

回盛生物 (300871. SZ)

2023 年中报点评：制剂业务量利改善，上半年归母净利润同比+144%

买入

核心观点

制剂业务量利改善，业绩同比回升明显。公司 2023H1 实现营业收入 4.49 亿元，较上年同期增加 13.11%，主要系原料药板块产能开始释放；实现归属于母公司所有者的净利润 1589.79 万元，较上年同期增加 144.11%，主要系制剂业务盈利同比改善。

分季度来看：23Q2 公司实现营业收入 2.19 亿元，较上年同期增加 14.28%，实现归属于母公司所有者的净利润 104.22 万元，较上年同期减少 76.78%，Q2 业绩承压一是因为系下游生猪养殖行业景气度低迷影响，公司新增制剂产能未充分释放；二是因为公司“年产 1000 吨泰乐菌素项目”的发酵水平和工艺流程仍处于优化过程中，导致原料药项目产能利用率较低、生产成本较高，对当期净利润造成一定程度的负面影响。

分业务来看：2023H1 公司兽用化药制剂业务收入为 3.26 亿元，同比+6.28%，毛利率为 27.46%，同比+7.03pcts，主要系上游原料价格下降较多；兽用原料药收入为 7117.97 万元，同比+72.05%，毛利率几乎为零，主要系新投产泰乐菌素项目发酵水平和工艺流程尚待改进。

募投项目陆续落地，看好后续业绩释放。产能方面，截至目前，公司年产 1000 吨泰乐菌素项目均已于 2023H1 实现投产，年产 1000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目已全面建成，进入试生产阶段，随着原料药项目的产能利用率逐步提升、生产成本下降，原料药销售业务将成为公司重要的业务板块之一。产品方面，公司研发的新一代广谱高效、安全低毒的动物专用抗菌药—泰地罗新注射液已成功上市销售；核心大单品泰万菌素的发酵工艺持续优化，配合公司“稳蓝增免”方案防治蓝耳病效果显著，未来随泰乐菌素新产能逐步落地，成本和质量优势或进一步凸显。后续公司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。另外，公司在宠物动保领域也正不断取得进展，2023H1 宠物用第三代口服头孢菌素“头孢泊肟酯片”成功上市，驱虫药非泼罗尼溶液取得新兽药注册证书。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，新投项目工艺优化进度不及预期。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为国内兽药制剂龙头，大部分收入来自猪用兽药，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。考虑到年内养殖行情低迷且公司新投产项目工艺水平尚待改进，我们下调公司 2023–2025 年归母净利润预测分别至 0.6/1.0/2.8 亿元，对应当前股价 PE 为 48.3/25.8/9.6X。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 996 | 1,023 | 1,389 | 1,921 | 2,805 |
| (+/-%) | 28.1% | 2.7% | 35.8% | 38.3% | 46.0% |
| 净利润(百万元) | 133 | 53 | 55 | 103 | 276 |
| (+/-%) | -11.5% | -60.3% | 4.4% | 87.1% | 167.8% |
| 每股收益(元) | 0.80 | 0.32 | 0.33 | 0.62 | 1.66 |
| EBIT Margin | 13.0% | 7.2% | 6.6% | 8.6% | 13.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 8.2% | 3.4% | 3.5% | 6.2% | 14.8% |
| 市盈率(PE) | 20.0 | 50.4 | 48.3 | 25.8 | 9.6 |
| EV/EBITDA | 23.9 | 30.1 | 19.8 | 15.0 | 10.6 |
| 市净率(PB) | 1.64 | 1.72 | 1.67 | 1.59 | 1.43 |

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 021-61761016 lujiapei@guosen.com.cn S0980520110002
证券分析师：李瑞楠 021-60893308 liruinan@guosen.com.cn S0980523030001

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 | 16.01 元 |
| 收盘价 | 2656/1328 百万元 |
| 总市值/流通市值 | 30.00/15.26 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 26.73 百万元 |
| 近 3 个月日均成交额 | |

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 年报及 2023一季报点评：2023Q1 归母净利同比+634.03%，原料-制剂一体化战略稳步推进》——2023-04-27
- 《回盛生物(300871.SZ)-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》——2022-10-26
- 《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

制剂业务量利改善，业绩同比回升明显。公司2023H1实现营业收入4.49亿元，较上年同期增加13.11%，主要系原料药板块产能开始释放；实现归属于母公司所有者的净利润1589.79万元，较上年同期增加144.11%，主要系制剂业务盈利同比改善。

分季度来看：23Q2公司实现营业收入2.19亿元，较上年同期增加14.28%，实现归属于母公司所有者的净利润104.22万元，较上年同期减少76.78%，Q2业绩承压一是因为系下游生猪养殖行业景气度低迷影响，公司新增制剂产能未充分释放；二是因为公司“年产1000吨泰乐菌素项目”的发酵水平和工艺流程仍处于优化过程中，导致原料药项目产能利用率较低、生产成本较高，对当期净利润造成一定程度的负面影响。

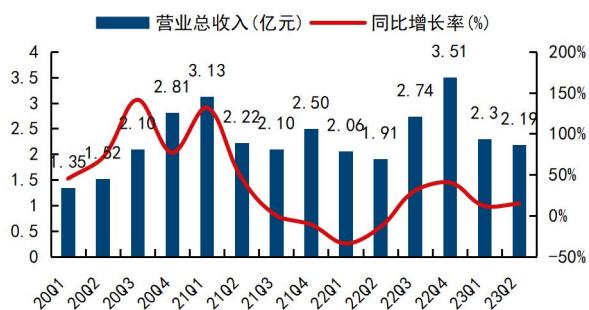
分业务来看：2023H1公司兽用化药制剂业务收入为3.26亿元，同比+6.28%，毛利率为27.46%，同比+7.03pcts，主要系上游原料价格下降较多；兽用原料药收入为7117.97万元，同比+72.05%，毛利率几乎为零，主要系新投产泰乐菌素项目发酵水平和工艺流程尚待改进。

图1：回盛生物营业收入及增速



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



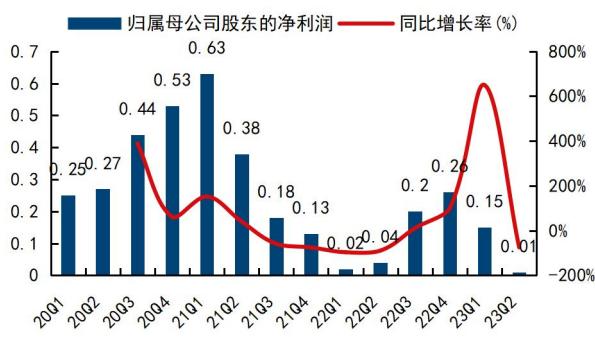
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：回盛生物归母净利润及增速



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

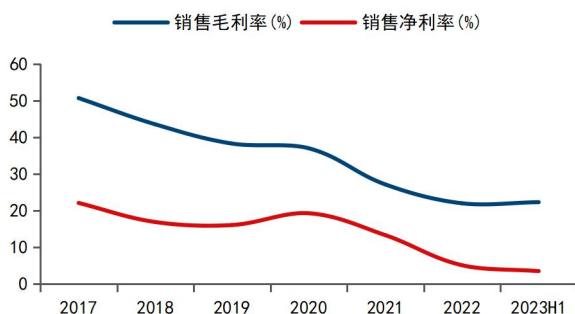


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

利润率同比改善明显，费用率有所增加。公司2023年上半年销售毛利率22.34%，同比+3.13pcts；销售净利率3.54%，相较上年全年水平+1.90pcts，主要受益于制剂业务毛利率同比改善。费用方面，公司2023年上半年销售费用率5.85%（相

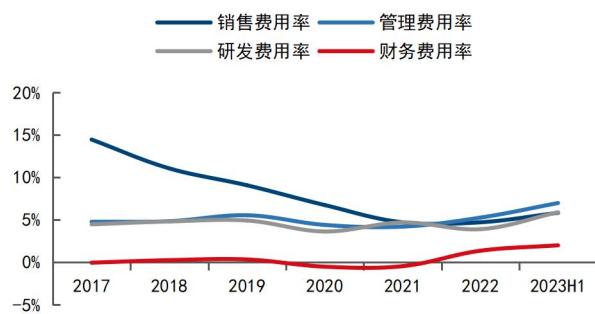
较上年全年水平+1.12pcts)；管理费用率7.48%（相较上年全年水平+2.20pcts）；研发费用率4.29%（相较上年全年水平+0.37pcts）；财务费用率2.02%（相较上年全年水平+0.64pcts），主要系报告期内计提可转债利息所致。四项费用率合计19.64%，较上年全年水平+4.33pcts。

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

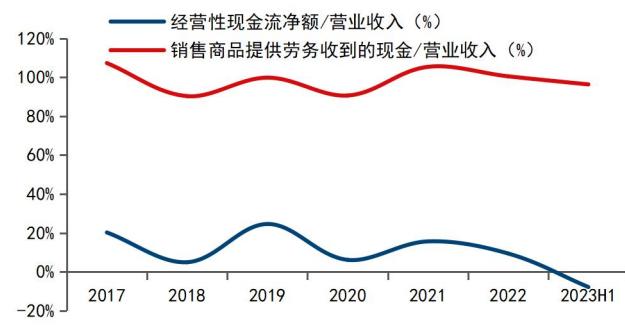
经营性现金流净额维持平稳，资产周转速度有所放缓。公司2023年上半年经营性现金流净额占营业收入比例为1.34%（较上年全年水平-8.11pcts），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为107.29%（较上年全年水平+6.83pcts）。在主要流动资产周转方面，2023年上半年公司存货天数达128天（较上年全年水平+31%），应收账款周转天数达108天（较上年全年水平+7%）。

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，大部分收入来自猪用兽药，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。考虑到年内养殖行情低迷且公司新投产项目工艺水平尚待改进，我们下调公司2023-2025年归母净利润预测分别至0.6/1.0/2.8亿元，对应当前股价PE为48.3/25.8/9.6X。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 1068 | 424 | 324 | 124 | 291 | 营业收入 | 996 | 1023 | 1389 | 1921 | 2805 |
| 应收款项 | 242 | 350 | 437 | 576 | 894 | 营业成本 | 725 | 798 | 1104 | 1485 | 2035 |
| 存货净额 | 232 | 199 | 279 | 360 | 509 | 营业税金及附加 | 5 | 9 | 9 | 13 | 20 |
| 其他流动资产 | 55 | 379 | 584 | 903 | 1179 | 销售费用 | 47 | 48 | 66 | 92 | 133 |
| 流动资产合计 | 1599 | 1351 | 1624 | 1963 | 2872 | 管理费用 | 42 | 54 | 64 | 89 | 132 |
| 固定资产 | 1007 | 1498 | 1870 | 2160 | 2442 | 研发费用 | 47 | 40 | 54 | 76 | 110 |
| 无形资产及其他 | 110 | 107 | 104 | 100 | 97 | 财务费用 | (4) | 14 | 33 | 55 | 74 |
| 投资性房地产 | 26 | 33 | 33 | 33 | 33 | 投资收益 | 3 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | 3 | 4 | (1) | (1) | (1) |
| 资产总计 | 2742 | 2989 | 3630 | 4257 | 5444 | 其他收入 | (36) | (50) | (54) | (76) | (110) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 106 | 220 | 772 | 1044 | 1610 | 营业利润 | 151 | 59 | 64 | 115 | 304 |
| 应付款项 | 311 | 490 | 487 | 703 | 1039 | 营业外净收支 | (0) | (2) | (2) | (1) | 0 |
| 其他流动负债 | 86 | 95 | 127 | 168 | 239 | 利润总额 | 151 | 57 | 62 | 114 | 304 |
| 流动负债合计 | 503 | 805 | 1386 | 1914 | 2889 | 所得税费用 | 18 | 4 | 7 | 12 | 29 |
| 长期借款及应付债券 | 575 | 570 | 570 | 570 | 570 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 45 | 72 | 85 | 102 | 121 | 归属于母公司净利润 | 133 | 53 | 55 | 103 | 276 |
| 长期负债合计 | 620 | 643 | 655 | 672 | 691 | 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 1123 | 1448 | 2042 | 2586 | 3580 | 净利润 | 133 | 53 | 55 | 103 | 276 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | (7) | 8 | 1 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1619 | 1541 | 1588 | 1671 | 1864 | 折旧摊销 | 29 | 63 | 145 | 184 | 215 |
| 负债和股东权益总计 | 2742 | 2989 | 3630 | 4257 | 5444 | 公允价值变动损失 | (3) | (4) | 1 | 1 | 1 |
| | | | | | | 财务费用 | (4) | 14 | 33 | 55 | 74 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | 479 | (182) | (329) | (267) | (314) |
| 每股收益 | 0.80 | 0.32 | 0.33 | 0.62 | 1.66 | 其它 | 7 | (8) | (1) | (0) | (0) |
| 每股红利 | 0.29 | 0.38 | 0.05 | 0.12 | 0.50 | 经营活动现金流 | 637 | (70) | (128) | 21 | 177 |
| 每股净资产 | 9.74 | 9.28 | 9.56 | 10.06 | 11.22 | 资本开支 | 0 | (562) | (515) | (473) | (494) |
| ROIC | 6.45% | 2.53% | 2% | 3% | 8% | 其它投资现金流 | (2) | 2 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 8.21% | 3.42% | 3.46% | 6.16% | 14.79% | 投资活动现金流 | (2) | (560) | (515) | (473) | (494) |
| 毛利率 | 27% | 22% | 21% | 23% | 27% | 权益性融资 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 13% | 7% | 7% | 9% | 13% | 负债净变化 | 35 | (35) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 16% | 13% | 17% | 18% | 21% | 支付股利、利息 | (48) | (62) | (8) | (21) | (83) |
| 收入增长 | 28% | 3% | 36% | 38% | 46% | 其它融资现金流 | 114 | 182 | 552 | 272 | 567 |
| 净利润增长率 | -12% | -60% | 4% | 87% | 168% | 融资活动现金流 | 88 | (13) | 543 | 251 | 484 |
| 资产负债率 | 41% | 48% | 56% | 61% | 66% | 现金净变动 | 723 | (644) | (100) | (200) | 167 |
| 股息率 | 1.8% | 2.4% | 0.3% | 0.8% | 3.1% | 货币资金的期初余额 | 345 | 1068 | 424 | 324 | 124 |
| P/E | 20.0 | 50.4 | 48.3 | 25.8 | 9.6 | 货币资金的期末余额 | 1068 | 424 | 324 | 124 | 291 |
| P/B | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 企业自由现金流 | 0 | (613) | (617) | (406) | (255) |
| EV/EBITDA | 23.9 | 30.1 | 19.8 | 15.0 | 10.6 | 权益自由现金流 | 0 | (467) | (95) | (184) | 244 |

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

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数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。本报告仅供我公司客户使用，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