

## 立华股份 (300761.SZ)

强烈推荐 (维持)

### 生猪超额优势明显, Q4 黄鸡贡献主要盈利

消费品/农林牧渔  
目标估值: NA  
当前股价: 20.13 元

25Q4 起黄羽鸡行业已进入景气上行通道, 公司黄鸡成本行业领先, 四季度贡献主要盈利; 生猪成本稳居行业第一梯队, 头均盈利超额优势明显, 看好其中长期发展前景。

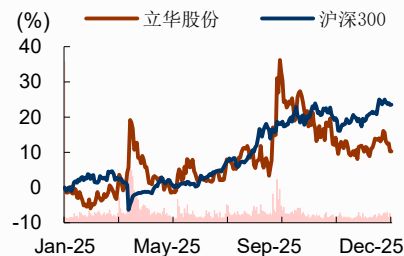
#### 基础数据

总股本 (百万股)	837
已上市流通股 (百万股)	628
总市值 (十亿元)	16.9
流通市值 (十亿元)	12.6
每股净资产 (MRQ)	10.8
ROE (TTM)	7.2
资产负债率	43.2%
主要股东	程立力
主要股东持股比例	30.65%

□ 生猪超额优势明显, Q4 黄鸡贡献主要盈利。公司预计公司 2025 年实现归属净利润 5.5~6 亿元, yoy-63.8%~-60.6%, EPS0.66~0.72 元。其中 25Q4 预计实现归属净利润 2.63~3.13 亿元, yoy-27%~-13.1%, EPS0.31~0.37 元。分业务来看: 1) 黄羽鸡: 公司 2025 年全年出栏黄鸡约 5.67 亿只 (yoy+10%), 销售均价 11.4 元/千克, 其中 Q4 出栏 1.5 亿只 (yoy+8.6%), 销售均价 12.3 元/千克, 测算黄鸡单羽盈利约 2~2.5 元, 对应 Q4 黄鸡盈利贡献约 3~3.5 亿元左右。2) 生猪: 公司 2025 年全年出栏生猪约 211.16 万头 (yoy+63%, 出栏兑现度好), 销售均价 13.85 元/千克, 其中 Q4 出栏 60.6 万头 (yoy+19.6%), 销售均价 11.88 元/千克, 测算生猪头均亏损约 30~40 元 (领先优势明显), 对应 Q4 生猪板块亏损约 0.2 亿元左右。此外, 公司 25 年加速拓展冰鲜市场, 全年加工肉鸡鲜品约 0.9 亿只, 亦取得较积极进展。整体看, 业绩表现符合预期。

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	8	12
相对表现	-4	-9	-13



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 黄羽鸡行业景气向上, 生猪养殖业务具备超额优势。1) 禽: 当前父母代种鸡存栏已降至历史偏低位水平, 再加之 2025 年行业亏损半年以上, 供给收缩为后续鸡价上涨奠定基础; 自 25Q4 起黄羽鸡行业已进入景气上行通道。公司养殖成本已回落至相对低位, 鸡价回暖后有望大幅释放盈利弹性。2) 猪: 政策引导调控产能叠加行业持续亏损, 或带动母猪加速去化, 并进一步抬升后市猪价预期。当前公司生猪养殖成本已跻身于行业第一梯队, 预计后期公司成本仍有下降空间; 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, 预计公司头均盈利有望长期领先。

#### 相关报告

- 《立华股份 (300761) — 黄鸡盈利大幅改善, 养猪业务表现优异》 2025-11-01
- 《立华股份 (300761) — 生猪业务表现亮眼, 黄鸡短暂承压》 2025-08-19
- 《立华股份 (300761) — 生猪头均盈利行业领先, 2025Q1 又创佳绩》 2025-04-22

□ 维持“强烈推荐”投资评级。当前黄羽鸡处于景气上行通道, 公司黄鸡成本行业领先, 羽均盈利超额优势明显; 未来公司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。生猪养殖成本已跻身于行业第一梯队, 随着养殖效率持续优化, 预计公司头均盈利有望长期领先。结合国家对于生猪产能调控政策变化以及我们对畜禽行业景气度的判断, 预计公司 2025~2027 年归属净利润分别为 5.65/11.67/12.16 亿元, 对应 EPS 分别为 0.67/1.39/1.45 元。维持“强烈推荐”投资评级。

李秋燕 S1090521070001

liqiuayan@cmschina.com.cn

施腾 S1090522080002

shiteng@cmschina.com.cn

□ 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。

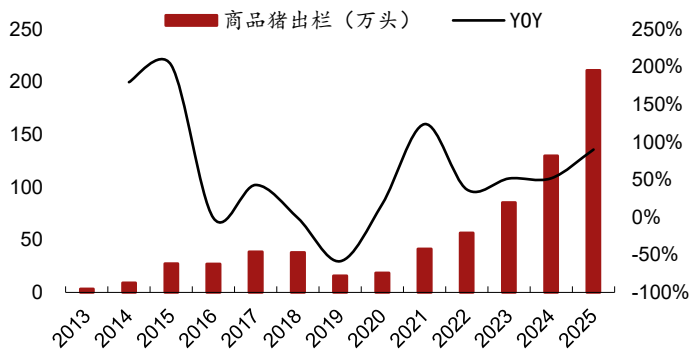
#### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15354	17725	18619	21642	24121
同比增长	6%	15%	5%	16%	11%
营业利润(百万元)	(402)	1558	591	1205	1257
同比增长	-144%	-487%	-62%	104%	4%
归母净利润(百万元)	(437)	1521	565	1167	1216
同比增长	-149%	-448%	-63%	107%	4%
每股收益(元)	-0.52	1.82	0.67	1.39	1.45
PE	-38.5	11.1	29.8	14.4	13.9

PB 2.2 1.9 1.9 1.7 1.6

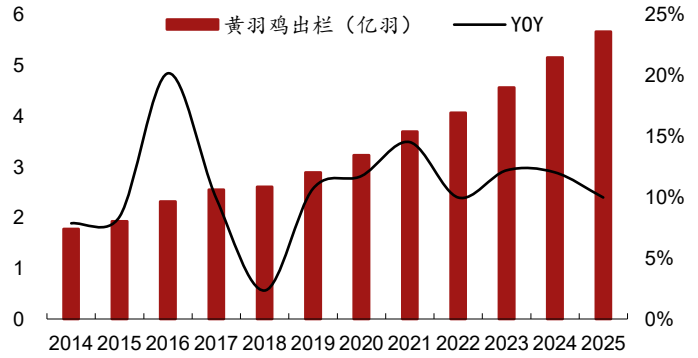
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 2013~2025 年公司商品猪出栏情况



资料来源：公司公告、招商证券（注：参考月报）

图 2: 2014~2025 年公司黄羽鸡出栏情况



资料来源：公司公告、招商证券（注：参考月报）

表 1: 公司销售收入结构预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入 (亿元)</b>	<b>153.54</b>	<b>177.25</b>	<b>186.19</b>	<b>216.42</b>	<b>241.21</b>
黄羽鸡	134.5	145.3	145.4	169.3	183.0
商品猪	16.58	29.27	36.56	43.75	54.38
其他	2.42	2.66	4.20	3.40	3.80
<b>收入增长率</b>	<b>6%</b>	<b>15%</b>	<b>5%</b>	<b>16%</b>	<b>11%</b>
黄羽鸡	5%	8%	0%	16%	8%
商品猪	15%	77%	25%	20%	24%
其他	31%	10%	58%	-19%	12%
<b>出栏量 (亿羽/万头)</b>					
黄羽鸡	4.57	5.16	5.67	6.24	6.86
商品猪	85.51	129.80	211	250	300
<b>毛利率</b>	<b>5%</b>	<b>16%</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>
黄羽鸡	7%	15%	7%	11%	9%
商品猪	-10%	23%	17%	18%	21%

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>15354</b>	<b>17725</b>	<b>18619</b>	<b>21642</b>	<b>24121</b>
营业成本	14611	14902	16858	18976	21263
营业税金及附加	20	25	26	30	34
营业费用	195	220	231	269	300
管理费用	678	790	726	898	1001
研发费用	80	140	112	108	169
财务费用	92	84	127	141	131
资产减值损失	(182)	(77)	(12)	(78)	(34)
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
<b>营业利润</b>	<b>(402)</b>	<b>1558</b>	<b>591</b>	<b>1205</b>	<b>1257</b>
营业外收入	2	4	2	3	3
营业外支出	39	43	29	42	45
<b>利润总额</b>	<b>(439)</b>	<b>1519</b>	<b>564</b>	<b>1166</b>	<b>1215</b>

所得税	0	3	1	2	2
少数股东损益	(1)	(5)	(2)	(4)	(4)
归属于母公司净利润	(437)	1521	565	1167	1216
EPS (元)	-0.52	1.82	0.67	1.39	1.45

资料来源：公司数据、招商证券

表 3: 各季度业绩回顾

(百万元)	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
营业收入	3662	4144	4879	5041	4086	4267	5140
营业毛利	329	771	942	780	492	339	510
营业费用	51	60	66	43	59	70	73
管理费用	179	206	227	178	213	183	198
财务费用	22	22	21	19	17	19	17
投资收益	-5	5	9	8	31	5	1
营业利润	84	498	588	388	206	-47	148
归属母公司净利润	80	495	586	360	206	-57	138
EPS (元)	0.1	0.59	0.70	0.43	0.25	-0.07	0.17
<b>主要比率</b>							
毛利率	9.00%	18.62%	19.31%	15.47%	12.05%	7.95%	9.93%
营业费用率	1.40%	1.5%	1.4%	0.8%	1.4%	1.6%	1.4%
管理费用率	4.90%	5.0%	4.6%	3.5%	5.2%	4.3%	3.9%
营业利润率	2.30%	12.0%	12.0%	7.7%	5.0%	-1.1%	2.9%
有效税率	0.20%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
净利率	2.20%	11.9%	12.0%	7.1%	5.0%	-1.3%	2.7%
<b>YoY</b>							
收入	7%	17%	16%	20%	12%	3%	5%
归属母公司净利润	-120%	-346%	91%	-336%	157%	-112%	-76%

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
<b>流动资产</b>	3885	4116	4559	5040	5616
现金	366	183	226	229	305
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	15	17	19
其它应收款	222	309	325	378	421
存货	2462	2835	3207	3610	4045
其他	108	131	143	163	183
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>13665</b>	<b>14722</b>	<b>15513</b>	<b>16319</b>	<b>17198</b>
<b>流动负债</b>	5051	4804	5687	5556	5631
短期借款	2038	1602	2434	2168	2097
应付账款	993	917	1037	1167	1308
预收账款	25	32	36	40	45
其他	1994	2254	2180	2180	2180
<b>长期负债</b>	827	761	761	761	761
长期借款	181	82	82	82	82
其他	646	679	679	679	679
<b>负债合计</b>	<b>5878</b>	<b>5565</b>	<b>6448</b>	<b>6317</b>	<b>6392</b>
股本	828	828	837	837	837
资本公积金	2422	2531	2531	2531	2531
留存收益	4435	5702	5602	6543	7350
少数股东权益	102	97	95	92	88
归属于母公司所有者权益	7685	9060	8970	9911	10718
<b>负债及权益合计</b>	<b>13665</b>	<b>14722</b>	<b>15513</b>	<b>16319</b>	<b>17198</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	1450	2408	1543	2112	2160
净利润	(439)	1516	563	1163	1212
折旧摊销	757	917	1194	1215	1238
财务费用	96	84	127	141	131
投资收益	(1)	(17)	(64)	(64)	(67)
营运资金变动	1038	(93)	(277)	(343)	(354)
其它	(0)	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1649)	(1602)	(1477)	(1477)	(1474)
资本支出	(2354)	(1692)	(1540)	(1540)	(1540)
其他投资	705	90	64	64	67
<b>筹资活动现金流</b>	13	(994)	(24)	(633)	(610)
借款变动	368	(805)	758	(266)	(71)
普通股增加	368	0	10	0	0
资本公积增加	(296)	109	0	0	0
股利分配	(368)	(248)	(665)	(226)	(408)
其他	(59)	(49)	(127)	(141)	(131)
<b>现金净增加额</b>	<b>(185)</b>	<b>(187)</b>	<b>43</b>	<b>3</b>	<b>76</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	15354	17725	18619	21642	24121
营业成本	14611	14902	16858	18976	21263
营业税金及附加	20	25	26	30	34
营业费用	195	220	231	269	300
管理费用	678	790	726	898	1001
研发费用	80	140	112	108	169
财务费用	92	84	127	141	131
资产减值损失	(182)	(77)	(12)	(78)	(34)
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
<b>营业利润</b>	(402)	1558	591	1205	1257
营业外收入	2	4	2	3	3
营业外支出	39	43	29	42	45
<b>利润总额</b>	(439)	1519	564	1166	1215
所得税	0	3	1	2	2
少数股东损益	(1)	(5)	(2)	(4)	(4)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(437)</b>	<b>1521</b>	<b>565</b>	<b>1167</b>	<b>1216</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	6%	15%	5%	16%	11%
营业利润	-144%	-487%	-62%	104%	4%
归母净利润	-149%	-448%	-63%	107%	4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	4.8%	15.9%	9.5%	12.3%	11.8%
净利率	-2.8%	8.6%	3.0%	5.4%	5.0%
ROE	-5.4%	18.2%	6.3%	12.4%	11.8%
ROIC	-3.0%	15.5%	6.4%	11.3%	11.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.0%	37.8%	41.6%	38.7%	37.2%
净负债比率	17.4%	11.9%	16.2%	13.8%	12.7%
流动比率	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4
存货周转率	5.7	5.6	5.6	5.6	5.6
应收账款周转率	650.0	1105.0	1288.0	1352.0	1325.0
应付账款周转率	14.3	15.6	17.3	17.2	17.2
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.52	1.82	0.67	1.39	1.45
每股经营净现金	1.73	2.88	1.84	2.52	2.58
每股净资产	9.18	10.82	10.71	11.84	12.80
每股股利	0.00	0.79	0.27	0.49	0.65
<b>估值比率</b>					
PE	-38.5	11.1	29.8	14.4	13.9
PB	2.2	1.9	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	64.3	9.5	12.1	9.0	8.8

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。