

## 农林牧渔

2025年12月17日

## 天康生物

(002100)

——新疆农牧全产业链企业，养殖扩张降本中，饲料动保稳发展

## 报告原因：首次覆盖

## 买入 (首次评级)

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| 市场数据:       | 2025年12月16日        |
| 收盘价(元)      | 7.25               |
| 一年内最高/最低(元) | 8.24/6.00          |
| 市净率         | 1.4                |
| 股息率%(分红/股价) | 3.03               |
| 流通A股市值(百万元) | 9,898              |
| 上证指数/深证成指   | 3,824.81/12,914.67 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

|              |             |
|--------------|-------------|
| 基础数据:        | 2025年09月30日 |
| 每股净资产(元)     | 5.25        |
| 资产负债率%       | 47.86       |
| 总股本/流通A股(百万) | 1,365/1,365 |
| 流通B股/H股(百万)  | -/-         |

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

## 证券分析师

朱珺逸 A0230521080004  
zhujy@swsresearch.com

## 联系人

朱珺逸 A0230521080004  
zhujy@swsresearch.com

## 投资要点:

- **新疆农牧全产业链企业。**天康生物是新疆生产建设兵团国资委直属的农牧全产业链企业，业务布局于饲料生产、动物保健、生猪养殖、蛋白油脂加工等产业链各环节。截止2025H1，公司生猪养殖规模居全国前20，饲料业务位列全国饲料工业前20强，也是全国8家口蹄疫疫苗定点生产企业之一。2025年前三季度，公司实现营业收入136.1亿元，同比+4%，实现归母净利润4.12亿元；在养殖行业景气下滑的背景下仍实现盈利。
- **“基本面+政策面”双重催化，产能主被动调减加速，左侧布局生猪养殖板块。**2025年猪价因充裕供给震荡下行，当前养殖再陷亏损：自繁自养与外购仔猪养殖分别亏损167.7、259.4元/头。中期看，生猪供给仍将惯性释放，预计2026年上半年猪价或进一步下跌，养殖亏损加剧。养殖亏损加速母猪淘汰加之冬季疫情扰动、行业调控政策对于规模产能的持续限制，行业产能加速去化实质性发生，推荐关注板块左侧投资机会。
- **生猪养殖业务内外兼修，外延并购增量，内生降本增效。**①量。养殖规模稳步增长：2024年公司出栏302.85万头，2025Q1-3出栏生猪228.23万头，同比增长6.5%。当前公司产能主要布局于新疆、河南、甘肃三大区域，已分别建成150、130、70万产能。近日公司公告现金收购美都农牧，其在生产管理、地理位置布局、养殖成本等方面都具备显著优势；其将帮助公司补全新疆产能，“铁三角”产区格局得以强化，并促成体系（防疫）与技术（饲料）相互促进的“双赢”。②成本。当前公司在饲料（配方、原料采购）、养殖效率（丹系种群更新）和养殖过程管理共同发力，区域间成本方差持续收窄，养殖成本持续优化。
- **产业链业务经营稳健，饲料与疫苗业务亦有显著看点。**①兽药动保。作为兽用生物制品行业先驱者之一，公司具备完善的产品矩阵，覆盖口蹄疫、蓝耳、猪瘟、禽流感等核心品类；2024年疫苗销售量20.64亿头份，同比+18.44%。研发投入持续增加，P3实验室提供技术支撑，在研产品储备丰富。天康制药分拆北交所上市申请已获受理，业务价值有望进一步释放。②饲料。公司饲料产能充沛，拥有20余座生产基地，合计产能500万吨；2024年销量282.8万吨，同比增长0.86%。当前公司通过闭环研发体系、三级采购制度致力服务精准营养，实现了优异的饲料盈利表现：2020-2025H1毛利率平均为11.40%，高于行业平均水平。
- **投资分析意见：首次覆盖，给予“买入”评级。**作为西北区域的农牧产业链重点企业，公司区位和产业链协同优势明显。养殖业务持续降本增效，收购美都农牧有望带来显著增量；饲料、动保、油脂加工等产业链相关业务也将实现稳定增长。我们预计公司2025-2027年实现营业收入174.97/202.36/221.85亿元，同比+1.9%/+15.7%/+9.6%；实现归母净利润6.60/8.40/11.16亿元，当前股价对应2025-2027年PE分别为15X/12X/9X。我们采用分部估值法，给予公司合计目标市值136.8亿元，较当前市值上涨空间约38.3%。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险；养殖疫情的风险；畜禽价格波动的风险等。

## 财务数据及盈利预测

|            | 2024   | 2025Q1-3 | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 17,176 | 13,610   | 17,497 | 20,236 | 22,185 |
| 同比增长率(%)   | -9.7   | 4.0      | 1.9    | 15.7   | 9.6    |
| 归母净利润(百万元) | 605    | 412      | 660    | 840    | 1,116  |
| 同比增长率(%)   | -      | -27.2    | 9.1    | 27.3   | 32.8   |
| 每股收益(元/股)  | 0.44   | 0.30     | 0.48   | 0.62   | 0.82   |
| 毛利率(%)     | 12.1   | 10.9     | 10.6   | 12.2   | 13.3   |
| ROE(%)     | 8.6    | 5.7      | 8.6    | 9.9    | 11.6   |
| 市盈率        | 16     |          | 15     | 12     | 9      |

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 174.97/202.36/221.85 亿元，同比 +1.9%/+15.7%/+9.6%；实现归母净利润 6.60/8.40/11.16 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 15X/12X/9X。我们采用分部估值法，参考公司各业务估值汇总，我们给予公司合计目标市值 136.8 亿元，较当前市值（12 月 16 日）上涨空间约 38.3%。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设点

**(1) 生猪养殖产业链业务：**产能去化或驱动猪价运行中枢上抬。公司响应国家政策号召，淘汰低效产能，出栏规划或有所调整；但收购羌都农牧将带来产能增量，预计出栏规模将有所增长。我们假设公司 2025-2027 年出栏生猪 328/462/508 万头，销售均价假设为 13.0/13.0/13.2 元/公斤。

**(2) 饲料：**稳健发展，产能充沛。假设 2025-2027 年饲料销售量为 290/320/350 万吨，毛利率假设为 10.1%/10.2%/10.3%。

**(3) 兽药：**考虑到下游养殖盈利的实际情况，以及新产品落地上市的潜在增量，我们假设 2025-2027 年兽药业务收入增速为-15%/5%/5%，毛利率假设在 65%左右。

### 有别于大众的认识

市场普遍认为，此轮生猪养殖行业亏损下的产能去化会类似于 2021、2023 年，产能调减的幅度有限，因而限制猪价未来运行的高度。同时，市场对于公司养殖业务的核心竞争力，成本持续优化的来源均认知不足。

我们认为，这一轮生猪养殖行业面临产业链环节共同亏损（商品猪、仔猪养殖）叠加产能调控政策对头部企业产能的持续限制，产能调减的幅度将更大，板块底部向上的趋势正逐步确立；2025Q4-2026Q1 或是产能加速调减的窗口期。当前多数猪企估值水平仍处于 2022 年至今低位，优质猪企盈利中枢和稳定性提升下将迎来估值重塑。而从公司的角度看，我们认为天康生物将在饲料、养殖效率和过程管理的共同发力下实现持续降本增效。而外延并购是公司增长的主要方式，其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的整体方向。

### 股价表现的催化剂

产能调减速度加快，未来猪价预期上调；养殖效率优化下公司成本超预期下降等。

### 核心假设风险

原材料价格波动的风险；养殖疫情的风险；畜禽价格波动的风险等。

## 目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1. 天康生物：多产业布局的新疆农牧企业 .....            | 6  |
| 2. 生猪：旺季不旺亏损加剧，主被动产能调减加速，推荐左侧布局 ..... | 9  |
| 3. 内外共生助力生猪养殖业务发展，产业链多领域业务增长看点多 ..... | 12 |
| 3.1 生猪养殖：内生降本增效持续，外生并购助力增长 .....      | 12 |
| 3.1.1 养殖规模稳步增长，收购兼并塑造未来潜力 .....       | 12 |
| 3.1.2 饲料、养殖效率和过程管理共同发力，养殖成本持续优化 ..... | 15 |
| 3.2 产业链业务稳健经营中，多领域增长潜力足 .....         | 18 |
| 4. 盈利预测与估值 .....                      | 23 |
| 4.1 盈利预测 .....                        | 23 |
| 4.2 估值分析 .....                        | 25 |
| 5. 风险提示 .....                         | 27 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：公司历史发展历程.....                       | 6  |
| 图 2：天康生物资产业务结构图 .....                   | 7  |
| 图 3：公司股权结构一览（截止 2025 年三季报） .....        | 7  |
| 图 4：2020-2025Q3 公司营业收入及同比增速 .....       | 8  |
| 图 5：2020-2025Q3 公司归母净利润及同比增速.....       | 8  |
| 图 6：公司营业收入结构 .....                      | 8  |
| 图 7：销售毛利率与净利率 .....                     | 8  |
| 图 8：2025 年猪价呈现震荡下跌趋势 .....              | 9  |
| 图 9：2025 年前三季度全国生猪出栏量.....              | 9  |
| 图 10：在盈利 16 个月后养殖场户重陷亏损.....            | 9  |
| 图 11：仔猪出生量持续环比增长 .....                  | 10 |
| 图 12：前期全国能繁母猪产能整体平稳 .....               | 10 |
| 图 13：肥猪、仔猪养殖均陷入亏损 .....                 | 10 |
| 图 14：90kg 以下小体重猪出栏占比有所回升.....           | 10 |
| 图 15：2015 年公司吸收合并天康控股，业务拓展至养殖全产业链 ..... | 12 |
| 图 16：公司生猪出栏量持续增长 .....                  | 12 |
| 图 17：当前公司已建成生猪产能分布图 .....               | 14 |
| 图 18：天康生物 5.0 现代化生猪养殖基地一览 .....         | 14 |
| 图 19：羌都米兰猪业种猪圈舍 .....                   | 14 |
| 图 20：新疆羌都米兰猪业产业园.....                   | 14 |
| 图 21：2023 年至今公司养殖成本持续优化 .....           | 15 |
| 图 22：饲料成本-生产效率-养殖管理优化共同驱动降本 .....       | 16 |
| 图 23：新疆玉米原料具备价格优势 .....                 | 16 |
| 图 24：采用低蛋白平衡氨基酸日粮，带动成本下降.....           | 16 |
| 图 25：智能洗消中心科学的物理布局和流程设计 .....           | 18 |
| 图 26：不同大区的养殖成本差异和下降趋势 .....             | 18 |
| 图 27：兽药板块营业收入与占比.....                   | 18 |
| 图 28：公司兽药业务毛利率水平位居行业前列 .....            | 18 |
| 图：公司各类疫苗销售量.....                        |    |

|  |    |
|--|----|
| 图 30: 公司研发费用及研发费用率 .....                   | 19 |
| 图 31: 公司主要口蹄疫产品批签发量一览 .....                | 20 |
| 图 32: 公司历年饲料销售量.....                       | 21 |
| 图 33: 饲料业务收入利润情况 .....                     | 21 |
| 图 34: 天康生物饲料业务采购、研发体系为精准营养服务 .....         | 22 |
| 图 35: 天康生物饲料毛利率高于行业其他企业 .....              | 22 |
| 图 36: 天康生物玉米采购价低于市场平均水平.....               | 22 |
| <br>                                       |    |
| 表 1: 部分重点生猪养殖企业完全成本与头均市值、PB 估值水平.....      | 11 |
| 表 2: 天康生物生猪养殖主要产能分布一览 .....                | 13 |
| 表 3: 丹系种猪在繁殖性能上优于美系、加系等北美种猪 .....          | 17 |
| 表 4: 公司部分在研疫苗产品与项目进展.....                  | 20 |
| 表 5: 公司主要业务收入拆分与预测 (单位: 百万元) .....         | 23 |
| 表 6: 兽药业务可比公司估值比较 .....                    | 25 |
| 表 7: 饲料业务可比公司估值比较 .....                    | 25 |
| 表 8: 玉米收储、蛋白油脂加工业务可比公司估值比较.....            | 26 |
| 表 9: 部分涉及生猪养殖业务的上市公司头均市值估值水平一览 (元/头) ..... | 26 |

# 1. 天康生物：多产业布局的新疆农牧企业

天康生物（以下简称“公司”）是新疆生产建设兵团国资委直属上市公司，是集饲料生产、生猪养殖、动物疫苗和蛋白油脂加工于一体的全产业链农牧企业，在中国农牧行业占据重要地位。公司是国家首批农业产业化重点企业和高新技术企业，截至 2025 年 6 月末，饲料业务位居全国饲料工业前 20 强，旗下天康制药也是全国 8 家口蹄疫疫苗定点生产企业之一。

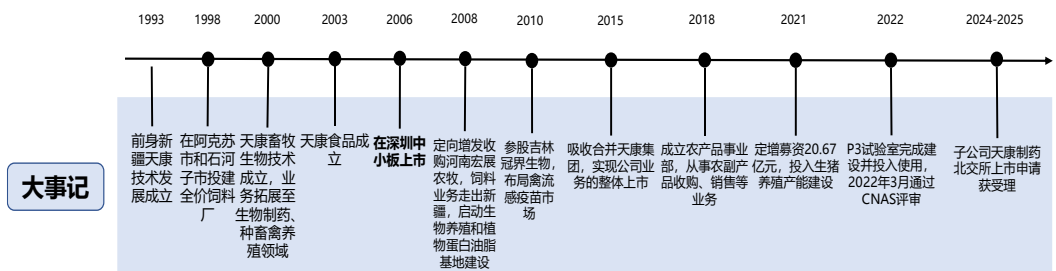
公司创立于 1993 年，起初以预混饲料生产销售为核心主业。2000 年成立新疆天康畜牧，业务范围拓展至生物制药，种畜禽养殖领域。2006 年，公司于深圳证券交易所上市，募集资金帮助公司进一步实现业务范围和规模的扩张。

2015 年，公司吸收合并控股股东天康控股，产业链业务整合完成，并实现整体上市。

2016 年 6 月，公司名称变更为天康生物股份有限公司，标志着其从区域企业向全国性农牧企业的定位转变，品牌形象进一步统一。此阶段公司持续深化“饲料-养殖-动保”协同模式，各业务板块规模稳步增长。动保端看，公司成为农业部口蹄疫定点疫苗生产企业，饲料业务稳居西北市场前列。

2025 年，子公司天康制药分拆至北交所上市的申请获得受理，动保业务价值迎来释放契机。同期公司拟收购羌都畜牧 51% 股权，进一步巩固生猪养殖业务在新疆的核心地位，完善全国“铁三角”产区格局。

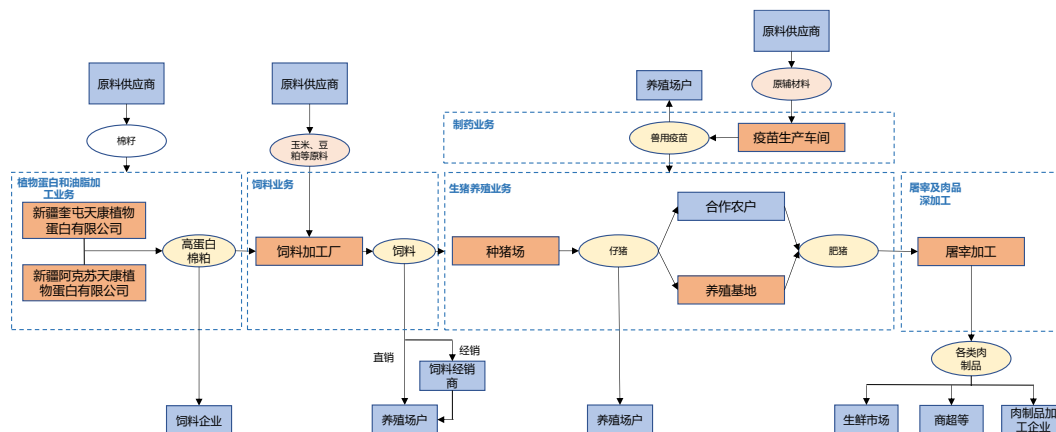
图 1：公司历史发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

当前公司实现了现代畜牧业**畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及畜禽病害防治-畜产品加工销售**等关键环节的完整闭合，业务主要涉及饲料及饲用植物蛋白、动物疫苗、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售，覆盖了养殖产业链的各个环节。

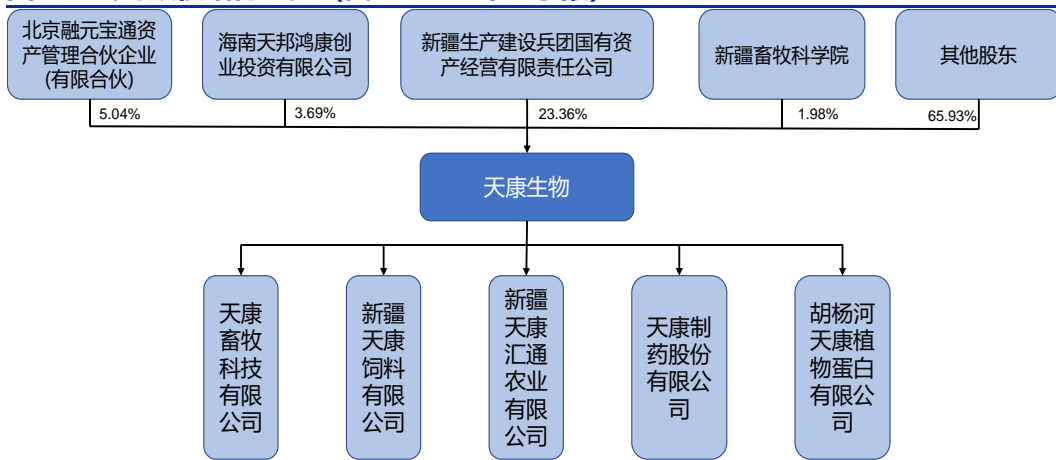
图 2：天康生物资产业务结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司是资本市场上少有的兵团国资委直属企业之一，股权结构稳定。第一大股东为新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司，持股占比 23.36%；其实控人为新疆生产建设兵团国有资产监督管理委员会。新疆畜牧科学院持股 1.98%左右。

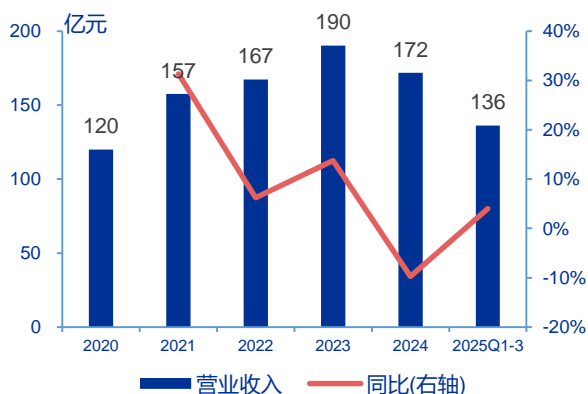
图 3：公司股权结构一览（截止 2025 年三季度报）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

营业收入规模整体维持稳定增长，利润端受养殖行业周期波动影响较为明显。2020-2023 年，公司营业收入从 120 亿元增长至 190 亿元，CAGR 达 16.6%；2024 年小幅下滑，但整体营收规模稳定；利润端则受到养殖行业景气波动的影响，盈亏交替。2025 年前三季度，在养殖行业景气下滑的背景下，公司在养殖成本稳步优化，仍实现盈利：2025Q1-3 公司实现营业收入 136.1 亿元，同比增长 4%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.12 亿元，同比-27.2%。

图 4：2020-2025Q3 公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：2020-2025Q3 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

生猪养殖和食品加工、饲料、兽药、玉米收储和蛋白油脂加工是当前公司的主要业务。具体从收入结构来看：

①**饲料**：2024 年公司饲料业务实现收入 53.44 亿元，同比-17.7%；收入占比为 31%。全年饲料销售量 282.83 万吨，同比+0.9%；其中，猪料 159.79 万吨，禽用饲料 60.96 万吨，反刍饲料 51.51 万吨，水产饲料 4.66 万吨。

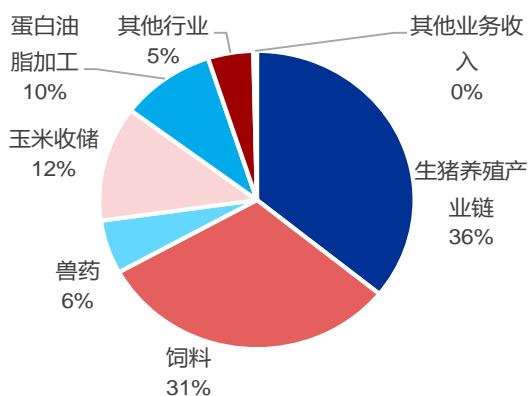
②**生猪养殖和食品加工**：2024 年实现销售收入 61.57 亿元，同比+11.1%；收入占比为 36%。全年出栏生猪 302.85 万头，同比+7.6%。

③**兽药**：2024 年实现销售收入 9.99 亿元，同比+0.2%；收入占比为 6%。全年合计销售量为 20.64 亿头份（毫升）。

④**其他**：2024 年玉米收储业务实现收入 21.43 亿元，收入占比 12%；植物蛋白及油脂加工业务实现收入 16.71 亿元，收入占比为 10%。

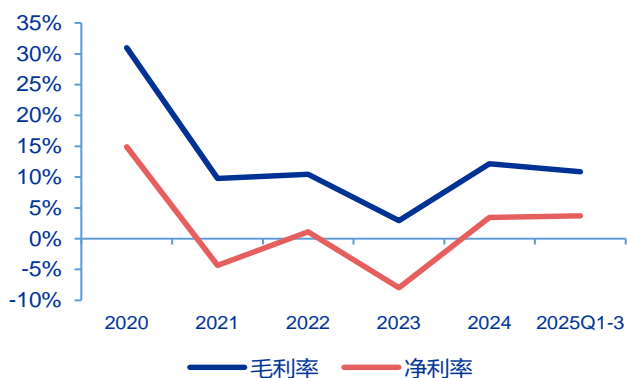
从盈利能力上看，公司整体利润水平受行业景气波动较大：2025 前三季度，公司销售毛利率为 10.9%，销售净利率为 3.7%。

图 6：公司营业收入结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：销售毛利率与净利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 2. 生猪：旺季不旺亏损加剧，主被动产能调减加速，推荐左侧布局

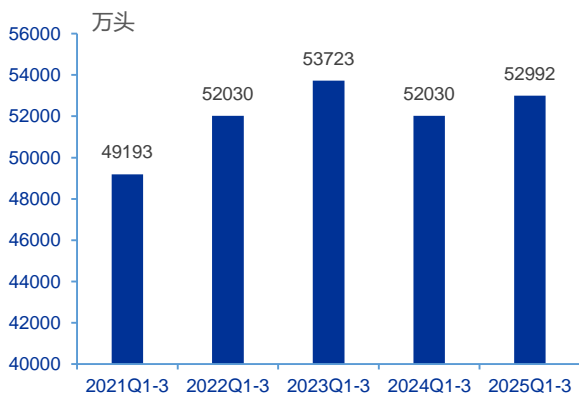
**生猪供给充裕，猪价震荡下行，养殖重陷亏损。**2025 年前三季度，全国生猪出栏 5.30 亿头，处于近五年同期次高水平。**猪价整体呈现震荡下行态势：**自年初 15-16 元/kg 下跌至四季度 11-12 元/kg 左右（截止 12 月 14 日，全国外三元生猪均价为 11.54 元/kg，涌益咨询数据）。当前养殖场户再次陷入亏损：自繁自养与外购仔猪养殖分别亏损 163.3、240.7 元/头（Wind 数据，12 月 12 日）。

图 8：2025 年猪价呈现震荡下跌趋势



资料来源：涌益咨询，申万宏源研究

图 9：2025 年前三季度全国生猪出栏量



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

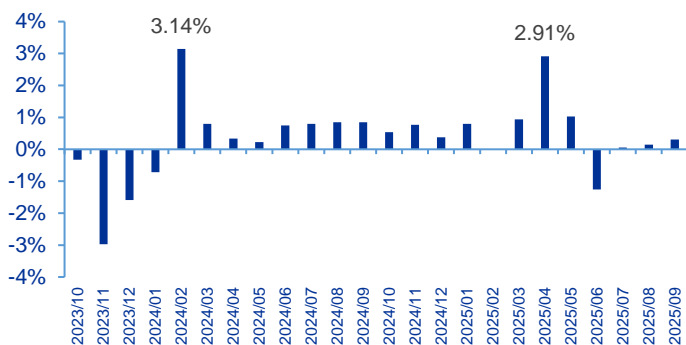
图 10：在盈利 16 个月后养殖场户重陷亏损

|      | 1月   | 2月   | 3月   | 4月   | 5月   | 6月   | 7月   | 8月   | 9月   | 10月  | 11月  | 12月  |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 2011 | 300  | 352  | 333  | 346  | 403  | 597  | 670  | 620  | 578  | 440  | 320  | 361  |
| 2012 | 503  | 367  | 245  | 151  | 130  | 89   | 80   | 86   | 118  | 94   | 92   | 184  |
| 2013 | 281  | 209  | 7    | -107 | -78  | 17   | 48   | 140  | 162  | 134  | 134  | 130  |
| 2014 | -31  | -155 | -241 | -301 | -107 | -65  | -36  | 88   | 89   | 19   | -7   | -32  |
| 2015 | -78  | -128 | -152 | -53  | 58   | 155  | 358  | 454  | 423  | 344  | 289  | 351  |
| 2016 | 486  | 539  | 578  | 688  | 779  | 780  | 676  | 758  | 678  | 470  | 513  | 565  |
| 2017 | 658  | 536  | 426  | 392  | 254  | 160  | 187  | 238  | 262  | 214  | 218  | 286  |
| 2018 | 304  | 214  | -176 | -279 | -318 | -140 | -35  | 139  | 205  | 162  | 112  | 103  |
| 2019 | -23  | -76  | 171  | 321  | 337  | 438  | 599  | 1005 | 1623 | 2485 | 2615 | 2293 |
| 2020 | 2477 | 2748 | 2587 | 2269 | 1754 | 2027 | 2575 | 2591 | 2345 | 1694 | 1638 | 2072 |
| 2021 | 2294 | 1632 | 1323 | 762  | 258  | -275 | -175 | -291 | -559 | -480 | 82   | 42   |
| 2022 | -249 | -438 | -524 | -446 | -200 | -116 | 500  | 485  | 728  | 1099 | 853  | 246  |
| 2023 | -264 | -322 | -238 | -337 | -327 | -321 | -313 | 23   | -35  | -154 | -233 | -247 |
| 2024 | -246 | -110 | -146 | -36  | 31   | 353  | 405  | 589  | 485  | 314  | 221  | 143  |
| 2025 | 166  | 37   | 42   | 69   | 67   | 25   | 102  | 37   | -7   | -168 | -89  |      |

资料来源：Wind，申万宏源研究

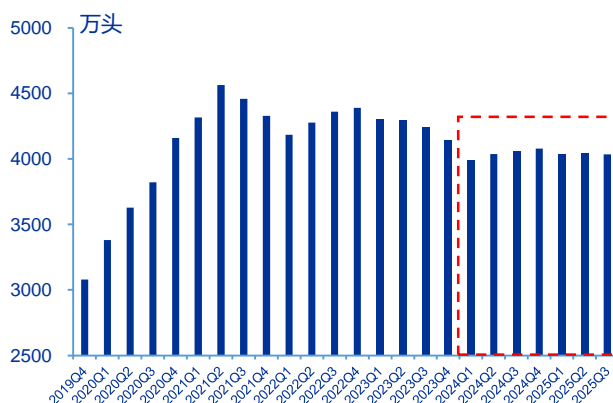
**生猪供给仍惯性释放中：**据涌益数据，2025 年一季度、二季度仔猪出生量环比分别增长 1.6%/3.8%，三季度仍维持高位（环比-0.2%）。据畜牧业协会，2025 年前三季度新生仔猪数逐季环比增长 1.5%/2.4%/2.4%。从前期平稳的能繁母猪存栏推算，25Q4 仔猪供应依然充裕，后续供给仍将惯性平稳释放。

图 11: 仔猪出生量持续环比增长



资料来源: 涌益咨询, 申万宏源研究

图 12: 前期全国能繁母猪产能整体平稳



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

**预计 2026 年上半年猪价或进一步下跌, 养殖亏损加剧。**参考能繁母猪产能波动节奏 (影响 10 个月之后的生猪供给), 预计 2026H1 生猪供应仍将逐步释放。二季度为传统消费淡季, 猪价震荡探底是大概率事件, 或出现本轮周期猪价低点。

**行业亏损或进一步加剧:** 当前自繁自养生猪头均亏损在 100 元/头左右, 对于成本优秀的主体尚未亏损现金流 (猪价高于其现金成本), 未来 2-3 个季度亏损或进一步加深。

**我们认为: 产能去化速度将有所加快, 主要有三方面驱动因素:**

①**亏损加剧, 母猪淘汰加速。**行业悲观预期演绎, 补栏情绪较差, 仔猪、母猪价格也呈现低迷态势, 仔猪、肥猪养殖共同陷入亏损。养殖持续亏损 (亏损额加大) 将加速淘汰进程。

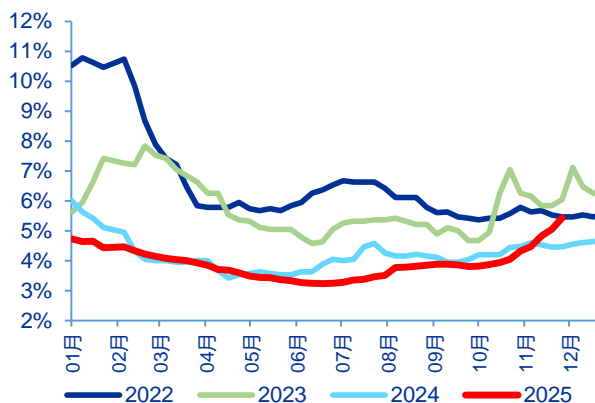
②**冬季疫病扰动。**近期 90kg 以下小体重猪出栏占比有所增加, 回升至 5% 以上; 或昭示阶段性疫情存在扰动。

图 13: 肥猪、仔猪养殖均陷入亏损



资料来源: 涌益咨询, 申万宏源研究

图 14: 90kg 以下小体重猪出栏占比有所回升



资料来源: 涌益咨询, 申万宏源研究

③**规模企业主动产能调减**。5月以来，发改委、农业农村部等部门多次召开生猪产能调控会议——“降体重、限二育、减产能”，计划推动头部企业调减100万头能繁母猪。在养殖行情低迷的背景下，2026年春节前或是能繁母猪存栏调减的关键节点。

**生猪养殖板块底部向上的趋势正逐步确立**：产能止增回落通常为猪周期即将见底的信号，加速调减或是驱动行情的“催化剂”。当前多数猪企估值水平仍处于2022年至今低位。**关注优质猪企盈利中枢和稳定性提升下的估值重塑。**

**表 1：部分重点生猪养殖企业完全成本与头均市值、PB 估值水平**

|      | 2022  | 2023 | 2024 | 2025E | 22-24 年均值 | 25Q3 完全成本<br>(元/kg) | PB 分位数 |
|------|-------|------|------|-------|-----------|---------------------|--------|
| 巨星农牧 | 7618  | 5403 | 4696 | 2079  | 5906      | 13.6                | 10%    |
| 新五丰  | 3472  | 3431 | 2230 | 1229  | 3044      | 15.0                | 17%    |
| 温氏股份 | 5775  | 3546 | 3192 | 2283  | 4171      | 12.4                | 5%     |
| 牧原股份 | 4745  | 3699 | 3197 | 2913  | 3880      | 11.7                | 21%    |
| 天康生物 | 5371  | 2829 | 2114 | 1958  | 3438      | 12.8                | 11%    |
| 唐人神  | 3877  | 2131 | 1433 | 817   | 2480      | 14.1                | 0%     |
| 神农集团 | 14099 | 7663 | 6965 | 4594  | 9576      | 12.5                | 19%    |
| 新希望  | 3299  | 1890 | 1347 | 1230  | 2179      | 12.7                | 0%     |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

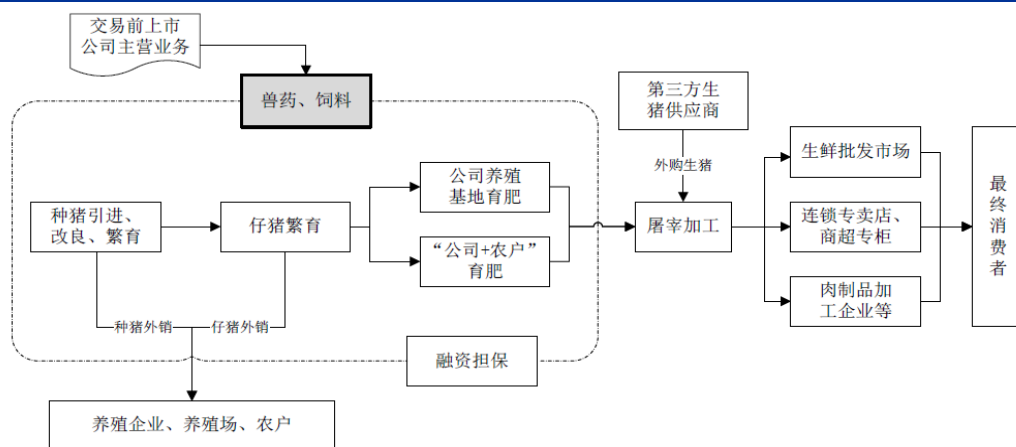
注：头均市值单位为元/头；PB 采用 PB (LF) 数据；区间选取 2022 年 1 月 7 日至 2025 年 12 月 12 日。

### 3. 内外共生助力生猪养殖业务发展，产业链多领域业务增长看点多

#### 3.1 生猪养殖：内生降本增效持续，外生并购助力增长

吸收合并控股股东天康控股，生猪养殖及下游产业链业务于 2015 年并入公司。为实现控股股东的业务整体上市，强化产业链业务的协同性，2015 年 7 月公司吸收合并控股股东天康控股，助力公司业务范围由畜禽用生物疫苗、饲料及饲用植物蛋白的生产、销售，向上下游环节，包括种猪繁育、生猪养殖、屠宰、肉类加工及销售等环节延伸。

图 15: 2015 年公司吸收合并天康控股，业务拓展至养殖全产业链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们认为，当前公司生猪养殖业务具备核心两大看点，主要体现在养殖规模的增长和持续优化下的成本优势。

##### 3.1.1 养殖规模稳步增长，收购兼并塑造未来潜力

近些年来，公司养殖规模持续稳步增长，出栏量增长中：自公司加速布局生猪养殖业务之后，生猪出栏量自 2019 年的 30.92 万头增长至 2024 年的 302.85 万头（同比增长 7.55%），CAGR 达 33.01%。2025 前三季度公司出栏生猪 228.23 万头，同比增长 6.5%。

图 16: 公司生猪出栏量持续增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**当前公司养殖产能主要布局在新疆、河南和甘肃三个区域。**公司养殖产能布局起步于疆内：原种猪猪场项目和新疆芳草湖农场现代化生猪繁育场建设项目分别于 2008 年和 2024 年建设完成。2017 年，公司发行可转换公司债券，分别用于投建龟山分场、五里镇分场、查山分场、甘肃永昌猪场一期等项目，将养殖产能进一步拓展至疆外河南、甘肃两大省份。

**截止 2025H1，公司在新疆地区已建成繁育产能 150 万头。在河南地区拥有产能 130 万头，甘肃产能 70 万头。**其中，新疆和河南的育肥配套设施相对完备，而甘肃的育肥配套尚未完全到位。考虑到公司于兵团二师 37 团建设的 30 万头生猪养殖项目预计后续有望建成投产，若羌项目也将贡献一部分产能，支撑公司出栏量的增长。

**表 2：天康生物生猪养殖主要产能分布一览**

| 省份 | 部分重点项目                     | 生猪产能规模(万头) |
|----|----------------------------|------------|
| 新疆 | 30 万头生猪养殖项目                | 30.00      |
|    | 天康原种猪猪场项目                  | 12.00      |
|    | 新疆芳草湖农场现代化生猪繁育场建设项目        | 30.00      |
|    | 其他                         | 78.00      |
|    | <b>小计</b>                  | <b>150</b> |
|    | 若羌项目                       | 预计 30      |
|    | 30 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥基地建设项目 | 预计 30      |
| 河南 | 汝州年出栏 80 万头生猪产业项目          | 80.00      |
|    | 河南汝州大程猪场一期项目               | 12.00      |
|    | 年出栏 30 万头生猪养殖基地（一期）*       | 10.00      |
|    | 龟山分场                       | 4.80       |
|    | 查山分场                       | 3.50       |
|    | 五里镇分场                      | 13.16      |
|    | 龙井分场                       | 13.72      |
|    | <b>小计*</b>                 | <b>130</b> |
| 甘肃 | 生猪养殖产业化项目                  | 30.00      |
|    | 甘肃永昌猪场一期项目                 | 12.00      |
|    | 42 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥建设项目   | 20.00      |
|    | <b>小计</b>                  | <b>70</b>  |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

备注：①年出栏 30 万头生猪养殖基地的（一期）项目（10 万头/年）已竣工，二期尚在建设中；

②河南产能合计规模参考公司公告数据。

图 17: 当前公司已建成生猪产能分布图



资料来源: 新猪派, 申万宏源研究

图 18: 天康生物 5.0 现代化生猪养殖基地一览



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

**外延并购羌都农牧, 突进南疆地区完善区域布局, 为增长助力。**12月12日, 公司公告拟以现金 12.75 亿元收购新疆羌都畜牧科技有限公司 51% 股权并签署《股权收购协议》。

根据公司公告, 羌都畜牧是南疆地区生猪养殖的重要企业之一, 采用“自繁自养”模式, 当前业务覆盖种猪繁育、商品猪养殖到屠宰加工的完整生猪养殖产业链。

公司前期与羌都畜牧在饲料业务中已有长期深度合作, 2023 年合资成立饲料公司。2025 年上半年, 公司和其在生猪养殖领域已初步达成了合作共识。截止 2025 年 10 月, 旗下新疆羌都米兰猪业已建成 1 个核心猪场、5 个扩繁场和 2 个育肥场。**2024 年出栏生猪约 136 万头, 2025 年预计出栏生猪将超过 150 万头。**

图 19: 羌都米兰猪业种猪圈舍



资料来源: 新疆生产建设兵团农业农村局, 申万宏源研究

图 20: 新疆羌都米兰猪业产业园



资料来源: 新浪财经, 申万宏源研究

我们认为，羌都畜牧的主要生产优势包括以下几个方面：

①**生产基地地理位置具备优势**。羌都农牧产能布局在新疆若羌县（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；同时，地处出疆咽喉地带，是出疆的最优区位之一，便捷的区位条件为生猪快速流通、抢占疆外市场先机提供了有力支撑；

②**养殖、饲料及屠宰基地相对集中**。运输成本较低；

③**生产管理、技术管理等方面规范且完善**。羌都繁育水平领先于全兵团：据兵团农业农村局数据显示，2024年羌都农牧种猪PSY达到28头，MSY达到24头左右，远高于同行平均水平。羌都农牧在生产管理、饲喂管理及技术上持续深耕细作，总结提高，卓越的成本管控能力是核心竞争力，此前连续多年盈利（公司公告显示，2021、2023年的行业深度亏损期羌都依然保持盈利）。

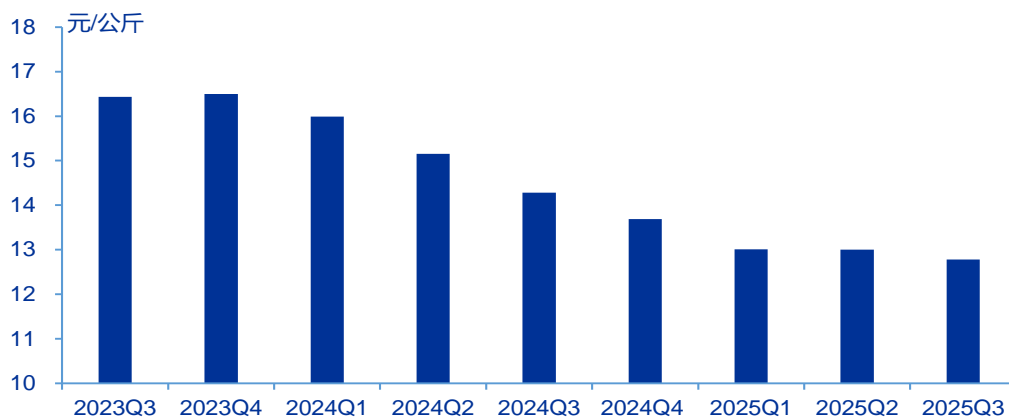
**产能增加，体系与技术相互促进的“双赢”**：收购完成后公司南疆布局将被补全，形成以新疆为核心、辐射甘肃、河南的“铁三角”产区格局。同时，天康生物也可将自身的饲料技术、动物防疫体系快速导入羌都畜牧，借助羌都畜牧的养殖规模，支持饲料产能、提升疫苗使用，形成“饲料-动保-养殖”的协同升级。

### 3.1.2 饲料、养殖效率和过程管理共同发力，养殖成本持续优化

自2023年下半年以来，公司生猪养殖完全成本实现显著优化：

具体来看，2023H2公司生猪养殖平均完全成本在16.5元/公斤左右；而2024年公司即开始实现养殖成本的下降，全年平均养殖完全成本14.8元/公斤。2025年公司成本进一步下降：根据公司公告，2025Q1/Q2/Q3公司养殖综合成本分别为13.01/13.00/12.78元/公斤，整体养殖成本表现显著优化中。

图 21：2023 年至今公司养殖成本持续优化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司成本下降主要来源于饲料、种猪、养殖管理几方面的共同努力，效果已开始突出显现：**

图 22：饲料成本-生产效率-养殖管理优化共同驱动降本

饲料成本下降



采购体系 原料替代

低蛋白平衡氨基酸日粮

生产效率提升



种群更新 饲喂管理

丹系高繁殖性能种猪

养殖管理优化



疫病防控 区域学习

内部承包制

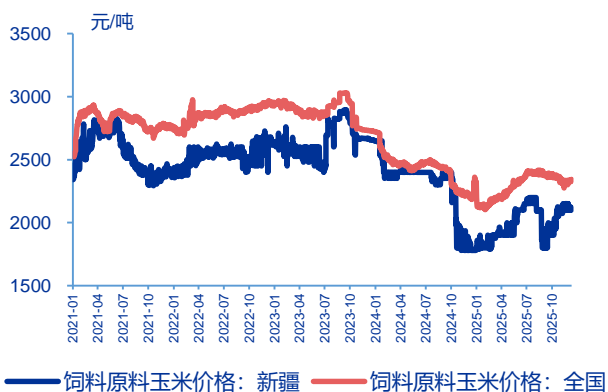
资料来源：公司公告，申万宏源研究

(1) 饲料成本显著下降

**优化原料采购来源，积极调整饲料配方，饲料成本显著下降。**当前公司采用“双采购体系”，充分发挥新疆当地盛产玉米和棉花（棉粕）的资源优势，保障原料供应的稳定性与价格优势。同时，公司充分发挥新疆口岸优势，从中亚国家进口大麦粉和小麦粉进行部分原料替代（玉米、豆粕、鱼粉等），以此降低原材料成本。

**积极推广低蛋白平衡氨基酸日粮。**当前公司育肥猪日粮蛋白水平降低 2%，驱动配方成本下降 20 元/吨左右。同时，公司实现了杂粮杂粕技术转化，40kg 以上的育肥猪饲料豆粕已进入“零添加”。根据公司公众号披露，公司建立了育肥猪、后备母猪和高产母猪专用应用模型，制定了七段式的精准喂养策略，匹配杂粮杂粕低蛋白营养模式，使育肥猪公斤肉饲料出栏成本下降 1.5 元/公斤左右。

图 23：新疆玉米原料具备价格优势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：采用低蛋白平衡氨基酸日粮，带动成本下降



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

## (2) 生产效率持续提升:

2023年起,公司全面更换优质种猪,种群逐步更新为丹系种猪。过去公司在新疆主要采用的是美系、加系的种猪,切换至丹系种猪后种猪繁育性能有显著改良。

同时,通过优化养殖流程、批次化生产提高效率,改善高产系生猪饲喂模式等方式,公司养殖生产效率有所提升。

从生产指标数据看,母猪PSY、分娩率、窝均健仔数等指标正显著提升:截止2025Q3,公司PSY(每头母猪每年生产的仔猪数)达27头,部分优秀厂区的PSY达30头以上。

**表 3: 丹系种猪在繁殖性能上优于美系、加系等北美种猪**

|          | 丹系种猪             | 美系/加系种猪        |
|----------|------------------|----------------|
| 核心育种目标   | 高繁殖效率            | 高生长速度与优秀体型     |
| 体型与结构    | 体型相对纤细           | 体格健壮,背宽臀丰,肢蹄粗壮 |
| 繁殖性能     | 极高。PSY通常在28-32+  | 中等。PSY通常在25-28 |
| 生长速度与料肉比 | 中等               | 生产速度快,饲料转化效率高  |
| 肉质与胴体    | 瘦肉率中等,肌内脂肪含量可能稍高 | 高瘦肉率,胴体品质突出    |
| 抗逆性与管理   | 对营养、环境等要求高,精细化饲养 | 适应性强,耐粗饲       |

资料来源:公司公众号,申万宏源研究

天康饲料事业部推出“三高三低”营养联盟方案,整合养殖管理、饲料产品、饲喂程序和健康服务,提供真正意义上的综合解决方案。

根据公司公众号数据披露,通过该方案,天康合作猪场的丹系高产母猪PSY从24提升至30,产健仔数稳定在14-15头,23日龄断奶体重达到6.5公斤左右,断奶仔猪优秀场成本控制在250元/头以内,显著提升了养殖效益。

## (3) 养殖管理持续优化升级,区域间成本方差收窄

近年来,公司持续加强疫病防控体系建设,采用空气过滤、分区饲养、批次化管理等生物安全防控技术。当前已突破四级生物安全防控体系,布局AIOT智能平台+巡检机器人、集成轨道机器人(已完成300米部署)、车辆/人员智能洗消系统(合格率100%/99.9%),构建“厂区-栋舍-设备-人员”四层防护圈,疫病预警准确率95%以上,降低疫病传播风险,减少了疫病带来的损失。同时,在生产管理持续加强内部管理,提高运营效率,减少不必要的开支。

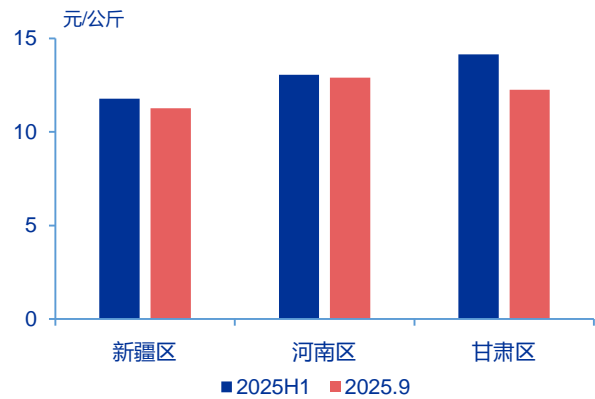
甘肃区域作为公司养殖业务发展的新区域,之前在人员养殖水平和管理水平方面相对较低。公司通过这两年从新疆、河南抽调骨干充实区域队伍,养殖水平有了较大改善;整体产能利用率也正在显著提升。与此同时,公司开始在内部管理方式上进行创新,实行内部承包制,将养殖成果与饲养员和管理人员的收入挂钩,增强养殖人员的责任心。从养殖成本的落地情况看,9月公司甘肃区域的成本已下降至12.25元/公斤。

图 25: 智能洗消中心科学的物理布局和流程设计



资料来源: 公司公众号, 申万宏源研究

图 26: 不同大区的养殖成本差异和下降趋势



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

在以上三方面工作的持续推进下, 公司养殖生产效率有望继续优化, 并实现养殖成本的持续下降: 我们预计到年末, 综合成本有望下降至 12.5 元/公斤以下。

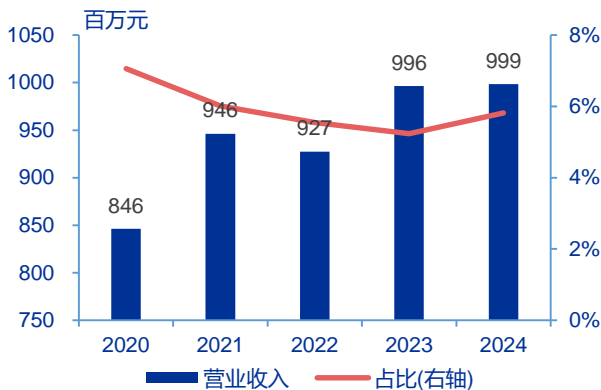
### 3.2 产业链业务稳健经营中, 多领域增长潜力足

#### ① 动保业务

**动保行业先驱者之一, 生产能力突出。**动物保健业务主要由控股子公司天康制药运营。当前公司是 10 家口蹄疫疫苗、12 家禽流感疫苗定点生产企业之一, 具有多年兽用生物制品的生产和销售经验。**产品矩阵完善。**当前公司拥有丰富的产品线矩阵, 相关疫苗产品包括口蹄疫、蓝耳、猪瘟等**猪用疫苗**, 禽流感等**禽用疫苗**, 以及口蹄疫、小反刍兽疫、布病疫苗等**反刍疫苗**。

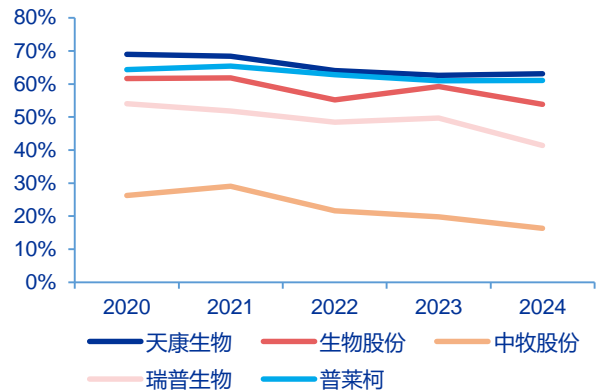
**收入稳定, 毛利水平位居前。**2020-2024 年公司兽药板块整体营业收入水平在 8.5-10.0 亿元左右, 占公司收入比例在 5%-7%。平均毛利率为 65.4%, 显著高于板块可比公司平均水平, 主要系产品结构 (口蹄疫疫苗等高毛利产品占比高) 差异所致。

图 27: 兽药板块营业收入与占比



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 28: 公司兽药业务毛利率水平位居行业前列



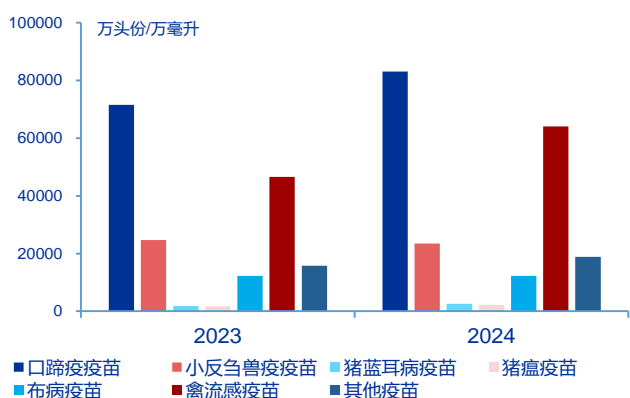
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2024 年，公司口蹄疫、蓝耳、禽流感等疫苗产品销量显著增长。从具体销量来看，2024 年公司疫苗销售量 20.64 亿头份，同比+18.44%。其中，口蹄疫疫苗销量 8.30 亿头份，同比+16.20%；小反刍兽疫疫苗销量 2.35 亿头份，同比-4.85%；猪蓝耳病疫苗销量 2543 万头份，同比+40.15%；猪瘟 E2 疫苗销量 2113 万头份，同比+24.11%；布病疫苗销量 1.23 亿头份，同比+0.10%；禽流感疫苗销量 6.41 亿头份，同比+37.66%；其它疫苗销量 1.89 亿头份，同比+19.43%。

持续的研发布局和投入是动保业务增长的源泉。公司生物制药业务在新疆、上海、江苏设立了三大研发中心。近几年来，研发投入占比有所增加：2023 年公司研发费用 2.57 亿元，同比大幅增长 44%。2025 年前三季度，公司投入研发 1.65 亿元，研发费用率为 1.21%。

**P3 实验室协助公司持续开拓新领域新产品。**公司投资超过 2 亿元的国家高等生物安全三级实验室（P3）于 2020 年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。其为公司对动物疫病的研究和相关疫苗产品的研发提供了显著支持，同时可提升疫苗工艺技术水平 and 疫苗产品质量。

图 29：公司各类疫苗销售量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：公司研发费用及研发费用率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

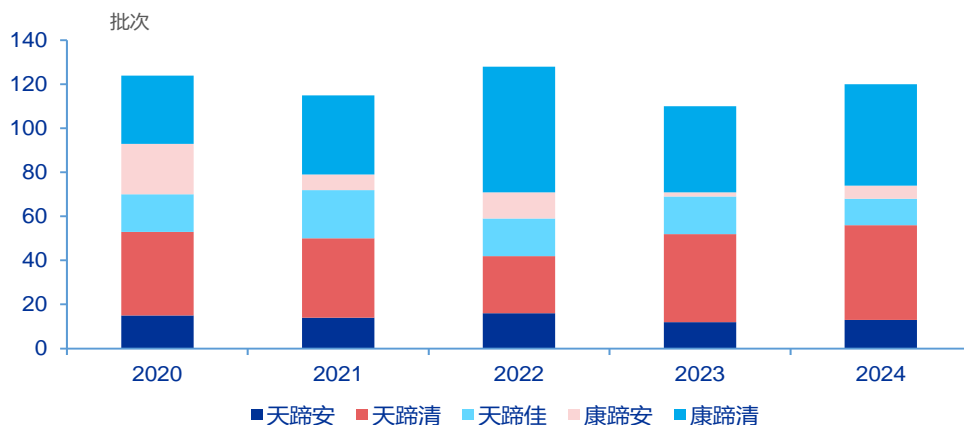
公司是十家定点生产口蹄疫的企业之一。口蹄疫产品种类丰富，有诸多不同产品（主要差异包括血清型-O 型、A 型；制备方法-灭活、合成肽；培养工艺-悬浮培养等）。其具备诸多优点，具体包括：

①**种毒筛选创新**：制苗种毒生产性能优良，免疫原性好，交叉保护高，不仅能抵御制苗毒株的攻击，而且能抵御与疫苗毒株分属不同基因亚型的其他异源流毒株的攻击。

②**生产工艺领先**：采用先进的无血清悬浮培养工艺体系，生产的疫苗无异源蛋白免疫应答小、安全、稳定。科学纯化，杂质少，疫苗不诱导 ESP 抗体。

③**采用了专用双佐剂**：提升疫苗效力，延缓释放，获长效保护。

④**高抗原含量定量配苗**：率先同时依据病毒的毒价和抗原含量（146S 检测）进行疫苗配制，可定量疫苗中的抗原含量，保证了产品的均一、稳定。

**图 31：公司主要口蹄疫产品批签发量一览**


资料来源：国家兽药基础数据库，申万宏源研究

同时，公司具备多个填补国内空白的产品，包括猪瘟病毒 E2 亚单位基因工程灭活疫苗、布氏菌病基因缺失活疫苗等，在其分支产品领域均具备显著产品竞争力。

**在研储备项目丰富，为动保业务贡献未来增长动力。**公司目前主要的在研项目包括猪口蹄疫 O-A 型二价合成肽疫苗、猪伪狂犬基因缺失活疫苗、鸡新流腺三联灭活疫苗（细胞源）等，后续将逐步落地销售，预计将进一步扩展公司疫苗产品销售矩阵，为未来的业务收入增长添砖加瓦。

**表 4：公司部分在研疫苗产品与项目进展**

| 主要疫苗研发项目                                 | 项目进展              |
|--|-------------------|
| 猪传染性胸膜肺炎基因工程亚单位灭活疫苗（rApxII、rOml1、rOml-7） | 获得兽药产品批准文号和新兽药证书  |
| 猪口蹄疫 O 型、A 型二价合成肽疫苗                      | 复核检验中             |
| 牛病毒性腹泻/黏膜病、牛传染性鼻气管炎二联亚单位疫苗（E2+gD）        | 完成质量标准确认，收到注册检验通知 |
| 猪伪狂犬病基因缺失活疫苗                             | 新兽药注册初审阶段         |
| 猪伪狂犬病亚单位疫苗                               | 复核检验中             |
| 牛支原体灭活疫苗（HM 株）                           | 取得新兽药证书和兽药产品批准文号  |
| 布鲁氏菌病菌影疫苗（A19BG 株）                       | 申请临床试验            |
| 牛产气荚膜梭菌 A 型、D 型二价亚单位疫苗                   | 新兽药注册初审阶段         |
| 鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）、禽腺病毒（I 群，4 型）三联灭活疫苗（细胞源） | 完成注册检验样品的提交       |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

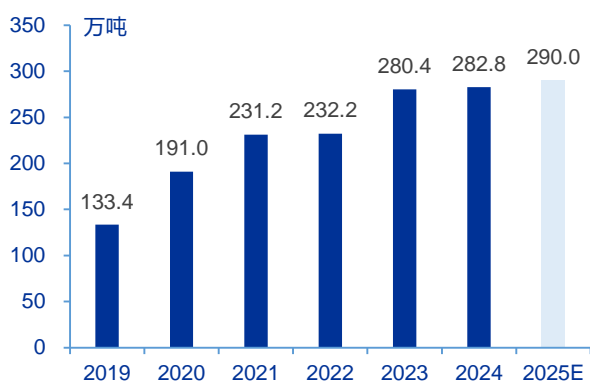
**天康制药分拆北交所上市申请已提交。**2025 年前三季度，天康制药实现营业收入 6.82 亿元，同比-20.49%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比-42.37%。主要系受市场竞争激烈导致销售量减少、价格下降，部分省份政采招标较上年同期延迟等因素综合影响。同时苏州基地转固使得折旧费用增加，扩大了净利润的降幅。我们预计后续在公司政采产品陆续发货，禽流感产品毒株更替完成，全年业绩降幅将有所收窄。

## ②饲料业务

近年来，公司饲料业务整体稳健发展。当前饲料产品涵盖猪、禽、奶牛、反刍、水产、预混料及添加剂，共 8 个系列，满足不同畜种各生长阶段营养需求。

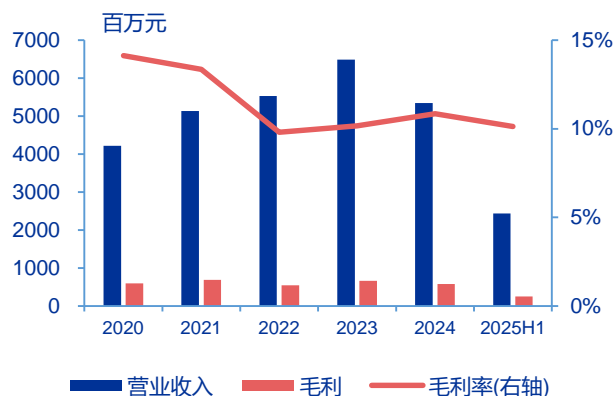
**当前公司拥有 30 座饲料生产基地，整体产能充沛：**公司在新疆、西北、华北、东北、内蒙等区域拥有 30 座饲料生产基地，合计饲料产能 500 万吨。当前公司饲料销售主要以猪料为主，2025 年三季度猪料销售占比达到 59.6%。随着业务规模的扩大，虽然阶段性面临原材料价格波动、下游养殖需求等因素的影响，**但公司饲料业务收入、利润整体稳定。**2025H1，公司共销售饲料 134.15 万吨；实现营业收入 24.34 亿元，实现毛利 2.46 亿元。

图 32：公司历年饲料销售量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 33：饲料业务收入利润情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司通过引入高层次技术人才，并发力校企合作，构建了“技术研发-动物研发-产品研发-市场应用-技术升级”的**饲料闭环研发体系**。

**三项措施实现饲料产品高研发效率：**其一是构建事业部的技术研发平台，整合核心技术、原料数据库建设与营养模型，不断优化，为产品研发提供坚实支撑；二是设立区域产品研发部，下沉到生产和养殖一线，研发人员一线工作占比超 60%；三是实现技术研发与产品研发的紧密联动，快速评估非常规原料、建立质量标准体系、响应客户需求，实现非常规原料用的快、用的准，确保产品设计的成本效益。

**致力服务精准营养。**当前公司构建了涵盖精准数据库、动态营养模型和精准日粮配方的三维技术体系，通过精准饲喂套餐模式推广，提高畜禽的生产性能及生产成绩。

**同时，公司饲料原料采用三级采购制度，原料采购具备价格优势。**从 2023 年起，天康饲料事业部开始推行三级采购制度：事业部采购中心、区域采购部、基地采购。这一体系显著提升了公司采购效率与风险控制能力，具体来看：

- ①**一级采购（中心）：**负责核心小料、动物蛋白、大宗原料战略采购及期现结合；
- ②**二级采购（区域）：**分能量、蛋白、副产物等小组，执行战略采购计划与日常采购；
- ③**三级采购（基地）：**负责需求计划、库存管理、地产性原料采购。

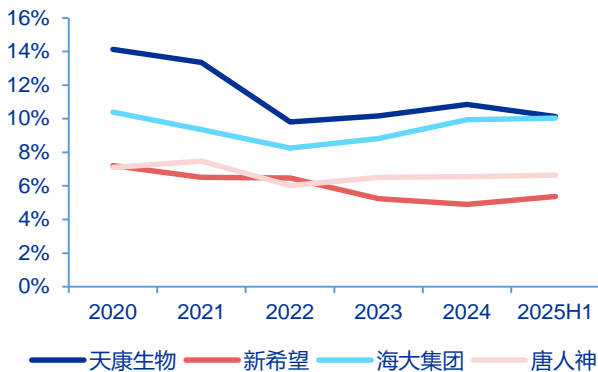
图 34: 天康生物饲料业务采购、研发体系为精准营养服务



资料来源: 公司公众号, 公司官网, 资料整理, 申万宏源研究

**领先的规模化采购能力带来原材料成本优势, 饲料业务平均毛利率行业领先:** 2020-2025H1 公司饲料业务毛利率平均为 11.40%, 高于其他公司。公司在规模采购和对价格波动的应对上经验丰富, 玉米收储业务也增加了公司对于上游价格的掌控力, 共同带来较行业更低的玉米采购成本。

图 35: 天康生物饲料毛利率高于行业其他企业



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 36: 天康生物玉米采购价低于市场平均水平

|    |           | 2020    | 2021    | 2022    |
|----|-----------|---------|---------|---------|
| 玉米 | 采购数量(万吨)  | 88      | 87.48   | 91.39   |
|    | 采购均价(元/吨) | 2222.88 | 2568.94 | 2702.34 |
|    | 市场均价(元/吨) | 2228.17 | 2833.98 | 2846.01 |
| 豆粕 | 采购数量(万吨)  | 20.74   | 21.65   | 20.81   |
|    | 采购均价(元/吨) | 3227.94 | 3853.24 | 4872.23 |
|    | 市场均价(元/吨) | 3039.24 | 3632.27 | 4607.48 |

资料来源: 《公司可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告》, 申万宏源研究

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

我们对公司的盈利预测是基于各位业务的假设和盈利预测汇总而得。具体来看，公司各项业务核心假设与盈利预测如下：

①**生猪养殖产业链**：进入 2025 年，猪价整体震荡下跌，旺季不旺击溃行业信心，产能迎来第一波加速去化；加之政策引导下能繁母猪存栏已实质性减少，预计 2026 年-2027 年猪价运行中枢或将有所上抬。公司响应国家政策号召，或淘汰低效产能，预计出栏规划将有所调整；但收购羌都农牧将带来显著产能增量，公司整体生猪出栏规模或仍将有所增长。我们预计公司 2025-2027 年出栏生猪 328/462/508 万头（2026-2027 年考虑羌都农牧并表增量），销售均价假设为 13.0/13.0/13.2 元/公斤。假设屠宰加工及肉制品销量增速和毛利率整体稳定。

②**饲料**：业务稳健发展，充能充沛，预计整体销售规模将延续增长态势。在采购实力提升、配方持续研发迭代的背景下，毛利率有望稳步提升。我们预计公司 2025-2027 年销售饲料 290/320/350 万吨，毛利率假设为 10.1%/10.2%/10.3%。

③**兽药**：作为新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，公司在猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗等产品上具备显著优势。未来还有包括口蹄疫 OA 二价合成肽疫苗、猪伪狂犬基因缺失活疫苗等产品有望落地上市，为公司贡献收入增量。同时，公司直销渠道布局加快，有望持续开拓与头部养殖企业的长期稳定合作，驱动盈利能力提升。考虑到下游养殖场户亏损对于兽药和疫苗使用的影响，我们预计 2025-2027 年兽药收入增速分别为-15%/5%/5%，毛利率假设为 65.0%/66.0%/66.5%。

④**玉米收储与蛋白油脂加工**：玉米收储业务主要服务于公司农牧产业链其他环节，减少原料价格波动带来的库存风险；我们预计未来将进一步优化收储物流体系，提升玉米收购、存储及运输效率，降低收储成本。蛋白油脂事业部是天康生物五大事业部之一，拥有新疆奎屯天康植物蛋白有限公司和新疆阿克苏天康植物蛋白有限公司两家全资子公司。假设两项业务经营情况整体较为稳定。

表 5：公司主要业务收入拆分与预测（单位：百万元）

|                  | 2022 | 2023  | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| <b>一、生猪养殖产业链</b> |      |       |      |       |       |       |
| 营业收入             | 4866 | 5541  | 6157 | 6087  | 8083  | 8946  |
| yoy              |      | 14%   | 11%  | -1%   | 33%   | 11%   |
| 毛利润              | 454  | -766  | 899  | 542   | 1069  | 1402  |
| yoy              |      | -268% | 217% | -40%  | 97%   | 31%   |
| 毛利率              | 9%   | -14%  | 15%  | 9%    | 13%   | 16%   |
| <b>二、饲料</b>      |      |       |      |       |       |       |
| 营业收入             | 5531 | 6492  | 5345 | 4802  | 5184  | 5880  |
| yoy              |      | 17%   | -18% | -10%  | 8%    | 13%   |
| 毛利润              |      |       |      |       |       |       |

|                 |              |              |              |              |              |              |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| yoy             |              | 22%          | -12%         | -16%         | 9%           | 15%          |
| 毛利率             | 10%          | 10%          | 11%          | 10%          | 10%          | 10%          |
| <b>三、兽药</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 营业收入            | 927          | 996          | 999          | 850          | 893          | 937          |
| yoy             |              | 7%           | 0%           | -15%         | 5%           | 5%           |
| 毛利润             | 594          | 623          | 630          | 553          | 589          | 623          |
| yoy             |              | 5%           | 1%           | -12%         | 7%           | 6%           |
| 毛利率             | 64%          | 63%          | 63%          | 65%          | 66%          | 67%          |
| <b>四、玉米收储</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 营业收入            | 2975         | 3021         | 2143         | 2400         | 2448         | 2497         |
| yoy             |              | 2%           | -29%         | 12%          | 2%           | 2%           |
| 毛利润             | 21           | -104         | -72          | 72           | 73           | 75           |
| yoy             |              | -609%        | 31%          | 200%         | 2%           | 2%           |
| 毛利率             | 1%           | -3%          | -3%          | 3%           | 3%           | 3%           |
| <b>五、蛋白油脂加工</b> |              |              |              |              |              |              |
| 营业收入            | 1760         | 2183         | 1671         | 2700         | 2970         | 3267         |
| yoy             |              | 24%          | -23%         | 62%          | 10%          | 10%          |
| 毛利润             | 88           | 87           | 30           | 162          | 178          | 196          |
| yoy             |              | -1%          | -65%         | 434%         | 10%          | 10%          |
| 毛利率             | 5%           | 4%           | 2%           | 6%           | 6%           | 6%           |
| <b>六、其他业务</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 营业收入            | 669          | 793          | 861          | 658          | 658          | 658          |
| yoy             |              | 19%          | 9%           | -24%         | 0%           | 0%           |
| 毛利润             | 53           | 56           | 19           | 38           | 40           | 38           |
| yoy             |              | 6%           | -66%         | 100%         | 5%           | -5%          |
| 毛利率             | 8%           | 7%           | 2%           | 6%           | 6%           | 6%           |
| <b>合计</b>       |              |              |              |              |              |              |
| 营业收入            | <b>16728</b> | <b>19026</b> | <b>17176</b> | <b>17497</b> | <b>20236</b> | <b>22185</b> |
| 毛利润             | <b>1752</b>  | <b>556</b>   | <b>2086</b>  | <b>1852</b>  | <b>2478</b>  | <b>2940</b>  |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

基于以上核心假设，我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 174.97/202.36/221.85 亿元，同比+1.9%/+15.7%/+9.6%；实现归母净利润 6.60/8.40/11.16 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 15X/12X/9X。

## 4.2 估值分析

由于公司业务主要涉及生猪养殖产业链的各个环节（包括养殖、兽药、饲料等），且玉米收储、蛋白油脂加工等相关配套业务也有涉及。不同业务所处行业在发展阶段、利润率、盈利稳定性等特征上有较大差异。我们采用分部估值法给公司进行估值。

### ① 兽药

根据上文假设，预计公司兽药业务 2025-2027 年预计实现营业收入 8.50/8.93/9.37 亿元。参考天康制药 2023-2025Q1-3 的收入和盈利情况，我们假设 2026 年兽药业务销售净利率在 15%左右，对应假设公司兽药业务 2026 年盈利 1.34 亿元。

我们采用相对估值法对兽药业务进行估值，选取涉及兽药与疫苗业务的上市公司中牧股份、瑞普生物、科前生物作为可比公司。参考可比公司平均估值水平，给予天康生物兽药业务 2026 年 13X PE 估值（参考可比公司兽药产品销售结构，并考虑到部分企业存在大产品推进预期，估值较高，我们给予一定的估值折价），对应 17.6 亿元市值。

表 6：兽药业务可比公司估值比较

| 公司简称 | 股票代码      | 收盘价<br>(元/股) | 市值 (亿元) | EPS (元/股) |       |       | PE    |       |       |
|------|-----------|--------------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |           |              |         | 2025E     | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 中牧股份 | 600195.SH | 8.0          | 82.1    | 0.24      | 0.3   | 0.37  | 34    | 27    | 22    |
| 瑞普生物 | 300119.SZ | 19.0         | 88.4    | 0.98      | 1.15  | 1.33  | 19    | 17    | 14    |
| 科前生物 | 688526.SH | 15.3         | 71.1    | 0.95      | 1.16  | 1.35  | 16    | 13    | 11    |
| 平均值  |           |              |         |           |       |       | 23    | 19    | 16    |

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：数据参考 Wind 一致预期；数据截至 2025 年 12 月 16 日。

### ② 饲料

根据上文假设，我们预计公司 2025-2027 年饲料销售量为 290/320/350 万吨，预计实现营业收入 48.02/51.84/58.80 亿元。假设整体费用率维持稳定，净利率随毛利率同向变动。2025 年，玉米豆粕价格同比有所下跌，且公司饲料生产端配方更新，持续研发有望进一步提升利润水平。我们假设 2026 年公司饲料单吨净利润增长至 70 元/吨。按前文假设 2026 年饲料销售量 320 万吨计算，预计 2026 年公司饲料业务有望实现净利润 2.24 亿元。

我们采用相对估值法对饲料业务进行估值，选取饲料行业两家公司海大集团、邦基科技作为可比公司。参考可比公司平均估值水平，给予天康生物饲料业务 2026 年 16X PE 估值，对应 34.9 亿元市值。

表 7：饲料业务可比公司估值比较

| 公司简称 | 股票代码      | 收盘价 (元/股) | 市值 (亿元) | EPS (元/股) |       |       | PE    |       |       |
|------|-----------|-----------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |           |           |         | 2025E     | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 海大集团 | 002311.SZ | 53.5      | 890.6   | 3.03      | 3.48  | 4.08  | 18    | 15    | 13    |
| 邦基科技 | 603151.SH | 18.0      | 30.7    | 0.85      | 1.14  | 1.3   | 21    | 16    | 14    |
| 平均值  |           |           |         |           |       |       | 19    | 16    | 13    |

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：数据参考 Wind 一致预期；数据截至 2025 年 12 月 16 日。

### ③玉米收储、蛋白油脂加工

根据上文假设，我们预计公司玉米收储和蛋白油脂加工业务 2025-2027 年预计合计实现营业收入 51.00/54.18/57.64 亿元。假设三项费用率为 4%（不考虑研发），则测算 2026 年两项业务合计实现归母净利润 3428 万元。

我们采用相对估值法对玉米收储、蛋白油脂加工业务进行估值，选取两家业务结构类似的公司厦门象屿（业务涉及玉米仓储、蛋白加工）、金龙鱼（粮食业务部负责玉米收储网络管理，业务同时也涉及大豆压榨、精炼等完整油脂产业链）作为可比公司。参考可比公司平均估值水平（金龙鱼具备产品、渠道等核心优势，存在估值溢价；对应参考均值时给予一定折价），给予天康生物玉米收储、蛋白油脂业务合计 2026 年 16X PE 估值，对应 5.5 亿元市值。

表 8：玉米收储、蛋白油脂加工业务可比公司估值比较

| 公司简称 | 股票代码      | 收盘价 (元/股) | 市值 (亿元) | EPS (元/股) |       |       | PE    |       |       |
|------|-----------|-----------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |           |           |         | 2025E     | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 厦门象屿 | 600057.SH | 8.6       | 243.2   | 0.71      | 0.83  | 0.93  | 12    | 10    | 9     |
| 金龙鱼  | 300999.SZ | 28.9      | 1564.1  | 0.67      | 0.85  | 1.02  | 43    | 34    | 28    |
| 平均值  |           |           |         |           |       |       | 28    | 22    | 19    |

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：数据参考 Wind 一致预期；数据截至 2025 年 12 月 16 日。

### ④生猪养殖

考虑到生猪养殖业务的盈利水平受到猪价波动的影响较大，不适宜采用 PE 估值方法。我们采取头均市值法作为生猪养殖业务估值分析的参考方法。

当前行业内涉及生猪养殖业务的其他 8 家上市公司对应 2026 年出栏量的头均市值均值为 2031 元/头。前文已述，我们预计公司 2026 年生猪出栏量为 388 万头（羌都农牧权益产能比例按 51%折算），当前市值对应出栏量的头均市值约 1261 元/头，低于行业平均水平 37.9%，或主要系前期养殖成本存在提升空间所致。若考虑到后续公司降本趋势有望延续，给予行业平均头均市值，对应 2026 年生猪养殖业务市值 78.9 亿元。

表 9：部分涉及生猪养殖业务的上市公司头均市值估值水平一览（元/头）

|      | 2025E | 2026E |
|------|-------|-------|
| 牧原股份 | 2978  | 3153  |
| 温氏股份 | 2309  | 2445  |
| 新希望  | 1249  | 1288  |
| 唐人神  | 844   | 879   |
| 巨星农牧 | 2077  | 2187  |
| 新五丰  | 1299  | 1356  |
| 金新农  | 2582  | 2797  |
| 东瑞股份 |       |       |

| 平均值  | 1926 | 2031 |
|------|------|------|
| 天康生物 | 1492 | 1261 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：头均市值参考数据截至 2025 年 12 月 16 日。

考虑到其他业务体量较小，收入利润规模存在一定的不稳定性，产生的收益亦较为有限，因而不纳入分部估值中。

综上所述，参考公司各业务市值，我们给予公司合计目标市值 136.8 亿元，较当前市值（12 月 16 日）涨幅空间约 38.3%。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

公司主要业务涉及生猪养殖产业链关键环节，包括生猪养殖、饲料生产、动保疫苗、生猪屠宰加工配售。我们认为其可能存在以下主要风险，提醒各位投资者加以关注。

主要风险包括但不限于：

①**原材料价格波动的风险**。公司的主要原材料包括玉米、豆粕等，大宗农产品的价格波动，将对公司饲料业务的业绩产生不利影响。

②**养殖疫情的风险**。公司生猪养殖规模增加，目前已经成为公司重要的业务板块，同时饲料业务对畜禽养殖业的依赖度较大，未来如果出现大规模不可控的畜禽病害，将在短期内引起公司经营业绩的波动。

③**畜禽产品价格波动的风险**。畜禽价格可能因为供给波动，或终端消费的不及预期而呈现一定的波动。养殖效益的下滑将对公司生猪养殖和饲料业务的业绩产生不利的影响。

## 财务摘要

### 合并损益表

| 百万元      | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入    | 19,026 | 17,176 | 17,497 | 20,236 | 22,185 |
| 营业收入     | 19,026 | 17,176 | 17,497 | 20,236 | 22,185 |
| 生猪养殖产业链  | 5,541  | 6,157  | 6,087  | 8,083  | 8,946  |
| 饲料       | 6,492  | 5,345  | 4,802  | 5,184  | 5,880  |
| 兽药       | 996    | 999    | 850    | 893    | 937    |
| 玉米收储     | 3,021  | 2,143  | 2,400  | 2,448  | 2,497  |
| 其他业务     | 2,975  | 2,533  | 3,358  | 3,628  | 3,925  |
| 营业总成本    | 19,995 | 16,479 | 16,910 | 19,248 | 20,850 |
| 营业成本     | 18,469 | 15,090 | 15,645 | 17,758 | 19,245 |
| 生猪养殖产业链  | 6,306  | 5,257  | 5,545  | 7,014  | 7,544  |
| 饲料       | 5,832  | 4,765  | 4,317  | 4,655  | 5,274  |
| 兽药       | 373    | 369    | 298    | 303    | 314    |
| 玉米收储     | 3,126  | 2,215  | 2,328  | 2,375  | 2,422  |
| 其他业务     | 2,832  | 2,484  | 3,157  | 3,411  | 3,690  |
| 税金及附加    | 47     | 47     | 48     | 55     | 61     |
| 销售费用     | 543    | 428    | 385    | 465    | 510    |
| 管理费用     | 487    | 560    | 472    | 567    | 621    |
| 研发费用     | 257    | 200    | 208    | 250    | 266    |
| 财务费用     | 192    | 155    | 151    | 152    | 147    |
| 其他收益     | 69     | 64     | 64     | 64     | 64     |
| 投资收益     | 3      | -2     | -2     | -2     | -2     |
| 净敞口套期收益  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益 | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 信用减值损失   | -53    | -109   | 0      | 0      | 0      |
| 资产减值损失   | -500   | -23    | 0      | 0      | 0      |
| 资产处置收益   | 4      | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 营业利润     | -1,446 | 631    | 654    | 1,055  | 1,402  |
| 营业外收支    | -47    | -20    | 0      | 0      | 0      |
| 利润总额     | -1,493 | 611    | 654    | 1,055  | 1,402  |
| 所得税      | 23     | 14     | 30     | 19     | 41     |
| 净利润      | -1,516 | 596    | 624    | 1,036  | 1,361  |
| 少数股东损益   | -153   | -9     | -36    | 196    | 245    |
| 归母净利润    | -1,363 | 605    | 660    | 840    | 1,116  |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 合并现金流量表

| 百万元      | 2023   | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润      | -1,516 | 596   | 624   | 1,036 | 1,361 |
| 加：折旧摊销减值 | 1,314  | 747   | 616   | 641   | 656   |
| 财务费用     | 246    | 179   | 151   | 152   | 147   |
| 非经营损失    | -30    | -30   | -3    | -3    | -3    |
| 营运资本变动   | 1,652  | -229  | -152  | -137  | -597  |
| 其它       | 87     | -102  | 0     | 0     | 0     |
| 经营活动现金流  | 1,752  | 1,162 | 1,236 | 1,689 | 1,565 |
| 资本开支     | 1,000  | 620   | 295   | 195   | 95    |
| 其它投资现金流  | 225    | -130  | -18   | -18   | -18   |
| 投资活动现金流  | -775   | -750  | -314  | -214  | -114  |
| 吸收投资     | 53     | 42    | 0     | 0     | 0     |
| 负债净变化    | -966   | 118   | -844  | -424  | -200  |
| 支付股利、利息  | 592    | 208   | 151   | 152   | 147   |
| 其它融资现金流  | 0      | -84   | -4    | 0     | 0     |
| 融资活动现金流  | -1,505 | -131  | -999  | -576  | -347  |
| 净现金流     | -528   | 281   | -76   | 900   | 1,103 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

**合并资产负债表**

| 百万元       | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产      | 8,961  | 9,848  | 9,974  | 11,130 | 12,949 |
| 现金及等价物    | 2,841  | 3,138  | 3,078  | 3,994  | 5,114  |
| 应收款项      | 1,090  | 1,637  | 1,637  | 1,637  | 1,637  |
| 存货净额      | 4,554  | 4,594  | 4,780  | 5,019  | 5,719  |
| 合同资产      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动资产    | 476    | 479    | 479    | 479    | 479    |
| 长期投资      | 36     | 33     | 33     | 33     | 33     |
| 固定资产      | 6,469  | 6,395  | 6,079  | 5,638  | 5,082  |
| 无形资产及其他资产 | 1,286  | 1,286  | 1,286  | 1,286  | 1,286  |
| 资产总计      | 16,752 | 17,563 | 17,373 | 18,088 | 19,350 |
| 流动负债      | 7,087  | 6,495  | 4,853  | 4,732  | 4,634  |
| 短期借款      | 4,808  | 4,099  | 2,424  | 2,200  | 2,000  |
| 应付款项      | 1,027  | 892    | 926    | 1,028  | 1,130  |
| 其它流动负债    | 1,253  | 1,504  | 1,504  | 1,504  | 1,504  |
| 非流动负债     | 1,750  | 2,548  | 3,380  | 3,180  | 3,180  |
| 负债合计      | 8,837  | 9,043  | 8,233  | 7,912  | 7,814  |
| 股本        | 1,365  | 1,365  | 1,365  | 1,365  | 1,365  |
| 其他权益工具    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 资本公积      | 3,942  | 3,942  | 3,942  | 3,942  | 3,942  |
| 其他综合收益    | 51     | 51     | 51     | 51     | 51     |
| 盈余公积      | 467    | 467    | 467    | 467    | 467    |
| 未分配利润     | 581    | 1,186  | 1,846  | 2,686  | 3,802  |
| 少数股东权益    | 1,504  | 1,504  | 1,468  | 1,664  | 1,909  |
| 股东权益      | 7,915  | 8,520  | 9,140  | 10,175 | 11,536 |
| 负债和股东权益合计 | 16,752 | 17,563 | 17,373 | 18,088 | 19,350 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |               |                       |
|--------|-----|---------------|-----------------------|
| 华东团队   | 茅炯  | 021-33388488  | maojiong@swhysc.com   |
| 华北团队   | 肖霞  | 15724767486   | xiaoxia@swhysc.com    |
| 华南团队   | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swhysc.com  |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123   | panyeming@swhysc.com  |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817   | zhuxiaoyi@swhysc.com  |
| 华南创新团队 | 邵景丽 | 0755-82579627 | shaojingli@swhysc.com |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                           |
|-------------------|---------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20%以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；       |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5%以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。