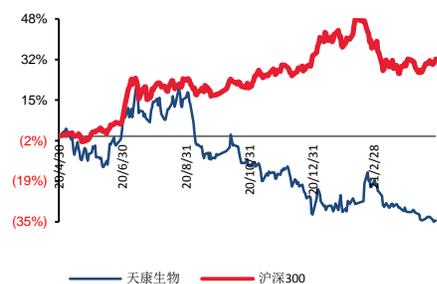


农林牧渔

## 天康点评: 养殖低成本优势凸显, 饲料、动保有望继续快增

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,075/1,075
总市值/流通(百万元)	10,969/10,969
12个月最高/最低(元)	18.94/10.13

### 相关研究报告:

天康生物(002100)《天康生物近况点评: 养殖量增趋势不改, 疫苗业务又增新品》--2020/08/09

天康生物(002100)《天康生物: 2020年一季度归母净利同比增1056.82%》--2020/04/28

天康生物(002100)《天康生物: 强化食品战略, 目标定位国内一流安全食品供应龙头》--2020/04/24

### 证券分析师: 程晓东

电话: 010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编号:

**事件:** 公司发布 2020 年年报和 2021 年 1 季报。2020 年, 营收 119.87 亿元, 同增 60.33%; 归母净利润 17.20 亿元, 同增 166.94%; 归母扣非净利润 17.28 亿元, 同增 171.67%; 基本每股收益 1.61 元, 年报推 10 派现金红利 4.6 元(含税)。

2021 年 1 季度, 营收 33.39 亿元, 同增 68.35%; 净利润 3.01 亿元, 同减 10.03%; 基本每股收益 0.28 元, 同降 9.68%。点评如下:

### 1、生猪养殖量价齐升, 高毛利率彰显成本优势

2020 年, 出栏商品猪 134.5 万头, 同比增 59.61%。生猪养殖业务营收 24.4 亿元, 同增 407.32%。营收增速超过出栏量增速, 主要是因为 2020 年猪价较上年有大幅的上涨所致。养殖业务毛利率为 54.3%, 仅次于牧原, 高于其他友商, 显示其在养殖成本方面的优势比较明显。公司食品养殖业务未来 3 年产能扩张目标是实现 500 万头生猪出栏能力, 2023 年计划目标较现有产能翻番, 2023 年利润目标是 12 亿元。2021 年 4 月, 公司发布非公开定向增发预案, 拟募集资金 20.67 亿元用于 102 万头仔猪繁育项目和 60 万头生猪育肥项目建设, 为实现三年目标打下基础。2021 年 1 季度末, 生产性生物资产为 3.11 亿元, 同增 46.89%; 存货 60.06 亿元, 同增 95+%; 我们预计 21/22 年出栏商品猪 221 万头/294 万头, 同增 64.37%/32.98%。

### 2、饲料、动保增长明显, 21/22 年有望持续

2020 年, 饲料销量 191 万吨, 同增 43.15%; 饲料收入 42.15 亿元, 同增 43.83%。销量增长, 一方面是因为自身养殖业务量增拉动内销增长, 另一方面是在下游养殖业量增的背景下外销增长所致。疫苗业务, 主打产品口蹄疫苗、反刍兽苗和牛布病疫苗销量同增 22%/19%/130%, 口蹄疫苗和反刍兽苗已经恢复至非瘟前水平, 牛布病疫苗大超往年水平。这些核心产品拉动了动保业务发展。2020 年, 全部疫苗销量同增 30.6%, 收入 8.46 亿元, 同增 52.4%; 毛利率 68.98%, 较上年提高了 8.87 个百分点。毛利率上升, 主要是因为疫苗单价上涨影响。经测算, 2020 年疫苗单价较上年同期上涨 16.7%。预计, 在下游生猪存出栏水平持续上升和国家强免疫苗销售市场化不断推进的背景下, 饲料和动保还将继续较快增长。

### 盈利预测和投资建议

我们认为, 受益于生猪存栏上升和国家强免疫苗销售市场化不断推进, 饲料和动保继续快速增长。预计 2021/2022/2023 年归母净利润

16.53 亿元/7 亿元/18.65 亿元，每股收益为 1.54/0.65/1.74 元，对应 PE 为 6.63/15.59/5.87 倍。采用分部估值法，给予 21 年饲料 15 倍 PE，动保 20 倍 PE，生猪头均市值 3000 元，测算得到未来 12 个月的目标市值 168.5 亿元，距离现价有 50+% 的空间，给予“买入”评级。

#### 风险提示

非瘟疫情再次爆发，生猪存栏修复不及预期、公司产品销售不及预期等

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11987	14579	15924	21412
(+/-%)	60.3	21.6	9.2	34.5
净利润(百万元)	1785	1663	730	1945
(+/-%)	201%	-7%	-56%	166%
摊薄每股收益(元)	1.60	1.64	0.70	1.86
市盈率(PE)	6.37	6.63	15.59	5.87

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2001	2067	583	637	856	营业收入	7476	11987	14579	15924	21412
应收和预付款项	989	1919	2258	2139	2721	营业成本	5600	8272	10896	13079	16679
存货	3097	6020	5287	8343	9193	营业税金及附加	25	35	42	46	62
其他流动资产	468	582	0	0	0	销售费用	546	694	860	924	1220
流动资产合计	6555	10589	8128	11119	12770	管理费用	478	900	846	908	1199
长期股权投资	81	105	114	124	136	财务费用	175	179	251	237	282
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	3215	3671	3735	3858	4226	投资收益	23	30	13	14	15
在建工程	616	539	770	1185	692	公允价值变动	(0)	(1)	1	1	1
无形资产开发支出	240	233	216	200	184	营业利润	676	1936	1697	745	1985
长期待摊费用	68	96	96	96	96	其他非经营损益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他非流动资产	10	1	20	20	20	利润总额	590	1808	1697	745	1985
资产总计	11154	15729	13682	17147	18844	所得税	(2)	22	34	15	39
短期借款	2708	4763	2600	2600	2600	净利润	592	1785	1663	730	1945
应付和预收款项	527	530	472	712	813	少数股东损益	(52)	65	10	30	80
长期借款	1403	1294	600	600	600	归母股东净利润	644	1720	1653	700	1865
其他负债	1352	2274	1164	3825	3546						
负债合计	5990	8862	4836	7737	7558	预测指标					
股本	1066	1075	1005	1005	1005		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1376	1473	1473	1473	1473	毛利率	25.1%	31.0%	25.3%	17.9%	22.1%
留存收益	3665	5117	5652	7447	227	销售净利率	7.9%	14.9%	11.4%	4.6%	9.1%
归母公司股东权益	3995	4123	4615	5281	6128	销售收入增长率	41.8%	60.3%	21.6%	9.2%	34.5%
少数股东权益	572	634	644	674	754	EBIT 增长率	87%	160%	-2%	-50%	131%
股东权益合计	5165	6868	8239	8804	10679	净利润增长率	97%	201%	-7%	-56%	166%
负债和股东权益	11154	15729	13075	16541	18238	ROE	14.0%	29.7%	22.0%	8.6%	20.0%
						ROA	6.0%	13.3%	11.3%	4.7%	10.8%
						ROIC	10.9%	18.3%	14.4%	6.6%	13.2%
						EPS	0.60	1.60	1.64	0.70	1.86
						PE(X)	16.87	6.37	6.63	15.59	5.87
						PB(X)	2.37	1.76	1.43	1.34	1.10
						PS(X)	1.45	0.91	0.75	0.69	0.51
						EV/EBITDA(X)	13.61	7.18	6.25	12.10	6.25

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	307	(601)	3058	(1060)	1731
投资性现金流	(1362)	(806)	(1074)	(1023)	(406)
融资性现金流	933	1500	(3503)	(403)	(352)
现金增加额	(122)	93	(1520)	(2486)	973

资料来源：WIND，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。