

天康生物 (002100)

证券研究报告

2022年12月10日

出栏节奏已恢复正常，估值位于历史底部区间！

事件：

11月生猪销售17.78万头，同比+45.02%、环比+22.71%；销售收入3.82亿元，同比+66.81%、环比+3.24%；扣除仔猪、种猪后销售均价22.67元/公斤，均重125.4公斤。

1-11月累计销售生猪182.84万头（预计已完成全年出栏目标约83%），yoy+25.57%；销售收入累计33.2亿元，yoy+19.38%。

我们的分析和判断：

1、生猪板块：出栏节奏已恢复正常，长期依然看好公司成长性。

1) 11月公司销售生猪17.78万头，环比+22.71%。生猪出栏量环比增长或反映出公司出栏节奏已恢复正常。整体来说，猪价高位震荡，养猪盈利显著，公司业绩持续改善可预期性强。

2) 产能不断释放，成长弹性大。栏舍方面，公司随着甘肃、河南等地区产能陆续建设投产，预计到23年年底新疆、河南、甘肃等地区产能可达到350万头，此外随着川渝地区布局的推进，产能有望进一步获得提升。我们预计公司在不考虑川渝地区产能的情况下就可满足22/23年220/350万头出栏需求，若川渝地区产能并购落地，23年出栏量有望提升至500万头，出栏弹性有望进一步提升。

3) 成本方面，受到短期扰动因素成本有所增加，但随着扰动因素影响逐步减弱，预计后续完全成本仍有较大的下降空间。

2、后周期板块盈利有望持续向好，资金储备充裕助力后期出栏扩张。

公司除养殖业务外，另外两大支柱产业动保和饲料均为后周期业务。在行业盈利持续数月保持较好盈利的背景下，后周期业务有望出现业绩拐点，增厚公司盈利空间。此外，资产负债率和现金及现金等价物储备均处在行业较为优秀水平，也为公司后续出栏量扩张奠定资金基础。

3、投资建议：

维持“买入”评级。若仅考虑三大主产区产能，我们预计公司2022/2023出栏220/350万头，最新市值对应2022/2023年出栏量头均市值仅1500-2000、1000-1500元/头，头均市值基本位于重置成本线附近！若考虑川渝项目进展，出栏增速更高，估值更低。整体来看，公司当前头均市值处于历史相对底部区间。预计2022-2024年营收为195.90/273.74/344.38亿元，同比+24.43%/39.73%/25.81%；归母净利润8.83/22.43/23.09亿元，同比+231.52%/153.92%/2.91%；对应EPS为0.65/1.66/1.70元/股。

风险提示： 畜禽疫病风险；原材料价格波动的风险；畜禽产品价格波动的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,986.81	15,744.34	19,590.34	27,374.12	34,438.08
增长率(%)	60.33	31.35	24.43	39.73	25.81
EBITDA(百万元)	2,563.03	1,237.52	1,701.60	3,623.46	3,856.63
归属母公司净利润(百万元)	1,720.41	(685.96)	883.48	2,243.35	2,308.56
增长率(%)	166.94	(139.87)	231.52	153.92	2.91
EPS(元/股)	1.27	(0.51)	0.65	1.66	1.70
市盈率(P/E)	6.87	(17.24)	13.38	5.27	5.12
市净率(P/B)	1.90	1.65	1.50	1.23	1.03
市销率(P/S)	0.99	0.75	0.60	0.43	0.34
EV/EBITDA	6.23	14.23	12.20	4.93	5.37

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.65元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,354.34
流通A股股本(百万股)	1,354.29
A股总市值(百万元)	11,715.03
流通A股市值(百万元)	11,714.62
每股净资产(元)	5.83
资产负债率(%)	49.08
一年内最高/最低(元)	13.20/7.97

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

- 《天康生物-半年报点评:各项业务全面改善，公司半年报业绩高增长!》2020-08-26
- 《天康生物-季报点评:一季度盈利高速增长，二三季度有望加速》2020-04-30
- 《天康生物-年报点评报告:养殖区位优势凸显，疫苗业务有望迎来拐点》2020-04-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,067.23	3,424.08	4,260.51	5,953.33	7,489.61
应收票据及应收账款	327.19	331.65	756.71	764.08	1,149.15
预付账款	1,591.71	807.80	2,754.24	2,104.80	3,595.03
存货	6,020.03	5,231.79	10,893.27	10,288.55	15,426.39
其他	690.71	822.36	708.98	1,038.58	905.21
流动资产合计	10,696.88	10,617.68	19,373.72	20,149.33	28,565.38
长期股权投资	104.78	120.04	120.04	120.04	120.04
固定资产	3,670.92	4,340.60	4,949.13	5,042.44	4,836.49
在建工程	539.19	894.54	647.27	398.64	249.32
无形资产	259.62	302.73	350.93	393.82	431.38
其他	457.90	909.15	892.26	882.98	882.98
非流动资产合计	5,032.42	6,567.06	6,959.62	6,837.91	6,520.20
资产总计	15,729.29	17,184.74	26,333.34	26,987.24	35,085.57
短期借款	4,763.47	4,005.38	9,096.51	9,373.27	12,819.56
应付票据及应付账款	529.68	465.23	927.74	924.52	1,448.01
其他	1,478.11	1,806.59	3,817.50	3,894.52	5,247.72
流动负债合计	6,771.26	6,277.20	13,841.74	14,192.30	19,515.28
长期借款	1,294.00	1,964.00	3,504.34	2,000.00	2,847.02
应付债券	104.88	94.62	94.62	94.62	94.62
其他	90.79	386.44	386.44	386.44	386.44
非流动负债合计	1,489.67	2,445.06	3,985.41	2,481.06	3,328.09
负债合计	8,861.61	9,401.44	17,827.15	16,673.37	22,843.37
少数股东权益	634.20	634.88	642.02	663.82	740.77
股本	1,075.15	1,353.86	1,354.34	1,354.34	1,354.34
资本公积	1,472.82	3,299.39	3,299.39	3,299.39	3,299.39
留存收益	3,678.76	2,497.12	3,203.90	4,998.58	6,845.43
其他	6.75	(1.94)	6.54	(2.25)	2.27
股东权益合计	6,867.69	7,783.30	8,506.19	10,313.88	12,242.21
负债和股东权益总计	15,729.29	17,184.74	26,333.34	26,987.24	35,085.57

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,785.31	(678.52)	883.48	2,243.35	2,308.56
折旧摊销	489.26	744.29	865.54	937.44	992.71
财务费用	196.30	205.75	300.58	385.73	428.79
投资损失	(29.56)	(29.53)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(3,051.71)	553.99	(6,108.47)	1,000.27	(5,003.08)
其它	9.55	736.99	8.92	27.25	96.19
经营活动现金流	(600.86)	1,532.96	(4,079.95)	4,564.04	(1,206.81)
资本支出	857.18	1,514.94	1,275.00	825.00	675.00
长期投资	24.07	15.26	0.00	0.00	0.00
其他	(1,687.66)	(3,305.39)	(2,520.00)	(1,620.00)	(1,320.00)
投资活动现金流	(806.41)	(1,775.20)	(1,245.00)	(795.00)	(645.00)
债权融资	1,616.39	114.28	6,330.89	(1,613.31)	3,864.51
股权融资	(361.45)	2,096.58	(169.51)	(462.91)	(476.43)
其他	245.13	(607.28)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,500.07	1,603.59	6,161.38	(2,076.23)	3,388.09
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	92.80	1,361.35	836.43	1,692.82	1,536.27

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	11,986.81	15,744.34	19,590.34	27,374.12	34,438.08
营业成本	8,271.54	14,206.59	16,715.62	22,227.05	28,470.30
营业税金及附加	34.64	38.33	58.77	82.12	103.31
销售费用	694.33	527.45	587.71	684.35	860.95
管理费用	900.16	854.15	1,057.88	1,478.20	1,859.66
研发费用	103.99	142.89	176.31	246.37	309.94
财务费用	178.50	191.83	300.58	385.73	428.79
资产/信用减值损失	(10.71)	(410.78)	175.41	(16.28)	(16.28)
公允价值变动收益	(0.78)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.56	29.53	30.00	30.00	30.00
其他	(22.56)	764.29	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,808.13	(599.94)	898.89	2,284.01	2,418.84
营业外收入	2.91	3.93	3.00	3.00	3.00
营业外支出	3.31	50.50	5.00	5.00	5.00
利润总额	1,807.73	(646.51)	896.89	2,282.01	2,416.84
所得税	22.43	32.01	4.48	11.41	12.08
净利润	1,785.31	(678.52)	892.40	2,270.60	2,404.75
少数股东损益	64.89	7.44	8.92	27.25	96.19
归属于母公司净利润	1,720.41	(685.96)	883.48	2,243.35	2,308.56
每股收益(元)	1.27	(0.51)	0.65	1.66	1.70

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	60.33%	31.35%	24.43%	39.73%	25.81%
营业利润	206.11%	-133.18%	-249.83%	154.09%	5.90%
归属于母公司净利润	166.94%	-139.87%	231.52%	153.92%	2.91%
获利能力					
毛利率	30.99%	9.77%	14.67%	18.80%	17.33%
净利率	14.35%	-4.36%	4.51%	8.20%	6.70%
ROE	27.60%	-9.60%	11.23%	23.25%	20.07%
ROIC	26.20%	-3.96%	11.62%	15.81%	18.05%
偿债能力					
资产负债率	56.34%	54.71%	67.70%	61.78%	65.11%
净负债率	64.39%	43.32%	107.76%	60.56%	73.54%
流动比率	1.45	1.53	1.40	1.42	1.46
速动比率	0.63	0.77	0.61	0.69	0.67
营运能力					
应收账款周转率	37.31	47.79	36.00	36.00	36.00
存货周转率	2.63	2.80	2.43	2.58	2.68
总资产周转率	0.89	0.96	0.90	1.03	1.11
每股指标(元)					
每股收益	1.27	-0.51	0.65	1.66	1.70
每股经营现金流	-0.44	1.13	-3.01	3.37	-0.89
每股净资产	4.60	5.28	5.81	7.13	8.49
估值比率					
市盈率	6.87	-17.24	13.38	5.27	5.12
市净率	1.90	1.65	1.50	1.23	1.03
EV/EBITDA	6.23	14.23	12.20	4.93	5.37
EV/EBIT	7.55	33.06	24.83	6.65	7.23

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