

# 回盛生物（300871）

## 打造化药一体化优势，构建回盛特色产品体系

**事件：**①公司 2022 年营收 10.23 亿元，同比+2.68%，归母净利润 0.53 亿元，同比-60.33%，其中 22Q4 营收 3.51 亿元，同比+40.40%、归母净利润 0.26 亿元，同比+100.21%；公司 2022 年拟分红每 10 股派 3.0 元，合计分红现金 0.49 亿元；②公司 2023Q1 营收 2.3 亿元，同比+12.03%，归母净利润 0.15 亿元，同比+634.03%。

### 22 年业绩承压显著，23Q1 业绩改善显著

2022 年公司营收小幅增长，利润同比下降：①主要是因为下游生猪养殖行业市场景气度较差，对兽药需求减少，且公司产品结构较上年同期发生一定变化，整体毛利率有所下降；②在建项目于 22 年内陆续投产，产能尚处于爬坡阶段，对公司短期盈利带来一定影响；2023 年 Q1 公司营收、利润均同比提升，主要原因为虽然 23Q1 下游猪价偏低，但价格、存栏同比仍有提高，支撑公司销售和利润增长。而我们认为，后续随着生猪周期的景气修复，兽药需求弹性释放，销售放量+产能利用率逐步爬升，公司有望实现量利双升。

### 产能放量核心产品一体化+集团客户稳步开拓

截至 2023Q1，公司已拥有 840 吨泰万原料药+1000 吨泰乐原料药产能，且后续仍有 1000 吨泰乐原料药产能等待投产，实现核心产品的“制剂-原料药”一体化。而公司充分利用华农-回盛研究院的专家优势和科研成果进行品牌塑造，“猪生病，找回盛”已在行业内建立起较高知名度，公司已实现国内生猪养殖行业 TOP10 全覆盖，同国内众多大型养殖企业建立了稳定的合作关系，2022 年直销客户收入占比为 61%。我们认为，目前在下游养殖长期规模化背景下，公司集团客户端的渗透有望进一步提高，以支撑公司新产能的产品释放。

### 打造回盛特色产品，宠物业务为公司再增新增长曲线

公司积极打造具有回盛特色产品体系：特色方案“稳蓝增免”可以显著地抑制蓝耳病毒在动物体内的增殖，另有禽滑液囊支原体的整体解决方案、第四代抗菌药品泰地罗新、第三代口服头孢菌素头孢泊肟酯片、新款驱虫药非泼罗尼等具有回盛特色的创新方案、创新药品，已经构建起了涵盖禽、猪、牛、宠物等多个方面的产品矩阵，并加速布局宠物药品市场发展的蓝海，为公司再赋新增长曲线！

### 投资建议：

因下游养殖行业景气度较低，且公司产能仍在爬坡中，下调公司 2023-2025 年营业收入预测为 13.98 亿元、17.48 亿元、21.15 亿元（23-24 年前值 15.37 亿元、19.89 亿元），同比增长 36.64%、25.10%、20.94%；归母净利润为 1.40 亿元、2.45 亿元、3.34 亿元（23-24 年前值 2.53 亿元、3.39 亿元），同比增长 165.72%、75.13%、36.17%。我们认为，看好公司量利双升和新品增长潜力，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游行业需求波动风险；上游行业原料价格大幅波动风险；应收账款回收风险；动物疫病风险。

| 财务数据和估值       | 2021    | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|---------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 996.22  | 1,022.90 | 1,397.65 | 1,748.44 | 2,114.51 |
| 增长率(%)        | 28.14   | 2.68     | 36.64    | 25.10    | 20.94    |
| EBITDA(百万元)   | 211.32  | 185.75   | 286.13   | 400.15   | 468.58   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 132.87  | 52.71    | 140.05   | 245.27   | 333.97   |
| 增长率(%)        | (11.52) | (60.33)  | 165.72   | 75.13    | 36.17    |
| EPS(元/股)      | 0.80    | 0.32     | 0.84     | 1.48     | 2.01     |
| 市盈率(P/E)      | 22.42   | 56.52    | 21.27    | 12.15    | 8.92     |
| 市净率(P/B)      | 1.84    | 1.93     | 1.77     | 1.53     | 1.31     |
| 市销率(P/S)      | 2.99    | 2.91     | 2.13     | 1.70     | 1.41     |
| EV/EBITDA     | 20.30   | 18.09    | 10.86    | 6.27     | 5.03     |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 证券研究报告

2023 年 04 月 29 日

### 投资评级

|        |              |
|--------|--------------|
| 行业     | 农林牧渔/动物保健 II |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）     |
| 当前价格   | 17.94 元      |
| 目标价格   | 元            |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 166.05      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 82.96       |
| A 股总市值(百万元)   | 2,979.02    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,488.33    |
| 每股净资产(元)      | 8.61        |
| 资产负债率(%)      | 48.54       |
| 一年内最高/最低(元)   | 30.00/15.61 |

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**陈潇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070002  
chenx@tfzq.com

**林逸丹** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520110001  
linyidan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

1 《回盛生物-季报点评:三季度公司业绩环比改善，产能释放盈利成长可期》  
2022-10-30

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021     | 2022       | 2023E    | 2024E    | 2025E    | 利润表(百万元)  | 2021    | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
|------------|----------|------------|----------|----------|----------|-----------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金       | 1,068.23 | 424.04     | 111.81   | 139.88   | 216.92   | 营业收入      | 996.22  | 1,022.90 | 1,397.65 | 1,748.44 | 2,114.51 |
| 应收票据及应收账款  | 240.27   | 347.95     | 340.38   | 557.29   | 557.03   | 营业成本      | 725.50  | 797.54   | 1,029.07 | 1,228.40 | 1,482.56 |
| 预付账款       | 8.87     | 8.55       | 35.91    | 9.25     | 41.06    | 营业税金及附加   | 4.92    | 8.84     | 6.99     | 8.74     | 10.57    |
| 存货         | 231.55   | 199.01     | 295.74   | 324.69   | 429.29   | 销售费用      | 47.15   | 48.43    | 55.91    | 66.44    | 80.35    |
| 其他         | 49.95    | 371.93     | 445.38   | 402.79   | 408.85   | 管理费用      | 41.91   | 54.05    | 58.70    | 69.94    | 84.58    |
| 流动资产合计     | 1,598.88 | 1,351.48   | 1,229.23 | 1,433.90 | 1,653.15 | 研发费用      | 46.89   | 40.14    | 53.11    | 64.69    | 78.24    |
| 长期股权投资     | 0.00     | 0.00       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 财务费用      | (4.38)  | 14.10    | 43.34    | 36.65    | 2.65     |
| 固定资产       | 533.55   | 1,165.57   | 1,084.07 | 1,002.56 | 921.06   | 资产/信用减值损失 | 6.05    | (13.09)  | (4.28)   | (3.58)   | (6.97)   |
| 在建工程       | 473.25   | 332.51     | 332.51   | 332.51   | 332.51   | 公允价值变动收益  | 1.55    | 1.46     | 3.32     | 0.00     | 0.00     |
| 无形资产       | 110.06   | 106.87     | 103.76   | 100.64   | 97.52    | 投资净收益     | 2.86    | 5.55     | 2.87     | 3.76     | 4.06     |
| 其他         | 25.92    | 32.69      | 49.77    | 39.91    | 40.62    | 其他        | (27.25) | 6.73     | (0.00)   | (0.00)   | (0.00)   |
| 非流动资产合计    | 1,142.78 | 1,637.64   | 1,570.10 | 1,475.62 | 1,391.71 | 营业利润      | 151.03  | 59.16    | 152.45   | 273.75   | 372.65   |
| 资产总计       | 2,741.66 | 2,989.11   | 2,799.33 | 2,909.52 | 3,044.86 | 营业外收入     | 0.18    | 0.09     | 0.12     | 0.13     | 0.11     |
| 短期借款       | 100.00   | 220.08     | 650.89   | 73.31    | 0.00     | 营业外支出     | 0.37    | 2.54     | 1.16     | 1.36     | 1.69     |
| 应付票据及应付账款  | 311.33   | 489.70     | 315.00   | 701.90   | 589.99   | 利润总额      | 150.83  | 56.71    | 151.41   | 272.52   | 371.08   |
| 其他         | 78.07    | 79.52      | 101.58   | 128.14   | 126.75   | 所得税       | 17.97   | 4.00     | 11.36    | 27.25    | 37.11    |
| 流动负债合计     | 489.40   | 789.31     | 1,067.48 | 903.35   | 716.74   | 净利润       | 132.87  | 52.71    | 140.05   | 245.27   | 333.97   |
| 长期借款       | 35.21    | 0.00       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 少数股东损益    | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应付债券       | 539.36   | 570.36     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 归属于母公司净利润 | 132.87  | 52.71    | 140.05   | 245.27   | 333.97   |
| 其他         | 44.97    | 72.40      | 50.59    | 55.99    | 59.66    | 每股收益 (元)  | 0.80    | 0.32     | 0.84     | 1.48     | 2.01     |
| 非流动负债合计    | 619.54   | 642.76     | 50.59    | 55.99    | 59.66    |           |         |          |          |          |          |
| 负债合计       | 1,122.81 | 1,447.68   | 1,118.07 | 959.34   | 776.40   |           |         |          |          |          |          |
| 少数股东权益     | 0.00     | 0.00       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 主要财务比率    | 2021    | 2022     | 2023E    | 2024E    | 2025E    |
| 股本         | 166.25   | 166.05     | 166.05   | 166.05   | 166.05   | 成长能力      |         |          |          |          |          |
| 资本公积       | 881.60   | 877.08     | 877.08   | 877.08   | 877.08   | 营业收入      | 28.14%  | 2.68%    | 36.64%   | 25.10%   | 20.94%   |
| 留存收益       | 429.31   | 427.11     | 567.16   | 812.43   | 1,146.40 | 营业利润      | -14.44% | -60.83%  | 157.71%  | 79.57%   | 36.13%   |
| 其他         | 141.69   | 71.18      | 70.96    | 94.61    | 78.92    | 归属于母公司净利润 | -11.52% | -60.33%  | 165.72%  | 75.13%   | 36.17%   |
| 股东权益合计     | 1,618.85 | 1,541.43   | 1,681.26 | 1,950.18 | 2,268.46 | 获利能力      |         |          |          |          |          |
| 负债和股东权益总计  | 2,741.66 | 2,989.11   | 2,799.33 | 2,909.52 | 3,044.86 | 毛利率       | 27.17%  | 22.03%   | 26.37%   | 29.74%   | 29.89%   |
|            |          |            |          |          |          | 净利率       | 13.34%  | 5.15%    | 10.02%   | 14.03%   | 15.79%   |
|            |          |            |          |          |          | ROE       | 8.21%   | 3.42%    | 8.33%    | 12.58%   | 14.72%   |
|            |          |            |          |          |          | ROIC      | 16.17%  | 5.80%    | 11.97%   | 15.43%   | 22.80%   |
|            |          |            |          |          |          | 偿债能力      |         |          |          |          |          |
| 现金流量表(百万元) | 2021     | 2022       | 2023E    | 2024E    | 2025E    | 资产负债率     | 40.95%  | 48.43%   | 39.94%   | 32.97%   | 25.50%   |
| 净利润        | 132.87   | 52.71      | 140.05   | 245.27   | 333.97   | 净负债率      | -23.92% | 23.77%   | 32.38%   | -3.21%   | -9.43%   |
| 折旧摊销       | 28.54    | 62.69      | 84.62    | 84.62    | 84.62    | 流动比率      | 3.18    | 1.68     | 1.15     | 1.59     | 2.31     |
| 财务费用       | 5.30     | 6.73       | 43.34    | 36.65    | 2.65     | 速动比率      | 2.72    | 1.43     | 0.87     | 1.23     | 1.71     |
| 投资损失       | (2.86)   | (5.55)     | (2.87)   | (3.76)   | (4.06)   | 营运能力      |         |          |          |          |          |
| 营运资金变动     | 215.77   | 24.58      | (398.41) | 253.76   | (252.11) | 应收账款周转率   | 4.23    | 3.48     | 4.06     | 3.90     | 3.80     |
| 其它         | (223.89) | (44.48)    | 3.32     | (0.00)   | (0.00)   | 存货周转率     | 5.55    | 4.75     | 5.65     | 5.64     | 5.61     |
| 经营活动现金流    | 155.72   | 96.68      | (129.95) | 616.55   | 165.07   | 总资产周转率    | 0.44    | 0.36     | 0.48     | 0.61     | 0.71     |
| 资本支出       | 626.73   | 523.24     | 21.80    | (5.40)   | (3.67)   | 每股指标 (元)  |         |          |          |          |          |
| 长期投资       | 0.00     | 0.00       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 每股收益      | 0.80    | 0.32     | 0.84     | 1.48     | 2.01     |
| 其他         | (811.87) | (1,272.79) | (26.34)  | 8.93     | 8.13     | 每股经营现金流   | 0.94    | 0.58     | -0.78    | 3.71     | 0.99     |
| 投资活动现金流    | (185.15) | (749.54)   | (4.54)   | 3.54     | 4.46     | 每股净资产     | 9.75    | 9.28     | 10.12    | 11.74    | 13.66    |
| 债权融资       | 612.66   | 95.37      | (177.52) | (615.67) | (76.80)  | 估值比率      |         |          |          |          |          |
| 股权融资       | 97.12    | (75.22)    | (0.23)   | 23.65    | (15.69)  | 市盈率       | 22.42   | 56.52    | 21.27    | 12.15    | 8.92     |
| 其他         | 0.31     | (54.75)    | (0.00)   | (0.00)   | 0.00     | 市净率       | 1.84    | 1.93     | 1.77     | 1.53     | 1.31     |
| 筹资活动现金流    | 710.09   | (34.60)    | (177.75) | (592.02) | (92.49)  | EV/EBITDA | 20.30   | 18.09    | 10.86    | 6.27     | 5.03     |
| 汇率变动影响     | 0.00     | 0.00       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | EV/EBIT   | 23.47   | 27.27    | 15.42    | 7.96     | 6.14     |
| 现金净增加额     | 680.66   | (687.46)   | (312.23) | 28.06    | 77.05    |           |         |          |          |          |          |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                                                   | 海口                                                                                                  | 上海                                                                                                        | 深圳                                                                                                             |
|------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |