



买入（首次）

所属行业：农林牧渔/养殖业
当前价格(元)：20.03

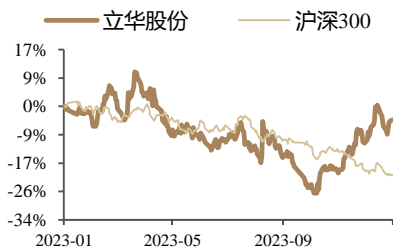
证券分析师

赵雅斐

资格编号：S0120523070006

邮箱：zhaoyf@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.17	18.80	27.09
相对涨幅(%)	9.29	27.21	37.53

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

增长与质量兼顾， 黄羽龙头成长可期

立华股份（300761.SZ）首次覆盖报告

投资要点

- 全国黄羽肉鸡龙头，多元化布局稳步增长。**公司于1997年成立，在畜禽养殖企业在行业深耕多年，目前已形成以黄羽肉鸡养殖、屠宰加工为主导，同时兼有商品猪和商品肉鹅的养殖和销售为一体的产业化布局。2022年公司黄羽鸡出栏量4.07亿羽，同比+5.99%，为全国第二大黄羽肉鸡养殖企业，同年销售商品肉猪56.44万头，同比+36.82%，销售商品肉鹅142.43万羽，同比+2.72%。
- 供给偏紧叠加需求向好，黄鸡价格景气上行。**2020年9月至今黄羽肉鸡在产父母代存栏整体处于下行区间，截至2023年12月3日，全国部分在产父母代种鸡存栏1,261.22万套，较2023年内高点-9.10%。父母代产能处于2019年以来的低位，对应商品代供给偏紧，2023年1-48周（1月2日-12月3日）黄羽肉鸡商品代鸡苗累计销售15.43亿羽，同比-6.28%。展望后市，春节前消费旺季有望支撑黄羽鸡需求增长，需求边际向好叠加供给偏紧，黄鸡景气有望回暖。
- 增长与质量兼顾，黄鸡龙头优势突出。**1) **黄羽鸡出栏量快速增长，市占率持续提升。**2022年公司商品鸡销售量为4.07亿羽，2015-2022年CAGR达11.25%，公司市占率同步攀升，2022年黄羽鸡市占率达10.86%，较2015年+5.69pct。公司立足华东区域，继续发力拓展华南、西南和华中市场。2023H1公司于广西省、重庆市新设一体化养鸡子公司推进区域扩张战略，随新设公司逐步建成投产，各项目产能利用率提升，有望推动8%-10%的年增长目标实现。2) **成本管控优秀，盈利能力凸显。**由于主要销售区域的差异，立华肉鸡售价多数月份略低于温氏，但得益于其饲料采购和配方优势以及户均养殖规模效应，公司成本控制能力优异，盈利能力连续多年处于相对领先地位。2016-2022年公司黄羽鸡业务毛利率均值为17.23%，高于温氏的13.47%。3) **布局产业链下游，“活禽”转“冰鲜”持续升级。**2020年新冠疫情的暴发加快了全国各地“集中屠宰、冰鲜上市”的步伐，公司积极顺应市场变化，黄羽肉鸡业务板块正在由活禽销售模式向屠宰生鲜品、冰冻加工品销售转型。公司定增募投的四大肉鸡屠宰项目达产后预计贡献8100万羽的屠宰产能，鲜禽加工能力有望不断提升。
- 生猪产能快速扩张，养殖成本优化可期。**产能方面，目前非瘟影响逐步消退，公司生猪出栏量重回高增长。2022年公司生猪销量56.44万头，同比+36.82%，2015-2022年CAGR为16.61%。2023年1-11月公司实现销售商品猪75.72万头，同比+59.88%，全年出栏目标（80万头）已完成94.65%。截至2022年底公司已建成生猪产能约150万头，同比+39.15%，有望在2025年形成出栏商品猪300万头左右的产能规模。成本方面，公司聚焦提升成绩、控制成本，2022年母猪配种分娩率、窝均健仔、肉猪的成活率及料肉比等指标进步明显。2023年10月生猪完全成本已降至16.5元/公斤以下，较9月-0.5元/公斤。未来随公司生产成绩改善和产能利用率的持续提升，养殖成本有望持续下降。
- 投资建议。**我们预计2023-2025年公司营业收入分别为155.79/184.00/213.41亿元，归母净利润分别为-2.42/9.32/15.25亿元，当前股价对应2024-2025年PE分别为17.78/10.87倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**动物疫病发生、大宗商品价格波动、公司生猪/肉鸡出栏进度不及预期等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	827.64		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	603.74	营业收入(百万元)	11,132	14,447	15,579	18,400	21,341
52 周内股价区间(元):	15.40-23.06	(+/-)YOY(%)	29.1%	29.8%	7.8%	18.1%	16.0%
总市值(百万元):	16,577.72	净利润(百万元)	-396	891	-242	932	1,525
总资产(百万元):	14,287.48	(+/-)YOY(%)	-255.7%	325.2%	-127.1%	485.7%	63.6%
每股净资产(元):	9.46	全面摊薄 EPS(元)	-0.48	1.08	-0.29	1.13	1.84
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	7.9%	14.4%	5.4%	11.7%	13.7%
		净资产收益率(%)	-6.3%	10.6%	-3.1%	10.6%	14.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 全国黄羽鸡养殖龙头，多业务条线齐头并进	6
1.1. 股权结构集中，股权激励彰显信心	6
1.2. 营收稳步增长，费用控制相对稳定	7
2. 供给偏紧，黄鸡景气有望上行	9
2.1. 国产肉鸡品种，行业集中度持续提升	9
2.2. 产业转型升级，规模化大势所趋	11
2.3. 产能处于历史低位，黄鸡价格景气上行	12
3. 增长与质量兼顾，黄鸡龙头优势突出	16
3.1. 黄鸡出栏量稳步增长，定增打开成长空间	16
3.2. 成本管控优秀，盈利能力凸显	18
3.3. 延伸产业链，“活禽”转“冰鲜”持续升级	22
4. 生猪产能快速扩张，养殖成本优化可期	23
5. 盈利预测与估值	25
5.1. 盈利预测	25
5.2. 投资建议	25
6. 风险提示	26

图表目录

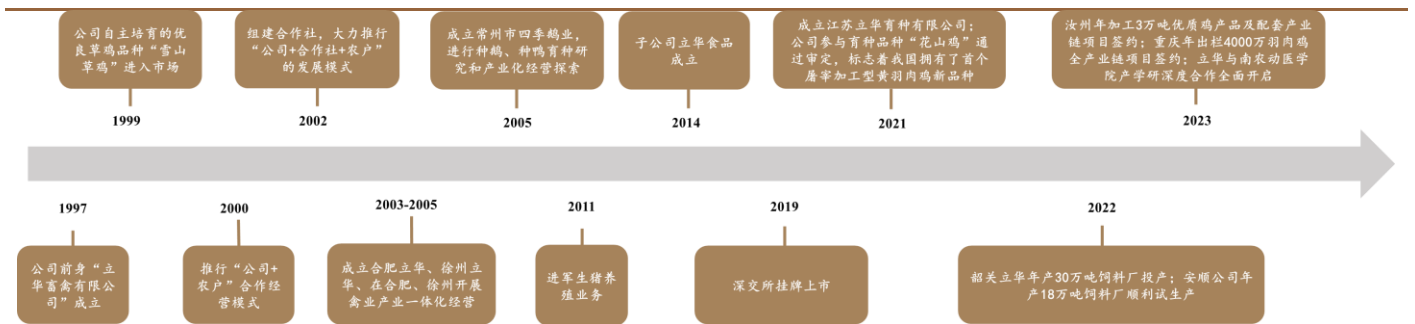
图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2023Q3)	6
图 3: 公司营业收入	8
图 4: 公司归母净利润	8
图 5: 公司销售毛利率和销售净利率	8
图 6: 公司销售、管理、财务和研发费用率	8
图 7: 公司各项业务营收占比	8
图 8: 2013-2021 年我国各品种肉类消费占比	9
图 9: 2021 年我国各品类肉鸡消费分布占比	9
图 10: 黄羽肉鸡价格普遍高于白羽肉鸡	10
图 11: 黄羽肉鸡慢速鸡价格高于中速鸡和快速鸡	10
图 12: 黄羽肉鸡养殖周期	11
图 13: 肉鸡养殖规模场户数占比逐年提升	12
图 14: 黄羽肉鸡养殖行业集中度持续提升	12
图 15: 协会黄羽肉鸡祖代种鸡存栏量 (万套)	13
图 16: 协会黄羽肉鸡父母代种鸡存栏量 (万套)	13
图 17: 黄羽肉鸡商品代肉鸡出栏量已连续 3 年下滑	13
图 18: 黄羽肉鸡价格和养殖利润变动趋势	13
图 19: 黄羽肉鸡商品代毛鸡和雏鸡售价	14
图 20: 黄羽肉鸡商品代毛鸡和雏鸡利润	14
图 23: 黄羽肉鸡后备祖代种鸡存栏 (万套)	15
图 24: 黄羽肉鸡在产祖代种鸡存栏 (万套)	15
图 25: 全国部分黄羽肉鸡后备父母代种鸡存栏 (万套)	15
图 26: 全国部分黄羽肉鸡在产父母代种鸡存栏 (万套)	15
图 27: 黄羽肉鸡商品代鸡苗销售量 (万羽)	15
图 28: “公司+合作社+农户”合作黄羽肉鸡养殖模式	16
图 29: 公司黄羽肉鸡出栏量增长迅速	17
图 30: 公司鸡板块营业收入和毛利率	17
图 31: 公司营收分区域占比	17
图 32: 公司合作农户区域占比	17
图 33: 公司商品鸡出栏均重逐年提升	18
图 34: 公司黄羽肉鸡合作农户数及户均养殖规模持续增长	18

图 35: 公司商品鸡产能迅速扩张	18
图 36: 立华和温氏黄羽肉鸡单羽营业成本	19
图 37: 立华和温氏毛鸡销售均价	19
图 38: 立华股份肉鸡养殖完全成本	19
图 39: 立华和温氏黄羽肉鸡单羽毛利	19
图 40: 立华和温氏黄羽肉鸡毛利率	19
图 41: 公司黄羽肉鸡养殖营业成本构成	20
图 42: 公司玉米采购金额占比	21
图 43: 公司豆粕采购金额占比	21
图 44: 立华和温氏玉米采购价对比	21
图 45: 立华和温氏豆粕采购价对比	21
图 46: 2019 年以来行业玉米、豆粕、小麦价格走势	21
图 47: 立华和温氏农户户均养殖量	22
图 48: 立华和温氏农户单羽代养费	22
图 49: 公司冰鲜鸡及冻品销量	23
图 50: 公司生猪养殖业务产业链	23
图 51: 公司生猪合作农户数	24
图 52: 公司农户户均生猪养殖规模	24
图 53: 公司生猪出栏量呈现增长态势	24
图 54: 公司商品猪产能、产量及产能利用率	24
表 1: 公司 2022 年限制性股票激励计划	7
表 2: 黄羽肉鸡和白羽肉鸡的区别	10
表 3: 黄羽鸡各品种出栏日龄、体重、料肉比及特点	10
表 4: 我国“活禽禁售”部分相关措施一览	11
表 5: 黄羽冰鲜鸡市场规模 (亿元) 在不同冰鲜鸡渗透率下的敏感性分析	12
表 6: 立华股份和温氏股份养殖成本拆分	20
表 7: 公司肉鸡屠宰项目情况	23
表 8: 公司各项业务盈利预测	25
表 9: 可比公司估值	26

1. 全国黄羽鸡养殖龙头，多业务条线齐头并进

专注黄羽肉鸡养殖，二十六年稳健经营发展。1997年6月公司前身“武进市立华畜禽有限公司”成立，从事黄羽肉鸡养殖业务。1999年1月自主培育的优良草鸡品种“雪山草鸡”进入市场；2011年新增养猪产业板块并于2013年1月顺利上市首批商品猪；2014年成立全资子公司立华食品，从事冰鲜鸡加工销售，布局产业链下游；2019年公司正式在深交所挂牌上市。目前公司业务以黄羽肉鸡养殖、屠宰加工为主导，同时兼有商品猪和肉鹅的养殖和销售。截止2023年上半年，公司已在浙江、安徽、广东、河南、四川等13个省份布局71家子公司，其中一体化养鸡子公司27家。2022年公司黄羽鸡出栏量4.07亿羽，市占率11%，为全国第二大黄羽鸡养殖企业。2022年公司销售肉猪56.44万头，同比增长36.82%。

图1：公司发展历程

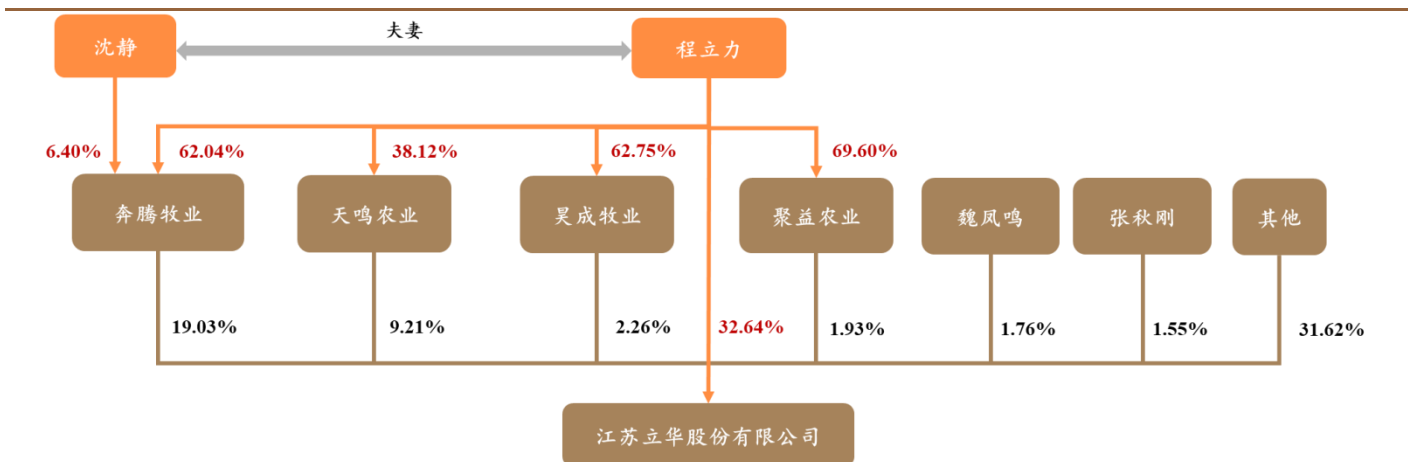


资料来源：公司公告、公司官网，德邦研究所

1.1. 股权结构集中，股权激励彰显信心

公司股权结构集中，实际控制人为程立力先生和沈静女士。公司实际控制人为程立力先生，为公司现任董事长兼总裁，同时为公司股东天鸣农业、聚益农业、昊成牧业之普通合伙人及执行事务合伙人。沈静女士为程立力先生配偶，为公司股东奔腾牧业之普通合伙人及执行事务合伙人。截止2023Q3，程立力先生直接或间接合计持股公司50.72%股权，为公司的控股股东，沈静女士通过奔腾牧业间接持有公司1.22%股权，二人合计持股51.94%。

图2：公司股权结构（截至2023Q3）



资料来源：公司公告、公司官网，德邦研究所

发布股票激励计划，彰显公司发展信心。为充分调动公司核心团队成员工作积极性，公司于 2022 年推出限制性股票激励计划，拟向 505 名员工授予限制性股票 1200 万股，公司层面业绩考核指标为“公司 2022-2024 (2025) 年净利润累计值不低于 20 亿元(35 亿元)”或“以 2021 年为基数，公司 2022-2024(2025) 年营业收入累计值的平均值增长率不低于 25% (35%)”，通过绑定员工和公司利益，助力公司经营目标的达成，同时彰显了公司对未来发展的信心。

表 1：公司 2022 年限制性股票激励计划

归属期	第一个归属期	第二个归属期
激励对象	公司高层 4 人，其他管理/技术人员及技术/业务骨干 (501 人)	
获授的限制性股票数量 (万股)	1,200	
占公司股本总额的比例	2.97%	
公司业绩考核指标	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%。	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：江苏立华牧业股份有限公司 2022 年限制性股票激励计划(草案)，德邦研究所

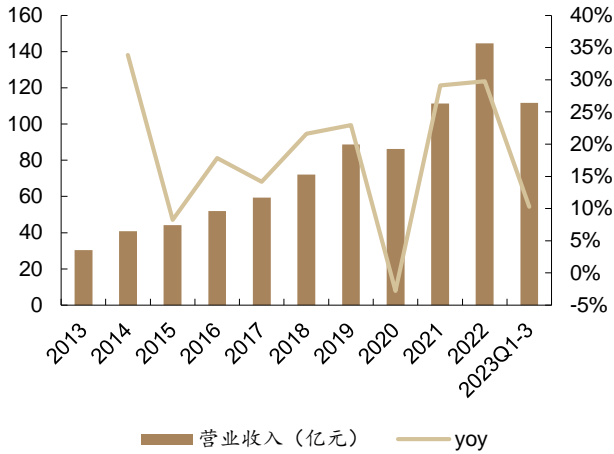
1.2. 营收稳步增长，费用控制相对稳定

营收稳步增长，利润随周期有所波动。伴随禽畜养殖规模逐步扩大，公司营业收入整体呈现增长态势，2013-2022 年营业收入 CAGR 为 18.89%。公司归母净利润受畜禽周期影响有所波动，2020-2021 受新冠疫情影响，餐饮消费受挫，叠加黄羽鸡行业产能过剩，黄羽鸡市场行情低迷。受此影响 2020/2021 年公司归母净利润分别为 2.54/-3.96 亿元，同比-87.07%/ -255.70%，销售毛利率和净利率相应下滑。在行业低谷期，公司仍保持良好的发展势头，对外立足华东市场，拓宽华南、西南和华中市场，对内紧盯生产管理，推行降本增效，2022 年公司实现归母净利润 8.91 亿元，年度扭亏为盈。2023 年上半年疫情防控政策优化后，养户补栏积极性提升导致供给增加，而终端消费恢复不及预期，黄鸡价格相对低迷。2023Q1-3 公司实现营收 111.61 亿元，同比+10.26%，实现归母净利润-2.85 亿元，同比转亏。

公司费用率整体较为稳定。2022 年公司销售费用率为 1.16%，同比-0.11pct，2013 年以来基本维持稳定，在 1.00%-1.30% 区间波动。2022 年公司管理费用率为 4.06%，同比-0.45pct，财务费用率为 0.67%，同比+0.06pct，研发费用率为 0.48%，同比+0.17pct。2023Q1-3 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 1.42%、4.55%、0.63% 和 0.48%，期间费用率合计 7.08%，整体波动较为稳定。

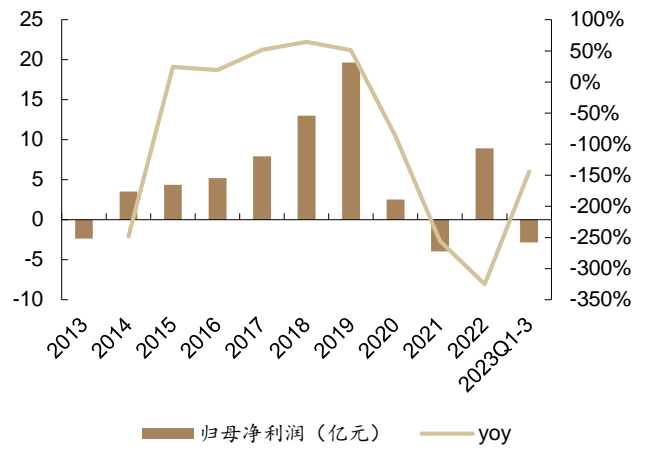
黄羽鸡业务为公司营收主要组成部分。近十年来，公司黄羽鸡业务占比始终保持 85% 以上，2023H1 达 88.68%，为公司主要的收入来源。2011 年公司开始布局生猪养殖业务，随生猪产能布局持续扩大，公司生猪业务营收占比呈现增长态势，由 2013 年的 1.63% 增长到 2023H1 的 10.85%。

图 3: 公司营业收入



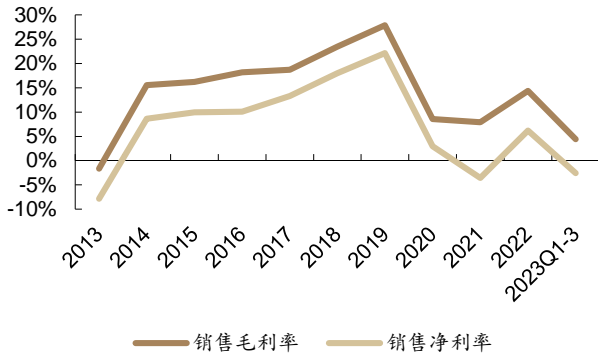
资料来源: iFind、公司公告, 德邦研究所

图 4: 公司归母净利润



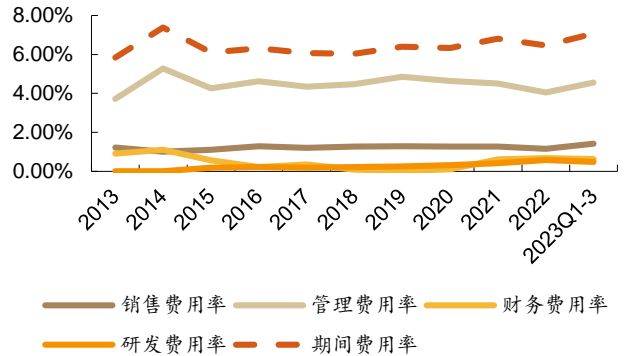
资料来源: iFind、公司公告, 德邦研究所

图 5: 公司销售毛利率和销售净利率



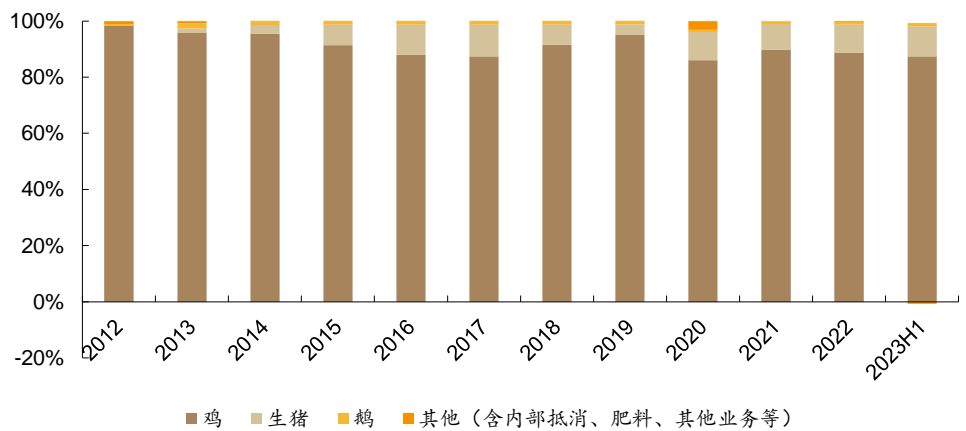
资料来源: iFind、公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司销售、管理、财务和研发费用率



资料来源: iFind、公司公告, 德邦研究所

图 7: 公司各项业务营收占比



资料来源: iFind、公司公告, 德邦研究所

2. 供给偏紧，黄鸡景气有望上行

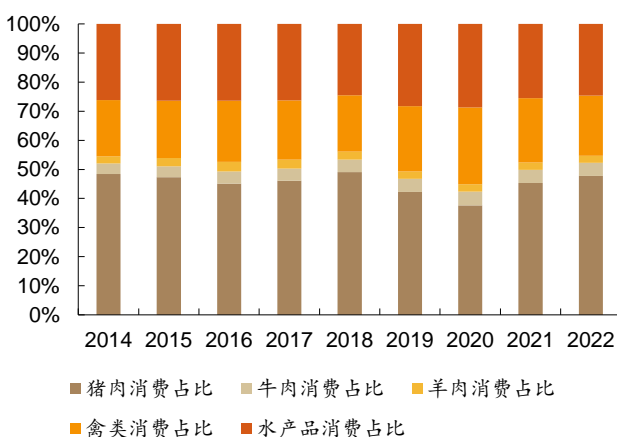
2.1. 国产肉鸡品种，行业集中度持续提升

黄羽肉鸡为我国肉鸡主要消费品种之一。近些年来我国禽类消费占比整体呈现上升趋势，2022年禽类消费占比达20.73%，较2014年+1.36pct。我国肉鸡品类主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817肉杂鸡等，其中白羽肉鸡和黄羽肉鸡是我国最主要的肉鸡消费品种。与白羽肉鸡依赖海外引种不同，黄羽肉鸡是由我国优良的地方品种杂交培育而成的优质肉鸡品类，国产率近100%，具有体重较小、生长周期长、抗病能力强、肉质鲜美等优点，售价普遍高于白羽肉鸡。

按照生长速度划分，黄羽肉鸡品种分为快速鸡、中速鸡和慢速鸡三类。快速鸡生长速度快于慢速鸡和中速鸡，且肉质色泽、口感、风味等方面较白羽鸡更佳，料肉比为1.8-2.6，近年来在市场中发展速度很快；中速鸡料肉比为2.6-3.0，生长速度和肉质都介于快速鸡和慢速鸡之间，兼具生产性能和肉鸡品质，是冰鲜鸡市场性价比最高的选择；慢速鸡生长速度较慢，料肉比最高，为2.8-3.2，以放养为主，肉质最优，主要应用在中高档餐厅和礼盒、活鸡等形式进入家庭消费，未来发展前景广阔。

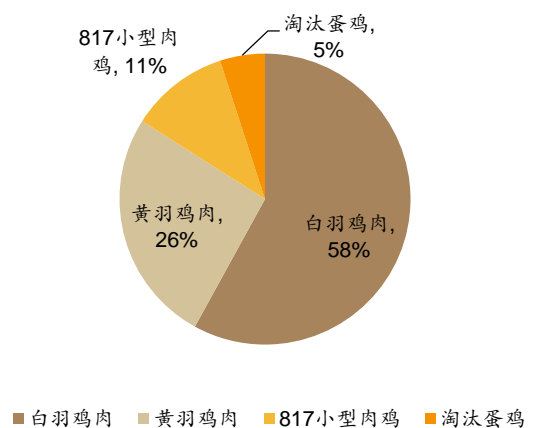
黄羽鸡生产和消费以两广地区为主，市场向华中区域延伸和扩展成为趋势。黄羽鸡生产和消费的区域性特征明显，广东和广西为我国黄羽鸡主要的生产和消费区域，以慢速型和中速型黄羽肉鸡为主。而云贵川地区以中速型黄羽肉鸡为主；华东地区以快速型黄羽肉鸡为主。近年来，随着电商及快递物流行业迅速发展，黄羽肉鸡消费市场已逐步向北方地区延伸。黄羽肉鸡企业通过在北方地区设立子公司、研发适应北方养殖环节和消费习惯的黄羽鸡品种等方式积极拓展北方市场，黄羽鸡市场逐步向长江中上游等华中方向持续延伸。

图 8：2013-2021 年我国各品种肉类消费占比



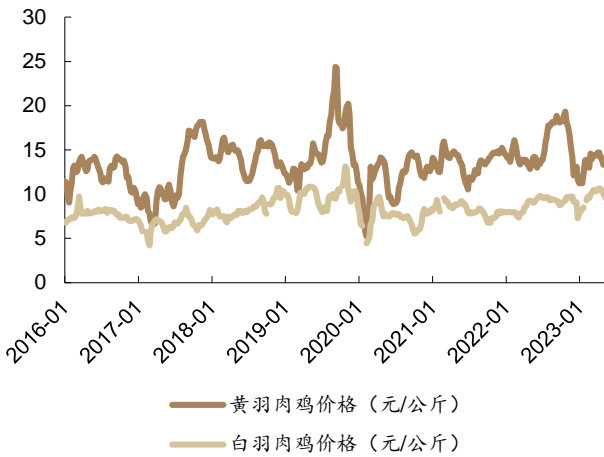
资料来源：iFind、国家统计局，德邦研究所

图 9：2021 年我国各品类肉鸡消费分布占比



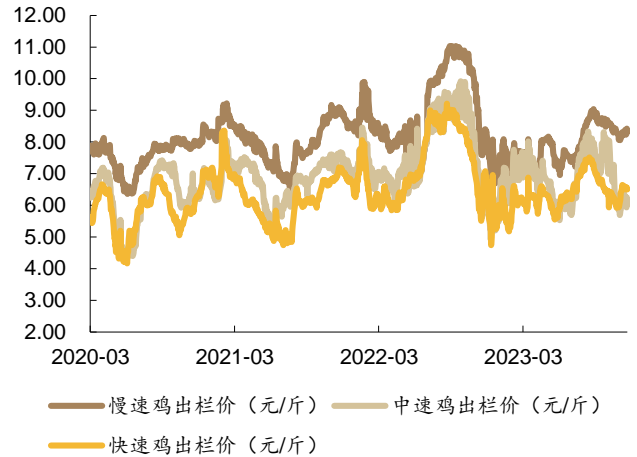
资料来源：观研报告网，德邦研究所

图 10: 黄羽肉鸡价格普遍高于白羽肉鸡



资料来源: iFind、新牧网、博亚和讯, 德邦研究所

图 11: 黄羽肉鸡慢速鸡价格高于中速鸡和快速鸡



资料来源: iFind、新牧网, 德邦研究所

表 2: 黄羽肉鸡和白羽肉鸡的区别

	黄羽肉鸡	白羽肉鸡
来源	由我国优良的地方品种杂交培育而成的优质肉鸡品类, 国产率近 100%	进口品种为主
特点	体重较小、生长周期长、抗病能力强、肉质鲜美	生长速度快、料肉比较低、产肉量多
出栏天数	42-65 天; 65-95 天; 95+天	42-45 天
销售及消费方式	适合活鸡销售, 适用于中式烹饪	适合工业化规模化养殖, 肉鸡屠宰加工企业的主要原料
目标客户	家庭消费、企事业单位食堂和酒店	肯德基、麦当劳等快餐消费及分割产品出口

资料来源: 湘佳股份招股说明书、农业农村部, 德邦研究所

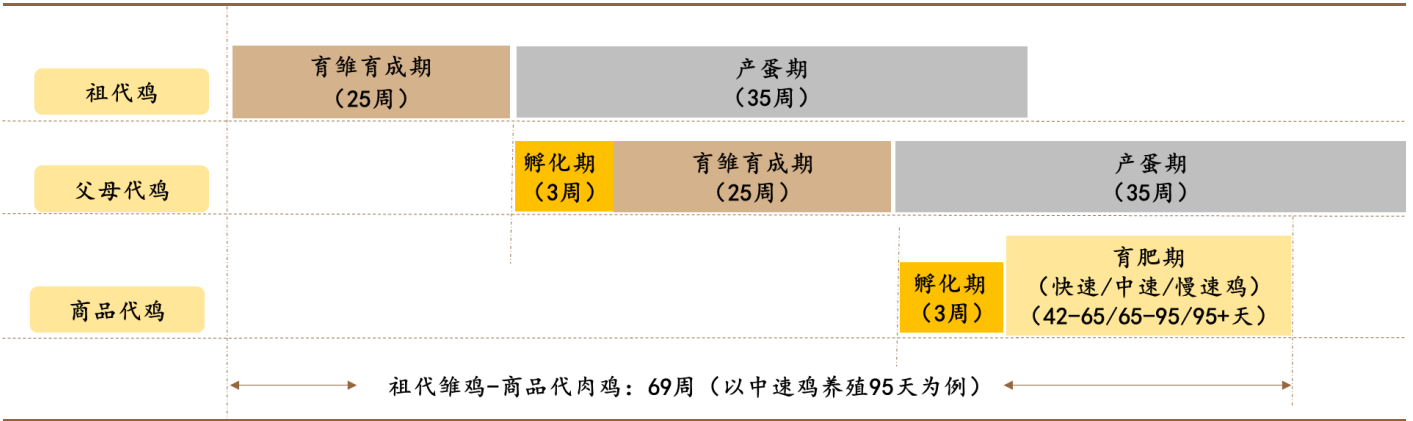
表 3: 黄羽鸡各品种出栏日龄、体重、料肉比及特点

	出栏日龄	平均体重	料肉比	特点
快速鸡	42-65	1.25-1.50	1.8-2.6	生长速度较快, 肉质的感官性状 (色泽、风味和口感等方面) 强于白羽肉鸡
中速鸡	65-95	1.25-1.50	2.6-3.0	生长速度和肉质感官性状介于快速鸡和慢速鸡之间, 经屠宰加工后胴体美观、肉质较好, 冰鲜后风味口感下降程度较轻, 为冰鲜鸡市场的最佳选择
慢速鸡	95+	1.25-1.50	2.8-3.2	生长速度较慢, 肉质最优, 价格高于其他类型肉鸡, 主要市场为高档餐厅, 以礼盒、活鸡等形式进入家庭消费

资料来源: 湘佳股份招股说明书, 德邦研究所

黄羽肉鸡养殖涉及三个代次, 祖代到商品代时间跨度 1 年半左右时间。黄羽肉鸡养殖涉及祖代肉种鸡、父母代肉种鸡、商品代肉鸡到鸡肉产品的代次繁育流程。黄羽肉鸡各代种鸡的养殖周期约为 60 周, 其中育雏育成期约为 25 周, 产蛋期约为 35 周。其中祖代雏鸡经过育雏育成、产蛋、孵化得到父母代雏鸡, 需要 28 周左右; 以中速鸡养殖天数 95 天计算, 父母代雏鸡经过育雏育成、产蛋、孵化、育肥到商品代肉鸡需要 41 周左右, 祖代雏鸡到商品代肉鸡累计需要 69 周, 即 16 个月左右时间。

图 12: 黄羽肉鸡养殖周期



资料来源: 立华股份招股说明书, 德邦研究所 (注: 中速鸡养殖天数 95 天算作 13 周, 上图 69 周=25+3+25+3+13)

2.2. 产业转型升级, 规模化大势所趋

产业升级加速推进, “活禽”向“冰鲜”转型。受 H7N9 禽流感疫情等因素影响, 2006 年国务院办公厅发布《关于整顿和规范活禽经营市场秩序加强高致病性禽流感防控工作的意见》, 强调率先在大城市逐步取消活禽的市场销售和宰杀, 推行‘禽类定点屠宰、白条禽上市’制度。2014 年农业部印发《全国家禽 H7N9 流感剔除计划》的通知, 提出“规模饲养、集中屠宰、冷链配送、冰鲜上市”的 16 字方针。随后, 各地政府逐步取消活禽市场交易或划定活禽经营限制区, 鼓励建设畜禽产品冷链物流体系, 加快实现向“运冷鲜肉”转变。根据新禽况数据, 截至 2023 年 11 月, 全国已有超过 159 个城市推动生鲜上市。

黄羽冰鲜鸡市场成长空间广阔。根据《中国禽业发展报告 (2014 年度)》统计, 活鸡产品始终占主导地位, 占比达 85%左右, 冰鲜鸡产品只占 5%左右, 其余 10%为冻鸡、礼盒及深加工类产品。随产业转型升级加速, 各地鼓励或强制执行活禽定点屠宰、冰鲜上市等措施将逐步落地, 冰鲜鸡消费占比有望持续提升。我们假设黄羽鸡出栏量为 40 亿羽, 出栏均重为 1.8 公斤, 屠宰率为 65%, 经测算, 在一定均价和渗透率假设下, 黄羽冰鲜鸡市场规模均值或可达 190 亿元+, 成长空间显著。

表 4: 我国“活禽禁售”部分相关措施一览

发布时间	文件名	政策要点
2006 年	关于整顿和规范活禽经营市场秩序加强高致病性禽流感防控工作的意见	率先在大城市逐步取消活禽的市场销售和宰杀, 推行‘禽类定点屠宰、白条禽上市’制度
2014 年	浙江省活禽交易管理办法	限制活禽交易的区域的禽类产品供应, 将实行活禽定点屠宰上市。
2014 年	全国家禽 H7N9 流感剔除计划	鼓励对活禽进行规模饲养、集中屠宰、冷链配送、冰鲜上市
2014 年	广东省家禽经营管理办法	珠江三角洲各地级以上市区和其他人口密集的地级市城区设置活禽经营限制区, 区内限制活禽交易; 活禽经营限制区内实行活禽集中屠宰、冷链配送、生鲜上市。
2020 年	关于压实“菜篮子”市长负责制做好农产品稳产保供工作的通知	提升产业链质量, 完善配送体系, 推行冰鲜和冷冻肉类上市
2020 年	青岛市活禽交易管理办法	市南区、市北区、李沧区和崂山区、城阳区、黄岛区的建成区禁止设置活禽交易市场, 禁止从事活禽交易
2021 年	哈尔滨市爱国卫生条例	按照有关规定逐步取消市场活禽交易, 维护市场及周边环境卫生。

资料来源: 中国政府网、各地政府官网等, 德邦研究所

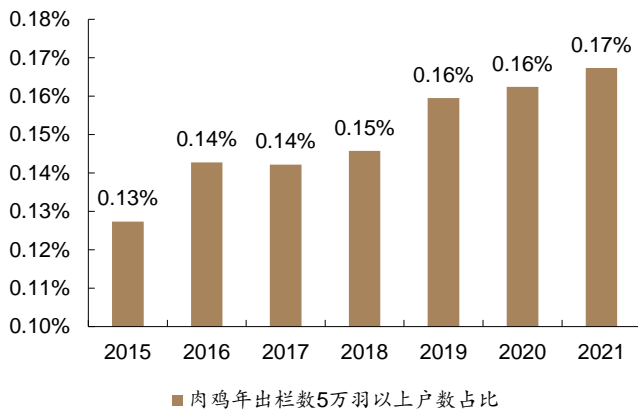
表 5: 黄羽冰鲜鸡市场规模 (亿元) 在不同冰鲜鸡渗透率下的敏感性分析

	冰鲜黄羽鸡渗透率					
	5%	10%	15%	20%	25%	50%
冰鲜黄羽鸡价格 (元/公斤)	24	25	26	27		
	43.68	87.36	131.04	174.72	218.40	436.80
	45.50	91.00	136.50	182.00	227.50	455.00
	47.32	94.64	141.96	189.28	236.60	473.20
	49.14	98.28	147.42	196.56	245.70	491.40

资料来源: 中国畜牧业协会、国际畜牧网等, 德邦研究所 (注: 这里假设黄羽鸡出栏量 (亿羽) =40, 出栏均重 (kg) =1.4, 屠宰率=65%; 黄羽冰鲜鸡市场规模=黄羽肉鸡出栏量*出栏均重*屠宰率*渗透率*均价)

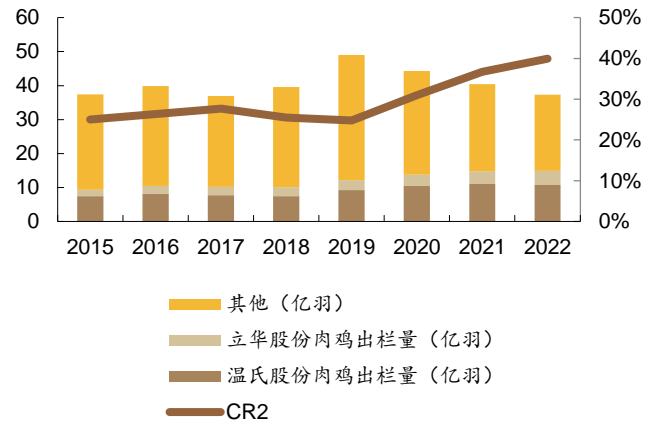
规模化大势所趋, 头部企业市占率不断提升。我国肉鸡养殖行业集中化程度较低, 2021 年肉鸡年出栏数 3 万羽以下的户数占比达 99.68%。近年来环保整治力度加强, 活禽销售管制加大, 行业进入门槛抬升, 叠加养殖成本上涨、新冠疫情反复等压制补栏积极性, 散户产能逐渐出清。规模养殖企业凭借其优异的生产效率和内部治理能力, 资金、技术和成本等优势进一步扩大, 抢占散户让出的市场空间实现市占率的加速提升。2019 年以来全国黄羽肉鸡出栏量持续减少, 然而头部企业逆势扩张, 2019-2022 年温氏股份肉鸡出栏量由 9.25 亿羽增至 10.81 亿羽, 立华股份肉鸡出栏量由 2.89 亿羽增至 4.07 亿羽, 同期 CR2 由 24.78% 增至 39.89%。

图 13: 肉鸡养殖规模场户数占比逐年提升



资料来源: iFind、中国畜牧业年鉴、德邦研究所

图 14: 黄羽肉鸡养殖行业集中度持续提升

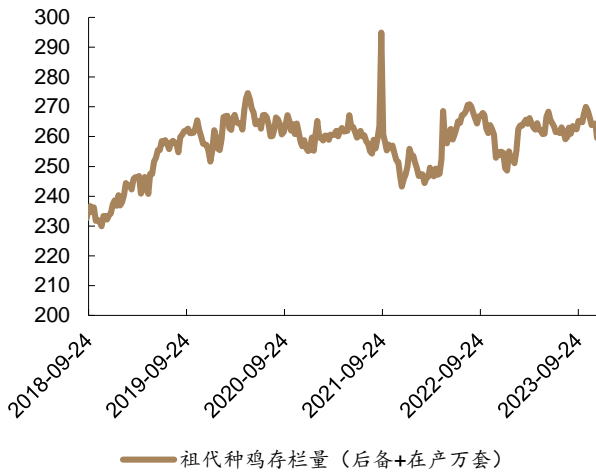


资料来源: 各公司公告、观研报告网、《中国禽业导刊》, 德邦研究所

2.3. 产能处于历史低位, 黄鸡价格景气上行

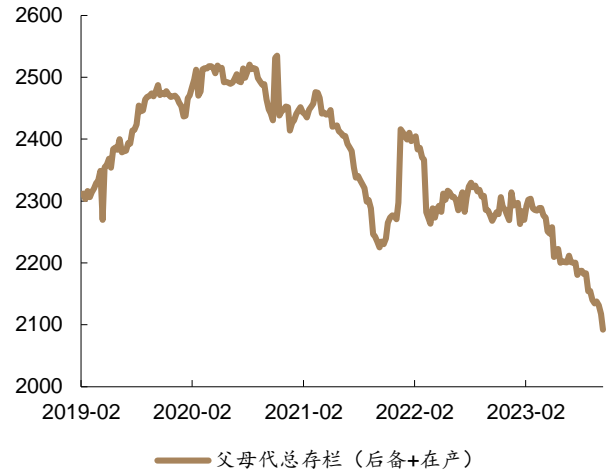
供给: 市场行情低迷, 行业产能持续去化。2018-2019 年在非洲猪瘟的催化下, 黄羽肉鸡行业迎来高景气, 养殖利润大幅增长。高额盈利驱动下, 行业产能大幅扩增, 祖代、父母代存栏持续增长, 肉鸡供给持续增加, 2019 年黄羽肉鸡出栏量为 49 亿羽, 同比+23.74%。2020 年 2 月新冠疫情暴发, 活禽销售市场大量关闭, 黄羽鸡消费渠道萎缩, 而黄鸡产能过剩, 供大于求局面下鸡价持续下滑。2021 年生猪产能恢复, 猪价进入下行通道, 进一步抑制禽肉对猪肉的替代效应, 黄羽鸡消费受限加剧。2020-2021 年黄羽鸡价格低位震荡, 养殖亏损持续, 行业产能去化显著。根据中国畜牧业协会数据, 2022 年底全国部分黄羽肉鸡祖代/父母代种鸡存栏量为 248.62/2268.96 万套, 较 2020 年底-4.26%/-7.46%。

图 15: 协会黄羽肉鸡祖代种鸡存栏量 (万套)



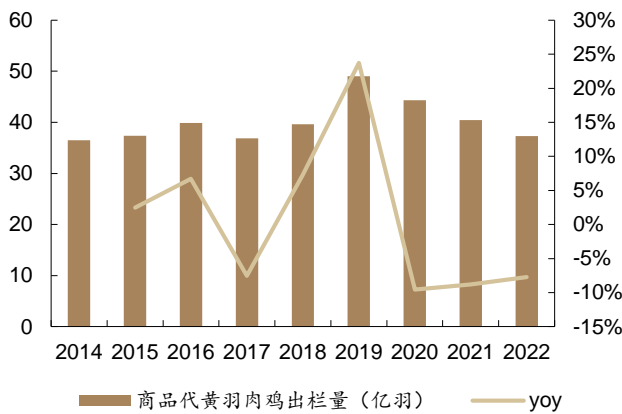
资料来源: 中国畜牧业协会, 德邦研究所

图 16: 协会黄羽肉鸡父母代种鸡存栏量 (万套)



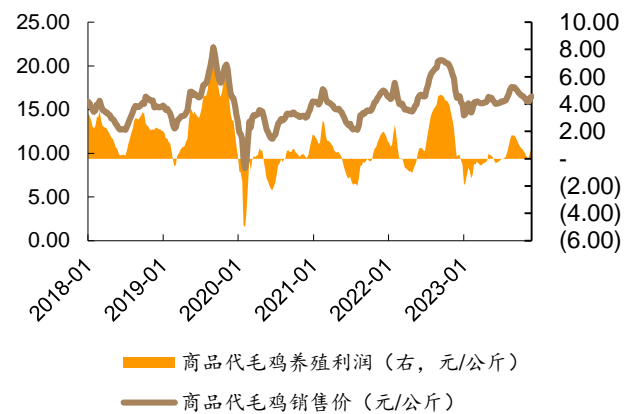
资料来源: 中国畜牧业协会, 德邦研究所

图 17: 黄羽肉鸡商品代肉鸡出栏量已连续 3 年下滑



资料来源: 观研报告网、中国禽业导刊, 德邦研究所

图 18: 黄羽肉鸡价格和养殖利润变动趋势



资料来源: 中国畜牧业协会, 德邦研究所

需求: 目前均衡需求量 40 亿羽左右, 消费长期向好。2018 年非洲猪瘟暴发, 生猪产能遭受重创, 鸡肉替代性需求大幅增长, 行业补栏积极性提振, 2019 年黄羽鸡出栏量增至 49 亿羽, 同比+23.74%。在供给大幅增长背景下, 养殖利润却高于 2018 年, 反映黄羽鸡需求扩容, 达到近些年高位。然而 2020 年新冠疫情暴发, 活禽禁售政策推行加速, 黄鸡销售渠道大幅缩减, 叠加猪价高位回落抑制黄鸡替代性需求, 行业产能持续去化, 黄羽肉鸡出栏量连续 3 年下滑至 40 亿羽左右。长期来看, 鸡肉凭借其“高蛋白、低脂肪、低胆固醇和低热量”的特点越来越受到大众喜爱, 而黄羽肉鸡肉质鲜美, 味道香醇, 随着居民健康饮食理念的深化, 黄羽肉鸡市场份额或将提升。此外, 物流及电商行业的飞速发展促进黄羽肉鸡消费市场由南到北扩张, 将进一步激发黄羽鸡市场活力, 黄鸡消费长期向好。

表 6: 2018-2022 年黄羽肉鸡出栏量及养殖利润情况

年份	黄羽鸡出栏量 (亿羽)	黄羽鸡养殖利润 (元/公斤)
2018	39.60	2.06
2019	49.00	3.27
2020	44.32	-0.49
2021	40.42	0.40

资料来源：观研天下、中国畜牧业协会，德邦研究所

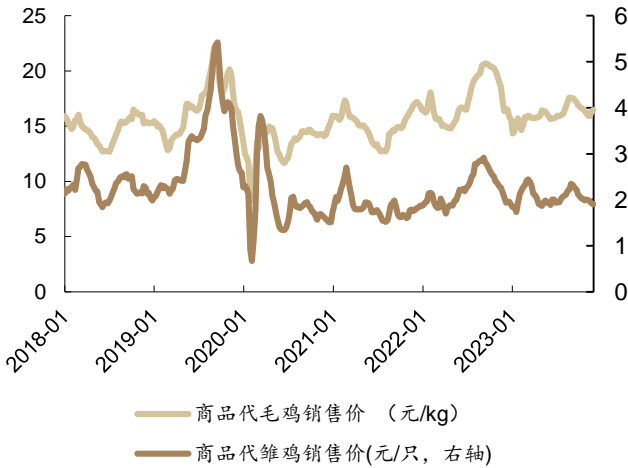
价格：

1) 2019 年行业量利齐增，2020-2021 年市场陷入低迷：2018-2019 年非洲猪瘟暴发刺激了包括黄羽鸡在内的禽肉消费需求增加，2019 年 9 月全国黄羽鸡出栏均价上涨至近年来的峰值，黄羽鸡行业迎来“量利齐增”。行业高额盈利驱动产能增长，导致 2020-2021 年市场行情陷入低迷。

2) 2022 年行业基本面明显改善：供给方面，4 月新冠疫情影响下行业补栏减少，对应 22Q2 肉鸡出栏出现缩减；需求方面，22Q2 新冠疫情逐渐好转，下游餐饮消费需求恢复，叠加 22 年 4 月起猪价反弹提振黄羽鸡替代性需求，黄羽鸡需求整体增长。供给紧缩、需求改善，22Q2 起周期景气度开始上行，6 月份淡季不淡，价格快速上行，22Q3 行情继续改善。2022Q4 新冠疫情反复，消费旺季不旺，受阶段性消费下行影响，鸡价震荡回落。

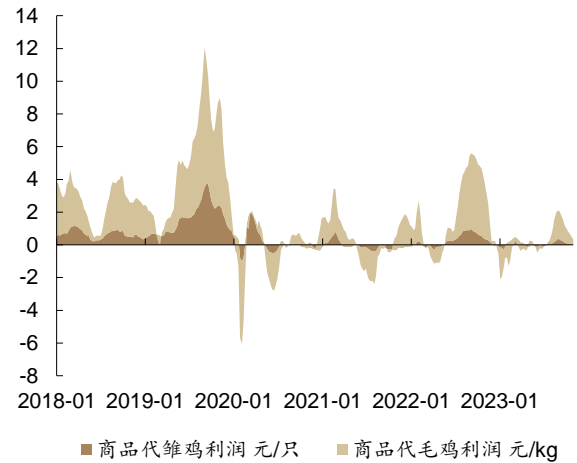
3) 2023H1 市场表现不佳，Q3 行情复苏后回落：22 年底我国疫情防控政策优化，养户对 23 年酒店、团餐和旅游等聚集性消费回暖预期较强，补栏积极性明显提升，短期产能增幅较大，而由于终端消费恢复不及预期，上半年黄羽鸡市场表现不佳。进入三季度，8-9 月出栏毛鸡对应投苗阶段养殖难度大，供应偏紧，叠加 7-8 月猪价上涨刺激黄羽鸡替代性消费需求，黄羽鸡行情复苏。随后需求下滑，市场毛鸡走货放缓，黄鸡价格回落。

图 19：黄羽肉鸡商品代毛鸡和雏鸡售价



资料来源：中国畜牧业协会，德邦研究所

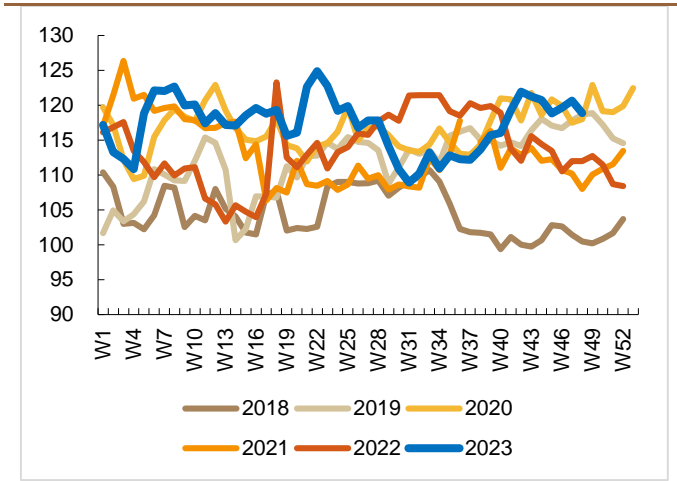
图 20：黄羽肉鸡商品代毛鸡和雏鸡利润



资料来源：中国畜牧业协会，德邦研究所

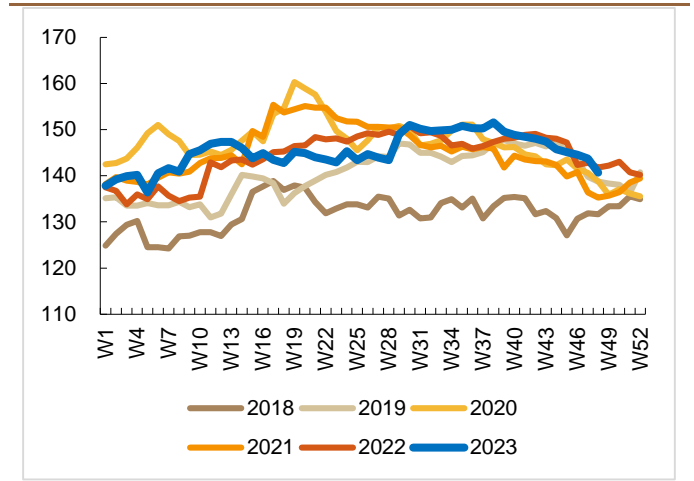
供给偏紧叠加消费向好，黄鸡景气有望上行。2020 年 9 月中旬以来，黄羽肉鸡在产父母代存栏整体处于下行区间，截至 2023 年 12 月 3 日，全国部分在产父母代种鸡存栏 1,261.22 万套，较 2023 年内高点-9.10%。父母代产能处于 2019 年以来的低位，对应商品代供给偏紧，2023 年 1-48 周（1 月 2 日-12 月 3 日）黄羽肉鸡商品代鸡苗累计销售 15.43 亿羽，同比-6.28%。春节前黄羽肉鸡消费边际向好，黄羽肉鸡价格景气有望上行。

图 21: 黄羽肉鸡后备祖代种鸡存栏 (万套)



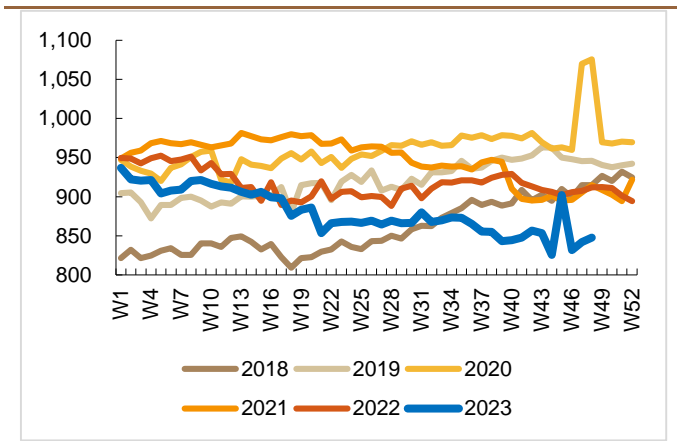
资料来源: 中国畜牧业协会, 德邦研究所

图 22: 黄羽肉鸡在产祖代种鸡存栏 (万套)



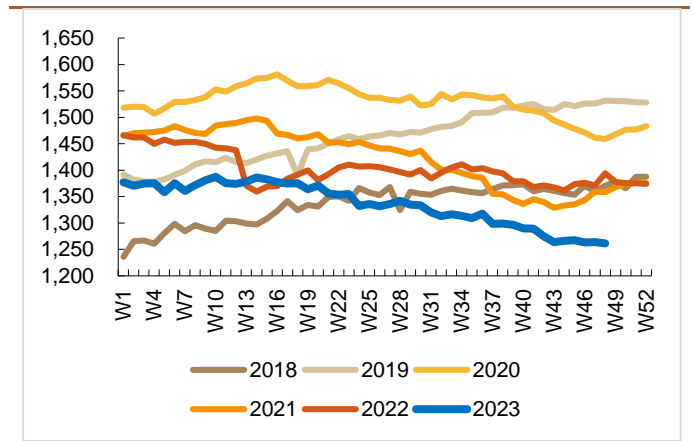
资料来源: 中国畜牧业协会, 德邦研究所

图 23: 全国部分黄羽肉鸡后备父母代种鸡存栏 (万套)



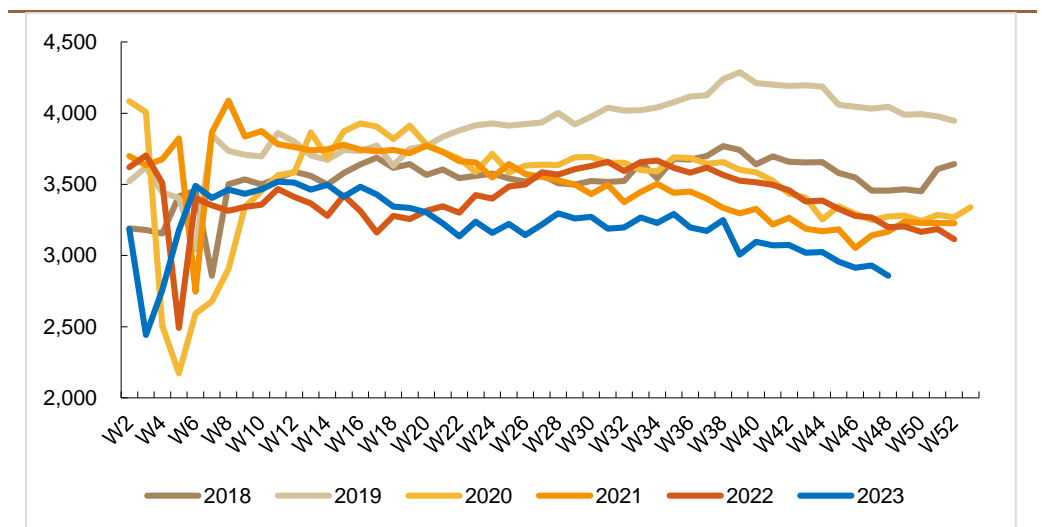
资料来源: 中国畜牧业协会, 德邦研究所

图 24: 全国部分黄羽肉鸡在产父母代种鸡存栏 (万套)



资料来源: 中国畜牧业协会, 德邦研究所

图 25: 黄羽肉鸡商品代鸡苗销售量 (万羽)



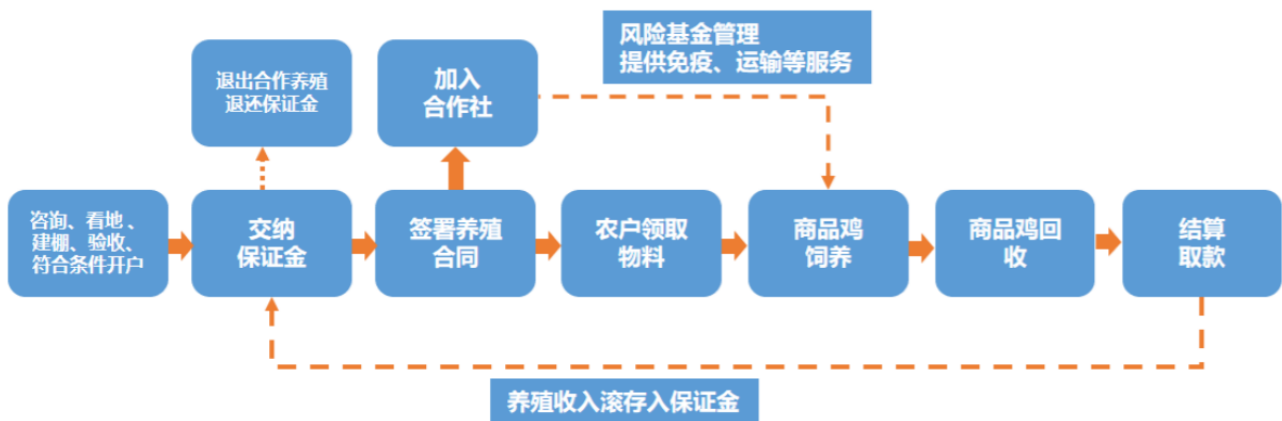
资料来源: 中国畜牧业协会, 德邦研究所

3. 增长与质量兼顾，黄鸡龙头优势突出

3.1. 黄鸡出栏量稳步增长，定增打开成长空间

公司黄羽鸡养殖采用“公司+合作社+农户”养殖模式。公司在黄羽肉鸡养殖业务上实行紧密的“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。合作农户接受公司委托养鸡，同时加入自治组织合作社，合作社与公司有合作关系，是公司 与农户沟通的桥梁。

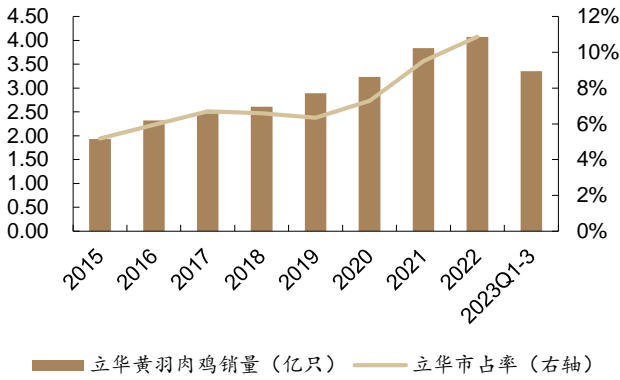
图 26：“公司+合作社+农户”合作黄羽肉鸡养殖模式



资料来源：公司 2023 年半年度报告，德邦研究所

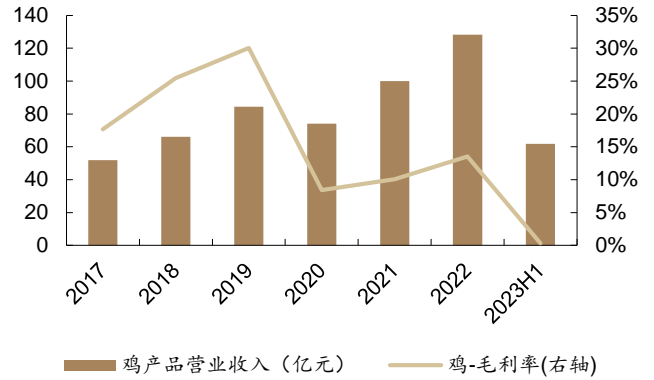
黄羽鸡出栏量稳步增长，市占率持续提升。2015-2022 年公司商品鸡出栏量逐年增长，未因禽流感疫情或行业周期性波动而大规模减产。2022 年公司商品鸡（含毛鸡、屠宰品及熟制品）销售量为 4.07 亿羽，同比+5.99%，2015-2022 年 CAGR 达 11.25%，2023Q1-3 公司销售商品鸡 3.35 亿羽，同比+12.58%。伴随商品鸡销售量的稳步增长，公司市占率持续攀升，2022 年公司黄羽鸡市占率达 10.86%，较 2015 年增长 5.69pct。2020 年受行业产能过剩、新冠疫情等多重因素影响，黄羽鸡市场供过于求，行情低迷导致公司鸡板块营业收入和毛利率下降。随新冠疫情影响减弱和产能去化进程持续推进，公司逐渐恢复高速发展状态，2022 年鸡板块营业收入为 128.15 亿元，同比+28.20%，2017-2022 年 CAGR 达 19.83%。鸡板块毛利率同步恢复，2022 年公司鸡板块毛利率为 13.51%，较 2020 年回升 5.12pct。

图 27: 公司黄羽肉鸡出栏量增长迅速



资料来源: 公司年报、销售情况简报、中国畜牧业协会, 德邦研究所

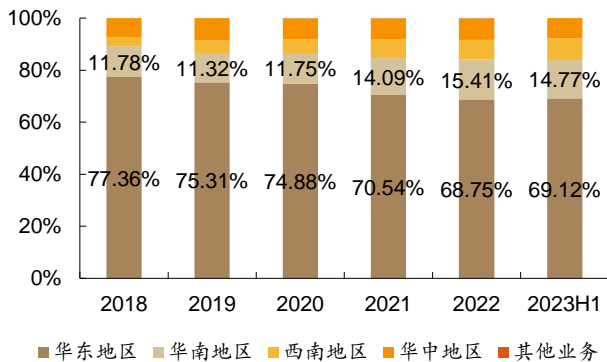
图 28: 公司鸡板块营业收入和毛利率



资料来源: iFind、公司年报、半年报, 德邦研究所

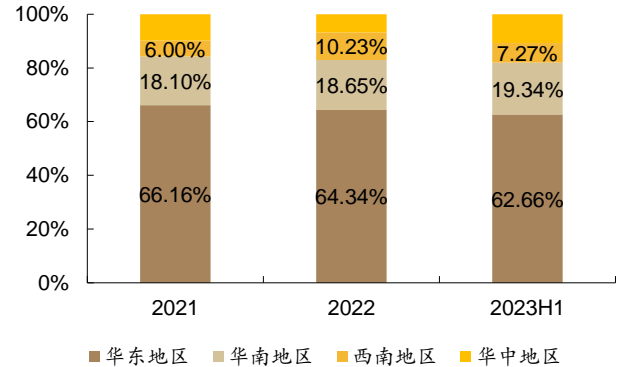
立足华东市场, 稳步推进区域扩张战略。目前公司已经形成了标准化的子公司管理模式及成熟的农户合作模式, 并且能够快速异地复制, 实现了养殖规模与经营效益的快速增长。在稳定苏浙皖地区市场占有率的同时, 公司加大对河南、山东、四川、广东等地市场的开发力度。近些年华东区域营业收入占比持续回落, 2023H1 公司华东区域营业收入占比 69.12%, 较 2018 年-8.24pct。华南、西南和华中市场营收占比持续提升, 2023H1 华南/西南/华中区域营收占比分别为 14.77%/8.46%/7.64%, 较 2018 年+2.99/+4.96/+0.34pct。

图 29: 公司营收分区域占比



资料来源: iFind、公司年报、半年报, 德邦研究所

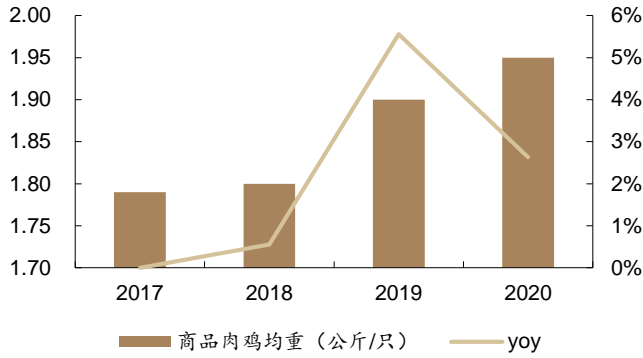
图 30: 公司合作农户区域占比



资料来源: iFind、公司年报、半年报, 德邦研究所

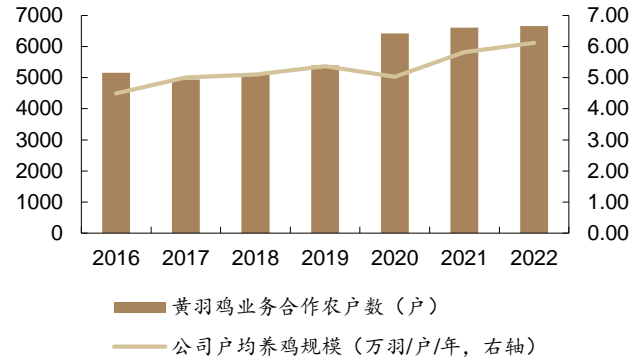
质&量兼顾, 生产效率不断提高。公司不断强化及完善自有黄羽鸡育种体系、疫病防治体系, 提升饲料生产技术。在坚持“公司+合作社+农户”核心模式的基础上, 公司以多种合作方式建设“美丽牧场”型商品肉鸡养殖小区, 全面推进全环控鸡舍, 包括多层笼养和双层鸡舍的建设, 进一步提高了养殖集约化、自动化和智能化水平, 有效提升了公司养殖效率, 促进公司黄羽鸡产能增长。2022 年公司黄羽肉鸡合作农户数 6652 户, 同比+0.71%, 2016-2022 年 CAGR 为 4.32%。公司在增加合作农户数量的同时兼顾提升养殖效率, 2022 年公司黄羽肉鸡合作农户均养殖规模达 6.12 万羽/户/年, 同比+5.24%, 2016-2022 年 CAGR 为 5.27%。

图 31: 公司商品鸡出栏均重逐年提升



资料来源: 关于对深圳证券交易所关注函的回复的公告, 德邦研究所

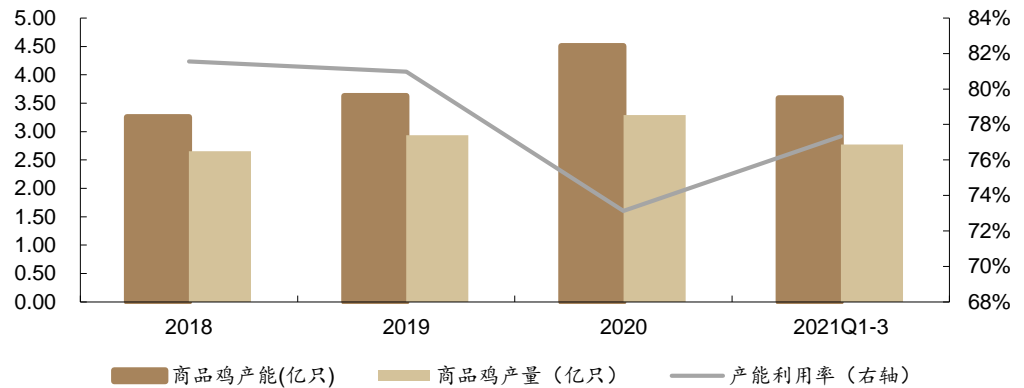
图 32: 公司黄羽肉鸡合作农户数及户均养殖规模持续增长



资料来源: 公司各年度报告、跟踪评级报告等公司公告, 德邦研究所

产能建设持续推进, 明确 8-10% 出栏增速目标。截至 2020 年底, 公司已拥有商品鸡产能 4.50 亿羽, 较 2018 年增长 38.48%。产能稳步增长的同时, 公司产能利用率维持在较高水平, 2018、2019、2020 和 2021Q1-3 商品鸡产能利用率分别为 81.56%, 80.98%, 73.14%, 77.33%, 均值为 78.25%。2020 年产能利用率有明显下滑主要系 2020 年公司新设 3 家养鸡子公司贡献 9000 万只产能, 产能增幅较大。2022 年公司通过定向增发募资 12.6 亿元, 部分资金用于新设养鸡子公司。其中徐州立华一体化养鸡建设项目、安顺立华一体化养鸡建设项目、和湘潭立华一体化养鸡建设项目相继于 2021 年底、2022 年三季度和 2023 年二季度达到预定可使用状态, 为公司合计贡献 1.05 亿羽商品代肉鸡产能。2023 年上半年, 公司于广西省梧州市、重庆市涪陵区新设一体化养鸡子公司, 继续推进跨区域发展战略, 随新设公司逐步建成投产, 各项目产能利用率持续增长, 预计支撑 8%-10% 的年增长目标实现。

图 33: 公司商品鸡产能迅速扩张



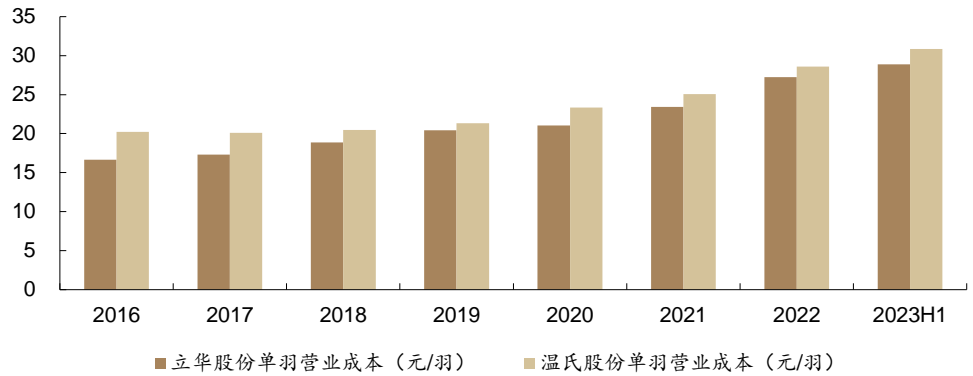
资料来源: 公司 2021 年度创业板向特定对象发行股票募集说明书, 德邦研究所 (注: 2021Q1-3 的产能系公司按照全年预测产能以前三季度进行折算)

3.2. 成本管控优秀, 盈利能力凸显

成本管控卓有成效, 盈利能力领先。售价端, 2023 年 11 月公司黄羽肉鸡销售均价为 13.63 元/斤 (环比-3.06%, 同比-9.19%), 1-11 月均价为 13.70 元/斤。整体来看, 立华肉鸡售价多数月份低于温氏, 主要系公司黄羽肉鸡销售区域集中在华东区域, 而温氏黄鸡销售主要区域为华南区域, 华南为黄鸡主要的产销区域。**成本端**, 横向对比来看, 2023H1 公司黄鸡单羽营业成本为 28.88 元/羽, 低于温氏的 30.83 元/羽。纵向回顾, 2023 年 8 月公司黄鸡完全成本为 6.55 元/斤, 较

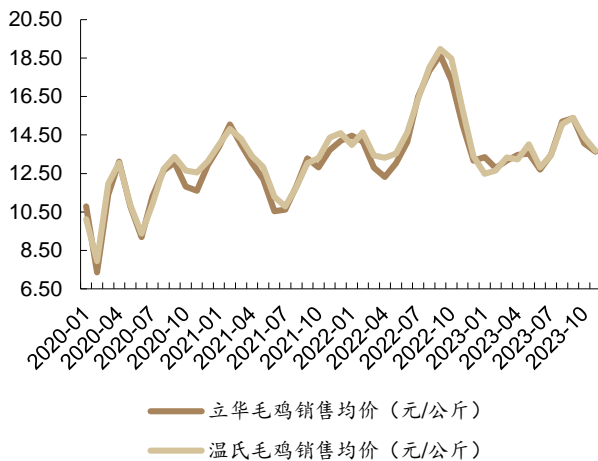
2022年7月下降18.13%。虽然公司肉鸡均价略低于温氏，但凭借良好的成本控制能力，盈利能力仍处于相对领先地位。2023H1公司肉鸡单羽毛利率为0.32%，高于温氏的-1.29%，2016-2022年均值为17.23%，高于温氏的13.47%。

图 34：立华和温氏黄羽肉鸡单羽营业成本



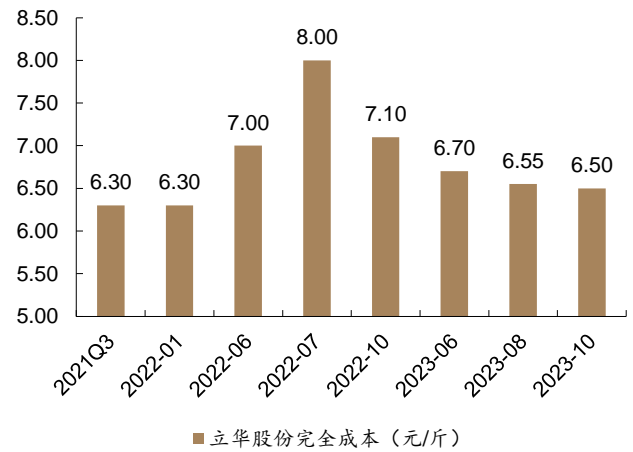
资料来源：iFind、各公司年报、半年报，德邦研究所

图 35：立华和温氏毛鸡销售均价



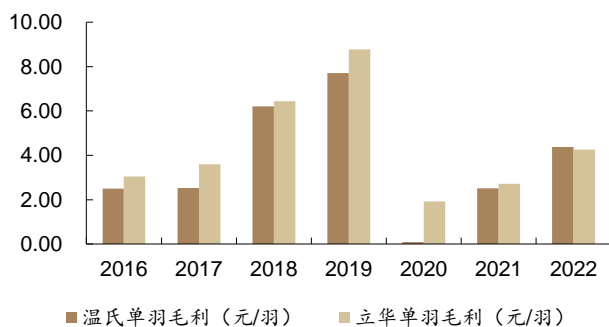
资料来源：iFind，各公司月度销售情况简报，德邦研究所

图 36：立华股份肉鸡养殖完全成本



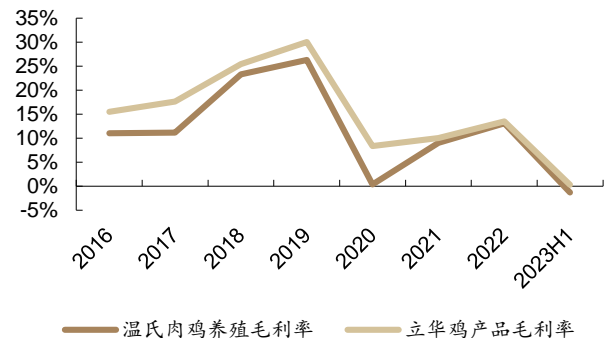
资料来源：公司投资者关系活动记录表、公司半年报，德邦研究所

图 37：立华和温氏黄羽肉鸡单羽毛利



资料来源：iFind，各公司年报、半年报，德邦研究所

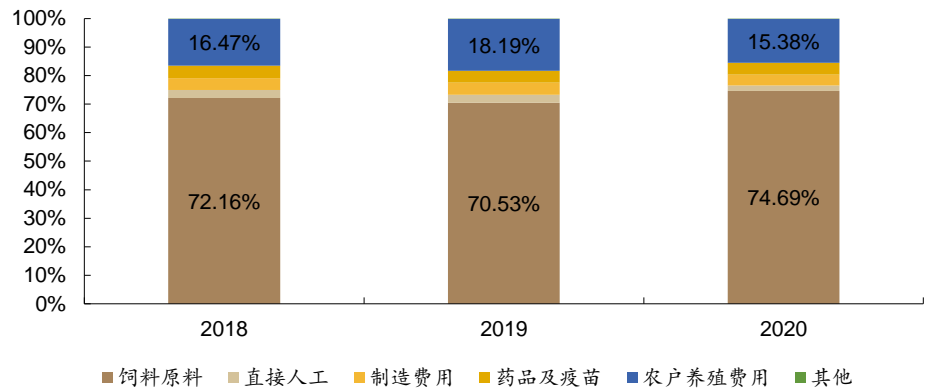
图 38：立华和温氏黄羽肉鸡毛利率



资料来源：iFind，各公司年报、半年报，德邦研究所

饲料为肉鸡养殖成本的主要组成部分，占比70%+。黄羽鸡养殖成本中主要为饲料成本，其余包括疫苗、药品、农户养殖费用和管理费用等。2020年公司黄羽肉鸡养殖成本中，饲料和农户养殖费用为前两大组成部分，分别占比74.69%和15.38%，直接人工、制造费用、药品及疫苗分别占比1.81%、3.82%和4.23%。2018-2020年饲料成本占比平均为72.46%，养殖成本往往会伴随原料价格的涨跌而常态性波动。

图 39：公司黄羽肉鸡养殖营业成本构成



资料来源：iFind，公司年报，德邦研究所（注：2021年起公司未披露肉鸡养殖营业成本分项）

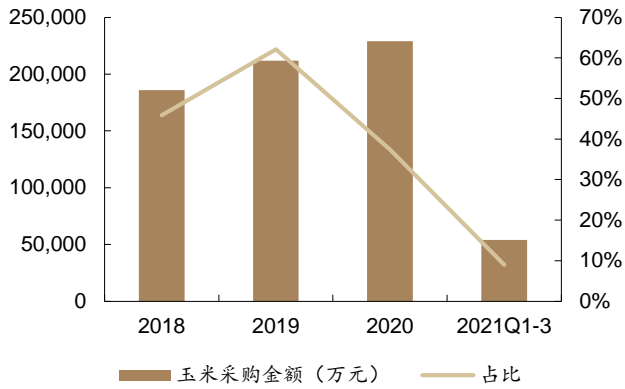
表 6：立华股份和温氏股份养殖成本拆分

	饲料原料 (元/只)		委托养殖费用、农户养殖费用 (元/只)		药物及疫苗 (元/只)		职工薪酬/直接人工 (元/只)		固定资产折旧及摊销/制造成本 (元/只)		其他 (元/只)		合计	
	温氏	立华	温氏	立华	温氏	立华	温氏	立华	温氏	立华	温氏	立华	温氏	立华
2018	13.50	12.83	3.56	2.93	0.72	0.77	0.88	0.49	0.26	0.75	0.71	0.01	19.62	17.78
2019	13.50	13.58	4.26	3.50	0.79	0.81	0.82	0.52	0.25	0.83	0.88	0.01	20.51	19.25
2020		15.40		3.17		0.87		0.37		0.79		0.01		20.61

资料来源：iFind，各公司年报，德邦研究所

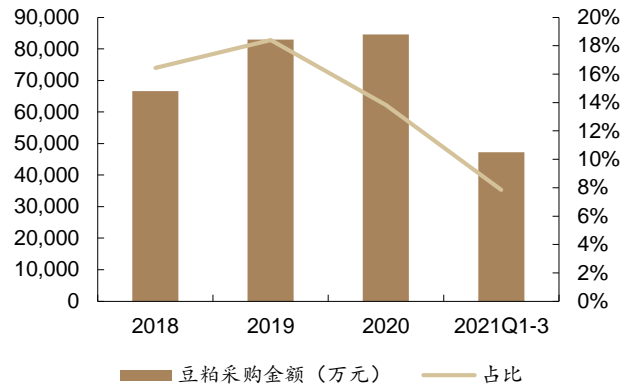
多管齐下控制饲料成本。配方方面，公司充分挖掘不同种类能量类、蛋白类原料替代，实现玉米、豆粕等原料的互补或替代方案。截至2022年底，公司“基于仿生消化创建快速测定黄羽肉鸡饲料 AME 体系的研究”和“雪山草鸡种鸡不同饲养阶段营养水平需要研究”项目在研，两项目可助力降低饲料配方成本，提高营养供给的精准性，提高种鸡饲养的经济效益。2020-2021年玉米和大豆价格持续攀升，公司调整饲料酶制剂酶谱，对糙麦混合物、稻谷、高粱等非常规原料进行精准的营养价值评估，精准使用非常规原料，有效地控制饲料成本。2020年公司玉米和豆粕采购金额占比37.41%和13.83%，同比-24.72/-4.58pct，2021年1-9月进一步大幅下降至8.98%和7.85%。**采购方面**，饲料原料中小麦、玉米、豆粕是主要的原料成分，公司靠近我国玉米和小麦等粮食主产区，玉米、小麦等原料采购价相对较低。此外，公司紧盯大宗商品价格变化趋势，持续优化采购策略，通过积极参加政府储备粮拍卖等方式降低采购价格。2020年公司玉米和豆粕采购单价分别为2189.54元/吨和2884.24元/吨，低于温氏的2223元/吨和2951元/吨。

图 40: 公司玉米采购金额占比



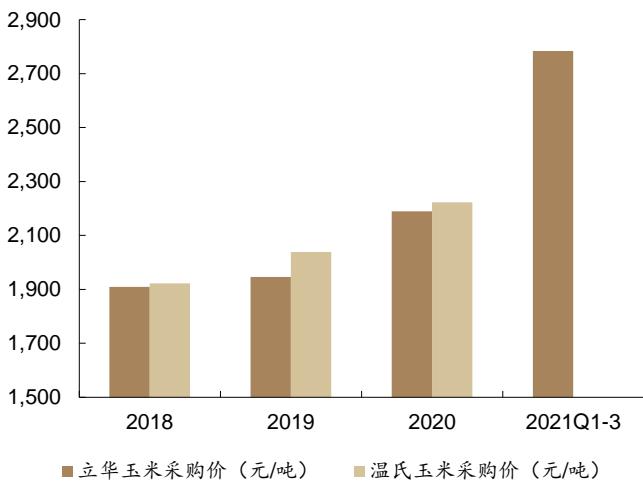
资料来源: 公司 2021 年度创业板向特定对象发行股票募集说明书, 德邦研究所

图 41: 公司豆粕采购金额占比



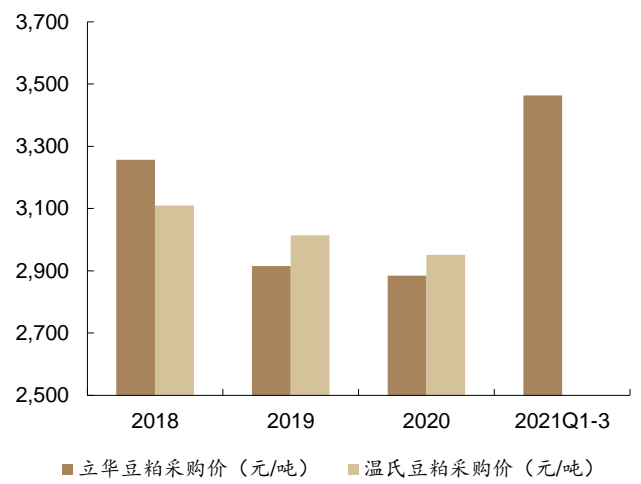
资料来源: 公司 2021 年度创业板向特定对象发行股票募集说明书, 德邦研究所

图 42: 立华和温氏玉米采购价对比



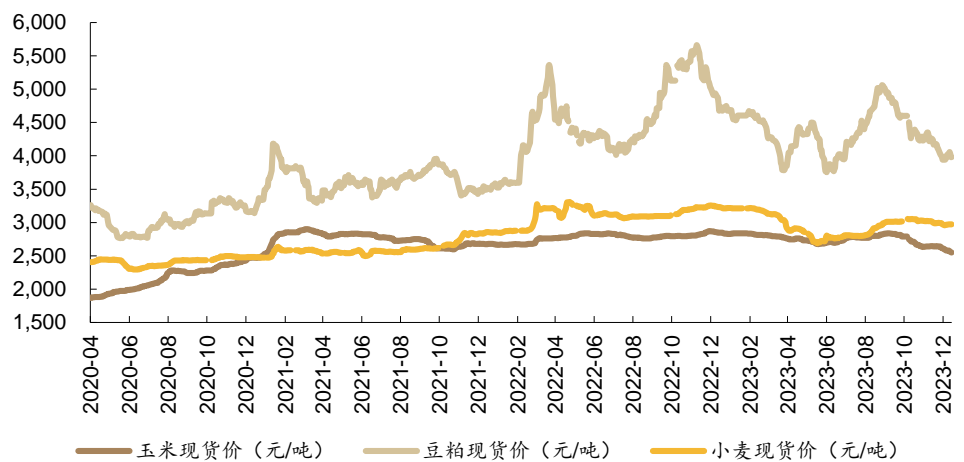
资料来源: 立华 2021 年度创业板向特定对象发行股票募集说明书, 温氏股份跟踪评级报告, 德邦研究所

图 43: 立华和温氏豆粕采购价对比



资料来源: 立华 2021 年度创业板向特定对象发行股票募集说明书, 温氏股份跟踪评级报告, 德邦研究所

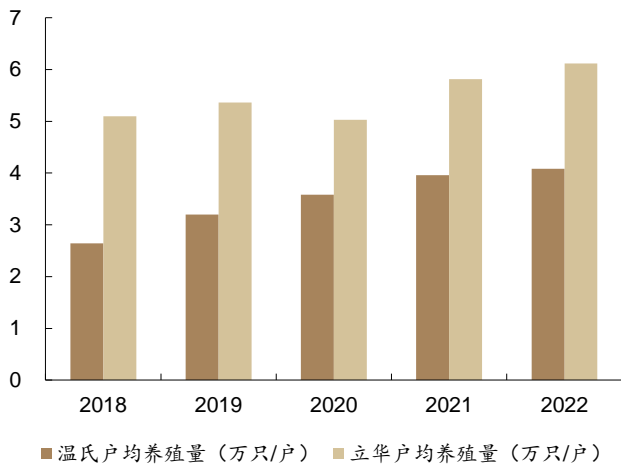
图 44: 2019 年以来行业玉米、豆粕、小麦价格走势



资料来源: iFind, 生意社、汇易网, 德邦研究所

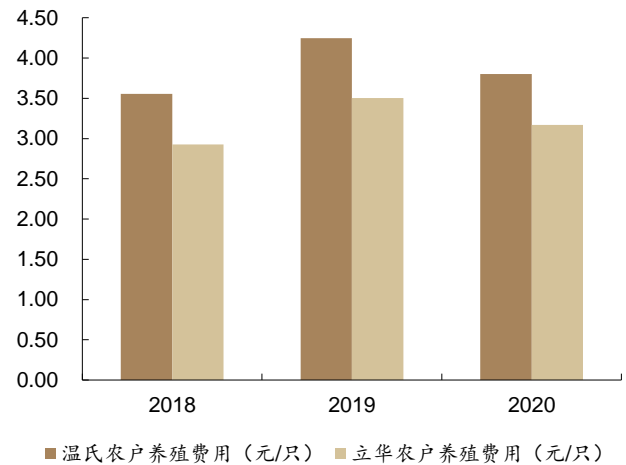
户均养殖规模相对领先，单羽代养费处于较低水平。公司通过发展商品鸡养殖基地，建设双层鸡舍、笼养鸡舍等方式，更加高效地利用土地资源，继续维持产能的稳步提升；同时公司将持续推动养殖自动化、智能化程度的提高，提升养殖效率。公司鼓励有条件的农户扩大养鸡规模，提高鸡舍建设标准及自动化水平，户均养殖规模持续增加形成规模效益，使得公司单羽鸡委托养殖费用相对较低。2020年公司户均养殖量为5.03万只/户，高于温氏股份的3.58万只/户，同年公司农户代养费为3.17元/只，低于温氏股份的3.8元/只。2022年公司户均养殖量为6.12万只/户，同比+5.24%，领先优势进一步扩大。

图 45：立华和温氏农户户均养殖量



资料来源：各公司各年度报告、跟踪评级报告等公司公告，德邦研究所

图 46：立华和温氏农户单羽代养费

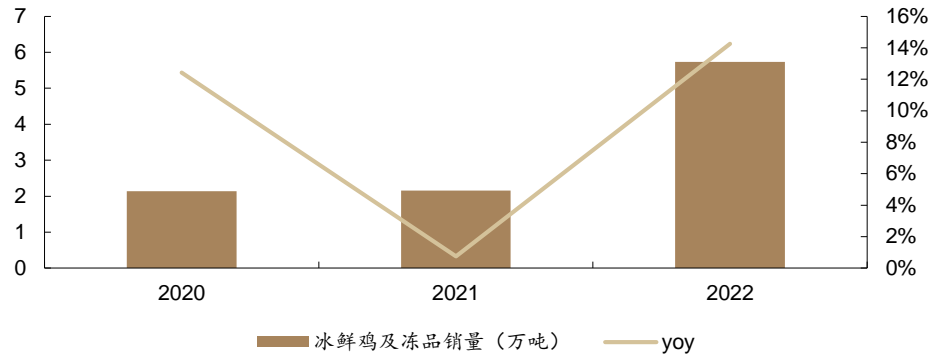


资料来源：各公司年报，温氏股份投资者关系记录表，德邦研究所

3.3. 延伸产业链，“活禽”转“冰鲜”持续升级

积极顺应市场变化，布局屠宰端延伸下游。受禽流感和新冠疫情影响，各地政府陆续出台禁止活禽交易政策，大大加快了全国各地“集中屠宰、冰鲜上市”的步伐。公司积极应对市场要求，黄羽肉鸡业务板块正在由活禽销售模式向屠宰生鲜品、冰冻加工品销售转型，公司通过扩大自有屠宰加工产能及提升冰鲜鸡知名度，加快产业链向食品端延伸的速度。2014年公司即设计从事冰鲜鸡加工销售的全资子公司立华食品，业务模式成熟，具备异地复制的生产技术能力。产能方面，2022年公司定增募集资金12.70亿元，其中3.53亿元拟用于四大肉鸡屠宰项目。截至2023H1，扬州阳雪、潍坊阳雪、泰安阳雪和湘潭立华肉鸡屠宰项目的投资进度分别为52.07%、37.43%、61.61%和73.28%，达产后预计为公司贡献8100万羽的屠宰产能。公司持续推进下游黄羽鸡屠宰业务的发展，未来计划2025年形成黄羽鸡总出栏量50%的鲜禽加工能力。销售渠道方面，公司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，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开拓线上线下相结合的生鲜销售渠道。2022年公司销售冰鲜鸡及冻品5.73万吨，同比+14.26%，较2020年+167.76%

图 47：公司冰鲜鸡及冻品销量



资料来源：公司各年度报告，德邦研究所

表 7：公司肉鸡屠宰项目情况

屠宰投资项目	区域	投资进度	设计产能	达到预定可使用日期
扬州阳雪肉鸡屠宰项目	华东	52.07%	3000 万羽	2023 年 4 月 23 日
潍坊阳雪肉鸡屠宰项目	华东	37.43%	2000 万羽	2023 年 2 月 28 日
泰安阳雪肉鸡屠宰项目	华东	61.61%	2000 万羽	2023 年 3 月 31 日
湘潭立华肉鸡屠宰项目	华中	73.28%	1100 万羽	2022 年 5 月 31 日
安庆阳雪肉鸡屠宰项目	华东	/	2000 万羽	/
惠州立华肉鸡屠宰项目	华南	/	950 万羽	/

资料来源：2023 年半年度报告、公司向不特定对象发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告等公司公告，德邦研究所（注：数据统计截至 2023 年 6 月 30 日）

4. 生猪产能快速扩张，养殖成本优化可期

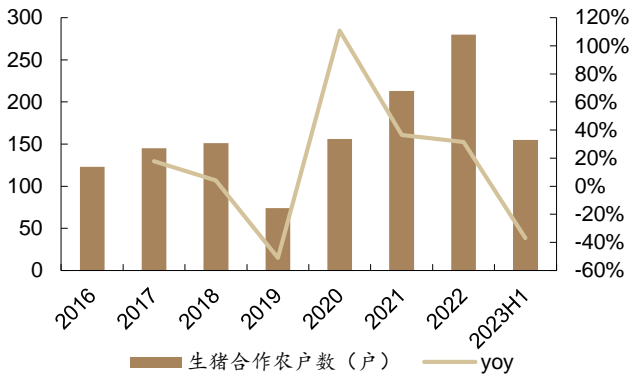
采用“公司+基地+农户”模式，生猪养殖布局持续推进。公司 2011 年进军养猪业务，2013 年 1 月首批商品猪顺利上市，至今生猪业务已有 12 年的发展历史。公司商品肉猪饲养以“公司+基地+农户”的合作养殖模式为主，即公司建设大型养殖基地，公司对农户进行集中管理，公司负责提供猪舍、猪苗、饲料、药品疫苗等供应和销售环节的管理，农户负责提供劳动力并缴纳一定的保证金，在公司基地进行生猪养殖。公司加速推进原有生猪基地建设的同时，在常州、宿州、扬州、南京、菏泽、亳州等地设立养猪子公司，不断储备和扩大养猪产能。2022 年公司生猪养殖合作农户数为 280 户，同比+31.46%，较 2016 年+127.64%。2023H1 公司生猪合作农户户均养殖规模 0.24 万头，较 2022 年+17.14%。

图 48：公司生猪养殖业务产业链



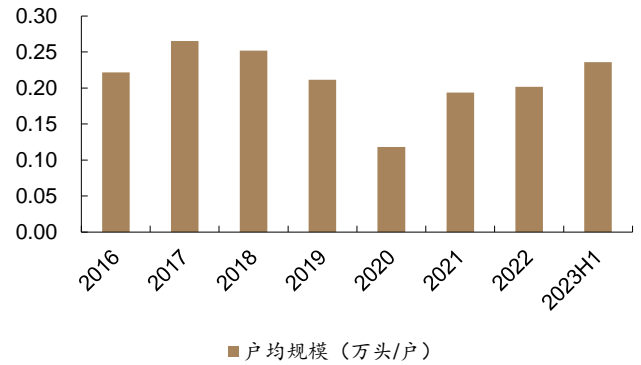
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 49：公司生猪合作农户数



资料来源：iFind、公司年报、半年报，德邦研究所

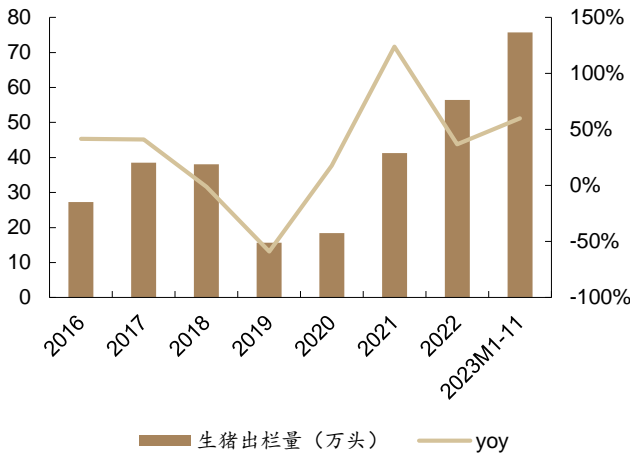
图 50：公司农户户均生猪养殖规模



资料来源：iFind、公司年报、半年报，公司销售情况简报，德邦研究所

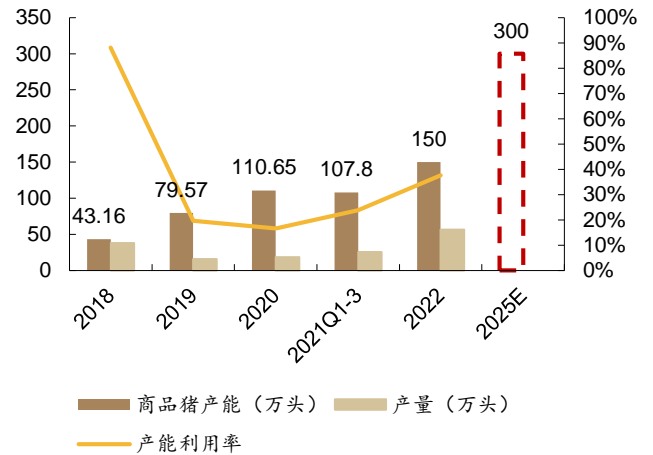
非瘟影响逐步消退，生猪出栏量重回高速增长。2018年非洲猪瘟影响下，2019年公司生猪出栏量大幅下滑。随着非瘟得到防控，公司生猪出栏量恢复高速增长。2022年公司生猪销量56.44万头，同比+36.82%，2015-2022年CAGR为16.61%。2023年1-11月公司实现销售商品猪75.72万头，同比+59.88%，全年出栏目标（80万头）已完成94.65%。截至2022年底公司已建成生猪产能约150万头，较2021Q3末+39.15%，目标到2025年形成年出栏商品猪300万头左右的产能规模。公司生猪产能利用率稳步抬升，2022年生猪产能利用率为37.63%，较2019年已恢复17.95pct。

图 51：公司生猪出栏量呈现增长态势



资料来源：iFind、公司年报、公司销售情况简报，德邦研究所

图 52：公司商品猪产能、产量及产能利用率



资料来源：iFind、公司招股说明书、公司年报，德邦研究所

持续推进育种体系建设，母猪存栏规模增长。公司持续建设育种体系，发力改良种猪性能，提升养殖效率。公司前后在浙江丽水、南京六合、连云港云台等地区规划育种基地，建设公猪站、核心场以及扩繁场，提高母猪存栏规模，2023年11月已建成种猪存栏产能13万头。2023年11月公司能繁母猪存栏约6万头，较2021年10月增加2-3万头，为后续出栏增长奠定基础。

生产成绩逐步改善，养殖成本有望持续下降。公司养猪板块聚焦提升成绩，控制成本，2022年母猪配种分娩率、窝均健仔、肉猪的成活率及料肉比等指标进步明显。公司三季度母猪PSY提升至25，配种分娩率达83.7%，肉猪成活率近

94%，料肉比 2.6，9 月份生猪完全成本回落至每公斤 17 元（优秀子公司已经下降至 15-16 元区间），10 月生猪完全成本回落至每公斤 16.5 元以下。未来随着公司生产成绩提升和产能利用率提高，养殖成本有望继续下降。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

黄羽鸡业务：量上，公司持续推进跨区域发展战略，随新设公司逐步建成投产，各项目产能利用率持续增长，肉鸡出栏量预计保持 8%-10% 的增速增长。价上，当前行业父母代产能处于 2020 年以来的低位，有望传导至商品代肉鸡供给紧缺，黄羽肉鸡价格景气有望上行。成本上，公司商品鸡养殖各生产经营环节精益求精，提质降本，养殖成本有望持续下降。预计 2023/2024/2025 年黄羽鸡业务营业收入分别为 137.46/160.06/178.94 亿元，毛利率分别为 7.69%/12.82%/14.65%。

生猪业务：量上，公司生猪养殖业务稳健扩张，出栏量有望稳步增长。价上，23 年生猪行业产能持续去化，对应 24 年生猪供给或小于 23 年，猪价中枢预计高于 23 年。成本上，公司养猪板块聚焦提升成绩、控制成本，母猪配种分娩率、窝均健仔、肉猪的成活率及料肉比等指标进步明显，养殖成本有望持续改善。预计 2023/2024/2025 年生猪业务营业收入分别为 16.56/22.01/32.35 亿元，毛利率分别为 -14.55%/3.75%/8.72%。

表 8：公司各项业务盈利预测

年份	2022A	2023E	2024E	2025E
总营业收入 (亿元)	144.47	155.79	184.00	213.41
总营业成本 (亿元)	123.67	147.40	162.42	184.10
毛利率	14.40%	5.39%	11.73%	13.73%
鸡收入				
营业收入 (亿元)	128.15	137.46	160.06	178.94
营业成本 (亿元)	110.84	126.89	139.54	152.72
毛利率	13.51%	7.69%	12.82%	14.65%
猪收入				
营业收入 (亿元)	14.47	16.56	22.01	32.35
营业成本 (亿元)	11.27	18.97	21.18	29.53
毛利率	22.14%	-14.55%	3.75%	8.72%
其他业务				
营业收入 (亿元)	1.85	1.77	1.94	2.12
营业成本 (亿元)	1.57	1.54	1.69	1.85
毛利率	15.32%	13.00%	12.50%	12.52%

资料来源：公司公告，德邦研究所测算

5.2. 投资建议

我们选取温氏股份和湘佳股份作为公司的可比公司。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 155.79/184.00/213.41 亿元，归母净利润分别为 -2.42/9.32/15.25 亿元，当前股价对应 2024-2025 年 PE 分别为 17.78/10.87 倍。考虑到公司黄鸡业务稳步增长、生猪产能加速扩张，2024-2025 年黄鸡和生猪景气有望回升，公司业绩有望高增，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9: 可比公司估值

		股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS				PE			
证券代码	公司	2024/1/15	2024/1/15	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300498.SZ	温氏股份	19.53	1299.14	0.81	-0.4500	1.07	1.67	24.20	/	18.25	11.69
002982.SZ	湘佳股份	20.68	29.50	1.04	0.58	2.40	1.77	35.62	35.62	8.63	11.70
平均值								29.91	/	13.44	11.70
300761.SZ	立华股份	20.03	165.78	2.11	-0.29	1.13	1.84	9.50	/	17.78	10.87

资料来源: Wind, 德邦研究所 (立华股份、温氏股份 EPS 均来自德邦预测, 湘佳股份 EPS 来自 Wind 一致预测)

6. 风险提示

动物疫病发生、大宗商品价格波动、公司生猪/肉鸡出栏进度不及预期等风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.11	-0.29	1.13	1.84
每股净资产	18.31	9.51	10.63	12.48
每股经营现金流	4.01	0.21	2.17	2.71
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	16.25	—	17.78	10.87
P/B	1.87	2.11	1.88	1.61
P/S	0.64	1.06	0.90	0.78
EV/EBITDA	10.19	57.05	11.94	8.19
股息率%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	14.4%	5.4%	11.7%	13.7%
净利润率	6.2%	-1.6%	5.1%	7.2%
净资产收益率	10.6%	-3.1%	10.6%	14.8%
资产回报率	6.5%	-1.6%	5.8%	8.4%
投资回报率	9.7%	-1.3%	8.3%	11.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	29.8%	7.8%	18.1%	16.0%
EBIT 增长率	393.5%	-114.2%	800.4%	56.0%
净利润增长率	325.2%	-127.1%	485.7%	63.6%
偿债能力指标				
资产负债率	37.6%	45.9%	44.7%	42.3%
流动比率	1.2	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.5	0.6	0.4	0.5
存货周转天数	65.4	68.0	68.4	68.1
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2
固定资产周转率	2.9	2.6	2.7	2.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	891	-242	932	1,525
少数股东损益	-0	-0	1	1
非现金支出	913	494	567	652
非经营收益	102	188	183	196
营运资金变动	-59	-269	115	-134
经营活动现金流	1,846	171	1,797	2,241
资产	-2,386	-1,048	-1,455	-1,571
投资	-1	177	0	0
其他	-274	-145	17	19
投资活动现金流	-2,661	-1,016	-1,439	-1,552
债权募资	-106	1,382	0	0
股权募资	1,368	53	0	0
其他	-145	-468	-144	-144
融资活动现金流	1,117	966	-144	-144
现金净流量	302	121	214	544

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 15 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14,447	15,579	18,400	21,341
营业成本	12,367	14,740	16,242	18,410
毛利率%	14.4%	5.4%	11.7%	13.7%
营业税金及附加	15	20	21	25
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	167	203	229	263
营业费用率%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%
管理费用	586	670	789	899
管理费用率%	4.1%	4.3%	4.3%	4.2%
研发费用	84	75	91	111
研发费用率%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
EBIT	1,058	-150	1,052	1,641
财务费用	97	93	114	105
财务费用率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-247	-1	0	0
投资收益	23	3	17	19
营业利润	915	-226	951	1,552
营业外收支	-15	-18	-14	-15
利润总额	901	-243	937	1,536
EBITDA	1,719	343	1,618	2,293
所得税	10	-1	5	10
有效所得税率%	1.1%	0.4%	0.5%	0.7%
少数股东损益	-0	-0	1	1
归属母公司所有者净利润	891	-242	932	1,525

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	547	668	882	1,427
应收账款及应收票据	29	18	25	32
存货	2,621	2,948	3,220	3,744
其它流动资产	1,666	1,632	1,678	1,738
流动资产合计	4,863	5,267	5,806	6,941
长期股权投资	66	76	76	76
固定资产	5,736	6,445	7,416	8,391
在建工程	757	573	435	309
无形资产	308	308	308	308
非流动资产合计	8,793	9,448	10,281	11,129
资产总计	13,656	14,715	16,087	18,070
短期借款	1,289	2,789	2,789	2,789
应付票据及应付账款	1,045	901	1,173	1,337
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,864	2,166	2,333	2,627
流动负债合计	4,198	5,856	6,295	6,753
长期借款	331	201	201	201
其它长期负债	613	692	692	692
非流动负债合计	944	893	893	893
负债总计	5,141	6,748	7,188	7,645
实收资本	460	828	828	828
普通股股东权益	8,417	7,869	8,801	10,326
少数股东权益	98	97	98	99
负债和所有者权益合计	13,656	14,715	16,087	18,070

信息披露

分析师与研究助理简介

赵雅斐 中国人民大学硕士，两年农业投研经历，具有专业背景，坚持能力圈深度挖掘。擅长基本面研究，数据跟踪紧密详实，擅长挖掘周期与成长股机会。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。