

武汉回盛生物科技股份有限公司2021年 向不特定对象发行可转换公司债券信用评 级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。


本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用等级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

武汉回盛生物科技股份有限公司

2021年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级
 评级展望
 债券信用等级
 评级日期



AA-
 稳定
 AA-

2021-06-04

评级观点

中证鹏元评定武汉回盛生物科技股份有限公司（以下简称“武汉回盛”或“公司”，股票代码：300871.SZ）本次拟发行 7.00 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

上述等级的评定是考虑到公司核心产品具备一定的竞争优势，上市后资本实力得到加强，融资渠道更加多元；同时中证鹏元也关注到，公司面临一定下游产品需求波动风险，上游行业原料价格上涨风险，应收账款回收风险及资金压力，并且面临新增产能消化风险。

债券概况

发行规模：7.00 亿元

发行期限：6 年

偿还方式：对未转股债券按年付息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款

发行目的：年产 1,000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目、湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目、宠物制剂综合生产线建设项目、粉剂/预混剂生产线扩建项目、补充流动资金

未来展望

- 未来随着酒石酸泰万菌素及泰乐菌素的产能释放，公司产品销售规模有望保持增长，综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021年3	2020年	2019年	2018年
总资产	17.88	17.52	6.50	4.67
归母所有者权益	14.43	13.79	3.78	3.25
总债务	1.91	1.94	1.33	0.69
营业收入	3.13	7.77	4.27	4.22
净利润	0.63	1.50	0.69	0.71
经营活动现金流净额	-0.20	0.48	1.05	0.21
销售毛利率	33.17%	37.03%	38.31%	43.55%
EBITDA 利润率	-	25.37%	22.46%	25.66%
总资产回报率	-	14.85%	14.39%	20.46%
资产负债率	19.33%	21.29%	41.81%	30.45%
净债务/EBITDA	-	-2.05	0.35	-0.30
EBITDA 利息保障倍数	-	39.79	34.95	84.98
总债务/总资本	11.69%	12.32%	26.07%	17.63%
FFO/净债务	-	-37.26%	187.52%	-207.25%
速动比率	3.15	3.10	1.08	1.39
现金短期债务比	3.30	3.28	1.22	1.62

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张旻烁
 zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞
 hanf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司核心产品具备一定的竞争力。**公司酒石酸泰万菌素销售收入规模持续增长，销售毛利率维持在较高水平；随着酒石酸泰万菌素及其原料药泰乐菌素新产线的投产，酒石酸泰万菌素销售收入有望保持增长。
- **公司上市后资本实力得到增强，融资渠道更加多元。**公司于 2020 年 8 月首次公开发行股票，为创业板首批注册制上市企业，募集资金净额 8.51 亿元，增加了资本实力的同时也拓宽了公司的融资渠道。

关注

- **下游产品需求波动风险。**公司下游客户产品需求受禽类、畜类等养殖周期波动影响，若非洲猪瘟难以得到有效控制或其他疫情而影响生猪存栏量，下游客户需求仍存在一定波动风险。
- **上游行业原料价格上涨风险。**受上游原料行业淘汰落后产能、加强环保及安全生产力度等举措的实施，整体原材料采购单价呈现波动上升趋势，面临一定的原材料价格上涨压力。
- **应收账款规模增长，面临一定的回收风险。**随着下游养殖行业集中度提升，公司直销模式销售占比持续提升，集团化养殖企业信用账期相对较长，应收账款规模持续增长，面临一定的回收风险。
- **资本支出规模较大，面临一定的资金压力，且面临新增产能消化风险。**公司在建、拟建项目规模较大，投资活动现金持续净流出，面临一定的资金压力；且新增产能规模较大，新增产能消化存在一定的不确定性。

同业比较（单位：亿元）

指标	中牧股份	普莱柯	瑞普生物	公司
总资产	67.66	20.29	38.99	17.52
营业收入	49.99	9.29	20.00	7.77
净利润	4.73	2.28	4.39	1.50
销售毛利率	26.22%	64.32%	54.04%	37.03%
资产负债率	20.64%	15.73%	29.81%	21.29%
总资产报酬率	8.61%	13.03%	14.33%	14.30%
研发支出	2.29	1.15	1.55	0.28
研发支出占营业收入比例	4.58%	12.37%	7.73%	3.65%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

2001年12月，武汉康思饲料有限责任公司（以下简称“武汉康思”）、回盛化学制药股份有限公司（以下简称“台湾回盛”）分别出资98万元、102万元成立武汉回盛生物科技有限公司（公司原名）。2016年11月，武汉回盛生物科技有限公司（以下简称“回盛有限”）以2016年8月31日经审计的账面净资产13,675.39万元折股，其中8,000万元折为股本，剩余计入资本公积，整体变更设立股份有限公司，公司名称变更为“武汉回盛生物科技股份有限公司”（公司现名）。后经股权转让、增资，2018年末公司注册资本8,280.70万元，其中武汉统盛投资有限公司（以下简称“武汉统盛”）持股66.66%，梁国栋持股10.63%。

2020年8月，公司在深圳证券交易所创业板成功上市，为首批注册制上市企业，股票简称“回盛生物”，股票代码“300871.SZ”，发行后总股份11,050.70万股，发行价为每股33.61元，募集资金净额85,071.25万元。2021年5月，公司以资本公积转增股本，每10股转增5股，转增后公司总股本增加至16,576.05万股。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均为16,576.05万元³。其中，武汉统盛持股49.95%，为公司控股股东；张卫元、余姣娥夫妇分别持有武汉统盛72.08%、13.35%股份，为公司的实际控制人。

公司主要从事兽用药品（包括化药制剂、原料药、中药制剂）、饲料及添加剂的研发、生产和销售。公司以猪用药品为核心，已涵盖抗微生物、抗寄生虫等各类药品，同时也在家禽、水产、宠物、反刍等其他药品领域进行了拓展。

二、本期债券概况

债券名称：武汉回盛生物科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：7.00亿元；

债券期限和利率：六年；本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次的付息方式，到期归还未转股的可转债本金并支付最后一年利息；

转股期限：自可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

³ 工商变更仍在办理中。

初始转股价格：本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价的较高者，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决；

赎回条款：

到期赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款：在转股期内，当下述情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）。（2）当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及以后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

回售条款：

1、有条件回售条款

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述连续三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

2、附加回售条款

若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。本次发行的可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告

后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权（当期应计利息的计算方式参见赎回条款的相关内容）。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过7.00亿元，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产1,000吨泰乐菌素和年产600吨泰万菌素生产线扩建项目	33,324.08	28,500.00	85.52%
湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目	13,882.07	12,100.00	87.16%
宠物制剂综合生产线建设项目	9,996.92	9,000.00	90.03%
粉剂/预混剂生产线扩建项目	6,358.05	4,900.00	77.07%
补充流动资金	15,500.00	15,500.00	100.00%
合计	79,061.12	70,000.00	88.54%

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

1、年产1,000吨泰乐菌素和年产600吨泰万菌素生产线扩建项目

本项目实施主体为子公司湖北回盛生物科技有限公司（以下简称“湖北回盛”），建成后将实现年产泰乐菌素1,000吨和泰万菌素600吨。其中，泰万菌素为公司原有产品，泰乐菌素系泰万菌素的原材料，为新产品。

项目建设周期1年，运营期11年（含建设期），项目运营期第1年达产率为50%，第2年达产率为70%，第3年及以后达产率均按100%。经可研机构测算财务内部收益率（税后）为17.30%，项目静态投资回收期（税后）为6.43年。

本项目已取得了应城市发展和改革委员会出具的《湖北省固定资产投资项目备案证》（项目代码：2101-420981-04-01-383623）；本项目已取得了孝感市生态环境局出具的《孝感市生态环境局关于年产2,000吨泰乐菌素、600吨泰万菌素项目（二期）环境影响报告书的批复》（孝环函[2021]42号）。

2、湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目

本项目实施主体为子公司湖北回盛，系对公司现有的口服液生产线、最终灭菌大小容量注射剂生产线、非最终灭菌大小容量注射剂生产线、散剂生产线、最终灭菌注入剂生产线、化药颗粒剂和片剂生产线等6条生产线进行自动化综合改扩建，提升智能化、自动化水平，满足《兽药生产质量管理规范（2020年修订）》要求，建成后相关产品产能将有所提升。

本项目建设期为1年，运营期为11年（含建设期），项目运营期第2年达产率为50%，第3年达产率为70%，第4年及以后达产率均按100%，经可研机构测算财务内部收益率（税后）为21.25%，项目静态

投资回收期（税后）为5.51年。

本项目已取得了应城市发展和改革委员会出具的《湖北省固定资产投资项目备案证》（项目代码：2105-420981-04-02-687353）；本项目环境影响评价手续尚在办理之中。

3、宠物制剂综合生产线建设项目

本项目实施主体为子公司湖北回盛，将新建驱虫药、皮肤病药、消毒剂、抗菌消炎药、滴眼剂滴耳剂等宠物制剂产线。

本项目建设期为2年，运营期为11年（含建设期），项目于运营期第4年（含建设期）达产，经可研机构测算财务内部收益率（税后）为18.92%，项目静态投资回收期（税后）为6.14年。

本项目已取得了应城市发展和改革委员会出具的《湖北省固定资产投资项目备案证》（项目代码：2105-420981-04-02-485865）；本项目环境影响评价手续尚在办理之中。

4、粉剂/预混剂生产线扩建项目

本项目实施主体为公司本部，系对现有粉剂/预混剂生产线进行扩建，建成后将新增年产粉剂/预混剂2,100吨的产能。

本项目建设期为1年，运营期为11年（含建设期），项目运营期第2年达产率为50%，第3年达产率为70%，第4年及以后达产率均按100%。经测算财务内部收益率（税后）为29.75%，项目静态投资回收期（税后）为4.99年。

本项目备案及环评手续尚在办理之中。

需关注，募投项目的建设计划能否按时完成、项目实施的外部条件是否发生变化、项目实施效果能否达到预期等方面仍然存在一定不确定性。如未来市场、国家政策环境等因素发生重大不利变化，可能导致募投项目实施后新增产能无法及时或充分消化，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

四、运营环境

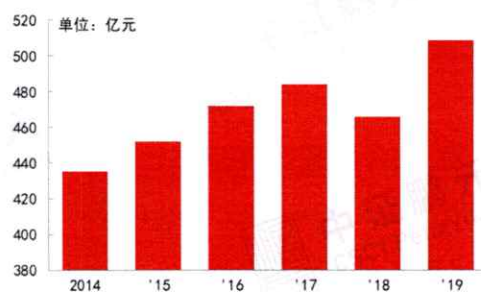
近年我国兽药市场整体保持稳定增长，其中兽用化药受限抗、替抗等政策因素影响增速放缓，替抗产品存在较大市场空间

随着经济发展水平的提升和对食品安全的重视，近年来国内兽药行业整体保持稳定发展，2014至2019年，我国兽药总销售额由435.46亿元增至508.58亿元，复合增长率为4.38%。从我国兽药产品结构来看，原料药及化学制剂和生物制品占比仍较高，原料药及化学制剂仍占据主导地位。从全球兽药产业销售额（除中国）来看，2014至2018年呈逐年上升趋势，2019年略有下降。从产品类别来看，2019年全球

兽药市场化学药品占比59.4%，药物饲料添加剂占比11.1%，生物制品29.5%。从使用动物角度分析，2019年全球兽药市场中宠物及其他兽药产品占比40.2%，我国仅占比不到4%。

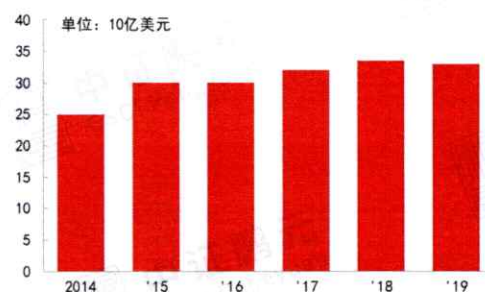
从我国兽药细分行业增速来看，近年原料药及化学制剂销售额增速有所放缓，2010-2018年销售额由207.8亿元增至289.21亿元，复合增长率为4.23%，低于行业整体增速，主要系近年国内对全国兽用抗菌药进行规范整治，且媒体不断对限抗、畜产品抗生素残留及环保问题等报道对兽用化药类需求产生一定抑制。2018年5月农业农村部办公厅关于开展兽用抗菌药使用减量化行动试点工作的通知，力争通过3年时间，实施养殖环节兽用抗菌药使用减量化行动试点工作，推广兽用抗菌药使用减量化模式，减少使用抗菌药类药物饲料添加剂，兽用抗菌药使用量实现“零增长”。2019年7月农业农村部公布了第194号公告，明确了自2020年1月1日起退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，不再核发“兽药添字”批准文号。同时我们也注意到，目前的禁抗仍只针对饲料端，未完全禁止养殖端，因此饲料端禁抗短期内可能会引起养殖端抗生素药品需求的增加；但从长期来看，受用药品的减抗、替抗仍复合未来发展趋势，未来替抗产品（酸化剂、酶制剂、微生态制剂、中草药制剂）的市场空间仍较大。

图1 近年我国兽药行业销售额情况



资料来源：2019年兽药产业报告，中证鹏元整理

图2 近年全球兽药（不含中国）销售额



资料来源：2019年兽药产业报告，中证鹏元整理

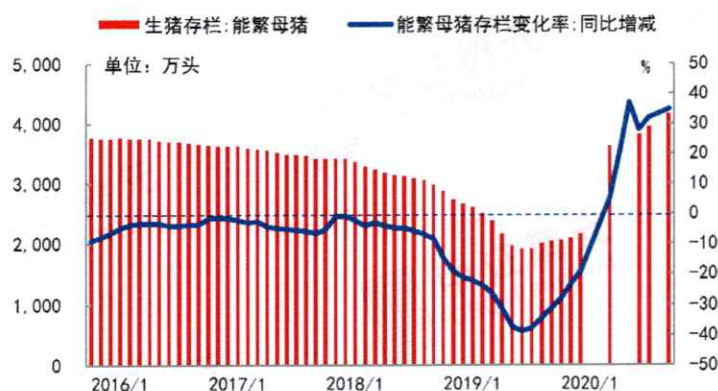
兽用药物为养殖业务的配套产业，受下游畜禽养殖周期的影响存在波动，2018、2019年受非洲猪瘟影响能繁母猪存栏量大幅下降，2019年10月以来触底回升；禽类受益于替代效应景气度回升，兽药企业业绩出现分化，未来随着养殖业集约化程度逐渐提高，兽药市场仍处在提升空间

受能繁母猪存栏量及饲料价格波动的影响，我国猪肉价格一般以3-4年左右为一个周期。其循环轨迹一般为“肉价上涨—能繁母猪存栏量大增—生猪供应增加—肉价下跌—大量淘汰能繁母猪—生猪供应减少—肉价上涨”。在我国以散户为主的生猪养殖模式下，由于行业生产周期很长，散养户难以准确判断行业走势的情况下及时对其生猪养殖数量进行调整，导致养殖存栏量波动较大，直接影响猪肉价格的大幅波动。

从能繁母猪存栏情况来看，2009-2013年能繁母猪存栏量在4,700-5,000万头左右波动，2013-2018年7月能繁母猪存栏量持续下降，主要系规模化养殖及养殖技术提高所致；2018年8月以后非洲猪瘟疫情影响下，能繁母猪存栏量同比持续大幅下降。在2019年7月之后国内一些疫情较轻微的地区如山西、陕西

等加快复养进程、国家出台扶持养殖措施和高养殖利润驱使下，养殖行业补栏意愿强烈等因素的影响下，能繁母猪存栏量自2019年10月以来触底回升。截至2020年末，能繁母猪存栏量同比增长103.47%至4,161.00万头。农业农村部畜牧兽医局副局长魏宏阳在2020年12月15日举行的生猪生产形势新闻通气会上指出，截至2020年末，全国能繁母猪存栏已连续14个月增长，生猪存栏已连续10个月增长，能繁母猪及生猪存栏已经恢复到正常年份的90%以上，生猪产能的快速恢复有助于缓解行业供给不足的格局。

图3 2018年四季度以来我国能繁母猪持续下降，2019年10月以来触底回升



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

我国生猪价格受猪周期影响存在较大波动。2006年以来，我国一共经历了3轮完整的猪周期，2018年8月至今我国正处于第4轮的猪周期中。受2018年8月非洲猪瘟疫情导致活猪禁止跨区域运输影响，我国猪价逐渐出现下降。2019年3月以来，受非洲猪瘟疫情造成的产能出清严重、供给不足影响，猪价呈现快速增长趋势，我国22个省市生猪均价从2019年3月1日的12.15元/千克大幅增至2019年11月1日的40.98元/千克。此后，进入2020年，我国猪价高位波动，2021年初猪价持续下降，截至2021年5月21日，全国22省市猪肉平均价为35.41元/千克。从供给情况看，生猪价格高位运行，规模化养殖企业补栏意愿强烈，能繁母猪存栏量快速增长，行业供给不足的格局将有所改善，猪价持续上涨动力或将不足。

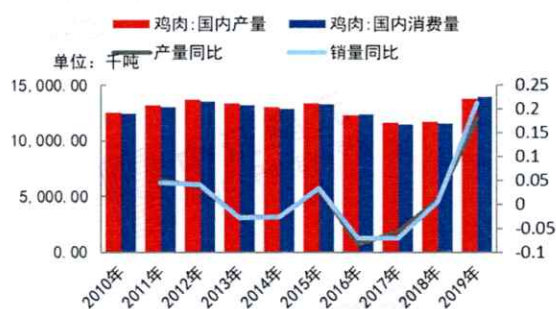
图4 2020年以来我国生猪及猪肉价格高位运行，2021年初猪价有所回落



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

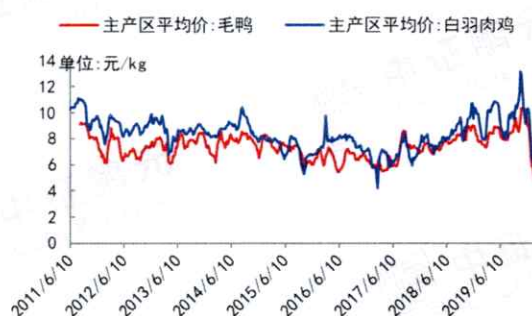
在猪肉价格大幅上升的背景下，2018年、2019年禽类消费的替代效应逐步显现，作为猪肉消费的替代品，2019年我国鸡肉产量13,800.00千吨，同比上涨17.95%。鸡肉消费量13,980.00千吨，同比上涨21.20%，产量消费量均大幅增长；从鸡肉价格来看，受供给收缩和非洲猪瘟的影响，2019年白羽肉鸡和毛鸭主产品均价均大幅上涨，产业链利润不断扩大，禽养殖积极性不断恢复，禽产业链行业景气度有所回升，下游禽类疫苗、制剂企业直接受益产业链恢复，需求量大幅提高。

图5 近年我国鸡肉产量、销量情况



资料来源：Wind资讯，公开资料整理

图6 近年我国鸡肉、鸭肉价格走势



资料来源：Wind资讯，中证鹏元整理

兽用疫苗、制剂产品作为生猪养殖行业的配套行业，2019年以来受下游畜禽类养殖周期波动影响业绩出现分化，畜用疫苗、制剂的需求产生较大的抑制，从目前已披露的动物保健类上市公司年报来看，生物股份、申联生物、中牧股份等受非洲猪瘟影响，2019年畜用疫苗、制剂产销量均出现下降，普莱柯、瑞普生物等禽类疫苗、制剂产销量均出现大幅提升。2020年，随着非洲猪瘟防控效果的改善，以及猪价持续上涨并保持历史高位水平，生猪存栏量明显恢复，进而带动了兽药产品的旺盛需求。但根据农业农村部发布的非洲猪瘟疫情通报来看，国内仍有零星疫情发生。出于对疫情防控的谨慎性考虑及养殖成本的综合考虑，养殖企业对兽药的需求仍将比较旺盛。此外，非洲猪瘟亦加快我国畜牧业由数量型增长向高效益、高品质、低污染低耗能的质量效益型增长方式转变，集约化、规模化养殖规模快速扩大，兽药市场仍存在提升空间。

我国兽药行业企业数量众多，且近年随着国际动保企业进入国内市场，兽药行业竞争进一步加剧；随着三级防护标准、新版兽药GMP标准等监管政策的推出，行业壁垒进一步提升，核心技术与研发能力等成为主要竞争因素

我国兽药行业前期由于行业门槛较低，导致行业内中小企业数量众多，但普遍存在生产规模偏小、产能利用低下、技术含量较低等现象，截至2018年底，我国共有兽药生产企业1,708家（香港、澳门、台湾未纳入统计范围）。同时，我国作为全球第二大国际动保市场，近年发展速度较快，吸引了众多国际动保企业不断进入国内市场，硕腾、勃林格、礼来等跨国公司在我国建立了研发中心和生产基地，2017

年2月法国诗华动物保健公司收购原浙江诺倍威生物技术有限公司100%股权，进军中国的猪用疫苗版块；2018年12月，默沙东全资并购浙江正力安拓，在杭州建立研发生产基地。国际动保巨头的加入将为将进一步加剧国内动保行业的竞争，缺乏研发能力、核心技术的中小企业将面临洗牌。

近年国家对于兽药的监管持续加强。2016年4月农业部出台《关于促进兽医产业健康发展的指导意见》，提出要进一步优化产业结构，提升产业集中度，兽药质量抽检合格率稳定保持在95%以上，畜禽产品兽药残留检测合格率超过97%，进一步规范兽药生产经营行为，支持发展动物专用原料药及制剂、安全高效的多价多联疫苗、新型标记疫苗及兽医诊断制品。2016年11月农业部发布了《口蹄疫、高致病性禽流感疫苗生产企业设置规划》，提出口蹄疫、高致病性禽流感疫苗生产企业，涉及口蹄疫、禽流感活病毒操作的生产区域、质检室、检验用动物房、污物（水）处理设施以及防护措施等应符合生物安全三级防护要求。2017年9月农业部发布了《兽用疫苗生产企业生物安全三级防护标准》（第2573号），从防护区、缓冲间、核心工作区、定向气流、高效空气过滤器、高效过滤排风装置等方面对兽用疫苗生产企业的生物安全管理提出了更加严格的标准。三级防护标准的出台有利于提升兽用疫苗生产企业生物安全防护水平，促进兽用疫苗行业进入升级转型期，但部分中小企业面临升级改造等现实资金投入问题。2018年1月25日，针对兽药生产准入门槛偏低，低水平重复建设和产能过剩问题较为突出，兽药生产厂房洁净度监测标准偏低，生物安全要求不够全面和具体，生产过程存在生物安全隐患等情况，农村农业部发出《关于征求《兽药生产质量管理规范（修订稿）》4意见的函》，进一步提高了无菌兽药和兽用生物制品的生产标准、特殊兽药品种生产设施要求等，该规范的实施将使得生产标准不达标的中小兽药企业逐步退出市场，行业集中度将进一步提升。

2020年4月21日，农业农村部发布《兽药生产质量管理规范（2020年修订）》（以下简称“新版《兽药GMP》”），自2020年6月1日起施行。新版《兽药GMP》提高了净化、特殊兽药品种生产设施和企业质量管理要求，进一步加强企业生物安全控制。对兽用生物制品生产、检验中涉及生物安全风险的厂房、设施设备以及废弃物、活毒废水和排放空气的处理等监管更加严格，进一步明确，有生物安全三级防护要求的兽用生物制品的生产设施需符合生物安全三级防护标准，检验设施需达到生物安全三级实验室标准。要求所有兽药生产企业应在2022年6月1日前达到新版《兽药GMP》的要求，未达到新版兽药GMP要求的兽药生产企业（生产车间），其兽药生产许可证和兽药GMP证书有效期最长不超过2022年5月31日；自2020年6月1日起，新建兽药生产企业以及兽药生产企业改、扩建或迁址重建生产车间，均应符合新版《兽药GMP》要求。

整体来看，近年来随着外部监管环境趋严及国内竞争形势的加剧，兽药行业进入快速整合、淘汰落

⁴ 规范自2020年1月1日起实施，兽药生产企业在本规范施行前已取得《兽药生产许可证》的，可以在有效期内继续生产经营，但应当在2023年1月1日前达到本规范的条件。

后产能的发展阶段，产品同质化、工艺落后、缺乏营销手段单一的中小型企业面临洗牌，拥有持续研发能力及核心技术的企业将迎来发展机遇。

五、公司治理与管理

根据《公司法》、《证券法》和其他有关法律、法规的规定，公司建立了较为完善的法人治理结构，制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等为主要架构的规章制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限。公司三会设置健全，明确了决策、执行及监督层的职能分工及内部协调、制衡机制。具体来看，公司股东大会享有法律法规和公司章程规定的合法权利，是公司的最高权力机构。董事会由5名董事组成，其中独立董事2名。监事会由3名监事组成，其中职工监事1名，设监事会主席1人。公司设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。

公司采取职能式的管理结构，股东大会是公司最高权力机构；董事会对股东大会负责，直接领导由总经理、副总经理等组成的经营管理团队。公司设立营销中心、生产质量中心、研发事业部、集采中心、人力资源中心、财务中心等职能部门。同时为适应管理需要，公司建立了涉及生产、采购、销售、财务、固定资产管理等覆盖公司生产经营各环节的管理制度。

公司实际控制人为张卫元、余姣娥夫妇，其他股东持股占比相对较低，股权结构较为稳定，集中度相对较高，公司董事长及总经理均由张卫元先生⁵担任。

战略方面，公司纵向布局上游原料药产业，横向布局宠物、禽类、反刍、水产等板块，打造集“原料药+兽药制剂”为一体的兽药产业链。营销方面，强化集团与渠道客户“齐头并进”，实现电商突破。

六、经营与竞争

公司主要从事兽用药品（包括化药制剂、原料药、中药制剂）、饲料及添加剂的研发、生产和销售。2019年受非洲猪瘟影响，猪用兽药销售有所下降，但受益于禽用兽药销售客户拓展，禽用兽药销售同比增幅较大，综合影响下公司营业收入规模较2018年变动不大。2020年营业收入同比大幅增长，主要系下游生猪存栏量提升及促生长饲料添加剂禁售等因素综合影响导致治疗用兽药产品需求提升所致。

毛利率方面，受上游原料药行业淘汰落后产能、加强环保及安全生产力度等举措的实施，2019年度部分产品原料成本有所上涨；同时受猪瘟疫情影响，毛利率相对较高的猪用兽药销售收入占比下滑，综合影响下，2019年公司综合毛利率有所下降。2020年综合毛利率略有下降，主要系低毛利其他收入占比

⁵工商管理学硕士及畜牧兽医学本科学历，正高级兽医师。

上升所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利
兽用化药制剂	62,802.97	38.50%	33,405.31	38.57%	34,796.82	43.63%
兽用原料药	6,258.91	29.30%	3,356.15	38.17%	2,577.45	32.55%
兽用中药制剂	2,157.86	47.75%	1,598.38	49.97%	1,407.49	52.05%
其他 ⁶	6,526.12	26.73%	4,361.87	32.18%	3,405.67	47.53%
合计	77,745.85	37.03%	42,721.71	38.31%	42,187.42	43.55%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表3 公司主营业务收入养殖对象构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
猪	60,409.41	81.66%	30,814.93	75.97%	37,431.06	90.48%
家禽	6,506.89	8.79%	5,477.78	13.51%	639.23	1.55%
水产、宠物及反刍	803.66	1.09%	911.64	2.25%	717.22	1.74%
原料药	6,258.91	8.46%	3,356.15	8.27%	2,577.45	6.23%
合计	73,978.87	100.00%	40,560.50	100.00%	41,364.96	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自主研发的酒石酸泰万菌素原料、制剂一体化，具备一定的竞争优势；随着集团化养殖企业占比上升，公司直销销售收入占比持续提高，客户集中度持续提升；公司下游客户产品需求易受禽类、畜类等养殖周期波动影响，存在一定的波动风险

公司产品以兽用化药制剂及核心原料药为主，同时还包括兽用中药制剂、饲料及添加剂等，已涵盖抗微生物、抗寄生虫等各类药品。产品以猪用药品为核心，同时也在家禽、水产、宠物、反刍等其他药品领域进行了拓展。公司核心产品酒石酸泰万菌素是一种高效、低毒、低残留的新一代大环内脂类兽药，用于治疗 and 预防畜禽支原体感染的有效药物。公司通过自主研发分别于2010年、2012年取得发酵菌种及生产提取工艺两项发明专利，在成本控制和品质控制方面形成一定的竞争优势。截至2021年3月末，公司已取得兽药批准文号132个。截至2021年4月，公司已取得专利42项，其中发明专利37项；已取得6个二类新兽药证书及3个三类新兽药证书及1个五类新兽药证书；在研项目共计65项，在研新药25个。

公司兽用化药制剂及核心原料药主要包括酒石酸泰万菌素、氟苯尼考、替米考星、阿莫西林、盐酸多西环素等产品。整体来看，2019年公司主要产品销售收入规模较2018年变动不大。2020年主要产品销

⁶销售原材料及外购商品收入、技术开发及转让收入、其他

售收入同比大幅增长，主要系下游生猪存栏量提升及促生长饲料添加剂禁售等因素影响导致治疗用兽药产品需求提升。

分产品看，酒石酸泰万菌素原料药及化药制剂的销售收入持续增长。从销量来看，2019年受非洲猪瘟影响销量有所下降，2020年受益于下游需求回升销量同比大幅增长。从单价来看，2019年受益于产品结构变化、制剂中有效成分较高的产品销售占比上升，销售单价有所提升；2020年公司为进一步提升市场占有率，产品价格有所下降，随市场产能的逐步增加，价格整体呈下降趋势。综合影响下，酒石酸泰万菌素产品毛利率有所波动，但仍保持在60%相对较高水平。

近年，氟苯尼考销量受非洲猪瘟影响有所波动，销售单价持续下降，主要系公司降低产品价格、扩大市场占有率所致，综合影响下销售收入有所波动、毛利率持续下降。替米考星、阿莫西林和盐酸多西环素类产品属于较为成熟的兽药产品，2019年销量整体变动不大，2020年受益于下游需求增长，销量同比增幅较大；该类产品毛利率受原材料成本影响较大，盐酸多西环素类产品原材料采购价格持续上涨，导致2019年产品毛利率大幅下降，2020年公司根据原材料成本上涨情况及时调整了售价，毛利率基本保持稳定。替米考星产品毛利率持续增长，2019年毛利率同比增长1.95个百分点，主要系产品原材料价格有所回落，单位成本有所降低，公司也适当调整了产品单价，因单价下降幅度小于单位成本；2020年毛利率同比增长4.34个百分点，主要系下游需求回升导致市场销售单价上升所致。

表4 公司主要产品收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
酒石酸泰万菌素	21,535.45	60.10%	10,963.08	63.62%	10,384.40	60.83%
氟苯尼考	10,517.95	33.28%	6,080.72	39.56%	8,367.57	45.25%
替米考星	7,035.41	42.74%	3,420.04	38.40%	4,744.49	36.45%
阿莫西林	8,164.18	29.61%	4,746.81	24.78%	3,814.52	26.09%
盐酸多西环素	10,374.82	7.94%	4,576.29	6.58%	3,501.52	24.52%
兽用中药制剂	2,157.86	47.75%	1,598.38	49.97%	1,407.49	52.05%
饲料及添加剂	2,362.43	51.15%	1,743.90	51.98%	2,253.61	52.03%
其他产品	11,830.77	28.86%	7,431.26	28.33%	6,891.37	34.67%
主营业务合计	73,978.87	38.33%	40,560.50	39.41%	41,364.96	43.45%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品销售主要采取“直销+经销”的模式，针对规模化养殖集团销售主要采用直销方式，针对中小规模养殖户一般采用经销商模式销售产品。此外，公司在连锁直营门店进行零售销售，主要覆盖规模较小的养殖场和农户。结算周期方面，集团直销客户一般给予3-6个月左右账期，经销客户一般先款后货，对于个别合作时间长、规模较大且信誉较好的核心经销商，给予适当的信用期。

2018年非洲猪瘟疫情暴发后，大量养殖散户退出市场，头部猪企均扩张产能，随着下游养殖业集中化程度的不断提升，公司直销模式销售收入占比持续提高，2020年集团客户数量增长67家，主要集团客

户有正邦科技、新希望、双胞胎、天邦股份、中粮肉食、正大集团、扬翔集团等。此外，2019年猪药板块受非洲猪瘟影响总体下滑，公司大力开拓禽药板块，禽药收入大幅增长，但毛利率相对较低，主要系家禽养殖集中化程度较高、且部分原材料涨幅较大所致。2020年经销模式中原料药毛利率同比降幅较大，主要系年初疫情影响，公司基于避免库存积压及扩大市场影响力考虑，进行降价销售。综合来看，受集团化客户占比上升及毛利较低的禽类收入占比上升影响，公司主营业务收入毛利率持续下降。

表5 公司主营业务收入销售模式构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
经销	30,578.32	39.80%	19,902.02	40.80%	24,930.41	42.88%
其中：猪	23,996.27	42.76%	15,762.04	43.00%	21,238.20	45.18%
原料药	3,822.59	29.44%	2,566.90	37.83%	2,444.31	32.09%
直销	43,204.09	37.26%	20,314.23	37.69%	14,968.90	43.02%
其中：猪	36,240.27	39.45%	14,654.23	44.10%	14,727.30	42.93%
家禽	4,489.83	23.86%	4,757.90	17.64%	-	-
零售	196.45	46.26%	344.25	59.82%	1,465.64	57.47%
合计	73,978.87	38.33%	40,560.50	39.41%	41,364.96	43.45%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司收入区域构成总体较为稳定，销售区域集中在畜牧业发达的华东、华中、华南地区，与下游畜牧业生猪存栏量区域分布情况相吻合，华东、华中、华南地区收入合计占比均在70%以上。公司客户主要为集团化养殖企业和地区经销商，随着下游养殖业集中化程度的不断提升，前五大客户销售集中度持续提升，2018-2020年前五大客户销售占比分别为17.16%、21.58%和30.92%；从主要销售对象来看，均为大型集团化养殖企业，客户质量相对优质，包括正邦科技、新希望、双胞胎、天邦股份、中粮肉食、正大集团、扬翔集团等。此外，公司下游客户产品需求易受禽类、畜类等养殖周期波动影响，存在一定波动风险。

公司在建、拟建产线项目规模较大，面临新增产能消化风险

公司拥有三个生产基地，分别为湖北回盛、武汉回盛和长沙施比龙，均已取得兽药GMP认证，公司建立了较为完善的产品质量控制体系，2012年至2020年连续9年在农业农村部组织的兽药质量监督抽检中保持抽检不合格产品批次为零。

公司按产品剂型主要分为化药和中药制剂的粉/散/预混剂、原料药、饲料及添加剂等。从产销率来看，公司实行以销定产与安全库存相结合的生产管理模式，整体维持在较高水平。原料药产销率水平低，主要系部分原料药公司内部消化所致。产能利用率方面，公司粉/散/预混剂的产量、销量规模持续增长，产能利用率持续提高，均在90%以上。2020年公司为有效提升核心产品的供给能力，减少小批量产品生产频率，增加大批次产品生产，同时，不断改进生产工艺，生产效率有较大提升，产能利用率上升至

149.71%。公司新沟智能化工厂预计2021年三季度投产，届时将有效缓解产能不足情况。原料药产能持续提升，主要系湖北回盛年产160吨泰万菌素发酵生产基地陆续投产所致，产能利用率有所波动，整体维持在较高水平；化药制剂-注射剂、饲料及添加剂产能利用率较低，主要系相关产品销售不达预期。

此外，公司在建、拟建项目规模较大，涉及粉/散/预混剂自动化生产基地新建及扩建项目、中药提取及制剂生产线新建及改扩建项目、年产2000吨泰乐菌素和600吨泰万菌素生产线项目、宠物制剂综合生产线建设项目，新增产能规模较大，如未来市场、国家政策环境等因素发生重大不利变化，可能导致募投项目实施后新增产能无法及时或充分消化，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

表6 公司主要剂型产能、产量、销量情况（单位：吨；万升）

剂型		2020年	2019年	2018年
化药/中药制剂-粉/散/预混剂	产能（吨）	3,300.00	3,300.00	3,300.00
	产量（吨）	4,940.41	3,239.87	3,077.06
	销量（吨）	4,714.49	2,822.32	2,863.09
	产销率（%）	95.43	87.11	93.05
	产能利用率（%）	149.71	98.18	93.24
化药制剂-注射剂	产能（万升）	83.00	83.00	83.00
	产量（万升）	13.86	7.30	10.17
	销量（万升）	10.88	6.06	9.60
	产销率（%）	78.50	83.01	94.40
	产能利用率（%）	16.70	8.80	12.25
原料药	产能（吨）	240.00	108.00	80.00
	产量（吨）	213.96	87.54	74.17
	销量（吨）	114.98	48.61	34.95
	产销率（%）	53.74	55.53	47.12
	产能利用率（%）	89.15	81.06	92.71
饲料及添加剂	产能（吨）	1,500.00	1,500.00	1,500.00
	产量（吨）	527.69	396.31	471.14
	销量（吨）	495.86	379.86	512.47
	产销率（%）	93.97	95.85	108.77
	产能利用率（%）	35.18	26.42	31.41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料以化学原料药为主，化学原料药厂家相对较少、产能相对集中，采购集中度相对较高；近年来随着上游原料生产企业产能出清，整体原材料采购单价呈现波动上升趋势，公司面临一定的原材料价格上涨压力

采购方面，公司供应商甄选严格按照兽药GMP标准中关于供应商审计的工作程序进行，由质量部、生产部和采购部等部门共同完成。公司生产部根据销售部门的销售计划和市场反馈，对重要原辅料进行大宗采购，对一般性物料根据销售计划和库存量进行实时采购。

公司原料药以化学原料药为主，化学原料药主要由泰万菌素、氟苯尼考、盐酸多西环素、阿莫西林等原料药构成，近三年化学原料药采购占比均在80%左右。公司主要供应商较为稳定。由于上游化学原料药生产厂家相对较少，产能相对集中，总体采购集中度相对较高，2018-2020年供应商前五大采购占比分别为53.84%、55.31%和42.55%；2020年采购集中度有所下降，主要系当期原材料采购规模大幅增长所致。结算方式，盐酸多西环素、阿莫西林、氟苯尼考类产品主要为款到发货，替米考星、泰乐菌素原料一般为7-30天结算账期。

受上游原料行业淘汰落后产能、加强环保及安全生产力度等举措的实施，整体原材料采购单价呈现波动上升趋势。其中，氟苯尼考、盐酸多西环素原料采购单价持续上升；酒石酸泰乐菌素、替米考星、阿莫西林原料采购单价有所波动，整体面临一定的原材料价格上涨压力。

表7 公司主要原材料采购情况（单位：万元；%）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
化学原料药	41,173.29	83.89	17,509.02	78.70	18,387.38	79.20
中药原料	709.62	1.45	458.11	2.06	443.61	1.91
饲料原料	956.61	1.95	645.34	2.90	665.58	2.87
辅料	4,585.44	9.34	2,536.02	11.40	2,667.49	11.49
包材	1,655.77	3.37	1,098.82	4.94	1,051.09	4.53
采购合计	49,080.73	100.00	22,247.31	100.00	23,215.15	100.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告及2021年3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：

表8 近年公司合并范围变化情况

变动原因	2020年	2019年	2018年
新增：	0	1	0
新设	0	1	0
收购	0	0	0
减少：	1	4	1
吸收合并	1	0	0
注销	0	4	1

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司现金类资产占比较高，整体资产流动性尚可；但需关注应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用，并面临一定回收风险，存货存在一定的跌价风险

公司总资产规模持续增长，2018-2020年复合增长率为93.79%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。

近年公司货币资金持续增长，2020年同比增幅较大，主要系当期完成首次公开发行股票、募集资金到账所致。交易性金融资产均系IPO募集资金及自有闲置资金购买理财产品所致。

公司应收账款主要系集团化养殖客户及部分经销商形成，2020年应收账款余额增幅较大，主要系销售规模及直销模式占比增长所致，2020年末前五大应收对象占比达61.90%，集中度较高。坏账准备计提方面，截至2020年末公司已计提郑州合之生商贸有限公司坏账准备871.80万元，计提比例97.76%，主要系其终端客户财务状况不佳，导致其向公司回款存在一定不确定性；其他应收账款均按账龄计提，应收账款账龄主要集中在一年以内，2020年末占比达94%，综合计提比例5.18%。综合来看，应收账款规模持续增长，占用一定的营运资金，集中度较高，存在一定的回收风险。

公司存货主要由原材料、产成品和发出商品构成，原材料主要为氟苯尼考包合物、酒石酸泰万菌素等原料药和包材，存货周转天数在3-4个月左右，2021年3月末存货规模较2020年末增长40.34%，主要系随着公司销售规模的不断扩大、原材料和库存商品余额增长幅度较大所致；公司部分商品毛利率较低，且上游原材料采购单价波动较大，存货存在一定的跌价风险，2020年末公司已计提存货跌价准备103.66万元。

2020年末公司其他流动资产同比大幅增长，主要系定期存款规模（2.01亿元）增加所致；2021年3月末，定期存款到期收回，其他流动资产规模大幅下降。

公司固定资产主要由房屋建筑物、机器设备构成，2019年泰万菌素发酵生产基地项目竣工投产，导致固定资产有所增长。在建工程主要由IPO募投项目新沟基地建设工程、泰乐菌素项目及中药提取及制剂生产线项目构成，随着工程建设持续投入，在建工程规模持续增长。无形资产主要由土地使用权构成。其他非流动资产主要由预付设备款和预付技术研发及转让款构成。

资产受限情况，截至2020年末，受限资产合计1.23亿元，占资产总额的7.05%，具体明细如表10。

整体来看，公司现金类资产占比较大，资产流动性尚可；但应收账款规模较大，对公司资金形成一定占用并面临一定回收风险；公司部分商品毛利率较低，且上游原材料采购单价波动较大，存货存在一定的跌价风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	4.65	26.01%	3.45	19.71%	1.04	16.07%	0.99	21.31%
交易性金融资产	1.51	8.45%	2.41	13.73%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	2.49	13.93%	2.02	11.51%	0.98	15.10%	0.77	16.60%
存货	1.79	9.99%	1.27	7.26%	0.72	11.14%	0.82	17.63%
其他流动资产	0.58	3.25%	2.03	11.61%	0.01	0.22%	0.01	0.24%
流动资产合计	11.49	64.23%	11.77	67.18%	2.93	45.00%	2.76	59.10%
固定资产	1.25	7.01%	1.45	8.27%	1.50	23.11%	0.93	19.98%
在建工程	3.06	17.12%	2.67	15.26%	0.83	12.78%	0.21	4.53%
无形资产	0.95	5.32%	0.96	5.47%	0.98	15.10%	0.64	13.63%
其他非流动资产	0.71	3.99%	0.57	3.24%	0.16	2.39%	0.10	2.05%
非流动资产合计	6.40	35.77%	5.75	32.82%	3.58	55.00%	1.91	40.90%
资产总计	17.88	100.00%	17.52	100.00%	6.50	100.00%	4.67	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

表10 2020 年末公司资产受限情况

科目	期末账面价值	受限原因
货币资金	5,983.61	票据保证金
固定资产	4,313.96	银行借款、融资租赁借款
无形资产	926.13	银行借款
在建工程	1,126.01	融资租赁借款
合计	12,349.72	-

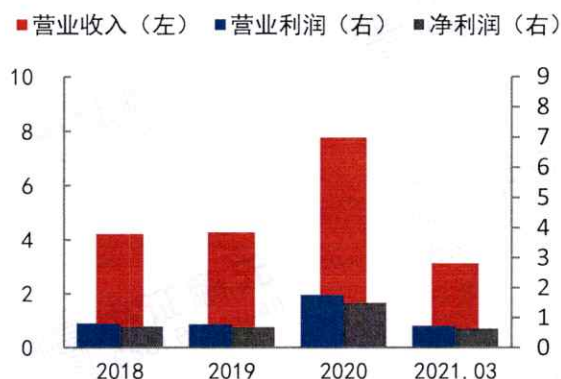
资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

盈利能力

受益于下游需求提升，2020年公司销售收入、利润规模同比大幅增长，盈利能力有所提升，但仍需关注毛利率持续下降风险

受益于下游需求提升，2020年公司销售收入规模同比增幅较大，2019年同比较为稳定，未来随着酒石酸泰万菌素及泰乐菌素的产能释放，公司产品销售规模有望保持增长，但兽药行业易受下游猪周期影响，仍存在一定波动的风险；此外，上游原材料价格上涨压缩公司利润空间，公司产品综合毛利率持续下降，综合影响下，公司利润规模有所波动。

2019年公司主要原材料涨价，同时受猪瘟影响、猪用兽药下游需求下降，公司盈利能力指标同比下降，2020年随着下游需求回升，公司盈利能力指标同比略有提高。总体来看，公司盈利能力有所波动。需关注，若未来出现原料药价格继续上涨，或非洲猪瘟难以得到有效控制而影响生猪存栏量，或市场竞争更加激烈等不利因素，公司仍面临毛利率继续下降的风险。

图7 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

现金流

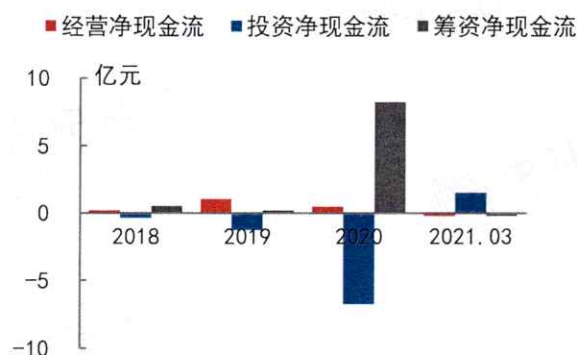
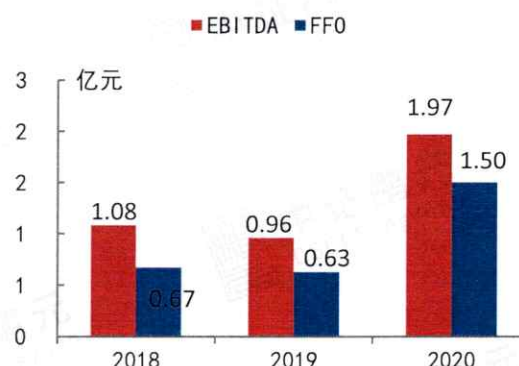
公司经营活动现金持续净流入，整体现金生成能力尚可，但需关注应收账款增长带来的营运资金压力，以及拟建项目规模较大，面临一定的资金压力

随着经营规模的扩大，公司销售商品收到的现金规模持续增长，收现比维持在较高水平，2020年有所下降，主要系当期集团化客户销售比例有所提高，公司给予主要直销客户3-6个月信用账期所致。近年经营活动现金净流入规模有所波动，2020年受经营规模扩大、原料采购规模较大影响，当期净流入规模同比大幅下降。

公司投资活动主要为建设酒石酸泰万菌素扩产、新沟基地建造工设备款程、制剂车间等项目所支付的工程、设备款，2020年及2021年一季度投资活动波动较大，主要系闲置IPO募集资金购买、赎回理财产品、定期存款等产品所致。

2018-2020年公司筹资活动现金净流入规模有所波动，2020年筹资活动现金流入规模较大，主要系各年度新增流动资金贷款规模增加、2020年成功上市所致。

公司整体现金生成能力尚可，但需关注集团化客户占比上升，应收账款规模增长带来的营运资金压力。此外，拟建项目为本期募投项目，规模较大，面临一定的资金压力。

图9 公司现金流结构

图10 公司 EBITDA 和 FFO 情况


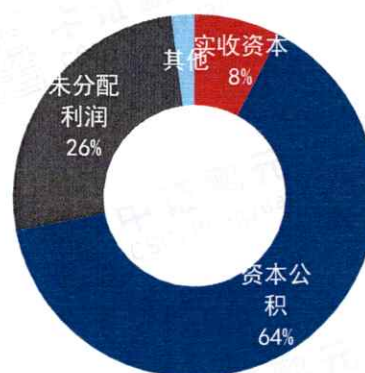
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资本实力不断增强，负债水平有所上升，整体偿付压力不大

受益于公司日常经营积累及2020年首次公开发行股份，所有者权益持续增长，2021年3月末公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成。2018-2020年公司负债规模持续增长，2020年受益于首次公开发行股份成功，产权比率下降至27%，净资产对负债的保障程度高。

图11 公司资本结构

图12 2021年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要由流动负债构成。2018-2020年短期借款规模持续增长，2020年末增至0.63亿元，系抵押借款和保证借款构成，抵押物为在建工程项目，保证人为张卫元和湖北回盛、本部。应付票据均为银行承兑汇票。应付账款主要为应付原材料采购款、工程设备采购款，随着经营规模的扩大及在建项目投入，2018-2020年应付账款规模持续增长。一年内到期的主要为一年内到期的融资租赁款。

长期借款均为抵押借款，主要系2019新增项目贷款0.34亿元所致，2020年长期借款到期偿还，期末

余额为0。长期应付款系2018、2019年子公司湖北回盛与租赁公司租用部分生产设备用于年产160吨泰万菌素发酵生产基地建设项目。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.50	14.46%	0.63	16.89%	0.29	10.67%	0.25	17.60%
应付票据	1.31	37.97%	1.15	30.73%	0.48	17.58%	0.43	30.59%
应付账款	0.57	16.58%	0.80	21.39%	0.73	26.95%	0.27	18.99%
一年内到期的非流动负债	0.10	2.81%	0.10	2.60%	0.13	4.74%	0.00	0.00%
流动负债合计	3.08	89.05%	3.39	90.78%	2.04	74.97%	1.39	97.78%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.34	12.40%	0.00	0.00%
长期应付款	0.00	0.00%	0.06	1.72%	0.10	3.69%	0.01	0.70%
非流动负债合计	0.38	10.95%	0.34	9.22%	0.68	25.03%	0.03	2.22%
负债合计	3.46	100.00%	3.73	100.00%	2.72	100.00%	1.42	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2020年末，公司有息债务达1.94亿元，占总负债的52%，以短期有息负债为主。

图13 图7 公司债务占负债比重

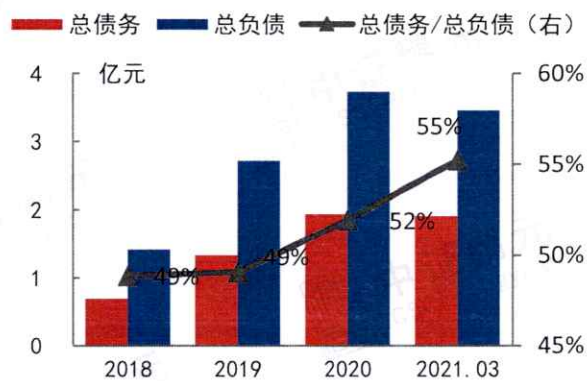
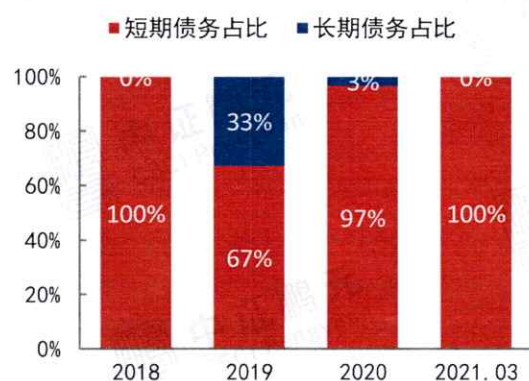


图14 图8 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产负债率有所波动，2020年受益于首次公开发行上市，资产负债率同比下降20.52个百分点。公司盈利对负债及利息的保障倍数相对较高，账面盈余资金可覆盖总债务规模，资本对总债务的保障程度较高。总体来看，公司杠杆水平较低，财务风险很小。

表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	19.33%	21.29%	41.81%	30.45%
净债务/EBITDA	--	-1.74	0.58	-0.10

EBITDA 利息保障倍数	--	39.79	34.95	84.98
总债务/总资本	11.69%	12.32%	26.07%	17.63%
FFO/净债务	--	-43.74%	111.99%	-630.46%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及 2021 年 3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

近年公司流动性比率指标有所波动，2019年新沟基地建设工程和年产160吨泰万菌素发酵生产基地建设项目处于建设期，应付工程设备款增幅较大，导致当期流动比率指标均有所下降；2020年公司首次公开发行股份上市，募集资金到账，导致当期流动性比率指标均大幅上升。总体来看，公司短期偿付能力较强，考虑到账面资金充裕，经营活动现金生成能力尚可，融资弹性较高，公司偿付压力较小。

图15 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年04月16日），公司本部及湖北回盛均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的主要来源。根据公司提供的项目可行性研究报告，年产1,000吨泰乐菌素和年产600吨泰万菌素生产线扩建项目建成达产后预计年收入为4.72亿元，粉剂/预混剂生产线扩建项目达产后预计年收入2.87亿元，宠物制剂综合生产线建设项目达产后年均销售收

入1.02亿元，湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目预计达产后稳定运营年份增加营业收入为1.90亿元。但需要关注的是，未来因政策、市场等因素能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

公司经营活动现金流入为本期债券偿债资金的重要保障。2018-2020年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为3.81亿元、4.26亿元和7.04亿元，经营活动产生现金流量净额分别为0.21亿元、1.05亿元和0.48亿元。随着酒石酸泰万菌素及其原料药泰乐菌素新产线的投产，酒石酸泰万菌素原料药及化药制剂的销售收入有望持续增长。但同时中证鹏元也关注到，公司应收账款规模持续增长，占用了公司一定的营运资金且面临一定的回收风险。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

十、结论

综上，中证鹏元评定武汉回盛生物科技股份有限公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

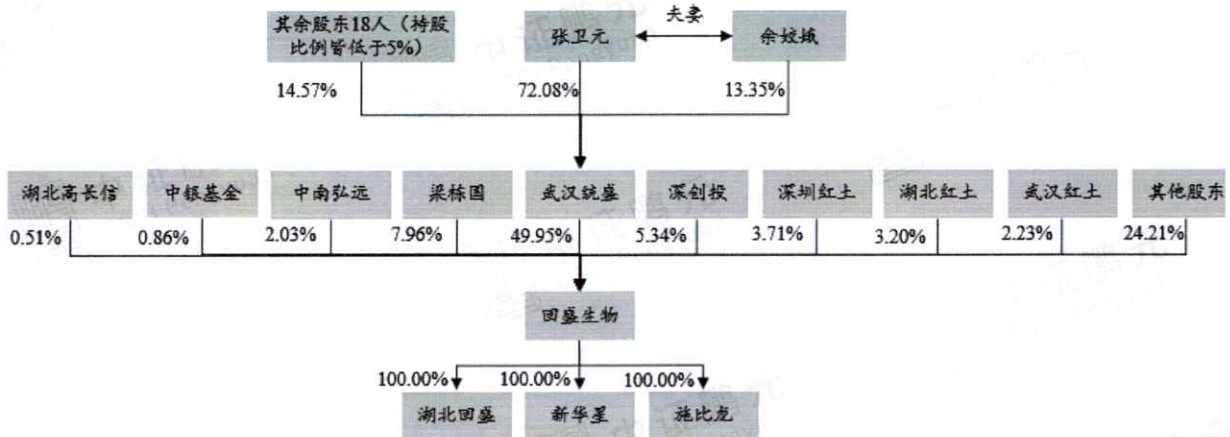
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	4.65	3.45	1.04	0.99
应收账款	2.49	2.02	0.98	0.77
流动资产合计	11.49	11.77	2.93	2.76
在建工程	3.06	2.67	0.83	0.21
非流动资产合计	6.40	5.75	3.58	1.91
资产总计	17.88	17.52	6.50	4.67
短期借款	0.50	0.63	0.29	0.25
应付票据	1.31	1.15	0.48	0.43
应付账款	0.57	0.80	0.73	0.27
一年内到期的非流动负债	0.10	0.10	0.13	0.00
流动负债合计	3.08	3.39	2.04	1.39
长期借款	0.00	0.00	0.34	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.06	0.10	0.01
非流动负债合计	0.38	0.34	0.68	0.03
负债合计	3.46	3.73	2.72	1.42
总债务	1.91	1.94	1.33	0.69
归属于母公司的所有者权益	14.43	13.79	3.78	3.25
营业收入	3.13	7.77	4.27	4.22
净利润	0.63	1.50	0.69	0.71
经营活动产生的现金流量净额	-0.20	0.48	1.05	0.21
投资活动产生的现金流量净额	1.52	-6.70	-1.23	-0.34
筹资活动产生的现金流量净额	-0.18	8.26	0.22	0.53
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	33.17%	37.03%	38.31%	43.55%
EBITDA 利润率	--	25.37%	22.46%	25.66%
总资产回报率	--	14.85%	14.39%	20.46%
产权比率	23.97%	27.05%	71.85%	43.78%
资产负债率	19.33%	21.29%	41.81%	30.45%
净债务/EBITDA	--	-1.74	0.58	-0.10
EBITDA 利息保障倍数	--	39.79	34.95	84.98
总债务/总资本	11.69%	12.32%	26.07%	17.63%
FFO/净债务	--	-43.74%	111.99%	-630.46%
速动比率	3.15	3.10	1.08	1.39
现金短期债务比		2.96	0.97	1.29

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
湖北回盛生物科技有限公司	8000	100%	兽药、饲料添加剂及添加剂预混合饲料的生产和销售；水生动物疾病的预防、诊疗和治疗
长沙施比龙动物药业有限公司	5000	100%	兽药、饲料添加剂的生产和销售
武汉新华星动物保健连锁服务有限公司	1200	100%	饲料及添加剂的批发兼零售；兽药、非强制免疫兽用生物制品的销售；动物疾病预防、诊疗、治疗和绝育手术

资料来源：公司 2020 年年报，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。