

# 回盛生物 (300871.SZ)

买入

## 2023 年报及 2024 一季报点评：受下游需求低迷、信用减值计提等多因素影响，短期业绩表现承压明显

### 核心观点

**受下游需求低迷、信用减值计提等多因素影响，短期业绩表现承压明显。**公司 2023 年实现营业收入 10.20 亿元，同比-0.31%，主要系下游养殖亏损、资金紧张导致兽药需求低迷，公司化药制剂销售收入下滑。公司 2023 年实现归属于母公司所有者的净利润 1678.08 万元，同比-68.18%，一方面系原料药项目处于产能爬坡期且生产工艺仍处优化过程中，低产能利用率高生产成本导致毛利率承压；另一方面系个别客户出现经营风险，导致当期信用减值损失同比增加近 3000 万元；另外办公楼折旧增加导致管理费用同比增加约 2000 万元，可转债利息费用增加导致财务费用同比增加约 1000 万元。

**分季度来看：**24Q1 公司实现营业收入 2.07 亿元，同比-10.24%，实现归属于母公司所有者的净利润-1640.56 万元，同比-210.43%，业绩承压一是因为 Q1 下游生猪养殖景气度维持低迷，主业收入增速和毛利率承压；二是因为公司因投资天邦食品股权导致公允价值变动收益同比减少约 2000 万元。

**分业务来看：**2023 年公司兽用化药制剂业务收入为 7.18 亿元，同比-7.24%，毛利率为 26.79%，同比+3.13pcts，主要系上游兽用原料药价格在报告期内下降较多，成本端受益。兽用原料药收入为 2.01 亿元，同比+77.21%，毛利率为-0.22%，收入随产能释放快速增长，但因新投项目产能利用率偏低且发酵水平和工艺流程尚待改进，成本端承压明显，进而导致毛利率较低。

**新建项目陆续落地，后续有望受益猪周期右侧，稳步释放业绩。**产能方面，公司“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”已全面投产，技术和工艺正持续改进，生产效率稳步提升，综合生产成本已接近行业平均水平。产品方面，公司新一代动物专用抗菌药-泰地罗新注射液已成功上市销售；公司“稳蓝增免”方案防治蓝耳病效果显著，未来随泰乐菌素产能释放，成本和质量优势或进一步凸显。年内下游生猪养殖受前期产能去化影响，有望在 2024H1 迎来景气修复，公司依靠优质产品和较为稳固的集团客户关系或直接受益，稳步释放业绩。

**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：**公司作为国内兽药制剂龙头，大部分收入来自猪用兽药，后续在下游动保需求回暖、新产能陆续投产双重驱动下，业绩有望迎来高弹性修复。考虑到后续猪价行情尚存在不确定性，我们基于保守谨慎原则下调公司 2024-2025 年归母净利润预测为 0.7/1.6 亿元（原为 1.0/2.8 亿元），预测 2026 年归母净利润为 0.8 亿元，对应当前股价 PE 为 37.1/15.6/30.9X，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,023	1,020	1,290	1,657	1,789
(+/-%)	2.7%	-0.3%	26.5%	28.5%	8.0%
净利润(百万元)	53	17	65	155	78
(+/-%)	-60.3%	-68.2%	288.3%	137.8%	-49.6%
每股收益(元)	0.32	0.10	0.39	0.93	0.47
EBIT Margin	7.2%	2.7%	6.2%	9.7%	4.8%
净资产收益率 (ROE)	3.4%	1.1%	4.2%	9.2%	4.5%
市盈率 (PE)	45.9	143.9	37.1	15.6	30.9
EV/EBITDA	28.3	26.2	17.1	13.3	17.2
市净率 (PB)	1.57	1.60	1.54	1.43	1.39

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 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  
lujiarui@guosen.com.cn  
S0980520110002

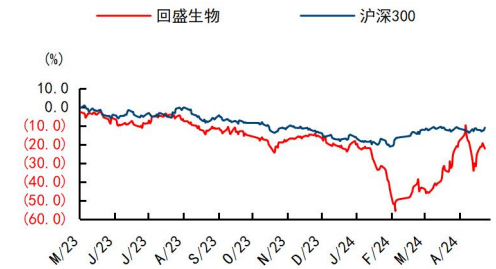
证券分析师：李瑞楠 021-60893308  
lirui@guosen.com.cn  
S0980523030001

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	
收盘价	14.06 元
总市值/流通市值	2332/2331 百万元
52 周最高价/最低价	18.50/7.61 元
近 3 个月日均成交额	46.11 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)-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%》——2023-08-29
- 《回盛生物(300871.SZ)-2022 年报及 2023 一季报点评：2023Q1 归母净利润同比+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 归母净利润环比增加 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

受下游需求低迷、信用减值计提等多重因素影响，短期业绩表现承压明显。公司2023年实现营业收入10.20亿元，同比-0.31%，主要系下游养殖亏损、资金紧张导致兽药需求低迷，公司化药制剂销售收入下滑。公司2023年实现归属于母公司所有者的净利润1678.08万元，同比-68.18%，一方面系原料药项目处于产能爬坡期且生产工艺仍处优化过程中，低产能利用率和高生产成本导致毛利率承压；另一方面系个别客户出现经营风险，导致当期信用减值损失同比增加近3000万元；另外办公楼折旧增加导致管理费用同比增加约2000万元，可转债利息费用增加导致财务费用同比增加约1000万元。

**分季度来看：**24Q1公司实现营业收入2.07亿元，同比-10.24%，实现归属于母公司所有者的净利润-1640.56万元，同比-210.43%，业绩承压一是因为Q1下游生猪养殖景气度维持低迷，主业收入增速和毛利率承压；二是因为公司因投资天邦食品股权导致公允价值变动收益同比减少约2000万元。

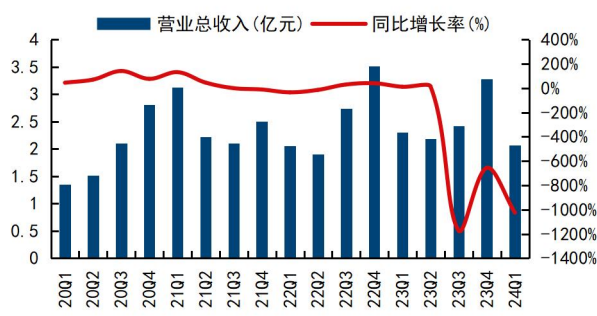
**分业务来看：**2023年公司兽用化药制剂业务收入为7.18亿元，同比-7.24%，毛利率为26.79%，同比+3.13pcts，主要系上游兽用原料药价格在报告期内下降较多，成本端受益。兽用原料药收入为2.01亿元，同比+77.21%，毛利率为-0.22%，收入随产能释放快速增长，但因新投资项目产能利用率偏低且发酵水平和工艺流程尚待改进，成本端承压明显，进而导致毛利率较低。

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



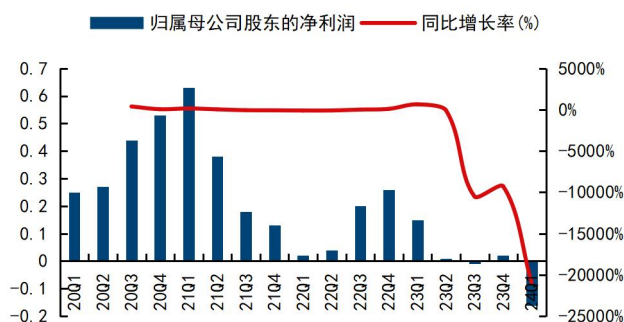
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

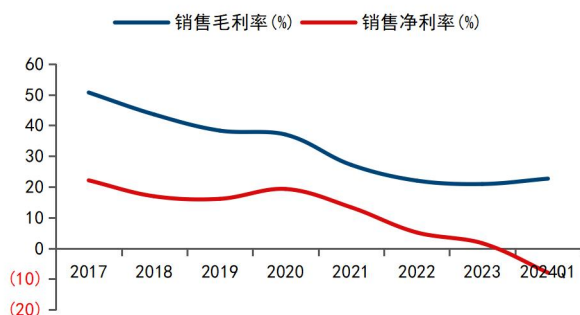
图4：回盛生物单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

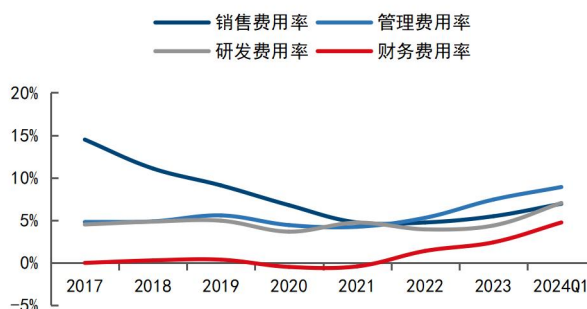
**净利率承压明显，费用率有所增加。**公司 2023 年销售毛利率 20.92%，同比-1.11pct；销售净利率 1.65%，同比-3.50pct，主业毛利率下滑、信用减值计提、费用率提高导致公司净利率承压明显。费用方面，公司 2023 年销售费用率 5.46%（同比+0.73pct）；管理费用率 7.42%（同比+2.14pct）；研发费用率 4.37%（同比+0.45pct）；财务费用率 4.37%（同比+1.01pct），管理费用率、财务费用率增加明显主要系报告期内办公楼折旧增加、计提可转债利息增加所致。四项费用率合计 19.64%，较上年全年水平+4.33pct。

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

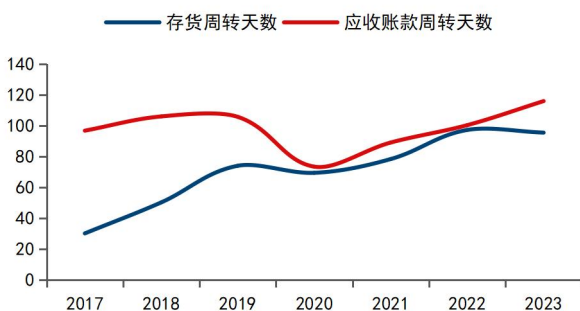
图6: 回盛生物费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

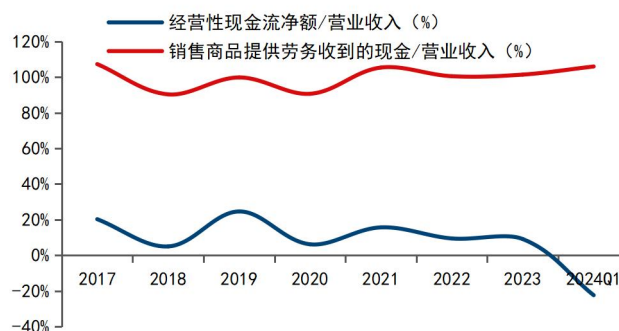
**经营性现金流承压，应付账款周转速度放缓。**公司 2023 年经营性现金流净额占营业收入比例为 9.11%（同比-0.34pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 101.36%（同比+0.90pct）。在主要流动资产周转方面，2023 年存货天数达 95 天（同比-1.76%），应收账款周转天数达 116 天（同比+15.56%）。

