

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	34.40
总股本/流通股本(亿股)	4.60 / 3.22
总市值/流通市值(亿元)	158 / 111
52 周内最高/最低价	48.00 / 27.48
资产负债率(%)	42.9%
市盈率	-35.12
第一大股东	程立力
持股比例(%)	32.6%

研究所

分析师: 王琦
SAC 登记编号: S1340522100001
Email: wangqi2022@cnpsec.com

立华股份(300761)

黄羽鸡持续高景气，产能增长与产业链延伸共进

● 全国第二大黄羽肉鸡养殖企业，经营稳健

公司是华东区域的黄羽鸡养殖龙头，出栏量及市场占比位居全国第二。公司经营稳健，2012 至 2021 年营收年均复合增速 16.0%，仅 2020 年同比出现小幅下滑；利润则受周期变化影响波动相对较大。2022 年 8 月实控人全额认购了 12.6 亿的定增，彰显对公司的信心。

● 出栏稳健增长，成本优势突出

公司黄羽肉鸡养殖规模不断扩大。2015-2022 年出栏量年均复合增速为 11%，2022 年达 4.07 亿羽，同比增长 5.9%。未来公司出栏量将保持 8%-10% 的年增长速度。

公司成本优势突出，低于行业龙头。一方面区位优势、集中采购保障了公司的饲料采购成本较低；另一方面规模优势下，公司代养费用较低。公司合作农户均养殖量超 5 万羽，而行业平均规模在 2-3 万羽/户。2017-2021 年立华股份的每羽代养费用分别为 2.3 元、2.9 元、3.4 元、3.2 元和 2.9 元，每羽代养费用约低于温氏 0.5-1 元。

● 纵深拓展，布局冰鲜与拓展区域并进

纵向方面：积极布局屠宰产能，进军冰鲜市场。活禽禁售大背景下，由热鲜转为冰鲜是行业的必然趋势。目前公司在湘潭、扬州、惠州、泰安、潍坊、合肥等一体化养鸡子公司所在地加快建设黄羽鸡屠宰产能，分别覆盖长三角、珠三角、京津冀核心区域市场。公司计划未来 5 年形成占总出栏量 50% 左右的鲜禽加工能力。

横向方面：立足华东，逐步向外拓展。近年来公司持续加大对华中、华南以及西南地区市场的开发力度，其收入占比逐年提升。截至 2022 年上半年，公司在全国 12 个省拥有 62 家控股子公司，覆盖了绝大多数的黄羽肉鸡主要消费地。

● 行业方面：2023 年高景气持续，成本压力有所减缓

产能持续去化，父母代存栏持续低位。1) 出栏持续下降。2019-2021 年全国黄羽肉鸡出栏由 45.59 亿羽跌至 40.42 亿羽，预计 2022 年进一步降至 38 亿羽。2) 存栏方面：龙头企业扩张和集中度提升影响下，祖代存栏仍处于高位。但更能代表行业整体供应能力的父母代存栏已至 2019 年以来的最低点附近。截至 2022 年 11 月末，父母代种鸡总存栏 2254.7 万套，较 2020 年 11 月底的历史高点去化达 11%。

头部企业逆势扩张，中小散户产能深度去化。2020 年以来，在行业持续去产能大背景下，温氏股份、立华股份两家龙头企业出栏量持续增长，市占率从 2020 年的 30.8% 上升到了 2022 年上半年的 37.1%。而在长期亏损或微利、环保、用地稀缺等压力下，中小散户快速退出。

2023 年行业供给持续偏紧，另疫后需求有望明显改善，行业高景气持续。同时全球大豆大概率增产，玉米价格已处于高位，预计 2023 年饲料成本进一步明显上涨可能性较低。

● 看好公司，给予“买入”评级

公司为黄羽肉鸡养殖第二大企业，出栏增长稳健，成本优势突出，预计 2022-2024 年公司黄羽肉鸡出栏量将分别为 4.07 亿羽、4.48 亿羽和 4.84 亿羽。行业高景气周期，公司业绩有望大幅增长。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.25 元、4.11 元和 2.79 元。参考可比公司估值，我们给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 61.65 元/股。看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

出栏及需求不及预期风险；原材料供应及价格波动风险；发生疫情风险。

■ 盈利预测和财务指标（股价时间为：2023 年 1 月 12 日收盘价）

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11,132	14,130	15,388	15,526
增长率(%)	29.12	26.93	8.91	0.89
EBITDA（百万元）	161	1,565	2,497	1,954
归属母公司净利润（百万元）	-396	1,036	1,889	1,283
增长率(%)	-255.70	361.78	82.44	-32.08
EPS(元/股)	-0.86	2.25	4.11	2.79
市盈率 (P/E)	—	16	9	13
市净率 (P/B)	13.61	18.61	22.72	25.51
EV/EBITDA	107.90	12.07	7.18	9.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 全国第二大黄羽鸡养殖企业，经营稳健	6
1.1 深耕黄羽肉鸡养殖，实控人全额认购定增彰显信心	6
1.2 经营稳健，营收逐年增长	7
2 消费由南向北渗透，冰鲜兴起	8
2.1 国产品种，品类多样	8
2.2 消费地域拓展，冰鲜加速发展	9
3 中小散产能深度去化，头部企业逆势扩张	10
3.1 供给收缩，出栏量下降明显	10
3.2 头部企业逆势扩张，中小散养殖户产能去化	11
3.3 祖代存栏高位，但父母代存栏处于历史低位	13
4 2023 年高景气周期有望持续，成本压力有所减缓	14
5 一体化黄羽鸡养殖龙头，轻资产的合作养殖模式	15
6 出栏逐年增长，成本优势突出	17
6.1 出栏量增长稳，市占率快速提高	17
6.2 规模效应、集中采购等优势突出，成本明显低于行业平均	19
7 纵向进军冷鲜市场，横向拓展销售区域	20
8 生猪：艰难时刻已过，出栏高增可期	21
9 盈利预测与投资建议	22
9.1 盈利预测	22
9.2 可比公司估值	23
9.3 投资评级	24
10 风险提示	24

图表目录

图表 1: 立华股份发展历程.....	6
图表 2: 立华股份股权结构示意图.....	6
图表 3: 公司营业收入构成.....	7
图表 4: 公司毛利构成.....	7
图表 5: 公司营业收入及同比增速.....	7
图表 6: 公司归母净利润及同比增速.....	7
图表 7: 主要肉鸡品种特性及消费场景比较.....	8
图表 9: 2021 年我国各地区黄羽肉鸡出栏量占比.....	9
图表 10: 我国各省市是否关闭活禽市场（时间为 2022 年 12 月）.....	10
图表 12: 我国黄羽肉鸡出栏量.....	11
图表 13: 2020 年主要企业黄羽肉鸡出栏量占比.....	12
图表 14: 温氏+立华出栏量及市占率情况.....	12
图表 15: 我国黄羽肉鸡养殖企业 CR10 2020 年后再度提升.....	12
图表 16: 各规模肉鸡养殖场（户）数量.....	13
图表 17: 黄羽肉鸡祖代存栏处于历史高位.....	13
图表 18: 在产祖代平均存栏高于历年同期.....	13
图表 19: 黄羽肉鸡父母代存栏持续去化.....	14
图表 20: 在产父母代平均存栏处于历年同期低位.....	14
图表 21: 黄羽肉鸡价格趋势.....	14
图表 22: 商品毛鸡成本价显著上升.....	15
图表 23: 立华股份黄羽肉鸡产业链示意图.....	15
图表 24: 立华股份“公司+合作社+农户”合作养殖模式.....	16
图表 25: 公司黄羽鸡合作养殖农户数量及平均代养费.....	17
图表 26: 公司黄羽鸡合作养殖户平均饲养数量.....	17
图表 27: 公司黄羽鸡出栏量逐年增长.....	17
图表 28: 公司黄羽鸡业务收入鸡增速.....	17
图表 29: 立华股份黄羽肉鸡市场占有率逐年提高.....	18
图表 30: 立华股份历年经营活动现金流情况.....	18
图表 31: 黄羽鸡养殖业务毛利率高于行业龙头.....	19
图表 32: 黄羽鸡平均营业成本低于行业龙头.....	19
图表 33: 立华股份的玉米采购价格低于行业龙头.....	19
图表 34: 立华股份的每羽代养费用低于行业龙头.....	20
图表 35: 公司各区域营业收入占比.....	21
图表 36: 立华股份养殖业务区域分布示意图.....	21
图表 37: 立华股份的生猪出栏量.....	22

图表 38: 立华股份主要业务收入拆分及预测	23
图表 39: 肉鸡养殖行业主要上市公司估值情况 (股价时间为: 2022 年 1 月 12 日收盘价)	24

1 全国第二大黄羽鸡养殖企业，经营稳健

1.1 深耕黄羽肉鸡养殖，实控人全额认购定增彰显信心

江苏立华牧业股份有限公司成立于1997年6月，是全国第二大黄羽鸡养殖企业，截止至2022年上半年，下设了62家子公司，范围覆盖江苏、安徽、浙江、山东、广东、河南、四川、湖南、贵州、江西、云南、广西十二个省份。2019年2月18日，公司正式在深交所挂牌上市，成为江苏省首家上市的畜禽养殖企业、常州市首家上市的农业企业。

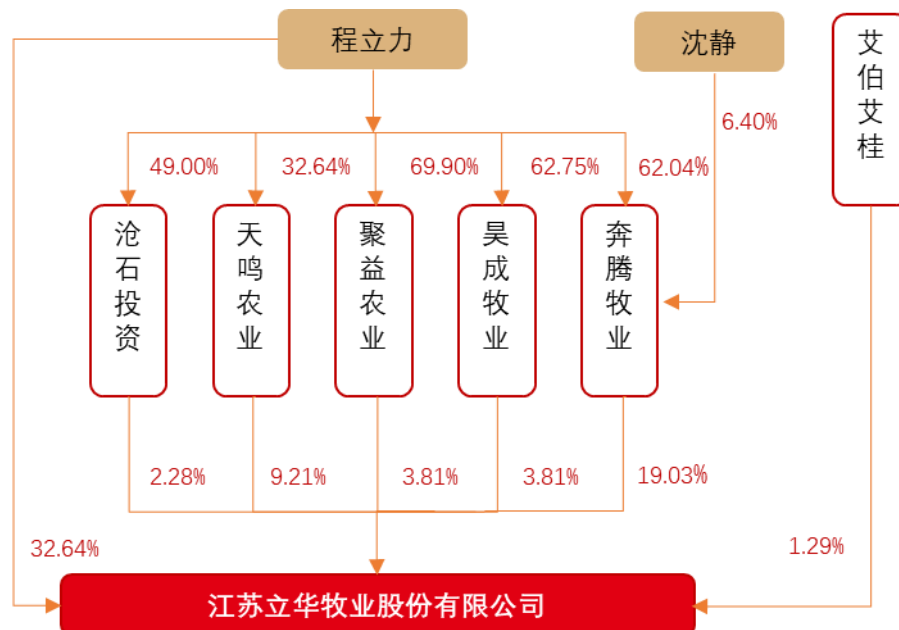
图表1：立华股份发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

股权结构稳定，实控人全额认购定增彰显信心。公司实际控制人为程立力、沈静夫妻，二人直接和间接持有公司66.72%的股份。2022年8月，公司完成12.7亿的定增项目，定增价为22.71元/股，由实际控制人程立力用现金方式全额认购。

图表2：立华股份股权结构示意图

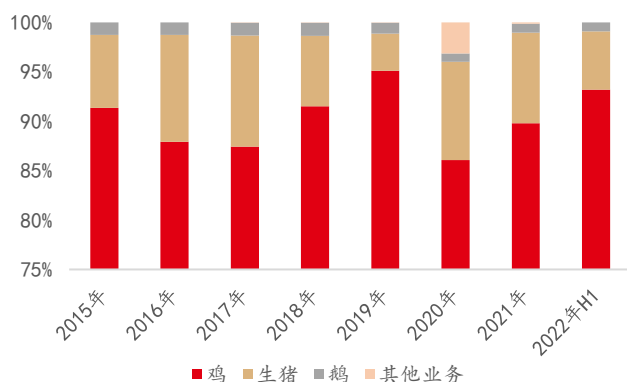


资料来源：iFind，中邮证券研究所

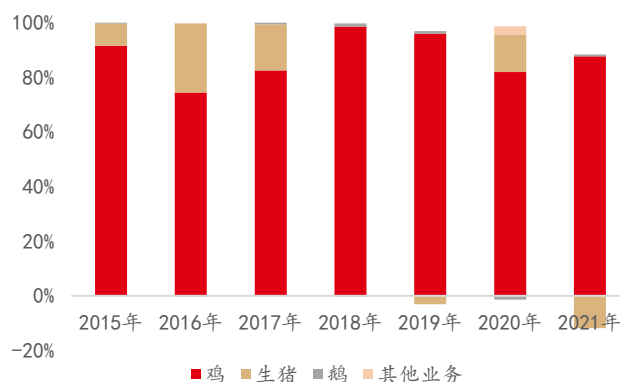
1.2 经营稳健，营收逐年增长

公司以一体化的黄羽肉鸡养殖起家，目前已是全国第二大黄羽鸡养殖企业。2011 年开始从事生猪养殖业务。当前，黄羽鸡、生猪及鹅三大业务并存。截止至 2022 年上半年，公司黄羽鸡、生猪及鹅三大业务的收入占比分别为：93.2%、5.9%和 0.1%。

图表3：公司营业收入构成



图表4：公司毛利构成

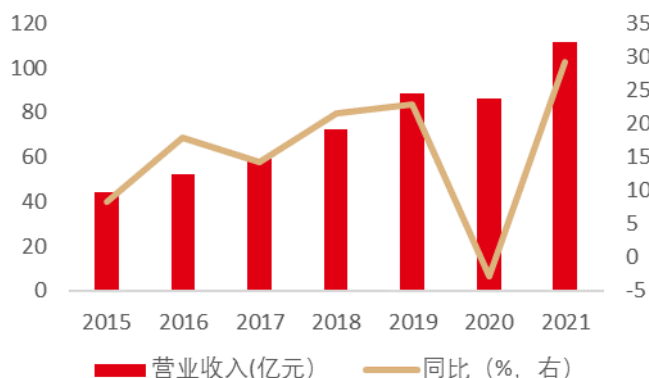


资料来源：iFind，中邮证券研究所

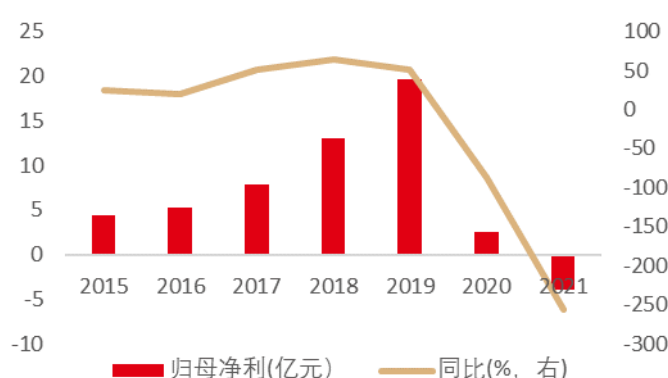
资料来源：iFind，中邮证券研究所

公司经营稳健，营收逐年增长，利润受周期变化影响波动较大。公司深耕于黄羽肉鸡产业、经营风格稳健，多年来营收和利润均稳步增长。1) 营业收入方面：2012 至 2021 年公司营业收入年均复合增速约 16.0%，仅 2020 年由于黄羽鸡价格下降幅度超过 20%，拖累公司营业收入同比小幅下降 2.8%，其他年份均上升。2) 利润方面：和营收相比，公司利润波动较大，但也仅 2021 年在生猪价格大幅下降拖累下，公司首次亏损，其余年份均盈利。2022 年下半年以来随着黄羽鸡价格的回暖，三季度公司已扭亏为盈，四季度虽然黄羽鸡价格环比有所下降，但公司成本优势突出，预计依然维持盈利。

图表5：公司营业收入及同比增速



图表6：公司归母净利润及同比增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 消费由南向北渗透，冰鲜兴起

2.1 国产品种，品类多样

黄羽肉鸡是由我国地方黄羽鸡种与引进肉鸡品种杂交选育而成的，国产率近 100%。黄羽鸡多以散养为主，其脂肪分布均匀、肉质细滑、鸡肉风味品质好。相比白羽肉鸡，黄羽肉鸡更加适合中餐烹饪，日常以整鸡销售为主，多出现在中高端餐饮料理之中，主要消费场景为家庭和中式餐饮场所。

图表7：主要肉鸡品种特性及消费场景比较

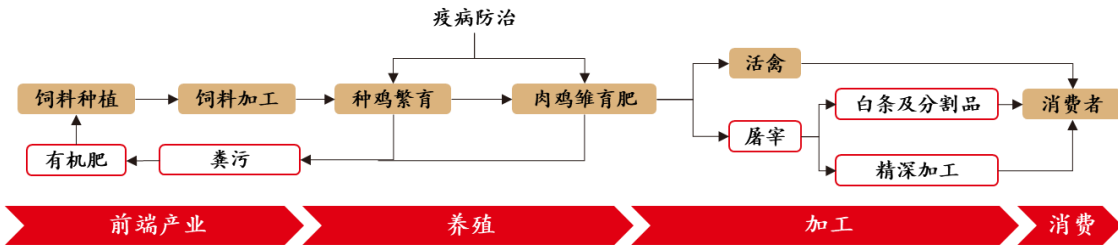
品种		优点	缺点	21 年出栏量(亿羽)	平均出栏时间 (日)	平均出栏体重 (公斤)	料肉比	销售方向
黄羽肉鸡	快速鸡	风味、口感优质，抗病力和耐受力强	生长速度慢，养殖成本高	40.42	42-65	1.30-1.50	1.80-2.60	主要面向居民家庭、酒店餐饮等
	中速鸡				80-100	1.50-2.00	2.60-3.00	
	慢速鸡				90-120	1.10-1.50	2.80-3.20	
白羽肉鸡		生长速度快，体型大，出肉率高	肉质一般，抗病力弱	58.1	38-45	2.00-3.00	1.60	主要面向快餐连锁店、企事业单位等
817 肉鸡		制种成本低，养殖成本低	出栏成品标准参差不齐，养殖风险高	19.4	42	1.30-1.80	1.70	主要面向鸡制品加工企业

资料来源：中邮证券研究所根据公开资料整理

我国养殖黄羽鸡有着近千年的历史，建成了完整的产业链。与白羽鸡相比，黄羽鸡在育种、养殖及消费环节均有较大差异。

- 1) 育种：自主独立，品种多样。黄羽肉鸡为本土品种，其与白羽肉鸡的最大区别之一就是种鸡完全自主培育。我国黄羽肉鸡品种多样且复杂，不同地域之间的差异很大。
- 2) 养殖：平养为主。因黄羽肉鸡追求的是鸡肉的品质，因而更多采用棚养、放养等，规模化养殖企业通常采取“公司+农户”的养殖模式。
- 3) 消费：活禽为主。由于我国长期以来的消费模式，黄羽肉鸡主要以活鸡的形势流通，现场宰杀，基本不需要分割加工。

图表8：黄羽肉鸡产业链示意图



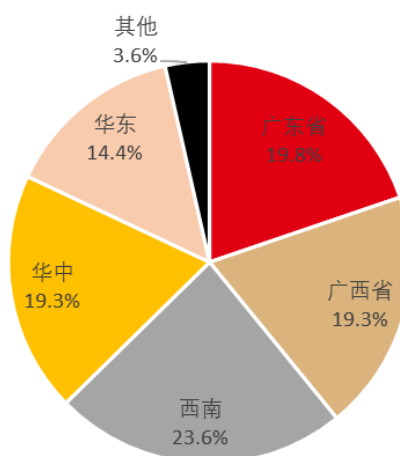
资料来源：家禽信息 PIB，中邮证券研究所

2.2 消费地域拓展，冰鲜加速发展

受新冠疫情、消费者口味以及白羽肉鸡产能的快速提升影响,近年来黄羽肉鸡的消费市场、消费模式及消费品种均发生了较大变化。黄羽肉鸡属于高端肉鸡消费,活禽市场关闭以及餐饮消费低迷,对其影响更甚。随着疫情防控的放开,预计黄羽肉鸡消费将更加明显恢复。

从区域看,我国黄羽肉鸡生产及消费市场区域性特征明显,近年来向由南向北拓展趋势显现。我国黄羽肉鸡消费主要集中于南方地区,尤其是两广占据全国前两位,品种上以慢速鸡为主;其次是江浙及安徽,品种上以中速及快速鸡为主。近年来,黄羽肉鸡市场向两湖及四川乃至北方的山东、河南等新兴市场延伸。

图表9：2021 年我国各地区黄羽肉鸡出栏量占比



资料来源：新牧网，中邮证券研究所

从消费方式来看,从活禽向冰鲜转型。我国黄羽肉鸡加工比例较低,多通过活禽市场上活鸡交易进入到家庭消费等终端,2014 年我国黄羽肉鸡消费中,活鸡产品消费占比约 85%,而通过冰鲜鸡产品消费占比仅 5%左右,其余方式消费占比约为 10%。但 2020 年以来,受禽流感、新冠疫情防控的影响,国内活禽交易市场大面积关闭,“冰鲜鸡”占比开始明显提升。目前全国除新疆、陕西、福建、山东、江苏没有明确规定关闭活禽市场,其他省市自治区均已全省全区范围内关闭了活禽市场。全国已关闭了超过 90%的活禽市场。

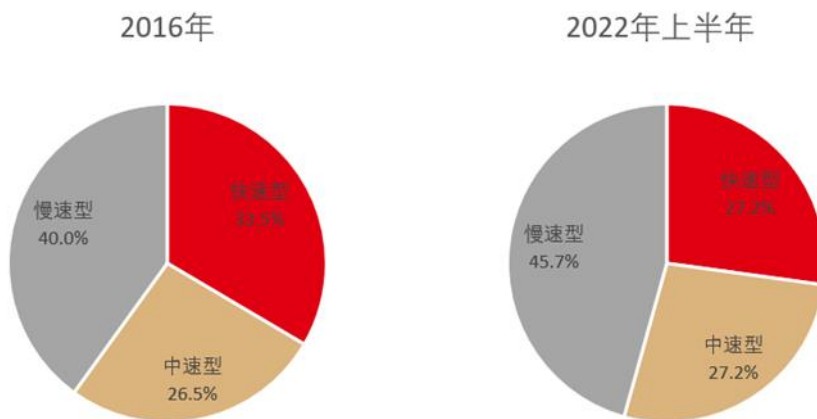
图表10：我国各省市是否关闭活禽市场（时间为 2022 年 12 月）



资料来源：各省政府网站，中邮证券研究所整理

从品种来看，更加追求品质，慢速鸡占比提升。近年来，受 817 肉鸡（小型肉鸡）、白羽肉鸡快速发展影响，快速型黄羽肉鸡占比萎缩，且其产品类型逐渐向中速型转化，而中速型的肉质口感等产品特点定位向慢速型靠近，慢速型则向着更高端的方向转化。从祖代存栏来看，快速型由 2016 年的 33.5% 下降到 2022 年上半年的 27.2%；慢速型由 40.0% 增加到 45.7%。

图表11：黄羽肉鸡祖代存栏的品种占比



资料来源：中国畜牧业协会，中邮证券研究所

3 中小散产能深度去化，头部企业逆势扩张

3.1 供给收缩，出栏量下降明显

从历史上来看，我国黄羽肉鸡行业发展平稳，重大疾病是影响行业波动的的最主要因素。随着对猪肉的替代性需求的减弱，2020 年下半年以来，行业亏损严重，产能持续去化。

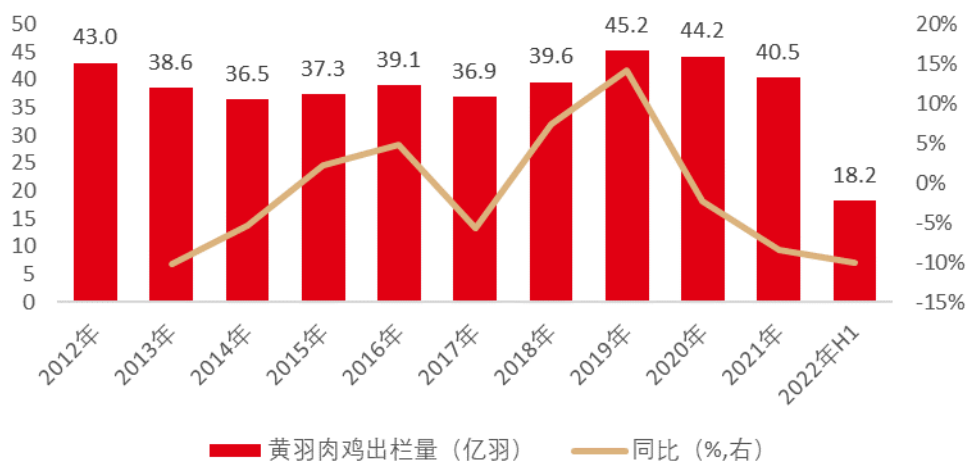
1、**2012 年之前：稳步增长。**我国鸡黄羽肉鸡年产量及消费量呈增长趋势，到 2012 年达到了年消费 43 亿只。

2、**2013 年-2018 年：平稳波动。**在宏观经济增速放缓、禽流感疫情时有发生、环保压力增加等因素影响下，黄羽肉鸡的产量与销量增长缓慢，产业初步进入稳定期，2013-2018 年黄羽肉鸡年消费量基本稳定在了 36 亿-39 亿羽左右。

3、**2019 年：大幅增长。**受非洲猪瘟影响，我国猪肉短缺严重，黄羽鸡的“替代猪肉”的需求快速增长，黄羽鸡的出栏量亦到达高峰 49 亿羽。后随着生猪产能的恢复，黄羽肉鸡需求明显下降，行业开始了持续的产能去化。

4、**2020 年以来：产能持续去化。**受 2019 年下半年行业产能扩张、2020 年新冠肺炎疫情冲击消费、2021 年猪价低迷等因素影响，黄羽肉鸡行业在 2020 年-2022 年上半年处于低迷状态，行业产能持续去化，供给收缩。2019-2021 年国内黄羽肉鸡年度出栏量呈下滑走势，由 45.59 亿羽跌至 40.42 亿羽，最大跌幅达 11.34%。2022 年上半年仅出栏 18.2 亿羽。

图表12：我国黄羽肉鸡出栏量



资料来源：iFind，中邮证券研究所

3.2 头部企业逆势扩张，中小散养殖户产能去化

我国黄羽肉鸡产业形成了“两大龙头、大量中小散户”的格局。我国黄羽鸡行业规模化经营起步晚，行业集中度不高，规模化养殖场数量较少，主要以中小散养殖户为主。2017 年，全国养殖规模在 1 万羽以上的养殖场数量占比仅为 0.62%。根据新牧网预计，2022 年年出栏 1 亿羽（不含）以上的企业仅有温氏股份、立华股份两家。2022 年两家出栏量分别为 10.80 亿羽和 4.073 亿羽。2020 年以来，在行业持续去产能大背景下，两家龙头企业出栏量持续增长，市占率从 2020 年的 30.8% 上升到了 2022 年上半年的 37.1%。根据新牧网预计，2022 年全年全国黄羽肉鸡出栏量为 38.1 亿羽，两家企业 2022 年全年市占率近 39%。

图表13：2020 年主要企业黄羽肉鸡出栏量占比

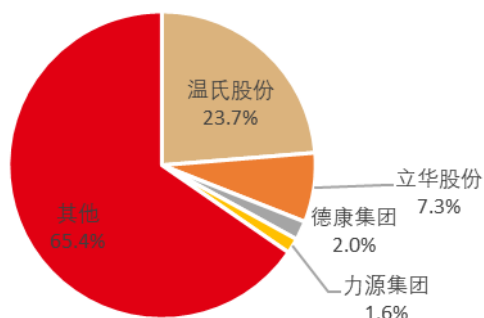
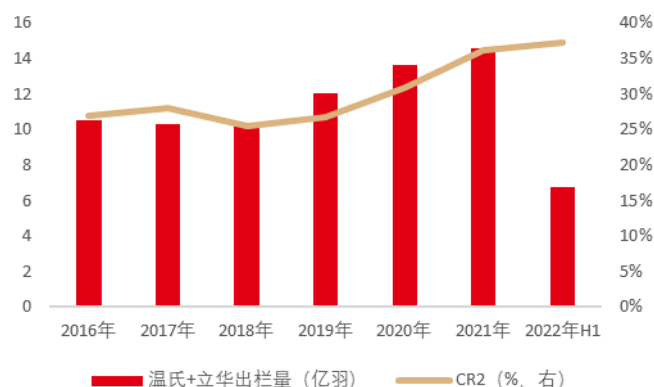


表14：温氏+立华出栏量及市占率情况

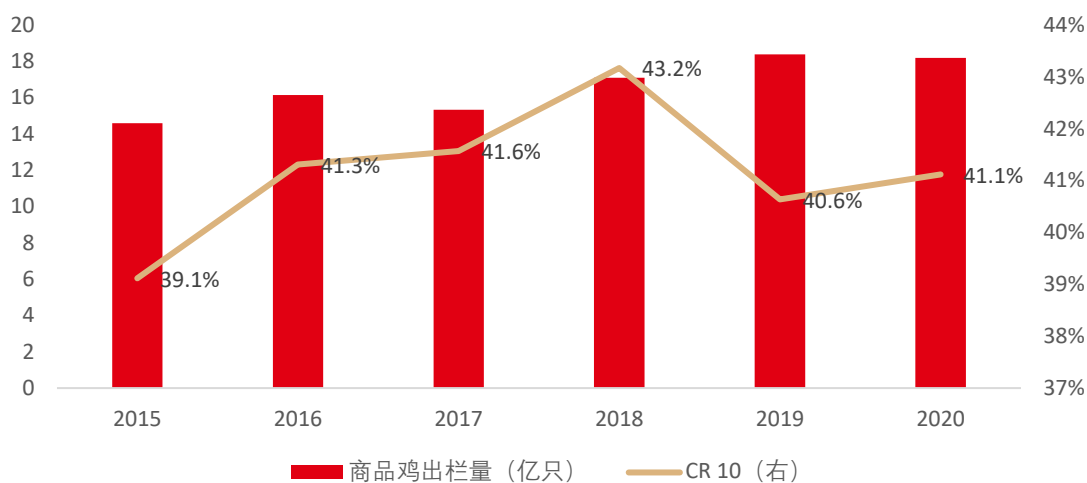


资料来源：中国畜牧业协会，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

头部企业规模持续增长，集中度自 2020 年后再度提升。2019 年-2020 年 TOP10 的企业出栏量占比较 2018 年有所下降，主要原因是高利润刺激下，中小企业和散户增加较多。2020 年起，行情的长期低迷，中大企业规模继续扩张，而中小散户退出加剧，行业集中度继续增加。

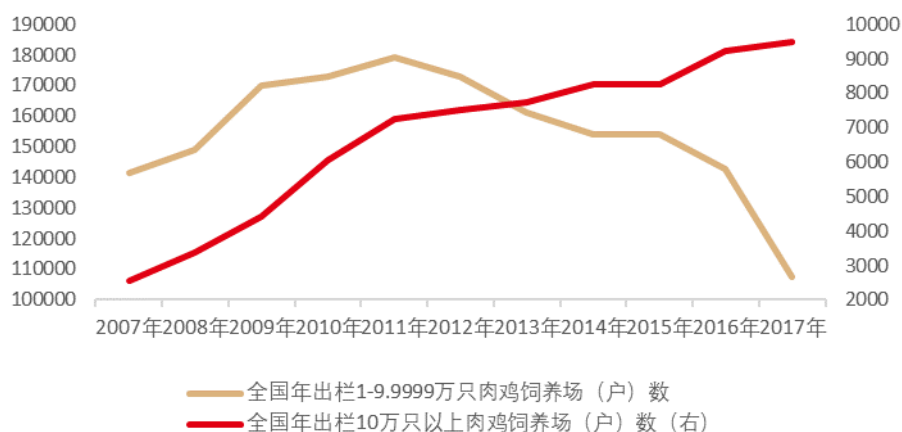
图表15：我国黄羽肉鸡养殖企业 CR10 2020 年后再度提升



资料来源：中国畜牧业协会，中邮证券研究所

中小养殖户数量明显减少。环保投入增加、土地成本上升和养殖用地稀缺、禽流感等疫情频发、食品安全加速推进、育种体系核心地位的上升、人工成本上升、固定资产投资增加等，不断倒逼着我国黄羽鸡养殖业走向规模化、标准化养殖，中小型养殖企业（养殖户）逐步退出行业竞争。尤其是 2020 年以来，行业长期处于亏损或薄利状态，中小散户退出趋势明显。

图表16：各规模肉鸡养殖场（户）数量



资料来源：中国畜牧兽医年鉴，中邮证券研究所

3.3 祖代存栏高位，但父母代存栏处于历史低位

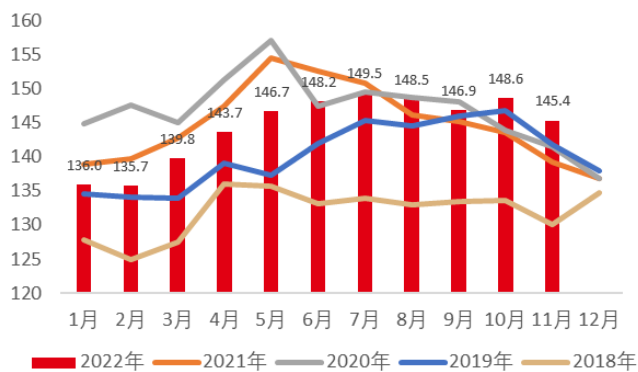
祖代存栏持续高位。2018年以来，黄羽肉鸡存栏持续在230-270万套之间。截至2022年11月第三周，祖代种鸡总存栏量255.9万套，环比-3.3%；虽然季节性回落，但仍处于高位区间。2022年1-11月，监测企业的在产祖代种鸡平均存栏量为144.44万套，同比仅减少0.80%；

图表17：黄羽肉鸡祖代存栏处于历史高位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表18：在产祖代平均存栏高于历年同期



资料来源：iFind，中邮证券研究所

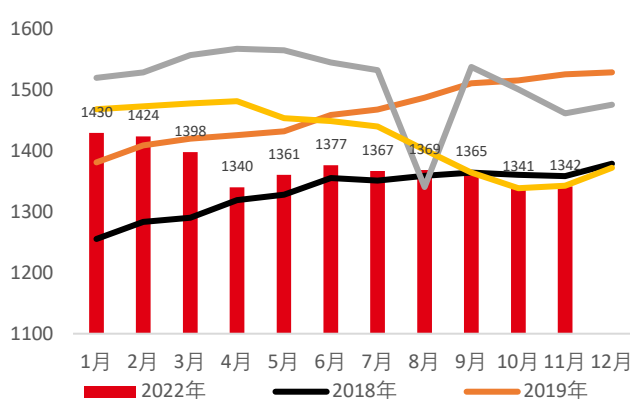
父母代存栏处于历史低位。截至11月末，父母代种鸡总存栏2254.7万套，环比+0.4%，较2020年11月底的历史高点去化幅度高达11%。父母代存栏已至2019年以来的最低点附近。

图表19：黄羽肉鸡父母代存栏持续去化



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表20：在产父母代平均存栏处于历年同期低位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

祖代存栏更代表龙头企业，而父母代存栏则更能反应全行业养殖产能。黄羽肉鸡行业集中度随肉鸡代次递延而下降，即祖代肉种鸡养殖集中度大于父母代肉种鸡集中度大于商品代肉鸡。祖代种鸡存栏量指标更多的代表行业龙头企业的产能，只是行业生产潜力的体现。而父母代种鸡存栏更能代表全行业鸡苗的供应量，更能体现全行业的供给情况。近年来祖代产能的持续高位是龙头企业逆势扩张的体现，而父母代存栏处于低位，则主要是中小散户产能的去化。

4 2023 年高景气周期有望持续，成本压力有所减缓

2022 年：价格前低后高，波动明显。2020-2022 年上半年黄羽肉鸡价格持续低位震荡。2022 年 5 月开始持续回升，9 月到达年内高点，仅低于 2019 年的历史高点。10 月中下旬以来，黄羽鸡价格再度明显回调，主因疫情影响需求，同时 11、12 月为消费淡季。

2023 年：行业景气度持续向好。行业经过 2 年多的亏损后，产能已深度去化，中小散户加速退出，父母代存栏处于历史低位。且在成本、环保等限制之下，虽然 2022 年下半年价格回升明显，但产能并未明显增加、依然处于低位。2023 年行业供给有望持续偏紧。另疫后需求有望明显改善。预计 2023 年行业高景气持续。

图表21：黄羽肉鸡价格趋势



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2021 年以来成本上升明显，预计 2023 年压力有所减缓。饲料占据肉鸡养殖 70%以上的成本。物流成本上升叠加俄乌战争影响下，2021 年来大豆、玉米等大宗商品价格上涨明显，肉鸡饲养成本亦不断提高。从协会数据看，1-11 月商品代毛鸡平均成本价约 15.83 元/kg，较 2021 年同期上涨幅度超过了 1 元/kg。展望 2023 年，全球大豆大概率增产，玉米价格已处于高位，预计 2023 年饲料成本进一步明显上涨可能性较低。

图表22：商品毛鸡成本价显著上升

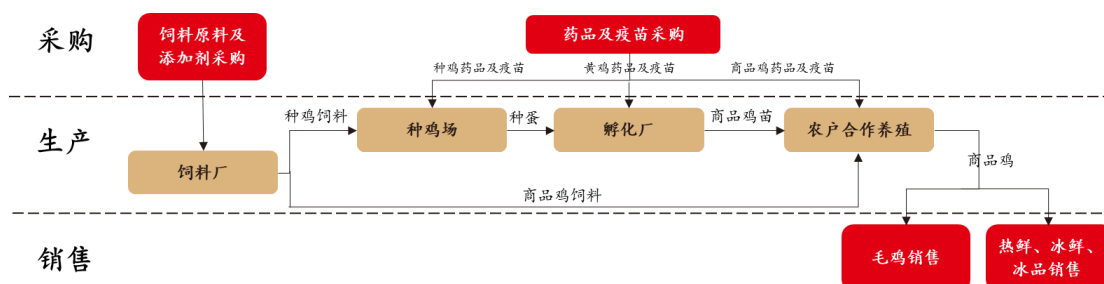


资料来源：中国畜牧兽医年鉴，中邮证券研究所

5 一体化黄羽鸡养殖龙头，轻资产的合作养殖模式

立华股份养殖黄羽鸡已有二十多年的历史，是我国第二大黄羽鸡养殖企业。黄羽鸡养殖一直是公司的主业。公司在黄羽鸡养殖业务方面已经形成了涵盖种鸡饲养与繁育、商品鸡孵化与养殖、饲料生产、商品鸡屠宰为一体的完整产业链。

图表23：立华股份黄羽肉鸡产业链示意图



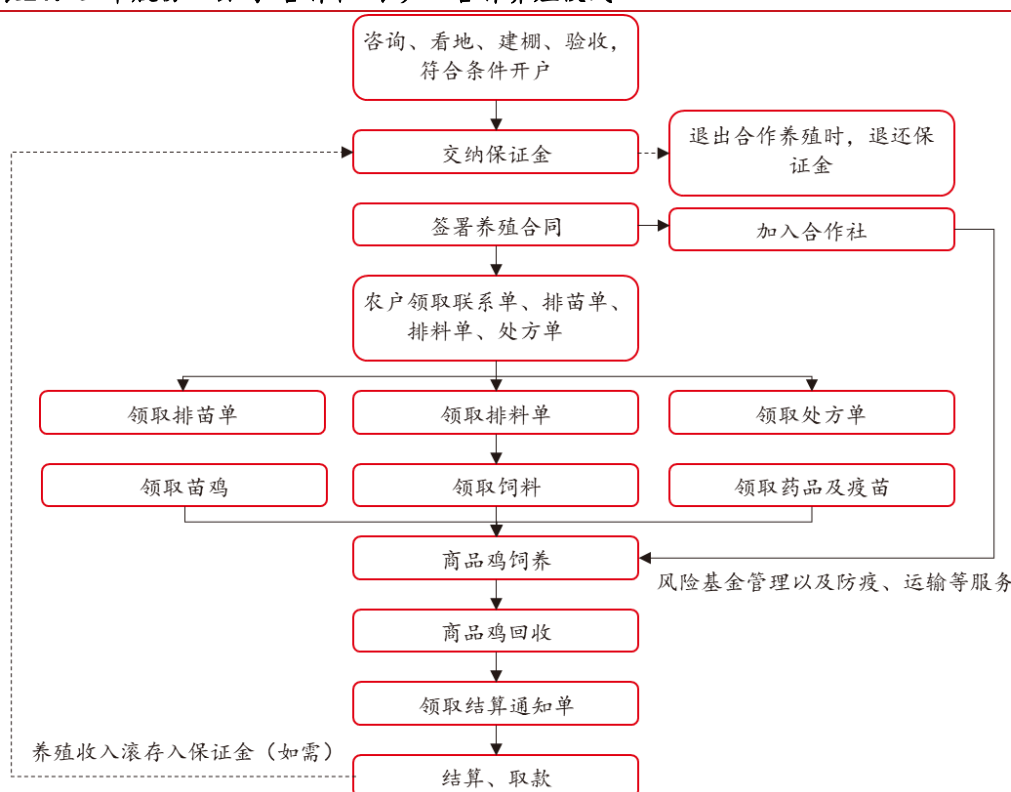
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司育种优势突出。公司黄羽肉鸡自主育种二十余年，形成 40 余个育种纯系，近 20 个品种配套系，其中雪山鸡、苏禽黄鸡、花山鸡先后通过国家畜禽新品种（配套系）审定，遴选成为第一批国家肉鸡核心育种场、国家肉鸡良种扩繁推广基地。近年来，公司开展固相芯片基因组选择、探索 X 光机骨密度测定等新技术应用，建立了饲料转化率选育、屠宰专用品种选育、

公鸡精液质量检测、鸡白血病白痢净化等技术体系，部分技术居行业领先水平。2021 年成立江苏立华育种有限公司，统筹开展家禽育种工作。

在养殖环节，公司采取了“公司+合作社+农户”，构建了稳定的合作关系。从 2000 年开始实行“公司+农户”的运行模式，2002 年组建合作社，并异地创办子公司，大力推行“公司+合作社+农户”的发展模式。公司负责品种繁育、种苗和饲料生产、药品疫苗等养殖物料采购，全程提供养鸡技术指导，并负责成品鸡回收与销售；合作农户负责提供符合要求的养殖场地、养殖设施和劳动力。合作农户接受公司委托养鸡，应同时加入与公司有合作关系的专业合作社。公司出资设立风险基金，所有权归合作社，以此承担大部分自然灾害或重大疫病风险造成的损失。合作社是农户自治组织，是公司与农户沟通交流的纽带与桥梁。当前合作社在合作养殖过程中主要负责风险基金管理、免疫及运输等辅助服务工作。

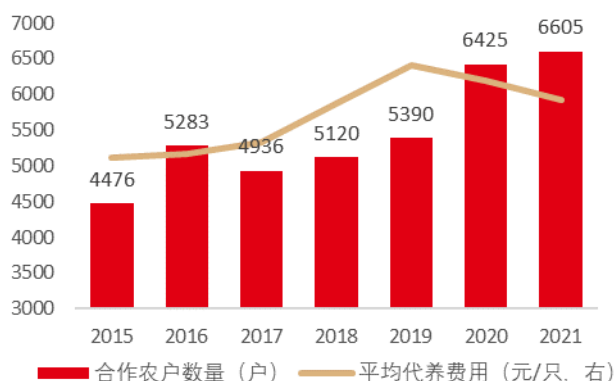
图表24：立华股份“公司+合作社+农户”合作养殖模式



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

近年来，公司单户养殖规模提升明显，规模化优势更加突出。公司养殖规模的持续提高，一方面来自合作农户数量的增长，截止至 2021 年底，公司合作农户已达 6605 户；另一方面，农户的养殖数量也增长明显，2015 年公司合作农户单户平均养殖数量约 4.6 万羽，至 2021 年已上升至 5.6 万羽，年均复合增速约 3.3%。

图表25：公司黄羽鸡合作养殖农户数量及平均代养费



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表26：公司黄羽鸡合作养殖户平均饲养数量



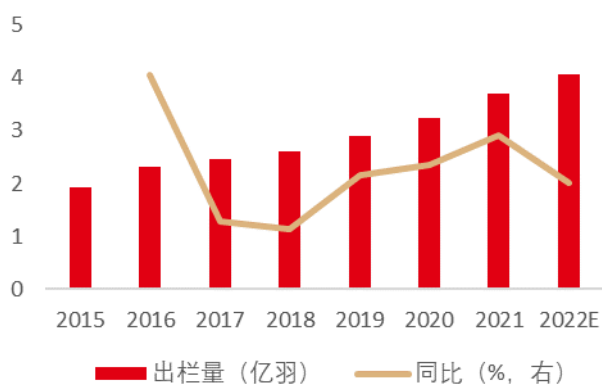
资料来源：iFind，中邮证券研究所

6 出栏逐年增长，成本优势突出

6.1 出栏量增长稳，市占率快速提高

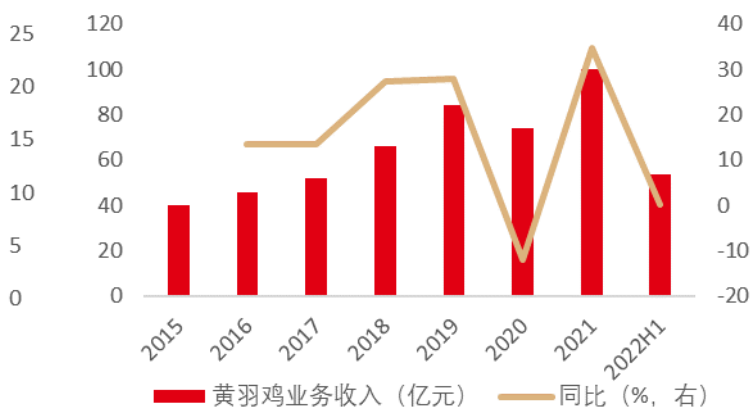
公司出栏量逐年增长，尤其是 2019 年成功上市后，借助 IPO 募投项目等，出栏量增速进一步提高。2015 年公司黄羽肉鸡出栏 1.93 亿羽，至 2022 年已达 4.07 亿羽（若剔除淘汰鸡等，预计出栏量约 3.9 亿羽），2015-2022 年出栏量年均复合增速约 11%。

图表27：公司黄羽鸡出栏量逐年增长



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

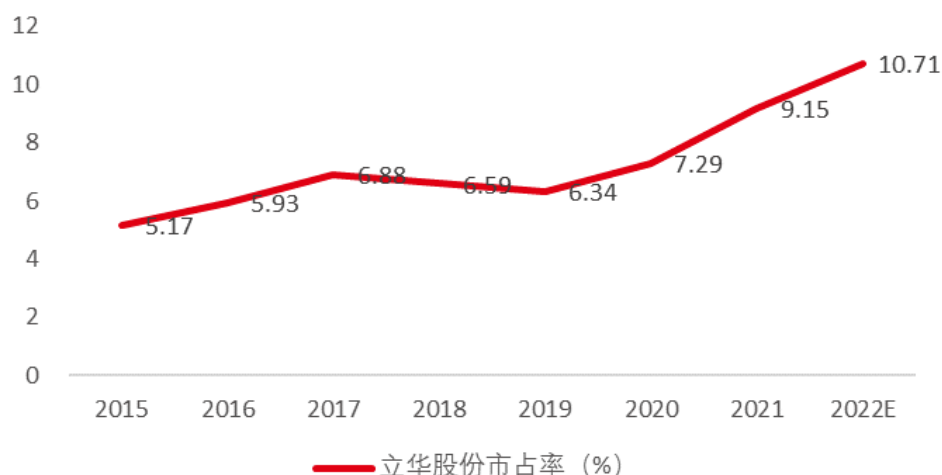
图表28：公司黄羽鸡业务收入增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

随着公司黄羽肉鸡养殖规模的不断扩大，公司市场占有率从 2015 年的 5.2%，已提升至 2021 年的 9.2%；预计 2022 年可达 10%。

图表29：立华股份黄羽肉鸡市场占有率逐年提高

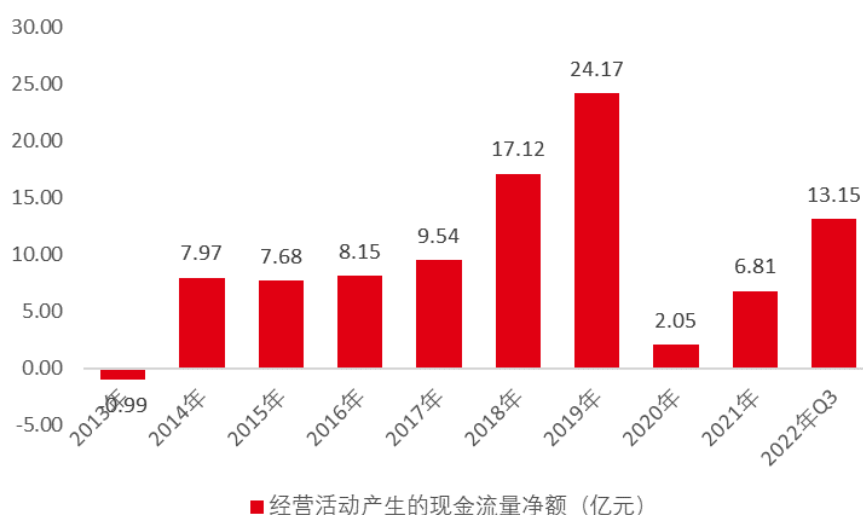


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：新牧网预测，2022年全国黄羽肉鸡出栏量 38.01 亿羽。

产能持续建设中，出栏量稳定增长可期。根据公司产品规划，黄羽鸡出栏量将保持 8-10% 的年度增长速度。一是目前公司已经形成了标准化的子公司管理模式及成熟的农户合作模式，并且能够快速异地复制；二是，公司拥有较好的成本管控能力，为规模拓展提供保障。公司经历多轮行业周期，除 2013 年外，每年经营性现金流均为正，为稳定经营提供了重要保障。三是，2019 年上市以来，公司充分利用资金优势，持续拓展产能。2022 年 8 月的定增项目若全部达产，将给公司增加年出栏量 1.05 亿羽，增加年孵化鸡苗 1.15 亿羽，增加年存栏种鸡 20 万套，增加年屠宰肉鸡产量约 8100 万羽，并补充年产 48 万吨饲料。

图表30：立华股份历年经营活动现金流情况

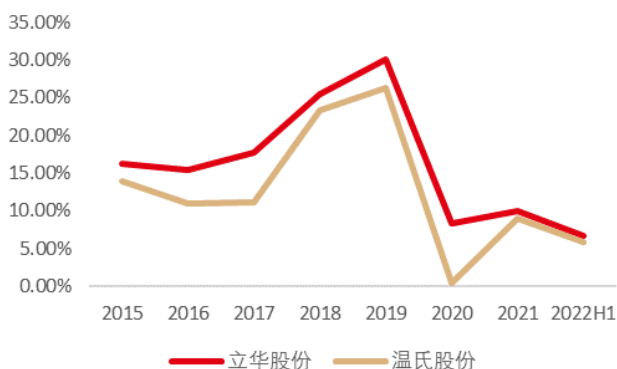


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

6.2 规模效应、集中采购等优势突出，成本明显低于行业平均

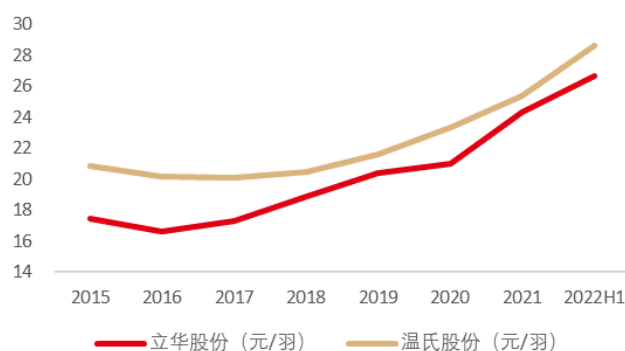
成本低于行业龙头。立华股份的成本优势十分突出，自 2015 年以来，与第一大黄羽肉鸡养殖企业温氏股份相比，立华股份的单羽平均营业成本低了 1.1-3.6 元。其主要源于饲料成本较低和代养费用较低。

图表31：黄羽鸡养殖业务毛利率高于行业龙头



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

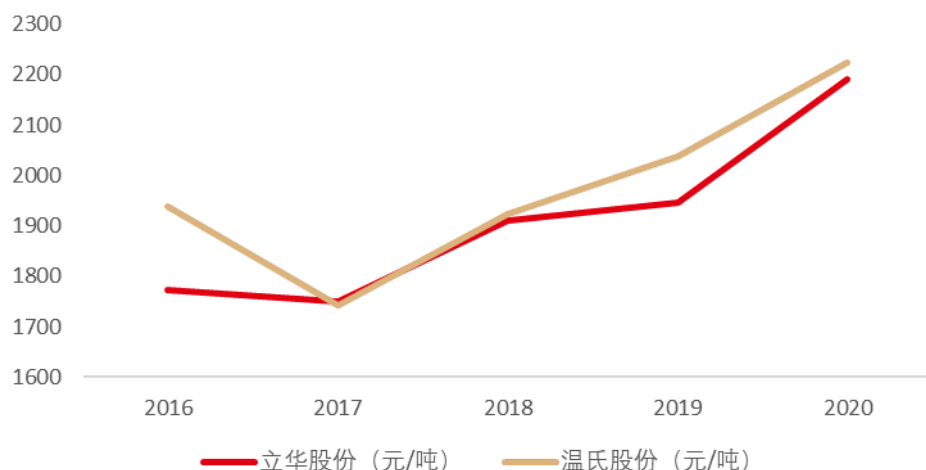
图表32：黄羽鸡平均营业成本低于行业龙头



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

饲料成本处于相对低位。黄羽肉鸡养殖中饲料成本占比通常高于 70%，一方面公司的子公司选址一般临近粮食产量高、人口密集的区域，有效地保证了饲料原料的供给与产品销售。另一方面，公司实行“本部集中采购，区域采购中心辅助”的采购模式，充分发挥了集中采购的优势。2018-2020 年，立华股份玉米采购价格分别为 1910、1946、2190 元/吨，低于温氏股份 12、93、33 元。

图表33：立华股份的玉米采购价格低于行业龙头

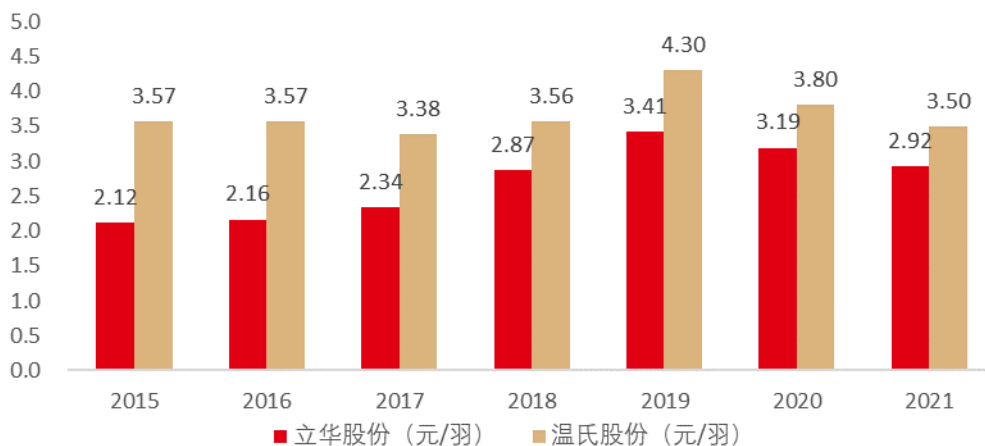


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

户均养殖量高，单羽代养费较低。黄羽肉鸡企业一般都采取“公司+农户”养殖模式，但由于养殖规模、区域位置等不同，各企业之间委托代养费用差异较大。2017 年以来立华股份合作农户户均养殖量超 5 万羽，且近年还在提升中；而行业平均单羽养殖规模在 2-3 万羽，立华股

份的养殖规模远高于行业。受益于单户养殖量高带来的规模效应，立华的委托代养费用也明显低于行业。2017-2021 年，立华股份的每羽代养费用分别为 2.3 元、2.9 元、3.4 元、3.2 元和 2.9 元，而同期温氏股份分别为 3.4 元、3.6 元、4.3 元、3.8 元和 3.5 元。立华的每羽代养费用约低于温氏 0.5-1 元。

图表34：立华股份的每羽代养费用低于行业龙头



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

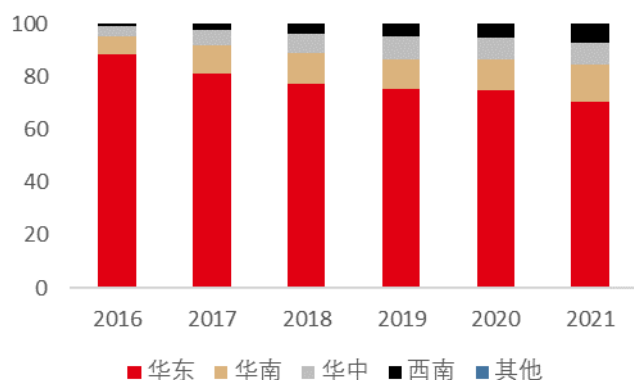
饲料价格见顶回落，公司养殖成本将随之下降。2020 年以来，玉米、豆粕等饲料原料价格不断上涨，公司养殖成本亦呈逐渐攀升趋势。2020、2021 年公司完全成本分别为 5.8 元/斤、6.3 元/斤；2022 年则进一步大幅上涨，截至 2022 年三季度，已达 7.1 元/斤左右。2022 年三季度后，大宗原材料价格见顶回落，2022 年 12 月公司养殖成本已回落至 7 元/斤以下。2023 年大豆、玉米等价格进一步大幅上涨概率较低，预计公司成本亦将有所回落。

7 纵向进军冷鲜市场，横向拓展销售区域

截至 2022 年上半年，公司在全国拥有 62 家控股子公司，范围覆盖了绝大部分的黄羽肉鸡主要消费地区，包含江苏、安徽、浙江、山东、广东、河南、四川、湖南、贵州、江西、云南、广西十二个省份。公司子公司选址一般临近粮食产量高、人口密集的区域，有效地保证了饲料原料的供给与产品销售。

立足华东，逐步向外拓展。华东为公司的主要优势区域，2021 年贡献了公司 70% 以上的营业收入。近年来公司持续加大对华中、华南以及西南地区市场的开发力度，其业务收入占比逐年显著提升。2021 年公司华中、华南、西南地区的业务收入分别达 14.09%、8.14% 和 7.12%，较 2016 年分别提高了 7.5、4.0 和 6.5 个百分点。

图表35：公司各区域营业收入占比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表36：立华股份养殖业务区域分布示意图



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司积极布局黄羽鸡屠宰产能。公司于2014年设立了从事冰鲜鸡加工销售的全资子公司立华食品，立华食品目前业务模式已成熟。依托江苏立华食品积累的冰鲜鸡生产管理和销售经验，公司在湘潭、扬州、惠州、泰安、潍坊、合肥等一体化养鸡子公司所在地加快建设黄羽鸡屠宰产能，分别覆盖长三角、珠三角、京津冀核心区域市场。目前公司已有两个屠宰厂竣工并试运行，产能超2500万只，其他地方屠宰厂也将于22年下半年至23年陆续完工。公司计划未来5年形成占总出栏量50%左右的鲜禽加工能力。

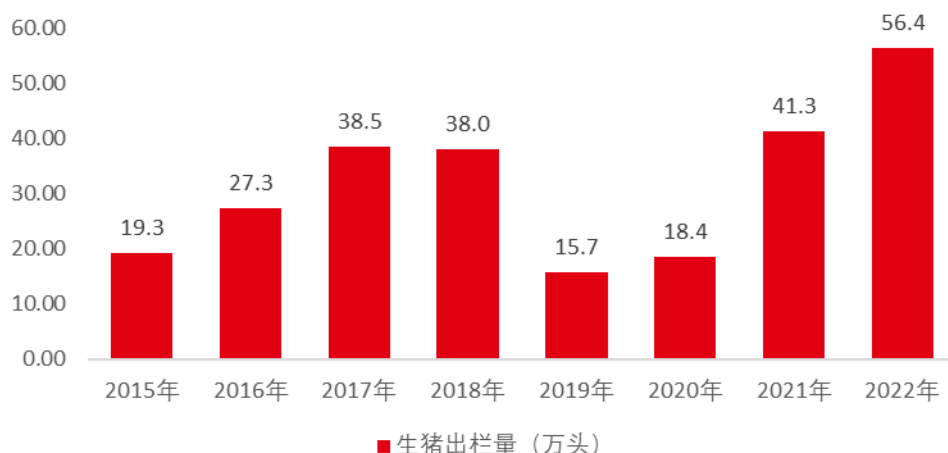
8 生猪：艰难时刻已过，出栏高增可期

立华股份于2011年进入生猪养殖领域，2013年1月首批商品猪顺利上市，目前在生猪养殖业务方面已经形成了涵盖种猪自繁、商品猪养殖、饲料生产的完整产业链。

克服非洲猪瘟影响后，公司生猪出栏明显提高。2018年公司出栏生猪38.03万头，但19、20年受非洲猪瘟影响，出栏量下降至15万头左右。2021年公司完成了低效母猪的淘汰，生猪出栏量恢复。2022年公司生猪出栏56.44万头，同比增长36.8%。

2023年出栏有保障、成本下降可期。截至2022年三季度末，公司基础母猪存栏4.2万头，后备母猪超3万头，足以支撑23年50%以上的出栏量增幅。公司目前已建成150万头猪场产能，2025年计划300万头产能。同时在2021年公司完成了低效母猪的替代后，养殖效率明显提升。目前PSY达24头左右，全程上市率超90%；配种分娩率超过80%。随着生产成绩的提升，2022年三季度公司成本已回落至9元多/斤，预计2023年成本可达8.7元/斤。

图表37：立华股份的生猪出栏量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

9 盈利预测与投资建议

9.1 盈利预测

黄羽鸡养殖业务：出栏稳增长，价格持续高位。1) 出栏量方面：公司经营稳健，肉鸡出栏持续 8%-10% 年均增速。我们预计公司 2022-2024 年出栏量分别为：4.07 亿羽、4.48 亿羽和 4.84 亿羽。2) 价格：行业经过 2 年多的亏损后，产能已深度去化，中小散户加速退出，父母代存栏处于历史低位。2023 年行业供给有望持续偏紧。另疫后需求有望明显改善。预计 2023 黄羽肉鸡价格持续向好。2024 年随着产能的恢复，价格有所回落。3) 成本：随着饲料价格的下行，当前公司成本已较 2022 年三季度的高点有所下行；预计 2023 年公司成本将较 2022 年的历史高点稍有下降。

生猪养殖业务：出栏量增长迅速、成本下降。1) 出栏量：公司已经建成了近 150 万头生猪产能，预计到 2025 年可达 300 万头产能。结合公司当前母猪储备情况来看，我们预计公司 2022-2025 年出栏量将持续增长。预计公司 2022-2024 年出栏量分别为 56、80 和 120 万头。2) 价格：从 2022 年 5 月起，全国能繁母猪存栏缓慢回升，对应 2023 年二季度起全国生猪供给将有所增加。但随着疫情感染高峰的过去，预计需求端会比 2022 年好转。整体来看，预计 2023 年生猪价格将较 2022 年小幅抬升。3) 成本：随着大宗商品价格的回落，以及公司生猪养殖效率提升。预计公司生猪养殖成本将有所下行。

图表38：立华股份主要业务收入拆分及预测

	2020 年	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
肉鸡养殖					
出栏量（亿羽）	3.23	3.70	4.07	4.48	4.84
营业收入（亿元）	74.20	99.96	126.37	137.89	138.29
同比（%）	-12.03	34.72	26.42	9.11	0.29
毛利率（%）	8.39	10.06	13.50	18.60	14.50
生猪养殖					
出栏量（万头）	18.42	41.25	56.44	80.00	120.00
营业收入（亿元）	8.57	10.20	13.71	14.71	15.71
同比（%）	156.59	19.02	34.41	7.29	6.80
毛利率（%）	12.07	-13.23	10.00	13.00	10.00
鹅养殖					
出栏量（万只）	126.68	138.66	140	140	140
营业收入（亿元）	0.73	1.00	1.04	1.09	1.06
同比（%）	-25.51	36.99	3.60	5.41	-2.56
毛利率（%）	-14.81	6.88	8.00	12.00	8.50

资料来源：公司公告，中邮证券研究所预测

综上所述，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 141.3 亿元、153.9 亿元和 155.3 亿元，同比增速分别为 26.9%、8.9%和 0.9%；公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.4 亿元、18.9 亿元和 12.8 亿元，同比增速分别为：361.8%、82.44%和-32.08%。

9.2 可比公司估值

除立华股份外，当前黄羽肉鸡行业还有温氏股份、湘佳股份两家上市公司，其中温氏股份生猪养殖业务占比较大，市场更多的按照生猪行业给予其估值；湘佳股份以冰鲜鸡为主。若拓展到整个肉鸡养殖行业，还有益生股份、民和股份、仙坛股份和圣农发展四家以白羽鸡养殖为主的公司。

当前立华股份 2023 年 PE 仅 9 倍，为肉鸡养殖板块估值最低的上市公司。参考可比公司估值，我们认为其合理估值区间应为 15 倍。

图表39：肉鸡养殖行业主要上市公司估值情况（股价时间为：2022年1月12日收盘价）

代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS（元/股）			PE（倍）		
				2021年	2022年E	2023年E	2021年	2022年E	2023年E
300498.SZ	温氏股份	1283	19.57	-2.05	0.90	2.16	—	22	9
002982.SZ	湘佳股份	44	42.76	0.25	1.38	2.42	170	31	18
002458.SZ	益生股份	136	13.67	0.03	-0.05	1.08	477	—	13
002234.SZ	民和股份	66	19.03	0.14	-0.81	1.40	139	—	14
002299.SZ	圣农发展	288	23.19	0.36	0.43	1.34	64	53	17
002746.SZ	仙坛股份	78	9.02	0.10	0.23	0.36	94	39	25
平均							189	36	15
300761.SZ	立华股份	171	37.10	-0.86	2.25	4.11	—	16	9

资料来源：iFind，中邮证券研究所预测

注：除立华股份 2022、2023 年盈利为中邮研究所预测外，其余均为 iFind 一致预期。

9.3 投资评级

202 年下半年以来，黄羽肉鸡产能持续去化，当前父母代存栏在历史低位区间震荡，预计 2023 年行业供应持续偏紧，鸡肉价格维持高位。公司为黄羽肉鸡养殖第二大企业，出栏增长稳健，成本优势突出。在行业高景气周期，公司业绩有望大幅增长。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.25 元、4.11 元和 2.79 元。参考可比公司估值，我们给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 61.65 元/股。看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

10 风险提示

出栏和需求不及预期风险：一方面若鸡肉、猪肉的需求疲弱，公司产品价格将面临这较大下行压力，严重影响公司产品盈利情况。另一方面，公司产能建设缓慢，将导致出栏量增长缓慢，从而影响公司销量，造成经营业绩的大幅变动。

原材料供应及价格波动风险：玉米、豆粕、小麦等为公司黄羽鸡及生猪饲料的主要原料。如果玉米、豆粕、小麦等饲料原料因国内外种植面积变化、自然条件等导致产量波动，或受国家粮食政策、市场供求关系等因素影响，最终导致饲料原料价格发生波动，将直接影响公司营业成本，从而对公司盈利能力产生影响。

发生疫情风险：若未来公司或全国范围内发生较为严重的动物疫情，公司将面临疫情扩散所带来的的产量及销售价格下降、生产成本上升，甚至产生亏损的风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	11132	14130	15388	15526	营业收入	29.1%	26.9%	8.9%	0.9%
营业成本	10253	12277	12618	13353	营业利润	-242.4%	370.0%	81.7%	-31.9%
税金及附加	11	14	15	16	归属于母公司净利润	-255.7%	361.8%	82.4%	-32.1%
销售费用	141	179	195	197	获利能力				
管理费用	502	622	677	683	毛利率	7.9%	13.1%	18.0%	14.0%
研发费用	46	57	62	62	净利率	-3.6%	7.3%	12.3%	8.3%
财务费用	68	0	0	0	ROE	-6.3%	12.1%	18.1%	10.9%
资产减值损失	-592	0	0	0	ROIC	-4.2%	9.6%	14.8%	9.1%
营业利润	-387	1044	1898	1292	偿债能力				
营业外收入	1	1	2	1	资产负债率	42.9%	36.7%	32.2%	30.4%
营业外支出	9	10	10	10	流动比率	0.99	1.17	1.31	1.42
利润总额	-395	1036	1889	1283	营运能力				
所得税	0	0	0	0	应收账款周转率	1451.20	1440.00	1440.00	1440.00
净利润	-396	1036	1889	1283	存货周转率	6.27	6.58	6.97	6.64
归母净利润	-396	1036	1889	1283	总资产周转率	1.10	1.15	1.06	0.96
每股收益(元)	-0.86	2.25	4.11	2.79	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.86	2.25	4.11	2.79
货币资金	243	482	1446	1387	每股净资产	13.61	18.61	22.72	25.51
交易性金融资产	713	713	713	713	估值比率				
应收票据及应收账款	10	10	12	10	PE	—	16.47	9.03	13.29
预付款项	221	307	315	334	PB	2.73	1.99	1.63	1.45
存货	1875	2422	1994	2680	现金流量表				
流动资产合计	3487	4394	4930	5586	净利润	-396	1036	1889	1283
固定资产	4192	5178	5879	6218	折旧和摊销	521	521	607	670
在建工程	1086	1586	2086	2386	营运资本变动	-61	-419	440	-556
无形资产	284	299	313	328	其他	617	9	1	1
非流动资产合计	7477	9115	10480	11267	经营活动现金流净额	681	1146	2937	1398
资产总计	10964	13509	15410	16853	资本开支	-2689	-2093	-1886	-1367
短期借款	1120	1120	1120	1120	其他	766	-75	-87	-91
应付票据及应付账款	912	962	931	998	投资活动现金流净额	-1923	-2168	-1973	-1458
其他流动负债	1484	1682	1725	1817	股权融资	0	1261	0	0
流动负债合计	3515	3764	3775	3935	债务融资	1327	0	0	0
其他	1190	1190	1190	1190	其他	-163	0	0	0
非流动负债合计	1190	1190	1190	1190	筹资活动现金流净额	1163	1261	0	0
负债合计	4705	4954	4965	5125	现金及现金等价物净增加额	-78	239	964	-60
股本	404	460	460	460					
资本公积金	1488	2693	2693	2693					
未分配利润	4112	4992	6598	7689					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	255	411	694	887					
所有者权益合计	6259	8555	10445	11728					
负债和所有者权益总计	10964	13509	15410	16853					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048