



强强联合向全品类扩张, 优质成长不惧周期

投资要点

- **事件:** 中牧股份、南京药业、牧原股份拟共计出资 1.2 亿元设立中牧牧原动物药业有限公司, 中牧股份出资 5868 万元, 占比 48.9%, 牧原股份出资 5760 万元, 占比 48%, 南京药业占比 3.1%, 因南京药业为中牧股份全资子公司, 中牧股份合计占注册资本 52%, 中牧牧原为中牧股份控股子公司。
- **点评:** 中牧股份与牧原股份分别作为动保、生猪养殖领域的龙头企业, 合资成立子公司, 后期中牧牧原将投资建设南阳生产基地项目, 主要从事兽药的生产、经营以及研发, 该项目建设期约为两年。本次强强联合的意义在于: 1) 中牧股份与大型养殖企业的合作由以疫苗产品为主逐步拓展成为全品类, 双轮驱动优势更为明显, 公司不断开拓优质客户, 结构不断优化, 不惧周期波动, 与大客户深度绑定, 提升成长性与确定性; 2) 以牧原为代表的最高效养殖企业体现出对于化药的需求以及重视程度的提升, 新版 GMP 认证标准将推动落后产能淘汰, 养殖企业为控制风险、增强可溯源性而减少动保供应商数量进一步倒逼行业集中度提升, 中牧股份作为拥有研发实力、良好的客户合作基础的企业将迎来市占率的迅速提升。
- **下游养殖成本中枢下移, 盈利能力修复, 动保产品需求有望随之迎来提升。** 2021 年三季度时, 猪价跌至最低点后有所回升, 当前生猪价格在 12.2 元/公斤左右, 仍然处于底部盘整阶段, 但未来整体价格预期回暖, 动保需求随之增长。本次周期的特殊之处在于非洲猪瘟的出现, 拉大了养殖成本的区间, 不同养殖主体的成本差距可达到 10 元/公斤。我们认为动保行业需求的核心影响因素受到非洲猪瘟的一次性影响而短期转变为养殖企业盈利能力的修复。随能繁母猪结构调整, 优质比例提升, 死淘率下降、健仔率、PSY 等指标提升, 整体生猪养殖成本呈边际改善趋势。另一方面非洲猪瘟疫苗研制工作持续推进, 随猪瘟病毒变异, 其毒性逐步减弱而传染性增强, 亚单位灭活苗较弱毒苗而言虽有效性不及, 但安全性更高, 因而推广可能性便更大, 若是未来顺利市场化, 则行业关注度与成长性将进一步提升。
- **公司生药化药产品布局全面, 优质产品确保行业竞争优势。** 口蹄疫疫苗、大环内酯类药物的产能将于未来逐步投放。先打后部政策稳步推进, 2025 年强制免疫疫病市场苗将全面取代政采苗, 公司口蹄疫市场认可度高, 未来结构占比不断提升, 核心产品欧倍佳为口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗, 具有抗原谱广、技术国际领先、生产工艺国际领先、抗原纯度高、副反应小等多项优点, 市场反馈良好, 未来随产能利用率不断提高, 兰州新厂二期工程建设完毕后新产能释放, 销量将迎来增长。除此以外大单品渗透提升带动多产品综合布局, 包括针对猪瘟、猪圆环、伪狂犬等疫病的疫苗及联苗, 产品组合拳提升竞争优势。在新版 GMP 的实施背景下, 结合下游养殖企业为控制风险减少动保产品供应商的策略, 化药行业集中度不断提升, 公司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, 胜利生物获得美国 FDA 的出口认证表明公司泰万菌素的产品质量受世界认可未来大环内酯类药物制剂将迎来产销增长, 上下游一体化优势更显。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.59 元、0.72 元、0.93 元, 对应动态 PE 分别为 22/18/14 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产能扩张不及预期; 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	5845.77	6979.17	8536.23
增长率	21.39%	16.95%	19.39%	22.31%
归属母公司净利润(百万元)	420.43	603.94	734.19	942.53
增长率	64.54%	43.65%	21.57%	28.38%
每股收益 EPS(元)	0.41	0.59	0.72	0.93
净资产收益率 ROE	8.81%	11.16%	11.99%	13.36%
PE	32	22	18	14
PB	2.49	2.22	1.95	1.69

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

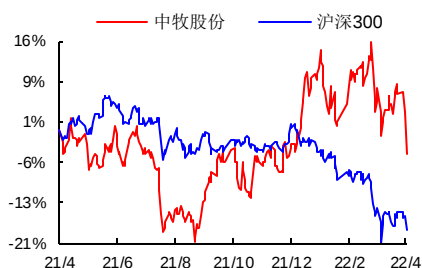
邮箱: xuq@swsc.com.cn

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)	9.48-13.89
总市值(亿元)	115.68
总资产(亿元)	72.30
每股净资产(元)	4.75

相关研究

1. 中牧股份(600195): 龙头迎戴维斯双击, 成长性逐步凸显 (2022-01-05)
2. 中牧股份(600195): 主营逆势高增长, 未来优质成长龙头 (2021-10-31)
3. 中牧股份(600195): 业绩稳步提升, 多板块共同进步 (2021-08-30)
4. 中牧股份(600195): 把握化药市场, 多板块协力共发展 (2021-08-12)
5. 中牧股份(600195): 业务结构全面, 未来有望继续发力 (2021-04-30)

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	5845.77	6979.17	8536.23	净利润	473.24	672.75	821.46	1056.17
营业成本	3687.84	4240.60	4988.53	6001.96	折旧与摊销	191.94	413.45	437.38	449.82
营业税金及附加	31.21	36.80	43.81	53.63	财务费用	18.63	6.29	2.16	-7.17
销售费用	434.55	514.43	621.15	751.19	资产减值损失	-35.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	316.46	368.28	467.60	614.61	经营营运资本变动	325.66	-431.08	-139.70	-175.33
财务费用	18.63	6.29	2.16	-7.17	其他	-308.11	-188.68	-200.11	-200.17
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	472.73	921.19	1123.32
投资收益	359.82	190.00	200.00	200.00	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	285.61	164.14	198.62
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	275.61	154.14	188.62
营业利润	673.00	869.37	1055.92	1322.01	短期借款	40.00	-90.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-137.00	-86.27	-103.17	-97.54	长期借款	26.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	536.00	783.11	952.75	1224.48	股权融资	89.95	0.00	0.00	0.00
所得税	62.76	110.35	131.29	168.30	支付股利	-80.03	0.00	0.00	0.00
净利润	473.24	672.75	821.46	1056.17	其他	98.74	-18.00	-2.16	7.17
少数股东损益	52.80	68.81	87.27	113.64	筹资活动现金流净额	174.96	-108.00	-2.16	7.17
归属母公司股东净利润	420.43	603.94	734.19	942.53	现金流量净额	333.53	640.34	1073.18	1319.12
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	1688.81	2761.98	4081.10	成长能力				
应收和预付款项	670.69	823.29	987.03	1191.49	销售收入增长率	21.39%	16.95%	19.39%	22.31%
存货	708.49	947.73	1068.00	1310.68	营业利润增长率	104.64%	29.18%	21.46%	25.20%
其他流动资产	315.98	247.54	275.22	273.85	净利润增长率	62.79%	42.16%	22.10%	28.57%
长期股权投资	800.59	800.59	800.59	800.59	EBITDA 增长率	72.80%	45.90%	16.01%	18.00%
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%	27.46%	28.52%	29.69%
无形资产和开发支出	754.52	648.66	542.80	436.94	三费率	15.40%	15.21%	15.63%	15.92%
其他非流动资产	164.67	173.42	182.17	190.91	净利率	9.47%	11.51%	11.77%	12.37%
资产总计	6765.64	7307.89	8275.38	9610.45	ROE	8.81%	11.16%	11.99%	13.36%
短期借款	90.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.99%	9.21%	9.93%	10.99%
应付和预收款项	425.30	573.91	633.99	789.15	ROIC	18.16%	21.61%	26.82%	35.51%
长期借款	66.30	66.30	66.30	66.30	EBITDA/销售收入	17.68%	22.05%	21.43%	20.67%
其他负债	814.78	637.38	723.33	847.06	营运能力				
负债合计	1396.38	1277.59	1423.62	1702.52	总资产周转率	0.80	0.83	0.90	0.95
股本	1015.61	1015.61	1015.61	1015.61	固定资产周转率	3.45	3.58	4.46	6.28
资本公积	537.06	537.06	537.06	537.06	应收账款周转率	12.32	13.14	12.93	13.06
留存收益	2918.06	3522.00	4256.19	5198.72	存货周转率	4.61	4.98	4.83	4.95
归属母公司股东权益	4482.43	5074.67	5808.86	6751.38	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	955.64	1042.91	1156.55	资本结构				
股东权益合计	5369.26	6030.30	6851.76	7907.94	资产负债率	20.64%	17.48%	17.20%	17.72%
负债和股东权益合计	6765.64	7307.89	8275.38	9610.45	带息债务/总负债	11.19%	5.19%	4.66%	3.89%
					流动比率	2.30	3.45	4.17	4.58
					速动比率	1.71	2.57	3.30	3.70
					股利支付率	19.03%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	883.56	1289.11	1495.46	1764.66	每股收益	0.41	0.59	0.72	0.93
PE	31.79	22.13	18.20	14.18	每股净资产	5.29	5.94	6.75	7.79
PB	2.49	2.22	1.95	1.69	每股经营现金	0.66	0.47	0.91	1.11
PS	2.67	2.29	1.92	1.57	每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	13.51	8.81	6.85	5.06					
股息率	0.60%	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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn