



## 黄鸡持续高景气，生猪厚积薄发高增可期

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 黄羽鸡价格景气有望提升，父母代存栏当前处于低位。截至2023年6月末，在产父母代黄羽鸡1323.6万套，较2020年1575万套左右的最高水平降低16%左右，为2018年以来同期最低水平。2) 公司斤鸡完全成本下降至6.7元以下，为全行业最低。成本优势构筑盈利壁垒，盈利持续性强。3) 公司维持较高增速，公司是我国第二大黄羽鸡养殖企业，黄鸡板块维持8-10%的增速，生猪养殖出栏量将有40%以上增速。
- 行业产能低位，高景气度具有可持续性。** 从供给端看，产能去化提供支撑。父母代存栏当前处于低位，且雏鸡销售价格偏低。截至2023年6月末，在产父母代黄羽鸡1323.6万套，较2020年1575万套左右的最高水平降低16%左右，为2018年以来同期最低水平。父母代雏鸡价格6月末为9.33元/套，23年第26周销量为122.6万套，补栏积极性不高。从需求端来看，黄羽鸡作为我国本土品种，需求具有一定的刚性，在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，且在经历长时间产能调整以及周期底部后，高景气度具有一定的可持续性。
- 公司是我国第二大黄羽鸡养殖企业，成本控制能力强。** 2023年1-6月出栏黄羽鸡2.1亿羽，销量同比增长13.09%，市占率继续扩大。为提升养殖效率，降低养殖成本，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，公司户均养殖规模超过5万只，单体农户养殖量高，规模效应明显。受益于饲料成本较低和代养费用较低，公司的成本优势十分突出。截止2023年6月末，公司斤鸡完全成本下降至6.7元以下。
- 生猪产能利用率有望提高，屠宰板块顺利发展。** 2011年公司开始布局生猪养殖行业。2023上半年，公司销售肉猪36.60万头，同比增长88.08%；销售均价14.86元/公斤，同比上升1.97%。截至截止2023年6月末，公司能繁母猪存栏约5万头，后备母猪存栏近3万头，为后续出栏增长奠定基础。随着产能利用率的提升，生产效率的进一步提高，公司养猪成本有望继续回落，整体公司业绩有望增长。公司加快下游黄羽鸡屠宰业务的发展，在建产能方面，目前湘潭、扬州屠宰加工项目已建成并投入运营。泰安、潍坊等地屠宰加工项目正顺利推进中，预计将在23年完成投产，屠宰产品的比例将呈逐年较快增长的态势，未来将陆续覆盖长三角、珠三角、京津冀核心区域市场，推动产业链纵向延伸。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为0.4元、1.72元、1.96元，对应动态PE分别为45/11/9倍。考虑到公司生猪养殖出栏量将有40%以上增速，黄鸡行业稳定增长的同时始终保持明显的成本优势，给予公司一定的估值溢价，予以公司2024年13倍PE，维持“买入”评级，目标价22.36元。
- 风险提示:** 原材料价格波动风险；动物疫情风险；规模扩张不及预期的风险；消费需求下行超预期的风险。

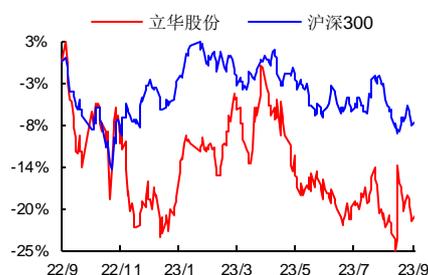
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14447.46	17941.57	21371.25	24486.25
增长率	29.79%	24.18%	19.12%	14.58%
归属母公司净利润(百万元)	890.77	332.52	1427.00	1624.68
增长率	125.18%	-62.67%	329.15%	13.85%
每股收益EPS(元)	1.08	0.40	1.72	1.96
净资产收益率ROE	10.46%	3.77%	13.93%	13.69%
PE	16.95	45.40	10.58	9.29
PB	1.77	1.71	1.47	1.27

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)	8.28
流通A股(亿股)	6.04
52周内股价区间(元)	17.33-43.86
总市值(亿元)	152.45
总资产(亿元)	134.02
每股净资产(元)	9.06

### 相关研究

- 立华股份(300761): 黄鸡生猪出栏持续增长, 未来可期 (2023-08-08)
- 立华股份(300761): 养殖景气回升, 黄鸡龙头稳步发展 (2023-04-25)
- 立华股份(300761): 黄羽鸡迎高景气, 公司业绩明显改善 (2022-10-25)

## 目 录

<b>1 全国第二大黄羽鸡养殖企业</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业产能低位，高景气度具有可持续性</b> .....	<b>2</b>
2.1 肉鸡品种品类多样.....	2
2.2 行业产能低位，高景气度具有可持续性.....	3
2.3 消费：冰鲜是趋势，消费场景增加.....	4
2.4 价格：黄羽鸡价格景气回暖，高景气有望持续.....	5
<b>3 牢铸成本优势，黄羽鸡销量稳定增长</b> .....	<b>6</b>
3.1 “公司+合作社+农户”合作模式，一体化黄羽鸡养殖龙头企业.....	6
3.2 拓展全国化布局,出栏逐年增长.....	7
3.3 规模效应显著，黄羽鸡养殖成本优势突出.....	8
3.4 屠宰产能扩张，积极布局冰鲜转型.....	9
3.5 生猪产能利用率有望提高，厚积薄发出栏高增可期.....	9
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>10</b>
4.1 盈利预测.....	10
4.2 相对估值.....	11
<b>5 风险提示</b> .....	<b>12</b>

## 图 目 录

图 1: 立华股份股权结构图 .....	1
图 2: 公司 2018-2023H1 营收业务构成 .....	1
图 3: 公司 2018-2023H1 毛利构成 .....	1
图 4: 公司 2018 年以来营业收入及增速 .....	2
图 5: 公司 2018 年以来净利润及增速 .....	2
图 6: 黄羽鸡不同种类出栏价格 (元/斤) .....	3
图 7: 2018 年以来在产父母代种鸡存栏量 (万只) 及周环比变化 .....	4
图 8: 2018 年以来全国黄羽鸡出栏量及同比变化 .....	4
图 9: 商品代雏鸡销量 .....	4
图 10: 商品代雏鸡销售价格 (元/只) .....	4
图 11: 全国关闭活禽城市数量 .....	5
图 12: 2021 年黄羽鸡产能区域占比 .....	5
图 13: 黄羽中速鸡和猪价对比 (元/斤) .....	6
图 14: 立华股份黄羽肉鸡产业链示意图 .....	6
图 15: 立华股份“公司+合作社+农户”合作养殖模式 .....	7
图 16: 公司区域收入分布 (亿元) .....	7
图 17: 各区域合作农户数占比分布 .....	7
图 18: 公司黄羽鸡出栏量及同比变化 .....	8
图 19: 黄羽鸡市场份额 .....	8
图 20: 同行业公司毛利率 .....	9
图 21: 同行业公司平均营业成本 (元/羽) .....	9
图 22: 公司生猪业务营收及增速 .....	10

## 表 目 录

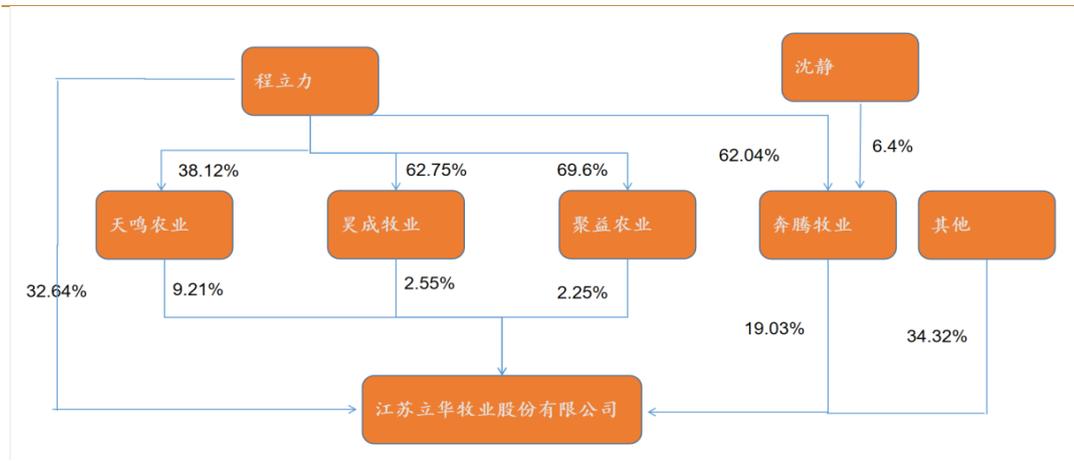
表 1: 肉鸡种类介绍 .....	2
表 2: 白羽鸡与黄羽鸡主要指标对比 .....	3
表 3: 公司定增屠宰产能 .....	9
表 4: 分业务营收拆分表 .....	11
表 5: 可比公司估值 .....	11
附表: 财务预测与估值 .....	13

## 1 全国第二大黄羽鸡养殖企业

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，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。公司自主培育的黄羽鸡优良品种“雪山”系列于 1999 年投放市场，先后通过了江苏省畜牧品种审定委员会和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，是畜牧业优良推广品种。

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 2023 年 H1，二人直接和间接持有公司 52.49% 股份，持股比例集中。

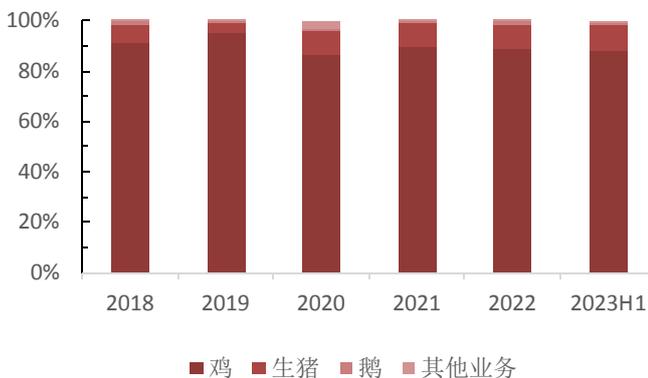
图 1：立华股份股权结构图



数据来源：ifind，西南证券整理

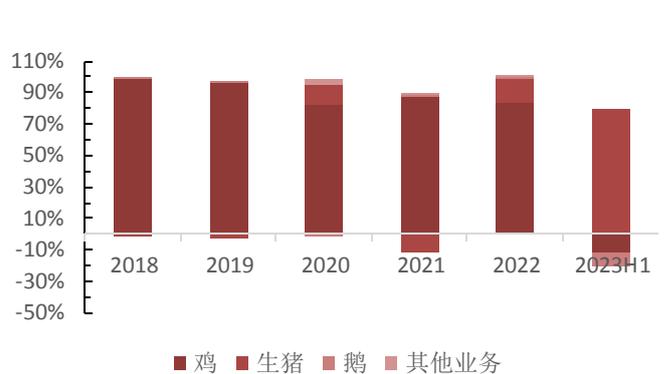
**公司主营业务结构：**黄羽鸡业务为主要的业绩来源。公司主要业务有黄羽鸡、生猪、鹅等。近年来，黄羽鸡业务贡献了公司 85% 以上的营收，2022 年黄羽鸡业务占营收 88.70%、生猪业务占 10.02%、鹅占 0.84%。

图 2：公司 2018-2023H1 营收业务构成



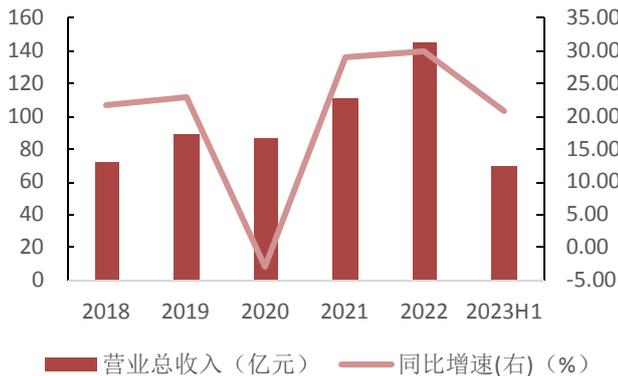
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2018-2023H1 毛利构成

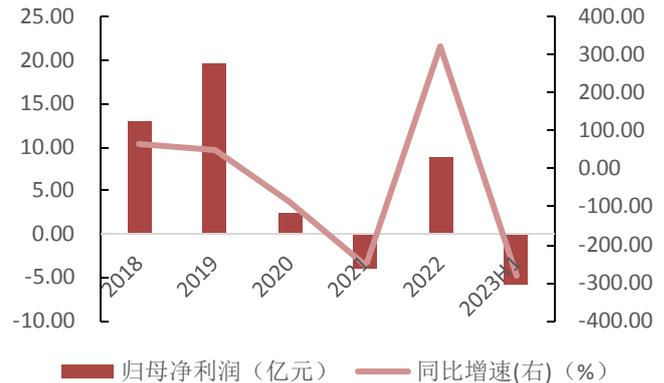


数据来源：Wind，西南证券整理

**公司业绩状况：**公司稳健经营稳健营收逐步增长，利润受周期变化影响波动较大。营业收入方面，2018-2022 年业绩保持稳步增长，其中营业收入由 72.14 亿元增长至 144.47 亿元，年均复合增速为 18.96%。2023H1 实现营收 69.59 亿元，同比增长 20.86%。利润方面，受周期变化影响波动较大。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。2023H1 受市场行情低迷影响，公司商品鸡养殖业务亏损。但 2023 年 8 月以来随着黄羽鸡价格的回暖，依靠公司突出的成本优势，预计扭亏为盈。

**图 4：公司 2018 年以来营业收入及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 5：公司 2018 年以来净利润及增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2 行业产能低位，高景气度具有可持续性

### 2.1 肉鸡品种品类多样

黄羽肉鸡是我国自主培育的肉鸡品种，具有品种繁多、生长周期长、价格较高的特点，其肉质口感鲜美，更适合我国传统的烹调和饮食习惯，主要消费场景为家庭和中式餐饮场所。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 42-65 天、中速鸡 65-95 天、慢速鸡 95 天以上。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 1：肉鸡种类介绍**

品种	主要特征	优点	缺点	用途
白羽鸡	国外引进的鸡种，全身羽毛均为白色，体型呈丰满的元宝形，具有快大肉鸡的特点	生长速度快、出肉率高、生产成本低等	抗病能力较弱、口感欠佳等	主要向肯德基、麦当劳等快餐连锁企业销售
黄羽鸡	我国优良的地方品种杂交培育而成，羽毛带有颜色，体型较小	抗病能力强、肉质鲜美等	生产周期长、生产成本较高	主要用于家庭、企事业单位食堂和酒店的消费
817 杂鸡	采用大型肉鸡父母代的公鸡与常规商品蛋鸡进行杂交，是具有地方特色的小型肉用鸡品种	生产门槛低、易操作、成本低等	养殖风险较大、没有饲料标准，出栏的料肉比参差	用于某些地方特色鸡制品，如扒鸡、烤鸡、熏鸡等

数据来源：观研网, 西南证券整理

**表 2：白羽鸡与黄羽鸡主要指标对比**

品种		出栏日龄 (平均日龄)	平均体重 (公斤)	料肉比
白羽鸡		45	2.00-3.00	1.60
黄羽鸡	快速型	42-65 (53)	1.25-1.50	1.80-2.60
	中速型	65-95 (80)	1.25-1.50	2.60-3.00
	慢速型	95+ (95)	1.25-1.50	2.80-3.20

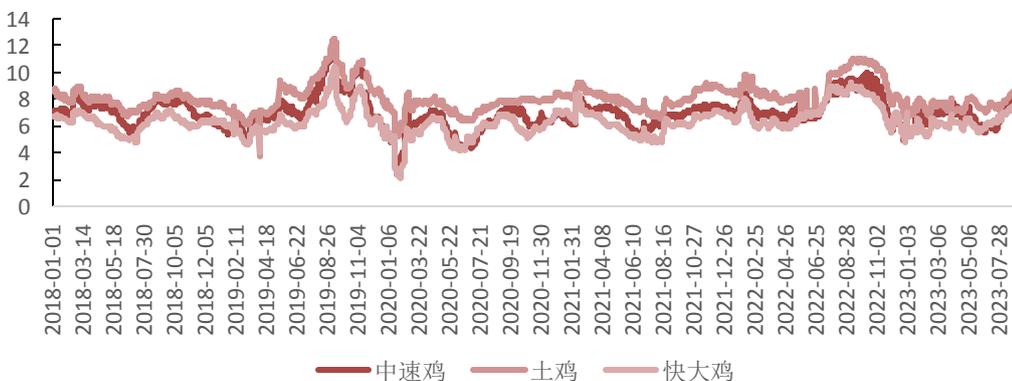
数据来源：观研网，西南证券整理

## 2.2 行业产能低位，高景气度具有可持续性

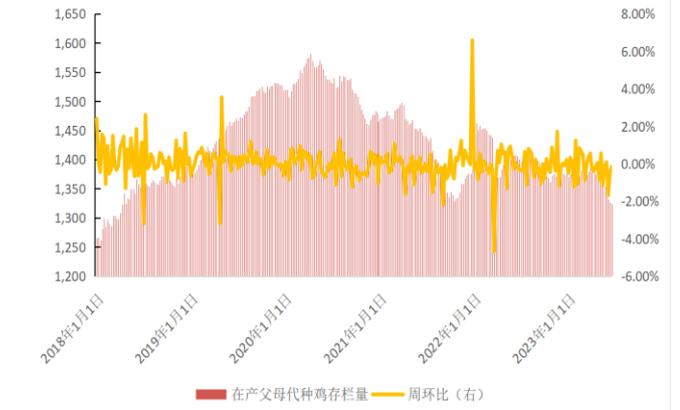
自 2019 年四季度起黄羽肉鸡行业因产能短时间增加过快，整体进入行情低迷期，历经 2020 和 2021 年两个年度的低谷徘徊，行业产能持续去化。2022 年二季度起周期景气度开始上行，6 月份淡季不淡，价格快速上行，三季度行情继续改善。2022 年尾，受阶段性消费下行影响，行情震荡回落。从 2022 全年看，黄羽鸡行情逐渐走出低谷，虽有阶段性波动，但基本面明显改善。

当前黄羽鸡产能处于低位，后市供给偏紧。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 2023 年 6 月末，在产父母代黄羽鸡 1323.6 万套，较 2020 年 1575 万套左右的最高水平降低 16% 左右，为 2018 年以来同期最低水平。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，我们预计后市黄羽鸡供给端将偏紧。

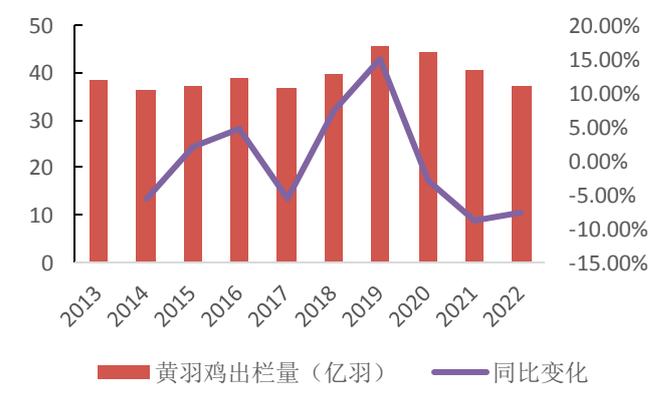
商品代鸡苗量价均处于历史较低水平。从商品代鸡苗销量来看，黄羽鸡行业产能去化较为显著。根据畜牧业协会的样本数据，2023 年第 26 周商品代雏鸡销量 3145 万头，降至 2018 年以来的较低水平，同比下降 10%，较 2019 年高点下降 27%。截至 2023 年 6 月末，黄羽鸡商品代鸡苗价格为 1.96 元/只，同比下降 13.3%，较 2019 年高点下降 64%。鸡苗价格也处于低位，主要受到养殖户补栏积极性不高以及行业盈利水平较低的影响。我们预计随着消费端的回暖，黄羽鸡毛鸡价格将回到正常水平，鸡苗价格也将逐步回升。从需求端来看，黄羽鸡作为我国本土品种，需求具有一定的刚性，在疫情得到有效控制后，黄羽鸡供需缺口将为其价格上涨提供支撑，且在经历长时间产能调整以及周期底部后，高景气度具有一定的可持续性。

**图 6：黄羽鸡不同种类出栏价格 (元/斤)**


数据来源：ifind，西南证券整理

**图 7：2018 年以来在产父母代种鸡存栏量（万只）及周环比变化**


数据来源：畜牧业协会，西南证券整理

**图 8：2018 年以来全国黄羽鸡出栏量及同比变化**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

**图 9：商品代雏鸡销量**


数据来源：畜牧业协会，西南证券整理

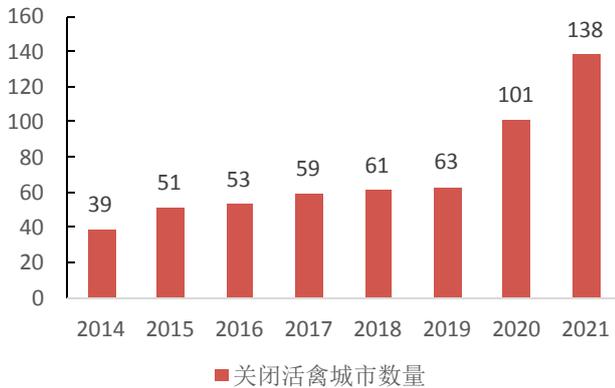
**图 10：商品代雏鸡销售价格（元/只）**


数据来源：畜牧业协会，西南证券整理

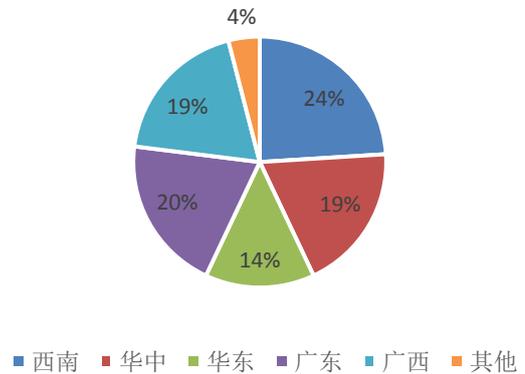
## 2.3 消费：冰鲜是趋势，消费场景增加

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。根据中国禽业发展报告（2014），我国的黄羽肉鸡以活禽交易为主，占比达 85%，冰鲜鸡产品只占 5%左右，其余方式消费占比约为 10%。但自 2013 年 H7N9 禽流感事件以来，活禽销售模式逐渐被禁。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。截止 2021 年末全国超过 138 家城市已关闭了活禽市场。

从区域看，我国黄羽肉鸡具有鲜明的地域特征，西南地区占比达到 24%，华南地区中广东、广西分别占比 20%、19%，华中、华东地区分别占比达到 19%、14%，其他北方地区占比较低。

**图 11：全国关闭活禽城市数量**


数据来源：新禽况，西南证券整理

**图 12：2021 年黄羽鸡产能区域占比**


数据来源：观研网，西南证券整理

黄鸡消费场景陆续恢复。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。黄鸡消费量仍存在较大提升空间。近年来，随着我国居民收入的增长及消费结构的升级，禽肉需求量长期呈上涨趋势。禽肉中鸡肉因其高蛋白、低脂肪、低胆固醇、低热量的特点，更能满足现代消费者对减脂、健康等方面的要求。因此，未来我国人均鸡肉消费量仍存在较大提升空间。黄羽肉鸡作为肉鸡中的优质类产品，在肉质、口味等方面更具优势，更符合消费端提档升级的长期趋势，在市场容量和消费区域上仍有较大的拓展空间。

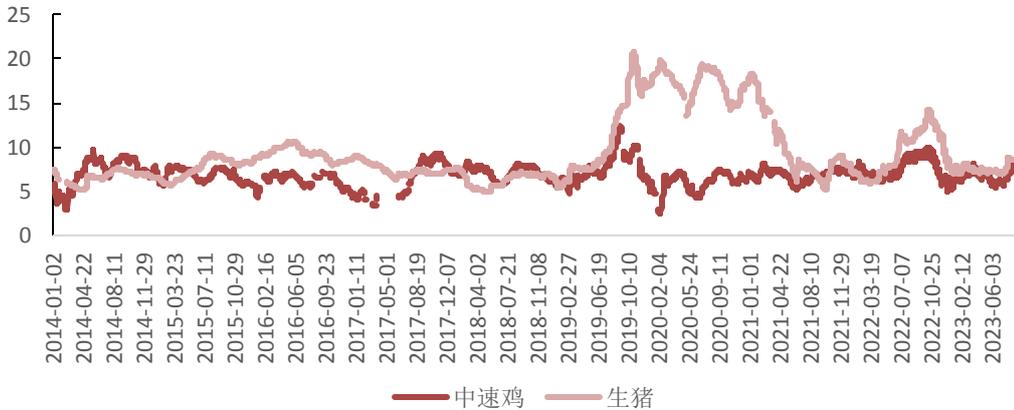
## 2.4 价格：黄羽鸡价格景气回暖，高景气有望持续

**供给端：**截至 2023 年 6 月末，在产父母代黄羽鸡 1323.6 万套，为 2018 年以来同期最低水平。预计 2023 年下半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 2023 年 6 月末，黄羽鸡毛鸡的成本为 16 元/kg，较 2020 年同期上涨了 13%。

**需求端：**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，黄鸡价格受猪价波动影响。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。春节后市场处于传统消费淡季，毛鸡价格持续低位。进入下半年，鸡肉消费逐步进入旺季，黄羽鸡价格迎来好转，2023 年黄羽鸡价格有望景气回暖。且随着行业产能去化，预计 2023 年下半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 年黄羽鸡价格回暖，高景气有望持续。

图 13: 黄羽中速鸡和猪价对比 (元/斤)



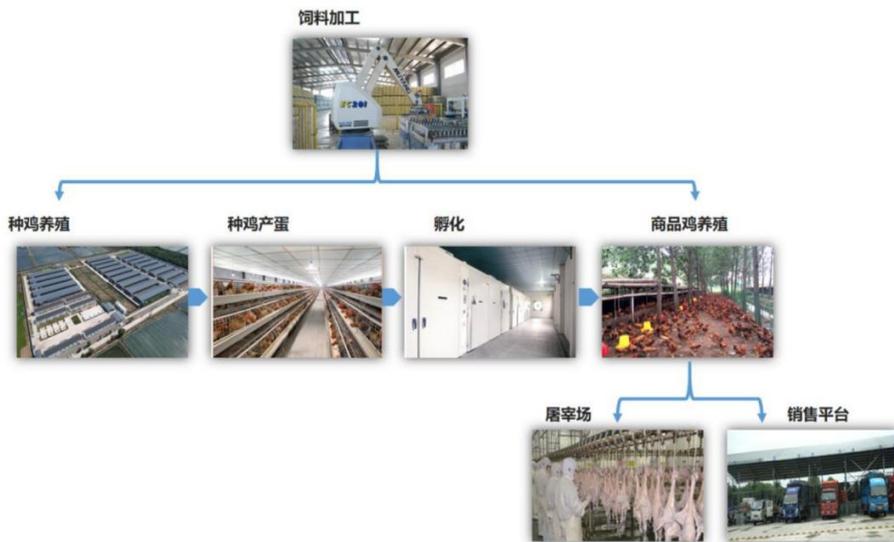
数据来源: ifind, 西南证券整理

### 3 牢铸成本优势，黄羽鸡销量稳定增长

#### 3.1 “公司+合作社+农户”合作模式，一体化黄羽鸡养殖龙头企业

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。黄羽鸡业务为主要的业绩来源，近年来黄羽鸡业务贡献了公司 85% 以上的营收。公司黄羽肉鸡业务已形成集种禽繁育、饲料加工、商品鸡养殖与屠宰加工为一体的完整产业链。

图 14: 立华股份黄羽肉鸡产业链示意图

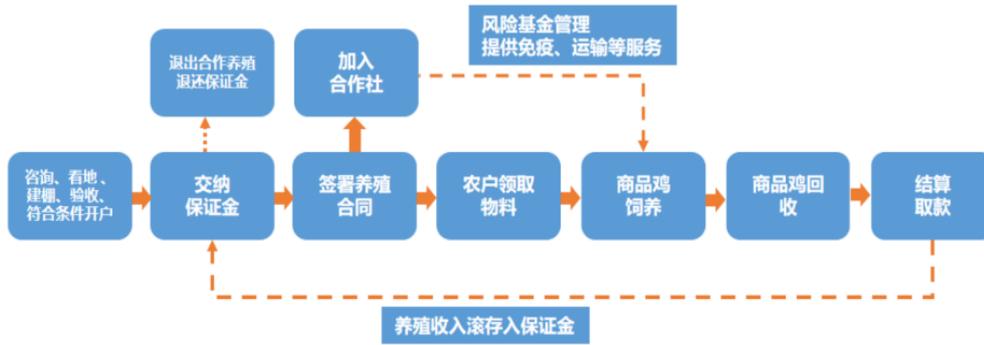


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司在黄羽肉鸡及肉鹅养殖业务上实行紧密的“公司+合作社+农户”合作模式。以黄羽肉鸡业务为例，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 15：立华股份“公司+合作社+农户”合作养殖模式



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2 拓展全国化布局,出栏逐年增长

公司养鸡产业稳步推进区域扩张战略，全产业链一体化经营模式有利于增强公司异地扩张能力。由于黄羽鸡种蛋、苗鸡运输及农户发展具有较强的覆盖半径要求，全产业链一体化经营模式下，成熟子公司能够通过就近输送种蛋、苗鸡及饲料的方式，带动新设子公司尽快发展农户及占据市场，有助于缩短新设子公司投资回收期，实现产能的快速异地扩张。

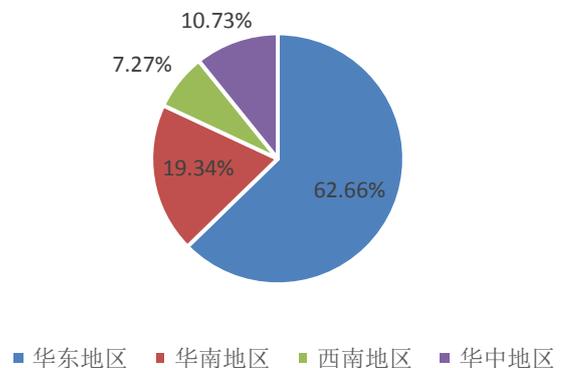
公司目前主要增长的区域是华南和西南。截至 2023 年 6 月，公司华东地区营收占比 69.12%、华南占 14.77%、华中占 8.46%、西南占 7.64%。公司子公司分布于 13 个省及直辖市，黄羽鸡业务合作农户数 6639 户，公司生猪养殖业务合作农户数 155 户各区域合作农户户数占总户数的比例分别为：华东区域 62.66%，华南区域 19.34%，华中区域 10.73%，西南区域 7.27%。

图 16：公司区域收入分布（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

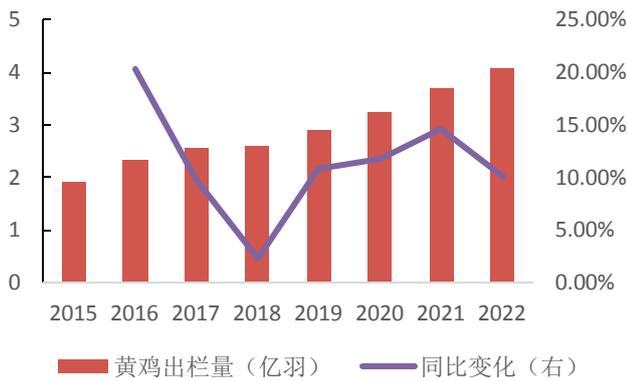
图 17：各区域合作农户数占比分布



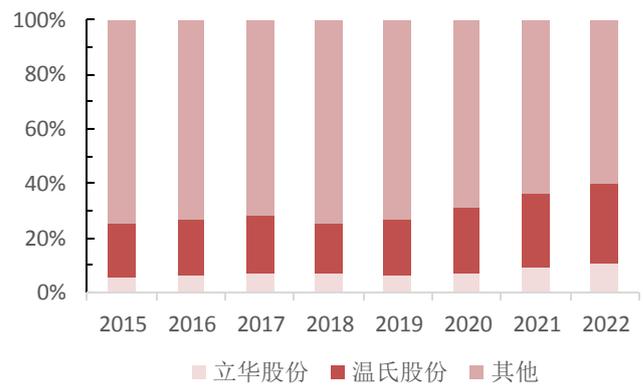
数据来源：公司公告，西南证券整理

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%。2015 年至 2022 年，公司黄羽鸡出栏量 CAGR 约 10%，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。优质规模化养殖企业具备规模、资金、成本及技术优势，可以投入充足的资金，升级改造环保设备设施，以保持良好的成本控制能力，在行业变革和周期波动中处于竞争优势地位，因此未来行业集中度有望进一步提升。截至 2022 年末，温氏股份和立华股份两家企业合计出栏接近 40%。黄羽鸡行业集中度呈现逐步上升的趋势。

**图 18：公司黄羽鸡出栏量及同比变化**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 19：黄羽鸡市场份额**


数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

### 3.3 规模效应显著，黄羽鸡养殖成本优势突出

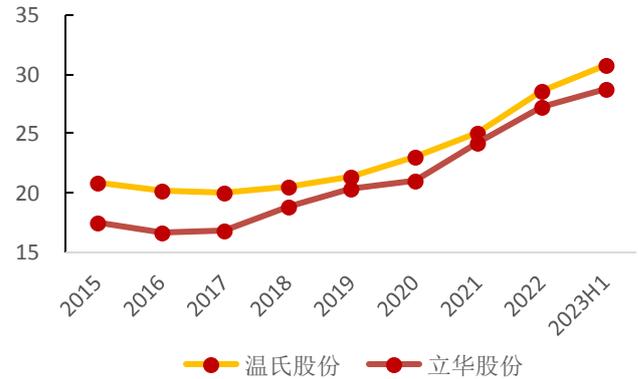
公司黄羽鸡养殖成本中饲料成本占比通常高于 70%，其余包括疫苗药品、农户养殖费用和管理费用等。受饲料原料价格上涨影响，公司黄羽鸡养殖成本近几年有所增加。公司通过加强在育种、动物健康、饲料配方和饲养环境控制等方面的技术进步和人员效率的提升来消化原材料上涨的压力。出栏率等指标继续进步，加上玉米、豆粕等原料价格上半年呈回落态势，有效降低了生产成本。截至 2023 年 6 月，公司斤鸡完全成本下降至 6.7 元以下。随着饲料原料价格从高位回落，公司的成本压力将有所减小，预计 2023 年商品鸡养殖成绩继续保持较高水平，全年完全成本有望降至 14 元/公斤以内。

饲料成本相对较低，户均养殖量高。为提升养殖效率，降低养殖成本，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，公司户均养殖规模超过 5 万只，单体农户养殖量高，规模效应明显。

受益于饲料成本较低和代养费用较低，公司的成本优势十分突出，立华股份的单羽平均营业成本长期较第一大黄羽肉鸡养殖企业温氏股份低了 1.1-3.6 元。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。

**图 20: 同行业公司毛利率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 21: 同行业公司平均营业成本 (元/羽)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

### 3.4 屠宰产能扩张, 积极布局冰鲜转型

公司黄羽肉鸡业务板块正在由活禽模式向屠宰生鲜品、冰冻加工品销售转型。2022 年, 公司通过定向增发募资 12.6 亿元, 用于新设养鸡子公司和冰鲜屠宰加工产能建设, 加快主业发展并全面延伸产业链, 增强竞争优势。目前, 湘潭屠宰厂已投产, 扬州屠宰厂已投入试运营, 其余屠宰厂将于今明两年逐步投产, 屠宰产品的比例将呈逐年较快增长的态势, 今年冰鲜产品计划在去年基础上翻番, 达到 3,000 万只。随着屠宰厂的陆续投运, 公司冰鲜产品将更好地覆盖长三角、珠三角、京津冀等核心区域市场, 推动产业链纵向延伸。

2022 年, 公司销售冰鲜鸡及冻品 5.73 万吨, 同比增长 14.26%。目前各养鸡子公司通过地方超市、生鲜店等渠道积极开拓直达消费端的鲜品销售渠道; 公司冰鲜销售团队通过与盒马鲜生等商超、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。公司积极与综合商超以及新零售、电商平台合作, 开拓销售渠道, 展开黄羽肉鸡预制菜品的研制并探索餐饮模式。随着向屠宰和食品端的延伸, 立华未来将迎来更大的发展和盈利空间。

**表 3: 公司定增屠宰产能**

项目	总投资额 (亿元)	预计屠宰产能 (万羽)
扬州阳雪肉鸡屠宰项目	2	3000
潍坊阳雪肉鸡屠宰项目	1.2	2000
泰安阳雪肉鸡屠宰项目	1.3	2000
湘潭立华肉鸡屠宰项目	0.8	1100

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 3.5 生猪产能利用率有望提高, 厚积薄发出栏高增可期

生猪产能利用率有望提高, 厚积薄发出栏高增可期。2011 年公司开始布局生猪养殖行业。2022 年公司销售商品猪 56.44 万头, 同比增长 37%。2023 年上半年, 公司销售肉猪 36.60 万头, 同比增长 88.08%。目前能繁母猪存栏 5 万多头, 后备母猪存栏近 3 万头, 为后续出栏增长奠定基础。根据公司规划, 预计 2023 年商品猪出栏量为 80 万头; 鉴于现已建成年出

栏 150 万头商品猪的产能，明年将根据生产能力和对于市场行情的预判设置合理的增长目标，预计出栏规模保持 40% 以上增长。

随着产能利用率的提升，生产效率的进一步提高，公司养猪成本有望继续回落。2023 一季度猪板块重要生产指标保持稳定，PSY 维持在 24 以上，母猪配种分娩率 80% 以上、肉猪的成活率 93% 以上。

图 22：公司生猪业务营收及增速



数据来源: ifind, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

1) 公司是我国第二大黄羽鸡养殖企业，市占率继续扩大，预计公司 2023-2025 年出栏黄鸡数量增速为 10%/10%/10%。当前黄羽鸡价格总体低迷，产能去化提供支撑，养殖景气回升。预计 2023-2025 年公司平均鸡板块销售均价增速为 14%/5%/0%。公司养殖保持较高水平，2023 下半年企养殖景气回升，预计 2023-2025 黄鸡板块对应毛利率水平分别为 9.5%/13%/12%；

2) 考虑到公司产能情况，我们预计公司 2023-2025 年出栏生猪数量增速为 40%/40%/40%。当前全国生猪供给充足，猪价的持续低迷，加剧行业的竞争，有望加速低效产能的出清，早日迎来周期拐点。预计 2023-2025 年公司生猪销售均价增速为 -15%/10%/5%。随着价格的提升与产能利用率的提高，预计 2023-2025 公司生猪板块对应毛利率水平分别为 5%/15%/20%。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 4：分业务营收拆分表**

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入 (百万元)	14,447.4	17,941.5	21,371.2	24,486.2
	yoy	29.79%	24.18%	19.12%	14.58%
	成本 (百万元)	10,253.4	16,300.2	18,531.7	21,224.4
	毛利率	29.03%	9.15%	13.29%	13.32%
鸡板块	收入 (百万元)	12,815.07	16,018.84	18,501.76	20,351.93
	yoy	28.21%	25.00%	15.50%	10.00%
	成本 (百万元)	8,989.61	14,497.05	16,096.53	17,909.70
	毛利率	29.85%	9.50%	13.00%	12.00%
猪板块	收入 (百万元)	1,447.28	1,722.26	2,652.29	3,898.86
	yoy	41.96%	19.00%	54.00%	47.00%
	成本 (百万元)	1,154.40	1,636.15	2,254.44	3,119.09
	毛利率	20.24%	5.00%	15.00%	20.00%
鹅板块	收入 (百万元)	121.91	134.10	147.51	162.26
	yoy	21.56%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本 (百万元)	93.39	107.28	118.01	129.81
	毛利率	23.39%	20.00%	20.00%	20.00%
其它	收入 (百万元)	63.16	66.32	69.63	73.12
	yoy	288.20%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本 (百万元)	15.99	59.69	62.67	65.80
	毛利率	74.68%	10.00%	10.00%	10.00%

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: 温氏股份、湘佳股份, 二者 2023 年平均 PE 为 36 倍, 2024 年平均 PE 为 12 倍。考虑到公司生猪养殖出栏量将有 40% 以上增速, 黄鸡行业稳定增长的同时始终保持明显的成本优势, 给予公司一定的估值溢价, 予以公司 2024 年 13 倍 PE, 维持“买入”评级, 给予目标价 22.36 元。

**表 5：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300498.SZ	温氏股份	16.52	0.81	0.32	1.65	2.15	24.33	53.12	10.07	7.70
002982.SZ	湘佳股份	32.33	1.04	1.67	2.43	2.93	41.4	19.35	13.28	11.04
平均值							32.87	36.24	11.68	9.37
300761.SZ	立华股份	18.61	1.08	0.40	1.72	1.96	16.95	45.40	10.58	9.29

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 5 风险提示

**(1) 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。

**(2) 动物疫情风险。**公司黄羽鸡养殖业务面临的疫病主要是高致病性禽流感、新城疫、鸡沙门氏菌病及传染性喉气管炎等，生猪养殖业务所面临的主要疫病是非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、传染性肠胃炎等。

**(3) 规模扩张不及预期的风险。**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。

**(4) 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，进而影响公司的盈利能力，导致公司经营业绩将有可能出现波动或大幅下滑，甚至出现亏损的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14447.46	17941.57	21371.25	24486.25	净利润	890.46	332.48	1426.81	1624.44
营业成本	12367.34	16300.21	18531.71	21224.47	折旧与摊销	625.93	756.97	756.97	756.97
营业税金及附加	15.41	19.04	22.60	25.96	财务费用	97.40	49.16	119.18	97.11
销售费用	167.14	197.36	235.08	318.32	资产减值损失	-247.32	100.00	0.00	0.00
管理费用	585.92	986.79	1068.56	1224.31	经营营运资本变动	-143.93	-72.95	-97.08	-112.61
财务费用	97.40	49.16	119.18	97.11	其他	623.11	-166.44	-44.59	-51.95
资产减值损失	-247.32	100.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1845.64</b>	<b>999.21</b>	<b>2161.30</b>	<b>2313.96</b>
投资收益	22.55	20.00	20.00	20.00	资本支出	-1270.26	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	14.56	38.46	35.33	33.14	其他	-1390.85	43.26	47.46	131.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2661.11</b>	<b>-256.74</b>	<b>-252.54</b>	<b>-168.95</b>
<b>营业利润</b>	<b>915.37</b>	<b>347.48</b>	<b>1449.46</b>	<b>1649.21</b>	短期借款	169.00	1730.10	-206.57	-1424.90
其他非经营损益	-14.69	-13.10	-13.21	-13.22	长期借款	-278.35	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>900.68</b>	<b>334.37</b>	<b>1436.24</b>	<b>1635.99</b>	股权融资	1286.51	0.00	0.00	0.00
所得税	10.22	1.89	9.43	11.55	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	890.46	332.48	1426.81	1624.44	其他	-60.16	-328.48	-119.18	-97.11
少数股东损益	-0.31	-0.04	-0.19	-0.23	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1117.00</b>	<b>1401.61</b>	<b>-325.75</b>	<b>-1522.01</b>
归属母公司股东净利润	890.77	332.52	1427.00	1624.68	<b>现金流量净额</b>	<b>301.54</b>	<b>2144.08</b>	<b>1583.01</b>	<b>623.00</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	547.15	2691.24	4274.25	4897.25	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	370.87	508.74	575.16	664.42	销售收入增长率	29.79%	24.18%	19.12%	14.58%
存货	2620.55	3490.40	3972.94	4568.04	营业利润增长率	136.67%	-62.04%	317.14%	13.78%
其他流动资产	1324.27	1341.75	1352.42	1277.00	净利润增长率	125.10%	-62.66%	329.14%	13.85%
长期股权投资	65.63	65.63	65.63	65.63	EBITDA 增长率	873.27%	-29.60%	101.59%	7.64%
投资性房地产	8.99	9.47	9.37	9.33	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	6489.93	6106.76	5723.60	5340.43	毛利率	14.40%	9.15%	13.29%	13.32%
无形资产和开发支出	316.89	309.73	302.56	295.40	三费率	5.89%	6.87%	6.66%	6.70%
其他非流动资产	1911.72	1845.09	1778.45	1711.82	净利率	6.16%	1.85%	6.68%	6.63%
<b>资产总计</b>	<b>13656.01</b>	<b>16368.80</b>	<b>18054.38</b>	<b>18829.31</b>	ROE	10.46%	3.77%	13.93%	13.69%
短期借款	1288.69	3018.79	2812.22	1387.32	ROA	6.52%	2.03%	7.90%	8.63%
应付和预收款项	1357.85	1771.46	2020.37	2314.35	ROIC	11.87%	4.16%	16.09%	17.54%
长期借款	330.95	330.95	330.95	330.95	EBITDA/销售收入	11.34%	6.43%	10.88%	10.22%
其他负债	2163.73	2434.53	2650.95	2932.36	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5141.23</b>	<b>7555.74</b>	<b>7814.50</b>	<b>6964.98</b>	总资产周转率	1.17	1.20	1.24	1.33
股本	459.80	827.64	827.64	827.64	固定资产周转率	2.91	3.33	4.54	6.08
资本公积	2718.47	2350.63	2350.63	2350.63	应收账款周转率	702.91	624.53	700.13	653.92
留存收益	5204.62	5537.14	6964.15	8588.83	存货周转率	5.24	5.17	4.84	4.86
归属母公司股东权益	8417.09	8715.41	10142.42	11767.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.17%	—	—	—
少数股东权益	97.69	97.65	97.46	97.23	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8514.78</b>	<b>8813.07</b>	<b>10239.88</b>	<b>11864.33</b>	资产负债率	37.65%	46.16%	43.28%	36.99%
负债和股东权益合计	13656.01	16368.80	18054.38	18829.31	带息债务/总负债	31.50%	44.33%	40.22%	24.67%
					流动比率	1.16	1.21	1.48	1.89
					速动比率	0.53	0.69	0.90	1.14
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.08	0.40	1.72	1.96
					每股净资产	10.29	10.65	12.37	14.34
					每股经营现金	2.23	1.21	2.61	2.80
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1638.70	1153.60	2325.60	2503.29					
PE	16.95	45.40	10.58	9.29					
PB	1.77	1.71	1.47	1.27					
PS	1.04	0.84	0.71	0.62					
EV/EBITDA	4.34	11.40	4.88	3.75					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
<b>公司评级</b>	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
<b>行业评级</b>	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn