

天康生物 (002100.SZ)

2023 半年报点评: 背靠新疆兵团的老牌生猪企业, 养殖成本稳步改善

买入

核心观点

2023H1 营收稳定增长, 受猪价低迷影响业绩亏损。公司 2023H1 实现营收 89.63 亿元, 同比+11.92%, 归母净利润亏损 4.47 亿元, 同比-248.01%; 公司 2023Q2 实现营收 50.72 亿元, 同比+9.85%, 归母净利润亏损 4.33 亿元, 同比扩亏 1446.43%。2023H1 整体生猪均价较为低迷, 养殖行业处于深度亏损状态, 由此导致公司生猪、饲料、兽药等养殖链相关业务均有所承压, 此外公司 2023H1 分别计提资产减值损失 0.47 亿元及信用减值损失 0.40 亿元。

生猪出栏稳步增长, 成本有望进一步下降。公司生猪业务规模保持增长趋势, 2023H1 合计生猪出栏达 130.97 万头, 同比增长 40.60%, 2023 年经营目标计划实现生猪出栏 280-300 万头, 有望继续增长。截至 2023Q2 末, 公司资产负债率达 51.84%, 较 2023Q1 末下降 0.21%; 在建工程达 8.37 亿元, 较 2022 年末增长 51%。公司养殖产能主要位于我国西北地区, 目前处于产能加速释放期, 其采取“聚落式”全产业链发展模式, 完善“原种猪-三级繁育-育肥”布局, 并配套饲料和屠宰形成完整产业链, 从管理、生产调度及综合效率等方面发挥最优效果。同时公司通过投资新疆汇通, 坐拥核心玉米收储资源, 未来饲料原料成本优势有望延续。凭借上中下游协同效应, 和西北区域布局带来的非瘟疫情防控优势, 公司铸就成本护城河, 预计未来随产能扩张与利用率提升, 成本有望进一步下降, 2023 年目标成本有望实现 16.5 元/公斤。

饲料、动保等养殖后周期业务经营稳健, 相对行业优势领先。公司作为农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业, 是全国八家口蹄疫疫苗定点生产企业之一, 产品及技术优势显著, 2021 年由公司自主研发、生产的猪流行性腹泻灭活疫苗 (XJ-DB2 株) 获《新兽药注册证书》。公司饲料及动保业务经营稳健, 2023H1 饲料销量约 125.41 万吨 (同比+14.28%), 饲料毛利率为 10.10% (同比+1.61%), 保持行业领先; 制药业务收入达 4.46 亿元 (同比-0.84%), 毛利率为 68.09% (同比-0.83%)。公司 2023 年目标计划实现饲料产销 275 万吨, 其中猪和反刍产品线具备核心竞争能力; 生物制品收入实现 13.2 亿元, 市场化产品实现占比突破。公司养殖链业务全面稳健发展, 有望受益未来猪价反转。

风险提示: 疫病风险、原料价格大幅波动风险、产能扩张不及预期风险。

投资建议: 维持“买入”。公司是生猪养殖后起之秀, 随产能利用率提升, 成本有望继续下降。预计 2023-2025 年归母净利为-0.4/3.74/19.44 亿元, EPS 分别为-0.03/0.28/1.44 元, 对应当前股价 PE 为-238/26/5 X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15,744	16,732	19,437	22,329	26,120
(+/-%)	31.3%	6.3%	16.2%	14.9%	17.0%
净利润 (百万元)	-686	302	-41	374	1944
(+/-%)	-139.9%	-144.0%	-113.7%	804.5%	419.3%
每股收益 (元)	-0.51	0.22	-0.03	0.28	1.44
EBIT Margin	-0.2%	3.5%	1.8%	3.5%	10.2%
净资产收益率 (ROE)	-9.6%	3.8%	-0.5%	4.6%	20.0%
市盈率 (PE)	-14.4	32.7	-238.2	26.3	5.1
EV/EBITDA	28.3	15.1	21.7	15.4	6.9
市净率 (PB)	1.38	1.24	1.25	1.20	1.02

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

农林牧渔 · 饲料

证券分析师: 鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师: 李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

联系人: 江海航

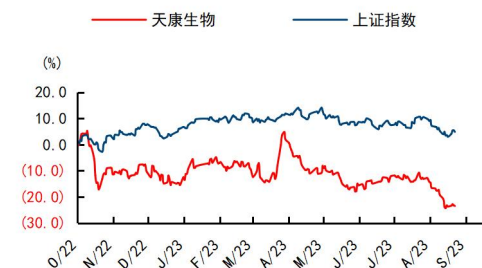
010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	7.22 元
总市值/流通市值	9782/9781 百万元
52 周最高价/最低价	12.10/7.08 元
近 3 个月日均成交额	136.43 百万元

市场走势



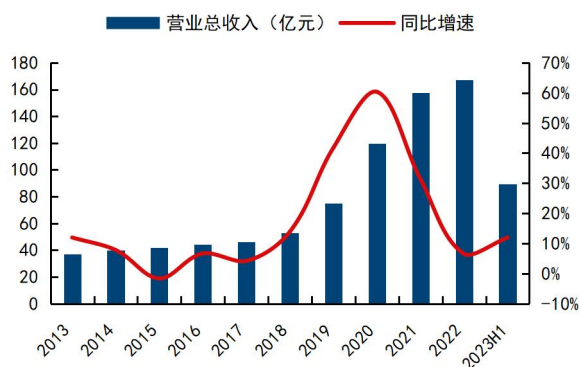
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天康生物 (002100.SZ) - 2022 年三季度点评: 2022Q3 扭亏为盈, 明显受益猪价回升》——2022-10-30
- 《天康生物 (002100.SZ) - 2022 年半年报点评: 2022Q2 亏损收窄, 生猪出栏稳步增长》——2022-08-25
- 《天康生物 (002100.SZ) - 2021 年报及 2022 一季报点评: 生猪养殖业务快速增长, 全产业链加速发展》——2022-05-04

2023H1 营收稳定增长，受猪价低迷影响业绩亏损。公司 2023H1 实现营收 89.63 亿元，同比+11.92%，归母净利润亏损 4.47 亿元，同比-248.01%；公司 2023Q2 实现营收 50.72 亿元，同比+9.85%，归母净利润亏损 4.33 亿元，同比扩亏 1446.43%。2023H1 整体生猪均价较为低迷，养殖行业处于深度亏损状态，由此导致公司生猪、饲料、兽药等养殖链相关业务均有所承压。公司生猪业务规模保持增长趋势，2023H1 合计生猪出栏达 130.97 万头，同比增长 40.60%，养殖成本稳健下降。

图1：天康生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天康生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



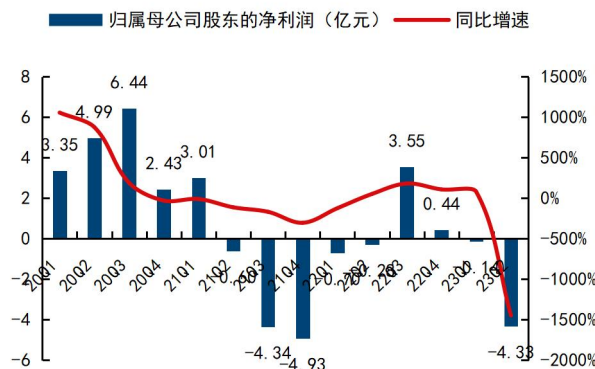
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：天康生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

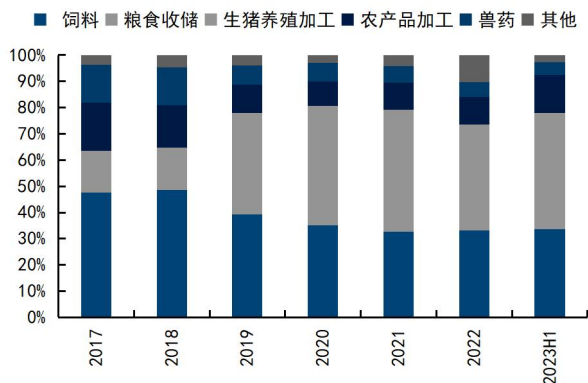
图4：天康生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

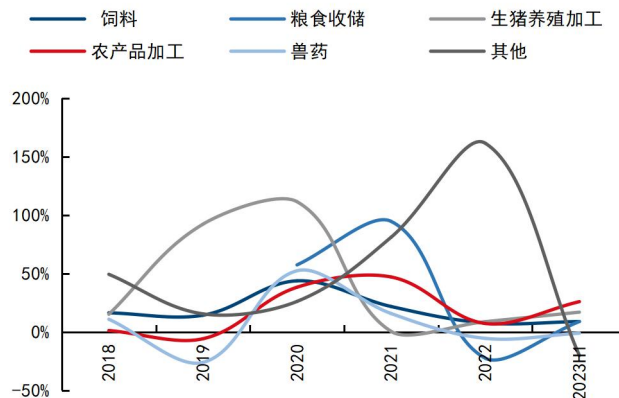
生猪养殖规模快速增长，全产业链加速发展。分业务来看，公司饲料板块、生猪养殖加工板块、粮食收储、农产品加工及兽药板块 2023H1 营收占比分别为 33.55%、28.86%、15.60%、14.39%和 4.98%。公司养殖产业链的相关业务协同发展，育肥产能和出栏量稳定快速增长。据公司公告披露，2023 年总体经营目标为：实现饲料产销 275 万吨、动物疫苗 20 亿毫升(头份)、生猪出栏 280-300 万头、植物蛋白原料加工生产 40 万吨、玉米收储 150 万吨，全年营收有望维持稳步增长。此外，在养殖产能方面，公司已在新疆、河南、甘肃建设“从原种猪—三级繁育—育肥，同时配套饲料和屠宰加工”的聚落式养殖基地，为全产业链加速发展奠定良好基础。2023 年公司生猪养殖目标成本为 16.5 元/公斤，预计随着已投产的甘肃和河南的猪场产能稳步上量，公司自繁自养产能利用率提升，摊销费用有望进一步降低。

图5: 天康生物分业务营收占比 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

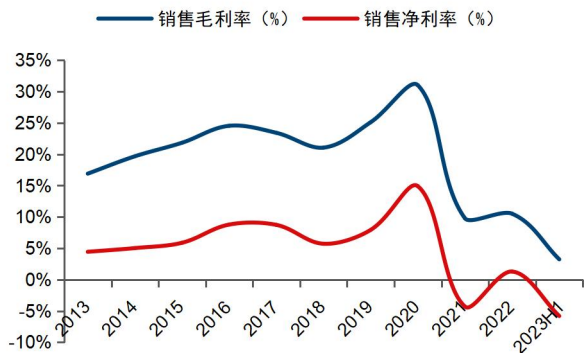
图6: 天康生物分业务营收增速 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

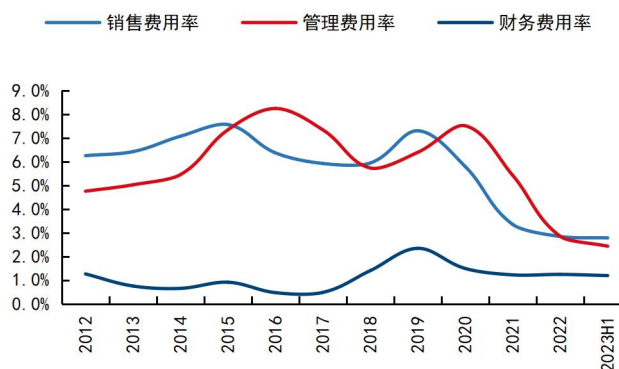
销售净利率阶段性承压，费用率水平持续优化。从盈利水平来看，2023H1 公司销售毛利率和净利率分别为 3.23%、-5.81%，由于公司主营的生猪养殖业务、饲料业务、兽药业务受到猪价阶段性低迷的影响，盈利表现略有承压。费用率方面，公司 2023H1 销售/管理/财务费用率分别为 2.78%/2.43%/1.19%，较 2022 年全年分别-0.06pct/-0.42pct/-0.05pct。其中，管理费用率大幅下降主要系人员费用下降及公司会计政策变更导致核算口径发生变化所致，变更前，公司将消耗性生物资产死亡成本计入管理费用；变更后，消耗性生物资产死亡发生的成本由活体承担，对外销售时，根据当月统计数据，按实际成本计算出栏成本，计入主营业务成本科目。

图7: 天康生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 天康生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持买入评级。公司是生猪养殖后起之秀，现已完成“聚落式”全产业链布局，未来随着自繁自养产能扩张与产能利用率提升，成本有望进一步下降。预计 2023-2025 年归母净利润为-0.4/3.74/19.44 亿元，EPS 分别为-0.03/0.28/1.44 元，对应当前股价 PE 为-238/26/5 X。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3424	3320	2820	3488	3909	营业收入	15744	16732	19437	22329	26120
应收款项	660	702	799	747	1014	营业成本	14207	14975	17775	20146	21933
存货净额	5232	6039	7096	7947	8793	营业税金及附加	38	39	50	55	61
其他流动资产	1301	1701	1944	2116	2581	销售费用	527	475	548	575	631
流动资产合计	10618	12412	12658	14298	16297	管理费用	854	477	497	553	598
固定资产	5235	5559	5791	6208	6749	研发费用	143	181	214	228	230
无形资产及其他	273	267	257	246	235	财务费用	192	208	270	300	343
投资性房地产	938	1017	1017	1017	1017	投资收益	30	17	20	30	29
长期股权投资	120	105	105	105	105	资产减值及公允价值变动	385	107	(120)	0	220
资产总计	17185	19361	19829	21874	24404	其他收入	(941)	(405)	(214)	(228)	(230)
短期借款及交易性金融负债	4737	3941	4076	5391	6565	营业利润	(600)	277	(16)	503	2573
应付款项	465	627	710	777	884	营业外净收支	(47)	(41)	(40)	(1)	(0)
其他流动负债	1754	1606	1830	2247	2311	利润总额	(647)	236	(56)	503	2573
流动负债合计	6956	6174	6616	8415	9760	所得税费用	32	22	(5)	43	191
长期借款及应付债券	2059	3133	3133	3133	3133	少数股东损益	7	(87)	10	(85)	(437)
其他长期负债	386	389	449	479	489	归属于母公司净利润	(686)	302	(41)	374	1944
长期负债合计	2445	3522	3582	3612	3622	现金流量表（百万元）					
负债合计	9401	9696	10198	12027	13382	净利润	(686)	302	(41)	374	1944
少数股东权益	635	1715	1722	1658	1317	资产减值准备	400	(258)	18	10	16
股东权益	7148	7950	7908	8189	9706	折旧摊销	705	713	570	645	711
负债和股东权益总计	17185	19361	19829	21874	24404	公允价值变动损失	(385)	(107)	120	(0)	(220)
关键财务与估值指标						财务费用	192	208	270	300	343
每股收益	(0.51)	0.22	(0.03)	0.28	1.44	营运资本变动	1596	(1570)	(1010)	(448)	(1381)
每股红利	0.52	0.19	0.00	0.07	0.32	其它	(385)	247	(12)	(74)	(357)
每股净资产	5.28	5.87	5.84	6.05	7.17	经营活动现金流	1245	(674)	(355)	507	713
ROIC	1%	5%	3%	5%	14%	资本开支	0	(864)	(930)	(1060)	(1037)
ROE	-10%	4%	-1%	5%	20%	其它投资现金流	20	(650)	650	0	0
毛利率	10%	10%	9%	10%	16%	投资活动现金流	5	(1499)	(280)	(1060)	(1037)
EBIT Margin	-0%	3%	2%	3%	10%	权益性融资	0	1652	0	0	0
EBITDA Margin	4%	8%	5%	6%	13%	负债净变化	670	1169	0	0	0
收入增长	31%	6%	16%	15%	17%	支付股利、利息	(702)	(261)	0	(94)	(428)
净利润增长率	-140%	-144%	-114%	805%	419%	其它融资现金流	171	(1400)	135	1315	1174
资产负债率	58%	59%	60%	63%	60%	融资活动现金流	107	2068	135	1221	746
息率	7.1%	2.6%	0.0%	0.9%	4.3%	现金净变动	1357	(105)	(500)	668	421
P/E	(14.4)	32.7	(238.2)	26.3	5.1	货币资金的期初余额	2067	3424	3320	2820	3488
P/B	1.4	1.2	1.2	1.2	1.0	货币资金的期末余额	3424	3320	2820	3488	3909
EV/EBITDA	28.3	15.1	21.7	15.4	6.9	企业自由现金流	0	(1190)	(1049)	(156)	761
						权益自由现金流	0	(1421)	(1159)	885	1617

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032