

黄鸡价格回升，Q3有望迎来业绩拐点

立华股份(300761)

事件概述

公司发布 2025 年半年度报告，报告期内，公司实现营业收入 83.53 亿元，同比增长 7.02%；实现归母净利润 1.49 亿元，同比-74.10%。

分析判断：

► 黄羽肉鸡养殖龙头，市占率渐提升

自 2014 年起，除 2020 年之外，随着畜禽养殖规模扩大，公司营业总收入保持稳步增长，2014 年至 2024 年，公司营业总收入由 40.74 亿元增长至 177.25 亿元，10 年 CAGR+15.84%。从归母净利润来看，2014-2019 年持续抬升，由 3.52 亿元增长至 19.64 亿元，屡创历史新高；2020 年至今，公司黄羽肉鸡和生猪养殖规模继续扩大，同时畜禽产品价格波动较大，公司归母净利润跟随畜禽产品价格呈现显著周期性波动。2024 年受益于黄羽肉鸡和生猪市场行情回暖，公司实现归母净利润 15.21 亿元，同比大幅扭亏为盈。2025H1，受益主要产品出栏量同比增长，公司实现营业总收入 83.53 亿元，同比增长 7%；实现归母净利润 1.49 亿元，同比下降 74%，主要是受黄羽肉鸡价格下降影响。2024 年出栏黄鸡 5.6 亿羽，市占率 15.48%，相比 2018 年+8.88pct。

► 优势显著，成本下降抵御产品价格波动风险

公司为我国第二大黄羽肉鸡养殖公司，2024 年与温氏股份合计市占率超过 50%。我们认为公司竞争优势在于：**(1) 产品差异大，构筑护城河。**黄羽鸡不像白羽鸡只有两三个主流品种，全国有几十个地方品系，口味、毛色、出栏日龄、屠宰方式都不一样。黄鸡品种多样，消费的区域特征非常明显。目前公司已形成 5 大系列、20 余个大类品种、30 余个配套系的自主培育品种结构。1999 年，公司即独立自主培育出优质肉鸡新品种——“雪山草鸡”，并投放市场。育种侧公司战略为“区域定制化育种”，且培育了多个品种填补华南市场空白。**(2) 公司产能半数以上分布于华东区域，具有饲料成本优势。**据公司公告，截止 2025 年上半年，公司合作农户 7730 户，其中 53.80% 分布于华东区域，华东区域为我国玉米、小麦主产区，同时也是进口玉米、豆粕到港后的第一集散地，另外华东聚焦了三分之一以上的饲料厂和油脂压榨厂，具备饲料成本优势。**(3) 规模优势：**公司黄羽肉鸡单体规模大，按照 2024 年底黄羽肉鸡合作农户 7109 户，黄鸡出栏量 5.2 亿羽来看，单户农户年出栏量达到 6.77 万只。2024 年公司黄羽肉鸡完全成本下降显著，2024Q1 公司黄羽肉鸡养殖完全成本为 12.6 元/公斤，2024Q2 至 Q4 维持在 11.8 元/公斤以下，2024 年全年为 11.8 元/公斤，2025H1 已低于 11 元/公斤，一定程度上对冲了上半年价格下降的影响，且未来随着价格回暖，将进一步增厚利润。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	19.71
股票代码：	300761
52 周最高价/最低价：	26.8/16.84
总市值(亿)	165.03
自由流通市值(亿)	123.78
自由流通股数(百万)	628.02



分析师：周莎
邮箱：zhousha@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110005
联系电话：0755-23947349

分析师：魏心欣
邮箱：weixx@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524100002
联系电话：

► 出栏量增&成本下降，生猪业务表现亮眼

公司于 2011 年成立宿迁市立华牧业有限公司，开始布局生猪养殖业务，生产区域主要集中于江苏、安徽、山东等地，配套有核心育种场、扩繁场、公猪站、种猪场、商品猪场和饲料厂等设施。历经周期考验，2024 年公司生猪出栏量突破百万，达到 129.8 万头。2025H1 公司销售商品肥猪接近 95 万头，销售仔猪 15 万头，公司规划 2025 年生猪出栏量将达到 200 万头。2025 年以来，公司生猪养殖完全成本显著下降，2024Q1，受到 2023 年底区域疫情影响，及公司二月份出栏量规划较小，公司生猪养殖完全成本为 17.6 元/公斤，2024Q2 和 Q3 分别为 14.8 元/公斤和 14.6 元/公斤，2025Q1 进一步下降至 13 元/公斤，同比下降 4.6 元/公斤，2025 年 6 月，公司肉猪完全成本已降至 12.3 元/公斤。随着公司成本下降及出栏量增长，我们认为生猪养殖业务将成为公司未来收入和利润的重要增长点。

投资建议

我们分析：1) 公司作为黄羽肉鸡养殖龙头，发展稳固，且市占率不断提升，由于 2024 年三季度至今年 7 月，黄羽肉鸡价格中枢持续下移，部分亏损养殖户退出，龙头企业市占率有望进一步提升；随着饲料原料成本下滑，公司精细化管理水平提升，肉鸡完全成本下降显著，2025H1 已经低于 11 元/公斤。黄鸡价格 7 月下旬开始显著上涨，三季度利润有望改善。2) 2011 年公司开始布局生猪养殖业务，历经十多年，2024 年公司生猪出栏量突破 100 万头，2025H1 肉猪出栏接近 100 万头，且还有仔猪出栏 15 万头，公司规划 2025 年生猪出栏达到 200 万头左右；2024 年以来，公司肉猪完全成本出现显著下降，2025H1 为 12.8 元/公斤，公司预计 2025 年年底有望达到 12 元/公斤的目标。基于此，我们预计，2025-2027 年公司的营业收入分别为 179.24/210.16/235.89 亿元，归母净利润为 8.37/18.29/23.38 亿元，EPS 为 1.00/2.18/2.79 元，2025 年 8 月 21 日股价 19.71 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 20/9/7X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

产品价格波动风险；原材料供应及价格波动风险；存货减值风险；动物疫病风险；自然灾害风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,354	17,725	17,924	21,016	23,589
YoY (%)	6.3%	15.4%	1.1%	17.2%	12.2%
归母净利润(百万元)	-437	1,521	837	1,829	2,338
YoY (%)	-149.1%	447.7%	-45.0%	118.6%	27.9%
毛利率 (%)	4.8%	15.9%	11.6%	15.5%	16.8%
每股收益 (元)	-0.53	1.84	1.00	2.18	2.79
ROE	-5.7%	16.8%	8.5%	15.9%	17.2%
市盈率	-37.29	10.73	19.72	9.02	7.06

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 公司为全国第二大黄羽肉鸡养殖企业，市占率超 15%.....	4
2. 成本下降显著，部分对冲鸡价低迷影响.....	6
3. 出栏保持高增速，成本大幅改善.....	8
4. 盈利预测与投资建议.....	9
5. 风险提示.....	11

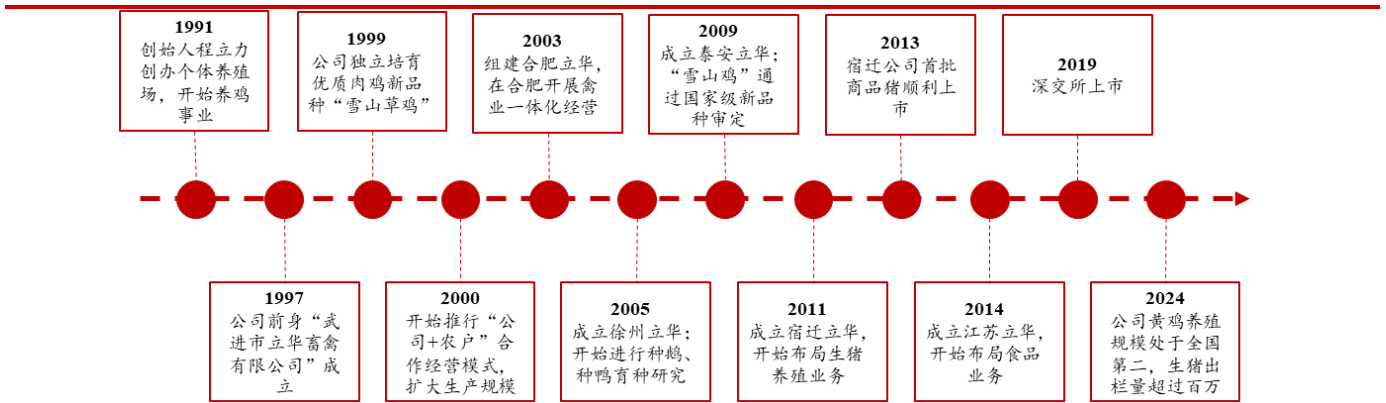
图表目录

图 1 公司发展历程.....	4
图 2 公司主营业务.....	4
图 3 2014 年以来公司营收及同比变化情况.....	5
图 4 2014 年以来公司归母净利润及同比变化情况.....	5
图 5 2012 年以来公司营收构成.....	5
图 6 2015 年以来公司整体及各业务板块毛利率.....	5
图 7 2024 年我国肉鸡出栏结构（亿羽）.....	6
图 8 需求端萎缩，出栏量 2020 年起连续 5 年下滑.....	6
图 9 2024 年黄羽肉鸡养殖 CR3 超过 50%.....	6
图 10 立华股份 2024 年黄鸡出栏市占率超过 15%.....	6
图 11 在产父母代黄羽鸡存栏（万套）.....	7
图 12 商品代黄羽肉毛鸡销售价格（元/公斤）.....	7
图 13 公司肉鸡销售价格变化（元/公斤）.....	7
图 14 公司黄羽肉鸡完全成本（元/公斤）.....	7
图 15 我国外三元生猪均价 元/公斤.....	8
图 16 我国能繁母猪存栏量变化.....	8
图 17 TOP26 猪企出栏量及占全国出栏量比例.....	8
图 18 2024 年生猪养殖企业出栏量 TOP20.....	8
图 19 公司生猪养殖业务布局.....	9
图 20 公司生猪出栏量变化 万头.....	9
表 1 立华股份主要业务经营预测（单位：百万元）.....	10
表 2 可比公司盈利预测.....	10

1. 公司为全国第二大黄羽肉鸡养殖企业，市占率超 15%

1991 年，公司创始人程立力先生在武进创办个体养殖场，开始养鸡事业，1997 年，公司前身武进市立华畜禽有限公司成立；1999 年，公司独立自主培育出优质肉鸡新品种——“雪山草鸡”，并投放市场，取得成功；2000 年，公司推行“公司+农户”合作经营模式，扩大了生产规模，公司进入发展快车道；2003 年，公司投资组建合肥立华畜禽有限公司，在安徽合肥地区开展禽业产业一体化经营；2005 年，公司投资成立了徐州市立华畜禽有限公司，在江苏徐州地区开展禽业产业一体化经营。同年投资成立常州市四季鹅业有限公司，在常州市金坛地区进行种鹅、种鸭育种研究和产业化经营探索；2009 年投资成立了泰安市立华畜禽有限公司，开始了在山东泰安地区开展禽业产业化一体化经营的步伐，同年“雪山鸡”通过国家级新品种（配套系）审定，正式成为国家畜禽新品种中的一员；2011 年，宿迁市立华牧业有限公司成立，开始布局生猪养殖业务，2013 年宿迁公司首批商品猪顺利上市；2014 年，江苏立华食品有限公司成立，公司开始布局食品业务；2019 年，公司于深交所上市；2024 年，公司上市优质黄羽肉鸡 5.16 亿只，同比增长 12.95%，市占率超过 15%，为我国第二大黄羽肉鸡养殖企业。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司主要从事黄羽肉鸡、商品肉猪及肉鹅的养殖和销售业务，同时公司利用自身的育种技术和管理优势积极拓展黄羽肉鸡屠宰及深加工业务领域。公司主营产品包括商品代黄羽肉鸡、商品肉猪（毛猪）、商品鹅，以及黄羽肉鸡冰鲜、冰冻产品等。

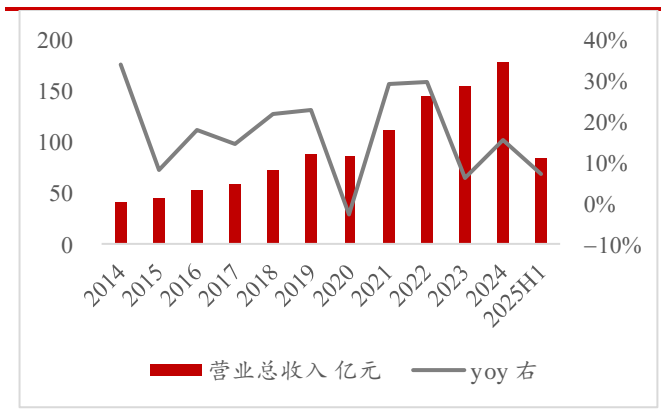
图 2 公司主营业务



资料来源：公司官网，华西证券研究所

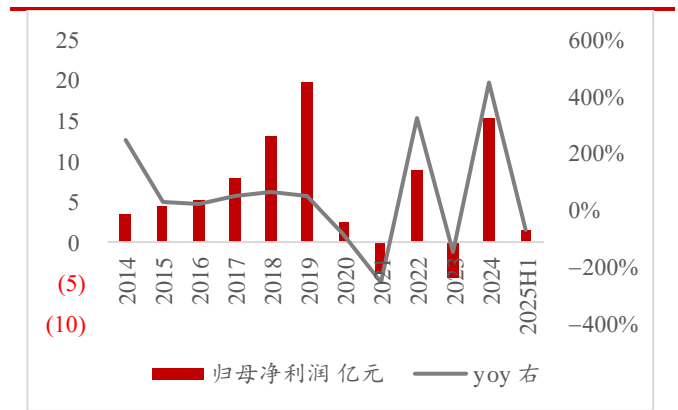
营收逐步增长，归母净利润受周期影响显著。自 2014 年起，除 2020 年之外，随着畜禽养殖规模扩大，公司营业总收入保持稳步增长，2014 年至 2024 年，公司营业总收入由 40.74 亿元增长至 177.25 亿元，10 年 CAGR+15.84%。从归母净利润来看，2014-2019 年持续抬升，由 3.52 亿元增长至 19.64 亿元，屡创历史新高；2020 年至今，公司黄羽肉鸡和生猪养殖规模继续扩大，同时畜禽产品价格波动较大，公司归母净利润跟随畜禽产品价格呈现显著周期性波动。受益于黄羽肉鸡和生猪市场行情回暖，公司实现营业收入 177.25 亿元，同比增长 15.44%，再创历史新高；实现归母净利润 15.21 亿元，同比大幅扭亏为盈。2025H1，受益主要产品出栏量同比增长，公司实现营业总收入 83.53 亿元，同比增长 7%；实现归母净利润 1.49 亿元，同比下降 74%，主要是受黄羽肉鸡价格下降影响。

图 3 2014 年以来公司营收及同比变化情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

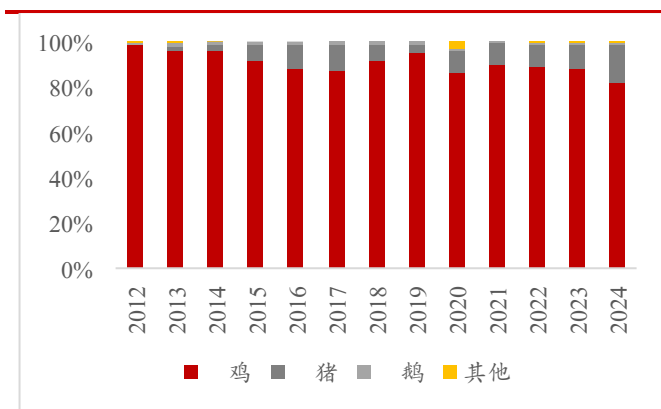
图 4 2014 年以来公司归母净利润及同比变化情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

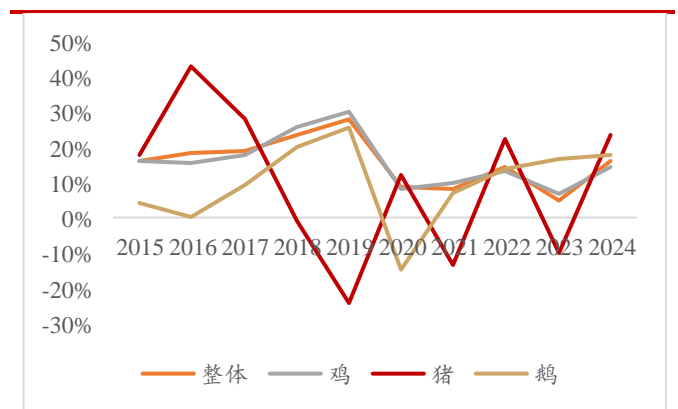
黄羽肉鸡业务贡献主要营收，生猪养殖业务收入贡献渐提升。过去 10 年，公司黄鸡业务收入占比稳定在 80% 以上，但占比呈现下降趋势，2024 年养鸡业务实现收入 145.31 亿元，占营收的 81.98%；生猪养殖业务收入占比则从 2019 年的 3.77% 稳步提升至 2024 年的 16.51%；2024 年鸡猪业务营收占比超过 98%。养鹅及其他业务收入占比较小。产品价格、原材料价格及公司生产成本会影响公司毛利率，2020 年之后受禽畜产品价格波动影响毛利率有所降低。分产品来看，相比黄鸡业务，养猪业务毛利率波动更大；养猪业务收入占比提升后，对整体毛利率的影响逐渐扩大。2024 年公司整体毛利率为 15.92%，其中黄鸡业务毛利率为 14.56%，养猪业务毛利率为 23.46%。

图 5 2012 年以来公司营收构成



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 2015 年以来公司整体及各业务板块毛利率



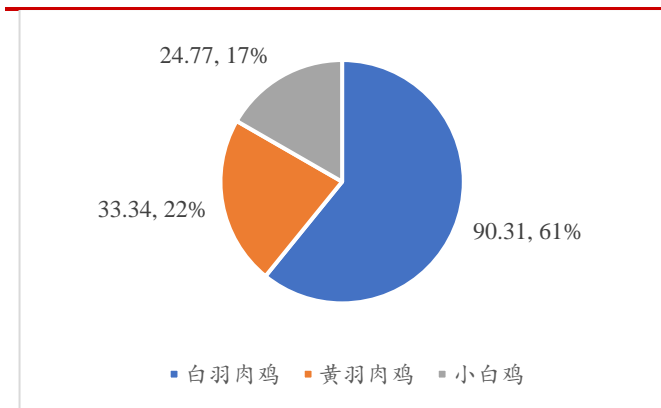
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 成本下降显著，近期黄鸡价格显著回升

终端需求萎缩，黄羽肉鸡出栏量连续 5 年下滑。黄羽肉鸡为我国自主培育的优质肉鸡，其生长周期长，肉质紧实有韧性，味道鲜美口感好，更符合中式烹饪和饮食习惯，主要消费场景为家庭和中高端餐饮场所。与白羽肉鸡以团餐/快餐/加工原料为主形成明显区隔。

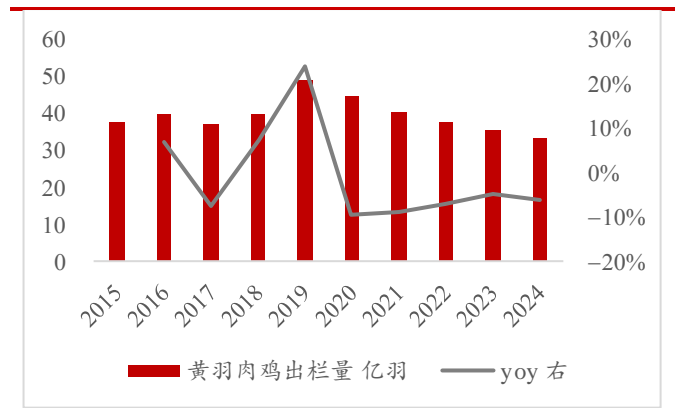
据公司 2024 年年报，2024 年中国白羽肉鸡出栏量约为 90.31 亿只，黄羽肉鸡出栏量约为 33.34 亿只，占比 22%，小白鸡出栏量约为 24.77 亿只。受终端需求萎缩等因素影响，作为优质鸡的黄羽肉鸡出栏量自 2020 年起连续 5 年下滑，由 2019 年的 49 亿羽下降至 2024 年的 33.34 亿羽。

图 7 2024 年我国肉鸡出栏结构（亿羽）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

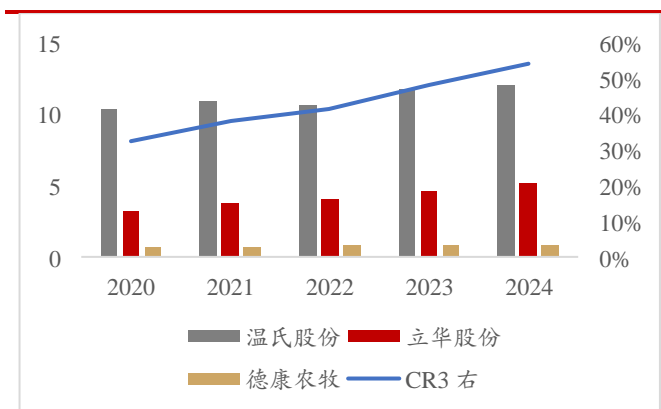
图 8 需求端萎缩，出栏量 2020 年起连续 5 年下滑



资料来源：Wind，华西证券研究所

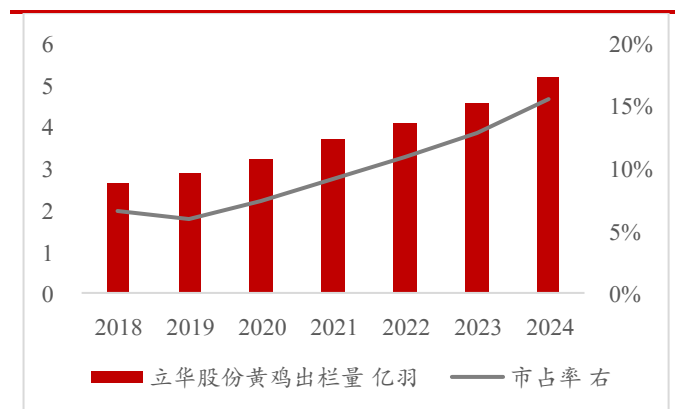
行业集中度逐年提升，寡头效应显著。近年来，行业集中度在不断提升，主要原因包括：(1) 养殖端生物防疫能力、养殖效率、成本控制等方面的要求在持续提高，相比散户及中小养殖企业，规模化养殖企业在这些方面拥有总体优势；(2) 养殖用地限制日趋严格，养殖环境治理成本越来越高，因此个体或者小规模养殖户逐步选择退出，或者加入龙头企业的合作养殖体系。2020 年至 2024 年，我国黄羽肉鸡养殖 CR3 从 32.38% 逐步提升至 54.05%，已呈现显著寡头特征。其中温氏股份为我国第一大黄羽肉鸡养殖企业，2024 年出栏黄羽肉鸡接近 12 亿羽，市占率 35.93%，立华股份为我国第二大黄羽肉鸡养殖企业，2024 年出栏黄羽肉鸡 5.16 亿羽，市占率 15.48%。

图 9 2024 年黄羽肉鸡养殖 CR3 超过 50%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

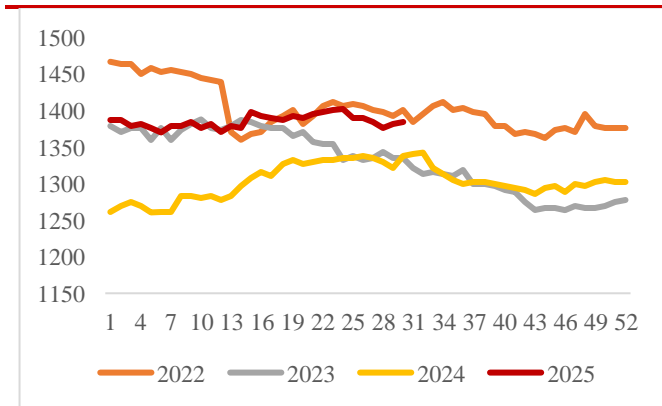
图 10 立华股份 2024 年黄鸡出栏市占率超过 15%



资料来源：Wind，华西证券研究所

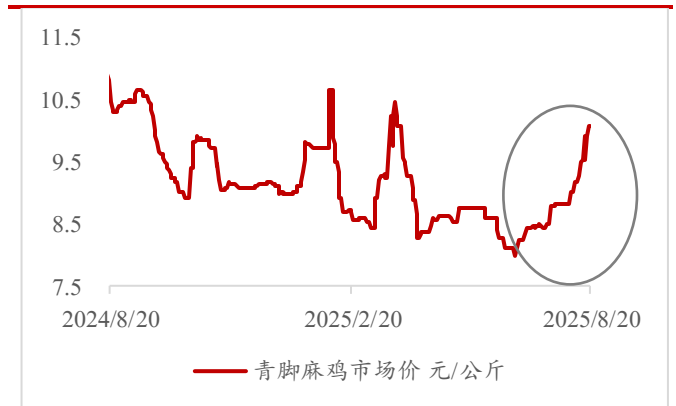
供给增速不及需求增速，25H1 黄羽肉鸡价格低迷。我国黄羽肉鸡价格自 2024 年三季度以来显著下滑，据钢联数据，2025H1 样本区域黄羽肉毛鸡价格为 13.83 元/公斤，同比下降接近 15%。青脚麻鸡（黄羽肉鸡的一种）全国销售均价从 7 月初出现明显回升，8 月初快速拉涨，目前底部上涨幅度已超过 26%。供应端来看，2025 年上半年供应端产能扩张，主要体现在种源存栏量处于高位，头部企业产能利用率提升，散户退出市场后产能向龙头集中，但市场需求未同步增长，产生供需失衡。据钢联数据，2025 年我国在产父母代黄羽肉鸡存栏量显著高于 2023 年和 2024 年。我们判断，近期黄羽肉鸡价格上涨的主要原因在于：行业库存持续消化；节前备货，消费渠道增量明显；养殖户主动控量挺价，及补栏需求释放，推动价格上行。

图 11 在产父母代黄羽鸡存栏（万套）



资料来源：钢联数据，华西证券研究所

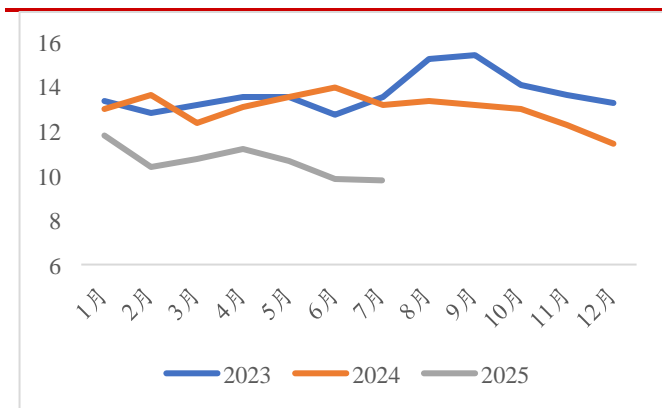
图 12 全国青脚麻鸡毛鸡销售均价（元/公斤）



资料来源：钢联数据，华西证券研究所

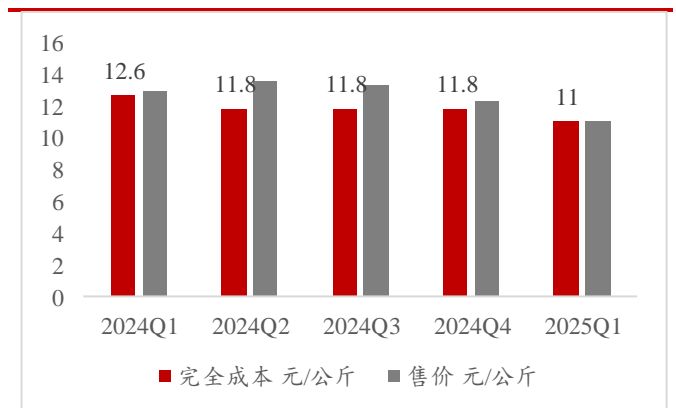
公司黄羽肉鸡销售价格自 2024 年三季度开始下滑，但 2024 年公司黄羽肉鸡完全成本下降显著，2024Q1 公司黄羽肉鸡养殖完全成本为 12.6 元/公斤，2024Q2 至 Q4 维持在 11.8 元/公斤以下，2024 年全年为 11.8 元/公斤，2025Q1，完全成本显著下降至 11 元/公斤，尽管黄羽肉鸡售价自 2024Q3 持续下滑，截止 2025Q1 公司完全成本仍低于销售价格。我们分析，公司成本下降的主要原因在于：（1）2024 年以来国内玉米、豆粕价格持续走低，而黄羽肉鸡养殖中大部分成本为饲料成本，饲料成本下降直接带动养殖成本下降；（2）公司 2024 年上市率、出栏日龄、均重、料肉比、药费等生产指标指标创五年最佳，料肉比已降至 1.65:1，全程死淘率同步下降，单位增重耗料减少；（3）精细化管理与规模效应。

图 13 公司肉鸡销售价格变化（元/公斤）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 公司黄羽肉鸡完全成本（元/公斤）



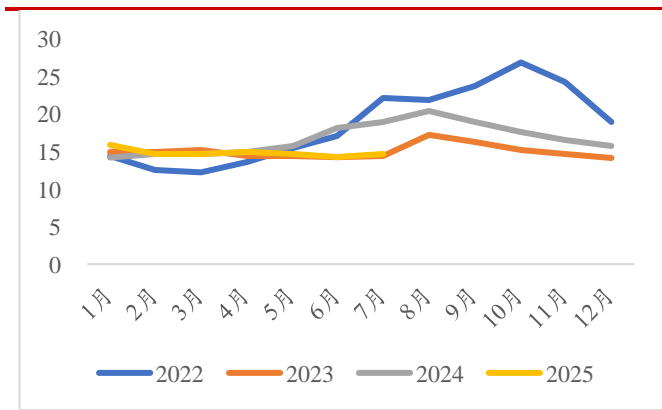
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2025 年二季度，黄羽肉鸡销售价格持续下滑，跌破成本线，黄羽肉鸡价格近期显著反弹，目前已经升至成本线以上，公司下半年利润有望持续增厚。

3. 出栏保持高增速，成本大幅改善

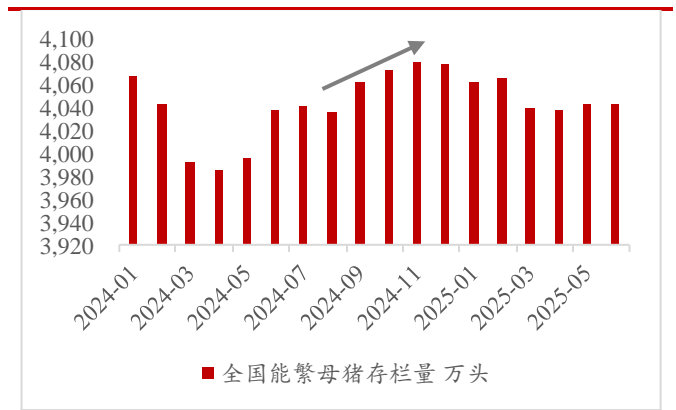
猪价偏弱，政策引领行业高质量发展。据猪易通数据，2025Q1 生猪价格为 15.06 元/公斤，同比+4.27%，2025Q2 均价为 14.53 元/公斤，同比-10.78%，整体来看 2025 年上半年生猪月度均价逐步下跌。我们认为主要原因为：（1）2025Q1 猪价延续 2024 年的下行趋势，在于春节后需求进入消费淡季，需求下降，而生猪供应较为充裕；（2）随着二季度二次育肥入场，对猪价托底，整体偏弱震荡。2024 年 9 月至 11 月能繁母猪连续 3 个月增长，对下半年生猪供应和猪价形成压力；2025 年 5 月末，国家发展改革委对头部猪企指导，包括控制出栏体重，暂停扩产母猪，调控二次育肥等，有望控制下半年猪肉供应，提振猪价，看好四季度猪价回升。

图 15 我国外三元生猪均价 元/公斤



资料来源：猪易通，华西证券研究所

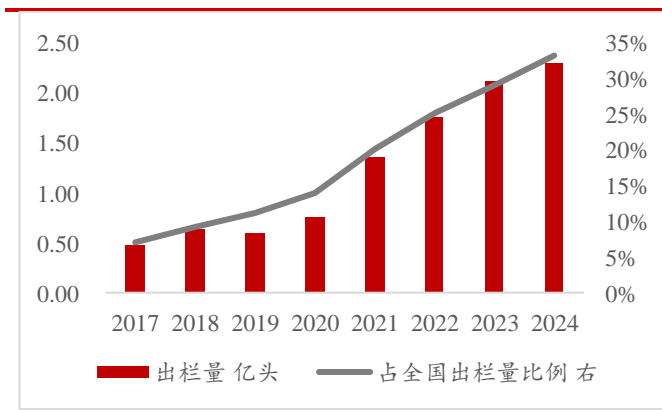
图 16 我国能繁母猪存栏量变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

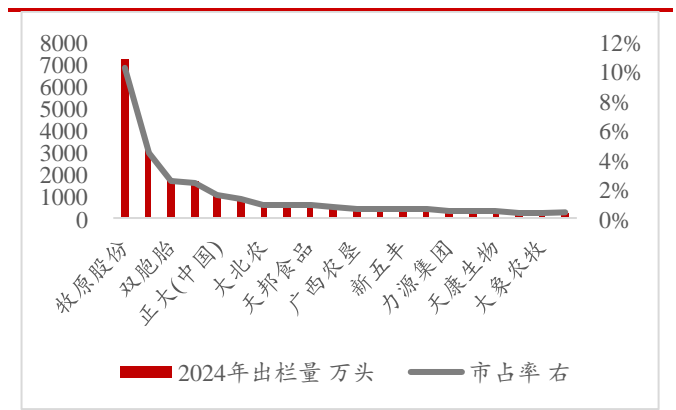
非瘟后中小养殖企业退出，2007 年时，年出栏 500 头以下的中小养殖场高达 8000 多万户，而到 2017 年已锐减至 3000 多万户，2023 年其市场占比进一步下降至 32%。大型集团场和规模场拥有资金与技术优势，凭借雄厚的资金实力和先进的技术设备，建立更完善的生物安全防控体系；据新猪派数据，TOP26 生猪养殖企业市占率（生猪出栏量占全国总出栏量的比例）由 2017 年的 7% 提升至 2024 年的 33%。虽然行业集中度持续提升，但仍然较低；我们认为，目前生猪养殖行业集团场呈现一超多强的竞争格局，但各省仍存在空白市场和落后产能，成本控制优秀、资金状况良好资产负债率低的企业的市占率仍有继续提升的空间。

图 17 TOP26 猪企出栏量及占全国出栏量比例



资料来源：新猪派，华西证券研究所

图 18 2024 年生猪养殖企业出栏量 TOP20

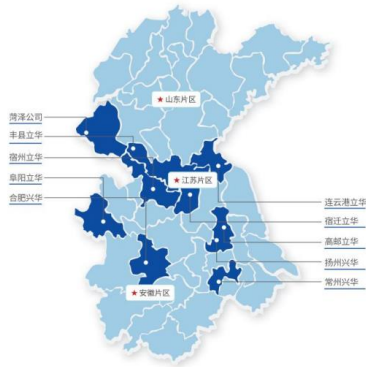


资料来源：新猪派，华西证券研究所

公司于 2011 年成立宿迁市立华牧业有限公司，开始布局生猪养殖业务，生产区域主要集中于江苏、安徽、山东等地，配套有核心育种场、扩繁场、公猪站、种猪场、商品猪场和饲料厂等设施。历经周期考验，2024 年公司生猪出栏量突破百万，达到 129.8 万头。2025H1 公司销售商品肥猪接近 95 万头，销售仔猪 15 万头，公司规划 2025 年生猪出栏量将达到 200 万头。

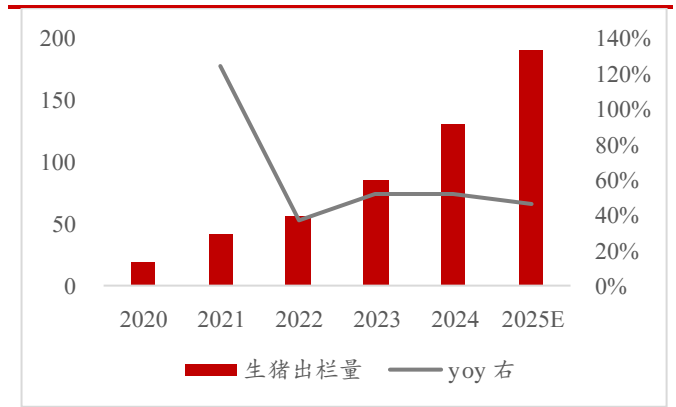
2025 年以来，公司生猪养殖完全成本显著下降，2024Q1，受到 2023 年底区域疫情影响，及公司二月份出栏量规划较小，公司生猪养殖完全成本为 17.6 元/公斤，2024Q2 和 Q3 分别为 14.8 元/公斤和 14.6 元/公斤，2025Q1 进一步下降至 13 元/公斤，同比下降 4.6 元/公斤，2025H1 公司肉猪完全成本为 12.8 元/公斤，公司目标年底达到 12 元/公斤的成本目标。随着公司成本下降及出栏量增长，我们认为生猪养殖业务将成为公司未来收入和利润的重要增长点。

图 19 公司生猪养殖业务布局



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 公司生猪出栏量变化 万头



资料来源：新猪派，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

公司主要涉及黄羽肉鸡养殖和生猪养殖业务，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

黄羽肉鸡业务：公司是国内第二大黄羽肉鸡养殖企业，2024 年黄羽肉鸡出栏 5.16 亿羽，且公司黄羽肉鸡市占率不断提升，已经由 2018 年的 6.6% 提升至 2024 年的 5.16%。2025H1 公司出栏黄羽肉鸡 2.6 亿羽，且据公司投资者关系活动记录表，公司未来黄羽肉鸡出栏年增速将维持在 8%-10%。受需求增速不及供给增速影响，黄羽肉鸡毛鸡价格自 2024Q3 开始下跌，公司毛鸡销售价格中枢下移，拖累半年度业绩，下半年为消费旺季，黄鸡价格有望逐步回暖。由于饲料原料价格同比回落、成长期子产能释放及持续提升精细化管理等原因，2025H1 公司肉鸡完全成本降至 11 元/公斤以内，部分对冲了产品价格下跌对公司产生的影响。基于此，我们预计，2025-2027 年公司黄羽肉鸡收入增速分别为 -5.93%/13.93%/10.66%，毛利率分别为 6.83%/11.02%/13.08%。

生猪养殖业务：公司于 2011 年成立宿迁市立华牧业有限公司，开始布局生猪养殖业务，2024 年公司生猪出栏量突破百万，达到 129.8 万头。2025H1 公司销售商品肥猪接近 95 万头，销售仔猪 15 万头，公司规划 2025 年生猪出栏量将达到 200 万头。2024 年以来，公司生猪养殖成绩喜人，最终表现在公司生猪养殖完全成本显著下降。2025H1 公司肉猪完全成本为 12.8 元/公斤，6 月份完全成本下降至 12.3 元/公斤，据公司公告，公司预计 2025 年年底有望达到 12 元/公斤的成本目标。基于此，我们预计，2025-2027 年公司生猪养殖业务收入增速分别为 33.23%/28.21%/16.25%，毛利率分别为 28.63%/30.33%/28.63%。

表 1 立华股份主要业务经营预测（单位：百万元）

业务	2024A	2025E	2026E	2027E
黄羽肉鸡				
收入	14531.38	13669.66	15574.08	17234.25
成本	12416.03	12735.71	13858.29	14980.10
毛利	2115.35	933.95	1715.79	2254.15
毛利率	14.56%	6.83%	11.02%	13.08%
生猪养殖				
收入	2927.22	3900.00	5000.00	5812.50
成本	2240.53	2783.3925	3483.40	4148.60
毛利	686.69	1116.61	1516.60	1663.90
毛利率	23.46%	28.63%	30.33%	28.63%
其他业务				
收入	266.28	354.64	442.03	542.21
成本	245.73	325.80	416.67	503.20
毛利	20.55	28.84	25.36	39.02
毛利率	7.72%	8.13%	5.74%	7.20%
费用率				
销售费率	1.24%	1.24%	1.25%	1.24%
管理费率	4.46%	4.38%	4.41%	4.41%
财务费率	0.47%	0.49%	0.45%	0.41%

资料来源：Wind，华西证券研究所

我们分析：1) 公司作为黄羽肉鸡养殖龙头，发展稳固，且市占率不断提升，由于 2024 年三季度至今年 7 月，黄羽肉鸡价格中枢持续下移，部分亏损养殖户退出，龙头企业市占率有望进一步提升；随着饲料原料成本下滑，公司精细化管理水平提升，肉鸡完全成本下降显著，2025H1 已经低于 11 元/公斤。2) 2011 年公司开始布局生猪养殖业务，历经十多年，2024 年公司生猪出栏量突破 100 万头，2025H1 肉猪出栏接近 100 万头，且还有仔猪出栏 15 万头，公司规划 2025 年生猪出栏达到 200 万头左右；2024 年以来，公司肉猪完全成本出现显著下降，2025H1 为 12.8 元/公斤，公司预计 2025 年年底有望达到 12 元/公斤的目标。基于此，我们预计，2025-2027 年公司的营业收入分别为 179.24/210.16/235.89 亿元，归母净利润为 8.37/18.29/23.38 亿元，EPS 为 1.00/2.18/2.79 元，2025 年 8 月 21 日股价 19.71 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 20/9/7X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司				可比公司			
			EPS(元)				P/E			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300498.SZ	温氏股份	17.64	1.39	1.40	1.59	2.05	11.90	12.60	11.09	8.60
002299.SZ	圣农发展	17.38	0.59	0.98	1.25	1.43	24.86	17.73	13.90	12.15
603609.SH	禾丰股份	8.94	0.38	0.65	0.79	0.93	23.14	13.75	11.32	9.61
	平均						19.97	14.70	12.10	10.12

资料来源：Wind 一致预期，华西证券研究所；股价截至 2025 年 8 月 21 日收盘价

5. 风险提示

产品价格波动风险。公司对外销售产品主要是毛鸡、毛猪等，其产品的市场价格会受到市场供求关系等因素的影响而有所波动，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。

原材料供应及价格波动风险。玉米、豆粕、小麦等为公司黄羽肉鸡及生猪饲料的主要原料。如果主饲料原料因国内外种植面积变化、自然条件等导致产量波动，或受国家粮食政策、市场供求关系等因素影响，最终导致饲料原料价格发生波动，将直接影响公司营业成本，从而对公司盈利能力产生影响。

存货减值风险。公司存货主要为原材料及消耗性生物资产。公司消耗性生物资产主要是在养商品鸡、商品猪，其市场行情呈现周期性波动，存在因价格大幅下跌而计提大额存货跌价准备的风险。若未来由于政策影响、动物疫病、行业供求等因素导致养殖行业进入低谷期，黄羽肉鸡、生猪市场价格大幅下跌，导致资产负债表日存货账面价值高于可变现净值，则公司面临存货减值的风险，进而可能导致公司当期经营业绩受到较大影响，甚至出现亏损。

动物疫病风险。动物疫病是畜牧业企业生产经营中所面临的主要风险之一。公司黄羽肉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蓝耳病、猪瘟、传染性肠胃炎等。疫病将直接影响公司产品的产量、成本及售价。

自然灾害风险。当前公司黄羽鸡和生猪养殖业务分布横跨多个省份，如果部分养殖场所遭遇洪水、冰雪、酷暑等恶劣气候，公司的生物资产、养殖场所及生产设备有可能遭受损失，直接或间接导致公司产出降低、蒙受经济损失。同时，若国内主要粮食产区遭受自然灾害，公司饲料生产所需玉米、小麦、豆粕等饲料原料价格也有可能出现上涨，从而导致公司黄羽鸡、生猪及鹅养殖业务成本上升，最终也会影响公司的盈利能力。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17,725	17,924	21,016	23,589	净利润	1,516	836	1,828	2,336
YoY (%)	15.4%	1.1%	17.2%	12.2%	折旧和摊销	958	1,050	1,171	1,247
营业成本	14,902	15,845	17,758	19,632	营运资金变动	-225	8	4	-32
营业税金及附加	25	23	28	32	经营活动现金流	2,408	2,034	3,131	3,721
销售费用	220	222	262	293	资本开支	-1,687	-1,624	-1,427	-944
管理费用	790	784	926	1,039	投资	-3	0	0	0
财务费用	84	87	94	97	投资活动现金流	-1,602	-1,624	-1,412	-926
研发费用	140	120	144	164	股权募资	0	10	0	0
资产减值损失	-49	3	30	4	债务募资	-630	152	207	106
投资收益	17	14	15	18	筹资活动现金流	-994	-16	-79	-247
营业利润	1,558	873	1,867	2,377	现金净流量	-187	394	1,641	2,548
营业外收支	-39	-34	-36	-36	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	1,519	839	1,831	2,341	成长能力				
所得税	3	2	4	5	营业收入增长率	15.4%	1.1%	17.2%	12.2%
净利润	1,516	836	1,828	2,336	净利润增长率	447.7%	-45.0%	118.6%	27.9%
归属于母公司净利润	1,521	837	1,829	2,338	盈利能力				
YoY (%)	447.7%	-45.0%	118.6%	27.9%	毛利率	15.9%	11.6%	15.5%	16.8%
每股收益	1.84	1.00	2.18	2.79	净利率	8.6%	4.7%	8.7%	9.9%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	10.7%	5.5%	10.8%	12.1%
货币资金	183	577	2,218	4,767	净资产收益率 ROE	16.8%	8.5%	15.9%	17.2%
预付款项	77	110	107	122	偿债能力				
存货	2,835	2,957	3,282	3,658	流动比率	0.86	0.91	1.17	1.56
其他流动资产	1,021	989	1,051	1,096	速动比率	0.24	0.30	0.57	0.94
流动资产合计	4,116	4,634	6,659	9,642	现金比率	0.04	0.11	0.39	0.77
长期股权投资	73	73	73	73	资产负债率	37.8%	37.1%	35.8%	33.7%
固定资产	7,561	8,071	8,285	7,913	经营效率				
无形资产	322	322	322	322	总资产周转率	1.25	1.18	1.24	1.22
非流动资产合计	10,607	11,131	11,345	10,973	每股指标 (元)				
资产合计	14,722	15,765	18,004	20,614	每股收益	1.84	1.00	2.18	2.79
短期借款	1,602	1,763	1,969	2,075	每股净资产	10.95	11.73	13.70	16.21
应付账款及票据	917	1,069	1,165	1,287	每股经营现金流	2.91	2.43	3.74	4.44
其他流动负债	2,286	2,251	2,544	2,825	每股股利	0.80	0.10	0.22	0.28
流动负债合计	4,804	5,083	5,678	6,186	估值分析				
长期借款	82	82	82	82	PE	10.73	19.72	9.02	7.06
其他长期负债	679	679	679	679	PB	1.78	1.68	1.44	1.22
非流动负债合计	761	761	761	761					
负债合计	5,565	5,844	6,439	6,948					
股本	828	837	837	837					
少数股东权益	97	97	95	93					
股东权益合计	9,157	9,920	11,565	13,667					
负债和股东权益合计	14,722	15,765	18,004	20,614					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。