

中牧股份 (600195)

证券研究报告
2023年08月25日

拟收购成都中牧强强联合，填补针剂空白、动保板块利润再增厚

事件：8月3日，公告拟以自有资金1.27亿元收购廖成斌等14名自然人合计持有的成都中牧65%的股权；18日，中牧股份与成都中牧联合召开的《兽药产业高质量发展专家论坛暨中牧股份与成都中牧联合重组签约仪式》圆满落幕，本次与会云集数十位行业专家及农发集团、中牧股份、成都中牧等高层领导，会议就兽药行业发展、公司未来规划与发展做出交流汇报。

中牧股份：争创世界一流的动保企业

目前全球动保50强企业中，中牧股份排名全球14位、国内第1，然而目前我国企业总体规模、集中度较全球领先企业有较明显提升空间。未来，中牧股份将主要从：聚焦重点任务，力促国企改革深化落实；坚持创新驱动，增强企业高质量发展的动力；聚焦产业转型升级，加快构建现代化产业体系；强化资本运作和市值管理，不断拓展产业发展空间等几大维度，实现中牧股份新时期下的远大发展！

收购成都中牧实现强强联合：填补针剂空白+有望增厚利润

1) 成都中牧品种多、剂型全、产能大，补足产线提升综合竞争力。成都中牧共有产品批文267个，发明专利证书30余项，注册商标60余项，14个产品剂型，16条生产线，产品线除主业猪外，还覆盖宠物、动保、中药产品、功能性饲料等，特别是在粉针剂、水针剂等品种上有效补足了中牧股份的业务短板。

2) 发挥协同优势，有效增厚公司动保板块利润。未来，成都中牧在并入中牧股份后，要积极利用“成都中牧+中牧股份”的模式实现四个一体化的优势互补，强化协同发展优势，坚定“一体两翼”、“三通路”、“四增长”的业务目标，坚定新兽药、新制剂、大单品三步并行，实现“1+1>2”的共同发展；利润端来看，成都中牧业务稳定后有望贡献年净利润2014万元左右，将有效增厚公司动保板块利润！

投资建议：维持“买入”评级！重点推荐！

在不考虑非瘟疫苗放量的情况下，考虑未来成都中牧并入后可能带来的新增量，综合预计公司2023/24/25年收入63/73/83亿元，同比增长7%/17%/13%，归母净利润6.29/7.92/8.53亿元，同比增长14%/26%/8%。维持“买入”评级！

风险提示：整合运营风险；重大动物疫情风险；市场竞争风险；汇率异常波动的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,301.57	5,891.52	6,284.54	7,335.71	8,291.46
增长率(%)	6.06	11.13	6.67	16.73	13.03
EBITDA(百万元)	1,115.40	988.11	1,074.89	1,267.22	1,334.38
归属母公司净利润(百万元)	513.86	550.07	628.85	792.42	852.51
增长率(%)	22.22	7.05	14.32	26.01	7.58
EPS(元/股)	0.50	0.54	0.62	0.78	0.83
市盈率(P/E)	22.77	21.27	18.61	14.77	13.73
市净率(P/B)	2.38	2.21	2.02	1.82	1.67
市销率(P/S)	2.21	1.99	1.86	1.60	1.41
EV/EBITDA	11.66	12.32	9.62	8.52	6.91

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/动物保健 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.35元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,021.15
流通A股股本(百万股)	1,021.15
A股总市值(百万元)	11,590.03
流通A股市值(百万元)	11,590.03
每股净资产(元)	5.32
资产负债率(%)	20.42
一年内最高/最低(元)	16.23/11.00

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中牧股份-公司点评:拟收购成都中牧，填补针剂业务空白、增厚企业利润》 2023-08-04
- 《中牧股份-年报点评报告:动保国企龙头逆周期增长，非瘟疫苗进展取得成效!》 2023-04-23
- 《中牧股份-公司深度研究:动保龙头勇挑大梁，疫苗化药双轮驱动加速发展!》 2023-02-08

1. 《兽药产业高质量发展专家论坛暨中牧股份与成都中牧联合重组签约仪式》在成都顺利落幕

2023年8月18日，中牧股份与成都中牧联合召开的《兽药产业高质量发展专家论坛暨中牧股份与成都中牧联合重组签约仪式》圆满落幕，本次与会阵容庞大，中国兽药协会会长才学鹏，全国畜牧总站副站长、中国兽药协会副会长兼秘书长杨劲松，四川省农业农村厅总畜牧师李春华，中国农业科学院兰州畜牧与兽药研究所党委书记、所长张继瑜等重磅行业专家应邀出席会议。

中国农发集团党委书记、董事长曹江林，副总经理刘辉，战略投资部副总经理肖逵，中牧股份党委书记、董事长王建成，董事、总经理吴冬苟，党委副书记、董事会秘书、工会主席郭亮及相关部门负责人，中牧股份成都厂负责人，成都中牧董事长、总经理廖成斌及全体股东等出席仪式。

本次会议重点交流探讨了我国兽药行业的发展趋势、未来发展方向，并对成都中牧的联合重组进行了沟通交流。同时，为中牧股份发展的长期愿景、与成都中牧的联合重组提出建设性意见和期望。

1.1. 中牧股份：剑指世界一流的动保企业

本次仪式，中牧股份公司董事、总经理吴冬苟先生以《中牧股份兽药制剂发展战略及规划》为题进行了汇报。报告表示，目前全球动保50强企业中，中牧股份排名全球14位，位列国内第一。目前中国合计入围前50强企业10家，我国前10大动保企业合计收入为24亿美元（2021年），在全球排名第六，可见目前我国动保行业规模的集中度和市场空间都依然有较明显提升空间，中国动保产业的发展还任重道远！

一、要聚焦重点任务，力促国企改革深化落实。

具体的来说就是完善法人治理结构和行权能力建设，健全市场化运营机制，落实“三精”管理要求，多措并举提高上市公司的质量。

二、要坚持创新驱动，增强企业高质量发展的动力。

中牧股份十四五期间加大研发投入力度，用于打造疫苗创制中心、高端制剂研发中心、生物饲料中心；面向科研院所院所等方向加大科研资金投入；同时设立开放基金，面对社会进行选题和合作。

三、聚焦产业转型升级，加快构建现代化产业体系。

坚持绿色发展方向，持续发力智能制造、绿色制造，强化主业，严格执行投资方面的负面清单管理制度，集中力量抓好重大项目建设。

四、强化资本运作和市值管理，不断拓展产业发展空间！

为重大项目取得突破，坚定聚力聚焦主业，布局新业务，为此将在十四五期间投资进行主业重点布局；同时，新时期要加快推进国际化进程，提升企业国际竞争力：比如强化海外企业布局，包括进行出口业务的进一步拓展等；除现有的传统的业务之外，开创6大新赛道，分别包括宠物业务、人病兽防、水产动保、高端制剂、生物饲料、出口业务等。

1.2. 收购成都中牧实现强强联合

成都中牧以“为健康养殖服务、为食品安全护航”为使命愿景，坚持打造中国动保一流科技服务型企业的目标。

中牧股份与成都中牧联合重组，是深入贯彻落实《国务院办公厅关于促进畜牧业高质量发展的意见》和农业农村部关于印发《“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划》背景下，顺

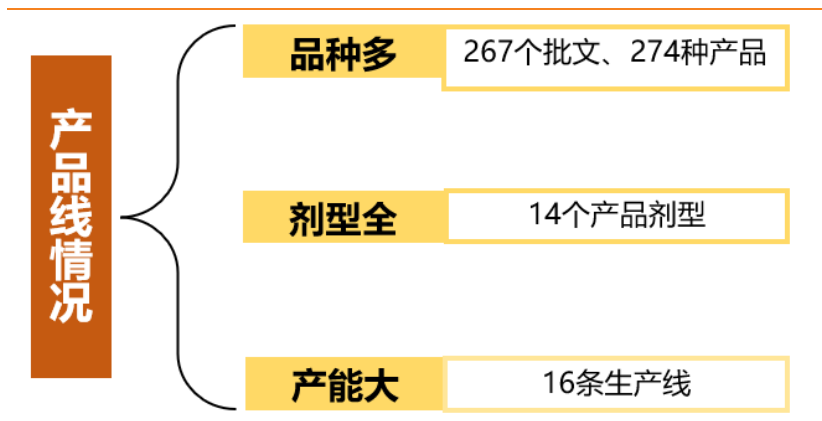
应畜牧业发展新变化、新趋势、新格局下的战略性重组，中牧股份和成都中牧将在全面整合品牌、资金、资源优势的基础上，充分实现国有资本和非公资本的合作双赢！

1.2.1. 公司基本情况介绍

成都中牧作为本地优秀企业代表之一，优势鲜明、特点突出。

产能方面，成都中牧品种众多、剂型齐全、产能规模大。成都中牧共有兽药品种 274 个，兽药产品批文 267 个，发明专利证书 30 余项，注册商标 60 余项，14 个产品剂型，16 条生产线，对动保类产品覆盖度较广。

图 1：成都中牧产品线情况



资料来源：天风农业调研资料，天风证券研究所

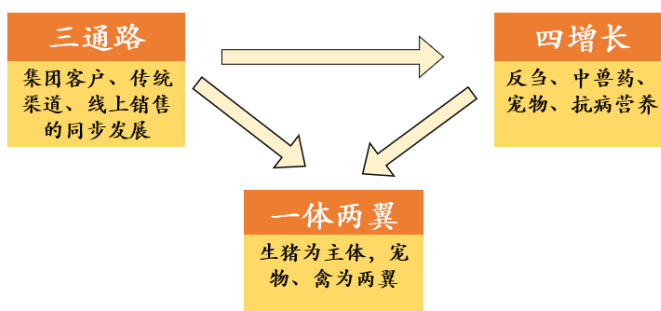
具体产品来看，目前公司拥有国家新兽药 8 个，其中牧可灭（羟氯扎胺混悬）全国仅有两个厂家生产，牧可利（苍朴口服液）、牧咽舒（射干地龙颗粒）均为公司独家产品。

1.2.2. 重组后的规划与目标

公司本次重组旨在通过“成都中牧+中牧股份”实现四个一体化优势互补。即“预防治疗一体化”、“疫苗化药一体化”、“原料制剂一体化”、“市场资源一体化”，实现强强联合，实现四个维度即“产能”、“资金”、“实践”、与“安全”的四维一体，助力企业成功与成长。在发展规划上，重组后要实现四个协同，即“资源协同”、“战略协同”、“技术协同”、“产业链协同”，主要是指在人员、产品、客户、原料、研发、出口等角度的协同发展，实现降本增效！

具体业务规划上，要坚定实现“一体两翼”、“三通路”、“四增长”的业务目标。所谓“一体两翼”，即生猪为主体，宠物、禽为两翼。“三通路”，即集团客户、传统渠道、线上销售的同步发展，以传统渠道覆盖的中小散户为基础，大力发展集团业务和线上销售定制产品，实现差异化；“四增长”指的是反刍、中兽药、宠物、抗病营养等几个业务要在未来几年保持较高复合年增长率。

图 2：中牧股份新时期的业务发展体系



资料来源：天风农业调研资料，天风证券研究所

新兽药板块规划上，坚定新兽药、新制剂、大单品三步并行。

1) **新兽药**：公司目前四大新兽药：阿莫西林黄芩苷灌注剂（国家三类）、复方羟氯扎胺溶液（国家三类）、“牧可利”产品（新增靶动物猪），新型替米考星片（国家五类）等四个方向目前均稳步推进中。

2) **新制剂**：制剂方面，计划新增消毒剂产品线拟上市产品储备 5 个，片剂拟上市产品储备 12 个，透皮剂拟上市产品 1 个。

大容量注射剂方面，水针产品目前有安痛定注射液、复方氨基比林注射液、恩诺沙星注射液等新品储备 11 个，注射用阿莫西林钠等粉针产品 6 个。

3) **大单品打造**：新品储备是公司大单品计划规划的未来，而具体到目前的大单品销售上，目前已经有牧可灭、肠盛元等，未来复方磺胺间甲氧嘧啶钠注射液、氟苯尼考注射液、注射用阿莫西林钠，以及替米考星片将为公司重点打造大单品品类，为公司大单品计划的重点。

大集团业务是公司把握新增长的重点之一。目前公司目标，将在并购后，进一步强化与现有大客户合作方式与合作深度，有针对性的、有计划的做大产业蛋糕，有望实现百万级客户迈向千万、千万客户实现翻倍、龙头客户迈向亿元的业务目标！

2. 风险提示

1) 整合运营风险：

尽管公司与标的公司在产品、研发、客户等方面有协同的基础，但由于在运营机制和管理方式等方面有一定差异，本次收购完成后，存在一定的整合运营风险。公司需加强对成都中牧的风险管控，加强股东间的交流，争取股东方支持，完善现代企业的管理制度，加强行业资源的整合。

2) 重大动物疫情风险：

非瘟疫情点状散发会持续影响养殖业，饲料企业之间的竞争更加剧烈，需要制定更加精细的销售策略，为客户提供个性化的技术服务，同时继续加大网络销售模式，保证稳定的市场份额。

3) 市场竞争风险：

兽药行业的头部企业的竞争态势日益激烈，公司需要根据产业发展的新趋势、新要求，市场竞争态势的新情况、新特点，加快完善和优化产业布局，不断提升自身的综合实力。公司将充分利用自身的研发、服务、品牌优势，针对养殖行业管理模式及需求变化，为养殖从业者提供综合解决方案，巩固和提升企业竞争优势。

4) 汇率异常波动的风险：

国际形势的超预期变化可能对人民币汇率产生较大影响，汇率异常波动给公司把握饲料原料的采购时机、合理控制成本，以及产品出口业务带来风险，进而影响利润空间。公司将加强市场跟踪，加强形势研判，把握采购时机，合理控制成本。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,230.03	875.16	2,758.28	2,467.26	3,900.54
应收票据及应收账款	633.92	1,153.00	383.22	1,450.71	622.16
预付账款	53.34	155.83	158.54	267.06	252.22
存货	879.09	1,062.40	1,583.54	1,599.87	2,138.98
其他	43.55	41.92	1,056.73	358.29	1,363.03
流动资产合计	2,839.93	3,288.32	5,940.31	6,143.19	8,276.94
长期股权投资	915.83	794.41	794.41	794.41	794.41
固定资产	2,464.58	2,678.27	2,476.17	2,274.07	2,071.97
在建工程	275.72	260.81	260.81	260.81	260.81
无形资产	748.21	734.86	668.02	601.18	534.35
其他	192.33	180.73	195.18	213.28	203.10
非流动资产合计	4,596.67	4,649.08	4,394.59	4,143.75	3,864.63
资产总计	7,436.61	7,937.41	10,334.90	10,286.94	12,141.57
短期借款	115.00	265.40	100.00	105.00	110.25
应付票据及应付账款	413.48	388.22	135.73	500.95	260.66
其他	665.02	620.05	3,162.91	2,055.76	3,497.74
流动负债合计	1,193.50	1,273.67	3,398.64	2,661.71	3,868.65
长期借款	78.22	34.22	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	133.25	130.87	54.06	53.96	53.01
非流动负债合计	211.47	165.09	54.06	53.96	53.01
负债合计	1,562.75	1,595.88	3,452.70	2,715.67	3,921.66
少数股东权益	960.37	1,045.67	1,089.42	1,144.54	1,196.43
股本	1,015.61	1,021.15	1,021.15	1,021.15	1,021.15
资本公积	540.90	567.90	567.90	567.90	567.90
留存收益	3,304.97	3,700.66	4,203.74	4,837.67	5,434.43
其他	52.01	6.15	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	5,873.85	6,341.53	6,882.20	7,571.26	8,219.91
负债和股东权益总计	7,436.61	7,937.41	10,334.90	10,286.94	12,141.57

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	587.33	550.51	628.85	792.42	852.51
折旧摊销	256.02	267.88	268.94	268.94	268.94
财务费用	9.16	13.37	(15.79)	(30.02)	(37.25)
投资损失	(174.41)	(189.93)	(180.00)	(290.00)	(330.00)
营运资金变动	(357.44)	(826.78)	889.14	(1,386.81)	731.76
其它	62.34	(37.15)	54.68	68.91	74.13
经营活动现金流	383.00	(222.10)	1,645.82	(576.57)	1,560.09
资本支出	828.51	327.88	76.81	0.10	0.96
长期投资	115.24	(121.43)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,034.32)	(373.18)	103.19	289.90	329.04
投资活动现金流	(90.57)	(166.73)	180.00	290.00	330.00
债权融资	36.65	134.95	200.15	167.81	(178.82)
股权融资	(110.23)	(197.12)	(142.86)	(172.26)	(277.99)
其他	(26.83)	118.64	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(100.41)	56.47	57.29	(4.46)	(456.81)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	192.02	(332.35)	1,883.11	(291.02)	1,433.28

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,301.57	5,891.52	6,284.54	7,335.71	8,291.46
营业成本	3,761.02	4,619.50	4,715.54	5,457.28	6,231.43
营业税金及附加	34.27	35.44	39.22	45.78	51.12
销售费用	506.85	378.34	402.21	498.83	563.82
管理费用	329.76	339.15	364.50	440.14	497.49
研发费用	162.57	143.27	157.11	205.40	232.16
财务费用	0.27	(6.45)	(15.79)	(30.02)	(37.25)
资产/信用减值损失	(27.12)	(13.75)	(25.00)	(21.79)	(20.98)
公允价值变动收益	(0.81)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	174.41	189.93	180.00	290.00	330.00
其他	(304.00)	(415.98)	0.00	0.00	0.00
营业利润	664.35	622.07	776.74	986.51	1,061.71
营业外收入	6.60	6.02	10.00	5.00	5.00
营业外支出	1.74	1.56	10.00	1.49	1.61
利润总额	669.21	626.53	776.74	990.03	1,065.10
所得税	81.88	76.02	93.21	128.70	138.46
净利润	587.33	550.51	683.53	861.32	926.64
少数股东损益	73.47	0.44	54.68	68.91	74.13
归属于母公司净利润	513.86	550.07	628.85	792.42	852.51
每股收益(元)	0.50	0.54	0.62	0.78	0.83

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	6.06%	11.13%	6.67%	16.73%	13.03%
营业利润	-1.29%	-6.36%	24.86%	27.01%	7.62%
归属于母公司净利润	22.22%	7.05%	14.32%	26.01%	7.58%
获利能力					
毛利率	29.06%	21.59%	24.97%	25.61%	24.85%
净利率	9.69%	9.34%	10.01%	10.80%	10.28%
ROE	10.46%	10.39%	10.86%	12.33%	12.14%
ROIC	14.64%	11.65%	11.94%	18.76%	16.10%
偿债能力					
资产负债率	21.01%	20.11%	33.41%	26.40%	32.30%
净负债率	-17.65%	-8.73%	-32.72%	-24.08%	-42.25%
流动比率	2.10	2.30	1.75	2.31	2.14
速动比率	1.45	1.56	1.28	1.71	1.59
营运能力					
应收账款周转率	8.90	6.59	8.18	8.00	8.00
存货周转率	6.68	6.07	4.75	4.61	4.44
总资产周转率	0.75	0.77	0.69	0.71	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.54	0.62	0.78	0.83
每股经营现金流	0.38	-0.22	1.61	-0.56	1.53
每股净资产	4.81	5.19	5.67	6.29	6.88
估值比率					
市盈率	22.77	21.27	18.61	14.77	13.73
市净率	2.38	2.21	2.02	1.82	1.67
EV/EBITDA	11.66	12.32	9.62	8.52	6.91
EV/EBIT	15.01	16.76	12.83	10.82	8.65

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com