

中牧股份 (600195.SH) 业绩高速增长, 动保国家队行稳致远

2020年08月25日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

陈雪丽 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

日期	2020/8/25
当前股价(元)	18.24
一年最高最低(元)	19.65/10.56
总市值(亿元)	185.25
流通市值(亿元)	185.25
总股本(亿股)	10.16
流通股本(亿股)	10.16
近3个月换手率(%)	151.09

● 业绩高速增长, 动保国家队行稳致远, 维持“买入”评级

中牧股份发布 2020 年半年报: 报告期内公司实现营业收入 22.70 亿元, 同比增长 24%; 归母净利润 3.56 亿元, 同比增长 120%; 剔除出售金达威股票投资收益后 H1 归母净利润为 2.35 亿元, 同比增长 45%, 单 Q2 为 1.04 亿元, 同比增长 41%。2020H1 毛利率 26% (同比-2pct); 受新冠疫情影响, 业务出差及相关费用减少, 同时国家出台系列减税降费政策使得职工薪酬也同比减少, 销售费用率 8.52% (同比-2.67pct), 管理费用率 6.23% (同比-1.72pct), 研发费用率 2.99% (同比+0.22pct); 财务费用率-0.06% (同比-0.56pct)。考虑到疫情带来期间费用率下降及处置金达威股票投资收益, 我们上调此前盈利预测, 预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.71 (+2.06) /4.37 (+0.32) /5.17 (+0.37) 亿元, 对应 EPS 为 0.56/0.43/0.51 元, 当前股价对应 PE 为 34/44/37 倍, 维持“买入”评级。

● 产品矩阵不断丰富, 口蹄疫疫苗市场份额有望持续提升

2020H1 生物制品收入 6.41 亿元, 同比增长 21%, 毛利率 52% (同比-3pct)。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, 实现政采口蹄疫份额及收入不降; 公司持续推进渠道优化及大客户开发维护, 市场苗份额稳步提升, 同时圆环、伪狂犬等重点疫苗产品收入增幅也显著提升; 口蹄疫多个产品获得批准文号, 产品序列进一步丰富。随着行业生猪存栏的加速恢复及公司口蹄疫单品竞争力的进一步提升, 生物制品业务预计持续增长。

● 兽用化药及饲料业务预计稳步增长

2020H1 兽用化药收入 4.15 亿元, 同比增长 14%, 毛利率 26% (同比-6pct), 其中原料药泰万菌收入实现翻番, 制剂类大单品氟苯尼考、泰万菌素、盐酸多西环素的销量及收入均实现较大增幅。随着胜利生物通过 FDA 现场审计, 国际业务增长 20%。饲料方面蛋鸡预混料销量增长超 25%。展望下半年, 随着新厂区投产中牧安达有望减亏, 预计全年饲料及兽药业务保持稳步增长。

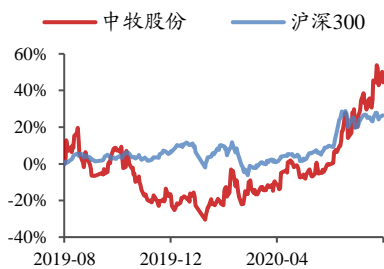
● **风险提示:** 畜禽存栏下滑、新品放量不及预期、非洲猪瘟疫苗研发不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,434	4,118	4,368	4,719	5,140
YOY(%)	9.0	-7.1	6.1	8.0	8.9
归母净利润(百万元)	416	256	571	437	517
YOY(%)	3.9	-38.5	123.4	-23.4	18.2
毛利率(%)	29.5	27.4	28.2	29.0	29.8
净利率(%)	9.4	6.2	13.1	9.3	10.1
ROE(%)	10.0	6.3	12.2	8.9	9.9
EPS(摊薄/元)	0.41	0.25	0.56	0.43	0.51
P/E(倍)	46.4	75.4	33.8	44.1	37.3
P/B(倍)	4.8	4.7	4.2	4.0	3.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-公司业绩短期承压, 2020 年有望企稳回升》- 2020.4.22

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3722	2270	2984	3863	3386
现金	841	674	843	981	1128
应收票据及应收账款	367	525	69	617	179
其他应收款	56	43	96	51	101
预付账款	122	89	187	104	207
存货	770	843	601	952	770
其他流动资产	1566	96	1188	1158	1002
非流动资产	3121	3420	3710	3967	4238
长期投资	710	736	1032	1243	1469
固定资产	1401	1282	1339	1402	1457
无形资产	634	782	812	840	864
其他非流动资产	376	620	527	482	448
资产总计	6843	5690	6695	7830	7624
流动负债	2301	960	1423	2293	1740
短期借款	84	50	259	1249	453
应付票据及应付账款	263	217	312	248	351
其他流动负债	1953	693	852	796	937
非流动负债	57	91	72	78	76
长期借款	0	40	23	26	23
其他非流动负债	57	51	49	53	52
负债合计	2358	1051	1495	2372	1816
少数股东权益	490	517	580	629	687
股本	602	842	1016	1016	1016
资本公积	854	620	453	453	453
留存收益	2518	2631	3057	3381	3765
归属母公司股东权益	3995	4123	4620	4829	5121
负债和股东权益	6843	5690	6695	7830	7624

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	186	27	81	-399	1459
净利润	450	291	635	486	575
折旧摊销	172	176	174	195	217
财务费用	44	6	-0	29	39
投资损失	-217	-139	-366	-253	-244
营运资金变动	-307	-332	-349	-859	871
其他经营现金流	45	25	-11	3	1
投资活动现金流	134	1185	-39	-203	-251
资本支出	217	446	-5	30	36
长期投资	-4	-6	-296	-215	-226
其他投资现金流	347	1625	-340	-388	-442
筹资活动现金流	24	-1385	-67	-252	-262
短期借款	33	-34	15	-2	3
长期借款	-1193	40	-17	3	-2
普通股增加	172	241	173	0	0
资本公积增加	-152	-234	-168	0	0
其他筹资现金流	1164	-1398	-71	-252	-262
现金净增加额	345	-171	-25	-855	946

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4434	4118	4368	4719	5140
营业成本	3126	2988	3134	3348	3607
营业税金及附加	34	26	31	34	37
营业费用	479	431	393	462	488
管理费用	276	303	306	349	344
研发费用	167	173	140	189	206
财务费用	44	6	-0	29	39
资产减值损失	18	-17	0	0	0
其他收益	3	9	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	217	139	366	253	244
资产处置收益	2	11	4	0	0
营业利润	513	329	738	560	664
营业外收入	10	17	8	10	11
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	521	344	744	568	673
所得税	71	53	109	82	98
净利润	450	291	635	486	575
少数股东损益	34	35	64	49	58
归母净利润	416	256	571	437	517
EBITDA	673	506	905	782	911
EPS(元)	0.41	0.25	0.56	0.43	0.51

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.0	-7.1	6.1	8.0	8.9
营业利润(%)	4.4	-35.8	124.3	-24.1	18.5
归属于母公司净利润(%)	3.9	-38.5	123.4	-23.4	18.2
获利能力					
毛利率(%)	29.5	27.4	28.2	29.0	29.8
净利率(%)	9.4	6.2	13.1	9.3	10.1
ROE(%)	10.0	6.3	12.2	8.9	9.9
ROIC(%)	8.1	6.5	12.7	8.2	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	34.5	18.5	22.3	30.3	23.8
净负债比率(%)	10.8	-11.7	-10.2	6.2	-10.4
流动比率	1.6	2.4	2.1	1.7	1.9
速动比率	0.5	1.4	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
应收账款周转率	14.0	9.2	14.7	13.8	12.9
应付账款周转率	11.9	12.4	11.9	12.0	12.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.25	0.56	0.43	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.03	0.08	-0.39	1.44
每股净资产(最新摊薄)	3.93	4.06	4.54	4.75	5.04
估值比率					
P/E	46.4	75.4	33.8	44.1	37.3
P/B	4.8	4.7	4.2	4.0	3.8
EV/EBITDA	30.1	37.9	21.3	25.8	21.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn