

审慎增持 (维持)

天邦食品

002124

出栏量稳步增长，战略布局下游

2022年09月03日

## 市场数据

市场数据日期	2022-09-02
收盘价(元)	7.79
总股本(百万股)	1839.19
流通股本(百万股)	1537.46
总市值(百万元)	13812.34
流通市值(百万元)	11546.29
净资产(百万元)	4011.53
总资产(百万元)	19168.2
每股净资产(元)	2.18

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

分析师:

纪宇泽

jiyuze@xyzq.com.cn

S0190522080004

曹心蕊

caoxinrui@xyzq.com.cn

S0190521050002

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10507	9127	16020	18260
同比增长	-2.4%	-13.1%	75.5%	14.0%
归母净利润(百万元)	-4462	955	1008	712
同比增长	-237.5%	121.4%	5.6%	-29.4%
毛利率	-17.8%	12.6%	22.6%	20.0%
净利率	-42.6%	10.5%	6.3%	3.9%
净资产收益率	-129.2%	21.7%	18.6%	11.6%
每股收益(元)	-2.43	0.52	0.55	0.39
每股经营现金流(元)	-0.30	0.05	0.61	0.81

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **事件:** 天邦食品 2022 年上半年实现营收 39.3 亿元 (同比-30.0%), 归母净利润 5.8 亿元 (同比+189.7%), 扣非净利润-8.2 亿元 (同比-5.1%)。其中**单二季度:** 公司营收 22.9 亿元 (同比+4.0%), 归母净利润 12.6 亿元 (同比+248.6%), 扣非净利润-1.6 亿元 (同比+82.5%)。
- **出栏量稳步增长, Q2 养殖亏损缩窄。** 上半年公司生猪出栏 207.9 万头 (同比+12%), 其中 Q2 生猪出栏 107.5 万头 (同比+43%)。预计 Q2 肥猪出栏 106.4 万头, 销售均价 15.3 元/kg 左右。受部分猪场未达负荷、分摊费用较高, 及饲料价格上涨、母猪淘汰等因素影响, 公司养殖成本仍较高, 估计 Q2 完全成本 18 元/kg 左右, 肥猪头均亏损估计 300~400 元, 较 Q1 头均减亏 400~500 元。Q2 仔猪出栏约 1.1 万头, 仔猪微利。22H1 养猪业务亏损约 6.5 亿元 (包含转回及转销的减值准备约 9.9 亿元)。随着公司产能利用率提升、猪场改造完成后母猪生产效率提升, 下半年公司养殖成本仍有进一步下降空间。此外, 6 月公司出售史记生物 51% 股权, 取得投资收益 14.2 亿元。
- **转型优质食品供应商, 战略布局养殖下游业务。** 近年公司聚焦养殖主业的同时着力向下游屠宰、食品加工环节延申。2022 年首个自建年产能 500 万头的生猪屠宰加工厂在安徽临泉正式投产。公司围绕“飘香肉”品牌重点开发精分割品、调理品等, 并通过门店、商超、电商、餐饮、央厨等打造品牌及拓展销售渠道。上半年公司生猪屠宰量 83.7 万头 (同比+141.5%),

风险提示: 动物疫病、猪价波动、原料价格大幅上涨、产能投放不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

其中生鲜销量同比+109%。食品加工业务收入 13.0 亿元(同比+30%)，毛利率 0.41%(同比-0.53pct)。因临泉屠宰厂仍在试生产，产能不饱和，上半年屠宰业务累计亏损 3872 万元，同比增亏 819.8 万元。

- **产能储备充足，支撑未来出栏规模扩张。**6 月末公司固定资产 61.0 亿元(同比-1.5%)，在建工程 22.4 亿元(同比+3.1%)，生产性生物资产 9.4 亿元(同比-55.9%)。6 月末公司能繁、后备母猪存栏合计 35.7 万头，生猪存栏 205.3 万头，母猪场产能 72 万头，已建成的育肥场(自建+租赁)产能为 256 万头。预计年底公司能繁母猪存栏有望增至 40 万头，2022 年生猪出栏有望超 400 万头，长期出栏规划为 3000 万头。
- **猪价仍在上行趋势中，年底消费旺季有望创新高。**据农业农村部数据，本轮周期全国能繁母猪存栏自 2021 年 7 月开始下降，至 2022 年 4 月产能累计去化 9%~10%。猪价自 Q2 初明确进入上行趋势，随着前期产能去化影响逐步显现，7-8 月猪价快速涨至 20 元/kg 以上。后续随着冬季消费旺季到来，年底猪价仍有望创新高。
- **投资建议：**猪价当前仍在上行趋势中，Q4 消费旺季预计仍保持在高位。预计下半年随着猪价上涨、养殖成本逐步下降，公司业绩有望继续改善。我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.52、0.55、0.39 元，基于 2022 年 9 月 2 日收盘价，对应 PE 为 15.0、14.2、20.1 倍，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**动物疫病、猪价波动、原料价格大幅上涨、产能投放不及预期。

