

# 中牧股份 (600195.SH)

## 收入增长跑赢行业，需求回暖盈利改善可期

**业绩概况。2022H1 营收同增 0.48% 至 25.97 亿元，主业归母净利润同降 4.9% 至 1.99 亿元。**①**2022H1:** 公司发布 2022 年中报，2022H1 实现营收 25.97 亿元，同比增长 0.48%，实现归母净利润 2.57 亿元，同比降低 18.86%，其中包含金达威持股投资收益 5850.96 万元，剔除金达威投资收益 2022H1 实现主业归母净利润 1.99 亿元，同比下降 4.82%。②**2022Q2:** 拆分来看，2022Q2 实现营收 14.73 亿元，同比增长 13.84%，实现归母净利润 1.23 亿元，同比降低 20.74%，剔除金达威后主业归母净利润 8981.05 万元，同比下降 19.11%。

**收入增长跑赢行业，市场苗表现稳健，化药表现出色。**分部方面，生物制品/化药/饲料/贸易业务分别实现营收 5.69 亿元/6.60 亿元/4.96 亿元/8.43 亿元，同比分别变动 -19.42%/+5.78%/-4.04%/+16.07%。①**生物制品板块:** 预计市场苗受益于规模场客户持续拓展收入表现稳健，而政采苗受淡季以及下游养殖端价格低迷需求疲软影响出现下滑，导致生药板块整体收入表现承压；②**化药板块:** Q2 猪价上涨催化下化药需求恢复明显，预计环比 Q1 实现显著增长，叠加制剂产品销售占比持续提升，支撑化药业务收入表现优于行业；③**饲料板块**在产品结构、客户结构优化推动下表现亦相对平稳。上半年生物制品/化药/饲料/贸易业务收入占比分别为 21.92%/25.41%/19.09%/32.48%，同比-5.41/+1.27/-0.9/+4.36PCTs。

**下游需求疲软+业务结构变化影响利润表现，下半年盈利有望改善。**①**生物制品板块**受 Q2 淡季因素叠加下游需求仍相对疲软影响，促销等活动存在阶段性增加，生药毛利率水平预计环比 Q1 略有下降，但受益于市场苗销售占比提升，预计 2022H1 生药毛利率水平同比持平；②**化药板块**受部分外购原料药成本提升以及外销原料药品种行业价格下降影响，上半年毛利率同比略有下滑；从收入结构看较高毛利率水平的生物制品业务在 2021H1 占比有所下降，综合 2022H1 毛利率同降 4.4PCTs 至 22.59%，其中 2022Q1/2022Q2 毛利率水平分别为 25.80%/20.13%；2022H1 销售/管理/研发费用率分别为 4.84%/7.68%/1.97%，同比-2.24/-0.21/-0.32PCTs，运营效率持续提升，受毛利率下滑拖累，2021H1 剔除金达威投资收益后净利率小幅下滑 0.3PCT 至 7.65%，随下半年养殖端需求环比改善以及部分核心产品销售旺季临近，预计盈利水平有望显著改善。

**核心单品可持续增长，激励机制愈加完善、发展活力释放，猪价上涨趋势下需求回暖盈利改善可期。**①**生物制品:** 市场化发展机遇支撑公司口蹄疫市场苗表现出色，兰州厂二期建设稳步推进，生药板块结构优化、持续增长可期。②**化药:** 公司作为行业龙头优先受益于饲料端禁抗后治疗类化药需求增长以及新版 GMP 带来的行业集中度提升，中牧+南药+牧原强强联合有望打开化药业务全新发展空间。③**国资委推动下的国企改革激励机制**包括“超额利润分配”与“契约化”等预计于 2022 年开始落实推行，有望切实提高核心团队活力。4 月中旬以来猪价持续上涨，预计下半年景气度仍维持相对高位，动保产品需求回暖盈利改善可期。

**盈利预测:** 根据中报情况我们对盈利预测进行调整，预计公司 FY2022-2024 归母净利润 6.1/7.8/10.5 亿元，同增 18.4%/27.5%/35.1%，对应 EPS 分别为 0.60/0.76/1.03 元/股，对应 PE 17.6X/13.8X/10.2X，维持“买入”评级。

**风险提示:** 养殖行业疫病爆发、新冠疫情反复、产能建设进度不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,999	5,302	5,984	6,956	8,026
增长率 yoy (%)	21.4	6.1	12.9	16.3	15.4
归母净利润(百万元)	420	514	609	776	1,048
增长率 yoy (%)	64.5	22.2	18.4	27.5	35.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.41	0.51	0.60	0.76	1.03
净资产收益率(%)	8.8	10.0	10.4	12.0	14.1
P/E(倍)	25.5	20.8	17.6	13.8	10.2
P/B(倍)	2.4	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	动物保健
前次评级	买入
8月17日收盘价(元)	12.39
总市值(百万元)	12,652.03
总股本(百万股)	1,021.15
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	11.12

### 股价走势



### 作者

分析师 孟鑫

执业证书编号: S0680520090003

邮箱: mengxin@gszq.com

分析师 李宣霖

执业证书编号: S0680522040001

邮箱: lixuanlin@gszq.com

### 相关研究

- 《中牧股份(600195.SH): 主业净利润逆势同增 11%，高成长持续验证》2022-04-28
- 《中牧股份(600195.SH): 核心产品增长亮眼，盈利水平提升显著》2022-04-15
- 《中牧股份(600195.SH): 携手牧原，兽用化药业务再下一城》2022-04-12



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com