

Q2 业绩改善显著，疫苗机会值得关注

中牧股份 (600195.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1、事件

公司发布 2019 年半年度报告。

2、我们的分析与判断

1) Q2 业绩改善显著，基本符合市场预期

2019H1，公司实现营业收入 18.352 亿元，同比-3.212%，其中生物制品、贸易收入、饲料、兽药分别贡献收入 5.29 亿元、5.06 亿元、4.28 亿元、3.64 亿元，同比-0.87%、+18.96%、-12.49%、-15.36%。公司归母净利润为 1.62 亿元，同比-15.65%；扣非后归母净利润为 1.61 亿元，同比-15.94%。公司综合毛利率为 28.37%，同比-0.78pct；期间费用占比为 22.52%，同比+1.33pct，主要是公司是管理与研发费用增加所致。

2019Q2，公司实现营收 10.35 亿元，同比+8.22%；归母净利润 0.74 亿元，同比+9.52%；扣非后归母净利润为 0.74 亿元，同比+10.14%。

2) 受下游产能影响，猪苗业绩承压

受非洲猪瘟影响，生猪产能下滑严重，疫苗行业普遍受影响。公司市场化疫苗市场坚持“一户一策”，且大规模养殖场占比较大，其产能相对稳定，因此公司猪用市场化疫苗收入基本稳定。猪用招采苗部分受疫情影响较为显著，销量略有下滑。目前，公司已取得猪口蹄疫 OA 二价苗的新兽药证书，预计 19Q3 末可上市销售，赶上秋防贡献部分业绩。

3) 肉禽量利双升，禽苗表现亮眼

受益于下游肉禽养殖业景气度上升，公司积极拓展禽用疫苗销售，叠加政府采购禽流感疫苗因毒株更换推动产品价格提升，公司禽流感疫苗实现量利双升。19H1 子公司乾元浩净利润达 1438.09 万元，同比+55.48%。我们认为肉禽景气度将持续，且随着公司禽流感销量的提升、工艺的逐步稳定，成本端有一定下降空间，毛利率水平或将提升，看好禽苗业绩表现。

3.投资建议

公司业务涵盖较广，禽苗持续受益下游景气度提升，未来业绩快增长可期；猪苗受益于大客户战略，市场苗部分受非瘟影响可控；饲料主打禽料，下半年亦将受益于肉禽养殖扩张；化药受政策影响现下滑，未来随着国际化市场的开拓，或将呈现新突破。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别 0.52/0.58/0.70 元，对应 PE 为 21/19/16 倍，给予“推荐”评级。

4. 风险提示

分析师

谢芝优

☎: 010-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519020001

市场数据

市场数据	时间 2019.8.21
A 股收盘价(元)	15.45
A 股一年内最高价(元)	17.56
A 股一年内最低价(元)	9.9
市净率	3.28
总股本(亿股)	8.42
实际流通 A 股(亿股)	8.42
限售的流通 A 股(亿股)	0
流通 A 股市值(亿元)	130.15

动物疫情的风险、新产品上市或低于预期的风险、动物疫苗安全的风险、市场竞争的风险等。

主要财务指标

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4434.24	4415.93	5016.16	5862.62
增长率%	8.96%	-0.41%	13.59%	16.87%
净利润(百万元)	415.63	438.46	490.46	586.44
增长率%	3.94%	5.49%	11.86%	19.57%
每股收益 EPS(元)	0.49	0.52	0.58	0.70
净资产收益率 ROE	10.03%	9.73%	9.99%	10.85%
PE	31	21	19	16

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

谢芝优，农林牧渔行业分析师。本人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，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn