

# 中牧股份 (600195)

## 主业景气度或改善，新品孕育业绩潜力

### 报告摘要

#### ◆ 动保主业景气度低，未来或改善

23年公司实现营业收入约54.06亿元，同比减少8.24%；归属于母股东的净利润约4.03亿元，同比减少26.73%。23年公司业绩主要受到养殖行业整体低迷、下游需求不足、动保行业竞争加剧等因素的影响。公司动保主业生物制品和化药业务收入同比分别下降16.77%和12.09%，面对市场激烈竞争，生药和化药业务毛利率也分别下降2.97%和4.68%。在行业整体景气度低迷下，公司推进“一省一策”销售政策，重点省份市场份额持续巩固并有所提升，总体销量与销售单价在重点省份还有所增长。未来，动保行业随着下游养殖周期复苏，盈利有望改善。从生猪周期看，考虑前期产能去化传导，预计生猪供给高峰将过去，二季度行业供给或逐步收缩。此外，考虑近月CPI数据，我们看好国内消费复苏韧性，未来随着生猪消费季节性转暖，有望推动生猪行情。同时，主要生猪企业已积累较长时间的资金压力，整体行业产能趋势性调减有望推升远期生猪行情，进一步支撑动保行业的复苏逻辑。

#### ◆ 新品孕育业绩潜力

一是宠物疫苗品类延展。23年12月，公司自主研发的猫鼻气管炎、杯状病毒病、泛白细胞减少症三联灭活疫苗(HBJ06株+CHZ05株+PSY01株)通过农业农村部组织的应急评价，取得临时兽药产品批准文号可上市销售。猫三联疫苗在去年首批国产疫苗应急评价通过前，由美国礼来公司生产、硕腾中国经销的猫三联灭活疫苗“妙三多”占据国内可观市场，未来国产疫苗将参与竞争，贡献业绩。此外，24年初，公司公告控股子公司成都中牧生物药业有限公司与其他单位联合申报的复方二氯苯醚菊酯吡丙醚滴剂获批新兽药，填补国产宠物药细分空白，公司宠物产品布局再下一城。二是非洲猪瘟疫苗望打开新的增长极。2023年3月公司与中科院生物物理所等联合开发非洲猪瘟亚单位(纳米颗粒)疫苗创制研发项目。公司已

投资评级

买入

维持评级

2024年04月10日

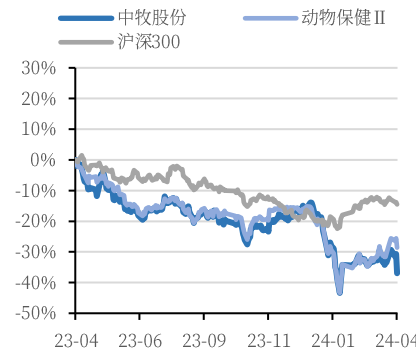
收盘价(元):

8.89

### 公司基本数据

总股本(百万股)	1,021.15
总市值(百万)	9,078.01
流通股本(百万股)	1,021.15
流通市值(百万)	9,078.01
12月最高/最低价(元)	14.60/7.77
资产负债率(%)	26.89
每股净资产(元)	5.41
市盈率(TTM)	22.52
市净率(PB)	1.64
净资产收益率(%)	7.30

### 股价走势图



### 作者

彭海兰 分析师  
SAC执业证书: S0640517080001  
联系电话: 010-59562522  
邮箱: penghl@avicsec.com

陈翼 分析师  
SAC执业证书: S0640523080001  
联系电话: 010-59562522  
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

### 相关研究报告

非瘟疫苗研发推进，养殖周期推动复苏 —  
2023-04-23

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

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。非洲猪瘟疫苗市场需求和规模较大，或给业绩带来显著的支持。

Q3 盈利改善，经营有望延续向好 —2022-10-31

#### ◆ 投资建议

中牧股份系国内老牌动保龙头。下游养殖周期推动业绩改善，新品疫苗审批和推广有望迎来进展，看好公司业绩潜力。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.01 亿元、6.16 亿元、7.59 亿元，EPS 分别为 0.49 元、0.60 元、0.74 元，对应 2024-2026 年 PE 分别为 18.11、14.73、11.96 倍，维持评级给予“买入”评级。

#### ◆ 风险提示

兽药审批进展不及预期、下游养殖周期波动等风险。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5891.52	5406.31	6163.06	6932.21	7729.75
增长率（%）	11.13	-8.24	14.00	12.48	11.50
归母净利润（百万元）	550.07	403.05	501.35	616.48	759.09
增长率（%）	7.05	-26.73	24.39	22.96	23.13
毛利率（%）	21.59	19.76	22.75	23.85	24.89
每股收益（元）	0.54	0.39	0.49	0.60	0.74
市盈率 PE	16.50	22.52	18.11	14.73	11.96
市净率 PB	1.71	1.64	1.53	1.42	1.30
净资产收益率 ROE（%）	10.39	7.30	8.47	9.63	10.84

资料来源：iFind，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1492.96	2465.22	2772.89	3091.90	营业收入	5406.31	6163.06	6932.21	7729.75
应收票据及账款	1091.09	1062.30	1194.87	1332.34	营业成本	4337.77	4761.04	5279.16	5805.61
预付账款	58.14	97.10	109.22	121.78	税金及附加	34.37	38.70	43.53	48.54
其他应收款	55.79	44.33	49.86	55.60	销售费用	362.17	431.41	485.25	541.08
存货	1094.15	1136.23	1259.88	1385.52	管理费用	322.66	357.46	395.14	440.60
其他流动资产	27.87	18.95	21.32	23.77	研发费用	122.85	141.75	166.37	185.51
<b>流动资产总计</b>	<b>3819.99</b>	<b>4824.13</b>	<b>5408.04</b>	<b>6010.91</b>	财务费用	12.43	60.39	56.64	37.16
长期股权投资	784.41	877.54	970.68	1063.82	资产减值损失	-25.34	-24.64	-27.71	-30.90
固定资产	2987.36	2796.38	2741.73	2535.28	信用减值损失	1.57	0.31	0.34	0.38
在建工程	330.24	445.16	335.08	150.00	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	689.24	591.84	490.95	386.56	投资收益	198.37	187.57	187.57	187.57
长期待摊费用	8.72	4.36	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	326.43	302.12	277.80	253.48	资产处置收益	1.32	12.94	12.94	12.94
<b>非流动资产合计</b>	<b>5126.39</b>	<b>5017.40</b>	<b>4816.24</b>	<b>4389.13</b>	其他收益	12.80	16.65	16.65	16.65
<b>资产总计</b>	<b>8946.38</b>	<b>9841.53</b>	<b>10224.27</b>	<b>10400.05</b>	营业利润	402.77	565.14	695.91	857.89
短期借款	446.34	857.74	819.79	474.95	营业外收入	6.06	6.23	6.23	6.23
应付票据及账款	416.88	460.36	510.46	561.37	营业外支出	2.45	1.92	1.92	1.92
其他流动负债	575.05	822.33	914.76	1009.16	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>1438.27</b>	<b>2140.43</b>	<b>2245.01</b>	<b>2045.48</b>	利润总额	406.38	569.45	700.22	862.20
长期借款	901.25	704.87	504.23	289.98	所得税	59.45	74.02	91.02	112.08
其他非流动负债	66.04	66.04	66.04	66.04	净利润	346.94	495.43	609.20	750.13
<b>非流动负债合计</b>	<b>967.29</b>	<b>770.91</b>	<b>570.27</b>	<b>356.02</b>	少数股东损益	-56.12	-5.92	-7.28	-8.97
<b>负债合计</b>	<b>2405.56</b>	<b>2911.34</b>	<b>2815.29</b>	<b>2401.50</b>	归属母公司股东净 利润	403.05	501.35	616.48	759.09
股本	1021.15	1021.15	1021.15	1021.15	EBITDA	715.21	1281.96	1501.16	1719.60
资本公积	554.58	554.58	554.58	554.58	NOPLAT	353.34	532.95	643.47	767.45
留存收益	3944.95	4340.25	4826.32	5424.85	EPS(元)	0.39	0.49	0.60	0.74
归属母公司权益	5520.68	5915.97	6402.05	7000.57					
少数股东权益	1020.14	1014.22	1006.94	997.97					
<b>股东权益合计</b>	<b>6540.82</b>	<b>6930.19</b>	<b>7408.99</b>	<b>7998.55</b>					
<b>负债和股东权益合 计</b>	<b>8946.38</b>	<b>9841.53</b>	<b>10224.27</b>	<b>10400.05</b>					

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-8.24%	14.00%	12.48%	11.50%
营业利润增长率	-35.25%	40.31%	23.14%	23.28%
EBIT 增长率	-32.46%	50.38%	20.17%	18.83%

**现金流量表**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
------	------	-------	-------	-------

税后经营利润	346.94	302.74	416.51	557.44	EBITDA 增长率	-19.45%	79.24%	17.10%	14.55%
折旧与摊销	296.39	652.12	744.30	820.24	归母净利润增长率	-26.73%	24.39%	22.96%	23.13%
财务费用	12.43	60.39	56.64	37.16	经营现金流增长率	263.35%	250.90%	-14.70%	17.43%
投资损失	-198.37	-187.57	-187.57	-187.57	<b>盈利能力</b>				
营运资金变动	-144.16	258.88	-133.71	-138.56	毛利率	19.76%	22.75%	23.85%	24.89%
其他经营现金流	55.84	208.54	208.54	208.54	净利率	6.42%	8.04%	8.79%	9.70%
<b>经营性现金净流量</b>	<b>369.08</b>	<b>1295.10</b>	<b>1104.71</b>	<b>1297.25</b>	营业利润率	7.45%	9.17%	10.04%	11.10%
资本支出	706.25	450.00	450.00	300.00	ROE	7.30%	8.47%	9.63%	10.84%
长期投资	91.58	0.00	0.00	0.00	ROA	4.51%	5.09%	6.03%	7.30%
其他投资现金流	-1320.09	-821.42	-821.42	-521.42	ROIC	5.36%	6.79%	7.61%	8.83%
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-522.26</b>	<b>-371.42</b>	<b>-371.42</b>	<b>-221.42</b>	<b>估值倍数</b>				
短期借款	180.94	411.40	-37.95	-344.84	P/E	22.52	18.11	14.73	11.96
长期借款	865.84	-196.38	-200.64	-214.25	P/S	1.68	1.47	1.31	1.17
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.64	1.53	1.42	1.30
资本公积增加	-13.32	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	1.17%	1.44%	1.77%
其他筹资现金流	-274.09	-166.43	-187.04	-197.72	EV/EBIT	34.47	18.44	15.02	12.01
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>759.37</b>	<b>48.58</b>	<b>-425.63</b>	<b>-756.81</b>	EV/EBITDA	20.19	9.06	7.57	6.28
<b>现金流量净额</b>	<b>608.43</b>	<b>972.26</b>	<b>307.66</b>	<b>319.01</b>	EV/NOPLAT	40.86	21.79	17.67	14.07

资料来源：iFind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券农林牧渔团队: 农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校, 在大宗商品方面积累了较深研究经验, 在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人士。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637