

回盛生物 (300871.SZ)

养殖回暖叠加产能投放，兽药制剂龙头或迎量利齐升

买入

核心观点

公司是国内兽药制剂龙头。回盛生物主营兽用药品，产品主要包括化药制剂、原料药、中药制剂以及饲料添加剂四大类，其中，公司近85%收入来自兽用化药制剂。自成立以来，公司稳步扩张产能，扎实搭建研发体系，截至2021年末，泰万菌素年产能已达240吨，固态和液态兽用原料药及制剂年产量已分别达8736吨、108万升，公司产品已实现主流兽用化药的全覆盖，并已在国内兽用化药制剂领域占据领先地位，市场份额常年稳居行业前十。

猪价向好带动动保行业景气上行，政策有望推动兽药企业转型升级加速。对于周期，我们认为2022年一季度是未来三年猪价最低迷的时刻，目前猪价上涨达到22元/公斤以上，行业景气上行，动保行业经营亦有望在猪价带动下边际向好。对于行业本身，中短期，新版GMP最终期限已至，兽药落后产能短期迎来明显出清，叠加饲料端禁抗带来的养殖端需求升级，研发、产品优势明显的头部兽药企业有望充分受益，抢占更多份额；长期，养殖行业规模化进程正在加速，头部兽药企业有望依靠其在研发、产品和渠道等方面优势，更好地契合规模养殖企业需求，市场份额有望进一步向头部集中。

上游原料产能稳步投放，公司经营或于二季度开启量利齐升。短期，国内兽用原料药价格已于2022Q1回落至正常区间，公司兽用化药制剂成本端压力基本解除，而收入端或随下游养殖利润修复而回暖，公司量利表现有望在2022Q2迎来底部回暖。中期，公司向上游加码原料药产能，未来泰乐菌素和泰万菌素的年产能将分别达2000吨、840吨，依靠泰万菌素相关产品和集团客户直销渠道等方面的优势，预计新增产能投产后的业绩释放确定性较高，未来或有效增强公司兽药制剂产品的成本和质量优势，并推动其规模持续扩张。长期，公司直销比例已超60%，未来亦有望充分受益养殖链规模化进程带来的成长红利。

盈利预测与估值：公司作为规模养殖企业的优质兽药服务商，业绩和估值已于一季度到达底部，安全边际足够，接下来猪价的景气上行有望带动公司收入端持续回暖，叠加未来公司原料药产能稳步投放，我们看好公司业绩增长弹性，预计公司2022-2024年归母净利润分别为0.9/1.7/3.2亿元（-33.5%/91.8%/88.7%），EPS分别为0.53/1.02/1.92元。通过多角度估值，预计公司合理估值26.9-29.2元，相对目前股价溢价空间为25%-35%，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：原料药价格再度大幅上涨的风险；非洲猪瘟导致猪用兽药产品销量大幅下滑的风险；下游养殖规模化进程不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	777	996	1,111	1,626	2,285
(+/-%)	82.0%	28.1%	11.5%	46.3%	40.5%
净利润(百万元)	150	133	88	168	319
(+/-%)	118.4%	-11.5%	-33.9%	91.7%	89.2%
每股收益(元)	1.36	0.80	0.53	1.01	1.92
EBIT Margin	21.6%	13.0%	9.7%	13.1%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	8.2%	5.2%	9.1%	15.2%
市盈率 (PE)	15.4	26.2	39.5	20.6	10.9
EV/EBITDA	14.3	29.0	29.0	16.9	11.1
市净率 (PB)	1.67	2.15	2.04	1.88	1.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

农林牧渔 · 动物保健 II

证券分析师：鲁家瑞 **联系人：李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn lirui@guosen.com.cn
 S0980520110002

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	26.90 - 29.20元
收盘价	20.90元
总市值/流通市值	3469/1735百万元
52周最高价/最低价	40.88/15.05元
近3个月日均成交额	47.58百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：全链纵深的兽药制剂龙头	5
发展历程：深耕兽用化药二十载，全链纵深布局助发展	5
公司治理：股权结构较清晰，员工激励促发展	6
经营情况：成本收入两端承压，短期业绩下滑明显	6
行业分析：猪价向好带动景气上行，政策推动转型升级加速	9
市场概况：原料药价格走高，制剂产能明显过剩	9
短期景气向好：养殖周期景气上行，兽药销售或随猪价回暖	12
中期政策推动：新版 GMP+饲料禁抗，行业转型升级加速	13
长期格局重塑：养殖规模化进程加速推进，头部化药市场或充分受益	14
公司看点：周期上行叠加产能投放，看好未来业绩增长弹性	16
经营改善：成本端压力解除，猪价上行有望带动收入端回暖	16
产能投放：向上加码原料药，多方位优势助力未来业绩释放	17
盈利预测	22
假设前提	22
未来 3 年业绩预测	23
盈利预测的敏感性分析	23
估值与投资建议	24
绝对估值：26.9-28.1 元	24
相对估值：27.6-29.2 元	25
投资建议	25
附表：财务预测与估值	28
免责声明	29

图表目录

图 1: 公司重视研发体系建设, 兽药业务稳步扩张	5
图 2: 公司股权结构清晰, 实控人为张卫元、余姣娥 (截至 2022 年 3 月 31 日)	6
图 3: 公司 2021 年实现营收近 10 亿元, 同比增长 28.1%	7
图 4: 公司营收增速自 21Q3 开始明显放缓	7
图 5: 公司 2021 年实现净利润 1.3 亿元, 同比减少 11.5%	7
图 6: 公司 21Q3 以来盈利承压明显, 22Q1 净利同比下滑近 97%	7
图 7: 兽用化药制剂企业 2021 年毛利率均下滑明显	8
图 8: 公司销售费用率近年持续降低	8
图 9: 兽用化药制剂 2021 年贡献了公司近 85% 的收入	8
图 10: 泰万菌素相关产品 2019 年贡献了公司四分之一的收入	8
图 11: 国内兽用化药市场规模 2014-2019 年 CAGR 为 5.32%	9
图 12: 化药制剂仍在兽用化药市场中占主导地位	9
图 13: 2021 年氟苯尼考价格同比上涨明显	9
图 14: 2021 年酒石酸泰乐菌价格同比上涨明显	9
图 15: 2021 年上游能源及基础化工产品 PPI 同比增幅远大于兽用药品	10
图 16: 化药制剂行业产能明显过剩 (2019 年)	11
图 17: 大型兽用化药企业的毛利率显著高于其他企业	11
图 18: 国内兽用化药企业数量结构 (2018 年)	11
图 19: 国内兽用化药企业销售额结构 (2018 年)	11
图 20: 生猪价格近期回暖明显, 多数养殖户已由亏转盈	12
图 21: 全国能繁母猪存栏数量自 7 月开始环比下降	12
图 22: 养殖利润修复或提升养殖户在防疫方面的支出	12
图 23: 动保板块的贝塔行情值得关注	12
图 24: 生猪养殖行业 2021 年的 CR10 为 17% (以出栏量计)	14
图 25: 养殖规模化进程有望继续加速推进	14
图 26: 2020 年国内兽药行业的 CR10 约为 22%	15
图 27: 兽药市场中各类产品的集中度分化明显	15
图 28: 兽药原料价格已于 2022 年初回落至低位	16
图 29: 酒石酸泰乐菌素价格已于 2022 年初回落至低位	16
图 30: 氟苯尼考价格已回落至低位	16
图 31: 盐酸多西环素价格已回落至历史低位	16
图 32: 2021 年公司兽药产品产销率下滑明显	17
图 33: 公司存货周转周期约为一个季度	17
图 34: 公司核心产品为泰万菌素相关制剂	19
图 35: 泰万菌素是泰乐菌素的衍生物, 可由泰乐菌素合成	19
图 36: 茯苓多糖可明显增强仔猪的生长性能	19
图 37: 茯苓多糖可明显增强母猪的免疫性能	19

图 38: 公司研发团队规模近年扩张明显	19
图 39: 公司近年持续加大研发投入	19
图 40: 公司前五大客户收入占比约为 30%	20
图 41: 公司兽用化药销量持续高速增长	21
图 42: 公司新增产能有望增强公司兽药制剂产品成本优势	21
图 43: 参考公司历史 PE 表现, 我们预计公司 2022 年动态 PE 中枢有望达到 52-55x	25
表 1: 激励计划中近 80%的限制性股票授予 29 名核心员工	6
表 2: 公司股权激励计划以净利润增长率为长期考核目标	6
表 3: 主要猪用原料药一览	10
表 4: 2021 年部分重要兽用化药投资项目	11
表 5: 新版 GMP 主要修订内容	13
表 6: 国内饲料领域正式进入禁抗时代	14
表 7: 公司以 IPO 超募资金 2.6 亿元投建年产 1000 吨泰乐菌素项目 (截至 2021 年末数据)	17
表 8: 公司募资 2.85 亿元投建年产 1000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目	18
表 9: 泰万菌素具有预防、治疗双用途, 可在保育、育肥等多阶段使用	20
表 10: 回盛生物业务拆分	22
表 11: 未来 3 年盈利预测表	23
表 12: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	23
表 13: 公司盈利预测假设条件 (%)	24
表 14: 资本成本假设	24
表 15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	24

公司概况：全链纵深的兽药制剂龙头

回盛生物主营兽用药品，产品包括化药制剂、原料药、中药制剂以及饲料添加剂四大类，其中，公司近 85%收入来自兽用化药制剂，目前已在兽用化药制剂领域占据领先地位，市场份额常年稳居行业前十。公司近年正积极拓展创新产品，稳步加码原料药，在养殖规模化带来的行业机遇下，公司未来发展前景可期。

发展历程：深耕兽用化药二十载，全链纵深布局助发展

回盛生物成立于 2002 年，至今已在兽用药品领域深耕近二十年，公司期间：

◆ 业务稳步扩张，全链纵深发展

公司粉剂/预混剂生产线、注射剂生产线分别于 2005 年和 2006 年取得 GMP 证书，其后于 2010 年便跻身国内兽药制剂类企业 30 强。2011 年公司收购湖北回盛，并据此加速全链扩张。制剂方面，湖北回盛旗下的综合制剂及中药生产线、非最终灭菌注射剂生产线先后于 2015 年和 2017 年建成投产，并于 2018 年开始兴建粉/散/预混剂自动化生产基地；原料药方面，湖北回盛先后于 2012 年、2016 年和 2020 年建成投产原料药生产线一二期工程，并于 2020 年 IPO 募资建设年产 160 吨泰万菌素项目、年产 1000 吨泰乐菌素项目，于 2021 年启动年产 1000 吨泰乐菌素和 600 吨泰万菌素项目。2021 年，公司固态兽用原料药及制剂年产量已达 8736 吨，液态兽用原料药及制剂年产量已达 108 万升，已实现主流兽用化药产品的全覆盖。

◆ 重视研发体系建设，多项成果已经兑现

公司始终重视产学研合作，早在 2012 年便被评为“湖北省农业领域产学研合作优秀企业”。2013 年，公司成立院士专家工作站及华中农业大学博士硕士工作站，并于次年被评为“全国先进院士专家工作站”。目前公司已与行业内知名院校如中国农业大学、华南农业大学等均建立了长期稳定的合作关系，并于 2021 年与华中农业大学共同建立“华农-回盛研究院”，进一步在创新药物、创新理论、系统临床解决方案等方面开展深入合作研究。截至目前，公司已获得马波沙星、茯苓多糖散、加米霉素、泰地罗新等多个新兽药证书，参研的“夏威夷链霉菌及其用途”于 2017 年荣获中国专利优秀奖，为大环内酯类业务发展奠定了良好基础。

图 1：公司重视研发体系建设，兽药业务稳步扩张

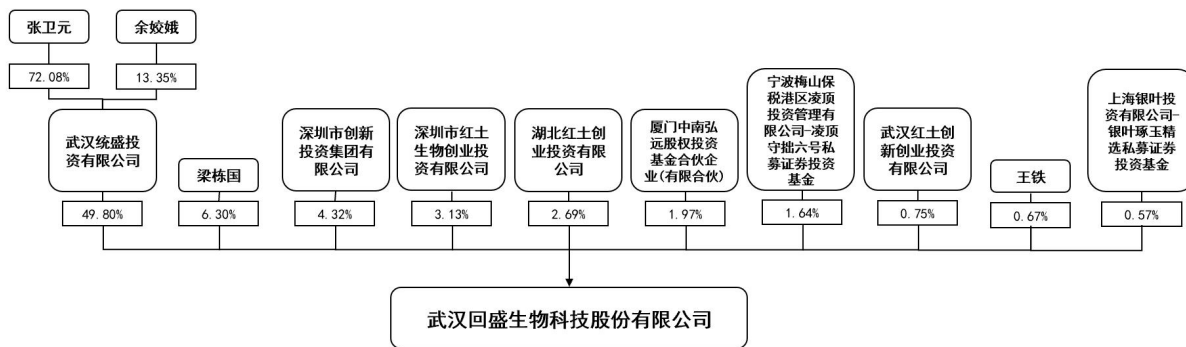
2002年 公司成立	2006年 公司注射剂生 产线取得兽药 GMP证书	2008年 公司被认定为 湖北省兽药工 程技术研究 中心依托单位	2011年 收购子公司湖 北回盛；施比 龙公司被认定 为国家高新技 术企业	2013年 成立院士专家 工作站及华中 农业大学博士 硕士工作站； 湖北回盛被认 定为国家高新 技术企业	2015年 获得马波沙星、 马波沙星片 2 项新兽药证书； 子公司湖北回 盛综合制剂及 中药生产线建 成投产	2017年 湖北回盛非最 终灭菌注射剂 生产线建成投 产； “夏威夷链霉 菌及其用途” 荣获中国专利 优秀奖	2020年 湖北回盛原料药三期 生产线建成投产； 获得加米霉素 1 项新 兽药证书； 使用 IPO 超募资金建 设 1000 吨/年泰乐菌 素项目的生产线
2005年 公司粉剂/预 混剂生产线取 得兽药 GMP 证 书	2007年 荣获湖北省农 业产业化重点 龙头企业	2010年 荣获兽药制剂 类企业 30 强	2012年 湖北回盛原料 药生产线建成 投产；被评为 湖北省农业领 域产学研合作 优秀企业	2014年 被评为全国先 进院士专家工 作站； “夏威夷链霉 菌及其用途” 荣获湖北省技 术发明二等奖	2016年 湖北回盛原料 药二期生产线 建成投产	2018年 获得枣胡散、茯苓多糖 散 2 项新兽药证书； 公司兴建粉/散/预混剂 自动化生产基地 湖北回盛兴建原料药三 期生产线	2021年 获得泰地罗新（二类）、 泰地罗新注射液（二类） 新兽药证书； 湖北回盛启动年产 1000 吨/年泰乐菌素和 600 吨 泰万菌素项目； 与华中农业大学共同建 立了“华农-回盛研究 院”

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司治理：股权结构较清晰，员工激励促发展

公司股权结构较为清晰，控股股东为武汉统盛投资有限公司，张卫元、余姣娥夫妻两人通过武汉统盛投资有限公司间接持有公司 42.54% 的股份，是公司实控人。其他股东中，梁栋国、深圳市创新投资集团有限公司持股比例较高，分别为 6.30% 和 6.80%。

图2：公司股权结构清晰，实控人为张卫元、余姣娥（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司已通过股权激励计划建立了针对业绩的长效激励机制。2021 年 6 月，公司发布 2021 年限制性股票激励计划，并于 2021 年 8 月以定增方式向公司 2 名高管、29 名核心骨干员工授予限制性股票合计 48.80 万股，占当时总股本 0.29%。本次激励计划主要针对核心骨干员工，近 8 成限制性股票被授予核心骨干员工，并以 2020 年净利润为基数，制定了 2021-2023 年净利润分别增长 30%、65% 和 100% 的业绩考核目标，未来有望推动公司在降本提效的同时，稳步扩张业务规模。

表1：激励计划中近 80% 的限制性股票授予 29 名核心员工

职务	获授限制性股票数量（万股）	占授予总量的比例
副总经理	5.53	11.33%
副总经理、董事会秘书、财务总监	4.42	9.06%
核心骨干员工	38.85	79.61%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司股权激励计划以净利润增长率为长期考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 30%
第二个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 65%
第三个解除限售期	以 2020 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 100%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营情况：成本收入两端承压，短期业绩下滑明显

从收入端表现来看，受 2021 年猪价大幅下滑影响，下游养殖企业陷入深亏，进而冲击上游动保产品需求，公司营收的同比增速在 2021Q3 便开始大幅放缓，并于 2021Q4 转负。2022Q1 受节后养殖端再度陷入深亏影响，公司收入端进一步承压，营收同比大幅下滑 34.4%。进一步结合周转指标来看，在养殖端陷入深亏、资金紧张的情况下，公司 2021 年存货周转天数和应收账款天数相较往年分别增加 15.6

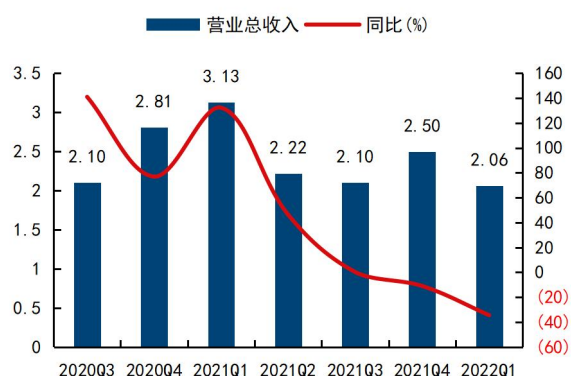
天和 8.9 天，公司资金周转同样短期承压。

图3: 公司 2021 年实现营收近 10 亿元，同比增长 28.1%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司营收增速自 21Q3 开始明显放缓



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

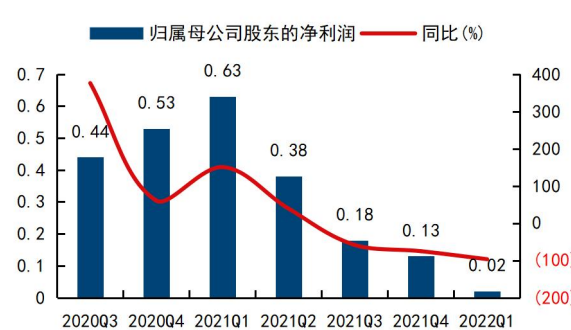
从成本端来看，2021 年下半年受能源价格上涨、双控限电以及环保停工等多重因素冲击，原料药供给短期受阻，价格大幅上涨，进而导致公司化药制剂业务成本端承压明显。从归母净利润表现来看，在收入端和成本端双重压力下，公司盈利表现自 2021Q3 开始同比大幅下滑，2021Q3、2021Q4、2022Q1 的归母净利润分别同比下滑 58.5%、75.3%、96.8%，但和同行相比，公司 2021 年的销售毛利率仍然高于同行平均水平，销售费用率则低于同行平均水平，且近年也呈持续下滑趋势。

图5: 公司 2021 年实现净利润 1.3 亿元，同比减少 11.5%



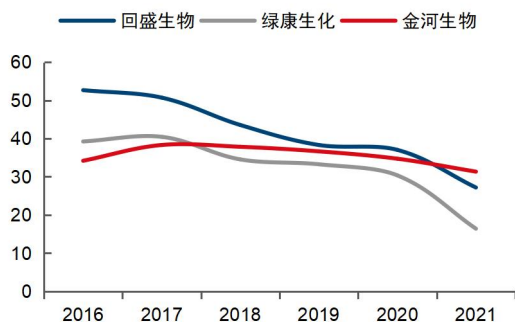
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司 21Q3 以来盈利承压明显，22Q1 净利同比下滑近 97%



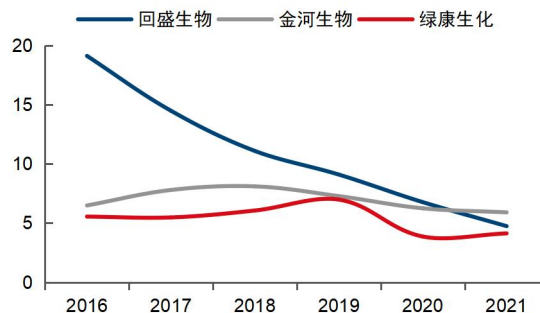
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：兽用化药制剂企业 2021 年毛利率均下滑明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

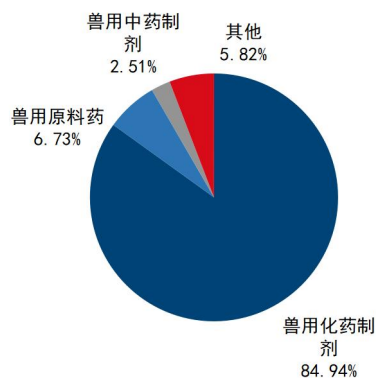
图8：公司销售费用率近年持续降低



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

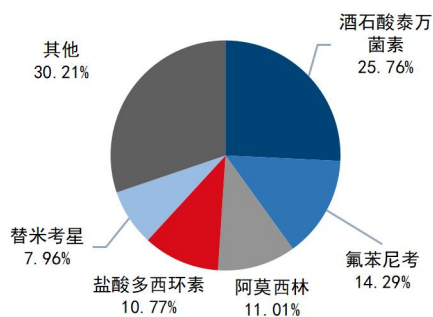
分业务来看，兽用化药制剂是公司目前的核心创收盈利业务，2021 年兽用化药制剂业务实现收入 8.46 亿元，占公司总收入的 84.9%，实现毛利 2.19 亿元，占总毛利的 84.0%。从细分产品来看，酒石酸泰万菌素的相关产品是公司的核心创收品类，2019 年贡献公司四分之一收入，另外氟苯尼考、阿莫西林、盐酸多西环素也分别贡献公司超 10% 的收入。除了兽用化药制剂业务，2021 年公司兽用原料药、兽用中药制剂业务分别实现收入 6725.94 万元、2491.95 万元，目前占比仍较小。

图9：兽用化药制剂 2021 年贡献了公司近 85% 的收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：泰万菌素相关产品 2019 年贡献了公司四分之一的收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业分析：猪价向好带动景气上行，政策推动转型升级加速

市场概况：原料药价格走高，制剂产能明显过剩

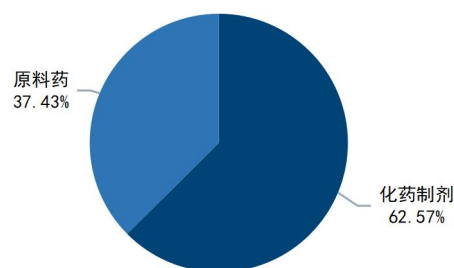
市场规模稳步扩张，化药制剂占六成销售额。从规模来看，国内兽用化药市场呈稳步扩张趋势，2019年总销售额首度突破300亿元，2014-2019年CAGR为5.3%。从结构来看，化药制剂仍在兽用化药市场中占主导地位，2019年国内兽用原料药、化药制剂的销售额分别为108.41亿元、181.20亿元，于国内兽用化药总销售额中的占比分别为37.43%、62.57%。

图11：国内兽用化药市场规模 2014-2019年 CAGR 为 5.32%



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

图12：化药制剂仍在兽用化药市场中占主导地位



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

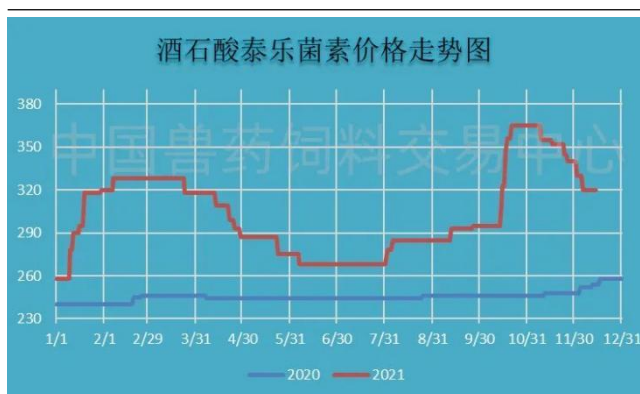
成本压力叠加需求走弱，制剂类企业 2021 年承压明显。在能源、化工原料等大宗商品价格持续上涨的背景下，2021 年兽用原料药成本端承压明显，叠加生猪养殖产能恢复带来的需求回暖，猪用原料药 2021 年价格普遍上涨明显。据兽用饲料交易中心统计，2021 年酒石酸泰乐菌素高峰时期价格较年初上涨接近 4 成，替米考星高峰时期价格较年初上涨超 3 成，氟苯尼考价格创记录新高。对于制剂类企业，在原料药涨价和猪价低迷的双重压力下，2021 年盈利空间收缩明显。以头部制剂类企业回盛生物为例，其相关业务毛利率相较 2020 年下滑 11.12pct 至 26.85%。

图13：2021 年氟苯尼考价格同比上涨明显



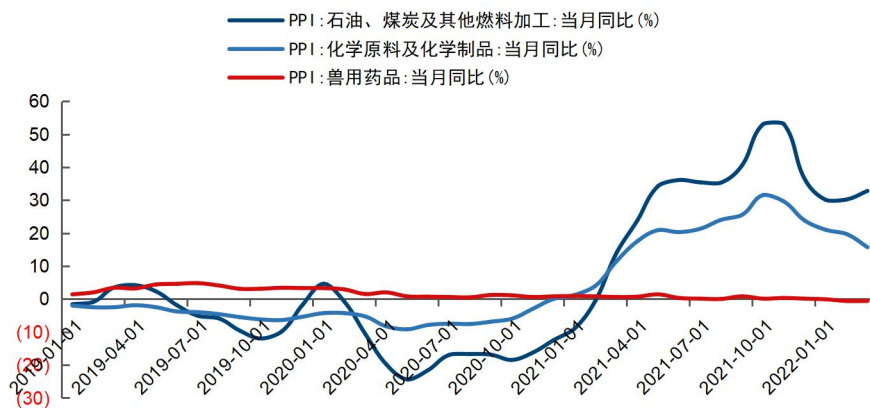
资料来源：兽用饲料交易中心，国信证券经济研究所整理

图14：2021 年酒石酸泰乐菌素价格同比上涨明显



资料来源：兽用饲料交易中心，国信证券经济研究所整理

图 15: 2021 年上游能源及基础化工产品 PPI 同比增幅远大于兽用药品



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

表 3: 主要猪用原料药一览

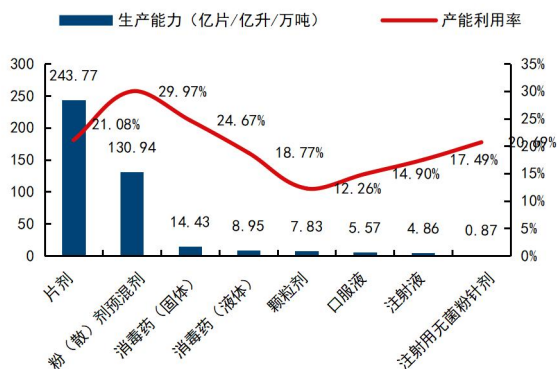
名称	主要功效	主要生产企业
氟苯尼考	用于防治猪的气喘病、传染性胸膜性肺炎、萎缩性鼻炎、猪肺疫、链球菌病等引起的呼吸困难、体温升高、咳嗽, 打嗝、采食量下降、消瘦等有非常强疗效, 对大肠杆菌等引起仔猪黄白痢、肠炎、血痢、水肿病等有效。	浙江海翔、江苏恒盛、湖北中牧、浙江康牧、湖北龙翔、浙江润康、山东国邦
酒石酸泰乐菌素	用于治疗 and 预防由支原体、金黄葡萄球菌、化脓杆菌、肺炎双球菌、丹毒杆菌、副嗜血杆菌、脑膜炎奈瑟氏菌、巴氏杆菌、螺旋体、球虫等病原体引起的各种呼吸道、肠道、生殖道和运动系统感染; 对支原体有特效	Elanco、Huvepharma、泰瑞制药、鲁抗医药、齐鲁制药
替米考星	对支原体病和副猪嗜血杆菌等病具有很敏感的疗效; 对胸膜肺炎放线杆菌、溶血性巴氏杆菌、多杀性巴氏杆菌以及畜禽支原体病具有比泰乐菌素更强的抗菌活性	Elanco、Huvepharma、泰瑞制药、鲁抗医药、齐鲁制药、TopPharmChemicalGroup、HISUN、Apeloa
泰妙菌素	对金黄色葡萄球菌、链球菌、支原体、猪胸膜肺炎放线杆菌、猪密螺旋体痢疾等有较强的抑制作用	山东胜利、浙江浙大阳光、浙江升华拜克、山东鲁抗医药、内蒙古新威远、宁夏多维药业等

资料来源: 百度百科, 贝哲斯咨询, QYRESEARCH, 国信证券经济研究所整理

制剂产能明显过剩, 大型企业纷纷加码原料药。据中国兽药协会统计, 国内化药制剂产能目前主要集中在片剂和粉(散)剂预混剂, 2019 年国内的生产能力分别为 243.77 亿片和 130.94 亿升, 产能利用率分别为 21.08%、29.97%。在其他类型化药制剂中, 除消毒药(固体)外, 其他类型制剂的产能利用率均低于 20%, 行业产能明显过剩。从竞争格局来看, 2018 年国内兽用化药企业共有 1515 家, 其中, 中小企业占比超 9 成, 但行业超 9 成销售收入来自于大中型企业, 依靠技术、产品、规模等方面的优势, 大型兽用化药企业的业务毛利率明显高于其他企业。

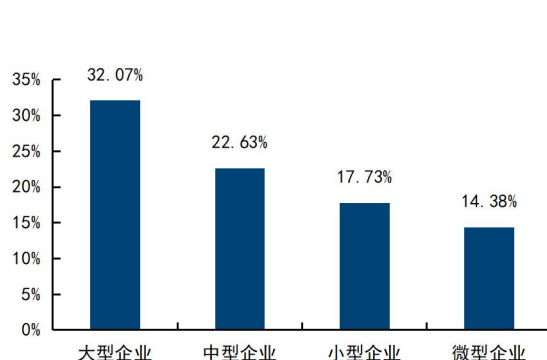
近年国内大型兽药企业纷纷加码上游原料药赛道, 稳步扩张相关产能, 其中江苏联环药业集团计划投资 40 亿元建设年产 5000 吨盐酸土霉素和盐酸强力霉素项目, 内蒙古华曙二期年产 1 万吨土霉素碱于 2021 年项目开工建设, 回盛生物未来泰万菌素、泰乐菌素年产能将分别升至 840 吨、2000 吨, 预计待相关项目落地, 头部兽用化药企业的成本和规模优势或进一步凸显, 兽用化药行业集中度有望进一步提高。

图 16: 化药制剂行业产能明显过剩 (2019 年)



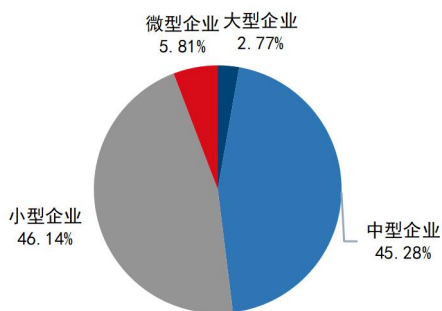
资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

图 17: 大型兽用化药企业的毛利率显著高于其他企业



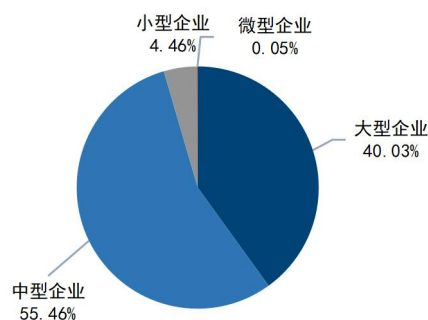
资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

图 18: 国内兽用化药企业数量结构 (2018 年)



资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

图 19: 国内兽用化药企业销售额结构 (2018 年)



资料来源: 中国兽药协会, 国信证券经济研究所整理

表 4: 2021 年部分重要兽用化药投资项目

项目名称	参投公司名称	总投资 (亿元)
中国兽药谷	枣庄经济开发区	80
年产 5000 吨盐酸土霉素和盐酸强力霉素项目	江苏联环药业集团	40
内蒙古华曙二期年产 1 万吨土霉素碱项目	内蒙古华曙生物科技有限公司	30
正泽生物绿色农兽药、医药及中间体项目	正泽生物	20
2000 吨强力霉素项目	中晖药业	13
高端原料药及中间体项目	华欣药业	10
2000 吨盐酸多西环素、1500 吨盐酸土霉素项目	内蒙古久鹏制药有限公司	10
年产 1000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目	回盛生物	7.2
湖南绿亨世源动物药业产业园项目	北京绿亨科技集团	1.08

资料来源: 兽用饲料交易中心, 国信证券经济研究所整理

短期景气向好：养殖周期景气上行，兽药销售或随猪价回暖

近期猪价上涨达 22 元/公斤以上，看好行业景气上行

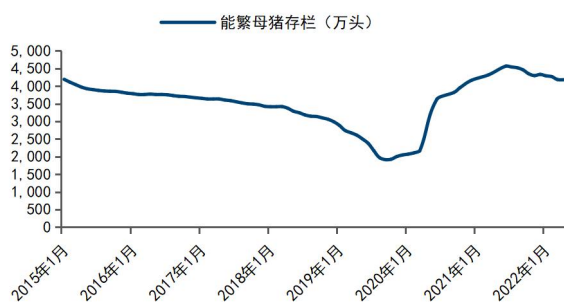
从养殖利润情况来看，由于行业 2019-2020 年产能的快速恢复以及 2021 年市场对于后续猪价的乐观预期，行业产能出现了明显的“反身性”现象，产能释放超预期，以至于 6-9 月季节性猪价反弹消失，行业出现少有的深度亏损。虽然 2021 年四季度猪价因为消费回暖出现了阶段性反弹，但 2022 年春节后行业再次出现二次探底，行业盈利空间被进一步压缩。从 2022 年四月底开始，猪价开始触底回暖，目前猪价上涨达到 22 元/公斤以上，我们继续看好行业景气上行，生猪养殖板块或将迎来高光时刻。

图 20：生猪价格近期回暖明显，多数养殖户已由亏转盈



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 21：全国能繁母猪存栏数量自 7 月开始环比下降

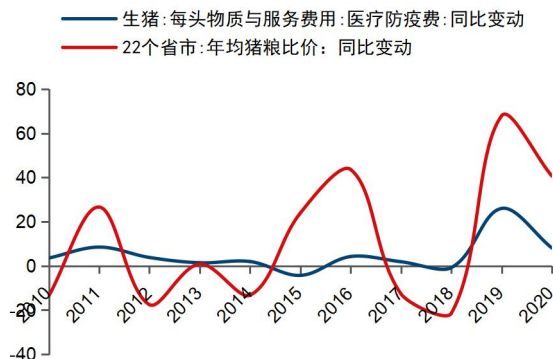


资料来源：农业部，国信证券经济研究所整理

周期景气上行有望修复动保需求，短期贝塔行情值得关注。

从历史数据来看，养殖利润的提高将增加养殖户在医疗防疫方面的支出。虽然 2022Q1 的惨淡猪价正在抑制动保企业的销售业绩表现，但近期猪价回升推动养殖端利润修复，或将缓解养殖户资金紧张情况并改善其对未来养殖利润的预期，养殖户对防疫的要求有望加强，头均医疗防疫费用支出将随之提升，进而推动上游畜用兽药需求不断回暖，利好畜用兽药企业的业绩表现。因此我们认为，从底部布局的视角来看，动保企业短期的贝塔行情值得关注。

图 22：养殖利润修复或提升养殖户在防疫方面的支出



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 23：动保板块的贝塔行情值得关注



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中期政策推动：新版 GMP+饲料禁抗，行业转型升级加速

新版 GMP 最终期限临近，落后产能有望大幅出清

2002 年，原农业部首度颁布实施《兽药生产质量管理规范》（简称“兽药 GMP”），从人员、厂房、设备、物料、文件、生产过程、产品销售、自检等全过程、全方位规范兽药生产行为，并规定自 2004 年 1 月 1 日起不再向未取得兽药 GMP 合格证的企业换发任何产品的批准文号；自 2006 年 7 月 1 日起，各地不得经营、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 4 月，农业农村部发布最新修订的兽药 GMP，围绕提高指导性和可操作性、提高准入门槛、提高安全控制要求、完善责任管理机制四个大方面进一步细化严格了国内兽药生产管理要求，并要求国内所有兽药企业于 2022 年 6 月 1 日前达到新兽药 GMP 要求，否则企业的兽药生产许可证和兽药 GMP 证书将失效。

表5：新版 GMP 主要修订内容

修订方向	具体内容
优化结构，细化内容，提高指导性和可操作性	新版兽药 GMP 共 13 章 287 条，而原兽药 GMP 仅 95 条；根据不同类型兽药的生产工艺和特点制定了无菌兽药、非无菌兽药、兽用生物制品、原料药、中药制剂等 5 类兽药生产质量管理的特殊要求
提高准入门槛，遏制低水平重复建设	硬件方面，提高了净化要求和特殊兽药品种生产设施要求；软件方面，提高了企业质量管理要求；人员方面，提高了企业关键管理人员应当具备的资质和技能要求
提高企业生物安全控制要求，确保生物安全	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。
完善责任管理机制，压实相关责任	明确企业负责人是兽药质量的主要责任人。将原兽药 GMP 规定的生产管理部门和质量管理部门承担的职责分别明确到生产管理负责人和质量管理负责人，为追究兽药产品质量事故责任人提供依据

资料来源：农业农村部畜牧兽医局，国信证券经济研究所整理

对于规模较小的兽药生产企业，本身毛利率较低，新版 GMP 在设备、流程和人员等方面更为细化严格的要求进一步增大了其成本压力，能力不足的落后产能最终或于本轮新版兽药 GMP 实施过程中被淘汰。据农业农村部畜牧兽医局发布通知显示，其已于 2022 年 6 月 1 日起组织清理未通过新版兽药 GMP 检查验收的兽药生产企业（生产车间），该类企业（生产车间）将一律停止兽药生产活动，同时国家兽药追溯系统将关闭其兽药产品二维码申请功能、产品入库功能。据中国兽药饲料交易中心介绍，2020 年国内兽药企业的个数高达 1633 家，而据动物健康与食品安全科普传播中心统计，截至 2022 年 6 月 2 日，国内获得新版兽药 GMP 证书的企业仅有 627 多家，意味着约超 5 成的兽药企业将面临停产措施，行业落后产能短期将迎来明显出清，头部兽药企业有望依靠其在基础设施、资金实力、研发能力、人员素质等多维度的优势进一步抢占更多市场份额，市场集中度或将得到明显提升。

饲料端全面禁抗，需求转向养殖端

抗生素滥用会造成畜禽耐药性增强、抗生素残留、畜禽集体免疫力下降等问题，对食品安全和生态安全造成危害。抗生素因其能防治动物疾病、提高营养利用效率，在我国饲料行业的使用较为广泛。2019 年 7 月，农业农村部正式发布 194 号公告，明确提出于 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；于 2020 年 7 月 1 日起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，该公告意味着国内饲料领域正式进入禁抗时代。

表6: 国内饲料领域正式进入禁抗时代

时间	政策名称	主要内容
2019年7月	农村农业部194号公告	于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;于2020年7月1日起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	农村农业部307号公告	养殖者不得在自配料中超适用动物范围和最高限量使用饲料添加剂
2021年10月	《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案(2021—2025年)》	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监督抽检合格率稳定保持在98%以上

资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

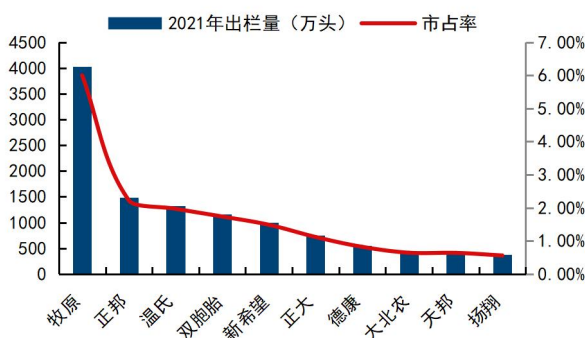
饲料端禁抗主要带来了两方面影响: 一方面兽用化药需求将全面转向养殖端, 促生长类化药占比将大幅下降, 而高质量的治疗用化药占比或持续提升, 研发能力优秀的头部化药企业有望受益; 另一方面替抗类抗生素替代产品需求增加, 目前主流替抗方案以酶制剂、微生态制剂和药用植物提取物的组合应用为主, 其中酶制剂对促生长的作用显著, 而微生态制剂有利于肠道健康, 药用植物提取物的抗炎效果突出, 以上多产品应用的组合方案可有效替代抗生素, 实现抑菌、促生长等多元化的功能。饲料禁抗后, 随着替抗产品的需求增加, 中药制剂、酶制剂等替抗产品或将充分受益, 市场容量进一步扩大。

长期格局重塑: 养殖规模化进程加速推进, 头部化药市场或充分受益

养殖规模化进程仍在加速推进, 市场份额正不断向头部集中。

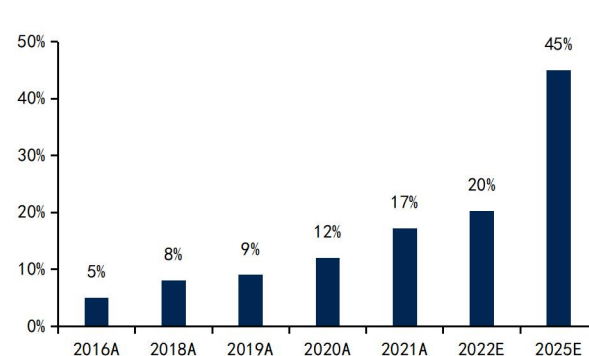
在2015-2025的这十年内, 国内生猪养殖发生结构性的巨变, 散养户因为老龄化和养殖门槛的提升逐步退出行业, 规模养殖快速集中, 非洲猪瘟疫情又将会加速这一趋势的完成, 因此把这十年称为生猪规模化的黄金十年。从头部猪企最新的2021年出栏数据来看, 头部10家的市占率已提升至17.2%, 相较2020年提升5.2%, 生猪养殖行业的规模化进程仍在加速推进。进一步结合头部猪企2022-2025年的出栏预测数据来看, 到2025年头部10家猪企的市占率有望提升至40-50%, 届时行业或完成规模化进程。

图24: 生猪养殖行业2021年的CR10为17% (以出栏量计)



资料来源: 新牧网, 国信证券经济研究所整理

图25: 养殖规模化进程有望继续加速推进



资料来源: 公司公告, 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

头部兽药企业有望依靠多方位优势与规模养殖企业形成深度绑定

我国兽药行业目前的集中度仍处于较低水平, 据中国兽药协会和国际畜牧网相关数据统计, 截至2020年底, 全国兽药生产企业1633家, 其中年销售额在2亿元以下的企业占比超95%, 前十名兽用企业的销售额占比约为22%, 市场集中度整体仍处于较低水平。进一步从制剂领域来看, 兽用化药制剂和兽用中药制剂市场的

份额更为分散，2016-2020 年的平均 CR10 分别低至 23.55%、19.82%。

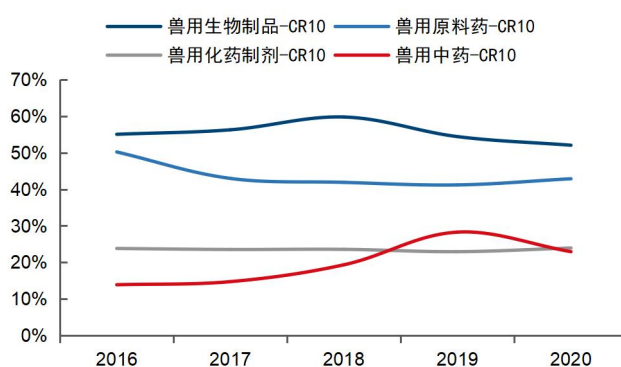
我们认为，养殖规模化进程不仅将带动动保行业整体扩容，随着养殖链专业化程度的不断提高，头部企业在研发、产品和渠道等方面的优势或将进一步凸显，头部动保企业更有可能依靠成熟的研发平台、丰富的产品矩阵和专业的一站式服务契合规模养殖企业动保需求，进而与它们形成深度合作绑定，在规模化进程中抢占更多份额，兽药行业整体集中度有望在养殖规模化进程中得到显著提高。

图 26: 2020 年国内兽药行业的 CR10 约为 22%



资料来源：中国兽药协会，国际畜牧网，国信证券经济研究所整理

图 27: 兽药市场中各类产品的集中度分化明显



资料来源：中国兽药协会，国信证券经济研究所整理

公司看点：周期上行叠加产能投放，看好未来业绩增长弹性

当前时点，成本端原料药价格已基本回归正常区间，收入端或随下游养殖利润修复而回暖，叠加未来原料药产能投放带来的毛利率改善和收入增长预期，我们看好公司中短期业绩增长弹性。长期来看，公司直销比例已超 60%，未来或将充分受益养殖链规模化进程带来的成长红利。

经营改善：成本端压力解除，猪价上行有望带动收入端回暖

原料药价格已回归正常价格区间，公司成本端压力基本解除。

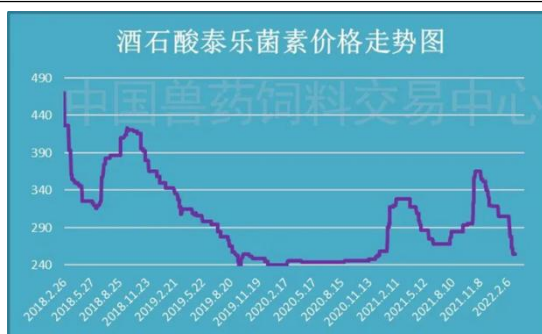
2021 年受环保检查、能耗双控、“双碳”政策、限电等因素影响导致供给受限，国内兽用原料药价格同比大幅走高，受此影响国内兽用化药制剂企业成本端承压明显。然而从中国兽药饲料交易中心公布的最新价格信息来看，受限电、停产等限制因素解除影响，叠加猪价低迷导致的下游需求羸弱，国内兽药价格指数，包括回盛生物涉产的泰乐菌素、氟苯尼考、盐酸多西环素等多种兽药价格指数已于 2021 年 10 月左右开启环比下滑趋势，目前已基本回调至合理区间。我们认为，后续养殖端需求回暖虽有可能带动猪用兽药原料价格底部回升，但基于国内保供稳增长的政策基调，双控限电等冲击供给的因素难续，兽用原料药价格上涨空间或有限，因此公司成本端压力已基本解除。

图 28：兽药原料价格已于 2022 年初回落至低位



资料来源：中国兽药饲料交易中心，国信证券经济研究所整理

图 29：酒石酸泰乐菌素价格已于 2022 年初回落至低位



资料来源：中国兽药饲料交易中心，国信证券经济研究所整理

图 30：氟苯尼考价格已回落至低位



资料来源：中国兽药饲料交易中心，国信证券经济研究所整理

图 31：盐酸多西环素价格已回落至历史低位

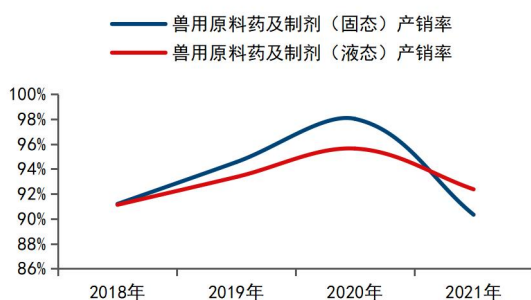


资料来源：中国兽药饲料交易中心，国信证券经济研究所整理

当前公司经营的主要矛盾在收入端，量利表现有望于 2022Q2 开启上行走势。

从成本端来看，公司存货周转天数约为一个季度，据此可推公司 2021Q4 由高价原料药生产的制剂产品可能主要于 2022Q1 消化，而 2022Q1 由低价原料药生产的制剂产品或于 2022Q2 改善公司成本端表现。从收入端来看，2022Q1 受节后猪价快速走低影响，养殖端再度陷入深亏，进而冲击上游动保需求，叠加年初新冠疫情加重导致物流不畅，公司收入端阻力明显。考虑到国内猪价已于 4 月份开启回暖走势并有望于未来 1-2 年保持上行，我们认为养殖端利润的修复有望从 2022Q2 开始推动公司收入端环比回暖。综上所述我们认为，高价原料叠加需求走弱是公司 2022Q1 量利表现大幅下滑的主因，目前成本端压力已随原料药价格回落而解除，且收入端有望随猪价回升而持续回暖，公司量利表现或于 2022Q2 开启上升走势。

图 32: 2021 年公司兽药产品产销率下滑明显



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 33: 公司存货周转周期约为一个季度



资料来源：同花顺 Wind，国信证券经济研究所整理

产能投放：向上加码原料药，多方位优势助力未来业绩释放

公司近年大力加码兽用原料药，2020 年公司完成 IPO 募资上市，投资 7000 万元建设年产 160 吨泰万菌素发酵生产基地，并利用超募的 2.6 亿元建设 1000 吨/年泰乐菌素项目的生产线，前者目前已经建成投产，公司泰万菌素现有年产能已达 240 吨。2020 年底公司发布公告，拟投资 3.3 亿元建设年产 1000 吨泰乐菌素与年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目。2021 年 12 月，公司公开发行可转债募资 7 亿元，其中 2.85 亿元将用于投建上述年产 1,000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目。未来待所有扩产项目投产，公司泰乐菌素年产能将达 2000 吨，泰万菌素年产能将达 840 吨。

表 7: 公司以 IPO 超募资金 2.6 亿元投建年产 1000 吨泰乐菌素项目（截至 2021 年末数据）

项目名称	承诺投资总额 (亿元)	累计投入金额 (亿元)	投资进度	达到预定可使用状态时间
新沟基地-粉/散/预混剂自动化生产基地建设项目	3.20	2.19	68.35%	2021 年 12 月 31 日
新沟基地-研发及质检中心建设项目	0.70	0.57	80.79%	2021 年 12 月 31 日
年产 160 吨泰万菌素发酵生产基地建设项目	0.70	0.70	99.96%	2019 年 12 月 01 日
中药提取及制剂生产线建设项目	0.60	0.70	100.14%	-
年产 1000 吨泰乐菌素项目	2.61	2.26	86.57%	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表8: 公司募资 2.85 亿元投建年产 1000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目

项目名称	承诺投资总额 (亿元)
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	2.85
湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目	1.21
宠物制剂综合生产线建设项目	0.9
粉剂/预混剂生产线扩建项目	0.49

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产品优势: 公司核心产品前景广阔, 未来有望助力新增产能释放业绩

◆ 泰万菌素性能优越, 市场前景广阔

公司核心产品为泰万菌素相关制剂, 而泰万菌素作为泰乐菌素的衍生品, 其由后者通过微生物转化合成。据中国兽药饲料中心介绍, 泰万菌素具有直接杀灭支原体、抑制蓝耳病病毒复制、提高非特异性免疫力、促生长作用、防治猪增生性肠炎(回肠炎)、猪痢疾的功效, 可在生猪的保育、育肥等多阶段使用, 且其虽为大环内酯类抗生素, 但其相较泰乐菌素、替米考星、泰妙菌素等主流抗生素优势明显:

(1) **相较于泰乐菌素:** 两者虽然都能预防和治疗支原体, 但是实际应用中发现细菌易对泰乐菌素产生抗药性, 而泰万菌素由于引入异戊酰基, 一方面削弱了细菌的抗药性, 另一方面也使自身具有亲脂性, 可以进入细胞内部, 因此具有抗病毒作用。据中国兽药饲料中心介绍, 泰乐菌素虽是大环内酯类药, 但剂量添加到泰万菌素 10 倍以上也无抑制蓝耳病病毒的功能。

(2) **相较替米考星:** 两者都是最新一代大环内酯类药, 且都有抑制蓝耳病病毒的功能, 但据中国兽药饲料中心介绍, 替米考星体外达到泰万菌素同等针对蓝耳病病毒的效果需要的浓度为泰万菌素的 10 倍以上, 且替米考星在加大剂量使用过程中易出现中毒死亡情况。因此相比替米考星, 泰万菌素针对蓝耳病病毒的作用更为明显, 所需药物浓度更低, 且药物对猪的安全性更高, 这使其成为猪场防治蓝耳病的第一选择。

(3) **相较泰妙菌素:** 据中国兽药饲料中心介绍, 泰万菌素可以杀灭支原体, 而泰妙菌素只能抑制支原体的生长和繁殖, 且泰万菌素对支原体的最小抑制浓度是泰妙菌素的十分之一, 并具有增强非特异性免疫、抑制蓝耳病病毒在巨噬细胞的复制、促生长的功能, 是一种更为高效全面的全能性抗生素。

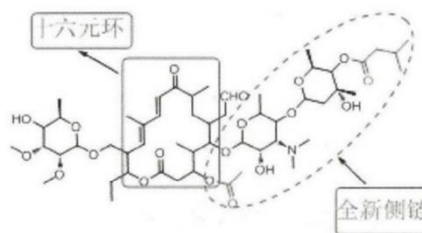
另外, 公司近期已推出“泰万菌素+茯苓多糖散”的新型蓝耳防治方案, 同时, 泰地罗新新型制剂已获新兽药证书, 前者在限抗背景下有望依靠茯苓多糖散在强免疫、促进生长等方面的功效, 推动泰万菌素制剂业务相关进一步放量; 后者作为由泰乐菌素合成衍生物, 据 Chemical Book 介绍, 相较泰乐菌素和替米考星, 其对多杀性巴氏杆菌、胸膜肺炎放线杆菌等革兰阴性菌具有更好的抗菌作用, 未来随产品深入推广, 有望进一步消化公司新增泰乐菌素产能。此外, 近年多款优质新品的推出也侧面印证了公司的研发创新优势, 持续的研发投入和广泛的科企合作有望为公司未来业绩持续增长提供强力支撑。

图34：公司核心产品为泰万菌素相关制剂



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图35：泰万菌素是泰乐菌素的衍生物，可由泰乐菌素合成



资料来源：王晓林，饲养饲料，《泰万菌素及其在养猪生产中的应用》，国信证券经济研究所整理

图36：茯苓多糖可明显增强仔猪的生长性能

茯苓多糖对仔猪生长性能的影响

项目	对照组	试验 I 组	试验 II 组	试验 III 组
断奶活仔数 / 头	10.3 ± 0.82	10.50 ± 0.71	10.60 ± 0.70	10.50 ± 0.53
断奶仔猪个体重 / kg	5.92 ± 0.08 ^a	6.16 ± 0.05 ^b	6.21 ± 0.02 ^c	6.21 ± 0.05 ^c
断奶仔猪窝重 / kg	60.94 ± 4.91 ^a	64.66 ± 4.01 ^b	65.80 ± 4.19 ^b	65.18 ± 3.17 ^c
平均日增重 / g	214.99 ± 3.26 ^a	226.47 ± 2.41 ^b	228.74 ± 1.13 ^b	229.03 ± 1.42 ^c

资料来源：龚泽修等人，猪营养，《茯苓多糖对母猪繁殖性能、仔猪生长性能及血清免疫指标、抗氧化指标的影响》，国信证券经济研究所整理（注：其中试验 I 组、II 组 III 组分别为在每千克基础日粮中添加 50mg、100mg 和 200mg 茯苓多糖添加剂）

图37：茯苓多糖可明显增强母猪的免疫性能

茯苓多糖对母猪免疫性能的影响

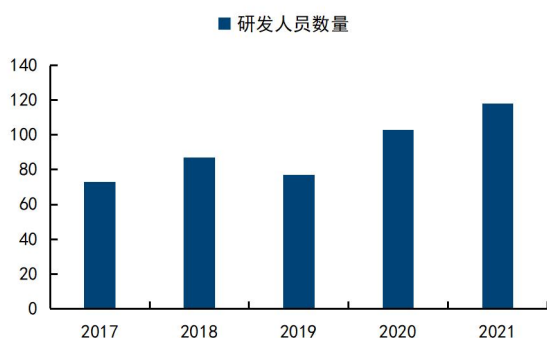
项目	对照组	试验 I 组	试验 II 组	试验 III 组
IgA	2.01 ± 0.08 ^b	2.04 ± 0.07 ^b	2.96 ± 0.11 ^c	2.98 ± 0.23 ^c
IgM	4.39 ± 0.20 ^b	5.67 ± 0.33 ^c	5.47 ± 0.26 ^c	5.52 ± 0.29 ^c
IgG	9.10 ± 0.19	9.14 ± 0.20	8.32 ± 2.93	9.17 ± 0.20

茯苓多糖对仔猪免疫性能的影响

项目	对照组	试验 I 组	试验 II 组	试验 III 组
IgA	0.42 ± 0.04 ^b	0.43 ± 0.02 ^b	0.54 ± 0.02 ^c	0.57 ± 0.01 ^c
IgM	1.15 ± 0.05	1.16 ± 0.08	1.16 ± 0.05	1.20 ± 0.02
IgG	2.01 ± 0.10	1.97 ± 0.05	1.98 ± 0.05	2.03 ± 0.04

资料来源：龚泽修等人，猪营养，《茯苓多糖对母猪繁殖性能、仔猪生长性能及血清免疫指标、抗氧化指标的影响》，国信证券经济研究所整理（注：其中试验 I 组、II 组 III 组分别为在每千克基础日粮中添加 50mg、100mg 和 200mg 茯苓多糖添加剂）

图38：公司研发团队规模近年扩张明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图39：公司近年持续加大研发投入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表9: 泰万菌素具有预防、治疗双用途, 可在保育、育肥等多阶段使用

使用阶段	使用方法
保育猪	预防使用量 750-1000g/吨饲料, 治疗使用量 1kg-2kg/吨饲料, 连用 7-10 天。
育肥猪	预防使用量 500-1000g/吨饲料, 治疗使用量 1kg- 1.5kg/吨饲料, 连用 7-10 天。
妊娠母猪	母猪群有蓝耳病毒感染时, 从妊娠 85 天后之分娩, 使用量为 500g-1500g/吨饲料。
配种前种猪	控制病原垂直传播, 从母猪断奶当天起, 以 1-2kg/吨饲料的剂量, 使用 4 天; 或在母猪哺前 10 天使用到断奶当天, 以 1kg 的剂量使用 10 天。

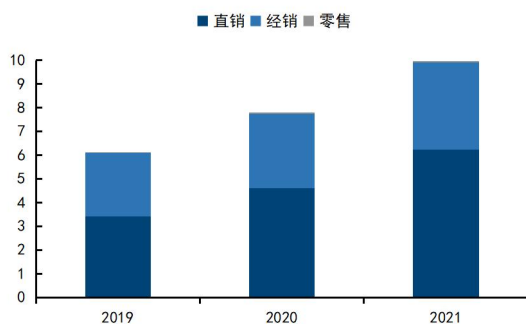
资料来源: 中国兽药饲料交易中心, 国信证券经济研究所整理

渠道优势: 公司直销收入占比已超六成, 未来有望充分受益养殖规模化进程

公司目前已建立了集团客户直销和经销商渠道销售相结合的营销网络, 其中在直销渠道方面, 公司专门建立集团客户销售部, 依靠丰富的产品组合和较高的产品质量为客户提供多方位的定制化服务, 目前已与新希望、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、海大集团等国内大型农牧企业建立稳定合作关系; 在经销渠道方面, 公司拥有一批主营公司产品的核心经销商, 并通过“回盛经销商学院”强化对经销商的培训。据最新数据显示, 公司 2021 年通过直销渠道实现收入 6.23 亿元, 同比增速高达 34.92%, 于总收入中的占比已高达 63.82%, 未来依靠与各大集团农牧企业的深度合作, 公司有望充分受益养殖链规模化红利。

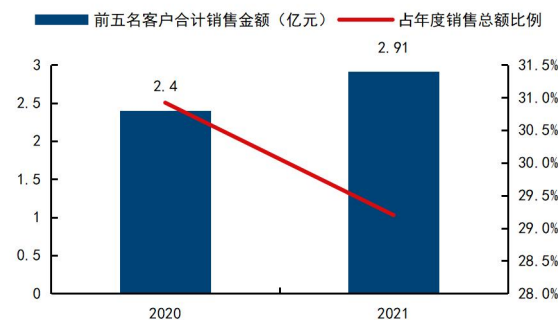
综上所述我们认为, 公司高效安全、性能全面的泰万菌素产品在规模化、专业化养殖趋势下更加契合规模养殖户需求, 未来市场发展前景广阔, 同时新增防治方案和新型产品也有望进一步消化新增产能, 公司未来新增产能的相关业绩释放具有很强确定性, 未来或将有效增强公司兽药制剂产品的成本和质量优势并推动业务规模持续扩张。

公司营收正依靠直销实现持续扩张 (单位: 亿元)



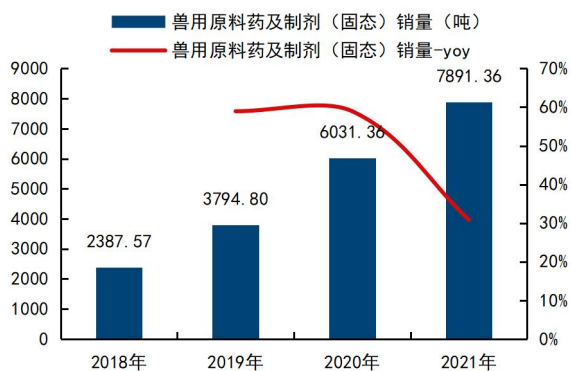
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图40: 公司前五大客户收入占比约为 30%



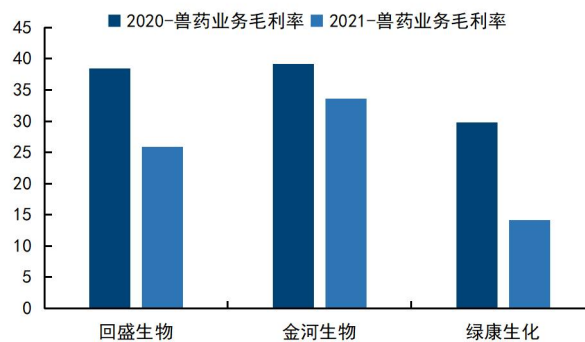
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图41：公司兽用化药销量持续高速增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：公司新增产能有望增强公司兽药制剂产品成本优势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

兽用化药制剂业务：受上游原料药价格回落影响，公司制剂业务成本端压力基本解除，收入端有望受下游养殖利润修复影响而回暖，叠加后续原料药产能投放带来的毛利率改善和收入增长预期，我们看好公司中短期业绩增长弹性。我们预计公司兽用化药制剂业务 2022-2024 年营收为 9.5/14.5/21.0 亿元，同比增速为 11.8%/52.9%/45.0%；预计公司兽用化药制剂业务 2022-2024 年毛利率为 23.9%/28.4%/33.2%。

其他业务：公司其他业务包括兽用原料药、兽用中药制剂和饲料添加剂等，占比相对较小。考虑到公司未来新增原料药产能主要用于自供，短期外售占比或较小，同时在饲料禁抗背景下，公司中药制剂业务有望依靠以茯苓多糖为代表产品实现稳步增长，另外公司近年正在开展宠物兽药布局，未来有望贡献新的收入增量。我们预计公司其他业务 2022-2024 年营收为 1.7/1.8/1.9 亿元，同比增速为 10%/9%/5%；预计公司其他业务 2022-2024 年毛利率为 32.8%/33.7%/33.2%。

综上所述，预计 2022-2024 年的营收分别为 11.1/16.3/22.9 亿元，同比增速为 11.6%/46.3%/40.5%，毛利率 25.2%/29.0%/33.2%，毛利 2.8/4.7/7.6 亿元。

表 10：回盛生物业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
兽用化药制剂业务						
收入（亿元）	3.54	6.28	8.46	9.46	14.46	20.96
增速	-	77.40%	34.71%	11.82%	52.85%	44.95%
毛利（亿元）	-	2.42	2.19	2.26	4.11	6.95
毛利率	-	38.50%	25.92%	23.92%	28.42%	33.17%
其他业务						
收入（亿元）	0.73	1.49	1.50	1.65	1.80	1.89
增速	-	104.11%	0.67%	10%	9%	5%
毛利（亿元）	-	0.46	0.52	0.54	0.61	0.63
毛利率	-	30.87%	34.67%	32.77%	33.72%	33.24%
合计						
总营收（亿元）	4.27	7.77	9.96	11.11	16.26	22.85
增速	1.27%	81.98%	28.14%	11.55%	46.34%	40.53%
毛利（亿元）	1.64	2.88	2.71	2.80	4.72	7.58
毛利率	38.41%	37.03%	27.17%	25.23%	29.01%	33.18%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表 11: 未来 3 年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	996	1111	1626	2285
营业成本	725	831	1155	1527
销售费用	47	64	109	165
管理费用	42	53	71	99
研发费用	47	49	69	102
财务费用	(4)	11	21	18
营业利润	151	103	197	367
利润总额	151	102	195	366
归属于母公司净利润	133	88	169	320
EPS	0.80	0.53	1.02	1.92
ROE	8%	5%	9%	15%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2022-2024 年收入分别为 11.1/16.3/22.9 亿元, 归属母公司净利润 0.9/1.7/3.2 亿元, 利润年增速分别为-33.5%/91.8%/88.7%。每股收益 2022-2024 年分别为 0.53/1.02/1.92 元。

盈利预测的敏感性分析

表 12: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	777	996	1,123	1,695	2,451
(+/-%)	82.0%	28.1%	12.7%	51.0%	44.6%
净利润(百万元)	150	133	181	312	534
(+/-%)	118.4%	-11.5%	35.9%	72.8%	71.3%
摊薄 EPS	1.36	0.80	1.09	1.88	3.21
中性预测					
营业收入(百万元)	777	996	1,111	1,626	2,285
(+/-%)	82.0%	28.1%	11.5%	46.3%	40.5%
净利润(百万元)	150	133	88	169	320
(+/-%)	118.4%	-11.5%	-33.5%	91.8%	88.7%
摊薄 EPS(元)	1.36	0.80	0.53	1.02	1.92
悲观的预测					
营业收入(百万元)	777	996	1,100	1,558	2,127
(+/-%)	82.0%	28.1%	10.4%	41.7%	36.5%
净利润(百万元)	150	133	1	41	136
(+/-%)	118.4%	-11.5%	-99.5%	6739.4%	227.7%
摊薄 EPS	1.36	0.80	0.00	0.25	0.82
总股本(百万股)	111	166	166	166	166

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 26.9-29.2 元, 给予买入评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 26.9-28.1 元

在当前时点, 上游原料药价格已基本回归正常区间, 公司制剂业务成本端压力基本解除, 收入端受下游养殖利润修复影响有望回暖, 叠加后续原料药产能投放带来的毛利率改善和收入增长预期, 我们看好公司中短期业绩增长弹性。长期来看, 公司直销比例已超 60%, 未来有望充分受益养殖链规模化进程带来的成长红利。综上, 我们预计公司 2022-2024 年收入增速分别达 11.6%/46.3%/40.5%, 毛利率短期或有所下滑。未来 5 年估值假设条件见下表:

表 13: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	1.27%	81.98%	28.14%	11.55%	46.34%	40.53%	20.00%	10.00%
营业成本/营业收入	61.69%	62.97%	72.83%	74.77%	70.99%	66.82%	20.00%	19.20%
管理费用/营业收入	5.09%	4.07%	3.91%	4.36%	4.11%	4.13%	4.20%	4.15%
研发费用/营业收入	4.94%	3.65%	4.71%	4.43%	4.26%	4.47%	4.39%	4.37%
销售费用/销售收入	9.09%	6.76%	4.73%	5.73%	6.73%	7.23%	6.57%	6.84%
营业税及附加/营业收入	0.91%	0.57%	0.49%	0.66%	0.57%	0.57%	0.60%	0.58%
所得税税率	12.51%	14.70%	11.91%	13.04%	13.22%	12.72%	12.99%	12.98%
股利分配比率	24.29%	3.99%	36.08%	5.00%	15.00%	20.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表 14: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.65	T	13.04%
无风险利率	3.50%	Ka	18.35%
股票风险溢价	9.00%	有杠杆 Beta	2.26
公司股价 (元)	20.9	Ke	23.83%
发行在外股数 (百万)	166	E/(D+E)	70.21%
股票市值 (E, 百万元)	3475	D/(D+E)	29.79%
债务总额 (D, 百万元)	1475	WACC	18.10%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

表 15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

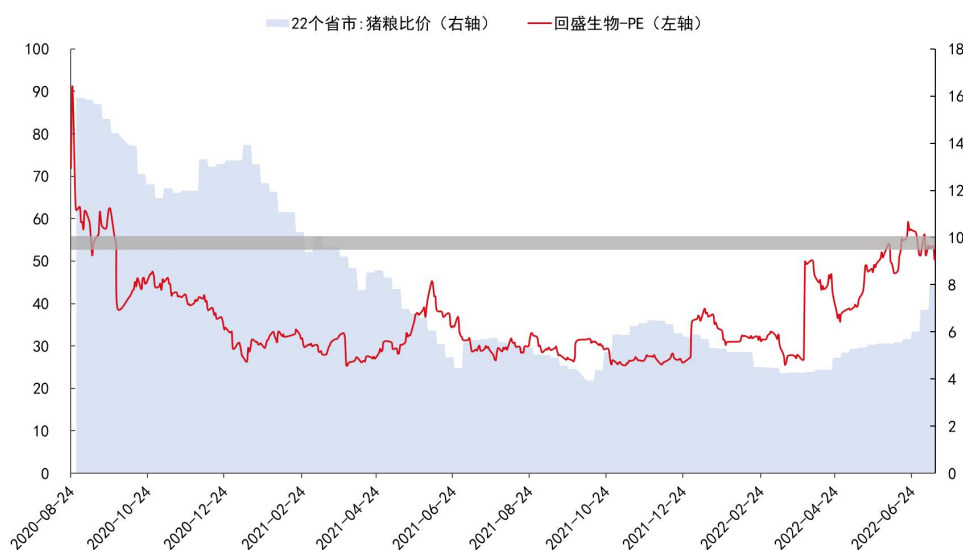
		WACC 变化				
		17.6%	17.9%	18.11%	18.4%	18.6%
永续增长率变化	2.5%	28.74	28.20	27.68	27.18	26.69
	2.3%	28.61	28.09	27.57	27.07	26.58
	2.0%	28.49	27.97	27.46	26.96	26.48
	1.8%	28.38	27.86	27.35	26.86	26.38
	1.5%	28.26	27.75	27.25	26.76	26.28

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值：27.6-29.2 元

业绩方面,我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.53/1.02/1.92 元。估值方面,采用 PE 法,目前 A 股上市动保企业中,兽用化药标的较少,其中兽药制剂业务收入较高的标的主要有瑞普生物和中牧股份等,其中瑞普生物和中牧股份虽涉及兽用化药业务,但仍以生物制品作为核心业务,估值指标表现和回盛生物差异较大,故难以纳入比较范围。因此我们选择以回盛生物的历史 PE 表现作为估值参考。从历史的动态 PE 表现来看,回盛生物历史 PE 中枢在养殖利润较好时可达 60x 左右,我们认为公司目前核心产品优势明显,且已经和国内多数养殖集团形成深度绑定,叠加新增产能释放预期,其在本轮猪周期上行阶段有望取得较好业绩表现。综上我们保守预计公司的 2022 年的动态 PE 中枢为 52-55x,对应 2022 年合理目标价格区间为 27.6-29.2 元。

图 43: 参考公司历史 PE 表现,我们预计公司 2022 年动态 PE 中枢有望达到 52-55x



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 26.9-29.2 元之间,今年动态市盈率 52-55 倍,相对于公司目前股价有 25%-35%溢价空间。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 26.9-29.2 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.5%、风险溢价 9.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 11.6%/46.3%/40.5%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 25.2%/29.0%/33.2%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受兽用化药制剂业务表现的影响较大,我们针对原料药价格走势以及后续产能释放的预期可能过于乐观后续,从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

◆ 原料药价格再度大幅上涨的风险

目前俄乌冲突加剧导致全球能源供应紧张,且国内多个大城市爆发新冠疫情,上述情况存在冲击国内原料药供应、使其价格再度走高的可能,其会令公司兽药制剂业务承压,进而影响公司核心业务的盈利表现。

◆ 非洲猪瘟导致猪用动保产品销量大幅下滑的风险

泰万菌素相关的兽用化药制剂制品目前主要用于猪场相关疫病的预防治疗,对应的兽用化药制剂业务目前是公司创收盈利的核心业务。目前国内猪价水平较低,国内养殖户在治疗防疫投入方面可能出现松懈,非洲猪瘟可能再次出现抬头迹象,导致国内生猪存栏量急剧减少,从而影响对上游动保产品的总体需求量,使公司经营业绩存在短期大幅下滑的风险。

◆ 下游养殖规模化进程不及预期的风险

公司目前正在积极拓展集团客户渠道,规模化企业销售比例未来大概率将不断提升,若规模化企业的产能扩张不及预期,将直接影响我们对公司收入增长速率的

预判。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	345	1068	1483	1248	1214	营业收入	777	996	1111	1626	2285
应收款项	232	242	391	528	700	营业成本	490	725	831	1155	1527
存货净额	127	232	272	336	433	营业税金及附加	4	5	7	9	13
其他流动资产	232	25	83	203	400	销售费用	53	47	64	109	165
流动资产合计	1177	1599	2262	2348	2780	管理费用	34	42	53	71	99
固定资产	412	1007	1242	1293	1232	研发费用	28	47	49	69	102
无形资产及其他	96	110	107	103	100	财务费用	(4)	(4)	11	22	19
投资性房地产	67	26	26	26	26	投资收益	0	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	3	3	3	3
资产总计	1752	2742	3636	3770	4138	其他收入	(26)	(36)	(49)	(69)	(102)
短期借款及交易性金融负债	73	106	500	300	200	营业利润	177	151	102	196	366
应付款项	194	311	294	436	589	营业外净收支	(0)	(0)	(1)	(2)	(1)
其他流动负债	72	86	106	147	196	利润总额	176	151	101	194	365
流动负债合计	339	503	900	883	985	所得税费用	26	18	13	26	46
长期借款及应付债券	0	575	975	975	975	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	34	45	59	67	78	归属于母公司净利润	150	133	88	168	319
长期负债合计	34	620	1033	1042	1053	现金流量表（百万元）					
负债合计	373	1123	1934	1925	2037	净利润	150	133	88	168	319
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	(7)	(7)	(1)	0
股东权益	1379	1619	1702	1846	2100	折旧摊销	19	29	79	108	118
负债和股东权益总计	1752	2742	3636	3770	4138	公允价值变动损失	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
关键财务与估值指标						财务费用	(4)	(4)	11	22	19
每股收益	1.36	0.80	0.53	1.01	1.92	营运资本变动	(341)	268	(238)	(131)	(253)
每股红利	0.05	0.29	0.03	0.15	0.38	其它	1	7	7	1	(0)
每股净资产	12.48	9.74	10.24	11.10	12.63	经营活动现金流	(173)	427	(74)	142	180
ROIC	20%	9%	6%	12%	20%	资本开支	0	(616)	(301)	(151)	(51)
ROE	11%	8%	5%	9%	15%	其它投资现金流	(241)	208	0	0	0
毛利率	37%	27%	25%	29%	33%	投资活动现金流	(241)	(408)	(301)	(151)	(51)
EBIT Margin	22%	13%	10%	13%	17%	权益性融资	(0)	701	0	0	0
EBITDA Margin	24%	16%	17%	20%	22%	负债净变化	(34)	35	200	0	0
收入增长	82%	28%	12%	46%	41%	支付股利、利息	(6)	(48)	(4)	(25)	(64)
净利润增长率	118%	-12%	-34%	92%	89%	其它融资现金流	734	29	394	(200)	(100)
资产负债率	21%	41%	53%	51%	49%	融资活动现金流	655	704	789	(225)	(164)
息率	0.2%	1.4%	0.1%	0.7%	1.8%	现金净变动	241	723	414	(234)	(34)
P/E	15.4	26.2	39.5	20.6	10.9	货币资金的期初余额	104	345	1068	1483	1248
P/B	1.7	2.1	2.0	1.9	1.7	货币资金的期末余额	345	1068	1483	1248	1214
EV/EBITDA	14.3	29.0	29.0	16.9	11.1	企业自由现金流	0	(205)	(366)	10	144
						权益自由现金流	0	(141)	218	(209)	28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032