

中牧股份(600195)

报告日期: 2023年05月08日

国企改革激发创新活力, 稳健增长彰显龙头实力

——中牧股份业绩点评

事件概述: 公司发布 2022 年及 2023 年 Q1 财务报告。2022 年公司实现营收 58.92 亿元, 同比+11.1%; 实现归母净利润 5.50 亿元, 同比+7.1%。2023 年一季度实现营业收入 10.62 亿元, 同比-5.5%; 实现归母净利润 1.4 亿元, 同比+4.8%。

投资要点

□ 生物制品板块延续多维营销策略, 加深大客户合作粘性

2022 年公司生物制品实现收入 12.13 亿元, 同比下降 15.1%, 在“一户一策”、“大单品战略”、“多品组合销售战略”等多种营销方式推进下, 市场化疫苗销售收入占比显著提升。口蹄疫疫苗中, 因新款合成肽疫苗研发进程有所滞后, 导致政府采购收入未能实现正增长; 禽用疫苗业务因下游禽养殖业景气低迷, 业绩有所下滑。2023 年, 随着牛结节、猪圆环新型产品的上市, 公司将持续加大非口蹄疫疫苗在集团客户的渗透率。

□ 化药板块强化技术服务, 核心单品实现稳定增长。

2022 年公司化药板块实现收入 14.37 亿元, 同比增加 14.37%, 其中原料药受行业整体价格下行的影响, 收入小幅下滑; 板块中收入占比较大的制剂产品通过强化技术服务带动销售, 不断渗透集团客户营销服务体系, 收入实现正增长, 泰万菌素、氟苯尼考等核心产品盈利能力也进一步拔高。2023 年随着南京、内蒙等产能投产, 公司将进一步加强产销衔接, 与生物制品、饲料添加剂部门协同营销, 有望在销量快速增长的同时扩大盈利空间。

□ 搭建全产品服务体系, 盈利能力持续改善

随着上游动保企业集中度的不断提升, 公司全产品服务优势逐步显著, 毛利率与净利率自 22Q2 底部以来逐季回升, 2023 年一季度分别实现 22.1% 和 12.6%, 较去年全年提升 0.5pct、3.3pct。公司作为“药、料、苗”集成服务供应商, 将自身产品、服务和资源进行有效整合形成生物安全综合服务方案, 通过向客户提供个性化定制包含健康管理、疫病防控、营养优化、复产增产的综合服务方案, 集团客户稳定增加。2022 年公司与下游龙头牧原股份共同设立中牧牧原药业, 我们预计该项目将于 2024 年开始释放产能, 贡献客观的收入, 同时在黄冈药厂新建的消毒剂项目我们预计也将于年底开始贡献增量。

□ 盈利预测及估值

公司作为背靠央企的老牌动保国企, 在国企改革推进中经营活力不断激发, 市场占比的逐步提升、化药新厂的投产都表明公司增速有望提升。预计公司 2023~2025 年实现归母净利润 6.18、7.27、8.75 亿元, 对应 EPS 分别为 0.61、0.71、0.86 元, 对应 PE 分别为 20.83、17.72、14.73 倍, 维持“推荐”评级。

□ 风险提示

1) 下游景气度恢复不及预期; 2) 行业竞争加剧; 3) 公司新品推广不及预期

投资评级: 买入(维持)

分析师: 孟维肖

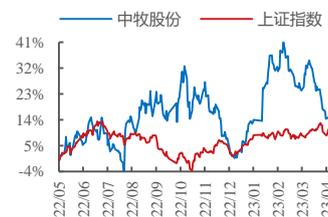
执业证书号: S1230521120002

mengweixiao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 12.62
总市值(百万元)	12,886.89
总股本(百万股)	1,021.15

股票走势图



相关报告

1 《老牌国企动保劲旅, 国改再提速》2023.02.23

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5892	6326	7028	8153
(+/-) (%)	11.13%	7.37%	11.10%	16.01%
归母净利润	550.1	618.6	727.2	875.0
(+/-) (%)	7.05%	12.46%	17.56%	20.33%
每股收益(元)	0.54	0.61	0.71	0.86
P/E	23.43	20.83	17.72	14.73

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3288	3566	3976	4883
现金	875	1051	1281	1745
交易性金融资产	0	100	33	44
应收账款	1153	1103	1217	1445
其它应收款	28	42	42	47
预付账款	156	168	180	207
存货	1062	1088	1211	1381
其他	14	13	12	13
非流动资产	4649	5056	5425	5598
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	794	837	849	827
固定资产	2678	3036	3414	3654
无形资产	668	616	552	494
在建工程	261	305	355	377
其他	248	262	255	246
资产总计	7937	8622	9401	10481
流动负债	1431	1493	1546	1750
短期借款	265	237	220	250
应付款项	388	418	447	515
预收账款	0	0	0	0
其他	777	838	878	985
非流动负债	165	168	167	167
长期借款	34	34	34	34
其他	131	134	133	132
负债合计	1596	1661	1713	1916
少数股东权益	1046	1046	1047	1047
归属母公司股东权益	5296	5914	6642	7517
负债和股东权益	7937	8622	9401	10481

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(222)	698	640	724
净利润	551	619	728	876
折旧摊销	268	256	292	323
财务费用	(6)	16	17	17
投资损失	(190)	(300)	(221)	(237)
营运资金变动	(760)	154	(84)	(115)
其它	(85)	(48)	(92)	(141)
投资活动现金流	(167)	(462)	(379)	(275)
资本支出	(199)	(586)	(646)	(512)
长期投资	122	(43)	(12)	22
其他	(90)	167	280	215
筹资活动现金流	56	(60)	(32)	16
短期借款	150	(29)	(17)	30
长期借款	(44)	0	0	0
其他	(50)	(31)	(15)	(14)
现金净增加额	(332)	176	229	464

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5892	6326	7028	8153
营业成本	4620	4977	5323	6130
营业税金及附加	35	39	43	50
营业费用	378	380	473	538
管理费用	339	392	426	494
研发费用	143	158	181	206
财务费用	(6)	16	17	17
资产减值损失	14	15	16	19
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	190	300	221	237
其他经营收益	64	51	54	56
营业利润	622	699	824	992
营业外收支	4	4	4	4
利润总额	627	704	828	996
所得税	76	85	100	121
净利润	551	619	728	876
少数股东损益	0	0	1	1
归属母公司净利润	550	619	727	875
EBITDA	897	962	1117	1312
EPS (最新摊薄)	0.54	0.61	0.71	0.86

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	11.13%	7.37%	11.10%	16.01%
营业利润	-6.36%	12.41%	17.81%	20.39%
归属母公司净利润	7.05%	12.46%	17.56%	20.33%
获利能力				
毛利率	21.59%	21.32%	24.26%	24.81%
净利率	9.34%	9.79%	10.36%	10.74%
ROE	9.01%	9.30%	9.93%	10.77%
ROIC	9.73%	9.97%	10.45%	11.06%
偿债能力				
资产负债率	20.11%	19.27%	18.22%	18.29%
净负债比率	20.16%	16.76%	15.42%	15.51%
流动比率	2.30	2.39	2.57	2.79
速动比率	1.56	1.66	1.79	2.00
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.76	0.78	0.82
应收账款周转率	8.50	7.23	7.35	7.50
应付账款周转率	14.30	16.13	16.07	16.64
每股指标(元)				
每股收益	0.54	0.61	0.71	0.86
每股经营现金	(0.22)	0.68	0.63	0.71
每股净资产	5.19	5.79	6.50	7.36
估值比率				
P/E	23.43	20.83	17.72	14.73
P/B	2.43	2.18	1.94	1.71
EV/EBITDA	13.85	13.61	11.56	9.51

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>