

## 上游原料产业持续承压，猪价回暖带动业绩修复

2023 年 10 月 30 日

➤ **事件概述：**公司于 10 月 29 日发布 2024 年三季度报告，2024 年前三季度公司实现营收 41.8 亿元，同比+0.5%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比-79.4%。公司净利润同比下降的原因主要系产品价格下降及去年同期减持金达威获得投资收益。其中 2024Q3 实现营收 17.0 亿元，同比+2.9%，环比+25.5%；实现归母净利润 0.2 亿元，同比-85.2%，环比扭亏为盈。

➤ **上游原料产业持续承压，猪价回升带动下业绩修复。**上游：公司原料药业务持续承压，主要因为上游原料药行业产能充裕，叠加下游需求不振，兽药原料药价格低迷。根据中国兽药饲料交易中心数据，2024 前三季度兽药原料药价格指数 (VPI) 均值为 62.1，同比-12.8%；其中 2024Q3VPI 均值为 63.3，同比-8.4%，环比+5.1%。下游：随着前期能繁母猪存栏下降缺口的逐步兑现，2024 年 6 月起猪价逐步回升，2024Q3 全国外三元生猪均价 19.5 元/公斤，同比+19.5%。下游养殖企业扭亏为盈，用药积极性逐步回暖，带动动保行业实现业绩修复。

➤ **费用管理逐步改善，产品价格下滑拖累业绩。**2024Q3 公司销售费用率 7.5%，环比+0.2PCT；管理费用率 5.1%，环比-0.9PCT；财务费用率 0.5%，环比+0.2PCT，主要系 2024Q3 利息支出增加所致。2024Q3 公司销售毛利率 16.3%，环比+1.2PCT，同比-3.9PCT，主要受产品价格下降影响所致。

➤ **研发投入持续加码，积极布局宠物板块。**2024 年前三季度公司研发费用率为 2.2%，同比+0.2PCT。公司宠物板块布局逐见成效，2024 年 9 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)获得了由农业农村部核发的兽药产品批准文号批件。公司自主研发的猫三联疫苗采用国内主要流行毒株，对猫的疫病具有很好的免疫保护效果，同时采用全悬浮培养及浓缩纯化等先进生产工艺，产品安全有效，质量稳定可靠。公司此次获得批准文号将为公司宠物板块带来新的业绩增长点，对提升公司在宠物市场的竞争力产生积极影响。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2024~2025 年归母净利润分别为 3.11、4.15、5.23 亿元，EPS 分别为 0.30、0.41、0.51 元，对应 PE 分别为 22、17、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。

## 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	5,885	6,430	7,031
增长率 (%)	-8.2	8.8	9.3	9.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	403	311	415	523
增长率 (%)	-26.7	-22.8	33.3	26.2
每股收益 (元)	0.39	0.30	0.41	0.51
PE	17	22	17	13
PB	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

6.83 元



分析师 徐菁

执业证书：S0100523120004

邮箱：xujing@mszq.com

## 相关研究

- 中牧股份 (600195.SH) 2023 年年报点评：上下游行情影响业绩，静待底部反转-2024/04/11
- 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
- 中牧股份 (600195.SH) 2023 年一季报点评：多因素叠加压制 Q1 营收，非瘟疫苗研发持续推进-2023/05/14
- 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
- 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

## 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	5,885	6,430	7,031
营业成本	4,338	4,780	5,151	5,558
营业税金及附加	34	37	41	45
销售费用	362	377	405	436
管理费用	323	353	386	422
研发费用	123	141	154	169
EBIT	216	204	303	413
财务费用	12	32	34	31
资产减值损失	-25	-21	-20	-22
投资收益	198	177	193	211
营业利润	403	341	460	584
营业外收支	4	4	4	4
利润总额	406	345	464	588
所得税	59	48	65	82
净利润	347	297	399	506
归属于母公司净利润	403	311	415	523
EBITDA	515	524	661	813

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,493	832	1,090	1,043
应收账款及票据	1,091	1,367	1,315	1,444
预付款项	58	167	175	183
存货	1,094	1,223	1,250	1,425
其他流动资产	84	114	94	111
流动资产合计	3,820	3,702	3,924	4,207
长期股权投资	784	961	1,154	1,365
固定资产	2,984	3,176	3,247	3,321
无形资产	689	727	766	805
非流动资产合计	5,126	5,343	5,497	5,667
资产合计	8,946	9,045	9,421	9,873
短期借款	446	446	446	446
应付账款及票据	417	498	522	548
其他流动负债	575	673	716	762
流动负债合计	1,438	1,617	1,685	1,757
长期借款	899	642	642	642
其他长期负债	68	64	67	67
非流动负债合计	967	706	709	709
负债合计	2,406	2,323	2,394	2,466
股本	1,021	1,021	1,021	1,021
少数股东权益	1,020	1,006	990	972
股东权益合计	6,541	6,722	7,027	7,407
负债和股东权益合计	8,946	9,045	9,421	9,873

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-8.24	8.85	9.27	9.34
EBIT 增长率	-44.58	-5.18	48.12	36.52
净利润增长率	-26.73	-22.80	33.28	26.18
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	19.76	18.77	19.89	20.94
净利润率	7.46	5.29	6.45	7.44
总资产收益率 ROA	4.51	3.44	4.40	5.30
净资产收益率 ROE	7.30	5.44	6.87	8.13
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.66	2.29	2.33	2.39
速动比率	1.84	1.41	1.46	1.46
现金比率	1.04	0.51	0.65	0.59
资产负债率 (%)	26.89	25.68	25.41	24.98
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	58.30	60.00	55.00	55.00
存货周转天数	92.07	95.00	90.00	95.00
总资产周转率	0.64	0.65	0.70	0.73
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.39	0.30	0.41	0.51
每股净资产	5.41	5.60	5.91	6.30
每股经营现金流	0.36	0.12	0.68	0.46
每股股利	0.12	0.09	0.12	0.15
<b>估值分析</b>				
PE	17	22	17	13
PB	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	14.95	14.71	11.65	9.48
股息收益率 (%)	1.74	1.35	1.79	2.26

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	347	297	399	506
折旧和摊销	300	319	359	399
营运资金变动	-144	-375	81	-281
经营活动现金流	372	122	690	465
资本开支	-638	-376	-293	-342
投资	92	0	0	0
投资活动现金流	-522	-339	-293	-342
股权募资	0	0	0	0
债务募资	985	-271	-2	0
筹资活动现金流	759	-444	-140	-169
现金净流量	612	-661	258	-46

## 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