

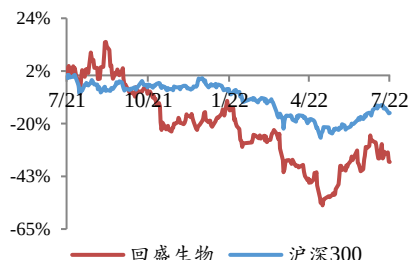
原料制剂一体化扩张，集团客户持续发力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-07-13

收盘价（元）	21.65
近 12 个月最高/最低（元）	40.19/15.05
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
流通市值（亿元）	18

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

1、《回盛生物 (300871.SZ)：深耕动保二十载，缔造兽用化药领导品牌》
20220530

主要观点：

● 新增产能正式投产，多赛道全面布局。

公司 IPO 及发行可转债建设项目相继投产，产能制约问题得到有效缓解。公司下一个五年规划（2021-2025）将聚焦四大方向：①化药制剂规模达到 35 亿元；②继续推进原料制剂一体化，降低成本，提高产品质量；③提升禽、水产、反刍、中兽药等板块的比重，减少猪周期波动的影响；④布局宠物药市场，寻找公司未来新的增长点。

● 原料药价格回落，公司盈利能力提升。

2021H2 上游原料药行业供给受限，兽药原料药价格大幅上涨，导致 2021 年公司营收同比增长 28.14%，归母净利润出现一定程度下降。2021 年 11 月以来，兽药原料药价格开始下行。公司成本端压力明显降低，各产品毛利率回归正常水平。

● 兽药市场空间巨大，新版 GMP 提高行业门槛。

2021 年公司氟苯尼考（不含注射剂）、替米考星、阿莫西林等销量同比大幅增加，市场份额进一步提高。公司主要产品市场空间合计超过 115 亿元，未来增长潜力巨大。随着新版兽药 GMP 的实施，兽药企业淘汰率达到三分之一，行业门槛进一步提升。

● 养殖行业集约化，集团客户占比提升。

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。公司在前 20 大猪企中份额占比持续提升，客户粘性较强，未来将进一步拓展排名 21~120 名的规模养殖企业。

● 研发投入持续走高，核心技术优势显现。

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。公司核心技术及研究成果方面均处于业内领先地位，公司第三代抗生素——泰万菌素在发酵的菌种、制剂方面都具有明显优势；第四代抗生素泰地罗新，目前 20 多家企业，获得生产批文的仅 4 家，在市场上能够商业化销售的仅 2 家。

● 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，维持“买入”评级。

● 风险提示

动物疫病风险；下游行业需求波动风险；上游行业原料价格大幅波动风险。

● 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	27.01	17.90	11.28
P/B	2.92	2.05	1.84	1.58
EV/EBITDA	27.45	19.33	14.14	9.65

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 新增产能正式投产，多赛道全面布局	5
2 原料药价格回落，公司盈利能力提升	7
3 兽药市场空间巨大，新版 GMP 提高行业门槛	9
4 养殖行业集约化，集团客户占比提升	12
5 研发投入持续走高，核心技术优势显现	13
6 盈利预测与投资建议	14
6.1 盈利预测	14
6.2 投资建议	17
风险提示：	18
财务报表与盈利预测	19

图表目录

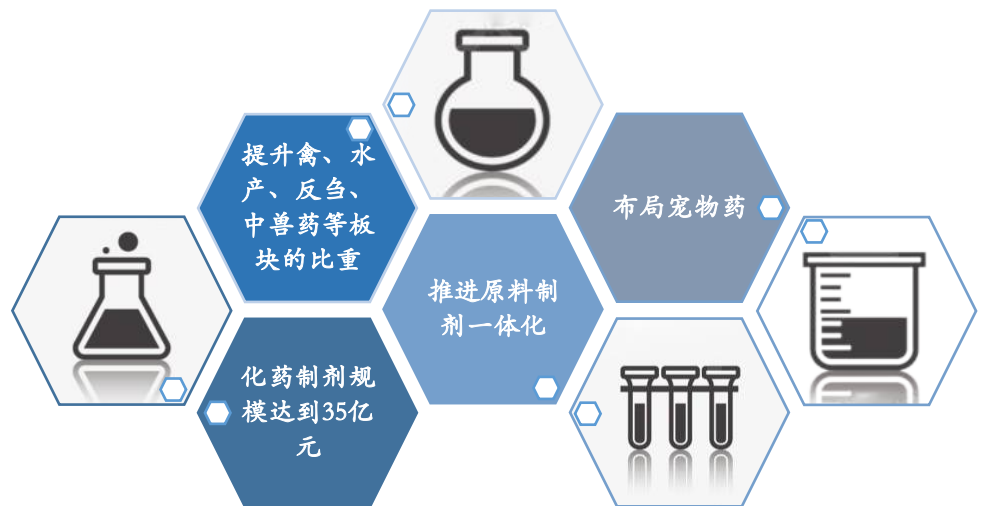
图表 1 公司五年规划四大战略方向	5
图表 2 公司制剂产能情况 (单位: 吨/年)	6
图表 3 公司泰万菌素原料药产能扩建情况	6
图表 4 2017-2021 年公司主营业务收入及增速 (亿元)	8
图表 5 2017-2021 年公司归母净利润及增速 (亿元)	8
图表 6 2017-2021 年公司泰万菌素收入及销量情况 (单位: 百万元、吨、%)	8
图表 7 2020 年 1 月~2022 年 6 月兽药原料价格指数 (VPI)	9
图表 8 2022Q1 公司主要产品原料药价格涨跌情况	9
图表 9 2018 全球兽药销售额占比	10
图表 10 2019 年我国兽药销售额占比	10
图表 11 公司主要产品市场空间 (单位: 亿元)	11
图表 12 兽药 GMP 主要内容	11
图表 13 2007-2020 年不同规模生猪养殖场出栏量占比	12
图表 14 2017-2021 年前五大客户销售额占比	13
图表 15 公司新兽药证书数量及占比	13
图表 16 2018-2021 年公司研发投入情况 (单位: 万元)	14
图表 17 公司收入成本预测表	15

1 新增产能正式投产，多赛道全面布局

在 2021~2025 年期间，公司聚焦四大战略方向：

- 1) **化药制剂规模达到 35 亿元**。2020 公司化药规模行业第二，仅次于齐鲁；
- 2) **推进原料制剂一体化**。公司在掌控化药制剂终端销量的情况下，向上游延伸，布局核心产品的原料药，降低成本端压力提高利润的同时，提升制剂产品的质量。公司新建泰乐菌素生产线，打通大环内酯的大品类产业链；同时公司也在积极布局其他几款产品的原料药。
- 3) **提升禽、水产、反刍、中兽药等板块的比重**，减少猪用兽药占比，以减小周期波动的影响；
- 4) **布局宠物药**。宠物市场空间较经济型动物更大，国内市场现以进口药为主，国产替代是未来方向，公司成立宠物分公司提前布局，目前拥有宠物药品研究中心以及 20 多人研发团队。

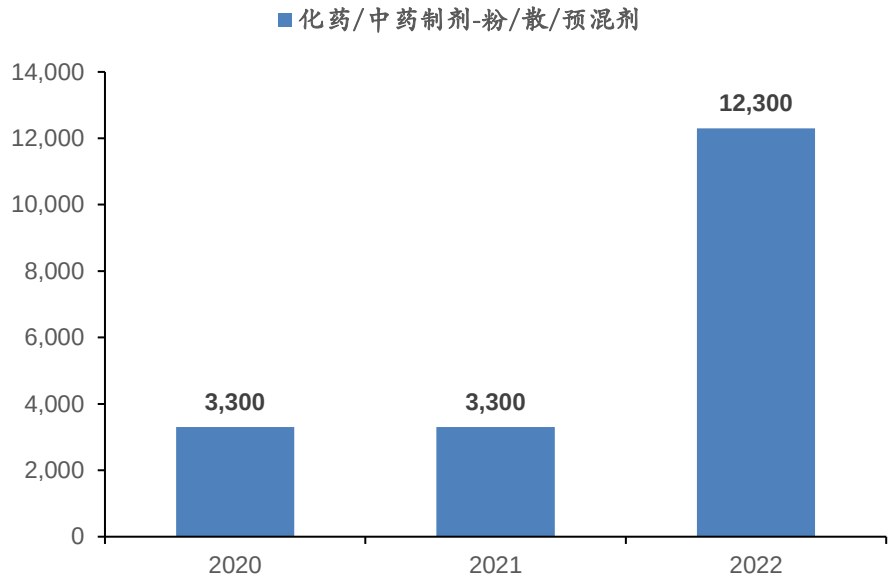
图表 1 公司五年规划四大战略方向



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2020 年 8 月，回盛生物 IPO 在创业板上市，募资 8.5 亿元主要用于新沟生产基地的建设以扩建产能。2021 年末新沟智能化工厂已顺利投产，年产能 10200 吨；另外公司可转债募投项目新建制剂产能 2100 吨/年，公司制剂产能合计 12300 吨/年，如果采取“轮班制”，实际年产量可达到 2.5 万吨/年，产能制约问题得到了有效缓解。

图表 2 公司制剂产能情况 (单位: 吨/年)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

原料药方面, 公司以前主要以外购原料药为主, 成本端受原料药价格波动较大。2021H2 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, 公司成本端压力较大。

为解决原料药价格周期波动的影响, 公司自建“年产 1000 吨泰乐菌素项目”和“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”原料药生产线, 以解决公司核心制剂产品泰乐菌素、泰万菌素、替米考星和泰地罗新的外购原料药需求。

① 泰万菌素发酵生产基地

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, 公司泰万菌素原料药三期扩建项目——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 公司的泰万菌素发酵基地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, 公司泰万菌素原料药生产规模将达到 840 吨, 位居全国第一。近年来随着公司发酵工艺的不断改进, 泰万菌素原料药实际年生产规模可超过 900 吨。

图表 3 公司泰万菌素原料药产能扩建情况

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 泰乐菌素原料药生产线

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原料药采购成本波动大，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“泰乐菌素原料药 2000 吨/年生产线”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，目前已经完成设备安装、调试阶段，将于 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，预计 2023 年上半年投产。此项目的投产，对公司在 大环内酯类抗生素系列产品的生产有重要意义，可彻底解决公司核心制剂产品泰万菌素、泰地罗新、泰乐菌素和替米考星的原料药外购依赖问题，减轻原料药价格周期波动的影响。

③ 中药提取及制剂生产线、宠物制剂综合生产线

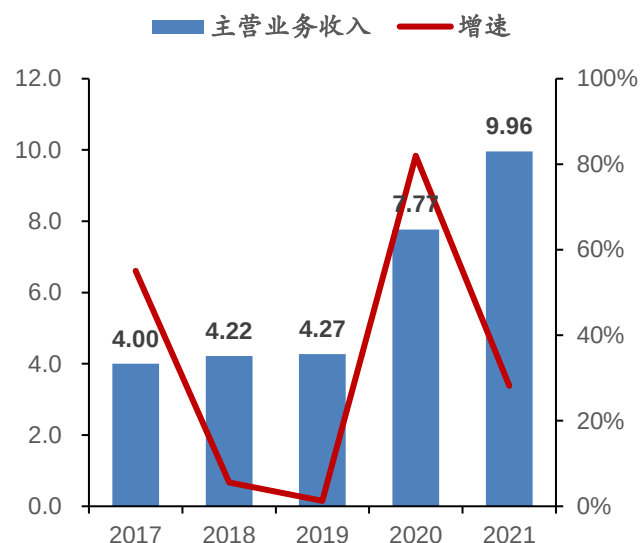
公司中药提取及制剂生产线建设项目于 2020 年启动，累计投入 6,008.6 万元，目前生产线的建设和调试已经完成，公司中药提取车间已于 2022 年 2 月份提交 GMP 申报，5 月份开始正式生产。

此外，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，以人用药和进口宠物药为主。未来随着宠物药国产替代的不断推进，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。

2 原料药价格回落，公司盈利能力提升

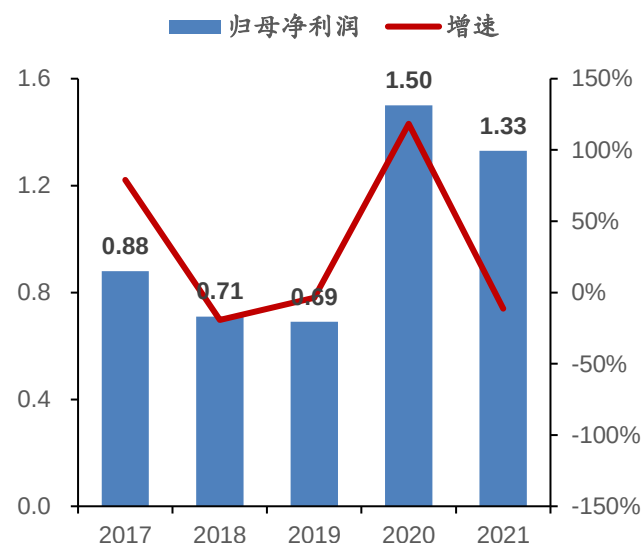
2021H2 公司上游原料药行业供给受限，兽药原料价格出现大幅上涨，给公司成本端带来较大压力；同时，2021 年下游养殖端行业景气度较差，养殖企业购买兽药积极性不高。为进一步扩大市场份额，公司采取产品销售价格保持不变的策略，导致各产品毛利率均出现一定幅度降低。在 2021 年猪价低迷的大环境下，公司加强营销拓展新客户，营业总收入达到 9.96 亿元，同比增长 28.14%；归母净利润 1.33 亿元，同比减少 11.52%，主要是外购原料药成本上升所致。

图表 4 2017-2021 年公司主营业务收入及增速 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

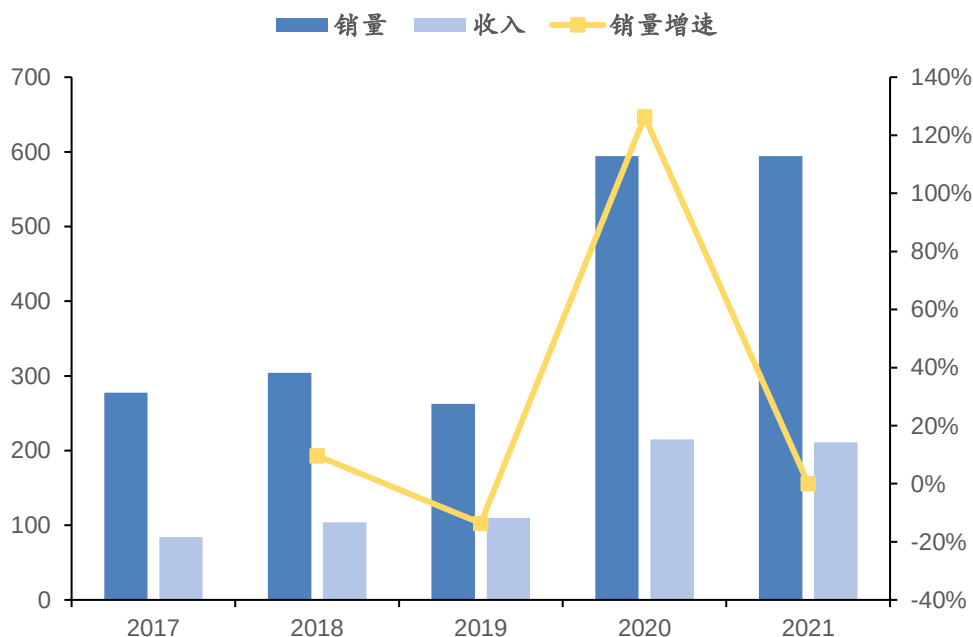
图表 5 2017-2021 年公司归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

分产品看, 2021 年公司主要产品氟苯尼考 (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%, 市占率大幅提升。核心产品泰万菌素销量与 2020 年基本持平, 主要因为下游养殖业及兽药整体环境不景气, 养殖户对新药接受度偏低; 以及养殖企业母猪淘汰较多, 泰万菌素主要治疗母猪蓝耳病, 其需求量收到一定影响。

图表 6 2017-2021 年公司泰万菌素收入及销量情况 (单位: 百万元、吨、%)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司成本端压力降低, 各产品毛利率回归正常水平。2021 年 11 月以来, 兽药

原料药价格开始下行。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，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 7 2020 年 1 月~2022 年 6 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

图表 8 2022Q1 公司主要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%

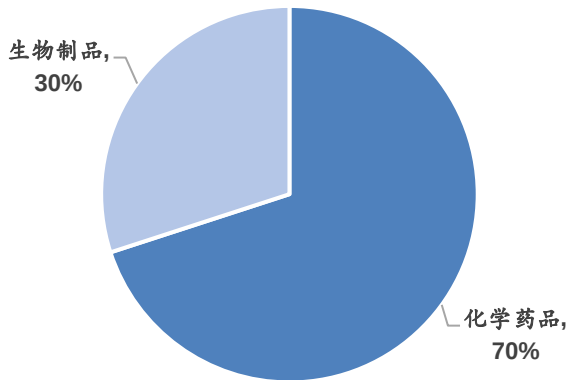
资料来源：中国兽药饲料交易中心，华安证券研究所

3 兽药市场空间巨大，新版 GMP 提高行业门槛

兽药行业主要包括化学药品和生物制品两大类产品，其中，化学药品又包括原料药、化学药品制剂、中药制剂等。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%。

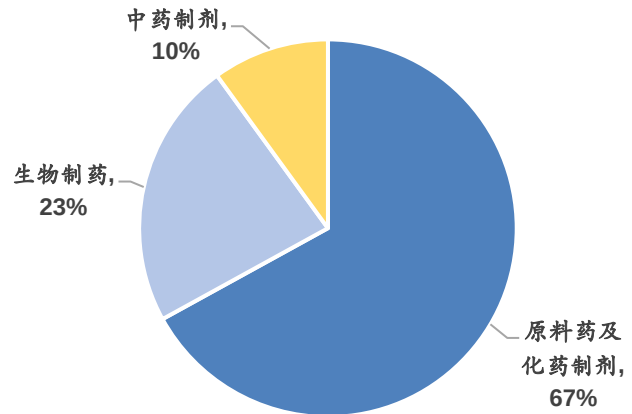
从产品结构看,在全球兽药市场中,化学药品所占份额最大,2018 年全球兽药行业化学药品占 70%,生物制品占 30%。化学药品在我国兽药行业中处于主导地位。2019 年,我国原料药及化学药剂销售额 336 亿元,占兽药行业销售额 67%;生物制药销售额 118 亿元,占比 23%;中药制剂销售额 50 亿元,占比 10%。

图表 9 2018 全球兽药销售额占比



资料来源:中国兽药协会,华安证券研究所

图表 10 2019 年我国兽药销售额占比



资料来源:中国兽药协会,华安证券研究所

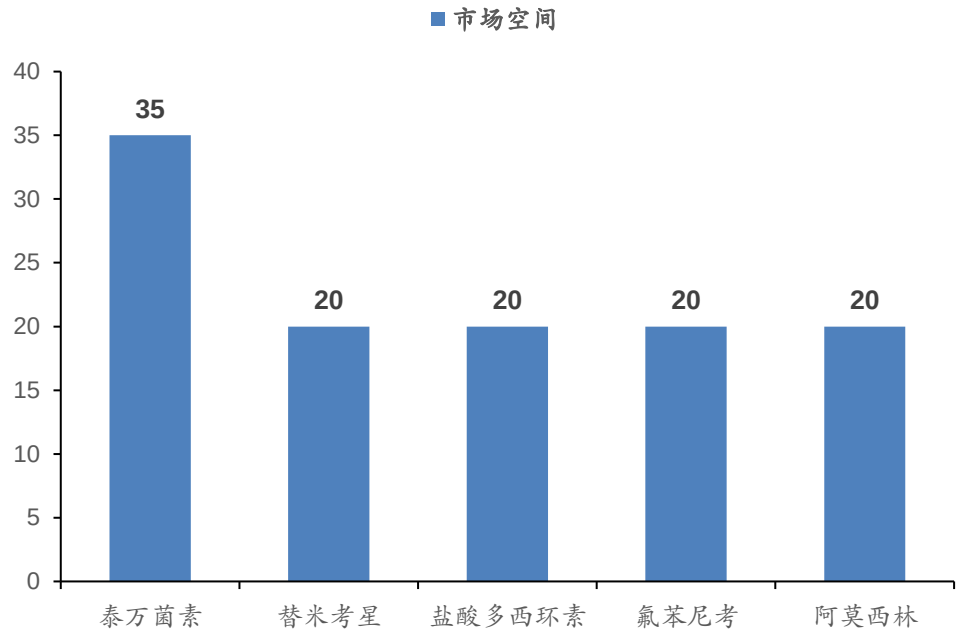
公司核心产品泰万菌素又称酒石酸乙酰异戊酰泰乐菌素,是通过微生物发酵获得的新型抗菌药物。酒石酸泰万菌素在临床上的主要应用包括:

① 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。

② 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。

泰万菌素适应症猪回肠炎现有的市场规模约 15~20 亿元;在蓝耳病防控方面,目前市场用药以替米考星为主,但副作用较大,也没有其他有效治疗方案,随着公司“泰万菌素+中兽药”方案的推广,预计潜在市场可达 20 亿元。公司其他主要产品替米考星、盐酸多西环素、氟苯尼考、阿莫西林市场空间各 20 亿元。公司主要产品市场空间合计超过 115 亿元,未来增长潜力巨大。

图表 11 公司主要产品市场空间 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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。2020 年 4 月 21 日, 农业农村部发布了新版兽药 GMP, 并规定截止 2022 年 6 月 1 日, 凡未通过新版兽药 GMP 检查验收的兽药生产企业 (生产车间), 一律停止兽药生产活动, 进一步提高了国家兽药质量标准和环保标准。据中国兽药协会统计, 截止 2020 年底, 我国共有兽药 GMP 生产企业 1,665 家。截至 2022 年 5 月 31 日新版兽药 GMP 的最后期限, 预计兽药企业淘汰率达到三分之一, 行业门槛进一步提升。

图表 12 兽药 GMP 主要内容



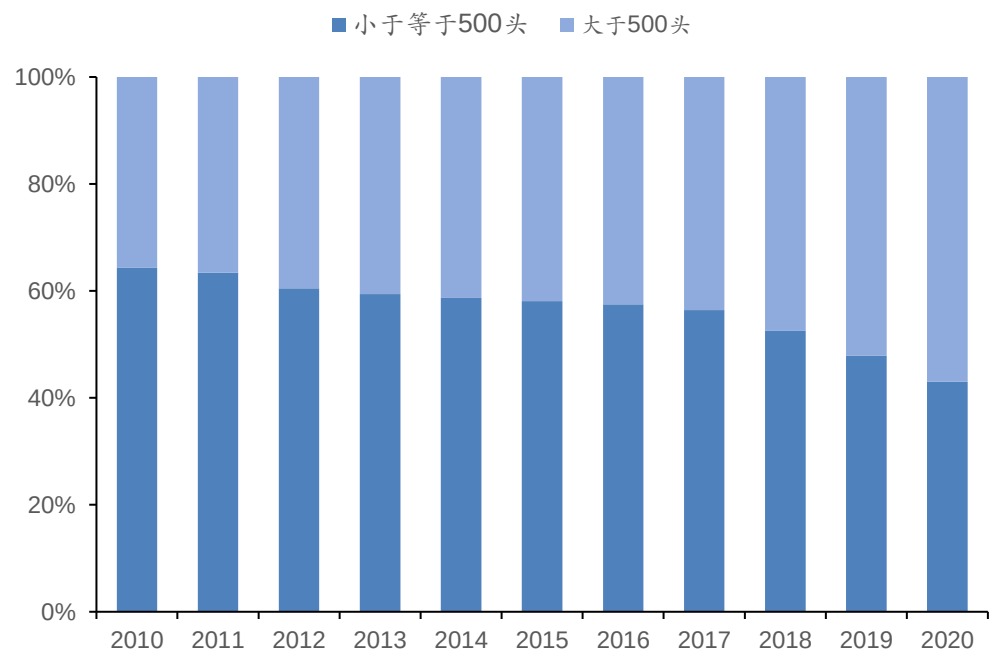
资料来源: 《兽药生产质量管理规范》, 华安证券研究所

4 养殖行业集约化，集团客户占比提升

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。

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。

图表 13 2007-2020 年不同规模生猪养殖场出栏量占比

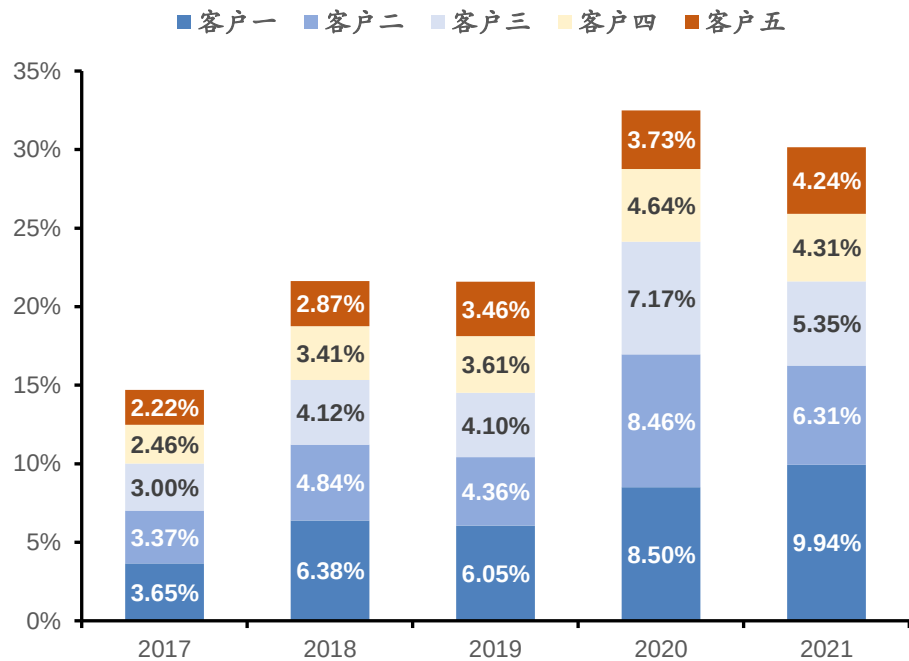


资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

集团客户占比高。从前五大销售客户来看，公司客户主要为集团化养殖企业和地区经销商。随着下游养殖业集中化程度的不断提升，从主要销售对象来看，均为大型集团化养殖企业，与新希望、双胞胎、天邦股份、中粮肉食、正大集团、扬翔集团、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。2020-2021 年前十大客户销售占比分别达到 42.73%、43.97%。

集团客户覆盖方面，前 10 大养殖企业已有 9 位是公司客户，根据猪场头均化药数据显示，公司兽药占比约 5%~15%，个别企业达到 40%~50%，客户粘性很强；在规模前 20 的养殖企业中，已有 17 位是公司客户；公司计划进一步覆盖排名 21-120 位的规模猪企，未来增长的边际效应将非常明显。

图表 14 2017-2021 年前五大客户销售额占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

5 研发投入持续走高，核心技术优势显现

坚持技术驱动战略，推进科研体制改革。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。

核心技术及研究成果方面，公司主要有工业发酵菌种基因工程改造技术、原料药水溶媒提取技术、分子包合技术等 7 项核心技术，涉及原料药、化药制剂以及中药制剂制备技术。公司第三代抗生素——泰万菌素在发酵的菌种、制剂方面都具有明显优势；第四代抗生素泰地罗新，目前 20 多家企业，获得生产批文的仅 4 家，在市场上能够商业化销售的仅 2 家。

图表 15 公司新兽药证书数量及占比

项目		2011	2015	2018	2020	2021
公司	二类新兽药证书数量	1	2	0	1	2
	二类新兽药证书	盐酸沃尼妙林预混剂 (10%)	马伯沙星、马波沙星片	——	加米霉素注射液	泰地罗新 (二类)、泰地罗新注射液 (二类)
	三类新兽药证书数量	0	0	2	1	1

	三类新兽药证书	——	——	枣胡散、茯苓多糖散	土苓茅根颗粒	功芎止痢散（三类）
	新兽药证书（合计）	1	2	2	2	3
	新兽药证书占比	——	——	2.8%	2.9%	4.1%
	二类新兽药证书占比	——	——	0%	4.2%	14.3%
	三类新兽药证书占比	——	——	5.7%	3.1%	2.1%
全国	注册新兽药证书-二类	——	——	24	24	14
	注册新兽药证书-三类	——	——	35	32	48
	注册新兽药证书（合计）	——	——	71	70	74

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司目前有四大研发平台。①华农-回盛研究院：成立于 2021 年，主要做超前的行业前列研究、重大疾病解决方案的研究；预计未来 5 年会在该平台投入 1 亿元做前沿性的研究和重大疾病的研究；②湖北省动物保健品生物技术研究中心：主要是生产和制造相关的研发，生产工艺和配方等方面的产业化；③湖北省兽药工程技术研究中心：主要做市场化方面的产品研究；④宠物药品研究中心：成立于 2021 年，目前拥有团队 20 多人，主要以驱虫药和消炎药的研究为主。

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 16 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

6 盈利预测与投资建议

6.1 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 17 公司收入成本预测表

百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	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%
营业成本	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%
营业利润	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%
毛利率	52.7%	50.7%	43.6%	38.3%	37.0%	27.2%	31.4%	32.4%	34.0%
一、兽用原料药及制剂									
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%

(4)阿莫西林	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
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%
(5)盐酸多西环素	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
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%
3、兽用中药制剂	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
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%
二、饲料及添加剂	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
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

6.2 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，维持“买入”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。

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
流动资产	1599	1284	1204	1279	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	2742	2809	3111	3568	利润总额	151	151	228	362
流动负债	503	437	538	677	所得税	18	18	27	43
短期借款	100	100	100	100	净利润	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	归属母公司净利润	133	133	201	319
非流动负债	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					
负债合计	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					
负债和股东权益	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	
经营活动现金流	156	152	196	294	成长能力				
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	获利能力				
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%
投资活动现金流	-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	偿债能力				
其他投资现金流	5	0	0	0	资产负债率 (%)	41.0%	37.6%	37.2%	36.3%
筹资活动现金流	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	营运能力				
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
现金净增加额	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	27.01	17.90	11.28
每股经营现金流	0.94	0.92	1.18	1.77	P/B	2.92	2.05	1.84	1.58
每股净资产	9.75	10.55	11.76	13.68	EV/EBITDA	27.45	19.33	14.14	9.65

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。