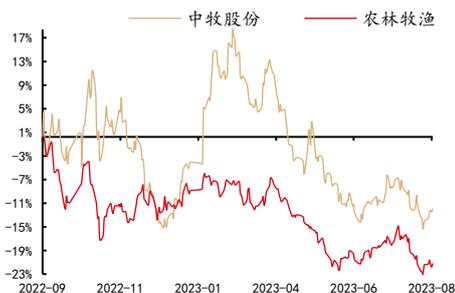


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	11.64
总股本/流通股本(亿股)	10.21 / 10.21
总市值/流通市值(亿元)	119 / 119
52周内最高/最低价	15.92 / 11.19
资产负债率(%)	20.1%
市盈率	21.55
第一大股东	中国牧工商集团有限公司

研究所

分析师: 王琦
SAC 登记编号: S1340522100001
Email: wangqi2022@cnpsc.com

中牧股份(600195)

H1 主营业务承压，并购拓展产品线

● 事件：

公司发布 2023 年中报，实现营业收入 25.08 亿元，同比下降 3.40%，归母净利 2.69 亿元，同比微增 4.61%。公司盈利增长主要来自于减持金达威带来的投资收益同比增加，上半年公司投资收益达 1.11 亿，去年同期为 0.58 亿。下游养殖行业低迷，兽药、生物制品等主营业务均承压。

● 兽药和生物制品收入下降，销售费用增加

公司收入同比下降主因禽苗、原料药及多维产品收入同比减少。上半年公司兽药、生物制品业务分别实现收入 5.86 亿、4.80 亿，同比分别下降 11.16%、15.71%。下游养殖行业的持续低迷，以及市场竞争加剧，公司整体毛利率亦下降 1.6 个百分点至 20.98%。从费用来看，销售费用率上升较多，同比上涨 1.4 个百分点至 6.19%，主因公司各板块继续加大集团客户的维护和开发，技术服务费、业务经费及会议费增加。

● 收购成都中牧弥补短板，非瘟疫苗稳步推进

8 月 3 日，公司公告拟以自有资金 1.27 亿元收购成都中牧 65% 的股权。成都中牧主要产品包括宠物（小动物专用）兽药、大动物（猪牛羊）药、禽用药，拥有产品批文 267 个。成都中牧业绩承诺为 23-25 年三年累计利润不低于 4000 万。收购完成后，将填补公司在兽用针剂业务的空白，公司产品线将进一步得到丰富。

公司与中科院生物物理所、中科院武汉病毒所和广东蓝玉联合开发非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗已向农业农村部提交了兽药应急评价申请材料。公司有望成为首批获得生产资格的企业。若非瘟疫苗顺利上市，必将为公司带来丰厚利润。

● 看好公司，维持“买入”评级

公司竞争力雄厚，且若非瘟疫苗上市，公司业绩将明显增厚。我们维持原有盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.60 元、0.80 元和 0.90 元。看好公司发展前景，维持“买入”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期风险，非洲猪瘟疫苗进展缓慢风险

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5892	6477	7253	7955
增长率(%)	11.13	9.95	11.97	9.68
EBITDA(百万元)	660.57	981.24	1225.77	1342.89
归属母公司净利润(百万元)	550.07	614.55	812.20	923.84
增长率(%)	7.05	11.72	32.16	13.75
EPS(元/股)	0.54	0.60	0.80	0.90
市盈率(P/E)	21.61	19.34	14.63	12.87
市净率(P/B)	2.24	2.07	1.81	1.59
EV/EBITDA	17.13	11.53	8.79	7.28

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	5892	6477	7253	7955	营业收入	11.1%	9.9%	12.0%	9.7%
营业成本	4620	5055	5534	6044	营业利润	-6.4%	11.7%	32.4%	13.8%
税金及附加	35	39	44	48	归属于母公司净利润	7.0%	11.7%	32.2%	13.7%
销售费用	378	428	471	517	获利能力				
管理费用	339	376	410	438	毛利率	21.6%	22.0%	23.7%	24.0%
研发费用	143	162	181	199	净利率	9.3%	9.5%	11.2%	11.6%
财务费用	-6	0	0	0	ROE	10.4%	10.7%	12.4%	12.4%
资产减值损失	-18	-2	-5	-5	ROIC	5.1%	8.5%	10.0%	10.3%
营业利润	622	695	920	1047	偿债能力				
营业外收入	6	7	7	7	资产负债率	20.1%	19.9%	19.8%	18.8%
营业外支出	2	2	2	2	流动比率	2.30	2.25	2.42	2.85
利润总额	627	700	925	1052	营运能力				
所得税	76	85	112	127	应收账款周转率	8.50	7.83	9.33	10.95
净利润	551	615	813	925	存货周转率	6.07	6.12	6.58	6.60
归母净利润	550	615	812	924	总资产周转率	0.77	0.79	0.81	0.80
每股收益(元)	0.54	0.60	0.80	0.90	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.54	0.60	0.80	0.90
货币资金	875	1000	1614	2602	每股净资产	5.19	5.62	6.42	7.32
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1153	1116	1027	950	PE	21.61	19.34	14.63	12.87
预付款项	156	177	194	212	PB	2.24	2.07	1.81	1.59
存货	1062	1053	1153	1259	现金流量表				
流动资产合计	3288	3400	4051	5094	净利润	551	615	813	925
固定资产	2678	2966	3231	3207	折旧和摊销	272	282	301	291
在建工程	261	321	341	351	营运资本变动	-849	9	76	58
无形资产	668	653	637	591	其他	-195	-249	-275	-302
非流动资产合计	4649	5078	5423	5408	经营活动现金流净额	-222	657	914	972
资产总计	7937	8478	9474	10502	资本开支	-426	-570	-520	-176
短期借款	265	365	415	415	其他	259	108	149	202
应付票据及应付账款	388	435	476	520	投资活动现金流净额	-167	-462	-371	26
其他流动负债	777	711	782	852	股权融资	142	-6	0	0
流动负债合计	1431	1511	1674	1788	债务融资	94	105	70	-10
其他	165	177	197	187	其他	-180	-169	0	0
非流动负债合计	165	177	197	187	筹资活动现金流净额	56	-70	70	-10
负债合计	1596	1688	1871	1975	现金及现金等价物净增加	-330	125	614	988
股本	1021	1021	1021	1021					
资本公积金	568	562	562	562					
未分配利润	3301	3641	4331	5116					
少数股东权益	1046	1046	1047	1048					
其他	406	520	641	780					
所有者权益合计	6342	6790	7603	8527					
负债和所有者权益总计	7937	8478	9474	10502					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048