

增持 (维持)

中牧股份 (600195)

南药带动化药板块逆势增长，全年业绩稳增

2023年04月26日

### 市场数据

日期	2023-04-25
收盘价(元)	12.93
总股本(百万股)	1021.15
流通股本(百万股)	1021.15
净资产(百万元)	6341.53
总资产(百万元)	7937.41
每股净资产(元)	5.18

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关报告

《中牧股份 2022 年三季报点评: 业绩稳步提升, 化药或将打开新空间》2022-11-01

《中牧股份 2022 年中报点评: 收入稳步增长, 盈利拐点已现》2022-08-19

### 分析师:

纪宇泽

jiyuze@xyzq.com.cn

S0190522080004

### 投资要点

- **事件:** 公司 2022 年全年实现营收 58.9 亿元, 同比+11.1%, 归母净利润 5.5 亿元, 同比+7.0%, 扣非归母净利润 4.0 亿元, 同比-21.7%; 销售毛利率 21.6%, 同比-7.5 PCT; 归母净利率 9.3%, 同比-0.4PCT。

2022Q4 单季度公司实现营收 17.7 亿元, 同比+26.5%, 环比+15.5%, 归母净利润 1.5 亿元, 同比+204.0%, 环比+4.4%, 销售毛利率 21.3%, 同比-9.9 PCT, 环比+1.2 PCT; 归母净利率 8.5%, 同比+4.9PCT, 环比-0.9PCT。

- **分项目:** 22 全年公司原料贸易营收 20.9 亿元, 占比 35.8%, 毛利率 2.83%, 同比-1.2PCT; 兽药营收 14.4 亿元, 占比 24.6%, 毛利率 26.2%, 同比-4.9PCT; 生物制品(疫苗为主)营收 12.1 亿元, 占比 20.7%, 毛利率 49.1%, 同比-9.04%; 饲料业务营收 11.0 亿元, 占比 18.9%, 毛利率 18.6%, 同比-0.33PCT。
- **大单品拆分:** 畜苗: 全年营收共计 8 亿元左右, 同期-15%;其中口蹄疫政采 2.8 亿元, 同比-34%;口蹄疫市场苗 3.2 亿元左右, 同比+8%; 非口市场苗 2 亿元左右, 同比-5%。禽苗: 营收 4 亿元左右, 同比-15%;禽流感政采 1.5 亿元左右, 同比-30%;市场苗近 1 亿元, 同比+24%; 其他禽苗 1.5 亿元, 同比-10%。化药板块原料药 4.5 亿元, 同期-12%, 制剂 10 亿, 同比+32.6%。
- **公司亮点:** 1) 南药制剂: 2022 全年南药营收增速约+30%, 增长部分主要为泰万制剂, 公司整体贡献净利润 1.2 亿元。2) 中牧牧原: 预计 22H2 投产, 提供优质化药, 24 年起为公司带来新业绩亮点。3) 非瘟疫苗: 参与中科院非瘟路线, 有望第一批参与生产: 中科院研制的非瘟亚单位疫苗于今年 4 月初提交应急评价, 如顺利落地, 中牧将获得临时生产批文, 打开新增长曲线。
- **投资建议:** 我们认为公司营收和盈利能力均有望进一步提升。我们调整盈利预测, 预计 2023-2025 年公司的营收分别为 65.14, 72.83, 80.84 亿元, 归母净利润分别为 6.14, 7.74, 8.76 亿元。基于 2023 年 4 月 25 日收盘价, 对应 PE 为 21.5, 17.1, 15.1 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 禽畜存栏不及预期, 动物突发疫病, 研发进度不及预期、政策变化, 汇率波动等。

### 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5892	6514	7283	8084
同比增长	11.1%	10.6%	11.8%	11.0%
归母净利润(百万元)	550	614	774	876
同比增长	7.0%	11.6%	26.1%	13.2%
毛利率	21.6%	24.1%	24.9%	25.3%
ROE	10.4%	10.7%	12.2%	12.6%
每股收益(元)	0.54	0.60	0.76	0.86
市盈率	24.0	21.5	17.1	15.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3288	3550	4288	5069
货币资金	875	1383	1756	2175
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1153	920	1105	1314
预付款项	156	110	128	159
存货	1062	1081	1245	1360
其他	42	56	56	60
<b>非流动资产</b>	4649	4678	4614	4499
长期股权投资	794	837	849	827
固定资产	2678	2753	2802	2829
在建工程	261	211	161	111
无形资产	668	614	550	491
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	10	5	-2	-8
其他	237	258	254	250
<b>资产总计</b>	7937	8228	8902	9568
<b>流动负债</b>	1431	1244	1310	1322
短期借款	265	0	0	0
应付票据及应付账款	388	440.67	516.35	538.23
其他	777	803	794	784
<b>非流动负债</b>	165	168	167	167
长期借款	34	34	34	34
其他	131	134	133	132
<b>负债合计</b>	1596	1412	1477	1489
股本	1021	1021	1021	1021
资本公积	568	568	568	568
未分配利润	3301	3689	4219	4792
少数股东权益	1046	1073	1095	1125
<b>股东权益合计</b>	6342	6816	7425	8079
<b>负债及权益合计</b>	7937	8228	8902	9568

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	550	614	774	876
折旧和摊销	268	298	323	347
资产减值准备	18	45	12	10
资产处置损失	-37	-17	-18	-24
公允价值变动损失	0	-0	0	0
财务费用	13	26	-11	-15
投资损失	-190	-182	-186	-184
少数股东损益	0	27	23	30
营运资金的变动	-849	304	-297	-356
<b>经营活动产生现金流量</b>	-222	1109	617	688
<b>投资活动产生现金流量</b>	-167	-122	-68	-31
<b>融资活动产生现金流量</b>	56	-480	-176	-237
现金净变动	-330	508	373	420
现金的期初余额	1205	875	1383	1756
现金的期末余额	875	1383	1756	2175

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5892	6514	7283	8084
营业成本	4620	4945	5472	6036
税金及附加	35	41	45	50
销售费用	378	418	468	519
管理费用	339	375	419	465
研发费用	143	172	187	210
财务费用	-6	26	-11	-15
其他收益	27	14	17	19
投资收益	190	182	186	184
公允价值变动收益	0	0	-0	-0
信用减值损失	4	-4	-1	-0
资产减值损失	-18	-25	-22	-22
资产处置收益	37	17	18	24
<b>营业利润</b>	622	721	901	1024
营业外收入	6	10	8	8
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	627	729	907	1031
所得税	76	88	110	125
<b>净利润</b>	551	641	797	906
少数股东损益	0	27	23	30
<b>归属母公司净利润</b>	550	614	774	876
<b>BPS(元)</b>	0.54	0.60	0.76	0.86

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	11.1%	10.6%	11.8%	11.0%
营业利润增长率	-6.4%	15.8%	25.0%	13.7%
归母净利润增长率	7.0%	11.6%	26.1%	13.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	21.6%	24.1%	24.9%	25.3%
归母净利率	9.3%	9.4%	10.6%	10.8%
ROE	10.4%	10.7%	12.2%	12.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	20.1%	17.2%	16.6%	15.6%
流动比率	2.30	2.85	3.27	3.83
速动比率	1.56	1.98	2.32	2.80
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.77	0.81	0.85	0.88
应收帐款周转率	7.53	7.48	8.09	7.69
存货周转率	4.63	4.49	4.57	4.51
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.54	0.60	0.76	0.86
每股经营现金	-0.22	1.09	0.60	0.67
每股净资产	5.19	5.62	6.20	6.81
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	24.0	21.5	17.1	15.1
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

## 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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。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为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,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投资损失的书面或口头承诺均为无效,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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn