

➤ **事件概述：**公司于 4 月 24 日发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年公司实现营收 10.2 亿元，同比-0.3%；实现归母净利润 0.2 亿元，同比-68.2%。2024 年 Q1 公司实现营收 2.1 亿元，同比-10.2%，环比-37.0%；实现归母净利润-0.2 亿元，同比-210.4%，环比-961.9%。2023 年全年综合毛利率 20.9%，同比-1.1PCT。

➤ **养殖行情低迷影响公司业绩，新建项目低利用率拉高初期成本。化药：**2023 年公司化药实现营收 7.2 亿元，同比-7.3%；毛利率 26.8%，同比+3.1PCT。**原料药：**2023 年公司原料药实现营收 2.0 亿元，同比+77.2%；毛利率-0.2%，同比-19.5PCT。①上游兽药原料药价格持续下滑，公司原料药均价有所承压。根据中国兽药饲料交易中心数据，2023 年兽药原料药价格指数 (VPI) 均值为 69.6，同比-14.6%；2023Q4VPI 均值为 64.9，同比-19.9%，环比-6.0%。②2023 年下游生猪养殖行业持续处于亏损状态，市场动保需求低迷，养殖户对价格敏感性高。③公司原料药项目初步投产，发酵水平与工艺流程处于优化过程中，产能利用率低，生产成本较高。

➤ **定增传递积极信号，彰显实控人对未来发展信心。**2024 年 4 月，公司拟向特定对象发行不超过 2612.3 万股股票，募集资金总额不超过 2.5 亿元。公司实际控制人控制的企业全额认购本次发行的股票，表明了对公司未来发展前景的信心，并为公司后续发展提供了有力的资金支持。截至 2024 年 4 月 4 日，公司控股股东武汉统盛及其一致行动人楚盛投资合计持股比例为 49.91%，本次发行完成后将提升至 56.73%。

➤ **施力研发创新，核心原料产能布局完成。**2023 年，公司研发投入 4459.8 万元，同比增长 11.1%；研发人员 181 人，同比增长 36.1%，开展五大研发项目。公司建立的兽药临床试验中心于 2024 年 3 月获 GCP 资质，体内试验平台建设进一步丰富了公司研发学科方向。“年产 1000 吨泰乐菌素项目”和“年产 1000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目”全面投产；全年新建 6 条生产线，其中 5 条生产线已经通过了验收。据公司公告，合成原料药项目工程建设快速推进，预计将于 2024 年上半年实现生产试运行；越南制剂工厂破土动工，其他海外投资项目正有序推进。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024~2024 年分别实现归母净利润 0.70、1.18、1.78 亿元，EPS 分别为 0.42、0.71、1.07 元，对应 PE 分别为 34、20、13 倍。2024 年下半年猪周期有望迎来重要反转，或将带动动保行业需求回暖。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：**下游行业周期波动风险；疫病风险；原料药价格大幅波动风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,020	1,202	1,474	1,812
增长率 (%)	-0.3	17.8	22.7	22.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	17	70	118	178
增长率 (%)	-68.2	319.5	68.0	50.4
每股收益 (元)	0.10	0.42	0.71	1.07
PE	141	34	20	13
PB	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 25 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**14.30 元**

**分析师 徐菁**

执业证书：S0100523120004

邮箱：xujing@mszq.com

### 相关研究

- 1.回盛生物 (300871.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：2023Q1 利润同比大幅增长，一体化战略持续发力-2023/05/02
- 2.回盛生物 (300871.SZ) 2022 年三季报点评：Q3 业绩改善明显，供需双改善下盈利逐步修复-2022/10/28
- 3.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)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>1,020</b>	<b>1,202</b>	<b>1,474</b>	<b>1,812</b>
营业成本	806	923	1,105	1,338
营业税金及附加	10	8	10	11
销售费用	56	60	74	91
管理费用	76	64	78	91
研发费用	45	52	62	74
EBIT	14	96	147	210
财务费用	24	17	17	17
资产减值损失	-3	-3	-3	-4
投资收益	13	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>15</b>	<b>76</b>	<b>127</b>	<b>189</b>
营业外收支	-3	-2	-2	-2
<b>利润总额</b>	<b>12</b>	<b>74</b>	<b>124</b>	<b>187</b>
所得税	-4	4	6	9
净利润	17	70	118	178
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>17</b>	<b>70</b>	<b>118</b>	<b>178</b>
EBITDA	135	225	294	375

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	294	300	317	329
应收账款及票据	329	364	447	550
预付款项	62	11	12	15
存货	229	260	311	376
其他流动资产	353	332	335	340
<b>流动资产合计</b>	<b>1,266</b>	<b>1,267</b>	<b>1,422</b>	<b>1,609</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,513	1,581	1,590	1,623
无形资产	104	104	104	104
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,709</b>	<b>1,801</b>	<b>1,784</b>	<b>1,766</b>
<b>资产合计</b>	<b>2,975</b>	<b>3,068</b>	<b>3,206</b>	<b>3,376</b>
短期借款	240	240	240	240
应付账款及票据	472	506	575	660
其他流动负债	68	79	95	112
<b>流动负债合计</b>	<b>781</b>	<b>825</b>	<b>910</b>	<b>1,012</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	685	679	679	679
<b>非流动负债合计</b>	<b>685</b>	<b>679</b>	<b>679</b>	<b>679</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,466</b>	<b>1,504</b>	<b>1,589</b>	<b>1,691</b>
股本	166	166	166	166
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>1,509</b>	<b>1,564</b>	<b>1,616</b>	<b>1,684</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,975</b>	<b>3,068</b>	<b>3,206</b>	<b>3,376</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-0.31	17.85	22.68	22.89
EBIT 增长率	-78.67	577.37	53.61	42.96
净利润增长率	-68.16	319.49	67.96	50.43
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.92	23.20	25.08	26.17
净利润率	1.65	5.86	8.02	9.82
总资产收益率 ROA	0.56	2.29	3.69	5.27
净资产收益率 ROE	1.11	4.50	7.32	10.56
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.62	1.54	1.56	1.59
速动比率	1.24	1.19	1.19	1.19
现金比率	0.38	0.36	0.35	0.32
资产负债率 (%)	49.28	49.04	49.58	50.11
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	114.01	110.00	110.00	110.00
存货周转天数	103.49	103.69	103.69	103.69
总资产周转率	0.34	0.40	0.47	0.55
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.10	0.42	0.71	1.07
每股净资产	9.10	9.43	9.74	10.15
每股经营现金流	0.56	1.61	1.42	1.76
每股股利	0.27	0.39	0.66	1.00
<b>估值分析</b>				
PE	141	34	20	13
PB	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	22.33	13.40	10.26	8.05
股息收益率 (%)	1.89	2.76	4.64	6.98
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	17	70	118	178
折旧和摊销	121	130	147	165
营运资金变动	-66	36	-70	-93
<b>经营活动现金流</b>	<b>93</b>	<b>267</b>	<b>235</b>	<b>292</b>
资本开支	-184	-223	-132	-149
投资	70	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-100</b>	<b>-222</b>	<b>-132</b>	<b>-149</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-33	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-41</b>	<b>-39</b>	<b>-86</b>	<b>-131</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-49</b>	<b>6</b>	<b>17</b>	<b>12</b>

## 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受到任何形式的补偿。

## 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