

## 业务结构全面, 未来有望继续发力

### 投资要点

- **业绩总结:** 2021年第一季度公司实现营业收入12.9亿元, 同比增长20.7%, 归母净利润为1.6亿元, 同比增长24.5%。
- **生猪养殖整体景气度提升, 除口蹄疫外多品类疫苗市场需求扩张。** 自非洲猪瘟疫情严重打击后, 生猪与能繁母猪存栏量一路走低, 两者分别在2019年11月、12月停止减少, 实现环比增长0.6%、2%, 2021年2月全国能繁母猪环比增长1.0%, 同比增长34.1%, 逐渐恢复至非洲猪瘟爆发前的正常水平。养殖场在慢性非洲猪瘟猪场饲养成功的关键在于控制好继发感染其他病原发病死亡, 市场对于猪附红细胞体、猪肺疫、链球菌、猪丹毒等疾病的针对性药物及疫苗需求增加, 公司丰富的产品矩阵有助于其把握市场需求结构的变化。
- **疫苗联动, 未来动保核心竞争力发生变化。** 养殖端近年来发生较大变化: 1、非洲猪瘟疫情提高对防疫的重视程度, 并发病相关产品需求提升; 2、“禁抗令”政策推进促使替抗类产品销量增长; 3、生猪养殖行业集中度提高, 十家上市猪企生猪出栏量占总体比例由2019年的8.3%增至2020年的10.4%。因此对动保企业产品质量和产品矩阵提出更高需求。在未来1-2年的时间维度内, 动物保健相关业绩的主要驱动因素将由类似口蹄疫疫苗等大单品的市场占有率转变为非洲猪瘟的防控以及“禁抗”工作的顺利推进, 从单一产品竞争时代进入苗药多品种加高效养殖服务协同促进的阶段。我们认为未来公司有望继续凭借全面的产品结构继续高速拓展市场, 拉动业绩持续高增长。
- **强免疫加速市场化, 行业有望扩容, 公司有望进一步抢占市场。** 农业部发布关于深入推进动物疫病强制免疫补助政策实施机制改革的通知, 明确2020-2021年将在河北、吉林、浙江等10省推进“先打后补”政策试点, 2022年推广至全国规模养殖场, 2025年逐步全面取消政采苗。公司核心产品中的口蹄疫疫苗以及三价重组禽流感疫苗均针对强制免疫疫病, 随着“先打后补”政策推开, 市场空间有望迎来扩容, 带动公司业绩提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为0.56元、0.70元、0.86元, 对应PE分别为21、17倍和14倍。同行业2021年平均PE为28倍, 给予公司2021年28倍PE, 目标价15.68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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4998.68	5858.31	6881.53	8101.48
增长率	21.39%	17.20%	17.47%	17.73%
归属母公司净利润(百万元)	420.43	573.10	710.09	870.63
增长率	64.54%	36.31%	23.90%	22.61%
每股收益EPS(元)	0.41	0.56	0.70	0.86
净资产收益率ROE	8.81%	10.65%	11.70%	12.56%
PE	29	21	17	14
PB	2.25	2.02	1.78	1.56

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  
联系人: 刘佳宜  
电话: 021-68415832  
邮箱: liujy@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)	10.16
流通A股(亿股)	10.16
52周内股价区间(元)	11.53-20.51
总市值(亿元)	120.86
总资产(亿元)	70.69
每股净资产(元)	4.58

### 相关研究

1. 中牧股份(600195): 产品矩阵丰富, 防控背景下或受益 (2021-03-31)
2. 中牧股份(600195): 养殖回暖正当时, 动保龙头或将受益 (2020-11-25)
3. 中牧股份(600195): 业绩持续增长, 公司进入成长通道 (2020-11-01)
4. 中牧股份(600195): 业绩持续高增长, 下半年继续攀高 (2020-08-24)
5. 中牧股份(600195): 业绩超预期, 拐点向上如期而至 (2020-04-30)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4998.68	5858.31	6881.53	8101.48	净利润	473.24	638.39	794.50	975.60
营业成本	3687.84	4260.72	4905.15	5633.66	折旧与摊销	191.94	413.45	437.38	449.82
营业税金及附加	31.21	36.87	43.20	50.90	财务费用	18.63	24.31	65.30	97.08
销售费用	434.55	515.53	619.34	729.13	资产减值损失	-35.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	316.46	351.50	412.89	567.10	经营营运资本变动	348.89	-438.44	-118.78	-130.00
财务费用	18.63	24.31	65.30	97.08	其他	-331.35	-147.06	-191.04	-206.13
资产减值损失	-35.23	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	666.11	490.65	987.36	1186.36
投资收益	359.82	160.00	189.00	205.00	资本支出	-628.66	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	1.03	0.00	0.00	0.00	其他	134.03	255.61	153.14	203.62
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>	-494.63	245.61	143.14	193.62
<b>营业利润</b>	673.00	829.37	1024.65	1228.60	短期借款	40.00	-90.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-137.00	-86.26	-103.18	-97.54	长期借款	26.30	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	536.00	743.11	921.48	1131.07	股权融资	89.95	0.00	0.00	0.00
所得税	62.76	104.72	126.98	155.46	支付股利	-80.03	0.00	0.00	0.00
净利润	473.24	638.39	794.50	975.60	其他	98.74	-36.02	-65.30	-97.08
少数股东损益	52.80	65.29	84.41	104.98	<b>筹资活动现金流净额</b>	174.96	-126.02	-65.30	-97.08
归属母公司股东净利润	420.43	573.10	710.09	870.63	<b>现金流量净额</b>	333.53	610.24	1065.20	1282.91
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1048.47	1658.70	2723.90	4006.81	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	670.69	825.34	972.90	1129.33	销售收入增长率	21.39%	17.20%	17.47%	17.73%
存货	708.49	946.06	1039.26	1216.99	营业利润增长率	104.64%	23.23%	23.55%	19.90%
其他流动资产	315.98	247.59	274.84	272.11	净利润增长率	62.79%	34.90%	24.45%	22.79%
长期股权投资	800.59	800.59	800.59	800.59	EBITDA 增长率	72.80%	43.41%	20.53%	16.25%
投资性房地产	28.04	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2274.19	1977.86	1657.59	1324.88	毛利率	26.22%	27.27%	28.72%	30.46%
无形资产和开发支出	754.52	648.66	542.80	436.94	三费率	15.40%	15.22%	15.95%	17.20%
其他非流动资产	164.67	173.42	182.17	190.91	净利率	9.47%	10.90%	11.55%	12.04%
<b>资产总计</b>	6765.64	7278.23	8194.05	9378.57	ROE	8.81%	10.65%	11.70%	12.56%
短期借款	90.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.99%	8.77%	9.70%	10.40%
应付和预收款项	425.30	576.24	623.77	742.71	ROIC	18.16%	21.08%	27.76%	36.47%
长期借款	66.30	66.30	66.30	66.30	EBITDA/销售收入	17.68%	21.63%	22.19%	21.92%
其他负债	814.78	639.75	713.54	803.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1396.38	1282.28	1403.61	1612.53	总资产周转率	0.80	0.83	0.89	0.92
股本	1015.61	1015.61	1015.61	1015.61	固定资产周转率	3.45	3.59	4.39	5.96
资本公积	537.06	537.06	537.06	537.06	应收账款周转率	12.32	13.15	12.84	12.83
留存收益	2918.06	3491.15	4201.24	5071.87	存货周转率	4.67	5.11	4.88	4.95
归属母公司股东权益	4482.43	5043.82	5753.91	6624.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.76%	—	—	—
少数股东权益	886.83	952.12	1036.53	1141.50	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	5369.26	5995.94	6790.44	7766.04	资产负债率	20.64%	17.62%	17.13%	17.19%
负债和股东权益合计	6765.64	7278.23	8194.05	9378.57	带息债务/总负债	11.19%	5.17%	4.72%	4.11%
					流动比率	2.30	3.41	4.18	4.70
					速动比率	1.71	2.53	3.31	3.84
					股利支付率	19.03%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.41	0.56	0.70	0.86
					每股净资产	5.29	5.90	6.69	7.65
					每股经营现金	0.66	0.48	0.97	1.17
					每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	883.56	1267.13	1527.33	1775.50					
PE	28.75	21.09	17.02	13.88					
PB	2.25	2.02	1.78	1.56					
PS	2.42	2.06	1.76	1.49					
EV/EBITDA	12.06	7.98	5.90	4.35					
股息率	0.66%	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
	持有：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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn