

德康农牧(02419)

报告日期: 2026年05月14日

## 周期破局者，养殖新标杆

### ——德康农牧深度报告

#### 投资要点

❑ **德康农牧II系种猪（E系与Z系）性能表现卓越，为降本增效、二号家庭农场模式持续落地见效奠定坚实基础，同时公司通过高经济效益、专业培训与文化认同创新并构建二号家庭养殖模式的核心壁垒，结合数字化养殖与屠宰端产业链延伸，在行业微利常态化背景下盈利韧性突出，中长期高质量发展可期。**

❑ **生猪：育种铸核，智养提效，周期破局**

2026年生猪供给压力下猪价预计维持低位区间波动，行业竞争核心聚焦成本管控。德康农牧生猪业务优势显著，核心竞争力贯穿育种、模式、科技全链条，以“链主”之力推动生猪业务高质量发展。2025年6月PSY达27、料肉比控制在约2.6，2026年3月生猪养殖完全成本降至11.9元/kg以下，成本与效率优势凸显，2025年H1头均毛利416元，在行业微利常态化下仍有望实现超额盈利。

**1) 育种端**，公司拥有2家国家生猪核心育种场，德康Z系母猪窝均总产仔数超过17头；E系终端父本与市场主流DLY配套系相比，单头肉猪增收超100元、饲养日龄减少12天、料肉比降低0.1，核心种猪生长性能指标全国第一，为降本增效与二号家庭农场养殖模式奠定坚实基础。**2) 模式端**，创新“公司+家庭农场”模式实现轻资产快速扩张，二号家庭农场的“代养母猪及育肥一体化”模式，既降低公司资本开支，又通过高头均代养费提升农户粘性。**3) 科技端**，AI智慧养殖逐步落地，推动核心养殖指标持续优化。**4) 产业链一体化**：与德国通内斯集团合作布局高端屠宰加工，2025年屠宰量同比+93%，后续精深加工车间投产将进一步打开增长空间。

❑ **黄羽肉鸡：育种+品牌双轮驱动，从周期博弈到价值成长**

2025年市场先抑后扬，散户加速出清而头部企业逆势扩产，繁育端存栏出现收缩，叠加餐饮消费复苏与政策提振，2026年行业价格有望温和修复。德康农牧黄羽鸡市占率位居全国第三，主打高端品种，未来随着消费端温和复苏、品牌建设加强，有望维持稳健发展。

❑ **盈利预测与估值**

公司育种优势突出，生猪业务依托降本增效与创新养殖模式，在行业微利、反内卷政策趋严下仍有望实现超额盈利；黄羽肉鸡业务有望随行业温和复苏，凭高端差异化定位与品牌建设，实现稳健发展。我们预计公司2026-2028年营业收入分别为261.05、310.77、338.22亿元，同比增速为12.72%、19.04%、8.84%，归母净利润分别为16.38、36.61、45.42亿元，同比增速为14.30%、123.50%、24.06%，对应PE分别为13、6、5倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

❑ **风险提示**

动物疫病风险，生猪价格大幅波动风险，饲料原料价格波动风险，数据口径与历史可比性处理风险。

#### 财务摘要

单位/百万	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	23159	26105	31077	33822
(+/-) (%)	3.10%	12.72%	19.04%	8.84%
归母净利润	1433	1638	3661	4542
(+/-) (%)	-65.06%	14.30%	123.50%	24.06%
每股收益(元)	3.69	4.21	9.42	11.68
P/E	16.59	12.91	5.78	4.66

资料来源：浙商证券研究所

#### 投资评级：买入(首次)

分析师：钟凯锋

执业证书号：S1230524050002

zhongkaifeng@stocke.com.cn

分析师：张心怡

执业证书号：S1230524020002

zhangxinyi@stocke.com.cn

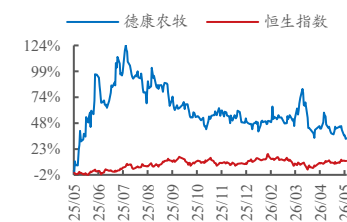
研究助理：胡文舟

huwenzhou@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	HK\$62.30
总市值(百万港元)	24,007.74
总股本(百万股)	385.36

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 正文目录

<b>1 生猪及黄羽鸡养殖龙头，打造特色养殖之路</b>	<b>5</b>
1.1 猪鸡双轮驱动，构建全产业链特色发展	5
1.2 股权结构集中，管理层精益赋能	6
1.3 营收稳步增长，内生动能增强周期波动下的盈利韧性	7
<b>2 生猪：周期价值与成长并行，成本为王</b>	<b>9</b>
2.1 猪周期演变新特征：长度缩短、弹性收窄、低波运行	9
2.2 行业新常态：低波趋稳，成本为王	12
<b>3 黄羽鸡：景气有望回升，从周期博弈到价值成长</b>	<b>13</b>
3.1 周期温和修复可期	13
<b>4 育种筑基，模式创新，成长可期</b>	<b>14</b>
4.1 生猪养殖地位持续巩固，积极纵向一体化延伸	14
4.1.1 掌握生猪育种核心技术，打造坚实护城河	14
4.1.2 创新养殖模式，快速切入第一梯队	16
4.1.3 AI赋能生猪养殖，科技引领降本增效	20
4.1.4 降本增效持续推进，微利+反内卷下竞争优势凸显	21
4.1.5 进军下游食品屠宰，开拓新增长曲线	23
4.2 黄羽鸡打造差异化优势，市占率快速提升	24
4.2.1 自主育种筑牢技术壁垒	24
4.2.2 家庭农场体系为核心，养殖小区辅助技术升级	25
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>26</b>
5.1 盈利预测	26
5.2 相对估值	27
<b>6 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 德康农牧发展历程.....	5
图 2: 德康农牧产业布局.....	6
图 3: 德康特色发展模式.....	6
图 4: 德康农牧股权结构图 (截止日期: 2026 年 3 月 28 日) .....	6
图 5: 2018-2025 年公司营收及增速.....	7
图 6: 2018-2025 年公司各业务收入占比.....	7
图 7: 2018-2025 年公司归母净利润 (亿元) .....	8
图 8: 2018-2025H1 公司生物资产公允价值变动损益及增速.....	8
图 9: 2018-2025 年公司毛利率和净利率.....	8
图 10: 2018-2025 年公司费用率.....	8
图 11: 2018-2025 年公司现金流.....	9
图 12: 2018-2025 年公司资产负债率.....	9
图 13: 猪周期复盘.....	10
图 14: 产业链融合型生猪养殖模式.....	10
图 15: 能繁母猪存栏 (万头) .....	12
图 16: 仔猪与生猪价格.....	12
图 17: 生猪定点屠宰企业屠宰量 (万头) .....	12
图 18: 饲料销量同比变化 (%) .....	12
图 19: 商品代毛鸡销售价走势.....	13
图 20: 在产祖代种鸡存栏量.....	13
图 21: 在产父母代种鸡存栏量.....	13
图 22: 2025 年我国餐饮收入 (亿元) .....	13
图 23: 德康农牧繁育体系结构.....	15
图 24: 德康 E 系性能提升明显 .....	15
图 25: 德康农牧家庭农场养殖模式.....	17
图 26: 德康农牧家庭农场合作流程.....	17
图 27: 德康农牧生猪养殖模式收入占比.....	18
图 28: 2020-2025 年德康农牧商品猪出栏量及增速.....	18
图 29: 头均固定资产对比 (元/头) .....	18
图 30: 德康农牧“百村百万”宜宾实训基地 .....	19
图 31: 代养模式头均代养费对比 (元/头) .....	19
图 32: 一号家庭农场 (外环) 与二号家庭农场 (内环) 协议维系时长 .....	19
图 33: 德康农牧 AI 养猪设备——健康卫士 .....	20
图 34: 德康农牧 AI 养猪系统.....	20
图 35: 2023-2025H1 生猪头均毛利对比 (元/头) .....	22
图 36: 公司食品加工业务流程.....	24
图 37: 德康农牧家禽育种流程.....	25
图 38: 黄羽鸡养殖企业商品肉鸡平均售价 (元/公斤) .....	25
图 39: 德康农牧家禽主要养殖模式收入占比.....	26
表 1: 猪周期涨幅与产能去化幅度复盘.....	11
表 2: 国内生猪主流育种体系对比.....	16

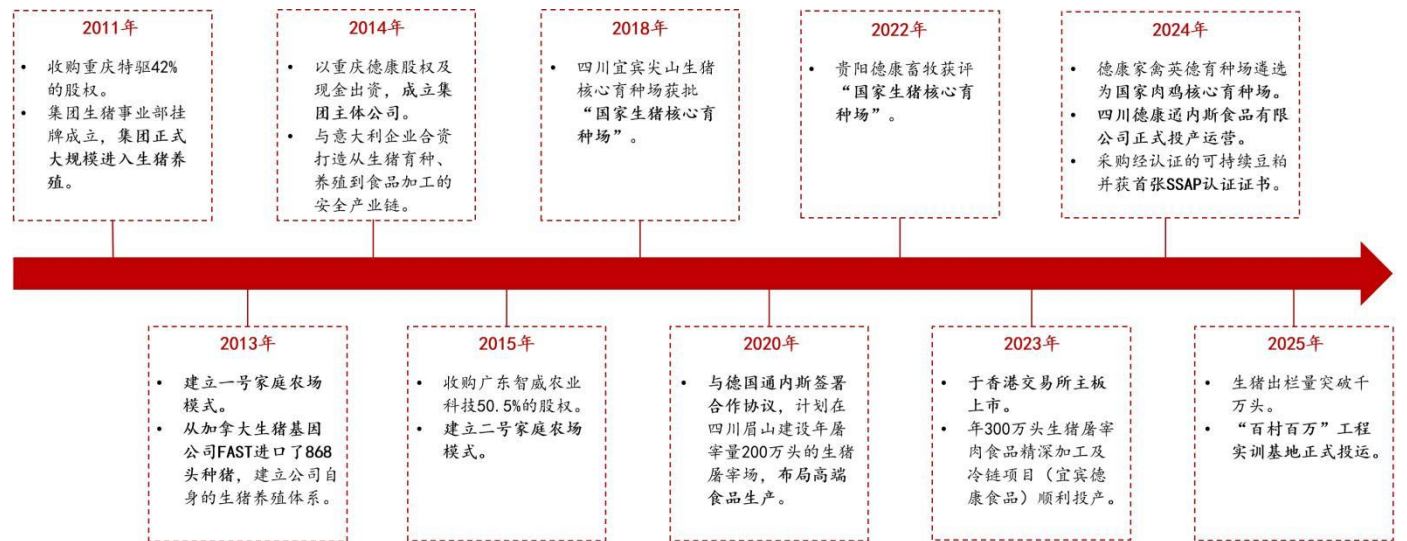
表 3: 行业规模养猪主要养殖模式对比.....	17
表 4: 德康农牧 AI 养猪核心及体系.....	21
表 5: 主要上市猪企 PSY 对比.....	21
表 6: 主要上市猪企料肉比对比.....	22
表 7: 主要上市猪企生猪养殖完全成本对比 (元/kg) .....	23
表 8: 德康农牧家禽主要品牌特点.....	24
表 9: 德康农牧收入预测拆分.....	27
表 10: 可比公司估值.....	27
表附录: 三大报表预测值.....	29

# 1 生猪及黄羽鸡养殖龙头，打造特色养殖之路

## 1.1 猪鸡双轮驱动，构建全产业链特色发展

德康农牧于 2023 年 12 月 6 日在香港交易所主板正式上市。公司坚持“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，通过三个分部开展其业务：生猪分部从事销售商品肉猪、种猪、商品仔猪及公猪精液。家禽分部从事销售黄羽肉鸡、鸡苗及鸡蛋。辅助产品分部从事销售原料、鲜肉及其他。

图1：德康农牧发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，中国猪业，浙商证券研究所

目前，德康农牧拥有 2 家农业产业化国家重点龙头企业，旗下 160 余家企业遍布于全国 14 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，当前位居中国生猪规模化养殖企业复合年增长率排名第一名，生猪销量全国第六名，黄羽鸡销量全国第三名。

**1) 德康特色发展模式：**公司锚定“县域经济”，通过全新的种、养殖一体化模式，以“公司+家庭农场”模式，通过引进德康的遗传育种、疾病防控、动物营养、生产管理技术，并结合农户养殖的实际进行创新性的落地应用，带动了一批高效、生态的智慧养殖、产业扶贫示范典型。

**2) 探索“世界餐桌”发展之路：**公司以国际化布局践行“健康食品”愿景，搭建起“从农场直抵餐桌”的全产业链，始终以高起点、高标准推进产业建设——通过与德国通内斯集团等知名肉食品企业深度协作，在产业体系搭建与科研创新领域强强联合，目标是打造兼具“欧盟标准品质与地方特色属性”的高端食品体系。2023 年，德康在四川宜宾、眉山的两个屠宰项目已开始投产；同时遵循“建一个、成一个”的务实思路，稳步推进全国布局。

**3) 积极实践 AI 养殖：**公司持续深化 AIOT 智慧养殖应用，将 AI 与物联网技术嵌入养殖生产管理、疫病监测、生物安全、设备管控等环节，其 AI 智慧养殖项目更取得关键突破：德康智养云平台落地应用，配套的“计算机视觉图像识别数据采集法”获国家发明专利，

目前已在川、渝、苏等多省市推广使用。这项技术既在疫病防控、生物安全、数据采集等方面表现亮眼，更显著提升了产业整体效能。

图2：德康农牧产业布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图3：德康特色发展模式

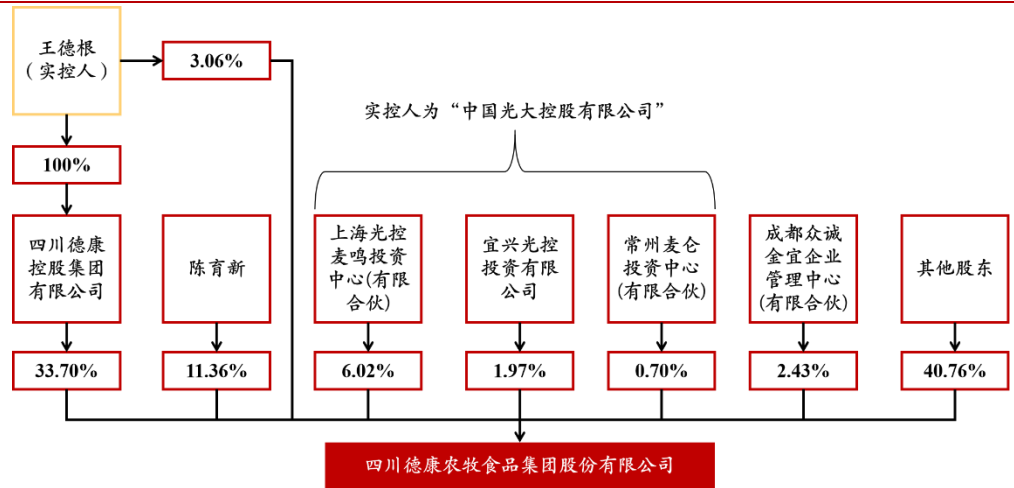


资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

### 1.2 股权结构集中，管理层精益赋能

公司创始人兼实控人为王德根先生，分别通过直接和间接持股合计达 36.76%。第二大股东为陈育新，曾担任新希望六和股份有限公司董事，持股比例 11.36%。中国光大控股有限公司为实际第三大股东，通过旗下三家子公司合计持股 8.69%。

图4：德康农牧股权结构图（截止日期：2026年3月28日）



资料来源：iFind，浙商证券研究所

公司拥有经验丰富的专业化核心高管团队。创始人、实控人、执行董事王德根先生曾担任中国畜牧业协会猪业分会会长、中国肉类协会副会长。执行董事及总裁姚海龙先生曾在重庆通威饲料有限公司担任附属公司片区主任、市场部经理助理，后在多个农牧及食品公司担任高管，于 2011 年加入德康农牧。

### 1.3 营收稳步增长，内生动能增强周期波动下的盈利韧性

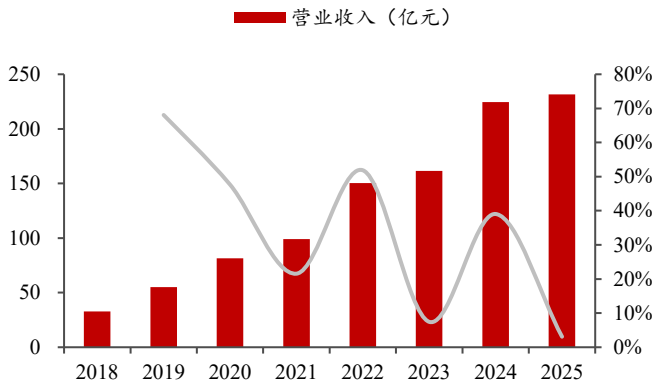
公司营收稳步增长，生猪业务占比持续提升。2018年至2025年，公司营收从32.82亿元增长至231.59亿元，CAGR达32.20%。收入增长主要受益于生猪及黄羽鸡出栏量高增。收入结构方面，公司生猪业务收入占比持续提升，从2018年的43.64%稳步上升至2025年的81.21%。

2025年全年公司生猪销量1082.8万头，同比增长23.34%，其中商品肉猪销量约1022.44万头，同比增长19.66%，商品仔猪销量约59.25万头，同比增长175.66%；公司育种端优势为产能释放奠定坚实基础，创新养殖模式助力中长期良性成长。

2025年全年公司黄羽肉鸡销量8813.69万羽，同比上涨0.02%；公司通过多维举措协同优化，板块经营逐季改善，四季度实现盈利兑现，有效对冲前三季度亏损，全年亏损幅度显著收窄，经营韧性凸显。

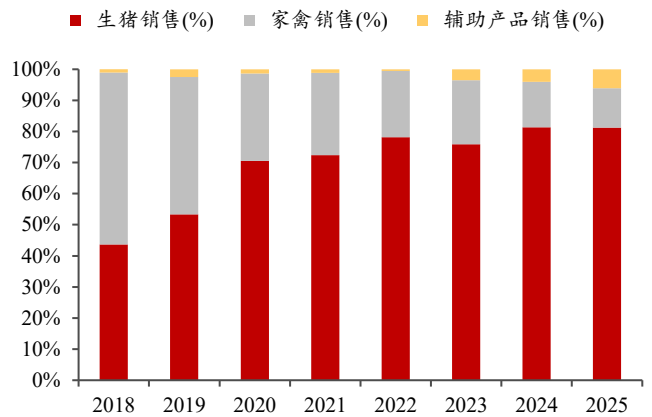
公司辅助产品板块收入占比连续三年提升，2025年该板块实现收入14.2亿元，同比增长55.25%，主要系屠宰业务增长所驱动。2025年公司实现屠宰量84.4万头，同比增长93%。

图5：2018-2025年公司营收及增速



资料来源：iFind，浙商证券研究所（注：2024年起为按中国会计准则调整后数值）

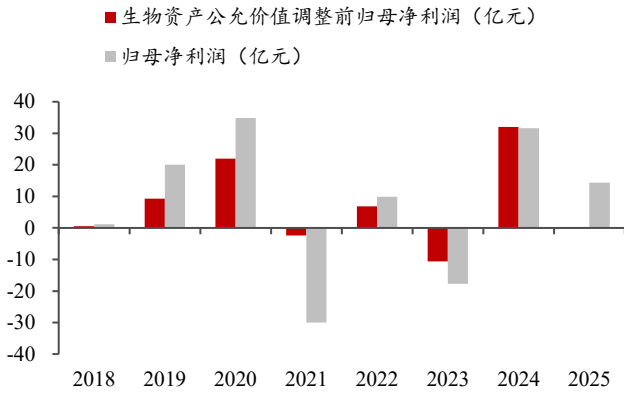
图6：2018-2025年公司各业务收入占比



资料来源：iFind，浙商证券研究所

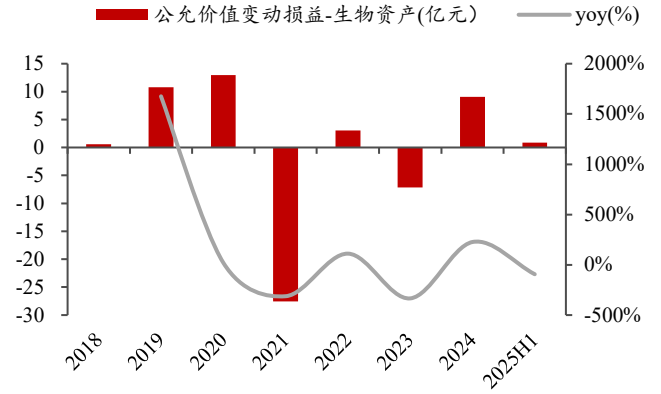
公司归母净利润受畜禽行业周期影响显著，呈现较强周期性波动特征。2021年及2023年出现亏损，主要受行业周期下行拖累；2024年受益于生猪价格回升与养殖成本优化，业绩实现大幅扭亏为盈。除畜禽售价波动外，生物资产公允价值随周期变动亦对利润形成较大扰动，剔除该因素后盈利波动性明显下降。2025年猪价持续低迷的行业环境下，公司仍实现归母净利润14.33亿元，主要得益于养殖完全成本的精细化管控（归母净利润同比变化幅度较大主要系公司自2025年度起由原来采用的国际财务报告准则变更为中国企业会计准则，在生物资产计量方面有一定准则差异）。当前生猪行业竞争日趋激烈，公司依托育种技术、养殖管理与疫病防控体系的协同发力，持续夯实成本优势，盈利韧性与抗周期能力有望进一步增强。

图7: 2018-2025 年公司归母净利润 (亿元)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所 (注: 2024 年起归母净利润为按中国会计准则调整后数值)

图8: 2018-2025H1 公司生物资产公允价值变动损益及增速

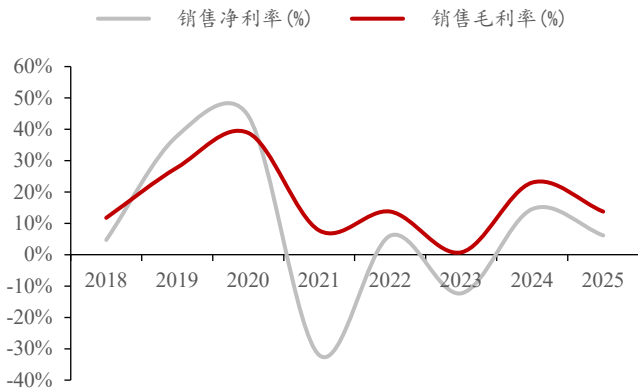


资料来源: iFind, 浙商证券研究所

**利润率方面**, 同样受畜禽周期波动影响, 且净利率受生物资产公允价值变动影响波动更大。2021、2023 年受畜禽市场价格下行影响, 公司毛利率、净利率均处于低位; 2024 年伴随行业周期回暖, 盈利水平逐步回升。2025 年上半年, 依托新式家庭农场布局持续扩张、生产管理效率与核心生产指标稳步优化, 叠加饲料及饲料原材料价格下行的外部利好, 公司生产成本较 2024 年上半年大幅压降, 推动整体毛利率实现显著提升, 由 2024 年上半年的 12.4% 增至 17.4%。但受 2025 年下半年起生猪价格大幅走弱影响, 公司 2025 年全年净利率与毛利率分别下降至 6.14% 与 13.74%。

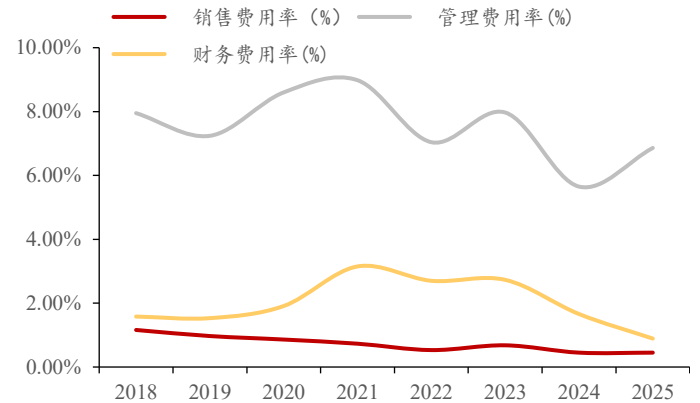
**期间费用方面**, 三费总体呈降低趋势。在管理端, 公司持续推行费用精细化管控专项行动, 实施预算刚性约束, 实现非生产性成本的系统性压降。2025 年, 公司销售费用率维持在 0.45%, 与 2024 年基本持平, 销售费用受销售人员薪酬增加影响同比小幅上升 1.9%。管理费用率自 2021 年 8.98% 的高位呈震荡下行趋势, 2025 年受管理人员薪酬增加、保险费用随规模增长影响同比上升 1.21pcts 至 6.86%。财务费用率由 2021 年的 3.15% 逐步下降至 2025 年的 0.89%, 主要受益于银行借款利率下调、贷款规模缩减, 以及存款规模增加带来的利息收入提升。

图9: 2018-2025 年公司毛利率和净利率



资料来源: iFind, 浙商证券研究所 (注: 2024 年起为按中国会计准则调整后数值)

图10: 2018-2025 年公司费用率

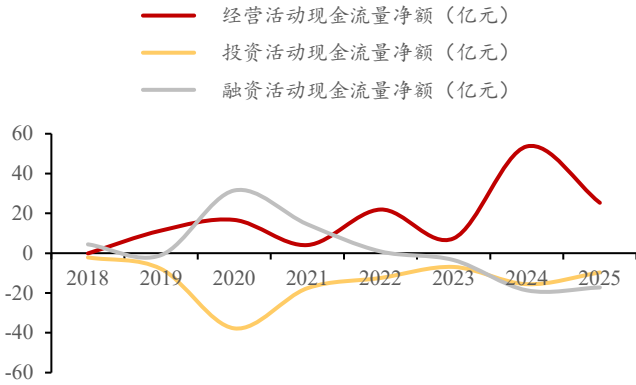


资料来源: iFind, 浙商证券研究所 (注: 2024 年起为按中国会计准则调整后数值)

**现金流层面**，公司经营活动现金流净额自 2018 年起呈波动上行态势，2024 年创阶段性高点后，受畜禽行业周期下行、经营端承压影响有所回落。2018-2025 年投资现金流始终为负，且阶段性放大，主要系公司“扩大新式家庭农场、提升生猪饲养规模”的战略。2023 年经营现金流改善后融资需求边际降。2025 年融资现金流维持负值，则反映“贷款减少、财务成本下降”的运营调整。

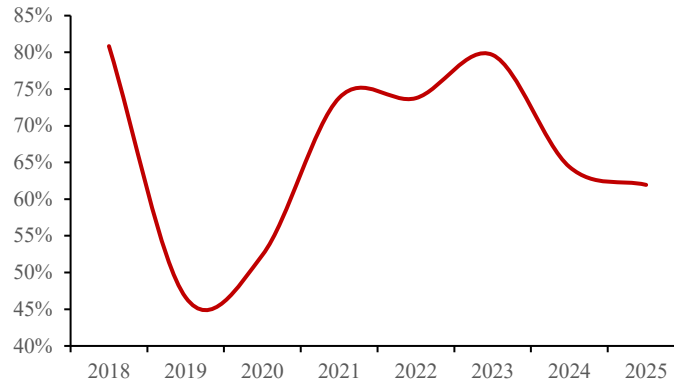
**公司资本结构持续优化**。资产负债率较 2023 年高点连续下降，2025 年进一步降至 61.94%，持续优化资产负债结构。

图11: 2018-2025 年公司现金流



资料来源: iFind, 浙商证券研究所

图12: 2018-2025 年公司资产负债率



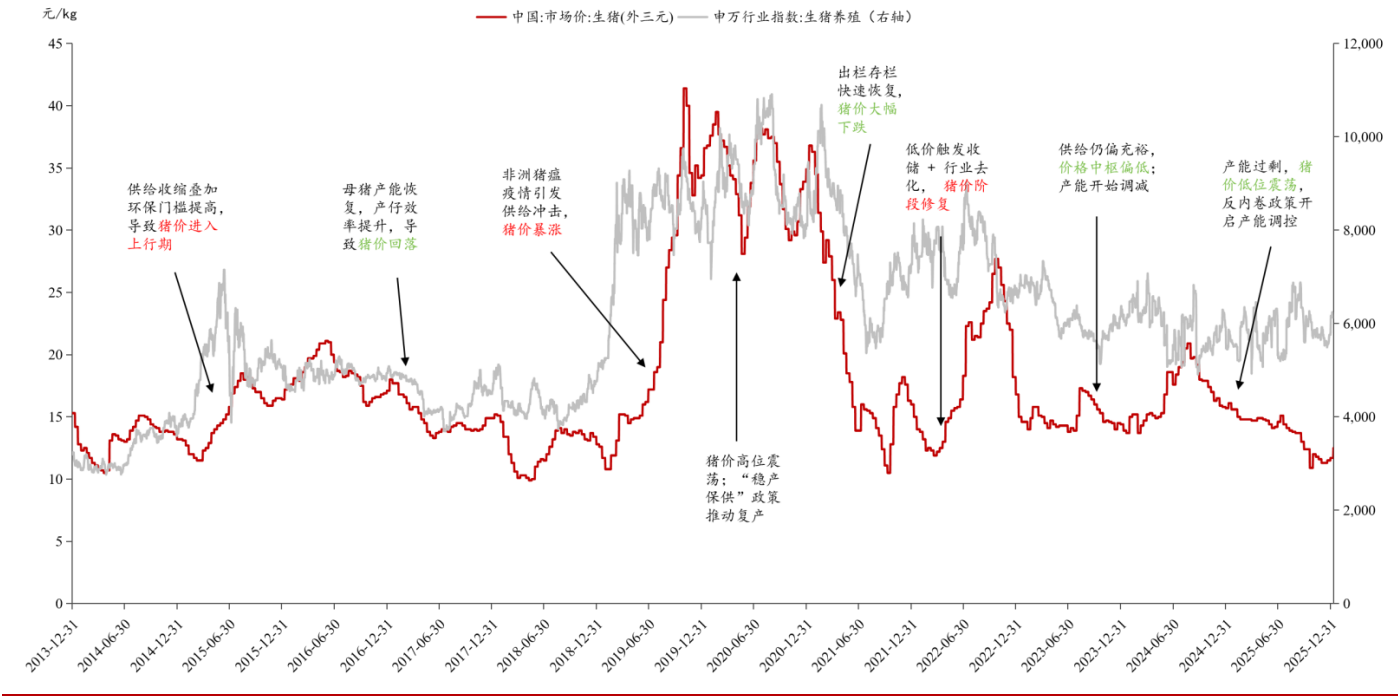
资料来源: iFind, 浙商证券研究所 (注: 2024 年起为按中国会计准则调整后数值)

## 2 生猪: 周期价值与成长并行, 成本为王

### 2.1 猪周期演变新特征: 长度缩短、弹性收窄、低波运行

从生产层面而言, 受时滞性与分散性影响, 生猪的供给呈现波动状态, 受生产流程、生产周期和生产效率影响。自 2014 年起, 我国猪价已历经四轮周期, 自 2024 年 1 月开始的第四轮猪周期呈现出与前几轮不同的特点。该轮周期上行阶段仅维持约 7 个月, 随后价格快速回落。相较于前几轮周期, 本轮价格波动幅度减小、上行弹性减弱、周期长度缩短、季节性规律弱化。

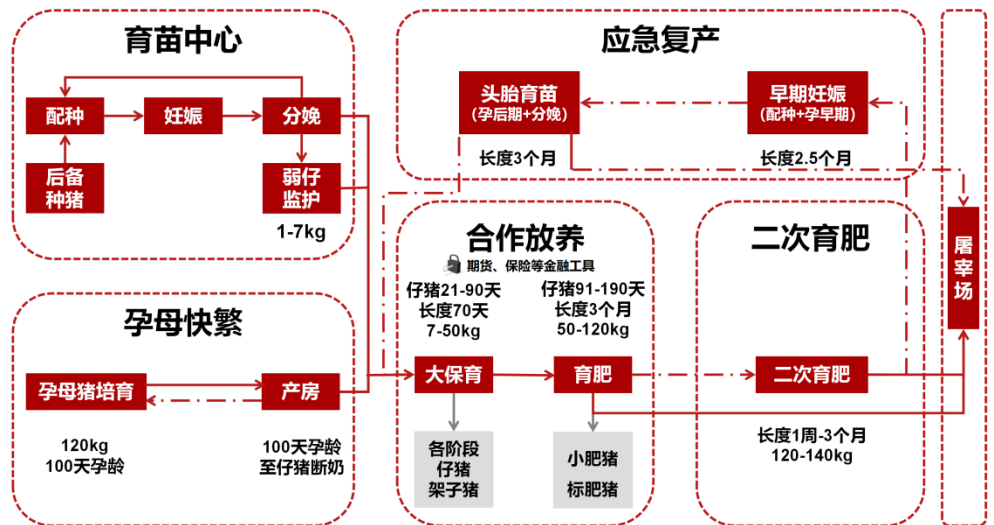
图13: 猪周期复盘



资料来源: wind, 人民日报, 农业农村部, 中国经济网, 国家统计局, 发改委, 商务部, 浙商证券研究所

**专业育肥提速, 产业链优化驱动周期缩短。**专业育肥模式通过外购 7-50kg 仔猪或小标猪, 跳过传统能繁母猪配种、妊娠、分娩及仔猪哺乳断奶环节, 无需 10 个月甚至 21 个月全链条繁育周期, 直接进入保育与育肥环节, 将补栏至出栏周期压缩至 3-6 个月。同时, 分段养殖将育肥拆解为大保育、育肥、二次育肥等独立环节, 配合二次育肥可灵活延长 1-3 个月上市节奏, 使养殖主体快速响应市场价格波动。市场供应缺口时, 专业育肥场可通过外购仔猪或应急复产机制快速补栏, 无需依赖自有母猪扩繁, 大幅缩短产能调整时滞, 实现生猪养殖周期灵活调控与高效运转。

图14: 产业链融合型生猪养殖模式



资料来源: 猪业科学 (2024), 浙商证券研究所

**中国猪企规模化加速重构行业定价逻辑，推动猪周期从大起大落转向窄幅波动。**规模化企业通过资金韧性、产能调控和产业分工重塑，平滑供需波动，抑制价格剧烈起伏，行业由“散户主导、周期剧烈”向“龙头主导、波动收敛”转变。周期下行时，头部企业依托融资与利润储备对冲亏损，避免产能过度去化，稳定供应，防止价格暴跌；周期上行时，企业优先修复资产负债表而非激进扩产，抑制供应激增，避免价格暴涨。同时，企业采用分段饲养、二次育肥等策略，缩短生猪周转周期，快速响应市场，减少供需错配；闲置猪场提供复产缓冲，降低突发需求下供应缺口风险，实现产能冗余调节。

**产能去化呈现“慢但持续”的特征，其进程受政策主导与市场韧性双重影响。**一方面，反内卷政策倒逼行业被动调整，推动能繁母猪存栏量持续缓步下行；另一方面，在规模化程度不断提升的背景下，规模企业虽有一定主动去产能意愿，但受经营韧性与资金储备支撑，普遍表现为去产能动力不足，整体仍以被动、渐进的产能优化为主。展望未来，行业竞争或将进入以“成本控制能力”为核心的高质量发展阶段。

表1: 猪周期涨幅与产能去化幅度复盘

周期	上行起点时间	上行结束时间	去化幅度	猪价涨幅
2014-2016年	2014年4月	2016年6月	19.76%	102.87%
2017-2021年	2019年2月	2019年11月	26.92%	262.01%
2021-2023年	2021年10月	2022年10月	-0.71%	162.71%
2024-2025年	2024年1月	2024年8月	0.76%	58.78%

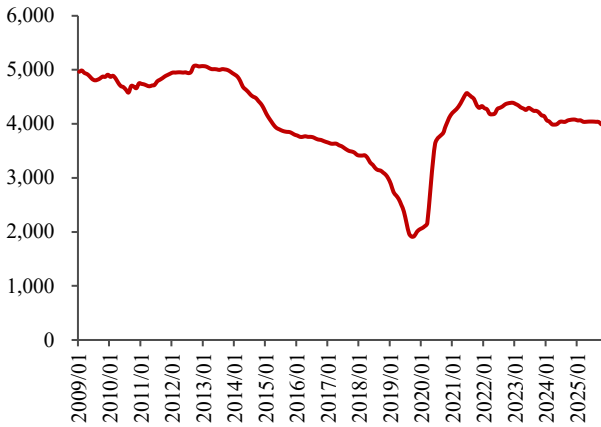
资料来源：中国农业农村信息网、国务院新闻办网站、浙商证券研究所

**政策助力+聪明产能，构筑周期低波稳态。**本轮猪周期持续低波运行，主要由两方面因素驱动：

**(1) 政策引导产业高质量发展。**2025年5月起，生猪行业“反内卷”政策密集出台，推动高质量发展、加速落后产能出清。政策倡导调减能繁母猪存栏、控制二次育肥规模、合理降低出栏体重，释放积极信号，引导行业理性发展，降低二育投机与无效扩张带来的周期扰动。

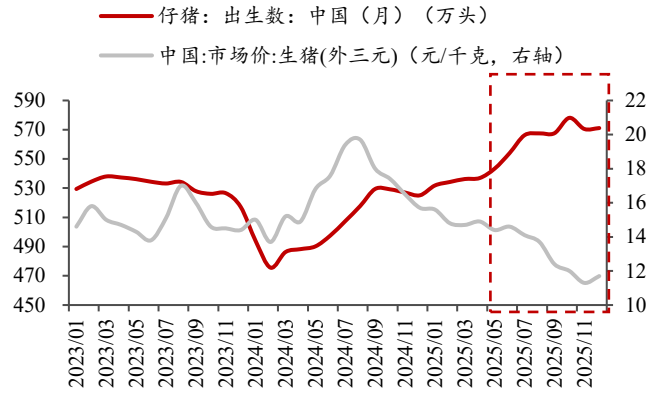
**(2) “聪明产能”主动平滑波动。**“聪明产能”即养殖主体行为“逆羊群效应化”，在母猪补栏、仔猪调运、二次育肥等环节采取“抢跑式”“反向式”操作：猪价下行时新生仔猪量维持高位甚至增加，上行时不追涨扩张。该模式摒弃追涨杀跌，基于多维预判跨周期布局，起到“削峰填谷”作用，收窄价格波动。当前规模化主体占比提升、散户经验积累，持续扩大“聪明产能”占比，推动市场进入低波动阶段。

图15: 能繁母猪存栏(万头)



资料来源: 农业农村部, 浙商证券研究所

图16: 仔猪与生猪价格



资料来源: Wind, 钢联数据, 浙商证券研究所

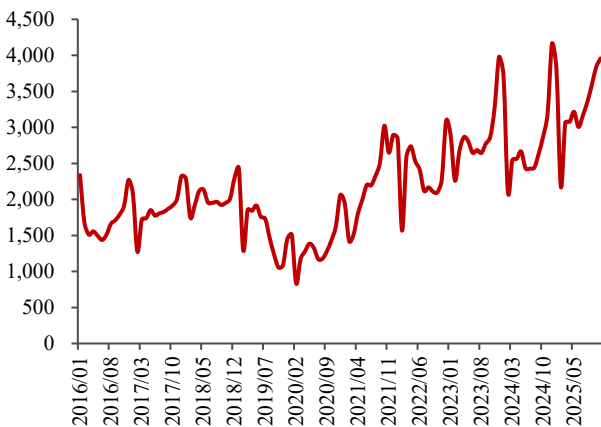
因此总体而言, 当前猪周期已步入“弹性削减、成本为王”的新阶段, 叠加政策驱动, 产能去化, 长期而言仍有较大增长空间。

## 2.2 行业新常态: 低波趋稳, 成本为王

2026 年猪价仍将受供给持续压制, 预计维持低位, 从饲料销量同比数据来看, 2024 年 9 月生猪饲料销量同比一度跌至-30%以下, 而随着行业补栏与存栏回升, 2025 年 2 月后生猪饲料销量同比持续回升至 20%以上, 2025 年 7 月后同比增速虽有波动但始终维持在 0%以上, 饲料需求维持高位, 叠加同期屠宰量等大样本指标表现, 反映出 2025 年以来生猪存栏充裕仍是压制价格的核心矛盾。与此同时, 前期能繁母猪存栏增长与养殖效率提升形成的产能惯性, 仍将在 2026 年上半年持续释放供给增量。在供给持续充裕的背景下, 2026 年生猪价格预计整体承压, 维持低位区间运行。供需结构呈现“涨跌两难”的僵持状态, 推动价格波动进一步收窄, 形成“低价趋稳”的市场特征。

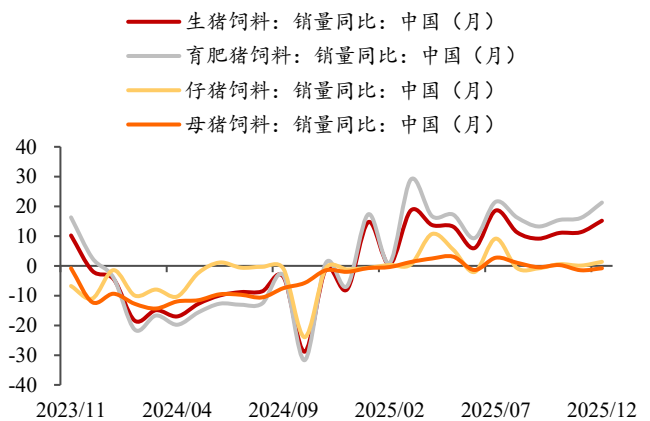
猪企成本管控重要性进一步凸显。在猪价低位平稳、行业利润微常态化的背景下, 企业盈利水平将高度依赖成本控制能力。成本管控能力成为企业构建竞争力的核心, 这不仅体现在饲料原料成本管理上, 更取决于养殖效率、管理精度与资金韧性。行业将持续洗牌, 成本处于劣势的养殖主体逐步退出, 推动集中度与整体运营效率提升。

图17: 生猪定点屠宰企业屠宰量(万头)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图18: 饲料销量同比变化(%)



资料来源: 钢联, 浙商证券研究所

### 3 黄羽鸡：景气有望回升，从周期博弈到价值成长

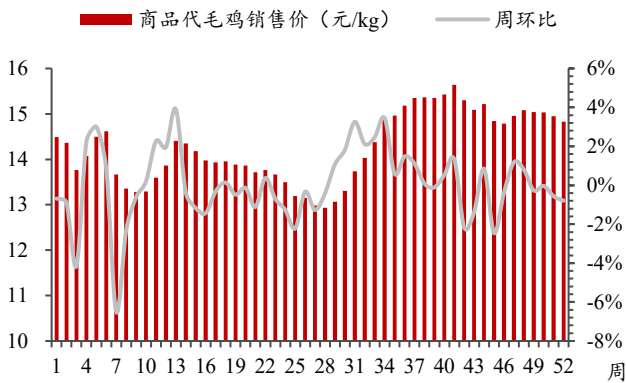
#### 3.1 周期温和修复可期

2025年黄羽肉鸡市场呈现“冰与火”交织的剧烈波动。7月价格触及11.8元/公斤年内低点，头部企业6月销售均价跌至10.29元/公斤，行业陷入全员亏损；8月价格单月环比涨超20%实现反转，单只盈利3-4元。行业格局加速分化，散户受亏损与合规门槛挤压加速出清，温氏股份、立华股份等头部企业逆势扩产，CR5升至58%，“公司+农户”成为主流模式，规模化占比超80%。

繁育端出现收缩信号，供给去化进一步推动黄羽肉鸡行情修复。2025年第52周黄羽肉鸡在产祖代种鸡存栏量为149.5万羽，较8月份高点160.3万羽下滑6.7%，黄羽肉鸡在产父母代种鸡存栏量为1285.1万羽，较6月份高点1401.6万羽下滑8.3%。

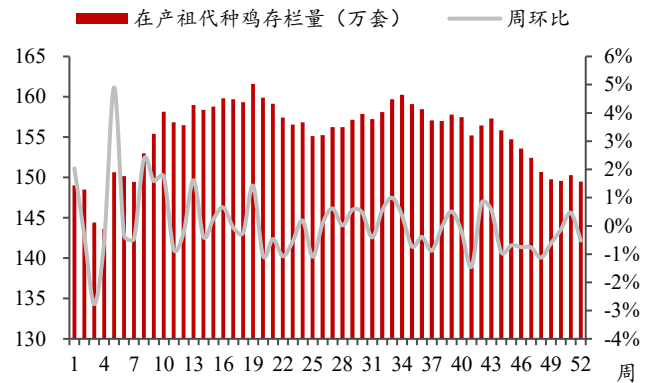
餐饮与服务消费温和修复叠加政策加力，需求端有望温和复苏。国家统计局披露，2025年全年社会消费品零售总额为50.1万亿，其中餐饮收入5.8万亿元，同比+3.2%，第四季度涨幅明显。同年4月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，明确提出通过增收减负提升消费能力，大力提振消费，全方位扩大内需。预计随着消费端温和复苏、中式烹饪和餐饮鲜销等消费场景逐步回暖，黄羽肉鸡价格仍有望上行。

图19：商品代毛鸡销售价走势



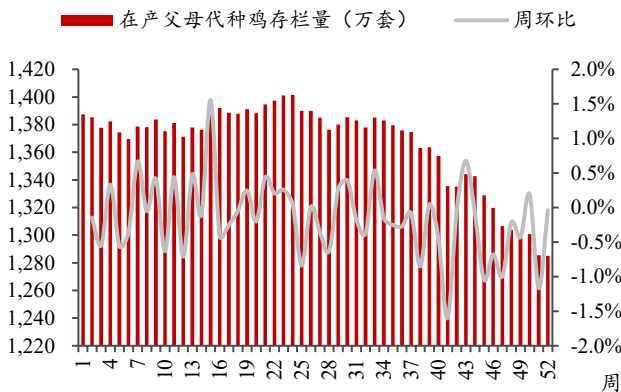
资料来源：中国畜牧业协会、浙商证券研究所

图20：在产祖代种鸡存栏量



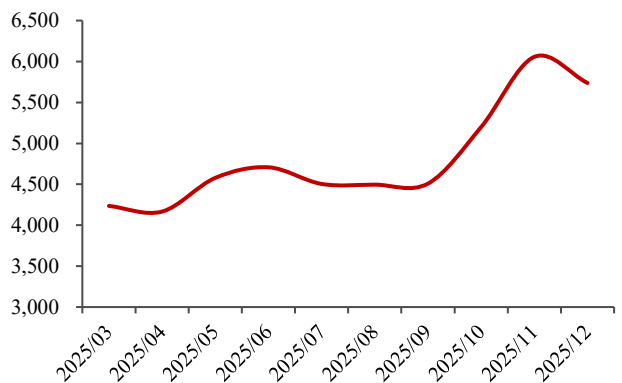
资料来源：中国畜牧业协会、浙商证券研究所

图21：在产父母代种鸡存栏量



资料来源：中国畜牧业协会、浙商证券研究所

图22：2025年我国餐饮收入（亿元）



资料来源：iFinD、浙商证券研究所

黄羽肉鸡行业正式迈入从周期博弈向价值成长的转型新阶段。前期产能去化与消费升级将支撑价格温和修复，头部企业推进全国化布局与全产业链延伸，聚焦冰鲜加工、品牌建设及品质提升。同时，动物疫病、政策合规、消费复苏不及预期等风险仍需警惕，而环保、生物安全与食品安全管控趋严，将进一步夯实规模化龙头的长期壁垒。

## 4 育种筑基，模式创新，成长可期

### 4.1 生猪养殖地位持续巩固，积极纵向一体化延伸

#### 4.1.1 掌握生猪育种核心技术，打造坚实护城河

经过十余年深耕，德康已跻身国内育种领域第一梯队，种猪生产性能持续提升。当前生猪养殖行业进入深度竞争、养殖成本持续突破阶段，种源优势价值凸显，种猪质量决定养殖效率上限，种猪资源性能则决定生猪产业提升空间。德康将育种视为系统性工程，核心竞争力体现在优质种质资源的持续迭代能力，通过健康管理、营养方案、养殖模式全链条协同，打造适配国内养殖条件、生产水平与消费需求的自主育种体系。

**(1) 优质种源为底盘：**2013年，公司从加拿大生猪基因公司 FAST 引进纯种猪，组建了第一个核心育种群。其育种技术打破了“引种—维持—退化—再引种”的恶性循环规律。2015年开始，公司重点增强繁殖性能，兼顾改良生长速度。在历经2018年非洲猪瘟后，公司于次年调整育种方向，更关注抗逆性、高效的繁殖性能（活仔数等）、高效的生长性能（FCR）以及屠宰肉质性能，选育多肋基因等方面。

2020年，德康从 Topigs Norsvin 核心种猪场引进 500 头 II 系优质种猪资源（含 E 系和 Z 系），有了长得快、料比低、抗病强的遗传改良素材，基于集团杂交模式建立的繁育体系，在核心育种研发团队的持续攻关下，德康 Z 系母猪窝均总产仔数超过 17 头，E 系公猪在 30-100 公斤的关键阶段，饲料转化率平均为 1.92，日增重超过 1200 克，与当前市场主流的 DLY 配套系相比，单头肉猪可增收超 100 元，饲养日龄减少 12 天，料肉比降低 0.1。该配套系通过公司生产供给体系，帮助养殖户及合作伙伴实现生猪养殖的良种化升级，可使每头母猪年增收 2000 元以上。

2025 年又从丹麦引进 1080 头优质种猪并在清镇新建种猪选育场，最终形成成熟完善的生猪育种体系。

**(2) 育种技术为驱动：**德康从 BLUP 育种升级至全基因组选择，始终紧跟技术前沿，2015 年上线自主育种指数，2019 年将全基因组技术应用于核心种群，2020 年实现全品种覆盖，2026 年自主研发的生猪智能育种平台“德育云”在公司内部全面投入运行。

**(3) 数据积累为支撑：**德康坚持标准化种猪性能测定、选留与更新，严控核心群管理，长期推进规范育种计划，每年新增基因组测定约 20000 头、性能测定约 6 万条，位居全国前列。

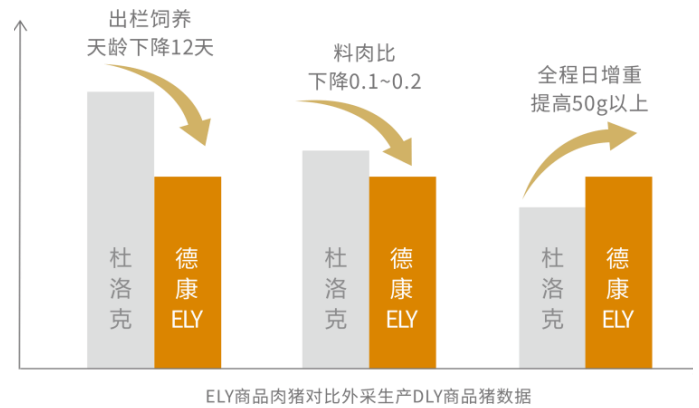
**(4) 全产业链配套为“动态校准器”：**通过养殖端、屠宰端、市场端数据实时互通，动态校准育种方向，确保种猪契合生产端需求、响应消费端变化，实现育种底盘扎实、技术领先、方向精准。

图23: 德康农牧繁育体系结构



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

图24: 德康 E 系性能提升明显



资料来源: 德康头条, 浙商证券研究所

**生猪育种资源助力提产增利, 种猪性能行业领先。**截至 2025 年底德康农牧拥有 2 家国家生猪核心育种场, 与牧原股份和温氏股份并列第一, 核心种猪群规模在 2024 年末达到约 14,941 头, 核心育种场增至 11 家, 充足且优质的核心及扩繁种猪规模可支撑年出栏超 3000 万头生猪的产业体系, 为公司长期成长奠定坚实产能基础。公司种猪不仅性能行业领先, 还具备较强定向改良可塑性, 可适配国内养殖环境与消费需求, 为下游养殖、屠宰业务提供核心支撑。其中, 国家生猪核心育种场大白(约克)的生长性能指标排名全国第一, 公猪达 120kg 日龄为 155.22 天, 母猪达 120kg 日龄为 162.48 天, 分别比全国的国家核心场平均 120kg 日龄少 21 天和 18 天。

表2: 国内生猪主流育种体系对比

杂交模式	代表企业	核心原理	优点	缺点
德康 ELY 配套系	德康农牧	以自主培育的德康 II 系中性能突出的 E 系为终端父本, 与市场主流的 LY 二元母猪进行杂交	经济效益高、生长性能好、抗病能力强且复原更快, 对比外采的 DLY 商品猪: > 出栏快 12 天; > 料肉比下降 0.1~0.2 > 全程日增重提高 50 克以上 > 生长性能均衡, 料肉比 2.45~2.65, 比二元猪低 0.3~0.5, 瘦肉率 65%~68%; > 数量多、繁殖快, 出栏较本地猪快 45 天; > 免疫闭环, 减少生物安全风险 > 种猪完全自供, 降低引种成本与疫病风险 > 繁育结构简化, 管理效率高 > 成本优势显著, 料肉比接近三元猪	研发与维护成本高  > 二元母猪需持续采购, 成本高且有疫病风险; > 骨骼发育较差易出现肢蹄病, 仔猪死亡率较高; > 后代不可留种, 三元猪性能分离严重
DLY (杜长大) 三元杂交	新希望 正邦科技 天康生物	长白公猪×大白母猪→二元母猪, 再与杜洛克公猪杂交→三元商品猪	性能优势明显: > 饲料转化率 2.12, 100kg 背膘厚 11.00mm > 生长速度快, 30~100kg 日增重 1004g	> 二元母猪需持续采购, 成本高且有疫病风险; > 骨骼发育较差易出现肢蹄病, 仔猪死亡率较高; > 后代不可留种, 三元猪性能分离严重  > 后代性能低于顶尖三元猪; > 封闭体系若管理不善存在近交衰退或遗传进展落后的风险
牧原轮回二元育种体系	牧原股份	大白、长白品系轮回杂交, 核心群选留公猪直接配种, 后代可作种猪/商品猪	> 父母代猪繁殖性能强 > 商品代猪性能较强, 相较于 DLY 猪平均日增重高 22g 左右	> 研发投入大, 需长期联合育种、全基因组检测, 资金投入高 > 管理复杂度高, 双模式需分开管控, 精细化管理要求高 > 完全依赖专利授权 > 饲养管理要求较高、难以扩大规模 > 料肉比较高, 相较 DLY 高 0.25 左右
温氏五元杂交	温氏股份	通过 5 个专门化品系的定向选育与精准杂交组合, 最大化叠加各品系优势。	> 肉质优势突出, 高端市场溢价 > 抗逆性强、繁殖能力强	> 生长效率偏低, 料肉比高, 瘦肉率低 > 市场容量有限, 高端消费群体规模小 > 育种难度高, 地方品种遗传不稳定, 后代性状分离明显
PIC 五元配套系杂交	神农集团、巨星农牧等 PIC 中国合资企业	5-7 个专门化品系定向杂交。		
特色黑猪/地方品种杂交	广西奇昌猪业 壹号土猪	地方品种与外来品种杂交, 保留肉质优势, 改良不足。		

资料来源: 各公司官网、公司公告, 新猪网, 种猪网, 猪业科学, 知网, 华南农业大学学报, 中国猪业, 一亩田, 饲料信息网, 新猪派, 浙商证券研究所

#### 4.1.2 创新养殖模式, 快速切入第一梯队

公司创新“公司+家庭农场”养殖模式, 奠定轻资产快速扩张基础。当前生猪养殖行业的核心模式可分为自繁自养、公司+农户(可细分为公司+普通代养、公司+深度代养两种模式)、轻资产委托代养、种养结合四类, 而德康农牧采用的是一种创新的“公司+农户”模式, 创新主要体现在两方面: 一是将代养环节从育肥扩展到母猪养殖, 创造了“代养母猪及育肥一体化”模式; 二是通过智能化、标准化赋能, 大幅提升了家庭农场的生产效率。这种模式比传统代养资产更轻、合作关系更稳定。

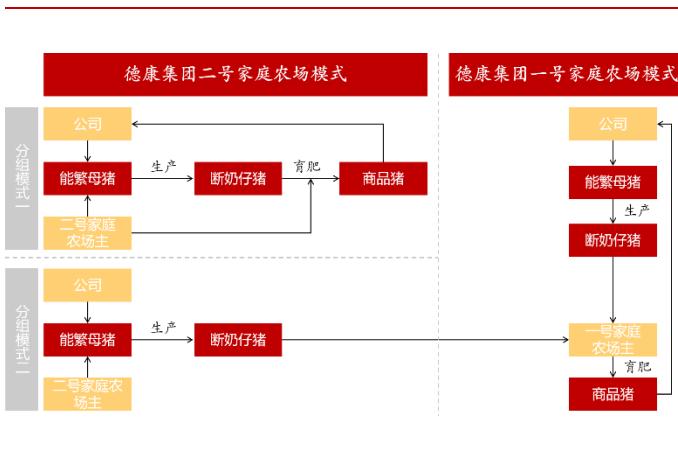
表3: 行业规模养猪主要养殖模式对比

养殖模式	自繁自养	公司+普通代养	公司+深度代养
代表企业	牧原股份	温氏股份、德康一号家庭农场	德康二号家庭农场
资产类型	重资产		轻资产
扩张速度	慢		快
优势	生物安全严密; 成本控制力极强, 标准化程度高。		扩张速度快; 资金占用少; 带动农民致富; 政策支持度高
劣势	资本开支巨大; 折旧压力大; 扩张受现金流限制。	防疫体系较薄弱; 代养户质量参差不齐	代养户质量有所提高但仍需淘汰筛选
成本控制	成本控制力极强		委托代养费周期变动
管理难度	高		中高

资料来源: 嘉世咨询, 浙商证券研究所整理

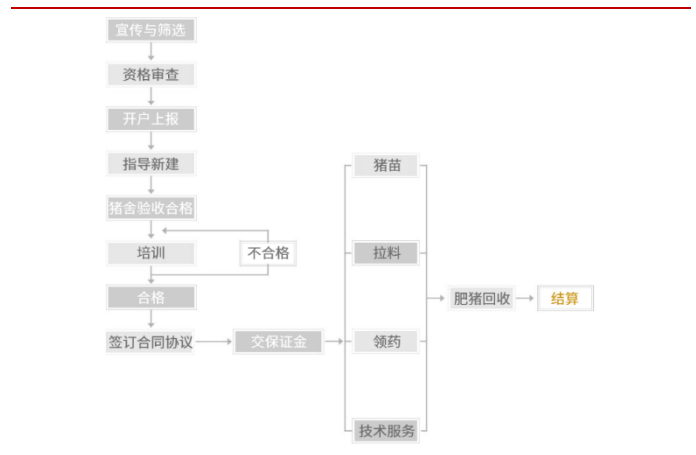
德康农牧生猪养殖模式包括三种: (1) 二号家庭农场模式 (2) 一号家庭农场模式 (3) 自营农场模式。截至 2023 年 5 月 31 日, 德康农牧二号家庭农场销售收入占生猪总收入比例为 15.2%, 而一号家庭农场则为 69.0%, 自营农场为 15.8%。

图25: 德康农牧家庭农场养殖模式



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所整理

图26: 德康农牧家庭农场合作流程



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

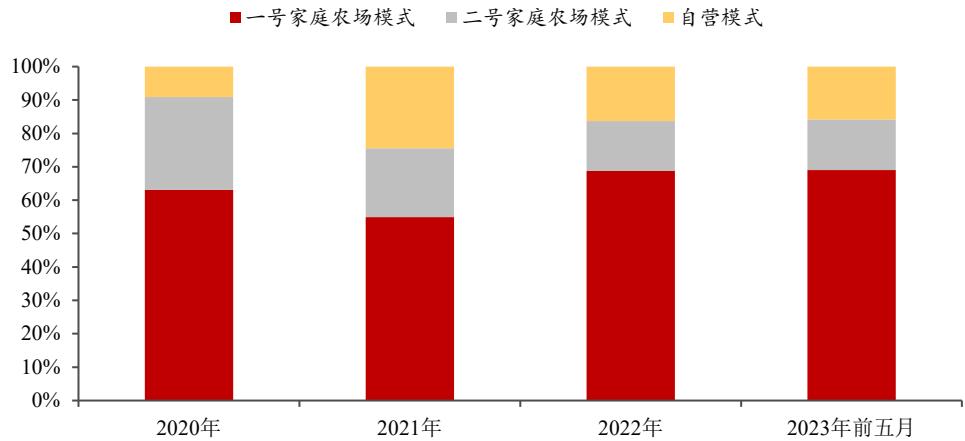
**(1) 二号家庭农场模式:** 在此模式下, 公司与农场主合作饲养能繁母猪, 并生产断奶仔猪 (在二号家庭农场或附近的一号家庭农场育肥)。二号家庭农场模式下运营两种分组模式:

第一种分组模式: 公司与农场主合作饲养母猪并生产仔猪, 再将仔猪培育至断奶及育肥阶段;

第二种分组模式: 公司与农场主合作饲养母猪并生产仔猪, 先将仔猪培育至断奶阶段, 再将断奶仔猪转运至一号家庭农场进行育肥。

**(2) 一号家庭农场模式:** 是指农场主育肥公司提供的断奶仔猪。此模式是德康农牧目前占比最高的养殖模式。在 2020 年、2021 年及 2022 年, 以及截至 2023 年 5 月 31 日的五个月期间, 该模式下生猪销售的收入分别为人民币 36.26 亿元、39.35 亿元、80.65 亿元、34.46 亿元, 对应占生猪销售总收入的比例为 63.1%、54.9%、68.7%、69.0%。

图27: 德康农牧生猪养殖模式收入占比



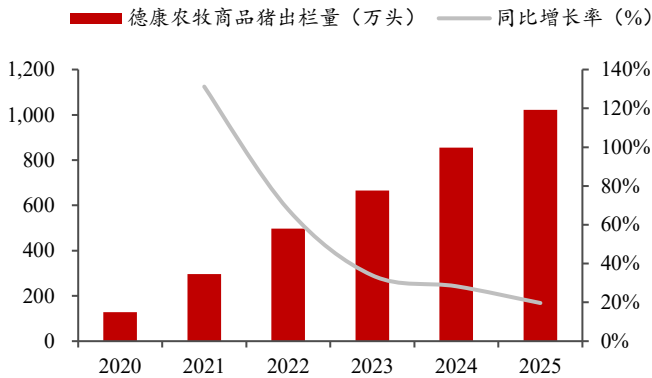
资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

### 首创二号家庭农场模式, 优势突出。

**(1) 生物安全和动物疾病防控:** 在二号家庭农场模式下, 公司仅需将母猪而非大批的断奶仔猪运送至家庭农场, 因此从母猪繁育仔猪再到育肥的生产周期均在家庭农场完成。通过分开饲养母猪及减少生猪流动与运输, 有利于开展动物疾病及生物安全防控。

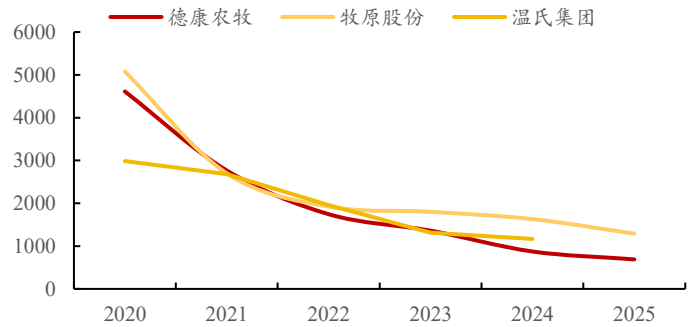
**(2) 轻资产扩张:** 在二号家庭农场模式下, 二元杂交母猪由家庭农场养护。此外, 公司无需承担与母猪育种及生育相关的土地、人工及水电等费用, 能够节省育种成本, 在相对短时间内实现扩产。

图28: 2020-2025年德康农牧商品猪出栏量及增速



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所整理

图29: 头均固定资产对比 (元/头)



资料来源: iFind, 公司公告, 浙商证券研究所整理

**(3) 联农带农、乡村振兴:** 从 2024 年起, 德康农牧在宜宾等地运用“千万工程”经验, 实施“百村百万”工程。于 2025 年底正式启用德康“百村百万”宜宾实训基地, 成为模式落地的重要支撑。基地聚焦生猪养殖, 以“三位一体”模式, 通过 90 天系统培训, 覆盖生猪养殖全环节 145 项技能及经营知识, 推动农户从经验养殖向标准化管理转型, 年培育新型农场主 300 余人。基地依托产教融合机制聚合优质资源, 构建“猪—肥—果/粮”种养循环模式, 破解环保难题, 为家庭农场绿色发展提供样板, 填补技术落地“最后一公里”, 筑牢产业人才根基, 为乡村振兴注入持久动能。

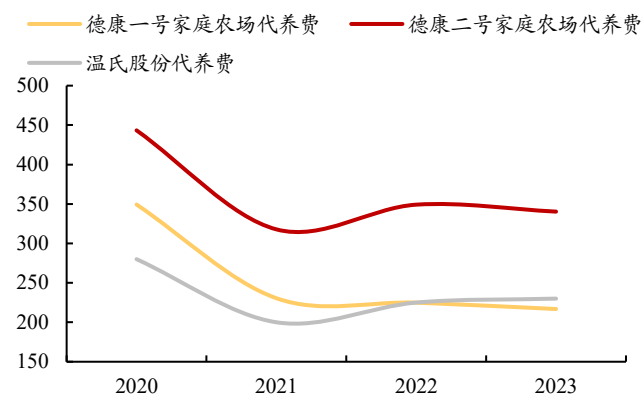
在二号家庭农场模式下，公司向农场主教授包括母猪扩繁技术在内的专业技术，使他们能够长期经营家庭农场。越来越多的村民在德康农牧的带动下实现增收。2025 上半年，公司该模式户均代养费达 80 万元，同比增长 15.5%，其头均代养费也显著高于一号家庭农场模式和其他的代养模式，有利于提升农户自主性和积极性，让这种共赢模式落地生根。

图30: 德康农牧“百村百万”宜宾实训基地



资料来源: 农民日报, 浙商证券研究所

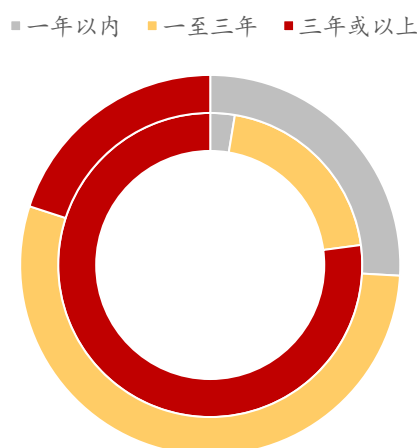
图31: 代养模式头均代养费对比(元/头)



资料来源: 公司招股书, 各公司公告, 浙商证券研究所整理

**(4) 准入门槛高、长期稳定合作:** 二号家庭农场养殖过程涉及母猪的繁育以及断奶仔猪的育肥, 因此需要农场主掌握较为复杂的育种技术。公司通常对二号家庭农场主进行严格的培训, 并通过农场合同与他们建立长期合作关系。因此, 公司与二号家庭农场的合作关系对竞争对手形成了技术和管理壁垒, 有利于公司与二号家庭农场建立长期稳定的合作关系。截至 2023 年 5 月 31 日, 公司与约 77.1% 的二号家庭农场主已建立三年或以上的合作关系。

图32: 一号家庭农场(外环)与二号家庭农场(内环)协议维系时长



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

需要指出的是, “二号家庭农场”模式的成功落地与持续推广, 并非仅仅依赖制度创新, 其底层支撑源于我们在上文中详述的公司育种优势。因为该模式需要农户自行饲养母猪并生产仔猪, 而农户参与意愿与合作稳定性的核心前提, 在于养殖环节能否实现稳定且可观的经济效益。只有像德康 E 系这样性能卓越、经济效益显著的种猪, 才能保证农户的养殖收益, 从而愿意投入资金、接受培训, 并与公司建立长期深度绑定。同时, 优质种猪

带来的生长性能稳定性与抗逆性，也降低了农户的养殖难度与风险，为模式推广筑牢基础。可以说，顶尖的种猪基因，是维系‘公司+深度代养’这一商业模式的“经济纽带”，为模式的规模化扩张与可持续发展提供了坚实支撑。

#### 4.1.3 AI 赋能生猪养殖，科技引领降本增效

德康农牧与阿里云强强联手，实现全面 AI 养殖。2018 年，德康农牧宣布与阿里云和四川特驱集团达成合作，将对 ET 大脑进行针对性训练与研发，最终全面实现 AI 养猪。ET 是阿里云研发的人工智能其特色在于基于强大的云计算和大数据处理能力。在前期的理论验证阶段，ET 大脑提升了母猪年生产能力 3 头，死淘率降低 3% 左右。

图33：德康农牧 AI 养猪设备——健康卫士



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所整理

图34：德康农牧 AI 养猪系统



资料来源：公司公众号，浙商证券研究所整理

2019 年起公司 AI 生猪养殖逐步落地转化，不仅释放了生猪养殖过程中数据管理的压力，确保数据采集的及时、准确，还能通过“人脸识别+人员定位+电子围栏”实现人员生物安全监控，实现 7×24 小时非瘟监控措施执行的智能化管理及预警。

表4: 德康农牧 AI 养猪核心及体系

体系名称	模块	功能
AID 猪个体认证机制 (核心)		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，采用时间、空间、ID 等多维数据定位并识别、区分个体。
护航专家	电子围栏 Checklists	细粒度管理人员行动路径和范围，差异化管理员工与访客、工种之间、疫情发生的人行为。ETP 智能养殖系统中重要任务引擎之一，AI 智能采集+移动端人工结合方式实现。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。
营养大师	环境管控 精准饲养	基于 AID、饲喂、背膘、体重、体况等数据，为每头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，增加其建仔数、断奶仔猪数。降低饲喂 10% 饲料、水浪费，优化成本 20%
健康卫士	异常监控 疾病智控	ETP 通过热像仪行走 AI 机器人，不间断循环抓取猪只体温、捕捉咳嗽异常叫声等声音，异常预警以获得及时发现并治疗。减少死亡、疫情发生。 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	数据经营 猪场管家	猪场关键数据实时移动端呈现，简单直观，并可自定义查询内容。 全域无空间限制现场管理，用手机可控制全场 AI 设备，将自己的关切内容和现场实时在线。

资料来源：公司公众号，浙商证券研究所

#### 4.1.4 降本增效持续推进，微利+反内卷下竞争优势凸显

公司养殖效率壁垒凸显。在育种优势奠基、养殖模式创新和智能化养殖的共同促进下，公司核心养殖指标持续优化。

PSY 方面，2025 年生猪养殖行业平均 PSY 仅为 24.5，而德康农牧截至 2025 年 6 月底 PSY 达 27，其中，二号农场 PSY 稳定在 27 以上，养殖效率处于行业领先水平。

表5: 主要上市猪企 PSY 对比

企业名称	PSY	时间
神农集团	29.5	2025 年
巨星农牧	29 以上	2025 年
立华股份	29	2025 年第二季度
唐人神	28.06	2025 年 11 月
牧原股份	28 左右	2026 年 1-2 月
天邦食品	28 左右	2025 年 4 月
京基智农	27.5	2025 年 9 月
天康生物	27	2025 年 10 月
德康农牧	27	2025 年上半年
大北农	26.5	2025 年 8 月
新希望	26.3	2025 年第三季度
温氏股份	26 左右	2025 年
东瑞股份	26 左右	2025 年第四季度
金新农	25 左右	2025 年上半年

资料来源：猪业进言，猪场动力网，wind，浙商证券研究所

料肉比方面，公司通过建立动态原材料库，用差异化饲料配方匹配生猪各生长阶段营养；母猪饲养通过动态数据调体况、控饲料，每头年耗减超 47 公斤，同时搭配全套饲料成

本控制体系，覆盖原料价值采购、高效酶、低蛋白/低玉米豆粕日粮等技术，原料涨价时可快速调配方控成本，目前豆粕用量已低于 3%，结合公司育种端的优势，截至 2025 年 6 月底料肉比已经控制在 2.6 左右。

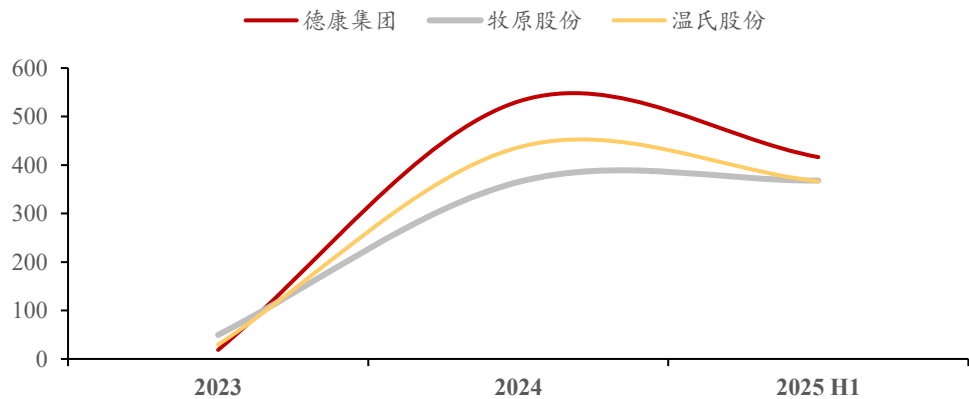
表6: 主要上市猪企料肉比对比

企业名称	料肉比	时间
神农集团	2.45—2.48	2025年9月
温氏股份	2.51	2025年第三季度
新希望	2.58	2025年第三季度
巨星农牧	2.5左右	2025年12月
德康农牧	2.6左右	2025年6月
正邦科技	2.6	2025年
牧原股份	2.64左右	2025年9月
天康生物	2.68	2025年3月

资料来源：猪业进言，猪场动力网，wind，浙商证券研究所

公司依托育种优势、价值链整合、智慧养殖及特色家庭养殖模式，在食品安全、疫病防控、环保治理、品质管控、规模化运营与成本管控等方面构建核心竞争力。2026年3月，公司生猪养殖完全成本降至11.9元/kg以内，2025年上半年实现生猪头均毛利416元，位居行业前列。在行业微利常态化、反内卷政策持续趋严背景下，公司有望通过持续降本增效构筑坚实价值壁垒。

图35: 2023-2025H1 生猪头均毛利对比 (元/头)



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

**表7: 主要上市猪企生猪养殖完全成本对比 (元/kg)**

企业名称	生猪养殖完全成本 (元/kg)	时间
牧原股份	11.6	2026年3月
立华股份	11.8	2026年一季度
德康农牧	11.9 以内	2026年3月
温氏股份	12	2026年2月
神农集团	12.1	2026年3月
新希望	12.3	2026年2月正常运营场线
天康生物	12.38	2025年12月
正邦科技	12.5	2025年11月
大北农	12.6	2025年10月
巨星农牧	12.7	2026年一季度
天邦食品	12.91	2026年2月
金新农	13.26	2025年10月
华统股份	13.3	2025年9月
京基智农	13.4	2025年1-9月
东瑞股份	13.93	2025年12月

资料来源: 猪场动力网, wind, 智通财经, 浙商证券研究所

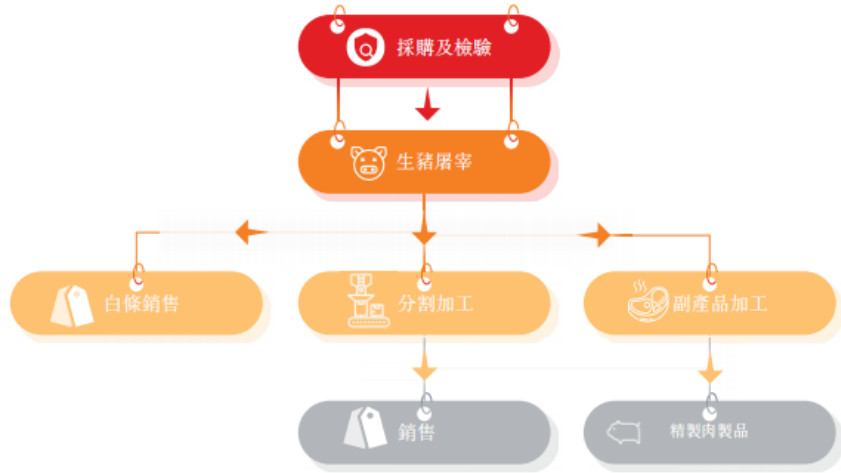
#### 4.1.5 进军下游食品屠宰, 开拓新增长曲线

公司养殖产业链纵向一体化延伸, 向高端食品生态圈建设者目标进发。2019年德康与全球领先的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, 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。此举致力于为全国提供符合欧盟食品标准、安全可追溯的高品质肉类食品。

其屠宰业务通过其子公司——四川德康通内斯食品有限公司和宜宾德康食品有限公司运行, 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。生产线每小时可屠宰450头生猪, 效率是传统方式的2倍以上, 智能化水平稳居全国前列。2025年, 公司屠宰生猪达84.4万头, 同比增长93%。

南溪区6万吨精深加工车间计划2026年3月投产。投产后将生产腌腊、卤制、预制菜等八大系列猪肉产品, 且与伊藤洋华堂、盒马生鲜等知名商户达成“订单式生产”模式合作, 实现“从农场到餐桌”的全产业链布局, 进一步丰富产品线, 提升产品附加值。随着生猪行业逐步转向深度竞争与高质量发展阶段, 生猪产业面临的核心矛盾已从生产端逐步转向消费端, 公司通过推动全产业链闭环, 有效提升生猪业务抗风险能力与附加值, 提升猪周期波动下公司业绩的韧性。

图36: 公司食品加工业务流程



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

## 4.2 黄羽鸡打造差异化优势, 市占率快速提升

### 4.2.1 自主育种筑牢技术壁垒

德康农牧家禽板块拥有自主品种矩阵, 能覆盖多元需求。公司家禽板块主要从事黄羽肉鸡的育种、扩繁、养殖及销售, 其中育种是其家禽业务的核心。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, 目前已拥有国家星火计划重点企业技术创新中心、农业农村部家禽育种重点实验室以及国家肉鸡核心育种场, 并在育种、养殖技术及管理等方面取得了多项专利。

目前公司已经形成了从慢速、中速到高速, 大众市场到高端市场的全覆盖布局。中国拥有超过 130 种的地方鸡品种资源, 然而, 其中不到 10% 的品种被商业化利用。为了满足市场需求, 公司构建了“动态保种体系”。一方面, 在贵州、四川、广东建立地方鸡种资源库, 活体保存胡须鸡、香粤麻鸡等核心种群; 另一方面, 通过“岭南黄鸡”配套体系, 将地方鸡风味基因导入商业化育种, 形成“保种-育种-推广”闭环。

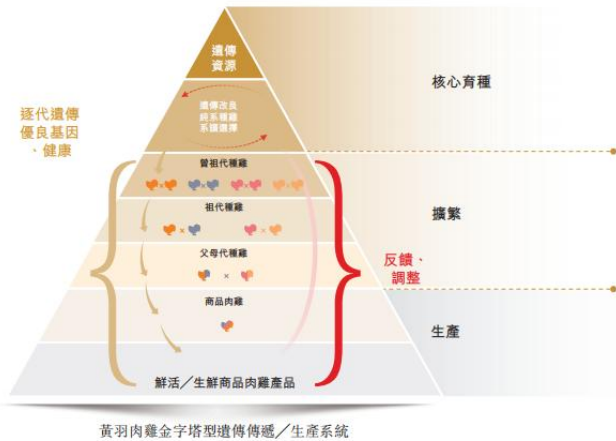
表8: 德康农牧家禽主要品牌特点

配套系	市场定位	出栏周期	核心优势	代表菜品
岭南黄系列	大众消费市场	60-90 天	节粮高效、生长快速	快餐、团膳、家庭烹饪
御品风胡须鸡	高端餐饮市场	150 天+	传统风味、生态散养	白切鸡、清蒸鸡、盐焗鸡
香粤麻/又新麻鸡	区域特色市场	70-85 天	肉味香浓、外观佳	红烧鸡、炖汤、点杀
德乡鸡	西南地方市场	80-90 天	耐粗饲、地方风味	火锅鸡、辣子鸡

资料来源: 公司公告, 四川农村日报社, 广东省农业科学院动物研究所, 德康头条, 浙商证券研究所

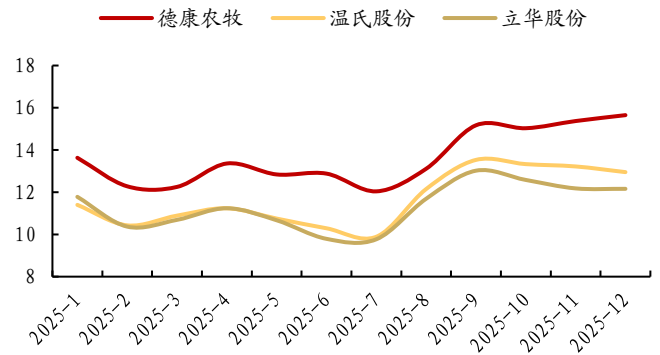
公司以“岭南黄”和“胡须鸡”等高端品种为主, 产品品质和风味优势明显, 能够实现高于行业平均水平的价格。2025 年 Q4 黄羽鸡销售均价约 15.33 元/千克, 较温氏股份(13.53 元/公斤)和立华股份(13.02 元/公斤)的同期均价分别高出 13.3% 和 17.8%。

图37: 德康农牧家禽育种流程



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所整理

图38: 黄羽鸡养殖企业商品肉鸡平均售价(元/公斤)



资料来源: iFind, 浙商证券研究所整理

**种源自主可控将成为黄羽鸡行业核心发力点。**德康农牧一直致力于家禽遗传育种的研究与创新,不断推出适应市场需求、具有竞争力的新品种。2024年,德康农牧联合广东省农业科学院动物科学研究所、广东智威农业科技股份有限公司推出的岭南黄鸡5号配套系喜获国家新品种证书。其突出特点是:

(1) **饲料消耗少、产蛋性能好。**由于父母代种鸡体型矮小,其全期料蛋比同类品种低4-10%,符合国家节粮增效、降碳减排的绿色农业发展要求;

(2) **生长速度快,品质优良。**商品代肉鸡则体型正常,长速快,抗病力强,性成熟早,肉质好,胸肌发达,是目前市场上中速麻黄品种中长速最快的,上市体重比同类品种重8-10%;

(3) **市场适应范围广,**既可适应脱温类、屠宰类、活鸡类等多种形式消费产品需求,又能满足华南地区60-70日龄上市的中等体型母鸡市场以及西南地区80日以上日龄上市的大体型公鸡市场需求。

以岭南黄鸡5号配套系为代表的黄羽、黄脚、黄皮公鸡已成为我国云贵川渝等西南区域超过50%市场份额的主导型品种,一改西南市场青脚公鸡独占市场的格局。

公司还针对不同生长阶段的种鸡采用差异化饲养方式,以最大化生产性能。使种鸡因滑液囊支原体引发的腿病群体发病率降低约42%,鸡群内部发病率降低约90%,单只种鸡平均用药成本减少约0.12元人民币。

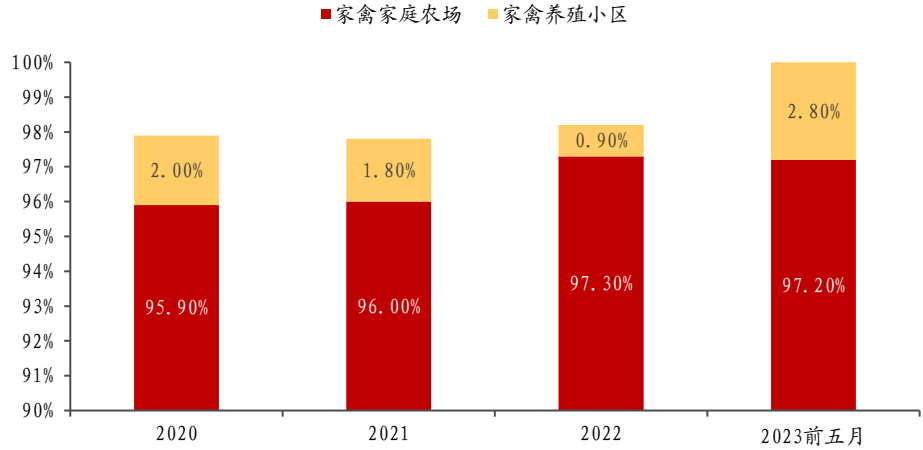
#### 4.2.2 家庭农场体系为核心,养殖小区辅助技术升级

对于商品肉鸡养殖,德康农牧主要采用家禽家庭农场模式和家禽养殖小区模式两种核心模式:

(1) **家禽家庭农场模式:**该模式由家庭农场提供土地与养殖设施,并按照公司的标准饲养黄羽肉鸡;公司负责提供鸡苗、饲料、药品及技术支持。在黄羽肉鸡回收并售后,与家庭农场结算代养费。公司的黄羽肉鸡主要通过家禽家庭农场模式饲养,这一模式有效降低了固定资产投入,让我们可以将资源集中于技术突破、产品研发及营养配方研究等核心工作。

**(2) 家禽养殖小区模式:** 该模式由公司自行建设养殖设施,并向农场主租赁土地与设施,由农场主负责饲养黄羽肉鸡。除养殖小区的产权归公司所有外,其余运作逻辑与家禽家庭农场模式完全一致。主要依托养殖小区开展新型生产流程管理的实验,在小区内测试新型环控与饲喂设备,并为家庭农场的设备升级提供经验与技术储备。

图39: 德康农牧家禽主要养殖模式收入占比



资料来源: 公司招股书, 浙商证券研究所

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键业务拆分与假设:

**1) 生猪销售业务:** 公司计划加密西南核心区域布局,同时向两广、江苏、华东、河南、东北等外围市场拓展;在稳步推进自营农场与一号家庭农场规模化扩张的基础上,将二号家庭农场模式作为重点发展方向,构建联农带农产业新生态。成本方面,在公司种猪效率提升、二号农场持续扩张、智能化养殖推进等因素的促进下,公司生猪养殖成本仍有进一步下降的空间。我们预计 2026-2028 年公司生猪养殖分别实现收入 205.95、245.38、264.92 亿元,同比分别+9.5%、+19.15%、+7.97%。

**2) 家禽销售业务:** 公司黄鸡业务整体保持稳健发展,预计在公司聚焦生猪主业发展的基础上,黄羽鸡出栏量稳中微调,成本端通过精细化管理、渠道拓展与产品结构优化实现持续下降,并有望受益于行业周期温和复苏而实现盈利改善。我们预计 2026-2028 年公司家禽销售业务分别实现收入 32.36、32.41、32.08 亿元,同比分别+10.46%、+0.14%、-1.03%。

**(3) 辅助产品业务:** 主要包括生猪屠宰及生鲜肉销售、饲料销售等,预计随着公司屠宰业务产能利用率持续提升,2026-2028 年公司辅助产品业务分别实现收入 22.75、32.98、41.23 亿元,同比分别+60.01%、+45.00%、+25.00%。

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 261.05、310.77、338.22 亿元,同比增速分别为 12.72%、19.04%、8.84%,归母净利润分别为 16.38、36.61、45.42 亿元,同比增速分别为 14.30%、123.50%、24.06%。

表9: 德康农牧收入预测拆分

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
生猪销售业务(百万元)	18271.56	18807.49	20594.50	24537.50	26492.30
yoy	49.10%	2.93%	9.50%	19.15%	7.97%
家禽销售业务(百万元)	3275.81	2929.96	3236.35	3240.97	3207.64
yoy	-1.72%	-10.56%	10.46%	0.14%	-1.03%
其他业务收入(百万元)	915.67	1421.47	2274.51	3298.04	4122.55
yoy	61.36%	55.24%	60.01%	45.00%	25.00%
营业收入(百万元)	22463.04	23158.92	26105.36	31076.51	33822.49
yoy	39.04%	3.10%	12.72%	19.04%	8.84%
营业成本(百万元)	17292.50	19976.50	22751.15	25088.70	26820.36
yoy	7.84%	15.52%	13.89%	10.27%	6.90%
毛利(百万元)	5170.54	3182.42	3354.21	5987.81	7002.13
yoy	4220.67%	-32.78%	-8.71%	78.52%	16.94%
毛利率	23.00%	13.70%	12.85%	19.27%	20.70%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 5.2 相对估值

公司专注于生猪及黄羽肉鸡的育种及养殖。拥有生猪、黄羽肉鸡育种、养殖以及饲料生产方面垂直一体化的产业链。我们选择温氏股份、牧原股份作为可比公司，两者 2026 年平均 PE 为 32 倍。德康农牧生猪及黄羽肉鸡育种端优势显著，其中生猪通过持续的降本增效，并通过创新养殖模式构建联农带农的产业新生态，在生猪微利、反内卷政策趋严的背景下仍有望实现超额盈利，而在黄羽肉鸡周期有望温和复苏的背景下，公司凭借高端差异化定位与品牌建设，有望实现销量稳步增长。我们认为公司估值中枢有望持续抬升，首次覆盖给予“买入”评级。

表10: 可比公司估值

公司代码	简称	总市值 (亿港元)	2025 年		2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
			营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)	PE	EPS	EPS	EPS		
300498.SZ	温氏股份	1,003	1,038.24	52.66	21	36	8	0.78	0.41	1.79
002714.SZ	牧原股份	2,461	1,441.45	154.87	18	28	9	2.84	1.53	4.87
	平均	-	1,239.85	103.77	20	32	9	1.81	0.97	3.33
2419.HK	德康农牧	242	231.59	14.33	17	13	6	3.69	4.21	9.42

资料来源: wind, 浙商证券研究所 (股价日期为 2026 年 5 月 14 日, 可比公司采取 wind 一致预测数据)

## 6 风险提示

### 1) 动物疫病风险:

若动物疫病大范围爆发，将会对生猪、肉禽养殖行业产生重大影响，一是疫病的发生将导致生猪、肉禽的死亡，直接导致其产量的降低；二是疫病的大规模发生与流行，易影

响消费者心理，导致市场需求萎缩、产品价格下降，对生猪、肉禽销售产生不利影响。公司经营因此面临挑战。

### 2) 畜禽价格大幅波动风险:

商品猪、黄羽鸡市场价格的周期性波动导致对应行业的毛利率呈现周期性波动，公司的毛利率也呈现与行业基本一致的波动趋势。若生猪、黄羽鸡销售价格出现大幅下降并持续低于公司成本，公司业绩将会难以维持增长，甚至出现亏损。

### 3) 饲料原料价格波动风险:

饲料价格波动将影响公司生猪、黄羽肉鸡养殖成本，直接影响公司盈利。

### 4) 数据口径与历史可比性处理风险:

各上市猪企披露成本、料肉比、PSY 等最新生产指标时间不一致，可能导致数据可比性减弱。



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者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。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>