

天康生物(002100)

报告日期: 2023年03月30日

## 生猪出栏稳增, 业绩弹性可期

### ——天康生物点评

#### 投资要点

##### □ 核心观点

公司 2023/24 年生猪出栏量有望保持稳定增长, 受益景气周期, 公司在 2024 年有望充分释放业绩弹性, 参考可比公司估值, 给予 2024 年 10 倍 PE, 对应目标市值 235.6 亿, 现价空间 103%, 维持“买入”评级。

##### □ 公司发布 2023 年 2 月销售月报:

根据公告, 公司 2023 年 2 月销售生猪 19.89 万头, 环比增长 25.02%, 同比增长 147.7%; 销售收入 3.21 亿元, 环比增长 27.89%, 同比增长 256.67%; 2 月份商品猪(扣除仔猪、种猪后)销售均价 14.03 元/公斤, 均重 122.16 公斤。2023 年 1-2 月累计销售生猪 35.8 万头, 较去年同期增长 72.78%; 累计销售收入 5.72 亿元, 较去年同期增长 107.25%。2 月份公司生猪销量、销售收入同比增长主要系部分新建养殖基地投产后产能释放, 生猪出栏量增长所致。

##### □ 软硬件齐全, 2023/24 年出栏有望延续增长

公司 2022 年全年销售生猪 202.72 万头, 同比增长 26.44%。根据公告, 硬件方面, 公司预计到 2022 年底在新疆、甘肃、河南三地建成 300-350 万产能, 为 2023 年实现进一步扩张打下基础; 同时下一步将通过自建或收购的方式将产能扩张至 500 万头。软件方面, 公司在投资者互动平台上表示, 23 年初公司存栏能繁母猪近 14 万头, 2022 年三季度公司生猪养殖 PSY 指标平均为 23。以公司的产能储备和生产指标估计, 预计公司 2023/24 年生猪出栏量分别为 300/450 万头, 同比分别增长 48%/50%。

##### □ 增效降本, 养殖成本有望进一步改善

根据公司在投资者互动平台上信息, 公司 22Q3 养殖事业部生猪完全养殖成本平均为 17.3 元/公斤, 其中新疆地区已经降至 16 元/公斤以下, 达到 15.8 元/公斤左右; 河南、甘肃地区由于产能在逐步投放, 产能利用率偏低, 养殖成本相对较高。我们认为伴随河南、甘肃猪场产能利用率提升, 以及 2023 年玉米、豆粕等饲料原材料价格进入下降通道, 公司养殖成本仍有一定改善空间。

##### □ 去产能逻辑强化, 景气周期将至

据农业农村部信息, 2023 年 2 月全国能繁母猪存栏 4343 万头, 环比下降 0.6%。我们通过一季度仔猪料、母猪料产量环比持续下滑判断北方规模场母猪淘汰水平存在较大预期差。近期生猪出栏均重和宰后均重略有上升, 加上二次育肥较为谨慎, 行业供应相对充裕, 而下游屠企开工率相对稳定, 鲜销比例降低, 反应终端走货不畅, 消费需求跟进不足。因此, 我们判断未来 2 个月生猪市场将延续供强需弱格局, 猪价有进一步下跌的可能, 持续亏损下行业现金流不断收紧, 母猪产能有望继续出清, 当前持续的去产能有望在未来催生更加璀璨的猪周期, 上市公司有望在 2024 年充分释放头均盈利空间。

##### □ 投资建议:

我们认为当前生猪产能的持续去化为未来高猪价提供支撑, 公司受益景气周期, 有望在 2024 年充分释放业绩弹性。考虑到 2023 年上半年猪价低迷, 2024 年公司出栏量增长以及猪价景气, 我们调整 2023/24 年盈利预测。预计 2022/23/24 年分别实现归母净利润 3.22/10.71/23.56 亿元, 23/24 年分别同比增长 232.98%/119.92%, EPS 分别为 0.24/0.79/1.74 元, 当前股价对应 PE 分别 35.98/10.81/4.91 倍, 参考可比公司估值, 给予公司 2024 年 10 倍 PE, 对应目标市值 235.6 亿, 现价空间 103%, 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示:

(1) 生猪出栏量不及预期。生猪出栏量受到母猪产能、生产指标等多重因素影响, 若 2024 年生猪出栏量低于预期, 可能导致销售收入或净利润不及预期。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 孟维肖

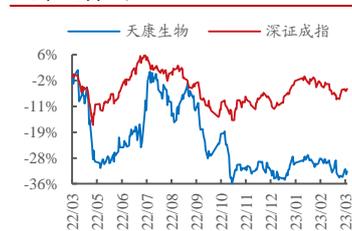
执业证书号: S1230521120002

mengweixiao@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 8.55
总市值(百万元)	11,579.60
总股本(百万股)	1,354.34

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《生猪扭亏为盈, 疫苗景气回升——天康生物 2022 年三季度报点评》 2022.10.28
- 2 《【浙商农业】天康生物 2022 中报点评: 生猪养殖渐入佳境, 饲料疫苗迎风起舞-20220824》 2022.08.24
- 3 《【浙商农业】天康生物深度报告: 天山明月, 笃行不怠-20220810》 2022.08.13

(2) **生猪价格不及预期。**若生猪销售价格出现大幅下降并持续低于公司养殖成本，公司业绩将会难以维持增长，甚至可能出现亏损。

(3) **饲料原料价格波动风险。**饲料成本为养殖主要成本，玉米、豆粕等饲料原料的价格波动将直接影响到公司盈利水平。

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15744.34	18130.04	23100.46	30734.29
(+/-) (%)	31.35%	15.15%	27.42%	33.05%
归母净利润	-685.96	321.71	1071.25	2355.93
(+/-) (%)	-	-	232.98%	119.92%
每股收益(元)	-0.51	0.24	0.79	1.74
P/E		35.98	10.81	4.91

资料来源: Wind、浙商证券研究所

表1: 可比公司估值表(截至2023年3月30日)

代码	名称	市值(亿元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002714.SZ	牧原股份	2,633.26	1.31	2.29	5.48	4.61	40.67	21.06	8.79	10.44
300498.SZ	温氏股份	1305.58	-2.11	0.00	1.97	1.78	-	9.44	10.11	11.21
603477.SH	巨星农牧	140.95	0.51	0.31	2.18	3.56	30.29	78.08	12.78	7.82
600975.SH	新五丰	107.22	-0.35	0.26	1.40	0.97	-	38.85	7.11	10.29
	平均						35.48	36.86	9.70	9.94
002100.SZ	天康生物	115.80	-0.51	0.24	0.79	1.74	-	35.98	10.81	4.91

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021A	20122E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	10618	14172	17101	19236
现金	3424	2498	2663	2862
交易性金融资产	0	36	19	18
应收账款	332	420	455	628
其它应收款	329	212	308	470
预付账款	808	1920	2423	2533
存货	5232	8570	10704	12213
其他	494	515	530	513
<b>非流动资产</b>	6567	6834	7361	7968
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	120	102	109	110
固定资产	4341	5112	5604	6116
无形资产	273	292	298	313
在建工程	895	805	748	758
其他	938	522	602	671
<b>资产总计</b>	17185	21005	24462	27205
<b>流动负债</b>	6956	10619	13004	13371
短期借款	4005	7186	8979	8711
应付款项	465	736	936	1065
预收账款	0	223	95	169
其他	2485	2474	2994	3426
<b>非流动负债</b>	2445	2285	2297	2342
长期借款	1964	1964	1964	1964
其他	481	321	333	378
<b>负债合计</b>	9401	12904	15301	15713
少数股东权益	635	631	620	594
归属母公司股东权益	7148	7470	8541	10897
<b>负债和股东权益</b>	17185	21005	24462	27205

### 利润表

(百万元)	2021A	20122E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	15744	18130	23100	30734
营业成本	14207	15591	19512	24982
营业税金及附加	38	45	60	74
营业费用	527	606	751	1189
管理费用	854	868	977	1349
研发费用	143	145	176	240
财务费用	192	405	535	570
资产减值损失	411	127	23	15
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	30	30	30	30
其他经营收益	(2)	(4)	1	(1)
<b>营业利润</b>	(600)	369	1098	2342
营业外收支	(47)	(47)	(47)	(47)
<b>利润总额</b>	(647)	322	1051	2296
所得税	32	4	(9)	(35)
<b>净利润</b>	(679)	318	1060	2330
少数股东损益	7	(3)	(12)	(26)
<b>归属母公司净利润</b>	(686)	322	1071	2356
EBITDA	365	1079	2001	3334
EPS (最新摊薄)	(0.51)	0.24	0.79	1.74

### 主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	31.35%	15.15%	27.42%	33.05%
营业利润	-	-	197.58%	113.42%
归属母公司净利润	-	-	232.98%	119.92%
<b>获利能力</b>				
毛利率	9.77%	14.00%	15.53%	18.72%
净利率	-4.31%	1.76%	4.59%	7.58%
ROE	-9.36%	4.05%	12.41%	22.81%
ROIC	-2.82%	4.16%	7.93%	13.02%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	54.71%	61.43%	62.55%	57.76%
净负债比率	71.27%	74.68%	74.88%	71.61%
流动比率	1.53	1.33	1.32	1.44
速动比率	0.77	0.53	0.49	0.53
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.96	0.95	1.02	1.19
应收账款周转率	48.95	42.03	40.81	44.84
应付账款周转率	32.03	27.51	26.16	27.69
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	(0.51)	0.24	0.79	1.74
每股经营现金	1.13	(1.85)	(0.18)	1.44
每股净资产	5.28	5.52	2.15	8.05
<b>估值比率</b>				
P/E	(16.87)	35.98	10.81	4.91
P/B	1.62	1.55	1.36	1.06
EV/EBITDA	51.31	17.98	10.55	6.22

### 现金流量表

(百万元)	2021A	20122E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1533	(2507)	(248)	1946
净利润	(679)	318	1060	2330
折旧摊销	744	354	417	470
财务费用	192	405	535	570
投资损失	(30)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	540	(485)	(112)	124
其它	765	(3070)	(2119)	(1518)
<b>投资活动现金流</b>	(1775)	(972)	(856)	(976)
资本支出	(1030)	(933)	(832)	(931)
长期投资	(15)	18	(7)	(1)
其他	(730)	(58)	(17)	(43)
<b>筹资活动现金流</b>	1604	2553	1270	(772)
短期借款	(758)	3181	1793	(268)
长期借款	670	0	0	0
其他	1692	(628)	(523)	(504)
<b>现金净增加额</b>	1361	(926)	165	199

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>