

德康农牧 (02419.HK)

头均盈利行业领先，资产负债表持续优化

德康农牧生猪养殖成本居于行业第一梯队，头均盈利行业领先；2025 年生猪养殖业或有微利，公司有望凭借成本优势获取超额利润。

□ **成本优势逐步显现，盈利表现超预期。**公司 2024 年实现营收 225 亿元，同比+39%；净利润 42 亿元，同比扭亏；经调前净利润 33 亿元，同比扭亏；EPS10.6 元，每 10 股派 9 元（含税）。公司 2024 年资产负债率降至 62.76%，较 24H1 下滑约 11.4%。报告期内，猪价景气回暖及公司养殖成本持续改善，带动公司下半年盈利大幅释放。分业务来看：**1）生猪：**公司 2024 年出栏量约 878 万头，yoy+24%，商品猪销售均价约 21.93 元/千克，测算全年公司生猪头均盈利约 350~360 元左右，居于行业领先水平，对应生猪板块全年盈利约 31~32 亿元左右。**2）黄羽鸡：**公司全年出栏肉鸡 8812 万头，yoy-0.7%，肉鸡销售均价约 36.1 元/只，测算全年公司羽均盈利约 1~1.2 元左右，对应禽板块盈利大数在 1 亿元左右。

□ **2025 年生猪业或有微利，成本领先企业有望获取超额利润。**从产能角度看，2024 年 4~11 月官方能繁母猪累计回补 2.4%，即便考虑生产效率有所提升，对应 2025 年生猪供应增幅有限；叠加饲料成本中枢下移，预计 2025 年全年猪价对应养殖端仍有微利，具备成本优势的企业仍有望获取超额利润；黄羽鸡行业经过三年多的周期低谷，去产能效果显著，鸡价具备上行基础。

□ **上调至“强烈推荐”投资评级。**德康长期深耕于生猪及黄羽鸡养殖行业，经年累积的育种优势使其畜禽成本领先于同行。**1）生猪：**公司自主培育的德康 E 系种猪自 2023 年起大面积推广，降本成效显著；估算目前公司完全成本或已降至 13 元/千克以下，成本居于行业第一梯队。公司计划自西南往华南及华东市场扩张，在自营农场与一号家庭农场稳健扩张的同时，重点发展二号家庭农场模式，预计未来三年公司生猪出栏增速在 20~30%左右。**2）黄羽鸡：**公司充分利用其种鸡资源优势，提高中慢速及中速型黄羽肉鸡的比例；加大华南地区的拓展力度，预计黄鸡出栏量稳中略有增长。预计公司 2025~2027 年分别实现营业收入 256/322/421 亿元，生物资产公允价值调整后净利润分别为 44.4/48.8/76.8 亿元，EPS 分别为 11.41/12.55/19.74 元。上调至“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：**畜禽价格上涨不达预期；自然灾害风险；饲料原料成本上涨风险；动物疫病风险；食品安全风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	16155	22463	25620	32202	42082
同比增长	7%	39%	14%	26%	31%
营业利润(百万元)	-1297	3168	2671	3997	6326
同比增长	-243%	344%	-16%	50%	58%
归母净利润(百万元)	-1775	4102	4437	4880	7675
同比增长	-279%	331%	8%	10%	57%
每股收益(元)	-4.56	10.55	11.41	12.55	19.74
PE	-8.6	3.7	3.5	3.1	2.0
PB	3.9	1.8	1.2	0.9	0.6

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (上调)

消费品/农林牧渔

目标估值：NA

当前股价：39.4 港元

基础数据

总股本 (百万股)	389
香港股 (百万股)	128
总市值 (十亿港元)	15.3
香港股市值 (十亿港元)	5.0
每股净资产 (港元)	21.8
ROE (TTM)	48.4
资产负债率	62.8%
主要股东	王德根
主要股东持股比例	33.7681%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

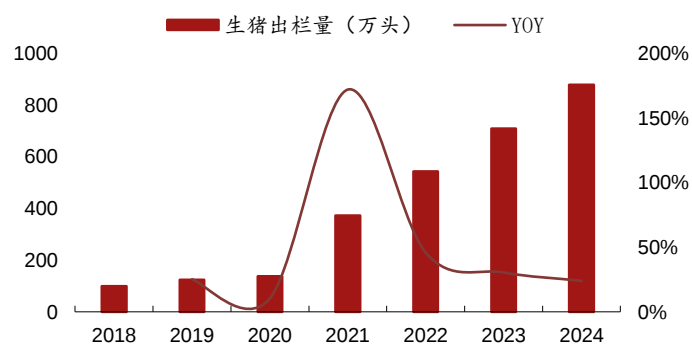
相关报告

1、《德康农牧 (02419) 一猪鸡双轮驱动，种源筑基厚积薄发》
2024-09-04

李秋燕 S1090521070001

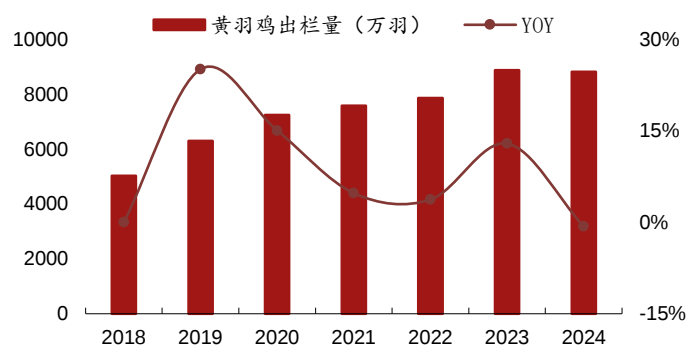
liqiuayan@cmschina.com.cn

图 1: 2018~2024 年公司商品猪出栏情况



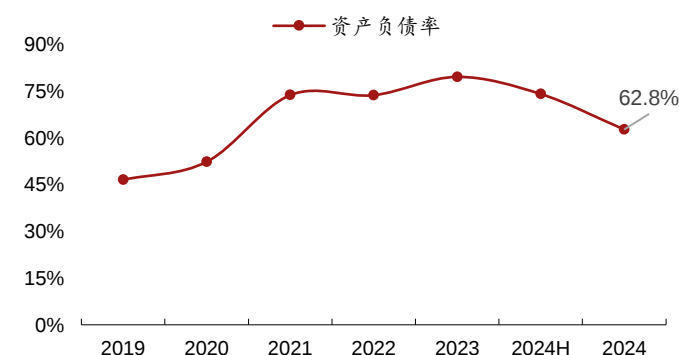
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 2018~2024 年公司黄羽鸡出栏情况



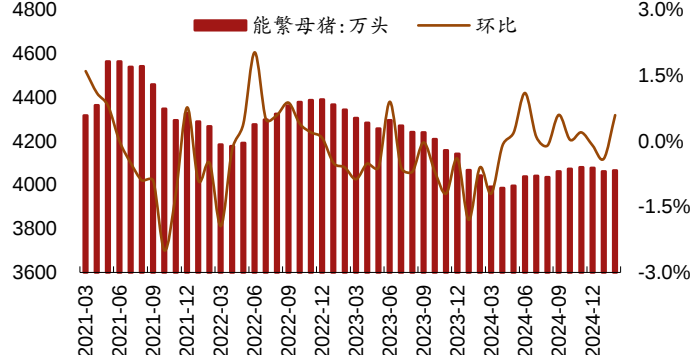
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 2024 年公司资产负债率已降至 62.8%



资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 全国能繁母猪产能变化情况 (农业农村部口径)



资料来源: 农业农村部、招商证券

表 1: 公司销售收入结构预测

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	162	225	256	322	421
商品猪	123	189	214	279	377
黄羽鸡	33	33	33	34	34
其他	6	3	9	9	10
收入增长率	7%	39%	14%	26%	31%
商品猪	4%	54%	13%	30%	35%
黄羽鸡	4%	-2%	2%	2%	0%
其他	636%	-48%	206%	0%	11%
出栏量 (万头/万羽)					
商品猪	708	878	1,150	1,500	2,000
黄羽鸡	8,873	8,812	8,900	9,000	9,000
毛利率	1%	22%	18%	20%	22%
商品猪	1%	25%	20%	14%	20%
黄羽鸡	-1%	2%	6%	9%	9%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 公司盈利预测简表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16155	22463	25620	32202	42082
主营收入	16155	22463	25620	32202	42082
营业成本	16036	17598	21028	25870	32810
毛利	120	4865	4592	6332	9272
营业支出	1417	1698	1921	2335	2946

营业利润	(1297)	3168	2671	3997	6326
利息支出	442	412	89	61	61
利息收入	47	0	50	83	131
权益性投资损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他非经营性损益	(581)	1324	1713	818	1285
非经常项目损益	281	123	202	163	182
除税前利润	(1992)	4202	4545	4999	7863
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	(217)	100	108	119	187
归属普通股股东净利润	(1775)	4102	4437	4880	7675
EPS (元)	(4.56)	10.55	11.41	12.55	19.74

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8127	11765	16128	22783	32935
现金及现金等价物	2545	4492	7929	12716	20079
交易性金融资产	94	837	837	837	837
其他短期投资	6	31	15	20	25
应收账款及票据	7	11	13	16	21
其它应收款	421	260	296	372	486
存货	707	750	896	1103	1398
其他流动资产	4346	5385	6141	7719	10088
非流动资产	10808	11291	10510	9826	9226
长期投资	5	10	10	10	10
固定资产	7356	7465	6684	6000	5400
无形资产	2349	2470	2470	2470	2470
其他	1098	1345	1345	1345	1345
资产总计	18934	23056	26638	32609	42161
流动负债	9691	9063	8108	9967	12632
应付账款	1891	1945	2324	2859	3626
应交税金	17	10	10	10	10
短期借款	3891	2273	0	0	0
其他	3891	4836	5774	7098	8996
长期负债	5389	5407	5407	5407	5407
长期借款	2208	2013	2013	2013	2013
其他	3181	3394	3394	3394	3394
负债合计	15079	14471	13515	15375	18040
股本	389	389	389	389	389
储备	3563	8089	12518	16510	23210
少数股东权益	(97)	108	216	335	523
归属于母公司所有者权益	3952	8478	12907	16899	23599
负债及权益合计	18934	23056	26638	32609	42161

现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	742	5362	4170	4981	7130
净利润	(1775)	4102	4437	4880	7675
折旧与摊销	847	915	922	825	741
营运资本变动	931	951	376	(4)	(118)
其他非现金调整	738	(605)	(1564)	(720)	(1167)
投资活动现金流	(692)	(1557)	1636	754	1269
资本性支出	(1127)	(785)	(150)	(150)	(150)
出售资产和现金	47	9	9	9	9
投资增减	3543	13318	(16)	5	5
其它	34	(47)	1762	900	1415
筹资活动现金流	(346)	(1865)	(2369)	(948)	(1037)
债务增减	(959)	(1960)	(2273)	0	0
股本增减	847	0	0	0	0
股利支付	100	0	8	887	976
其它筹资	(133)	95	(89)	(61)	(61)
其它调整	(200)	0	(16)	(1775)	(1952)
现金净增加额	(298)	1947	3438	4787	7363

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	16155	22463	25620	32202	42082
主营收入	16155	22463	25620	32202	42082
营业成本	16036	17598	21028	25870	32810
毛利	120	4865	4592	6332	9272
营业支出	1417	1698	1921	2335	2946
营业利润	(1297)	3168	2671	3997	6326
利息支出	442	412	89	61	61
利息收入	47	0	50	83	131
权益性投资损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他非经营性损益	(581)	1324	1713	818	1285
非经常项目损益	281	123	202	163	182
除税前利润	(1992)	4202	4545	4999	7863
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	(217)	100	108	119	187
归属普通股股东净利润	(1775)	4102	4437	4880	7675
EPS(元)	(4.56)	10.55	11.41	12.55	19.74

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	7%	39%	14%	26%	31%
营业利润	-243%	-344%	-16%	50%	58%
净利润	-279%	-331%	8%	10%	57%
获利能力					
毛利率	0.7%	21.7%	17.9%	19.7%	22.0%
净利率	-11.0%	18.3%	17.3%	15.2%	18.2%
ROE	-44.9%	48.4%	34.4%	28.9%	32.5%
ROIC	-18.4%	34.9%	29.3%	25.4%	29.6%
偿债能力					
资产负债率	79.6%	62.8%	50.7%	47.1%	42.8%
净负债比率	32.2%	18.6%	7.6%	6.2%	4.8%
流动比率	0.8	1.3	2.0	2.3	2.6
速动比率	0.8	1.2	1.9	2.2	2.5
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	22.7	24.2	25.5	25.9	26.2
应收帐款周转率	38.5	64.2	88.3	92.3	93.9
应付帐款周转率	9.5	9.2	9.9	10.0	10.1
每股资料(元)					
每股收益	-4.56	10.55	11.41	12.55	19.74
每股经营现金	1.91	13.79	10.72	12.81	18.34
每股净资产	10.16	21.80	33.19	43.46	60.68
每股股利	0.02	0.02	2.28	2.51	5.92
估值比率					
PE	-8.6	3.7	3.5	3.1	2.0
PB	3.9	1.8	1.2	0.9	0.6
EV/EBITDA	-28.2	5.1	5.2	4.9	3.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。