

股权激励核心骨干, 化药龙头扬帆远航

投资要点

- **事件:** 公司发布限制性股票激励计划, 以 19.5 元/股的价格对 31 人共授予 48.8 万股, 约占本激励计划草案公告时公司股本总额 1.7 亿股的 0.3%。
- **股权激励有助于公司留住优秀人才, 将股东、公司以及核心团队三方利益实现有效结合, 调动骨干员工积极性, 促使公司航道更宽更远, 实现长久发展。** 本次激励对象包括公司高级管理人员以及核心骨干员工, 制定明确业绩目标, 整体规划性强。未来仍将以“致力动保科技, 提升生命质量”为使命, 发挥技术优势, 提高产品质量, 使得激励效果最大化, 实现多方共赢的胜利局面。
- **虽现阶段猪肉价格处于低位, 但在规模化养殖不断发展的背景下, 公司作为兽用化药龙头企业具有明显竞争优势。** 生猪养殖行业集中度不断提高, 十家上市猪企生猪出栏量占总体比例由 2019 年的 8.3% 增至 2020 年的 10.4%, 疫病防控意识增强, 公司集团客户 2020 年增加 67 家, 直销收入增长 112.7%。高效养殖企业的标准就是主要体现在养殖环节的精细化管理和对待疫病的科学化治疗, 不会因生猪价格位于底部而大幅减少疫苗及兽药的用量, 而会在合理价格区间内选择最优产品, 各产品细分领域的头部生产企业竞争优势明显。
- **兽药行业发展迅速, 行业门槛提升与下游对产品质量要求提高双因素驱动下, 未来有望不断集中, 同时饲料端“禁抗”政策促使药用抗生素市场需求增长。** 2019 年全国兽药行业企业数量为 1632 家, 同比减少 4%, 多项政策加强管理促进行业转型升级。新版《兽药 GMP 验收评定标准》提高兽药生产准入门槛, 避免低水平重复建设和产能过剩; 规模养殖场对于质量以及产品可追溯性的追求将加大从大型动保企业采购的量, 从而进一步倒逼行业集中度提升, 优化市场结构。2020 年 7 月起我国饲料生产企业全面禁抗, 参考欧盟饲料禁抗的经验, 丹麦 1996 年治疗类抗生素有效成分 48 吨, 至 2001 年上升至 94 吨, 结合我国养殖尚实际情况分析, “禁抗”后畜禽抵抗力受影响, 在出现疫病时需诊断并进行综合用药, 治疗类抗生素药物市场空间随之扩大。
- **在“非瘟”与“禁抗”的影响下, 动保业绩核心驱动因素转向非强疫苗以及兽用化药, 公司把握产品与服务优势, 注重研发创新, 未来产能与产品质量皆有保障。** 公司已于 2018 年实现兽用化药销售额 4.22 亿稳居化药制剂国内市场前十。现阶段正积极建设湖北新沟基地, 包括粉/散/预混剂自动化生产基地以及研发质检中心, 泰万菌素在未来也将迎来 160 吨的产能扩张。未来在原料药制剂一体化的发展趋势下, 公司业务由制剂向上游原料延伸, 主导研发的泰地罗新原料及注射液两种二类新兽药已取得农业农村部核发的《新兽药注册证书》, 对于加快一体化战略具有积极意义。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.47 元、2.31 元、3.55 元, 对应动态 PE 分别为 27/17/11 倍。参考同行业 2021 年平均 PE 为 30 倍, 考虑到公司产品优质, 业绩高速增长, 合理溢价, 予以 35 倍 PE, 维持“买入”评级, 目标价 51.5 元。
- **风险提示:** 非洲猪瘟疫情反弹; 下游对产品需求不及预期等。

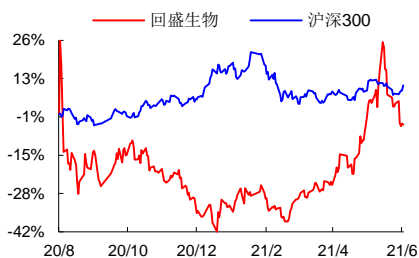
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	777.46	1306.74	2120.25	3268.46
增长率	81.98%	68.08%	62.26%	54.15%
归属母公司净利润(百万元)	150.16	244.47	383.59	589.09
增长率	118.36%	62.81%	56.91%	53.57%
每股收益 EPS(元)	0.91	1.47	2.31	3.55
净资产收益率 ROE	10.89%	15.06%	19.11%	22.69%
PE	43	27	17	11
PB	4.73	4.02	3.25	2.51

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 刘佳宜
电话: 021-68415832
邮箱: liujia@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.66
流通 A 股(亿股)	0.42
52 周内股价区间(元)	32.1-78.11
总市值(亿元)	65.19
总资产(亿元)	17.88
每股净资产(元)	13.05

相关研究

1. 回盛生物(300871): 养殖规模化不断提升, 受益“禁抗”业绩向好 (2021-04-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	777.46	1306.74	2120.25	3268.46	净利润	150.16	244.47	383.59	589.09
营业成本	489.59	816.24	1304.43	2009.49	折旧与摊销	19.08	22.80	22.80	22.80
营业税金及附加	4.41	10.26	15.56	23.64	财务费用	-3.88	1.49	5.67	12.18
销售费用	52.56	91.47	159.02	245.13	资产减值损失	-0.97	0.00	0.00	0.00
管理费用	34.36	104.54	190.82	294.16	经营营运资本变动	-300.02	-186.25	-336.61	-472.68
财务费用	-3.88	1.49	5.67	12.18	其他	183.98	-1.02	-0.41	-0.46
资产减值损失	-0.97	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	48.35	81.49	75.04	150.93
投资收益	0.22	0.50	0.50	0.50	资本支出	-285.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.63	0.00	0.00	0.00	其他	-384.82	80.81	-26.24	9.41
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-670.44	80.81	-26.24	9.41
营业利润	176.52	283.25	445.25	684.36	短期借款	34.00	156.92	363.63	425.94
其他非经营损益	-0.48	-0.25	-0.29	-0.29	长期借款	-33.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	176.03	283.00	444.97	684.07	股权融资	850.71	0.00	0.00	0.00
所得税	25.88	38.53	61.38	94.99	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	150.16	244.47	383.59	589.09	其他	-25.29	-11.19	-5.67	-12.18
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	825.72	145.73	357.96	413.76
归属母公司股东净利润	150.16	244.47	383.59	589.09	现金流量净额	203.60	308.02	406.76	574.10
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	345.34	653.37	1060.13	1634.23	成长能力				
应收和预付款项	255.54	393.94	655.09	1009.79	销售收入增长率	81.98%	68.08%	62.26%	54.15%
存货	127.27	213.39	341.24	525.97	营业利润增长率	124.70%	60.46%	57.20%	53.70%
其他流动资产	449.00	502.46	742.13	1033.76	净利润增长率	118.36%	62.81%	56.91%	53.57%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	106.79%	60.41%	54.04%	51.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	412.33	391.66	370.99	350.33	毛利率	37.03%	37.54%	38.48%	38.52%
无形资产和开发支出	95.77	93.63	91.50	89.36	三费率	10.68%	15.11%	16.77%	16.87%
其他非流动资产	66.97	66.97	66.97	66.97	净利率	19.31%	18.71%	18.09%	18.02%
资产总计	1752.23	2315.42	3328.05	4710.41	ROE	10.89%	15.06%	19.11%	22.69%
短期借款	63.00	219.92	583.54	1009.49	ROA	8.57%	10.56%	11.53%	12.51%
应付和预收款项	229.13	393.83	639.20	972.76	ROIC	17.08%	17.55%	19.67%	21.06%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.66%	23.53%	22.34%	22.01%
其他负债	80.94	78.05	98.09	131.87	营运能力				
负债合计	373.08	691.80	1320.84	2114.11	总资产周转率	0.65	0.64	0.75	0.81
股本	110.51	165.76	165.76	165.76	固定资产周转率	5.27	9.71	18.61	35.05
资本公积	926.89	871.63	871.63	871.63	应收账款周转率	5.19	5.11	5.14	4.98
留存收益	341.76	586.23	969.82	1558.90	存货周转率	4.88	4.77	4.69	4.63
归属母公司股东权益	1379.15	1623.62	2007.21	2596.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.52%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1379.15	1623.62	2007.21	2596.30	资产负债率	21.29%	29.88%	39.69%	44.88%
负债和股东权益合计	1752.23	2315.42	3328.05	4710.41	带息债务/总负债	16.89%	31.79%	44.18%	47.75%
					流动比率	3.48	2.68	2.18	2.02
					速动比率	3.10	2.36	1.91	1.77
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.91	1.47	2.31	3.55
					每股净资产	8.32	9.79	12.11	15.66
					每股经营现金	0.29	0.49	0.45	0.91
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	191.72	307.54	473.73	719.34					
PE	43.42	26.67	17.00	11.07					
PB	4.73	4.02	3.25	2.51					
PS	8.39	4.99	3.07	1.99					
EV/EBITDA	19.64	19.05	12.22	7.85					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn