

## 业绩拐点已现, 未来市占率稳步提升

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年全年实现营业收入41.2亿元, 同比下滑7.1%; 实现归母净利润2.6亿元, 同比下降38.5%。
- **行业受非瘟影响严重, 业绩符合预期。** 公司报告期内实现扣非后归母净利润2.3亿元, 同比下滑44.5%。主要是由于受到非瘟影响, 公司各项业务均有下滑。依据农业农村部公开发布的数据, 2019年, 全国共报告发生了63起非洲猪瘟疫情, 共扑杀生猪39万头。2019年末, 我国生猪存栏3.1亿头, 下降27.5%; 生猪出栏5.4亿头, 下降21.6%。导致报告期内生物制品板块实现营收11.4亿元, 同比下滑9.4%, 兽药板块实现营收8.1亿元, 同比下滑10.3%, 饲料板块实现营收9.5亿元, 同比下滑15.5%。另外, 2019年Q4单季度归母净利润为-1631.3万元, 其主要原因为金达威计提大额商誉和无形资产减值及维生素原料产品销售价格下降所致。金达威单Q4归母净利润为-7736.3万元, 公司对应净利润约为-1700万元, 扣除金达威后主营利润略微增长。我们认为在整体行业受到冲击的背景下, 公司凭借优秀产品质量和管控能力加快市场开拓, 整体业务下滑幅度明显低于行业下滑幅度。在生猪母猪产能去化的过程中稳步提升市占率, 未来在整体行业恢复过程中, 亦将迎来业绩快速增长。
- **长期养殖龙头企业集中化趋势不改。** 2019年上半年生猪及能繁母猪存栏数据受非洲猪瘟影响持续下滑。但从国内规模厂二元母猪补栏数据看, 从3月份开始补栏意愿有明显回升趋势, 补栏绝对量与2018年上半年几乎持平。自2019年11月以来, 国内400个定点县监测生猪和能繁母猪已连续5个月环比增长, 预计2020年下半年补栏热情仍将维持, 从而拉动疫苗需求回暖。另外, 在非洲猪瘟疫病不断侵袭的背景下, 对各地方省份之间猪调度提出了更高的要求。我们认为长期来看利好国内龙头养殖企业, 规模养殖场集中度提升趋势或将持续。我们认为未来两年养殖量及渗透率将快速提升, 公司盈利能力有望继续增强。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑行业受到非洲猪瘟影响产能去化严重, 2020年主要呈现恢复态势, 我们下调对公司的盈利预测。预计2020-2022年EPS分别为0.44元、0.56元、0.63元, 对应动态PE分别为30、24、21倍。同行业2021年平均PE为30倍, 给予公司2021年30倍PE, 目标价16.8元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争或加剧、公司产品销售或不及预期、非瘟疫情或加剧。

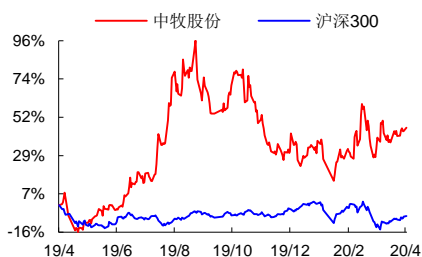
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4117.72	4468.46	4955.75	5414.28
增长率	-7.14%	8.52%	10.91%	9.25%
归属母公司净利润(百万元)	255.52	374.49	472.74	532.16
增长率	-38.52%	46.56%	26.24%	12.57%
每股收益EPS(元)	0.30	0.44	0.56	0.63
净资产收益率ROE	6.27%	8.20%	9.41%	9.60%
PE	44	30	24	21
PB	2.45	2.26	2.05	1.85

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿  
执业证号: S1250518120001  
电话: 021-68415832  
邮箱: xuq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.42
流通A股(亿股)	8.42
52周内股价区间(元)	10.47-18.21
总市值(亿元)	113.64
总资产(亿元)	56.90
每股净资产(元)	4.89

### 相关研究

1. 中牧股份(600195): 养殖集中度快速提升, 后周期浪潮来临 (2019-11-04)
2. 中牧股份(600195): 行业拐点已现, 后周期浪潮迭起 (2019-10-30)
3. 中牧股份(600195): 产品愈发丰富, 国内外齐发力 (2019-08-29)
4. 中牧股份(600195): 抵抗“非猪”影响, 各业务稳步推进 (2019-08-22)
5. 中牧股份(600195): 再添助力, 公司开启新篇章 (2019-07-04)
6. 中牧股份(600195): 主营业务稳定, 疫苗或成突破口 (2019-04-30)

**关键假设：**

考虑行业受到非洲猪瘟影响产能去化严重，2020 年主要呈现恢复态势，我们下调对公司的盈利预测。

假设 1：预计下游生猪养殖将呈恢复性态势，预计公司兽用生物制药业务 2020-2022 年销量增长为 10%、20%、15%。

假设 2：考虑生猪养殖呈恢复态势外，公司兽药制品在 2019 年通过美国 FDA 认证，产品有望自 2020 年实现出口美国，预计公司兽药业务 2020-2022 年销量增速为 10%、10%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
兽用生物制药	收入	1139.59	1253.55	1504.26	1729.90
	增速	-9.35%	10.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	52.97%	53.00%	55.00%	57.00%
兽药	收入	811.09	892.20	981.42	1079.56
	增速	-10.25%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	30.61%	31.00%	32.00%	33.00%
饲料	收入	946.31	1040.94	1124.22	1191.67
	增速	-15.51%	10.00%	8.00%	6.00%
	毛利率	23.13%	23.00%	22.50%	22.00%
贸易	收入	1191.24	1250.80	1313.34	1379.01
	增速	5.97%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	3.67%	3.00%	3.00%	3.00%
其他	收入	29.49	30.96	32.51	34.14
	增速		5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	52.93%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	收入	4117.72	4,468.46	4,955.75	5,414.28
	增速	2.52%	8.52%	10.91%	9.25%
	毛利率	28.11%	27.95%	29.26%	30.71%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4117.72	4468.46	4955.75	5414.28	净利润	290.71	411.84	521.75	589.09
营业成本	2987.63	3219.59	3505.75	3751.37	折旧与摊销	176.36	63.65	64.25	65.02
营业税金及附加	26.34	30.59	33.19	36.53	财务费用	6.08	28.68	66.46	88.62
销售费用	431.24	500.47	520.35	595.57	资产减值损失	-17.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	302.53	357.48	371.68	406.07	经营营运资本变动	1268.94	-583.47	13.09	-191.67
财务费用	6.08	28.68	66.46	88.62	其他	-1697.95	-126.09	-142.87	-140.89
资产减值损失	-17.03	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	27.12	-205.38	522.68	410.18
投资收益	139.12	140.00	140.00	140.00	资本支出	1372.81	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-187.76	152.60	122.52	132.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	1185.05	142.60	112.52	122.49
<b>营业利润</b>	328.87	471.65	598.32	676.12	短期借款	-34.08	-50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.22	12.98	13.72	13.48	长期借款	40.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	344.10	484.63	612.04	689.59	股权融资	6.86	0.00	0.00	0.00
所得税	53.39	72.78	90.30	100.50	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	290.71	411.84	521.75	589.09	其他	-1398.16	-57.36	-66.46	-88.62
少数股东损益	35.19	37.36	49.01	56.93	<b>筹资活动现金流净额</b>	-1385.37	-107.36	-66.46	-88.62
归属母公司股东净利润	255.52	374.49	472.74	532.16	<b>现金流量净额</b>	-171.28	-170.15	568.74	444.05
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	674.01	503.87	1072.61	1516.66	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	614.46	615.42	687.30	754.48	销售收入增长率	-7.14%	8.52%	10.91%	9.25%
存货	842.86	864.33	956.17	1020.93	营业利润增长率	-35.84%	43.41%	26.86%	13.00%
其他流动资产	138.91	591.36	467.82	573.19	净利润增长率	-35.40%	41.67%	26.69%	12.91%
长期股权投资	736.40	736.40	736.40	736.40	EBITDA 增长率	-29.80%	10.30%	29.26%	13.82%
投资性房地产	0.16	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	0.00	9.76	18.93	27.33	毛利率	27.44%	27.95%	29.26%	30.71%
无形资产和开发支出	782.28	719.73	657.19	594.65	三费率	17.97%	19.84%	19.34%	20.14%
其他非流动资产	1901.36	1910.49	1919.62	1928.74	净利率	7.06%	9.22%	10.53%	10.88%
<b>资产总计</b>	5690.44	5951.37	6516.03	7152.37	ROE	6.27%	8.20%	9.41%	9.60%
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.11%	6.92%	8.01%	8.24%
应付和预收款项	586.21	627.73	691.56	744.70	ROIC	9.86%	23.21%	27.25%	30.52%
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00	EBITDA/销售收入	12.42%	12.62%	14.71%	15.33%
其他负债	375.04	261.28	240.37	234.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1051.25	929.01	971.93	1019.18	总资产周转率	0.66	0.77	0.79	0.79
股本	842.41	842.41	842.41	842.41	固定资产周转率	5.88	1876.52	612.06	360.84
资本公积	620.31	620.31	620.31	620.31	应收账款周转率	12.33	11.78	13.08	12.59
留存收益	2631.24	3005.72	3478.46	4010.62	存货周转率	3.65	3.74	3.80	3.75
归属母公司股东权益	4122.63	4468.44	4941.18	5473.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.41%	—	—	—
少数股东权益	516.56	553.91	602.92	659.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	4639.19	5022.36	5544.10	6133.20	资产负债率	18.47%	15.61%	14.92%	14.25%
负债和股东权益合计	5690.44	5951.37	6516.03	7152.37	带息债务/总负债	8.56%	4.31%	4.12%	3.92%
					流动比率	2.36	3.07	3.61	4.16
					速动比率	1.49	2.04	2.53	3.06
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.30	0.44	0.56	0.63
					每股净资产	5.51	5.96	6.58	7.28
					每股经营现金	0.03	-0.24	0.62	0.49
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	511.31	563.99	729.03	829.76					
PE	44.47	30.35	24.04	21.35					
PB	2.45	2.26	2.05	1.85					
PS	2.76	2.54	2.29	2.10					
EV/EBITDA	17.25	15.87	11.48	9.54					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与-20%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn