 年每轮猪周期的持续时间	20
图表 26: 2017-2022 年乙脑疫苗季度批签发数据	20
图表 27: 2017-2022 年细小疫苗季度批签发数据	21
图表 28: 2016-2022 年公司产销数据	23
图表 29: 2016-2021 年公司研发费用变化	24
图表 30: 2017-2021 年公司研发人员数量变化	24
图表 31: 2017-2021 年公司直销集团客户营收占比	25
图表 32: 公司举办的回盛生物-经销商学院培训会	25
图表 33: 回盛生物 2022-2024 年营收预测	26

一、回盛生物公司概况：

1、专注兽用化药 20 年，一生做好一件事：

回盛生物成立于 2002 年，主要从事兽用药品（包括化药制剂、原料药、中药制剂）、饲料及添加剂的研发、生产和销售。公司创始人张卫元先生秉持“一生做好一件事”的理念，自成立以来回盛生物以来始终专注于兽药领域，致力于兽药新产品和新技术的开发，公司拥有完备的兽用化药制剂及核心原料药产品线，截至目前已取得兽药批准文号 166 个。公司以猪用药品为核心，已涵盖抗微生物、抗寄生虫等各类药品，“猪生病，找回盛”已在行业内建立起较高知名度。同时，公司也在家禽、水产、宠物、反刍等其他兽用药品领域进行了拓展，进一步丰富了业务结构。2020 年，回盛生物登陆 A 股创业板，成为创业板改革试点首批注册上市企业之一（图表 1）。

图表 1：公司发展历程

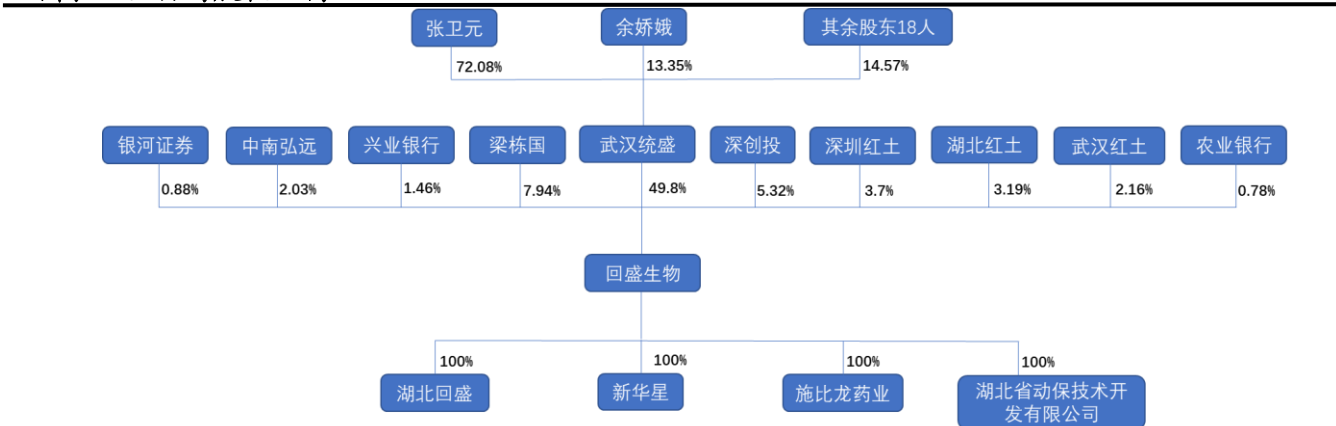


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

2、创始人持股比例相对集中，限制性股票激励计划激发核心团队：

公司控股股东为武汉统盛投资有限公司，实际控制人为创始人张卫元先生及其配偶余姣娥女士，夫妻二人合计持股比例 42.54%，持股比例较为集中，有利于公司稳定发展。公司于 2021 年 8 月 24 日通过第一期限制性股票激励议案，激励对象覆盖公司中高级核心管理人员等共计 31 人，激励总股数为 48.80 万股，行权价格为 19.50 元，业绩考核指标为以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 30%，以 2020 年净利润为基数，2022 年、2023 年营收或净利润增速不低于 65%、100%，该股权激励计划充分体现公司管理层对中长期的发展信心，并给予核心管理团队充足动力（图表 2）。

图表 2：公司股权结构







资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

3、公司主营业务覆盖兽用化药整个产业链：

公司旗下有四家全资子公司：1、湖北回盛生物科技有限公司，该子公司的经营范围为：兽药、饲料及饲料添加剂、专用化学产品、肥料生产制造，生物有机肥料、生物饲料及复核微生物肥料研发，饲料添加剂及畜牧渔业饲料销售；2、长沙施比龙动物药业有限公司，该子公司的经营范围为：兽药、饲料添加剂生产和销售；3、武汉新华星动物保健连锁服务有限公司，该子公司的经营范围为：兽药、非强制免疫兽用生物制品、肥料、第一类医疗器械、饲料及添加剂销售；4、湖北省动保技术开发有限公司，该子公司的经营范围为：优化科研力量布局，强化产业技术供给，促进科技成果转移转化。四家全资子公司，业务涵盖兽药生产、研发、销售整个产业链（图表3）。

图表 3：公司部分兽药产品

类别	通用名	商品名/商标	产品简介	产品图片
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		溶水性好，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引起的猪呼吸道疾病。	
盐酸头孢噻呋注射液	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。	

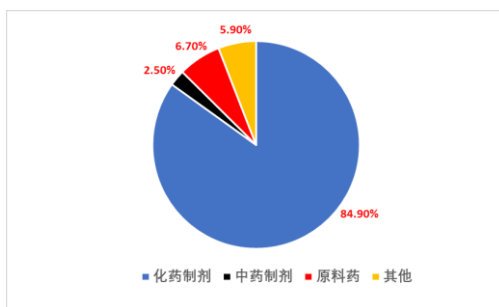
	阿苯达唑伊维菌素粉	乐去从	拌料易混匀，使用安全，适用于寄生虫的控制。	
	板青颗粒	-	易溶于水、颗粒均匀、纯中药，适用于流感等疾病的控制。	
中药制剂	定喘散	并可清	精选道地药材，优化加工工艺，适用于呼吸道疾病的控制。	
	茯苓多糖散	卫免	对猪瘟、伪狂犬和圆环疫苗具有显著的免疫增强作用，可快速提高疫苗免疫后的抗体水平，可适用于所有阶段的动物。	
饲料及添加剂	仔猪用复合预混合饲料	绿益态	同时含有维生素、氨基酸和活菌，真空包装保证稳定性，适口性好，适用于应激的控制。	

资料来源：公司招股说明书，太平洋证券研究院

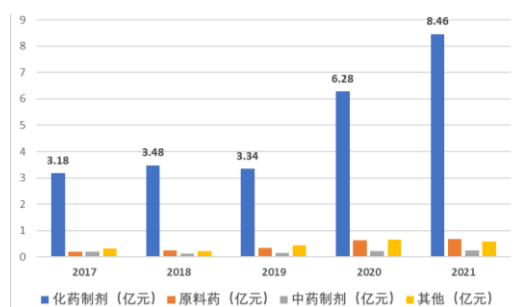
4、公司主营业务结构：

公司主要产品包括兽用原料药、兽用化药制剂、兽用中药制剂、饲料及添加剂等，2021年公司营业收入为9.96亿元。兽用化药制剂是公司主要收入来源，2021年兽用化药制剂营收8.46亿元，占公司总收入的比重逾84%；2021年兽用中药制剂营收达0.25亿元，原料药营收0.67亿元，公司2021年各业务板块营收占比见图4。公司化药制剂业务近几年高速增长，已成为主要营收来源（图表5）。

图表 4：2021 年各业务板块收入占比



图表 5：2017-2021 年各业务板块收入变化

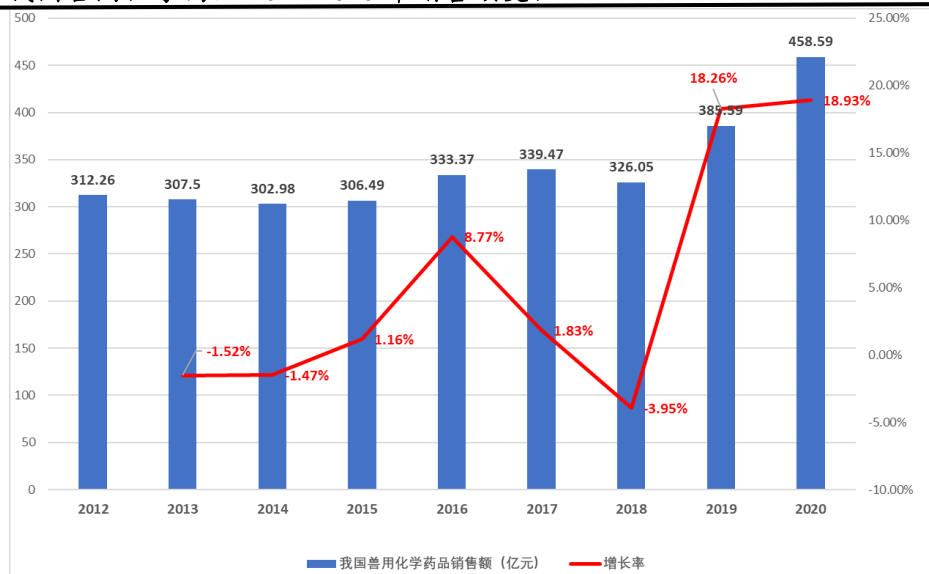


资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

5、公司业绩表现：

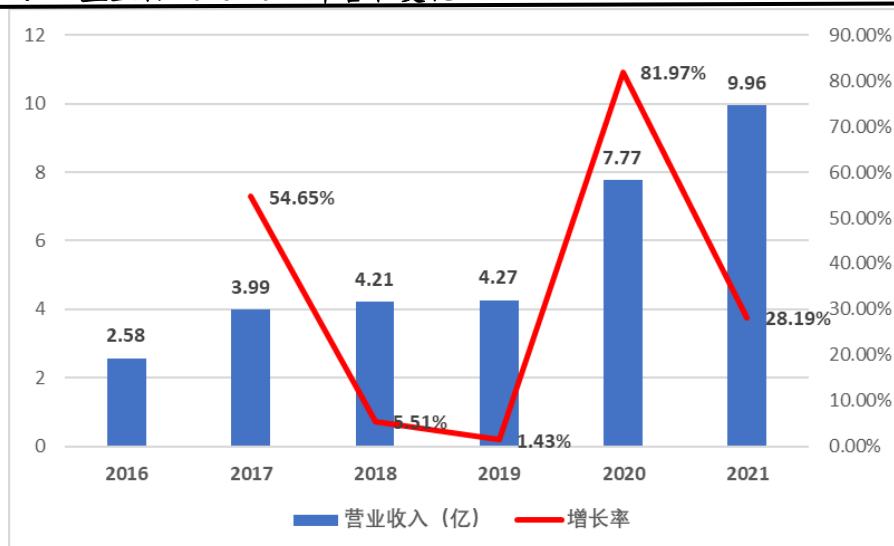
我国兽用化学药品行业2012年-2020年复合增长率为4.4%，回盛生物在2016-2021年公司营业收入年复合增长率为25.24%（图表6），公司的营收高于行业平均增长速度（图表7）。

图表 6：我国兽用化学药品 2012-2020 年销售额变化



资料来源：《兽药产业发展报告》，太平洋证券研究院

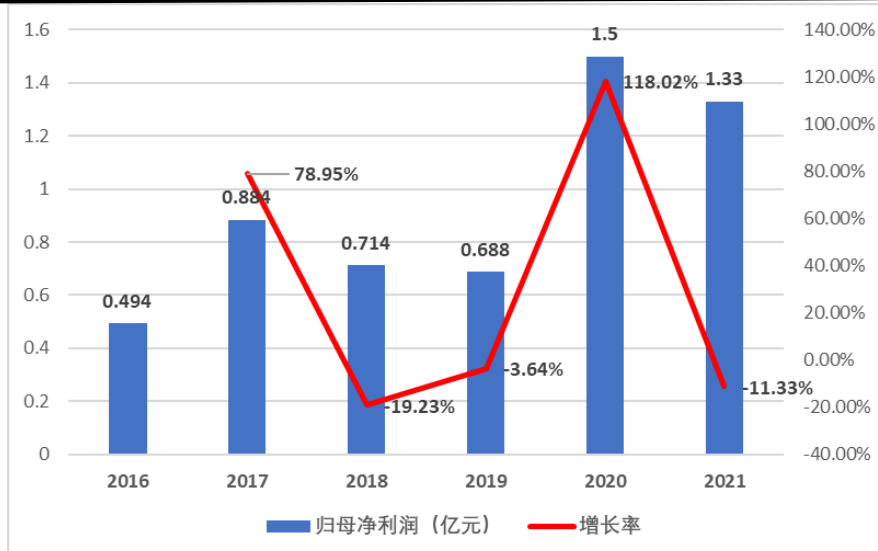
图表 7：回盛生物 2016-2021 年营收变化



资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

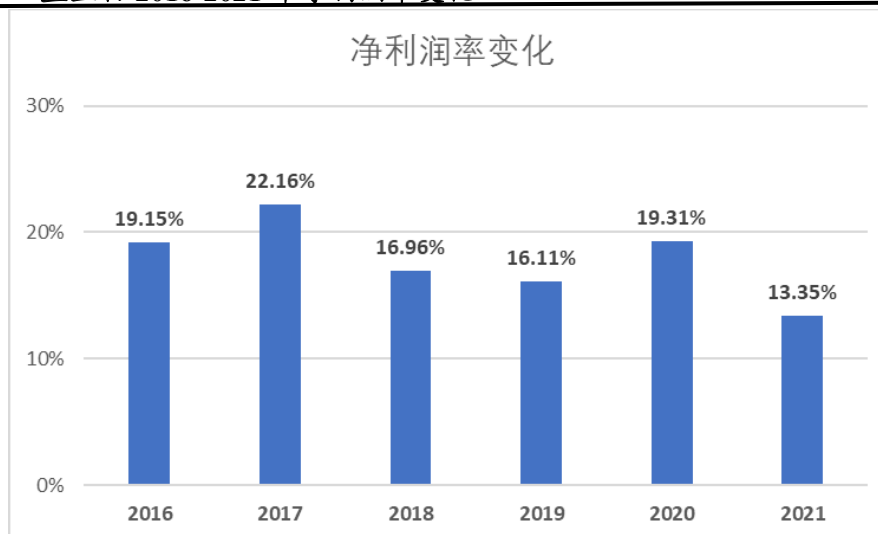
公司 2016-2021 年归母净利润年复合增长率为 17.94% (图表 8)。2016-2021 年公司净利润增速低于营收增速主要有以下原因造成：1、2018 年受上游原料药行业淘汰落后产能、加强环保及安全生产力度等举措影响，原料药采购价格大幅增加，导致产品毛利率下降，净利润同比下降 19.2%；2、2019 年受非洲猪瘟的影响，导致当年生猪存栏数量下降 27% 左右，进而导致公司营收增速放缓，净利润同比下降 3.7%；3、2021 年原料药成本再次高企，同时叠加猪价下行，养猪场处于深度亏损时期，虽然收入仍呈现逆势增长趋势，但增速下滑导致归母净利润同比下滑。受益于销售规模效应的逐渐体现，尽管产品毛利率下降幅度比较大，公司净利率水平表现相对平稳 (图表 9)。

图表 8：回盛生物 2016-2021 年归母净利润变化



资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

图表 9：回盛生物 2016-2021 年净利润率变化



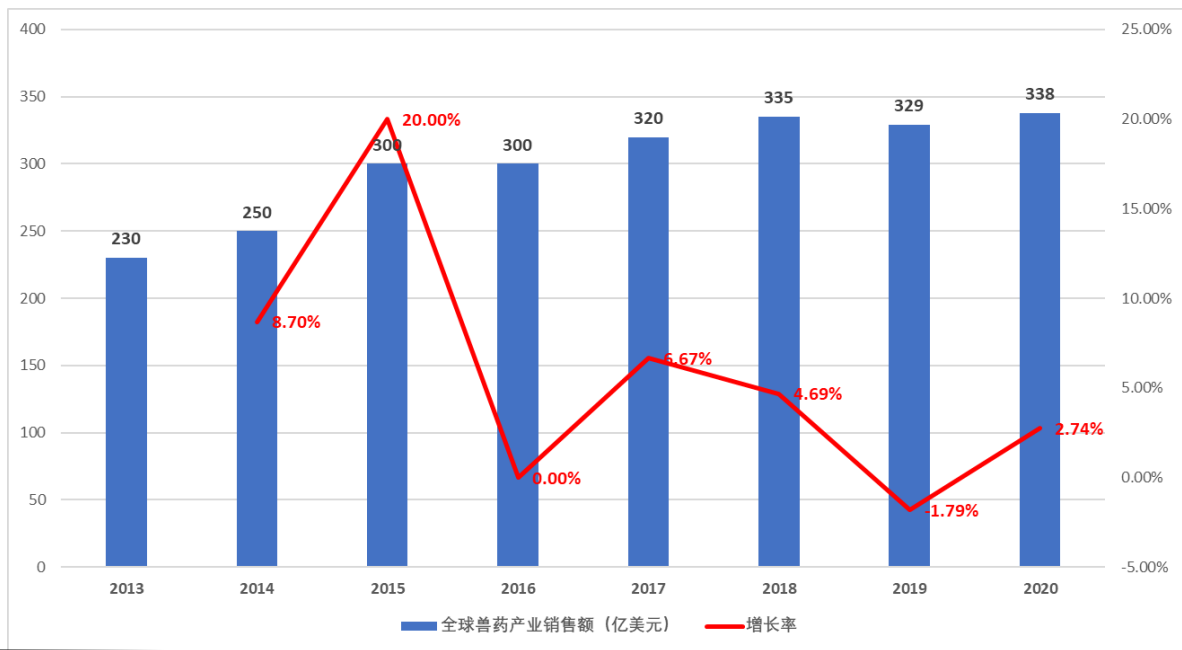
资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

二、兽用化学药品行业分析

1、长期：全球兽药行业持续增长，兽用化学药品销售额占比远超兽用生物制品

全球及我国兽药行业市场规模稳步增长：据国际动保联盟 IFAH 统计，2013-2020 年全球兽药行业销售额（不含中国）从 230 亿美元增至 338 亿美元，年均复合增长率 4.9%（图表 10）。全球兽药行业销售额中兽用化学药品所占份额最大（约 70%），兽用生物制品占比约 30%（图表 11）。

图表 10：2013-2020 年全球（不含中国）兽药行业销售额变化



资料来源：国际动保联盟，太平洋证券研究院

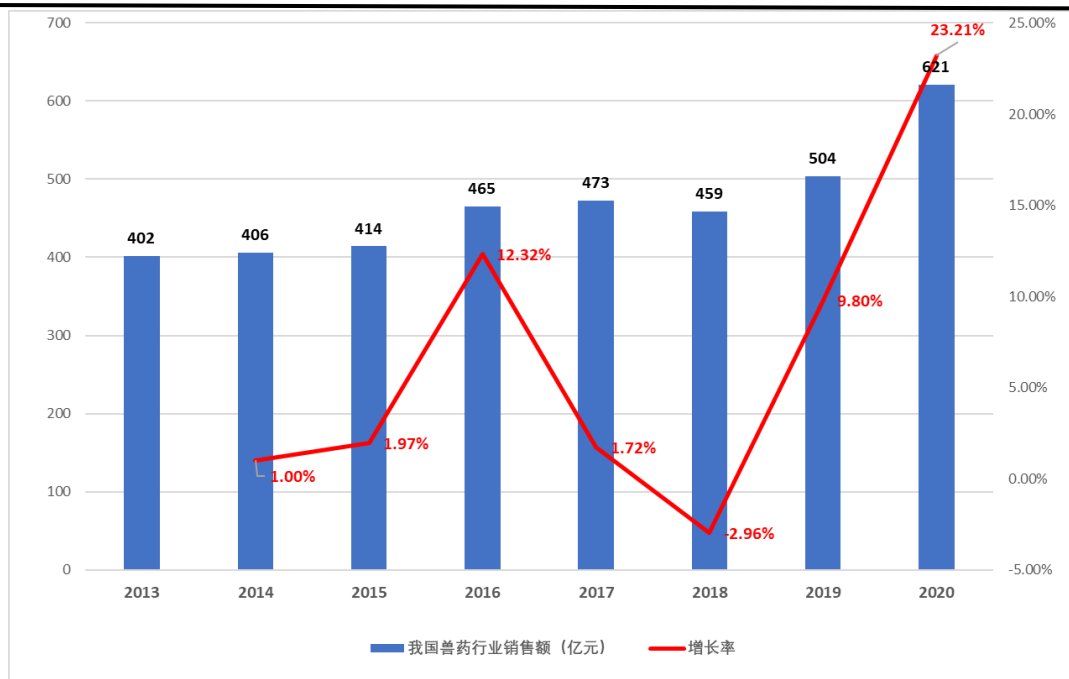
图表 11：2018 年全球（不含中国）兽药行业中化学药品和生物制品销售额占比

产品类别	2018 年销售额 (亿美元)	占比
化学药品	234.50	70%
生物制品	100.50	30%
合计	335.00	100%

资料来源：国际动保联盟，太平洋证券研究院

我国兽药行业发展速度快于国际市场，2013 年-2020 年我国兽药行业销售额从 401 亿元增长至 621 亿元，年复合增长率为 5.5%（图表 12）。我国兽药行业销售额中，兽用化学药品所占份额约 74%，兽用生物制品占比约 26%（图表 13），兽用化学药品销售额占比远超兽用生物制品（图 14）。

图表 12：2013-2020 年我国兽药行业销售额变化



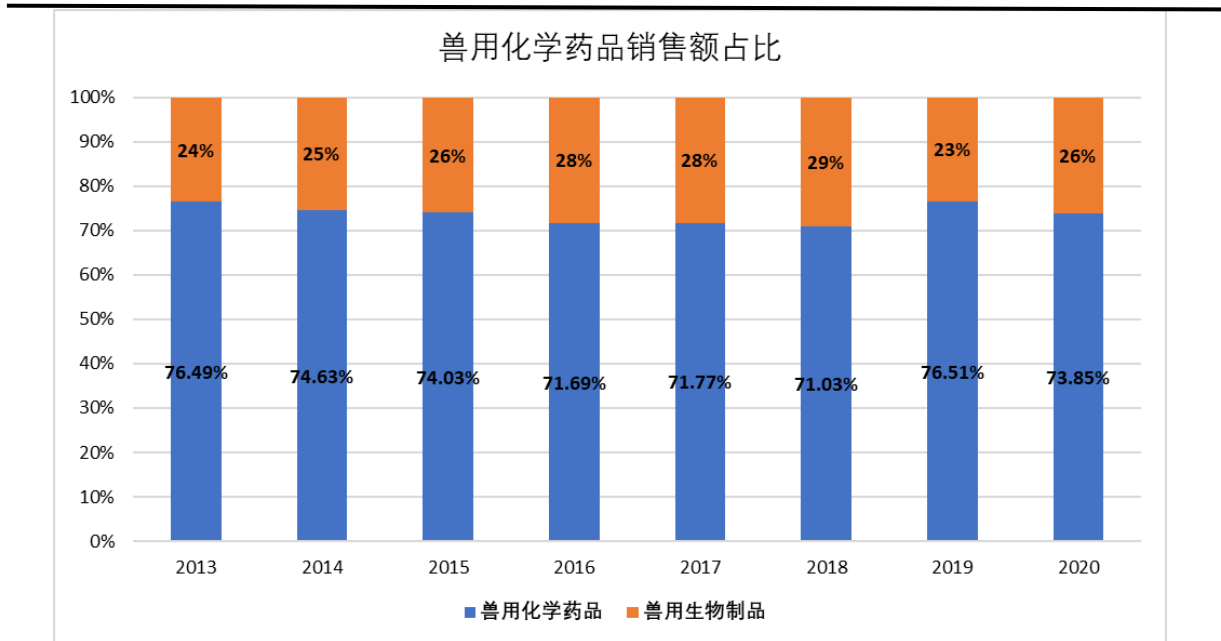
资料来源：《兽药产业发展报告》，太平洋证券研究院

图表 13：2020 年我国兽药行业化学药品和生物制品销售额占比

产品类别	2020年销售额 (亿元)	占比
化学药品	458.59	73.85%
其中：原料药	149.17	24.02%
化药制剂	252.61	40.68%
中药制剂	56.81	9.15%
生物制品	162.36	26.15%
合计	620.95	100%

资料来源：《兽药产业发展报告》，太平洋证券研究院

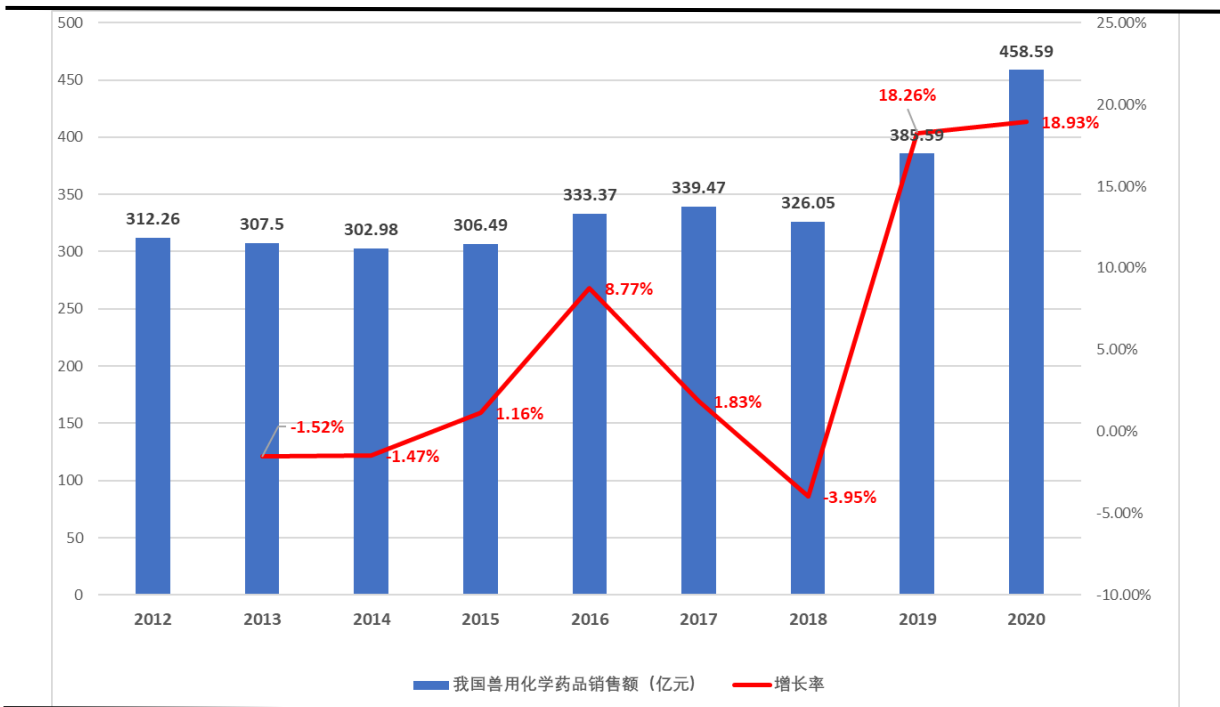
图表 14：2013-2020 年我国兽用化学药品销售占比



资料来源：《兽药产业发展报告》，太平洋证券研究院

2012 年-2020 年，我国兽药行业中兽用化学药品市场规模持续发展扩大，兽用化学药品的销售额从 312.26 亿增长至 458.59 亿，年复合增长率为 4.4%（图表 15）。

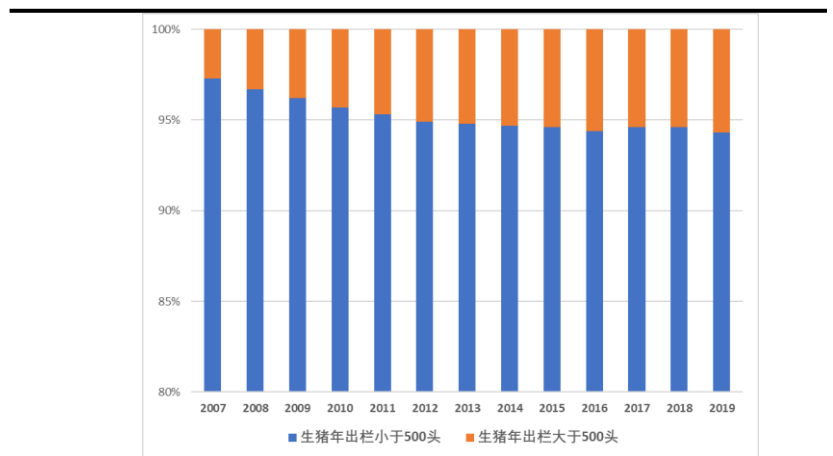
图表 15：2012-2020 年我国兽用化学药品销售额变化



资料来源：《兽药产业发展报告》，太平洋证券研究院

养殖行业规模化、集中化也促进兽药产业产能向头部企业集中：近年来我国生猪养殖行业结构发生显著变化，尤其是 2018 年发生非洲猪瘟后，大量的散养户没有非瘟防控能力，导致这些从业者迅速退出养猪行业。规模化、集团化的养殖集团具备完善的非瘟防控能力，在非瘟发生后迅速扩大养殖规模，使得我国的养殖结构发生变化，规模化养殖占比越来越大（图表 16）。从长期看，非洲猪瘟目前没有疫苗可以用来预防，非洲猪瘟的影响将会是长远的，会进一步的促进、加速我国养殖的规模化、集中化。规模化养殖集团一般具有严格的供应商遴选体系，对兽药企业的产品疗效与质量有更为严格的考量，更倾向于与大型兽药企业建立稳定的合作关系以保障养殖安全。因此，随着生猪养殖行业向头部集中，兽药产业规模将扩大，行业集中度也将获得进一步提升

图表 16：2007-2019 年我国生猪养殖结构的变化



资料来源：农业农村部，太平洋证券研究院

2、中期：饲料端“禁抗”提升治疗性抗生素需求，新版 GMP 提高行业门槛

饲料端“禁抗”提升治疗性抗生素需求：在饲料中添加抗生素具有预防疾病、促进生长的作用，全球畜牧养殖行业自 20 世纪 50 年代开始使用抗生素用来促进动物生长，提高饲料转化效率，使得畜禽发病率和死亡率大大降低。我国从 20 世纪 70 年代也开始广泛应用抗生素于我国的畜牧养殖业中，为我国畜禽业的发展做出了巨大贡献，然而随着抗生素在饲料行业的大量长时间的不规范应用，产生了一系列问题：1、大剂量长时间使用抗生素可使病原微生物的耐药性提高，造成动物疫病防控的难度增加；2、抗生素残留在畜禽体内，危害公共卫生；3、饲料用药物排放到环境中，污染水源和土壤，造成生态问题。抗生素过度使用导致的问题制约了畜牧行业的健康发展，“饲料禁抗”成为大势所趋，目前全球很多国家都已经全面禁止抗生素在畜禽饲料行业中的使用。我国从 2015 年开始逐步对抗生素的使用加以限制，2019 年 7 月 9 日，农业农村部发布公告第 194 号，宣布自 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，至今已全面实施饲料端“禁抗”（图表 17）。

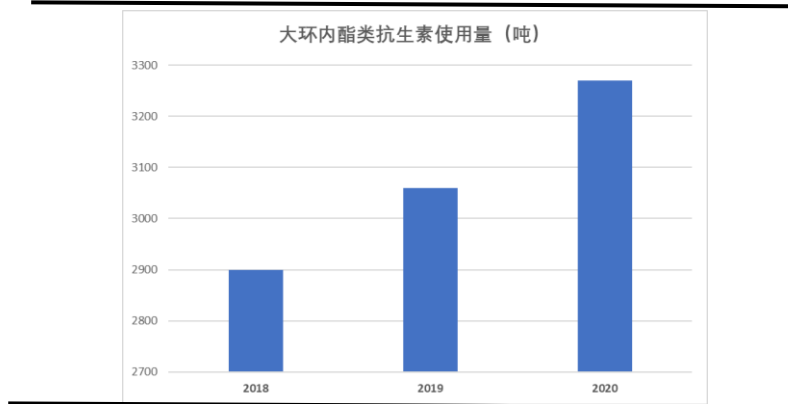
图表 17：我国关于饲料中“禁抗”的法律法规

时间	政策法规	主要内容
2015年6月	《农业部关于决定禁止在食品动物中使用洛美沙星等4种原料药的各种盐、脂及其各种制剂的公告（征求意见稿）》	自2015年9月1日起，停止生产洛美沙星、培氟沙星、氧氟沙星、诺氟沙星等4种原料药的各种盐、脂及其各种制剂，涉及的相关企业的兽药产品批准文号同时注销。之前生产的产品，在2015年12月31日前可以流通使用。自2016年1月1日起，停止经营、使用洛美沙星、培氟沙星、氧氟沙星、诺氟沙星等4种原料药的各种盐、脂及其各种制剂。
2015年7月	《全国兽药（抗菌药）综合治理五年行动方案（2015-2019年）》的通知	通过五年的综合治理，主体责任进一步落实，生产经营使用行为进一步规范，政府监管水平进一步提升，畜禽标准化养殖率、水产健康养殖率明显提高，生产方式加快转变。假劣兽药生产经营行为得到有效遏制，禁用兽药基本杜绝，兽用抗菌药质量合格率达到97%以上，动物产品（含水产品）中兽药残留监测合格率保持在97%以上
2016年7月	中华人民共和国农业部公告第2428号	根据《兽药管理条例》规定，决定停止硫酸黏菌素用于动物促生长。
2017年9月	中华人民共和国农业部公告第2583号	为保证动物源性食品安全，维护人民身体健康，根据《兽药管理条例》规定，禁止非泼罗尼及相关制剂用于食品动物。
2018年1月	中华人民共和国农业部公告第2638号	自2018年5月1日起，停止生产啶乙醇、氨基甲酸、洛克沙星等3种兽药的原料药及各种制剂，相关企业的兽药产品批准文号同时注销。2018年4月30日前生产的产品，可在2019年4月30日前流通使用。
2019年7月	中华人民共和国农业农村部公告第194号	自2020年1月1日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口相应兽药产品，同时注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至2020年6月30日。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。
2020年6月	中华人民共和国农业农村部公告第307号	养殖者应当遵守我部公布的有关饲料原料和饲料添加剂的限制性使用规定，除当地有传统使用习惯的天然植物原料（不包括药用植物）及农副产品外，不得使用我部公布的《饲料原料目录》《饲料添加剂品种目录》以外的物质自行配制饲料。应当遵守我部公布的《饲料添加剂安全使用规范》有关规定，不得在自配料中超出适用动物范围和最高限量使用饲料添加剂。严禁在自配料中添加禁用药物、禁用物质及其他有毒有害物质。
2021年10月	《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案（2021—2025年）》的通知	以生猪、蛋鸡、肉鸡、肉鸭、奶牛、肉牛、肉羊等畜禽品种为重点，稳步推进兽用抗菌药使用减量化行动，切实提高畜禽养殖环节兽用抗菌药安全、规范、科学使用的能力和水平，确保“十四五”时期全国产出每吨动物产品兽用抗菌药的使用量保持下降趋势，肉蛋奶等畜禽产品的兽药残留监督抽检合格率稳定保持在98%以上，动物源细菌耐药趋势得到有效遏制。到2025年末，50%以上的规模养殖场实施养殖减抗行动，建立完善并严格执行兽药安全使用管理制度，做到规范科学用药，全面落实兽用处方药制度、兽药休药期制度和“兽药规范使用”承诺制度。

资料来源：公开资料，太平洋证券研究院

经验表明饲料端禁止使用抗生素后，为保证养殖效率，治疗端的抗生素需求将会增加。以治疗用大环内酯类抗生素为例，我国兽用大环内酯使用量在2018年到2020年期间呈现较快的上升趋势（图表18）。

图表 18：2018年-2020年兽用大环内酯类抗生素使用量



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院

新版 GMP 提高行业门槛，落后产能进一步淘汰：2006 年以前，我国兽药企业数量众多，以微型企业和中小型企业为主，国家从 2006 年开始强制实施兽药 GMP 标准，逐步规范兽药企业生产经营行为。2020 年 4 月农业农村部印发《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》，新版兽药 GMP 提高了准入门槛，遏制低水平产能重复建设。在硬件方面，新版 GMP 提高了净化要求和特殊兽药品种生产设施要求；在软件方面，提高了企业质量管理要求。此外，提高了企业生物安全控制要求，对兽用生物制品生产、检验中涉及生物安全风险的厂房、设施设备以及废弃物、活毒废水和排放空气的处理等，进一步提出了严格要求。

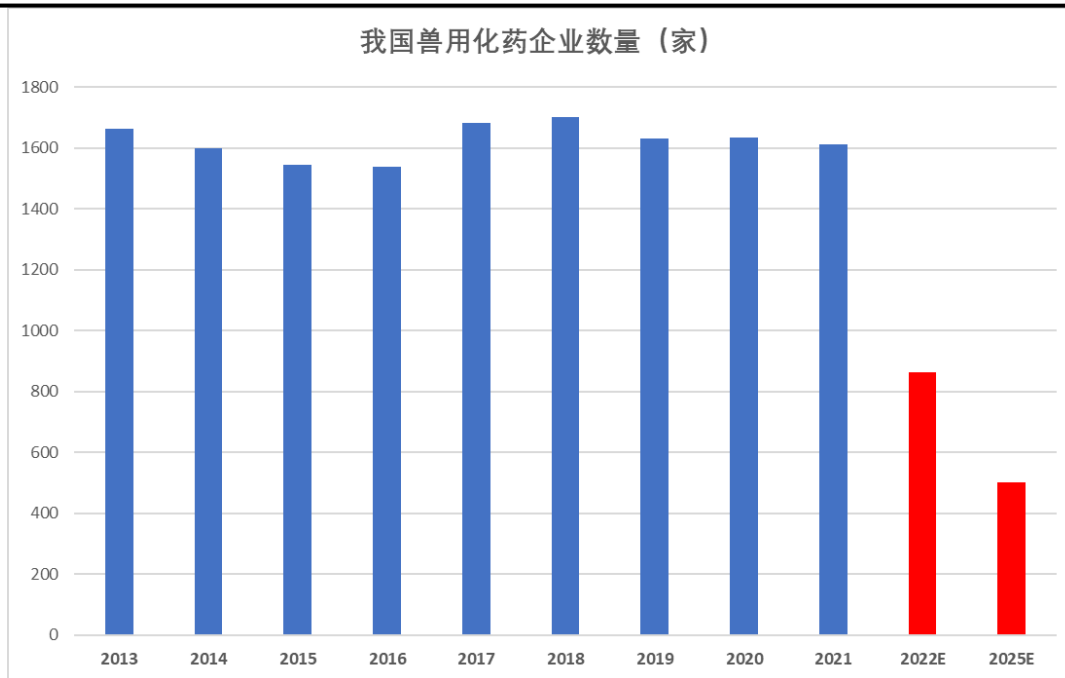
图表 19：新旧版 GMP 对比

	旧版GMP	新版GMP
质量管理要求	旧版中质量管理位于第十章并未进行小节划分。	新版将质量管理列在第二章，细分为原则、质量保障、质量控制、质量风险管理四小节，具体提出企业应当建立质量保证系统，并对此提出要求，明确质量控制的重要性，应配备适当的设施、设备、仪器和经过培训的人员；
机构与人员	旧版中并未明确规定工作年限	新版细分为原则、关键人员、培训、人员卫生四个小节，其中第二十一条、二十二条分别对生产管理负责人、质量管理负责人的资质提出了明确要求，
厂房与设施	旧版未对不同级别列出详细要求，没有分“动态”和“静态”	新版标准中分为原则、生产区、仓储区、质量控制区、辅助区五小节，针对不同区域功能进行详细规定，第四十五条提出兽药生产洁净室（区）分为 A 级、B 级、C 级和 D 级 4 个级别，生产不同类别兽药的洁净室（区）设计应当符合相应洁净度要求，包括达到“动态”和“静态”的标准；第四十三条指出生产青霉素类等高致敏性兽药、高生物活性兽药（如性激素类）、生产吸入麻醉类兽药应使用专用的车间，分八小点对生产环境进行了详细要求
设备	关于设备要求，旧版只有九条内容	新版标准中将其分为原则、设计和安装、使用、维护和维修、清洁和卫生、检定和校准、制药用水六个小节，共二十一条内容，更加具有体系，分类更明确。
文件	旧版未对文件进行分类管理	新版中将文件划分为原则、质量标准、工艺规程、批生产与批包装记录、操作规程和记录五个小节对相关文件进行了分类，针对不同的文件类型管理要求也不相同，
生产管理	旧版GMP关于生产管理只有 9 条内容	新版中这一部分分为原则、防治生产过程中的污染与交叉污染、生产操作三个部分，共 32 条内容，内容更加具体，确保兽药达到规定的质量标准并符合兽药生产许可证和注册批准要求，同一批次产品质量和特性保证均一性

资料来源：农业农村部，太平洋证券研究院

中国畜牧兽医年鉴显示，自 2018 年以来我国兽药生产企业数量逐年递减，截至 2020 年底我国共有兽药生产企业 1633 家。新版 GMP 要求自 2022 年 6 月 1 日未通过的兽药企业停止生产，国家兽药数据库显示，截至 2022 年 7 月 3 日，获得新版兽药 GMP 证书的生产企业只有 863 家，与 2020 年数据相比同比减少 47%，预计未来几年兽用化药企业的数量将进一步减少至 500-600 家左右（图表 20）。

图表 20：2013 年-2025 年我国兽用化药企业数量



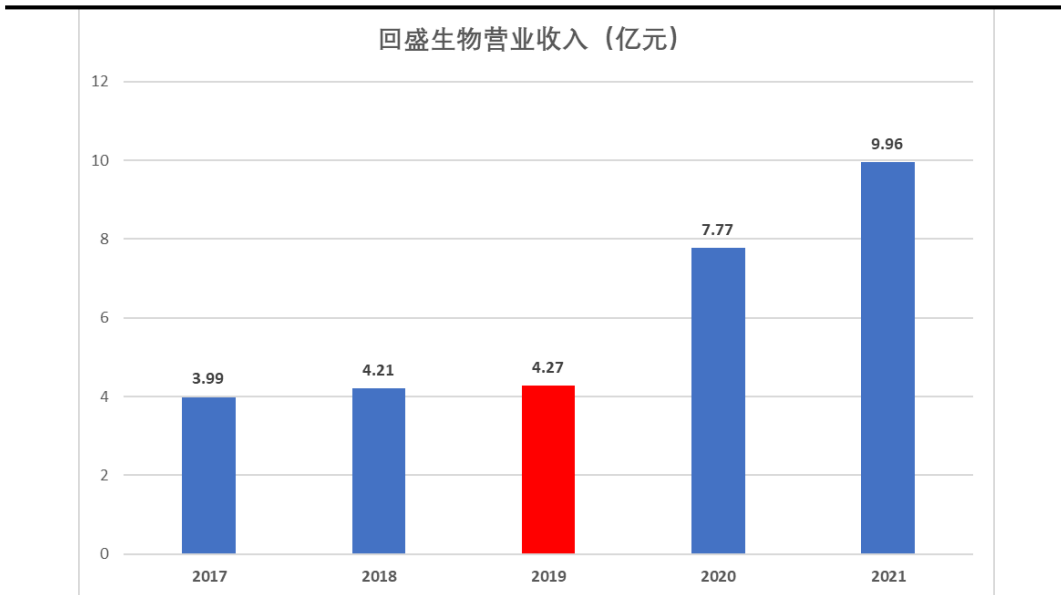
资料来源：国家兽药数据库，太平洋证券研究院

3、短期：猪周期反转、猪场盈利带来兽用化药企业业绩的高景气度

猪用动保公司的营收与猪周期高度相关：猪用动保公司可以细分为两类公司：1、以回盛生物为代表的猪用化药动保公司，公司年报显示回盛生物 90%以上营业收入都来自于猪用兽药；2、以科前生物为代表的猪用疫苗公司，公司年报显示科前生物 90%以上的营收都来自于猪用疫苗。这两类猪用动保公司的营收跟猪周期或者猪价的相关性不同，像以回盛生物这类兽用化药公司的营收跟猪价高度相关，而以科前生物为代表的猪用疫苗公司的营收跟生猪存栏数量高度相关。我们以 2019 年两个公司的营收为例，2018 年我国发生非洲猪瘟，导致 2019 年末我国生猪存栏数量减少了 27%左右，但 2019 年的下半年猪价达到历史最高水平（40 元/kg），我们看到回盛生物在 2019 年的营收出现同比增长（图表 21），而科前生物的营收出现同比下滑 30%左右（图表 22）。

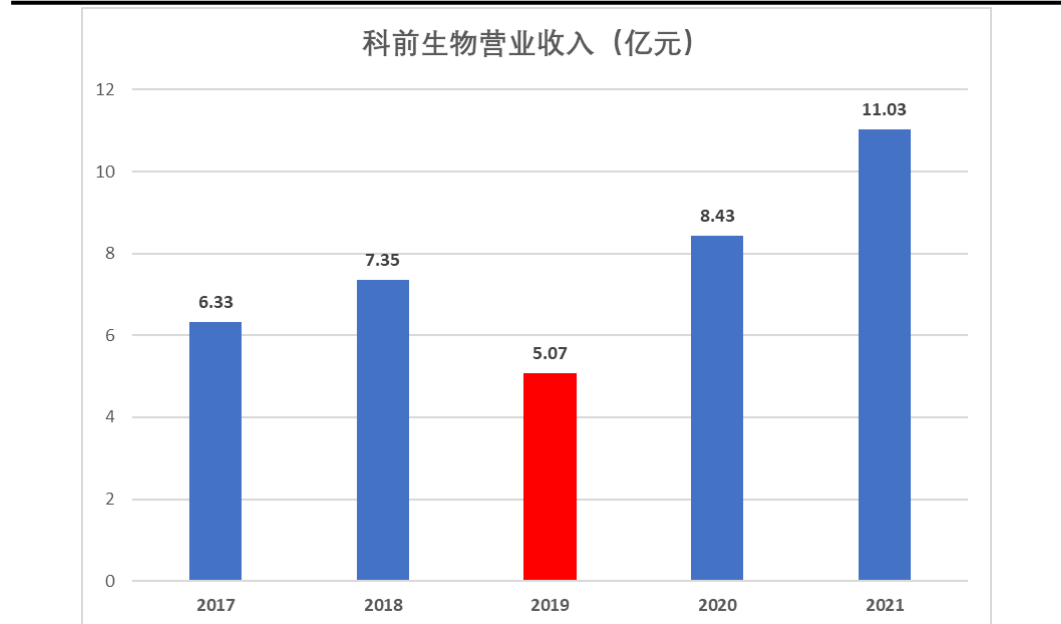
2019 年下半年开始，由于生猪供给的减少，导致猪价飞涨，单头猪的盈利水平最高达到 2000 元/头。这个时候对于养猪从业者来说，最关注的就是猪群的成活率，当猪只生病时，猪场兽医会加大猪用化药的使用数量和频率，单头猪使用化药的总量会增多，所以 2019 年回盛生物的营收出现同比增长。而以科前生物为代表的猪用疫苗公司，该类公司的营收跟生猪存栏数量高度相关，主要原因是猪的免疫程序相对是固定的，比如商品猪的育肥期间（6 个月）只需要免疫 2 次猪瘟疫苗、2 次伪狂犬疫苗、2 次口蹄疫疫苗等，所以生猪的存栏数量直接决定了疫苗的使用量，当生猪存栏数量大量减少时，猪价虽然很高，但由于免疫程序和疫苗使用频率的固定，总体疫苗的使用数量也会随之下降，继而影响科前生物的营业收入。

