

天康生物 (002100.SZ)

生猪出栏稳健增长, 22 年业绩符合预期

核心观点:

- **受益生猪价格上涨, 22 年业绩大幅增长。**公司发布 2022 年业绩预告, 预计全年归母净利润 2.5~3.5 亿元, 同比增长 136%~151%, 业绩同比大幅增长源于全年生猪价格上涨以及生猪出栏量增长。4 季度, 预计实现归母净利润-0.08~0.92 亿元。
- **生猪出栏量稳健增长, 估算 Q4 头均盈利约 400 元/头。**2022 年公司销售生猪约 202.7 万头, 同比增长约 26%, 生猪出栏保持稳健增长。4 季度, 销售生猪约 52 万头, 同比增长 35%, 根据公司业绩预告情况及月报披露信息, 估算全年生猪业务亏损约 1-1.2 亿元, 肥猪头均亏损约 60-70 元/头, 综合完全成本约 17.6~18.2 元/公斤。单 4 季度, 估算生猪业务盈利约 1.5~1.6 亿元, 肥猪头均盈利约 400 元/头, 综合完全成本约 18~18.2 元/公斤。
- **上半年生猪产能下降, 疫苗、饲料收入同比下滑。**22 年生猪产能去化导致猪用疫苗销量下滑, 口蹄疫苗受需求下滑及降价影响, 估算销售收入同比下滑达 30%; 饲料销量同比小幅下滑, 原料价格大幅上涨导致饲料毛利率下降。随着生猪存栏量回升, 疫苗、饲料需求有望恢复。天康制药混改及员工持股完成, 公司对天康制药持股比例下降至 58.9%, 对 4 季度业绩造成影响, 估算全年疫苗、饲料业务利润约 3 亿元。
- **盈利预测与投资建议: 维持“买入”评级。**预计 22-24 年公司 EPS 分别为 0.22、1.04、1.23 元/股。22-24 年动保+饲料业务归母利润约为 3.5、7.1、8.6 亿元, 生猪业务归母利润约为-1、6.6、7.3 亿元, 公司生猪出栏稳健增长, 养殖成本具有改善空间, 饲料业务规模持续扩大, 疫苗产品线陆续丰富, 给予公司 23 年动保+饲料业务 20 倍 PE, 生猪养殖业务 8 倍 PE, 对应合理价值约 14.35 元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 畜禽价格波动风险, 原材料价格波动风险, 动物疫病风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,987	15,744	14,742	20,027	27,362
增长率 (%)	60.3	31.3	-6.4	35.9	36.6
EBITDA (百万元)	2,471	719	1,254	2,744	3,088
归母净利润 (百万元)	1,720	-686	301	1,412	1,663
增长率 (%)	166.9	-139.9	143.9	368.7	17.8
EPS (元/股)	1.60	-0.51	0.22	1.04	1.23
市盈率 (x)	6.62	-	40.33	8.61	7.31
ROE (%)	27.6	-9.6	3.7	15.9	15.7
EV/EBITDA (x)	6.40	24.83	10.99	4.84	4.45

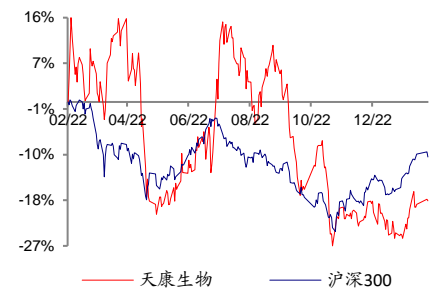
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	8.97 元
合理价值	14.35 元
前次评级	买入
报告日期	2023-02-01

相对市场表现



分析师:

王乾



SAC 执证号: S0260517120002



021-38003635



gfwangqian@gf.com.cn

分析师:

郑颖欣



SAC 执证号: S0260520070001



021-38003632



zhengyingxin@gf.com.cn

分析师:

钱浩



SAC 执证号: S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

请注意, 王乾, 郑颖欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

天康生物 (002100.SZ): 养殖成本持续改善, 关注动保、饲料需求景气向上	2022-08-24
天康生物 (002100.SZ): 关注疆外养殖产能扩张, 动保、饲料增长稳健	2022-06-10

一、盈利预测与投资建议

公司是新疆地区养殖行业全产业链龙头，业务覆盖饲料、动物疫苗、生猪养殖和屠宰加工业务，在行业地位、产业链布局等均具有较强的综合竞争力。未来随着公司各个业务规模持续扩大，公司收入规模和盈利水平有望进一步增长，我们假设：

- (1) 生猪业务：生猪产能稳健扩张，随着产能利用率和疫病防控能力提升以及母猪结构优化等，河南、甘肃区域养殖成本有望进一步下行。预计2022-2023年公司生猪出栏量分别约为203万头、300万头、500万头。考虑到22年母猪产能恢复幅度温复，叠加23年需求有所回升，预计22-24年商品肥猪销售均价为18.6元/公斤、18.5元/公斤、17.0元/公斤，随着养殖成本下降，公司生猪业务毛利率逐步回升。
- (2) 饲料业务：随着西北区域产能落地，饲料销量稳步增长。预计2022-2024年饲料销量分别为225万吨、300万吨、450万吨，随着水产料、反刍料销量占比提升，同时公司加强饲料配方技术研发和运营效率提升，饲料业务毛利率有望保持平稳。
- (3) 动保业务：随着P3级别实验室审批落地，公司动保业务竞争力提升。储备新品圆-支二联苗、腹泻苗、伪狂犬基因缺失活疫苗等新品逐步落地，推动市场化疫苗占比提升趋势延续，动保业务毛利率有望提高。预计2022-2024年公司动保业务收入分别为8.3、11.9、13.3亿元，分别同比-16%、44%、12%，板块毛利率保持平稳。
- (4) 农产品加工和仓储业务：通过整合行业优质资源，公司与国内多家玉米深加工龙头企业合作关系加强，农产品加工和玉米仓储业务规模稳步增长，收入体量稳步扩大，行业龙头地位进一步巩固；随着国内玉米加工快速发展，玉米消费需求增长，国内玉米价格保持高位震荡，业务毛利率伴随大宗农产品价格具有一定波动性。

综上所述，我们预计2022-2024年归母净利润为3.0、14.1、16.6亿元，EPS分别为0.22、1.04、1.23元/股。估算2022-2024年动保+饲料业务归母利润约为3.5亿元、7.1亿元、8.6亿元，生猪养殖和食品业务归母利润为-1亿元、6.6亿元、7.3亿元，参考可比公司估值，考虑到公司动保业务品种齐全，国家级P3实验室落地后公司疫苗业务竞争力进一步提升，储备品种有望进一步打开成长空间，生猪业务出栏量保持稳定增长且养殖成本有望逐步改善，因此给予公司23年动保+饲料业务20倍PE，生猪养殖业务8倍PE，对应合理价值约14.35元/股，给予“买入”评级。

表1：天康生物主营业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（万元）	1198680.89	1569690.60	1474177.12	2002693.70	2736153.55
yoy	60.3%	31.0%	-6.1%	35.9%	36.6%
营业成本（万元）	827153.52	1419339.06	1276507.99	1627075.14	2260786.61

	毛利率 (%)	31.0%	9.6%	13.4%	18.8%	17.4%
生物制品业务	生物制品业务收入 (万元)	84613.31	97980.55	82500.00	118502.00	132503.00
	yoy	52.4%	15.8%	-15.8%	43.6%	11.8%
	生物制品业务成本 (万元)	26247.95	30976.74	25710.00	36751.55	40142.84
	毛利率 (%)	69.0%	68.4%	68.8%	69.0%	69.7%
饲料业务	饲料总销量 (万吨)	185.23	230.00	225.00	300.00	450.00
	yoy	42.3%	24.2%	-2.2%	33.3%	50.0%
	饲料业务收入 (万元)	421529.49	513531.98	558700.00	775440.00	1190840.00
	yoy	43.8%	21.8%	8.8%	38.8%	53.6%
	饲料业务成本 (万元)	361976.86	444976.23	484850.00	659520.00	1023720.00
	毛利率 (%)	14.1%	13.3%	13.2%	14.9%	14.0%
生猪养殖	生猪出栏量 (万头)	134.50	160.33	202.70	300.00	500.00
	销售收入 (万元)	347673.89	349475.12	381920.91	593973.35	911250.00
	yoy	622.6%	0.5%	9.3%	55.5%	53.4%
	生产成本 (万元)	147680.95	383172.44	366701.88	467058.08	746600.00
	毛利率 (%)	57.5%	-9.6%	4.0%	21.4%	18.1%
农产品加工	收入 (万元)	111521.71	164009.89	118704.16	131411.92	138041.99
	yoy	38.4%	47.1%	-27.6%	10.7%	5.0%
	成本 (万元)	101902.64	153345.41	110000.00	120000.00	128000.00
	毛利 (万元)	9619.07	10664.48	8704.16	11411.92	10041.99
	毛利率 (%)	8.6%	6.5%	7.3%	8.7%	7.3%
玉米收储	收入 (万元)	196838.71	383120.96	289979.84	336550.40	313265.12
	成本 (万元)	155700.09	350069.53	252884.81	301477.17	277180.99
	毛利 (万元)	41138.62	33051.43	37095.03	35073.23	36084.13
	毛利率 (%)	20.9%	8.6%	12.8%	10.4%	11.5%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表2：天康生物可比公司估值表

股票代码	股票简称	主营业务	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600201.SH	生物股份	动保	10.68	0.34	0.29	0.44	48.2	36.8	24.3
600195.SH	中牧股份	动保、饲料	12.85	0.51	0.55	0.69	25.8	23.4	18.6
603566.SH	普莱柯	动保	28.39	0.76	0.62	0.81	29.1	45.8	35.0
300498.SZ	温氏股份	养殖	20.14	-2.11	0.77	2.06	-	26.2	9.8
002714.SZ	牧原股份	养殖	49.94	1.31	2.12	5.52	40.7	23.6	9.0
000876.SZ	新希望	养殖、饲料	13.11	-2.13	0.09	1.17	-	145.7	11.2

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2022年、2023年盈利预测来自Wind一致盈利预测，统计于2023年1月31日收盘。

二、风险提示

(1) 畜禽价格波动风险: 猪价超预期下跌且持续时间长, 导致公司盈利不达预期;

(2) 原材料价格波动风险: 原材料价格上涨, 养殖成本和饲料业务面临成本上行风险;

(3) 动物疫病风险: 非洲猪瘟、口蹄疫等动物疫病发生, 公司面临经营效益下滑风险。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,697	10,618	9,746	10,169	13,467
货币资金	2,067	3,424	2,529	2,785	3,000
应收及预付	1,919	1,139	2,764	2,852	4,306
存货	6,020	5,232	3,497	3,745	5,265
其他流动资产	691	822	955	787	896
非流动资产	5,032	6,567	6,571	7,005	7,598
长期股权投资	105	120	120	122	123
固定资产	3,671	4,341	4,468	4,499	4,685
在建工程	539	895	1,395	1,595	1,795
无形资产	233	273	539	739	945
其他长期资产	485	938	50	50	50
资产总计	15,729	17,185	16,317	17,174	21,065
流动负债	7,372	6,956	4,461	4,506	6,604
短期借款	4,763	4,005	1,220	968	1,661
应付及预收	530	466	594	696	968
其他流动负债	2,079	2,485	2,648	2,843	3,975
非流动负债	1,490	2,445	2,940	2,940	2,940
长期借款	1,294	1,964	1,964	1,964	1,964
应付债券	105	95	976	976	976
其他非流动负债	91	386	0	0	0
负债合计	8,862	9,401	7,401	7,446	9,544
股本	1,075	1,354	1,354	1,354	1,354
资本公积	1,473	3,299	3,299	3,299	3,299
留存收益	3,679	2,497	2,798	4,210	5,873
归属母公司股东权	6,233	7,148	8,226	8,899	10,566
少数股东权益	634	635	690	830	955
负债和股东权益	15,729	17,185	16,317	17,174	21,065

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11,987	15,744	14,742	20,027	27,362
营业成本	8,590	14,207	12,765	16,271	22,608
营业税金及附加	35	38	35	44	68
销售费用	376	527	538	701	985
管理费用	900	854	811	1,101	1,532
研发费用	104	143	136	182	249
财务费用	179	192	268	195	204
资产减值损失	0	-385	-99	-2	-41
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	30	30	12	36	14
营业利润	1,808	-600	280	1,570	1,810
营业外收支	0	-47	4	1	1
利润总额	1,808	-647	284	1,572	1,811
所得税	22	32	9	20	24
净利润	1,785	-679	356	1,551	1,788
少数股东损益	65	7	55	140	125
归属母公司净利润	1,720	-686	301	1,412	1,663
EBITDA	2,471	719	1,254	2,744	3,088
EPS (元)	1.60	-0.51	0.22	1.04	1.23

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-601	1,533	2,517	2,934	1,511
净利润	1,785	-679	356	1,551	1,788
折旧摊销	489	744	797	1,017	1,169
营运资金变动	-3,112	799	1,108	133	-1,633
其它	237	668	256	232	187
投资活动现金流	-806	-1,775	-870	-1,465	-1,762
资本支出	-930	-1,749	-1,398	-1,499	-1,775
投资变动	-6	-24	0	-2	-1
其他	129	-2	529	36	14
筹资活动现金流	1,500	1,604	-2,543	-1,213	466
银行借款	1,874	260	-2,786	-252	694
股权融资	30	2,045	0	0	0
其他	-404	-702	243	-961	-228
现金净增加额	93	1,361	-895	256	215
期初现金余额	1,858	1,950	3,424	2,529	2,785
期末现金余额	1,950	3,312	2,529	2,785	3,000

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	60.3%	31.3%	-6.4%	35.9%	36.6%
营业利润增长	206.1%	-133.2%	146.7%	460.8%	15.3%
归母净利润增长	166.9%	-139.9%	143.9%	368.7%	17.8%
获利能力					
毛利率	28.3%	9.8%	13.4%	18.8%	17.4%
净利率	14.9%	-4.3%	1.9%	7.7%	6.5%
ROE	27.6%	-9.6%	3.7%	15.9%	15.7%
ROIC	17.4%	-0.2%	4.2%	15.7%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	56.3%	54.7%	45.4%	43.4%	45.3%
净负债比率	41.3%	39.5%	25.5%	22.8%	21.8%
流动比率	1.45	1.53	2.18	2.26	2.04
速动比率	0.42	0.66	1.14	1.10	0.93
营运能力					
总资产周转率	0.89	0.96	0.88	1.20	1.43
应收账款周转率	37.31	47.79	9.13	14.60	12.17
存货周转率	1.88	2.53	3.65	4.35	4.29
每股指标 (元)					
每股收益	1.60	-0.51	0.22	1.04	1.23
每股经营现金流	-0.56	1.13	1.86	2.17	1.12
每股净资产	5.80	5.28	6.07	6.57	7.80
估值比率					
P/E	6.62	-	40.33	8.61	7.31
P/B	1.83	2.03	1.48	1.37	1.15
EV/EBITDA	6.40	24.83	10.99	4.84	4.45

广发证券农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 周舒玥：高级研究员，中国人民大学学士，约翰霍普金斯大学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 李雅琦：研究员，上海财经大学金融学学士、硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。