

## 德康农牧 (02419.HK)

## 猪鸡双轮驱动，种源筑基厚积薄发

德康长期深耕于生猪及黄羽鸡养殖行业，经年积累的育种优势使其畜禽成本领先于同行。未来公司将重点依托2号家庭农场模式带动生猪规模扩张，以家庭农场模式实现禽养殖业务稳步发展，看好其中长期发展前景。

- **德康农牧：恒者行远，西南猪鸡巨头迈向全国。**公司自2006年确立战略发展方向后便长期专注于生猪及黄羽鸡的育种及养殖，并努力往高端食品制造方向延伸。2018~2023年公司营收从32.8亿元增长至161.6亿元，CAGR约38%。2023年公司生猪出栏708万头左右，市占率约0.98%，居中国第七；黄羽鸡出栏量约8873万羽，对应市占率约2.6%，居中国第三。
- **猪：问道丹麦，全产业链价值深度挖潜。**生猪养殖行业步入微利时代，具备成本优势的猪企将获取超额利润。丹麦生猪养殖水平居于世界前列，德康通过学习丹麦先进经验并将其内化成自己的能力：1) 创新养殖模式，尤其是二号家庭农场模式吸引了大批高素质人才；2) 强化育种体系建设，培育德康E系种猪，肉猪出栏成本可降低约100元/头；3) 与通内斯合作，探索高端肉制品。公司计划自西南往华南及华东市场扩张，在自营农场与一号家庭农场稳健扩张的同时，重点发展二号家庭农场模式，预计2027年一号家庭农场及二号家庭农场的出栏量将分别达到800万头及900万头。
- **禽：国鸡起舞，种源优势构筑核心支撑。**当前黄羽鸡父母代产能已降至历史相对低位水平，餐饮复苏&猪价高景气共同提振黄羽鸡需求并带动鸡价上涨。中长期看，活禽革新冰鲜兴起趋势加速。德康在黄羽鸡育种端优势突出，既兼顾了节本增效的诉求，又契合了黄羽鸡消费端由“活禽”向“冰鲜”转型的发展趋势，其自主培育的优质黄鸡市场化效果突出。公司将充分利用其种鸡资源优势，以家庭农场养殖的轻资产模式实现禽养殖业务的稳步扩张。预计2024年黄羽鸡出栏增速约5~10%左右。
- **给予“增持”投资评级。**1) 当前生猪养殖行业逐步进入微利时代，具备成本优势的企业仍有望获取超额利润；黄羽肉鸡行业经过近三年的周期低谷，行业产能去化效果显著，鸡价具备上行基础。2) 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；测算公司2024Q2或已降至14元/千克以下。预计2024年公司生猪出栏增速在20~30%左右。3) 公司将充分利用其种鸡资源优势，进一步扩大养殖规模，提高中慢速及中速型黄羽肉鸡的比例。预计2024年黄羽鸡出栏增速保持在5~10%左右。预计公司2024~2026年分别实现营业收入225/271/342亿元，生物资产公允价值调整后净利润分别为26.3/7.7/33.7亿元，对应EPS分别为6.77/1.99/8.66元。首次覆盖，给予“增持”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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	15037	16155	22472	27077	34193
同比增长	52%	7%	39%	20%	26%
营业利润(百万元)	906	-1297	1984	1186	3510
同比增长	-531%	-243%	253%	-40%	196%
净利润(百万元)	993	-1775	2632	774	3369

## 增持 (首次)

消费品/农林牧渔  
目标估值: NA  
当前股价: 44.6 港元

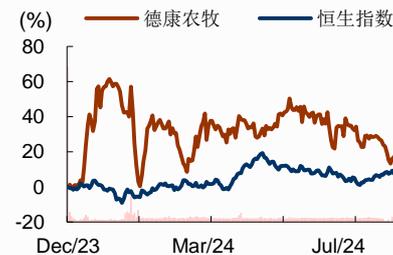
## 基础数据

总股本(百万股)	389
香港股(百万股)	128
总市值(十亿港元)	5.7
香港股市值(十亿港元)	5.7
每股净资产(港元)	47.4
ROE(TTM)	38.0
资产负债率	74.1%
主要股东	王德根
主要股东持股比例	33.77%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-15	19

相对表现



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

李秋燕 S1090521070001

liqiuayan@cmschina.com.cn

同比增长	-133%	-279%	248%	-71%	335%
每股收益(元)	2.74	-4.56	6.77	1.99	8.66
PE	16.0	-9.6	6.5	22.1	5.1
PB	3.2	4.3	2.6	2.4	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、 德康农牧：猪鸡双轮驱动，育种筑基厚积薄发 .....	6
1、公司概况：恒者行远，西南猪鸡巨头迈向全国 .....	6
2、畜禽养殖收入端连年高增，盈利随周期波动 .....	7
3、管理层战略思维清晰，乐于利益分享 .....	8
二、 猪：问道丹麦，全产业链价值深度挖潜 .....	9
1、行业：周期弱化，成本为王 .....	9
特征一：行业集中度或进一步提升 .....	9
特征二：产能去化放缓 .....	10
特征三：行业盈利中枢下移 .....	10
2、公司：丹麦经验本土化，聚焦降本增效 .....	11
（1）公司从丹麦养猪业学到了什么？ .....	11
（2）公司如何实现丹麦经验本土化？ .....	14
（3）前景展望：以低成本优势穿越周期 .....	18
三、 禽：国鸡起舞，种源优势构筑核心支撑 .....	19
1、行业：黄羽鸡景气回升，活禽革新冰鲜兴起 .....	19
2、公司：种源优势构筑核心支撑，轻资产模式稳步扩张 .....	22
3、为什么看好公司黄羽鸡板块的发展？ .....	23
（1）生产端：注重生产效率提升，节本增效 .....	23
（2）需求端：契合黄鸡消费从“活鸡”向“冰鲜”转型的需求 .....	24
（3）养殖端：利用数字化优化养殖管理水平 .....	24
四、 盈利预测与投资建议 .....	25
1、盈利预测 .....	25
2、投资建议 .....	26
五、 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1：公司所处产业链示意图 .....	6
图 2：2018~2023 年公司生猪出栏增长 .....	6
图 3：2018~2023 年公司黄羽鸡出栏增长 .....	6

图 4: 国内主要猪企出栏量排名 (2023 年)	7
图 5: 公司黄羽鸡出栏量排名全国第三 (2023 年)	7
图 6: 2018~2023 年公司营收情况及增长	7
图 7: 2018~2023 年公司净利润情况及增长	7
图 8: 2018~2023 年公司营收结构变化	7
图 9: 2018~2023 年公司各板块毛利率走势	7
图 10: 2000-2030E, 各养殖主体市场份额演变趋势	9
图 11: 2015-2030E, 行业头部猪企出栏量及其占比演变	9
图 12: 农业农村部能繁母猪月度环比变化情况	10
图 13: 国统局能繁母猪季度变化情况	10
图 14: 历轮猪周期行业头均盈利情况	11
图 15: 2004-2023 年, 主要上市猪企资本开支	11
图 16: 主要上市猪企当年及累计盈利 (2018-2024Q1)	11
图 17: 丹麦生猪养殖规模及增速情况	12
图 18: 丹麦猪场数量逐步下降	12
图 19: 丹麦规模猪场结构变化 (2000 年 vs 2018 年)	12
图 20: 2022 年丹麦猪场规模化分工结构	12
图 21: 母猪 PSY: 丹麦具备领先优势 (2022 年)	13
图 22: 日均增重指标: 丹麦具备领先优势 (2022 年)	13
图 23: 丹麦母猪生产效率: PSY 提升趋势明显	13
图 24: 丹麦生猪饲料转化率: 料肉比显著下滑	13
图 25: 丹麦猪肉出口量占产量的比重	14
图 26: 丹麦屠宰场数量变化	14
图 27: 公司生猪养殖采用的三种主要模式	14
图 28: 公司生猪养殖板块收入及增速变化	15
图 29: 公司三种不同模式出栏情况	15
图 30: 2 号农场代养费略高于 1 号农场	15
图 31: 公司母猪总设计存栏情况	15
图 32: 公司生猪育种体系发展历程	16
图 33: 德康 E 系种猪生产性能	17
图 34: 德康 E 系商品猪 (ELY) 生产性能优越	17
图 35: 德康生猪料肉比不断改善	17

图 36: 公司生猪成本结构 .....	17
图 37: 核心及扩繁种群优秀且充足 .....	19
图 38: 德康禽养殖业务产业链示意图 .....	19
图 39: 黄羽鸡行业祖代种鸡存栏情况 (在产+后备) .....	20
图 40: 黄羽鸡行业父母代种鸡存栏情况 (在产+后备) .....	20
图 41: 国内肉鸡出栏量 (亿羽) .....	20
图 42: 2023 年中国肉鸡出栏量占比 .....	20
图 43: 社零餐饮总额同比高增 (累计值) .....	21
图 44: 社零餐饮总额同比高增 (当月值) .....	21
图 45: 推动“生鲜上市”的城市数量变化趋势 .....	21
图 46: 公司黄羽鸡养殖板块收入及增速变化 .....	23
图 47: 黄羽鸡家庭农场模式占比在 95%以上 .....	23
图 48: 禽养殖——德康家庭农场及养殖小区数量变化 .....	23
图 49: 公司主要黄羽鸡品类 .....	23
图 50: 黄羽鸡育种端推动节本增效 .....	24
图 51: 契合黄鸡消费从“活鸡”向“冰鲜”转型的需求 .....	24
图 52: 公司黄羽鸡业务发展的种源基础 .....	25
表 1: 公司实控人为王德根先生, 持股比例合计 36.77% (截至 24 年 6 月 30 日) .....	8
表 2: 公司与通内斯合作的生猪深加工项目 .....	18
表 3: 不同品种肉鸡概况 .....	20
表 4: 近几年各地区纷纷出台活禽禁售政策 .....	21
表 5: 公司销售收入结构预测 .....	25
附: 财务预测表 .....	27

## 一、德康农牧：猪鸡双轮驱动，育种筑基厚积薄发

德康农牧发轫于西南地区四川省，产业涉及生猪养殖、优质鸡养殖、食品加工、数字农业。2023 年公司生猪出栏约 708 万头，排名中国第七；黄羽鸡出栏量约 8873 万羽，排名中国第三。

### 1、公司概况：恒者行远，西南猪鸡巨头迈向全国

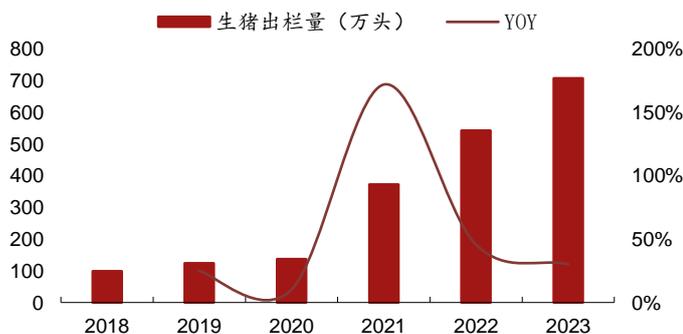
德康集团是从西南四川成长起来的优秀农牧企业。2006 年，集团创始人王德根先生带领团队提出了“饲料-养殖-食品”的三步走战略，此后公司便长期专注于生猪及黄羽鸡的育种及养殖并努力往高端食品制造方向延伸。目前，德康集团拥有 2 家农业产业化国家重点龙头企业，产业涉及生猪养殖、优质鸡养殖、食品加工、数字农业，旗下企业遍布于全国 13 个省、市、自治区，已成为国内极具竞争力与高成长性的农牧企业。从育种端来看，2022 年公司种猪销量排名全国第十，对应市占率 0.5%；父母代黄羽鸡苗销量排名全国第二，对应市占率 19.3%。2023 年公司生猪出栏 708 万头左右，排名中国第七，对应市场份额约 0.98%；黄羽鸡出栏量约 8873 万羽，排名中国第三，对应市场份额约 2.6%。

图 1：公司所处产业链示意图



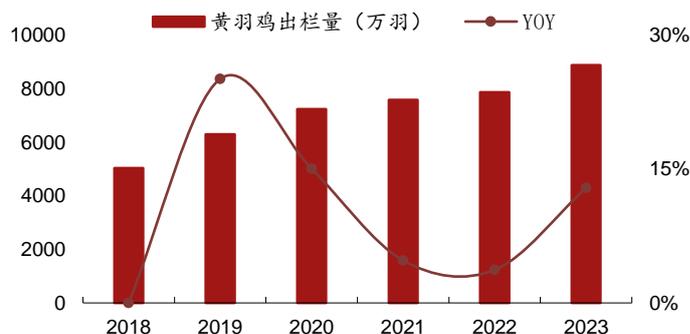
资料来源：公司公告，招商证券

图 2：2018~2023 年公司生猪出栏增长



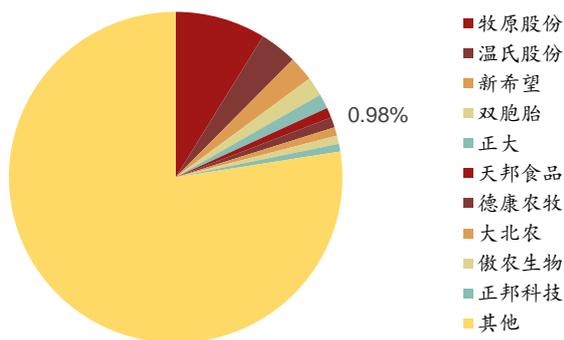
资料来源：公司公告、Wind、招商证券

图 3：2018~2023 年公司黄羽鸡出栏增长



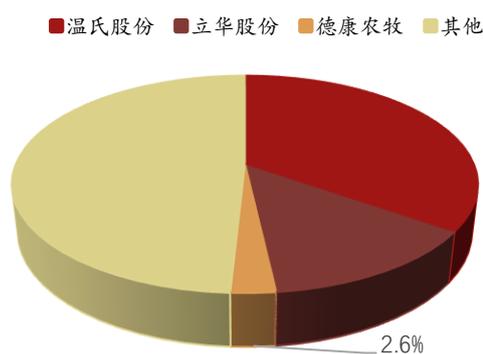
资料来源：公司公告、Wind、招商证券

图 4：国内主要猪企出栏量排名（2023 年）



资料来源：公司公告、Frost & Sullivan、招商证券

图 5：公司黄羽鸡出栏量排名全国第三（2023 年）

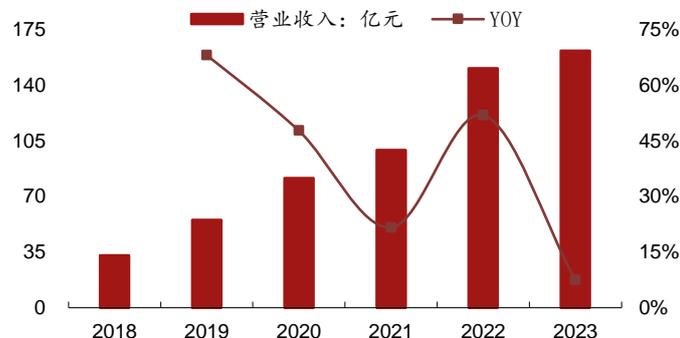


资料来源：公司公告、Frost & Sullivan、招商证券

## 2、畜禽养殖收入端连年高增，盈利随周期波动

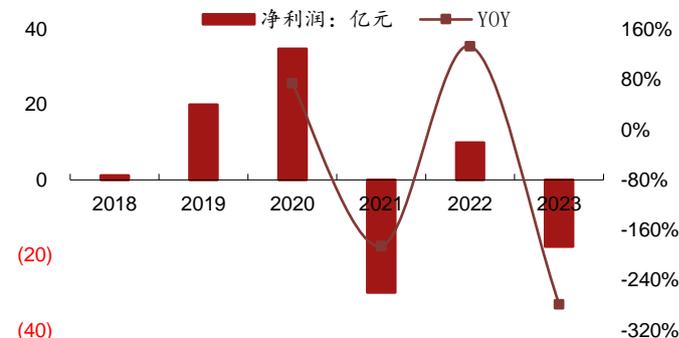
近年来公司收入利润高增，毛利率随周期波动。公司业务包括生猪、家禽与辅助产品三大板块，其中生猪及黄羽鸡育种及养殖为核心。2023 年生猪和黄羽鸡板块营收占比分别为 76%和 21%。受益于生猪及黄羽鸡的出栏量高增，2018~2023 年公司营收从 32.8 亿元增长至 161.6 亿元，CAGR 约 38%；但由于畜禽周期波动，公司养殖业务毛利率及净利润波动幅度较大。

图 6：2018~2023 年公司营收情况及增长



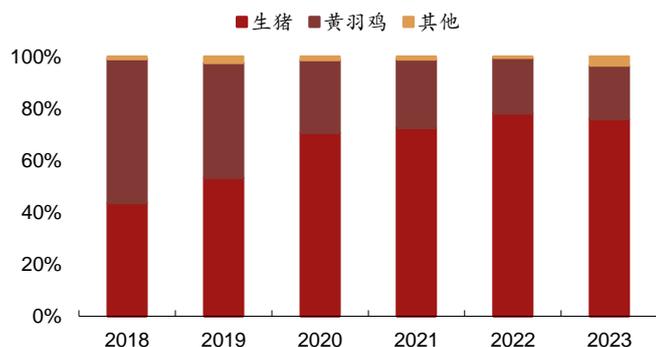
资料来源：公司公告、Wind、招商证券

图 7：2018~2023 年公司净利润情况及增长



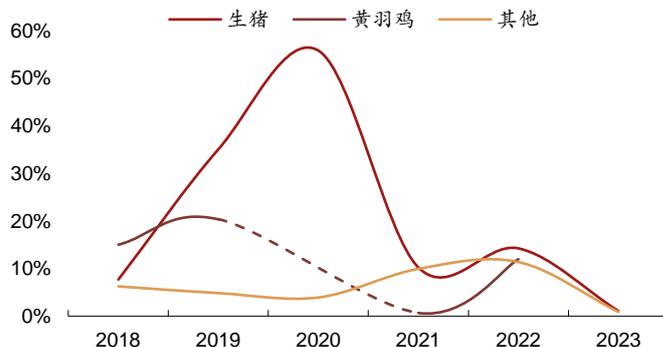
资料来源：公司公告、Wind、招商证券

图 8：2018~2023 年公司营收结构变化



资料来源：公司公告、Wind、招商证券

图 9：2018~2023 年公司各板块毛利率走势



资料来源：公司公告、Wind、招商证券

### 3、管理层战略思维清晰，乐于利益分享

德康生于四川，长于西南。四川省是中国生猪养殖第一大省，也是国家唯一的优质商品猪战略保障基地。多年来，德康农牧始终坚持“用食品思维做养殖，用健康思维做食品”，吸纳了一批高素质专业型人才。我们认为，德康的迅速成长离不开清晰的战略思维和强大战略执行能力。

- i. **顺势而为。**创始人王德根先生曾说过“想要成为值得尊敬的，可持续成长的规模企业，必须要有与国家大局相匹配的战略引领与战略落地能力。”从宏观层面来说，当前公司的家庭农场模式顺应了中国政府对规模化养殖、返乡农民创业的宣传，在持续扩张的过程中，抓住了政策红利，携手农场主脱贫致富，为乡村振兴贡献力量。细化到公司成长过程中，无论是育种体系的建设，还是模式的创新以及产业链的延伸，无一不是其清晰战略思维的具现。
- ii. **保持开放的心态，善于学习：**在养殖端，德康模式的打磨进化中曾多次借鉴丹麦经验，然后再结合中国国情和地方特色不断迭代，最终独创了本土化的新型家庭农场模式。在食品端，德康与德国通内斯合作，高端食品项目顺利投产，或有望引领行业升级。乐于学习，善于学习也是德康敏锐洞察到农牧行业未来发展方向，并得以提前布局的重要原因。
- iii. **乐于分享。**德康在养殖端与合作农户分享：在合作养殖过程中，农场主可以利用公司的技术体系、培训及支持系统不断优化养殖，并获得稳定的收入来源。在肉品端，德康与通内斯的合作，不仅可借此引进知名品牌和食品加工技术，同样也能协助海外企业进入中国市场，形成长期的利益协同效应。互惠共赢的业务模式是助力公司行稳致远的关键。

表 1: 公司实控人为王德根先生, 持股比例合计 36.77%(截至 24 年 6 月 30 日)

股东名称	实控人	股份性质	占已发行普通股比例(%)	股东类型
德盛荣和	王德根	内资股	30.7	持股 5%以上股东
德盛荣和	王德根	H 股	3	持股 5%以上股东
王德根,张强	王德根及配偶张强女士	内资股	3.06	持股 5%以上股东
陈育新,赵桂琴	陈育新及配偶赵桂琴女	H 股	11.49	持股 5%以上股东
光控麦鸣	中国光大	内资股	9.66	持股 5%以上股东
宜兴光控	中国光大	内资股	3.16	持股 5%以上股东
彭本刚,宋远芳	彭本刚,宋远芳	H 股	2.6	持股 5%以上股东
彭本刚,宋远芳	彭本刚,宋远芳	内资股	0.47	持股 5%以上股东
成都嘉坤	宋远芳	内资股	2.3	其他
宋福贤	宋福贤	H 股	2.32	其他
宋福贤	宋福贤	内资股	2.28	其他
胡伟	胡伟	内资股	2.3	其他
唐健源	唐健源	内资股	1.97	其他
唐健源	唐健源	H 股	1.86	其他
王德辉	王德辉	内资股	1.53	其他
成都众诚金宜	王德辉	内资股	1.22	其他
成都众诚金宜	王德辉	H 股	1.22	其他
姚海龙	姚海龙	内资股	0.77	其他
常州麦仑		内资股	0.7	机构投资者
成都同创德恒	王德辉	H 股	0.22	其他
成都同创德恒	王德辉	内资股	0.22	其他
合计			83.05	

资料来源: Wind, 公司公告, 招商证券 注: 小数点四舍五入

## 二、猪：问道丹麦，全产业链价值深度挖潜

当前生猪产业呈现三大特征：行业产能去化放缓，盈利中枢下移，行业分化加剧。资本层面，直接融资限制显著增强；上市公司层面靠融资输血的时代已经落幕，未来猪企将更多依靠硬实力谋求内生增长，具备低成本优势的猪企有望获取超额利润。德康通过学习丹麦先进的生猪养殖经验并将其内化成自身的能力，不断进行养殖成本和价值挖潜，长期发展前景明朗。

### 1、行业：周期弱化，成本为王

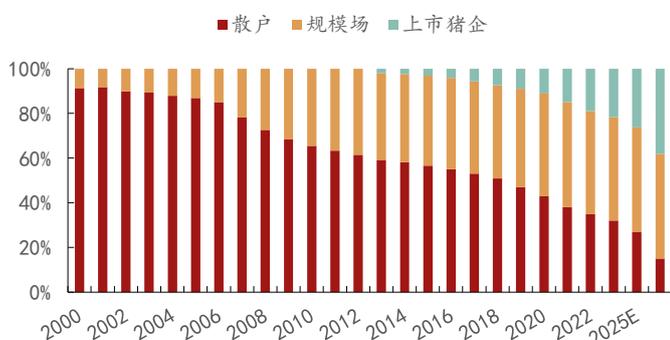
在行业大规模资本开支基本结束以及融资渠道收紧双重影响下，未来生猪养殖行业将呈现出三大特征：集中度进一步提升；产能去化放缓；盈利中枢下移——周期弱化后，具备成本优势的猪企仍有望获取超额利润。

#### 特征一：行业集中度或进一步提升

过去十年，行业集中度快速提升。2015~2023 年，行业前三大上市猪企出栏量从 1856 万头增长至 1.08 亿头，CAGR+25%；前十大上市猪企出栏量从 2091 万头增长至 1.44 亿头，CAGR+27%。行业市场份额快速向头部上市猪企集中。**原因在于：1) 上市猪企融资渠道畅通。**生猪产能扩张需要大量资本开支，难以依靠自身利润积累实现产能快速扩张；**2) 土地政策窗口打开。**非瘟后，为了快速恢复产能，政策端在集团场土地审批上给予了较大支持；**3) 非瘟期间超高盈利刺激猪企大幅扩张。**超高盈利刺激行业补栏积极性，上市猪企基于融资方面、土地资源以及人才储备上的优势大幅扩张产能。

我们认为未来 3 年行业集中度仍将继续提升，主要原因在于：**1) 上市猪企：**大规模资本开支基本结束，优势上市猪企或将通过优化养殖效率及提升产能利用率以降低养殖成本；行业融资停滞，养殖效率低的上市猪企或仍有可能在猪周期底部被迫退出；**2) 规模场：**具备成本优势和疫病防控优势的规模养殖主体仍有望通过利润积累实现产能的进一步提升；**3) 散户：**行业盈利中枢下降以及非瘟疫情常态化，散户长期退出的趋势不变。

图 10：2000-2030E，各养殖主体市场份额演变趋势



资料来源：国家统计局、农业农村部、公司公告，招商证券

图 11：2015-2030E，行业头部猪企出栏量及其占比演变



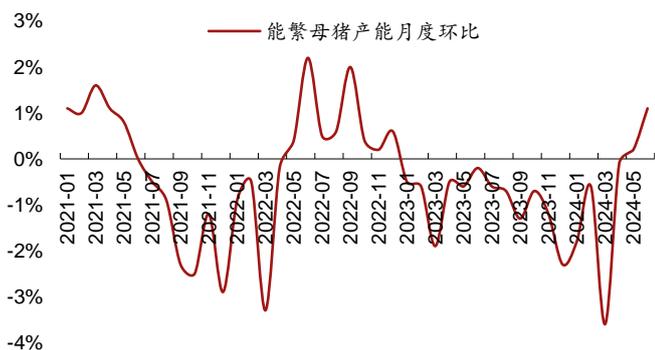
资料来源：国家统计局、公司公告，招商证券。注：假设 2024-2030 年全国生猪出栏量稳定在 7 亿头。

### 特征二：产能去化放缓

在 2010~2021 年的三轮猪周期中，全国能繁母猪产能去化幅度在 8.2%~40% 上下波动；在非瘟后的两轮猪周期中，2022 年 4 月全国能繁母猪产能累积去化幅度 8.5%；2024 年 4 月全国能繁母猪产能累积去化幅度约 9.2%。

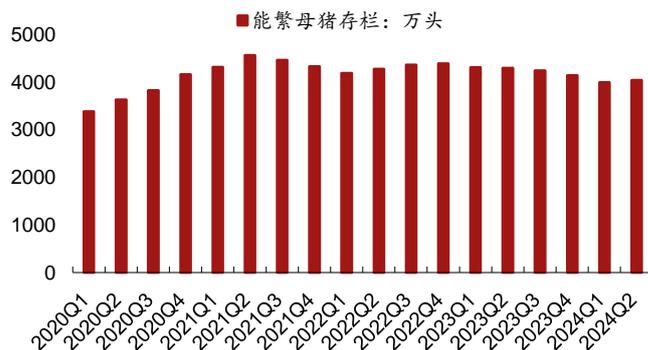
我们分析：近两轮周期中产能去化幅度偏小，原因在于行业集中度显著提升，抵抗周期底部风险的能力明显增强，规模场产能的退出不如散养户灵活。我们判断行业集中度仍将继续提升，在没有外力因素的扰动下，预计母猪产能去化幅度放缓的趋势或延续。

图 12：农业农村部能繁母猪月度环比变化情况



资料来源：农业农村部、招商证券

图 13：国统局能繁母猪季度变化情况



资料来源：国家统计局、招商证券

### 特征三：行业盈利中枢下移

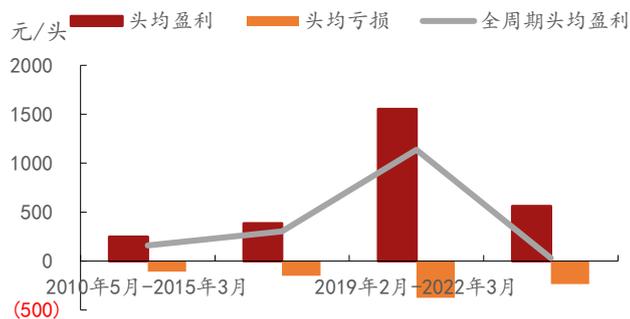
**复盘：**在 2010~2022 年的三轮猪周期中，行业盈利时长在 29~43 个月左右，亏损时长在 7~14 个月左右，全周期头均盈利分别为 161 元、304 元、1137 元；而在 2022~2024 年非瘟后的猪周期中，行业平均盈利时长在 7 个月左右，亏损时长约 14 个月，全周期头均盈利 31 元。

我们判断，2022~2024 年行业盈利中枢下滑的主要原因在于：**1) 产能出清不彻底。**19Q3~22Q1 行业进行大规模资本开支(上市猪企合计资本开支 2854 亿元)后，上市猪企固定资产增长 1567 亿元，2022~2024 年仍处于产能释放期，很多企业即便亏损也不轻易退出，导致产能出清不彻底；此外，21 年猪价步入下行期后，头均盈利收窄直至亏损，行业通过淘汰低效的三元母猪、加强精细化管理等方式降本，生产效率得到显著提升；**2) 生产节奏调整加剧猪价波动。**基于对后市猪价的乐观预期，行业主动压栏增重+二次育肥加剧猪价波动，导致猪价涨幅较大、但是持续性不强，全周期盈利时间短、亏损时间长。

**未来头均盈利中枢或高于 2022~2024 年，但低于前几轮，全周期头均盈利或下降至 100~150 元区间。**长期来看，行业集中度进一步提升，头部猪企周期底部抗风险能力更强，在没有外力扰动因素的情况下，母猪产能去化幅度或放缓，猪价表现趋于平稳，或意味着行业头均盈利中枢下滑、低于供给侧去化比较深的三、四轮猪周期(前几轮盈利落于 161~1000+元)。而 2022~2024 年为非典型猪周期，核心是在于上一轮大幅亏损的企业仍然能不断融资(未来周期融资受限)，并且不少人从 2019 年猪周期中赚钱输血，对未来预期不够理性(未来均衡利润下各类群体都更加理性)，导致行业本来应该出清的产能非理性硬抗的人较多。综上，我们估测预计未来猪周期头均盈利大致落在 100~150 元。随着行业盈利

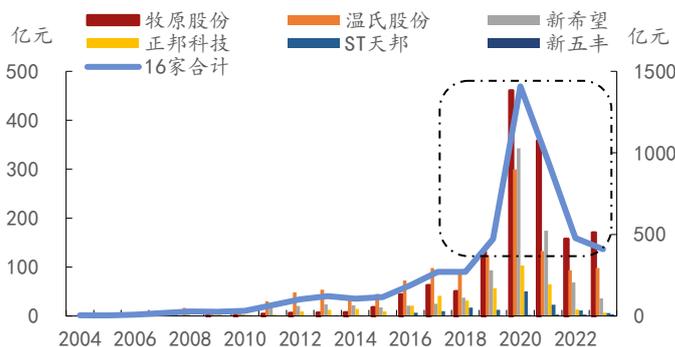
中枢长期下移，具备成本优势的猪企将获取超额利润。

图 14：历轮猪周期行业头均盈利情况



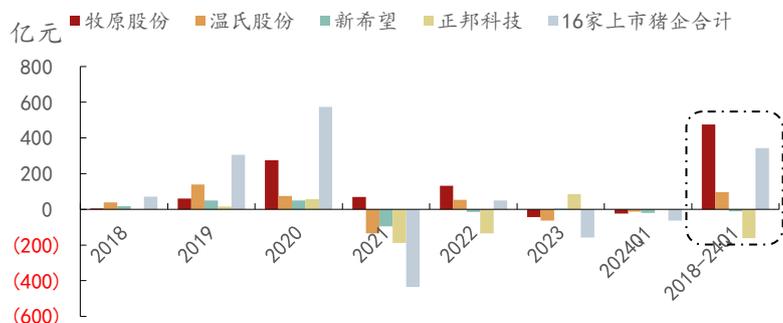
资料来源：Wind，招商证券

图 15：2004-2023 年，主要上市猪企资本开支



资料来源：公司公告，招商证券

图 16：主要上市猪企当年及累计盈利 (2018-2024Q1)



资料来源：公司公告，招商证券

## 2、公司：丹麦经验本土化，聚焦降本增效

丹麦生猪养殖水平居于世界前列，主要得益于：1) 规模化发展与专业化分工，同时还储备了年轻一代的专业型高素质人才；2) 先进的种猪繁育技术；3) 生产以出口为导向的高品质猪肉。

德康通过以下方式将丹麦经验内化成自己的能力：1) 创新养殖模式，尤其是二号家庭农场模式吸引了大批高素质人才；2) 强化育种体系建设，培育德康 E 系种猪，肉猪出栏成本可降低约 100 元/头；3) 与通内斯合作，探索高端肉制品。

### (1) 公司从丹麦养猪业学到了什么？

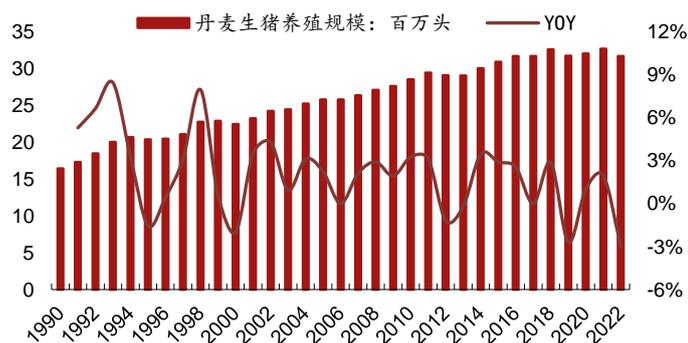
丹麦生猪养殖水平居于世界前列，生猪养殖业是其重要支柱产业之一。丹麦的生猪养殖优势主要体现在其较高的养殖效率、生产报酬率以及较低的抗生素消耗上。2021 年丹麦生猪 PSY 约达到 34，高于全球绝大部分国家。那么，丹麦养猪业为何如此发达呢？

1、丹麦养猪业的高效主要得益于规模化发展与专业化分工。丹麦养猪业以合作社结构为主，猪的繁育、生产、屠宰、加工企业由农户所有。其生猪养殖规模从

1997 年的 2106 万头增长至 2022 年的 2740 万头；但同期猪场数量从 1997 年的 2.27 万个减少到 2022 年的 2399 个，养殖规模化程度不断提升。在前述 2399 个猪场中，有种猪场 291 个、商品猪场 975 个、自繁自养场 1007 个，各猪场按自身条件进行专业化分工，确保高效生产。随着丹麦生猪养殖业规模化水平的提升与专业化分工的比例进一步提升，合作社在联结生产养殖链各环节、降低生产成本中发挥着越来越重要的作用。

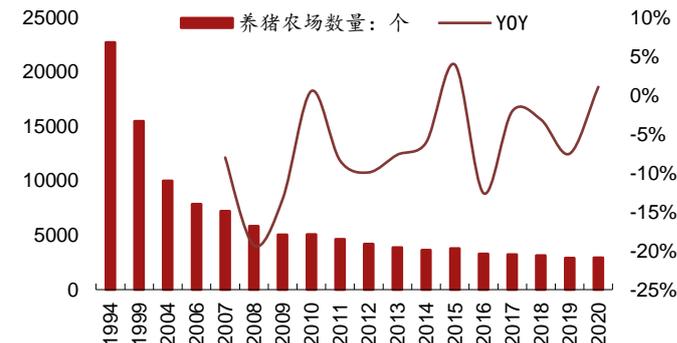
**培育年轻一代专业型高素质人才是养猪产业的基石。**  
**1) 严格的土地制度:** 丹麦法律规定，国家只允许个人拥有农场土地，不允许建立股份制农场；所有农场只能通过市场购买的方式获得，不能通过馈赠或继承方式获得。  
**2) 严格的农场经营资质:** 丹麦法律还规定，土地面积超 30 公顷的农场，农场主必须接受正规培训并获得“绿色证书”后才有资格经营农场，并且要求农场主必须居住在农场。要取得“绿色证书”，除了须完成基础教育外，还需完成专业课程的学习以及在农场实习，并要求通过严格的全国统一考试。严格的土地获得制度和农场经营资格制度，保证了丹麦的每一个农场主都具有相当高的素质。  
**3) 丰富的农业咨询服务支撑:** 遍布全国的农业咨询服务中心还为农场主提供终身教育服务，并与农业院校及科研机构紧密合作，每年定期对农民开展知识更新培训。丹麦农民整体上的高素质为其养猪业保持竞争优势奠定了最重要的基础。

图 17: 丹麦生猪养殖规模及增速情况



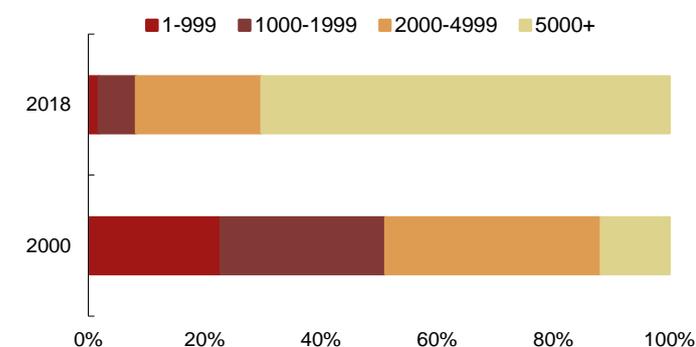
资料来源: Denmark Statistics、招商证券

图 18: 丹麦猪场数量逐步下降



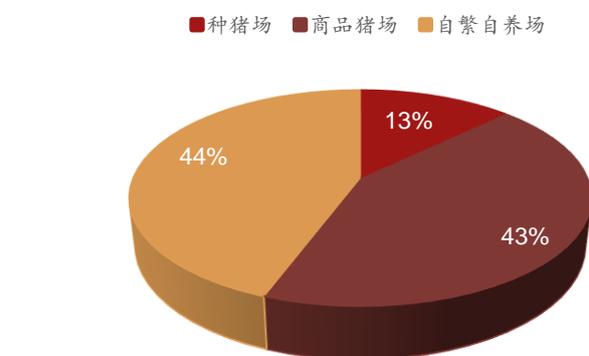
资料来源: Denmark Statistics、招商证券

图 19: 丹麦规模猪场结构变化 (2000 年 vs 2018 年)



资料来源: Denmark Statistics、招商证券

图 20: 2022 年丹麦猪场规模化分工结构

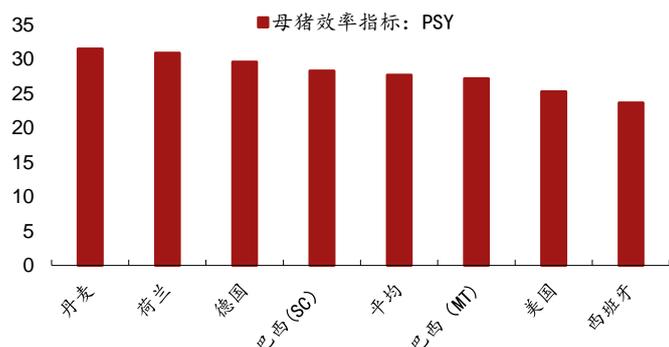


资料来源: Denmark Statistics、招商证券

**2、丹麦养猪业的快速发展也离不开其先进的种猪繁育技术。** 丹麦政府高度重视农业科技，建立了完整的科研体系，从资金和科研力量上给予充足保障。在丹麦，生猪产业的育种工作是由猪研究中心通过 DanAvl 系统来实施，该系统专注于生

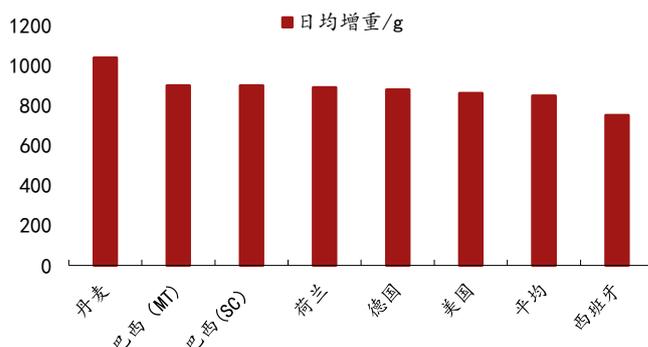
猪选育超过 120 年，围绕养殖和屠宰需求确定育种目标。1974 年之前，丹麦生猪生产效率的提升主要依靠改善喂养过程及环境控制、提高生物安全水平等手段；而在 1974 年之后，生猪生产效率的改善主要依赖于三项关键指标的改善，即 PSY 和断奶仔猪存活率的上升以及断奶仔猪日龄的缩短。从 1974 年到 1994 年的 20 年间，断奶仔猪日龄缩短了将近一半的时间。2021 年丹麦前 25% 猪场的 PSY 可达到 35.6 头。基于此，丹麦的种猪以其优秀的繁殖力、生长速度及饲料报酬高等生产性状闻名世界。

图 21: 母猪 PSY: 丹麦具备领先优势 (2022 年)



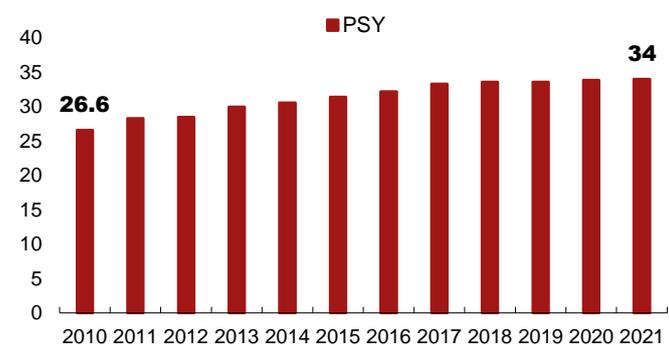
资料来源: InterPIG、招商证券

图 22: 日均增重指标: 丹麦具备领先优势 (2022 年)



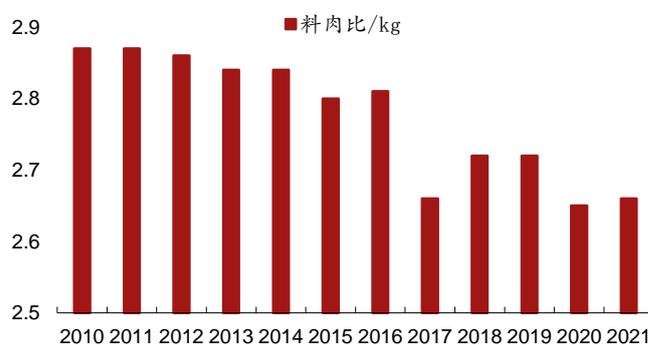
资料来源: InterPIG、招商证券

图 23: 丹麦母猪生产效率: PSY 提升趋势明显



资料来源: InterPIG、招商证券

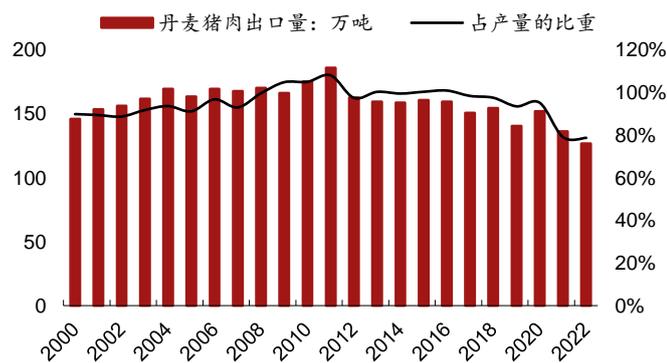
图 24: 丹麦生猪饲料转化率: 料肉比显著下滑



资料来源: InterPIG、招商证券

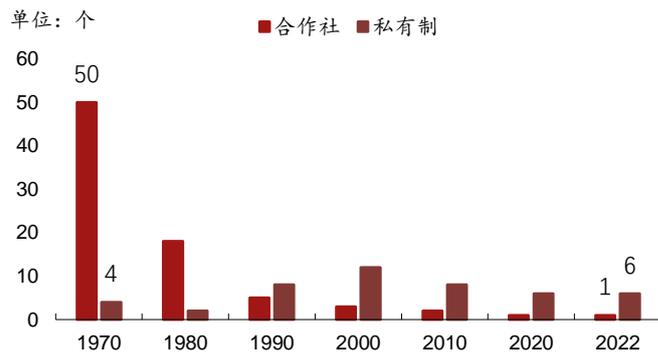
**3、丹麦猪肉品质好，产品生产以出口为导向。**丹麦生猪养殖业是出口导向型的产业，每年约 80~90% 左右的猪及猪肉产品用于出口。由于丹麦的猪肉以出口为主，生产过程中会尽可能参考全球各地市场准入为标准，重视猪肉品质，注重动物福利，不断优化动物卫生和食品安全水平。另外，丹麦养猪业是全球使用抗生素最少的国家，从 2000 年 1 月开始，禁止在猪饲料中使用抗生素促生长剂。从 2014 年起，丹麦皇冠旗下 5 个养猪合作社进行全球首个全程无抗生素养殖实验。这也从源头上保证了猪肉的品质与安全。

图 25: 丹麦猪肉出口量占产量的比重



资料来源: 同花顺、招商证券

图 26: 丹麦屠宰场数量变化



资料来源: InterPIG、招商证券

## (2) 公司如何实现丹麦经验本土化?

### 1、创新养殖模式: 2号家庭农场吸引高素质人才

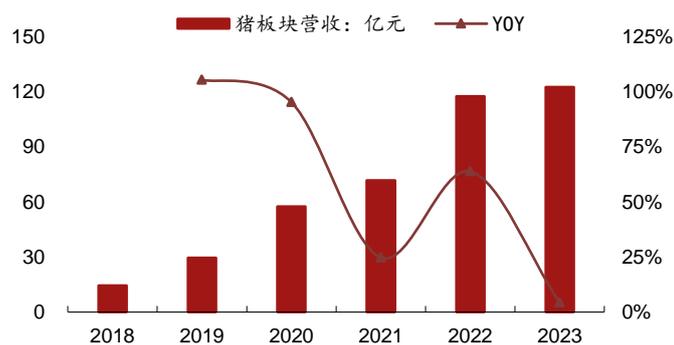
目前公司的生猪养殖模式主要有三种,即二号家庭农场模式、一号家庭农场模式和公司自营模式。2015年首次提出二号家庭农场模式。2022年二号家庭农场模式出栏量约为79万头,一号家庭农场农场模式出栏量为342万头,三种养殖模式的销售额贡献占比分别为15%、68.7%和16.3%。预计2023年二号家庭农场模式的出栏占比提升至20%左右。公司拟以二号家庭农场模式为核心,通过自营农场与家庭农场相结合的模式,实现高效的规模扩张。

图 27: 公司生猪养殖采用的三种主要模式



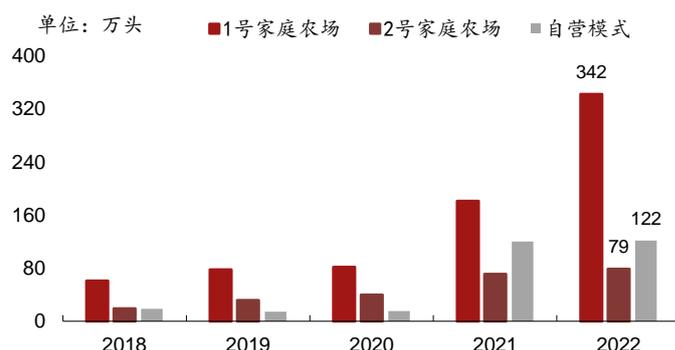
资料来源: 招股说明书, 招商证券

图 28: 公司生猪养殖板块收入及增速变化



资料来源: 公司公告、招商证券

图 29: 公司三种不同模式出栏情况

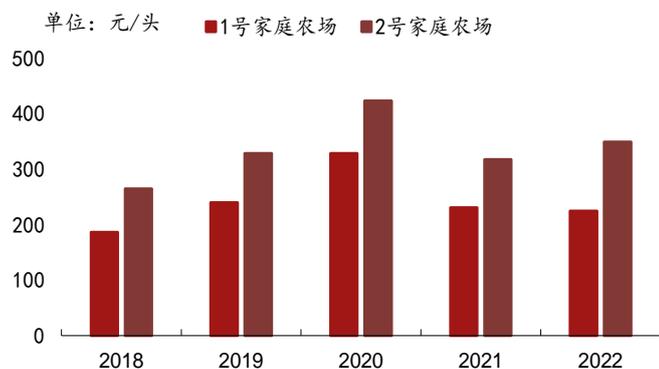


资料来源: 公司公告、招商证券

公司首创的二号家庭农场模式与其他养殖模式相比有如下优势:

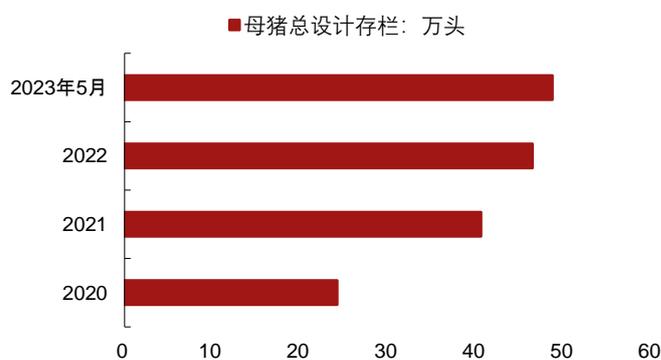
- **生物安全和动物疾病防控:** 二号家庭农场基本可以实现「种猪 - 仔猪 - 商品猪」的全生产周期均在农场内完成, 公司只需要将母猪而非断奶仔猪运送到家庭农场, 一定程度上可以降低生猪流动及运输风险, 更容易预防动物疾病及维护生物安全。
- **与养户合作粘性强:** 1) **准入门槛高:** 二号家庭农场在养殖过程中不仅涉及到断奶仔猪育肥, 更涉及到母猪育种, 因此对二号农场主有更高的知识和技能要求。公司对二号农场主进行严格培训后, 也会与其签订较长期的合同(与 2 号农场签订的代养协议期限一般为 10 年, 而 1 号农场一般为 5 年左右), 相对粘性更强。2) **配套体系构建的技术和管理壁垒:** 二号农场饲养的二元母猪繁育自公司的核心育种场, 另外公司还掌握了除育种外的核心技术, 如营养及饲料技术、疾控技术等, 以助力于农场主的养殖效率提升, 一般农场主在体系外难以单独复制该技术。3) **利益保障机制。** 利益共享机制是公司吸引养户加入并参与合作的一个重要原因。基于二号农场主更优异的知识和技能储备, 其所获得代养费较一号农场主有一定的溢价。
- **轻资产化助力快速扩产:** 二元杂交母猪由家庭农场养护。公司无需承担与母猪育种及繁育相关的土地、人工及水电等费用, 不仅能节省养殖成本, 在相对短时间内进行扩产。而且养户所缴纳的保证金作为沉淀资金, 也有望为公司资金安全保驾护航。

图 30: 2 号农场代养费略高于 1 号农场



资料来源: 公司公告、Frost & Sullivan、招商证券

图 31: 公司母猪总设计存栏情况

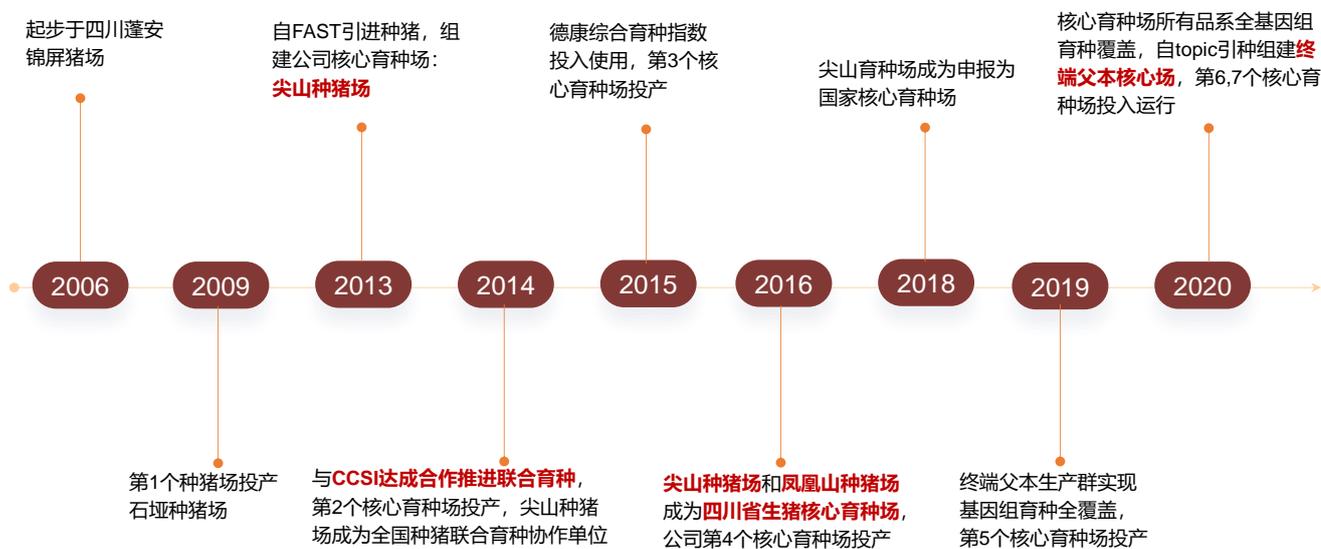


资料来源: 公司公告、招商证券

2) 技术支持: 强化育种体系建设并加强培训

建立德康核心育种群。2013年3月公司自加拿大FAST引进868头纯种种猪,并以此为基础建立自己的核心育种群;随后又与加拿大种猪改良中心(CCSI)就联合育种订立合作协议,探索中国本土化育种。此为德康探索育种改良的第一阶段:主要是沿袭CCSI育种方向,在引进群体的基础上进行遗传改良。2015年后,公司联合CCSI及国内育种专家调整育种方向,更重视繁殖性能、生长速度及肉质提升。2019年,德康集团再次调整育种方向,根据各品系特点和角色推进个性化选育;更关注抗逆性、繁殖性能、料肉比(FCR)以及屠宰肉质性能(多肋基因等)。2020年公司从Topigs Norsvin共引进500头母本Z系和终端父本群体,不断优化德康种猪体系的遗传资源。

图 32: 公司生猪育种体系发展历程



资料来源: 公司官网, 公司官微, 招商证券

德康的育种体系和遗传资源已处于中国领先水平。目前公司共拥有6个种猪品种资源,即大白种猪、杜洛克种猪、长白种猪、topigs 约克 E 系种猪、topigs 约克 Z 系种猪、内江猪。其中,德康 E 系公猪作为终端父本与原有加系种猪融合使用效果突出,较国内市场主流品种 110 公斤上市日龄提前 12 天,料肉比(FCR)降低 0.1,每头生猪出栏成本可降低约 100 元左右。测算公司 2024 年上半年商品猪完全成本已降至 14.2 元/千克, Q2 或已降至 14 元/千克以下。公司当前成本处于行业第一梯队,随着各项生产指标不断优化、产能逐步释放后,预计未来生猪完全成本仍有较大压降空间。

公司核心育种场可支撑超千万头产能。目前公司在四川、重庆、贵州、广西、江西及内蒙古组建了 10 个核心育种场。核心育种场地理位置优越,毗邻德康的育肥猪场:一来可在高效防疫的基础上,保障公司在 5 大区都有完整的繁育体系;二则可根据当地人的饮食习惯、对生猪的需求来制定不同的选育方向。截至 2024Q2 末,公司的核心育种群规模约 1.5 万头(含后备母猪和后备公猪),纯种猪规模约 14.6 万头,足以支撑公司未来在各区域的养殖业务扩展。

公司的技术支持体系会渗透到每一个农场主,主要包含以下方面:1)公司在向农场提供生猪前,会先对农场主进行家庭农场圈舍修建、养殖技术培训(累计培训时间不低于 3 个月)以及企业文化培训;考核达标方可进行生产。2)过渡期

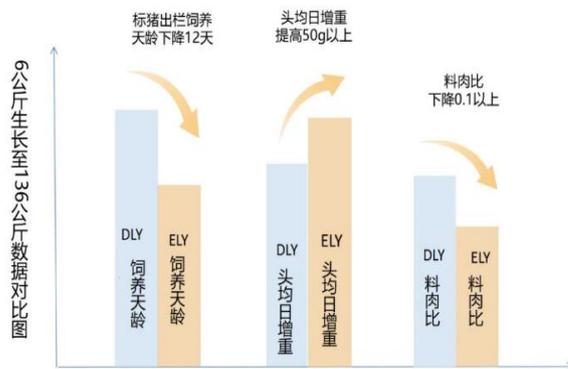
及随后的日常管理中还会安排生产管理专员对农场主安排培训。3) 还会安排专职技术人员经常性走访, 提供技术支持及建议——通常 1 号农场每 1 万头会配备 1 人, 2 号农场每 500 头母猪约配备 1 人。4) 此外, 公司也鼓励农场主多向其他优秀农场主学习, 内部学习氛围浓厚。

图 33: 德康 E 系种猪生产性能



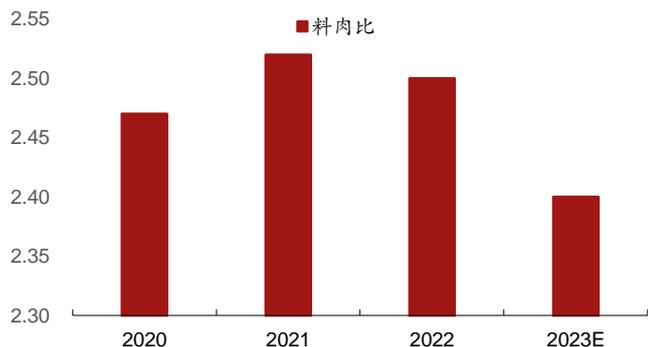
资料来源: 德康种猪公众号、招商证券

图 34: 德康 E 系商品猪 (ELY) 生产性能优越



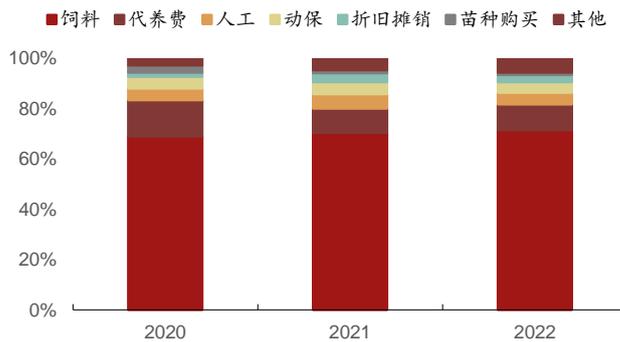
资料来源: 德康种猪公众号、招商证券

图 35: 德康生猪料肉比不断改善



资料来源: 公司公告、招商证券

图 36: 公司生猪成本结构



资料来源: 公司公告、招商证券

### 3) 产业链延伸: 与通内斯合作, 实现高端肉品本土化

德康集团与通内斯集团的强强联合, 打造兼具国际标准及地方特色的生猪深加工项目。通内斯 (Tönnies) 是德国最大的综合肉食品企业之一, 其在生猪屠宰场运营、食品质量、产品安全、食品保存、产品开发和品牌运营方面拥有深厚的专有技术, 并在德国、丹麦、英国、法国和波兰等多个区域建设有现代化的、高品质肉类产品生产基地, 高端猪肉食品畅销全球。2022 年通内斯猪肉产量中约 50% 左右出口, 猪肉在德国的市占率约 33.4%。2020 年 10 月德康与通内斯签署合作协议, 计划在四川眉山和宜宾兴建两个食品加工项目, 开展屠宰及食品加工业务, 意在垂直一体化的产业链, 建立起规模化、品牌化的生产体系。其中:

- ✓ **眉山项目** 估计投资约 8 亿元, 屠宰场 (年屠宰量超 200 万头) 已于 2023 年 12 月投产, 该项目也是通内斯在欧洲之外投建的第一个工厂。
- ✓ **宜宾项目** 估计投资约 6.3 亿元, 屠宰场 (年屠宰量超 300 万头) 已于 2023 年 10 月投产, 食品加工生产线 (年产能 6 万吨) 于 23Q4 完工; 该项目引进了国际最先进的荷兰马瑞奥屠宰自动化生产线, 有完备的副产加工车间及

完善的污水处理系统，智能化程度行业领先。

我们认为：德康不仅在养殖端优势突出，同时还参与《畜禽屠宰加工设备，畜禽肉分割线》国标制定，高起点、高标准把关产品质量；另外公司还通过与成熟的海外企业合作，建立垂直一体化的产业链，提升全产业链布局和优势。双方合作或助力于实现符合欧盟标准、安全可追溯的高端猪肉食品本土化生产，同时德康也可以借助通内斯的全球化销售网络，带领四川猪肉打入高端市场，不断提升产品附加值。

表 2: 公司与通内斯合作的生猪深加工项目

	设施及设计年产能	完工时间	预期投资额
宜宾项目	屠宰场 300 万头	2023 年 10 月	8 亿元
	食品加工生产线 6 万吨	2023Q4	
眉山项目	屠宰场 200 万头	2023 年 12 月	6.3 亿元
合计			14.3 亿元

资料来源：招股说明书，公司官网，招商证券

### (3) 前景展望：以低成本优势穿越周期

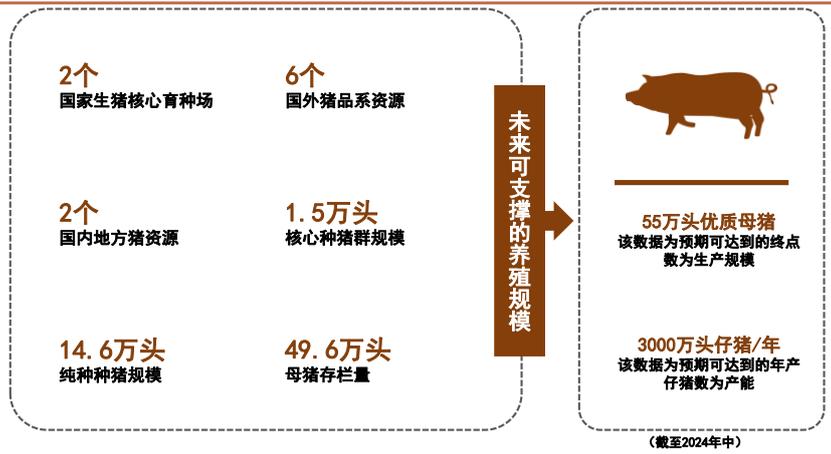
1) 从养殖模式上来说：公司计划在西南地区规模扩张的基础上往华南及华东市场扩张；在稳健经营并扩张自营农场与一号家庭农场的同时，公司将继续重点发展二号家庭农场模式，预计 2027 年一号家庭农场及二号家庭农场的出栏量将分别达到 800 万头及 900 万头。

2) 从能繁母猪产能上来说：目前德康在全国建有 10 个核心育种场，截至 2024Q2 末，公司的核心育种群规模约 1.5 万头（含后备母猪和后备公猪），纯种猪规模约 14.6 万头，能繁母猪目前存栏约 49 万头上下，可支撑超千万头产能。我们预计 2024~2026 年公司生猪出栏量在 880 万头、1200 万头、1500 万头。

3) 从养殖效益上来说：德康近年来持续聚焦降本增效，在生产管理安全防护、疾病净化、技采联动等多方面持续发力。公司自 2023 年起大范围推广自主培育的德康 E 系种猪，对应每头商品猪边际贡献增加约 100 元左右。测算公司 2024 年上半年完全成本已降至 14.2 元/千克，Q2 或已降至 14 元/千克以下。公司当前成本处于行业第一梯队，随着公司各项生产指标不断优化、产能逐步释放后，预计未来生猪完全成本仍有较大压降空间。

整体来看：德康通过学习丹麦先进的生猪养殖经验并将其内化成自身的能力，不断进行养殖成本和价值挖潜；在生猪养殖行业周期弱化背景下，德康或有望凭借低成本优势实现自身成长，长期发展前景明朗。

图 37: 核心及扩繁种群优秀且充足



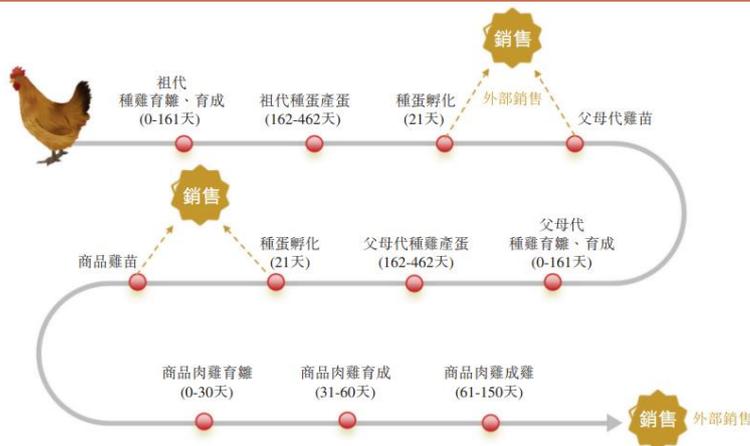
资料来源:《德康头条》、公司公告、招商证券

### 三、禽：国鸡起舞，种源优势构筑核心支撑

当前黄羽鸡父母代产能已降至历史相对低位水平，餐饮复苏&猪价高景气共同提振黄羽鸡需求并带动鸡价上涨。消费端，活禽革新冰鲜兴起趋势加速。

德康在黄羽鸡育种端优势突出，既兼顾了降本增效的诉求，又契合了黄羽鸡消费端由“活禽”向“冰鲜”转型的发展趋势，其自主培育的优质黄鸡市场化效果突出。公司将充分利用其种鸡资源优势，以家庭农场养殖的轻资产模式实现禽养殖业务的稳步扩张。预计 2024 年黄羽鸡出栏增速约 5~10% 左右。

图 38: 德康禽养殖业务产业链示意图



资料来源:公司公告,招商证券

#### 1、行业：黄羽鸡景气回升，活禽革新冰鲜兴起

餐饮复苏&猪价高景气或提振黄羽鸡需求。黄羽鸡行业经过三年的周期低谷，行业产能去化效果显著，父母代种鸡存栏已降至 2018 年以来相对低位水平；为后续鸡价上涨奠定良好基础。根据中国畜牧业协会数据，2023 年中国黄羽鸡出栏量约 35.95 亿羽，约占肉鸡出栏总量的 27.6%。作为我国优质地方特色品种，黄羽鸡具备肉质佳、口感好的突出特点，其可进一步细分为慢速鸡、中速鸡、快速

鸡，对应占比（大数）分别约为 30%、25%、45%。但由于饲养成本及销售价格偏高，其需求端与猪肉消费渠道相似度高，而与白羽鸡肉有显著差异，即主要对接高端中餐馆、家庭消费、部分民企或国企事业单位食堂。短期看，黄羽鸡价格受益于猪价景气高企；中长期看，近年来社零总额中餐饮收入保持着较好增长，对黄羽鸡肉需求端或有积极提振。

表 3: 不同品种肉鸡概况

品种	优点	缺点	来源	养殖周期	主要消费群体
黄羽鸡	风味口感好，抗病性强	养殖天龄长，需精细化养殖，价格稍高	中国地方优势品种	快速鸡 45-65 天	活鸡流通，或屠宰整只冷冻销售，售卖给家庭烹饪
				中速鸡 66-89 天	
				慢速鸡 90-120 天	
白羽鸡	生长周期快，肉质好，价格低	口感和风味上相对弱于黄羽鸡，抗病性弱	欧美引进优质肉鸡	38-42 天	屠宰分割冷冻销售，或加工为熟食，以集团、餐饮消费为主
817 肉杂鸡	鸡苗成本低、生产效率高、肉质口感好	胸肌厚，鸡肉入味一般，产蛋率低，生产成本高	山东土杂鸡	30-50 天	体型小、价格便宜，适合售卖给小家庭食用

资料来源：中国禽业发展报告，国鸡产业白皮书，招商证券

图 39: 黄羽鸡行业祖代种鸡存栏情况（在产+后备）



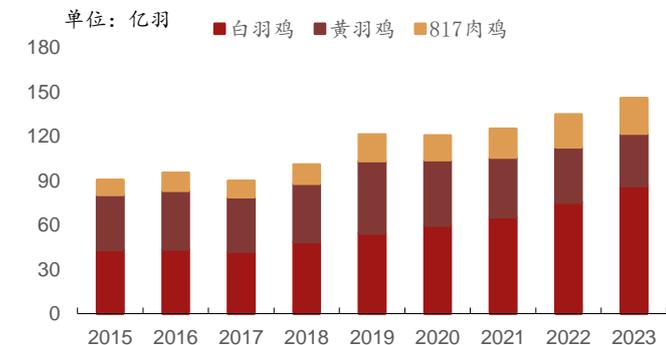
资料来源：中国畜牧业协会、招商证券

图 40: 黄羽鸡行业父母代种鸡存栏情况（在产+后备）



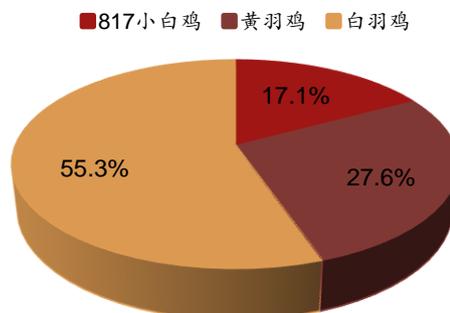
资料来源：中国畜牧业协会、招商证券

图 41: 国内肉鸡出栏量（亿羽）



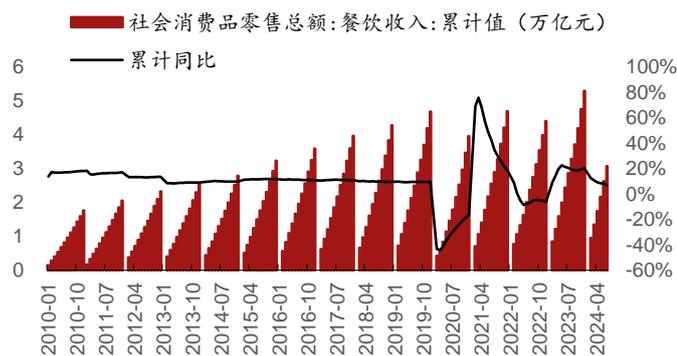
资料来源：国家统计局、招商证券

图 42: 2023 年中国肉鸡出栏量占比



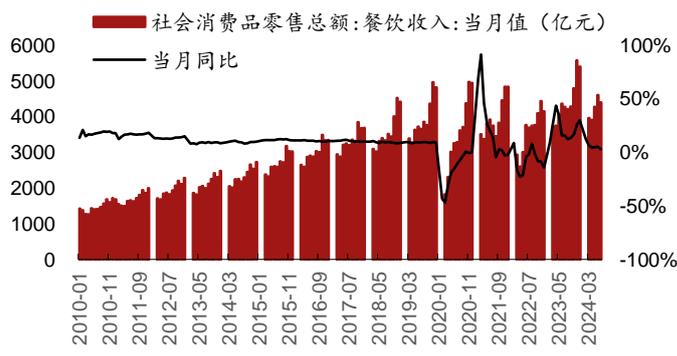
资料来源：据中国畜牧业协会、招商证券

图 43: 社零餐饮总额同比高增 (累计值)



资料来源: 国家统计局、招商证券

图 44: 社零餐饮总额同比高增 (当月值)



资料来源: 国家统计局、招商证券

**疫病爆发催化各地活禽禁售落地。**自 2013 年 H7N9 禽流感爆发后, 为控制疫病的蔓延, 多地陆续开始推行冰鲜上市, 2014~2019 年主要是沿海地区广东和浙江等省的地级市和部分内陆省会城市陆续发布禁售活禽的相关政策, 但具体落实情况较缓慢; 2019 年底新冠疫情爆发后, 全国加速活禽禁售计划的落实, 统筹规划冰鲜鸡产业发展。截至当前, 全国各省份均有出台活禽禁售政策, 仅有部分省份仍有设立小范围可交易区域。

**消费场景拓展, 活禽革新冰鲜兴起。**黄羽鸡的消费场景拓展一方面涉及消费区域的延伸, 另一方面是消费产品市场的拓展。**1) 从消费区域上来看:** 黄羽鸡原消费市场主要为南方市场, 其中两广地区以慢速鸡为主, 长江三角洲地区以中速鸡及快速鸡为主, 而近些年随着居民消费水平的提升, 开始逐渐向邻近省份拓展。**2) 从流通方式来看:** 国内鸡肉流通方式主要为活禽、鲜品、冻品, 由于各地逐步落实活禽禁售, 鸡肉流通方式逐渐向冰鲜冻品转变, 冰鲜鸡市场规模增长迅速。未来随着消费习惯改变、禁售政策实施、经济复苏提振消费, 冰鲜黄羽鸡市场或仍有较大的发展空间。

图 45: 推动“生鲜上市”的城市数量变化趋势



资料来源: 新禽况, 招商证券

表 4: 近几年各地区纷纷出台活禽禁售政策

发布时间	地点	政策文件/内容
2020-02-10	四川眉山	《关于禁止中心城区活禽交易及宰杀的通告》
2020-02-25	重庆市	《关于在全区范围内暂停活禽交易和宰杀的通告》
2020-02-29	重庆渝中区	《关于在渝中区范围内禁止活禽活兔交易和宰杀的通告》

发布时间	地点	政策文件/内容
2020-03-12	安徽马鞍山	《禽肉产品冰鲜上市实施办法》
2020-04-01	福建厦门	《关于促进家禽业高质量发展的实施方案》
2020-05-08	重庆市黔江区	《关于规范活禽交易和宰杀行为的通告》
2020-06-10	山东济南	《济南市活禽交易管理办法(征求意见稿)》
2020-09-01	云南昆明	《关于主城建成区禁止活禽交易宰杀及规范禽产品经营的通告》
2021-01-21	安徽蚌埠	《蚌埠市区禽类交易管理办法(试行)》
2021-01-26	贵州黔南瓮安	《关于进一步规范活禽交易和屠宰的通告》
2021-02-01	福建福州	《福州市活禽定点屠宰管理实施方案》
2021-02-23	贵州安顺	《镇宁自治县人民政府关于关闭活禽交易市场的通告》
2021-03-26	广西全区	《广西壮族自治区爱国卫生条例》
2021-03-29	广西桂林	《桂林市人民政府关于桂林市家禽集中屠宰工作的实施意见》
2021-04-07	广东清远	《清远市开展家禽“集中屠宰、冷链配送、生鲜上市”工作方案(2021年修订)》
2021-04-15	湖南全省	《关于进一步规范畜禽屠宰行业管理的意见》
2021-04-16	江苏无锡	《无锡市禽类交易管理办法》
2021-04-21	黑龙江哈尔滨	《哈尔滨市爱国卫生条例》
2021-04-15	四川自贡	《自贡市自流井区人民政府关于实施特定区域小家禽畜屠宰交易规范管理的通告》
2021-04-25	湖北荆州	《关于市中心城区禁止活禽交易的通告》
2021-05-20	四川广安	《关于规范整治和依法取缔城区活禽交易(宰杀)点的通知》
2021-06-03	四川峨眉山	《关于禁止中心城区活畜活禽交易和宰杀有关事项的通告》
2021-06-17	安徽合肥	《合肥市家禽交易管理办法》
2021-06-28	四川遂宁	《关于安居城区全面禁止活禽交易及宰杀的通告》
2021-08-31	广东全省	《广东省人民政府关于深入开展爱国卫生运动的实施意见》
2021-09-30	安徽巢湖	《关于巢湖市城区禁止活禽交易的通告》
2021-09-30	河南许昌	《魏都区人民政府关于禁止在商场超市、农贸、市场、沿街门店和马路市场经营宰杀活禽的通告》
2021-10-13	江西南昌	《南昌市中心城区农贸市场管理条例》
2022-10-28	湖北随州	《市人民政府关于市中心城区禁止活禽交易和屠宰的通告》
2023-8-15	湖北广水	《关于市城区禁止活禽交易和屠宰的通告》
2023-12-23	上海市	《关于本市暂停活禽交易有关事项的公告》

资料来源：新禽况，国际畜牧网综合，各地政府官网，招商证券

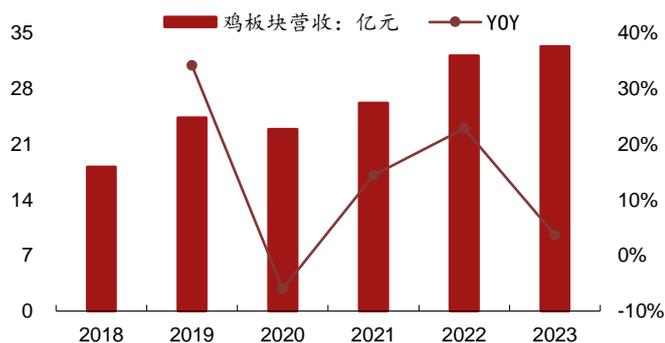
## 2、公司：种源优势构筑核心支撑，轻资产模式稳步扩张

**公司以轻资产模式实现禽养殖业务的稳步扩张。**公司家禽养殖位于云贵川渝及两广地区；以家庭农场模式为主（预计出栏占比在95%以上），公司自建厂房的家禽养殖小区模式占比在5%以内。其主要目的在于轻资产模式扩张产能，以便将重心放在技术突破、产品研发及营养配方研究上。

**公司黄羽鸡研发基础雄厚。**禽养殖业务离不开强大的种源做支撑。2015年，公司收购了广东智威农业科技股份有限公司50.5%的股权，拥有了农业农村部家禽遗传育种重点实验室、“岭南黄”系列国家畜禽审定新配套系；2019年，公司在广东英德市的黄羽肉鸡基因库和育种基地建成投产。目前德康集团建有原种鸡场1个、祖代种鸡场2个、父母代种鸡场11个，拥有国家星火计划龙头企业技术创新中心和农业部家禽遗传育种重点实验室，并拥有在鸡育种及养殖技术和管理等方面的13项专利，三个通过国家审定的配套系是市场的主流推广品种。

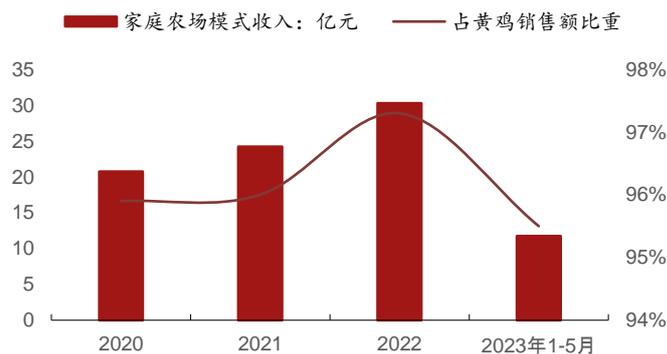
**公司自主培育的优质黄鸡市场化效果突出。**公司的黄羽鸡品牌等包括“岭南黄”、“御品凤”、“香粤麻”、“德乡”。2023年公司合计销售黄羽鸡8873.3万羽，同比增长12.89%，测算市占率从2022年2.1%增长到2023年2.6%。其中，“岭南黄”系列良种覆盖广东、广西、湖南、山东、新疆等全国30个省市自治区，通过产业化平台年推广600多万套父母代种鸡，对应市占率超15%，辐射养殖户2万余户。

图 46: 公司黄羽鸡养殖板块收入及增速变化



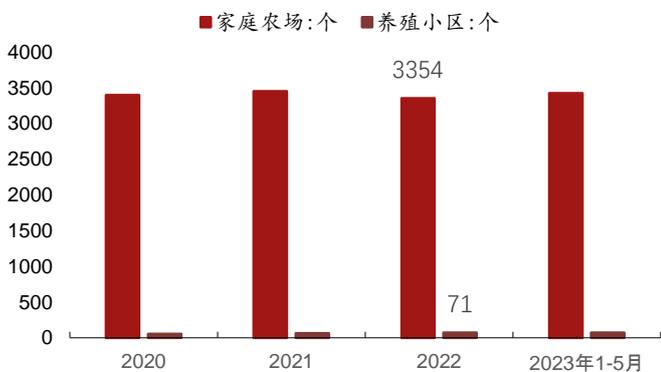
资料来源: 公司公告、招商证券

图 47: 黄羽鸡家庭农场模式占比在 95% 以上



资料来源: 公司公告、招商证券

图 48: 禽养殖——德康家庭农场及养殖小区数量变化



资料来源: 公司公告、招商证券

图 49: 公司主要黄羽鸡品类



资料来源: 公司公告、招商证券

### 3、为什么看好公司黄羽鸡板块的发展?

德康在黄羽鸡育种端优势突出，既兼顾了节本增效的诉求，又契合了黄羽鸡消费端由“活禽”向“冰鲜”转型的发展趋势；其自主培育的优质黄鸡市场化效果突出。公司将充分利用其种鸡资源优势，进一步扩大养殖规模，提高中慢速及中速型黄羽肉鸡的比例。不同养殖周期及不同品种的黄羽鸡完全成本存在较大的差异，我们测算，2024 年上半年公司黄羽鸡全程成本或已降至 15 元/羽左右，较 2023 年单羽盈利或改善 1 元左右；预计未来仍有较大优化空间。

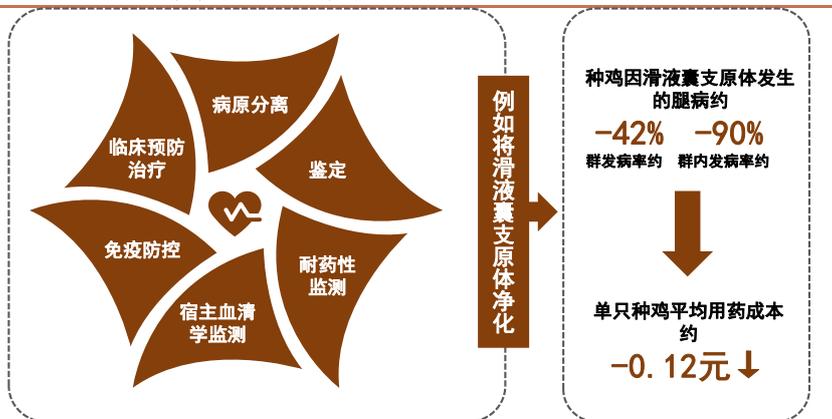
#### (1) 生产端：注重生产效率提升，节本增效

**做好品种选育，增强培育品种商业价值。** 胡须鸡具有抗逆性强，肉质好的优点，但产蛋性能差，鸡苗成本高，无法商业量产，一度成为濒危品种。通过“惠阳胡须鸡的保护与开发利用”系列研究，公司成功培育出国家审定肉鸡新配套系“岭南黄鸡 3 号”，新配套系的产蛋量提高了一倍，蛋耗料也降低了一半；极大程度提高了生产效率，降低了种苗成本。

**疾病净化。** 滑液囊支原体在黄羽鸡中流行率较高。公司通过生物安全和疫苗免疫等净化技术减少滑液囊支原体感染，并使种鸡因滑液囊支原体发生的腿病群发病

率降低约 42%，群内发病率降低约 90%，对应单只种鸡平均用药成本降低约 0.12 元。此外，公司还通过根除禽白血病、鸡白痢、支原体等严重影响种鸡和商品肉鸡生产的种源性病原，助力降本增效。

图 50: 黄羽鸡育种端推动节本增效



资料来源：德康头条，招商证券

### (2) 需求端：契合黄鸡消费从“活鸡”向“冰鲜”转型的需求

改善鸡群品种，适应市场需求。过往黄羽肉鸡以独特外观和肉质优势迅速发展，而“活鸡”向“冰鲜”转型的痛点之一是消费者难以在黄羽肉鸡脱光毛后依然从外观上快速甄别出优质鸡。德康家禽事业部技术处针对有色羽肉鸡优质、高效的产业需求，不断优化遗传改良技术。以胡须鸡为例，其标志是下巴有胡须状的羽毛，原始品种只有 30%~40%的胡须，经过德康的育种改良，现已做到了 100%有胡须，同时其抗病力也有了大幅提升。这一变化正契合了黄鸡消费从“活鸡”向“冰鲜”转型的需求。

图 51: 契合黄鸡消费从“活鸡”向“冰鲜”转型的需求

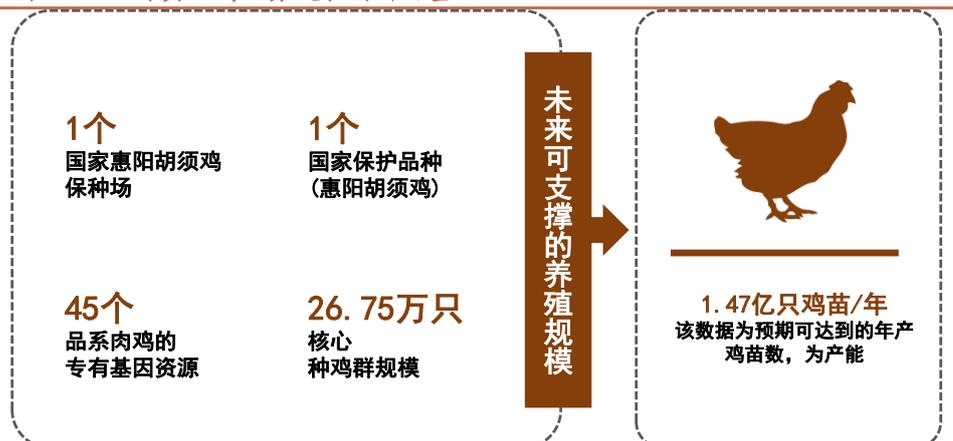


资料来源：德康头条，招商证券

### (3) 养殖端：利用数字化优化养殖管理水平

**数字化助力降本增效：**公司培育的是职业化养殖户，并针对性地制定了一套标准化的完整的生产体系。德康家禽还在养殖户中大面积推广使用“数字化肉鸡养殖云服务平台”，通过大数据解决传统养殖生产中存在的粗放管理及效益损失问题，使得农户养殖更加高效，达到节本增效的目的。

图 52: 公司黄羽鸡业务发展的种源基础



资料来源: 公司公告, 德康头条, 招商证券

## 四、盈利预测与投资建议

### 1、盈利预测

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。未来公司将重点依托 2 号家庭农场模式带动生猪规模扩张, 以家庭农场模式实现禽养殖业务稳步发展。预计随着公司育种研发稳步推进、生产指标不断优化、产能利用率持续提升, 畜禽养殖成本仍有进一步优化空间。我们预计公司营业收入 225/271/342 亿元, 生物资产公允价值调整后净利润分别为 26.3/7.7/33.7 亿元。主要基于以下假设:

- **生猪养殖业务:** 1、出栏: 2024 年上半年公司出栏量预计在 400 万头以上, 公司计划自西南往华南及华东市场扩张, 在自营农场与一号家庭农场稳健扩张的同时, 重点发展二号家庭农场模式。截至 2024Q2 末, 公司能繁母猪存栏约 49 万头左右, 公司当前的生猪产能储备将近 2000 万头; 我们假设 2024~2026 年出栏商品猪 880 万头、1200 万头、1500 万头。2、成本: 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。测算公司 2024 年上半年完全成本已降至 14.2 元/千克, Q2 或已降至 14 元/千克以下。公司当前成本处于行业第一梯队, 随着公司技术指标不断优化、产能逐步释放后, 未来生猪完全成本仍有较大压降空间。
- **禽养殖业务:** 1、出栏量: 2023 年公司出栏黄羽鸡 8873 万羽, 对应市占率约 2.6%, 居全国第三; 公司将充分利用其种鸡资源优势, 进一步扩大养殖规模, 提高中慢速及中速型黄羽肉鸡的比例。结合公司新建产能投产情况, 我们假设未来三年公司黄羽鸡出栏增速保持在 5~10% 左右, 对应 2024~2026 年黄羽鸡出栏量分别为 0.92 亿羽、1 亿羽、1.05 亿羽。2、成本: 测算 2024 年上半年黄羽鸡完全成本已降至 14~15 元/羽, 基于公司育种端各项指标持续优化, 预计未来仍有较大改善空间。

表 5: 公司销售收入结构预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	150	162	225	271	342
商品猪	117	123	185	226	297
黄羽鸡	32	33	35	37	38

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
其他	1	6	5	8	7
收入增长率	52%	7%	39%	20%	26%
商品猪	64%	4%	51%	22%	31%
黄羽鸡	23%	4%	5%	5%	3%
其他	-33%	636%	-12%	60%	-13%
出栏量(万头/万羽)					
商品猪	543	708	880	1,200	1,500
黄羽鸡	7,860	8,873	9,200	10,000	10,500
毛利率	14%	1%	17%	12%	18%
商品猪	14%	1%	20%	14%	20%
黄羽鸡	12%	-1%	1%	4%	7%

资料来源：公司数据、招商证券

## 2、投资建议

看好公司中长期发展前景，基于：1) 当前生猪养殖行业逐步进入微利时代，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的周期低谷，行业产能去化效果显著，鸡价具备上行基础。2) 公司自主培育的德康 E 系种猪自 2023 年起大面积推广，降本效果显著。德康计划自西南往华南及华东市场扩张，在自营农场与一号家庭农场稳健扩张的同时，重点发展二号家庭农场模式。预计 2024 年公司生猪出栏增速在 20~30% 左右。3) 德康将充分利用其种鸡资源优势，进一步扩大养殖规模，提高中慢速及中速型黄羽肉鸡的比例。预计 2024 年黄羽鸡出栏增速保持在 5~10% 左右。预计公司 2024~2026 年分别实现营业收入 225/271/342 亿元，生物资产公允价值调整后净利润分别为 26.3/7.7/33.7 亿元，对应 EPS 分别为 6.77/1.99/8.66 元。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

## 五、风险提示

1、畜禽价格上涨不达预期。

2、自然灾害风险。近年来极端气候频发，若公司养殖场所遭遇洪水、冰雪、酷暑等恶劣气候影响，或导致公司的生物资产、养殖场所及生产设备可能遭受损失。

3、原料成本上涨风险。若国内主要粮食产区遭受自然灾害，公司饲料生产所需原料价格也有可能出现上涨，导致畜禽生产的成本上升。

4、动物疫病风险。若未来公司周边地区或全国范围内发生较为严重的畜禽疫病，公司将面临疫情扩散所带来的产量及销售价格下降、生产成本上升，甚至产生亏损的风险。

5、食品安全风险。国家对于食品安全问题愈来愈重视，对于食品安全违法行为的监管与处罚力度也在逐渐加大。若在饲料生产或者畜禽养殖各环节出现食品安全问题，公司品牌及产品销售将受到直接影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	9215	8127	9723	11737	14250
现金及现金等价物	2843	2545	2158	2589	2813
交易性金融资产	353	94	94	94	94
其他短期投资	17	6	6	6	6
应收账款及票据	13	7	10	12	15
其它应收款	397	421	586	706	891
存货	707	707	823	1045	1231
其他流动资产	4885	4346	6045	7284	9199
<b>非流动资产</b>	10086	10808	10528	10472	10290
长期投资	0	5	5	5	5
固定资产	7047	7356	6926	6691	6289
无形资产	2067	2349	2499	2679	2899
其他	972	1098	1098	1098	1098
<b>资产总计</b>	<b>19300</b>	<b>18934</b>	<b>20251</b>	<b>22210</b>	<b>24541</b>
<b>流动负债</b>	9084	9691	8801	10408	9270
应付账款	1488	1891	2204	2798	3296
应交税金	8	17	14	11	8
短期借款	4456	3891	2835	4031	2602
其他	3133	3891	3748	3569	3364
<b>长期负债</b>	5152	5389	4889	4689	4689
长期借款	2440	2208	2208	2208	2208
其他	2712	3181	2681	2481	2481
<b>负债合计</b>	<b>14237</b>	<b>15079</b>	<b>13690</b>	<b>15097</b>	<b>13958</b>
股本	362	389	389	389	389
储备	3611	4608	3563	6187	6698
少数股东权益	94	(97)	(15)	26	203
归属于母公司所有者权益	4970	3952	6576	7087	10379
<b>负债及权益合计</b>	<b>19300</b>	<b>18934</b>	<b>20251</b>	<b>22210</b>	<b>24541</b>

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2192	742	951	757	2227
净利润	993	(1775)	2632	774	3369
折旧与摊销	725	847	736	693	669
营运资本变动	537	931	(1817)	(1171)	(1999)
其他非现金调整	(63)	738	(600)	461	188
<b>投资活动现金流</b>	(1246)	(692)	560	(719)	(166)
资本性支出	(1015)	(1127)	(340)	(500)	(300)
出售资产获得的现金	73	47	34	43	33
投资增减	2765	3543	150	180	220
其它	(10)	34	1016	(82)	321
<b>筹资活动现金流</b>	89	(346)	(1898)	394	(1838)
债务增减	758	(959)	(1056)	1195	(1429)
股本增减	0	847	0	0	0
股利支付	0	100	8	263	77
其它筹资	(669)	(133)	(834)	(539)	(332)
其它调整	0	(200)	(16)	(526)	(155)
<b>现金净增加额</b>	<b>1034</b>	<b>(298)</b>	<b>(387)</b>	<b>432</b>	<b>224</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	15037	16155	22472	27077	34193
主营业务收入	15037	16155	22472	27077	34193
营业成本	12969	16036	18690	23724	27948
<b>毛利</b>	2068	120	3782	3352	6246
营业支出	1163	1417	1798	2166	2735
<b>营业利润</b>	906	(1297)	1984	1186	3510
利息支出	405	442	334	339	332
利息收入	30	47	19	19	22
权益性投资损益	(16)	(0)	(3)	(1)	(1)
其他非经营性损益	371	(581)	1000	(100)	300
非经常项目损益	25	281	50	50	50
<b>除税前利润</b>	910	(1992)	2716	816	3549
所得税	1	0	2	1	3
少数股东损益	(83)	(217)	81	41	177
<b>归属普通股股东净利润</b>	993	(1775)	2632	774	3369
<b>EPS (元)</b>	<b>2.74</b>	<b>(4.56)</b>	<b>6.77</b>	<b>1.99</b>	<b>8.66</b>

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业收入	52%	7%	39%	20%	26%
营业利润	-531%	-243%	-253%	-40%	196%
净利润	-133%	-279%	-248%	-71%	335%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.8%	0.7%	16.8%	12.4%	18.3%
净利率	6.6%	-11.0%	11.7%	2.9%	9.9%
ROE	20.0%	-44.9%	40.0%	10.9%	32.5%
ROIC	10.8%	-18.4%	25.8%	8.3%	24.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	73.8%	79.6%	67.6%	68.0%	56.9%
净负债比率	35.7%	32.2%	24.9%	28.1%	19.6%
流动比率	1.0	0.8	1.1	1.1	1.5
速动比率	0.9	0.8	1.0	1.0	1.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4
存货周转率	20.3	22.7	24.4	25.4	24.6
应收帐款周转率	48.2	38.5	43.9	41.2	42.1
应付帐款周转率	9.6	9.5	9.1	9.5	9.2
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	2.74	-4.56	6.77	1.99	8.66
每股经营现金	6.05	1.91	2.45	1.95	5.73
每股净资产	13.73	10.16	16.91	18.22	26.69
每股股利	0.02	0.02	0.68	0.20	0.87
<b>估值比率</b>					
PE	16.0	-9.6	6.5	22.1	5.1
PB	3.2	4.3	2.6	2.4	1.6
EV/EBITDA	14.6	-30.0	7.9	16.4	6.6

## 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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。