

## 集团客户占比提升，一体化发展前景向好

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 年实现营业收入 9.96 亿元, 同比增长 28.1%, 归母净利润 1.3 亿元, 同比减少 11.5%, 扣非后归母净利 1.2 亿元, 同比减少 17.1%。
- **点评:** 报告期内生猪价格下行, 养殖行业一度进入深度亏损, 公司销售业绩实现了逆势上涨 28.1%, 固态兽用原料药及制剂销售 7891.4 吨, 同比增长 30.8%, 液态原料药及制剂销量达 100 万升, 同比增长 21.9%。公司集团客户占比进一步提升, 全年集团客户销售收入 6.1 亿元, 同比增长 41%, 新增直销客户 449 个, 在下游养殖亏损严重的情况下, 增强自身风险管控能力, 实施差异化信用政策, 应收账款占总资产比例同比下降 3.1%。营业成本 7.3 亿元, 同比增长 48.2%, 利润同比下滑主要系受上游原料药价格影响, 大宗商品价格上涨使得原料药生产成本提高, 另一方面环保检查、能耗双控、“双碳”政策、限电等因素使得供给受限, 原料药价格因此上升。当前原料药价格持续回落至正常水平, 参考兽药原料药价格指数(VPI), 截至 2 月底为 85 左右, 较 21 年 10 月高点已下跌 17.1%, 公司利润率将逐步改善, 且下半年原料药项目陆续投产, 可从根本上解决原料药质量、价格不可控的问题, 把握上下游一体化, 进入发展正轨。
- **落后产能淘汰, 兽用化药产业发展迅速, 行业集中度快速提升, 公司有望凭借优势产品, 增强客户粘性, 扩大市场占有率。** 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, 规定明确兽药生产企业须在 2022 年 6 月 1 日前通过新版审核标准后方可继续生产经营, 落后产能将被市场淘汰。同时为保证食品安全推进绿色养殖, 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, “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, 公司将发挥兽药龙头企业优势, 把握市场需求增量, 提升营业收入。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 2020 年的 10.4% 增至 2021 年的 14%, 疫病防控意识增强, 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。集团客户占比持续提升, 未来进一步精准营销, 业绩向好。
- **公司业务向产业链上游拓展, 追求产品质量的同时把握一体化竞争优势。** 公司产品质量不仅在国内得到认可, 同时远销东南亚、南非、南美等地。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。从原料药的角度来看, 现有泰万菌素产能 240 吨, 且在建工程迅速推进, 年产 1,000 吨泰乐菌素项目和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目进入设备安装。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。同时公司持续加强研发, 报告期内获得泰地罗新(二类)、泰地罗新注射液(二类)、功苋止痢散(三类)新兽药证书, 新授权发明专利 7 项。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.21 元、1.69 元、2.25 元, 对应动态 PE 分别为 22/15/12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游养殖业出现疫情; 产品销售情况不及预期等。

| 指标/年度         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 996.22  | 1421.92 | 1980.89 | 2575.16 |
| 增长率           | 28.14%  | 42.73%  | 39.31%  | 30.00%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 132.87  | 200.83  | 281.22  | 373.97  |
| 增长率           | -11.52% | 51.15%  | 40.03%  | 32.98%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.80    | 1.21    | 1.69    | 2.25    |
| 净资产收益率 ROE    | 8.21%   | 12.33%  | 15.21%  | 17.49%  |
| PE            | 33      | 22      | 15      | 12      |
| PB            | 2.69    | 2.67    | 2.35    | 2.03    |

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)   | 0.83       |
| 52 周内股价区间(元) | 24.2-52.92 |
| 总市值(亿元)      | 43.49      |
| 总资产(亿元)      | 27.42      |
| 每股净资产(元)     | 8.83       |

### 相关研究

1. 回盛生物(300871): 短期业绩承压, 长期发展向好 (2021-10-29)
2. 回盛生物(300871): 业绩增长超预期, 化药龙头显优势 (2021-08-02)
3. 回盛生物(300871): 强强联合穿越周期, 化药龙头机遇愈显 (2021-07-19)
4. 回盛生物(300871): 股权激励核心骨干, 化药龙头扬帆远航 (2021-06-28)
5. 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 2022-2024 年公司兽用化药产品销量增速为 45%/40%/30%，结合原料药价格回落至正常水平，且后续公司原料药项目投产，解决原料药质量、价格不可控的问题，假设对应毛利率分别为 32%/34%/36%。

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 2022-2024 年相关产品销量增速为 30%/35%/30%，对应毛利率分别为 32%/32%/32%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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      |     | 2021A  | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|-------------|-----|--------|----------|----------|----------|
| 兽用化药制剂      | 收入  | 845.58 | 1,226.08 | 1,716.52 | 2,231.47 |
|             | 增速  | 34.64% | 45.00%   | 40.00%   | 30.00%   |
|             | 毛利率 | 25.92% | 32.00%   | 34.00%   | 36.00%   |
| 兽用原料药、中药及其他 | 收入  | 150.64 | 195.83   | 264.37   | 343.69   |
|             | 增速  | 0.81%  | 30.00%   | 35.00%   | 30.00%   |
|             | 毛利率 | 34.22% | 32.00%   | 32.00%   | 32.00%   |
| 合计          | 收入  | 996.2  | 1,421.9  | 1,980.9  | 2,575.2  |
|             | 增速  | 28.14% | 42.73%   | 39.31%   | 30.00%   |
|             | 毛利率 | 27.17% | 32.00%   | 33.73%   | 35.47%   |

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 现金流量表 (百万元)       | 2021A          | 2022E          | 2023E         | 2024E         |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 996.22         | 1421.92        | 1980.89        | 2575.16        | 净利润               | 132.87         | 200.83         | 281.22        | 373.97        |
| 营业成本          | 725.50         | 966.90         | 1312.68        | 1661.85        | 折旧与摊销             | 28.54          | 62.51          | 62.51         | 62.51         |
| 营业税金及附加       | 4.92           | 8.36           | 10.96          | 14.29          | 财务费用              | -4.38          | 8.59           | 7.79          | 7.12          |
| 销售费用          | 47.15          | 93.85          | 148.57         | 218.89         | 资产减值损失            | -1.63          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 管理费用          | 41.91          | 113.75         | 178.28         | 244.64         | 经营营运资本变动          | 224.76         | -82.37         | -82.05        | -81.65        |
| 财务费用          | -4.38          | 8.59           | 7.79           | 7.12           | 其他                | -224.43        | -0.15          | -0.50         | -0.56         |
| 资产减值损失        | -1.63          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>155.72</b>  | <b>189.41</b>  | <b>268.97</b> | <b>361.39</b> |
| 投资收益          | 2.86           | 0.50           | 0.50           | 0.50           | 资本支出              | -594.75        | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益      | 1.55           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | 409.60         | -67.44         | 23.88         | -7.29         |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-185.15</b> | <b>-67.44</b>  | <b>23.88</b>  | <b>-7.29</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>151.03</b>  | <b>230.96</b>  | <b>323.12</b>  | <b>428.87</b>  | 短期借款              | 37.00          | -100.00        | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益       | -0.20          | -0.27          | -0.28          | -0.28          | 长期借款              | 35.21          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>150.83</b>  | <b>230.68</b>  | <b>322.84</b>  | <b>428.60</b>  | 股权融资              | 10.45          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 17.97          | 29.85          | 41.62          | 54.62          | 支付股利              | -45.31         | -40.09         | -60.60        | -84.86        |
| 净利润           | 132.87         | 200.83         | 281.22         | 373.97         | 其他                | 672.73         | -166.22        | -7.79         | -7.12         |
| 少数股东损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>710.09</b>  | <b>-306.31</b> | <b>-68.39</b> | <b>-91.97</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 132.87         | 200.83         | 281.22         | 373.97         | <b>现金流量净额</b>     | <b>680.63</b>  | <b>-184.35</b> | <b>224.46</b> | <b>262.12</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |               |               |
| 资产负债表 (百万元)   | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 财务分析指标            | 2021A          | 2022E          | 2023E         | 2024E         |
| 货币资金          | 1068.23        | 883.89         | 1108.35        | 1370.47        | <b>成长能力</b>       |                |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 250.52         | 380.64         | 524.42         | 679.23         | 销售收入增长率           | 28.14%         | 42.73%         | 39.31%        | 30.00%        |
| 存货            | 231.55         | 308.25         | 418.61         | 530.11         | 营业利润增长率           | -14.44%        | 52.92%         | 39.90%        | 32.73%        |
| 其他流动资产        | 48.58          | 110.41         | 90.98          | 102.97         | 净利润增长率            | -11.52%        | 51.15%         | 40.03%        | 32.98%        |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | -8.63%         | 72.42%         | 30.25%        | 26.71%        |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 1006.80        | 946.77         | 886.74         | 826.70         | 毛利率               | 27.17%         | 32.00%         | 33.73%        | 35.47%        |
| 无形资产和开发支出     | 110.06         | 107.58         | 105.10         | 102.62         | 三费率               | 8.50%          | 15.20%         | 16.89%        | 18.28%        |
| 其他非流动资产       | 25.92          | 25.92          | 25.92          | 25.92          | 净利率               | 13.34%         | 14.12%         | 14.20%        | 14.52%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>2741.66</b> | <b>2763.46</b> | <b>3160.12</b> | <b>3638.04</b> | ROE               | 8.21%          | 12.33%         | 15.21%        | 17.49%        |
| 短期借款          | 100.00         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 4.85%          | 7.27%          | 8.90%         | 10.28%        |
| 应付和预收款项       | 341.65         | 466.97         | 625.79         | 795.10         | ROIC              | 9.04%          | 11.67%         | 14.04%        | 16.11%        |
| 长期借款          | 35.21          | 35.21          | 35.21          | 35.21          | EBITDA/销售收入       | 17.59%         | 21.24%         | 19.86%        | 19.36%        |
| 其他负债          | 645.95         | 632.90         | 650.11         | 669.60         | <b>营运能力</b>       |                |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>1122.81</b> | <b>1135.08</b> | <b>1311.11</b> | <b>1499.91</b> | 总资产周转率            | 0.44           | 0.52           | 0.67          | 0.76          |
| 股本            | 166.25         | 166.25         | 166.25         | 166.25         | 固定资产周转率           | 2.94           | 2.82           | 4.47          | 6.72          |
| 资本公积          | 881.60         | 881.60         | 881.60         | 881.60         | 应收账款周转率           | 4.60           | 4.95           | 4.83          | 4.70          |
| 留存收益          | 429.31         | 590.05         | 810.68         | 1099.79        | 存货周转率             | 4.03           | 3.58           | 3.61          | 3.50          |
| 归属母公司股东权益     | 1618.85        | 1628.38        | 1849.01        | 2138.12        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.31%        | —              | —             | —             |
| 少数股东权益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>资本结构</b>       |                |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1618.85</b> | <b>1628.38</b> | <b>1849.01</b> | <b>2138.12</b> | 资产负债率             | 40.95%         | 41.07%         | 41.49%        | 41.23%        |
| 负债和股东权益合计     | 2741.66        | 2763.46        | 3160.12        | 3638.04        | 带息债务/总负债          | 60.08%         | 50.62%         | 43.82%        | 38.31%        |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 3.18           | 3.26           | 3.10          | 3.05          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 2.72           | 2.67           | 2.49          | 2.45          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 34.10%         | 19.96%         | 21.55%        | 22.69%        |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | <b>每股指标</b>       |                |                |               |               |
| EBITDA        | 175.19         | 302.06         | 393.42         | 498.50         | 每股收益              | 0.80           | 1.21           | 1.69          | 2.25          |
| PE            | 32.73          | 21.66          | 15.46          | 11.63          | 每股净资产             | 9.74           | 9.79           | 11.12         | 12.86         |
| PB            | 2.69           | 2.67           | 2.35           | 2.03           | 每股经营现金            | 0.94           | 1.14           | 1.62          | 2.17          |
| PS            | 4.37           | 3.06           | 2.20           | 1.69           | 每股股利              | 0.27           | 0.24           | 0.36          | 0.51          |
| EV/EBITDA     | 22.29          | 12.96          | 9.44           | 6.91           |                   |                |                |               |               |
| 股息率           | 1.04%          | 0.92%          | 1.39%          | 1.95%          |                   |                |                |               |               |

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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      |
|    | 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   |
| 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 | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理    | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理    | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理    | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |