

# 立华股份 (300761.SZ)

## 成本领先的黄羽鸡与生猪养殖优质标的

优于大市

### 核心观点

**立华股份是国内黄羽鸡与生猪养殖优质标的。**公司主要业务为黄羽肉鸡养殖、屠宰和销售，另外还从事肉猪及肉鹅的养殖销售。公司黄羽肉鸡板块近年产能扩张与冰鲜转型并进，在立足华东、积极向华南等重要消费区域扩张养殖产能的同时，加速布局屠宰加工产能，目前已形成集种禽繁育、饲料加工、商品鸡养殖与屠宰加工为一体的完整产业链。2023年，公司肉鸡出栏规模已达4.57亿只（近5年CAGR为12%），市占率接近13%，仅次于温氏股份，是国内最大的黄羽肉鸡养殖销售企业之一。另外公司生猪养殖产能近年正快速释放，2024年出栏预计将突破100万头。

**看好养殖景气延续，拥抱管理优秀的龙头企业。**目前畜禽养殖端补栏积极性偏低，生猪及黄羽肉鸡产能维持低波动，下游餐饮需求明年则有望随宏观景气修复，我们认为2025年生猪及黄羽肉鸡行业有望维持较好盈利。选股方面，参考美国经验，龙头集中与规模成长贯穿养殖产业发展进程，管理优秀的头部企业市占率持续提升，有望穿越周期进一步成长为产业链巨头，因此长期建议关注高ROE的养殖价值股。

**公司黄鸡业务成本领先，扩张与转型并进。**（1）**异地扩张提供出栏增量：**公司黄羽鸡出栏量近年逆势维持10%左右增速，市占率不断提升，目前正在加大对南方消费市场开发，产能及出栏有望继续释放。（2）**成本领先助力穿越周期：**依靠育种积累、创新合作，公司成本壁垒稳固，毛利率及单羽成本表现领先同行，是公司穿越周期、持续扩张的基石。（3）**冰鲜转型增厚单羽盈利：**为顺应黄羽肉鸡冰鲜化销售趋势，公司近年正加快下游屠宰加工产能布局，积极拓展生鲜销售渠道。未来依托自有优质品系，有望提升生鲜产品附加值及品牌溢价，增厚单羽盈利表现。

**公司生猪业务出栏逐步释放，成本明显改善。**目前公司肉猪养殖产能已达180万头，能繁母猪存栏已达8万头，2024年出栏有望达120万头。同时在养殖管理优化、饲料成本下降、产能持续释放三重合力推动下，公司完全成本已降至15元/kg以下，未来有望充分受益生猪景气上行21。

**盈利预测与估值：**我们维持盈利预测，预计公司2024-2026年收入为167.1/190.0/197.8亿元，归母净利润为14.0/17.6/10.8亿元，EPS为1.69/2.13/1.31元。通过多角度估值，预计公司合理估值24.1-27.0元/股，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**发生畜禽类疫病风险，原料价格波动风险，食品安全风险。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,447	15,354	16,705	18,998	19,784
(+/-%)	29.8%	6.3%	8.8%	13.7%	4.1%
净利润(百万元)	891	-437	1397	1763	1080
(+/-%)	-325.2%	-149.1%	419.3%	26.2%	-38.7%
每股收益(元)	1.94	-0.53	1.69	2.13	1.31
EBIT Margin	8.5%	-1.5%	9.4%	9.0%	5.9%
净资产收益率 (ROE)	10.6%	-5.7%	16.1%	17.7%	10.1%
市盈率 (PE)	10.8	-39.5	12.4	9.8	16.0
EV/EBITDA	8.2	51.5	10.0	9.0	10.7
市净率 (PB)	1.14	2.25	2.00	1.73	1.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016  
lujiarui@guosen.com.cn  
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308  
liruinan@guosen.com.cn  
S0980523030001

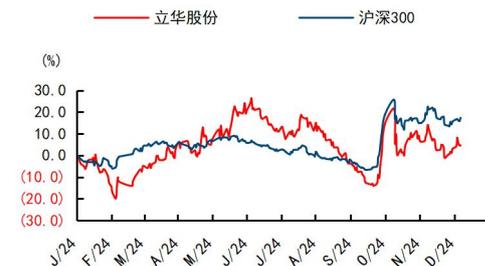
证券分析师：江海航

010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn  
S0980524070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	24.10 - 27.00元
收盘价	21.02元
总市值/流通市值	17397/12715百万元
52周最高价/最低价	26.80/15.80元
近3个月日均成交额	200.57百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《立华股份(300761.SZ)-2024 三季度点评：景气回暖，成本改善，Q3 归母净利润同比+91%》——2024-10-23
- 《立华股份(300761.SZ)-2024 中报点评：出栏稳增、成本下降，Q2 归母净利润同比+346%》——2024-08-01
- 《立华股份(300761.SZ)-黄鸡销量维持增长，生猪 Q2 扭亏为盈》——2024-07-24
- 《立华股份(300761.SZ)-2023 年报及 2024 一季报点评：出栏稳步扩张，成本维持改善》——2024-04-24
- 《立华股份(300761.SZ)-2023 年三季度点评：Q3 黄鸡景气回升，归母净利润回升明显》——2023-10-29

## 内容目录

<b>公司简介：国内黄羽鸡与生猪养殖优质标的</b>	<b>5</b>
聚焦黄鸡扩张转型，积极布局生猪产业	6
股权结构集中，重视员工激励	7
主业规模稳步扩张，盈利随行业景气波动	8
<b>行业分析：养殖景气有望延续，拥抱管理优秀的龙头企业</b>	<b>13</b>
供需矛盾不大，产能预计维持低波动	13
行业仍处成本竞争阶段，龙头市占率有望持续提升	18
<b>公司黄鸡业务看点：养殖成本领先，扩张与转型并进</b>	<b>20</b>
异地扩张提供出栏增量	20
成本领先助力穿越周期	21
冰鲜转型增厚单羽盈利	23
<b>公司生猪业务看点：出栏逐步释放，成本明显改善</b>	<b>26</b>
立足华东扩张产能，肉猪出栏逐步释放	26
养殖管理不断优化，斤猪成本逐步回落	27
<b>盈利预测</b>	<b>28</b>
假设前提	28
未来3年业绩预测	29
盈利预测的敏感性分析	29
绝对估值：24.1-26.2元	30
相对估值：25.3-27.0元	31
投资建议	32
<b>风险提示</b>	<b>33</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>34</b>

## 图表目录

图 1: 公司黄羽肉鸡养殖、屠宰和销售, 另外还从事商品肉猪及肉鹅的养殖销售 .....	5
图 2: 公司黄鸡板块已形成集种禽繁育、饲料加工、商品鸡养殖与屠宰加工为一体的完整产业链 .....	5
图 3: 公司聚焦黄鸡扩张转型, 积极布局生猪产业 .....	6
图 4: 公司养殖产能主要分布于华东, 近年正积极向南扩张 .....	6
图 5: 公司各地区营业收入占比情况 .....	6
图 6: 公司实控人程立力、沈静直接及间接控制公司股份比例为 65.46% (截至 2024.9.30) .....	7
图 7: 2013-2023 年公司营收复合增速为 17.56% .....	9
图 8: 公司归母净利润随鸡价周期波动明显 .....	9
图 9: 公司肉鸡、肉猪销售均价波动明显 .....	9
图 10: 2023 年公司黄羽肉鸡收入占比接近 90% .....	10
图 11: 2023 年公司黄羽肉鸡贡献主要毛利 .....	10
图 12: 公司黄羽肉鸡收入 2013-2023 年复合增速为 18% .....	10
图 13: 公司黄羽肉鸡出栏量 2018-2023 年复合增速为 12% .....	10
图 14: 公司生猪出栏近年扩张明显 .....	11
图 15: 公司生猪收入 2013-2023 年复合增速为 42% .....	11
图 16: 近年黄鸡行情低迷, 公司利润率承压 .....	11
图 17: 公司三费支出水平较为平稳 .....	11
图 18: 立华股份毛利率低于湘佳股份 .....	11
图 19: 立华股份净利率整体略高于湘佳股份 .....	11
图 20: 立华股份销售费用率明显低于湘佳股份 .....	12
图 21: 立华股份管理费用率略高于湘佳股份 .....	12
图 22: 本轮猪周期自 2024 年 3 月起反转上行 .....	13
图 23: 自繁自养与外购仔猪养殖户盈利自 2024 年 3 月起扭亏 .....	13
图 24: 上市猪企经营性现金流 (亿元) 自 2024Q2 起逐季回暖 .....	13
图 25: 商品猪均价自 2024 年 3 月起维持高景气 (元/公斤) .....	14
图 26: 断奶仔猪价格伴随猪价景气同步修复 (元/头) .....	14
图 27: 2024 年 10 月末能繁母猪存栏比环比增加 0.3% .....	14
图 28: 50kg 二元后备母猪价格窄幅调整, 补栏情绪平淡 (元/头) .....	14
图 29: 2024 年 2 月 29 日, 农业农村部印发《生猪产能调控实施方案 (2024 年修订)》 .....	15
图 30: 上市猪企 2024Q3 末平均资产负债率接近 70%, 产业杠杆处于历史较高水平 .....	15
图 31: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备) .....	16
图 32: 黄羽鸡在我国鸡肉产量中占比 30% 左右 .....	16
图 33: 公司聚焦黄鸡扩张转型, 积极布局生猪产业 .....	16
图 34: 2024 年黄羽肉鸡养殖利润同比有所修复 .....	17
图 35: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备) .....	17
图 36: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备) .....	17
图 37: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整 .....	17

图 38: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况	17
图 39: 上市猪企养殖完全成本对比	18
图 40: 目前国内仍处养殖规模化早期阶段	18
图 41: 我国生猪散养户数量自非瘟暴发后下降较快	18
图 42: 立华股份 2022 年以来的 ROE 明显高于湘佳股份 (%)	19
图 43: 白羽肉鸡行业成本竞争充分, 龙头企业盈利表现领先	19
图 44: 头部黄羽肉鸡企业市占率自 2020 年以来持续提升	19
图 45: 公司黄羽肉鸡养殖流程	20
图 46: 公司近两年出栏增速快于行业及温氏股份	21
图 47: 公司在巩固华东的同时, 积极华南等区域扩张	21
图 48: 公司黄羽肉鸡养殖采用“公司+合作社+农户”创新模式	21
图 49: 公司已自主培育雪山系列等多个种鸡体系, 可适应国内各区域对不同品种优质黄羽肉鸡需求	22
图 50: 2023 年以来, 公司黄鸡养殖完全成本成下降趋势	23
图 51: 立华黄羽鸡业务毛利率高于温氏	23
图 52: 立华黄羽鸡业务相较同行具备成本优势	23
图 53: 湘佳股份冷鲜收入占比较高	25
图 54: 湘佳股份冷鲜业务毛利率明显高于活禽业务	25
图 55: 公司生猪养殖采用“公司+基地+农户”合作养殖模式	26
图 56: 公司能繁母猪存栏目前已达 8 万头	26
图 57: 按照公司规划, 公司 2024 全年有望实现肉猪出栏约 120 万头	26
图 58: 2024Q3 公司生猪养殖完全成本已回落至 14.6 元, 处于行业领先水平	27
图 59: 2022-2024H1, 公司肉猪销售均价较行业均价分别高 1.8/0.1/0.6 元	27
表 1: 公司 2022 年限制性股票激励计划拟首次授予激励对象名单	8
表 2: 公司 2022 年限制性股票激励计划业绩考核目标	8
表 3: 2024 年 4 月, 公司推出 2024 年限制性股票激励计划	8
表 4: 公司 2024 年限制性股票激励计划业绩考核目标	8
表 5: 受 H7N9 流感以及新冠疫情的影响, 各地政府陆续出台限制活禽交易政策	23
表 6: 公司近年通过募投项目拓展屠宰产能, 目前已累计建成屠宰项目 8 家 (截至 2024 年 6 月末)	24
表 7: 立华股份业务拆分	28
表 8: 未来 3 年盈利预测表	29
表 9: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	29
表 10: 公司盈利预测假设条件 (%)	30
表 11: 资本成本假设	30
表 12: 立华股份 FCFF 预测表	30
表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	31
表 14: 立华股份同类公司估值比较	31

## 公司简介：国内黄羽鸡与生猪养殖优质标的

立华股份主要业务为黄羽肉鸡养殖、屠宰和销售，另外还从事商品肉猪及肉鹅的养殖和销售。其中，公司黄羽肉鸡板块近年产能扩张与冰鲜转型并进，在立足华东、积极向华南等重要消费区域扩张养殖产能的同时，加速布局屠宰加工产能，目前已形成集种禽繁育、饲料加工、商品鸡养殖与屠宰加工为一体的完整产业链。2023年，公司肉鸡出栏规模达4.57亿只（近5年CAGR为12%），市占率接近13%，仅次于温氏股份，已成为国内最大的黄羽肉鸡养殖销售企业之一。

图1：公司黄羽肉鸡养殖、屠宰和销售，另外还从事商品肉猪及肉鹅的养殖销售



养鸡产业

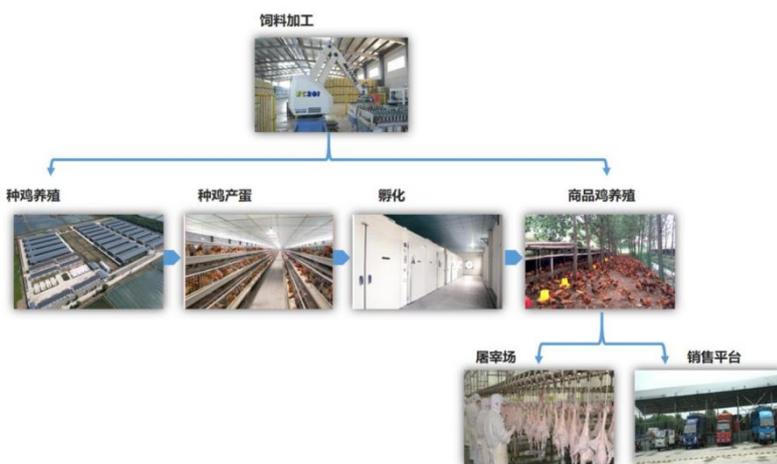
养猪产业

养鹅产业

食品加工

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：公司黄鸡板块已形成集种禽繁育、饲料加工、商品鸡养殖与屠宰加工为一体的完整产业链

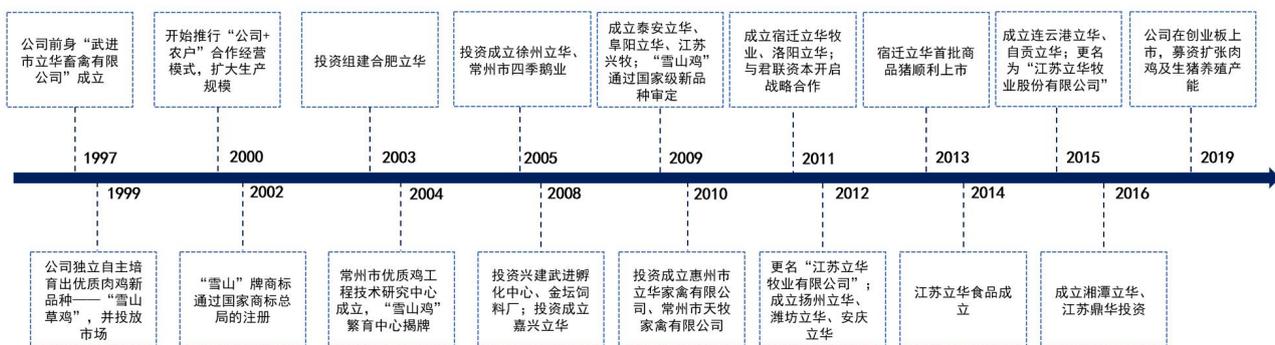


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 聚焦黄鸡扩张转型，积极布局生猪产业

公司成立于1997年6月，以黄羽鸡养殖业务起家，自主培育的当代草鸡优良品种“雪山鸡”于1999年投放市场，是畜牧业优良推广品种。2005年9月公司开展少量肉鹅养殖业务，依托“公司+合作社+农户”的合作养殖模式，稳步推进鹅板块发展。2011年，公司与君联资本合作，引进外资3000万美元，开创发展新纪元；同年，新增养猪产业板块，并于2013年1月实现首批商品猪的顺利上市，生猪业务成为公司新的利润增长点。另外，公司近年正加快冰鲜鸡屠宰加工布局，截至2024年6月末累计建成屠宰项目已达8家，未来将有效提升公司黄羽鸡生鲜产品附加值及品牌溢价，力求熨平鸡周期变化带来的行业波动影响，进而打造新盈利增长点。

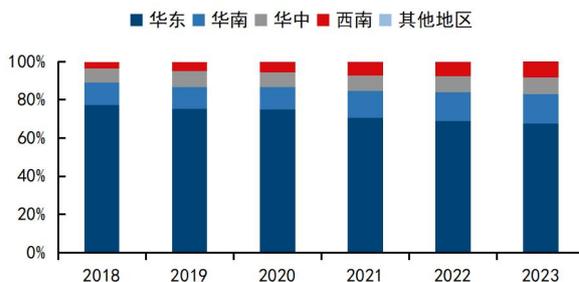
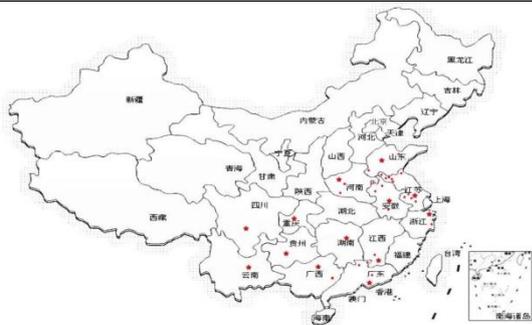
图3：公司聚焦黄鸡扩张转型，积极布局生猪产业



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

从地区分布来看，公司此前产能及营收主要集中在华东地区，近几年随着公司产能布局逐步向各个地区辐射，华东地区营收占比逐渐降低。公司黄羽鸡业务板块在继续稳定华东市场占有率的同时，加大对西南、华南以及华中等主要消费市场的开发力度，产能持续释放，致力于成为全国布局的黄羽鸡养殖标杆企业。公司生猪养殖产能分布于江苏、安徽以及山东等传统生猪高价位消费市场，目前正在不断储备和扩大养猪产能，截至2024年6月末已建成生猪产能约180万头，肉猪2024年出栏规模预计将突破100万头。

图4：公司养殖产能主要分布于华东，近年正积极向南扩张 图5：公司各地区营业收入占比情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

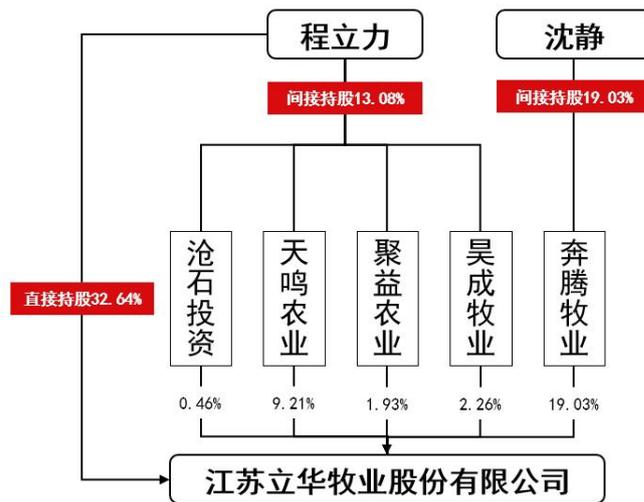
## 股权结构集中，重视员工激励

### ◆ 实控人产业经验丰富，持股比例较高

立华股份创始人程立力先生为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。程立力深耕黄鸡养殖产业，自本公司前身设立起便开始从事黄羽鸡养殖业务，并带领团队探索实施了“公司+合作社+农户”的紧密型合作养殖模式。截至 2024 年 9 月 30 日，公司控股股东和实际控制人为程立力先生及其妻子沈静女士，其中程立力先生直接持有公司 32.64% 股权并通过天鸣农业、聚益农业、昊成牧业、沧石投资间接控制公司 13.08% 股权；沈静女士通过奔腾牧业间接控制公司 19.03% 股权，最终二人直接及间接控制公司股份比例为 65.46%。

2022 年 8 月，公司完成“2021 年度创业板向特定对象发行股票发行”，最终实际募资净额为 12.60 亿元，其中约 3.5 亿元投入肉鸡屠宰项目建设，约 5.7 亿元投入养鸡类项目建设，约 1.8 亿元投入立华股份总部基地项目，剩余约 1.7 亿元用于补充流动资金。公司控股股东、实际控制人程立力认购本次发行全部股票，充分彰显其对公司未来发展信心。

图6：公司实控人程立力、沈静直接及间接控制公司股份比例为 65.46%（截至 2024.9.30）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理[注：沧石投资、天鸣农业、聚益农业、昊成牧业、奔腾牧业全称分别为深圳市沧石投资合伙企业（有限合伙）、常州市天鸣农业技术服务中心（有限合伙）、常州市聚益农业技术服务中心（有限合伙）、常州市昊成牧业技术服务中心（有限合伙）、常州市奔腾牧业技术服务中心（有限合伙）的简称]

### ◆ 公司重视人才激励，积极开展股权激励

公司重视人才激励，上市以来已实施两次股权激励计划。2022 年 7 月，公司发布 2022 年限制性股票激励计划的终版草案，拟通过定增方式向激励对象（公司高管、技术/管理人员合计 505 人）授予限制性股票 1200 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 2.97%。2024 年 4 月，公司发布 2024 年限制性股票激励计划，拟通过定增方式向激励对象（公司高管、技术/管理人员合计 575 人）授予限制性股票 1945.60 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 2.35%。上述两次激励方案中，公司均以收入增速、净利润总额作为首次及预留授予的股权归属考核目标，预计将有效带动员工工作积极性，进而有利于公司经营规模及质量的持续提升。

**表1：公司2022年限制性股票激励计划拟首次授予激励对象名单**

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告时股本总额的比例
1	魏凤鸣	董事、副总裁	10	0.83%	0.02%
2	虞坚	董事、董事会秘书	10	0.83%	0.02%
3	张康宁	副总裁	10	0.83%	0.02%
4	劳全林	副总裁	10	0.83%	0.02%
<b>中层管理人员及核心技术（业务）人员（501人）</b>			995.80	82.98%	2.47%
<b>预留部分</b>			164.2	13.68%	0.41%
<b>合计</b>			1200	100.00%	2.97%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表2：公司2022年限制性股票激励计划业绩考核目标**

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：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表3：2024年4月，公司推出2024年限制性股票激励计划**

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告时股本总额的比例
1	虞坚	董事、董事会秘书	15	0.77%	0.02%
2	王海峰	董事	15	0.77%	0.02%
<b>中层管理人员及核心技术（业务）人员（573人）</b>			1,526.50	78.46%	1.84%
<b>预留部分</b>			389.1	20.00%	0.47%
<b>合计</b>			1,945.60	100.00%	2.35%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表4：公司2024年限制性股票激励计划业绩考核目标**

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2024-2026年净利润累计值不低于35亿元；2、以2023年营业收入为基数，公司2024-2026年营业收入累计值的平均值增长率不低于20%。
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2024-2027年净利润累计值不低于50亿元；2、以2023年营业收入为基数，公司2024-2027年营业收入累计值的平均值增长率不低于25%。

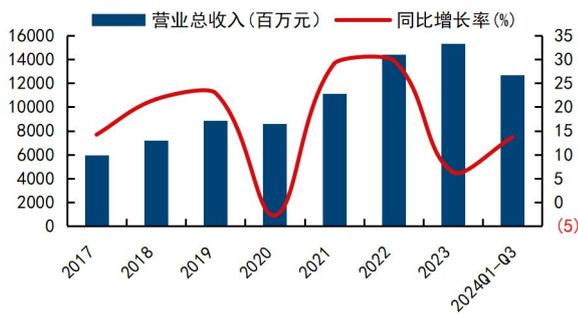
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 主业规模稳步扩张，盈利随行业景气波动

### ◆ 收入利润：销量稳步扩张，盈利随鸡价周期波动

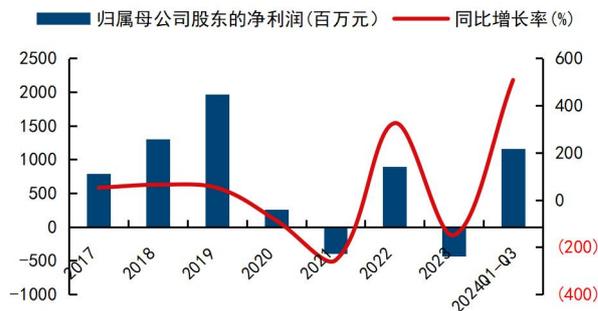
公司猪鸡出栏规模稳步扩张，进而带动收入保持增长趋势，2013-2023年收入复合增速17.56%，至2023年达到153.54亿元。然而，公司盈利受价格景气波动影响明显，其中2017-2019年以及2022年受肉鸡、肉猪价格上涨影响，公司归母净利润表现较好，但2020-2021年以及2023年受肉鸡、肉猪行情低迷影响，公司归母净利润承压明显。2024前三季度受饲料成本下降，生猪价格回暖影响，公司盈利表现同比改善明显，归母净利润同比+507.71%至11.61亿元。

图7：2013-2023 年公司营收复合增速为 17.56%



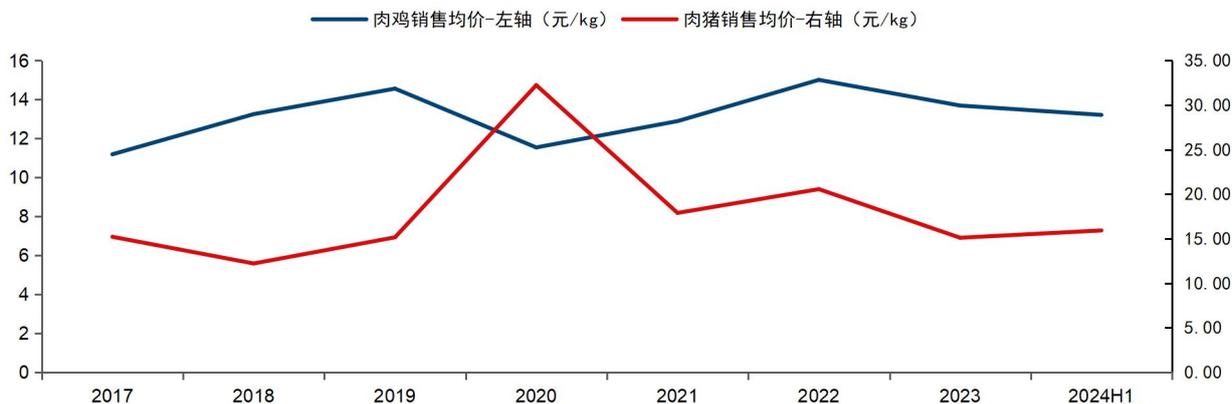
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司归母净利润随鸡价周期波动明显



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司肉鸡、肉猪销售均价波动明显

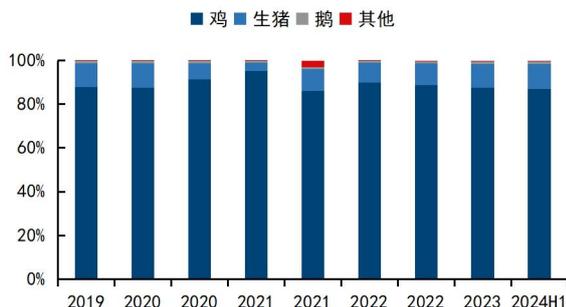


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 分业务情况：鸡肉业务盈利波动明显，肉制品业务占比不断提升

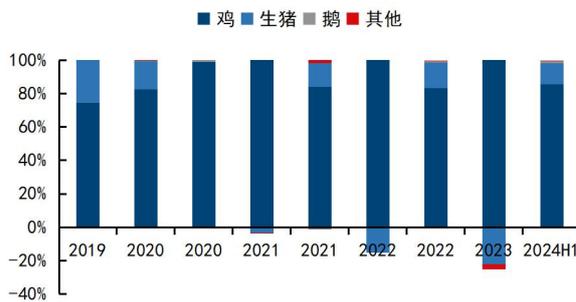
2013年1月实现首批商品猪的顺利上市后，公司确立了以黄羽肉鸡为主，肉猪、肉鹅为辅的业务版图。2023年公司鸡收入占比88%（其中黄羽鸡占98%），生猪收入占比11%，2024H1收入基本维持该比例；2023年公司鸡毛利占比122%，生猪毛利占比-22%，2024H1受猪价回暖影响，生猪毛利占比升至13%，鸡毛利占比降至86%。

图10: 2023 年公司黄羽肉鸡收入占比接近 90%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 2023 年公司黄羽肉鸡贡献主要毛利



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**(1) 黄羽肉鸡业务: 销售规模稳步扩张, 盈利周期性波动较大。**公司持续开展区域扩张, 黄羽肉鸡出栏规模维持扩张, 至 2023 年已达 4.57 亿羽, 2018-2023 年复合增速为 12%, 2024H1 公司黄羽肉鸡出栏延续增长, 同比+11%至 2.35 亿羽。受出栏规模扩张带动, 公司肉鸡收入维持增长趋势, 其中 2023 年已达 134.54 亿元, 2013-2023 年复合增速为 18%; 2024H1 为 67.94 亿元, 同比+10%。盈利方面, 公司肉鸡毛利率随下游价格景气波动, 2020-2023 年受价格低迷影响, 平均毛利率仅有 10%, 较高点回落明显, 2024H1 受饲料成本下降、养殖效率提升影响, 毛利率回升至 13.86%, 下半年受旺季消费提升, 盈利有望继续保持较好水平。

图12: 公司黄羽肉鸡收入 2013-2023 年复合增速为 18%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司黄羽肉鸡出栏量 2018-2023 年复合增速为 12%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**(2) 生猪业务: 出栏快速扩张, 盈利边际改善。**2019-2020 年受非洲猪瘟影响, 出栏下滑明显, 此后随生产恢复、产能扩张, 出栏快速增长, 2023 年已达 85.51 万头, 2020-2023 年复合增速高达 67%, 2024H1 公司生猪出栏延续增长, 同比+19%至 43.49 万头。受出栏扩张带动, 公司生猪业务收入 2023 年 16.59 亿元, 2013-2023 年复合增速为 42%; 2024H1 为 8.95 亿元, 同比+19%。盈利方面, 2019 年公司生猪业务毛利率受非洲猪瘟导致的死淘影响而承压明显, 此后毛利率主要随猪价景气波动, 2023 年受猪价低迷影响, 公司生猪毛利率承压回落至-9.91%, 2024H1 受生猪景气回暖带动回升至 15.55%。考虑到国内猪价 Q3 延续上行趋势且 Q4 有望再创新高, 后续公司生猪业务盈利有望持续改善。

图14: 公司生猪出栏近年扩张明显



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司生猪收入 2013-2023 年复合增速为 42%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 公司产品主做活禽，整体毛利率逊于同行但销售费用开支明显更低

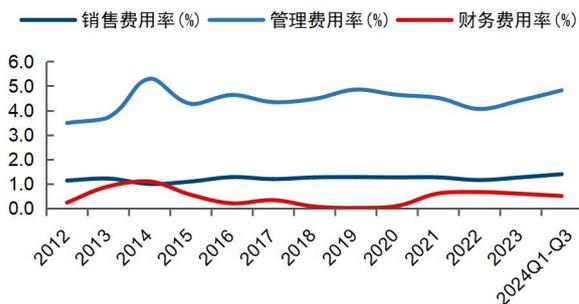
盈利方面，公司利润率及 ROE 表现随周期波动特征明显。公司近年三费支出水平整体保持平稳，但受行情低迷影响，利润率及 ROE 承压明显，其中 2021-2023 年平均毛利率/净利率/ROE 分别为 9.4%/1.82%/1.97%。和 C 端冷鲜产品占比较高的湘佳股份对比，公司毛利率明显更低，但销售费用开支明显更低，所以净利率仍略高于湘佳股份。

图16: 近年黄鸡行情低迷，公司利润率承压



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 公司三费支出水平较为平稳



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图18: 立华股份毛利率低于湘佳股份



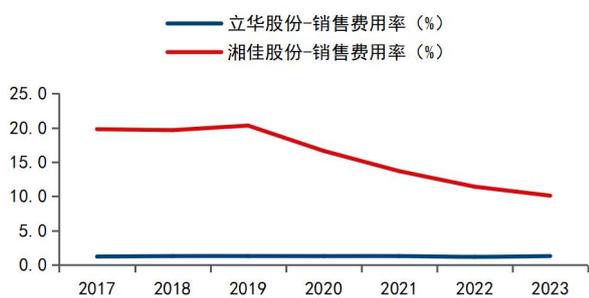
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 立华股份净利率整体略高于湘佳股份



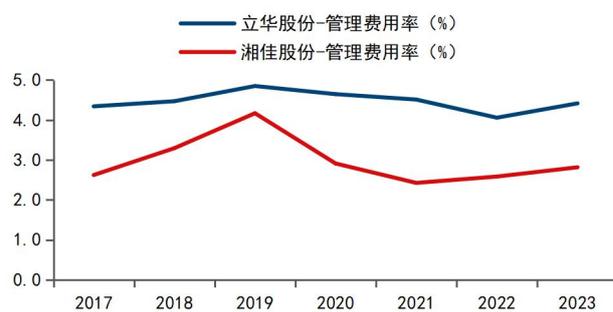
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 立华股份销售费用率明显低于湘佳股份



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 立华股份管理费用率略高于湘佳股份



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 行业分析：养殖景气有望延续，拥抱管理优秀的龙头企业

供需矛盾不大，产能预计维持低波动

◆ 生猪：产业扩张意愿不足，预计 2025 年猪价景气有望维持

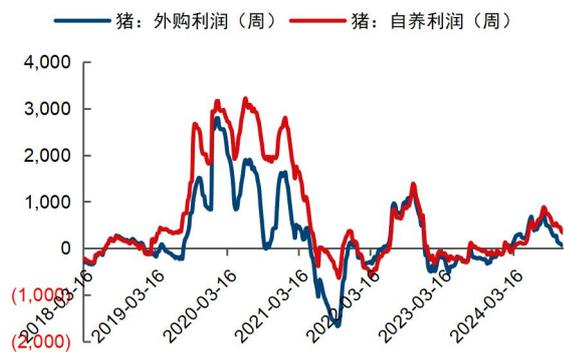
猪周期进入右侧，行业盈利转正。受现金亏损带来的市场化去产能、及冬季非瘟扰动共同驱动，本轮猪价自 2024 年 3 月起开始反转。2024 年 3 月末，猪价 2 月末环比上涨 8.02% 至 15.09 元/公斤，自繁自养户与外购仔猪养殖户开始扭亏，生猪养殖行业结束自 2023 年以来一年多的深度亏损阶段，开始进入周期景气上行阶段，至 2024 年 8 月达到高点 21 元/公斤，后续开始阶段性回落，但行业仍保持较好盈利，2024 年 11 月末，生猪自繁自养户单头盈利达 330 元。

图 22：本轮猪周期自 2024 年 3 月起反转上行



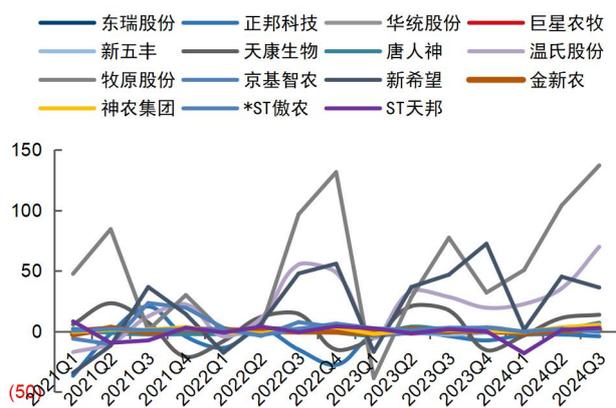
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 23：自繁自养与外购仔猪养殖户盈利自 2024 年 3 月起扭亏



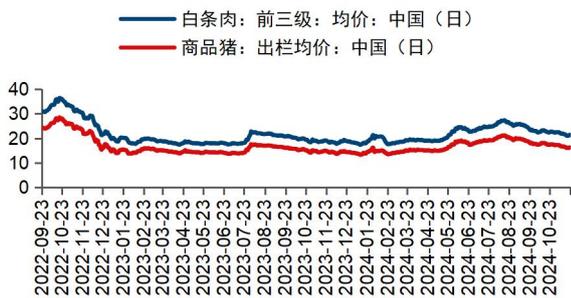
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图 24：上市猪企经营性现金流（亿元）自 2024Q2 起逐季回暖



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25: 商品猪均价自2024年3月起维持高景气(元/公斤)



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图26: 断奶仔猪价格伴随猪价景气同步修复(元/头)



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

**当前能繁母猪产能维持低位, 产业扩张意愿不足。**参考2024年2月29日农业农村部印发的《生猪产能调控实施方案(2024年修订)》的通知,“十四五”后期,以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照,设定能繁母猪存栏量调控目标,即能繁母猪正常保有量稳定在3900万头左右,当能繁母猪月度存栏处于正常保有量的92%-105%区间,为产能正常波动的绿色区域,官方将以市场调节为主,不需要启动调控措施。据农业农村部监测,2024年10月末,全国能繁母猪存栏量4073万头,为3900万头正常保有量的104.4%,仍属于105%以内的产能调控绿色合理区域范围。从产能变化趋势来看,2024年10月末能繁存栏较9月末环比增长0.3%,较本轮周期2024年4月末低点累计增长2.2%,行业自盈利以来,产能补充速度较慢。

图27: 2024年10月末能繁母猪存栏比环比增加0.3%



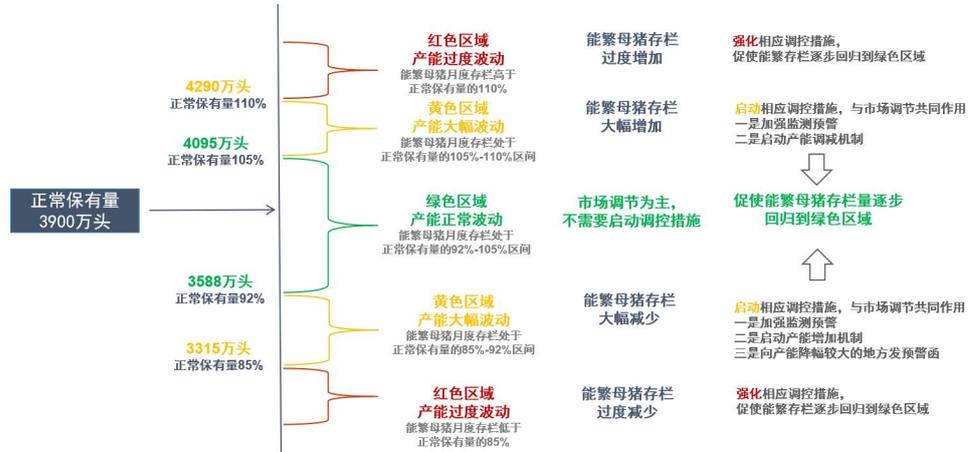
资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图28: 50kg二元后备母猪价格窄幅调整,补栏情绪平淡(元/头)



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

图29: 2024年2月29日, 农业农村部印发《生猪产能调控实施方案(2024年修订)》

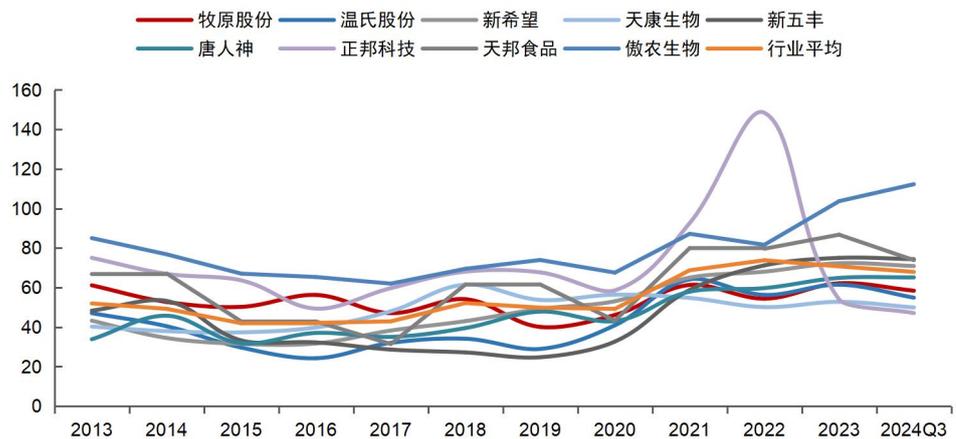


资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

**国内养殖资产负债率仍处于历史高位, 产业扩表能力有限。**2018年国内首次发生非洲猪瘟后, 行业产能大幅去化, 因此国内生猪行业在2019-2020年经历周期高盈利阶段, 头部企业周期顶部快速扩张, 将盈利转为固定资本开支, 而2021-2023年生猪价格进入下行周期, 养殖产业经营活动现金流失血, 主要靠筹资性现金流支撑, 上市公司通过定增、可转债等方式融资来补充现金流, 由此导致行业整体资产负债率中枢上移。

**综合来看, 我们预计生猪产能明年会继续维持低波动, 2025年猪价景气有望维持。**

图30: 上市猪企2024Q3末平均资产负债率接近70%, 产业杠杆处于历史较高水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ **黄羽鸡: 上游补栏谨慎, 产能维持低位**

**黄羽肉鸡作为本土肉鸡品类, 是国内肉鸡市场重要构成。**我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817肉杂鸡和淘汰蛋鸡。白羽肉鸡属于快大型肉鸡, 与黄羽肉鸡相比, 其特点是生长速度快、料肉比较低、产肉量多, 适合工业规模化生产,

但是口感欠佳。黄羽肉鸡是我国自主培育的肉鸡品种，具有品种多、生长周期长、抗病能力强等特点，其肉质口感鲜美，更符合我国传统的烹调习惯。

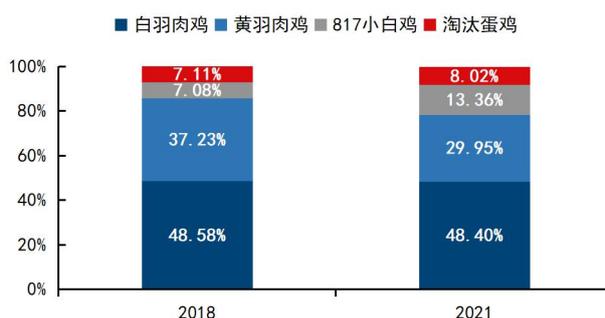
黄羽肉鸡按照生长速度可分为快速、中速、慢速三种类型，其中快速型（65天以内出栏）、中速型（65-95天以内出栏）、慢速型（95天以上出栏）占比分别约为30%/45%/25%。其中，中速型是冰鲜产品的最佳原料，慢速型养殖成本更高，口感更佳，主要供应中高档餐厅、酒店及家庭消费，部分用于加工领域，立华的雪山鸡属于典型的慢速型黄羽鸡品种。我们预计，未来随着冰鲜市场渗透率提高以及国民消费升级，中速型和慢速型黄羽肉鸡占比会进一步上升。

图31: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

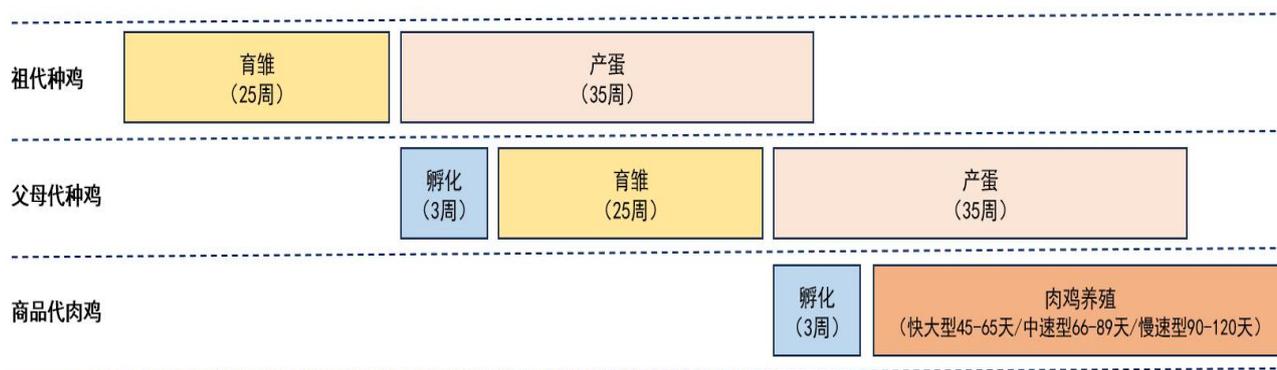
图32: 黄羽鸡在我国鸡肉产量中占比 30%左右



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

从养殖周期来看，黄羽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，而商品代肉鸡中的快速型饲养周期约为45-65天、中速型饲养周期约为66-89天、慢速型饲养周期为90-120天。由此可知，祖代引种操作会对约60-70周后的商品代肉鸡出栏造成影响，父母代引种会对约30-45周后的商品代肉鸡出栏造成影响。

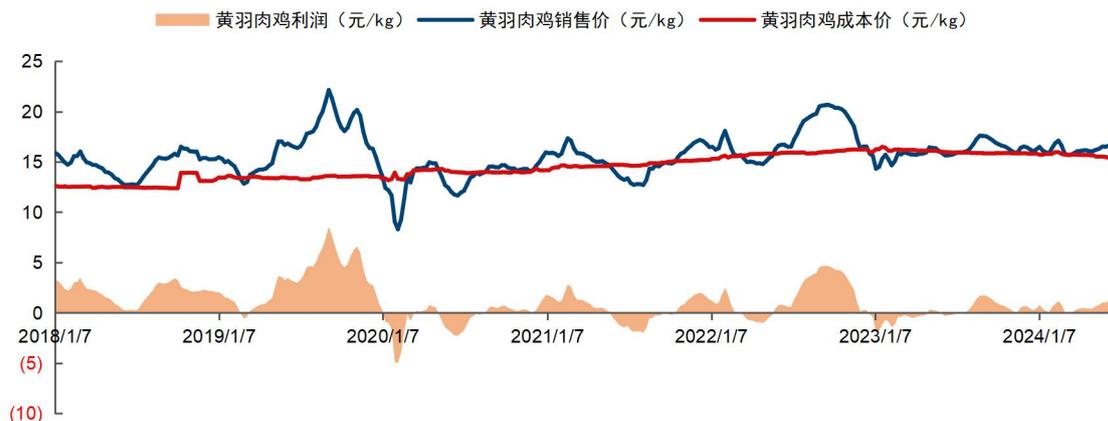
图33: 公司聚焦黄鸡扩张转型，积极布局生猪产业



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

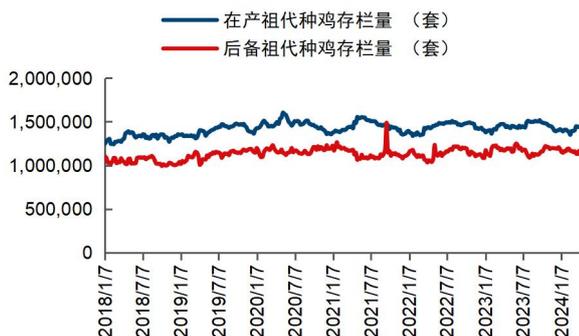
**上游补栏谨慎，黄羽肉鸡供给当前处于底部。**短期来看，供给维持偏紧。2024年10月末在产种鸡存栏环比-0.8%，同比+1.3%，10月鸡苗供应量环比减1.2%，同比减2.2%；需求随天气转冷预计进入旺季，价格有望迎来回暖。中期来看，黄鸡上游补栏谨慎，供给维持底部，后续需求有望受益生猪与宏观景气。

图34：2024年黄羽肉鸡养殖利润同比有所修复



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图35：黄羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图36：黄羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图37：黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图38：黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况



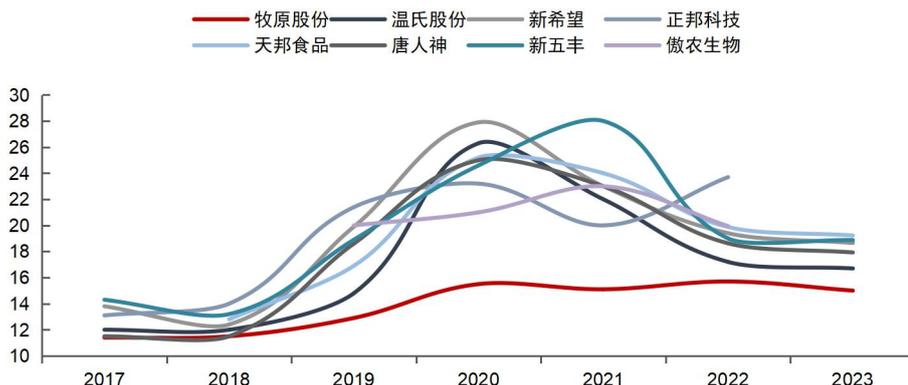
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

## 行业仍处成本竞争阶段，龙头市占率有望持续提升

### ◆ 生猪：养殖企业经营管理禀赋仍存差距，头部企业成长空间充裕

国内生猪养殖产业仍处成本与效率竞争阶段，猪企经营与管理禀赋仍有差距。通过对比不同企业间的完全成本表现可以发现，养殖周期的巨幅波动成为了对企业经营能力考验的放大镜，具备竞争优势的优质企业凭借更强的超额盈利能力与杠杆控制能力，平稳穿越周期波动。

图 39：上市猪企养殖完全成本对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**国内养殖规模化进程稳步推进，与美国对比仍然处于规模化早期向加速期过渡的阶段。**2018 年国内首次发现非洲猪瘟疫情后，国内养殖行业也发生了较大的边际变化，行业规模化程度大幅度提升，国内生猪散养户的数量加速下降，这也是本轮猪周期跟以往周期出现的较大不同。从农业农村部的统计数据来看，散养户产能占比由 2017 年的 53% 下降到 2020 年的 43%。据农业农村部预计，2023 年国内生猪养殖规模化率超过 68%，相较 2022 年提升约 3%。我们与美国的养殖结构演变历程对比来看，2020 年国内规模场出栏量占比约为 57%，仅相当于美国 1986 年的水平；2020 年国内养殖场头均出栏头数 25 头/户，仅相当于美国 1978 年的水平。考虑到美国在养殖规模化加速期，花了长达 15 年左右才基本完成养殖规模化，规模场出栏占比从 57% 提升至 90% 以上，未来我国养殖规模集中度提升的空间及时间依然充裕。按照 2023 年生猪养殖出栏统计来看，国内养猪产能 CR10 合计占比仅 23%，其中，优秀企业表现出明显的成长性，当前我国生猪竞争格局依然较为分散，未来头部的规模企业仍有较为充裕的市占率成长空间。

图 40：目前国内仍处养殖规模化早期阶段

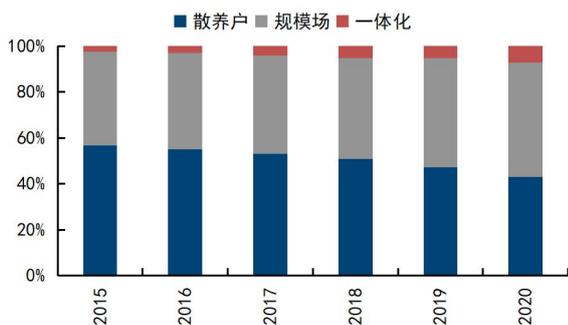
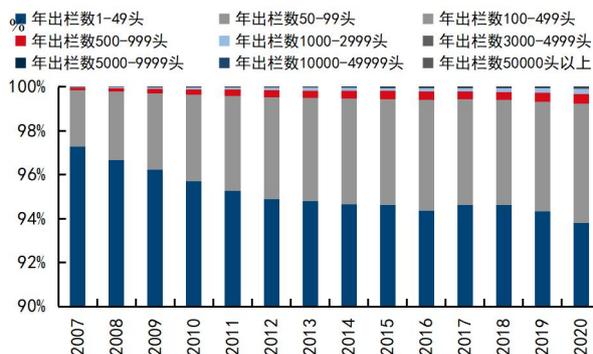


图 41：我国生猪散养户数量自非瘟暴发后下降较快



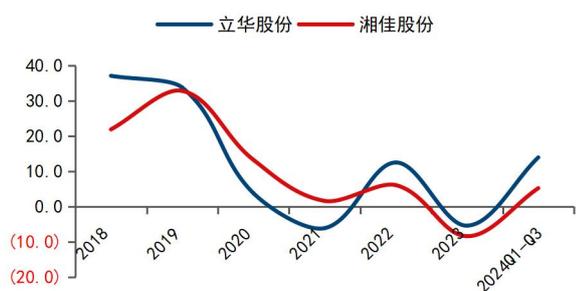
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预估

◆ **黄鸡：目前行业仍处成本竞争阶段，龙头市占率正加速提升**

参考白羽肉鸡行业经验，当成本竞争相对充分后，上游种苗和下游食品掌握行业盈利两端，益生股份与圣农发展盈利能力保持行业领先，2018年至2024Q3的平均ROE水平分别为17.8%、15.3%。而值得注意的是，白羽肉鸡养殖公司的利润率及ROE表现随周期波动特征明显，但圣农发展在本轮行情中利润率及ROE虽有回落但始终维持正值，且明显优于其他上市同行，核心在于其不断推进种苗研发和养殖精进，持续聚焦肉制品业务拓展，实现了单羽成本的高度可控和单羽收入的持续提升。相比于白羽肉鸡行业，目前黄羽鸡行业仍处成本与效率竞争阶段，随着养殖管理持续精进，以立华股份为代表的头部养殖企业的成本优势正逐步凸显。2020年以来，在行业出栏规模萎缩的同时，头部企业却拥有领先于行业的出栏增速以及明显高于同行的ROE表现，其中立华股份2018至2023年的出栏复合增速接近12%，2018年至2024Q3的平均ROE高达12.8%。未来管理优秀的头部企业有望凭借成本优势持续提升市占率，成长为产业链巨头。

图42：立华股份2022年以来的ROE明显高于湘佳股份（%）



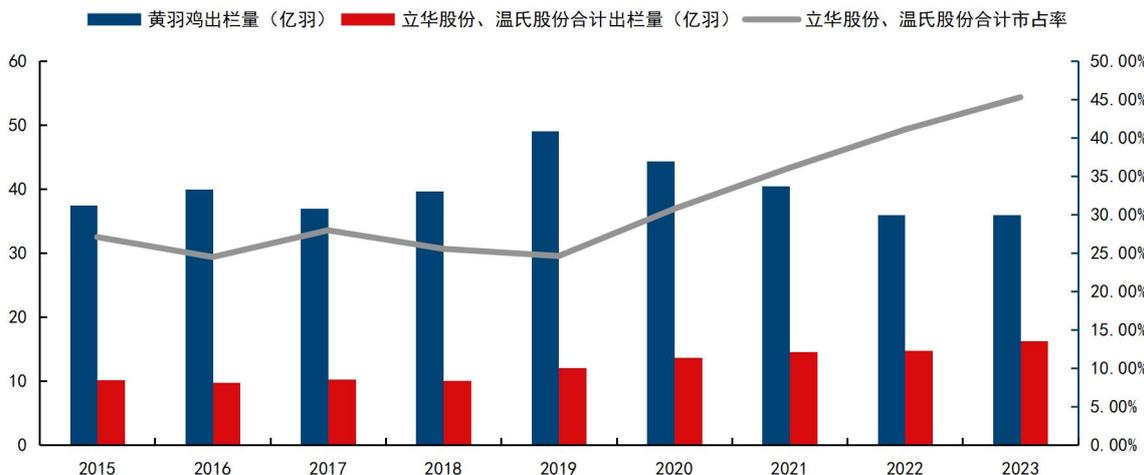
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图43：白羽肉鸡行业成本竞争充分，龙头企业盈利表现领先



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

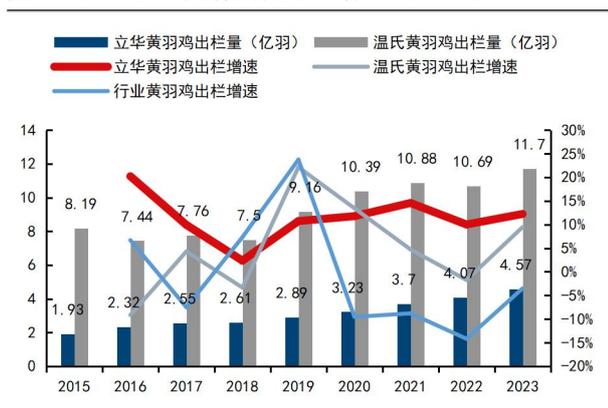
图44：头部黄羽肉鸡企业市占率自2020年以来持续提升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

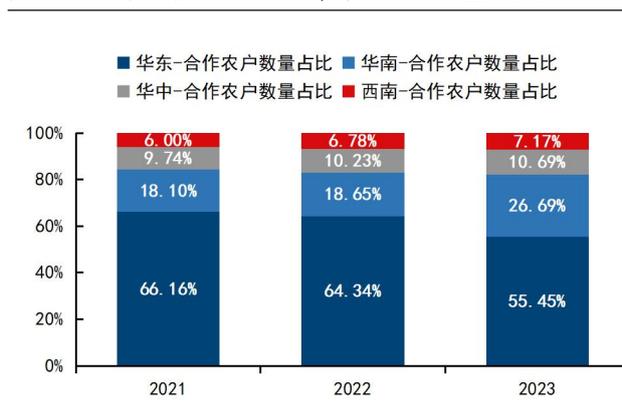


图46：公司近两年出栏增速快于行业及温氏股份



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图47：公司在巩固华东的同时，积极华南等区域扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 成本领先助力穿越周期

### ◆ “创新合作+技术投入” 铸就养殖环节壁垒

模式方面，公司早在成立之初便开始探索“公司+农户”的合作养殖模式，目前黄羽肉鸡养殖业务已在传统的“公司+农户”模式的基础上创新合作养殖模式，建立了“公司+合作社+农户”创新模式。截至2023年末，公司黄羽肉鸡养殖业务合作农户数量已达6750户，户均养殖出栏规模接近6.8万羽。

从具体实施来看，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。与此同时，合作农户接受公司委托养鸡应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，而合作社作为农户自治组织，担任公司与农户沟通交流的纽带与桥梁，在合作养殖过程中主要负责风险管理、免疫及运输等辅助服务工作，对公司与农户之间风险共担、利益共享起到良好的平衡作用。

图48：公司黄羽肉鸡养殖采用“公司+合作社+农户”创新模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**技术方面，公司聚焦育种、防疫两个环节，不懈创新打造技术优势。**（1）**育种技术：**公司针对国内各个区域对不同品种优质黄羽肉鸡的需求，在育种领域持续加大投入。截至目前，公司已自主培育雪山系列、天目系列、“优”系列、花山系列、快大系列和功能系列等多个种鸡体系，共计 20 余个肉鸡品种（配套系），基本可以覆盖我国黄羽肉鸡市场中长期发展的各类需求。2023 年，公司第二育种基地在广西柳州建成并全面投产，该基地占地 120 亩，未来将致力于华南、西南区域特色黄羽肉鸡品种研发培育，进而助力公司异地扩张；第三育种基地于江苏扬州建成并投产，该基地占地 200 亩，将主要布局快速类肉鸡品种研发，为屠宰加工板块储备更多品种，将有效助力公司冰鲜化战略目标。（2）**防疫技术方面：**公司多年来始终坚持以种源疾病净化为核心战略，2023 年鸡白痢作为净化重点，有效支撑了大生产，并为创建白痢净化国家示范场打下基础。未来公司将构建一套全面、高效的重大流行疾病主动监测防控体系，准确把握疫病的流行动态，进而持续提升养殖环节经营表现。

图49：公司已自主培育雪山系列等多个种鸡体系，可适应国内各区域对不同品种优质黄羽肉鸡需求



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 公司黄羽鸡业务相较同行具备养殖成本优势

从趋势来看，受益养殖管理精进和饲料原料价格下降，公司黄鸡养殖完全成本自 2023 年以来维持改善趋势，截至 2024Q3 已降至 6 元/斤以下。与黄羽鸡养殖行业市场占率第一的温氏股份进行对比来看，公司 2015-2023 年黄羽鸡平均毛利率为 15.95%，比温氏股份平均毛利率水平高出 3.35pct，毛利率显著高于温氏，盈利水平表现优异。进一步从养殖成本来看，公司黄羽鸡养殖成本控制优秀，2015-2023 年公司单只黄羽鸡平均养殖成本 20.66 元，比温氏股份低 10%左右。公司依靠养殖成本优势，构筑发展高壁垒，在行业中具有明显的竞争优势。

图50: 2023 年以来, 公司黄鸡养殖完全成本成下降趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图51: 立华黄羽鸡业务毛利率高于温氏



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图52: 立华黄羽鸡业务相较同行具备成本优势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 冰鲜转型增厚单羽盈利

### ◆ 黄羽肉鸡冰鲜化是大趋势

以往我国黄羽鸡主要以活鸡交易为主, 但受 H7N9 流感以及新冠疫情的影响, 各地政府陆续出台限制活禽交易政策, 推行“规模养殖、集中屠宰、冷链配送、冰鲜上市”政策。我们认为, 在政策的支持下, 随着消费者对产品品质要求的提高和冷链物流技术的发展, 未来我国黄羽鸡将更多的以冰鲜和冷冻肉类的形式上市。

表5: 受 H7N9 流感以及新冠疫情的影响, 各地政府陆续出台限制活禽交易政策

地区	事件
上海	2013 年 6 月 16 日, 上海公布并施行《上海市活禽交易管理办法》, 其中规定本市活禽批发市场、活禽零售交易点实行规划定点交易, 以及中心城区不得设立活禽批发市场。
浙江	2014 年 5 月 30 日, 浙江省发布《浙江省活禽交易管理办法》, 11 个地级市主城区将永久关闭活禽交易市场, 供应杀白禽。
贵阳	2017 年 6 月 1 日起施行《贵阳市禽类交易管理办法》, 其中对本市行政区域内的禽类交易、屠宰及禽产品经营等相关活动进行了规范, 划定了贵阳市禁止活禽交易的区域。
扬州	2017 年 11 月 14 日, 扬州市政府常务会议原则通过《市区活禽交易屠宰达标提升实施方案》, 方案明确, 到今年年底, 市区人口密集区域活禽将按照“四隔离、清洁化”标准, 在 8 个市场实行集中定点宰杀, 防控疫病在交易、屠宰加工环节传播。

<b>重庆</b>	重庆市江津区政府 2020 年 1 月 25 日发布《关于在全区范围内暂停活禽交易和宰杀的通告》，要求我区全面禁止农贸市场、超市、活禽专卖店、餐饮店进行野生动物交易、活禽交易及宰杀行为。
<b>太仓</b>	2020 年 4 月 13 日，太仓市发布《太仓市人民政府关于加强和规范活禽交易的通告》，明确活禽交易范围，加强市场外活禽交易经营行为监管和强化疫情防控和禽流感监测等。
<b>深圳</b>	为有效遏制市场内活禽交易的违规行为，进一步加大对活禽交易行为的整治力度，坚决消除活禽相关疫病传播隐患，有效保障人民群众身体健康和生命安全，深圳市市场监管局于 2020 年 12 月 30 日至 2021 年 2 月 10 日期间每周开展一次拂晓突击检查行动。
<b>蚌埠</b>	2021 年 1 月 29 日开始试行《蚌埠市区禽类交易管理办法》，规定本市活禽交易限制区，限制区内禽类交易实行集中屠宰、冷链配送、冰鲜上市。
<b>济南</b>	2021 年 2 月 1 日开始施行《济南市活禽交易管理办法》，规定在本市绕城高速公路环线以内的区域禁止从事活禽交易行为，农业农村部门应当对活禽交易场所是否符合动物防疫条件进行监督检查。
<b>福州</b>	2021 年 2 月 8 日，福州市政府出台《福州市活禽定点屠宰管理实施方案》，将逐步关闭全市活禽交易，到 2025 年底前，全市活禽规模化集中屠宰加工比例将达到 85% 以上。

资料来源：上海市人民政府网、浙江省人民政府网、贵阳市人民政府网、扬州市人民政府网、重庆市人民政府网、太仓市人民政府网、深圳市市场监督管理局网站、蚌埠市人民政府网、济南市人民政府网、福州市人民政府网、国信证券经济研究所整理

### ◆ 公司正积极拓展屠宰产能和生鲜渠道

为了抓住冰鲜鸡的市场机遇，公司加快下游黄羽鸡屠宰加工产能布局，积极拓展生鲜销售渠道。（1）在屠宰加工产能布局方面：公司从 2020 年起积极开拓政企合作项目，由于禽肉产业链项目能有效带动当地农业产业升级，促进生产增效及农民增收，公司禽肉食品项目发展获得多地政府的青睐与支持。公司已分别于 2020 年 6 月与安顺市人民政府签约“年养殖加工 6 万吨禽肉及冷链物流项目”，于 2020 年 11 月与安丘市人民政府签约“2000 万羽肉鸡冰鲜冷链和深加工项目”，于 2020 年 11 月与自贡市大安区政府签约“3 万吨冷鲜禽肉加工及配套冷链物流项目”等等。2024 上半年，公司潍坊、合肥屠宰加工项目顺利建成并投入运营，累计建成屠宰项目已达 8 家，上半年肉鸡屠宰量已达 2481.89 万只，同比增速高达 234.32%，冰鲜、冰冻加工品转型升级正不断提速。（2）在生鲜销售渠道布局方面：公司冰鲜销售团队通过与商超、新零售及电商等平台建立合作，持续开拓线上线下生鲜销售渠道。未来，公司将持续依托自有“花山鸡”、“雪山鸡”、“苏禽黄”等国家级黄羽肉鸡品种配套系，提升公司黄羽肉鸡生鲜产品附加值及品牌溢价。

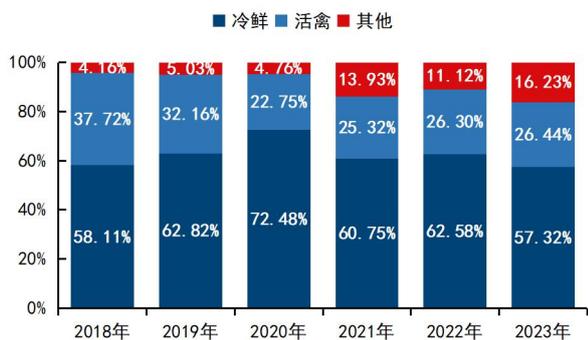
进一步参考同行湘佳股份经验，其冰鲜业务毛利率明显高于自身活禽业务毛利率，未来立华股份随冰鲜业务产能释放，收入占比不断提升，有望持续提升公司黄羽鸡业务整体盈利能力。

表 6：公司近年通过募投项目拓展屠宰产能，目前已累计建成屠宰项目 8 家（截至 2024 年 6 月末）

募投项目名称	拟投资总额（万元）	累计投入金额（万元）	截至期末投资进度(3)=(2)/(1)	达到预定可使用状态日期
扬州阳雪肉鸡屠宰项目	12,504.60	10,927.59	87.39%	2023 年 12 月 31 日
潍坊阳雪肉鸡屠宰项目	8,463.69	6,483.61	76.60%	2024 年 03 月 31 日
泰安阳雪肉鸡屠宰项目	9,189.48	7,333.02	79.80%	2023 年 12 月 31 日
湘潭立华肉鸡屠宰项目	5,142.64	4,180.40	81.29%	2022 年 05 月 31 日

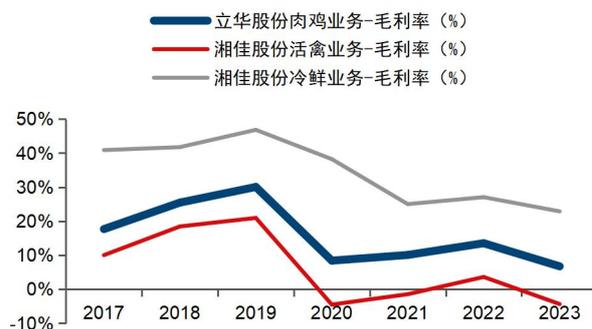
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图53: 湘佳股份冷鲜收入占比较高



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图54: 湘佳股份冷鲜业务毛利率明显高于活禽业务



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 公司生猪业务看点：出栏逐步释放，成本明显改善

### 立足华东扩张产能，肉猪出栏逐步释放

#### ◆ 涉足生猪养殖十余年，肉猪产能目前已达 180 万头

2011 年，公司开始发展生猪养殖业务，2013 年 1 月实现首批商品猪上市，至今已从事生猪养殖业务十余年。（1）**模式方面**：公司采用采取“公司+基地+农户”的合作养殖模式，即将农户集中在公司建设的大型养殖基地，公司对农户进行集中管理。（2）**产能方面**：公司生猪养殖产能最初主要分布于江苏（宿迁、连云港等地）以及安徽（合肥等地）；2020 年公司与单县人民政府签订投资协议，投资建设年出栏 50 万头优质商品猪及屠宰加工项目，实现向山东省的扩张。**截至 2024 年 6 月末，公司已建成商品肉猪产能 180 万头，能繁母猪存栏已达约 8 万头，合作农户数量已达 282 户。**（3）**出栏方面**：在产能扩张推动下，公司肉猪出栏逐渐释放，2023 年已达 85.51 万头，2020-2023 年复合增速高达 67%，2024 前三季度公司肉猪出栏延续增长，同比+35%至 79.16 万头。**按照公司规划，公司 2024 全年有望实现肉猪出栏约 120 万头。**

图55：公司生猪养殖采用“公司+基地+农户”合作养殖模式

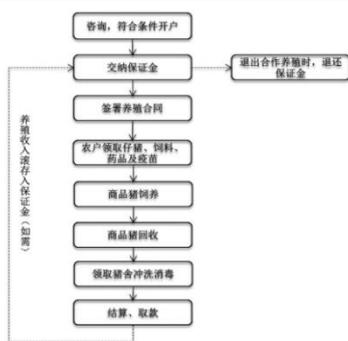


图56：公司能繁母猪存栏目前已达 8 万头



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图57：按照公司规划，公司 2024 全年有望实现肉猪出栏约 120 万头



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 养殖管理不断优化，斤猪成本逐步回落

依靠成本改善和销区优势，公司生猪养殖业务后续有望充分受益行业景气上行。

(1) **成本方面：2024Q3 完全成本已降至 14.6 元/公斤。**公司种猪繁育技术主要以三元杂交及 PIC 配套系为主，母猪生产性能以及肉猪的料肉比、上市率等关键生产指标保持较高水平。2023 年底受冬季区域性疫病影响，2024Q1 生猪完全成本有所回升，但目前影响程度已大大降低。随着养殖管理优化和饲料成本下降，公司 3 月份生猪完全成本已经低于 16 元，Q3 生猪完全成本则已经回落至 14.6 元/公斤，处于行业较为优秀水平。同时据公司介绍，随着下半年出栏量的提升，生猪养殖成本在折旧摊销和期间费用下降方面仍有空间。

(2) **售价方面：享有区位优势，肉猪销售具备溢价。**公司养猪产能主要布局在江苏、安徽、山东等传统生猪高价位消费市场，近年随国内养殖产能布局南移及南北价差倒挂，公司肉猪销售溢价开始凸显。从具体数据来看，公司 2022 年、2023 年、2024 上半年的肉猪销售均价较行业外三元猪销售均价分别高 1.8/0.1/0.6 元。

图 58：2024Q3 公司生猪养殖完全成本已回落至 14.6 元，处于行业领先水平



图 59：2022-2024H1，公司肉猪销售均价较行业均价分别高 1.8/0.1/0.6 元



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，钢联数据，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**鸡业务：**销量方面，公司持续开展异地扩张，黄羽肉鸡销量预计维持增长。毛利率方面，2024 年饲料原料成本下降明显，同时受行业供给调减、猪价上行带动，黄羽肉鸡景气有望在 2024-2025 年保持较好水平，因此 2024-2026 年毛利率预计迎来向上修复。综合上述分析，我们预计公司鸡业务 2024-2026 年营业收入分别为 144.0/154.7/159.9 亿元，同比增长 7.0%/7.4%/3.4%；2024-2026 年毛利率预计分别为 16.2%/14.8%/12.0%。

**猪业务：**销量方面，肉猪出栏预计随产能释放而维持增长。价格方面，受前期产能去化影响，生猪行业景气预计 2024-2025 年迎来上行。成本方面，前期疫病影响逐步消化，成本有望随饲料原料价格下行而改善。综合上述分析，我们预计 2024-2026 年公司猪业务营收分别为 20.4/32.4/34.7 亿元，同比增长 23.0%/58.8%/7.0%；2024-2026 年毛利率预计分别为 11.8%/17.2%/12.4%。

**鹅业务：**销量预计维持增长，毛利率预计受益畜禽景气改善。我们预计 2024-2026 年公司鹅业务营收分别为 1.7/1.9/2.1 亿元，同比增长 10.0%/10.0%/10.0%；2024-2026 年毛利率预计分别为 17.0%/18.0%/16.0%。

综上所述，预计未来 3 年公司营业总收入分别为 167.0/190.0/197.8 亿元，分别同比+8.8%/13.7%/4.1%，毛利率分别为 15.6%/15.2%/12.1%，对应毛利分别为 26.1/28.8/23.9 亿元。

表 7：立华股份业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>鸡业务</b>						
收入（亿元）	100.0	128.2	134.5	144.0	154.7	159.9
增速	35%	28.2%	5.0%	7.0%	7.4%	3.4%
毛利（亿元）	10.1	13.5	6.72	16.2	14.8	12.0
毛利率	10.1	17.3	9.0	23.4	22.9	19.2
<b>猪业务</b>						
收入（亿元）	10.2	14.5	16.6	20.4	23.8	24.5
增速	19.0%	41.9%	14.6%	23.0%	16.5%	3.0%
毛利（亿元）	-13.2	22.1	-10.0	11.8	17.2	12.4
毛利率	-1.350	3.2	-1.7	2.4	5.6	4.3
<b>鹅业务</b>						
收入（亿元）	1.0	1.2	1.6	1.7	1.9	2.1
增速	37.0%	21.9%	27.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利（亿元）	7.0	13.9	16.9	17.0	18.0	16.0
毛利率	0.1	0.17	0.26	0.3	0.3	0.3
<b>合计</b>						
营业总收入（亿元）	111.32	144.47	153.53	167.04	189.97	197.83
增速	29%	29.8%	6.3%	8.8%	13.7%	4.1%
毛利（亿元）	8.78	20.69	7.65	26.09	28.82	23.85
毛利率	7.9%	14.3%	5.0%	15.6%	15.2%	12.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

## 未来 3 年业绩预测

表8：未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	15354	16705	18998	19784
营业成本	14611	14096	16117	17399
销售费用	195	206	247	261
管理费用	678	731	810	824
研发费用	80	84	102	103
财务费用	92	102	100	91
营业利润	(402)	1427	1765	1105
利润总额	(439)	1407	1777	1087
归属于母公司净利润	(437)	1397	1763	1080
EPS	-0.53	1.69	2.13	1.31
ROE	-5.69%	16%	18%	10%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 14.0/17.6/10.8 亿元，利润增速为+419.3%/+26.2%/-38.7%，EPS 为 1.69/2.13/1.31 元。

## 盈利预测的敏感性分析

表9：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	14,447	15,354	16,772	19,190	20,024
(+/-%)	29.8%	6.3%	9.2%	14.4%	4.3%
净利润(百万元)	891	-437	2168	2674	2069
(+/-%)	-325.2%	-149.1%	595.7%	23.3%	-22.6%
摊薄 EPS	1.94	-0.53	2.62	3.23	2.50
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	14,447	15,354	16,705	18,998	19,784
(+/-%)	29.8%	6.3%	8.8%	13.7%	4.1%
净利润(百万元)	891	-437	1397	1763	1080
(+/-%)	-325.2%	-149.1%	419.3%	26.2%	-38.7%
摊薄 EPS(元)	1.94	-0.53	1.69	2.13	1.31
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	14,447	15,354	16,637	18,807	19,546
(+/-%)	29.8%	6.3%	8.4%	13.0%	3.9%
净利润(百万元)	891	-437	631	860	88
(+/-%)	-325.2%	-149.1%	244.3%	36.2%	-89.8%
摊薄 EPS	1.94	-0.53	0.76	1.04	0.11
总股本(百万股)	460	828	828	828	828

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 24.1-27.0 元，给予“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：24.1-26.2 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 10：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	29.12%	29.79%	6.28%	8.80%	13.73%	4.14%	8.89%	8.92%
营业成本/营业收入	92.11%	85.60%	95.16%	84.38%	84.83%	87.95%	87.65%	87.35%
管理费用/营业收入	4.45%	4.00%	4.35%	4.30%	4.20%	4.10%	4.00%	3.90%
研发费用/销售收入	0.41%	0.58%	0.52%	0.51%	0.54%	0.52%	0.52%	0.53%
销售费用/销售收入	1.27%	1.16%	1.27%	1.23%	1.30%	1.32%	1.30%	1.28%
营业税及附加/营业收入	0.10%	0.11%	0.13%	0.11%	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
所得税税率	-0.03%	1.13%	-0.02%	0.36%	0.49%	0.28%	0.38%	0.38%
股利分配比率	-28.56%	9.41%	-104.08%	30.00%	25.00%	35.00%	30.00%	35.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表 11：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	0.36%
无风险利率	2.00%	Ka	9.80%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.37
公司股价（元）	21.02	Ke	10.92%
发行在外股数（百万）	828	E/(D+E)	87.41%
股票市值（E，百万元）	17397	D/(D+E)	12.59%
债务总额（D，百万元）	2505	WACC	10.21%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 24.13-26.16 元/股。

表 12：立华股份 FCFF 预测表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	1,568.7	1,700.7	1,173.6	1,370.2	1,590.6
所得税税率	0.36%	0.49%	0.28%	0.38%	0.38%
EBIT*(1-所得税率)	1,563.0	1,692.3	1,170.3	1,365.0	1,584.5
折旧与摊销	782.9	917.4	1,034.0	1,147.0	1,249.4
营运资金的净变动	211.2	4.9	282.3	(208.9)	(50.6)
资本性投资	(2,155.3)	(1,955.3)	(1,755.3)	(1,555.3)	(1,355.3)
FCFF	401.8	659.4	731.4	747.9	1,428.1
PV(FCFF)	364.6	542.9	546.4	507.0	878.3
核心企业价值	23,234.2				
减：净债务	2,455.4				
股票价值	20,778.8				
每股价值	25.11				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.9%	10.1%	10.21%	10.4%	10.5%
永续 增长 率变 化	2.3%	27.29	26.55	25.84	25.16	24.50
	2.2%	26.88	26.16	25.47	24.80	24.16
	<b>2.0%</b>	26.48	25.78	<b>25.11</b>	24.46	23.83
	1.9%	26.10	25.41	24.76	24.13	23.52
	1.7%	25.73	25.06	24.42	23.81	23.21

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析

### 相对估值：25.3-27.0 元

我们预计立华股份 2024-2026 年 EPS 分别为 1.69/2.13/1.31 元，选取公司同行业公司温氏股份进行比较，采用 PE 法估值：

**温氏股份：**公司主要从事生猪、肉鸡养殖销售，其中肉鸡业务同样以黄羽肉鸡作为养殖品种。2023 年，公司肉猪/肉鸡出栏量分别为 2626 万头/11.73 亿羽，肉猪/肉鸡收入分别为 485/467 亿元，于总收入中的占比分别为 54%/41%，与立华股份的业务相似性较高。

温氏股份 2024 年预计每股收益为 1.14 元，对应 PE 为 15x，考虑到立华股份出栏增速更快且成本存在优势，预计其相比温氏股份享有估值溢价。综合考虑，我们预计立华股份 2024 年 PE 水平应为 15-16x，对应公司股票合理估值区间为 25.32-27.00 元。

表 14: 立华股份同类公司估值比较

代码	简称	收盘价 (12月6日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300498.SZ	温氏股份	17.28	1.14	2.38	1.81	15	7	10	生猪养殖销售、黄羽鸡养殖销售等
300761.SZ	立华股份	21.02	1.69	2.13	1.31	12	10	16	白羽肉鸡育种、养殖、屠宰加工等

资料来源：Wind、国信证券经济研究所

## 投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 24.1-27.0 元之间,相对于公司目前股价有约 20-30%溢价空间,维持“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 24.1-27.0 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.0%、风险溢价 6.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

### 盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年畜禽销量及价格、冰鲜业务拓展的假定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司畜禽出栏量及单价表现过于乐观,从而导致盈利偏乐观的风险。
- 2、公司冰鲜产品如果出现销售推广不及预期,利润可能会受费用和折旧摊销拖累,进而可能会整体拖累业绩表现。

### 经营风险

#### ◆ 发生畜禽疫病风险

禽流感、非洲猪瘟等疫病在暴发期间,可能导致公司养殖畜禽大量死亡,进而令公司畜禽销量短期出现大幅下滑。另外禽流感暴发也会对广大民众的消费心理有较大负面影响,导致短期市场肉鸡需求萎缩,从而影响公司的收入和利润。

#### ◆ 饲料原材料价格大幅波动风险

玉米、豆粕等饲料原料是公司肉鸡、肉猪业务成本的核心构成项目,如果受国内外供给紧张和极端天气影响存在价格大幅上涨情况,会冲击当期利润。

#### ◆ 食品安全风险

公司正在拓展冰鲜鸡肉产品,未来如果出现食品安全问题,将对公司信誉和品牌形象造成严重影响,进而使公司销量下降,利润下滑。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	547	366	385	433	521	营业收入	14447	15354	16705	18998	19784
应收款项	171	240	216	256	277	营业成本	12367	14611	14096	16117	17399
存货净额	2621	2462	2617	3017	3119	营业税金及附加	15	20	19	22	24
其他流动资产	1524	817	1506	1576	1492	销售费用	167	195	206	247	261
<b>流动资产合计</b>	<b>4863</b>	<b>3885</b>	<b>4725</b>	<b>5281</b>	<b>5410</b>	管理费用	586	678	731	810	824
固定资产	6496	7301	7704	8730	9373	研发费用	84	80	84	102	103
无形资产及其他	308	310	298	287	275	财务费用	97	92	102	100	91
投资性房地产	1923	2113	2113	2113	2113	投资收益	23	1	30	75	20
长期股权投资	66	56	50	43	36	资产减值及公允价值变动	262	186	(70)	90	2
<b>资产总计</b>	<b>13656</b>	<b>13665</b>	<b>14890</b>	<b>16454</b>	<b>17206</b>	其他收入	(583)	(347)	(84)	(102)	(103)
短期借款及交易性金融负债	1534	2202	2324	2162	1979	营业利润	915	(402)	1427	1765	1105
应付款项	1045	993	1121	1236	1292	营业外净收支	(15)	(37)	(20)	12	(18)
其他流动负债	1619	1856	1817	2069	2211	<b>利润总额</b>	<b>901</b>	<b>(439)</b>	<b>1407</b>	<b>1777</b>	<b>1087</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4198</b>	<b>5051</b>	<b>5262</b>	<b>5467</b>	<b>5482</b>	所得税费用	10	0	5	9	3
长期借款及应付债券	331	181	181	181	181	少数股东损益	(0)	(1)	5	6	4
其他长期负债	613	646	679	711	744	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>891</b>	<b>(437)</b>	<b>1397</b>	<b>1763</b>	<b>1080</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>944</b>	<b>827</b>	<b>860</b>	<b>892</b>	<b>925</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>5141</b>	<b>5878</b>	<b>6122</b>	<b>6360</b>	<b>6407</b>	净利润	891	(437)	1397	1763	1080
少数股东权益	98	102	105	110	112	资产减值准备	(339)	(120)	907	114	92
股东权益	8417	7685	8663	9985	10687	折旧摊销	563	680	783	917	1034
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13656</b>	<b>13665</b>	<b>14890</b>	<b>16454</b>	<b>17206</b>	公允价值变动损失	(262)	(186)	70	(90)	(2)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	97	92	102	100	91
每股收益	1.94	(0.53)	1.69	2.13	1.31	营运资本变动	(1048)	706	211	5	282
每股红利	0.18	0.55	0.51	0.53	0.46	其它	339	117	(903)	(109)	(90)
每股净资产	18.31	9.29	10.47	12.06	12.91	<b>经营活动现金流</b>	<b>143</b>	<b>760</b>	<b>2464</b>	<b>2599</b>	<b>2397</b>
ROIC	12.25%	-3.06%	13.80%	13.58%	8.67%	资本开支	0	(1540)	(2155)	(1955)	(1755)
ROE	10.58%	-5.69%	16%	18%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	14%	5%	16%	15%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>4</b>	<b>(1531)</b>	<b>(2149)</b>	<b>(1949)</b>	<b>(1748)</b>
EBIT Margin	8%	-1%	9%	9%	6%	权益性融资	(0)	6	0	0	0
EBITDA Margin	12%	3%	14%	14%	11%	负债净变化	(278)	(150)	0	0	0
收入增长	30%	6%	9%	14%	4%	支付股利、利息	(84)	(455)	(419)	(441)	(378)
净利润增长率	-325%	-149%	419%	26%	-39%	其它融资现金流	881	1796	123	(163)	(183)
资产负债率	38%	44%	42%	39%	38%	<b>融资活动现金流</b>	<b>157</b>	<b>591</b>	<b>(296)</b>	<b>(603)</b>	<b>(561)</b>
股息率	0.5%	2.6%	2.4%	2.5%	2.2%	<b>现金净变动</b>	<b>304</b>	<b>(181)</b>	<b>19</b>	<b>48</b>	<b>88</b>
P/E	10.8	(39.5)	12.4	9.8	16.0	货币资金的期初余额	243	547	366	385	433
P/B	1.1	2.3	2.0	1.7	1.6	货币资金的期末余额	547	366	385	433	521
EV/EBITDA	8.2	51.5	10.0	9.0	10.7	企业自由现金流	0	(385)	402	659	731
						权益自由现金流	0	1261	423	397	458

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032