

# 天康生物 (002100.SZ)

优于大市

## 2024 三季报点评:前三季度净利同比扭亏为盈, 养殖成本稳步改善

### 核心观点

**2024Q3 净利扭亏, 养殖成本稳步改善。**公司 2024Q1-Q3 营收同比-11.01%至 130.87 亿元, 归母净利润同比扭亏至 5.66 亿元; 2024Q3 营收同比-11.3%至 50.94 亿元, 归母净利润同比扭亏至 2.89 亿元, 公司营收下降主要系植物蛋白业务和玉米收储业务对应大宗原料价格总体价格下行, 出于控制经营风险考虑, 减少原料的采购量及相应产品销售, 因此相关业务收入下降。养殖链业务方面, 受益猪价景气上行, 公司生猪、饲料等养殖链业务盈利能力显著提升。公司养殖成本同步改善, 据公告披露, 7 月公司生猪完全成本已降至 14.75 元/kg。此外, 公司资金储备充裕, 2024Q3 末货币资金达 36.5 亿元, 较 2023 年末增长 29%, 2024Q3 末资产负债率进一步下降至 49.89%, 负债表稳步改善。

**生猪出栏稳步增长, 成本有望进一步下降。**2024 年 1-9 月, 公司累计销售生猪 214.38 万头, 同比增长 4.15%; 累计销售收入 36.43 亿元, 同比增长 10.76%; 目标 2024 年实现生猪出栏 300-350 万头, 截至 2024Q2 末公司能繁母猪数量维持在 14 万头左右, 二季度末 PSY 达 27, 并于 7 月提升至 27.6, 生产指标稳步提升。公司是背靠新疆兵团的老牌生猪养殖企业, 产能稳步投放, 目前新疆和河南产能已基本满产, 今后将进一步提高肥猪配套产能; 甘肃产能目前还处于建设中, 预计随产能利用率提升, 成本仍有进一步下降空间。

**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。截至 2024H1 末, 公司拥有研发人员 400 余人, 取得 29 项国家新兽药证书、200 余项(含子公司)发明和实用新型专利, 产品及技术优势显著。公司 2024 年目标实现饲料产销量 315 万吨, 动物疫苗 20 亿毫升(头份), 总体保持稳健增长。公司养殖链业务全面稳健发展, 有望受益未来猪价周期景气延续。

**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“优于大市”评级。公司是生猪养殖后起之秀, 背靠新疆兵团, 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。考虑到公司今年养殖成本改善幅度较大, 我们上调 2024 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 6.85/10.06/7.79 亿元(原预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.88/10.06/7.79 亿元), EPS 分别为 0.50/0.74/0.57 元, 对应当前股价 PE 为 14/10/12 X。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,728	19,026	18,684	20,109	21,388
(+/-%)	6.2%	13.7%	-1.8%	7.6%	6.4%
归母净利润(百万元)	281	-1363	685	1006	779
(+/-%)	扭亏	-585.6%	扭亏	46.8%	-22.5%
每股收益(元)	0.21	-1.00	0.50	0.74	0.57
EBIT Margin	3.4%	-4.1%	4.8%	6.8%	5.2%
净资产收益率 (ROE)	3.5%	-21.3%	9.9%	13.2%	9.4%
市盈率 (PE)	33.9	-7.0	14.0	9.5	12.3
EV/EBITDA	15.1	722.4	11.5	8.8	9.7
市净率 (PB)	1.20	1.50	1.39	1.25	1.16

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

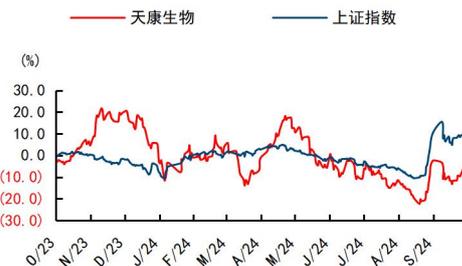
证券分析师: 李瑞楠 021-60893308  
liruinan@guosen.com.cn  
S0980523030001

证券分析师: 江海航 010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn  
S0980524070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.02 元
总市值/流通市值	9584/9584 百万元
52 周最高价/最低价	9.08/5.67 元
近 3 个月日均成交额	209.66 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) -2024 半年报点评: 2024H1 业绩同比扭亏为盈, 养殖成本稳步改善》——2024-09-01
- 《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》——2023-09-01
- 《天康生物 (002100.SZ) -2022 年三季报点评: 2022Q3 扭亏为盈, 明显受益猪价回升》——2022-10-30

**2024 年前三季度净利同比扭亏，杠杆结构稳步改善。**公司 2024Q1-Q3 营收同比-11.01% 至 130.87 亿元，归母净利同比扭亏至 5.66 亿元，2024Q3 营收同比-11.3% 至 50.94 亿元，归母净利同比扭亏至 2.89 亿元，公司营收下降主要系植物蛋白业务和玉米收储业务因大宗原料价格总体上呈现价格下行的趋势，公司考虑控制经营风险，减少了原料的采购量及相应的产品销售，因此这两块业务收入有所下降。养殖链业务方面，受益猪价景气上行，公司生猪、饲料等养殖链业务盈利能力显著提升。2024 年 1-9 月，公司累计销售生猪 214.38 万头，同比增长 4.15%；累计销售收入 36.43 亿元，同比增长 10.76%。公司养殖成本稳步改善，据公司公告披露，7 月公司生猪养殖完全成本已降至 14.75 元/kg。此外，公司资金储备充裕，2024Q3 末货币资金达 36.5 亿元，较 2023 年末增长 29%，同时 2024Q3 末资产负债率进一步下降至 49.89%，负债表稳步改善。

图1：天康生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



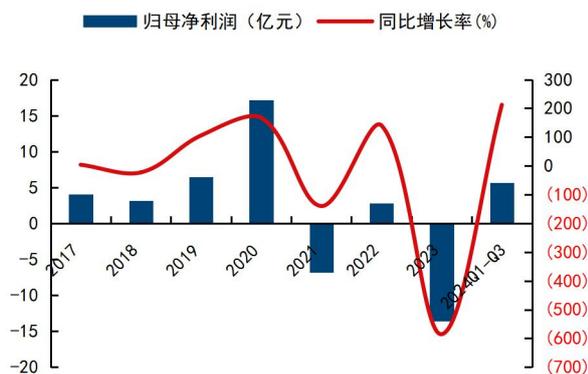
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

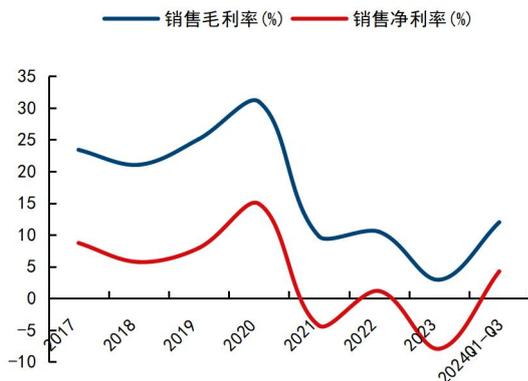
图4：天康生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

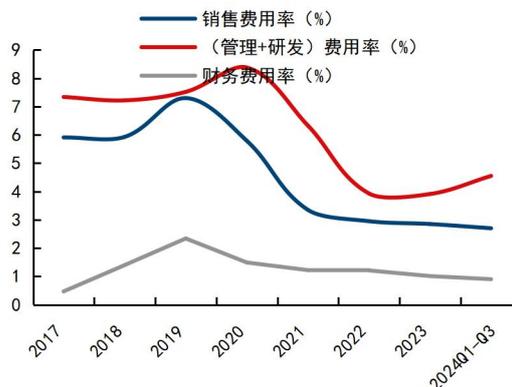
**盈利水平同比改善，费用率水平同比有所增长。**从盈利水平来看，2024Q1-Q3 平均毛利率同比增长 7.89pct 至 11.99%，净利率同比增长 8.24pct 至 4.24%，受益养殖景气回暖及公司主营生猪养殖成本改善，公司盈利水平同比回暖。费用率方面，公司 2024Q1-Q3 平均销售费用率同比+0.04pct 至 2.70%，管理+研发费用率同比+1.14pct 至 4.55%，财务费用率同比-0.17pct 至 0.90%，整体同比有所增长，主要系 2024 年前三季度研发投入加大所致。

图5: 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

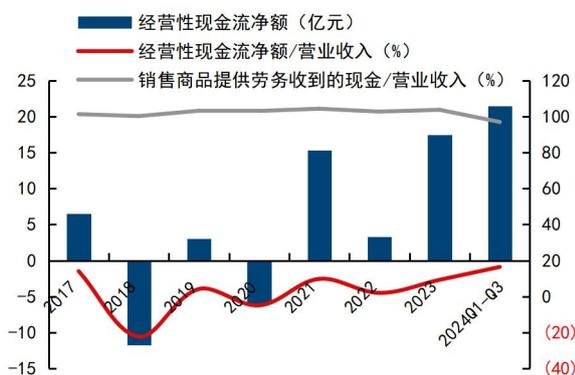
图6: 天康生物三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**经营性现金流净额同比下降, 存货周转率小幅提升。**由于本收购/榨季玉米收储量及油脂加工量较同期减少, 因此导致玉米收储及油脂加工现销收入较去年同期减少, 因此公司 2024Q1-Q3 经营性现金流净额同比-35%至 21.45 亿元。在主要流动资产周转方面, 2024Q1-Q3 应收周转天数同比+3.6%至 11.31 天, 存货周转天数同比-0.4%至 88.48 天, 基本保持稳定。

图7: 天康生物经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 天康生物主要流动资产周转情况



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“优于大市”评级。公司是生猪养殖后起之秀, 背靠新疆兵团, 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。考虑到公司今年养殖成本改善幅度较大, 我们上调 2024 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 6.85/10.06/7.79 亿元 (原预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.88/10.06/7.79 亿元), EPS 分别为 0.50/0.74/0.57 元, 对应当前股价 PE 为 14/10/12 X。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3320	2822	2728	3221	3588	营业收入	16728	19026	18684	20109	21388
应收款项	699	690	665	707	763	营业成本	14975	18469	16415	17251	18711
存货净额	6042	4554	4119	4635	4775	营业税金及附加	39	47	45	48	50
其他流动资产	1684	895	934	1325	1162	销售费用	493	543	519	555	588
<b>流动资产合计</b>	<b>12396</b>	<b>8961</b>	<b>8448</b>	<b>9888</b>	<b>10288</b>	管理费用	478	487	465	497	526
固定资产	5551	6148	6443	6653	6787	研发费用	179	257	351	382	409
无形资产及其他	268	361	347	334	321	财务费用	203	192	197	189	186
投资性房地产	1041	1245	1245	1245	1245	投资收益	17	3	3	2	10
长期股权投资	105	36	36	36	36	资产减值及公允价值变动	(106)	(500)	102	2	5
<b>资产总计</b>	<b>19362</b>	<b>16752</b>	<b>16519</b>	<b>18157</b>	<b>18678</b>	其他收入	(194)	(237)	(351)	(382)	(409)
短期借款及交易性金融负债	3941	4808	4000	4634	4274	营业利润	257	(1446)	798	1190	933
应付款项	611	697	629	673	717	营业外净收支	(41)	(47)	(33)	(54)	(55)
其他流动负债	1656	1582	1512	1679	1678	<b>利润总额</b>	<b>216</b>	<b>(1493)</b>	<b>765</b>	<b>1136</b>	<b>878</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6208</b>	<b>7087</b>	<b>6140</b>	<b>6986</b>	<b>6668</b>	所得税费用	26	23	1	14	9
长期借款及应付债券	3133	1225	1345	1265	1415	少数股东损益	(91)	(153)	78	117	90
其他长期负债	391	524	584	614	624	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>281</b>	<b>(1363)</b>	<b>685</b>	<b>1006</b>	<b>779</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3524</b>	<b>1750</b>	<b>1930</b>	<b>1880</b>	<b>2040</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>9732</b>	<b>8837</b>	<b>8070</b>	<b>8866</b>	<b>8708</b>	净利润	281	(1363)	685	1006	779
少数股东权益	1715	1504	1559	1646	1717	资产减值准备	(258)	348	84	17	13
股东权益	7915	6411	6890	7645	8253	折旧摊销	713	803	648	729	790
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19362</b>	<b>16752</b>	<b>16519</b>	<b>18157</b>	<b>18678</b>	公允价值变动损失	106	500	(102)	(2)	(5)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	203	192	197	189	186
每股收益	0.21	(1.00)	0.50	0.74	0.57	营运资本变动	(1541)	2576	425	(689)	32
每股红利	0.19	0.43	0.15	0.18	0.13	其它	252	(567)	(29)	70	58
每股净资产	5.84	4.70	5.05	5.60	6.04	<b>经营活动现金流</b>	<b>(448)</b>	<b>2296</b>	<b>1711</b>	<b>1131</b>	<b>1667</b>
ROIC	2.21%	-6.44%	5%	8%	6%	资本开支	0	(1225)	(911)	(941)	(918)
ROE	3.55%	-21.27%	10%	13%	9%	其它投资现金流	(651)	650	0	0	0
毛利率	10%	3%	12%	14%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(636)</b>	<b>(505)</b>	<b>(911)</b>	<b>(941)</b>	<b>(918)</b>
EBIT Margin	3%	-4%	5%	7%	5%	权益性融资	0	53	0	0	0
EBITDA Margin	8%	0%	8%	10%	9%	负债净变化	1169	(1908)	120	(80)	150
收入增长	6%	14%	-2%	8%	6%	支付股利、利息	(261)	(592)	(206)	(252)	(171)
净利润增长率	扭亏	-586%	扭亏	47%	-23%	其它融资现金流	(837)	2656	(808)	634	(360)
资产负债率	59%	62%	58%	58%	56%	<b>融资活动现金流</b>	<b>980</b>	<b>(2289)</b>	<b>(893)</b>	<b>303</b>	<b>(382)</b>
股息率	2.7%	6.2%	2.1%	2.6%	1.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(105)</b>	<b>(498)</b>	<b>(93)</b>	<b>493</b>	<b>367</b>
P/E	33.9	(7.0)	14.0	9.5	12.3	货币资金的期初余额	3424	3320	2822	2728	3221
P/B	1.2	1.5	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	3320	2822	2728	3221	3588
EV/EBITDA	15.1	722.4	11.5	8.8	9.7	企业自由现金流	(332)	1365	1051	457	998
						权益自由现金流	(180)	1922	166	825	603

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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