

## 多因素叠加压制 Q1 营收，非瘟疫苗研发持续推进

2023 年 05 月 13 日

➤ **事件概述：**公司于 4 月 29 日发布 2023 年一季报，公司 2023Q1 实现营收 10.6 亿元，同比-5.5%，环比-39.9%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比+4.8%，环比-6.1%。

➤ **多因素叠加压制营收，投资收益带动利润上升。“先打后补”政策逐步落地，政采苗量价双减。**截至 5 月 1 日，已有多地通过省级政府集中采购方式完成强制性免疫疫苗的采购，从公示的中标情况可以看出，与 2022 年同期相比总体采购量下降约 40%，采购单价下降约 10%。在强免疫苗即将退出历史舞台的大背景下，价格厮杀白热化对于公司疫苗业务造成影响。**兽用化药原料药价格同比大幅下降**，公司兽用化药主要产品包括泰妙菌素、泰万菌素原料药、氟苯尼考原料药等。根据中国兽药饲料交易中心数据，2023Q1 兽药原料药价格指数 (VPi) 均值为 75.8，同比-11.5%，主要系 2023Q1 生猪价格持续低迷，下游养殖户补栏积极性不高，对于兽药的需求也有所下降。此外，公司费用端略有承压，销售费用率 5.8%，同比+0.5PCT；销售费用率 6.7%，同比+1.1PCT。但即便如此，公司仍实现规模净利润同比正增长，主要系 Q1 公司减持金达威确认投资收益 0.8 亿元，同比+228.6%。

➤ **集团客户稳定增加，盈利能力逐步修复。**随着上游动保企业集中度的不断提升，作为“药、料、苗”集成服务供应商，公司全产品服务优势逐步显著，集团客户稳定增加，2022 年前五大客户营收占比达 21.6%，同比+6.1%。自 2022Q2 以来，公司盈利能力逐季修复，2023Q1 毛利率 22.1，环比+0.7PCT，净利率 12.6%，环比+4.6PCT。

➤ **非瘟疫苗“2+2”联合研制。**公司与中国科学院生物物理研究所、中国科学院武汉病毒研究所和广东蓝玉生物科技有限公司（生物股份全资子公司）签署了《非洲猪瘟亚单位（纳米颗粒）疫苗（以实际注册批准名称为准）技术开发（合作）合同》，共同研究开发非洲猪瘟亚单位疫苗。该项目已在病毒结构解析、蛋白结构设计、抗原免疫原性、纳米颗粒组装等方面取得了突破性进展，并在疫苗安全性、有效性等方面具备充分的试验数据。若产品研发成功落地，能有效缓解非瘟疫情对生猪供给的影响，维持生猪市场良性有序发展。

➤ **内外兼修持续开拓市场。**【内】公司胜利生物兽用抗生素扩产项目（二期）和内蒙中牧大环内酯类项目建设稳步推进。此外，公司与牧原股份强强联手，共同设立以化药制剂为主营的中牧牧原，未来有望持续打开增量市场。【外】公司积极参与“一带一路”建设，与国药动保、中农威特、育林控股和北京中育共同出资设立中农中育，有望提升公司品牌国际化影响，实现海外市场业务拓展。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 6.72、7.67、9.09 亿元，EPS 分别为 0.66、0.75、0.89 元，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,892	6,384	6,757	7,272
增长率 (%)	11.1	8.4	5.8	7.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	550	672	767	909
增长率 (%)	7.0	22.1	14.2	18.5
每股收益 (元)	0.54	0.66	0.75	0.89
PE	26	21	18	16
PB	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 12 日收盘价）

### 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**13.82 元**

**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


**研究助理 徐菁**

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

### 相关研究

- 1.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
- 2.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
- 3.中牧股份 (600195.SH) 事件点评：积极响应“一带一路”，海外市场业务再拓展-2022/11/17
- 4.中牧股份 (600195.SH) 2022 年三季报点评：三季度业绩较为稳健，后续增量可期-2022/10/30
- 5.中牧股份 (600195.SH) 2022 半年报业绩点评：上半年业绩承压，双轮动态调节追求长期成长-2022/08/19

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,892	6,384	6,757	7,272
营业成本	4,620	4,857	5,093	5,410
营业税金及附加	35	38	41	44
销售费用	378	409	426	451
管理费用	339	370	392	422
研发费用	143	153	162	175
EBIT	389	569	661	793
财务费用	-6	2	-2	-6
资产减值损失	-18	-19	-18	-18
投资收益	190	192	203	218
营业利润	622	759	868	1,029
营业外收支	4	5	5	5
利润总额	627	764	872	1,034
所得税	76	92	105	124
净利润	551	672	768	910
归属于母公司净利润	550	672	767	909
EBITDA	661	849	975	1,138

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	875	1,237	1,600	1,941
应收账款及票据	1,153	1,137	1,229	1,385
预付款项	156	170	173	179
存货	1,062	1,086	1,126	1,183
其他流动资产	42	56	53	55
流动资产合计	3,288	3,686	4,182	4,743
长期股权投资	794	986	1,189	1,407
固定资产	2,678	2,752	2,810	2,867
无形资产	668	690	710	730
非流动资产合计	4,649	4,836	5,005	5,192
资产合计	7,937	8,522	9,186	9,935
短期借款	265	265	265	265
应付账款及票据	388	460	516	534
其他流动负债	777	743	785	836
流动负债合计	1,431	1,468	1,566	1,635
长期借款	34	74	74	74
其他长期负债	131	134	134	134
非流动负债合计	165	208	208	208
负债合计	1,596	1,676	1,774	1,843
股本	1,021	1,021	1,021	1,021
少数股东权益	1,046	1,046	1,047	1,048
股东权益合计	6,342	6,846	7,412	8,092
负债和股东权益合计	7,937	8,522	9,186	9,935

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	11.13	8.36	5.84	7.62
EBIT 增长率	-22.52	46.41	16.04	20.09
净利润增长率	7.05	22.12	14.19	18.54
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.59	23.92	24.62	25.61
净利润率	9.34	10.52	11.35	12.50
总资产收益率 ROA	6.93	7.88	8.35	9.15
净资产收益率 ROE	10.39	11.58	12.05	12.91
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.30	2.51	2.67	2.90
速动比率	1.44	1.65	1.83	2.06
现金比率	0.61	0.84	1.02	1.19
资产负债率 (%)	20.11	19.66	19.31	18.55
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	52.29	53.00	54.00	55.00
存货周转天数	83.94	83.00	82.00	81.00
总资产周转率	0.77	0.78	0.76	0.76
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.54	0.66	0.75	0.89
每股净资产	5.19	5.68	6.23	6.90
每股经营现金流	-0.22	0.74	0.83	0.85
每股股利	0.18	0.20	0.23	0.27
<b>估值分析</b>				
PE	26	21	18	16
PB	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	20.53	15.58	13.19	11.00
股息收益率 (%)	1.30	1.43	1.63	1.94

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	551	672	768	910
折旧和摊销	272	280	314	344
营运资金变动	-849	-15	-40	-171
经营活动现金流	-222	757	848	864
资本开支	-426	-242	-254	-279
投资	180	0	0	0
投资活动现金流	-167	-248	-254	-279
股权募资	142	0	0	0
债务募资	94	34	-16	0
筹资活动现金流	56	-147	-231	-244
现金净流量	-330	362	363	341

## 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