



## 业绩环比改善明显，产业链一体化稳步推进

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司 2022 年前三季度实现营业收入 6.7 亿元, 同比减少 10%, 实现归母净利润 2640.6 万元, 同比减少 78%, 扣非后归母净利润为 1835.9 万元, 同比减少 83.5%。单三季度实现营业收入 2.7 亿元, 同比增长 30.6%, 环比增长 43.4%, 归母净利润为 1989.3 万元, 同比增长 8.1%, 环比增长 343.18%, 扣非后归母净利润为 1697.8 万元, 同比增长 3.4%。前三季度利润同比存在大幅下降的原因主要在于上游原料药价格上涨导致营业成本增加, 且上半年养殖行情相对低迷, 价格难以向下游传导, 从单三季度来看: 1) 下游需求增长, 营收环比提高; 2) 公司单三季度销售毛利率约为 22%, 环比提高约 4 个百分点, 兽药原料药价格指数 (VPI) 十月初约为 81 左右, 较 21 年十月高点下降约 21%, 公司盈利空间得到明显改善, 且公司未来原料药扩产, 发展一体化产业链, 整体经营稳定性增强, 前景向好。
- 产业链一体化顺利发展, 向上游拓展增强公司盈利能力, 同时保障产品质量。** 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。公司产品质量不仅在国内得到认可, 同时远销东南亚、南非、南美等地。现阶段正积极建设湖北新沟基地, 包括粉/散/预混剂自动化生产基地以及研发质检中心。从原料药的角度来看, 现有泰万菌素产能 240 吨, 且在建工程迅速推进, 年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目进入设备安装。实现原料药制剂一体化, 对未来产品的成本、质量把控能力都将进一步提升。同时公司持续加强研发, 报告期内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%。“稳蓝增免” 方案市场认可度提升, 多个集团客户采用。同时 11 款面向猫狗的宠物保健品及 2 款宠物药品先后上市。
- 下游养殖规模化发展, 盈利水平修复, 对动保产品需求产生正面影响。** 环保要求提高养殖门槛, 非洲猪瘟等突发情况, 不仅对落后产能造成冲击, 而且使得养殖端更加重视疫病防治, 2022 年上半年全国生猪出栏 3.7 亿头, 十家上市生猪养殖企业出栏量合计达 5985 万头, 占比达 16.4%。截至 22 年 10 月下旬, 生猪价格于 28 元/公斤附近波动, 养殖企业步入盈利区间, 整体动保需求将迎来提升。兽药行业集中度提高, 行业环境优化, 有助于头部企业成长。2020 年 6 月 1 日, 新版 GMP 正式实施, 明确规定于 2022 年 6 月 1 日前兽药企业需通过新版 GMP 认证, 从而提高兽药行业准入门槛, 淘汰落后产能, 且养殖端为控制风险增强可溯源性或将减少动保产品供应商从而进一步倒逼行业集中度提升。同时为保证食品安全推进绿色养殖, 2020 年 7 月起我国饲料生产企业全面禁抗, 参考欧盟饲料禁抗的经验, “禁抗” 后畜禽免疫力或将下降, 出现病症时对于服用含有抗生素药物的需求将迎来相应的增长, 公司主营大环内酯类产品为动物专用抗生素, 产品优质市场认可度高, 未来将发挥兽药龙头企业优势, 把握市场需求增量, 提升营业收入。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.43 元、1.84 元、2.69 元, 对应动态 PE 分别为 55/13/9 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求不及预期, 产能释放不及预期, 研发进度不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	996.22	1184.57	1813.99	2244.14
增长率	28.14%	18.91%	53.13%	23.71%
归属母公司净利润 (百万元)	132.87	72.00	306.23	447.20
增长率	-11.52%	-45.81%	325.30%	46.04%
每股收益 EPS (元)	0.80	0.43	1.84	2.69
净资产收益率 ROE	8.21%	4.80%	17.16%	20.91%
PE	30	55	13	9
PB	2.46	2.66	2.23	1.86

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿  
执业证号: S1250518120001  
电话: 021-68415832  
邮箱: xuq@swsc.com.cn  
联系人: 刘佳宜  
电话: 021-68415832  
邮箱: liujy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.66
流通 A 股(亿股)	0.83
52 周内股价区间(元)	15.36-31.01
总市值(亿元)	39.77
总资产(亿元)	27.42
每股净资产(元)	8.83

### 相关研究

- 回盛生物 (300871): 拐点已至, 创新驱动未来 (2022-08-30)
- 回盛生物(300871): 集团客户占比提升, 一体化发展前景向好 (2022-03-11)
- 回盛生物 (300871): 短期业绩承压, 长期发展向好 (2021-10-29)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	996.22	1184.57	1813.99	2244.14	净利润	132.87	72.00	306.23	447.20
营业成本	725.50	892.80	1109.05	1357.79	折旧与摊销	28.54	62.51	62.51	62.51
营业税金及附加	4.92	6.97	10.04	12.45	财务费用	-4.38	9.24	8.00	7.02
销售费用	47.15	88.84	163.26	157.09	资产减值损失	-1.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	41.91	104.24	172.33	197.48	经营营运资本变动	223.13	-36.92	-122.13	-59.61
财务费用	-4.38	9.24	8.00	7.02	其他	-222.80	-0.97	-0.36	-0.49
资产减值损失	-1.63	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>155.72</b>	<b>105.86</b>	<b>254.24</b>	<b>456.63</b>
投资收益	2.86	0.50	0.50	0.50	资本支出	-594.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.55	0.00	0.00	0.00	其他	409.60	-67.44	23.88	-7.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-185.15</b>	<b>-67.44</b>	<b>23.88</b>	<b>-7.29</b>
<b>营业利润</b>	<b>151.03</b>	<b>82.98</b>	<b>351.82</b>	<b>512.80</b>	短期借款	37.00	-100.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.20	-0.27	-0.28	-0.28	长期借款	35.21	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>150.83</b>	<b>82.71</b>	<b>351.55</b>	<b>512.52</b>	股权融资	10.45	0.00	0.00	0.00
所得税	17.97	10.70	45.32	65.32	支付股利	-45.31	-40.09	-21.73	-92.40
净利润	132.87	72.00	306.23	447.20	其他	672.73	-166.86	-8.00	-7.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>710.09</b>	<b>-306.95</b>	<b>-29.72</b>	<b>-99.42</b>
归属母公司股东净利润	132.87	72.00	306.23	447.20	<b>现金流量净额</b>	<b>680.63</b>	<b>-268.54</b>	<b>248.39</b>	<b>349.91</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1068.23	799.70	1048.09	1398.01	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	250.52	319.24	478.34	589.95	销售收入增长率	28.14%	18.91%	53.13%	23.71%
存货	231.55	285.80	355.16	435.11	营业利润增长率	-14.44%	-45.06%	323.98%	45.76%
其他流动资产	48.58	108.73	89.80	100.63	净利润增长率	-11.52%	-45.81%	325.30%	46.04%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-8.63%	-11.68%	172.95%	37.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1006.80	946.77	886.74	826.70	毛利率	27.17%	24.63%	38.86%	39.50%
无形资产和开发支出	110.06	107.58	105.10	102.62	三费率	8.50%	17.08%	18.94%	16.11%
其他非流动资产	25.92	25.92	25.92	25.92	净利率	13.34%	6.08%	16.88%	19.93%
<b>资产总计</b>	<b>2741.66</b>	<b>2593.74</b>	<b>2989.15</b>	<b>3478.95</b>	ROE	8.21%	4.80%	17.16%	20.91%
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.85%	2.78%	10.24%	12.85%
应付和预收款项	341.65	429.80	529.97	650.88	ROIC	9.04%	4.71%	16.26%	20.42%
长期借款	35.21	35.21	35.21	35.21	EBITDA/销售收入	17.59%	13.06%	23.28%	25.95%
其他负债	645.95	629.17	639.91	654.00	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1122.81</b>	<b>1094.18</b>	<b>1205.09</b>	<b>1340.09</b>	总资产周转率	0.44	0.44	0.65	0.69
股本	166.25	166.25	166.25	166.25	固定资产周转率	2.94	2.35	4.09	5.85
资本公积	881.60	881.60	881.60	881.60	应收账款周转率	4.60	4.58	5.01	4.60
留存收益	429.31	461.23	745.73	1100.53	存货周转率	4.01	3.43	3.45	3.42
归属母公司股东权益	1618.85	1499.56	1784.06	2138.86	销售商品提供劳务收到现金营业收入	105.31%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1618.85</b>	<b>1499.56</b>	<b>1784.06</b>	<b>2138.86</b>	资产负债率	40.95%	42.19%	40.32%	38.52%
负债和股东权益合计	2741.66	2593.74	2989.15	3478.95	带息债务/总负债	60.08%	52.51%	47.68%	42.88%
					流动比率	3.18	3.19	3.37	3.50
					速动比率	2.72	2.59	2.76	2.90
					股利支付率	34.10%	55.68%	7.09%	20.66%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	175.19	154.73	422.33	582.33	每股收益	0.80	0.43	1.84	2.69
PE	29.97	55.30	13.00	8.90	每股净资产	9.74	9.02	10.73	12.87
PB	2.46	2.66	2.23	1.86	每股经营现金	0.94	0.64	1.53	2.75
PS	4.00	3.36	2.19	1.77	每股股利	0.27	0.24	0.13	0.56
EV/EBITDA	20.20	23.46	8.06	5.23					
股息率	1.14%	1.01%	0.55%	2.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn