

德康农牧 (02419)

证券研究报告

2025年07月06日

三重α共振：轻资产、低成本、高弹性铸就德康农牧周期突围利刃！

1、行业：猪产能去化与鸡价格拐点共振，养殖周期双击行情启动

生猪板块新周期逻辑持续强化。生猪市场供需强弱趋势加剧。供给端，标猪供应稳步增长&肥猪库存持续累积，而需求端正值夏季淡季，综合导致猪价或易跌难涨，行业育肥利润或显著收窄甚至亏损，抑制补栏意愿。与此同时，政策正多管齐下加速产能优化：继5月底要求头部企业暂停扩产、控体重、停二育后，7月初中央财经委会议再强调治理低价竞争，叠加全国能繁母猪存栏目标调减100万头至3950万头及多省环保监管趋严（如湖南严查猪场环保），政策决心持续强化。在猪价持续低迷与强政策引导共同作用下，后续产能去化容易程度及复产难度或再度提升，产能有望波动去化，新周期逻辑强化。

黄鸡价格最低迷时期或已过去，下半年有望迎来边际回升。当前黄鸡产能仍处于近年低位，价格弹性已主要取决于需求端变化。随着消费需求逐步复苏（包括升学宴等餐饮需求回升），叠加节假日消费节点催化，终端需求修复动能持续增强。加之黄鸡消费通常下半年高于上半年，2025年黄羽鸡整体价格存在超预期上行的潜力。另一方面，供给端亦存支撑因素：当前行业普遍亏损，缺乏成本优势的养殖主体疫苗意愿可能受限；同时，近日黄鸡行业TOP10企业华卫集团申请破产重组，均可能进一步供给出清，从而支撑未来价格弹性。

2、公司：中国领先的全产业链畜禽养殖企业

1) 生猪业务：整合农户资源，从“新”出发。模式上，在保持传统的代养模式下，公司还创新性的将母猪的饲养委托给农场主饲养（二号家庭农场），此举不仅有利于农户更好的分享公司发展的红利，同时也有利于公司省去等待母猪场建设环节以便实现出栏量的快速扩张，从而实现共赢。这种模式通过重构产业分工，在农户规模扩张与合作粘性强化方面形成双重突破，三年及以上农户留存率高出1号农场50%+。技术上，在公司前瞻性布局和持续深耕下，公司培育出具有强大竞争力的品种体系，通过德康E系和母猪生产的配套系商品肉猪饲养天龄减少12天，料肉比降低0.1，可带来每头生猪出栏成本可降低约0.7-0.8元/kg，形成显著的育种优势转换为最终的成本竞争力。管理上，落实五精准原则，通过精细化管理体系构建竞争优势。在饲料原料采购不具优势的情况下，公司通过精准饲喂，每头母猪年饲料消耗量降低49公斤以上、110kg料肉比持续降低，同时基于公司完善的饲料配方优势，实现低豆粕、低玉米的配方结构，实现最佳的饲喂和生产效率。最终，精细化管理优势有效转化为成本竞争力，公司在饲料原料不利背景下实现成本上的弯道超出，成本位于行业领先水平。

2) 黄鸡业务：种源优势构筑核心支撑，产品结构顺应行业趋势。在种源方面，公司在黄鸡育种领域构建了行业领先的研发体系和基因资源库，满足市场多元化的需求。目前公司已构建包含45个品系的黄鸡种质矩阵。通过持续优化的产品矩阵，公司市占率实现跨越式增长，2018-2024年间公司黄鸡市场份额从1.3%跃升至2.6%，完成市占率翻倍突破。在产品方面，顺应消费需求迭代引发的品类格局重构，重点发展中速鸡和慢速鸡产品。另外，面对当下黄鸡屠宰后品质可视化标识体系缺失的困局，不断优化遗传改良技术，针对黄鸡冰鲜上市后期体重差异大、肤色不一致等影响消费者购买的痛点做出相应的育种改善，使其冰鲜上市后的黄鸡在体型、肤色等方面更加符合消费者购买的“审美观”，同时也有助于后续销售量的持续增长。

3) 屠宰业务：纵向深化产业链，打造高端食品生态圈建设者。行业维度看，布局屠宰加工是大势所趋，目前牧原、温氏、唐人神等各家生猪养殖企业纷纷加码屠宰业务，通过屠宰业务打通养殖端到食品端的链路。公司自身维度看，公司拓展屠宰加工业务一方面是发挥上下游一体化优势，在西南地区实现养殖与屠宰相匹配；另一方面，公司借助与通内斯（德国最大的综合肉食品加工企业之一）合作契机，引入先进的技术和管理经验，打造优质的食品制造能力。

3、投资建议：

新周期逻辑持续强化。当前生猪市场供需强弱趋势加剧，行业利润预计缩窄甚至转亏，补栏意愿将受抑制；与此同时政策端多管齐下持续发力。在猪价低位运行与强政策引导的双重作用下，后续生猪产能有望进入波动去化通道，周期左侧逻辑因此更加清晰。公司凭借超强的成本管理能力和，预计公司拉平周期头均盈利有望达到约300元/头，对应合理头均市值应为3000元/头，按2025年1100万头出栏量测算，仅生猪养殖业务即支撑330亿元市值，给予估值根基。另外，如上所述，新周期逻辑再现，参考A股生猪公司周期景气头均市值，公司头均市值有望达到5000-10000元/头，对应市值有望超550亿，股价空间80%+，对应股价超140元人民币，按7月4日汇率换算，折合154港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：猪价不达预期；公司出栏不达预期；成本下降不达预期；跨市场可比公司风险。

投资评级

| | |
|-------|------------|
| 行业 | 必需性消费/农业产品 |
| 6个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 85.8 港元 |
| 目标价格 | 154 港元 |

基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 港股总股本(百万股) | 388.88 |
| 港股总市值(百万港元) | 33,365.53 |
| 每股净资产(港元) | 23.54 |
| 资产负债率(%) | 62.76 |
| 一年内最高/最低(港元) | 96.00/26.65 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 吴立 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110517010002 | |
| wuli1@tfzq.com | |
| 陈潇 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110519070002 | |
| chenx@tfzq.com | |
| 陈炼 | 联系人 |
| chenlian@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 德康农牧：中国领先的全产业链畜禽养殖企业..... | 4 |
| 2. 猪、禽，夯实公司发展根基..... | 5 |
| 2.1. 业绩回顾：高速崛起的畜禽养殖企业..... | 5 |
| 2.2. 行业展望：猪产能去化与鸡价格拐点共振，养殖周期双击行情启动..... | 6 |
| 3. 猪业务：整合农户资源，从“新”出发！..... | 10 |
| 3.1. 关系资源：通过模式创新，与农户共享公司发展红利..... | 11 |
| 3.2. 技术资源：重视种源基础打造，为农户提供优质生产资料..... | 13 |
| 3.3. 管理资源：五精准原则，助力生猪高质量发展..... | 15 |
| 4. 黄鸡业务：种源优势构筑核心支撑，产品结构顺应行业趋势..... | 16 |
| 4.1. 黄鸡产品组合化销售，助力公司市场开拓..... | 16 |
| 4.2. 构建丰富的品系库满足市场需求，实现市占率翻倍突破..... | 17 |
| 4.3. 产品顺应行业变化趋势，破解当前市场困局..... | 17 |
| 5. 屠宰业务：纵向深化产业链，打造高端食品生态圈建设者..... | 18 |
| 5.1. 布局屠宰加工或为行业大势所趋..... | 18 |
| 5.2. 引入欧盟标准，打造优质食品制造能力..... | 19 |
| 6. 投资建议..... | 20 |
| 6.1. 股价复盘及后续催化..... | 20 |
| 6.2. 盈利预测与估值..... | 20 |
| 7. 风险提示..... | 22 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1：公司企业发展历史一览..... | 4 |
| 图 2：股权结构（截至 25Q1）..... | 4 |
| 图 3：德康生猪出栏数量快速增长..... | 5 |
| 图 4：德康黄鸡出栏数量稳步增长..... | 5 |
| 图 5：营业总收入及增速..... | 6 |
| 图 6：净利润（公允价值调整前）呈现出周期波动..... | 6 |
| 图 7：过往猪周期复盘..... | 6 |
| 图 8：近 10 年部分猪企资本开支（亿元）..... | 7 |
| 图 9：进口种猪数量（头）..... | 7 |
| 图 10：猪企平均资产负债率（%）..... | 8 |
| 图 11：top20 集团平均产能利用率..... | 8 |
| 图 12：小猪（50kg 以下）月度存栏（万头）..... | 8 |
| 图 13：出栏体重（元/kg）..... | 8 |
| 图 14：近几年产能与价格变动情况..... | 9 |
| 图 15：黄鸡价格 2024 年三季度表现出旺季不旺现象（元/kg）..... | 9 |
| 图 16：在产父母代存栏量（万套）..... | 9 |
| 图 17：近年月度投苗量变化（万只）..... | 9 |

| | |
|---|----|
| 图 18: 全国黄鸡品种占比变化 (%) | 10 |
| 图 19: 黄鸡出栏量受其他品类冲击有所减少 (亿只) | 10 |
| 图 20: “轻”资产规模、“重”知识技术成果转化 | 11 |
| 图 21: “一号家庭农场”与“二号家庭农场”对比 | 11 |
| 图 22: 能繁母猪存栏量快速增加 (万头) | 13 |
| 图 23: 二号家庭农场合作数量变化 (户) | 13 |
| 图 24: 一号农场 v.s. 二号农场合作期限分布 | 13 |
| 图 25: 种猪品系及特点 | 14 |
| 图 26: 通过饲料配方调整, 原料价格区域影响有所减小 | 15 |
| 图 27: 德康豆粕、玉米原料采购价较全国均价差额 (元/吨) | 15 |
| 图 28: 精准营养技术, 提升养殖效率 | 16 |
| 图 29: 德康及其他部分上市公司 5 月成本对比 (元/kg) | 16 |
| 图 30: 德康构建更加完善的销售体系 | 17 |
| 图 31: 公司拥有丰富品系库 | 17 |
| 图 32: 德康黄鸡出栏量及市占率变化 | 17 |
| 图 33: 德康、温氏、立华单只销售价格对比 (元/只) | 18 |
| 图 34: 通过育种去使产品契合“活禽”转“冰鲜”需求 | 18 |
| 图 35: 我国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量占比 | 18 |
| 图 36: 部分生猪上市公司屠宰业务布局情况 | 18 |
| 图 37: 宜宾德康 300 万头生猪深加工项目 | 19 |
| 图 38: 德康 (眉山) 通内斯食品有限公司厂区 | 19 |
| 图 39: 估值修复, 走出相对独立行情 | 20 |
| | |
| 表 1: “2 号农场”农户养殖回报年限测算 | 12 |
| 表 2: 传统代养农户养殖回报年限测算 | 12 |
| 表 3: 公司长白、杜洛克 100kg 校正日龄与国家核心种场对比 | 15 |
| 表 4: 公司业务拆分 | 21 |
| 表 5: 主要生猪养殖公司头均市值情况对比 | 22 |

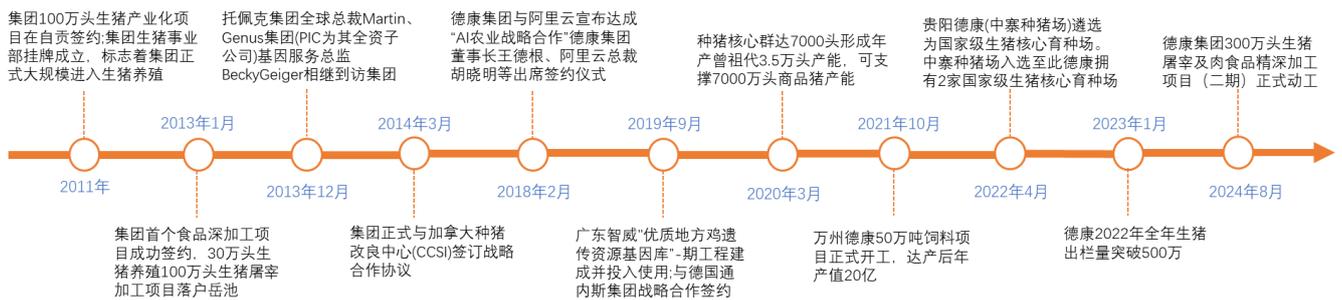
1. 德康农牧：中国领先的全产业链畜禽养殖企业

四川德康农牧食品集团股份有限公司（以下简称德康集团）坚持“用食品思维做养殖，用健康思维做食品”，深耕于现代农牧业和高端食品产业。目前，德康集团拥有 2 家农业产业化国家重点龙头企业，产业涉及生猪养殖、优质鸡养殖、食品加工、数字农业，旗下企业遍布于全国 13 个省、市、自治区，已成为国内极具竞争力与高成长性的农牧企业。目前，公司主要经营三个板块，即生猪、家禽以及辅助产品。

德康农牧作为西南地区农牧产业垂直整合的标杆企业，其发展历程呈现出清晰的布局深度与资源协同逻辑。公司以 2006 年确立的“饲料-养殖-食品”三阶发展路径为纲领，通过关键节点实现产业链延伸：2011 年控股重庆特驱（持股 42%）切入畜禽养殖赛道，同步启动自贡百万头生猪产业化项目奠定产能基础；2013 年完成产业链关键跃迁，广安岳池项目实现 30 万头养殖与百万级屠宰加工的一体化布局，同时通过引入加拿大 FAST 种猪基因及与托佩克、Genus 等国际育种巨头就合作事宜展开深入交流，构建种源技术护城河，形成从上游遗传资源储备到下游食品加工的初步闭环。

2014 年股份制改造后，公司加速核心育种能力迭代，种猪核心群规模于 2020 年达到 7,000 头，建成年产 3.5 万头曾祖代种猪的繁育体系，理论可支撑 7,000 万头商品猪产能；至 2022 年，贵阳中寨种猪场获国家级核心育种场认证，叠加原有产能实现年出栏量超 500 万头，跻身行业前列。当前公司已形成“生猪+黄羽肉鸡”双主业驱动的全产业链矩阵，覆盖良种繁育、猪鸡养殖、食品深加工等环节，并通过向高端食品制造延伸进一步强化终端溢价能力。

图 1：公司企业发展历史一览



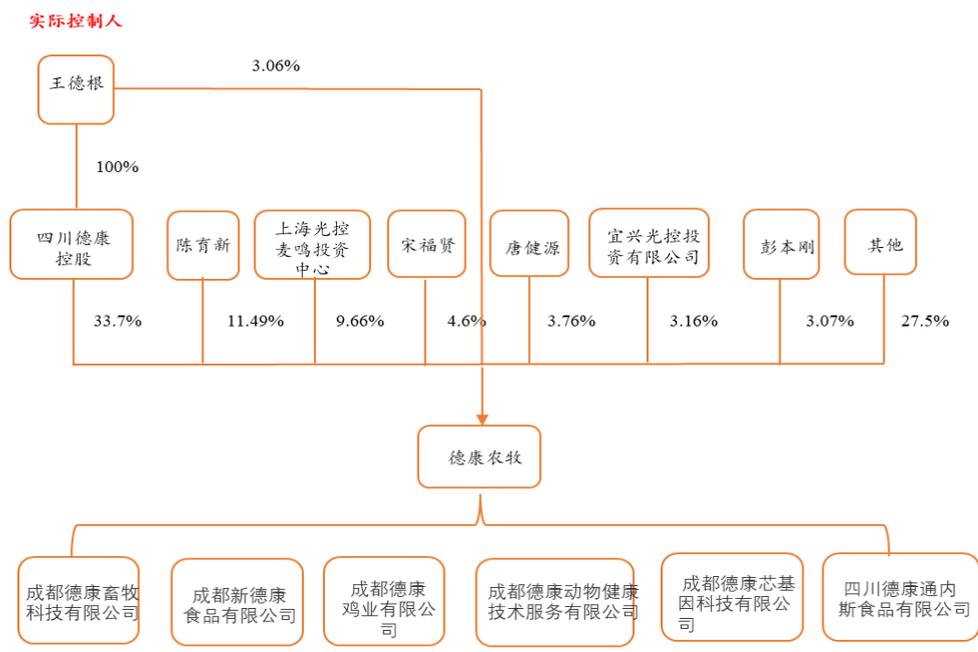
资料来源：Wind，招股说明书，公司官网，天风证券研究所

德康农牧股权结构较为集中，并拥有众多参控股子公司。公司总部位于生猪产能核心区四川省，依托国家级商品猪战略保障基地的区位优势，凭借其战略区位及全产业链布局，正从西南区域龙头向全国性现代化农牧食品集团转型。截至 2024 年 12 月 31 日，公司共拥有 6 家子公司、24 家孙公司及联营企业。其中，主营生猪养殖业务的公司有 18 家，从事黄羽肉鸡养殖业务的有 2 家。

在管理架构上，公司建立了具备产研协同效应的复合型治理体系，其技术团队覆盖遗传育种、动物营养及食品深加工等关键领域。核心管理层不仅拥有深厚的产业实战经验，且兼具学术积淀（多位成员拥有博士学位）。尤其值得关注的是创始人王德根先生独特的产业运营模式。作为一位非传统科班出身但具备深度产业认知的企业家，他从饲料业务起家（1999 年执掌内江万千饲料），逐步构建了“育种-繁育-养殖-加工”垂直整合的产业闭环，并借助行业协会资源（历任中国肉类协会副会长等职）强化了产业链协同效应。这种融合产业的能力，成为公司实现规模跃迁的关键驱动要素。

股权控制方面，实际控制人通过双重控股架构强化经营决策效率。截至 25Q1，王德根先生通过四川德康控股（间接持股 33.7%）并直接持股 3.06%，合计掌控 36.76%表决权，对上市主体形成实质性控制，这种股权设计不仅保障了决策连贯性，同时也符合农牧行业长周期特性对股权稳定性的内在要求。

图 2：股权结构（截至 25Q1）



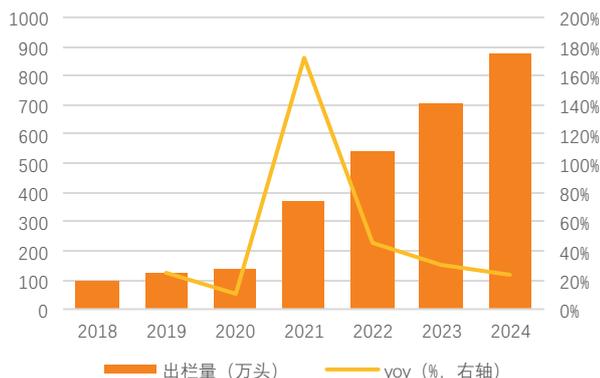
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 猪、禽，夯实公司发展根基

2.1. 业绩回顾：高速崛起的畜禽养殖企业

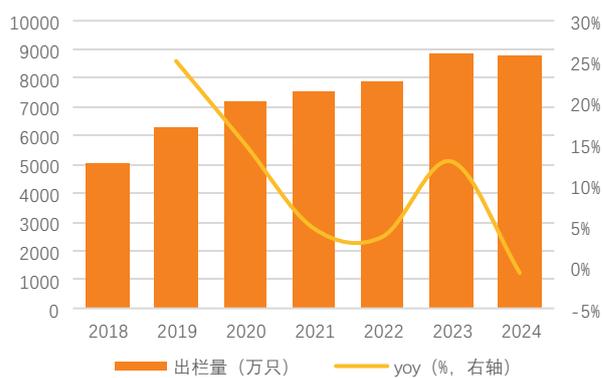
公司已形成“生猪养殖为核心、三产融合共进”的现代农业产业体系，构建起“生猪养殖+食品加工+家禽产业”三大核心业务板块共同发展的新格局。作为核心业务的生猪养殖板块，通过“量质双升”战略实现高质量发展，2011年成立专业化事业部以来，依托自主培育的双国家级核心育种场，形成从基因选育到商品猪出栏的完整产业闭环，产能规模实现十年二十倍增长，2024年出栏量突破878万头（同比增长24%），养殖成本控制水平稳居可比公司前列。在产业链延伸方面，公司通过中德技术合作（与通内斯集团共建）形成200万头欧标屠宰产能，同时整合宜宾300万头智能化屠宰基地与宣威100万头产能，构建年屠宰600万头的食品加工矩阵，实现从养殖场到餐桌的全链条产业化运营。家禽板块依托西南最大黄羽鸡种源优势，并通过发展符合市场发展趋势的中、慢速鸡，以及通过种源优势改善“屠宰产品可视化”问题，应对市场变化的能力持续增强；2024年黄羽鸡出栏量达0.88亿羽，市占率较2018年实现翻倍增长（1.3%→2.6%），成功构筑起畜禽双主业协同发展的坚实基础。

图 3：德康生猪出栏数量快速增长



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4：德康黄鸡出栏数量稳步增长



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

得益于快速增长的生猪出栏量,公司的营收结构呈现典型的“生猪主导、家禽协同”特征,2018-2024年总营收复合增长率达37.8%,核心增长动能来自生猪业务的快速扩张——该板块营收由14.3亿元跃升至182.7亿元(CAGR 52.86%),实证了规模化养殖布局的良好效果;家禽板块同期营收自18.2亿元增至32.8亿元(CAGR 12.54%),我们认为,这体现了该板块作为稳定现金流来源和业务多元化重要支撑的价值,共同巩固了公司“畜禽双主业”协同发展的格局。

作为以生猪养殖为核心业务的企业,其利润端深度映射生猪行业强周期属性。2019-2020年受益于非瘟导致的供给缺口,猪价高位运行推升盈利,2019年和2020年公司公允价值调整前利润分别为32和23亿元;2021年行业产能释放引发价格下行,叠加公司规模扩张带来的成本摊薄滞后效应,利润承压探底,其当年利润出现自2018年以来的首次亏损。至2024年,公司通过生产效率优化、饲料成本下行(同比降11%)及猪价回暖(同比涨12%)三重因子共振,实现利润水平突破历史峰值,公允价值调整前利润达到32.97亿元。

图 5: 营业总收入及增速



资料来源:公司公告,天风证券研究所

图 6: 净利润(公允价值调整前)呈现出周期波动



资料来源:公司公告,天风证券研究所

2.2. 行业展望：猪产能去化与鸡价格拐点共振，养殖周期双击行情启动

2.2.1. 生猪：猪周期仍存，供给压力&政策催化带来投资机会

生猪养殖行业传统周期呈现3-5年的完整波动框架,价格上行阶段通常持续1-2年,下行阶段跨度在1-2.5年不等,整体维持动态平衡。然而,2018年非瘟疫情后,行业周期发生结构性异化,呈现上行时长短、猪价高点持续时间短进而导致行业盈利水平大幅收窄。2022/2024年猪价上行期分别为5/4个月,上行时长远低于以往周期的1-2年。市场由此对猪周期提出了质疑,猪周期消失了吗?

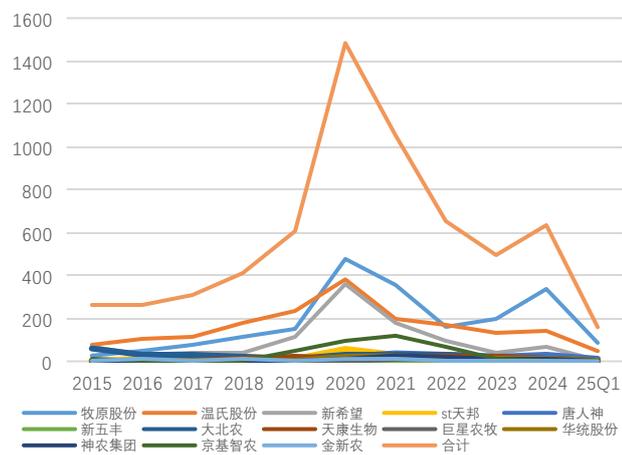
图 7: 过往猪周期复盘



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

通过复盘来看，近两轮周期的去化是充足的，导致周期变形的核心原因在于复产变得“容易”，进而缩短了行业的盈利周期。行业的产能变动主要取决于三个客观因素：流动资金（用于猪场建设、引进种猪、日常饲料支出以及其他现金成本）、猪舍（固定资产投入，先行于母猪）、母猪（鉴于母猪存在自然的性能衰退周期，需持续不断地引进种猪以维持效率）。过去三年因非瘟带来行业高盈利，产业内&产业外资本大量涌入导致修建大量猪舍且逐步投产，在复产过程中闲置猪舍得以快速使用（节约了资本开支和建设周期）、后备优质母猪供应源源不断且生产效率边际提升（节约了外购母猪费用且放大了产能释放杠杆）且猪企陷入成本陷阱（提高产能利用率才能降成本），导致产能呈现去化难和恢复快的特征，猪周期呈现猪价高→赚钱→现有猪舍和后备母猪产能→产能逐步释放的特点，大大缩短了景气周期。

图 8：近 10 年部分猪企资本开支（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：进口种猪数量（头）



资料来源：中国农业国际合作促进会公众号、海关总署，天风证券研究所

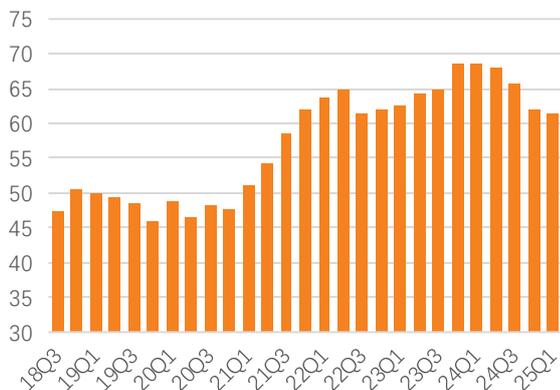
行业红利逐渐消耗殆尽，复产难度相较于前两轮周期大幅增加，周期有望回归正常。基于产能变动三要素来看（资金、猪舍以及母猪），当前产能恢复难度会大于前两轮：

- 1) 资金层面**，财务杠杆的约束不断深化，主要养殖企业的资产负债率虽在 2024 年期间有所下降，但仍维持在 61.6%的历史相对高位；同时，现金储备/单头出栏资金保障系数持续下行，25 年单头现金储备 234 元（年底账上现金除以第二年预期出栏量），低于 24 和 23 年的 269 元/头和 299 元/头，因此若行业再度进入亏损，资金承受能力或弱于 22-23 年。
- 2) 栏舍层面**，当前生猪行业产能释放效率瓶颈已现，头部养殖企业的产能利用率已接近高位，其意味着产能扩张将回归正常的“猪价高→赚钱→储备一定资金→花钱修猪舍→花

钱外购种猪→产能逐步释放”，考虑到产能建设到投产需要 1 年左右时间，因此复产速度相较 22、24 年或有所拖慢。

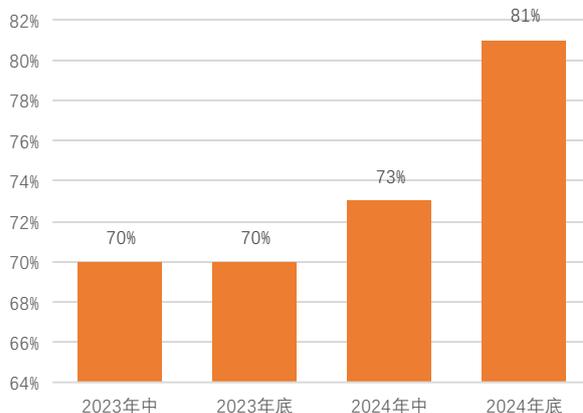
3) 母猪层面，进口种猪释放高峰已过，国内后备母猪/基础母猪存栏量的比例自 22 年以来便持续回落，对应后备供应数量边际减少。此外，20-21 年的种猪进口在 22-23 年生产效率达到最高，随着胎龄的逐步增长，繁殖性能或呈现边际下降趋势，因此生产效率难有持续提升。

图 10：猪企平均资产负债率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：top20 集团平均产能利用率



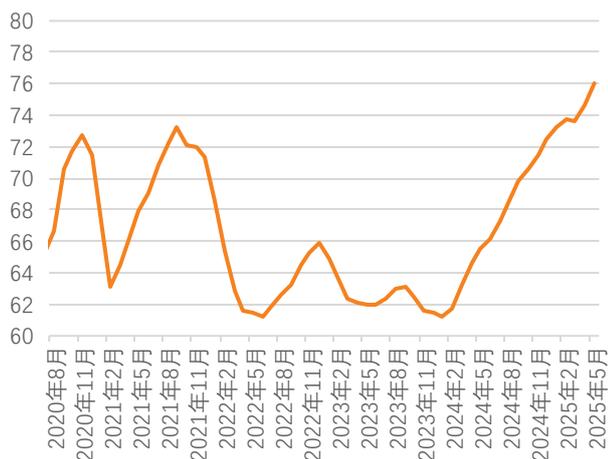
资料来源：新猪派公众号，天风证券研究所（截止至 2025 年 1 月）

供强需弱趋势越演越烈，库存释放点临近，猪价有望跌破成本线。从供给的维度看，标猪供应稳步增长，肥猪持续累积。根据涌益咨询数据显示，小猪（50kg 以下）存栏量环比持续增长，截至 2025 年 5 月小猪（50kg 以下）月度存栏约 76 万头，环比+1.8%，较 24 年 1 月增长 24%，处于近几年高峰，对应后续标猪供应压力持续增长。另外，**大猪库存持续累积**。春节后行业出栏均重持续增长，截止至 2025 年 7 月 3 日，行业生猪出栏均重为 128.64kg，仍在历史同期相对高位；而从需求的维度看，夏季通常为年内的需求淡季。因此，综合供需情况，我们认为猪价或易跌难涨，预计行业育肥猪利润或缩窄，不排除亏损可能，行业补栏扩张主动意愿将降低。

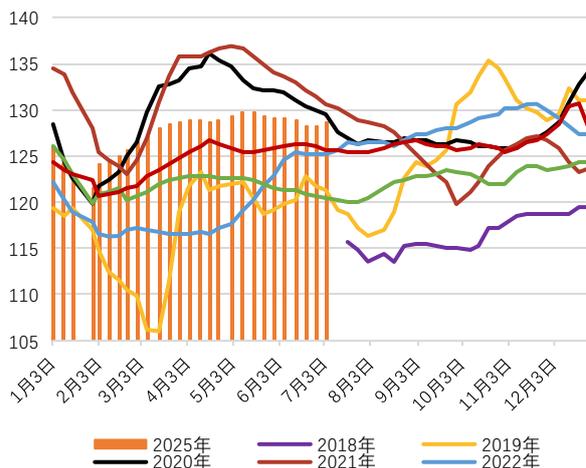
政策组合拳持续发力，产能优化决心坚定。中央财经委员会第六次会议于 7 月 1 日强调纵深推进全国统一大市场建设并治理低价无序竞争，此举进一步强化了行业调控基调。此前，5 月底相关部门已要求头部企业暂停能繁母猪扩产、控制出栏体重及暂停二育销售，并明确了全国能繁母猪存栏调减 100 万头至 3950 万头的目标。与此同时，湖南、辽宁等多省环保监管持续加码（如湖南要求 9 月底前严查所有年出栏 50 头以上猪场环保问题）。多维度政策的叠加效应正强力推动生猪产业的有序调整与产能优化。**因此，在 2025 年猪价持续低位运行叠加政策引导的背景下，后续产能去化容易程度及复产难度或再度提升，行业产能有望进入波动性去化通道，新周期逻辑强化。**

图 12：小猪（50kg 以下）月度存栏（万头）

图 13：出栏体重（元/kg）



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

2.2.2. 黄鸡：产能出清彻底，需求变动将决定价格弹性

行业已进入供给-需求双弱，价格弹性中枢已向需求端迁移。根据中国畜牧业协会数据显示，截至到2024年，黄鸡行业的在产父母代已经连续下降4年，且2024年在产父母代存栏量继续降到1303万套，同比2023年下降2%、相比2020年在产父母代存栏量高点下降15%。但同时价格并未表现出明显的波动性，特别是2023年和2024年，产能与价格出现反常变化，在在产父母代存栏量持续下降的背景下，黄鸡的价格持续走低，协会数据显示2024年黄鸡均价同比下滑1%（温氏、立华同期价格下降4.6%和5.5%），且24年三季度传统消费旺季价格表现出旺季不旺的情况，或印证供需双弱的市场现实。

图 14：近几年产能与价格变动情况



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图 15：黄鸡价格 2024 年三季度表现出旺季不旺现象（元/kg）

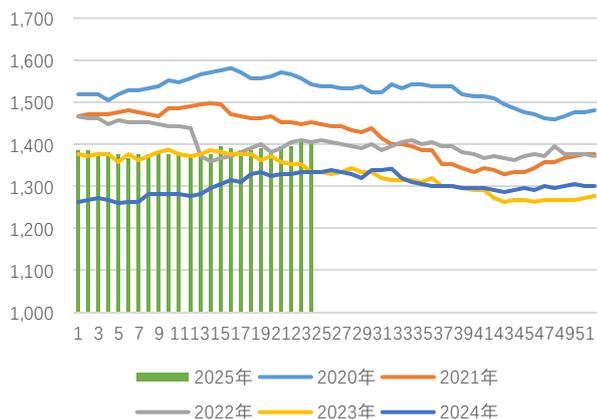


资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

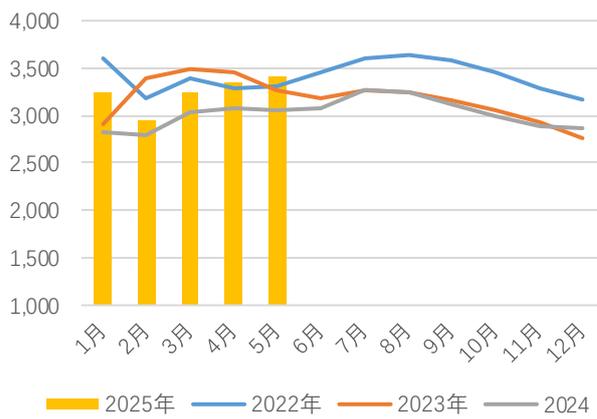
供给端持续呈现低位震荡格局。根据中国畜牧业协会数据显示，截至2025年6月15日，在产父母代存栏量1403万套，周环比持平，同比+5%；相比今年年初+1.2%。从纵向对比来看，当前存栏量已处于近五年来的低位区间，其当前存栏量介于2022年与2023年水平之间，预示着年内黄鸡市场供给量仍然处于底部震荡的特点。值得关注的是，行业投苗量季节性收缩后，目前维持在稳定的数量，且考虑到行业进入亏损状态，投苗量或将进一步被压制。2月商品代鸡苗销量环比锐减9%（主要受季节性因素影响），同比增幅收窄至5%。尽管3-5月投苗量开始恢复正常，但由于当前养殖行业陷入亏损，缺乏成本优势的企业投苗意愿可能受限。另外，新禽况专项调研数据也显示，2月中小散户等社会投苗量环比减少4.2%，超四成养殖主体主动缩减产能；且近日黄鸡行业TOP10企业华卫集团也已申请破产重组，主动与被动的产能去化均有望支撑未来价格弹性。

图 16：在产父母代存栏量（万套）

图 17：近年月度投苗量变化（万只）



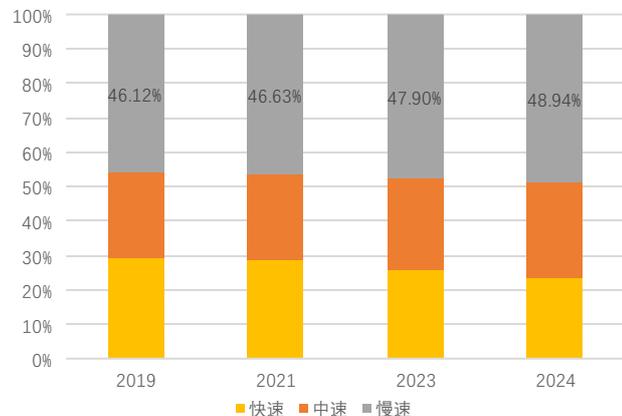
资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

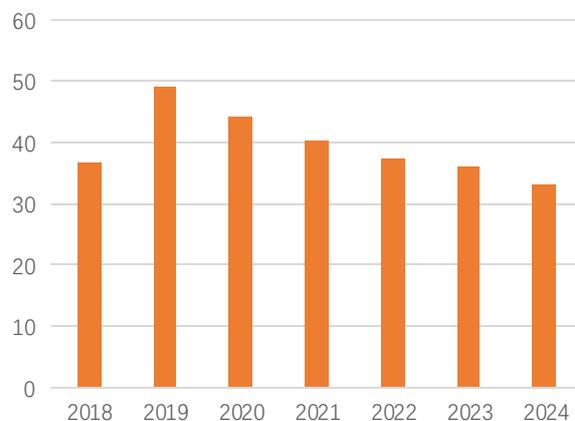
消费复苏&结构转变，正为黄羽鸡价格打开弹性空间。宏观层面观察，当前消费复苏进程呈现出结构性分化特征——相较于必选消费品类，具备高价格弹性、强场景依赖属性的可选消费板块未来有望能够展现出更强劲的复苏动能。黄羽鸡凭借其独特的产品定位（中慢速鸡价格较普通肉禽溢价显著）及核心消费场景（中高端餐饮、节庆宴席等），在畜禽板块中凸显出鲜明的可选消费属性，其价格对需求变化具备较高敏感性。微观传导机制上，随着消费复苏、升学宴等餐饮需求回升，叠加节假日消费节点催化，终端需求修复动能持续增强，而且黄鸡消费中通常下半年要高于上半年，因此 2025 年黄羽鸡整体价格存在超预期上行的潜力。另外，黄羽鸡品类内部正加速结构性调整，其中黄鸡品种中受小白鸡冲击最大的快速鸡占比正在下滑，而体现黄鸡“特点”的中速鸡和慢速鸡占比近年来有所提升，其中中速鸡和慢速鸡的占比分别从 19 年的 24.64%和 46.12%，提升至 24 年的 27.43%和 48.94%。结构的变化也有望在未来抬升黄鸡价格的中枢。

图 18：全国黄鸡品种占比变化（%）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图 19：黄鸡出栏量受其他品类冲击有所减少（亿只）



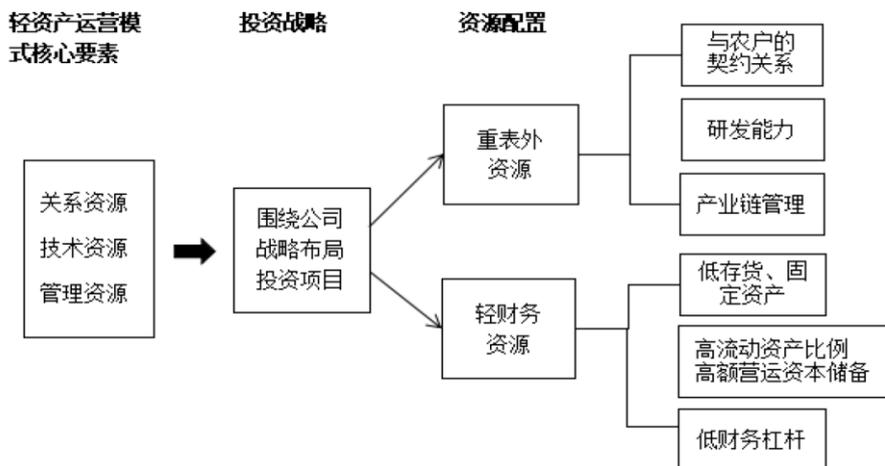
资料来源：中国畜牧业协会，家禽信息公众号，新牧网公众号，国际畜牧网公众号，鸡病专业网公众号，天风证券研究所

3. 猪业务：整合农户资源，从“新”出发！

“公司+农户”模式，做、简单，做好、极难。做好“公司+农户”模式是一门大学问，在当前生猪养殖行业中，使用“公司+农户”养殖模式的企业并不在少数，但能将该模式发展好的企业屈指可数，甚至部分养殖企业在“公司+农户”模式发展的过程中走向重组，我们认为其核心原因在于底蕴不足，缺少关系资源、技术资源以及管理资源，最终会体现在生产成绩差，成本居高不下。而对于德康，公司不仅精准把握了轻资产模式的三大核心要素（资源整合、技术赋能、管理协同），更创新迭代出“公司+农户”2.0 版本——“二号农

场"模式，这种模式正在重塑"公司+农户"模式的价值边界，为行业向新发展贡献新力量。

图 20：“轻”资产规模、“重”知识技术成果转化



资料来源：《轻资产运营模式下的价值创造路径及效果研究-以温氏股份为例》，王盈盈，天风证券研究所

3.1. 关系资源：通过模式创新，与农户共享公司发展红利

对于以代养模式为主导的养殖企业而言，农户资源是其支柱性资源。以德康为例，尽管采用自繁自养与"公司+农户"双轨并行的发展模式，但数据显示其代养体系始终占据核心地位：2018年至2023年5月期间，代养模式贡献的出栏量占比分别达到81%、88%、89%、68%、78%和79%，这一持续高位占比充分印证了农户群体在企业产能布局中的核心价值贡献。

为深化代养体系效能，德康在"公司+农户"框架下创新构建分级管理模式，将合作农户细化为"一号农场"和"二号农场"两大主体。其中，"一号农场"沿用标准化代养模式：企业统一供应断奶仔猪、全价饲料及防疫物资，农户专注育肥环节并按约定标准交付成品猪，该模式确保了产品质量的稳定可控。而"二号农场"则被赋予更高层级的养殖权限，其核心特征在于持有能繁母猪等核心生产资料，既可为邻近"一号农场"供应断奶仔猪，也可独立完成育肥流程，形成更具弹性的生产网络。这种双轨制代养体系通过资源配置的差异化安排，在保障标准化生产的同时有效激发了养殖终端的运营活力。

图 21：“一号家庭农场”与“二号家庭农场”对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

通过模式上的创新，让农户能更好的与公司共享发展红利，实现共赢。对于农户而言，该模式最直观的优势体现在收入水平的跃升：头均代养费较传统"一号农场"模式高出约50-100元/头，即使在2023年行业亏损阶段，其合作农户户均代养收入也达107.5万元，较传统代养模式企业更具吸引力。这种收益优势源于模式设计的深层创新——企业将代养

环节从传统育肥阶段前移至母猪饲养环节，农户通过代建代管母猪栏舍参与全产业链价值分配，既突破了传统代养模式收入天花板，也实现了农户与企业的深度利益绑定。我们若以年均可获得 100 万元代养收益测算，理想状态下大约第 3 年农户可还完银行贷款和自筹资金并开始盈利，相比传统代养模式理想情况下第 4 年还完贷款&第 5 年开始盈利，实现盈利周期更短。

表 1：“2 号农场”农户养殖回报年限测算

| | 初期投入 | 回报周期 | | |
|-----------------|------|------|-----|------|
| | | 1 年 | 2 年 | 3 年 |
| 银行借款本金（40%借款比例） | 120 | 120 | 70 | 20 |
| 资金流出 | -- | -50 | -50 | -20 |
| 利息支出（利息率 3.5%） | -- | 4.2 | 2.5 | 0.7 |
| 期末剩余借款 | -- | 70 | 20 | 0 |
| 政府补贴（20%政府补贴） | 60 | -- | -- | -- |
| 农户出资（40%自筹） | 120 | 120 | 80 | 40 |
| 资金流出 | -- | -40 | -40 | -40 |
| 剩余借款 | -- | 80 | 40 | 0 |
| 本期资金流出情况 | -300 | -94 | -92 | -61 |
| 代养费收入 | -- | 100 | 100 | 100 |
| 留存资金（用于农户正常生活） | -- | 5.8 | 7.6 | 39.3 |

资料来源：农业科技联盟公众号、世界猪业博览会公众号、牧原股份公司公告等，天风证券研究所（假设条件：①考虑到农户很难独立拿出 120 万元，因此假设农户会向亲朋好友借，因此每年需要还钱；②每年 100 万元收入中 50 万元还款银行借款、40 万还农户向亲朋好友借款，剩下收入用于生活；③假设银行借款利率为 3.5%。）

表 2：传统代养农户养殖回报年限测算

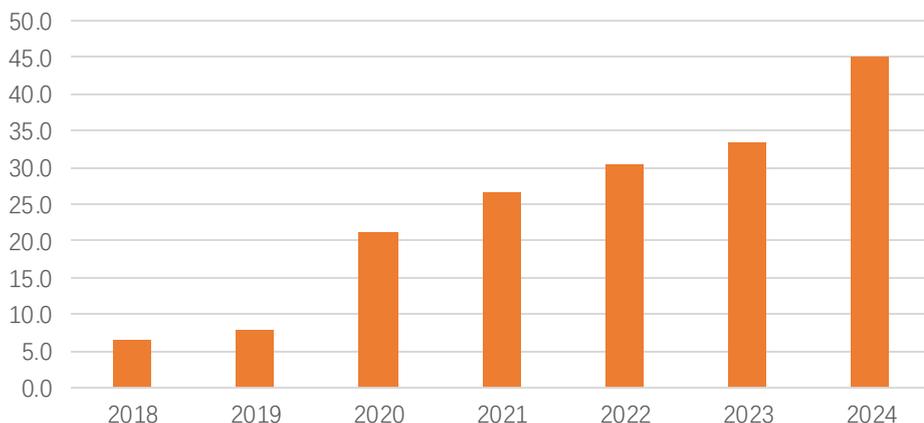
| | 初期投入 | 回报周期 | | | |
|-----------------|------|------|-----|-----|-----|
| | | 1 年 | 2 年 | 3 年 | 4 年 |
| 银行借款本金（50%借款比例） | 90 | 90 | 65 | 40 | 15 |
| 资金流出 | -- | -25 | -25 | -25 | -15 |
| 利息支出（利息率 3.5%） | -- | 3.2 | 2.3 | 1.4 | 0.5 |
| 期末剩余借款 | -- | 65 | 40 | 15 | 0 |
| 农户出资（50%自筹） | 90 | 90 | 70 | 50 | 30 |
| 资金流出 | -- | -20 | -20 | -20 | -30 |
| 剩余借款 | -- | 70 | 50 | 30 | 0 |
| 本期资金流出情况 | -180 | -48 | -47 | -46 | -46 |
| 代养费收入 | -- | 54 | 54 | 54 | 54 |
| 留存资金（用于农户正常生活） | -- | 5.9 | 6.7 | 7.6 | 8.5 |

资料来源：wind、世界猪业博览会公众号等，天风证券研究所（假设条件：①代养规模为 1200 头存栏量，单头栏位投资 1500 元，总投入 180 万元；②考虑到农户很难独立拿出 90 万元，因此假设农户会向亲朋好友借，因此每年需要还钱；③每年 54 万元收入（头均代养费 200 元）中 25 万元还款银行借款，20 万元用于还亲朋好友的借款，剩余用于正常生活；④假设银行借款利率为 3.5%。）

对企业而言，该模式通过“超轻资产运营+风险分散机制”实现了高质量产能扩张。其创新性体现在：首先突破传统代养模式产能瓶颈，将农户资源从育肥环节延伸至母猪产能建设领域。相较于传统代养模式需企业自建母猪栏舍的刚性投入，德康借助农户代建模式快速获取产能——农户自带栏舍资源参与合作，其不仅使得母猪栏舍扩展变得相对容易，而且也极大缩短了母猪栏舍产能投放所等待时间，从而助力公司母猪栏舍产能的快速增长，最终带来出栏量的快速释放。公司今年在宜宾还要再发展 4 万头母猪存栏规模的“二号农场”

以助力后续出栏量的继续增长，在不考虑其他“二号农场”增量的情况下，仅宜宾项目预计可为公司明年的出栏量贡献超 100 万头的增量。其次，构建风险控制闭环，通过设立接近种猪重置成本上限的“1 万元/头母猪按金”机制，有效对冲非瘟常态化背景下的养殖风险。即便发生极端情况，也能将损失控制在可承受范围内。同时，这种分散式养殖架构强化了生物安全防控，减少了生猪流通过程中的疫病传播风险。最终，形成“风险可控、产能可扩”的良性循环。正是基于这种优质的模式，公司能繁母猪的存栏量从 2018 年的 6.6 万头增加至 2024 年的约 45 万头，为后续出栏量的稳步增长奠定基础。

图 22：能繁母猪存栏量快速增加（万头）

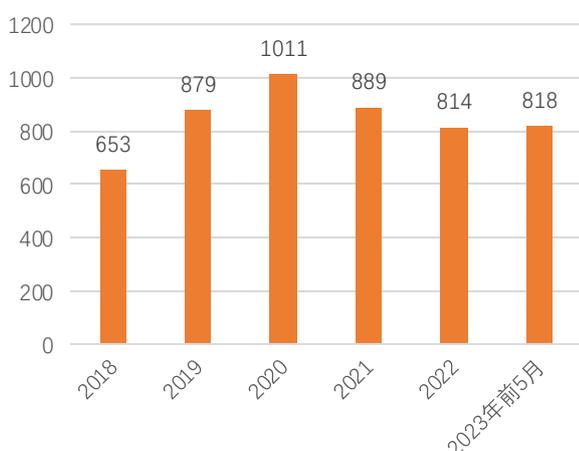


资料来源：招股说明书、牧通人才网公众号、新猪派公众号，天风证券研究所

“二号农场”模式通过重构产业分工，在农户规模扩张与合作粘性强化方面形成双重突破。根据招股说明书中数据显示，合作农户数量从 2018 年的 653 户波动增长至 2023 年 5 月的 818 户，特别是在 2024 年 2 月与宜宾市达成合作后，400 个新建养殖单元预计每年可新增百万头出栏量，标志着模式进入规模化复制新阶段。

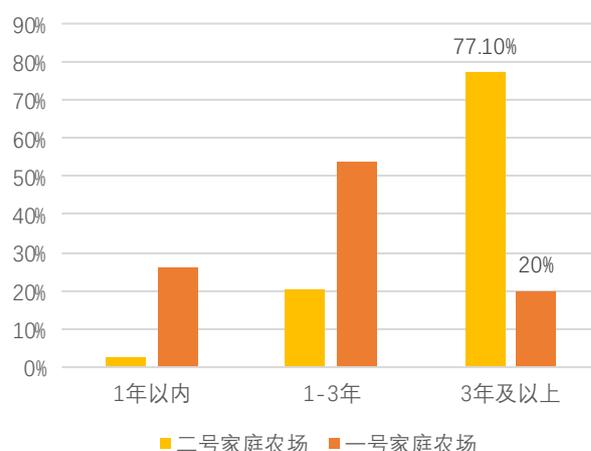
更值得关注的是，该模式通过资产绑定机制构建了深度合作关系——农户通过持有能繁母猪等核心生产资料，从根本上保障了生产连续性，与传统代养模式下因猪苗供应波动导致的合作中断形成鲜明对比。这种结构性优势直接反映在合作稳定性数据上：截至 2023 年 5 月，持续合作三年以上的二号农场占比高达 77.1%，较“一号农场”三年及以上留存率高出 50%+。这种“资产共持+利益共享”的机制设计，既破解了传统代养体系的生产资料依赖困境，又通过增强农户自主性建立起可持续的合作生态。

图 23：二号家庭农场合作数量变化（户）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 24：一号农场 v.s. 二号农场合作期限分布



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 技术资源：重视种源基础打造，为农户提供优质生产资料

技术支持使得农户养得舒心、养得放心，从而增强农户合作粘性。相比于自繁自养模式，在代养模式中公司更多的起着“中后台”的作用，公司利用自身的技术优势为农户提供健康的猪苗、可靠的养殖技术保障，为合作农户带来丰厚的代养收入，而反过来农户丰厚且稳定的收入也使得农户更加愿意与公司合作，最终形成紧密型的合作关系。目前行业中发展代养养殖模式的企业也并非所有都有强大的技术支持，反观公司很早之前已经意识到相关问题，并在种源&育种方面做了大量资源的投入，打造核心竞争力，并最终培育出具有良好的育种、生长和屠宰性能的商品猪。

在种源体系建设上展现出前瞻性布局与持续深耕。自 2013 年启动种猪战略储备，公司通过三次里程碑式引种奠定基因优势：2013 年 3 月从加拿大引进 868 头纯种猪组建首个核心育种群；2019 年 7 月引入知名的先进基因公司 500 头终端父本种猪，构建优质商品猪生产体系；至 2023 年 5 月已完成长白、杜洛克等 7 个国内外优质品系整合，形成覆盖五大品系的多维基因库。依托四川、内蒙古等 10 大核心育种基地，公司构建起 117 万头下游母猪的繁育网络，实现从种源到商品代的完整育种链条。截至 2024 年末，核心种群规模达 1.49 万头，纯种种猪存栏 14.07 万头，通过德康 E 系和母猪生产的配套系商品肉猪饲养天龄减少 12 天，料肉比降低 0.1，可带来每头生猪出栏成本可降低约 100 元左右，若按照 130kg 出栏体重测算，则育种优势可为成本下降贡献 0.7-0.8 元/kg，形成显著的育种优势转换为最终的成本竞争力。这种“引进-改良-扩繁”的体系化运作，既保障了种源自主可控，又通过持续基因改良筑牢成本竞争壁垒。

图 25：种猪品系及特点

| 品种 | 图片展示 | 特点 |
|---------|---|---|
| 德康E系列种猪 |  | <ul style="list-style-type: none"> 自一家领先的荷兰生猪基因公司引进的终端父本 生长快 饲料转化率良好 |
| 约克Z系种猪 |  | <ul style="list-style-type: none"> 一家领先的荷兰生猪基因公司在约克种猪的基础上进行持续改良生产的母本种猪 繁殖性能优秀、产仔数多且带仔性能优秀 |
| 长白种猪 |  | <ul style="list-style-type: none"> 优秀的母本种猪 产仔数多 抗逆性强 体型健壮丰满 |
| 约克种猪 |  | <ul style="list-style-type: none"> 第一父本 生长快 体型健壮、肌肉丰满 饲料转化率良好、瘦肉率高、肉质优 |
| 杜洛克种猪 |  | <ul style="list-style-type: none"> 经典终端父本 生长快 体型健壮、肌肉丰满 饲料转化率良好 瘦肉率高、肉质优 |
| 二元杂交母猪 |  | <ul style="list-style-type: none"> 商品母猪 繁殖和带仔性能优秀 |

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在生猪育种领域，公司依托雄厚的种质资源基础与产业链协同优势，构建起符合市场需求的高品质育种体系。作为遗传基因优化传承的核心环节，育种质量直接决定着终端产品的市场竞争力。对于生猪养殖企业而言，我们认为育种体系的建立需满足两大关键要素：其一是丰富种源的储备基础，这是构建完整基因库的前提条件；其二是先进的育种技术与科学方法的应用能力，这是形成育种核心竞争力的必要条件。公司在这两大维度均建立了显著优势：种质资源方面，公司已建成涵盖多个优质品种的核心种群资源库，为遗传改良提供充足的基因多样性基础；技术体系方面，公司通过与国内外顶尖科研机构、生物科技企

业建立合作，持续引入全基因组选择、分子标记辅助育种等前沿技术。这种“种质资源+技术体系”的双轮驱动模式，使公司持续产出具有市场竞争优势的种猪品系，为下游商品猪养殖提供优质遗传保障。

在种质资源与育种技术的持续投入下，公司的生产效能关键指标已实现显著突破。经过多年遗传改良，核心种猪品系的生产性能持续优化：其中约克夏、长白及杜洛克猪的 100kg 体重校正日龄分别达到 146.0 天、144.1 天和 146.7 天，其中长白与杜洛克品种的校正日龄指标分别稳居行业第一、第二的领先地位。在繁育体系构建方面，公司依托自主培育的三大核心品系，建立起 DLY 三元杂交生产体系——即以长白与约克夏杂交培育优质二元母猪，再通过杜洛克公猪进行终端父本配套杂交。这一模式充分发挥了各品系的遗传优势，最终生产的商品猪具有生长速度快、饲料转化率高、瘦肉率高和肉质好等特点。

表 3：公司长白、杜洛克 100kg 校正日龄与国家核心种场对比

| 长白猪校正达 100kg 日龄前 5 名 | | |
|----------------------|------------------|--------------|
| 排名 | 单位名称 | 平均达 100kg 日龄 |
| 1 | 德康农牧 | 144.1 |
| 2 | 四川省眉山万家好种猪繁育有限公司 | 144.57 |
| 3 | 福建华天农牧生态股份有限公司 | 146.79 |
| 4 | 山东中慧牧业有限公司 | 147.19 |
| 5 | 广西扬翔农牧有限责任公司 | 149.19 |
| 杜洛克校正达 100kg 日龄前 5 名 | | |
| 排名 | 单位名称 | 平均达 100kg 日龄 |
| 1 | 湖南美神育种有限公司 | 140.08 |
| 2 | 德康农牧 | 146.7 |
| 3 | 山东中慧牧业有限公司 | 146.73 |
| 4 | 广西里建桂宁种猪有限公司 | 148.18 |
| 5 | 湛江广垦沃而多原种猪场 | 148.69 |

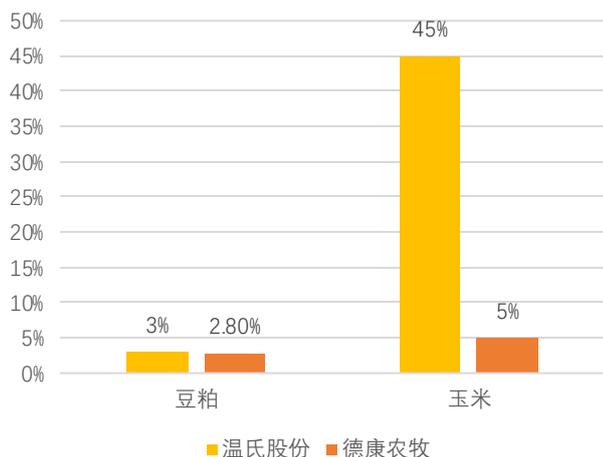
资料来源：中国畜牧兽医网，天风证券研究所（注：德康农牧数据截止 2023 年 5 月 31 日，其他数据为 2022 年数据）

3.3. 管理资源：五精准原则，助力生猪高质量发展

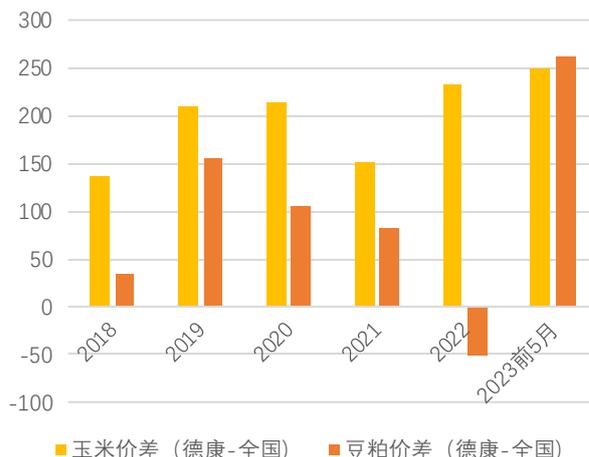
落实五精准原则，通过精细化管理体系构建竞争优势。饲料成本是养殖成本占比最大的项目，因此控制好饲料成本在一定程度上就可为公司的养殖成本优势创造基础，从而实现高质量发展。从现有的上市猪企来看，饲料成本优势通常来自各个方面，例如，部分养殖企业主要产能集中在饲料原料生产区域，因此在采购上具备一定优势；另外，大部分企业的产能都不是集中在饲料原料的主产区，因此这类企业更多的是通过精准的饲料配方去减少或者抹平自身与饲料原料区域养殖企业的成本差距。而德康农牧，由于大部分产能都布局在西南地区，其饲料原料上基本没有采购优势，其 2020-2023 年前 5 个月中，玉米采购价均高出全国均价（全国均价来自于 wind）。为此，公司利用多样化的饲料配方来降低原料的影响，2021 年起公司的饲料中玉米和大豆的比例已分别降至 5%和 2.8%。通过大幅降低饲料原料中的玉米占比，公司可以保证其在玉米采购价格上的不利因素缩小。

图 26：通过饲料配方调整，原料价格区域影响有所减小

图 27：德康豆粕、玉米原料采购价较全国均价差额（元/吨）



资料来源: wind、招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: wind、招股说明书, 天风证券研究所

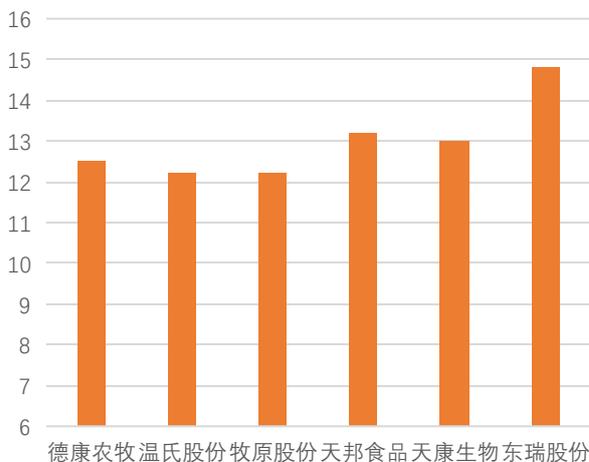
此外, 公司针对不同生理阶段的生猪采取不同的营养策略, 通过精准营养需求、精准原料、精准配方、精准价格和精准饲喂五个环节实现降本增效, 实现最佳的饲喂和生产效率。公司通过精准饲喂, 每头母猪年饲料消耗量降低 49 公斤以上、110kg 料肉比持续降低。同时, 公司还拥有完善的饲料成本控制技术体系, 在主要饲料原料价格快速上涨的时候可以迅速调整配方和采购策略, 进一步降低饲料生产成本, 放大精准饲喂优势。精细化管理优势有效转化为成本竞争力, 公司在饲料原料不利背景下实现成本上的弯道超出, 25 年 5 月, 公司实现完全成本 12.5 元/kg, 与同期其他上市公司完全成本相比, 处在行业领先水平。

图 28: 精准营养技术, 提升养殖效率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 29: 德康及其他部分上市公司 5 月成本对比 (元/kg)



资料来源: 牧通人才网公众号、wind, 天风证券研究所

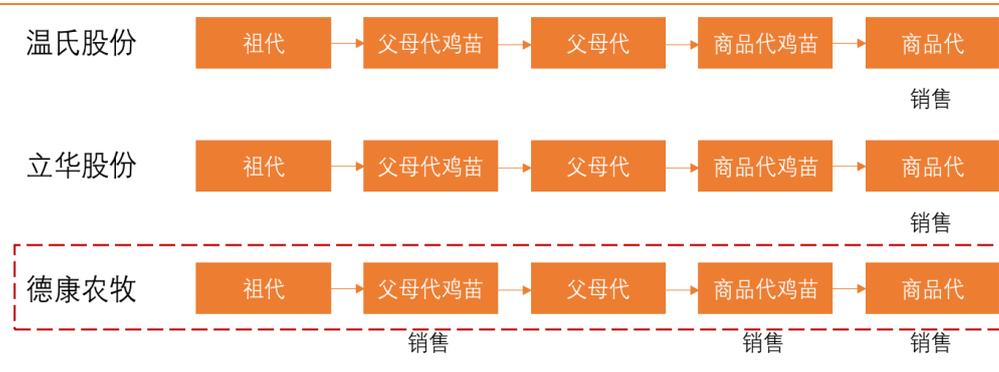
4. 黄鸡业务: 种源优势构筑核心支撑, 产品结构顺应行业趋势

4.1. 黄鸡产品组合化销售, 助力公司市场开拓

德康农牧构建了覆盖黄鸡产业全链条的产品矩阵, 不仅提供商品代育成鸡, 还布局了父母代鸡苗和商品代鸡苗领域, 形成差异化的竞争优势。相较于温氏股份、立华股份等上市公司以商品代育成鸡为主的销售模式, 公司通过延伸至种源端的多元化产品组合, 精准对接中小养殖场及散户的核心需求。当前黄鸡养殖行业虽加速向规模化转型, 但中小养殖主体仍占据部分市场份额, 这类群体普遍缺乏自主育种能力且未与大型企业建立稳定合作, 存在持续性的种苗外购需求。畜牧业协会 2024 年数据显示, 黄鸡商品代雏鸡外销量占比超 30%, 印证了约三分之一客户需外购雏鸡的市场空间。德康依托此空间, 通过双维度策略

深化布局：横向同步提供父母代种苗（供客户自繁自养）及商品代鸡苗（缩短养殖周期）；纵向凭借优质种源建立品质信任，逐步将种苗采购客户转化为合同代养户。这种“产品销售+代养拓展”的双轮驱动模式，既加速了市场渗透，也为未来规模化代养体系储备了核心农户资源。

图 30：德康构建更加完善的销售体系



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

4.2. 构建丰富的品系库满足市场需求，实现市占率翻倍突破

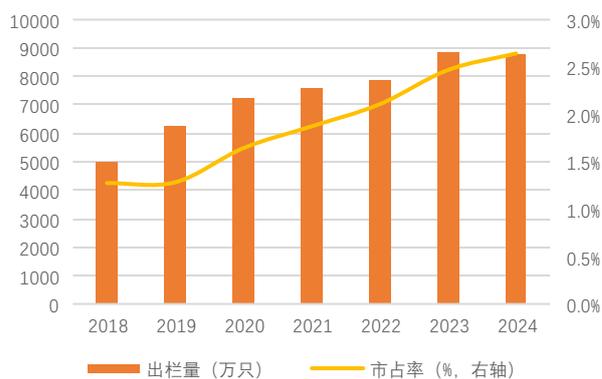
公司在黄羽鸡育种领域构建了行业领先的研发体系与基因资源库。鉴于黄羽鸡产品存在显著地域消费特性（区别于标准化的白羽鸡），各区域市场对鸡只体型、羽色、生长周期等指标呈现差异化需求，公司通过建立多维度的遗传资源矩阵实现精准市场匹配。为强化种源核心竞争力，公司实施系统性战略布局：2015 年完成对广东智威农业科技股份有限公司的控股并购，整合农业农村部家禽遗传育种重点实验室及“岭南黄”国家审定畜禽新品种等核心技术资产；继而在 2019 年在英德建成现代化基因库与标准化育种基地，形成种质资源保存、遗传改良到产业化应用的全链条研发体系。目前公司已构建包含 45 个品系的黄羽鸡种质矩阵，其中“岭南黄”作为农业部认证的国家主导品种，年供应父母代种苗 600 万套、商品代鸡苗 1 亿只，市场网络覆盖全国 30 个省市自治区，品种市占率达 15%，带动 2 万余养殖户增收。通过持续优化产品矩阵，公司市占率实现跨越式增长——2018 至 2024 年间，黄羽鸡市场份额从 1.3% 跃升至 2.6%，完成市占率翻倍突破。

图 31：公司拥有丰富品系库



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 32：德康黄鸡出栏量及市占率变化



资料来源：wind、中国畜牧业协会，天风证券研究所

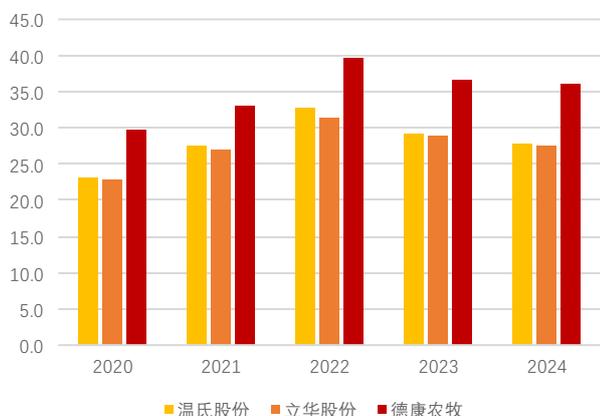
4.3. 产品顺应行业变化趋势，破解当前市场困局

在当前黄羽肉鸡产业升级进程中，行业面临双重结构性挑战：其一，消费需求迭代引发品类格局重构。根据中国畜牧业协会数据显示，2019-2024 年间，受小白鸡与肉杂鸡替代性冲击，黄羽鸡品类中快速型产品市占率下降 5.6 个百分点，而具备风味溢价能力的中速型

和慢速型产品市占率分别提升 2.79、2.82 个百分点，至 2024 年中速鸡&慢速鸡品类合计占比突破 76.37%形成绝对主导。因此在消费结构变化的背景下，头部企业出栏结构向中、慢速型产品迁移。从德康农牧销售价格推断，我们预计公司的慢速鸡和中速鸡产品要多于温氏股份和立华股份，顺应消费结构转型。

其二，政策驱动的产业形态变革倒逼技术突破。自 2013 年 H7N9 疫情触发“冰鲜替代活禽”政策导向以来，全国活禽交易市场持续萎缩：2019 年新冠疫情防控加速政策落地，到目前全国各省份均有出台活禽禁售政策，仅有部分省份仍有设立小范围可交易区域。从广州某家禽批发市场的交易数量变化来看，三年疫情以活禽交易为主的黄鸡市场再受猛烈冲击，并且导致的“阵痛”延续至今。在此产业重构背景下，我们认为传统黄羽肉鸡面临两大核心痛点：①冰鲜消费场景下原有“活体可视+现宰现售”品质可视化标识体系缺失；②标准化加工环节导致品种特征弱化。德康家禽事业部针对当下消费端市场两大痛点，不断优化遗传改良技术，针对黄鸡冰鲜上市后体重差异大、肤色不一致等影响消费者购买的痛点做出相应的育种改善，使其冰鲜上市的黄鸡在体型、肤色等方面更加符合消费者购买的“审美观”。

图 33：德康、温氏、立华单只销售价格对比（元/只）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：通过育种去使产品契合“活禽”转“冰鲜”需求



资料来源：德康头条公众号，天风证券研究所

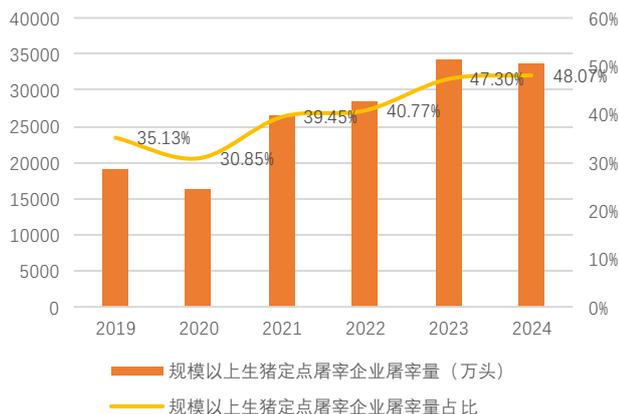
5. 屠宰业务：纵向深化产业链，打造高端食品生态圈建设者

5.1. 布局屠宰加工或为行业大势所趋

当前，我国屠宰行业正经历整合深化与集中度提升的关键阶段，随着养殖效率提高导致企业间成本差异缩小，规模猪企的竞争重心逐步向下游屠宰及肉品销售环节转移。尽管生猪屠宰作为猪肉产业链的核心环节，目前规模企业实际产能利用率尚未饱和（**多家企业屠宰利用率不足 60%**），且整体市场集中度较低（**2024 年规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量占比仅 48%**），但这一现状恰恰凸显出行业正处于快速整合期，为具备前瞻性布局能力的企业提供了发展机遇。在此背景下，上市企业已普遍认识到屠宰业务的长远价值，将其作为开拓新增长点的重要选择。虽然当前布局该业务的企业普遍面临短期亏损压力，但从长远来看，屠宰业务通过强化上下游协同效能实现纵向一体化增效，同时借助标准化加工和品牌化运营重构定价机制：前者可提升全产业链效益，后者则通过突破传统毛猪价格限制，在终端市场创造产品增值空间，从而塑造深度竞争力。这种双重协同效应将推动行业从粗放竞争向价值竞争转型，加速市场集中度提升进程。

图 35：我国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量占比

图 36：部分生猪上市公司屠宰业务布局情况



资料来源：猪场动力网公众号，天风证券研究所

| 企业 | 截至24年底已投入使用产能 | 在建/计划/投产 | 产能利用率 |
|------|---------------|-------------|-------|
| 牧原股份 | 2900 | 20家 | 43% |
| 温氏股份 | 500 | 200万 | 20% |
| 新希望 | 600-650 | -- | 50% |
| ST天邦 | 500 | -- | 30% |
| 神农集团 | 250 | 50万 | -- |
| 德康农牧 | 2家已投产 | 600万 (含已投产) | -- |
| 海大集团 | 1家 | 100万 (含已投产) | -- |
| 天康生物 | 350 | -- | 60% |

资料来源：猪e网公众号，天风证券研究所

5.2. 引入欧盟标准，打造优质食品制造能力

德康正通过高水平的跨国合作迈入品质化升级新阶段。德康通过眉山、宜宾、宣威三大标杆项目，构建起总规模约 600 万头/年的智能化屠宰产能矩阵，系统性推动“标准化屠宰-精深加工-品牌增值”全价值链重构。其中，作为通内斯全球布局的标志性突破（欧洲外首个生产基地）的眉山项目投资 6.3 亿元建成 200 万头/年屠宰产能，全面导入欧盟标准的肉类加工体系；宜宾项目以 8 亿元打造 300 万头智能化工厂，配备荷兰 Marel 智能装备实现屠宰、副产加工与环保处理全流程数字化管控，并配套 6 万吨/年食品加工产线；宣威项目则以 2.5 亿元投资形成 100 万头屠宰产能与 1.5 万吨高端火腿加工的产业协同，年综合产值突破 15 亿元。目前四川区域（眉山、宜宾）屠宰基地已作为西南地区首批通过生猪屠宰 GMP 认证的示范企业全面投产，构建起覆盖农贸经销、团膳配送、商超及食品加工企业的立体化渠道网络，2024 年实现生猪屠宰量 28.8 万头，同比大增 205%，标志着产能转化与市场拓展实现双向突破。

图 37：宜宾德康 300 万头生猪深加工项目



资料来源：新牧网公众号，天风证券研究所

图 38：德康（眉山）通内斯食品有限公司厂区



资料来源：眉山工业公众号，天风证券研究所

6. 投资建议

6.1. 股价复盘及后续催化

复盘来看，双β共振驱动德康农牧估值修复。宏观层面，恒指年内维持上行通道（涨幅超15%），虽受特朗普关税政策的阶段性扰动但动能未改，提供系统性机会。行业层面，节后猪价坚挺超预期，支撑养殖盈利。公司层面，生猪养殖板块估值经历深度回调后触底（德康头均市值曾低至600-700元），叠加其扎实基本面在市场认知深化与1月业绩预告、3月亮眼年报的持续催化下，德康农牧股价自年报发布以来已上涨超100%。

展望后续，新周期逻辑持续强化。当前生猪市场供强需弱趋势加剧——标猪供应稳步增加、肥猪持续压栏、叠加夏季消费淡季，猪价后续或易跌难涨，行业利润预计缩窄甚至转亏，补栏意愿将受抑制。与此同时，政策端多管齐下持续发力：中央强调治理低价无序竞争；相关部门要求头部企业控产能、控体重，并设定全国能繁母猪存栏调减目标；多地也强化了环保监管。在猪价低位运行与强政策引导的双重作用下，后续生猪产能有望进入波动去化通道，新周期逻辑强化。

图 39：估值修复，走出相对独立行情



资料来源：wind，天风证券研究所

6.2. 盈利预测与估值

核心假设：

1) 生猪养殖业务：

猪价：基于政策指引以及行业现有产能情况，我们判断 2025 年下半年供给压力或较大，产能或出现主动&被动出清，从而影响 2026 年的生猪供给量，使 2026 年猪价出现回升。基于 2026 年的猪价回升，2027 年供给量可能有所增加，但在政策的有效指引下增加幅度或将有限，全年猪价继续保持成本线上运行。

出栏量：基于公司充足的核心种群可提供超 3000 万头仔猪数量，以及 2027 年计划仅家庭农场部分出栏量增长至 1700 万头的规划目标推算，我们预计公司 2025/2026/2027 年出栏量有望分别达到 1100 万头、1500 万头和 1800 万头。

2) 黄鸡业务：

黄鸡价格：当前在产父母代存栏量已处于近五年来的低位区间，其当前存栏量介于 2022 年与 2023 年水平之间，预示着年内黄鸡市场供给量仍然处于底部震荡的特点，因此价格

变动的核心看需求变化情况。随着去年和今年多项促销费的政策逐步落地，我们预计今年的消费情况环比去年有所好转。2026 年由于猪价下跌，因此黄鸡消费需求的替代效应弱，预计价格会相比今年下跌，弱价格下可能带来在产父母代去化，2027 年价格有望相比 2026 年回升。

出栏量：基于公司充足的核心种群可提供约 1.47 亿只鸡苗年产能，我们预计 2025/2026/2027 年公司黄鸡出栏量有望达到 1 亿只、1.1 亿只和 1.2 亿只。

3) 辅助业务：

预计辅助板块未来主要的收入贡献来自于屠宰业务，但前期因产能利用率很难打满，因此预计 2025-2027 年仍然维持一定亏损。

综上，我们预计 2025-2027 年，公司实现收入 250.1/367.6/410.1 亿元，同增 11%/47%/12%，预计实现归母净利润 30.1/92.5/99.5 亿元。

表 4：公司业务拆分

| 业务分拆 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入（亿元） | 224.6 | 250.1 | 367.6 | 410.1 |
| yoy（%） | 37% | 11% | 47% | 12% |
| 经营成本（亿元） | 175.4 | 198.7 | 248.1 | 280.2 |
| yoy（%） | 9% | 13% | 25% | 13% |
| 毛利（亿元） | 49.3 | 51.4 | 119.5 | 129.9 |
| 毛利率（%） | 22% | 21% | 33% | 32% |
| 归母净利润（亿元，公允价值调整前） | 33.0 | 30.1 | 92.5 | 99.5 |
| 生猪 | | | | |
| 出栏量（万头） | 878 | 1100 | 1500 | 1800 |
| yoy（%） | 24% | 25% | 36% | 20% |
| 销售收入（亿元） | 187 | 200 | 307 | 343 |
| yoy（%） | 50% | 7% | 54% | 12% |
| 经营成本（亿元） | 140 | 154 | 198 | 224 |
| yoy（%） | 13% | 10% | 29% | 13% |
| 毛利（亿元） | 47 | 46 | 108 | 119 |
| 毛利率（%） | 25% | 23% | 35% | 35% |
| 家禽业务 | | | | |
| 销售收入（亿元） | 32.9 | 32.0 | 38.9 | 41.0 |
| yoy（%） | -1% | -3% | 22% | 5% |
| 经营成本（亿元） | 27.3 | 29.1 | 31.2 | 33.9 |
| yoy（%） | -14% | 7% | 7% | 9% |
| 毛利（亿元） | 5.6 | 2.9 | 7.8 | 7.1 |
| 毛利率（%） | 17% | 9% | 20% | 17% |
| 辅助业务分拆 | | | | |
| 销售收入（亿元） | 9.16 | 18.32 | 21.98 | 26.38 |
| yoy（%） | 62% | 100% | 20% | 20% |
| 经营成本（亿元） | 7.79 | 15.57 | 18.69 | 22.42 |
| yoy（%） | 54% | 100% | 20% | 20% |
| 毛利（亿元） | 1.37 | 2.75 | 3.30 | 3.96 |
| 毛利率（%） | 15% | 15% | 15% | 15% |

资料来源：wind，天风证券研究所

估值分析

从生猪行业估值体系解构，当前板块呈现显著分化特征。以 25 年预测出栏量为基准，主要上市猪企头均市值中枢分布在 1000-2000 元/头区间，从 2025 年头均市值看，其中牧原股份、德康农牧、巨星股份等 2000-3000 元/头；温氏股份、新希望、华统股份、天康生物等位于 1000-2000 元/头；唐人神、天邦食品低于 1000 元/头；估值处在历史相对底部区间（数据截至 7 月 3 日）。

公司凭借超强的成本管理能力和成本领先水平，预计公司拉平周期头均盈利有望达到约 300 元/头，考虑其成长性及成本领先水平，给予 10 倍 PE 估值，对应合理头均市值应为 3000 元/头，按 2025 年 1100 万头出栏量测算，仅生猪养殖业务即支撑 330 亿元市值，给予公司估值根基。目前生猪养殖板块供给压力大，后续猪价或易跌难涨，叠加政策指引持续深化，产能有望出现去化，新周期逻辑强化，参考 A 股生猪公司周期景气头均市值，公司头均市值有望达到 5000-10000 元/头，对应市值有望超 550 亿元，股价空间 80%+，对应股价超 140 元人民币，按 7 月 4 日汇率换算，折合 154 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：主要生猪养殖公司头均市值情况对比

| 公司 | 总市值 (亿元) | 出栏情况 (万头) | | | | 头均市值 (元/头) | 历史头均市值区间 |
|------|-------------|-----------|------|-------|------|------------|------------|
| | | 2024E | 同比增速 | 2025E | 同比增速 | 2025E | |
| 牧原股份 | 2,370 | 7000 | 12% | 8500 | 19% | 2,788 | 2300-12000 |
| 温氏股份 | 1,158 | 3000 | 15% | 3500 | 16% | 1,879 | 1600-9000 |
| 新希望 | 428 | 1600 | -7% | 1800 | 9% | 1,268 | 900-11000 |
| 德康农牧 | 337 | 870 | 24% | 1100 | 25% | 2,791 | — |
| 天邦食品 | 67 | 600 | -16% | 710 | 18% | 939 | 700-7000 |
| 唐人神 | 69 | 420 | 17% | 525 | 21% | 932 | 700-8000 |
| 新五丰 | 78 | 450 | 33% | 500 | 18% | 1,264 | 700-9000 |
| 大北农 | 175 | 350 | 6% | 380 | 8% | 1,196 | — |
| 天康生物 | 86 | 300 | 7% | 370 | 22% | 1,232 | 750-9000 |
| 巨星农牧 | 110 | 280 | 3% | 400 | 46% | 2,004 | 1300-9000 |
| 华统股份 | 84 | 270 | 5% | 310 | 28% | 1,754 | 1000-12000 |
| 神农集团 | 169 | 230 | 49% | 330 | 45% | 4,659 | 3700-22000 |
| 京基智农 | 84 | 250 | 16% | 250 | 16% | 2,770 | 2000-14000 |
| 傲农生物 | 96 | 210 | -64% | 250 | 19% | 3,832 | — |
| 金新农 | 31 | 120 | 14% | 130 | 8% | 1,615 | 1300-11000 |

资料来源：wind，天风证券研究所

7. 风险提示

- 1、猪价不达预期：猪价受供需格局的影响，对公司的盈利起到重要作用，若行业产能去化不达预期，猪价或低于预期，从而导致公司利润不达预期。
- 2、公司出栏不达预期：出栏量不及预期。若因疫情变化、国家政策变化或价格变动等因素的影响，导致公司养殖扩张节奏发生变化，从而导致公司未来的生猪出栏量不达预期，公司未来的高成长性或将受到影响。
- 3、成本下降不达预期：公司养殖成本下降趋势虽然随着产能利用率的提升、生产经营指标提升而下降，但在饲用原材料价格上涨背景下，成本有可能下降不及预期。
- 4、跨市场可比公司风险提示：选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定估值体系差异风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|---------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |