

回盛生物 (300871.SZ)

优于大市

2024 中报点评：制剂盈利下滑叠加股权投资亏损，上半年归母净利润同比-426%

核心观点

主业盈利下滑叠加股权投资亏损，短期业绩承压明显。公司 2024H1 实现营业收入 4.36 亿元，同比-2.85%，其中 Q2 实现营业收入 2.29 亿元，环比+10.97%，同比+4.95%，主要受益于产能释放及下游生猪养殖景气修复。

2024H1 实现归母净利润-0.52 亿元，同比-426.32%，其中 Q2 实现归母净利润-0.35 亿元，环比-116.23%，同比-3503.62%，盈利下滑主要有三方面原因：

(1) 本期制剂毛利率有所下降；(2) 所持天邦食品股权价格下跌导致公允价值变动净收益同比减少约 5000 万元；(3) 可转债募投项目转固后导致财务费用同比增加约 1000 万元。剔除非经常性损益后，公司 2024H1 实现扣非归母净利润-0.24 亿元，同比-448.27%，其中其中 Q2 实现扣非归母净利润-0.16 亿元，环比-93.35%，同比-713.85%。

分产品：制剂盈利承压，原料药逆势增长。Q2 下游生猪养殖行业景气迎来修复但兽药需求修复滞后，客户价格敏感性仍较高，公司化药制剂销售拓展受阻，2024H1 收入同比-16.24%至 2.73 亿元，毛利率同比下降 3.29pct 至 24.17%。原料药业务 2024H1 受益产能释放和工艺优化实现逆势增长，其中营业收入同比+56.69%至 1.12 亿元，毛利率为 5.86%，同比+5.86pct。

原料药工艺持续改进，制剂产品矩阵丰富，后续有望受益猪价上行。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，报告期内原料药项目发酵水平和工艺流程持续优化，生产成本有明显下降。产品方面，公司始终聚焦猪药，新一代动物专用抗菌药-泰地罗新注射液、第三代口服头孢菌素“头孢泊酯片”均已成功上市销售；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。考虑到行业目前补栏谨慎，我们认为下半年生猪供需剪刀差有望进一步放大，生猪养殖景气有望保持上行，公司依靠优质产品组合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，新投资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。考虑到天邦食品股权投资对即期利润的影响，我们下调公司 2024 年归母净利润预测至 0.03 亿元（原为 0.7 亿元），维持 2025-2026 年归母净利润预测为 1.6/0.8 亿元，对应当前股价 PE 为 544/9/18X，维持“优于大市”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	3	155	78
(+/-%)	-60.3%	-68.2%	-84.9%	6009.0%	-49.5%
每股收益(元)	0.32	0.10	0.02	0.94	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%	0.2%	9.5%	4.6%
市盈率 (PE)	26.3	82.4	544.3	8.9	17.7
EV/EBITDA	20.8	19.2	12.8	10.2	13.2
市净率 (PB)	0.90	0.92	0.92	0.85	0.82

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

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306

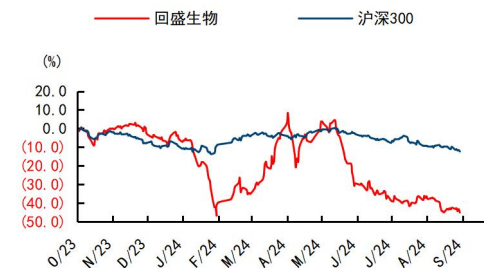
jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.10 元
总市值/流通市值	1343/1343 百万元
52 周最高价/最低价	16.49/7.61 元
近 3 个月日均成交额	19.73 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》——2024-04-28

《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

主业盈利下滑叠加股权投资亏损，短期业绩承压明显。公司 2024H1 实现营业收入 4.36 亿元，同比-2.85%，其中 Q2 实现营业收入 2.29 亿元，环比+10.97%，同比+4.95%，主要受益于产能释放及下游生猪养殖景气修复。2024H1 实现归母净利润-0.52 亿元，同比-426.32%，其中 Q2 实现归母净利润-0.35 亿元，环比-116.23%，同比-3503.62%，盈利下滑主要有三方面原因：（1）本期制剂毛利率有所下降；（2）所持天邦食品股权价格下跌导致公允价值变动净收益同比减少约 5000 万元；（3）可转债募投项目转固后导致财务费用同比增加约 1000 万元。剔除非经常性损益后，公司 2024H1 实现扣非归母净利润-0.24 亿元，同比-448.27%，其中其中 Q2 实现扣非归母净利润-0.16 亿元，环比-93.35%，同比-713.85%。

分产品：制剂盈利承压，原料药逆势增长。Q2 下游生猪养殖行业景气迎来修复但兽药需求修复滞后，客户价格敏感性仍较高，公司化药制剂销售拓展受阻，2024H1 收入同比-16.24%至 2.73 亿元，毛利率同比下降 3.29pct 至 24.17%。原料药业务 2024H1 受益产能释放和工艺优化实现逆势增长，其中营业收入同比+56.69%至 1.12 亿元，毛利率为 5.86%，同比+5.86pct。

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



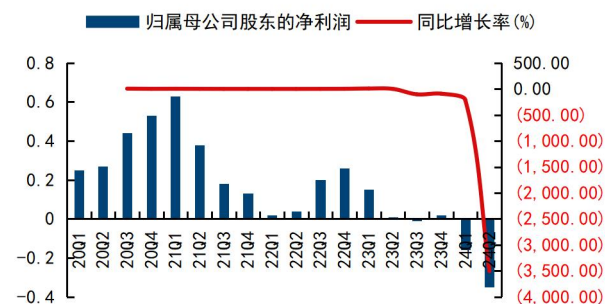
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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（亿元）

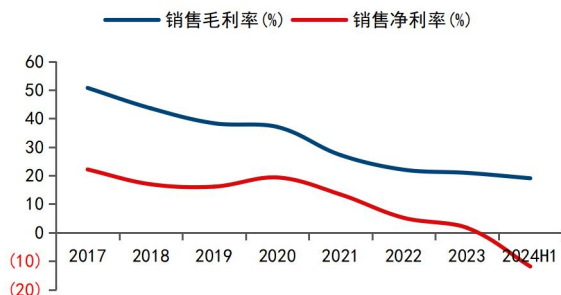


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

净利率承压明显，费用率增加明显。公司 2024H1 销售毛利率 19.03%，同比-3.31pct；销售净利率-11.89%，同比-15.43pct，主业毛利率下滑、费用支出增加、股权投资亏损导致公司净利率承压明显。费用方面，公司 2024H1 销售费用率 6.65%（同比+0.80pct）；管理费用率 8.02%（同比+0.54pct）；研发费用率 6.06%

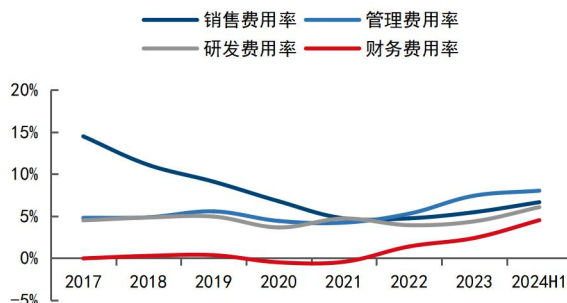
(同比+1.78pct)；财务费用率 4.51% (同比+2.49pcts)，募投项目转固后，公司计提可转债利息增加导致财务费用率增加明显。四项费用率合计 25.24%，同比+5.61pct。

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

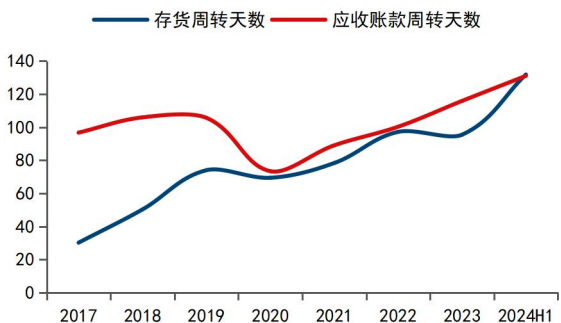
图6: 回盛生物费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

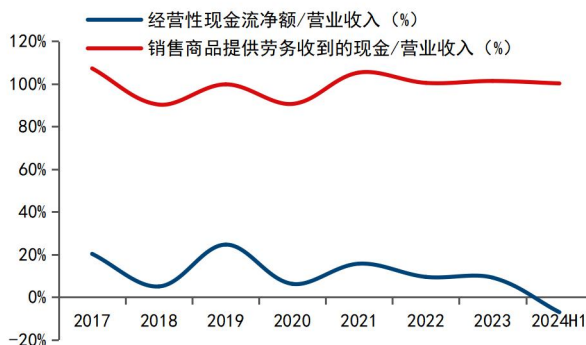
经营性现金流承压，流动资产周转速度放缓。公司 2024H1 经营性现金流净额占营业收入比例为-7.11% (同比-8.45pct)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.21% (同比-7.08pct)。在主要流动资产周转方面，2024H1 存货天数达 132 天 (同比+13.92%)，应收账款周转天数达 131 天 (同比+1.93%)。

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。考虑到天邦食品股权投资对即期利润的影响，我们下调公司 2024 年归母净利润预测至 0.03 亿元（原为 0.7 亿元），维持 2025-2026 年归母净利润预测为 1.6/0.8 亿元，对应当前股价 PE 为 544/9/18X，维持“优于大市”评级。

表1: 回盛生物业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
兽用化药制剂						
收入 (亿元)	8.46	7.74	7.18	8.98	11.67	12.25
增速	34.71%	-8.51%	-7.24%	25.00%	30.00%	5.00%
毛利 (亿元)	2.19	1.83	1.92	2.60	3.73	3.12
毛利率	25.92%	23.66%	26.79%	29.00%	32.00%	25.50%
兽用原料药及其他						
收入 (亿元)	1.50	2.49	3.02	3.93	4.91	5.64
增速	0.67%	66.00%	21.29%	30%	25%	15%
毛利 (亿元)	0.52	0.42	0.21	0.49	0.74	0.73
毛利率	34.67%	16.87%	6.95%	12.50%	15.00%	13.00%
合计						
总营收 (亿元)	9.96	10.23	10.20	12.90	16.58	17.89
增速	28.14%	2.71%	-0.29%	26.48%	28.48%	7.96%
毛利 (亿元)	2.71	2.25	2.13	3.09	4.47	3.86
毛利率	27.17%	21.99%	20.88%	23.98%	26.97%	21.56%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

表2: 未来3年盈利预测表(单位:百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1020	1290	1657	1789
营业成本	806	981	1210	1403
销售费用	56	69	87	92
管理费用	76	93	114	119
研发费用	45	55	69	73
财务费用	24	28	31	28
营业利润	15	(50)	10	10
利润总额	12	2	140	67
归属于母公司净利润	17	3	155	78
EPS	0.10	0.02	0.94	0.47
ROE	1.11%	0.17%	9.49%	4.64%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,023	1,020	1,317	1,729	1,881
(+/-%)	2.7%	-0.3%	29.1%	31.3%	8.8%
净利润(百万元)	53	17	135	337	296
(+/-%)	-60.3%	-68.2%	702.6%	150.5%	-12.2%
摊薄 EPS	0.32	0.10	0.81	2.03	1.79
中性预测					
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	3	155	78
(+/-%)	-60.3%	-68.2%	-84.9%	6009.0%	-49.5%
摊薄 EPS(元)	0.32	0.10	0.02	0.94	0.47
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,023	1,020	1,263	1,586	1,700
(+/-%)	2.7%	-0.3%	23.8%	25.6%	7.2%
净利润(百万元)	53	17	-126	-18	-131
(+/-%)	-60.3%	-68.2%	--	--	--
摊薄 EPS	0.32	0.10	-0.76	-0.11	-0.79
总股本(百万股)	166	166	166	166	166

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

附表：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	587	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
流动资产合计	1351	1266	1598	2072	2318	管理费用	54	76	93	114	119
固定资产	1498	1566	1493	1421	1310	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	(50)	10	10
资产总计	2989	2975	3231	3630	3762	其他收入	(50)	(61)	(55)	(69)	(73)
短期借款及交易性金融负债	220	241	430	484	422	营业利润	59	15	2	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	利润总额	57	12	2	140	67
流动负债合计	805	781	1024	1287	1353	所得税费用	4	(4)	(0)	(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	归属于母公司净利润	53	17	3	155	78
长期负债合计	643	685	696	707	718	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1448	1466	1720	1994	2071	净利润	53	17	3	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	1511	1636	1691	折旧摊销	63	120	161	170	175
负债和股东权益总计	2989	2975	3231	3630	3762	公允价值变动损失	(4)	(15)	50	(10)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	14	24	28	31	28
每股收益	0.32	0.10	0.02	0.94	0.47	营运资本变动	(182)	(84)	(190)	(148)	2
每股红利	0.38	0.35	0.00	0.19	0.14	其它	(8)	(1)	0	0	0
每股净资产	9.28	9.10	9.11	9.86	10.19	经营活动现金流	(70)	38	24	168	246
ROIC	2.53%	0.35%	2%	6%	3%	资本开支	0	(201)	(135)	(85)	(51)
ROE	3.42%	1.11%	0.17%	9.49%	4.64%	其它投资现金流	2	0	0	0	0
毛利率	22%	21%	24%	27%	22%	投资活动现金流	2	(201)	(135)	(85)	(51)
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)	(0)	(31)	(24)
净利润增长率	-60%	-68%	-85%	6009%	-50%	其它融资现金流	(380)	150	189	54	(62)
资产负债率	48%	49%	53%	55%	55%	融资活动现金流	(576)	33	189	23	(86)
股息率	4.5%	4.2%	0.0%	2.2%	1.7%	现金净变动	(644)	(130)	78	106	110
P/E	26.3	82.4	544.3	8.9	17.7	货币资金的期初余额	1068	424	294	371	477
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	货币资金的期末余额	424	294	371	477	587
EV/EBITDA	20.8	19.2	12.8	10.2	13.2	企业自由现金流	0	(127)	(79)	116	227
						权益自由现金流	0	23	81	136	131

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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