

生猪养殖成本改善显著，后周期业务有望逐步发力

2022 年 08 月 28 日

► **事件概述：**2022 年 8 月 23 日公司发布半年报，上半年实现营业收入 80.09 亿元，同比+1.2%；归母净利润亏损 0.97 亿元，同比-1.0%。其中，Q2 实现营业收入 46.17 亿元，同比+0.9%，环比+36.1%；归母净利润亏损 0.28 亿元，同比+53.2%，环比+60.0%。

► **养殖成本持续改善，Q2 亏损显著收窄。**上半年公司共出栏生猪 93.15 万头，同比+26.5%；销售均价 12.9 元/公斤，同比-42.8%；出栏均重为 113.4 公斤，实现销售收入 13.2 亿元，同比-18.3%。2021 年 1.88 亿元减值准备已与今年上半年冲回，最终生猪养殖业务亏损 2.72 亿元，若不考虑减值冲回，则亏损 4.6 亿元，头均亏损 494 元，由此估算公司上半年完全成本为 17.3 元/公斤。随着甘肃、河南两地产能利用率逐步提高，公司完全成本自 Q1 的 18 元/公斤快速下降，同时公司积极进行产能扩张，截至二季度末能繁母猪存栏 13 万头，计划年底逐步增加至 15 万头，并视行业景气程度在川渝地区做进一步的生猪养殖布局，目前维持 2022、2023 年生猪出栏目标 220、500 万头不变。

► **一体化业务协同发展，饲料盈利能力显著改善。**上半年公司饲料销量 109.74 万吨，同比-2.9%；实现销售收入 27.52 亿元，同比+6.4%；实现利润 5300 万元，其中 Q2 盈利 3100 万元，环比+40.9%，我们估算公司二季度单吨净利 96 元，环比大幅上升 56 元。受前期行情低迷，养殖业产能持续去化导致规模减少影响，公司饲料产销量较去年同期有所下降，同时上游原料价格大幅上涨导致利润较去年大幅下降，但随着大宗农产品价格企稳趋降，公司单吨盈利能力持续改善。此外，公司粮食收储、农产品加工业务分别实现营收 12.86、10.25 亿元，同比分别为-38.7%、+17.8%，利润分别为 0.19、0.3 亿元，全产业链一体化优势逐步凸显，加之公司西北地区约 100 万吨新增饲料产能预计于年底落地投产，将进一步增厚饲料业务利润。

► **动保业务 Q2 承压，下半年销量恢复开启。**上半年公司生物制品批签发 173 次，较去年同期持平；动保业务实现收入 4.5 亿元，同比-6.7%；实现毛利率 68.9%，同比-4.5PCT；实现利润 1.09 亿元，其中 Q2 盈利 3100 万元，环比-60.3%。主要原因在于去年下半年以来生猪产能持续去化，养殖端免疫积极性及用量大幅降低。伴随猪价回暖及能繁母猪产能趋稳，公司 7、8 月疫苗销量已显著恢复，叠加下半年进入传统的疫病多发季节，养殖端多注重秋防，将有力推动公司动保业务持续向好发展。

► **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.74、30.54、33.99 亿元，对应 EPS 为 0.50、2.25 和 2.51 元，考虑公司具备较强成长性，随着下半年猪价持续回暖，生猪养殖与后期业务将同时发力，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**生猪出栏不及预期；政策实施不及预期；突发重大动物疫病风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	15,744	20,638	29,004	32,584
增长率 (%)	31.3	31.1	40.5	12.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	-686	674	3,054	3,399
增长率 (%)	-139.9	198.3	353.0	11.3
每股收益 (元)	-0.51	0.50	2.25	2.51
PE	-	24	5	5
PB	2.2	2.1	1.5	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.77 元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

相关研究

1.天康生物 (002100.SZ) 2022 年中报业绩预告点评：Q2 出栏成本下降超预期，看好公司长期发展-2022/07/15

2.天康生物 (002100.SZ) 深度报告：积极扩展疆外业务，饲料、养殖、动保全方位发展-2022/06/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15,744	20,638	29,004	32,584
营业成本	14,207	16,780	22,475	25,555
营业税金及附加	38	60	80	88
销售费用	527	1,372	1,015	1,010
管理费用	854	1,362	1,740	1,792
研发费用	143	237	283	329
EBIT	-401	826	3,411	3,810
财务费用	192	144	134	114
资产减值损失	-385	0	0	0
投资收益	30	47	63	70
营业利润	-600	720	3,334	3,755
营业外收支	-47	-16	-21	-28
利润总额	-647	704	3,313	3,727
所得税	32	35	149	168
净利润	-679	669	3,164	3,560
归属于母公司净利润	-686	674	3,054	3,399
EBITDA	343	1,974	4,482	4,964

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,424	4,687	5,547	7,754
应收账款及票据	332	550	722	810
预付款项	808	1,850	2,359	2,522
存货	5,232	5,057	7,525	8,129
其他流动资产	822	783	935	1,007
流动资产合计	10,618	12,928	17,088	20,223
长期股权投资	120	140	157	176
固定资产	4,341	4,992	5,218	5,301
无形资产	273	300	333	363
非流动资产合计	6,567	6,494	6,596	6,669
资产合计	17,185	19,422	23,685	26,892
短期借款	4,005	3,826	4,192	3,682
应付账款及票据	465	745	975	1,072
其他流动负债	2,486	4,098	4,871	5,226
流动负债合计	6,956	8,668	10,038	9,981
长期借款	1,964	1,964	1,964	1,964
其他长期负债	481	481	481	481
非流动负债合计	2,445	2,445	2,445	2,445
负债合计	9,401	11,113	12,483	12,426
股本	1,354	1,354	1,354	1,354
少数股东权益	635	630	740	900
股东权益合计	7,783	8,308	11,201	14,466
负债和股东权益合计	17,185	19,422	23,685	26,892

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.35	31.08	40.54	12.35
EBIT 增长率	-119.87	305.90	313.14	11.71
净利润增长率	-139.87	198.27	352.98	11.32
盈利能力 (%)				
毛利率	9.77	18.69	22.51	21.57
净利率	-4.31	3.24	10.91	10.92
总资产收益率 ROA	-3.99	3.47	12.89	12.64
净资产收益率 ROE	-9.60	8.78	29.19	25.06
偿债能力				
流动比率	1.53	1.49	1.70	2.03
速动比率	0.66	0.69	0.72	0.96
现金比率	0.49	0.54	0.55	0.78
资产负债率 (%)	54.71	57.22	52.71	46.21
经营效率				
应收账款周转天数	7.50	9.55	8.90	8.88
存货周转天数	134.42	110.00	122.21	116.10
总资产周转率	0.92	1.06	1.22	1.21
每股指标 (元)				
每股收益	-0.51	0.50	2.25	2.51
每股净资产	5.28	5.67	7.72	10.02
每股经营现金流	1.13	1.52	1.60	3.31
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	24	5	5
PB	2.2	2.1	1.5	1.2
EV/EBITDA	57.13	9.62	4.13	3.18
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-679	669	3,164	3,560
折旧和摊销	744	1,148	1,071	1,154
营运资金变动	799	22	-2,297	-475
经营活动现金流	1,533	2,055	2,169	4,477
资本开支	-1,749	-1,113	-1,237	-1,306
投资	-24	-20	-17	-19
投资活动现金流	-1,775	-1,086	-1,192	-1,255
股权募资	2,045	0	0	0
债务募资	260	643	366	-510
筹资活动现金流	1,604	294	-117	-1,016
现金净流量	1,361	1,263	860	2,207

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026