

新火试新茶 厚积欲薄发

——回盛生物（300871.SZ）

农林牧渔/动物保健

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

推荐逻辑

- 公司：新产线投产，产能大幅扩张；渠道畅通，销量提升可期；新产品上市，“稳蓝增免”方案满足养殖端需求；内部管理精细化，有望降本增效。
- 行业：短期来看，猪周期进入上行阶段，动保板块仍处于估值洼地，具备配置性价比；中期来看，我国养殖行业饲料端禁抗初期，治疗用药需求或将提升；长期来看，兽药行业规模提升，产业结构向头部集中。

飞速成长的兽药龙头

- 回盛生物自成立以来专注于兽药领域，拥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，产品覆盖多种畜禽疾病用药。公司经营体系完善，销售渠道畅通，采取直销和经销两种模式相结合的方式，近年来直销模式营业额占比不断提高。
- 公司产能快速扩张，实现多元化布局，公司业绩增长驶入快车道。公司 IPO 新沟基地项目扩张化药制剂（粉/散/预混剂）产能至 10200 吨，可转债项目扩建产能 2100 吨，总产能扩张到 3 倍以上；产业链向上游原料药延伸，布局 2000 吨泰乐菌素产能和 600 吨泰万菌素原料药产能；布局宠物制剂项目，向宠物动保蓝海市场迈进。

猪周期上行阶段 动保与养殖共舞

- 基本面角度，动保行业困境反转。动保企业营收利润与养殖企业走势基本一致。当前，生猪存栏正逐步下降，猪价缓慢上行，兽药市场预期向好。
- 板块表现层面，动保板块将迎来估值修复机会。动保和生猪养殖板块的估值历史走势较为相近，但当前两者估值水平背离较大，养殖板块估值快速回升，而动保板块估值仍位于谷底。在业绩回暖确定性较强的情况下，动保即将迎来估值快速修复。

饲料禁抗初期 治疗类兽药需求提升

- 我国已全面实施饲料端禁抗，海外经验表明，禁抗初期养殖过程中医疗抗生素的用量将会递增。
- 公司主打产品泰乐菌素、泰万菌素、替米考星、泰地罗新等属于大环内酯类抗生素。《中国兽用抗菌药使用情况报告》显示，我国大环内酯使用量在 2018 年到 2020 年期间增加。

行业规模扩大 龙头地位巩固

- 兽药市场规模扩大。随着我国城镇化水平的提高，我国人均肉类消费量逐年增加，兽药市场规模扩大。养殖行业规模化促进兽药产业整体规模扩大，产能向头部集中。规模化养殖企业使用兽药的意愿更强，也更倾向于与大型兽药企业建立稳定的合作关系以保障养殖安全。
- 产能向头部集中。新版兽药 GMP 全面提高兽药生产企业的生产条件和安全标准，提高兽药行业准入门槛，遏制低水平产能重复建设。行业产能将重新调整，行业格局优化。我国兽药生产企业近年来逐年递减，今年随着 GMP 的实施，兽药企业淘汰率或将超过 30%，产业集中度显著提高。

投资建议：

我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 10.5 亿元、13.6 亿元、16.9 亿元，同比变化 5%、30%、24%；归母净利润 1.6 亿元、2.1 亿元、2.9 亿元，同比变化 20%、33%、37%，EPS 分别为 0.96、1.28、1.75 元/股，对应 PE 分别为 25、19、14 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：猪周期反转不及预期风险，上游原材料价格上涨风险，销售渠道不畅风险

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
----	-------	-------	-------	-------	-------

评级

买入（首次）

2022 年 07 月 04 日

曹旭特

分析师

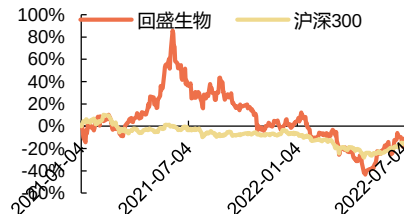
SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2022.07.04

总市值/流通市值（亿元）	40/20
总股本（万股）	16605
资产负债率（%）	42.02
每股净资产（元）	8.51
收盘价（元）	24.24
一年内最低价/最高价（元）	15.05/40.19

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

营业收入 (百万元)	777.46	996.22	1,050.31	1,360.43	1,686.20
增长率 (%)	81.98%	28.14%	5.43%	29.53%	23.95%
归母净利润 (百万元)	150.16	132.87	159.91	212.71	290.43
增长率 (%)	118.36%	-11.52%	20.36%	33.02%	36.54%
净资产收益率 (%)	10.89%	8.21%	9.29%	11.52%	14.40%
每股收益(元)	1.63	0.80	0.96	1.28	1.75
PE	14.87	30.30	25.20	18.95	13.88
PB	1.94	2.49	2.34	2.18	2.00

资料来源: Wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 回盛生物：快速成长的兽用化药龙头	5
1.1 专注兽药产品 20 年	5
1.2 模式成熟渠道畅通	6
1.3 注重研发创新领先	7
1.4 业绩增长驶入快车道	8
2. 周期共舞 强者愈强	10
2.1 短期：猪周期上行 动保业绩向好	10
2.2 中期：饲料禁抗初期 治疗类兽药需求提升	12
2.3 长期：行业规模提升 产业结构优化	16
2.3.1 养殖端助推兽药产业规模扩大	16
2.3.2 宠物动保蓝海扬帆起航	18
2.3.3 政策驱使落后产能加速淘汰	19
3. 布局上游原料 完善产品矩阵	21
3.1 产品矩阵多元化	21
3.2 多点发力优化增长曲线	23
3.2.1 产能大幅扩张	23
3.2.2 产业链向上游延伸	24
3.2.3 布局宠物动保丰富产品矩阵	24
4. 盈利预测与投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 可比公司估值	26
4.3 投资建议	27
5. 风险提示	27

内容目录

1. 回盛生物：快速成长的兽用化药龙头	5
1.1 专注兽药产品 20 年	5
1.2 模式成熟渠道畅通	6
1.3 注重研发创新领先	7
1.4 业绩增长驶入快车道	8
2. 周期共舞 强者愈强	10
2.1 短期：猪周期上行 动保业绩向好	10
2.2 中期：饲料禁抗初期 治疗类兽药需求提升	12
2.3 长期：行业规模提升 产业结构优化	16
2.3.1 养殖端助推兽药产业规模扩大	16
2.3.2 宠物动保蓝海扬帆起航	18
2.3.3 政策驱使落后产能加速淘汰	19
3. 布局上游原料 完善产品矩阵	21
3.1 产品矩阵多元化	21
3.2 多点发力优化增长曲线	23
3.2.1 产能大幅扩张	23
3.2.2 产业链向上游延伸	24
3.2.3 布局宠物动保丰富产品矩阵	24
4. 盈利预测与投资建议	25
4.1 盈利预测	25
4.2 可比公司估值	26
4.3 投资建议	27
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：回盛生物发展历程	5
图 2：回盛生物股权结构（截至 2022 年一季报）	5
图 3：回盛生物子公司业务布局	6
图 4：公司业务模式	6
图 5：公司营收结构中直销占比提升（亿元）	7
图 6：公司研发人员数量增长	7
图 7：公司研发人员构成	7
图 8：公司研发投入逐年增长	7
图 9：可比公司研发投入	7

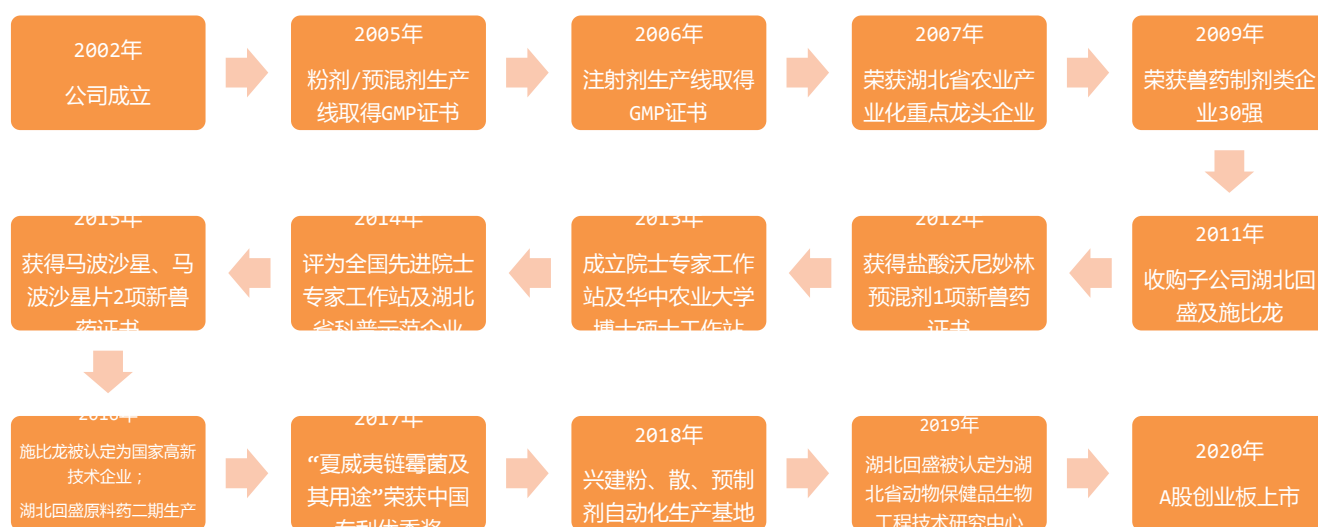
图 10: 公司营业收入稳步增长	9
图 11: 公司净利润波动上行	9
图 12: 各类产品营收 (万元)	9
图 13: 各类产品毛利 (万元)	9
图 14: 各类产品毛利率 (%)	10
图 15: 各类产品销量 (吨)	10
图 16: 主营业务收入构成-按下游消费 (万元)	10
图 17: 生猪养殖与动保上市公司营收增速中位数 (%)	11
图 18: 生猪养殖与动保上市公司归母净利润增速中位数 (%)	11
图 19: 能繁母猪存栏去化对应 10 个月后猪价上行	11
图 20: 动保与养殖板块走势	11
图 21: 动保与养殖板块 PB 分位数	12
图 22: 全球禁抗节奏	12
图 23: 丹麦实施饲料禁抗后治疗类抗生素用量增加 (吨)	13
图 24: 我国兽用抗菌药使用量	14
图 25: 我国每吨动物产品抗菌药量	15
图 26: 我国兽用大环内酯使用量	15
图 27: 我国兽用四环素使用量	16
图 28: 我国居民人均肉禽蛋奶消费量逐年提高 (kg)	16
图 29: 发达国家人均肉禽奶消费量 (kg)	16
图 30: 兽药行业总产值逐年扩大	17
图 31: 中国不同规模生猪饲养场 (户) 占比	17
图 32: 蛋鸡养殖规模化进程	17
图 33: 肉鸡养殖规模化进程	17
图 34: 我国宠物行业规模稳步增长	18
图 35: 我国宠物家庭渗透率快速提升	18
图 36: 美国宠物家庭渗透率趋于稳定	18
图 37: 宠物市场各行业占比	19
图 38: 我国宠物药市场规模	19
图 39: 我国兽药企业结构 (家)	19
图 40: 近年来兽药生产企业数量逐年递减	20
图 41: 兽药行业集中度缓慢提升	20
图 42: 公司产品分类	21
图 43: 公司产品价格预测 (元/kg, 元/L)	25
图 44: 部分兽药原料药价格走势 (元/吨)	25
表 1: 公司部分核心技术	8
表 2: 公司产能快速扩张	9
表 3: 北欧养殖禁抗历程	13
表 4: 我国禁抗政策发展历程	14
表 5: 2019 年兽用化学制药企业数量与利润情况	19
表 6: 各品类药物主要效用	21
表 7: 公司产品矩阵	21
表 8: 公司近年来产销数据	23
表 9: 公司泰万菌素与泰乐菌素原料药产能	24
表 10: 公司新研制的宠物制剂	24
表 11: 公司主要产品产量预测 (吨, 万升)	25
表 12: 公司盈利预测 (百万元)	25
表 13: 可比公司估值	26
表 14: 财务和估值数据摘要	27
表 15: 公司盈利预测表	28

1. 回盛生物：快速成长的兽用化药龙头

1.1 专注兽药产品 20 年

回盛生物成立于 2002 年，是一家专注于动物保健领域的高新技术企业。回顾公司 20 年的发展历程，自成立以来回盛专注于兽药领域，致力于新产品和新技术的开发。公司主营业务为兽用药品，包括化药制剂、原料药、中药制剂。2020 年，回盛生物登陆 A 股创业板，成为创业板改革试点首批注册上市企业之一。

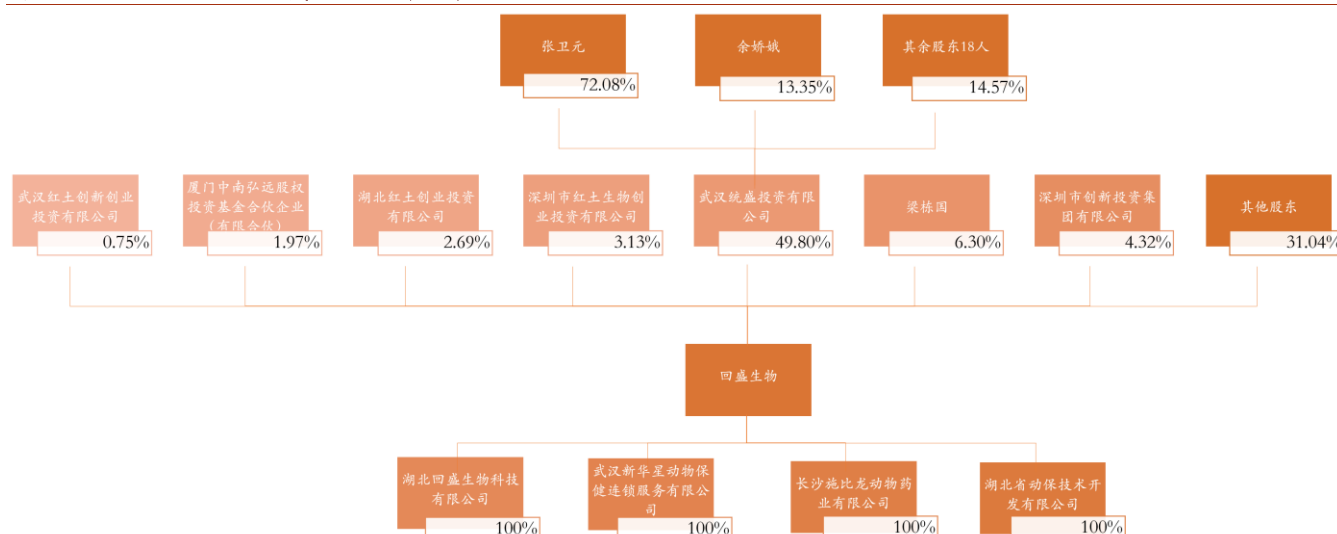
图1：回盛生物发展历程



资料来源：Wind，申港证券研究所

自上市以来，回盛生物股权相对集中，结构稳定。武汉统盛投资有限公司是公司控股股东（49.8%），创始人张卫元和妻子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。

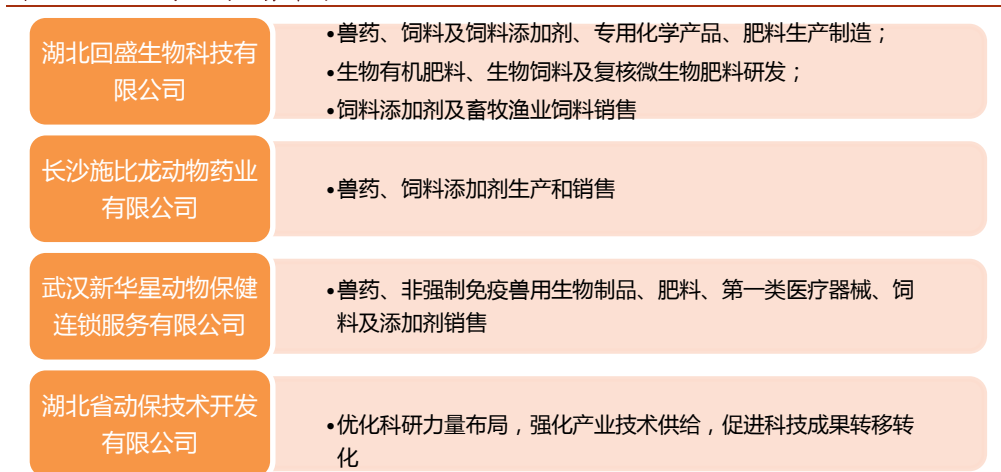
图2：回盛生物股权结构（截至 2022 年一季报）



资料来源：Wind，申港证券研究所

截至 2022 年 3 月，公司旗下布局四家全资子公司：湖北回盛生物科技有限公司、长沙施比龙动物药业有限公司、武汉新华星动物保健连锁服务有限公司、湖北省动保技术开发有限公司四家全资子公司，业务涵盖兽药生产、研发、销售。公司产品质量过硬，2012 年至 2021 年连续 10 年在农业农村部组织的兽药质量监督抽检中保持合格率 100%。

图3：回盛生物子公司业务布局

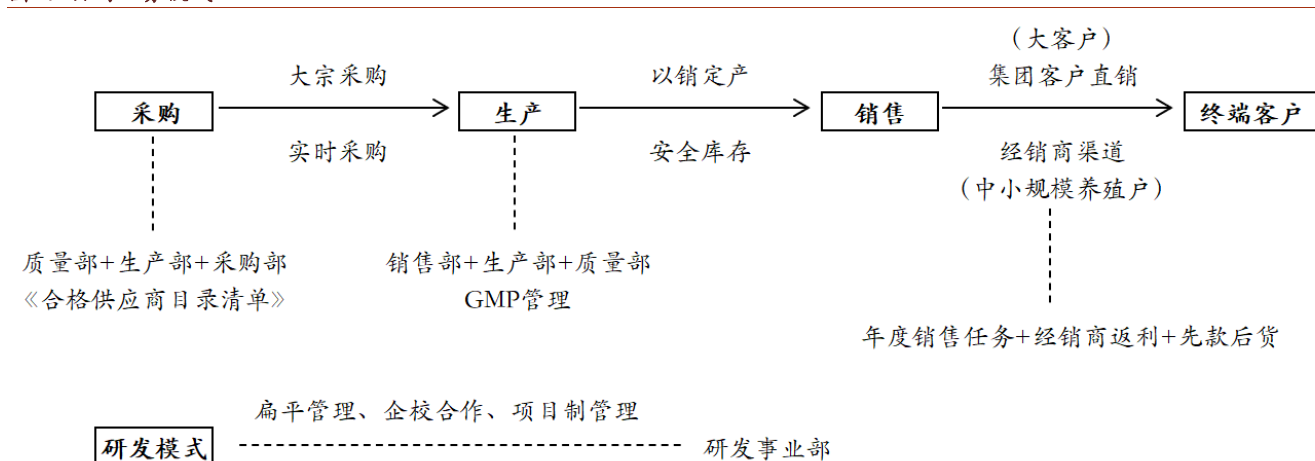


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 模式成熟渠道畅通

公司具备成熟完整的采购、研发、生产、销售体系。

图4：公司业务模式

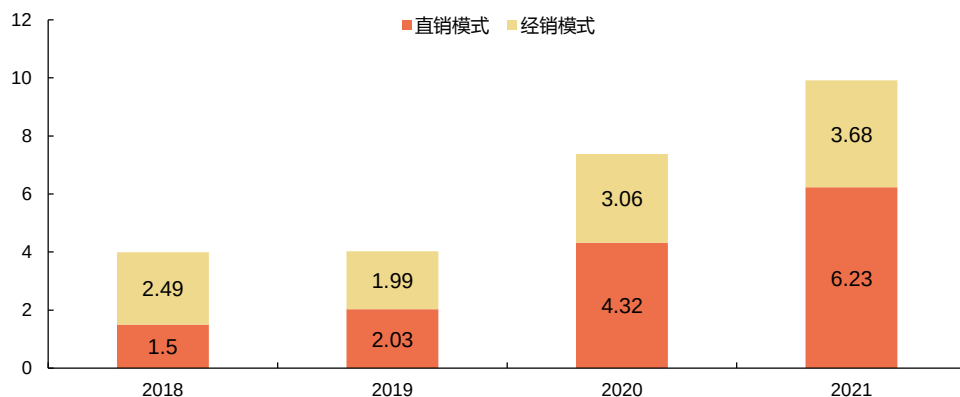


资料来源：回盛生物招股说明书，申港证券研究所

采购环节，公司供应商甄选严格按照兽药 GMP 标准中关于供应商审计的工作程序进行，由质量部、生产部和采购部等部门共同完成。验证结果通过审核后，将供应商纳入公司《合格供应商目录清单》，并与主要原辅料供应商签订年度质量协议。

生产环节，公司实行以销定产与安全库存相结合的生产管理模式。同时，对于销量较大的主打产品，生产部门根据历史经验和市场需求合理安排生产并确保安全库存。

公司采取直销和经销两种模式相结合的方式，采取直销方式向规模化养殖集团进行销售；采取经销商模式向中小规模养殖户销售。近年来，公司直销模式营业额占比从 38% 升至 63%，超过经销模式成为公司的主要渠道。公司销售渠道畅通，目前已与下游新希望、双胞胎、天邦股份、中粮肉食、正大集团、扬翔集团、正邦科技、圣农发展、力源集团、立华股份、海大集团等国内知名农牧企业建立稳定合作关系。2021 年，公司集团客户收入同比增长 41%，新增直销客户 449 个。

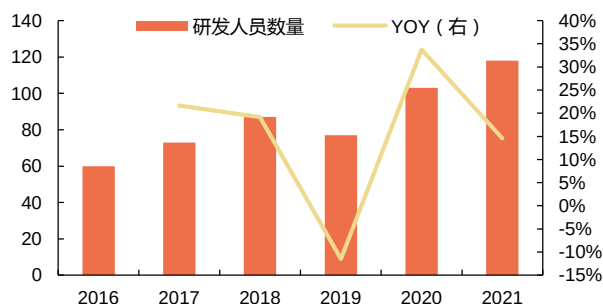
图5：公司营收结构中直销占比提升（亿元）


资料来源：Wind，申港证券研究所

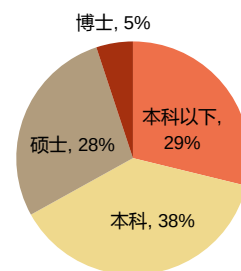
1.3 注重研发创新领先

公司重视研发创新。公司建立了独立的研发事业部，负责公司的新兽药研发及工艺改进工作。公司与华中农业大学共同建立了“华农-回盛研究院”，进行创新药物、创新理论、系统临床解决方案研究。公司研发平台建设不断丰富，建成了宠物药品研究中心，并为宠物制剂研发配备了研发团队。

公司研发人员数量不断增长，研发投入逐年增加。2021 年公司研发投入 4700 万元，同比增长 65%，占营收比重约 4.7%，在行业中处于中等水平。

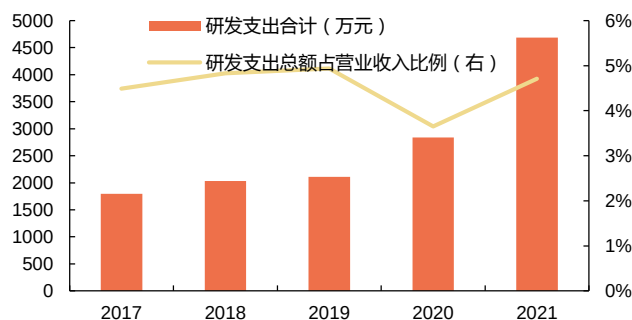
图6：公司研发人员数量增长


资料来源：Wind，申港证券研究所

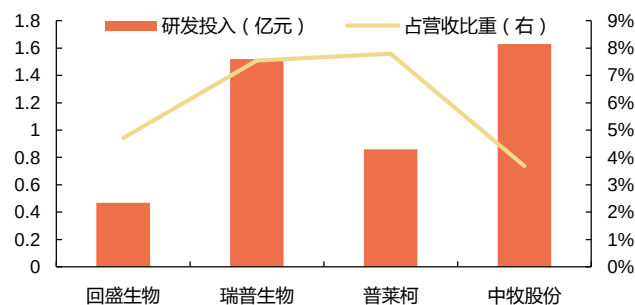
图7：公司研发人员构成


资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：公司研发投入逐年增长
图9：可比公司研发投入



资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司的核心技术主要来源于自主研发, 包括:

- ◆ 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;
- ◆ 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;
- ◆ 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。

核心技术主要应用于酒石酸泰万菌素原料及化药制剂产品、氟苯尼考类化药制剂产品等核心产品。

表1: 公司部分核心技术

核心技术	专利	产品
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
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 (发明专利号 ZL201210144986.0)	酒石酸泰万菌素
分子包合技术	专有技术	氟苯尼考粉
分子凝胶技术	专有技术	氟苯尼考注射液
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
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
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: Wind, 申港证券研究所

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。其中, “泰地罗新注射液” 已投入市场, 该产品是全新一代动物专用大环内酯类抗生素, 具有一次给药, 快速吸收, 肺部有效药物浓度可维持 14 天的优势, 对于防治副猪嗜血杆菌、巴氏杆菌、胸膜肺炎放线杆菌等感染的效果显著。

针对养殖行业 “蓝耳病” 难以防治的难题, 公司提供的 “稳蓝增免” 方案 (治嗽静+卫免+绿益态) 可更加显著地抑制 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。

1.4 业绩增长驶入快车道

公司通过 IPO 和可转债项目募集资金快速扩张产能, 实现多元化布局, 公司业绩增长驶入快车道。公司 IPO 新沟基地项目扩张化药制剂 (粉/散/预混剂) 产能至 10200 吨, 可转债项目扩建产能 2100 吨, 总产能达到原本产能的 3 倍以上; 公司产业链向上游原料药延伸, 布局 2000 吨泰乐菌素产能和 600 吨泰万菌素原料药产

能；布局宠物制剂项目，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，向宠物动保蓝海市场迈进。

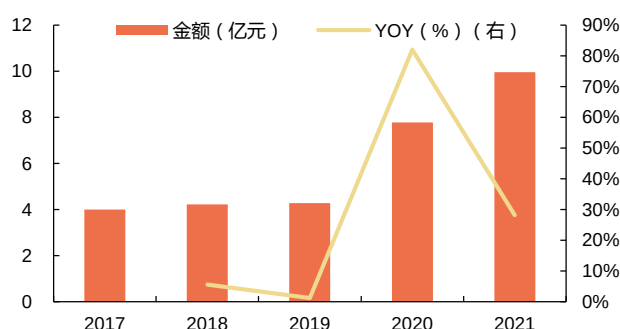
表2：公司产能快速扩张

剂型	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E
化药/中药制剂-粉/散/预混剂 (吨)	3300	3300	3300	3300	3300	3300	11850	12900
化药制剂-注射剂 (万升)	68	68	83	83	83	83	83	173.8
原料药 (吨)	25	80	80	108	240	240	1240	2840
饲料及添加剂 (吨)	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500

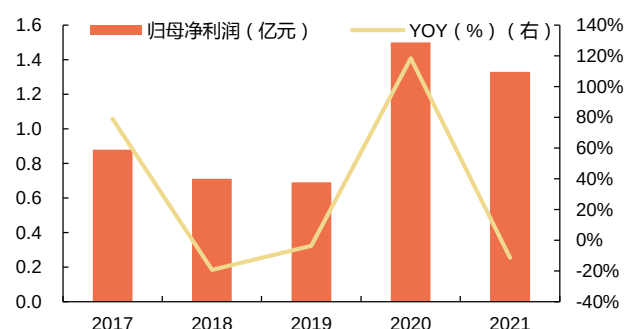
资料来源：Wind，申港证券研究所

公司营收稳步增长。2021年，在下游生猪养殖行业不景气的背景下，公司营业收入为9.96亿元，同比增长28.14%，主要由于公司市场占有率提升所致。

受到猪周期影响，公司归母净利润波动较大，但整体来看呈现增长态势。2021年归母净利润约为1.33亿元，同比下滑12%，一方面是由于猪周期下行阶段兽药价格下滑，另一方面上游原料药价格随大宗商品价格上涨，叠加环保检查、能耗双控等因素影响导致成本高企。

图10：公司营业收入稳步增长


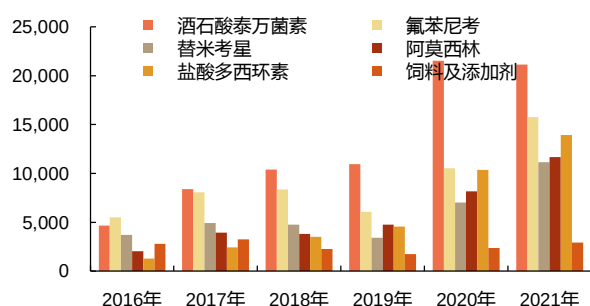
资料来源：Wind，申港证券研究所

图11：公司净利润波动上行


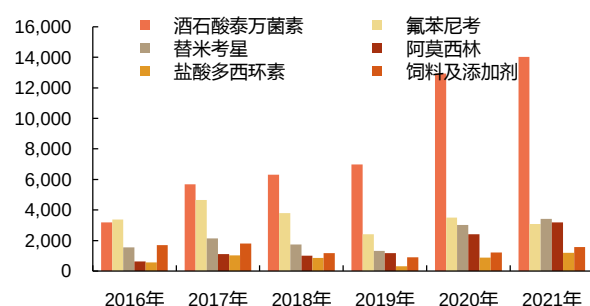
资料来源：Wind，申港证券研究所

兽用化药制剂为公司主要收入来源，占2021年营收比重的84.88%。分具体产品看，主要包括酒石酸泰万菌素（占比21.2%）、氟苯尼考（占比16.8%）、替米考星（占比11.2%）、阿莫西林（占比11.7%）、盐酸多西环素（占比14%）。

从毛利率水平来看，酒石酸泰万菌素、替米考星、阿莫西林的毛利率相对稳定，而盐酸多西环素、氟苯尼考近年来毛利率下滑。从销量来看，大部分化药都呈现快速增长态势，只有饲料及添加剂缩量。

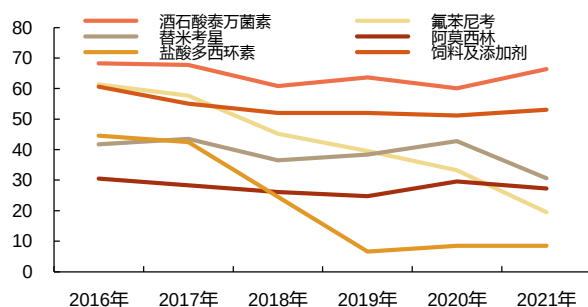
图12：各类产品营收（万元）


资料来源：Wind，申港证券研究所

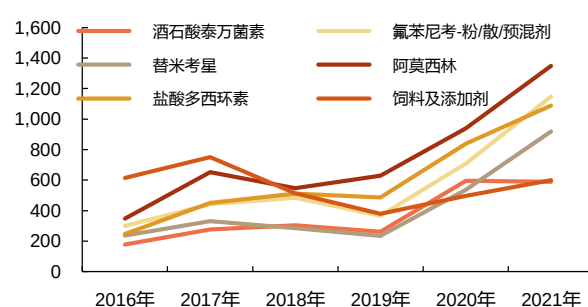
图13：各类产品毛利（万元）


资料来源：Wind，申港证券研究所

注：数据取自公司公告，由单价、营收、销量、单位成本、总成本数据互相推算。部分数据为估算值。

图14：各类产品毛利率 (%)


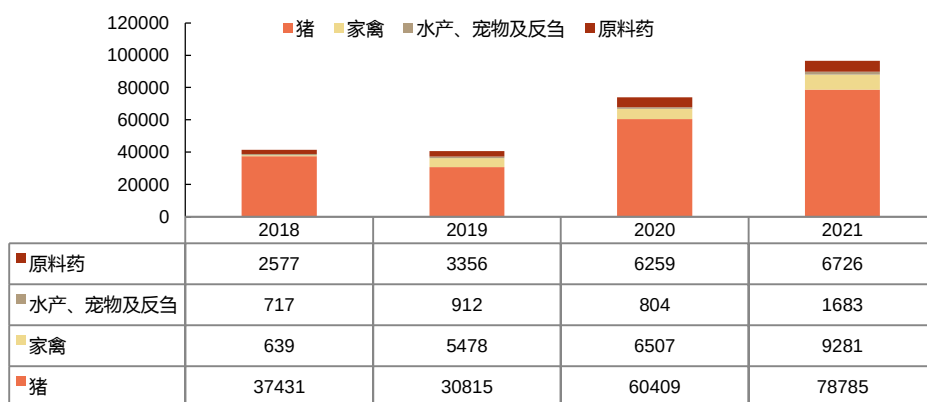
资料来源：Wind，申港证券研究所

图15：各类产品销量 (吨)


资料来源：Wind，申港证券研究所

从下游消费端来看，公司产品主要用于生猪养殖产业，在家禽、水产等其他兽用药品领域进行拓展。猪用药品 2021 年营业收入约 7.9 亿元，占公司总营收比重约 82%，YOY 增长 30%。家禽领域收入快速增长，公司 2018-2021 年家禽领域营收 CARG 达 144%，2021 年营收 0.9 亿元，占比营收比重近 10%。宠物及水产板块药品由于基数较低，增幅显著，2021 年实现收入 1683 万元，YOY 增长 109%。

此外，公司原料药板块收入持续扩张，2018-2021 年 CARG 达 38%。2021 年原料药板块实现营收 6726 万元，占营收比重接近 7%。

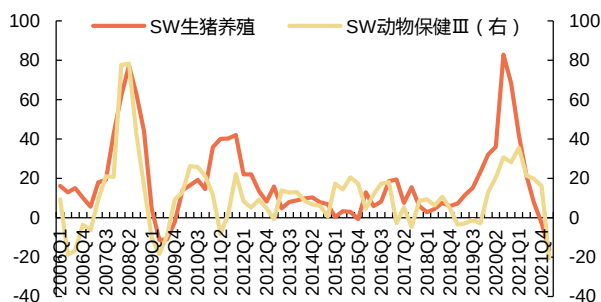
图16：主营业务收入构成-按下游消费 (万元)


资料来源：Wind，申港证券研究所

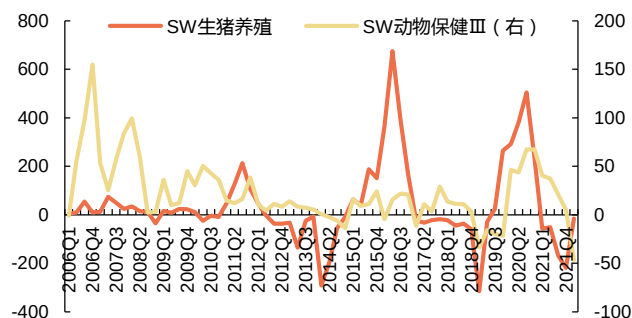
2. 周期共舞 强者愈强

2.1 短期：猪周期上行 动保业绩向好

动保行业业绩与猪周期高度相关。动保企业营收利润与养殖企业走势基本一致，同时，动保企业的业绩波动幅度小于养殖企业。在猪周期上行期，虽然猪只数量减少，但由于猪价上行，养殖户有更强的意愿使用兽药，头均用药量和兽药价格都上涨，带来总体营收上行；而在猪周期下行期，猪只数量增加，猪价下跌，养殖端用药意愿下降，头均用药量下跌，兽药价格下跌，带来总体营收下降。理论周期中二者走势同步性较强，最近一轮周期中，动保行业基本面变化稍滞后于养殖行业。生猪养殖企业营收增速高点出现在 2020 年 Q3，而动保企业营收增速高点在 2021 年 Q1。

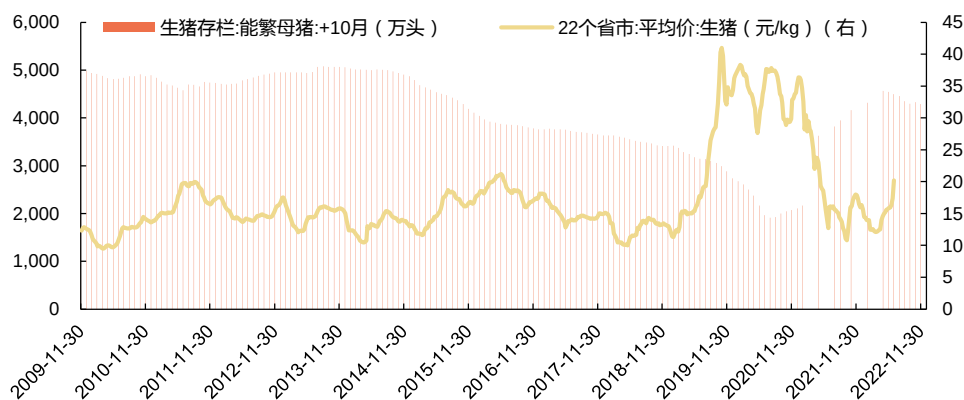
图17: 生猪养殖与动保上市公司营收增速中位数 (%)


资料来源: Wind, 申港证券研究所

图18: 生猪养殖与动保上市公司归母净利润增速中位数 (%)


资料来源: Wind, 申港证券研究所

当前，生猪存栏正逐步下降，猪价缓慢上行，兽药市场业绩预期向好。生猪产能能繁母猪存栏从2021年6月到达高位开始下行，因此我们推测2022年4月生猪出栏到达高位，猪价行至谷底，生猪供给下行的情况下，猪价稳健上涨。从2021年6月至2022年4月，生猪产能去化已经持续近1年时间，2022年5月，由于猪价已经回升至16元/kg，达到部分企业的成本线，养殖企业补栏意愿回升，能繁母猪存栏年内首度出现回升，预计能繁母猪存栏半年时间内锯齿状波动，猪价缓慢上行，带来兽药需求量逐步上升。

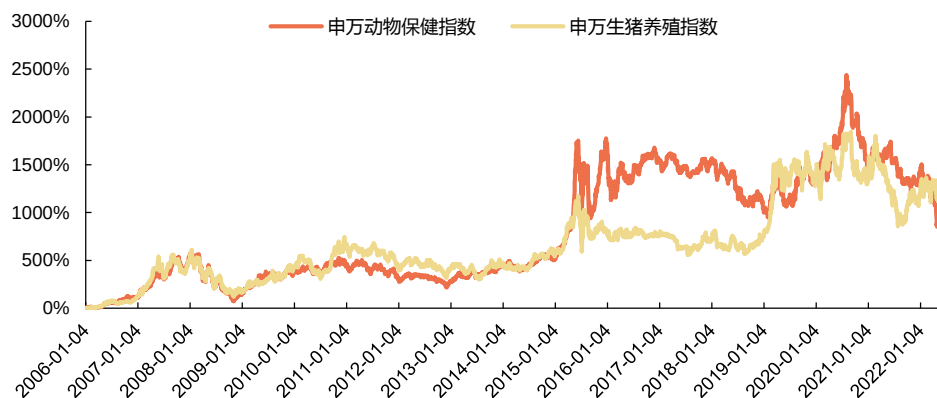
图19: 能繁母猪存栏去化对应10个月后猪价上行


资料来源: Wind, 申港证券研究所

生猪养殖板块和动保板块股价走势相近或略滞后。前几轮猪周期中，基本呈现同涨同跌。但在最近一轮周期（2018年-2022年）中，生猪养殖板块领先动保板块上行。本轮周期中，非洲猪瘟于2018年8月传入我国，生猪养殖板块从2018年9月开始上涨，而动保板块从2019年3月才开始上涨行情，养殖领先于动保板块6个月。

本轮动保下跌周期启动于2020年8月，而养殖板块从2021年2月开始下跌，这主要是指指数编制受到龙头个股影响较大造成的。当时养殖板块市值排名前5名依次为：牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份。除了牧原股份外，养殖行业内其他个股在2020年基本已进入了下行通道。行业牧原股份由于出售种猪、仔猪，上涨逻辑与其他养殖股有所差别，因此其股价上行周期更长，直至2021年2月迎来下行拐点，带动行业指数下行拐点延后。

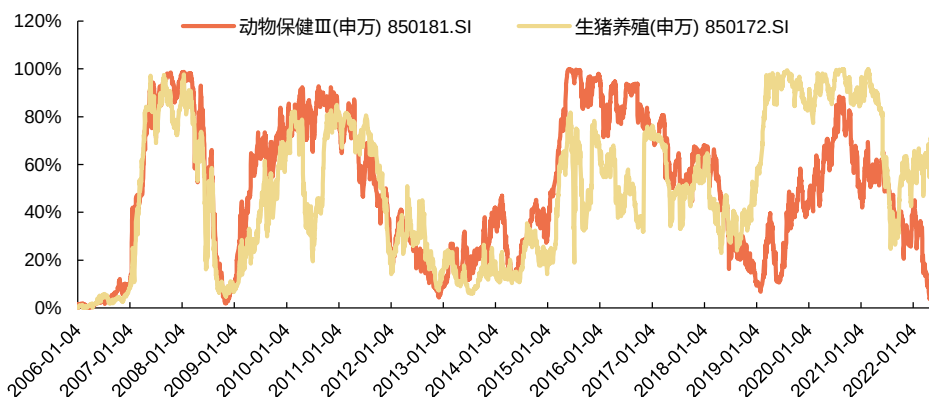
图20: 动保与养殖板块走势



资料来源: Wind, 申港证券研究所

动保板块将迎来估值修复机会。动保和生猪养殖板块的估值历史走势较为相近，但当前两者估值水平背离较大，养殖板块估值快速回升，而动保板块估值仍位于谷底。截至 2022 年 6 月 24 日，动保板块 PB 仅为历史 8%分位数（2006 年初至今），生猪养殖板块 PB 估值约为历史 81%分位数。我们认为，在业绩回暖确定性较强的情况下，动保即将迎来估值快速修复。

图21：动保与养殖板块 PB 分位数



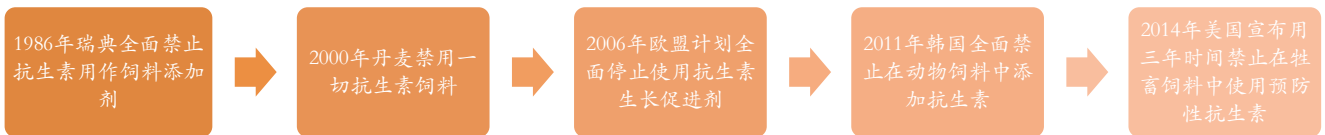
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.2 中期：饲料禁抗初期 治疗类兽药需求提升

在饲料中添加抗生素具有预防疾病、促进生长的作用，全球畜牧养殖行业自 20 世纪 50 年代开始进入抗生素促生长时代，饲料转化效率大幅度提高，畜禽发病率和死亡率大大降低。

然而随着抗生素在饲料行业的大量长时间应用，产生了一系列问题：首先，畜禽的耐药性与日俱增，动物疫病防控的难度增加；抗生素残留在畜禽体内，被人类摄入吸收，损害人类健康；饲料用药物排放到环境中，污染水源和土壤，造成生态问题。抗生素过度使用导致的问题制约了畜牧行业的健康发展，“饲料禁抗”成为大势所趋。目前全球很多国家都已经全面禁止抗生素在畜禽饲料行业中的使用。

图22：全球禁抗节奏



资料来源：中国饲料行业信息网，申港证券研究所

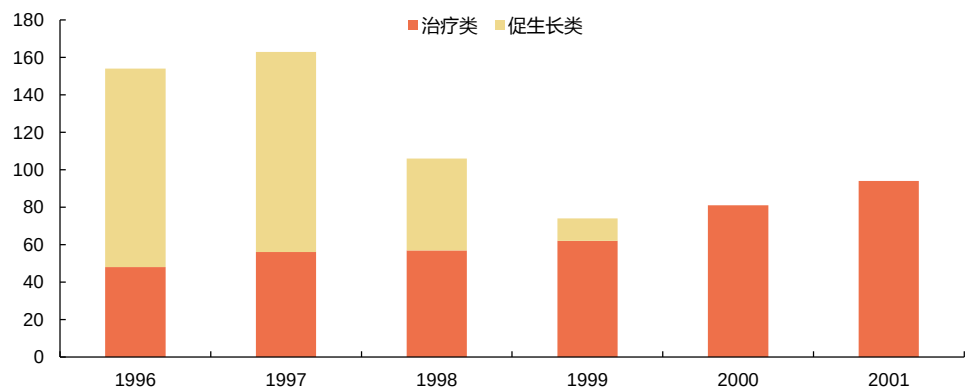
动物饲料中不再添加抗生素，短期内畜禽对细菌的抵抗能力会下降，畜禽患病的概率将会大大提升。欧洲国家实行饲料禁抗的初期均出现这一现象。以丹麦为例，在禁抗初期，生猪的发病率和死亡率均升至历史高点。瑞典则出现禽类坏死性肠炎，畜类回肠炎等问题。禁抗后，仔猪达到目标体重的时间及肥育猪上市时间也出现不同程度的延长。因此，养殖过程中医疗抗生素的用量也递增。我国与欧美国家相比，规模养殖场的环境、防疫等条件还存在一定的差距，由此推断，近几年我国养殖端抗生素用量将会增加。

表3：北欧养殖禁抗历程

时间	事件
1986 年	瑞典禁用抗生素生长促进剂
1995 年	丹麦禁用阿佛帕星 (Avoparcin)
1995 年	丹麦养猪生产委员会 (NCPP) 和饲料企业自愿减少抗生素生长促进剂
1998 年 1 月	丹麦禁用维吉尼霉素 (Virginiamycin)
1998 年 3 月	自愿协定不得将抗生素促进剂用于大于等于 35 千克的生长猪；并采取控制和惩罚措施
1998 年 9 月	丹麦使用抗生素促生长添加剂须缴税
1998 年 10 月	NCPP 宣布于 2000 年 1 月开始全面禁止在断奶仔猪阶段使用抗生素促进剂
1999 年 1 月	欧盟禁止使用泰乐菌素、杆菌肽素、螺旋霉素和维吉尼霉素
1999 年 9 月	欧盟禁用奥拉喹多和卡巴氧
2000 年 1 月	自愿协定不得将抗生素促进剂用于小于等于 35 千克的断奶猪；并采取控制和惩罚措施
2006 年 1 月	欧盟全面禁用抗生素生长促进剂

资料来源：蒋宗勇等著《北欧禁用抗生素的实践对我国养猪业的启示》，申港证券研究所

图23：丹麦实施饲料禁抗后治疗类抗生素用量增加（吨）



资料来源：Dermot J. Hayes 著《Lessons from the Danish Ban on Feed-Grade Antibiotics》，申港证券研究所

我国从 2015 年开始逐步对抗生素的使用加以限制，至今已全面实施饲料端禁抗，

随着饲料端禁抗的深入，短期内养殖端治疗用抗生素的需求将会有所增长。2019年7月9日，农业农村部发布公告第194号，宣布自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。由于促生长类药物能在一定程度上起到预防疾病的作用，此类药物的限制会增加动物的患病风险，提升治疗性兽用制剂需求。

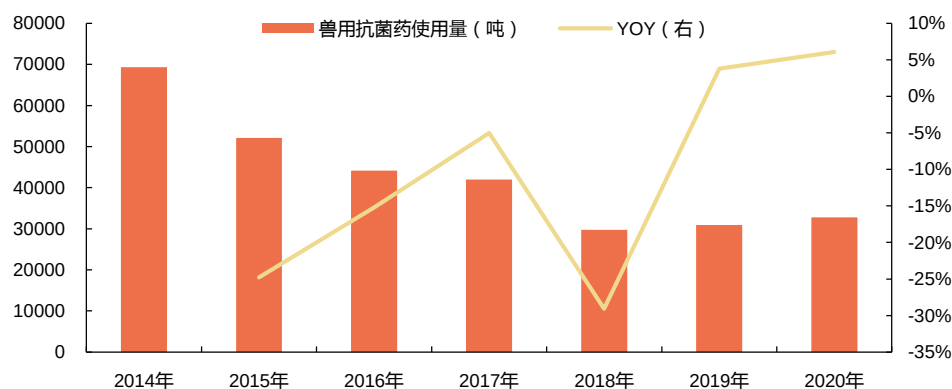
表4：我国禁抗政策发展历程

时间	政策名称	主要内容
2015年6月9日	《农业部关于决定禁止在食品动物中使用洛美沙星等4种原料药的各种盐、脂及其各种制剂的公告（征求意见稿）》	自2015年9月1日起，停止生产洛美沙星、培氟沙星、氧氟沙星、诺氟沙星等4种原料药的各种盐、脂及其各种制剂，涉及的相关企业的兽药产品批准文号同时注销。之前生产的产品，在2015年12月31日前可以流通使用。自2016年1月1日起，停止经营、使用洛美沙星、培氟沙星、氧氟沙星、诺氟沙星等4种原料药的各种盐、脂及其各种制剂。
2015年7月20日	《全国兽药（抗菌药）综合治理五年行动方案（2015—2019年）》的通知	通过五年的综合治理，主体责任进一步落实，生产经营使用行为进一步规范，政府监管水平进一步提升，畜禽标准化养殖率、水产健康养殖率明显提高，生产方式加快转变。假劣兽药生产经营行为得到有效遏制，禁用兽药基本杜绝，兽用抗菌药质量合格率达到97%以上，动物产品（含水产品）中兽药残留监测合格率保持在97%以上
2016年7月26日	中华人民共和国农业部公告第2428号	根据《兽药管理条例》规定，决定停止硫酸黏菌素用于动物促生长
2017年9月15日	中华人民共和国农业部公告第2583号	为保证动物源性食品安全，维护人民身体健康，根据《兽药管理条例》规定，禁止非泼罗尼及相关制剂用于食品动物。
2018年1月11日	中华人民共和国农业部公告第2638号	自2018年5月1日起，停止生产喹乙醇、氨基苯胂酸、洛克沙肿等3种兽药的原料药及各种制剂，相关企业的兽药产品批准文号同时注销。2018年4月30日前生产的产品，可在2019年4月30日前流通使用。
2019年7月9日	中华人民共和国农业农村部公告第194号	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，兽药生产企业停止生产、进口兽药代理商停止进口相应兽药产品，同时注销相应的兽药产品批准文号和进口兽药注册证书。此前已生产、进口的相应兽药产品可流通至2020年6月30日。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
2020年6月12日	中华人民共和国农业农村部公告第307号	养殖者应当遵守我部公布的有关饲料原料和饲料添加剂的限制性使用规定，除当地有传统使用习惯的天然植物原料（不包括药用植物）及农副产品外，不得使用我部公布的《饲料原料目录》《饲料添加剂品种目录》以外的物质自行配制饲料。应当遵守我部公布的《饲料添加剂安全使用规范》有关规定，不得在自配料中超出适用动物范围和最高限量使用饲料添加剂。严禁在自配料中添加禁用药物、禁用物质及其他有毒有害物质。
2021年10月21日	《全国兽用抗菌药使用减量行动方案（2021—2025年）》的通知	以生猪、蛋鸡、肉鸡、肉鸭、奶牛、肉牛、肉羊等畜禽品种为重点，稳步推进兽用抗菌药使用减量行动，切实提高畜禽养殖环节兽用抗菌药安全、规范、科学使用的能力和水平，确保“十四五”时期全国产出每吨动物产品兽用抗菌药的使用量保持下降趋势，肉蛋奶等畜禽产品的兽药残留抽检合格率稳定保持在98%以上，动物源细菌耐药趋势得到有效遏制。到2025年末，50%以上的规模养殖场实施养殖减抗行动，建立完善并严格执行兽药安全使用管理制度，做到规范科学用药，全面落实兽用处方药制度、兽药休药期制度和“兽药规范使用”承诺制度。
2022年1月14日	农业农村部关于落实党中央国务院2022年全面推进乡村振兴重点工作部署的实施意见	加强农业资源环境保护，推进农业绿色转型。实施全国兽用抗菌药使用减量行动，促进规范用药。

资料来源：农业农村部，申港证券研究所

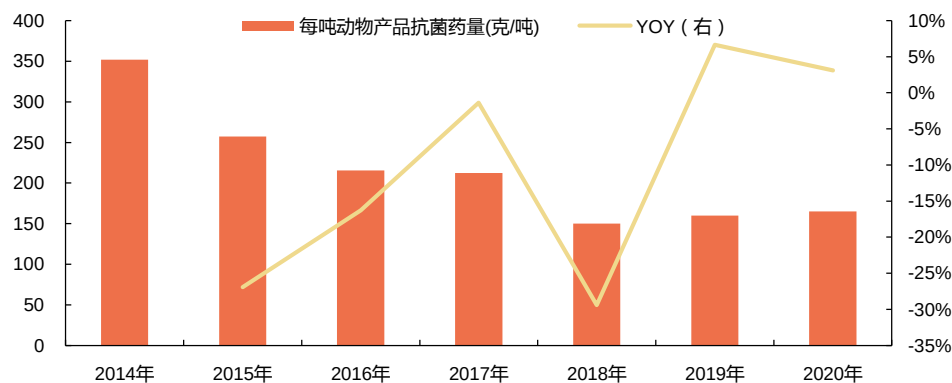
从2015年起，我国不断推出限制抗生素使用的政策。2015-2018年，我国每吨动物产品抗菌药量逐年下降，而肉类总产量在此期间提升幅度较小，导致我国抗菌药使用总量逐年下降。2018年非洲猪瘟传入中国，生猪患病率提升，同时伴随着2018年到2020年猪肉价格的提升，养殖企业用药意愿提升，我国每吨动物产品抗菌药量在这段时期内逐年上升。

图24：我国兽用抗菌药使用量



资料来源:《中国兽用抗菌药使用情况报告》, 申港证券研究所

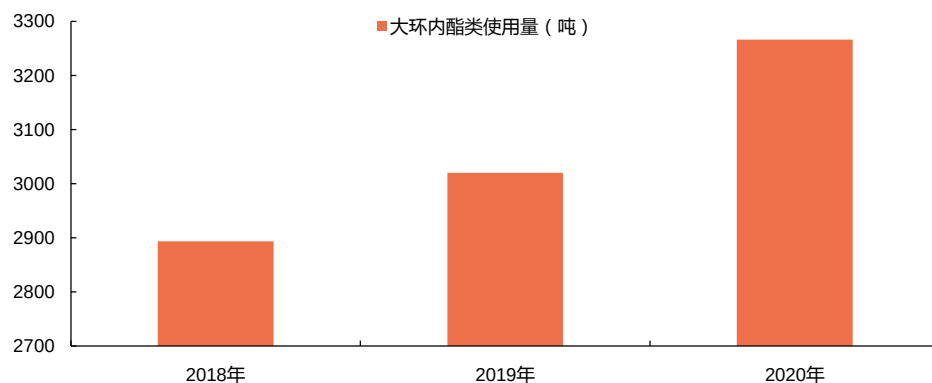
图25: 我国每吨动物产品抗菌药量



资料来源:《中国兽用抗菌药使用情况报告》, 申港证券研究所

大环内酯类抗生素是回盛生物主要产品之一, 对具有较好的治疗作用。受禁抗政策影响, 大环内酯类产品需求量中期有望提升。《中国兽用抗菌药使用情况报告》显示, 我国大环内酯使用量在 2018 年到 2020 年期间呈现较快的上升趋势。2019 年 7 月 10 日, 中华人民共和国农业农村部发布第 194 号公告, 指出为维护我国动物源性食品安全和公共卫生安全, 农业农村部决定禁止促生长类抗生素在饲料中的添加, 11 种促生长类抗生素在饲料中完全禁用。在禁抗令施行后, 畜禽因无法服用促生长类抗生素而导致免疫力下降, 发病率上升, 这增大了具有治疗功效的大环内酯类抗生素的使用量。

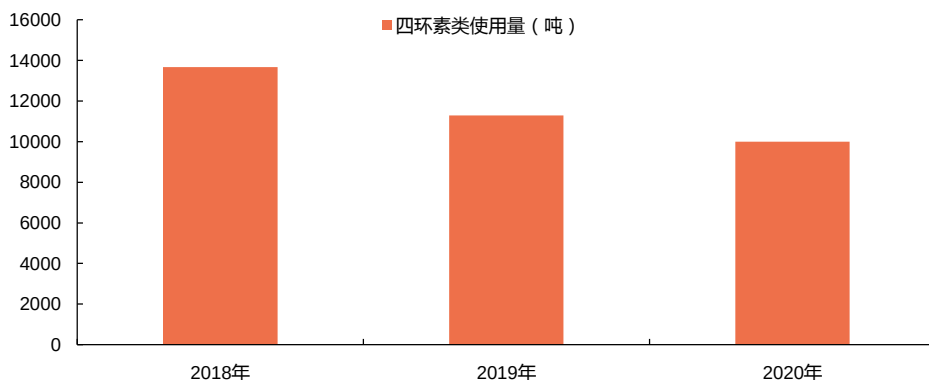
图26: 我国兽用大环内酯使用量



资料来源:《中国兽用抗菌药使用情况报告》, 申港证券研究所

受制于禁抗政策和自身缺点,我国四环素使用量在 2018 年到 2020 年期间呈现逐渐下降的趋势。在被农业农村部禁止在饲料中添加的 11 种促生长类抗生素中,土霉素钙预混剂和金霉素预混剂属于四环素类抗生素。由于细菌对四环素类抗生素具有较强的耐药性,如金黄色葡萄球菌、肺炎球菌等常见的病原菌对四环素类的耐药性很高,导致其药效不显著。同时,四环素类抗生素的副作用较严重,如四环素可引起畜禽胃肠道消化机能障碍和动物机体的正常菌群减少,导致维生素 B 族、维生素 K 缺乏症等,养殖企业用药意愿降低。

图27: 我国兽用四环素使用量



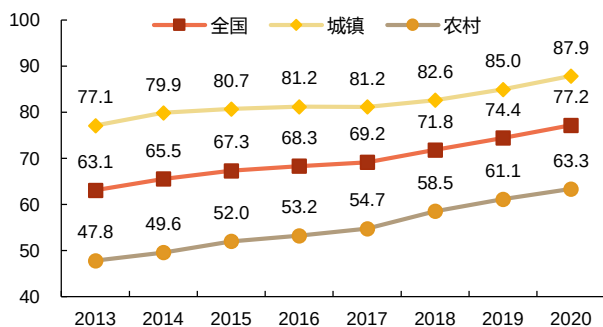
资料来源:《中国兽用抗菌药使用情况报告》, 申港证券研究所

2.3 长期: 行业规模提升 产业结构优化

2.3.1 养殖端助推兽药产业规模扩大

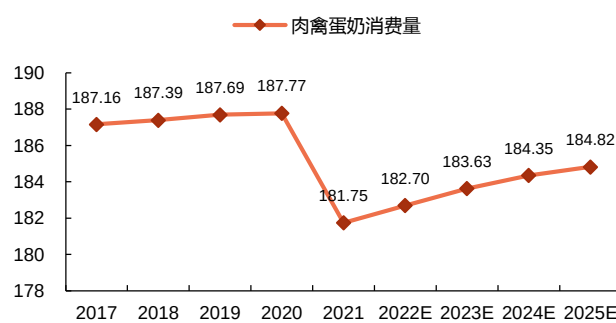
随着我国城镇化水平的提高,我国人均肉类消费量逐年增加,兽药市场规模扩大。长期来看,畜禽产品的消费将随着人均收入水平和城镇化率的提高而逐步提高。近年来,我国的人均肉、禽、蛋、奶及水产品消费量逐年增加。从 2013 年至 2020 年,全国居民人均消费量从 63kg 提升至 77kg。其中城镇居民消费量高于农村居民,城镇居民人均消费量由 77kg 提升至 88kg,农村居民人均消费量由 48kg 提升至 63kg。我国人均肉类消费量与发达国家相比,仍有较大差距,2020 年发达国家人均肉禽奶消费量是我国的 2.4 倍,由此判断我国人均肉类消费水平提高空间仍较大。

图28: 我国居民人均肉禽蛋奶消费量逐年提高 (kg)



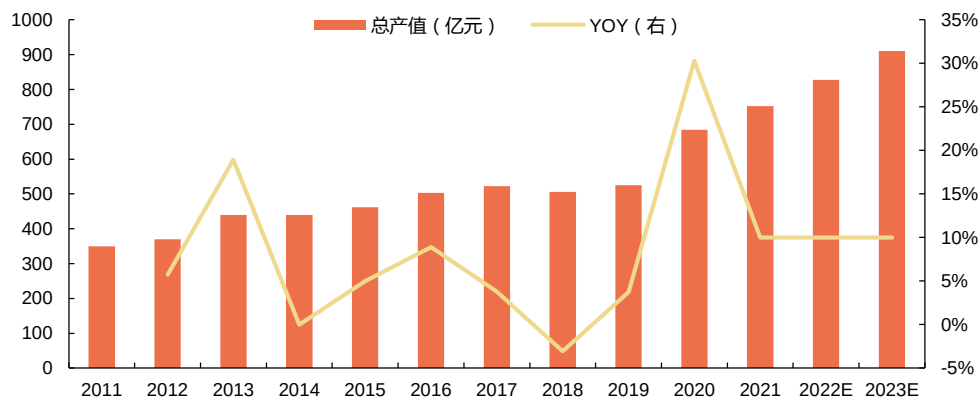
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图29: 发达国家人均肉禽奶消费量 (kg)



资料来源: Wind, OECD, 申港证券研究所

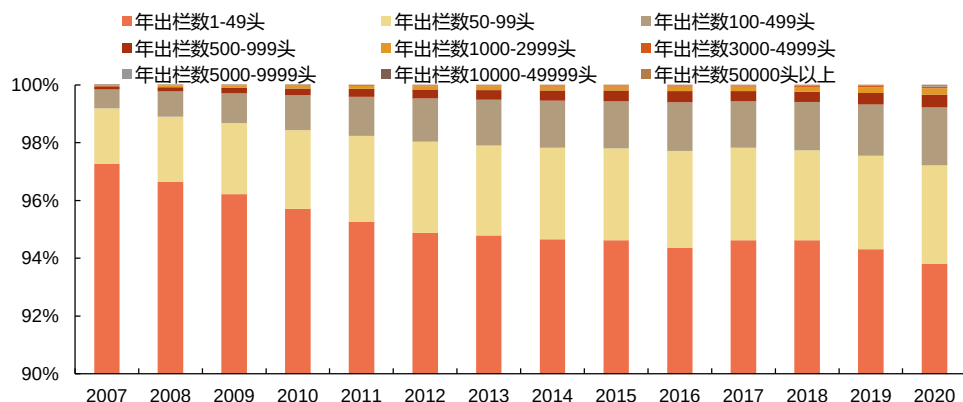
图30：兽药行业总产值逐年扩大



资料来源：《中国畜牧兽医年鉴》，申港证券研究所

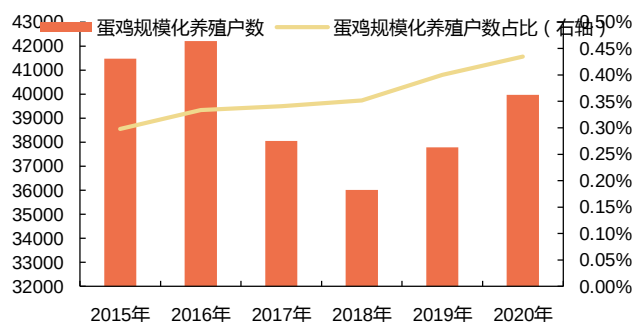
除此之外，养殖行业规模化也促进兽药产业整体规模扩大，产能向头部集中。近年来我国生猪养殖行业结构发生显著变化：饲养场户总量快速下降，规模化趋势逐渐显现。禽类养殖企业规模化程度偏低，但规模化趋势明显，提升空间显著。规模化养殖企业使用兽药的意愿更强，促进兽药行业规模扩大。同时，规模化养殖集团一般具有严格的供应商遴选体系，对兽药企业的产品疗效与质量有更为严格的考量，更倾向于与大型兽药企业建立稳定的合作关系以保障养殖安全。因此，随着生猪养殖行业向头部集中，兽药产业规模将扩大，行业集中度也将获得进一步提升。

图31：中国不同规模生猪饲养场（户）占比



资料来源：《中国畜牧兽医年鉴》，申港证券研究所

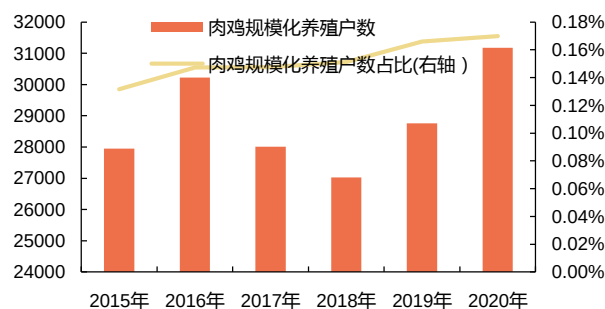
图32：蛋鸡养殖规模化进程



资料来源：《中国畜牧兽医年鉴》，申港证券研究所

注：规模化畜禽养殖场的定义要求蛋鸡存栏大于或等于20000羽

图33：肉鸡养殖规模化进程



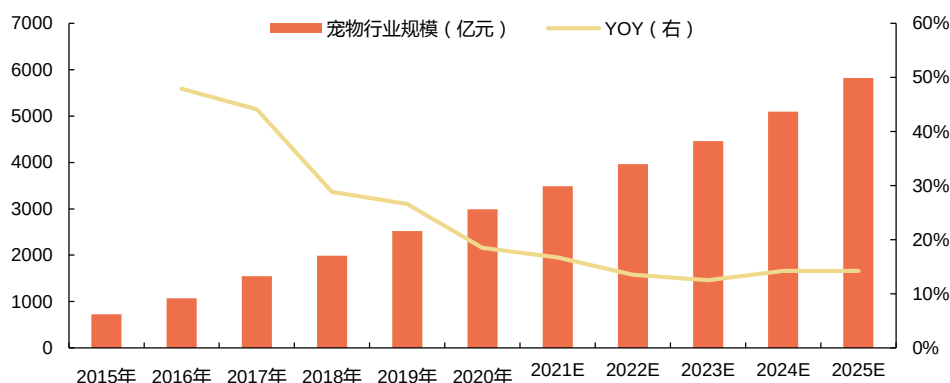
资料来源：《中国畜牧兽医年鉴》，申港证券研究所

注：规模化畜禽养殖场的定义要求肉鸡出栏大于或等于50000羽

2.3.2 宠物动保蓝海扬帆起航

多因素推动我国宠物行业发展，宠物市场规模逐年扩大。我国经济的发展和个人财富的增加为宠物行业的快速发展奠定基础。城镇化水平的提升、独居人群数量增加、人口老龄化的加剧和养宠观念的转变，人们养宠需求不断扩大。据《中国宠物消费趋势白皮书》发布的数据，我国的宠物市场规模逐年增长，从 2015 年的 725 亿元快速增长到 2020 年的 2988 亿元。

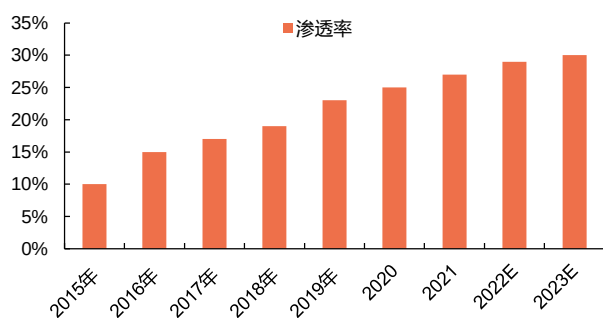
图34：我国宠物行业规模稳步增长



资料来源：《中国宠物消费趋势白皮书》，申港证券研究所

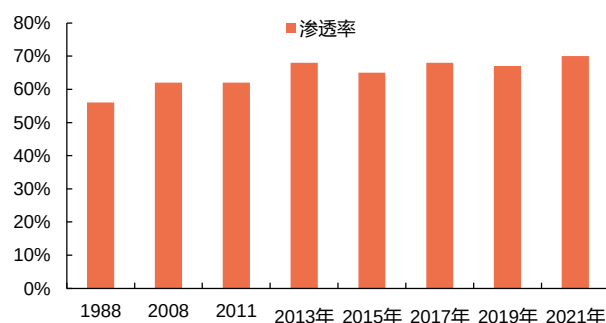
宠物家庭渗透率提升空间仍然较大。在 2015 年到 2019 年期间，我国的宠物家庭渗透率从 10% 增长到 23%，复合增长率为 23.15%。美国宠物家庭渗透率在 2013 年到 2021 年稳定维持在 65% 左右，波动幅度较小。相较于宠物市场已基本成熟的美国的宠物家庭渗透率，我国目前的宠物家庭渗透率提升空间较大。伴随着中国人均收入在未来近一步的提升，我国的宠物家庭渗透率会持续提升。

图35：我国宠物家庭渗透率快速提升



资料来源：《宠物行业白皮书》，申港证券研究所

图36：美国宠物家庭渗透率趋于稳定



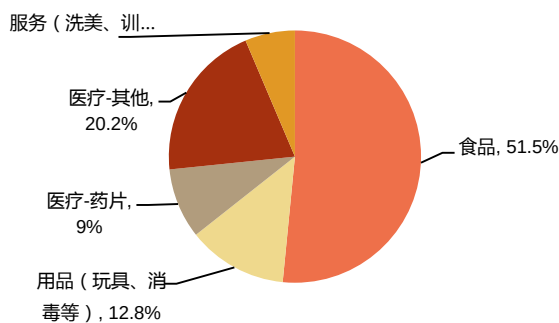
资料来源：APPA，申港证券研究所

宠物药市场前景广阔。随着我国居民收入水平的上升、人口老龄化和城市化进程，中国的宠物数量将会不断增加，宠物数量的增加将会带动宠物用药市场的增长。

《2021 年中国宠物行业白皮书》显示，2021 年宠物消费中，医疗消费占比近 30%。目前国内宠物药品、疫苗市场主要由外资企业主导，国产药品、疫苗则刚刚兴起，国产品替代空间较大。Z 世代对国货品牌产品的态度较为开放，为未来新锐宠物品牌的成长和壮大带来新的机会。随着宠物医疗项目的不断增加，宠物用兽药种类也将得到进一步的丰富。

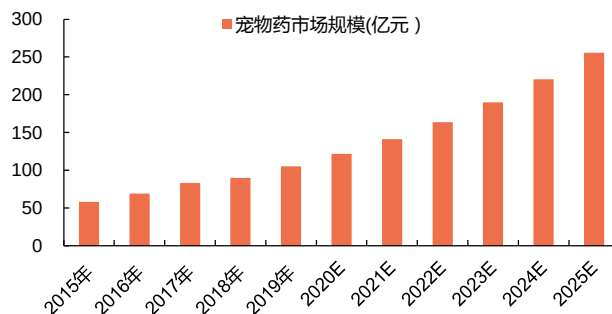
同时，消费端的消费意愿较强。养宠人群年龄集中在 85 及 90 后，以女性为主。宠物主中本科率超过七成，文化程度较高，宠物健康保护及对新事物的接受意识强，家庭月收入在 1.5 万以上的宠物主比例达 72%，购买力较强，价格敏感性较低，更容易购买高价优质的宠物药。在此背景下，我们预测未来几年，我国宠物用药市场将以 10%-15% 的速度增长。

图37：宠物市场各行业占比



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，申港证券研究所

图38：我国宠物药市场规模



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》，申港证券研究所

2.3.3 政策驱使落后产能加速淘汰

早期，我国兽药行业由于进入门槛较低，呈现无序竞争的格局，企业数量众多、产能较为分散，技术含量较低、产品结构单一。

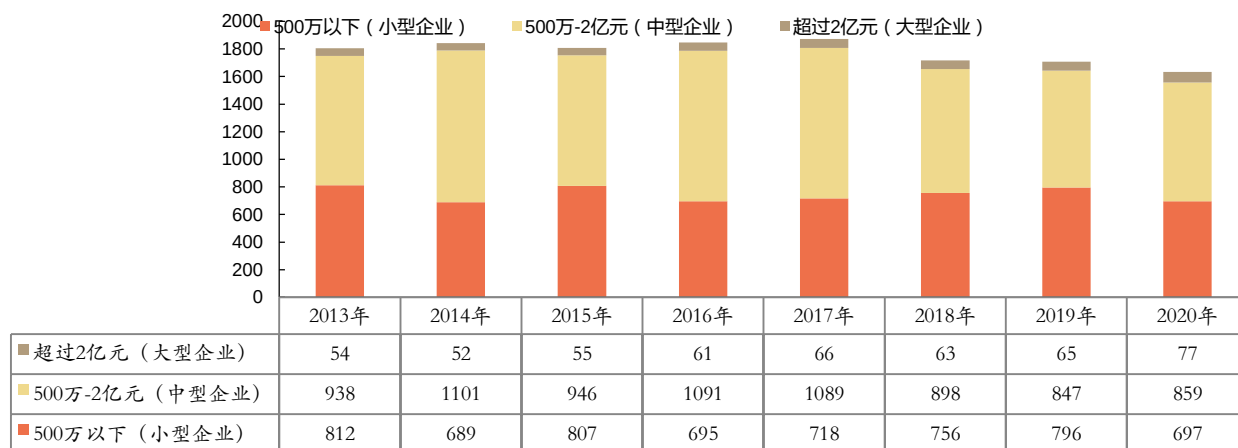
近年来兽药生产企业数量已经显著下降，产业结构逐渐优化。2019 年，年销售额 2 亿元以上的大型企业仅占化药企业总数的 2.8%，但却贡献了全行业超过 40% 的销售额。大型企业的盈利能力显著优于中小微企业。从毛利率看，大型企业平均毛利率约为 29.6%，中型企业平均毛利率 22%，小型企业毛利率约为 17.5%，而微型企业毛利率仅为 14.7%。

表5：2019 年兽用化学制药企业数量与利润情况

规模	企业数量	销售额 (亿元)	销售额占比	毛利率
大型企业 (年销售额 2 亿元以上)	44	156.8	40.67%	29.55%
中型企业 (年销售额 500 万至 2 亿元)	741	213.1	55.26%	21.95%
小型企业 (年销售额 50 万至 500 万元)	588	15.3	3.98%	17.52%
微型企业 (年销售额小于 50 万元)	157	0.4	0.1%	14.71%

资料来源：公司公告，《兽药产业发展报告》(2019 年度)，申港证券研究所

图39：我国兽药企业结构 (家)



资料来源:《中国畜牧兽医年鉴》, 申港证券研究所

政策不断驱动兽药行业健康规范发展, 产业集约化加速。兽药 GMP (Good Manufacturing Practice) 即兽药良好生产规范。农业农村部早在 1989 年就已颁布《兽药生产质量管理规范 (试行)》(即兽药 GMP), 全面规范兽药企业生产行为。兽药 GMP 对规范兽药生产企业行为、促进兽药行业健康发展发挥了重要保障作用。但原兽药 GMP 对部分规定存在监管空白, 兽药产业存在低效产能重复建设的问题, 随着产业发展和技术进步, 原兽药 GMP 已不适应兽药产业发展和行业管理的实际需要。

2020 年 4 月, 农业农村部办公厅印发《兽药生产质量管理规范检查验收评定标准 (2020 年修订)》即新版的兽药 GMP。同期发布了第 293 号公告, 要求所有兽药生产企业均应在 2022 年 6 月 1 日前达到新版兽药 GMP 要求。

新版兽药 GMP 提高了准入门槛, 遏制低水平产能重复建设。在硬件方面, 新版 GMP 提高了净化要求和特殊兽药品种生产设施要求; 在软件方面, 提高了企业质量管理要求。此外, 提高了企业生物安全控制要求, 对兽用生物制品生产、检验中涉及生物安全风险的厂房、设施设备以及废弃物、活毒废水和排放空气的处理等, 进一步提出了严格要求。**新版 GMP 的实施, 将全面提高兽药生产企业的生产条件和安全标准, 意味着行业产能重新调整, 从而进一步加剧行业竞争格局。**

自 2018 年以来我国兽药生产企业逐年递减, 中国畜牧兽医年鉴显示, 截至 2020 年底我国共有兽药生产企业 1633 家。而国家兽药数据库显示, 截至 2022 年 7 月 3 日, 获得新版兽药 GMP 证书的生产企业只有 863 家, 与 2020 年数据相比-47%, 预计今年兽药产业集中度显著提高。

图40: 近年来兽药生产企业数量逐年递减

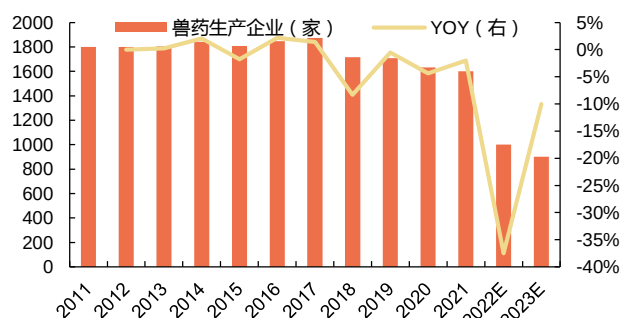
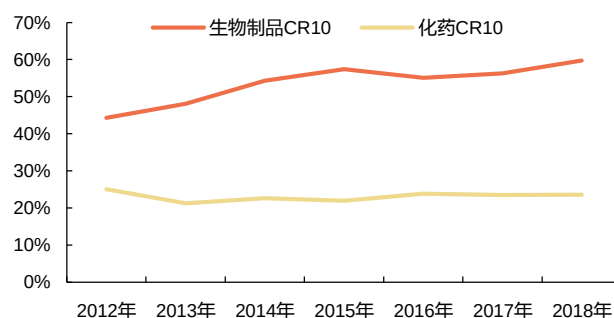


图41: 兽药行业集中度缓慢提升



3. 布局上游原料 完善产品矩阵

3.1 产品矩阵多元化

回盛生物拥有丰富的兽用化药制剂及核心原料药生产线, 已取得兽药批准文号 143 个。公司已涵盖抗微生物、抗寄生虫等各类药品, 产品覆盖多种畜禽常见疾病用药。从下游消费看, 以猪用药品为核心, 在家禽、水产、宠物、反刍等其他药品领域进行了拓展。按产品用途, 涵盖抗菌消炎药、抗应激及微生态制剂、生物安全产品、中药制剂、驱虫灭蝇药等品种。

图42: 公司产品分类

按药品类型	按下游消费	按产品用途
- 化药制剂 (84.9%) - 酒石酸泰万菌素预混剂 - 氟苯尼考粉/注射液 - 盐酸多西环素可溶粉 - 阿莫西林粉 - 替米考星 - 原料药 (6.8%) - 酒石酸泰万菌素	- 猪 (81.7%) - 家禽 (9.6%) - 水产、宠物及反刍 (1.7%) - 其他 (7%)	- 抗菌消炎 - 泰地罗新注射液 - 酒石酸泰万菌素 - 氟苯尼考 - 替米考星 - 抗应激及微生态制剂 - 生物安全产品 - 中药制剂

资料来源: Wind, 申港证券研究所

表6: 各品类药物主要效用

品类	适用疾病种类	描述
阿莫西林	猪丹毒、链球菌等	阿莫西林杀菌作用强, 穿透细胞壁的能力也强。对大多数致病的 G+菌和 G-菌(包括球菌和杆菌)均有强大的抑菌和杀菌作用。
氟苯尼考	猪呼吸道感染(猪、链球菌、穿胸等)	市场主流兽用广谱抗菌药。
盐酸多西环素	附红细胞体、大肠杆菌等	抗生素类药物, 通过抑制肽酰基转移酶活性而产生广谱抗菌作用, 抗菌谱广, 包括各种革兰氏阳性、阴性菌和支原体等。
替米考星	猪蓝耳、支原体、链球菌、传胸	替米考星主要通过抑制细菌蛋白质合成而起作用, 对巴氏杆菌、胸膜肺炎放线杆菌、链球菌等具有显著的抗菌后效应。
泰万菌素	猪蓝耳病、禽畜支原体、猪回肠炎等细菌性感染	公司自主研发的一种高效、低毒、低残留的新一代大环内酯类兽药。

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

表7: 公司产品矩阵

类别	商品名	用途	产品图
酒石酸泰万菌素	治嗽静	预防、治疗回肠炎、猪痢疾等消化系统感染	

	泰必盛	泰地罗新注射液，防治副猪嗜血杆菌、巴氏杆菌、胸膜肺炎放线杆菌等感染的效果显著	
	泰畅	用于防治猪支原体肺炎、萎缩性鼻炎、猪丹毒杆菌以及李斯特菌、腐败梭菌、气肿疽梭菌、嗜血杆菌、脑膜炎双球菌、巴氏杆菌等的感染	
	新附优特乐	适用于附红体、弓形体、支原体等疾病的控制	
	治嗽静 (家禽)	用于鸡支原体感染。亦可用于防治鸡坏死性肠炎和鼻气管鸟杆菌引起的气囊炎。	
氟苯尼考	万特斐灵	适用于副猪、链球菌、传胸等疾病控制	
	盛弗康 (水产)	用于防治败血症、溃疡、肠道病、烂鳃病，以及虾红体病、蟹腹水病	
替米考星	支乐静	适用于支原体、链球菌、传胸等疾病的控制	
阿莫西林	复方阿莫西林粉	适用于丹毒、链球菌等疾病控制	
盐酸多西环素	盐酸多西环素可溶性粉	适用于附红细胞体、大肠杆菌等疾病的控制	
	盐酸多西环素粉 (水产用)	用于治疗鱼类由弧菌、嗜水气单胞菌、爱德华氏菌等引起的细菌性疾病	
兽用中药制剂	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	
	并可清	适用于呼吸道疾病的控制	

饲料及添加剂	绿益态	适用于应激的控制	
	新霉吸安	可改善霉菌毒素所致的各类猪只的健康度下降，改善各类猪只的生产性能，预防猪只霉菌毒素中毒，以及改善霉菌毒素中毒后的健康状况。	
其他产品	优绿环净	手术部位和手术器械消毒及厩舍、饲喂器具、种蛋消毒。	
	伴延清	用于治疗由肺炎链球菌等敏感菌引起的犬呼吸道感染。	

资料来源：公司官网，申港证券研究所

3.2 多点发力优化增长曲线

公司制药产能按产品剂型可分为化药和中药制剂的粉/散/预混剂、化药制剂注射剂、原料药、饲料添加剂等。其中，化药/中药制剂-粉/散/预混剂产线近年来均处于满产运行状态，公司化药产品供不应求。短期随着猪周期上行，需求更加旺盛；长期随着行业格局优化，公司新品不断上市，公司市占率将持续提升。

3.2.1 产能大幅扩张

公司粉/散/预混剂生产线产能利用率高，在销售旺季产能饱和，故公司 IPO 项目在新沟基地建设粉/散/预混剂自动化生产项目，提升公司销售规模和市场地位。该项目规划产能 10200 吨，用于生产规模化、大批量的产品。又在可转债项目规划建设 2100 吨产能，用于灵活生产多品种、小批量或无法共线生产的产品，降低频繁换线成本，满足客户的差异化需求，对公司已有产能形成有效补充。

表8：公司近年来产销数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022Q1
化药/中药制剂-粉/散/预混剂 (吨)	产能	3300	3300	3300	3300	3300	3375
	产量	1991	3045	3077	3240	4940	1412
	销量			2863	2822	4714	1442
	产销率			93%	87%	95%	102%
	产能利用率	60%	92%	93%	98%	150%	42%
化药制剂-注射剂 (万升)	产能	68	68	83	83	83	21
	产量	5	8	10	7	14	3
	销量			10	6	11	4
	产销率			94%	83%	78%	112%
	产能利用率	7%	12%	12%	9%	17%	16%
原料药 (吨)	产能	25	80	80	108	240	60
	产量	27	59	74	88	214	13
	销量			35	49	115	30
	产销率			47%	56%	54%	240%
	产能利用率	108%	74%	93%	81%	89%	21%
饲料及添加剂 (吨)	产能	1500	1500	1500	1500	1500	375
	产量	591	786	471	396	528	70
	销量			512	380	496	76

产销率			109%	96%	94%	91%	109%
产能利用率	52%	52%	31%	26%	35%	34%	19%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.2.2 产业链向上游延伸

公司向上游布局原料药生产线。泰万菌素制剂是公司的主打产品, 具有高效、低毒、低残留等优良特性。公司泰万菌素类产品客户基础较好, 近年来呈现供不应求状态, 公司产能不足的问题凸显。而泰乐菌素是生产泰万菌素、替米考星、泰地罗新等动物常用药物的核心原材料。因此, 公司使用超募资金投资“年产 1000 吨泰乐菌素”项目, 又通过可转债项目布局“年产 1000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素产线”项目。

公司扩建泰乐菌素产能, 一方面可以通过掌握产业上游, 保证公司自身泰万菌素类产品生产; 另一方面可向其他兽药生产企业销售, 进一步提高盈利能力。泰乐菌素一期项目, 公司拟生产 1000 吨泰乐菌素, 其中 642 吨用于自身生产泰万菌素等产品原材料, 358 吨用作对外销售。

表9: 公司泰万菌素与泰乐菌素原料药产能

药品名	扩建项目	完成时间	新增产能	扩建后产能
泰万菌素	酒石酸泰万菌素二期生产线	2016 年 12 月	55 吨	80 吨
	年产 160 吨泰万菌素生产基地	2019 年 12 月	160 吨	240 吨
	年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目	2022 年 9 月	600 吨	840 吨
泰乐菌素	年产 1000 吨	2022 年 6 月	1000 吨	1000 吨
	年产 1000 吨 (642 吨为自产原材料, 358 吨对外销售)	2023 年 6 月	1000 吨	2000 吨

资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.2.3 布局宠物动保丰富产品矩阵

回盛生物目前已经针对宠物的营养补充和养护推出派血健、派甘康、派常舒、派磷消、派复康、派常派、伴肤康和伴延清等 8 种宠物药品。公司 2019 年招股说明书公布的在研宠物制剂新药 9 款, 主要针对驱虫、皮肤用药。目前, 宠物皮肤用药 ECZ 原料已基本完成中试研究, 宠物用驱虫药 FLLA 原料正在开展合成工艺研究。皮肤用药 ECZ 溶液基本完成药学研究, 即将开展临床试验。抗菌用 TBPWZ 片已完成项目上会评审, 正在发补。此外, 公司完成了阿维菌素透皮溶液剂、多拉菌素透皮溶液剂的研究工作。

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, 通过可转债募资 9996 万元建设宠物制剂综合生产线建设项目。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, 实现了产品多元化。宠物用药有巨大的潜在市场空间, 公司提前布局宠物制剂市场, 有望打造公司增长的新曲线。

表10: 公司新研制的宠物制剂

项目名称	最新状态	类别
宠物用 TB 肽	暂未说明	一类新兽药
宠物皮肤用药 ECZ 原料	已基本完成中试研究	
宠物皮肤用药 ECZ 溶液	基本完成药学研究, 即将开展临床试验	二类新兽药
宠物用驱虫药 FLLA 原料	正在开展合成工艺研究	
宠物用驱虫药 FLLA 咀嚼片	暂未说明	

宠物抗菌用 TBPWZ 片	已完成项目上会评审, 正在发补	四类新兽药
宠物用 XQYDS 片	暂未说明	
宠物用免疫抑制剂 HBJSA 软胶囊	暂未说明	
宠物抗真菌复方滴耳剂	暂未说明	

资料来源: 招股说明书, 2021 年可转债募集说明书, 申港证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

量: 预计公司扩张的产能会逐步释放, 大部分产品在 2022-2024 年将迎来产量大幅提升。公司销售渠道畅通, 产销量基本能达到 100%, 我们对公司主要产品产量(销量)预测如下。

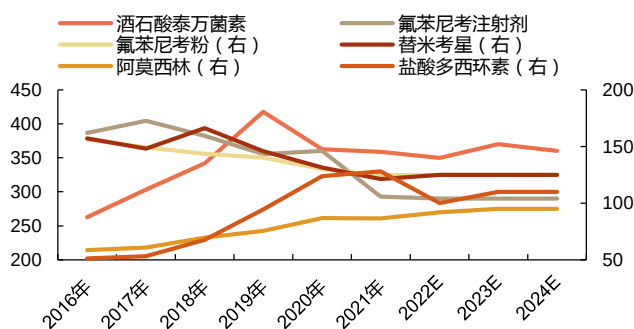
表11: 公司主要产品产量预测(吨, 万升)

		2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021E	2022E	2023E	2024E
化药及原料药	酒石酸泰万菌素	177	277	304	263	594	353	589	600	800	1,200
	泰乐菌素								0	350	500
	阿莫西林	347	651	548	629	940	702	1,348	1,500	1,700	1,800
	氟苯尼考-粉/散/预混剂	298	442	484	366	709	564	1,147	1,200	1,300	1,500
	盐酸多西环素	246	450	511	485	838	590	1,088	1,200	1,400	1,600
	替米考星	237	331	286	235	536	489	918	1,000	1,200	1,500
注射剂	氟苯尼考-注射剂	2	4	4	3	5	3	5	6	7	8

资料来源: Wind, 申港证券研究所

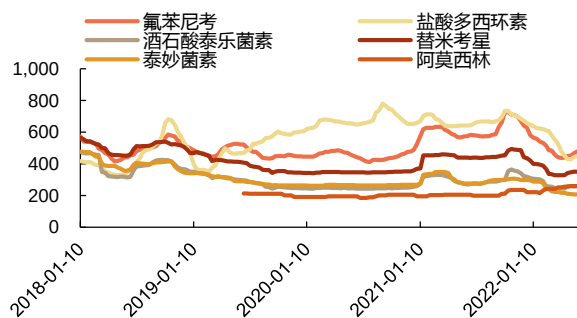
价: 2021 年由于下游生猪养殖行业亏损, 需求减少, 有所下滑。我们预计, 随着生猪价格企稳, 各类产品价格将小幅回升。

图43: 公司产品价格预测(元/kg, 元/L)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图44: 部分兽药原料药价格走势(元/吨)



资料来源: 中国兽药饲料交易中心, 申港证券研究所

成本: 公司主要产品酒石酸泰万菌素、替米考星、阿莫西林近年来毛利率较为稳定, 氟苯尼考和盐酸多西环素受上游成本影响较大。我们对公司主要产品毛利率及整体盈利情况预测如下。

表12: 公司盈利预测(百万元)

		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
兽用中药制剂	营业收入	1,407	1,598	2,158	2,492	2,741	3,152	3,625
	YOY	-24%	14%	35%	15%	10%	15%	15%
	营业成本	675	800	1,127	1,478	1,645	1,734	1,813
	毛利率	-13%	19%	48%	41%	40%	45%	50%
化药及酒石	营业收入	10,384	10,963	21,535	21,146	21,000	29,600	43,200

原料药	酸泰 万菌 素	YOY	24%	6%	96%	-2%	-1%	41%	46%
		营业成本	4,068	3,989	8,592	7,120	7,350	10,360	15,120
		毛利	6,317	6,974	12,944	14,026	13,650	19,240	28,080
		毛利率	61%	64%	60%	66%	65%	65%	65%
	泰乐 菌素	营业收入						7,497	10,710
		YOY							43%
		营业成本						5,998	8,568
		毛利率						20%	20%
	氟苯 尼考	营业收入	8,368	6,081	10,518	15,765	15,174	16,453	18,982
		YOY	4%	-27%	73%	50%	-4%	8%	15%
		营业成本	4,581	3,675	7,018	12,686	12,443	13,491	15,565
		毛利率	45%	40%	33%	20%	18%	18%	18%
	阿莫 西林	营业收入	3,815	4,747	8,164	11,669	13,800	16,150	17,100
		YOY	-3%	24%	72%	43%	18%	17%	6%
		营业成本	2,819	3,571	5,747	8,489	9,970	11,742	12,461
		毛利率	26%	25%	30%	27%	28%	27%	27%
	盐酸 多西 环素	营业收入	3,502	4,576	10,375	13,947	12,000	15,400	17,600
		YOY	44%	31%	127%	34%	-14%	28%	14%
		营业成本	2,650	4,272	9,491	12,755	10,975	14,014	16,016
		毛利率	25%	7%	8.52%	8.55%	8.55%	9.00%	9.00%
	替米 考星	营业收入	4,744	3,420	7,035	11,138	12,500	15,000	18,750
		YOY	-3%	-28%	106%	58%	12%	20%	25%
		营业成本	3,015	2,107	4,028	7,730	8,500	9,900	12,000
		毛利率	36%	38%	43%	31%	32%	34%	36%
饲料及添加剂		营业收入	2,254	2,254	1,744	2,362	2,940	3,185	3,234
		YOY	-31%	-31%	-23%	35%	24%	8%	2%
		营业成本	1,081	1,081	837	1,154	1,380	1,495	1,518
		毛利率	52%	52%	52%	51%	53%	53%	53%
其他		营业收入	7,714	7,714	9,592	15,598	20,525	24,630	29,557
		YOY	9%	9%	24%	63%	32%	20%	20%
		营业成本	4,926	4,926	7,104	11,802	20,912	22,167	26,601
		毛利率	36%	36%	26%	24%	-2%	10%	10%
合计		营业收入	42,187	42,187	42,722	77,746	99,622	105,031	136,043
		YOY	6%	6%	1%	82%	28%	5%	30%
		营业成本	23,815	23,815	26,355	48,959	72,550	74,544	95,358
		毛利率	44%	44%	38%	37%	27%	29%	30%
		营业利润	18,373	18,373	16,367	28,787	27,072	30,486	40,685
		YOY	-9%	-9%	-11%	76%	-6%	13%	33%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

注: 往年数据通过公司公布中的单价、营收、销量、单位成本、总成本等数据互相推算得到。2021 年部分数据是我们的估算数据。

4.2 可比公司估值

公司 2022-2024 年对应的 PE 分别为 25、19、14 倍。我们选取同行业内市值排名靠前的中牧股份、科前生物、生物股份、普莱柯、瑞普生物作为可比公司进行估值。考虑到公司作为兽用化药龙头企业，且具备上游原料药的生产能力，我们给予公司 2022 年 30 倍 PE。

表13: 可比公司估值

代码	证券简称	总市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 PE		
				22E	23E	24E	22E	23E	24E
600195.SH	中牧股份	134.18	13.14	0.62	0.76	0.88	21.27	17.39	14.95
688526.SH	科前生物	126.70	27.24	1.28	1.67	1.93	21.30	16.35	14.13
600201.SH	生物股份	110.03	9.77	0.40	0.52	0.66	24.62	18.90	14.83
603566.SH	普莱柯	89.92	27.97	0.85	1.13	1.35	33.04	24.65	20.65
300119.SZ	瑞普生物	86.75	18.53	0.95	1.19	1.42	19.48	15.63	13.05

平均值				-			23.94	18.58	15.52
300871.SZ	回盛生物	40.25	24.24	0.96	1.28	1.75	25.20	18.95	13.88

资料来源: Wind, 申港证券研究所

注: 除回盛生物外, 其余公司盈利数据为 Wind 一致性预测值 (截至 2022 年 7 月 4 日)

4.3 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 1.6 亿元、2.1 亿元、2.9 亿元, 同比变化 20%、33%、37%, EPS 分别为 0.96、1.28、1.75 元/股, 对应 PE 分别为 25、19、14 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

表14: 财务和估值数据摘要

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	777.46	996.22	1,050.31	1,360.43	1,686.20
增长率 (%)	81.98%	28.14%	5.43%	29.53%	23.95%
归母净利润 (百万元)	150.16	132.87	159.91	212.71	290.43
增长率 (%)	118.36%	-11.52%	20.36%	33.02%	36.54%
净资产收益率 (%)	10.89%	8.21%	9.29%	11.52%	14.40%
每股收益(元)	1.63	0.80	0.96	1.28	1.75
PE	14.87	30.30	25.20	18.95	13.88
PB	1.94	2.49	2.34	2.18	2.00

资料来源: Wind, 申港证券研究所

5. 风险提示

猪周期反转不及预期风险: 兽药价格与销量受猪周期影响较大, 虽然目前生猪价格较年初低谷时已经出现好转, 但随着短期猪价攀升, 产能去化节奏放缓, 如若猪周期反转不及预期, 将影响公司下游养殖业的用药意愿, 影响公司产品的销量与价格。

上游原材料价格上涨风险: 受疫情影响, 2020 年以来原料药价格出现一定程度的上涨, 影响公司部分产品的毛利率水平。截至目前原料药价格整体已经出现回落, 但仍有部分原料药价格仍处于高位, 如果原料药价格继续上涨, 或将一定程度上影响公司利润水平。

销售渠道不畅风险: 公司产能大幅扩张, 如果下游销售渠道不畅, 将难以实现业绩的快速增长; 此外, 兽药销售的区域性较为明显, 加之终端的交叉导致经销商之间互相压价, 或将蚕食上游利润。

表15: 公司盈利预测表

利润表						资产负债表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	777	996	1050	1360	1686	流动资产合计	1177	1599	2856	3009	3259
营业成本	490	725	745	954	1150	货币资金	345	1068	2182	2196	2225
营业税金及附加	4	5	5	7	8	应收账款	202	232	258	335	415
营业费用	53	47	50	64	80	其他应收款	1	1	1	2	2
管理费用	34	42	44	57	71	预付款项	24	9	23	29	35
研发费用	28	47	47	61	76	存货	127	232	216	276	333
财务费用	-4	-4	2	2	2	其他流动资产	203	7	14	56	100
资产减值损失	-1	-2	-5	-5	-5	非流动资产合计	575	1143	1343	1419	1444
公允价值变动收益	1	2	5	3	4	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	3	4	5	固定资产	145	534	600	662	715
营业利润	177	151	181	241	330	无形资产	96	110	107	105	102
营业外收入	0	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0	其他非流动资产	57	15	46	60	75
利润总额	176	151	182	241	330	资产总计	1752	2742	4199	4428	4703
所得税	26	18	22	29	39	流动负债合计	339	503	416	519	622
净利润	150	133	160	213	290	短期借款	63	100	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	80	136	129	165	198
归属母公司净利润	150	133	160	213	290	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	285	282	216	280	371	一年内到期的非流动负债	10	6	10	10	10
EPS (元)	1.63	0.80	0.96	1.28	1.75	非流动负债合计	34	620	2061	2062	2063
主要财务比率						长期借款	0	35	1835	1835	1835
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	0	539	180	180	180
成长能力						负债合计	373	1123	2477	2581	2685
营业收入增长	81.98%	28.14%	5.43%	29.53%	23.95%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业利润增长	124.70%	-14.44%	20.13%	33.03%	36.57%	实收资本 (或股本)	111	166	166	166	166
归属于母公司净利润增长	118.36%	-11.52%	20.36%	33.02%	36.54%	资本公积	927	882	882	882	882
获利能力						未分配利润	312	382	455	552	684
毛利率(%)	37.03%	27.17%	29.03%	29.91%	31.82%	归属母公司股东权益合计	1379	1619	1722	1847	2017
净利率(%)	19.31%	13.34%	15.23%	15.64%	17.22%	负债和所有者权益	1752	2742	4199	4428	4702
总资产净利润(%)	8.57%	4.85%	3.81%	4.80%	6.18%	现金流量表					
ROE(%)	10.89%	8.21%	9.29%	11.52%	14.40%	单位:百万元					
偿债能力							2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资产负债率(%)	21%	41%	59%	58%	57%	经营活动现金流	48	156	152	151	227
流动比率	3.48	3.18	6.87	5.79	5.24	净利润	150	133	160	213	290
速动比率	3.10	2.72	6.35	5.26	4.71	折旧摊销	19	29	33	37	39
营运能力						财务费用	-4	-4	2	2	2
总资产周转率	0.65	0.44	0.30	0.32	0.37	应付帐款减少	-103	-30	-27	-76	-80
应收账款周转率	5	5	4	5	4	预收帐款增加	-7	0	0	0	0
应付账款周转率	10.16	9.25	7.95	9.28	9.29	投资活动现金流	-670	-185	-324	-49	-76
每股指标 (元)						公允价值变动收益	1	2	5	3	4
每股收益(最新摊薄)	1.63	0.80	0.96	1.28	1.75	长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	1.84	4.09	6.70	0.08	0.18	投资收益	0	3	3	4	5
每股净资产(最新摊薄)	12.48	9.74	10.36	11.11	12.13	筹资活动现金流	826	710	1286	-89	-121
估值比率						应付债券增加	0	539	-360	0	0
P/E	14.87	30.30	25.20	18.95	13.88	长期借款增加	-34	35	1800	0	0
P/B	1.94	2.49	2.34	2.18	2.00	普通股增加	28	56	0	0	0
EV/EBITDA	8.45	12.91	17.93	13.76	10.33	资本公积增加	823	-45	0	0	0
						现金净增加额	204	681	1114	14	29

资料来源: Wind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上