

天康生物 (002100)

买入 (维持)

生猪出栏稳步增长，动保获发展新活力

2023年05月09日

市场数据

市场数据日期	2023-05-08
收盘价(元)	8.65
总股本(百万股)	1354.59
流通股本(百万股)	1354.55
净资产(百万元)	8039.39
总资产(百万元)	20374.77
每股净资产(元)	5.93

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证农业】天康生物 2022 年中报点评: 养殖成本持续下降, 疫苗业务有望回暖》2022-08-26

《【兴证农业】天康生物年报及一季报点评: 养殖阶段性承压, 市场苗高速增长》2022-04-30

分析师:

纪宇泽

jiyuze@xyzq.com.cn

S0190522080004

曹心蕊

caoxinrui@xyzq.com.cn

S0190521050002

投资要点

- **事件:** 天康生物 2022 年营收 167.32 亿元 (同比+6.5%), 归母净利润 3.02 亿元 (同比+142.9%), 扣非净利润 3.14 亿元 (同比+146.7%)。其中单四季度, 公司营收 38.46 亿元 (同比+13.7%), 归母净利润 4358.98 万元 (同比+108.55%), 扣非净利润 5292.89 万元 (同比+110.9%)。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.2 元 (含税)。
- **2023 年一季度:** 公司营收 38.91 亿元 (同比+14.7%), 归母净利润-1428.23 万元 (同比+79.5%), 扣非净利润-1368.63 万元 (同比+80.5%)。
- **出栏量稳步增长, 养猪业务同比大幅减亏。** 2022Q2 猪价自底部反转进入上行趋势, 22Q1-Q4 国内生猪均价约 13.1、15.2、22.6、23.3 元/kg, 同比-58%、-20%、+56%、+49%, 全年生猪均价 18.6 元/kg, 同比-7%。公司 2022 年食品养殖业务收入 48.7 亿元 (同比+39.25%), 生猪出栏 202.7 万头 (同比+26.4%)。估计其中肥猪出栏占比 84%, 销售均价约 17.3 元/kg, 完全成本估计 18.5~18.7 元/kg, 头均亏损估计 140 元左右。此外 Q4 公司计提存货跌价准备约 1.5 亿元, 估计全年养殖业务亏损约 7100 万元, 同比大幅减亏。
- **动保业务完成混改, 注入发展新活力。** 上半年受下游养殖利润低迷、原料价格上涨影响, 动保行业整体盈利缩减, 下半年行业景气度则随下游利润修复逐步回暖。2022 年公司制药业务收入 9.3 亿元 (同比-2.0%), 毛利率 64.1% (同比-3.1pct)。动物疫苗销量 13.1 亿 ml (同比-0.3%), 其中口蹄疫/小反当兽疫/猪蓝耳/猪瘟 E2/布病/其他疫苗销量为 7.4 亿/2.5 亿/1052 万/2037 万/1.35 亿/1.5 亿 ml, 分别同比-2.3%/-7.25%/+14.95%/-23.4%/-6.6%/+44.8%, 全年制药业务利润贡献估计约 2 亿元。此外, 2022 年公司动保板块完成了混合所有制改革, 引入新战投并实施了员工持股, 为业务更加聚焦、组织更富有活力注入了新动力。
- **饲料业务保持平稳发展。** 受上半年畜禽价格下跌、全年原料价格高位影响, 2022 年饲料行业经营压力较大。全年公司饲料销量 232.2 万吨 (同比+0.4%), 其中猪料 128.1 万吨 (同比+0.2%), 禽料 44.3 万吨 (同比-3.2%), 水产料 6.3 万吨 (同比+19.7%), 反当料 46.7 万吨 (同比+2.9%)。饲料业务收入 55.3 亿元 (同比+7.7%), 毛利率 9.8% (同比-3.5pct), 估计饲料业务盈利约 1.3 亿元。

- **一季度猪价高位下跌，养猪业务阶段性承压。**2022Q4起猪价自25元/kg以上的高位快速下跌。公司23Q1生猪出栏56.9万头(同比+51%)，估计肥猪出栏占比约94%，销售均价约14.4元/kg(同比+24%)，完全成本估计17.7元/kg左右(同比-6%)，Q1养殖业务估计亏损0.8~0.9亿元(预计其中资产减值冲回约1.2亿元)，同比亦减亏。此外饲料、制药业务利润贡献估计约1700、5200万元。
- **产能持续扩张，出栏量有望保持稳增。**2023Q1末公司固定资产51.5亿元(同比+21.3%)，在建工程5.5亿元(同比-43.1%)，生产性生物资产3.8亿元(同比-7.1%)。预计Q1末能繁母猪存栏约14万头(估计同比+15%)。根据公司经营目标，2023年公司生猪出栏有望达280-300万头。
- **行业产能再次开始去化，下半年旺季猪价或景气上行。**受前期压栏大猪逐步出栏叠加需求不及影响，22Q4猪价旺季不旺、高位下跌，23年初至今猪价持续低于行业成本线，促使行业产能再次去化。据农业农村部数据，23年1月全国能繁母猪存栏环比转负，至Q1末已累计去化1.4个百分点左右。当前生猪出栏及宰后均重仍较高，加上2-3月仍有少量二次育肥进场，或继续压制5-6月猪价，后续行业产能或继续下降。下半年随着消费进入旺季，叠加冬季疫病对供给影响显现，猪价有望自底部反弹。
- **投资建议：**公司具备养殖全产业链布局，生猪出栏量稳步增长，疫苗业务产品和技术储备丰富，我们看好公司长期成长能力。我们调整盈利预测，预计2023-2025年公司EPS分别为0.44、1.04、1.21元，基于2023年5月8日收盘价，对应PE为19.6、8.3、7.1倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**动物疫病、猪价波动、原料价格大幅上涨、产能投放不及预期、政策变化。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16732	18372	22237	25245
同比增长	31.4%	9.8%	21.0%	13.5%
归母净利润(百万元)	302	598	1412	1645
同比增长	142.9%	98.3%	136.1%	16.5%
毛利率	10.5%	12.1%	14.6%	14.3%
ROE	3.8%	7.2%	15.1%	15.4%
每股收益(元)	0.22	0.44	1.04	1.21
市盈率	38.9	19.6	8.3	7.1

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	12412	13266	14650	16860
货币资金	3320	3983	4453	5515
交易性金融资产	650	325	488	406
应收票据及应收账款	407	418	509	578
预付款项	1151	1241	760	865
存货	6039	6444	7506	8512
其他	845	856	934	983
非流动资产	6949	7653	7819	7744
长期股权投资	105	21	23	25
固定资产	5005	5689	5939	5919
在建工程	554	377	288	244
无形资产	267	253	238	223
商誉	22	343	343	343
长期待摊费用	23	-23	-65	-106
其他	972	993	1053	1097
资产总计	19361	20919	22469	24604
流动负债	6174	6824	6850	7152
短期借款	3214	3610	3412	3511
应付票据及应付账款	627	676	795	905
其他	2333	2538	2643	2736
非流动负债	3522	4198	4825	5629
长期借款	3133	3766	4357	5123
其他	389	432	468	506
负债合计	9696	11022	11675	12781
股本	1354	1355	1355	1355
资本公积	3842	3842	3842	3842
未分配利润	2305	2509	3322	4165
少数股东权益	1715	1648	1430	1112
股东权益合计	9665	9897	10793	11823
负债及权益合计	19361	20919	22469	24604

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	302	598	1412	1645
折旧和摊销	726	737	880	1007
资产减值准备	152	96	90	61
资产处置损失	29	33	31	32
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	243	254	274	287
投资损失	-17	-26	-25	-23
少数股东损益	-87	-67	-218	-318
营运资金的变动	-1042	-427	-565	-1012
经营活动产生现金流量	328	1301	1868	1638
投资活动产生现金流量	-2072	-1118	-1216	-856
融资活动产生现金流量	1634	481	-183	281
现金净变动	-111	663	470	1063
现金的期初余额	3312	3320	3983	4453
现金的期末余额	3201	3983	4453	5515

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16732	18372	22237	25245
营业成本	14975	16140	18993	21625
税金及附加	39	43	52	59
销售费用	475	505	611	694
管理费用	477	495	599	680
研发费用	181	190	200	210
财务费用	208	254	274	287
其他收益	64	49	49	54
投资收益	17	26	25	23
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-46	-35	-40	-38
资产减值损失	-107	-123	-154	-192
资产处置收益	-29	-33	-31	-32
营业利润	277	628	1356	1505
营业外收入	2	3	3	2
营业外支出	42	46	44	45
利润总额	236	584	1315	1462
所得税	22	54	121	134
净利润	214	531	1194	1327
少数股东损益	-87	-67	-218	-318
归属母公司净利润	302	598	1412	1645
EPS(元)	0.22	0.44	1.04	1.21

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	31.4%	9.8%	21.0%	13.5%
营业利润增长率	144.8%	127.0%	116.0%	11.0%
归母净利润增长率	142.9%	98.3%	136.1%	16.5%
盈利能力				
毛利率	10.5%	12.1%	14.6%	14.3%
归母净利率	1.3%	2.9%	5.4%	5.3%
ROE	3.8%	7.2%	15.1%	15.4%
偿债能力				
资产负债率	50.1%	52.7%	52.0%	51.9%
流动比率	2.01	1.94	2.14	2.36
速动比率	1.03	1.00	1.04	1.17
营运能力				
资产周转率	91.7%	91.2%	102.5%	107.3%
应收账款周转率	4515.9%	4417.6%	4622.2%	4487.8%
存货周转率	256.5%	257.2%	268.1%	264.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.22	0.44	1.04	1.21
每股经营现金	0.24	0.96	1.38	1.21
每股净资产	5.87	6.09	6.91	7.91
估值比率(倍)				
PE	38.9	19.6	8.3	7.1
PB	1.5	1.4	1.3	1.1

分析师声明

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登记为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn