

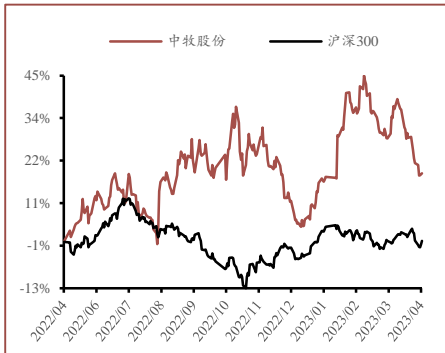
动保稳健经营，产能推进，增长可期

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-28
收盘价(元)	13.00
流通股本(亿股)	10.21
每股净资产(元)	5.32
总股本(亿股)	10.21

最近 12 月市场表现



分析师 余剑秋

SAC 证书编号: S0160522050003
yujq01@ctsec.com

相关报告

1. 《动保龙头综合发展，市场化助力成长可期》 2022-12-22

核心观点

- ❖ **事件：公司 2022 年营收+11.1%，归母净利润+7.1%；2023Q1 营收-5.5%，归母净利润+4.8%。**公司 2022 年报实现营业收入 58.92 亿元（同比+11.13%），归母净利润 5.50 亿元（同比+7.05%）；单四季度收入同比+26.50%，归母净利润同比+203.98%。公司 2023Q1 实现营业收入 10.62 亿元，同比-5.5%；归母净利润 1.4 亿元，同比+4.8%。公司盈利能力 2023 年有所修复，毛利率 2022/2022Q4/2023Q1 分别同比-7.5pct/-9.9pct/-3.8pct 至 21.6%/21.3%/22.1%；净利率分别同比-1.7pct/+3.3pct/+0.1pct 至 9.3%/7.9%/12.6%。
- ❖ **2022 年公司生药业务及出口承压，化药业务快速增长：1) 生物制品业务** 2022 年实现收入 12.1 亿元，同比-15.1%；毛利率 49.1%，同比-9.0pct，主要由于下游养殖行业需求低迷，政采政策改革及禽苗销售额下降。公司市场化持续推进，采取“一户一策”、“大单品”、“多品组合销售战略”等多种营销方式，加强集团客户服务，持续推进新的大客户开发，市场苗 2022 年逆势取得较好增长。**2) 化药业务** 快速发展，实现收入 14.4 亿元，同比+14.3%；销售量 1.15 万吨，同比+8.0%；毛利率 26.2%，同比-4.9pct。公司泰万菌素制剂和氟苯尼考制剂收入快速增长，子公司南京药业实现净利润 1.17 亿元，同比+158.4%。**3) 饲料业务** 整体稳健，实现收入 11.0 亿元，同比+0.03%；毛利率 18.6%，同比-0.33pct。**4) 出口业务** 2022 年受新冠影响短暂承压，国外收入 3.12 亿元，同比-13.8%；毛利率 33.0%，同比-1.1pct。公司海外业务 2023 年有望恢复较快增长，同时积极参与“一带一路”建设，与国药动保等共同出资设立中农中育，有望实现海外市场业务不断拓展。
- ❖ **公司产能建设稳步推进，新品研发进展顺利，长期增长可期：**1) 公司胜利生物、内蒙中牧新增化药产能 2023 年逐步释放，与牧原股份共同投资设立的中牧牧原预计 2023 年投产；2) 公司持续进行新品研发储备，2022 年获得猪伪狂犬灭活疫苗等 3 个新兽药证书，在研牛口蹄疫 OA 二价合成肽疫苗等产品。公司公告与中科院生物物理所等共同研究开发非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗，研发申报工作进展顺利，公司作为央企背景动保龙头，有望充分受益于非瘟疫苗的生产推进。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 64.85/72.13/80.26 亿元，归母净利润 6.25/7.39/8.95 亿元，4 月 28 日收盘价对应 PE 分别为 21.3/18.0/14.8 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新品推广不及预期风险；市场竞争加剧风险；合作研发风险；畜禽价格不及预期风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5302	5892	6485	7213	8026
收入增长率(%)	6.06	11.13	10.07	11.22	11.28
归母净利润(百万元)	514	550	625	739	895
净利润增长率(%)	22.22	7.05	13.54	18.38	21.07
EPS(元/股)	0.51	0.54	0.61	0.72	0.88
PE	25.83	21.51	21.26	17.95	14.83
ROE(%)	10.46	10.39	10.84	11.71	12.81
PB	2.70	2.24	2.30	2.10	1.90

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5301.57	5891.52	6485.02	7212.79	8026.20	成长性					
减:营业成本	3761.02	4619.50	4956.98	5424.29	5922.68	营业收入增长率	6.1%	11.1%	10.1%	11.2%	11.3%
营业税费	34.27	35.44	38.91	43.28	48.16	营业利润增长率	-1.3%	-6.4%	13.7%	18.5%	21.2%
销售费用	506.85	378.34	473.41	533.75	593.94	净利润增长率	22.2%	7.0%	13.5%	18.4%	21.1%
管理费用	329.76	339.15	382.62	432.77	489.60	EBITDA 增长率	42.3%	-14.3%	15.5%	15.2%	18.6%
研发费用	162.57	143.27	162.13	201.96	240.79	EBIT 增长率	43.5%	-22.5%	26.1%	20.5%	25.0%
财务费用	0.27	-6.45	-2.74	-8.73	-11.39	NOPLAT 增长率	42.6%	-22.4%	26.1%	20.5%	25.0%
资产减值损失	-22.90	-17.60	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	9.9%	9.7%	7.0%	7.8%	8.7%
加:公允价值变动收益	-0.81	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	9.4%	8.0%	7.3%	8.1%	9.1%
投资和汇兑收益	174.41	189.93	214.01	238.02	264.86	利润率					
营业利润	664.35	622.07	707.18	837.93	1015.33	毛利率	29.1%	21.6%	23.6%	24.8%	26.2%
加:营业外净收支	4.86	4.46	4.02	4.02	4.02	营业利润率	12.5%	10.6%	10.9%	11.6%	12.7%
利润总额	669.21	626.53	711.20	841.95	1019.35	净利润率	11.1%	9.3%	9.6%	10.3%	11.2%
减:所得税	81.88	76.02	86.66	102.59	124.20	EBITDA/营业收入	14.5%	11.2%	11.8%	12.2%	13.0%
净利润	513.86	550.07	624.55	739.36	895.15	EBIT/营业收入	9.5%	6.6%	7.6%	8.2%	9.2%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1230.03	875.16	1474.99	1740.49	2250.10	固定资产周转天数	170	166	165	159	150
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	26	77	53	55	50
应收帐款	542.57	844.05	705.15	777.47	872.36	流动资产周转天数	196	204	206	213	219
应收票据	91.35	308.96	231.46	289.46	290.21	应收帐款周转天数	32	42	43	37	37
预付帐款	53.34	155.83	158.62	173.58	189.53	存货周转天数	76	76	76	73	70
存货	879.09	1062.40	1025.47	1174.39	1128.88	总资产周转天数	482	470	456	441	428
其他流动资产	9.19	13.77	13.77	13.77	13.77	投资资本周转天数	418	413	401	389	380
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	10.5%	10.4%	10.8%	11.7%	12.8%
长期股权投资	915.83	794.41	794.41	794.41	794.41	ROA	6.9%	6.9%	7.4%	8.1%	9.0%
投资性房地产	27.09	26.14	26.14	26.14	26.14	ROIC	7.3%	5.1%	6.0%	6.8%	7.8%
固定资产	2464.58	2678.27	2936.10	3138.36	3304.84	费用率					
在建工程	275.72	260.81	180.41	140.20	120.10	销售费用率	9.6%	6.4%	7.3%	7.4%	7.4%
无形资产	659.90	668.01	658.01	648.01	638.01	管理费用率	6.2%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%
其他非流动资产	39.35	41.18	41.18	41.18	41.18	财务费用率	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产总额	7436.61	7937.41	8480.90	9175.20	9915.14	三费/营业收入	15.8%	12.1%	13.2%	13.3%	13.4%
短期债务	115.00	265.40	265.40	265.40	265.40	偿债能力					
应付帐款	348.97	297.16	336.23	356.87	367.01	资产负债率	21.0%	20.1%	19.7%	19.8%	19.0%
应付票据	64.51	91.06	64.80	105.75	80.47	负债权益比	26.6%	25.2%	24.6%	24.7%	23.4%
其他流动负债	7.25	3.55	3.55	3.55	3.55	流动比率	2.10	2.30	2.43	2.55	2.80
长期借款	78.22	34.22	34.22	34.22	34.22	速动比率	1.40	1.44	1.63	1.72	2.02
其他非流动负债	11.81	61.12	61.12	61.12	61.12	利息保障倍数	58.95	30.63	81.52	98.26	122.85
负债总额	1562.75	1595.88	1674.83	1814.60	1883.18	分红指标					
少数股东权益	960.37	1045.67	1045.67	1045.67	1045.67	DPS(元)	0.15	0.18	0.00	0.00	0.00
股本	1015.61	1021.15	1021.15	1021.15	1021.15	分红比率					
留存收益	3304.97	3700.66	4165.20	4719.73	5391.08	股息收益率	1.2%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5873.85	6341.53	6806.08	7360.60	8031.96	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.51	0.54	0.61	0.72	0.88
净利润	513.86	550.07	624.55	739.36	895.15	BVPS(元)	4.84	5.19	5.64	6.18	6.84
加:折旧和摊销	268.98	271.72	272.58	287.94	303.62	PE(X)	25.8	21.5	21.3	18.0	14.8
资产减值准备	27.12	13.75	0.00	0.00	0.00	PB(X)	2.7	2.2	2.3	2.1	1.9
公允价值变动损失	0.81	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	9.16	13.37	6.02	6.02	6.02	P/S	2.5	2.0	2.0	1.8	1.7
投资收益	-174.41	-189.93	-214.01	-238.02	-264.86	EV/EBITDA	15.9	17.1	15.9	13.5	10.9
少数股东损益	73.47	0.44	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-336.85	-849.29	302.69	-136.96	-25.37	PEG	1.2	3.1	1.6	1.0	0.7
经营活动产生现金流量	383.00	-222.10	987.81	654.32	910.52	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-90.57	-166.73	-221.97	-197.95	-171.11	REP					
融资活动产生现金流量	-100.41	56.47	-166.02	-190.86	-229.80						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。