

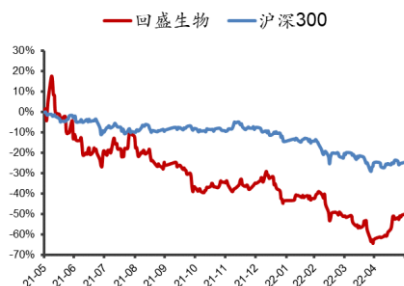
## 深耕动保二十载，缔造兽用化药领导品牌

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-30

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 21.78       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 51.52/15.05 |
| 总股本（百万股）        | 166         |
| 流通股本（百万股）       | 83          |
| 流通股比例（%）        | 49.96       |
| 总市值（亿元）         | 36.17       |
| 流通市值（亿元）        | 18.07       |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

### 相关报告

无。

### 主要观点：

#### ● 专注兽药二十载，兽用化药占比超八成。

回盛生物成立于 2002 年，自成立以来专注于动物保健领域，业务涵盖兽药制剂及兽用原料药等领域；2021 年公司营收 9.96 亿元，2017-2021 年年复合增长率达 25.6%；其中，兽用化药是公司的核心产品，收入占比超过 80%。公司产品销售以国内市场为主，2021 年国内销售占比达到 98.7%；其中，华东区域是最大的销售市场，2021 年销售收入 3.37 亿元，占比 33.82%。公司以猪用药品为核心，占比 80% 左右，同时也在家禽、水产、宠物等其他兽用药品领域进行了拓展，丰富业务结构。

#### ● 政策助力兽药市场持续扩张，兽药行业开启集中化进程。

近年，国家产业政策支持对兽药行业发展起到重要的推动作用，随着新版兽药 GMP 和 GSP 的实施，从生产到经营对兽药企业提出了新的要求，我国兽药市场逐步走向规范化。2020 年，国内兽药产品销售规模 621.0 亿元，2009-2020 年年均复合增长率达 8.6%。

根据农业农村部《全国生猪生产发展规划（2016-2020 年）》，我国养殖行业开始向规模化养殖方向发展，2020 年生猪养殖规模化率达到 57%，同比增加 4%。养殖行业集约化趋势推动规模化养殖企业与优势兽药企业形成紧密合作关系，2020 年公司集团客户实现销售收入 4.32 亿元，同比增长 112.68%，集团客户数量增长 67 家；2021 年公司集团客户收入同比增长 41.03%，新增直销客户 449 个。

#### ● 积极开拓禽用兽药市场，宠物赛道前景广阔。

2018 年 8 月非瘟爆发以来，生猪养殖业遭到重创，公司开始逐步拓展禽药业务板块。2019 年我国家禽出栏同比增加 11.9%，年末存栏同比增加 8.0%，养殖企业采购禽用兽药的数量明显增长。公司 2019 年家禽药品收入为 5,477.8 万元，同比增长 757%，2020 年和 2021H1 家禽板块营业收入占比已接近 10%。

近年来，我国宠物医疗行业蓬勃发展，宠物医疗市场规模约 400 亿，占整个宠物产业 20%，近三年年均复合增长率达到 20%。宠物药品是宠物医疗的核心，规模达到 105 亿，目前我国宠物药市场渗透率较低，宠物药品份额占兽药销售不到 3%。公司目前有 9 项宠物在研新药，2021 年组建 20 多人研发团队专注宠物药领域，随着人们收入提高以及我国宠物医疗行业的发展，宠物药有望成为公司未来业绩增长的新动力。

#### ● 募资扩产完善布局，核心技术筑竞争壁垒

随着公司核心产品泰万菌素收入持续增加，产能接近饱和。2022 年公司发行 7 亿元可转债募资扩产，计划建设年产 1,000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目，预计分别于 2022 年 6 月和 2022 年 9 月投产，成为公司未来新的增长点。

公司目前拥有 65 个研发项目，其中，在研新药 25 项。2021 年公司获得泰地罗新（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; 公司新增 15 名研发人员, 研发投入达 4,688.76 万元, 同比增长 65.2%。

#### ● 投资建议

我们预计, 2022-2024 年公司实现营业收入 9.06 亿元、12.08 亿元和 16.43 亿元; 同比增速分别为-9.0%、33.3%和 36.0%, 对应归母净利润 1.33 亿元、2.01 亿元和 3.19 亿元, 对应 EPS 分别是 0.80 元、1.21 元和 1.92 元。随着 2022 年上游原料药价格回落稳定在正常范围, 公司成本端压力有望减小, 盈利水平提高。我们预计 2023 年开始生猪养殖行业景气度有望上行, 兽药需求量将恢复。基于 2023 年公司预期 EPS 1.21 元, 现给予公司 30 倍 PE, 对应目标价 36.3 元的合理估值, 给予“买入 (首次)”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; 动物疫病风险; 进行新版兽药 GMP 改造对生产经营活动产生影响, 以及现有生产线未能及时通过新版兽药 GMP 验收风险等。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 996    | 906   | 1208  | 1643  |
| 收入同比 (%)  | 28.1%  | -9.0% | 33.3% | 36.0% |
| 归属母公司净利润  | 133    | 133   | 201   | 319   |
| 净利润同比 (%) | -11.5% | 0.2%  | 50.9% | 58.7% |
| 毛利率 (%)   | 27.2%  | 31.4% | 32.4% | 34.0% |
| ROE (%)   | 8.2%   | 7.6%  | 10.3% | 14.0% |
| 每股收益 (元)  | 0.80   | 0.80  | 1.21  | 1.92  |
| P/E       | 35.59  | 26.56 | 17.60 | 11.09 |
| P/B       | 2.92   | 2.02  | 1.81  | 1.56  |
| EV/EBITDA | 27.45  | 19.00 | 13.91 | 9.50  |

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| <b>1 专注兽药二十载，稳坐动保龙头地位</b>  | <b>6</b>  |
| 1.1 股权集中稳定，集研产销于一体         | 6         |
| 1.2 兽用化药占比八成，中药、原料药同时发力    | 8         |
| 1.3 营收高速增长，原料药市场崭露头角       | 13        |
| <b>2 兽药市场持续扩张，政策法规保驾护航</b> | <b>16</b> |
| 2.1 全球兽药行业高速增长，国内宠物药市场前景广阔 | 16        |
| 2.2 国内监管力度加大，多项政策助力发展      | 18        |
| 2.3 国内行业门槛提升，中大型企业盈利能力强    | 20        |
| <b>3 多赛道广泛布局，研发投入持续走高</b>  | <b>22</b> |
| 3.1 产业政策持续推动，改革效果显著        | 22        |
| 3.2 养殖行业规模化推动兽药行业的集中化      | 24        |
| 3.3 开拓禽用兽药市场，收入大幅增长        | 26        |
| 3.4 布局宠物市场，丰富产品结构          | 27        |
| 3.5 募资扩产完善产业布局             | 28        |
| 3.6 核心技术筑壁垒、研发体系不断完善       | 31        |
| <b>4 盈利预测与投资建议</b>         | <b>35</b> |
| 4.1 2022 年原料药成本下降          | 35        |
| 4.2 盈利预测                   | 37        |
| 4.3 投资建议                   | 40        |
| <b>风险提示：</b>               | <b>40</b> |
| <b>财务报表与盈利预测</b>           | <b>41</b> |

## 图表目录

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图表 1 公司主营业务及产品                             | 6  |
| 图表 2 公司发展历程                                | 7  |
| 图表 3 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)           | 7  |
| 图表 4 公司主要产品                                | 9  |
| 图表 5 公司化药制剂产品粉/散/预混剂生产工艺流程                 | 11 |
| 图表 6 公司化药制剂产品注射剂生产工艺流程                     | 11 |
| 图表 7 公司兽用原料药生产流程                           | 12 |
| 图表 8 公司兽用中药提取工艺流程                          | 12 |
| 图表 9 公司饲料及添加剂生产工艺流程                        | 13 |
| 图表 10 2017-2021 年公司主营业务收入及增速 (亿元)          | 13 |
| 图表 11 2017-2021 年公司归母净利润及增速 (亿元)           | 13 |
| 图表 12 2017-2021 年公司主营业务收入 (分产品)            | 14 |
| 图表 13 2021 年公司主营业务收入 (分地区)                 | 14 |
| 图表 14 2017-2021 年公司主营业务收入 (按动物类别分, 单位: 万元) | 15 |
| 图表 15 2018-2019 年公司猪用兽药收入情况 (单位: 万元)       | 16 |
| 图表 16 2008-2019 年全球兽药销售额 (不含中国) (单位: 亿美元)  | 16 |
| 图表 17 国外兽药市场分布 (单位: %)                     | 17 |
| 图表 18 2019 年国外兽药市场产品结构 (单位: %)             | 17 |
| 图表 19 国外兽药产品销售额 (按动物类别分, 单位: %)            | 18 |
| 图表 20 兽药行业主要法律法规                           | 18 |
| 图表 21 2009-2022 年中国兽药行业市场规模预测 (单位: 亿元)     | 19 |
| 图表 22 2019 年我国兽药市场各产品份额 (单位: %)            | 20 |
| 图表 23 2019 年末我国兽药企业情况                      | 20 |
| 图表 24 1987-2019 年农业部批准新兽药情况                | 21 |
| 图表 25 我国兽药行业主要政策                           | 22 |
| 图表 26 兽药 GMP 主要内容                          | 23 |
| 图表 27 兽药 GSP 主要内容                          | 24 |
| 图表 28 2007-2020 年不同规模生猪养殖场出栏量占比            | 25 |
| 图表 29 2021 年主要上市猪企月度出栏量 (单位: 万头)           | 26 |
| 图表 30 2017-2021H1 公司家禽药品销售收入情况 (单位: 万元)    | 26 |
| 图表 31 2016-2020 年我国家禽存栏量及出栏量 (单位: 亿只)      | 27 |
| 图表 32 2015-2020 年全球宠物市场规模 (单位: 亿美元)        | 27 |
| 图表 33 公司宠物药品在研新药情况                         | 28 |
| 图表 34 2017-2022Q1 公司产能情况一览                 | 29 |
| 图表 35 公司泰万菌素产能扩建情况                         | 30 |
| 图表 36 公司主要新建及在建工程                          | 31 |
| 图表 37 公司 25 项在研新药情况                        | 32 |
| 图表 38 公司 39 项合作研究情况                        | 33 |
| 图表 39 公司 7 项核心技术情况                         | 34 |
| 图表 40 2018-2021 年公司研发投入情况 (单位: 万元)         | 35 |

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| 图表 41 2021 年 1 月~2022 年 5 月兽药原料价格指数（VPI） .....           | 35 |
| 图表 42 2022Q1 公司核心产品原料药价格涨跌情况 .....                       | 36 |
| 图表 43 2021 年 1 月~2022 年 5 月公司核心产品原料市场价格情况（单位：元/KG） ..... | 36 |
| 图表 44 公司收入成本预测表 .....                                    | 37 |

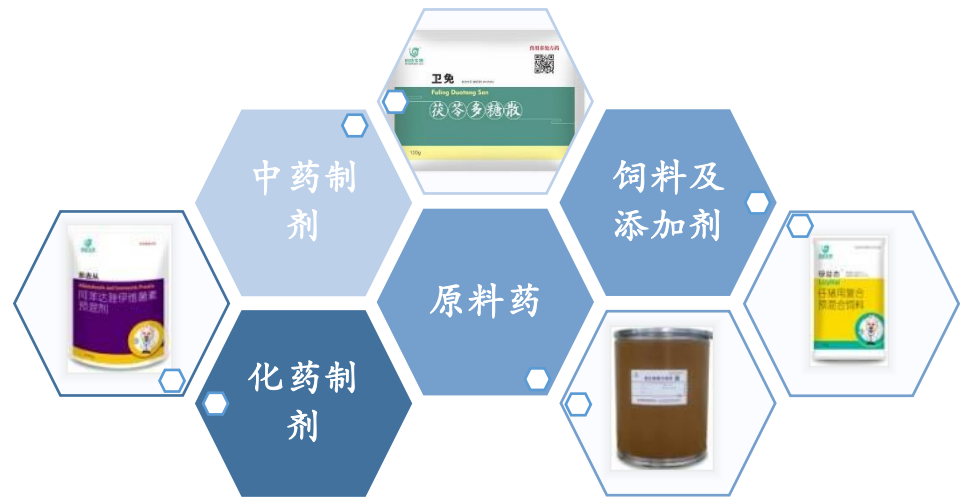
# 1 专注兽药二十载，稳坐动保龙头地位

## 1.1 股权集中稳定，集研产销于一体

回盛生物成立于 2002 年，专注于动物保健领域，集研发、生产和销售于一体，主要从事兽用药品（包括化药制剂、原料药、中药制剂）、饲料及添加剂的研发、生产和销售。公司旗下拥有湖北回盛、施比龙、新华星三家全资子公司，业务涵盖兽药制剂及兽用原料药等领域，产品与服务覆盖全国，以及东南亚、欧洲、南美洲等国际市场。

截至目前，公司已取得专利 36 项，其中，发明专利 30 项；已取得 4 个二类新兽药证书及 2 个三类新兽药证书；在研项目共计 65 项，其中一类新兽药项目 2 项、二类新兽药项目 10 项、三类及四类新兽药项目共 12 项。

图表 1 公司主营业务及产品



资料来源：公司官网，回盛生物招股说明书，华安证券研究所

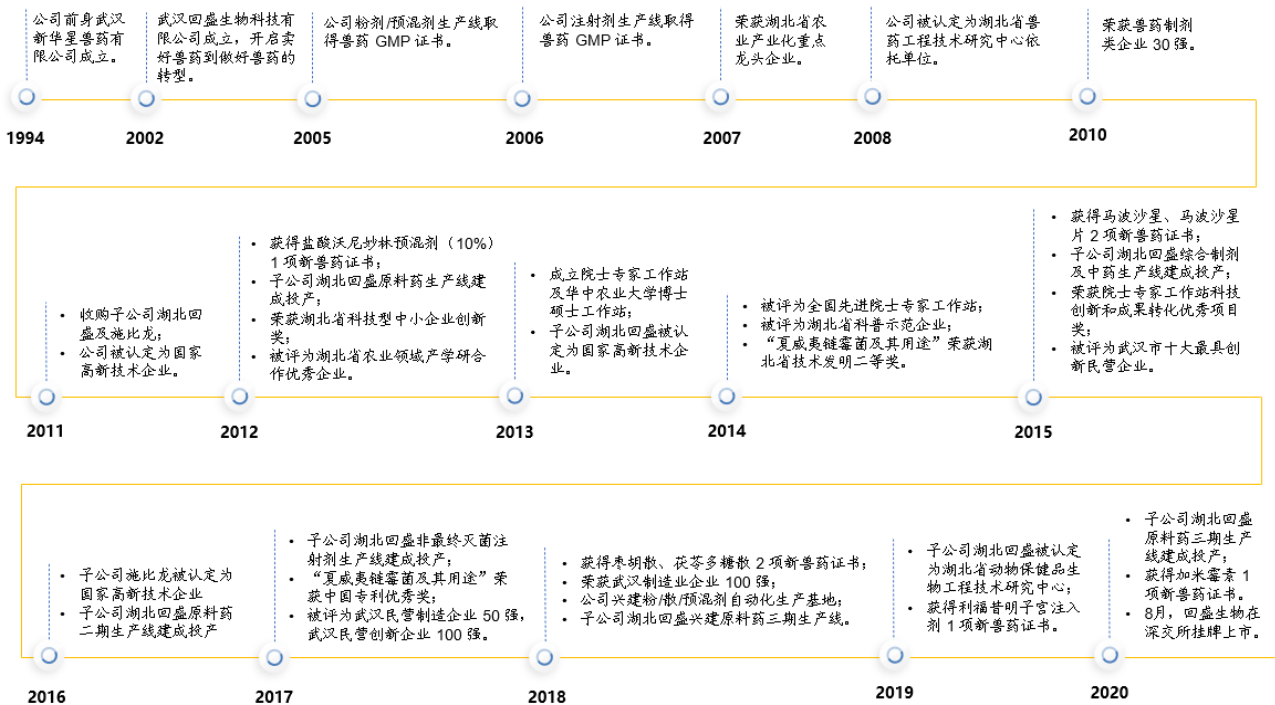
公司专注兽药领域 20 年，发展历程分为三个阶段。

**第一阶段（1994-2007）**，公司主要生产销售动物疾病防治产品。1994 年，公司前身武汉新华星兽药有限公司成立；2002 年，武汉回盛生物科技有限公司成立，开启卖好兽药到做好兽药的转型。

**第二阶段（2007-2020）**，公司进入动物保健领域，成为一家全产业链企业。2007 年，武汉新华星动物保健连锁服务有限公司成立；2009 年，公司收购长沙施比龙动物药业有限公司；同年，湖北回盛生物科技有限公司成立。

**第三阶段（2020-至今）**，回盛生物在深交所挂牌上市，成为创业板改革并试点注册上市首批企业之一，回盛生物开启第三次创业，目标五年成为全球前 20 的动保企业。

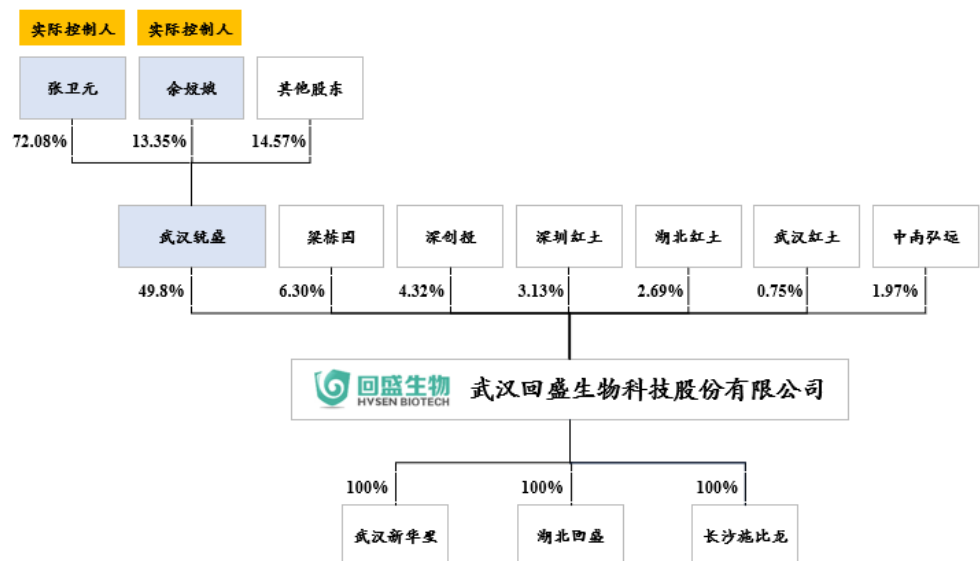
图表 2 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 回盛生物招股说明书, 华安证券研究所

武汉统盛投资有限公司是公司控股股东, 持有公司 49.8% 的股权, 张卫元和余姣娥是公司实际控制人。张卫元是回盛生物董事长兼总经理, 也是控股股东武汉统盛的执行董事, 持有武汉统盛 72.08% 的股份; 其配偶余姣娥女士任公司控股股东武汉统盛总经理职位, 持有武汉统盛 13.35% 的股份。此外, 持有公司 2% 以上股权的股东分别是梁栋国 (6.30%)、深创投 (4.32%)、深圳红土 (3.13%)、湖北红土 (2.69%)。

图表 3 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

公司共有三家全资子公司：1) **湖北回盛**，主要从事兽药、饲料及饲料添加剂、专用化学产品、肥料的生产制造；生物有机肥料、生物饲料及复核微生物肥料的研究；饲料添加剂及畜牧渔业饲料的销售；2) **长沙施比龙**，主要从事兽药、饲料添加剂的生产和销售；3) **武汉新华星**，主要从事兽药、非强制免疫兽用生物制品、肥料、第一类医疗器械的销售；饲料及添加剂的批发兼零售。

## 1.2 兽用化药占比八成，中药、原料药同时发力

公司主要产品包括兽用原料药、兽用化药制剂、兽用中药制剂、饲料及添加剂等。兽用化药制剂是公司主要收入来源，主要产品包括酒石酸泰万菌素预混剂（治嗽静）、氟苯尼考粉（万特斐灵）、氟苯尼考注射液（万特斐灵）、盐酸多西环素可溶性粉（均崩）、复方阿莫西林粉等 12 种化药制剂，2021 年兽用化药制剂营收 8.46 亿元，占公司总收入的比重逾 84%；公司主要兽用中药制剂有板青颗粒、定喘散和茯苓多糖散，2021 年营收达 0.25 亿元，同比增加 15.5%；2021 年公司原料药营收 0.67 亿元，主要是酒石酸泰万菌素（泰万新）。

### 1、泰万菌素类产品

泰万菌素，又称酒石酸乙酰异戊酰泰乐菌素，是通过微生物发酵获得的新型抗菌药物。酒石酸泰万菌素在临床上的主要应用包括：

① **禽畜支原体感染的治疗**。泰万菌素能直接、快速地到达纤毛受损部位，持续、有效地杀灭支原体，是目前对支原体最敏感的药物。试验表明，泰万菌素在对畜禽支原体病的治疗上比泰乐菌素具有更高的抗菌活性、原体活性及药物敏感性。

② **猪回肠炎等细菌性感染疾病的治疗**。猪回肠炎是由劳森氏菌引起的，以猪出血性、顽固性或间歇性下痢为特征的消化道疾病，可导致营养物质的吸收受阻，影响增重。泰万菌素能迅速进入肠道上皮细胞，作用于细胞内劳森氏菌的核糖体而导致细菌死亡，治疗猪回肠炎。

③ **猪蓝耳病的防控**。蓝耳病是目前威胁养猪生产的几大疾病之一，泰万菌素可阻止蓝耳病病毒（PRRSV）在细胞及体内的复制，从而对蓝耳病的发生进行防控。此外，2018-2020 年华中农业大学和回盛研究院进行的“泰万菌素抗蓝耳病的研究”及“泰万菌素+茯苓多糖散联合使用抗蓝耳病的研究”证明泰万菌素和茯苓多糖散联合使用可以更加显著地抑制 PRRSV 在动物体内的增殖，降低 PRRSV 引起的病毒血症，减轻 PRRSV 引起的炎症反应和病理损伤。

### 2、泰乐菌素类产品

泰乐菌素属于广泛使用的抗菌药物，是一种动物专用广谱抗菌药物，对多种 G+ 菌具有很强的抗菌作用，还对部分 G-菌、弯杆菌、螺旋体及球虫具有抑制作用。主要应用于猪、禽。泰乐菌素是替米考星、泰万菌素、加米霉素、泰地罗新等动物常用药物的重要原材料，可以经过化学或生物学修饰得到多种抗菌活性更强、毒副作用更小的衍生物。

图表 4 公司主要产品

| 类别   | 通用名        | 商品名/商标 | 产品简介                                                                              | 产品图片                                                                                  |
|------|------------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 原料药  | 酒石酸泰万菌素    | 泰万新    | 自主研发生产，稳定性好，水溶性优。用于猪的预防和治疗由支原体及敏感革兰氏阳性菌引起的感染性疾病；以及家禽的预防和治疗由支原体及敏感革兰氏阳性菌引起的慢性呼吸道病。 |    |
|      | 酒石酸泰万菌素预混剂 | 治嗽静    | 原料自主生产、制剂水溶性好、耐热稳定。用于预防、治疗回肠炎、猪痢疾等消化系统感染。                                         |    |
|      | 氟苯尼考粉      | 万特斐灵   | 采用分子包合技术，水溶性好、生物利用度高，适用于副猪、链球菌、传胸等疾病控制。                                           |   |
| 化药制剂 | 氟苯尼考注射液    | 万特斐灵   | 采用分子凝胶技术，注射刺激性小、长效，适用于副猪、链球菌、传胸等疾病的控制。                                            |  |
|      | 盐酸多西环素可溶性粉 | -      | 溶水性好，不易受金属离子影响、药效稳定，适用于附红细胞体、大肠杆菌等疾病的控制。                                          |  |
|      | 复方阿莫西林粉    | -      | 产品稳定、水溶性好，拌料溶水使用均可，适用于丹毒、链球菌等疾病控制。                                                |  |
|      | 阿莫西林可溶性粉   | 均崩     | 产品易溶水、溶水后可保持药效长时间稳定，适用于丹毒、链球菌等疾病的预防。                                              |  |

|      |                   |       |                                   |                                                                                       |
|------|-------------------|-------|-----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 中药制剂 | 替米考星预混剂           | 支乐静   | 产品适口性好，耐热稳定，适用于支原体、链球菌、传胸等疾病的控制。  |    |
|      | 延胡索酸泰妙菌素预混剂       | 富乐克   | 产品刺激性小、易溶水、耐热稳定，适用于支原体、回肠炎等疾病的控制。 |    |
|      | 盐酸头孢噻呋注射液         | 回力克   | 颗粒均匀、低刺激、通针性好，适用于链球菌、副猪等疾病的控制。    |    |
|      | 复方磺胺氯达嗪钠粉         | 达安    | 使用安全、易溶水、耐热稳定，适用于弓形体、链球菌等疾病的控制。   |   |
|      | 酒石酸泰乐菌素磺胺二甲嘧啶可溶性粉 | 新附优特乐 | 耐热稳定、安全有效，适用于附红体、弓形体、支原体等疾病的控制。   |  |
|      | 阿苯达唑伊维菌素粉         | 乐去从   | 拌料易混匀，使用安全，适用于寄生虫的控制。             |  |
| 中药制剂 | 板青颗粒              | -     | 易溶水、颗粒均匀、纯中药，适用于流感等疾病的控制。         |  |
|      | 定喘散               | 并可清   | 精选道地药材，优化加工工艺，适用于呼吸道疾病的控制。        |  |

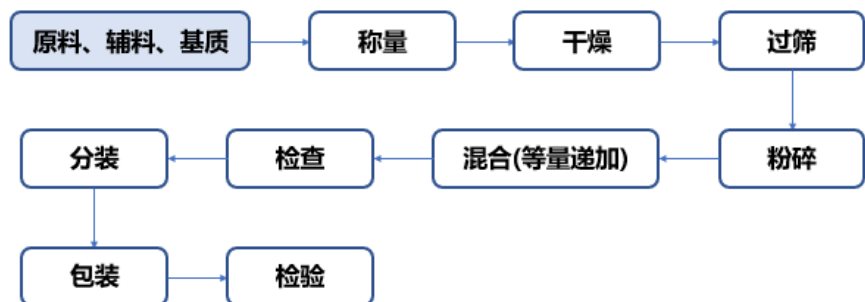
|        |            |     |                                                      |                                                                                     |
|--------|------------|-----|------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
|        | 茯苓多糖散      | 卫免  | 对猪瘟、伪狂犬和圆环疫苗具有显著的免疫增强作用,可快速提高疫苗免疫后的抗体水平,可适用于所有阶段的动物。 |  |
| 饲料及添加剂 | 仔猪用复合预混合饲料 | 绿益态 | 同时含有维生素、氨基酸和活菌,真空包装保证稳定性,适口性好,适用于应激的控制。              |  |

资料来源:回盛生物 2020 年年度报告,华安证券研究所

### ① 兽用化药制剂

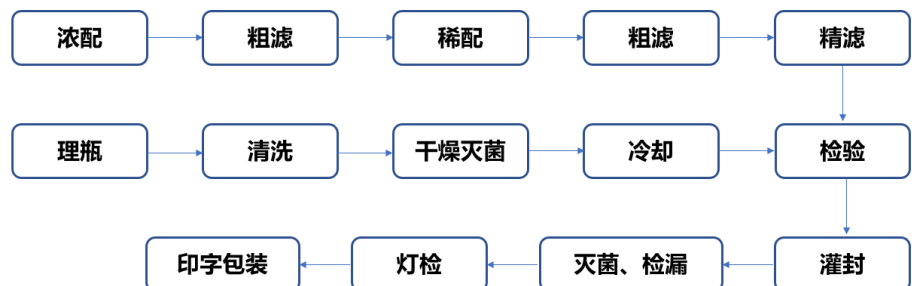
兽用化学药品制剂是对侵袭动物机体的病原体具有选择性抑制或杀灭作用,或能调解动物生理机能的化学物质,公司是兽用化药制剂领域头部企业,拥有丰富的兽用化药制剂生产线,1H2021 公司化药制剂收入 4.58 亿元,同比增长 102.9%,稳居兽用化药制剂国内市场前十名。兽用化药制剂的生产流程分为粉/散/预混剂和注射剂两类,粉/散/预混剂的生产需要经过从原料/辅料/基质、称量、干燥、过筛、粉碎等 10 个步骤;注射剂的生产要经过浓配、粗滤、稀配等 14 个步骤。

图表 5 公司化药制剂产品粉/散/预混剂生产工艺流程



资料来源:回盛生物招股说明书,华安证券研究所

图表 6 公司化药制剂产品注射剂生产工艺流程

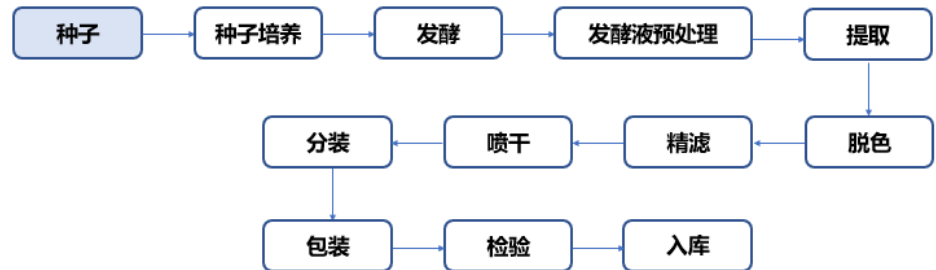


资料来源:回盛生物招股说明书,华安证券研究所

### ② 兽用原料药

兽用原料药是用于各类兽用化药制剂的原料药物，是制剂中的有效成份，由化学合成、植物提取或者生物技术所制备而来。公司积极向上游拓展核心原料药的生产，1H2021 公司兽用原料药收入 0.24 亿元。公司自主研发的**酒石酸泰万菌素**是一种高效、低毒、低残留的新一代大环内酯类兽药；公司主导研发的新一代广谱高效、安全低毒的动物专用大环内酯类抗菌药**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》，加快公司原料药制剂一体化。

图表 7 公司兽用原料药生产流程



资料来源：回盛生物招股说明书，华安证券研究所

### ③ 兽用中药制剂

兽用中药制剂将中医药理论应用于动物身上，使用中药材、中成药来预防和治疗疾病，促进动物生长。公司积极拓展兽用中药制剂领域，2020 年新产品“卫免”成功推向市场，对蓝耳病、猪瘟、伪狂犬和圆环疫苗具有显著免疫增强作用。目前，公司中药制剂主要包括板青颗粒、定喘散和茯苓多糖散三种，2020 年公司兽用中药制剂收入 2,157.9 万元，同比增长 35%；1H2021 收入 1,560.2 万元，同比增长 82.7%。

图表 8 公司兽用中药提取工艺流程

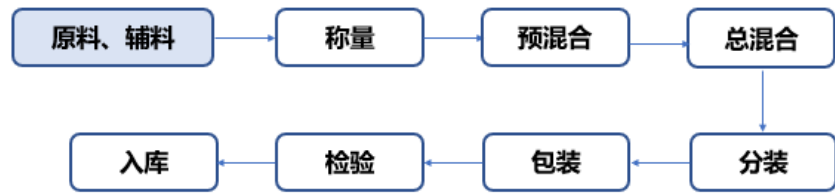


资料来源：回盛生物招股说明书，华安证券研究所

### ④ 饲料及添加剂

公司主要饲料及添加剂产品是绿益态（仔猪用复合预混合饲料），适用于应激控制，能有效缓解强应激如高温、严寒、运输、免疫等强应激对猪群的影响；降低疫苗接种应激反应，促进抗体的产生；也可与抗菌剂联合使用，巩固疗效，促进康复。饲料及添加剂的生产销售主要由子公司湖北回盛负责，批发兼零售由子公司武汉新华星完成。

图表 9 公司饲料及添加剂生产工艺流程



资料来源：回盛生物招股说明书，华安证券研究所

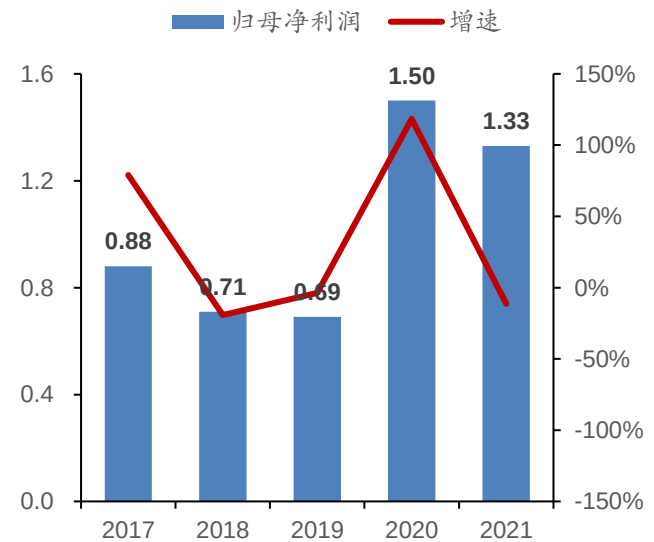
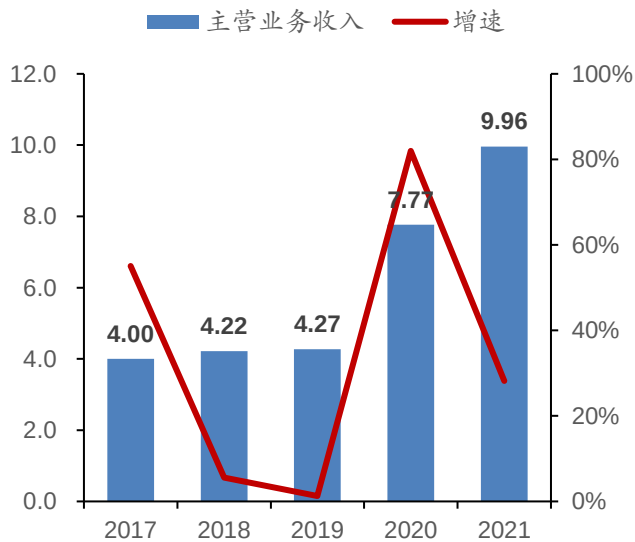
### 1.3 营收高速增长，原料药市场崭露头角

公司营业收入主要为兽药、饲料及添加剂的销售，近五年公司主营业务收入占比均在 95%左右，为营业收入的主要来源。2017-2021 年，公司营业收入从 4.0 亿元增长至 9.96 亿元，年复合增长率达 25.6%。2020 年，公司加强营销管理，市场开拓效果明显，客户对公司产品认可度大幅提高，同时猪价上涨带来客户需求大幅上升，公司营收增幅高达 82%。

2017-2021 年，公司归母净利润从 0.88 亿元增长至 1.33 亿元，年复合增长率达 10.9%。2021 年公司下游养殖行业景气度快速下行，与此同时，上游原料药价格受大宗商品价格上涨、环保检查、能耗双控、双碳政策、限电等因素影响大涨，导致归母净利润下降。

图表 10 2017-2021 年公司主营业务收入及增速（亿元）

图表 11 2017-2021 年公司归母净利润及增速（亿元）



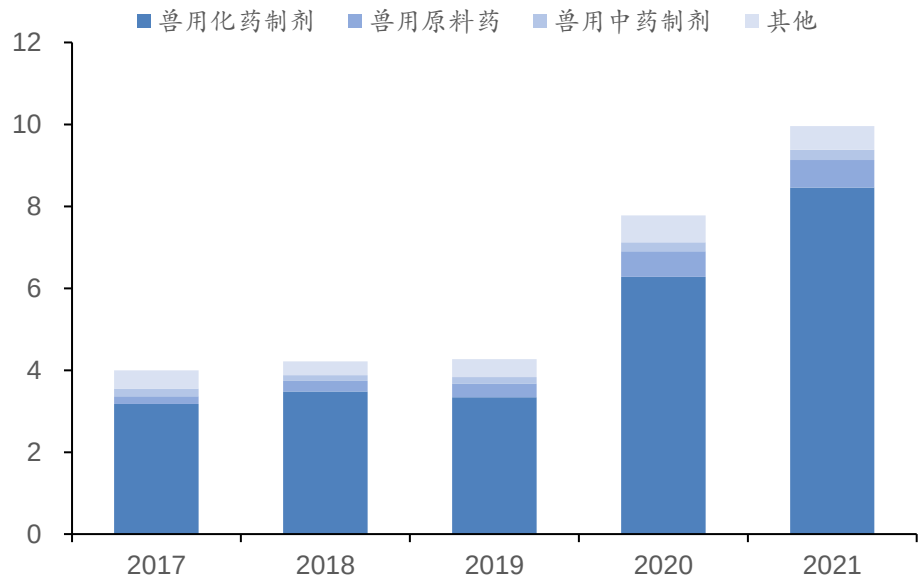
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

分产品看，兽用化药制剂是公司的核心产品，收入占比达到 80%，2017-2021 年销售收入从 3.18 亿元增长至 8.46 亿元，年复合增长率达 27.7%；兽用原料药 2017-2021 年收入从 0.19 亿元增长至 0.67 亿元，年复合增长率达 37.0%，占比约为 6%-8%；兽用中药制剂 2017-2021 年收入从 0.19 亿元增长至 0.25 亿元，年复合增长率为 7.1%，占比 3%左右。

公司兽用化药制剂及核心原料药主要包括，酒石酸泰万菌素、氟苯尼考、替米考星、阿莫西林、盐酸多西环素等。2021 年下游生猪养殖行业持续亏损，公司核心产品之一酒石酸泰万菌素销售收入同比下滑 1.81%；在此期间公司加大集团客户的营销力度，针对信用优质的集团化客户延长信用期，因此氟苯尼考、替米考星、阿莫西林产品销量增加，导致销售收入有所增加，2021 年氟苯尼考（不含注射剂）、替米考星、阿莫西林销量同比分别增加 61.73%、71.42%和 43.46%，销售均价同比下降 4.06%、7.65%和 0.37%；由于原材料成本的大幅提升，盐酸多西环素 2021 年销量价格均有所增加。

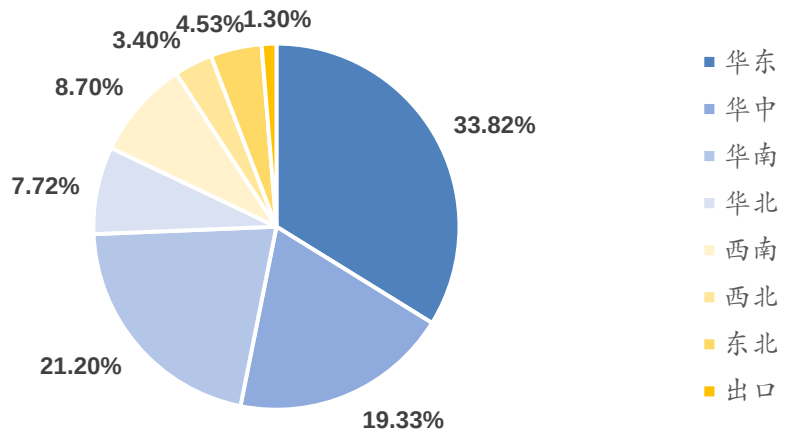
图表 12 2017-2021 年公司主营业务收入（分产品）



资料来源：wind，华安证券研究所

分地区看，公司产品销售以国内市场为主，2021 年国内销售占比达到 98.7%。华东区域是公司最大的销售市场，2021 年公司在华东地区销售收入 3.37 亿元，占比 33.82%；华南地区和华中地区分别以 2.11 亿元和 1.93 亿元的销售额紧随其后。

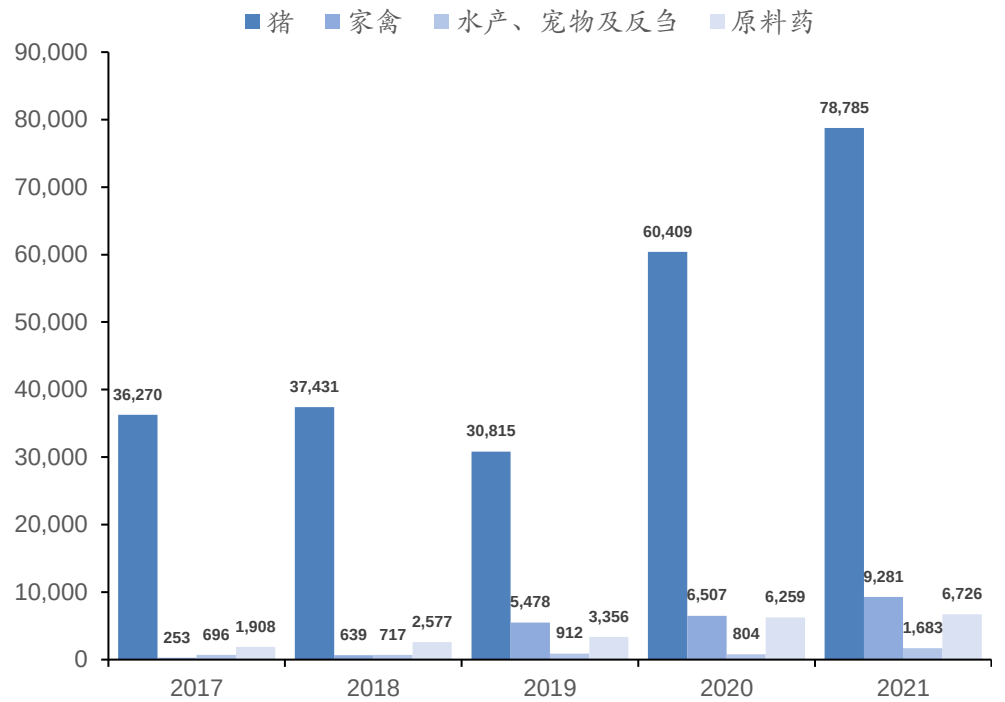
图表 13 2021 年公司主营业务收入（分地区）



资料来源：回盛生物 2021 年年报，华安证券研究所

分动物类别看，公司产品以猪用药品为核心，同时也在家禽、水产等其他兽用药品领域进行了拓展，丰富业务结构。公司产品结构以猪用兽药为主，2017 年和 2018 年猪用兽药收入占比均在 90%以上，2019 年受非瘟疫情影响，猪用兽药板块收入下滑，同时公司大力开拓家禽市场，家禽类产品收入增幅较大。此外，公司积极向上游拓展原料药业务，随着 2019 年末原料药酒石酸泰万菌素 160 吨生产线投产，产能得以大幅提升，原料药收入及占比呈逐年上升趋势。

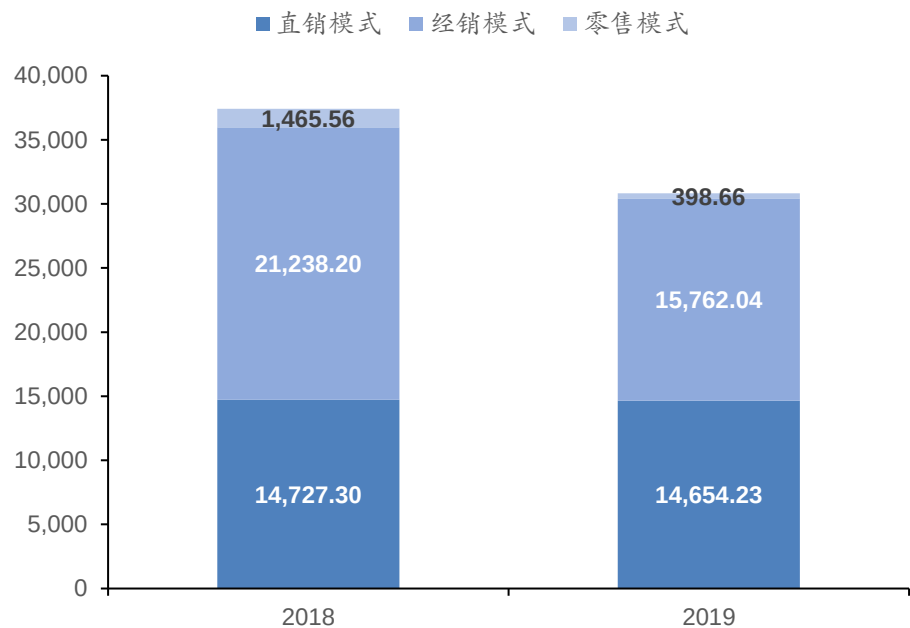
图表 14 2017-2021 公司主营业务收入（按动物类别分，单位：万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

非瘟爆发后，2019 年公司猪用兽药收入下降。公司猪药直销模式的主要客户为规模化养殖集团，规模养殖户受疫情影响相对较小，复产能力强，2019 年公司直销收入与 2018 年基本持平。经销模式主要是针对中小规模养殖户，由于生物安全防护水平相对较低，所受冲击较大，部分养殖户退出市场，2019 年公司猪药经销收入同比下滑 25.8%。

图表 15 2018-2019 年公司猪用兽药收入情况 (单位: 万元)



资料来源: 回盛生物招股说明书, 华安证券研究所

## 2 兽药市场持续扩张, 政策法规保驾护航

### 2.1 全球兽药行业高速增长, 国内宠物药市场前景广阔

**全球兽药行业市场规模稳步增长。**根据国际动保联盟 (IFAH) 统计, 2008 年至 2019 年全球兽药销售额 (不含中国) 从 192 亿美元增长至 329 亿美元, 近年来总体呈上升趋势, 年复合增长率为 5.02%。

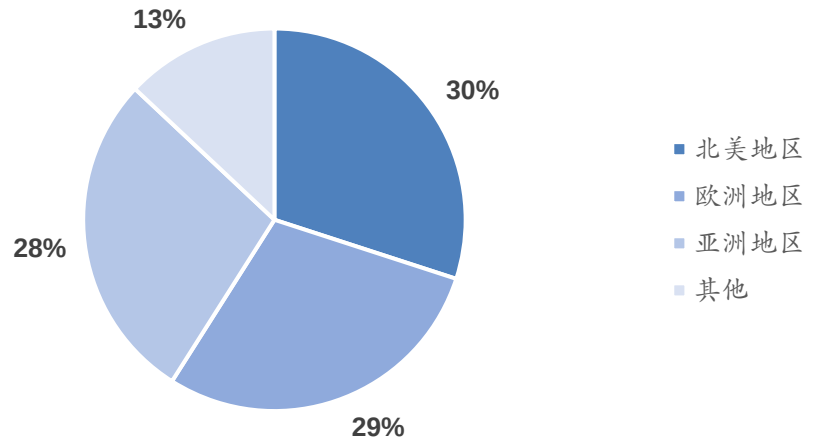
图表 16 2008-2019 年全球兽药销售额 (不含中国) (单位: 亿美元)



资料来源: 中国兽药协会《兽药产业发展报告》(2019 年度), 公司公告, 华安证券研究所

国外兽药市场分区域看，北美地区是目前全球最大的兽药市场，占比 30%；其次是欧洲和亚洲，占比分别为 29%和 28%。

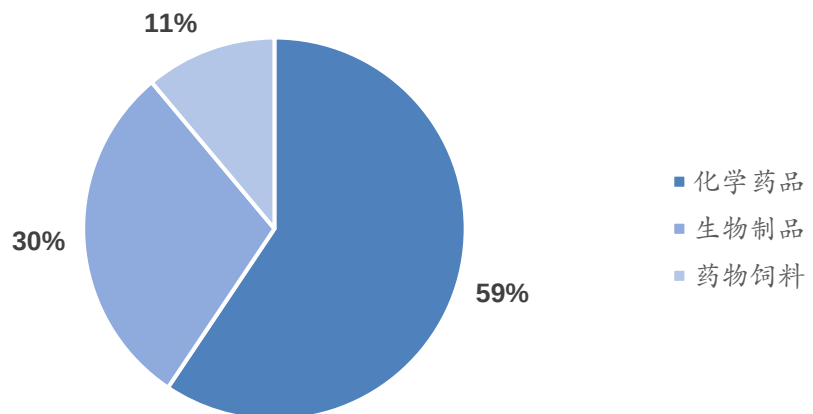
图表 17 国外兽药市场分布（单位：%）



资料来源：国际动保联盟（IFAH），华安证券研究所

从产品种类看，国外兽药市场中，化学药品占据最大的市场份额。2019 年，国外兽药化学药品（抗感染药、抗寄生虫药、其他化药）销售额 195.4 亿美元，占据国外兽药市场总销售额的 59.4%；生物制品销售额 97.1 亿美元，占比 29.5%；药物饲料销售额 36.5 亿美元，占比 11.1%。

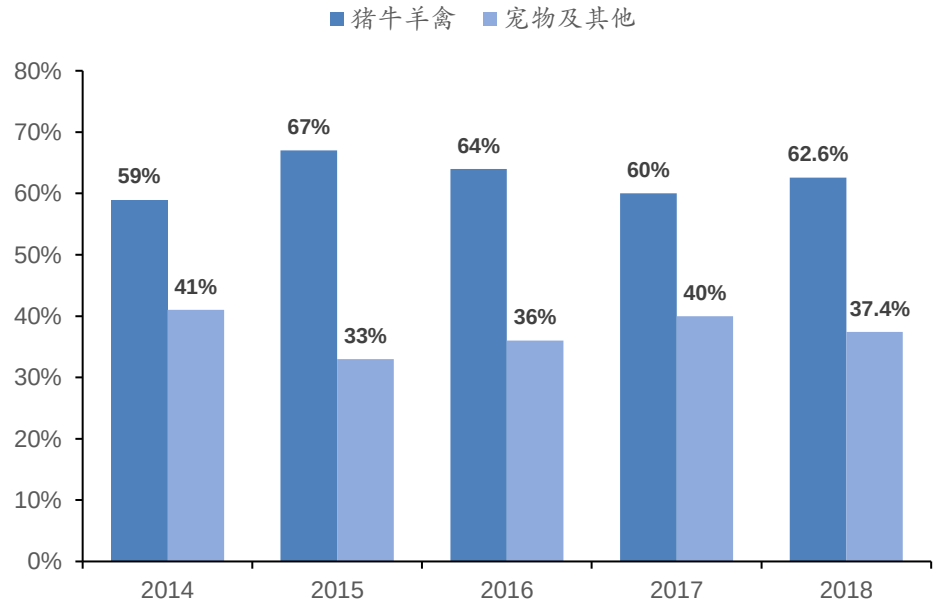
图表 18 2019 年国外兽药市场产品结构（单位：%）



资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》，华安证券研究所

从兽药适用动物的情况看，国内和国外市场猪羊牛禽均是兽药产品的主要使用对象，但国外兽药市场中宠物用兽药产品所占市场份额较大，这与我国的情况存在较大差异。2018 年，国外宠物及其他兽药产品的市场份额为 37.4%，而我国宠物及其他兽药产品的市场份额不到 3%。

图表 19 国外兽药产品销售额（按动物类别分，单位：%）



资料来源：国际动保联盟（IFAH），华安证券研究所

## 2.2 国内监管力度加大，多项政策助力发展

为提高兽用药物的专业性，避免人兽共用抗生素带来的抗药性，1968 年美国颁布实施了《兽药修正案》，开始进行兽药法制化管理。随着专业化、规模化养殖业的兴起和发展，畜群养殖密度逐渐提升，兽药产品需求量大幅增加。我国兽药行业起步晚于欧美等发达国家，自 20 世纪 90 年代开始，养殖业发展带动了兽药产业的快速增长。

图表 20 兽药行业主要法律法规

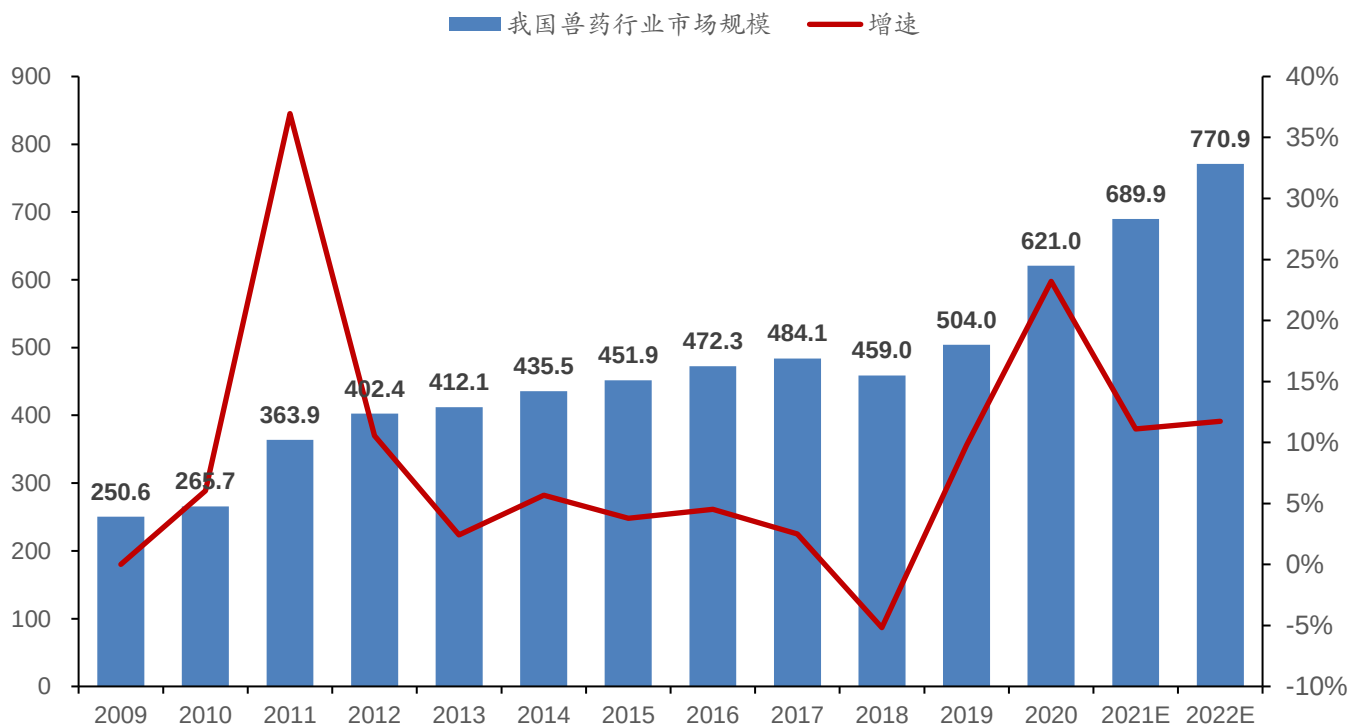
| 序号 | 法律法规                        | 发布单位    | 实施日期       |
|----|-----------------------------|---------|------------|
| 1  | 《中华人民共和国农产品质量安全法》（2018 年修订） | 全国人大常委会 | 2018.10.26 |
| 2  | 《中华人民共和国动物防疫法》（2015 年修订）    | 全国人大常委会 | 2015.04.24 |
| 3  | 《兽药管理条例》                    | 国务院     | 2016.02.06 |
| 4  | 《兽药注册办法》                    | 农业农村部   | 2005.01.01 |
| 5  | 《兽药生产质量管理规范》（2020 年修订）      | 农业农村部   | 2020.06.01 |
| 6  | 《兽药经营质量管理规范》                | 农业农村部   | 2010.03.01 |

|    |                              |            |            |
|----|------------------------------|------------|------------|
| 7  | 《新兽药研制管理办法》                  | 农业农村部      | 2016.5.30  |
| 8  | 《兽药进口管理办法》                   | 农业农村部、海关总署 | 2008.01.01 |
| 9  | 《兽用处方药和非处方药管理办法》             | 农业农村部      | 2014.03.01 |
| 10 | 《兽药产品批准文号管理办法》               | 农业农村部      | 2016.05.01 |
| 11 | 《兽药标签和说明书管理办法》<br>(2017 年修订) | 农业农村部      | 2017.11.30 |
| 12 | 《兽药质量监督抽样规定》                 | 农业农村部      | 2001.12.10 |

资料来源：回盛生物招股说明书，华安证券研究所

随着国内畜牧业规模化、集约化养殖的进程不断加快，疫病防控风险加大，养殖企业和养殖户对于动物疫病的防治日益重视，我国兽药行业市场规模迅速增长。据中国兽药协会数据显示，2009-2020 年，国内兽药产品销售规模由 250.6 亿元增长至 621.0 亿元，年均复合增长率为 8.6%，中商产业研究院预测 2022 年我国兽药产业规模可达 770.93 亿元。

图表 21 2009-2022 年中国兽药行业市场规模预测（单位：亿元）

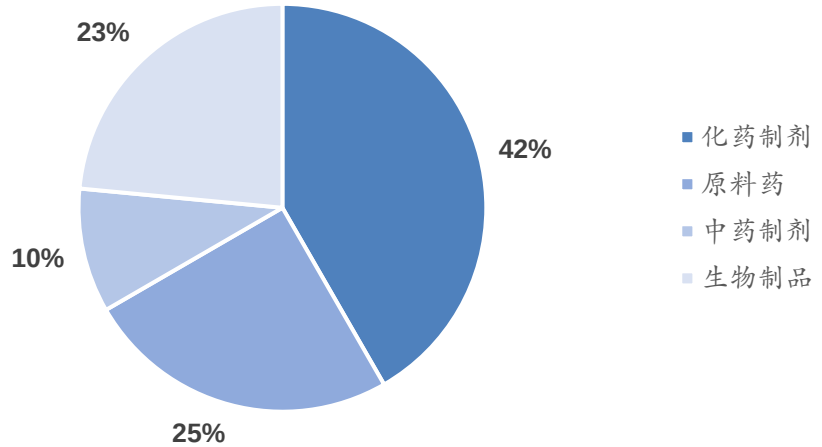


资料来源：中国兽药协会，中商情报网，华安证券研究所

与全球兽药市场和美国市场相比，我国兽药市场结构与其基本一致，化学药品所占份额最大，占比 70%-80%，2019 年度合计销售额 385.59 亿元，占市场总额

76.5%，其中化学原料药、化学药品制剂、中药制剂销售额分别为 125.8 亿元、210.1 亿元和 49.7 亿元 2019 年，生物制品销售额 118.4 亿元，占比 23.5%。

图表 22 2019 年我国兽药市场各产品份额 (单位: %)



资料来源: 中国兽药协会, 华安证券研究所

### 2.3 国内行业门槛提升, 中大型企业盈利能力强

我国兽药企业数量众多, 以微型企业和中小型企业为主。兽药行业实行强制兽药 GMP 认证之前, 由于进入门槛较低, 行业呈现无序竞争的格局, 企业数量众多、生产规模偏小、技术含量较低、产品结构单一。2006 年国家开始强制实施兽药 GMP 标准, 逐步规范兽药企业生产经营行为。2020 年 4 月 21 日, 农业农村部发布了新版兽药 GMP, 进一步提高了国家兽药质量标准 and 环保标准。据中国兽药协会统计, 截止 2020 年 7 月 21 日, 我国共有兽药 GMP 生产企业 1,718 家, 其中, 生物药企业 102 家, 以中大型企业为主, 化药企业 1,530 家, 以中小型企业为主。

我国化学药品企业目前仍以中小型企业为主, 大型企业较少, 其中, 中型企业销售额占比过半。盈利能力方面, 毛利率随着企业规模增加而逐渐增加, 大型企业毛利率最高, 小微型企业毛利率最低。我国生物制品企业数量相对较少, 集中度相对较高, 大型企业销售额占 70% 左右, 同时大中型生物制品企业毛利率较高, 普遍超过 50%。截至 2019 年末, 我国共有兽药企业 1,600 余家, 其中化学药品企业 1,530 家, 生物制品企业 102 家。

图表 23 2019 年末我国兽药企业情况

| 类型   | 企业数量  | 销售额 (亿元) | 销售额占比   | 毛利率    |
|------|-------|----------|---------|--------|
| 化药企业 | 1,530 | 385.59   | 100.00% | 24.86% |
| 大型企业 | 44    | 156.81   | 40.67%  | 29.55% |

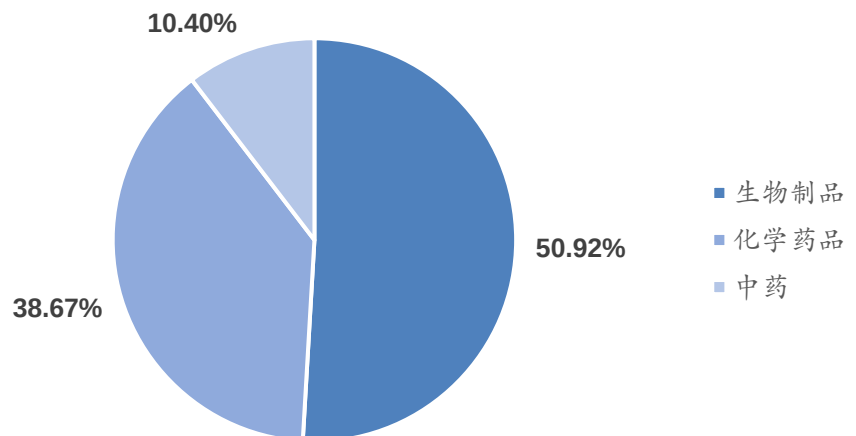
|             |            |               |                |               |
|-------------|------------|---------------|----------------|---------------|
| 中型企业        | 741        | 213.06        | 55.26%         | 21.95%        |
| 小型企业        | 588        | 15.35         | 3.98%          | 17.52%        |
| 微型企业        | 157        | 0.37          | 0.10%          | 14.71%        |
| <b>生物制品</b> | <b>102</b> | <b>118.36</b> | <b>100.00%</b> | <b>58.72%</b> |
| 大型企业        | 18         | 82.54         | 69.74%         | 62.85%        |
| 中型企业        | 70         | 35.65         | 30.12%         | 49.20%        |
| 小型企业        | 14         | 0.17          | 0.14%          | 47.06%        |

资料来源：中国兽药协会《兽药产业发展报告》（2019 年度），华安证券研究所

注：大型企业为年销售额 2 亿元以上的企业，中型企业为年销售额 500 万至 2 亿元的企业，小型企业为年销售额 50 万至 500 万的企业，微型企业为年销售额小于 50 万的企业。

新兽药研发方面，1987-2019 年农业部共批准新兽药 1,298 种，其中生物制品 661 种，化学药品 502 种，中药 135 种。一类新兽药 57 种（生物制品 44 种，化学药品 9 种，中药 4 种）；二类、三类兽药共 691 种；四五类化学药品和中药共计 528 种，我国兽药产品同质化严重，产品创新能力不足。随着国家对兽药质量监督要求的升级以及兽药生产技术水平不断的提高，兽药产业将向做精、做强、做专的方向转型。

图表 24 1987-2019 年农业部批准新兽药情况



资料来源：回盛生物 2020 年度报告，华安证券研究所

## 3 多赛道广泛布局，研发投入持续走高

### 3.1 产业政策持续推动，改革效果显著

近年，国家产业政策支持对兽药行业发展起到重要的推动作用。2012 年，国务院颁布《国家中长期动物疫病防治规划（2012-2020 年）》，提出高致病性猪蓝耳病等 16 种疾病属于优先防治的国内动物疫病。

农业部分别于 2016 年、2017 年颁布《关于促进兽药产业健康发展的指导意见》、《全国兽医卫生事业发展规划（2016-2020 年）》、《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020 年）》等政策文件。提出：1）产业结构进一步优化，集中度进一步提升，形成若干具有自主知识产权、竞争力强的大型兽药生产企业；2）加强兽用抗菌药生产环节监管，兽药质量进一步提高，保证兽药质量抽检合格率和畜禽产品兽药残留检测合格率；3）推动促生长用抗菌药物逐步退出，动物源主要耐药菌增长率得到有效控制。

图表 25 我国兽药行业主要政策

| 序号 | 政策名称                             | 发布单位  | 发布日期    | 主要内容                                                                                              |
|----|----------------------------------|-------|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | 国家中长期动物疫病防治规划（2012—2020 年）       | 国务院   | 2012.05 | 提出口蹄疫、高致病性禽流感、高致病性猪蓝耳病、猪瘟、新城疫等 16 种优先防治的国内动物疫病达到规划设定的考核标准，牛海绵状脑病、非洲猪瘟等 13 种重点防范的外来动物疫病传入和扩散风险有效降低 |
| 2  | “十三五”国家科技创新规划                    | 国务院   | 2016.07 | 提出畜禽安全高效养殖，以安全、环保、高效为目标，围绕主要动物疫病检测与防控、主要畜禽安全健康养殖工艺与环境控制、畜禽养殖设施设备等方面开展技术研发                         |
| 3  | “十三五”国家食品安全规划                    | 国务院   | 2017.02 | 提出进一步完善食品安全标准，加快修订兽药残留限量指标，研发推广低毒、低残留新兽药产品                                                        |
| 4  | 全国兽药（抗菌药）综合治理五年行动方案（2015—2019 年） | 农业农村部 | 2015.07 | 提出集中清缴非法兽用抗菌药，加强兽用抗菌药生产环节监管，加强兽用抗菌药经营环节监管，规范兽用抗菌药使用行为，加强兽用抗菌药质量抽检和残留监控                            |
| 5  | 关于促进兽药产业健康发展的指导意见                | 农业农村部 | 2016.04 | 提出产业结构进一步优化，集中度进一步提升；兽药质量进一步提高，保证兽药质量抽检合格率和畜禽产品兽药残留检测合格率；产品种类进一步丰富，新制剂和现代中兽药制剂开发等取得重大进展           |
| 6  | 全国兽医卫生事业发展规划                     | 农业农村部 | 2016.10 | 提出动物疫病防治能力显著增强；兽医卫生监管能力大幅提高，动物源主要耐药菌增长率得到有效控制                                                     |

（2016-2020 年）

效控制；兽药产业集中度和竞争力进一步提升

|   |                            |       |         |                                                                                                                |
|---|----------------------------|-------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 7 | “十三五”农业科技发展规划              | 农业农村部 | 2017.02 | 提出加强重大动物疫病的常规疫苗、基因工程新型疫苗、兽药及诊断与监测试剂的研发及标准化应用                                                                   |
| 8 | 全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017-2020） | 农业农村部 | 2017.06 | 提出促生长用人兽共用抗菌药物逐步退出，强化兽用抗菌药物监督管理，健全动物源细菌耐药性检测体系，强化兽用抗菌药物残留监控，开展兽用抗菌药物使用减量化示范                                    |
| 9 | 中华人民共和国农业农村部公告第 194 号      | 农业农村部 | 2019.07 | 自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种；自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料；不再核发“兽药添字”批准文号。 |

资料来源：回盛生物招股说明书，华安证券研究所

2006 年 1 月 1 日起，我国实施《兽药生产质量管理规范》（兽药 GMP），新开办兽药生产企业必须取得兽药 GMP 合格证后方可办理《兽药生产许可证》及产品批准文号；同年 7 月 1 日起，规定不得经营、使用未取得兽药 GMP 合格证的企业、车间所生产的兽药产品。2020 年 6 月 1 日起全面施行最新版《兽药生产质量管理规范(2020 年修订)》，新政策要求所有兽药生产企业须在两年内达到新版兽药 GMP 要求。在新政策驱动下，兽药市场将逐步走向更高级别的规范化。截至 2019 年末，我国共有兽药企业 1,600 余家（不含香港、澳门、台湾企业），行业实现总销售额超过 552 亿元。随着我国非瘟防控工作逐见成效，生猪养殖业持续恢复，2025 年市场规模有望接近 600 亿元。

图表 26 兽药 GMP 主要内容



资料来源：《兽药生产质量管理规范》，华安证券研究所

2010年3月1日实施《兽药经营质量管理规范》(兽药GSP),从场所与设施、机构与人员、规章制度、采购与入库、陈列与储存、销售与运输、售后服务等七个方面提出了新的要求。2015年为进一步强化兽药产品质量安全监管,农业农村部决定加快推进兽药产品质量安全追溯工作,利用国家兽药产品追溯系统实施兽药产品电子追溯码(二维码)标识制度,形成功能完善、信息准确、实时在线的兽药产品查询和追溯管理系统。

图表 27 兽药 GSP 主要内容



资料来源:《兽药经营质量管理规范》,华安证券研究所

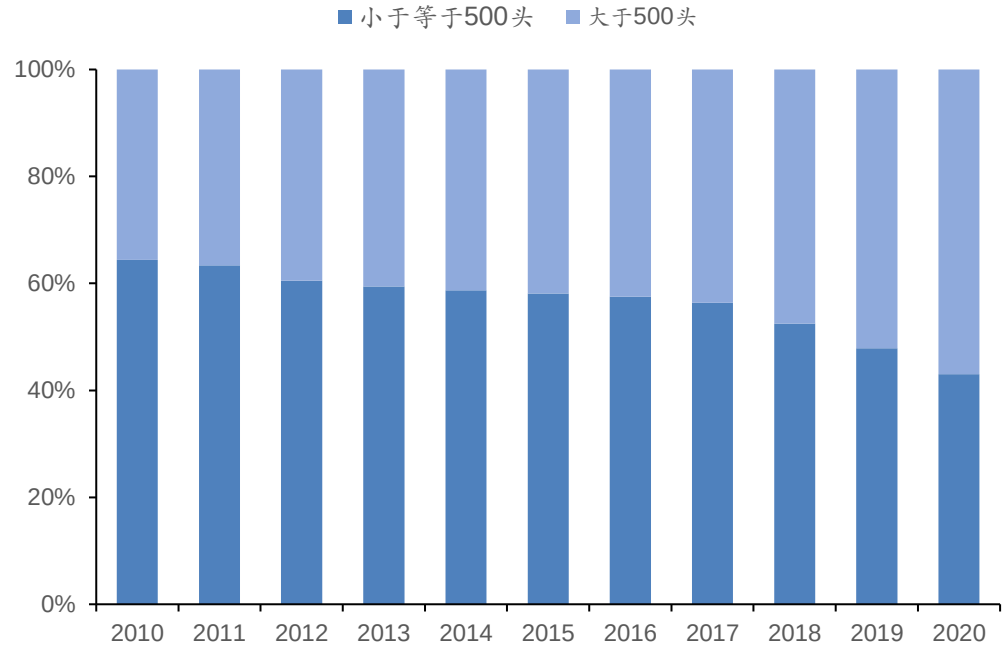
### 3.2 养殖行业规模化推动兽药行业的集中化

当前我国仍处于散养、规模化养殖等多元化养殖模式并存的发展阶段。集团化养殖在环保、疫情防控、食品安全以及成本等方面均具有较为明显的优势,根据农业农村部《全国生猪生产发展规划(2016-2020年)》,生猪产业力争于2020年规模化养殖比重达到52%以上。

**随着大型养殖集团的发展,养殖行业集中度明显提高。**以往我国的生猪养殖行业集中度较低,中小养殖散户占比较大。2018年非洲猪瘟疫情暴发后,大量养殖散户退出市场,同时受环保限制以及缺乏成本优势,近年来年出栏量在500头以下的散养户数量快速下降,年出栏量在500-10000头的小规模养殖户以及10000头以上的大中型规模养殖户数量呈增长趋势。

据农村农业部披露,2020年生猪养殖规模化率达到57%,较2019年提升4个百分点,高于常年2个百分点的速度。随着下游养殖业集中化程度不断提升,大型兽药企业凭借其在品牌、产品质量、研发实力等诸多方面的优势,逐步扩大其市场份额,兽药行业的集中度也将进一步的提升。

图表 28 2007-2020 年不同规模生猪养殖场出栏量占比

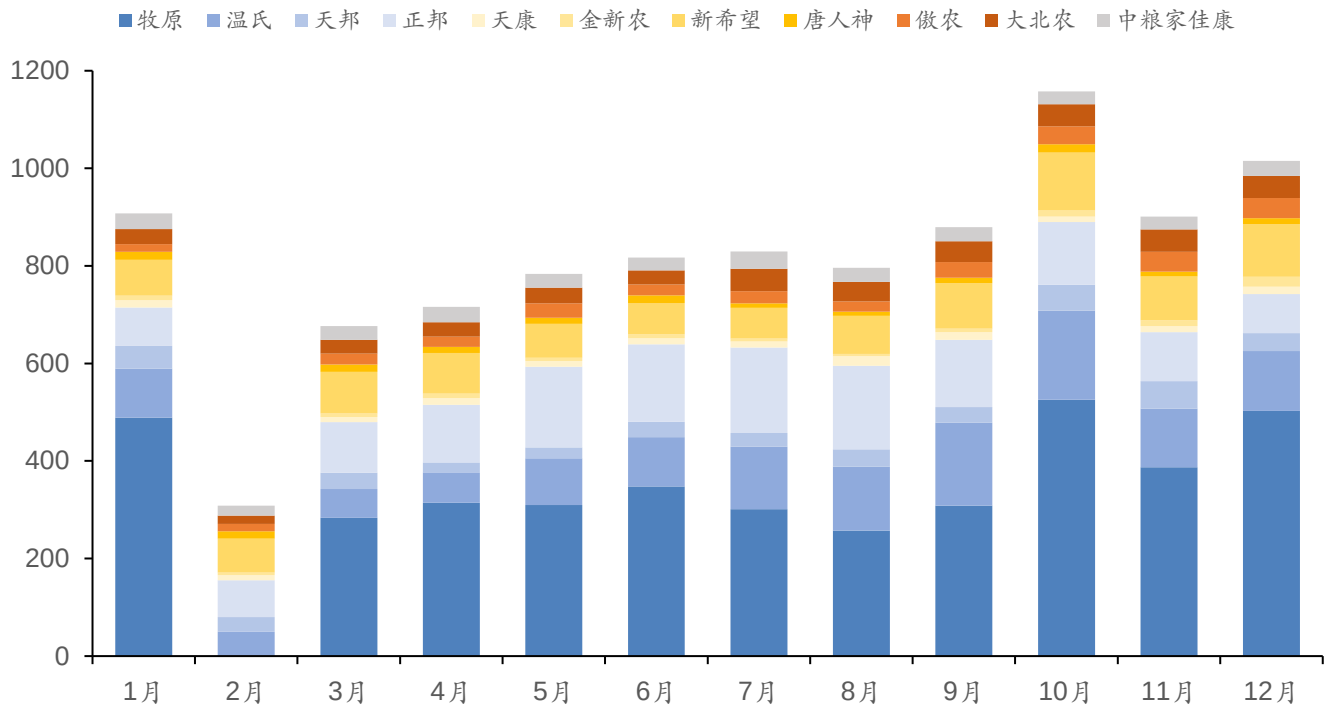


资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

**养殖行业集约化趋势推动规模化养殖企业与优势兽药企业形成紧密合作关系。**

根据中国兽药协会发布《兽药产业发展报告（2020 年度）》显示，2020 年化药制剂销售额前 30 名的企业实现销售额共计 112.02 亿元，占化药制剂销售总额的 44.35%，较 2019 年度提高近 4%。2020 年公司集团客户实现销售收入 4.32 亿元，同比增长 112.68%，集团客户数量增长 67 家；2021 年公司集团客户收入同比增长 41.03%，新增直销客户 449 个。国内大型养殖集团正邦科技、新希望、双胞胎、天邦股份、中粮肉食、正大集团、扬翔集团等均与公司形成稳定合作关系。

图表 29 2021 年主要上市猪企月度出栏量 (单位: 万头)

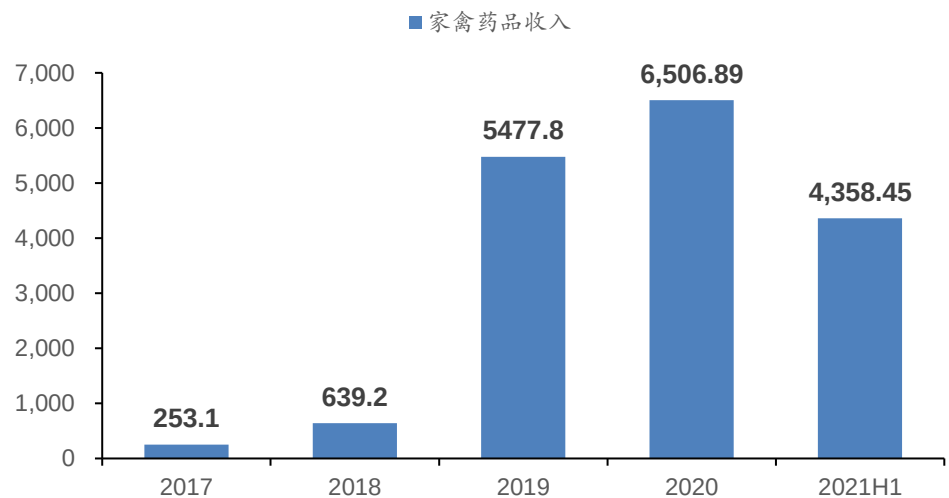


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 3.3 开拓禽用兽药市场, 收入大幅增长

**积极拓展新客户及新产品。**2018 年之前, 公司专注于猪用药品, 禽用药品市场规模较小。2018 年 8 月非瘟爆发以来, 生猪养殖业遭到重创, 猪用兽药产品收入明显下滑, 公司开始逐步拓展禽药业务板块。2019 年 3 月, 公司与和盛食品合作, 2019 年 5 月起公司客户立华牧业新增盐酸多西环素可溶性粉 50% 类产品订单, 2019 年 10 月起公司开始与福建圣农合作。

图表 30 2017-2021H1 公司家禽药品销售收入情况 (单位: 万元)



资料来源: 回盛生物招股说明书, 公司公告, 华安证券研究所

家禽养殖行业明显增长。2019 年我国家禽产品价格持续上涨, 家禽饲养规模持续扩大, 根据国家统计局数据, 2019 年全国家禽出栏 146.41 亿只, 同比增长了 11.9%, 2019 年末全国家禽存栏 65.22 亿只, 同比增长了 8.0%。家禽行业养殖规模的不断增加, 导致养殖企业采购兽药的数量相应有所增长。

图表 31 2016-2020 年我国家禽存栏量及出栏量 (单位: 亿只)



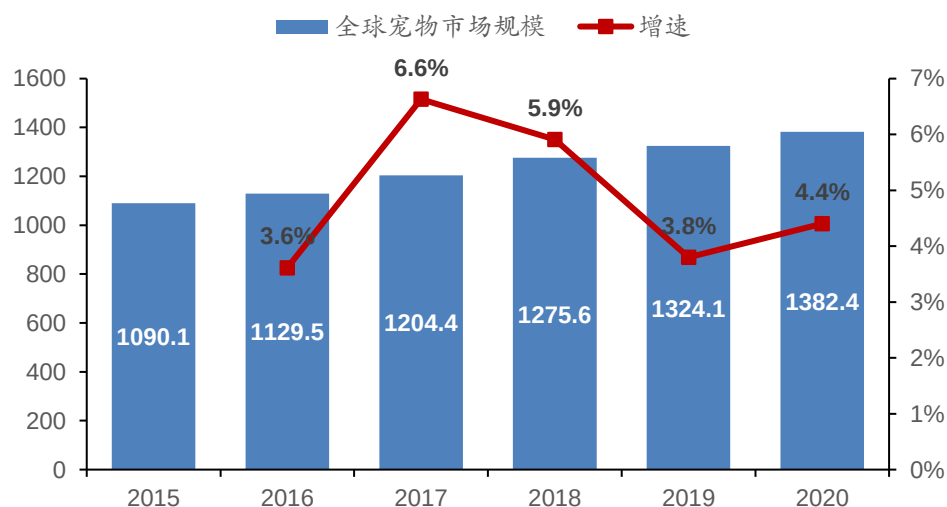
资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

### 3.4 布局宠物市场, 丰富产品结构

发达国家宠物产业发展较为成熟。近年来全球宠物市场进入平稳发展的阶段。据 Euromonitor 数据显示, 2015 年, 全球宠物市场规模为 1090.1 亿美元, 2020 年增长至 1382.4 亿美元, 年复合增长率达到 4.9%。

据美国动物健康产业协会数据, 应用于宠物药品销售额占市场销售总额的 60%, 而我国目前不到 3%, 随着我国居民生活水平的不断提高和对宠物健康问题的逐渐重视, 未来我国宠物药市场将迎来较快发展。

图表 32 2015-2020 年全球宠物市场规模 (单位: 亿美元)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

近年来,我国宠物医疗行业蓬勃发展,宠物医疗市场规模约 400 亿,占整个宠物产业 20%,近三年年均复合增长率达到 20%。其中,宠物药品是宠物医疗的核心,规模达到 105 亿。从国际上的成熟市场来看,宠物经济的市场规模大于经济性动物的规模,2021 年我国兽药市场规模超过 600 亿,而宠物市场规模只有 200 多亿,未来增长空间巨大。

2021 年公司建成了宠物药品研究中心,为宠物制剂研发配备了研发团队,同时公司正在建设宠物制剂综合生产线建设项目,涵盖宠物制剂多个品类,有利于实现公司宠物制剂的规模化量产,一定程度实现了公司产品多元化。公司拥有独立的宠物药品研发部门,25 个在研项目,主要以驱虫药和消炎药为主,其中 9 项在研新药,目前公司已经取得马波沙星原料及制剂两项宠物用新兽药证书。

图表 33 公司宠物药品在研新药情况

| 序号 | 项目名称               | 类别    |
|----|--------------------|-------|
| 1  | 宠物用 TB 肽           | 一类新兽药 |
| 2  | 宠物皮肤用药 ECZ 原料      | 二类新兽药 |
| 3  | 宠物皮肤用药 ECZ 溶液      |       |
| 4  | 宠物用驱虫药 FLLA 原料     |       |
| 5  | 宠物用驱虫药 FLLA 咀嚼片    | 四类新兽药 |
| 6  | 宠物抗菌用 TBPWZ 片      |       |
| 7  | 宠物用 XQYDS 片        |       |
| 8  | 宠物用免疫抑制剂 HBJSA 软胶囊 |       |
| 9  | 宠物抗真菌复方滴耳剂         |       |

资料来源:回盛生物招股说明书,华安证券研究所

### 3.5 募资扩产完善产业布局

公司拥有三个生产基地,分别为湖北回盛、武汉回盛和长沙施比龙,均已取得兽药 GMP 认证,公司建立了较为完善的产品质量控制体系。

公司产能按产品剂型分为化药和中药制剂的粉/散/预混剂、原料药、饲料及添加剂等。公司实行以销定产、安全库存相结合的生产管理模式,2021 年公司化药/中药制剂-粉/散/预混剂、化药制剂(注射剂)、饲料及添加剂的产销率分别为 92.61%、89.49%、90.77%,维持在较高水平,公司原料药自用占比较大,导致原料药产销率(37.77%)水平较低。

近年来公司粉/散/预混剂的产量、销量规模持续增长,产能利用率大幅提升,随着 2020 年子公司湖北回盛年产 160 吨泰万菌素发酵生产基地开始使用,2021 年末 IPO 项目新沟智能化工厂的顺利投产,2022Q1 公司化药/中药制剂-粉/散/预混剂、化药制剂(注射剂)、原料药和饲料及添加剂的产能利用率分别为 41.83%、15.52%、21.08%和 18.70%,产能压力得到有效缓解。

**图表 34 2017-2022Q1 公司产能情况一览**

| 项目              |         | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年   | 2022Q1   |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 化药/中药制剂-粉/散/预混剂 | 产能 (吨)  | 3,300.00 | 3,300.00 | 3,300.00 | 3,300.00 | 3,300.00 | 3,375.00 |
|                 | 产量 (吨)  | 3,044.54 | 3,077.06 | 3,239.87 | 4,940.41 | 7,278.10 | 1,411.63 |
|                 | 销量 (吨)  | —        | 2,863.09 | 2,822.32 | 4,714.49 | 6,740.19 | 1,441.99 |
|                 | 产能利用率   | 93.24%   | 93.24%   | 98.18%   | 149.71%  | 220.55%  | 41.83%   |
| 化药制剂-注射剂        | 产能 (万升) | 68.00    | 83.00    | 83.00    | 83.00    | 83.00    | 20.75    |
|                 | 产量 (万升) | 8.48     | 10.17    | 7.30     | 13.86    | 18.37    | 3.22     |
|                 | 销量 (万升) | —        | 9.60     | 6.06     | 10.88    | 16.44    | 3.60     |
|                 | 产能利用率   | 12.47%   | 12.25%   | 8.80%    | 16.70%   | 22.13%   | 15.52%   |
| 原料药             | 产能 (吨)  | 80.00    | 80.00    | 108.00   | 240.00   | 240.00   | 60.00    |
|                 | 产量 (吨)  | 58.84    | 74.17    | 87.54    | 213.96   | 276.14   | 12.65    |
|                 | 销量 (吨)  | —        | 34.95    | 48.61    | 114.98   | 104.29   | 30.38    |
|                 | 产能利用率   | 73.55%   | 92.71%   | 81.06%   | 89.15%   | 115.06%  | 21.08%   |
| 饲料及添加剂          | 产能 (吨)  | 1,500.00 | 1,500.00 | 1,500.00 | 1,500.00 | 1,500.00 | 375.00   |
|                 | 产量 (吨)  | 785.79   | 471.14   | 396.31   | 527.69   | 513.26   | 70.11    |
|                 | 销量 (吨)  | —        | 512.47   | 379.86   | 495.86   | 465.91   | 76.26    |
|                 | 产能利用率   | 52.39%   | 31.41%   | 26.42%   | 35.18%   | 34.22%   | 18.70%   |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### ① 泰万菌素

2016 年末，公司原料药酒石酸泰万菌素二期 55 吨生产线投产，产能增至 80 吨，2018-2019 年产能利用率达到 80%-90%；2019 年 12 月，公司泰万菌素三期扩

建项目--年产 160 吨泰万菌素发酵生产基地建成,泰万菌素原料药产能增至 240 吨, 2020 年、1h2021 公司的泰万菌素产能利用率分别达到 89.15%、137.12%。2021 年,公司开始建设年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目,预计于 2022 年 9 月底投产,项目投产后,公司泰万菌素类产品规模将达到 840 吨,位居全国第一。

图表 35 公司泰万菌素产能扩建情况

| 序号 | 项目                  | 完成时间        | 本次新增产能 | 投产后产能情况 |
|----|---------------------|-------------|--------|---------|
| 1  | 酒石酸泰万菌素二期生产线        | 2016 年底     | 55 吨   | 80 吨    |
| 2  | 年产 160 吨泰万菌素发酵生产基地  | 2019 年 12 月 | 160 吨  | 240 吨   |
| 3  | 年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目 | 2022 年 9 月  | 600 吨  | 840 吨   |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## ② 泰乐菌素

公司的化药/中药制剂-粉/散/预混剂产能稳定在 3300 吨。近年来,公司核心产品泰万菌素类产品销售较好,但因其核心原材料泰乐菌素采购成本波动大,供货紧张,一定程度上限制了核心产品扩张。为解决此问题,公司制定“泰乐菌素产能 2000 吨/年项目”项目,并分成两期进行(每期新建 1000 吨/年)。一期项目公司计划使用 IPO 超募资金 2.61 亿元以及自有资金 1.19 亿元进行,目前已经进入设备安装、调试阶段,预计 2022 年 6 月底投产,新增 1000 吨泰乐菌素产能中,约 642 吨用作泰万菌素原材料,另外 358 吨用于自产泰乐菌素等制剂及对外销售。2021 年 12 月公司发行可转债募资开始进行二期工程的建设。此项目的投产,对公司在犬环内酯类抗生素系列产品的生产有重要意义,可解决核心产品泰万菌素、泰地罗新、泰乐制剂和替米考星的原料问题。

## ③ 中药提取及制剂、宠物制剂

公司中药提取及制剂生产线建设项目于 2020 年启动,累计投入 6,008.6 万元,目前生产线的建设和调试已经完成,公司中药提取车间于 2022 年 2 月份提交 GMP 申报,5 月份开始正式生产。

**公司积极布局宠物药市场。**公司于 2021 年底开始建设宠物制剂综合生产线项目,目前国内宠物药品市场渗透率较低,未来随着宠物药市场的不断扩大,同时宠物药的毛利率比较高,公司的业务空间和盈利水平将获得巨大提升。

图表 36 公司主要新建及在建工程



资料来源：公司官网，回盛生物招股说明书，华安证券研究所

### 3.6 核心技术筑壁垒、研发体系不断完善

**坚持技术驱动战略，推进科研体制改革。**公司作为兽用化药制剂领域头部企业，具有丰富的兽用化药制剂及核心原料药生产线，以猪用药品为核心，目前已涵盖抗微生物、抗寄生虫等各类药品，治嗽静、万特斐灵等一批核心产品已具有一定市场地位。2020 年公司添置 1 台用于兽药残留痕量检测的 Waters 液相质谱-质谱联用仪，同时扎实推进 CNAS 和 GCP 实验中心建设，2021 年公司检测中心正式获得中国合格评定国家认可委员会（CNAS）颁发的认可证书。

2020 年全年公司获授权发明专利 6 项，获新兽药证书 2 项（加米霉素注射液、土苓茅根颗粒），二类新药“泰地罗新”原料及注射剂提交申报并于 2021 年 1 月获得新药证书。在研新药 24 项均有序推进，其中头孢泊肟酯片及阿莫西林干混悬剂已于 2020 年底完成申报资料提交，4 个新药项目进入临床研究，研发取得突破性进展。同时公司积极开展新药成果转化，推进校企产学研深度合作，同国内知名高校院所签订 7 项合作合同。在对外服务方面，公司研发事业部为多家集团化客户提供了产品质量评估、检验等服务，为集团化客户销售提供了有力支撑。

2021 年公司获得泰地罗新（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，与华中农业大学签订战略合作，启动亿元合作计划，“华农-回盛研究院”正式挂牌，开辟了公司在科技创新发展方面的一种新型模式。双方围绕动物重大疾病防治、新型兽药开发、市场战略研究、技术服务等领域联合开展研究，进一步提升了公司研发创新水平。

目前公司正在进行的主要研发项目共 8 大课题，65 个项目。其中一类新兽药项目 2 项、二类新兽药项目 10 项、三类及四类新兽药项目共 13 项。

图表 37 公司 25 项在研新药情况

| 序号 | 项目名称                | 类别    |
|----|---------------------|-------|
| 1  | 宠物用 TB 肽            | 一类新兽药 |
| 2  | 水产用中药 CLE           |       |
| 3  | 猪用长效抗菌药泰地罗新原料       | 二类新兽药 |
| 4  | 养殖场除虫原料 CCN         |       |
| 5  | 水产用驱虫药 YMJS 原料      |       |
| 6  | 猪用长效抗菌药泰地罗新注射液      |       |
| 7  | 宠物皮肤用药 ECZ 原料       |       |
| 8  | 宠物皮肤用药 ECZ 溶液       |       |
| 9  | 养殖场除虫预混剂 CCN        |       |
| 10 | 水产用驱虫药 YMJS 预混剂     |       |
| 11 | 宠物用驱虫药 FLLA 原料      |       |
| 12 | 宠物用驱虫药 FLLA 咀嚼片     |       |
| 13 | 猪用促生长中药 ZQG         | 三类新兽药 |
| 14 | 猪用抗应激中药 ZH 散        |       |
| 15 | 猪、禽用清热解毒中药 YQLQ 口服液 |       |
| 16 | 禽用保肝护肝中药土茅苓颗粒       |       |
| 17 | 猪用促进免疫中药茯苓多糖散       | 四类新兽药 |
| 18 | 猪用醋酸氯己定软胶囊          |       |
| 19 | 宠物抗菌用 TBPWZ 片       |       |
| 20 | 宠物用 XQYDS 片         |       |
| 21 | 猪用 AMXL 干混悬剂        |       |
| 22 | 反刍用利福昔明子宫注入剂        |       |
| 23 | 猪用 HQSL 干混悬剂        |       |
| 24 | 宠物用免疫抑制剂 HBJSA 软胶囊  |       |
| 25 | 宠物抗真菌复方滴耳剂          |       |

资料来源：回盛生物招股说明书，华安证券研究所

**图表 38 公司 39 项合作研究情况**

| 序号 | 时间         | 项目名称                       | 受托方              |
|----|------------|----------------------------|------------------|
| 1  | 2017.01.22 | 阿莫西林干混悬剂的研制                | 武汉轻工大学           |
| 2  | 2017.01.22 | 黄芩素铝干混悬剂的研制                | 武汉轻工大学           |
| 3  | 2017.01.22 | 利福昔明子宫注入剂处方与工艺开发           | 南京多普特兽药研发有限公司    |
| 4  | 2017.01.22 | 利福昔明子宫注入剂新兽药联合注册协议         | 南京农业大学           |
| 5  | 2017.10.16 | 新兽药“枣胡散”技术研究及项目申报          | 北京元亨神农科技发展有限公司   |
| 6  | 2016.05.18 | 新兽药银翘蓝芩口服液技术转让合同           | 中国农科院兰州畜牧与兽药研究所  |
| 7  | 2017.05.03 | 泰万菌素抗 PRRSV 机制的体外研究        | 华中农业大学           |
| 8  | 2017.06.06 | 二类新兽药除虫脲原料药                | 武汉科技大学           |
| 9  | 2017.05.20 | 新型阿莫西林干混悬剂临床实验             | 华中农业大学           |
| 10 | 2017.05.20 | 新型阿莫西林干混悬剂实验室敏感性实验         | 华中农业大学           |
| 11 | 2017.11.20 | 阿莫西林干混悬剂在猪体内的药代动力学         | 华南农业大学           |
| 12 | 2017.11.20 | 阿莫西林干混悬剂在猪体内的残留消除          | 华南农业大学           |
| 13 | 2017.11.20 | 阿莫西林干混悬剂对靶动物猪的安全性          | 华南农业大学           |
| 14 | 2017.12.27 | 泰万菌素抗 PRRSV 机制的体内研究        | 华中农业大学           |
| 15 | 2018.06.20 | 多拉菌素原料药发酵生产                | 深圳市博大生物技术有限公司    |
| 16 | 2018.06.20 | 肾复康颗粒技术转让合同                | 青岛蔚蓝生物股份有限公司     |
| 17 | 2018.10.11 | 姜黄素（合成）保肝试验                | 中国水产科学研究院长江水产研究所 |
| 18 | 2018.09.30 | 泰地罗新注射液在猪体内的生物等效性及残留验证试验   | 中国农业大学           |
| 19 | 2018.11.08 | 贞芪颗粒适应症研究                  | 华中农业大学           |
| 20 | 2018.11.08 | 贞芪颗粒急性毒性和长期毒性研究            | 华中农业大学           |
| 21 | 2018.12.24 | 犬用头孢泊肟酯片临床试验               | 华中农业大学           |
| 22 | 2018.12.26 | 二类新兽药恩康唑原料药                | 武汉川泰科技有限公司       |
| 23 | 2019.01.05 | 苯甲酸依玛菌素预混剂目标适应症的筛选及推荐剂量的探究 | 华中农业大学           |
| 24 | 2019.05.20 | 醋酸氯己定软胶囊对猪自然发生子宫内膜炎的治疗效果试验 | 中国农业大学           |
| 25 | 2019.05.20 | 醋酸氯己定软胶囊对人工感染猪子宫内膜炎的疗效试验   | 中国农业大学           |
| 26 | 2019.09.10 | 泰乐菌素原料药产业化开发技术开发           | 华中农业大学           |

|    |            |                             |                   |
|----|------------|-----------------------------|-------------------|
| 27 | 2019.11.22 | 姜黄素抗氧化应激肝损伤临床前药效学研究         | 武汉轻工大学            |
| 28 | 2020.06.02 | 乙酰异戊二酰泰乐菌素 (AIV) 生产菌株的分子育种  | 武汉大学              |
| 29 | 2020.06.25 | 醋酸氯己定软胶囊对靶动物母猪的安全性          | 华南农业大学            |
| 30 | 2020.07.03 | 姜黄素对草鱼保肝剂量筛选试验              | 中国水产科学研究院长江水产研究所  |
| 31 | 2020.09.27 | 茯苓多糖与泰万菌素联合抗猪蓝耳病临床试验        | 华中农业大学            |
| 32 | 2020.09.25 | 新兽药功苋止痢散的研制开发               | 青岛农业大学            |
| 33 | 2020.09.30 | 泰乐菌素与泰万菌素菌渣处理技术开发           | 华中农业大学            |
| 34 | 2020.10.15 | 新兽药功苋止痢散的研制开发               | 中国农业大学            |
| 35 | 2020.12.15 | 除虫脲预混剂的 5 项临床试验及实验室药效试验     | 中国农业科学院兰州畜牧与兽药研究所 |
| 36 | 2020.12.25 | 犬用恩康唑溶液三期临床试验               | 华中农业大学            |
| 37 | 2021.01.12 | 犬用恩康唑溶液临床疗效观察               | 山东卓华生物科技有限公司      |
| 38 | 2021.03.01 | 贞芪颗粒临床试验                    | 中国农业大学            |
| 39 | 2021.03.08 | 贞芪颗粒的大鼠急性经口毒性试验和 90 天经口毒性试验 | 华中农业大学            |

资料来源：回盛生物招股说明书，公司公告，华安证券研究所

核心技术及研究成果方面，公司主要有 7 项核心技术。

- ① 原料药制备技术：工业发酵菌种基因工程改造技术、原料药水溶媒提取技术。
- ② 化药制剂制备技术：分子包合技术、分子凝胶技术、高速剪切乳化技术。
- ③ 中药制剂制备技术：中药多糖组合干燥技术、中药颗粒流态化干燥技术。

**图表 39 公司 7 项核心技术情况**

| 序号 | 核心技术           | 专利                                             | 产品                  |
|----|----------------|------------------------------------------------|---------------------|
| 1  | 工业发酵菌种基因工程改造技术 | 夏威夷链霉菌及其用途 (发明专利号 ZL201010565652.1)            | 酒石酸泰万菌素             |
| 2  | 原料药水溶媒提取技术     | 一种酒石酸乙酰异戊酰泰乐菌素的提取方法 (发明专利 ZL201210144986.0)    | 酒石酸泰万菌素             |
| 3  | 分子包合技术         | 专有技术                                           | 氟苯尼考粉               |
| 4  | 分子凝胶技术         | 专有技术                                           | 氟苯尼考注射液             |
| 5  | 高速剪切乳化技术       | 一种兽用长效硫酸头孢喹肟注射液及其制备方法 (发明专利号 ZL201110293232.7) | 硫酸头孢喹肟注射液、盐酸头孢噻唑注射液 |
| 6  | 中药多糖组合干燥技术     | 一种茯苓酸性多糖提取物的制备方法及应用 (发明专利号 ZL201110399333.2)   | 茯苓多糖散               |

|   |             |      |                  |
|---|-------------|------|------------------|
| 7 | 中药颗粒流态化干燥技术 | 专有技术 | 板青颗粒、甘草颗粒、芪贞增免颗粒 |
|---|-------------|------|------------------|

资料来源：回盛生物招股说明书，华安证券研究所

研发投入方面，2018-2021 年公司研发投入逐年增加，为 2,035.62 万元、2,110.87 万元、2,838.20 万元和 4,688.76 万元，占营业收入比例 4.83%、4.94%、3.65%和 4.71%，其中，职工薪酬占比超过 50%。

图表 40 2018-2021 年公司研发投入情况 (单位: 万元)

|             | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年   |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 研发人员数量 (人)  | 87       | 77       | 103      | 118      |
| 研发人员数量占比    | 16.42%   | 15.81%   | 15.06%   | 14.25%   |
| 研发投入金额 (万元) | 2,035.62 | 2,110.87 | 2,838.20 | 4,688.76 |
| 研发投入占营业收入比例 | 4.83%    | 4.94%    | 3.65%    | 4.71%    |

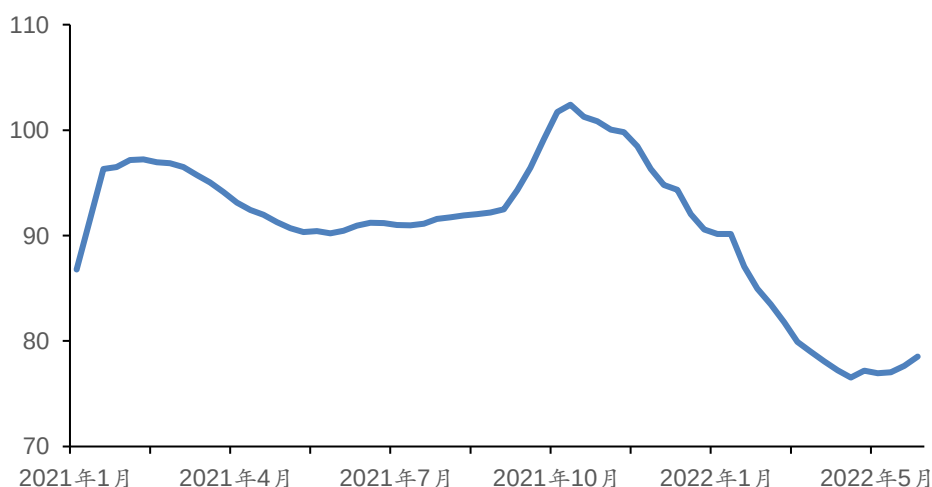
资料来源：公司年报，华安证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 2022 年原料药成本下降

2021 年，受大宗商品价格上涨推高生产成本，以及环保检查、能耗双控、双碳政策、限电等因素影响，公司上游原料药行业供给受限，兽药原料价格出现大幅上涨，2021 年 10 月兽药原料价格指数 VPi 最高达到 102.41，导致公司营业成本增加。2022 年，随着上游产能恢复，兽药原料价格指数 VPi 已大幅下行至 80 以内，公司成本端压力明显降低，盈利能力有望提升。

图表 41 2021 年 1 月~2022 年 5 月兽药原料价格指数 (VPi)



资料来源：中国兽药饲料交易中心，华安证券研究所

2021 年 11 月以来，兽药原料药价格开始下行，公司核心产品原料药价格迅速降低。2022 年第一季度除盐酸多西环素 (-18.6%) 外、其他原料药价格跌幅均超过 20%。从 2021 年 10 月价格高位到 2022 年 3 月，替米考星和酒石酸泰乐菌素跌幅均超过 30%；截至 2022 年一季度末，替米考星市场均价跌至 2018 年以来新低，酒石酸泰乐菌素和氟苯尼考市场均价已经接近 2018 年以来价格低点；2022 年 4 月，盐酸多西环素市场均价跌破 500 元/kg，跌至 2019 年 4 月以来新低。

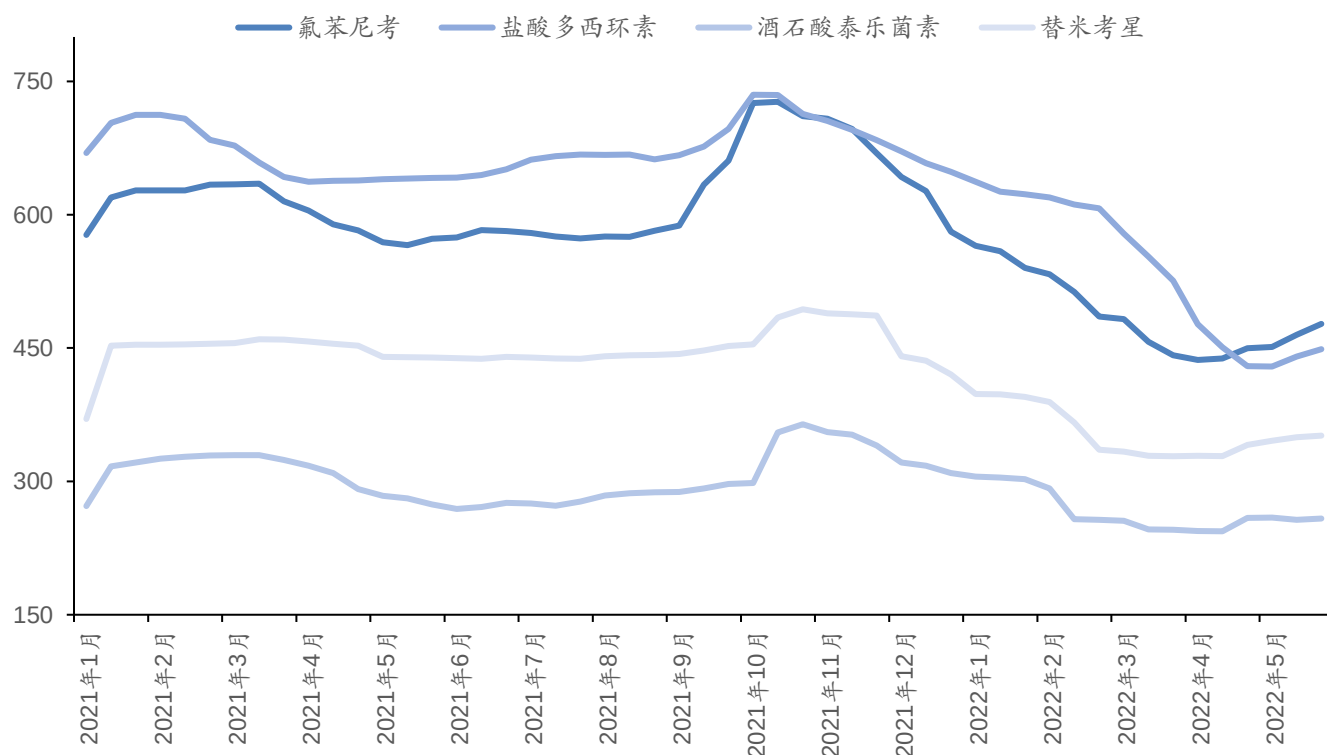
图表 42 2022Q1 公司核心产品原料药价格涨跌情况

| 序号 | 产品      | 一季度涨跌幅  |
|----|---------|---------|
| 1  | 盐酸多西环素  | -18.60% |
| 2  | 替米考星    | -21.34% |
| 3  | 酒石酸泰乐菌素 | -23.20% |
| 4  | 氟苯尼考    | -24.14% |

资料来源：中国兽药饲料交易中心，华安证券研究所

2022 年 5 月 25 日，盐酸多西环素市场均价为 450 元/kg，环比上涨 3.21%，同比减少 29.8%，相比 2021 年 10 月底 732 元/kg 价格已回落 38.5%；2022 年 5 月 25 日，氟苯尼考市场均价为 478 元/kg，环比上涨 2.8%，同比减少 15.4%，相比 2021 年 10 月底 728 元/kg 价格已回落 34.4%。

图表 43 2021 年 1 月~2022 年 5 月公司核心产品原料市场价格情况 (单位：元/kg)



资料来源：中国兽药饲料交易中心，华安证券研究所

## 4.2 盈利预测

我们假设:

- 1、公司核心产品**酒石酸泰万菌素** 2022-2024 年销量增速为-10%/50%/50%，单价分别为 356 元/公斤、360 元/公斤、370 元/公斤，单位成本保持 128 元/公斤不变；
- 2、2022-2024 年**氟苯尼考**、**阿莫西林**营收增速为-10%/30%/30%；**替米考星**营收增速为-10%/20%/30%；**盐酸多西环素**营收增速-10%/40%/40%。
- 3、**兽用中药制剂和饲料及添加剂** 2022-2024 年营收增速为 3%/20%/20%；
- 4、2022-2024 年销售费用增速分别为-10%/5%/5%，管理费用增速分别为15%/15%/15%。

图表 44 公司收入成本预测表

| 百万元               | 2016  | 2017  | 2018  | 2019   | 2020  | 2021  | 2022E  | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>       | 258   | 400   | 422   | 427    | 777   | 996   | 906    | 1,208 | 1,643 |
| yoy               |       | 55.1% | 5.5%  | 1.3%   | 82.0% | 28.1% | -9.0%  | 33.3% | 36.0% |
| <b>营业成本</b>       | 122   | 197   | 238   | 264    | 490   | 726   | 622    | 817   | 1,084 |
| yoy               |       | 61.5% | 20.9% | 10.7%  | 85.8% | 48.3% | -14.4% | 31.4% | 32.7% |
| <b>营业利润</b>       | 136   | 203   | 184   | 164    | 288   | 271   | 284    | 391   | 558   |
| yoy               |       | 49.3% | -9.4% | -10.9% | 75.9% | -5.9% | 5.0%   | 37.4% | 42.8% |
| <b>毛利率</b>        | 52.7% | 50.7% | 43.6% | 38.3%  | 37.0% | 27.2% | 31.4%  | 32.4% | 34.0% |
| <b>一、兽用原料药及制剂</b> | 2016  | 2017  | 2018  | 2019   | 2020  | 2021  | 2022E  | 2023E | 2024E |
| 营业收入              |       | 355   | 388   | 384    | 712   | 938   | 847    | 1,143 | 1,571 |
| yoy               |       |       | 9.2%  | -1.1%  | 85.7% | 31.7% | -9.7%  | 34.9% | 37.4% |
| 营业成本              |       |       |       | 234    | 442   | 686   | 581    | 774   | 1,038 |
| yoy               |       |       |       |        | 88.8% | 55.3% | -15.2% | 33.1% | 34.1% |
| 营业利润              |       |       |       | 150    | 270   | 252   | 266    | 370   | 533   |
| yoy               |       |       |       |        | 80.7% | -6.9% | 5.6%   | 39.0% | 44.3% |
| 毛利率               |       |       |       | 39.0%  | 38.0% | 26.8% | 31.4%  | 32.3% | 34.0% |

兽用化药制剂的主要产品：

| (1) 酒石酸泰万菌素 | 2016  | 2017  | 2018  | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E | 2024E  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 营业收入        | 47    | 84    | 104   | 110    | 215    | 211    | 190    | 289   | 445    |
| yoy         |       | 80.1% | 23.6% | 5.6%   | 96.4%  | -1.8%  | -10.0% | 51.8% | 54.2%  |
| 营业收入占比      |       | 25.0% | 27.8% | 29.8%  | 31.2%  | 23.2%  |        |       |        |
| 营业成本        | 15    | 27    | 41    | 40     | 86     | 76     | 69     | 103   | 154    |
| yoy         |       | 83.0% | 49.9% | -1.9%  | 115.4% | -11.4% | -10.0% | 50.0% | 50.0%  |
| 营业利润        | 32    | 57    | 63    | 70     | 129    | 135    | 122    | 186   | 291    |
| yoy         |       | 78.7% | 11.0% | 10.4%  | 85.6%  | 4.6%   | -10.0% | 52.8% | 56.5%  |
| 毛利率         | 68.2% | 67.7% | 60.8% | 63.6%  | 60.1%  | 64%    | 64.0%  | 64.4% | 65.4%  |
| 销量（吨）       |       | 277.3 | 303.9 | 262.6  | 594.4  | 594.4  | 534.9  | 802.4 | 1203.6 |
| yoy         |       |       | 9.6%  | -13.6% | 126.4% | 0%     | -10%   | 50%   | 50%    |
| 单位价格（元/公斤）  |       | 303   | 342   | 418    | 362    | 356    | 356    | 360   | 370    |
| 单位成本（元/公斤）  |       | 98    | 134   | 152    | 145    | 128    | 128    | 128   | 128    |
| 单位毛利（元/公斤）  |       | 205   | 208   | 266    | 218    | 228    | 228    | 232   | 242    |

| (2) 氟苯尼考 | 2016 | 2017  | 2018   | 2019   | 2020  | 2021   | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 55   | 81    | 84     | 61     | 105   | 110    | 99    | 129   | 168   |
| yoy      |      | 46.5% | 3.8%   | -27.3% | 73.0% | 4.7%   | -10%  | 30%   | 30%   |
| 营业收入占比   |      | 24.0% | 22.4%  | 16.5%  | 15.2% | 15.9%  |       |       |       |
| 营业成本     | 21   | 34    | 46     | 37     | 70    | 94     | 67    | 84    | 109   |
| yoy      |      | 60.4% | 34.3%  | -19.8% | 90.9% | 33.4%  | -28%  | 25%   | 30%   |
| 营业利润     | 34   | 47    | 38     | 24     | 35    | 17     | 32    | 45    | 59    |
| yoy      |      | 37.8% | -18.6% | -36.5% | 45.5% | -52.8% | 94%   | 41%   | 30%   |

| (3) 替米考星 | 2016 | 2017  | 2018   | 2019   | 2020   | 2021  | 2022E  | 2023E | 2024E |
|----------|------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入     | 37   | 49    | 47     | 34     | 70     | 111   | 100    | 120   | 156   |
| yoy      |      | 31.8% | -3.4%  | -27.9% | 105.7% | 58.3% | -10%   | 20%   | 30%   |
| 营业收入占比   |      | 14.6% | 12.7%  | 9.3%   | 10.2%  | 12.2% |        |       |       |
| 营业成本     | 22   | 28    | 30     | 21     | 40     | 78    | 56     | 72    | 94    |
| yoy      |      | 27.8% | 8.7%   | -30.1% | 91.2%  | 93.5% | -28.8% | 30.0% | 30.0% |
| 营业利润     | 16   | 21    | 17     | 13     | 30     | 33    | 45     | 48    | 63    |
| yoy      |      | 37.5% | -19.1% | -24.1% | 129.0% | 11.1% | 33.8%  | 7.6%  | 30.0% |

| <b>(4)阿莫西林</b>   | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入             | 20          | 40          | 38          | 47          | 82          | 117         | 105          | 137          | 177          |
| yoy              |             | 94.4%       | -3.5%       | 24.4%       | 72.0%       | 42.9%       | -10%         | 30%          | 30%          |
| 营业收入占比           |             | 11.7%       | 10.2%       | 12.9%       | 11.8%       | 12.8%       |              |              |              |
| 营业成本             | 14          | 28          | 28          | 36          | 57          | 89          | 79           | 102          | 133          |
| yoy              |             | 100.7%      | -0.6%       | 26.7%       | 60.9%       | 54.3%       | -11%         | 30%          | 30%          |
| 营业利润             | 6           | 11          | 10          | 12          | 24          | 28          | 26           | 34           | 44           |
| yoy              |             | 80.1%       | -10.9%      | 18.2%       | 105.5%      | 15.8%       | -6%          | 30%          | 30%          |
| <b>(5)盐酸多西环素</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 营业收入             | 13          | 24          | 35          | 46          | 104         | 143         | 129          | 181          | 253          |
| yoy              |             | 89.6%       | 44.2%       | 30.7%       | 126.7%      | 38.2%       | -10%         | 40%          | 40%          |
| 营业收入占比           |             | 7.2%        | 9.4%        | 12.4%       | 15.0%       | 15.7%       |              |              |              |
| 营业成本             | 7           | 14          | 26          | 43          | 96          | 132         | 105          | 147          | 206          |
| yoy              |             | 96.7%       | 89.4%       | 61.2%       | 123.6%      | 38.1%       | -20.4%       | 40.0%        | 40.0%        |
| 营业利润             | 6           | 10          | 9           | 3           | 8           | 11          | 24           | 34           | 47           |
| yoy              |             | 80.6%       | -17.2%      | -64.3%      | 171.0%      | 39.2%       | 109.3%       | 40.0%        | 40.0%        |
| <b>3、兽用中药制剂</b>  | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 营业收入             | 10          | 19          | 14          | 16          | 22          | 25          | 26           | 31           | 37           |
| yoy              |             | 77.5%       | -24.1%      | 13.6%       | 35.0%       | 15.5%       | 3.0%         | 20.0%        | 20.0%        |
| 营业成本             | 4           | 8           | 7           | 8           | 11          | 14          | 14           | 17           | 20           |
| yoy              |             | 102.3%      | -13.1%      | 18.5%       | 41.0%       | 21.6%       | 3.0%         | 20.0%        | 20.0%        |
| 营业利润             | 7           | 11          | 7           | 8           | 10          | 11          | 12           | 14           | 17           |
| yoy              |             | 63.2%       | -32.1%      | 9.0%        | 29.0%       | 8.8%        | 3.0%         | 20.0%        | 20.0%        |
| 毛利率              | 63.3%       | 58.2%       | 52.1%       | 50.0%       | 47.8%       | 45.0%       | 45.0%        | 45.0%        | 45.0%        |
| <b>二、饲料及添加剂</b>  | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 营业收入             | 28          | 33          | 23          | 17          | 24          | 28          | 29           | 34           | 41           |
| yoy              |             | 16.5%       | -30.8%      | -22.6%      | 35.5%       | 17.1%       | 3.0%         | 20.0%        | 20.0%        |
| 营业收入占比           | 10.8%       | 8.2%        | 5.3%        | 4.1%        | 3.0%        | 2.8%        |              |              |              |
| 营业成本             | 11          | 15          | 11          | 8           | 12          | 14          | 14           | 17           | 21           |
| yoy              |             | 33.1%       | -26.2%      | -22.5%      | 37.8%       | 19.9%       | 3.0%         | 20.0%        | 20.0%        |
| 营业利润             | 17          | 18          | 12          | 9           | 12          | 14          | 14           | 17           | 21           |
| yoy              |             | 5.8%        | -34.6%      | -22.7%      | 33.3%       | 14.5%       | 3.0%         | 20.0%        | 20.0%        |
| 毛利率              | 60.6%       | 55.0%       | 52.0%       | 52.0%       | 51.2%       | 50.0%       | 50.0%        | 50.0%        | 50.0%        |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 4.3 投资建议

我们预计，2022-2024 年公司实现营业收入 9.06 亿元、12.08 亿元和 16.43 亿元；同比增速分别为-9.0%、33.3%和 36.0%，对应归母净利润 1.33 亿元、2.01 亿元和 3.19 亿元，对应 EPS 分别是 0.80 元、1.21 元和 1.92 元。随着 2022 年上游原料药价格回落稳定在正常范围，公司成本端压力有望减小，盈利水平提高。我们预计 2023 年开始生猪养殖行业景气度有望上行，兽药需求量将恢复。基于 2023 年公司预期 EPS 1.21 元，现给予公司 30 倍 PE，对应目标价 36.3 元的合理估值，给予“买入（首次）”评级。

### 风险提示：

- 1、动物疫病风险；
- 2、下游行业需求波动风险；
- 3、上游行业原料价格大幅波动风险；
- 4、进行新版兽药 GMP 改造对生产经营活动产生影响，以及现有生产线未能及时通过新版兽药 GMP 验收风险。

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |       |       |       | 单位:百万元          |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度            | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| <b>流动资产</b>    | 1599 | 1284  | 1204  | 1279  | <b>营业收入</b>     | 996  | 906   | 1208  | 1643  |
| 现金             | 1068 | 806   | 586   | 465   | 营业成本            | 725  | 622   | 817   | 1084  |
| 应收账款           | 232  | 223   | 298   | 405   | 营业税金及附加         | 5    | 5     | 6     | 8     |
| 其他应收款          | 1    | 1     | 2     | 2     | 销售费用            | 47   | 42    | 45    | 47    |
| 预付账款           | 9    | 8     | 10    | 13    | 管理费用            | 42   | 48    | 55    | 64    |
| 存货             | 232  | 187   | 246   | 327   | 财务费用            | -4   | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动资产         | 57   | 59    | 62    | 67    | 资产减值损失          | -2   | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 1143 | 1525  | 1907  | 2289  | 公允价值变动收益        | -2   | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 3    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 534  | 704   | 874   | 1044  | <b>营业利润</b>     | 151  | 151   | 228   | 362   |
| 无形资产           | 110  | 122   | 134   | 146   | 营业外收入           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 499  | 699   | 899   | 1099  | 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 2742 | 2809  | 3111  | 3568  | <b>利润总额</b>     | 151  | 151   | 228   | 362   |
| <b>流动负债</b>    | 503  | 437   | 538   | 677   | 所得税             | 18   | 18    | 27    | 43    |
| 短期借款           | 100  | 100   | 100   | 100   | <b>净利润</b>      | 133  | 133   | 201   | 319   |
| 应付账款           | 136  | 102   | 134   | 178   | 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债         | 268  | 235   | 304   | 399   | <b>归属母公司净利润</b> | 133  | 133   | 201   | 319   |
| <b>非流动负债</b>   | 620  | 620   | 620   | 620   | EBITDA          | 158  | 180   | 261   | 395   |
| 长期借款           | 35   | 35    | 35    | 35    | EPS (元)         | 0.80 | 0.80  | 1.21  | 1.92  |
| 其他非流动负债        | 584  | 584   | 584   | 584   |                 |      |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 1123 | 1057  | 1158  | 1296  |                 |      |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |                 |      |       |       |       |
| 股本             | 166  | 166   | 166   | 166   |                 |      |       |       |       |
| 资本公积           | 882  | 882   | 882   | 882   |                 |      |       |       |       |
| 留存收益           | 571  | 704   | 905   | 1224  |                 |      |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 1619 | 1752  | 1953  | 2272  |                 |      |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 2742 | 2809  | 3111  | 3568  |                 |      |       |       |       |

| 现金流量表          |      |       |       |       | 主要财务比率      |        |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |       |       |       | 会计年度        |        |       |       |       |
| 会计年度           | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2021        | 2022E  | 2023E | 2024E |       |
| <b>经营活动现金流</b> | 156  | 152   | 196   | 294   | <b>成长能力</b> |        |       |       |       |
| 净利润            | 133  | 133   | 201   | 319   | 营业收入        | 28.1%  | -9.0% | 33.3% | 36.0% |
| 折旧摊销           | 29   | 33    | 33    | 33    | 营业利润        | -14.4% | 0.2%  | 50.9% | 58.7% |
| 财务费用           | 5    | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司净利    | -11.5% | 0.2%  | 50.9% | 58.7% |
| 投资损失           | -3   | 0     | 0     | 0     | <b>获利能力</b> |        |       |       |       |
| 营运资金变动         | 2    | -14   | -38   | -58   | 毛利率(%)      | 27.2%  | 31.4% | 32.4% | 34.0% |
| 其他经营现金流        | 121  | 147   | 239   | 377   | 净利率(%)      | 13.3%  | 14.7% | 16.6% | 19.4% |
| <b>投资活动现金流</b> | -185 | -415  | -415  | -415  | ROE(%)      | 8.2%   | 7.6%  | 10.3% | 14.0% |
| 资本支出           | -600 | -415  | -415  | -415  | ROIC(%)     | 5.0%   | 5.3%  | 7.6%  | 10.8% |
| 长期投资           | 410  | 0     | 0     | 0     | <b>偿债能力</b> |        |       |       |       |
| 其他投资现金流        | 5    | 0     | 0     | 0     | 资产负债率(%)    | 41.0%  | 37.6% | 37.2% | 36.3% |
| <b>筹资活动现金流</b> | 710  | 0     | 0     | 0     | 净负债比率(%)    | 69.4%  | 60.3% | 59.3% | 57.1% |
| 短期借款           | 37   | 0     | 0     | 0     | 流动比率        | 3.18   | 2.94  | 2.24  | 1.89  |
| 长期借款           | 35   | 0     | 0     | 0     | 速动比率        | 2.70   | 2.49  | 1.76  | 1.39  |
| 普通股增加          | 56   | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b> |        |       |       |       |
| 资本公积增加         | -45  | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率      | 0.36   | 0.32  | 0.39  | 0.46  |
| 其他筹资现金流        | 627  | 0     | 0     | 0     | 应收账款周转率     | 4.30   | 4.06  | 4.06  | 4.06  |
| <b>现金净增加额</b>  | 681  | -263  | -219  | -121  | 应付账款周转率     | 5.35   | 6.08  | 6.08  | 6.08  |

| 每股指标(元) |      |       |       |       | 估值比率      |       |       |       |       |
|---------|------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益    | 0.80 | 0.80  | 1.21  | 1.92  | P/E       | 35.59 | 26.56 | 17.60 | 11.09 |
| 每股经营现金流 | 0.94 | 0.92  | 1.18  | 1.77  | P/B       | 2.92  | 2.02  | 1.81  | 1.56  |
| 每股净资产   | 9.75 | 10.55 | 11.76 | 13.68 | EV/EBITDA | 27.45 | 19.00 | 13.91 | 9.50  |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。