

★ 投资评级:买入（首次）

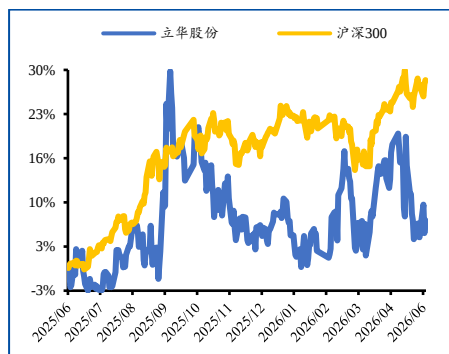
核心观点

基本数据

2026-06-03

收盘价（元）	20.31
流通股本（亿股）	6.28
每股净资产（元）	11.34
总股本（亿股）	8.37

最近 12 月市场表现



分析师 王聪

SAC 证书编号：S0160525110001
wangcong@ctsec.com

分析师 江路

SAC 证书编号：S0160526010003
jianglu@ctsec.com

分析师 肖珮菁

SAC 证书编号：S0160524070005
xiaopj@ctsec.com

相关报告

- ❖ **养鸡起家，纵横多向发展。**公司主要从事黄羽肉鸡、生猪、肉鹅的生产与销售业务，是一家集种畜禽繁育、饲料加工、商品代畜禽养殖与屠宰加工为一体的农业企业，并于 2019 年在深交所上市。2025 年公司上市黄羽肉鸡 5.67 亿只，已经形成从品种培育到肉鸡屠宰、加工的完整产业链，规模优势明显；2025 年上市肉猪 211.16 万头，养猪业务实现规模及质量的持续提升。
- ❖ **黄羽肉鸡：公司市占率稳步提升，生产指标领先行业。**2026 年年初以来，在产父母代种鸡存栏量处于 2021 年以来的相对低位，有望支撑肉鸡价格景气上行。公司黄羽肉鸡一体化经营模式优势明显，2025 年公司全年上市肉鸡 5.67 亿只，连续多年保持增长，市占率稳步提升。养鸡各项生产指标保持较强竞争力，叠加饲料原料价格回落，2025 年公司肉鸡完全成本降至 11.1 元/公斤，同比下降 6%，依然保持着行业领先水平，2026 年有望进一步挖潜降本空间。
- ❖ **生猪：养殖水平持续改善，成本管控迈入第一梯队。**生猪养殖行业由资本驱动的高速发展阶段迈向成本驱动的高质量发展阶段，成本管控能力成为企业核心竞争力。公司生猪养殖已形成涵盖种猪繁育、商品猪养殖、饲料生产的一体化产业链，2025 年共销售肉猪 211.16 万头，公司始终聚焦提升成绩、控制成本，近年来母猪配种分娩率、肉猪成活率及料肉比等核心养殖指标稳定进步，推动生产成本不断改善，2025 年肉猪完全成本同比下降约 16.5%，1Q2026 完全成本已经降至 5.9 元/斤。在经历了始于 2018 年底的非洲猪瘟疫情，公司养猪成本实现 U 形反转，重新回到行业第一梯队。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 10.79/21.17/20.80 亿元，yoy 分别为 86.7%/96.2%/-1.8%，以 2026 年 6 月 3 日收盘价对应的 PE 分别为 15.8/8.0/8.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ❖ **风险提示：**畜禽产品价格大幅下跌风险，动物疫病大规模爆发风险，农产品价格大幅波动风险，自然灾害风险。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	17,725	18,729	19,671	21,570	22,517
收入增长率（%）	15.4	5.7	5.0	9.7	4.4
归母净利润（百万元）	1,521	578	1,079	2,117	2,080
净利润增长率（%）	—	-62.0	86.7	96.2	-1.8
EPS（元）	1.84	0.69	1.29	2.53	2.48
PE	10.6	29.9	15.8	8.0	8.2
ROE（%）	16.8	6.2	11.0	19.4	17.2
PB	1.8	1.9	1.7	1.6	1.4

数据来源：iFinD，财通证券研究所（以 2026 年 06 月 03 日收盘价计算）

内容目录

1 立华股份：黄羽鸡养殖龙头，肉猪业务逐渐壮大	4
1.1 黄羽鸡起家，纵横多向发展	4
1.2 营收稳步增长，盈利呈周期性波动	5
2 黄羽鸡：市占率稳步提升，生产指标领先行业	6
2.1 行业：市场规模企稳回升，龙头公司优势明显	6
2.2 公司：市场份额稳步提升，生产指标保持领先	9
3 生猪：养殖水平持续改善，成本管控迈入第一梯队	13
3.1 行业：行业迈向高质量发展，低成本打造护城河优势	13
3.2 公司：养殖水平持续改善，成本管控迈入第一梯队	17
4 盈利预测	19
5 风险提示	21

