

2020 年 10 月 08 日

证券研究报告·公司研究报告

立华股份 (300761) 农林牧渔

买入 (首次)

当前价: 35.03 元

目标价: 47.84 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

黄鸡需求或迎来回升，龙头企业从中受益

投资要点

- **推荐逻辑:** 市场存在供需差，公司作为黄羽鸡养殖龙头企业业绩有望提升。2020 年初受新冠疫情影响，商品代鸡苗销量减少近 1500 万，未来供给侧不足，而我国黄羽鸡需求常年呈稳定态势，预计在疫情压制后反弹迅速。公司作为龙头企业产品丰富，出栏量稳步增长，且产能仍在扩张积极发展冰鲜业务，前景向好。
- **黄羽鸡需求量反弹回升，供给端受疫情影响产能不足，未来将产生缺口。** 立华股份肉鸡销售量于 2 月开始恢复，三月恢复往年水平，2020 年 7 月销售商品肉鸡 2877.5 万只，环比变动 4.8%，同比增加 14.9%。参考 2013、2017 年受禽流感疫情影响，大型养殖企业营业利润降低，但恢复也较快，一般在第二年即可恢复。未来，随着新冠疫情进一步好转，家庭消费的刚性预示着黄鸡需求向上的态势。年初为防控新冠疫情，鸡苗的获取难度加大，商品代成鸡无法运输，给养殖产业带来巨大损失，结合 2019 年下半年到 2020 年第一季度商品代鸡苗销售量减少 1500 万只左右，降幅达 40% 的情况，预计未来半年黄羽鸡的供给会降低。且近期国家市场监督管理总局所提出的限制活禽交易和宰杀，逐步关闭活禽交易市场的工作计划，打击散户养殖热情，将进一步加大黄羽鸡去产能。
- **立华作为行业领先者，合理选址规范管理。** 立华作为我国第二大黄羽鸡养殖企业，拥有自曾祖代至屠宰加工的完整产业链。2013 年经历禽流感疫情影响时，发生亏损但随后即在 2014 年实现扭亏为盈，而 2017 年的疫情中，整体业绩仍保持上升态势，表现出较强的抗风险能力。养殖管理方面，公司采用“公司+合作社+农户”模式，调动农户积极性，降低养殖的生产经营风险。产品体系包括“雪山草鸡”、“雪山黄鸡”等。选址方面公司把握市场对黄羽鸡的需求集中在我国南方地区的特点，将子公司选址在两广、湖南及江浙沪地区，具体地理位置临近粮食产区，一方面方便销售，另一方面便于获得饲料从而控制养殖成本。预计公司 2020 年黄羽鸡出栏量 3.05 亿羽，未来每年将维持 5%-10% 左右的增速。
- **扩张产能的同时开发开拓冰鲜业务。** 公司现有的安庆立华、扬州立华养鸡建设项目完成后年产能将提升近 3000 万羽，现有生猪养殖项目完成后也将带来 30 万头的产能扩张。长期来看公司将发展自育立华养鸡场增添 3500 万羽产能，生猪养殖也拥有宿迁、连云港地区、徐州丰县、阜南三处计划最终产能分别为 100 万头的养殖场规划，预示着未来公司计划持续扩产。且公司审时度势，在政府计划逐步关闭活禽市场的背景下，顺应消费者对于食品安全重视程度的提高，积极开拓冰鲜业务，提高公司的适应性，打开未来发展局面。相较于活禽业务而言，冰鲜毛利率更高，现公司已在线下设立 5 家冰鲜鸡屠宰加工子公司，并在江苏、上海等大城市开启门店模式；线上与商超以及盒马鲜生等电商平台合作。未来在产能与冰鲜新业务的双重促进下，公司业绩有望增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.83 元、2.99 元、3.79 元，对应 PE 分别为 43 倍、12 倍和 9 倍。同行业 2021 年平均 PE 为 16 倍，给予公司 2021 年 16 倍 PE，目标价 47.84 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情影响消费者对禽类需求或不及预期、黄羽鸡价格情况或不及预期、产能扩张或不及预期、冰鲜业务拓展或不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8870.47	8386.18	9071.06	9672.06
增长率	22.96%	-5.46%	8.17%	6.63%
归属母公司净利润 (百万元)	1964.25	333.89	1209.59	1530.26
增长率	51.13%	-83.00%	262.27%	26.51%
每股收益 EPS (元)	4.86	0.83	2.99	3.79
净资产收益率 ROE	28.78%	5.21%	16.13%	17.84%
PE	7	43	12	9
PB	2.12	2.25	1.93	1.68

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.04
流通 A 股(亿股)	1.19
52 周内股价区间(元)	35.03-76.36
总市值(亿元)	141.48
总资产(亿元)	79.08
每股净资产(元)	15.21

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：国内黄羽鸡养殖龙头企业	1
2 行业分析：疫情后需求稳定回升，未来或面临产能不足	2
2.1 黄羽鸡需求稳定，疫情后可较快恢复	2
2.2 产能降低，黄鸡或面临供给侧缺口	4
3 公司分析：养殖产业管理规范，成本合理稳中求进	7
3.1 规范管理产品丰富，合理选址稳健经营	7
3.2 未来产能扩张，开拓冰鲜业务	10
4 盈利预测与估值	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司 2019 年主营业务收入结构 (按产品分)	1
图 2: 公司 2019 年主营业务收入结构 (按地区分)	1
图 3: 公司 2012 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2012 年以来归母净利润及增速	1
图 5: 全球鸡肉消费总量 (单位: 百万吨)	2
图 6: 前十大鸡肉消费国消费总量 (单位: 百万吨)	2
图 7: 我国黄羽鸡出栏量 (单位: 亿羽)	2
图 8: 2019 年我国肉鸡出栏结构	2
图 9: 2007-2017 年父母代黄羽鸡平均存栏量	3
图 10: 2018-2020 年父母代雏鸡销售价格	3
图 11: 立华股份近五年营业利润及增速	4
图 12: 温氏股份近五年营业利润及增速	4
图 13: 2018 至 2020 在产父母代黄羽鸡存栏量及周环比	5
图 14: 2018 至 2020 后备父母代黄羽鸡存栏量及周环比	5
图 15: 2018-2020 父母代雏鸡销售量	5
图 16: 2018-2020 父母代雏鸡销售周环比	5
图 17: 2018-2020 商品代鸡苗销售量	6
图 18: 2018-2020 商品代鸡苗销售量周环比	6
图 19: 立华与温氏黄羽鸡销售量 (单位: 亿羽)	7
图 20: 鸡类养殖流程图	8
图 21: 2016-2019 年立华股份研发费用及增长率	9
图 22: 公司主要产品展示图	9
图 23: 主要分子公司全国分布情况	9
图 24: 2016-2019 立华黄鸡销量变动率	10
图 25: 2016-2019 立华毛利率	10
图 26: 2017-2020H1 同行业活禽及冰鲜毛利率	11

表 目 录

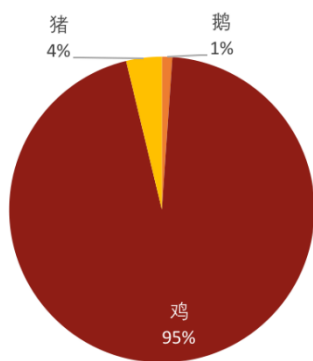
表 1: 部分养殖户受疫情影响情况	6
表 2: 分业务收入及毛利率	12
表 3: 可比公司盈利预测相对估值	12
附表: 财务预测与估值	13

1 公司概况：国内黄羽鸡养殖龙头企业

立华股份成立于1997年6月，集科研、生产、贸易于一体，以优质草鸡养殖为核心主导业务，同时积极与多家科研所以及高校合作，开发创新。该企业系我国第二大黄羽鸡养殖企业，也是江苏省农业产业化经营重点企业。公司的黄羽鸡养殖业务是集曾祖代、祖代与父母代种鸡繁育、饲料加工、商品代肉鸡养殖与屠宰加工为一体的完整产业链。截止2020年第一季度，公司资产总额达85亿元，下设全资或控股子公司18家，广泛分布在全国各地。

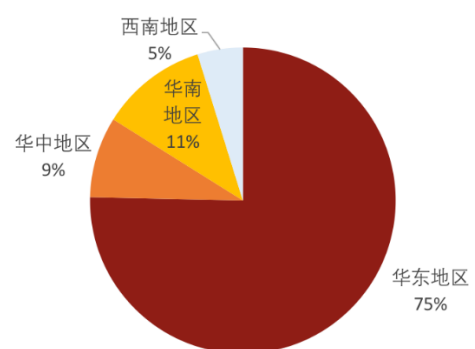
公司主营业务结构：公司收入来源为养殖行业，2019年营业收入为88.7亿。其中鸡类养殖占比达95%，贡献毛利25.3亿元，毛利率达30%。猪类养殖创营业收入占比为4%，鹅类占比1%。业务经营范围主要集中在华东地区，占总营业收入的75%，其次是华南地区，占比为11%。

图1：公司2019年主营业务收入结构（按产品分）



数据来源：Choice，西南证券整理

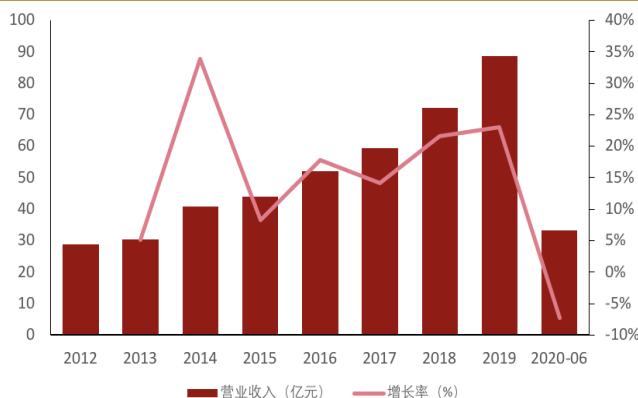
图2：公司2019年主营业务收入结构（按地区分）



数据来源：Choice，西南证券整理

公司业绩状况：截止2020年上半年，公司实现营业收入33.3亿元，同比下降7.2%，实现利润总额-2.8亿元，同比下降164.7%。营业收入和利润变动的原因主要是报告期内，受新冠疫情影响，商品鸡销售价格下降15.5%；公司商品猪的出栏量同比出现下降。

图3：公司2012年以来营业收入及增速



数据来源：Choice，西南证券整理

图4：公司2012年以来归母净利润及增速



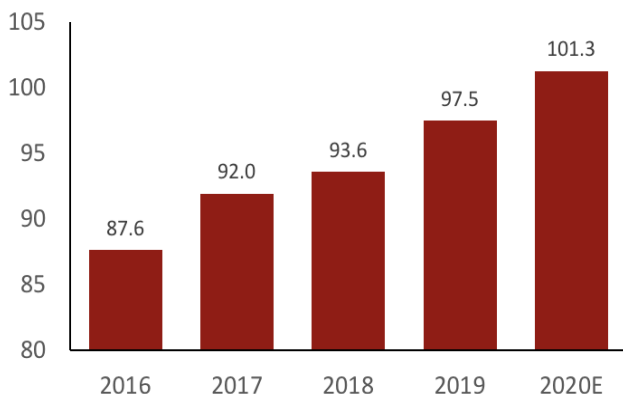
数据来源：Choice，西南证券整理

2 行业分析：疫情后需求稳定回升，未来或面临产能不足

2.1 黄羽鸡需求稳定，疫情后可较快恢复

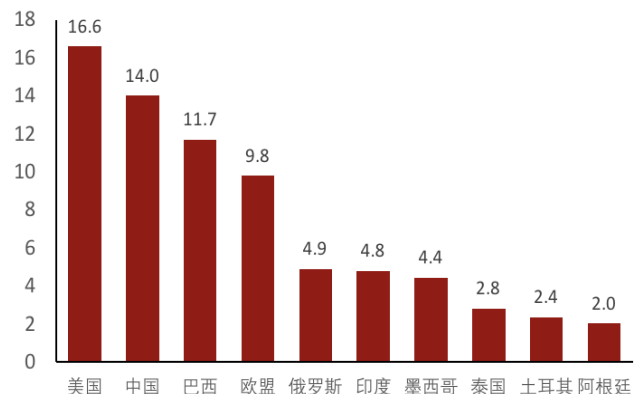
黄羽肉鸡为我国主要肉鸡消费品种，未来需求有望进一步增加。2016 年-2019 年全球鸡肉消费量由 8764 万吨逐步上升至 1 亿吨，向上趋势明显。其中鸡肉消费水平达前十的国家，消费数据如下。中国位列第二，2019 年消费量达 1400 万吨，占全球比例约 14%。这表明鸡肉作为重要的蛋白质来源，全球消费量稳定小幅上涨，中国市场需求量同样如此。而中国人均鸡肉消费量水平约为 10 公斤/人，位列世界第七，与位列第一的美国存在近 40 公斤/人的差距。考虑到我国为发展中国家，人口基数较大等因素，中国鸡肉市场上的需求量有望提升。

图 5：全球鸡肉消费总量（单位：百万吨）



数据来源：USDA，西南证券整理

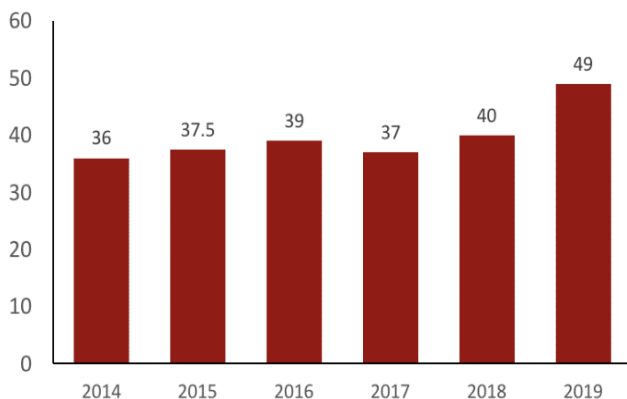
图 6：前十大鸡肉消费国消费总量（单位：百万吨）



数据来源：USDA，西南证券整理

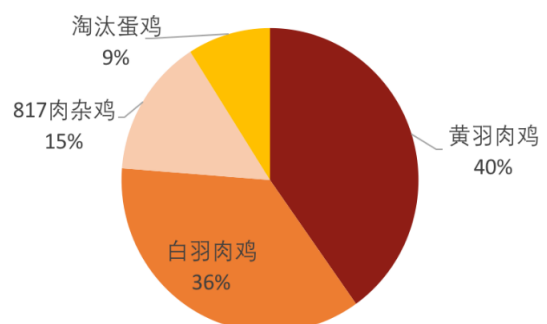
黄羽鸡作为中国自主培育的肉鸡种类，品种繁多、生长周期长，同时价格相对较高，但其肉质口感鲜美，更适合中国传统的烹调习惯，因此在中国市场占有率高。2019 年黄羽肉鸡出栏量位于我国肉鸡出栏量第一，占比达 40%，白羽肉鸡位列第二，占比为 36%。2014 年至 2018 年，我国黄羽鸡出栏量在 40 亿羽左右波动，而 2019 年则增加至 49 亿羽。

图 7：我国黄羽鸡出栏量（单位：亿羽）



数据来源：公开数据，西南证券整理

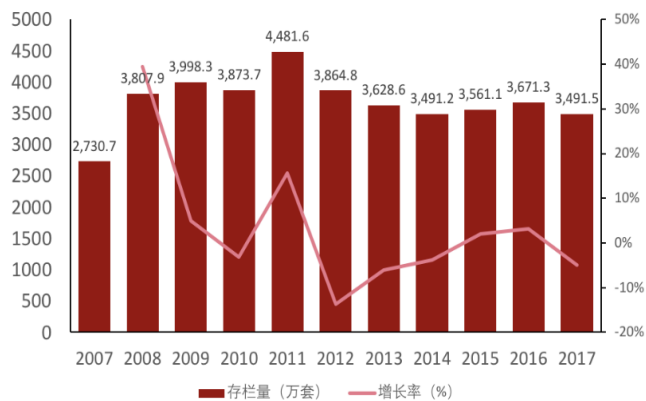
图 8：2019 年我国肉鸡出栏结构



数据来源：公开数据，西南证券整理

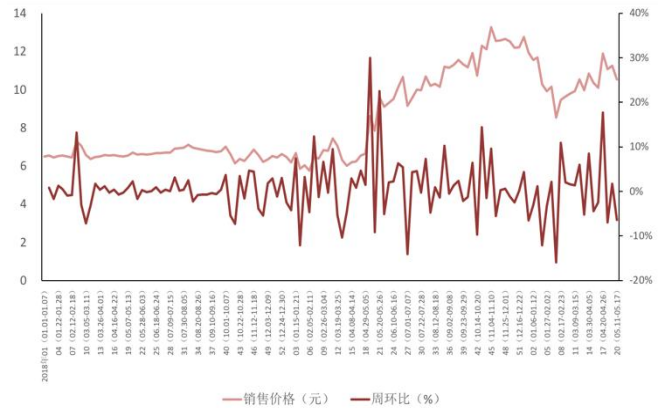
黄羽鸡整体养殖结构稳定。2007年至2017年间，父母代黄羽鸡存栏量于2007年到波谷2730.7万套，2011年达波峰4481.6万套，但整体波动幅度维持在正负10%。2013年、2017年我国两次爆发的禽流感，给家禽业带来上百亿损失，使得当年父母代肉鸡存栏量从不在高位的上一年产能下降至3628.6万套、3491.4万套，下降幅度分别为6.1%、4.9%。商品代黄羽鸡肉出栏量分别为38.6亿羽、36.9亿羽。因防范手段进步，应急措施及时，虽有去产能效应，但总体数量较为平稳，并未发生巨大波动。父母代雏鸡销售价格于2019年中旬上涨，峰值达到近12元/套，周环比波动最高达30%，整体维持在10%左右，且并无明显单边趋势。

图9：2007-2017年父母代黄羽鸡平均存栏量



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

图10：2018-2020年父母代雏鸡销售价格

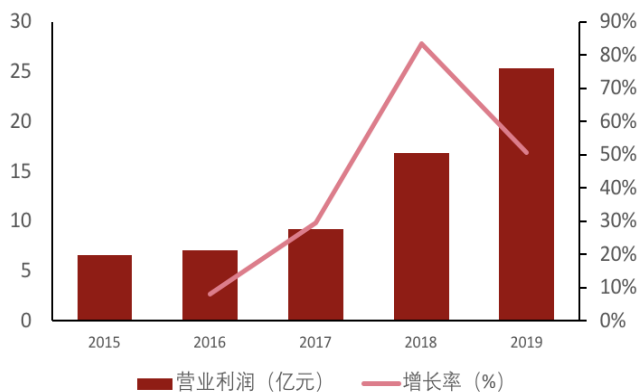


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

黄羽肉鸡需求量应可较快从疫情影响中恢复。2013年3月底在上海和安徽首次发现H7N9型禽流感病毒，截止当年5月底，共有131人确诊，37人死亡，病例分布于北京、上海、江苏、浙江、安徽等地。2013年立华股份与温氏股份的营业净利润分别为-2.4亿元、6.1亿元，同比增长-427.0%、5.5%，销售毛利率分别为-1.7%、7.0%。禽流感对于当年盈利情况影响较大。而2014年，两家公司净利润都回到正常水平3.5亿元、28.8亿元，扭亏为盈，实现同比增长248.4%、26.6%。

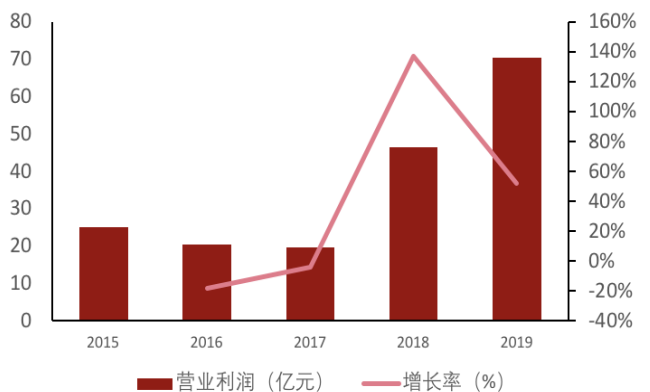
2017年1月1日黔南州出现H7N9禽流感病毒阳性，随后病例在我国多地出现，包括四川、贵州、安徽、上海等地，截至当年五月，感染人数近600人，死亡人数近170人，后随气温上升及防控措施的实施，感染人数降低。两家公司作为黄羽鸡养殖龙头企业，整体营业收入、毛利率虽受影响，但恢复也较快。2017年鸡类养殖业务营业净利润分别为9.2亿元、19.6亿元，同比增长29.6%、-4.1%，在拥有同类病毒防控经验的情况下，影响减弱。

图 11: 立华股份近五年营业利润及增速



数据来源: Choice, 西南证券整理

图 12: 温氏股份近五年营业利润及增速



数据来源: Choice, 西南证券整理

结合最近两次抗击禽流感的经验, 整体观测, 当发生疫情时, 市场需求量降低, 企业当期受到影响, 但如防控得当, 短期内需求会上升恢复至正常水平, 从而改善公司盈利状况。

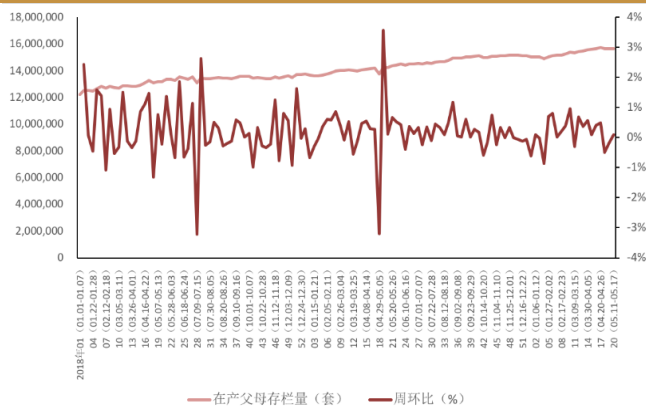
2020 年新冠疫情史无前例, 截止 8 月 14 日, 全球确诊人数达 2072 万, 死亡病例达 75 万例。疫情蔓延至全球各地, 其中美国确诊 524 万例, 巴西 316 万例, 印度确诊 240 万例, 欧洲地区 48 个国家共计确诊 312 万例, 非洲 57 个国家确诊 108 万例, 中国确诊 8.5 万例, 造成的经济损失保守估计达 8.8 万亿美元, 给行业带来的冲击将远比 2013 年和 2017 年的禽流感严重, 但结合以往经验, 黄羽鸡产业的预计恢复周期并不会太长。短期来看, 国内新冠疫情得到有效控制, 餐饮行业复工复产, 黄羽鸡需求攀升, 但活禽市场的开闭也将影响黄鸡的短期消费水平。从中期考虑, 鸡肉作为猪肉的替代品, 在缺猪缺肉, 猪肉价格上涨的情况下, 黄鸡的需求会有所提升。从 2019 年下半年开始的缺猪周期来看, 未来一年黄鸡的需求将维持旺盛。长期来看黄羽肉鸡作为我国主要鸡肉消费产品, 家庭消费的刚性特征决定了其需求量的稳定性, 初步预计将迅速回到同期水平。

2.2 产能降低, 黄鸡或面临供给侧缺口

黄羽鸡为我国本土种源, 区别于白羽鸡的严格引种以及祖代、父母代之分, 上下游联动较强, 同步较快。2011 年父母代黄羽肉鸡存栏量达到 4481.6 万套, 在 2012 年开始进行中游产能调整, 当年即开始下降至 3864.8 万套。由此可见黄鸡的祖代到父母代间并无明显时滞, 因此在考虑短期产能变动时, 可降低对祖代的关注, 而主要通过观察父母代存栏量以及商品代鸡苗销售量进行预测。

父母代黄羽肉鸡可按所处养殖阶段分为在产父母代黄羽鸡以及后备父母代黄羽鸡。据统计数据显示, 黄羽鸡市场父母代整体存量上升缓慢, 走势平稳。

父母代黄羽鸡整体产能水平稳定。在产父母代存栏量, 由 2018 年到今年五月产生 300 万的增量, 除 2018 年 6 月及 2019 年 4 月发生的小幅震荡外, 增速缓慢。周环比波动幅度最值为正负 4%, 平均一般维持在正负 1% 左右。后备父母代存栏量在这两年内, 偶尔出现波动, 但整体趋于平缓上升, 数量由 800 万上升至接近 1000 万。周环比波动范围与在产父母代相近, 不超过 4%, 波动绝对值均值维持在 2% 左右。

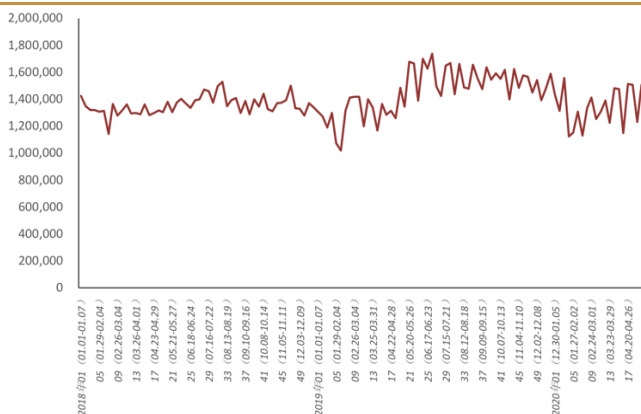
图 13: 2018 至 2020 在产父母代黄羽鸡存栏量及周环比


数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

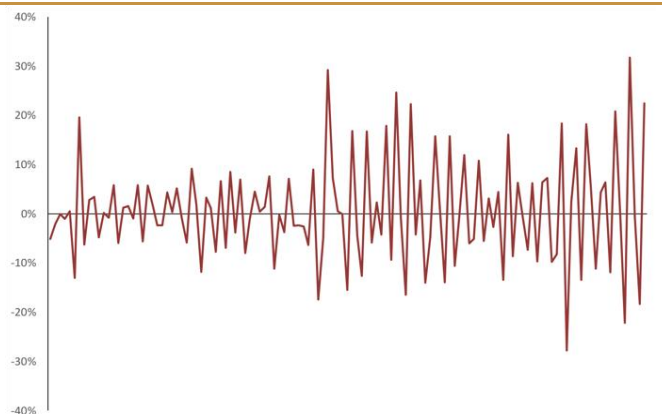
图 14: 2018 至 2020 后备父母代黄羽鸡存栏量及周环比


数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

2018 年到 2020 年五月, 父母代黄羽肉鸡雏鸡销售量出现小幅波动。2018 年年末销售量下降, 2019 年年初回升, 到年末时再次下跌, 后在 2020 年初逐步回升, 但幅度在 30 万左右, 整体较为平缓。周环比变动幅度最值为 30%, 基本维持在 10%到 20%之间, 且涨跌均衡, 没有单边趋势。

图 15: 2018-2020 父母代雏鸡销售量


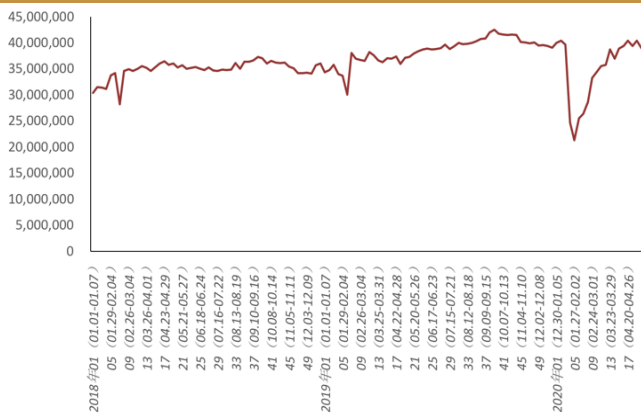
数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

图 16: 2018-2020 父母代雏鸡销售周环比


数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

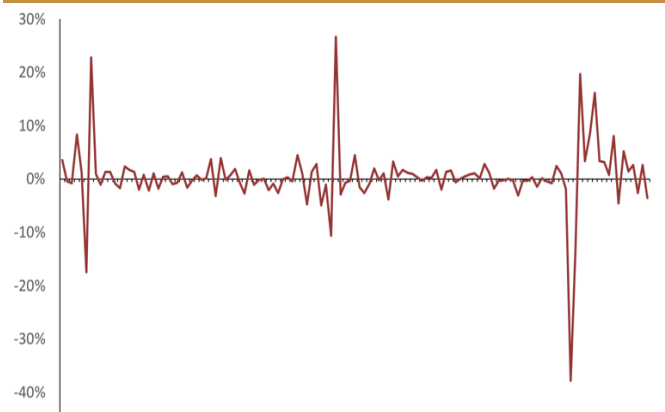
父母代整体发展态势平稳, 但商品代存在较大波动。2020 年初, 商品代鸡苗销售出现大幅下降, 由近 3500 万降至 2000 万左右, 下降幅度近 40%, 直至 2020 年四月, 周销售量才恢复至正常水平, 即 3500 万左右。考虑到黄羽鸡养殖的时滞性, 我们预测这次销售量的缺口将会在 2020 年末时在市场上有所体现, 具体将表现为黄羽鸡成品不足, 供不应求。

图 17: 2018-2020 商品代鸡苗销售量



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

图 18: 2018-2020 商品代鸡苗销售量周环比



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

我们分析, 两项因素导致并将加剧黄鸡的去产能化程度。一方面年初为防控新冠疫情, 交通运输停顿, 造成大批鸡苗无法运输而就地活埋; 另外政府在今年 7 月提出的关闭活禽交易市场的计划, 将影响黄鸡销量, 从而打击散户养殖信心。

疫情影响致使黄鸡去产能化加大。为防控新冠疫情采取的封城封路、延缓复工等措施, 使得生产资料供应紧张甚至中断, 饲料、兽药等物资运输受阻。饲料生产和运输供应不足, 养殖场面临原料风险。除此以外, 商品代鸡苗以及成品黄鸡的销售都受到了限制。1 月 23 日, 武汉宣布封城, 随后 31 个省区市陆续启动重大突发公共卫生事件一级响应。全国各地养殖户受严重打击。大规模进行鸡苗处理, 预计这将会在未来产生一定的成鸡供给缺口。

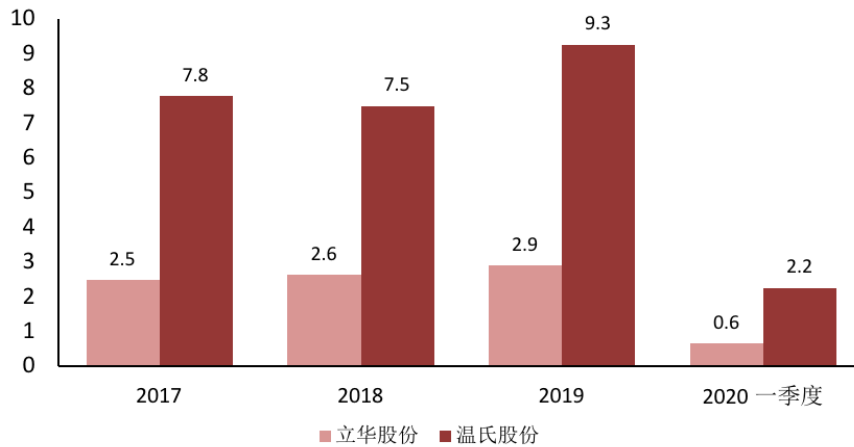
表 1: 部分养殖户受疫情影响情况

地点	重点内容
湖北孝感	因无饲料供应, 将六万只鸡苗掩埋。
湖北孝昌	为减少成本损失, 日均掩埋鸡苗两万只。
广东开平	对未来价格不乐观, 且为避免成本损失, 12 万只鸡苗活埋。
河南漯河	为减少损失, 活埋 18 万只鸡苗。
湖南省	因出现 H5N1 型禽流感, 短时间捕杀家禽近两万只。
广西玉林	企业养殖因无法销售, 日均处理鸡苗达 25 万羽。

数据来源: 中国畜禽网, 西南证券整理

取消活禽市场的政策, 将对养殖户产生打击。黄羽鸡养殖产业化发展起步较晚, 截止到 2017 年, 数据显示全国黄羽鸡出栏量前两名的企业黄羽鸡销售量约占全国黄羽鸡总销售量的 21%和 7%。前十大黄羽鸡生产企业的黄羽鸡出栏量占全国黄羽鸡出栏总量的 42.7%, 中国黄羽鸡养殖行业集中度仍较低, 整体市场分布呈葫芦型, 企业养殖与散户养殖体量相当, 因此影响散户养殖的因素, 理应考虑在内。

图 19：立华与温氏黄羽鸡销售量（单位：亿羽）



数据来源：choice，西南证券整理

2020 年 7 月 3 日，在国务院联防联控机制召开的新闻发布会上，国家市场监督管理总局市场稽查专员陈诤表示将严厉打击野生动物非法交易，禁止食用野生动物，限制活禽交易和宰杀、鼓励有条件的地方推广活禽集中宰杀，逐步取消活禽交易市场。此消息一出，散户养殖的信心便会受到影响。黄羽鸡与白鸡的另一主要区别就在于黄羽鸡肉 80% 走活禽市场销售，仅有 20% 进屠宰场，而白羽鸡只有 2% 会投放到活禽市场上。因此此项工作计划，对白羽鸡影响甚微，而黄羽肉鸡则会因此受到较大冲击。虽然尚未实施，但散户接收到不利信号，将会进一步导致产能降低。

综上所述，散户相较于企业养殖，存在应对及承担风险能力较差、单体体量较小、进行决策时缺乏理性等特点，故而在市场行情不稳定或对未来盈利预期悲观时，散户去产能行为会较为疯狂。2019 年下半年黄羽鸡市场价格下跌、2020 年初新冠疫情导致的经济暂停，未来可能发生的活禽市场关闭，都会影响到养殖户的对市场的预估，从而产生负面预期，加大黄羽鸡去产能化。

3 公司分析：养殖产业管理规范，成本合理稳中求进

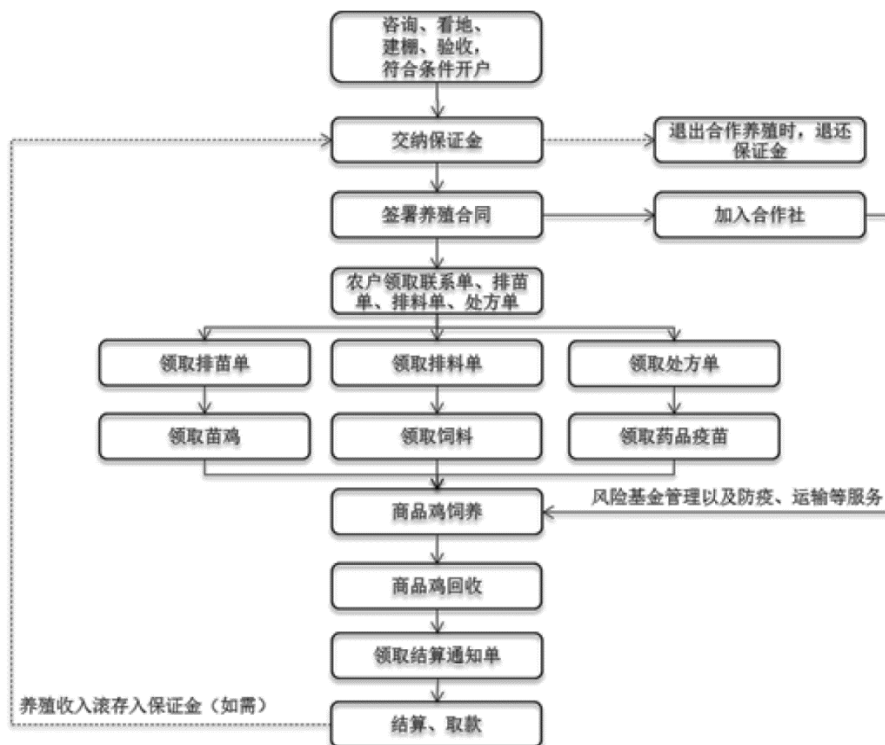
3.1 规范管理产品丰富，合理选址稳健经营

立华股份在黄羽鸡业务上形成完整产业链，其中包含曾祖代、祖代、父母代种鸡繁育，饲料生产，商品代养殖以及屠宰加工。在养殖业务上实行紧密的“公司+合作社+农户”养殖模式。首先这属于轻资产的运营模式，相较于传统全程自养的模式，成本和资本投入的需求都更低。合作社是一种新型农户组织，在合作养殖过程中主要负责管理公司出资设立的风险基金、免疫及运输等辅助服务工作，是农户自治组织，是公司与农户沟通交流的纽带与桥梁，有助于调动农户提高产量的积极性，促进农户诚信经营，降低合作养殖的生产经营风险。这也是公司积极响应国家鼓励农民新型生产组织政策的体现，符合我国国情以及农业发展需求。

在 2013、2017 年面对禽流感冲击的情况下，公司实现营业收入 30.4 亿元、59.3 亿元，同比增长 5.1%、14.2%，实现归母净利润-2.4 亿元、7.9 亿元，同比变化-429.1%、51.5%。2013 年公司体量尚小，面对禽流感时产生亏损，但随后在 2014 年实现归母净利润 3.5 亿，

扭亏为盈实现增长。而后至今归母净利润逐年递增，在 2017 年面对疫情影响时，及时采取防护措施，整体业绩并未受大幅影响，体现出经营的稳定性。

图 20：鸡类养殖流程图

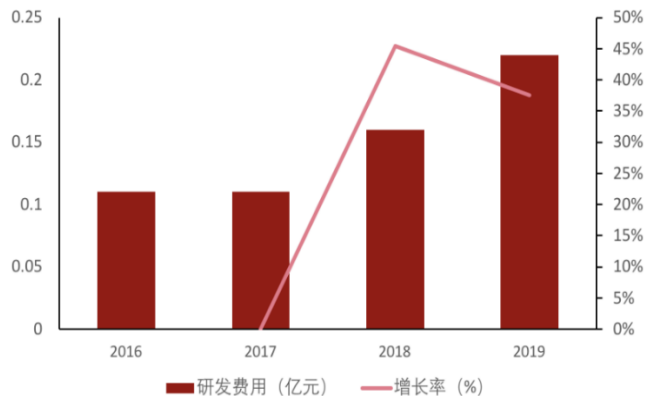


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司产品链丰富，包含有雪山鸡系列、乌骨鸡、中速鸡系列、快速黄鸡系列、商品鹅、商品猪等。其中公司自主培育的当代草鸡优良品种“雪山鸡”于 2009 年通过了国家畜禽遗传资源委员会审定，成为畜禽新品种（配套系）中的一员，经多种杂交组合培育而成，是当代草鸡新品种，也是畜牧业优良推广品种。“雪山”牌商标被认定为“江苏省著名商标”。在江苏、浙江等地建立了品牌知名度。2018 年“中心”荣获国家级禽白血病净化示范场。同年，通过了“江南白鹅”新品种（配套系）的审定。养殖模式方面，公司采用半放牧半圈养的高效生态养殖模式，研究实行的“‘雪山鸡’及生态高效综合配套技术”在黄羽鸡肉品质、早熟性选育技术、鸡桑结合等方面达到了国内领先水平。

费用方面分析 2018 年、2019 年两年，公司研发费较往期分别上涨 49% 以及 40%，2019 年公司研发费用达 0.2 亿，占营业总成本的 0.3%，由此可见公司注重研发，且持续在研发部门加大资金投入。

图 21: 2016-2019 年立华股份研发费用及增长率



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

图 22: 公司主要产品展示图



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

公司占据选址优势。集团旗下子公司广泛分布在江苏、浙江、安徽、广东、河南、山东、四川、湖南等地。我国黄羽鸡消费市场主要分布在两广、湖南、江西以及江浙沪地区，南方相较于北方整体需求量更高，近年来传统消费市场消费水平提高，北方市场存在快速发展格局。除区域选择外，子公司在具体定位上，一般会临近粮食产区，这样既方便销售，又方便获取饲料，控制原料成本。而生猪养殖场则选在四川盆地，黄淮流域等玉米和小麦主产区、长江中下游水稻主产区，此三地为我国主要的生猪生产和调出区。

图 23: 主要分子公司全国分布情况

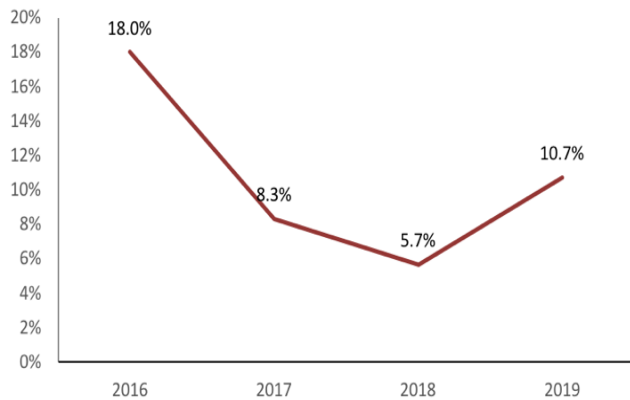


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

立华股份现尚且处于发展阶段，注重市场占有率的提升以及生产规模的扩大。近三年立华销量同比增长 8.3%，5.7%，10.7%，维持稳定。立华的黄鸡养殖产业毛利率较高，2019 年公司年报显示其毛利率为 30.0%。我们分析，此优势主要得益于公司的成本把控。2019 年立华鸡类产品总营业成本为 55.6 亿，单只成本分别为 19.3 元/只。饲料原料成本分别为 39.2 亿，单只饲料成本为 13.6 元/只，单只委托养殖费为 3.4 元/只，饲料原料在黄鸡只均养殖成本中所占比重约为六成，委托养殖费用则为成本的第二大部分。公司在选址时会注重考

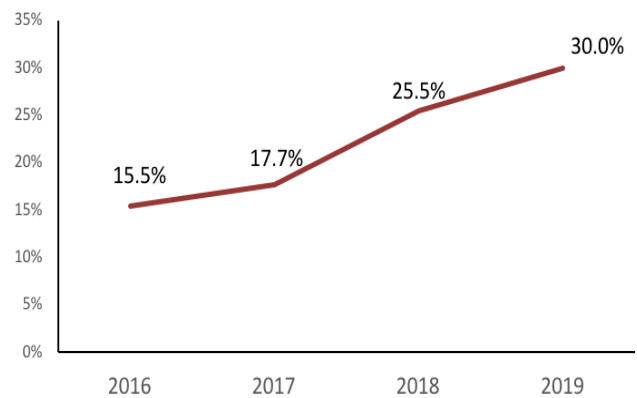
虑在粮食产区周边，从而降低饲料运输成本；并且公司的养殖规模较大，故可在降低黄羽鸡只均代养费的同时，保证合作农户的收入。

图 24：2016-2019 立华黄鸡销量变动率



数据来源：Choice，西南证券整理

图 25：2016-2019 立华毛利率



数据来源：Choice，西南证券整理

3.2 未来产能扩张，开拓冰鲜业务

公司在开设养殖子公司时，通常会采取团队到地方发展农户，随后将鸡苗、饲料等生产资料从临近得已有公司运输，在农户数量达到条件后进行鸡场、饲料厂、孵化场以及销售平台得跟进。公司自 2019 年上市以来，将募集资金用于建设安庆立华年出栏 1750 万羽一体化养鸡建设项目、扬州立华年出栏 1750 万羽一体化养鸡建设项目、自贡立华年产 18 万吨鸡饲料加工项目、阜阳立华年产 36 万吨饲料加工项目、阜阳立华年出栏 100 万头优质肉猪养殖基地项目一期、连云港年存栏种猪 1 万头建设项目及补充营运资金，其中自贡立华年产 18 万吨鸡饲料加工项目为自贡立华年出栏 3500 万羽一体化养鸡建设项目的一期工程；阜阳立华年产 36 万吨饲料加工项目为连云港年出栏 5 万头生猪项目的一期工程。截至 2019 年新竣工的工程包含有阜阳郭湖商品猪场、合肥六方种鸡场、安庆第一种鸡场、自贡饲料场、自贡牛佛孵化场、自贡牛佛种鸡场，其他工程据仍处于在建状态。

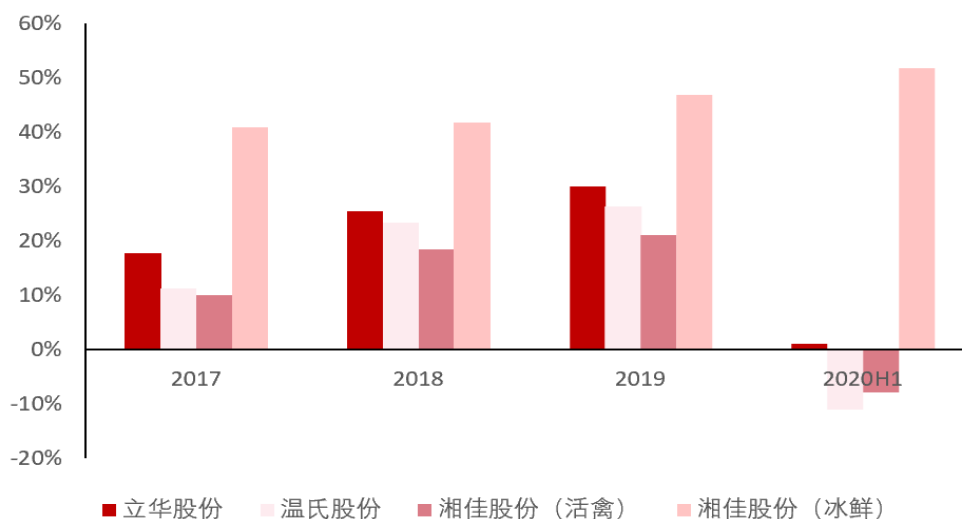
所有现有项目建成后，公司黄羽鸡产能未来将存在 3000 万羽增长，而商品猪也将迎来 30 万头的增加。2017-2019 年公司商品鸡出栏量分别为 2.5 亿羽、2.6 亿羽、2.9 亿羽。预计 2020 年公司黄羽鸡出栏量达 3.05 亿羽，增速为 5.5%，且未来将保持 5% 左右的增幅实现产能稳步扩张。

长远来看生猪养殖方面公司共规划有三个养殖基地，分别在宿迁、连云港地区、徐州丰县、阜阳。三者的最终规划年出栏量为 100 万头，随着项目建成投产，未来长期公司的生猪出栏量有望达到 300 万头，排除 2018 年非洲猪瘟的特殊情况，近年来公司生猪出栏量增长率为 40% 左右。

随着定点屠宰、杀白上市的相关政策在全国逐步推进，广大消费者对产品品质、使用安全与方便性的追求不断提高，黄羽鸡集中屠宰、以冰鲜或冷冻产品进行销售的占比将上升，而在黄羽肉鸡行业重，大部分企业依然主要依靠销售活鸡获得收入。公司审时度势，在规模化养殖企业内，加快布局屠宰加工产能，注重品牌营销策划，拓展各种生鲜销售渠道，进一步向产业链的消费终端延伸。具体表现为截止 2020 年 6 月，在扬州、合肥、安庆、泰安、

安顺成立 5 家冰鲜鸡屠宰加工子公司。线上方面，商超以及河马鲜生等电商平台合作，线下尝试在江苏、上海等大城市发展门店模式。致力于提升冰鲜鸡品牌知名度，加快产业链向食品端发展。

图 26：2017-2020H1 同行业活禽及冰鲜毛利率



数据来源：公司官网，西南证券整理

从活禽的角度分析，公司的毛利率处于行业领先水平，2020 年上半年，活禽养殖受新冠疫情影响严重，但公司仍保持在毛利率 1.11% 经营水平。但冰鲜业务的毛利率远高于活禽业务，并呈现逐年递增的趋势，2020 年上半年湘佳股份冰鲜业务毛利率达 51.6%。而立华在后续经营过程重发展冰鲜业务不仅能够顺应市场需求，并且有望提高公司整体业务毛利率，带来业绩增长。

4 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 考虑受疫情影响，整体黄鸡消费需求被打压，但由于其刚性消费属性，在疫情平稳后整体需求或将回升迅速。我们预计公司 2020-2022 年鸡业务销量增速为-5%、7%、5% 的增长。
- 2) 受非瘟影响，公司生猪养殖出栏量进度放缓，随着疫情控制，生猪板块有望持续放量。我们预计公司 2020-2022 年生猪养殖板块出栏量增速为-10%、40%、40%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
鸡	收入	8,434.60	8,012.87	8,573.77	9,002.46
	增速	27.76%	-5.00%	7.00%	5.00%
	毛利率	30.05%	12.00%	22.00%	24.00%
猪	收入	334.34	300.91	421.27	589.78
	增速	-35.05%	-10.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	-24.29%	5.00%	10.00%	13.00%
鹅	收入	97.72	68.40	71.82	75.42
	增速	3.71%	-30.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	25.57%	5.00%	20.00%	22.00%
其他	收入	3.80	3.99	4.19	4.40
	增速	17.65%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-59.21%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	8,870.5	8,386.2	9,071.1	9,672.0
	增速	22.96%	-5.46%	8.17%	6.63%
	毛利率	27.91%	11.69%	21.42%	23.31%

数据来源：公司公告，西南证券

表 3：可比公司盈利预测相对估值

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）			市盈率		
		2020/09/30	19A	20E	21E	19A	20E	21E
002982	湘佳股份	87.64	2.98	2.82	3.49	-	31.05	25.09
300498	温氏股份	19.93	2.63	3.10	3.00	12.78	6.43	6.67
行业均值						-	18.74	15.88
300761	立华股份	35.77	4.86	0.83	2.99	7	43	12

数据来源：wind，西南证券整理

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.83 元、2.99 元、3.79 元，对应 PE 分别为 43 倍、12 倍和 9 倍。同行业 2021 年平均 PE 为 16 倍，给予公司 2021 年 16 倍 PE，目标价 47.84 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

黄羽肉鸡涨价或不及预期、疫情影响消费者对禽类需求或不及预期、产能扩张或不及预期、冰鲜业务拓展或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8870.47	8386.18	9071.06	9672.06	净利润	1964.25	333.89	1209.59	1530.26
营业成本	6394.70	7405.77	7127.92	7417.76	折旧与摊销	288.44	293.28	293.28	293.28
营业税金及附加	9.69	9.34	9.98	10.68	财务费用	1.96	36.60	60.02	44.19
销售费用	113.29	184.50	181.42	193.44	资产减值损失	-22.84	0.00	0.00	0.00
管理费用	430.02	511.56	580.55	580.32	经营营运资本变动	1247.14	116.03	-72.72	-36.92
财务费用	1.96	36.60	60.02	44.19	其他	-1061.59	-96.69	-96.43	-103.88
资产减值损失	-22.84	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2417.36	683.11	1393.74	1726.93
投资收益	61.64	68.20	70.10	73.50	资本支出	-713.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	60.26	24.16	27.74	30.40	其他	-2441.62	2081.50	-35.52	-6.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3155.36	2081.50	-35.52	-6.92
营业利润	1970.94	330.77	1209.01	1529.56	短期借款	-39.00	2021.85	-831.25	-924.26
其他非经营损益	-6.59	3.13	0.66	0.79	长期借款	55.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	1964.36	333.91	1209.66	1530.35	股权融资	1150.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.11	0.02	0.07	0.09	支付股利	-484.66	-732.47	-124.51	-451.06
净利润	1964.25	333.89	1209.59	1530.26	其他	-5.71	-54.51	-60.02	-44.19
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	675.77	1234.88	-1015.78	-1419.51
归属母公司股东净利润	1964.25	333.89	1209.59	1530.26	现金流量净额	-62.23	3999.49	342.44	300.50
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	193.60	4193.09	4535.53	4836.03	成长能力				
应收和预付款项	85.58	85.79	88.07	93.07	销售收入增长率	22.96%	-5.46%	8.17%	6.63%
存货	1116.61	1300.17	1249.50	1300.87	营业利润增长率	52.98%	-83.22%	265.51%	26.51%
其他流动资产	3728.59	1700.90	1891.13	2052.22	净利润增长率	51.13%	-83.00%	262.27%	26.51%
长期股权投资	54.61	54.61	54.61	54.61	EBITDA 增长率	50.52%	-70.78%	136.48%	19.50%
投资性房地产	10.54	8.24	9.14	9.57	获利能力				
固定资产和在建工程	2397.85	2136.84	1875.82	1614.81	毛利率	27.91%	11.69%	21.42%	23.31%
无形资产和开发支出	230.35	225.25	220.16	215.06	三费率	6.15%	8.74%	9.06%	8.46%
其他非流动资产	747.95	720.79	693.62	666.46	净利率	22.14%	3.98%	13.33%	15.82%
资产总计	8565.70	10425.68	10617.59	10842.70	ROE	28.78%	5.21%	16.13%	17.84%
短期借款	0.00	2021.85	1190.60	266.34	ROA	22.93%	3.20%	11.39%	14.11%
应付和预收款项	755.43	850.95	832.24	863.57	ROIC	26.45%	5.03%	17.97%	21.94%
长期借款	60.13	60.13	60.13	60.13	EBITDA/销售收入	25.49%	7.88%	17.22%	19.30%
其他负债	925.68	1079.76	1036.55	1075.38	营运能力				
负债合计	1741.23	4012.69	3119.51	2265.42	总资产周转率	1.24	0.88	0.86	0.90
股本	403.88	403.88	403.88	403.88	固定资产周转率	5.06	4.25	5.30	6.66
资本公积	1487.86	1487.86	1487.86	1487.86	应收账款周转率	4889.67	4002.67	4071.75	4183.43
留存收益	4919.83	4521.25	5606.33	6685.54	存货周转率	5.80	6.05	5.53	5.75
归属母公司股东权益	6824.47	6412.99	7498.07	8577.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.46%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	6824.47	6412.99	7498.07	8577.28	资产负债率	20.33%	38.49%	29.38%	20.89%
负债和股东权益合计	8565.70	10425.68	10617.59	10842.70	带息债务/总负债	3.45%	51.88%	40.09%	14.41%
					流动比率	3.22	1.89	2.62	3.92
					速动比率	2.52	1.55	2.19	3.30
					股利支付率	24.67%	219.38%	10.29%	29.48%
					每股指标				
					每股收益	4.86	0.83	2.99	3.79
					每股净资产	16.90	15.88	18.57	21.24
					每股经营现金	5.99	1.69	3.45	4.28
					每股股利	1.20	1.81	0.31	1.12
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	2261.34	660.65	1562.30	1867.03					
PE	7.35	43.27	11.94	9.44					
PB	2.12	2.25	1.93	1.68					
PS	1.63	1.72	1.59	1.49					
EV/EBITDA	4.79	16.41	6.10	4.39					
股息率	3.35%	5.07%	0.86%	3.12%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn