天康生物（002100.SZ）

优于大市

2026年三季报点评：养殖成本稳步下降，收购羌都畜牧夯实生猪养殖实力

核心观点

生猪养殖成本稳步下降，收购羌都畜牧夯实生猪养殖实力。公司2026Q3营收44.92亿元，同比-5.71%；归母净利-1.55亿元，同比-310.40%。公司自2026年6月起将新疆羌都畜牧科技有限公司纳入合并报表范围，2026Q1-Q3累计销售生猪301.67万头，同比+20.95%。据公司公告披露，2026年计划出栏475万头（其中天康出栏315万头，羌都畜牧出栏160万头）。养殖成本稳步改善，据公司公告披露，2026H1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%，2026年9月生猪养殖成本进一步降至11.6元/kg。

羌都畜牧各项整合工作有序推进，协同融合态势良好。据公司公告，收购完成后，依托上市公司平台优势，有效放大了集中采购规模效应，进一步降低原料采购成本；此外，羌都畜牧融资成本也有所下降。公司已完成核心管理团队派驻，董事长、财务负责人、技术负责人均由公司委派，在饲料配方、动物营养、种猪繁育等方面输出技术与管理支持。同时，双方常态化开展成本对标，通过对标管理持续推动降本增效。

与海大合作布局棉籽加工新业务，长期有望实现国际化布局。据公司公告，2026年9月与海大集团合作在南疆库沙新拜产业园新设子公司，公司持股65%、海大集团持股35%，项目主要生产60%棉籽蛋白产品。双方此前已有同模式合作工厂，该工厂当前经营稳定、效益表现良好。新疆是国内棉籽蛋白核心产区，市场集中度较高，公司将持续深耕棉籽蛋白业务，巩固行业领先优势，持续增强行业影响力。公司前期进行了中亚国家的深度调研，研判中亚区域具备拓展潜力，后续将持续跟踪评估合适时机与可行方案审慎论证对外投资、业务出海相关机会，稳步推进国际化布局路径。

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。考虑到今年猪价承压，预期明后两年有望反转上行，再结合猪价承压下公司资产减值发生变化，我们出于保守谨慎原则，预计公司2026-2028年归母净利分别为-7.53/3.50/8.08亿元，EPS分别为-0.55/0.26/0.59元，对应PE分别为-14/31/13。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17,176	16,981	17,679	18,679	19,545
(+/-%)	-9.7%	-1.1%	4.1%	5.7%	4.6%
归母净利润(百万元)	605	211	-753	350	808
(+/-%)	-	-65.2%	-	-	130.9%
每股收益（元）	0.44	0.15	-0.55	0.26	0.59
EBIT Margin	5.0%	3.2%	-4.4%	3.5%	6.6%
净资产收益率（ROE）	8.6%	3.0%	-12.2%	5.4%	11.4%
市盈率（PE）	17.6	50.6	-14.2	30.5	13.2
EV/EBITDA	12.6	16.2	-113.4	15.6	10.2
市净率（PB）	1.52	1.54	1.72	1.65	1.51

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞
021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

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

证券分析师：江海航
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	7.57元
总市值/流通市值	10335/10335百万元
52周最高价/最低价	8.53/5.64元
近3个月日均成交额	186.49百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

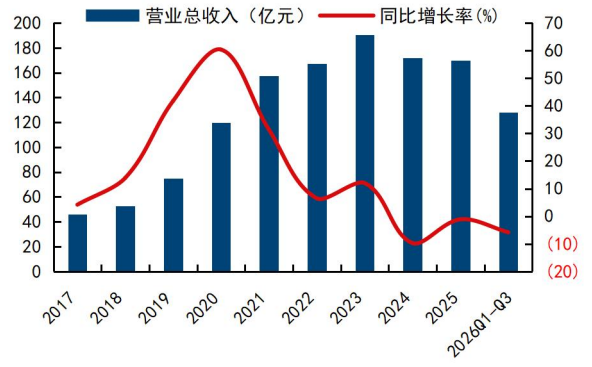
相关研究报告

《天康生物（002100.SZ）-2025年三季报点评：Q3维持正净利，外延并购有望打造新空间》 ——2025-11-06

《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

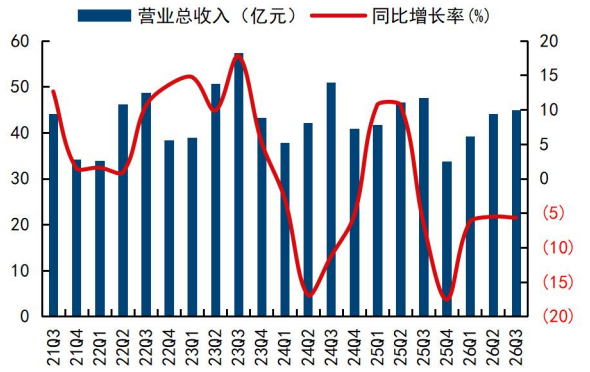
生猪养殖成本稳步下降，收购羌都畜牧夯实生猪养殖实力。公司 2026Q3 营收 44.92 亿元，同比-5.71%；归母净利-1.55 亿元，同比-310.40%。公司自 2026 年 6 月起将新疆羌都畜牧科技有限公司纳入合并报表范围，2026Q1-Q3 累计销售生猪 301.67 万头，同比+20.95%。据公司公告披露，2026 年计划出栏 475 万头（其中天康出栏 315 万头，羌都畜牧出栏 160 万头）。养殖成本稳步改善，据公司公告披露，2026H1 公司自繁自养成本已降至 12.55 元/公斤，psy 达到 27，育肥成活率为 96.5%，2026 年 9 月生猪养殖成本进一步降至 11.6 元/kg。

图1：天康生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



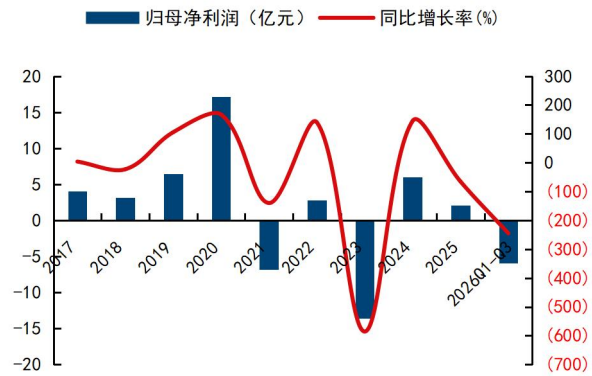
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天康生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



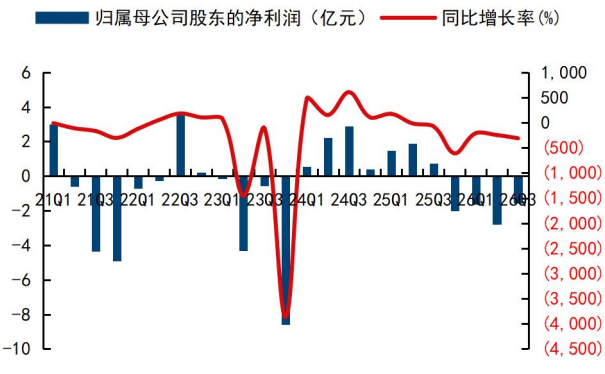
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

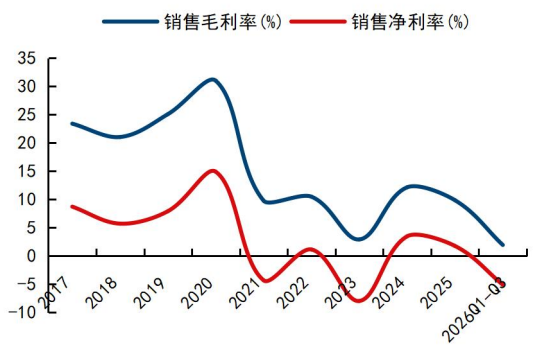
图4：天康生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

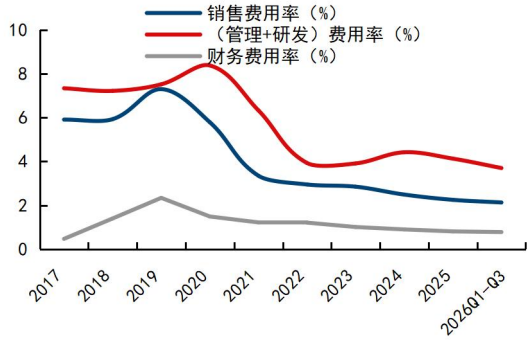
盈利水平同比承压，费用率水平同比改善。从盈利水平来看，2026Q1-Q3 毛利率同比-8.94pct 至 1.94%，净利率同比-8.8pct 至-5.09%，随养殖景气回落同步下行。费用率方面，公司 2026Q1-Q3 销售费用率同比-0.04pct 至 2.13%，管理+研发费用率同比-0.23pct 至 3.7%，财务费用率同比+0.02pct 至 0.78%，整体同比改善。

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

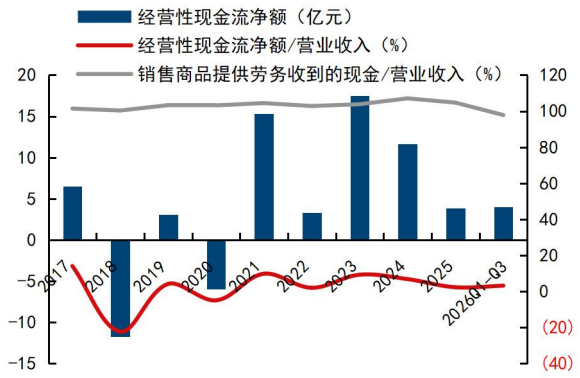
图6：天康生物三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

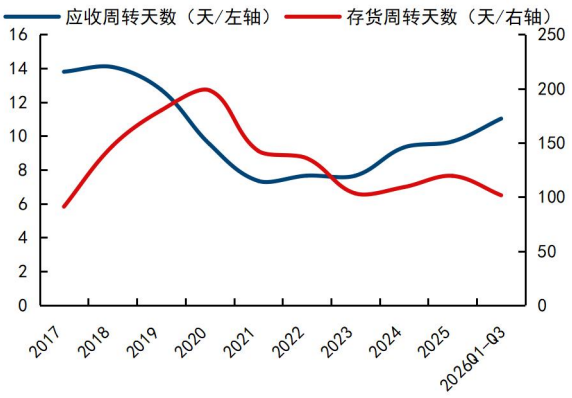
经营性现金流净额同比承压，应收及存货周转率下降。2026Q1-Q3 经营性现金流净额同比-82.9%至 4.02 亿元，占营业收入比例达 3.13%。在主要流动资产周转方面，2026Q1-Q3 应收周转天数同比+3.3%至 11.03 天，存货周转天数同比+19.1%至 101.57 天。

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

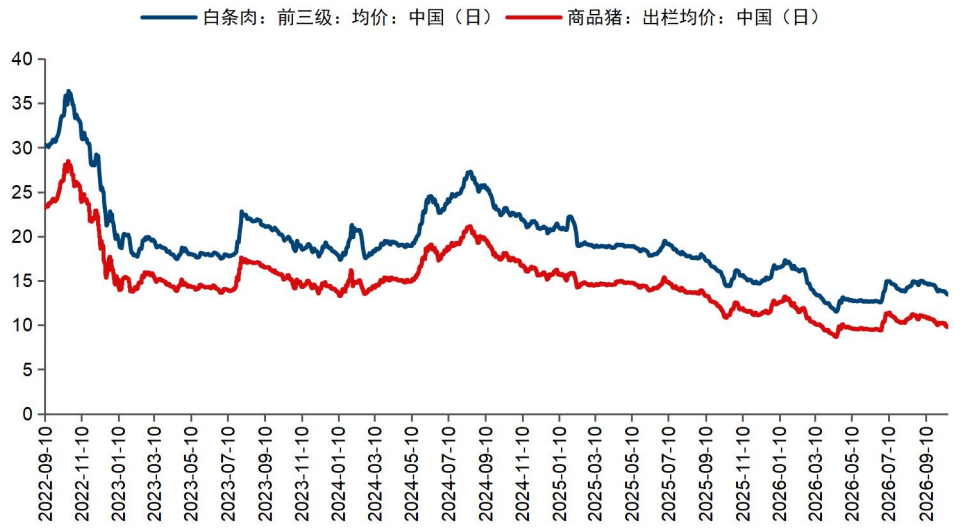
图8：天康生物主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

猪价自 2026 年初以来超预期下跌，截至 2026 年 10 月 23 日，全国生猪价格 9.39 元/公斤，同比-20%，主要系当前商品猪供给对应 10-12 个月前能繁母猪存栏高位。从产能来看，根据统计局披露的数据，2026Q3 末全国能繁母猪存栏 3602 万头，环比下降 4.7%，较 2026Q2 的 3.2%环比降幅再进一步加速 1.5%，同比下降 10.7%，为正常保有量 3750 万头的 96.0%，相较 2024 年 11 月的高点已累计去化 11.7%，对比 2025 年上半年末的产能调控起点已去化 10.9%。考虑到 2026 下半年整体生猪及仔猪价格仍在周期底部，高成本产能将持续面临现金流压力，我们预计接下来几个月能繁产能会进一步加速去化，到 2027 年猪价有望开启的周期反转。

图9：商品猪出栏均价自 2026 年以来快速回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

因此出于保守谨慎原则，我们下调公司 2026-2027 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利分别为-7.53/3.50/8.08 亿元。公司的盈利预测调整主要来源于对行业生猪均价预期、公司资产减值情况有所调整，具体来看基于以下假设条件：

饲料业务：公司饲料销量预计保持稳定增长，但是 2026 年销价与盈利受下游养殖低迷影响承压，预计伴随 2027 年猪价周期反转，盈利水平有望稳步回升。最终预计 2026-2028 年公司饲料业务收入增速分别为-1%、5%、5%，毛利率分别为 9.5%、9.6%、9.9%。

养殖业务：公司生猪养殖出栏量预计保持基本稳定，预计 2026-2028 年商品猪出栏量稳定在 475 万头。成本方面，公司持续加强精细化管理，预计有望保持下降趋势。售价方面，依照我们对行业判断，分别给予 2026-2028 年公司每公斤商品猪销售价格 10.8、12.8、13.8 元预期。最终预计 2026-2028 年公司生猪养殖毛利率分别为-9%、10%、18%。

兽药业务：下游养殖业低迷叠加政策调整（增值税税率上调），导致 2026 年动保行业竞争加剧、价格承压，公司已加大资源倾斜与管理力度，未来将聚焦产品端，重点推进新产品上市，以支撑动保板块业绩修复。预计 2026-2028 年公司兽药业务毛利率分别为 53.1%、53.5%、54.0%。

表 1：天康生物业务拆分

单位：亿元，%	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
饲料业务						
收入	64.92	53.45	52.00	51.40	53.82	56.47
同比	17%	-18%	-3%	-1%	5%	5%
毛利	6.60	5.80	4.79	4.88	5.17	5.59
毛利率(%)	10%	11%	9%	9.5%	9.6%	9.9%
养殖业务						
收入	55.41	61.57	57.24	62.54	67.79	71.47
同比	14%	11%	-7%	9%	8%	5%
毛利	-7.66	8.99	3.89	-5.58	7.00	12.86
毛利率(%)	-14%	15%	7%	-9%	10%	18%

兽药业务						
收入	9.96	9.99	8.71	8.54	8.79	9.23
同比	7%	0.3%	-12.8%	-2%	3%	5%
毛利	6.23	6.30	5.11	4.53	4.70	4.98
毛利率(%)	63%	63%	59%	53.1%	53.5%	54%
其他业务						
收入	59.97	46.82	51.86	54.31	56.39	58.28
同比	11%	-22%	11%	5%	4%	3%
毛利	0.29	-0.24	2.89	0.30	2.37	2.46
毛利率(%)	0.5%	-0.5%	5.6%	0.6%	4.2%	4.2%
合计						
收入	190.26	171.76	169.81	176.78	186.79	195.45
同比	14%	-10%	-1%	4%	6%	5%
毛利	5.46	20.86	16.68	4.14	19.25	25.89
毛利率(%)	3%	12%	10%	2%	10%	13%

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 177/187/195 亿元，同比+4%/+6%/+5%，毛利率 2%/10%/13%，毛利 4.14/19.25/25.89 亿元。

表1：天康生物未来 3 年盈利预测表

单位：百万元	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	16981	17679	18679	19545
营业成本	15306	17265	16755	16956
销售费用	381	407	434	459
管理费用	517	524	560	572
财务费用	138	182	182	165
营业利润	322	-1038	491	1141
利润总额	328	-1032	494	1143
归属于母公司净利润	211	-753	350	808
EPS	0.15	-0.55	0.26	0.59
ROE	3.03%	-12.17%	5.42%	11.41%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2026-2028 年收入分别为 177/187/195 亿元，归母净利润-7.53/3.50/8.08 亿元。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到今年猪价承压，预期明后两年有望反转上行，再结合猪价承压下公司资产减值发生变化，我们出于保守谨慎原则，预计公司 2026-2028 年归母净利分别为-7.53/3.50/8.08 亿元,EPS 分别为-0.55/0.26/0.59 元，对应 PE 分别为-14/31/13。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3102	2081	2181	2754	3039
应收款项	801	620	630	688	710
存货净额	4594	5565	5730	5412	5755
其他流动资产	1346	1334	1149	1382	1417
流动资产合计	**9848**	**9950**	**10040**	**10586**	**11270**
固定资产	6123	5877	5572	5358	5099
无形资产及其他	377	364	350	337	323
投资性房地产	1181	1184	1184	1184	1184
长期股权投资	33	17	17	17	17
资产总计	**17563**	**17391**	**17163**	**17482**	**17894**
短期借款及交易性金融负债	4099	4180	4708	4744	4171
应付款项	612	602	665	663	663
其他流动负债	1784	1714	1906	1927	1878
流动负债合计	**6495**	**6495**	**7279**	**7334**	**6712**
长期借款及应付债券	2057	1876	1816	1736	1886
其他长期负债	491	484	482	462	472
长期负债合计	**2548**	**2360**	**2298**	**2198**	**2358**
负债合计	**9043**	**8854**	**9576**	**9532**	**9070**
少数股东权益	1504	1595	1398	1499	1743
股东权益	7016	6941	6188	6451	7081
负债和股东权益总计	**17563**	**17391**	**17163**	**17482**	**17894**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.44	0.15	(0.55)	0.26	0.59
每股红利	0.15	0.32	0.00	0.06	0.13
每股净资产	5.14	5.08	4.53	4.72	5.19
ROIC	4.94%	2.73%	-7%	3%	8%
ROE	8.62%	3.03%	-12%	5%	11%
毛利率	12%	10%	2%	10%	13%
EBIT Margin	5%	3%	-4%	4%	7%
EBITDA Margin	9%	7%	-1%	7%	10%
收入增长	-10%	-1%	4%	6%	5%
净利润增长率	-	-65%	-	-	131%
资产负债率	60%	60%	64%	63%	60%
股息率	1.9%	4.2%	0.0%	0.8%	1.7%
P/E	17.6	50.6	(14.2)	30.5	13.2
P/B	1.5	1.5	1.7	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.6	16.2	(113.4)	15.6	10.2

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**17176**	**16981**	**17679**	**18679**	**19545**
营业成本	15090	15306	17265	16755	16956
营业税金及附加	47	50	53	54	56
销售费用	428	381	407	434	459
管理费用	560	517	524	560	572
研发费用	200	184	209	217	217
财务费用	155	138	182	182	165
投资收益	(2)	34	3	2	5
资产减值及公允价值变动	(23)	(45)	(80)	12	15
其他收入	(241)	(254)	(209)	(217)	(217)
营业利润	631	322	(1038)	491	1141
营业外净收支	(20)	6	6	3	2
利润总额	**611**	**328**	**(1032)**	**494**	**1143**
所得税费用	14	28	3	9	23
少数股东损益	(9)	90	(282)	135	312
归属于母公司净利润	**605**	**211**	**(753)**	**350**	**808**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	605	211	(753)	350	808
资产减值准备	(477)	23	(1)	(2)	(2)
折旧摊销	711	659	600	632	657
公允价值变动损失	23	45	80	(12)	(15)
财务费用	155	138	182	182	165
营运资本变动	(932)	(846)	263	25	(441)
其它	472	(122)	(197)	103	246
经营活动现金流	**401**	**(29)**	**(7)**	**1096**	**1253**
资本开支	0	(365)	(361)	(391)	(368)
其它投资现金流	(5)	(344)	0	0	0
投资活动现金流	**(2)**	**(692)**	**(361)**	**(391)**	**(368)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	832	(182)	(60)	(80)	150
支付股利、利息	(208)	(443)	0	(87)	(178)
其它融资现金流	(1367)	949	528	36	(573)
融资活动现金流	**(118)**	**(299)**	**468**	**(131)**	**(601)**
现金净变动	**280**	**(1021)**	**100**	**574**	**284**
货币资金的期初余额	2822	3102	2081	2181	2754
货币资金的期末余额	3102	2081	2181	2754	3039
企业自由现金流	610	(54)	(279)	913	1109
权益自由现金流	(126)	541	7	690	524

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±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±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