

2020 年 05 月 26 日

生猪存栏稳步恢复，公司业绩有望逐季向好

中牧股份(600195)

分析判断：

► 公司 2020Q1 归母净利润同比增长 49.05%

公司主要从事动物保健品、动物营养品的研发、生产、销售、服务，是高致病性禽流感、口蹄疫等重大动物疫病疫苗定点生产企业。2019 年受下游生猪存栏大幅下滑影响，公司业绩短期承压，实现营收 41.18 亿元，yoy-7.14%；实现归母净利 2.56 亿元，yoy-38.52%。随着生猪存栏的稳步恢复，2020Q1 公司业绩实现反转，实现营收 10.66 亿元，yoy+33.23%；实现归母净利 1.32 亿元，yoy+49.05%。

► 生猪存栏稳步恢复，公司业绩拐点已现

生猪供需矛盾支撑猪价维持高位，高盈利刺激下生猪存栏稳步回升。根据猪易通数据，截至 2020 年 5 月 25 日，全国生猪均价 29.25 元/公斤。在高猪价刺激下，行业产能稳步回升，根据农业农村部数据，全国能繁母猪存栏于 2019 年 10 月首次环比转正，2019 年 11 月-2020 年 3 月，能繁母猪存栏缓慢恢复，环比分别增长 4.00%、2.20%、1.20%、1.70%、2.80%。我们认为，后续生猪存栏将维持稳步回升态势，与此同时，在上市场暂无有效疫苗的背景下，行业集中度快速提升，双重因素推动下公司经营业绩有望逐季向好。

投资建议

生猪存栏稳步回升&下游生猪养殖集中度提升有望带动公司经营业绩逐季向好，我们预计，2020-2022 年，公司营业收入分别为 47.94/55.62/64.73 亿元，归母净利润分别为 4.12/5.15/6.00 亿元，对应 EPS 分别为 0.49/0.61/0.71 元，当前股价对应的 PE 为 29.31/23.47/20.15X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

生猪产能恢复进程不及预期，产品销售不及预期，政策扰动。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	14.34
股票代码：	600195
52 周最高价/最低价：	18.21/10.47
总市值(亿)	121.48
自由流通市值(亿)	121.48
自由流通股数(百万)	847.13



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,434	4,118	4,794	5,562	6,473
YoY (%)	9.0%	-7.1%	16.4%	16.0%	16.4%
归母净利润(百万元)	416	256	412	515	600
YoY (%)	3.9%	-38.5%	61.3%	24.9%	16.5%
毛利率 (%)	29.5%	27.4%	28.3%	29.4%	29.6%
每股收益 (元)	0.49	0.30	0.49	0.61	0.71
ROE	10.4%	6.2%	8.7%	9.4%	9.4%
市盈率	29.06	47.28	29.31	23.47	20.15

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 公司 2020Q1 归母净利润同比增长 49.05%	3
2. 生猪存栏稳步恢复, 公司业绩拐点已现	4
3. 投资建议	5
4. 风险提示	5

图表目录

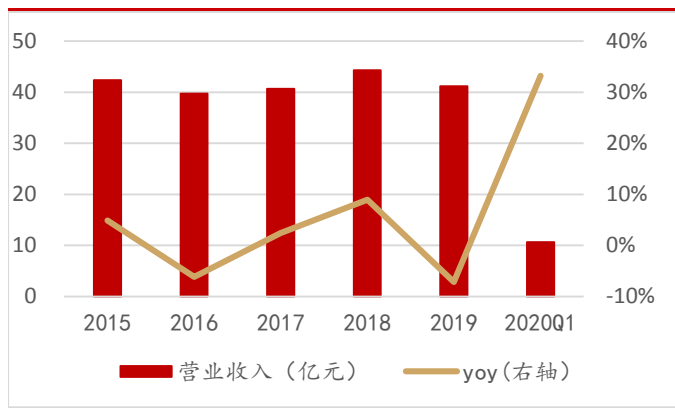
图 1 2015-2020Q1, 公司营收变动情况	3
图 2 2015-2020Q1, 公司归母净利变动情况	3
图 3 2019 年, 公司各业务营收占比情况	3
图 4 2019 年, 公司各业务毛利占比情况	3
图 5 2017-19 年, 生猪存栏走势图	4
图 6 2017-19 年, 能繁母猪存栏走势图	4
图 7 2015-2020 年, 生猪价格走势	4

表 1 可比公司盈利预测	5
--------------	---

1. 公司 2020Q1 归母净利润同比增长 49.05%

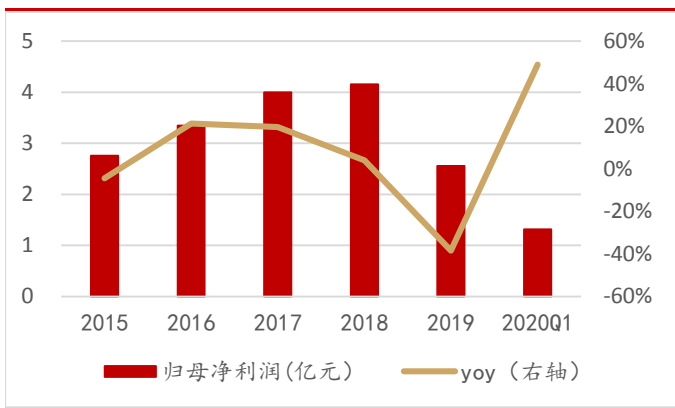
公司主要从事动物保健品、动物营养品的研发、生产、销售、服务，是高致病性禽流感、口蹄疫等重大动物疫病疫苗定点生产企业。2019 年受下游生猪存栏大幅下滑影响，公司业绩短期承压，实现营收 41.18 亿元，yoy-7.14%；实现归母净利 2.56 亿元，yoy-38.52%。随着生猪存栏的稳步恢复，2020Q1 公司业绩实现反转，实现营收 10.66 亿元，yoy+33.23%；实现归母净利 1.32 亿元，yoy+49.05%。

图 1 2015-2020Q1，公司营收变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

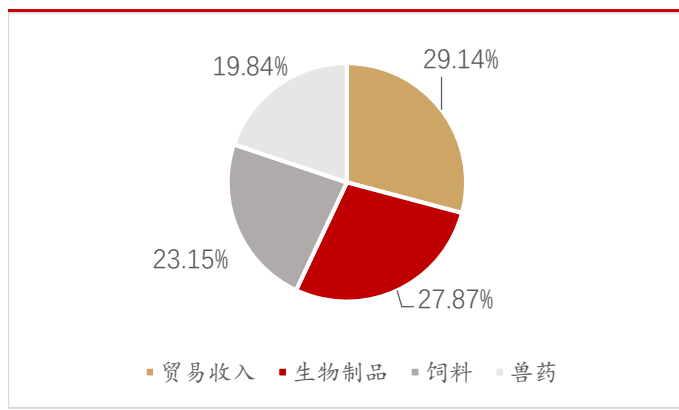
图 2 2015-2020Q1，公司归母净利润变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

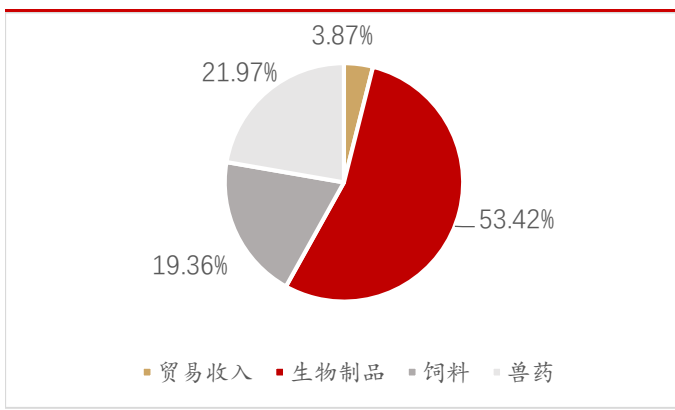
公司产品业务发展均衡，生物制品、贸易、饲料是公司主要的收入来源。2019 年，公司生物制品、贸易、饲料、兽药分别实现营收 11.40/11.91/9.46/8.11 亿元，占营收的比重分别为 27.87%/29.14%/23.15%/19.84%，整体来看，公司产品业务发展较为均衡。从毛利构成上看，生物制品和兽药是公司主要的毛利来源，分别占毛利的比重为 53.42%/21.97%，合计贡献毛利的 75.39%。

图 3 2019 年，公司各业务营收占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2019 年，公司各业务毛利占比情况

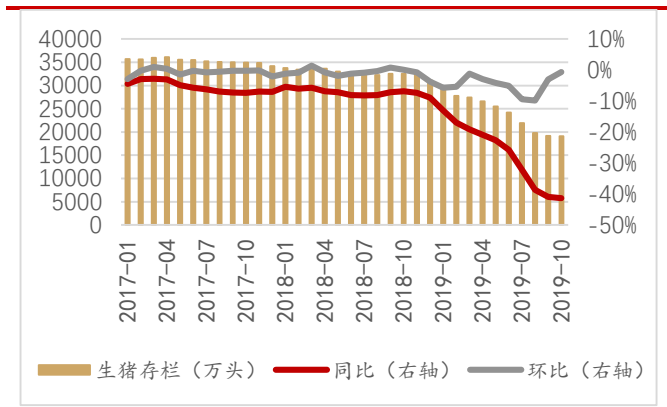


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 生猪存栏稳步恢复，公司业绩拐点已现

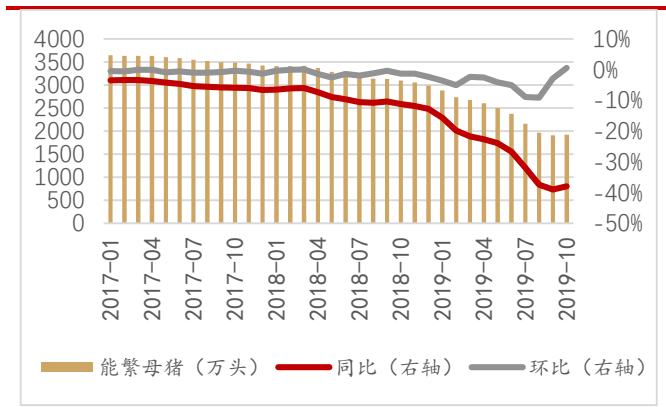
受非洲猪瘟疫情影响，生猪存栏屡创历史新低。自 2018 年 8 月 3 日辽宁沈阳发生第一起非洲猪瘟疫情以来，非瘟病毒以极快的速度从北向南蔓延，迅速席卷全国。受此影响，我国生猪养殖产业受到重创，全国生猪产能去化幅度达到 40% 以上。根据农业农村部数据，截至 2019 年 10 月，生猪存栏同比下滑 41.40%、环比下滑 0.60%；能繁母猪存栏同比下滑 37.80%、环比首次转正，微增 0.60%，生猪产能去化幅度远超历史记录。

图 5 2017-19 年，生猪存栏走势图



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

图 6 2017-19 年，能繁母猪存栏走势图



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

生猪供需矛盾支撑猪价维持高位，高盈利刺激下生猪存栏稳步回升。在猪肉需求相对刚性而供给大幅下滑的背景下，猪肉价格屡创历史新高，根据猪易通数据，截至 2020 年 5 月 25 日，全国生猪均价 29.25 元/公斤，按照完全成本 17 元/公斤、出栏体重 120kg 测算，头均盈利高达 1470 元/头。高盈利刺激下，行业产能稳步回升，根据农业农村部数据，全国能繁母猪存栏于 2019 年 10 月首次环比转正，2019 年 11 月-2020 年 3 月，能繁母猪存栏缓慢恢复，环比分别增长 4.00%、2.20%、1.20%、1.70%、2.80%。

图 7 2015-2020 年，生猪价格走势



资料来源：猪易通，华西证券研究所

我们认为，生猪存栏拐点已经出现，后续生猪存栏将维持稳步回升态势。与此同时，在市场上暂无有效疫苗的背景下，养殖门槛进一步抬升，散养户加速被淘汰，而

规模养殖集团凭借其在生物安全防控水平、资金实力以及种猪资源等方面的优势成为生猪产能恢复的主力军，产能扩张节奏提速，市场占有率加速提升。双重因素推动下，公司经营业绩有望逐季向好。

3. 投资建议

生猪存栏稳步回升&下游生猪养殖集中度提升有望带动公司经营业绩逐季向好，我们预计，2020-2022 年，公司营业收入分别为 47.94/55.62/64.73 亿元，归母净利润分别为 4.12/5.15/6.00 亿元，对应 EPS 分别为 0.49/0.61/0.71 元，当前股价对应的 PE 为 29.31/23.47/20.15X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 1 可比公司盈利预测

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS(元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300119.SZ	瑞普生物	17.63	0.48	0.64	0.78	0.93	36.73	27.55	22.60	18.96
600201.SH	生物股份	24.53	0.20	0.42	0.62	0.79	122.65	58.40	39.56	31.05
603566.SH	普莱柯	24.53	0.34	0.54	0.73	0.97	72.15	45.43	33.60	25.29
平均							77.18	43.79	31.92	25.10

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2020 年 5 月 26 日收盘价

4. 风险提示

生猪产能恢复进程不及预期。养殖后周期板块和下游生猪存栏紧密联系，如果生猪养殖行业受到非洲猪瘟疫情的持续侵扰，生猪产能恢复进程不及预期，可能会影响公司的利润释放速度。

产品销售不及预期。产品是动物疫苗板块盈利能力的重要影响因素，如果公司产品推广受到市场等因素的扰动导致销量不及预期，可能会影响公司的盈利能力。

政策扰动。公司相关产品销售与行业政策息息相关，政策扰动可能会对公司产品的销售产生影响，从而影响公司的业绩表现。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,118	4,794	5,562	6,473	净利润	291	451	568	667
YoY (%)	-7.1%	16.4%	16.0%	16.4%	折旧和摊销	176	158	178	197
营业成本	2,988	3,438	3,926	4,559	营运资金变动	-325	111	-121	-116
营业税金及附加	26	34	37	45	经营活动现金流	27	499	377	461
销售费用	431	515	593	690	资本开支	-424	-249	-315	-118
管理费用	303	327	383	450	投资	-16	-6	-9	-12
财务费用	6	-3	-12	-17	投资活动现金流	1,185	-38	-91	139
资产减值损失	-17	4	6	6	股权募资	2	0	0	0
投资收益	139	216	233	270	债务募资	129	-50	0	0
营业利润	329	534	673	789	筹资活动现金流	-1,385	-56	0	0
营业外收支	15	0	0	0	现金净流量	-171	405	286	600
利润总额	344	534	673	789	主要财务指标				
所得税	53	83	104	122	成长能力 (%)				
净利润	291	451	568	667	营业收入增长率	-7.1%	16.4%	16.0%	16.4%
归属于母公司净利润	256	412	515	600	净利润增长率	-38.5%	61.3%	24.9%	16.5%
YoY (%)	-38.5%	61.3%	24.9%	16.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.30	0.49	0.61	0.71	毛利率	27.4%	28.3%	29.4%	29.6%
资产负债表 (百万元)					净利率	7.1%	9.4%	10.2%	10.3%
货币资金	674	1,079	1,364	1,964	总资产收益率 ROA	4.5%	6.4%	6.9%	7.0%
预付款项	89	131	140	162	净资产收益率 ROE	6.2%	8.7%	9.4%	9.4%
存货	843	895	1,041	1,215	偿债能力 (%)				
其他流动资产	664	649	761	881	流动比率	2.36	2.50	2.65	2.92
流动资产合计	2,270	2,754	3,307	4,222	速动比率	1.39	1.57	1.71	1.97
长期股权投资	736	741	749	759	现金比率	0.70	0.98	1.09	1.36
固定资产	1,282	1,513	1,691	1,718	资产负债率	18.5%	18.4%	18.0%	17.8%
无形资产	625	525	325	125	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3,420	3,715	4,129	4,400	总资产周转率	0.72	0.74	0.75	0.75
资产合计	5,690	6,469	7,435	8,622	每股指标 (元)				
短期借款	50	0	0	0	每股收益	0.30	0.49	0.61	0.71
应付账款及票据	217	273	306	353	每股净资产	4.89	5.61	6.52	7.61
其他流动负债	693	828	941	1,093	每股经营现金流	0.03	0.59	0.45	0.55
流动负债合计	960	1,101	1,247	1,447	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	40	40	40	40	估值分析				
其他长期负债	51	51	51	51	PE	47.28	29.31	23.47	20.15
非流动负债合计	91	91	91	91	PB	2.36	2.56	2.20	1.88
负债合计	1,051	1,192	1,338	1,538					
股本	842	842	842	842					
少数股东权益	517	555	609	676					
股东权益合计	4,639	5,277	6,098	7,085					
负债和股东权益合计	5,690	6,469	7,435	8,622					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。