

## 微增与挑战并行，研发持续发展

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2024年三季度报告，2024年前三季度公司实现营收41.78亿元，同比+0.47%，实现归母净利润0.82亿元，同比-79.39%。其中，2024Q3实现营收16.99亿元，同比+2.93%；实现归母净利润0.19亿元，同比-85.16%；实现扣非后归母净利润0.20亿元，同比-82.38%。
- 点评: 收入微增，净利润大幅下降。** 公司第三季度营收同比上升2.93%，在业务拓展和市场销售方面具有一定稳定性。净利润同比下降85.16%，可能由于行业竞争加剧、成本上升等因素。但单三季度净利润环比扭亏为盈，呈改善趋势。动物保健品和营养品市场竞争激烈，产品价格受到较大压力，毛利率为17.23%，同比减少3.43pp；原材料价格的波动、研发投入的增加及运用成本的上升压缩公司利润空间。销售、管理、财务费用总计5.47亿元，占营收比13.1%，同比增加1.32pp。
- 研发持续投入，具有成长潜力。** 2024年前三季度公司研发费用0.93亿元，同比+10.04%；前三季度营业收入为41.78亿元，研发费率为2.23%。公司增加研发投入，短期会导致公司成本上升，但有利于长期发展，对现有产品进行改进升级，提高产品品质，技术竞争力，获得客户认可，增加销售量，对业绩产生积极影响。9月13日，公司自主研发的猫三联疫苗(喵倍利)获批，丰富了公司宠物业务的产品布局。在非洲猪瘟疫苗研发方面，公司与多单位合作，在病毒结构解析、蛋白结构设计等方面取得突破性进展，为未来发展奠定基础。
- 业绩改善有望。** 作为行业领军的企业，中牧股份在动保领域有着深厚的积淀。2024年第三季度，公司业绩有所改善。单三季度净利润环比扭亏为盈。行业整体环境在逐步优化。随着养殖规模的稳定增长和养殖企业对动物健康的高度重视，动保产品的需求持续增加，公司疫苗、兽药等产品在市场上的需求将增加。公司布局宠物市场，提供宠物药品、疫苗等，致力于打造宠物产品供应端的全产业布局。宠物保健产品或成为行业新的增长点，市场潜力大。公司在宠物领域有望迎来发展机遇，在未来提高盈利能力。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计2024~2026年公司EPS为0.14、0.37、0.52元，对应动态PE 50、19、13倍，给予“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。

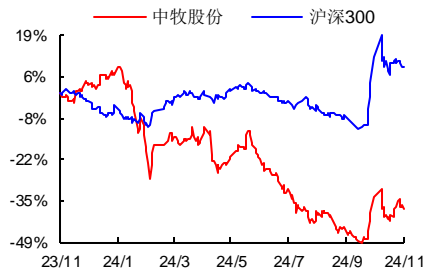
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,406	5,596	6,147	6,717
增长率	-8.24%	3.50%	9.85%	9.28%
归属母公司净利润(百万元)	403	139	374	533
增长率	-26.73%	-65.63%	170.14%	42.39%
每股收益EPS(元)	0.39	0.14	0.37	0.52
净资产收益率ROE	7.30%	2.44%	6.19%	8.11%
PE	30.05	50.27	18.61	13.07
PB	2.19	1.23	1.15	1.06

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

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)	5.57-12.14
总市值(亿元)	69.64
总资产(亿元)	89.86
每股净资产(元)	5.37

### 相关研究

- 中牧股份(600195): 化药、疫苗承压，景气回复将带动业绩修复 (2024-04-11)

## 盈利预测

假设 1: 根据现有生猪与家禽存栏量情况, 预计 2024-2026 年公司生物制品销量增速为 10%/10%/15%, 销售均价增速为 -5%/5%/0%, 对应毛利率分别为 41%/46%/46%。

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 2024-2026 年兽药销量增速为 10%/15%/20%, 销售均价增速为 0%/4%/0%, 对应毛利率分别为 20%/25%/25%。

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 2024-2026 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		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入 (百万元)	5406.31	5595.53	6146.84	6717.34
	yoy	-8.24%	3.50%	9.85%	9.28%
	成本 (百万元)	4337.78	4553.05	4824.48	5218.50
	毛利率	19.76%	18.63%	21.51%	22.31%
生物制品	收入 (百万元)	1009.31	1059.78	1218.74	1401.55
	yoy	-16.77%	5.00%	15.00%	15.00%
	成本 (百万元)	543.86	625.27	658.12	756.84
	毛利率	46.12%	41.00%	46.00%	46.00%
饲料	收入 (百万元)	1026.02	974.72	1023.45	1054.16
	yoy	-6.91%	-5.00%	5.00%	3.00%
	成本 (百万元)	784.43	751	788	812
	毛利率	23.55%	23%	23%	23%
兽药	收入 (百万元)	1263.53	1389.88	1667.86	2001.43
	yoy	-12.09%	10.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	992.27	1111.91	1250.89	1501.07
	毛利率	21.47%	20.00%	25.00%	25.00%
贸易	收入 (百万元)	2083.69	2146.20	2210.59	2232.69
	yoy	-0.51%	3.00%	3.00%	1.00%
	成本 (百万元)	2012.37	2060.35	2122.16	2143.38
	毛利率	3.42%	4.00%	4.00%	4.00%
其它	收入 (百万元)	23.76	24.95	26.20	27.51
	yoy	-47.10%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本 (百万元)	4.85	4.99	5.24	5.50
	毛利率	79.59%	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 2024 年平均 PE 为 21 倍，2025 年平均 PE 为 17 倍。给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600201	生物股份	6.66	0.25	0.31	0.38	0.47	26.64	21.48	17.53	14.17
603566	普莱柯	12.63	0.49	0.55	0.67	0.77	25.78	22.96	18.85	16.40
300119	瑞普生物	18.37	0.97	1.05	1.28	1.50	18.94	17.50	14.35	12.25
平均值							23.78	20.65	16.91	14.27
600195	中牧股份	6.82	0.39	0.14	0.37	0.52	17.28	50.27	18.61	13.07

