

分析师：唐俊男
 登记编码：S0730519050003
 tangjn@ccnew.com 021-50586738
 研究助理：张蔓梓
 登记编码：S0730120110019
 zhangmz@ccnew.com 13681931564

养殖板块短期承压，后周期业务增长可期

——天康生物(002100)2022年中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

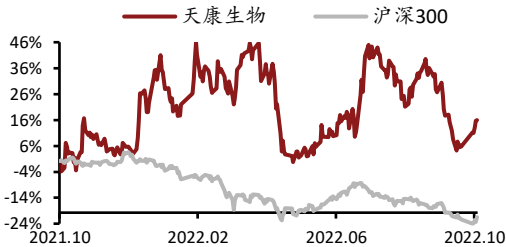
市场数据(2022-10-14)

收盘价(元)	10.11
一年内最高/最低(元)	12.75/8.38
沪深 300 指数	3,842.47
市净率(倍)	1.95
流通市值(亿元)	136.92

基础数据(2022-06-30)

每股净资产(元)	5.19
每股经营现金流(元)	0.29
毛利率(%)	6.82
净资产收益率_摊薄(%)	-1.39
资产负债率(%)	52.96
总股本/流通股(万股)	135,433.89/135,429.19
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

联系人：马焱琦
 电话：021-50586973
 地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
 邮编：200122

发布日期：2022 年 10 月 17 日

事件：公司发布 2022 年半年度报告。

投资要点：

- 公司业绩符合预告，养殖板块拖累利润下滑。2022 年上半年，公司实现营收 80.09 亿元，同比增长 1.16%；归母净利润亏损 0.97 亿元，同比下降 140.38%；扣非后归母净利润亏损 1.01 亿元，同比下降 138.37%；公司经营活动产生的现金流净额为 3.90 亿元，同比下降 86.59%。2022 年上半年市场生猪价格持续低位运行，直到 5 月份才逐步企稳回升，导致公司生猪养殖业务处于亏损状态，拖累公司整体业绩受损。
- 行业景气度回升，猪价进入上行周期。2022 年 5 月下旬，猪价在二次触底后迎来反弹，三季度维持高位震荡，并在近期创下年内新高，上涨至 26-27 元/公斤。2022 年三季度，市场上生猪出栏量减少，叠加秋冬季节来临消费端回暖，推动猪价加速上行。根据博亚和讯测算，三季度商品猪出栏量环比减少 17.10%，同比减少 1.89%；商品猪肉产量环比减少 13.33%，同比减少 4.42%。2022 年四季度进入猪肉消费需求旺季，预计市场上生猪继续处于供需偏紧状态，生猪价格有望维持高位震荡，养殖户出栏仍持续较高盈利。
- 公司养殖成本明显改善，后周期业务增长可期。2022 年上半年，公司饲料业务实现营收 27.52 亿元，同比增长 6.35%，占营收比例 34.36%；屠宰板块实现营收 15.01 亿元，同比增长 114.59%，占营收比例 18.74%；生猪养殖板块营收为 7.03 亿元，同比下滑 29.64%，占比 8.78%；兽药业务营收为 4.5 亿元，同比下降 6.66%，占比 5.62%。2022 年上半年，公司共出栏生猪 93.15 万头，同比增长 26.53%，在猪价低迷和成本高涨的双重挤压下养殖板块盈利能力大幅下滑，公司生猪养殖板块毛利率为-21.38%，较上年同期下降 27.65 个百分点，养殖板块的亏损严重拖累公司整体业绩。从另一方面看，2022 年上半年公司完全养殖成本平均为 17.4 元/公斤，而且 7 月份已降至 17 元/公斤左右。养殖成本端公司已得到明显改善，随着行业景气度回升，猪价持续高位运行，公司将受益于行业利润剪刀差扩大，2022 年下半年养殖板块盈利能力有望较大幅度提升。根据博亚和讯监测，三季度末能繁母猪存栏环比增加 2.24%，同比增加 1.88%；全国生猪存栏量环比增加 5.25%，同比增加 6.07%。随着生猪产能的回升，公司饲料、动保养殖后周期板块业绩有望打开增长空间。

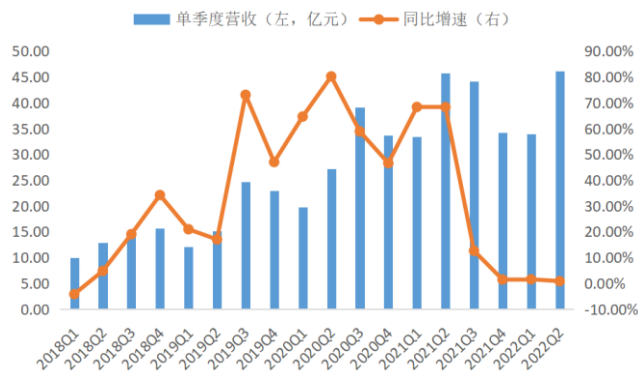
- 首次覆盖给予公司“增持”评级。考虑到行业的周期性变化，预计2022-2024年公司EPS分别为0.27/1.51/1.68元，对应市盈率为36.94/6.71/6.01倍。根据行业可比上市公司2023年平均市盈率约11.75倍来看，公司在产业链多环节布局，随着行业步入上行周期仍有较大估值回归空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：猪价大幅波动，原料价格上涨，疫苗签发不及预期的风险。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11987	15744	17712	24619	27741
增长比率（%）	60.33%	31.35%	12.50%	39.00%	12.68%
净利润（百万元）	1720	-686	371	2040	2278
增长比率（%）	166.94%	-139.87%	154.03%	450.51%	11.62%
每股收益(元)	1.27	-0.51	0.27	1.51	1.68
市盈率(倍)	7.96	—	36.94	6.71	6.01

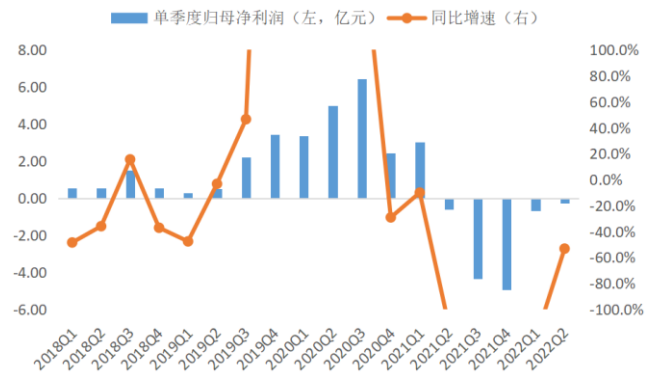
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：2018-2022 年公司单季度营收及增速



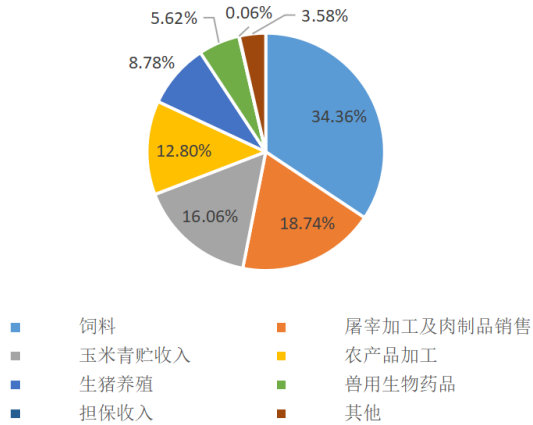
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2018-2022 年公司单季度净利润及增速



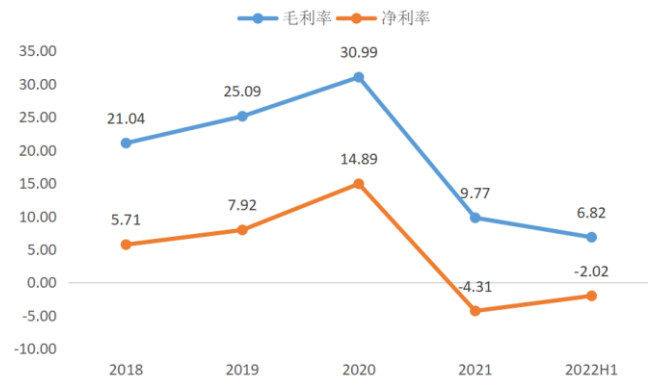
资料来源：Wind，中原证券

图 3：2022 年上半年公司业务结构



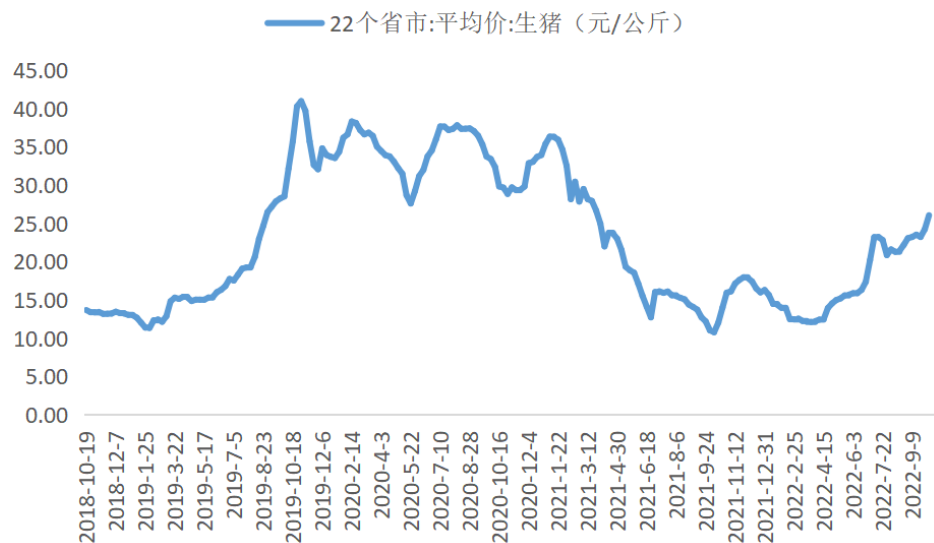
资料来源：Wind，中原证券

图 4：2018-2022 年公司利润率变化



资料来源：Wind，中原证券

图 5：2022 年下半年猪价持续走强



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10697	10618	10296	12895	13761
现金	2067	3424	784	2314	1022
应收票据及应收账款	327	332	481	679	568
其他应收款	88	329	-103	520	-1
预付账款	1592	808	1816	2381	2221
存货	6020	5232	6824	6508	9458
其他流动资产	603	494	494	494	494
非流动资产	5032	6567	8673	9855	11276
长期投资	105	120	160	186	214
固定资产	3671	4341	5948	6605	7366
无形资产	233	273	365	406	464
其他非流动资产	1024	1833	2200	2657	3232
资产总计	15729	17185	18968	22750	25037
流动负债	7372	6956	8377	10115	10147
短期借款	4763	4005	4654	5303	5483
应付票据及应付账款	530	465	565	940	660
其他流动负债	2079	2486	3157	3872	4005
非流动负债	1490	2445	2445	2445	2445
长期借款	1294	1964	1964	1964	1964
其他非流动负债	196	481	481	481	481
负债合计	8862	9401	10822	12560	12592
少数股东权益	634	635	627	630	608
股本	1075	1354	1354	1354	1354
资本公积	1473	3299	3299	3299	3299
留存收益	3681	2501	2871	4912	7189
归属母公司股东权益	6233	7148	7519	9560	11837
负债和股东权益	15729	17185	18968	22750	25037

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-601	1533	-601	2810	782
净利润	1785	-679	363	2044	2255
折旧摊销	489	744	568	717	810
财务费用	196	206	0	0	0
投资损失	-30	-30	-44	-56	-61
营运资金变动	-3112	799	-1546	19	-2305
其他经营现金流	70	492	57	87	84
投资活动现金流	-806	-1775	-2688	-1930	-2254
资本支出	-930	-1749	-2691	-1959	-2288
长期投资	-6	-24	-40	-26	-27
其他投资现金流	129	-2	44	56	61
筹资活动现金流	1500	1604	649	649	180
短期借款	2056	-758	649	649	180
长期借款	-109	670	0	0	0
普通股增加	9	279	0	0	0
资本公积增加	97	1827	0	0	0
其他筹资现金流	-553	-414	0	0	0
现金净增加额	93	1361	-2640	1530	-1292

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11987	15744	17712	24619	27741
营业成本	8590	14207	15030	19676	22306
营业税金及附加	35	38	51	67	75
营业费用	376	527	814	910	1077
管理费用	900	854	1141	1590	1695
研发费用	104	143	172	225	258
财务费用	179	192	182	184	186
资产减值损失	0	-385	-1	-1	-1
其他收益	47	35	50	73	74
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	30	30	44	56	61
资产处置收益	-60	-37	-56	-86	-83
营业利润	1808	-600	358	2009	2196
营业外收入	3	4	0	0	0
营业外支出	3	51	0	0	0
利润总额	1808	-647	358	2009	2196
所得税	22	32	-5	-34	-59
净利润	1785	-679	363	2044	2255
少数股东损益	65	7	-8	3	-23
归属母公司净利润	1720	-686	371	2040	2278
EBITDA	2507	343	1122	2941	3215
EPS (元)	1.61	-0.62	0.27	1.51	1.68

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	60.33%	31.35%	12.50%	39.00%	12.68%
营业利润 (%)	206.11%	-133.18%	159.70%	461.07%	9.28%
归属母公司净利润 (%)	166.94%	-139.87%	154.03%	450.51%	11.62%
获利能力					
毛利率 (%)	28.34%	9.77%	15.14%	20.08%	19.59%
净利率 (%)	14.35%	-4.36%	2.09%	8.29%	8.21%
ROE (%)	27.60%	-9.60%	4.93%	21.34%	19.24%
ROIC	14.92%	-2.83%	3.53%	12.17%	11.74%
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.34%	54.71%	57.05%	55.21%	50.29%
净负债比率 (%)	129.03%	120.79%	132.84%	123.26%	101.19%
流动比率	1.45	1.53	1.23	1.27	1.36
速动比率	0.34	0.59	0.14	0.35	0.16
营运能力					
总资产周转率	0.89	0.96	0.98	1.18	1.16
应收账款周转率	37.81	48.95	44.20	43.17	45.30
应付账款周转率	25.53	32.03	32.33	29.61	31.27
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.27	-0.51	0.27	1.51	1.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.44	1.13	-0.44	2.08	0.58
每股净资产 (最新摊薄)	4.60	5.28	5.55	7.06	8.74
估值比率					
P/E	7.96	—	36.94	6.71	6.01
P/B	2.20	1.92	1.82	1.43	1.16
EV/EBITDA	6.30	52.90	18.41	6.72	6.61

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。