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:** 公司作为国内兽药制剂龙头，大部分收入来自猪用兽药，后续在下游动保需求回暖、新产能陆续投产双重驱动下，业绩有望迎来高弹性修复。考虑到后续猪价行情尚存在不确定性，我们基于保守谨慎原则下调公司 2024-2025 年归母净利润预测为 0.7/1.6 亿元（原为 1.0/2.8 亿元），预测 2026 年归母净利润为 0.8 亿元，对应当前股价 PE 为 37.1/15.6/30.9X，维持“买入”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	424	294	371	477	580	营业收入	1023	1020	1290	1657	1789
应收款项	350	331	384	448	532	营业成本	798	806	981	1210	1403
存货净额	199	229	257	311	386	营业税金及附加	9	10	12	15	16
其他流动资产	379	412	586	836	813	销售费用	48	56	69	87	92
<b>流动资产合计</b>	<b>1351</b>	<b>1266</b>	<b>1598</b>	<b>2072</b>	<b>2312</b>	管理费用	54	76	93	114	119
固定资产	1498	1566	1553	1481	1369	研发费用	40	45	55	69	73
无形资产及其他	107	104	101	98	95	财务费用	14	24	28	31	28
投资性房地产	33	39	39	39	39	投资收益	6	13	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	15	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>2989</b>	<b>2975</b>	<b>3291</b>	<b>3689</b>	<b>3815</b>	其他收入	(50)	(61)	(55)	(69)	(73)
短期借款及交易性金融负债	220	241	436	491	422	营业利润	59	15	62	140	67
应付款项	490	472	494	679	794	营业外净收支	(2)	(3)	0	0	0
其他流动负债	95	68	100	124	137	<b>利润总额</b>	<b>57</b>	<b>12</b>	<b>62</b>	<b>140</b>	<b>67</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>805</b>	<b>781</b>	<b>1030</b>	<b>1294</b>	<b>1353</b>	所得税费用	4	(4)	(3)	(15)	(11)
长期借款及应付债券	570	602	602	602	602	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	72	83	94	106	117	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>53</b>	<b>17</b>	<b>65</b>	<b>155</b>	<b>78</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>643</b>	<b>685</b>	<b>696</b>	<b>707</b>	<b>718</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1448</b>	<b>1466</b>	<b>1726</b>	<b>2001</b>	<b>2071</b>	净利润	53	17	65	155	78
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	8	1	0	(0)	(0)
股东权益	1541	1509	1565	1689	1743	折旧摊销	63	120	161	170	175
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2989</b>	<b>2975</b>	<b>3291</b>	<b>3689</b>	<b>3815</b>	公允价值变动损失	(4)	(15)	(10)	(10)	(10)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	14	24	28	31	28
每股收益	0.32	0.10	0.39	0.93	0.47	营运资本变动	(182)	(84)	(190)	(148)	2
每股红利	0.38	0.35	0.06	0.19	0.14	其它	(8)	(1)	(0)	0	0
每股净资产	9.28	9.10	9.43	10.18	10.51	<b>经营活动现金流</b>	<b>(70)</b>	<b>38</b>	<b>27</b>	<b>167</b>	<b>246</b>
ROIC	2.53%	0.35%	2%	5%	3%	资本开支	0	(201)	(135)	(85)	(51)
ROE	3.42%	1.11%	4.16%	9.18%	4.48%	其它投资现金流	2	0	0	0	0
毛利率	22%	21%	24%	27%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>(201)</b>	<b>(135)</b>	<b>(85)</b>	<b>(51)</b>
EBIT Margin	7%	3%	6%	10%	5%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	15%	19%	20%	15%	负债净变化	(35)	0	0	0	0
收入增长	3%	-0%	26%	28%	8%	支付股利、利息	(62)	(59)	(10)	(31)	(23)
净利润增长率	-60%	-68%	288%	138%	-50%	其它融资现金流	(380)	150	195	55	(69)
资产负债率	48%	49%	52%	54%	54%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(576)</b>	<b>33</b>	<b>186</b>	<b>24</b>	<b>(92)</b>
股息率	2.6%	2.4%	0.4%	1.3%	1.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(644)</b>	<b>(130)</b>	<b>78</b>	<b>106</b>	<b>103</b>
P/E	45.9	143.9	37.1	15.6	30.9	货币资金的期初余额	1068	424	294	371	477
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4	货币资金的期末余额	424	294	371	477	580
EV/EBITDA	28.3	26.2	17.1	13.3	17.2	企业自由现金流	0	(127)	(79)	116	227
						权益自由现金流	0	23	87	136	125

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