2025 年 05 月 01 日

证券研究报告•2024 年报及 25 年一季报点评

回盛生物（300871）农林牧渔

买入（维持）

当前价：21.48 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

原料药业务爆发，规模效应与产品结构优化驱动业绩反转

投资要点

- **业绩总结：**2024 年公司实现营业收入 12.00 亿元，同比增长 17.71%；归母净利润为-2015.56 万元，同比由盈转亏。2025 年 Q1 实现营业收入 3.99 亿元，同比增长 92.96%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比扭亏为盈。

- **点评：多因素影响短期业绩承压。**多因素影响全年业绩承压，Q4 边际改善显著。公司 2024 年归母净利润同比大幅下降，主要原因包括：1）受下游养殖行业压价影响，部分产品价格下降导致化药制剂毛利率有所下滑；2）公司持续加大研发创新投入，研发费用同比增加 1119.96 万元至 5580 万元。尽管全年业绩承压，但公司下半年经营情况显著改善，主要受益于下游需求回暖及公司自身降本增效成果显现。

- **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。公司拟投资 1 亿元进行技改升级，预计将形成泰乐菌素 3,000 吨、泰万菌素 1,200 吨的年产能。

- **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。截至 2025 年 3 月，越南工厂已取得 GMP 证书，正在申请生产批文。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 2025-2027 年 EPS 分别为 0.87 元、1.16 元、1.29 元，对应动态 PE 分别为 25/18/17 倍，维持“买入”评级。

- **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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,200	1,686	2,053	2,504
增长率	17.71%	40.45%	21.79%	21.97%
归属母公司净利润（百万元）	-20	157	208	231
增长率	-220.11%	876.64%	33.01%	11.15%
每股收益 EPS（元）	-0.12	0.87	1.16	1.29
净资产收益率 ROE	-1.38%	10.10%	12.43%	12.76%
PE	—	24.59	18.49	16.63
PB	1.14	2.48	2.30	2.12

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：徐卿

执业证号：S1250518120001

电话：021-68415832

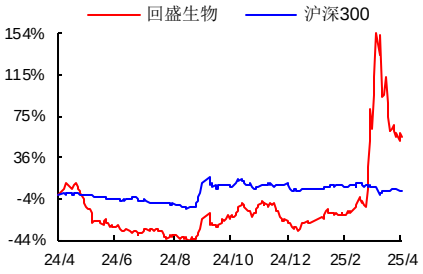
邮箱：xuq@swsc.com.cn

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)	1.79
流通 A 股(亿股)	1.79
52 周内股价区间(元)	7.77-34.99
总市值(亿元)	39.59
总资产(亿元)	30.46
每股净资产(元)	8.72

相关研究

1. 回盛生物（300871）：规模效应、出海扩张与宠物医疗生态的三重驱动 (2025-03-23)
2. 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)

盈利预测

关键假设：

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 2025-2027 年公司兽用化药制剂销量增速为 20%/25%/25%，销售均价增速为 4%/0%/0%，对应毛利率分别为 25%/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 2025-2027 年兽用原料药销量增速为 50%/20%/20%，销售均价增速为 20%/0%/0%，对应毛利率分别为 25%/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 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
兽用化药制剂	收入（百万元）	717.31	896.64	1,120.80	1,401.00
	yoy	-0.08%	25.00%	25%	25%
	成本（百万元）	561.76	672	841	1051
	毛利率	21.69%	25.00%	25.00%	25.00%
兽用原料药	收入（百万元）	376.04	676.87	812.25	974.70
	yoy	86.69%	80.00%	20.00%	20.00%
	成本（百万元）	354.26	508	609	731
	毛利率	5.79%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	收入（百万元）	83.82	88.01	94.17	100.76
	yoy	8.10%	5.00%	7.00%	7.00%
	成本（百万元）	69.39	70	75	81
	毛利率	17.22%	20.00%	20.00%	20.00%
兽用中药制剂	收入（百万元）	23.16	24.32	26.02	27.84
	yoy	1.22%	5.00%	7.00%	7.00%
	成本（百万元）	18.86	19	20	21
	毛利率	18.57%	23.00%	23.00%	23.00%
合计	收入（百万元）	1200.33	1685.84	2053.24	2504.30
	yoy	17.71%	40.45%	21.79%	21.97%
	成本（百万元）	1004.27	1269.27	1545.16	1883.82
	毛利率	16.33%	24.71%	24.75%	24.78%

数据来源：ifind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,200	1,686	2,053	2,504
营业成本	1,004	1,269	1,545	1,884
营业税金及附加	11	15	18	22
销售费用	59	76	92	113
管理费用	59	84	103	125
财务费用	40	44	44	44
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	8	14	19	20
公允价值变动损益	-24	0	0	0
其他经营损益	17	18	26	31
营业利润	-29	158	205	257
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-29	158	205	257
所得税	-9	2	-1	28
净利润	-20	156	206	229
少数股东损益	0	-1	-2	-3
归属母公司股东净利润	-20	157	208	231

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	326	334	221	175
应收和预付款项	501	641	802	987
存货	248	330	407	484
其他流动资产	12	12	12	12
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	11	11	11	11
固定资产和在建工程	1,543	1,679	1,801	1,908
无形资产和开发支出	114	114	114	114
其他非流动资产	4	4	4	4
资产总计	3,015	3,393	3,660	3,984
短期借款	317	317	317	317
应付和预收款项	507	721	855	1,021
长期借款	59	59	59	59
其他负债	666	739	749	770
负债合计	1,549	1,836	1,979	2,167
股本	166	179	179	179
资本公积	881	881	881	881
留存收益	330	425	549	688
归属母公司股东权益	1,458	1,551	1,675	1,814
少数股东权益	8	7	5	2
股东权益合计	1,465	1,557	1,680	1,817
负债和股东权益合计	3,015	3,393	3,660	3,984

业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	141	215	277	343
PE	—	25	18	17
PB	1	2	2	2
PS	1	2	2	2
EV/EBITDA	16	21	16	13
股息率	1.29%	1.63%	2.16%	2.41%

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-20	156	206	229
折旧与摊销	114	14	29	43
财务费用	43	44	44	44
资产减值损失	1	0	0	0
经营营运资本变动	-90	24	-115	-75
其他	-4	-14	-19	-20
经营活动现金流净额	44	223	145	220
资本支出	-194	-150	-150	-150
其他	92	14	19	20
投资活动现金流净额	-102	-136	-131	-130
短期借款	76	0	0	0
长期借款	59	0	0	0
股权融资	19	13	0	0
支付股利	-59	-106	-127	-136
其他	-82	13	0	0
筹资活动现金流净额	14	-80	-127	-136
现金流量净额	-45	8	-113	-46

财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
销售收入增长率	17.71%	40.45%	21.79%	21.97%
营业利润增长率	-292.83%	641.86%	30.20%	25.04%
净利润增长率	-220.11%	876.64%	33.01%	11.15%
EBITDA 增长率	4.26%	52.92%	28.70%	23.67%
获利能力				
毛利率	16.33%	24.71%	24.75%	24.78%
三费率	13.27%	12.09%	11.62%	11.24%
净利率	-1.65%	9.23%	10.05%	9.14%
ROE	-1.38%	10.10%	12.43%	12.76%
ROA	-0.66%	4.85%	5.85%	5.99%
ROIC	0.78%	8.02%	9.63%	9.79%
EBITDA/销售收入	11.74%	12.78%	13.51%	13.69%
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.53	0.58	0.66
固定资产周转率	0.79	1.06	1.19	1.36
应收账款周转率	3.50	3.74	3.50	3.52
存货周转率	4.21	4.39	4.19	4.23
销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
资本结构				
资产负债率	51.40%	54.11%	54.09%	54.40%
带息债务/总负债	57.35%	50.01%	46.39%	42.37%
流动比率	1.42	1.28	1.25	1.24
速动比率	1.06	0.95	0.87	0.84
股利支付率	-106.43%	40.00%	40.00%	40.00%
每股指标				
每股收益	-0.12	0.87	1.16	1.29
每股净资产	8.79	8.65	9.35	10.12
每股经营现金	0.26	1.25	0.81	1.23
每股股利	0.13	0.35	0.46	0.52

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
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
	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
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
北京	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

	郑龑	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	lzr@swsc.com.cn