

黄鸡或迎景气度提升, 生猪业务盈利有望增强

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 四月底在产父母代黄羽鸡存栏 1338 万套, 产能去化 15%, 未来随需求恢复, 猪价预期回暖, 黄羽鸡价格有望增长; 2) 公司作为养殖龙头, 控本效果卓越, 市占率 9.2%, 且积极向下游拓展业务; 3) 生猪板块当前产能利用率在 30% 左右, 未来逐步提高, 成本控制进一步增强, 盈利能力提升。
- **黄羽鸡产能去化, 未来随需求回复, 价格景气度有望提升。** 从供给端看, 父母代存栏当前处于低位, 且雏鸡销售价格偏低。截至 2022 年 4 月 24 日, 在产父母代黄羽鸡 1338 万套, 周环比变动 -0.1%, 较 2020 年 1575 万套左右的最高水平降低 15%, 基本与 2018 年持平, 低于 2019、2020、2021 年同期水平。雏鸡价格 4 月底为 8.58 元/套, 周环比下降 4.4%, 低于 20、21 年同期, 高于 18、19 年同期水平, 主要是受到饲料端价格偏高以及当前终端亏损的影响, 补栏热情不高, 若未来疫情得到有效控制, 整体市场需求回暖, 价格反弹弹性大。从需求端看, 黄羽鸡作为我国本土品种, 需求具有一定的刚性, 在新冠疫情得到有效控制后, 黄羽鸡供需缺口将为其价格上涨提供支撑, 且当前生猪价格处于相对低位对黄羽鸡价格存在一定抑制作用, 未来猪价预期回暖, 黄羽鸡价格有望增长。另一方面, 活禽交易和宰杀被限制, 逐步关闭活禽交易市场的工作计划将对传统黄羽鸡销售模式产生影响, 行业集中度进一步提升, 龙头养殖企业从中收益。
- **立华作为黄羽鸡龙头养殖企业之一, 控本效果行业领先, 积极开拓冰鲜业务。** 公司作为我国第二大黄羽鸡养殖企业, 2021 年出栏黄羽鸡 3.7 亿羽, 占全国 40.4 亿羽的比例进一步提升为 9.2%。公司拥有选址优势, 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, 具体定位一般临近粮食产区, 方便销售并获取饲料, 控制原料成本。控本方面, 公司除选址外, 密切关注大宗商品价格变动、积极拍卖政府储备粮; 针对玉米原料价格上升的情况, 科学调整饲料酶制剂酶谱; 养殖技术方面加强多层笼养和高密度平养下的畜禽舍, 基于发酵饲料建设健康养殖模式。公司加快下游屠宰冰鲜业务布局, 2021 年公司销售冰鲜鸡及冻品 2.2 万吨, 同比增长 0.7%, 加快线上、线下销售渠道拓展, 线上积极与盒马鲜生等电商平台建立合作, 加快市场开发和平台构建。规划 2025 年完成黄羽鸡出栏量的 50% 的屠宰产能, 预计 2022 年完成 4000-5000 万产能建设, 主要用于满足长三角、珠三角地区的需求。
- **生猪价格预期回暖, 公司产能利用率有望提升, 成本或将下降, 板块盈利水平增强。** 当前生猪养殖仍处于产能去化阶段截至 2022 年 3 月全国能繁母猪存栏量 4185 万头, 环比减少 2%, 当前生猪价格在 15 元/公斤左右, 养殖行业仍普遍亏损, 产能将进一步去化, 未来生猪价格预期回暖。2011 年公司开始布局生猪养殖行业, 2021 年销售商品肉猪 41.3 万头, 同比上升 124%。按照公司年报中生猪养殖板块成本除以当年出栏量对于头均成本进行粗略估计, 21 年公司该指标水平为 2804.6 元, 生猪养殖龙头企业牧原股份该项指标为 1538.7 元, 由此可见公司养殖成本仍有较高的提升空间。截至 21 年 6 月公司已建成生猪养殖 139 万的产能, 根据 21 年出栏 41.3 万头, 产能利用率尚为 30% 左右, 公司处于对周期的考虑, 稳健进行出栏扩张, 未来产能利用率提升, 相应折旧摊销均将降低, 成本进一步降低叠加售价回升, 整体公司业绩有望增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.88 元、2.57 元、3.45 元, 22-24 年对应动态 PE 分别为 16X/12X/9X。参考同行业 2023 年平均 PE11 倍, 考虑到公司控本能力强, 生猪养殖业绩弹性高, 适当溢价予以公司 2023 年 15 倍 PE, 维持“买入”评级, 给予目标价 38.55 元。
- **风险提示:** 公司产能扩张不及预期; 养殖端出现疫情; 产品销售不及预期等。

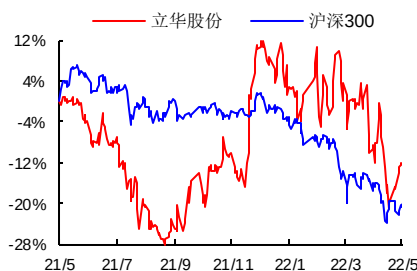
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11131.73	13345.60	15046.34	17552.35
增长率	29.12%	19.89%	12.74%	16.66%
归属母公司净利润(百万元)	-395.59	759.13	1037.76	1395.06
增长率	-255.70%	91.90%	36.70%	34.43%
每股收益EPS(元)	-0.98	1.88	2.57	3.45
净资产收益率 ROE	-6.32%	10.75%	13.11%	15.39%
PE	-31	16	12	9
PB	1.98	1.76	1.57	1.37

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
联系人: 刘佳宜
电话: 021-68415832
邮箱: liujy@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)	3.22
52 周内股价区间(元)	25.03-39.16
总市值(亿元)	123.43
总资产(亿元)	102.72
每股净资产(元)	14.91

相关研究

1. 立华股份(300761): 短期业绩承压, 多板块发展长期向好 (2022-04-25)
2. 立华股份(300761): 产能进一步去化, 黄鸡或迎反转 (2021-10-20)
3. 立华股份(300761): 成本管控出栏稳增, 行业低景气仍盈利 (2021-08-16)

目 录

1 公司概况：高科技规模养殖企业.....	1
2 黄羽鸡或迎景气度提升，优质龙头竞争优势凸显	2
2.1 黄羽鸡产能去化，未来价格有望提高	2
2.2 黄鸡养殖优势明显，拓展冰鲜前景广阔	6
3 战略布局生猪养殖，未来经营业绩向好	9
3.1 规模养殖占比提升，猪价预期回暖.....	9
3.2 产能利用率有望提升，盈利能力逐步增强	12
4 盈利预测与估值.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 相对估值.....	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司 2021 年营收结构情况	1
图 2: 公司 2021 年毛利润结构情况	1
图 3: 2016-2022Q1 公司营业收入及增速	1
图 4: 2016-2022Q1 公司归母净利润及增速	1
图 5: 2014-2021 年黄羽鸡出栏量 (亿羽)	2
图 6: 2021 年肉鸡出栏结构	2
图 7: 2015-2021 立华股份肉鸡养殖毛利	3
图 8: 2015-2021 温氏股份肉鸡养殖毛利	3
图 9: 黄羽鸡生产周期	4
图 10: 在产祖代黄羽鸡存栏量 (单位: 套)	4
图 11: 2018 年至今在产祖代黄羽鸡周环比变动情况	4
图 12: 在产父母代黄羽鸡存栏量 (单位: 套)	5
图 13: 2018 年至今在产父母代黄羽鸡周环比变动情况	5
图 14: 商品代肉雏鸡销售量 (单位: 羽)	5
图 15: 商品代毛鸡销售价格 (元/公斤)	5
图 16: 2016-2021 温氏、立华黄羽鸡出栏占比情况	6
图 17: 主要子公司全国分布情况	7
图 18: 2017-2021 公司研发投入情况	8
图 19: 公司主要产品展示图	8
图 20: 2012-2020 国内猪肉消费量 (单位: 千吨)	9
图 21: 2012-2021 生猪出栏量 (单位: 亿头)	9
图 22: 2006 年以来三个周期生猪价格走势 (元/公斤)	10
图 23: 能繁母猪存栏数量 (单位: 万头)	11
图 24: 2021 年以来生猪价格变化情况 (单位: 元/公斤)	11
图 25: 十家上市猪企生猪出栏量 (单位: 万头)	12
图 26: 立华生猪养殖流程图	13
图 27: 立华、温氏、牧原生猪头均成本 (元)	13

表 目 录

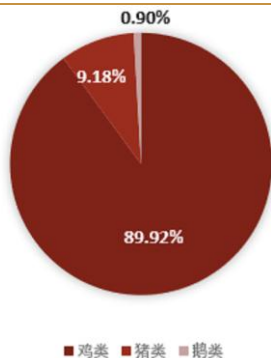
表 1: 公司主要屠宰加工项目规划建设情况	9
表 2: 畜禽养殖环保政策要求	11
表 3: 分业务收入及毛利率	14
表 4: 可比公司估值	15
附表: 财务预测与估值	16

1 公司概况：高科技规模养殖企业

江苏立华牧业股份有限公司成立于 1997 年 6 月，主要从事黄羽肉鸡的养殖、屠宰加工以及商品肉猪以及肉鹅的养殖和销售，是一家集科研、生产、贸易于一身、以优质草鸡养殖为主导产业的一体化农业企业。公司下设全资子公司 60 余家，范围覆盖十二个省份，在黄羽鸡育种和养殖方面积累了丰富的行业经验，先后被评为“江苏省农业科技型企业”、“国家农业产业化重点龙头企业”，在育种领域拥有“国家肉鸡核心育种场”、“国家禽白血病净化示范场”、“国家肉鸡良种扩繁基地”；先后承担国家级、省级重点研发创新项目，是国家级农业产业化重点龙头企业。

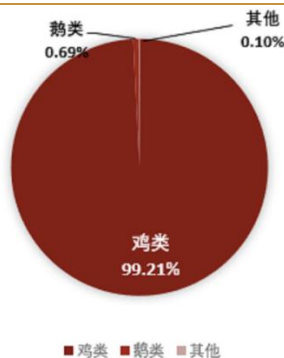
公司主营业务结构：公司主要产品包括鸡、猪、鹅三类，2021 年全年实现营业收入 111.3 亿元，其中三类产品收入分别为 100.1/10.2/1.0 亿元，分别占总收入的 89.9%、9.2%、0.9%，鸡收入为主要收入来源。公司 2021 年全年实现毛利 8.8 亿元，其中鸡类产品实现毛利 9.3 亿元，同比增长 0.93%，因生猪板块 21 年亏损 1.3 亿元左右，图示毛利结构为考虑鸡类、鹅类及其他的情况。

图 1：公司 2021 年营收结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

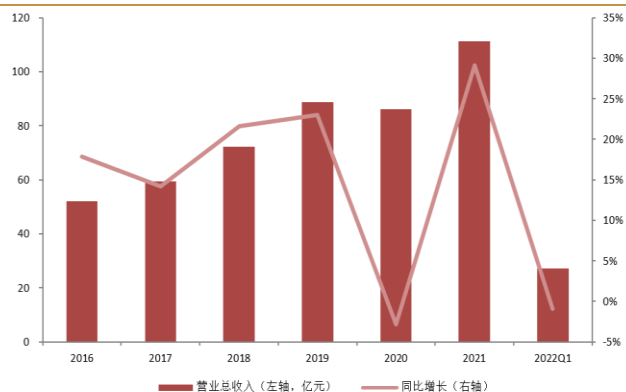
图 2：公司 2021 年毛利润结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

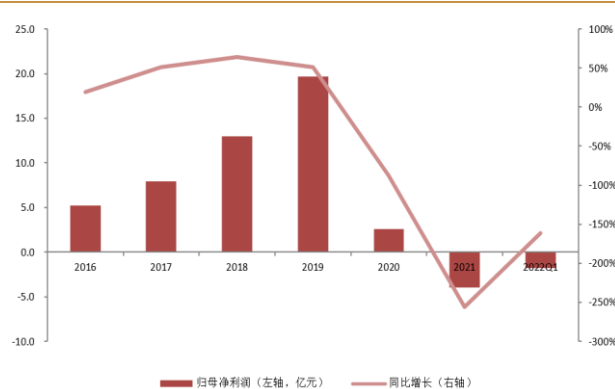
公司业绩状况：截至 2021 年末，公司实现营业收入 111.3 亿元，同比增加 29.12%。盈利受猪价下行、饲料成本上升等因素影响，2021 年公司归母净利润亏损 4.0 亿元，同比下降 255.7%。2017-2021 年公司营业收入整体稳中有升，得益于公司全产业链一体化经营模式，产品质量和成本控制方面优势明显，当前正是成本领先、高兑现能力与高弹性的黄鸡龙头布局时点，有利于公司抓住机遇快速扩张，行情向好。

图 3：2016-2022Q1 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2016-2022Q1 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 黄羽鸡或迎景气度提升，优质龙头竞争优势凸显

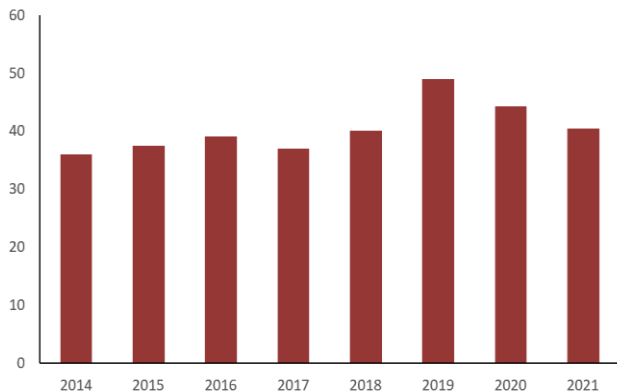
2.1 黄羽鸡产能去化，未来价格有望提高

2.1.1 随疫情好转，需求迎提振

黄羽鸡作为未来我国主要肉鸡消费品种，未来需求有望进一步增加。美国 USDA 数据表明，2021 年全球鸡肉产量达 9,990 万吨，较上年增加 0.9%，受到新冠疫情的影响，低于 2010 年以来 2.2% 的平均增速，其中中国、美国、巴西和墨西哥鸡肉产量持续增长，美国作为第一大鸡肉生产国，2021 年鸡肉产量为 2,038 万吨，占全球总产量的 20.4%，中国产量 1820 万吨，占比为 18.2%、巴西和欧盟位列第三、第四，分别占 14.5% 和 10.9%。从鸡肉人均消费水平来看，中国仍有提升空间，艾格农业数据库数据表明，2021 年鸡肉人均消费为 13.6 千克/人，比上年增长 1.8% 左右，与美国 50kg/人 的水平仍有差距，而饮食习惯相对接近的日本人均消费水平为 23 千克/人，鸡肉作为优质蛋白质，从长期角度来看需求量有望提升。

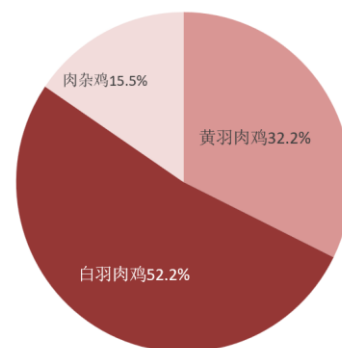
黄羽鸡作为中国自主培育的肉鸡种类，品种繁多、生长周期长，同时价格相对较高，但其肉质口感鲜美，更适合中国传统的烹调习惯，因此在中国市场占有率高。根据中国畜牧业协会数据，2021 年白羽肉鸡、黄羽种鸡、肉杂鸡分别占肉鸡出栏总量的 52.2%、32.3% 和 15.5%，出栏量分别为 65.3 亿羽、40.4 亿羽和 19.4 亿羽。

图 5：2014-2021 年黄羽鸡出栏量（亿羽）



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

图 6：2021 年肉鸡出栏结构



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

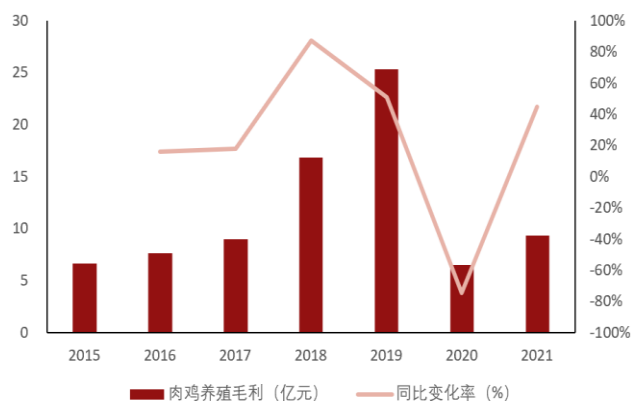
从历史情况来看，在突发疫情的影响下，黄羽鸡需求恢复速度较快。以禽流感为例，2013 年 3 月底在上海和安徽首次发现 H7N9 型禽流感病毒，截止当年 5 月底，共有 131 人确诊，37 人死亡，病例分布于北京、上海、江苏、浙江、安徽等地。2013 年立华股份与温氏股份的营业净利润分别为 -2.4 亿元、6.1 亿元，同比增长 -427.0%、5.5%，销售毛利率分别为 -1.7%、7.0%。禽流感对于当年盈利情况影响较大。而 2014 年，两家公司净利润都回到正常水平 3.5 亿元、28.8 亿元，扭亏为盈，实现同比增长 248.4%、26.6%。

2017 年又一次出现禽流感，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。立华 2019 年 2 月上市，2017

年并未披露半年报,从温氏 2017 年年报与半年报情况来看,半年度肉鸡类养殖营收 62 亿元,同比减少 26.4%,毛利率-21.6%,而从全年角度来肉鸡养殖实现营收 175.6 亿元,同比减少 8.7%,毛利率恢复正值 11.2%,同比微增 0.2 个百分点。立华历史财务数据亦表明鸡类养殖业务营业净利润 9.2 亿元,同比增长 29.6%。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。

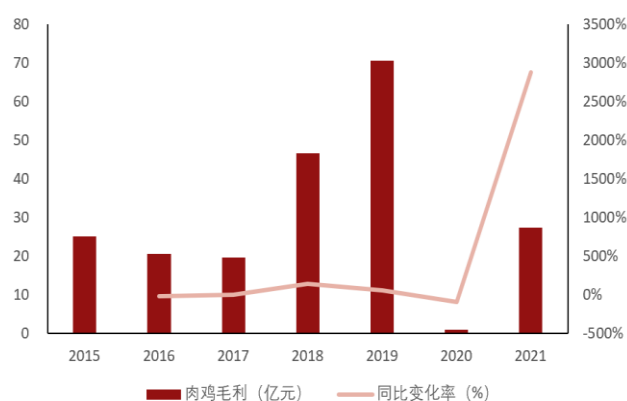
未来随新冠疫情得到有效控制,黄羽鸡需求亦将提升。2019 年底开始出现的新冠疫情造成史无前例的影响,根据 WHO 数据,截至 2022 年 4 月 28 日,全球共计确诊 5 亿患者,619 万人因新冠病毒离世,全球经济亦受到猛烈冲击,21 年 10 月国际货币基金组织 (IMF) 发布的《世界经济展望报告》表明 2020 年世界经济同比深度下滑 3.1%,国内整体消费亦受到影响,2022 年 4 月 30 日国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》,指出“消费是最终需求,是畅通国内大循环的关键环节和重要引擎,对经济具有持久拉动力”,今年“着力稳住消费基本盘”是“稳增长”的重要一环;《意见》中提出了五个方向二十项举措,其中针对疫情纾困,保供稳价、消费创新、促进文旅、挖掘县乡消费等方面都提出了具体的要求。在经济复苏以及消费逐步恢复的发展趋势下,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。

图 7: 2015-2021 立华股份肉鸡养殖毛利



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 2015-2021 温氏股份肉鸡养殖毛利

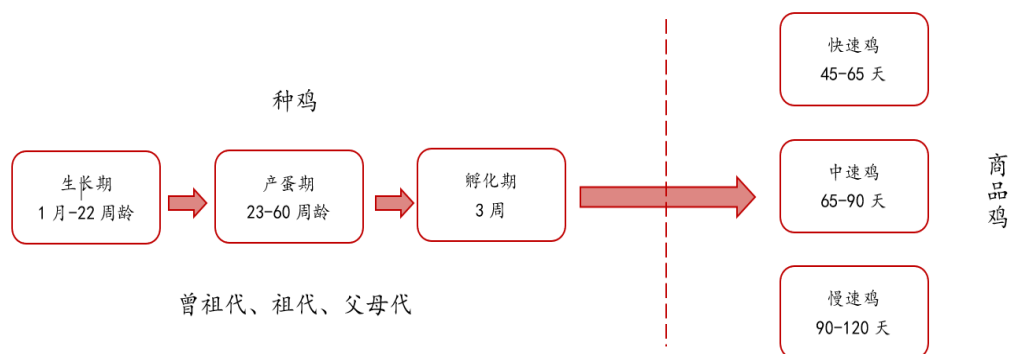


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.1.2 产能持续去化, 或迎价格拐点

黄羽鸡为我国本土种源,具有较强的地域性特征。从养殖周期来看,曾祖代/祖代/父母代种鸡生长期为 22 周、产蛋期持续 38 周,孵化需 3 周左右。祖代鸡自补栏后第 23 周开始产蛋,孵化约需 3 周时间,第 26 周可得到第一代父母代雏鸡,父母代同理得商品代雏鸡。按照生长速度以及出栏的时间,黄羽鸡可划分为快速鸡、中速鸡、慢速鸡。快速鸡平均出栏日龄 53 天,养殖成本较低,肉质色泽、风味及口感方面较白羽鸡更具优势;中速鸡生长速度、肉质介于快速鸡和慢速鸡之间,平均出栏日龄 80 天,屠宰后皮肤光亮比较美观,且经冰鲜处理后口感下降程度较低;慢速鸡出栏日龄需要 95 天及以上,生长模式以放养为主,肉质最优价格也更高。

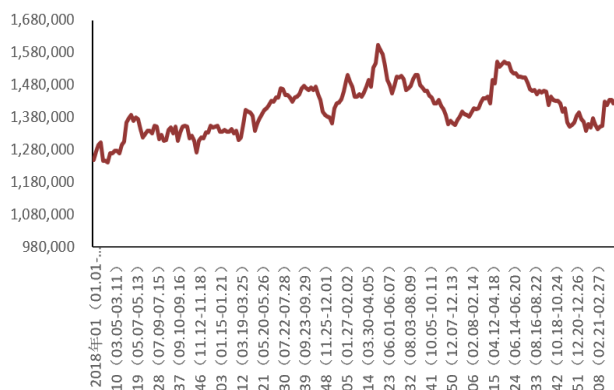
图 9：黄羽鸡生产周期



数据来源：维基百科，西南证券整理

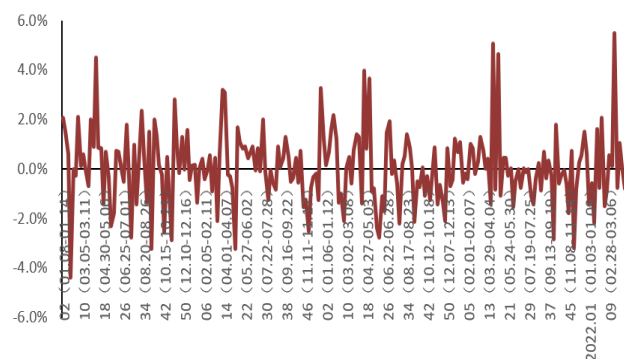
祖代黄羽鸡整体产能相对稳定。2018 年年初在产祖代黄羽鸡存栏 125 万套左右，为近年来低点，2020 年 5 月左右达到 160 万套的高点。周环比波动幅度最值为正负 5%，平均一般维持在正负 2% 左右。后备祖代存栏量 2018 年至今，偶尔出现波动，波动区间在 100 万-120 万套之间，曾再 2021 年 9 月中旬出现 148.9 万套的较高水平，后恢复至正常水平。根据中国畜牧业协会数据，截至 2022 年 4 月 24 日，在产祖代黄羽鸡 143.5 万套，周环比变动 0.8%，后备祖代存栏 103.7 万套，周环比-1.1%，三月中旬在产祖代种鸡数量明显提升，整体微高于 2018、2019 年存栏，低于 2020、2021 年水平。

