

动保龙头稳健经营穿越低谷

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年前三季度报告，公司营业收入 41.59 亿元，同比增长 0.81%；归属于上市公司股东的净利润 3.97 亿元，同比下降 0.87%；单三季度营收 16.5 亿元，同比增加 7.96%，归属于上市公司股东的净利润 1.28 亿元，同比下降 10.71%。
- **点评：动保龙头稳健经营穿越低谷。**在养殖禽流感疫苗政策量下降，原料药行情低迷，下游养殖景气度低的背景下，得益于公司拓宽客户群体的目标规划及与集团客户的深度绑定，公司营收仍保持正增长，净利润基本持平。目前整体畜禽市场价格已进入相对底部位置后续有望逐步回暖，以及随着公司多款宠物产品及非瘟疫苗研制的推进，公司盈利能力后续有望迎来改善。
- **养殖端产能持续去化接近底部反转，下游养殖盈利能力修复将使得动保产品需求提升。**2023 年以来，行业持续亏损，较低猪价清退过剩产能，2023 年 8 月能繁母猪存栏数量环比-0.7%，同比降低 1.9%，2023 年冬季双节需求增加，猪价届时有望迎来拐点。2023 年猪价持续低位运行，种猪与外购猪苗价格同比较低，预计 2023 年出栏生猪综合成本同比下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄有望实现盈利，未来生猪均价及板块盈利水平趋势向好，带动动保产品的需求将随之增长。长期来看，规模化养殖场平均医疗防疫费较行业平均水平高出近 12%，养殖结构工字型演化带动动保需求的持续成长。
- **深度绑定集团客户，联合牧原疫苗业务再扩张。**公司与集团客户深度绑定，未来新建产能逐步释放，市占率进一步提升。2022 年 4 月 11 日晚公司公告，中牧股份及其全资子公司南京药业将与牧原股份共同出资设立合资公司中牧牧原动物药业有限公司。中牧股份合计占注册资本 52%。中牧股份与牧原股份分别作为动保、生猪养殖领域的龙头企业，合资成立子公司，后期中牧牧原将投资建设南阳生产基地项目，主要从事兽药的生产、经营以及研发，中牧股份与大型养殖企业的合作由以疫苗产品为主逐步拓展成为全品类，双轮驱动优势更为明显，与大客户深度绑定，提升成长性与确定性。
- **非瘟疫苗研发持续推进，公司联合科研院所资源整合。**中牧股份与中科院生物物理研究所等单位签订《非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗（以实际注册批准名称为准）技术开发（合作）合同》，共同研究开发非洲猪瘟亚单位疫苗。根据公告，非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗创制项目于多方面取得创新性突破，并在疫苗安全性、有效性等方面具备较为充分的基础数据。2023 年 9 月，公司表示已提交了非洲猪瘟亚单位疫苗应急评价申请，目前正由农业农村部组织应急评审中若能顺利实现商品化，动保市场有望迎来扩容。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.64 元、0.85 元、1.05 元，对应动态 PE 分别为 17/13/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游养殖业出现疫情、产品销售情况不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5891.52	6704.37	7885.86	9089.11
增长率	11.13%	13.80%	17.62%	15.26%
归属母公司净利润（百万元）	550.07	650.84	865.08	1077.09
增长率	7.05%	18.32%	32.92%	24.51%
每股收益 EPS（元）	0.54	0.64	0.85	1.05
净资产收益率 ROE	8.68%	9.97%	12.39%	13.68%
PE	20	17	13	10
PB	1.77	1.60	1.40	1.21

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：徐卿
执业证号：S1250518120001
电话：021-68415832
邮箱：xuq@swsc.com.cn
联系人：赵磐
电话：18518090774
邮箱：zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.21
流通 A 股(亿股)	10.21
52 周内股价区间(元)	10.21-15.92
总市值(亿元)	112.53
总资产(亿元)	87.26
每股净资产(元)	5.41

相关研究

1. 中牧股份（600195）：动保龙头多维布局，行业复苏蓄势待发（2023-10-24）
2. 中牧股份（600195）：Q2 收入降幅收窄，丰富产品矩阵待时而动（2023-09-01）
3. 中牧股份（600195）：国企改革更进一步，未来成长可期（2023-08-07）
4. 中牧股份（600195）：动保龙头行稳致远，研发创新前景光明（2023-04-25）
5. 中牧股份（600195）：联合科研院所，打造农业强国基石（2023-03-21）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5891.52	6704.37	7885.86	9089.11	净利润	550.51	701.54	995.08	1273.09
营业成本	4619.50	4931.55	5599.93	6289.62	折旧与摊销	267.88	542.33	554.59	563.10
营业税金及附加	35.44	41.33	48.22	55.73	财务费用	-6.45	3.22	30.58	39.48
销售费用	378.34	435.78	512.58	590.79	资产减值损失	-17.60	0.00	0.00	0.00
管理费用	339.15	636.91	709.73	818.02	经营营运资本变动	-871.41	1.38	-293.98	-285.76
财务费用	-6.45	3.22	30.58	39.48	其他	-145.03	-129.88	-136.97	-128.87
资产减值损失	-17.60	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-222.10	1118.58	1149.30	1461.03
投资收益	189.93	150.00	150.00	150.00	资本支出	-220.40	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	53.67	166.14	140.00	140.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-166.73	116.14	90.00	90.00
营业利润	622.07	805.56	1134.82	1445.47	短期借款	150.40	58.93	0.00	0.00
其他非经营损益	4.46	1.22	8.00	8.00	长期借款	-44.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	626.53	806.78	1142.82	1453.47	股权融资	32.54	0.00	0.00	0.00
所得税	76.02	105.24	147.74	180.38	支付股利	-154.38	0.00	0.00	0.00
净利润	550.51	701.54	995.08	1273.09	其他	71.91	-31.47	-30.58	-39.48
少数股东损益	0.44	50.70	130.00	196.00	筹资活动现金流净额	56.47	27.46	-30.58	-39.48
归属母公司股东净利润	550.07	650.84	865.08	1077.09	现金流量净额	-329.56	1262.18	1208.72	1511.55
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	875.16	2137.34	3346.07	4857.62	成长能力				
应收和预付款项	1336.92	1220.00	1490.23	1739.98	销售收入增长率	11.13%	13.80%	17.62%	15.26%
存货	1062.40	1145.03	1299.99	1464.94	营业利润增长率	-6.36%	29.50%	40.87%	27.37%
其他流动资产	13.83	14.37	17.44	19.89	净利润增长率	-6.27%	27.43%	41.84%	27.94%
长期股权投资	794.41	794.41	794.41	794.41	EBITDA 增长率	-4.03%	52.93%	27.30%	19.07%
投资性房地产	26.14	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2939.08	2565.53	2179.72	1785.41	毛利率	21.59%	26.44%	28.99%	30.80%
无形资产和开发支出	734.86	617.10	499.34	381.58	三费率	12.07%	16.05%	15.89%	15.93%
其他非流动资产	154.59	163.57	172.55	181.53	净利率	9.34%	10.46%	12.62%	14.01%
资产总计	7937.41	8657.36	9799.75	11225.35	ROE	8.68%	9.97%	12.39%	13.68%
短期借款	265.40	324.33	324.33	324.33	ROA	6.94%	8.10%	10.15%	11.34%
应付和预收款项	555.18	573.14	657.89	747.45	ROIC	11.86%	14.41%	22.23%	29.64%
长期借款	34.22	34.22	34.22	34.22	EBITDA/销售收入	15.00%	20.15%	21.81%	22.53%
其他负债	741.08	688.75	751.31	814.26	营运能力				
负债合计	1595.88	1620.44	1767.75	1920.26	总资产周转率	0.77	0.81	0.85	0.86
股本	1021.15	1021.15	1021.15	1021.15	固定资产周转率	2.29	2.64	3.51	4.80
资本公积	567.90	567.90	567.90	567.90	应收账款周转率	7.53	7.33	7.84	7.61
留存收益	3700.66	4351.50	5216.58	6293.67	存货周转率	4.63	4.36	4.48	4.46
归属母公司股东权益	5295.86	5940.55	6805.63	7882.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.15%	—	—	—
少数股东权益	1045.67	1096.37	1226.37	1422.37	资本结构				
股东权益合计	6341.53	7036.92	8032.00	9305.09	资产负债率	20.11%	18.72%	18.04%	17.11%
负债和股东权益合计	7937.41	8657.36	9799.75	11225.35	带息债务/总负债	18.77%	22.13%	20.28%	18.67%
					流动比率	2.30	3.10	3.84	4.60
					速动比率	1.56	2.32	3.03	3.77
					股利支付率	28.07%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	883.50	1351.11	1719.99	2048.04	每股收益	0.54	0.64	0.85	1.05
PE	20.46	17.29	13.01	10.45	每股净资产	6.21	6.89	7.87	9.11
PB	1.77	1.60	1.40	1.21	每股经营现金	-0.22	1.10	1.13	1.43
PS	1.91	1.68	1.43	1.24	每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	11.86	6.90	4.71	3.21					
股息率	1.37%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn