

## 中牧股份 (600195.SH) 业绩持续复苏, 全年目标无虞

2020年10月31日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

陈雪丽 (分析师)

陈昕晖 (联系人)

chenxueli@kysec.cn

chenxinhui@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

证书编号: S0790120090006

日期	2020/10/30
当前股价(元)	14.28
一年最高最低(元)	20.77/10.56
总市值(亿元)	145.03
流通市值(亿元)	145.03
总股本(亿股)	10.16
流通股本(亿股)	10.16
近3个月换手率(%)	127.92

### ● 业绩持续复苏, 全年目标无虞, 维持“买入”评级

中牧股份发布 2020 年三季报: 2020Q1-Q3 公司实现营业收入 36.3 亿元, 同比+22.83%; 归母净利润 4.86 亿元, 同比+78.82%, 剔除减持金达威股票投资收益影响后前三季度实现归母净利润 3.65 亿元, 同比+34.31%; 单 Q3 实现营业收入 13.59 亿元, 同比+21.43%, 归母净利润 1.30 亿元, 同比+18.52%。2020Q3 毛利率 28.33%(同比+0.94pct), 销售费用率 10.74%(同比+2.14pct), 管理费用率 5.08%(同比-1.26pct), 研发费用率 2.90%(同比-0.88pct), 财务费用率 0.24%(同比+0.46pct), 销售净利率 10.61%(同比-0.7pct)。公司经营快速恢复, 我们上调此前盈利预测, 2021-2022 年未考虑出售金达威股票, 预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.84/5.63/6.26 亿元(前值 5.71/4.37/5.17 亿元), 对应 EPS 为 0.57/0.55/0.62 元, 当前股价对应 PE 为 25/26/23 倍, 维持“买入”评级。

### ● 受益于大客户开发及存栏恢复, 猪苗高增可期

口蹄疫方面, 口蹄疫 O 型、A 型二价 3B 蛋白表位缺失灭活疫苗于 2019Q4 上市后迅速成为第一大猪苗单品, 2020Q3 批签发环比大幅增长, 受益于存栏恢复销售有望提速; 合资公司中普生物 2020 年 3 月取得生产文号的猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (OHM/02 株+AKT-III 株) 已于 9 月批签发, 未来有望逐步贡献业绩增量。其他猪苗方面, 2020Q1-Q3 圆环批签发同比+52%, 伪狂犬同比 85%, 未来随着渠道优化及大客户开发的推进高增可期。

### ● 安达投产+胜利生物通过 FDA 认证, 打开兽药业务空间

兽药方面, 预计随着新厂区投产后产能利用率提升中牧安达有望逐步增厚公司业绩; 胜利生物 2020H1 通过 FDA 现场审计后增速较快, 国际业务有望持续拓展。饲料方面, 受益于生猪存栏恢复有望持续复苏。

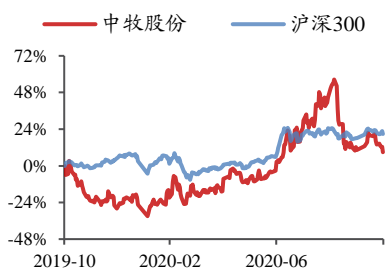
● **风险提示:** 下游客户生猪存栏恢复不及预期、行业竞争格局恶化、新品研发进展不及预期。

### 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	4,643	5,097	5,565
YOY(%)	9.0	-7.1	12.8	9.8	9.2
归母净利润(百万元)	416	256	584	563	626
YOY(%)	3.9	-38.5	128.5	-3.6	11.1
毛利率(%)	29.5	27.4	28.8	29.9	30.7
净利率(%)	9.4	6.2	12.6	11.0	11.2
ROE(%)	10.0	6.3	12.5	11.2	11.4
EPS(摊薄/元)	0.41	0.25	0.57	0.55	0.62
P/E(倍)	34.9	56.8	24.8	25.8	23.2
P/B(倍)	3.6	3.5	3.1	2.9	2.7

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

《公司信息更新报告-业绩高速增长, 动保国家队行稳致远》-2020.8.25

《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
<b>流动资产</b>	3722	2270	3179	3993	3651
现金	841	674	896	1060	1221
应收票据及应收账款	367	525	106	634	227
其他应收款	56	43	104	54	110
预付账款	122	89	205	110	227
存货	770	843	680	977	865
其他流动资产	1566	96	1188	1158	1002
<b>非流动资产</b>	3121	3420	3811	4097	4375
长期投资	710	736	1032	1243	1469
固定资产	1401	1282	1429	1520	1582
无形资产	634	782	812	840	864
其他非流动资产	376	620	537	493	459
<b>资产总计</b>	6843	5690	6990	8090	8026
<b>流动负债</b>	2301	960	1683	2375	1847
短期借款	84	50	421	1299	445
应付票据及应付账款	263	217	340	256	384
其他流动负债	1953	693	922	820	1018
<b>非流动负债</b>	57	91	92	102	96
长期借款	0	40	43	50	44
其他非流动负债	57	51	49	53	52
<b>负债合计</b>	2358	1051	1775	2478	1943
少数股东权益	490	517	582	645	715
股本	602	842	1016	1016	1016
资本公积	854	620	453	453	453
留存收益	2518	2631	3067	3483	3948
<b>归属母公司股东权益</b>	3995	4123	4633	4968	5368
负债和股东权益	6843	5690	6990	8090	8026

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	186	27	59	-221	1553
净利润	450	291	649	626	696
折旧摊销	172	176	178	204	229
财务费用	44	6	5	35	40
投资损失	-217	-139	-366	-253	-244
营运资金变动	-307	-332	-396	-836	831
其他经营现金流	45	25	-11	3	1
<b>投资活动现金流</b>	134	1185	-143	-243	-270
资本支出	217	446	95	60	42
长期投资	-4	-6	-296	-215	-226
其他投资现金流	347	1625	-344	-398	-454
<b>筹资活动现金流</b>	24	-1385	-49	-253	-266
短期借款	33	-34	15	-2	3
长期借款	-1193	40	3	6	-6
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	-73	-257	-263
<b>现金净增加额</b>	345	-171	-134	-717	1018

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	4434	4118	4643	5097	5565
营业成本	3126	2988	3304	3571	3856
营业税金及附加	34	26	33	37	40
营业费用	479	431	432	459	501
管理费用	276	303	334	347	373
研发费用	167	173	153	178	195
财务费用	44	6	5	35	40
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
<b>营业利润</b>	513	329	755	723	805
营业外收入	10	17	8	10	11
营业外支出	1	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	521	344	761	732	814
所得税	71	53	112	106	119
<b>净利润</b>	450	291	649	626	696
少数股东损益	34	35	65	63	70
<b>归母净利润</b>	416	256	584	563	626
EBITDA	673	506	931	960	1064
EPS(元)	0.41	0.25	0.57	0.55	0.62

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	9.0	-7.1	12.8	9.8	9.2
营业利润(%)	4.4	-35.8	129.5	-4.2	11.3
归属于母公司净利润(%)	3.9	-38.5	128.5	-3.6	11.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	29.5	27.4	28.8	29.9	30.7
净利率(%)	9.4	6.2	12.6	11.0	11.2
ROE(%)	10.0	6.3	12.5	11.2	11.4
ROIC(%)	8.1	6.5	12.5	10.2	12.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.5	18.5	25.4	30.6	24.2
净负债比率(%)	10.8	-11.7	-7.6	6.0	-11.2
流动比率	1.6	2.4	1.9	1.7	2.0
速动比率	0.5	1.4	0.7	0.7	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.25	0.57	0.55	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.03	0.06	-0.22	1.53
每股净资产(最新摊薄)	3.93	4.06	4.56	4.89	5.28
<b>估值比率</b>					
P/E	34.9	56.8	24.8	25.8	23.2
P/B	3.6	3.5	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	23.0	28.5	15.8	16.1	13.6

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的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