

天康生物 (002100)

证券研究报告
2024年10月31日

生猪业务实现量、质双增，非猪业务稳健发展

事件：

公司24年前三季度实现营收130.87亿元，同比-11%；实现归母净利润5.66亿元，同比+212%。其中，单Q3实现营业收入50.94亿元，同比-11%、环比+21%；实现归母净利润2.89亿元，同比+606%、环比+30%。

我们的分析和判断：

1、Q3成本进入行业领先梯队，生猪业务实现高质量发展

1) 2024Q3：【量】出栏约74.3万头，同比-1%、环比-2%；【价】加权均价估算约18.2元/kg，环比+18%；【利】估算成本降至14.3元/kg左右（24Q2成本15.15元/kg），对应公司生猪业务板块经营性利润约3亿元左右，对应头均利润400~420元左右（24Q2头均盈利50~100元左右）。

2) 2024Q1-Q3：【量】出栏约214.4万头，同比+4%；【价】加权均价估算约15.6元/kg，同比+9%；【利】估算成本在15.2元/kg，对应公司生猪业务板块经营性利润约1.5~1.6亿元左右，对应头均盈利70~80元。

2、生产成绩提升实现降本增效，同时保障出栏量稳步增长

得益于公司在种群上的优化和生产管理上的提升，各项生产成绩有着显著提升，其中公司PSY指标从年初以来增长明显，今年有望达到28的目标水平。基于不断改善的生产指标，成本改善较为明显。截至到9月公司完全成本已降至13.91元/kg，相比7月成本再下降0.84元/kg左右，相比24Q2成本下降1.24元/kg左右。

往后看，基于公司现阶段的养殖生产效率、疫病防控效果等情况来看，公司预计四季度养殖成本还有一定的下降空间。另外，提升的生产指标也有望助力公司出栏量的持续增长，为明年实现高质量达到350-400万头出栏目标奠定基础。

3、非猪业务稳定发展，动保与饲料成支柱

非猪业务业绩支撑依旧强劲，其中动保业务和饲料业务仍是非猪业务重要利润来源。动保业务方面，随着三季度苏州投建的动物疫苗项目转固以及GMP验收成功，后续将聚焦于细菌和细胞基因工程苗上的生产和研发工作，为公司带来更强的市场竞争力。饲料方面，24Q3实现销售约69万吨，其中外销约45万吨、内销约24万吨，但因饲料原料价格下行，价格有所调整，因此我们预计饲料收入较上年同期有所下降。

4、投资建议：

维持“买入”评级。基于：1) 公司有望实现量、质双增：成本方面改善显著，已进入行业领先梯队；出栏量方面稳步增加，预计24/25年出栏量300-310万头/350-400万头，23-25年年均复合增速约11%~19%；2) 公司最新市值对应2024年出栏量头均市值为1500-2000元/头，处于头均市值历史底部区间；3) 在行业谨慎补栏下，盈利周期有望延长，公司基于成本优势有望不断增厚利润空间，明年盈利有望持续。考虑到本轮周期社会面消费变化、补栏情绪、二育等因素影响，周期盈利时间或被拉长、周期高度或有所收窄，我们调整24-26年归母净利润为9.52/10.41/9.08亿元（24-25年前值为13.49/19.04亿元），对应EPS为0.7/0.76/0.67元/股。

风险提示：疫情风险；猪价不达预期；政策变动风险；出栏量不及预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,727.56	19,025.81	20,282.79	22,476.01	24,517.65
增长率(%)	6.24	13.74	6.61	10.81	9.08
EBITDA(百万元)	1,580.36	786.38	1,605.39	2,726.63	2,679.41
归属母公司净利润(百万元)	280.74	(1,363.32)	951.94	1,041.11	908.18
增长率(%)	(140.93)	(585.61)	169.83	9.37	(12.77)
EPS(元/股)	0.21	(1.00)	0.70	0.76	0.67
市盈率(P/E)	33.02	(6.80)	9.74	8.90	10.21
市净率(P/B)	1.17	1.45	1.30	1.16	1.07
市销率(P/S)	0.55	0.49	0.46	0.41	0.38
EV/EBITDA	9.53	19.87	9.33	5.17	5.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.79元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,365.25
流通A股股本(百万股)	1,365.25
A股总市值(百万元)	9,270.06
流通A股市值(百万元)	9,270.06
每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	49.89
一年内最高/最低(元)	9.08/5.67

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

陈炼 联系人
chenlian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《天康生物-半年报点评:产能释放助力出栏量同比高增长!》2023-08-28
- 《天康生物-公司点评:出栏节奏已恢复正常,估值位于历史底部区间!》2022-12-10
- 《天康生物-半年报点评:各项业务全面改善,公司半年报业绩高增长!》2020-08-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,319.50	2,821.54	1,419.80	1,573.32	1,961.41
应收票据及应收账款	399.10	430.75	414.37	522.13	523.76
预付账款	1,135.71	386.57	1,607.19	556.79	1,768.08
存货	6,042.17	4,554.05	5,414.76	5,405.16	5,298.02
其他	1,499.59	767.93	813.07	828.85	939.75
流动资产合计	12,396.07	8,960.84	9,669.18	8,886.26	10,491.02
长期股权投资	105.45	36.11	36.11	36.11	36.11
固定资产	5,126.10	5,333.72	6,480.11	7,339.96	6,899.03
在建工程	425.14	814.70	657.35	578.67	364.34
无形资产	276.15	367.86	410.99	448.73	481.07
其他	1,033.05	1,238.43	1,227.09	1,215.75	1,214.39
非流动资产合计	6,965.89	7,790.82	8,811.65	9,619.22	8,994.94
资产总计	19,361.96	16,751.66	18,480.83	18,505.48	19,485.96
短期借款	3,214.51	3,319.42	3,859.77	3,078.51	2,832.81
应付票据及应付账款	611.11	697.12	575.33	811.47	708.03
其他	1,909.96	2,630.43	3,557.94	3,243.60	3,741.99
流动负债合计	5,735.58	6,646.96	7,993.05	7,133.58	7,282.83
长期借款	3,133.00	1,225.36	1,263.19	1,244.27	1,253.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	390.90	524.35	524.35	524.35	524.35
非流动负债合计	3,523.90	1,749.71	1,787.54	1,768.62	1,778.08
负债合计	9,731.95	8,836.90	9,780.58	8,902.21	9,060.91
少数股东权益	1,714.68	1,504.16	1,565.90	1,633.43	1,723.23
股本	1,354.34	1,365.25	1,365.25	1,365.25	1,365.25
资本公积	3,842.44	3,942.21	3,942.21	3,942.21	3,942.21
留存收益	2,709.66	1,048.17	1,809.72	2,642.60	3,369.15
其他	8.88	54.97	17.16	19.77	25.20
股东权益合计	9,630.01	7,914.76	8,700.25	9,603.27	10,425.04
负债和股东权益总计	19,361.96	16,751.66	18,480.83	18,505.48	19,485.96

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	214.15	(1,516.43)	951.94	1,041.11	908.18
折旧摊销	725.68	814.03	1,042.83	1,256.09	1,347.92
财务费用	242.99	245.54	183.24	189.92	161.48
投资损失	(17.08)	(3.46)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(1,244.03)	1,738.76	(1,733.25)	869.59	(820.36)
其它	406.28	473.37	77.18	84.41	112.24
经营活动现金流	327.99	1,751.81	511.94	3,431.11	1,699.47
资本支出	983.67	1,445.25	2,075.00	2,075.00	725.00
长期投资	(14.59)	(69.34)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,041.50)	(2,150.90)	(4,140.00)	(4,140.00)	(1,440.00)
投资活动现金流	(2,072.42)	(775.00)	(2,065.00)	(2,065.00)	(715.00)
债权融资	75.75	(1,232.99)	394.94	(990.09)	(397.72)
股权融资	256.34	156.77	(243.63)	(222.50)	(198.66)
其他	1,301.52	(428.97)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,633.62	(1,505.19)	151.31	(1,212.59)	(596.38)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(110.82)	(528.37)	(1,401.75)	153.53	388.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	16,727.56	19,025.81	20,282.79	22,476.01	24,517.65
营业成本	14,975.11	18,469.45	17,943.86	19,475.86	21,406.36
营业税金及附加	38.72	46.80	50.71	56.19	61.29
销售费用	493.14	543.06	567.92	629.33	723.27
管理费用	477.75	486.69	507.07	561.90	661.98
研发费用	179.16	257.23	263.68	292.19	343.25
财务费用	202.99	191.95	183.24	189.92	161.48
资产/信用减值损失	(156.89)	(553.40)	353.96	(48.87)	(48.87)
公允价值变动收益	0.94	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
投资净收益	16.87	3.46	10.00	10.00	10.00
其他	242.93	1,026.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	256.84	(1,446.04)	1,130.29	1,231.76	1,121.14
营业外收入	1.75	2.76	3.00	3.00	3.00
营业外支出	42.55	49.69	50.00	50.00	50.00
利润总额	216.03	(1,492.97)	1,083.29	1,184.76	1,074.14
所得税	26.07	23.46	54.16	59.24	53.71
净利润	189.97	(1,516.43)	1,029.12	1,125.52	1,020.43
少数股东损益	(90.89)	(153.11)	77.18	84.41	112.25
归属于母公司净利润	280.74	(1,363.32)	951.94	1,041.11	908.18
每股收益(元)	0.21	(1.00)	0.70	0.76	0.67

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	6.24%	13.74%	6.61%	10.81%	9.08%
营业利润	-142.81%	-663.02%	-178.16%	8.98%	-8.98%
归属于母公司净利润	-140.93%	-585.61%	169.83%	9.37%	-12.77%
获利能力					
毛利率	10.48%	2.92%	11.53%	13.35%	12.69%
净利率	1.68%	-7.17%	4.69%	4.63%	3.70%
ROE	3.55%	-21.27%	13.34%	13.06%	10.44%
ROIC	3.94%	-10.87%	12.40%	10.52%	9.52%
偿债能力					
资产负债率	50.26%	52.75%	52.92%	48.11%	46.50%
净负债率	38.99%	40.58%	59.67%	44.13%	34.66%
流动比率	2.00	1.26	1.21	1.25	1.44
速动比率	1.02	0.62	0.53	0.49	0.71
营运能力					
应收账款周转率	45.78	45.85	48.00	48.00	46.88
存货周转率	2.97	3.59	4.07	4.15	4.58
总资产周转率	0.92	1.05	1.15	1.22	1.29
每股指标(元)					
每股收益	0.21	-1.00	0.70	0.76	0.67
每股经营现金流	0.24	1.28	0.37	2.51	1.24
每股净资产	5.80	4.70	5.23	5.84	6.37
估值比率					
市盈率	33.02	-6.80	9.74	8.90	10.21
市净率	1.17	1.45	1.30	1.16	1.07
EV/EBITDA	9.53	19.87	9.33	5.17	5.06
EV/EBIT	17.37	-944.99	26.63	9.59	10.19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com