

# 天康生物 (002100) \ 农林牧渔

## 养殖、饲料、动保全产业链协同发展凸显优势

### 投资要点:

#### ➤ 生猪进入产能去化期有望带动未来盈利提升。

自2022年12月以来，生猪价格下跌至成本线以下震荡，受此影响，根据农业部能繁数据，2022年11月与12月能繁产能增速放缓，2023年1月能繁产能出现去化。现阶段，我们认为生猪价格仍处于养殖成本线以下，产能或有望持续去化，如去化幅度持续增加，下半年猪价有望提升，公司养殖业务带动公司营收净利提升。

#### ➤ 疆内饲料龙头疆外市场拓展良好。

公司为全国饲料工业30强企业，为疆内饲料龙头。公司进军陕甘宁青及内蒙饲料市场，实现疆外市布局。公司粮储与饲料协同发展，低价时大规模收储，有效规避原材料上涨，公司饲料业务毛利率处行业内领先水平，公司有望凭借此优势进一步拓展疆外市场。

#### ➤ 动保研发新品储备充足带动营收增长。

公司为西北地区动保龙头企业，农业部重大动物疫病防控疫苗定点生产企业和全国8家口蹄疫疫苗定点生产企业之一，疫苗产线丰富，涵盖猪、禽、反刍等多种养殖对象。公司动保业务毛利率优于同行，拥有多个大单品，小反刍兽疫苗、布病疫苗市场占比领先。四大生产基地支撑，未来可承接非瘟疫苗生产，产品研发生产优势明显。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年营业收入分别为211.72/267.61/316.22亿元，同比增长26.54%/26.40%/18.17%，归母净利润分别为10.32/19.47/14.05亿元（食品养殖、饲料、动保制药、玉米收储业务分别贡献净利润3.27/3.15/2.20/1.15亿元），同比增长242.09%/88.77%/-27.86%，三年CAGR66.94%；EPS分别为0.76/1.44/1.04元/股，对应PE为11.1x/5.9x/8.2x。综上所述，参考上述四项业务可比公司平均估值，我们分别给与9xPE、20xPE、25xPE、5xPE，对应公司整体市值153.18亿元，目标价11.31元/股，维持“买入”评级。

#### ➤ 风险提示:

非洲猪瘟扩散；生猪价格长期处于低位；饲料原材料大幅涨价。

投资评级:

行业:

投资建议:

当前价格:

目标价格:

饲料

买入 (维持评级)

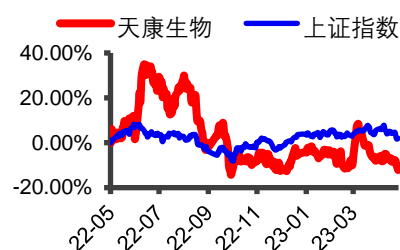
8.59元

11.31元

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,354/1,354
流通A股市值 (百万元)	11,636
每股净资产 (元)	5.93
资产负债率 (%)	52.05
一年内最高/最低 (元)	12.98/7.97

### 股价相对走势



分析师: 陈梦瑶

执业证书编号: S0590521040005

邮箱: cmy@glsc.com.cn

联系人: 陈安宇

邮箱: chenay@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《天康生物 (002100) \ 农林牧渔行业疆内龙头扭亏为盈，多业务发展巩固优势》2023.04.29
- 2、《天康生物 (002100) \ 农林牧渔行业——猪价提升带动业绩，多线发展增强实力》2022.10.28

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15,711	16,732	21,172	26,761	31,622
增长率 (%)	31.07%	6.50%	26.54%	26.40%	18.17%
EBITDA (百万元)	273	1,169	2,211	3,037	2,552
归母净利润 (百万元)	-703	302	1,032	1,947	1,405
增长率 (%)	-140.85%	142.91%	242.09%	88.77%	-27.86%
EPS (元/股)	-0.52	0.22	0.76	1.44	1.04
市盈率 (P/E)	-16.31	38.00	11.11	5.89	8.16
市净率 (P/B)	1.62	1.44	1.29	1.08	0.96
EV/EBITDA	71.99	14.81	8.37	6.01	7.27

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价

## 投资聚焦

### 研究背景:

公司拥有生猪养殖行业内少有的全产业链布局,涵盖了从上游饲料生产、中游生猪养殖、下游动保屠宰。公司作为疆内龙头企业市场占有率较高,近年来积极开拓疆外市场。生猪养殖业务上,公司在甘肃、河南建设生猪养殖场拓展出栏产能;饲料业务上,公司持续执行疆外拓张计划,在陕西、青海、宁夏、甘肃及内蒙古五个地区的持续推进产能建设进行销售;动保制药业务上,公司积极拓展吉林、北京建成动物试剂疫病诊断生产基地,于上海建成研发中心,在各省市开辟 100 余个省市级代理网点。

### 不同于市场观点:

市场观点:生猪养殖行业周期性波动大,动保及饲料业务属于后周期影响公司盈利与估值预期,且饲料业务受限于原材料价格波动盈利兑现有限。

我们认为:公司具有生猪养殖全产业链体系,依托产业链与疆内地理位置优势,公司成本控制能力与盈利能力在行业内优势明显。同时,公司积极布局疆外市场,大力建设生产与研发基地,养殖与饲料业务有望随规模扩张提升公司营收净利。动保业务上,公司作为农业部重大动物疫病防控疫苗定点生产企业、全国兽用生物制品 10 强企业,口蹄疫疫苗、小反刍兽疫苗、布病疫苗等市场占有率较高,拥有雄厚的新品技术储备,优势明显。随着动保疫苗市场化的普及,公司动保业务盈利贡献能力逐步提升。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-25 年营业收入分别为 211.72/267.61/316.22 亿元,同比增长 26.54%/26.40%/18.17%,归母净利润分别为 10.32/19.47/14.05 亿元(食品养殖、饲料、动保制药、玉米收储业务分别贡献净利润 3.27/3.15/2.20/1.15 亿元),同比增长 242.09%/88.77%/-27.86%,三年 CAGR66.94%;EPS 分别为 0.76/1.44/1.04 元/股,对应 PE 为 11.1x/5.9x/8.2x。综上所述,参考上述四项业务可比公司平均估值,我们分别给与 9xPE、20xPE、25xPE、5xPE,对应公司整体市值 153.18 亿元,目标价 11.31 元/股,维持“买入”评级。

## 正文目录

1.	<b>深耕行业发展为疆内全产业链养殖龙头</b> .....	6
1.1.	饲料发家形成全产业链架构 .....	6
1.2.	猪周期变动对公司营收影响较大 .....	7
2.	<b>饲料：疆内饲料龙头疆外寻拓展谋增长</b> .....	10
2.1.	国内饲料进入以猪饲料为主稳步增长期 .....	10
2.2.	饲料行业规模化持续提高 .....	12
2.3.	原材料优势及粮储业务协同降本增效 .....	15
3.	<b>生猪养殖：成本优势助力疆内养殖龙头增长</b> .....	16
3.1.	能繁去化叠加消费复苏或提升猪价带动业绩提升 .....	16
3.2.	公司加速布局疆甘豫产能 .....	17
3.3.	全产业链区位布局凸显养殖成本优势 .....	19
4.	<b>动保：生猪价格有望回暖带动后周期动保盈利改善</b> .....	21
4.1.	免疫需求有望随猪价快速回温 .....	21
4.2.	兽用疫苗龙头盈利能力行业领先 .....	23
4.3.	研发体系完善造就新品储备雄厚 .....	25
5.	<b>盈利预测、估值与投资建议</b> .....	27
5.1.	盈利预测 .....	27
5.2.	估值与投资建议 .....	28
6.	<b>风险提示</b> .....	29

## 图表目录

图表 1:	天康生物发展历程 .....	6
图表 2:	公司前十名股东及持股比例 (截至 2023 年 3 月 31 日) .....	6
图表 3:	公司产业链结构 .....	7
图表 4:	2016-2022 年公司营业收入及同比增速 .....	7
图表 5:	2016-2022 年公司归母净利润及同比增速 .....	7
图表 6:	2017-2022 年公司分行业营收占比 .....	8
图表 7:	2017-2022 年公司疆内疆外营收占比 .....	8
图表 8:	2017-2022 年公司毛利率 .....	9
图表 9:	2017-2022 年公司分产品毛利率 .....	9
图表 10:	2017-2022 年公司期间费用率&营收占比 (%) .....	9
图表 11:	2018-2022 年公司研发费用及同比增速 .....	9
图表 12:	2017-2022 年公司资产负债率 .....	10
图表 13:	2022 年可比公司资产负债率 .....	10
图表 14:	2017-2022 年公司流动比率及速动比率 .....	10
图表 15:	2022 年可比公司流动比率 .....	10
图表 16:	饲料全产业链 .....	10
图表 17:	2022 年以饲喂动物划分各饲料种类占比 .....	11
图表 18:	2010-2022 年全国饲料产量 (亿吨) .....	11
图表 19:	2018-2022 年全国饲料工业产值 (亿元) .....	11
图表 20:	2022 年以营养成分划分各饲料种类占比 .....	12

图表 21: 2022 年各上市公司饲料业务市占率 (按产量计算)	13
图表 22: 2019-2022 年按年产饲料能力企业划分(家)	13
图表 23: 2006-2020 年全国饲料企业个数变化	13
图表 24: 2012-2022 年公司饲料业务总营收占比&yoy (pct)	13
图表 25: 2012-2022 年公司饲料年售变化	14
图表 26: 2012-2022 年公司饲料年产量趋势	14
图表 27: 2012-2022 年公司饲料业务营收	14
图表 28: 2018-2022 年公司以饲喂对象划分各饲料	14
图表 29: 2022 年公司饲料成本占比	15
图表 30: 2018-2022 年玉米、豆粕现货价 (元/吨)	15
图表 31: 2012-2022 年可比公司饲料毛利率 (%)	15
图表 32: 2012-2022 年公司饲料吨毛利 (元/吨)	15
图表 33: 生猪存栏: 能繁母猪 (万头)	16
图表 34: 能繁母猪存栏变化率: 环比增减 (%)	16
图表 35: 生猪价格 (元/kg)	17
图表 36: 猪肉价格 (元/kg)	17
图表 37: 自繁自养&外购仔猪养殖利润 (元/头)	17
图表 38: 2022 年公司主营业务构成	17
图表 39: 总营收&食品养殖营收 (亿元) &占比 (%)	17
图表 40: 公司固定资产 (亿元)	18
图表 41: 公司在建工程 (亿元)	18
图表 42: 2017 年可转债及 2021 年定增用于生猪养殖的项目	19
图表 43: 公司生猪出栏量 (万头)	19
图表 44: 公司生产性生物资产 (万元)	19
图表 45: 生猪养殖业务营业成本 (亿元)	20
图表 46: 天康生物猪舍	20
图表 47: 2016-2020 年中国兽药行业企业数量 (家)	21
图表 48: 2016-2021 年中国兽药销售额 (亿元)	21
图表 49: 2016-2020 兽药企业研发资金投入 (亿元)	21
图表 50: 2016-2020 各动保产品销售额占比 (%)	21
图表 51: 2012-2021 年中国农业部批准新兽药数量 (个)	22
图表 52: 2020 年兽药板块各生物制剂占比	22
图表 53: 2022 年 4 月与 10 月猪用疫苗批签发数	22
图表 54: 动保板块营业收入 (亿元)	23
图表 55: 公司动保业务占比 (%) & yoy (pct) (右轴)	23
图表 56: 公司动保业务毛利率 (%)	23
图表 57: 2022 年可比公司生物制剂业务营收及毛利	23
图表 58: 可比公司口蹄疫疫苗批签发数量 (次)	24
图表 59: 2021 年布氏病、小反刍疫苗公司市占率	24
图表 60: 公司主要兽用疫苗产品	24
图表 61: 2015-2022 年公司研发费用变化	25
图表 62: 2015-2022 年公司研发人员变化	25
图表 63: 公司主要在研项目	26
图表 64: 2016-2020 年兽用疫苗销售额 (亿元)	26
图表 65: 2021 年公司市场苗及政采苗收入占比	26
图表 66: 天康生物细分业务盈利预测	27
图表 67: 生猪养殖行业可比公司估值	28

图表 68：饲料行业可比公司估值.....	29
图表 69：动保制药业务可比公司估值.....	29

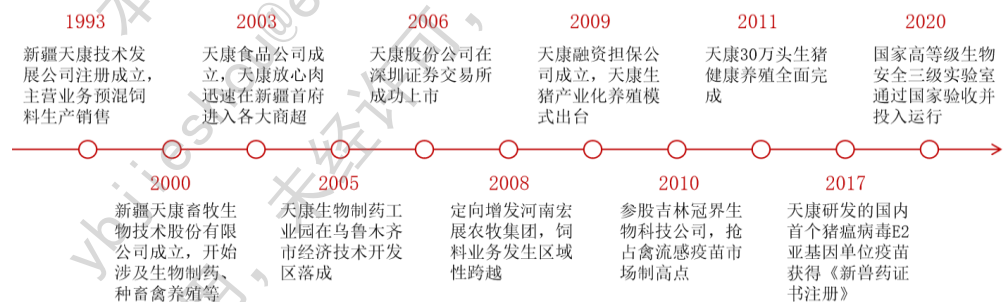
本报告仅供  
ybjieshou@eastmoney.com  
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

## 1. 深耕行业发展为疆内全产业链养殖龙头

### 1.1. 饲料发家形成全产业链架构

饲料业务起家，全产业链发展。天康生物前身为1993年成立的新疆天康技术发展有限公司，主营业务预混饲料生产销售。2000至2005年，公司涉足生物制药、放心肉食品以及种畜禽养殖三大业务。2006年公司在深交所上市。2008年公司定向增发河南宏展农牧集团，天康生物旗下饲料业务走向疆外，从区域性业务拓展成为全国性业务。2009年公司成立天康融资担保公司，生猪产业化养殖模式出台。之后，天康生物着力发展养殖业务，养殖产能迅速提升。

图表 1：天康生物发展历程



来源：公司官网，国联证券研究所

股权结构集中，设立子公司开展业务。新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司为公司实际控制人，持有公司21.29%的股份；北京融元宝通资产管理合伙企业、和新疆天邦鸿康创业投资有限合伙企业为公司第二、三大股东，分别持有公司5.08%、4.62%股权。公司通过控股子公司的形式开展各业务，如通过全资控股新疆天康饲料有限公司、沈阳天康饲料有限公司、河南宏展实业有限公司等子公司进行饲料的生产、销售，通过持有河南天康宏展农牧科技有限公司70%的股份进行生猪养殖、销售。

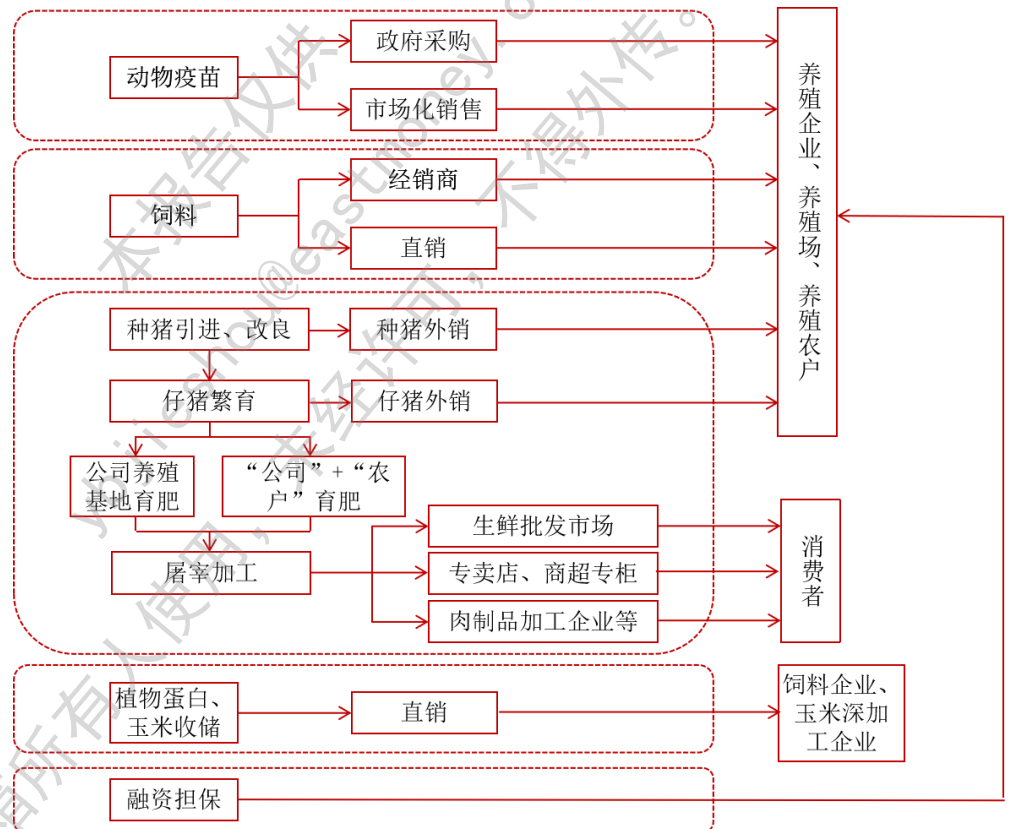
图表 2：公司前十名股东及持股比例（截至2023年3月31日）

股东名称	持股比例
新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司	21.29%
北京融元宝通资产管理合伙企业	5.08%
新疆天邦鸿康创业投资有限合伙企业	4.62%
新疆畜牧科学院	2.10%
香港中央结算有限公司	1.71%
新疆天达生物制品有限公司	1.45%
中国工商银行股份有限公司—财通价值动量混合型证券投资基金	1.29%
中国工商银行股份有限公司—财通成长优选混合型证券投资基金	0.86%
泰康人寿保险有限责任公司—万能—个人万能产品（丁）	0.82%
中国人寿保险股份有限公司—传统—普通保险产品—005L—CT001沪	0.69%

来源：公司公告，国联证券研究所

深耕行业二十年，形成养殖全产业链业务模式。公司实现了现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售 4 个关键环节的完整闭合，形成动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构。

图表 3：公司产业链结构



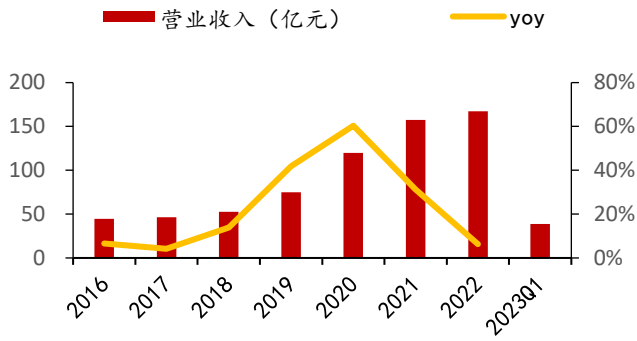
来源：公司公告，国联证券研究所

## 1.2. 猪周期变动对公司营收影响较大

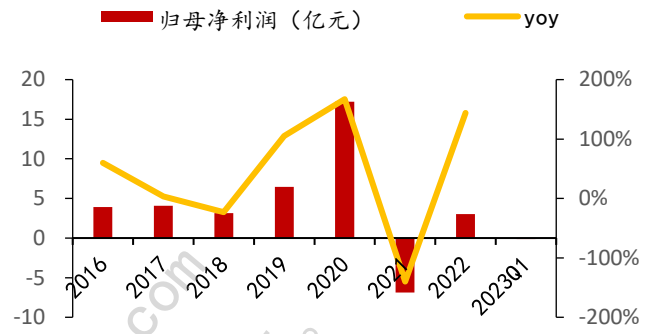
业务规模持续扩大，猪价波动影响公司净利。2016-2022 年，公司营业收入从 44.44 亿元增长到 167.32 亿元，CAGR 达 24.73%；2021 年由于生猪价格快速下降导致养殖业务出现亏损，公司全年归母净利润下降至-6.86 亿元，2022 年归母净利润 3.02 亿元，实现扭亏为盈。其中，公司玉米收储业务因销售价格变化，整体销售节奏放缓，2022 年玉米收储业务实现营业收入 29.75 亿元，同比下降 22.36%；2023 年一季度生猪价格持续低位运行，拖累生猪养殖业务毛利率，公司 2022 生猪养猪业务，毛利率 9.34%，同比上涨 18.98 pct.；饲料业务毛利率为 9.81%，同比下降了 3.54 pct。2023Q1 公司实现营业收入 38.91 亿元，同比增长 14.71%；实现归母净利润-0.14 亿元，同比亏损减少 79.48%。

图表 4：2016-2022 年公司营业收入及同比增速

图表 5：2016-2022 年公司归母净利润及同比增速



来源：公司公告，国联证券研究所

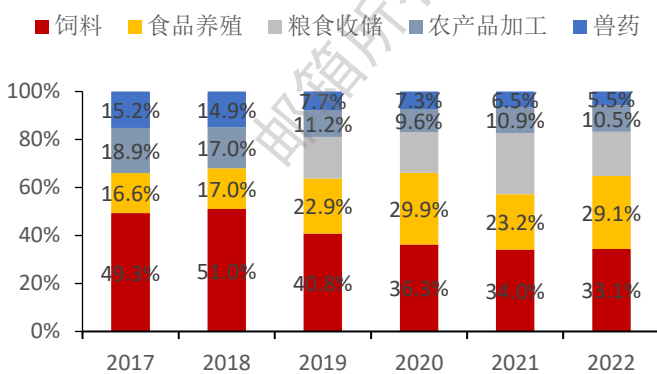


来源：公司公告，国联证券研究所

**公司五大主营业务齐头并进，饲料和食品养殖贡献超半壁营收。**公司营收由饲料、食品养殖、粮食收储、农产品加工和兽药五大业务构成，2022 年五大业务占营业收入的比例分别达到 33.1%/29.1%/17.8%/10.5%/5.5%。其中饲料业务板块占营收的比例连年下降，2022 饲料营收占比相较 2018 年下降超过 17.96pct；而公司加大了在食品养殖板块的投入，2021 年下半年公司大力扩展河南和甘肃食品养殖屠宰业务，在 2022 年上半年业务快速扩张，由 2021 年的营收占比 23.2% 上升至 2022 的 29.1%。

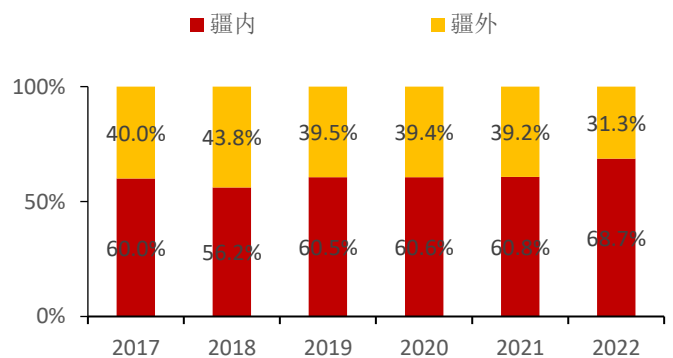
分地区看，2022 公司疆内和疆外的营业收入分别为 114.89/52.43 亿元，占比分别达 68.66%/31.34%。公司的主要营收仍然来源于疆内业务，且近年疆外业务的营收占比有小幅下滑，公司未来计划积极拓展疆外业务。

图表 6：2017-2022 年公司分行业营收占比



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 7：2017-2022 年公司疆内疆外营收占比



来源：公司公告，国联证券研究所

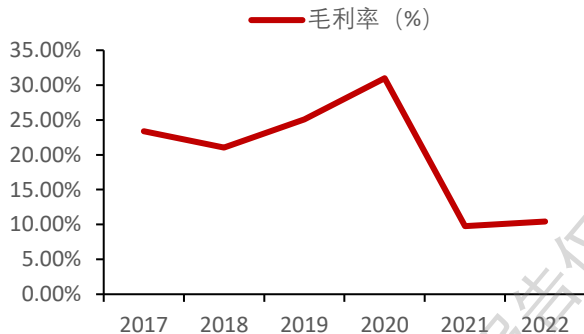
**生猪价格下行拖累盈利，饲料、动保业务盈利稳定。**2017-2020 年公司毛利率在 20%-30% 区间波动，保持较强的盈利能力。2021 年因猪价下行，公司生猪自繁自养业务亏损约 3 亿元，饲料部门外购高价仔猪育肥放养亏损近 8 亿元，生猪养殖业务毛利率为 -22.93%，拖累公司整体毛利率下滑至 9.77%。

2022 年公司生猪养殖业务毛利率及整体毛利率维持低位，猪价提升有望带动毛利率增长。除生猪养殖业务外，公司饲料及动保盈利较为稳定，2022 毛利率分别为 9.81%/64.08%，饲料与动保业务毛利率长期变动幅度较小。而屠宰加工及肉制品销售



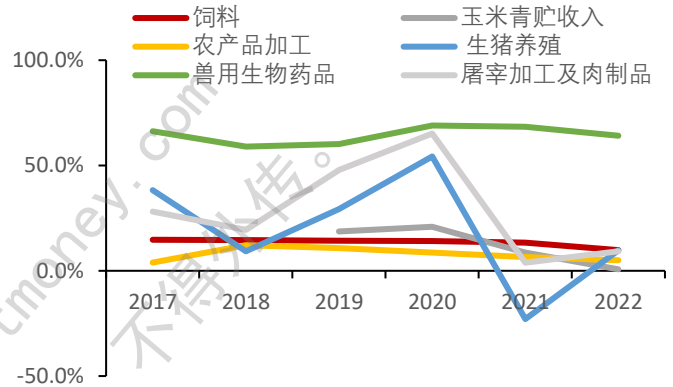
业务受业务快速扩增影响，成本大幅上升，毛利率由 2020 年的 65.17% 下滑至 2022 年的 9.23%。

图表 8：2017-2022 年公司毛利率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 9：2017-2022 年公司分产品毛利率



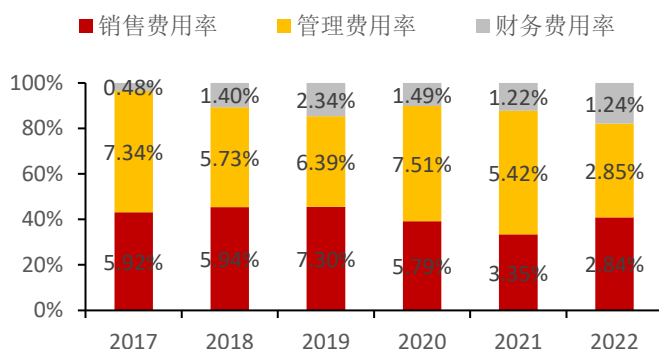
来源：Wind，国联证券研究所

公司三费费用率持续下降，加大研发投入提升科技创新能力。2022 年公司销售费用、管理费用、财务费用分别为 4.75/4.77/2.08 亿元，同比-6.32%/-42.62%/8.27%。公司三费费用率较去年有所下降，但财务费用相对增长较快。

2022 年公司三费费用率为 6.93%，同比下降 2.81pct；其中 2022 年公司销售费用为 4.75 亿元，营收占比下降 0.39pct，主要系公司减少职工薪酬与业务招待费用；2022 年管理费用为 4.77 亿元，营收占比下降 2.44pct，主要系公司降低职工薪酬与资产报损所导致。

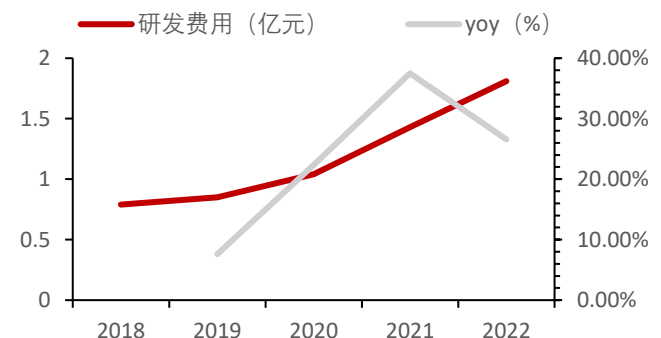
公司加大生物制药领域的研发投入，2022 年研发费用 1.81 亿元，同比增长 5.74%，目前共获得 20 项国家新兽药证书、108 余项发明和实用新型专利。公司完全自主研发的猪瘟病毒 E2 亚单位基因工程灭活疫苗开创了我国猪瘟病毒疫苗的先河，2020 年公司研制的布氏菌病基因缺失活疫苗上市；2021 年由公司自主研发的猪流行性腹泻灭活疫苗 (XJ-DB2 株) 获得农业农村部核发的《新兽药注册证书》。

图表 10：2017-2022 年公司期间费用率&营收占比 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

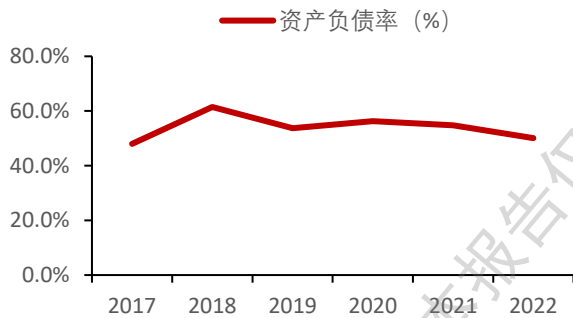
图表 11：2018-2022 年公司研发费用及同比增速



来源：Wind，国联证券研究所

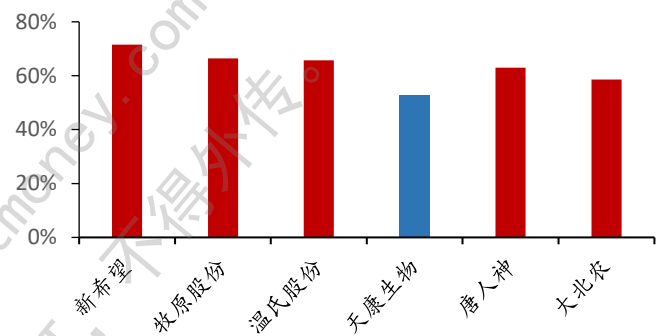
资产负债率行业内较低，现金流充足。2022 年公司资产负债率为 50.08%，近年来基本维持在 50% 上下，同业对比，天康生物依旧保持稳健的资产结构。受益于较低的短期借款水平和饲料及动保业务带来的现金流，公司现金流充足，偿债能力较强。2022 年公司流动比率及速动比率分别为 2.01 和 1.03，现金优势较为明显。

图表 12：2017-2022 年公司资产负债率



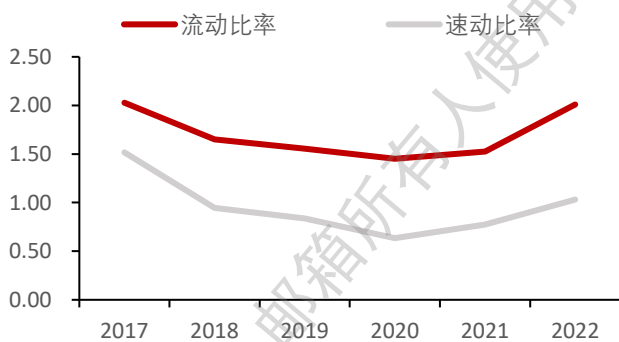
来源：Wind，国联证券研究所

图表 13：2022 年可比公司资产负债率



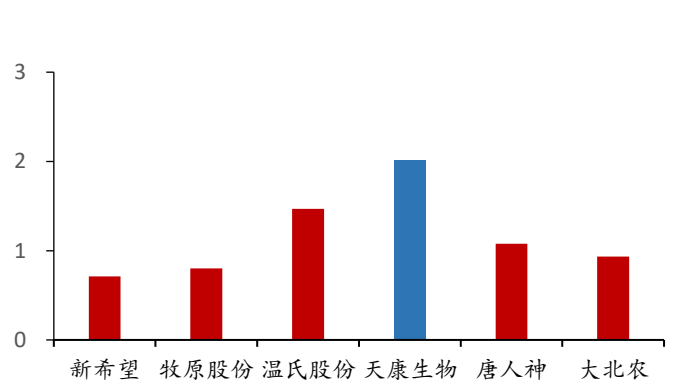
来源：Wind，国联证券研究所

图表 14：2017-2022 年公司流动比率及速动比率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 15：2022 年可比公司流动比率



来源：Wind，国联证券研究所

## 2. 饲料：疆内饲料龙头疆外寻拓展谋增长

### 2.1. 国内饲料进入以猪饲料为主稳步增长期

饲料生产处产业链中游端，猪禽饲料市场销售额占比达 85.14%。饲料产业由上游原料供应、中游饲料生产及终端养殖消费构成，为产业链中游端。饲料原料主要由蛋白原料（豆粕、鱼粉、棉粕等）、能量原料（玉米、麦麸等）、饲料添加剂（氨基酸、维生素等）等构成。终端养殖消费分为猪饲料、禽饲料（蛋禽饲料、肉禽饲料）、水产饲料、反刍饲料、宠物饲料等。

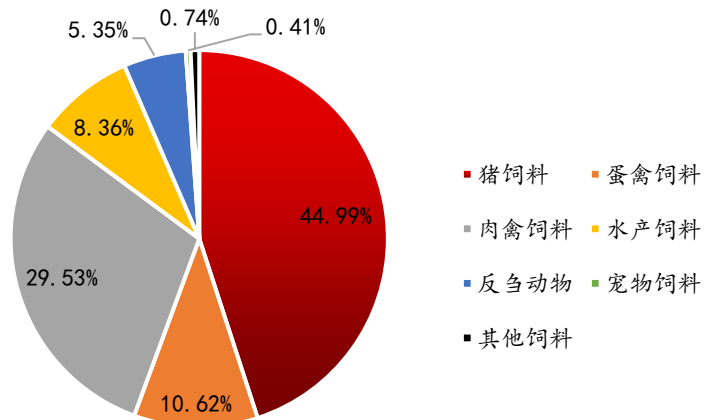
图表 16：饲料全产业链



来源：饲料工业协会，wind，国联证券研究所

猪饲料占比为主，水产、宠物饲料增长空间广阔。在 2022 年全国饲料产量中，猪、蛋禽、肉禽、水产、反刍、宠物类饲料占比分别为 44.99%、10.62%、29.53%、8.36%、5.35%、与 0.74%，同比变化分别为 4pct、-0.6pct、0.2pct、9.2pct、10.2pct、9.5pct。根据此前能繁产能变动推断，生猪存栏量与出栏量增加，猪饲料需求有望增加。2023 年餐饮链消费复苏有望带动水产品需求增加，水产品需求变动导致水产饲料需求提升。

图表 17：2022 年以饲喂动物划分各饲料种类占比

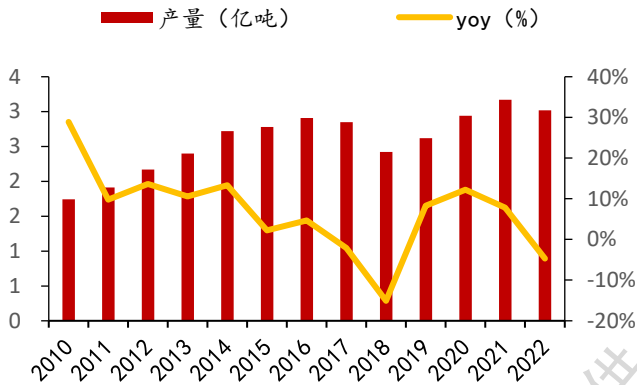


来源：中国饲料工业协会，国联证券研究所

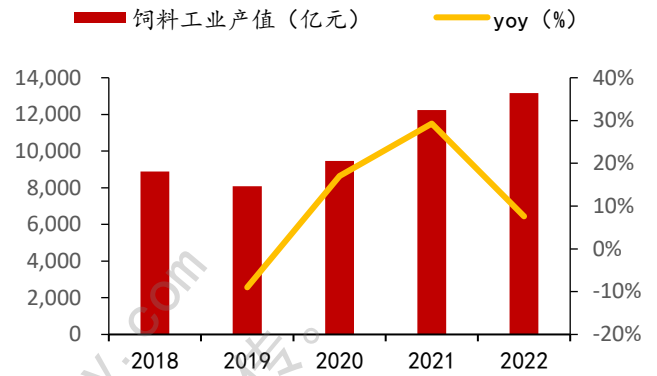
饲料行业进入稳定发展期，市场稳步增长。2011 年，我国饲料产量超过美国成为世界第一大饲料生产国，饲料市场稳步上涨。2010-2022 年全国饲料产量由 1.74 亿吨上涨至 3.02 亿吨，CAGR 达 4.7%。2018-2021 年全国饲料工业产值由 8886 亿元上升至 13168.5 亿元，CAGR 达 10.33%。

图表 18：2010-2022 年全国饲料产量（亿吨）

图表 19：2018-2022 年全国饲料工业产值（亿元）



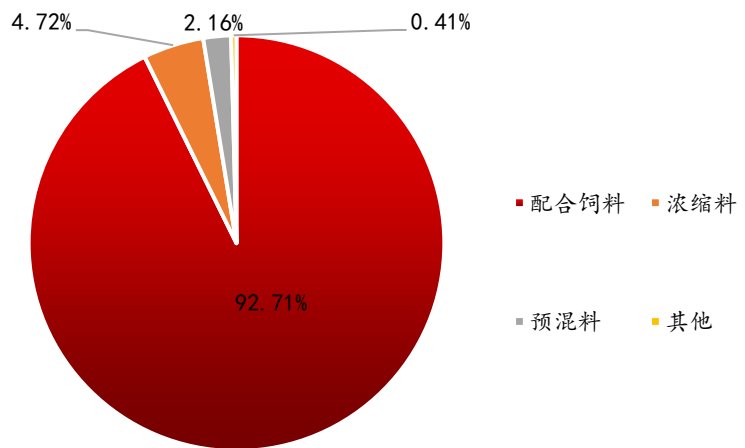
来源：国家统计局，国联证券研究所



来源：国家统计局，国联证券研究所

配合饲料为产能主要贡献点，预混料产量快速提升。饲料根据营养成分构成可分为预混料、浓缩料、配合料（或称全价料）。2022 年全国共生产 3.02 亿吨饲料，其中预混料占比约 2.16%，同比减少 0.10pct；浓缩料占比约 4.72%，同比减少 0.57pct；而配合料占比高达 92.71%，同比增加 0.64pct。大型企业由于产量大，自主生产预混料、浓缩料、配合料进行销售。中小型企业因为产量小，生产配合料为主居多。

图表 20：2022 年以营养成分划分各饲料种类占比



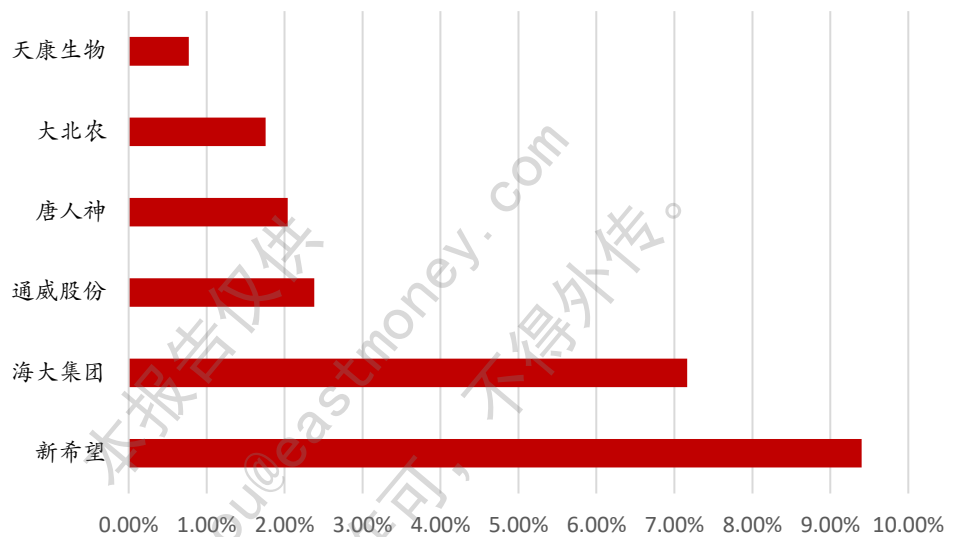
来源：中国饲料工业协会，国联证券研究所

## 2.2. 饲料行业规模化持续提高

行业集中度持续提升，中小饲料企业减少。据中国饲料工业统计，2022 年全国 10 万吨以上规模饲料生产厂 947 家，比上年减少 10 家；合计饲料产量 17381 万吨，同比下降 1.8%，全国饲料总产量中占比为 57.5%，比上年降低 2.8 pct。年产百万吨以上规模饲料企业集团 36 家，比上年减少 3 家；合计产量占全国饲料总产量比例达 57.5%，比上年减少 2.2 pct；其中 6 家企业集团年产量超过 1000 万吨。饲料行业规

