

天康生物（002100.SZ）

2025 年三季报点评:Q3 维持正净利，外延并购有望打造新空间

优于大市

核心观点

2025Q3 净利同比下滑，养殖成本稳步下降。公司 2025Q1-Q3 营收同比+4%至 136.1 亿元，归母净利同比-27.2%至 4.12 亿元，2025Q3 营收同比-6.49%至 47.64 亿元，归母净利同比-74.58%至 0.73 亿元。公司第三季度营收及净利下降主要系生猪价格同比明显回落；2025 年 1-9 月，公司累计销售生猪 228.23 万头，同比增长 6.46%；累计销售收入 33.42 亿元，同比下降 8.26%。公司养殖成本稳步改善，据公司公告披露，今年上半年公司自繁自养成本已降至 12.55 元/公斤，psy 达到 27，育肥成活率为 96.5%。

拟收购优质猪企羌都畜牧，有望夯实生猪养殖实力。据公司公告，2025 年 8 月 25 日，公司与羌都畜牧及其控股股东签署了《股权收购框架协议》，拟以支付现金方式收购羌都畜牧 51%股权。羌都畜牧在南疆从事生猪养殖十余年，其养殖成绩优异，自 2020 年至今持续盈利，成本具备较强竞争力，生产基地布局在若羌县，地处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，其养殖、饲料及屠宰基地相对集中，运输成本也较低。同时，该企业在生产管理、技术管理等方面规范且完善。公司与羌都畜牧有较长的饲料业务合作历史，为其供应饲料，并于 2023 年合资成立饲料公司，今年初步达成生猪养殖的合作意向，有望进一步扩大公司生猪养殖规模。

饲料、动保等养殖后周期业务经营稳健，子公司天康制药拟分拆上市。据公司公告，2025 年 6 月 25 日，公司控股子公司天康制药分拆至北交所上市的申请已获北交所受理。公司是农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，是全国十家口蹄疫疫苗及十二家禽流感疫苗定点生产企业之一，是农业部指定的猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗的定点生产企业，目前公司已进入全国兽用生物制品企业 10 强。公司 2025 年目标实现饲料产销量 290 万吨，动物疫苗 24 亿毫升(头份)，养殖链业务有望实现全面稳健发展。

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。公司背靠新疆兵团，现已完成“聚落式”全产业链布局。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利为 7.50/6.23/5.74 亿元，EPS 分别为 0.55/0.46/0.42 元，对应当前股价 PE 为 14/17/19 X。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	19,026	17,176	18,489	19,374	20,111
(+/-%)	13.7%	-9.7%	7.6%	4.8%	3.8%
归母净利润(百万元)	-1363	605	750	623	574
(+/-%)	-	扭亏	23.9%	-16.9%	-7.8%
每股收益(元)	-1.00	0.44	0.55	0.46	0.42
EBIT Margin	-4.1%	5.0%	5.4%	4.7%	4.3%
净资产收益率 (ROE)	-21.3%	8.6%	9.9%	7.8%	6.8%
市盈率 (PE)	-7.8	17.6	14.2	17.1	18.6
EV/EBITDA	764.2	12.6	12.1	12.1	12.4
市净率 (PB)	1.66	1.52	1.41	1.33	1.26

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

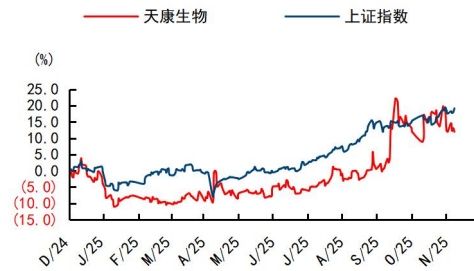
证券分析师：江海航

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	7.38 元
总市值/流通市值	10076/10076 百万元
52 周最高价/最低价	8.24/6.00 元
近 3 个月日均成交额	339.34 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 年报及 2025 年一季报点评:净利同比扭亏为盈，生猪养殖出栏预计稳步增长》——2025-05-05
 《天康生物(002100.SZ)-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》——2024-10-29
 《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

2025Q3 净利同比下滑，养殖成本稳步下降。公司 2025Q1-Q3 营收同比+4%至 136.1 亿元，归母净利同比-27.2%至 4.12 亿元，2025Q3 营收同比-6.49%至 47.64 亿元，归母净利同比-74.58%至 0.73 亿元。公司第三季度营收及净利下降主要系生猪价格同比明显回落；2025 年 1-9 月，公司累计销售生猪 228.23 万头，同比增长 6.46%；累计销售收入 33.42 亿元，同比下降 8.26%。公司养殖成本稳步改善，据公司公告披露，今年上半年，公司自繁自养成本已降至 12.55 元/公斤，psy 达到 27，育肥成活率为 96.5%。

图1：天康生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



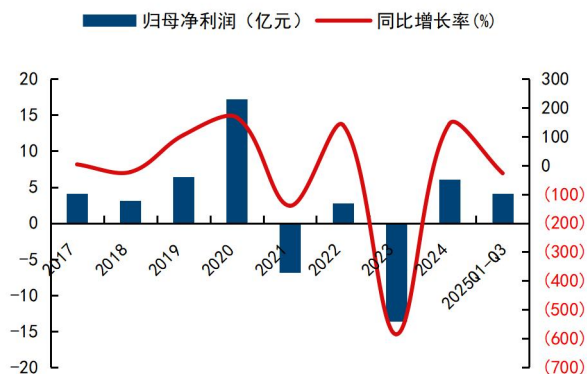
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

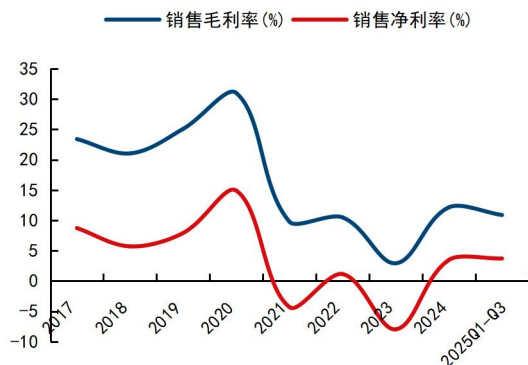
图4：天康生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

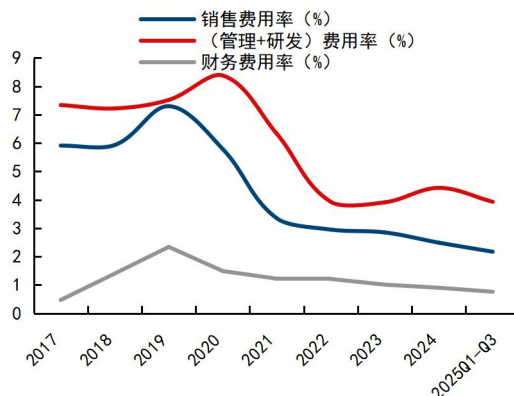
盈利水平同比承压，费用率水平同比改善。从盈利水平来看，2025Q1-Q3 毛利率同比-1.11pct 至 10.88%，净利率同比-0.53pct 至 3.71%，随养殖景气回落同步下行。费用率方面，公司 2025Q1-Q3 销售费用率同比-0.53pct 至 2.17%，管理+研发费用率同比-0.62pct 至 3.93%，财务费用率同比-0.14pct 至 0.76%，整体同比改善。

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

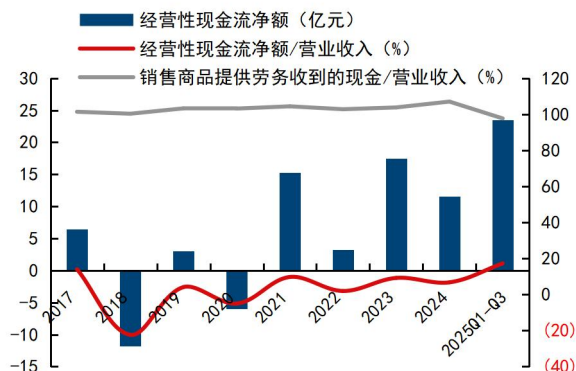
图6: 天康生物三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

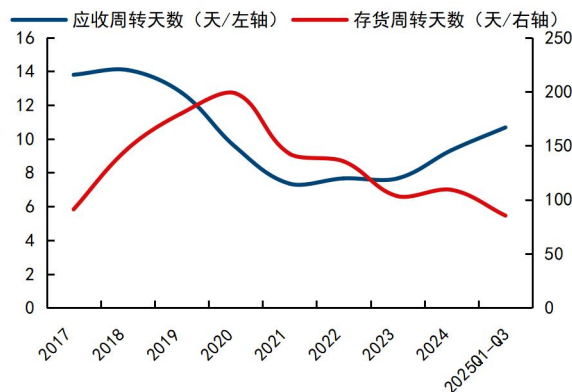
经营性现金流净额同比增长，应收及存货周转率小幅下降。2025Q1-Q3 经营性现金流净额同比+9.6%至 23.51 亿元，占营业收入比例达 17.27%。在主要流动资产周转方面，2025Q1-Q3 应收周转天数同比-5.6%至 10.68 天，存货周转天数同比-3.6%至 85.27 天，整体周转效率提升。

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。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 7.50/6.23/5.74 亿元，EPS 分别为 0.55/0.46/0.42 元，对应当前股价 PE 为 14/17/19 X。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2822	3102	3802	4013	4182	营业收入	19026	17176	18489	19374	20111
应收款项	690	801	760	747	847	营业成本	18469	15090	16191	17138	17905
存货净额	4554	4594	4794	4619	5201	营业税金及附加	47	47	48	50	51
其他流动资产	895	1346	1202	1230	1387	销售费用	543	428	453	465	473
流动资产合计	8961	9848	10563	10615	11622	管理费用	487	560	572	581	588
固定资产	6148	6123	6042	5915	5706	研发费用	257	200	218	225	223
无形资产及其他	361	377	363	349	335	财务费用	192	155	176	157	145
投资性房地产	1245	1181	1181	1181	1181	投资收益	3	(2)	3	2	5
长期股权投资	36	33	33	33	33	资产减值及公允价值变动	(500)	(23)	(45)	(78)	(99)
资产总计	16752	17563	18182	18094	18878	其他收入	(237)	(241)	(218)	(225)	(223)
短期借款及交易性金融负债	4808	4099	4292	3770	3777	营业利润	(1446)	631	790	682	632
应付款项	697	612	621	669	705	营业外净收支	(47)	(20)	(33)	(54)	(55)
其他流动负债	1582	1784	1796	1821	1961	利润总额	(1493)	611	757	628	577
流动负债合计	7087	6495	6709	6260	6443	所得税费用	23	14	17	14	12
长期借款及应付债券	1225	2057	1997	1917	2067	少数股东损益	(153)	(9)	(11)	(9)	(8)
其他长期负债	524	491	439	419	429	归属于母公司净利润	(1363)	605	750	623	574
长期负债合计	1750	2548	2436	2336	2496	现金流量表（百万元）					
负债合计	8837	9043	9145	8596	8939	净利润	(1363)	605	750	623	574
少数股东权益	1504	1504	1496	1490	1483	资产减值准备	348	(477)	0	(1)	(1)
股东权益	6411	7016	7541	8008	8455	折旧摊销	803	711	631	674	713
负债和股东权益总计	16752	17563	18182	18094	18878	公允价值变动损失	500	23	45	78	99
关键财务与估值指标						财务费用	192	155	176	157	145
每股收益	(1.00)	0.44	0.55	0.46	0.42	营运资本变动	2576	(932)	(45)	211	(653)
每股红利	0.43	0.15	0.16	0.11	0.09	其它	(567)	472	(8)	(6)	(6)
每股净资产	4.70	5.14	5.52	5.87	6.19	经营活动现金流	2296	401	1373	1580	726
ROIC	-6.44%	4.94%	6%	5%	5%	资本开支	0	(160)	(581)	(611)	(588)
ROE	-21.27%	8.62%	10%	8%	7%	其它投资现金流	650	(5)	0	0	0
毛利率	3%	12%	12%	12%	11%	投资活动现金流	720	(162)	(581)	(611)	(588)
EBIT Margin	-4%	5%	5%	5%	4%	权益性融资	0	42	0	0	0
EBITDA Margin	0%	9%	9%	8%	8%	负债净变化	(1908)	832	(60)	(80)	150
收入增长	14%	-10%	8%	5%	4%	支付股利、利息	(592)	(208)	(225)	(156)	(126)
净利润增长率	-	扭亏	24%	-17%	-8%	其它融资现金流	1485	(1250)	193	(522)	7
资产负债率	62%	60%	59%	56%	55%	融资活动现金流	(3514)	41	(92)	(758)	31
股息率	5.6%	1.9%	2.1%	1.5%	1.2%	现金净变动	(498)	280	700	211	169
P/E	(7.8)	17.6	14.2	17.1	18.6	货币资金的期初余额	3320	2822	3102	3802	4013
P/B	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3	货币资金的期末余额	2822	3102	3802	4013	4182
EV/EBITDA	764.2	12.6	12.1	12.1	12.4	企业自由现金流	2589	450	989	1170	326
						权益自由现金流	1958	(151)	950	414	341

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

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