



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 2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024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，2023年两大原料药扩产项目全面投产，核心原料的产能布局完善，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，2023年下游生猪养殖行业市场景气度较低，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，原材料价格波动带来成本压力，短期流动性压力有所增长，应收账款面临一定的账期延长及回收风险，股权投资面临较大的价值波动等风险因素。

评级日期

2024年6月25日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	29.94	29.75	29.89	27.42
归母所有者权益	15.10	15.09	15.41	16.19
总债务	11.01	9.97	9.70	8.63
营业收入	2.07	10.20	10.23	9.96
净利润	-0.16	0.17	0.53	1.33
经营活动现金流净额	-0.46	0.93	0.97	1.56
净债务/EBITDA	--	2.22	1.32	-1.36
EBITDA 利息保障倍数	--	4.38	4.56	49.46
总债务/总资本	42.17%	39.78%	38.62%	34.77%
FFO/净债务	--	24.60%	44.60%	-55.53%
EBITDA 利润率	--	16.61%	14.41%	16.82%
总资产回报率	--	1.36%	2.62%	6.84%
速动比率	1.25	1.33	1.43	2.72
现金短期债务比	1.27	1.64	2.01	3.87
销售毛利率	22.67%	20.92%	22.03%	27.17%
资产负债率	49.57%	49.28%	48.43%	40.95%

注：公司2021年净债务为负。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

评级总监：

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 2023 年末，公司已取得兽药批准文号 166 个，2023 年度新增 12 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，2023 年公司“年产 1,000 吨泰乐菌素项目”、“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”全面投产，原料-制剂一体化布局进一步完善。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，2023 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 年公司期间费用（销售、管理、研发、财务费用）合计增长 27.83%，对公司盈利形成一定侵蚀。2024 年 1-3 月下游尚未恢复，公司利润总额转负，仍面临较大需求波动的风险。此外，行业内制剂类产品的产能利用率普遍不高，近两年新增的制剂产品产能面临一定的消化风险。
- **公司面临原料药价格波动风险。**2023 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。
- **公司应收账款账期被动延长，且回收风险加大。**公司应收账款主要系集团化养殖客户形成，受生猪价格持续低迷影响，应收客户账期被动延长，回款压力增加。2023 年公司已针对个别客户计提大额坏账准备，前五大应收账款占比 49.90%，集中度仍较高，回款受下游养殖业行情影响较大，对运营资金造成占用且应收账款回收风险加大。
- **2023 年公司偿债指标有所弱化，需关注短期流动性压力变化。**2023 年公司杠杆水平略有上升，但因资本投入较大盈余资金下滑，净债务规模大幅增长，偿债类指标均有不同程度的弱化，其中持续的大额资本支出导致自由现金流/净债务为负，速动比率和现金短期债务比降至临界水平。
- **2023 年公司对 ST 天邦的股权投资面临较大的价值波动风险。**2023 年 12 月公司投资 1.00 亿元参与 ST 天邦（股票代码：002124.SZ）定增，获配 3,194.89 万股，成为前十大股东之一。ST 天邦主业为生猪养殖，近年因行业低谷期承受巨额亏损，股价波动较大，对应公允价值波动及投资收益对公司盈利水平影响较大。

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，未来随着产能消化水平逐步提高，营收规模有望保持稳定，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	89.46	32.62	65.96	29.75
营业收入	54.06	12.53	22.49	10.20
净利润	3.47	1.75	5.11	0.17
销售毛利率	19.76%	61.01%	49.69%	20.92%
资产负债率	26.89%	16.50%	27.15%	49.28%
研发支出	2.05	1.01	2.33	0.45

研发支出占营业收入比例	3.79%	8.07%	10.35%	4.37%
-------------	-------	-------	--------	--------------

注：以上各指标为 2023 年末/2023 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_2023V1.0
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	6/9
	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	弱
	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		7/9
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-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。

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	6.9990	2023-6-26	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”。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”，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。

截至2023年12月31日，回盛转债募集资金余额为9,858.40万元（含利息收入净额及理财收益），尚未使用的募集资金合计9,860.81万元，其中暂时用于现金管理的理财产品待转回金额为6,000.00万元，募集资金专用账户实际余额为3,860.81万元。

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。回盛转债自2022年6月起可转换为公司A股股份，初始转股价格为28.32元/股，公司于2024年5月实施2023年年度权益分派，于2024年6月回购注销2021年限制性股票激励计划限制性股票123,060股，“回盛转债”转股价格调整为27.45元/股；2023年度回盛转债转成股份数量为2,395股，累计转股比例仍不足0.01%。截至2024年3月末，公司股本为16,588.72万元，控股股东武汉统盛投资有限公司（以下简称“武汉统盛”）持股49.91%，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年武汉统盛将原质押给西藏信托有限公司的750万股公司股份解除质押后，于2024年3月分3笔进行质押融资，截至2024年5月末，武汉统盛已质押数量合计为620.00万股，占其所持股份比例为7.49%，占公司总股本比例为3.74%，质权人湖北银行股份有限公司武汉武昌支行，股份质押比例不高。

2024年4月，公司发布定增预案，拟向楚盛（湖北）投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“楚盛投资”）募集不超过2.50亿元人民币（含），楚盛投资系实控人张卫元、余姣娥分别持股90%、10%控

制的企业，扣除发行费用后将全部用于补充流动资金。如果按照本次发行股票数量上限发行，本次发行完成后，公司控股股东武汉统盛及其一致行动人楚盛投资将合计持有公司股份的比例为56.73%。若定增方案顺利落地，将有利于提升公司资本实力，缓解资金压力。

截至2024年3月末，公司合并范围共有8家子公司，其中2023年度新增子公司4家，其中湖北省2家，新加坡1家，越南1家，均为新设立的100%控股子公司，具体见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临

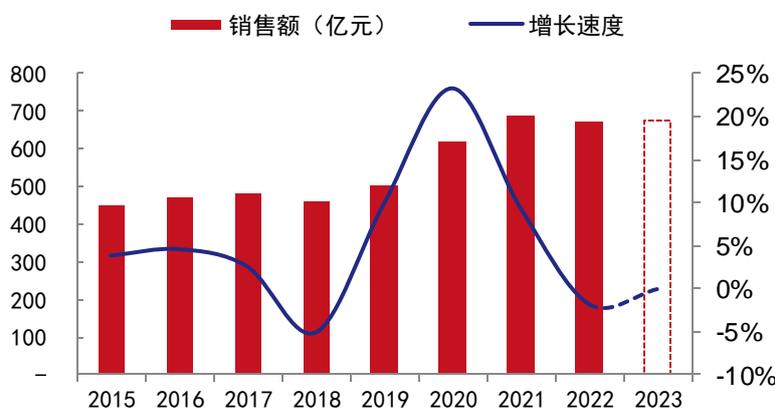
不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

兽药市场规模基本保持稳定，受下游行业需求低迷影响，2023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，兽药需求仍有刚性支撑，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（2022年度）》显示，近十年来，产业规模整体呈上升态势，兽药产业销售额年复合增长率为5.91%。2018-2022年，我国兽药产业销售额年复合增长率为10.06%，远高于同期全球兽药产业（不含中国市场，下同）销售额年复合增长率为2.86%，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75.40%，生物制品占比为24.60%。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



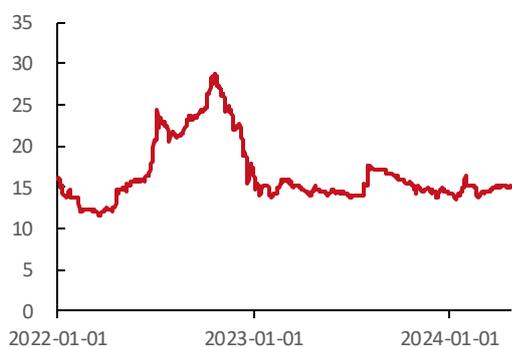
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

生猪高位存栏令 2023 年全年猪价保持低位震荡，生猪养殖行业承受深度亏损；能繁母猪存栏量已持续去化 10 个月，2024 年下半年猪价回暖的预期偏强；生猪养殖行业规模化程度持续提高，成本控制能力较强的企业具备更强的竞争优势和风险抵抗能力

我国生猪养殖行业属于强周期性行业，由于生猪成长本身具有周期性，市场供需错配导致的生猪价格涨跌致使行业进入猪周期循环。在 2019 年的非洲猪瘟爆发之前，猪周期运行相对稳定，2019 年爆发的非洲猪瘟造成母猪产能损失严重，生猪价格出现了历史性的涨幅，市场批发价一度超过 40 元/kg，2020-2021 年行业丰厚的利润吸引大量资金涌入，待猪瘟平稳后，母猪产能快速扩张，猪价在 2021 年下

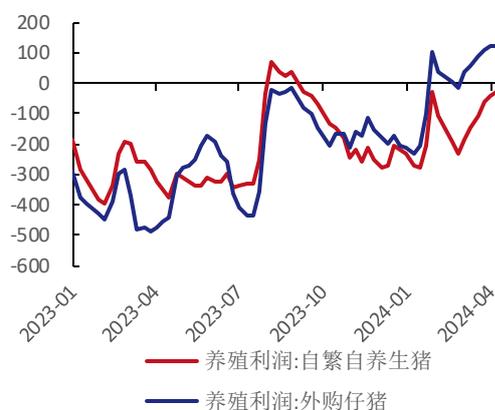
半年开始快速回落。从 2022 年 4 月猪价开始新一轮反弹，但相较于以往的周期，本轮周期中产能去化幅度、去化持续时间明显缩短，且随着猪价反弹，母猪产能快速恢复，“非瘟”后这一轮猪周期中行业产能整体处于高位区间，始终在农业农村部设定的正常保有量目标之上。因此本轮猪周期价格上行周期明显缩短，2022 年 10 月后猪价再次回落，2023 年至今，在生猪高位存栏的压力下，猪价保持低位震荡态势，生猪养殖行业承受了深度亏损。据农业农村部数据，2023 年全行业生猪养殖头均亏损 76 元，这是自 2014 年以来首个算总账全年亏损的年份。

图2 2023 年以来生猪批发价持续低位震荡（单位：元/公斤）



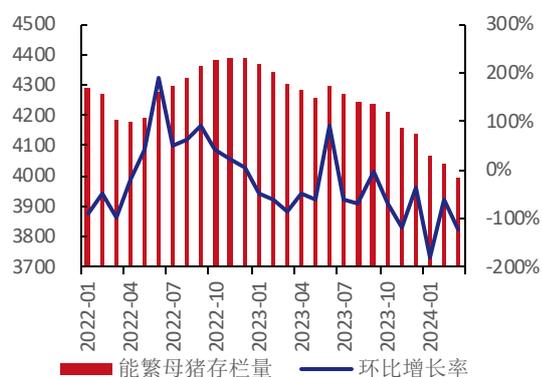
资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图3 2023 年全年绝大部分时间养猪头均利润为负数（单位：元/头）

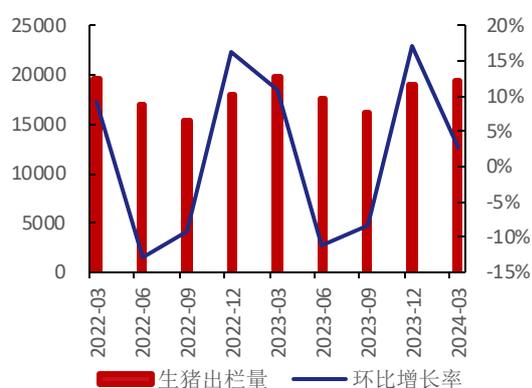


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

能繁母猪存栏数据对猪价具有明显的领先指向作用。由于行业整体生产效率的提升，2024 年 3 月，农业农村部将全国能繁母猪正常保有量目标从 4,100 万头下调至 3,900 万头。我国能繁母猪存栏量自 2023 年下半年开始持续下降，截至 2024 年 4 月末已持续下降 10 个月至 3,986 万头，已接近农业农村部设定的正常保有量目标。生猪出栏方面，2023 年全年我国生猪出栏量同比增长 3.81% 至 72,662 万头，出栏量处于历史高位。2024 年一季度生猪出栏量仍维持环比 2.72% 的增速，短期内后市供给仍保持高位。由于能繁母猪存栏直接影响 10-12 个月后生猪供给变化，预计能繁母猪存栏量下降对于供给端的影响将在 2024 年下半年逐步显现，叠加猪肉消费的季节性效应，预计 2024 年猪价将呈现先低后高趋势，整体有一定回暖。但另一方面，目前行业供需不平衡情况延续，由于市场对猪周期拐点出现存在普遍期待，企业主动缩减产能的动力不足，猪价一旦展露复苏态势，猪企产能去化进度就会相应趋缓，若无外力介入（如疫病爆发、政策介入严控产能、巨头倒下而产能未能顺利转移等），仅凭企业主动去产能达到扭转供过于求的局面所需时间或许较长，在 2024 年出现周期实质性反转的可能性并不明朗。

图4 全国能繁母猪存栏量（单位：万头）


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图5 全国生猪出栏量（单位：万头）


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

国内生猪行业的主要成本为饲料，饲料构成以玉米和豆粕为主，上述两种原材料的价格波动对生猪销售成本影响较大。受国际局势等因素影响，2022年全年粮食及饲料价格攀升，在2022年11月达到峰值后一路下行，2023年，受进口玉米、豆粕大量到港，国内产量提升、下游深加工及养殖行业需求疲软等因素影响，除2023年4月豆粕价格短暂回升外，玉米、豆粕价格整体呈波动下行态势，一定程度上缓解生猪养殖企业成本控制压力。

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

近年来，兽药行业监管力度加大，环保限产、限抗政策频出，对污染较大、以药物饲料添加剂为主打产品、产品结构单一的企业影响较大。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（2022年）》，截止2022年底，我国共有兽药生产企业1,513家，其中生物制品企业152家、化学药品企业1,361家，中小微型企业占比合计94.18%，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。

2023年6月，农业农村部等八部门发布《关于加快推进深远海养殖发展的意见》，要求大力推行健康养殖，根据环境承载力，科学确定养殖模式、品种和密度，规范使用国家批准的兽药和饲料添加剂，确保产品质量安全。

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，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

2023年以来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，原料药产能达产、销售大幅增长，整体销售规模保持平稳；2023年上游原料价格有所下滑，一定程度缓解公司采购成本，未来仍面临一定原料价格波动风险；2023年公司大部分募投项目均已建成投产，原料药产能全面达产，但若未来下游需求持续低迷，仍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2023年实现营业收入10.20亿元，与上年基本持平；2023年下游生猪养殖业行业市场景气度较弱，持续处于亏损状态资金紧张，导致兽药需求低迷，公司化药制剂整体销售规模下降；2023年度“年产1,000吨泰乐菌素项目”和“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”全面投产，产能快速释放带动原料药销售收入增长77.21%。其他业务主要为原料贸易、饲料及添加剂等，2023年其他收入规模同比下滑30.70%，主要系其中的原料贸易业务因2023年原料价格下行趋势不利于贸易开展，因此规模收缩所致。

毛利率方面，受原料药负毛利拖累，2023年公司销售毛利率继续下滑1.11个百分点，主要系原料药项目尚处于产能爬坡期，发酵水平和工艺流程仍处于优化过程中，导致原料药项目产能利用率较低、生产成本较高所致。其中，2023年化药制剂毛利率同比提高，系兽用化药制剂主要原材料成本下降，主要化药制剂产品如盐酸多西环素销售占比提升，泰地罗新制剂等高毛利产品的销售占比有所提升所致；2023年中药制剂毛利率大幅下降，主要因下游养殖行业景气度持续低迷，中兽药的市场需求受到较大影

响，公司加大了中兽药产品销售力度，适当采取让利促销，同时新产品的推广周期延长，生产成本增加，中兽药产能没有充分释放导致。2024年一季度，仍受下游需求低迷影响营收规模有所下滑，但公司在菌种筛选和工艺优化方面持续改进，生产成本不断下降，原料药毛利率实现转正，带动销售毛利率小幅提升。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利
兽用化药制剂	14,177.81	68.56%	26.49%	71,790.56	70.40%	26.79%	77,413.25	75.68%	23.66%
兽用原料药	4,529.40	21.90%	12.21%	20,143.38	19.75%	-0.22%	11,367.08	11.11%	19.26%
兽用中药制剂	365.32	1.77%	16.20%	2,287.79	2.24%	23.62%	2,320.45	2.27%	45.49%
其他	1,608.38	7.78%	19.91%	7,754.14	7.60%	20.62%	11,189.29	10.94%	15.02%
合计	20,680.91	100.00%	22.67%	101,975.88	100.00%	20.92%	102,290.08	100.00%	22.03%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年行业下游生猪养殖行业持续低迷，需求受到抑制，其中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，但若未来需求持续低迷，公司仍存在一定需求波动风险；受需求低迷影响，成品价格下行压力较大；下游生猪养殖客户普遍存在资金面紧张情形，2023年计提坏账准备对盈利造成影响，需持续关注未来账款延期及回收风险

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，截至2023年末已取得兽药批准文号166个，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。

研发实力方面，截至2023年末，公司研发人员181人，较上年增加48人，研发投入在营收中的占比小幅增至4.37%。目前公司在研项目60余项，2023年及2024年1-6月期间，公司获得“非泼罗尼溶液”和“贞芪颗粒”两项新兽药证书，进一步丰富了公司的产品品类，对提升公司市场竞争力有一定积极作用。公司建立的兽药临床试验中心于2024年3月获GCP资质，体内试验平台建设进一步丰富了公司研发学科方向。

销售模式方面，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。2023年下游生猪养殖行业景气度持续低迷，需求受到抑制，从剂型来看，化药/中药制剂-粉/散/预混剂销量基本持平，化药制剂-注射剂有所下滑，原料药因产量上升和市场有效开拓大幅增长。从公司具体销售品种来看，公司兽用化药制剂主要包括酒石酸泰万菌素预混剂、氟苯尼考粉、氟苯尼考注射液、替米考星预混剂、复方阿莫西林粉、盐酸多西环素可溶性粉等产品；兽用原料药主要为酒石酸泰万菌素、酒石酸泰乐菌素。2023年制剂产品销售规模相对稳定，随着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，同时两大原料药募投项目完工快速释放产能，原料药销售金额显著

提升。从销量及价格来看，公司因原料价格下降及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，其中核心产品酒石酸泰万菌素制剂因产品结构调整均价下降0.32%，行情低迷总销量下滑7.36%，整体来看，成品价格下行压力较大。

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	2022年
化药/中药制剂-粉/散/预混剂	产量（吨）	7,179.07	6,818.92
	销量（吨）	6,733.28	6,644.63
	产销率（%）	93.79	97.44
化药制剂-注射剂	产量（万升）	19.20	18.27
	销量（万升）	15.12	16.53
	产销率（%）	78.77	90.48
原料药	产量（吨）	1,473.18	272.4
	销量（吨）	602.25	237.48
	产销率（%）	40.88	87.18
饲料及添加剂	产量（吨）	505.72	402
	销量（吨）	465.61	390.18
	产销率（%）	92.07	97.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023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。从细分区域来看，2023年华东区域表现不佳销售额有所下滑，华北、东北和出口销售额增长较为明显。从前十大销售客户来看，公司客户主要为集团化养殖企业和地区经销商，已基本覆盖国内主要生猪养殖企业，并建立稳定的合作关系。从主要销售对象来看，主要为大型集团化养殖企业，但需注意下游行业景气度持续低迷，资金面压力普遍较大，导致应收账款账期延长及回收风险。2023年公司计提2,493.99万元应收账款坏账损失，已对盈利表现造成影响。因此，公司会根据下游经销客户的经营等情况进行动态调整信用账期，主要客户包括国内大型养殖集团，2023年国内前十大客户占比合计为30.76%，客户集中度进一步下降。

表3 公司业务收入分主要区域销售情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
华东	28,880.85	28.32%	33,193.71	32.45%
华中	21,386.27	20.97%	21,774.51	21.29%
华南	18,607.53	18.25%	20,279.51	19.83%
其他区域	33,101.23	32.46%	27,042.35	26.44%

合计	101,975.88	100.00%	102,290.08	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	2023年		客户	2022年	
	销售金额	销售比例		销售金额	销售比例
第一大客户	6,019.13	5.90%	第一大客户	8,339.02	8.15%
第二大客户	5,783.48	5.67%	第二大客户	7,201.15	7.04%
第三大客户	4,234.13	4.15%	第三大客户	4,396.21	4.30%
第四大客户	3,540.32	3.47%	第四大客户	3,375.96	3.30%
第五大客户	2,317.48	2.27%	第五大客户	3,064.07	3.00%
第六大客户	2,313.97	2.27%	第六大客户	2,504.84	2.45%
第七大客户	2,059.96	2.02%	第七大客户	2,501.28	2.45%
第八大客户	1,835.79	1.80%	第八大客户	2,207.20	2.16%
第九大客户	1,668.60	1.64%	第九大客户	1,572.63	1.54%
第十大客户	1,593.63	1.56%	第十大客户	1,525.49	1.49%
合计	31,366.50	30.76%	合计	36,687.86	35.87%

资料来源：公司提供

2023年外采原料药价格有所下滑，同时自产兽药原料药占比提升，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，公司原料药仍以化学原料药为主，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。

2023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继续下滑，以及部分原料药自供比例加大所致。中药原料药和饲料原料采购金额上升，主要系相关原料备货消化后补库存所致。2023年公司前五大供应商发生变化，主要系具体采购品种、数量与价格调整所致，仍保持正常合作，总体采购集中度有所下滑。2023年初以来，兽用化药制剂主要原料药价格有所下降，公司自产兽药原料药成本占比提升，导致公司兽用原料药及制剂成本构成中原材料占比下降，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弱，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	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
化学原料药	47,296.32	80.82%	61,137.01	82.66%
中药原料药	377.87	0.65%	175.28	0.24%
饲料原料	369.13	0.63%	222.77	0.30%

辅料	8,405.97	14.36%	9,935.40	13.43%
包材	2,070.15	3.54%	2,490.13	3.37%
合计	58,519.44	100.00%	73,960.58	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司前五大供应商情况（单位：万元）

2023年			2022年		
供应商	采购金额	占年度采购总额比例	供应商	采购金额	占年度采购总额比例
第一大供应商	9,719.03	16.61%	第一大供应商	14,132.00	19.11%
第二大供应商	3,661.26	6.26%	第二大供应商	7,871.50	10.64%
第三大供应商	3,241.72	5.54%	第三大供应商	5,428.67	7.34%
第四大供应商	2,932.50	5.01%	第四大供应商	4,439.00	6.00%
第五大供应商	2,918.41	4.99%	第五大供应商	3,767.35	5.09%
合计	22,472.91	38.40%	合计	35,638.52	48.19%

资料来源：公司提供

2023年公司两大原料药项目全面投产，2024年二季度合成原料药项目进入试生产阶段，公司目前泰乐菌素原料药产能充足，基本能够满足自给；在建项目尚需投资金额较低，后续资本支出压力不大，但需关注制剂产品面临产能消化风险

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。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。2023年公司原料药产销率40.88%，主要系未将自供部分统计在内所致，2023年生产领用原料药约占产量的50%左右，其余部分亦有订单覆盖。产能利用率方面，由于下游需求低迷，相关产品销售不达预期，化药/中药制剂-粉/散/预混剂、化药制剂-注射剂、饲料及添加剂产能利用率较低；原料药“年产1,000吨泰乐菌素项目（IPO超募部分）”和“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”全面投产，原料药产能增至1,490.00吨，受益于良好的市场和自供需求，2023年产能利用率大幅提升。

因外部环境变化、成本控制、生产工艺优化等因素，出于公司经营发展及募集资金使用效率等考虑，公司根据市场需求对部分募投项目的投资总额进行调整。截至2023年末，公司原建设的募投项目大部分已建设完毕，其中回盛转债的2个募投项目“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”结项后节余募集资金8,310.53万元转投于原料药项目，均于2023年完工投产；“宠物制剂综合生产线建设项目”提前终止，剩余6,052.56万元转投向于“年产1,000吨泰乐菌素项目”原料药项目。目前公司实际在建扩产项目仅为“年产1,000吨泰乐菌素项目”，未来尚需投资金额不大，原料药市场需求相对充足且可自供满足制剂产品的生产需求，但需关注制剂类产品的产能利用率还有上

升空间，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7 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	2022年
化药/中药制剂-粉/散/预混剂	产能（吨）	12,300.00	8,375.00
	产量（吨）	7,179.07	6,818.92
	销量（吨）	6,733.28	6,644.63
	产销率（%）	93.79	97.44
	产能利用率（%）	58.37	81.42
化药制剂-注射剂	产能（万升）	83.00	83.00
	产量（万升）	19.20	18.27
	销量（万升）	15.12	16.53
	产销率（%）	78.77	90.48
	产能利用率（%）	23.13	22.01
原料药	产能（吨）	1,490.00	240.00
	产量（吨）	1,473.18	272.40
	销量（吨）	602.25	237.48
	产销率（%）	40.88	87.18
饲料及添加剂	产能（吨）	1,500.00	1,500.00
	产量（吨）	505.72	402.00
	销量（吨）	465.61	390.18
	产销率（%）	92.07	97.06
	产能利用率（%）	33.71	26.80

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至 2023 年末公司主要在建项目投资情况（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	49,311.79	86.51%	IPO/可转债募集资金+自有资金
年产 1,000 吨泰乐菌素项目（可转债结项资金投入）					可转债募集资金
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	32,348.66	97.07%	可转债募集资金+自有资金
合计	71,324.08	90,324.08	81,660.45	-	-

注：“年产 1000 吨泰乐菌素项目”有 3 部分资金投入，IPO 超募资金已投入 27,383.23 万，可转债资金已投入 3,667.02 万元，自有资金已投入 18,261.54 万元，合计 49,311.79 万元。

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

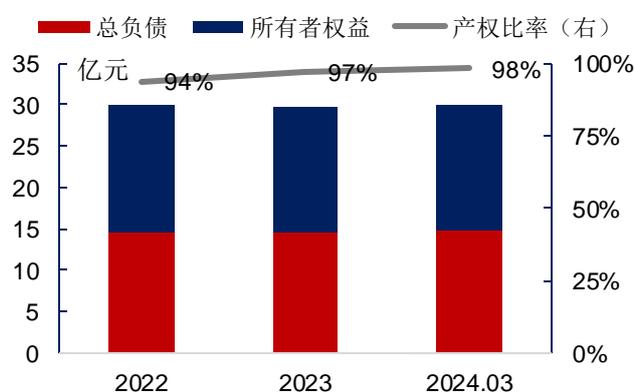
以下分析经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年未经审计一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2024年3月末，公司合并范围共有8家子公司，其中2023年度新增子公司4家，具体见附录四。

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，2023年已计提大额坏账准备，需关注账款回收风险；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

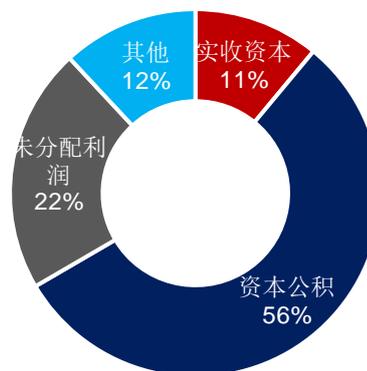
2023年因公司分红导致所有者权益略有下滑，产权比率小幅上升，整体资本结构仍较为稳健，净资产对负债的保障程度尚可。公司所有者权益结构较往年未发生较大变化，主要由资本公积-股本溢价和未分配利润构成。

图6 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图7 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司对原料药扩产项目的资本资金投入以及对ST天邦（002124.SZ）的股权投资，导致货币资金余额同比下滑30.76%，其中0.64亿元因票据保证金受限，受限比例较低；随着理财产品的赎回，交易性金融资产也有所下滑，其中ST天邦因猪价低迷行业不景气，2023年净亏损28.89亿元，其公允价值存在较大的波动风险，2024年1-3月因其价值变动导致公允价值变动收益-0.18亿元。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，2023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，坏账计提大幅增加，2023年末坏账准备余额0.47亿元，其中2023年计提坏账准备0.25亿元，主要因个别客户出现经营风险，单项计提信用减值损失，应收账款周转天数继续提高至115.88天。公司集团化客户较多，前五大应收对象合计占比为49.90%，集中度较高，

公司应收账款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。公司存货中库存商品增长较快，主要为泰万原料药库存增加，其可直接对外销售或加工生产成泰万制剂。2023年公司计提存货跌价准备264.38万元，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。

2023年公司募投项目1000吨泰乐菌素和600吨泰万菌素项目、1000吨泰乐菌素项目完工，兽用合成原料药项目主体产房基本完工，设备安装调试中，合计转固4.20亿元。截至2023年末，固定资产中1.29亿元仓库、厂房、质检楼等产权证书正在办理中。公司主要在建项目基本均已完工，仅年产1000吨泰乐菌素项目（可转债结项资金投入）尚需少量资金投入，预计未来投资支出规模会大幅缩减。截至2023年末，公司受限资产合计2.11亿元，占资产总额的7.10%，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，2023年计提大额坏账准备，仍需关注坏账风险；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9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.86	9.56%	2.94	9.87%	4.24	14.19%
交易性金融资产	2.86	9.56%	3.04	10.23%	3.62	12.10%
应收账款	3.21	10.71%	3.19	10.70%	3.38	11.31%
存货	2.79	9.32%	2.29	7.69%	1.99	6.66%
流动资产合计	12.78	42.67%	12.66	42.55%	13.51	45.21%
固定资产	14.91	49.82%	15.13	50.85%	11.66	38.99%
在建工程	0.71	2.36%	0.53	1.79%	3.33	11.12%
无形资产	1.15	3.85%	1.04	3.50%	1.07	3.58%
非流动资产合计	17.16	57.33%	17.09	57.45%	16.38	54.79%
资产总计	29.94	100.00%	29.75	100.00%	29.89	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

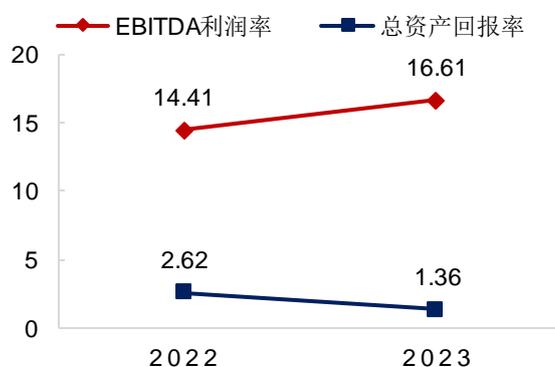
下游生猪养殖行业景气度较弱，需求低迷，制剂销售收入下滑，2023年公司整体盈利能力有所下降；部分客户的信用减值损失和对天邦食品的股权投资价值波动对盈利表现影响较大；目前下游需求尚未恢复，未来公司盈利情况受下游需求影响存在一定不确定性

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2023年营业收入基本持平，因原料药项目新投产尚处工艺优化过程中导致毛利率下降；公司2023年在建项目阶段性转固，折旧费用增加，职工薪酬持续增长，可转债利息费用增加，三费及研

发费用合计增长27.83%，侵蚀公司利润，同期公司针对个别客户的经营风险计提大额信用减值损失，导致2023年公司整体利润规模下滑68.16%至微利0.17亿元。2024年一季度，受下游行业景气度持续低迷及投资天邦食品股权的公允价值变动导致公司净利润转为-0.16亿元，需持续关注猪价变化及天邦食品股价变动对公司盈利水平的影响。

2023年公司重大投资项目基本均已完工，以原料药为主的产能释放较多，化药制剂产能亦有所增长，但由于下游需求减弱，整体产能消化水平一般，总资产回报率继续下滑。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，经营业绩可能有所回暖。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2023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；2023年公司净债务规模和杠杆水平继续增长，考虑到目前下游需求未见明显好转，仍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，2024年3月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，对上游占款有所下降。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.20	21.59%	2.40	16.39%	2.20	15.20%
应付票据	1.69	11.42%	1.55	10.54%	1.79	12.39%
应付账款	2.49	16.77%	3.18	21.68%	3.10	21.43%
其他应付款	0.21	1.43%	0.24	1.62%	0.30	2.04%
一年内到期的非流动负债	0.02	0.14%	0.00	0.02%	0.00	0.00%
流动负债合计	7.97	53.72%	7.81	53.27%	8.05	55.60%

应付债券	6.09	41.05%	6.02	41.04%	5.70	39.40%
非流动负债合计	6.87	46.28%	6.85	46.73%	6.43	44.40%
负债合计	14.84	100.00%	14.66	100.00%	14.48	100.00%
总债务	11.01	74.19%	9.97	67.99%	9.70	66.99%
其中：短期债务	4.92	33.14%	3.95	26.95%	3.99	27.59%
长期债务	6.09	41.05%	6.02	41.04%	5.70	39.40%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

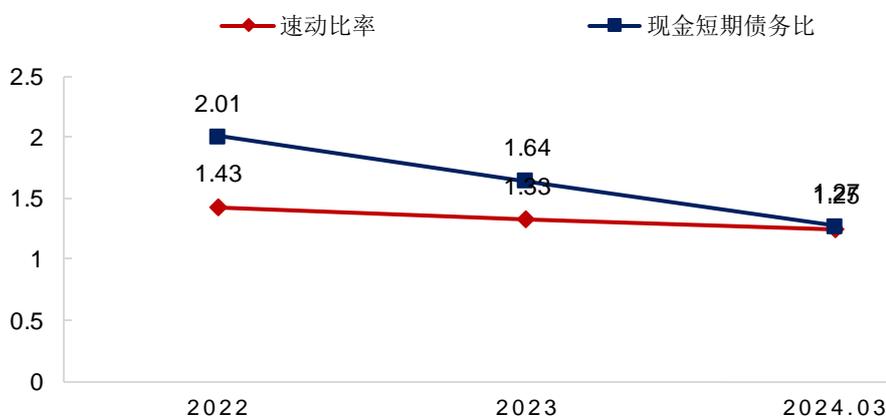
公司采用直销+分销的模式，对不同客户采用差异化的策略，公司给予主要直销客户3-6个月信用账期，2023年至今公司加大应收账款的催收力度，收现比略有提升。由于2023年下游养殖行业低迷公司销售规模略有下降，经营活动现金净流入规模下滑，2024年1-3月净额转负且净流出规模同比大幅上升，主要系市场销售规模同比下滑所致。投资活动产生的现金流量净额较上年同期增长86.62%，主要是公司期末理财余额较上年同期减少。2023年公司赎回理财，投资活动产生的现金流量净额同比增长86.62%。

表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.46	0.93	0.97
FFO（亿元）	-0.24	0.93	0.87
资产负债率	49.57%	49.28%	48.43%
净债务/EBITDA	--	2.22	1.32
EBITDA 利息保障倍数	--	4.38	4.56
总债务/总资本	42.17%	39.78%	38.62%
FFO/净债务	--	24.60%	44.60%
经营活动现金流/净债务	-9.64%	24.68%	49.66%
自由现金流/净债务	-26.18%	-24.27%	-170.61%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司杠杆水平略有上升，但因资本投入较大、盈余资金下滑，净债务规模大幅增长；随着回盛转债利率逐年累进，偿债类指标均有不同程度的弱化，其中持续的大额资本支出导致自由现金流/净债务为负，速动比率和现金短期债务比降至临界水平。2024年4月公司发布股票定增预案，拟向实控人全额控制的企业定增募资不超过 2.5 亿元（含），募集资金全部用于补充流动资金，若定增方案顺利落地，将有利于提升公司资本实力，补充流动性，缓解资金压力。截至 2023 年末，公司尚未使用的授信额度合计 6.06 亿元，资产受限较低，但考虑到公司体量较小，获取流动性资源的能力一般。总体来看，公司债务风险可控，但公司财务杠杆水平提升，考虑到目前下游需求未见明显好转，仍需关注公司短期流动性压力变化情况。

图9 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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。

跟踪期内公司董事会及高管变动较多，主要涉及变更2位独董（谢获宝先生、曾振灵先生）和原副董事长刘洁先生，其中原副董事长刘洁先生因即将达到法定退休年龄，谢获宝先生、曾振灵先生因在公司担任独立董事的任职期限已满6年。2024年新任独立董事才学鹏、冉明东先生，新任1位非独立董事张翠平，其中新任张翠平女士自2002年进入公司，历任武汉新华星饲料公司销售经理、武汉回盛生物科技股份有限公司工程中心副主任、市场部经理、原料事业部总经理，现任武汉新华星动物保健连锁服务有限公司总经理。从上述辞职理由来看均具有合理性，且新任张翠平女士对公司经营情况较为熟悉，预计本次董事会变更不会对公司经营造成较大影响。

表12跟踪期公司董事、监事及高管变动情况

项目	变更前（2022年12月9日）		变更后（2024年6月17日）	
	姓名	职位	姓名	职位
董事会	张卫元	董事长、总经理	张卫元	董事长
	刘洁*	副董事长	张翠平*	董事
	刘泽祥	董事	刘泽祥	董事
	谢获宝*	独立董事	冉明东*	独立董事
	曾振灵*	独立董事	才学鹏*	独立董事
监事会	周健	监事会主席	周健	监事会主席
	丁文格	非职工代表监事	丁文格	监事
	李红霞	职工代表监事	李红霞	职工监事
高管	杨凯杰	副总经理、财务总监	杨凯杰	轮值总经理、财务总监
	黄金斌	副总经理	黄金斌	副总经理
	李硕	副总经理	李硕	副总经理
	韩杰	副总经理	韩杰	副总经理
	王庆峰	董事会秘书	王庆峰	董事会秘书
	-	-	余虎杰*	副总经理

资料来源：公司提供、公开资料，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2021年1月1日至报告查询日（2024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；从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月22日）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2021年1月1日至报告查询日（2024年6月13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2023年末，公司已取得兽药批准文号166

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。2023年公司“年产1,000吨泰乐菌素项目”、“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”全面投产，产能快速释放带动原料药销售收入增长77.21%，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，个别客户的信用减值损失等因素，2023年三季度以来公司业绩承压，利润大幅下滑，总资产回报率降至较低水平，短期流动性压力有所增长。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-。

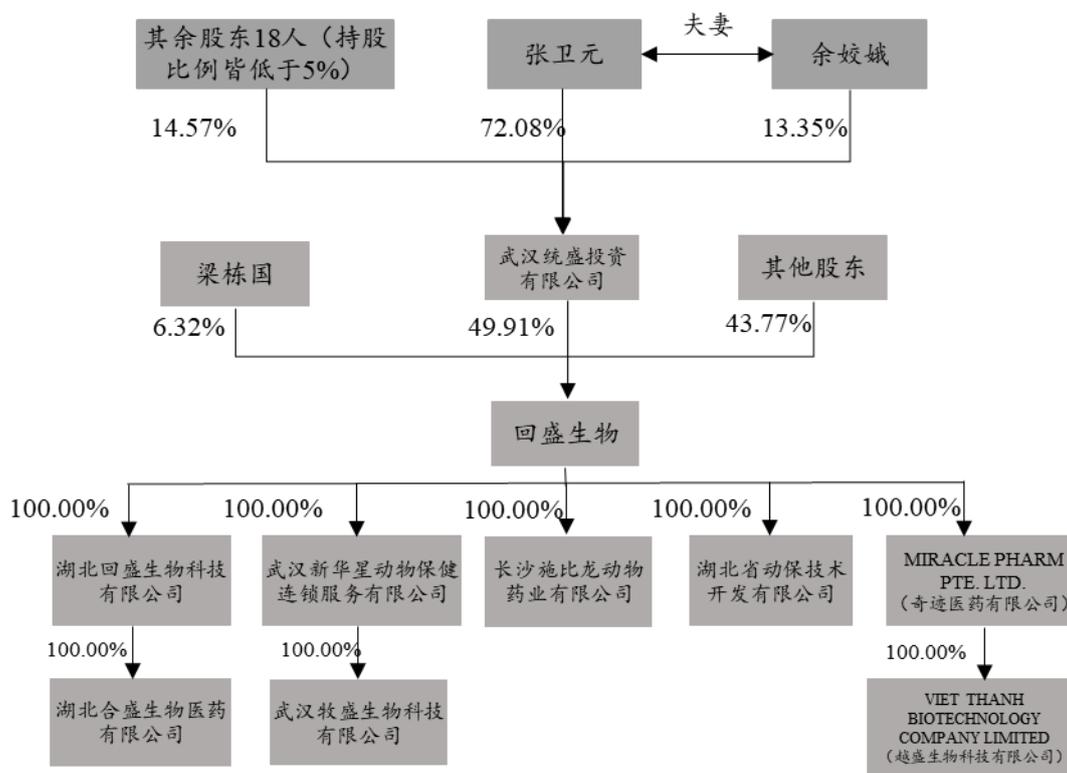
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	2.86	2.94	4.24	10.68
交易性金融资产	2.86	3.04	3.62	0.30
应收账款	3.21	3.19	3.38	2.32
存货	2.79	2.29	1.99	2.32
流动资产合计	12.78	12.66	13.51	15.99
固定资产	14.91	15.13	11.66	5.34
在建工程	0.71	0.53	3.33	4.73
无形资产	1.15	1.04	1.07	1.10
非流动资产合计	17.16	17.09	16.38	11.43
资产总计	29.94	29.75	29.89	27.42
短期借款	3.20	2.40	2.20	1.00
应付票据	1.69	1.55	1.79	1.76
应付账款	2.49	3.18	3.10	1.36
其他应付款	0.21	0.24	0.30	0.32
一年内到期的非流动负债	0.02	0.00	0.00	0.06
流动负债合计	7.97	7.81	8.05	5.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.35
应付债券	6.09	6.02	5.70	5.39
递延收益-非流动负债	0.61	0.62	0.49	0.42
非流动负债合计	6.87	6.85	6.43	6.20
负债合计	14.84	14.66	14.48	11.23
总债务	11.01	9.97	9.70	8.63
其中：短期债务	4.92	3.95	3.99	2.89
所有者权益	15.10	15.09	15.41	16.19
营业收入	2.07	10.20	10.23	9.96
营业利润	-0.21	0.15	0.59	1.51
净利润	-0.16	0.17	0.53	1.33
经营活动产生的现金流量净额	-0.46	0.93	0.97	1.56
投资活动产生的现金流量净额	-0.76	-1.00	-7.50	-1.85
筹资活动产生的现金流量净额	0.95	-0.41	-0.35	7.10
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	-0.03	1.69	1.47	1.68
FFO（亿元）	-0.24	0.93	0.87	1.27
净债务（亿元）	4.80	3.76	1.95	-2.28
销售毛利率	22.67%	20.92%	22.03%	27.17%
EBITDA 利润率	--	16.61%	14.41%	16.82%

总资产回报率	--	1.36%	2.62%	6.84%
资产负债率	49.57%	49.28%	48.43%	40.95%
净债务/EBITDA	--	2.22	1.32	-1.36
EBITDA 利息保障倍数	--	4.38	4.56	49.46
总债务/总资本	42.17%	39.78%	38.62%	34.77%
FFO/净债务	--	24.60%	44.60%	-55.53%
经营活动现金流净额/净债务	-9.64%	24.68%	49.66%	-68.15%
自由现金流/净债务	-26.18%	-24.27%	-170.61%	194.51%
速动比率	1.25	1.33	1.43	2.72
现金短期债务比	1.27	1.64	2.01	3.87

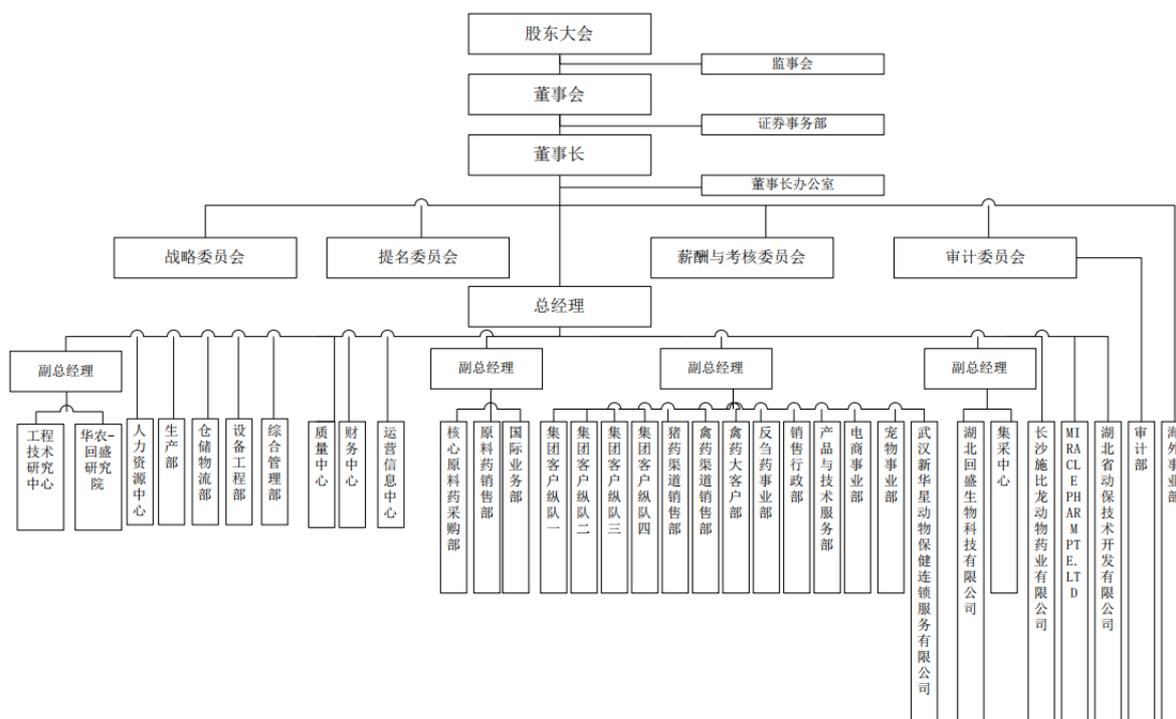
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 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 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附录四 2024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
奇迹医药有限公司*	500.00万新加坡币	100%	商品贸易
湖北合盛生物医药有限公司*	5,000	100%	兽药生产，药品委托生产，新化学物质生产，兽药经营，药品进出口
武汉牧盛生物科技有限公司*	500	100%	动保药销售
VIET THANH BIOTECHNOLOGY COMPANY LIMITED*	1,677.44亿越南盾	100%	动保药销售

注：标*为2023年度公司新增设立的子公司

资料来源：公司2023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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	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。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。