2026 年 11 月 02 日

证券研究报告•2026 年三季报点评

中牧股份（600195）农林牧渔

当前价：6.02 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

稳健经营底盘，主业韧性显现

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营收 45.73 亿元，同比+2.95%；归母净利润 0.58 亿元，同比-74.14%；扣非归母净利润 1.12 亿元，同比-0.18%。单三季度实现营收 14.03 亿元，同比-14.96%；归母净利润 0.08 亿元，同比-94.13%；扣非归母净利润 0.10 亿元，同比-66.12%。

- **点评：营收微增、扣非基本持平，非经常性损益拖累归母净利润。**前三季度营收小幅增长；盈利端归母净利润与扣非净利润明显背离，前三季度非经常性损益合计-0.54 亿元，其中金融资产公允价值变动及处置损益为-0.43 亿元，是归母利润下滑的重要拖累。主业层面，前三季度毛利率约 18.21%，同比提升约 1.14 个百分点；销售费用与管理费用同比下降，费用管控对扣非利润形成支撑。

- **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。公司已完成圣雪大成 51%股权及内蒙古圣雪大成 72.7272%股权交割和工商变更，自 2026 年 9 月 30 日纳入合并报表。并购完成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。**前三季度研发费用 1.04 亿元，同比+5.89%。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：**我们预计 2026~2028 年公司 EPS 为 0.12、0.34、0.42 元，对应动态 PE 49、18、14 倍。

- **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	6,804	7,587	8,460
增长率	3.11%	9.66%	11.51%	11.51%
归属母公司净利润（百万元）	171	125	343	432
增长率	141.68%	-27.28%	175.68%	25.92%
每股收益 EPS（元）	0.17	0.12	0.34	0.42
净资产收益率 ROE	3.02%	1.70%	4.53%	5.49%
PE	46.90	49.35	17.90	14.21
PB	1.42	0.84	0.81	0.78

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)	61.47
总资产(亿元)	110.32
每股净资产(元)	5.55

相关研究

1. 中牧股份（600195）：扣非利润坚实增长，外延并购加速战略布局 (2026-08-28)
2. 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)

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-15%/5%/5%，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-5%/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 15%/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 20%/22%/22%。原料贸易预计 2026-2028 年销量增速为 14%/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	6804.22	7587.39	8460.42
	yoy	3.11%	9.66%	11.51%	11.51%
	成本（百万元）	5,117.74	5600.43	6078.55	6724.73
	毛利率	17.52%	17.69%	19.89%	20.52%
生物制品	收入（百万元）	920.69	745.76	842.71	918.55
	yoy	-9.25%	-19.00%	13.00%	9.00%
	成本（百万元）	603.52	526.51	505.62	514.39
	毛利率	34.45%	29.40%	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	2555.30	3066.36	3679.63
	yoy	31.33%	15.00%	20.00%	20.00%
	成本（百万元）	1,776.90	2044.24	2391.76	2870.11
	毛利率	20.03%	20.00%	22.00%	22.00%
贸易	收入（百万元）	1,921.17	2305.40	2420.67	2541.71
	yoy	-12.03%	20.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	1,839.62	2086.39	2190.71	2300.25
	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
营业收入	6,205	6,804	7,587	8,460
营业成本	5,118	5,600	6,079	6,725
营业税金及附加	44	46	52	59
销售费用	498	544	607	677
管理费用	343	388	395	431
财务费用	23	18	22	23
资产减值损失	-19	0	0	0
投资收益	143	160	182	199
公允价值变动损益	110	-57	0	0
其他经营损益	19	20	24	26
营业利润	262	161	454	562
其他非经营损益	-44	-12	-17	-24
利润总额	218	149	437	538
所得税	42	35	117	125
净利润	176	114	320	413
少数股东损益	5	-11	-24	-20
归属母公司股东净利润	171	125	343	432

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	176	114	320	413
折旧与摊销	352	19	38	38
财务费用	29	18	22	23
资产减值损失	35	0	0	0
经营营运资本变动	815	-1,320	-94	-230
其他	-250	-14	-166	-175
经营活动现金流净额	1,158	-1,183	120	68
资本支出	-111	-237	-216	-23
其他	-204	146	182	199
投资活动现金流净额	-315	-91	-34	175
短期借款	120	300	82	0
长期借款	-361	0	0	0
股权融资	72	0	0	0
支付股利	-93	-56	-127	-154
其他	298	-265	0	0
筹资活动现金流净额	36	-22	-45	-154
现金流量净额	877	-1,300	41	89

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,873	574	615	705
应收和预付款项	853	1,477	1,654	1,840
存货	943	1,233	1,274	1,462
其他流动资产	53	53	53	53
长期股权投资	1,074	1,074	1,074	1,074
投资性房地产	23	23	23	23
固定资产和在建工程	3,139	4,920	5,082	5,044
无形资产和开发支出	647	673	673	673
其他非流动资产	27	41	41	41
资产总计	9,345	10,778	11,219	11,646
短期借款	462	762	844	844
应付和预收款项	948	623	707	744
长期借款	300	300	300	300
其他负债	1,075	875	936	1,043
负债合计	2,785	2,561	2,787	2,931
股本	1,021	1,021	1,021	1,021
资本公积	570	570	570	570
留存收益	4,017	5,700	5,939	6,240
归属母公司股东权益	5,671	7,339	7,578	7,879
少数股东权益	889	878	855	835
股东权益合计	6,560	8,217	8,433	8,714
负债和股东权益合计	9,345	10,778	11,219	11,646

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	3.11%	9.66%	11.51%	11.51%
营业利润增长率	181.13%	-38.59%	182.04%	23.89%
净利润增长率	141.68%	-27.28%	175.68%	25.92%
EBITDA 增长率	4.96%	-52.12%	166.59%	20.50%
获利能力				
毛利率	17.52%	17.69%	19.89%	20.52%
三费率	13.94%	13.97%	13.49%	13.37%
净利率	2.84%	1.67%	4.21%	4.88%
ROE	3.02%	1.70%	4.53%	5.49%
ROA	1.94%	1.13%	2.91%	3.61%
ROIC	0.40%	1.37%	3.50%	4.35%
EBITDA/销售收入	6.27%	2.74%	6.55%	7.08%
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.68	0.69	0.74
固定资产周转率	1.95	1.71	1.53	1.69
应收账款周转率	6.83	7.31	6.23	6.25
存货周转率	5.45	5.15	4.85	4.92
销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
资本结构				
资产负债率	29.80%	23.76%	24.84%	25.17%
带息债务/总负债	37.56%	42.72%	42.20%	40.12%
流动比率	1.76	1.83	1.77	1.85
速动比率	1.24	1.10	1.09	1.13
股利支付率	30.40%	30.40%	30.40%	30.40%
每股指标				
每股收益	0.17	0.12	0.34	0.42
每股净资产	5.55	7.19	7.42	7.72
每股经营现金	1.13	-1.16	0.12	0.07
每股股利	0.05	0.04	0.10	0.13

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	389	186	497	599
PE	47	49	18	14
PB	1	1	1	1
PS	1	1	1	1
EV/EBITDA	19	36	14	11
股息率	0.65%	0.62%	1.70%	2.14%

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。

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	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@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	lzr@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