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,406	5,596	6,147	6,717	净利润	347	137	354	495
营业成本	4,338	4,553	4,824	5,219	折旧与摊销	300	306	334	347
营业税金及附加	34	35	38	42	财务费用	25	0	0	0
销售费用	362	423	424	474	资产减值损失	24	-3	-3	-3
管理费用	323	335	363	400	经营营运资本变动	-144	340	-310	-111
财务费用	12	14	13	0	其他	-179	-17	-15	0
资产减值损失	-25	3	3	3	经营活动现金流净额	372	763	360	728
投资收益	198	17	15	0	资本支出	-638	-560	-627	-592
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	116	120	53	52
其他经营损益	13	47	55	0	投资活动现金流净额	-522	-440	-575	-540
<b>营业利润</b>	<b>403</b>	<b>157</b>	<b>408</b>	<b>573</b>	短期借款	181	119	150	150
其他非经营损益	4	0	0	0	长期借款	865	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>406</b>	<b>157</b>	<b>408</b>	<b>573</b>	股权融资	0	-1	0	0
所得税	59	20	54	78	支付股利	-225	0	0	0
净利润	347	137	354	495	其他	-61	-12	0	0
少数股东损益	-56	-2	-20	-38	筹资活动现金流净额	759	106	150	150
归属母公司股东净利润	403	139	374	533	现金流量净额	612	431	-64	337
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,493	1,924	1,860	2,197	成长能力				
应收和预付款项	1,149	1,058	1,276	1,361	销售收入增长率	-8.24%	3.50%	9.85%	9.28%
存货	1,094	1,087	1,159	1,272	营业利润增长率	-35.25%	-60.93%	159.23%	40.42%
其他流动资产	27	27	27	27	净利润增长率	-26.73%	-65.63%	170.14%	42.39%
长期股权投资	784	719	681	629	EBITDA 增长率	-21.99%	-7.44%	58.18%	21.86%
投资性房地产	25	24	23	22	获利能力				
固定资产和在建工程	3,314	3,534	3,781	3,988	毛利率	19.76%	18.63%	21.51%	22.31%
无形资产和开发支出	815	832	850	866	三费率	12.90%	13.79%	13.00%	13.00%
其他非流动资产	50	13	13	13	净利率	6.42%	2.45%	5.76%	7.36%
<b>资产总计</b>	<b>8,946</b>	<b>9,416</b>	<b>9,907</b>	<b>10,648</b>	ROE	7.30%	2.44%	6.19%	8.11%
短期借款	446	565	715	865	ROA	4.51%	1.47%	3.78%	5.00%
应付和预收款项	417	440	445	496	ROIC	2.33%	1.83%	4.21%	5.32%
长期借款	899	899	899	899	EBITDA/销售收入	9.53%	8.52%	12.27%	13.69%
其他负债	643	826	809	855	营运能力				
<b>负债合计</b>	<b>2,406</b>	<b>2,731</b>	<b>2,868</b>	<b>3,115</b>	总资产周转率	0.64	0.61	0.64	0.65
股本	1,021	1,021	1,021	1,021	固定资产周转率	1.91	1.82	1.88	1.94
资本公积	555	554	554	554	应收账款周转率	6.33	6.91	7.43	7.13
留存收益	3,920	4,061	4,435	4,968	存货周转率	4.02	4.18	4.30	4.29
归属母公司股东权益	5,521	5,666	6,041	6,573	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	1,020	1,019	998	960	资本结构				
<b>股东权益合计</b>	<b>6,541</b>	<b>6,685</b>	<b>7,039</b>	<b>7,533</b>	资产负债率	26.89%	29.00%	28.95%	29.25%
负债和股东权益合计	8,946	9,416	9,907	10,648	带息债务/总负债	56.70%	53.77%	56.43%	56.77%
					流动比率	2.66	2.34	2.29	2.28
					速动比率	1.84	1.66	1.61	1.63
					股利支付率	30.15%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.39	0.14	0.37	0.52
					每股净资产	5.41	5.55	5.92	6.44
					每股经营现金	0.36	0.75	0.35	0.71
					每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	515	477	754	919					
PE	30	50	19	13					
PB	2	1	1	1					
PS	2	1	1	1					
EV/EBITDA	23	14	9	7					
股息率	1.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

## 西南证券研究发展中心

### 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	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@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	高级销售经理	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

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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	lzh@swsc.com.cn