德康农牧（02419.HK）

头均盈利持续领先，25H1 盈利大增

德康 2025 年上半年生猪业务表现亮眼，头均盈利持续领先；禽及肉品业务表现符合预期。政策引导养殖业高质量发展，德康带动合作农户共享产业发展红利，积极响应国家号召，彰显头部猪企的责任担当，看好其长期发展。

- **生猪业务表现亮眼，盈利表现符合预期。**公司 2025 年上半年预计实现经调前净利润 11~14 亿元，同比+202~285%。得益于上半年管理效能提升、规模化效应增强及生猪养殖成本持续下降，公司上半年盈利预计大幅增长。分业务来看：**1）生猪：**公司 2025 年上半年出栏量约 511.7 万头（yoy+27%），商品猪销售均价约 15 元/千克，估算公司上半年完全成本约 12.4 元/千克左右，对应生猪头均盈利约 300~320 元左右，居于行业领先水平，预计生猪板块上半年盈利约 15~16 亿元左右。**2）黄羽鸡：**公司上半年出栏肉鸡 4270 万羽，yoy+7.2%，肉鸡销售均价约 12.89 元/千克。德康优质慢速黄羽鸡占比较高，但上半年黄羽鸡价格低迷，估计黄羽鸡板块仍短暂承压。此外，与通内斯合作的高端肉品业务于 2024 年投产，目前仍处于产能爬坡期，预计短期仍未贡献盈利。整体看，公司上半年生猪养殖主业盈利表现突出，禽及肉品业务表现符合预期。
- **成本领先的猪企有望获取超额利润，静待下半年黄羽鸡景气回暖。**政策护航下，生猪养殖业逐步迈入高质量发展阶段；目前行业成本方差大，头部企业带领的价值挖潜工程或将以年计，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；2025 年鸡价低迷致行业大部分产能又现深度亏损，静待下半年景气回暖。
- **维持“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得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 12.5 元/千克以下，成本居于行业第一梯队；预计下半年仍有压降空间。公司计划在自营农场与一号家庭农场稳健发展的同时，重点发展二号家庭农场模式，带动合作农户共享产业发展红利，积极响应国家号召，彰显头部猪企的责任担当。2）黄羽鸡：德康黄羽鸡业务居全国第三，资产质地优良、过往盈利表现佳。公司将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。基于当前政策引导生猪养殖行业调控产能，同时结合我们对猪价的最新判断，预计公司 2025~2027 年生物资产公允价值调整后净利润分别为 38.95/56.94/83.32 亿元，EPS 分别为 10.02/14.64/21.43 元。维持“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	25792	33102	42802
同比增长	7%	39%	15%	28%	29%
营业利润(百万元)	(1297)	3168	2117	4832	6995
同比增长	-243%	-344%	-33%	128%	45%
归母净利润(百万元)	(1775)	4102	3895	5694	8332

强烈推荐（维持）

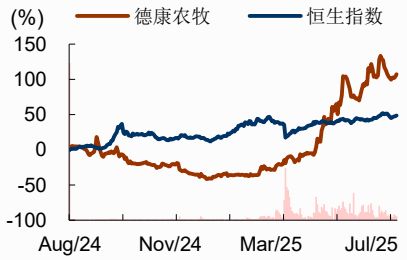
消费品/农林牧渔
目标估值：NA
当前股价：93.05 港元

基础数据

总股本（百万股）	389
香港股（百万股）	158
总市值（十亿港元）	36.2
香港股市值（十亿港元）	14.7
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	219	98
相对表现	1	200	49



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

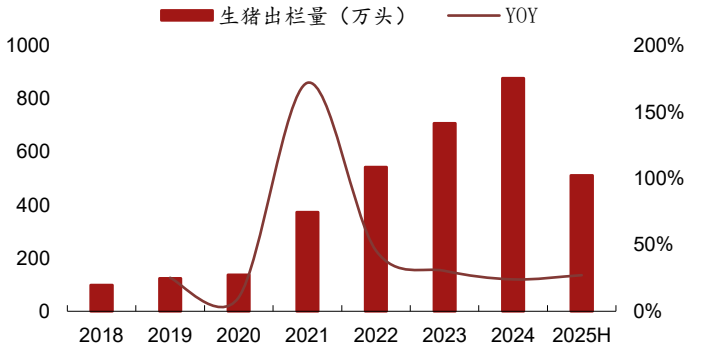
1、《德康农牧（02419）—头均盈利行业领先，资产负债表持续优化》2025-04-05
2、《德康农牧（02419）—猪鸡双轮驱动，种源筑基厚积薄发》2024-09-04

李秋燕 S1090521070001
liqiuyan@cmschina.com.cn

同比增长	-279%	-331%	-5%	46%	46%
每股收益(元)	(4.56)	10.55	10.02	14.64	21.43
PE	-8.6	3.7	3.9	2.7	1.8
PB	3.9	1.8	1.2	0.9	0.6

