



## 业绩创新高, 原料药与新兴业务驱动高成长

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2025年年度报告。全年实现营业收入16.81亿元, 同比增长40.07%; 实现归母净利润2.53亿元, 同比增长1356.01%。单季度来看, 2025年Q4实现营业收入4.22亿元, 实现归母净利润0.65亿元。
- 点评: 原料药业务驱动业绩高增, 盈利能力显著修复。** 2025年公司业绩创历史新高, 收入与利润均实现高速增长, 主要得益于原料药业务板块的强劲表现, 该板块受益于产品价格上行和成本优化, 实现量价齐升。公司核心战略“原料-制剂一体化”成效凸显, 有效对冲了下游养殖行业周期波动风险, 构筑了坚实的成本与供应链壁垒。同时, 宠物、水产及海外等新兴业务多点开花, 展现出强劲的增长潜力, 为公司打开了新的成长空间。
- 原料药业务量价齐升, 制剂与新兴业务多点开花。** 分业务看, 兽用原料药业务实现收入6.83亿元, 同比增长81.73%, 成为业绩增长的核心引擎。受益于成本优化及产品价格上行, 毛利率同比大幅提升33.46个百分点至39.25%。核心产品泰万菌素原料药市占率超过50%。兽用化药制剂业务实现收入8.95亿元, 同比增长24.72%, 在行业价格竞争激烈的背景下实现稳健增长。受益于产品结构优化及原料自给优势, 毛利率提升2.91个百分点至24.60%。新兴业务宠物业务表现亮眼, 全年销售额同比增长186.02%。
- 一体化战略构筑核心壁垒, 全球化与新业务打开成长空间。** 公司“原料-制剂一体化”优势深化, 已实现泰地罗新、泰万菌素等核心大环内酯类产品的原料自给, 有效保障了供应链稳定与成本控制。公司全球化布局加速推进, 全年出口销售额(含间接出口)超两亿元, 同比实现翻倍增长。销售网络已遍及30多个国家和地区。越南生产基地已于2025年顺利投产, 标志着公司制剂出海迈出关键一步。公司研发创新成果丰硕, 2025年研发费用达7982万元, 同比增长43.05%。报告期内取得7个新兽药证书和7个比对产品批文, 其中“恩康唑溶液”填补了国内宠物药浴全身抗真菌产品空白, 产品矩阵的持续丰富为未来增长奠定坚实基础。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2026-2028年EPS分别为1.65元、1.97元、2.47元, 对应动态PE分别为17/14/11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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,681	2,070	2,515	3,058
增长率	40.07%	23.14%	21.47%	21.61%
归属母公司净利润(百万元)	253	333	398	497
增长率	1356.01%	31.60%	19.34%	25.12%
每股收益EPS(元)	1.33	1.65	1.97	2.47
净资产收益率ROE	11.65%	13.76%	14.62%	16.09%
PE	15.53	17.06	14.29	11.42
PB	1.93	2.40	2.18	1.95

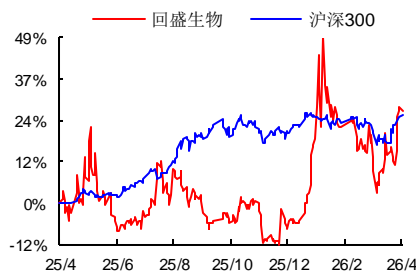
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

分析师: 赵磐  
执业证号: S1250525070003  
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)	2.02
流通A股(亿股)	2.02
52周内股价区间(元)	19.24-32.62
总市值(亿元)	56.34
总资产(亿元)	30.09
每股净资产(元)	10.74

### 相关研究

- 回盛生物(300871): 原料药业务爆发, 规模效应与产品结构优化驱动业绩反转(2025-05-06)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：后周期板块随猪价底部回升受益，预计 2026-2028 年公司兽用化药制剂销量增速为 20%/20%/20%，销售均价增速为 0%/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 2026-2028 年兽用原料药销量增速为 30%/25%/25%，销售均价增速为 0%/0%/0%，对应毛利率分别为 40%/40%/40%。

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 2026-2028 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		2025A	2026E	2027E	2028E
兽用化药制剂	收入（百万元）	894.66	1,073.59	1,288.31	1,545.97
	yoy	24.72%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本（百万元）	674.61	805	966	1159
	毛利率	24.60%	25.00%	25.00%	25.00%
兽用原料药	收入（百万元）	683.38	888.39	1,110.49	1,388.12
	yoy	81.73%	30.00%	25.00%	25.00%
	成本（百万元）	415.14	533	666	833
	毛利率	39.25%	40.00%	40.00%	40.00%
其他	收入（百万元）	75.73	79.52	85.08	91.04
	yoy	-9.65%	5.00%	7.00%	7.00%
	成本（百万元）	53.48	56	60	65
	毛利率	29.38%	29.00%	29.00%	29.00%
兽用中药制剂	收入（百万元）	27.48	28.85	30.87	33.03
	yoy	18.67%	5.00%	7.00%	7.00%
	成本（百万元）	17.03	18	19	20
	毛利率	38.03%	38.00%	38.00%	38.00%
合计	收入（百万元）	1,681.25	2,070.36	2,514.76	3,058.16
	yoy	40.07%	23.14%	21.47%	21.61%
	成本（百万元）	1,160.26	1412.58	1712.08	2077.47
	毛利率	30.99%	31.77%	31.92%	32.07%

数据来源：ifind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,681	2,070	2,515	3,058	净利润	253	331	395	495
营业成本	1,160	1,413	1,712	2,077	折旧与摊销	121	14	29	29
营业税金及附加	11	16	19	22	财务费用	16	10	10	12
销售费用	84	105	126	154	资产减值损失	9	0	0	0
管理费用	66	101	115	140	经营营运资本变动	-148	-15	-83	-52
财务费用	13	10	10	12	其他	-14	-13	-15	-18
资产减值损失	-2	0	0	0	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>238</b>	<b>327</b>	<b>336</b>	<b>465</b>
投资收益	9	15	16	20	资本支出	-97	-151	-151	-1
公允价值变动损益	1	0	0	0	其他	42	15	16	20
其他经营损益	22	28	34	41	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-55</b>	<b>-137</b>	<b>-135</b>	<b>18</b>
<b>营业利润</b>	<b>290</b>	<b>373</b>	<b>465</b>	<b>571</b>	短期借款	-143	0	0	0
其他非经营损益	-2	-1	-1	-1	长期借款	-34	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>289</b>	<b>372</b>	<b>464</b>	<b>569</b>	股权融资	0	-1	0	0
所得税	35	40	69	74	支付股利	-50	-143	-169	-211
净利润	253	331	395	495	其他	67	0	0	0
少数股东损益	0	-2	-2	-2	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-160</b>	<b>-144</b>	<b>-169</b>	<b>-211</b>
归属母公司股东净利润	253	333	398	497	<b>现金流量净额</b>	<b>22</b>	<b>45</b>	<b>32</b>	<b>273</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	310	355	387	660	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	536	799	980	1,174	销售收入增长率	40.07%	23.14%	21.47%	21.61%
存货	268	372	440	541	营业利润增长率	1098.70%	28.38%	24.74%	22.72%
其他流动资产	8	8	8	8	净利润增长率	1356.01%	31.60%	19.34%	25.12%
长期股权投资	0	0	0	0	EBITDA 增长率	194.26%	-4.55%	26.93%	21.36%
投资性房地产	13	13	13	13	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1,551	1,687	1,809	1,780	毛利率	30.99%	31.77%	31.92%	32.07%
无形资产和开发支出	111	111	111	111	三费率	9.71%	10.40%	9.98%	9.97%
其他非流动资产	2	2	2	2	净利率	15.08%	16.00%	15.72%	16.19%
<b>资产总计</b>	<b>3,009</b>	<b>3,592</b>	<b>3,994</b>	<b>4,551</b>	ROE	11.65%	13.76%	14.62%	16.09%
短期借款	174	174	174	174	ROA	8.42%	9.96%	10.21%	11.20%
应付和预收款项	391	781	928	1,152	ROIC	10.67%	12.78%	13.66%	15.19%
长期借款	25	25	25	25	EBITDA/销售收入	24.66%	19.12%	19.98%	19.93%
其他负债	232	230	249	286	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>822</b>	<b>1,210</b>	<b>1,376</b>	<b>1,636</b>	总资产周转率	0.56	0.62	0.65	0.69
股本	202	202	202	202	固定资产周转率	1.11	1.33	1.49	1.76
资本公积	1,451	1,451	1,451	1,451	应收账款周转率	4.41	3.98	3.52	3.51
留存收益	542	740	978	1,277	存货周转率	4.50	4.41	4.22	4.24
归属母公司股东权益	2,174	2,371	2,610	2,908	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	13	11	9	6	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2,186</b>	<b>2,382</b>	<b>2,618</b>	<b>2,915</b>	资产负债率	27.33%	33.22%	33.53%	34.56%
负债和股东权益合计	3,009	3,592	3,994	4,551	带息债务/总负债	27.80%	18.90%	16.61%	13.97%
					流动比率	1.77	1.60	1.66	1.80
					速动比率	1.28	1.18	1.23	1.37
					股利支付率	23.90%	25.00%	25.00%	25.00%
业绩和估值指标									
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	415	396	502	610	<b>每股指标</b>				
PE	16	17	14	11	每股收益	1.33	1.65	1.97	2.47
PB	2	2	2	2	每股净资产	10.74	12.00	13.48	15.33
PS	2	3	2	2	每股经营现金	1.18	1.62	1.67	2.31
EV/EBITDA	10	14	11	8	每股股利	0.30	0.41	0.49	0.62
股息率	1.45%	1.47%	1.75%	2.19%					

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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn