

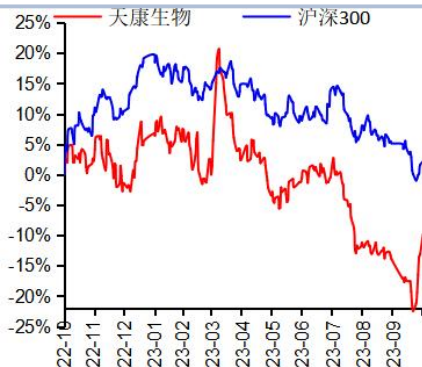
Q3 亏损环比明显收窄，成本下降目标提前完成

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-1

收盘价（元）	7.26
近 12 个月最高/最低（元）	10.05/6.33
总股本（百万股）	1,355
流通股本（百万股）	1,355
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	98
流通市值（亿元）	98

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

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
2. 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：

● Q3 公司亏损 0.57 亿元，亏损环比明显收窄

公司发布 2023 年三季报：1-9 月收入 147.1 亿元，同比增长 14.1%；1-9 月归母净利润-5.04 亿元，去年同期盈利 2.58 亿元。分季度看，Q1-Q3 归母净利分别为-0.14 亿元、-4.33 亿元、-0.57 亿元，Q3 亏损环比明显收窄；分业务看，1-9 月饲料业务盈利 1.27 亿元、养殖业务亏损 7.07 亿元、动物疫苗业务盈利 1.08 亿元、油脂加工业务盈利 0.47 亿元、玉米收储亏损 0.74 亿元，其他业务利润及总部费用合计亏损 390 万元；Q3 饲料业务盈利 0.46 亿元、养殖业务亏损 1.83 亿元、动物疫苗业务盈利 0.84 亿元、油脂加工业务盈利 0.21 亿元、玉米收储亏损 0.3 亿元。

● 2023 年出栏目标有望顺利完成，Q3 生猪完全成本降至 17.4 元/公斤

2023 年 1-9 月，公司生猪业务收入 32.89 亿元，同比增长 28.1%，生猪出栏量 205.8 万头，同比增长 36.7%，全年 280 万头出栏目标有望顺利完成。2023 年 9 月末，公司能繁母猪存栏量 14 万头、后备母猪存栏量约 4 万头，PSY24 头，为 2024 年 300-350 万头出栏目标奠定坚实基础。分季度看，2023Q1、Q2、Q3 公司生猪出栏量分别为 56.94 万头、74.03 万头、74.86 万头，同比分别增长 51.1%、33.5%、30.4%；生猪业务收入分别为 9.6 亿元、11.8 亿元、11.5 亿元，同比分别增长 96.7%、42.0%、-8.2%。7-9 月商品猪销售均价分别为 13.09 元/公斤、16.02 元/公斤、15.2 元，Q3 公司育肥猪完全成本 17.4 元/公斤，较上半年下降 0.6 元/公斤。分区域看，新疆和河南区域成本已降至 15.1 元/公斤，但甘肃尚未满产且遭受疫情影响，成本仍超过 18 元/公斤。9 月公司生猪完全成本已经降至 16.4 元/公斤，年初制定今年成本降至 16.5 元/公斤，公司已经提前完成目标，随着甘肃基地疫情影响逐步消除，Q4 成本仍有进一步下降空间。

● 部分地区淘汰母猪价格已近 2021 年最低点，生猪产能去化有望加速

生猪养殖效率大幅提升造成今年以来猪价疲弱，我们推断生猪价格将持续低迷，产能去化有望加速。i) 近期生猪疫情持续发酵，各地淘汰母猪价格再创年内新低，上周河南、河北、辽宁、黑龙江淘汰母猪价格甚至已接近 2021 年 9 月最低价格；ii) 2023 年 1 季末、2 季末，全国能繁母猪存栏量同比分别增长 2.9%、0.4%，随着今年全年养殖效率的持续改善，1H2024 全国生猪出栏量有望实现同比 10%左右增长，生猪价格大概率较 2023 年上半年更低迷，1H2023 生猪均价 14.7 元/公斤，生猪最低价 13.7 元/公斤，我们预计 1H2024 生猪均价有望跌破 12、13 元/公斤；iii) 9 月以来，仔猪养殖持续亏损，规模场 15 公斤仔猪价格已跌至 200 元/头左右，逐步接近 2021 年 9 月最低价 155 元/头。

● 投资建议

公司是我国优质饲料龙头，近年来生猪养殖业务快速扩张。我们预计 2023-2025 年公司生猪出栏量 280 万头、350 万头、400 万头，实现营业收入 179.78 亿元、225.35 亿元、250.57 亿元，同比增长 7.5%、25.3%、

11.2%，对应归母净利润-4.21 亿元、12.94 亿元、11.56 亿元，归母净利润前值 2023 年 23.58 亿元、2024 年 31.79 亿元，本次调整幅度较大的原因，修正了 23-24 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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16732	17978	22535	25057
收入同比（%）	6.5%	7.5%	25.3%	11.2%
归属母公司净利润	302	-421	1294	1156
净利润同比（%）	142.9%	-239.5%	407.8%	-10.7%
毛利率（%）	10.5%	6.3%	12.7%	11.0%
ROE（%）	3.8%	-5.8%	15.2%	11.9%
每股收益（元）	0.22	-0.31	0.96	0.85
P/E	37.77	—	7.60	8.51
P/B	1.42	1.36	1.15	1.02
EV/EBITDA	12.53	20.92	6.24	6.07

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12412	9994	12782	14528	营业收入	16732	17978	22535	25057
现金	3320	885	1060	2801	营业成本	14975	16849	19683	22293
应收账款	396	308	538	464	营业税金及附加	39	41	52	58
其他应收款	295	304	447	388	销售费用	475	508	559	615
预付账款	1151	1179	1378	1560	管理费用	477	405	426	447
存货	6039	6079	8086	8014	财务费用	208	216	213	224
其他流动资产	1211	1237	1273	1300	资产减值损失	-107	-50	0	0
非流动资产	6949	6387	5910	5518	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	105	105	105	105	投资净收益	17	18	23	26
固定资产	5005	4643	4266	3874	营业利润	277	-295	1360	1207
无形资产	267	257	247	237	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	1571	1381	1291	1301	营业外支出	42	40	40	40
资产总计	19361	16381	18691	20047	利润总额	236	-334	1321	1168
流动负债	6174	4192	4708	4907	所得税	22	-33	26	12
短期借款	3214	1214	1214	1214	净利润	214	-300	1294	1156
应付账款	627	590	832	778	少数股东损益	-87	120	0	0
其他流动负债	2333	2387	2662	2915	归属母公司净利润	302	-421	1294	1156
非流动负债	3522	3122	3622	3622	EBITDA	1222	666	2285	2060
长期借款	3133	2633	3133	3133	EPS (元)	0.22	-0.31	0.96	0.85
其他非流动负债	389	489	489	489					
负债合计	9696	7314	8330	8530					
少数股东权益	1715	1835	1835	1835					
股本	1354	1355	1355	1355					
资本公积	3842	3841	3841	3841					
留存收益	2753	2034	3329	4485					
归属母公司股东权	7950	7231	8526	9682					
负债和股东权益	19361	16381	18691	20047					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	328	591	72	2255	成长能力				
净利润	214	-300	1294	1156	营业收入	6.5%	7.5%	25.3%	11.2%
折旧摊销	726	582	597	612	营业利润	144.8%	-206.6%	561.3%	-11.3%
财务费用	243	255	223	237	归属于母公司净利	142.9%	-239.5%	407.8%	-10.7%
投资损失	-17	-18	-23	-26	获利能力				
营运资金变动	-1042	-98	-2147	194	毛利率 (%)	10.5%	6.3%	12.7%	11.0%
其他经营现金流	1460	-32	3570	1044	净利率 (%)	1.8%	-2.3%	5.7%	4.6%
投资活动现金流	-2072	-72	-175	-277	ROE (%)	3.8%	-5.8%	15.2%	11.9%
资本支出	-1402	-90	-198	-302	ROIC (%)	2.6%	0.5%	10.4%	8.4%
长期投资	-682	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	11	18	23	26	资产负债率 (%)	50.1%	44.7%	44.6%	42.5%
筹资活动现金流	1634	-2953	277	-237	净负债比率 (%)	100.3%	80.7%	80.4%	74.1%
短期借款	-791	-2000	0	0	流动比率	2.01	2.38	2.71	2.96
长期借款	1169	-500	500	0	速动比率	0.76	0.52	0.58	0.88
普通股增加	0	1	0	0	营运能力				
资本公积增加	540	-1	0	0	总资产周转率	0.92	1.01	1.29	1.29
其他筹资现金流	716	-453	-223	-237	应收账款周转率	47.64	47.64	47.64	47.64
现金净增加额	-111	-2434	174	1742	应付账款周转率	27.42	27.69	27.69	27.69

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.22	-0.31	0.96	0.85	P/E	37.77	—	7.60	8.51
每股经营现金流薄)	0.24	0.44	0.05	1.66	P/B	1.42	1.36	1.15	1.02
每股净资产	5.87	5.34	6.29	7.15	EV/EBITDA	12.53	20.92	6.24	6.07

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；
- 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。