

➤ **事件概述：**公司于 4 月 9 日发布 2023 年年报，2023 年公司实现营收 54.1 亿元，同比-8.2%；实现归母净利润 4.0 亿元，同比-26.7%。2023 年 Q4 实现营收 12.5 亿元，同比-29.4%，环比-24.4%；实现归母净利润 0.1 亿元，同比-95.9%，环比-95.2%。

➤ **兽药：上下游行情持续低迷影响公司业绩，动保“内卷”压制产品价格。化药：**2023 年公司化药实现营收 12.6 亿元，同比-12.1%；毛利率 21.5%，同比-4.7PCT；合计销售 1.6 万吨，同比+37.3%；均价 8.0 万元/吨，同比-36.0%。**生物制品：**2023 年公司生物制品实现营收 10.1 亿元，同比-16.8%；毛利率 46.1%，同比-3.0PCT；合计销售 75.9 亿 ML/头份/羽份，同比-26.2%；均价 0.13 元/ML/头份/羽份，同比+12.8%。**原因：**①上游兽药原料药价格持续下滑，公司原料药均价有所承压。根据中国兽药饲料交易中心数据，2023 年兽药原料药价格指数 (VPi) 均值为 69.6，同比-14.6%；2023Q4VPi 均值为 64.9，同比-19.9%，环比-6.0%。②2023 年下游生猪养殖行情持续低迷，兽药需求量下降，加之动保行业竞争加剧，产品价格持续走低，公司利润大幅度下降。

➤ **饲料：原材料价格下行驱动公司饲料业务盈利能力稳中有升。**2023 年公司饲料实现收入 10.3 亿元，同比-15.7%；毛利率 23.6%，同比+5.0PCT；合计销售 14.8 万吨，同比+4.9%；均价 0.7 万元/吨，同比-11.3%。2023 年公司饲料业务原材料单位成本 0.5 万元/吨，同比-19.4%。饲料原材料价格下行，带动公司饲料业务毛利率提升。

➤ **中牧集团收购禽产业链，公司禽用动保业务有望受益。**2023 年 12 月，公司股东中牧集团收购取得新希望旗下禽产业链运营主体山东中新食品集团有限公司 51% 的股权。中牧集团补齐了白羽肉禽下游产业链，有利于与原有优势资源整合。中牧股份作为中牧集团旗下唯一动保上市公司，具备安全、绿色、有效的全产品服务体系，是“药、料、苗”集成服务供应商。此次重组有利于公司在疫苗、化药和饲料板块更好发挥全产品的供应优势，从而创造新的业绩增长点。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024~2026 年归母净利润分别为 5.42、6.29、7.23 亿元，EPS 分别为 0.53、0.62、0.71 元，对应 PE 分别为 17、14、13 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。

推荐

维持评级

当前价格：

8.89 元



分析师 徐菁

执业证书：S0100523120004

邮箱：xujing@mszq.com

相关研究

- 1.中牧股份 (600195.SH) 2023 年中报点评：受上下游行情影响营收略有承压，收购优化产品布局-2023/09/01
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,406	6,185	6,764	7,420
增长率 (%)	-8.2	14.4	9.4	9.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	403	542	629	723
增长率 (%)	-26.7	34.6	15.9	15.0
每股收益 (元)	0.39	0.53	0.62	0.71
PE	23	17	14	13
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 10 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,406	6,185	6,764	7,420
营业成本	4,338	4,844	5,282	5,765
营业税金及附加	34	39	43	47
销售费用	362	396	426	460
管理费用	323	371	406	445
研发费用	123	148	162	178
EBIT	216	396	456	537
财务费用	12	37	34	34
资产减值损失	-25	-19	-19	-19
投资收益	198	186	203	223
营业利润	403	539	625	720
营业外收支	4	4	4	4
利润总额	406	543	629	724
所得税	59	76	88	101
净利润	347	467	541	622
归属于母公司净利润	403	542	629	723
EBITDA	515	710	804	925

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,493	1,763	1,795	1,924
应收账款及票据	1,091	1,125	1,295	1,421
预付款项	58	170	180	190
存货	1,094	1,083	1,168	1,260
其他流动资产	84	72	77	89
流动资产合计	3,820	4,213	4,514	4,884
长期股权投资	784	970	1,173	1,395
固定资产	2,984	3,081	3,158	3,232
无形资产	689	727	766	805
非流动资产合计	5,126	5,294	5,463	5,646
资产合计	8,946	9,507	9,977	10,530
短期借款	446	446	446	446
应付账款及票据	417	491	526	610
其他流动负债	575	730	801	857
流动负债合计	1,438	1,667	1,774	1,914
长期借款	899	899	899	899
其他长期负债	68	68	72	71
非流动负债合计	967	967	971	970
负债合计	2,406	2,634	2,744	2,885
股本	1,021	1,021	1,021	1,021
少数股东权益	1,020	945	857	756
股东权益合计	6,541	6,873	7,233	7,645
负债和股东权益合计	8,946	9,507	9,977	10,530

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-8.24	14.41	9.36	9.69
EBIT 增长率	-44.58	83.54	15.23	17.75
净利润增长率	-26.73	34.59	15.89	15.00
盈利能力 (%)				
毛利率	19.76	21.69	21.92	22.30
净利润率	7.46	8.77	9.29	9.74
总资产收益率 ROA	4.51	5.71	6.30	6.87
净资产收益率 ROE	7.30	9.15	9.86	10.49
偿债能力				
流动比率	2.66	2.53	2.55	2.55
速动比率	1.84	1.76	1.77	1.78
现金比率	1.04	1.06	1.01	1.01
资产负债率 (%)	26.89	27.70	27.50	27.39
经营效率				
应收账款周转天数	58.30	53.00	54.00	55.00
存货周转天数	92.07	83.00	82.00	81.00
总资产周转率	0.64	0.67	0.69	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.53	0.62	0.71
每股净资产	5.41	5.81	6.24	6.75
每股经营现金流	0.36	0.72	0.56	0.71
每股股利	0.12	0.18	0.21	0.24
估值分析				
PE	23	17	14	13
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	17.37	12.60	11.13	9.67
股息收益率 (%)	1.34	2.00	2.31	2.66

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	347	467	541	622
折旧和摊销	300	314	348	388
营运资金变动	-144	83	-169	-121
经营活动现金流	372	739	571	726
资本开支	-638	-275	-287	-331
投资	92	0	0	0
投资活动现金流	-522	-275	-287	-331
股权募资	0	0	0	0
债务募资	985	0	-16	0
筹资活动现金流	759	-193	-253	-265
现金净流量	612	270	32	130

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