



## 主营利润逆势增长, 凸显公司产品竞争力

### 投资要点

- **业绩总结:** 2022年Q1公司实现营业收入11.2亿元, 同比下滑12.9%, 实现扣非后归母净利润1.3亿元, 同比下滑16.2%。
- **点评:** 公司Q1收入下滑主要是由于整体养殖行业仍处于极度深亏状态, 自繁自养一季度单头平均亏损仍在500元以上, 对于动保非重点产品需求产生一定压制, 且一季度原料药价格回落, 对化药板块收入产生一定影响。但从利润端来看, 公司一季度下滑主要原因为金达威同期利润下滑明显, 若剔除金达威相关投资收益, 公司**主营利润实现约13.7%的增长**。在整体动保市场需求下滑30%+的环境下, 公司逆势实现10%+利润增长, 其主要原因为: 1) 产品端积极拓展, 疫苗产品继续大力推行市场化, 一季度疫苗市场化产品应实现双位数增长, 化药产品继续拓展制剂类高毛利高研发壁垒产品, 带动公司毛利率稳定提升; 2) 公司加强成本管控, 报告期内公司销售费用同比下降34.8%, 高质量集团合作客户优势尽显。公司各项改革稳步推进, 目前在管理效率上已初见成效, 未来在整体公司体制及未来发展大战略或将逐步落地, 带动公司业绩快速增长。
- **生猪养殖行业平均盈利能力呈修复趋势, 动保产品需求有望随之迎来提升。** 2021年三季度时, 猪价跌至最低点后有所回升, 当前生猪价格在14.5元/公斤左右, 仍然处于底部盘整阶段, 但未来整体价格预期回暖, 动保需求随之增长。本次周期的特殊之处在于非洲猪瘟、禁抗等事件出现, 拉大了养殖成本的区间, 不同养殖主体的成本差距可达到10元/公斤。我们认为动保行业需求的核心影响因素受到非洲猪瘟的一次性影响而短期转变为养殖企业盈利能力的修复。随能繁母猪结构调整, 优质比例提升, 死淘率下降、健仔率、PSY等指标提升, 整体生猪养殖成本呈边际改善趋势非瘟疫苗研发稳步推进。非洲猪瘟疫苗研制工作持续推进, 随猪瘟病毒变异, 其毒性逐步减弱而传染性增强, 亚单位灭活苗较弱毒苗而言虽有效性不及, 但安全性更高, 因而推广可能性便更大, 若是未来顺利市场化, 则行业关注度与成长性将进一步提升。
- **公司未来逐步实现疫苗双轮驱动, 且新建产能逐步释放, 客户结构持续优化, 市场占有率将进一步提升。** 疫苗方面, 先打后部政策稳步推进, 2025年强制免疫疫病市场苗将全面取代政采苗, 公司未来市场化结构占比不断提升, 核心产品欧倍佳为口蹄疫O型、A型二价灭活疫苗市场反馈良好, 未来随产能利用率不断提高, 兰州新厂二期工程建设完毕后新产能释放, 销量将迎来增长。除此以外大单品渗透提升带动多产品综合布局, 包括针对猪瘟、猪圆环、伪狂犬等疫病的疫苗及联苗, 产品组合拳提升竞争优势。从化药的角度, 在新版GMP的实施背景下, 结合下游养殖企业为控制风险减少动保产品供应商的策略, 化药行业22年以来公司陆续发布公告, 公司将与南药、牧原合资设立化药子公司以及华农资产增持等相关事项。我们认为以牧原为代表的**最高效养殖企业对于化药的需求与重视程度不断提高**。公司南京兽用生物医药产业园项目顺利奠基, 内蒙中牧大环内酯类创新驱动产业提质升级项目启动实施, 胜利生物获得美国FDA的出口认证表明公司泰万菌素的产品质量受世界认可, 预计公司化药板块未来3-5年将呈现快速上升趋势。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.72元、0.92元、1.08元, 对应动态PE分别为15/11/10倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能扩张不及预期; 产品销售情况不及预期; 养殖业突发疫情等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5301.57	6288.31	7257.08	8597.29
增长率	6.06%	18.61%	15.41%	18.47%
归属母公司净利润(百万元)	513.86	732.32	938.11	1095.93
增长率	22.22%	42.51%	28.10%	16.82%
每股收益EPS(元)	0.51	0.72	0.92	1.08
净资产收益率ROE	10.00%	12.45%	3.79%	13.87%
PE	21	15	11	10
PB	1.82	1.61	1.39	1.20

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: 刘佳宜

电话: 021-68415832

邮箱: liujy@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)	10.16
流通A股(亿股)	10.16
52周内股价区间(元)	9.48-13.89
总市值(亿元)	107.05
总资产(亿元)	74.37
每股净资产(元)	4.84

### 相关研究

1. 中牧股份(600195): 双轮驱动主营快速增长, 优质动保龙头未来可期 (2022-04-15)
2. 中牧股份(600195): 强强联合向全品类扩张, 优质成长不惧周期 (2022-04-12)
3. 中牧股份(600195): 龙头迎戴维斯双击, 成长性逐步凸显 (2022-01-05)
4. 中牧股份(600195): 主营逆势高增长, 未来优质成长龙头 (2021-10-31)
5. 中牧股份(600195): 业绩稳步提升, 多板块共同进步 (2021-08-30)
6. 中牧股份(600195): 把握化药市场, 多板块协力共发展 (2021-08-12)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5301.57	6288.31	7257.08	8597.29	净利润	587.33	827.82	1063.73	1242.58
营业成本	3761.02	4401.31	4947.58	5737.53	折旧与摊销	256.02	499.99	510.40	516.09
营业税金及附加	34.27	40.19	46.56	55.09	财务费用	0.27	-27.60	-8.83	-3.89
销售费用	506.85	540.79	602.34	773.76	资产减值损失	-22.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	329.76	565.95	638.62	799.55	经营营运资本变动	-56.94	-298.80	-93.00	-134.11
财务费用	0.27	-27.60	-8.83	-3.89	其他	-380.78	-167.83	-192.21	-190.92
资产减值损失	-22.90	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>383.00</b>	<b>833.57</b>	<b>1280.08</b>	<b>1429.74</b>
投资收益	174.41	180.00	190.00	190.00	资本支出	-622.26	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	-0.81	0.00	0.00	0.00	其他	531.69	97.09	213.33	168.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-90.57</b>	<b>87.09</b>	<b>203.33</b>	<b>158.89</b>
<b>营业利润</b>	<b>664.35</b>	<b>947.67</b>	<b>1220.81</b>	<b>1425.26</b>	短期借款	25.00	-115.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.86	8.33	6.09	6.84	长期借款	11.92	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>669.21</b>	<b>956.00</b>	<b>1226.90</b>	<b>1432.10</b>	股权融资	3.84	0.00	0.00	0.00
所得税	81.88	128.19	163.17	189.52	支付股利	-126.95	0.00	0.00	0.00
净利润	587.33	827.82	1063.73	1242.58	其他	-14.22	-24.40	8.83	3.89
少数股东损益	73.47	95.50	125.62	146.65	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-100.41</b>	<b>-139.40</b>	<b>8.83</b>	<b>3.89</b>
归属母公司股东净利润	513.86	732.32	938.11	1095.93	<b>现金流量净额</b>	<b>192.40</b>	<b>781.26</b>	<b>1492.25</b>	<b>1592.53</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1230.03	2011.29	3503.54	5096.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	721.62	873.88	992.39	1177.51	销售收入增长率	6.06%	18.61%	15.41%	18.47%
存货	879.09	964.76	1107.64	1279.49	营业利润增长率	-1.29%	42.65%	28.82%	16.75%
其他流动资产	9.19	113.53	81.27	95.47	净利润增长率	24.11%	40.95%	28.50%	16.81%
长期股权投资	915.83	915.83	915.83	915.83	EBITDA 增长率	4.20%	54.25%	21.29%	12.49%
投资性房地产	27.09	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2740.30	2361.99	1973.27	1578.86	毛利率	29.06%	30.01%	31.82%	33.26%
无形资产和开发支出	748.21	637.70	527.18	416.67	三费率	15.79%	17.16%	16.98%	18.25%
其他非流动资产	165.24	174.07	182.91	191.75	净利率	11.08%	13.16%	14.66%	14.45%
<b>资产总计</b>	<b>7436.61</b>	<b>8053.05</b>	<b>9284.03</b>	<b>10751.65</b>	ROE	10.00%	12.45%	13.79%	13.87%
短期借款	115.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.90%	10.28%	11.46%	11.56%
应付和预收款项	556.48	629.00	713.88	832.73	ROIC	15.66%	20.28%	28.59%	36.86%
长期借款	78.22	78.22	78.22	78.22	EBITDA/销售收入	17.37%	22.58%	23.73%	22.54%
其他负债	813.05	696.17	778.54	884.74	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1562.75</b>	<b>1403.39</b>	<b>1570.64</b>	<b>1795.68</b>	总资产周转率	0.75	0.81	0.84	0.86
股本	1015.61	1015.61	1015.61	1015.61	固定资产周转率	2.60	2.69	3.53	5.01
资本公积	540.90	540.90	540.90	540.90	应收账款周转率	11.20	11.06	11.31	11.36
留存收益	3304.97	4037.28	4975.39	6071.32	存货周转率	4.67	4.74	4.72	4.77
归属母公司股东权益	4913.48	5593.79	6531.90	7627.83	销售商品提供劳务收到现金营业收入	98.17%	—	—	—
少数股东权益	960.37	1055.87	1181.49	1328.14	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5873.85</b>	<b>6649.66</b>	<b>7713.39</b>	<b>8955.97</b>	资产负债率	21.01%	17.43%	16.92%	16.70%
负债和股东权益合计	7436.61	8053.05	9284.03	10751.65	带息债务/总负债	12.36%	5.57%	4.98%	4.36%
					流动比率	2.10	3.33	4.18	4.83
					速动比率	1.45	2.52	3.37	4.02
					股利支付率	24.71%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.51	0.72	0.92	1.08
					每股净资产	5.78	6.55	7.59	8.82
					每股经营现金	0.38	0.82	1.26	1.41
					每股股利	0.13	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	920.63	1420.05	1722.38	1937.45					
PE	20.83	14.62	11.41	9.77					
PB	1.82	1.61	1.39	1.20					
PS	2.02	1.70	1.48	1.25					
EV/EBITDA	10.25	5.99	4.09	2.80					
股息率	1.19%	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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn