

2025年06月25日

星星之火，可以燎原

德康农牧 (2419.HK)

主要观点:

德康农牧作为行业的后起之秀，具有较强的学习和创新能力，在先后借鉴了牧原的自繁自养和温氏的公司加农户模式的基础上，创造性的开创了家庭农场代养母猪及育肥一体化的养殖模式，并取得了领先的养殖成绩。目前公司的代养模式占比为80%左右，且未来将优先发展成本更低、资产更轻的代养母猪的家庭农场。乡村振兴的星星之火，将把德康的家庭农场带向星辰大海。

公司服务赋能的家庭农场数量由2020年年末的2011户增加到2023年5月末的2608户，服务的生猪数量由2020年122万头增至2022年的421万头。在乡村振兴和产业兴旺背景，我们认为未来公司将服务更多家庭农场，我们预计2025至2027年赋能家庭农场数量分别为3275户/4500户/6200户，我们按仔猪代养家庭农场出栏规模2500头和母猪代养家庭农场出栏规模4000头计算，2025-2027年公司服务家庭农场生猪数量分别达到965/1350/1850万头。受益于育种体系、企业文化和养殖模式，公司的养殖成本行业领先，我们测算公司2025年4月完全成本约12.27元/公斤，头均盈利348元，行业领先，成本优势尽显。赋能家庭农场数量增加叠加低成本保驾护航，在国内生猪养殖行业剧烈变革的时代，德康有望成为最具增长潜力的一匹黑马。

► 天时地利人和，家庭农场模式具有极强生命力

在乡村振兴战略的宏伟蓝图下，家庭农场模式极具生命力。乡村振兴的重点在于产业兴旺，而联农带农机制是实现产业兴旺的重要抓手，“公司+家庭农场”模式是联农带农机制的重要实现形式，具有得天独厚的政策优势。生猪养殖过程中面临多重挑战，如疫病和环保风险，“公司+家庭农场”代养模式全进全出且单体养殖规模较小，相比大体量自繁自养来说面临的环保与疫病风险更小。非洲猪瘟以后，我国生猪养殖行业集中度快速提升，TOP26猪企生猪出栏量占比由2017年的7%提升至2024年的33%。但2023年年出栏量在500头以下的中小散户占比仍有32%，这为成本领先的龙头企业提供了广阔的成长空间。德康的家庭农场模式不仅能有效提升行业效率，还成功实现了联农带农，助力国家乡村振兴的宏伟蓝图顺利落实。

► 成本领先，铸就德康成长的坚定基石

成本是养猪企业的生命线。得益于领先的育种、精良的管理、轻资产的模式，德康在过去几年的完全成本持续下降，目前已处于领先地位。2025年4月，公司最新的完全成本为12.27元/公斤，在行业中处于领先地位，显示出公司优秀的成本控制能力。我们认为公司成本控制优异的主要原因在于（1）育种，德康于2013年从海外引进原种猪，且不是简单的拿来主义，而是在此基础上不断立足于商品猪的养殖而研发育种技

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格(港元):	120
最新收盘价(港元):	78
股票代码:	2419
52周最高价/最低价(港元):	96.0/26.65
总市值(亿港元)	303.32
自由流通市值(亿港元)	122.92
自由流通股数(百万)	157.59



分析师: 周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话: 0755-23947349

术。经过十多年持续投入，已创立了自主可控的领先育种体系。2022 年度公司的国家生猪核心育种场大白和长白生长性能指标排名全国第一，杜洛克生长性能指标排名全国第二。行业普遍认为，育种对成本的竞争力贡献接近 40%，高性能种猪成为公司成本不断下降的底气。(2) 企业文化，我们认为，在董事长兼创始人王德根先生奋发图强、低调务实的企业家精神引领下，德康的企业文化从上而下、由里及外高度执行，获得了员工及合作家庭农场的高度认同和组织的强大凝聚力，确保企业高质量、可持续发展。(3) 生产模式，公司采用“公司+家庭农场”的代养模式，不仅有家庭农场代养仔猪，还创造性地提出了代养能繁母猪的更轻资产家庭农场模式。公司采用的“公司+家庭农场”模式是联农带农的典型表现形式，一方面大幅降低了公司用于猪舍建设的资本开支，另一方面契合乡村振兴战略，大幅提升了代养家庭农场的收入，获得了地方政府的大力扶持，在土地、资金短缺和环保压力下，相比于自繁自养模式，随着对家庭农场赋能，公司未来服务的生猪数量仍有可观提升空间，成长可期。

投资建议

我们分析：(1) 非洲猪瘟之后，生猪养殖行业规模集中度显著提升，TOP26 猪企生猪出栏量占比由 2017 年的 7% 提升至 2024 年的 33%。由于规模场资金实力雄厚，面对亏损坚持的时间长，产能去化速度相比散户为主时慢，周期磨底时间拉长，在此背景下成本有竞争优势和资金实力的公司未来市占率有望继续提升，且我们认为行业集中度未来也将继续提升；(2) 乡村振兴战略目标至 2035 年，乡村振兴取得决定性进展，农业农村现代化基本实现。联农带农是乡村振兴战略的重要抓手，“公司+家庭农场”养殖模式是联农带农机制的重要实现形式，公司主要采用轻资产的“公司+家庭农场”模式，在政策支持下，家庭农场赋能顺畅，未来服务生猪数量仍有提升空间；(3) 育种、企业文化和养殖模式构成公司发展的三道护城河，养殖成本处于行业领先水平，且西南、华南地区相比北方销售价格高，头均盈利领先。基于此，我们预计，公司 2025-2027 年营业总收入分别为 282.19/337.47/463.22 亿元，归母净利润分别为 37.02/36.69/69.68 亿元，EPS 分别为 9.52/9.43/17.92 元，2025/6/24 日股价 78 港元对应 2025-2027 年 PE 分别为 8/8/4X，首次覆盖，给予“买入”评级，2025 年可比公司 PE 为 18X，我们预测公司净利润 37 亿元，目标价 170 港元；当前可比公司平均 PS 为 1.63，目标价 120 港元，我们给予公司目标价 120 港元。

风险提示

家庭农场赋能不及预期风险；生猪疾病疫情风险；生猪价格波动风险；原材料价格波动风险；环保政策变化风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16155.41	22463.04	28219.02	33747.77	46322.36
YoY (%)	7.44%	39.04%	25.62%	19.59%	37.26%
归母净利润 (百万元)	-1775.13	4101.56	3702.30	3668.86	6967.97
YoY (%)	-278.79%	331.06%	-9.73%	-0.90%	89.92%
毛利率 (%)	0.74%	21.66%	21.52%	18.81%	22.26%
每股收益 (元)	-4.88	10.55	9.52	9.43	17.92
ROE (%)	-0.45	0.48	0.31	0.24	0.31
市盈率	-10.54	2.67	8.37	8.44	4.45

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 天时地利人和，家庭农场模式具有极强生命力	6
1.1. 联农带农，响应国家乡村振兴战略	6
1.2. 全进全出单体出栏量小，环保、疫病防控压力小	7
1.3. 目前生猪养殖龙头企业多采用代养模式育肥	8
2. 成本领先，铸就德康成长的坚定基石	10
2.1. 育种领先，养殖高效降本	10
2.2. 正确价值观和使命感引领企业发展	14
2.3. 多样化家庭农场模式，实现更轻资产运营	16
3. 深耕家庭农场赋能，助力乡村振兴	20
3.1. 政策定调促进物价合理回升，看好猪价回暖	20
3.2. 猪鸡双轮驱动，布局食品业务推动产业链一体化	22
4. 盈利预测与投资建议	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1 2015-2024 年温氏股份委托养殖收益及户均收益	6
图 2 2021 年至 2023 年前五个月德康农牧代养费	6
图 3 农业源水污染排放量 (万吨)，禽畜养殖是大头	8
图 4 全国禽畜粪污综合利用率显著提升	8
图 5 2025 年 4 月部分猪企完全成本	10
图 6 2025 年 4 月部分猪企头均盈利 (元/头)	10
图 7 公司的育种之路	11
图 8 2020-2024 年公司研发费用投入	12
图 9 TOP5 上市猪企研发费用占营收比例	12
图 10 健康卫士	13
图 11 自动化 AI 猪场	13
图 12 《德康企业文化系列丛书》再添新成员	15
图 13 德康企业文化“三剑客”	15
图 14 员工运动会	15
图 15 员工海外研学	15
图 16 公司业务模式	16
图 17 固定资产净值/总资产	17
图 18 资本密集度 (营业收入/总资产)	17
图 19 公司代养费支付情况 (亿元)	18
图 20 德康农牧与温氏股份代养费对比 (元/头)	18
图 21 公司生猪结构 (万头)	18
图 22 公司生猪销售来源 (万头)	18
图 23 德康仔猪代养家庭农场代养费及变化	19
图 24 德康一体化家庭农场代养费及变化	19
图 25 CPI 及猪肉价格对 CPI 的拉动	20
图 26 2024 年与 2025 年猪肉价格对比 (元/公斤)	20
图 27 TOP26 猪企出栏量及占全国出栏量比例	21
图 28 2024 年生猪养殖企业出栏量 TOP20	21
图 29 公司黄羽肉鸡销量	22
图 30 公司家禽板块收入占比	22
图 31 我国规模以上定点生猪屠宰企业屠宰量占比渐提升	24

表 1 部分公司代养规模.....	7
表 2 主要上市猪企养殖模式与成本对比.....	9
表 3 公司种猪生产指标.....	11
表 4 公司 AI 养猪四大体系	13
表 5 2024 年公司培训情况	14
表 6 公司家禽设施分布（截止 2023 年 5 月 31 日）	23
表 7 德康农牧主要业务经营预测（单位：百万元）	26
表 8 可比公司盈利预测.....	27

1. 天时地利人和，家庭农场模式具有极强生命力

从政策背景、环保与疫病防控压力来看，我们认为“公司+家庭农场”模式极富生命力。“公司+家庭农场”模式是联农带农机制的重要表现形式，契合乡村振兴战略下的产业兴旺；“公司+家庭农场”模式单体规模较小，年出栏量一般为 2000-3000 头左右，产生的粪污量相对单体年出栏几十万头规模的自繁自养项目小得多，环保投入少，且能通过还田的方式实现循环农业的生态化可持续发展。此外，动物疫病风险一般与单体规模和饲养密度成正比，“公司+家庭农场”模式的单体规模和饲养密度远低于自繁自养模式，天然有助于疫病防控，有效降低药物使用量，提升动物福祉和人类健康。

1.1. 联农带农，响应国家乡村振兴战略

2018 年中央一号文件对乡村振兴战略进行了框架性的顶层设计。此后，围绕这一历史性任务、新时代“三农”工作的总抓手，近 8 年的一号文件中，除了脱贫攻坚决胜期立足阶段性任务、补足短板中的短板，其他都在主题中聚焦乡村振兴这一重大历史任务，一张蓝图绘到底。乡村振兴的重点是产业兴旺，联农带农是实现产业兴旺的重要抓手，“公司+家庭农场”模式是联农带农的典型表现形式，一号文件多次提及。

“公司+家庭农场”模式中，公司与家庭农场是参与主体，公司提供物料与技术指导，家庭农场在公司要求与帮助下进行生产并取得代养费，实现了小农户与现代化生猪养殖的有机衔接，有利于促进农业生产现代化；公司与家庭农场形成了稳定互利共赢的利益分配方式，对于家庭农场来说，合作之前与公司签订委托养殖合同，代养费的结算也与养殖成绩挂钩，对家庭农场形成了有效的约束激励机制；对于参与联农带农的公司来说，政策给予倾斜，如 2025 年中央一号文件指出，健全新型农业经营主体扶持政策同带动农户增收挂钩机制，将联农带农作为政策倾斜的重要依据。

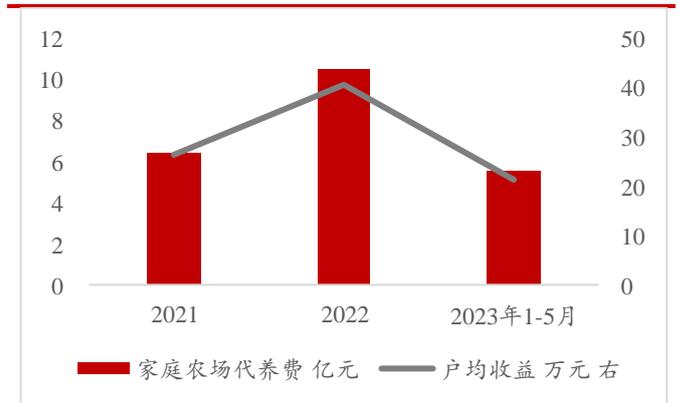
代养户收益可观。2015-2024 年，温氏股份出栏量总体增长，对应委托养殖收益整体呈现上涨趋势，由 61 亿元增长至 118 亿元，户均收益也由 11 万元增长至接近 27 万元。德康农牧 2021 年家庭农场支付代养费 6.45 亿元，户均收益 26.24 万元，2022 年户均收益超过 40 万元，2023 年 1-5 月回落至 21 万元。德康 2024 年年报显示，2024 年与公司合作的生猪农场主户均收入约 77 万元人民币。

图 1 2015-2024 年温氏股份委托养殖收益及户均收益



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 2021 年至 2023 年前五个月德康农牧代养费



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 全进全出单体出栏量小，环保、疫病防控压力小

代养规模不等，显著小于自繁自养单体出栏规模。我们统计了目前主要实行“公司+农户/家庭农场”模式的公司的平均代养规模，出栏规模从800多头到几千头不等。据德康农牧聆讯后资料集，截止2023年5月末，公司养猪板块家庭农场数量为2608个，家庭农场生猪出栏量合计230.5万头，据此计算出德康农牧家庭农场年平均出栏规模接近2121头；温氏股份是目前所有公司中合作农户数量最多的，2024年生猪养殖板块合作农户数量达到4.3万户，户均出栏规模约2000头；大北农、天邦食品和巨星农牧户均出栏规模在3000头左右；新希望和神农集团户均规模较高，按照神农集团代养户平均存栏规模为2000-3000头，年户均出栏规模可达到4000-6000头（每年出栏两次）；新希望农户户均存栏规模3000头以下占比66%，整体代养出栏规模较大。

表1 部分公司代养规模

公司	时间	合作农户数量	代养规模
温氏股份	2024年	43000	代养户户均出栏2000头
新希望	截止2024年12月末	1439	代养户户均存栏规模3000头以下占比66%
德康农牧	2023年5月末	2608	代养户户均出栏2121头
大北农	截止2024年年末	2000+	代养户户均出栏2562头(参控股合计)
天邦食品	2024年	1294	代养户户均出栏2917头
巨星农牧	2024年	717	代养户户均出栏3074头
神农集团	截止2024年9月末	530	代养户平均存栏规模为2000-3000头

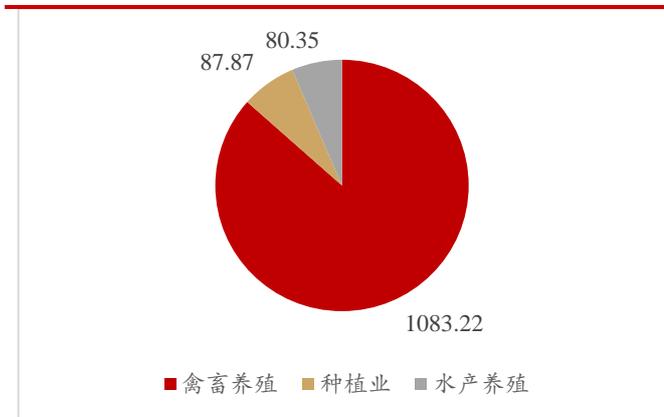
资料来源：公司公告，华西证券研究所

农业源污染是全国污染源的主要来源，主要表现在水污染中。禽畜养殖是水污染排放量的“主力军”。2020年生态环境部发布了《第二次全国污染源普查公报》，数据显示，2017年农业源水污染排放量中，化学需氧量、氨氮、总氮和总磷排放量分别为1067.13/21.26/141.49/21.20万吨，占比分别为50%、22%、47%、67%，2020年和2021年相比2017年来说，农业源水污染排放量各指标的绝对值和占比均有所提升。从农业源的细分板块来看，2017年禽畜养殖水污染排放量合计（含化学需氧量、氨氮、总氮、总磷）1083.22万吨，占农业源排放量的87%，占所有污染源合计排放量的42%，无论从农业源来看还是从所有污染源合计排放情况来看，禽畜养殖是水污染排放量的“主力军”。

我国的禽畜粪污治理方针主要围绕减量化、资源化、无害化处理原则。综合利用与治理上，根据《畜禽规模养殖污染防治条例》，我国鼓励和支持采取粪肥还田、制取沼气、制造有机肥等方法，对畜禽养殖废弃物进行综合利用；鼓励采取种养结合的方式消纳利用畜禽养殖废弃物，促进禽畜粪便、污水等废弃物就地就近利用。若将禽畜粪便、污水、沼渣、沼液等用作肥料的，应当与土地的消纳能力相适应。政策推动下，我国禽畜粪污综合利用率显著提升，由2015年的61%提升至2023年的79.4%。为指导各地加快推进禽畜粪污资源化利用，农业农村部2018年制定了《畜禽粪污土地承载力测算技术指南》。规模养殖场配套土地面积是根据养殖场的实际存栏量和粪污处理方式，计算出养殖场需要配套的土地面积，以确保粪污能够合理消纳。其与禽

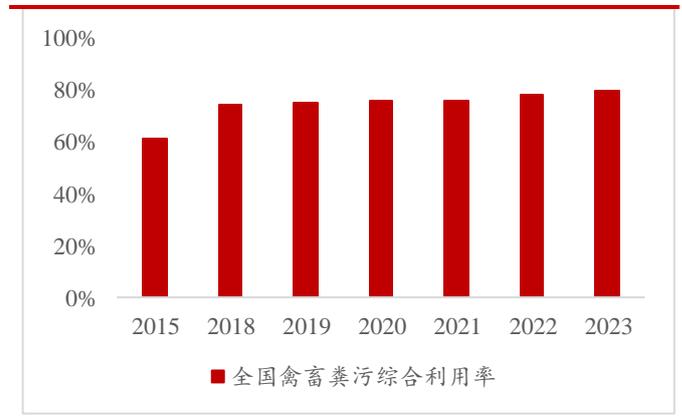
畜养殖存栏量正相关，因此体量越小，环保压力越小，部分或全部粪污可能被配套土地消纳。当体量越大，土地消纳需要配套的土地面积越大，对于出栏几十万头体量的养殖场来说并不现实。

图3 农业源水污染排放量（万吨），禽畜养殖是大头



资料来源：《第二次全国污染源普查公报》，华西证券研究所

图4 全国禽畜粪污综合利用率显著提升



资料来源：光明日报，华西证券研究所

随着我国生猪产业转向规模化、集中化，疫情对规模养殖场的造成的经济损失也更加重大，疫情防控对于生猪养殖至关重要。国内已有多项研究表明，生猪养殖的集中度与疫情的传播风险呈正相关。王静宇等（2023）研究指出，疫情的爆发在时空上存在明显的聚集性。研究通过多种模型对时空进行分析，确定高密度生猪养殖区域显著影响猪丹毒疫情的爆发，疫情的地理聚集中心方向与生猪养殖带的发展方向一致，这反映出生猪的聚集养殖与疫情的爆发的风险呈正相关关系。此外，该研究指出，丹毒丝菌可以通过生猪分泌物排出，污染饲料、饮水、用具和猪舍等，从而传染给其他生猪，因此，生猪养殖规模越大，猪丹毒疫情的传播速度越快。朱增勇等（2019）研究回顾了2018年非洲猪瘟在我国迅速爆发的全过程，并指出超大规模的养殖场并不代表生物安全水平高，同时由于养殖密度高、产能集中，一旦爆发疫情，疫病的蔓延速度和经济损失将远高于“公司+家庭农场”模式。此外，“公司+家庭农场”模式可以通过专业化分工协作以及“全进全出”的养殖模式减少疫情的风险。谭业平（2012），研究发现，规模猪场爆发PRRSV的风险因素主要包括饲养环节多、进出猪场人员多且复杂、流转频繁、多种工具需求以及种猪来源复杂，因此成为PRRSV病毒传播的高风险场所。其中，配种环节中种猪更新频率高、引种来源多样，是PRRSV等传染病进入猪场的主要途径，规模养殖场种猪或精液需求量高，加剧了爆发疫情的概率。

扩大养殖规模不仅没有有效的控制疫情爆发的风险，反而由于饲养密度高、人员频繁流动、配种需求高等因素，加剧了疫情传播的速度以及影响范围。同时，疫情信息上报的延迟以及生物安全管理的压力增加，进一步增加了疫情爆发前后的经济损失。因此，相较于采用规模养殖场，“公司+家庭农场”的合作模式更利对疫情爆发的风险控制，同时，也可以降低疫情爆发后的经济损失，更有利于公司的健康发展。

1.3. 目前生猪养殖龙头企业多采用代养模式育肥

我们统计了20家上市猪企的生猪养殖模式发现，目前主要采用自繁自养的上市猪企包括：（1）牧原股份（全部为自繁自养）；（2）中粮家佳康，华统股份，金新农，东瑞股份，京基智农，罗牛山（大部分为自繁自养），京基智农和东瑞股份分别在2023/2024年开始探索代养模式；剩余13家公司代养出栏/存栏比例超过20%。从行

业发展态势来看，目前以代养模式为主，且我们认为，未来随着低代养比例公司的不断探索，代养出栏比例将进一步上升。从成本来看，成本控制第一梯队中，代养为主的公司表现优异，如温氏股份、德康农牧和神农集团。

表 2 主要上市猪企养殖模式与成本对比

公司	2024 年生猪出栏量 万头	生猪养殖模式	代养占比	代养规模	最新成本元/kg	成本时间
牧原股份	7160	自繁自养	0%	0.00	12.4	2025 年 4 月
温氏股份	3018	紧密型公司+家庭农场	99%	2988.09	12	2025 年 4 月
新希望	1652	“公司+农户”为主，自养为辅	65%	1074.12	13.3 运营场线	2024 年
德康农牧	878	家庭农场及自营农场模式	78%	681.20	12.27	2025 年 4 月
大北农	640	“自繁自养”试点，代养为主	80%	512.10	12.9 参控股	2025 年 3 月
天邦食品	599	自营、合伙人养殖和家庭农场	63%	377.47	13.3 生产端育肥运营成本	2025 年 3 月
正邦科技	415	自繁自养模式和“公司+农户”合作养殖模式	85%	352.46	NA	NA
唐人神	434	自繁自养模式和“公司+农户”模式	70%	303.53	NA	NA
新五丰	425	自养和“公司+适当规模小农场”	22%	93.47	13	2025 年 4 月
天康生物	303	养殖基地育肥和“公司+农户”育肥	NA	NA	NA	NA
巨星农牧	276	紧密型“公司+农户”和自主养殖	80%	220.42	NA	NA
中粮家佳康	256	自繁自养为主	NA	NA	NA	NA
华统股份	256	主要取自繁自养	0%	0.00	13.9	2025 年 3 月
神农集团	227	自养育肥和家庭农场育肥	70%	159.01	12.3	2025 年 4 月
京基智农	215	自繁自养和合同育肥	12%	25.75	13(不含总部费用分摊)	2025 年 3 月
傲农生物	210	“公司+农户”模式为主和自主育肥相结合	NA	NA	14(在产单位育肥成本)	2025 年 1 月
金新农	120	以“自繁自养”为主、合作养殖为辅	8%	9.24	14.15 销售成本	2025Q1
东瑞股份	87	自繁自养为主，2024Q4 开始探索“公司+家庭农场”模式	0%	0.00	14.8	2025 年 4 月
罗牛山	69	“自繁自养”为主，“公司+农户”为辅	NA	NA	NA	NA
正虹科技	11	自繁自养和“公司+农户”	37.56%	4.00	NA	NA

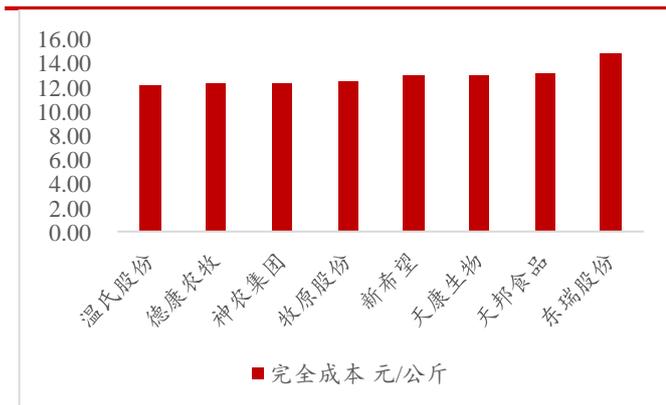
资料来源：公司公告，华西证券研究所；注：NA 为数据缺失

2. 成本领先，铸就德康成长的坚定基石

非瘟后中小养殖企业退出，主要原因在于非瘟高致病性与高死亡率，生物安全防控要求提升。非瘟致死率最高可达 100%，仍无特效药和有效疫苗，中小散户缺乏有效的防疫措施和资金实力，在疫情中遭受重创，生物安全防控风险下中小散户退出；中小养殖户数量锐减：据第一财经报道，2007 年时，年出栏 99 头以下的中小养殖场高达 8000 多万户，而到 2017 年已锐减至 3000 多万户；中小养猪场所占市场规模从 2007 年 4% 逐年下降至 2023 年的 32%。大型养殖企业的抗风险与扩张能力更强，原因在于相对于中小散户，大型集团场和规模场拥有资金与技术优势。他们凭借雄厚的资金实力和先进的技术设备，能够建立更完善的生物安全防控体系；据新猪派数据，TOP26（按生猪出栏量计）生猪养殖企业市占率（生猪出栏量占全国总出栏量的比例）由 2017 年的 7% 提升至 2024 年的 33%。未来成本领先的企业市占率有望继续提升。

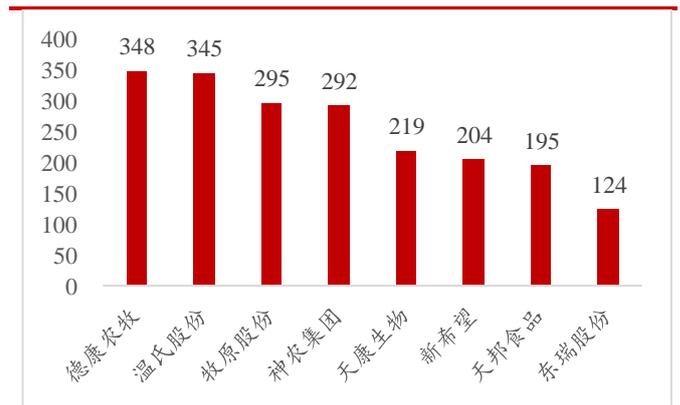
受益于育种体系、企业文化和养殖模式，公司的成本和头均盈利行业领先。我们测算，2025 年 4 月，公司商品猪完全成本为 12.27 元/公斤；4 月上市猪企中完全成本最低的为温氏股份，肉猪出栏考虑总部费用的成本为约为 12.15 元/公斤，且由于温氏股份大部分出栏位于广东省，猪价远高于全国均价，温氏股份和东瑞股份生猪出栏均价最高，东瑞股份还有供港生猪，4 月生猪出栏均价达到 15.81 元/公斤，比其他公司高 1 元/公斤左右。综合考虑成本、出栏均重和售价，2025 年 4 月，头均盈利最高的为德康农牧，达到 348 元/头，成本与头均盈利水平均处于行业领先地位。

图 5 2025 年 4 月部分猪企完全成本



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 2025 年 4 月部分猪企头均盈利 (元/头)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.1. 育种领先，养殖高效降本

2013 年，公司从一家专门从事生猪养殖的加拿大生猪基因公司进口了 868 头种猪，以建立自有的生猪养殖体系。2018 年 11 月，公司位于四川省自贡市的尖山生猪核心育种场获得农业农村部颁发的国家生猪核心育种场资质证书，成为全国 100 家生猪核心育种场之一。2019 年 7 月，公司从现金基因解决方案供应商进口了 500 头种猪，以组建终端父本群。2022 年 4 月，贵阳德康畜牧有限公司（中寨种猪场）成为国家生猪核心育种场。2023 年 5 月，公司的农业农村部西南生猪育种与扩繁重点实验室被农业农村部评为农业农村部企业重点实验室。

图 7 公司的育种之路



资料来源：德康头条微信公众号，华西证券研究所

据公司年报，截止 2024 年年末，公司拥有两个国家级生猪核心育种场。核心种猪群规模约为 14941 头（包括后备母猪及后备公猪），纯种种猪规模约为 140729 头（包括后备公猪和后备母猪）。全国种猪遗传评估中心发布的《国家生猪核心育种场年度遗传评估报告（2022 年）》显示，在 92 家国家核心育种场中，公司的国家生猪核心育种场大白和长白生长性能指标排名全国第一，杜洛克生长性能指标排名全国第二。

表 3 公司种猪生产指标

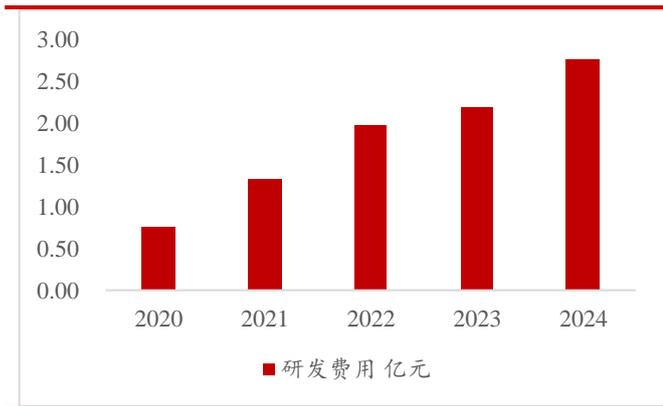
品种	单位名称	测定量	公猪达 100kg 日龄	母猪达 100kg 日龄	平均达 100kg 日龄	平均达 100kg 日龄排名
大白猪	自贡德康	5587	142.62	147.36	145.77	1
长白猪	自贡德康	1825	142.77	145.70	144.39	1
杜洛克猪	自贡德康	1321	144.57	147.86	145.98	2

资料来源：中国畜牧兽医信息网，华西证券研究所

育种是复杂系统的工程，成功取决于多种因素，包括优质资源、优秀团队、充足资金投入、准确市场预测及推广接受程度。我们认为公司育种成绩优异的原因包括：

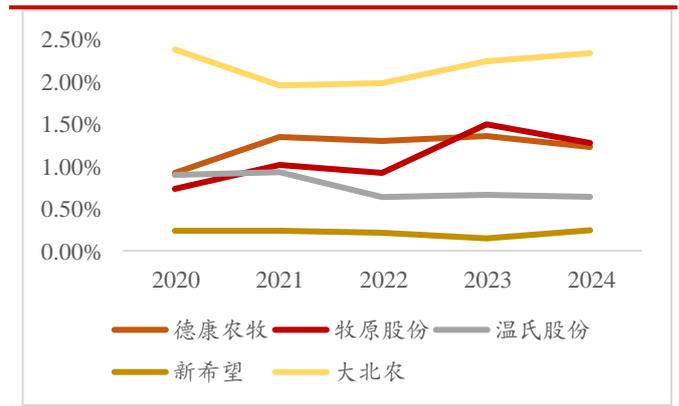
(1) 育种的持续性和稳定性。公司自 2013 年开始搭建育种体系，并开始持续开展育种工作，2018 年即获得农业农村部颁发的国家生猪核心育种场资质证书，且国家生猪核心育种场年度遗传评估报告（2022 年）显示公司种猪生长性能排名前列，这主要得益于公司育种投入和执行的持续性和稳定性。一直以来，公司注重研发，2020-2024 年，公司研发费用由 0.75 亿元增长至 2.75 亿元，占营业总收入的比例由 0.92% 提升至 1.23%，2023 年达到 1.35%。在生猪销售量前五的上市猪企中，研发费用占比位于前列，其中最高的为大北农，原因在于大北农还有研发投入高的种业务。

图 8 2020-2024 年公司研发费用投入



资料来源：猪易通，华西证券研究所

图 9 TOP5 上市猪企研发费用占营收比例



资料来源：Wind，华西证券研究所

(2) 管理团队注重科研进步和人才培养。据公司年报，截止 2024 年年末，公司研发团队共有 186 人，背景涵盖育种、饲料、营养和健康管理等多个领域。约 60.8% 的研发团队成员拥有硕士或以上学位，其中八名员工拥有博士学位。舒鼎铭博士为公司首席科学家，据广东省农业科学院，舒博士为猪禽种业全国重点实验室主任，国家畜禽资源委员会家禽专业委员会 I 组组长，国家肉鸡产业技术体系岗位科学家，兼任国家肉鸡遗传改良计划委员，中国畜牧业协会智能分会会长。长期致力于肉鸡遗传育种与新品种产业化技术研究工作，先后取得多项成就。

(3) AI 养猪赋能，助推育种&育肥效率提升。据德康头条微信公众号，2018 年 2 月 6 日，德康集团与阿里云宣布达成“AI 农业战略合作”，将对 ET 大脑进行针对性训练与研发，最终全面实现 AI 养猪，该项目总投入将达数亿元，首期落地包括各类猪只数量识别、猪群行为特征分析、疾病识别和预警、无人过磅等十项功能。2019 年 7 月，集团“AI 养猪”项目取得了关键性成果，“基于计算机视觉图像识别的数据智能采集方法”获得国家专利。2019 年 11 月 18 日，全国首家 AI 智慧养殖场在重庆合川正式投入运营，是德康集团携手阿里云在全国启动建设的第一个现代化 AI 种猪场，实现了 AI 功能全生产线覆盖。德康集团与阿里云 AI 养殖项目包含一个核心、四大体系。AI 系统的核心是 AID（猪个体认证机制），ETP 将猪 ID、机器人、AI 视觉识别、全球唯一码等众多技术应用于猪只个体识别，有效解决 RFID 成本高、距离短、被动式等问题。AI 智能养殖智能机器人，不间断循环式运动，实时采集猪身上唯一 ID（无法造假），采用时间、空间、ID 等多维数据定位并识别、区分个体。

AI 养猪四大体系涵盖生物安全、精准饲养、健康照护和任务引擎，每个体系下配置多个技术模块。(1) 生物安全，依据不同猪场配置生物安全管控内容及执行监管。涵盖主题全面，以实现高效生物安全防控；另外对于人员管理，系统配置了电子围栏，细粒度管理人员行动路径和范围，差异化、精细化管理员工与访客、工种之间疫情发生人行为。(2) 精准饲养，包含环控系统（温湿度、氨气监控）和精准饲喂。精准饲喂模块通过搭建模型，动态调整以科学饲喂，提升母猪生产性能。(3) 健康照护，包括异常监控和疾病智库。异常健康可通过监控猪只的体温和声音，对于异常情况发出预警，实现及时治疗，减少死亡和疫情发生。疾病智库配置疾病快检系统，以帮助管理员和养殖户通过简单方法快速确定疾病类型，实现及时治疗，降低死亡率。(4) 任务引擎，包含数据经营和猪场管家。猪场数据实时呈现于移动端，可简单直观管理猪场；猪场管家自动任务排程自动生成当天及未来几天需要执行的工作，规范猪场业务管理；另外也有助于优化工作方式，强化重点和异常管理，使猪场专注降本增效。

具体来说，在公司 AI 养猪场出生的每头小猪，一出生就有身份证，“摄像头”自动记录猪只特征（体型、身长、体重等）；环控系统和精准饲养贯穿猪只的生长全过

程；日常管理中，智能系统可通过猪只声音和体温自动识别异常情况并及时预警；还有生物安全防控系统和健康卫士保驾护航。

图 10 健康卫士



资料来源：德康头条微信公众号，华西证券研究所

图 11 自动化 AI 猪场



资料来源：德康头条微信公众号，华西证券研究所

表 4 公司 AI 养猪四大体系

体系	技术板块	功能
护航专家-生物安全	Checklists	Checklists 涵盖 6 大主题（猪群、人员、车辆、免疫接种、病死猪等废弃物处理、消毒。）、数十项预制清单，依据不同猪场配置生物安全管控内容及执行监管。
	电子围栏	细化管理人员行动路径和范围，差异化管理员工与访客、工种、疫情发生的人行为。
营养大师-精准饲养	环境管控	温湿度、氨气实时监控
	精准饲喂	ETP 物联网饲喂系统（营养、料比、成本等验证模型）形成完善的饲喂控制系统和完整的监管链；基于 AID、饲喂、背膘、体重、体况等数据，为母猪建立基于改善现体况的饲喂模型和日饲喂曲线，IoT 将动态调整并依据饲喂曲线科学饲喂，增强生产性能。
健康卫士-健康照护	异常监控	ETP 通过热像仪行走 AI 机器人，不间断循环抓取猪只体温，异常预警以获得及时发现并治疗。减少死亡、疫情发生。
	疾病智库	Boehringer-Ingelheim 疾病快检系统，ETP 简易便携式血液快速检测系统，管理员、养殖户能够通过简单操作定性猪只疾病类型，准确判断疾病发生并采取有效措施，减少死亡，验证免疫等，彻底解决猪生病时“你不懂、你不会”的问题。
数据管理-任务引擎	数据经营	指标分析
	猪场管家	自动任务排程（Auto Tasking），工作优化

资料来源：德康头条微信公众号，华西证券研究所

德康采用 AI 人工智能技术覆盖每头猪全生命周期，智能监控种母猪的全生产过程，具备数据自动采集、生产智能排程、疾病高效监控及预警、各项指标动态分析等功能，基于此实现种猪 PSY 和企业利润双增益。母猪饲喂方面，公司采用动态资料化测膘调料技术，实现精准营养，每头母猪年饲料消耗降低 49 公斤以上，同时将 PSY 提高 1.61 头以上。据公司招股说明书，2020 年至 2022 年，公司 110 公斤体重料肉比分别为 2.47、2.52、2.50，2023 年前五个月进一步下降至 2.48。

2.2. 正确价值观和使命感引领企业发展

据德康头条微信公众号,《德康读本》指出“企业发展短期靠能人、靠经营,中期靠技术、靠体系,长期靠文化”。据公司官网,公司的核心价值观是“大舍大得、不难不做、艰苦奋斗”,愿景为成为“高端食品生态圈建设者”,使命为“为消费者吃上高品质食品做点实实在在的事情”。但实际运营中,光有企业文化不够,还需要员工的强烈认同,即如何让团队和员工的价值观和使命感强烈到坚如磐石的程度对于公司的成功是至关重要的,公司主要通过以下途径实现:

(1) 培训: 培训体系完善, 其中干部培训至关重要

据公司 2024 年 ESG 报告, 公司的培训体系由以下几部分构成: 1、制定培训制度与流程: 公司设有《内训师制度》《培训管理标准》《德康外派学习申请》等制度和配套的线上表单、流程。2、制定培训计划: 每年 11 月培训学院对用人部门进行访谈后会制定针对性的培训计划, 提前规划来年各类培训项目和费用预算。3、开发系列专属课程: 通过内部开发+借助国内外优秀外脑+外采课程相结合的方式针对新人、骨干、中干、高干等不同层级培训项目开发《企业文化》《通用制度》等专属课程, 形成德康独有的 512 培训体系。4、配置专门培训团队; 5、专人跟踪培训情况。

对公司来说, 干部培训至关重要。据德康头条微信公众号, 公司执行董事及总裁姚海龙先生指出, 干部的核心使命是践行和传承企业文化, 通过文化传承、人才培养、制度优化、业务攻坚支撑企业商业成功。2024 年 ESG 报告显示, 公司培训场次 10381 场, 员工覆盖率 100%, 平均培训时长 240.7 小时, 中层管理人员的平均培训时长显著高于高管和其他员工。

表 5 2024 年公司培训情况

指标名称	单位	2024 年
员工培训项目数量	场次	10381
员工培训总人次	人次	286041
员工培训覆盖率	%	100
员工培训平均总时长	小时	261.97
其中: 高管平均培训时长	小时	240.7
其中: 中层平均培训时长	小时	359.91
其中: 其他员工平均培训时长	小时	257.99

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

(2) 德康企业文化“三剑客”: 文化铸魂, 书启新程

据德康头条微信公众号, 公司整理发布了《德康企业文化系列丛书》, 其中德康企业文化“三剑客”是指《德康读本》、《德康文化手册》和《德康故事》, 它们一起组成了德康全体员工理解、感受、传承德康文化的重要参考材料, 是面向全集团宣贯教育的重要用书, 对于帮助广大德康干部员工更好学习理解德康历史、树立正确奋斗观, 更加自觉地投入到德康发展的未来发展具有重要意义。

图 12 《德康企业文化系列丛书》再添新成员



资料来源：德康头条微信公众号，华西证券研究所

图 13 德康企业文化“三剑客”



资料来源：德康头条微信公众号，华西证券研究所

（3）员工成长&激励铸牢认同感

我们认为，真正好的企业文化可以成为员工的“内驱力”，对于工作从“要我做”变为“我要做”，通过培训和系列丛书帮助团队和员工认识和理解企业文化，但要提升其认同感，我们认为员工成长和激励机制非常重要。公司 2024 年 ESG 报告对员工薪酬福利、激励机制和发展路径做了详细解释。

薪酬福利方面，公司的员工薪酬待遇包括薪金、奖金及津贴。并为员工缴纳五险一金，同时为员工购买补充意外伤害保险，内含 10 万元的重疾险；对于残疾员工，根据员工特点安排保洁、保安、市场调研等难度较小的工作。

激励机制方面，公司建立了覆盖短、中、长期的员工激励制度，提供年度利润分享计划、股权激励计划等，以促进全体员工的主动性、积极性及创造性。同时，在各地组织开展员工团建活动、文体活动等。

公司人才发展有三条路径，包括：（1）管理通道；（2）专业通道；（3）干部继任。同时公司也重视人才培训和成长，向员工提供持续教育及培训课程，以提高其技能发展其潜力。截止 2024 年末，公司已支持员工超过 224 人次到国外开展农牧技能及经验交流。

图 14 员工运动会



资料来源：德康头条微信公众号，华西证券研究所

图 15 员工海外研学



资料来源：德康头条微信公众号，华西证券研究所

军事化&扁平化管理，决策快速、高效、可控。公司实行军事化管理，借鉴军队的管理方法、管理模式及管理经验，通过严格的规章制度、执行纪律和明确的层级架构，提高管理的水平和效率。军事化管理具有严格规章制度/标准、高执行力、强调团队精神及具有明确的层级结构等特点。

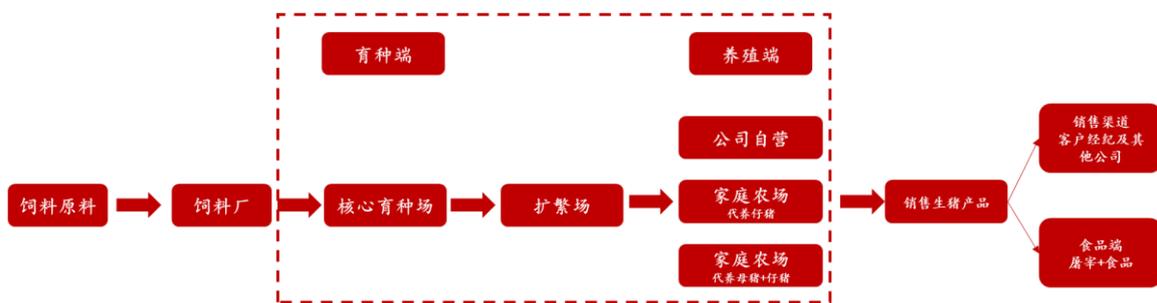
(1) 标准上，据公司 2024 年 ESG 报告，公司编制了内控手册，包括各事业板块关键业务流程的对应制度标准、流程图、风险控制矩阵等内容，详细阐述了关键流程的风险及控制点，在此基础上行成了业务运营的内控并通过内控手册培训推广执行，得益于业务板块的标准化，突发状况下员工可以快速响应，减少异常情况对于生产的影响。(2) 执行力方面，我们认为公司高执行力来源于公司的企业文化和团队及员工对企业文化的强烈认同。公司企业文化为坚持正确的价值观和使命感，通过培训和系列丛书使员工认识和理解企业文化，并通过完善的激励机制，增强员工的获得感和成就感，从而提升员工对企业文化的认同感。(3) 公司下设四大事业部，包括生猪事业部、家禽事业部、食品事业部和种植事业部，组织层级明确。

扁平化管理，信息传递迅速，决策过程高效。据德康头条微信公众号，公司管理层强调管理者“敢管又擅管”，这要求在设定合理管理边界的同时大胆放权，提升决策效率，同时也要坚持“制定规则+关键点检+及时问责”，既问责过程又关注结果，实现高效和可控两手抓。

2.3. 多样化家庭农场模式，实现更轻资产运营

公司的生猪养殖采取家庭农场代养及自营农场模式进行。其中家庭农场代养，根据农户情况不同，分为仔猪代养和二元母猪代养及育肥一体化模式，仔猪代养模式下农场主代育肥公司的断奶仔猪；公司的二元母猪代养及育肥一体化模式始于 2015 年 12 月，此模式下公司与农场主合作饲养能繁母猪，及生产断奶仔猪并育肥。公司创造性提出母猪代养模式，相比于仅代养断奶仔猪，可进一步减少种猪场的投资建设，实现更轻资产运营。我们认为，二元母猪代养及育肥一体化模式与其他养殖模式相比：(1) 资产模式更轻；(2) 盈利能力更强；(3) 更有利于动物疾病防控及保护二元母猪的生物资产安全；(4) 农场主准入门槛高，提供的培训更加全面，农场主能够掌握更加专业的养殖技术；(5) 产生更高及更稳定的收益，农场主经营积极性更高。

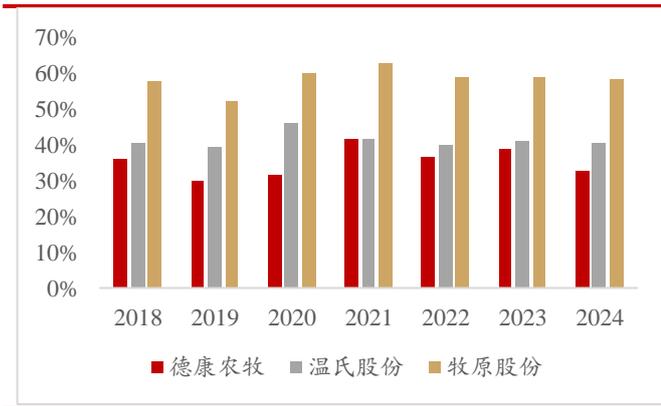
图 16 公司业务模式



资料来源：公司公告，华西证券研究所

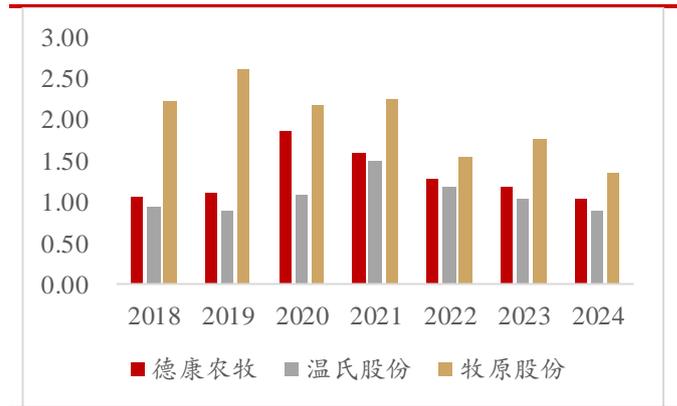
轻资产化的快速发展。牧原股份的生猪养殖模式为一体化自繁自养，为典型的重资产模式，2018-2024年，固定资产净值占总资产的比例均超过50%，2021年最高达到62%，整体来说显著高于实行“公司+家庭农场”轻资产养殖模式的温氏股份和德康农牧。除2021年以外，德康农牧固定资产净值占总资产的比例均低于40%；而温氏股份除2019年以外，其余年份固定资产净值占总资产的比例均高于40%，整体来看，德康农牧相较温氏股份资产更轻，我们认为这主要得益于德康农牧的家庭农场模式，此模式下根据农场主实际情况不同，部分农场主代养仔猪、部分农场主代养母猪及育肥，公司无需承担与母猪育种相关的土地、建筑、人工及水电等费用，能节省育种成本，在相对短时间内进行扩产。从资本密集度来看，自繁自养的牧原股份显著高于温氏股份和德康农牧，由于温氏股份生猪出栏量中绝大部分为代养，而德康农牧仍有部分收入来自自营农场，后者资本密集度要高于前者。

图 17 固定资产净值/总资产



资料来源: Wind, 华西证券研究所

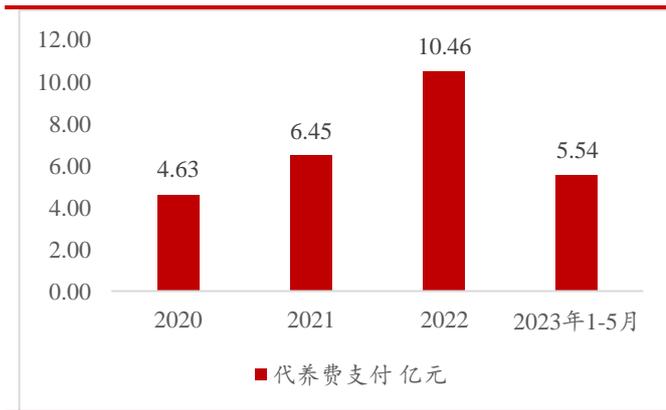
图 18 资本密集度 (营业收入/总资产)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

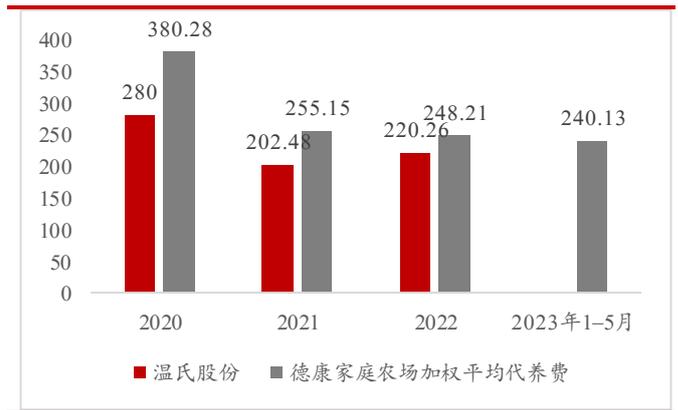
联农带农性质鲜明，坚强屹立于中国乡村振兴蓝图下。“公司+家庭农场”模式属于典型的联农带农实现方式，公司头均代养费具有显著优势。据公司公告，2020-2022年三年，公司累计支付代养费 21.54 亿元。公司家庭农场根据自身情况选择代养仔猪或代养母猪及育肥，2020年至2022年，公司家庭农场加权平均代养费分别为 380.28/255.15/248.21 元/头。据温氏股份公告，2020年，公司头均代养费为 280 元/头左右，我们根据公司披露的月度和季度代养费按销售量加权平均计算出 2021 年和 2022 年头均代养费分别为 202.48 元/头和 220.26 元/头，德康的家庭农场加权平均代养费三年中显著高于温氏股份。考虑到温氏股份为“公司+家庭农场”模式龙头企业，整体模式成熟且已运行多年，我们将德康家庭农场代养费与近几年正在快速发展的神农集团对比，发现，德康家庭农场代养费仍具优势，据神农集团 2022 年 6 月末投资者关系活动记录表，神农集团代养费主要是根据养殖户最终养殖成绩而定，一般情况下平均代养费为 200 元/头左右，2022 年 9 月末云南省内代养费仍为 200 元/头左右。

图 19 公司代养费支付情况 (亿元)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

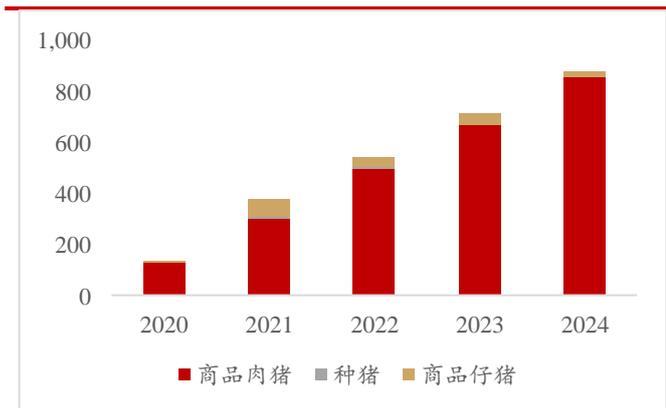
图 20 德康农牧与温氏股份代养费对比 (元/头)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

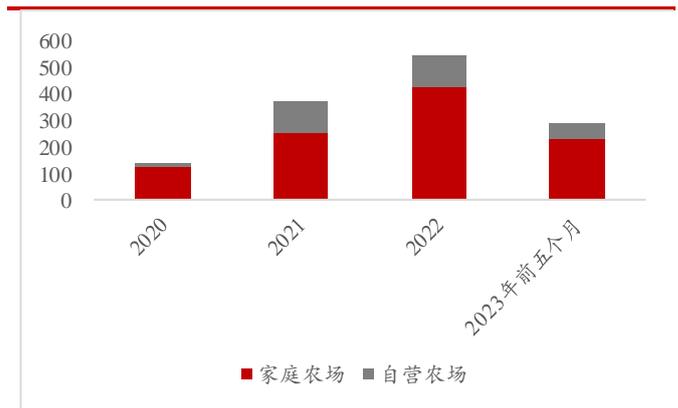
赋能家庭农场, 轻资产模式稳步发展。公司生猪销售量从 2020 年的 137 万头增长至 2024 年的 878 万头, 4 年 CAGR+59%, 2021-2024 年年增长率分别为 172%/46%/30%/24%, 增速逐步放缓。我们认为, 公司生猪养殖业务拓展主要得益于公司轻资产模式赋能家庭农场, 2020 年至 2022 年, 家庭农场出栏量占比分别为 87%/68%/78%, 2023 年前五个月为 79%。

图 21 公司生猪结构 (万头)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 22 公司生猪销售来源 (万头)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

2020 年末至 2022 年末, 公司仔猪代养家庭农场数量快速增长, 由 1000 户增加至 1775 户, 母猪代养及育肥一体化模式家庭农场数量有所下降, 由 1011 户下降至 814 户, 我们认为主要原因在于, 母猪代养家庭农场还需要饲养能繁母猪, 前期投入较仔猪代养家庭农场大, 且前两年几乎无收益, 叠加高猪价从 2020Q1 开始下降, 公司母猪代养及育肥一体化家庭农场数量有所减少, 2023 年 5 月末, 维持在 800 户以上。

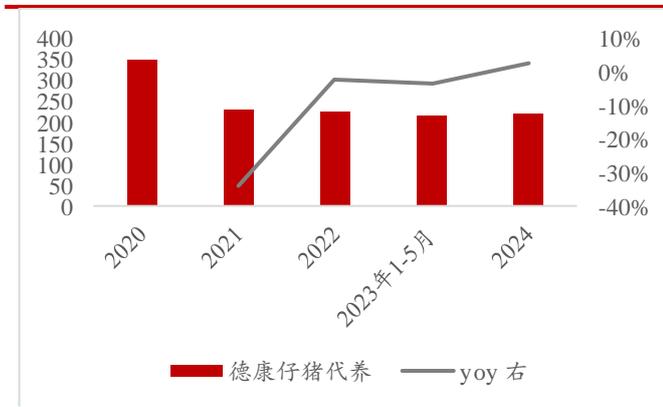
西南地区为公司生猪养殖业务的大本营, 超过 80%的家庭农场分布于此。从公司生猪养殖业务分布来看, 据招股说明书, 公司签约的家庭农场主要位于四川省、重庆市、云南省、贵州省、江苏省及广西壮族自治区。截止 2025 年 5 月 31 日, 种猪方面, 公司共有 10 个核心育种场、8 个公猪站和 95 个扩繁场, 其中西南地区设施分布占比大于等于 70%。商品猪养殖场方面, 公司共有 43 个自营养殖场, 西南、华东、华南和其他地区分布占比分别为 63%/21%/16%, 共有家庭农场数量 2608 户, 西南、华东、华南和其他地区分布占比分别为 84%/8%/8%。

资产更轻，母猪代养与育肥一体化家庭农场模式为公司未来发展重点。虽然家庭农场具体是代养仔猪还是代养母猪与育肥一体是由家庭农场的实际情况决定，我们认为，代养母猪与育肥家庭农场模式较仅代养仔猪家庭农场模式存在以下优势：

1、转移种猪场固定资产投资至家庭农场，资产更轻。相对育肥来说，能繁母猪头均固定资产投资要高得多，育肥猪的固定资产投资主要集中在育肥舍建设，相对简单，单头投资规模在 1000-2000 元；能繁母猪是生猪养殖的“核心资产”，生产周期长，从后备母猪引进到仔猪断奶，需要经过配种、妊娠、分娩、保育等多个环节，固定资产投资包括母猪舍、产房、保育舍等，且能繁母猪的性能指标直接影响养殖场的经济效益，比如 PSY 等，为了提高母猪性能，养殖场需要建设高标准的产房、保育舍等设施。据公司“百村百万”项目，新建存栏 100 头能繁母猪的种猪场所需固定资产投资（含土地流转）需 300 万元，即 3 万元/头，远高于育肥舍。在公司的母猪代养及育肥一体化家庭农场模式下，合作家庭农场根据公司要求新建或改扩建生产单元，前期进行固定资产投资，培训完成后提供劳动力和水电等日常开支，公司提供种猪、饲料动保等物料及技术服务，实现更轻资产运营。

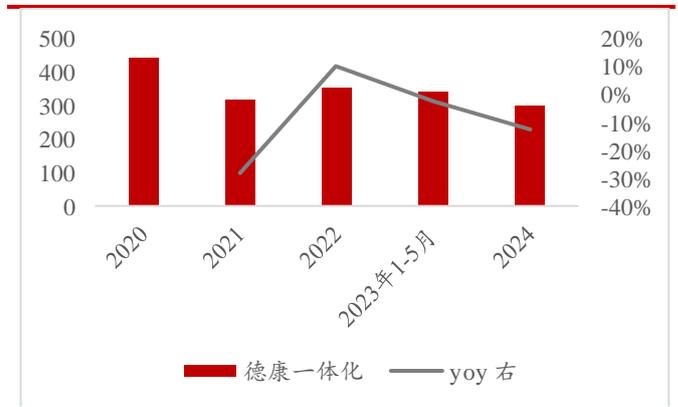
2、准入门槛&技术要求高，收益高且稳定，公司与农场主能建立更长期关系。代养费结算中，育肥侧与育肥猪生产指标挂钩，如料肉比、出栏均重等，2020 年国内生猪市场受非洲猪瘟影响，猪价抬升，但随着生猪产能的逐步恢复，生猪价格从 2021Q1 开始出现下跌，2020 年和 2021 年，公司仔猪代养费分别为 349.3 元/头和 230.5 元/头，2021 年同比下降 34%，母猪及育肥一体化代养费分别为 443.3 元/头和 317.8 元/头，2021 年同比下滑 28%，2022 年仅代养仔猪家庭农场代养费继续下降，而母猪代养及育肥一体化家庭农场代养费同比上升 10%。母猪代养及育肥家庭农场通过自繁自养模式，能够更好控制成本，平抑猪价波动，且技术含量高，收益较仅代养仔猪家庭农场高且稳定，叠加前期固定资产投资更高，我们认为，农场主更有自驱力提升经营水平。公司与母猪代养及育肥一体化家庭农场合作时长更长，订立的代养协议年期一般为 10 年，而与仅代养仔猪的家庭农场订立的代养协议年期一般为 5 年。

图 23 德康仔猪代养家庭农场代养费及变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 24 德康一体化家庭农场代养费及变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

3、生物安全防控风险小。仔猪代养家庭农场模式下，需从公司种猪场转运大批断奶仔猪至家庭农场，运输途中面临一定的生物安全风险，对公司的生物安全防控提出更高要求，且会直接增加成本；另外，转运过程中仔猪产生的断奶仔猪应激反应不容小觑，运输应激不仅影响仔猪的短期健康状况，还可能对其长期生长和免疫力产生负面影响。研究表明，运输应激可能导致仔猪在后续生猪阶段的生长速度下降，且更容易感染疾病。一体化家庭农场采取自繁自养一体化模式，仅前期需要转运少量母猪，后续可减少仔猪转运，降低转运过程中的生物安全防控风险。

3. 深耕家庭农场赋能，助力乡村振兴

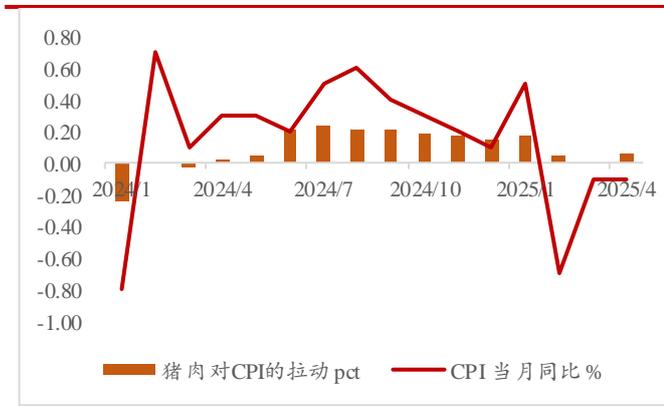
3.1. 政策定调促进物价合理回升，看好猪价回暖

据财联社消息，5月30日，国家发改委于2025年5月29日召开会议，与生猪养殖企业沟通，并提出以下几点要求：(1) 不增母猪：严格控制母猪数量的增长，从源头把控生猪产能的扩张；(2) 育肥猪控制在120公斤；(3) 不鼓励卖二次育肥猪；(4) 希望毛猪价格稳定运行；(5) 相关猪企每月统计数据并汇报。我们认为，发改委此次会议主要目的在于推动下半年猪肉价格回升，以提振CPI。

猪肉价格为影响CPI的重要指标，相关部门高度重视。猪肉所在的食物烟酒板块在CPI中占比大，而猪肉价格是影响CPI的关键指标。从历史数据来看，我国猪肉价格波动和CPI有同跌同涨性，且它们之间的相关性程度很高。2024Q1猪价低迷，对CPI形成拖累；猪价自2024年4月回暖，对CPI形成显著的拉动左右。今年前四个月，猪肉价格显著高于去年，对CPI的贡献为正，而猪肉价格自5月开始同比下跌，进入6月以来整体延续5月的低迷，而2024年5月猪价已进入上升通道，因此猪价对CPI拖累压力较大。

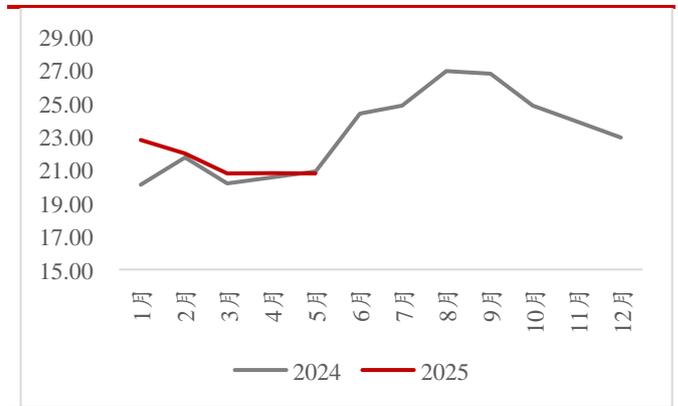
物价指数低迷，政策定调促进物价合理回升。去年以来央行多次提出要推动物价合理回升，而物价指数至今依然低迷，2025年2月至4月，CPI同比皆为负数。能繁母猪存栏量影响10个月后的生猪供应，2024年9月至11月母猪产能保持增长，理论上今年3季度生猪供应将增长，对猪价形成压制。由于今年下半年的出栏生猪已基本出生或完成配种，生猪出栏量已基本确认，因此对下半年猪肉价格的提振只能从猪肉供应着手，即通过降重和打击二育减少压栏，进而减少猪肉供给。消息提到严控母猪数量，实际上是在影响明年的生猪供应。

图 25 CPI 及猪肉价格对 CPI 的拉动



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 26 2024 年与 2025 年猪肉价格对比 (元/公斤)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

政策定调促进物价合理回升，且相关部门已开始对生猪养殖企业行为开始指导，我们看好未来猪价回升及通胀预期升温。公司生猪养殖成本行业领先，未来猪价回升将进一步提升公司的头均利润，增强生猪养殖业务的盈利能力；限制二次育肥，促进行业健康稳定发展，有利于推动落后产能淘汰，优秀产能市占率有望继续提升。

非瘟后中小养殖企业退出，2007年时，年出栏500头以下的中小养殖场高达8000多万户，而到2017年已锐减至3000多万户，2023年其市场占比进一步下降至32%。大型集团场和规模场拥有资金与技术优势，凭借雄厚的资金实力和先进的技术设备，建立更完善的生物安全防控体系；据新猪派数据，TOP26生猪养殖企业市占率（生猪

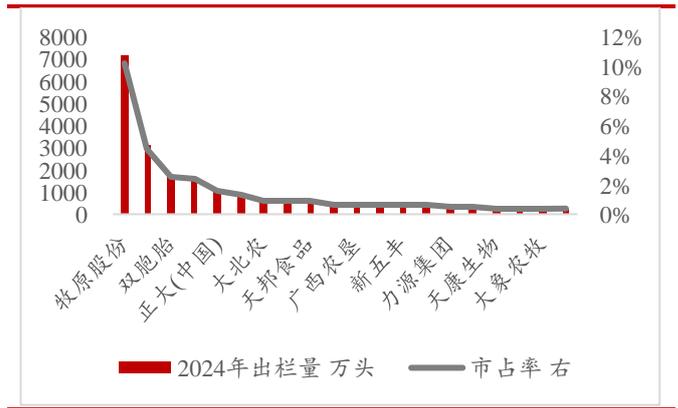
出栏量占全国总出栏量的比例)由2017年的7%提升至2024年的33%。虽然行业集中度持续提升,但仍然较低;我们认为,目前生猪养殖行业集团场呈现一超多强的竞争格局,但各省仍存在空白市场和落后产能,成本控制优秀、资金状况良好资产负债率低的企业的市占率仍有继续提升的空间。生猪养殖企业作为农业,在业务推进过程中存在一定的阻力,如资金短板、土地短缺、环保限制等,我们认为在乡村振兴的战略背景下,公司的家庭农场模式以公司带家庭农场实现双赢,符合国家乡村振兴措施,公司提供技术服务,赋能家庭农场;在国家联农带农相关政策推动下,集体资本、产业资本纷纷加入,且金融机构对于农户有融资支持,解决了农户养殖过程中的资金短缺问题;且公司给出的代养费在行业中具有显著优势,公司与农户合作顺畅,实现公司与农户双赢。

图 27 TOP26 猪企出栏量及占全国出栏量比例



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 28 2024 年生猪养殖企业出栏量 TOP20



资料来源: Wind, 华西证券研究所

持续赋能家庭农场, 未来服务家庭农场数量有望稳步增长。未来公司将继续赋能农场主, 提供种猪、饲料、动保、养殖技术服务, 通过提升农场主数量和单个农场主养殖规模推动业务发展。公司作为服务型的企业, 打通上下游产业链, 上游育种和下游屠宰等技术驱动、投资规模较大的重资产环节由公司来完成, 适度规模的分散化养殖环节则由公司赋能家庭农场来完成, 共同把蛋糕做大, 与国家政策更为契合, 真正实现了联农带农、乡村振兴, 共创共享, 不与民争利。

公司作为大型集团及服务型企业, 打通上下游产业链, 相比于散户来说, 在多个环节存在优势, 能有效降低漏损, (1) 猪苗采购成本: 散户单头需求小, 议价能力弱, 考虑运输成本后, 从外部采购相比公司自产母猪成本高, 据钢联数据, 6月第3周规模场 7kg 仔猪出栏均价 446 元/头, 远高于我们测算的公司断奶仔猪成本; (2) 饲料采购: 一方面, 大公司相对散户来说, 饲料原料采购量大, 较散户采购议价能力高, 公司饲料厂可以按照各种饲料原料价格, 调整饲料配方, 以生产最经济成本最低的饲料, 相比于散户来说存在成本优势; (3) 动保产品直销统一采购价与零售价格相差较大: 大型养殖企业或集团采用直销统一采购模式, 采购量大, 可与供应商进行价格谈判, 获得较低的采购成本, 而零售市场主要面向个体散户或小型养殖企业, 采购量小, 议价能力弱, 价格相对较高; 且直销模式中间环节少, 流通成本低; 零售涉及经销商、零售商等多层中间环节, 加价获取利润, 零售价格上升; (4) 终端销售上, 集团养殖企业销售量且稳定, 具有严格的养殖标准和质量控制体系, 相对散户来说议价能力高, 收购价格相对较高; (5) 公司已形成规范化生猪养殖体系, 生产效率具有显著优势, 通过公司赋能家庭农场, 可有效提高养殖指标, 如 PSY、料肉比、日增重和成活率等。通过打通上下游产业链的公司对家庭农场赋能, 可显著降低生猪养殖过程中的成本并提高终端售价, 从而实现头均盈利提升。

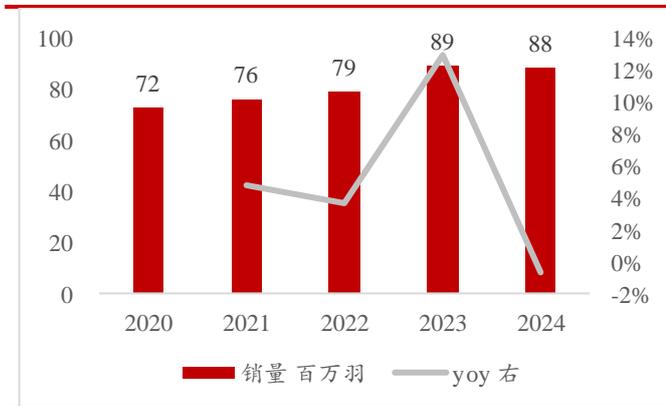
公司招股说明书显示，截止 2023 年 5 月末，代养仔猪家庭农场数量为 1790 户，代养母猪和育肥一体化家庭农场数量为 818 户。据公司年报，2024 年，公司合作家庭农场户均收益达到 77 万元，公司赋能农户联农带农取得显著成效，我们认为，在乡村振兴和产业兴旺的背景下，未来公司服务农户数量将继续增加。我们预计，2025 年，公司服务家庭农场数量将达到 3275 户，其中代养仔猪家庭农场 2299 户，代养母猪和育肥一体化家庭农场 976 户；2026 年，公司服务家庭农场数量 4500 户，其中代养仔猪家庭农场 3000 户，代养母猪和育肥一体化家庭农场 1500 户；2027 年，公司服务家庭农场数量将达到 6200 户，其中代养仔猪家庭农场 4200 户，代养母猪和育肥一体化家庭农场 2000 户。我们测算家庭农场代养仔猪平均出栏规模 2500 头，代养母猪和育肥一体化家庭农场平均出栏规模 4000 头，2025-2027 年，通过对家庭农场赋能，服务生猪数量仍有可观提升空间。

3.2. 猪鸡双轮驱动，布局食品业务推动产业链一体化

3.2.1. 继续扩大黄羽肉鸡养殖规模，实现猪鸡双轮驱动

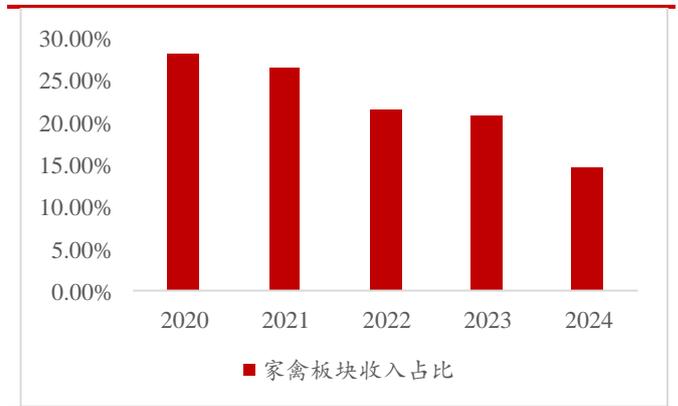
家禽业务板块，公司主要从事黄羽肉鸡的育种、扩繁、养殖和销售。公司禽业务的核心是育种。2019 年公司在广东英德市的黄羽肉鸡基因库和育种基地建成投产以来，公司已拥有农业农村部家禽遗传育种重点实验室，并在鸡育种及养殖技术和管理等方面取得多项专利。且公司通过一系列生物安全管理措施保障家禽产能，2024 年禽类整体重点疾病发病比例较 2023 年有较大程度下降。2020 年至 2024 年公司黄羽肉鸡销量从 0.72 亿只增长至 0.88 亿只，4 年 CAGR+5%，公司为中国第三大黄羽肉鸡生产商。2024 年家禽板块营收占比接近 15%。公司未来仍将继续提高优质黄羽肉鸡市场份额，与生猪业务板块形成互补，降低猪周期波动对公司经营业绩的影响，形成业务板块双轮驱动。

图 29 公司黄羽肉鸡销量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 30 公司家禽板块收入占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司黄羽肉鸡养殖采用家禽养殖小区与家禽家庭农场相结合的模式。其中家禽家庭农场模式由农户代养黄羽肉鸡苗；家禽养殖小区模式是指公司自行建立设施并向农场主租赁土地和设施，而农场主饲养黄羽肉鸡的模式。公司黄羽肉鸡出栏绝大多数来自家禽家庭农场模式，2020-2022 年，家庭农场模式实现的黄羽肉鸡收入占黄羽肉鸡销售总收入的比例由接近 96% 提升至 97.3%。截止 2023 年 5 月 31 日，家禽育肥端，公司共有 3498 个家庭农场及养殖小区，其中家庭农场个数占比接近 98%，公司的黄羽肉鸡养殖主要集中于西南和华南地区。

我们看好公司黄羽肉鸡业务未来的发展，原因在于：(1) 育种优势，公司依靠基因库及专有育种体系，自主培育公司自有的黄羽肉鸡品种。截止 2023 年年末，已拥有商品肉鸡育种及养殖技术和管理等方面的 14 项专利及 45 个品系的黄羽肉鸡，目前拥有一个国家肉鸡核心育种场；(2) 模式优势，轻资产的家禽家庭农场模式帮助家禽业务实现快速发展；(3) 产品优势，黄羽鸡口感和味道胜于白羽肉鸡，我们认为消费恢复将带动优质黄羽肉鸡消费回暖；(4) 龙头优势，销量方面，2024 年，公司为全国第三大黄羽肉鸡生产商，且 2020 年以来，公司黄羽肉鸡销量不断增长，至 2024 年复合增长率为 5%。

表 6 公司家禽设施分布（截止 2023 年 5 月 31 日）

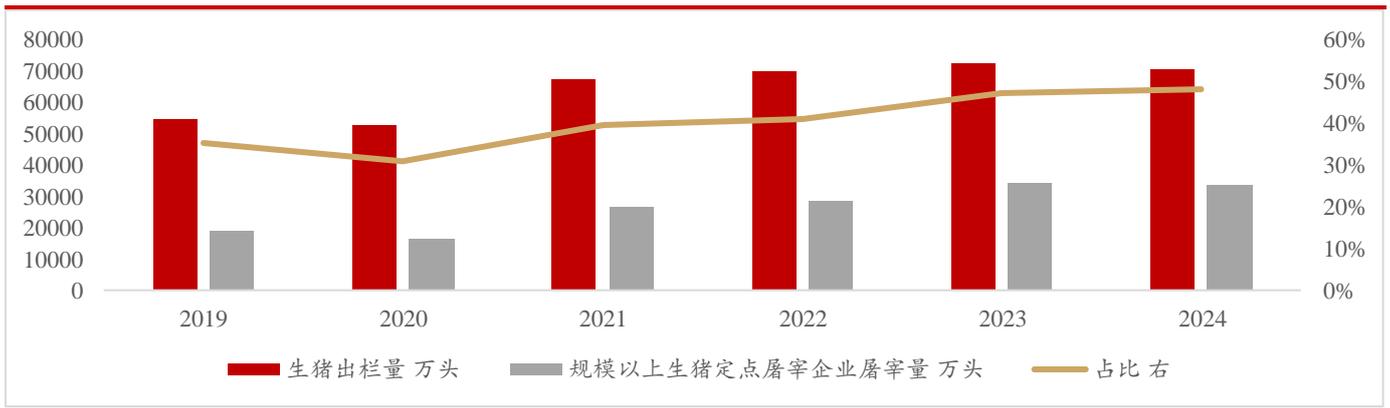
家禽养殖场	自营种鸡场及孵化场		家庭农场及养殖小区		
	自营种鸡场	自营孵化场	家庭农场	养殖小区	总计
中国西南地区	8	6	1801	72	1873
华南	6	4	1625	0	1625
总计	14	10	3426	72	3498

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2.2. 拓展食品业务，推动上下游一体化

非洲猪瘟之后，猪周期带来的市场波动明显。单一布局养殖或屠宰环节的农牧企业，面临着更大的市场风险；为防控疫病，政策端开始鼓励由“调猪”向“调肉”调整，并对屠宰布局和结构进行调整。在此背景下，越来越多的猪企开始向下游延伸，纷纷通过延伸产业链寻找风险对冲。在相关政策及行业技术进步的推动下，我国屠宰行业正处于快速整合发展阶段。根据农业农村部数据，我国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量从 2019 年的 19,116 万头增长至 2024 年的 33,773 万头，占比由 2019 年的 35.13% 提升至 2024 年的 48.07%，行业集中度不断提升。随着消费者对肉类产品的标准提高及需求增加，我国生猪屠宰行业将向着规模化、自动化和智能化发展。

图 31 我国规模以上定点生猪屠宰企业屠宰量占比渐提升



资料来源：Wind，华西证券研究所

公司的愿景为成为高端食品生态圈建设者。2019 年 9 月公司与全球领先、德国最大的综合肉类食品屠宰加工企业通内斯集团签署战略合作，协议约定双方将在中国建设 600 万头生猪养殖屠宰加工产业一体化项目，一期规模 200 万头。公司与通内斯集团强强联合，致力于为全国提供复合欧盟食品标准、安全可追溯的高品质肉类食品。

公司屠宰业务子公司为四川德康通内斯食品有限公司和宜宾德康食品有限公司，宜宾屠宰场已于 2023 年 10 月开始运营，目标为每年生猪屠宰量超过 300 万头。未来，随着公司食品和屠宰业务产能释放，将成为公司新的收入和利润增长点，且有助于平抑猪周期对公司业绩产生的影响。

4. 盈利预测与投资建议

公司主要涉及生猪养殖、家禽养殖和辅助板块，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

生猪养殖：生猪价格方面：（1）据猪易通数据，2025Q1 猪价淡季不淡，均价为 15.06 元/公斤，同比+4%，2024 年二季度猪价显著回升，但 2025 年 4 月至 5 月猪价震荡偏弱，4&5 月均价为 14.68 元/公斤，同比-4.34%，截止 5 月末，外购仔猪养殖利润再度陷入亏损；（2）今年 6 月至 12 月生猪出栏对应 2024 年 8 月至 2025 年 2 月能繁母猪存栏量，其中 2024 年 9 月至 12 月能繁母猪持续增加，给下半年生猪供应带来压力，价格承压，成本较高的落后产能有望继续淘汰；（3）今年四季度为消费旺季，需求提振，有望给猪价带来支撑，同时需关注雨季疫病影响。基于此，我们认为今年四季度生猪价格有望回暖。产能方面：（1）公司生猪养殖模式为自营农场与家庭农场模式，后者轻资产模式资本开支压力小，且代养母猪家庭农场模式资产更轻；（2）在乡村振兴和产业兴旺背景下，我们认为公司未来赋能的家庭农场数量将继续增加，2025-2027 年，公司合作的家庭农场数量将达到 3275/4500/6200 户，2025-2027 年，通过对家庭农场赋能，服务生猪数量有望继续提升。综上，我们预计，225-27 年公司生猪养殖业务的收入增速分别为 30%/23%/42%；毛利率分别为 24.84%/21.34%/24.88%。

家禽养殖：公司主要从事黄羽肉鸡的育种、扩繁、养殖和销售。公司禽业务的核心是育种。截止 2024 年年末，公司为中国第三大黄羽肉鸡出栏企业，黄羽肉鸡销量 8800 万羽，公司黄羽肉鸡业务与生猪养殖业务互为补充，虽然不似生猪养殖业务发展迅速，但我们认为，随着饮食观念改变及消费提振，口感与肉质更好的黄羽肉鸡需求未来有望提振，公司黄羽肉鸡业务增长稳定。基于此，我们预计，2025-2027 年公司黄羽肉鸡业务收入增速分别为 2.65%/1.76%/2.21%；毛利率分别为 5.39%/8.37%/6.91%。

辅助板块：公司辅助板块主要包括饲料原料，另外公司近几年向下游延伸产业链，布局屠宰业务和食品业务，公司屠宰业务子公司为四川德康通内斯食品有限公司和宜宾德康食品有限公司，宜宾屠宰场已于 2023 年 10 月开始运营，目标为每年生猪屠宰量超过 300 万头。未来随着屠宰业务和食品业务放量，有望成为公司新的收入和利润增长点。我们预计，2025-2027 年公司辅助板块业务收入增速分别为 13.00%/13.00%/13.00%；毛利率分别为 0.50%/0.50%/0.50%。

表 7 德康农牧主要业务经营预测（单位：百万元）

业务	2024A	2025E	2026E	2027E
生猪养殖				
收入	18892.56	24638.53	30212.16	42848.75
成本	14230.97	18519.14	23763.60	32188.40
毛利	4661.60	6119.39	6448.56	10660.35
毛利率	24.67%	24.84%	21.34%	24.88%
家禽养殖				
收入	3275.91	3362.79	3422.02	3497.54
成本	2905.31	3181.54	3135.53	3255.82
毛利	370.60	181.24	286.50	241.72
毛利率	11.31%	5.39%	8.37%	6.91%
辅助板块				
收入	6052.00	6838.76	7727.80	8732.42
成本	6089.88	6804.57	7689.16	8688.75
毛利	-37.88	34.19	38.64	43.66
毛利率	-0.63%	0.50%	0.50%	0.50%
内部抵消				
收入	-5757.44	-6621.06	-7614.22	-8756.35
成本	-5628.41	-6360.10	-7186.91	-8121.21
费用率				
销售费率	0.45%	0.54%	0.53%	0.52%
管理费	7.05%	7.36%	7.36%	7.31%
财务费率	1.83%	1.27%	1.00%	0.66%

资料来源：Wind，华西证券研究所

我们分析：（1）非洲猪瘟之后，生猪养殖行业规模集中度显著提升，TOP26 猪企生猪出栏量占比由 2017 年的 7% 提升至 2024 年的 33%。由于规模场资金实力雄厚，面对亏损坚持的时间长，产能去化速度相比散户为主时慢，周期磨底时间拉长，在此背景下成本有竞争优势和资金实力的公司未来市占率有望继续提升，且我们认为行业集中度未来也将继续提升；（2）乡村振兴战略目标至 2035 年，乡村振兴取得决定性进展，农业农村现代化基本实现。联农带农是乡村振兴战略的重要抓手，“公司+家庭农场”养殖模式是联农带农机制的重要实现形式，公司主要采用轻资产的“公司+家庭农场”模式，在政策支持下，家庭农场赋能顺畅，未来服务生猪数量仍有提升空间；（3）育种、企业文化和养殖模式构成公司发展的三道护城河，养殖成本处于行业领先水平，且西南、华南地区相比北方销售价格高，头均盈利领先。基于此，我们预计，公司 2025-2027 年营业总收入分别为 282.19/337.47/463.22 亿元，归母净利润分别为 37.02/36.69/69.68 亿元，EPS 分别为 9.52/9.43/17.92 元，2025/6/24 日股价 78 港元对应 2025-2027 年 PE 分别为 8/8/4X，首次覆盖，给予“买入”评级，2025 年可比公司 PE 为 18X，我们预测公司净利润 37 亿元，目标价 170 港元；当前可比公司平均 PS 为 1.63，目标价 120 港元，我们给予公司目标价 120 港元，据 Wind，截止 2025/6/24，港币对人民币中间价为 0.91283。

表 8 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司								PB 2025/6/24
			EPS(元)				P/E				
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
300498.SZ	温氏股份	17.00	1.39	1.39	1.57	2.05	11.9	12.17	10.78	8.25	1.08
605296.SH	神农集团	32.26	1.31	1.37	1.63	2.48	21.17	23.27	19.56	12.85	3.03
603477.SH	巨星农牧	20.86	1.02	1.14	1.64	2.75	17.46	18.02	12.52	7.47	1.75
002548.SZ	金新农	3.81	0.04	/	/	/	105.98	/	/	/	0.67
	平均						16.84	18.03	14.45	9.63	1.63

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2025 年 6 月 24 日收盘价

5. 风险提示

家庭农场赋能不及预期风险。未来生猪业务发展来自公司赋能农场主，提供种猪、饲料、动保、养殖技术服务，通过提升农场主数量和单个农场主养殖规模。若家庭农场赋能进程不及预期将影响公司生猪业务从而影响公司的业绩。

生猪疾病疫情风险。生猪在规模养殖过程中面临多种疾病疫情，若公司周边地区或自身疫病发生频繁，或者公司疫病防控体系执行不力，公司将面临生猪发生疫病所引致产量下降、发展速度不及预期、盈利下降、甚至亏损的风险。

生猪价格波动风险。生猪养殖为公司的主营业务，由于生猪养殖存在明显的周期性，价格也会波动，生猪价格出现快速下跌或大幅波动等情形，将给公司生产经营带来风险。

原材料价格波动风险。公司生猪养殖的成本中，饲料成本占养殖总成本的比重最大。公司养殖的饲料主要来源于自产饲料，玉米、豆粕为公司饲料产品的主要原材料，上述原材料的价格波动对公司养殖成本的影响较大。

环保政策变化风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22463.04	28219.02	33747.77	46322.36	净利润	4101.56	3702.30	3668.86	6967.97
YoY (%)	39.04%	25.62%	19.59%	37.26%	折旧和摊销	914.93	514.57	518.56	516.35
营业成本	17597.75	22145.15	27401.38	36011.76	营运资金变动	950.71	-550.57	342.54	-93.38
营业税金及附加					经营活动现金流	5361.80	3465.69	4153.15	6584.37
销售费用	101.46	152.82	180.45	242.33	资本开支	-784.93	-712.16	-476.76	-472.10
管理费用	1583.96	2075.88	2483.00	3384.36	投资	-733.97	-328.00	-371.78	-421.72
财务费用	411.85	359.76	338.92	303.55	投资活动现金流	-1557.32	-308.51	98.48	582.48
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.94	-0.61	-0.90	-1.13	债务募资	-1960.08	-100.00	-264.00	-150.00
营业利润	3167.52	3457.06	3224.09	6057.75	筹资活动现金流	-1864.83	-854.67	-670.94	-557.45
营业外收支					现金净流量	1947.12	2309.98	3588.15	6616.86
利润总额	4201.80	3828.95	3832.18	7230.51	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	0.09	0.29	0.06	0.26	成长能力				
净利润	4201.71	3828.66	3832.12	7230.24	营业收入增长率	39.04%	25.62%	19.59%	37.26%
归属于母公司净利润	4101.56	3702.30	3668.86	6967.97	净利润增长率	331.06%	-9.73%	-0.90%	89.92%
YoY (%)	331.06%	-9.73%	-0.90%	89.92%	盈利能力				
每股收益 (元)	10.55	9.52	9.43	17.92	毛利率	21.66%	21.52%	18.81%	22.26%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率率	18.26%	13.12%	10.87%	15.04%
货币资金	4491.95	6801.93	10390.07	17006.93	总资产收益率 ROA	17.79%	13.00%	10.82%	15.59%
预付款项					净资产收益率 ROE	48.38%	31.28%	23.65%	30.98%
存货	750.06	998.44	1208.24	1590.98	偿债能力				
其他流动资产	5384.73	7440.58	8658.97	11864.67	流动比率	1.30	1.59	1.87	2.18
流动资产合计	11765.26	16992.15	22451.78	33287.00	速动比率	0.62	0.80	1.05	1.30
长期股权投资	10.22	11.74	15.05	18.05	现金比率	0.50	0.64	0.87	1.12
固定资产	7465.12	7386.02	7133.72	6863.31	资产负债率	62.76%	57.62%	53.07%	48.21%
无形资产	2470.12	2746.82	2957.31	3183.47	经营效率				
非流动资产合计	11290.79	11489.90	11451.41	11410.16	总资产周转率	1.07	1.10	1.08	1.18
资产合计	23056.05	28482.04	33903.18	44697.16	每股指标 (元)				
短期借款	2272.59	1872.59	1308.59	858.59	每股收益	10.55	9.52	9.43	17.92
应付账款及票据	1944.83	2517.64	3105.57	4068.73	每股净资产	21.80	30.44	39.89	57.83
其他流动负债	4812.74	6261.61	7505.52	10231.37	每股经营现金流	13.79	8.91	10.68	16.93
流动负债合计	9063.35	10703.21	11984.77	15241.04	每股股利	0.90	0.00	0.00	0.00
长期借款	2013.32	2313.32	2613.32	2913.32	估值分析				
其他长期负债	3394.04	3394.04	3394.04	3394.04	PE	2.67	8.37	8.44	4.45
非流动负债合计	5407.36	5707.36	6007.36	6307.36	PB	1.29	2.62	2.00	1.38
负债合计	14470.71	16410.57	17992.13	21548.40					
股本	388.88	388.88	388.88	388.88					
少数股东权益	107.70	234.06	397.32	659.59					
股东权益合计	8585.34	12071.47	15911.06	23148.76					
负债和股东权益合计	23056.05	28482.04	33903.18	44697.16					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。