

天康生物 (002100.SZ)

2022 年半年报点评:2022Q2 亏损收窄, 生猪出栏稳步增长

买入

核心观点

2022H1 营收稳定增长, 2022Q2 业绩同比及环比均实现转正。公司 2022H1 实现营收 80.09 亿元, 同比+1.16%, 归母净利润亏损 0.97 亿元, 同比-140.38%; 公司 2022Q2 实现营收 46.17 亿元, 同比+0.86%, 归母净利润亏损 0.28 亿元, 同比+53.24%。受年初猪价行情低迷影响, 公司上半年盈利承压, 但受益于猪价自 2022Q2 开启景气上行, 公司 2022Q2 亏损幅度较 2022Q1 明显收窄, 归母净利环比增长 60%。整体费用率水平亦保持改善趋势, 2022H1 销售/管理/财务费用率分别为 2.92%/4.28%/1.39%, 同比-40.29%/-23.30%/+4.51%。

生猪养殖业务稳步增长, 区域优势叠加一体化优势铸就成本护城河。生猪养殖板块, 2022H1 公司生猪出栏量 93.15 万头, 同比+26.53%, 全年经营目标为出栏 220 万头, 有望继续保持增长。公司养殖产能主要位于我国西北地区, 且公司通过投资新疆汇通坐拥核心玉米收储资源, 未来饲料原料成本优势有望延续。此外, 公司采取“聚落式”全产业链发展模式, 完善从原种猪—三级繁育—育肥的布局, 并配套饲料和屠宰加工, 在每一个区域内形成完整产业链, 以达到从管理、生产调度以及综合效率等方面发挥最优的效果。凭借上中下游协同效应, 和西北区域布局带来的疫情防控优势, 公司铸就成本护城河, 预计未来随着产能扩张与利用率提升, 单位成本有望进一步下降。

饲料、动保等养殖后周期业务发展向好, 有望受益猪价景气上行。饲料板块, 2022H1 公司饲料销售量约 109.74 万吨, 同比略减 2.90%, 在 2022H1 原材料价格高企及猪价行情低迷的背景下, 饲料毛利率为 8.49%, 同比仅下降 6.78%, 保持行业领先。动物疫苗板块, 公司 2022H1 产品销量及盈利能力保持稳定, 制药业务销售收入达 4.5 亿元 (同比-6.66%), 毛利率为 68.92% (同比-3.38%)。公司作为农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业, 是全国八家口蹄疫疫苗定点生产企业之一, 产品及技术优势显著, 2021 年由公司自主研发、生产的猪流行性腹泻灭活疫苗 (XJ-DB2 株) 获得《新兽药注册证书》, 进一步证实其研发实力。据公司公告, 2022 全年目标实现饲料产销 300 万吨, 动物疫苗 14 亿毫升 (头份), 公司养殖全产业链业务有望受益猪价景气回暖, 盈利中枢稳步抬升。

风险提示: 疫病风险、原料价格大幅波动风险、产能扩张不及预期风险。

投资建议: 维持“买入”。公司是生猪养殖后起之秀, 随产能利用率提升, 成本有望继续下降。考虑到 2022Q2 末起猪价开启景气上行, 故上调公司盈利预测, 预计公司 2022-2024 年净利润分别为 1.58/14.11/14.96 亿元 (原预计为-2.08/14.24/30.13 亿元), 对应 EPS 分别为 0.12/1.04/1.10 元。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,987	15,744	16,487	22,829	25,632
(+/-%)	60.3%	31.3%	4.7%	38.5%	12.3%
净利润 (百万元)	1720	-686	158	1411	1496
(+/-%)	166.9%	-139.9%	-123.0%	795.3%	6.0%
每股收益 (元)	1.60	-0.51	0.12	1.04	1.10
EBIT Margin	16.5%	-0.2%	3.4%	8.6%	7.7%
净资产收益率 (ROE)	27.6%	-9.6%	2.2%	17.0%	16.5%
市盈率 (PE)	7.3	-23.1	100.5	11.2	10.6
EV/EBITDA	8.8	37.1	37.4	14.0	13.8
市净率 (PB)	2.02	2.22	2.18	1.90	1.75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

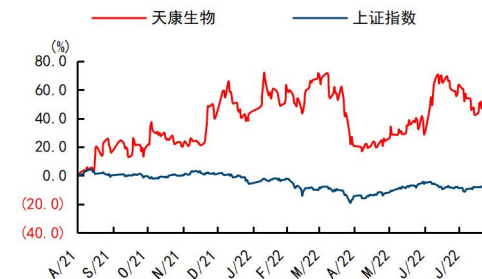
农林牧渔 · 饲料

证券分析师: 鲁家瑞 **联系人: 李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn liruinan@guosen.com.cn
 S0980520110002

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	11.70 元
总市值/流通市值	15842/15842 百万元
52 周最高价/最低价	13.20/7.22 元
近 3 个月日均成交额	428.10 百万元

市场走势



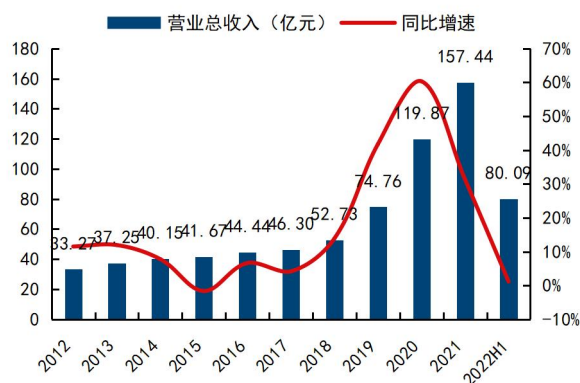
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《天康生物 (002100.SZ) -2021 年报及 2022 一季报点评: 生猪养殖业务快速增长, 全产业链加速发展》——2022-05-04

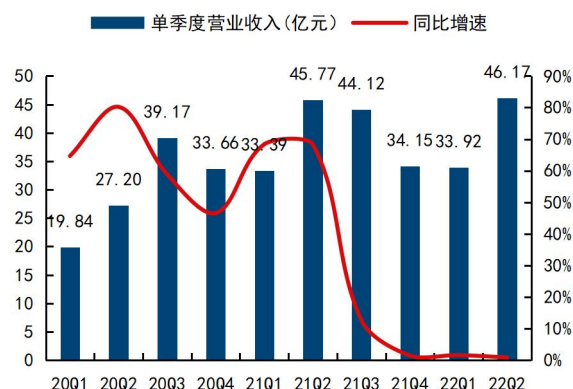
2021 年及 2022Q1 营收稳定增长，业绩短期承压。公司 2022H1 实现营收 80.09 亿元，同比+1.16%，归母净利润亏损 0.97 亿元，同比-140.38%；公司 2022Q2 实现营收 46.17 亿元，同比+0.86%，归母净利润亏损 0.28 亿元，同比+53.24%。受年初猪价行情低迷影响，公司上半年盈利承压，生猪养殖业务仍然亏损，但受益于猪价自 2022Q2 未开启景气上行，公司 2022Q2 亏损幅度较 2022Q1 明显收窄，归母净利环比增长 60%。

图1：天康生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天康生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：天康生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：天康生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

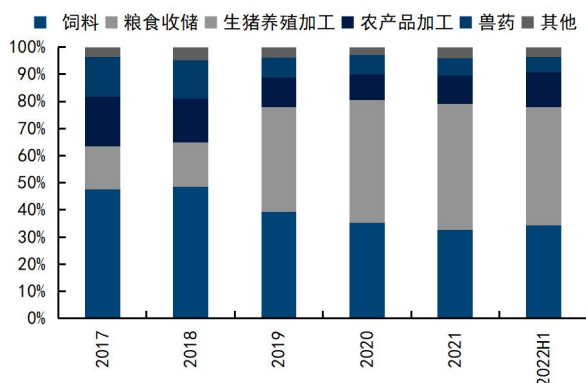
生猪养殖业务快速增长，全产业链加速发展。分业务来看，公司饲料板块实现营业收入 27.52 亿元（+6.35%），营收占比 34.35%；生猪养殖加工板块实现营业收入 22.04 亿元（+29.75%），营收占比 27.52%；粮食收储、农产品加工及兽药板块营收占比分别为 16.06%、12.80%和 5.62%。公司养殖产业链的相关业务协同发展，育肥产能和出栏量稳定快速增长，考虑到猪价在 2022 年下半年已进入景气上行周期，未来有望带动公司盈利中枢同步上移。

具体看公司各业务发展情况，饲料业务方面，2022H1 公司饲料销售量约 109.74 万吨，同比略减 2.90%；生猪养殖业务方面，2022H1 公司生猪出栏量 93.15 万头，同比增幅 26.53%；动物疫苗业务方面，产品销量及盈利能力保持稳定，但研发投入有所增长，公司制药业务销售收入同比下降 6.66%，毛利率为 68.92%，同比下降 3.38pct；玉米收储业务方面，因销售价格变化，整体销售节奏放缓，销量同

比下降 38.68%。

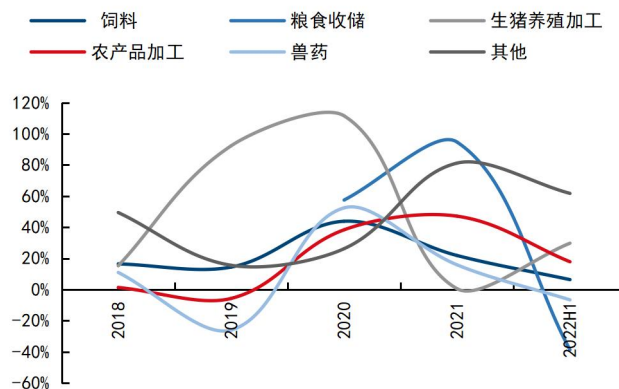
此外，据公司公告披露，2022 年总体经营目标为：实现饲料产销 300 万吨、动物疫苗 14 亿毫升（头份）、生猪出栏 220 万头、植物蛋白原料加工生产 45 万吨、玉米收储 140 万吨，全年营收有望维持稳步增长。此外，在养殖产能方面，公司已在新疆、河南、甘肃建设“从原种猪—三级繁育—育肥，同时配套饲料和屠宰加工”的聚落式养殖基地，为全产业链加速发展奠定良好基础。预计随着现阶段已投产的甘肃和河南的猪场产能稳步上量，公司自繁自养产能利用率提升，摊销费用有望进一步降低。

图5：天康生物分业务营收占比（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：天康生物分业务营收增速（%）

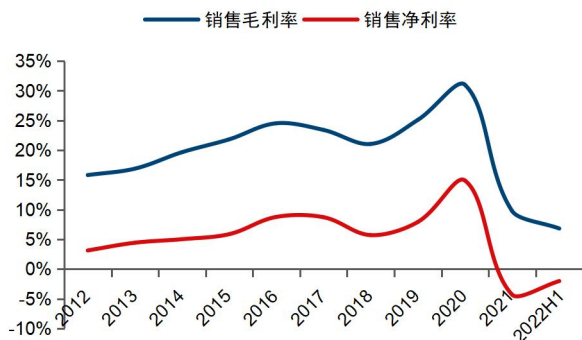


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销售净利率逐季改善，费用率水平持续优化。从盈利水平而言，2022H1 公司销售毛利率同比大幅下降 62.38pct 至 6.82%，销售净利率同比大幅下降 152.47pct 至 -2.02%。究其原因：一方面，受年初猪肉价格波动大幅下滑影响，生猪养殖业务毛利率为-21.38%，同比下降 27.65pct；另一方面，由于 2022H1 玉米价格高企，公司粮食收储板块毛利率大幅下滑 5.58pct 至 2.94%。此外，公司饲料板块毛利率同比下滑 6.78pct 至 8.49%，但得益于新疆区位优势与原料成本优势，公司饲料板块毛利率仍高于行业可比公司。

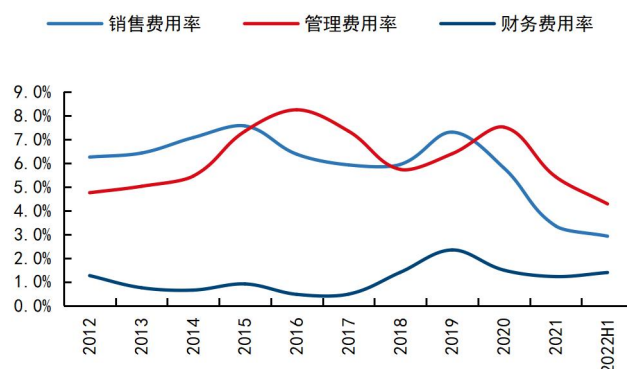
2022H1 销售 / 管理 / 财务费用率分别为 2.92%/4.28%/1.39%，同比 -40.29%/-23.30%/+4.51%。管理费用率大幅下降主要系公司会计政策变更导致核算口径发生变化所致，变更前，公司将消耗性生物资产死亡成本计入管理费用；变更后，消耗性生物资产死亡发生的成本由活体承担，对外销售时，根据当月统计数据，按实际成本计算出栏成本，计入主营业务成本科目。

图7: 天康生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 天康生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持买入评级。公司是生猪养殖后起之秀, 现已完成“聚落式”全产业链布局, 未来随着自繁自养产能扩张与产能利用率提升, 成本有望进一步下降。考虑到 2022Q2 末起猪价开启景气上行, 故上调公司盈利预测, 预计公司 2022-2024 年净利润分别为 1.58 /14.11/14.96 亿元 (原预计为 -2.08 /14.24/30.13 亿元), 对应 EPS 分别为 0.12/1.04/1.10 元。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	21A	22E	23E	21A	22E	23E	
002567.SZ	唐人神	9.60	116	-0.95	0.02	1.26	-10	480	8	买入
603363.SH	傲农生物	21.44	182	-2.22	-0.54	2.50	-10	-40	9	买入
000876.SZ	新希望	15.54	700	-2.13	-0.09	1.43	-7	-173	11	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2067	3424	15000	6830	8418	营业收入	11987	15744	16487	22829	25632
应收款项	415	660	704	889	1028	营业成本	8272	14207	14427	18740	21202
存货净额	6020	5232	8039	10446	10521	营业税金及附加	35	38	48	63	69
其他流动资产	2174	1301	2290	3066	3041	销售费用	694	527	491	694	801
流动资产合计	10697	10618	26034	21237	23007	管理费用	900	854	800	1157	1338
固定资产	4210	5235	6405	7391	7855	研发费用	104	143	160	209	239
无形资产及其他	233	273	263	252	241	财务费用	179	192	443	615	581
投资性房地产	485	938	938	938	938	投资收益	30	30	30	22	23
长期股权投资	105	120	120	120	120	资产减值及公允价值变动	(1)	385	0	5	5
资产总计	15729	17185	33760	29937	32162	其他收入	(128)	(941)	(160)	(209)	(239)
短期借款及交易性金融负债	5090	4737	20403	14266	15246	营业利润	1808	(600)	148	1370	1431
应付款项	530	465	690	914	918	营业外净收支	(0)	(47)	6	2	9
其他流动负债	1752	1754	2289	3040	3126	利润总额	1808	(647)	154	1372	1440
流动负债合计	7372	6956	23382	18221	19289	所得税费用	22	32	(2)	(23)	(39)
长期借款及应付债券	1399	2059	2059	2059	2059	少数股东损益	65	7	(2)	(16)	(17)
其他长期负债	91	386	640	740	790	归属于母公司净利润	1720	(686)	158	1411	1496
长期负债合计	1490	2445	2699	2799	2849	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	8862	9401	26081	21021	22138	净利润	1720	(686)	158	1411	1496
少数股东权益	634	635	634	622	614	资产减值准备	9	400	161	84	49
股东权益	6233	7148	7259	8317	9065	折旧摊销	448	705	562	684	775
负债和股东权益总计	15729	17185	33974	29959	31817	公允价值变动损失	1	(385)	0	(5)	(5)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	179	192	443	615	581
每股收益	1.60	(0.51)	0.12	1.04	1.10	营运资本变动	(3095)	1596	(2665)	(2209)	1
每股红利	0.38	0.52	0.03	0.26	0.55	其它	40	(385)	(163)	(96)	(57)
每股净资产	5.80	5.28	5.36	6.14	6.70	经营活动现金流	(876)	1245	(1947)	(135)	2261
ROIC	18%	1%	1%	7%	15%	资本开支	0	(2495)	(1952)	(1502)	(1272)
ROE	28%	-10%	2%	17%	16%	其它投资现金流	67	20	0	0	0
毛利率	31%	10%	12%	18%	17%	投资活动现金流	43	(2490)	(1952)	(1502)	(1272)
EBIT Margin	17%	-0%	3%	9%	8%	权益性融资	0	2045	0	0	0
EBITDA Margin	20%	4%	7%	12%	11%	负债净变化	(108)	670	0	0	0
收入增长	60%	31%	5%	38%	12%	支付股利、利息	(404)	(702)	(47)	(353)	(748)
净利润增长率	167%	-140%	-123%	795%	6%	其它融资现金流	1924	621	15666	(6137)	980
资产负债率	60%	58%	79%	72%	72%	融资活动现金流	899	2602	15619	(6489)	232
息率	2.6%	4.4%	0.3%	2.2%	4.7%	现金净变动	66	1357	11720	(8126)	1221
P/E	7.3	(23.1)	100.5	11.2	10.6	货币资金的期初余额	2001	2067	3424	15000	6830
P/B	2.0	2.2	2.2	1.9	1.7	货币资金的期末余额	2067	3424	15144	6874	8051
EV/EBITDA	8.8	37.1	37.4	14.0	13.8	企业自由现金流	0	(221)	(3679)	(1092)	2654
						权益自由现金流	0	1070	11538	(7854)	3037

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032