

业绩显著修复，宠物业务与研发驱动新增长

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2025 年半年度报告，2025 年上半年公司实现营收 27.93 亿元，同比+12.63%，实现归母净利润 0.82 亿元，同比+30.19%；实现扣非后归母净利润 0.82 亿元，同比+39.35%。
- **点评：营收利润双增，业绩修复趋势明显。**公司 2025 年上半年业绩显著改善，营收和净利润均实现双位数增长，扭转了上一年的下滑态势。业绩增长主要得益于毛利额的增加及投资收益的大幅增长，报告期内公司投资收益达 0.46 亿元，同比增长显著。分业务看，化药板块表现强劲，制剂产品和原料药销售收入均有显著增长，实现营收 9.99 亿元；生物制品板块受行业竞争加剧影响，营收为 4.50 亿元，同比有所下滑；饲料板块营收 5.36 亿元。尽管部分产品线仍面临价格压力，整体毛利率同比微降，但公司费用管控效果良好，管理费用同比下降 4.36%，销售费用增速低于营收增速，保障了利润端的修复。
- **行业景气改善，业绩底部回升。**作为行业领军的央企，中牧股份在动保领域有着深厚的积淀和“国家队”的定位优势。随着下游养殖行业生产逐步稳定，对动保产品的需求有望持续恢复。公司积极调整经营策略，聚焦大客户开发与“药、料、苗”协同服务，成效已在半年报中体现。更值得期待的是，公司在宠物保健品领域的全面布局，从疫苗到化药，再到高端宠物食品品牌“搭爪”的终端推广，有望抓住宠物市场快速增长的机遇，打造新的业绩增长点，持续提升公司盈利能力。
- **研发持续投入，具有成长潜力。**2025 年上半年公司研发费用 0.60 亿元，同比+4.73%；上半年营业收入为 27.93 亿元，研发费率为 2.14%。公司持续的研发投入为长期发展提供动力。宠物业务是公司重点布局的新赛道，上半年品牌建设与产品推广效果显著，“笃宠友道”品牌亮相行业大会，新产品开发加快，共有 6 个产品陆续上市销售。公司已布局狂犬病、犬四联、猫三联等宠物疫苗及多款化药，产品矩阵不断丰富。在非洲猪瘟疫苗研发方面，公司作为明确的亚单位疫苗研发单位之一，其进展备受市场关注，为未来发展奠定想象空间。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2025-2027 年公司 EPS 为 0.28、0.34、0.38 元，对应动态 PE 26、22、20 倍，予以公司 2025 年 32 倍 PE，给予“买入”评级，目标价 8.96 元。
- **风险提示：**养殖端突发疫病、下游需求不及预期、研发进度不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,017	6,569	7,190	7,798
增长率	11.30%	9.17%	9.46%	8.46%
归属母公司净利润（百万元）	71	287	351	386
增长率	-82.41%	305.33%	22.12%	9.99%
每股收益 EPS（元）	0.07	0.28	0.34	0.38
净资产收益率 ROE	1.29%	5.03%	5.90%	6.22%
PE	96.69	26.37	21.60	19.63
PB	1.24	1.33	1.27	1.22

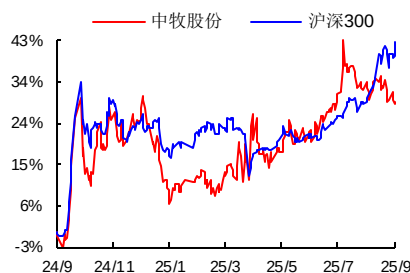
数据来源：Wind，西南证券

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)	10.21
流通 A 股(亿股)	10.21
52 周内股价区间(元)	5.57-8.21
总市值(亿元)	75.77
总资产(亿元)	88.82
每股净资产(元)	5.48

相关研究

1. 中牧股份（600195）：营收稳步增长，盈利能力有待修复（2025-05-06）
2. 中牧股份（600195）：微增与挑战并行，研发持续发展（2024-11-07）

盈利预测

假设 1：根据现有生猪与家禽存栏量情况，预计 2025-2027 年公司生物制品销量增速为 5%/5%/5%，预计动保板块受益于养殖企业现金流好转，销售均价增速为 4%/3%/0%，对应毛利率分别为 40%/43%/44%。

假设 2：公司发展化药板块，产能扩张，结合当前市场对于疫病防治的需求，预计 2025-2027 年兽药销量增速为 20%/20%/20%，销售均价保持不变，对应毛利率分别为 19%/19%/19%。

假设 3：预计公司原料贸易及饲料板块平稳发展。

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
合计	收入（百万元）	6017.19	6568.74	7189.91	7797.92
	yoy	11.30%	9.17%	9.46%	8.46%
	成本（百万元）	5032.86	5396.61	5853.56	6320.90
	毛利率	16.36%	17.84%	18.59%	18.94%
生物制品	收入（百万元）	1,014.58	1105.89	1194.36	1254.08
	yoy	0.52%	9.00%	8.00%	5.00%
	成本（百万元）	637.79	663.54	680.79	702.29
	毛利率	37.14%	40.00%	43.00%	44.00%
饲料	收入（百万元）	1,100.23	1155.24	1213.00	1249.39
	yoy	7.23%	5.00%	5.00%	3.00%
	成本（百万元）	861.68	901	946	975
	毛利率	21.68%	22%	22%	22%
兽药	收入（百万元）	1,691.90	2030.28	2436.34	2923.60
	yoy	33.90%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本（百万元）	1,377.01	1644.53	1973.43	2368.12
	毛利率	18.61%	19.00%	19.00%	19.00%
贸易	收入（百万元）	2,183.83	2249.34	2316.83	2339.99
	yoy	4.81%	3.00%	3.00%	1.00%
	成本（百万元）	2,150.35	2181.86	2247.32	2269.79
	毛利率	1.53%	3.00%	3.00%	3.00%
其它	收入（百万元）	26.65	27.98	29.38	30.85
	yoy	12.16%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	6.03	5.60	5.88	6.17
	毛利率	77.37%	80.00%	80.00%	80.00%

数据来源：Wind，西南证券

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 2025 年平均 PE 为 31 倍。作为动保行业的领先企业，中牧牧原合资项目正稳步推进，预计产能释放后将显著补强化药业务。予以公司 2025 年 32 倍 PE，给予“买入”评级，目标价 8.96 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600201	生物股份	8.23	0.10	0.18	0.25	0.32	82.30	45.72	32.92	25.72
603566	普莱柯	14.62	0.27	0.55	0.66	0.75	54.15	26.58	22.15	19.49
300119	瑞普生物	21.76	0.65	0.99	1.18	1.36	33.48	21.98	18.44	16.00
平均值							56.64	31.43	24.50	20.40
600195	中牧股份	7.42	0.07	0.28	0.34	0.38	96.69	26.37	21.60	19.63

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,017	6,569	7,190	7,798	净利润	61	260	308	341
营业成本	5,033	5,397	5,854	6,321	折旧与摊销	325	19	38	57
营业税金及附加	41	42	47	51	财务费用	39	20	20	20
销售费用	440	460	489	507	资产减值损失	9	0	0	0
管理费用	326	375	410	438	经营营运资本变动	48	-286	-137	-58
财务费用	17	20	20	20	其他	-62	-191	-183	-169
资产减值损失	-1	0	0	0	经营活动现金流净额	420	-178	45	190
投资收益	64	174	177	161	资本支出	-447	-185	-194	-191
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	23	180	177	161
其他经营损益	21	23	22	26	投资活动现金流净额	-424	-5	-17	-31
营业利润	93	331	408	472	短期借款	-104	0	0	0
其他非经营损益	5	0	0	0	长期借款	-238	0	0	0
利润总额	98	331	408	472	股权融资	0	0	0	0
所得税	37	71	100	131	支付股利	-180	-115	-137	-148
净利润	61	260	308	341	其他	26	-5	0	0
少数股东损益	-9	-27	-43	-45	筹资活动现金流净额	-496	-120	-137	-148
归属母公司股东净利润	71	287	351	386	现金流量净额	-497	-303	-108	11
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,091	788	680	692	成长能力				
应收和预付款项	1,322	1,436	1,559	1,701	销售收入增长率	11.30%	9.17%	9.46%	8.46%
存货	935	1,202	1,289	1,324	营业利润增长率	-76.88%	255.23%	23.18%	15.73%
其他流动资产	53	53	53	53	净利润增长率	-82.41%	305.33%	22.12%	9.99%
长期股权投资	851	851	851	851	EBITDA 增长率	-28.05%	-0.17%	25.86%	17.84%
投资性房地产	24	24	24	24	获利能力				
固定资产和在建工程	3,520	3,701	3,863	4,006	毛利率	16.36%	17.84%	18.59%	18.94%
无形资产和开发支出	761	761	761	761	三费率	13.02%	13.02%	12.78%	12.37%
其他非流动资产	21	15	15	15	净利率	1.02%	3.96%	4.28%	4.37%
资产总计	8,844	9,056	9,345	9,694	ROE	1.29%	5.03%	5.90%	6.22%
短期借款	342	342	342	342	ROA	0.69%	2.91%	3.34%	3.58%
应付和预收款项	671	564	651	735	ROIC	0.38%	3.59%	4.10%	4.40%
长期借款	661	661	661	661	EBITDA/销售收入	6.16%	5.63%	6.48%	7.04%
其他负债	671	824	834	887	营运能力				
负债合计	2,345	2,391	2,488	2,625	总资产周转率	0.68	0.73	0.78	0.82
股本	1,021	1,021	1,021	1,021	固定资产周转率	1.92	1.94	2.02	2.10
资本公积	555	555	555	555	应收账款周转率	6.14	6.08	6.34	6.14
留存收益	3,869	4,062	4,296	4,554	存货周转率	4.96	5.05	4.70	4.84
归属母公司股东权益	5,505	5,698	5,932	6,190	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	994	967	924	879	资本结构				
股东权益合计	6,499	6,665	6,856	7,069	资产负债率	26.51%	26.40%	26.63%	27.08%
负债和股东权益合计	8,844	9,056	9,345	9,694	带息债务/总负债	43.44%	42.40%	40.75%	38.62%
					流动比率	2.16	2.12	2.07	2.03
					速动比率	1.52	1.31	1.27	1.26
					股利支付率	33.13%	33.13%	33.13%	33.13%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	371	370	466	549	每股收益	0.07	0.28	0.34	0.38
PE	97	24	19	18	每股净资产	5.39	5.58	5.81	6.06
PB	1	1	1	1	每股经营现金	0.41	-0.17	0.04	0.19
PS	1	1	1	1	每股股利	0.02	0.09	0.11	0.13
EV/EBITDA	18	19	15	13					
股息率	0.34%	1.40%	1.71%	1.88%					

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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn