

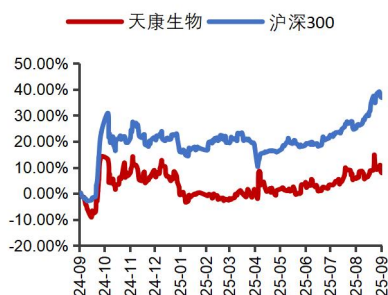
生猪业务稳步发展，拟现金收购羌都畜牧

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-09-04

收盘价（元）	6.58
近 12 个月最高/最低（元）	7.59/5.48
总股本（百万股）	1,365
流通股本（百万股）	1,365
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	90
流通市值（亿元）	90

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 1.天康生物 (002100) 点评：生猪出栏量稳步抬升，完全成本大幅回落 2025-04-30
- 2.天康生物 (002100) 三季报点评：资产负债率降至 49.9%，生猪完全成本逐季下行 2024-10-30

主要观点：

● 1H2025 归母净利 3.38 亿元，6 月末资产负债率降至 47%

公司公布 2025 年中报：1H2025 年实现收入 88.5 亿元，同比+10.7%；归母净利润 3.38 亿元，同比+22.3%；扣非后归母净利润 3.14 亿元，同比+16.2%。分季度看，2025Q1、Q2 实现收入 41.8 亿元、46.7 亿元，同比+10.7%、+10.7%；归母净利 1.48 亿元、1.9 亿元，同比+174%、-15%。2025 年 6 月末，公司资产负债率 47%，较 3 月末-4.4pct。

● 2025 年出栏目标有望顺利完成，1H2025 自繁自养成本降至 12.55 元

2025 年公司计划出栏生猪 350-400 万头，其中，养殖事业部 300 万头，饲料放养部门计划出栏 50-100 万头；1H2025 公司出栏生猪 152.82 万头，同比+9.1%，已完成全年目标 38.2%-43.7%，全年 350 万头出栏目标有望顺利达成。2025 年，公司生猪完全成本目标是降至 13 元/公斤以内；1H2025，公司 psy 达到 27 头，育肥成活率 96.5%，自繁自养成本已降至 12.55 元/公斤，但受饲料部门放养业务中外购仔猪价格偏高影响，总成本降幅放缓，随着外购仔猪价格的回落，公司成本仍有较大下降空间。

● 公司拟现金收购羌都畜牧，羌都生猪养殖成绩和历史业绩优异

公司近日公告，已与羌都畜牧及其控股股东七星羌都集团签署了《股权收购框架协议》，筹划以现金方式收购羌都畜牧 51% 股权。羌都畜牧采用“自繁自养”模式，是南疆地区生猪养殖重要企业之一，从事养殖行业十余年，经营业绩和生猪养殖成绩优异，2020 年至今持续盈利，即便在 2021 年和 2023 年猪价低迷、全行业亏损情况下仍保持盈利。羌都畜牧主要优势在于：生产基地布局在新疆若羌县（塔克拉玛干沙漠边缘），环境干燥、远离生活区、疫病防控压力小；养殖、饲料及屠宰基地相对集中，运输成本较低；生产管理、技术管理等方面规范且完善。公司与羌都畜牧合作历史较长，此前由公司为其供应饲料，2023 年双方合资成立饲料公司，本次收购是在现有产能基础上进行整合，未新增产能，符合当前生猪调控政策方向。

● 植物蛋白及油脂加工业务量价齐升，玉米收储业务玉米销量同比大增

1H2025，公司饲料销量 134.2 万吨，同比-0.6%，饲料收入 24.3 亿元，同比-14.2%，毛利 2.46 亿元，同比-35.2%，吨毛利 184 元，同比下降 98 元；制药业务收入 4.8 亿元，同比-3.7%，毛利率 65.9%，同比-1.6pct，毛利 3.2 亿元，同比-6%；植物蛋白及油脂加工业务量价齐升，实现销售收入 14.5 亿元，同比+97.6%，毛利 1.89 亿元，同比+1475%；玉米收储业务玉米销量大幅提升，实现销售收入 13.0 亿元，同比+72.3%，毛利 0.46 亿元，同比大幅扭亏。

● 投资建议

发改委生猪政策持续严格落实，农业农村部为防范生产大起大落、价格大涨大跌风险，引导调减 100 万头能繁母猪，我们判断全国能繁母猪存栏量将步入下降趋势，2026 年生猪价格、猪企盈利水平有望超过 2025

年。我们预计 2025-2027 年公司生猪出栏量 363.42 万头、400 万头、450 万头，同比+20%、+10%、+13%，实现营业收入 190.12 亿元、200.82 亿元、212.37 亿元，同比+10.7%、+5.6%、+5.8%，对应归母净利润 7.45 亿元、9.17 亿元、12.05 亿元。归母净利润前值 2025 年 10.2 亿元、2026 年 9.84 亿元、2027 年 14.74 亿元，本次调整幅度较大的主要原因是，修正了 25-27 年生猪销售价格、生猪养殖成本、饲料销量、饲料价格，维持“买入”评级不变。

风险提示

畜禽疫情；猪价上涨晚于预期；原材料价格大涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17176	19012	20082	21237
收入同比（%）	-9.7%	10.7%	5.6%	5.8%
归属母公司净利润	605	745	917	1205
净利润同比（%）	144.4%	23.1%	23.1%	31.5%
毛利率（%）	12.1%	11.9%	12.2%	13.0%
ROE（%）	8.6%	9.6%	10.6%	12.2%
每股收益（元）	0.44	0.55	0.67	0.88
P/E	14.89	12.07	9.80	7.45
P/B	1.27	1.16	1.04	0.91
EV/EBITDA	7.26	6.35	5.04	4.27

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9848	11155	12237	13922	营业收入	17176	19012	20082	21237
现金	3102	3346	4827	5263	营业成本	15090	16743	17623	18480
应收账款	469	466	475	576	营业税金及附加	47	52	55	58
其他应收款	267	367	302	406	销售费用	428	385	396	408
预付账款	837	837	881	924	管理费用	560	616	677	745
存货	4594	5588	5132	6162	财务费用	155	189	168	129
其他流动资产	580	551	620	592	资产减值损失	-23	-50	0	0
非流动资产	7715	7160	6643	6113	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	33	33	33	33	投资净收益	-2	0	0	0
固定资产	5890	5475	5048	4608	营业利润	631	782	959	1254
无形资产	377	407	437	467	营业外收入	30	30	30	30
其他非流动资产	1414	1244	1124	1004	营业外支出	50	50	50	50
资产总计	17563	18315	18880	20035	利润总额	611	762	939	1234
流动负债	6495	6753	6651	6851	所得税	14	18	22	29
短期借款	3233	3133	3033	2933	净利润	596	745	917	1205
应付账款	601	794	675	865	少数股东损益	-9	0	0	0
其他流动负债	2660	2825	2943	3053	归属母公司净利润	605	745	917	1205
非流动负债	2548	2298	2048	1798	EBITDA	1698	1854	1972	2141
长期借款	2057	1857	1657	1457	EPS (元)	0.44	0.55	0.67	0.88
其他非流动负债	491	441	391	341					
负债合计	9043	9051	8699	8649					
少数股东权益	1504	1504	1504	1504					
股本	1365	1365	1365	1365					
资本公积	3942	3942	3942	3942					
留存收益	1708	2453	3369	4574					
归属母公司股东权益	7016	7760	8677	9882					
负债和股东权益	17563	18315	18880	20035					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元									
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1162	1042	2313	1250	成长能力				
净利润	596	745	917	1205	营业收入	-9.7%	10.7%	5.6%	5.8%
折旧摊销	902	735	747	760	营业利润	143.6%	24.0%	22.5%	30.8%
财务费用	179	235	218	201	归属于母公司净利	144.4%	23.1%	23.1%	31.5%
投资损失	2	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-536	-790	363	-934	毛利率 (%)	12.1%	11.9%	12.2%	13.0%
其他经营现金流	1152	1653	622	2157	净利率 (%)	3.5%	3.9%	4.6%	5.7%
投资活动现金流	-750	-213	-263	-263	ROE (%)	8.6%	9.6%	10.6%	12.2%
资本支出	-620	-198	-248	-248	ROIC (%)	5.2%	7.1%	7.5%	8.0%
长期投资	-130	-15	-15	-15	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率 (%)	51.5%	49.4%	46.1%	43.2%
筹资活动现金流	-131	-585	-568	-551	净负债比率 (%)	106.1%	97.7%	85.4%	76.0%
短期借款	-86	-100	-100	-100	流动比率	1.52	1.65	1.84	2.03
长期借款	832	-200	-200	-200	速动比率	0.61	0.63	0.86	0.93
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.00	1.06	1.08	1.09
其他筹资现金流	-877	-285	-268	-251	应收账款周转率	38.57	38.57	38.57	38.57
现金净增加额	281	244	1481	436	应付账款周转率	23.34	24.00	24.00	24.00

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.44	0.55	0.67	0.88	P/E	14.89	12.07	9.80	7.45
每股经营现金流薄)	0.85	0.76	1.69	0.92	P/B	1.27	1.16	1.04	0.91
每股净资产	5.14	5.68	6.36	7.24	EV/EBITDA	7.26	6.35	5.04	4.27

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 15%；
- 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。