图 10：在产祖代黄羽鸡存栏量（单位：套）



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

图 11：2018 年至今在产祖代黄羽鸡周环比变动情况

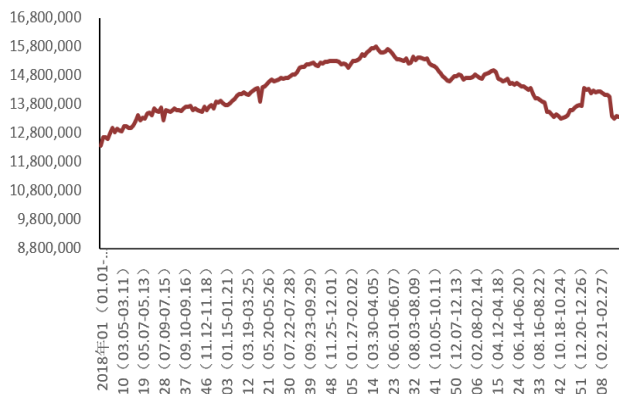


数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

从父母代存栏量看，当前处于低位，且雏鸡售价偏低。2018、2019 年在产父母代存栏量呈平缓上升，2020 年下半年开始出现去产能趋势。2018 年年初在产父母代存栏量 1236 万套左右，属于全年最低水平，后持续上升，2020 年 3 月底产能达到 1575 万套左右，后开始出现去产能趋势，2021 年年初在产父母代种鸡存栏 1465 万套，2021 年底该指标为 1376 万套，全年产能去化 6% 左右。截至 2022 年 4 月 24 日，在产父母代黄羽鸡 1338 万套，周环比变动-0.1%，较 2020 年 1575 万套左右的最高水平降低 15%，后备父母代存栏 917 万套，周环比变动 2.5%。在产父母代存栏基本与 2018 年持平，低于 2019、2020、2021 年同期水平，整体产能处于低位。从雏鸡价格端看，4 月底 8.58 元/套，周环比下降 4.4%，低于 20、21 年同期，高于 18、19 年同期水平，主要是受到饲料价格偏高（截至 2022 年 5 月中玉米现货价格 2902.75 元/吨、豆粕现货价格 4170 元/吨，皆处于高位，饲料价格亦迎来数

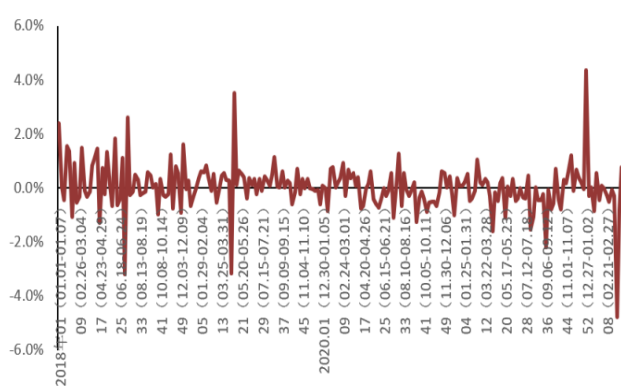
次上调,) 养殖成本较高, 结合毛鸡终端亏损以及疫情对于需求端的影响, 整体补栏热情并不高, 但若未来疫情得到有效控制, 整体市场需求回暖, 价格反弹弹性大, 补栏或将增强。

图 12: 在产父母代黄羽鸡存栏量 (单位: 套)



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

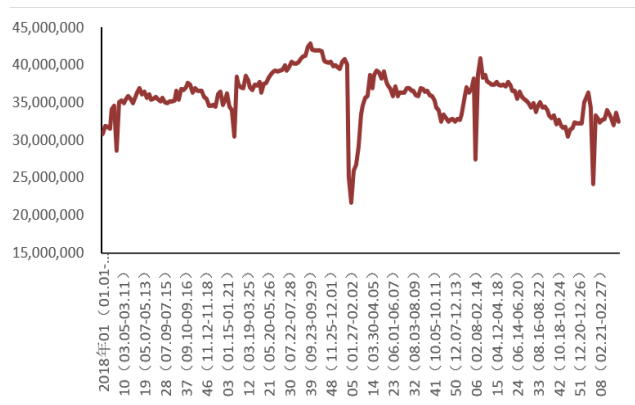
图 13: 2018 年至今在产父母代黄羽鸡周环比变动情况



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

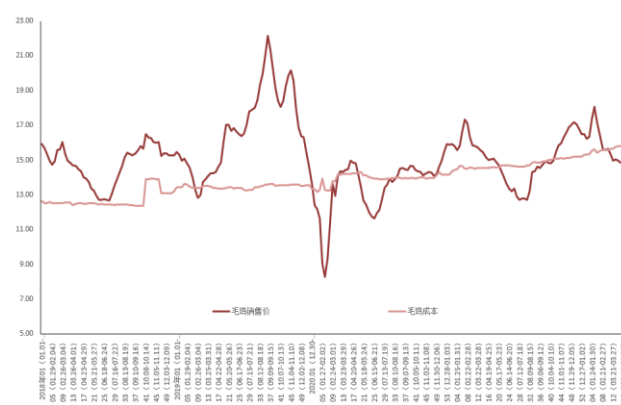
商品代肉雏鸡销售量低于往年水平, 毛鸡价格与 21 年基本持平, 未来有望迎来反弹。根据中国畜牧业协会数据显示, 2022.04.18-04.24 商品代雏鸡销售量 3248.8 万只, 周环比减少 3.4%, 2018-2021 年同期水平平均在 3500 万只以上, 商品代毛鸡销售价格约为 14.9 元/公斤, 市场平均成本价 15.8 元/公斤, 行业普遍处于亏损状态, 主要是受到饲料成本上涨且疫情导致市场需求降低的影响。另一方面生猪价格对于黄羽鸡价格存在一定影响, 2019 年 2 月-2019 年 12 月, 生猪养殖因受到非洲猪瘟疫情影响, 产能减少, 生猪价格自 11.5 元/公斤上升至 34 元/公斤, 期间在 11 月曾达到 40 元/公斤的高位, 鸡肉拥有一定的生猪替代属性, 其需求以及价格均受到带动提升, 而当前情况下, 生猪价格处于 14.5 元/公斤左右的相对低位, 即使黄羽鸡产能去化至低位, 但猪肉价格偏低以及需求的影响使之上升乏力。但未来生猪价格预期回暖且随疫情得到有效控制, 供需面提供价格上行支撑, 拥有高弹性, 黄羽鸡养殖行业盈利水平有望改善。

图 14: 商品代肉雏鸡销售量 (单位: 羽)



数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

图 15: 商品代毛鸡销售价格 (元/公斤)

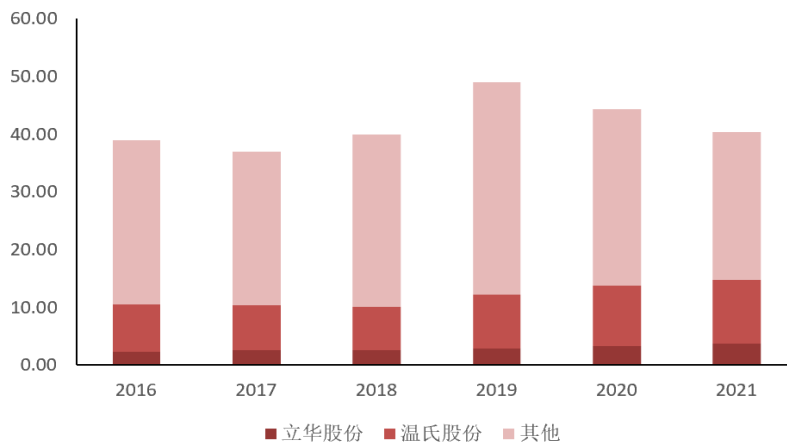


数据来源: 中国畜牧业协会, 西南证券整理

养殖行业门槛提高，行业集中度提升。首先受禽流感、环保拆迁禁养等因素影响，养殖行业在疫情防控能力、改善养殖环境、提高养殖效率方面都面临更高的要求，大型规模企业由于具有资金、技术、防疫能力等多方面优势在行业筛选中具有较强的竞争优势，散养户及中小养殖企业无法满足防疫、环保时将被清出市场。其次受饲料原料价格上升影响，肉鸡养殖企业成本居高不下，盈利空间收紧，龙头养殖企业拥有成本优势有望进一步扩大市场份额。

黄羽鸡养殖不断向规模化发展。2021 年全国出栏黄羽鸡 40.4 亿羽，其中温氏集团出栏 11.1 亿羽占比 27.5%，立华股份出栏 3.7 亿羽占比 9.2%。行业整体出现两超多强的局面，根据新牧网统计及估算，2020 年我国黄羽鸡养殖 CR10 约在 40% 左右，CR5 大约在 36%。参考美国禽类养殖 CR10 在 60-70% 的水平，我国整体行业集中度仍有提升空间。

图 16：2016-2021 温氏、立华黄羽鸡出栏占比情况



数据来源：公司公告，中国畜牧业协会，西南证券整理

因活禽市场逐步关闭相关政策，散户养殖退出市场，行业集中度进一步提升。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。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。截至 2021 年底已有 134 个地级市永久关闭或拟关闭活禽交易，冰鲜成为大势所趋。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，在行情不稳定或是持续亏损的情况下去产能会相对更大幅度，行业集中度提升，龙头企业获得其份额，进一步提高市占率。

2.2 黄鸡养殖优势明显，拓展冰鲜前景广阔

公司黄羽鸡市占率位居全国第二，并在维持原有消费市场基础上继续向两广区域市场扩张。根据中国畜牧业协会禽业分会数据统计，2019 年至 2021 年我国黄羽鸡出栏量分别为 45.6/44.3/40.4 亿羽，同期公司商品肉鸡出栏量分别为 2.9/3.2/3.7 亿羽，占全国黄羽鸡出栏量比重分别为 6.3%/7.3%/9.2%，出栏量及市场占比多年来位居全国第二，并呈逐步上升趋势。公司 2021 年公司养鸡产业稳步扩张，在维持原有市场的基础上进一步提升在西南、华南、华中等主要消费市场的市占率，2021 年 12 月全资子公司柳州立华收购墟岗黄柳州公司 100% 股权进一步扩展了公司在两广地区的市场份额，未来公司在保持华东地区销售份额与销售增

速的同时，将重点拓展华中、华南及西南地区的黄羽鸡消费市场，稳步提升公司黄羽鸡业务市占率。

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。在该模式下，公司与农户建立合作关系，农户接受公司委托需提供符合条件的养殖场地、设施及劳动力、缴纳保证金、签署养殖合同，加入与公司有合作关系的专业合作社。建立合作关系后，公司将育种好的苗鸡与养殖所需的饲料和药品疫苗等物料提供给农户，并在农户养鸡的全过程提供技术指导，提高农户养殖效率，并负责回收成品鸡。这种模式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。

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 17：主要子公司全国分布情况



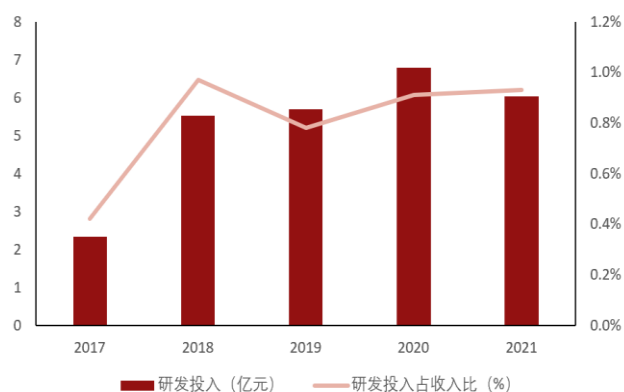
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司黄羽鸡养殖成本控制做到行业领先。因 2021 年并未披露详细成本构成，参考 2019、2020 两年，立华鸡类产品总营业成本为 55.6 亿、66.6 亿元，饲料原料成本分别为 39.2 亿元、49.7 亿元，占比分别为 70.5%、74.6%，饲料原料为养殖成本中的重要部分，有效控制该项成本有利于公司盈利能力的提升。面对这一压力，公司**从饲料原料采购、营养和饲料加工领域、饲养技术领域**等各个方面挖潜节流、控制成本，具体体现在以下三个方面：（1）饲料原料采购方面，子公司选址一般临近粮食产量高、人口密集的区域，可有效保证饲料原料的供给与产品销售，减少运输成本，另一方面，公司通过密切关注大宗商品价格变动、积极拍卖政府储备粮等方式持续优化采购策略，控制采购成本；（2）营养和饲料加工方面，针对

玉米原料价格上升的情况，科学调整饲料酶制剂酶谱，借助仿生消化试验和代谢试验平台，对非常规原料进行营养价值评估和精准使用，全面实现无玉米型日粮配方，从饲料端精准控制成本；(3) 饲养技术领域，通过加强多层笼养和高密度平养下的畜禽舍精准环控技术的研究和应用、加强精准储料运料等新技术新方法的研发与推广，基于发酵饲料建设健康养殖模式，从饲养端精细化管理控制成本。

公司产品种类丰富，并持续研发创新。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。**公司加大技术研发投入。**2021 年，公司育种团队多年培育的“花山鸡”新品种（配套系）通过国家畜禽遗传资源委员会审定，其推向市场将有力支撑家禽“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”的发展需求，填补了目前市场上黄羽肉鸡普遍不适于规模化屠宰加工的空白；根据主翼羽和覆主翼羽受性染色体上的伴性位点基因控制的特点，建立的首个羽速自别配套系在父母代种鸡推广运用，解决招工难、鉴别人效低的难题。2021 年 8 月，公司投资近 2,000 万元，建成代表国内先进技术研发水平的家禽科研场，全年研发费用 4614 万元，同比增长 68.8%，占营收比例为 0.4%。

图 18：2017-2021 公司研发投入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：公司主要产品展示图



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司加快下游屠宰冰鲜业务布局。2021 年公司销售冰鲜鸡及冻品 2.16 万吨，同比增长 0.74%。未来公司将从人才、产品、渠道等方面进行建设：(1) 人才储备方面，公司坚持贯彻人才引进和人才培养，通过成熟、高效、灵活的人力资源管理体系搭建专业团队，负责产品的研发及市场推广；(2) 产品研发方面，公司研发团队致力于从事黄羽鸡半成品料理及预制菜品的研发，为公司全产业链延伸提供产品支撑。此外，针对原有肉鸡难以适应规模化、规范化屠宰加工的问题；(3) 渠道建设方面，公司加快线上、线下销售渠道拓展，线上积极与盒马鲜生等电商平台建立合作，加快市场开发和平台构建；(4) 产能规划与建设方面，公司规划 2025 年完成黄羽鸡出栏量的 50% 的屠宰产能，预计 2022 年完成 4000-5000 万产能建设，主要用于满足长三角、珠三角地区的需求。此外，已顺利启动湘潭、惠州、扬州等多个屠宰加工项目的规划建设，已完成泰安和潍坊屠宰加工项目的开工前准备工作，数家冰鲜加工厂正在积极筹建中。

表 1：公司主要屠宰加工项目规划建设情况

项目名称		扬州阳雪肉鸡屠宰项目	潍坊阳雪肉鸡屠宰项目	泰安阳雪肉鸡屠宰项目	湘潭立华肉鸡屠宰项目
总投资额		2.0 亿元	1.2 亿元	1.3 亿元	0.8 亿元
建设周期		2 年	2 年	2 年	2 年
预计建成投产时间		2023 年 4 月	2023 年 2 月	2023 年 3 月	2022 年 5 月
预计新增 产能	年屠宰肉鸡	3000 万羽	2000 万羽	2000 万羽	1100 万羽
	对应冰鲜鸡肉产量	4.7 万吨	3.5 万吨	3.3 万吨	1.6 万吨
	对应副产品	1701 吨	1254 吨	1206 吨	561 吨
预计达产收入规模		7.9 亿元	5.6 亿元	5.4 亿元	2.7 亿元
预计达产利润规模		2474 万元	1513 万元	1615 万元	963 万元

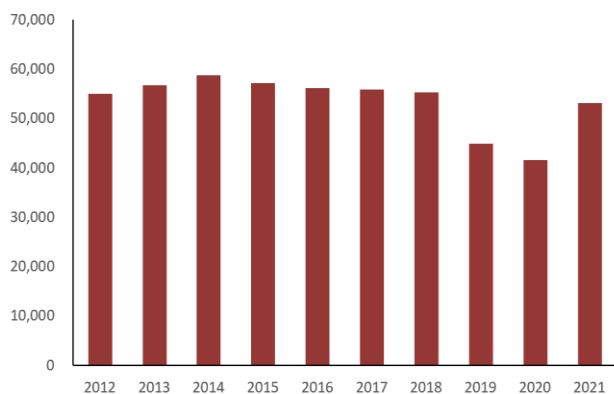
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 战略布局生猪养殖，未来经营业绩向好

3.1 规模养殖占比提升，猪价预期回暖

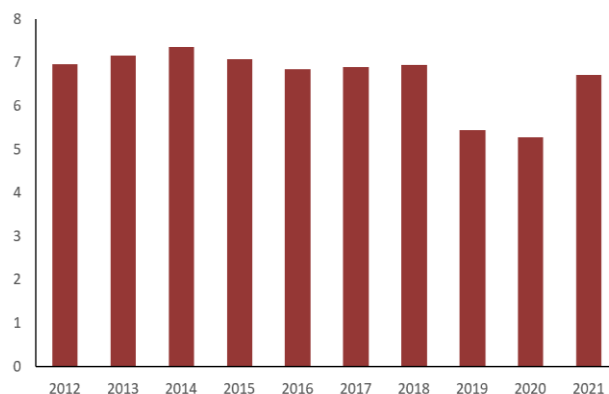
我国为猪肉消费大国，生猪养殖市场规模庞大。根据国家统计局的数据显示，2020 年中国生猪出栏量为 5.3 亿头，2021 年出栏超 6.7 亿头，同比增长 27.4%，全年猪肉产量 5296 万吨，同比增长 28.8%，在非洲猪瘟爆发前，2015-2018 年间平均年出栏量在 7 亿头左右，猪肉在我国居民的饮食结构中扮演十分重要的角色。按照猪肉年产量 5500 万吨、以往猪周期猪肉价格 20-25 元/公斤的水平进行粗略估计，生猪市场规模大约为 1.1-1.4 万亿。

图 20：2012-2020 国内猪肉消费量（单位：千吨）



数据来源：USDA，西南证券整理

图 21：2012-2021 生猪出栏量（单位：亿头）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

自 2006 年以来，我国经历大约四轮猪周期。第一轮为 2006 年 7 月至 2010 年 5 月，本轮周期中猪价于 2008 年 4 月达到峰值，上行周期持续 21 个月，下行时常约 27 个月。05、06 年期间，生猪价格处于历史低位，大量能繁母猪淘汰，产能出清，最终价格因供需关系而在 7 月迎来反弹。在此过程中受到高致病性蓝耳病的影响，生猪补栏速度延缓，供给难以跟上，叠加 08 年初春节消费旺盛的影响，价格最高达到 17.4 元/公斤，较 2006 年年中低位上涨近 157%，后供给逐渐增加，且出现瘦肉精事件，市场消费意愿受到影响，二者共同作用导致猪价下跌。第二轮周期为 2010 年 6 月-2014 年 4 月，生猪价格于 11 年 9 月到达高点

19.92 元/公斤，上行周期 15 个月，下行持续 32 个月，在此轮周期中并未出现新型传染病的爆发，主要是受到供需关系的影响，2010 年中国能繁母猪数量的减少开始在生猪供应端有所体现，价格迎来反弹，后也因产能的恢复而一路下行，2013 年 5 月国家开启冻猪肉收储工作以稳定市场，短期价格小幅反弹。第三轮周期为 2014 年 5 月-2018 年 5 月，价格于 2016 年 6 月达到 21.2 元/公斤的峰值，上行 25 个月，下行 23 个月。2014 年起因受到环保政策的影响，大量散户退出市场，叠加 2015 年上半年爆发的猪丹毒疫情，生猪存栏受到影响，价格走高，后因供需关系进入下行通道，并伴随季节性调整。

图 22：2006 年以来三个周期生猪价格走势（元/公斤）



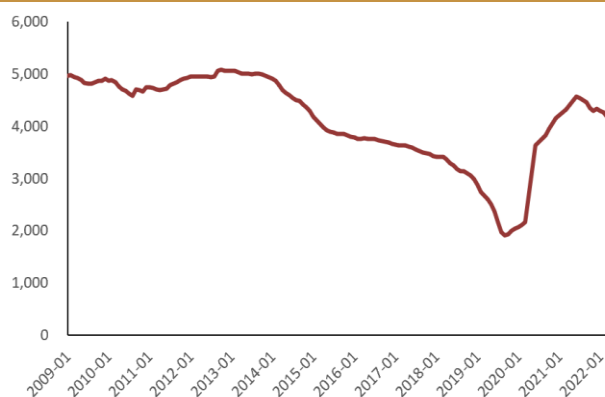
数据来源：wind，西南证券整理

本轮生猪周期受到非洲猪瘟影响，各项指标波动剧烈，养殖成本变动区间拉大。受非瘟疫情的影响，我国能繁母猪的数量在 2019 年大幅减少，至 2019 年 11 月，能繁母猪存栏量首次实现环比增加 0.6%，在 12 月生猪存栏量也首次实现环比增长 2%。《2019 年国民经济和社会发展统计公报》显示 2019 年末，我国生猪存栏 31041 万头，同比下降 27.5%；生猪出栏 54419 万头，同比下降 21.6%；全年猪肉产量 4255 万吨，同比下降 21.3%。从价格角度看，2019 年 11 月前后，生猪价格达 41 元/公斤，为历史最高水平，后 2020 年于高位波动调整，2021 年初，价格进入下行通道。

当前行业处于产能去化阶段。从数量上看，根据农业农村部数据显示，截至 2022 年 3 月全国能繁母猪存栏量 4185 万头，环比减少 2%。根据农业农村部 9 月印发的《生猪产能调控实施方案（暂行）》，能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，95%-105% 的波动区间为绿色区域，90%—95% 和 105%—110% 区间为黄色区域，低于正常存栏量的 90% 或高于正常存栏量的 110% 为红色区域，当前能繁母猪数量踏入绿色区间。从结构来看 19、20 年为保证供给，存在有将三元母猪作能繁母猪使用的策略，其生产效率及质量不及传统二元

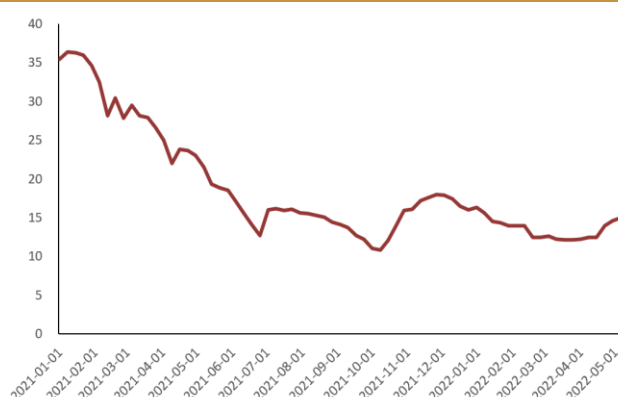
母猪，因而在淘汰过程中将先经历落后产能的去化，从而达到结构性调整的效果。从生产效率的角度分析，随规模养殖率提高以及科学化养殖的普及，能繁母猪 PSY（每头母猪每年所能提供的断奶仔猪的头数）指标等均有所提升。产能去化与结构调整同步进行，当前生猪价格在 15 元/公斤左右，养殖企业仍普遍处于亏损状态，产能进一步去化，从 4 月通胀数据来看，畜肉类价格由上月环比下降 4.9% 转为上涨 0.4%，其中由于产能、收储、运输成本等原因猪肉价格由环比下降 9.3% 转为上升 1.5%，对于生猪价格预期回暖。

图 23：能繁母猪存栏数量（单位：万头）



数据来源：wind，西南证券整理

图 24：2021 年以来生猪价格变化情况（单位：元/公斤）



数据来源：wind，西南证券整理

规模养殖迅速发展，高效养殖企业有份额扩张。环保要求的长期推动以及突发疫病的促进下，生猪养殖行业集中度不断提升。在强调环保要求的推动下，规模场占比不断提升，部分中小养殖户无法满足环保要求或是因选择外出打工地机会而退出养殖市场。按照中国每年出栏 7 亿只猪估算，一年所产生的排泄物约有 14 亿吨，在政府没有严格的处理要求时，对环境造成了严重的负担。自 2014 年起，政府相继推出了《畜禽规模养殖污染防治条例》、《环保法》、《水污染防治行动计划》、《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》、《畜禽养殖禁养区划定技术指南》、《“十三五”生态环境保护规划》等一系列环保政策要求，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区和城镇居民区和文化教育科学研究区等区域禁止建立畜禽养殖场。

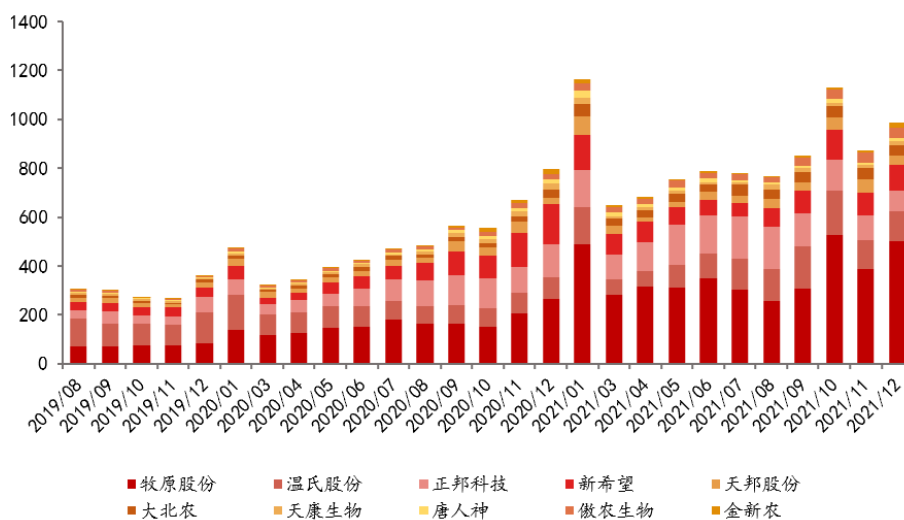
表 2：畜禽养殖环保政策要求

时间	政策	重点内容
2015.01	《环保法》	进一步明确畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律法规规定。
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定畜禽养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产区制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《“十三五”生态环境保护规划》	要求 2017 年年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。
2021.12	《加强畜禽粪污资源化利用计划和台账管理的通知》	进一步提高畜禽粪污资源化利用的规范化、标准化水平，积极推动畜禽粪肥就地就近还田利用，加强畜禽养殖场（户）粪污资源化利用

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

非洲猪瘟和新冠疫情皆对养殖行业产生影响。非洲猪瘟 2018 年 8 月首次出现在中国，随后蔓延至全国各地。根据农业农村部的数据显示，2018-2020 年全国共发生非洲猪瘟 181 起，扑杀生猪 103.4 万头。受此影响，相较于规模化企业，散户的防疫措施有限，生猪存活率较低。此外，2020 年初由于新冠疫情的爆发，许多企业停工停产，部分养殖企业出现经营困难，进一步造成众多中小养殖户减产或退出养殖行业。据农业农村部消息，2021 年畜禽养殖综合规模化率首次达到 70%，其中生猪养殖规模化率首次达到 60%，养殖规模化率进一步提升。2019 年至 2021 年，生猪出栏量较大的十家上市养殖公司（牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农）占总生猪出栏量的比例有所提升，2021 年国内生猪出栏总量为 6.7 亿头，十家上市生猪养殖企业出栏量合计达 9428 万头，占比达 14%。

图 25：十家上市猪企生猪出栏量（单位：万头）

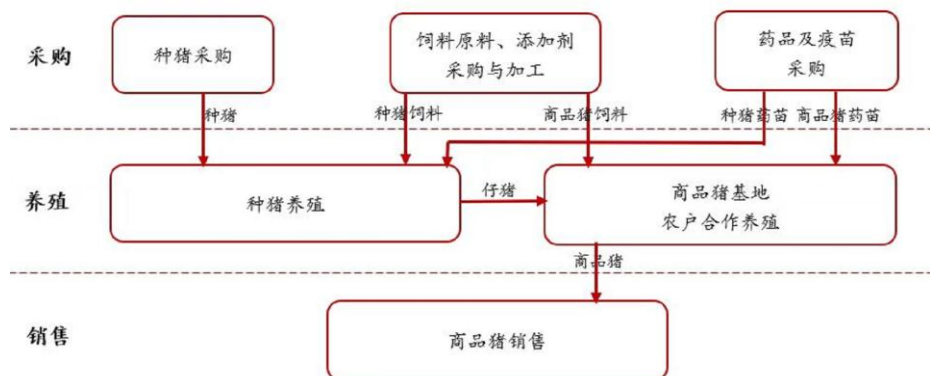


数据来源：各公司公告，西南证券整理；注：因各家披露情况不同，各年1月为当年1月、2月销售合计数据

3.2 产能利用率有望提升，盈利能力逐步增强

公司生猪养殖产业链完善，涵盖种猪自繁、商品肉猪养殖、饲料生产。饲料原料以及添加剂、药品以及疫苗的采购由公司统一协调进行，实行“本部集中采购，区域采购中心辅助”的采购模式。生产过程中公司采取“公司+基地+农户”的合作养殖模式为主，公司统一按照高标准建设养殖基地、配备全自动化设备设施，有利于提高养殖效率也保证了商品肉猪产品质量与食品安全。养殖基地选址于远离人群密集区域与其他商品肉猪养殖场所，且进行封闭管理有助于控制疾病风险。公司提供猪舍、猪苗、饲料、药品疫苗等物料供应及销售环节的管理，制定商品肉猪饲养环节所需的各项管理制度、规定和技术标准。合作养殖农户（有一定经济实力、养殖经验的家庭单位）负责提供劳动力，以及到公司指定地点领取物料、交付产品等所需要的费用。截至 2021 年末公司生猪养殖业务合作农户数为 213 户，同比增长 36.5%。

图 26：立华生猪养殖流程图

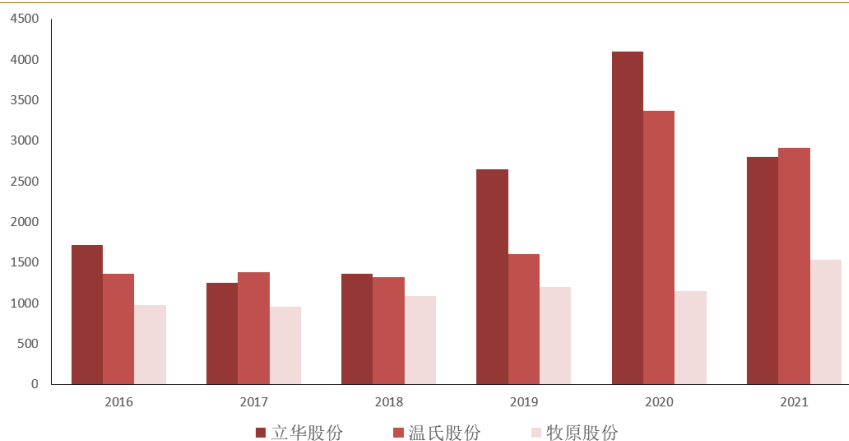


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司自 2011 年起布局生猪养殖业务，作为长期战略规划，稳健发展。生猪生产主要集中在四川盆地、黄淮流域等玉米和小麦主产区、长江中下游水稻主产区，这三大地区是我国主要的生猪生产区和调出区。公司在黄淮地区设立了宿迁立华、连云港立华、阜阳立华、丰县立华、宿州立华等子公司，作为当前开展生猪养殖业务的主要基地。2021 年公司常州新北孟河、武进遥观楼房养猪项目完工投产，实现自动化、智能化、标准化运营管理。2021 年公司销售商品肉猪 41.3 万头，同比上升 124%；销售均价 17.89 元/公斤，同比下降 44.5%；实现销售收入 8.06 亿元，同比增加 20.43%，生猪价格不景气的情况下，出现较大亏损。

公司未来养殖效率有望进一步提升，生猪板块盈利能力有望增强。从成本端看当前公司生猪养殖成本较高，按照公司年报中生猪养殖板块成本除以当年出栏量对于头均成本进行粗略估计，21 年公司该指标水平为 2804.6 元，生猪养殖龙头企业牧原股份该项指标为 1538.7 元，由此可见公司养殖成本仍有较高的提升空间。从能繁母猪来看，公司逐步淘汰低效母猪，提升存栏母猪生产性能，从而降低完全成本。公司当前产能利用率较低，根据公司 2021 年 8 月在可转债审核问询函回复报告中数据显示，公司截至 21 年 6 月已建成生猪养殖 139 万的产能，根据 21 年出栏 41.3 万头，产能利用率尚为 30%左右，公司处于对周期的考虑，稳健进行出栏扩张，未来随猪价预期回暖，产能利用率提升，相应折旧摊销均将降低，成本进一步降低叠加售价回升，整体公司业绩有望增长。

图 27：立华、温氏、牧原生猪头均成本（元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

未来在生猪养殖业务板块，公司将在现有生猪养殖技术和经验的基础上，继续深入探索具有自身特色的生猪养殖业务模式，优化养殖技术体系，在短期内发展成为具有区域影响力的生猪供应商，公司计划到 2025 年形成年出栏商品猪 300 万头左右的产能规模。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1：考虑受疫情影响，黄羽鸡消费需求未来逐步回升，且行业去产能 21 年四季度起初见成效，未来黄羽鸡价格存在支撑，我们预计公司 2022-2024 年鸡业务销量增速为 10%/10%/10%，且公司发展冰鲜业务，未来毛利率水平预计在 18%/15%/16%。

假设 2：当前生猪价格仍然处于低位，且公司生猪养殖业务属于发展初期，完全成本尚于偏高状态，未来随出栏量提升各项费用得到摊薄，盈利水平有望提升，预计 22 年整体生猪猪价前低后高预期回暖，2022-2024 年公司平均生猪销售价格变化率为 5%/20%/10%，对应毛利率水平分别为 -5%/15%/13%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
鸡	收入	9,995.64	11,994.77	13,194.24	15,173.38
	增速	34.71%	20.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	10.06%	18.00%	15.00%	16.00%
猪	收入	1,019.53	1,223.44	1,712.81	2,226.65
	增速	18.93%	20.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	-13.23%	-5.00%	15.00%	13.00%
鹅	收入	100.29	110.32	121.35	133.49
	增速	37.76%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	6.88%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	收入	16.27	17.08	17.94	18.83
	增速	-93.99%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	1.72%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	11,131.7	13,345.6	15,046.3	17,552.4
	增速	29.12%	19.89%	12.74%	16.66%
	毛利率	7.89%	15.77%	14.91%	15.53%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取行业中的两家相关公司：湘佳股份、温氏股份，二者 2023 年平均 PE 为 11 倍。考虑到公司控本能力强，生猪养殖业绩弹性高，适当溢价予以公司 2023 年 15 倍 PE，维持“买入”评级，给予目标价 38.55 元。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002982	湘佳股份	35.43	0.25	1.49	2.79	3.26	193.57	23.89	12.77	10.92
002714	温氏股份	17.74	-2.11	-0.31	2.05	2.35	-	-	8.85	7.70
平均值							194	24	11	9
300761	立华股份	30.56	-0.98	1.88	2.57	3.45	-31	16	12	9

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

公司产能扩张不及预期；养殖端出现疫情；产品销售不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11131.73	13345.60	15046.34	17552.35	净利润	-395.59	759.13	1037.76	1395.06
营业成本	10253.39	11240.49	12802.42	14826.59	折旧与摊销	486.71	564.94	564.94	564.94
营业税金及附加	11.45	14.24	15.97	18.56	财务费用	68.44	82.46	84.62	67.60
销售费用	141.35	206.86	233.22	251.00	资产减值损失	-591.63	300.00	0.00	0.00
管理费用	501.98	800.74	932.87	1053.14	经营营运资本变动	-25.37	6.31	-83.08	-88.46
财务费用	68.44	82.46	84.62	67.60	其他	1138.93	-431.46	-63.04	-65.93
资产减值损失	-591.63	300.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	681.49	1281.37	1541.20	1873.21
投资收益	11.20	20.00	20.00	20.00	资本支出	-1663.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	45.57	49.69	52.51	51.49	其他	-259.50	-454.78	7.46	66.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1923.16	-454.78	7.46	66.92
营业利润	-386.78	770.51	1049.75	1406.95	短期借款	1019.58	1117.07	-275.60	-1123.88
其他非经营损益	-8.70	-11.36	-11.99	-11.94	长期借款	116.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	-395.47	759.15	1037.76	1395.01	股权融资	0.02	0.00	0.00	0.00
所得税	0.11	0.02	0.00	-0.05	支付股利	-60.58	94.32	-181.01	-247.44
净利润	-395.59	759.13	1037.76	1395.06	其他	88.28	-278.97	-84.62	-67.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1163.47	932.43	-541.22	-1438.93
归属母公司股东净利润	-395.59	759.13	1037.76	1395.06	现金流量净额	-78.19	1759.02	1007.43	501.20
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	242.82	2001.84	3009.27	3510.47	成长能力				
应收和预付款项	347.03	409.28	465.28	538.96	销售收入增长率	29.12%	19.89%	12.74%	16.66%
存货	1874.84	2129.67	2425.69	2816.02	营业利润增长率	-242.36%	99.21%	36.24%	34.03%
其他流动资产	1022.66	1607.85	1720.41	1794.65	净利润增长率	-255.70%	91.90%	36.70%	34.43%
长期股权投资	69.39	69.39	69.39	69.39	EBITDA 增长率	-75.94%	742.13%	19.85%	20.02%
投资性房地产	9.42	10.21	9.96	9.93	获利能力				
固定资产和在建工程	5276.88	4775.22	4273.56	3771.89	毛利率	7.89%	15.77%	14.91%	15.53%
无形资产和开发支出	292.32	285.80	279.28	272.77	三费率	6.39%	8.17%	8.31%	7.82%
其他非流动资产	1828.86	1772.10	1715.34	1658.59	净利率	-3.55%	5.69%	6.90%	7.95%
资产总计	10964.22	13061.37	13968.18	14442.66	ROE	-6.32%	10.75%	13.11%	15.39%
短期借款	1119.69	2236.76	1961.16	837.28	ROA	-3.61%	5.81%	7.43%	9.66%
应付和预收款项	1111.95	1226.75	1387.43	1610.86	ROIC	-4.73%	11.46%	15.55%	20.54%
长期借款	609.31	609.31	609.31	609.31	EBITDA/销售收入	1.51%	10.62%	11.29%	11.62%
其他负债	1864.23	1929.48	2094.46	2321.79	营运能力				
负债合计	4705.17	6002.30	6052.36	5379.22	总资产周转率	1.10	1.11	1.11	1.24
股本	403.88	403.88	403.88	403.88	固定资产周转率	3.12	3.39	4.38	5.98
资本公积	1487.88	1487.88	1487.88	1487.88	应收账款周转率	1451.20	1401.84	1471.02	1438.42
留存收益	4313.86	5167.31	6024.07	7171.68	存货周转率	5.56	5.35	5.45	5.49
归属母公司股东权益	6259.04	7059.07	7915.83	9063.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.12%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	6259.04	7059.07	7915.83	9063.44	资产负债率	42.91%	45.95%	43.33%	37.25%
负债和股东权益合计	10964.22	13061.37	13968.18	14442.66	带息债务/总负债	36.75%	47.42%	42.47%	26.89%
					流动比率	0.99	1.28	1.57	2.07
					速动比率	0.46	0.84	1.07	1.40
					股利支付率	-15.31%	-12.43%	17.44%	17.74%
					每股指标				
					每股收益	-0.98	1.88	2.57	3.45
					每股净资产	15.50	17.48	19.60	22.44
					每股经营现金	1.69	3.17	3.82	4.64
					每股股利	0.15	-0.23	0.45	0.61
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	168.37	1417.90	1699.30	2039.49					
PE	-31.36	16.34	11.96	8.89					
PB	1.98	1.76	1.57	1.37					
PS	1.11	0.93	0.82	0.71					
EV/EBITDA	71.47	7.56	5.52	3.80					
股息率	0.49%	—	1.46%	1.99%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn