

➤ **事件概述。**公司于 8 月 17 日发布 2022 年中报，上半年实现营收 25.97 亿元，同比增长 0.48%；实现归母净利润 2.57 亿元，同比下降 18.86%。其中，Q2 实现营收 14.73 亿元，同比增长 13.84%，环比增长 31.17%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比下降 20.74%，环比下降 8.29%。

➤ **生物制品让利求销，未来增量广阔。**上半年公司兽用生物制品板块实现收入 5.69 亿元，同比下降 19.42%，毛利率为 51.95%，同比下降 2.8PCT。主要系前期养殖业整体景气低迷，用药积极性较弱，加之口蹄疫疫苗竞争激烈，市场端压力较大，参股公司中普生物销量不理想出现一定亏损。未来，中普生物将和普莱柯猪苗销售团队紧密融合，加大渠道端和经销商团队的市场下沉力度，进一步增厚公司业绩，同时公司核心产品欧倍佳口蹄疫 O 型和 A 型二价灭活疫苗受市场青睐度高，随着市场化改革推进，利润有望逐步扩大。

➤ **与牧原合资成立中牧牧原，夯实兽用化药领域领先地位。**上半年公司兽用化药板块表现稳健，实现收入 6.60 亿元，同比增长 5.78%，毛利率为 24.57%，同比下降 5.9PCT。公司在兽药行业沉淀 80 余载，已然成为兽用化药领域第一梯队的企业，今年 2 月取得一类新兽药沙咪珠利溶液兽药产品批准文号，进一步丰富公司制剂类产品序列。在此基础上，公司积极与产业链下游龙头猪企牧原股份合作，加大自主研发产品生产规模，重点产品紧抓市场占有率，在养殖行业低谷期，保证销售收入领先位势。

➤ **行业供需两端逐步优化，需求、利润都将迎来修复。**2022 Q2，猪价强势上涨，最高达 24.4 元/公斤，由于前期行业能繁母猪产能持续去化，我们预计后市猪价市场或维持高位。随着养殖端盈利状况持续回升，补栏积极性提高，叠加秋冬正处动物疫病高发季，养殖户用药量或将提升，同时政采苗也将在秋防阶段开启新一轮采购，动保行业整体步入上升通道。此外，新版兽药 GMP 的实施再度提高动保行业准入门槛，行业集中度向头部倾斜，公司化药单价有望进一步上涨。

➤ **投资建议：**预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 5.36、6.53、7.76 亿元，对应 EPS 分别为 0.52、0.64、0.76 元，考虑到公司作为养殖业上游的龙头企业，市场化改革提高成长性，有望充分受益于猪价上涨带动后周期产品全面放量，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新项目落地不及预期；猪价上涨不及预期；突发重大动物疫病。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,302	5,487	6,095	6,477
增长率 (%)	6.1	3.5	11.1	6.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	514	536	653	776
增长率 (%)	22.2	4.2	21.8	18.8
每股收益 (元)	0.50	0.52	0.64	0.76
PE	25	24	19	16
PB	2.6	2.4	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
12.39 元

分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

相关研究

1. 中牧股份 (600195.SH) 深度报告：养殖后周期全覆盖，迈出市场化改革新步伐-2022/07/25

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,302	5,487	6,095	6,477
营业成本	3,761	3,889	4,255	4,384
营业税金及附加	34	35	39	42
销售费用	507	521	572	615
管理费用	330	352	386	411
研发费用	163	184	213	259
EBIT	502	507	630	767
财务费用	0	-7	-6	-8
资产减值损失	-23	-25	-26	-23
投资收益	174	192	219	237
营业利润	664	691	841	1,002
营业外收支	5	4	4	4
利润总额	669	695	846	1,006
所得税	82	88	105	125
净利润	587	607	741	881
归属于母公司净利润	514	536	653	776
EBITDA	771	815	975	1,139

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,230	1,053	1,170	1,340
应收账款及票据	634	645	714	763
预付款项	53	71	72	74
存货	879	881	944	987
其他流动资产	44	44	48	50
流动资产合计	2,840	2,693	2,948	3,215
长期股权投资	916	916	916	916
固定资产	2,465	3,101	3,673	4,207
无形资产	660	684	699	713
非流动资产合计	4,597	5,233	5,707	6,232
资产合计	7,437	7,927	8,655	9,447
短期借款	115	115	115	115
应付账款及票据	413	357	403	422
其他流动负债	823	871	946	977
流动负债合计	1,351	1,343	1,464	1,514
长期借款	78	78	78	78
其他长期负债	133	135	135	135
非流动负债合计	211	213	213	213
负债合计	1,563	1,556	1,677	1,727
股本	1,016	1,021	1,021	1,021
少数股东权益	960	1,032	1,120	1,225
股东权益合计	5,874	6,371	6,979	7,721
负债和股东权益合计	7,437	7,927	8,655	9,447

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.06	3.51	11.08	6.27
EBIT 增长率	43.48	1.01	24.34	21.62
净利润增长率	22.22	4.25	21.84	18.85
盈利能力 (%)				
毛利率	29.06	29.14	30.20	32.32
净利润率	11.08	11.06	12.16	13.60
总资产收益率 ROA	6.91	6.76	7.54	8.21
净资产收益率 ROE	10.46	10.03	11.14	11.94
偿债能力				
流动比率	2.10	2.00	2.01	2.12
速动比率	1.41	1.30	1.32	1.42
现金比率	0.91	0.78	0.80	0.89
资产负债率 (%)	21.01	19.63	19.37	18.28
经营效率				
应收账款周转天数	37.35	34.67	34.70	35.13
存货周转天数	85.31	83.36	81.80	82.91
总资产周转率	0.71	0.69	0.70	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.52	0.64	0.76
每股净资产	4.81	5.23	5.74	6.36
每股经营现金流	0.38	0.68	0.84	0.96
每股股利	0.15	0.15	0.13	0.14
估值分析				
PE	25	24	19	16
PB	2.6	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	15.08	14.49	11.98	10.11
股息收益率 (%)	1.22	1.22	1.05	1.10

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	587	607	741	881
折旧和摊销	269	308	345	372
营运资金变动	-337	-53	-31	-60
经营活动现金流	383	695	863	980
资本开支	-476	-949	-823	-900
投资	0	-2	-1	-1
投资活动现金流	-91	-758	-606	-664
股权募资	0	44	0	0
债务募资	36	1	0	0
筹资活动现金流	-100	-115	-139	-146
现金净流量	192	-177	118	170

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026