

营收稳步增长，盈利能力有待修复

投资要点

- 业绩总结：**公司发布 2025 年第一季度报告，2025 年 Q1 公司实现营收 12.59 亿元，同比+11.88%；实现归母净利润 0.64 亿元，同比-16.35%；实现扣非后归母净利润 0.64 亿元，同比-12.00%。
- 点评：营收稳健增长，盈利能力承压。**公司第一季度营收实现双位数增长，同比+11.88%，显示出公司在市场拓展方面取得一定成效。归母净利润同比下降 16.35%。利润下滑主要原因在于：1）成本增长快于收入增长，本期营业成本同比增加 14.14%，导致毛利率有所下滑；2）期间费用有所增加，销售费用、管理费用、研发费用分别同比增长 7.49%、8.66%、22.35%。尽管投资收益同比大幅增长 80.87%（主要为金达威利润变动的影响），但未能完全覆盖成本及费用端增长带来的压力。
- 市场化改革与战略执行显现成效。**公司持续推进市场化改革，大客户、大单品战略效果逐步显现。2024 年，公司直销收入 40.92 亿元，同比增长 21.87%，占主营业务收入比重提升至 68.3%；但直销毛利率下降 6.43 个百分点至 13.75%。经销收入 18.99 亿元，同比下降 6.23%，毛利率提升 2.74 个百分点至 21.11%。这反映了公司在拓展直销渠道（尤其是集团客户）方面取得进展，但也承受了较大的价格压力。出口业务方面，公司利用先发优势，总体销售额创新高，国外业务收入 3.21 亿元，同比增长 5.82%，毛利率 29.90%，同比提升 3.78 个百分点。随着下游养殖行业逐步复苏，动保产品需求有望回暖。公司的市场化改革、大客户战略以及在宠物蓝海市场的布局有望逐步贡献业绩增量。
- 研发投入持续，新品布局加速。**公司重视研发创新，2024 年研发投入合计 1.59 亿元，占营业收入比例为 2.65%，同比有所提升。年内取得多项研发成果，获得 2 个新兽药注册证书（包括一项一类新兽药：禽流感重组鸭瘟病毒载体活疫苗）和 20 个新兽药批准文号。备受关注的非洲猪瘟亚单位疫苗仍处于应急评审阶段。在宠物业务领域，公司全面布局，自主研发的猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗获得临时生产文号，合作开发的复方二氯苯醚菊酯吡丙醚滴剂获得生产文号，宠物产品矩阵初步形成。
- 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 24、19、18 倍，维持“持有”评级。
- 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%	5.04%	5.91%	6.23%
PE	96.69	23.71	19.41	17.65
PB	1.24	1.20	1.15	1.10

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)	10.21
流通 A 股(亿股)	10.21
52 周内股价区间(元)	5.57-9.78
总市值(亿元)	68.11
总资产(亿元)	89.52
每股净资产(元)	5.45

相关研究

- 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

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%	5.04%	5.91%	6.23%
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。

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	yflyu@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
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@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

广深	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
	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