

公司调研点评

中牧股份 (600195)

农林牧渔 | 动物保健

短期业绩承压，中长期看好公司后周期业务发力

2019年07月22日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 12.48-13.52 元

交易数据

当前价格 (元)	11.00
52 周价格区间 (元)	9.90-16.20
总市值 (百万)	9266.49
流通市值 (百万)	9266.49
总股本 (万股)	84240.80
流通股 (万股)	84240.80

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
中牧股份	21.49	18.64	12.5
动物保健	-3.79	-16.3	-11.67

刘丛丛

分析师

执业证书编号: S0530519060001
liucc@cfzq.com

0731-89955776

相关报告

- 《中牧股份：中牧股份 (600195.SH) 2018 年半年报点评：四大业务板块齐发力，公司业绩维持高增》 2018-08-30
- 《中牧股份：中牧股份年报点评：口蹄疫市场苗放量，长期业绩增长可期》 2018-04-23

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	4069.73	4434.24	4337.57	4723.62	5449.16
净利润 (百万元)	399.87	415.63	388.62	438.76	512.52
每股收益 (元)	0.47	0.49	0.46	0.52	0.61
每股净资产 (元)	4.37	4.74	5.31	5.65	6.05
P/E	22.12	21.28	22.76	20.16	17.26
P/B	2.40	2.21	1.98	1.86	1.74

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

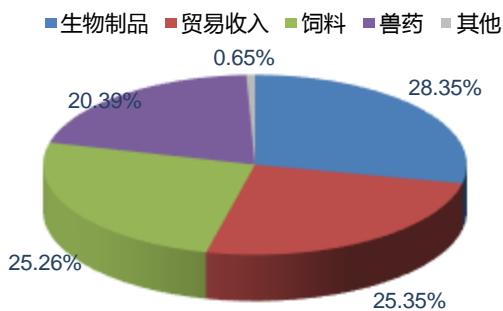
- **短期业绩承压，中长期看好养殖后周期发力。**非洲猪瘟疫情导致生猪产能深度去化背景下，公司与生猪业务相关的疫苗及兽药业务短期承压，但口蹄疫市场苗销售仍逆势增长说明公司产品及渠道推广的成效显著，随着下半年疫情的趋稳以及公司猪口蹄疫 OA 二价苗的上市，公司口蹄疫疫苗销量有望提速，而作为养殖后周期行业的动保、化药等业务亦有望迎来改善。
- **生物制品板块表现分化。**口蹄疫疫苗及禽用疫苗是公司生物制品业务的重要产品，今年上半年表现略有分化。其中口蹄疫疫苗方面，2019 年上半年在下游生猪养殖产能持续去化背景下，公司口蹄疫招采苗业绩预计小幅下滑，而口蹄疫市场苗仍旧取得逆势增长。展望 2019 年下半年，非洲猪瘟疫情导致的生猪产能下滑仍在持续，我们预计生猪存栏量环比上升的可能性较小，但随着公司猪口蹄疫 OA 二价苗的上市以及在大型养殖集团渗透率的提升，我们预计公司口蹄疫市场苗销售仍有望取得良性增长。禽流感疫苗方面，在今年招采苗价格上涨及存栏量提升背景下，上半年公司禽流感招采苗业绩预计得到大幅提振，而在下半年禽养殖行情高景气延续导致存栏继续提升背景下，我们预计公司禽流感疫苗销量的高增长依旧可以持续。
- **化药业务盈利下滑，饲料业务有望稳健增长。**1) 2019H1 因下游生猪养殖存栏下降，预计公司兽药业务下滑 20% 左右。2019 年 3 月初，农业农村部畜牧兽医局发文，规定 2020 年 7 月 1 日前饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂的商品饲料，对兽药行业造成整体性影响，公司表示亦会有替代产品上市。但在下半年生猪养殖持续去产能的预期下，预计公司化药板块仍将承压，全年预计下滑 20-30%。2) 饲料业务方面，公司饲料业务以蛋禽料为主，猪料基数较小。2019H1 公司饲料板块业绩预计增长 10% 以上，而在下游禽养殖行情持续景气背景下，我们预计下半年禽类存栏量或继续上升，公司饲料业务有望持续稳健增长。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 43.37/47.24/54.49 亿元，归母净利润为 3.89/4.39/5.13 亿元，EPS 为 0.46/0.52/0.61 元，目前股价对应 PE 分别为 22.7/20.2/17.3 倍。参考同行业估值水平，给与公司 2020 年 24-26 倍估值，股价合理区间 12.48-13.52 元，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**疫情风险、禽类存栏回升不及预期，汇率异常波动风险。

