



企业报告: Dabaco 越南集团股份公司 (DBC)

研究部

邮箱: research@gtjas.com

2025 年 9 月 30 日

中期前景积极

主要内容

- DBC 是越南领先的生猪养殖企业之一。在 2024 年至 2025 年上半年期间, DBC 的经营活动因越南国内生猪价格高企而受益显著, 预计将助推公司 2025 年的利润超过 1.6 万亿越南盾。
- DBC2025 至 2030 年期间拥有积极的增长前景, 主要得益于养殖场规模的扩张。随着这些项目的推进, DBC 旗下养殖场的总养殖产能预计将新增 3.92 万头能繁母猪和 53 万头商品猪, 助力集团在 2027 至 2028 年实现总存栏规模达到 8 万头能繁母猪和 200 万头商品猪的目标, 相较当前水平对应的商品猪出栏量增长幅度为 54%至 100%。
- 鲜肉消费趋势、越南国内生猪需求高企, 以及以推动专业化养殖体系为重点的新《畜牧法》, 有助于增强 DBC 的前景。
- 目前, DBC 拥有相对健康的财务结构, 负债/股东权益比率为 0.65, 现金及存款超过 2 万亿越南盾, 有助于降低财务失衡风险。

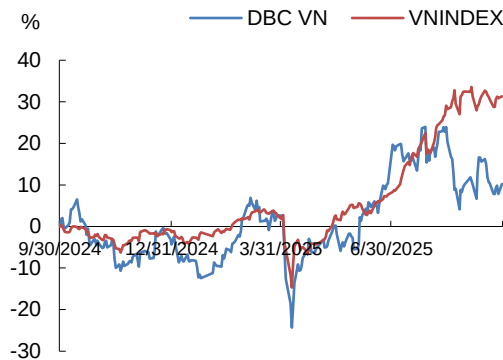
建议

基于估值结果及对 DBC 积极的业务前景判断, 我们建议“增持”DBC 股票, 目标价为 **29500 越南盾/股**。

建议: **增持**6-18个月的目标价: **29500**

目前价: 27250

股票 1 年期收益表现



股价走势	1 M	3 M	1Y
波动率%	0.2%	-7.9%	8.4%
与越南指数相比	-0.8%	13.1%	37.4%
平均价 (越盾)	28,113	29,073	25,642

源: Bloomberg, Guotai Junan (VN)

流通股数 (百万) 384.87
市值 (十亿越南盾) 10,699.29
三个月平均成交量 ('000) 11,096.01
52 周最高/最低价 (越盾) 32350 / 19087

源: the Company, Guotai Junan (VN).

大股东(%)
Free float (%)
Debt/Equity (%)

Nguyen Nhu So 23.3%
71.2%
65

一、企业概况

Dabaco 越南集团股份公司是越南农业-食品领域的龙头企业，按照 3F+（Feed-Farm-Food，即饲料-农场-食品）一体化闭环价值链运营。Dabaco 于 2005 年完成股份制改造，2008 年在河内证券交易所（HNX）挂牌，2019 年转至胡志明市证券交易所（HOSE）上市。

Dabaco 的价值链

养殖与种畜繁育 – 原料生产

- 在北宁、河南、海防、清化、广宁、平福等地拥有猪、鸡种畜养殖场体系；
- 母猪群 5.8 万头；
- 每年出栏生猪 100 万-130 万头；
- 拥有 9 家饲料厂，总产能超过每年 100 万吨。

食品加工和制造

- GMP-WHO 肉鸡屠宰加工厂、蛋品加工厂、植物油厂、有机肥厂
- Dabaco 植物油压榨厂
- 达到 GMP-WHO 标准的兽用疫苗厂

供应

- 在北宁、河内、胡志明市的仓储与物流体系

销售和分销

- 在北宁桂武、慈山、嘉平等市社的 Dabaco 超市
- 在岬港、北宁的 Le Indochina 五星级酒店业务体系
- 向部分国际市场出口鸡蛋、肉类及饲料

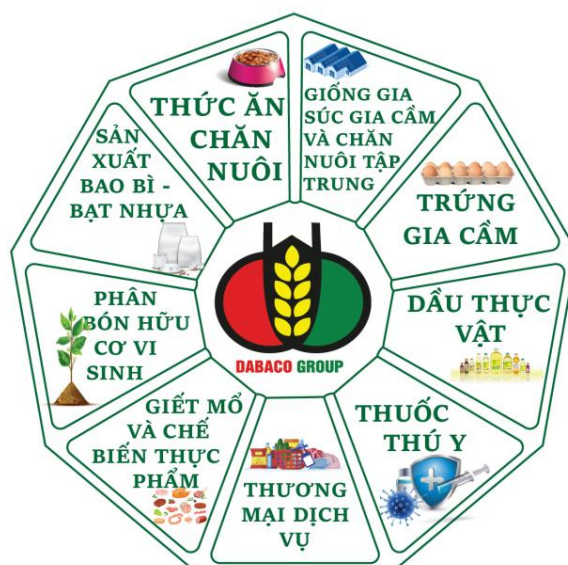
其他服务

- 北宁的诊所与兽医中心
- 商业服务-房地产（商场、酒店、城区、工业园区）
- 在线服务：Dabaco 超市、电商平台

源: Dabaco

DBC 的经营活动包括：饲料生产、种畜繁育、养殖与食品加工；以及其他业务包括物流、酒店服务、零售分销。公司已获得多项国内外质量认证，如 ISO 9001（质量管理体系）、ISO 22000（食品安全）、良好生产规范 GMP 标准、HACCP 流程应用，以及多项国内外“金质质量奖”。

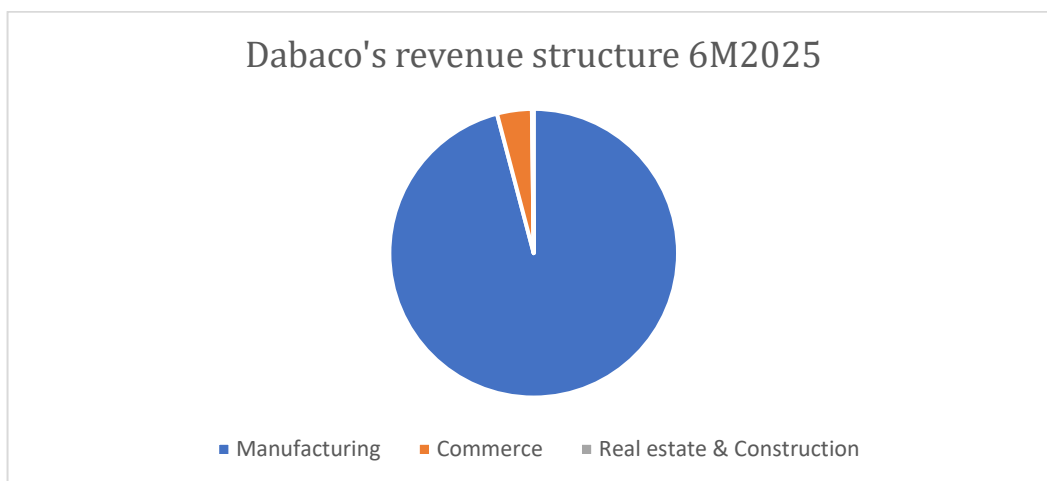
Dabaco 的生态系统



源: Dabaco

2025 年上半年，Dabaco 的累计营收结构明显倾向于生产-养殖板块，占比 96%，约 7.1268 万亿越南盾。商贸-超市-酒店板块贡献 3.9%，而房地产与建筑仅占 0.2%，约 17.9 万亿越南盾。

在生产板块中，业务重点与营收动力仍在于扩大养殖场规模并通过 3F 产业链分销猪肉，同时包括食品加工、饲料生产、食用油与包装等相关活动。

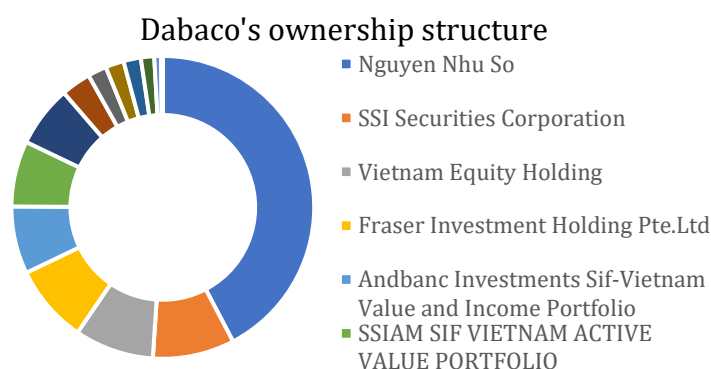


源: Dabaco, GTJAS VN

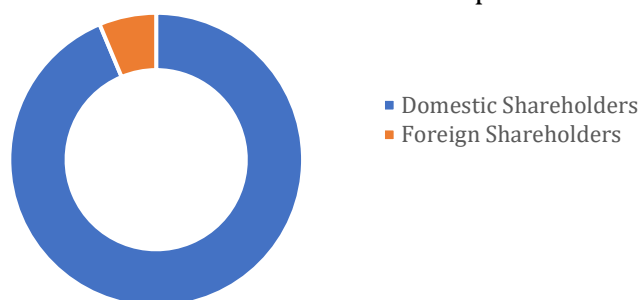
DABACO 董事会与股权结构

截至 2025 年年中，越南 Dabaco 集团（DBC）的股权结构仍主要集中于国内股东。根据公布的数据，国内股东持股比例高达 93.7%，而外国股东持股不足 7%。这表明 Dabaco 依然是一家本土企业，主要由国内投资者控制，这与部分同行业竞争对手（如 GreenFeed 或 Japfa 等外资持股比例较高的企业）有所不同。

Nguyen Nhu So 先生（于 1957 年出生）现任 Dabaco 越南集团股份公司（DBC）董事会主席。他带领企业多次渡过越南农业-食品市场的困难时期，并多次入选越南权威企业家排行榜。



Dabaco's ownership structure



Source: Dabaco, GTJAS VN

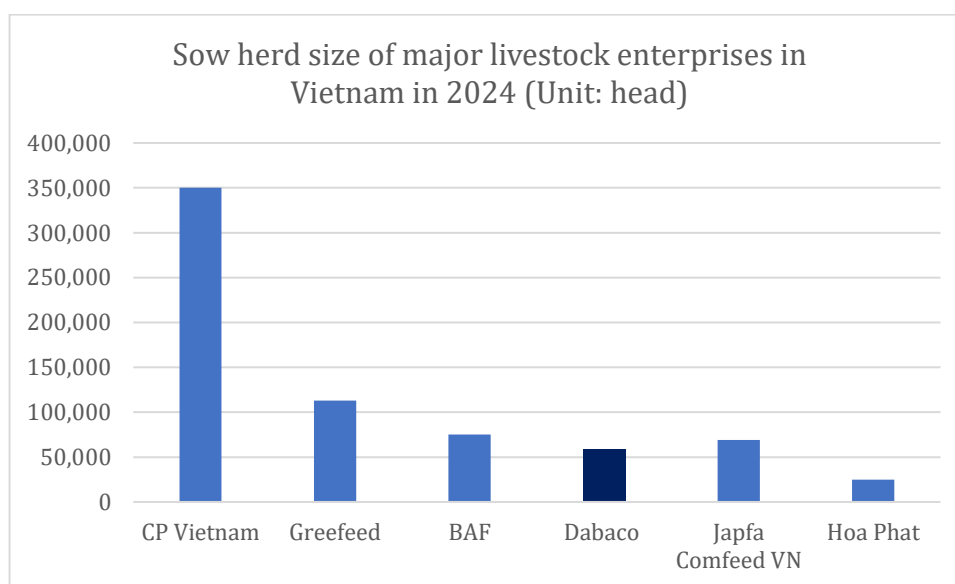
截至 2025 年 8 月 7 日，Dabaco 的股东结构中，最大股东为董事会主席 Nguyen Nhu So 先生，持股比例为 23.3%。其次为部分外国基金和机构股东，但持股比例均低于 5%：SSI 证券股份有限公司持有 4.81%，Vietnam Equity Holding 持有 4.66%，Fraser Investment Holding Pte. Ltd 持有 4.61%，Andbanc Investments Sif - Vietnam Value And Income Portfolio 持有 4.07%，以及 SSIAM SIF Vietnam Active Value Portfolio 持有 3.86%。此外，PYN Elite Fund (Non-Ucits) 也是大股东之一，持股比例为 3.61%。其余个人股东的持股比例均低于 2%。

二、业务经营分析

2.1. Dabaco 作为本土企业之一，拥有行业内规模化、标准化养殖场体系

2.1.1. Dabaco 大力扩张养殖场系统，迈向生猪养殖龙头地位

在 2018–2020 年期间，Dabaco 专注于在多个省份建设高科技养殖场基础设施，因此，公司母猪存栏量在过去 5 年实现指数级增长，从最初的几千头增加至 2024 年的 5.8 万头。根据 2024 年经营报告，净营收达 13.574 万亿越南盾，同比增长 22.2%，其中“自产成品”收入为 12.647 万亿越南盾，同比增长 29.8%。这表明企业的生产与加工业务仍保持增长态势。



源: Dabaco, GTJAS VN 收集

截至 2025 年 7 月底，Dabaco 运营着 45 个养殖场，主要分布在北宁、北江、兴安、河内、永福、和平和

海阳等省市。公司目前母猪存栏量约为 5.8 万头，并计划在未来几年继续扩张至约 8 万头，以在各项目完成后（预计 2027 年）将年出栏能力提升至 200 万头商品猪。

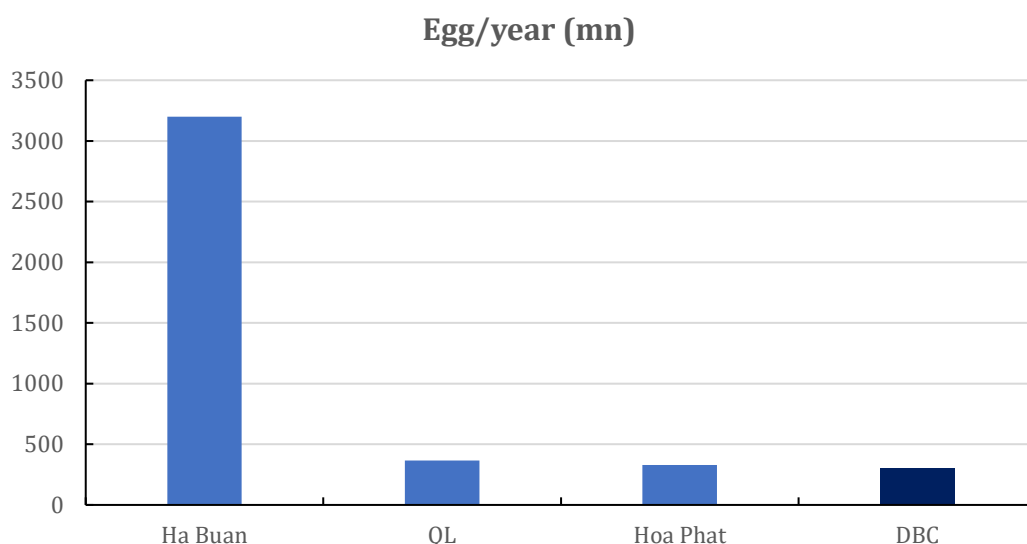
在越南大型养殖企业中，C.P.越南、BAF 和 GreenFeed 是 Dabaco 的直接竞争对手。其中，C.P.越南拥有约 35 万头母猪，规模居市场首位，远超本土企业。而在本土企业中，Dabaco 目前的母猪存栏规模位居第二。

2.1.2. 家禽养殖板块

在种鸡领域：DBC 开展 12 个纯种鸡品系的选育与繁育，每年向市场提供约 7000–8000 万只种鸡。目前，DBC 的种鸡产品因养殖性能优异及产蛋质量突出而深受市场欢迎。

在蛋鸡领域：公司已在北宁省大同–环山（Dai Dong-Hoan Son）工业区投资建设蛋品加工厂，配备现代化生产线，产能达每小时 4 万枚鸡蛋，向市场供应即食鸡蛋品牌 Devi 及高端系列鸡蛋（Omega-3、DHA）。与此同时，Dabaco 目前维持蛋鸡存栏约 100 万只，每年向市场供应超过 3 亿枚鸡蛋，其中部分用于深加工以提升附加值。值得一提的是，DBC 亦是率先推行人道化蛋鸡养殖，不使用笼养方式的企业之一。

在鲜鸡蛋板块：DBC 的业务表现积极，2024 年计划完成率超过 98%。产蛋率达到 80%，单只母鸡年产蛋量为 283 枚。



源: GTJASVN compiled

DBC 的鸡蛋产品在北部、中部的大多数超市均有销售，如 Winmart、Coopmart、BigC、Metro、Lotte、AEON 等，同时也被众多大型食品、糖果企业用作生产原料。

2.2. 饲料板块

饲料板块继续在 Dabaco 的业务结构中保持支柱地位。集团目前运营的饲料工厂系统从北到南分布，设计总产能超过 100 万吨/年，同时满足内部需求和市场商业消费。其产品组合多样，涵盖 Dabaco、

Topfeeds、Nasaco、Kinh Bac、Growfeed、Nutreco 等品牌，覆盖从生猪、家禽到水产养殖，从而帮助 Dabaco 连续多年保持在越南十大知名饲料企业之列（2024 年）。

尽管 Dabaco 在 2024–2025 年期间不再单独披露饲料收入，但各类更新报告均强调该板块仍保持关键作用，在 2021 年前曾占集团总收入的 30%以上。值得注意的是，Dabaco 已扩展至水产饲料领域，建设了 Kinh Bac Aqua、Nutreco Aqua 等工厂，并计划在河静省推进新的项目，显示出其在产品多元化和市场拓展方面的努力。

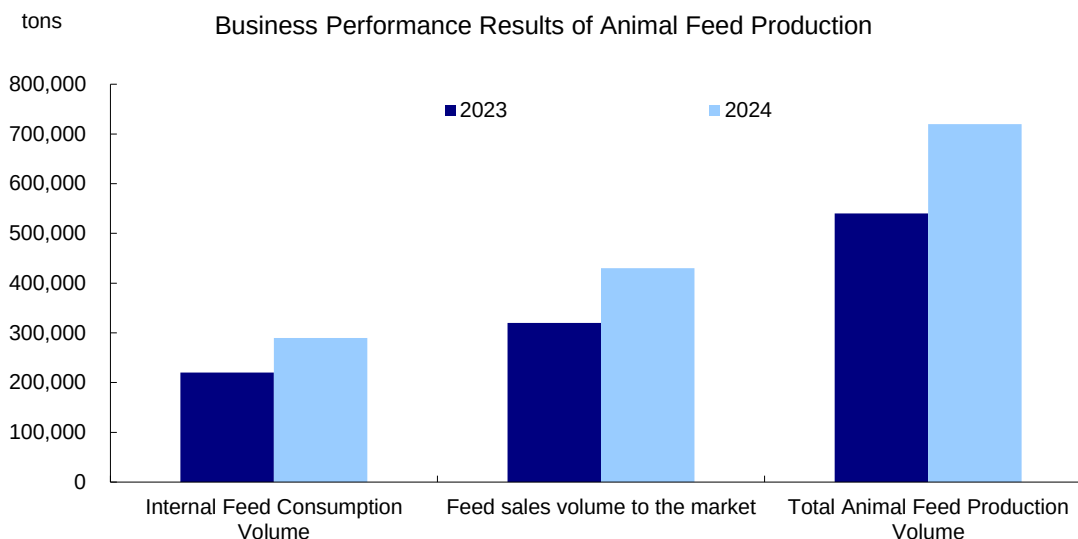
Dabaco 的动物饲料厂

单位/工厂	地点	主要产品	设计产能
Dabaco Feed Mill	北宁	畜禽饲料	20 万吨/年
Topfeeds Feed Mill	北宁	综合饲料	25 万吨/年
Nasaco Hà Nam Feed Mill Co., Ltd	河南	猪、家禽、黄牛等饲料	35 万吨/年
Nutreco Co., Ltd	北宁	饲料 & 水产饲料	超过 30 万吨/年
Dabaco Hoan Son Feed Mill	北宁	仔猪饲料（颗粒、调质）	N/A
Dabaco Binh Phuoc Feed Mill Co., Ltd	平福	猪、鸡、鸭等饲料	N/A
Kinh Bac Aqua Feed Mill	北宁	水产饲料（鱼、鲶鱼、青蛙等）	60 万吨/年
Nutreco Aqua Feed Mill	北宁	水产饲料（浮性 & 沉性）	N/A

源: Dabaco, GTJAS VN

在经营效益方面，饲料原料成本如玉米、大豆、小麦自 2023 年底开始下降，并在 2024–2025 年维持在较低水平，从而改善了利润率。加上新芝港（年产能 240 万吨）的物流优势，Dabaco 在原料进口与卸货环节上更为主动，减少了对国际价格波动的依赖。由此，饲料板块不仅在短期内巩固了利润的稳定性，同时也成为 Dabaco 提升长期竞争力的战略支撑。

与 CP 越南、GreenFeed 或 Masan NutriScience 等大型竞争对手相比，Dabaco 在绝对规模上并未处于绝对领先地位，但其灵活性以及在内部消耗与市场销售之间的平衡能力尤为突出。这一地位帮助 Dabaco 在竞争激烈的饲料行业中保持稳定，同时也成为少数几家能够与外资企业直接竞争的越南本土企业之一。



源: DBC, GTJASVN 收集

2.3. 疫苗板块

疫苗生产是 DBC 于 2025 年新拓展的业务板块。具体而言，2022 年 8 月，DBC 启动建设 Dacovet 疫苗工厂，总投资额达 3000 亿越南盾，设计年产能 2 亿剂，成为越南第 12 家疫苗生产工厂。根据集团管理层介绍，该工厂将生产三类疫苗，分别为：非洲猪瘟（ASF）、蓝耳病以及口蹄疫。

截至 2025 年 2 月 28 日，Dacovac ASF2 非洲猪瘟疫苗已正式获批商业流通，标志着 DBC 在该领域的突破，同时完善了集团整体的农业价值链。

据集团董事长分享，目前 DBC 的 ASF 疫苗已在国内市场销售，并已将样品送往菲律宾和泰国进行试验。DBC 全部生猪群体均已接种该疫苗，保护率达到 98%。目前该疫苗的售价固定在每剂 7 万越南盾。

目前 ASF 疫情仍在持续，自主掌握疫苗来源有助于 DBC 优化生产运营、确保猪群质量，同时抓住市场机遇创造收入。

该板块利润率超过 40%，预计自 2026 年起将对 DBC 的整体利润形成贡献。

2025–2030 年疫苗业务的前景被普遍看好。凭借强大的生产能力、符合国际标准的技术和高利润率，Dabaco 有条件将疫苗打造为继养殖链之后的又一支柱。如果 ASF 疫苗在本土市场得到更广泛接受，而蓝耳病、口蹄疫疫苗也能成功商业化，该业务有望成为提升合并利润率的重要因素，并带来可持续的增长空间。此外，若对菲律宾及其他区域市场的出口计划顺利实施，将有助于扩大市场份额并提升 Dabaco 在区域动物疫苗行业的竞争地位。

尽管疫苗已实现商业化并产生收入，但根据董事长的说法：“今年的经营计划基本已确定，因此疫苗的收入将自 2026 年起计入经营业绩。”

2.4. 其他业务板块

近年来，Dabaco 集团的其他业务板块占总营收约 5%。这些板块包括食品加工、植物油生产；零售与超

市（服务于 DBC 的养殖和加工产品的分销）；酒店与住宿服务；物流；包装与塑料布生产；有机肥料。

总体来看，这些业务板块在完善 Dabaco 的 3F 生态系统（Feed – Farm – Food）中发挥了重要作用，同时也有助于企业将产品高效地分销至市场。

2.5. 覆盖广泛的分销系统

为了不断扩大经营版图，Dabaco 的产品目前已凭借广泛的分销系统进入并覆盖全国大部分省市。根据《2024 年可持续发展报告》，Dabaco 正在运营一个由数千家代理商和分销商组成的网络，从北到南持续扩展，在数量和质量上不断提升。这是确保 3F 产品顺利、便捷到达消费者手中的重要桥梁。

从 Dabaco 的分销体系地图来看，销售网点主要集中在红河三角洲、北中部和东南部，同时也覆盖到北部山区和西原地区。

不仅局限于传统代理渠道，Dabaco 还在北宁设立了 3 家 Dabaco 超市（李太祖、慈善、桂武、嘉平）、桂武商业中心，并通过现代渠道进行分销，包括大型超市（Go!、BigC、VinMart、Co.op Mart、MM Mega Mart）、便利店（VinMart+、Circle K、K Mart），以及线上渠道（Shopee、Haravan、社交媒体）。

这有助于 Dabaco 确保从现代渠道到传统渠道的零售市场覆盖。

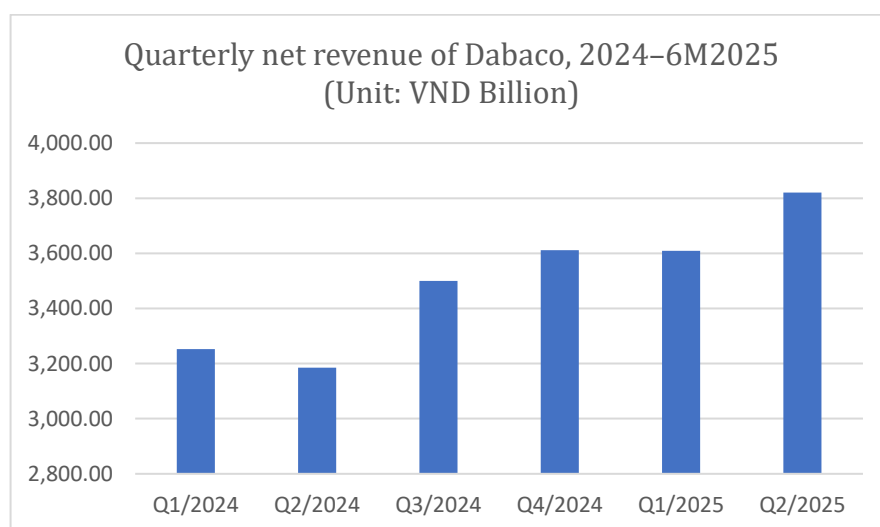


2025 年，Dabaco 的分销体系在北宁省有着显著布局，其超市和商业中心均衡分布于市中心及郊区，以优化消费者的可及性。该省的主要销售网点包括：Dabaco 李太祖超市（北宁市李太祖路）、Dabaco 嘉平超市、Dabaco 桂武超市（商业中心面积近 20 万平方米，投资额约 2500 亿越盾）以及 Dabaco 慈善超市。这些超市不仅销售 3F 体系中的绿色食品，还涵盖时尚服饰、家电、餐饮、娱乐和健康等商品与服务。例如，Dabaco 桂武被设计为多层结构，以满足消费者多样化的购物和服务需求。

此外，Dabaco 目前在全国范围内拥有 300 多家分销代理，这是将产品从工厂输送到市场、覆盖农村消费者的重要传统渠道。

三、Dabaco 经营业绩更新

受益于生猪价格高企，Dabaco 的利润得到扩张。2024 年初，国内生猪价格约为 5 万越盾/公斤，在非洲猪瘟爆发的推动下，于年中攀升至 6.7 万越盾/公斤。截止 2025 年年中，生猪价格在 2025 年第二季度仍维持在 6 万–6.5 万越盾/公斤的高位区间。这是推动 Dabaco 扩大利润率的关键因素。与此同时，饲料成本同比下降约 15% 和 20%，进一步巩固了创纪录的高净利润水平。此外，饲料生产板块继续保持稳定收入。2025 年上半年，集团整体成本增速低于收入增速，反映出国际谷物价格下降所带来的优势。



源: DABACO, GTJAS VN

总体来看，2025 年上半年 Dabaco 的经营业绩显示出其在生猪价格高企与原材料成本下降的背景下明显受益。然而，公司仍然在很大程度上依赖于生猪价格的周期性波动以及疫情防控能力，而畜牧业以外的业务板块目前仅起到辅助作用。

指标（十亿越南盾）	2025 年第二季度	同比	2025 年上半年累计	同比
收入	3,897.2	+0.2%	7,429.5	+15.4%
毛利	825.1	+91.65%	1,642.3	+110.72%

税后利润	507	+248.6%	1,073.1	+365.6%
------	-----	---------	---------	---------

源: Dabaco, GTJAS VN

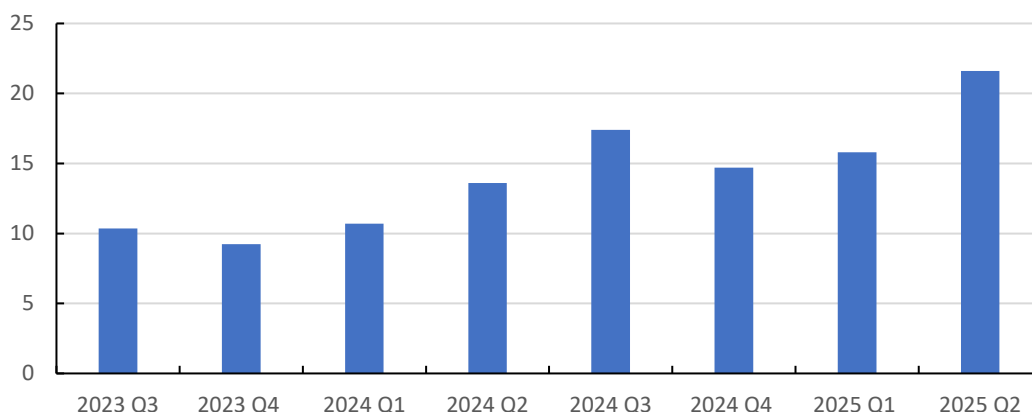
2025 年上半年，Dabaco 实现营业收入 7.429 万亿越盾，同比增长 15.4%，其中超过 96%来自动物饲养、食品加工、食用油、包装等制造板块。贸易—超市—酒店业务贡献收入 3027 亿越盾，占总收入约 3.9%，而房地产与建筑板块仅录得 179 亿越盾，占比约 0.2%。上半年累计净利润达到 1.015 万亿越盾，同比增长近 4.7 倍，仅用半年时间就已超额完成 2025 全年目标。

毛利率改善

在过去阶段，Dabaco 的毛利率随生猪价格和饲料原料价格波动而大幅变化。2024 年第一季度：生猪价格维持在 5 万–5.2 万越盾/公斤的低位，毛利率仅约 6.4%，对应毛利 1830 亿越盾，营业收入逾 2.86 万亿越盾。2024 年第二季度：生猪价格回升至 5.5 万–5.8 万越盾/公斤，毛利率提升至 14.4%，毛利 4300 亿越盾。2024 年第三季度：延续复苏趋势，毛利率进一步升至 15.3%，营业收入 3.429 万亿越盾，毛利 5260 亿越盾。

进入 2025 年，Dabaco 的毛利率显著跃升。2025 年第一季度：春节前生猪价格创下 8 万–8 万越盾/公斤的新高，毛利率升至 15.8%，毛利 5810 亿越盾，营业收入 3.678 万亿越盾。2025 年第二季度：即使生猪价格回落至 6.5 万越盾/公斤，毛利率仍保持在 21.6%的高位，毛利 8250 亿越盾，营业收入 3.82 万亿越盾——为近年最高水平。这一结果并非偶然，而是三大因素共同作用的结果：饲料成本同比下降 15%至 20%，降低了养猪成本（据董事长分享，目前 DBC 的养猪成本约 4.6 万–4.7 万越盾/公斤）；第二季度出栏的一部分生猪来自 2024 年第四季度至 2025 年第一季度的养殖阶段，当时投入成本较低，而销售价格处于高位，体现了生产周期的时滞效应；第二季度的收入结构中，食用油和禽蛋等高毛利产品贡献显著增加。

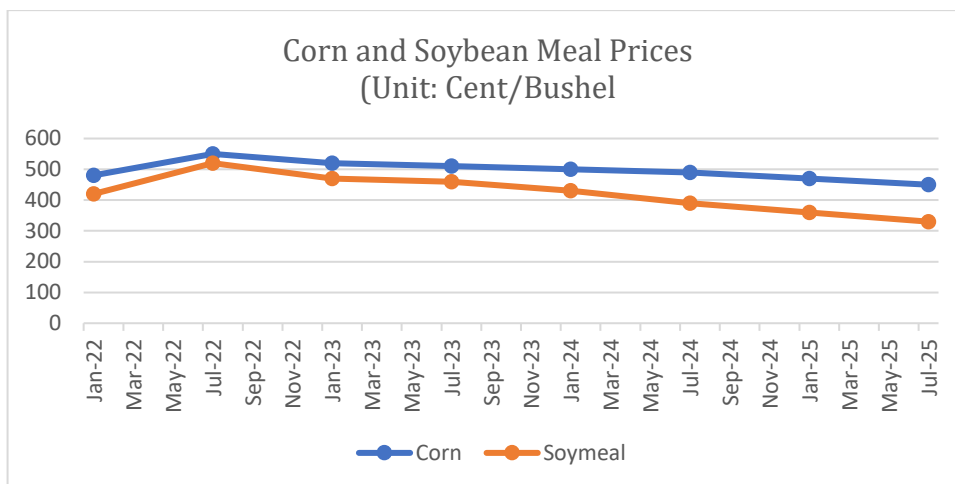
Gross profit margin of Dabaco (%)



源: Bloomberg, GTJAS VN

然而，未来几个季度的 LNG 毛利率前景仍在很大程度上取决于生猪价格的周期性波动以及进口粮食价格的走势。

2024–2025 年，饲料原料成本的回落将继续成为 DBC 饲料环节的利好因素。



源: GTJAS VN

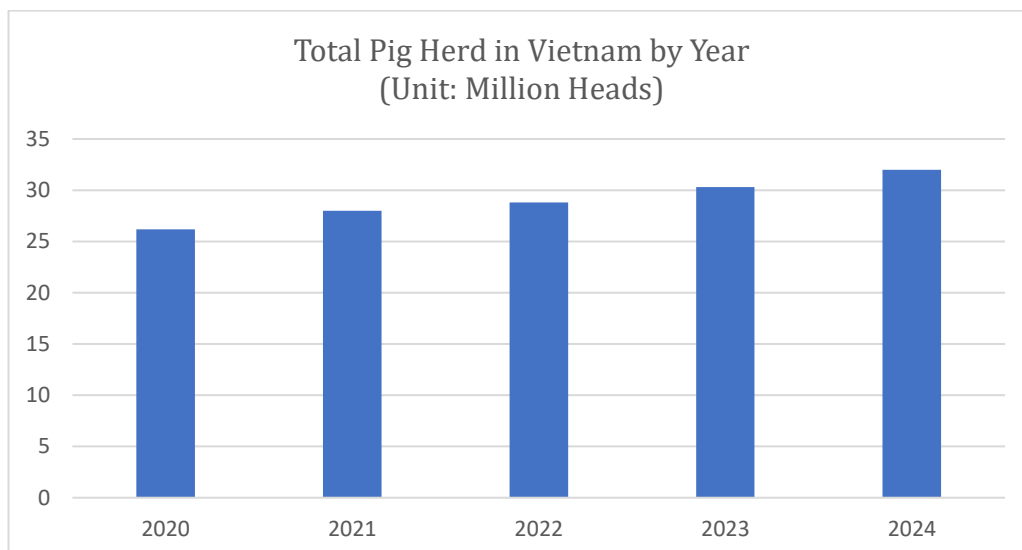
谷物价格走势下降的态势继续支撑饲料业务的利润率。DBC 的养殖板块毛利率预计可达约 18%-19%。

四、投资论点

4.1. 大规模养殖场趋势为 DBC 等养殖企业带来机遇

根据自 2025 年 1 月 1 日起实施的新《畜牧法》，对于未达标的居民区养殖将被严格限制，市场正在迅速从零散的小农户转向按照封闭流程运作的大型养殖场：种源有明确溯源、养殖区隔离并设有“三层生物安全”措施、疫苗接种按计划实施、屠宰与冷链储运一体化，以及通过现代零售渠道进行销售。

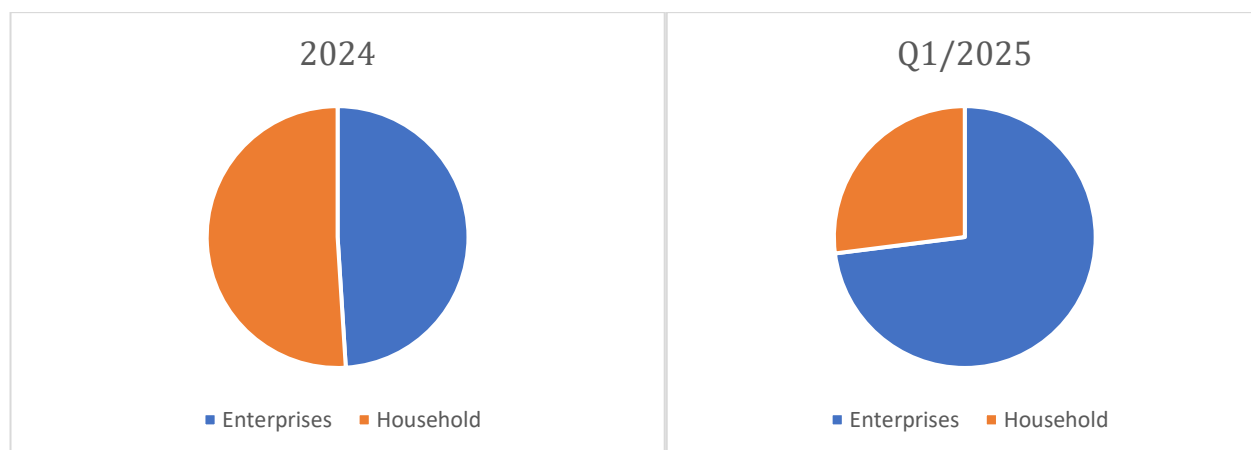
现有畜群结构显示行业集中度正在不断提升：截至 2025 年 5 月底，全国生猪总存栏预计达 2710 万头，同比增加 3.6%；其中能繁母猪存栏约 215 万头。



源: GTJAS VN tổng hợp

越南在 2020–2024 年期间的生猪养殖结构显示出从零散农户向养殖场和企业模式的明显转变。2020 年，农户仍占据超过一半的猪肉产量，但到 2023 年这一比例已下降至约 38%。到 2024 年，尽管企业与农户的比例大致相当，但农户的产量仅占约 30%-32%，而养殖场和企业已占到近 70% 的总供给。随着《畜牧法》正式生效，这一趋势预计将在 2025 年继续加强，使养殖场/企业的产量占比提升至约 72%。

越南 2024 年及 2025 年第一季度按农户和企业的养殖结构



源: Tạp chí chăn nuôi Việt Nam, GTJAS VN

在 2026–2030 年阶段，行业结构预计将达到高度集中，其中企业与工业化养殖场将占总产量的约 75%-80%，而零散农户的比例降至 25%以下。这反映了行业在生物安全、疫病防控和溯源要求日益严格下的必然趋势，同时也为按照 3F 闭环模式运作的大型企业带来增长机遇。

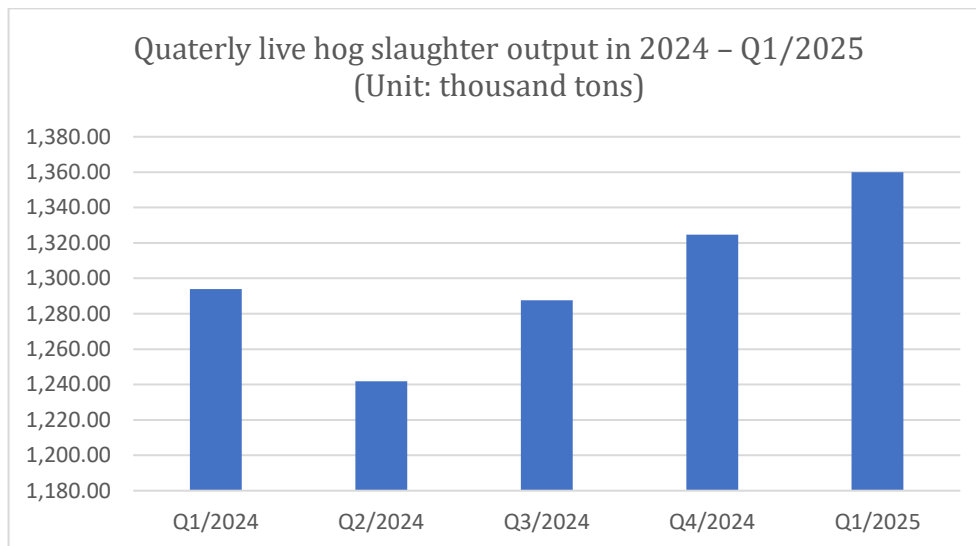
当前的生猪养殖项目布局显示，高科技养殖集群正从北到南逐步形成，其中南部的西宁–平福走廊与北部/中部的广宁–广治走廊是产能扩张的重点区域。

在东南部，BAF 越南已获西宁批准建设“智能养猪公寓”模式，规划规模约 6.4 万头能繁母猪和每年 160 万头商品猪，配套年产 60 万吨的饲料厂；企业同时和平福提出第二个项目，规模约 2 万头母猪、每年 50 万头生猪——若完成合法化程序，该集群将成为区域领先的产能中心。

在北部，Dabaco 已在广宁开工建设高科技种猪与商品猪养殖区，并将总投资提高至 5435 亿越盾；同时筹备在广治的 85 公顷项目，预计投资 9500 亿越盾，自 2026 年起新增产能。与此同时，和发农业已提交 IPO 申请，计划扩大养殖场与饲料产能；其内部公布的目标为每年 75 万头商品猪和 100 万吨饲料，显示大量资金将继续流入工业化养殖板块。与此同时，CP 越南依然是规模最大的企业，拥有 35 万头能繁母猪，占全国母猪存栏的 16%以上，并保持每年超过 680 万头生猪的稳定供应能力。

4.2. 越南猪肉消费需求保持增长趋势

国内供应短缺导致生猪价格在 2024 年至 2025 年上半年保持在高位。



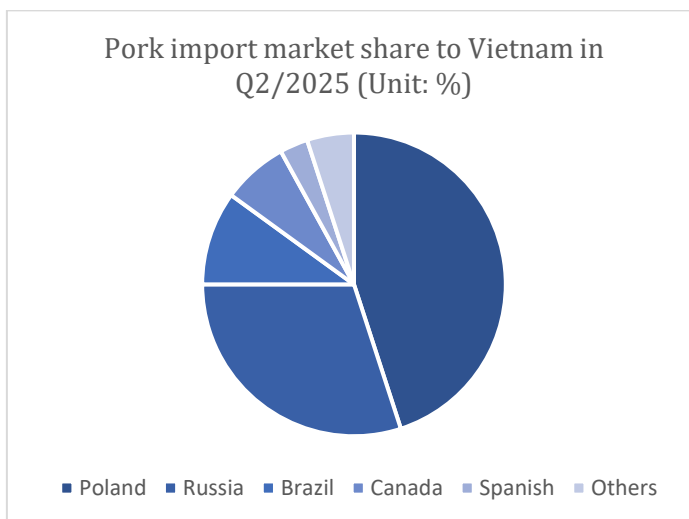
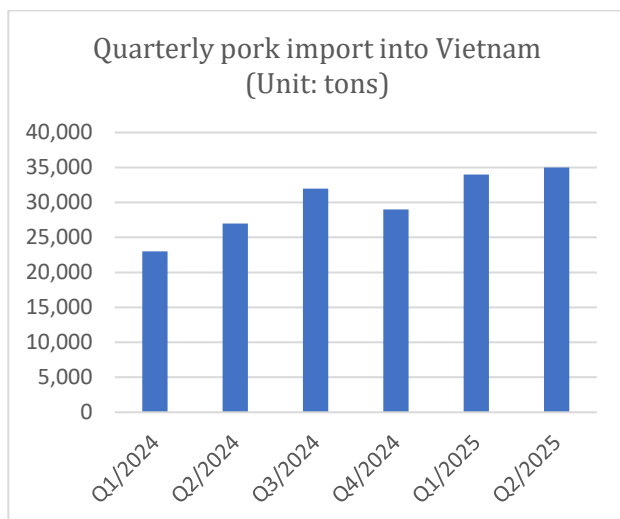
源: GSO, GTJASVN Research

根据越南统计局数据，2024 年猪肉仍是主要蛋白来源，产量达到 518 万吨，占肉类总产量的 62.6%。人均猪肉消费量约为 37.04 公斤/年（以公斤肉/人/年计算），使越南位列全球猪肉消费量第四大国。进入 2025 年，生猪存栏规模持续增长，预计至 2025 年 5 月底达 2710 万头，同比增长 3.6%。与此同时，经过年初的“高温”行情（2025 年 3 月均价一度达到 7.65 万越南盾/公斤），生猪价格已在 9 月末回落至 5.4 万–5.8 万越南盾/公斤区间。这些走势表明国内供应正逐步恢复，价格水平也趋于年内更为均衡的状态。

国内消费需求正在向冷鲜肉与品牌肉转移。

传统热鲜肉仍占据主导，估算约占总消费量的 70%至 75%，主要通过传统农贸市场流通，但该模式在卫生、安全和溯源方面存在明显局限。相比之下，冷鲜肉目前市场份额仅 15%至 20%，但保持着超过 20%的年增长率，被寄予厚望有望逐步替代热鲜肉。这一趋势类似中国市场，仅用十年时间，冷鲜肉便在现代零售渠道中占比高达 90%。推动这一转变的动力主要来自城市消费者，尤其是中产阶级与年轻群体，他们愈发重视肉品质量、卫生标准与可追溯来源；同时，消费习惯也逐渐转向超市、便利店及线上渠道。顺应趋势，Masan MeatLife、CP、Dabaco 等大型企业正加大对冷链供应、现代化屠宰及冷鲜肉品牌建设的投资。与此同时，非洲猪瘟疫情及近年来饲料价格波动进一步加快了产品标准化与受控消费的进程。总体来看，消费结构正逐步形成“热鲜肉下降、冷鲜肉与冷冻肉上升”的格局，为越南企业创造了既能提升附加值，又能建设符合国际标准的现代化流通体系的机遇。

进口冷冻肉占比约 5–10%，主要用于工业加工及大型超市渠道。



源: vietnambiz, Cục Hải quan Việt Nam, Cục Xuất nhập khẩu, GTJASVN RS

在进口方面，仅 2025 年第二季度，越南就进口了约 3.45 万吨猪肉，同比增长 26.5%，进口额超过 9200 万美元。累计 2025 年前 7 个月进口量达到 8.61 万吨，金额 2.3076 亿美元。主要供应市场来自俄罗斯、巴西和加拿大。尽管这一数字与国内产量相比仍然较小（每季度数百万吨），但在进口冷鲜/冷冻肉细分市场中却起到补充作用，并推动了现代零售渠道中新消费习惯的形成。

4.3. 产能扩张有助于巩固 Dabaco 的增长前景

在未来 2–3 年内，DBC 计划向新农场体系追加投资 3 万亿越盾，以大幅提升养殖规模。

企业的一些重点项目

板块	项目	规模	进展
饲料	Thanh Hoa Farm	3600 能繁母猪	预计 2025 年完成
	Quang Ninh Farm	3000 能繁母猪 40000 商品猪	预计 2025 年 8 月开工
	Lao Cai Farm	7200 能繁母猪 80000 商品猪	预计 2025 年 10 月开工
	Quang Tri Farm	7200 能繁母猪 80000 商品猪	预计 2025 年 12 月开工
	Thai Nguyen Farm	6200 能繁母猪 80000 商品猪	预计 2026 年第一/第二季度开工
	Thanh Hoa Farm	12000 能繁母猪 250000 商品猪	预计 2026 年底投资
饲料产品	Ha Tinh Animal Feed mill	产能 20 万吨/年	预计 2026 年 6 月竣工

源: DBC, GTJASVN RS

对于这些项目，DBC 集团预计其养殖场的总养殖规模将新增 3.92 万头能繁母猪和 53 万头商品猪，使集团在 2027–2028 年阶段实现总群规模 8 万头能繁母猪和 200 万头商品猪的目标，对应生猪出栏量较当前水平增长 54%至 100%。凭借这一雄心勃勃的计划，到 2030 年，DBC 的总营收目标将提升至 3.8 万亿–4 万亿越盾，较 2024 年增长约 1.5 倍。同时，预计在 2026–2030 年期间，利润将保持至少 7%的年均增速，体现了其可持续与长期发展的战略方向。

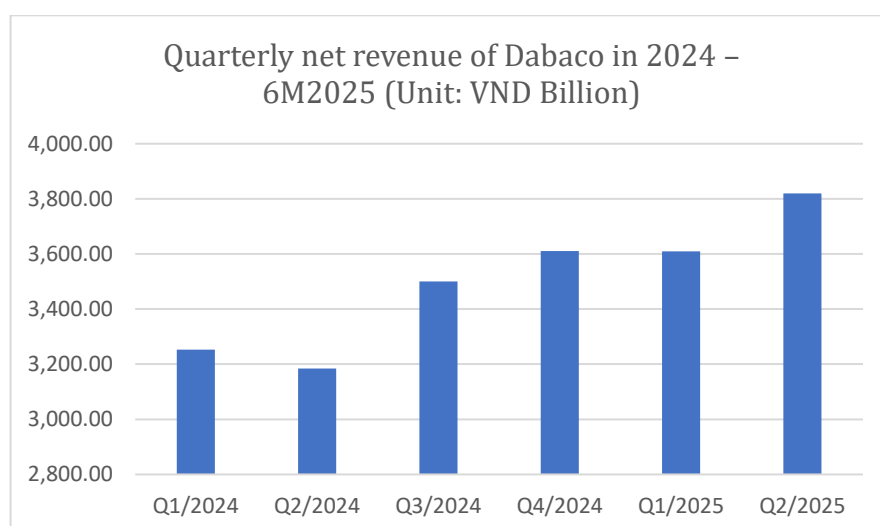
在饲料板块，随着新项目投产，产能预计将增加 20%，有助于进一步巩固公司的营收增长动力。

此外，DBC 在 2027–2028 年期间也在其他业务板块拥有增长动力。具体而言，公司正在北宁投资建设“万安（Van An）城市新区”项目，采取“以地换基建”的模式，目前正面临法律手续问题，预计将在 2026 年得到解决。与此同时，占地 40 公顷的“乐卫（Lac Ve）工业园与城市新区”项目已在旧养殖基地搬迁后取得投资许可证，目前处于规划阶段，预计将于 2027 年完成。

然而，我们认为万安城市新区项目的前景仍存在不确定性，因此未将其纳入预测。

4.4. 3F 产业链效益巩固利润率

Dabaco 继续深耕“3F”全产业链模式，从饲料生产、种猪繁育与养殖，到屠宰、加工与销售，均实现纵向一体化运作，这一点在《2024 年年度报告》中得到了特别强调。与此同时，公司也在扩充产能，例如建设河静饲料厂及在重点省份推进高科技养殖园区。在短期内，DBC 还实施了 15% 的股票股利分红，以增资支持新一轮投资周期。这些举措表明，DBC 正在从单纯的“群体规模”向“运营深度”（成本控制—加工—渠道分销）转型，从而在行业趋向标准化与品牌化的背景下，进一步巩固其竞争地位。



源: DABACO, GTJAS VN

DBC 的净营收在过去 6 个季度中呈现出明显改善的轨迹，同时也反映出猪肉销售价格的回升趋势。继 2024 年第二季度出现小幅回落后，营收自 2024 年第三季度起反弹，并在第四季度保持上升势头，体现出产量趋于稳定、年末消费需求逐步回暖。进入 2025 年，第一季度的营收维持在上一季度的高位，而 2025 年第二季度则进一步攀升至阶段性最高水平（约 3.8–3.9 万亿越盾），显示出在生猪价格有利的背景下，3F 全产业链的运营效率，以及加工与分销环节的积极贡献。

Dabaco 的商业猪肉产品组合

分块/形态	典型产品	主要销售渠道
生猪	DABACO 猪（瘦肉率约 63%， 优质猪 76–80%）	工业屠宰场/收购批发
胴体 (carcass)	Thân heo nguyên con sau giết mổ 屠宰后的整猪胴体	批发市场、批发经销商、部分供应 HORECA（酒店、餐饮、咖啡厅）
初步分切部位 (primal cuts)	五花肉、肩颈肉、臀肉、肋骨、 梅花肉、内脏	批发市场、批发代理、HORECA

冷鲜肉（0-4°C），托盘包装	后腿肉、肩颈肉、梅花肉、五花肉等	现代零售（超市/商业中心、便利店）、专卖店
冷冻肉	国内/进口猪肉	现代渠道（MT）/ 传统渠道（GT）及线上渠道
加工产品（RTC：即烹食品，RTE：即食食品）	香肠、越南火腿、冷切肉、腌制品	现代渠道、便利店、HORECA、大北宁 Dabaco 内部渠道

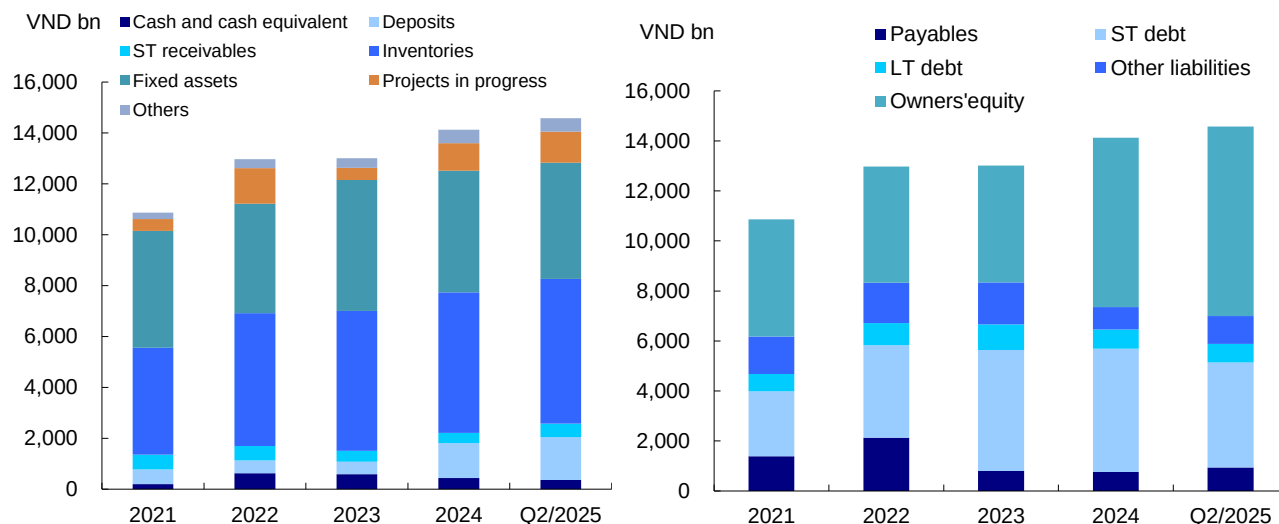
源: GTJASVN RS 收集

商品猪产品组合沿着 3F 产业链延伸的“价值阶梯”：从生猪 → 胴体/分割 → 0-4°C 冷鲜肉 → 冷冻及预制/即食产品（RTC/RTE），实现了对溯源与品质的有效管控，并打开了现代零售渠道。在竞争激烈且面临非洲猪瘟（ASF）风险的市场环境下，DBC 的纵向一体化优势（掌控上游投入、具备下游加工与分销能力）成为 2025-2026 年维持利润率并扩大市场份额的关键。

养殖成本维持在理想区间：据董事长透露，Dabaco 目前的生猪养殖成本仅为 4.6-4.7 万越盾/公斤，而当前生猪出栏价徘徊在 5.5-5.8 万越盾/公斤，被认为在国内供应仍偏紧的背景下属理想水平。

4.5. 财务结构保持健康

截至 2025 年第二季度末，DBC 的总资产达到 14.574 万亿越盾，年初至今增长 3.2%，主要得益于新项目投资扩张。在资产结构中，公司保持了超过 2 万亿越盾的现金及存款规模，确保了充足的流动性；与此同时，存货（包括养殖群体规模与制成品）也维持在 5 万亿越盾以上的水平。



源: FiiiproX, GTJASVN RS

Dabaco 在 2024 年至 2025 年上半年期间的财务结构呈现出明显改善，主要得益于股东权益的大幅提升以及同期创纪录的利润水平。截至 2025 年第二季度末，DBC 的负债/股东权益比率仅为 0.65，较 2023 年超过 1 的水平大幅下降。这一改善也帮助公司在近几个季度显著降低了利息支出。

股息政策

2025 年 8 月，DBC 已实施以股票形式派息，比例为 15%（即股东每持有 100 股可获赠 15 股新股），对应发行约 5020 万股。

目前，Dabaco 尚未公布 2025 年的分红计划，公司优先选择留存利润以补充自有资本，用于支持生猪群规模扩张和长期投资战略。

五、估值与投资建议

采用自由现金流折现法（FCFF），我们测算出 DBC 的目标价为 29500 越盾/股。

假设条件：

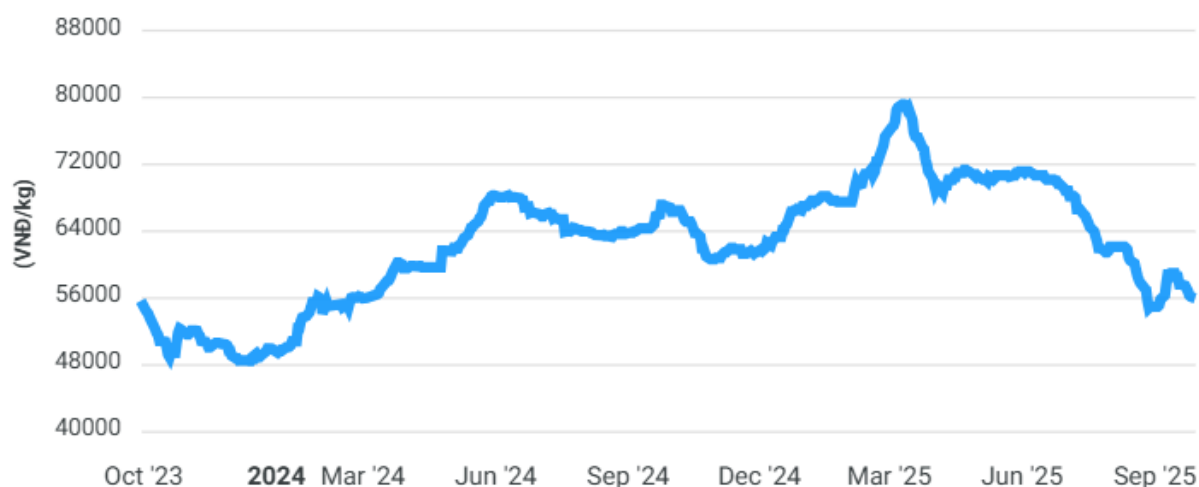
- 加权平均资本成本（WACC）：9%
- 长期增长率：3%

In Millions of VND	Dec 22 A	Dec 23 A	Dec 24 A	Dec 25 E	Dec 26 E	Dec 27 E
Revenue	11,558	11,110	13,574	14,098	15,508	18,813
EBITDA	710	873	1,712	2,117	2,327	2,490
Free Cash Flow	(689)	(869)	(83)	703	576	476

收入与利润预测

目前国内生猪价格已回落至约 5.4–5.8 万越盾/公斤。在假设生猪价格维持在当前区间的前提下，我们预计 DBC 第四季度的营收和利润将小幅下降。2025 年全年总营收和利润预计分别达到 14.098 万亿越盾和 1.615 万亿越盾，同比增速分别为 2.61%与 110%。

国内生猪价格走势



源: Wichart

在第四季度，受非洲猪瘟（ASF）影响，生猪市场预计将出现新的波动。若 ASF 继续导致供应收紧，生猪价格有望保持稳定，甚至因年末节庆消费需求旺盛而小幅上涨。

进入 2026 年预测期，我们假设生猪均价在 5.8 万越盾/公斤（审慎情景）至 6.2 万越盾/公斤（积极情景）之间，而饲料成本保持稳定。就新增产能而言，广宁、清化、老街、广治等地的养殖场项目预计自 2026 年起将开始贡献收入。

在审慎情景下，我们预测合并营收将达 14.577 万亿越盾，同比增长 3.4%。毛利率预计回落至 15%，原因是饲料成本稳定，但生猪价格趋缓，从而使税后利润预计为 9040 亿越盾。

在积极情景下，预计营收与净利润分别达到 15.508 万亿越盾和 1.043 万亿越盾。

Dabaco 营收与净利润情景预测：

2026 年猪肉平均价格	58000	60000	62000
收入	14577.66	15007.89	15508.15
税后净利润	904.0	968.6	1043.6

源: GTJASVN RS

建议

基于估值结果及对 DBC 积极的业务前景评估，我们建议“**增持**”DBC 股票，目标价为 **29500 越南盾/股**。

六、投资风险

市场竞争激烈，但 DBC 凭借多年品牌积淀及国内供应缺口得到支撑

越南猪肉市场竞争异常激烈，行业正从传统的“养殖-出售活猪”模式逐步转向品牌化的全产业链一体化与深加工。主要企业各自形成差异化优势：

- **CP 越南**：在上游环节处于领先地位，母猪存栏约 35 万头，占全国约 16%。
- **Masan MeatLife (MEATDeli)**：凭借年出栏能力达 140 万头的两大综合体，在加工-分销环节表现突出，并依托 WinCommerce 超过 4200 家门店形成广泛覆盖。
- **BAF 越南**：通过大规模投资高科技养殖体系，推动母猪群体快速扩张。
- **GreenFeed**：母猪存栏 11.6 万头，并通过“G Kitchen”品牌切入现代渠道。

在此背景下，尽管 DBC 面临较大竞争压力，但凭借多年积累的品牌认知度以及国内猪肉供应不足的现实，仍具备稳固市场地位并可把握市场空间，即便面对大型一体化竞争对手的挤压。

Dabaco 的业务前景仍然受到以下因素支撑：大规模养殖场扩张项目预计在 2026–2028 年间每年新增 15 万–16 万头出栏；饲料及加工板块维持稳定地位，帮助保持利润率；行业结构正向标准化及大型企业集中度提升的方向演进。因此，即使竞争依旧激烈，Dabaco 凭借一体化能力及扩产战略，仍有基础维持现有市场份额并在中期获得进一步增长空间。

对猪业务依赖度高，使 Dabaco 对疫情与价格波动更为敏感

尽管如此，我们认为该风险已因 DBC 能够自主保障 ASF 疫苗供应而得到缓解。

市场风险：在经历年初以来的强劲上涨后，若市场出现大幅回调，DBC 股价可能出现负面表现。

股票排名

参考指数: VN – Index.

投资期: 6-18 个月

建议	具体
买入	预期收益率相当或大于 15% 或公司/行业前景乐观
收集	预期收益率 5% 至 15% 或公司/行业前景乐观
持有	预期收益率 -5% 至 5% 或公司/行业前景中等
减持	预期收益率-15% 至 -5% 或公司/行业前景不乐观
卖出	预期收益率小于 -15% 或公司/行业前景不乐观

行业排名

参考指数: VN – Index

投资期: 6-18 个月

评级	具体
跑赢大市	与越南指数相比.平均行业利润率大于 5% 或行业前景乐观
中性	与越南指数相比.平均行业利润率-5%至 5% 或行业前景中等
跑输大市	与越南指数相比.平均行业利润率小于-5% 或行业前景不可观

免责声明

本报告的评估是负责编制本报告的分析师对证券代码或者发行机构的个人观点。本报告仅供参考，投资者不应将其视为证券投资咨询内容以做出投资决定，投资者要对自己的投资决定承担全部责任。国泰君安证券（越南）股份公司对因使用本报告的全部或部分信息或本报告所提到的意见而导致的任何损失或被视为受损失的事件不承担任何责任。

负责编制本报告的分析师根据研究的质量和准确性、客户的评价、公司的竞争力和收入等不同因素收到报酬。国泰君安证券（越南）股份公司的总经理、专员、员工可以与本报告所涉及到的任何证券或相关的任何投资款项具有关系。

负责编制本报告的分析师努力根据发布时被视为可靠的信息资源进行编制本报告。国泰君安证券（越南）股份公司不宣称、承诺、确保其的完整性和准确性。本报告中的观点及预测只反映负责分析师在报告发布时的观点，不能视为国泰君安证券（越南）股份公司的观点。另外，本报告可调整而未经提前通知。

本报告的唯一目的是根据其在所在地发布的国家的有关法律和规定向在越南境内外的国泰君安证券（越南）的机构投资者及个人投资者提供信息。其用途不包括为任何国家的任何证券提出买入、卖出或保持的任何推荐。本报告中的观点和推荐不考虑到各投资者的具体目标、需求、战略与背景的不同。投资者应晓得可能将出现利益冲突，影响本报告的客观性。

本报告的内容包括但不限于推荐内容，其不是投资者或任何第三方要求国泰君安证券（越南）股份公司和/或负责编制本报告的分析师为投资者或任何第三方履行关于其投资决定的任何义务的依据。

未经国泰君安证券（越南）股份公司的授权代表的书面同意，任何对象不得以任何用途进行复制、出版或发布本报告。引用时须要注明来源。



GTJA 证券（越南）– 研究部

武琼如

Research Analyst

nhuvq@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:702

吴妙玲

Research Analyst

linhnd@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:705

郑庆玲

Research Analyst

linhtk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:707

阮岐明

Chief Economist

minhmk@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:706

陈氏红绒

Deputy Director

nhungtt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073- ext:703

GTJA 证券（越南）– 客服部

陈玄庄

Customer Service Specialist
and translator

trangth@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:118

阮氏兰香

Customer Service Specialist
and translator

huongntl@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:113

阮秋庄

Customer Service Specialist
and translator

trangnt@gtjas.com.vn

(024) 35.730.073 – ext:114

联系方式

咨询电话:

(024) 35.730.073

挂单电话:

(024) 35.779.999

Email: info@gtjas.com.vn

Website: www.gtjai.com.vn

河内总部

河内市纸桥区陈维兴路 117 号
Charm Vit 大厦一楼

电话:

(024) 35.730.073

传真: (024) 35.730.088

胡志明分公司

胡志明市第三郡国际工厂路第二
号 BIS 三楼

电话:

(028) 38.239.966

传真: (028) 38.239.696

