



拟收购中核铀业控股子公司，增强公司 化药原料端自主可控与产业链协同

投资要点

- 事件:** 公司发布公告，中牧股份拟以现金约 7.27 亿元收购河北圣雪大成 51% 和内蒙古圣雪大成 72.7272% 股权，完成后将实现对内蒙古圣雪大成的实质性控股（测算有效持股约 86.64%），显著增强公司化药原料端的自主可控与产业链协同。2026 年 1 月 27 日，中牧股份召开第九届董事会 2026 年第一次临时会议，审议通过了《关于参与公开摘牌收购中核铀业有限责任公司控股子公司股权的议案》。3 月 2 日，公司收到北京产权交易所发来的《受让资格确认通知书》，确认其具备受让资格。
- 点评:** 公司有望依托控股河北圣雪大成与内蒙古圣雪大成，实现产业链延伸与资源互补；技术协同与产品矩阵、实现出口增量。圣雪大成为国内重要化学原料药生产企业，全球主要生产硫酸黏菌素、硫酸链霉素，构建省市级技术创新中心与高新技术资质。河北圣雪大成研发中心覆盖微生物育种、发酵/精制工艺、化学合成与分析检测，产品开发包括动保产品、宠物药产品、大健康产品，已建成省市级技术创新中心与博士后基地，有利于与中牧化药/动保主业形成技术与产品层面的协同。协同路径包括 1、产业链延伸与资源互补：上游原料药资源整合，提升化药业务供应安全与成本控制能力。2、技术协同与产品矩阵：河北研发平台与中牧化药/动保的产品线对接，助推动保与宠物药等新品开发与升级。3、增强海外竞争力：依托更完整的化药原料药+兽药制剂+疫苗的产品矩阵，显著提升海外客户黏性与议价力。叠加公司既有海外客户与技术服务体系，支撑出口收入与盈利的持续改善。
- 管理层换届落地，组织优化激发活力。** 2025 年公司新管理层上任后，迅速推动组织架构和考核机制的调整，效果已在部分业务板块显现。如出口业务成立国际业务发展部。举措旨在提升运营效率和市场反应速度，化药业务与出口业务已出现积极变化，预计将为 2026 年利润增长贡献力量。
- 新增长曲线：出口与宠物业务双轮驱动。** 面对国内市场的激烈价格战，公司将出海作为重要战略方向。凭借国企背景和在口蹄疫等产品上的优势，公司积极布局海外渠道，寻求中长期成长。25H1 公司出口业务已取得增长。在宠物医药领域，公司同样布局深远，产品管线涵盖狂犬病疫苗、猫三联灭活疫苗等 3 款疫苗。借助母公司资源协同，公司正加速推进宠物疫苗的市场渗透，有望将其打造为新的业绩增长点。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计 2025-2027 年公司 EPS 为 0.19、0.31、0.38 元，对应动态 PE 39、24、20 倍，维持“买入”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	192	320	386
增长率	-82.41%	171.26%	66.43%	20.60%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.19	0.31	0.38
净资产收益率 ROE	1.29%	3.41%	5.46%	6.31%
PE	96.69	39.41	23.68	19.63
PB	1.24	1.34	1.29	1.24

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

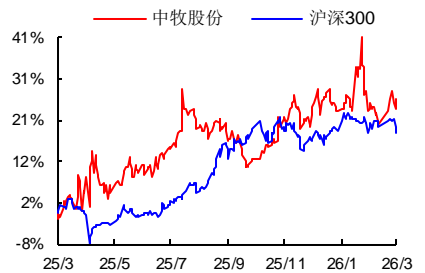
分析师: 赵磐

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)	6.29-8.96
总市值(亿元)	82.20
总资产(亿元)	93.20
每股净资产(元)	5.60

相关研究

- 中牧股份(600195): 业绩显著修复, 宠物业务与研发驱动新增长 (2025-09-12)
- 中牧股份(600195): 营收稳步增长, 盈利能力有待修复 (2025-05-06)

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 10%/4%/1%, 销售均价增速为 -1%/4%/4%, 对应毛利率分别为 35.5%/40%/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	5492.59	5889.39	6320.90
	毛利率	16.36%	16.38%	18.09%	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	713.30	716.62	702.29
	毛利率	37.14%	35.50%	40.00%	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	947	946	975
	毛利率	21.68%	18%	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	174	281	341
营业成本	5,033	5,493	5,889	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	34	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	-291	-134	-57
财务费用	17	34	20	20	其他	-62	-186	-183	-169
资产减值损失	-1	0	0	0	经营活动现金流净额	420	-250	21	192
投资收益	64	174	177	161	资本支出	-447	-190	-194	-191
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	23	179	177	161
其他经营损益	21	23	22	26	投资活动现金流净额	-424	-11	-17	-31
营业利润	93	221	372	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	221	372	472	股权融资	0	0	0	0
所得税	37	47	91	131	支付股利	-180	-97	-126	-148
净利润	61	174	281	341	其他	26	-1	0	0
少数股东损益	-9	-18	-39	-45	筹资活动现金流净额	-496	-98	-126	-148
归属母公司股东净利润	71	192	320	386	现金流量净额	-497	-359	-121	13
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	732	611	624	成长能力				
应收和预付款项	1,322	1,438	1,560	1,701	销售收入增长率	11.30%	9.17%	9.46%	8.46%
存货	935	1,223	1,297	1,324	营业利润增长率	-76.88%	137.73%	67.88%	26.89%
其他流动资产	53	53	53	53	净利润增长率	-82.41%	171.26%	66.43%	20.60%
长期股权投资	851	851	851	851	EBITDA 增长率	-28.05%	-26.06%	56.85%	27.66%
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%	16.38%	18.09%	18.94%
无形资产和开发支出	761	765	765	765	三费率	13.02%	13.23%	12.78%	12.37%
其他非流动资产	21	16	16	16	净利率	1.02%	2.65%	3.90%	4.37%
资产总计	8,844	9,024	9,284	9,627	ROE	1.29%	3.41%	5.46%	6.31%
短期借款	342	342	342	342	ROA	0.69%	1.95%	3.07%	3.60%
应付和预收款项	671	574	655	735	ROIC	0.38%	2.63%	3.79%	4.43%
长期借款	661	661	661	661	EBITDA/销售收入	6.16%	4.17%	5.98%	7.04%
其他负债	671	826	830	880	营运能力				
负债合计	2,345	2,403	2,488	2,618	总资产周转率	0.68	0.74	0.79	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	3,999	4,213	4,471	存货周转率	4.96	5.09	4.67	4.82
归属母公司股东权益	5,505	5,645	5,859	6,117	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	994	976	937	891	资本结构				
股东权益合计	6,499	6,621	6,796	7,009	资产负债率	26.51%	26.63%	26.80%	27.20%
负债和股东权益合计	8,844	9,024	9,284	9,627	带息债务/总负债	43.44%	42.12%	40.67%	38.65%
					流动比率	2.16	2.08	2.03	2.00
					速动比率	1.52	1.26	1.23	1.23
					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	274	430	549	每股收益	0.07	0.19	0.31	0.38
PE	97	39	24	20	每股净资产	5.39	5.53	5.74	5.99
PB	1	1	1	1	每股经营现金	0.41	-0.25	0.02	0.19
PS	1	1	1	1	每股股利	0.02	0.06	0.10	0.13
EV/EBITDA	18	29	19	15					
股息率	0.34%	0.84%	1.40%	1.69%					

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。

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	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	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfyi@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
	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	北京销售主管兼销售岗	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@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
