

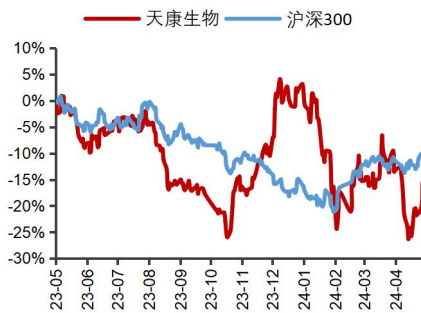
Q1 生猪成本降至 16.3，饲料动保业务稳步增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-5-3

收盘价 (元)	7.25
近 12 个月最高/最低 (元)	9.24/6.15
总股本 (百万股)	1,365
流通股本 (百万股)	1,365
流通股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	99
流通市值 (亿元)	99

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 天康生物 (002100) 三季报点评：Q3 亏损环比明显收窄，成本下降目标提前完成 2023-11-1
- 天康生物 (002100) 中报点评：Q2 亏损明显收窄，成本降至 17 元以内 2022-09-01
- 天康生物(002100)：生猪出栏量快速增长，产业链协同助力发展 2022-06-30

主要观点：

● 2024Q1 归母净利 5667.7 万元，同比扭亏为盈

公司发布 2023 年报和 2024 年一季报：2023 年实现收入 190.3 亿元，同比增长 12%，实现归母净利润-13.63 亿元，2022 年归母净利润 2.8 亿元；2024Q1 实现收入 37.8 亿元，同比下降 2.9%，实现归母净利润 5667.7 万元，同比扭亏为盈。2023 年公司主要业务利润构成，养殖业务-15.1 亿元，饲料 1.25 亿元，制药 1 亿元，蛋白油脂 0.43 亿元，玉米收储-0.88 亿元；2024Q1 主要业务利润构成，养殖业务 0.1 亿元（其中，减值转回 1.86 亿元）、饲料 4500 万元、制药 5000 万元、蛋白油脂-1200 万元、玉米收储亏损 1800 万元。

● 2023 年出栏目标顺利完成，2024Q1 生猪完全成本降至 16.3 元/公斤

2023 年，公司生猪出栏量 281.58 万头，同比增长 39%，全年 280 万头出栏目标顺利完成。2023 年，公司养殖业务亏损 15.1 亿元，其中，年底计提减值准备 4.54 亿元，若扣除减值准备影响，养殖业务实际亏损 10.56 亿元。2023 年公司育肥猪完全成本整体呈现下行趋势，上半年 18 元/公斤，Q3 降至 17.4 元/公斤，9 月、10 月进一步降至 16.5 元/公斤，年底受非瘟疫情、饲料养殖业务清理影响成本出现大幅反弹，据我们测算，11-12 月公司育肥猪完全成本约 18 元/公斤。

2023 年 9 月至今，公司能繁母猪存栏量稳定在 14 万头，PSY 逾 24 头，为 2024 年 300-350 万头出栏目标奠定坚实基础；2024Q1，公司生猪出栏量 64.72 万头，同比增长 13.7%，下半年生猪出栏量有望明显提升。2024Q1 公司养殖业务盈利 0.1 亿元，若剔除减值转回 1.86 亿，养殖业务亏损 1.76 亿元，1-3 月育肥猪出栏价格分别为 13.07 元/公斤、13.27 元/公斤、13.72 元/公斤，据我们推算，2024Q1 公司育肥猪完全成本已降至 16.3 元/公斤。

● 公司饲料、疫苗业务稳健增长

公司饲料和疫苗业务稳健增长。2023 年，公司饲料业务收入 64.9 亿元，同比增长 17.4%，饲料收入占营业收入比重 34.1%，饲料销量（含内销）280.41 万吨，同比增长 20.8%，毛利率 10.2%，同比提升 0.4 个百分点，吨毛利 235 元，吨净利 44.6 元。2023 年，公司制药业务收入 9.96 亿元，同比增长 5.9%，制药业务收入占营业收入比重 5.2%，动物疫苗销量 17.4 亿头份，同比增长 33.2%，毛利率 62.6%，同比下降 1.5 个百分点。2024Q1，公司饲料销量（含内销）66.9 万吨，同比增长 13.5%，吨净利 67.3 元；动物疫苗收入 3.37 亿元，同比增长 13.1%。

● 生猪逻辑转向猪价反转，出栏均重、南方暴雨影响周期高度

2022 年 12 月-2024 年 3 月，官方能繁母猪产能去化约 9%，市场逻辑已从产能去化转向猪价反转。今年以来，生猪价格明显强于市场预期原因是，2023Q4 北方疫情造成生猪提前出栏，春节前大体重猪集中出栏造成节后大体重猪相对短缺，标肥价差、压栏、二次育肥对猪价形成支撑。从当前时点看，生猪均重变化、南方暴雨天气对疫情的影响，将

影响本轮猪周期价格高度。

● 投资建议

公司各项业务稳步扩张。我们预计 2024-2026 年公司生猪出栏量 350 万头、400 万头、450 万头，实现营业收入 228.17 亿元、265.19 亿元、284.41 亿元，同比增长 19.9%、16.2%、7.2%，对应归母净利润 5.08 亿元、17.59 亿元、14.53 亿元，归母净利润前值 2024 年 12.94 亿元、2025 年 11.56 亿元，本次调整幅度较大的原因，修正了 24-25 年生猪出栏量和猪价预期，维持“买入”评级不变。

风险提示

疫情；猪价上涨晚于预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	19026	22817	26519	28441
收入同比 (%)	12.0%	19.9%	16.2%	7.2%
归属母公司净利润	-1363	508	1759	1453
净利润同比 (%)	-585.5%	137.2%	246.6%	-17.4%
毛利率 (%)	2.9%	9.7%	13.4%	11.5%
ROE (%)	-21.3%	7.3%	20.3%	14.3%
每股收益 (元)	-1.01	0.37	1.29	1.06
P/E	—	19.50	5.63	6.81
P/B	1.87	1.43	1.14	0.98
EV/EBITDA	-35.51	9.39	4.05	4.98

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8961	10325	12663	14922	营业收入	19026	22817	26519	28441
现金	2822	1528	4860	4504	营业成本	18469	20605	22961	25163
应收账款	421	499	529	631	营业税金及附加	47	57	66	71
其他应收款	259	501	383	565	销售费用	543	597	657	723
预付账款	387	412	459	503	管理费用	487	511	537	563
存货	4554	6843	5863	8116	财务费用	192	169	180	140
其他流动资产	518	540	569	602	资产减值损失	-500	-50	0	0
非流动资产	7791	7425	7043	6645	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	36	36	36	36	投资净收益	3	4	5	5
固定资产	5334	4838	4326	3798	营业利润	-1446	547	1798	1492
无形资产	361	441	521	601	营业外收入	3	1	1	1
其他非流动资产	2060	2110	2160	2210	营业外支出	50	40	40	40
资产总计	16752	17750	19705	21567	利润总额	-1493	508	1759	1453
流动负债	7087	7678	7974	8283	所得税	23	0	0	0
短期借款	3319	3419	3419	3419	净利润	-1516	508	1759	1453
应付账款	692	796	862	955	少数股东损益	-153	0	0	0
其他流动负债	3076	3462	3693	3908	归属母公司净利润	-1363	508	1759	1453
非流动负债	1750	1650	1550	1650	EBITDA	-438	1572	2801	2370
长期借款	1225	1025	825	825	EPS (元)	-1.01	0.37	1.29	1.06
其他非流动负债	524	624	724	824					
负债合计	8837	9327	9524	9932					
少数股东权益	1504	1504	1504	1504					
股本	1365	1365	1365	1365					
资本公积	3942	3942	3942	3942					
留存收益	1103	1611	3370	4823					
归属母公司股东权益	6411	6918	8677	10130					
负债和股东权益	16752	17750	19705	21567					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1752	-711	4010	120
净利润	-1516	508	1759	1453
折旧摊销	814	716	732	748
财务费用	246	203	199	199
投资损失	-3	-4	-5	-5
营运资金变动	1705	-2267	1241	-2308
其他经营现金流	-2714	2909	602	3794
投资活动现金流	-775	-380	-379	-378
资本支出	-1000	-384	-384	-383
长期投资	274	0	0	0
其他投资现金流	-48	4	5	5
筹资活动现金流	-1505	-203	-299	-99
短期借款	105	100	0	0
长期借款	-1908	-200	-200	0
普通股增加	11	0	0	0
资本公积增加	100	0	0	0
其他筹资现金流	187	-103	-99	-99
现金净增加额	-528	-1293	3332	-357

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	12.0%	19.9%	16.2%	7.2%
营业利润	-663.0%	137.8%	229.0%	-17.0%
归属于母公司净利	-585.5%	137.2%	246.6%	-17.4%
获利能力				
毛利率 (%)	2.9%	9.7%	13.4%	11.5%
净利率 (%)	-7.2%	2.2%	6.6%	5.1%
ROE (%)	-21.3%	7.3%	20.3%	14.3%
ROIC (%)	-8.9%	5.8%	12.6%	9.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	52.8%	52.5%	48.3%	46.1%
净负债比率 (%)	111.7%	110.7%	93.5%	85.4%
流动比率	1.26	1.34	1.59	1.80
速动比率	0.50	0.33	0.73	0.69
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.32	1.42	1.38
应收账款周转率	47.02	47.02	47.02	47.02
应付账款周转率	28.35	27.69	27.69	27.69
每股指标 (元)				
每股收益	-1.01	0.37	1.29	1.06
每股经营现金流薄)	1.28	-0.52	2.94	0.09
每股净资产	4.70	5.07	6.36	7.42
估值比率				
P/E	—	19.50	5.63	6.81
P/B	1.87	1.43	1.14	0.98
EV/EBITDA	-35.51	9.39	4.05	4.98

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 2013 年金牛奖评选农业行业入围, 2018 年天眼农业最佳分析师, 2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖, 2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名, 2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。