

# 回盛生物 (300871.SZ)

买入

2022 年报及 2023 一季报点评:2023Q1 归母净利同比+634.03%,  
原料-制剂一体化战略稳步推进

## 核心观点

**Q1 猪价环比下降, 公司业绩短期承压。**公司 2022 年实现营业收入 10.23 亿元, 同比+2.68%, 实现归母净利润 0.53 亿元, 同比-60.33%。分季度来看, 公司盈利受下游生猪养殖盈利波动影响较大, 2022 年 4 月起国内猪价持续走高, 下游动保需求改善进而推动公司业绩从 Q2 开始环比增长, 但 2023Q1 猪价重回深度亏损状态, 使得公司盈利再次承压, 2023Q1 公司实现营收 2.3 亿元, 同比+12.03%, 归母净利 0.15 亿元, 同比+634.03%, 环比-42.31%。

**养殖端景气有望回升, 看好公司量利增长。**展望后市, 我们认为中期猪价有望表现强势, 下游养殖利润修复有望带动养殖户对兽药的量价容忍度修复, 其在预防治疗方面的支出有望增加, 或将再次带动公司收益环比修复。叠加公司新产能投放, 我们预计公司未来有望实现量利双增, 业绩或将高弹性修复。另外从长期来看, 未来新 GMP 标准进一步提升行业准入门槛, 在养殖规模化趋势下, 公司作为产品矩阵完备的优质头部兽药企业, 有望依靠质量、规模等多方位优势占得更多份额, 底部成长同样值得期待。

**产能爬坡影响短期盈利, 水产、宠物等新板块布局加速。**产能方面, 截至 2023 年 Q1 末, 公司固定资产规模为 11.61 亿元, 较年初增长 114.21%。2022 年公司原料-制剂一体化战略取得新进展, “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 吨泰万菌素生产线扩建项目”基本建设完毕。产品方面, 2022 年公司研发的新一代抗菌药泰地罗新注射液成功上市, 同时“稳蓝增免”方案防治蓝耳病效果显著, 上述产品均以泰乐菌素为核心原料, 新产能落地后, 公司有望依靠优质产品和集团客户关系, 在养殖规模化进程中稳步释放业绩。此外, 公司在巩固猪用药品业务优势的基础上, 也实现家禽、反刍、水产突破发展, 2022 年加大了水产、宠物等新兴领域药品的研发投入及市场渠道建设力度, 目前公司已有 6 款宠物药品及 14 款宠物保健品上市, 在研宠物药品 20 个。在创新药布局上, 其中一类新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, 新业务的前瞻性布局有望进一步打开公司成长新增量。

**风险提示:** 养殖过程中发生不可控疫情, 原料药价格再度大幅上涨。

**投资建议:** 维持“买入”评级。考虑到今年猪价上半年跌幅较大, 下调公司 23-24 年盈利预测, 预计公司 23-25 年归母净利分别为 1.5/2.2/2.3 亿元 (原预计 23-24 年分别为 2.5/3.1 亿元), 对应当前股价 PE 为 15/12/11X。

## 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	996	1,023	1,573	1,966	2,216
(+/-%)	28.1%	2.7%	53.8%	25.0%	12.7%
净利润(百万元)	133	53	149	219	229
(+/-%)	-11.5%	-60.3%	182.4%	47.3%	4.5%
每股收益(元)	0.80	0.32	0.90	1.32	1.38
EBIT Margin	13.0%	7.2%	11.2%	13.4%	12.5%
净资产收益率 (ROE)	8.2%	3.4%	9.2%	13.1%	13.3%
市盈率 (PE)	22.4	56.4	20.0	13.6	13.0
EV/EBITDA	25.9	32.4	14.7	11.8	10.7
市净率 (PB)	1.84	1.93	1.84	1.77	1.72

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 农林牧渔·动物保健 II

证券分析师: 鲁家瑞 021-61761016  
lujiarui@guosen.com.cn  
S0980520110002

证券分析师: 李瑞楠 021-60893308  
liruinan@guosen.com.cn  
S0980523030001

联系人: 江海航  
010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn

## 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	17.89 元
总市值/流通市值	2971/1484 百万元
52 周最高价/最低价	30.00/15.05 元
近 3 个月日均成交额	35.01 百万元

## 市场走势



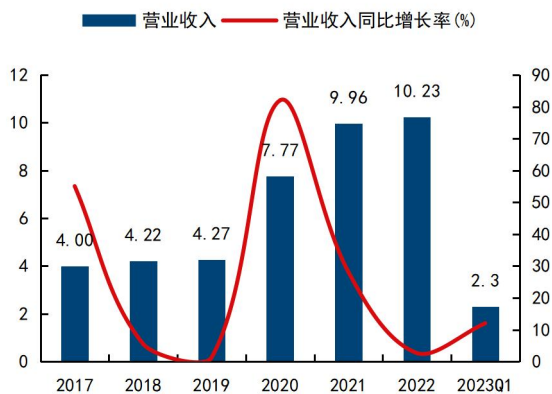
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

《回盛生物 (300871.SZ) -2022 三季报点评: Q3 归母净利环比增加 400%, 高景气下量利有望维持高弹性增长》——2022-10-26  
《回盛生物 (300871.SZ) -2022 中报点评: Q2 盈利环比增加 122%, 看好新产能落地后业绩释放》——2022-08-30  
《回盛生物 (300871.SZ) -养殖回暖叠加产能投放, 兽药制剂龙头或迎量利齐升》——2022-07-16

**受益猪价持续走高，Q3 量利环比高增。**公司 2022 年实现营业收入 10.23 亿元，同比+2.68%，实现归属于母公司所有者的净利润 0.53 亿元，同比-60.33%。分季度来看，公司盈利受下游生猪养殖盈利波动影响较大，2022 年 4 月起国内猪价持续走高，下游动保需求改善进而推动公司业绩从 Q2 开始环比增长，但 2023Q1 猪价重回深度亏损状态，使得公司盈利再次承压，2023Q1 公司实现营收 2.3 亿元，同比+12.03%，归母净利 0.15 亿元，同比+634.03%，环比-42.31%。展望后市，我们认为中期猪价有望表现强势，或将再次带动公司收益环比修复。

图1: 回盛生物营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 回盛生物单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



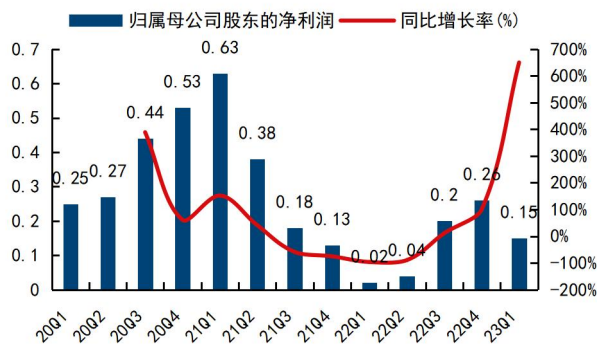
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 回盛生物归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

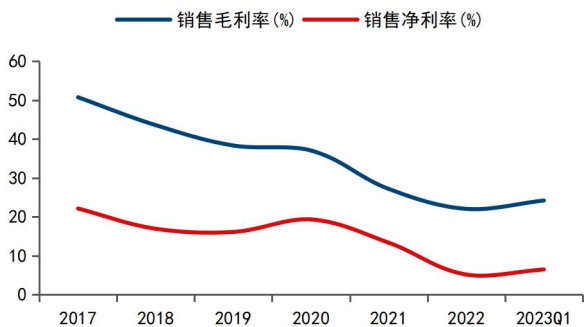
图4: 回盛生物单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

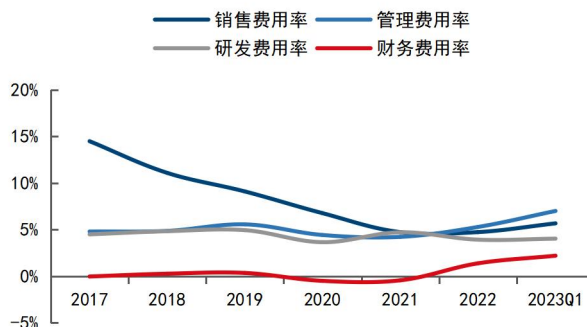
**盈利率同比承压，费用率同比上升。**公司 2022 年销售毛利率 22.03%，同比-5.14pct，销售净利率 5.15%，同比-8.19pct，净利率同比下滑一方面系公司兽药业务上半年收入成本两端承压，另一方面系公司新建项目投产导致折旧费用明显增加。公司 2022 年销售费用率 4.73%(同比持平)，管理费用率 5.28%(+1.06pct)，财务费用率 1.38%(+1.82pct)。三项费用率合计 11.39%，同比上升 2.88pct，一方面系新进项目投产导致管理费用中的折旧费用增加，另一方面系公司计提可转债利息导致财务费用增加。

图5: 回盛生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

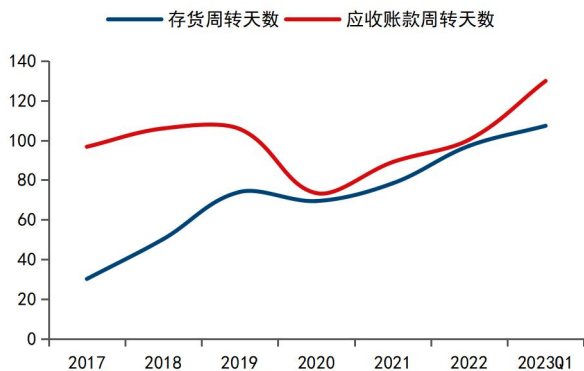
图6: 回盛生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

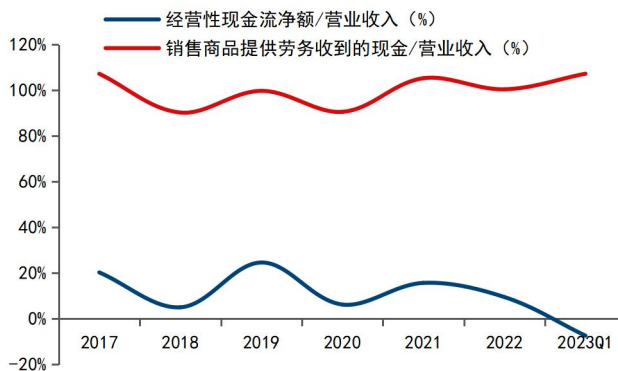
**资产周转和经营现金流环比改善。**在主要流动资产周转方面, 2022 年公司存货天数为 97.17 天, 同比+24.05%; 2022 年公司应收账款周转天数为 100.28 天, 同比+12.64%; 短期由于下游养殖现金流压力较大, 存货及应收账款周转周期均有小幅拉长。在经营现金流方面, 公司 2022 年经营性现金流净额占营业收入比例为 9.45% (同比-39.66%), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.46% (同比-4.61%), 经营现金流同比同样偏紧。

图7: 回盛生物主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 回盛生物经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 维持“买入”评级。**公司作为国内兽药制剂龙头, 超八成收入来自猪用兽药, 在新产能陆续投产、及下游养殖规模化进程加速的双重驱动下, 后续业绩有望实现高弹性增长。考虑到今年猪价上半年跌幅较大, 下调公司 23-24 年盈利预测, 预计公司 23-25 年归母净利分别为 1.5/2.2/2.3 亿元 (原预计 23-24 年分别为 2.5/3.1 亿元), 对应当前股价 PE 为 15/12/11X。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1068	424	541	800	700	营业收入	996	1023	1573	1966	2216
应收款项	242	350	495	485	534	营业成本	725	798	1187	1449	1655
存货净额	232	199	306	348	412	营业税金及附加	5	9	10	13	16
其他流动资产	25	17	105	229	148	销售费用	47	48	69	87	94
<b>流动资产合计</b>	<b>1599</b>	<b>1351</b>	<b>1546</b>	<b>1962</b>	<b>1894</b>	管理费用	42	54	67	81	88
固定资产	1007	1498	1565	1562	1498	研发费用	47	40	63	73	86
无形资产及其他	110	107	104	100	97	财务费用	(4)	14	17	21	22
投资性房地产	26	33	33	33	33	投资收益	3	6	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	3	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2742</b>	<b>2989</b>	<b>3248</b>	<b>3657</b>	<b>3522</b>	其他收入	(36)	(50)	(63)	(73)	(86)
短期借款及交易性金融负债	106	220	200	579	323	营业利润	151	59	160	244	257
应付款项	311	490	642	574	619	营业外净收支	(0)	(2)	0	0	0
其他流动负债	86	95	139	165	191	<b>利润总额</b>	<b>151</b>	<b>57</b>	<b>160</b>	<b>244</b>	<b>257</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>503</b>	<b>805</b>	<b>981</b>	<b>1317</b>	<b>1134</b>	所得税费用	18	4	12	24	28
长期借款及应付债券	575	570	570	570	570	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	72	85	90	93	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>133</b>	<b>53</b>	<b>149</b>	<b>219</b>	<b>229</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>620</b>	<b>643</b>	<b>655</b>	<b>660</b>	<b>663</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1123</b>	<b>1448</b>	<b>1636</b>	<b>1978</b>	<b>1798</b>	净利润	133	53	149	219	229
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(7)	8	1	0	(0)
股东权益	1619	1541	1612	1679	1725	折旧摊销	29	63	136	158	168
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2742</b>	<b>2989</b>	<b>3248</b>	<b>3657</b>	<b>3522</b>	公允价值变动损失	(3)	(4)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(4)	14	17	21	22
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	268	149	(130)	(194)	43
每股收益	0.80	0.32	0.90	1.32	1.38	其它	7	(8)	(1)	(0)	0
每股红利	0.29	0.38	0.47	0.91	1.11	<b>经营活动现金流</b>	<b>427</b>	<b>261</b>	<b>155</b>	<b>183</b>	<b>440</b>
每股净资产	9.74	9.28	9.71	10.11	10.39	资本开支	0	(562)	(201)	(151)	(101)
ROIC	7%	3%	7%	9%	9%	其它投资现金流	208	(329)	262	0	0
ROE	8%	3%	9%	13%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>208</b>	<b>(892)</b>	<b>61</b>	<b>(151)</b>	<b>(101)</b>
毛利率	27%	22%	25%	26%	25%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	7%	11%	13%	13%	负债净变化	35	(35)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	13%	20%	21%	20%	支付股利、利息	(48)	(62)	(79)	(152)	(184)
收入增长	28%	3%	54%	25%	13%	其它融资现金流	114	182	(20)	379	(255)
净利润增长率	-12%	-60%	182%	47%	5%	<b>融资活动现金流</b>	<b>88</b>	<b>(13)</b>	<b>(99)</b>	<b>227</b>	<b>(439)</b>
资产负债率	41%	48%	50%	54%	51%	<b>现金净变动</b>	<b>723</b>	<b>(644)</b>	<b>117</b>	<b>259</b>	<b>(100)</b>
股息率	1.6%	2.1%	2.6%	5.1%	6.2%	货币资金的期初余额	345	1068	424	541	800
P/E	22.4	56.4	20.0	13.6	13.0	货币资金的期末余额	1068	424	541	800	700
P/B	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7	企业自由现金流	0	(282)	(31)	50	357
EV/EBITDA	25.9	32.4	14.7	11.8	10.7	权益自由现金流	0	(135)	(67)	410	83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032