

## 中牧股份

### 600195

审慎增持 (维持)

## 收入稳步增长，盈利拐点已现

2022年8月19日

#### 市场数据

市场数据日期	2022-08-18
收盘价(元)	12.39
总股本(百万股)	1021.15
流通股本(百万股)	1021.15
总市值(百万元)	12652.03
流通市值(百万元)	12652.03
净资产(百万元)	6236.98
总资产(百万元)	7929.35
每股净资产(元)	5.13

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5302	5312	5843	6369
同比增长	6.1%	0.2%	10.0%	9.0%
归母净利润(百万元)	514	580	632	697
同比增长	22.2%	12.9%	8.9%	10.3%
毛利率	29.1%	26.6%	25.8%	25.0%
净利率	11.1%	12.4%	12.3%	12.5%
净资产收益率	10.5%	10.9%	10.9%	11.1%
每股收益(元)	0.50	0.57	0.62	0.68
每股经营现金流(元)	0.38	0.12	0.76	0.65

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

#### 相关报告

#### 投资要点

- **事件:** 中牧股份 2022H1 公司实现 26.0 亿元营收, 同比增长 0.5%, 归母净利润 2.6 亿元, 同比下降 18.9%, 如剔除投资收益 2022H1 实现主业归母净利润 2.0 亿元, 同比下降 3.4%; 2022Q2 公司实现 14.7 亿元营收, 同比增长 13.9%, 环比增长 31.3%, 归母净利润 1.2 亿元, 同比下降 20.6%, 环比下降 8.2%, 如剔除投资收益归母净利润 0.9 亿元, 同比下降 18.2%。
- **收入稳步增长, 盈利能力受低迷市场影响:** 各业务营收情况, 生物制品 5.7 亿元 (同比下降 19.4%), 兽药 6.6 亿元 (同比增长 5.8%), 饲料 5.0 亿元 (同比下降 4.0%), 贸易 8.4 亿元 (同比增长 16.1%)。公司整体营收稳步增长, 其中化药由于生猪养殖在二季度回暖, 需求恢复带动营收增长。但由于上半年养殖情绪整体较低, 下游疫苗需求疲软, 具有较高毛利的生物制品业务营收占比下降明显, 叠加公司让利政策板块毛利率下降, 从而带动公司 22H1 综合毛利率下降至 22.6%, 同比下降 4.4 pct。
- **化药收入增长, 竞争力凸显:** 生猪养殖在二季度回暖带动化药销量回升。2022H1 原料药收入同比估计增加 20%, 制剂同比估计持平; 2022Q2 原料药收入环比估计增加 117%, 制剂环比估计增加 10%。新版 GMP 认证标准推动带动行业出清, 有利于市场集中度提升和龙头企业市占率增长。此外, 公司与养殖龙头牧原股份合资项目将进一步带动公司在化药市场的竞争力。

分析师:

纪宇泽

jiyuze@xyzq.com.cn

S0190522080004

- **疫苗短期承压，看好后周期行情：**（1）口蹄疫苗：2022H1 政采估计约 1.5 亿元，同比估计下降 30%，市场苗约 1 亿元，同比估计下降 5%；政采苗毛利率较为稳定，市场苗由于让利促销毛利率有所下降。未来随着公司产能提升，新产品出世，以及需求回暖，有望带动业务整体营收增长和盈利水平改善。（2）禽苗：2022H1 禽流感疫苗政采收入同比有所下降，毛利下降幅度较大，市场苗收入小幅增长，毛利增长显著。（3）宠物疫苗：以犬四联和狂犬病疫苗两个单品为主，市场认可度提升使其在上半年营收显著提升，下半年预计仍会有增量。
- **坚持“让利不让市”策略，提升集团份额，优化渠道结构：**公司实现口蹄疫疫苗集团客户由去年 2-3 家增至今年 11 家客户，且由于市场份额增加，销量上升，实现毛利润小幅上升。与集团客户深度合作助力公司提升市占率、加强公司品牌力。
- **养殖市场回暖，动保行情启动：**2022Q1 由于养殖行情低迷拖累公司销售情况。自 4 月下旬以来，猪价持续攀升持续回暖，回归成本线后维持区间稳定波动，养殖情绪逐步转好，带动动保相关产品需求走强，预计未来公司将在主要产品实现量价双升，由此我们判断公司盈利已出现拐点。
- **投资建议：**公司在疫苗、兽药、饲料全面布局，产品矩阵丰富，同时近年持续拓展新产品、优化渠道结构，公司护城河持续加宽。未来随着后周期行情启动，公司盈利能力有望改善。我们调整盈利预测，预计 2022-2024 年公司的营收分别为 53.1 亿元，58.4 亿元和 63.7 亿元，归母净利润分别为 5.8 亿元，6.3 亿元和 7.0 亿元。基于 2022 年 8 月 18 日收盘价，对应 PE 为 22，20，18 倍，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**生猪存栏不及预期，动物突发疫病，原材料价格大幅波动，汇率波动，政策变化。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2840	2989	3846	4764	<b>营业收入</b>	5302	5312	5843	6369
货币资金	1230	1286	2069	2761	营业成本	3761	3900	4333	4777
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	34	34	37	41
应收票据及应收账款	634	639	684	757	销售费用	507	304	334	364
预付款项	53	82	78	85	管理费用	330	333	365	399
存货	879	924	957	1101	研发费用	163	95	95	95
其他	44	58	59	60	财务费用	0	-31	-63	-94
<b>非流动资产</b>	4597	4271	4019	3752	其他收益	10	9	9	9
长期股权投资	916	818	845	859	投资收益	174	140	153	169
固定资产	2465	2394	2238	2043	公允价值变动收	-1	0	0	0
在建工程	276	138	69	34	信用减值损失	-4	-4	-4	-4
无形资产	660	638	597	549	资产减值损失	-23	-27	-26	-26
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	6	5	5
长期待摊费用	12	7	2	-3	<b>营业利润</b>	664	800	879	938
其他	269	277	269	269	营业外收入	7	17	17	14
<b>资产总计</b>	7437	7261	7865	8516	营业外支出	2	56	74	44
<b>流动负债</b>	1351	711	746	807	<b>利润总额</b>	669	761	822	908
短期借款	115	0	0	0	所得税	82	102	102	115
应付票据及应付账款	413	335	389	455	净利润	587	660	720	793
其他	823	376	357	352	少数股东损益	73	79	88	96
<b>非流动负债</b>	211	184	201	194	<b>归属母公司净利</b>	514	580	632	697
长期借款	78	78	78	78	<b>EPS(元)</b>	0.5	0.6	0.6	0.7
其他	133	106	123	116					
<b>负债合计</b>	1563	895	947	1001					
股本	1016	1021	1021	1021	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	541	541	541	541	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
未分配利润	2942	3328	3738	4195	<b>成长性</b>				
少数股东权益	960	1040	1128	1223	营业收入增长率	6.1%	0.2%	10.0%	9.0%
<b>股东权益合计</b>	5874	6365	6918	7515	营业利润增长率	-1.3%	20.4%	9.9%	6.7%
<b>负债及权益合计</b>	7437	7261	7865	8516	归母净利润增长	22.2%	13.0%	8.9%	10.3%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	29.1%	26.6%	25.8%	25.0%
					净利率	11.1%	12.4%	12.3%	12.5%
					ROE	10.5%	10.9%	10.9%	11.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	21.0%	12.3%	12.0%	11.8%
					流动比率	2.1	4.2	5.1	5.9
					速动比率	1.4	2.9	3.8	4.5
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
					应收账款周转率	9.3	8.5	9.2	9.1
					存货周转率	4.6	4.2	4.5	4.5
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	0.5	0.6	0.6	0.7
					每股经营现金	0.4	0.1	0.8	0.6
					每股净资产	4.8	5.2	5.7	6.2
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	24.6	21.8	20.0	18.2
					PB	2.6	2.4	2.2	2.0

  

现金流量表				
单位:				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	514	580	632	697
折旧和摊销	256	281	293	298
资产减值准备	23	5	9	16
资产处置损失	-1	-6	-5	-5
公允价值变动损失	1	-0	-0	0
财务费用	9	-32	-63	-94
投资损失	-174	-140	-153	-169
少数股东损益	73	79	88	96
营运资金的变动	-341	-601	-71	-163
<b>经营活动产生现金流</b>	383	121	772	660
<b>投资活动产生现金流</b>	-91	186	115	135
<b>融资活动产生现金流</b>	-100	-251	-105	-102
现金净变动	192	56	782	692
现金的期初余额	1012	1230	1286	2069
现金的期末余额	1205	1286	2069	2761

### 分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn