



猪鸡共振，业绩高增

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 生猪产能去化持续兑现，鸡猪共振，高景气度具有可持续性。2024年6月末能繁母猪存栏4038万头较22年年末下降8%。2) 公司斤鸡完全成本下降至5.9元，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，黄鸡年出栏量维持8-10%的增速。
- 生猪产能去化持续兑现，高景气度具有可持续性。**从供给端看，能繁母猪自2023年1月开启逐步去化过程。截至2024年6月末能繁母猪存栏4038万头，较2022年12月末4390万头能繁母猪存栏下降8.02%左右，预期下半年供给或将进一步减少。生猪价格在2024年2月以来开启上行通道。2024年以来，养殖业公司普遍在稳健经营的基础上，不断降低整体负债规模及杠杆水平，优化财务结构，生猪产能增长缓慢，高景气度具有可持续性。
- 鸡猪共振，打开盈利空间。**生猪和黄羽鸡的市场供求关系、饲料转化率等因素的相似性导致黄鸡与生猪价格关联性强。当前黄羽鸡产能处于低位，后市供给偏紧。2023年，黄鸡价格受生猪价格压制。2024年二季度以来鸡猪价格同涨，行业利润改善，打开盈利空间。
- 公司是我国第二大黄羽鸡养殖企业，成本控制能力强。**2024年半年度公司销售肉鸡2.35亿只，同比增长10.69%，市占率继续扩大。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。公司上半年斤鸡完全成本为6.1元，较去年同期下降13.48%；其中二季度斤鸡完全成本为5.9元。随着饲料原料价格维持低位，公司的成本下降，预计2024年商品鸡养殖成绩继续保持较高水平。
- 生猪产能利用提高，厚积薄发降本增效。**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。2024年上半年，公司销售肉猪43.49万头，同比增长18.83%。截至六月末，公司已建成商品肉猪产能约180万头；能繁母猪存栏8万头，下半年将继续有所增长；预计下半年肉猪出栏超80万头，全年出栏有望超120万头。随着产能利用率的提升，生产效率的进一步提高。2024年上半年受去年底区域性疫情影响，一季度的生产成本在17.6元/公斤左右；二季度回归正常状态，完全成本14.8元/公斤，已进入行业优秀水平。
- 盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为1.69元、1.98元、1.97元，对应动态PE分别为13/11/11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2024年16倍PE，维持“买入”评级，目标价27.04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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,354	19,148	22,567	25,302
增长率	6.28%	24.71%	17.86%	12.12%
归属母公司净利润(百万元)	-437	1,402	1,641	1,628
增长率	-149.10%	420.50%	17.02%	-0.74%
每股收益EPS(元)	-0.53	1.69	1.98	1.97
净资产收益率ROE	-5.69%	15.76%	15.57%	13.39%
PE	—	13.08	11.18	11.26
PB	2.26	2.06	1.74	1.51

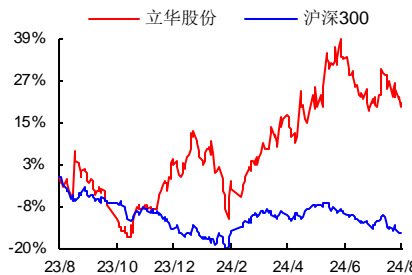
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

联系人: 赵磐
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@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)	6.05
52周内股价区间(元)	15.4-25.77
总市值(亿元)	185.39
总资产(亿元)	142.44
每股净资产(元)	10.05

相关研究

- 立华股份(300761): 养殖成绩持续改善, 2024Q1扭亏为盈(2024-04-28)
- 立华股份(300761): 养殖成绩持续改善, 环比转盈(2023-10-29)
- 立华股份(300761): 黄鸡持续高景气, 生猪厚积薄发高增可期(2023-09-13)

目 录

1 全国第二大黄羽鸡养殖企业	1
2 产能去化持续兑现，高景气度具有可持续性	2
2.1 生猪产能基本调减到位，市场供应过剩压力缓解.....	2
2.2 行业资产负债率仍处高位，资金压力限制产能增长.....	3
2.3 鸡猪共振，打开盈利空间.....	4
2.4 黄鸡行业产能低位，高景气度具有可持续性.....	6
3 牢铸成本优势，黄羽鸡销量稳定增长	7
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.....	7
3.2 拓展全国化布局，出栏逐年增长.....	8
3.3 规模效应显著，黄羽鸡养殖成本优势突出.....	9
3.4 屠宰产能扩张，积极布局冰鲜转型.....	10
3.5 生猪产能利用提高，厚积薄发降本增效.....	10
4 盈利预测与估值	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 相对估值.....	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 立华股份股权结构图	1
图 2: 公司 2018-2024H1 营收业务构成	1
图 3: 公司 2018-2024H1 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: 能繁母猪存栏与生猪价格	3
图 7: 商品猪存栏	3
图 8: 生猪养殖 (申万二级行业) 资产负债率 (%)	3
图 9: 上市猪企产能变化情况	4
图 10: 生猪价格走势	4
图 11: 鸡猪价格变动图 (元/斤)	5
图 12: 玉米豆粕价格走势 (元/吨)	5
图 13: 在产父母代种鸡存栏量 (万只) 及周环比变化	6
图 14: 全国黄羽鸡出栏量及同比变化	6
图 15: 商品代雏鸡销量	6
图 16: 商品代雏鸡销售价格 (元/只)	6
图 17: 立华股份黄羽肉鸡产业链示意图	7
图 18: 立华股份“公司+合作社+农户”合作养殖模式	8
图 19: 公司区域收入分布 (亿元)	8
图 20: 各区域合作农户数占比分布	8
图 21: 公司黄羽鸡出栏量及同比变化	9
图 22: 公司黄羽鸡市场份额	9
图 23: 同行业公司肉鸡养殖毛利率	10
图 24: 同行业公司平均营业成本 (元/羽)	10
图 25: 公司生猪业务营收及增速	11

表 目 录

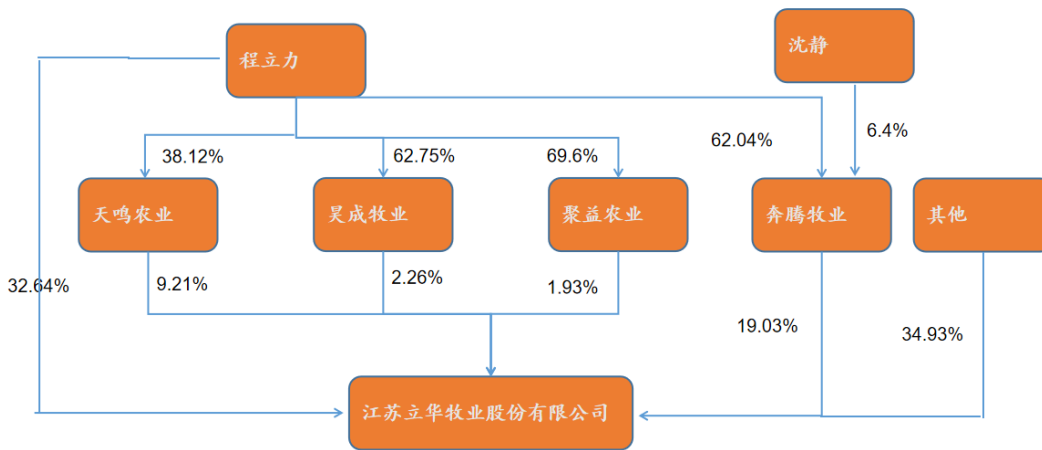
表 1: 公司定增屠宰产能	10
表 2: 分业务营收拆分表	12
表 3: 可比公司估值	12
附表: 财务预测与估值	14

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是一家集科研、生产、贸易于一身的农业企业，专注于优质畜禽养殖。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。立华股份是一家农业产业化国家重点龙头企业，同时也是国家农业标准化示范区。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 2024 年 H1，二人直接及间接控制本公司股份比例为 65.46%，持股比例集中。

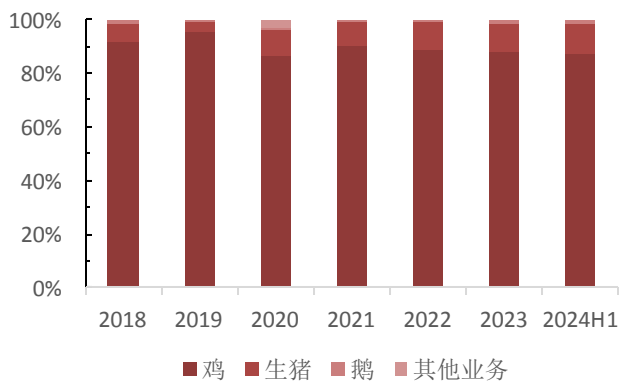
图 1：立华股份股权结构图



数据来源：ifind，西南证券整理

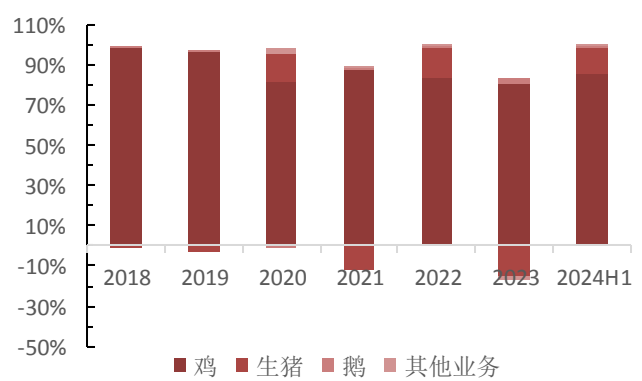
公司主营业务结构：黄羽鸡业务为主要的业绩来源。公司主要业务有黄羽鸡、生猪、鹅等。近年来，黄羽鸡业务贡献了公司 85% 以上的营收，2023 年黄羽鸡业务占营收 87.63%、生猪业务占 10.8%、鹅占 1.01%。

图 2：公司 2018-2024H1 营收业务构成



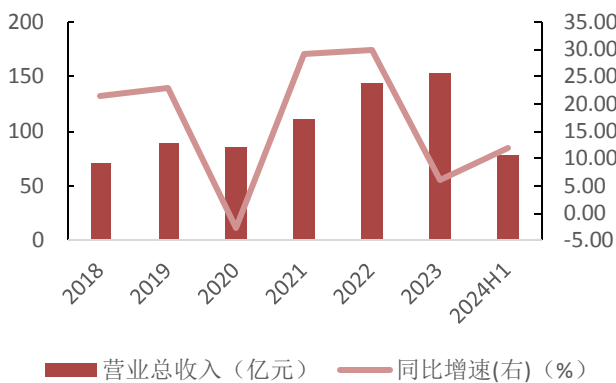
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2018-2024H1 毛利构成

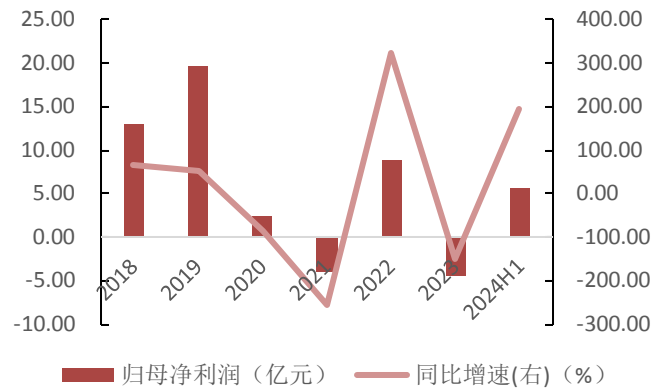


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司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，2018-2023年业绩保持稳步增长，其中营业收入由72.14亿元增长至153.54亿元，年均复合增速为16.3%。2024H1公司实现营业收入78.05亿元，同比增长12.16%，同比扭亏为盈，半年度实现归母净利润5.75亿元，同比增长197.13%，单二季度实现归母净利润4.94亿元。利润方面，受周期变化影响波动较大。2021、2023年在生猪价格大幅下降拖累下，公司亏损，其余年份均盈利。2023年，黄鸡价格受生猪价格压制。2024年6月，黄鸡行业产能仍处于较低水平。2024年二季度以来鸡猪价格同涨，扭亏为盈。未来，黄鸡价格随猪价上涨进一步打开上行空间，行业利润改善，依靠公司突出的成本优势保持竞争优势。

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

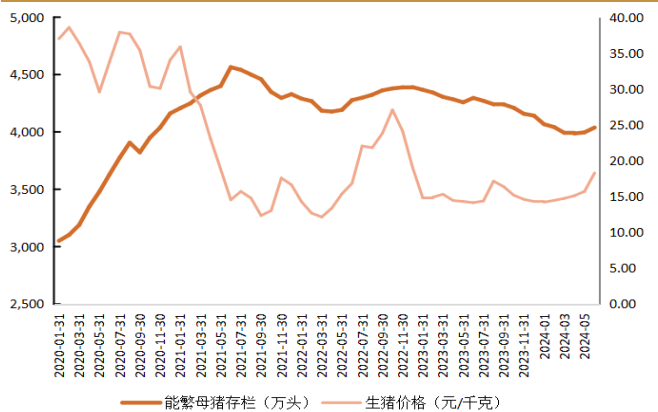
2 产能去化持续兑现，高景气度具有可持续性

2.1 生猪产能基本调减到位，市场供应过剩压力缓解

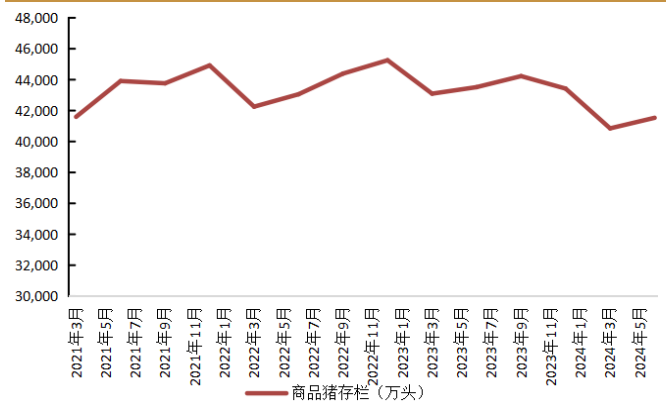
能繁母猪存栏：生猪产能调减到位，市场供应过剩压力缓解。能繁母猪于 2022 年 12 月 4390 万头见顶后持续回落，2023 年四季度加速能繁母猪存栏加速下降，2024 年 4 月末全国能繁母猪存栏量 3986 万头，同比下降 6.9%，较 23 年高点累计去化 9.2%，创下 4 年新低。2024 年二季度末能繁母猪存栏 4038 万头，同比减少 259 万头，下降 6.0%，环比增加 46 万头，增长 1.1%。我们通过回顾历史发现 22 年能繁存栏止跌回升也是在 5 月份，但 24 年的社会面能繁补栏速度不及 22 年产能增长较慢，盈利期持续性好。

商品猪存栏：二季度末，全国生猪存栏 41533 万头，同比减少 1984 万头，下降 4.6%，环比增加 684 万头，增长 1.7%。二季度末生猪存栏如期回升。但从绝对数量上看，仅高于今年一季末，仍低于 22 年 3 月末，与 21 年 3 月末存栏量基本相当，依旧为近两年存栏低位。这也就意味着下半年出栏增长有限。

商品猪出栏与肉类产量：统计局公布半年度经济数据。上半年，全国生猪出栏 36395 万头，同比减少 1153 万头，下降 3.1%；猪肉产量 2981 万吨，减少 51 万吨，下降 1.7%。结合半年度猪肉产量来看，2024 年社会面压栏增重的体现也较为明显，这与今年饲料原料价格低，增重利润可观不无关系。

图 6：能繁母猪存栏与生猪价格


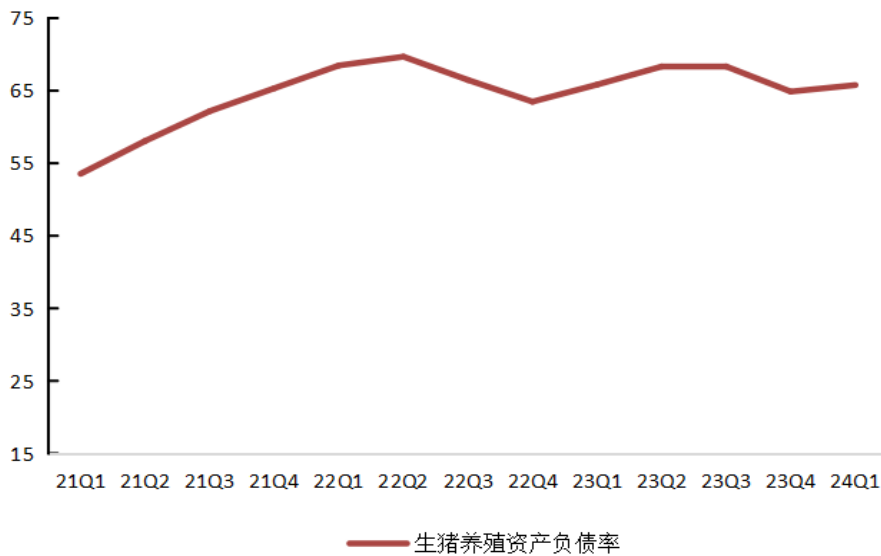
数据来源: ifind, 西南证券整理

图 7：商品猪存栏


数据来源: ifind, 西南证券整理

2.2 行业资产负债率仍处高位，资金压力限制产能增长

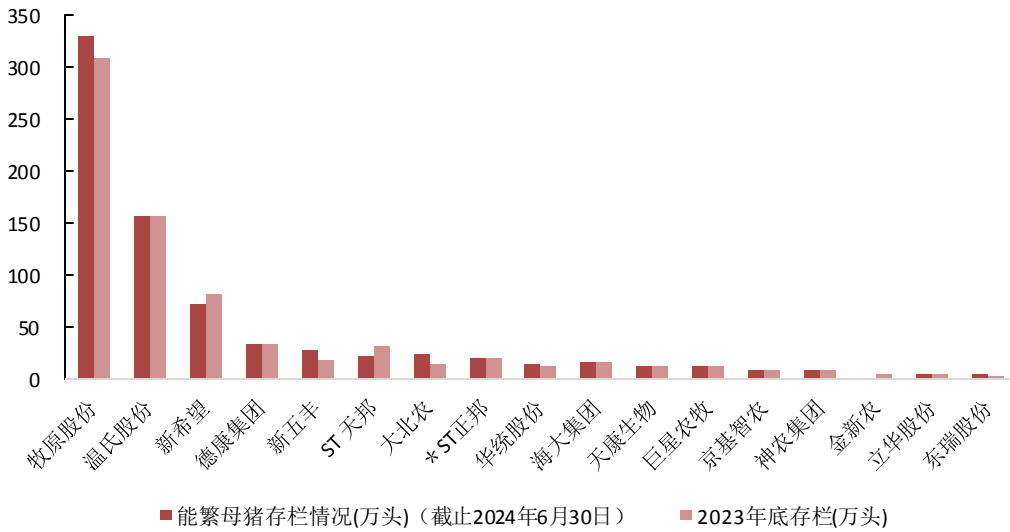
2021 年以来，随着生猪产能恢复，猪价长期低迷，行业资产负债率不断提高，行业整体负债率由 21 年初 53.5% 攀升至 2023Q3 的 68.3%。2023Q4 疫情进一步影响行业养殖成本，截止 2024Q1，行业资产负债率仍旧保持高位。

图 8：生猪养殖（申万二级行业）资产负债率（%）


数据来源: ifind, 西南证券整理

2024 年以来，养殖业公司普遍在稳健经营的基础上，计划不断降低整体负债规模及杠杆水平，优化财务结构，生猪产能增长缓慢。

图 9：上市猪企产能变化情况



数据来源：公司公告，新牧网，西南证券整理

2.3 鸡猪共振，打开盈利空间

产能去化兑现，生猪价格持续走高。随着 2023 年以来产能持续去化，生猪价格在 2024 年 1-2 月低位震荡，3 月份开启上行通道，5 月份价格迅速攀升，并保持连续四个月上涨，生猪均价由 2024 年 2 月的 14.5 元/公斤上涨至 7 月的 18.9 元/公斤。截止 8 月 7 日，全国生猪均价突破 20 元/公斤。由于主原料价格走低，成本中枢下降，产业恢复盈利。随着下半年消费旺季的到来，生猪行情预计保持温和上涨。

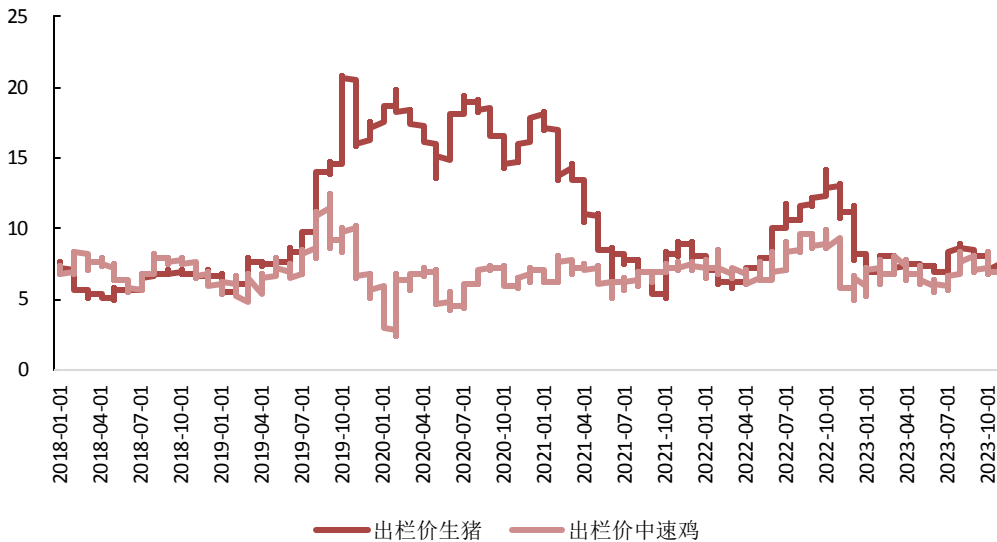
图 10：生猪价格走势



数据来源：ifind，西南证券整理

鸡猪共振，打开盈利空间。生猪和黄羽鸡的市场供求关系、饲料转化率等因素的相似性导致黄鸡与生猪价格关联性强。2023年，黄鸡价格受生猪价格压制。2024年二季度以来鸡猪价格同涨，行业利润改善，打开盈利空间。

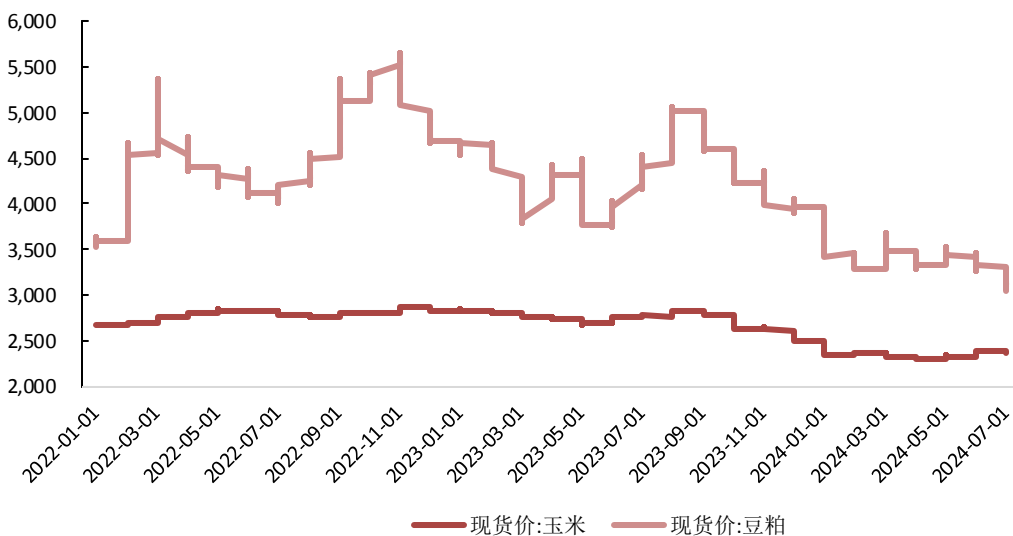
图 11：鸡猪价格变动图（元/斤）



数据来源：ifind，西南证券整理

从行情端来看，2024上半年内黄羽鸡价格表现与以往年度情况基本相同，同比未有明显变化。春节后出现短暂的消费空档期，价格呈连续下跌趋势。二季度“五一”节假日餐饮消费拉升鸡价。进入6月，鸡价整体呈温和上涨趋势。随着三季度旅游消费旺季的到来，暑期及节假日旅游消费可望增加，同时养殖端由于夏季高温对出栏数量有所抑制，行情有望继续好转。另一方面，玉米、豆粕等主原料价格自2023年起整体呈下降态势，行业养殖成本得以降低，养殖收益显著增长。

图 12：玉米豆粕价格走势（元/吨）



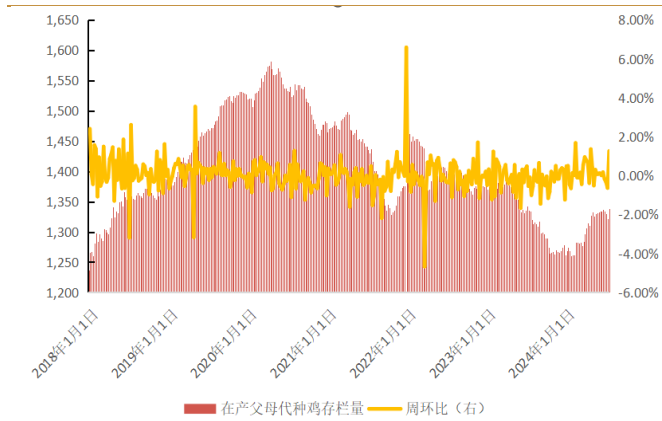
数据来源：ifind，西南证券整理

2.4 黄鸡行业产能低位，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。2023 年全年，黄鸡价格受猪价压制明显，持续低迷。

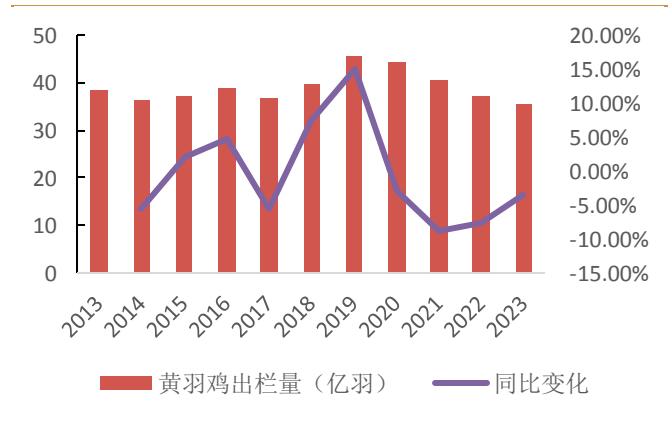
当前黄羽鸡产能处于低位，后市供给偏紧，产能去化支撑景气延续。黄羽肉鸡行业在 2020 年-2022 年上半年处于低迷状态，行业产能持续去化，目前父母代存栏量处于近 3 年低位。截至 2024 年 7 月下旬，在产父母代黄羽鸡 1337 万套，较 2020 年 1575 万套左右的高点降低 15% 左右，为 2018 年以来低位水平。商品代鸡苗量均处于历史较低水平。从商品代鸡苗销量来看，黄羽鸡行业产能去化较为显著。根据畜牧业协会的样本数据，2024 年第 26 周商品代雏鸡销量 3147 万头，降至 2018 年以来的较低水平，同比持平，较 2019 年高点下降 27%。从黄羽鸡传导周期来看，从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，我们预计后市黄羽鸡供给端将偏紧。

图 13：在产父母代种鸡存栏量（万只）及周环比变化



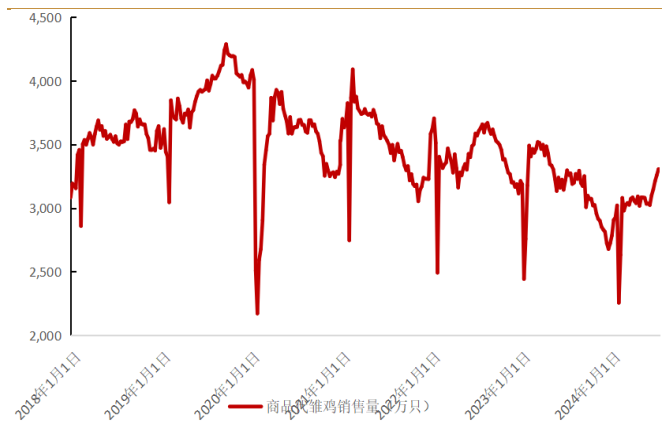
数据来源：畜牧业协会，西南证券整理

图 14：全国黄羽鸡出栏量及同比变化



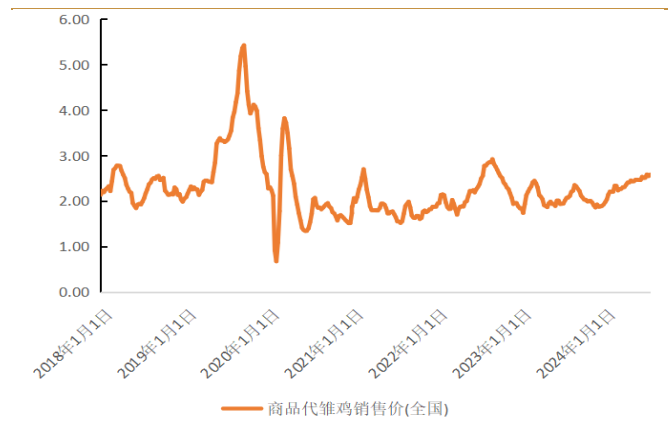
数据来源：畜牧业协会，西南证券整理

图 15：商品代雏鸡销量



数据来源：畜牧业协会，西南证券整理

图 16：商品代雏鸡销售价格（元/只）



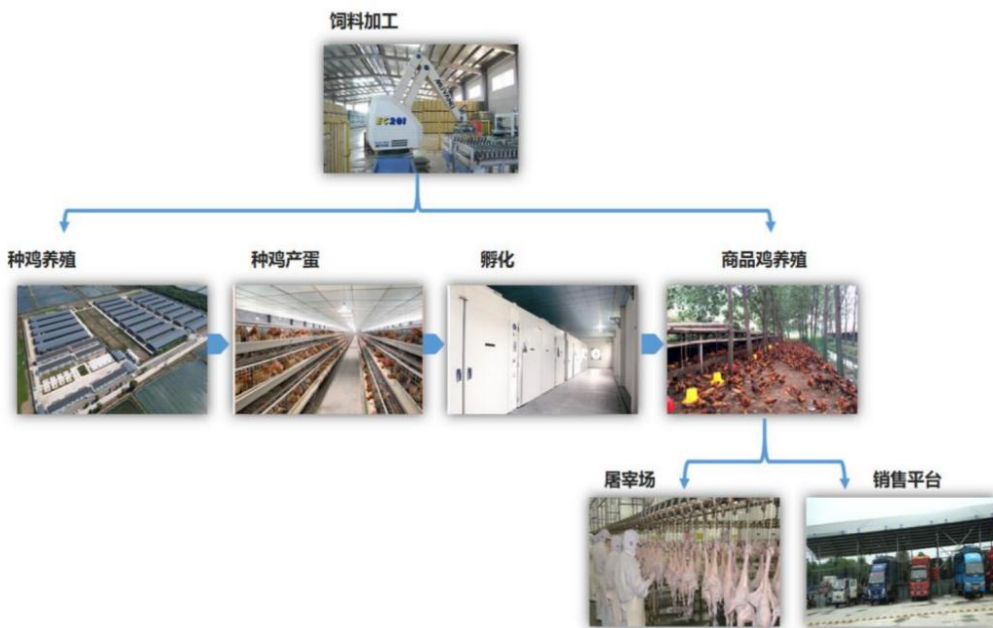
数据来源：畜牧业协会，西南证券整理

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。

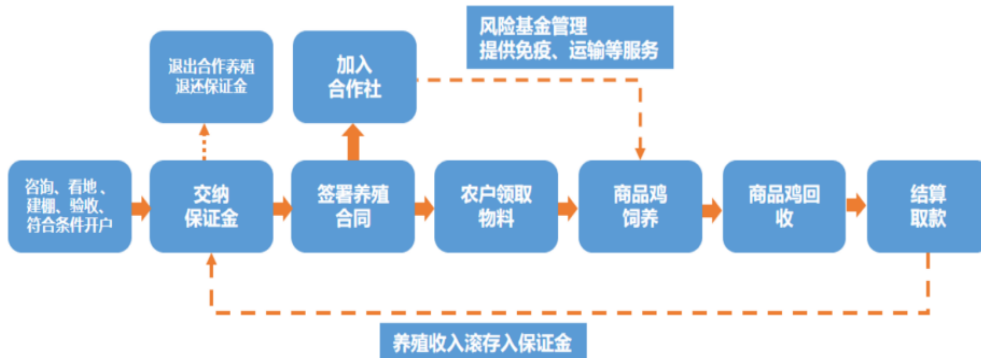
图 17：立华股份黄羽肉鸡产业链示意图



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。公司在黄羽肉鸡养殖业务上所采用的“公司+合作社+农户”的合作养殖模式相对于传统的“公司+农户”模式，公司与农户的合作关系更加紧密，同时凸显合作社在合作养殖中的纽带作用，对公司与农户之间风险共担、利益共享起到平衡作用。

图 18：立华股份“公司+合作社+农户”合作养殖模式



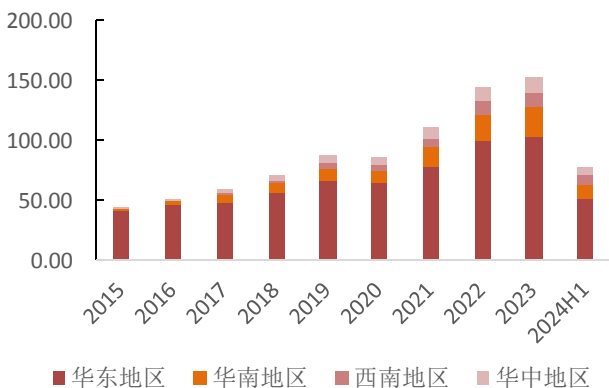
数据来源：公司公告，西南证券整理

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。

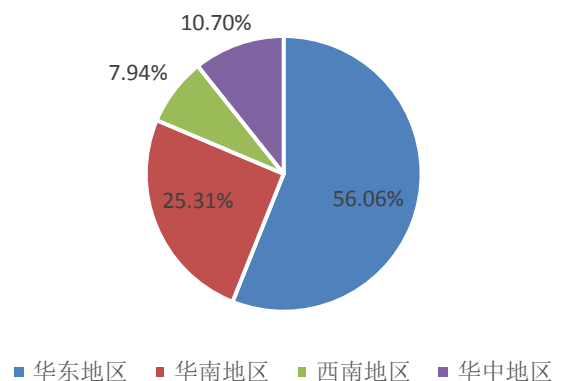
公司目前主要增长的区域是华南和西南。截至 2024 年 6 月，公司华东地区营收占比 69.12%、华南占 14.77%、华中占 8.46%、西南占 7.64%。公司子公司分布于 13 个省及直辖市，公司合作农户数量 7283 户，其中黄羽肉鸡业务合作农户数为 6909 户，生猪养殖业务合作农户数为 282 户，肉鹅养殖业务合作农户数为 92 户。各区域合作农户户数占比分别为：华东区域 56.06%，华南区域 25.31%，华中区域 10.70%，西南区域 7.94%。2024 上半年，公司黄羽肉鸡、生猪以及肉鹅合作农户结算总收入 7.66 亿元，同比增长 7.02%。

图 19：公司区域收入分布（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

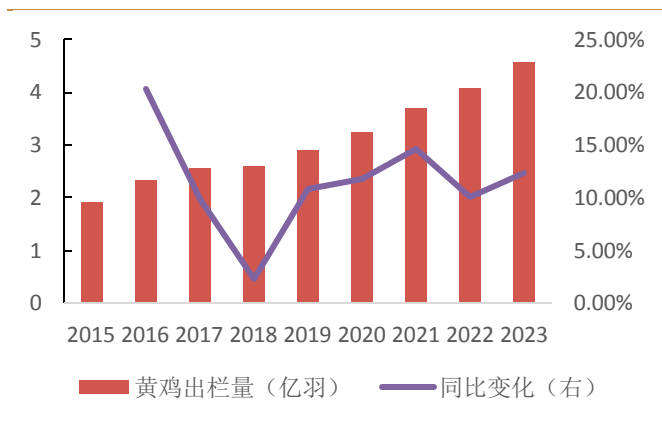
图 20：各区域合作农户数占比分布



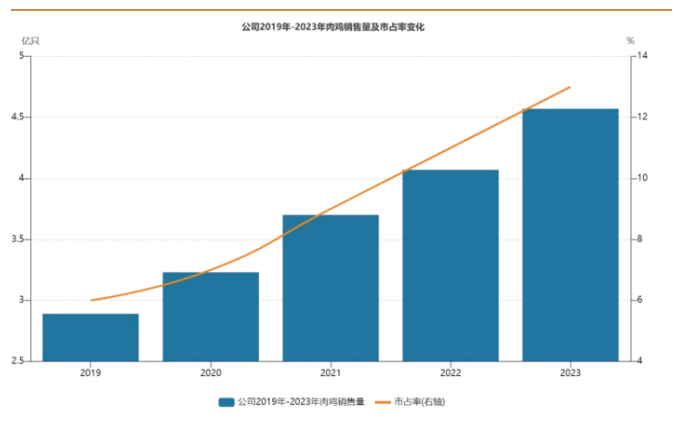
数据来源：公司公告，西南证券整理

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 2023 年末，公司黄羽鸡出栏量 4.57 亿只，同比增长 10%。2016 年至 2023 年，公司黄羽鸡出栏量 CAGR 约 11%。2024 年半年度公司销售肉鸡 2.35 亿只，同比增长 10.69%。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。根据中国畜牧业协会禽业分会的统计，2023 年全国黄羽鸡的出栏量 35.95 亿只，同期公司销售肉鸡（含毛鸡、屠宰品及熟制品）4.57 亿只，约占同期全国黄羽鸡出栏总数的 12.71%，公司销售量及市场占比位居逐年提升。

图 21：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

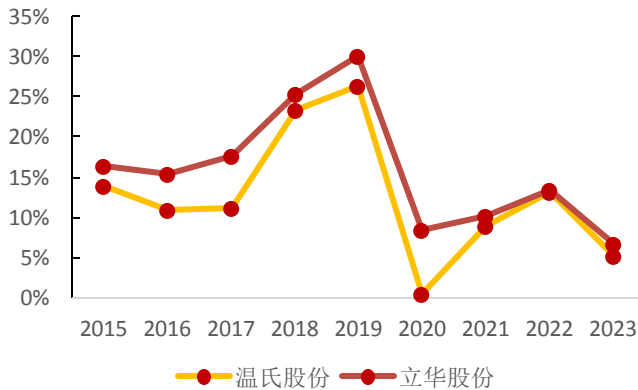
图 22：公司黄羽鸡市场份额


数据来源：公司公告，西南证券整理

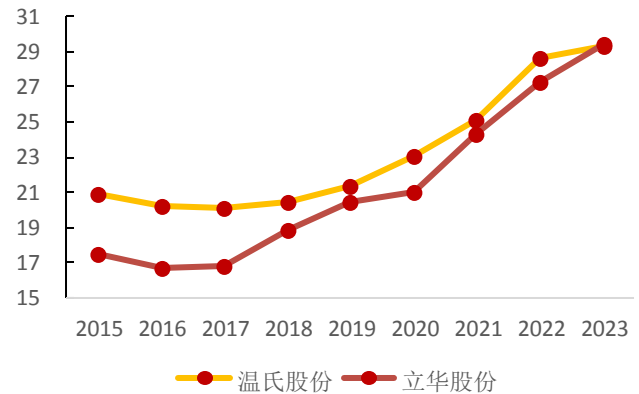
3.3 规模效应显著，黄羽鸡养殖成本优势突出

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。公司上半年斤鸡完全成本为 6.1 元，较去年同期下降 13.48%；其中二季度斤鸡完全成本为 5.9 元。随着饲料原料价格维持低位，公司的成本下降，预计 2024 年商品鸡养殖成绩继续保持较高水平。

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有一定优势。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 23: 同行业公司肉鸡养殖毛利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 24: 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

公司持续推进黄羽肉鸡冰鲜、冰冻加工品转型升级。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。2024 年半年度肉鸡屠宰量 2481.89 万只, 同比增长 234.32%。2024 上半年, 潍坊、合肥屠宰加工项目顺利建成并投入运营, 目前已建成屠宰项目 8 家, 未来随着公司肉鸡屠宰产能的逐步释放, 屠宰产品的比例将呈逐年较快增长的态势, 更好服务于长三角、珠三角、京津冀等核心区域市场, 撬动优质冰鲜鸡消费的潜在市场。

表 1: 公司定增屠宰产能

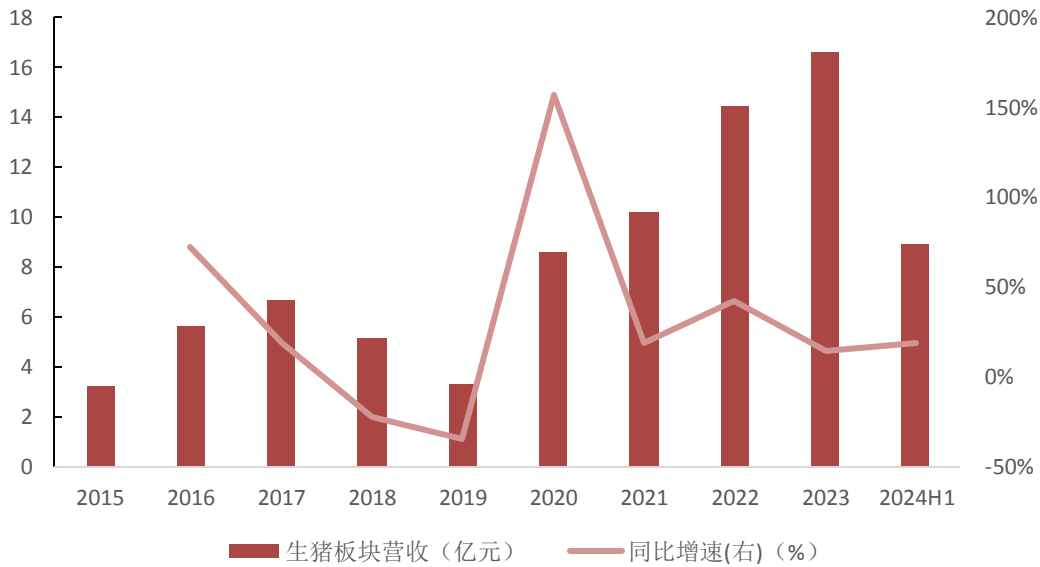
项目	总投资额 (亿元)	预计屠宰产能 (万羽)
扬州阳雪肉鸡屠宰项目	1.25	3000
潍坊阳雪肉鸡屠宰项目	0.85	2000
泰安阳雪肉鸡屠宰项目	0.92	2000
湘潭立华肉鸡屠宰项目	0.51	1100

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.5 生猪产能利用提高, 厚积薄发降本增效

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, 2023 年公司销售商品猪 85.51 万头, 2024 年上半年, 公司销售肉猪 43.49 万头, 同比增长 18.83%。截至六月末, 公司已建成商品肉猪产能约 180 万头; 能繁母猪存栏 8 万头, 下半年将继续有所增长; 预计下半年肉猪出栏超 80 万头, 全年出栏有望超 120 万头。

随着产能利用率的提升, 生产效率的进一步提高。2024 年上半年受去年年底区域性疫情影响, 一季度的生产成本在 17.6 元/公斤左右; 二季度回归正常状态, 完全成本 14.8 元/公斤, 已进入行业优秀水平。随着下半年出栏量的提升, 养殖成本在折旧摊销和期间费用下降方面仍有约 0.6 元/公斤的空间。此外, 公司养猪产能布局靠近传统生猪高价位消费市场, 在售价上有一定的优势。

图 25：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 2024-2026 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 2024-2026 年公司平均鸡板块销售均价增速为 10%/0%/0%。公司养殖保持较高水平，预计 2024-2026 黄鸡板块对应毛利率水平分别为 14%/14%/13%；

2) 考虑到公司产能情况，我们预计公司 2024-2026 年出栏生猪数量增速为 41%/67%/20%。产能去化到位，行业产能收负债率影响难以快速回盛，猪价高景气度可持续。预计 2024-2026 年公司生猪销售均价增速为 10%/0%/0%。随着价格的提升与产能利用率的提高，预计 2024-2026 公司生猪板块对应毛利率水平分别为 6%/8%/8%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务营收拆分表

业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入 (百万元)	15,354.10	19,147.65	22,567.07	25,301.89
	yoy	6.38%	24.71%	17.86%	12.12%
	成本 (百万元)	14611.00	16676.32	19669.40	22270.32
	毛利率	4.84%	12.91%	12.84%	11.98%
鸡板块	收入 (百万元)	13,454.02	16,279.36	17,907.29	19,698.02
	yoy	4.99%	21.00%	10.00%	10.00%
	成本 (百万元)	12,549.88	14000	15400	17137
	毛利率	6.72%	14.00%	14.00%	13.00%
猪板块	收入 (百万元)	1,658.37	2,570.47	4,292.68	5,151.21
	yoy	14.58%	55.00%	67%	20%
	成本 (百万元)	1,822.70	2416	3949	4739
	毛利率	-9.91%	6.00%	8.00%	8.00%
鹅板块	收入 (百万元)	155.32	194.15	242.68	303.35
	yoy	27.41%	25.00%	25.00%	25.00%
	成本 (百万元)	129.07	161.34	201.67	252.09
	毛利率	16.90%	16.90%	16.90%	16.90%
其它	收入 (百万元)	86.40	103.68	124.42	149.30
	yoy	74.69%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本 (百万元)	109.35	98.50	118.19	141.83
	毛利率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

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龙头公司: 温氏股份、牧原股份, 二者 2024 年平均 PE 为 16 倍。给予公司 2024 年 16 倍 PE, 维持“买入”评级, 目标价 27.04 元。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300498.SZ	温氏股份	19.82	-0.96	1.14	1.97	1.83	-20.65	17.39	10.06	10.83
002714.SZ	牧原股份	43.37	-0.78	3.04	4.35	3.65	-55.60	14.27	9.97	11.88
平均值							-38.12	15.83	10.02	11.36
300761.SZ	立华股份	22.16	-0.53	1.69	1.98	1.97	-41.93	13.08	11.18	11.26

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,354	19,148	22,567	25,302	净利润	-439	1,403	1,643	1,632
营业成本	14,611	16,676	19,669	22,270	折旧与摊销	792	706	779	876
营业税金及附加	20	22	26	30	财务费用	96	0	0	0
销售费用	195	236	276	314	资产减值损失	132	-20	-32	-28
管理费用	678	828	963	1,097	经营营运资本变动	848	-186	-80	100
财务费用	92	14	13	0	其他	22	-63	-65	-0
资产减值损失	-127	20	32	28	经营活动现金流净额	1,450	1,841	2,245	2,579
投资收益	1	17	15	0	资本支出	-2,282	-1,361	-1,292	-1,315
公允价值变动损益	59	50	50	0	其他	633	45	23	8
其他经营损益	42	47	55	0	投资活动现金流净额	-1,649	-1,316	-1,270	-1,307
营业利润	-402	1,408	1,651	1,636	短期借款	750	646	522	639
其他非经营损益	-37	0	0	0	长期借款	-150	0	0	0
利润总额	-439	1,408	1,651	1,636	股权融资	6	44	0	0
所得税	0	5	8	5	支付股利	-455	-248	0	0
净利润	-439	1,403	1,643	1,632	其他	-137	-8	0	0
少数股东损益	-1	1	2	3	筹资活动现金流净额	13	433	522	639
归属母公司股东净利润	-437	1,402	1,641	1,628	现金流量净额	-185	958	1,497	1,911
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	366	1,325	2,822	4,733	成长能力				
应收和预付款项	93	264	267	266	销售收入增长率	6.28%	24.71%	17.86%	12.12%
存货	2,462	3,131	3,725	4,051	营业利润增长率	-143.95%	450.11%	17.22%	-0.89%
其他流动资产	34	34	34	34	净利润增长率	-149.10%	420.50%	17.02%	-0.74%
长期股权投资	56	49	41	33	EBITDA 增长率	-72.54%	350.85%	14.77%	2.84%
投资性房地产	9	8	8	7	获利能力				
固定资产和在建工程	7,297	7,957	8,502	8,964	毛利率	4.84%	12.91%	12.84%	11.98%
无形资产和开发支出	310	319	325	332	三费率	6.29%	5.63%	5.54%	5.58%
其他非流动资产	101	81	81	81	净利率	-2.86%	7.33%	7.28%	6.45%
资产总计	13,665	16,110	18,789	21,535	ROE	-5.69%	15.76%	15.57%	13.39%
短期借款	2,038	2,684	3,206	3,845	ROA	-3.20%	8.70%	8.73%	7.56%
应付和预收款项	993	1,342	1,527	1,678	ROIC	-3.01%	11.39%	11.34%	9.67%
长期借款	181	181	181	181	EBITDA/销售收入	3.07%	11.11%	10.82%	9.93%
其他负债	2,666	2,904	3,234	3,558	营运能力				
负债合计	5,878	7,111	8,147	9,261	总资产周转率	1.12	1.29	1.29	1.25
股本	828	828	828	828	固定资产周转率	2.45	2.63	2.76	2.83
资本公积	2,422	2,466	2,466	2,466	应收账款周转率	650.35	870.40	748.85	739.92
留存收益	4,399	5,553	7,194	8,822	存货周转率	5.75	5.96	5.74	5.73
归属母公司股东权益	7,685	8,896	10,536	12,165	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	102	103	106	109	资本结构				
股东权益合计	7,787	8,999	10,642	12,273	资产负债率	43.02%	44.14%	43.36%	43.01%
负债和股东权益合计	13,665	16,110	18,789	21,535	带息债务/总负债	48.49%	48.35%	48.60%	49.65%
					流动比率	0.77	0.91	1.08	1.20
					速动比率	0.26	0.37	0.53	0.69
					股利支付率	0.00%	17.71%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.53	1.69	1.98	1.97
					每股净资产	9.29	10.75	12.73	14.70
					每股经营现金	1.75	2.22	2.71	3.12
					每股股利	0.00	0.30	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	472	2,128	2,442	2,512					
PE	—	13	11	11					
PB	2	2	2	2					
PS	1	1	1	1					
EV/EBITDA	42	10	8	7					
股息率	0.00%	1.35%	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
公司评级	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
行业评级	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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	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	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
