



## 买入（首次覆盖）

## 黄羽鸡景气增长，生猪业绩显著改善

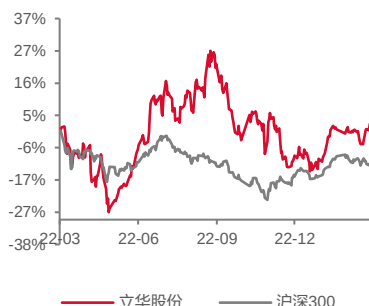
## ——立华股份（300761）公司深度报告

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(万股)     | 45,980     |
| 流通A股/B股(万股) | 32,161/0   |
| 资产负债率       | 37.93%     |
| 市净率(倍)      | 2.15       |
| 净资产收益率(加权)  | 9.67%      |
| 12个月内最高/最低价 | 49.9/27.21 |



## 投资要点：

- **行业产能低位，黄羽鸡有望回暖。**供给端：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。根据畜牧业协会的样本数据，截至2022年12月末，在产父母代存栏1344万套，同比2020年下降9.4%。父母代总存栏2238万套，同比2020年下降8.7%。2022年下半年以来在产和后备父母代存栏量持续降低，我们预计2023年黄羽鸡供给端将继续偏紧。需求端：下游消费场景陆续恢复，2023年黄羽鸡价格有望迎来景气回暖。
- **黄羽鸡销量稳定增长，成本优势明显。**(1) **公司黄羽鸡出栏量稳步增长。**定增项目落地后，公司黄羽鸡将增加年出栏1.05亿羽，合计出栏规模超过5亿羽。2015年至2022年，公司黄羽鸡出栏量CAGR约11%，预计未来公司黄羽鸡出栏量仍将保持10%左右的增速。(2) **黄羽鸡成本领先优势明显。**公司通过加强在育种、动物健康、饲料配方等方面的技术进步和人员效率的提升来消化原材料上涨的压力。预计2023年公司黄鸡完全成本有望降至14元/公斤以内。公司黄羽鸡业务毛利率高于同行业其他企业，只均代养费低于行业，单体农户养殖量远高于行业平均，规模效应明显。(3) **异地扩张加速，拓展全国化布局。**公司黄羽鸡板块立足于华东地区，加速向华南、西南和华中地区进行异地扩张，进一步战略布局全国市场。(4) **积极布局屠宰加工，向全产业链一体化方向转变。**公司计划至2025年形成占总出栏量50%左右的鲜禽加工能力。公司通过扩大自有屠宰加工产能及提升冰鲜鸡品牌知名度，同时积极研发黄羽鸡预制菜品，推动黄羽鸡板块向屠宰加工、生鲜上市模式转型。
- **养殖成本显著下降，生猪板块厚积薄发。**(1) **专业负责人保驾护航。**公司养猪板块负责人王海峰博士深耕行业多年，曾就职于外企种猪公司、国内种猪企业以及创立专业猪场托管公司，有着二十多年的养猪行业经验，十多年的猪场一线经验，2020年加盟立华。(2) **生猪养殖成本持续下降，出栏量快速增长。**2021年公司大力进行了低效母猪的更换，目前母猪生产性能和商品猪生产成绩已明显提升，出栏量恢复。截至2022年三季度末，公司PSY约24，全程上市率超90%，配种分娩率超过80%。基础母猪存栏4.2万头，后备母猪超3万头。预计公司生猪业务营收将继续增长，毛利率水平大幅改善，有望贡献业绩增量。预计2023年商品猪出栏量80-90万头，到2025年将形成300万头商品猪出栏产能。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计，公司2023-2024年黄羽鸡出栏量为4.5、5亿羽，商品猪出栏量为90、150万头。随着公司黄羽鸡业务量价齐升以及生猪业务的显著改善，公司业绩有望持续增长。预计公司2022-2024年归母净利润分别为9.09亿元、12.84亿元和14.39亿元，EPS分别为1.98元、2.79元和3.13元。首次覆盖，给予买入评级。
- **风险提示：**原材料价格波动；食品安全；疫病爆发；消费需求下行超预期。

## 盈利预测与估值简表

|           | 2019A  | 2020A   | 2021A    | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|-----------|--------|---------|----------|---------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 8,870  | 8,621   | 11,132   | 14,139  | 16,400 | 18,638 |
| 同比增速      | 22.96% | -2.81%  | 29.12%   | 27.02%  | 15.99% | 13.65% |
| 净利润(百万元)  | 1,964  | 254     | -396     | 909     | 1,284  | 1,439  |
| 同比增速      | 51.13% | -87.07% | -255.70% | 329.80% | 41.28% | 12.06% |
| 毛利率       | 27.91% | 8.58%   | 7.89%    | 14.91%  | 16.01% | 15.64% |
| 每股盈利(元)   | 4.27   | 0.55    | -0.86    | 1.98    | 2.79   | 3.13   |
| ROE       | 28.78% | 3.80%   | -6.32%   | 12.92%  | 15.80% | 15.39% |
| PE(倍)     | 9.06   | 70.05   | -44.99   | 19.58   | 13.86  | 12.37  |

资料来源：iFind，东海证券研究所，截至2023年3月1日

## 正文目录

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| <b>1. 黄羽鸡景气增长，生猪业绩显著改善</b>   | <b>5</b>  |
| <b>2. 公司基本情况</b>             | <b>5</b>  |
| 2.1. 黄羽鸡龙头企业，股权结构稳定          | 5         |
| 2.2. 营收稳步增长，利润受周期波动影响        | 6         |
| 2.3. 实控人全额认购定增，股权激励彰显长期发展信心  | 7         |
| <b>3. 行业产能低位，黄羽鸡有望回暖</b>     | <b>8</b>  |
| 3.1. 产能：父母代产能降至低位            | 8         |
| 3.2. 消费：冰鲜是趋势，消费场景陆续恢复       | 10        |
| 3.3. 价格：2023 年黄羽鸡价格有望景气回暖    | 12        |
| <b>4. 黄羽鸡销量稳定增长，成本优势明显</b>   | <b>12</b> |
| 4.1. “公司+合作社+农户”模式，销量稳步增长    | 12        |
| 4.2. 黄羽鸡养殖成本领先优势明显           | 13        |
| 4.3. 异地扩张加速，拓展全国化布局          | 15        |
| <b>5. 积极布局冰鲜转型，全产业链一体化布局</b> | <b>16</b> |
| <b>6. 养殖成本显著下降，生猪板块厚积薄发</b>  | <b>17</b> |
| <b>7. 资本持续投入，产能稳健增长</b>      | <b>18</b> |
| <b>8. 盈利预测与投资建议</b>          | <b>20</b> |
| 8.1. 盈利预测                    | 20        |
| 8.2. 可比公司估值                  | 21        |
| <b>9. 风险提示</b>               | <b>21</b> |

## 图表目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 图 1 立华股份发展历程 .....                        | 6  |
| 图 2 立华股份股权结构（截至 2021 年） .....             | 6  |
| 图 3 公司营业收入构成（亿元） .....                    | 7  |
| 图 4 公司毛利构成（亿元） .....                      | 7  |
| 图 5 公司营业收入及增速 .....                       | 7  |
| 图 6 公司归母净利润及增速 .....                      | 7  |
| 图 7 黄羽鸡养殖繁育周期 .....                       | 9  |
| 图 8 黄羽鸡不同种类出栏价格（元/斤） .....                | 9  |
| 图 9 商品代鸡苗销量 .....                         | 9  |
| 图 10 商品代鸡苗销售价格（元/只） .....                 | 9  |
| 图 11 在产父母代种鸡存栏 .....                      | 10 |
| 图 12 父母代总存栏量同比变化（后备+在产） .....             | 10 |
| 图 13 后备父母代存栏和延后 40 周的商品代毛鸡价格呈一定负相关性 ..... | 10 |
| 图 14 商品代雏鸡销量和延后 12 周的商品代毛鸡价格呈一定负相关性 ..... | 10 |
| 图 15 2014 年以来黄羽中速鸡和猪价拟合 .....             | 11 |
| 图 16 全国关闭活禽城市数量 .....                     | 11 |
| 图 17 2021 年黄羽鸡产能区域占比 .....                | 11 |
| 图 18 我国人均鸡肉消费与其他国家和地区存在差距 .....           | 12 |
| 图 19 我国禽肉消费量不断增长 .....                    | 12 |
| 图 20 公司黄羽鸡养殖模式 .....                      | 13 |
| 图 21 公司黄羽鸡出栏量稳定增长 .....                   | 13 |
| 图 22 黄羽鸡市场份额 .....                        | 13 |
| 图 23 公司黄羽鸡成本拆分（元/只） .....                 | 14 |
| 图 24 公司羽均代养费 .....                        | 14 |
| 图 25 黄羽鸡业务毛利率对比 .....                     | 14 |
| 图 26 黄羽鸡销售均价（元/公斤） .....                  | 14 |
| 图 27 黄羽鸡合作农户数 .....                       | 15 |
| 图 28 户均养殖规模 .....                         | 15 |
| 图 29 公司子公司布局 .....                        | 15 |
| 图 30 公司区域收入分布（亿元） .....                   | 16 |
| 图 31 各区域合作农户数占比分布 .....                   | 16 |
| 图 32 微信小程序“立华鲜” .....                     | 17 |
| 图 33 公司冰鲜鸡及冻品销量 .....                     | 17 |
| 图 34 公司商品猪养殖模式 .....                      | 17 |
| 图 35 公司生猪出栏量不断增长 .....                    | 18 |
| 图 36 生猪养殖营业成本持续下降 .....                   | 18 |
| 图 37 公司生猪业务营收及增速 .....                    | 18 |
| 图 38 公司生猪业务毛利率 .....                      | 18 |
| 图 39 公司资产负债率 .....                        | 19 |
| 图 40 公司生产性生物资产及增速 .....                   | 19 |
| 图 41 公司固定资产及增速 .....                      | 19 |
| 图 42 公司在建工程及增速 .....                      | 19 |
| 图 43 公司股价走势与中速鸡价格复盘 .....                 | 20 |
| 表 1 2022 年限制性股票激励计划 .....                 | 8  |
| 表 2 白羽鸡与黄羽鸡主要指标对比 .....                   | 8  |

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 表 3 公司定增屠宰产能 .....      | 16 |
| 表 4 公司主要业务营收拆分及预测 ..... | 20 |
| 表 5 可比公司估值.....         | 21 |
| 附录：三大报表预测值 .....        | 22 |

## 1. 黄羽鸡景气增长，生猪业绩显著改善

公司是全国第二大黄羽鸡养殖企业，随着公司黄羽鸡业务量价齐升以及生猪业务的显著改善，公司业绩有望持续增长，市场影响力持续提升。

**黄羽鸡价格有望景气回暖。**供给端：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。2022 年下半年以来在产和后备父母代存栏量持续降低，我们预计 2023 年黄羽鸡供给端将偏紧。需求端：下游消费场景陆续恢复，2023 年黄羽鸡价格有望迎来景气回暖。

**公司黄羽鸡稳定增长，成本优势明显，积极布局全产业链一体化：**

- (1) **销量稳步增长：**近年来公司黄羽鸡出栏量稳步提升，2022 年公司黄羽鸡出栏量 4.07 亿羽，同比增长 5.9%。2015 年-2022 年出栏量年均复合增速约 11%。公司目前市占率约 10%，市场份额稳步提升。预计未来公司黄羽鸡出栏量保持 10% 左右增速。
- (2) **成本优势明显：**公司通过加强在育种、动物健康、饲料配方和饲养环境控制等方面的技术进步和人员效率的提升来消化原材料上涨的压力。预计 2023 年完全成本有望降至 14 元/公斤以内。公司黄羽鸡板块毛利率高于同行业其他企业。主要由于子公司布局临近粮食产区，饲料原料成本较低。此外，公司实行“本部集中采购，区域采购中心辅助”的采购模式，有效降低采购成本。
- (3) **异地扩张加速：**公司黄羽鸡板块立足于华东地区，加速向华南、西南和华中等地区进行异地扩张，进一步战略布局全国市场，提高市场占有率和竞争力。
- (4) **积极布局全产业链一体化。**公司计划至 2025 年形成占总出栏量 50% 左右的鲜禽加工能力。公司通过扩大自有屠宰加工产能及提升冰鲜鸡品牌知名度，同时积极研发黄羽鸡预制菜品，推动黄羽鸡板块向屠宰加工、生鲜上市模式转型。

**生猪养殖成本显著下降，有望贡献业绩增量。**2021 年公司大力进行了低效母猪的更换，目前母猪生产性能和商品猪生产成绩已经明显提升，出栏量恢复，生产成本持续下降。2022 年公司销售商品猪 56.44 万头，同比增长 37%。根据公司规划，预计 2023 年商品猪出栏量为 80-90 万头，到 2025 年将形成 300 万头商品猪出栏产能。

## 2. 公司基本情况

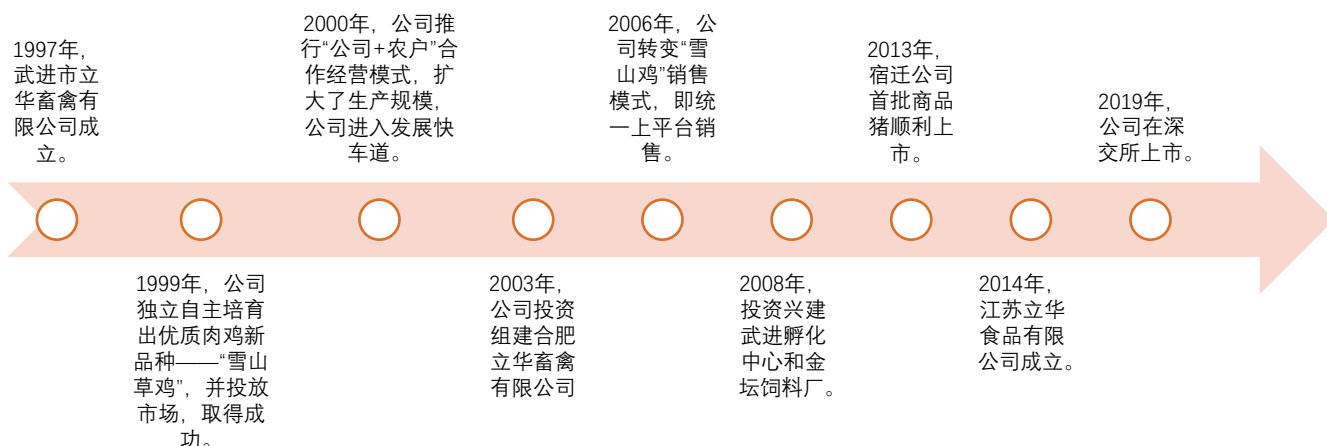
### 2.1. 黄羽鸡龙头企业，股权结构稳定

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。公司创立开始从事黄羽鸡养殖业务，2011 年开始进行生猪养殖业务。2019 年 2 月 18 日，公司正式在深交所挂牌上市。是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。

公司股权结构稳定，公司实际控制人为程立力、沈静夫妻，截至 2021 年年末，二人直接和间接持有公司 66.72% 股份，持股比例集中。

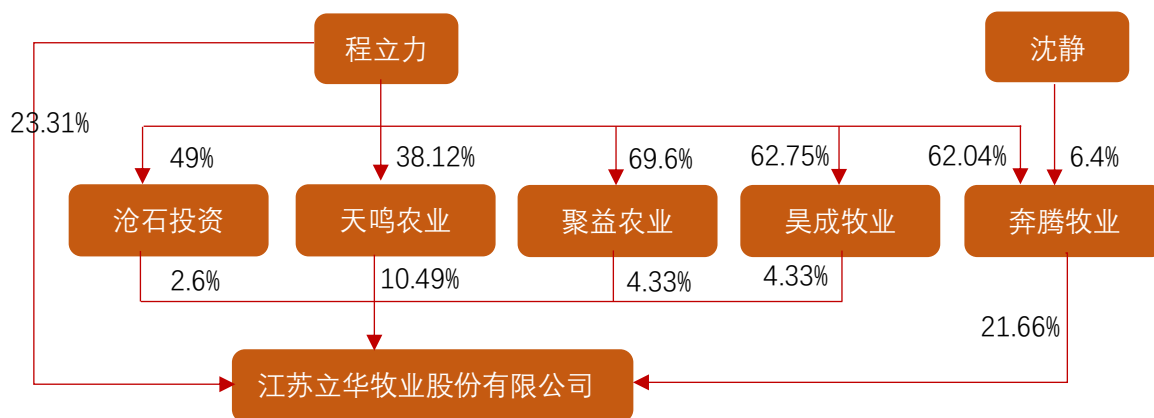
董事长程立力先生深耕行业多年，是华南农业大学动物营养专业硕士，曾供职于江苏省家禽科学研究所。1997 年，创立武进市立华畜禽有限公司（立华股份前身）。

图1 立华股份发展历程



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图2 立华股份股权结构（截至 2021 年）



资料来源：Wind，东海证券研究所

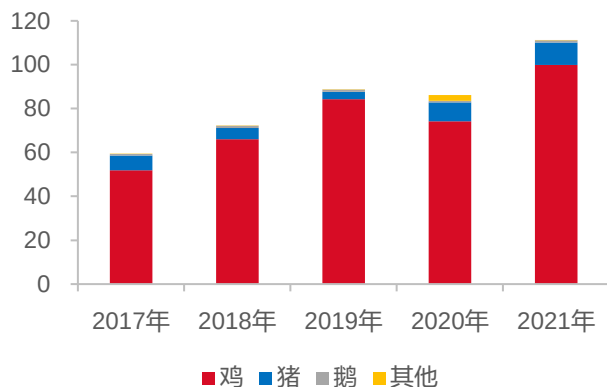
## 2.2. 营收稳步增长，利润受周期波动影响

**黄羽鸡业务为主要的业绩来源。**公司主要业务有黄羽鸡、生猪、鹅等。近年来，黄羽鸡业务贡献了公司 85% 以上的营收，2021 年黄羽鸡业务占营收 89.79%、生猪业务占 9.16%、鹅占 0.9%。

**公司立足于华东，近 10 年营收稳步增长。**公司营业收入从 2013 年的 30.44 亿元增长至 2021 年的 111.32 亿元，CAGR17.6%。2022 年前三季度实现营收 101.22 亿元，同比增长 26.91%。公司立足于华东地区，2021 年华东地区收入占比为 70%。预计随着公司向华南、西南等地区扩张，华东地区占比将逐步下降，公司有望成为全国化黄羽鸡龙头。

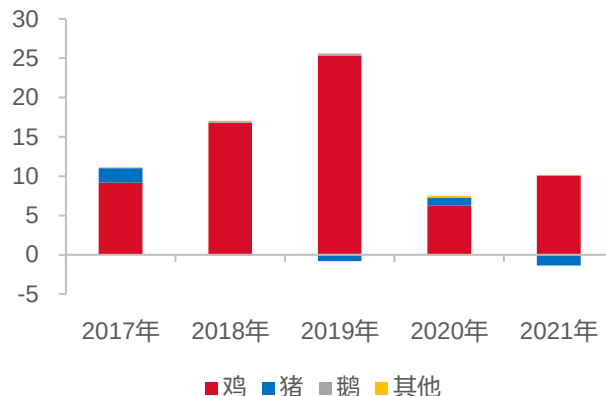
**利润受周期波动影响。**公司利润受周期变化影响，波动较大。2021 年受生猪业务等因素的拖累，公司利润下滑。根据业绩预告，公司 2022 年实现归母净利润 8.5 亿元-9.2 亿元，同比扭亏。2022 年 5 月开始，黄羽鸡价格快速上行，行业复苏回暖，公司 2022 年业绩大幅改善。随着公司在各环节提效降本，预计公司经营业绩将保持稳健发展。

图3 公司营业收入构成（亿元）



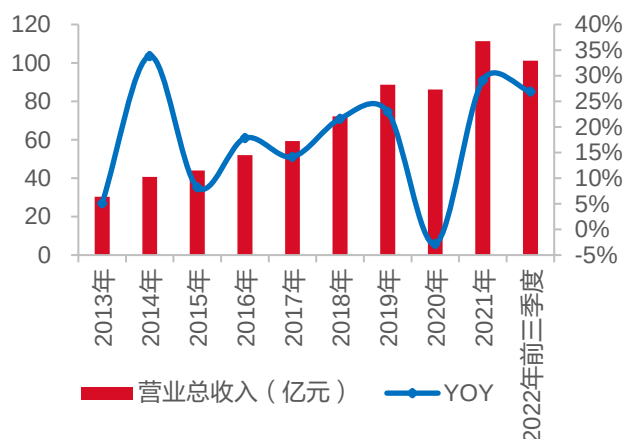
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 公司毛利构成（亿元）



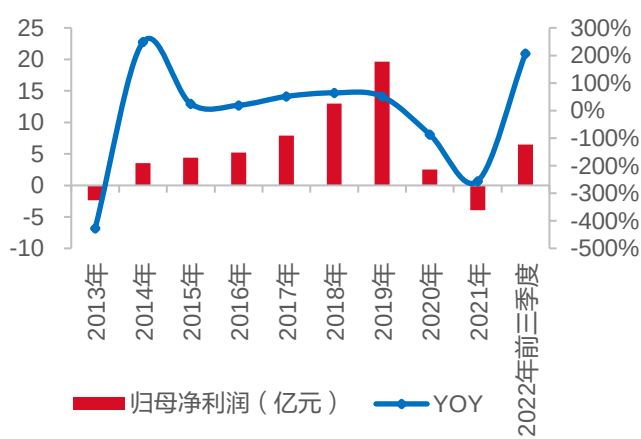
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.3.实控人全额认购定增，股权激励彰显长期发展信心

**实控人全额认购定增彰显信心。**2022年8月，公司完成定增，募集资金12.7亿元，发行价格为22.71元/股，由控股股东程立力先生以现金方式全额认购。除补充流动资金、总部基地项目外，此次定增的募投项目主要为屠宰类项目及养鸡类项目，总投资额达27.14亿元。实控人对企业和行业的发展充满信心。

**股权激励助力长期发展。**2022年7月，公司发布限制性股票激励计划。激励对象共计505人，包括公司董事和高级管理人员、公司其他管理和技术人员、公司技术和业务骨干。其中，公司董事和高级管理人员占授予限制性股票的3.32%、其他管理/技术人员及技术/业务骨干占82.98%。此次股权激励将核心团队利益绑定，有利于激发核心团队的积极性，也体现了公司长期发展的信心。

**表1 2022 年限制性股票激励计划**

| 归属期                 | 业绩考核目标                                                                                           |
|---------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 首次及预留授予的限制性股票第一个归属期 | 公司需满足下列两个条件之一：1、公司 2022-2024 年净利润累计值不低于 20 亿元；2、以 2021 年为基数，公司 2022-2024 年营业收入累计值的平均值增长率不低于 25%。 |
| 首次及预留授予的限制性股票第二个归属期 | 公司需满足下列两个条件之一：1、公司 2022-2025 年净利润累计值不低于 35 亿元；2、以 2021 年为基数，公司 2022-2025 年营业收入累计值的平均值增长率不低于 35%。 |

资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.行业产能低位，黄羽鸡有望回暖

#### 3.1.产能：父母代产能降至低位

**黄羽鸡种源自主培育，父母代存栏影响供给。**黄羽鸡为我国自主培育的品种，行业集中度较高，比白羽鸡的繁育周期更长、料肉比更高、肉质更好、价格更高。黄羽肉鸡按品类可分为快速鸡、中速鸡和慢速鸡。快速鸡生长周期 40-60 天、中速鸡 60-100 天、慢速鸡 100 天以上。与白羽鸡不同，黄羽鸡种源非常充足，但父母代存栏受上游的影响并不大。父母代种鸡的存栏受下游商品代效益的影响进行产能调整，形成父母代鸡苗至商品代毛鸡的产业链。父母代种鸡的存栏直接影响未来商品代鸡苗和毛鸡价格，而当下商品代鸡苗和毛鸡价格也影响父母代鸡苗的补栏。

**表2 白羽鸡与黄羽鸡主要指标对比**

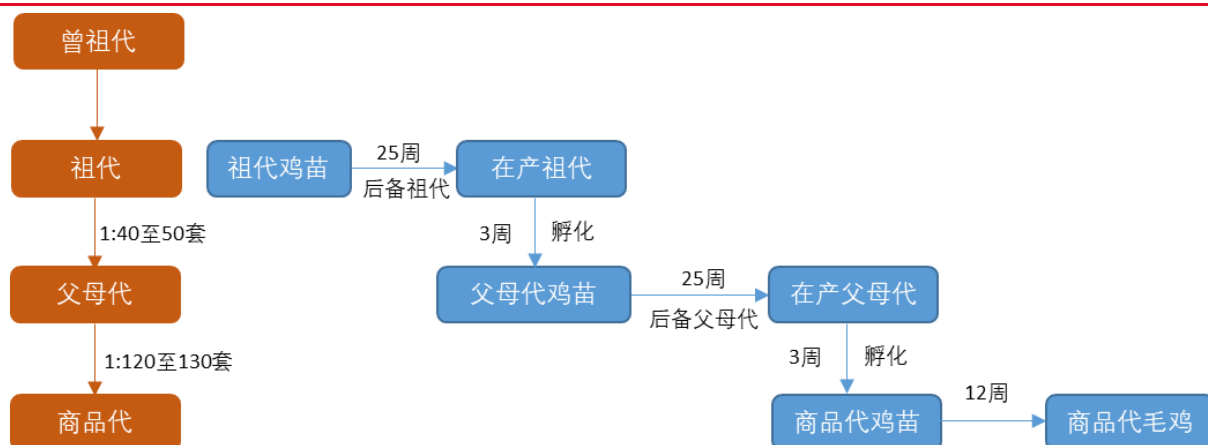
| 品种  | 出栏日龄   | 平均体重（公斤） | 料肉比   |
|-----|--------|----------|-------|
| 白羽鸡 | 42 天左右 | 2-2.5    | 1.6   |
| 黄羽鸡 | 快速鸡    | 40-60 天  | 1.5-2 |
|     | 中速鸡    | 60-100 天 | 1.5-2 |
|     | 慢速鸡    | 100 天以上  | 1.5-2 |

资料来源：Wind，东海证券研究所

**黄羽鸡产能处于低位，2023 年供给偏紧。**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，目前父母代存栏量处于近 3 年低位。根据畜牧业协会的样本数据，截至 2022 年 12 月末，在产父母代存栏 1344 万套，同比 2020 年下降 9.4%。父母代总存栏 2238 万套，同比 2020 年下降 8.7%。从黄羽鸡传导周期来看，从后备父母代鸡到商品代毛鸡约 40 周，从在产父母代鸡至商品代毛鸡约 15 周，随着 2022 年下半年以来在产和后备父母代存栏量的持续降低，我们预计 2023 年黄羽鸡供给端将偏紧。

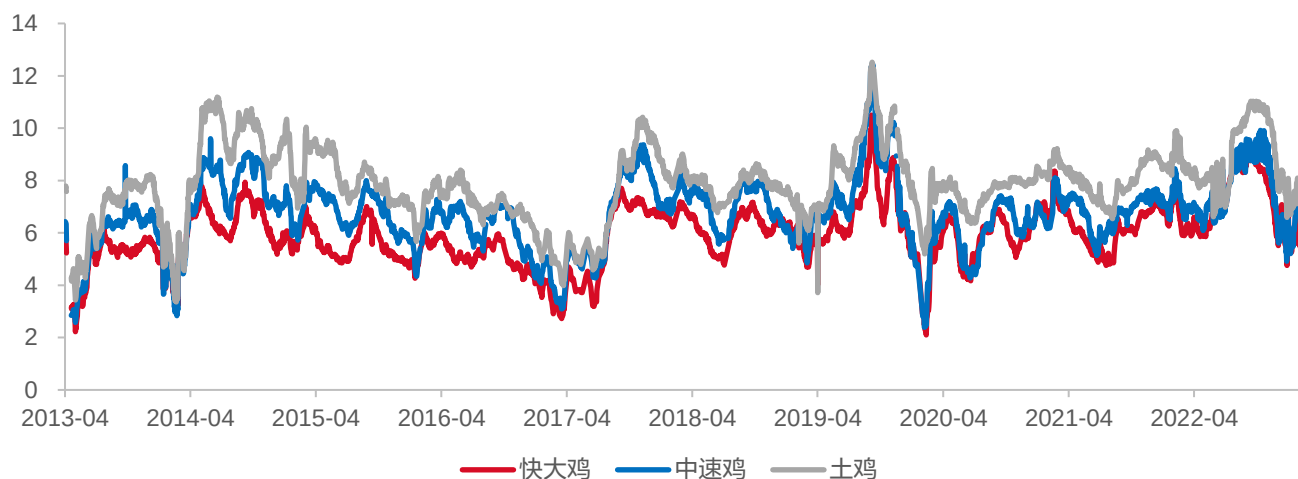
**商品代鸡苗量价均处于历史较低水平。**从商品代鸡苗销量来看，黄羽鸡行业产能去化较为显著。根据畜牧业协会的样本数据，截至 2022 年 12 月末商品代雏鸡销量 3042 万头，降至 2018 年以来的较低水平，同比下降 5.8%，较 2019 年高点下降 29%。截至 2022 年 12 月末，黄羽鸡商品代鸡苗价格为 1.88 元/只，同比下降 0.81%，较 2019 年高点下降 65%。鸡苗价格也处于低位，主要受到养殖户补栏积极性不高以及行业盈利水平较低的影响。我们预计随着消费端的回暖，黄羽鸡毛鸡价格将回到正常水平，鸡苗价格也将逐步回升。

图7 黄羽鸡养殖繁育周期



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 黄羽鸡不同种类出栏价格（元/斤）



资料来源：新牧网，东海证券研究所

图9 商品代鸡苗销量



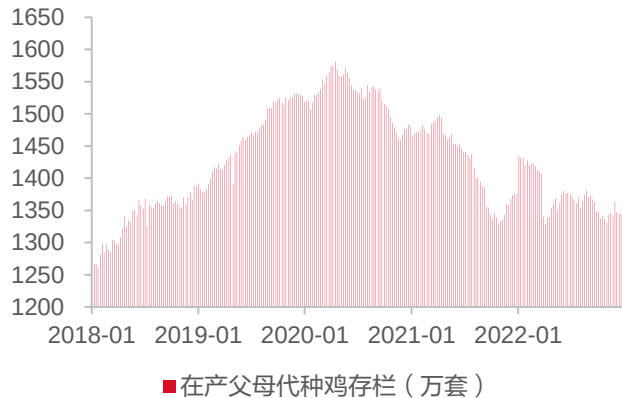
资料来源：中国畜牧业协会，东海证券研究所

图10 商品代鸡苗销售价格（元/只）



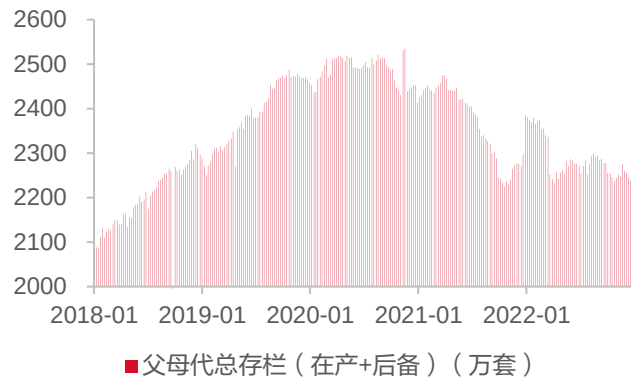
资料来源：中国畜牧业协会，东海证券研究所

图11 在产父母代种鸡存栏



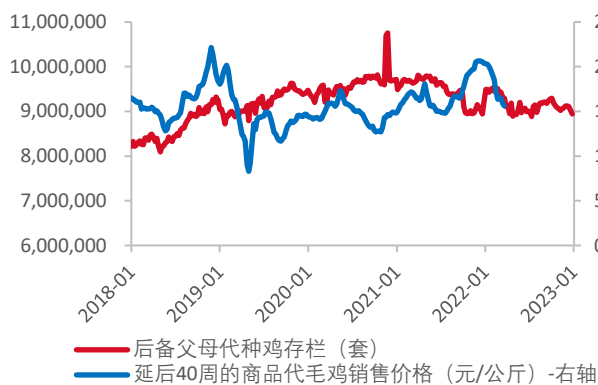
资料来源：中国畜牧业协会，东海证券研究所

图12 父母代总存栏量同比变化（后备+在产）



资料来源：中国畜牧业协会，东海证券研究所

图13 后备父母代存栏和延后 40 周的商品代毛鸡价格呈一定负相关性



资料来源：中国畜牧业协会，东海证券研究所

图14 商品代雏鸡销量和延后 12 周的商品代毛鸡价格呈一定负相关性



资料来源：中国畜牧业协会，东海证券研究所

### 3.2.消费：冰鲜是趋势，消费场景陆续恢复

**餐馆及家庭消费为主，受猪价波动影响。**黄羽鸡与生猪的下游消费存在相似性，餐馆、团膳及家庭消费。黄羽鸡价格和生猪价格的相关性不高，我们将2014年以来中速鸡价格与生猪价格做拟合，2014年以来相关系数为-0.035。但受到消费提振，猪价快速上行时往往会带动黄羽鸡价格的上涨。随着行业产能去化，预计2023年黄羽鸡商品代出栏量将继续维持低位，在消费需求回暖的情况下，我们预计2023年黄羽鸡价格将回暖。

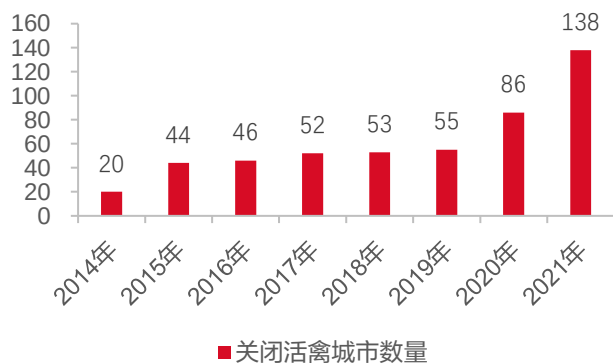
**禁“活”力度加大，冰鲜上市拓宽交易渠道。**我国黄羽肉鸡消费主要集中在南方地区，近年来也在逐步呈现由南到北的发展趋势，北方市场对黄羽鸡的需求日益增加。目前主要的销售模式主要是热鲜，占比约60%。自2013年H7N9禽流感事件以来，活禽销售模式逐渐被禁。黄羽鸡冰鲜加工将成为行业未来发展方向。香港从1998年开始逐步引导居民食用冰鲜鸡，目前香港地区的冰鲜鸡消费占比已达90%以上。冰鲜上市也有利于拓展销售半径和销售渠道，由原先的农贸市场销售转向商超、生鲜电商等进行。随着我国冷链运输能力的增强，冰鲜消费占比将逐步提升，冰鲜鸡市场的规模将进一步扩大。

图15 2014 年以来黄羽中速鸡和猪价拟合



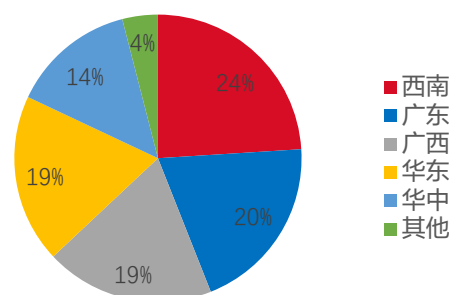
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图16 全国关闭活禽城市数量



资料来源: 新牧网, 东海证券研究所

图17 2021 年黄羽鸡产能区域占比

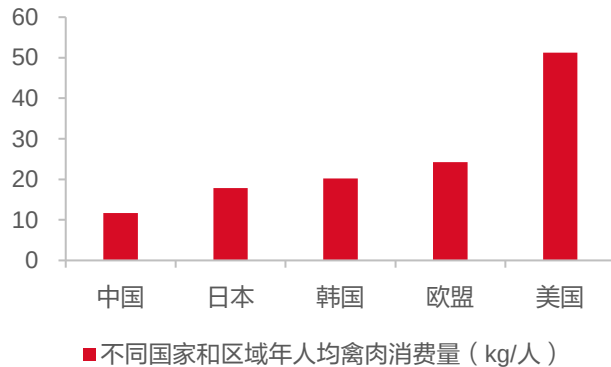


资料来源: 新牧网, 东海证券研究所

**需求弹性大，消费场景陆续恢复。**黄羽鸡属于禽肉中的高品质产品，消费需求弹性大。2022 年四季度，疫情严重影响了人们的消费意愿和消费能力，黄羽肉鸡供给在疫情下有所过剩，导致价格快速下跌。2023 年以后，随着疫情防控政策的优化调整，学校、餐饮、零售等回暖，下游消费场景将陆续恢复。预计 2023 年黄羽鸡价格将逐步回暖。

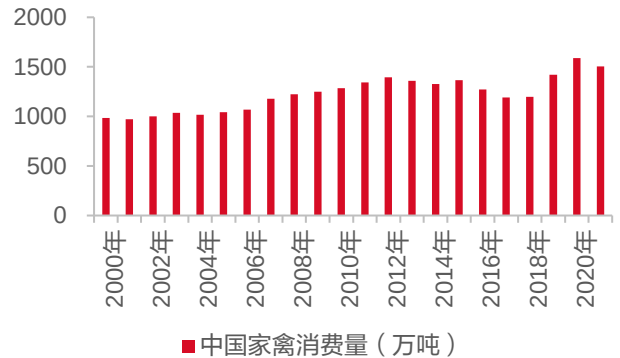
**消费结构变化拉动黄羽鸡消费需求增长。**与其他成熟市场相比，我国人均鸡肉消费量较低。从肉类消费结构来看，猪肉约占 50%，禽肉约占 30%。根据 OECD，2020 年，美国人均禽肉消费量超过 50kg，我国为 13.8kg。据 FAO 数据，中国大陆地区人均鸡肉消费量也远低于中国台湾地区的 33 千克和日本的 18 千克，人均鸡肉消费量长期增长空间大。鸡肉具有低脂肪、低胆固醇、高蛋白的营养特征，满足居民对健康饮食的需求。同时，消费人群年轻化以及连锁餐饮的快速扩张也推动鸡肉需求的增长。随着经济发展及居民消费习惯的改变，预计禽肉消费市场将不断扩容。

图18 我国人均鸡肉消费与其他国家和地区存在差距



资料来源：OECD，东海证券研究所

图19 我国禽肉消费量不断增长



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.3. 价格：2023 年黄羽鸡价格有望景气回暖

**供给端：**根据畜牧业协会的样本数据，截至 2022 年 12 月末，在产父母代存栏 1344 万套，同比 2020 年下降 9.4%。父母代总存栏 2238 万套，同比 2020 年下降 8.7%。随着 2022 年下半年以来在产和后备父母代存栏量的持续降低，我们预计 2023 年黄羽鸡供给端将偏紧。

**成本端：**黄羽鸡饲料成本占养殖成本 70% 左右，由于近年来玉米、豆粕等价格的上行，黄羽鸡养殖成本不断提高。从畜牧业协会的数据来看，截至 2022 年末，黄羽鸡毛鸡的成本为 16 元/kg，同比上涨了 5%，较 2020 年同期上涨了 13%。我们认为，2023 年玉米、豆粕等大宗产品的价格上行空间不大，饲料成本压力将大幅减小。

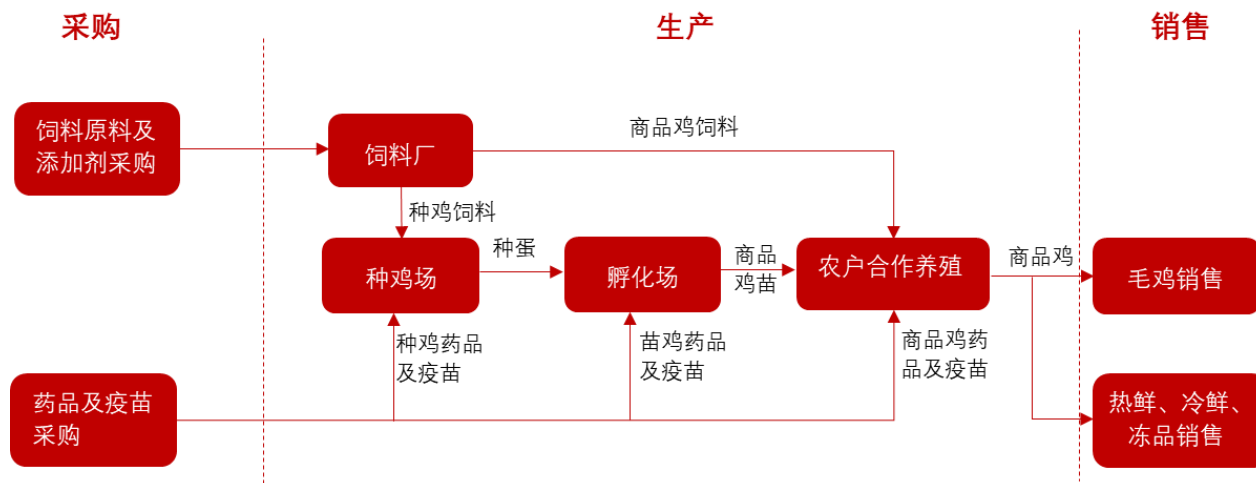
**需求端：**(1) 由于活禽销售范围不断缩小，各城市的禽肉消费逐渐向生鲜鸡转变。黄羽鸡生产企业正加快屠宰和生鲜布局，取消活禽交易对黄羽鸡销售的影响减小。(2) 黄羽鸡价格波动呈现季节性特征。2022 年 11 月开始，受到疫情的干扰，黄羽鸡消费下滑明显，毛鸡价格快速下跌。春节后市场处于传统消费淡季，毛鸡价格持续低位。若后续餐饮消费恢复正常，黄羽鸡价格有望迎来好转，2023 年黄羽鸡价格有望景气回暖。

## 4. 黄羽鸡销量稳定增长，成本优势明显

### 4.1. “公司+合作社+农户”模式，销量稳步增长

公司在黄羽肉鸡养殖实行紧密的“公司+合作社+农户”合作模式。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，按照公司要求进行黄羽鸡养殖，并在养殖周期结束将产品交付给公司。合作社作为农户的自治组织，负责开展苗鸡、饲料、产品等的运输工作，并协助农户开展防疫及管理风险基金。

图20 公司黄羽鸡养殖模式

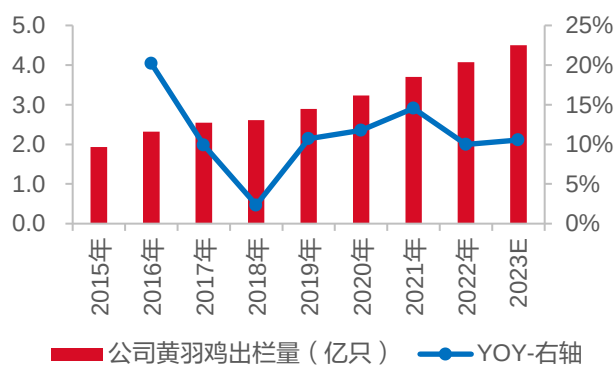


资料来源：公司年报，东海证券研究所

**公司黄羽鸡出栏量稳步增长。**公司黄羽鸡板块近几年保持在 10% 左右的出栏增速，截至 2022 年末，公司黄羽鸡出栏量 4.07 亿只，同比增长 10%。定增项目落地后，公司黄羽鸡将增加年出栏 1.05 亿羽，合计出栏规模超过 5 亿羽。2015 年至 2022 年，公司黄羽鸡出栏量 CAGR 约 11%，预计未来公司黄羽鸡出栏量仍将保持 10% 左右的增速稳步增长。

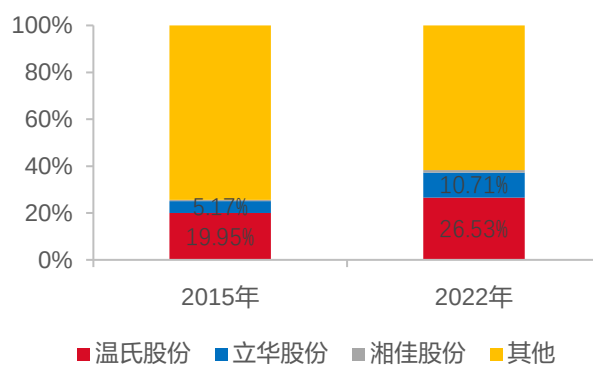
**黄羽鸡养殖行业集中度逐步上升。**截至 2022 年末，温氏股份和立华股份两家企业合计出栏占 37%。黄羽鸡行业集中度呈现逐步上升的趋势。由于目前行业对于规模化养殖、集约用地、环境保护等发展的要求不断提高，大型企业有着明显的成本优势，有望获得更大的市场份额。

图21 公司黄羽鸡出栏量稳定增长



资料来源：Wind，东海证券研究所

图22 黄羽鸡市场份额



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 4.2.黄羽鸡养殖成本领先优势明显

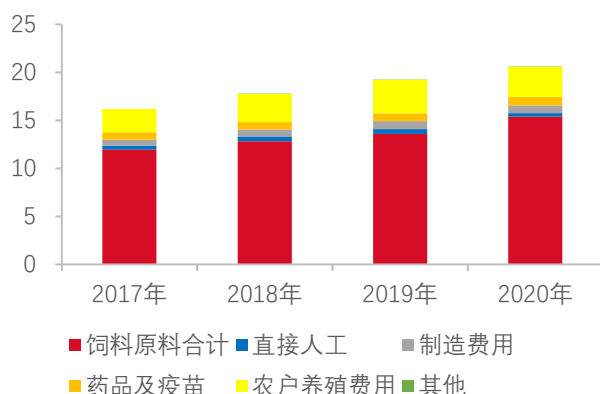
公司黄羽鸡养殖成本中饲料成本占比超过 70%，其余包括疫苗药品、农户养殖费用和管理费用等。受饲料原料价格上涨影响，公司黄羽鸡养殖成本近几年有所增加。公司通过加强在育种、动物健康、饲料配方和饲养环境控制等方面的技术进步和人员效率的提升来消化原材料上涨的压力。目前养殖成本仍处于高位，截至 2022 年三季度末，公司黄羽鸡完全养

殖成本约 14.2 元/公斤。随着饲料原料价格从高位回落，公司的成本压力将有所减小，预计 2023 年完全成本有望降至 14 元/公斤以内。

公司黄羽鸡业务毛利率受到行业周期波动影响，和同行业其他企业相比，公司黄羽鸡板块毛利率高于温氏股份和湘佳股份，2021 年，立华股份、温氏股份和湘佳股份黄羽鸡毛利率分别为 10.06%、9.09%、-1.47%。主要由于立华股份子公司布局临近粮食产区，饲料原料成本较低。此外，公司实行“本部集中采购，区域采购中心辅助”的采购模式，有效降低采购成本。

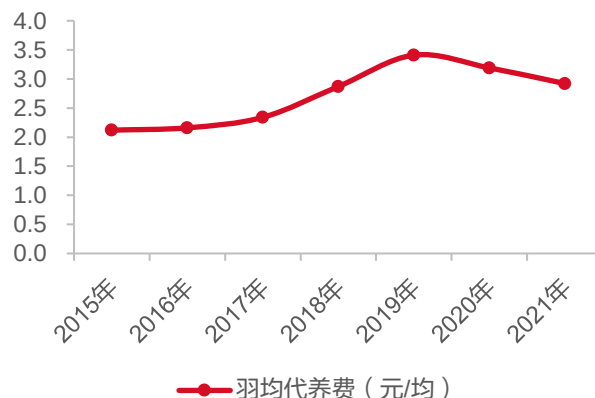
2022 年，公司只均代养费在 3 元左右，户均养殖规模超过 5 万只，只均代养费低于行业，单体农户养殖量远高于行业平均，规模效应明显。

图23 公司黄羽鸡成本拆分（元/只）



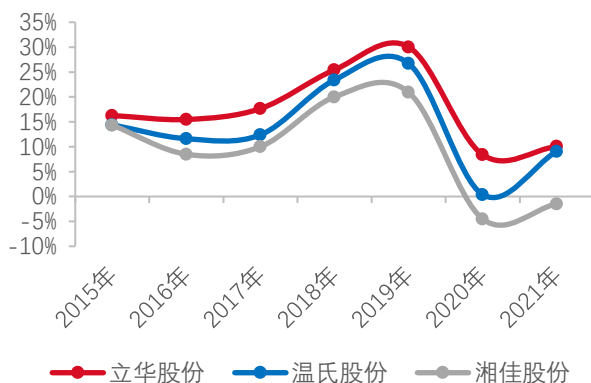
资料来源：Wind，东海证券研究所

图24 公司羽均代养费



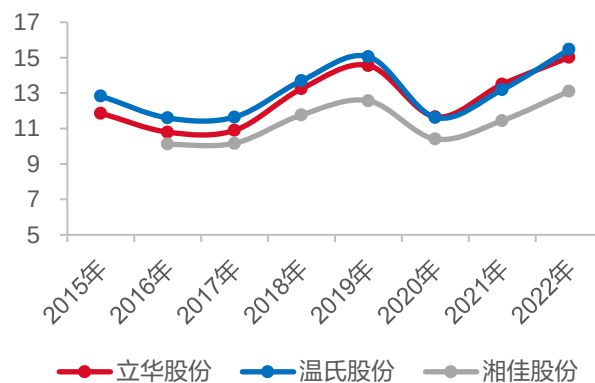
资料来源：Wind，东海证券研究所

图25 黄羽鸡业务毛利率对比



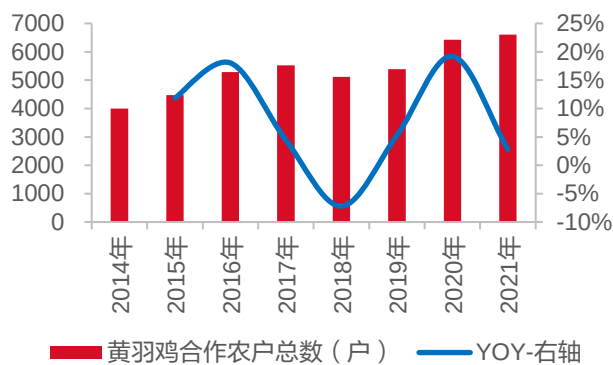
资料来源：Wind，东海证券研究所

图26 黄羽鸡销售均价（元/公斤）



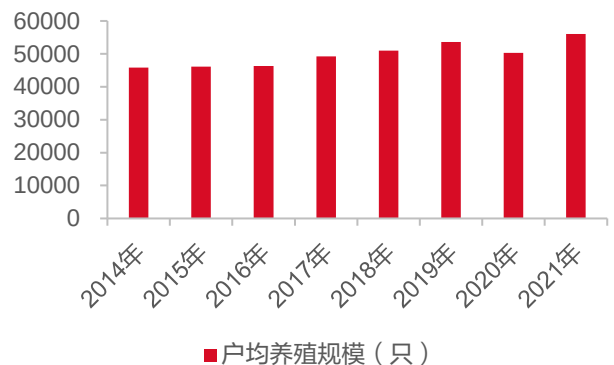
资料来源：Wind，东海证券研究所

图27 黄羽鸡合作农户数



资料来源：Wind，东海证券研究所

图28 户均养殖规模



资料来源：Wind，东海证券研究所

### 4.3.异地扩张加速，拓展全国化布局

**立足华东，向华南、西南地区加速扩张。**公司黄羽鸡板块立足于华东地区，且正加速向华南、西南和华中地区进行异地扩张，进一步战略布局全国市场。公司黄羽鸡板块生产成绩及成本管控水平具有较强竞争优势，成熟子公司就近输送种蛋、苗鸡及饲料，带动新设子公司尽快发展农户及占据市场，实现产能的快速异地扩张。

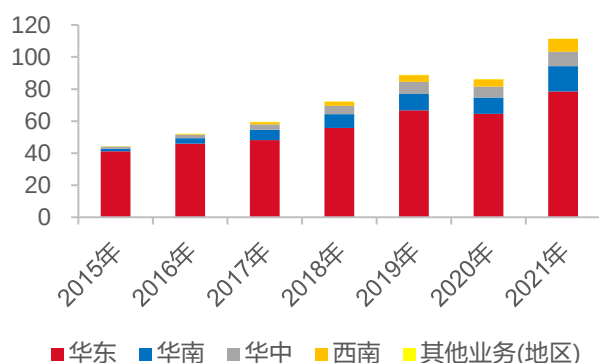
公司目前主要增长的区域是华南和西南。截止2021年，公司华东地区营收占比70.54%、华南占14.09%、华中占8.14%、西南占7.12%。各区域合作农户户数占比分别为：华东地区占66.16%，华南占18.10%，华中占9.74%，西南占6.00%。随着公司近几年的异地扩张，华东地区的占比有所下降，但仍然是核心区域。

图29 公司子公司布局



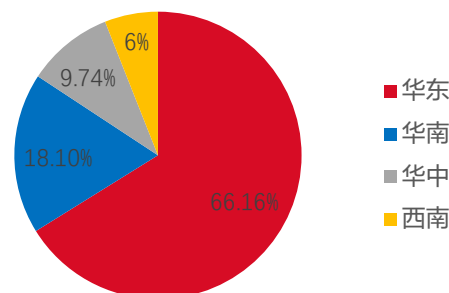
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图30 公司区域收入分布（亿元）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图31 各区域合作农户数占比分布



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 5.积极布局冰鲜转型，全产业链一体化布局

**积极布局屠宰加工业，向全产业链一体化方向转变。**为满足销售端活转鲜的变化趋势，公司积极布局黄羽鸡屠宰产能。2014年，江苏立华食品有限公司成立，开始拓展屠宰业务。2020年开始，立华股份黄羽鸡屠宰产能的建设进入加速期。公司依托江苏立华食品积累的冰鲜鸡生产管理和销售经验，在湘潭、扬州、惠州、泰安、潍坊等一体化养鸡子公司所在地加快建设黄羽鸡屠宰产能，预计2023年将陆续投产，分别覆盖长三角、珠三角、京津冀核心区域市场，完善标准化、一体化的养殖-屠宰-销售产业链。公司计划至2025年形成占总出栏量50%左右的鲜禽加工能力。公司通过扩大自有屠宰加工产能及提升冰鲜鸡品牌知名度，同时积极研发黄羽鸡预制菜品，推动黄羽鸡板块向屠宰加工、生鲜上市模式转型。

2021年12月，公司培育的适合屠宰的品种“花山鸡”配套系通过国家品种审定，进一步支撑未来“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”的发展需求。公司将持续依托自有“花山鸡”、“雪山鸡”、“苏禽黄”等国家级黄羽鸡品种配套系，提升公司黄羽鸡生鲜产品附加值及品牌溢价，打通产业链，加快向屠宰和食品端的延伸，熨平鸡周期变化带来的行业波动影响，带来盈利增长点。

表3 公司定增屠宰产能

| 预计新增屠宰项目   | 总投资额（亿元） | 预计新增屠宰产能（万羽） | 公司注册资本（万元） | 公司成立时间  |
|------------|----------|--------------|------------|---------|
| 扬州阳雪肉鸡屠宰项目 | 2        | 3000         | 5000       | 2020年4月 |
| 潍坊阳雪肉鸡屠宰项目 | 1.2      | 2000         | 2000       | 2020年8月 |
| 泰安阳雪肉鸡屠宰项目 | 1.3      | 2000         | 2000       | 2020年6月 |
| 湘潭立华肉鸡屠宰项目 | 0.8      | 1100         | 5000       | 2016年5月 |
| 合计         |          | 8100         |            |         |

资料来源：公司公告，东海证券研究所

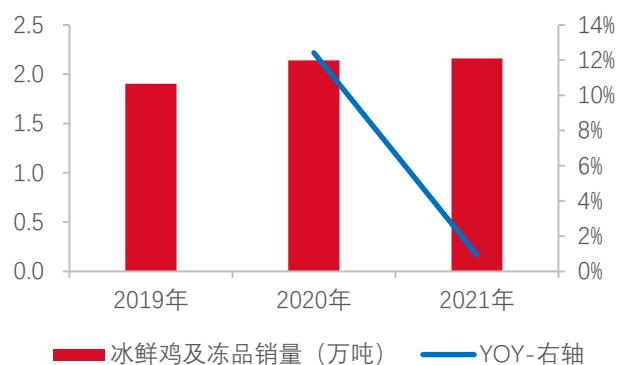
2021年公司销售冰鲜鸡及冻品2.16万吨，同比增长0.74%。公司积极布局线上线下的热鲜鸡、冰鲜产品销售渠道，线上渠道例如天猫平台的“立华食品专营店”及“立华鲜”微信公众号等，主要供应冻品。线下渠道例如超市、生鲜店等，主要供应热鲜产品。同时，公司冰鲜销售团队通过与盒马鲜生、钱大妈、欢乐番茄、格林姆等商超、新零售及电商等平台建立合作，开拓线上线下生鲜销售渠道。

图32 微信小程序“立华鲜”



资料来源：Wind，东海证券研究所

图33 公司冰鲜鸡及冻品销量



资料来源：Wind，东海证券研究所

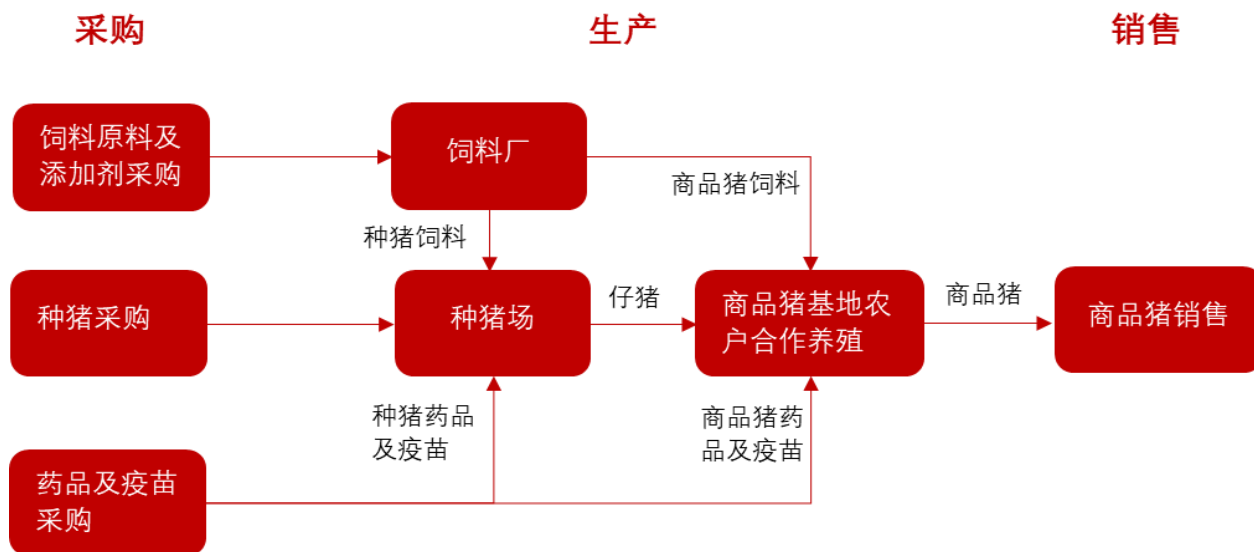
## 6. 养殖成本显著下降，生猪板块厚积薄发

**2011 年开始布局生猪养殖**，公司生猪板块采用“公司+基地+农户”的合作养殖模式。公司通过自建商品肉猪养殖基地，对参与商品肉猪合作养殖的农户进行统一、集中封闭管理。公司 2011 年成立宿迁立华，开始布局生猪养殖业务。2013 年，宿迁公司首批商品猪顺利上市。公司生猪养殖业务已形成种猪自繁、商品肉猪养殖、饲料生产的完整产业链。

**产能集中于安徽、江苏北部、山东等区域**。公司目前生猪产能主要分布在宿迁、连云港、丰县、阜阳、宿州、菏泽等地，集中在安徽、江苏北部、山东等区域，公司积极进行养猪基地建设，储备和扩大养猪产能。

**专业负责人保驾护航**。公司养猪板块负责人王海峰博士深耕行业多年，曾就职于外企种猪公司、国内种猪企业以及创立专业猪场托管公司，有着二十多年的养猪行业经验，十多年的猪场一线经验。2019 年，王博士顺应形势，创业公司引入立华股份投资资金，并于 2020 年加盟立华养猪。

图34 公司商品猪养殖模式

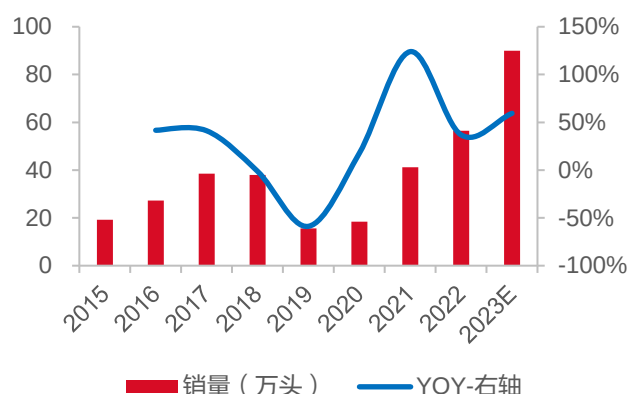


资料来源：公司年报，东海证券研究所

**生猪养殖成本持续下降，出栏量快速增长。**2018、2019 年受非洲猪瘟影响，公司出栏量有所下滑，营收出现下滑，连续两年毛利率为负。2021 年公司大力进行了低效母猪的更换，目前母猪生产性能和商品猪生产成绩已经明显提升，出栏量恢复，生产成本持续下降。截至 2022 年三季度末，公司 PSY 约 24，全程上市率超 90%，配种分娩率超过 80%。基础母猪存栏 4.2 万头，后备母猪超 3 万头。预计 2022 年、2023 年公司生猪业务营收将继续增长，毛利率水平大幅改善，有望贡献业绩增量。

2022 年公司销售商品猪 56.44 万头，同比增长 37%。根据**公司规划**，预计**2023 年商品猪出栏量为 80-90 万头**，到 2025 年将形成**300 万头商品猪出栏产能**。

图35 公司生猪出栏量不断增长



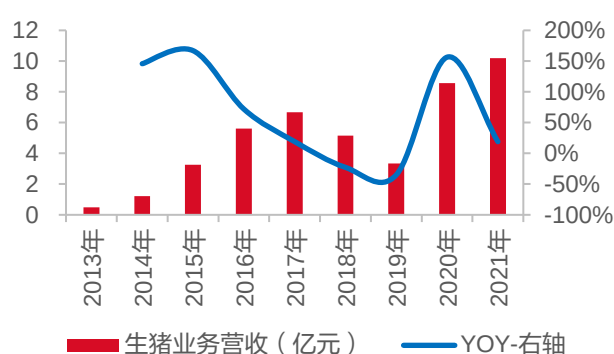
资料来源：Wind，东海证券研究所

图36 生猪养殖营业成本持续下降



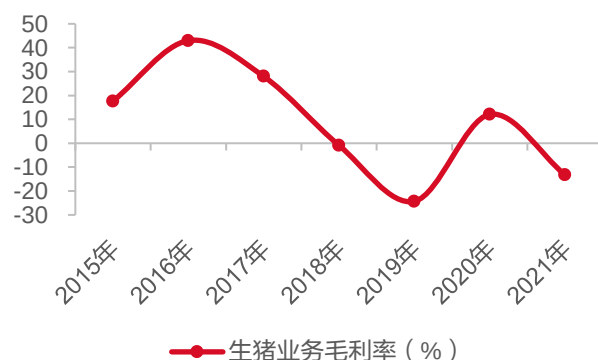
资料来源：Wind，东海证券研究所

图37 公司生猪业务营收及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图38 公司生猪业务毛利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 7. 资本持续投入，产能稳健增长

公司采用“公司+合作社+农户”以及“公司+基地+农户”运营模式，相对轻资产投入，公司资产负债率优于同行业其他企业，2021 年，公司资产负债率为 42.91%，2022 年三季度末为 38%。

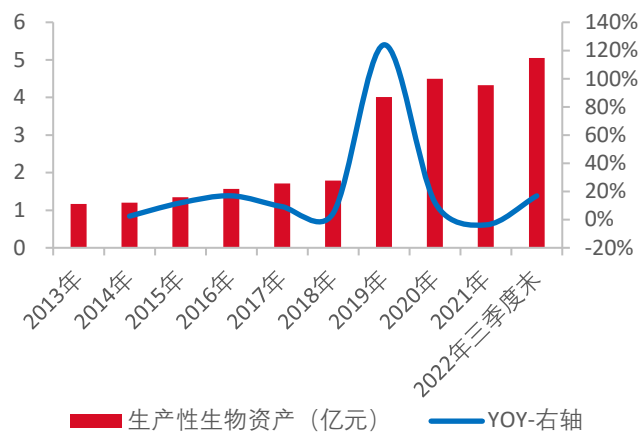
**公司通过资本持续投入扩充产能。**生产性生物资产、在建工程、固定资产逐年增长，支撑公司产能规划。截至 2022 年三季度末，公司生产性生物资产 5.05 亿元，同比增长 17%；在建工程 12.42 亿元，同比增长 14%；固定资产 48.93 亿元，同比增长 17%。

图39 公司资产负债率



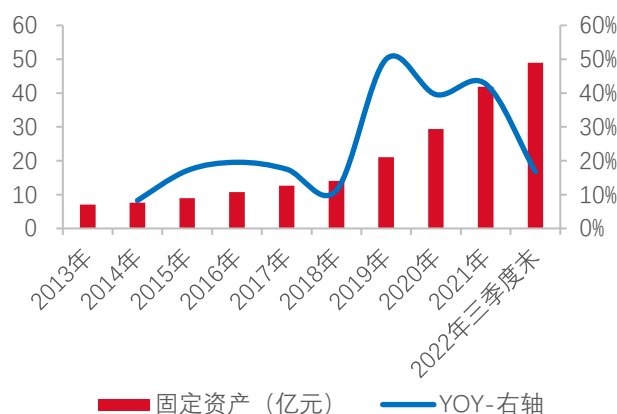
资料来源：Wind，东海证券研究所

图40 公司生产性生物资产及增速



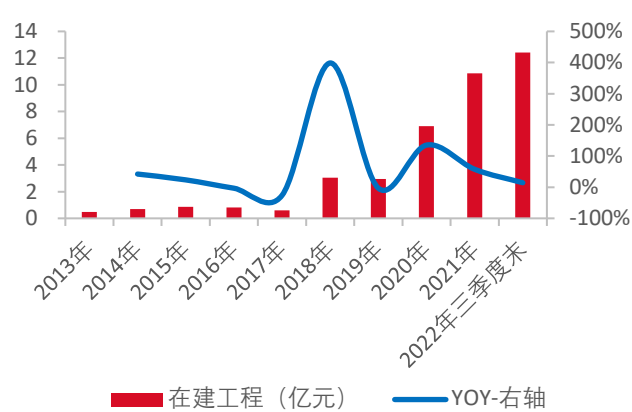
资料来源：Wind，东海证券研究所

图41 公司固定资产及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

图42 公司在建工程及增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

从历史来看，公司股价和黄羽鸡价格走势关联度较高。2019年，受到非洲猪瘟疫情的影响，猪肉供应短缺，黄羽鸡价格快速上行。公司2019年2月上市，受到黄鸡价格上涨的影响，2019年9月公司股价再次达到上市后的阶段性高点。2020年-2022年上半年，黄鸡价格低迷，行业产能持续去化，股价也持续走弱。2022年5月，随着黄羽鸡价格的反弹，公司股价再次开启上行周期。2022年8月，公司股价先于黄羽鸡价格达到阶段性高点。2023年2月下旬以来，黄鸡价格小幅上行，公司股价也随之反弹。我们认为，2023年黄羽鸡价格有望景气回暖，建议积极关注。

图43 公司股价走势与中速鸡价格复盘



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 8. 盈利预测与投资建议

### 8.1. 盈利预测

我们预计，公司 2023-2024 年黄羽鸡出栏量为 4.5、5 亿羽，商品猪出栏量为 90、150 万头。随着公司黄羽鸡业务量价齐升以及生猪业务的显著改善，公司业绩有望持续增长。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.09 亿元、12.84 亿元和 14.39 亿元，EPS 分别为 1.98 元、2.79 元和 3.13 元。首次覆盖，给予买入评级。

表4 公司主要业务营收拆分及预测

|               | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>黄羽鸡</b>    |        |        |        |        |
| 出栏量（亿只）       | 3.70   | 4.07   | 4.50   | 5.00   |
| 营业收入（亿元）      | 99.96  | 126.94 | 140.91 | 152.28 |
| 同比（%）         |        | 27.00  | 11.00  | 8.07   |
| 毛利率（%）        | 10.06  | 15.80  | 15.50  | 15.50  |
| <b>生猪</b>     |        |        |        |        |
| 出栏量（亿只）       | 41.25  | 56.44  | 90.00  | 150.00 |
| 营业收入（亿元）      | 10.20  | 13.05  | 21.34  | 32.01  |
| 同比（%）         |        | 28.00  | 63.55  | 50.00  |
| 毛利率（%）        | -13.23 | 7.00   | 20.00  | 16.67  |
| <b>鹅及其他业务</b> |        |        |        |        |
| 营业收入（亿元）      | 1.17   | 1.40   | 1.74   | 2.08   |
| 同比（%）         |        | 20.07  | 24.67  | 19.47  |
| 毛利率（%）        | 6.16   | 7.50   | 8.67   | 9.60   |
| 合计营业收入（亿元）    | 111.32 | 141.39 | 164.00 | 186.38 |
| 同比（%）         |        | 27.02  | 15.99  | 13.65  |
| 毛利率（%）        | 7.89   | 14.91  | 16.01  | 15.64  |

资料来源：iFind，东海证券研究所

## 8.2.可比公司估值

当前黄羽鸡行业上市公司有立华股份、温氏股份和湘佳股份，其中温氏股份生猪业务占比较大，其估值更多的体现生猪业务。公司可比上市公司为湘佳股份、温氏股份，2022E 行业平均 PE 为 24.89，公司 PE 为 19.58，低于行业平均水平。

表5 可比公司估值

|      | 最新（元） | 总市值（亿元） | PE（倍） |       |       | 净利润增速 |       |       |
|------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |       |         | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 湘佳股份 | 46.92 | 47.80   | 28.80 | 19.22 | 16.83 | 546%  | 50%   | 14%   |
| 温氏股份 | 19.65 | 1287.89 | 26.30 | 9.75  | 10.09 | 137%  | 170%  | -3%   |
| 立华股份 | 38.71 | 177.99  | 19.58 | 13.86 | 12.37 | 330%  | 41%   | 12%   |

资料来源：iFind，东海证券研究所，截至 2023 年 3 月 1 日

## 9.风险提示

**原材料价格波动。**玉米与豆粕是肉鸡饲料的主要原材料。玉米、大豆因国内外粮食播种面积、气候条件、国家农产品政策、市场供求状况、运输条件等多种因素的影响，价格波动性较为明显。如原材料价格波动风险不能有效转移，将对行业造成不利影响。

**食品安全。**食品安全事件的发生会影响消费者食品安全信心，对行业的发展造成不利影响。鸡肉食品安全控制是一个贯穿肉鸡养殖、饲料生产、屠宰加工、物流仓储直到消费者餐桌的全程控制体系。一旦发生重大食品安全事件，产业链上的企业都将受到重大影响。

**疫病爆发。**禽类疫病的爆发，一方面会给企业的生产经营带来直接损失，造成鸡只减产、扑杀防疫费用增加、销售受阻、生产计划紊乱等不利影响。另一方面，也会影响消费者心理，从而影响市场需求。

**消费需求下行超预期。**经济增速不及预期，整个市场对禽肉的消费大幅下降，禽肉消费恢复不达预期。

## 附录：三大报表预测值

## 资产负债表

| 单位：百万元    | 2021A     | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 货币资金      | 242.82    | 1,413.94  | 1,639.97  | 3,084.79  |
| 应收票据及账款   | 9.81      | 8.22      | 9.53      | 10.83     |
| 预付账款      | 220.72    | 227.85    | 264.27    | 300.34    |
| 其他应收款     | 116.50    | 135.49    | 157.14    | 178.59    |
| 存货        | 1,874.84  | 2,287.76  | 2,618.94  | 2,989.77  |
| 其他流动资产    | 1,022.66  | 1,383.01  | 1,287.80  | 1,397.83  |
| 流动资产总计    | 3,487.35  | 5,456.27  | 5,977.65  | 7,962.16  |
| 长期股权投资    | 69.39     | 74.28     | 79.18     | 84.07     |
| 固定资产      | 5,137.76  | 5,085.02  | 4,715.08  | 4,327.93  |
| 在建工程      | 1,086.25  | 914.71    | 724.17    | 553.13    |
| 无形资产      | 283.84    | 269.64    | 255.45    | 241.26    |
| 长期待摊费用    | 567.57    | 533.78    | 0.00      | 0.00      |
| 其他非流动资产   | 332.05    | 339.04    | 344.76    | 349.66    |
| 非流动资产合计   | 7,476.87  | 7,216.48  | 6,118.64  | 5,556.06  |
| 资产总计      | 10,964.22 | 12,672.75 | 12,096.29 | 13,518.22 |
| 短期借款      | 1,119.69  | 1,813.60  | 31.53     | 0.00      |
| 应付票据及账款   | 911.50    | 984.27    | 1,126.75  | 1,286.30  |
| 其他流动负债    | 1,483.91  | 1,887.28  | 2,160.87  | 2,466.69  |
| 流动负债合计    | 3,515.10  | 4,685.15  | 3,319.15  | 3,752.99  |
| 长期借款      | 1,060.44  | 824.43    | 519.73    | 281.62    |
| 其他非流动负债   | 129.63    | 129.63    | 129.63    | 129.63    |
| 非流动负债合计   | 1,190.07  | 954.06    | 649.36    | 411.24    |
| 负债合计      | 4,705.17  | 5,639.21  | 3,968.51  | 4,164.23  |
| 股本        | 403.88    | 459.80    | 459.80    | 459.80    |
| 资本公积      | 1,487.88  | 1,431.96  | 1,431.96  | 1,431.96  |
| 留存收益      | 4,367.28  | 5,141.78  | 6,236.02  | 7,462.22  |
| 归属母公司权益   | 6,259.04  | 7,033.54  | 8,127.78  | 9,353.98  |
| 少数股东权益    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 股东权益合计    | 6,259.04  | 7,033.54  | 8,127.78  | 9,353.98  |
| 负债和股东权益合计 | 10,964.22 | 12,672.75 | 12,096.29 | 13,518.22 |

## 现金流量表

| 单位：百万元   | 2021A     | 2022E    | 2023E     | 2024E    |
|----------|-----------|----------|-----------|----------|
| 税后经营利润   | -395.59   | 828.53   | 1,198.82  | 1,356.71 |
| 折旧与摊销    | 486.71    | 1,084.28 | 1,102.74  | 587.48   |
| 财务费用     | 68.44     | 106.61   | 67.38     | 11.85    |
| 其他经营资金   | 559.65    | 74.27    | 74.27     | 74.27    |
| 经营性现金净流量 | 646.80    | 1,726.42 | 2,518.33  | 1,910.39 |
| 投资性现金净流量 | -1,923.16 | -772.04  | 51.96     | 28.96    |
| 筹资性现金净流量 | 1,163.47  | 216.74   | -2,344.27 | -494.53  |
| 现金流量净额   | -112.88   | 1,171.12 | 226.02    | 1,444.83 |

## 利润表

| 单位：百万元     | 2021A     | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入       | 11,131.73 | 14,139.41 | 16,399.65 | 18,637.91 |
| 营业成本       | 10,253.39 | 12,031.83 | 13,773.57 | 15,723.87 |
| 营业税金及附加    | 11.45     | 15.23     | 17.67     | 20.08     |
| 销售费用       | 141.35    | 179.76    | 208.50    | 236.96    |
| 管理费用       | 501.98    | 659.92    | 765.42    | 869.88    |
| 研发费用       | 46.14     | 46.43     | 53.85     | 61.20     |
| 财务费用       | 68.44     | 106.61    | 67.38     | 11.85     |
| 其他经营损益     | -0.00     | -0.00     | -0.00     | -0.00     |
| 投资收益       | 11.20     | 45.60     | 45.60     | 45.60     |
| 公允价值变动损益   | 45.57     | 50.00     | 55.00     | 52.00     |
| 营业利润       | -386.78   | 920.06    | 1,295.38  | 1,450.28  |
| 其他非经营损益    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 利润总额       | -395.47   | 909.13    | 1,284.45  | 1,439.36  |
| 所得税        | 0.11      | 0.08      | 0.11      | 0.12      |
| 净利润        | -395.59   | 909.05    | 1,284.34  | 1,439.24  |
| 少数股东损益     | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 归属母公司股东净利润 | -395.59   | 909.05    | 1,284.34  | 1,439.24  |
| EBITDA     | 159.67    | 2,100.02  | 2,454.57  | 2,038.69  |
| NPOLAT     | -349.49   | 1,020.31  | 1,351.38  | 1,453.74  |
| EPS(元)     | -0.86     | 1.98      | 2.79      | 3.13      |

## 主要财务比率

| 单位：百万元      | 2021A    | 2022E    | 2023E  | 2024E   |
|-------------|----------|----------|--------|---------|
| <b>成长能力</b> |          |          |        |         |
| 营业增长率       | 29.12%   | 27.02%   | 15.99% | 13.65%  |
| EBIT增长率     | -224.24% | 410.59%  | 33.09% | 7.35%   |
| EBITDA增长率   | -76.60%  | 1215.19% | 16.88% | -16.94% |
| 净利润增长率      | -255.70% | 329.80%  | 41.28% | 12.06%  |
| <b>盈利能力</b> |          |          |        |         |
| 毛利率         | 7.89%    | 14.91%   | 16.01% | 15.64%  |
| 净利率         | -3.55%   | 6.43%    | 7.83%  | 7.72%   |
| ROE         | -6.32%   | 12.92%   | 15.80% | 15.39%  |
| ROA         | -3.61%   | 7.17%    | 10.62% | 10.65%  |
| ROIC        | -6.17%   | 13.50%   | 15.37% | 18.64%  |
| <b>估值倍数</b> |          |          |        |         |
| P/E         | -44.99   | 19.58    | 13.86  | 12.37   |
| P/S         | 1.60     | 1.26     | 1.09   | 0.95    |
| P/B         | 2.84     | 2.53     | 2.19   | 1.90    |
| 股息率         | 0.00%    | 0.76%    | 1.07%  | 1.20%   |
| EV/EBIT     | -50.67   | 19.25    | 12.92  | 11.01   |
| EV/EBITDA   | 103.78   | 9.31     | 7.12   | 7.84    |
| EV/NOPLAT   | -47.42   | 18.37    | 11.24  | 10.28   |

资料来源：iFind，东海证券研究所

## 一、评级说明

|        | 评级 | 说明                                 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%     |
|        | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%     |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
|        | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间   |
|        | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%   |

## 二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8621 ) 20333619  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8610 ) 59707105  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089