

中牧股份 (600195)

证券研究报告

2020年08月26日

主营业务全面改善，半年报业绩高增长

事件：公司披露半年报，上半年公司实现收入 22.7 亿元，同比+23.69%，实现归母净利润 3.56 亿元，同比+119.51%，实现归母扣非净利润 2.33 亿元，同比+44.52%。

各项主营业务全面改善，驱动上半年业绩高增长

上半年，公司政采口蹄疫疫苗业务的市场份额、收入不降，行业领先位势保持稳定。口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗上市后销售业绩取得突破。市场化口蹄疫疫苗业务持续推进渠道优化及大客户开发维护，客户满意度和市场份额稳步提高。受益于大单品策略、“一户一策”、大力开发集团客户等系列措施，圆环、伪狂等重点疫苗产品收入增幅显著提升。公司继续巩固政采禽流感疫苗业务的市场份额、综合中标率，同时，市场化禽用疫苗业务销售收入再创新高，高附加值的禽苗产品占比提升，产品结构及渠道布局优化、大型集团客户拓展方面工作成效突出。

兽药方面，兽药业务销售收入超过 4 亿元，同比增长超过 10%，原料药泰万菌素销售收入实现翻番，制剂类大单品氟苯尼考、泰万菌素、盐酸多西环素的销售量、销售收入均实现较大增幅。以胜利生物通过 FDA 现场审计为契机，兽用化药重点产品实现对美国出口的突破，国际业务增长 20%。

公司蛋鸡预混料在品质、品牌、市场份额等方面继续保持行业领先优势，销售量增长超过 25%；反刍预混料新产品投放市场取得较好业绩，全区域实现销量增长；猪料销售取得良好进展；区域大客户开发稳步推进，客户质量获得较大提升。

动保行有望持续增长，叠加公司产品发力，业绩有望持续高增长

我们预计，一方面随着未来几年国内生猪养殖产能的恢复以及行业集中度的加速提升，我国猪疫苗行业有望持续快速增长；另一方面，由于生猪产能的偏紧，或导致未来禽养殖量持续增加，禽疫苗和饲料的需求有望持续增长。公司作为动保龙头，一方面巩固住原有招采市场，另一方面积极推动市场苗的销售，有望迎来业绩的持续高增长。

非洲猪瘟疫苗推进，公司有望受益

目前，非洲猪瘟疫苗即将进行扩大临床试验和生产性试验阶段，商业化前景可期。中牧股份作为国内动保央企龙头，有望在未来非洲猪瘟疫苗商业化后，获得生产资质，并有望带来高业绩弹性。

给予“买入”评级

预计 2020-2022 年公司收入 48.81/56.36/63.65 亿，同比+18.54%/15.47%/12.94%，由于公司 2020 年投资收益增加，将 2020-2022 年归母净利润由 4.67/5.60/6.59 亿上调至 5.87/5.66/6.65 亿，对应 PE 仅 32/33/28 倍，继续给予“买入”评级。

风险提示：竞争格局恶化；下游生猪养殖或禽养殖增长不达预期；下游疫情风险；非洲猪瘟疫苗开发不达预期。

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,434.24 | 4,117.72 | 4,881.07 | 5,636.17 | 6,365.23 |
| 增长率(%) | 8.96 | (7.14) | 18.54 | 15.47 | 12.94 |
| EBITDA(百万元) | 886.34 | 698.49 | 895.22 | 875.53 | 1,008.82 |
| 净利润(百万元) | 415.63 | 255.52 | 587.05 | 566.47 | 665.24 |
| 增长率(%) | 3.94 | (38.52) | 129.75 | (3.50) | 17.43 |
| EPS(元/股) | 0.41 | 0.25 | 0.58 | 0.56 | 0.66 |
| 市盈率(P/E) | 45.03 | 73.25 | 31.88 | 33.04 | 28.14 |
| 市净率(P/B) | 4.68 | 4.54 | 3.86 | 3.53 | 3.24 |
| 市销率(P/S) | 4.22 | 4.55 | 3.83 | 3.32 | 2.94 |
| EV/EBITDA | 7.96 | 13.47 | 20.95 | 21.10 | 18.06 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 农林牧渔/动物保健 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 18.24 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 1,015.61 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,015.61 |
| A 股总市值(百万元) | 18,524.74 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 18,524.74 |
| 每股净资产(元) | 5.33 |
| 资产负债率(%) | 17.96 |
| 一年内最高/最低(元) | 19.65/10.56 |

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中牧股份-季报点评:一季度业绩高速增长，长期增长拐点到来！》2020-05-08
- 《中牧股份-季报点评:一季度业绩高速增长，长期增长拐点到来！》2020-04-30
- 《中牧股份-季报点评:猪用疫苗需求有望触底回升，业绩拐点或将来临》2019-10-30



财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 840.82 | 674.01 | 923.12 | 1,283.50 | 1,397.22 |
| 应收票据及应收账款 | 366.91 | 525.32 | 667.83 | 741.22 | 850.09 |
| 预付账款 | 121.96 | 89.14 | 141.60 | 166.75 | 202.96 |
| 存货 | 769.88 | 842.86 | 1,099.16 | 1,207.21 | 1,454.68 |
| 其他 | 1,622.14 | 138.91 | 887.76 | 1,013.00 | 1,151.29 |
| 流动资产合计 | 3,721.71 | 2,270.24 | 3,719.46 | 4,411.68 | 5,056.24 |
| 长期股权投资 | 709.50 | 736.40 | 736.40 | 736.40 | 736.40 |
| 固定资产 | 1,401.42 | 1,281.87 | 1,654.42 | 1,806.11 | 1,846.12 |
| 在建工程 | 101.63 | 431.83 | 265.91 | 157.96 | 103.98 |
| 无形资产 | 633.92 | 782.28 | 724.78 | 667.29 | 609.80 |
| 其他 | 274.60 | 187.83 | 170.43 | 189.49 | 177.12 |
| 非流动资产合计 | 3,121.07 | 3,420.20 | 3,551.94 | 3,557.25 | 3,473.42 |
| 资产总计 | 6,842.78 | 5,690.44 | 7,271.40 | 7,968.92 | 8,529.66 |
| 短期借款 | 84.08 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 应付票据及应付账款 | 263.25 | 216.84 | 292.70 | 344.30 | 419.76 |
| 其他 | 1,953.49 | 693.41 | 1,318.71 | 1,532.38 | 1,478.62 |
| 流动负债合计 | 2,300.81 | 960.25 | 1,661.41 | 1,926.68 | 1,948.38 |
| 长期借款 | 0.00 | 40.00 | 129.95 | 50.00 | 50.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 56.83 | 51.00 | 54.06 | 53.96 | 53.01 |
| 非流动负债合计 | 56.83 | 91.00 | 184.01 | 103.96 | 103.01 |
| 负债合计 | 2,357.64 | 1,051.25 | 1,845.42 | 2,030.65 | 2,051.39 |
| 少数股东权益 | 489.84 | 516.56 | 571.78 | 630.89 | 705.22 |
| 股本 | 601.72 | 842.41 | 1,015.61 | 1,015.61 | 1,015.61 |
| 资本公积 | 854.14 | 620.31 | 620.31 | 620.31 | 620.31 |
| 留存收益 | 3,371.66 | 3,251.55 | 3,838.60 | 4,291.78 | 4,757.44 |
| 其他 | (832.22) | (591.64) | (620.31) | (620.31) | (620.31) |
| 股东权益合计 | 4,485.14 | 4,639.19 | 5,425.98 | 5,938.27 | 6,478.27 |
| 负债和股东权益总计 | 6,842.78 | 5,690.44 | 7,271.40 | 7,968.92 | 8,529.66 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------------|-------------------|-----------------|----------------|-----------------|
| 净利润 | 450.03 | 290.71 | 587.05 | 566.47 | 665.24 |
| 折旧摊销 | 171.60 | 176.36 | 150.86 | 163.76 | 171.46 |
| 财务费用 | 42.80 | 10.66 | (7.87) | (15.18) | (23.51) |
| 投资损失 | (217.23) | (139.12) | (365.00) | (200.00) | (200.00) |
| 营运资金变动 | (234.15) | 1,214.13 | (921.73) | (211.04) | (266.44) |
| 其它 | (26.66) | (1,525.62) | 55.22 | 59.11 | 74.33 |
| 经营活动现金流 | 186.38 | 27.12 | (501.47) | 363.12 | 421.08 |
| 资本支出 | 341.27 | 564.10 | 296.94 | 150.10 | 100.96 |
| 长期投资 | 120.62 | 26.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (328.38) | 594.05 | (187.08) | (107.57) | (10.93) |
| 投资活动现金流 | 133.50 | 1,185.05 | 109.86 | 42.52 | 90.03 |
| 债权融资 | 1,279.18 | 90.00 | 578.32 | 631.16 | 409.84 |
| 股权融资 | 2.87 | 15.25 | 160.10 | 22.90 | 31.22 |
| 其他 | (1,258.06) | (1,490.62) | (97.71) | (699.33) | (838.44) |
| 筹资活动现金流 | 23.99 | (1,385.37) | 640.71 | (45.27) | (397.38) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 343.88 | (173.21) | 249.11 | 360.38 | 113.73 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 4,434.24 | 4,117.72 | 4,881.07 | 5,636.17 | 6,365.23 |
| 营业成本 | 3,126.23 | 2,987.63 | 3,461.02 | 3,953.78 | 4,436.49 |
| 营业税金及附加 | 34.33 | 26.34 | 34.17 | 39.45 | 44.56 |
| 营业费用 | 479.21 | 431.24 | 453.94 | 501.62 | 553.77 |
| 管理费用 | 275.56 | 302.53 | 341.67 | 394.53 | 439.20 |
| 研发费用 | 166.59 | 172.96 | 200.12 | 231.08 | 254.61 |
| 财务费用 | 44.24 | 6.08 | (7.87) | (15.18) | (23.51) |
| 资产减值损失 | 18.05 | (17.03) | 10.78 | 3.94 | (0.77) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 217.23 | 139.12 | 365.00 | 200.00 | 200.00 |
| 其他 | (439.76) | (260.02) | (730.00) | (400.00) | (400.00) |
| 营业利润 | 512.55 | 328.87 | 752.22 | 726.95 | 860.87 |
| 营业外收入 | 9.62 | 16.93 | 5.00 | 10.52 | 10.82 |
| 营业外支出 | 1.14 | 1.71 | 1.62 | 1.49 | 1.61 |
| 利润总额 | 521.04 | 344.10 | 755.61 | 735.98 | 870.08 |
| 所得税 | 71.01 | 53.39 | 113.34 | 110.40 | 130.51 |
| 净利润 | 450.03 | 290.71 | 642.27 | 625.59 | 739.57 |
| 少数股东损益 | 34.40 | 35.19 | 55.22 | 59.11 | 74.33 |
| 归属于母公司净利润 | 415.63 | 255.52 | 587.05 | 566.47 | 665.24 |
| 每股收益(元) | 0.41 | 0.25 | 0.58 | 0.56 | 0.66 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 8.96% | -7.14% | 18.54% | 15.47% | 12.94% |
| 营业利润 | 4.39% | -35.84% | 128.73% | -3.36% | 18.42% |
| 归属于母公司净利润 | 3.94% | -38.52% | 129.75% | -3.50% | 17.43% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 29.50% | 27.44% | 29.09% | 29.85% | 30.30% |
| 净利率 | 9.37% | 6.21% | 12.03% | 10.05% | 10.45% |
| ROE | 10.40% | 6.20% | 12.09% | 10.67% | 11.52% |
| ROIC | 10.55% | 6.09% | 16.65% | 12.38% | 14.05% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 34.45% | 18.47% | 25.38% | 25.48% | 24.05% |
| 净负债率 | 9.77% | -12.59% | -6.35% | -10.99% | -15.24% |
| 流动比率 | 1.62 | 2.36 | 2.24 | 2.29 | 2.60 |
| 速动比率 | 1.28 | 1.49 | 1.58 | 1.66 | 1.85 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 13.96 | 9.23 | 8.18 | 8.00 | 8.00 |
| 存货周转率 | 6.23 | 5.11 | 5.03 | 4.89 | 4.78 |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.66 | 0.75 | 0.74 | 0.77 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.41 | 0.25 | 0.58 | 0.56 | 0.66 |
| 每股经营现金流 | 0.18 | 0.03 | -0.49 | 0.36 | 0.41 |
| 每股净资产 | 3.93 | 4.06 | 4.78 | 5.23 | 5.68 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 45.03 | 73.25 | 31.88 | 33.04 | 28.14 |
| 市净率 | 4.68 | 4.54 | 3.86 | 3.53 | 3.24 |
| EV/EBITDA | 7.96 | 13.47 | 20.95 | 21.10 | 18.06 |
| EV/EBIT | 9.83 | 17.88 | 25.19 | 25.96 | 21.76 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |