

公司研究

多业务协同共进，业绩增长稳健

——中牧股份（600195.SH）2021年中报点评

要点

事件：

公司发布2021年中报，上半年实现营收25.84亿元，同比增13.21%；归母净利润3.17亿元，同比降10.02%；因减持金达威股权，去年同期投资收益基数较高，归母净利润同比下降。公司扣非后归母净利润3.14亿元，同比增37.31%。

点评：多项业务协同，疫苗增长稳健

1) 疫苗：国内生猪产能恢复，部分猪用疫苗产品收入同比取得较大增长。公司供销一体化管理，科学降成本，政采产品、禽流感疫苗等成本同比下降，保持了口蹄疫、禽流感疫苗的市占率优势。疫苗业务上半年收入7.06亿，同比增加10.19%。

2) 兽药：禁抗政策背景下，公司积极调整兽用化药产品结构，制剂比重、产能提升，高端产品占比提高。兽药上半年收入6.24亿，同比增加50.43%。

3) 饲料：在原料价格高企情况下，公司开发了“全小麦日粮”、肉羊“高精料日粮预混料”等新产品配方，降低养殖成本，稳固了饲料板块的市场相对领先地位。饲料上半年收入5.17亿，同比减少3.38%。

加快产业布局，延伸高毛利大单品产业链

公司在报告期内加快了产业布局，兰州新厂、郑州新厂生物安全三级防护重大项目完成，二期项目积极推进；乾元浩南京兽用生物医药产业园、内蒙中牧大环内酯类创新驱动产业提质升级项目等进展顺利。依托“大研发”体系平台，公司持续向高毛利的大单品领域延伸拓展，有望显著提升单价与毛利水平。

盈利预测、估值与评级：

我们维持公司2021-2022年净利润预测为5.81亿、6.86亿，同时新增2023年净利润预测为7.89亿，2021-2023年EPS分别为0.57元、0.68元和0.78元。公司业绩增长稳健，持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：养殖行业周期波动风险，发生疫情风险，产品研发不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,118	4,999	5,781	6,543	7,364
营业收入增长率	-7.14%	21.39%	15.66%	13.18%	12.55%
净利润(百万元)	256	420	581	686	789
净利润增长率	-38.52%	64.54%	38.14%	18.16%	15.03%
EPS(元)	0.30	0.41	0.57	0.68	0.78
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.20%	9.38%	11.77%	12.63%	13.14%
P/E	32	24	17	14	13
P/B	2.0	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-09-02

注：2019年公司总股本为8.42亿股，2020年及以后为10.16亿股。

买入（维持）

当前价：9.78元

作者

分析师：王琦

执业证书编号：S0930517120001

021-52523836

wangqi16@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.16
总市值(亿元)	99.36
一年最低/最高(元)	9.44/20.56
近3月换手率	65.49%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.98	-8.21	-51.45
绝对	-2.28	-15.31	-50.42

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,118	4,999	5,781	6,543	7,364
营业成本	2,988	3,688	4,233	4,760	5,333
折旧和摊销	172	188	166	197	223
税金及附加	26	31	38	43	48
销售费用	431	435	463	523	589
管理费用	303	316	353	393	442
研发费用	173	170	185	203	221
财务费用	6	19	-30	-28	-28
投资收益	139	360	150	165	170
营业利润	329	673	701	807	926
利润总额	344	536	711	820	940
所得税	53	63	85	98	113
净利润	291	473	626	721	827
少数股东损益	35	53	45	35	38
归属母公司净利润	256	420	581	686	789
EPS(元)	0.30	0.41	0.57	0.68	0.78

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	27	666	709	624	674
净利润	256	420	581	686	789
折旧摊销	172	188	166	197	223
净营运资金增加	-1,288	-195	33	219	299
其他	887	252	-70	-479	-638
投资活动产生现金流	1,185	-495	-279	-135	-80
净资本支出	-424	-531	-302	-250	-200
长期投资变化	736	801	0	0	0
其他资产变化	872	-764	23	115	120
融资活动现金流	-1,385	175	-113	-101	-138
股本变化	241	173	0	0	0
债务净变化	-1,189	66	-55	20	10
无息负债变化	-117	279	441	150	183
净现金流	-171	334	317	387	457

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.4%	26.2%	26.8%	27.3%	27.6%
EBITDA 率	9.7%	11.8%	11.8%	12.6%	13.0%
EBIT 率	5.4%	8.0%	8.9%	9.6%	10.0%
税前净利润率	8.4%	10.7%	12.3%	12.5%	12.8%
归母净利润率	6.2%	8.4%	10.0%	10.5%	10.7%
ROA	5.1%	7.0%	8.2%	8.6%	9.0%
ROE (摊薄)	6.2%	9.4%	11.8%	12.6%	13.1%
经营性 ROIC	4.9%	8.5%	10.3%	11.8%	13.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	18%	21%	23%	23%	23%
流动比率	2.36	2.30	2.25	2.48	2.72
速动比率	1.49	1.71	1.70	1.90	2.12
归母权益/有息债务	45.81	28.68	48.73	44.80	45.76
有形资产/有息债务	53.84	37.98	67.48	62.25	63.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,690	6,766	7,651	8,354	9,158
货币资金	674	1,048	1,365	1,753	2,209
交易性金融资产	67	300	300	300	300
应收帐款	407	404	352	378	421
应收票据	118	154	202	209	236
其他应收款 (合计)	43	45	146	145	163
存货	843	708	822	924	1,039
其他流动资产	28	14	53	114	213
流动资产合计	2,270	2,744	3,367	3,966	4,740
其他权益工具	30	30	30	30	30
长期股权投资	736	801	801	801	801
固定资产	1,282	1,619	1,872	2,025	2,091
在建工程	432	655	536	440	360
无形资产	625	671	658	645	632
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	95	61	139	139	139
非流动资产合计	3,420	4,022	4,284	4,389	4,419
总负债	1,051	1,396	1,783	1,953	2,146
短期借款	50	90	0	0	0
应付账款	217	225	275	286	320
应付票据	0	45	0	0	0
预收账款	231	0	289	294	331
其他流动负债	0	12	12	12	12
流动负债合计	960	1,193	1,495	1,601	1,743
长期借款	40	66	101	121	131
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	40	80	118	159
非流动负债合计	91	204	288	351	403
股东权益	4,639	5,369	5,868	6,402	7,013
股本	842	1,016	1,016	1,016	1,016
公积金	917	864	922	991	1,045
未分配利润	2,334	2,591	2,987	3,417	3,936
归属母公司权益	4,123	4,482	4,936	5,435	6,008
少数股东权益	517	887	932	967	1,005

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.47%	8.69%	8.00%	8.00%	8.00%
管理费用率	7.35%	6.33%	6.10%	6.00%	6.00%
财务费用率	0.15%	0.37%	-0.51%	-0.43%	-0.38%
研发费用率	4.20%	3.40%	3.20%	3.10%	3.00%
所得税率	16%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.09	0.13	0.18	0.21	0.24
每股经营现金流	0.03	0.66	0.70	0.61	0.66
每股净资产	4.89	4.41	4.86	5.35	5.92
每股销售收入	4.89	4.92	5.69	6.44	7.25

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	32	24	17	14	13
PB	2.0	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	21.6	17.9	15.2	12.3	10.3
股息率	1.0%	1.3%	1.9%	2.2%	2.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE