开源证券

农林牧渔/饲料

天康生物（002100.SZ）

2020 年 08 月 26 日

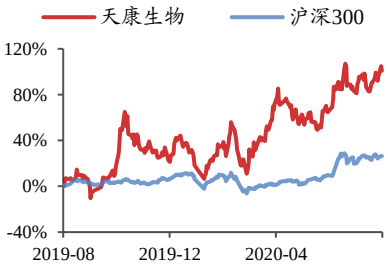
养殖+动保双主业高增，未来三年业绩无忧

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/25
当前股价(元)	18.38
一年最高最低(元)	19.70/8.21
总市值(亿元)	197.36
流通市值(亿元)	197.36
总股本(亿股)	10.74
流通股本(亿股)	10.74
近 3 个月换手率(%)	235.71

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-全产业链布局的区域养殖龙头，2020 年起加速扩张》-2020.4.29

陈雪丽（分析师）
chenxueli@kysec.cn
证书编号：S0790520030001

● 养殖+动保双主业高增，未来三年业绩无忧，维持“买入”评级

天康生物发布 2020 年半年报：报告期内公司实现营业收入 47.03 亿元，同比增长 73.29%；归母净利润 8.34 亿元，同比增长 942.10%；单 Q2 为 4.99 亿元，同比增长 877.16%。2020H1 毛利率 32.08%，其中制药产品毛利率 70.78%（同比+5.68pct），饲料产品毛利率 14.44%（同比-0.14pct），生猪养殖业务毛利率 69.29%（同比+57.86pct）。期间费用，销售费用率 4.61%（同比-1.98pct），管理费用率 5.46%（同比-0.41pct），研发费用率 1.24%（同比-0.54pct）；财务费用率 2.01%（同比-1.06pct）。考虑到公司产能稳步扩张，我们维持此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 26.91/22.15/17.79 亿元，对应 EPS 为 2.51/2.06/1.66 元，当前股价对应 PE 为 7/9/11 倍，维持“买入”评级。

● 猪价高位下养殖业务盈利大增，后续出栏量有望逐步释放

2020H1 食品养殖业务收入 12.80 亿元，同比增长 167.05%；实现生猪出栏 42.51 万头，同比增长 4.22%。公司种猪补栏快速推进，2020 年 6 月底生产性生物资产 2.78 亿元，较 2019 年底增长 40.61%。猪舍产能稳步扩张，6 月底固定资产 33.82 亿元，较 2019 年底增长 5.20%，主要由于子公司汝南宏展畜牧建设项目及芳草湖天康畜牧 20 万头育肥场项目等在建工程竣工转固。未来公司出栏量有望逐季释放。

● 制药业务有望持续复苏

2020H1 制药业务收入 3.60 亿元，同比增长 39.75%，主要受益于动物疫苗产品国家补贴的增加及疫苗单价的提升。行业能繁母猪存栏自 2019 年 10 月起已连续 10 个月复苏，后续随着下游生猪存栏回升公司制药业务有望持续增长。

● 风险提示：猪价景气度不及预期、养殖成本大幅上升、出栏量增长不及预期、动保销量不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,273	7,476	12,379	13,290	13,756
YOY(%)	13.9	41.8	65.6	7.4	3.5
归母净利润(百万元)	314	644	2,691	2,215	1,779
YOY(%)	-22.9	105.4	317.5	-17.7	-19.7
毛利率(%)	21.0	25.1	36.8	30.6	25.3
净利率(%)	5.9	8.6	21.7	16.7	12.9
ROE(%)	9.2	11.5	34.4	22.3	15.2
EPS(摊薄/元)	0.29	0.60	2.51	2.06	1.66
P/E(倍)	62.9	30.6	7.3	8.9	11.1
P/B(倍)	6.2	4.3	2.8	2.2	1.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5858	6694	12661	11957	14407
现金	2148	2001	5235	5620	5817
应收票据及应收账款	286	315	680	389	718
其他应收款	175	52	323	79	337
预付账款	428	673	1149	807	1218
存货	2502	3097	4718	4506	5761
其他流动资产	320	555	555	555	555
非流动资产	2651	4460	6262	6243	5980
长期投资	51	81	133	189	249
固定资产	1787	3413	4946	4938	4710
无形资产	191	265	268	274	285
其他非流动资产	621	702	916	842	737
资产总计	8509	11154	18923	18199	20387
流动负债	3547	4301	9607	7335	8517
短期借款	2675	2708	7557	5316	6161
应付票据及应付账款	202	251	381	365	466
其他流动负债	669	1342	1669	1655	1890
非流动负债	1683	1689	1760	1320	777
长期借款	1576	1586	1658	1218	675
其他非流动负债	107	102	102	102	102
负债合计	5230	5990	11367	8656	9294
少数股东权益	69	572	478	385	296
股本	963	1066	1074	1074	1074
资本公积	577	1376	1376	1376	1376
留存收益	1627	2171	4041	5550	6731
归属母公司股东权益	3210	4593	7078	9159	10797
负债和股东权益	8509	11154	18923	18199	20387

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-1178	307	904	3876	422
净利润	301	592	2596	2122	1690
折旧摊销	225	334	443	563	607
财务费用	74	175	176	158	70
投资损失	-11	-23	-27	-31	-36
营运资金变动	-1797	-807	-2290	1059	-1917
其他经营现金流	29	36	5	7	8
投资活动现金流	-789	-1362	-2224	-518	-317
资本支出	593	1353	1750	-76	-323
长期投资	-1	-2	-52	-55	-60
其他投资现金流	-197	-11	-525	-649	-700
筹资活动现金流	2251	933	-296	-732	-754
短期借款	1843	33	0	0	0
长期借款	640	10	71	-440	-543
普通股增加	0	102	8	0	0
资本公积增加	11	799	0	0	0
其他筹资现金流	-243	-11	-375	-292	-211
现金净增加额	283	-122	-1615	2626	-649

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5273	7476	12379	13290	13756
营业成本	4163	5600	7817	9227	10270
营业税金及附加	21	25	43	49	50
营业费用	313	546	706	731	688
管理费用	302	478	743	758	757
研发费用	79	85	163	163	175
财务费用	74	175	176	158	70
资产减值损失	13	0	15	8	13
其他收益	19	17	13	16	16
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	11	23	27	31	36
资产处置收益	-6	-16	-5	-7	-8
营业利润	333	591	2751	2238	1779
营业外收入	2	2	14	6	6
营业外支出	1	3	3	2	2
利润总额	334	590	2761	2241	1783
所得税	33	-2	165	119	93
净利润	301	592	2596	2122	1690
少数股东损益	-13	-52	-94	-93	-89
归母净利润	314	644	2691	2215	1779
EBITDA	762	1133	3460	3079	2598
EPS(元)	0.29	0.60	2.51	2.06	1.66

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.9	41.8	65.6	7.4	3.5
营业利润(%)	-21.7	77.3	365.7	-18.6	-20.5
归属于母公司净利润(%)	-22.9	105.4	317.5	-17.7	-19.7
获利能力					
毛利率(%)	21.0	25.1	36.8	30.6	25.3
净利率(%)	5.9	8.6	21.7	16.7	12.9
ROE(%)	9.2	11.5	34.4	22.3	15.2
ROIC(%)	6.4	8.5	16.9	14.7	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	61.5	53.7	60.1	47.6	45.6
净负债比率(%)	67.4	54.1	59.6	15.0	13.9
流动比率	1.7	1.6	1.3	1.6	1.7
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	21.8	24.9	24.9	24.9	24.9
应付账款周转率	21.5	24.7	24.7	24.7	24.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.60	2.51	2.06	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.10	0.29	0.84	3.61	0.39
每股净资产(最新摊薄)	2.95	4.27	6.58	8.51	10.04
估值比率					
P/E	62.9	30.6	7.3	8.9	11.1
P/B	6.2	4.3	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA	28.9	20.3	7.1	7.0	8.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn