

国内兽药制剂龙头，产能扩张拥抱周期上行

2022 年 10 月 20 日

➤ **二十年专注兽用化药经营，生产质控体系完善。**回盛生物自 2002 年成立以来，专注于兽药领域，随后的二十年里，公司不断兴建产能、收购标的，逐步拥有了丰富的兽用化药制剂及核心原料药生产线，产品以猪用药品为核心，涵盖抗微生物、抗寄生虫等各类药品，同时在家禽、水产、宠物、反刍等其他药品及原料药等领域进行了拓展，进一步丰富了产品结构。此外，公司建立了较为完善的产品质量控制体系，严格执行各项质量控制措施，2012 年至 2021 年公司连续 10 年在农业农村部组织的兽药质量监督抽检中保持抽检不合格产品批次为零的企业，拥有过硬的产品质量。

➤ **生产布局逐步向上游拓展，在建项目有序推进。**自 2016 年以来，公司多次扩建泰万菌素与泰乐菌素生产线，投产后能有效控制原料药成本，并逐步解决核心产品泰万菌素、泰地罗新、泰乐制剂和替米考星的原料供给紧张问题。截至 2022 年 6 月末，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 IPO 新沟基地项目扩张化药制剂(粉/散/预混剂)产能至 10200 吨、年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目等陆续投产，公司总产能超原本 3 倍有余，能充分应对市场季节性波动需求。

➤ **原料药市场趋于供需平衡，猪价回升助力困境反转。**随着上游头部公司的产能恢复及扩张，以及下游终端需求减弱，原料药价格自 2021 年底开始持续回调，2022 年 9 月 VPI 指数同比下滑 12.5%。目前，兽药原料市场仍然维持低位，一改往年“金九银十”消费旺季价格同比上升的趋势，或将有助于公司稳定盈利空间。而养殖场盈利的不断提升，也使得高品质兽药制剂的替代性需求弹性更大，而公司主打产品泰万菌素、氟苯尼考等的品质均处于国内领先地位，2022 年二季度以来，生猪价格的快速抬升直接带动了公司利润迅速上涨，未来猪价有望在合理区间稳定运行，养殖场盈利将相应得到支撑，伴随冬季的到来，兽药销量将迎来显著提升，下半年公司业绩可期。

➤ **投资建议：**预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 0.92、2.43、3.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、1.47、2.01 元，对应 PE 分别为 49、19、14 倍。考虑到公司作为国内兽用化药龙头，产业布局加速向上延伸，2000 吨泰乐菌素产能和 600 吨泰万菌素原料药产能的陆续投产，将有效降低公司原材料成本波动风险，随着成本端压力逐渐散去，及养殖端回暖，盈利空间有望全面打开，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原料药价格上涨、产能投放不及预期、突发重大动物疫病。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	996	1,017	1,389	1,807
增长率(%)	28.1	2.1	36.5	30.1
归属母公司股东净利润(百万元)	133	92	243	333
增长率(%)	-11.5	-30.6	163.9	36.9
每股收益(元)	0.80	0.56	1.47	2.01
PE	34	49	19	14
PB	2.8	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 10 月 19 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

27.45 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

研究助理 张心怡

执业证书：S0100122060009

邮箱：zhangxinyi@mszq.com

目录

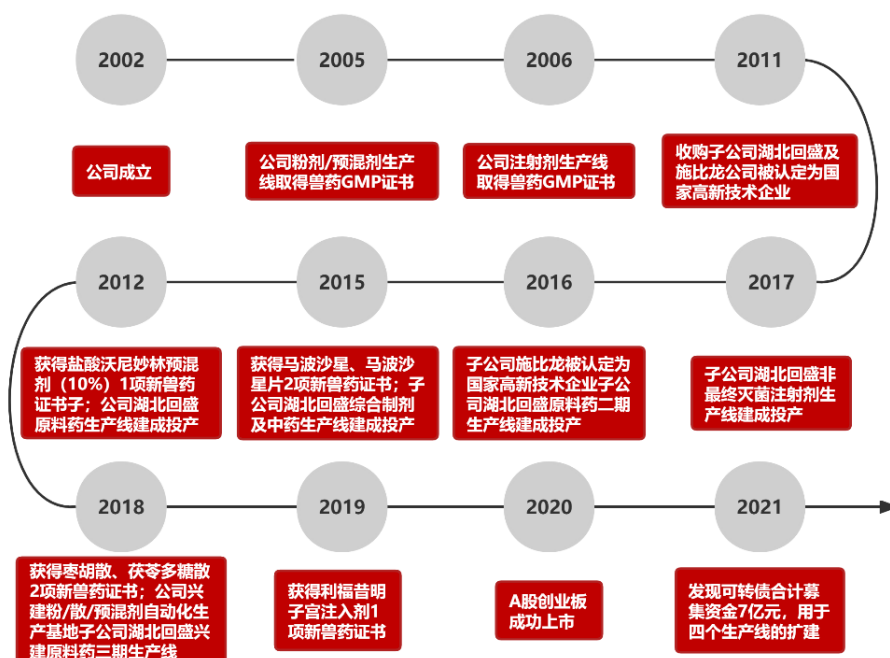
1 一生一事，专注兽用化药的龙头企业	3
1.1 二十年专注兽用化药经营，生产质控体系完善	3
1.2 营收增长迅速，费用管理卓越	4
1.3 原料药市场供需平衡，猪价回升助力困境反转	6
2 政策驱动重塑行业格局，规模养殖利好化药龙头	7
2.1 “全面禁抗”初期，抗菌类化药有望收益	7
2.2 养殖规模化进程助力动保行业加速发展	8
3 深化产业布局，产研两手抓	9
3.1 产品矩阵丰富，五大主力输出稳定	9
3.2 开拓新市场，家禽宠物齐发力	11
3.3 手握核心技术，新建产能逐步完工	12
4 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测假设与业务拆分	16
4.2 估值分析	16
4.3 投资建议	17
5 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 一生一事，专注兽用化药的龙头企业

1.1 二十年专注兽用化药经营，生产质控体系完善

二十年兽用化药经营史，公司规模逐步扩张。回盛生物自 2002 年成立以来，专注于兽药领域，随后的十余年里，公司不断兴建产能、收购标的，2011 年收购子公司湖北回盛及施比龙，逐步拥有了丰富的兽用化药制剂及核心原料药生产线。截至 2022 年 6 月底，公司已取得兽药批准文号 142 个，产品以猪用药品为核心，涵盖抗微生物、抗寄生虫等各类药品，同时，公司也在家禽、水产、宠物、反刍等其他药品及原料药等领域进行了拓展，进一步丰富了产品结构。

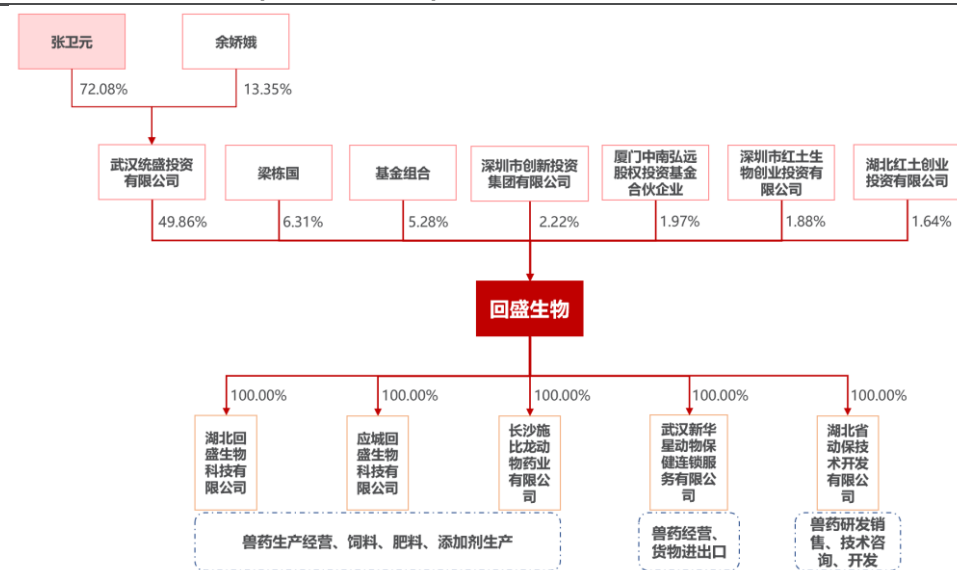
图1：公司发展历程



资料来源：wind，民生证券研究院

公司股权结构相对集中。武汉统盛投资持有公司 49.86%的股权，为大股东。董事长张卫元为公司最终受益人，和其妻子余娇娥分别间接持有公司 35.94%和 6.66%的股份。

截至 2022 年 6 月末，公司旗下有 5 家全资子公司：①**湖北回盛、应城回盛和长沙施比龙**三家企业主要从事兽药和饲料添加剂的生产、经营、销售；②**武汉新华星**主要从事专用化学产品和第一类医疗器械销售及货物进出口；③**湖北动保**主要从事农业科学试验和试验发展工作。

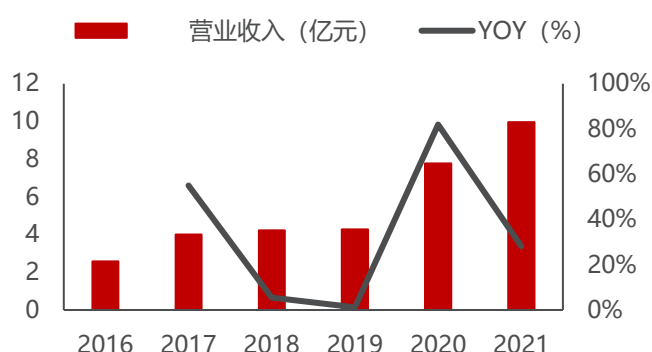
图2：公司股权结构（截至 2022Q2）


资料来源：wind，民生证券研究院

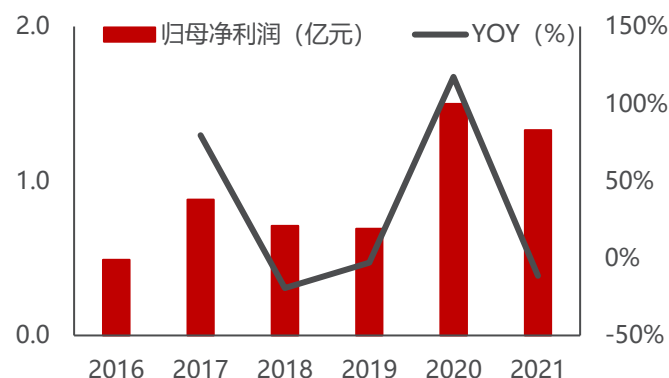
1.2 营收增长迅速，费用管理卓越

公司精准把握市场，营收和净利增长迅速。2016~2021 年，公司营业收入从 2.58 亿元增长至 9.96 亿元，CAGR 为 31.0%；归母净利润从 0.49 亿元增长至 1.33 亿元，CAGR 为 22.1%。其中 2020 年增速最快，营业收入和净利润同比增长 81.97%和 117.39%，主要系非洲猪瘟之后生猪价格高位运行，下游养殖产能快速恢复，带动兽药需求加速上涨。

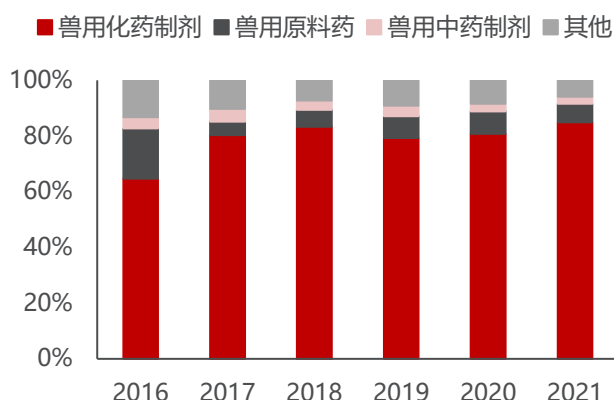
猪用化药制剂为公司主打产品。兽用化药制剂整体营收占比常年维持在 80%左右，2021 年占比进一步提升，达 84.9%，兽用原料药和兽用中药制剂次之，分别占比 6.8%和 2.5%。其中兽用化药制剂毛利率为 25.92%，兽用原料药和中药制剂合计毛利率为 33.36%。**分用药对象看，**公司产品以猪用药品为核心，各产品销量均有不同程度提升，2021 年猪用和家禽类药品同比增长 30.4%和 42.6%，水产、宠物及反刍板块因新建营销队伍，且基数较低，增幅较大，同比增长 109.4%。

图3：2016-2021 年营业收入（亿元）及增速


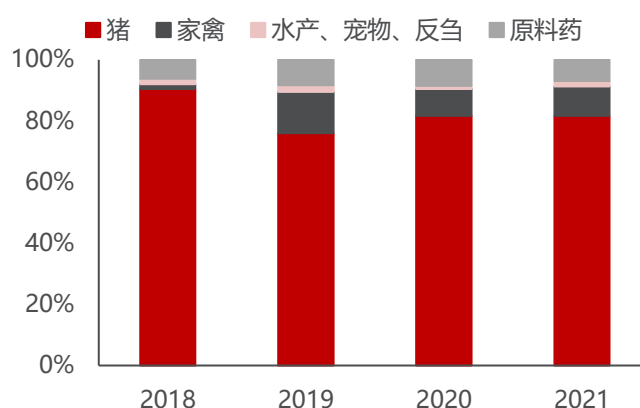
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2016-2021 年归母净利润（亿元）及增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2016~2021 年公司产品分类占比


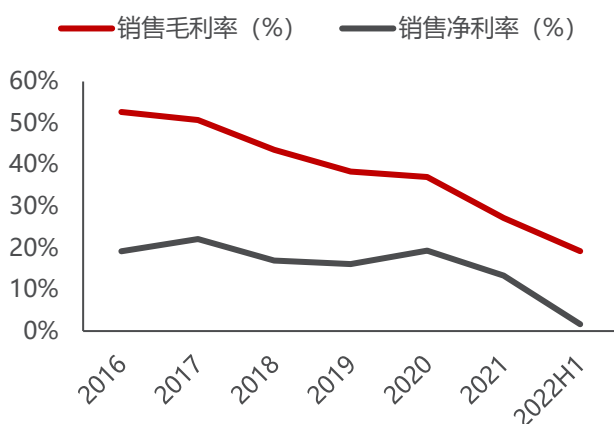
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2018-2021 年分用药对象营收占比


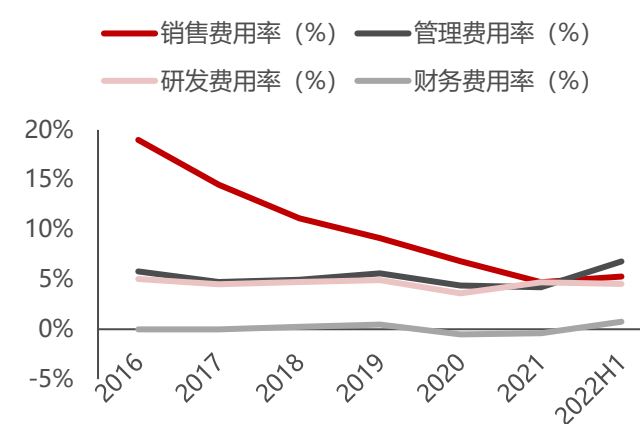
资料来源：wind，民生证券研究院

盈利受原材料成本影响较大。2016~2021 年公司销售毛利率从 52.7%下降到 27.2%，2021 年同比下降 9.9PCT，其中毛利率降幅最显著的两大产品分别是氟苯尼考和盐酸多西环素。**毛利率下降的根本原因是上游原料供给短缺，推高原料药价格。**2018-2021 年期间上游原料生产企业受环保持续高压影响，不得不进行限产，甚至停产，造成原料药供给短缺。同时，为满足环保要求进行设备改造，导致原料药企业生产成本提高，进一步向下游转嫁也造成原料药价格的抬升。

管理能力日趋提升，期间费用率稳步下降。2021 年，公司整体期间费用率为 13.25%，同比下降 1.03PCT。其中销售费用率多年来显著下降，2016~2021 年，销售费用率从 18.99%下降到 4.72%，公司在保持销售费用几乎不变的情况下，将营业收入扩大了近 4 倍之多。

图7：2016-2022H1 公司销售毛利率及净利率 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2016-2022H1 公司期间费用率 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 原料药市场供需平衡，猪价回升助力困境反转

原料药价格维持稳定，市场供需基本平衡，公司毛利水平或将迎来修复。

2018~2021 年，因环保政策趋严，上游产能快速去化，使得原料药价格指数（VPi）持续高位运行。随着头部公司的产能恢复及扩张，以及下游需求减弱，原料药价格自 2021 年底开始持续回调，2022 年 9 月 VPi 指数同比下滑 12.49%。目前，兽药原料市场仍然维持低位，一改往年“金九银十”消费旺季价格同比上升的趋势，主要系市场多数品类供应充足，中下游需求有限，市场贸易多以按需补货为主，原料药价格持续低位将有助于公司稳定盈利空间。

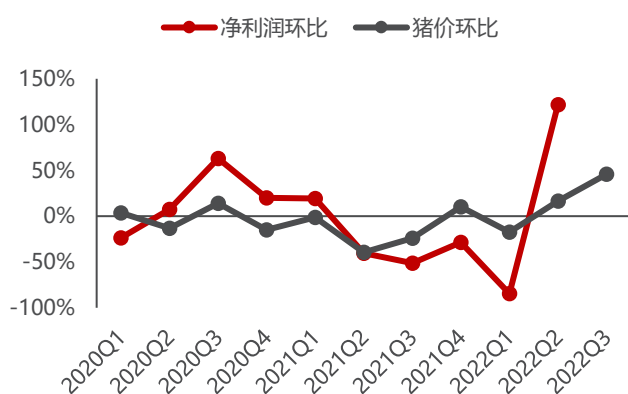
猪价回升助力公司困境反转。一般而言，随着养殖场盈利不断提升，高品质兽药制剂的替代性需求弹性更大，而公司主打产品泰万菌素、氟苯尼考等的品质均处于国内领先地位，故公司利润环比增速、归母净利润与猪价呈现较明显的正相关关系。2022 年二季度以来，生猪价格的快速抬升直接带动了公司利润迅速上涨，未来猪价有望在合理区间稳定运行，养殖场盈利将相应得到支撑，同时，随着冬季的到来，进入传统动物疫病多发期，公司销量或将迎来显著提升。

图9：原料药价格指数（VPi）



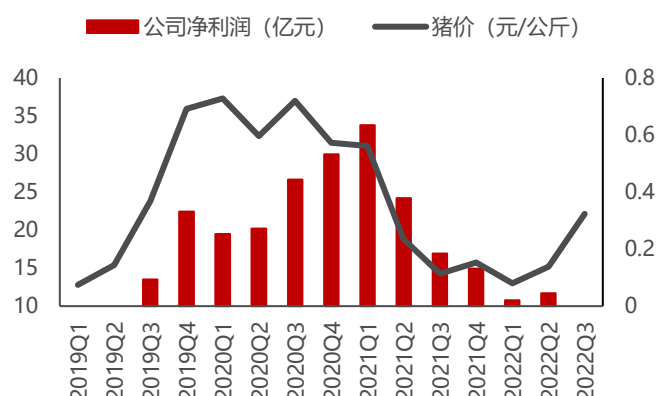
资料来源：中国兽药饲料交易中心，民生证券研究院

图10：公司归母净利润环比与猪价环比对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：公司归母净利润与猪价对比



资料来源：wind，民生证券研究院

2 政策驱动重塑行业格局，规模养殖利好化药龙头

2.1 “全面禁抗”初期，抗菌类化药有望收益

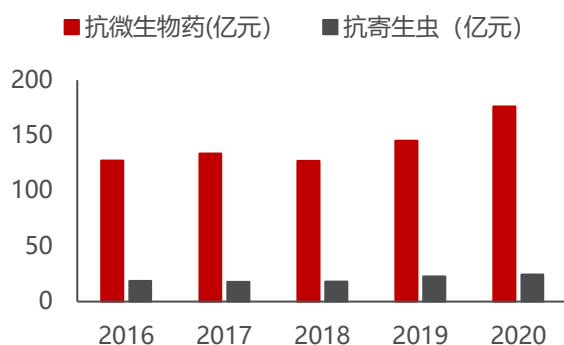
20 世纪 50 年代初开始，饲料药物添加剂凭借其能有效提高饲料转化率，大大降低畜禽发病概率，被广泛用于畜牧业生产。但长期大量使用抗生素类混合饲料，会导致细菌耐药性和食品药物残留等问题，基于人、动物、环境三者微生物循环一体的特性，生物安全隐患逐渐被重视。我国于 2016 年开始逐步出台“禁抗”和“限抗”的相关政策，2019 年 7 月 9 日，农业农村部发布 194 号公告，自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料，具有替抗作用的功能性饲料添加剂需求快速增长。

表1：我国“禁抗”、“限抗”政策梳理

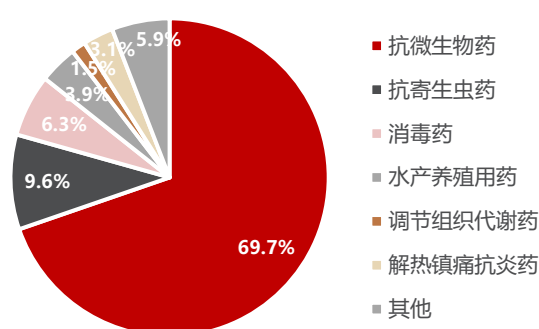
发布时间	政策名称/公告	主要内容
2016 年 7 月	农业农村部 2428 号公告	根据评价结果，农业部决定停止硫酸黏菌素用于动物促生长。
2016 年 8 月	《遏制细菌耐药国家行动计划（2016-2020 年）》	从国家层面实施综合治理策略和措施，对抗菌药物的研发、生产、流通、应用、环境保护等各个环节加强监管，加强宣传教育和国际交流合作，应对细菌耐药带来的风险挑战。到 2020 年，实现在新药研发、凭处方售药、监测和评价、临床应用、兽药使用和培训教育共 6 个方面的具体指标。
2017 年 6 月	《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017—2020 年）》	分三类对抗菌药物开展安全风险评估，加快淘汰风险隐患品种。一是开展促生长用人兽共用抗菌药物风险评估，二是开展促生长用动物专用抗菌药物风险评估，三是对可能存在安全隐患的其他兽用抗菌药物开展风险评估。
2017 年 9 月	农业农村部 2538 号公告	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	农业农村部 2638 号公告	自 2018 年 5 月 1 日起，停止生产喹乙醇、氨苯胂酸、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。
2019 年 7 月	农业农村部 194 号公告	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。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	农业农村部 307 号公告	要求养殖者不得使用农业农村部公布的《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，应当遵守农业农村部公布的《饲料添加剂安全使用规范》有关规定。
2021 年 6 月	《食用农产品“治违禁 控药残 促提升”三年行动方案（2021-2024）》	严格农药兽药生产经营管理。农业农村部门要严把农药兽药行政许可审批关口，加大农药兽药质量监测力度，严查隐性添加禁用成分或其他成分。
2021 年 10 月	《全国兽用抗菌药使用减量化行动方案（2021—2025 年）》	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化行动，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，到 2025 年末，50% 以上的规模养殖场实施养殖减抗行动。

资料来源：农业农村部，民生证券研究院

“全面禁抗”初期，抗菌类药物需求迎来增长。抗微生物和抗寄生虫类化药品作为饲料添加剂的首选替代品，在兽用化药制剂销售额中占比近八成。2016~2020 年，抗微生物类化药制剂销售额从 127.5 亿元增长到 176.1 亿元，CAGR 为 8.4%，抗寄生虫类化药制剂销售额从 18.6 亿元增长至 24.4 亿元 CAGR 为 6.9%。同时，大环内酯为兽用抗微生物最主要的原料药之一，近两年使用量增长迅速，2020 年大环内酯使用量同比增长 8.14%。而大环内酯类抗生素是回盛生物主要产品之一，未来销量有望迎来持续增长。

图12：2016-2020 年抗微生物药及抗寄生虫药销售额


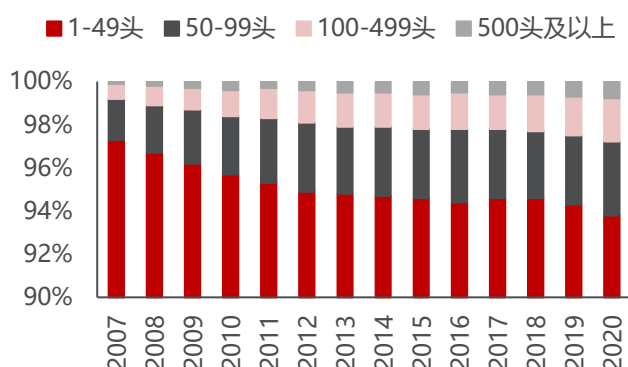
资料来源：中国兽药协会，民生证券研究院

图13：2020 年国内兽用化药制剂市场分类占比


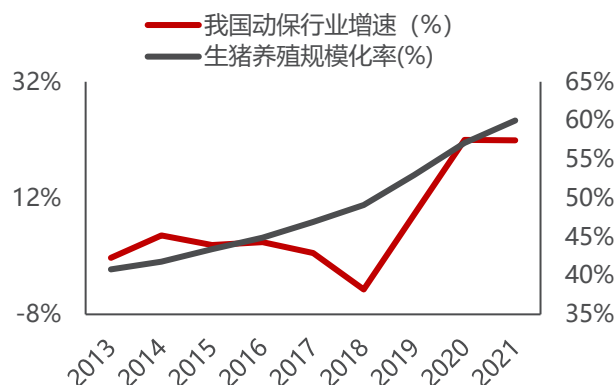
资料来源：中国兽药协会，民生证券研究院

2.2 养殖规模化进程助力动保行业加速发展

养殖规模化趋势确立，动保行业需求上升。21 世纪以来，我国生猪养殖业务逐渐走向规模化养殖，21 世纪初生猪养殖场（户）数量从超过 1 亿家，减少至 2020 年的 2000 万家左右。截至 2021 年 6 月，全国年出栏 5000 以上规模比重仅为 25.4%，全国养猪场（户）平均存栏 15 头左右。由于规模化养殖场养殖密度高，一旦发生大规模疫病造成的损伤惨重，所以会更加关注动物疫病防控，对于兽药品质要求严格，需求量大，一般有自己的招标制度，利于市场份额转向头部兽药企业。2013-2021 年，我国生猪养殖规模率快速提升，从 40.8% 增长到 60%，带动动保行业步入快车道，销售额从 412 亿元增长到 757 亿元，CAGR 为 7.9%。

图14：2007-2020 年各出栏量生猪养殖户占比


资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2013~2021 年国内动保增速与养殖规模化对比


资料来源：农业农村部，民生证券研究院

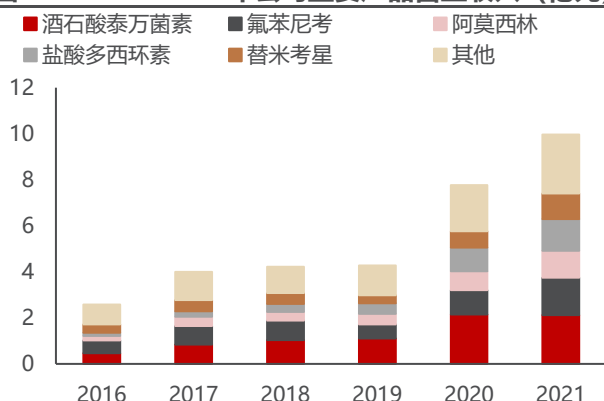
3 深化产业布局，产研两手抓

3.1 产品矩阵丰富，五大主力输出稳定

公司产品以兽用化药制剂及核心原料药为主，同时还包括兽用中药制剂、饲料及添加剂等。2021 年，酒石酸泰万菌素（占比 21.23%）、氟苯尼考（占比 16.39%）、阿莫西林（占比 11.73%）、盐酸多西环素（占比 13.89%）、替米考星（占比 11.18%）五大产品占据主导，合计占比 74%，且常年均维持在 70%以上。

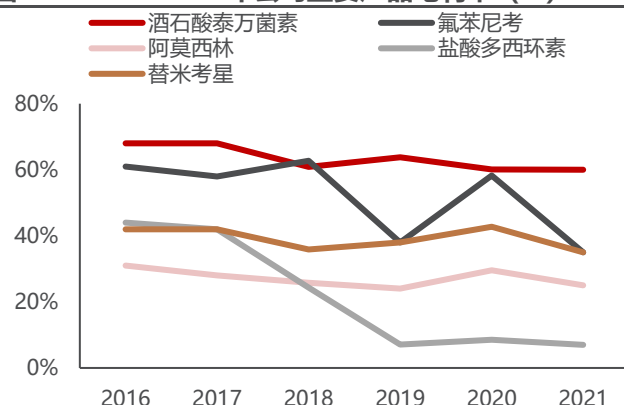
从毛利率水平看，酒石酸泰万菌素、替米考星、阿莫西林毛利率相对稳定，而盐酸多西环素、氟苯尼考近年来毛利率有所下滑，主要系原材料成本提升所致。

图16：2016-2021 年公司主要产品营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：2016-2021 年公司主要产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表2：公司主要产品针对性作用

	泰乐菌素	泰万菌素	氟苯尼考粉 /注射液	替米考星预混剂	复方阿莫西林粉	盐酸多西环素 可溶性粉
蓝耳病		√		√		
支原体	√	√		√		√
传染性胸膜肺炎	√		√	√		
回肠炎	√	√		√		
副猪			√		√	
链球菌			√		√	
丹毒					√	
提高免疫力		√		√		√

资料来源：公司官网，民生证券研究院

产品覆盖广，可针对不同病症组合使用，优势明显。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，同时能提高猪群免疫力（尤其是种猪群），配合卡巴匹林钙、板青颗粒等联合使用可增加治疗效果。此外，公司二类新兽药产品“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。

表3：药物组合使用剂量

药物组合	预防剂量	使用剂量
5%治嗽静	2Kg/吨	3Kg/吨
卫免	300g/吨	300g/吨
绿益态	1Kg/吨	1Kg/吨
20%治嗽静	500g/吨	1Kg/吨
卫免	300g/吨	300g/吨
绿益态	1Kg/吨	1Kg/吨
疗程	15 天	15 天
联合使用	卡巴匹林钙、板青颗粒等	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

表4：公司主要产品情况

类别	通用名	商品名/商标	产品简介	产品图片
原料药	酒石酸泰万菌素	泰万新	自主研发生产，有效成分含量高，稳定性好，水溶性优。	
化药制剂	酒石酸泰万菌素预混剂	治嗽静	原料自主生产、制剂水溶性好、动物顺应性好、耐热稳定。	
	氟苯尼考粉/注射液	万特斐灵	粉剂采用分子包合技术，水溶性好、生物利用度高，注射液采用分子凝胶技术，血药浓度半衰期长， 适用于副猪、链球菌、传胸等疾病控制。	
	盐酸多西环素可溶性粉	-	溶水性好，不易受金属离子影响、药效稳定， 适用于附红细胞体、大肠杆菌等疾病的控制。	
	复方阿莫西林粉	-	产品稳定、水溶性好，溶水后可保持药效长时间稳定，拌料溶水使用均可， 适用于丹毒、链球菌等疾病控制。	
	阿莫西林可溶性粉	均崩	产品易溶水、溶水后可保持药效长时间稳定， 适用于丹毒、链球菌等疾病的预防。	
	替米考星预混剂	支乐静	产品适口性好，耐热稳定， 适用于支原体、链球菌、传胸等疾病的控制。	
	延胡索酸泰妙菌素预混剂	富乐克	产品刺激性小、易溶水、耐热稳定， 适用于支原体、回肠炎等疾病的控制。	
	泰地罗新注射液	泰必盛	原料自主研发， 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	
	盐酸头孢噻呋注射液	回力克	颗粒均匀、低刺激、通针性好， 适用于链球菌、副猪等疾病的控制。	
	复方磺胺氯达嗪钠粉	达安	使用安全、易溶水、耐热稳定， 适用于弓形体、链球菌等疾病的控制。	
中药制剂	酒石酸泰乐菌素磺胺二甲嘧啶可溶性粉	新附优特乐	耐热稳定、安全有效， 适用于附红体、弓形体、支原体等疾病的控制。	
	阿苯达唑伊维菌素粉	乐去从	使用固体分散技术，拌料易混匀，使用安全， 适用于寄生虫的控制。	
	板青颗粒	-	易溶水、颗粒均匀、纯中药， 适用于流感等疾病的控制。	
中药制剂	定喘散	并可清	精选道地药材，优化加工工艺， 适用于呼吸道疾病的控制。	
	茯苓多糖散	卫免	对猪瘟、伪狂犬和圆环疫苗具有显著的免疫增强作用，可快速提高疫苗免疫后的抗体水平，适用所有阶段。	
饲料及添加剂	仔猪用复合预混合饲料	绿益态	同时含有维生素、氨基酸和活菌，真空包装保证稳定性，适口性好， 适用于应激的控制。	
生物安全产品	-	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。	
	-	贝贝爽	仔猪出生接生；产房内喷洒；仔猪混群时避免打架。	

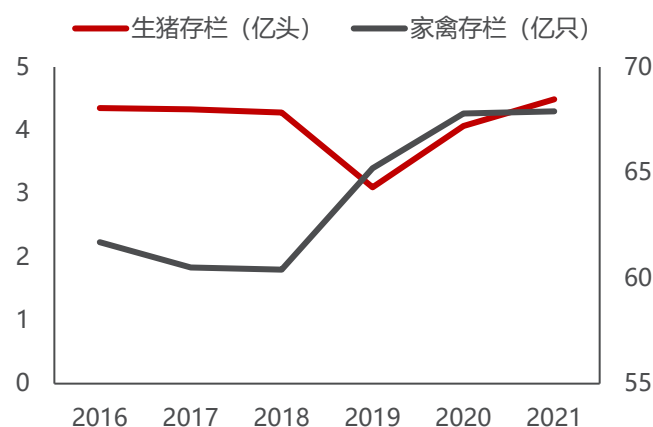
资料来源：wind，公司官网，民生证券研究院

3.2 开拓新市场，家禽宠物齐发力

3.2.1 抓准机遇，家禽药品需求爆发增长

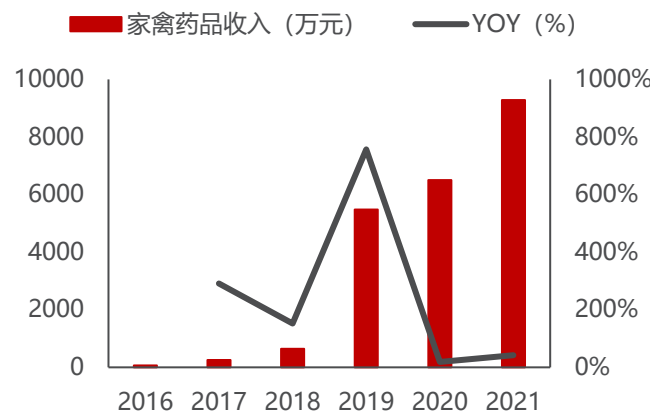
对市场的精准把控助力家禽药品呈几何倍增长。公司成立以来一直专注于猪用药品的研发销售，禽用药品占比较低。2018 年非洲猪瘟的爆发，导致国内生猪存栏骤降，即便猪价大幅拉升，也无法弥补绝对量的减少导致猪用药品需求下降。与此同时，生猪短缺带动了家禽的需求替代效益，从 2018 年之后家禽存栏快速上升。公司借此机遇一举进军家禽药品市场，积极拓展养殖大客户，2019 年分别与和盛食品、立华牧业、圣农发展达成合作，营收创下同比 757%的增幅。

图18：2016-2021 年生猪与家禽存栏对比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图19：2016-2021 年公司家禽药品收入及增速



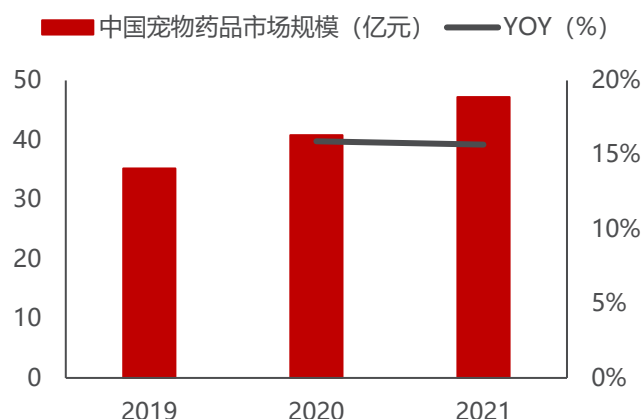
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2.2 宠物用药市场广阔，公司研究进展顺利

宠物药品市场份额仍有较大提升空间。国内宠物药品企业，整体呈现“小、弱、散”的状态，专门从事宠物药品生产的企业很少，绝大多数生产宠物药品企业规模小、实力弱。生产的宠物药品同质性强，相互模仿程度高，市场竞争力不强，使得企业难以获得规模效益。根据宠物行业白皮书，近两年中国宠物药品市场增长迅速，2019~2021 年市场规模从 35.2 亿元增长到 47.2 亿元，CAGR 为 15.8%，在整体宠物市场中占比仍不足 2%。对比宠物行业相对成熟的美国，宠物生物医药产业的产值在整个宠物行业占比达到 38%，超过 2400 亿人民币，国内宠物药品市场仍存较大发展空间。

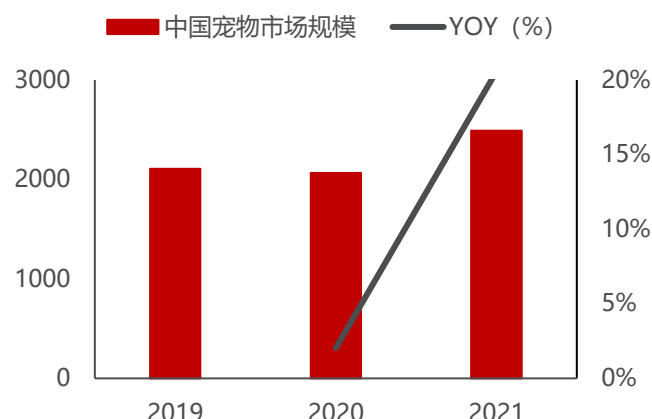
公司宠物用药集中于驱虫和消炎两大类，截至 2022 年 6 月，公司先后推出 11 款面向猫犬的宠物保健品及 2 款宠物药品，整体收入规模尚不足千万。目前，公司积极开展宠物专用原料药及新制剂方面的研究，储备新药超 20 款，随着宠物市场的快速发展，未来或将成为公司新的利润增长点。

图20: 2019-2021 年中国宠物药品市场规模及增速



资料来源:《2021 宠物行业白皮书》, 民生证券研究院

图21: 2019-2021 年中国宠物市场规模及增速



资料来源:《2021 宠物行业白皮书》, 民生证券研究院

表5: 回盛生物部分宠物药品介绍

药品名称	适用范围	产品图
派甘康	用于改善宠物肝脏代谢功能;改善黄疸、腹水的症状;改善食欲不振、体弱无力, 以及其他因肝损伤导致的进行性疾病。	
派常舒	适用于改善宠物食欲不振, 消化不良;调节宠物肠道平衡, 促进肠道蠕动, 缓解腹泻和便秘;改善胃黏膜损伤、消化道炎症。	
派磷消	适用于全年龄阶段犬猫, 用于缓解犬猫高磷血症和改善肾功能不全, 辅助治疗早期肾病、急性肾衰竭。	
派复康	适用于孕期、哺乳期以及老年期犬猫;病中、后, 术后虚弱, 恢复体能期;离乳期, 营养不良, 厌食偏食宠物犬猫。	
伴肤康	本品可用于犬猫, 帮助修复皮肤损伤, 改善皮肤炎症和过度脱毛现象, 柔亮光顺皮毛。本品中的必需脂肪酸经过科学配方调整。	
伴延清	氟喹诺酮类抗菌药。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, 民生证券研究院

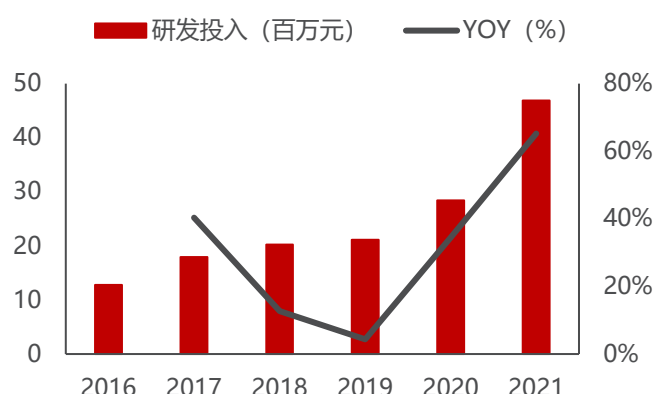
3.3 手握核心技术, 新建产能逐步完工

研发投入快速提升, 广泛吸纳高端人才。公司成立独立的研发子公司湖北动保技术开发有限公司, 负责新兽药研发及工艺改进工作, 2016~2021 年, 公司研发投入从 0.13 增长到 0.47 亿元, CAGR 为 29.7%。2021 年, 公司不断吸收高学历人才, 本科、硕士、博士研发人数占比分别为 38.1%、28.0%、5.1%, 研发投入整体同比提升 65.2%。

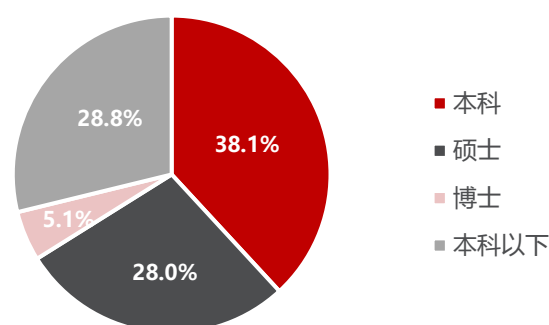
整合资源优势, 开展战略合作。2021 年公司与华中农业大学签订战略合作, 启动亿元合作计划, “华农 - 回盛研究院”正式挂牌, 开辟了公司在科技创新发展方面的一种新型模式。双方围绕动物重大疾病防治、新型兽药开发、市场战略

研究、技术服务等领域联合开展研究,进一步提升了公司研发创新水平。同时,公司检测中心已获得中国合格评定国家认可委员会(CNAS)颁发的认可证书,标志着公司的检测技术和管理水平达到世界一流水准。

2022 上半年,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。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%,研发成效逐步显现。

图22: 2016-2021 年公司研发投入及增速


资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 2021 年研发人员学历构成


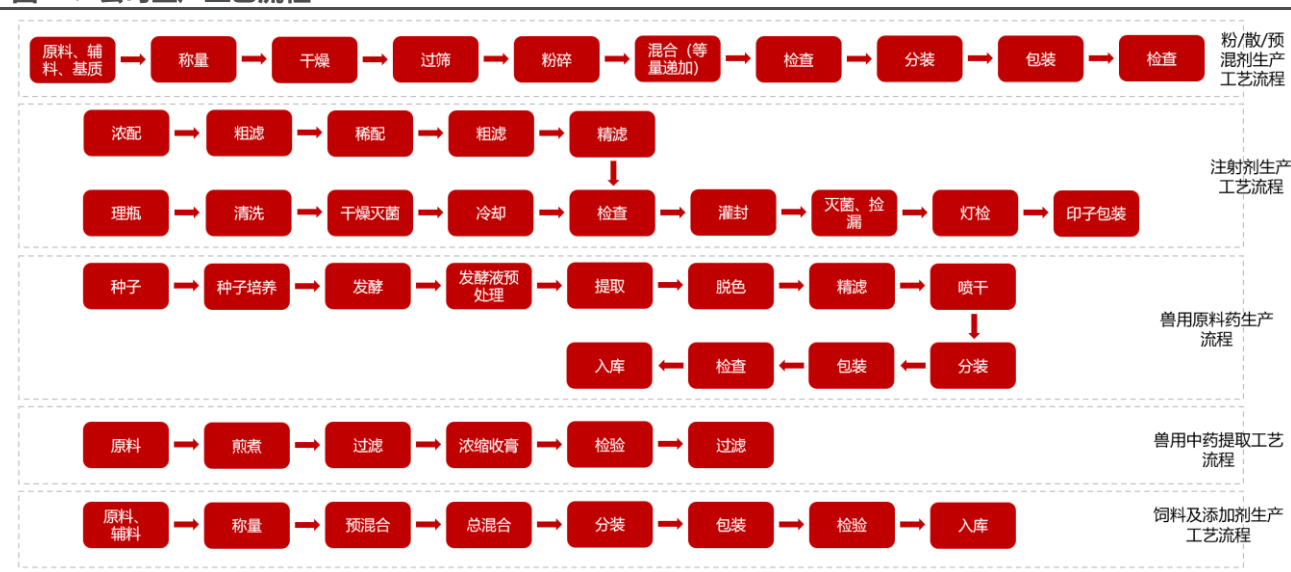
资料来源: wind, 民生证券研究院

表6: 截至 2022 年 6 月公司拥有的 7 项发明专利

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	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	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	硫酸头孢喹肟注射液、 盐酸头孢喹肟注射液
中药多糖组合干燥技术	一种兽用长效硫酸头孢喹肟注射液及其制备方法	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, 民生证券研究院

五大生产条线, 设备工艺完善。公司在产品的研发和生产过程中, 高度重视产品生产工艺的创新、改进和对产品质量的把控, 目前已经掌握了多项先进的兽用药品生产工艺技术, 主要包括核心原料药发酵技术、化药制剂产品分子包合及分子凝胶技术, 中药制剂干燥技术等, 用于酒石酸泰万菌素原料药及化药制剂产品、氟苯尼考类化药制剂产品等核心产品。同时, 公司建立了较为完善的产品质量控制体系, 严格执行各项质量控制措施, 2012 年至 2021 年公司连续 10 年在农业农村部组织的兽药质量监督抽检中保持抽检不合格产品批次为零的企业, 拥有过硬的产品质量。

图24：公司生产工艺流程


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

生产布局逐步向上游拓展，在建项目有序推进。自 2016 年以来，公司多次扩建泰万菌素与泰乐菌素生产线，投产后能有效控制原料药成本，并逐步解决核心产品泰万菌素、泰地罗新、泰乐制剂和替米考星的原料供给紧张问题。截至 2022 年 6 月末，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 IPO 新沟基地项目扩张化药制剂（粉/散/预混剂）产能至 10200 吨、年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目等陆续投产，公司总产能超原本 3 倍有余，能充分应对市场季节性波动需求。

表7：公司泰万菌素及泰乐菌素产能情况

产品	新建项目	新增产能（吨）	投产后产能（吨）	预计完成时间	完成情况
泰万菌素	酒石酸泰万菌素二期生产线-	55	80	2016 年 12 月	已投产
	年产 160 吨泰万菌素生产基地	160	240	2019 年 12 月	已投产
	年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目	600	840	2022 年 9 月	未投产
泰乐菌素	年产 1000 吨泰乐菌素一期	1000	1000	2022 年 6 月	已投产
	年产 1000 吨泰乐菌素二期	1000	2000	2023 年 6 月	未投产

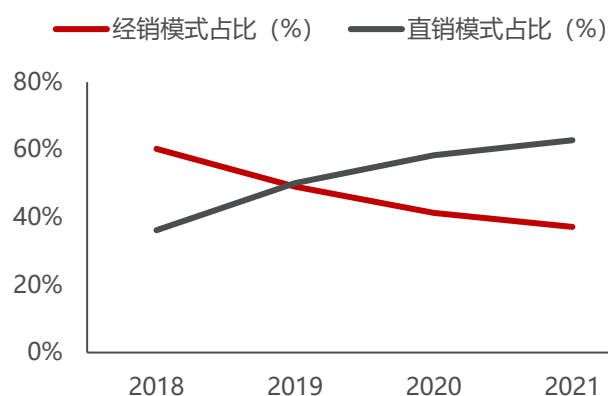
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表8：公司泰万菌素产能情况

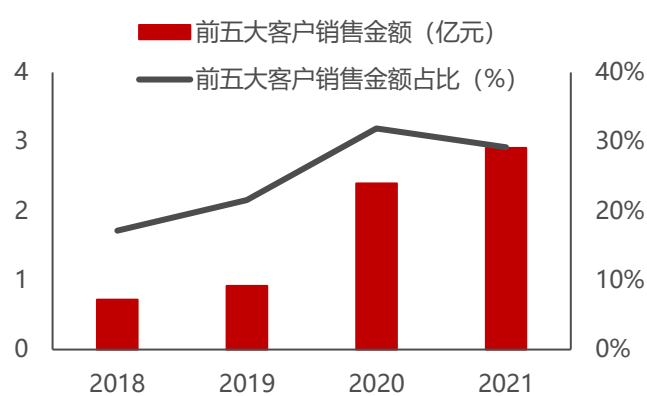
年产 1000 吨泰乐菌素一期	投产 50%	投产 60%	投产 70%	投产 80%	投产 90%	投产 100%
泰乐菌素产能（吨）	500	600	700	800	900	1000
用于制作泰万菌素的比例	64%	64%	64%	64%	64%	64%
泰乐菌素-泰万菌素转化率	96%	96%	96%	96%	96%	96%
对应泰万菌素产量（吨）	309	370	432	494	556	617
泰万菌素产能（吨）	540	600	660	720	880	840
泰万菌素产能利用率	57%	62%	65%	69%	63%	73%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

“经销+直销”双驱动，规模厂客户占比显著提升，营收更具保障。公司建立了以集团客户直销和经销商渠道销售相结合的营销网络，有针对性地覆盖了不同规模的终端客户，截至 2022 年 6 月已与新希望、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、温氏股份等国内知名农牧企业建立稳定合作关系。通过“回盛经销商学院”等方式加强对经销商的培训，强化经销商经营理念，丰富经销商营销手段，提高经销商知识储备，打造经销商过硬的业务素质。2018~2021 年，公司直销模式占比从 36.2% 增长到 62.8%，占比提升近一倍；前五大客户销售金额从 0.72 亿元增长到 2.91 亿元，公司销售经营模式效果显著。

图25：2018-2021 年公司经销直销模式占比


资料来源：wind，民生证券研究院

图26：2018-2021 年公司前五大客户销售金额及占比


资料来源：wind，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

对于公司拥有五大主要产品，分别是酒石酸泰万菌素、氟苯尼考、阿莫西林、盐酸多西环素和替米考星，2021 年合计收入占比达 74%。公司下游主要面向生猪养殖场，故产品需求将随着养殖端补栏积极性的提升而增长，今年 4 月份以来，养殖场盈利开始底部回暖，故我们预计今年公司产品销量增速小幅增长。随着 IPO 新沟基地项目陆续投产，化药制剂（粉/散/预混剂）产能扩张至 10200 吨，公司总产能将超原本 3 倍有余，故公司各产品销量增速将持续提高。同时，新增 2000 吨泰乐菌素产能和 600 吨泰万菌素原料药产能，将助力酒石酸泰万菌素及替米考星实现销量的快速增长。盈利方面，我们预计随着公司业务向上游布局，对原材料的掌控将有助于进一步提高毛利水平。最终，预计 2022~2024 年，公司整体营收分别实现 10.17、13.89、18.07 亿元，CAGR 达 33.3%。

从整体费用情况来看，新产能的投建将助力公司整体经营规模不断扩大，然而对泰万菌素市场的大力推进，销售渠道建设、销售人员扩张，以及新建产能的摊销都将使得公司整体期间费用有所上升，故我们预计未来三年公司期间费用率将较 2021 年有所上升，维持在 9%~10%左右。

表9：公司业务盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
公司整体营收（亿元）	9.96	10.17	13.89	18.07
营收增速（%）	28.2%	2.2%	36.5%	30.1%
公司整体营业成本（亿元）	7.25	7.70	9.47	11.93
毛利（亿元）	2.71	2.47	4.42	6.14
毛利率（%）	27.2%	24.3%	31.8%	34.0%
酒石酸泰万菌素收入（亿元）	2.11	2.39	4.06	5.68
收入增速（%）	-1.8%	12.9%	70.0%	40.0%
氟苯尼考收入（亿元）	1.63	1.67	1.92	2.30
收入增速（%）	55.2%	2.1%	15.0%	20.0%
阿莫西林收入（亿元）	1.17	1.20	1.38	1.66
收入增速（%）	42.9%	3.1%	15.0%	20.0%
盐酸多西环素收入（亿元）	1.38	1.16	1.34	1.60
收入增速（%）	33.3%	-16.0%	15.0%	20.0%
替米考星收入（亿元）	1.11	1.11	1.44	1.95
收入增速（%）	58.3%	-0.2%	30.0%	35.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

从估值水平看，公司 23/24 年 PE 分别为 19/14 倍，低于可比公司均值 24/20。同时，自 IPO 项目以来，公司多次扩建生产线，新建生产基地及原料药产能投产后，回盛生物的产能将在未来三年实现逾 3 倍的扩张，其业绩增速也将高于可比

公司平均水平，未来三年净利润复合增速为 90.1%，明显高于可比公司的均值 23.4%。

表10：可比公司 PE 估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR-3
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600195.SH	中牧股份	14.36	0.57	0.69	0.81	25	21	18	19.2%
603566.SH	普莱柯	29.40	0.66	0.90	1.10	45	33	27	29.1%
300119.SZ	瑞普生物	20.90	0.90	1.13	1.34	23	18	16	22.0%
均值		/	/	/	/	31	24	20	23.4%
300871.SZ	回盛生物	27.45	0.56	1.47	2.01	49	19	14	90.1%

资料来源：wind，民生证券研究院预测（注：收盘价为 2022 年 10 月 19 日，可比公司采用 wind 一致预期数据）

4.3 投资建议

预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 0.92、2.43、3.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、1.47、2.01 元，对应 PE 分别为 49、19、14 倍。养殖端回暖背景下，公司作为国内兽用化药龙头，2000 吨泰乐菌素产能和 600 吨泰万菌素原料药产能有望陆续投产，产业布局加速向上延伸，将有效降低公司原材料成本波动风险，同时随着成本端压力逐渐散去，盈利空间有望全面打开，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 原料药价格上涨。公司成本构成中原材料占比超 90%，因此盈利情况受原材料成本影响较大，若原材料价格大幅上涨，或导致公司利润空间受到压缩。

2) 产能投放不及预期。公司新建 2000 吨泰乐菌素及 600 吨泰万菌素产能，预计于 2023 年可实现全部落地投产，若因外部因素导致公司产能建设进度滞后，产能无法及时释放，或导致公司业绩不达预期。

3) 突发重大动物疫病。突发性的重大动物疫情或在短期内使得养殖户降低养殖量，将使得动保产品及饲料销量大幅下滑，从而导致公司经营状况下滑。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	996	1,017	1,389	1,807
营业成本	725	770	947	1,193
营业税金及附加	5	6	8	10
销售费用	47	62	69	96
管理费用	42	46	57	77
研发费用	47	45	51	74
EBIT	142	88	256	357
财务费用	-4	-6	-1	-0
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	3	2	2	3
营业利润	151	106	277	380
营业外收支	-0	-0	-0	-0
利润总额	151	106	277	380
所得税	18	14	34	47
净利润	133	92	243	333
归属于母公司净利润	133	92	243	333
EBITDA	171	188	384	506

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,068	370	440	623
应收账款及票据	240	264	361	464
预付款项	9	21	24	28
存货	232	225	280	356
其他流动资产	50	513	517	521
流动资产合计	1,599	1,393	1,621	1,993
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	534	888	1,049	1,108
无形资产	110	133	148	166
非流动资产合计	1,143	1,307	1,348	1,369
资产合计	2,742	2,700	2,969	3,362
短期借款	100	0	0	0
应付账款及票据	311	326	399	505
其他流动负债	92	98	117	145
流动负债合计	503	425	515	650
长期借款	35	35	35	35
其他长期负债	584	584	584	584
非流动负债合计	620	620	620	620
负债合计	1,123	1,044	1,135	1,270
股本	166	166	166	166
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,619	1,656	1,834	2,092
负债和股东权益合计	2,742	2,700	2,969	3,362

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.14	2.13	36.49	30.14
EBIT 增长率	-17.20	-37.97	190.51	39.16
净利润增长率	-11.52	-30.60	163.92	36.86
盈利能力 (%)				
毛利率	27.17	24.29	31.81	33.98
净利率	13.34	9.06	17.52	18.43
总资产收益率 ROA	4.85	3.42	8.20	9.91
净资产收益率 ROE	8.21	5.57	13.27	15.92
偿债能力				
流动比率	3.18	3.28	3.15	3.07
速动比率	2.69	2.70	2.55	2.47
现金比率	2.12	0.87	0.85	0.96
资产负债率 (%)	40.95	38.67	38.22	37.76
经营效率				
应收账款周转天数	84.95	88.01	88.10	87.55
存货周转天数	116.49	106.59	107.94	108.92
总资产周转率	0.36	0.38	0.47	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	0.56	1.47	2.01
每股净资产	9.75	9.97	11.05	12.60
每股经营现金流	0.94	1.12	1.85	2.62
每股股利	0.33	0.33	0.39	0.45
估值分析				
PE	34	49	19	14
PB	2.8	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	24.42	25.39	12.24	8.92
股息收益率 (%)	1.21	1.21	1.42	1.64

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	133	92	243	333
折旧和摊销	29	100	128	150
营运资金变动	2	-9	-68	-53
经营活动现金流	156	186	308	436
资本开支	-600	-264	-169	-171
投资	410	-462	0	0
投资活动现金流	-185	-724	-167	-168
股权募资	701	0	0	0
债务募资	72	-100	0	0
筹资活动现金流	710	-160	-72	-84
现金净流量	681	-698	69	184

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2022Q2)	4
图 3: 2016-2021 年营业收入 (亿元) 及增速	4
图 4: 2016-2021 年归母净利润 (亿元) 及增速	4
图 5: 2016~2021 年公司产品分类占比.....	5
图 6: 2018-2021 年分用药对象营收占比.....	5
图 7: 2016-2022H1 公司销售毛利率及净利率 (%)	5
图 8: 2016-2022H1 公司期间费用率 (%)	5
图 9: 原料药价格指数 (VPI)	6
图 10: 公司归母净利润环比与猪价环比对比.....	6
图 11: 公司归母净利润与猪价对比	6
图 12: 2016-2020 年抗微生物药及抗寄生虫药销售额	8
图 13: 2020 年国内兽用化药制剂市场分类占比	8
图 14: 2007-2020 年各出栏量生猪养殖户占比.....	8
图 15: 2013~2021 年国内动保增速与养殖规模化对比	8
图 16: 2016-2021 年公司主要产品营业收入 (亿元)	9
图 17: 2016-2021 年公司主要产品毛利率 (%)	9
图 18: 2016-2021 年生猪与家禽存栏对比	11
图 19: 2016-2021 年公司家禽药品收入及增速.....	11
图 20: 2019-2021 年中国宠物药品市场规模及增速.....	12
图 21: 2019-2021 年中国宠物市场规模及增速.....	12
图 22: 2016-2021 年公司研发投入及增速	13
图 23: 2021 年研发人员学历构成	13
图 24: 公司生产工艺流程	14
图 25: 2018-2021 年公司经销直销模式占比	15
图 26: 2018-2021 年公司前五大客户销售金额及占比	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 我国“禁抗”、“限抗”政策梳理	7
表 2: 公司主要产品针对性作用	9
表 3: 药物组合使用剂量	10
表 4: 公司主要产品情况	10
表 5: 回盛生物部分宠物药品介绍	12
表 6: 截至 2022 年 6 月公司拥有的 7 项发明专利	13
表 7: 公司泰万菌素及泰乐菌素产能情况	14
表 8: 公司泰万菌素产能情况	14
表 9: 公司业务盈利预测	16
表 10: 可比公司 PE 估值	17
公司财务报表数据预测汇总	19

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026