

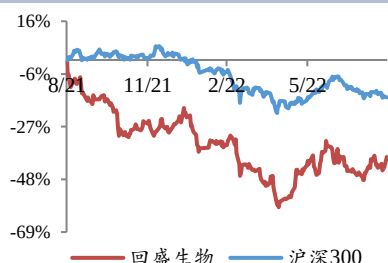
兽药板块景气度回升，产能释放有望迎新增量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-29

收盘价（元）	23.01
近 12 个月最高/最低（元）	37.82/15.36
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）	38
流通市值（亿元）	19

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

联系人：王定宇

执业证书号：S0010122030020

邮箱：wandy@hazq.com

相关报告

1.回盛生物(300871)：原料制剂一体化扩张，集团客户持续发力
2022-07-14

2.回盛生物(300871.SZ)：深耕动保二十载，缔造兽用化药领导品牌
2022-05-31

主要观点：

● 1H2022 营业收入 3.97 亿元，同比下降 25.89%

公司发布 2022 年中报：2022 年上半年公司营业收入 3.97 亿元，同比下降 25.89%；归母净利润 651.26 万元，同比下降 93.57%。公司收入下降主要是下游养殖业行情低迷，猪场养殖规模及兽药使用量等方面有所缩减，导致公司兽用化药销售额下降；公司净利润下降主要是受收入下降影响，同时上游原材料价格上涨，导致公司生产成本增加，在养殖企业持续亏损的情况下，公司成本端压力无法正常向下游传导。

● Q2 公司营收有所下滑，净利率环比改善

分季度看，公司 Q1 和 Q2 营收为 2.06 亿元和 1.91 亿元，同比增速为 -34.40%和-13.90%；归母净利润为 202.39 万元和 448.87 万元，同比增速为-96.81%和-88.15%。公司 Q1 和 Q2 毛利率分别为 20.17%和 19.21%，环比基本持平；净利率分别为 0.98%和 2.35%。费用方面，1H2022 公司销售费用为 2136.91 万元，同比减少 31.59%，主要是疫情影响以及营收减少所致；上半年公司员工薪酬以及折旧有所增加，管理费用为 2688.82 万元，同比上升 30.37%。

● 生猪养殖行业步入盈利期，猪禽水产全面布局

1H2022 兽药原料药价格开始下行，未来公司成本端压力有望降低，各产品毛利率逐渐开始回归正常水平。2022 年 4 月，生猪养殖行业重新步入盈利期，养殖企业的兽药使用需求将逐渐恢复。随着兽药景气度的逐渐回暖，养殖户对新药的接受程度有所提高，公司“稳蓝增免”方案市场认可度不断提升，有望成为公司未来新的增长点。公司在持续提升猪用药品客户覆盖率和渗透率的同时，加大禽用药品及水产用药品的市场拓展力度。1H2022 公司禽用产品收入占比增长 3.29%，水产用产品收入占比增长 1.96%，随着业务板块不断多元化，一定程度降低下游生猪养殖行业周期性波动对公司经营业绩的影响。

● 新增产能顺利投产，研发产业化成果显现

1H2022 公司中药提取及制剂生产线建设项目、湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目、粉剂/预混剂生产线扩建项目（年设计产能 2100 吨）顺利投产，年产 1000 吨泰乐菌素项目投料试车。随着在建项目的陆续投产，公司的产能水平得到了较大提升。1H2022 公司研发的第四代动物专用抗菌药泰地罗新注射液成功上市；随着泰万菌素的发酵工艺持续优化，发酵效价和批次平均产量较 2021 年分别提高 4.5%和 6.7%；在宠物领域，公司共 11 款面向猫犬的宠物保健品及 2 款宠物药品先后上市。

● 投资建议

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；2022 年 4 月以来生猪养殖行业景气度上行，兽药需求量将逐渐恢复。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，维持“买入”评级不变。

● 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	2021A	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	28.70	19.02	11.98
P/B	2.92	2.18	1.96	1.68
EV/EBITDA	27.45	20.59	15.01	10.22

资料来源：wind，华安证券研究所

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	主要财务比率				
负债合计	1123	1057	1158	1296	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	166	166	166	166	营业收入	28.1%	-9.0%	33.3%	36.0%
资本公积	882	882	882	882	营业利润	-14.4%	0.2%	50.9%	58.7%
留存收益	571	704	905	1224	归属于母公司净利	-11.5%	0.2%	50.9%	58.7%
归属母公司股东权	1619	1752	1953	2272	获利能力				
负债和股东权益	2742	2809	3111	3568	毛利率 (%)	27.2%	31.4%	32.4%	34.0%
现金流量表					净利率 (%)	13.3%	14.7%	16.6%	19.4%
单位:百万元					ROE (%)	8.2%	7.6%	10.3%	14.0%
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	5.0%	5.3%	7.6%	10.8%
经营活动现金流	156	152	196	294	偿债能力				
净利润	133	133	201	319	资产负债率 (%)	41.0%	37.6%	37.2%	36.3%
折旧摊销	29	33	33	33	净负债比率 (%)	69.4%	60.3%	59.3%	57.1%
财务费用	5	0	0	0	流动比率	3.18	2.94	2.24	1.89
投资损失	-3	0	0	0	速动比率	2.70	2.49	1.76	1.39
营运资金变动	2	-14	-38	-58	营运能力				
其他经营现金流	121	147	239	377	总资产周转率	0.36	0.32	0.39	0.46
投资活动现金流	-185	-415	-415	-415	应收账款周转率	4.30	4.06	4.06	4.06
资本支出	-600	-415	-415	-415	应付账款周转率	5.35	6.08	6.08	6.08
长期投资	410	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	5	0	0	0	每股收益	0.80	0.80	1.21	1.92
筹资活动现金流	710	0	0	0	每股经营现金流	0.94	0.92	1.18	1.77
短期借款	37	0	0	0	每股净资产	9.75	10.55	11.76	13.68
长期借款	35	0	0	0	估值比率				
普通股增加	56	0	0	0	P/E	35.59	28.70	19.02	11.98
资本公积增加	-45	0	0	0	P/B	2.92	2.18	1.96	1.68
其他筹资现金流	627	0	0	0	EV/EBITDA	27.45	20.59	15.01	10.22
现金净增加额	681	-263	-219	-121					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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 15%；
- 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。