

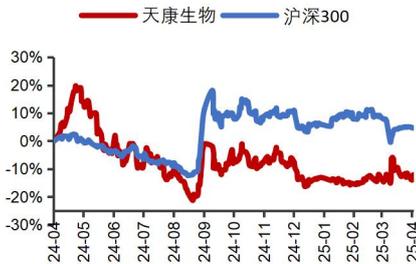
生猪出栏量稳步抬升，完全成本大幅回落

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-30

收盘价（元）	6.24
近12个月最高/最低（元）	8.79/5.67
总股本（百万股）	1,365
流通股本（百万股）	1,365
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	87
流通市值（亿元）	87

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 1.天康生物(002100)三季报点评：资产负债率降至49.9%，生猪完全成本逐季下行 2024-10-30
- 2.天康生物(002100)年报季报点评：Q1生猪成本降至16.3，饲料动保业务稳步增长 2024-05-05

主要观点：

● 2025Q1 归母净利润 1.48 亿元，季末资产负债率降至 51.4%

公司公布 2024 年报和 2025 年一季报：2024 年实现收入 171.8 亿元，同比下降 9.7%，归母净利润 6.05 亿元，扣非后归母净利润 5.59 亿元，同比均扭亏为盈，分季度看，2024Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现归母净利润 0.54 亿元、2.23 亿元、2.89 亿元、0.39 亿元；2025Q1 实现收入 41.8 亿元，同比增长 10.7%，归母净利润 1.48 亿元，同比增长 174%，2025 年 3 月末，公司资产负债率 51.4%，较 2025 年初下降 0.09 个百分点，同比下降 2.35 个百分点。

● 2025 年计划出栏生猪 350-400 万头，生猪完全成本大幅回落

2024 年，公司生猪出栏量 302.85 万头，同比增长 8%，出栏目标顺利完成；2025 年，公司计划出栏生猪 350-400 万头，其中，养殖事业部 300 万头，饲料放养部门计划出栏 50-100 万头，2025Q1 公司生猪出栏量 81.07 万头，同比增长 25.3%，已完成全年出栏目标 20.3%-23.2%。目前，公司生猪养殖产能主要布局在新疆、河南、甘肃三地，新疆繁育产能 150 万头、河南 130 万头，甘肃 70 万头，其中，新疆和河南的育肥配套设施相对完备，而甘肃育肥配套尚未完全到位，公司仍在积极拓展产能，新疆若羌 30 万头新建项目有望于今年下半年建成装猪，2026 年实现出栏，为 2026 年出栏奠定基础。

公司生猪养殖完全成本从 2024Q1 的 15.99 元/公斤降至 2025 年 2 月 13.12 元/公斤，今年公司生猪养殖成本目标是降至 13 元/公斤以内。2024 年，公司生猪成本持续回落的原因是，①公司积极优化饲料原料配方，充分利用口岸优势，从中亚国家进口大麦粉和小麦粉进行部分原料替代，有效降低了饲料成本；②甘肃区域整体产能利用率提升；③通过种群更新，替换为丹系种猪，目前公司 PSY 已达 27 头，部分优秀厂区的 PSY 超过 30 头。

● 2024 年公司饲料、疫苗销量小幅增长，2025 年计划保持增长态势

2024 年，公司饲料业务收入 53.4 亿元，同比下降 17.7%，饲料业务毛利 5.8 亿元，同比下降 12.1%；2024 年，公司饲料销量 282.83 万吨，同比增长 0.86%，其中，猪料销量 159.79 万吨，同比增长 5.5%，禽料销量 60.96 万吨，同比增长 4.2%，反刍料销量 51.51 万吨，同比下降 11.3%，水产料销量 4.66 万吨，同比下降 8.1%。2024 年，我国饲料产量同比下降 2.1%，公司饲料业务的市占率仍在提升，2025 年，公司计划销售饲料 290 万吨，较 2024 年小幅增长。

2024 年，公司制药业务收入约 10 亿元，同比增长 0.2%，制药业务毛利 6.3 亿元，同比增长 1%；2024 年，公司动物疫苗销售 20.6 亿头份（毫升），同比增长 18.4%，其中，口蹄疫疫苗销量 8.3 亿头份，同比增长 16.2%，小反刍兽疫疫苗销量 2.35 亿头份，同比下降 4.9%，猪蓝耳病疫苗销量 2,543 万头份，同比增长 40.2%，猪瘟 E2 疫苗销量 2,113 万头份，同比增长 24.1%，布病疫苗销量 1.23 亿头份，同比增长

0.1%；禽流感疫苗销量 6.4 亿头份，同比增长 37.7%。2025 年，公司计划销售动物疫苗 24 亿头份（毫升），较 2024 年继续增长。

● 投资建议

统计局数据，2025 年 3 月末，能繁母猪存栏量 4039 万头，较 2024 年末下降 1%，2024 年 4 月至今产能累计仅上升 1.3%，生猪补栏积极性持续疲弱。2025 年猪价已步入下行周期，但由于补栏明显偏慢，2025 年生猪养殖业有望获得正常盈利，具有成本优势的猪企将获得超额收益。

我们预计 2025-2027 年公司生猪出栏量 363.42 万头、400 万头、450 万头，同比增长 20%、10%、13%，实现营业收入 184.33 亿元、190.75 亿元、204.56 亿元，同比增长 7.3%、3.5%、7.2%，对应归母净利润 10.2 亿元、9.84 亿元、14.74 亿元。归母净利润前值 2025 年 12.79 亿元、2026 年 10.01 亿元，本次调整幅度较大的原因，修正了 25-26 年生猪出栏量、生猪单价、生猪养殖成本、饲料销量、饲料价格，维持“买入”评级不变。

风险提示

疫情；猪价持续疲弱。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17176	18433	19075	20456
收入同比 (%)	-9.7%	7.3%	3.5%	7.2%
归属母公司净利润	605	1020	984	1474
净利润同比 (%)	144.4%	68.6%	-3.5%	49.8%
毛利率 (%)	12.1%	14.1%	13.4%	15.0%
ROE (%)	8.6%	12.7%	10.9%	14.0%
每股收益 (元)	0.44	0.75	0.72	1.08
P/E	14.89	8.35	8.65	5.78
P/B	1.27	1.06	0.94	0.81
EV/EBITDA	7.26	4.94	4.46	3.17

资料来源：wind，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。