

事件概述：公司于 8 月 30 日发布 2023 年中报，2023H1 公司实现营收 25.1 亿元，同比-3.4%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比+4.6%。公司净利润同比上升的原因是减持金达威股份，投资收益增加 0.19 亿元。其中 2023Q2 实现营收 14.5 亿元，同比-1.8%、环比+36.3%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比+4.4%、环比-8.6%。

上游产能充裕下游行情不佳，多维产品收入承压。2023H1 公司生物制品实现收入 4.8 亿元，同比-15.7%；兽药实现收入 5.9 亿元，同比-11.2%；饲料实现收入 4.7 亿元，同比-15.7%；原料贸易实现收入 9.6 亿元，同比+13.6%。公司毛利率为 21.0%，同比-1.6PCT；期间费用率为 13.9%，同比+1.6PCT。**上游：**公司原料药业务收入下滑主要因为上游原料药行业产能充裕，兽药原料药价格下滑，根据中国兽药饲料交易中心数据，2023H1 兽药原料药价格指数 (VPi) 均值为 72.4，同比-11.4%。**下游：**受猪价持续低迷的影响，下游市场需求不佳，公司生物制品及化药业务收入同比均出现下滑。

在研新品陆续推出，非瘟疫苗研发有序推进。2023 年 5 月，公司与中国农业科学院兰州兽医研究所等多家机构联合研制的牛结节性皮肤病灭活疫苗 (山羊痘病毒 AV41 株，悬浮培养) 成功通过农业农村部组织的应急评价。该产品获批丰富公司产品结构的同时，有效填补了国内无相应产品的空白，推动牛产业持续健康发展。2023H1 公司与生物股份和两大科研院所联合开展非洲猪瘟亚单位疫苗研制，并已正式向农业农村部提交非洲猪瘟亚单位疫苗应急评价材料，在安全性和有效性上，经多轮本动物试验验证，达到农业农村部非洲猪瘟疫苗应急评价申请要求。

收购补足兽用针剂短板，产品布局有望优化。2023 年 8 月，公司发布公告拟以自有资金 12740 万元收购成都中牧 65% 的股权。成都中牧主要从事动物药品的研发、生产、销售，产品包括宠物兽药、大动物药、禽用药，从制剂类型又可分为兽用水针注射液、兽用粉针注射剂、兽用粉散制剂、兽用消毒剂产品，拥有产品批文 267 个，有效填补了公司在兽用针剂产品上的短板，优化公司产品布局，提升市场竞争力。公司预计成都中牧将在 23-25 年分别贡献营收约 1.42 亿元、1.70 亿元、1.95 亿元，稳定后有望达到 2.26 亿元。

投资建议：我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 6.20、7.40、8.71 亿元，EPS 分别为 0.61、0.73、0.85 元，对应 PE 分别为 19、16、14 倍，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，维持“推荐”评级。

风险提示：新品上市不及预期；养殖业需求不及预期；营销布局不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,892	6,358	6,757	7,272
增长率 (%)	11.1	7.9	6.3	7.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	550	620	740	871
增长率 (%)	7.0	12.8	19.4	17.6
每股收益 (元)	0.54	0.61	0.73	0.85
PE	22	19	16	14
PB	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
11.64 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 韩晓飞

执业证书：S0100123050029

邮箱：hanxiaofei@mszq.com

相关研究

- 1.中牧股份 (600195.SH) 2023 年一季报报点评：多因素叠加压制 Q1 营收，非瘟疫苗研发持续推进-2023/05/14
- 2.中牧股份 (600195.SH) 2022 年年报点评：2022Q4 业绩增速显著，内外兼修持续开拓市场-2023/04/22
- 3.中牧股份 (600195.SH) 事件点评：“2+2”联合研制，非瘟疫苗研发再添猛将-2023/03/20
- 4.中牧股份 (600195.SH) 事件点评：积极响应“一带一路”，海外市场业务再拓展-2022/11/17
- 5.中牧股份 (600195.SH) 2022 年三季报点评：三季度业绩较为稳健，后续增量可期-2022/10/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,892	6,358	6,757	7,272
营业成本	4,620	4,885	5,111	5,441
营业税金及附加	35	38	41	44
销售费用	378	407	426	451
管理费用	339	369	392	422
研发费用	143	153	162	175
EBIT	389	520	643	762
财务费用	-6	9	11	7
资产减值损失	-18	-19	-18	-18
投资收益	190	191	203	218
营业利润	622	701	838	986
营业外收支	4	5	5	5
利润总额	627	705	842	990
所得税	76	85	101	119
净利润	551	621	741	871
归属于母公司净利润	550	620	740	871
EBITDA	661	799	957	1,107

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	875	1,506	1,842	2,127
应收账款及票据	1,153	1,133	1,229	1,385
预付款项	156	171	174	180
存货	1,062	1,092	1,130	1,189
其他流动资产	42	54	52	54
流动资产合计	3,288	3,955	4,426	4,935
长期股权投资	794	985	1,188	1,406
固定资产	2,678	2,752	2,810	2,867
无形资产	668	690	710	730
非流动资产合计	4,649	4,876	5,044	5,232
资产合计	7,937	8,831	9,471	10,167
短期借款	265	265	265	265
应付账款及票据	388	462	518	537
其他流动负债	777	739	789	843
流动负债合计	1,431	1,467	1,572	1,645
长期借款	34	438	438	438
其他长期负债	131	127	127	127
非流动负债合计	165	564	564	564
负债合计	1,596	2,031	2,137	2,209
股本	1,021	1,021	1,021	1,021
少数股东权益	1,046	1,046	1,047	1,047
股东权益合计	6,342	6,800	7,334	7,958
负债和股东权益合计	7,937	8,831	9,471	10,167

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.13	7.92	6.27	7.62
EBIT 增长率	-22.52	33.62	23.73	18.57
净利润增长率	7.05	12.76	19.38	17.58
盈利能力 (%)				
毛利率	21.59	23.18	24.36	25.18
净利润率	9.34	9.76	10.96	11.97
总资产收益率 ROA	6.93	7.02	7.82	8.56
净资产收益率 ROE	10.39	10.78	11.78	12.60
偿债能力				
流动比率	2.30	2.70	2.81	3.00
速动比率	1.44	1.83	1.98	2.16
现金比率	0.61	1.03	1.17	1.29
资产负债率 (%)	20.11	23.00	22.56	21.72
经营效率				
应收账款周转天数	52.29	53.00	54.00	55.00
存货周转天数	83.94	83.00	82.00	81.00
总资产周转率	0.77	0.76	0.74	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.61	0.73	0.85
每股净资产	5.19	5.63	6.16	6.77
每股经营现金流	-0.22	0.71	0.82	0.82
每股股利	0.18	0.20	0.24	0.28
估值分析				
PE	22	19	16	14
PB	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.64	14.58	12.18	10.53
股息收益率 (%)	1.55	1.74	2.08	2.45

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	551	621	741	871
折旧和摊销	272	280	314	344
营运资金变动	-849	-7	-44	-172
经营活动现金流	-222	721	833	841
资本开支	-426	-242	-254	-279
投资	180	0	0	0
投资活动现金流	-167	-289	-254	-279
股权募资	142	0	0	0
债务募资	94	388	-7	0
筹资活动现金流	56	199	-243	-276
现金净流量	-330	631	336	285

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