

农林牧渔

2025年03月26日

回盛生物 (300871)

——兽药制剂龙头一体化扩张，蓄势待发业绩拐点已至

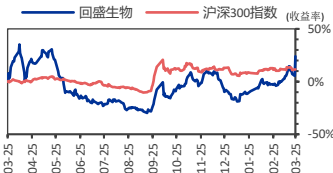
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2025年03月25日
收盘价(元) 14.58
一年内最高/最低(元) 16.49/7.60
市净率 1.8
股息率(分红/股价) 1.85
流通A股市值(百万元) 2,417
上证指数/深证成指 3,369.98/10,649.08

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024年09月30日
每股净资产(元) 7.96
资产负债率% 51.13
总股本/流通A股(百万) 166/166
流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：**证券分析师**朱珺逸 A0230521080004
zhujy@swsresearch.com**研究支持**朱珺逸 A0230521080004
zhujy@swsresearch.com**联系人**朱珺逸
(8621)23297818x
zhujy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **回盛生物-国内猪用兽药制剂龙头。**公司主营兽用化药制剂、兽用化药原料药和饲料添加剂的生产和销售。截止2024H1，已取得兽药批准文号175个，产品广泛应用于生猪、家禽、水产、反刍和宠物等领域。受制于下游需求疲软与自身募投项目固定资产折旧和财务费用增加较多的影响，2024Q1-3陷入亏损：实现归母净利润-4765.8万元，同比转亏。但在需求改善、费用减少的背景下，2024Q4公司业绩已实现扭亏；需求复苏、产能扩张叠加费用影响趋稳，2025年业绩有望继续改善。
- **关注兽用化药与原料药行业变化。(1) 兽用化药：**兽药行业需求受下游养殖规模与防疫程序影响，“小而美”的行业整体规模不大；但产品同质化特征明显，企业面临激烈竞争。**两大趋势变化正在演绎：**①养殖规模化驱动兽药产品需求“高端化”；②头部企业具备产能、研发与销售渠道优势，盈利水平领先驱动市场份额增加，行业集中度提升中。**(2) 原料药：**2022年以来兽用化药原料药受供给过剩及下游需求疲软的影响，价格持续下跌。周期底部或已到来，下游需求恢复叠加供给端缓慢出清有望驱动价格底部抬升。
- **需求复苏，新产品推出有望驱动制剂业务恢复增长，纵向深化布局原料药业务正迎来收获期。①制剂需求底部复苏，收入与利润有望修复。**公司的兽药制剂产品具备显著优势，以“治嗽静”为例，其采用专利菌种，且发酵技术和纯化工艺领先，联合中药与饲料添加剂的“稳蓝免免”方案是诸多养殖场解决蓝耳病的良方；泰地罗新、加米霉素、贞芪颗粒等新产品也正成为制剂业务新的增长点。下游养殖盈利改善下的兽药需求复苏和新产品销售推进有望共同驱动制剂业务增长。**②布局上游原料药，产能扩张落地后费用影响减少，工艺升级驱动生产成本下降，收入规模与盈利水平有望显著提升。**公司前期业绩亏损主要系原料药产能扩张下(可转债)财务费用与固定资产折旧增加所拖累。随着募投项目陆续投产，相关折旧与费用均已体现，基数不会再增长；若销售规模进一步提升，预计相关费率有望下降。与此同时，2025年行业供求格局好转，部分产品供不应求；公司继续扩张原料药产能(泰乐菌素与泰万菌素产能预计有望提升至3000、1200吨/年)，预计2025-2027年公司原料药销售量有望明显增长，生产成本也将显著下降(来源于高效菌种筛选与发酵工艺优化体系的突破，泰万菌素等原料药的发酵效价显著提升)，原料药业务有望兑现业绩。
- **横向开拓宠物药品等新蓝海市场。**近年来，公司宠物药品研发成果开始落地。截止2024年末，已取得6个宠物用新兽药注册证书，共有14款宠物药品及16款宠物保健品，涵盖了驱虫、抗感染、慢性病治疗及中药保健，包括基础预防到常见病症的相关领域产品。“盛宠宁”、“宁尔舒”等产品的推出，有望与线上和线下渠道开拓共振，带来新的业绩增长点。
- **投资分析意见：首次覆盖，给予“买入”评级。**化药需求回暖驱动兽药业绩复苏；新产能陆续投产，原料药业务有望在销量增长、成本下降与费用减少的共振下兑现业绩高弹性兑现。预计公司2024-2026年实现营业收入12.33/16.77/20.60亿元，同比+20.9%/+36.0%/+22.8%；实现归母净利润-0.18/1.49/1.92亿元；当前股价对应2025-2026年PE估值水平为16X/13X。给予公司2025年行业平均PE21X，目标市值较当前水平涨幅空间28%。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原料药价格大幅波动；下游养殖行业周期波动；应收账款回收的风险等。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,020	793	1,233	1,677	2,060
同比增长率(%)	-0.3	14.6	20.9	36.0	22.8
归母净利润(百万元)	17	-48	-18	149	192
同比增长率(%)	-68.2	-420.3	-208.9	-	28.9
每股收益(元/股)					
毛利率(%)					
ROE(%)	1.1	-3.3	-1.3	9.9	11.3
市盈率	144		-132	16	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 12.33/16.77/20.60 亿元，同比 +20.9%/+36.0%/+22.8%；实现归母净利润-0.18/1.49/1.92 亿元。当前股价对应 2025-2026 年 PE 分别为 16X/13X，低于可比公司平均水平 (21X/17X)。若给予公司 2025 年行业平均 PE 水平 (21X)，对应当前目标市值约 30.87 亿元，较当前市值水平涨幅空间 27.73%。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

(1) 兽用化药制剂：2025 年公司化药制剂业务有望迎来收入增长和毛利率提升。假设公司兽用化药制剂业务 2024-2026 年收入增速为-3%/+30%/+20%，毛利率假设为 24%/24%/25%。

(2) 兽用化药原料药：前期公司投入的泰乐菌素与泰万菌素产能扩张项目已逐步体现规模效应，预计 2025 年有望进一步体现盈利能力的显著改善。公司继续推进原料药产线技改升级，产能有望进一步提升，驱动销售量显著增长。假设公司兽用化药原料药业务 2024-2026 年收入增速为+100%/+53%/+29%，毛利率假设为 10%/20%/20%。

有别于大众的认识

市场普遍认为，兽用化药行业同质化竞争激烈，企业通常难以从中脱颖而出。但我们认为，养殖规模化正驱动兽药产品需求“高端化”，对于质量可靠、效果更好，副反应少的兽药需求不减反增。同时，头部企业具备产能、研发、销售渠道等优势，有望通过研发迭代化药制剂配方技术、把握上游原料药产能供给等方式升级产品并降低成本，收获市场份额和盈利能力的提升。

部分投资者可能对回盛生物的核心竞争优势和未来看点认知不足。公司前期化药制剂、原料药产能扩产周期长，产能利用率提升较慢导致生产成本较高，同时募投项目固定资产折旧和财务费用增加较多，影响整体利润水平。我们认为，当前公司原料药产能利用率显著提升，销售收入与毛利率有望持续提升，原料-制剂一体化战略效果开始体现，且募投项目的折旧和可转债利息化费用等影响将显著减弱，盈利能力有望明显改善。后续在下游需求回暖，新产能投产贡献收入的双重驱动下，公司业绩有望迎来快速修复和兑现。同时，公司前瞻布局宠物药品等新蓝海市场，有望在未来帮助公司增添新的增长看点。

股价表现的催化剂

公司制剂业务销售增长超预期；下游需求超预期复苏；原料药产能落地投产下业绩显著兑现增长等。

核心假设风险

原料药价格大幅波动；下游养殖行业周期波动；应收账款回收的风险等。

目录

1. 回盛生物：产业链纵深布局的兽用化药制剂龙头	6
2. 兽用化药与原料药：关注行业景气底部回升	9
2.1 兽用化药：技术创新与需求升级推动行业集中度提升	9
2.2 兽用原料药：周期底部或至，下游需求恢复叠加供给端缓慢出清有望驱动价格底部抬升	12
3. 公司：制剂原料药“纵向”一体化，产品品类“横向”开拓	14
3.1 研发能力卓著，制剂与原料药生产突破的“上游源泉”	14
3.2 兽用化药制剂与原料药：关注需求恢复，纵向延伸收获时	16
3.3 宠物药品：迈向蓝海市场，横向开拓铸就新增长曲线	22
3.4 渠道：直销收入占比高，高效技术服务体系支持规模场养殖	23
4. 盈利预测与估值分析	24
4.1 盈利预测	24
4.2 估值分析	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：回盛生物发展历程.....	6
图 2：2017-2024 前三季度营业收入及同比增速.....	7
图 3：2017-2024 前三季度归母净利润及同比增速.....	7
图 4：公司收入结构（按产品分）.....	8
图 5：销售毛利率与净利率一览.....	8
图 6：公司股权结构与主要控股子公司（截止 2024 年三季报）.....	8
图 7：动物保健品(兽药) 的主要分类.....	9
图 8：兽药细分领域市场规模.....	9
图 9：2019-2023 年抗微生物、抗寄生虫、解热镇痛抗炎药销售额一览.....	10
图 10：2019-2023 年主要兽药产品销售额占比一览.....	10
图 11：兽用化药行业集中度低，大型企业仅 30 家，占比 2.6%.....	11
图 12：生物制品企业 CR10 集中度较高.....	11
图 13：规模生猪养殖防疫费用投入远高于散户.....	11
图 14：兽用化药制剂不同规模企业占比.....	12
图 15：不同规模兽药企业毛利率比较.....	12
图 16：主要原料药产能与产能利用率一览.....	12
图 17：2023 年兽药原料药企业竞争格局.....	12
图 18：2024H2 以来兽药原料价格指数（VPi）有所回升.....	13
图 19：氟苯尼考价格走势一览.....	13
图 20：泰万菌素价格走势一览.....	13
图 21：公司被认定为“湖北省兽药工程技术研究中心”依托单位.....	14
图 22：与华中农业大学共建“华农-回盛研究院”.....	15
图 23：2019-2023 公司研发人员与占总人员比例.....	15
图 24：2019-2023 公司研发费用与研发费用率.....	15
图 25：公司兽用化药制剂业务收入与毛利率.....	16
图 26：公司“治嗽静”纯度高，杂质少，稳定性好.....	17
图 27：回盛泰万菌素制剂产品内控标准高于欧盟标准.....	17
图 28：泰乐菌素生产基地.....	19
图：智能化生产降低生产成本.....	

图 30: 原料药业务收入增长, 但产能利用率低, 毛利率下滑.....	19
图 31: 2020-2024H1 财务费用与财务费用率一览	20
图 32: 2021-2023 年公司固定资产折旧金额较高	20
图 33: 公司兽用原料药产线技改升级, 扩充产能	20
图 34: 回盛在国内首先开展泰万菌素组分研究, 产品组分含量更高, 杂质更少, 效价更好	21
图 35: 公司已布局多款宠物药品	22
图 36: 针对爱宠耳道健康, 公司推出宁尔舒-复方制霉菌素软膏.....	22
图 37: 收入结构 (按销售渠道区分)	23
图 38: 董事长在 2024 年经销商会议上分享经验	23
表 1: 公司主要产品一览.....	6
表 2: 2023 年兽用化药和中药制剂生产能力及产能利用率.....	10
表 3: 公司泰万菌素与泰乐菌素产能一览	18
表 4: 公司业务拆分盈利预测与假设一览	24
表 5: 可比公司估值水平一览.....	25

1. 回盛生物：产业链纵深布局的兽用化药制剂龙头

武汉回盛生物科技股份有限公司（以下简称“回盛生物”）成立于 2002 年，是一家主营产品为兽用药品（包括化药制剂、原料药、中药制剂）、饲料及添加剂，集研发、生产和销售于一体的动物保健企业。截止 2024 年上半年，公司已取得兽药批准文号 175 个，产品广泛应用于生猪、家禽、水产、反刍和宠物等领域。

自成立以来，公司专注于兽用药品领域，持续拓展相关业务：

①2005-2006 年，粉剂/预混剂、注射剂生产线先后取得兽药 GMP 证书；

②2008 年，被认定为湖北省兽药工程技术研究中心依托单位；

③2011 年，收购湖北回盛与施比龙，涉足兽药原料药；

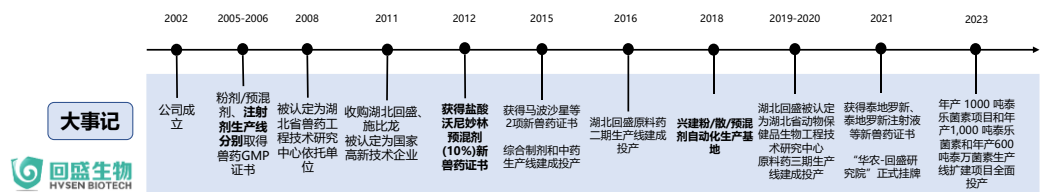
④2015 年，获得马波沙星等 2 项新兽药证书；

⑤2018 年，湖北回盛收购银海棉花土地及厂房，兴建年产 160 吨泰万发酵项目；同年，公司兴建粉/散/预混剂自动化生产基地；

⑥2021 年，公司获泰地罗新、泰地罗新注射液等新兽药证书；

⑦2023 年，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全面投产。

图 1：回盛生物发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司的主要产品是猪用化药制剂，作为治疗蓝耳、副猪、链球菌等生猪疫病所用。近年来，产品也开始涉足化药原料药，中药制剂、饲料及添加剂等。

表 1：公司主要产品一览

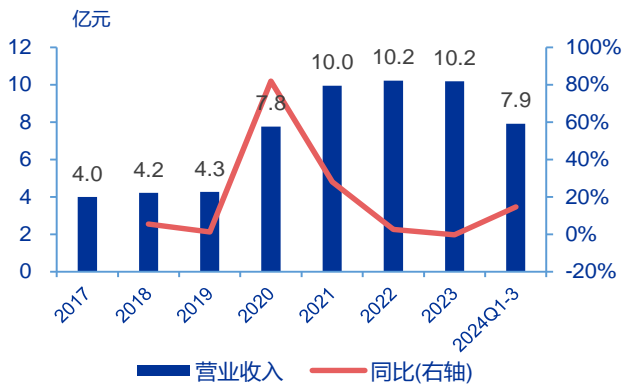
类别	名称	产品简介
原料药	酒石酸泰万菌素	自主研发生产，稳定性好，水溶性优
	酒石酸泰乐菌素	自主研发生产，菌种优异，高效稳定
化药制剂	酒石酸泰万菌素预混剂	制剂水溶性好、耐热稳定
	氟苯尼考粉	适用于副猪、链球菌、传胸等疾病控制

	氟苯尼考注射液	采用分子凝胶技术
	盐酸多西环素可溶性粉	溶水性好, 药效稳定
	复方阿莫西林粉	适用于猪丹毒、猪链球菌等疾病
	阿莫西林可溶性粉	易溶于水, 可保持药效长时间稳定
	替米考星预混剂	适口性好, 可用于支原体、链球菌等疾病控制
	延胡索酸泰妙菌素预混剂	刺激性小, 易溶于水, 耐热稳定
	泰地罗新注射液	广谱高效、安全低毒的动物专用大环内酯类抗菌药
中药制剂	板青颗粒	适用于流感等疫病控制
	定喘散	适用于猪呼吸道疾病的控制
	茯苓多糖散	对猪瘟、伪狂犬疫苗具有显著免疫增强作用
饲料及添加剂	猪用复合预混合饲料	含有维生素、氨基酸和活菌, 适用于应激控制

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

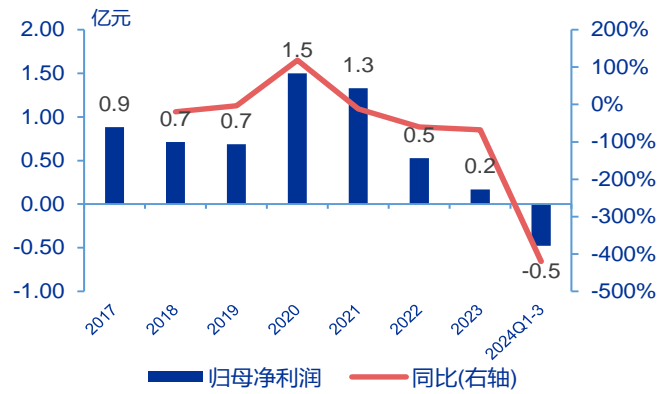
2024 年制剂盈利下滑叠加股权投资亏损导致业绩承压; 但底部已现, 2024Q4 业绩扭亏为盈。受化药制剂板块毛利率下降、研发费用及可转债利息化财务费用增加、交易性金融资产公允价值变动等因素影响, 公司 2024 年业绩承压。2024 年 Q1-3, 公司实现营业收入 7.9 亿元, 同比+14.63%; 实现归母净利润-4765.8 万元, 同比转亏。1 月 13 日公司公告 2024 年业绩预告, 2024 年公司实现归母净亏损 1700-2300 万元, 测算 2024Q4 实现归母净利润业绩约 2466-3066 万元, 继 2024Q3 扭亏后继续环比增长, 主要系前期投入的重大项目开始呈现规模效应, 盈利能力环比明显改善所致。

图 2: 2017-2024 前三季度营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 2017-2024 前三季度归母净利润及同比增速



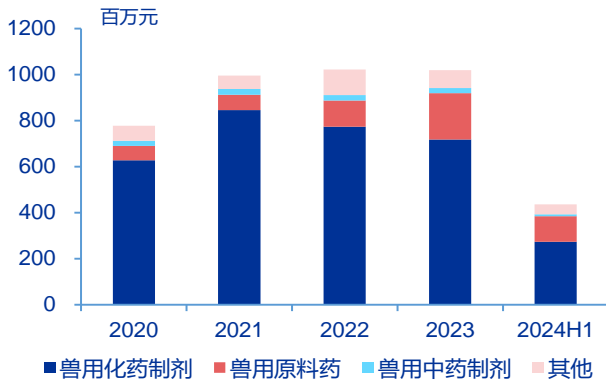
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

当前, 公司营业收入主体由兽用化药制剂贡献, 2023 年公司兽用化药制剂收入 7.18 亿元, 收入占比超过 70%。但随着公司原料药布局逐步进入收获期, 兽用原料药业务收入的绝对规模与占比也显著提升, 2024 年上半年原料药业务收入 1.12 亿元, 占比 25.56%, 较 2023 年年末提升 5.81pcts。

近年来, 受到下游养殖景气低迷与原料价格高企等原因影响, 公司销售毛利率与净利率出现一定程度下滑: 2024H1 公司销售毛利率为 19.03%, 盈利陷入亏损境地。但值得注意的是, 公司原料药业务近年来受益产能利用率提升与生产工艺优化等因素的驱动, 收入

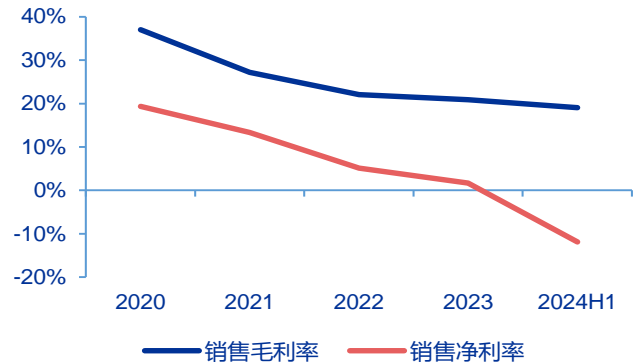
实现逆势增长；2024H1 营业收入 1.12 亿元，同比+56.69%；毛利率为 5.86%，同比 +5.86pcts。

图 4：公司收入结构（按产品分）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

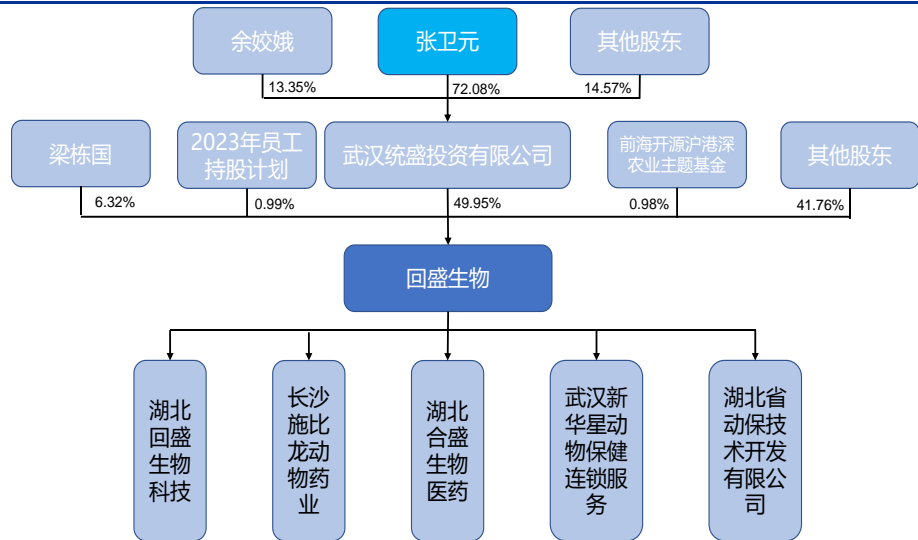
图 5：销售毛利率与净利率一览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司股权结构较为集中，武汉统盛投资持有公司 49.95%的股权。实际控制人为张卫元，1988 年毕业于华中农业大学动物医学系。其和其妻子余姣娥通过武汉统盛投资合计持有公司 42.67%的股权。

图 6：公司股权结构与主要控股子公司（截止 2024 年三季度）



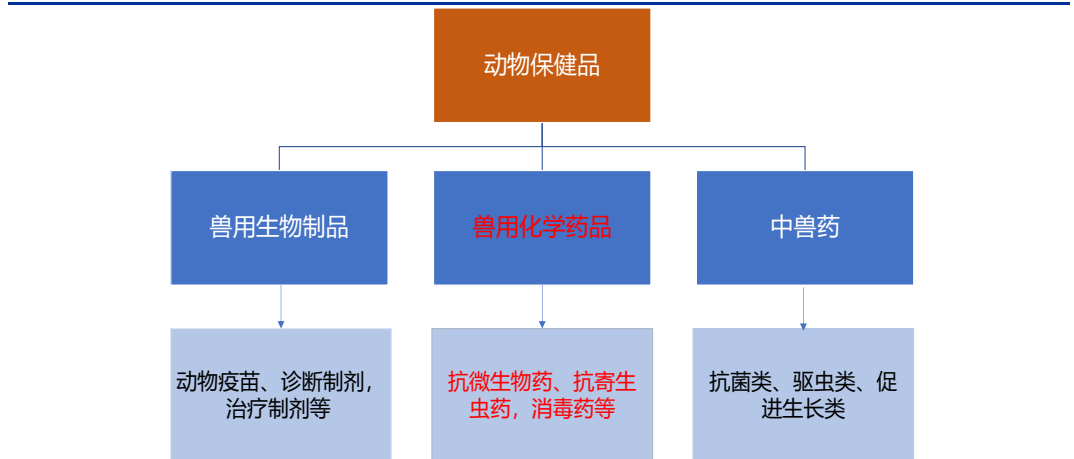
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 兽用化药与原料药：关注行业景气底部回升

2.1 兽用化药：技术创新与需求升级推动行业集中度提升

动物保健品（兽药）是指专门用于防治动物疾病，保障动物健康的产品，其主要分为兽用生物制品、兽用化学药品及中兽药。而从细分产品品类看，兽用生物制品主要分为动物疫苗、诊断制剂、治疗制剂等；兽用化学药品主要分为抗微生物药、抗寄生虫药、消毒药等其他药物等。

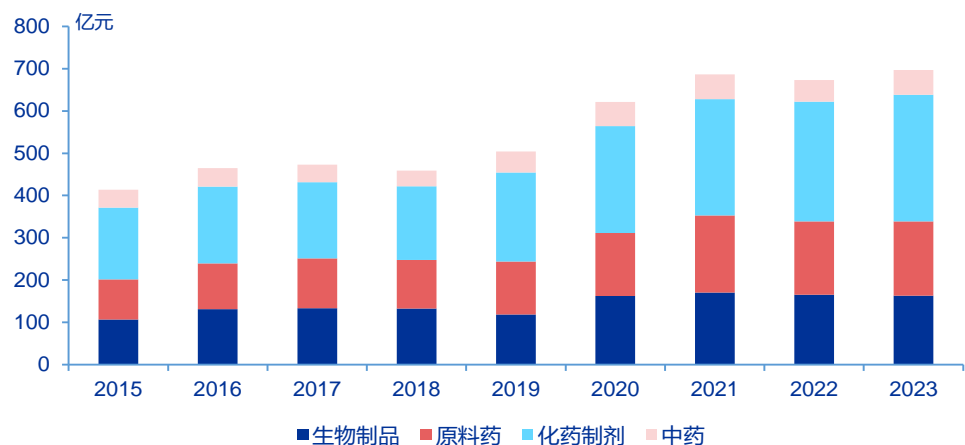
图 7：动物保健品(兽药) 的主要分类



资料来源：申万宏源研究

中国兽药行业需求受下游养殖规模与防疫程序影响，“小而美”的行业整体规模不大：根据中国兽药发展报告数据显示，2023 年中国兽药市场规模（销售额）达 696.51 亿元。其中，兽用生物制品销售额 163 亿元，原料药 176 亿元，化药制剂 299 亿元，中药 58 亿元，兽用化药（原料药+化药制剂）在整个兽药产业规模占比超过 68%。

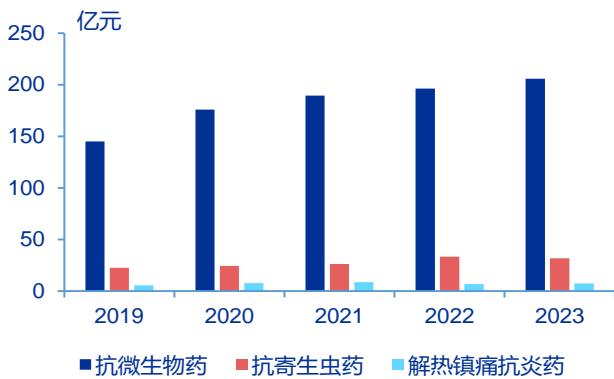
图 8：兽药细分领域市场规模



资料来源：兽药产业发展报告，申万宏源研究

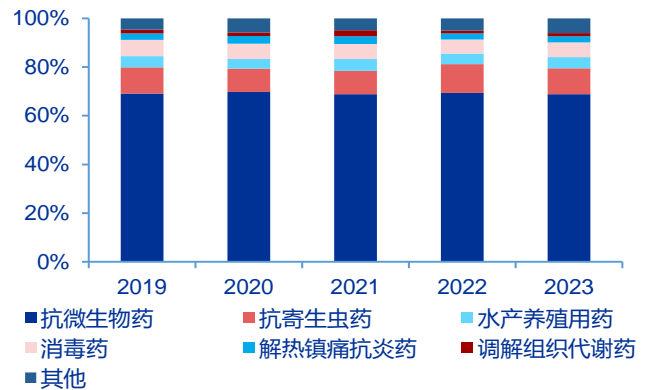
兽药产品主要可分为抗生物类、抗寄生虫药、水产养殖用药、解热镇痛与消炎药等。2019-2023 年抗微生物药、抗寄生虫药、解热镇痛与其在兽用化药制剂的销售额占比超过 80%。“饲料禁抗”带来了抗菌类药物需求的显著增长，2019-2023 年，抗微生物化药制剂销售额 CAGR 为 9.15%，2023 年销售额达到 206 亿元，为兽药市场中的最大产品（2023 年市场规模占比超过 68%）；抗寄生虫化药制剂销售额 CAGR 为 8.68%，2023 年销售额达到 31.7 亿元，市场规模占比为 10.60%。

图 9：2019-2023 年抗微生物、抗寄生虫、解热镇痛消炎药销售额一览



资料来源：兽药产业发展报告，申万宏源研究

图 10：2019-2023 年主要兽药产品销售额占比一览



资料来源：兽药产业发展报告，申万宏源研究

兽药化药与中药制剂产能过剩、产能利用率整体水平较低：根据兽药产业发展报告数据显示，2023 年全国片剂生产能力为 469.06 万片/年，年产量为 78.81 万片，产能利用率仅为 16.80%；注射液年产能 13.21 亿升，年产量 1.87 亿升，产能利用率仅为 14.16%。

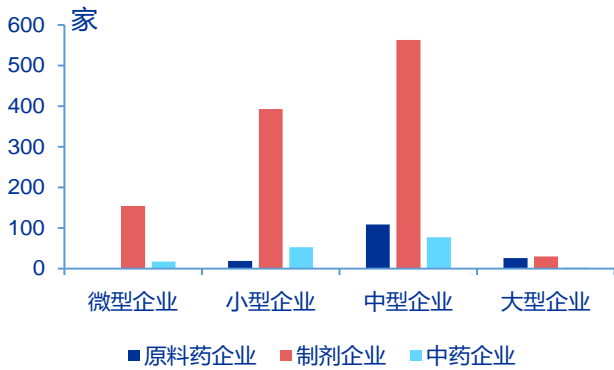
表 2：2023 年兽用化药和中药制剂生产能力及产能利用率

产品剂型	年生产能力	年产量	产能利用率	单位
片剂	469.06	78.81	16.80%	万片
注射液(含大输液)	13.21	1.87	14.16%	亿升
注射用无菌粉针剂	2.19	0.43	19.63%	万吨
粉(散)剂预混剂	140.26	33.34	23.77%	万吨
口服液(合剂)	9.93	0.76	7.65%	亿升
颗粒剂	12.51	1.6	12.79%	万吨
消毒剂(固体)	26.46	6.42	24.26%	万吨
消毒剂(液体)	23.8	1.53	6.43%	亿升

资料来源：兽药产业发展报告（2023 年），申万宏源研究

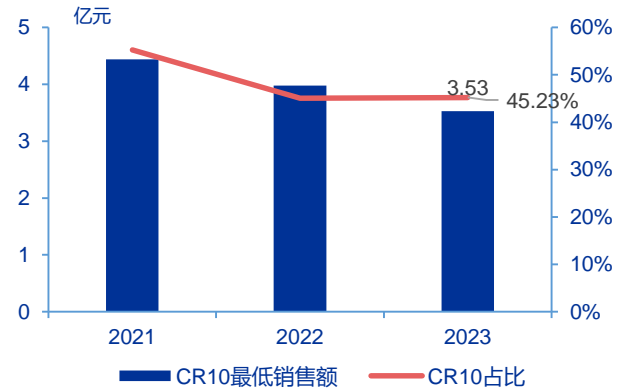
兽药产品同质化特征明显，企业面临激烈竞争：截止 2023 年，我国共有 1620 家兽药企业，同比增加 107 家：其中化学药品企业 1443 家，数量多于生物制药企业；合计持有的兽药产品批准文号超过 8 万个，产品同质化的情况较为普遍。**行业集中度也比生药更小**，2023 年营业额在 2 亿元以上的大型制剂企业仅有 30 家，占比仅为 2.6%；大型原料药企业仅有 26 家，占比 16.9%。

图 11: 兽用化药行业集中度低, 大型企业仅 30 家, 占比 2.6%



资料来源: 兽药产业发展报告, 申万宏源研究

图 12: 生物制品企业 CR10 集中度较高

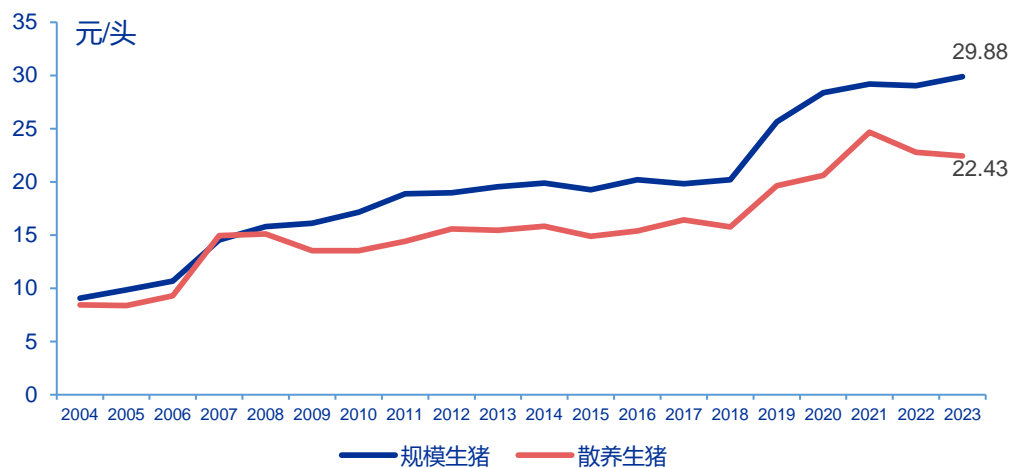


资料来源: 兽药产业发展报告, 申万宏源研究

关注兽药行业三大趋势性变化:

①**养殖规模化驱动兽药产品需求“高端化”**。随着中国生猪养殖的规模化进程加速, 养殖密度有所增加; 各种重大疫情频发的现实使得多数养殖场户认识到疫情发生是养殖过程中难以回避的重要风险因素。特别是一些规模化种畜禽场, 因其养殖密度大、单位价值高等因素, 疫病风险造成的损失更大, 客观上需要“质量可靠、效果更好, 副反应少的高端兽药”。规模养殖场户在防疫上的支出更高: 2023 年规模生猪头均医疗防疫费为 29.88 元/头, 远高于散户的支出 (22.43 元/头)。

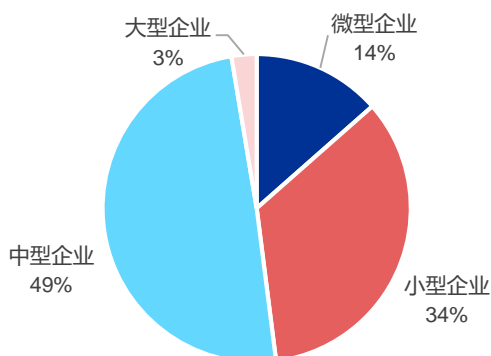
图 13: 规模生猪养殖防疫费用投入远高于散户



资料来源: 全国农产品成本收益汇编, 申万宏源研究

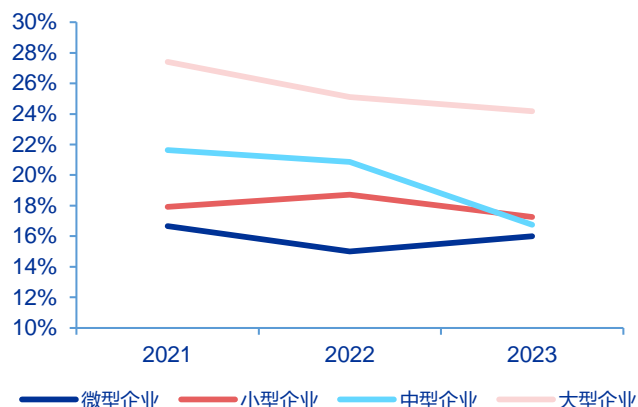
②**中大型企业占比较高, 行业集中度或将提升**。2023 年, 兽用化药制剂企业中大型、中型、小型、微型企业数量占比分别为 3%、49%、34%、14%, 中大型企业占比超过 52%。头部企业具备产能、研发、销售渠道等优势, 销售毛利率相较小微型企业更高, 其也正因为通过资本并购和技术整合加速崛起, 而部分盈利能力落后的中小企业正在退出。行业集中度提升或是大势所趋, 未来或将形成以专业兽药企业为主导的竞争格局。

图 14: 兽用化药制剂不同规模企业占比



资料来源: 中国兽药产业发展报告, 申万宏源研究

图 15: 不同规模兽药企业毛利率比较



资料来源: 中国兽药产业发展报告, 申万宏源研究

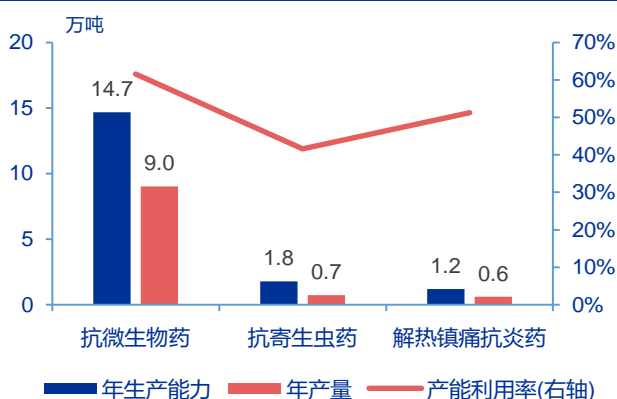
2.2 兽用原料药: 周期底部或至, 下游需求恢复叠加供给端缓慢出清有望驱动价格底部抬升

2022 年以来, 兽用动保原料药受行业供给过剩及下游需求疲软的影响, 价格持续下跌。

需求低迷、供给过剩是不争的事实: ①**供给:** 中大型兽药原料药企业产能持续扩张, 供给相对过剩。2023 年, 抗微生物药、抗寄生虫药、解热镇痛抗炎药的相关原料药产能利用率仅为 61.6%、41.6%、51.3%。与此同时, 行业竞争格局较为分散: 截止 2023 年, 全国共有 136 家兽药原料药生产企业, 包括大型企业 26 家, 中型企业 109 家, 小型企业 19 家, 中小型企业占比超过 83%。**产品同质化下, 行业企业内部竞争加剧, 价格战频出。**部分兽药企业研发能力弱, 产品缺乏竞争力, 在市场上只能通过压低价格来争取份额, 导致整体盈利水平下降, 难以维持正常生产经营。兽药原料药生产企业需要通过提升产能利用率、技术改革等方式降低成本, 加强竞争优势。

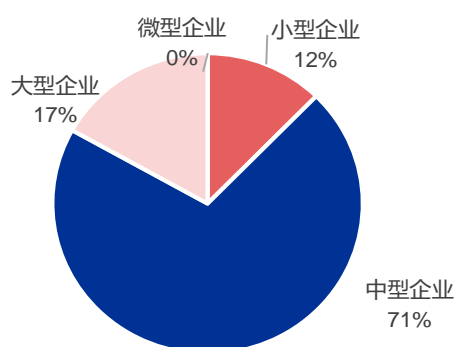
②**需求:** 近年来下游养殖盈利较为低迷, 兽用治疗化药需求明显回落 (其通常对于养殖盈利水平较为敏感), 进而影响原料药需求。

图 16: 主要原料药产能与产能利用率一览



资料来源: 中国兽药产业发展报告, 申万宏源研究

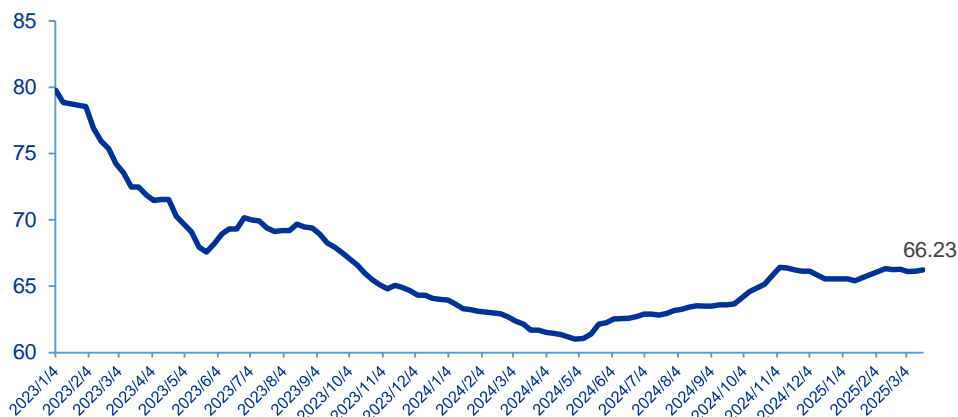
图 17: 2023 年兽药原料药企业竞争格局



资料来源: 中国兽药产业发展报告, 申万宏源研究

2024 年兽药原料药行业底部已现，产能出清带来竞争格局改善；叠加下游养殖盈利恢复，有望驱动行业景气复苏。兽药原料价格指数在经历前期下跌后回升。根据中国兽药饲料交易中心数据，2024 年 5 月前，兽药原料价格指数 (VPi) 持续下行，5 月起有所回升：指数从 61.07 回升至 2025 年 3 月 19 日的 66.23。

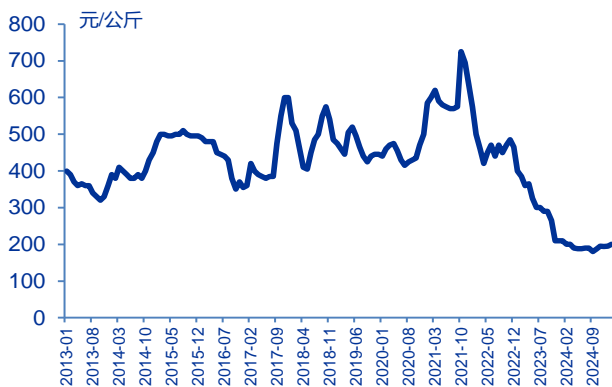
图 18: 2024H2 以来兽药原料价格指数 (VPi) 有所回升



资料来源：中国兽药饲料交易中心，申万宏源研究

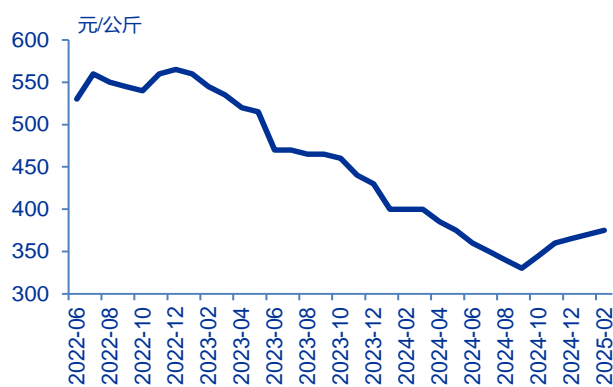
原料药价格回暖。以氟苯尼考和泰万菌素为例，2024 年 9 月市场平均价格分别为 180、330 元/公斤，分别较 2022 年末下跌 61.3%、41.6%。2024Q4 伊始，价格有所反弹，截止 2025 年 2 月氟苯尼考报价上涨至 200 元/公斤，相较 2024 年 9 月最底部价格涨幅达 11.1%；泰万菌素 2 月报价上涨至 375 元/公斤，相较 2024 年 9 月最底部价格上涨 13.6%。

图 19: 氟苯尼考价格走势一览



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 20: 泰万菌素价格走势一览



资料来源：iFind，申万宏源研究

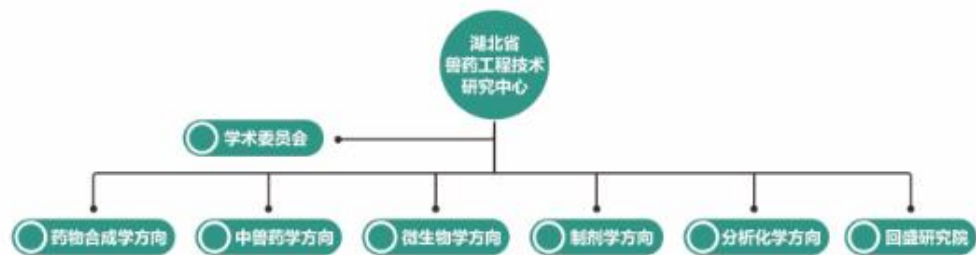
3. 公司：制剂原料药“纵向”一体化，产品品类“横向”开拓时

3.1 研发能力卓著，制剂与原料药生产突破的“上游源泉”

公司高度重视研发与技术创新，建立了“三中心一院”。先后成立并建设的研发平台有：“院士专家工作站”、“博士后工作站”、“湖北省企业技术中心”、“武汉市兽药企业技术研发中心”等。目前已经掌握了多项先进的兽用药品生产工艺技术，主要包括**核心原料药发酵技术、化药制剂产品分子包含及分子凝胶技术、中药提取和制剂干燥技术**等。形成了从原料药合成-制剂工艺到临床的全链条研发架构。

研发中心涵盖药物合成学方向、中兽药学方向、微生物学方向、制剂学方向、分析化学方向的研究，拥有 GCP 中心、CNAS 检测中心及回盛研究院，基本实现了兽药产业链全覆盖。研发中心现有研发人员中，包含国务院政府特殊津贴专家 1 人，国家科技部专家库 3 人，中国兽药典委员 1 人。并拥有以陈焕春院士、邓子新院士为代表的顾问团队提供技术支持。

图 21：公司被认定为“湖北省兽药工程技术研究中心”依托单位



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司近年来研发探索扁平化管理的新型模式，由之前的模块化管理转变为项目制管理，不断提高研发效率；并紧盯行业发展动态，与行业内知名院校如中国农业大学、华南农业大学等建立了长期稳定的合作关系。

2021 年，公司与华中农业大学共建“华农-回盛研究院”，聚焦基因工程、新菌种开发等前沿技术，提升原料药生产效率及成本优势

图 22：与华中农业大学共建“华农-回盛研究院”

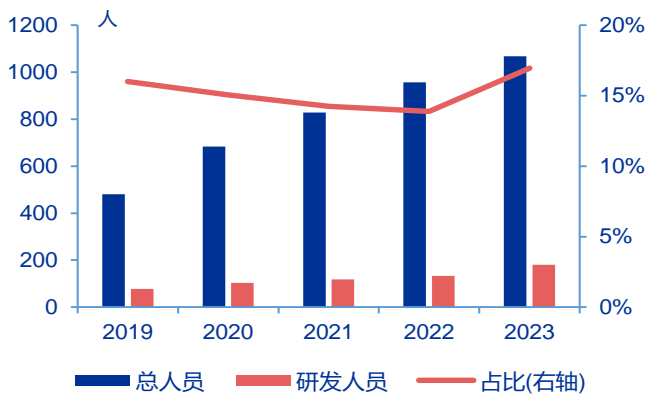


资料来源：回盛生物官网，申万宏源研究

截止 2024 年年中，回盛生物累计申请专利 90 余项，已获授权发明专利 50 多项，获得国家新兽药证书 16 项，承担国家省部级科技项目 13 项。公司已获得兽药批准文号 175 个，形成了猪用药品为核心，家禽、水产、宠物等药品以及上游原料药产品开拓的全方位布局。

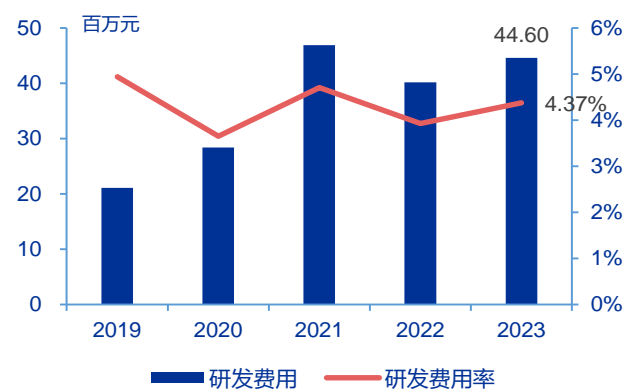
持续投入研发，研发人员储备充足：截止 2023 年，公司共有研发人员 181 人，占公司总人数的 16.95%，同比+3.05pcts。费用投入方面，2023 年公司研发费用达 4460 万元，研发费用率 4.37%，同比+0.45pcts。

图 23：2019-2023 公司研发人员与占总人员比例



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：2019-2023 公司研发费用与研发费用率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 兽用化药制剂与原料药：关注需求恢复，纵向延伸收获时

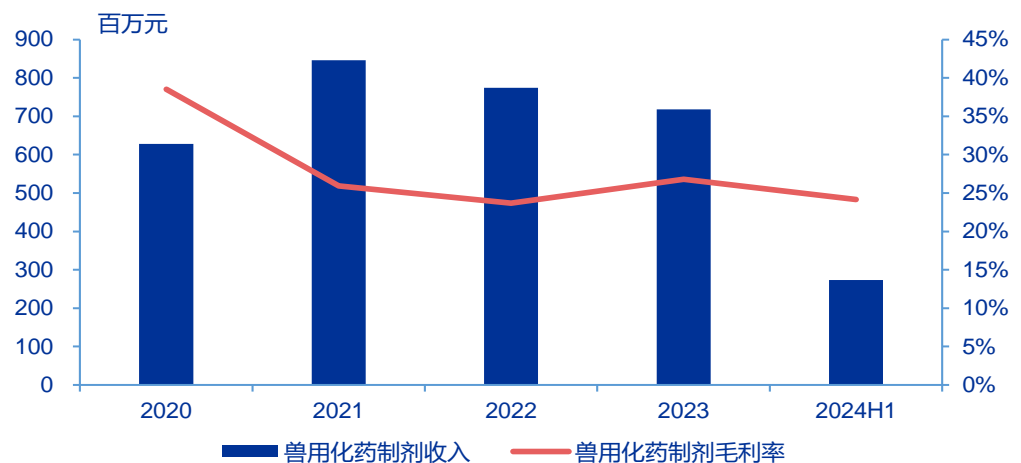
公司是产品组合覆盖较广的专业兽用制剂和原料生产企业，拥有丰富的兽用化药制剂及核心原料药生产线。产品以猪用药品为核心，同时涵盖家禽、水产、宠物、反刍等其他领域。截至 2024 年上半年，公司已取得兽药批准文号 175 个。

我们认为，前期行业景气下滑，公司产能扩张共同影响了兽用化药与原料药业务的经营业绩，当前时点看相关影响已显著下降。需求恢复、成本改善下制剂与原料药的盈利水平有望改善；原料药业务扩张也迎来了收获期，经营业绩有望显著好转，这也是当前公司的核心看点。

①立足兽用化药制剂，下游需求恢复与产能利用率提升带来业绩改善

从业绩端看，近些年来公司受到下游养殖行业景气低迷、养殖企业现金流承压，兽药需求低迷的影响，兽药制剂价格下跌，板块收入与利润表现不佳：2021-2023 年公司收入制剂业务分别实现营业收入 8.46、7.74、7.18 亿元，连续三年下降。2024H1 制剂业务毛利率较 2023 年继续下滑。

图 25：公司兽用化药制剂业务收入与毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

预计 2025 年下游生猪盈利改善（成本下降驱动），兽药需求改善的弹性值得期待，兽用化药制剂销售有望放量。在产能利用率提升的背景下公司化药制剂业务有望实现量利回升。

公司化药制剂产品具备诸多看点：

深耕猪呼吸道传染病领域。酒石酸泰万菌素预混剂（即“治嗽静”）是公司核心产品。“治嗽静”凭借独特配方与先进工艺，对畜禽常见呼吸道疾病疗效显著，自上市以来，在国内动物呼吸道疾病防治领域占据重要地位，也是众多规模化养殖场的首选药物。其主要优势包括：①**采用专利菌种**：主要采用了经分子改造的夏威夷链霉菌；②**发酵技术领先**：采用液体深层发酵技术，有效成分“泰万菌素 A”含量高；③**纯化工艺好**：采用以水为溶媒的二次结晶法提纯终产品，替代传统有机溶媒，降低细胞毒性。

图 26：公司“治嗽静”纯度高，杂质少，稳定性好



资料来源：公司官网，申万宏源研究

回盛泰万菌素制剂产品内控标准高于行业平均水平：回盛内控标准的生物学效价为 830，高于欧盟标准 800；组分纯度也达到了 85%以上，并精准控制 pH 值，增强了产品的水溶性稳定性。

图 27：回盛泰万菌素制剂产品内控标准高于欧盟标准

回盛内控标准			
指标	标准	欧盟标准	回盛内控标准
生物学效价 (U)		800	830
组分 (%)		80	85
pH 值		3.0-5.0	3.8-4.2

注：pH 值偏低，泰万菌素稳定性会降低；pH 值偏高，水溶性会降低。
回盛精准控制泰万菌素 pH 值，要求纯度达到 85% 以上
使出厂的泰万菌素水溶性稳定性俱佳。

资料来源：猪易网，申万宏源研究

蓝耳病是生猪养殖行业重大疫病之一，当前主要通过药物调控。目前行业蓝耳疫苗免疫具有价格较高且安全性存争议等问题，此外高致病性毒株毒力易返强，因此药物调控是目前蓝耳病防控、净化的重要手段，用药以大环内酯类二代抗生素替米考星、以及三代抗生素泰万菌素为主。

张卫元带领回盛研发团队深入调研、反复试验，联合华中农业大学周锐教授团队耗时 5 年研发出“**稳蓝增免**”方案（**治嗽静+卫免**（茯苓多糖）+**绿益态**（饲料添加剂））：即每吨饲料中按泰万菌素（治嗽净）1kg+茯苓多糖（卫免）300g+绿益态 1kg 的剂量拌料混饲，全群连续给药 15 天，能基本控制病情。

“**稳蓝增免**”可更加显著地抑制 PRRSV 在动物体内的增殖，降低 PRRSV 引起的病毒血症，减轻 PRRSV 引起的炎症反应和病理损伤，同时能提高猪群免疫力（尤其是种猪群），配合卡巴匹林钙、板青颗粒等联合使用可增加治疗效果。

新产品的上市与推广也是兽药制剂业务收入增长的重要驱动力：2024 年以来，新一代动物专用抗菌药-泰地罗新注射液、“回米佳”-加米霉素注射液、“芪劲”-贞芪颗粒均已成功上市销售。**泰地罗新**是新一代广谱高效、安全低毒的动物专用大环内酯类抗菌药，半衰期长，肺中药物浓度比血药浓度高。适用于胸膜肺炎放线杆菌、多杀性巴氏杆菌及副猪嗜血杆菌等引起的猪呼吸道疾病预防与治疗。后续有望继续为公司制剂业务提供显著业绩增量。目前，公司已有 6 个新兽药通过技术评审，预计在 2025 年获批。

②布局上游原料药，关注产能扩张落地与生产成本下降，收入规模与盈利水平有望显著提升

原料药是制约制剂生产的核心环节，高端原料药长期依赖国外专利垄断。公司为突破瓶颈，自 2009 年起投资建设全资子公司“湖北回盛”，主营原料药的生产和销售。

近年来，公司以“全产业链布局”为核心战略，通过纵向整合资源、横向拓展领域、深化技术协同，构建起覆盖“**原料药-制剂-诊疗服务**”的闭环体系，旨在向上游拓展产品布局，为核心产品提供原料保障，并有效控制成本。

大环内酯类兽药原料药的产能扩张步伐走的坚实而有力，产能项目建设投产终落地。当前公司核心产品泰乐菌素原料药生产规模已达 2000 吨，泰万菌素原料药生产规模已达 840 吨，规模位居国内高水平。具体来看：

①2020 年，公司 IPO 上市募资，投资 7000 万元建设年产 160 吨泰万菌素发酵生产基地；

②2020 年，公司规划分两期建设年产 2000 吨泰乐菌素和 600 吨泰万菌素项目，同年公司使用超募资金建设年产 1000 吨泰乐菌素项目；

③2020 年底，公司启动年产 1000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目；并于 2021 年发行可转债 7.2 亿元，其中 2.85 亿元投入该项目。

表 3：公司泰万菌素与泰乐菌素产能一览

	项目	投产时间	产能(吨)
泰万菌素	决盛一期产能		25
	酒石酸泰万菌素二期 吨生产线		

	年产 160 吨泰万菌素发酵生产基地建设项目	2019	160
	年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目	2023	600
	合计		840
泰乐菌素	年产 1000 吨泰乐菌素项目	2022	1000
	年产 1000 吨泰乐菌素生产线扩建项目	2023	1000
	合计		2000

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 28：泰乐菌素生产基地



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

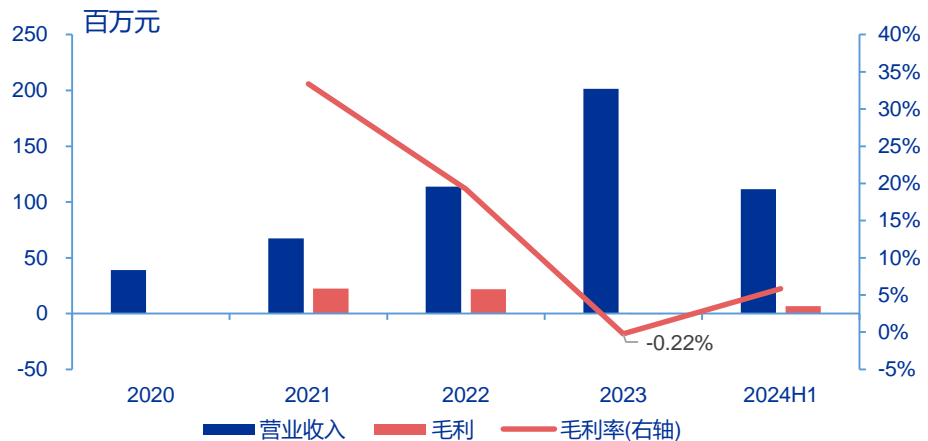
图 29：智能化生产降低生产成本



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

④2023 年，前期扩产产能落地。但下游生猪养殖需求较差，且产能利用率较低显著拖累毛利率水平；2024 上半年，原料药经营情况有所好转，发酵水平和工艺流程持续优化，生产成本有明显下降：原料药业务实现营业收入 1.12 亿元，毛利率为 5.86%，毛利率同比转负为正。

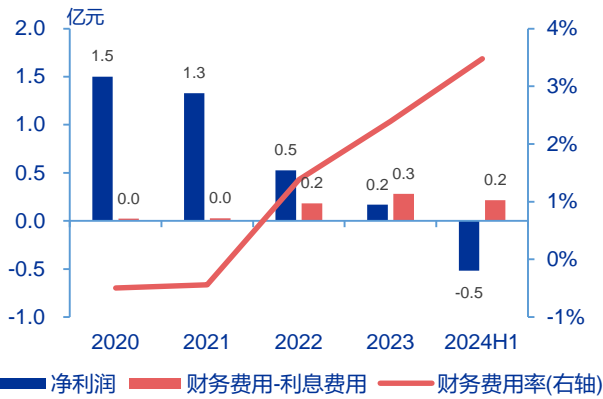
图 30：原料药业务收入增长，但产能利用率低，毛利率下滑



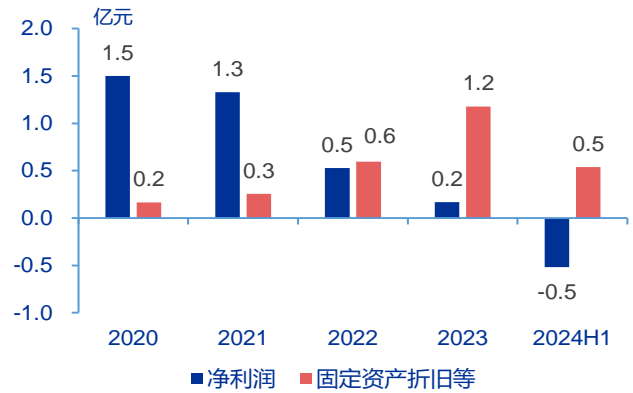
资料来源：公司公告，申万宏源研究

但值得注意的是，募投项目推进也带来了利息费用（可转债发行）和固定资产折旧的明显增加，这也是前期公司利润水平受到影响的主要原因之一。2022-2024H1 财务费用率

逐年提升，分别为 1.38%、2.39%、3.48%；与此同时，公司前期扩产产能建设完成形成固定资产，折旧显著增加，2021-2023 年折旧金额逐年提升，分别为 0.3、0.6 和 1.2 亿元。

图 31：2020-2024H1 财务费用与财务费用率一览


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：2021-2023 年公司固定资产折旧金额较高


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2024Q2 以来，公司原料药产能利用率显著提升：根据公司投关记录表数据，至 2024Q3 末，公司原料药项目产能利用率达到 90%。**相关费用支出也将趋于稳定：**随着募投项目陆续投产，募投项目的固定资产折旧和可转债利息化费用均已体现，基数不会再增长。若销售规模进一步提升，预计相关费用有望下降。

2025 年行业供求格局好转，部分产品供不应求，公司继续扩张原料药产能。在下游需求显著好转的背景下，公司产能无法满足下游需求的增长。公司拟对原料产线进行技改升级，扩充泰乐菌素原料、泰万菌素原料及其他生物发酵类原料产品产能，技改项目预计二季度投产。

根据公司兽用原料药产线技改升级及节能降耗项目公示，在完成生产线技术改造后，**公司泰乐菌素产能预计有望提升至 3000 吨/年，泰万菌素产能提升至 1200 吨/年**，新增莫能菌素 2000 吨/年，盐霉素 9000 吨/年，硫酸粘杆菌素 500 吨/年，配套环保设施的升级改造也是重要内容。

图 33：公司兽用原料药产线技改升级，扩充产能

湖北回盛生物科技有限公司兽用原料药产线技改升级及节能降耗项目环境影响评价第一次网上公示

更新时间：2025-02-21 16:38 来源： 点击数：11 字体：[大 中 小] 视力保护色：□ □ □ □ □

湖北回盛生物科技有限公司兽用原料药产线技改升级及节能降耗项目环境影响评价第一次网上公示
根据《中华人民共和国环境影响评价法》和《环境影响评价公众参与办法》（生态环保部令第4号）中有关规定，现将湖北回盛生物科技有限公司兽用原料药产线技改升级及节能降耗项目环境影响评价进行第一次公示，公示内容如下：

一、项目概况

- 1) 项目名称：兽用原料药产线技改升级及节能降耗项目
- 2) 建设单位：湖北回盛生物科技有限公司
- 3) 建设性质：技改及其他
- 4) 项目投资：10000万元
- 5) 建设地点：应城市城南经济开发区横一路
- 6) 项目概况：生产线技术升级改造；新增提取及制粒干燥设备，泰乐菌素产能提升至3000吨/年，泰万菌素产能提升至1200吨/年，新增莫能菌素2000吨/年，盐霉素9000吨/年，硫酸粘杆菌素500吨/年，配套环保设施升级改造，新增储能、空压、搅拌等系统节能降耗升级改造。

资料来源：应城市人民政府官网，申万宏源研究

原料药生产成本也有望显著下降：前期通过与华中农业大学、武汉大学的深度合作，潜心 8 年研究，采集 300 余株菌株，筛选出夏威夷链霉菌武汉变种。依托**高效菌种筛选与发酵工艺优化**体系，使泰万菌素等原料药的发酵效价达到行业领先水平，有效驱动生产成本优化。

图 34：回盛在国内首先开展泰万菌素组分研究，产品组分含量更高，杂质更少，效价更好

出峰时间 (min)	化学名称	结构式	含量 (%)	限度 (%)
4.393	二甲基烯		0.0001	/
6.138	乙醇		0.0001	0.5
7.067	丙酮		0.0003	0.5
7.261	二甲硫醚		0.0001	/
8.180	二氯甲烷		0.0001	0.06
13.106	氯乙烷		0.02	/
16.067	乙酸丁酯		0.01	0.5
16.455	N-N-二甲基酰胺		0.0001	0.088
15.380	甲苯		0.0001	0.089

HS产品溶剂残留检测结果3种

市场上其他产品溶剂残留检测结果13种

资料来源：回盛兽医公众号，申万宏源研究

我们预计，在产能技改完成投产后，原料药销售量有望明显增长，生产成本也将显著下降，公司原料药业务有望迎来收获期。

3.3 宠物药品：迈向蓝海市场，横向开拓铸就新增长曲线

宠物药品是全球兽药市场的重点产品。根据公司公告，2022 年全球宠物及其他兽药产品销售额 165 亿美元，占全球兽药市场总销售额的 44%；而对比来看，中国宠物兽药产品销售额仍有较大增长空间，当前销售额占兽药总销售额比例不到 10%。

公司建设的宠物药品研究中心主要开展宠物药品及保健品的开发。近年来，公司宠物药品研发成果开始落地。截止 2024 年末，公司已取得 6 个宠物用新兽药注册证书，共有 14 款宠物药品及 16 款宠物保健品。涵盖了驱虫、抗感染、慢性病治疗及中药保健，包括基础预防到常见病症的相关领域产品，满足全生命周期多种需求。

图 35：公司已布局多款宠物药品



资料来源：东西湖融媒，申万宏源研究

2024 年，公司自主研发的宠物驱虫药“盛宠宁-吡虫啉莫昔克丁滴剂”成功上市。其采用双效配方和先进的透皮制剂技术工艺，充分发挥吡虫啉与莫昔克丁两大抗寄生虫活性成分的作用，实现了外用驱虫药内外同驱的多重防护，有效覆盖并驱杀跳蚤、螨虫、胃肠道线虫等 20 多种宠物体内外寄生虫，为宠物提供全面、多重的守护。

公司也推出了针对宠物耳道的新品——“宁尔舒-复方制霉菌素软膏”。宁尔舒是由曲安奈德、制霉菌素、氯菊酯、硫酸新霉素组成的四复方制剂，通过对原料和生产过程的精准把控和多层级优化，能够用于治疗犬和猫由对新霉素敏感的细菌、对制霉菌素敏感的真菌和对氯菊酯敏感的耳螨引起的外耳炎。

图 36：针对爱宠耳道健康，公司推出宁尔舒-复方制霉菌素软膏



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

随着产品矩阵的不断丰富，公司也成立了独立的宠物线下销售公司和电商平台。预计在未来继续加大线上和线下渠道开拓力度的背景下，宠物板块营业收入有望显著增长。

3.4 渠道：直销收入占比高，高效技术服务体系支持规模场养殖

渠道销售服务能力是兽药企业重要的核心竞争力之一，下游客户结构的变化也正在驱动兽药企业升级销售与服务能力。

公司在销售方面采取“直销+经销”的模式：

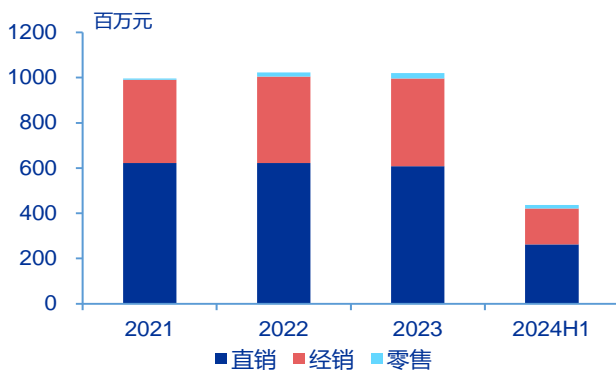
①**直销**：向规模化养殖集团进行销售，一般采用年度招标方式，签订年度合作框架协议约定产品价格、付款方式。目前公司已与新希望、双胞胎、正大集团、扬翔集团等国内大型农牧企业建立稳定合作关系。

②**经销**：主要服务中小规模养殖户。经过多年积累，公司与一批有一定资金实力、营销能力强、专业知识过硬的经销商团队建立了长期稳定的合作关系，打造了一批主营回盛产品的核心经销商。通过“回盛经销商学院”和线上直播等方式加强对经销商的培训，强化经销商经营理念，丰富经销商营销手段，提高经销商知识储备，打造经销商过硬的业务素质。

技术服务体系高效、成熟：秉承服务终端客户的理念，公司建立了一支高素质的技术服务团队，华农-回盛研究院的成立吸引了大量专家人才充实技术服务队伍。高水平的技术服务人才和不断完善的技术服务管理体系，为产品推广和品牌宣传提供了良好的支撑。

我们认为，规模化、专业化的养殖客观上对于高效安全的兽药的需求将始终存在，公司技术服务与销售体系有望继续增强公司兽药制剂的市场知名度，推动业务规模持续扩张。

图 37：收入结构（按销售渠道区分）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 38：董事长在 2024 年经销商会议上分享经验



资料来源：财联社，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

我们对公司的盈利预测基于对公司各项业务的预测汇总而得。具体关键假设和预测如下。

(1) 兽用化药制剂：下游养殖盈利改善或带来兽药市场需求回暖，2025 年公司化药制剂业务有望迎来收入回升。假设公司兽用化药制剂业务 2024-2026 年收入增速为 -3%/+30%/+20%，毛利率假设为 24%/24%/25%

(2) 兽用化药原料药：原料-制剂一体化战略持续推进，2024 年公司原料药产线产能利用率提升，已驱动板块销售收入增长，毛利率同比显著回升。前期公司投入的泰乐菌素与泰万菌素产能扩张项目已逐步体现规模效应，预计 2025 年有望进一步体现盈利能力的显著改善。与此同时，当前部分原料药呈供不应求态势，公司继续推进原料药产线技改升级，产能有望进一步提升，驱动销售量显著增长。我们假设公司兽用化药原料药业务 2024-2026 年收入增速为+100%/+53%/+29%，毛利率假设为 10%/20%/20%。

(3) 宠物化药：2024 年宠物药研发成果落地，已有诸多宠物药品和保健品销售中。预计未来随着产品矩阵进一步丰富，渠道端加大市场开拓力度，公司宠物化药业务销售收入兑现显著增速可期。假设宠物化药业务 2025-2026 年收入增速为 200%/67%，2024-2026 年毛利率假设为 50%/50%/45%。

表 4：公司业务拆分盈利预测与假设一览

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、兽用化药制剂						
营业收入	845.6	774.1	717.9	696.4	905.3	1086.3
yoy		-8.4%	-7.3%	-3.0%	30.0%	20.0%
毛利	219.2	183.2	192.3	167.1	217.3	271.6
yoy		-16.4%	5.0%	-13.1%	30.0%	25.0%
毛利率	25.9%	23.7%	26.8%	24.0%	24.0%	25.0%
二、兽用化药原料药						
营业收入	67.3	113.7	201.4	402.9	618.0	800.0
yoy		69.0%	77.2%	100.0%	53.4%	29.4%
毛利	22.5	21.9	-0.4	40.3	124.0	160.0
yoy		-2.5%	-102.0%	9191.6%	207.8%	29.0%
毛利率	33.4%	19.3%	-0.2%	10.0%	20.1%	20.0%
三、宠物药品						
营业收入				10.0	30.0	50.0
yoy					200.0%	66.7%
毛利				5.0	15.0	22.5
yoy					200.0%	50.0%
毛利率				50.0%	50.0%	45.0%
四、其他业务						
营业收入				.	.	.

yoy				0.0%	0.0%
毛利		31.6		31.6	31.6
yoy				0.0%	0.0%
毛利率		25.6%		25.6%	25.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

基于上述关键假设，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 12.33/16.77/20.60 亿元，同比+21%/+36%/+23%；实现归属于上市公司股东的净利润-0.18/1.49/1.92 亿元，当前股价对应 2025-2026 年 PE 分别为 16X/13X。

4.2 估值分析

我们采用 PE 估值法对公司进行估值。公司主营业务为兽用药品(包括化药制剂、原料药)的研发、生产和销售。我们选取同行业业务涉及兽药销售的上市公司瑞普生物（主要产品为兽用生物制品、药物制剂、添加剂等）、生物股份（主营业务涵盖兽用生物制品的研发、生产、销售）、普莱柯（主营业务为兽用疫苗和化药）作为可比公司。根据上文盈利预测，测算公司 2025-2026 年 PE 分别为 16X/13X（剔除 2024 年亏损异常值），低于可比公司平均水平（26X/21X/17X）。若基于公司 2025 年可比公司平均 PE 水平（21X），对应当前目标市值 30.87 亿元，较当前市值水平涨幅空间 27.73%。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值水平一览

公司简称	股票代码	收盘价	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
瑞普生物	300119.SZ	17.70	82.5	0.89	1.10	1.27	20	16	14
生物股份	600201.SH	7.39	82.8	0.23	0.31	0.41	32	24	18
普莱柯	603566.SH	12.18	42.2	0.45	0.55	0.67	27	22	18
平均值							26	21	17
回盛生物	300871.SZ	14.58	24.2	-0.11	0.90	1.16	/	16	13

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：收盘价采用 3 月 25 日数据，单位为元/股；EPS 单位为元/股；可比公司数据采用 Wind 一致预期。

5. 风险提示

作为兽用药品行业上市公司, 回盛生物主要存在以下风险, 提请各位投资者加以关注。

主要风险包括但不限于:

①**原料药价格大幅波动的风险。**公司生产的原料药为泰乐菌素、泰万菌素等大环内酯类原料药, 若此类原料药价格下降, 则可能影响公司原料药业务板块的利润; 另一方面, 公司仍有部分品类原料药需要对外采购, 如氟苯尼考、阿莫西林原料药等, 若上述原料药价格大幅上涨, 则可能直接影响公司兽药制剂产品的成本, 从而对公司盈利能力产生不利影响。

②**下游养殖行业周期波动的风险。**公司终端客户多为生猪养殖企业。当猪价下跌养殖盈利下降时, 猪用兽药产品的总体需求量可能有所降低, 价格敏感性增强, 从而影响公司的经营和盈利能力。

③**应收账款回收的风险。**公司应收账款主要向规模化养殖集团销售产品所形成, 收入中规模化集团客户的销售额占比较大。公司与集团客户一般采用“先货后款”的结算方式, 给予 3-6 个月的信用期。如果客户的经营和财务状况出现困难, 公司可能会面临应收账款逾期回收的风险, 对公司的盈利能力和现金流造成不利影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,023	1,020	1,233	1,677	2,060
营业收入	1,023	1,020	1,233	1,677	2,060
营业总成本	963	1,016	1,255	1,535	1,873
营业成本	798	806	989	1,289	1,585
税金及附加	9	10	0	0	12
销售费用	48	56	68	75	82
管理费用	54	76	81	75	93
研发费用	40	45	62	50	62
财务费用	14	24	55	44	39
其他收益	5	14	12	17	20
投资收益	6	13	-4	9	10
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	12	-4	0	0
信用减值损失	-11	-25	0	0	0
资产减值损失	-2	-3	3	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	59	15	-15	168	217
营业外收支	-2	-3	-3	0	0
利润总额	57	12	-18	168	217
所得税	4	-4	0	19	25
净利润	53	17	-18	149	192
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	53	17	-18	149	192

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	53	17	-18	149	192
加：折旧摊销减值	76	149	98	108	115
财务费用	7	28	55	44	39
非经营损失	-12	-36	8	-9	-10
营运资本变动	-26	-66	-128	-105	-144
其它	11	1	0	0	0
经营活动现金流	97	93	16	187	191
资本开支	429	184	50	50	50
其它投资现金流	-321	84	66	9	10
投资活动现金流	-750	-100	16	-41	-40
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	68	-33	136	-101	-60
支付股利、利息	62	59	55	44	39
其它融资现金流	-40	51	-127	0	0
融资活动现金流	-35	-41	-47	-146	-99
净现金流	-688	-49	-15	0	52

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,351	1,266	1,263	1,407	1,593
现金及等价物	786	598	509	509	561
应收款项	365	434	527	675	802
存货净额	199	229	222	218	224
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2	5	5	5	5
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,498	1,566	1,515	1,457	1,393
无形资产及其他资产	140	143	143	143	143
资产总计	2,989	2,975	2,921	3,008	3,128
流动负债	805	781	872	809	738
短期借款	220	241	376	275	214
应付款项	530	503	458	497	486
其它流动负债	55	38	38	38	38
非流动负债	643	685	685	685	685
负债合计	1,448	1,466	1,557	1,494	1,423
股本	166	166	166	166	166
其他权益工具	127	127	0	0	0
资本公积	821	822	822	822	822
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	51	53	51	69	93
未分配利润	376	342	326	456	625
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	1,541	1,509	1,364	1,513	1,705
负债和股东权益合计	2,989	2,975	2,921	3,008	3,128

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。