

德康农牧

(02419.HK)

优于大市

2025 年中期业绩公告点评:生猪成本保持领先，养殖出栏稳步提升

核心观点

**公司 2025H1 生物资产公允价值调整前净利润同比明显增长，生猪养殖成本稳步改善。**公司 2025H1 营收同比+24.3%至 116.95 亿元,生物资产公允价值调整前净利润同比+250.6%至 12.73 亿元。2025H1 公司毛利率同比+5.0pct 至 17.4%；主要来自生猪养殖板块贡献，受益于新式家庭农场扩大、管理效率及生产指标改善、饲料价格下降，2025H1 成本明显下降。分业务看，生猪养殖 2025H1 收入 98.79 亿元，同比+32.6%；生猪销量 511.74 万头，同比+27.1%；商品猪售价 2032.7 元/头，同比+3.5%。家禽业务 2025H1 收入 13.36 亿元，同比-13.5%，销量 4270.33 万羽，同比+7.2%，平均售价为 12.88 元/kg，同比-20.9%，受餐饮行业消费低迷影响，公司饲养的高端黄鸡品种价格整体承压。

**养殖技术生产服务型企业，赋能农户轻资产稳健扩张。**公司致力于培养懂技术、会经营的新型职业农民，创新践行“公司+母猪饲养及育肥场”的二号家庭农场养殖模式，将种猪直接交由农户饲养，实现更轻资产、农户合作更稳定、且更有利于疾病防控等优势，奠定了坚实的养殖发展基础。公司二号农场经营指标保持增长，2025H1 公司新式农场户均代养费达 0.8 百万元，同比+15.5%，PSY 提升至 27 头，养殖效率行业领先。经测算，2025H1 公司生猪养殖完全成本约 12.4 元/kg，整体成本保持行业第一梯队。

**管理层富有战略眼光，生产布局抓住养殖链核心的育种及饲料环节。**种猪方面，公司自 2013 年起引进优质纯种种猪并搭建核心育种群，据公告披露，其自主研发的 II 配套系综合性能优异，相比当前市场主流 DLY 配套系单头肉猪可增收超 100 元，通过公司生产供给体系实现养殖户和合作伙伴养猪生产良种化提升，可使每头母猪年增效 2000 元以上。饲料方面，公司建立了动态的原材料数据库，采用不同的饲料配方，以满足生猪在不同生长阶段的营养需求，同时开发了饲料成本控制技术体系，在主要饲料原材料价格大幅度上涨的时候，能够快速调整配方和采购策略，目前豆粕用量已降到 3%以内。

**风险提示：**生猪、黄鸡及原料价格波动风险、不可控动物疫病爆发的风险。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“优于大市”评级。我们预计公司 2025-2027 年生物资产公允价值调整前归母净利为 34.51/30.09/28.65 亿元，EPS 为 8.87/7.74/7.37 元。

| 盈利预测和财务指标             | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)             | 16,155 | 22,463 | 25,786 | 29,449 | 32,962 |
| (+/-%)                | 7.4%   | 39.0%  | 14.8%  | 14.2%  | 11.9%  |
| 生物资产公允价值调整前归母净利润(百万元) | -1,279 | 3,297  | 3,451  | 3,009  | 2,865  |
| (+/-%)                | —      | —      | -15.9% | -12.8% | -4.8%  |
| 每股收益(元)               | -3.29  | 8.48   | 8.87   | 7.74   | 7.37   |
| EBIT Margin           | -8.5%  | 13.5%  | 14.4%  | 11.4%  | 9.8%   |
| 净资产收益率 (ROE)          | —      | 48.4%  | 28.9%  | 20.1%  | 16.1%  |
| 市盈率 (PE)              | -23.3  | 9.0    | 8.6    | 9.9    | 10.4   |
| EV/EBITDA             | —      | 11.4   | 10.7   | 11.7   | 12.3   |
| 市净率 (PB)              | 7.54   | 3.52   | 2.50   | 2.00   | 1.67   |

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 · 海外公司财报点评

农林牧渔 · 养殖业

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

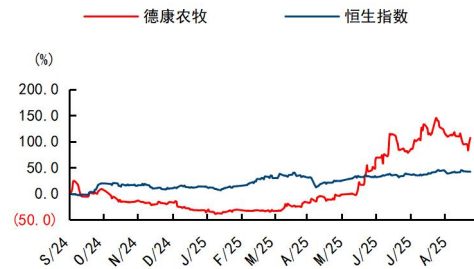
jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)         |
| 合理估值        |                  |
| 收盘价         | 88.50 港元         |
| 总市值/流通市值    | 34415/13947 百万港元 |
| 52 周最高价/最低价 | 110.00/25.99 港元  |
| 近 3 个月日均成交额 | 191.93 百万港元      |

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

《德康农牧（02419.HK）-立足西南的畜禽养殖先锋，创新践行家庭农场养殖》——2025-06-10

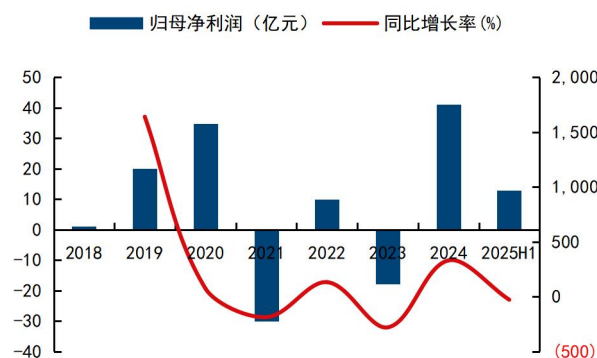
**公司 2025H1 生物资产公允价值调整前净利润同比明显增长，生猪养殖成本稳步改善。**公司 2025H1 营收同比+24.3%至 116.95 亿元，生物资产公允价值调整前净利润同比+250.6%至 12.73 亿元。分业务板块看，生猪养殖业务上，公司 2025H1 收入 98.79 亿元，同比+32.6%；生猪销量 511.74 万头，同比+27.1%；商品猪售价 2,032.7 元/头，同比+3.5%。自 2015 年起，公司独创发展新式 2 号家庭农场模式，率先实现技术赋能农民养母猪。根据公告披露，2025H1 公司新式农场户均代养费达 0.8 百万元，同比+15.5%，PSY 提升至 27 头，养殖效率行业领先。家禽业务上，公司 2025H1 收入 13.36 亿元，同比-13.5%，销量 4270.33 万羽，同比+7.2%，平均售价为 12.88 元/kg，同比-20.9%，受餐饮行业消费低迷影响，黄鸡价格整体承压。辅助产品业务上，公司 2025H1 收入为 4.81 亿元，同比增长 16.1%，屠宰量 24.9 万头，同比增长 18.5%，公司致力于推进建立中国特色的屠宰、食品加工、工艺分级、优质美味的食品标准，有望在未来同上游养殖业务形成协同发展。

图1：德康农牧营业收入及增速（单位：亿元、%）



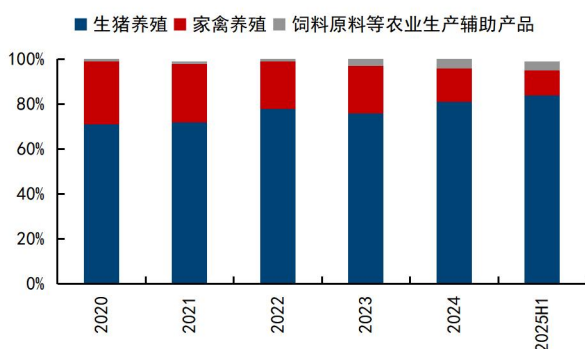
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：德康农牧归母净利润及增速（单位：亿元、%）



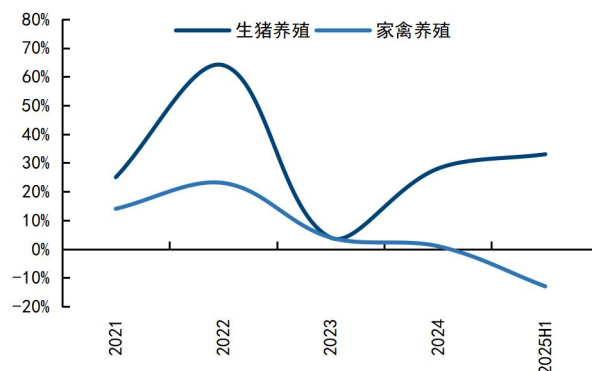
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：德康农牧主营业务收入占比（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：德康农牧主营业务收入增速（单位：%）

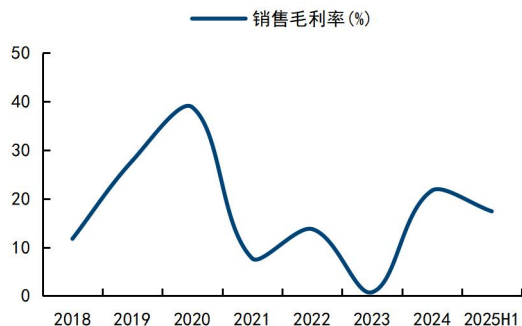


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率受益生猪成本改善明显回暖。**2025H1 公司毛利率同比+5.0pct 至 17.4%；主要来自生猪毛利贡献，由于扩大新式家庭农场、持续改善管理效率及生产指标，以及饲料及饲料原材料价格下降，导致生产成本大幅减少。2025H1 整体费用率基本维持稳定，其中，2025H1 销售开支同比减少 4.2%，主要系区域管理进一步优化，运输开支略有下降；行政开支同比增加 15.1%，主要系薪酬因员工人数增加而增

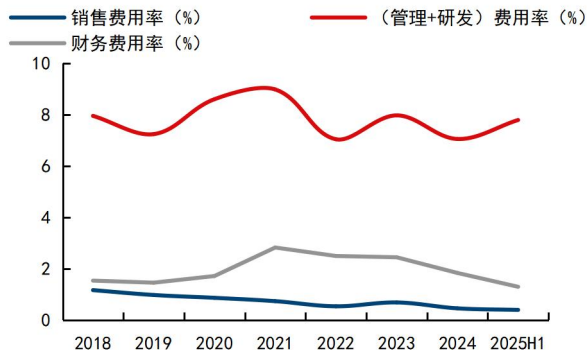
加，及保险费用因生猪饲养规模扩大而增加；财务成本同比减少 32.3%，主要系银行借款利率下降及贷款减少。

图5：德康农牧毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

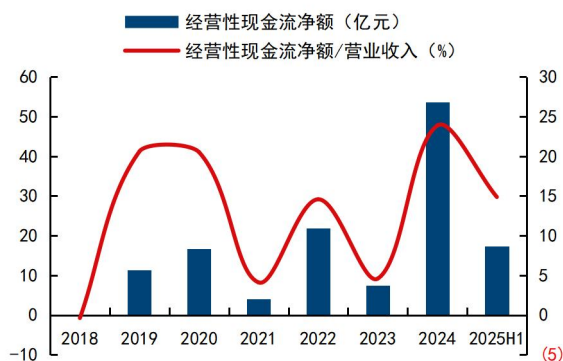
图6：德康农牧三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

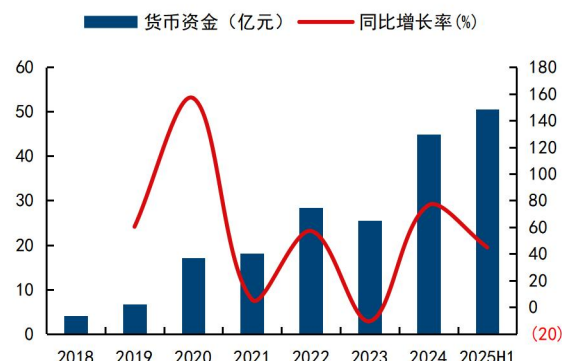
**经营性现金流同比回暖，货币资金小幅提升。**2025H1 经营性现金流净额同比+14.96 pct 至 1.39 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例 14.87%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司货币资金约人民币 50.55 亿元，同比+44.86 pct，受益于 2025 年上半年持续盈利，资金实力进一步增强。

图7：德康农牧经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：德康农牧货币资金情况



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。公司是管理优秀的生猪标的，单位超额盈利持续验证。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年生物资产公允价值调整前归母净利为 34.51/30.09/28.65 亿元，EPS 为 8.87/7.74/7.37 元。

# 财务预测与估值

| 资产负债表(百万元)       | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表(百万元)          | 2023          | 2024          | 2025E        | 2026E         | 2027E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 2545         | 4492         | 12245        | 14614        | 17686        | 营业收入              | 16155         | 22463         | 25786        | 29449         | 32962         |
| 应收款项             | 428          | 271          | 424          | 581          | 677          | 营业成本              | 16036         | 17598         | 19924        | 23648         | 27004         |
| 存货净额             | 707          | 750          | 865          | 1044         | 1245         | 营业税金及附加           | 0             | 0             | 0            | 0             | 0             |
| 其他流动资产           | 4346         | 5385         | 5931         | 7215         | 8241         | 销售费用              | 110           | 101           | 112          | 125           | 140           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>8127</b>  | <b>11765</b> | <b>20332</b> | <b>24831</b> | <b>29456</b> | 管理费用              | 1384          | 1735          | 2047         | 2308          | 2573          |
| 固定资产             | 9687         | 7465         | 7588         | 7736         | 7856         | 财务费用              | 394           | 373           | 282          | 360           | 359           |
| 无形资产及其他          | 18           | 2470         | 2347         | 2223         | 2100         | 投资收益              | 0             | 0             | (1)          | (2)           | (6)           |
| 投资性房地产           | 1098         | 1345         | 1345         | 1345         | 1345         | 资产减值及公允价值变动       | (714)         | 904           | 0            | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 5            | 10           | 16           | 24           | 34           | 其他收入              | 209           | 518           | 0            | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>18934</b> | <b>23056</b> | <b>31628</b> | <b>36160</b> | <b>40791</b> | 营业利润              | (2273)        | 4079          | 3419         | 3005          | 2880          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 3891         | 2273         | 5102         | 5020         | 4999         | 营业外净收支            | 281           | 123           | 118          | 78            | 55            |
| 应付款项             | 1908         | 1955         | 2241         | 2859         | 3074         | <b>利润总额</b>       | <b>(1992)</b> | <b>4202</b>   | <b>3537</b>  | <b>3083</b>   | <b>2935</b>   |
| 其他流动负债           | 3891         | 4836         | 5214         | 6131         | 7147         | 所得税费用             | 0             | 0             | 2            | 1             | 0             |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>9691</b>  | <b>9063</b>  | <b>12557</b> | <b>14010</b> | <b>15220</b> | 少数股东损益            | (217)         | 100           | 84           | 73            | 70            |
| 长期借款及应付债券        | 2208         | 2013         | 3335         | 3414         | 3930         | 生物资产公允价值调整        | (1279)        | 3297          | 3451         | 3009          | 2865          |
| 其他长期负债           | 3181         | 3394         | 3615         | 3533         | 3503         | <b>整前归母净利润</b>    | <b>(1279)</b> | <b>3297</b>   | <b>3451</b>  | <b>3009</b>   | <b>2865</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>5389</b>  | <b>5407</b>  | <b>6950</b>  | <b>6947</b>  | <b>7433</b>  | <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>   | <b>2025E</b> | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>15079</b> | <b>14471</b> | <b>19507</b> | <b>20957</b> | <b>22654</b> | 生物资产公允价值调整        | (1279)        | 3297          | 3451         | 3009          | 2865          |
| 少数股东权益           | (97)         | 108          | 192          | 265          | 335          | 资产减值准备            | 0             | 0             | 0            | 0             | 0             |
| 股东权益             | 3952         | 8478         | 11929        | 14937        | 17802        | 折旧摊销              | 724           | 845           | 900          | 963           | 1030          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>18934</b> | <b>23056</b> | <b>31628</b> | <b>36160</b> | <b>40791</b> | 公允价值变动损失          | 714           | (904)         | 0            | 0             | 0             |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | 394           | 373           | 282          | 360           | 359           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 营运资本变动            | 2034          | 32            | 71           | (167)         | (122)         |
| 每股收益             | (3.29)       | 8.48         | 8.87         | 7.73         | 7.37         | 其它                | (1451)        | 2091          | 84           | 73            | 70            |
| 每股红利             | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>742</b>    | <b>5362</b>   | <b>4506</b>  | <b>3878</b>   | <b>3843</b>   |
| 每股净资产            | 10.16        | 21.80        | 30.67        | 38.41        | 45.78        | 资本开支              | (725)         | 404           | (899)        | (988)         | (1026)        |
| ROIC             | —            | 27.1%        | 33.7%        | 33.9%        | 32.7%        | 其它投资现金流           | 33            | (1961)        | (6)          | (518)         | (240)         |
| ROE              | —            | 48.4%        | 28.9%        | 20.1%        | 16.1%        | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(692)</b>  | <b>(1557)</b> | <b>(905)</b> | <b>(1506)</b> | <b>(1266)</b> |
| 毛利率              | 0.7%         | 21.7%        | 22.7%        | 19.7%        | 18.1%        | 权益性融资             | 0             | 0             | 0            | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | -8.5%        | 13.5%        | 14.4%        | 11.4%        | 9.8%         | 负债净变化             | (233)         | (194)         | 520          | (120)         | 280           |
| EBITDA Margin    | -4.0%        | 17.2%        | 17.9%        | 14.7%        | 13.0%        | 支付股利、利息           | 0             | 0             | 0            | 0             | 0             |
| 收入增长             | 7.4%         | 39.0%        | 14.8%        | 14.2%        | 11.9%        | 其它融资现金流           | (113)         | (1670)        | 3631         | 117           | 215           |
| 归母净利润增长率         | —            | —            | -15.9%       | -12.8%       | -4.8%        | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(346)</b>  | <b>(1865)</b> | <b>4151</b>  | <b>(3)</b>    | <b>495</b>    |
| 资产负债率            | 79.1%        | 63.2%        | 62.3%        | 58.7%        | 56.4%        | <b>现金净变动</b>      | <b>(296)</b>  | <b>1940</b>   | <b>7753</b>  | <b>2369</b>   | <b>3072</b>   |
| 息率               | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 货币资金的期初余额         | 2843          | 2545          | 4492         | 12245         | 14614         |
| P/E              | (23.3)       | 9.0          | 8.6          | 9.9          | 10.4         | 货币资金的期末余额         | 2545          | 4492          | 12245        | 14614         | 17686         |
| P/B              | 7.5          | 3.5          | 2.5          | 2.0          | 1.7          | 企业自由现金流           | 659           | 4311          | 3773         | 3174          | 3126          |
| EV/EBITDA        | —            | 11.4         | 10.7         | 11.7         | 12.3         | 权益自由现金流           | (820)         | 2272          | 6840         | 2612          | 3027          |

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<br>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<br>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