

扣非利润坚实增长，外延并购加速战略布局

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2026 年半年度报告，2026 年上半年公司实现营收 31.71 亿元，同比+13.54%，实现归母净利润 0.50 亿元，同比-39.04%；实现扣非后归母净利润 1.02 亿元，同比+24.61%。
- **点评：扣非利润稳健增长，化药板块表现亮眼。**公司 2026 年上半年业绩在扣非后表现强劲，营收实现双位数增长，扣非归母净利润同比增长 24.61%，显示主业经营持续向好。归母净利润下滑主要系非主营业务影响，报告期内公司持有金融资产产生的公允价值变动损失达 4681.55 万元。分业务看，化药板块表现突出，实现营收 11.91 亿元，收入和利润均获得较好增长，大单品战略成效显著，形成 3 个产品过亿、12 个产品超千万的规模效应；生物制品板块实现营收 3.41 亿元；饲料板块营收 5.31 亿元。公司费用管控效果显著，管理费用同比下降 12.52%，销售费用增速（4.64%）远低于营收增速，保障了核心利润的稳健增长。
- **外延并购落地，内生增长可期。**作为动保领域的“国家队”，公司积极通过外延并购与内生增长巩固龙头地位。报告期内，公司公告的收购圣雪大成部分股权事项已通过反垄断调查，有望进一步强化公司在化药原料药领域的产业链优势。同时，公司新设立中牧华罗（贵阳）公司，持续拓展业务布局。在内生增长方面，公司积极把握宠物市场机遇，已完成疫苗、药品、食品的全品类矩阵布局，旗下“搭爪”品牌推广力度加大，上半年推出 4 款宠物主粮新品，有望打造新的业绩增长点。
- **研发持续投入，成长潜力巨大。**2026 年上半年公司研发费用 0.69 亿元，同比+14.83%；上半年营业收入为 31.71 亿元，研发费率为 2.17%。公司持续的研发投入为长期发展提供核心动力。在重大动物疫病防控方面，公司已顺利获得含南非 1 型的口蹄疫疫苗生产资质。此外，公司在宠物疫苗（狂犬病、犬四联、猫三联等）和化药领域也已形成丰富的产品矩阵，为抓住宠物经济红利奠定坚实基础。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2026-2028 年公司 EPS 为 0.28、0.35、0.43 元，对应动态 PE 24、20、16 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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6,205	7,048	7,840	8,703
增长率	3.11%	13.60%	11.23%	11.01%
归属母公司净利润（百万元）	171	289	361	444
增长率	141.68%	68.57%	24.88%	23.14%
每股收益 EPS（元）	0.17	0.28	0.35	0.43
净资产收益率 ROE	3.02%	4.93%	5.90%	6.92%
PE	46.90	24.43	19.57	15.89
PB	1.42	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

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)	5.9-8.96
总市值(亿元)	70.56
总资产(亿元)	95.02
每股净资产(元)	5.60

相关研究

1. 中牧股份（600195）：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（2026-03-06）
2. 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）

盈利预测

假设 1：根据现有生猪与家禽存栏量情况，预计 2026-2028 年公司生物制品销量增速为 -13%/2%/0%，预计动保板块受益于 26 年后周期底部反转，销售均价增速为 -2%/8%/4%，对应毛利率分别为 32%/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 2026-2028 年兽药销量增速为 20%/20%/20%，销售均价保持不变，产能利用率提升带动对应毛利率分别为 22%/22%/22%。原料贸易预计 2026-2028 年销量增速为 19%/5%/5%，销售均价增速为 5%/0%/0%，产能利用率提升带动对应毛利率分别为 9.5%/9.5%/9.5%

假设 3：预计公司饲料板块平稳发展。

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
合计	收入（百万元）	6,204.59	7048.21	7839.70	8703.03
	yoy	3.11%	13.60%	11.23%	11.01%
	成本（百万元）	5,117.74	5728.57	6284.70	6932.32
	毛利率	17.52%	18.72%	19.83%	20.35%
生物制品	收入（百万元）	920.69	782.59	860.85	895.28
	yoy	-9.25%	-15.00%	10.00%	4.00%
	成本（百万元）	603.52	532.16	516.51	501.36
	毛利率	34.45%	32.00%	40.00%	44.00%
饲料	收入（百万元）	1,100.78	1155.82	1213.61	1274.29
	yoy	0.05%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	869.03	913	959	1007
	毛利率	21.05%	21%	21%	21%
兽药	收入（百万元）	2,222.00	2666.40	3199.68	3839.62
	yoy	31.33%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本（百万元）	1,776.90	2079.79	2495.75	2994.90
	毛利率	20.03%	22.00%	22.00%	22.00%
贸易	收入（百万元）	1,921.17	2401.46	2521.54	2647.61
	yoy	-12.03%	25.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	1,839.62	2173.32	2281.99	2396.09
	毛利率	4.24%	9.50%	9.50%	9.50%
其它	收入（百万元）	39.94	41.94	44.03	46.24
	yoy	49.87%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	28.66	30.19	31.70	33.29
	毛利率	28.24%	28.00%	28.00%	28.00%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,205	7,048	7,840	8,703	净利润	176	264	336	424
营业成本	5,118	5,729	6,285	6,932	折旧与摊销	352	19	38	38
营业税金及附加	44	48	54	60	财务费用	29	15	15	15
销售费用	498	546	627	696	资产减值损失	35	0	0	0
管理费用	343	374	408	444	经营营运资本变动	815	-1,370	-97	-230
财务费用	23	15	15	15	其他	-250	-155	-172	-181
资产减值损失	-19	0	0	0	经营活动现金流净额	1,158	-1,227	120	66
投资收益	143	165	188	204	资本支出	-111	-236	-216	-23
公允价值变动损益	110	0	0	0	其他	-204	165	188	204
其他经营损益	19	21	25	26	投资活动现金流净额	-315	-71	-28	181
营业利润	262	357	475	576	短期借款	120	0	0	0
其他非经营损益	-44	-12	-17	-24	长期借款	-361	0	0	0
利润总额	218	345	459	552	股权融资	72	0	0	0
所得税	42	82	123	128	支付股利	-52	-88	-110	-135
净利润	176	264	336	424	其他	257	-50	-15	-15
少数股东损益	5	-25	-25	-20	筹资活动现金流净额	36	-138	-125	-150
归属母公司股东净利润	171	289	361	444	现金流量净额	877	-1,441	-32	97
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,873	432	400	497	成长能力				
应收和预付款项	853	1,528	1,710	1,893	销售收入增长率	3.11%	13.60%	11.23%	11.01%
存货	943	1,262	1,317	1,508	营业利润增长率	181.13%	36.44%	33.07%	21.23%
其他流动资产	53	53	53	53	净利润增长率	141.68%	68.57%	24.88%	23.14%
长期股权投资	1,074	1,074	1,074	1,074	EBITDA 增长率	4.96%	-2.41%	34.76%	18.29%
投资性房地产	23	23	23	23	获利能力				
固定资产和在建工程	3,139	3,320	3,482	3,444	毛利率	17.52%	18.72%	19.83%	20.35%
无形资产和开发支出	647	672	672	672	三费率	13.94%	13.26%	13.40%	13.28%
其他非流动资产	27	28	28	28	净利率	2.84%	3.74%	4.28%	4.87%
资产总计	9,345	9,159	9,545	9,978	ROE	3.02%	4.93%	5.90%	6.92%
短期借款	462	462	462	462	ROA	1.94%	2.85%	3.59%	4.34%
应付和预收款项	948	637	731	767	ROIC	0.40%	3.55%	4.35%	5.28%
长期借款	300	300	300	300	EBITDA/销售收入	6.27%	5.39%	6.53%	6.96%
其他负债	1,075	1,033	1,100	1,208	营运能力				
负债合计	2,785	2,433	2,593	2,737	总资产周转率	0.68	0.76	0.84	0.89
股本	1,021	1,021	1,021	1,021	固定资产周转率	1.95	2.22	2.34	2.55
资本公积	570	570	570	570	应收账款周转率	6.83	7.41	6.22	6.24
留存收益	4,017	4,213	4,464	4,773	存货周转率	5.45	5.20	4.87	4.91
归属母公司股东权益	5,671	5,862	6,113	6,422	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	889	864	839	819	资本结构				
股东权益合计	6,560	6,726	6,952	7,241	资产负债率	29.80%	26.56%	27.17%	27.43%
负债和股东权益合计	9,345	9,159	9,545	9,978	带息债务/总负债	37.56%	41.80%	39.22%	37.15%
					流动比率	1.76	1.86	1.83	1.92
					速动比率	1.24	1.11	1.10	1.14
					股利支付率	30.40%	30.40%	30.40%	30.40%
					每股指标				
					每股收益	0.17	0.28	0.35	0.43
					每股净资产	5.55	5.74	5.99	6.29
					每股经营现金	1.13	-1.20	0.12	0.07
					每股股利	0.05	0.09	0.11	0.13
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	389	380	512	605					
PE	47	24	20	16					
PB	1	1	1	1					
PS	1	1	1	1					
EV/EBITDA	19	20	15	13					
股息率	0.65%	1.24%	1.55%	1.91%					

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。

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	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@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
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn