

2021年10月28日

证券研究报告·2021年三季度报点评

回盛生物(300871) 农林牧渔

买入(维持)

当前价: 26.70元

目标价: 33.12元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

短期业绩承压, 长期发展向好

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年前三季度实现营收7.5亿元, 同比增长50.3%, 归母净利润为1.2亿元, 同比增长23.5%。
- **生猪养殖亏损所带来对于动保行业的不利影响将随其盈利能力的边际改善而逐步消除, 未来动保需求有望提升。** 公司单三季度实现营收2.1亿元, 同比增长0.3%, 归母净利润为1840.1万元, 同比变动-58.5%, 报告期内因原料药价格大幅上涨, 公司营业总成本为1.9亿元, 同比增加0.3亿元, 单季度毛利率水平下降近十个百分点, 进而使得利润端出现下滑, 但公司整体经营情况良好。公司业务自制剂向上游原料药延伸, 泰万菌素已由80吨扩产至240吨, 未来将迎来600吨的产能扩建, 同时泰乐菌素也将计划扩产2000吨, 实现原料药制剂一体化, 对未来产品的成本、质量把控能力都将进一步提升, 且未来随养殖端盈利水平逐步修复, 公司产品存在较高提价预期。
- **2021年上半年全国生猪存栏量4.4亿头, 能繁母猪存栏4564万头, 截至2021年10月中旬, 生猪平均价格在12元/千克左右, 养殖企业普遍亏损。** 本次猪周期因非洲猪瘟的发生而使得养殖成本区间扩大, 不同养殖主体间成本差距可达10元/千克左右, 由此我们认为此次动保行业需求的核心因素受到非洲猪瘟的一次性影响而短期转为养殖企业盈利能力的修复。饲料成本、仔猪成本、生猪价格、生猪死亡率四者为影响盈利能力的重要因素, 从当前时点来看皆呈现明显边际改善趋势, 未来和行业整体成本中枢下移, 盈利水平提升, 动保产品的需求也将加速回升。公司作为兽药领军者, 不断优化客户结构, 加强与优质规范的企业进行合作, 打造动保养殖强强联手的核心基础。未来随养殖端盈利能力的改善, 公司客户群体又将呈现新增量。从长期来看, 在生猪养殖发展的过程中, 支撑养殖企业快速发展的条件应明确资金不再是行业唯一的门槛, 成本的管控以及对待疫病科学的防治态度将与之共同作用, 成为优秀高效养殖企业的衡量标准, 防疫观念的增强将进一步推动动保产品需求提升。
- **“禁抗”以及非瘟对养殖环境的影响, 以及行业规范化管理法规共同作用, 使得行业集中度提升, 公司作为龙头将从中受益。** 非洲猪瘟疫苗目前尚未问世, 2020年7月起为保证食品安全提倡绿色养殖, 饲料端全面禁止添加促生长类饲料添加剂。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, “禁抗”后畜禽免疫力或将下降, 出现病症时对于服用含有抗生素药物的需求将迎来相应的增长, 公司核心产品泰万菌素具有低毒、高效、低残留、不会产生大环内酯类药物间的耐药性等优点。养殖端在此养殖背景下将尽量减少动保供应商从而降低风险, 提高各环节产品可溯源性, 倒逼上游集中度提升。另一方面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。2020年6月实施新版《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, 公司作为兽用化药龙头, 产品质量优秀, 市场认可度高, 有望抢占市场份额, 迎来业绩增长。
- **盈利预测与投资建议。** 综合考虑公司前三季度经营以及下游生猪养殖亏损的情况, 调整盈利预测, 预计2021-2023年EPS分别为0.92元、1.84元、2.75元, 对应动态PE分别为30/15/10倍。参考同行业2022年平均PE为16倍, 考虑到公司产品优质, 2022年合理溢价予以18倍PE, 目标价33.12元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 非洲猪瘟疫情反弹、市场销售情况不及预期、猪价下跌超预期等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	777.46	1134.79	1793.24	2762.72
增长率	81.98%	45.96%	58.02%	54.06%
归属母公司净利润(百万元)	150.16	152.60	305.26	455.64
增长率	118.36%	1.62%	100.05%	49.26%
每股收益EPS(元)	0.91	0.92	1.84	2.75
净资产收益率ROE	10.89%	9.96%	6.62%	19.87%
PE	31	30	15	10
PB	3.35	3.01	2.51	2.01

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

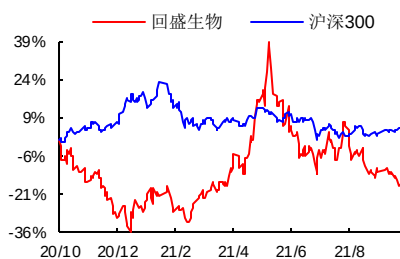
邮箱: xuq@swsc.com.cn

联系人: 刘佳宜

电话: 021-68415832

邮箱: liujy@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)	0.79
52周内股价区间(元)	26.7-55.98
总市值(亿元)	44.39
总资产(亿元)	19.75
每股净资产(元)	8.75

相关研究

1. 回盛生物(300871): 业绩增长超预期, 化药龙头显优势 (2021-08-02)
2. 回盛生物(300871): 强强联合穿越周期, 化药龙头机遇愈显 (2021-07-19)
3. 回盛生物(300871): 股权激励核心骨干, 化药龙头扬帆远航 (2021-06-28)
4. 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)

关键假设

假设 1：根据当前生猪养殖整体处于亏损，以及原料药价格位于高位的情况，预计 2021-2023 年公司兽用化药产品销量增速为 45%/60%/55%，对应毛利率分别为 31%/38%/38%。

假设 2：公司正积极研究兽用中药产品，推进兽药制剂一体化，预计 2021-2023 年相关产品销量增速为 50%/50%/50%，对应毛利率分别为 31%/31%/31%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
兽用化药制剂	收入	628.03	910.64	1,457.03	2,258.40
	增速	88.00%	45.00%	60.00%	55.00%
	毛利率	38.50%	31.00%	38.00%	38.00%
兽用原料药、中药及其他	收入	149.43	224.15	336.22	504.33
	增速	60.39%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	30.84%	31.00%	31.00%	31.00%
合计	收入	777.5	1,134.8	1,793.2	2,762.7
	增速	81.98%	45.96%	58.02%	54.06%
	毛利率	37.03%	31.00%	36.69%	36.72%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取动物保健行业中的三家主流公司：中牧股份、生物股份、瑞普生物。三者 2021 年平均 PE 为 21 倍，2022 年平均 PE 为 16 倍，考虑到公司产品优质，2022 年合理溢价予以 18 倍 PE，目标价 33.12 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600195	中牧股份	10.45	0.41	0.55	0.68	0.81	30.94	18.83	15.32	12.83
600201	生物股份	14.49	0.36	0.54	0.77	0.96	57.92	26.99	18.84	15.04
300119	瑞普生物	20.55	0.98	1.15	1.36	1.65	19.18	17.80	15.16	12.47
平均值							36.01	21.21	16.44	13.45
300871	回盛生物	26.70	0.91	0.92	1.84	2.75	30.76	30.26	15.13	10.14

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	777.46	1134.79	1793.24	2762.72	净利润	150.16	152.60	305.26	455.64
营业成本	489.59	783.00	1135.35	1748.19	折旧与摊销	19.08	22.80	22.80	22.80
营业税金及附加	4.41	8.91	13.16	19.98	财务费用	-3.88	0.80	3.93	9.81
销售费用	52.56	74.90	134.49	207.20	资产减值损失	-0.97	0.00	0.00	0.00
管理费用	34.36	90.78	152.43	248.64	经营营运资本变动	-300.02	-103.65	-281.69	-395.73
财务费用	-3.88	0.80	3.93	9.81	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	71.53	49.90	92.07
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	176.89	354.39	529.39	短期借款	34.00	80.22	309.50	393.07
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	176.65	354.10	529.10	股权融资	850.71	0.00	0.00	0.00
所得税	25.88	24.05	48.84	73.47	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	150.16	152.60	305.26	455.64	其他	-25.29	-10.51	-3.93	-9.81
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	69.71	305.57	383.26
归属母公司股东净利润	150.16	152.60	305.26	455.64	现金流量净额	203.60	222.05	329.23	484.74
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	345.34	567.39	896.62	1381.36	成长能力				
应收和预付款项	255.54	345.14	555.45	855.66	销售收入增长率	81.98%	45.96%	58.02%	54.06%
存货	127.27	204.68	296.93	457.49	营业利润增长率	124.70%	0.21%	100.34%	49.38%
其他流动资产	449.00	457.45	656.54	901.38	净利润增长率	118.36%	1.62%	100.05%	49.26%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	106.79%	4.58%	90.08%	47.46%
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%	31.00%	36.69%	36.72%
无形资产和开发支出	95.77	93.63	91.50	89.36	三费率	10.68%	14.67%	16.22%	16.86%
其他非流动资产	66.97	66.97	66.97	66.97	净利率	19.31%	13.45%	17.02%	16.49%
资产总计	1752.23	2126.94	2935.01	4102.56	ROE	10.89%	9.96%	16.62%	19.87%
短期借款	63.00	143.22	452.71	845.78	ROA	8.57%	7.17%	10.40%	11.11%
应付和预收款项	229.13	375.70	555.45	844.94	ROIC	17.08%	11.65%	17.74%	18.84%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	24.66%	17.67%	21.25%	20.34%
其他负债	80.94	76.27	89.84	119.20	营运能力				
负债合计	373.08	595.19	1098.00	1809.92	总资产周转率	0.65	0.59	0.71	0.79
股本	110.51	165.76	165.76	165.76	固定资产周转率	5.27	8.43	15.74	29.62
资本公积	926.89	871.63	871.63	871.63	应收账款周转率	5.19	4.82	5.09	4.98
留存收益	341.76	494.35	799.61	1255.25	存货周转率	4.88	4.70	4.52	4.63
归属母公司股东权益	1379.15	1531.75	1837.01	2292.64	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	1531.75	1837.01	2292.64	资产负债率	21.29%	27.98%	37.41%	44.12%
负债和股东权益合计	1752.23	2126.94	2935.01	4102.56	带息债务/总负债	16.89%	24.06%	41.23%	46.73%
					流动比率	3.48	2.81	2.26	2.03
					速动比率	3.10	2.44	1.98	1.77
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	191.72	200.50	381.12	562.01	每股收益	0.91	0.92	1.84	2.75
PE	30.76	30.26	15.13	10.14	每股净资产	8.32	9.24	11.08	13.83
PB	3.35	3.01	2.51	2.01	每股经营现金	0.29	0.43	0.30	0.56
PS	5.94	4.07	2.58	1.67	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	13.03	19.78	10.29	6.83					
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	zfy@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
	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
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn