

回盛生物 (300871.SZ)

买入

2022 三季报点评：Q3 归母净利环比增加 400%，高景气下量利有望维持高弹性增长

核心观点

受益猪价持续走高，Q3 量利环比高增。根据公司发布的 2022 年三季度报告，公司 2022 年前三季度实现营业收入 6.71 亿元，较上年同期减少 9.98%，实现归属于母公司所有者的净利润 0.26 亿元，较上年同期减少 77.95%。分季度来看，三季度国内猪价持续走高，下游动保需求改善进而推动公司 Q3 量利表现实现环比高增，其中公司 Q3 单季营收为 2.74 亿元，环比+43.46%，同比+30.48%；归母净利润为 0.20 万元，环比+400%，同比+11.11%。

养殖端维持高景气，看好公司量利增长。当前国内原料药价格已在年初回落至合理位置，相应成本端改善已开始在 Q2 体现，公司后续经营的主要矛盾将集中在收入端。短期来看，下游养殖利润修复正在缓解养殖户资金紧张情况缓解，其对未来养殖利润预期也有望改善，养殖户对兽药的价格容忍度或随之提高，其在预防治疗方面的支出有望增加。结合公司业绩表现来看，兽药销售环比修复逻辑正得到逐步验证，考虑到国庆节后猪价已上涨至 28 元/公斤附近，养殖端高景气下，我们预计公司量利表现有望延续高弹性修复。另外从长期来看，年中落地的新 GMP 标准进一步提升行业准入门槛，在养殖规模化趋势下，公司作为产品矩阵完备的优质头部兽药企业，有望依靠质量、规模等多方位优势占得更多份额，底部成长同样值得期待。

募投项目陆续落地，看好后续业绩释放。产能方面，截至 2022 年 9 月末，公司固定资产规模为 8.18 亿元，较年初增长 53.34%。上半年，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，制剂及原料产能再上新台阶。产品方面，公司研发的新一代抗菌药泰地罗新注射液成功上市，泰万菌素发酵工艺进一步优化，发酵效价和批次平均产量较上年分别提高 4.5% 和 6.7%，同时公司“稳蓝增免”方案防治蓝耳病效果显著，而上述产品均以泰乐菌素为核心原料，在新产能落地后，公司成本和质量优势或进一步凸显，后续有望依靠优质产品和较为稳固的集团客户关系，在养殖规模化进程中稳步释放业绩。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，原料药价格再度大幅上涨。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为国内兽药制剂龙头，超八成收入来自猪用兽药，在下游动保需求回暖+新产能陆续投产双重驱动下，后续业绩有望继续实现高弹性增长。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 0.7/2.5/3.1 亿元，对应当前股价 PE 为 61.0/16.1/12.8X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	777	996	1,161	1,676	2,235
(+/-%)	82.0%	28.1%	16.6%	44.3%	33.4%
净利润(百万元)	150	133	65	247	312
(+/-%)	118.4%	-11.5%	-50.8%	278.6%	26.2%
每股收益(元)	1.36	0.80	0.39	1.49	1.88
EBIT Margin	21.6%	13.0%	7.0%	18.1%	16.6%
净资产收益率(ROE)	10.9%	8.2%	3.9%	13.1%	14.6%
市盈率(PE)	17.6	30.0	61.0	16.1	12.8
EV/EBITDA	16.1	32.2	37.0	14.3	12.3
市净率(PB)	1.92	2.46	2.37	2.11	1.86

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·财报点评

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 liruinan@guosen.com.cn
 S0980520110002
联系人：江海航
 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	23.95 元
总市值/流通市值	3976/1988 百万元
52 周最高价/最低价	31.07/15.05 元
近 3 个月日均成交额	56.09 百万元

市场走势



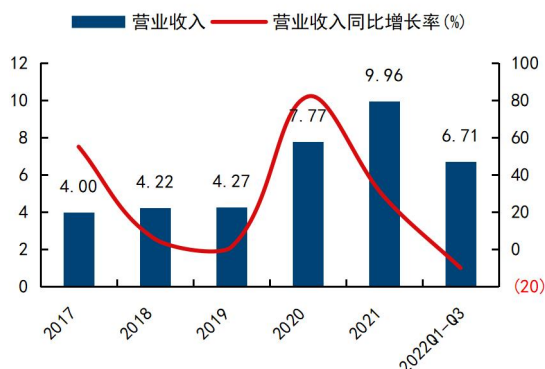
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《回盛生物(300871.SZ)-2022 中报点评：Q2 盈利环比增加 122%，看好新产能落地后业绩释放》——2022-08-30
 《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》——2022-07-16

受益猪价持续走高，Q3 量利环比高增。根据公司发布的 2022 年三季度报告，公司 2022 年前三季度实现营业收入 6.71 亿元，较上年同期减少 9.98%，实现归属于母公司所有者的净利润 0.26 亿元，较上年同期减少 77.95%。分季度来看，三季度国内猪价持续走高，下游动保需求改善进而推动公司 Q3 量利表现实现环比高增，其中公司 Q3 单季营收为 2.74 亿元，环比+43.46%，同比+30.48%；归母净利润为 0.20 亿元，环比+400%，同比+11.11%。

图1：回盛生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



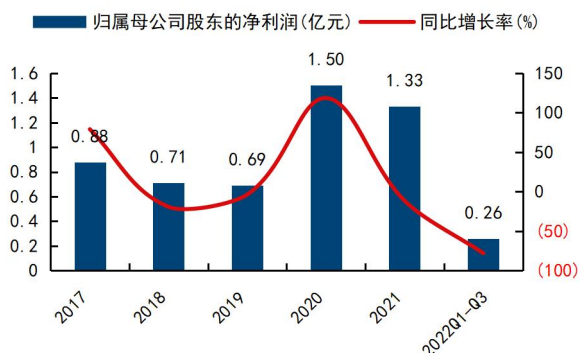
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：回盛生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：回盛生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

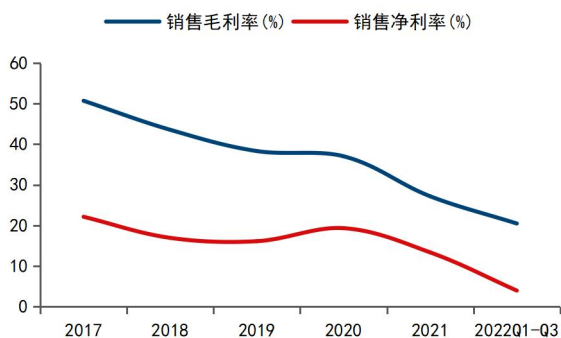
图4：回盛生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

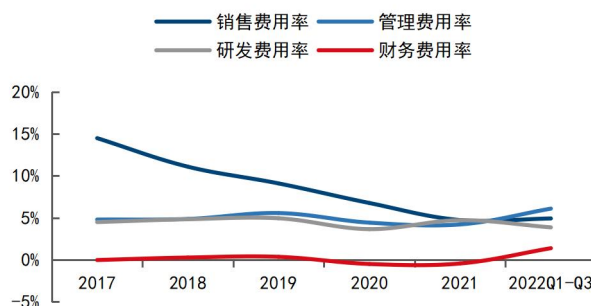
盈利率环比改善，费用率同比上升。公司 2022 年前三季度销售毛利率 20.46%，同比-10.67pct，销售净利率 3.93%，同比-12.12pct，净利率同比下滑一方面系公司兽药业务上半年收入成本两端承压，另一方面系公司新建项目投产导致折旧费用明显增加。分季度来看，受猪价回升推动动保需求影响，公司 Q3 盈利能力环比改善明显，其中 Q3 单季销售毛利率和销售净利润分别为 22.25%/7.25%，环比分别增加 4.06/4.90pct。公司 2022 年前三季度销售费用率 4.92%（-1.02pct），管理费用率 6.09%（+2.02pct），财务费用率 1.38%（+1.98pct）。三项费用率合计 16.25%，环比小幅改善，同比上升 3.07pct，一方面系新进项目投产导致管理费用中的折旧费用增加，另一方面系公司计提可转债利息导致财务费用增加。

图5: 回盛生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

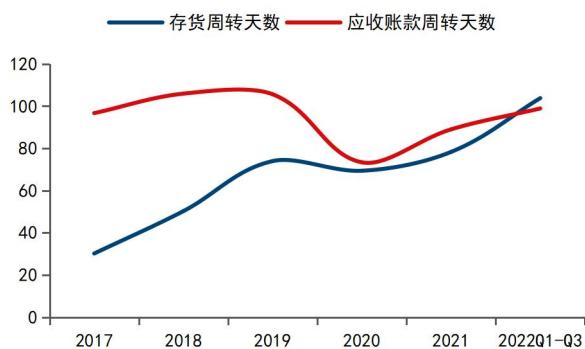
图6: 回盛生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

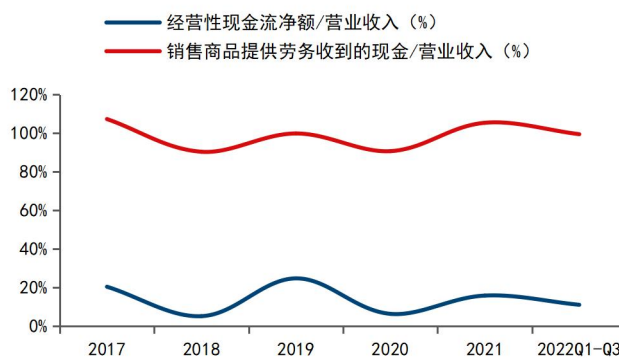
资产周转和经营现金流环比改善。在主要流动资产周转方面, 2022 年前三季度公司存货天数为 103.8 天, 同比+16.53%但较上半年有所改善, 预计虽动保需求持续回暖, 有望持续改善; 2022 前三季度公司应收账款周转天数为 98.93 天, 同比+36.27%但较上半年改善明显。在经营现金流方面, 公司 2021 年前三季度经营性现金流净额占营业收入比例为 16.09% (同比-5.21%), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 99.40% (同比-3.95%), 经营现金流同比依旧偏紧但较上半年改善明显。考虑到近期随猪价回暖, 多数养殖户实现盈利, 下游资金紧张情况得到有效缓解, 公司前三季度共转回坏账准备 233.85 万元, 我们预计公司销售回款情况有望持续改善。

图7: 回盛生物主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 回盛生物经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持 “买入” 评级。公司作为国内兽药制剂龙头, 超八成收入来自猪用兽药, 在上游动保需求回暖+新产能陆续投产双重驱动下, 后续业绩有望继续实现高弹性增长。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 0.7/2.5/3.1 亿元, 对应当前股价 PE 为 61.0/16.1/12.8X。

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	1451	1264	1270	营业收入	777	996	1161	1676	2235
应收款项	232	242	409	544	685	营业成本	490	725	899	1130	1494
存货净额	127	232	296	329	422	营业税金及附加	4	5	8	10	13
其他流动资产	232	25	87	210	391	销售费用	53	47	67	88	162
流动资产合计	1177	1599	2275	2379	2802	管理费用	34	42	55	73	97
固定资产	412	1007	1242	1293	1232	研发费用	28	47	51	71	100
无形资产及其他	96	110	107	103	100	财务费用	(4)	(4)	12	22	18
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	3650	3801	4160	其他收入	(26)	(36)	(51)	(71)	(100)
短期借款及交易性金融负债	73	106	500	300	200	营业利润	177	151	76	287	359
应付款项	194	311	320	426	575	营业外净收支	(0)	(0)	(1)	(2)	(1)
其他流动负债	72	86	115	142	191	利润总额	176	151	75	285	358
流动负债合计	339	503	935	868	966	所得税费用	26	18	10	38	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	65	247	312
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	1969	1910	2019	净利润	150	133	65	247	312
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	1681	1891	2141	折旧摊销	19	29	79	108	118
负债和股东权益总计	1752	2742	3650	3801	4160	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)	12	22	18
每股收益	1.36	0.80	0.39	1.49	1.88	营运资本变动	(341)	268	(248)	(151)	(207)
每股红利	0.05	0.29	0.02	0.22	0.38	其它	1	7	7	1	(0)
每股净资产	12.48	9.74	10.11	11.38	12.88	经营活动现金流	(173)	427	(107)	201	219
ROIC	20%	9%	5%	16%	20%	资本开支	0	(616)	(301)	(151)	(51)
ROE	11%	8%	4%	13%	15%	其它投资现金流	(241)	208	0	0	0
毛利率	37%	27%	23%	33%	33%	投资活动现金流	(241)	(408)	(301)	(151)	(51)
EBIT Margin	22%	13%	7%	18%	17%	权益性融资	(0)	701	0	0	0
EBITDA Margin	24%	16%	14%	25%	22%	负债净变化	(34)	35	200	0	0
收入增长	82%	28%	17%	44%	33%	支付股利、利息	(6)	(48)	(3)	(37)	(62)
净利润增长率	118%	-12%	-51%	279%	26%	其它融资现金流	734	29	394	(200)	(100)
资产负债率	21%	41%	54%	50%	49%	融资活动现金流	655	704	790	(237)	(162)
息率	0.2%	1.2%	0.1%	0.9%	1.6%	现金净变动	241	723	383	(187)	6
P/E	17.6	30.0	61.0	16.1	12.8	货币资金的期初余额	104	345	1068	1451	1264
P/B	1.9	2.5	2.4	2.1	1.9	货币资金的期末余额	345	1068	1451	1264	1270
EV/EBITDA	16.1	32.2	37.0	14.3	12.3	企业自由现金流	0	(205)	(399)	70	183
						权益自由现金流	0	(141)	185	(150)	67

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