

三季度业绩较为稳健，后续增量可期

2022 年 10 月 30 日

➤ **事件概述：**2022 年 10 月 28 日公司发布三季度报，前三季度实现营业收入 41.25 亿元，同比+5.6%；归母净利润 4.00 亿元，同比-13.8%。其中，Q3 实现营业收入 15.29 亿元，同比+15.7%，环比+3.8%；归母净利润 1.43 亿元，同比-3.0%，环比+16.5%。

➤ **让利不让市。**Q3 公司实现毛利率 21.2%，同比-10.6PCT，环比+0.03PCT；实现净利率 8.4%，同比-4.0PCT，环比-1.4PCT。主要系前期养殖业整体景气低迷，加之口蹄疫疫苗竞争激烈，公司销售价格有所变动。但公司加强了对头部养殖企业的开拓，为销量带来巨大利好。后续随着成都、内蒙产能利用率逐步扩大，或将进一步降低成本分摊，推动盈利能力持续提升。

➤ **化药制剂快速增长。**三季度下游养殖端整体回暖，公司化药制剂产线基本满负荷生产，主要业绩增量贡献来源于胜利生物、南京药业及黄冈厂。我们预计 2023 年随着其他几家子公司满产，以及内蒙中牧原料药产线 FDA 等多个出口国认证通过，海外出口业务的大幅增长，或将强有力的支撑公司化药业务发展。

➤ **未来增量可期。**目前公司兰州厂口蹄疫二期工程、内蒙中牧大环内酯类项目建设正在稳步进行，此外，公司与牧原股份强强联手，共同设立以化药制剂为主营的中牧牧原，我们预计明年下半年可建成投产，若 2024 年满负荷生产，可为公司打开更大的增长空间。随着新产能释放，及新产品的推出，公司未来增量可期。

➤ **投资建议：**预计公司 2022~2024 年分别实现归母净利润 5.68、7.02、7.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、0.69、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。

推荐

维持评级

当前价格：

12.93 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

研究助理 张心怡

执业证书：S0100122060009

邮箱：zhangxinyi@mszq.com

相关研究

1.中牧股份 (600195.SH) 2022 半年报业绩点评：上半年业绩承压，双轮动态调节追求长期成长-2022/08/19

2.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

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	5,465	6,070	6,452
增长率 (%)	6.1	3.1	11.1	6.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	514	568	702	779
增长率 (%)	22.2	10.5	23.5	11.0
每股收益 (元)	0.50	0.56	0.69	0.76
PE	26	23	19	17
PB	2.7	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价）

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	5,465	6,070	6,452
营业成本	3,761	3,902	4,243	4,374
营业税金及附加	34	35	39	41
销售费用	507	410	509	613
管理费用	330	328	372	394
研发费用	163	183	212	258
EBIT	502	607	695	772
财务费用	0	-7	-7	-9
资产减值损失	-23	-25	-26	-23
投资收益	174	137	219	237
营业利润	664	736	906	1,008
营业外收支	5	4	4	4
利润总额	669	740	911	1,012
所得税	82	96	114	128
净利润	587	644	797	885
归属于母公司净利润	514	568	702	779
EBITDA	771	915	1,040	1,144

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,230	1,092	1,265	1,438
应收账款及票据	634	643	711	760
预付款项	53	72	72	74
存货	879	883	941	985
其他流动资产	44	44	48	50
流动资产合计	2,840	2,733	3,037	3,308
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	7,967	8,744	9,540
短期借款	115	115	115	115
应付账款及票据	413	358	402	421
其他流动负债	823	873	943	974
流动负债合计	1,351	1,347	1,460	1,511
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	1,560	1,673	1,724
股本	1,016	1,021	1,021	1,021
少数股东权益	960	1,036	1,131	1,237
股东权益合计	5,874	6,407	7,071	7,817
负债和股东权益合计	7,437	7,967	8,744	9,540

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	3.08	11.08	6.29
EBIT 增长率	43.48	21.02	14.39	11.05
净利润增长率	22.22	10.54	23.55	10.97
盈利能力 (%)				
毛利率	29.06	28.60	30.10	32.20
净利润率	11.08	11.78	13.12	13.71
总资产收益率 ROA	6.91	7.13	8.03	8.16
净资产收益率 ROE	10.46	10.58	11.81	11.84
偿债能力				
流动比率	2.10	2.03	2.08	2.19
速动比率	1.41	1.32	1.39	1.49
现金比率	0.91	0.81	0.87	0.95
资产负债率 (%)	21.01	19.58	19.13	18.07
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	0.69	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.56	0.69	0.76
每股净资产	4.81	5.26	5.82	6.44
每股经营现金流	0.38	0.77	0.90	0.96
每股股利	0.15	0.15	0.13	0.14
估值分析				
PE	26	23	19	17
PB	2.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	15.79	13.46	11.67	10.46
股息收益率 (%)	1.17	1.17	1.01	1.05

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	587	644	797	885
折旧和摊销	269	308	345	372
营运资金变动	-337	-50	-32	-59
经营活动现金流	383	791	917	983
资本开支	-476	-950	-823	-900
投资	0	-2	-1	-1
投资活动现金流	-91	-814	-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	-138	173	173

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