

# 中牧股份 (600195)

## 携手牧原成立合资公司，强化兽用化药领先地位！

**事件：**4月11日晚公司公告，公司及全资子公司南京药业拟与牧原股份（002714）共同出资设立合资公司中牧牧原。

### 1、拟与牧原股份合资成立兽用化药公司，中牧股份控股

中牧股份及其全资子公司南京药业拟与牧原股份共同出资设立合资公司中牧牧原。中牧牧原设立后，投资建设中牧牧原动物药业有限公司南阳生产基地项目。中牧牧原注册资金1.2亿元，中牧股份以现金方式出资5868万元，占注册资本的48.9%；牧原股份以现金方式出资5760万元，占注册资本的48%；南京药业以现金方式出资372万元，占注册资本的3.1%。中牧牧原成立后，中牧股份合计出资占中牧牧原注册资本的52%，中牧牧原为中牧股份控股子公司。中牧牧原动物药业有限公司南阳生产基地项目建设投资4.7亿元，主要从事兽药生产、兽药经营、兽药研发及技术咨询服务。

### 2、公司兽用化药研发有望持续深化，与牧原深度合作进一步打开销售空间

公司兽用化药积累深厚，拥有泰妙菌素、泰万菌素原料药、氟苯尼考原料药、牧乐星、氟欣泰等主要产品，2020年公司兽药收入突破10亿。公司全资子公司南京药业拥有一流的按照兽药GMP标准建设的生产车间，具有国内先进的生产装备以及精密的检测仪器，研发生产具有专业化、规模化优势，产品品质优异。此次公司与产业链下游龙头企业牧原合作，有望持续促进公司研发深化，进一步打造公司高端兽药产品线。牧原股份2020年药苗支出约11.43亿，对应当年出栏量药苗支出超60元/头，2023年牧原出栏量预计达7000万头。牧原大量和更为精细的化药需求有望为合资公司兽药产品销售带来较大增量。公司在“十四五”期间致力于打造重大动物疫病防治的产业支撑体系，成为中国动保行业领导者，此次合资公司的成立是公司践行“十四五”战略规划的重要步骤，有望继续巩固和强化公司兽用化药领域的领先市场地位。

### 3、行业供给侧改革加速，公司有望持续领先

农业农村部《兽药生产质量管理规范》要求所有兽药生产企业在2022年6月1日前达到新版兽药GMP要求，预计将提高产业集中度，促进兽药产业转型升级。公司所属生物制品和兽用化药板块生产企业均获得兽药GMP认证和生产许可，2021年公司兰州新厂、郑州新厂生物安全三级防护重大项目收官，新工厂、新生产线通过新版兽药GMP验收后陆续投入运行，产品逐步高端化，带动了单价和毛利的显著提升。我们认为，公司是国内动保领先企业，动物疫苗方面政策优势稳固，市场布局持续加速，化药多元化、高端化发展，体量增长快速。

我们认为公司新建项目有望促进公司化药业务更快发展，叠加公司行业地位稳固、业务基础扎实，我们上调盈利预测，预计公司2021/22/23年收入57.81/64.63/75.79亿元，同比增长15.65%/11.81%/17.26%，归母净利润5.53/6.64/8.76亿元（调整前值为5.09/6.56/8.05亿元），同比增长31.49%/20.12%/31.92%。我们认为公司行业地位稳固，在产品研发和下游客户开拓方面持续取得积极进展，持续推荐！

**风险提示：**政策风险；养殖增长不达预期；下游疫情风险；南阳生产基地项目建设不及预期风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,117.72	4,998.68	5,781.03	6,463.49	7,579.12
增长率(%)	(7.14)	21.39	15.65	11.81	17.26
EBITDA(百万元)	698.49	1,112.99	948.31	1,078.74	1,335.66
净利润(百万元)	255.52	420.43	552.84	664.09	876.09
增长率(%)	(38.52)	64.54	31.49	20.12	31.92
EPS(元/股)	0.25	0.41	0.54	0.65	0.86
市盈率(P/E)	45.27	27.51	20.92	17.42	13.20
市净率(P/B)	2.81	2.58	2.06	1.88	1.71
市销率(P/S)	2.81	2.31	2.00	1.79	1.53
EV/EBITDA	13.47	11.24	11.98	9.47	7.95

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	农林牧渔/动物保健 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.39元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,015.61
流通A股股本(百万股)	1,015.61
A股总市值(百万元)	11,567.80
流通A股市值(百万元)	11,567.80
每股净资产(元)	4.75
资产负债率(%)	20.14
一年内最高/最低(元)	14.02/9.44

### 作者

**吴立** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

**林逸丹** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520110001  
linyidan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《中牧股份-半年报点评:主营业务全面改善，半年报业绩高增长》2020-08-26
- 《中牧股份-季报点评:一季度业绩高速增长，长期增长拐点到来！》2020-05-08
- 《中牧股份-季报点评:一季度业绩高速增长，长期增长拐点到来！》2020-04-30

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	674.01	1,048.47	1,445.26	2,450.81	1,894.78
应收票据及应收账款	525.32	557.83	855.31	760.56	1,134.22
预付账款	89.14	68.63	208.33	152.00	291.65
存货	842.86	708.49	1,622.56	1,072.64	2,121.66
其他	138.91	360.21	2,034.33	1,477.20	2,559.68
<b>流动资产合计</b>	<b>2,270.24</b>	<b>2,743.62</b>	<b>6,165.79</b>	<b>5,913.20</b>	<b>8,001.99</b>
长期股权投资	736.40	800.59	800.59	800.59	800.59
固定资产	1,281.87	1,619.10	1,481.15	1,343.20	1,205.25
在建工程	431.83	655.09	655.09	655.09	655.09
无形资产	782.28	754.52	690.98	627.44	563.90
其他	187.83	192.72	201.08	219.12	205.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,420.20</b>	<b>4,022.02</b>	<b>3,828.90</b>	<b>3,645.45</b>	<b>3,429.84</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,690.44</b>	<b>6,765.64</b>	<b>9,994.69</b>	<b>9,558.64</b>	<b>11,431.83</b>
短期借款	50.00	90.00	307.12	105.00	108.66
应付票据及应付账款	216.84	270.49	191.10	347.94	302.75
其他	693.41	602.26	2,787.11	1,916.35	3,169.03
<b>流动负债合计</b>	<b>960.25</b>	<b>962.75</b>	<b>3,285.33</b>	<b>2,369.29</b>	<b>3,580.44</b>
长期借款	40.00	66.30	97.37	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	51.00	137.48	54.06	53.96	53.01
<b>非流动负债合计</b>	<b>91.00</b>	<b>203.78</b>	<b>151.43</b>	<b>53.96</b>	<b>53.01</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,051.25</b>	<b>1,396.38</b>	<b>3,436.76</b>	<b>2,423.25</b>	<b>3,633.45</b>
少数股东权益	516.56	886.83	938.83	985.03	1,034.75
股本	842.41	1,015.61	1,015.61	1,015.61	1,015.61
资本公积	620.31	537.06	1,132.59	1,132.59	1,132.59
留存收益	2,631.24	2,918.06	3,470.90	4,002.16	4,615.43
其他	28.68	11.71	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,639.19</b>	<b>5,369.26</b>	<b>6,557.93</b>	<b>7,135.39</b>	<b>7,798.38</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,690.44</b>	<b>6,765.64</b>	<b>9,994.69</b>	<b>9,558.64</b>	<b>11,431.83</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	290.71	473.24	552.84	664.09	876.09
折旧摊销	176.36	191.94	201.49	201.49	201.49
财务费用	10.66	7.39	(4.76)	(15.13)	(24.13)
投资损失	(139.12)	(359.82)	(180.00)	(200.00)	(280.00)
营运资金变动	1,214.13	476.51	(1,647.64)	393.29	(1,202.84)
其它	(1,525.62)	(123.14)	52.00	57.75	71.03
<b>经营活动现金流</b>	<b>27.12</b>	<b>666.11</b>	<b>(1,026.06)</b>	<b>1,101.49</b>	<b>(358.36)</b>
资本支出	564.10	698.74	83.42	0.10	0.96
长期投资	26.90	64.19	0.00	0.00	0.00
其他	594.05	(1,257.57)	96.58	199.90	279.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,185.05</b>	<b>(494.63)</b>	<b>180.00</b>	<b>200.00</b>	<b>280.00</b>
债权融资	(1,195.26)	47.67	659.03	(151.57)	(193.53)
股权融资	(66.41)	(53.97)	583.83	(144.37)	(284.14)
其他	(123.70)	181.25	0.00	(0.00)	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,385.37)</b>	<b>174.96</b>	<b>1,242.86</b>	<b>(295.94)</b>	<b>(477.66)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(173.21)</b>	<b>346.44</b>	<b>396.79</b>	<b>1,005.55</b>	<b>(556.03)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>4,117.72</b>	<b>4,998.68</b>	<b>5,781.03</b>	<b>6,463.49</b>	<b>7,579.12</b>
营业成本	2,987.63	3,687.84	4,154.35	4,620.33	5,323.82
营业税金及附加	26.34	31.21	39.28	41.87	49.30
营业费用	431.24	434.55	497.17	549.40	644.22
管理费用	302.53	316.46	346.86	374.88	439.59
研发费用	172.96	169.86	196.56	219.76	288.01
财务费用	6.08	18.63	(4.76)	(15.13)	(24.13)
资产减值损失	(21.40)	(45.87)	(25.00)	(26.67)	(27.44)
公允价值变动收益	0.00	1.03	0.00	0.00	0.00
投资净收益	139.12	359.82	180.00	200.00	280.00
其他	(255.65)	(647.85)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>328.87</b>	<b>673.00</b>	<b>706.58</b>	<b>845.70</b>	<b>1,110.87</b>
营业外收入	16.93	26.79	25.00	5.00	5.00
营业外支出	1.71	163.79	20.00	1.49	1.61
<b>利润总额</b>	<b>344.10</b>	<b>536.00</b>	<b>711.58</b>	<b>849.21</b>	<b>1,114.26</b>
所得税	53.39	62.76	106.74	127.38	167.14
<b>净利润</b>	<b>290.71</b>	<b>473.24</b>	<b>604.84</b>	<b>721.83</b>	<b>947.12</b>
少数股东损益	35.19	52.80	52.00	57.75	71.03
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>255.52</b>	<b>420.43</b>	<b>552.84</b>	<b>664.09</b>	<b>876.09</b>
每股收益(元)	0.25	0.41	0.54	0.65	0.86

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-7.14%	21.39%	15.65%	11.81%	17.26%
营业利润	-35.84%	104.64%	4.99%	19.69%	31.35%
归属于母公司净利润	-38.52%	64.54%	31.49%	20.12%	31.92%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.44%	26.22%	28.14%	28.52%	29.76%
净利率	6.21%	8.41%	9.56%	10.27%	11.56%
ROE	6.20%	9.38%	9.84%	10.80%	12.95%
ROIC	6.09%	16.07%	14.97%	13.02%	19.21%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.47%	20.64%	34.39%	25.35%	31.78%
净负债率	-12.59%	-16.62%	-9.68%	-25.32%	-18.83%
流动比率	2.36	2.30	1.88	2.50	2.23
速动比率	1.49	1.71	1.38	2.04	1.64
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.23	9.23	8.18	8.00	8.00
存货周转率	5.11	6.44	4.96	4.80	4.75
总资产周转率	0.66	0.80	0.69	0.66	0.72
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.25	0.41	0.54	0.65	0.86
每股经营现金流	0.03	0.66	-1.01	1.08	-0.35
每股净资产	4.06	4.41	5.53	6.06	6.66
<b>估值比率</b>					
市盈率	45.27	27.51	20.92	17.42	13.20
市净率	2.81	2.58	2.06	1.88	1.71
EV/EBITDA	13.47	11.24	11.98	9.47	7.95
EV/EBIT	17.88	13.53	15.22	11.65	9.36

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com