


2024年04月17日
中牧股份(600195.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

农林牧渔

下游低迷动保业务承压，预期猪价回暖 大客户合作带来量价齐升

业绩概况：

公司公布 2023 年度报告：2023 年公司实现营收 54.06 亿元，同比-8.24%，归母净利润为 4.03 亿元，同比-26.73%。其中，2023 年 Q4 公司实现营收 12.47 亿元，同比-29.37%；归母净利润 609.41 万元，同比-95.93%。2023 年公司利润分配方案为每 10 股派发现金红利 1.19 元，共计派发现金红利 1.22 亿元。

动保业务短期承压，疫苗减量、化药售价下滑

生物制品：2023 年公司生物制品销量下滑，全年销售疫苗 75.90 亿 mL/头份/羽份，同比-26.19%，实现收入 10.09 亿元，同比-16.77%，毛利率减少 2.97pct 至 46.12%。

化药：2023 年公司收购成都中牧，填补针剂空白，化药产品迅速放量，全年实现销售化药产品 1.57 万吨，同比+37.32%。2023 年原料药价格下滑，行业竞争较为激烈，影响化药整体收入，全年营收 12.64 亿元，同比-12.09%，销售均价下滑较多为 8.03 万元/吨，同比-35.98%，压缩毛利空间，毛利率同比-4.68pct 至 21.47%。

联手头部养殖集团，2024 年业绩回暖可期

公司不断深化集团客户关系，2022 年 4 月公司与牧原合资设立中牧牧原，2023 年 12 月公司股东中牧集团取得新希望旗下禽产业链运营主体中新食品 51% 股权，达成战略合作。与下游大客户深入合作，或可带动公司“药、料、苗”各板块业务销售增加，增厚公司利润，2024 年业绩水平有望回暖。

投资建议：

公司业务结构完整，与集团客户关系紧密，且随猪价回暖，动保产品价格中枢有望回暖，2024 年增量空间充足。公司布局非瘟疫苗，若顺利上市，将对公司业绩与估值形成较强支撑。暂不考虑非瘟疫苗增量空间情况下，预计公司 2024-2026 年分别实现净利润 4.7/5.4/6.0 亿元，同比增速 15.4%/15.3%/12.1%，对应 EPS 分别为 0.46/0.52/0.59 元。给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应 6 个月目标价为 11.38 元，首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。

风险提示：动物疫病暴发风险、养殖行业景气度不及预期风险、产品审批进度不及预期风险、产品上市与推广不及预期风险、产能建设不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	5,891.5	5,406.3	6,084.9	6,643.7	7,106.5
净利润	550.1	403.1	465.0	536.0	600.6

投资评级	买入-A 首次评级
6 个月目标价	11.38 元
股价 (2024-04-17)	8.50 元

交易数据

总市值(百万元)	8,679.76
流通市值(百万元)	8,679.76
总股本(百万股)	1,021.15
流通股本(百万股)	1,021.15
12 个月价格区间	7.98/14.09 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.5	-31.8	-25.6
绝对收益	-10.6	-21.4	-39.7

冯永坤 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523090001

fengyk@essence.com.cn

相关报告

每股收益(元)	0.54	0.39	0.46	0.52	0.59
每股净资产(元)	5.19	5.41	5.70	6.05	6.46

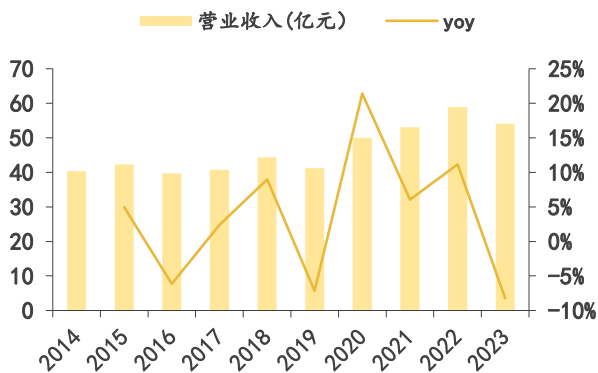
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	16.0	21.9	19.0	16.5	14.7
市净率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
净利润率	9.3%	7.5%	7.6%	8.1%	8.5%
净资产收益率	10.4%	7.3%	8.0%	8.7%	9.1%
股息收益率	2.1%	1.4%	1.6%	1.9%	2.1%
ROIC	11.6%	6.3%	9.0%	10.1%	10.9%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

公司简介:

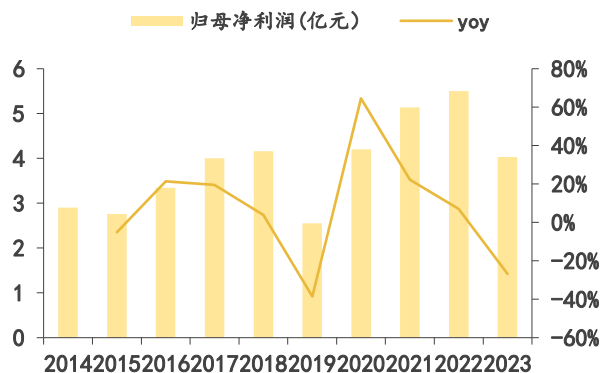
公司背靠中国发展集团，为国内全能型动保龙头。2014-2023 年公司营收由 40.35 亿元增长至 54.06 亿元，CAGR 为 3.30%，归母净利润由 2.90 亿元增长至 4.03 亿元，CAGR 为 3.72%。

图1. 公司营收及增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

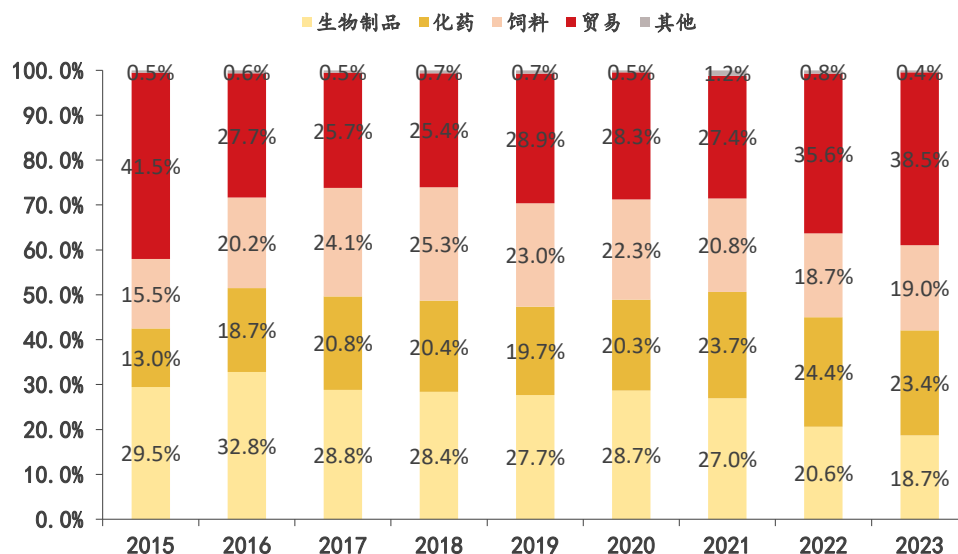
图2. 公司净利润及增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

公司以动保业务为基础，同时拥有饲料及贸易业务，业务结构完善，全面覆盖畜禽养殖中“药、料、苗”三大板块，2023 年公司生物制品/化药/饲料/贸易业务营收占比分别为 18.7%/23.4%/19.0%/38.5%。

图3. 公司业务结构



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

疫苗业务：公司拥有多个疫苗生产基地，产品涵盖猪、禽、反刍、宠物多个领域，2015-2022 年连续 8 年生物制品年产销量达百亿 mL/头份/羽份以上。**持续加强品质提升**，公司开展猪瘟活疫苗悬液培养工艺技术放大试验研究，产品成功转化后形成销售收入；获得了猪伪狂犬病灭活疫苗文号；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 2023 年 9 月上市、销售；非洲猪瘟亚单位疫苗于 2023 年 4 月提交应急评审，目前进展顺利；猫三联疫苗于 2023 年 12 月通过应急评审，后续需获得临时文号后可上市。

化药业务：2015-2023 年化药业务营收由 5.5 亿元增长至 12.6 亿元，CAGR 为 10.9%，拥有多个拳头产品，其中泰妙菌素产品在全球近 60 个国家和地区销售，产销量、市场占有率位居国内国际领先地位。**强化技术服务，聚焦服务大客户、集团客户。**面对 2023 年原料药行业低迷的市场环境，公司坚持“一品一策”的销售政策，保证产品的销售数量保持稳定。

饲料业务：产品以复合维生素和复合预混料为主，其中公司复合维生素和复合预混料“华罗”品牌在行业内具有一定的知名度。2015-2023 年饲料业务销量由 8.1 万吨增长至 14.8 万吨，CAGR 为 7.7%。

贸易业务：主要经营饲料原料及饲料添加剂的贸易，下游客户主要为国内较大规模的饲料生产厂和养殖场，既可为客户提供配套服务，同时也可通过贸易业务形成采购的规模效应，降低饲料业务的成本。

盈利预测：

根据能繁母猪产能去化速度推测，我们预计生猪养殖将于 2024 年 H2 景气回暖，有望带动公司动保及饲料业务放量，伴随盈利水平回暖。

- **生物制品：**预计 2024-2026 年公司生物制品业务实现收入 11.2/12.2/13.0 亿元，同比增速 29.8%/17.6%/12.2%，毛利率 49.0%/50.1%/50.5%。
- **化药：**预计 2024-2026 年公司化药业务实现收入 16.4/19.3/21.6 亿元，同比增速 29.8%/17.6%/12.2%，毛利率 25.2%/25.5%/25.6%。
- **饲料：**预计 2024-2026 年公司饲料业务实现收入 10.9/11.4/12.0 亿元，同比增速 6.0%/5.0%/5.0%，毛利率 23.6%/23.5%/23.4%。
- **贸易：**预计 2024-2026 年公司贸易业务实现收入 22.1/23.2/24.1 亿元，同比增速 6.0%/5.0%/4.0%，毛利率 3.5%/3.5%/3.5%。
- **其他：**预计 2024-2026 年公司其他产品实现收入 0.3/0.3/0.3 亿元，同比增速 10.0%/10.0%/10.0%，毛利率 83.5%/83.7%/84.2%。

综上，预计 2024-2026 年公司实现收入 60.9/66.4/71.1 亿元，同比增速 12.6%/9.2%/7.0%，毛利率 21.7%/22.3%/22.5%。

表1：公司业务拆分与预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	5891.6	5406.3	6084.9	6643.7	7106.5
营收 YOY	11.1%	-8.2%	12.6%	9.2%	7.0%
毛利率	21.6%	19.8%	21.7%	22.3%	22.5%
生物制品					
营业收入（百万元）	1212.6	1009.3	1121.3	1223.2	1297.2
营收 YOY	14.3%	-12.1%	29.8%	17.6%	12.2%
毛利率	49.09%	46.12%	49.00%	50.10%	50.50%
化药					
营业收入（百万元）	1437.3	1263.5	1640.1	1928.7	2164.0
营收 YOY	14.3%	-12.1%	29.8%	17.6%	12.2%
毛利率	26.2%	21.5%	25.2%	25.5%	25.6%
饲料					
营业收入（百万元）	1102.2	1026.0	1087.6	1142.0	1199.1
营收 YOY	0.0%	-6.9%	6.0%	5.0%	5.0%
毛利率	18.6%	23.6%	23.6%	23.5%	23.4%
贸易					
营业收入（百万元）	2094.5	2083.7	2209.7	2321.1	2414.7
营收 YOY	44.4%	-0.5%	6.0%	5.0%	4.0%
毛利率	2.8%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
其他					
营业收入（百万元）	45.0	23.8	26.1	28.8	31.6
营收 YOY	-29.2%	-47.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	82.3%	79.6%	83.5%	83.7%	84.2%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

投资建议：

表2：可比公司估值水平

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE			总市值（亿元）
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600201.SH	生物股份	8.86	0.33	0.40	-	26.70	21.88	-	99.26
603566.SH	普莱柯	16.95	0.95	1.21	-	17.80	14.07	-	58.66
688526.SH	科前生物	16.96	0.92	1.04	1.14	18.41	16.29	14.87	79.06
300119.SZ	瑞普生物	15.92	1.12	1.37	1.62	14.15	11.66	9.82	74.23
平均 PE						19.27	15.97	12.34	
600195.SH	中牧股份	8.50	0.46	0.52	0.59	18.67	16.19	14.45	86.80

资料来源：wind（普莱柯、瑞普生物盈利预测数据来自wind一致预期，数据截至2024年04月17日），其余盈利预测数据来自国投证券研究中心

选取业务结构相似的动保企业作为可比公司，参考2024年wind一致预期均值20倍PE。公司业务结构完整，与集团客户关系紧密，且随猪价回暖，动保产品价格中枢有望回暖，2024年增量空间充足。公司布局非瘟疫苗，若顺利上市，将对公司业绩与估值形成较强支撑。暂不考虑非瘟疫苗增量空间情况下，预计公司2024-2026年分别实现净利润4.7/5.4/6.0亿元，同比增速15.4%/15.3%/12.1%，对应EPS分别为0.46/0.52/0.59元。给予公司2024年25倍PE，对应6个月目标价为11.38元，首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。

风险提示：

动物疫病暴发风险：养殖行业易受动物疾病影响，若暴发大规模动物疾病造成动物死亡，会导致公司产品销量下降。

养殖行业景气度不及预期风险：若养殖行业景气度延续低迷，可能造成养殖户补栏与用药积极性下降，导致公司产品销量下降。

产品审批进度不及预期风险：非瘟疫苗应急评价进度存在不确定性，存在审批时间较长和审批不通过的风险。

产品上市与推广不及预期风险：存在公司产品上市与推广不及预期风险，或影响公司业绩。

产能建设不及预期风险：若公司产能释放缓慢，可能影响公司产品销量。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,891.5	5,406.3	6,084.9	6,643.7	7,106.5	成长性					
减:营业成本	4,619.5	4,337.8	4,766.3	5,165.4	5,505.8	营业收入增长率	11.1%	-8.2%	12.6%	9.2%	7.0%
营业税费	35.4	34.4	38.2	41.3	44.7	营业利润增长率	-6.4%	-35.3%	48.1%	15.4%	12.1%
销售费用	378.3	362.2	389.4	438.5	469.0	净利润增长率	7.0%	-26.7%	15.4%	15.3%	12.1%
管理费用	339.2	322.7	322.5	332.2	341.1	EBITDA 增长率	-9.9%	-14.6%	38.7%	11.9%	9.4%
研发费用	143.3	122.8	127.8	139.5	142.1	EBIT 增长率	-15.5%	-27.3%	59.7%	13.2%	9.6%
财务费用	-6.5	12.4	44.3	37.4	23.3	NOPLAT 增长率	-7.3%	-34.5%	59.0%	13.2%	9.6%
加:资产/信用减值损失	-13.7	-23.8	-6.4	-14.6	-14.9	投资资本增长率	20.7%	11.2%	1.3%	1.2%	1.0%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	8.0%	3.1%	5.5%	6.4%	6.8%
投资和汇兑收益	189.9	198.4	206.4	213.3	206.0						
营业利润	622.1	402.8	596.4	688.1	771.6	利润率					
加:营业外净收支	4.5	3.6	4.1	4.0	3.9	毛利率	21.6%	19.8%	21.7%	22.3%	22.5%
利润总额	626.5	406.4	600.4	692.1	775.5	营业利润率	10.6%	7.4%	9.8%	10.4%	10.9%
减:所得税	76.0	59.4	72.1	83.1	93.1	净利润率	9.3%	7.5%	7.6%	8.1%	8.5%
净利润	550.1	403.1	465.0	536.0	600.6	EBITDA/营业收入	13.8%	12.8%	15.8%	16.2%	16.6%
						EBIT/营业收入	9.4%	7.4%	10.5%	10.9%	11.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	157	189	184	178	171
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	50	87	81	77	76
货币资金	875.2	1,493.0	1,825.5	1,993.1	2,132.0	流动资产周转天数	187	237	243	243	242
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	44	60	56	53	52
应收账款	872.2	919.3	982.2	984.3	1,066.3	存货周转天数	59	72	65	64	62
应收票据	309.0	227.6	304.5	259.4	383.9	总资产周转天数	470	562	550	526	505
预付账款	155.8	58.1	168.0	56.7	185.9	投资资本周转天数	313	394	372	345	326
存货	1,062.4	1,094.1	1,111.3	1,265.1	1,170.6						
其他流动资产	13.8	27.9	16.9	19.5	21.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.4%	7.3%	8.0%	8.7%	9.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.9%	3.9%	5.5%	6.2%	6.7%
长期股权投资	794.4	784.4	848.6	907.9	936.8	ROIC	11.6%	6.3%	9.0%	10.1%	10.9%
投资性房地产	26.1	25.2	23.1	20.2	17.0	费用率					
固定资产	2,678.3	2,983.8	3,230.4	3,332.4	3,430.9	销售费用率	6.4%	6.7%	6.4%	6.6%	6.6%
在建工程	260.8	330.2	266.3	230.7	216.3	管理费用率	5.8%	6.0%	5.3%	5.0%	4.8%
无形资产	734.9	815.1	728.6	638.1	542.2	研发费用率	2.4%	2.3%	2.1%	2.1%	2.0%
其他非流动资产	154.6	187.7	135.4	76.0	44.8	财务费用率	-0.1%	0.2%	0.7%	0.6%	0.3%
资产总额	7,937.4	8,946.4	9,640.7	9,783.4	10,148.2	四费/营业收入	14.5%	15.2%	14.5%	14.3%	13.7%
短期债务	265.4	446.3	664.3	866.7	917.1	偿债能力					
应付账款	724.6	628.9	795.1	727.3	873.5	资产负债率	20.1%	26.9%	28.4%	25.0%	22.8%
应付票据	91.1	65.2	101.4	78.8	115.4	负债权益比	25.2%	36.8%	39.7%	33.3%	29.5%
其他流动负债	349.7	297.8	318.5	322.0	312.8	流动比率	2.30	2.66	2.35	2.29	2.24
长期借款	34.2	899.0	751.6	346.4	-	速动比率	1.56	1.90	1.75	1.66	1.71
其他非流动负债	130.9	68.3	110.8	103.3	94.1	利息保障倍数	-85.54	32.26	14.47	19.39	34.11
负债总额	1,595.9	2,405.6	2,741.6	2,444.6	2,312.9	分红指标					
少数股东权益	1,045.7	1,020.1	1,083.5	1,156.6	1,238.5	DPS(元)	0.18	0.12	0.14	0.17	0.18
股本	1,021.1	1,021.1	1,021.1	1,021.1	1,021.1	分红比率	33.4%	30.1%	31.2%	31.6%	31.0%
留存收益	4,268.6	4,474.5	4,794.4	5,161.1	5,575.6	股息收益率	2.1%	1.4%	1.6%	1.9%	2.1%
股东权益	6,341.5	6,540.8	6,899.1	7,338.8	7,835.3						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	550.5	346.9	465.0	536.0	600.6
						加:折旧和摊销	267.9	296.4	322.7	352.9	384.4
						资产减值准备	17.6	25.3	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	13.4	25.0	44.3	37.4	23.3
						投资收益	-189.9	-198.4	-206.4	-213.3	-206.0
						少数股东损益	0.4	-56.1	63.4	73.1	81.9
						营运资金的变动	-827.4	-258.4	0.7	-100.4	-74.7
						经营活动产生现金流量	-222.1	372.5	689.7	685.7	809.5
						投资活动产生现金流量	-166.7	-522.3	-209.8	-112.8	-163.5
						融资活动产生现金流量	56.5	759.4	-147.5	-405.2	-507.1
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.54	0.39	0.46	0.52	0.59
						BVPS(元)	5.19	5.41	5.70	6.05	6.46
						PE(X)	16.0	21.9	19.0	16.5	14.7
						PB(X)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
						P/FCF	-31.1	10.9	19.7	33.8	37.1
						P/S	1.5	1.6	1.4	1.3	1.2
						EV/EBITDA	15.0	18.5	9.7	8.4	7.4
						CAGR(%)	3.4%	25.3%	-3.5%	3.4%	25.3%
						PEG	4.7	0.9	-5.5	4.8	0.6
						ROIC/WACC	1.2	0.7	0.9	1.1	1.1
						REP	1.8	3.1	1.6	1.3	1.2

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034