

德康农牧 (02419.HK)

强烈推荐 (维持)

猪鸡成本优势尽显, Q4 黄鸡业务扭亏

消费品/农林牧渔
目标估值: NA
当前股价: 69.85 港元

德康 2025 年畜禽成本居于行业领先水平, Q4 黄鸡扭亏并贡献主要盈利, 屠宰及肉品板块下半年边际改善明显, 整体表现符合预期。

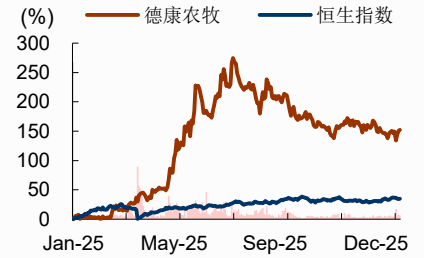
基础数据

□ 畜禽成本领先优势明显, Q4 黄鸡业务扭亏。公司 2025 年预计实现经调前净利润 13~15 亿元, 同比下滑 54.5%~60.6%; 其中 25H2 预计实现经调前净利润 0.27~2.27 亿元, 同比下滑 92%~99%。下半年畜禽价格低迷拖累公司业绩, 但公司积极推进畜禽降本增效, 超额优势明显。分业务来看: **1) 生猪:** 公司 2025 年出栏生猪 1083 万头, yoy+23%, 其中下半年出栏生猪 571 万头; 25Q4 出栏约 316.74 万头, 生猪销售均价约 11.7 元/千克, 测算头均亏损 30~40 元左右, 全年头均盈利也居于行业领先水平。**2) 黄羽鸡:** 公司 2025 年出栏肉鸡 8814 万羽, yoy+0.02%, 其中下半年出栏黄鸡 4543 万羽; 25Q4 出栏约 2165 万羽, 黄鸡售均价约 15.33 元/千克, 估算 25Q4 羽均盈利 2~3 元, 禽板块 25Q4 显著扭亏。此外, 屠宰食品业务目前仍处于战略投入期, 尚未贡献盈利, 但下半年亏损显著收窄。整体看, 公司畜禽养殖业务领先优势明显, 盈利表现符合预期。

总股本 (百万股)	387
香港股 (百万股)	156
总市值 (十亿港元)	27.0
香港股市值 (十亿港元)	10.9
每股净资产 (港元)	24.3
ROE (TTM)	43.5
资产负债率	59.9%
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	-3	-23	150
相对表现	-6	-29	118



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 优质猪企聚焦成本挖潜, 黄羽鸡行业景气向上。**1) 生猪:** 政策引导调控产能叠加行业长期亏损, 或带动母猪加速去化, 并进一步抬升后市猪价预期。目前行业成本方差较大, 头部企业带领的价值挖潜工程或将计年, 具备成本优势的企业仍有望获取超额利润。**2) 禽:** 当前父母代种鸡存栏已降至历史低位水平, 再加之 2025 年行业亏损半年以上, 供给收缩为后续鸡价上涨奠定基础; 自 25Q4 起黄羽鸡行业已进入景气上行通道。

相关报告

□ 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:** 公司长期致力于成本挖潜, 目前完全成本或已降至 12 元/千克左右, 稳居行业第一梯队; 预计未来仍有压降空间。公司计划在遵循政策引导的前提下, 重点发展二号家庭农场模式, 联农带动, 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, 尤其以特色“胡须鸡”为代表的高端品种过往口碑及盈利俱佳。公司将结合市场需求, 优化中慢速及快速型黄羽鸡的比例。结合国家对于生猪产能调控政策变化以及我们对猪鸡价格的判断, 预计公司 2025~2027 年生物资产公允价值调整后净利润分别为 14.4/30.9/50.8 亿元, EPS 分别为 3.7/8.0/13.1 元。维持“强烈推荐”投资评级。

- 1、《德康农牧 (02419) 一头均盈利持续领先, 25H1 盈利大增》2025-08-08
- 2、《德康农牧 (02419) 一头均盈利行业领先, 资产负债表持续优化》2025-04-05
- 3、《德康农牧 (02419) 一猪鸡双轮驱动, 种源筑基厚积薄发》2024-09-04

□ 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。

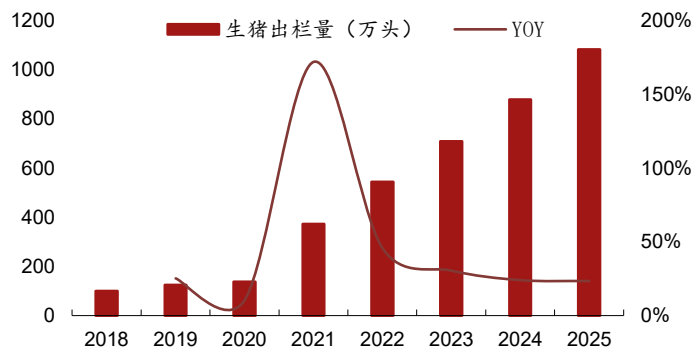
李秋燕 S1090521070001
liqiuayan@cmschina.com.cn
施腾 S1090522080002
shiteng@cmschina.com.cn

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	1550	2727	4847
同比增长	-243%	344%	-51%	76%	78%
归母净利润(百万元)	(1775)	4102	1436	3091	5076
同比增长	-279%	331%	-65%	115%	64%
每股收益(元)	(4.56)	10.55	3.69	7.95	13.05
PE		5.3	15.2	7.0	4.3
PB	5.5	2.6	2.2	1.7	1.3

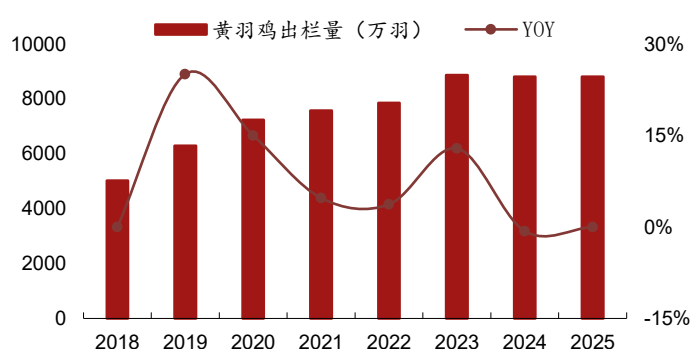
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 2018~2025 年公司商品猪出栏情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 2018~2025 年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
主营业务收入	16155	22463	25792	33102	42802
营业成本	16036	17598	22514	28157	35087
毛利	120	4865	3279	4945	7715
营业支出	1417	1698	1728	2218	2868
营业利润	(1297)	3168	1550	2727	4847
利息支出	442	412	155	150	141
利息收入	47	0	48	73	105
权益性投资损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他非经营性损益	(581)	1324	(221)	279	158
非经常项目损益	281	123	223	209	185
除税前利润	(1992)	4202	1445	3138	5153
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	(217)	100	9	47	77
归属普通股股东净利润	(1775)	4102	1436	3091	5076
EPS (元)	(4.56)	10.55	3.69	7.95	13.05

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	15840	21226	28608
现金及现金等价物	2545	4492	7493	10807	15447
交易性金融资产	94	837	837	837	837
其他短期投资	6	31	31	31	31
应收账款及票据	7	11	13	17	22
其它应收款	421	260	324	399	516
存货	707	750	960	1200	1496
其他流动资产	4346	5385	6183	7935	10260
非流动资产	10808	11291	10507	9771	9079
长期投资	5	10	7	5	8
固定资产	7356	7465	6684	5950	5256
无形资产	2349	2470	2470	2470	2470
其他	1098	1345	1345	1345	1345
资产总计	18934	23056	26347	30997	37687
流动负债	9691	9063	10917	12860	15325
应付账款	1891	1945	2488	3112	3878
应交税金	17	10	10	10	10
短期借款	3891	2273	2239	2015	1818
其他	3891	4836	6180	7724	9619
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	16324	18268	20732
股本	389	389	389	389	389
储备	3563	8089	9517	12177	16325
少数股东权益	(97)	108	116	163	241
归属于母公司所有者权益	3952	8478	9906	12566	16714
负债及权益合计	18934	23056	26347	30997	37687

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	742	5362	3509	3857	5685
净利润	(1775)	4102	1436	3091	5076
折旧与摊销	847	915	922	825	735
营运资本变动	931	951	814	95	(81)
其他非现金调整	738	(605)	338	(154)	(44)
投资活动现金流	(692)	(1557)	(312)	262	219
资本性支出	(1127)	(785)	(150)	(100)	(50)
出售资产获得的现金	47	9	9	9	9
投资增减	3543	13318	(3)	(2)	2
其它	34	(47)	(174)	351	262
筹资活动现金流	(346)	(1865)	(197)	(804)	(1265)
债务增减	(959)	(1960)	(34)	(224)	(197)
股本增减	847	0	0	0	0
股利支付	100	0	8	431	927
其它筹资	(133)	95	(155)	(150)	(141)
其它调整	(200)	0	(16)	(862)	(1854)
现金净增加额	(298)	1947	3001	3315	4639

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	16155	22463	25792	33102	42802
主营业务收入	16155	22463	25792	33102	42802
营业成本	16036	17598	22514	28157	35087
毛利	120	4865	3279	4945	7715
营业支出	1417	1698	1728	2218	2868
营业利润	(1297)	3168	1550	2727	4847
利息支出	442	412	155	150	141
利息收入	47	0	48	73	105
权益性投资损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他非经营性损益	(581)	1324	(221)	279	158
非经常项目损益	281	123	223	209	185
除税前利润	(1992)	4202	1445	3138	5153
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	(217)	100	9	47	77
归属普通股股东净利润	(1775)	4102	1436	3091	5076
EPS(元)	(4.56)	10.55	3.69	7.95	13.05

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%	-51%	76%	78%
净利润	-279%	331%	-65%	115%	64%
获利能力					
毛利率	0.7%	21.7%	12.7%	14.9%	18.0%
净利率	-11.0%	18.3%	5.6%	9.3%	11.9%
ROE	-44.9%	48.4%	14.5%	24.6%	30.4%
ROIC	-18.4%	34.9%	9.6%	18.4%	24.6%
偿债能力					
资产负债率	79.6%	62.8%	62.0%	58.9%	55.0%
净负债比率	32.2%	18.6%	16.1%	13.0%	10.2%
流动比率	0.8	1.3	1.5	1.7	1.9
速动比率	0.8	1.2	1.4	1.6	1.8
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
存货周转率	22.7	24.2	26.3	26.1	26.0
应收账款周转率	38.5	64.2	84.8	87.9	89.7
应付账款周转率	9.5	9.2	10.2	10.1	10.0
每股资料(元)					
每股收益	-4.56	10.55	3.69	7.95	13.05
每股经营现金	1.91	13.79	9.02	9.92	14.62
每股净资产	10.16	21.80	25.47	32.31	42.98
每股股利	0.02	0.02	1.11	2.38	3.92
估值比率					
PE		5.3	15.2	7.0	4.3
PB	5.5	2.6	2.2	1.7	1.3
EV/EBITDA		6.3	14.9	8.8	5.9

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。