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3998	3758	5645	7276
货币资金	1871	1823	1714	2448
交易性金融资产	0	2	1	1
应收票据及应收账款	52	41	72	82
预付款项	21	14	310	365
存货	1774	1628	2839	3500
其他	162	127	579	743
<b>非流动资产</b>	14493	14476	14024	13463
长期股权投资	199	1146	1146	1146
固定资产	5978	6742	6832	6499
在建工程	2834	1417	809	504
无形资产	49	38	27	15
商誉	350	350	350	350
长期待摊费用	107	69	25	-21
其他	4977	4714	4836	4970
<b>资产总计</b>	18491	18234	19668	20739
<b>流动负债</b>	9902	9188	9722	10190
短期借款	2582	2429	2506	2468
应付票据及应付账款	2033	1547	2156	2542
其他	5286	5211	5060	5180
<b>非流动负债</b>	4879	4379	4268	4157
长期借款	1367	1066	795	551
其他	3512	3313	3473	3606
<b>负债合计</b>	14780	13566	13990	14347
股本	1839	1839	1839	1839
资本公积	3381	3381	3381	3381
未分配利润	-2068	-1133	-148	556
少数股东权益	258	260	263	264
<b>股东权益合计</b>	3711	4668	5678	6392
<b>负债及权益合计</b>	18491	18234	19668	20739
<b>现金流量表</b>				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	-4462	955	1008	712
折旧和摊销	1091	885	1056	1177
资产减值准备	1194	28	40	34
资产处置损失	-4	-2	-3	-2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	363	136	122	105
投资损失	-731	-1380	45	38
少数股东损益	-11	2	3	2
营运资金的变动	1298	422	-1167	-548
<b>经营活动产生现金流量</b>	-556	100	1120	1489
<b>投资活动产生现金流量</b>	-571	256	-548	-549
<b>融资活动产生现金流量</b>	856	-405	-681	-206
现金净变动	-271	-48	-109	734
现金的期初余额	1920	1871	1823	1714
现金的期末余额	1649	1823	1714	2448

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	10507	9127	16020	18260
营业成本	12372	7976	12392	14614
税金及附加	20	18	31	35
销售费用	100	91	160	183
管理费用	1263	1186	2083	2374
研发费用	87	45	60	72
财务费用	352	136	122	105
其他收益	49	49	49	49
投资收益	731	1380	-45	-38
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-45	-41	-43	-42
资产减值损失	-1149	-28	-40	-34
资产处置收益	4	2	3	2
<b>营业利润</b>	-4098	1036	1096	814
营业外收入	59	45	52	48
营业外支出	359	122	136	148
<b>利润总额</b>	-4399	959	1012	715
所得税	74	2	2	1
<b>净利润</b>	-4473	957	1010	714
少数股东损益	-11	2	3	2
<b>归属母公司净利润</b>	-4462	955	1008	712
<b>EPS(元)</b>	-2.43	0.52	0.55	0.39

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-2.4%	-13.1%	75.5%	14.0%
营业利润增长率	-222.4%	125.3%	5.7%	-25.7%
归母净利润增长率	-237.5%	121.4%	5.6%	-29.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	-17.8%	12.6%	22.6%	20.0%
净利率	-42.6%	10.5%	6.3%	3.9%
ROE	-129.2%	21.7%	18.6%	11.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	79.9%	74.4%	71.1%	69.2%
流动比率	0.40	0.41	0.58	0.71
速动比率	0.12	0.23	0.29	0.37
<b>营运能力</b>				
资产周转率	61.8%	49.7%	84.5%	90.4%
应收账款周转率	7454.6%	11757.8%	16113.1%	13472.9%
存货周转率	459.7%	354.4%	547.7%	459.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	-2.43	0.52	0.55	0.39
每股经营现金	-0.30	0.05	0.61	0.81
每股净资产	1.88	2.40	2.94	3.33
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	-3.2	15.0	14.2	20.1
PB	4.1	3.3	2.6	2.3

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn