

天邦食品 (002124.SZ)

买入

2022 中报点评：上半年净利 5.8 亿元，猪价上行利好后续业绩表现

核心观点

核心业务依旧承压，看好后续边际改善。公司 2022H1 营收为 39.26 亿元，同比-29.97%，归母净利润为 5.83 亿元，同比+189.65%，大幅转正主要系转让子公司股权产生投资收益 14.20 亿元。分业务来看，公司生猪养殖业务 2022H1 商品猪出栏量为 207.90 万头，销售收入 34.93 亿元，销售均价 13.83 元/公斤，分别同比+12.30%、-22.89%、-44.92%，Q2 猪价虽有所回暖，但受粮价上涨以及部分未达产猪场分摊费用较高影响，公司生猪养殖板块上半年整体依旧承压，2022H1 共计亏损 6.46 亿元，后续随猪价景气上行依旧项目逐渐满产，业务盈利有望环比回暖。公司食品加工业务规模扩张迅速，2021H1 生猪屠宰量同比增加 141.48%至 83.72 万头，但由于部分新厂尚处试产阶段，产能不饱和导致折旧分摊费用等较高，上半年亏损共计 3871.8 万元，后续随产品优化及渠道拓展，产能利用率提升有望推动盈利边际改善。

养殖产能稳步上量，出栏有望持续增长。公司在年报中提出力争 2022 年全年生猪出栏超过 500 万头，截至 2022 年 6 月底，公司已建成的育肥场可存栏规模已达 256.4 万头（自建+租赁），生产性生物资产存栏（包括能繁和母猪场后备猪）已达 35.66 万头，消耗性生物资产存栏数量为 205.34 万头，依靠现有产能及存栏，公司生猪出栏量有望继续保持增长。另外，为了进一步聚焦于生猪养殖和屠宰加工环节，公司 2022 年 6 月出售了主要从事种猪业务的子公司史记生物（南京）有限公司 51% 的股权。

品牌猪肉业务顺利推进，盈利能力有望持续增强。产能方面，公司首个自建的年产能规模 500 万头的生猪屠宰加工厂于 2022 年上半年在安徽临泉于投产，公司生猪屠宰产能步入新阶，进而推动公司上半年生鲜销量同比增长 109.09%，总销售额同比增长 30%。产品方面，公司下属拾分味道食品集团推出“飘香肉”品牌，重点开发分割品、精分割品、加工调理品等产品，品牌溢价有望提升。渠道方面，公司计划通过“自营店+加盟店”模式打造飘香肉品牌形象店，同时聚焦餐饮、央厨、商超、电商等渠道客户，大力拓展飘香肉销售网络。参照行业经验，深加工业务盈利能力通常更高且更为稳定，随着公司不断向产业链下游业务延伸，其整体盈利能力有望持续提升。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：维持“买入”评级。公司为养猪专业化老牌企业，产能稳步上量，主业进一步聚焦，看好公司发展。考虑到上半年确认投资收益且近期猪价持续上行，我们将公司 22-24 年归母净利润预测调整为 7.77/22.87/19.93 亿元（原为-22.07/12.54/30.94 亿元），对应当前股价 PE 为 15.5/5.3/6.0X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,764	10,507	14,850	18,992	21,526
(+/-%)	79.2%	-2.4%	41.3%	27.9%	13.3%
净利润(百万元)	3245	-4462	777	2287	1993
(+/-%)	3132.0%	-237.5%	117.4%	-194.3%	-12.9%
每股收益(元)	2.47	-2.43	0.42	1.24	1.08
EBIT Margin	32.9%	-31.7%	-5.3%	9.1%	10.6%
净资产收益率 (ROE)	37.0%	-129.2%	19.4%	40.0%	29.7%
市盈率 (PE)	2.6	-2.7	15.5	5.3	6.0
EV/EBITDA	3.6	-11.8	470.3	11.8	10.3
市净率 (PB)	0.98	3.48	3.00	2.10	1.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·养殖业

证券分析师：**鲁家瑞** 021-61761016
 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn
 S0980520110002

联系人：**李瑞楠**
 021-60893308
 lirui@guosen.com.cn

联系人：**江海航**

jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.58 元
总市值/流通市值	13940/11650 百万元
52 周最高价/最低价	9.64/5.38 元
近 3 个月日均成交额	642.10 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《天邦食品 (002124.SZ) - 养猪专业化老牌企业，食品业务持续发力》——2022-05-08

《天邦食品 (002124.SZ) - 2021 年报及 2022 一季报点评：养猪迈向专业化，周期底部稳步扩张》——2022-04-29

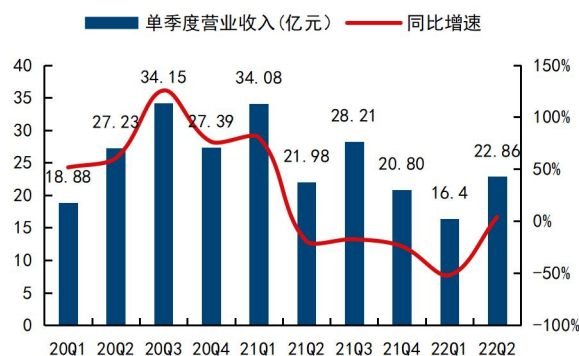
核心业务依旧承压，看好后续边际改善。根据公司发布的2022年半年度报告，公司2022H1实现营业收入39.26亿元，较上年同期减少29.97%，实现归属于母公司所有者的净利润5.83亿元，较上年同期增加189.65%，净利同比大增主要系转让子公司51%股权产生投资收益14.20亿元。公司上半年扣除非经常性损益后的净利润为亏损8.24亿元，较上年同期减少5.09%，主要来自于生猪养殖业务亏损，同时受猪价回暖影响，公司上半年消耗性生物资产减值转回共计9.85亿元。分业务来看：（1）**生猪养殖业务**：共实现收入24.43亿元，同比减少35.16%，于总收入中占比为62.23%，其中2022H1商品猪出栏量为207.90万头，销售收入34.93亿元，销售均价13.83元/公斤，分别同比变动12.30%、-22.89%、-44.92%。虽然公司商品猪销售均价已于Q2环比回暖，但受粮价上涨以及部分未达产猪场分摊费用较高影响，公司生猪养殖板块上半年整体依旧承压，2022H1共计亏损6.46亿元。考虑到近期猪价景气上行，多数头部企业已开始盈利，随现有产能逐渐满产，我们认为公司下半年业绩表现有望迎来边际回暖。（2）**食品加工业务**：共实现收入12.96亿元，同比增加29.99%，于总收入中占比为33.01%，收入同比增长明显主要系公司2022H1生猪屠宰量同比扩张141.48%至83.72万头，生鲜销量同比增长109.09%。然而由于部分新厂尚处试产阶段，产能不饱和导致折旧分摊费用等较高，公司食品加工板块同比增亏819.8万元至3871.8万元，后续随产品结构优化以及下游渠道拓展，屠宰产能利用率有望提升，盈利或将边际改善。

图1：天邦食品营业收入及增速（单位：亿元、%）



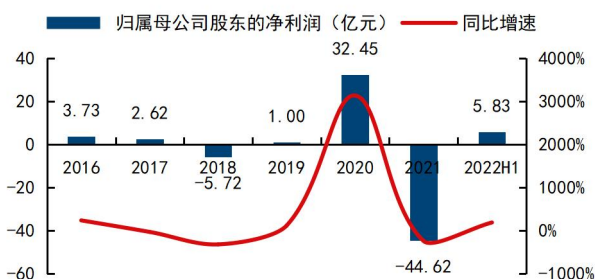
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天邦食品单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：天邦食品归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

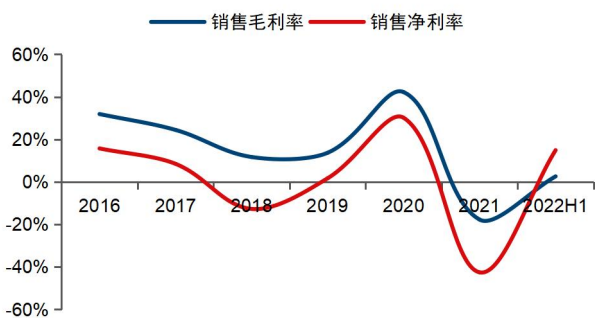
图4：天邦食品单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

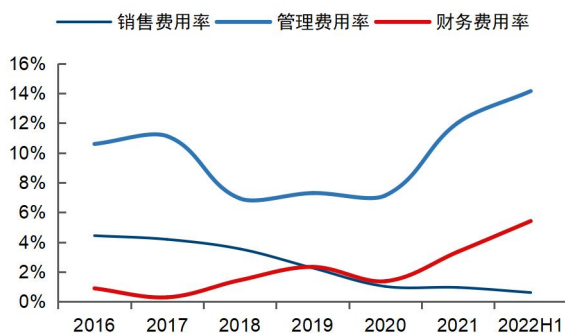
毛利率延续下滑，费用率上升明显。公司 2022H1 销售毛利率 2.58%，同比减少 2.67pct，销售净利率 14.90%，同比上升 26.47pct，净利大幅上升主要系上半年出售子公司确认投资收益较多。销售费用率 0.61%(-0.47pct)，管理费用率 14.14%(+4.78pct)，财务费用率 5.41%(+2.96pct)。三项费用率合计 20.16%，同比上升 7.27pct，一方面系项目投产导致管理费用中折旧项目同比增加 346.15%，另一方面系融资利息支出增加导致财务费用同比增加 54.40%。

图5: 天邦食品毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

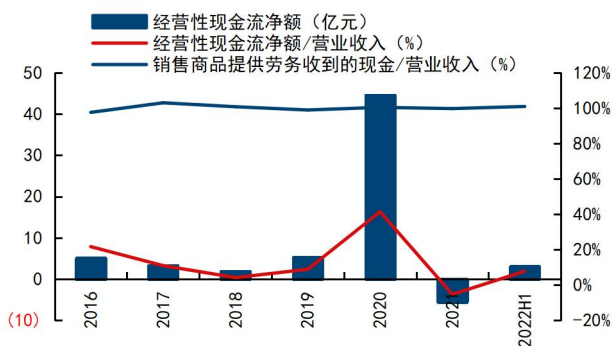
图6: 天邦食品三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

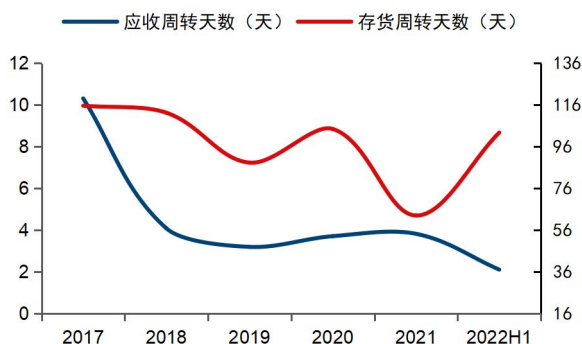
经营性现金流有所改善，应收账款周转明显加快。2021 年经营性现金流净额 3.06 亿元，相较上年同期增加 4.29 天，经营性现金流净额占营业收入比例为 7.79% (+9.98%)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.84% (+1.82%)，经营现金流随猪价回暖有所改善。在主要流动资产周转方面，2022H1 公司应收周转天数达 2.1 天(-57.37%)，存货周转天数达 102.7 天(-5.93%)，应收账款周转效率提升明显。

图7: 天邦食品经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 天邦食品主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。公司为养猪专业化老牌企业，产能稳步上量，主业进一步聚焦，看好公司发展。考虑到上半年确认投资收益且近期猪价持续上行，我们将公司 22-24 年归母净利预测调整为 7.77/22.87/19.93 亿元（原为 -22.07/12.54/30.94 亿元），对应当前股价 PE 为 15.5/5.3/6.0X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			投资评级
			亿元		21A	22E	23E	21A	22E	23E	
300498	温氏股份	24.98	1,635.25		-0.98	0.58	2.05	-25	43	12	买入
000876	新希望	15.65	705.05		-2.13	-0.36	0.97	-7	-43	16	买入
002714	牧原股份	58.80	3,101.76		1.31	1.63	8.65	45	36	7	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2126	1871	1622	4938	8762	营业收入	10764	10507	14850	18992	21526
应收款项	274	214	335	417	442	营业成本	6219	12372	13642	14862	16546
存货净额	2555	1774	3551	4131	3771	营业税金及附加	17	20	27	33	39
其他流动资产	817	139	569	807	675	销售费用	110	100	165	196	233
流动资产合计	5771	3998	6077	10292	13649	管理费用	768	1263	1671	2011	2220
固定资产	6395	8812	9263	10058	10401	研发费用	108	87	128	170	196
无形资产及其他	114	49	47	45	43	财务费用	148	352	213	230	211
投资性房地产	3070	5433	5433	5433	5433	投资收益	(38)	731	1420	2	5
长期股权投资	151	199	329	409	489	资产减值及公允价值变动	5	1149	330	810	20
资产总计	15502	18491	21149	26238	30015	其他收入	(120)	(2378)	(128)	(170)	(196)
短期借款及交易性金融负债	1598	3563	3060	2538	2851	营业利润	3348	(4098)	755	2301	2105
应付款项	1029	2033	1869	2360	2554	营业外净收支	(96)	(300)	40	3	(2)
其他流动负债	2434	4306	4831	5632	6053	利润总额	3252	(4399)	795	2304	2103
流动负债合计	5060	9902	9760	10529	11457	所得税费用	6	74	16	12	105
长期借款及应付债券	794	1367	3367	5867	7667	少数股东损益	1	(11)	2	6	5
其他长期负债	850	3512	3766	3866	3916	归属于母公司净利润	3245	(4462)	777	2287	1993
长期负债合计	1644	4879	7133	9733	11583	现金流量表（百万元）					
负债合计	6704	14780	16893	20262	23040	净利润	3245	(4462)	777	2287	1993
少数股东权益	17	258	259	263	266	资产减值准备	(6)	1190	537	201	67
股东权益	8781	3453	3997	5712	6709	折旧摊销	682	1066	844	1015	1112
负债和股东权益总计	15502	18491	21149	26238	30015	公允价值变动损失	(5)	(1149)	(330)	(810)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	148	352	213	230	211
每股收益	2.47	(2.43)	0.42	1.24	1.08	营运资本变动	(2185)	5884	(1175)	693	1199
每股红利	0.09	0.50	0.13	0.31	0.54	其它	6	(1203)	(536)	(197)	(64)
每股净资产	6.68	1.88	2.17	3.11	3.65	经营活动现金流	1738	1325	117	3190	4287
ROIC	46%	-34%	-7%	18%	23%	资本开支	0	(5814)	(1500)	(1200)	(1500)
ROE	37%	-129%	19%	40%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	42%	-18%	8%	22%	23%	投资活动现金流	13	(5862)	(1630)	(1280)	(1580)
EBIT Margin	33%	-32%	-5%	9%	11%	权益性融资	1	283	0	0	0
EBITDA Margin	39%	-22%	0%	14%	16%	负债净变化	786	573	0	0	0
收入增长	79%	-2%	41%	28%	13%	支付股利、利息	(115)	(923)	(233)	(572)	(996)
净利润增长率	3132%	-237%	117%	-194%	-13%	其它融资现金流	(1837)	4699	(502)	(523)	313
资产负债率	43%	81%	81%	78%	78%	融资活动现金流	(495)	4281	1265	1405	1117
息率	1.0%	7.7%	1.9%	4.8%	8.3%	现金净变动	1256	(255)	(249)	3316	3824
P/E	2.6	(2.7)	15.5	5.3	6.0	货币资金的期初余额	870	2126	1871	1622	4938
P/B	1.0	3.5	3.0	2.1	1.8	货币资金的期末余额	2126	1871	1622	4938	8762
EV/EBITDA	3.6	(11.8)	470.3	11.8	10.3	企业自由现金流	0	(2256)	(2598)	2220	2989
						权益自由现金流	0	3016	(3309)	1468	3101

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032