

2021年08月30日

证券研究报告·2021年半年报点评

中牧股份(600195) 农林牧渔

买入(维持)

当前价: 9.48元

目标价: 13.44元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩稳步提升, 多板块共同进步

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年上半年实现营业收入25.8亿元, 同比增长13.2%, 归母净利润为3.2亿元, 同比减少10%, 扣非后归母净利润为3.1亿元, 同比增长37.3%。报告期内公司生物制品、化药、贸易板块收入增加, 归母净利润同比减少的原因在于2020年同期坚持金达威股票816.5万股, 获投资收益1.4亿元, 从扣非后归母净利润水平来看, 公司仍保持较快发展。
- **下游养殖背景在非洲猪瘟以及禁抗政策的推进下发生改变, 生猪抵抗力降低带动动保产品需求提升, 且规模养殖发展顺利, 防疫意识随之不断增强。**一方面, 非洲猪瘟疫苗尚未问世, 病毒发生变异, 目前形成“带毒养殖”的局面, 养殖户需严格防范染病风险, 对防疫的需求增加; 农村农业部2020年要求禁止在饲料端添加促生长类抗生素, 生猪抵抗力受到影响, 二者协同带动兽药需求增长。另一方面, 下游养殖企业正处于持续性规模化趋势当中, 养殖效率成为养殖企业核心关注要素, 规模养殖密度高、染病风险大, 养殖端对产品质量重视程度提高, 并强调产品可溯源性, 供应商数量有望减少, 产品力强的头部企业受益明显。**兽药行业集中度不断提升, 头部企业拥有安全性、可溯源性强, 迎来增长机遇。**在环保要求以及新版GMP更加严格的管理标准下, 化药小型企业逐渐退出, 落后产能淘汰, 行业集中度不断提升, 大企业市场份额扩张, 叠加下游选择, 头部兽药公司市场占有率将进一步提高。
- **公司产品质量优势明显, 核心产品口蹄疫疫苗方面不断研发创新, 把握市场苗替代政策苗趋势积极布局市场, 同时发展化药业务, 丰富产品矩阵为公司长期发展奠定基础。**2020年以来, 公司取得了OA二价灭活苗(OHM/02株+AKT-III株)、OA二价合成肽疫苗(多肽PO98+PA13)和OA二价灭活苗(O/MYA98/BY/2010株+O/PanAsia/TZ/201株+ReA/WH/09株)批准文号, 产品针对当前流行毒株防控能力强, 公司短期内有7.5亿毫升相关产能进行投放。禽苗方面, 公司分拆乾元浩科创板上市, 预计将优化公司业务结构, 拓宽融资渠道。化药方面, 面对“禁抗”公司积极拓展药用抗生素品类, 报告期取得多项优质产品批文, 并加大“替抗”产品研发。公司兰州新厂、郑州新厂生物安全三级防护重大项目顺利收官, 二期项目工程如期推进, 乾元浩南京兽用生物医药产业园项目顺利奠基, 内蒙中牧大环内酯类创新驱动产业提质升级项目启动实施, 各业务板块顺利推进, 共同发展。
- **公司重视研发创新, 搭建产学研一体化“大研发”平台, 多方面补足公司技术短板。**公司研发资源丰富、研发能力受多方认可, 此外, 公司积极拓宽研发合作渠道, 与科研院所、大专院校及行业内企业进行多层次的研发合作, 科技成果共享, 进一步提升公司综合研发实力, 补足公司技术短板。公司连续多年研发投入高于同行, 2020年研发投入为2.3亿元, 近三年公司取得的专利数、专利质量皆有所提升, 报告期内取得的新兽药注册证书和批发文书也具有较高分量。
- **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, 对应动态PE分别为17/13/11倍, 参考同行业2021年平均PE为24倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游养殖业出现疫情; 产品销售情况不及预期等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4998.68	5858.31	6882.47	8286.19
增长率	21.39%	17.20%	17.48%	20.40%
归属母公司净利润(百万元)	420.43	573.04	713.85	872.06
增长率	64.54%	36.30%	24.57%	22.16%
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%	1.76%	12.57%
PE	23	17	13	11
PB	1.79	1.61	1.42	1.24

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)	9.48-20.51
总市值(亿元)	96.28
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	0.00

相关研究

1. 中牧股份(600195): 把握化药市场, 多板块协力共发展 (2021-08-12)
2. 中牧股份(600195): 业务结构全面, 未来有望继续发力 (2021-04-30)
3. 中牧股份(600195): 产品矩阵丰富, 防控背景下或受益 (2021-03-31)
4. 中牧股份(600195): 养殖回暖正当时, 动保龙头或将受益 (2020-11-25)
5. 中牧股份(600195): 业绩持续增长, 公司进入成长通道 (2020-11-01)

请务必阅读正文后的重要声明部分

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4998.68	5858.31	6882.47	8286.19	净利润	473.24	638.32	798.70	977.21
营业成本	3687.84	4260.72	4921.54	5766.28	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	52.06	财务费用	18.63	24.39	58.60	101.59
销售费用	434.55	515.53	598.78	745.76	资产减值损失	-35.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	316.46	351.50	419.83	580.03	经营营运资本变动	325.66	-433.11	-125.45	-154.77
财务费用	18.63	24.39	58.60	101.59	其他	-308.11	-158.68	-189.11	-190.17
资产减值损失	-35.23	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	666.11	484.38	980.12	1183.68
投资收益	359.82	160.00	189.00	190.00	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	188.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-494.63	245.61	143.14	178.62
营业利润	673.00	829.29	1029.53	1230.47	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
利润总额	536.00	743.03	926.35	1132.93	股权融资	89.95	0.00	0.00	0.00
所得税	62.76	104.71	127.65	155.72	支付股利	-80.03	0.00	0.00	0.00
净利润	473.24	638.32	798.70	977.21	其他	98.74	-36.10	-58.60	-101.59
少数股东损益	52.80	65.29	84.85	105.15	筹资活动现金流净额	174.96	-126.10	-58.60	-101.59
归属母公司股东净利润	420.43	573.04	713.85	872.06	现金流量净额	333.53	603.89	1064.67	1260.71
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1048.47	1652.36	2717.02	3977.73	成长能力				
应收和预付款项	670.69	825.34	973.41	1155.17	销售收入增长率	21.39%	17.20%	17.48%	20.40%
存货	708.49	952.34	1053.33	1258.26	营业利润增长率	104.64%	23.22%	24.15%	19.52%
其他流动资产	315.98	247.59	274.85	272.85	净利润增长率	62.79%	34.89%	25.13%	22.35%
长期股权投资	800.59	800.59	800.59	800.59	EBITDA 增长率	72.80%	43.41%	20.39%	16.81%
投资性房地产	28.04	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2274.19	1977.86	1657.59	1324.88	毛利率	26.22%	27.27%	28.49%	30.41%
无形资产和开发支出	754.52	648.66	542.80	436.94	三费率	15.40%	15.22%	15.65%	17.23%
其他非流动资产	164.67	173.42	182.17	190.91	净利率	9.47%	10.90%	11.60%	11.79%
资产总计	6765.64	7278.16	8201.76	9417.34	ROE	8.81%	10.65%	11.76%	12.57%
短期借款	90.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.99%	8.77%	9.74%	10.38%
应付和预收款项	425.30	576.24	625.41	760.06	ROIC	18.16%	21.06%	27.64%	36.33%
长期借款	66.30	66.30	66.30	66.30	EBITDA/销售收入	17.68%	21.63%	22.17%	21.50%
其他负债	814.78	639.75	715.47	819.20	营运能力				
负债合计	1396.38	1282.28	1407.18	1645.56	总资产周转率	0.80	0.83	0.89	0.94
股本	1015.61	1015.61	1015.61	1015.61	固定资产周转率	3.45	3.59	4.40	6.09
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	12.96
留存收益	2918.06	3491.09	4204.94	5077.00	存货周转率	4.61	4.99	4.79	4.89
归属母公司股东权益	4482.43	5043.76	5757.61	6629.67	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	952.11	1036.97	1142.12	资本结构				
股东权益合计	5369.26	5995.87	6794.58	7771.78	资产负债率	20.64%	17.62%	17.16%	17.47%
负债和股东权益合计	6765.64	7278.16	8201.76	9417.34	带息债务/总负债	11.19%	5.17%	4.71%	4.03%
					流动比率	2.30	3.41	4.17	4.62
					速动比率	1.71	2.53	3.30	3.75
					股利支付率	19.03%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					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	1525.51	1781.88					
PE	22.90	16.80	13.49	11.04					
PB	1.79	1.61	1.42	1.24					
PS	1.93	1.64	1.40	1.16					
EV/EBITDA	9.28	6.04	4.30	2.97					
股息率	0.83%	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-20%与-10%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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn