

2025年06月26日

## 德康农牧 (02419.HK)

投资评级：买入（首次）

——又见穿云箭

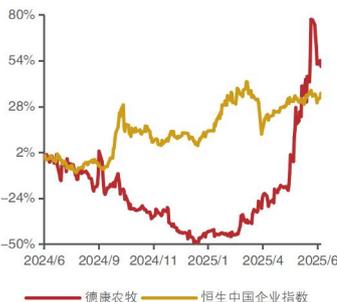
## 证券分析师

雷轶  
SAC: S1350524110001  
leiyi@huayuanstock.com  
冯佳文  
SAC: S1350524120003  
fengjiawen@huayuanstock.com  
顾超  
SAC: S1350524110005  
guchao@huayuanstock.com

## 联系人

李冉  
liran02@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025年06月24日

收盘价(港元)	78.00
一年内最高/最低(港元)	96.00/26.65
总市值(百万港元)	30,332.30
流通市值(百万港元)	12,291.90
资产负债率(%)	62.76

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

我们已经站在了农业新时代的拐点上，当穿云箭越过云层进入视野时，它背后的决定性因素已经成型且成群，我们需要即刻进行重新思考。

**国家战略层面来看**，随着农业工业化取得较大进展，各类社会矛盾、产业矛盾也正在快速累积。以猪业为例，如何进一步促进科技进步以服务于节约资源、粮食安全等战略目标？如何才能让国家心系的1800万养猪农户稳定生存于残酷的市场竞争中？如何才能处理好规模化带来的环保问题，如影响当地居民基本生活等问题（污染地下水、臭气、噪音等）？如何能在资本过剩的环境里，让整个产业链能拿出余力为食品安全做保障？各方面的压力已迫在眉睫，在此背景下，我国农业方面的政策重点已发生重大转变，未来将重点围绕两条主线展开：“保障农民权益与激活企业创新”。我们要及早且充分认清形势，未来要更多考量企业的科技含量、兼顾农民利益（让1800万猪农在市场竞争中不被挤出）、模式创新、调动既有所有生产要素的能力，以德康为例，公司心系三农问题，在不与民争利的价值观驱动下，在国家和农民之间建立起一个可持续的技术传播体系。

**行业层面来看**，在中国众多万亿市场的横向对比里，生猪行业已是低效、方差较大的那个，产业升级的痛点、难点、卡点仍然很多，金猪十年吸引了无数跨界资本并惨淡出局，足见猪业的真实经营门槛，未来银猪十年的机会或将属于个别新模式的科技驱动型企业，将在无外界资本进入、界内资本收缩时，或呈现出不易复制的系统性优势。我们思考，农业行业具有十万亿市场空间，为什么养猪和水产饲料等细分赛道率先孕育出市值与营收十倍增长的大市值企业，如牧原、海大、温氏等。因为养猪和水产的技术深度目前还看不到尽头，参考摩尔定律存在时期的英特尔，龙头企业可以持续地通过研发的领先克服规模增长之后管理熵增的担忧，对农业技术深度的理解拉开了企业间、投资人间的认知差。也正因为平台型企业有着不可复制且可以扩大的研发优势，有了拎起整条产业链的节点，才能引导行业向平台+生态的模式切换，摆脱同质化竞争，形成联动农民、赋能农民、持续创新的正循环。

**企业层面来看**，目前行业内每个企业都在怀揣焦虑，加速寻找自己的新定位，德康引领的“平台+生态”战略由传统的农业生产型企业向现代服务业中的平台型、科技型企业转型，将产业重构为“价值共生型”生态圈，如同穿云箭般引领着三大变革：

**1、行业变革：政策深刻转变，资本衰退中寻找“解决方案”型企业**

在2011-2019年农业现代化转型加速时期，资本、人才得以加速融入农业、改造农业，推动农业快速现代化，解决了产业升级的痛点，也孕育了一批市值与营收十倍增长的公司，以牧原、海大等为例，部分产业趋势延续至今。但农业的现代化、规模化、集约化、资本化也带来了一系列的问题和挑战，例如三农问题、资本过度挤出效应、环保不可持续问题、农民增收不增利等，我们需要冷静反思和权衡利弊，以指导未来发展。在资本过剩的存量博弈时代，谁能解决本阶段的综合问题，谁就会被整个社会所推动并实现大发展。

- 目前，畜牧行业整体效率相比世界一流水平仍然较低、经营成绩方差较大，优势企业头均盈利相比上市公司平均仍高百元以上（2024年），距离丹麦水平仍有300元/头以上挖潜空间。一句话来总结：“少数公司能持续进步和赚钱，多数公司陷入挣扎”。随着资本退潮和产业链分工加快（2021年至今），综合能力强且率先摆脱资本开支、依靠向内走的技术力量和更强大的社会资源组织能力发展的企业，有望获得更高的边际ROE和更大的发展空间。

## 2、模式变革：“平台+生态”模式或将成为行业转型依附对象

- 德康引领的“平台+生态”不是传统模式的升级，而是另一种全新的思维：
- “平台”意味着更大规模、更长期、更多环节的双向合作，产业链整体升级有了平台企业作为抓手，对每个环节进行弹性、灵活、精准地调控，将分散的多环节间博弈化为整体设计和价值共生（非交易思维），实现帕累托改进。每一个新加入的优质合作方都在增强之前所有合作方的效益，其总体竞争力在于生态整体的高效与协作，其财务表现将克服管理上的规模不经济和周期性，但这对平台的要求极高，需要在每个核心技术上有着不可复制的优势和资源（育种、营养、管理、数字化、服务型组织、平台价值观等）；
- “生态”意味着协同产业链上下游所有优质的合作方，在适度规模化的路线下，由平台企业设计平台的规则、高度数字化的价值评判体系，以最高效、最具综合社会价值的方式，联动所有参与者获得可持续发展的利润。平台不但可以给农场主赋能，也可以给饲料企业、其他放养公司、专业育肥企业、猪经纪、屠宰场、食品加工厂赋能，甚至可以给其他大型企业赋能，通过价值共生实现多赢，届时可能出现平台+平台、平台+企业、平台+现代农场、平台+散户、平台+合作社等多形态共存。“平台+生态”模式重在制定标准、形成合作，在关键节点持续投入，理论层面高质量发展速度更快，边际规模不经济的现象不明显，是保障更高质量发展的路径。
- 德康走向“平台型、服务型”适度轻资产的战略，我们认为符合党中央、地方政府、产业上下游、农民的期待，具体模式是“**聚焦投入、技术驱动**”的两端+“**轻资产、赋能型、平台模式**”的中间养殖环节。公司对核心技术的深入研发和重点投入符合和支撑科技公司的属性，在这个万亿的行业，迭代出一套成熟的、高效率的、照顾到更多方面利益的解决方案，成为行业转型的标杆、依附对象，并有一定的马太效应。

## 3、公司变革：德康已由生产型企业转型为服务型企业

- **战略的初心**：董事长王德根对农村农业有着深刻的理解，立志改变农业现状。正是这一份价值感和使命感，公司深刻认识到未来农牧的主要增值空间在提升养殖效率和养殖产品品质，花费十余年时间投资数十亿元构建的科学养殖体系和高端育种体系，聚焦于“为养殖户创造价值”，着眼于“普通养殖户做不到、一般企业做不好，而养殖户又真正需要的环节”。并且，德康成立之初就立下“世界食品有德康”的初心，确定了“饲料—养殖—食品”的三步走战略，与通内斯的深度合作（国内唯一）延续了此前的战略节奏。
- **转型的能力**：企业的战略转型是建立在准确的行业认知基础上，转型就是“革自己的命”，从思维到执行充满着大大小小的阻力，但只有行业洞察者才能持续克服阻力，在机会来临时，做好充足准备。德康一直以来都是出色的行业洞察者，其战略选择与执行快准狠，具有卓越的**独立思考（如洞察行业，不断独创模式）、逆周期**

(资本开支节奏和方向与行业相反)、长期主义的基因。

- **文化基因奠定竞争力：**服务型企业的基因来自于追求卓越的企业文化、自上而下的文化宣导和全生命周期的培养体系。正因为长期企业价值观 (**大舍大得、不难不做、艰苦奋斗**) 的影响，公司沉淀了一批优秀且扎实的人才，也收获了一批最专业的现代农场主的信任和口碑，形成了**"A类企业+A类合作伙伴"**的高效合作正循环，这也是德康产业链盈利能力跑赢行业的重要因素之一。

董事长王德根深刻洞察到“行业产能过剩、环保和食品安全问题存在挑战、养猪农户增收不增利”等问题，将德康发展为一个技术驱动、服务型的生态平台公司，用新的生产关系和组织模式，把产业中已有的政府支农政策优惠、持续迭代的先进技术、规模集采形成的成本优势等能力有机组合起来，形成多方共赢的产业链生态。再通过专业技术服务和组织模式创新，服务于年出栏4亿头猪的1800万专业养殖户，帮助其成为拥有先进技术和现代农场主，协助农场主提升约300元/头的养殖效率，实现企业和农户共同良性发展，为国家解决三农问题建立良好生态。

#### 4、盈利预测与评级

综合来看，德康响应国家战略（24年合作生猪现代农场户均收入77万/年）、盈利优势显著（2024年生猪头均盈利高于牧原74元，高于温氏95元）、技术领先（例如育种优势使成本优于行业平均约100元/头）、食品安全规格高（单头药费低）、发展速度快（2012-2024年出栏规模增长百倍以上）、轻资产高回报（头均固定资产850元/头，行业较低）、千万头出栏量企业中累计融资较少（约16亿人民币）、2024年ROE48%（高于牧原的25%，高于温氏的23%）、逆周期布局能力（上一轮周期最早停止新建厂的企业之一）、“平台+生态”战略转型速度（目前独创），等方面均已领跑行业。我们预计未来公司每年资本开支金额或不超过折旧，分红回购潜力较大，自由现金流与利润比值有望维持较高水平。

我们预计2025-2027年，公司作为平台型企业，赋能服务的生猪企业&现代农场主数量为3900/4500/5000家，服务农场主户均年出栏量约为2800/3200/3700头，创造的服管费总额约为9/24/39亿，公司生物资产公允价值调整前归母净利润为36/54/76亿元，对应的PE分别为7.69/5.11/3.63倍。考虑到各领域高质量发展的平台型企业在快速增长期的估值不低于30~40倍，基于德康农牧技术驱动、模式创新的科技型平台型战略，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示。生猪价格波动，突发大规模不可控疫病，重大食品安全事件，宏观经济系统性风险，极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	16,155.41	22,463.04	20,583.30	21,050.54	23,625.49
同比增长率（%）	7.4%	39.0%	-8.4%	2.3%	12.2%
归母净利润（百万元）	-1,775.13	4,101.56	3,328.05	5,557.80	8,262.52
同比增长率（%）	-278.8%	331.1%	-18.9%	67.0%	48.7%
每股收益（元/股）	-4.88	10.55	8.56	14.29	21.25
ROE（%）	-44.9%	48.4%	29.0%	32.6%	32.7%
市盈率（P/E）	-9.63	2.44	8.32	4.98	3.35

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计 2025-2027 年，公司作为平台型企业，赋能服务的生猪企业&现代农场主数量为 3900/4500/5000 家，服务农场主户均年出栏量约为 2800/3200/3700 头，创造的服务费总额约为 9/24/39 亿，公司生物资产公允价值调整前归母净利润为 36/54/76 亿元，对应的 PE 分别为 7.69/5.11/3.63 倍。考虑到各领域高质量发展的平台型企业在快速增长期的估值不低于 30~40 倍，基于德康农牧技术驱动、模式创新的科技型平台型战略，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

2025-27 年公司赋能服务的生猪企业&现代农场主数量为 3900/4500/5000 家，服务农场主户均年出栏量约为 2800/3200/3700 头，创造的服管费总额约为 9/24/39 亿元，公司生物资产公允价值调整前归母净利润为 36/54/76 亿元。

2025-27 年生猪价格预计为 14.5、14.5、15 元/kg，黄鸡价格为 14、14.5、14.5 元/kg。

### 投资逻辑要点

德康正在技术驱动、模式创新的科技型平台型企业的路上快速奔走，通过地方政府、各类合作伙伴的口碑传播，公司进入快速发展期。当这个解决方案在猪业形成强烈正反馈时，公司的平台战略可以向农业其他细分板块拓展，例如黄鸡、牛、羊等等，本质上这是一种价值共生基础上的技术传播体系，也是国家最需要的企业形态，这个平台型、服务型战略成为了一套行之有效、财务成功的商业模式，有助于 1800 万生猪养殖大户的生存和发展，为中国农业的发展提供了参考价值。

### 核心风险提示

生猪价格波动，突发大规模不可控疫病，重大食品安全事件，宏观经济系统性风险，极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价。

## 内容目录

1. 行业变革：政策深刻转变，资本衰退中寻找“解决方案”型企业 .....	7
1.1. 政策向“保障农民权益与激活企业创新”加速转变 .....	7
1.2. 银猪十年仍然是方差大、少数企业盈利水平高的特点 .....	8
1.3. 行业正回到轻资产高质量发展轨道上 .....	9
1.4. 什么样画像的企业可以抓住机会？ .....	12
2. 模式变革：“平台+生态”模式有望成为行业转型依附对象 .....	13
2.1. 产业模式迭代 .....	13
2.2. “平台+生态”服务型战略的本质 .....	13
2.3. “平台型、服务型”适度轻资产的具体做法 .....	14
2.4. 产业链整体盈利能力对比：德康产业链优势相对明显 .....	20
3. 公司变革：德康已由生产型企业转型为服务型企业 .....	21
3.1. 战略的初心 .....	21
3.2. 转型的能力 .....	22
3.3. 文化基因奠定竞争力 .....	23
3.4. 德康竞争优势的量化体现 .....	24
4. 盈利预测与估值体系 .....	25
5. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1: 头均盈利情况可显示企业之间差距仍然较大 (育肥猪为例) .....	9
图表 2: 头部企业 2017-2024 年头均占用固定资产 (元/头) .....	10
图表 3: 头部企业 2021-2024 年人均出栏量 (头) .....	10
图表 4: 生猪产业模式四象限 .....	11
图表 5: 生猪企业未来转型方向 .....	12
图表 6: 生猪企业反向代表特征 .....	13
图表 7: 不同生猪企业的农户合作代养情况 .....	14
图表 8: 德康农牧平台模式 .....	15
图表 9: 公司主要核心育种场综合育种指数连续多年改善 .....	17
图表 10: 德康 E 系商品代数据领先 .....	17
图表 11: 德康通内斯项目实景图 .....	19
图表 12: 德康通内斯项目分割产线 .....	19
图表 13: 不同生态产业链效率对比 .....	21
图表 14: 德康宣言 .....	23
图表 15: 农场全生命周期培训 .....	24
图表 16: 德康优势较为明显 .....	25
图表 17: 同行业估值对比 .....	26

## 1. 行业变革：政策深刻转变，资本衰退中寻找“解决方案”型企业

从近期一系列高层和有关部门公开表态中，足以看出国家在农业、猪业方面的政策重点已经发生了重大转变，而且这个深刻转变已经不是第一天了，我们、社会、产业、群众的认知也会在未来逐步跟上。我们需要冷静反思和权衡利弊，以指导未来发展。

### 1.1. 政策向“保障农民权益与激活企业创新”加速转变

2000年以来，我国农业政策导向经历了从“减负松绑”（保护小农）到“高质量发展”的深刻转型，政策重心从减轻农民负担逐步转向农业现代化与可持续发展，形成了对农户和企业的系统性支持体系。以下是基于政策重心、核心措施和典型实践的阶段性划分：

#### ①减负松绑阶段（2000–2005年）：税费改革与生产激励。

这一阶段的核心是破解“农民贫穷、农村破败、农业低效”的困局，通过税费改革直接减轻农民负担，同时启动生产性补贴。

#### ②全面扶持阶段（2006–2010年）：新农村建设与规模化探索。

政策重心转向农村基础设施与组织模式创新，但部分实践因利益失衡受阻，城乡二元结构导致资源分配不均、资金短缺与融资环境萎缩、土地制度与小农经济局限、基层治理效能低下、农民素质与观念制约、政策执行偏差与形式主义等问题。综上，利益失衡的根源或在于结构性矛盾（如城乡二元分割）、制度缺陷（如土地和财政制度）及执行层面的偏差，需通过系统性改革解决。

在此阶段，温氏“公司+农户”模式的出现极大地解决了此类三农问题，企业也实现了倍级的营收规模增长。

#### ③现代化转型阶段（2011–2019年）：农业产业化与科技驱动。

政策转向质量效益并重，推动农业企业成为产业升级主体。

在这个现代化转型加速时期，资本、人才得以加速融入农业、改造农业，推动农业快速现代化，解决了产业升级的痛点，也孕育了一批市值与规模十倍增长的公司，以牧原、海大等为例，部分产业趋势延续至今。但农业的现代化、规模化、集约化、资本化也带来了一系列的问题和挑战，需要冷静反思和权衡利弊，以指导未来发展。

#### ④高质量发展阶段（2020年至今）：粮食安全、保护农民权益与科技自主。

政策聚焦“种业翻身仗”和粮食安全底线，强化科技赋能与小农户衔接。

政策始终围绕两条主线：“保障农民权益与激活企业创新”。未来或需以生物技术、智能装备、低碳农业为突破口，推动“强农业”从政策愿景走向产业现实。

未来的成长股或更考量科技含量、兼顾农民利益、模式创新、调动既有所有生产要素的能力，我们认为以德康为代表的“平台+生态”战略将有效解决本时期的综合矛盾，实现高质量发展和生态圈重建。

从历史上来看，德康及其创始人一贯在大势判断、战略调整上做得出色，从当年经营饲料的成功（从经销商到华西希望，再到德康），后续德康养殖战略的确立和坚定推进，然后再有后续对现代农场模式的果决，都印证了公司对三农问题、乡村振兴、经营农业企业等问题上的超前认知和赋能解决能力。

## 1.2. 银猪十年仍然是方差大、少数企业盈利水平高的特点

养猪市场万亿容量，但整体效率仍较低，企业之间经营能力方差大。2024 年上市猪企成本分布在 13.7-16.6 元/kg，平均值为 14.67 元/kg 左右，平均盈利约为 235 元/头，盈利最强第 1-3 名头均盈利超过平均值的差额分别为 142、81、68 元。农业农村部数据显示 24 年生猪规模养殖和散养头均利润分别为 302、161 元，相差 141 元，141 元对应的 roe 差距已经较大。不论从行业平均数据还是上市企业来看，不同规模、不同管理水平的养殖主体经营差异仍较大。

资本衰退，各方寻找出路的过程中，产业链重组速度加快。较长的产业链、较低的生产效率催生出更细致的产业分工，行业结构变化剧烈，典型代表是放养平台的出现，正快速整合全行业零散的资源，其模式资产轻、盈利水平也尚可，近几年发展迅速（尤其山东区域），2024 年山东生猪出栏量 4333.6 万头，其中放养量接近 2000 万头，占全省出栏量约 50%；前五梯队的放养公司也几乎没有熟悉面孔。这说明行业即使单个环节的效率差异可能都较大，整体的效率改善机会仍显著，总是能看到“沉舟侧畔千帆过”，这样一个方差大的行业，有着进一步迭代、升级的空间。

优质企业 ROE 可能比金猪十年更高，源自模式的资产投入普遍更轻且技术优势正放大。养猪行业从“资本大量涌入、推动行业快速规模化”进入“产能过剩、资本退潮”的阶段，2015-2024 年上市公司资本支出累计超 4900 亿（有限统计），而今鲜有媒体报道跨界资本进入，界外资本甩卖资产，界内资本停止资本开支。生猪行业蛛网模型一定程度上已经被资本所影响，较长的去产能时间与突击式的暴利季度叠加出现，这对企业的战略制定、卓越运营、投融资等方面提出了极大的考验，外界资本逐步对养猪业更为悲观。目前行业空置率高（涌益显示 2024 年行业栏舍利用率 43%）、固定产能相对足够且租赁成本较低，有能力的企业未必需要拥有重资产的“工厂”，完全可以采取更轻资产的模式向“微笑曲线”两端延伸，从生产型企业向服务型企业升级，产业链的“链主”赋能行业，ROE 水平也有望更高。例如：从前头均盈利 350 元，单头资本开支 1500 元；即使考虑头均盈利下滑至 250 元（前文已经描述了，未必下降），但模式更轻资产后，单头资本开支仅 700 元；ROA 从 23%提升至 36%。

社会资源充足且配套愈发成熟，社会中存在了大规模的“公用品”，谁能更高效整合社会资源，谁则有望取得比过去更快的发展。比如霸王茶姬利用社交平台的互动营销实现品牌快速破圈；零食很忙协同下游分散的零食生产商，通过数智化仓储物流中心实现快速配送和低成本运营。当平台能提供让所有人得到更合理更有回报的方案，强大的社会配套会帮助企业赚取更好的利润和获得更快的发展速度，平台既是 toC 的，也是 toB 的，更是 toF（农场主）的。养猪行业也是如此，过去个体农场相比集团企业存在明显劣势，尤其是 0-1 风险（疫情损失）、融资困难等，但近几年国家在普惠金融（惠农资金、保险补贴）等各方面的发展极大增强了个体农场的比较优势。在新的生产要素排列组合方面，新的更高效利用资源的生产关系正在萌生和发展。

图表 1：头均盈利情况可显示企业之间差距仍然较大（育肥猪为例）

	2024 年完全成本(元/kg)	2024 年头均利润(元/头)
牧原股份	14.01	301
温氏股份	14.40	282
巨星农牧	14.42	241
东瑞股份	16.59	199
华统股份	15.00	193
京基智农	14.63	316
新希望	14.70	221
中粮家佳康	15.38	208
神农集团	13.93	271
天康生物	14.81	110
天邦食品	14.50	247
德康农牧	13.70	377

资料来源：各公司公告，华源证券研究所（注：各家公司完全成本口径略有差异）

### 1.3. 行业正回到轻资产高质量发展轨道上

上一轮行业资本开支高峰形成了较为充裕的闲置产能，其中选址条件适宜、生物安全防护条件优秀的产能可被激活，只是需要现代化、高效的组织方式。特别是在社会平均收益率下降的趋势下，“轻资产”模式有望给农场提供预期可观的稳定收益，落后产能的退出或被轻资产模式扩张所取代。

#### ①企业头均固定资产正不断下降，养殖效率改善、人均出栏量持续提升：

一方面，此前超前投资的部分正在通过出栏增加摊薄头均固定资产；另一方面，企业正通过更轻资产的模式发展，例如与现代农场合作、租赁、服务赋能、股权合作等方式等。以德康为例，2024 年头均盈利 377 元（上市公司统计中最高），经营性现金流 631 元/头，固定资产 850 元/头（行业较低），流动资金 528 元/头，总体和边际 ROE 与现金流情况从生意本质上看，已经足具竞争力。

**图表 2：头部企业 2017-2024 年头均占用固定资产（元/头）**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
牧原股份	1672	1564	2679	4050	2748	1859	1793	1519
温氏股份	953	976	1390	3886	3038	2173	1442	1250
新希望	3876	4416	5230	4808	5319	3822	3052	3169
中粮家佳康	2224	2342	3359	3865	2614	2310	1867	3381
天康生物	6009	3518	4546	3130	3265	2738	2184	2022
大北农	8206	2999	3907	4616	2442	2469	1812	1657
唐人神	3875	4028	3567	4259	4877	4237	2482	2136
金新农	2587	4511	4366	2784	2498	2837	3360	2796
天邦食品	1580	1302	1529	2078	2100	2051	1243	1348
东瑞股份	881	971	1620	2723	5428	6377	6299	4780
正邦科技	2597	2222	2350	1681	1359	1755	1888	2439
傲农生物	4352	3612	3619	3955	2165	1448	1166	1846
巨星农牧				5394	2990	1984	1542	1489
华统股份						4524	2571	2314
京基智农						4256	3375	2626
神农集团		2907	1864	2959	2901	2524	1858	1388
德康农牧					1773	1298	1039	850

资料来源：iFind, 华源证券研究所

**图表 3：头部企业 2021-2024 年人均出栏量（头）**

人均出栏量	2021	2022	2023	2024
牧原股份	293	436	486	536
温氏股份	301	363	497	605
新希望	124	189	350	400
中粮家佳康	384	411	536	274
正邦科技	676	1,058	904	533
天邦食品	380	418	812	909
大北农	215	216	328	397
唐人神	140	179	322	355
傲农生物	262	375	669	402
巨星农牧	247	429	685	623
新五丰	194	450	596	791
天康生物	282	401	531	606
华统股份	34	224	506	536
神农集团	343	379	460	681
东瑞股份	349	326	385	416
金新农	323	493	379	443
京基智农	57	432	604	671
罗牛山	131	174	279	254
德康农牧	489	675	718	838

资料来源：iFind, 华源证券研究所

注：未剔除其他业务及非生产人员影响。

②行业产能空置率高，留有相对大的整合空间：涌益咨询数据显示，24年全国育肥栏舍利用率为43%，较23年的49%下降6Pct。

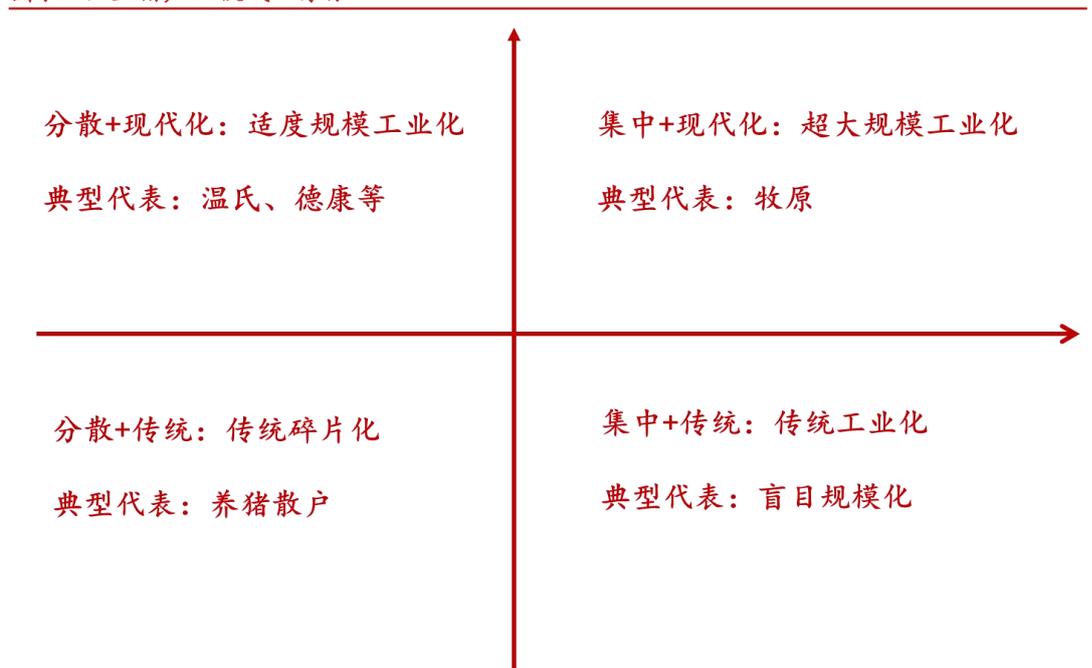
以上市公司为例，每头新增出栏的边际占用固定资产持续下降，由于生猪行业不存在明显的技术升级带来的固定资产利用效率改善，这一指标反映行业因上一轮资本开支高峰形成较为充裕的闲置产能、目前空置率较高，给优质企业整合资源的空间和价格优势都较大。并且，由于饲料等环节的产能也相对过剩，企业发展过程中，可以更多采取代工的形式，可省去布局饲料的资本、时间。

### ③区分规模化与现代化

**规模化 vs 现代化**：总体来说是同步的，但含义有所不同，相比单一的规模化，现代化才是更为本质的追求目标。规模化本质是通过资源整合与重复利用实现经济性增长，核心目标是量变层面的效率优化；现代化指通过技术革新、流程优化、管理升级，实现系统性效率跃迁的过程，核心目标是质变层面的变革，突破传统模式瓶颈、提升全要素生产效率。

**行业里一直在争议两条路线，超大规模工业化 vs 适度规模化**：超大规模工业化指通过极大地扩大单场生产规模、集中资源投入、高度专业化分工，形成巨型产业链和超大产能的工业化模式，核心特征是“量级突破”，例如单场10万头以上，有利于最大化规模效应、强化议价权。适度规模化指在单位区域、单体养殖场内，养殖规模提升但又保持相对分散，例如单场1万头，平衡效率、灵活性、可持续性。两种方式共同点在于现代化，不同点在于越密集，疫情控制难度上升，企业是否具有能力控制好天平的这一端。观察各模式各企业近年来的成绩，适度规模化路线的优势正在浮现和加大。

图表 4：生猪产业模式四象限



资料来源：华源证券研究所绘制

## 1.4. 什么样画像的企业可以抓住机会？

2024 年我们提出过企业转型的几大方向：**以人为本（投资于人）、灵活经营、金融工具创新、划小经营单位、重构产业链关系、出海**，其中海大、温氏、牧原等企业均是优秀典范。海大重构产业链条关系，是动物蛋白制造过程中的链主（涵盖种苗、饲料、动保、服务），通过持续的效率领先和服务升级，不断抢占优质的养殖户，实现业绩稳定增长；温氏创建共创共享的农业产业化联合体，灵活经营、以人为本，将农户改造为标准化生产单元，实现风险共担、利益共享。而德康“平台+生态”模式为产业链上下游提供整体解决方案，研发和食品端聚焦投入，中间环节以适度轻资产赋能的形式促进生态实现高效率和高标准。

图表 5：生猪企业未来转型方向

转型方向	原因	典型案例
以人为本	当行业固定资产将保持长期过剩并相对廉价时，优质的人才将成为提高 roe 的关键，盘活资产的关键或在于人。	“承包制”、“全员持股”、“产业链捆绑式出海”等积极的创新形式
灵活经营	农业是个传统而多变的行业，每年的养殖主体及其行为特征变化在周期波动中更容易被放大，企业的组织架构调整也正积极适应新时期的市场特征。	“择时放养”、“分段高周转养殖”、“期货套保”等
金融工具创新		独特的激励措施，比如力源全员分散持股，员工有“主人翁”意识。2020 年基层员工持股占比达 55%、高管占比 25%，创始人丁总持股比例未超过 1%。
划小经营单位	对最小经营单元的成果能够形成生产和财务的量化衡量，权责利到人。	温氏：划分 3 个养猪事业部、优化区域布局；牧原：养猪“承包制”，引导员工组团负责更多养殖单元和激励；海大：“中心+分子公司”模式，分子公司根据自身利润派发奖金；德康：划分 15 个大区，大区间的效率方差缩小速度较快，团队具有非常强的责任心、执行力。
重构农场关系	在中国的养猪业，大多数企业采取的是“公司+农户”模式，但在育肥端（例如上市率、料肉比等）还存在很大的方差。	在“公司+家庭农场”模式中，“家庭农场”既是公司的客户，也是公司的编外员工。“以客户为中心”、“为客户创造价值”是公司必须落实的战略，对家庭农场前期的培训、养殖过程中的服务都需要贯彻这一战略理念，让家庭农场成为与企业共同成长的合作伙伴，而不是以公司与员工的关系思维去管理家庭农场。这样的企业方能利用好农场主的责任心，克服扩张中的组织效率低、执行落地难等问题。
出海	中国企业不仅执行力强，也逐步积累了具有全球竞争力的技术体系。	以饲料行业为例，东南亚饲料单吨利润高于国内，海大、新希望、通威纷纷出海建厂，将国内的核心能力复制出海，优质企业长期海外业务利润规模不排除能够达到国内现有体量。

资料来源：各公司公告，德康农牧微信公众号，中农创学院微信公众号，华源证券研究所绘制

**反向代表：**高成本高负债、积重难返、管理老化。也正是因为这样的产能没有退出且还持续有可能扩大，一定程度上解释了行业方差为何持续多年不降。

**图表 6：生猪企业反向代表特征**

反向代表	后果
高成本高负债	过去十年行业资本快速涌入，企业规模由小到大，通过增长预期获取外部资源、再优化内部管理。2021 年之后资本逐步退潮、借新还旧难度加大，盈利能力差的企业资本结构难以优化，和优质企业差距拉大。
积重难返	依赖重资产扩张但管理粗放，导致资产刚性成本高企、资源错配严重，形成“尾大不掉”的结构性风险，最终使资产变现能力与业务转型陷入进退维谷的困境。
管理老化	本质是组织效能衰减，表现为管理层级壁垒森严、决策机制僵化、人才梯队断层、创新动能枯竭，适应不了快速变化的行业。

资料来源：华源证券研究所绘制

## 2. 模式变革：“平台+生态”模式有望成为行业转型依附对象

当下，我国不少产业面临“卷”的问题，或已上升到影响产业发展战略的层面。卷的背景或因技术进步、资本过剩，导致生产要素（无论劳动、技术还是资本）都变得更廉价，但中国的产能过剩有个特点，就是放眼全球来看，只有我们过剩的是“优质产能”，**本质上过剩的是先进的生产要素（越先进越过剩），而我们的“生产关系”略显落后了**，尤其是传统行业，这方面的机会较大，也需要向成熟的平台型企业借鉴经验，部分公司早已从生产型转向了设计型、服务型和品牌型（微笑曲线两端），典型案例是苹果公司，它不拥有生产环节，但它的利润占整个产业链的大部分，并对全球各类优质合作方（立讯精密等）进行长期扶持。

### 2.1. 产业模式迭代

**第一代龙头企业温氏**领衔了“公司+农户”的发展，“公司+农户”极大的盘活了社会中的生产要素，重构了生产关系，因为较大程度利用好了当时全社会的各方面资源，在关键节点上发挥了企业的比较优势并不断深化价值，在银行贷款都很低比例使用的情况下，近十年时间出栏量以复合 11% 的速度发展到 3018 万头（2024 年）的体量，最高市值超过 2400 亿。

**第二代龙头企业牧原**领衔了“自繁自养、封闭式工业化”的发展，创新了生产流程，以端到端一体化的方式构建了工业化封闭式的养殖方式，引领了行业的工业化转型，在非洲猪瘟的爆发期，最快地培养“现代化农场”、专业化新农人的模式，叠加上市公司的融资便利、股权激励、地方和国家支持，出栏量实现了近十年 CAGR44% 的增长率，最高市值逼近 5000 亿。

而下一代龙头企业或企业转型方向将采取何种商业模式？德康在不与农民争利的价值观驱动下，深刻理解三农问题，提出“**聚焦于为养殖户创造价值，着眼于普通养殖户做不到、一般企业做不好，而养殖户又真正需要的环节**”，引领的“平台+生态”不是传统模式的升级，而是另一种思维。（见摘要）

### 2.2. “平台+生态”服务型战略的本质

**本质是什么：**为产业链上下游提供整体解决方案，凭借对产业链的深度理解、技术理念的深度融合、强大的数字化基础，对平台的合作方都精准评估，并形成价值共生关系；**用平台型的规模效应来克服农业生产型企业常见的规模不经济的困难**，例如重资产、管理难、规

模不经济、与民争利等；在规模相对不经济的领域则充分调动社会资源，实现高效协作、共创共享。

**解决了什么问题：兼顾了效率与分配，将环节间的博弈化为价值共生。**“平台+生态”服务型模式解决了产业链上下游各参与方的痛点（例如中国农业人均资源占有量不足），也充分调动了农场主的积极性，实现更高的整体效率，协助地方为生态环保&本地就业&农业自给率&地方经济负责，兼顾效率与收入分配问题。

根据新猪派公众号，2024年温氏、新希望、德康等12家猪企共将6.83万名农场主纳入其产业链中，其中温氏合作农户4.3万户，是最大的联农带农合作公司，但从户均收入角度看，德康农牧2024年生猪农场主户均收入77万，较温氏、神农分别高出33、8万。

**德康服务的现代农场规模是适度规模化路线下的“最优规模”：**前几年，德康坚定地大力走服务化的路线，创新和发展了“现代农场”，标准养殖单元为100头母猪、2500头年出栏，不同地区的不同农场主可发展2、4个等多个标准养殖单元的组合，适度规模的发展在成本曲线中可更接近一段区域的极值点，例如更高的人效、更低的固定资产摊销（随着养殖规模的扩大，料塔、沼气池等必要的设备边际投入增加额较低）。

**更高的日均收入充分调动农场主积极性：**德康现代农场育肥模式24年平均结算代养费260-280元，高出温氏、神农30-40元/头左右，加上母猪产仔环节的现代农场，头均养管费较行业育肥环节代养可高出100元左右，且德康体系效率高，总天数更少，农场主的年度批次更多，日均收入更高。如前文产业链整体盈利对比看，德康农牧的完全成本以及产业链头均利润均有优势，充分调动了农户积极性、做大蛋糕之后实现“双赢”。

**图表 7：不同生猪企业的农户合作代养情况**

2024年	德康农牧	温氏股份	神农集团
年末生猪农户数：个	3300+	15000+	525
户均出栏规模：头/年	2800+	2000	3000
头均收入：元/头	270+	220	230
户均收入（年：万元）	77	44	69

资料来源：各公司公告，华源证券研究所测算

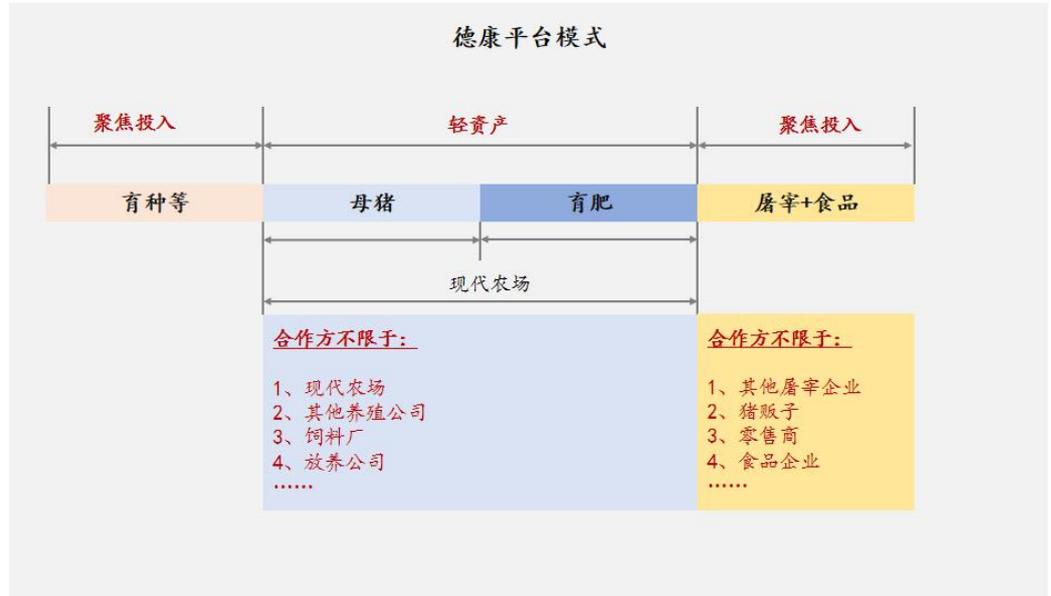
### 2.3. “平台型、服务型”适度轻资产的具体做法

德康的模式可以表述为：“聚焦投入、技术驱动”的两端（育种+食品）+“轻资产、赋能型、平台模式”的中间养殖环节。

我们思考，农业行业具有十万亿广阔市场空间，为什么养猪和水产饲料等细分赛道率先孕育出市值与营收十倍增长的大市值企业，如牧原、海大、温氏等。因为养猪和水产的技术深度目前还看不到尽头，参考摩尔定律存在时期的英特尔，龙头企业可以持续地通过研发的领先克服规模增长之后管理熵增的担忧，对农业技术深度的理解拉开了企业间、投资人间的认知差。也正因为平台型企业有着不可复制的研发优势，才能引导行业向平台+生态的模式切

换，摆脱同质化竞争。平台企业有可控的、可扩大的关键优势，就有了拎起产业链的节点，形成联动农民、赋能农民、持续创新的正循环。

图表 8：德康农牧平台模式



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

**①聚焦投入、技术驱动的两端（上游育种等、下游食品加工），保持技术“遥遥领先”**

公司高度重视技术创新与研发投入，其在育种和食品加工领域的发展战略与华为在通信技术领域的成长路径有着异曲同工之处，公司一直将华为作为学习对象，尤其是在技术领先和管理方面，一直在学习思考。华为之所以能从 2G 时代的跟随者，发展成为 3G 时代的技术领先者，4G 时代的全面超越者，以及 5G 时代的绝对领导者，关键在于其对研发的持续投入，德康农牧同样展现出了这样的理念，早在创业之初，第一个育种场就重金投入，至今仍多次派团队去欧洲深度学习，回国后组织培训和考试，技术驱动从理念到落地的能力可称行业标杆。

德康农牧也是中国猪业唯一拥有 2 家农业产业化国家重点龙头企业和 2 家国家级生猪核心育种场的企业（截至 2022 年 12 月 31 日）。公司入选了国家种业阵型企业，创建了农业农村部西南生猪育种与扩繁重点实验室；参与国家重要生猪育种项目，依托强大的研发优势和优良的遗传资源、育种体系，先后进行包括多项国家高技术研究发展计划（863 计划）等 50 多项国家、省部级重大研发项目，为国家“种业芯片”自主贡献力量。

**②上游抓手：在育种端，打造全球领先的育种体系**

在育种端，德康农牧承担产业振兴使命、做真正的育种，追赶国际先进标准，累计投入研发资金数十亿，在 2011 年出栏量不超过 10 万头时公司就决定投资 7.25 亿元建设自贡曾祖代种猪项目，2013 年德康引进 868 头加拿大原种猪乘专机抵达成都，开始真正的自建育种体系之路，截至 2016 年，集团的重点育种指标已超过同期国外水平，近年来更是在全国核心育种场中名列前茅，并将遗传进展快速传递相关技术运用到育种工作中。

**生猪：三大品种生长性能指标都是全国第一。**全国种猪遗传评估中心发布的 2022 年 5 月份《生猪国家核心育种场月度数据分析报告》显示，在全国 93 家生猪核心育种场中，德康国家生猪核心育种场大白（约克）、长白和杜洛克的生长性能指标（平均 100kg 校正日龄）排名全国第一，为集团公司生猪产业的降本增效和未来发展提供了优质的种源支撑。

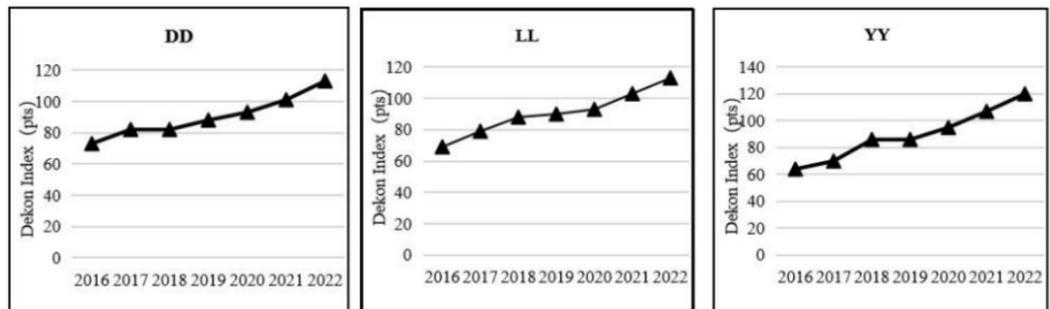
**黄羽肉鸡：手握黄羽鸡种业“芯片”，突破“卡脖子”问题。**自 2019 年公司在广东英德市的黄羽肉鸡基因库和育种基地建成投产以来，目前德康已拥有国家星火计划龙头企业技术创新中心和农业农村部家禽遗传育种重点实验室，并在鸡育种及养殖技术和管理等方面取得多项专利，构建了中华土鸡“动态保种体系”。德康联合广东省农科院动科所先后培育出 3 个国家畜禽新品种（配套系），突破了黄羽肉鸡产业化发展的多项“卡脖子”问题，“黄羽肉鸡高效育种技术开发与应用”项目获得广东种业科技创新大赛比武金星奖暨总决赛冠军。德康通过“惠阳胡须鸡的保护与开发利用”系列研究，成功培育出的国家审定肉鸡新配套系“岭南黄鸡 3 号”，**种鸡的产蛋量提高了一倍，蛋耗料也降低了近一半**，极大程度提高了生产效率，降低了种苗成本；针对高端市场推出的御品凤凰胡须鸡 150 天上市，最长的养殖天龄和自由放养的科学养殖使其呈现独特风味，长期为特优质鸡标杆价格。

#### 德康的育种之路如何成长的、为什么能有现在的成功？

- **大力投入、获取优秀种猪资源：**种猪资源是公司繁育体系的血肉，丰富且高质量的种猪资源是公司生猪产业高水平发展的基础。经过对全球育种公司的全面评估，公司筛选出在抗逆性和肉质方面有独特优势的加系种猪，且种猪体系具有很大的可塑性，为下一步公司培育适合国内养殖环境和消费市场的种猪体系打下基础。2013 年公司从加拿大 FAST 育种公司成功引进 868 头加拿大原种猪，开始自建育种体系之路，2020 年德康 500 头引自 TOPIGS 的终端父本种猪乘专机抵达贵阳，也是当时全国终端父本原种猪**单次规模领先的国际引种**，核心群可支撑年出栏超三千万的生猪产业体系，彰显出公司对于优势种源的大力投入。
- **应用全基因组选育等生物技术加速选育：**从最初的“伯乐相猪”到基本性能测定，到 BLUP 方法的广泛推广，再到生物育种新技术的兴起，选育准确性得到大幅提升，遗传评估模型优化支撑种猪选种选配，高效繁殖技术有效提升优质种猪资源的利用效率。2015 年德康育种指数投入使用，2019 年德康开始将全基因技术运用于核心育种群的育种工作，于 2020 年建成**全基因组育种对公司所有生猪品种（系）的全覆盖**。
- **育种的成效依赖于基础数据的积累：**公司早在 2013 年建立商业化育种体系以来，德康育种人就已经开始严格按照各项标准采集相关数据。截至 2023 年底，德康核心育种场种猪生长性能测定量已突破 28 万条，繁殖数据量达 18 万条；自 2019 年开始基因组育种工作以来，5 年时间基因组测定量达 25369 头，实现基因组育种工作的落地执行阶段。
- **扎根产业链的育种方向，为国节粮、为农增收：**饲料是粮食进口重要原因、节能减排是社会可持续发展的重要手段，饲料利用率指标的提升对养猪竞争力和节粮减排都有着重要的意义。据公司公众号，公司种猪生产性能连续十年持续提升，Z 系和 E 系生产性能

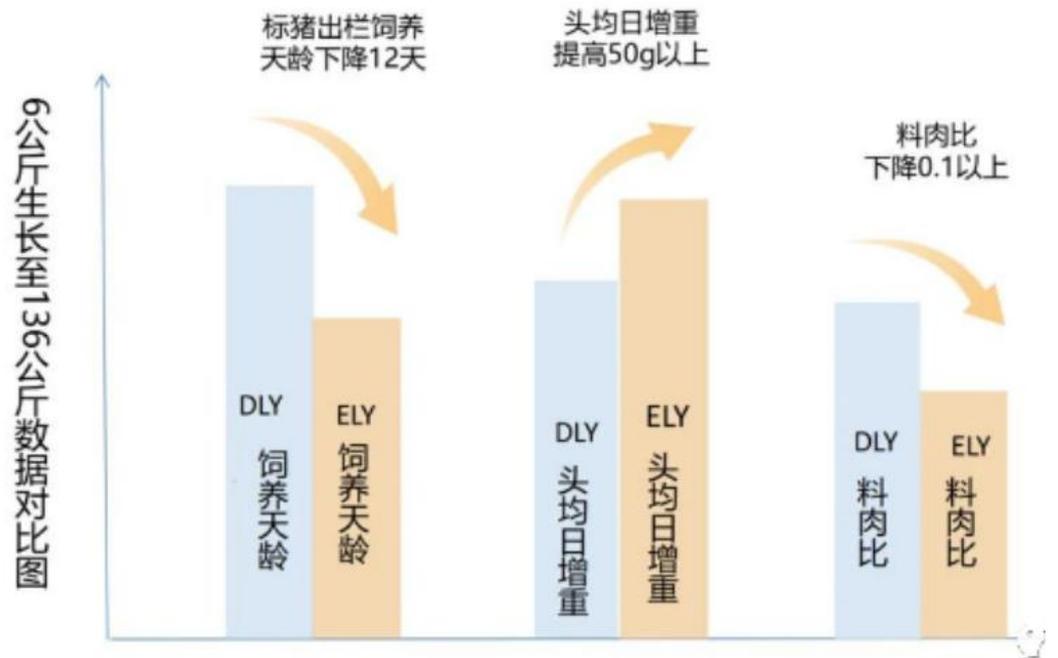
表现优秀，E系30~100kg的FCR（饲料转化率）达到1.92，日增重超过1100g；Z系的窝均总产仔数超过17.5头。ELY三元猪对比DLY三元猪达到标猪出栏时间平均提前12天，料肉比下降0.1以上，**母猪每胎（按照每胎12头计算）增效上千元**。优质良种不仅节省养殖用粮，解决人畜争粮、缓解土地紧张的矛盾，也能发挥出养殖龙头企业的规模优势和技术优势，带动中小家庭农场增收，助力乡村振兴战略。

图表9：公司主要核心育种场综合育种指数连续多年改善



资料来源：公司微信公众号，华源证券研究所

图表10：德康E系商品代数据领先



资料来源：公司微信公众号，华源证券研究所

**③下游抓手：在食品端，以“通内斯的中国化”为抓手，聚焦投入改造食品安全和优质美味标准。**

创建于 1971 年的通内斯集团是**全球领先和德国最大的综合肉食品屠宰加工企业**，拥有**全球最领先的肉食品屠宰加工技术**，是全球猪肉食品屠宰加工行业的标杆，拥有市场上著名的“Tillman's”和“Toast Me!”两个品牌。2022 年通内斯集团全球销售额达 62.8 亿欧元。长期以来，在德国对中国肉类出口中，通内斯持续占据着较高份额。通内斯对食品的经营理念经过几代人仍然保持着生命力和高要求。

**技术领先，“通内斯标准”甚至高于欧盟标准。**德国通内斯集团董事长克莱门斯·通内斯的访谈中提到，通内斯技术优势使其产品满足了安全、新鲜和长贮藏时间等需求，目前销售的 99.76% 的产品得到了 IFS 及 BRC 认证，每年实验室抽检次数高达 63.9 万余次。

**高标准食品理念契合，促成通内斯欧洲外的首个落地项目。**德康农牧“用食品思维做养殖，用健康思维做食品”的高端食品战略打动了通内斯家族，促成了合作，这也是通内斯集团在欧洲之外投建的首个项目。

自 2018 年初始接触，德康与全球第二大肉联集团、德国第一大综合肉食品企业通内斯双向选择，2019 年 9 月达成总投资 120 亿人民币、建设包括 600 万头的生猪产业项目和配套的生猪屠宰及肉类加工中心，对标欧盟高标准食品。项目一期于 2023 年 12 月投产，年屠宰加工生猪产能 200 万头。该项目是德康首个高端肉食品项目，**拥有亚洲规模最大、技术领先的在线分割生产线，在线分割生猪年产能可达 100 万头，是目前西南地区规模最大、标准最高的生猪屠宰和肉食品加工项目。**通过与肉食品屠宰加工行业的全球标杆通内斯集团强强联合，德康致力于打造具有国际标准、地方特色的生猪深加工的“拳头产品”和“金字招牌”，实现“高端食品梦”。

**设施完备先进：**引进国际先进设备，产线工艺设计学习海外。德康屠宰食品项目对标欧盟生猪屠宰和畜产品加工标准，其中宜宾德康食品项目一期引进了国际最先进的荷兰马瑞奥屠宰自动化生产线，德康通内斯项目生产工艺引自德国技术，建筑方案设计和建造工艺均为德国通内斯厂房标准做法。德康食品端的拓展采用全球先进的移动式在线分割生产线，每一步都通过预设程序和控制系统完成，确保每一环节都能达到既定标准，从而提高生产的一致性和稳定性、建立统一的产品质量标准体系。此外项目配套建设有符合国家标准的非洲猪瘟检测室、理化指标检测室和日处理能力 3000 吨污水处理系统。

**精细化分割：**确保产品品质和新鲜度的关键，在于全生产过程集中化和生产流程可追溯化。从屠宰到完成包装全部在一个工厂完成，则可以确保持续的质量控制、冷藏及卫生流程，使产品可以满足安全、新鲜以及较长的贮藏时间等等需求。目前主要产品为白条猪，一头生猪可以分割成 200 余个产品，已在成都、德阳、绵阳、乐山等地实现发货。随着产品订单和产品种类需求的逐步增加，企业将通过深加工，不断探索丰富产品多样性，由白条向分体转变，由分体向分割产品转变，由分割产品向精细加工产品转变。

**安全可溯源：**每头白条猪肉的挂钩上都安装有 RFID 芯片，能追溯每头猪的重量、级别产出、养殖户来源等，真正实现从加工到销售的安全溯源。此外，芯片数据可以共享到信息

化系统，为养殖端提供猪体基础数据，反哺养殖端育种改良，最大限度地为食品加工匹配最合适的生猪品种。

为了更贴近中国消费需求，更好地服务中国及国内各区域的细分市场，德康根据中国市场的差异性进行了针对性地调整，除了有热鲜肉还有冷鲜肉、深加工产品等等，这些产品都体现了很高的质量要求。专业聚焦、高标准的投入，以“通内斯的中国化”为路径，更快地建立起有中国特色的屠宰、食品加工、工艺分级、优质美味的食品标准，引领产业链向正确的方向前进。

图表 11：德康通内斯项目实景图



资料来源：公司微信公众号，华源证券研究所

图表 12：德康通内斯项目分割产线



资料来源：公司微信公众号，华源证券研究所

#### ④中间环节抓手：采取轻资产赋能、服务的形式联农带农

德康提出的现代农场模式（包括公司自繁母猪+农户育肥、农户母猪+育肥），通过平台模式调动优质社会资源、实现自身轻资产成长，“聚焦于为养殖户创造价值，着眼于普通养殖户做不到、一般企业做不好，而养殖户又真正需要的环节”。目前育肥环节的头均固定资产（以育肥猪存栏量计）约 1000~1200 元/头，自繁自养全程（以育肥猪存栏量计）约 3000 元/头，在农户端投入更多固定资产后，公司的头均固定资产投入有望减少 1000 元/头以上。而对农户而言，德康的技术赋能有利于提升养殖成绩，代养模式下 ROA 平均达 20%+，亦高于社会大部分项目回报率。

#### 未来有望放开新模式：

例如纯赋能型模式，农户自有全部的母猪资产、固定资产，德康通过服务的方式，创造出更大的总“蛋糕”，有望从中收取合适的服务费。

未来公司或拓展更多环节的合作生态，如联合饲料厂代工，让有研发、规模优势的环节优势进一步放大，但也需同步相应的配套建设，如运营中心、数字化系统等，以达到更好的生态建设。

## 2.4. 产业链整体盈利能力对比：德康产业链优势相对明显

下表以行业内最优秀的温氏、牧原、德康的 2 个模式来举例，将农场主费后净利润剔除，先把农场主环节的成本加回，以计算整个链条的纯粹的养殖效率，并进行对比。计算出总“蛋糕”后，再考虑因商业模式而分出去的部分。这样就可以得到不同模式下，养殖效率（盈利水平）的直观对比。

**自繁自养：**以牧原为代表，将员工工资超出全国城镇私营企业员工的部分作为该环节的净收益，加回到产业链中，得到调整后公司自繁自养产业链的头均利润，2024 年为 369 元/头。

**公司+农户：**以温氏为代表，将农户净收益加回到产业链中，得到调整后公司+农户产业链的头均利润，2024 年为 335 元/头。

**平台+生态：**以德康农牧为例，将农场主净收益加回到产业链中，得到调整后平台+生态产业链的头均利润，2024 年现代农场分别为 504 元/头。

以上数据说明德康整条产业链的养殖效率目前是明显领先于行业的。

**图表 13：不同生态产业链效率对比**

		2022	2023	2024
<b>牧原股份</b>	售价：元/kg	18.3	14.5	16.5
	完全成本：元/kg	15.72	14.94	14.01
	头均利润：元/头	295	-52	303
	调整后成本：元/kg	15.4	14.5	13.5
	<b>产业链头均利润：元/头</b>	<b>336</b>	<b>2</b>	<b>369</b>
<b>温氏股份</b>				
<b>生猪</b>	售价：元/kg	18.54	14.84	16.71
	完全成本：元/kg	17.2	16.3	14.4
	头均利润：元/头	161	-178	282
	农户净收益：元/kg	0.56	0.51	0.43
	调整后成本：元/kg	16.64	15.79	13.97
<b>产业链头均利润：元/头</b>	<b>228</b>	<b>-116</b>	<b>335</b>	
<b>德康农牧</b>				
<b>现代农场</b>	售价：元/kg	18.54	14.8	16.6
	完全成本：元/kg	17.2	16.1	13.7
	头均利润：元/头	166	-161	377
	农户净收益：元/kg	1.3	0.9	0.98
	调整后成本：元/kg	15.9	15.2	12.72
<b>产业链头均利润：元/头</b>	<b>327</b>	<b>-49</b>	<b>504</b>	

资料来源：各公司公告，iFind，华源证券研究所

注：行业租金在 100 元/头，若自建猪场，按育肥场 1000 元/头固定资产开支，10 年折旧计算，每头约 100 元。自建自繁自养每头母猪对应资本开支 3 万元，100 头母猪每年出栏 2500 头肉猪，按 10 年折旧计。

## 3. 公司变革：德康已由生产型企业转型为服务型企业

公司由“联农带农、适度规模化、赶超国际领先水平”的初心出发，将华为式管理、全生命周期的培养体系延伸至员工、现代农场（培训学校）。养殖环节，平台为现代农场提供了技术、培训、风险承担，24 年生猪现代农场主户均收入 77 万大幅领先于行业其他；食品环节，平台提供了安全标准和优质美味的体系；生态环境方面，平台实现了适度规模化与种养结合的落地；乡村振兴方面，平台让资本能在农村留存流转，猪粮安天下的背景下兼顾了效率与公平。强执行力、乐于分享、艰苦奋斗的企业文化在发展过程中使得公司的优势得以延续、增强。

### 3.1. 战略的初心

**企业的初心：德康成立之初就立下了“世界食品有德康”的初心，并认知到“食品梦”不是一代人的事，确定了“饲料—养殖—食品”的三步走战略。**董事长王德根提出，德康的不可替代性在于：第一，多年深耕农牧的经验让我们理解农业、农村、农民，我们深刻认识到未来农牧的主要增值空间在提升养殖效率和养殖产品品质，我们拥有花费十余年时间投资数十亿元构建的科学养殖体系和高端育种体系。第二，聚焦于“为养殖户创造价值”，着眼于“普通养

殖户做不到、一般企业做不好，而养殖户又真正需要的环节”，提出“养殖综合服务平台”以及“德康家庭农场发展模式”。

**价值观的胜利：董事长王德根对农村农业有着深刻的理解，立志推动农业产业化、生态农业产业高质量发展，打造产业生态、联农带农、助农增收。**正是这一份价值感和使命感，推动董事长在德康的蓝图设计之时，坚持以乡村为空间资源的综合载体和民生基础，以“打造高端食品生态圈”为使命，构建以“食品品质”为中心的多元生态价值体系，致力探索具有中国特色的立体循环农业发展道路。在这个全新的价值生态圈里，农业生产的各环节连接更加紧密，节省生产要素的使用，使整个系统的产业结构更趋合理；种植户、养殖户、消费者、企业员工、基础设施建设者相互依存，每一个人不是单纯的生产元素的组织者或搬运工，而是信念坚定、通过高效率的奋斗去创造新价值、分享新价值的“时代的团队”。这样的价值观、使命感，其衡量维度也不再仅局限于3年、5年，而应拉长到10年、20年，甚至更长。

**服务的基因：早在王德根董事长领导饲料发展之际，便认识到营销始终是成本、服务才能创造价值。**饲料市场竞争激烈，但技术提升需要十几年的积累和企业的担当。做服务，最关键的是要抓住客户的需求点，董事长王德根对不同规模养户的需求点提出针对性解决方案，大于500头母猪的规模猪场技术好、管理好，需求点在优质种源上，但能把遗传育种做好的企业很少，通过自身打造的世界级育种体系，帮助客户把育种做好；100-500头母猪规模的猪场，生产指标不是很高，就对其进行技术、成本托管，提高其生产效率，同时对他们给予一定资金、技术、人才的支持；对小于100头母猪的猪场，则把经销商看作合作社，带动经销商一起服务客户。德康的发展亦是如此，2015年德康即独创并落地“养殖综合服务平台”以及“德康家庭农场发展模式”，悄然向服务型企业转型，完成专业化服务型组织建设。

### 3.2. 转型的能力

企业的战略转型是建立在准确的行业认知基础上，转型就是“革自己的命”，从思维到执行充满着大大小小的阻力，但只有行业洞察者才能持续克服阻力，在机会来临时，做好充足准备。德康一直以来都是出色的行业洞察者，其战略选择与执行快准狠，具有卓越的独立思考、逆周期、长期主义的基因。

**逆周期布局：**早在2015年，德康就开始拿地，于是2018年机会来的时候，公司在打造好非瘟防控体系的基础上，开工速度极快。2019年10月，当行业逐步进入狂热时，公司开始放慢发展速度，至2020年3月彻底踩死刹车，提出开工即下岗。2023年，公司财务压力较大，但也不主动降薪裁员。几乎所有资本布局和运营动作均逆周期且早于行业一年以上。

**服务型组织转型：**2020年的极高猪价吸引了较多跨界资本的进入和业内资本的持续加持，此时德康已经开始悄然转型服务型企业，已完成专业化服务型组织的建设。

**思维转型：**目前，行业陷入资本过剩的困境里，大多数企业陷入内卷式发展，焦虑地向外部转嫁内部成本，对生态造成“劣币驱逐良币”、食品安全、生态环保等方面的影响时，德康已经开始完成思维转化，在育种、管理、通内斯食品标准等关键节点的优势明显且不易复制的基础上，将“平台+生态”战略推广至行业，把整体的巨额摩擦成本转化为高度数字化、价值共生的生态圈合作。

### 3.3. 文化基因奠定竞争力

服务型企业的基因来自于追求卓越的企业文化、自上而下的文化宣导和全生命周期的培养体系。正因为长期企业价值观（大舍大得、不难不做、艰苦奋斗）的影响，公司沉淀了一批优秀且扎实的人才，也收获了一批专业的现代农场主的青睐，形成了“A类企业+A类合作伙伴”的高效合作正循环，确保技术优势得以落地，也是德康产业链盈利能力跑赢行业的重要因素之一。

**i.企业文化：德康的文化是对外践行“联农带农”的社会责任，对内追求“员工价值”。**坚持“大舍大得、不难不做、艰苦奋斗”的核心价值观，告别原始生态链，构建以“食品品质”为中心的多元化生态圈价值体系。

董事长王德根有明确的战略规划和时间表，对企业生存线、现金流、账户回报率等合理性认知。此外亦积极反思复盘，在德康管理上更加注重趋势管理，提早干预可能出现的问题。比如2016年大力引导员工推广带有母猪生产环节的现代农场模式；2020年及时踩死扩张刹车。

图表 14：德康宣言

#### 德康宣言

我们为什么不怕苦？因为我们要做行业精英；  
 我们为什么不怕累？因为我们不想虚度此生。  
 我们是凡人，但想凡人所不敢想；我们是常人，但做常人所不能做。  
 不要问为什么，拼命干，打硬仗，打胜仗。  
 答案只有一个：我们必须超越自我，成就一番伟业

资料来源：公司微信公众号，华源证券研究所

**ii.文化传播：**农业高质量发展需注重对“人”的管理，董事长重视文化宣导，亲自提炼和讲解文化且一级传导由其本人负责，并高频率对各级员工进行文化考核。管理上，在文化、战略、模式等关键要素上亲力亲为，践行“两头挤压”，管理压力给到高层干部，强调“没有不合格的员工，只有不合格的领导”，同时通过中后台将触角伸向一线。

**iii.服务型企业打造，例如员工和农户均有全生命周期的培养体系。**1) 员工层面，公司注重内部人才梯队发展，建立了管理与专业双通道的人才发展路径，且在公司快速发展期，为员工提供了长远的职业发展空间，并且公司持续大力的培训投入也对员工发展晋升提供支撑。2024年有1730名员工获得晋升，占比17%，中层离职率仅有4.6%，高层离职率更是为0%。2) 农户层面，建立农户的全生命周期的培训体系，通过生猪入场前的集中线下培训、入场后的持续线上课程和及时的问题响应，让“新农人”真正懂养猪，因此在德康合作农户中大学生、跨行进入者不乏少数，德康的培训学校仅是其众多细节之一。

我们查看《德康头条》中多位与德康合作的现代农场主，普遍呈现的特点是年轻化（不少 95 后）、有一定资金实力，部分有过养殖经验、部分之前是从事其他行业。

其中让人印象最为深刻的是一位 95 后的农场主，19 年始终看好规模养猪的前景投资兴建了一个 120 头母猪规模的 2 号家庭农场。这位农场主跟着德康，潜心投身家庭农场，立志干出一番大事业。但由于这位农场主没有任何养猪经验，初期对公司标准流程理解并不是非常透彻，加之雇佣工人的执行力度也存在一定的欠缺，导致农场存在比较多的问题，为改善成绩，农场主决定亲自把农场大小事都抓起来，在德康标准流程的指导下，最终成为了养猪好手，在家庭农场 22 年 9 月成本指标优异表彰名单中，他凭借低成本获得集团第一的表彰。探寻其成本改善的原因，一方面是农场主的责任心与内驱力，另一方面则是德康标准化的生产流程能够让一个养猪新手成为标杆的全生命周期培训服务。

另一个农场主在 24 年深秋猪群突发腹泻，他凌晨两点拨通生产管理专员的电话，生产专员及时行动，从发现到找到腹泻原因仅用了半天，德康 24 小时在线的技术服务让农场主产生了直观的对比——“而之前合作的公司，遇到类似的情况，则各种拖延”，同时生产专员会定期带着数据上门复盘，从料肉比波动 0.01 到风机转速偏差 5%，逐项分析改进空间。

透过一个个农场主，我们看到了“精英养户”、“新农人”的画像，也直观触及德康对农户系统化的技术输出和帮扶，真正构建了整合各项社会资源、联农带农的生态圈。

图表 15：农场全生命周期培训

	培训内容	培训时长	培训要求
事前	家庭农场圈舍修建、养殖技术培训、企业文化培训	累计培训时间不低于 3 个月	考核达标方可进行生产
事中	安排生产管理专员对农场主培训	伴随生产过程，至少每月 1 次	生物安全、生产技术、优秀文化、集团文化等，保证生产成绩
事中	专业技术人员经常性走访	伴随生产过程	通常育肥场每 1 万头肥猪会配备 1 人，带有母猪的现代农场每 500 头母猪约配备 1 人
事后	安排生产管理专员对农场主总结，向其他优秀农场主学习	出猪后至下一批进猪前	总结生产指标，进行优化

资料来源：公司招股说明书，中国猪业公众号，华源证券研究所

### 3.4. 德康竞争优势的量化体现

生猪产业具有长链条、融合多学科、过程未完全可量化可回溯的特点，“木桶理论”能够较好理解公司生产成绩的优势来源，这个木桶的板子可能有几十个，育种、生物安全防控、养殖管理、营养等因素每一个都不可或缺。德康目前生产成绩已经位于行业领先地位，以育种环节为例，德康内部有个认知是“育种的核心竞争力是获得优质资源后保障能够持续提升的能力”，这体现出单一环节并不能决定最终优势，健康、营养、养殖技术等全流程环节的优势才能决定最终的优势。

**图表 16：德康优势较为明显**

	对照实验组	德康 E 系优势
存活率	95.57%	95.93%
生长速度（头均日增重）	710.9g/天	761.83g/天
育肥出栏天数（136kg）	183.93 天	171.77 天
料比	2.63	2.52
蓝耳攻毒死亡率		降低 60%

资料来源：公司微信公众号，华源证券研究所

以一位德康东北农场主为例，2024 年 3 月至今，这位家庭农场主的第二批商品猪**正品上市率 99.3%、均重 132kg，料肉比 2.43**，成绩令人瞩目。在这一农场主案例中，我们看到了“德康的猪苗是金种子，但得配上金土地”、“优秀养殖成绩是‘良种+良法’双向奔赴”的实践，德康 24 小时在线的技术护航让农场主安心、严格按照德康的标准去执行，全面完善的养殖技术服务体系则赋能农户、提升养殖成绩。

## 4. 盈利预测与估值体系

综合来看，德康响应国家战略（24 年合作生猪现代农场户均收入 77 万/年）、盈利优势显著（2024 年生猪头均盈利高于牧原 74 元，高于温氏 95 元）、技术领先（例如育种优势使成本优于行业平均约 100 元/头）、食品安全规格高（单头药费低）、发展速度快（2012-2024 年出栏量增长百倍以上）、轻资产高回报（头均固定资产 850 元/头，行业较低水平）、千万头出栏量企业中累计融资较少（仅 16 亿人民币）、2024 年 ROE48%（高于牧原的 25%，高于温氏的 23%）、逆周期布局能力（上一轮周期最早停止新建厂的企业之一）、“平台+生态”战略转型速度（目前独创），等方面均已领跑行业。同时未来公司每年资本开支金额或不超过折旧，分红回购潜力较大，自由现金流与利润比值有望维持较高水平。

德康正在技术驱动、模式创新的科技型平台型企业的路上快速奔走，通过地方政府、各类合作伙伴的口碑传播，公司进入快速发展期。当这个解决方案在猪业形成强烈正反馈时，公司的平台战略可以向农业其他细分板块延伸，例如黄鸡、牛、羊等等，本质上这是一种价值共生基础上的技术传播体系，也是国家最需要的企业形态，这个平台型、服务型战略成为了一套行之有效、财务成功的商业模式，有助于 1800 万生猪养殖大户的生存和发展，为中国农业的发展提供了参考价值。

### 1) 盈利预测

我们预计 2025-2027 年，公司作为平台型企业，赋能服务的生猪企业&现代农场主数量为 3900/4500/5000 家，服务农场主户均年出栏量约为 2800/3200/3700 头，创造的服管费总额约为 9/24/39 亿；黄鸡业务 25-27 年规模稳健发展，成本效率稳步提升；屠宰食品业务目前产能共 500 万头，2025 年预计利用率达 20%左右，全年预计屠宰量 100 万头左右，公司生物资产公允价值调整前归母净利润为 36/54/76 亿元，对应的 PE 分别为 7.69/5.11/3.63 倍。考虑到各领域高质量发展的平台型企业在快速增长期的估值不低于 30-40 倍，基于德康农牧技术驱动、模式创新的科技型平台型战略，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 2) 估值：

公司 PE ( TTM ) 为 6.91X, 对比港股与 A 股可比公司的平均值 12.22X、51.24X 处于较低位置;

公司 PB ( MRQ ) 为 3.34X, 对比港股与 A 股可比公司的平均值 0.7X、2.51X 相对较高, 主要因公司采用轻资产模式, 且净资产增加速度较快, 消化速度可观。

**图表 17: 同行业估值对比**

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE TTM	市净率 PB(MRQ)
2419.HK	德康农牧	279.34	113.2	6.91	3.34
	港股(1) 平均值			12.22	0.7
1610.HK	中粮家佳康	64.87	64.87	12.22	0.7
	内地股票(9) 平均值			51.24	2.51
002714.SZ	牧原股份	2,285.08	2,285.08	9.23	3.03
300498.SZ	温氏股份	1,131.17	1,131.17	9.07	2.68
000876.SZ	新希望	421.82	421.82	14.79	1.9
605296.SH	神农集团	169.63	169.63	18.46	3.42
603477.SH	巨星农牧	105.79	105.79	13.46	3.34
002100.SZ	天康生物	83.69	83.69	11.97	1.18
002840.SZ	华统股份	82.92	82.92	31.35	3.41
600975.SH	新五丰	75.43	75.43	24.08	2.47
001201.SZ	东瑞股份	38.93	38.93	328.74	1.15

资料来源: Wind, 华源证券研究所 (数据截至 2025. 6. 20, 可比公司 PE 来自 Wind 一致预期, 港币兑人民币汇率为 0.91)

## 5. 风险提示

**生猪价格波动:** 2006 年以来生猪养殖行业经历了四次完整的猪周期, 其最低点皆跌破企业成本线。若生猪价格长期跌破企业成本线, 将会对企业现金流和正常运营造成巨大影响, 严重可导致企业破产。

**突发大规模不可控疫病:** 生物疫病防疫永远是养殖企业工作的重点, 一旦企业遭遇大规模不可控疾病, 将会使企业生物性资产蒙受巨大损失, 对企业可持续经营造成巨大影响。

**重大食品安全事件:** 和生物疫病一样, 食品安全是企业质量把控的重中之重, 一旦出现食品安全事件, 若经过媒体曝光放大, 将会对企业信誉造成严重影响, 动摇企业生存基石。

**宏观经济系统性风险:** 宏观经济系统性风险将会在供需两端对企业造成影响, 特别是需求端的萎靡将直接导致企业倒闭潮。

**极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价:** 生猪养殖成本中, 饲料占比 60%, 玉米、豆粕、小麦等是饲料的主要构成, 若极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价将大大增加企业养殖成本, 如果这种成本不能顺畅传导至下游, 将导致企业业绩下滑, 甚至危及企业日常经营。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。