

天邦食品 (002124)

证券研究报告

2022年10月21日

三季度盈利改善明显，养殖业务扭亏为盈

事件:

2022年前三季度，公司实现营业收入 68.34 亿元，yoy-18.91%，实现归母净利润 10 亿元，yoy+137.09%。其中，单三季度实现营业收入 29.08 亿元，yoy+3.08%，实现归母净利润 4.17 亿元，yoy+120.38%。

截止 2022Q3 末，公司固定资产 73.90 亿元，较二季度末增长 21.16%；在建工程 12.97 亿元，较二季度末减少 42.04%；生产性生物资产 11.56 亿元，较二季度末增加 23.03%。

我们的分析和判断:

1、生猪出栏稳健增长，成本下降趋势显著。

1) 2022Q1-Q3: 出栏 309 万头，yoy+10% (其中仔猪约 17 万头，肥猪销售约 292 万头)。销售均价上，生猪销售均价 16.57 元/kg (肥猪销售均价 16.64 元/kg)，yoy-18.28%。盈利方面，由于 2022Q1 和 2022Q2 销售均价仍然较低，因此估计公司前三季度生猪仍有经营性亏损。

2) 2022Q3: 出栏 101 万头，yoy+6% (其中仔猪约 14 万头，肥猪销售 87 万头)。销售均价上，生猪销售均价 22.88 元/kg，环比+50%。销售体重上，仔猪销售占比提升降低生猪 (包含种猪和仔猪) 出栏均重，估计三季度生猪出栏均重约为 108kg，环比-14%。猪价超预期上涨带动养殖业绩扭亏为盈，估计公司单三季度头均盈利超 450 元/头 (估计 2022 年单二季度生猪头均亏损 300+元)，公司单三季度生猪业务经营盈利约 5 亿元左右 (估计 2022 年单二季度生猪经营亏损约 3~5 亿元)。

2、聚焦生猪产业链，未来增长可期。

1) 产能方面，公司育肥产能储备充足，自建+租赁+合作农户可实现育肥产能年出栏 800-1000 万头；剔除史记后公司能繁母猪存栏量仍稳步增长，截止 9 月底，公司能繁存栏约 30 万头 (2022H1 末，能繁母猪存栏量约 26 万头)，公司预计到 22 年年底能繁母猪将扩张到 40 万头，进一步支撑后续生猪出栏增长，我们预计其有望支撑公司 23 年 800 万头的生猪出栏目标。

2) 成本改善，公司通过提高产量，降低摊销费用，公司单公斤摊销费用从约 2.5 元左右降至约 1.9 元左右，改善较为明显；此外通过提升养殖效率、降低死淘率以及猪场舒适度改造等多种方式改善成本，三季度断奶仔猪成本已降至约 360 元/头 (2022Q2 约 450 元/头)，伴随着断奶仔猪成本的下降，我们预计公司后续成本有望获得进一步改善。

3) 资金方面，公司资产负债率略有下降，截止 2022Q3 末资产负债率降至 76.45% (2022Q2 末资产负债率 78.68%)。后续资金上，一方面随着行业猪价回升、成本下降，公司资金压力也有望进一步获得缓解；另一方面，公司定向增发持续推进当中，若定增落地，公司有望获得 8 亿的资金补充流动性，为公司后续出栏量增长提供一定的资金支持。

3、投资建议:

维持“买入”评级。公司当前市值对应 2023 年出栏量，头均市值不到 2000 元/头，处于重置成本线附近，且头均市值处于历史底部区间，向上空间可观。预计 2022-2024 年实现营业收入 127.20/218.88/249.97 亿元，同比 +21.07%/+72.07%/+14.20%；实现归母净利润 19.47/34.01/32.66 亿元，同比 +143.64%/+74.69%/-3.99%。参考公司头均市值的历史数据，以及结合未来景气周期猪价及成本带来的盈利空间，我们认为头均市值向上空间可观。

风险提示: 疫情风险；猪价不达预期；政策变动风险；出栏量不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,764.15	10,506.63	12,720.44	21,887.73	24,996.68
增长率(%)	79.20	(2.39)	21.07	72.07	14.20
EBITDA(百万元)	4,298.44	(302.75)	2,535.44	5,320.30	5,186.99
归属母公司净利润(百万元)	3,244.99	(4,461.80)	1,947.18	3,401.43	3,265.87
增长率(%)	3,131.98	(237.50)	143.64	74.69	(3.99)
EPS(元/股)	1.76	(2.43)	1.06	1.85	1.78
市盈率(P/E)	4.34	(3.16)	7.24	4.14	4.31
市净率(P/B)	1.60	4.08	2.61	1.60	1.23
市销率(P/S)	1.31	1.34	1.11	0.64	0.56
EV/EBITDA	3.83	(33.28)	6.28	1.08	1.50

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/养殖业
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	7.14 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,839.19
流通 A 股股本(百万股)	1,537.46
A 股总市值(百万元)	13,131.84
流通 A 股市值(百万元)	10,977.43
每股净资产(元)	2.41
资产负债率(%)	76.45
一年内最高/最低(元)	9.64/5.89

作者

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

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070002
chenx@tfzq.com

陈炼 联系人
chenlian@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《天邦食品-公司点评:养殖景气度持续提升，预计三季度扭亏为盈》 2022-10-10
- 《天邦食品-半年报点评:养猪业务高速增长，持续深耕生猪产业链》 2022-09-08
- 《天邦股份-公司专题研究:聚焦生猪养殖，持续高速增长可期!》 2022-04-19

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,126.07	1,870.81	2,265.00	8,034.67	6,012.18
应收票据及应收账款	171.23	51.78	216.77	254.02	273.71
预付账款	111.64	21.23	170.29	131.80	227.10
存货	2,555.12	1,774.32	3,221.29	4,354.01	4,654.20
其他	807.34	279.88	319.27	502.93	333.80
流动资产合计	5,771.40	3,998.02	6,192.61	13,277.42	11,501.00
长期股权投资	150.87	198.65	198.65	198.65	198.65
固定资产	5,459.85	5,977.80	6,772.05	6,889.75	6,560.24
在建工程	935.44	2,834.22	1,833.82	1,340.29	1,044.17
无形资产	113.97	49.27	44.51	39.74	34.98
其他	3,070.43	5,433.24	5,417.43	5,401.62	5,385.80
非流动资产合计	9,730.56	14,493.17	14,266.45	13,870.05	13,223.85
资产总计	15,501.96	18,491.19	20,459.06	27,147.47	24,724.85
短期借款	1,342.80	2,582.34	6,531.81	3,200.00	3,200.00
应付票据及应付账款	1,028.77	2,033.04	1,060.28	2,631.34	2,130.59
其他	2,384.76	5,249.37	1,619.63	7,740.05	3,198.48
流动负债合计	4,756.33	9,864.75	9,211.72	13,571.39	8,529.08
长期借款	793.66	1,366.57	2,080.37	1,000.00	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	849.99	3,512.20	3,512.20	3,512.20	3,512.20
非流动负债合计	1,643.65	4,878.76	5,592.56	4,512.20	4,512.20
负债合计	6,703.98	14,780.49	14,804.28	18,083.59	13,041.27
少数股东权益	16.77	257.66	261.56	268.38	273.61
股本	1,313.71	1,839.19	1,839.19	1,839.19	1,839.19
资本公积	3,889.48	3,381.36	3,381.36	3,381.36	3,381.36
留存收益	3,593.12	(1,763.83)	183.35	3,584.78	6,197.48
其他	(15.09)	(3.68)	(10.68)	(9.82)	(8.06)
股东权益合计	8,797.98	3,710.70	5,654.78	9,063.88	11,683.58
负债和股东权益总计	15,501.96	18,491.19	20,459.06	27,147.47	24,724.85

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3,245.77	(4,472.91)	1,947.18	3,401.43	3,265.87
折旧摊销	757.12	1,090.72	1,210.91	1,280.58	1,330.39
财务费用	153.94	363.15	407.05	437.75	374.95
投资损失	38.14	(730.68)	(1,420.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(1,873.87)	2,394.49	(5,743.86)	6,392.15	(5,222.57)
其它	2,131.98	799.50	3.90	6.82	6.54
经营活动现金流	4,453.08	(555.71)	(3,594.82)	11,518.74	(244.81)
资本支出	3,075.65	1,099.27	1,000.00	900.00	700.00
长期投资	(13.32)	47.77	0.00	0.00	0.00
其他	(8,801.18)	(1,718.36)	(580.00)	(1,800.00)	(1,400.00)
投资活动现金流	(5,738.85)	(571.31)	420.00	(900.00)	(700.00)
债权融资	39.64	2,185.71	3,576.01	(4,849.93)	(424.95)
股权融资	1,866.12	28.77	(7.00)	0.86	(652.73)
其他	565.07	(1,358.51)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	2,470.84	855.97	3,569.01	(4,849.07)	(1,077.68)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,185.07	(271.04)	394.19	5,769.67	(2,022.49)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	10,764.15	10,506.63	12,720.44	21,887.73	24,996.68
营业成本	6,219.34	12,371.99	11,135.95	16,208.63	19,517.80
营业税金及附加	16.52	20.37	24.17	41.59	47.49
销售费用	110.16	100.42	101.76	175.10	199.97
管理费用	768.13	1,262.78	890.43	1,313.26	1,249.83
研发费用	108.31	86.68	63.60	109.44	124.98
财务费用	147.73	351.87	407.05	437.75	374.95
资产/信用减值损失	(35.65)	(1,194.28)	572.63	(34.46)	(35.56)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(38.14)	730.68	1,420.00	0.00	0.00
其他	119.58	874.59	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,348.15	(4,098.48)	2,090.11	3,567.51	3,446.09
营业外收入	30.81	58.77	27.32	33.25	37.54
营业外支出	127.04	358.92	166.35	192.52	211.20
利润总额	3,251.93	(4,398.63)	1,951.08	3,408.24	3,272.42
所得税	6.16	74.27	0.00	0.00	0.00
净利润	3,245.77	(4,472.91)	1,951.08	3,408.24	3,272.42
少数股东损益	0.79	(11.11)	3.90	6.82	6.54
归属于母公司净利润	3,244.99	(4,461.80)	1,947.18	3,401.43	3,265.87
每股收益(元)	1.76	(2.43)	1.06	1.85	1.78

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	79.20%	-2.39%	21.07%	72.07%	14.20%
营业利润	1367.30%	-222.41%	-151.00%	70.68%	-3.40%
归属于母公司净利润	3131.98%	-237.50%	143.64%	74.69%	-3.99%
获利能力					
毛利率	42.22%	-17.75%	12.46%	25.95%	21.92%
净利率	30.15%	-42.47%	15.31%	15.54%	13.07%
ROE	36.95%	-129.21%	36.10%	38.67%	28.62%
ROIC	118.03%	-63.00%	148.15%	55.36%	800.44%
偿债能力					
资产负债率	43.25%	79.93%	72.36%	66.61%	52.75%
净负债率	3.02%	82.42%	117.55%	-39.00%	-13.37%
流动比率	1.14	0.40	0.67	0.98	1.35
速动比率	0.64	0.22	0.32	0.66	0.80
营运能力					
应收账款周转率	97.08	94.22	94.73	92.98	94.73
存货周转率	5.97	4.85	5.09	5.78	5.55
总资产周转率	0.93	0.62	0.65	0.92	0.96
每股指标(元)					
每股收益	1.76	-2.43	1.06	1.85	1.78
每股经营现金流	2.42	-0.30	-1.95	6.26	-0.13
每股净资产	4.77	1.88	2.93	4.78	6.20
估值比率					
市盈率	4.34	-3.16	7.24	4.14	4.31
市净率	1.60	4.08	2.61	1.60	1.23
EV/EBITDA	3.83	-33.28	6.28	1.08	1.50
EV/EBIT	4.55	-7.36	12.03	1.43	2.01

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