



规模效应、出海扩张与宠物医疗生态的三重驱动

投资要点

- 投资逻辑:** 1) 养殖规模化带动动保行业持续扩容, 动保行业当前正处周期底部。养殖企业资金情况好转, 资产负债率由 24 年 Q1 的 66% 下降至 Q3 的 61%, 预计四季度进一步下降。2) 规模效应铸就成本护城河: 原料药一体化布局降低制剂成本; 公司原料药项目投产后产能利用率持续提高带动产品毛利率 (截止 2024H1) 较 2023 年提升 6 个百分点。3) 出海战略加速全球渗透, 越南工厂投产打开东南亚市场。宠物药新品开辟第二成长曲线, 24 年公司新推出了 5 款宠物药品和 2 款保健品。
- 动保行业周期与成长并存, 当前正处周期底部。** 我国兽药行业处在较快发展阶段, 兽药行业规模持续增长。2017 至 2023 年, 我国兽药行业规模自 472 亿元增长至 697 亿元, CAGR 为 5.7%, 终端具备刚需情景。与养殖指数相比, 动保指数的上涨通常会滞后两至三个季度。自 2024 年二季度起, 猪价开启上行走势, 下游养殖端的盈利状况与现金流情形均迎来转机。诸多动保企业在三季度的收入及盈利环比初显改善苗头。伴随 2024 年饲料成本的逐步下行, 上市猪企的生猪养殖成本随之进入下行区间, 单头生猪的净利润实现同比增长, 养殖企业资金情况好转, 资产负债率由 24 年 Q1 的 66% 下降至 Q3 的 61%, 预计四季度进一步下降。在此背景下, 动保产品的市场需求量大概率呈现增长态势。
- 规模效应铸就成本护城河: 原料药一体化布局降低制剂成本。** 凭借持续的技术创新与产能扩张, 其核心产品泰乐菌素原料药生产规模达 2000 吨, 泰万菌素原料药生产规模达 840 吨。公司泰万菌素产品是世界公认治疗和预防畜禽支原体感染的最新特效药物, 其原料产能规模居全国第一, 年产值达 6 亿元, 国内市场占有率 70% 以上。公司累计投入超 15 亿元用于产能扩建与技术改造。截至 2024 年底, 募投项目产能逐步释放, 基数不会再显著增长, 资产折旧与债务成本进入边际递减期。财务弹性空间释放。公司 2024 年 Q4 营收创单季度新高 (突破 4 亿元), 规模效应显著释放。公司原料药产能利用率提升, 折旧摊销占比下降, 泰乐菌素、泰万菌素价格触底反弹带动毛利率回升原料药板块销售收入与毛利率双提升。
- 出海战略加速全球渗透: 原料药出口超亿元, 越南工厂投产打开东南亚市场。** 公司近年来出口业务保持高速增长, 从 2020 年的 378 万元增长至 2024H1 的 3334 万元。截至 2025 年 3 月, 越南工厂已取得 GMP 证书, 正在申请生产批文。预计 2025 年 Q2 越南工厂正式投产。越南作为 RCEP 核心区域, 享受关税减免, 且劳动力成本较中国更低, 叠加深水港物流优势, 形成“原料-生产-出口”一体化布局。该基地是回盛生物突破国际贸易壁垒的关键举措, 该工厂将辐射东南亚及南美市场, 提升全球供应链效率。未来随着越南工厂投产拓展东南亚市场, 其全球化布局与创新研发将驱动盈利持续改善。
- 宠物药新品创新与产业链生态整合开辟第二成长曲线, 打造“药品+诊疗”创新模式。** 宠物药新品创新与产业链生态整合开辟第二成长曲线。2024 年公司新推出了 5 款宠物药品和 2 款保健品。公司推出的驱虫药“盛宠宁”系列, 为宠物提供全面、多重的守护。依托原料药自给优势, “盛宠宁”亲民的价格相较于

西南证券研究院

分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

邮箱: xuq@swsc.com.cn

联系人: 赵磐

电话: 010-57758503

邮箱: zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.66
流通 A 股(亿股)	1.66
52 周内股价区间(元)	7.77-16.3
总市值(亿元)	21.30
总资产(亿元)	29.13
每股净资产(元)	7.96

相关研究

1. 回盛生物(300871): 多因素影响短期业绩承压, 养殖景气回升带动业务量价齐升 (2024-05-05)

进口药品展现出极大的价格优势。公司拥有一支由 130 余人组成的专业研发团队，合作宠物医院 500+，宠物药品 GMP 产线 10 条以上，共自主研发生产宠物药品种类达 24 种。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为-0.12 元、0.93 元、1.16 元，对应动态 PE 分别为—/14/11 倍。给予公司 25 年 20 倍 PE 均值，维持“买入”评级，目标价 18.6 元。
- **风险提示：**下游养殖业出现疫情、新品研发不及预期、政策监管趋严等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,020	1,212	1,586	1,936
增长率	-0.31%	18.84%	30.90%	22.07%
归属母公司净利润（百万元）	17	-20	154	192
增长率	-68.16%	-217.85%	877.95%	25.09%
每股收益 EPS（元）	0.10	-0.12	0.93	1.16
净资产收益率 ROE	1.11%	-1.35%	9.53%	10.65%
PE	143.03	—	13.85	11.07
PB	1.59	1.46	1.32	1.18

数据来源：Wind，西南证券



目 录

1 公司概况：创新驱动的动保行业龙头	1
2 行业分析：动保行业周期与成长并存	2
2.1 养殖规模化带动动保行业持续扩容，动保行业当前正处周期底部	2
2.2 宠物动保新兴领域有望带来行业增量	4
3 注重研发创新，多维度构筑核心优势	6
3.1 规模效应铸就成本护城河：原料药一体化布局降低制剂成本	8
3.2 出海战略加速全球渗透：原料药出口超亿元，越南工厂投产打开东南亚市场	10
3.3 宠物药新品创新与产业链生态整合开辟第二成长曲线，打造“药品+诊疗”创新模式	11
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 相对估值	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司 2024 年 H1 营收结构情况	1
图 2: 公司 2024 年 H1 毛利润结构情况	1
图 3: 2020-2024Q1-Q3 公司营业收入及增速	2
图 4: 2020-2024Q1-Q3 公司归母净利润及增速	2
图 5: 2016-2022 兽药行业销售额 (亿元) 及增速	2
图 6: 2022 年我国兽药行业销售额占比	2
图 7: 生猪养殖规模场户占比	3
图 8: 生猪头均医疗防疫费 (元)	3
图 9: 能繁母猪存栏及生猪价格变动情况	4
图 10: 申万动保指数与畜牧养殖指数对比	4
图 11: 生猪养殖利润 (元/头) 与猪粮比价变动情况	4
图 12: 生猪养殖 (申万二级行业) 资产负债率 (%)	4
图 13: 我国城镇宠物消费市场规模 2018-2024	5
图 14: 我国宠物 (犬猫) 消费结构	5
图 15: 公司研发投入与同比变化	8
图 16: 公司折旧与摊销占营收比	8
图 17: 公司原料药产品营业收入及变化	10
图 18: 公司原料药产品毛利及毛利率	10
图 19: 回盛生物兽用原料药产线技改升级项目	10
图 20: 2020-2024H1 公司出口营收及增速	11
图 21: 回盛生物宠物药品已广泛覆盖	12
图 22: 回盛生物宠物药品已广泛覆盖	12
图 23: 回盛生物在 2024 湖北农博会参展	12

表 目 录

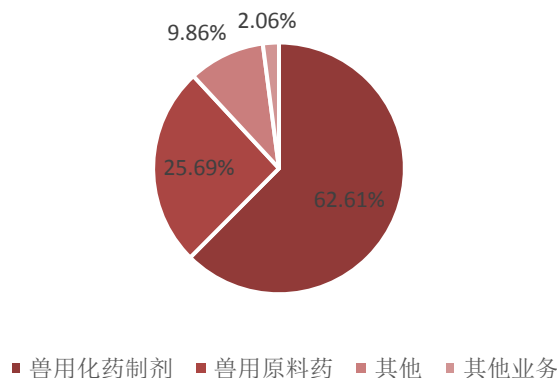
表 1: 宠物药品政策	5
表 2: 公司主要产品	6
表 3: 募集资金承诺项目情况 (截止 2024 年 6 月 30 日)	9
表 4: 分业务收入及毛利率	13
表 5: 可比公司估值	14
附表: 财务预测与估值	15

1 公司概况：创新驱动的动保行业龙头

武汉回盛生物科技股份有限公司成立于 2002 年 1 月 25 日，专注于动物保健领域，集研发、生产和销售于一体，2020 年在深交所上市。公司聚焦兽药全产业链，形成“兽药制剂+原料药+宠物医疗”三大核心业务板块，兽药制剂覆盖猪、禽、水产等全品类，原料药方面是全国最大的泰万菌素原料药生产商。公司产品与服务惠及全国，以及东南亚、欧洲、南美洲等国际市场。

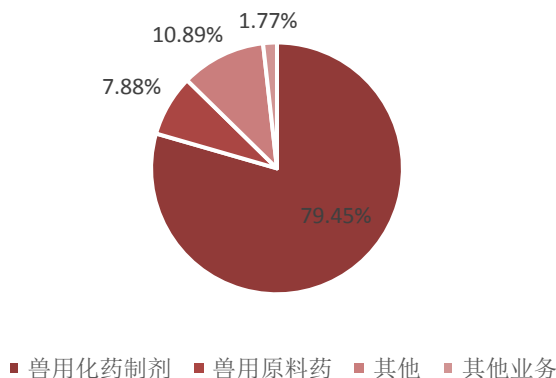
公司主营业务结构：公司 2024H1 兽用化药制剂、兽用原料药、其他和其他业务的营业收入分别为 2.73、1.12、0.43、0.09 亿元，占比分别为 62.61%、25.69%、9.86%、2.06%；兽用化药制剂、兽用原料药、其他和其他业务的毛利分别为 6597.1、653.7、904.5、147.3 万元，占比分别为 79.45%、7.88%、10.89%、1.77%。

图 1：公司 2024 年 H1 营收结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2024 年 H1 毛利润结构情况

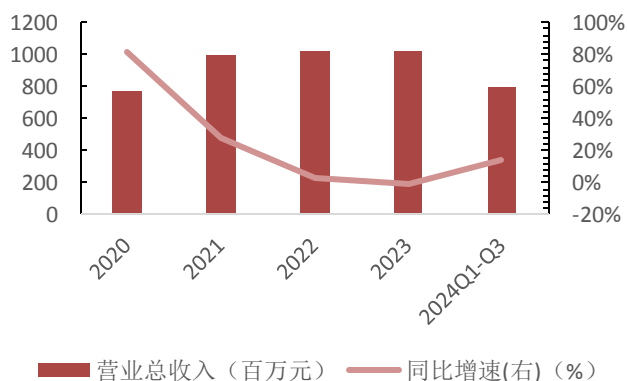


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：回盛生物自 2020 年上市以来，营业收入整体呈现先升后稳的态势。归母净利润随周期有所波动。2020-2023 年营收从 7.8 亿元增长至 10.2 亿元。2023 年公司营业收入虽同比微降 0.31%，但通过募资扩产（累计募资 16.31 亿元）和原料药产能提升（泰乐菌素、泰万菌素项目投产），为后续增长奠定基础。2024 年前三季度公司实现营业收入 7.9 亿元，同比增长 14.63%。2024 年第四季度，下游养殖行业景气度回升带动制剂需求增长，叠加原料药产能利用率提升，公司单季度营收突破 4 亿元，创单季度营收新高。

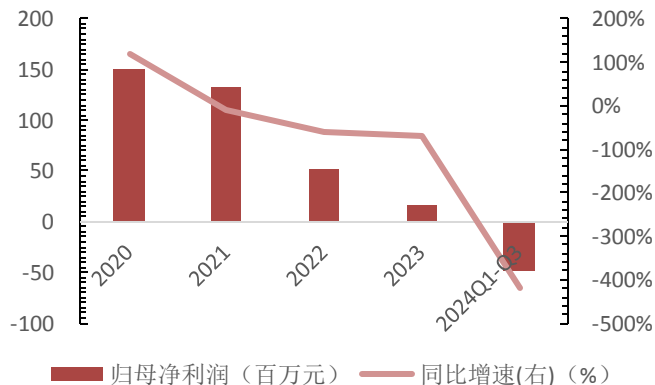
公司 2024 年前三季度归母净利润为亏损 4770 万元，同比转亏。2024 上半年公司面临下游养殖成本管控、动保产品边际传导及交易性金融资产公允价值变动等因素的影响，经营业绩受到了较大挑战。伴随下游养殖行业景气度回升，兽药市场需求逐渐恢复，公司 2024 下半年制剂板块销售收入实现同环比增长。原料药价格下半年触底反弹，公司原料药产线产能利用率提升，原料药板块销售收入与毛利率双提升。受益于下游养殖景气度提升，我们预计业绩将逐步恢复，展现经营韧性。

图 3：2020-2024Q1-Q3 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2020-2024Q1-Q3 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：动保行业周期与成长并存

2.1 养殖规模化带动动保行业持续扩容，动保行业当前正处周期底部

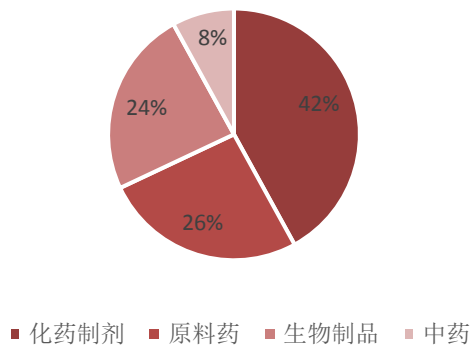
我国兽药行业处在较快发展阶段，兽药行业规模总体呈增长态势。2017 至 2022 年，我国兽药行业规模自 484 亿元增长至 673 亿元，CAGR 为 6.1%，终端具备刚需情景。动保行业系畜禽养殖业主要上游产业之一，是体现养殖经济效益的重要环节。我国兽药行业销售额受养殖周期影响显著，2018 年和 2022 年因养殖周期下行，行业销售额分别同比下滑 5.2% 和 1.9%；2020 年和 2021 年畜禽价格高位带动行业景气改善，销售额分别同比上涨 23.2% 和 10.5%。分产品来看，化学制剂贡献了大部分的市场份额，占比达 42%；其次是生物制品和原料药，分别占比 24%、26%；此外，中药占比较小，仅为 8%。

图 5：2016-2022 兽药行业销售额（亿元）及增速



数据来源：中国兽药协会，观研网，西南证券整理

图 6：2022 年我国兽药行业销售额占比



数据来源：观研网，西南证券整理

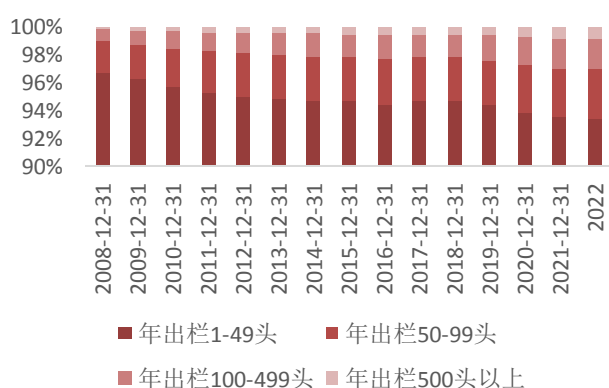
养殖行业集约化,带动动保需求持续成长。2023 年全国生猪规模化养殖比重达到 68%,较 2017 年的 46.9%提高了近 21 个百分点。这一增长主要得益于非洲猪瘟后行业防疫能力提升及大型企业扩张。2007-2014 年,仅有规模最小的年出栏 49 头以下的养殖场户数量持续大幅缩减,减少幅度达到 41.5%,规模在 50 头以上的猪场数量都现增长态势,年出栏在 500-2999 头的小规模场发展最为迅猛,2007 年-2014 年,这一规模区间的猪场数量增长幅度达到了 112.4%。

2015-2018 年,仅年出栏量在 5 万头以上的大型猪场数量仍处于增长状态,其余规模的猪场数量都出现下降,主要是因为低迷行情和环保政策。2014 年以来,政府出台了一系列有关养殖的环保政策,其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施,禁养区划分细则,明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜、城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不离开市场。

2019-2022 年非瘟后时代,规模养殖大幅扩张。2018 年 8 月开始,中国暴发非洲猪瘟,众多规模化猪场受到冲击,我国生猪产能大幅下滑。2019 年,国务院办公厅发布《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》提出,到 2022 年,产业转型升级取得重要进展,养殖规模化率达到 58%左右,到 2025 年,养殖规模化率达到 65%以上。非洲猪瘟的常态化过程中,加速产业转向由企业集团经营的大型规模化养猪场的格局。非洲猪瘟疫情常态化之下,中小养殖户由于疫情防控能力和资金风险抵抗能力较弱,有逐步退出生猪养殖行业的趋势,大型养殖集团产能虽然也受到非洲猪瘟疫情影响有所下降但应对恢复速度快于中小养殖户,因此规模养殖企业的生猪产能占比有快速增加趋势。

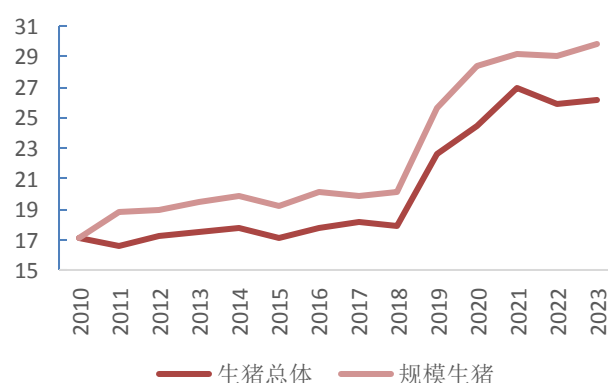
2018-2023 年,生猪行业总体头均医疗防疫费由 18 元上涨至 26 元。下游养殖规模化,利好动保行业扩容。规模化养殖场生物资产众多、价值大且密集,一旦疫病发生将造成巨大损失,因此规模场更注重动物疫病防控与兽药品质。长期来看,规模化养殖场平均医疗防疫费较行业平均水平高出近 12%,养殖规模化进程带动动保需求的持续成长。

图 7: 生猪养殖规模场户占比



数据来源: ifind, 西南证券整理

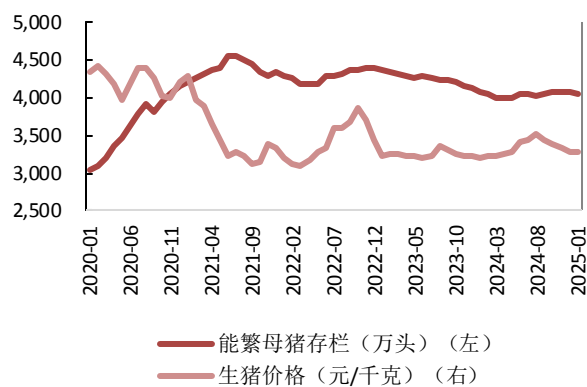
图 8: 生猪头均医疗防疫费 (元)



数据来源: ifind, 西南证券整理

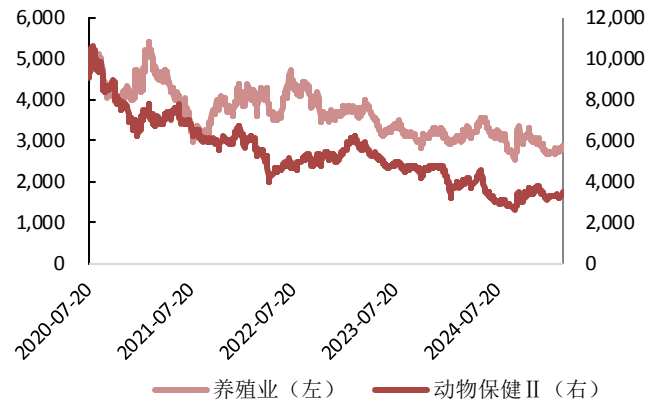
养殖企业利润改善，动保企业业绩修复可期。通过回顾历史数据，我们可以看到动保指数在猪价和养殖指数上涨后有显著的滞后性：与养殖指数相比，动保指数的上涨通常会滞后两至三个季度。自 2024 年二季度起，猪价开启上行走势至四季度高位回落，下游养殖端的盈利状况与现金流情形均迎来转机。诸多动保企业在三季度的收入及盈利环比初显改善苗头。经历过 23 年的长期亏损，行业较为谨慎，24 年的社会面能繁补栏速度不及 22 年，产能增长较慢，2025 年生猪价格有望获得支撑。此外，伴随 2024 年饲料成本的逐步下行，上市猪企的生猪养殖成本随之进入下行区间，单头生猪的净利润实现同比增长，资金情况好转，资产负债率由 24 年 Q1 的 66% 下降至 Q3 的 61%，预计四季度进一步下降。在此背景下，动保产品的市场需求量大概率呈现增长态势。

图 9：能繁母猪存栏及生猪价格变动情况



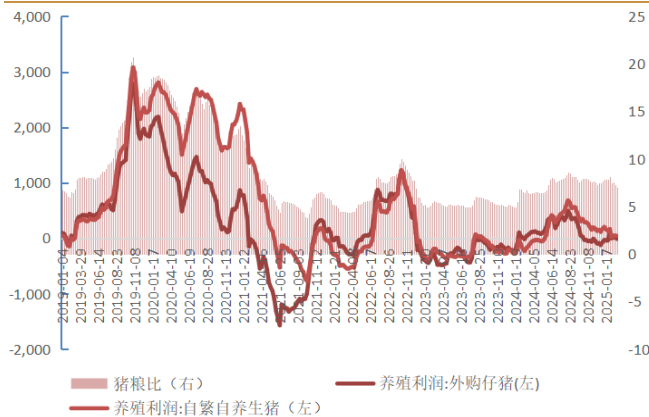
数据来源：ifind，西南证券整理

图 10：申万动保指数与畜牧养殖指数对比



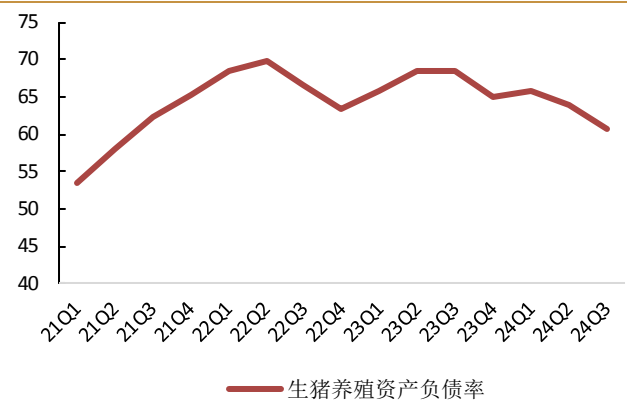
数据来源：ifind，西南证券整理

图 11：生猪养殖利润（元/头）与猪粮比价变动情况



数据来源：ifind，西南证券整理

图 12：生猪养殖（申万二级行业）资产负债率（%）



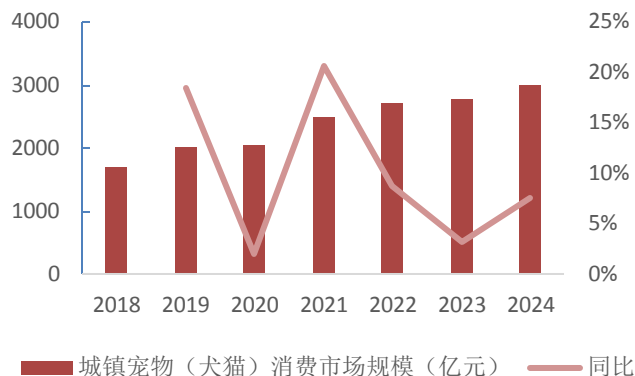
数据来源：ifind，西南证券整理

2.2 宠物动保新兴领域有望带来行业增量

随着宠物主科学养育意识逐步加强，宠物医疗市场份额已经实现稳步提升。宠物（犬猫）消费规模从 2019 年的 2024 亿元上升至 2024 年的 3002 亿元，复合增长率 9.85%。其中，犬消费市场规模达到 1557 亿元，小幅增长 4.6%；猫消费市场规模达到 1445 亿元，增长 10.7%。从整体趋势来看，我国城镇宠物（犬猫）市场规模稳中有升。细分领域看，医疗领域已是第二大领域。其中，宠物疫苗消费 75.1 亿元，占比 2.5%；宠物药品消费 291.2 亿元，占比 9.7%，

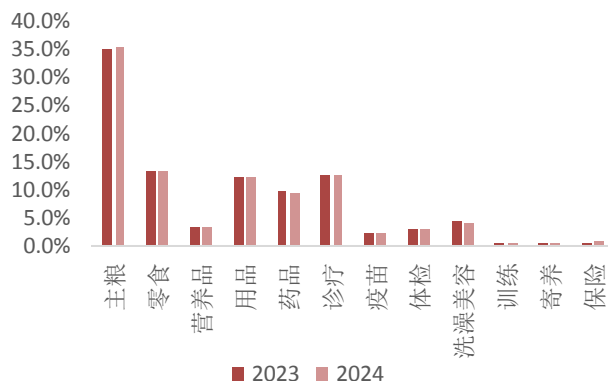
较 2023 年消费规模均有一定程度增长。狂犬病疫苗等疫苗产品作为刚需消费，有望充分受益我国宠物数量和宠物市场规模的持续扩张。

图 13：我国城镇宠物消费市场规模 2018-2024



数据来源：2024-2025 年年中国宠物行业白皮书，西南证券整理

图 14：我国宠物（犬猫）消费结构



数据来源：2024-2025 年年中国宠物行业白皮书，西南证券整理

我国宠物医药行业起步较晚，长期以来受进口产品主导，近几年国家出台了多条宠物药品相关标准，同时，针对新药研发时间无法满足现有宠物药品需求的现象，国家出台政策大力推进国产宠物药品的上市：放宽部分宠物药品注册的要求、加速人用化学药品转宠用的要求落地等，国内宠物医药市场国产替代的空间巨大。伴随国内宠物市场的不断扩大，增量宠物主容易被国内宠企旗下新锐国产品牌吸引，国外公司的强势地位也被逐步打破。2024 年，已有 7 家企业获得国产猫三联产品批准文号，美国硕腾旗下的猫三联灭活疫苗“妙三多”在国内市场一家独大的局面即将被打破。国产猫三联疫苗在毒株匹配程度、价格、渠道等方面具有明显优势，国产替代空间广阔，动保公司有望借此勾勒出强劲的第二增长曲线，重塑行业竞争版图。

表 1：宠物药品政策

发布时间	发布部门	政策名称	相关内容
2020 年 9 月	农业农村部	《人用化学药品转宠物用化学药品注册资料要》	为解决当前兽医临床上宠物用药短缺问题，推动宠物用化学药品的研发和上市，在保证安全、有效、质量可控的前提下，借鉴相关评审评价办法，制定人用化学药品转宠物用药注册资料要求
2020 年 9 月	农业农村部	《废止的药物饲料添加剂品种增加治疗用途注册资料要求》	加快推进宠物兽药注册工作，进一步合理利用现有药用资源，促进技术创新，更好满足预防、治疗动物疾病需求。
2022 年 10 月	农业农村部	《市场监管总局办公厅关于在部分城市开展规范宠物诊疗秩序专项整治行动的通知》	提升宠物诊疗规范化水平，推动行业高质量发展，完善科学定价、价格合理、明码标价的价格管理制度。
2025 年 3 月	农业农村部	《2025 年规范兽药使用专项整治巩固提升行动方案》	将动物诊疗机构、乡村兽医等纳入重点监管对象，严查宠物诊疗中“超范围、超剂量、超时限”用药行为，重点打击使用停用兽药、禁用药物等违法行为。

数据来源：农业农村部，西南证券整理

3 注重研发创新，多维度构筑核心优势

公司是一家主营兽用药品（包括化药制剂、原料药、中药制剂）、饲料及添加剂的高新技术企业，是农业产业化国家重点龙头企业和全国农业农村信息化示范基地。公司秉承“回知修己盛德立业”的企业精神，打造了集研发、采购、生产、销售、服务于一体的敏捷响应机制，建立了严格的质量管理体系和强大的技术服务体系，在行业内建立了良好的产品形象和品牌认知。截至 2024 年 6 月 30 日，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、反刍及宠物等领域，为养殖行业及宠物主提高动物疫病防控水平、提升养殖效率、改善动物福祉贡献回盛力量。

表 2：公司主要产品

类别	通用名	商品名/商标	产品简介	产品图片
原料药	酒石酸泰万菌素	泰万新	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	清石酸泰万菌素预混剂	治嗽静	原料制剂均为自主研发生产、制剂水溶性好、耐热稳定。	
	氯苯尼考粉	万特斐灵	采用分子包合技术，水溶性好、生物利用度高，适用于副猪、链球菌、传胸等疾病控制。	
	氯苯尼考注射液	万特斐灵	采用分子凝胶技术，注射刺激性小、长效，适用于副猪、链球菌、传胸等疾病的控制。	
	盐酸多西环素可溶性粉		溶水性好，药效稳定，适用于附红细胞体、支原体、大肠杆菌等疾病的控制。	
	复方阿莫西林粉		产品稳定、水溶性好，拌料溶水使用均可，适用于猪丹毒、猪链球菌等疾病控制。	
	阿莫西林可溶性粉	均崩	产品易溶水、溶水后可保持药效长时间稳定，适用于丹毒、链球菌等疾病的预防。	
	替米考星预混剂	支乐静	产品适口性好，适用于支原体、链球菌、传胸等疾病的控制。	

类别	通用名	商品名/商标	产品简介	产品图片
	延胡索酸泰妙菌素预混剂	富乐克	产品刺激性小、易溶于水、耐热稳定，适用于支原体、回肠炎等疾病的控制。	
	泰地罗新注射液	泰必盛	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。	
化药制剂	盐酸右美托咪定注射液	盛右美	拟肾上腺素类药。用作犬猫的镇静剂和止痛药，便于帮助临床检查、临床治疗、小手术和小的牙科处理。也可用作犬深度麻醉的麻醉前给药。	
	头孢泊肟酯片	头孢泊肟酯片	第三代口服头孢菌素，抗菌谱广、抗菌活性强、半衰期长、穿透力强、基本无肾毒性。适用于犬由黄色葡萄球菌、中间型葡萄球菌、链球菌、大肠杆菌、多杀性巴氏杆菌和奇异变形杆菌等引起的皮肤感染。	
	盐酸多西环素片	盐酸多西环素片	四环类抗生素。用于革兰氏阳性菌、阴性菌和支原体感染。	
	盐酸头孢噻唑注射液	回力克	颗粒均匀、低刺激、通针性好，适用于链球菌、副猪等疾病的控制。	
	复方磺胺氯达嗪钠粉	达安	使用安全、易溶于水、耐热稳定，适用于弓形体、链球菌等疾病的控制。	
	酒石酸泰乐菌素磺胺二甲嘧啶可溶性粉	新附优特乐	耐热稳定、安全有效，适用于附红体、弓形体、支原体等疾病的控制。	
	阿苯达唑伊维菌素预混剂	乐去从	拌料易混匀，使用安全，适用于寄生虫的控制。	
中药制剂	板青颗粒		易溶于水、颗粒均匀、纯中药，适用于流感等发热性疾病的控制。	
	定喘散	并可清	精选道地药材，优化加工工艺，适用于猪呼吸道疾病的控制。	

类别	通用名	商品名/商标	产品简介	产品图片
	茯苓多糖散	卫免	对猪瘟、伪狂犬疫苗具有显著的免疫增强作用，可快速提高疫苗免疫后的抗体水平，可适用于所有阶段的动物。	
饲料及添加剂	猪用复合预混合饲料	绿益态	同时含有维生素、氨基酸和活菌，真空包装保证稳定性，适口性好，适用于应激的控制。	

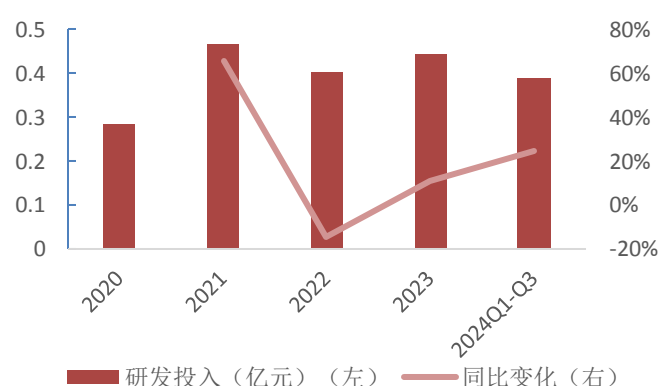
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1 规模效应铸就成本护城河：原料药一体化布局降低制剂成本

回盛生物始终将研发创新作为核心驱动力，通过持续加码研发投入、深化产学研合作及技术成果转化，构建了显著的研发优势。2021-2024Q3，公司研发投入累计超 1.7 亿元，2024 年 Q1-Q3 研发费用同比增长 24.8%，研发团队规模扩至 180 余人(含 7 名博士、45 名硕士)，形成覆盖猪、家禽、反刍动物、水产及宠物用药的多元化研发矩阵。截至 2024 年底，累计获授权发明专利 50 项、国家新兽药证书 16 项，在研项目 25 项，承担国家农业科技重大项目 3 项。在产学研协上，公司与华中农业大学等 8 所高校建立深度合作，成立“华农-回盛研究院”，启动“五年亿元合作计划”，为企业自身的人才储备和技术创新注入了源源不断的活力。

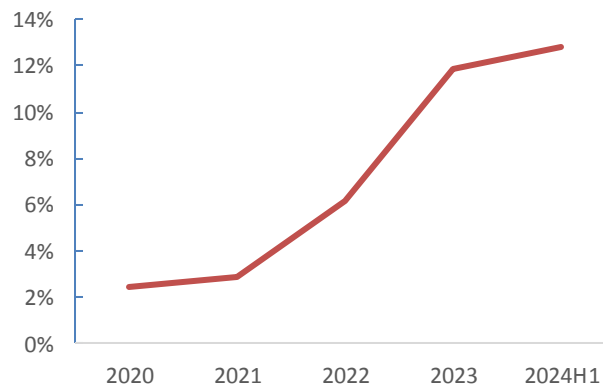
技术突破构筑成本护城河。回盛生物作为国内兽用化药龙头企业，通过技术突破、工艺优化与规模效应协同，构建了显著的成本优势与盈利改善路径。公司核心业务聚焦“兽药制剂+原料药+宠物医疗”全产业链，原料药一体化布局降低制剂成本。凭借持续的技术创新与产能扩张，其核心产品泰乐菌素原料药生产规模达 2000 吨，泰万菌素原料药生产规模达 840 吨。公司泰万菌素产品是世界公认治疗和预防畜禽支原体感染的最新特效药物，其原料产能规模居全国第一，年产值达 6 亿元，国内市场占有率 70% 以上。公司通过与华中农业大学、武汉大学的深度合作，研发出高效菌种筛选与发酵工艺优化体系，使泰万菌素等原料药的发酵效价达到行业领先水平，打破国际专利壁垒。

图 15：公司研发投入与同比变化



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：公司折旧与摊销占营收比



数据来源：公司公告，西南证券整理

大规模资本投入短期拖累盈利。我国兽药行业正经历结构性变革，核心特征在于创新驱动、集中度提升、全产业链整合三大趋势。回盛生物深度把握产业升级机遇，通过智能制造升级与原料-制剂一体化战略构建核心壁垒，累计投入超 15 亿元用于产能扩建与技术改造。截至 2024 年底，募投项目产能逐步释放，基数不会再显著增长，资产折旧与债务成本进入边际递减期。财务弹性空间释放，规模效应将进一步凸显，折旧与摊销费用率预计持续降低，净利率修复至行业中枢水平。这种“技术驱动+资本赋能”的双轮模式，正推动公司从区域性龙头向全国性动保综合服务商转型。

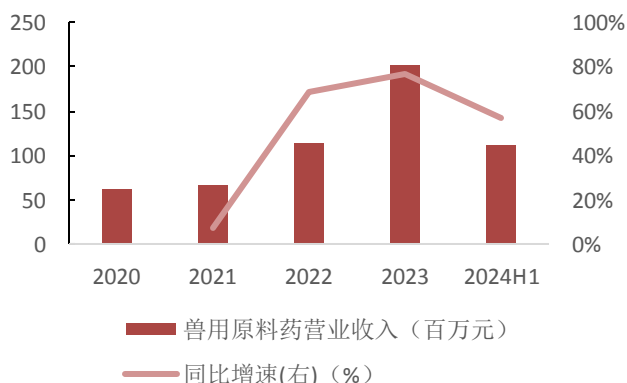
表 3：募集资金承诺项目情况（截止 2024 年 6 月 30 日）

承诺投资项目	募集资金净额 (万元)	截至期末投资进度	项目达到可使用状态日期
新沟基地粉/散/预混剂自动化生产基地建设	32,000	99.91%	2021/12/31 日
新沟基地-研发及质检中心建设项目	7,000	100.00%	2021/12/31 日
年产 160 吨泰万菌素发酵生产基地建设项目	7,000	100.00%	2019 年 12 月 01 日
中药提取及制剂生产线建设项目	6,000	100.14%	2022 年 06 月 30 日
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	28,500	105.25%	2023 年 09 月 30 日
湖北回盛制剂生产线自动化综合改扩建项目	12,100	100.00%	2022 年 06 月 30 日
宠物制剂综合生产线建设项目	9,000	100.00%	已终止
粉剂/预混剂生产线扩建项目	4,900	100.00%	2022 年 06 月 30 日
补充流动资金 (IPO)	7,000	100.00%	
补充流动资金 (可转债)	14,429.90	100.00%	
超募资金投向			
年产 1000 吨泰乐菌素项目	26,071.25	105.04%	2022 年 09 月 30 日
合计	154,001.15		

数据来源：公司公告，西南证券整理

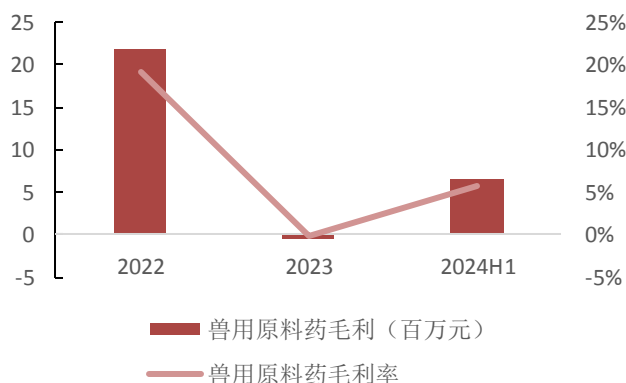
公司 2024 年 Q4 营收创单季度新高（突破 4 亿元），规模效应显著释放。伴随下游养殖行业景气度回升，兽药市场需求逐渐恢复。公司原料药产能利用率提升，折旧摊销占比下降，泰乐菌素、泰万菌素价格触底反弹带动毛利率回升原料药板块销售收入与毛利率双提升。2025 年，公司全资子公司兽用原料药产线技改升级及节能降耗项目在相关网站一次环评公示。项目投资 1 亿元，对生产线技术升级改造：新增提取及制粒干燥设备，泰乐菌素产能提升至 3000 吨/年，泰万菌素产能提升至 1200 吨/年，新增莫能菌素 2000 吨/年，盐霉素 9000 吨/年，硫酸粘杆菌素 500 吨/年，配套环保设施升级改造。新增储能、空压、搅拌等系统节能降耗升级改造。

图 17：公司原料药产品营业收入及变化



数据来源：ifind，西南证券整理

图 18：公司原料药产品毛利及毛利率



数据来源：ifind，西南证券整理

图 19：回盛生物兽用原料药产线技改升级项目

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，泰尔菌素产能提升至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。

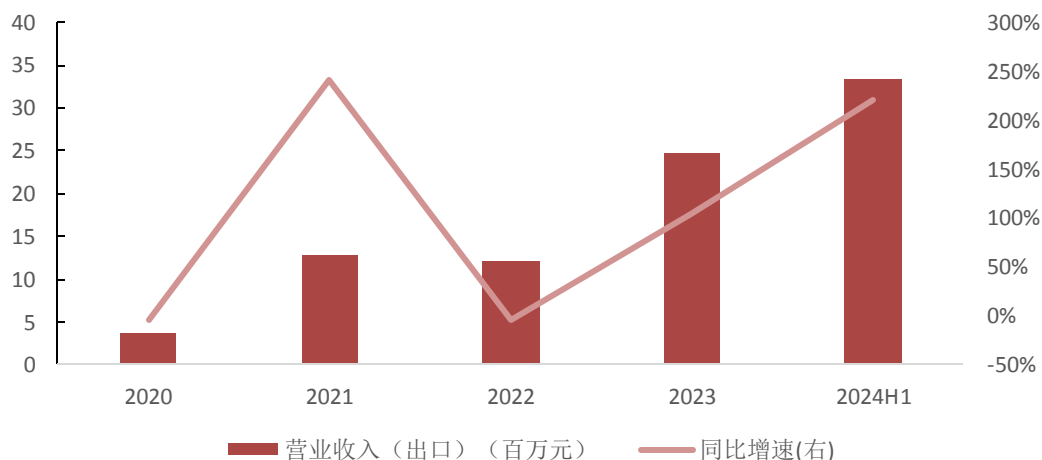
数据来源：政府信息公开，西南证券整理

公司通过“技术筑基-工艺提效-规模扩张”的三螺旋模型，将成本优势转化为全产业链竞争力。这种模式不仅抵御了下游养殖周期波动（2024 年 Q3 实现盈利），更为行业提供了从“成本竞争”向“价值创造”转型的范式。

3.2 出海战略加速全球渗透：原料药出口超亿元，越南工厂投产打开东南亚市场

目前我国兽药产业处于快速发展阶段，也是从“规模扩张”向“价值跃升”转型的攻坚期。本土企业需通过“技术出海”参与国际标准制定，同时挖掘宠物药等新兴市场潜力。公司近年来出口业务保持高速增长，从 2020 年的 378 万元增长至 2024H1 的 3334 万元。截止 2025 年 3 月，公司原料药已出口 20 余个国家，出口销售金额破亿元，展现出强劲的国际竞争力。

图 20：2020-2024H1 公司出口营收及增速



数据来源：ifind，西南证券整理

泰万菌素原料药破局国际壁垒。公司耗时近 20 年攻克泰万菌素发酵工艺，发酵效价提升并打破国际专利壁垒。截至 2024 年底，回盛生物泰万菌素原料药销售出口网络覆盖越南、菲律宾、伊朗等 20 余个国家，绿色合成技术获 FDA 认可，成为全球动保供应链重构的核心参与者。通过垂直整合实现原料自给，成本优势显著。

越南工厂投产拓展东南亚市场。2024 年 4 月，越南制剂工厂破土动工，标志着项目正式启动。2024 年 9 月，基建主体工程已完成，进入设备安装调试阶段。截至 2025 年 3 月，越南工厂已取得 GMP 证书，正在申请生产批文。预计 2025 年 Q2 越南工厂正式投产。越南作为 RCEP 核心区域，享受关税减免，且劳动力成本较中国更低，叠加深水港物流优势，形成“原料-生产-出口”一体化布局。该基地是回盛生物突破国际贸易壁垒的关键举措，该工厂将辐射东南亚及南美市场，提升全球供应链效率。未来随着越南工厂投产拓展东南亚市场，其全球化布局与创新研发将驱动盈利持续改善。

3.3 宠物药新品创新与产业链生态整合开辟第二成长曲线，打造“药品+诊疗”创新模式

宠物药新品创新与产业链生态整合开辟第二成长曲线。回盛生物依托在兽药领域长期积累的深厚技术底蕴与强大研发实力，果断而迅速地布局宠物药品板块，实现了业务领域的又一次拓展。2024 年是公司宠物药研发成果落地的重要一年，公司新推出了 5 款宠物药品和 2 款保健品。公司推出的驱虫药“盛宠宁”系列，采用双效配方和透皮技术实现体内外寄生虫 360° 防护，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。依托原料药自给优势，“盛宠宁”亲民的价格相较于进口药品展现出极大的价格优势，自上市至今受到广大宠主的高度好评。截至 2025 年 2 月，公司已取得 6 个宠物用新兽药注册证书，已有 14 款宠物药品及 16 款宠物保健品。随着产品矩阵的不断丰富，公司成立了独立的宠物线下销售公司和电商平台，将加大市场开拓力度。

图 21：回盛生物宠物药品已广泛覆盖



数据来源：公司官网，西南证券整理

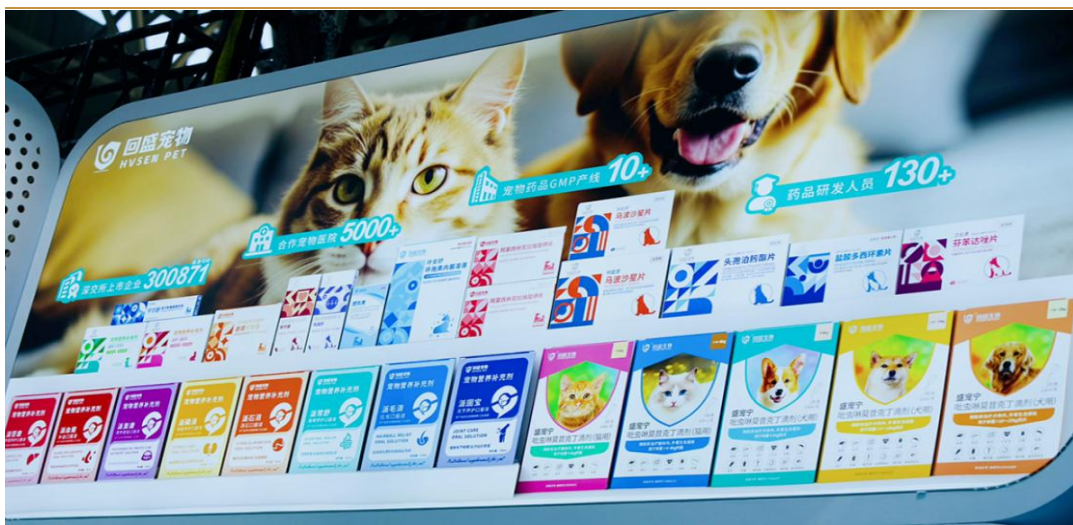
图 22：回盛生物宠物药品已广泛覆盖



数据来源：公司官网，西南证券整理

打造“药品+诊疗”创新模式。回盛生物拥有一支由 130 余人组成的专业研发团队，合作宠物医院 500+，宠物药品 GMP 产线 10 条以上，共自主研发生产宠物药品种类达 24 种。同时，公司实际控制人在湖北省内投资 7000 余万，配套打造了 20 余家武汉科道宠物医院，已累计服务 20 万+宠主，后续旨在进行“药品+诊疗”闭环生态构建。2025 年回盛生物将形成以中心医院+社区医院的连锁品牌模式，以医疗数字化建设、重点建设 15 大宠物专科、明星医生 IP 孵化、专科人才培养为引擎，打造华中地区宠物医疗的航母级企业。

图 23：回盛生物在 2024 湖北农博会参展



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1：2024 年生猪养殖行业产能去化兑现，猪企负债率下降现金流好转，后周期板块受益，带动动保需求回升。预计 2024-2026 年公司兽用化药制剂销量增速为 -2%/29%/25%，销售均价增速为 0%/5%/0%，对应毛利率分别为 20%/25%/25%。

假设 2：新建产能磨合爬坡，募投项目折旧摊销基数稳定，规模效应下原料药项目投产降低生产成本。预计 2024-2026 年兽用原料药销量增速为 90%/28%/20%，销售均价增速为 5%/2%/0%，对应毛利率分别为 8%/25%/25%。

假设 3：预计公司兽用中药制剂板块平稳发展。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
兽用化药制剂	收入（百万元）	717.91	703.55	949.79	1,187.24
	yoy		-2.00%	35%	25%
	成本（百万元）	525.57	563	712	890
	毛利率	26.79%	20.00%	25.00%	25.00%
兽用原料药	收入（百万元）	201.43	402.86	523.72	628.46
	yoy		100.00%	30.00%	20.00%
	成本（百万元）	201.87	371	393	471
	毛利率	-0.22%	8.00%	25.00%	25.00%
其他	收入（百万元）	77.54	81.42	87.12	93.21
	yoy		5.00%	7.00%	7.00%
	成本（百万元）	61.55	65	70	75
	毛利率	20.62%	20.00%	20.00%	20.00%
兽用中药制剂	收入（百万元）	22.88	24.02	25.71	27.51
	yoy		5.00%	7.00%	7.00%
	成本（百万元）	17.47	18	20	21
	毛利率	23.65%	23.00%	23.00%	23.00%
合计	收入（百万元）	1,019.76	1,211.85	1,586.33	1,936.42
	yoy		18.84%	30.90%	22.07%
	成本（百万元）	806.47	1017.10	1194.62	1457.53
	毛利率	20.92%	16.07%	24.69%	24.73%

数据来源：ifind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取动物保健行业中的三家主流公司：生物股份、普莱柯、瑞普生物。三者 2024 年平均 PE 为 27 倍，2025 年平均 PE 为 20 倍。给予公司 25 年 20 倍 PE 均值，维持“买入”评级，目标价 18.6 元。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600201	生物股份	7.6	0.25	0.25	0.34	0.41	30.40	30.40	22.35	18.54
603566	普莱柯	12.37	0.49	0.43	0.55	0.67	25.24	28.77	22.49	18.46
300119	瑞普生物	17.72	0.97	0.87	1.08	1.26	18.27	20.37	16.41	14.06
平均值							24.64	26.51	20.42	17.02
300871	回盛生物	12.85	0.10	-0.12	0.93	1.16	143.03	—	13.85	11.07

数据来源：ifind，西南证券整理

5 风险提示

- 1) 行业风险：下游养殖疫病爆发或价格波动可能导致需求骤降。
- 2) 研发风险：新品研发不及预期，可能延迟商业化进度。
- 3) 政策风险：兽药审批趋严或环保监管升级增加合规成本。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,020	1,212	1,586	1,936	净利润	17	-20	154	192
营业成本	806	1,017	1,195	1,458	折旧与摊销	121	19	10	10
营业税金及附加	10	9	14	16	财务费用	28	24	26	28
销售费用	56	60	75	91	资产减值损失	28	13	0	0
管理费用	76	68	76	93	经营营运资本变动	-66	57	-69	-44
财务费用	24	24	26	28	其他	-35	-20	-16	-19
资产减值损失	-3	0	0	0	经营活动现金流净额	93	74	105	166
投资收益	13	4	16	19	资本支出	-184	-200	-100	-100
公允价值变动损益	12	0	0	0	其他	84	4	16	19
其他经营损益	14	10	15	20	投资活动现金流净额	-100	-196	-84	-81
营业利润	15	-19	165	207	短期借款	20	56	55	50
其他非经营损益	-3	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
利润总额	12	-19	165	207	股权融资	0	-4	0	0
所得税	-4	1	12	14	支付股利	-59	-24	-26	-28
净利润	17	-20	154	192	其他	-3	-13	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	筹资活动现金流净额	-41	15	29	22
归属母公司股东净利润	17	-20	154	192	现金流量净额	-49	-108	50	107
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	294	186	235	343	成长能力				
应收和预付款项	391	413	556	682	销售收入增长率	-0.31%	18.84%	30.90%	22.07%
存货	229	283	329	405	营业利润增长率	-74.50%	-224.52%	980.86%	25.09%
其他流动资产	5	5	5	5	净利润增长率	-68.16%	-217.85%	877.95%	25.09%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	4.82%	-82.03%	726.08%	21.75%
投资性房地产	11	11	11	11	获利能力				
固定资产和在建工程	1,566	1,747	1,838	1,928	毛利率	20.92%	16.07%	24.69%	24.73%
无形资产和开发支出	104	104	104	104	三费率	15.27%	12.60%	11.12%	10.94%
其他非流动资产	4	3	3	3	净利率	1.65%	-1.63%	9.70%	9.94%
资产总计	2,975	3,117	3,459	3,871	ROE	1.11%	-1.35%	9.53%	10.65%
短期借款	240	297	352	401	ROA	0.56%	-0.63%	4.45%	4.97%
应付和预收款项	472	579	695	843	ROIC	0.81%	0.23%	6.89%	7.73%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	13.25%	2.00%	12.65%	12.61%
其他负债	753	781	798	821	营运能力				
负债合计	1,466	1,657	1,846	2,065	总资产周转率	0.34	0.40	0.48	0.53
股本	166	166	166	166	固定资产周转率	0.76	0.76	0.91	1.06
资本公积	874	870	870	870	应收账款周转率	3.11	3.59	3.78	3.63
留存收益	395	375	529	721	存货周转率	3.77	3.98	3.91	3.98
归属母公司股东权益	1,509	1,460	1,614	1,806	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	0	0	0	0	资本结构				
股东权益合计	1,509	1,460	1,614	1,806	资产负债率	49.28%	53.16%	53.35%	53.34%
负债和股东权益合计	2,975	3,117	3,459	3,871	带息债务/总负债	57.44%	55.09%	52.43%	49.25%
					流动比率	1.62	1.24	1.26	1.29
					速动比率	1.24	0.90	0.92	0.94
					股利支付率	265.70%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	135	24	201	244	每股收益	0.10	-0.12	0.93	1.16
PE	143	—	14	11	每股净资产	9.10	8.81	9.74	10.90
PB	2	1	1	1	每股经营现金	0.56	0.44	0.63	1.00
PS	2	2	1	1	每股股利	0.27	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	22	118	14	11					
股息率	1.87%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn