

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

优于大市

核心观点

公司简介：西南区域性畜禽养殖龙头企业，生猪与黄鸡出栏稳步扩张。德康农牧拥有从饲料生产、育种、扩繁、养殖到销售生猪及黄羽鸡的整体产业链。2024 年公司实现生猪出栏 878 万头，同比增长 24%，位列全国第六；实现黄羽鸡出栏 8812 万羽，同比略减 0.7%，位列全国第三，未来预计生猪及黄鸡出栏整体有望保持稳步增长趋势。公司持续推进屠宰等食品加工项目投产，目标年屠宰 300+万头生猪，有望打开增长新空间。

行业分析：看好养殖景气延续，拥抱管理优秀龙头。1) **生猪：**重视低成本企业市占率提升。当前产业扩张意愿不足，预计猪价景气有望维持。国内生猪产业尚处效率竞争阶段，管理优秀的头部猪企有更强的成本管控，有望凭借超额现金流实现更高的分红回报和更确定的份额提升。2) **黄鸡：**供给低波动，有望率先受益消费复苏。供给侧，黄鸡产能预计维持低波动，需求侧，黄鸡尤其是中速型、慢速型品种的消费属性相较其他禽类品种更高端，且下游餐饮渠道占比较高，预计后续黄鸡需求或率先受益内需修复。

公司看点：养殖技术生产服务型企，赋能农户轻资产稳健扩张。德康农牧创新践行“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。此外，管理层富有战略眼光，生产布局抓住养殖链核心的育种环节，自 2013 年起引进优质纯种种猪并搭建核心育种群，截至 2024 年末，公司核心育种群数量接近 1.5 万头，已具备建立超 117 万头下游母猪及后备母猪的扩繁场生物资源，形成了成本优势明显的高效生产模式。经测算，2024 年公司单头生猪养殖净利润约 350-370 元，相较农业农村部统计的 2024 年行业散养生猪头均净利润 161 元及规模养殖生猪头均净利润 302 元均有明显超额盈利，成本位列行业第一梯队。

投资建议：管理优秀的生猪标的，单位超额盈利持续验证。出于谨慎考虑，我们在盈利预测假设中对未来生猪及黄鸡价格采取了保守的下行预估，预计公司 2025-2027 年生物资产公允价值调整前归母净利润为 34.51/30.09/28.65 亿元，EPS 为 8.87/7.74/7.37 元。公司相较行业拥有更高效的生产管理体系，但目前 2025 年 PE 估值仅约 7.6x，明显低于行业平均 15.4x，未来伴随超额盈利能力持续验证，估值有望逐步修复，首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计公司股票合理估值约 96.4-99.9 港元，相对目前有 30%-35%溢价空间。

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。

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)	-20.2	7.8	7.6	8.6	9.0
EV/EBITDA	—	10.4	9.9	10.8	11.3
市净率(PB)	6.54	3.05	2.17	1.73	1.45

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·深度报告

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

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级

合理估值

收盘价

总市值/流通市值

52 周最高价/最低价

近 3 个月日均成交额

优于大市(首次)

96.40 - 99.90 港元

73.45 港元

28563/9406 百万港元

79.05/25.99 港元

115.23 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

内容目录

公司概况：生猪及黄羽肉鸡养殖先锋	5
公司简介：深耕畜禽养殖，下游延伸屠宰	5
发展历程：聚焦养殖产业，持续夯实生猪与黄鸡业务	5
公司治理：股权结构较为集中，核心高管深耕农牧产业	6
经营情况：营收稳步扩大，盈利受养殖周期影响波动	8
行业分析：养殖景气有望延续，拥抱管理优秀的龙头企业	11
生猪：重视低成本优质企业市占率提升	11
黄羽鸡：供给低位波动，有望率先受益消费复苏	15
公司生猪业务看点：养殖技术生产服务型企业，赋能农户实现更轻资产稳健扩张	19
管理优势：创新践行家庭农场养殖模式，奠定轻资产快速扩张基础	19
育种优势：整合优质种猪资源，十逾年持续选育迭代	23
公司黄鸡业务看点：管理效率持续精益，选育品种优势突出	25
管理优势：家庭农场运营体系成熟，养殖小区为辅助力技术升级	25
育种优势：生产效率为先，需求导向选育	26
盈利预测	28
假设前提	28
未来3年业绩预测	28
盈利预测的敏感性分析	29
估值与投资建议	30
绝对估值：94.6-99.9 港元	30
相对估值：96.4-101.2 港元	31
投资建议	31
风险提示	33
附表：财务预测与估值	35

图表目录

图 1: 德康农牧业务范围涵盖饲料、育种、养殖、屠宰及加工等生猪及黄羽肉鸡养殖全产业链	5
图 2: 德康农牧主营业务收入占比情况	5
图 3: 德康历年生猪及黄鸡出栏量	5
图 4: 德康农牧发展历程	6
图 5: 德康农牧股东结构图 (截至 2024 年 12 月 31 日)	7
图 6: 德康农牧营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	8
图 7: 德康农牧归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	8
图 8: 德康农牧销售毛利率及净利率情况 (单位: %)	9
图 9: 德康农牧费用率情况 (单位: %)	9
图 10: 德康农牧分板块毛利率情况 (单位: %)	9
图 11: 德康农牧毛利分业务占比情况 (单位: %)	9
图 12: 德康农牧资产负债率情况 (单位: %)	10
图 13: 德康农牧货币资金情况 (单位: 亿元)	10
图 14: 德康农牧固定资产净值情况 (单位: %)	10
图 15: 德康农牧资本性现金支出情况 (单位: 亿元)	10
图 16: 德康农牧速动比率领先行业	10
图 17: 德康农牧流动比率领先行业	10
图 18: 本轮猪周期进入右侧, 预计 2025 年低成本企业仍能维持较好单头盈利	11
图 19: 自繁自养与外购仔猪养殖户盈利自 2024 年 3 月起扭亏	11
图 20: 商品猪均价自 2024 年 3 月起进入周期右侧 (元/公斤)	12
图 21: 断奶仔猪价格伴随猪价景气同步修复 (元/头)	12
图 22: 2025 年 Q1 末能繁母猪存栏仍处于产能正常波动的绿色区域	12
图 23: 50kg 二元后备母猪价格窄幅调整, 补栏情绪平淡 (元/头)	12
图 24: 2024 年 2 月 29 日, 农业农村部印发《生猪产能调控实施方案 (2024 年修订)》	13
图 25: 上市猪企 2025Q1 末平均资产负债率接近 62%, 产业杠杆处于历史较高水平	13
图 26: 上市猪企养殖完全成本对比	14
图 27: 目前国内仍处养殖规模化早期阶段	14
图 28: 我国生猪散养户数量自非瘟暴发后下降较快	14
图 29: 生猪养殖行业 CR10 自 2016 年以来稳步增长, 2024 年达 25%	15
图 30: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)	15
图 31: 黄羽鸡在我国鸡肉产量中占比 30%左右	15
图 32: 黄羽肉鸡各代种鸡养殖周期约 60 周	16
图 33: 2024 年黄羽肉鸡行业养殖利润同比有所修复	16
图 34: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)	17
图 35: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)	17
图 36: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格情况 (元/套)	17
图 37: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售量情况 (只)	17

图 38: 黄羽鸡养殖料肉比明显高于小白鸡、白羽鸡等其他禽类品种	17
图 39: 黄羽鸡养殖天数明显高于小白鸡、白羽鸡等其他禽类品种	17
图 40: 白羽肉鸡行业成本竞争充分, 龙头企业盈利表现领先	18
图 41: 头部黄羽肉鸡企业市占率自 2020 年以来持续提升	18
图 42: 德康农牧生猪养殖板块不同模式收入情况	19
图 43: 德康农牧生猪养殖板块不同模式收入占比分布	19
图 44: 一号家庭农场模式与二号家庭农场模式的优劣势对比	20
图 45: 德康农牧相较同行拥有更高的长期 ROE 平均水平	20
图 46: 生猪企业 2018-2024 年 ROE 变化情况 (%)	20
图 47: 德康农牧较同行拥有更高的销售净利率	21
图 48: 德康农牧权益乘数处于行业较高水平	21
图 49: 德康农牧资产周转率高于同行	21
图 50: 德康农牧生猪出栏对应头均净资产 (元) 低于同行	21
图 51: 德康农牧二号家庭农场主较一号家庭农场主拥有更高的头均代养费收入 (元)	23
图 52: 德康农牧与农场主协议到期占比分布情况 (截至 2023 年 5 月 31 日)	23
图 53: 德康农牧生猪繁育体系结构图	23
图 54: 德康农牧核心育种场、公猪站、扩繁场数量变化情况	23
图 55: 公司 2013 年起专注自有核心育种群搭建, 截至 2024 年 12 月拥有核心育种群接近 1.5 万头	24
图 56: 德康 E 系终端父本产出的 ELY 商品肉猪对比外采生产 DLY 商品猪性能明显提升	24
图 57: 德康农牧家禽养殖板块不同模式收入及占比情况	25
图 58: 德康农牧家禽家庭农场及养殖小区数量变化情况	25
图 59: 德康农牧与家禽农场主的协议到期情况 (截至 2023 年 5 月 31 日)	26
图 60: 德康农牧家禽家庭农场主实现了较稳定的代养收益	26
图 61: 2020 年, 广东智威“优质地方鸡遗传资源基因库”全面建成投产	27
图 62: 德康从黄鸡产业“活鸡”向“冰鲜”转型的消费需求出发选育新品系	27
表 1: 公司与生猪农场主签订的主要协议条款内容	1
表 2: 德康农牧家禽家庭农场模式与家禽养殖小区模式对比	25
表 3: 公司利用遗传资源、精确高效的性状测定技术、精准的遗传评估技术以及大规模的遗传选择等手段, 从多维度促进黄羽肉鸡育种研发	26
表 4: 德康农牧业务拆分	28
表 5: 德康农牧未来 3 年盈利预测表	29
表 6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	29
表 7: 公司盈利预测假设条件 (%)	30
表 8: 资本成本假设	30
表 9: 德康农牧 FCFF 估值表	30
表 10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	31
表 11: 同类公司估值比较	31

公司概况：生猪及黄羽肉鸡养殖先锋

公司简介：深耕畜禽养殖，下游延伸屠宰

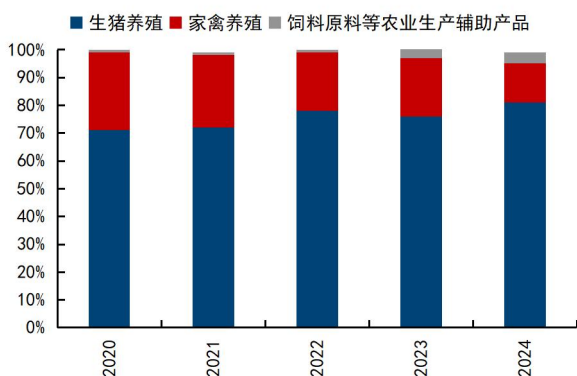
公司全称“四川德康农牧食品集团股份有限公司”，是我国生猪、黄鸡养殖头部企业，拥有从饲料生产、育种、扩繁、养殖到销售生猪及黄羽肉鸡的整体产业链。2024 年公司实现生猪出栏 878 万头，同比增长 24%，位列全国第六；实现黄羽肉鸡出栏 8812 万羽，同比略减 0.7%，位列全国第三。此外，公司持续深化高端食品战略，推进屠宰等食品加工项目投产，2023 年 10 月，四川省宜宾市的食物加工项目的屠宰场开始运营，目标年屠宰量超过 300 万头生猪，有望打开公司增长新空间。

图1：德康农牧业务范围涵盖饲料、育种、养殖、屠宰及加工等生猪及黄羽肉鸡养殖全产业链



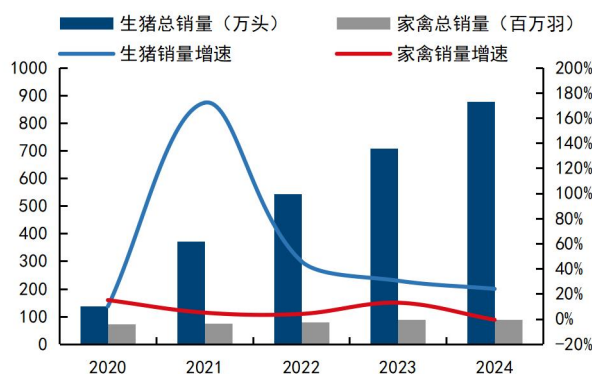
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：德康农牧主营业务收入占比情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：德康历年生猪及黄鸡出栏量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预计

发展历程：聚焦养殖产业，持续夯实生猪与黄鸡业务

公司前身历史可追溯至 2011 年，控股股东王德根收购重庆特驱 42% 股权，并持续

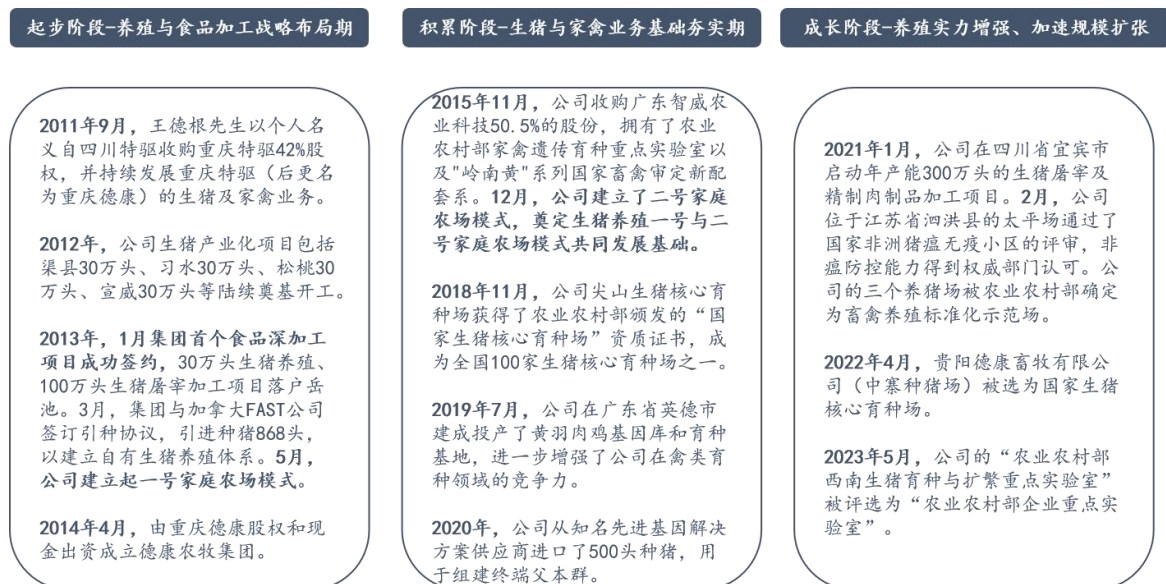
发展重庆特驱的生猪及家禽业务。2012 年重庆特驱改名为重庆德康，2014 年德康农牧集团由重庆德康股权和现金共同出资成立。具体来看，公司发展历程可分为三个阶段：

1) 起步阶段（2011 年-2014 年）：初步确立了生猪与家禽养殖与食品加工的战略发展目标。2011 年 7 月，生猪事业部挂牌成立，标志着公司大规模进入生猪养殖。2013 年 1 月开始布局食品深加工项目；2013 年 3 月集团从加拿大引进种猪，开始建立自有的生猪养殖体系；同年 5 月，公司建立起一号家庭农场模式，树立生猪养殖业务发展模式基础。

2) 积累阶段（2015 年-2020 年）：持续打磨猪禽业务模式，夯实种鸡、种猪等优质资源。生猪业务上，2015 年 12 月公司建立了业内独有的二号家庭农场模式；同时持续发力种群体系建设，2018 年 11 月获得农业农村部颁发的“国家生猪核心育种场”资质证书；2020 年成功组建终端父本群，集团种猪核心群达到 7000 头，形成年产曾祖代 3.5 万头产能，可支撑 7000 万头商品猪产能。黄鸡业务上，公司于 2015 年 11 月通过收购夯实了优质种鸡资源储备；并于 2019 年 7 月，在广东省建成投产黄羽鸡基因库和育种基地，增强禽类育种竞争力。经历多年育种研发与资源整合，公司积累了领先的种猪与种禽群，为后续规模壮大奠定基石。

3) 成长阶段（2021 年-至今）：快速扩张生猪产业链规模，养殖实力进一步得到认可。2021 年 1 月，公司启动年产能 300 万头的生猪屠宰及精制肉制品加工项目；2 月，公司江苏省太平场通过了国家非洲猪瘟无疫小区的评审，非瘟防控能力得到权威部门认可；另有三个养猪场被农业农村部确定为畜禽养殖标准化示范场。基于坚实的养殖经营基础，公司生猪养殖规模自 2020 年起进入快速发展阶段，2023 年生猪合计出栏达 708 万头，较 2020 年 137 万头出栏增长 417%，2020-2023 年 CAGR 达 73%。2023 年 12 月 6 日，德康农牧在香港交易所主板正式上市。

图4：德康农牧发展历程



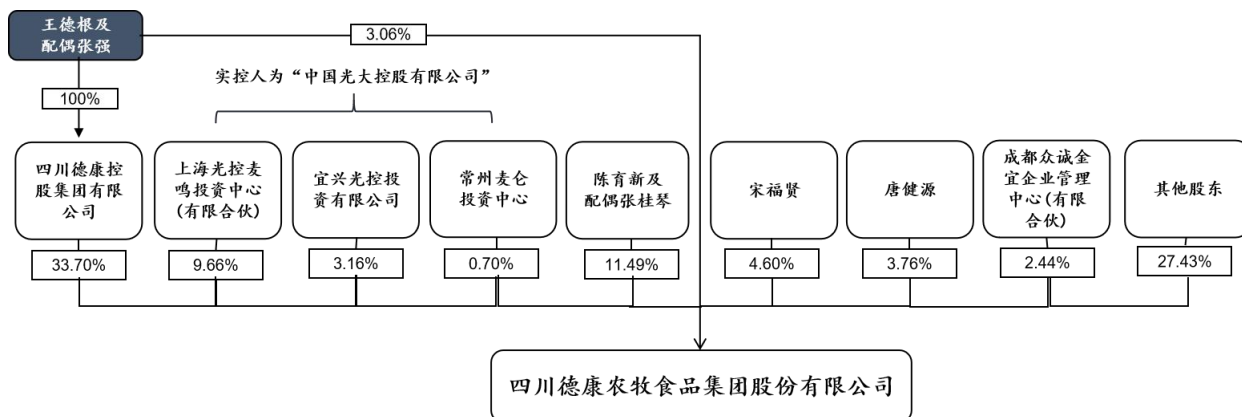
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司治理：股权结构较为集中，核心高管深耕农牧产业

公司股权结构较为集中，实控人王德根持股比例达 36.76%。根据 2024 年报披露，

王德根直接持有公司已发行股本约 3.06%，并通过四川德盛荣和实业集团（由王德根全资拥有）间接持有 33.70%公司已发行股本，合计持股比例达 36.76%，对公司拥有绝对控制权。中国光大控股有限公司为第二大股东，其实控的上海光控麦鸣投资中心、宜兴光控投资有限公司、常州麦仑投资中心对德康农牧持股比例分别为 9.66%、3.16%、0.70%，合计为 13.52%。

图5：德康农牧股东结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司创始人及核心高管团队深耕农牧产业。公司创始人、实控人、执行董事王德根在育种及畜牧饲料行业经验丰富，自 2017 年 12 月至 2022 年 12 月担任中国畜牧业协会猪业分会会长，自 2015 年 12 月起担任中国肉类协会副会长，在畜牧行业具有较强影响力。目前公司总裁姚海龙负责德康集团的整体管理和运营，自 2005 年 6 月起相继在重庆特驱饲料有限公司、广汉特驱农牧科技有限公司、梁平特驱食品有限公司担任总经理，于 2011 年 9 月加入德康集团，自 2013 年 3 月至 2019 年 12 月相继担任公司副总裁、生猪事业部总裁，于 2019 年 11 月获委任为公司董事。

公司管理层富有战略眼光并拥有严格的管理体系，奠定了德康农牧稳健快速壮大的基础。具体来看：

1) **战略布局上建立了德康独有的“公司+家庭农场”养殖模式。**公司引入欧盟标准，借鉴丹麦适度规模化的家庭农场养殖模式，搭建了自有的科学育种体系和管理体系，并通过“种养加结合，全封闭运作”的模式，建设生态养殖基地，树立起“适度规模、精耕细作、绿色高效”的德康模式。其中公司独有的“二号家庭农场模式”，通过将种猪而非仔猪直接交由农场主饲养，具备更轻资产、农户合作关系更长期稳定、更有利于动物疾病防控及保护二元杂交母猪的生物资产安全等优势，是行业内少有建立起“二号家庭农场模式”完善管理体系的先锋践行者。

2) **生产布局上抓住养殖产业链的核心育种环节。**德康农牧从最开始的单一家禽业务逐步扩展到了生猪、家禽育苗、养殖销售以及饲料生产，并深入到食品深加工领域。在全产业链布局过程中，创始人王德根将种猪芯片放在了至关重要的位置，在短短几年时间大力投入，搭建起了可与国际水平比肩的自有养殖育种体系，从源头确保了养殖的安全高效，奠定了全产业链发展的坚实基础。

3) **前瞻布局上重视农业信息化发展，大力推进大数据应用。**2021 年德康与华为达成大农业生态链全面合作，确定以集团农业产业链应用为基础，向大农业产业

生态延伸，在全球范围内就智慧大农业生态服务项目（平台建设、云服务、产业服务、数字农业一体化解决方案、智慧农业生态应用及推广等）进行深入合作。为了解决传统的政府部门、企业、农户、消息者之间的条块分割、数据孤岛现象，把监管延伸到生产消费的每一个环节，公司筹划基于“大数据”的新型农业安全信息化项目“农业安全云”，整个系统覆盖了农业生产、加工、仓储、流通等各个环节，实现了追溯管理、实时监控、防伪管理等多种功能，预计将有效的促进农业工业化、农业城镇化、农业现代化同步发展。

经营情况：营收稳步扩大，盈利受养殖周期影响波动

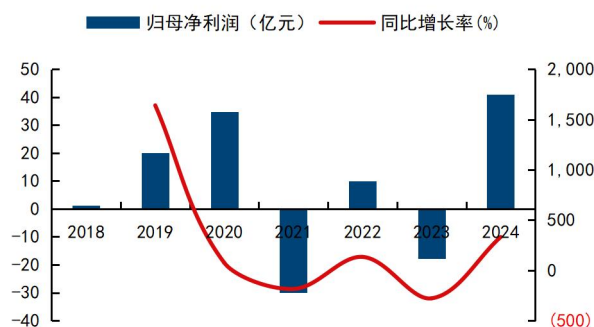
生猪与家禽主业经营周期性波动特征明显，2024 年净利润受益养殖景气回升与成本改善同比扭亏。公司 2024 年实现营业收入 224.63 亿元，同比增长 39%，生物资产公允价值调整后的净利润总额 41.02 亿元，同比扭亏。2024 年公司整体毛利率同比增加 20.92 pcts 至 21.66%，生猪与家禽养殖为公司毛利的核心组成部分，公司 2024 年经营扭亏主要系公司生猪与家禽销售均价水平均实现同比上涨、成本水平分别亦实现同比下降。费用率方面，2024 年公司销售、管理、研发、财务费用率总体较 2023 全年下降 1.76pcts 至 9.33%，伴随公司未来产能利用率提升，预计头均养殖折旧摊销费用下降有望带来费用率水平的进一步下降。

图6：德康农牧营业收入及增速（单位：亿元、%）



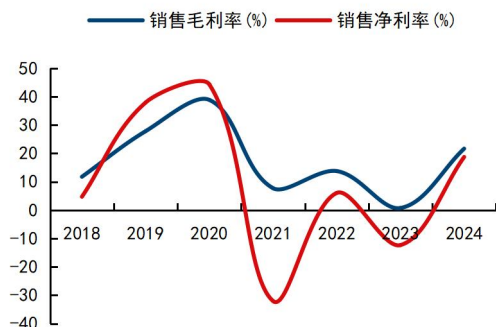
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：德康农牧归母净利润及增速（单位：亿元、%）



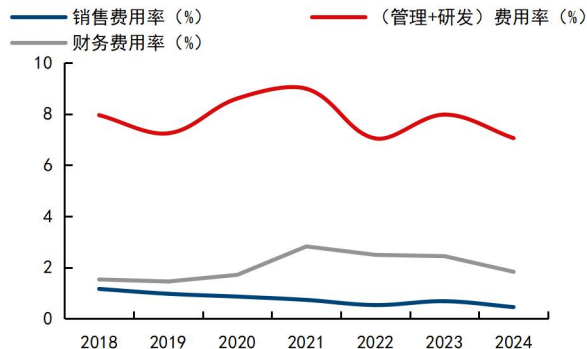
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（上述净利口径为生物资产公允价值调整后的净利）

图8: 德康农牧销售毛利率及净利率情况 (单位: %)



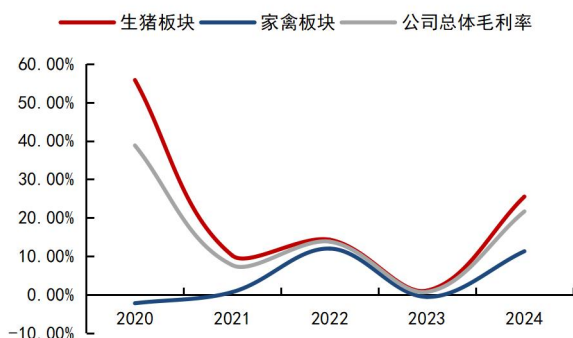
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 德康农牧费用率情况 (单位: %)



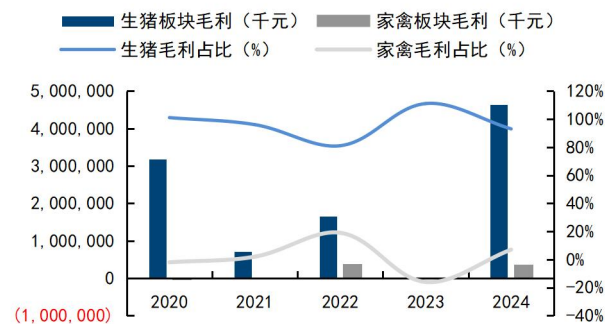
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 德康农牧分板块毛利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

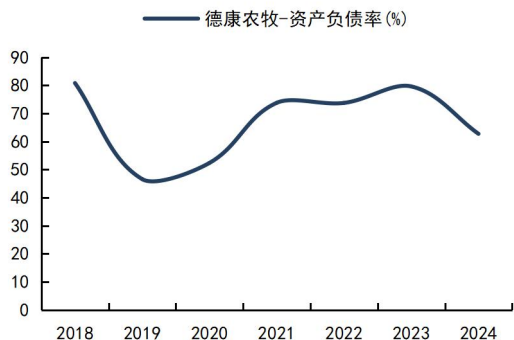
图11: 德康农牧毛利分业务占比情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

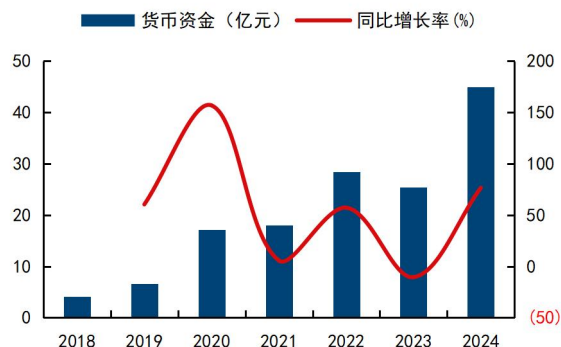
经营杠杆稳步改善, 资金储备较为充裕。截至 2024 年 12 月末, 公司资产负债率达 62.76%, 较 2023 年年末下降 16.88pcts, 相较上市猪企平均资产负债率约 65-70%而言处于行业中间偏下水平。同时从公司账面资金来看, 资金储备较为充裕, 总体经营安全性有保障, 截至 2024 年 12 月末, 公司拥有货币资金 44.92 亿元, 速动比率为 1.2, 流动比率为 0.8, 维持行业领先水平, 拥有较强的短债偿还能力。

图12: 德康农牧资产负债率情况 (单位: %)



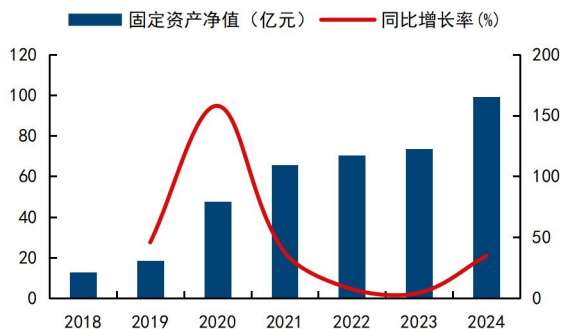
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 德康农牧货币资金情况 (单位: 亿元)



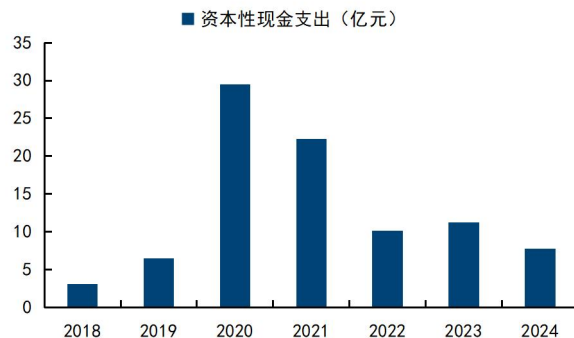
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 德康农牧固定资产净值情况 (单位: %)



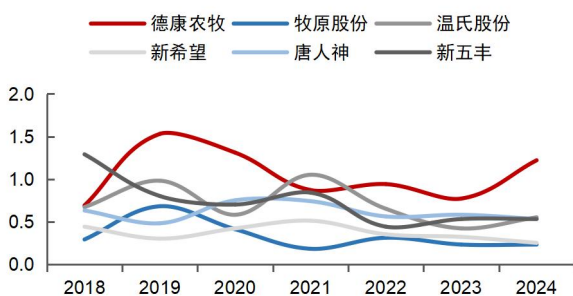
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 德康农牧资本性现金支出情况 (单位: 亿元)



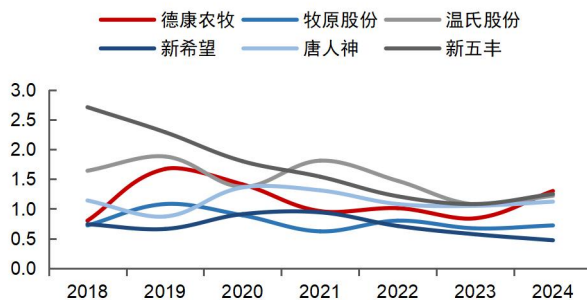
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 德康农牧速动比率领先行业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 德康农牧流动比率领先行业



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

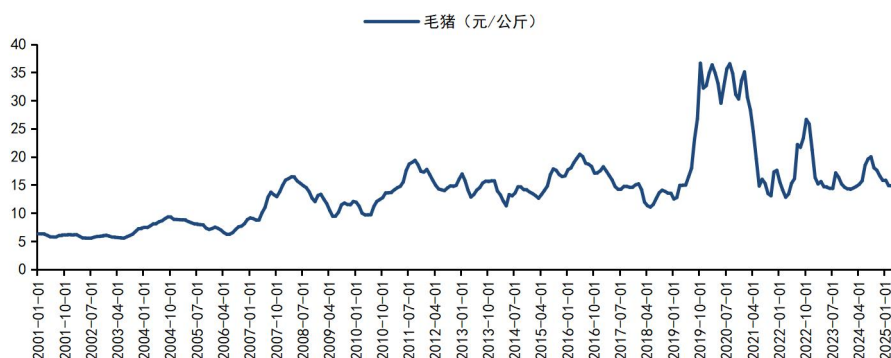
行业分析：养殖景气有望延续，拥抱管理优秀的龙头企业

生猪：重视低成本优质企业市占率提升

◆ 周期预判：产业扩张意愿不足，预计 2025 年猪价景气有望维持

猪周期进入右侧，行业盈利转正。受现金亏损带来的市场化去产能、及冬季非瘟扰动共同驱动，本轮猪价自 2024 年 3 月起开始反转。2024 年 3 月末，猪价 2 月末环比上涨 8.02% 至 15.09 元/公斤，自繁自养户与外购仔猪养户开始扭亏，生猪养殖行业结束自 2023 年以来一年多的深度亏损阶段，开始进入周期景气上行阶段，至 2024 年 8 月达到高点 21 元/公斤，后续开始阶段性回落，但受益产能增速较缓、饲料原料价格下行，行业仍保持较好盈利，2025 年 5 月末，生猪自繁自养户单头盈利仍接近 100 元。

图18：本轮猪周期进入右侧，预计 2025 年低成本企业仍能维持较好单头盈利



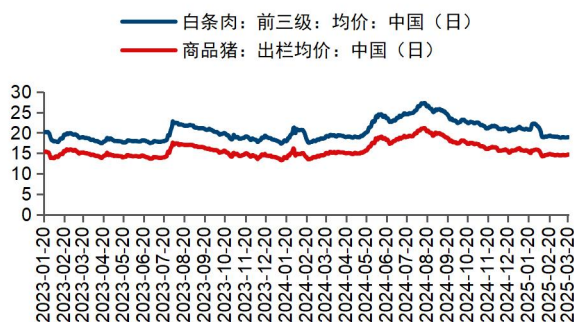
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：自繁自养与外购仔猪养户盈利自 2024 年 3 月起扭亏



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图20: 商品猪均价自 2024 年 3 月起进入周期右侧(元/公斤)



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

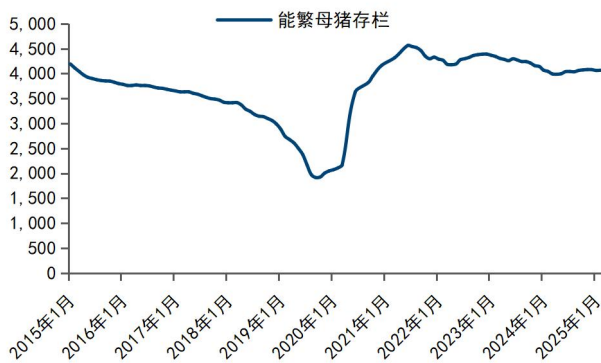
图21: 断奶仔猪价格伴随猪价景气同步修复(元/头)



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

当前能繁母猪产能维持低位，产业扩张意愿不足。参考 2024 年 2 月 29 日农业农村部印发的《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》的通知，“十四五”后期，以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 3900 万头左右，当能繁母猪月度存栏处于正常保有量的 92%-105%区间，为产能正常波动的绿色区域，官方将以市场调节为主，不需要启动调控措施。据农业农村部公布，2025 年 Q1 末，全国能繁母猪存栏量 4039 万头，为 3900 万头正常保有量的 103.6%，仍属于 105%以内的产能调控绿色合理区域范围。从产能变化趋势来看，2025 年 Q1 末能繁存栏较上一季度末环比减少 1.0%，较本轮周期 2024 年 4 月末低点累计增长 1.3%，行业自盈利以来，产能补充速度较慢。

图22: 2025 年 Q1 末能繁母猪存栏仍处于产能正常波动的绿色区域



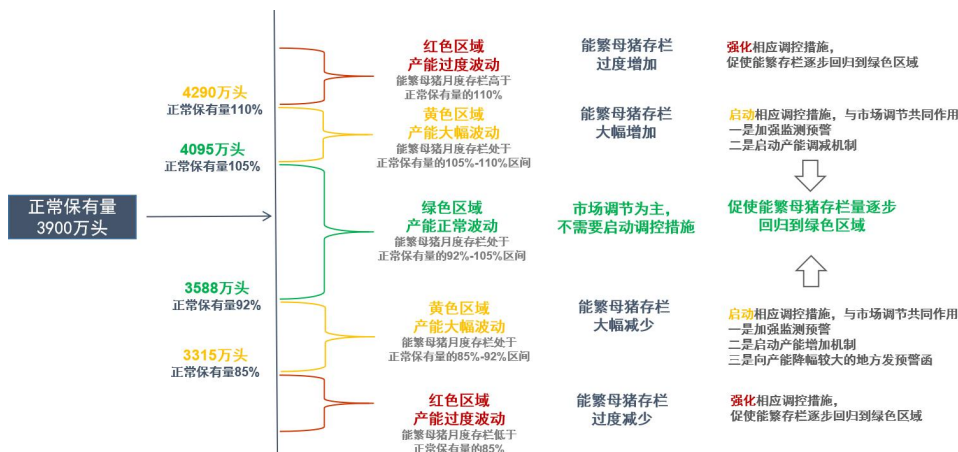
资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图23: 50kg 二元后备母猪价格窄幅调整，补栏情绪平淡(元/头)



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图24: 2024 年 2 月 29 日, 农业农村部印发《生猪产能调控实施方案(2024 年修订)》

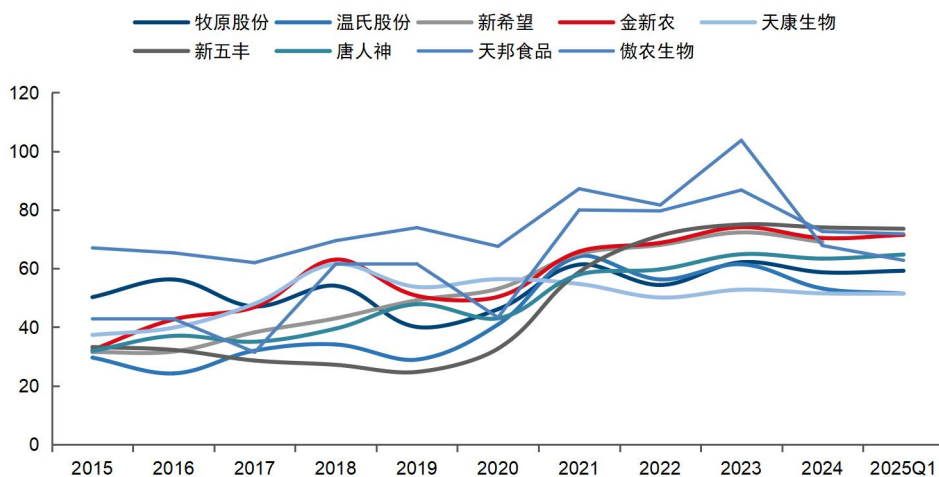


资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

猪企资产负债率仍处于历史高位, 产业扩表能力有限。2018 年国内首次发生非洲猪瘟后, 行业产能大幅去化, 因此国内生猪行业在 2019-2020 年经历周期高盈利阶段, 头部企业周期顶部快速扩张, 将盈利转为固定资本开支, 而 2021-2023 年生猪价格进入下行周期, 养殖产业经营活动现金流失血, 主要靠筹资性现金流支撑, 上市公司通过定增、可转债等方式融资来补充现金流, 由此导致行业整体资产负债率中枢上移。

综合来看, 我们预计生猪产能会继续维持低波动, 管理优秀的低成本猪企 2025 年仍有望实现较好的单头盈利水平。

图25: 上市猪企 2025Q1 末平均资产负债率接近 62%, 产业杠杆处于历史较高水平



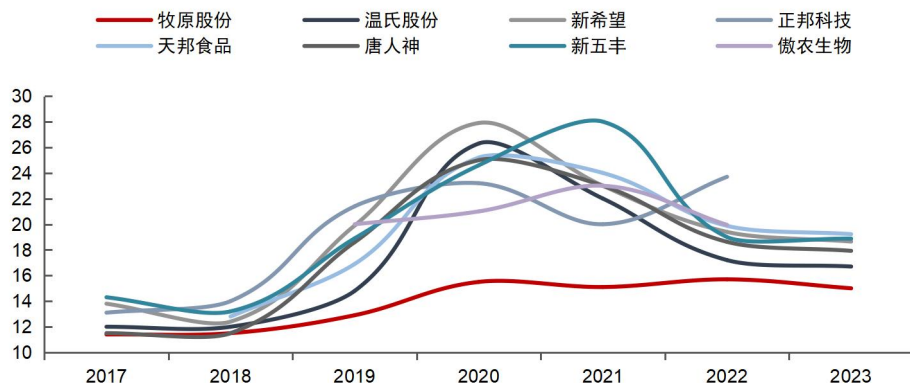
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 行业趋势: 猪企经营管理禀赋仍存差距, 头部企业成长空间充裕

国内生猪养殖产业仍处成本与效率竞争阶段, 猪企经营与管理禀赋仍有差距。通过对比不同企业间的完全成本表现可以发现, 养殖周期的巨幅波动成为了对企业

经营能力考验的放大镜，具备竞争优势的优质企业凭借更强的超额盈利能力与杠杆控制能力，平稳穿越周期波动。

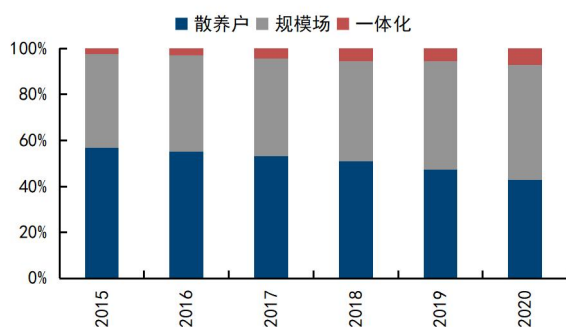
图26: 上市猪企养殖完全成本对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

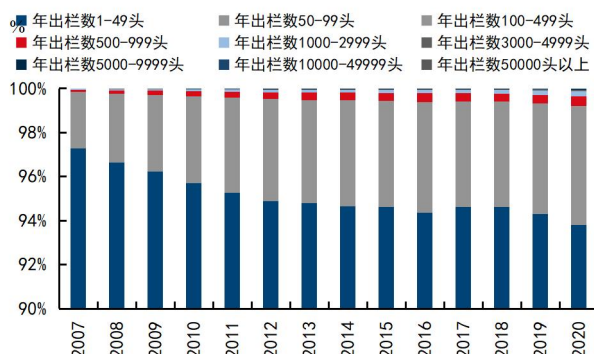
国内养殖规模化进程稳步推进，与美国对比仍然处于规模化早期向加速期过渡的阶段。2018 年国内首次发现非洲猪瘟疫情后，国内养殖行业也发生了较大的边际变化，行业规模化程度大幅度提升，国内生猪散养户的数量加速下降，这也是本轮猪周期跟以往周期出现的较大不同。从农业农村部统计数据来看，散养户产能占比由 2017 年的 53% 下降到 2020 年的 43%。据农业农村部预计，2023 年国内生猪养殖规模化率超过 68%，相较 2022 年提升约 3%。我们与美国的养殖结构演变历程对比来看，2020 年国内规模场出栏量占比约为 57%，仅相当于美国 1986 年的水平；2020 年国内养殖场头均出栏头数 25 头/户，仅相当于美国 1978 年的水平。考虑到美国在养殖规模化加速期，花了长达 15 年左右才基本完成养殖规模化，规模场出栏占比从 57% 提升至 90% 以上，未来我国养殖规模集中度提升的空间及时间依然充裕。按照 2024 年生猪养殖出栏统计来看，国内养猪产能 CR10 合计占比仅 25%，其中，优秀企业表现出明显的成长性，当前我国生猪竞争格局依然较为分散，未来头部的规模企业仍有较为充裕的市占率成长空间。

图27: 目前国内仍处养殖规模化早期阶段



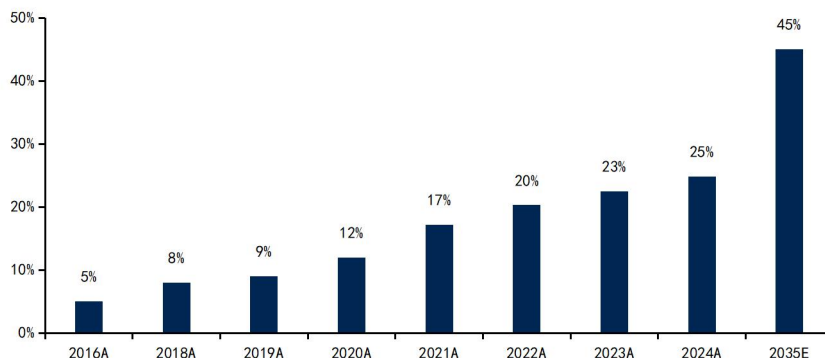
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 我国生猪散养户数量自非瘟暴发后下降较快



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预估

图29: 生猪养殖行业 CR10 自 2016 年以来稳步增长, 2024 年达 25%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

黄羽鸡: 供给低位波动, 有望率先受益消费复苏

◆ 周期预判: 上游补栏谨慎, 需求受宏观景气影响波动

黄羽肉鸡作为本土肉鸡品类, 是国内肉鸡市场重要构成。我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817 肉杂鸡和淘汰蛋鸡。白羽肉鸡属于快大型肉鸡, 与黄羽肉鸡相比, 其特点是生长速度快、料肉比较低、产肉量多, 适合工业规模化生产, 但是口感欠佳。黄羽肉鸡是我国自主培育的肉鸡品种, 具有品种多、生长周期长、抗病能力强等特点, 其肉质口感鲜美, 更符合我国传统的烹调习惯。

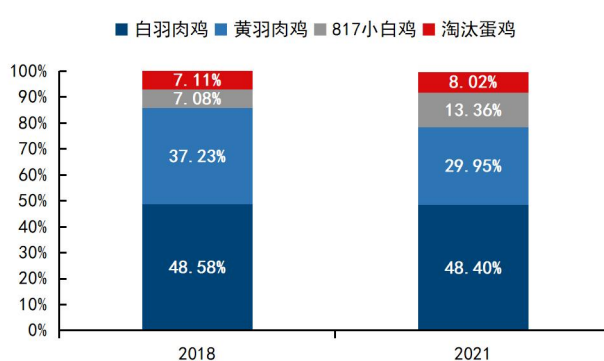
黄羽肉鸡按照生长速度可分为快速、中速、慢速三种类型, 其中快速型 (65 天以内出栏)、中速型 (65-95 天以内出栏)、慢速型 (95 天以上出栏) 占比分别约为 30%/45%/25%。其中, 中速型是冰鲜产品的优质原料, 慢速型养殖成本更高, 口感更佳, 主要供应中高档餐厅、酒店及家庭消费, 部分用于加工领域, 立华的雪山鸡属于典型的慢速型黄羽鸡品种。我们预计, 未来随着冰鲜市场渗透率提高以及国民消费升级, 中速型和慢速型黄羽肉鸡占比会进一步上升。

图30: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

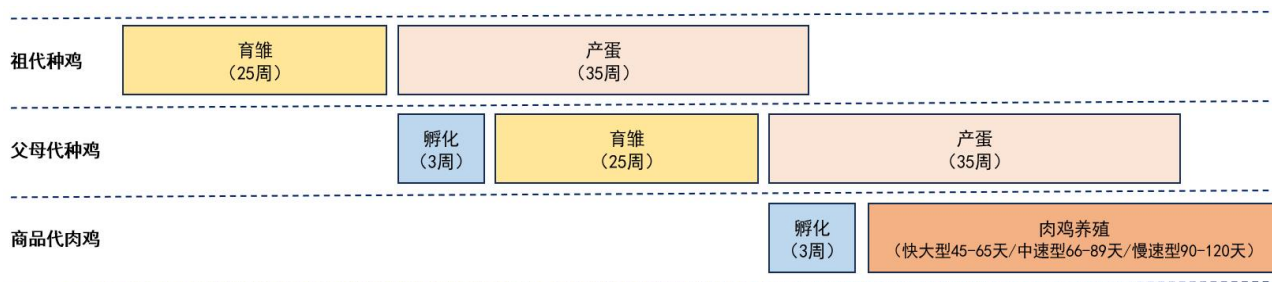
图31: 黄羽鸡在我国鸡肉产量中占比 30%左右



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

从养殖周期来看，黄羽鸡各代种鸡的养殖周期约为 60 周，其中育雏育成期约为 25 周，产蛋期约为 35 周，而商品代肉鸡中的快速型饲养周期约为 45-65 天、中速型饲养周期约为 66-89 天、慢速型饲养周期为 90-120 天。由此可知，祖代引种操作会对约 60-70 周后的商品代肉鸡出栏造成影响，父母代引种会对约 30-45 周后的商品代肉鸡出栏造成影响。

图32: 黄羽肉鸡各代种鸡养殖周期约 60 周



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

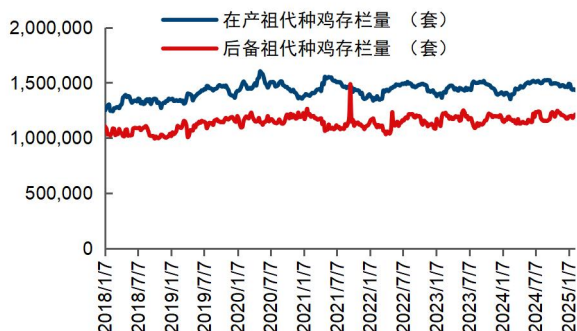
上游补栏谨慎，黄羽肉鸡需求有望率先受益内需恢复。短期来看，前期供给压力有所释放，需求近期有所改善，价格预计维持修复。中期来看，黄鸡上游补栏谨慎，供给仍处于历史底部位置，同时消费需求年内有望受益内需刺激政策及宏观景气改善，头部养殖企业有望维持较好盈利表现。

图33: 2024 年黄羽肉鸡行业养殖利润同比有所修复



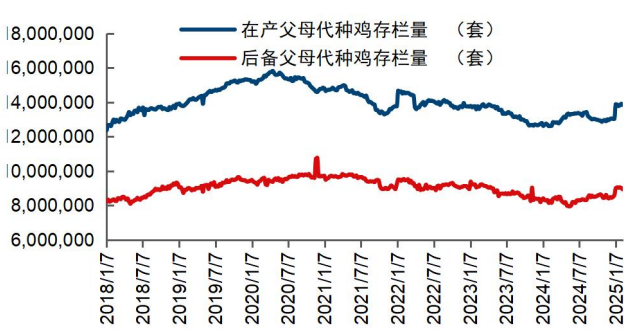
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图34: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



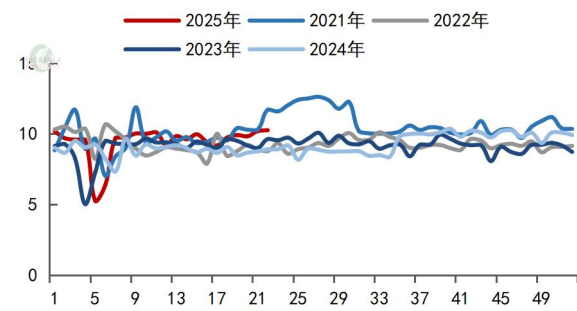
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图35: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



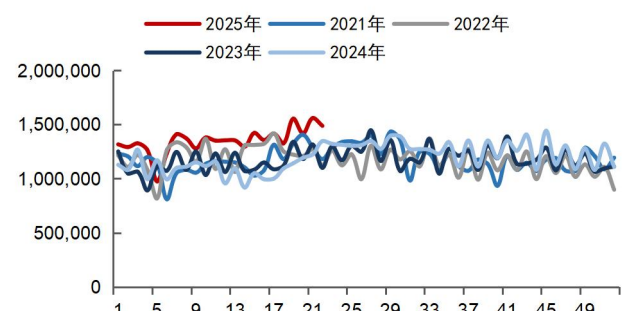
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图36: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格情况（元/套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理（横坐标代表每年第几周）

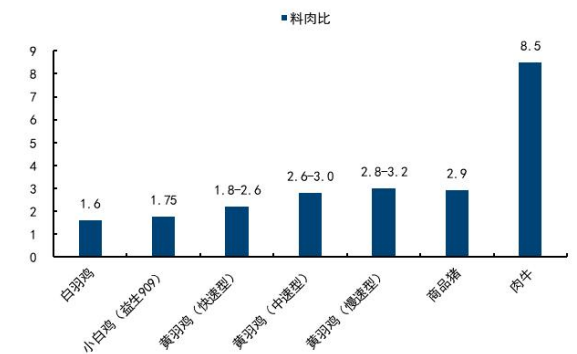
图37: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售量情况（只）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理（横坐标代表每年第几周）

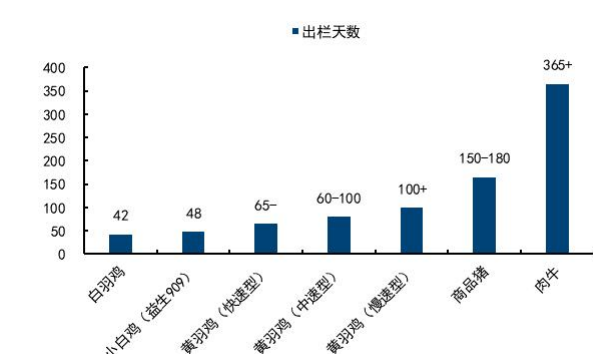
黄羽鸡需求有望率先受益消费复苏。黄羽鸡尤其是中速型、慢速型品种的消费属性相较小白鸡、白羽鸡等其他禽类品种偏高端，拥有更高的销售单价和更独特的风味口感，其料肉比、养殖天数等生产指标也明显高于其他禽类品种，对应着更高的单位生产成本。同时，餐饮是黄羽鸡的重要消费渠道之一，如果消费回暖，黄羽鸡需求在肉类消费中有望率先受益。

图38: 黄羽鸡养殖料肉比明显高于小白鸡、白羽鸡等其他禽类品种



资料来源：华经产业研究院，优顶特研究院，国信证券经济研究所整理

图39: 黄羽鸡养殖天数明显高于小白鸡、白羽鸡等其他禽类品种



资料来源：麦迪森生物数据中心，人民网，国信证券经济研究所整理

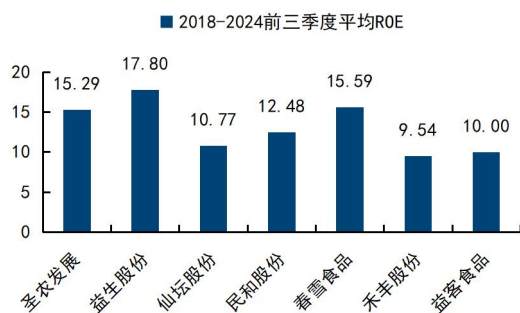
◆ 行业趋势：黄羽鸡养殖仍处成本竞争阶段，头部企业规模成长

国内白羽肉鸡产业具备产区集约化和养殖规模化特征。从区域分布来看，山东作为国内白羽肉鸡第一大产区，白羽肉鸡年屠宰量约占全国的近 50%，前三大产区（山东、辽宁、福建）的白羽肉鸡合计年屠宰量约占全国的 70%。从产业格局来看，国内白羽肉鸡产业各环节已具备较高规模化程度且各环节集中度呈现为倒金字塔结构，即规模化程度自上及下递减。在上游种苗环节中，龙头企业益生股份目前在国内祖代白羽肉种鸡引种市场的市占率高达约 30%，在国内父母代白羽肉雏鸡市场的市占率约为 20%。在下游屠宰加工环节中，龙头企业禾丰股份的市占率接近 10%，行业 CR10 已达 45%。

参考白羽肉鸡行业经验，成本竞争相对充分后，上游种苗和下游食品掌握行业盈利两端。其中，益生股份与圣农发展盈利能力保持行业领先，2018 年至 2024Q3 的平均 ROE 水平分别为 17.8%、15.3%。而值得注意的是，白羽肉鸡养殖公司的利润率及 ROE 表现随周期波动特征明显，但圣农发展在本轮行情中利润率及 ROE 虽有回落但始终维持正值，且明显优于其他上市同行，核心在于其不断推进种苗研发和养殖精进，持续聚焦肉制品业务拓展，实现了单羽成本的高度可控和单羽收入的持续提升。

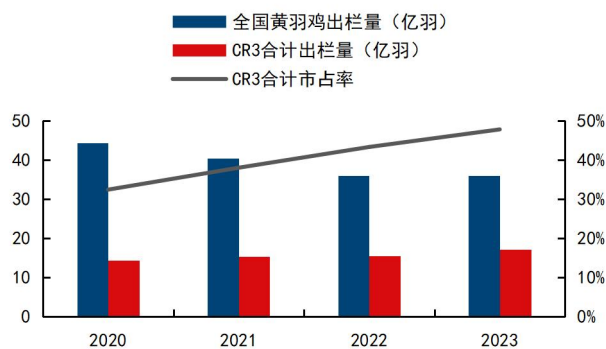
相比于白羽肉鸡行业，目前黄羽鸡行业仍处成本与效率竞争阶段。2020 年以来，在行业出栏规模萎缩的同时，头部企业却拥有领先于行业的出栏增速以及明显高于同行的 ROE 表现，以温氏股份、立华股份、德康农牧为代表的国内黄羽肉鸡养殖行业 CR3 企业合计市占率由 2020 年的 32.36%稳步提升至 2023 年的 47.72%。未来管理优秀的头部企业有望凭借成本优势持续提升市占率，成长为产业链巨头。

图40：白羽肉鸡行业成本竞争充分，龙头企业盈利表现领先



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：头部黄羽肉鸡企业市占率自 2020 年以来持续提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

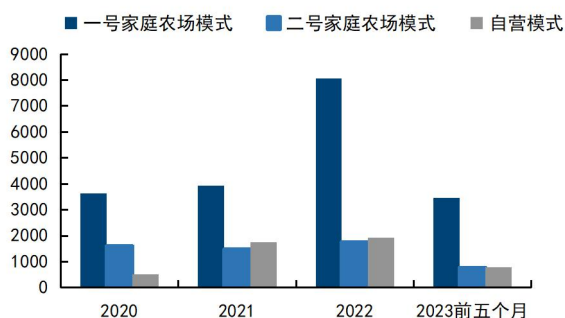
公司生猪业务看点：养殖技术生产服务型企业，赋能农户实现更轻资产稳健扩张

管理优势：创新践行家庭农场养殖模式，奠定轻资产快速扩张基础

德康农牧聚焦养殖技术与管理服务的对外输出，通过将种猪交由农场主饲养，轻资产扩大生产规模。我国生猪养殖模式主要包括“农户散养”、“公司自营”及“公司+家庭农场”养殖。其中，“公司自营”指公司建造养殖小区、雇佣劳动力进行规模养殖，涵盖育种、育肥及其他相关养殖全环节。“公司+家庭农场”规模养殖模式可根据公司向家庭农场提供的生猪种类进一步分为“公司+商品仔猪育肥场”（即一号家庭农场模式，农场主仅向公司领取断奶仔猪并进行育肥），“公司+母猪饲养及育肥场”（即二号家庭农场模式，农场主向公司领取母猪并负责饲养，生产在二号家庭农场或附近一号家庭农场育肥的断奶仔猪）。

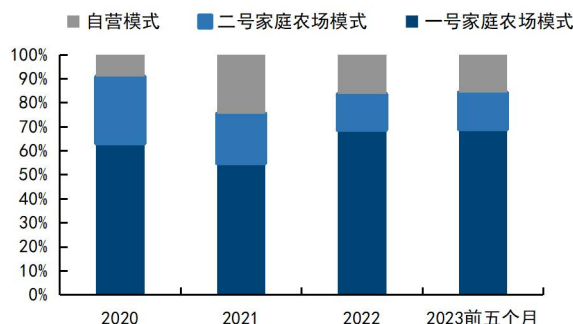
德康农牧是国内生猪养殖行业中创新性采用二号家庭农场独特模式的企业，同时与自营模式、一号家庭农场模式相结合，多模式间形成有效协同。截至2023年5月31日前的5个月，公司一号家庭农场模式、二号家庭农场模式与自营模式在生猪养殖板块的收入占比分别为69.0%、15.2%、15.8%。

图42：德康农牧生猪养殖板块不同模式收入情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图43：德康农牧生猪养殖板块不同模式收入占比分布



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司未来致力于进一步扩大二号家庭农场模式规模，与一号家庭农场模式相比，二号家庭农场模式拥有轻资产、农户合作关系更长期稳定、更有利于动物疾病防控及保护二元杂交母猪的生物资产安全等优势，具体来看：

1) **有效降低公司育种成本，有利于轻资产快速扩张：**二号家庭农场模式助力公司以轻资产方式迅速扩大生产规模。由于二号家庭农场负责养护二元杂交母猪，公司无需承担与母猪育种相关的土地、人工和水电成本，从而大幅降低育种成本，实现快速扩产。

2) **公司对农户设置了更高的准入门槛，并通过技术培训服务、提升农户盈利激励等加强长期稳定合作关系：**二号家庭农场的养殖过程要求农场主掌握更复杂的育种技术。公司对农场主进行严格的选拔和培训，向农场主传授母猪繁殖等专业技能，提升其长期经营能力，并通过合同确立长期合作关系。公司长期积累的技术和管理上的竞争优势，确保了与二号家庭农场的长期稳定合作。截至2023年5月31日，公司与超过77.1%的二号家庭农场主维持了三年以上的伙伴关系。

3) **有利于生物安全和动物疾病防控：**在二号家庭农场模式中，公司仅需要将母猪

而非大批断奶仔猪运送至家庭农场，“二元杂交母猪—仔猪—商品肉猪”全养殖生产周期都在家庭农场内完成，农场的生产内循环有效减少了生猪流动及运输，降低了仔猪转运的损耗及疫病风险，从而更有利于动物疾病和生物安全防控的实施管理。此外，通过农场主进行母猪的分散饲养也有效降低了猪瘟等疫病带来的风险，提高了生物资产的安全性，确保了母猪种群的持续、高效、稳定增长，保障了生产的稳定性。

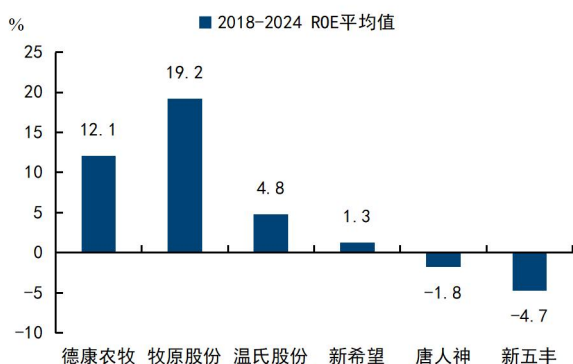
图44：一号家庭农场模式与二号家庭农场模式的优劣势对比

	公司+商品仔猪育肥场（一号家庭农场模式）	公司+母猪饲养及育肥场（二号家庭农场模式）
定义	公司向养殖户提供不能按种猪饲养的断奶仔猪、饲料、疫苗及药品。由养殖户育肥并将育成猪还交公司以赚取约定费用。	当养殖户达到公司标准时，公司提供给养殖户能繁母猪、饲料、疫苗及药品。养殖户向公司领取能繁母猪，负责饲养，以及生产在二号家庭农场或附近一号家庭农场育肥的断奶仔猪。
优势	1、容易提升规模 2、科学化管理系统及统一疫病预防标准 3、资本需求相对较低	1、资产模式更轻，易于扩张 2、盈利能力更强 3、更有利于动物疾病防控及保护二元杂交母猪的生物资产安全 4、养殖户准入门槛更高，提供的培训更加全面，养殖户能够掌握更加专业的养殖技术 5、为养殖户创造更高及更稳定的收入，从而为符合条件的养殖户提供更强激励
劣势	土地、人工及水电成本等生产成本相较「公司+母猪饲养及育肥场」模式为高。	需要与养殖户建立更为科学及精准的合作模式及管理系统。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

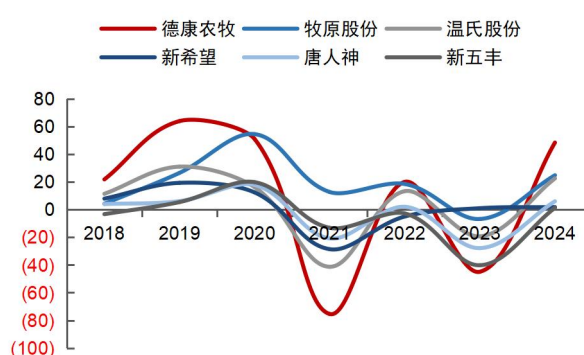
德康农牧相较同行拥有更高的长期 ROE 水平，源于优秀的成本管控，以及采用更轻资产的养殖模式带来了更高的资产周转效率。德康农牧 2018 年-2024 年的平均 ROE 水平达 12.1%，处于行业领先水平。根据杜邦分析，销售净利率方面，德康农牧 2018 年-2024 年平均水平为 9.6%，其养殖成本位列行业第一梯队，因此实现了较同行更好的净利盈利表现。资产周转率方面，德康农牧亦领先同行，主要系公司约 15%的生猪养殖产能采取了更轻资产的二号家庭农场养殖模式（公司+农户养殖母猪），因此在母猪场的资本投入相对其他采取自繁自养模式（公司全程饲养）或者一号家庭农场养殖模式（公司+农户养殖仔猪）的同行更少，经测算，德康农牧 2024 年生猪出栏对应头均净资产水平约 978 元，明显低于行业平均水平。

图45：德康农牧相较同行拥有更高的长期 ROE 平均水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图46：生猪企业 2018-2024 年 ROE 变化情况 (%)



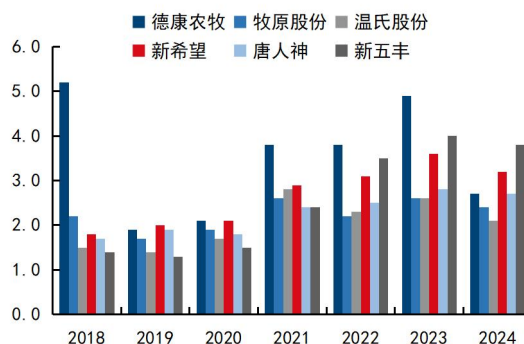
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图47: 德康农牧较同行拥有更高的销售净利率



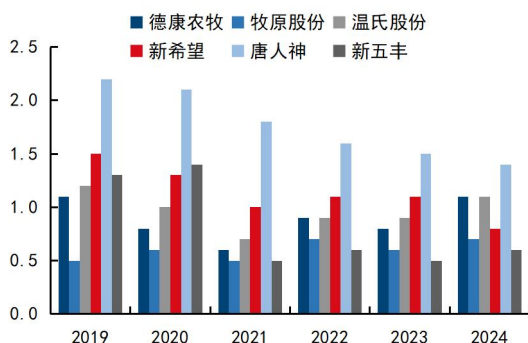
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图48: 德康农牧权益乘数处于行业较高水平



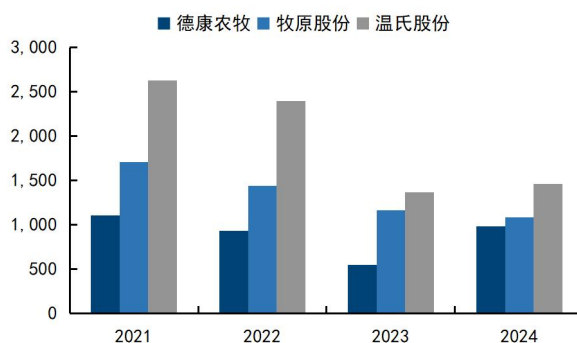
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图49: 德康农牧资产周转率高于同行



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图50: 德康农牧生猪出栏对应头均净资产（元）低于同行



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (上述公司头均净资产水平均按“年末净资产/当年生猪出栏头数”测算)

德康农牧在与家庭农场主的合作上拥有明显的竞争优势, 其已建立起针对家庭农场科学规范的管理模式, 能在确保养殖过程的标准化和高效化的同时, 也为农场主提供稳定的收入来源和持续的技术支持。具体来看:

1) 合作前-筛选培训、协议约束:

(i) **农场主筛选:** 公司综合考量农场主的财务资源、教育背景、信誉以及家庭农场的条件, 如地理位置、防疫条件和周边环境等因素进行筛选, 尤其对于技术要求更高的二号家庭农场农场主的选拔标准更为严格。

(ii) **培训管理:** 公司在向农场主提供生猪前, 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, 考核达到要求才能开始进行生产。随后过渡期内, 公司也会派生产管理专员进行现场生产管理培训指导。

(iii) **协议签订:** 公司通过与农场主签订代养协议, 确立双方的合作基础, 协议中对双方职责进行了明确划分, 农场主负责使用自家农场、设施及员工育肥及/或培育生猪, 并收取代养费, 公司负责提供种猪及/或断奶仔猪、技术指导与支持、饲料、药品及疫苗。此外, 公司通过保证金进一步确保农户合作关系稳定性, 农场主需要支付预付保证金。

2) 合作后-全程技术支持、定期监督管理:

(i) **技术支持:**公司向农场主提供全面的技术指导和支持,包括猪场设计和选址、养殖技术、疾病预防措施以及病猪治疗等方面的专业建议。

(ii) **定期管理:**公司密切配合和监督农场主,并配备生产管理专员,定期前往家庭农场监督及指导农场主。生产管理专员将(a)现场查看免疫、配种、分娩、断奶、销售出栏等关键生产环节,(b)对生猪数量和状况进行界定确认;及(c)要求农场主在相关单据上签字确认。当农场主上报生猪死亡淘汰或异常后,生产管理专员会及时反馈处理方案,并现场查看生猪,并开具单据经农场主签字确认后,进行生物安全处理。

在日常管理上,生产管理专员将对农场主每月至少进行一次培训,培训内容一般为生物安全、生产技术、案例分析和集团管理架构等,另外公司每个季度为农场主组织生产培训及复盘、进行农场主关系维护。同时,公司也安排了专职技术人员(一号家庭农场每1万头生猪约配备1人,二号家庭农场每500头母猪约配备1人)经常性走访农场主,就技术问题提供建议。

(iii) **合理结算:**代养费与农场主生产成绩相挂钩,主要参考当时市价及农场主的估计生产成本确定。

(iv) **树立标杆:**公司甄选标杆农场主,激励其他农场主向其学习。

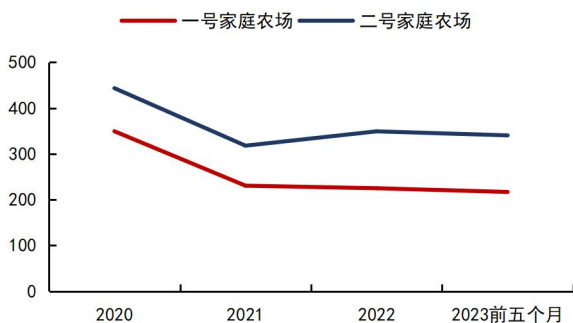
表1: 公司与生猪农场主签订的主要协议条款内容

条款类别	具体事项
协议期限	公司与二号家庭农场签订的代养协议期限通常为10年,而与一号家庭农场签订的代养协议期限通常为5年,两者均未明确规定续期条款。
职责划分	1) 农场主负责使用自家农场、设施及员工育肥及/或培育生猪,并收取代养费。 2) 公司负责提供种猪及/或断奶仔猪、技术指导与支持、饲料、药品及疫苗。农场主需为这些饲料、疫苗和药品支付费用,费用通常根据公司的采购成本确定,并从代养费中扣除。
保证金	农场主需要支付预付保证金,一般为每头商品肉猪/断奶仔猪人民币1,000元,每头农场饲养的种猪人民币10,000元。
所有权归属	公司拥有农场主饲养的生猪、饲料、疫苗及药品的所有权。农场主拥有农场及设施的所有权。
终止协议	1) 协议可经双方同意终止。农场主不得在合同期满前单方面解除合同,除非违约并支付人民币100,000元的固定提前终止费,该费用参考公司为养殖场产生的培训及设计成本确定。 如果农场主及时将生猪、饲料、药品及其他材料退回给公司,公司通常会豁免提前终止费。因此,在往绩记录期间,公司没有向农场主收取任何提前终止费。 2) 公司可以在一系列情况下单方面终止协议,包括:(i)农场主未能按公司的时间表及标准饲养及交付生猪,(ii)农场主与其他方签订任何其他合同以育种猪,(iii)农场主使用非由公司提供的饲料、疫苗或药品。 3) 协议终止时,农场主应归还生猪、饲料及药品,并赔偿公司因违反协议可能遭受的损失。在2020年、2021年及2022年以及截至2023年5月31日止五个月,由于农场主未能符合公司的标准(包括环境保护、饲养及交付生猪以及养殖场维护),公司分别单方面终止了与111名、110名、213名及33名农场主的协议。同期,公司并未因这些农场主违反协议而产生任何损失,因此,公司并未因终止协议而获得任何赔偿。

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

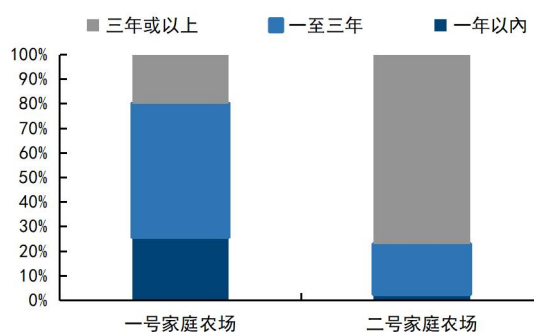
高激励有效提升了农场主合作意愿及稳定性,双方长期共赢发展。与一号家庭农场主对比,公司与二号家庭农场主的合作关系更长,二号家庭农场主也获得了更高的头均代养费收入。二号家庭农场2023年前五个月的头均代养费收入达340元,较一号家庭农场主高出57%。从家庭农场主合同到期情况来看,截至2023年5月31日,距离到期时间在三年或以上的二号家庭农场为631个,占比达77%;一号家庭农场为358个,占比达20%。

图51: 德康农牧二号家庭农场主较一号家庭农场主拥有更高的头均代养费收入(元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图52: 德康农牧与农场主协议到期占比分布情况(截至2023年5月31日)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

育种优势: 整合优质种猪资源, 十逾年持续选育迭代

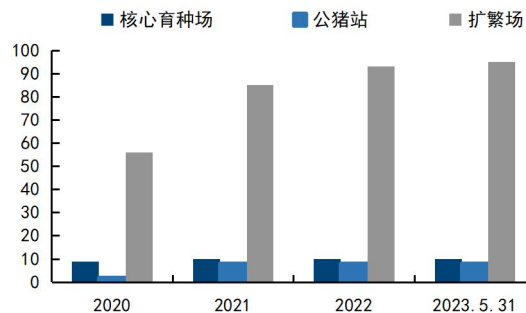
持续专注开发及应用新型育种技术, 搭建起行业领先的生猪育种体系。自公司2013年引进优质纯种种猪并搭建核心育种群以来, 经过十多年持续选育, 公司已成功培育出适应国内养殖环境和消费市场需求的高效种猪生产群体, 并组建了包括核心育种场、公猪站、扩繁场及商品生产场等完整的生猪繁育体系, 形成了生产成本优势明显的高效生产模式。从自有育种体系发展历史来看, 公司核心育种体系搭建始于2013年3月, 其从加拿大生猪基因公司引进868头纯种种猪, 由此组建了第一个核心育种群, 同时双方签订联合育种合作协议, 公司派遣员工接受培训, 亦邀请育种专家来种猪场进行现场培训和指导, 利用软件数据库、种猪生产操作培训和不时监控反馈等方式规范种猪育种工作, 为后续进行体系化育种工作奠定较好基础。2019年7月, 公司从知名先进基因解决方案供应商引进500头种猪组建终端父本群, 同时2019年开始将全基因组技术应用于核心育种群的育种工作, 并于2020年实现全基因组育种技术对所有生猪品种(系)的覆盖。2021年公司公猪站数量由2020年的2个增加到8个, 下游扩繁场数量亦同步加速扩张, 截至2023年5月底, 公司在四川、重庆、贵州、广西、江西及内蒙古拥有10个核心育种场, 核心育种群数量超1.48万头, 已具备建立超117万头下游母猪及后备母猪的扩繁场的生物资源基础。截至2024年12月31日, 公司有两个国家级生猪核心育种场, 核心种猪群规模约为1.50万头(包括后备母猪及后备公猪), 纯种种猪规模为14.07万头, 生物资产储备进一步夯实。

图53: 德康农牧生猪繁育体系结构图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图54: 德康农牧核心育种场、公猪站、扩繁场数量变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

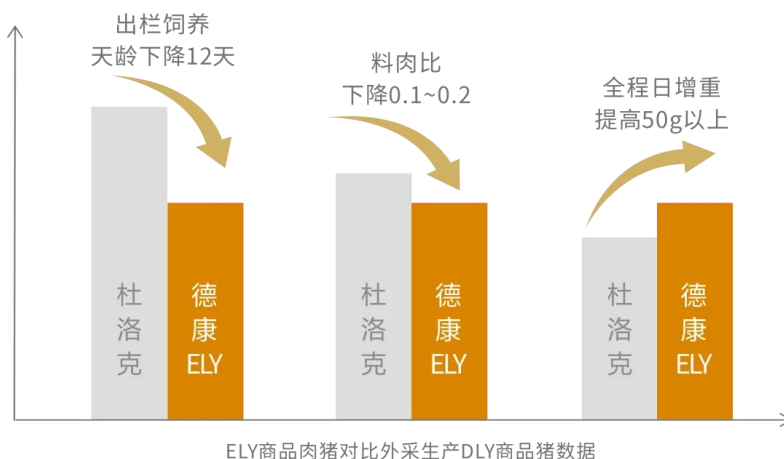
图55: 公司 2013 年起专注自有核心育种群搭建, 截至 2024 年 12 月拥有核心育种群接近 1.5 万头



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

整合海内外优势种猪资源, 与知名大学与生物科技公司等育种科研单位广泛合作。截至 2023 年 5 月, 公司已从声誉良好的育种企业引进了五个国外猪品种(系)及两个国内地方猪品种系。其中, 国外种猪品种包括长白、杜洛克、约克种猪以及大白 Z 系及大白 E 系种猪。与此同时, 公司致力于与国内知名大学和生物科技公司等育种和科研单位合作, 聘请了四川农业大学朱矿教授、中国农业大学胡晓湘教授、丹麦奥胡斯大学苏国生教授等著名育种专家领导的团队, 直接指导育种工作开展。基于近十年积累的优质种猪资源、及持续迭代的育种技术应用, 德康新配套系商品猪已展现出领先行业的生产指标。在硬核育种团队的攻克下, 德康 II 系中的 E 系终端父本表现优秀。据公司公告披露, 德康新配套系的商品肉猪在上市日龄上比国内市场主流品种提前 12 天(6kg~135kg), 饲料转化率降低 0.1, 每头生猪的边际贡献增加预计约 100 元。随着后续新配套系推广范围的扩大, 坚实的育种基础将进一步支撑未来公司生产指标的提升和成本控制的管理。

图56: 德康 E 系终端父本产出的 ELY 商品肉猪对比外采生产 DLY 商品猪性能明显提升



资料来源: 德康种猪公众号, 国信证券经济研究所整理

公司黄鸡业务看点：管理效率持续精益，选育品种优势突出

管理优势：家庭农场运营体系成熟，养殖小区为辅助力技术升级

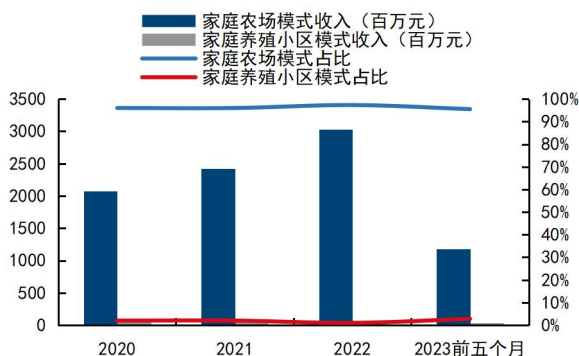
公司家庭农场模式占比 95%以上，轻资产稳步扩张。公司黄羽肉鸡业务分为家庭农场及养殖小区两种主要模式，主要位于四川、重庆、云南、贵州、广东及广西壮族自治区。其中，家禽家庭农场模式饲养占比更高，2020 年至 2023 年前五个月收入占家禽板块销售比例保持在 95%以上。家庭农场模式的高比例应用有效降低了公司的固定资产资本投入，得以将重点放在技术突破、产品开发及营养配方研究等工作上。同时，公司使用养殖小区开展有关新型的生产流程管理方法的实验，在小区内测试新型的环控和饲喂设备，并为家庭农场准备进行设备升级。总体上，2020 年以来公司的家庭农场及养殖小区数量保持相对稳定，分别为 3,395 个、3,450 个、3,354 个及 3,426 个家庭农场，以及 54 个、61 个、71 个及 72 个养殖小区。公司不断努力优化家庭农场运营，不时淘汰不符合标准的农场，因此家庭农场的数量轻微波动。截至 2023 年 5 月 31 日，公司与家禽农场主的平均合作关系维持接近 3.5 年，有接近 47.4%的家禽农场主的协议到期日在三年或以上。

表2: 德康农牧家禽家庭农场模式与家禽养殖小区模式对比

模式名称	具体含义
家禽家庭农场	家庭农场负责提供土地及设施，并根据公司标准饲养黄羽肉鸡，公司负责提供鸡苗、饲料、药品及技术支持的模式，在收集并出售黄羽肉鸡后，与家庭农场结算代养费。
家禽养殖小区	公司自行建设设施并向农场主租赁土地及设施，而农场主饲养黄羽肉鸡。除了养殖小区归公司所有外，模式运作与家禽家庭农场模式相同。

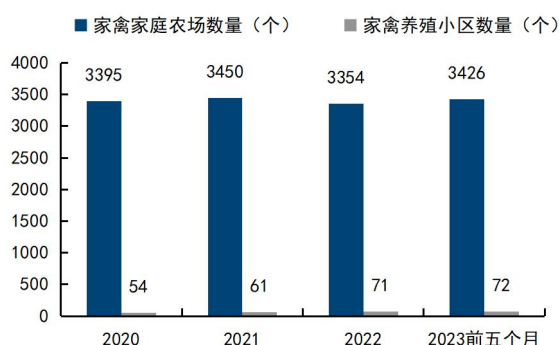
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图57: 德康农牧家禽养殖板块不同模式收入及占比情况



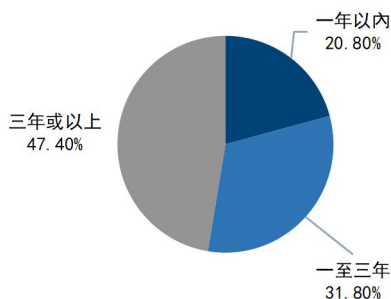
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图58: 德康农牧家禽家庭农场及养殖小区数量变化情况



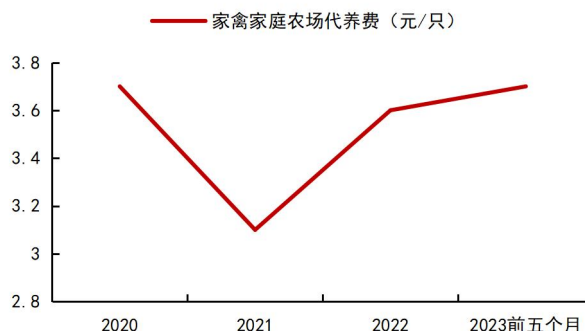
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图59: 德康农牧与家禽农场主的协议到期情况（截至 2023 年 5 月 31 日）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图60: 德康农牧家禽家庭农场主实现了较稳定的代养收益



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

育种优势：生产效率为先，需求导向选育

黄羽鸡育种实力突出，重视研发投入持续推新。公司是国家肉鸡产业技术体系试验站，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，3 个通过国家审定的配套系是市场的主流推广品种。为丰富地方优质鸡品种结构，放大品种优势，2020 年，广东智威“优质地方鸡遗传资源基因库”全面建成投产。目前德康家禽已建设完成智能化性能测定、基因组信息评估、品质改良、育种信息化等工程技术研究平台，在黄羽鸡育种领域精耕细作。

表3: 公司利用遗传资源、精确高效的性状测定技术、精准的遗传评估技术以及大规模的遗传选择等手段，从多维度促进黄羽肉鸡育种研发

黄羽肉鸡具体育种举措

- 1 采用国际前沿的基因组选择等遗传评估方法，实现了 DNA 选种。
- 2 大规模扩大基础群体，创造更多类型的基因组合，以便从群体中选出最优秀的种鸡。
- 3 运用现代化的设施设备，持续开展配合力和杂交组合实验以评估生产表现，筛选出满足市场需求的配套品种。
- 4 为生产健康的商用肉鸡，公司致力于根除禽白血病、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。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

市场需求导向出发，致力于地方鸡品种规模化生产。在家禽事业部技术总监瞿浩博士、德康农牧家禽事业部技术总监瞿浩博士的带领下，公司致力于选育地方家禽品种和培育特色配套系，实现地方品种的规模产业化。随着经济发展和生活水平的提高，人们对肉鸡的需求从数量转向质量与风味，中国地方鸡种因其肉质鲜美更符合国人的烹饪习惯和口味，但同时地方鸡种也存在繁殖性能差、品种质量不一、育种效率低等问题。因此德康家禽事业部技术处基于市场需求，成功运用分子育种技术，培育出遗传稳定、抵抗力强的肉鸡新品种（配套系），推动了新品种的大规模产业化，提升了品种的商业价值，并建立了黄羽肉鸡良种繁育体系，为优质鸡产业的可持续发展提供了技术支持。例如，由广东智威、广东省农业科学院动物科学研究所、德康农牧共同创建的岭南黄鸡 I 号、II 号、3 号配套系先后获得了国家畜禽新品种证书，每年可提供优质父母代种苗 600 万套（全国年需要量约 3900 万套），商品代鸡苗 1 亿只，全国品种市场占有率达到 15% 左右，辐

射养殖户 2 万余户，成为农民增产增收的名优“致富鸡”。其中，“岭南黄鸡 3 号”新配套系的产蛋量提高一倍，蛋耗料也降低一半。

图61：2020 年，广东智威“优质地方鸡遗传资源基因库”全面建成投产



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图62：德康从黄鸡产业“活鸡”向“冰鲜”转型的消费需求出发选育新品系



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

持续迭代选育品系，岭南黄鸡 5 号配套系 2024 年 4 月获国家新品种证书。公司以大体重的麻黄鸡品种为培育目标，集成了分子标记辅助选择、全基因组选择、多性状综合遗传评估、种源性疾病净化等多项先进的育种技术和方法，历时 14 年培育出的生长速度突出、饲料利用效率高、体型外貌佳、抗病力强的麻黄鸡品种。其突出特点是：父母代种鸡体型矮小，因而饲料消耗少、产蛋性能好，全期料蛋比同类品种低 4-10%，正符合节粮增效、降碳减排的绿色农业发展要求；商品代肉鸡则体型正常，长速快，抗病力强，性成熟早，肉质好，胸肌发达，是目前市场上长速最快的中速麻黄品种，上市体重比同类品种重 8-10%。市场适应范围广，既可适应脱温类、屠宰类、活鸡类等多种形式消费产品需求，又能满足华南地区 60-70 日龄上市的中等体型母鸡市场以及西南地区 80 以上日龄上市的大体型公鸡市场需求。

此外，公司针对黄羽肉种鸡建立了集病原分离、鉴定、耐药性监测、宿主血清学监测、免疫防控和临床预防、治疗于一体的重大疫病监测与防控体系。通过生物安全和疫苗免疫等净化技术消除滑液囊支原体，公司种鸡因滑液囊支原体引发的腿病群发病率降低约 42%，群体内发病率降低 90%，同时每只种鸡平均用药成本减少约人民币 0.12 元。

盈利预测

假设前提

按假设前提，我们预计 2025-2027 年生物资产公允价值调整前归母净利润分别为 34.51/30.09 及 28.65 亿元，对应 EPS 分别为 8.87/7.74/7.37 元。

生猪养殖业务：销量方面，公司生猪产能保持稳健扩张，我们预计公司 2025-2027 年的生猪出栏量分别为 1151 万头、1473 万头、1778 万头。成本方面，考虑到公司持续精进管理，预计成本有望进一步下降。售价方面，依照我们对行业判断，分别给予 2025-2027 年公司每公斤商品猪销售价格 14.8 元、13.7 元、13.2 元的预期。最终预计公司生猪养殖业务 2025-2027 年营收同比增速为 18.4%、16.6%、13.7%；2025-2027 年毛利率为 25.9%、22.3%、20.6%。

家禽养殖业务：销量方面，我们预计公司 2025-2027 年的家禽总出栏量分别为 8900 万羽、9100 万羽、9300 万羽。成本方面，考虑到公司持续精进管理，预计成本有望进一步下降。售价方面，依照我们对行业判断，分别给予 2025-2027 年公司每公斤黄羽肉鸡销售价格 14.3 元、13.6 元、13.0 元的预期。最终我们预计公司家禽养殖业务 2025-2027 年营收同比增速为-4%/-3%/-3%；2025-2027 年毛利率为 8.4%/5.1%/1.5%。

表4: 德康农牧业务拆分

单位：百万元，%	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计						
收入	15,037	16,155	22,463	25,786	29,449	32,962
同比	51.9%	7.4%	39.0%	14.8%	14.2%	11.9%
毛利	2,068	120	4,865	5,862	5,800	5,958
毛利率(%)	13.8	0.7	21.7	22.7	19.7	18.1
生猪业务						
收入	11,745	12,255	18,272	21,633	25,215	28,676
同比	63.9%	4.3%	49.1%	18.4%	16.6%	13.7%
毛利	1,674	132	4,662	5,597	5,634	5,897
毛利率(%)	14.3	1.1	25.5	25.9	22.3	20.6
家禽业务						
收入	3,215	3,333	3,181	3,054	2,970	2,870
同比	23%	4%	-5%	-4%	-3%	-3%
毛利	386	-19	371	256	153	44
毛利率(%)	12.0	-0.6	11.6	8.4	5.1	1.5

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计 2025-2027 年的公司整体营收分别为 257.86/294.49/329.62 亿元，同比增速为+15%/+14%/+12%，毛利率为 22.7%/19.7%/18.1%，毛利为 58.62/58.00/59.58 亿元。

未来 3 年业绩预测

生物资产公允价值变动损失假设：公司于 2024 年生物资产公允价值变动产生的收益人民币 904.3 百万元，而 2023 年则为亏损人民币 713.6 百万元，2024 年产生变动收益主要是由于 2024 年末较 2023 年末生猪价格上涨，而 2023 年产生亏损主要是由于 2023 年末较 2022 年末生猪价格下跌。考虑到虽然生猪价格变动带来的生物资产公允价值变动，但对公司实际现金流不造成影响，同时变动损益部分未来也会在实际销售发生后冲销回经营利润，因此我们在未来几年的盈利预测中不对该项变动进行预估。

表5: 德康农牧未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22463	25786	29449	32962
营业成本	17598	19924	23648	27004
销售费用	101	112	125	140
管理费用	1735	2047	2308	2573
财务费用	373	282	360	359
生物资产公允价值调整前归母净利润	3297	3451	3009	2865
每股收益	8.48	8.87	7.73	7.37
ROE	48.4%	28.9%	20.1%	16.1%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设, 我们预计公司 2025-2027 年生物资产公允价值调整前归母净利润分别为 34.51/30.09/28.65 亿元, 对应 EPS 分别为 8.87/7.74/7.37 元。

盈利预测的敏感性分析

表6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	16,155	22,463	26,052	30,048	33,920
(+/-%)	7.4%	39.0%	16.0%	15.3%	12.9%
净利润(百万元)	-1,279	3,297	3,890	3,829	3,970
(+/-%)	-	-	18.0%	-1.6%	3.7%
摊薄 EPS	(3.29)	8.48	10.00	9.84	10.21
中性预测					
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%
净利润(百万元)	-1,279	3,297	3,451	3,009	2,865
(+/-%)	-	-	4.7%	-12.8%	-4.8%
摊薄 EPS(元)	(3.29)	8.48	8.87	7.73	7.37
悲观的预测					
营业收入(百万元)	16,155	22,463	25,520	28,855	32,022
(+/-%)	7.4%	39.0%	13.6%	13.1%	11.0%
净利润(百万元)	-1,279	3,297	2,599	2,269	2,163
(+/-%)	-	-	-21.2%	-12.7%	-4.7%
摊薄 EPS	(3.29)	8.48	6.68	5.83	5.56
总股本(百万股)	389	389	389	389	389

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测 (上述净利润为生物资产公允价值调整前归母净利润)

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 96.4-99.9 港元, 给予优于大市评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 94.6-99.9 港元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表7: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	51.87%	7.44%	39.04%	14.79%	14.20%	11.93%	7.20%	6.10%
营业成本/营业收入	86.25%	99.26%	78.34%	77.27%	80.30%	81.92%	85.80%	86.10%
管理费用/营业收入	8.34%	9.33%	8.03%	7.94%	7.84%	7.81%	7.82%	7.81%
销售费用/销售收入	0.53%	0.68%	0.45%	0.44%	0.43%	0.43%	0.42%	0.44%
所得税税率	0.07%	-0.02%	0.00%	0.06%	0.03%	0.01%	0.03%	0.03%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表8: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.25	T	0.06%
无风险利率	2.00%	Ka	10.78%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.65
公司股价 (元)	67.57	Ke	13.57%
发行在外股数 (百万)	389	E/(D+E)	75.87%
股票市值 (E, 百万元)	26278	D/(D+E)	24.13%
债务总额 (D, 百万元)	8437	WACC	11.26%
Kd	4.00%	永续增长率 (10 年后)	1.5%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 87.1-91.9 元人民币, 按当前港币汇率约 94.6-99.9 港元。

表9: 德康农牧 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	3,702.8	3,367.1	3,244.7	2,108.9	2,121.3
所得税税率	0.06%	0.03%	0.01%	0.03%	0.03%
EBIT*(1-所得税税率)	3,700.6	3,366.1	3,244.4	2,108.2	2,120.7
折旧与摊销	900.0	962.9	1,030.0	1,100.2	1,171.5
营运资金的净变动	71.1	(166.9)	(122.0)	1,204.6	533.5
资本性投资	(899.0)	(988.0)	(1,026.0)	(1,080.0)	(1,058.1)
FCFF	3,772.6	3,174.1	3,126.3	3,333.0	2,767.5
PV(FCFF)	3,390.9	2,564.3	2,270.1	2,175.3	1,623.5
核心企业价值	32,593.3				
减: 净债务	(2,176.1)				
股票价值	34,769.3				
每股价值	89.41				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		11.3%	11.5%	11.7%	11.9%	12.1%
永续 增长 率变 化	1.9%	94.65	92.75	90.94	89.20	87.53
	1.7%	93.77	91.93	90.16	88.46	86.83
	1.5%	92.93	91.13	89.41	87.75	86.17
	1.3%	92.12	90.37	88.69	87.08	85.52
	1.1%	91.35	89.64	88.00	86.42	84.90

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：96.4–101.2 港元

我们预计德康农牧 2025–2027 年 EPS 分别为 8.87/7.74/7.37 元,采用 PE 法估值,主要选取与公司同行业的生猪养殖、黄鸡养殖公司进行比较,分别为牧原股份、温氏股份、华统股份、立华股份。

其中, **牧原股份**为国内生猪养殖龙头企业,2024 年实现生猪出栏 7160.2 万头,同比增长 12.19%,生猪养殖规模位于全行业第一,成本保持稳步下降。**温氏股份**为生猪与黄鸡养殖双主业的农牧白马企业,2024 年销售肉猪 3018.3 万头,同比增长 14.93%,生猪养殖规模位于全行业第二,实现黄鸡出栏 12.08 亿羽,同比增长 2.09%,黄鸡养殖规模位于全行业第一,经营成本保持稳步下降。**华统股份**是浙江省生猪与屠宰一体化龙头,2024 年实现生猪出栏 255.8 万头,同比增长约 11%,基于浙江省的区域销价优势,较同行拥有单位超额收入,并且伴随养殖体量扩张,成本稳步下降。**立华股份**是国内成本领先的黄鸡养殖企业,同时生猪养殖业务稳步扩张,2024 年实现黄鸡出栏 5.16 亿羽,同比增长 12.95%,生猪出栏 129.8 万头,同比增长 51.8%。

根据下表可知,上述四家公司 2025 年平均 PE 估值为 15.4x。考虑到德康农牧养殖产能储备充裕,且有望较同行实现更快的出栏速度,凭借成本领先优势,在 2025 年有望实现以量补价。所以参考同行估值水平,我们给予公司 2025 年 10.0–10.5x 的估值目标,对应公司股票合理估值区间为 88.7–93.1 元人民币,按当前港币汇率约 96.4–101.2 港元。

表11: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS 2025E	2026E	PE 2025E	2026E	主营业务
002714.SZ	牧原股份	优于大市	42.83	2,340	3.50	4.06	12.2	10.5	生猪养殖及屠宰
300498.SZ	温氏股份	优于大市	17.48	1,163	1.39	1.57	12.6	11.1	生猪养殖、黄鸡养殖
002840.SZ	华统股份	优于大市	10.74	86	0.41	0.55	26.2	19.5	生猪养殖及屠宰
300761.SZ	立华股份	优于大市	19.42	161	1.83	2.40	10.6	8.1	黄鸡养殖、生猪养殖
平均值							15.4	12.3	
2419.HK	德康农牧	优于大市	67.57	260	8.87	7.74	7.6	8.7	生猪养殖、黄鸡养殖

资料来源：WIND, 国信证券经济研究所预测（德康农牧外的可比公司的 eps 均采用 wind 一致预测）

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 88.7–91.9 元人民币之间,按当前港币汇率约 96.4–99.9 港元,相对于公司目前股价有 30%–35%溢价空间。出于谨慎考虑,我们在盈利预测假设中对未来生猪及黄鸡价格采取了保守的

下行预估，预计公司 2025-2027 年生物资产公允价值调整前归母净利润为 34.51/30.09/28.65 亿元，EPS 为 8.87/7.74/7.37 元。公司相较行业拥有更高效的生产管理体系，但目前 2025 年 PE 估值仅约 7.6x，明显低于行业平均 15.4x，未来伴随超额盈利能力持续验证，估值有望逐步修复。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 96.4-99.9 港元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 7.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年养殖业务增速的预测,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对猪价修复的估计偏乐观,我们预计 2025-2027 年公司商品猪销售均价分别为每公斤 14.5 元、13.5 元、13.0 元,导致未来生猪养殖业务的利润增速值偏高,从而导致盈利偏乐观的风险;
- 2、可能由于对公司产能扩张的进展估计偏乐观,我们预计 2025-2027 年的生猪出栏量分别为 1151 万头、1473 万头、1778 万头,可能导致未来生猪养殖业务收入增速值偏高,从而导致盈利偏乐观的风险;
- 3、可能由于对公司管理费用的估计偏乐观,我们预计公司的管理费用率将随产能利用率的提升呈现稳步下降的趋势,导致未来管理费用率偏低,从而导致盈利偏乐观的风险。

畜禽价格大幅波动风险

如果生猪或黄鸡价格出现较大波动,会直接影响公司主要产品的销售价格,则会导致公司的盈利水平随之大幅波动。

原料价格大幅波动风险

饲料成本占养殖成本的比例较大,如果玉米、豆粕等原材料价格上涨幅度过大,将拉低公司的盈利水平。

不可控的动物疫情引发的潜在风险

公司主要以规模养殖为主,如果发生不可控的动物疫情可能会造成公司的生猪高

死亡率，造成公司严重损失。

新业务开拓及新员工引进引发的潜在风险

屠宰业务作为公司新兴业务，未来将引进大批次人才，如果发生新员工工作效率不及预期的情况，可能会导致公司费用率上升，拉低公司的盈利水平。

附表：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
流动资产合计	8127	11765	20332	24831	29456	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
资产总计	18934	23056	31628	36160	40791	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	利润总额	(1992)	4202	3537	3083	2935
其他流动负债	3891	4836	5214	6131	7147	所得税费用	0	0	2	1	0
流动负债合计	9691	9063	12557	14010	15220	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前归母净利润	(1279)	3297	3451	3009	2865
其他长期负债	3181	3394	3615	3533	3503	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	5389	5407	6950	6947	7433	生物资产公允价值调整前归母净利润	(1279)	3297	3451	3009	2865
负债合计	15079	14471	19507	20957	22654	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	(97)	108	192	265	335	折旧摊销	724	845	900	963	1030
股东权益	3952	8478	11929	14937	17802	公允价值变动损失	714	(904)	0	0	0
负债和股东权益总计	18934	23056	31628	36160	40791	财务费用	394	373	282	360	359
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	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	经营活动现金流	742	5362	4506	3878	3843
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%	投资活动现金流	(692)	(1557)	(905)	(1506)	(1266)
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%	融资活动现金流	(346)	(1865)	4151	(3)	495
资产负债率	79.1%	63.2%	62.3%	58.7%	56.4%	现金净变动	(296)	1940	7753	2369	3072
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	(20.2)	7.8	7.6	8.6	9.0	货币资金的期末余额	2545	4492	12245	14614	17686
P/B	6.5	3.0	2.2	1.7	1.5	企业自由现金流	659	4311	3773	3174	3126
EV/EBITDA	—	10.4	9.9	10.8	11.3	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 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 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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