

回盛生物 (300871.SZ)

优于大市

事件点评：泰乐菌素价格快速上行，看好公司原料药板块业绩释放

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 农林牧渔 · 动物保健 II

◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：	鲁家瑞	021-61761016	lujiarui@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110002
证券分析师：	李瑞楠	021-60893308	liruinan@guosen.com.cn	执证编码：S0980523030001
证券分析师：	江海航	010-88005306	jianghaihang@guosen.com.cn	执证编码：S0980524070003

事项：

据中国兽药饲料交易中心统计，截至2025年3月21日，宁夏泰益欣生物酒石酸泰乐菌素（以下简称“泰乐菌素”）报价已达290元/千克（市场实际成交价280元/千克），较年初基准价累计上涨23.5%，创下该类近两年价格峰值。

国信农业观点：1) 受厂商停产挺价、下游需求回暖影响，年初至今泰乐菌素快速上行。2) 供给方面，泰乐菌素及其相关产品的产能具备高壁垒，目前TOP5企业控制着国内80%以上的GMP认证产能。2024Q3行情触底，头部厂商挺价情绪浓厚，库存天数从45天降至5天，下游被迫接受周度议价，是当前行情上行的重要支撑。考虑到泰乐菌素及其相关产品价格仍处历史偏低位置，后续挺价氛围预计维持，供给可能继续偏紧。3) 需求方面，泰乐菌素及其相关产品是治疗支原体的首选药物，具备治疗效率高且低残留的特征，需求近年随国内规模化养殖渗透率提升以及海外进口标准趋严而增长。考虑到当前生猪养殖仍有盈利且猪企资产负债表有所修复，泰乐菌素及其相关产品需求后续或维持较好表现。4) 综合来看，2025年泰乐菌素及相关产品预计维持供需偏紧局面，价格有望保持偏强走势。考虑到回盛生物“2000吨泰乐菌素、840吨泰万菌素”产能已于2023年底全部建成投产，目前产量快速爬坡，成本持续优化，2025年有望迎来“行情回暖&产能释放&成本优化”三击，看好公司原料药业绩释放。4) 风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，工艺优化不及预期，新产品推广不及预期等。5) 投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到2024年制剂业务受下游压价影响而复苏偏慢，且2024Q4以来的生猪行情回落预计限制其后续表现，我们下调公司制剂业务2024-2025年毛利率；同时考虑到原料药行情回暖与公司产能释放、成本优化的影响，我们上调公司原料药业务2025-2026年毛利率，最终调整公司2024-2026年归母净利润预测至-0.21/1.47/1.88亿元（原为0.03/1.55/0.78亿元），对应公司2024-2026年EPS预测分别为-0.12/0.89/1.13元，对应当前股价PE为-117/16/13x

评论：

◆ 2025年泰乐菌素及相关产品供需预计维持偏紧局面，价格有望保持偏强走势

据中国兽药饲料交易中心介绍，受头部厂商挺价停产、下游需求相对稳定影响，截至2025年3月21日，宁夏泰益欣生物泰乐菌素报价已达290元/千克（市场实际成交价280元/千克），较年初基准价累计上涨23.5%，创下该类近两年价格峰值。

从供应端来看：泰乐菌素产能具备高认证壁垒和投入成本，目前行业产能格局高度集中，TOP5企业控制了80%以上的GMP认证产能。2023-2024年受前期市场受齐鲁制药（2000→4000吨）、回盛生物（0→2000吨）等头部厂商扩产影响，行业竞争加剧，叠加养殖行情低迷压制需求，泰乐菌素行情自2023年开始持续回落，2024Q3单公斤价格仅200元出头（多数厂商的盈亏平衡线附近）。然而自2024年9月开始，头部厂商在成本线附近的挺价情绪渐起，高成本厂家陆续停产。据中国兽药饲料交易中心统计，目前相关厂商的库存周转天数已从常规45天骤降至5天，下游企业目前只能被迫接受“周度议价”模式，这是支撑当前泰乐菌素及其相关产品（主要为“泰万菌素”“替米考星”）价格快速回升的重要原因。考虑泰乐菌素及其相关产品价格仍处于历史偏低位置，后续市场整体挺价氛围预计维持，短期大规模复产可能性较小，供应

可能会继续维持紧张状态。

从需求端来看：据中国兽药饲料交易中心介绍，泰乐菌素及其相关产品（泰万菌素、替米考星）作为当前治疗支原体感染的首选药物，既能满足现代化养殖的疫病防控效率，又符合欧盟最新安全残留标准，因此随着国内生猪养殖规模化率突破 65%带来的治疗性用药需求激增以及欧盟新规倒逼我国出口型养殖企业提升合规用药比例，国内泰乐菌素及其相关产品需求近年维持较快增长。考虑到国内生猪养殖目前仍处于盈利区间且猪企资产负债表较前期有所修复，我们预计 2025 年国内泰乐菌素及相关产品需求或维持较好表现。

综合来看，我们认为未来在挺价限产和下游需求支撑下，2025 年泰乐菌素及相关产品供需预计维持偏紧局面，价格有望保持偏强走势。

图1：2024Q1-Q3 泰乐菌素维持偏弱走势（单位：万只）



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，国信证券经济研究所整理

图2：2025 年初至今，泰乐菌素报价已累计上涨 23.5%

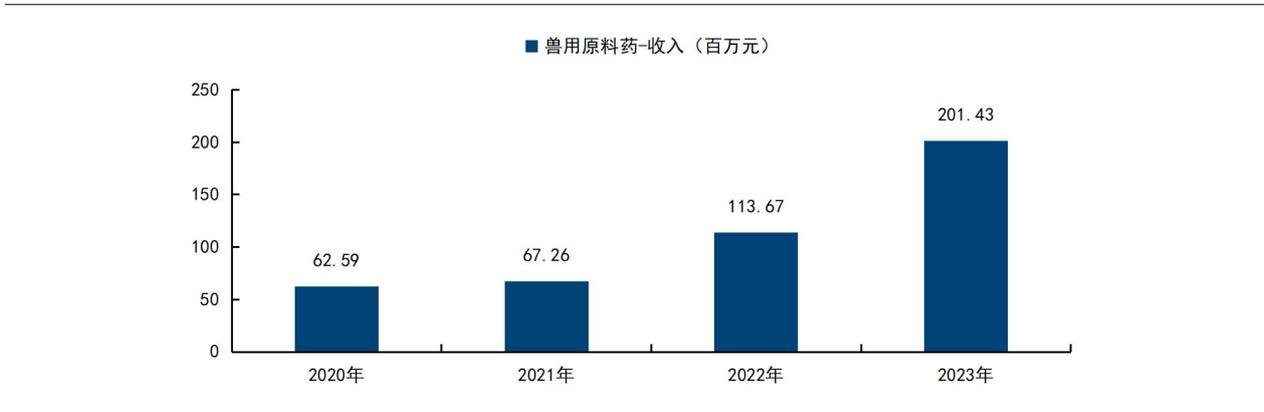


资料来源：《中国宠物行业白皮书》，国信证券经济研究所整理

◆ 回盛生物已建成 2000 吨泰乐菌素产能、840 吨泰万菌素产能，2025 年有望充分受益行情回暖。

回盛生物作为国内兽药制剂龙头，近年正稳步加码原料药，当前主要产品为泰万菌素、泰乐菌素和替米考星。产能方面，2023 年底公司“年产 1000 吨泰乐菌素项目”和“年产 1000 吨泰乐菌素和年产 600 吨泰万菌素生产线扩建项目”均全面投产，目前共拥有泰乐菌素产能为 2000 吨/年、泰万菌素产能 840 吨/年，2024 年至今正处于产能快速释放阶段。成本方面，公司原料药项目发酵水平和工艺流程持续优化，生产成本较 2023 年投产初期有明显下降，目前已经处于行业领先水平，且后续随着工艺持续精进，预计仍有优化空间。综合来看，回盛生物原料药业务板块 2025 年有望迎来“行情回暖&产能释放&成本优化”三击，看好后续业绩释放。

图3：回盛生物原料药业务收入近年快速扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：维持“优于大市”评级

维持“优于大市”评级。考虑到2024年制剂业务受下游压价影响而复苏偏慢，且2024Q4以来的生猪行情回落预计限制其后续表现，我们下调公司制剂业务2024-2025年毛利率；同时考虑到原料药行情回暖与公司产能释放、成本优化的影响，我们上调公司原料药业务2025-2026年毛利率，最终调整公司2024-2026年归母净利润预测至-0.21/1.47/1.88亿元（原为0.03/1.55/0.78亿元），对应公司2024-2026年EPS预测分别为-0.12/0.89/1.13元，对应当前股价PE为-117/16/13x。

表1：回盛生物业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
制剂						
收入（亿元）	8.46	7.74	7.18	7.36	9.94	11.92
增速		-8.51%	-7.24%	2.50%	35.00%	20.00%
毛利（亿元）	2.19	1.83	1.92	1.73	2.68	3.10
毛利率	25.92%	23.66%	26.79%	23.50%	27.00%	26.00%
原料药						
收入（亿元）	0.67	1.14	2.01	3.85	6.25	6.88
增速		69.00%	77.21%	91.13%	62.34%	10.00%
毛利（亿元）		0.22	0.00	0.25	1.56	1.72
毛利率		19.26%	-0.22%	6.50%	25.00%	25.00%
合计						
营业总收入（亿元）	9.96	10.23	10.20	12.37	17.46	20.17
增速	28.14%	2.71%	-0.29%	21.24%	41.17%	15.51%
毛利（亿元）	2.71	2.25	2.13	1.98	4.25	4.82
毛利率	27.17%	21.99%	20.88%	16.01%	24.32%	23.90%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表2：回盛生物未来3年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1020	1236	1745	2016
营业成本	806	1038	1321	1534
销售费用	56	58	80	91
管理费用	76	66	87	95
研发费用	45	54	75	85
财务费用	24	28	33	33
营业利润	15	(20)	133	160
利润总额	12	(20)	133	160
归属于母公司净利润	17	(21)	147	188
EPS	0.10	-0.12	0.89	1.13
ROE	1.11%	-1.39%	9.18%	10.81%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,023	1,020	1,258	1,828	2,140
(+/-%)	2.7%	-0.3%	23.4%	45.3%	17.1%
净利润(百万元)	53	17	112	342	431
(+/-%)	-60.3%	-68.2%	564.8%	206.3%	26.0%
摊薄 EPS	0.32	0.10	0.67	2.06	2.60
中性预测					
营业收入(百万元)	1,023	1,020	1,236	1,745	2,016
(+/-%)	2.7%	-0.3%	21.2%	41.2%	15.5%
净利润(百万元)	53	17	-21	147	188
(+/-%)	-60.3%	-68.2%	-223.5%	811.6%	27.4%
摊薄 EPS(元)	0.32	0.10	-0.12	0.89	1.13
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,023	1,020	1,215	1,665	1,897
(+/-%)	2.7%	-0.3%	19.1%	37.1%	14.0%
净利润(百万元)	53	17	-150	-35	-41
(+/-%)	-60.3%	-68.2%	-995.1%	76.6%	-15.9%
摊薄 EPS	0.32	0.10	-0.91	-0.21	-0.25
总股本(百万股)	166	166	166	166	166

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

◆ 风险提示

养殖过程中发生不可控疫情, 工艺优化不及预期, 新产品推广不及预期。

相关研究报告:

《回盛生物(300871.SZ)-2024 中报点评: 制剂盈利下滑叠加股权投资亏损, 上半年归母净利润同比-426%》——2024-09-06

《回盛生物(300871.SZ)-2023 年报及 2024 一季报点评: 受下游需求低迷、信用减值计提等多因素影响, 短期业绩表现承压明显》——2024-04-28

《回盛生物(300871.SZ)-2023 年中报点评: 制剂业务量利改善, 上半年归母净利润同比+144%》——2023-08-29

《回盛生物(300871.SZ)-2022 年报及 2023 一季报点评: 2023Q1 归母净利同比+634.03%, 原料-制剂一体化战略稳步推进》——2023-04-27

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	424	294	356	503	580	营业收入	1023	1020	1236	1745	2016
应收款项	350	331	368	472	600	营业成本	798	806	1038	1321	1534
存货净额	199	229	274	344	428	营业税金及附加	9	10	11	16	18
其他流动资产	379	412	562	880	916	销售费用	48	56	58	80	91
流动资产合计	1351	1266	1560	2198	2524	管理费用	54	76	66	87	95
固定资产	1498	1566	1543	1462	1340	研发费用	40	45	54	75	85
无形资产及其他	107	104	101	98	95	财务费用	14	24	28	33	33
投资性房地产	33	39	39	39	39	投资收益	6	13	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	15	0	0	0
资产总计	2989	2975	3243	3797	3998	其他收入	(50)	(61)	(54)	(75)	(85)
短期借款及交易性金融负债	220	241	429	601	516	营业利润	59	15	(20)	133	160
应付款项	490	472	528	751	879	营业外净收支	(2)	(3)	0	0	0
其他流动负债	95	68	102	131	147	利润总额	57	12	(20)	133	160
流动负债合计	805	781	1059	1483	1542	所得税费用	4	(4)	1	(15)	(27)
长期借款及应付债券	570	602	602	602	602	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	72	83	94	106	117	归属于母公司净利润	53	17	(21)	147	188
长期负债合计	643	685	696	707	718	现金流量表（百万元）					
负债合计	1448	1466	1755	2190	2260	净利润	53	17	(21)	147	188
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	8	1	0	(0)	(0)
股东权益	1541	1509	1489	1607	1738	折旧摊销	63	120	161	170	175
负债和股东权益总计	2989	2975	3243	3797	3998	公允价值变动损失	(4)	(15)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	14	24	28	33	33
每股收益	0.32	0.10	(0.12)	0.89	1.13	营运资本变动	(182)	(84)	(131)	(229)	(93)
每股红利	0.38	0.35	0.00	0.18	0.34	其它	(8)	(1)	(0)	0	0
每股净资产	9.28	9.10	8.97	9.68	10.48	经营活动现金流	(70)	38	9	89	270
ROIC	2.53%	0.35%	-1%	6%	7%	资本开支	0	(201)	(135)	(85)	(51)
ROE	3.42%	1.11%	-1.39%	9.18%	10.81%	其它投资现金流	2	0	0	0	0
毛利率	22%	21%	16%	24%	24%	投资活动现金流	2	(201)	(135)	(85)	(51)
EBIT Margin	7%	3%	1%	10%	10%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	15%	14%	19%	18%	负债净变化	(35)	0	0	0	0
收入增长	3%	-0%	21%	41%	16%	支付股利、利息	(62)	(59)	0	(29)	(56)
净利润增长率	-60%	-68%	-223%	812%	27%	其它融资现金流	(380)	150	188	172	(85)
资产负债率	48%	49%	54%	58%	57%	融资活动现金流	(576)	33	188	143	(141)
股息率	2.6%	2.4%	0.0%	1.2%	2.3%	现金净变动	(644)	(130)	62	147	78
P/E	45.9	144.1	(116.7)	16.4	12.9	货币资金的期初余额	1068	424	294	356	503
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	货币资金的期末余额	424	294	356	503	580
EV/EBITDA	28.3	26.2	24.6	13.7	12.7	企业自由现金流	0	(127)	(96)	41	257
						权益自由现金流	0	23	62	176	134

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032