1 动保行业国家队，市场化改革显成效

中牧股份专业从事动物保健品和营养品研发、生产、销售、服务，是动保行业产品线最为齐全的企业，涵盖兽用生物制品、兽用化药、饲料及饲料添加剂、贸易等四大业务板块，2018 年公司生物制品、兽药、饲料、贸易四大业务占主营收入比例分别为 28.5%、20.5%、25.4%、25.5%，占主营业务利润比例分别为 55%、22.7%、19.2%和 3.1%。

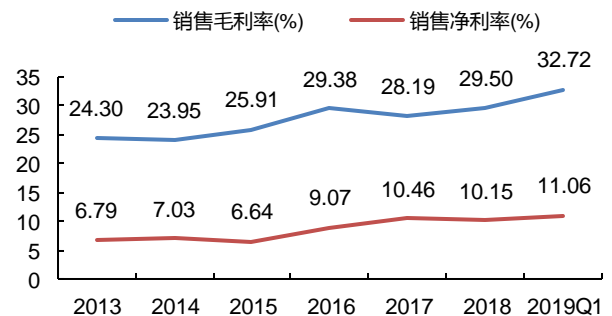
作为动保行业的“国家队”和“先锋队”，公司近两年的市场化改革取得良好成效。2018 年公司实现营业收入 44.34 亿元，同比增长 8.96%，归母净利润和归母扣非净利润分别为 4.16、4.09 亿元，同比分别增长 3.94%、37.18%。2013-2018 年公司营收年均复合增速为 4.03%，收入端增长稳健而利润端增速明显，2013-2018 年公司归母净利润和扣非净利润年均复合增速分别为 12.00%/12.01%。盈利能力方面，公司毛利率从 2015 年的 25.91% 稳步提升至 2019Q1 的 32.72%，我们认为盈利能力的改善主要源于公司市场化改革进程中高附加值产品比例提升带来的收入结构优化，未来随着市场化业务占比的进一步增长，公司毛利率仍有上行空间。

图 1：公司业务构成



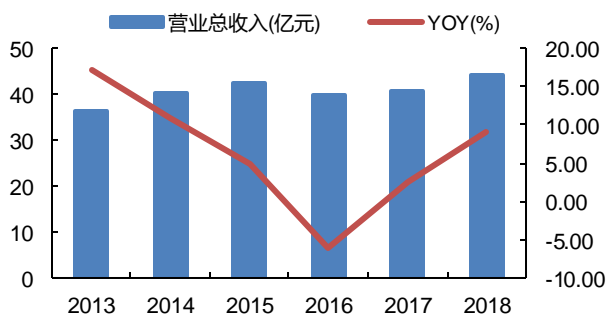
资料来源：公司 2018 年年报、财富证券

图 2：公司毛利率及净利率水平



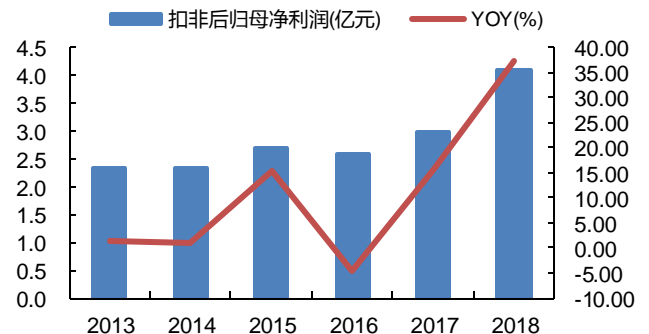
资料来源：wind、财富证券

图 3：公司近 5 年营收及增速



资料来源：wind、财富证券

图 4：公司近 5 年归母净利润及增速



资料来源：wind、财富证券

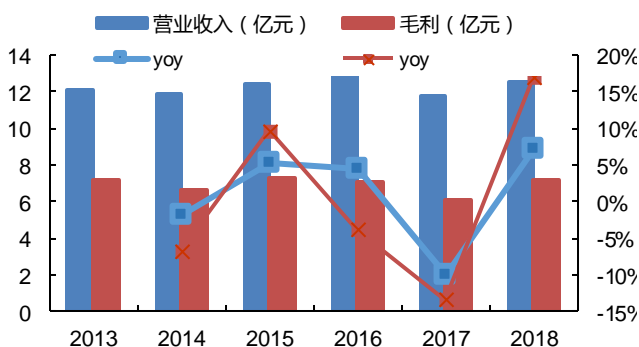
2019Q1 公司营收、净利润同比分别下降 14.85%、29.25%，若剔除 Q1 投资收益 0.39 亿元，则归母净利润同比下滑 3.92%。2019Q1 业绩下滑我们认为有两个原因，一是非洲猪瘟疫情导致全国生猪产能深度去化，公司猪苗及相关兽药业务受影响较大；二是投资收益同比下滑。

向后展望，我们认为公司两大业务值得期待，一是生物制品板块的禽流感疫苗及猪口蹄疫疫苗销量增长。其中禽流感疫苗方面，2019 禽流感疫苗市场在量价齐升背景下迎来扩容，公司禽流感招采苗预计实现快速增长，而口蹄疫市场苗有望通过下游大客户的进一步开拓以及下半年猪 OA 二价苗的上市而保持稳健增长；二是饲料板块业绩的提升。在下游禽养殖行情高景气带动禽类存栏回升背景下，公司饲料（主要是蛋鸡料为主）业务有望实现稳健增长。

2 生物制品板块业绩小幅下滑，中长期有望随着下游行情好转及新品上市迎来复苏

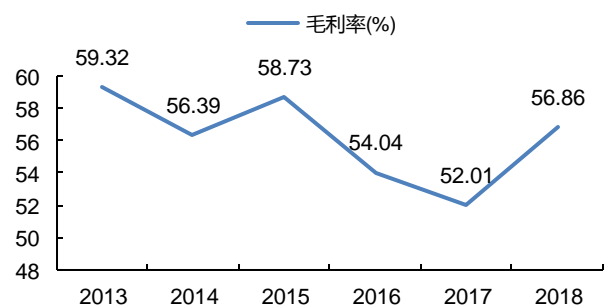
生物制品业务是公司的重要利润来源，2018 年该板块实现营收 12.57 亿元，同比增长 7.07%，实现毛利 7.15 亿元，同比增长 17.02%，毛利贡献占主营业务利润的 55%，其中口蹄疫疫苗及禽用疫苗是公司生物制品业务的重要产品。2016 年以前公司口蹄疫及禽流感疫苗主要以政府招标为主，市场化销售较少。近两年伴随着市场化改革的推进，公司在继续巩固政府采购市场份额的基础上，实现了市场化产品销量快速增长。收入结构的优化带动盈利能力不断提升，公司生物制品毛利率由 2017 年的 52% 左右提升至 2018 年的 56.86%，随着高附加值产品销售收入占比的不断提升，我们预计公司生物制品整体毛利率有望稳步提升。

图 5：生物制品营收、毛利及同比增速



资料来源：wind、财富证券

图 6：生物制品毛利率变化

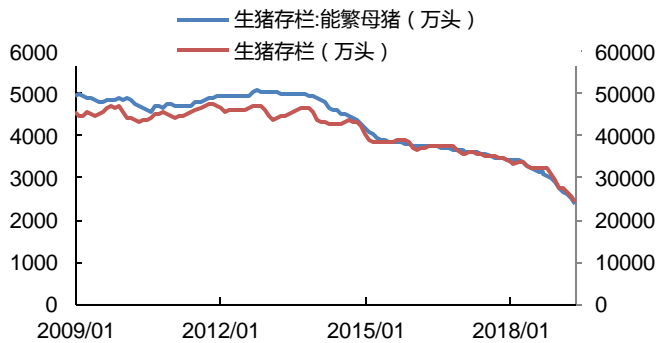


资料来源：wind、财富证券

分产品来看，口蹄疫疫苗方面，公司通过对口蹄疫疫苗生产线进行设备更新及工艺改进，口蹄疫疫苗品质得到明显提升，目前已跻身口蹄疫市场化疫苗的第一梯队。销售策略上，公司口蹄疫市场苗聚焦大型养殖集团，并以全国大型养殖集团的使用实例带动省级标杆客户开发，目前公司产品已成功进入国内多家知名养殖企业集团的采购目录，并形成稳定发货。2019 年上半年在下游生猪养殖产能持续去化背景下，公司口蹄疫招采

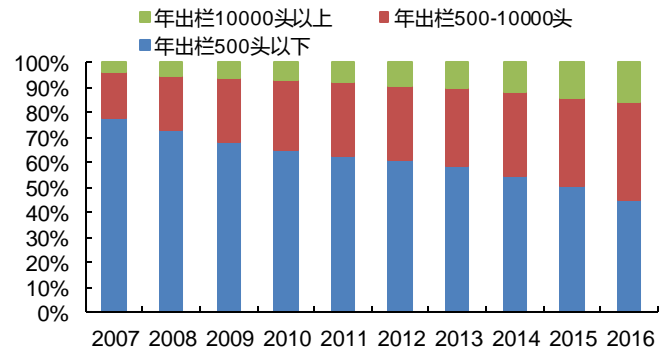
苗收入有所下滑，而口蹄疫市场苗凭借良好的产品品质及大客户开发仍旧实现逆势增长。展望 2019 年下半年，非洲猪瘟疫情导致的生猪产能下滑仍在持续，我们预计生猪存栏量环比上升的可能性较小，但随着公司猪口蹄疫 OA 二价苗的上市以及在大型养殖集团渗透率的提升，我们预计公司口蹄疫市场苗销售仍有望取得良性增长，而口蹄疫招采苗市场或延续上半年小幅下滑的趋势。中长期来看，在目前我国生猪养殖规模化提升的阶段，大型养殖集团占比的提升和产能的增加无疑成为公司口蹄疫市场苗增长的主战场，公司有望凭借品质不断提升的口蹄疫产品实现市场份额的稳步上升。

图 7：我国能繁母猪、生猪存栏持续下滑



资料来源：农业农村部，财富证券

图 8：年出栏万头以上的大型养殖场产能占比不断提升



资料来源：新牧网，财富证券

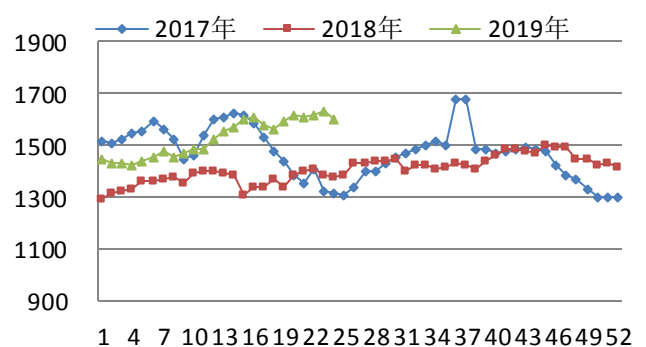
禽流感疫苗方面，2019 年上半年蛋禽、肉禽存栏量上升（据亚和讯数据显示，2019 年上半年，在产商品代蛋鸡平均存栏 9.78 亿，同比增加 10.67%），且春防禽流感招标主流价格较去年同期提升 50% 以上，量价齐升带动禽流感疫苗市场规模扩容，预计公司 2019 年上半年禽流感疫苗业绩得到大幅提振。展望下半年，非洲猪瘟导致生猪产能去化背景下，禽养殖景气持续导致的禽类存栏提升将为禽流感疫苗创造了更多的增量空间。我们预计下半年公司禽流感疫苗销量增速有望进一步提升。

图 9：在产蛋鸡存栏量环比持续上涨：(亿羽)



资料来源：博亚和讯，财富证券

图 10：全国部分父母代种鸡存栏水平：(万套)



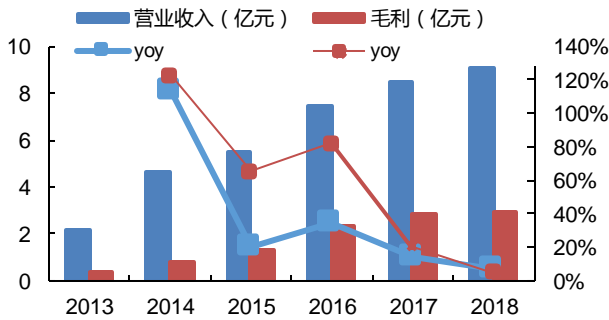
资料来源：中国畜牧业协会，财富证券

3 化药业务短期承压，饲料业务有望稳健增长

2018 年公司化药业务实现收入 9.04 亿元，同比增长 6.96%，受喹乙醇退出市场影响，收入增速有所减缓。2019 年上半年因下游生猪养殖存栏下降，预计公司兽药业务收入下

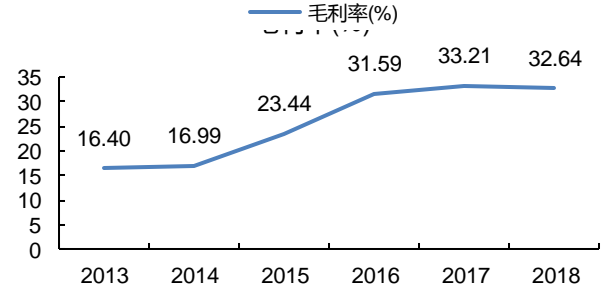
滑 20%左右。2019 年 3 月初，农业农村部畜牧兽医局发布了《药物饲料添加剂退出计划（征求意见稿）》，规定 2020 年 7 月 1 日饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂的商品饲料，对兽药行业造成整体性影响，公司表示亦会有替代产品上市。但在下半年生猪养殖持续去产能的预期下，我们预计公司化药板块短期仍将承压。

图 11：公司化药板块营收、毛利及同比增速



资料来源：公司年报、财富证券

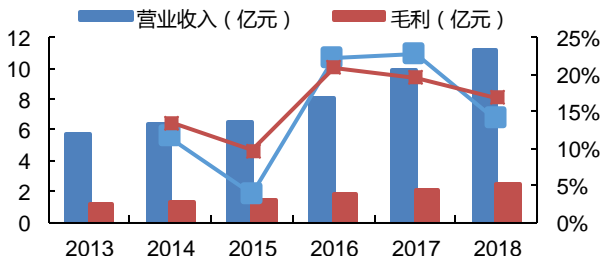
图 12：公司化药板块毛利率



资料来源：公司年报、财富证券

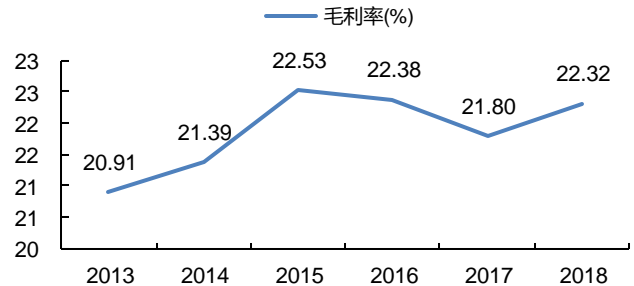
饲料业务方面，公司饲料业务以蛋禽料为主，猪料基数较小且仍处于培育阶段。2018 年公司饲料业务实现营收 11.20 亿元，同比增长 13.94%，饲料业务毛利率同比提升 0.52pct 至 22.32%，禽养殖行情好转带来的禽料销量增长是公司饲料业务增长的重要原因。2019 年上半年预计公司饲料板块业绩增长 10% 以上，而在下游禽养殖行情持续景气背景下，我们预计下半年禽类存栏量或继续上升，公司饲料业务有望持续稳健增长。

图 13：公司饲料板块营收、毛利及同比增速



资料来源：wind、财富证券

图 14：公司饲料板块毛利率



资料来源：wind、财富证券

4 盈利预测与投资评级

非洲猪瘟疫情导致生猪产能深度去化背景下，公司与生猪业务相关的疫苗及兽药业务短期承压，但口蹄疫市场苗销售仍逆势增长说明公司产品及渠道推广的成效显著，随着下半年疫情的趋稳以及公司猪口蹄疫 OA 二价苗的上市，公司口蹄疫疫苗销量有望提速，而作为养殖后周期行业的动保、化药等业务亦有望迎来改善。预计公司 2019-2021 年实现营收 43.37/47.24/54.49 亿元，净利润分别为 3.89/4.39/5.13 亿元，EPS 为 0.46/0.52/0.61 元，目前股价对应 PE 分别为 22.7/20.2/17.3 倍。参考同行业估值水平，给与公司 2020 年 24-26 倍估值，股价合理区间 12.48-13.52 元，维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

疫情风险：我国是畜牧养殖业大国，重大疫情的出现将会对畜牧养殖业带来较大的经济损失，同时也会对疫苗、兽药行业造成较大的影响。公司作为兽用生物制品、兽药生产及销售企业，疫情的爆发会影响到客户相关疫苗及药物的使用量，并直接影响公司业绩。

禽类存栏回升不及预期：公司禽用疫苗与禽养殖量有直接关系，若禽类存栏回升不及预期，则会影响产品的使用量，进而影响公司业绩。

汇率异常波动的风险：公司的部分饲料原料需要进口，汇率的异常波动对公司把握采购时机、合理控制成本带来风险，进而影响公司产品的利润空间。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438