

2021年武汉回盛生物科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

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.

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评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2021年武汉回盛生物科技股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
回盛转债	AA-	AA-

评级观点

- 该评级结果是考虑到：武汉回盛生物科技股份有限公司（以下简称“回盛生物”或“公司”，股票代码：300871.SZ）是一家以猪用药品为核心，同时涵盖家禽、水产、宠物、反刍等其他药品领域的综合性动保企业，产品组合覆盖面广，核心产品具有一定竞争力，随着“年产 1,000 吨泰乐菌素项目”大部分已顺利建成投产，“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”基本建设完毕，原料药产能扩大，原料-制剂一体化战略取得新进展，为后期业务发展奠定基础，公司下游客户群稳定，基本覆盖生猪养殖行业头部企业；同时中证鹏元也关注到，2022 年下游生猪养殖行业景气度较低，市场需求低迷，公司销售回款趋弱，若下游需求持续低迷，将对公司产品销售造成一定不利影响；公司原材料控制力较弱，原材料价格波动带来成本压力，在建项目陆续投产，处于产能爬坡阶段，面临产能消化不足等风险因素。

评级日期

2023 年 6 月 26 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	30.24	29.89	27.42	17.52
归母所有者权益	15.56	15.41	16.19	13.79
总债务	10.51	9.70	8.63	2.03
营业收入	2.30	10.23	9.96	7.77
净利润	0.15	0.53	1.33	1.50
经营活动现金流净额	-0.17	0.97	1.56	0.48
净债务/EBITDA	--	1.36	-1.31	-2.00
EBITDA 利息保障倍数	--	4.56	49.46	37.70
总债务/总资本	40.31%	38.62%	34.77%	12.86%
FFO/净债务	--	43.17%	-57.84%	-39.14%
EBITDA 利润率	--	14.41%	16.82%	25.37%
总资产回报率	--	2.62%	6.84%	14.85%
速动比率	1.42	1.43	2.72	3.10
现金短期债务比	1.69	1.99	3.84	3.12
销售毛利率	24.18%	22.03%	27.17%	37.03%
资产负债率	48.54%	48.43%	40.95%	21.29%

注：公司 2020-2021 年净债务为负。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张旻燊
 zhangmy@cspengyuan.com

项目组成员：秦风明
 qinfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司产品覆盖较广，核心产品仍保持一定竞争力。**公司是一家以猪用药品为核心，同时涵盖家禽、水产、宠物、反刍等其他药品领域的综合性动保企业，拥有丰富的兽用化药制剂及核心原料药生产线，截至 2022 年末，公司已取得兽药批准文号 154 个，产品组合覆盖较广，公司主要产品酒石酸泰万菌素具备一定品牌优势，仍保持一定竞争力。
- **公司客户基础稳定，原料-制剂一体化战略取得新进展，新增产能为未来业务发展奠定较好基础。**公司客户基础稳定，2022 年公司“年产 1,000 吨泰乐菌素项目”部分顺利建成投产，“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”基本建设完毕，原料-制剂一体化战略取得新进展，泰乐菌素原料药是大环内酯类系列产品的重要基础原料药，可应用于公司多个核心产品，上述项目的建成投产，为公司未来业务发展奠定较好基础。

关注

- **下游需求低迷，公司成品价格下行压力较大，盈利下滑明显，需关注下游需求波动风险。**公司主要以猪用药品为核心，下游客户多为生猪养殖企业，2022 年下游生猪养殖行业景气度持续低迷，需求受到抑制，给公司带来产品销售压力，公司以价换量维持营收规模，但盈利下滑明显。2023 年上半年下游尚未恢复，公司仍面临较大需求波动的风险。
- **原料药价格波动风险。**2022 年原料药价格波动下滑，有利于缓解公司成本压力，但原料药行业供给波动依然较大，未来仍面临一定原料药价格波动带来的成本控制压力。
- **应收账款规模增幅较大，面临一定回款压力。**公司应收账款主要系集团化养殖客户形成，受下游生猪养殖行情低迷影响，账期被动延长，回款压力增加，应收账款规模同比增长 45.69%，2022 年末前五大应收账款占比 57.84%，集中度较高，公司回款受下游养殖业行情影响较大，对运营资金造成占用且面临一定的应收账款回收风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。公司主要产品具有一定品牌优势和竞争力，未来随着产能的逐步释放，产品销售规模有望继续保持增长，公司经营风险和财务风险相对稳定。

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	79.37	33.87	61.06	29.89
营业收入	58.92	12.28	20.84	10.23
净利润	5.51	1.74	3.74	0.53
销售毛利率	21.59%	62.76%	48.44%	22.03%
资产负债率	20.11%	17.36%	26.29%	48.43%
总资产报酬率	8.18%	6.49%	7.31%	2.45%
研发支出	1.86	0.90	1.68	0.40
研发支出占营业收入比例	3.16%	7.37%	8.08%	3.92%

注：以上各指标为 2022 年末/2022 年度数据。

资料来源：公开资料，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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-/回盛转债	2022-5-9	张旻燊、秦风明	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)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/回盛转债	2021-6-4	张旻燊、韩飞	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)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
回盛转债	7.00	7.00	2022-5-9	2027-12-17

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年12月17日发行6年期7亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产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及补充流动资金。公司于2023年4月27日发布《关于变更募集资金用途的公告》，拟终止“宠物制剂综合生产线建设项目”，并将“宠物制剂综合生产线建设项目”剩余募集资金8,629.25万元中的6,052.56万元投向“年产1,000吨泰乐菌素项目¹”，剩余2,576.69万元（实际金额以转出当日的账户金额为准）用于永久补充流动资金。公司于2022年8月30日发布《关于部分募投项目结项并将节余募集资金用于其他募投项目的公告》，同意将“湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目”、“粉剂/预混剂生产线扩建项目”结项并将节余募集资金8,310.53万元用于其他募投项目，其中6,310.53万元用于“年产1,000吨泰乐菌素项目”，2,000万元用于“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”。截至2023年3月31日，回盛转债募集资金余额为20,957.62万元（含利息收入净额及理财收益），其中暂时用于现金管理的理财产品待转回金额为13,000.00万元，募集资金专用账户实际余额为7,957.62万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司控股股东和实际控制人未发生变化，公司于2022年5月16日、2023年6月8日分别回购注销195,200股、169,740股，2023年6月14日发布2022年年度权益分派实施公告，“回盛转债”转股价格调整为27.71元/股。2022年“回盛转债”累计转股数量1,212股。公司控股股东武汉统盛投资有限公司（以下简称“武汉统盛”）于2022年7月7日至2022年7月13日以大宗交易方式减持其所持有的回盛转债合计1,360,000张，占发行总量的19.43%；于2022年7月21日至2022年9月1日以大宗交易方式减持其所持有的回盛转债合计1,326,000张，占发行总量的18.94%。截至2022年底，公司股本为16,605.45万元，控股股东武汉统盛持股49.86%，张卫元、余姣娥夫妇分别持有武汉统盛72.08%、13.35%股份，为公司实际控制人。2023年3月30日武汉统盛将所持有公司的部分股份进行了质押，质押数量为850.00万股，占其所持股份比例为10.27%，占公司总股本比例为5.12%，质权人中信银行股份有限公司武汉分行。2023年4月10日，武汉统盛将其所持有公司的部分股份解除质押，解除质押数量为750万股，占其所持股份比例

¹ “年产1000吨泰乐菌素项目”系公司首次公开发行股票超募资金募投项目。“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”系公司2021年向不特定对象发行可转换公司债券募投项目。

为9.06%，占公司总股本比例为4.52%，质权人西藏信托有限公司。

公司2022年一季度新增1家子公司湖北省动保技术开发有限公司（以下简称“动保公司”），动保公司注册资本1,000万元，主要业务为农业科学研究和实验发展；技术服务、技术开发及咨询等，截至2022年3月底，公司合并范围共有4家子公司。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

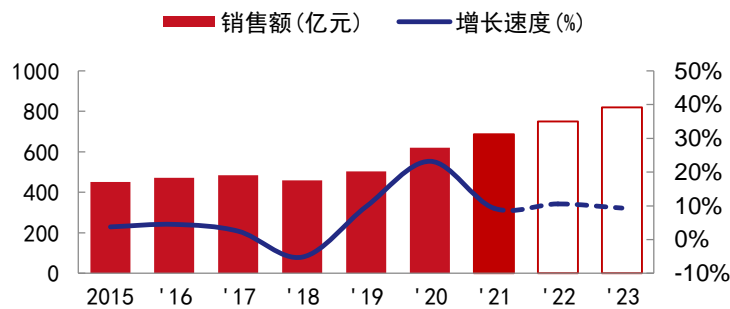
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

行业环境

兽药市场规模持续增长，市场规模持续保持增长趋势，但受行业下游需求低迷影响，2021年整体销售增速有所回落，随着国内畜禽养殖业规模化、集约化养殖的进程不断加快，对于动物疫病的防治日益重视，兽药需求有刚性支撑，将持续推动行业快速发展

根据中国兽药协会发布的《兽药产业发展报告（2021年度）》显示，2015年至2021年期间，我国兽药市场（包括疫苗、化药制剂、原料药、中兽药）规模增长65.92%至686.18亿元，其中化药（包括化药制剂、原料药、中兽药）市场规模增长68.36%至516.00亿元，市场规模持续保持增长趋势。目前我国兽药市场中化药占比为75.20%，生物制品占比为24.80%。我国宠物及其他用兽药产品销售额占我国兽药总销售额不到10%。我国兽药行业主要表现为饲料-养殖-兽药一体化、人药-兽药一体化、疫苗-制剂一体化、原料-制剂一体化、宠物用药占比很低等特征。随着国内畜禽养殖业规模化、集约化养殖的进程不断加快，养殖企业和养殖场户面临的疫病防控风险不断加大，对于动物疫病的防治日益重视，推动了国内兽药市场的快速发展。

图1 我国兽药行业销售规模情况



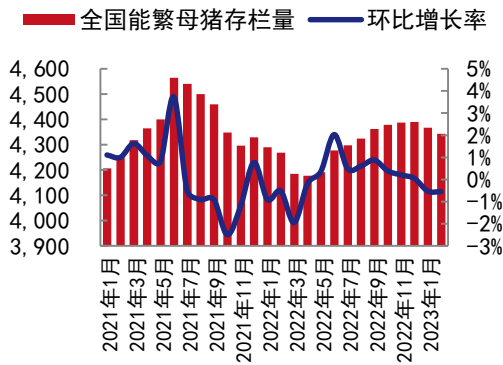
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

下游生猪产能不断提高，生猪价格波动下滑，对生猪养殖企业稳定运营带来较大挑战

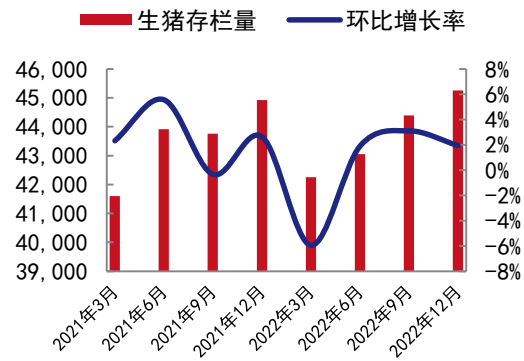
2021-2022年的能繁母猪存栏量均高于正常保有量，存在一定的产能过剩风险。2021年5-7月能繁母猪为年内较高水平，对于2022年二季度的生猪出栏量有一定的保障作用。2022年5月起全国能繁母猪存栏量不断回升，主要系随着养殖户普遍看好后市行情，市场补栏积极性增加所致，预计2023年二季度起生猪供给将较为充足。2022年全国生猪存栏量整体呈现不断增长趋势，2022年末达到45,256.00万头，较2021年末略有增长。

图2 2021-2022年全国能繁母猪存栏量情况（单位：万头）

图3 2021-2022年全国生猪存栏量情况（单位：万头）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

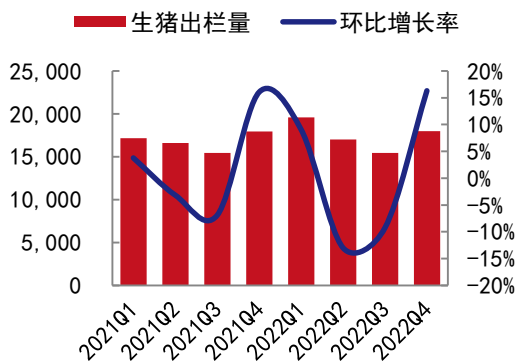


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

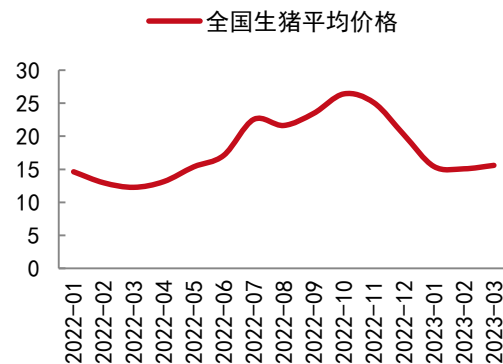
2022 年生猪出栏量波动较大，呈“V”字型。因年节及年后低价的恐慌性抛售，2022 年一季度生猪出栏量环比增长；对应期限的能繁母猪存在去化情况，使得二季度生猪出栏量环比减少；市场主动压栏及散户惜售现象增多，导致三季度生猪出栏量继续环比减少；第四季度生猪价格到达高位，养殖户加大生猪出栏量，环比增速转正。因前期压栏大猪陆续出栏、居民消费信心降低，11 月起生猪价格震荡下行。2023 年以来已下跌至 15 元左右，低于盈利线，主要系市场供应较为充足、猪肉消费阶段性偏弱所致。随着后期猪肉消费稳步恢复，生猪价格有望逐步回升至合理区间。整体来看，生猪价格波动较大，对生猪养殖企业稳定运营带来较大挑战。

图4 2021-2022 年生猪出栏量情况（单位：万头）

图5 2022 年以来全国生猪平均价格情况（单位：元/公斤）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

我国兽药行业企业数量众多，集中度较低，随着三级防护标准、新版兽药GMP标准等监管政策的推出，行业集中度有望进一步提升

2021 年针对兽药监管力度进一步加强。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。

2021年9月15日，农业农村部办公厅发布《兽药生产许可管理和兽药GMP检查验收有关细化要求》，进一步规范新版《兽药GMP》实施和验收标准。根据《兽药产业发展报告（2021年）》，截止2021年底，我国共有兽药生产企业1,632家，其中生物制品企业102家、化学药品企业1,530家，年销售额在2亿元以下的企业占比超过95%，优质产能不足，集中度较低。大型兽药企业依靠强大的研发实力、严格的质量标准、有效的成本控制、先进的制造产能、雄厚的资金实力等，在竞争加剧的行业整合过程中，终将发展成为具有国际竞争力的动保企业龙头。农业农村部2021年相继发布了《进一步优化兽药行政审批服务》、《农业农村部畜牧兽医局同意优化兽药变更注册技术资料要求》、《对“新兽药注册”等行政许可涉及的97项证明事项实行告知承诺制》等一系列规章制度与文件，目的是简化新兽药审批流程、缩短审批时间、提高评审效率、保护原始创新与自主创新，进一步激发了兽药企业的创新活力，保护企业的创新成果，推动了兽药产业的创新发展。

整体来看，自新版《兽药GMP》规范颁布以来，大型兽药企业率先行动，2021年相继取得新版《兽药GMP》证书，无法落实整改的中小型兽药企业未来将退出市场。2022年6月1日，新版兽药GMP实施，凡未通过新版兽药GMP检查验收的相关企业必须停止兽药生产活动、注销兽药生产许可和兽药产品批准文号，并且停止兽药委托生产活动，同时相关部门会查处违法违规兽药产品、规范管理兽药GMP检查验收延期企业。新版《兽药GMP》实施加速兽药行业规范化，行业集中度有望进一步提升。

五、经营与竞争

2022年以来行业下游生猪养殖行业持续低迷，需求减弱，公司化药制剂销售规模下降，原料药销售大幅增长，整体销售规模保持平稳，2022年上游原料价格波动下滑，一定程度缓解公司采购成本，未来仍面临原料价格波动带来的不确定性风险；跟踪期内公司部分在建项目建成投产，原料产能扩大，为公司后期业务发展夯实基础，但若未来下游需求持续低迷，将面临产能消化风险

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2022年实现营业收入10.23亿元，同比增长2.68%；2022年下游生猪养殖业行业市场景气度较弱，需求减弱，公司化药制剂整体销售规模下降，原料药销售增长。其他业务主要为原料贸易、饲料及添加剂等，2022年其他收入规模同比增长91.39%，系原料药贸易收入大幅增长。毛利率方面，下游需求较弱，虽然上游原料药价格波动下滑，但前期原料药库存消化成本相对较高，毛利率有一定下滑。2023年一季度

度公司实现收入2.30亿元，同比增长12.03%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
兽用化药制剂	17,948.21	77.90%	27.70%	77,413.25	75.68%	23.66%	84,557.53	84.88%	25.92%
兽用原料药	2,845.41	12.35%	3.59%	11,367.08	11.11%	19.26%	6,725.94	6.75%	33.38%
兽用中药制剂	683.24	2.97%	23.87%	2,320.45	2.27%	45.49%	2,491.95	2.50%	40.69%
其他	1,564.34	6.79%	21.35%	11,189.29	10.94%	15.02%	5,846.26	5.87%	32.82%
合计	23,041.21	100.00%	24.18%	102,290.08	100.00%	22.03%	99,621.68	100.00%	27.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年行业下游生猪养殖行业持续低迷，需求受到抑制，产品需求结构有一定变化，兽用化药制剂销售规模下滑，原料药销售规模大幅增长，整体销售规模保持平稳，但若未来持续低迷，公司仍存在一定需求波动风险

公司产品以兽用化药制剂及原料药为主，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。跟踪期内公司主要经营业务及销售品种未发生变化。

公司具有一定的研发实力，2022年末，公司研发人员133人，整体研发人员同比增加12.71%，公司获得“头孢泊肟酯片”新兽药证书。截至2022年底，公司在研项目104项，向农业农村部提交5项新兽药注册申请，其中“非泼罗尼溶液”已于2023年4月获新兽药注册证书。公司重点开展创新药布局，其中一类新药水产动物用新兽药已完成原料药毒理批中试，6个二类新兽药正在开展或基本完成临床试验。CNAS及GCP实验中心建设进展顺利，CNAS实验中心建设评审取得通过，GCP工作有序推进。研发投入金额0.40亿元，占公司营业收入比重的3.92%，研发支出和营收比例较上年均有回落。

公司建立了以集团客户直销和经销商渠道销售相结合的营销网络，跟踪期内销售模式未发生变化。2022年猪用产品销售占比有一定下滑，家禽类用药保持平稳，水产、宠物及反刍板块属于创新品类，延续了高速增长的趋势，但由于销售基数低，对公司营收贡献有限。原料药主要为酒石酸泰万菌素原料药的销售收入，主要客户为经销商客户和直销客户，2022年销售增幅较大。

2022年行业下游景气度持续低迷，需求受到抑制，从剂型来看，化药/中药制剂-粉/散/预混剂销量有一定下降，化药制剂-注射剂基本保持平稳，饲料及添加剂品种刚性需求属性相对较弱，2022年销量有一定下滑。从公司具体销售品种来看，公司兽用化药制剂及原料药主要包括酒石酸泰万菌素原料及制剂、氟苯尼考、替米考星、阿莫西林、盐酸多西环素等产品。2022年由于下游生猪养殖行业持续低迷，核心产品除酒石酸泰万菌素原料及制剂、阿莫西林销售额微增外，其他主要产品均有不同下滑。同时酒石酸泰万菌素制剂市场认可度的提升导致原料药需求增加，原料药销售金额提升。具体产品销售增速来看，酒石酸泰万菌素原料及制剂、氟苯尼考、替米考星、阿莫西林、盐酸多西环素销售额同比增速分别

为3.24%、-9.86%、-7.71%、9.69%、-15.87%。从销量及价格来看，公司为应对低迷的市场需求加大了产品销售力度，适当采取让利促销，部分产品降价同时销量有所增长，未降价品种销量明显下滑，其中核心产品酒石酸泰万菌素销量同比增长28.26%，销售均价下降19.51%，主要系酒石酸泰万菌素原料销量增长而制剂销量下降；氟苯尼考-粉/散/预混剂销量同比下降11.51%，销售均价下降0.19%；氟苯尼考-注射剂销量增长11.12%，销售均价下降5.62%；替米考星销量增长4.67%，销售均价下滑11.83%；阿莫西林销量较上年变化不大，销售均价增长9.39%，主要系原材料采购价格坚挺，成本较高，销售均价增长；盐酸多西环素-粉/散/预混剂销量增长13.59%，销售均价下降25.89%，主要系盐酸多西环素原料价格下行，制剂价格调整；盐酸多西环素-注射剂销量下降24.98%，销售均价增长1.26%，除酒石酸泰万菌素、氟苯尼考、替米考星、阿莫西林、盐酸多西环素几大重点产品外的其他兽用药品，产品品类多，销售金额小，可为公司贡献一定收入。

表2 公司主要产品产销量情况

指标	指标	2023年1-3月	2022年	2021年
化药/中药制剂-粉/散/预混剂	产量（吨）	1,981.20	6,818.92	7,278.10
	销量（吨）	1,572.26	6,644.63	6,740.19
	产销率（%）	79.36	97.44	92.61
化药制剂-注射剂	产量（万升）	8.03	18.27	18.37
	销量（万升）	3.52	16.53	16.44
	产销率（%）	43.84	90.48	89.49
原料药	产量（吨）	112.8	272.4	276.14
	销量（吨）	62.15	237.48	104.29
	产销率（%）	55.1	87.18	37.77
饲料及添加剂	产量（吨）	108.26	402	513.26
	销量（吨）	99.44	390.18	465.91
	产销率（%）	91.85	97.06	90.77

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司主要销售区域未发生较大变化，销售区域依然集中在华东、华中、华南地区。2022年华东和华南区域销售额有所下滑，华中和其他区域销售额微增。从前五大销售客户来看，公司客户主要为集团化养殖企业和地区经销商，公司已基本覆盖国内主要生猪养殖企业，并建立的稳定的合作关系。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，公司会根据下游经销客户的经营等情况进行动态调整，主要客户包括新希望、双胞胎、天邦股份、正大集团、扬翔集团、圣农发展、力源集团、立华股份、海大集团等，2022年国内前十大客户占比合计为35.87%，客户集中度有一定下降。

表3 公司业务收入分区域销售情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
华东	33,193.71	32.45%	33,696.77	33.82%
华中	21,774.51	21.29%	19,261.26	19.33%
华南	20,279.51	19.83%	21,124.52	21.20%

其他区域	27,042.35	26.44%	25,539.13	25.65%
合计	102,290.08	100.00%	99,621.68	100.00%

资料来源：公司提供

表4 公司前十大销售客户（单位：万元）

客户	2022年		客户	2021年	
	销售金额	销售比例		销售金额	销售比例
第一大客户	8,339.02	8.15%	第一大客户	9,593.95	9.94%
第二大客户	7,201.15	7.04%	第二大客户	6,084.18	6.31%
第三大客户	4,396.21	4.30%	第三大客户	5,163.18	5.35%
第四大客户	3,375.96	3.30%	第四大客户	4,158.19	4.31%
第五大客户	3,064.07	3.00%	第五大客户	4,086.58	4.24%
第六大客户	2,504.84	2.45%	第六大客户	3,202.62	3.32%
第七大客户	2,501.28	2.45%	第七大客户	2,758.28	2.86%
第八大客户	2,207.20	2.16%	第八大客户	2,647.41	2.74%
第九大客户	1,572.63	1.54%	第九大客户	2,590.05	2.68%
第十大客户	1,525.49	1.49%	第十大客户	2,141.77	2.22%
合计	36,687.86	35.87%	合计	42,426.21	43.97%

资料来源：公司提供

2022年原料价格波动下行，一定程度缓解公司原材料采购成本，2022年初以来原料药价格稳中有跌，公司原料药成本压力有一定缓解，但整体来看，公司对原料药控制能力较低，未来仍面临原料药价格波动风险

跟踪期内公司原材料采购模式未发生较大变化，公司生产部门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，化学原料药主要由酒石酸泰乐菌素、氟苯尼考、盐酸多西环素、阿莫西林等原料药构成，结算方式变化不大，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。

2022年公司化学原料药采购金额有一定下滑，主要为盐酸多西环素、氟苯尼考（粉剂）、酒石酸泰乐菌素等产品原料价格下滑所致。中药原料药和饲料原料采购金额大幅下滑，主要系相关原料备货较多，库存尚未消化，2022年减少相关采购；公司2022年辅料采购金额上涨主要系2022年9月公司泰乐菌素项目投产及湖北回盛泰乐生产线调试生产，相应辅料采购金额增加所致。

2022年全年原料药价格处于波动下行趋势，其中一季度原料药价格在高位波动，一季度后原料药价格下行处于下滑通道，但由于公司库存周期的因素，在2022年5月才将高成本的原料药消化完。从主要采购化学原料药采购均价来看，2022年除了阿莫西林采购均价同比增长24.67%、阿莫西林克拉维酸钾1:1微降6.43%，其他主要原料药均有不同程度下滑，且下滑幅度较大，公司整体采购压力有一定缓解，

盐酸多西环素、氟苯尼考（粉剂）、酒石酸泰乐菌素、替米考星采购均价分别下降24.08%、20.93%、12.59%和14.83%，采购数量方面，由于公司IPO超募项目年产1,000吨泰乐菌素项目已于2022年9月底已建成投产，对泰乐菌素的需求下降，泰乐菌素2022年采购量下降36.27%，预计未来对泰乐菌素将满足自给，泰乐菌素采购量预将大幅下滑，盐酸多西环素、氟苯尼考（粉剂）、阿莫西林克拉维酸钾1:1采购量较为平稳，阿莫西林采购量同比增长33.60%。公司主要供应商较为稳定，总体采购集中度相对较高，2021-2022年供应商前五大采购占比分别为43.05%和48.19%。2022年初以来原料药价格稳中有跌，公司原料药成本压力有一定缓解，但整体来看，公司对原料药控制能力较低，未来仍面临原料药价格波动带来的不确定性。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
化学原料药	61,137.01	82.66%	63,121.22	86.51%
中药原料药	175.28	0.24%	1,193.95	1.64%
饲料原料	222.77	0.30%	677.27	0.93%
辅料	9,935.40	13.43%	5,924.22	8.12%
包材	2,490.13	3.37%	2,050.21	2.81%
合计	73,960.58	100.00%	72,966.86	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司IPO超募项目年产1,000吨泰乐菌素项目已于2022年9月末部分建成投产，尚处于产能爬坡阶段。年产1,000吨泰乐菌素生产线进入设备调试阶段，年产600吨泰万菌素项目已于2023年3月进入试生产阶段，公司目前泰乐菌素原料药产能充足，预计未来能够满足自给，但面临新增产能消化风险

公司拥有三个生产基地，分别为武汉回盛、湖北回盛和长沙施比龙，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。

公司产能按产品剂型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。2022年公司原料-制剂一体化战略取得新进展，泰乐菌素原料是大环内酯类系列产品的重要基础原料药，可应用于公司多个核心产品。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。产能利用率方面，由于下游需求低迷，处于产能爬坡阶段，产能利用率较低，产能消化受下游市场环境的影响，原料药主要为泰万菌素原料药，2022年销量大幅增长。2022年饲料及添加剂的产量下滑的原因2022年期初库存较2021年期初库存多37吨，且2022年市场需求低迷。公司化药制剂-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。

公司目前主要在建项目为IPO项目、IPO超募项目和本期债券募投项目。其中IPO超募项目“年产1,000吨泰乐菌素项目”已于2022年9月底部分建成投产，公司为能更好地满足供应保障、成本控制及交期等方面的需求，对“年产1000吨泰乐菌素项目”进行扩产，该项目总投资额变更为57,000.00万元。公

公司可转债募投项目年产1,000吨泰乐菌素生产线进入设备调试阶段，年产600吨泰万菌素项目已于2023年3月进入试生产阶段。宠物制剂综合生产线建设项目因外部环境变化，考虑公司经营发展及募集资金使用效率，公司拟终止该项目。未来若宠物产品销量快速增长，公司将通过自筹资金方式建设宠物制剂生产线。截至2023年3月末公司主要募投项目调整后总投资149,852.93万元；公司新增产能规模较大，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	指标	2023年1-3月	2022年	2021年
化药/中药制剂-粉/散/预混剂	产能（吨）	3,075.00	8,375.00	3,300.00
	产量（吨）	1,981.20	6,818.92	7,278.10
	销量（吨）	1,572.26	6,644.63	6,740.19
	产销率（%）	79.36	97.44	92.61
	产能利用率（%）	64.43	60.61	220.55
化药制剂-注射剂	产能（万升）	20.75	83.00	83.00
	产量（万升）	8.03	18.27	18.37
	销量（万升）	3.52	16.53	16.44
	产销率（%）	43.84	90.48	89.49
	产能利用率（%）	38.69	22.01	22.13
原料药	产能（吨）	60.00	240.00	240
	产量（吨）	112.80	272.40	276.14
	销量（吨）	62.15	237.48	104.29
	产销率（%）	55.10	87.18	37.77
	产能利用率（%）	188.00	113.50	115.06
饲料及添加剂	产能（吨）	375.00	1500.00	1,500.00
	产量（吨）	108.26	402.00	513.26
	销量（吨）	99.44	390.18	465.91
	产销率（%）	91.85	97.06	90.77
	产能利用率（%）	28.87	26.80	34.22

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 截至2023年3月末公司主要募投项目投资情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	调整后投资总额	已投入资金	占项目总投资比例	资金来源
年产1,000吨泰乐菌素项目	38,000.00	57,000.00	28,863.72	50.64%	IPO超募资金/自有
新沟基地-粉/散/预混剂自动化生产基金建设项目	32,000.00	23,394.56	23,373.68	99.91%	IPO募集资金/自有
新沟基地-研发及质检中心建设项目	7,000.00	5,897.25	5,897.25	100.00%	IPO募集资金/自有
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	33,324.08	24,208.53	72.65%	可转债募集资金/自有

湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目	13,882.07	13,882.07	7,373.28	53.11%	可转债募集资金/自有
宠物制剂综合生产线建设项目	9,996.92	9,996.92	370.75	3.71%	可转债募集资金/自有
粉剂/预混剂生产线扩建项目	6,358.05	6,358.05	1,316.19	20.70%	可转债募集资金/自有
合计	140,561.12	149,852.93	91,403.40		

注：公司为增强与“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”协同效应等因素影响，对“年产 1,000 吨泰乐菌素项目”的投资总额进行调整，项目总投资额变更为 57,000.00 万元；“湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目”、“粉剂/预混剂生产线扩建项目”已完工，节余募集资金 8,310.5 万元用于其他募投项目，其中 6,310.53 万元用于“年产 1000 吨泰乐菌素项目”，2,000 万元用于“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”；终止宠物制剂综合生产线建设项目，同时将该项目剩余募集资金中 6,052.56 万元用于投向“年产 1000 吨泰乐菌素项目”，2,576.69 万元用于永久补充流动资金。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析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2021年、2022年审计报告及2023年未经审计一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年一季度新增1家子公司湖北省动保技术开发有限公司，截至2023年3月末公司合并范围子公司共4家。

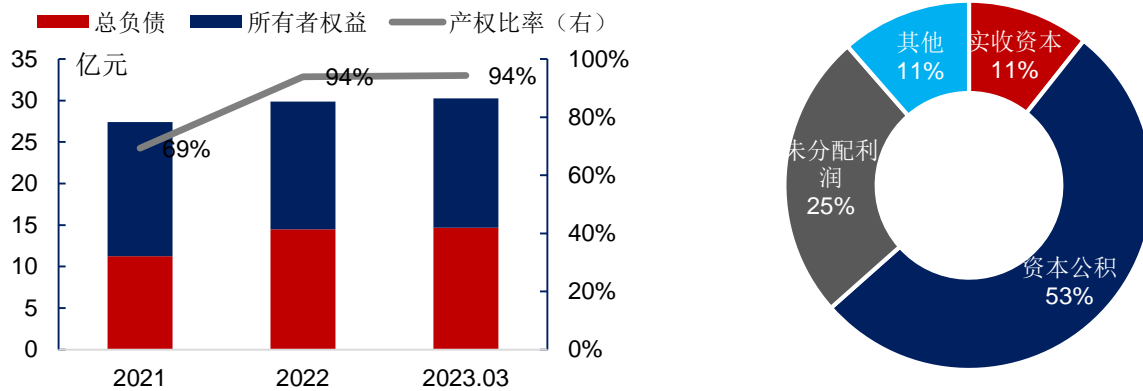
资本实力与资产质量

公司资本结构较为稳健，资产流动性尚可，但公司应收账款受下游生猪养殖行情低迷影响，回款压力增加，一定程度占用公司营运资金；公司在建项目阶段性转固后，后续项目投资支出压力预将减少，同时产能得到大幅提升，但需关注公司未来产能消化情况

公司主要以募集资金和自有资金进行产能扩张，2022 年增加短期借款用于补充流动资金，总负债规模有一定增长。2022 年公司为员工持股计划及股权激励而回购公司股份 238.91 万股，交易总金额 0.50 亿元，所有者权益总额下降，产权比率较上年有所上升，但资本结构仍较为稳健，净资产对负债的保障程度尚可。公司所有者权益结构较往年未发生较大变化，主要由资本公积-股本溢价和未分配利润构成。

图6 公司资本结构

图7 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司于2021年12月17日成功发行规模7亿元的本期债券，2022年用结余募集资金购买了理财产品，截至2022年末募集资金余额2.50亿元，其中1.40亿元连同公司自有资金2.20亿元购买券商理财产品和银行理财产品（在交易性金融资产科目核算），2022年末公司受限货币资金1.45亿元，主要系银行承兑汇票、信用证保证金等。公司应收账款主要系集团化养殖客户形成，应收账款账龄以1年以内为主，2022年下游生猪养殖行业不景气，养殖企业经营困难，公司应收账款回款减缓，账龄被动延长，坏账计提增加，2022年末坏账准备余额2,340.42万元，其中2022年计提坏账准备1,077.21万元。公司集团化客户较多，前五大应收对象合计占比为57.84%，集中度较高，公司应收账款规模持续增长且回款受下游养殖业行情影响较大，对公司运营资金造成占用且面临一定的应收账款回收风险。

公司存货规模较2021年有所下滑，主要为下游生猪养殖行情低迷，上游原材料价格波动较大，生猪价格下跌，公司减少库存备货，2022年公司计提存货跌价准备212.45万元，由于当前下游生猪养殖行业尚未出现回暖迹象，预计对公司存货销售产生一定不利影响，存货面临一定跌价风险。

2022年公司募投项目年产1,000吨泰乐菌素项目厂房部分建成完工，转固4.43亿元，其他募投项目年产1,000吨泰乐菌素600吨泰万菌素项目、制剂生产线自动化改扩建项目、粉剂/预混剂生产线扩建项目、中药提取及制剂生产线项目及中华路1号办公路装修等项目相继完成阶段性转固，固定资产大幅增加；截至2022年末，账面价值0.96亿元的湖北回盛年产1,000吨泰乐项目房屋建筑物房屋由于正在办理竣工验收，尚未办妥权证。在建工程大幅减少系部分在建项目在当期转固所致，截至2022年末，公司主要在建的项目主体部分均已完工，预计未来投资支出规模会大幅缩减。无形资产主要由土地使用权构成，未发生较大变化，尚未办证的土地资产账面价值0.16亿元。截至2022年末，公司受限资产合计2.15亿元，占资产总额的7.19%，整体受限比例较小。

整体来看，公司资产流动性尚可，但公司应收账款受下游养殖行情低迷影响，回款压力增加，一定程度占用公司营运资金；公司在建项目阶段性转固后，后续项目投资支出压力预将减少，同时产能得到大幅提升，但需关注公司未来产能消化情况。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.96	13.08%	4.24	14.19%	10.68	38.96%
应收账款	3.27	10.81%	3.38	11.31%	2.32	8.46%
存货	2.18	7.19%	1.99	6.66%	2.32	8.45%
交易性金融资产	3.93	13.01%	3.62	12.10%	0.30	1.10%
流动资产合计	13.69	45.25%	13.51	45.21%	15.99	58.32%
固定资产	11.61	38.39%	11.66	38.99%	5.34	19.46%
在建工程	3.56	11.77%	3.33	11.12%	4.73	17.26%
无形资产	1.06	3.51%	1.07	3.58%	1.10	4.01%
非流动资产合计	16.56	54.75%	16.38	54.79%	11.43	41.68%
资产总计	30.24	100.00%	29.89	100.00%	27.42	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表9 2022 年末公司资产受限情况（单位：万元）

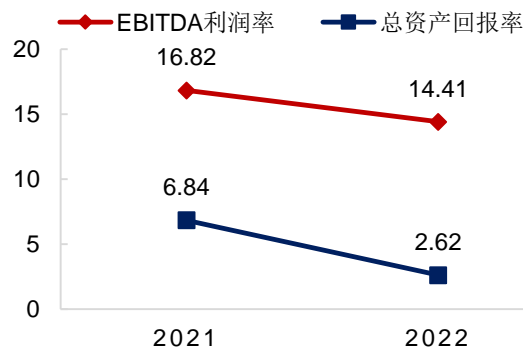
科目	期末账面价值	受限原因
货币资金	14,543.82	票据、信用保证金
应收票据	49.00	银行承兑汇票质押
固定资产	3,155.75	贷款抵押
无形资产	1,948.77	贷款抵押
应收账款	1,822.20	建行 e 信通质押
合计	21,519.54	-

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

下游生猪养殖行业景气度较弱，需求低迷，制剂销售规模下滑，2022年公司整体盈利能力有所下滑；目前下游需求尚未恢复，新项目投产处于产能爬坡阶段，未来公司盈利情况受下游需求影响存在一定不确定性

在整体市场需求疲软的大背景下，下游生猪养殖业行业市场景气度较弱，需求低迷，公司制剂销售规模下滑，公司2022营业收入增长较慢，毛利率下降；公司2022年在建项目阶段性转固，折旧费用增加，职工薪酬持续增长，管理费用、财务费用等期间费用有一定增长，侵蚀公司利润，2022年公司整体利润规模下滑。2022年公司重大投资项目接近尾声，IPO超募项目年产1,000吨泰乐菌素项目已于2022年9月底部分建成投产，本期债券募投项目年产1,000吨泰乐菌素生产线进入设备调试阶段，年产600吨泰万菌素项目已于2023年3月进入试生产阶段。由于下游需求减弱，处于产能爬坡阶段，在总资产增加的情况下，净利润规模持续下滑，导致盈利指标下降，盈利能力下降。未来公司盈利情况受下游需求影响存在一定不确定性，若未来行业下游需求恢复，公司产能将得到有效释放，经营业绩将提升。

