

立华股份 (300761.SZ)

生猪头均盈利行业领先，2025Q1 又创佳绩

畜禽景气向好叠加成本大幅改善，共同驱动 2024 年业绩大幅扭亏；25Q1 生猪出栏大幅增长&头均盈利居于行业第一梯队，带动业绩表现再超预期。

□ 畜禽景气向好叠加成本大幅改善，2024 年完满收官。公司 2024 年营收 177 亿元，同比+15%，归属净利润 15.2 亿元，同比扭亏，EPS1.84 元；其中 24Q4 实现营收 50.4 亿元，同比+20%，归属净利润 3.6 亿元，同比扭亏，EPS0.44 元。拟每 10 股派发现金股利 5 元（含税）。Q4 畜禽价格走弱，但公司畜禽养殖成本仍在持续改善，整体盈利表现优异。分业务来看：1）黄羽鸡：公司 2024 年出栏量约 5.16 亿羽，同比+13%，销售均价约 12.94 元/千克，其中 24Q4 出栏黄鸡 1.4 亿羽，测算 Q4 黄鸡销售均价约 12.2 元/千克，羽均盈利约 1~1.7 元左右；禽板块单季度或贡献盈利 2 亿元左右。2）生猪：公司 2024 年销售肉猪 129.8 万头（超额完成年初目标），同比+52%，销售均价 17.3 元/千克；其中 24Q4 出栏量约 50.6 万头，测算 Q4 猪价约 16.8 元/千克，猪板块盈利估算约 1.5 亿元左右。此外，鹅板块也维持着较好的盈利。

□ 生猪板块表现亮眼，25Q1 盈利表现超预期。25Q1 公司实现营收 41 亿元，同比+12%；归属净利润 2.1 亿元，同比+157%，EPS0.25 元。分板块来看：25Q1 出栏黄鸡 1.23 亿羽（yoy+8.7%），测算均价约 11 元/千克；肉猪出栏 48.37 万头（yoy+150%），销售均价 15.3 元/千克，测算头均盈利 270~280 元（居于行业领先水平），猪板块盈利约 1.3~1.4 亿元。报告期内，公司录得投资收益 0.31 亿元，另外资产减值转回增厚业绩约 0.11 亿元。整体看，一季度业绩表现较超预期。

□ 生猪头均盈利或持续领先，看好鸡价回暖后禽板块释放盈利弹性。1）禽：当前父母代种鸡存栏已降至 2018 年以来低位水平，为后续鸡价上行奠定基础。公司黄羽鸡出栏成本已回落至低位并仍在逐月改善，预计旺季鸡价回暖后禽板块有望大幅释放盈利弹性。2）猪：公司完全成本已降至 13 元/千克以下，随着产能利用率提升及养殖水平持续优化，预计其完全成本仍有下降空间；公司养猪产能布局靠近传统生猪高价位消费市场，售价有一定优势；成本领先叠加售价优势，预计 2025 年公司头均盈利或持续领先。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。公司未来将重点拓展华东以外的区域市场，黄羽鸡出栏或将保持 8~10%左右的年均增长速度；生猪产能利用率水平亦将稳步提升，预计 2025 年生猪出栏 180~200 万头左右。随着养殖效率优化及产能利用率提升，公司 2025 年畜禽养殖业务盈利表现值得期待。结合畜禽产能变化及我们对猪鸡价格的判断，预计公司 2025~2027 年归属净利润分别为 19.26/24.59/29.39 亿元，对应 EPS 分别为 2.33/2.97/3.55 元。维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：畜禽价格上涨不达预期；自然灾害风险；饲料原料价格上涨风险；疫病风险；食品安全风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15354	17725	19892	22796	25920
同比增长	6%	15%	12%	15%	14%
营业利润(百万元)	(402)	1558	1964	2496	2978

强烈推荐（维持）

消费品/农林牧渔

目标估值：NA

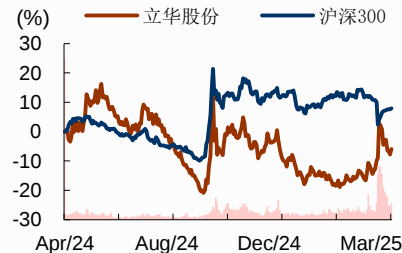
当前股价：20.53 元

基础数据

总股本（百万股）	828
已上市流通股（百万股）	601
总市值（十亿元）	17.0
流通市值（十亿元）	12.3
每股净资产（MRQ）	11.2
ROE（TTM）	17.7
资产负债率	38.1%
主要股东	程立力
主要股东持股比例	32.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-2	1
相对表现	14	2	-6



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《立华股份（300761）—畜禽成本优势领先，2025 年盈利或再超预期》2025-01-20
- 2、《立华股份（300761）—猪鸡成本优势尽显，养殖释放盈利弹性》2024-10-22
- 3、《立华股份（300761）—畜禽成本显著改善，盈利表现超预期》2024-07-23

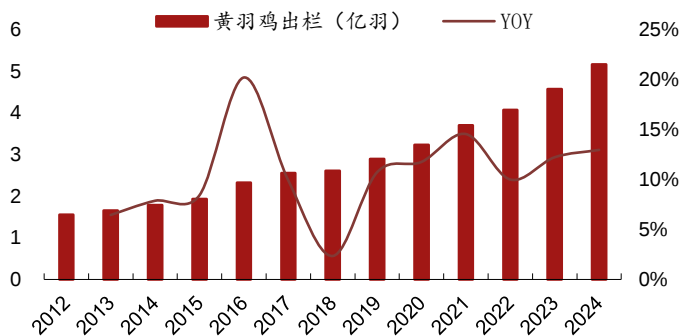
李秋燕 S1090521070001

liqiuyan@cmschina.com.cn

同比增长	-144%	-487%	26%	27%	19%
归母净利润(百万元)	(437)	1521	1926	2459	2939
同比增长	-149%	-448%	27%	28%	20%
每股收益(元)	-0.53	1.84	2.33	2.97	3.55
PE	-38.8	11.2	8.8	6.9	5.8
PB	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2

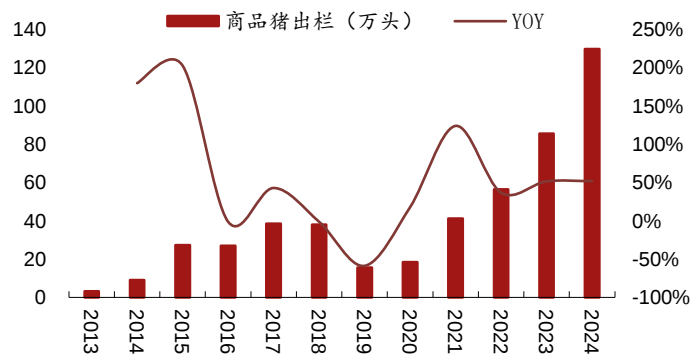
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：2012~2024 年公司黄羽鸡出栏情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：2013~2024 年公司商品猪出栏情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 3：黄羽鸡行业祖代种鸡存栏情况（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会、招商证券

图 4：黄羽鸡行业父母代种鸡存栏情况（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会、招商证券

表 1：公司销售收入结构预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	153.54	177.25	198.92	227.96	259.20
黄羽鸡	134.5	145.3	162.2	182.4	199.8
商品猪	16.58	29.27	33.53	42.19	55.58
其他	2.42	2.66	3.20	3.40	3.80
收入增长率	6%	15%	12%	15%	14%
黄羽鸡	5%	8%	12%	12%	10%
商品猪	15%	77%	15%	26%	32%
其他	31%	10%	20%	6%	12%
出栏量（亿羽/万头）					
黄羽鸡	4.57	5.16	5.68	6.24	6.87
商品猪	85.51	129.80	180	225	293
毛利率	5%	16%	16%	17%	18%
黄羽鸡	7%	15%	17%	18%	19%

敬请阅读末页的重要说明

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
商品猪	-10%	23%	13%	15%	17%

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：盈利预测简表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15354	17725	19892	22796	25920
营业成本	14611	14902	16635	18855	21315
营业税金及附加	20	25	28	32	36
营业费用	195	220	247	283	322
管理费用	678	790	835	957	1089
研发费用	80	140	119	114	181
财务费用	92	84	127	123	65
资产减值损失	(182)	(77)	0	0	0
公允价值变动收益	59	11	11	11	11
其他收益	42	44	39	42	42
投资收益	1	17	14	11	14
营业利润	(402)	1558	1964	2496	2978
营业外收入	2	4	2	3	3
营业外支出	39	43	43	42	45
利润总额	(439)	1519	1924	2456	2936
所得税	0	3	4	5	6
少数股东损益	(1)	(5)	(6)	(8)	(9)
归属于母公司净利润	(437)	1521	1926	2459	2939
EPS（元）	-0.53	1.84	2.33	2.97	3.55

资料来源：公司数据、招商证券

表 3：各季度业绩回顾

（百万元）	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营业收入	3548	4202	4193	3662	4144	4879	5041	4086
营业毛利	63	590	254	329	771	942	780	492
营业费用	53	57	37	51	60	66	43	59
管理费用	163	185	170	179	206	227	178	213
财务费用	23	26	22	22	22	21	19	17
投资收益	3	0	0	-5	5	9	8	31
营业利润	-188	311	-135	84	498	588	388	206
归属母公司净利润	-201	307	-153	80	495	586	360	206
EPS（元）	-0.24	0.37	-0.18	0.1	0.6	0.71	0.44	0.25
主要比率								
毛利率	1.8%	14.1%	6.1%	9.0%	18.6%	19.3%	15.5%	12.0%
营业费用率	1.5%	1.4%	0.9%	1.4%	1.5%	1.4%	0.8%	1.4%
管理费用率	4.6%	4.4%	4.0%	4.9%	5.0%	4.6%	3.5%	5.2%
营业利润率	-5.3%	7.4%	-3.2%	2.3%	12.0%	12.0%	7.7%	5.0%
有效税率	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%
净利率	-5.7%	7.3%	-3.6%	2.2%	11.9%	12.0%	7.1%	5.0%
YoY								
收入	16%	-4%	-3%	7%	17%	16%	20%	12%
归属母公司净利润	-994%	-62%	-163%	扭亏	扭亏	91%	扭亏	157%

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3885	4116	6116	6730	7660
现金	366	183	1799	1917	2301
交易性投资	709	643	643	643	643
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	18	14	16	18	21
其它应收款	222	0	0	0	0
存货	2462	2835	3164	3587	4055
其他	108	440	493	564	641
非流动资产	9779	10607	10953	11279	11581
长期股权投资	56	73	73	73	73
固定资产	6806	7561	8229	8820	9343
无形资产商誉	795	856	771	694	624
其他	2123	2117	1881	1692	1541
资产总计	13665	14722	17069	18009	19242
流动负债	5051	4804	5893	5152	4316
短期借款	2038	1602	2654	1771	779
应付账款	993	917	1023	1160	1311
预收账款	25	32	35	40	45
其他	1994	2254	2180	2180	2180
长期负债	827	761	761	761	761
长期借款	181	82	82	82	82
其他	646	679	679	679	679
负债合计	5878	5565	6654	5912	5076
股本	828	828	828	828	828
资本公积金	2422	2531	2531	2531	2531
留存收益	4435	5702	6966	8654	10733
少数股东权益	102	97	91	83	74
归属于母公司所有者权益	7685	9060	10324	12013	14091
负债及权益合计	13665	14722	17069	18009	19242

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1450	2408	2902	3371	3775
净利润	(439)	1516	1920	2451	2930
折旧摊销	757	917	1194	1215	1238
财务费用	96	84	127	123	65
投资收益	(1)	(17)	(64)	(64)	(67)
营运资金变动	1038	(93)	(274)	(354)	(391)
其它	(0)	0	0	0	0
投资活动现金流	(1649)	(1602)	(1477)	(1477)	(1474)
资本支出	(2354)	(1692)	(1540)	(1540)	(1540)
其他投资	705	90	64	64	67
筹资活动现金流	13	(994)	190	(1776)	(1918)
借款变动	368	(805)	979	(883)	(993)
普通股增加	368	0	0	0	0
资本公积增加	(296)	109	0	0	0
股利分配	(368)	(248)	(662)	(770)	(861)
其他	(59)	(49)	(127)	(123)	(65)
现金净增加额	(185)	(187)	1616	118	383

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15354	17725	19892	22796	25920
营业成本	14611	14902	16635	18855	21315
营业税金及附加	20	25	28	32	36
营业费用	195	220	247	283	322
管理费用	678	790	835	957	1089
研发费用	80	140	119	114	181
财务费用	92	84	127	123	65
资产减值损失	(182)	(77)	0	0	0
公允价值变动收益	59	11	11	11	11
其他收益	42	44	39	42	42
投资收益	1	17	14	11	14
营业利润	(402)	1558	1964	2496	2978
营业外收入	2	4	2	3	3
营业外支出	39	43	43	42	45
利润总额	(439)	1519	1924	2456	2936
所得税	0	3	4	5	6
少数股东损益	(1)	(5)	(6)	(8)	(9)
归属于母公司净利润	(437)	1521	1926	2459	2939

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	6%	15%	12%	15%	14%
营业利润	-144%	-487%	26%	27%	19%
归母净利润	-149%	-448%	27%	28%	20%
获利能力					
毛利率	4.8%	15.9%	16.4%	17.3%	17.8%
净利率	-2.8%	8.6%	9.7%	10.8%	11.3%
ROE	-5.4%	18.2%	19.9%	22.0%	22.5%
ROIC	-3.0%	15.5%	17.3%	19.3%	21.0%
偿债能力					
资产负债率	43.0%	37.8%	39.0%	32.8%	26.4%
净负债比率	17.4%	11.9%	16.0%	10.3%	4.5%
流动比率	0.8	0.9	1.0	1.3	1.8
速动比率	0.3	0.3	0.5	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
存货周转率	5.7	5.6	5.5	5.6	5.6
应收账款周转率	650.0	1105.0	1330.0	1343.0	1338.0
应付账款周转率	14.3	15.6	17.2	17.3	17.3
每股资料(元)					
EPS	-0.53	1.84	2.33	2.97	3.55
每股经营净现金	1.75	2.91	3.51	4.07	4.56
每股净资产	9.29	10.95	12.47	14.51	17.03
每股股利	0.00	0.80	0.93	1.04	1.60
估值比率					
PE	-38.8	11.2	8.8	6.9	5.8
PB	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	60.9	9.0	6.7	5.7	5.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。