

化药、疫苗承压，景气回复将带动业绩修复

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2023年年度报告, 公司2023年实现营收54.06亿元, 同比-8.24%, 实现归母净利润4.03亿元, 同比-26.73%。其中, 2023Q4实现营收12.47亿元, 同比-29.37%; 实现归母净利润0.06亿元, 同比-95.93%; 实现扣非后归母净利润-0.37亿元, 同比-199.72%。
- **点评: 化药价格短期承压、禽苗销量下滑、减值拖累盈利, 2023年主业利润下滑。** 分业务来看, 受养殖行情低迷、竞争加剧影响, 2023年公司兽药收入12.64亿, 同比-12.09%, 毛利率21.47%, 同比-4.68pp, 疫苗收入10.09亿, 同比-16.77%, 毛利率46.12%, 同比-2.97pp。2023年贸易收入20.84亿, 同比-0.51%, 毛利率3.43%, 同比+0.59pp, 饲料收入10.26亿, 同比-6.91%, 毛利率23.55%, 同比+4.99pp。分子公司来看, 乾元浩2023年亏损8800万, 中牧安达亏损4600万, 同比均亏损增大或转亏。胜利生物实现利润1219万, 同比-74%。
- **研发持续投入, 新品稳步推进。** 2023年公司研发费用1.23亿元, 同比-14.25%; 占销售百分比为2.27%, 同比-0.16pp。23年公司获得17个新兽药批准文号, 7个新兽药注册证书, 2个产品通过应急评审。完成牛结节性皮肤病灭活疫苗应急评审, 获得临时文号后于9月上市、销售。非瘟亚单位疫苗处于应急评审阶段; 猫三联疫苗于12月通过应急评审, 后续需获得临时文号后可上市。
- **2024年业绩修复可期。** 作为老牌央企, 在行业景气恢复等带动下, 公司2024年业绩有望触底反弹。展望2024年, 随着养殖端产能持续去化, 周期反转或带动动保板块量价齐升, 叠加管理改善, 公司深亏的安达工厂、乾元浩工厂以及利润大幅下滑的胜利生物预估将有较大的改善。此外, 公司收购成都中牧填补在兽用针剂业务的空白, 进一步丰富公司产品线。公司深度绑定集团客户, 联合牧原药苗业务再扩张。中牧牧原预估24年年中或可投产, 带动下半年销售放量。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计2024~2026年公司EPS为0.59、0.84、1.03元, 对应动态PE 15、11、9倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 养殖端突发疫病、下游需求不及预期、研发进度不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,406	6,287	6,913	7,584
增长率	-8.24%	16.30%	9.96%	9.70%
归属母公司净利润(百万元)	403	607	856	1,047
增长率	-26.73%	50.55%	41.12%	22.26%
每股收益EPS(元)	0.39	0.59	0.84	1.03
净资产收益率ROE	7.30%	9.90%	12.26%	13.03%
PE	30.05	14.96	10.60	8.67
PB	2.19	1.48	1.30	1.13

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: 010-57758503
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)	7.98-14.38
总市值(亿元)	90.78
总资产(亿元)	89.46
每股净资产(元)	5.41

相关研究

1. 中牧股份(600195): 动保龙头稳健经营穿越低谷 (2023-11-01)
2. 中牧股份(600195): 动保龙头多维布局, 行业复苏蓄势待发 (2023-10-24)
3. 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)
4. 中牧股份(600195): 国企改革更进一步, 未来成长可期 (2023-08-07)
5. 中牧股份(600195): 动保龙头行稳致远, 研发创新前景光明 (2023-04-25)

盈利预测

假设 1：根据现有生猪与家禽存栏量情况，预计 2024-2026 年公司生物制品销量增速为 18%/15%/15%，销售均价增速为 10%/0%/0%，对应毛利率分别为 58%/60%/60%。

假设 2：公司发展化药板块，产能扩张，结合当前市场对于疫病防治的需求，预计 2024-2026 年兽药销量增速为 23%/20%/20%，销售均价增速为 10%/0%/0%，对应毛利率分别为 31%/32%/32%。

假设 3：预计公司原料贸易及饲料板块平稳发展。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
生物制品	收入	1009.31	1,312.10	1,508.92	1,735.26
	增速	-16.77%	30.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	46.12%	58.00%	60.00%	60.00%
饲料	收入	1026.02	1,056.80	1,077.94	1,088.72
	增速	-6.91%	3.00%	2.00%	1.00%
	毛利率	23.55%	23%	23%	23%
兽药	收入	1263.53	1,705.77	2,046.92	2,456.30
	增速	-12.09%	35.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	21.47%	31.00%	32.00%	32.00%
贸易	收入	2083.69	2,187.87	2,253.51	2,276.05
	增速	-0.51%	5.00%	3.00%	1.00%
	毛利率	3.42%	4.00%	4.00%	4.00%
其他	收入	23.76	24.95	26.20	27.51
	增速	-47.10%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	79.59%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	5,406.31	6,287.49	6,913.48	7,583.83
	增速	-8.24%	16.30%	9.96%	9.70%
	毛利率	19.76%	26.09%	27.76%	28.89%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取动物保健行业中的三家主流公司：生物股份、普莱柯、瑞普生物。三者 2023 年平均 PE 为 24 倍，2024 年平均 PE 为 19 倍。考虑到公司作为老牌央企，产品矩阵丰富，龙头地位稳固，在行业景气恢复等带动下公司 2024 年业绩有望触底反弹，叠加非瘟疫苗预期，予以 24 年 19 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 11.21 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600201	生物股份	9.25	0.19	0.29	0.37	0.46	48.68	31.71	24.78	20.18
603566	普莱柯	17.79	0.54	0.72	0.95	1.20	32.94	24.78	18.70	14.87
300119	瑞普生物	15.92	0.75	0.98	1.12	1.37	21.26	16.23	14.20	11.60
平均值							34.30	24.24	19.23	15.55
600195	中牧股份	8.89	0.54	0.40	0.59	0.84	16.46	22.51	14.96	10.60

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,406	6,287	6,913	7,584	净利润	347	600	810	972
营业成本	4,338	4,647	4,994	5,393	折旧与摊销	300	306	334	347
营业税金及附加	34	39	43	48	财务费用	25	0	0	0
销售费用	362	475	477	535	资产减值损失	24	-3	-3	-3
管理费用	323	376	408	451	经营营运资本变动	-144	237	-341	-127
财务费用	12	14	13	0	其他	-179	-67	-65	0
资产减值损失	-25	3	3	3	经营活动现金流净额	372	1,073	735	1,189
投资收益	198	17	15	0	资本支出	-638	-557	-627	-592
公允价值变动损益	0	50	50	0	其他	116	82	53	52
其他经营损益	13	47	55	0	投资活动现金流净额	-522	-475	-575	-540
营业利润	403	689	933	1,125	短期借款	181	119	150	150
其他非经营损益	4	0	0	0	长期借款	865	0	0	0
利润总额	406	689	933	1,125	股权融资	0	0	0	0
所得税	59	90	124	153	支付股利	-225	0	0	0
净利润	347	600	810	972	其他	-61	0	0	0
少数股东损益	-56	-7	-47	-75	筹资活动现金流净额	759	119	150	150
归属母公司股东净利润	403	607	856	1,047	现金流量净额	612	719	310	799
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,493	2,212	2,523	3,322	成长能力				
应收和预付款项	1,149	1,179	1,426	1,527	销售收入增长率	-8.24%	16.30%	9.96%	9.70%
存货	1,094	1,109	1,200	1,314	营业利润增长率	-35.25%	71.12%	35.43%	20.57%
其他流动资产	27	27	27	27	净利润增长率	-26.73%	50.55%	41.12%	22.26%
长期股权投资	784	719	681	629	EBITDA 增长率	-21.99%	95.79%	26.87%	15.00%
投资性房地产	25	24	23	22	获利能力				
固定资产和在建工程	3,314	3,534	3,781	3,988	毛利率	19.76%	26.09%	27.76%	28.89%
无形资产和开发支出	815	830	848	864	三费率	12.90%	13.76%	12.98%	13.00%
其他非流动资产	50	50	50	50	净利率	6.42%	9.54%	11.71%	12.82%
资产总计	8,946	9,888	10,801	12,024	ROE	7.30%	9.90%	12.26%	13.03%
短期借款	446	565	715	865	ROA	4.51%	6.14%	7.93%	8.71%
应付和预收款项	417	449	461	512	ROIC	2.33%	7.09%	8.56%	9.08%
长期借款	899	899	899	899	EBITDA/销售收入	9.53%	16.05%	18.51%	19.41%
其他负债	643	832	774	823	营运能力				
负债合计	2,406	2,745	2,849	3,100	总资产周转率	0.64	0.67	0.67	0.66
股本	1,021	1,021	1,021	1,021	固定资产周转率	1.91	2.04	2.11	2.19
资本公积	555	555	555	555	应收账款周转率	6.33	7.34	7.44	7.14
留存收益	3,920	4,529	5,385	6,432	存货周转率	4.02	4.22	4.33	4.29
归属母公司股东权益	5,521	6,130	6,986	8,033	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	1,020	1,013	966	891	资本结构				
股东权益合计	6,541	7,143	7,952	8,924	资产负债率	26.89%	27.76%	26.37%	25.78%
负债和股东权益合计	8,946	9,888	10,801	12,024	带息债务/总负债	56.70%	54.01%	57.32%	57.51%
					流动比率	2.66	2.57	2.78	2.93
					速动比率	1.84	1.88	2.07	2.26
					股利支付率	30.15%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.39	0.59	0.84	1.03
					每股净资产	5.41	6.00	6.84	7.87
					每股经营现金	0.36	1.05	0.72	1.16
					每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	515	1,009	1,280	1,472					
PE	30	15	11	9					
PB	2	1	1	1					
PS	2	1	1	1					
EV/EBITDA	23	8	6	5					
股息率	1.00%	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。

本报告

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。

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@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
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	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
	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
