

22年化药增长延续，综合毛利率逐季改善

中牧股份（600195.SH）

推荐 维持评级

核心观点：

- **事件** 公司发布2022年年度报告。
- **22年公司收入利润保持增长，毛利率逐季改善** 2022年公司营收58.92亿元，同比+11.13%，其中贸易、兽药、生物制品、饲料贡献收入20.94亿元、14.37亿元、12.13亿元、11.02亿元，同比+44.42%、+14.34%、-15.14%、+0.03%。归母净利润5.5亿元，同比+7.05%；扣非后归母净利润为4亿元，同比-21.72%。公司股权投资金达威影响损益5576.39万元。公司综合毛利率21.59%，同比-7.47pct；期间费用率为14.5%，同比-4.36pct。22Q4公司营业收入17.66亿元，同比+26.5%；归母净利润1.5亿元，同比+203.98%；扣非后归母净利润0.37亿元，同比-26.74%；销售毛利率为21.34%，同比-9.87pct，环比+1.15pct，季度间有所改善。期间费用率为18.2%，同比-8.27pct。**分红预案**：每10股派发现金红利1.8元（含税）。
- **疫苗、化药毛利率承压，多维度营销推动客户开发** 2022年公司生物制品、化药收入12.13亿元、14.37亿元，同比-15.14%、+14.34%；毛利率分别为49.09%、26.15%，同比-9.04pct、-4.87pct，为历史低位水平。我们认为主要受下游生猪养殖行情波动影响，公司疫苗销量同比-17.5%，且毛利率呈下行态势。从疫苗批签发次数来看，22年公司合计批签发为603次，同比-18.3%。公司继续采取“一户一策”、“大单品”、“多品组合销售战略”等多种营销方式，加大对集团客户服务频次和深度，保证稳定发货。同时持续推进新大客户的开发，反刍业务不断取得新的突破。23Q1生猪养殖亏损持续，但亏损幅度同比好转；随着猪价预期向好，或将带动疫苗量价提升。化药方面，公司继续强化技术服务带动销售，强调协同营销，重点新客户持续增加。
- **研发推动新品储备，非瘟疫苗研发持续推进** 2022年公司研发投入1.43亿元，同比-11.87%。22年公司获得猪伪狂犬病灭活疫苗等3个新兽药证书，牛口蹄疫OA二价合成肽疫苗、口蹄疫OA二价灭活疫苗、猪圆环病毒2型合成肽疫苗等19个新兽药批准文号。另外，公司与中科院生物物理所等共同研究开发非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗。公司新品储备丰富，叠加大单品研发持续推进，后续业绩增长可期。
- **投资建议** 公司兽药业务持续增长好，动物疫苗销售短期受下游养殖行业影响，但随着后续生猪上行周期到来将显著带动销量提升。我们预计2023-2025年EPS分别为0.62元、0.78元、0.97元，对应PE为21倍、17倍、14倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示** 下游养殖疫情复发的风险；产品研发不及预期的风险；产品质量的风险；市场竞争的风险等。

分析师

谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhidou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

市场数据

2023/04/21

A股收盘价(元)	13.30
A股一年内最高价(元)	16.23
A股一年内最低价(元)	10.04
市盈率(TTM)	30.2
总股本(亿股)	10.21
实际流通A股(亿股)	10.21
限售的流通A股(亿股)	0
流通A股市值(亿元)	136

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)								
2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
货币资金	875.16	1587.42	2556.20	3692.42	营业收入	5891.52	6549.55	7620.33	8987.87				
应收和预付款项	1336.92	1315.71	1583.03	1858.50	营业成本	4619.50	5068.10	5814.48	6756.76				
存货	1062.40	1175.26	1345.59	1566.48	营业税金及附加	35.44	40.38	46.60	55.11				
其他流动资产	13.83	15.38	17.89	21.10	销售费用	378.34	420.60	489.36	577.18				
长期股权投资	794.41	794.41	794.41	794.41	管理费用	339.15	523.96	594.39	701.05				
投资性房地产	26.14	26.14	26.14	26.14	财务费用	-6.45	-2.00	-6.89	-5.44				
固定资产和在建工程	2939.08	2501.01	2062.94	1624.87	资产减值损失	-17.60	-20.00	-20.00	-20.00				
无形资产和开发支出	734.86	587.66	440.46	293.27	投资收益	189.93	200.00	200.00	200.00				
其他非流动资产	154.59	152.55	150.51	148.47	公允价值变动损益	0.00	-0.27	-0.18	-0.21				
资产总计	7937.41	8155.54	8977.17	10025.65	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00				
短期借款	265.40	0.00	0.00	0.00	营业利润	622.07	718.24	902.22	1122.99				
应付和预收款项	555.18	655.48	735.87	863.26	其他非经营损益	4.46	4.46	4.46	4.46				
长期借款	34.22	34.22	34.22	34.22	利润总额	626.53	722.70	906.67	1127.44				
其他负债	741.08	605.71	677.34	767.26	所得税	76.02	87.94	110.22	137.10				
负债合计	1595.88	1295.41	1447.43	1664.73	净利润	550.51	634.77	796.46	990.35				
股本	1021.15	1021.15	1021.15	1021.15	少数股东损益	0.44	0.51	0.64	0.80				
资本公积	567.90	567.90	567.90	567.90	归属母公司股东净	550.07	634.25	795.81	989.55				
留存收益	3700.66	4224.90	4893.86	5724.25									
归属母公司股东权益	5295.86	5813.95	6482.91	7313.30									
少数股东权益	1045.67	1046.18	1046.82	1047.62									
股东权益合计	6341.53	6860.13	7529.73	8360.92									
负债和股东权益合计	7937.41	8155.54	8977.17	10025.65									
					主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E				
					总资产周转率	0.77	0.81	0.89	0.95				
					固定资产周转率	2.29	2.66	3.77	5.68				
					应收账款周转率	7.93	7.77	8.24	8.16				
					存货周转率	4.69	4.51	4.58	4.62				
					资产负债率	20.11%	15.88%	16.12%	16.60%				
					带息债务/总负债	18.77%	2.64%	2.36%	2.06%				
					流动比率	2.30	3.63	4.30	4.78				
					速动比率	1.56	2.59	3.25	3.73				
					股利支付率	28.07%	17.35%	15.94%	16.08%				
					ROE	8.68%	9.25%	10.58%	11.84%				
					ROA	6.94%	7.78%	8.87%	9.88%				
					ROIC	11.17%	12.08%	16.04%	20.77%				
					EBITDA/销售收入	15.00%	19.90%	19.46%	18.97%				
					EBITDA	883.50	1303.56	1482.64	1704.86				
					PE	24.69	21.41	17.07	13.72				
					PB	2.56	2.34	2.09	1.86				
					PS	2.31	2.07	1.78	1.51				
					EV/EBITDA	14.49	9.06	7.31	5.69				
					股息率	1.14%	0.81%	0.93%	1.17%				

数据来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

谢芝优 首席分析师

南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。8年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为2016年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。2022年第十届Choice最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn