

德康农牧 (02419.HK)

强烈推荐 (维持)

生猪成本挖潜显效，黄鸡及肉品盈利向好

消费品/农林牧渔
目标估值: NA
当前股价: 66.35 港元

德康 2025 年持续推进畜禽降本增效，生猪头均超额优势明显，Q4 黄鸡扭亏并贡献主要盈利，屠宰及生鲜业务下半年边际改善明显，业绩表现符合预期。

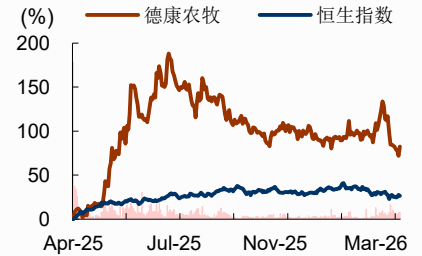
基础数据

□ 生猪头均盈利行业领先，黄鸡业绩逐季度改善。公司 2025 年实现营业收入 232 亿元 (yoy+3.1%)，净利润 14.33 亿元 (yoy-54.6%)，EPS 3.69 元；其中 25H2 实现营业收入 115 亿元 (yoy-12%)，净利润 1.4 亿元 (yoy-94%)，EPS 0.36 元。下半年畜禽价格低迷拖累公司经营表现，但公司积极推进降本增效，生猪头均超额优势明显，禽板块四季度显著扭亏。分业务来看：**1) 生猪**：公司 2025 年出栏生猪 1083 万头 (yoy+23%)，销售均价约 13.74 元/千克 (yoy-17.7%)，得益于公司通过精益化管理实现大幅降本，估算 2025 年德康生猪完全成本已降至 12~12.3 元/千克左右，对应公司全年头均盈利仍居于行业领先水平。**2) 黄羽鸡**：公司 2025 年出栏肉鸡 8814 万羽 (yoy+0.02%)，出栏均价 13.66 元/千克 (yoy-12.2%)，公司灵活调整品种结构，板块经营表现逐季度改善，25Q4 扭亏为盈。此外，屠宰及生鲜业务目前仍处于战略投入期，尚未贡献盈利，但 25H2 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)	386
香港股 (百万股)	155
总市值 (十亿港元)	25.6
香港股市值 (十亿港元)	10.3
每股净资产 (港元)	22.9
ROE (TTM)	16.2
资产负债率	61.9%
主要股东	王德根
主要股东持股比例	33.9102%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-12	90
相对表现	-5	-4	82



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**：近来生猪及仔猪均现亏损，饲料原料涨价进一步挤占养殖端盈利空间；同时政策端对生猪产能调控力度或将进一步增强，能繁母猪产能或迎加速去化，看好兼具成本优势及现金流状况良好的优质猪企。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以年计，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偏低位水平，再加之 2025 年行业亏损半年以上，供给进一步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，预计 2026 年优质企业有望释放盈利。

相关报告

- 《德康农牧 (02419) 一猪鸡成本优势尽显，Q4 黄鸡业务扭亏》 2026-01-22
- 《德康农牧 (02419) 一头均盈利持续领先，25H1 盈利大增》 2025-08-08
- 《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

□ 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，利用科技与精益运营构筑成本护城河，锻造穿越周期的韧性。**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/千克以下，且未来仍有望进一步压降。模式上，公司将通过二号家庭农场模式，联农带农，以技术赋能农户，积极响应国家号召，彰显头部猪企的责任担当。**2) 黄羽鸡**：德康黄羽鸡业务体量居全国第三，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。随着公司产品结构进一步优化，黄羽鸡板块或有望实现更好盈利。结合国家对于生猪产能调控政策变化、饲料原材料价格的变化以及我们对畜禽价格的判断，预计公司 2026~2028 年分别实现净利润分别为 13.85/46.05/57.51 亿元，EPS 分别为 3.6/11.8/14.8 元。维持“强烈推荐”投资评级。

李秋燕 S1090521070001

liqiuayan@cmschina.com.cn

施腾 S1090522080002

shiteng@cmschina.com.cn

□ 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。

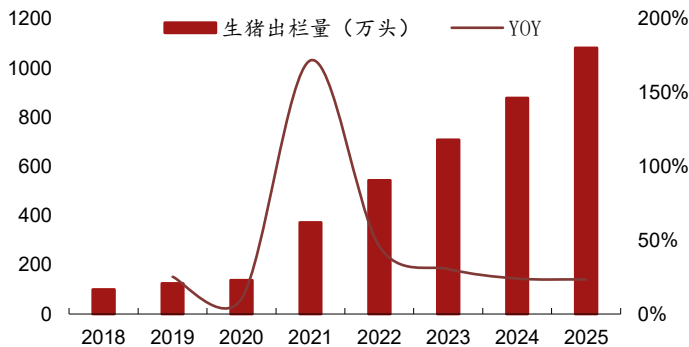
财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	22463	23159	26415	34675	42370
同比增长	39%	3%	14%	31%	22%
营业利润(百万元)	3168	1455	1310	4530	5594
同比增长	-344%	-54%	-10%	246%	24%

归母净利润(百万元)	4102	1433	1385	4605	5751
同比增长	-331%	-65%	-3%	233%	25%
每股收益(元)	10.55	3.69	3.56	11.84	14.79
PE	4.7	13.4	13.9	4.2	3.4
PB	2.3	2.2	1.9	1.3	1.0

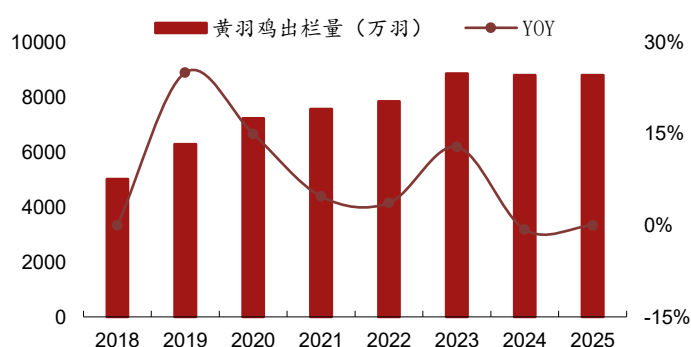
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 2018~2025 年公司商品猪出栏情况



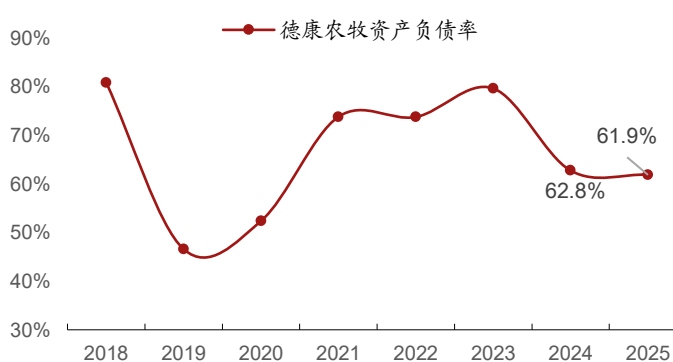
资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 2018~2025 年公司黄羽鸡出栏情况



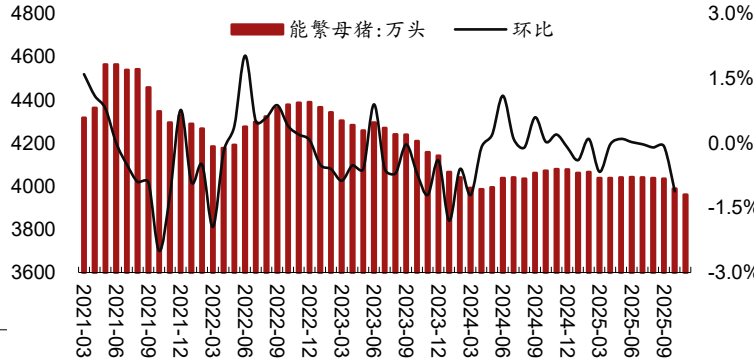
资料来源：公司公告、招商证券

图 3: 2025 年公司资产负债率已降至 62%



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: 公司盈利预测简表

单位: 百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	22463	23159	26415	34675	42370
主营业务收入	22463	23159	26415	34675	42370
营业成本	17598	19976	23467	27787	33810
毛利	4865	3183	2947	6887	8560
营业支出	1698	1727	1638	2358	2966
营业利润	3168	1455	1310	4530	5594
利息支出	412	205	53	52	51
利息收入	0	0	40	64	106
权益性投资损益	(1)	0	0	0	(1)
其他非经营性损益	1324	172	25	7	68
非经常项目损益	123	0	65	63	42
除税前利润	4202	1422	1387	4612	5759
所得税	0	1	1	2	3
少数股东损益	100	(12)	1	5	6
归属普通股股东净利润	4102	1433	1385	4605	5751
EPS (元)	10.55	3.69	3.56	11.84	14.79

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	11765	11528	13477	20268	27669
现金及现金等价物	4492	4589	5367	10610	15937
交易性金融资产	837	203	213	224	235
其他短期投资	31	0	3	5	20
应收账款及票据	11	44	50	66	81
其它应收款	260	393	448	589	719
存货	750	6178	7258	8594	10456
其他流动资产	5385	121	137	180	221
非流动资产	11291	11926	10573	9474	8546
长期投资	10	33	21	25	5
固定资产	7465	7680	6339	5235	4328
无形资产	2470	2537	2537	2537	2537
其他	1345	1676	1676	1676	1676
资产总计	23056	23454	24050	29741	36215
流动负债	9063	8349	8751	10249	12347
应付账款	1945	2507	2628	3112	3787
应交税金	10	11	11	11	11
短期借款	2273	480	456	433	412
其他	4836	5351	5656	6692	8138
长期负债	5407	6178	4992	4992	4992
长期借款	2013	2586	1939	1939	1939
其他	3394	3592	3053	3053	3053
负债合计	14471	14527	13744	15242	17340
股本	389	389	389	389	389
储备	8089	8682	10059	14248	18618
少数股东权益	108	73	74	79	85
归属于母公司所有者权益	8478	8855	10232	14421	18790
负债及权益合计	23056	23454	24050	29741	36215

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	5362	2531	2003	5699	6634
净利润	4102	1433	1385	4605	5751
折旧与摊销	915	1342	1361	1123	928
营运资本变动	951	(359)	(732)	(14)	72
其他非现金调整	(605)	1097	(11)	(15)	(117)
投资活动现金流	(1557)	(967)	44	34	147
资本性支出	(785)	(1753)	(50)	(50)	(50)
出售资产获得的现金	9	30	30	30	30
投资增减	13318	8639	1	17	6
其它	(47)	201	65	71	174
筹资活动现金流	(1865)	(1722)	(1270)	(490)	(1454)
债务增减	(1960)	(835)	(670)	(23)	(22)
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	8	415	1381
其它筹资	95	(886)	(592)	(52)	(51)
其它调整	0	0	(16)	(831)	(2763)
现金净增加额	1947	(158)	777	5243	5327

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	22463	23159	26415	34675	42370
主营业务收入	22463	23159	26415	34675	42370
营业成本	17598	19976	23467	27787	33810
毛利	4865	3183	2947	6887	8560
营业支出	1698	1727	1638	2358	2966
营业利润	3168	1455	1310	4530	5594
利息支出	412	205	53	52	51
利息收入	0	0	40	64	106
权益性投资损益	(1)	0	0	0	(1)
其他非经营性损益	1324	172	25	7	68
非经常项目损益	123	0	65	63	42
除税前利润	4202	1422	1387	4612	5759
所得税	0	1	1	2	3
少数股东损益	100	(12)	1	5	6
归属普通股股东净利润	4102	1433	1385	4605	5751
EPS(元)	10.55	3.69	3.56	11.84	14.79

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	39%	3%	14%	31%	22%
营业利润	-344%	-54%	-10%	246%	24%
净利润	-331%	-65%	-3%	233%	25%
获利能力					
毛利率	21.7%	13.7%	11.2%	19.9%	20.2%
净利率	18.3%	6.2%	5.2%	13.3%	13.6%
ROE	48.4%	16.2%	13.5%	31.9%	30.6%
ROIC	34.9%	13.6%	10.8%	27.3%	27.2%
偿债能力					
资产负债率	62.8%	61.9%	57.1%	51.2%	47.9%
净负债比率	18.6%	13.1%	10.0%	8.0%	6.5%
流动比率	1.3	1.4	1.5	2.0	2.2
速动比率	1.2	0.6	0.7	1.1	1.4
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2
存货周转率	24.2	5.8	3.5	3.5	3.5
应收账款周转率	64.2	65.4	56.5	60.1	58.3
应付账款周转率	9.2	9.0	9.1	9.7	9.8
每股资料(元)					
每股收益	10.55	3.69	3.56	11.84	14.79
每股经营现金	13.79	6.51	5.15	14.66	17.06
每股净资产	21.80	22.77	26.31	37.08	48.32
每股股利	0.02	0.02	1.07	3.55	4.44
估值比率					
PE	4.7	13.4	13.9	4.2	3.4
PB	2.3	2.2	1.9	1.3	1.0
EV/EBITDA	5.4	9.9	10.7	5.1	4.4

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。