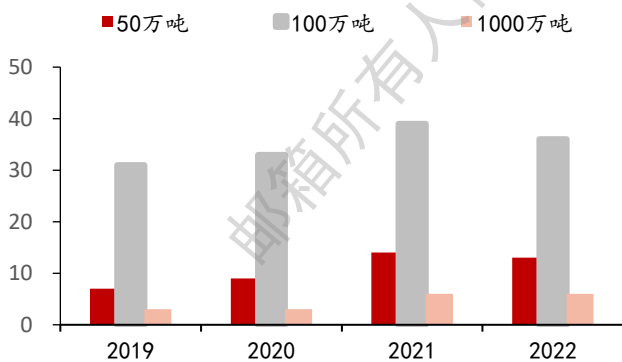
模化和集中度持续提升，市占率较高的龙头企业有望享受行业红利。

图表 21：2022 年各上市公司饲料业务市占率（按产量计算）



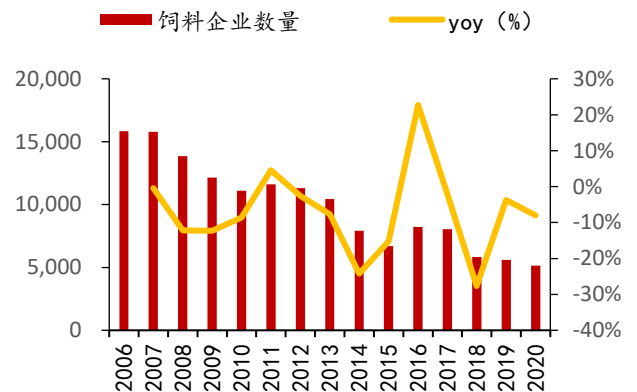
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 22：2019-2022 年按年产饲料能力企业划分(家)



来源：中国饲料工业协会，国联证券研究所

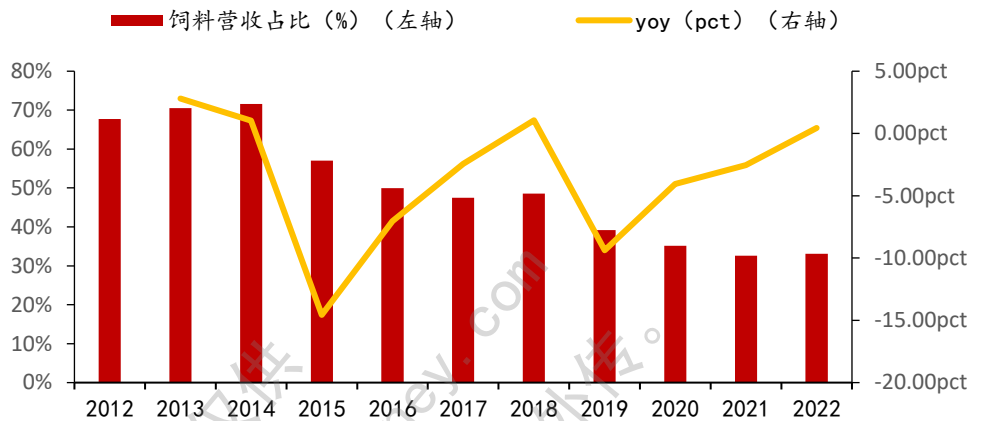
图表 23：2006-2020 年全国饲料企业个数变化



来源：中国饲料工业协会，国联证券研究所

深耕疆内饲料市场数十载，疆外市场拓展成效初显。公司为全国饲料工业 30 强企业，2004 年起为西北地区饲料龙头。2008 年，公司积极布局疆外饲料市场，通过收购河南宏展农牧集团进入华北市场。2020 年，公司通过优化薪酬体系，进军陕甘青及内蒙市场，实现疆外饲料市场布局。随着未来全部新建产能释放落地，公司饲料产销量有望稳步增长。

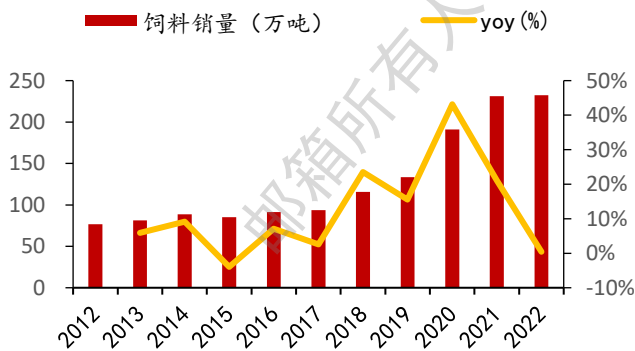
图表 24：2012-2022 年公司饲料业务总营收占比&yoy (pct)



来源：公司公告，国联证券研究所

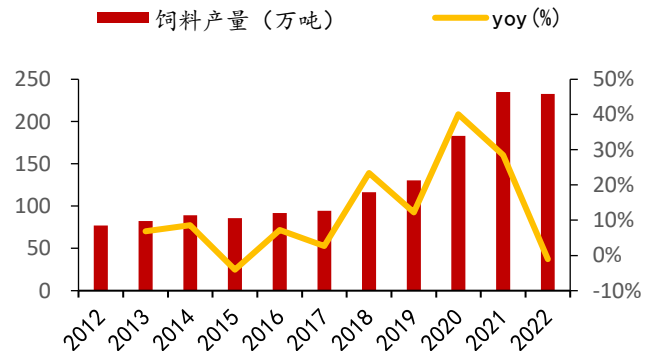
公司饲料销量稳定提升，猪饲料销量增速较快。2012-2022年，公司饲料产量年复合增速达11.72%，2022年产量达232.22万吨。其中，猪饲料、禽饲料、反刍饲料、水产饲料产量占比分别为55.18%、19.09%、20.13%和2.70%。饲料产量占比相对较为稳定，公司所处新疆及西北地区牛羊等反刍动物饲养量较多，因此反刍饲料与禽饲料占比相当，产销占比快速提高。

图表 25：2012-2022 年公司饲料年售变化



来源：公司公告，国联证券研究所

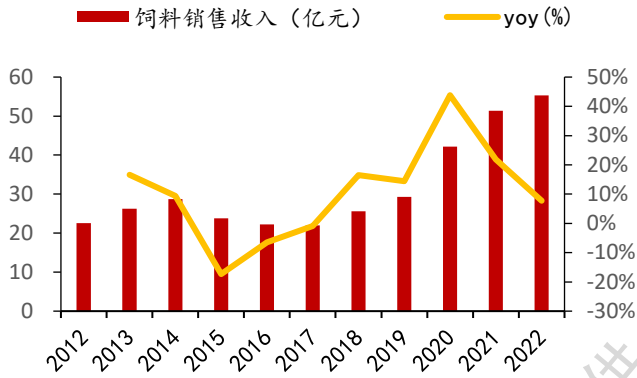
图表 26：2012-2022 年公司饲料年产量趋势



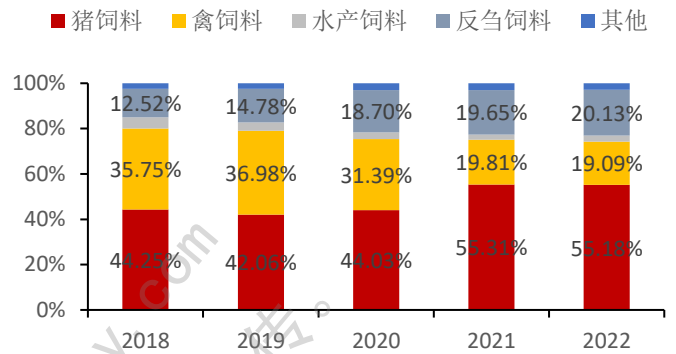
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 27：2012-2022 年公司饲料业务营收

图表 28：2018-2022 年公司以饲喂对象划分各饲料



来源：公司公告，国联证券研究所

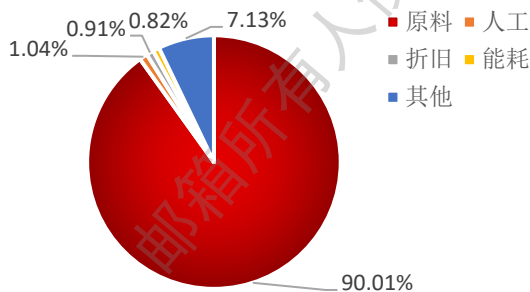


来源：公司公告，国联证券研究所

### 2.3. 原材料优势及粮储业务协同降本增效

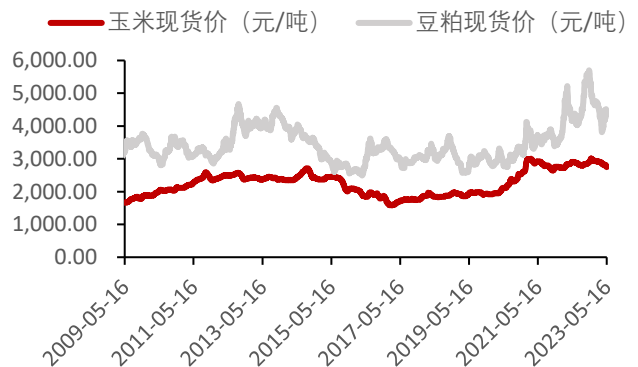
原材料涨价导致饲料成本承压，公司未来利润有望恢复。2022 年受国际形势影响，饲料原材料大宗价格均大幅上涨，其中豆粕价格更是达五年内最高点。公司饲料生产成本中原料成本占比较高，原材料采购价格的高低直接决定饲料利润。展望 2023 年，玉米已呈现价格下降趋势，猪周期进入下行周期叠加消费复苏带动水产消费增加提升猪饲料与水产饲料需求，公司饲料业务有望迎来高增。

图表 29：2022 年公司饲料成本占比



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 30：2018-2022 年玉米、豆粕现货价（元/吨）

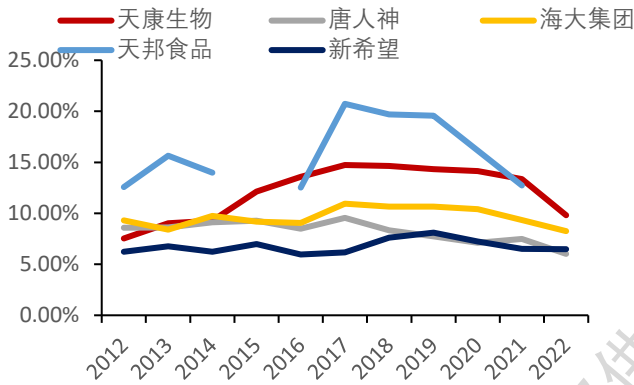


来源：Wind，国联证券研究所

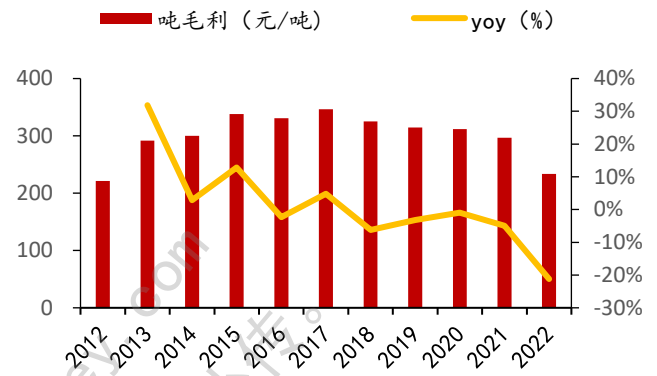
公司饲料毛利行业领先，得益于粮储业务协同的降本增效。公司在新疆设立有饲料上游粮食收储业务，在饲料原料大宗交易价格拥有一定议价权。粮储与饲料业务的协同发展，依靠低价位时的大规模收储，能够有效规避原材料上涨所导致的毛利率下降风险。因此，公司饲料业务毛利率处行业内领先水平。

图表 31：2012-2022 年可比公司饲料毛利率 (%)

图表 32：2012-2022 年公司饲料吨毛利（元/吨）



来源：公司公告，国联证券研究所



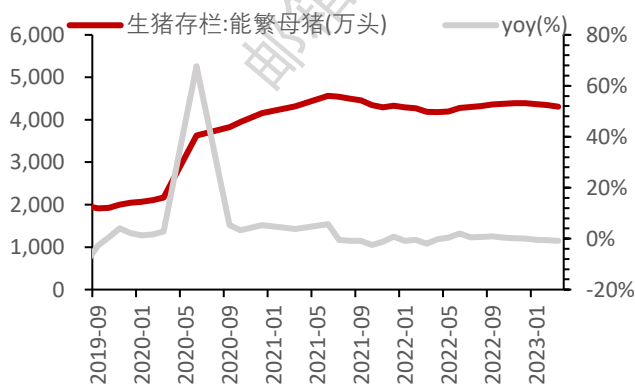
来源：公司公告，国联证券研究所

### 3. 生猪养殖：成本优势助力疆内养殖龙头增长

#### 3.1. 能繁去化叠加消费复苏或提升猪价带动业绩提升

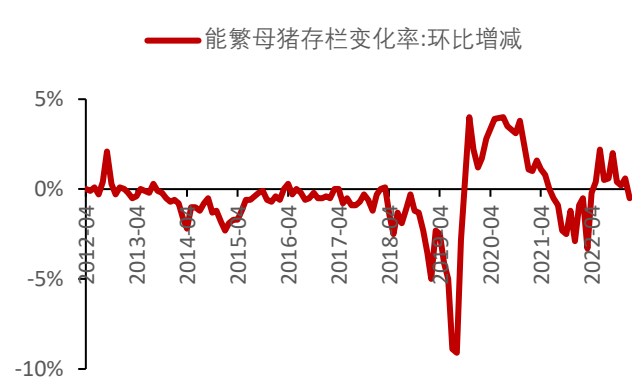
能繁产能开始去化，未来猪价有望提升。能繁母猪产能数量为生猪养殖行业的产量总开关，能繁母猪数量结合配种数量及行业母猪生产效率 MSY 即可推断整体未来供给量。能繁母猪数量于 2023 年 1 月开始去化，累计去化达 1.94%，整体产能去化较为缓慢。能繁母猪数量转换成出栏量通常所需 10 个月，根据如今产能变化进行推断，2023 年下半年生猪供给或出现拐点，随着传统消费旺季到来，生猪养殖公司有望迎来盈利期，未来生猪养殖公司业绩有望逐步兑现。

图表 33：生猪存栏：能繁母猪（万头）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 34：能繁母猪存栏变化率：环比增减（%）



来源：Wind，国联证券研究所

猪价低于养殖成本线，产能持续去化有望催生板块行情。据 wind 数据，截止 2023 年 5 月 12 日，自繁自养养殖模式利润为 -326.24 元/头，外购仔猪养殖模式利润为 -270.82 元/头，全行业进入亏损。由于近两年猪价变动过于激烈，对散养户养殖积极性影响较大，部分散养户或因现金流持续恶化而出现被动去化。

现阶段，进入传统消费淡季，猪价长期低于养殖成本线，猪肉消费需求还未出现



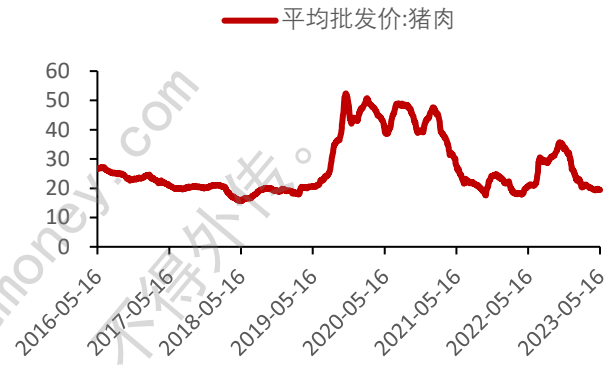
明显复苏现象，猪肉消费复苏仍有待观察，如消费恢复至正常年份，生猪价格有望提振。

图表 35: 生猪价格 (元/kg)



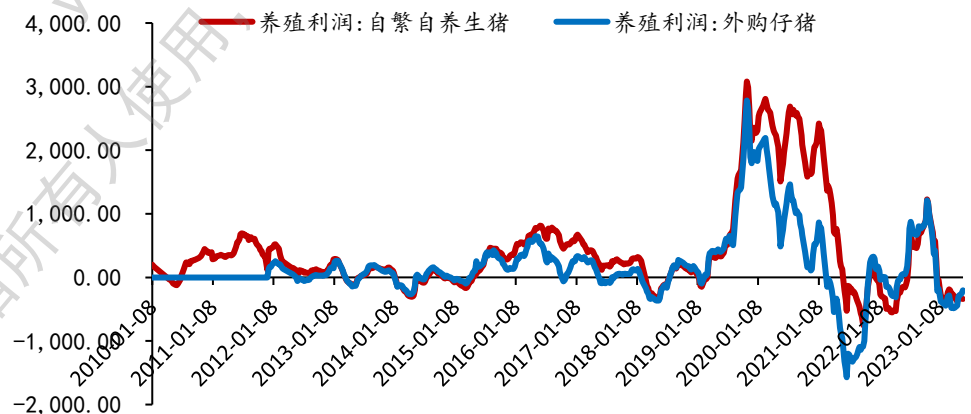
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 36: 猪肉价格 (元/kg)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 37: 自繁自养&外购仔猪养殖利润 (元/头)



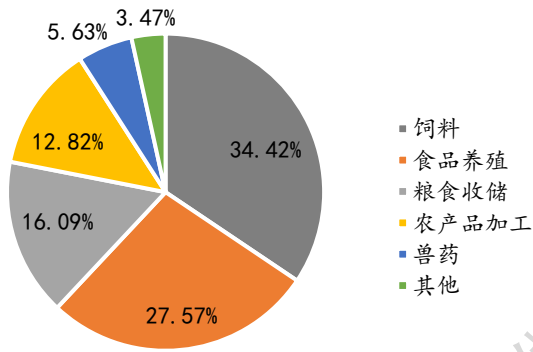
来源: Wind, 国联证券研究所

### 3.2. 公司加速布局疆甘豫产能

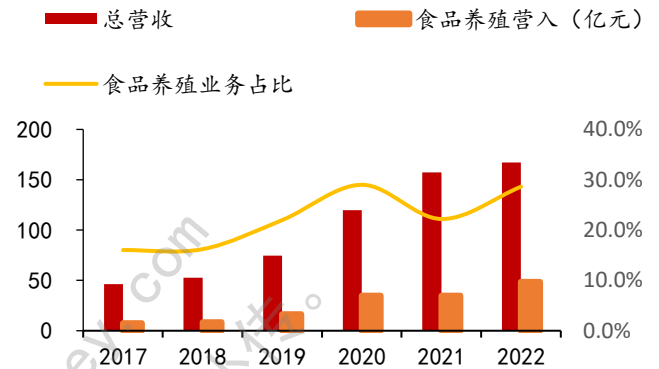
生猪养殖业务占比逐步提升，战略地位凸显。2017 年，公司食品养殖业务营收占比仅 16.03%，截止 2022 年末食品养殖业务营收占比提升至 28.63%。公司自开展生猪养殖业务后，将生猪养殖及食品加工业务视作核心发展业务。2017-2022 年，公司食品养殖业务从 7.42 亿元增长至 48.66 亿元，CAGR 达 45.66%，整体业务呈高速增长态势。

图表 38: 2022 年公司主营业务构成

图表 39: 总营收&食品养殖营收 (亿元) &占比 (%)



来源：公司公告，国联证券研究所

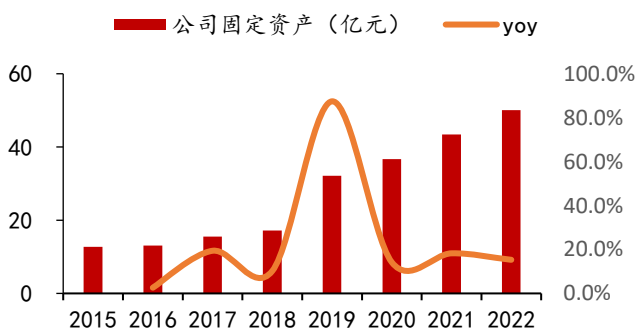


来源：公司公告，国联证券研究所

**加速布局疆甘豫产能，生猪出栏量高速增长。**2015年，公司合并天康控股加入生猪养殖及屠宰肉制品销售业务；2016年，公司收购河南天康宏展农牧科技70%股份布局河南生猪养殖业务；2017年末，公司发行可转债将5.86亿元用于河南及新疆产能建设；2019年，公司投资9000万元于甘肃新建生猪养殖基地；2021年，公司定向增发募集资金20.67亿元，用于河南及甘肃的生猪养殖项目扩建。

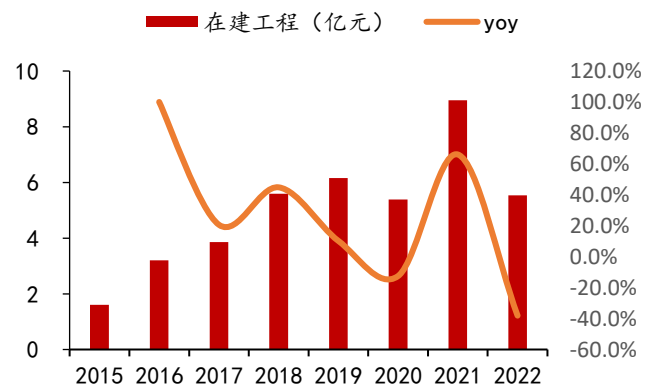
**经营规模扩张带动产能建设，新甘豫“100万全产业链”布局。**2015-2022年，公司固定资产从12.7亿元增长至50.05亿元，CAGR达21.64%，系近年来公司经营规模扩张增加工厂建设。截止2022年末，公司在建工厂项目减少，系部分在建厂房完工转入固定资产。据公司公告，公司生猪养殖业务将以新疆、甘肃、河南三地为核心各建成一个“100万头出栏规模”的产业链闭环生猪养殖基地，形成从饲料生产到父母原种代培育至子代繁育再到育肥出栏最终进入屠宰加工的完整生猪产业链。

图表 40：公司固定资产（亿元）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 41：公司在建工程（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

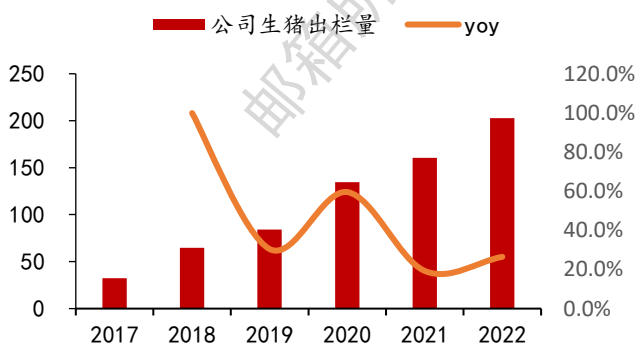
图表 42：2017 年可转债及 2021 年定增用于生猪养殖的项目

2017年可转债及2021年定增用于生猪养殖的项目			2017年可转债
项目名称	投资总额 (万元)	拟募集投资额 (万元)	
<b>新疆地区生猪产业化建设项目</b>			
天康原种猪猪场项目	12,000.00	8,587.00	
中盛天康猪场项目	20,000.00	20,000.00	
<b>河南地区生猪产业化建设项目</b>			
龟山分场项目	9,000.00	7,000.00	
查山分场项目	7,000.00	7,000.00	
五里镇分场项目	9,000.00	8,000.00	
龙井分场项目	8,000.00	8,000.00	
甘肃天康农牧科技有限公司42万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目	66,601.91	55,569.26	2021年定增
天康生物股份有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥基地建设项目	52,299.07	43,000.07	
甘肃天康农牧科技有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目	58,186.90	48,430.67	

来源：公司公告，国联证券研究所

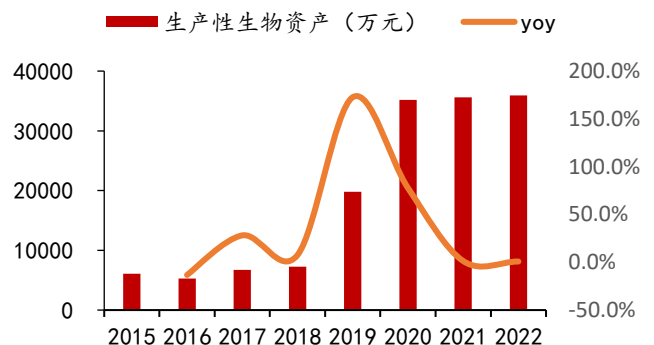
生猪出栏量高速增长，能繁产能储备充足。2017-2022 年，生猪出栏量从 32.33 万头增长至 202.72 万头，CAGR 达 44.36%；生产性生物资产从 0.61 亿元增加至 3.59 亿元，CAGR 达 28.90%。公司的生产性生物资产主要以种猪、奶牛、鸡为主，为应对周期短期内过快变动，公司 2021 年开始生产性生物资产增长放缓，公司整体能繁产能储备充足。

图表 43：公司生猪出栏量（万头）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 44：公司生产性生物资产（万元）



来源：公司公告，国联证券研究所

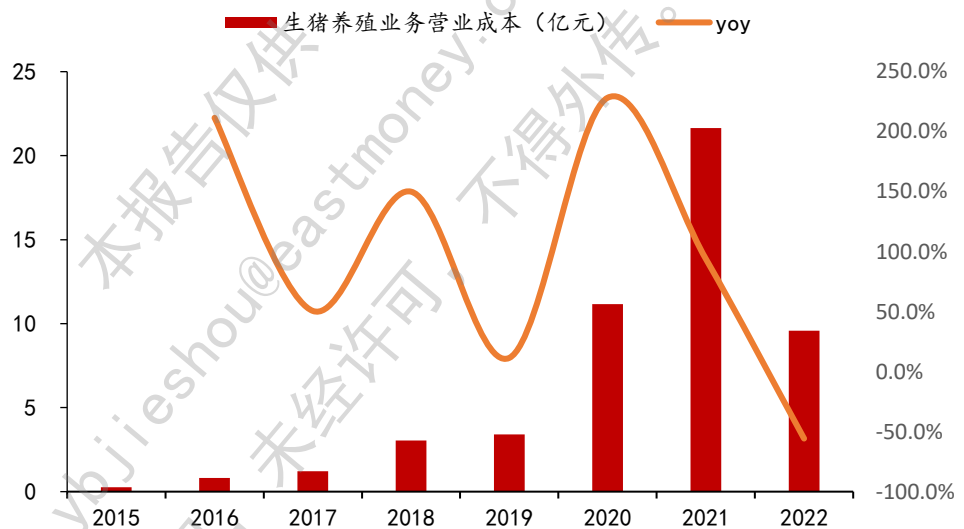
### 3.3. 全产业链区位布局凸显养殖成本优势

公司疆内养殖优势明显，此前成本提升系短期因素。由于河南和甘肃两地新建生猪产能导致摊销较大，叠加饲料原料价格上涨以及生猪疾病疫情影响，2022 年公司综合养殖成本为 18.6 元/公斤，23Q1 生猪养猪成本为 17.7 元/公斤，未来公司通过加强疫病防控、提升生产效率，23 年全年养殖成本有望降低为 16.5 元/公斤

公司具有全产业链降本优势。公司拥有饲料、动保、疫苗、屠宰及肉制品加工的

生猪上下游全产业链，能够通过自产的饲料、动保、兽用疫苗业务改善来持续优化降低养殖成本，达成降本增效的成本优势。公司不断加强生猪养殖疫病防治，减少疫病的发生，通过动物疫苗和饲料、生猪养殖并重格局，提升市场竞争能力和抗风险能力。新疆还具有饲料原料成本优势，公司本身为新疆地区的玉米收储、销售龙头企业，具有新疆玉米市场过半份额，大幅降低公司饲料成本。

图表 45：生猪养殖业务营业成本（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

**多项成本控制组合，构建降本增效优化机制。**为应对生猪价格波动，公司拟计划开展总额度 10 亿元的期货套期保值业务。近几年，公司积极推进向服务营销模式的转型，从单纯的产品竞争转为价值链的竞争，为养殖户提供优良品种、养殖技术、防疫体系、融资担保等全方位服务，帮助公司合作养殖户提高养殖水平，降低养殖成本。同期公司不断推进甘肃、河南两地生猪养殖基地的建设与产能落地，通过提高产能利用率，降低费用摊销，摊薄生猪养殖成本。

图表 46：天康生物猪舍



来源：公司官网，国联证券研究所

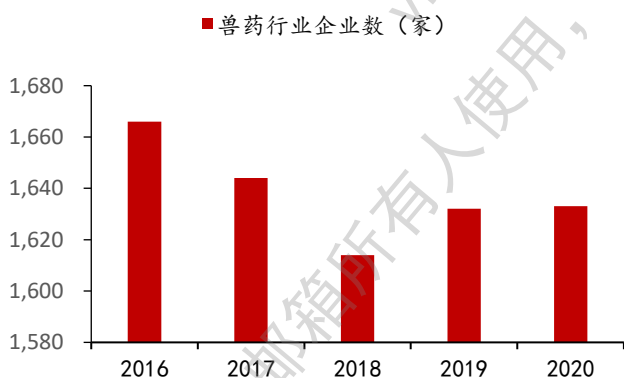
## 4. 动保：生猪价格有望回暖带动后周期动保盈利改善

### 4.1. 免疫需求有望随猪价快速回温

核心研发力提升开拓市场，新兽药批文稳定上升。规模化养殖提振动保产品需求，研发能力强、产品质量好的动保企业形成品牌效益市占率进一步提升。根据中国兽药协会数据显示，“产学研”相结合的新兽药为主研发占比达 60%，兽药企业独立自主研发占比为 40%。据农业部统计，“十三五”期间获批上市新兽药为 355 个，同比上涨 33.46%。

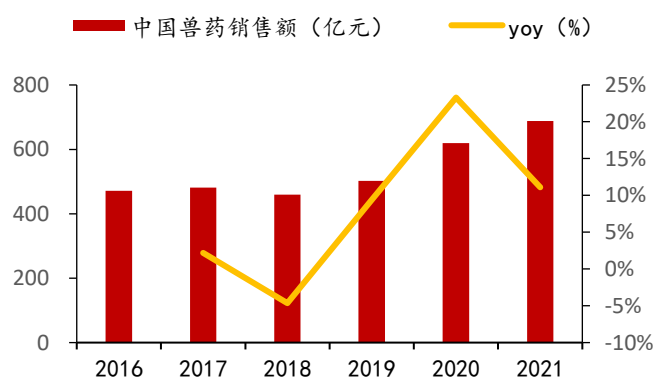
中兽药、化药、生物制剂占比相对稳定。2020 年中兽药占比达 6.60%，原料药及化药占比达 63.71%，生物制品占比达 29.70%，近几年占比变动不大。超微粉末技术是中兽药发展重要方向；在生物制剂方面，改变剂型、使用多联疫苗技术同时提高疫苗质量为主要发展趋势；化学兽药已进入相对稳定期，利用生物制剂工艺技术生产具有毒副作用轻、用药量少等优势的新型化药为主流发展方向。

图表 47：2016-2020 年中国兽药行业企业数量（家）



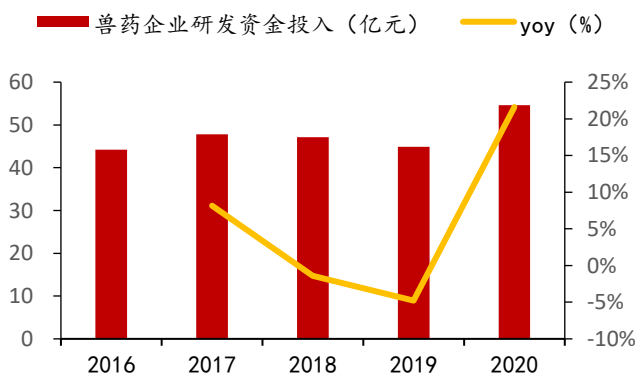
来源：中国兽药协会，国联证券研究所

图表 48：2016-2021 年中国兽药销售额（亿元）

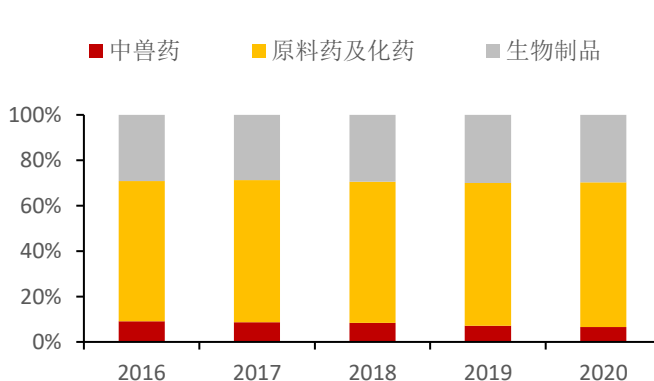


来源：中国兽药协会，国联证券研究所

图表 49：2016-2020 兽药企业研发资金投入（亿元）



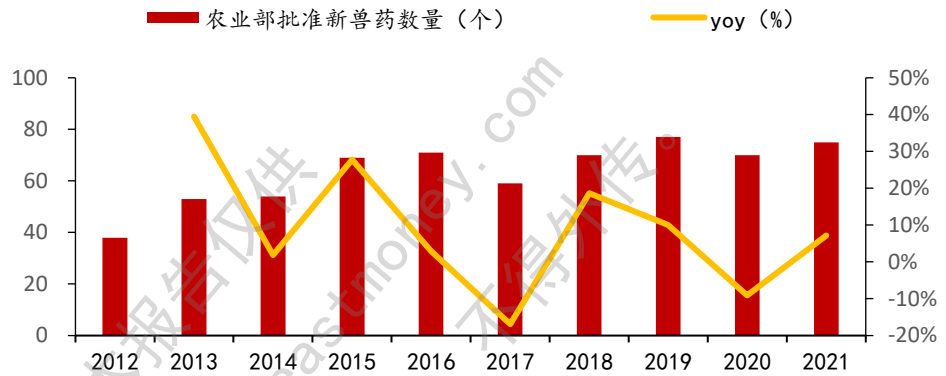
图表 50：2016-2020 各动保产品销售额占比 (%)



来源：中国兽药协会，国联证券研究所

来源：中国兽药协会，国联证券研究所

图表 51：2012-2021 年中国农业部批准新兽药数量（个）

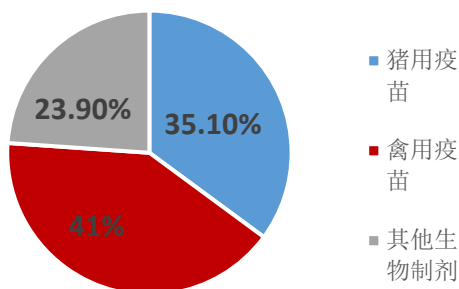


来源：农业部，国联证券研究所

**兽药板块中猪用疫苗占比较高。**2020 年整体兽药板块生物制剂市场中，猪用疫苗占比达 35.10%，禽用疫苗占比达 41%，其他生物制剂占比达 23.90%。下游养殖业以生物免疫构建疫病治疗的第一道屏障。由于生物制剂行业具有较高的技术壁垒，大多数企业无法直接进入，因此行业竞争格局相对较好，生物制剂利润也普遍高于化药及中兽药产品。

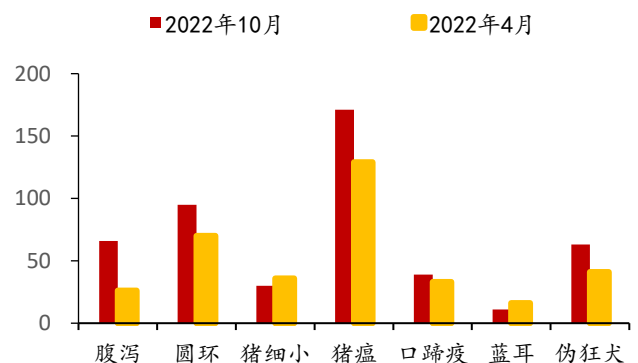
**免疫需求与生猪价格紧密相关。**自 2021 年猪价进入亏损周期后，生物疫苗板块业绩明显下滑，这是由于养殖户为降低成本，通过减免免疫步骤停用部分非强制免疫疫苗同时向上游动保企业压价所致。同时，由于猪价的下跌存栏量也同步下降也导致了免疫需求的下降。与生猪养殖深度亏损的 2022 年 4 月相比，10 月猪用疫苗批签发数整体上涨，其中猪腹泻疫苗+153.85%、猪圆环疫苗+35.71%、猪细小疫苗-16.67%、猪瘟疫苗+32.56%、口蹄疫疫苗+18.18%、高致病性蓝耳疫苗-31.25%、猪伪狂犬疫苗+53.66%。

图表 52：2020 年兽药板块各生物制剂占比



来源：中国兽药协会，国联证券研究所

图表 53：2022 年 4 月与 10 月猪用疫苗批签发数



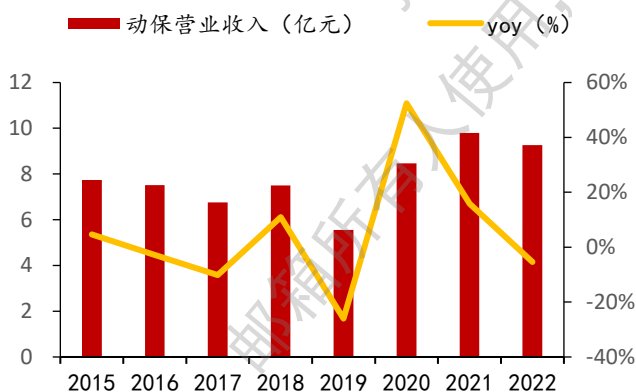
来源：中国兽药协会，国联证券研究所

## 4.2. 兽用疫苗龙头盈利能力行业领先

公司为西北地区动保龙头企业，领军国内兽用疫苗市场。公司是农业部重大动物疫病防控疫苗定点生产企业和全国 8 家口蹄疫疫苗定点生产企业之一，是农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，是农业部指定的猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗、口蹄疫合成肽疫苗、高致病性猪蓝耳病活疫苗等的定点生产企业，目前公司已跻身全国兽用生物制品 10 强企业，是国内兽用疫苗的领军企业之一。

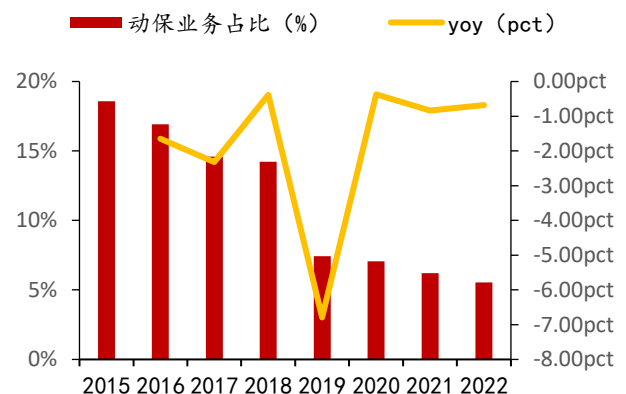
疫苗产线丰富，涵盖猪、禽、反刍等多种养殖对象。公司完全自主研发的猪瘟病毒 E2 亚单位基因工程灭活疫苗开创了我国猪瘟病毒疫苗的先河，为我国净化猪瘟提供了有力的科技支撑。2020 年，公司布氏菌病基因缺失活疫苗上市，为国家防控重大人畜共患传染病提供了有力手段；2021 年由公司自主研发、自主生产的猪流行性腹泻灭活疫苗 (XJ-DB2 株) 获得农业农村部核发的《新兽药注册证书》，对于预防猪流行性腹泻有很好的免疫效果。

图表 54：动保板块营业收入（亿元）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 55：公司动保业务占比 (%) & yoy (pct) (右轴)

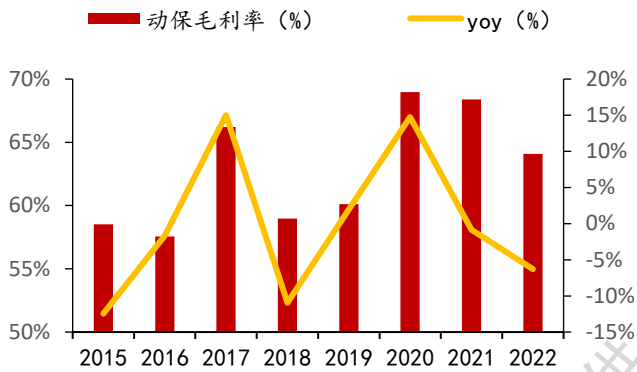


来源：公司公告，国联证券研究所

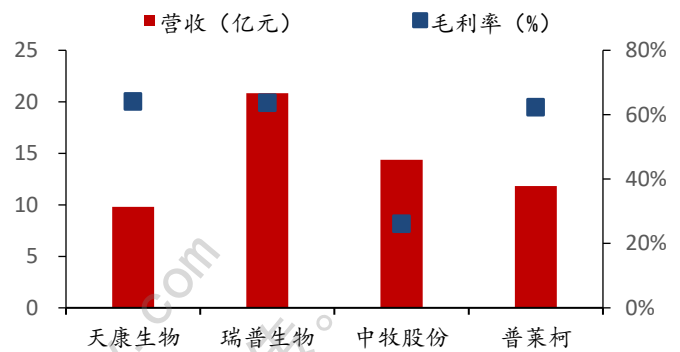
公司动保业务毛利率优势明显，后期发展仍有潜力。公司 2022 年动保业务毛利率达 64.08%，同业对比行业优势明显。2015 至 2021 年，公司动保业务由 7.74 亿元增长至 9.27 亿元，7 年 CAGR 为 2.61%。随生猪养殖进入盈利周期，免疫及动保需求的快速扩增叠加公司对市场销售渠道的不断拓展，预计未来公司动保板块的销售额及毛利率将持续增长并稳定为公司贡献利润。

图表 56：公司动保业务毛利率 (%)

图表 57：2022 年可比公司生物制剂业务营收及毛利



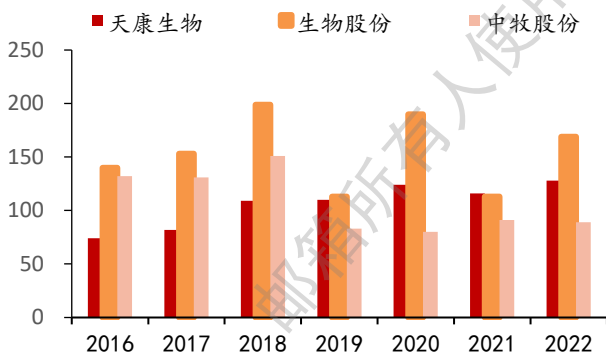
来源：公司公告，国联证券研究所



来源：公司公告，国联证券研究所

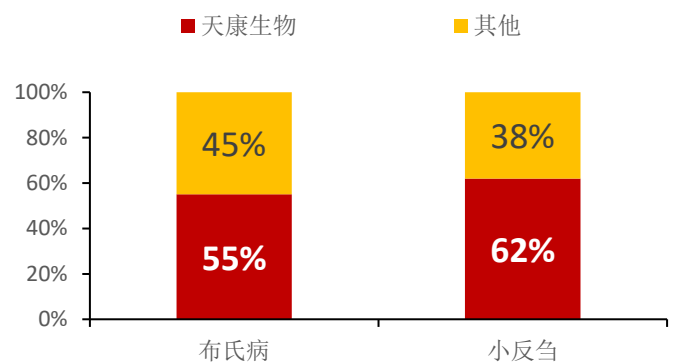
拥有多个大单品，产品市占率高。2021年，公司动物疫苗销售量为130867.26万头份（毫升），同比下降0.29%。其中，口蹄疫疫苗销量73924.73万头份，同比下降2.23%，占据约25%市场份额；小反刍兽疫疫苗销量24921.96万头份，同比下降7.25%，占据市场约75%份额；布病疫苗销量13543.62万头份，同比下降6.56%，占据市场60%份额；猪蓝耳病疫苗销量1051.6万头份，同比增长14.95%；猪瘟疫苗销量2236.72万头份，同比下降23.38%；其它疫苗销量15388.64万头份，同比增长44.83%。

图表 58：可比公司口蹄疫疫苗批签发数量（次）



来源：国家兽药基础数据库，国联证券研究所

图表 59：2021 年布氏病、小反刍疫苗公司市占率



来源：国家兽药基础数据库，国联证券研究所

图表 60：公司主要兽用疫苗产品



产品归类	主要产品
口蹄疫疫苗	口蹄疫 0 型/A 型二价灭活疫苗；口蹄疫 0 型灭活疫苗；猪口蹄疫 0 型合成肽疫苗；猪口蹄疫 0 型灭活疫苗 (O/Mya98/XJ/2010 株+O/GX/09-7 株)
布氏病疫苗	布氏菌病活疫苗 (A19 株、M5 株、S2 株、A19-ΔVirB12 株)
小反刍疫苗	小反刍兽疫活疫苗 (Clone9 株)
猪用疫苗	猪瘟病毒 E2 蛋白重组杆状病毒灭活疫苗 (Rb-03 株)；猪瘟活疫苗 (传代细胞源)；猪瘟活疫苗 (细胞源)；高致病性猪繁殖与呼吸综合症活疫苗 (TJM-F92 株)；伪狂犬病活疫苗 (Bartha-K61 株)；猪支原体肺炎灭活疫苗 (CJ 株)
禽用疫苗	重组禽流感病毒 (H5+H7) 二价灭活疫苗 (细胞源, H5N1Re-8 株+H7N9H7-Re1 株)；重组禽流感病毒 (H5+H7) 三价灭活疫苗 (细胞源, H5N1Re-11 株+Re-12 株, H7N9H7-Re2 株；细胞源, H5N1Re-11 株+Re-12 株, H7N9H7-Re3 株；细胞源, H5N6H5-Re13+H5N8H5-Re14 株+H7N9H7-Re4 株；细胞源, Re-6 株+Re-7 株+Re-8 株)；重组禽流感病毒 (H5 亚型) 二价灭活疫苗 (细胞源, H5N6H5-Re13 株+H5N8H5-Re14 株；细胞源, Re-6 株+Re-8 株)
其他疫苗	无荚膜炭疽芽孢苗；11 号炭疽芽孢苗；牛病毒性腹泻/黏膜病灭活疫苗 (1 型, NM01 株)；山羊痘活疫苗；气肿疽灭活疫苗

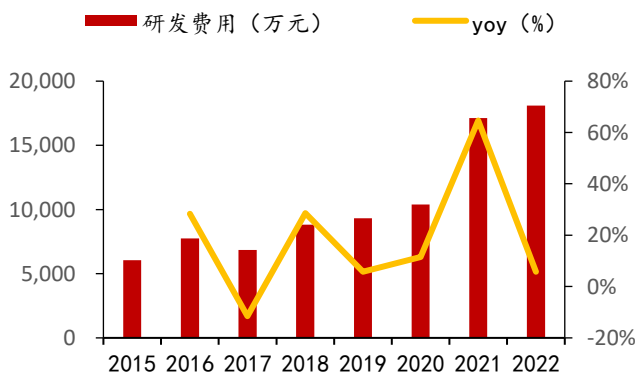
来源：公司公告，国联证券研究所

### 4.3. 研发体系完善造就新品储备雄厚

**研发体系完善，研发投入持续递增。**公司 2015 年投入研发费用为 0.6 亿元，截止 2022 年研发费用已上涨至 1.81 亿元，CAGR 达 17.09%，公司生物制药业务坚持科技创新引领，分别在新疆、上海设立两大研发中心，2022 年拥有研发人员 421 人，同比增长 2.93%，占总员工比例达 8.3%。公司连续 3 年每年产品研发与技术创新投入占生物制药业务销售收入的 10% 以上，2020 年耗资 2 亿元的国家高等级生物安全三级实验室 (P3) 完成建设并投入使用，并于 2022 年 3 月通过中国合格评定国家认可委员会 (CNAS) 的评审，取得其授予的实验室认可证书和认可决定书。

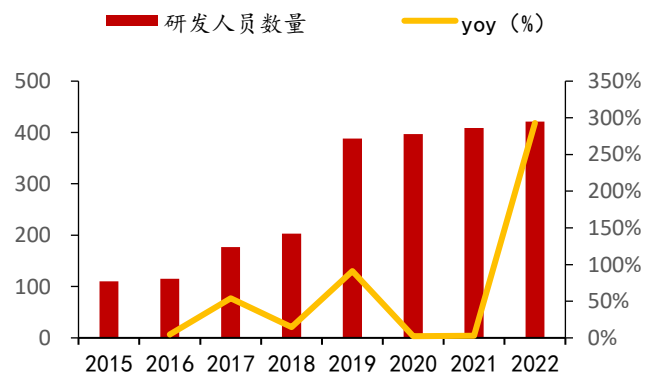
**四大生产基地支撑，新品技术储备雄厚。**公司目前已形成了乌鲁木齐经济技术开发区口蹄疫疫苗、乌鲁木齐高新北区反刍动物和猪用系列疫苗、吉林梅河口 (冠界) 禽流感疫苗以及北京大兴动物疫病诊断试剂生产区四大生产基地，总投资超过 30 亿元。目前，公司已通过验收的兽药 GMP 生产线 16 条，获得国家新兽药证书 21 张，获得 200 余项 (含子公司) 发明和实用新型专利。2012 年参股的吉林冠界生物为全国首家采用无血清全悬浮细胞培养工艺生产禽流感疫苗的企业，大量在研项目与新品技术储备为公司市场化竞争中夺得一席之地。

图表 61：2015-2022 年公司研发费用变化



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 62：2015-2022 年公司研发人员变化



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 63：公司主要在研项目

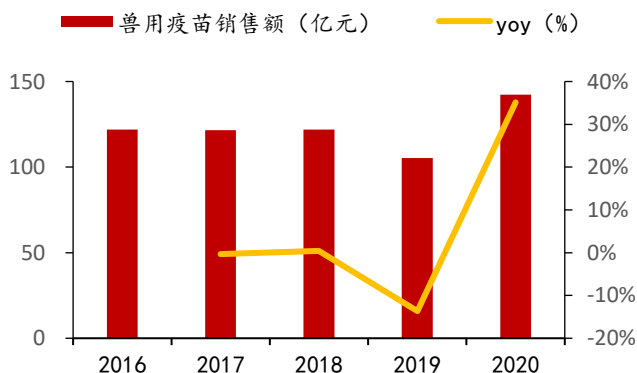
在研项目	进展	对公司影响
猪流行性腹泻灭活疫苗 (XJ-DB2 株)	2021年3月取得新药证书, 2021年11月取得兽药产品批准文号	毒株属于G2a亚型, 弥补了市场无G2a亚型毒株疫苗的空缺; 病毒含量高; 佐剂优秀, 可有致刺激机体产生较高的黏膜抗体, 解决了常规灭活疫苗不能产生黏膜抗体或产生黏膜抗体低的缺陷。该疫苗的成功研制, 将进一步丰富公司产品结构, 形成多系列疫苗产品线, 有利于进一步提升公司市场竞争力
猪圆环病毒2型强毒株灭活疫苗	2018年6月申报新药注册, 2021年12月完成复核检验, 目前正在复审中	该疫苗高效诱导机体产生良好的体液免疫与细胞免疫有效预防由猪圆环病毒2型感染引起的疾病和猪支原体肺炎, 对商品仔猪的保护效力与进口灭活疫苗无显著差异; 免疫程序只需注射一次, 减少人力; 复合型佐剂可有效地提高疫苗的细胞免疫和体液免疫水平。该疫苗的研制, 将进一步丰富公司产品结构, 从而满足用户对各类疫病的防疫需求, 对持续提升公司业绩产生积极的影响
猪传染性胸膜肺炎基因工程亚单位灭活疫苗 (rApx11, rOml-1, rOml-7)	2018年2月申报新药注册, 目前已完成复核检验, 正在进行标准核定工作	该疫苗通过对表蛋白精确定量, 抗原配比稳定精准, 可预防血清1型和7型(国内优势流行菌株)的胸膜肺炎致病菌感染, 对其他血清型也有不同程度的交叉保护, 可产生持续6个月的有效免疫
猪口蹄疫O型、A型二价合成肽疫苗	2019年7月获得临床实验批件, 目前已完成临床试验, 正在申请新药注册	该疫苗抗原可以产生有效的抗体应答效果, 在免疫后可以抵抗O型和A型口蹄疫病毒的攻击。对免疫动物安全, 免疫后28日即可产生足够的抗体, 能有效的抵抗O型和A型口蹄疫病毒的攻击
小反刍兽疫、山羊痘二联灭活疫苗 (Clone9 株 +AV41株)	于2021年12月取得新药证书	国际上首个开展“小反刍兽疫—山羊痘二联灭活疫苗”研究的项目, 通过把两个单元疫苗合二为一, 一次免疫, 同时预防二种疾病, 降低了防疫人员的工作强度, 以及频繁免疫造成羊只生长影响。该疫苗的研制, 将有利于公司更好地为养殖客户提供综合防疫解决方案, 巩固公司在动物疫苗领域的行业地位, 对提升公司市场竞争力和可持续发展等方面具有积极的促进作用
牛病毒性腹泻/黏膜病、牛传染性气管炎二联亚单位疫苗 (E2+gD)	兽药申报	全球首个牛病毒性腹泻、牛传染性气管炎亚单位疫苗, 能够区分野毒感染和疫苗免疫产生的效应, 达到鉴别检验的作用
猪伪狂犬病基因缺失活疫苗	2019年已获批临床试验, 2020年完成临床试验, 目前新药注册申报阶段	该疫苗应用基因重组技术, 构建出基因缺失活疫苗株, 通过细胞培养收获培养物, 冻干而制成的活疫苗。该疫苗的研制, 将为我国畜禽健康发展提供有效的技术支持, 有利于进一步提升公司市场竞争力
猪伪狂犬病亚单位疫苗	2019年该疫苗已获批临床试验, 2020年完成临床试验, 目前新药注册申报阶段	该疫苗是利用分子克隆技术, 将猪伪狂犬病毒保护性抗原基因插入到真核表达载体中, 获得了重组质粒转染至真核细胞中, 通过加压筛选得到高效表达猪伪狂犬病毒保护性抗原蛋白的单克隆细胞株, 接种适宜培养基培养收获培养物, 而制成的灭活疫苗

来源：公司公告，国联证券研究所

“企-校-研”三方联合，积极寻求技术突破。公司积极寻求与科研院所和高校的联合研发，先后与哈兽所、兰兽所、上兽所签署战略合作协议，并与中科院工程研究所、华中农业大学、中国农业大学等十余家科研院校有完善的产业化实质合作研发专题，开展了数十个研发项目的合作。同时，公司积极引入各科研院所优秀毕业生并设立助学基金，在提升自身研发能力的同时，与各高校深度绑定合作关系，达成互惠互赢格局。

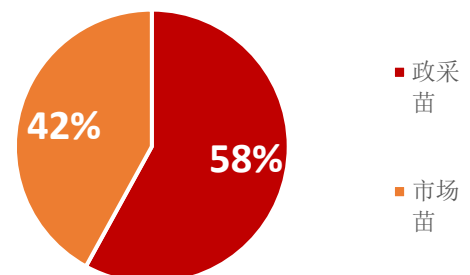
以政采苗为基础，以市场苗寻突破。2021年公司市场苗占比快速提升达42%，相较2020年公司市场苗占比提升22PCT。2019年，农业农村部印发《2020年国家动物疫病强制免疫计划》，全国所有省份的规模养殖场户实现“先打后补”政策，随计划落地2022年底前政府招标采购强免疫苗将停止供应规模养殖场户，而至2025年，将逐步全面取消政府招标采购强免疫苗。随政采苗市场份额的不断释放，市场疫苗渗透率快速提升，兽用生物制品的市场化程度也将进一步提高，公司有望进一步增加市场份额提升疫苗业务利润。

图表 64：2016-2020 年兽用疫苗销售额（亿元）



来源：中国兽药协会，国联证券研究所

图表 65：2021 年公司市场苗及政采苗收入占比



来源：公司公告，国联证券研究所

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

### 5.1. 盈利预测

公司为新疆一体化全产业链发展养殖龙头，其业务覆盖生猪养殖与食品加工、饲料、动保疫苗、玉米收储和油脂加工等行业，全产业链布局增强了公司的综合运营实力。我们认为未来公司在多板块协同发展的背景下，公司营业收入和盈利水平有望迎来高速增长。

我们将天康生物主要营收业务进行细化拆分主要可分为食品养殖、饲料、制药、玉米收储、油脂加工五大行业。鉴于公司玉米收储及油脂加工业务产能布局较为完善，与多家玉米深加工企业合作密切，未来业务营收呈稳步增长趋势，因此我们预计玉米收储业务未来3年的营收增长分别为5.00%/5.00%/5.00%，油脂加工业务未来3年的营收增长分别为5.00%/5.00%/5.00%。

由于公司大力投入生猪养殖产能建设，未来几年生猪出栏规模高速增长。在猪周期价格波动及公司出栏量持续提升的情况下，我们预计公司生猪养殖与食品加工行业未来3年的营收增长分别为72.65%/42.86%/20.00%。饲料业务上，公司持续执行疆外拓张计划，随着公司在陕西、青海、宁夏、甘肃及内蒙古五个地区的持续推进，我们预计饲料业务未来3年的营收分别为20.70%/20.68%/20.69%。动保制药业务上，公司P3实验室已通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）的评审，动保疫苗研发能力进一步提升，随着市场化疫苗占比提升，我们认为动保业务未来三年的营业收入增长分别为21.00%/32.00%/36.00%。

图表 66：天康生物细分业务盈利预测

单位		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	百万元	合计	11,986.81	15,744.34	16,731.60	21,171.85	26,760.70	31,622.11
	百万元	食品养殖行业	3,476.74	3,494.75	4,866.42	8,401.97	12,002.81	14,403.37
	百万元	饲料行业	4,215.29	5,135.32	5,531.29	6,676.10	8,056.44	9,723.03
	百万元	制药行业	846.13	979.81	927.40	1,122.15	1,481.24	2,014.49
	百万元	玉米收储行业	1,968.39	3,831.21	2,974.67	3,123.40	3,279.57	3,443.55
	百万元	油脂加工行业	1,115.22	1,640.10	1,760.21	1,848.22	1,940.63	2,037.66
	百万元	其他行业	338.22	615.72	640.54	640.54	640.54	640.54
	百万元	其他业务收入	21.62	26.81	47.43	47.43	47.43	47.43
yoy%	%	合计	60.33%	31.35%	6.27%	26.54%	26.40%	18.17%
	%	食品养殖行业	111.47%	0.52%	39.25%	72.65%	42.86%	20.00%
	%	饲料行业	43.83%	21.83%	7.71%	20.70%	20.68%	20.69%
	%	制药行业	52.40%	15.80%	-5.35%	21.00%	32.00%	36.00%
	%	玉米收储行业	57.47%	94.64%	-22.36%	5%	5%	5%

	%	油脂加工行业	38.40%	47.07%	7.32%	5%	5%	5%
	%	其他行业	25.83%	82.05%	4.03%	0%	0%	0%
	%	其他业务收入	24.02%	76.89%	-34.49%	0%	0%	0%
毛利率	%	合计	25.51%	9.25%	10.43%	16.48%	18.32%	15.61%
	%	食品养殖行业	56.62%	-9.64%	9.34%	13.16%	19.50%	16.84%
	%	饲料行业	13.01%	13.35%	9.81%	15.96%	12.25%	11.87%
	%	制药行业	67.50%	68.38%	64.08%	66.28%	65.66%	65.66%
	%	玉米收储行业	10.08%	8.63%	0.69%	12.47%	12.47%	0.00%
	%	油脂加工行业	7.35%	6.50%	5.01%	8.22%	8.22%	0.00%
	%	其他行业			6.50%	5.00%	5.00%	5.00%
	%	其他业务收入			10.70%	-5.00%	5.00%	5.00%
毛利	百万元	合计	3,057.83	1,455.90	1,745.11	3,489.38	4,901.88	4,936.67
	百万元	食品养殖行业	1,968.53	-336.89	454.52	1,105.52	2,340.55	2,425.83
	百万元	饲料行业	548.41	685.57	542.62	1,065.17	986.67	1,154.47
	百万元	制药行业	571.14	669.99	594.28	743.73	972.64	1,322.79
	百万元	玉米收储行业	198.41	330.63	20.53	389.38	408.85	-
	百万元	油脂加工行业	81.97	106.61	88.19	151.99	159.58	-
	百万元	其他行业	-	-	41.64	32.03	32.03	32.03
	百万元	其他业务收入	-	-	3.32	1.55	1.55	1.55

来源：ifind，国联证券研究所测算

## 5.2. 估值与投资建议

我们预计公司 2023-25 年营业收入分别为 211.72/267.61/316.22 亿元，同比增长 26.54%/26.40%/18.17%，归母净利润分别为 10.32/19.47/14.05 亿元（食品养殖、饲料、动保制药、玉米收储业务分别贡献净利润 3.27/3.15/2.20/1.15 亿元），同比增长 242.09%/88.77%/-27.86%，三年 CAGR66.94%；EPS 分别为 0.76/1.44/1.04 元/股，对应 PE 为 11.1x/5.9x/8.2x。综上所述，参考上述四项业务可比公司平均估值，我们分别给与 9xPE、20xPE、25xPE、5xPE，对应公司整体市值 153.18 亿元，目标价 11.31 元/股，维持“买入”评级。

图表 67：生猪养殖行业可比公司估值

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002714.SZ	牧原股份	42.82	3.56	5.41	5.01	12.03	7.91	8.55
300498.SZ	温氏股份	17.27	1.22	2.11	1.97	14.14	8.18	8.77
603477.SH	巨星农牧	27.65	1.07	3.18	3.13	25.79	8.69	8.85
002567.SZ	唐人神	6.70	0.31	0.88	0.82	21.97	7.59	8.18
	行业平均					18.48	8.09	8.59
002100.SZ	天康生物	8.24	0.77	1.42	0.98	10.71	5.79	8.38

来源：ifind，国联证券研究所；股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价，可比公司盈利预测来源于 wind 一致预期

图表 68：饲料行业可比公司估值

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002311.SZ	海大集团	48.56	2.47	3.29	3.77	19.69	14.76	12.87
603151.SH	邦基科技	17.41	1.01	1.28	1.50	17.31	13.62	11.63
	行业平均					18.50	14.19	12.25
002100.SZ	天康生物	8.24	0.77	1.42	0.98	10.71	5.79	8.38

来源：ifind，国联证券研究所；股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价，可比公司盈利预测来源于 wind 一致预期

图表 69：动保制药业务可比公司估值

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688526.SH	科前生物	23.86	1.25	1.55	1.82	19.09	15.37	13.09
600201.SH	生物股份	10.30	0.33	0.42	0.52	31.63	24.43	19.79
300119.SZ	瑞普生物	19.44	1.05	1.31	1.53	18.48	14.85	12.70
603566.SH	普莱柯	24.89	0.77	0.99	1.20	32.20	25.22	20.81
	行业平均					25.35	19.97	16.60
002100.SZ	天康生物	8.24	0.77	1.42	0.98	10.71	5.79	8.38

来源：ifind，国联证券研究所；股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价，可比公司盈利预测来源于 wind 一致预期

## 6. 风险提示

### 非洲猪瘟扩散。

公司虽具有预防非洲猪瘟天然区位优势，若非洲猪瘟发生大范围扩散，有可能影响公司部分养殖厂从而导致出栏量减少。

### 生猪价格处于高位，预防生猪价格下跌。

公司的主要产品为出栏商品猪，如生猪价格长期低于公司成本，可造成公司现金流紧张。

### 饲料原材料大幅涨价。

饲料成本占营业成本比重最高，饲料原材料小麦、玉米、豆粕价格如短期内快速上涨，公司养殖成本上涨过快可导致公司营收亏损。

本报告仅供  
ybjieshou@eastmoney.com  
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,424	3,320	2,117	2,676	3,162	营业收入	15,711	16,732	21,172	26,761	31,622
应收账款+票据	315	410	507	641	757	营业成本	14,207	14,975	17,682	21,859	26,685
预付账款	796	1,151	1,780	2,250	2,659	税金及附加	38	39	54	68	81
存货	5,251	6,039	8,687	10,738	13,109	营业费用	507	475	650	821	971
其他	827	1,492	1,778	2,073	2,329	管理费用	1,002	658	1,319	1,667	1,970
<b>流动资产合计</b>	<b>10,612</b>	<b>12,412</b>	<b>14,869</b>	<b>18,378</b>	<b>22,016</b>	财务费用	192	208	283	266	268
长期股权投资	108	105	125	145	164	资产减值损失	-385	-107	-218	-276	-326
固定资产	5,186	5,907	5,059	4,197	3,321	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	895	554	461	369	277	投资净收益	31	17	26	26	26
无形资产	272	267	224	180	136	其他	-26	-10	-30	-40	-48
其他非流动资产	66	116	103	90	89	<b>营业利润</b>	<b>-617</b>	<b>277</b>	<b>962</b>	<b>1,789</b>	<b>1,299</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,527</b>	<b>6,949</b>	<b>5,972</b>	<b>4,981</b>	<b>3,987</b>	营业外净收益	-47	-41	-29	-29	-29
<b>资产总计</b>	<b>17,139</b>	<b>19,361</b>	<b>20,841</b>	<b>23,359</b>	<b>26,003</b>	<b>利润总额</b>	<b>-663</b>	<b>236</b>	<b>932</b>	<b>1,760</b>	<b>1,270</b>
短期借款	4,006	3,214	3,745	4,712	6,075	所得税	32	22	18	33	24
应付账款+票据	465	627	803	993	1,212	<b>净利润</b>	<b>-695</b>	<b>214</b>	<b>915</b>	<b>1,727</b>	<b>1,246</b>
其他	2,501	2,333	3,360	4,178	5,052	少数股东损益	7	-87	-117	-220	-159
<b>流动负债合计</b>	<b>6,971</b>	<b>6,174</b>	<b>7,907</b>	<b>9,884</b>	<b>12,339</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-703</b>	<b>302</b>	<b>1,032</b>	<b>1,947</b>	<b>1,405</b>
长期带息负债	2,353	3,436	2,366	1,367	444	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	82	87	87	87	87	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,435</b>	<b>3,522</b>	<b>2,452</b>	<b>1,454</b>	<b>531</b>	营业收入	31.07%	6.50%	26.54%	26.40%	18.17%
<b>负债合计</b>	<b>9,406</b>	<b>9,696</b>	<b>10,360</b>	<b>11,337</b>	<b>12,870</b>	EBIT	-123.74%	194.08%	173.86%	66.77%	-24.09%
少数股东权益	635	1,715	1,598	1,378	1,219	EBITDA	-88.98%	328.70%	89.10%	37.35%	-15.97%
股本	1,354	1,354	1,354	1,354	1,354	归母净利润	-140.85%	142.91%	242.09%	88.77%	-27.86%
资本公积	3,303	3,842	3,842	3,842	3,842	<b>获利能力</b>					
留存收益	2,441	2,753	3,686	5,446	6,716	毛利率	9.57%	10.50%	16.48%	18.32%	15.61%
<b>股东权益合计</b>	<b>7,733</b>	<b>9,665</b>	<b>10,481</b>	<b>12,021</b>	<b>13,133</b>	净利率	-4.43%	1.28%	4.32%	6.45%	3.94%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,139</b>	<b>19,361</b>	<b>20,841</b>	<b>23,359</b>	<b>26,003</b>	ROE	-9.90%	3.79%	11.61%	18.30%	11.79%
						ROIC	-3.38%	3.86%	9.02%	12.92%	9.06%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债	54.88%	50.08%	49.71%	48.54%	49.50%
净利润	-695	214	915	1,727	1,246	流动比率	1.52	2.01	1.88	1.86	1.78
折旧摊销	744	726	996	1,011	1,014	速动比率	0.58	0.76	0.46	0.44	0.41
财务费用	192	208	283	266	268	<b>营运能力</b>					
存货减少	769	-788	-2,647	-2,052	-2,371	应收账款周转率	51.31	41.92	42.84	42.84	42.84
营运资金变动	820	-1,042	-2,455	-1,942	-2,059	存货周转率	2.71	2.48	2.04	2.04	2.04
其它	-297	1,011	2,663	2,068	2,387	总资产周转率	0.92	0.86	1.02	1.15	1.22
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,533</b>	<b>328</b>	<b>-246</b>	<b>1,079</b>	<b>485</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	-1,761	-1,425	0	0	0	每股收益	-0.52	0.22	0.76	1.44	1.04
长期投资	-38	-682	0	0	0	每股经营现金流	1.13	0.24	-0.18	0.80	0.36
其他	24	34	-36	-36	-36	每股净资产	5.24	5.87	6.55	7.85	8.79
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,775</b>	<b>-2,072</b>	<b>-36</b>	<b>-36</b>	<b>-36</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	196	291	-540	-31	440	市盈率	-16.31	38.00	11.11	5.89	8.16
股权融资	279	0	0	0	0	市净率	1.62	1.44	1.29	1.08	0.96
其他	1,128	1,342	-381	-453	-403	EV/EBITDA	71.99	14.81	8.37	6.0	7.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,604</b>	<b>1,634</b>	<b>-921</b>	<b>-484</b>	<b>37</b>	EV/EBIT	(41.6)	39.0	15.2	9.0	12.1
<b>现金净增加额</b>	<b>1,361</b>	<b>-111</b>	<b>-1,202</b>	<b>559</b>	<b>486</b>						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 5 月 26 日收盘价

## 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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695