图8 图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2022年下游生猪养殖行业低迷，回款进度变缓，经营活动现金净流入规模下滑；2022年公司短期借款规模有一定增加，资产负债率上升，下游需求放缓，处于产能爬坡阶段，需关注公司短期流动性压力变化情况

公司刚性债务由短期借款和应付债券构成，2022年公司短期借款规模增长，总债务规模有所增加，应付账款主要为应付的原材料采购款及工程设备采购款，2022年公司应付账款随经营规模的扩大相应增长，对上游占款增加。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.57	17.51%	2.20	15.20%	1.00	8.91%
应付账款	2.62	17.87%	3.10	21.43%	1.36	12.08%
应付票据	2.15	14.64%	1.79	12.39%	1.76	15.65%
流动负债合计	8.11	55.27%	8.05	55.60%	5.03	44.82%
应付债券	5.79	39.44%	5.70	39.40%	5.39	48.04%
非流动负债合计	6.57	44.73%	6.43	44.40%	6.20	55.18%
负债合计	14.68	100.00%	14.48	100.00%	11.23	100.00%
总债务合计	10.51	71.58%	9.70	66.99%	8.63	76.87%
其中：短期债务	4.72	32.14%	3.99	27.59%	2.89	25.70%
长期债务	5.79	39.44%	5.70	39.40%	5.75	51.17%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司采用直销+分销的模式，对不同客户采用差异化的策略，公司给予主要直销客户3-6个月信用账期。由于2022年下游养殖行业低迷，回款进度变慢，经营活动现金净流入规模下滑。

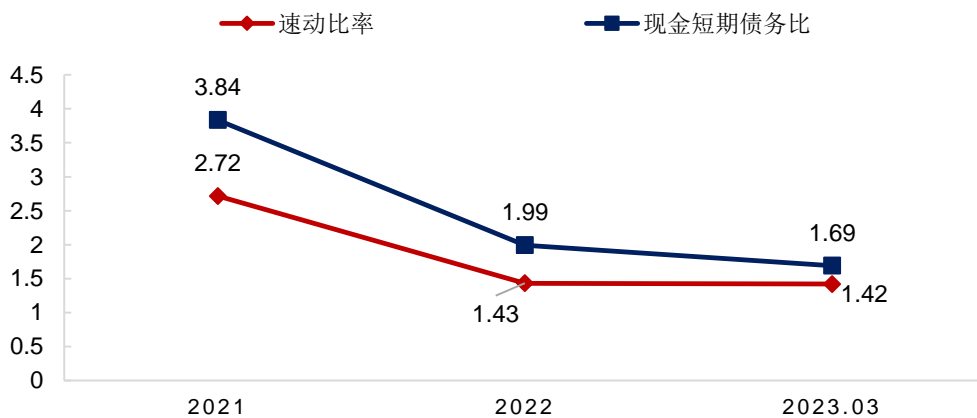
2022年公司短期借款规模有一定增加，资产负债率上升，净债务由负转正；公司2022年净利润下滑，同时利息支出规模增加，EBITDA利息保障倍数大幅下降，速动比率及现金短期债务比均下降，短期偿债指标弱化。总体来看，公司债务风险可控，但公司财务杠杆水平提升，下游需求放缓，处于产能爬坡阶段，需关注公司短期流动性压力变化情况。

表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流(亿元)	-0.17	0.97	1.56
FFO(亿元)		0.87	1.27
资产负债率	48.54%	48.43%	40.95%
净债务/EBITDA	--	1.36	-1.31
EBITDA 利息保障倍数	--	4.56	49.46
总债务/总资本	40.31%	38.62%	34.77%
FFO/净债务	--	43.17%	-57.84%
经营活动净现金流/净债务	-6.62%	48.06%	-70.99%
自由现金流/净债务	-29.89%	-165.13%	202.59%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司是原料药-制剂一体化生产企业，过去一年未发生因环境问题受到行政处罚的情况；公司管理团队经验丰富，公司治理较为完善，ESG表现对其经营和信用水平未产生显著的负面影响

环境因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等环保原因受到政府部门的处罚。

社会因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，过去一年公司无其他因违规经营或产品质量与安全问题受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故等情形。

公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第2号——创业板上市公司规范运作》和其他有关法律法规、规范性文件的要求，建立健全公司内部管理和控制制度。公司按照《公司法》《公司章程》《股东大会议事规则》等规定和要求召集、召开股东大会公司依法股东大会，按照法律、法规和《公司章程》的要求成立董事会、监事会，公司现任董事会成员5名，其中独立董事2名。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节，公司多数董事及高管在公司共事多年，行业经验较为丰富，管理团队较为稳定。公司监事会由3名监事组成，其中职工代表监事1名，监事会的人数和构成符合法律、法规和《公司章程》的要求。

公司于2022年12月9日召开2022年第五次临时股东大会，完成了董事会、监事会的换届选举。公司第二届董事会的部分董事因任期届满离任，董事会成员变更2人，变更人数超1/3；第二届监事会监事长及1名监事因任期届满离任，监事会成员变更2人，变更人数超2/3。

表12 跟踪期内公司高管变动情况

项目	变更前		变更后	
	姓名	职位	姓名	职位
董事会	张卫元	董事长、董事	张卫元	董事长、董事
	姚先学	董事	刘洁	副董事长、董事
	陈红波	董事	刘泽祥	董事
	谢获宝	独立董事	谢获宝	独立董事
	曾振灵	独立董事	曾振灵	独立董事

监事会	陈沛风	监事会主席、非职工代表监事	周健	监事会主席、非职工代表监事
	王小龙	非职工代表监事	丁文格	非职工代表监事
	李红霞	职工代表监事	李红霞	职工代表监事

资料来源：公司发布的《武汉回盛生物科技股份有限公司关于董事会、监事会完成换届选举暨聘任高级管理人员及证券事务代表的公告》，中证鹏元整理

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月8日），公司本部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；公司股东武汉统盛投资有限公司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。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月19日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

公司拥有丰富的兽用化药制剂及核心原料药生产线，截至2022年末，公司已取得兽药批准文号154个，是一家以猪用药品为核心，同时涵盖家禽、水产、宠物、反刍等其他药品领域的综合性动保企业，产品组合覆盖面广，公司核心产品具有一定竞争力。2022年公司“年产1,000吨泰乐菌素项目”部分顺利投产，“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”基本建设完毕，原料-制剂一体化战略取得新进展，泰乐菌素原料是大环内酯类系列产品的重要基础原料药，可应用于公司多个核心产品。上述项目的建成投产，为公司未来业务发展奠定良好基础。但我们也注意到由于下游生猪养殖行业市场景气度较低，市场需求低迷，原料药价格波动带来成本控制压力等因素，公司2022年仍处于增收不增利情况，公司募投项目建成后产能是否如期释放并产生预期收益存在不确定性。整体来看，公司抗风险能力一般。

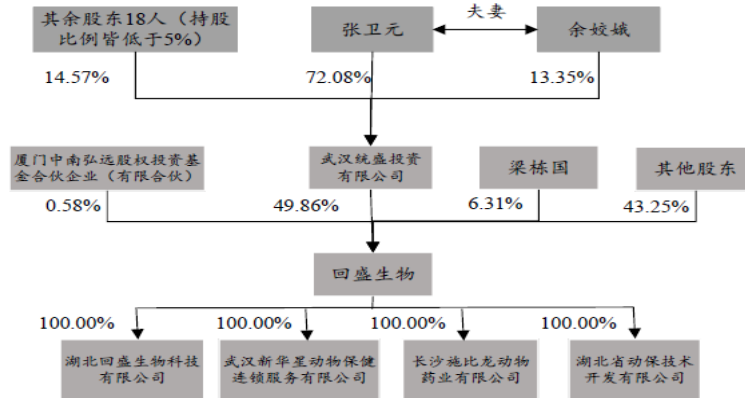
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“回盛转债”的信用等级为AA-。

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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	3.96	4.24	10.68	3.45
应收账款	3.27	3.38	2.32	2.02
交易性金融资产	3.93	3.62	0.30	2.41
应收票据及应收账款	3.35	3.48	2.40	2.31
流动资产合计	13.69	13.51	15.99	11.77
固定资产	11.61	11.66	5.34	1.45
1.固定资产	11.61	11.66	5.34	1.45
在建工程	3.56	3.33	4.73	2.67
1.在建工程	3.56	3.33	4.73	2.67
非流动资产合计	16.56	16.38	11.43	5.75
资产总计	30.24	29.89	27.42	17.52
短期借款	2.57	2.20	1.00	0.63
应付账款	2.62	3.10	1.36	0.80
应付票据及应付账款	4.77	4.90	3.11	1.94
应付票据	2.15	1.79	1.76	1.15
流动负债合计	8.11	8.05	5.03	3.39
应付债券	5.79	5.70	5.39	0.00
非流动负债合计	6.57	6.43	6.20	0.34
负债合计	14.68	14.48	11.23	3.73
总债务	10.51	9.70	8.63	2.03
所有者权益	15.56	15.41	16.19	13.79
营业收入	2.30	10.23	9.96	7.77
营业利润	0.17	0.59	1.51	1.77
净利润	0.15	0.53	1.33	1.50
经营活动产生的现金流量净额	-0.17	0.97	1.56	0.48
投资活动产生的现金流量净额	-0.89	-7.50	-1.85	-6.70
筹资活动产生的现金流量净额	0.65	-0.35	7.10	8.26
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	1.47	1.68	1.97
FFO(亿元)	--	0.87	1.27	1.54
净债务(亿元)	2.60	2.01	-2.19	-3.94
销售毛利率	24.18%	22.03%	27.17%	37.03%
EBITDA 利润率	--	14.41%	16.82%	25.37%
总资产回报率	--	2.62%	6.84%	14.85%
资产负债率	48.54%	48.43%	40.95%	21.29%
净债务/EBITDA	--	1.36	-1.31	-2.00
EBITDA 利息保障倍数	--	4.56	49.46	37.70
总债务/总资本	40.31%	38.62%	34.77%	12.86%
FFO/净债务	--	43.17%	-57.84%	-39.14%
速动比率	1.42	1.43	2.72	3.10
现金短期债务比	1.69	1.99	3.84	3.12

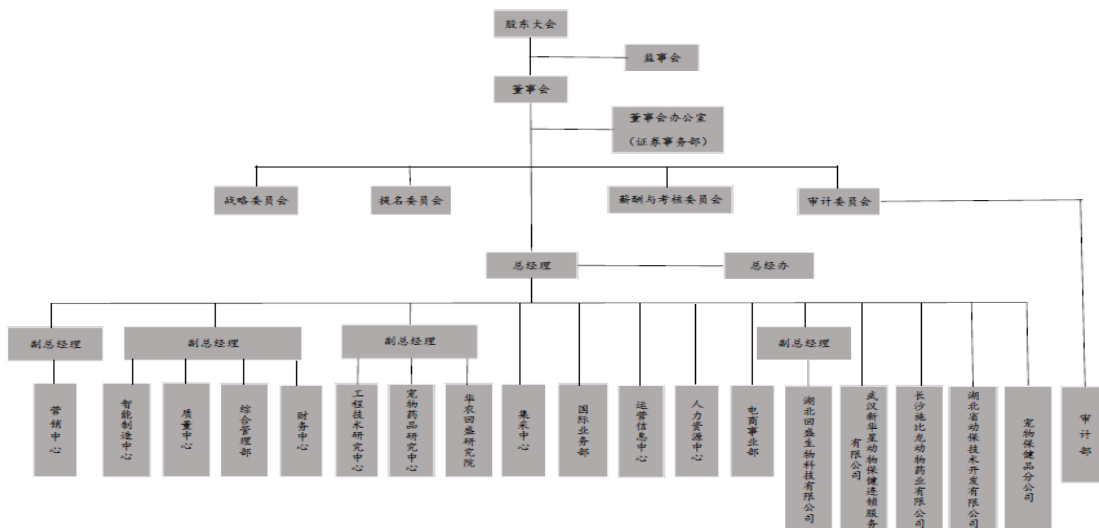
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册 资本	持股 比例	主营业务
湖北回盛生物科技有限公司	100,000	100%	兽药、饲料及饲料添加剂、专用化学产品、肥料的生产制造；生物有机肥料、生物饲料及复核微生物肥料的研究；饲料添加剂及畜牧渔业饲料的销售
长沙施比龙动物药业有限公司	5,000	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	1,200	100%	兽药、非强制免疫兽用生物制品、肥料、第一类医疗器械的销售；饲料及添加剂的批发兼零售
湖北省动保技术开发有限公司	1,000	100%	农业科学研究和实验发展；技术服务、技术开发等

资料来源：公司 2022 年年报、公开资料，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。