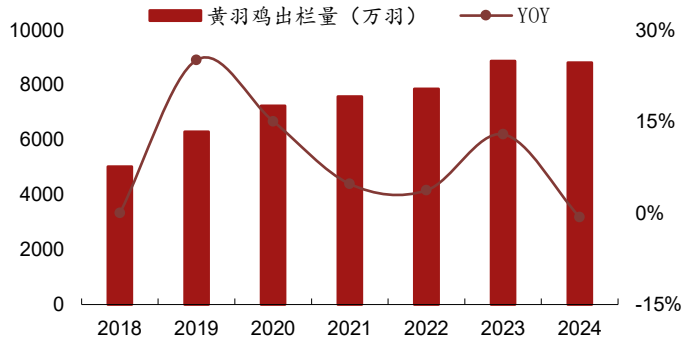
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：2018~2025H1 公司商品猪出栏情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：2018~2025H1 公司黄羽鸡出栏情况



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：公司销售收入结构预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	162	225	258	331	428
商品猪	123	189	216	288	384
黄羽鸡	33	33	33	34	34
其他	6	3	9	9	10
收入增长率	7%	39%	15%	28%	29%
商品猪	4%	54%	14%	34%	33%
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%	16%	22%	23%
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**	**25792**	**33102**	**42802**
主营收入	16155	22463	25792	33102	42802
营业成本	16036	17598	21741	25870	32810
毛利	120	4865	4052	7232	9992
营业支出	1417	1698	1934	2400	2996
营业利润	**(1297)**	**3168**	**2117**	**4832**	**6995**
利息支出	442	412	89	61	61
利息收入	47	0	48	82	135
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	3990	5833	8536
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	(217)	100	95	139	203

归属普通股东净利润	(1775)	4102	3895	5694	8332
EPS（元）	**(4.56)**	**10.55**	**10.02**	**14.64**	**21.43**

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8127	11765	15847	23171	33833
现金及现金等价物	2545	4492	7575	12877	20796
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	17	22
其它应收款	421	260	298	383	495
存货	707	750	927	1103	1398
其他流动资产	4346	5385	6183	7935	10260
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**	**26357**	**32997**	**43059**
流动负债	9691	9063	8382	9967	12632
应付账款	1891	1945	2403	2859	3626
应交税金	17	10	10	10	10
短期借款	3891	2273	0	0	0
其他	3891	4836	5969	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**	**13789**	**15375**	**18040**
股本	389	389	389	389	389
储备	3563	8089	11976	16891	24085
少数股东权益	(97)	108	203	342	545
归属于母公司所有者权益	3952	8478	12365	17280	24474
负债及权益合计	**18934**	**23056**	**26357**	**32997**	**43059**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	742	5362	3817	5389	7845
净利润	(1775)	4102	3895	5694	8332
折旧与摊销	847	915	922	825	741
营运资本变动	931	951	576	(431)	(73)
其他非现金调整	738	(605)	(1576)	(700)	(1155)
投资活动现金流	(692)	(1557)	1635	753	1273
资本性支出	(1127)	(785)	(150)	(150)	(150)
出售固定资产短期现金	47	9	9	9	9
投资增减	3543	13318	(16)	5	5
其它	34	(47)	1760	899	1419
筹资活动现金流	(346)	(1865)	(2369)	(840)	(1199)
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	779	1139
其它筹资	(133)	95	(89)	(61)	(61)
其它调整	(200)	0	(16)	(1558)	(2278)
现金净增加额	(298)	1947	3083	5303	7919

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	16155	22463	25792	33102	42802
主营收入	16155	22463	25792	33102	42802
营业成本	16036	17598	21741	25870	32810
毛利	120	4865	4052	7232	9992
营业支出	1417	1698	1934	2400	2996
营业利润	(1297)	3168	2117	4832	6995
利息支出	442	412	89	61	61
利息收入	47	0	48	82	135
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	3990	5833	8536
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	(217)	100	95	139	203
归属普通股东净利润	(1775)	4102	3895	5694	8332
EPS(元)	(4.56)	10.55	10.02	14.64	21.43

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	7%	39%	15%	28%	29%
营业利润	-243%	-344%	-33%	128%	45%
净利润	-279%	-331%	-5%	46%	46%
获利能力					
毛利率	0.7%	21.7%	15.7%	21.8%	23.3%
净利率	-11.0%	18.3%	15.1%	17.2%	19.5%
ROE	-44.9%	48.4%	31.5%	33.0%	34.0%
ROIC	-18.4%	34.9%	26.6%	29.2%	31.1%
偿债能力					
资产负债率	79.6%	62.8%	52.3%	46.6%	41.9%
净负债比率	32.2%	18.6%	7.6%	6.1%	4.7%
流动比率	0.8	1.3	1.9	2.3	2.7
速动比率	0.8	1.2	1.8	2.2	2.6
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	25.9	25.5	26.2
应收帐款周转率	38.5	64.2	88.6	93.2	93.5
应付帐款周转率	9.5	9.2	10.0	9.8	10.1
每股资料(元)					
每股收益	-4.56	10.55	10.02	14.64	21.43
每股经营现金	1.91	13.79	9.82	13.86	20.17
每股净资产	10.16	21.80	31.80	44.44	62.93
每股股利	0.02	0.02	2.00	2.93	6.43
估值比率					
PE	-8.6	3.7	3.9	2.7	1.8
PB	3.9	1.8	1.2	0.9	0.6
EV/EBITDA	-28.2	5.1	5.8	4.2	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。