

Q3 业绩改善明显，供需双改善下盈利逐步修复

2022 年 10 月 27 日

➤ **事件概述。**公司于 10 月 25 日发布 2022 年三季度报，2022 年前三季度实现营业收入 6.71 亿元，同比-10.0%；实现归母净利润 0.26 亿元，同比-78.0%；实现扣非归母净利 0.18 亿元，同比-83.5%。其中，Q3 实现营业收入 2.74 亿元，同比+30.6%，环比+30.5%；实现归母净利润 0.20 亿元，同比+8.1%，环比+280.0%；实现扣非归母净利 0.17 亿元，同比+3.4%，环比+6.3%。

➤ **供需双双改善，盈利能力逐步修复。**2022Q3 公司整体毛利率为 22.26%，同比-3.6PCT，环比+4.1PCT；净利率 7.25%，同比-1.5PCT，环比+4.9PCT。公司盈利能力逐步恢复，主要源于供需两端经营改善。供给端，原料药价格恢复合理区间，2022 年 9 月 VPI 指数同比下滑 12.5%，一改往年“金九银十”消费旺季价格同比上升的趋势。需求端，随着 7 月以来生猪价格持续回升，高效养殖企业扭亏为盈，对于兽药的需求逐渐由低价优先转为注重产品的品质和疗效。公司作为高品质兽药企业，主力产销量恢复较为明显，其中，泰万菌素制剂单月销售收入快速增长，逐步回归正常趋势，或将迎来下游养殖新一轮需求反弹。

➤ **新建产能逐步释放，规模效益提升有望控本降费。**截至 2022Q3，公司新建产能尚未完全投产，大量的新增产能导致固定资产折旧摊销费用较高。随着粉剂/预混剂生产线扩建项目(年设计产能 2100 吨)等顺利投产，年产 1000 吨泰乐菌素项目投料试车，公司产能不断扩张。叠加上游原料药企业竞争加剧，公司规模效益的形成有望压低原料药采购价格。未来随着销量和产能利用率的提升，将逐步摊薄费用。

➤ **注重研发创新，深化大客户合作。**公司新研发的第四代动物专用抗菌药泰地罗新注射液于今年上半年上市，市场接受度超预期。同时，公司持续优化泰万菌素的发酵工艺，发酵效价和批次平均产量较 2021 年分别提高 4.5%和 6.7%，助力公司盈利能力进一步提升。公司凭借独创的“稳蓝增免”方案(治嗽静+卫免+绿益态)不断加大与集团厂客户的合作，多家生猪养殖头部企业都对其进行了产品评估，且部分已纳入招标采购目录，市场反响度较高，渗透率稳步提升。

➤ **投资建议：**预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 0.67、2.36、3.23 亿元，对应 EPS 分别为 0.41、1.42、1.94 元，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，盈利空间有望全面打开，维持“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	1,015	1,371	1,776
增长率(%)	28.1	1.9	35.0	29.6
归属母公司股东净利润(百万元)	133	67	236	323
增长率(%)	-11.5	-49.4	250.1	37.1
每股收益(元)	0.80	0.41	1.42	1.94
PE	29	57	16	12
PB	2.4	2.4	2.1	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

23.16 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

相关研究

1.回盛生物(300871.SZ)深度报告: 国内兽药制剂龙头, 产能扩张拥抱周期上行-2022/10/20

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	1,015	1,371	1,776
营业成本	725	784	938	1,177
营业税金及附加	5	7	8	11
销售费用	47	55	69	90
管理费用	42	65	56	87
研发费用	47	45	51	73
EBIT	142	60	248	338
财务费用	-4	-5	1	2
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	3	3	3	4
营业利润	151	72	268	357
营业外收支	-0	-2	-0	-0
利润总额	151	70	268	357
所得税	18	3	33	34
净利润	133	67	236	323
归属于母公司净利润	133	67	236	323
EBITDA	171	159	376	488

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,068	419	460	615
应收账款及票据	240	264	356	456
预付款项	9	21	24	28
存货	232	229	278	351
其他流动资产	50	513	517	521
流动资产合计	1,599	1,446	1,634	1,971
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	2,752	2,982	3,340
短期借款	100	70	50	30
应付账款及票据	311	332	395	498
其他流动负债	92	100	116	143
流动负债合计	503	502	561	671
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	1,121	1,180	1,290
股本	166	166	166	166
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,619	1,631	1,802	2,050
负债和股东权益合计	2,742	2,752	2,982	3,340

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	1.92	34.99	29.57
EBIT 增长率	-17.20	-58.10	316.93	36.22
净利润增长率	-11.52	-49.35	250.06	37.05
盈利能力 (%)				
毛利率	27.17	22.77	31.54	33.75
净利润率	13.34	6.63	17.19	18.18
总资产收益率 ROA	4.85	2.44	7.90	9.67
净资产收益率 ROE	8.21	4.13	13.07	15.75
偿债能力				
流动比率	3.18	2.88	2.91	2.94
速动比率	2.69	2.38	2.37	2.37
现金比率	2.12	0.83	0.82	0.92
资产负债率 (%)	40.95	40.74	39.58	38.64
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	0.37	0.46	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	0.41	1.42	1.94
每股净资产	9.75	9.82	10.85	12.34
每股经营现金流	0.94	1.00	1.80	2.57
每股股利	0.33	0.33	0.39	0.45
估值分析				
PE	29	57	16	12
PB	2.4	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	20.25	25.62	10.68	7.87
股息收益率 (%)	1.43	1.43	1.69	1.95

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	133	67	236	323
折旧和摊销	29	100	128	150
营运资金变动	2	-6	-68	-51
经营活动现金流	156	166	300	427
资本开支	-600	-266	-169	-171
投资	410	-462	0	0
投资活动现金流	-185	-725	-166	-167
股权募资	701	0	0	0
债务募资	72	-30	-20	-20
筹资活动现金流	710	-91	-93	-105
现金净流量	681	-650	41	155

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。本报告清晰准确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。	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