

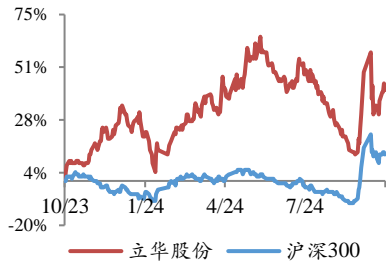
## 黄鸡业务稳健增长，生猪业务持续发力

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2024-10-25

收盘价(元)	21.78
近12个月最高/最低(元)	26.80/15.75
总股本(百万股)	828
流通股本(百万股)	605
流通股比例(%)	73.09
总市值(亿元)	180
流通市值(亿元)	132

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 黄羽鸡业务稳健增长，育种领域深耕细作

公司是黄羽肉鸡养殖龙头企业，养殖规模位处全国第二，2023年公司销售肉鸡约占同期全国黄羽肉鸡出栏量12.71%。黄羽鸡业务稳健增长：2018-2023年公司黄羽鸡销量从2.61亿羽上升至4.57亿羽，年复合增长率11.8%，2024年1-9月销量3.76亿羽，同比增长12.1%；2018-2023年公司黄羽鸡合作农户数量从5120户上升至6750户，年复合增长率5.7%，2024年6月进一步上升至6909户，同比增长4.1%；2018-2023年黄羽肉鸡生产性生物资产期末账面价值从1.20亿元上升至2.58亿元，年复合增长率16.5%，2024年6月进一步上升至2.77亿元，同比增长16.1%。黄羽肉鸡品种多样，消费区域特征非常明显，为满足各个区域对不同品种优质黄羽肉鸡的需求，公司在育种领域持续加大投入，在江苏金坛、广西柳州、江苏扬州分别建立三家育种基地；由于各家公司的黄羽鸡销售品种差异大，销售价格、销售成本及盈利能力天然存在差异。

#### ● 生猪业务快速增长，养殖成本稳步下行

公司养猪产能布局为江苏、安徽以及山东等地，靠近传统生猪高价位消费市场，已建成生猪产能约180万头。公司生猪业务快速增长：2018-2023年肉猪出栏量从38.0万头上升至85.5万头，年复合增长率17.6%，2024年1-9月肉猪出栏量79.2万头，同比增长35.4%；2018-2023年生猪合作农户数量从151户上升至250户，年复合增长率10.6%，2024年6月进一步上升至282户，同比增长81.9%；2018-2023年种猪生产性生物资产期末账面价值从0.49亿元上升至2.0亿元，年复合增长率32.8%，2024年6月进一步上升至2.45亿元，同比增长10.4%。2024年以来，公司生猪养殖成本稳步下行；从上市猪企角度看，2024年以来，神农、牧原、温氏的完全成本始终处于第一梯队，公司处于中等水平。

#### ● Q3归母净利润5.86亿元，畜禽成本稳步下降

2024年1-9月，公司实现营业收入126.8亿元，同比增长13.7%，归母净利润11.61亿元，同比增长507.7%。分季度看，2024Q1、Q2、Q3公司分别实现归母净利润0.8亿元、4.95亿元、5.86亿元。分板块看，Q3公司黄羽鸡业务实现盈利近4亿元，毛鸡完全成本环比降至5.9元/斤以内；Q3生猪业务实现盈利逾2亿元，生猪养殖完全成本环比降至14.6元/公斤；Q3屠宰业务亏损约0.2亿元，主要是因为产能利用率仍处于爬坡期，随着公司布局在各省的屠宰加工项目陆续投产，加工成本有望回落，公司也将推动“毛鲜联动”的业务策略，推动养殖端更好地满足市场需求，最大化协同效应。

#### ● 投资建议

从行业角度看，今年以来生猪补栏积极性疲弱，从官方数据看，Q2、Q3能繁母猪存栏量环比1季末分别小幅上升1.2%、0.6%，我们预计产能恢复将持续缓慢，2025年生猪价格获得支撑；2024年第40周(9.30-10.6)，黄羽在产父母代存栏1308.5万套，处于2021年以来同期低位，

2024-2025 年黄羽鸡产业链有望获得正常盈利。

我们预计 2024-2026 年公司实现主营业务收入 177.66 亿元、201.96 亿元、222.09 亿元，同比分别增长 15.7%、13.7%、10.0%，对应归母净利润 17.13 亿元、21.76 亿元、21.09 亿元，同比分别增长 491.7%、27.0%、-3.1%，对应 EPS 分别为 2.07 元、2.63 元、2.55 元，给予“买入（首次）”评级。

● **风险提示**

疫情、原材料价格波动风险、畜禽产品价格波动风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15354	17766	20196	22209
收入同比 (%)	6.3%	15.7%	13.7%	10.0%
归属母公司净利润	-437	1713	2176	2109
净利润同比 (%)	-149.1%	491.7%	27.0%	-3.1%
毛利率 (%)	4.8%	16.7%	18.0%	17.0%
ROE (%)	-5.7%	18.7%	19.2%	15.7%
每股收益 (元)	-0.53	2.07	2.63	2.55
P/E	—	10.58	8.33	8.59
P/B	2.26	1.98	1.60	1.35
EV/EBITDA	42.03	8.05	6.19	5.65

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 黄羽鸡业务稳健增长，育种领域深耕细作 .....	5
1.1 全国第二大黄羽鸡养殖企业 .....	5
1.2 黄羽鸡产业链有望获得正常盈利 .....	6
1.3 黄羽鸡业务稳健增长，育种领域深耕细作 .....	7
1.3.1 公司黄羽鸡业务稳步增长 .....	7
1.3.2 公司育种领域深耕细作 .....	7
2 生猪业务快速增长，养殖成本稳步下行 .....	9
2.1 产能恢复明显偏弱，2025 年猪价获支撑 .....	9
2.2 生猪业务快速增长，养殖成本稳步下行 .....	11
3 Q3 归母净利 5.86 亿元，畜禽成本稳步下降 .....	13
3.1 Q3 实现归母净利润 5.86 亿元 .....	13
3.2 生猪养殖完全成本稳步回落，Q3 生猪业务利润约 2.2 亿 .....	13
3.3 毛鸡完全成本环比微降，Q3 肉鸡利润约 4.2 亿 .....	13
4 盈利预测、估值及投资评级 .....	14
4.1 盈利预测 .....	14
4.2 投资建议 .....	15
风险提示: .....	16

## 图表目录

图表 1 公司肉鸡产业链示意图	5
图表 2 公司黄羽鸡养殖产能分布图	5
图表 3 公司黄羽鸡合作养殖模式流程图	6
图表 4 祖代黄羽肉种鸡年均存栏量, 万套	6
图表 5 父母代黄羽肉种鸡年均存栏量, 万套	6
图表 6 黄羽肉毛鸡单只平均盈利, 元/只	7
图表 7 全国部分在产父母代肉种鸡存栏量走势图, 万套	7
图表 8 公司黄羽肉鸡出栏量走势图, 亿羽	8
图表 9 黄羽肉鸡合作农户数量及走势图	8
图表 10 黄羽肉鸡生产性生物资产期末账面价值, 亿元	8
图表 11 立华、温氏黄羽肉鸡毛利对照图, 元/羽	8
图表 12 立华、温氏黄羽肉鸡价格对照图, 元/羽	8
图表 13 立华、温氏黄羽肉鸡成本对照图, 元/羽	8
图表 14 全国黄羽毛鸡平均盈利走势图, 元/公斤	9
图表 15 立华黄羽毛鸡盈利走势对照图, 元/公斤	9
图表 16 全国中大猪存栏量同比变化图	10
图表 17 育肥出栏存活率走势图-涌益咨询	10
图表 18 育肥出栏存活率走势图-上海钢联	10
图表 19 仔猪成活率走势图-上海钢联	10
图表 20 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局, 万头、%	11
图表 21 公司生猪出栏量走势图, 亿羽	12
图表 22 生猪合作农户数量及走势图	12
图表 23 公司种猪生产性生物资产期末账面价值及增速	12
图表 24 公司育肥猪完全成本对照图, 元/公斤	12
图表 25 主要上市猪企 2024 育肥猪成本对照表, 元/公斤	12
图表 26 公司收入成本预测表	14

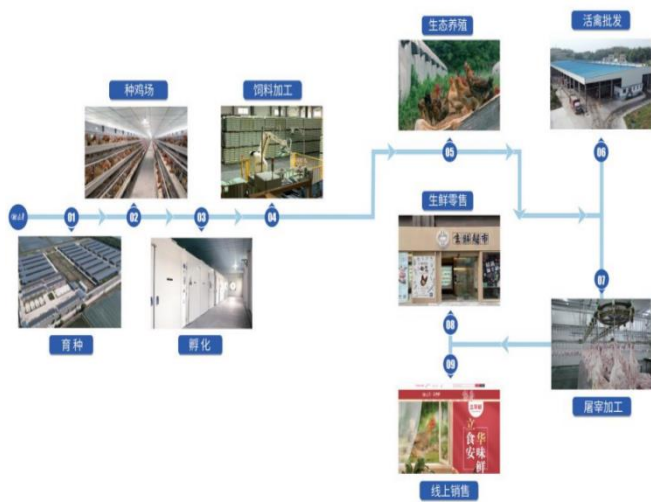
# 1 黄羽鸡业务稳健增长，育种领域深耕细作

## 1.1 全国第二大黄羽鸡养殖企业

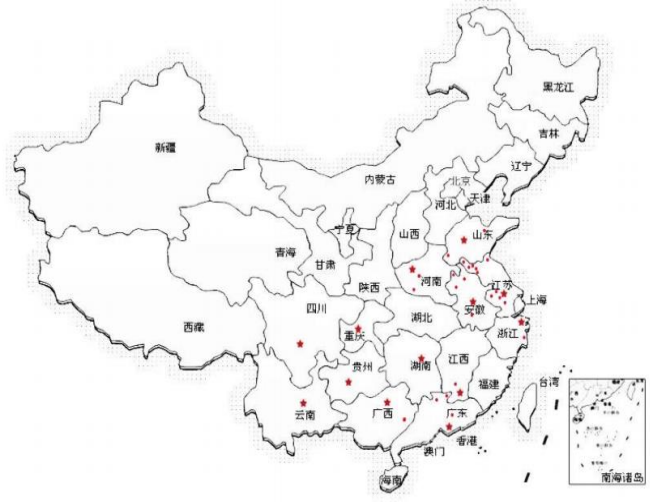
公司是黄羽肉鸡养殖龙头企业，建立了集曾祖代、祖代与父母代种鸡繁育、饲料生产、商品代黄羽肉鸡养殖与冰鲜加工等环节为一体的完整产业链。公司黄羽肉鸡养殖规模处于全国第二位，2023 年公司销售肉鸡(含毛鸡、屠宰品及熟制品)4.57 亿只，约占同期全国黄羽肉鸡出栏量的 12.71%。

2023 年末，公司在江苏、浙江、安徽、广东、河南、山东、四川、湖南、江西、贵州、广西、云南、重庆等 13 个省及直辖市共设立 75 家控股子公司，其中一体化养鸡子公司 25 家，并根据各地消费习惯提供不同品种、不同日龄的黄羽肉鸡产品。

图表 1 公司肉鸡产业链示意图



图表 2 公司黄羽鸡养殖产能分布图



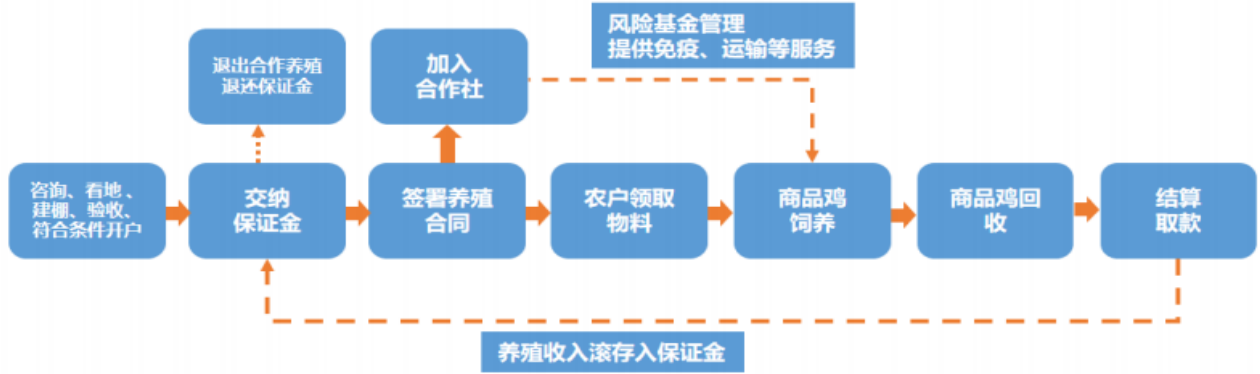
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司的黄羽肉鸡养殖业务采取“公司+合作社+农户”模式。在合作养殖过程中，公司严格执行“八统一”的农户管理模式，即“统一鸡场规划、统一供应苗鸡、统一供应饲料、统一免疫程序、统一操作规程、统一技术指导、统一产品回收、统一产品销售”。一方面，“八统一”的农户管理模式使公司能够进行全程监控，严格控制苗鸡、饲料、药品及疫苗等物料的使用以及养殖全过程的质量，确保食品安全；另一方面，公司能够及时调整农户养殖规模与品种，积极应对市场变化。公司通过农户结算管理等机制，确保农户获得与其养殖能力、劳动投入相匹配的养殖收入，有效激发合作农户的养殖积极性与责任心。

在“公司+合作社+农户”的养殖模式下，合作社是农户自治组织，是公司与合作农户沟通交流的纽带与桥梁，合作社主要负责风险基金管理、免疫及运输等辅助服务工作；由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。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，并同时加入与公司有合作关系的专业合作社。

图表 3 公司黄羽鸡合作养殖模式流程图



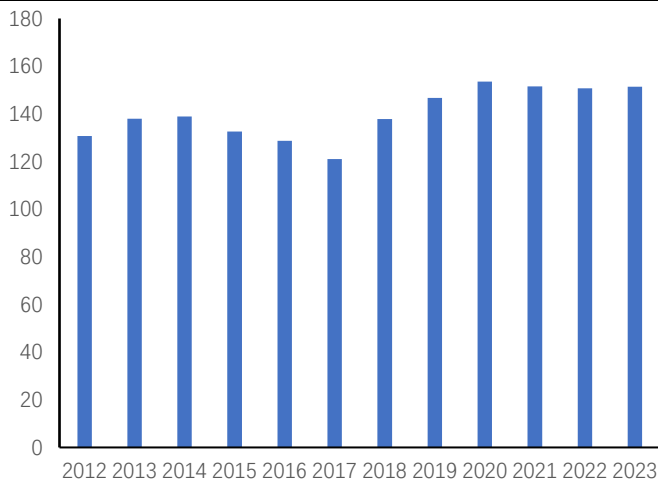
资料来源: wind, 华安证券研究所

公司大部分商品肉鸡由批发商屠宰后通过农产品批发市场或农贸市场、商超等终端销售给消费者,一部分由公司自建屠宰厂屠宰加工成冰鲜鸡和冰冻鸡肉产品后,经下游批发商、电商、商超进行线上线下销售。公司黄羽肉鸡业务板块除传统活禽销售模式外,正在向屠宰生鲜品、冰冻加工品销售转型。公司依托江苏立华食品积累的相对成熟的冰鲜鸡生产和销售经验,在湘潭、扬州、惠州、泰安、潍坊等一体化养鸡子公司所在地布局黄羽肉鸡屠宰产能,实现对长三角、珠三角、京津冀核心区域市场的全覆盖,推动产业链纵向延伸。

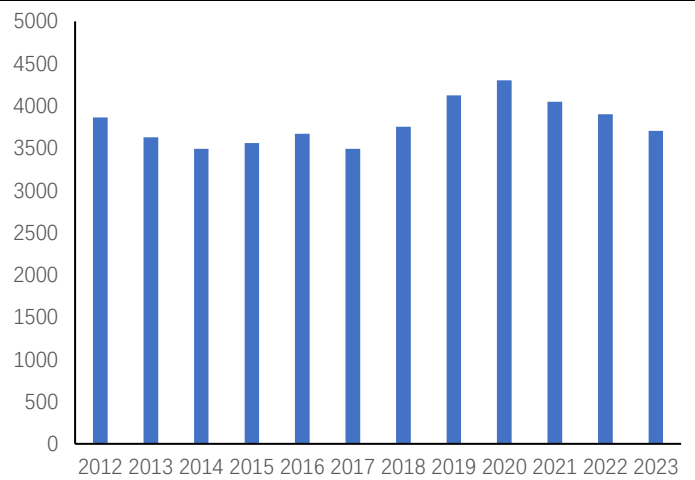
## 1.2 黄羽鸡产业链有望获得正常盈利

2020-2023 年,我国祖代黄羽肉种鸡存栏处于历史较高水平,供种能力充足。由于近年来,我国黄羽肉鸡市场处于相对低迷状态,父母代种鸡存栏量持续下滑,2023 年父母代黄羽肉种鸡年均存栏降至 3704.2 万套,同比下降 5.0%,较 2020 年峰值下降 13.9%;2024 年第 40 周(9.30-10.6),黄羽在产父母代存栏 1308.5 万套,处于 2021 年以来同期低位,2024-2025 年黄羽鸡产业链有望获得正常盈利。

图表 4 祖代黄羽肉种鸡年均存栏量, 万套



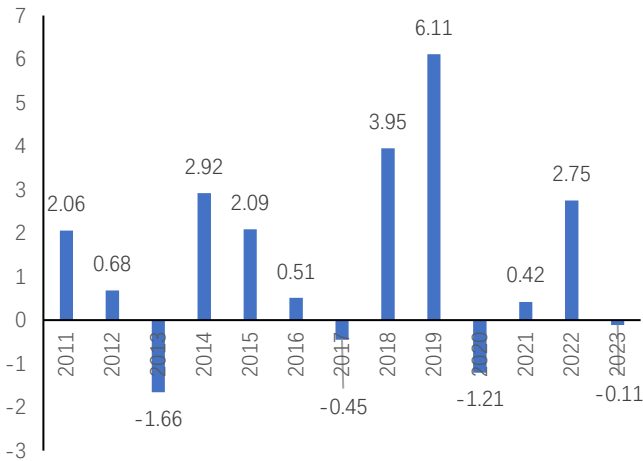
图表 5 父母代黄羽肉种鸡年均存栏量, 万套



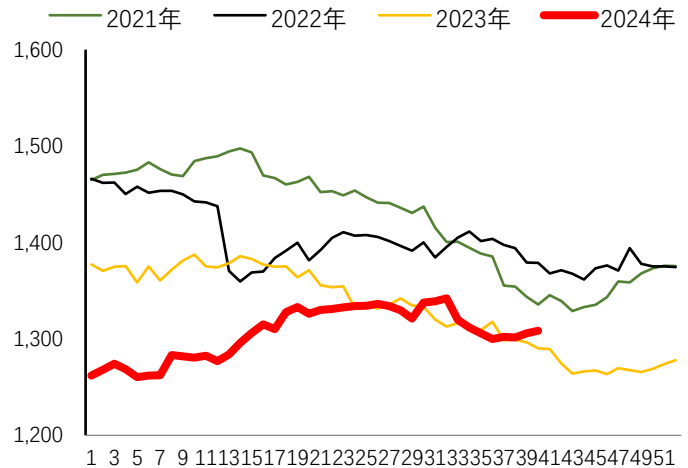
资料来源: 《中国禽业发展报告(2023)》, 华安证券研究所

资料来源: 《中国禽业发展报告(2023)》, 华安证券研究所

图表 6 黄羽肉毛鸡单只平均盈利, 元/只



图表 7 全国部分在产父母代肉种鸡存栏量走势图, 万套



资料来源: 《中国禽业发展报告 (2023)》, 华安证券研究所

资料来源: 黄羽肉鸡数据周报, 华安证券研究所

### 1.3 黄羽鸡业务稳健增长, 育种领域深耕细作

#### 1.3.1 公司黄羽鸡业务稳步增长

2018-2023 年黄羽鸡销量从 2.61 亿羽上升至 4.57 亿羽, 年复合增长率 11.8%, 2024 年 1-9 月公司黄羽鸡销量 3.76 亿羽, 同比增长 12.1%; 2018-2023 年黄羽鸡合作农户数量从 5120 户上升至 6750 户, 年复合增长率 5.7%, 2024 年 6 月进一步上升至 6909 户, 同比增长 4.1%; 2018-2023 年黄羽肉鸡生产性生物资产期末账面价值从 1.20 亿元上升至 2.58 亿元, 年复合增长率 16.5%, 2024 年 6 月进一步上升至 2.77 亿元, 同比增长 16.1%。

#### 1.3.2 公司育种领域深耕细作

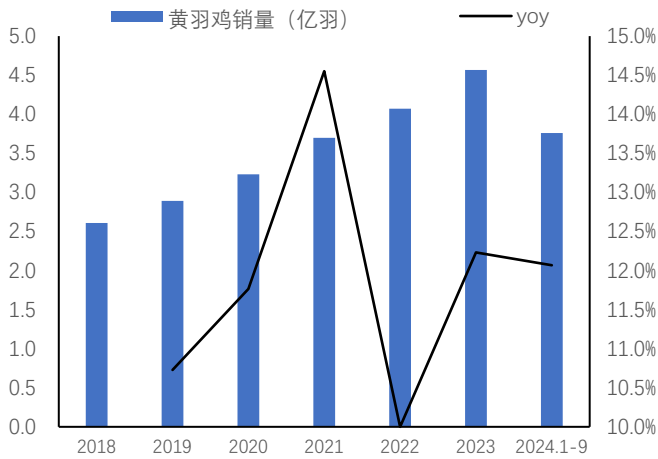
黄羽肉鸡品种多样, 消费区域特征非常明显, 为满足各个区域对不同品种优质黄羽肉鸡的需求, 公司在育种领域持续加大投入。

公司在江苏金坛、广西柳州、江苏扬州分别建立了三家育种基地。其中, 广西柳州育种基地致力于华南、西南区域特色黄羽肉鸡品种研发培育; 江苏扬州育种基地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。

目前, 公司自主培育雪山系列、天目系列、“优”系列、花山系列、快大系列和功能系列种鸡, 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。近年来, 公司继续深入品种需求调研, 加强各区域优势品种布局, 为未来的市场拓展奠定基础, 公司育种智慧管理系统和液相基因芯片“立华液芯 2023”均已开发完成, 进入试用阶段, 育种效率有效提升, 育种工作的标准化、规范化水平进一步提高。

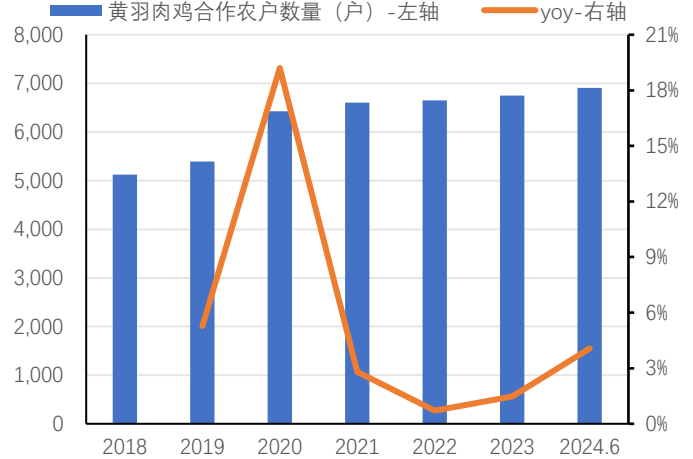
由于各家公司的黄羽鸡销售品种差异大, 销售价格、销售成本及盈利能力天然存在差异。如图 11-13 所示, 2018 年-1H2024, 温氏黄羽鸡销售价格整体高于立华, 销售成本也整体高于立华, 但立华的黄羽肉鸡毛利整体偏高; 如图 14-15 所示, 2018 年-2024 年前 9 月, 全国黄羽鸡销售均价整体高于立华, 销售成本也整体高于立华, 但立华的黄羽肉鸡利润整体偏高。

图表 8 公司黄羽肉鸡出栏量走势图, 亿羽



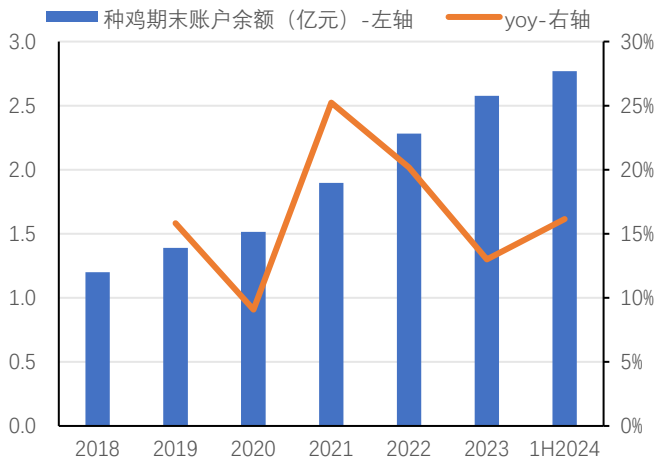
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 9 黄羽肉鸡合作农户数量及走势图



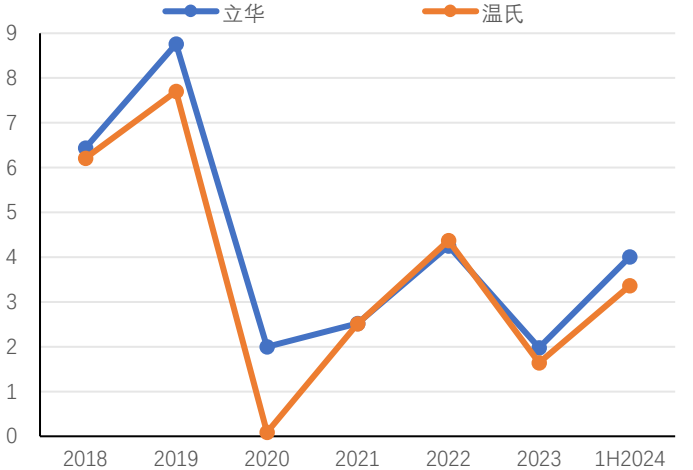
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 10 黄羽肉鸡生产性生物资产期末账面价值, 亿元



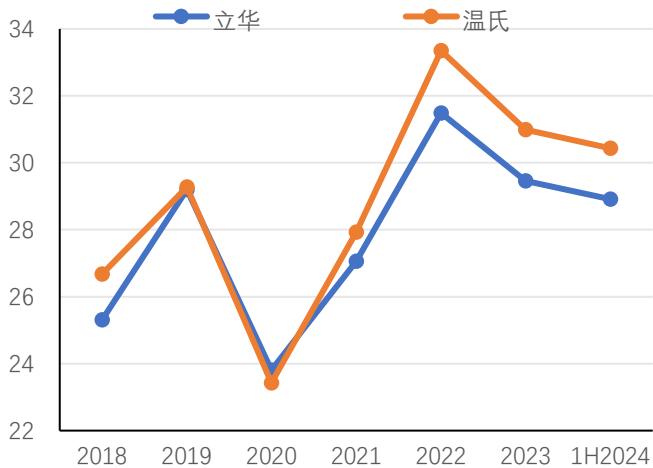
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 11 立华、温氏黄羽肉鸡毛利对照图, 元/羽



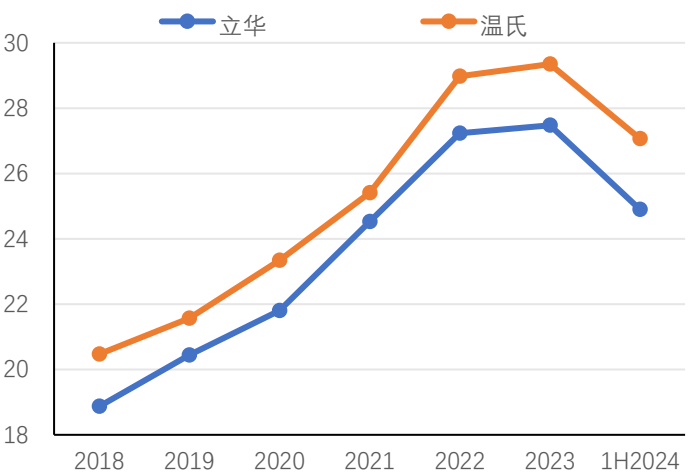
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 12 立华、温氏黄羽肉鸡价格对照图, 元/羽



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

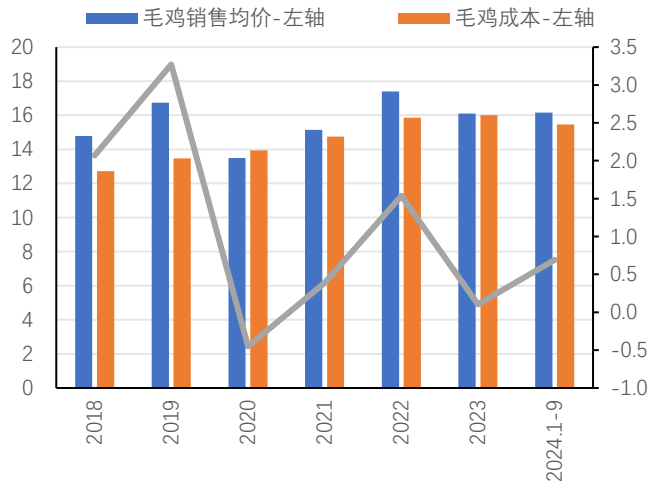
图表 13 立华、温氏黄羽肉鸡成本对照图, 元/羽



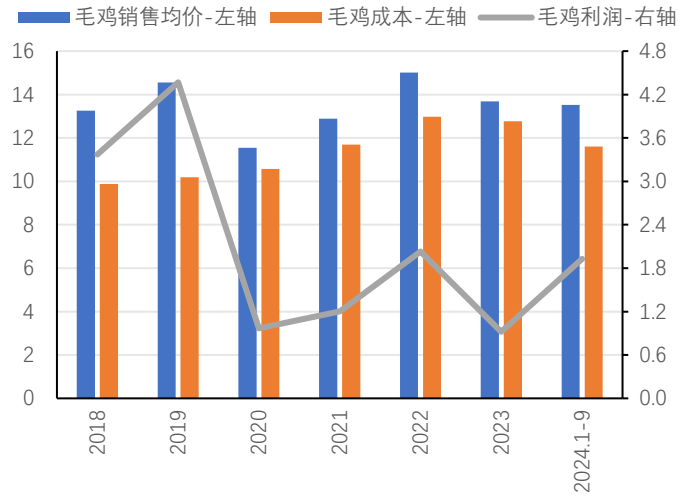
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



图表 14 全国黄羽毛鸡平均盈利走势图, 元/公斤



图表 15 立华黄羽毛鸡盈利走势对照图, 元/公斤



资料来源: 公司公告, 黄羽肉鸡数据周报, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 黄羽肉鸡数据周报, 华安证券研究所

## 2 生猪业务快速增长, 养殖成本稳步下行

### 2.1 产能恢复明显偏弱, 2025 年猪价获支撑

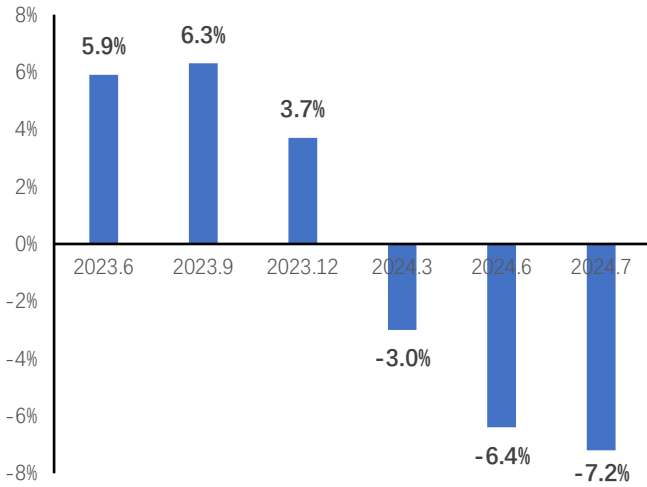
回顾 2021 年 6 月-2022 年 3 月, 统计局公布的能繁母猪存栏量累计下降 8.3%, 受产能去化、延迟配种、二育等多重因素影响, 猪价于 2022 年 10 月 26 日达到峰值 27.66 元/公斤。本轮周期 2022 年 12 月-2024 年 3 月累计去化 9.1%, 2024 年 4 月农业部能繁母猪存栏量环比再降 0.1%, 整体去化已超过 2021-2022 年, 较 2021 年 6 月能繁母猪存栏量更是下降了 12.5%, 2024 年猪价处于上行周期。

农业农村部披露, 7 月中大猪存栏量同比下降 7.2%, 2-7 月新生仔猪数同比下降 6.8%, 由于育肥存活率、仔猪存活率保持相对稳定, 我们预计今年下半年猪价有望维持高位; 6-8 月新生仔猪数环比分别增长 3.5%、1.8%、0.7%, 对应春节前后生猪出栏, 考虑到春节前猪肉消费较当前会有明显提升, 春节前后猪价有望维持相对高位。

从农业部数据看, 2024 年 5 月能繁母猪存栏量开始环比上升, 从统计局数据看, 2024 年二季末能繁母猪存栏量环比 1 季末上升 1.2%。由此推算 10-12 月之后, 即对应 2025 年 3-5 月生猪价格将步入下行通道, 考虑到季节性因素影响, 春节后是猪肉传统消费淡季, 不排除猪价提前至 2025 年 2 月步入下行周期。

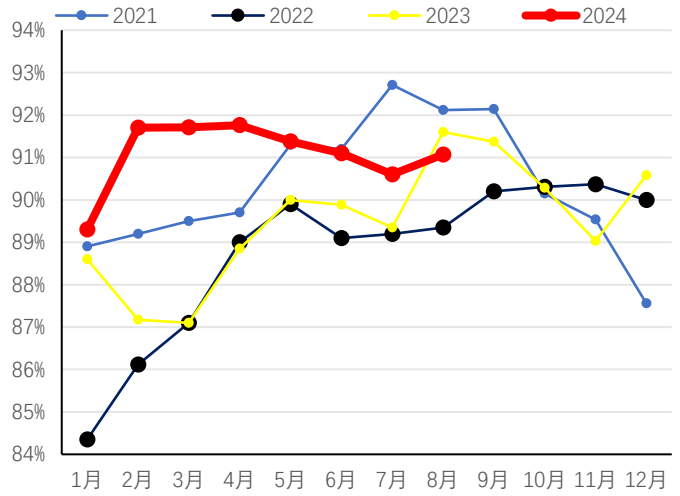
今年以来补栏积极性疲弱, 从官方数据看, Q2、Q3 能繁母猪存栏量环比 1 季末分别小幅上升 1.2%、0.6%, 我们预计产能恢复将持续缓慢。产能回升缓慢或使 2025 年猪价较 2024 年仅小幅回落。

图表 16 全国中大猪存栏量同比变化图



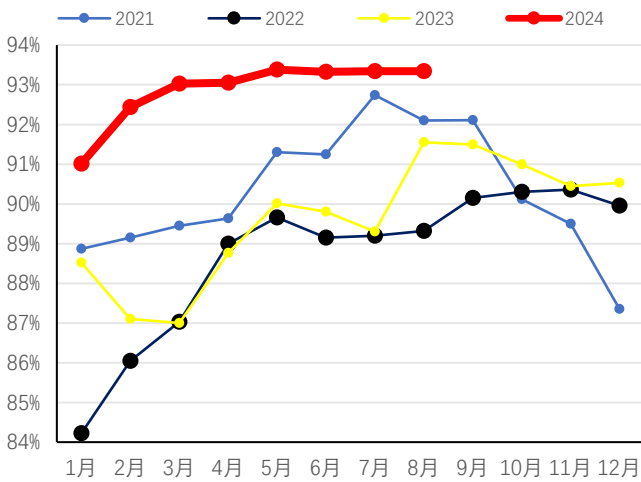
资料来源：农业农村部，华安证券研究所

图表 17 育肥出栏存活率走势图-涌益咨询



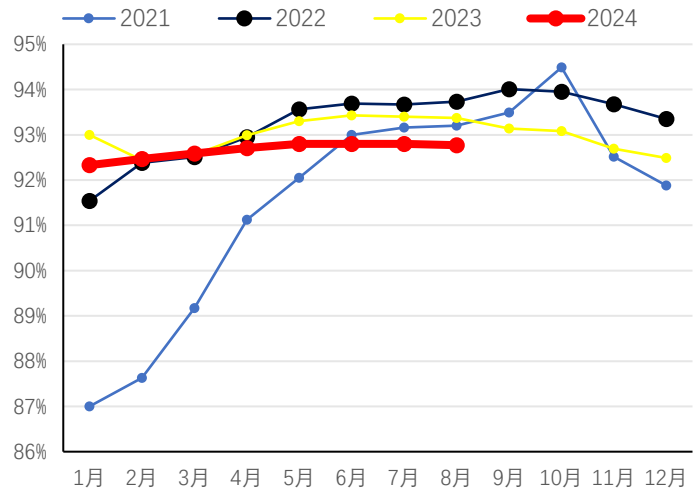
资料来源：涌益咨询，华安证券研究所

图表 18 育肥出栏存活率走势图-上海钢联



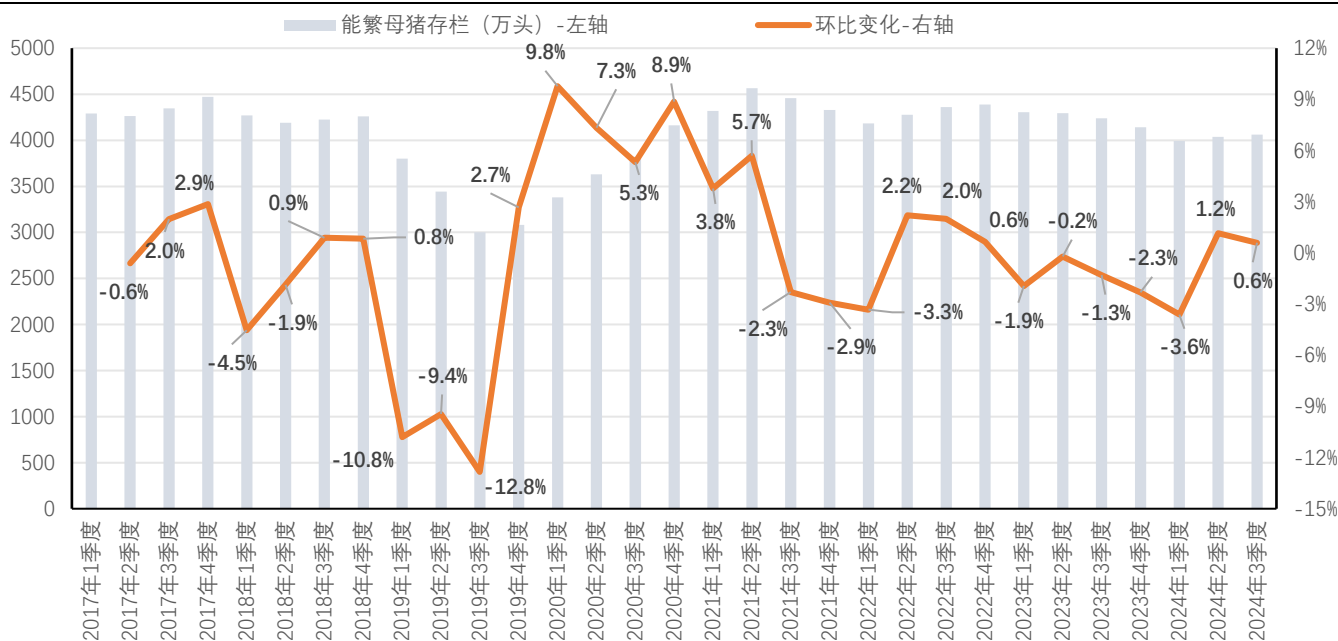
资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图表 19 仔猪成活率走势图-上海钢联



资料来源：上海钢联，华安证券研究所

图表 20 全国能繁母猪存栏量及环比变化走势图-统计局, 万头、%



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2.2 生猪业务快速增长，养殖成本稳步下行

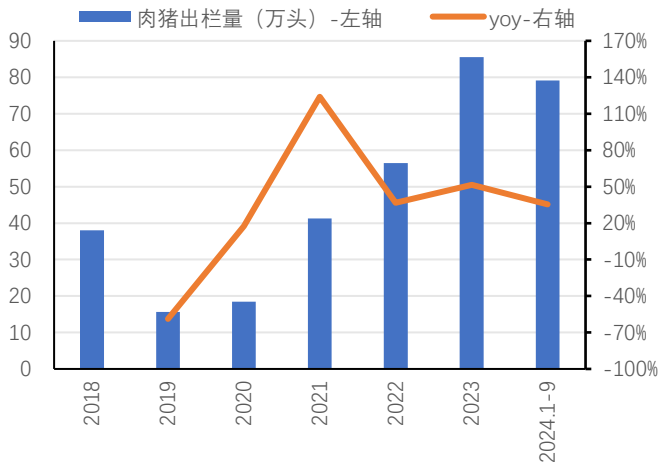
公司养猪产能布局为江苏、安徽以及山东等地，靠近传统生猪高价位消费市场，已建成生猪产能约 180 万头。

公司商品肉猪饲养以“公司+基地+农户”的合作养殖模式为主，将农户集中在公司自建的商品猪养殖基地。公司向农户提供猪舍、猪苗、饲料、药品疫苗等物料供应及销售环节的管理，并负责制定商品肉猪饲养环节所需的各项管理制度、规定和技术标准。合作养殖农户负责提供劳动力，在公司商品猪场进行养殖并交付产品。公司自建商品猪场配备高标准、全自动化设备设施，有利于培养专业技术农户，提高养殖效率，保证了商品肉猪产品质量与食品安全。同时，公司对农户进行封闭管理，养殖过程能够实时监控，能够有效隔离疫病传播并极大降低农户违规养殖的风险，保障了资产安全。

2018-2023 年公司肉猪出栏量从 38.0 万头上升至 85.5 万头，年复合增长率 17.6%，2024 年 1-9 月公司肉猪出栏量 79.2 万头，同比增长 35.4%；2018-2023 年生猪合作农户数量从 151 户上升至 250 户，年复合增长率 10.6%，2024 年 6 月进一步上升至 282 户，同比增长 81.9%；2018-2023 年种猪生产性生物资产期末账面价值从 0.49 亿元上升至 2.0 亿元，年复合增长率 32.8%，2024 年 6 月进一步上升至 2.45 亿元，同比增长 10.4%。

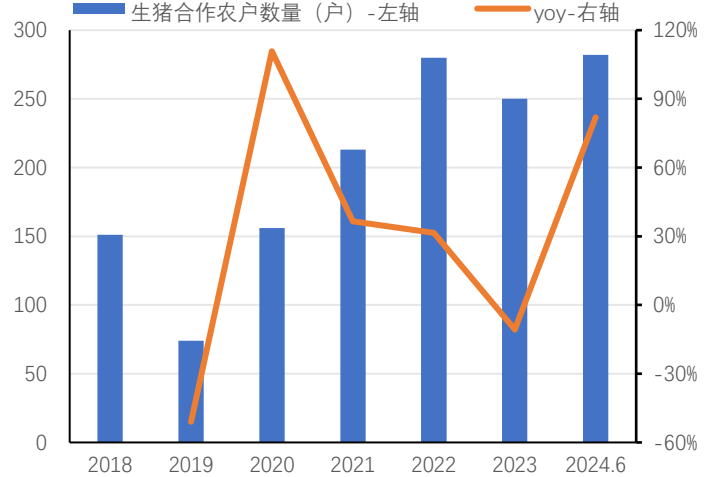
2024 年以来，公司生猪养殖成本稳步下行，Q3 育肥猪完全成本 14.6 元/公斤，环比下降 0.2 元/公斤，较 2023Q4 下降 3.4 元/公斤。从上市猪企角度看，2024 年以来，神农集团、牧原股份、温氏股份的完全成本始终处于第一梯队，公司处于中等水平。

图表 21 公司生猪出栏量走势图, 亿羽



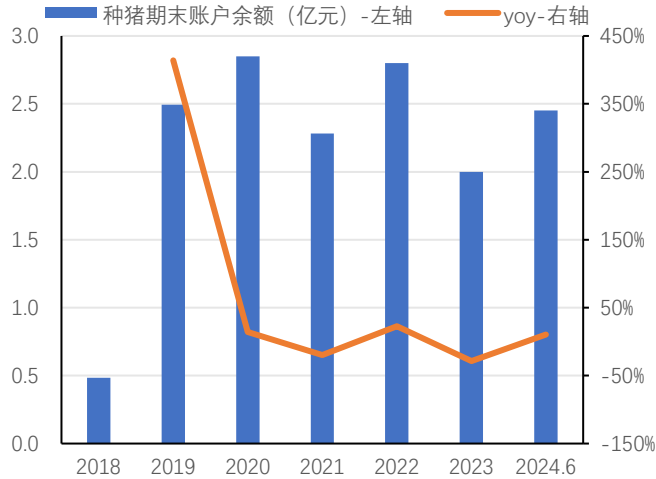
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 22 生猪合作农户数量及走势图



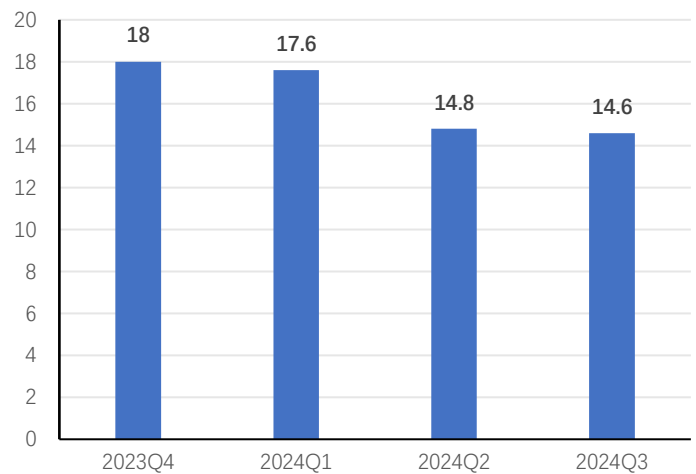
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 23 公司种猪生产性生物资产期末账面价值及增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 24 公司育肥猪完全成本对照图, 元/公斤



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 25 主要上市猪企 2024 育肥猪成本对照表, 元/公斤

	成本类型	Q3	9月	8月	7月	1H	Q2	6月	5月	4月	3月	Q1
神农集团	完全成本			13.8	13.7	14.2	13.9	13.7		14.2		14.5+
牧原	完全成本			13.7	13.8			14	14.3	14.8	15.1	1-2月 15.8
温氏	养殖综合成本				6.9-7	14.8	14.2	13.8	14.2	14.4	14.8	15.2
天康	完全成本				14.75		15.15		14.88		15.33	15.99
新希望	运营场线出栏成本				14.5		14.6	14.7		14.7	15.3	1月 15.8、2月约 16
大北农	完全成本				14.6			较5月略上升	14.7			约 15.1
家佳康	完全成本				15+			16+			16+	17+
东瑞	运营场线			16.6		17.07	16.96		16.8	17.4	16.7	17.2

	完全成本										
华统	完全成本					16.2	16-				16.4
巨星	完全成本/ 养殖成本			12.7（养 殖成本）		14.06	12.88（养 殖成本）	13.7（养 殖成本）			16.1（含德昌）
金新农	养殖成本		14.2	15.2							15.68
京基智农	完全成本			14.4	14.84	14.4		14.1	14.6	15.36	15.5
立华	完全成本	14.6				14.8				16-	17.6

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 3 Q3 归母净利 5.86 亿元，畜禽成本稳步下降

### 3.1 Q3 实现归母净利润 5.86 亿元

2024 年 1-9 月，公司实现营业收入 126.8 亿元，同比增长 13.7%，归母净利润 11.61 亿元，同比增长 507.7%。分季度看，2024Q1、Q2、Q3 公司分别实现归母净利润 0.8 亿元、4.95 亿元、5.86 亿元，黄羽鸡销量 1.1 亿羽、1.2 亿羽、1.4 亿羽，商品猪销量 19.3 万头、24.2 万头、35.7 万头。

分板块看，Q3 公司黄羽鸡业务实现盈利近 4 亿元，保持较强竞争力；Q3 生猪养殖降本显著，叠加猪价上涨，实现盈利逾 2 亿元；Q3 屠宰业务亏损约 0.2 亿元，主要是因为产能利用率仍处于爬坡期，随着公司布局在各省的屠宰加工项目陆续投产，加工成本有望回落，公司也将推动“毛鲜联动”的业务策略，推动养殖端更好地满足市场需求，最大化协同效应。

### 3.2 生猪养殖完全成本稳步回落，Q3 生猪业务利润约 2.2 亿

2024 年 1-9 月，公司出栏生猪 79.16 万头，同比增长 35.4%，完成全年出栏目标 120 万头 66%；公司能繁母猪存栏量约 8 万头，Q3 配种分娩率约 85%，为 2025 年增长奠定基础。分季度看，Q1、Q2、Q3 公司生猪出栏量 19.3 万头、24.2 万头、35.7 万头，同比分别增长-18.6%、87.6%、63.0%，实现生猪业务收入 3.3 亿元、5.1 亿元、8.5 亿元，同比分别增长 11.1%、11.7%、5.0%；生猪养殖完全成本 17.6 元/公斤、14.8 元/公斤、14.6 元/公斤，成本逐季下降。分月度看，7-9 月公司生猪销售均价分别为 19.32 元/公斤、20.54 元/公斤、19.46 元/公斤，我们推算 Q3 生猪业务利润约 2.2 亿元。

### 3.3 毛鸡完全成本环比微降，Q3 肉鸡利润约 4.2 亿

2024 年 1-9 月，公司肉鸡出栏量 3.76 亿羽，同比增长 12.1%。分季度看，Q1、Q2、Q3 公司肉鸡出栏量 1.1 亿羽、1.2 亿羽、1.4 亿羽，同比分别增长 11.7%、9.8%、14.5%，实现肉鸡业务收入 31.9 亿元、34.9 亿元、38.5 亿元，同比分别增长 11.1%、11.7%、5.0%；肉鸡完全成本约 6.3 元/斤、5.9 元/斤、5.9 元/斤以内。分月度看，7-9 月公司肉鸡销售均价分别为 13.2 元/公斤、13.4 元/公斤、13.2 元/公斤，我们推算 Q3 肉鸡利润约 4.2 亿元。

## 4 盈利预测、估值及投资评级

### 4.1 盈利预测

我们假设:

1、2024-2026 年公司生猪出栏量分别为 120 万头、162 万头、194 万头，同比增速分别为 40%、35%、20%；

2、2024-2026 年黄羽鸡销量分别为 5.1 亿羽、5.6 亿羽、6.2 亿羽，同比增速分别为 12%、10%、10%；

3、2024-2026 年公司肉鸡销售价格分别为 13.27 元/公斤、13.3 元/公斤、13.3 元/公斤；2024-2026 年公司商品猪出栏均价分别为 17.4 元/公斤、17.4 元/公斤、16 元/公斤。

图表 26 公司收入成本预测表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,214	8,870	8,621	11,132	14,447	15,354	17,766	20,196	22,209
YoY	21.6%	23.0%	-2.8%	29.1%	29.8%	6.3%	15.7%	13.7%	10.0%
营业成本	5,519	6,395	7,882	10,253	12,367	14,611	14,803	16,567	18,443
YoY	6.3%	15.9%	23.3%	30.1%	20.6%	18.1%	1.3%	11.9%	11.3%
毛利	1,695	2,476	739	878	2,080	743	2,963	3,629	3,766
毛利率	23.5%	27.9%	8.6%	7.9%	14.4%	4.8%	16.7%	18.0%	17.0%
<b>1、养殖行业</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
营业收入 (百万元)	7,214	8,870	8,621	11,132	14,447	15,354	17,766	20,196	22,209
YoY	21.6%	23.0%	-2.8%	29.1%	29.8%	6.3%	15.7%	13.7%	10.0%
营业成本	5,519	6,395	7,882	10,253	12,367	14,611	14,803	16,567	18,443
YoY	14.5%	15.9%	23.3%	30.1%	20.6%	18.1%	1.3%	11.9%	11.3%
毛利	1,695	2,476	739	878	2,080	743	2,963	3,629	3,766
毛利率	23.5%	27.9%	8.6%	7.9%	14.4%	4.8%	16.7%	18.0%	17.0%
<b>1.1 鸡类</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
收入(百万元)	6,605	8,438	7,689	10,010	12,815	13,454	15,098	16,643	18,308
YoY	27.3%	27.8%	-8.9%	30.2%	28.0%	5.0%	8.6%	10.2%	10.0%
成本 (百万元)	4,924	5,906	7,044	9,076	11,084	12,550	12,801	13,924	15,316
YoY	15.3%	19.9%	19.3%	28.9%	22.1%	13.2%	2.0%	8.8%	10.0%
毛利	1,681	2,532	646	934	1,731	904	2,297	2,719	2,991
毛利率	25.4%	30.0%	8.4%	9.3%	13.5%	6.7%	15.2%	16.3%	16.3%
商品肉鸡销量 (亿只)	2.6	2.9	3.2	3.7	4.1	4.6	5.1	5.6	6.2

yoy		10.7%	11.9%	14.6%	10.0%	12.2%	12.0%	10.0%	10.0%
商品肉鸡销售价格 (元/公斤)	13.25	14.56	11.54	12.89	15.01	13.69	13.27	13.30	13.30
商品肉鸡销售成本 (元/公斤)	9.88	10.19	10.57	11.69	12.98	12.77	11.63	11.50	11.50
商品肉鸡销售毛利 (元/公斤)	3.37	4.37	0.97	1.20	2.03	0.92	1.64	1.80	1.80
<b>1.2 肉猪类</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
收入	515	334	859	1,020	1,447	1,658	2,505	3,382	3,722
YoY	-22.9%	-35.0%	156.8%	18.7%	42.0%	14.6%	51.1%	35.0%	10.1%
成本	486	391	754	1,154	1,127	1,823	1,867	2,501	2,978
YoY	1.1%	-19.6%	93.0%	53.1%	-2.4%	61.7%	2.4%	34.0%	19.1%
毛利	29	(56)	105	(135)	320	(164)	638	881	744
毛利率	5.6%	-16.8%	12.2%	-13.2%	22.1%	-9.9%	25.5%	26.1%	20.0%
出栏量 (万头)	38	16	18	41	56	86	120	162	194
yoy		-58.8%	17.6%	123.9%	36.8%	51.5%	39.9%	35.0%	20.0%
出栏价格 (元/公斤)	12.2	15.2	32.2	17.9	20.6	15.1	17.4	17.4	16.0
销售成本 (元/公斤)	11.5	17.7	28.3	20.3	16.0	16.6	13.0	12.9	12.8
销售毛利 (元/公斤)	0.7	(2.5)	3.9	(2.4)	4.6	(1.5)	4.4	4.5	3.2
<b>1.3 肉鹅类产品</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
收入(百万元)	94	98	73	100	122	155	163	171	180
成本(百万元)	75	73	84	93	105	129	136	142	149
毛利	19	0	(11)	7	17	26	28	29	30
<b>1.4 其他</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
收入(百万元)	(0)	0	0	2	63	86	100	100	100
成本(百万元)	33	25	1	(71)	52	109	100	100	100
毛利	(33)	(25)	(1)	73	11	(23)	0	0	0
<b>2 其他</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
收入(百万元)	(0)	(0)	0	(0)	0	0	0	0	0
成本(百万元)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
毛利	(0)	(0)	0	(0)	0	0	0	0	0

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4.2 投资建议

从行业角度看，今年以来生猪补栏积极性疲弱，从官方数据看，Q2、Q3 能繁母猪存栏量环比 1 季末分别小幅上升 1.2%、0.6%，我们预计产能恢复将持续缓慢，2025 年生猪价格获得支撑；2024 年第 40 周（9.30-10.6），黄羽在产父母代存栏 1308.5 万套，处于 2021 年以来同期低位，2024-2025 年黄羽鸡产业链有望获得正常盈利。

我们预计 2024-2026 年公司实现主营业务收入 177.66 亿元、201.96 亿元、222.09 亿元，同比分别增长 15.7%、13.7%、10.0%，对应归母净利润 17.13 亿元、21.76 亿元、21.09 亿元，同比分别增长 491.7%、27.0%、-3.1%，对应 EPS 分别为 2.07 元、2.63 元、2.55 元，给予“买入（首次）”评级。

## 风险提示：

疫情、原材料价格波动风险、畜禽产品价格波动风险。



**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3885	4674	6227	7713	<b>营业收入</b>	15354	17766	20196	22209
现金	366	1409	2430	3768	营业成本	14611	14803	16567	18443
应收账款	18	37	25	5	营业税金及附加	20	23	26	29
其他应收款	222	124	269	163	销售费用	195	221	250	275
预付账款	75	76	85	94	管理费用	678	813	960	1104
存货	2462	2687	3076	3340	财务费用	92	75	79	83
其他流动资产	742	342	342	342	资产减值损失	-127	0	0	0
<b>非流动资产</b>	9779	10727	11548	12292	公允价值变动收益	59	0	0	0
长期投资	56	56	56	56	投资净收益	1	2	2	2
固定资产	6806	7611	8339	8991	<b>营业利润</b>	-402	1733	2186	2120
无形资产	310	302	295	287	营业外收入	2	1	3	3
其他非流动资产	2608	2758	2858	2958	营业外支出	39	21	13	14
<b>资产总计</b>	13665	15402	17775	20006	<b>利润总额</b>	-439	1713	2176	2109
<b>流动负债</b>	5051	5223	5520	5741	所得税	0	0	0	0
短期借款	2038	2138	2038	1938	<b>净利润</b>	-439	1713	2176	2109
应付账款	993	1063	1238	1324	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	2020	2022	2243	2479	<b>归属母公司净利润</b>	-437	1713	2176	2109
<b>非流动负债</b>	827	927	827	727	EBITDA	472	2456	2994	3013
长期借款	181	281	181	81	EPS (元)	-0.53	2.07	2.63	2.55
其他非流动负债	646	646	646	646					
<b>负债合计</b>	5878	6150	6347	6468					
少数股东权益	102	102	102	102					
股本	828	828	828	828					
资本公积	2422	2422	2422	2422					
留存收益	4435	5900	8076	10186					
归属母公司股东权益	7685	9150	11326	13435					
<b>负债和股东权益</b>	13665	15402	17775	20006					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	1450	2393	2868	3181	<b>成长能力</b>				
净利润	-439	1713	2176	2109	营业收入	6.3%	15.7%	13.7%	10.0%
折旧摊销	792	614	690	767	营业利润	-143.9%	530.9%	26.1%	-3.0%
财务费用	96	87	87	77	归属于母公司净利润	-149.1%	491.7%	27.0%	-3.1%
投资损失	-1	-2	-2	-2	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	848	-75	-134	174	毛利率 (%)	4.8%	16.7%	18.0%	17.0%
其他经营现金流	-1131	1844	2361	1991	净利率 (%)	-2.8%	9.6%	10.8%	9.5%
<b>投资活动现金流</b>	-1649	-1215	-1560	-1565	ROE (%)	-5.7%	18.7%	19.2%	15.7%
资本支出	-2282	-1467	-1462	-1467	ROIC (%)	-3.0%	15.0%	16.1%	13.9%
长期投资	-31	400	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	664	-148	-98	-98	资产负债率 (%)	43.0%	39.9%	35.7%	32.3%
<b>筹资活动现金流</b>	13	-135	-287	-277	净负债比率 (%)	75.5%	66.5%	55.5%	47.8%
短期借款	750	100	-100	-100	流动比率	0.77	0.89	1.13	1.34
长期借款	-150	100	-100	-100	速动比率	0.26	0.36	0.55	0.74
普通股增加	368	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-296	0	0	0	总资产周转率	1.12	1.22	1.22	1.18
其他筹资现金流	-658	-335	-87	-77	应收账款周转率	650.35	650.35	650.35	1440.00
<b>现金净增加额</b>	-185	1042	1021	1339	应付账款周转率	14.34	14.40	14.40	14.40

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2023年WIND金牌分析师农林牧渔行业第五名。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。