图表 21：回盛生物 2017 年-2021 年的营业收入（亿元）



资料来源：公司年报及招股说明书，太平洋证券研究院

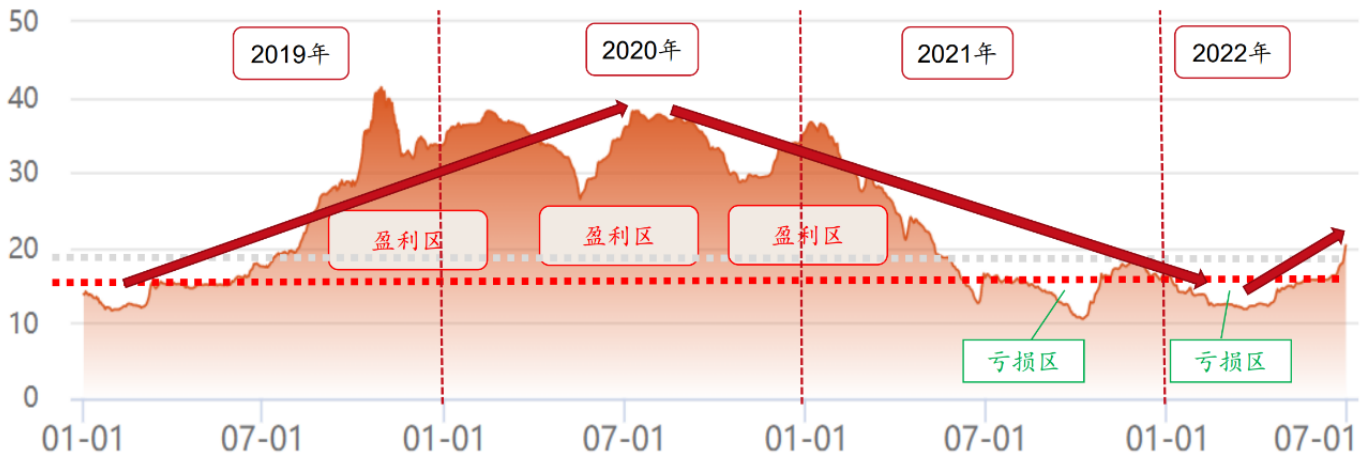
图表 22：科前生物 2017 年-2021 年的营业收入（亿元）



资料来源：公司年报及招股说明书，太平洋证券研究院

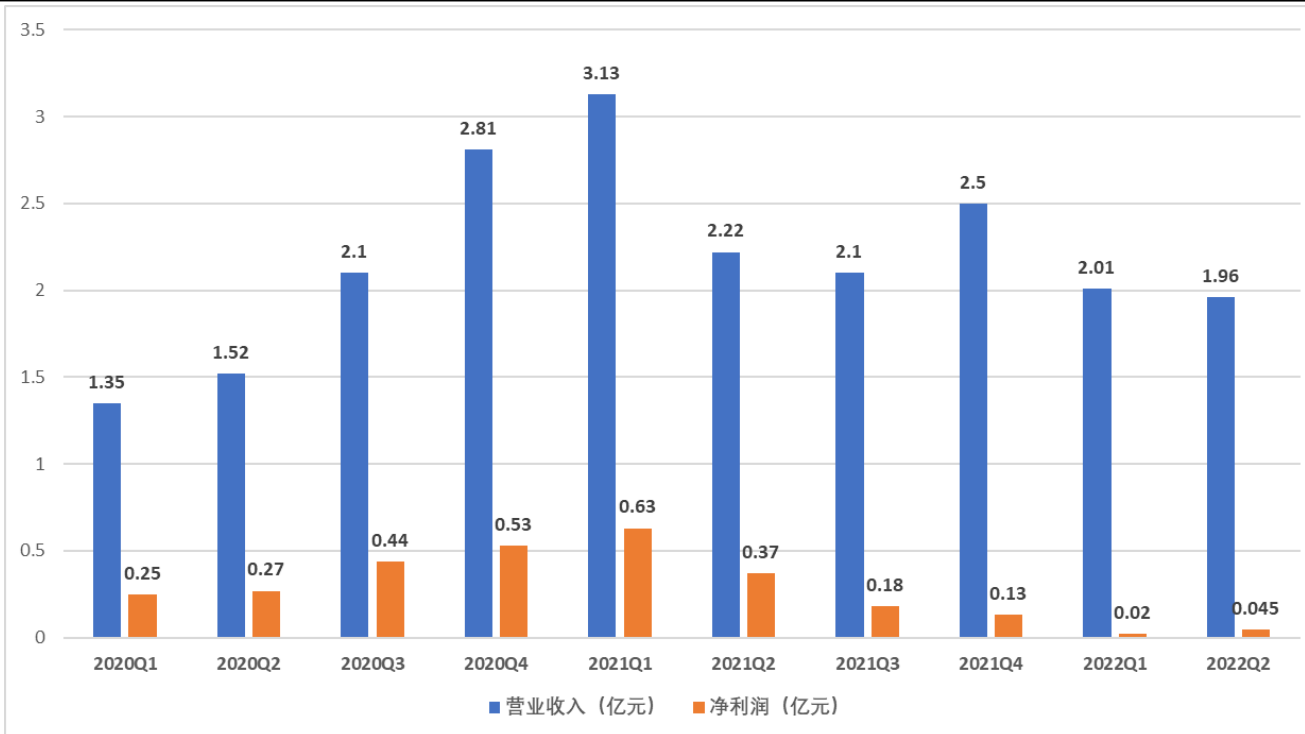
经上分析，我们发现回盛生物的营收跟猪价高度相关，或者说跟猪场的单头生猪的盈利水平高度相关。当猪价大大高于养殖成本时，单头猪只的化药成本就可能出现几倍的增长，而当猪价跌破猪场的养殖成本时，尤其是猪场深度亏损时，单头猪的化药成本可能会出现几倍的下降，甚至会出现直接处死生病猪的情景。我们再以季度为单位，回看一下回盛生物的季度营收跟猪价的关联性（图表 23/24）。

图表 23：2019 年-2022 年生猪价格的变化（元/kg）



资料来源：养猪网 太平洋证券研究院

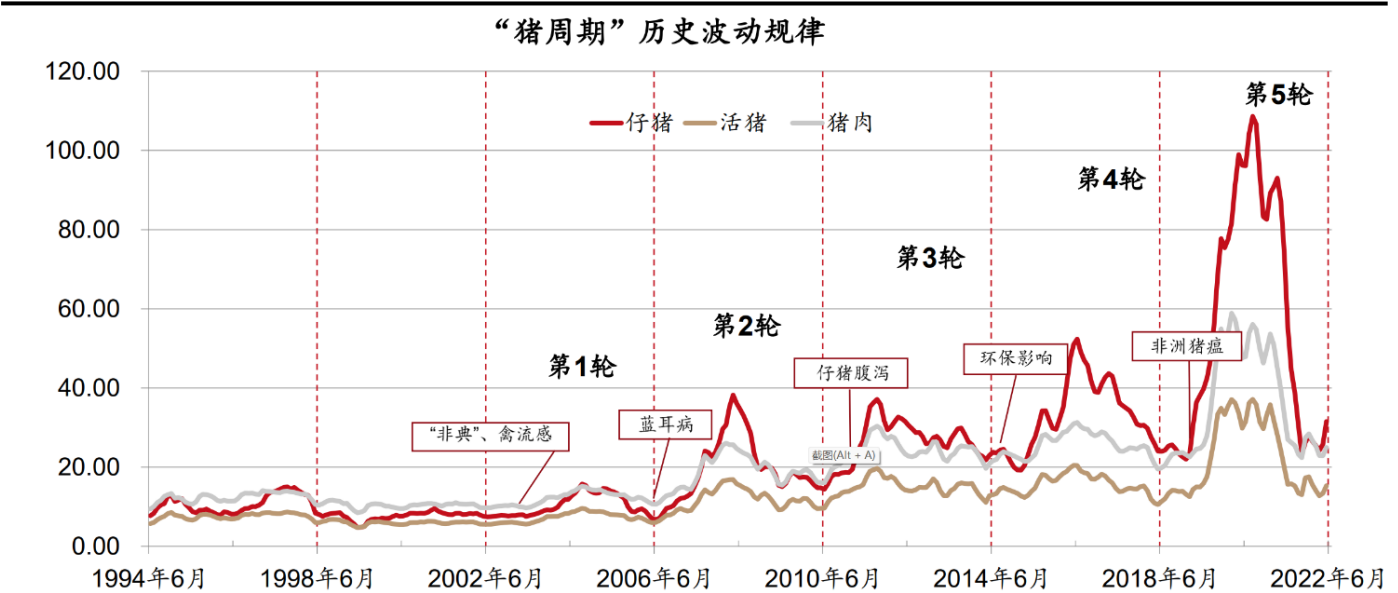
图表 24：回盛生物 2019-2020 年季度营收及净利润变化（亿元）



资料来源：公司年报 太平洋证券研究院

新一轮猪周期正式确立，目前猪价处于上行阶段：由于 2019 年和 2020 年的高猪价，使得养猪从业者非理性的扩大生猪养殖规模，产能的不断增加直接导致了 2021 年下半年猪价的崩塌。此次猪价下跌幅度之深（从最高 40 元/kg 下跌到 10 元/kg），持续时间之长（从 2021 年 1 月份到 2022 年 4 月份），养猪场亏损时间之长（2021 年 6 月份到 2022 年 6 月份），亏损幅度之大（单头猪最高亏损达到 1500 元）都是历史罕见的（图表 25）。

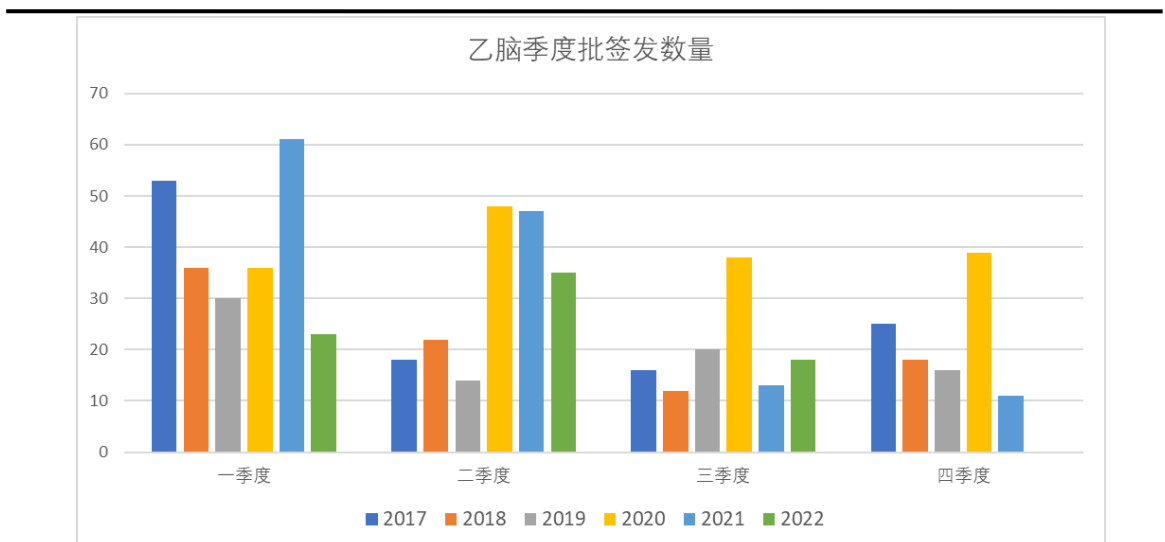
图表 25：1994-2022 年每轮猪周期的持续时间



资料来源：公司年报 太平洋证券研究院

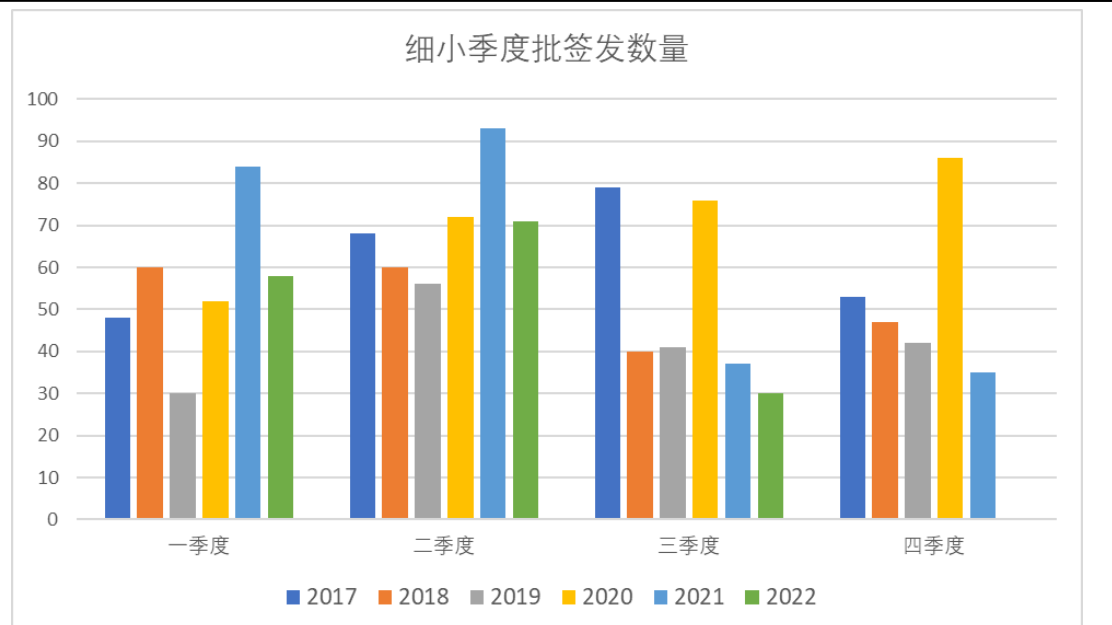
生猪养殖行业长时间深度亏损的直接结果就是去产能，淘汰能繁母猪，我们认为此次去产能的幅度是非常剧烈的，据我们调研发现 2021 年 10 月份出现了大量的怀孕母猪被淘汰，某养猪上市公司甚至直接处死出生的仔猪。我们可以从母猪专用疫苗（乙脑、细小）的使用数量来观察此轮猪周期能繁殖母猪的去化程度。我们按季度统计了 2017 年-2022 年乙脑和细小苗的批签发数据变化，可以看到不管是乙脑还是细小疫苗的季度批签发数量在 2022 年都出现了同比非常大的降幅，从侧面反映出 2022 年能繁母猪的数量是大幅下降的(图表 26/27)。综上，我们认为新一轮的猪周期正式确定，且猪价处于上行阶段，高猪价必然会带来以回盛生物为代表的兽用化药公司业绩的高景气度。

图表 26：2017-2022 年乙脑疫苗季度批签发数据



资料来源：国家兽药基础数据库 太平洋证券研究院

图表 27：2017-2022 年细小疫苗季度批签发数据



资料来源：国家兽药基础数据库 太平洋证券研究院

三、公司竞争优势：

1、终端制剂产品矩阵多元化

公司是兽用化药制剂产品组合覆盖较广的专业兽用制剂生产企业，拥有丰富的兽用化药制剂及核心原料药生产线，截至 2021 年末已取得兽药批准文号 166 个，形成了以猪用药品为核心，同时涵盖家禽、水产、宠物、反刍等其他药品领域的综合性动保企业。公司重点产品介绍如下：

酒石酸泰万菌素类产品：包括酒石酸泰万菌素原料药、酒石酸泰万菌素预混剂 20%、酒石酸泰万菌素预混剂 5%、酒石酸泰万菌素可溶性粉 25%、酒石酸泰万菌素可溶性粉 25%（禽用），该产品是通过微生物发酵获得的新型抗菌药物。酒石酸泰万菌素在临床上的主要应用包括：1、猪蓝耳病的防控。蓝耳病是目前威胁养猪生产的三大疾病之一，据文献报道泰万菌素可抑制蓝耳病病毒（PRRSV）在巨噬细胞的复制，且可用于控制细菌的激发感染，当猪场蓝耳病不稳定时候，药物控制首选大环内酯类药物，而酒石酸泰万菌素是最新的大环内酯类药物。公司针对蓝耳病的防控，推出了“稳蓝增免”的方案，受到规划猪场的一致好评和认可；2、猪回肠炎等细菌性感染疾病的治疗。猪回肠炎是由胞内寄生菌劳森氏菌引起的，以猪出血性、顽固性或间歇性下痢为特征的消化道疾病。泰万菌素及泰妙菌素对其治疗效果较好。公司在上市前酒石酸泰万菌素类产品的产销见下表：

收入：万元，数量：吨，单价：元/千克

项目		2019 年度	2018 年度	2017 年度
酒石酸泰万菌素-原料药及粉/散/预混剂	收入	10,963.08	10,384.40	8,403.13
	数量	262.57	303.89	277.27
	单价	417.52	341.72	303.07

资料来源：公司招股说明书 太平洋证券研究院

氟苯尼考类产品：包括氟苯尼考粉 20%、氟苯尼考粉 10%、氟苯尼考注射液 30%。氟苯尼考类药物主要用于猪呼吸道疾病的治疗，适用于副猪嗜血杆菌、链球菌、巴氏杆菌、传染性胸膜肺炎等细菌性疾病的治疗，目前也是猪场中猪用化药应用最为广泛的药物之一。公司在上市前氟苯尼考类产品的产销见下表：

粉/散/预混剂--收入：万元，数量：吨，单价：元/千克

注射液--收入：万元，数量：万升，单价：元/升

项目		2019 年度	2018 年度	2017 年度
氟苯尼考 -粉/散/预混剂	收入	5,127.50	6,947.53	6,586.81
	数量	365.61	484.21	441.66
	单价	140.25	143.48	149.14
氟苯尼考 -注射液	收入	953.23	1,420.04	1,476.12
	数量	2.68	3.71	3.65
	单价	355.39	382.36	404.43

资料来源：公司招股说明书 太平洋证券研究院

替米考星类产品：包括替米考星粉/散/预混剂，目前替米考星的含量都是 20%。替米考星也属于大环内酯类药物，对于蓝耳病的防控也有较好的效果，此外对细菌性疾病如支原体、链球菌、传染性胸膜肺炎等有很好的治疗效果。公司在上市前替米考星类产品的产销见下表：

收入：万元，数量：吨，单价：元/千克

项目		2019 年度	2018 年度	2017 年度
替米考星 -粉/散/预混剂	收入	3,420.04	4,744.49	4,911.85
	数量	234.33	285.69	331.36
	单价	145.95	166.07	148.23

资料来源：公司招股说明书 太平洋证券研究院

阿莫西林类产品：包括复方阿莫西林粉 15%、阿莫西林可溶性粉 10%、阿莫西林可溶性粉 30%。阿莫西林是一种广谱抗生素，可与众多其他药物配伍发挥协同作用。公司上市前阿莫西林产销见下表：

收入：万元，数量：吨，单价：元/千克

项目		2019 年度	2018 年度	2017 年度
阿莫西林 -粉/散/预混剂	收入	4,746.81	3,814.52	3,952.23
	数量	629.30	547.85	651.04
	单价	75.43	69.63	60.71

资料来源：公司招股说明书 太平洋证券研究院

盐酸多西环素类产品：包括盐酸多西环素可溶性粉 10%、盐酸多西环素可溶性粉 50%。盐酸多西环素属于四环素抗生素，是一种广谱抗菌药，可与多种药物配伍发挥协同作用，临床上常用于猪附红细胞体、大肠杆菌等细菌性疾病的治疗。公司上市前盐酸多西环素的产销见下表：

收入：万元，数量：吨，单价：元/千克

项目		2019 年度	2018 年度	2017 年度
盐酸多西环素 -粉/散/预混剂	收入	4,547.30	3,459.32	2,390.73
	数量	482.40	511.13	450.41
	单价	94.26	67.68	53.08

资料来源：公司招股说明书 太平洋证券研究院

2、布局上游原料药，进一步增加自主可控性

目前公司的终端产品化药制剂品类齐全，公司掌握终端销售渠道，在销售旺季时出现供不应求的情景，尤其是原料药产能严重不足，公司近年来的产销数据见下表（图表 28）：

图表 28：2016-2022 年公司产销数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022Q1	
化药/中药制剂 -粉/散/预混剂 (吨)	产能	3300	3300	3300	3300	3300	3375	
	产量	1991	3045	3077	3240	4940	1412	
	销量			2863	2822	4714	1442	
	产销率			93%	87%	95%	93%	102%
	产能利用率	60%	92%	93%	98%	150%	221%	42%
化药制剂 -注射剂 (万升)	产能	68	68	83	83	83	83	21
	产量	5	8	10	7	14	18	3
	销量			10	6	11	16	4
	产销率			94%	83%	78%	89%	112%
	产能利用率	7%	12%	12%	9%	17%	22%	16%
原料药 (吨)	产能	25	80	80	108	240	240	60
	产量	27	59	74	88	214	276	13
	销量			35	49	115	104	30
	产销率			47%	56%	54%	38%	240%
	产能利用率	108%	74%	93%	81%	89%	115%	21%
饲料及添加剂 (吨)	产能	1500	1500	1500	1500	1500	1500	375
	产量	591	786	471	396	528	513	70
	销量			512	380	496	466	76
	产销率			109%	96%	94%	91%	109%
	产能利用率	52%	52%	31%	26%	35%	34%	19%

资料来源：公司招股说明书、公司年报 太平洋证券研究院

公司近年来产品的毛利率受上游原料药的影响较大，原料药行业作为公司的上游，其价格将直接影响兽药制剂的成本。我国为原料药生产大国，市场供给充足，但由于环保、安全生产等要求促使落后产能的淘汰，使原料药市场存在波动。公司化药从制剂端向上游原料药扩张，主要两方面的原因考虑：1、公司的原料药的主要产品是酒石酸泰万菌素，公司的酒石酸泰万菌素的市占率大约是 20%，产品处于供不应求的状况，扩大原料药的产能有利于进一步提高该产品的市占率；2、泰乐菌素是生产泰万菌素、替米考星、泰地罗新等药物的核心原料药，公司新增泰乐菌素生产线有利于做到原料自控，进一步稳定产品的毛利率。因此，公司使用超募资金投资“年产 1000 吨泰乐菌素”项目，又通过可转债项目布局“年产 1000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素产线”项目。

单位：万元

序号	项目名称		投资总额	募集资金投资金额
1	新沟基地	粉/散/预混剂自动化生产基地建设项目	32,000.00	32,000.00
2		研发及质检中心建设项目	7,000.00	7,000.00
3	年产 160 吨泰万菌素发酵生产基地建设项目		7,000.00	7,000.00
4	中药提取及制剂生产线建设项目		6,000.00	6,000.00
5	补充流动资金		7,000.00	7,000.00
	合计		59,000.00	59,000.00

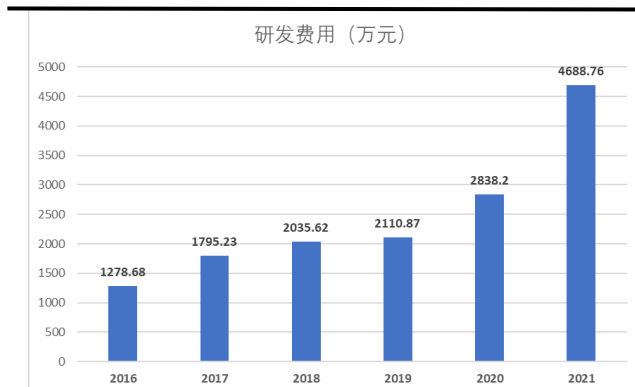
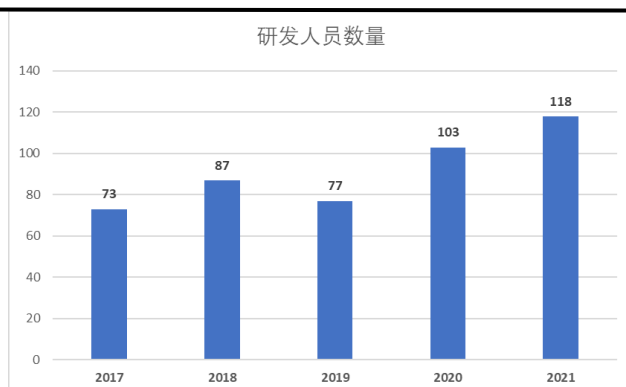
资料来源：公司招股说明书、公司年报 太平洋证券研究院

3、研发能力卓越，产品迭代更新快：

多层次打造研发平台，铸造强劲研发实力：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。公司目前有四大研发平台：1、华农-回盛研究院：成立于 2021 年，主要做超前的行业前沿研究、重大疾病解决方案的研究；预计未来 5 年会在该平台投入 1 亿元做前沿性的研究和重大疾病的研究；2、湖北省动物保健品生物工程技术研究中心，主要是生产和制造相关的研发，生产工艺和配方等方面的产业化；3、湖北省兽药工程技术研究中心，主要做市场化方面的产品研究；4、宠物药品研究中心，成立于 2021 年，目前拥有团队 20 多人，主要以宠物驱虫药和消炎药的研究为主。

掌握核心技术，突显竞争优势：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。

研发经费持续高投入，加速新产品的上市速度：一个动保公司要想保持长期稳定的发展，关键是新产品的研发上市速度，动保公司要做大做强必须要到“First to know, Fast to market”。动保类产品的生命周期并不长，一个新产品的黄金发展时期大约就是三年左右，三年后其他公司的同类产品便会上市，由于产品的差异化小，同质化竞争便会使市场进入白热化的价格战，因此动保公司要想保持长期的竞争力，必须不断的推出新产品，这背后要求公司有很强的研发能力及研发投入，2021 年公司投入研发费用超过 4600 万元（图表 29），共有研发人员 118 人（图表 30），占比 14.25%。

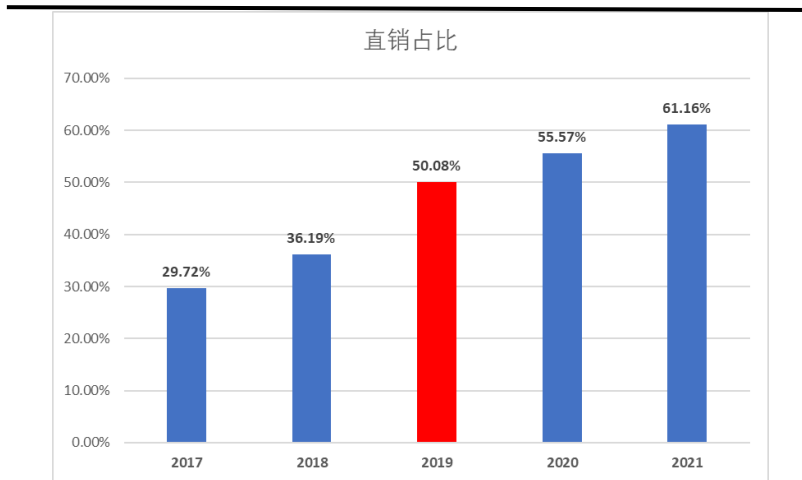
图表 29：2016-2021 年公司研发费用变化

图表 30：2017-2021 年研发人员数量变化


资料来源：公司招股说明书、公司年报 太平洋证券研究院

4、销售模式灵活，技术服务定制化：

销售模式灵活，直销和经销双管齐下：目前国内畜牧业正处于散养、中小规模养殖和集团化养殖等多元化养殖模式并存的发展阶段。公司建立了以集团客户直销与经销商渠道销售相结合的营销网络，有针对性地覆盖了各类养殖规模的客户。对于养猪集团这类客户，公司建立了集团客户销售部，从销售、客户维护、技术服务等多个角度为客户提供定制化服务，满足客户的特定需求。2019年集团直销所占营收的比例首次超过50%（图表30），进一步证明公司对集团终端客户的把握能力。

图表 31：2017-2021 年公司直销集团客户营收占比



资料来源：公司招股说明书、公司年报 太平洋证券研究院

对于散养户、中小规模猪场，公司采用经销商的模式进行销售，公司创始人张卫元先生就是从经销兽药起家，熟悉兽药经销商这类群体的特点和诉求，公司采取严格的经销商管理制度，努力实现与经销商的共赢局面。经过多年积累，与一批有一定资金实力、营销能力强、专业知识过硬的经销商团队建立了长期稳定的合作关系，打造了一批主营回盛产品的核心经销商。公司通过“回盛生物-经销商学院”等方式加强对经销商的培训（图表32），强化经销商经营理念，丰富经销商营销手段，提高经销商知识储备，打造经销商过硬的业务素质。

图表 32：公司举办的回盛生物-经销商学院培训会



资料来源：公司网站 太平洋证券研究院

强大的技术服务能力增强了客户黏性：好的动保产品要发挥出好的效果需要配套专门的使用方案，每个猪场面临的疾病情况可能都不同，这需要有经验的技术服务老师根据猪场的实际情况制定不同的使用方案。经过多年的探索和发展，公司已经形成了高效、成熟的技术服务体系，秉承服务终端客户的理念，建立了一支高素质的技术服务团队，“华农-回盛研究院”的成立吸引了大量专家人才充实技术服务队伍。高水平的技术服务人才和不断完善的技术服务管理体系，为产品推广和品牌宣传提供了良好的支撑。

四、盈利预测与投资建议

2022年上半年由于受到低猪价的影响，公司2022H1营收为3.97亿元，同比下降25.89%。2022年7月份后，猪价快速上涨，猪场开始大幅盈利，公司的营业收入得到快速修复。公司近日发布2022年三季报显示，三季度实现营收2.74亿元，同比增长30.59%，环比增长43.43%；归母净利润1988.33万元，同增8.11%，环比增长343.18%。我们认为自2022年4月份开始，新一轮的猪周期正式确立，目前猪价处于上行阶段，由于公司的营收跟猪价高度相关，叠加公司新产能释放，以公司各项业务的销量与销售均价作为基础假设，我们预计2022全年营收为9.8亿元，同比下降1.6%，归母净利润为0.72亿，同比下降45.8%。预计2023-2024营收同比增长50%/20%至14.7/17.64亿元，归母净利润为1.8/2.78亿元，对应PE为19.7/12.7，首次覆盖给与“买入”评级。

图表 33：回盛生物 2022-2024 年营收预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	777.46	996.22	980.02	1470.03	1764.03
营收增速（%）	81.98%	28.14%	-1.63%	50.00%	20.00%
营业成本	489.59	725.5	754.61	1058.42	1234.82
毛利	287.87	270.72	280.32	543.91	658.57
毛利率	37.03%	27.17%	23%	28.00%	30.00%
兽用化药制剂	628.03	845.58	833.02	1220.12	1599.4
收入增速（%）	233.63%	34.64%	-1.49%	46.47%	31.09%
兽用原料药	62.59	67.26	63.7	147	150.53
收入增速（%）	-42.91%	7.46%	-5.29%	130.77%	2.40%
兽用中药制剂	21.58	24.92	24.5	29.4	47.04
收入增速（%）	35.04%	15.48%	-1.69%	20.00%	60.00%
其他	65.26	58.46	58.8	73.5	75.27
增长率	-12.18%	-10.42%	0.58%	25.00%	2.41%

资料来源：回盛生物估值模型 太平洋证券研究院

风险提示：猪价下跌，下游客户亏损，动保行业竞争加剧，新品上市和推广进度不达预期等。

投资评级说明

■ 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

■ 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。