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司主要产业布局	4
图 3：营收整体呈现稳步增长态势	5
图 4：盈利呈现周期性波动	5
图 5：公司营收构成	5
图 6：公司不同业务毛利率	5
图 7：全国家禽出栏量	7
图 8：全国家禽肉产量	7
图 9：近年来禽肉产量占比逐年提升	7
图 10：全国黄羽肉鸡出栏量	7
图 11：A+H 股 top4 黄羽鸡企业合计出栏量及市占率	8
图 12：在产祖代种鸡存栏量（套）	8
图 13：在产父母代种鸡存栏量（套）	8
图 14：快大鸡价格（元/斤）	9
图 15：中速鸡价格（元/斤）	9
图 16：商品代毛鸡价格（元/公斤）	9
图 17：公司黄羽肉鸡业务流程	10
图 18：公司黄羽肉鸡全产业链实图	10

图 19: 公司合作农户数量和结算收入	11
图 20: 公司黄羽肉鸡合作养殖模式流程图	11
图 21: 公司黄羽肉鸡销量	12
图 22: 公司黄羽肉鸡市占率	12
图 23: 公司黄羽肉鸡完全成本（元/公斤）	12
图 24: 饲料原料玉米和豆粕价格（元/吨）	12
图 25: 公司黄羽肉鸡冰鲜品和净膛冻品	13
图 26: 全国生猪出栏量（万头）	13
图 27: 猪肉产量占全国主要畜禽肉类产量比例（%）	13
图 28: 全国生猪价格（元/公斤）	14
图 29: 中国不同出栏规模生猪养殖户数量占比（%）	14
图 30: 国内生猪养殖行业规模化率持续提升（%）	14
图 31: 国内二元和三元母猪存栏结构（%）	15
图 32: 国内母猪生产效率持续提升（头）	15
图 33: 全国能繁母猪存栏（万头）	15
图 34: 生猪板块平均资产负债率	16
图 35: 生猪板块单季度合计资本开支	16
图 36: 生猪板块合计在建工程	16
图 37: 生猪板块合计固定资产	16
图 38: 生猪出栏均重（公斤）	17
图 39: 生猪冻品库容率	17
图 40: 生猪养殖利润（元/头）	17
图 41: 7 公斤断奶仔猪价格（元/头）	17
图 42: 公司生猪产业分布图	18
图 43: 公司肉猪养殖模式	18
图 44: 公司肉猪出栏量	19
图 45: 公司配种分娩率	19
图 46: 公司 PSY 水平	19
图 47: 近两年公司肉猪成本持续改善	19
表 1: 公司 2026 限制性股票激励计划（草案）	6
表 2: 公司主营业务经营预测	20
表 3: 可比公司盈利预测比较（行情日期：2026 年 6 月 3 日）	21

1 立华股份：黄羽鸡养殖龙头，肉猪业务逐渐壮大

1.1 黄羽鸡起家，纵横多向发展

养鸡起家，纵横多向发展。立华股份成立于1997年6月，主要从事黄羽肉鸡、生猪、肉鹅的生产与销售业务，是一家集种畜禽繁育、饲料加工、商品代畜禽养殖与屠宰加工为一体的农业企业，并于2019年在深交所上市。2025年公司上市黄羽肉鸡5.67亿只，已经形成从品种培育到肉鸡屠宰、加工的完整产业链，规模优势明显；养猪业务实现规模及质量的持续提升，2025年上市肉猪211.16万，斤猪完全成本和头均盈利迈入行业第一梯队。

图1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，财通证券研究所

图2: 公司主要产业布局



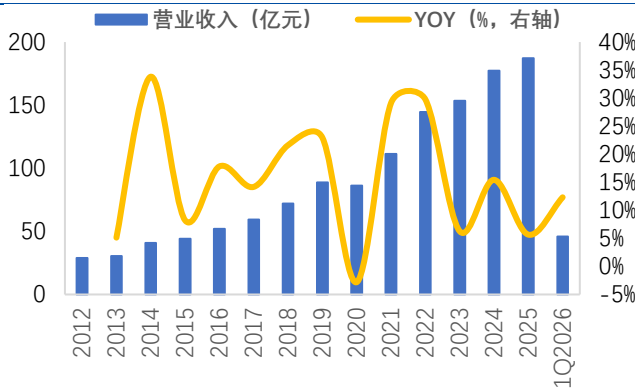
数据来源：公司官网，财通证券研究所

1.2 营收稳步增长，盈利呈周期性波动

公司业绩周期性波动明显。公司所处的养殖行业存在明显的周期性，营业收入伴随畜禽养殖规模扩大整体保持稳步增长趋势；盈利在 2014-2019 年持续抬升，但 2020 年至今跟随畜禽产品价格呈现明显周期性波动。2025 年公司实现营业收入 187.29 亿元，同比增长 5.67%，但受黄羽肉鸡价格和猪价同比下跌的影响，归母净利润为 5.78 亿元，同比下降 62.01%。2026 年一季度受猪价大幅回落影响，养猪板块略有盈利，肉鸡价格表现较好，贡献主要盈利；1Q2026 公司实现营业收入 45.90 亿元，同比增长 12.32%，实现归母净利润 1.55 亿元，同比下降 24.85%。

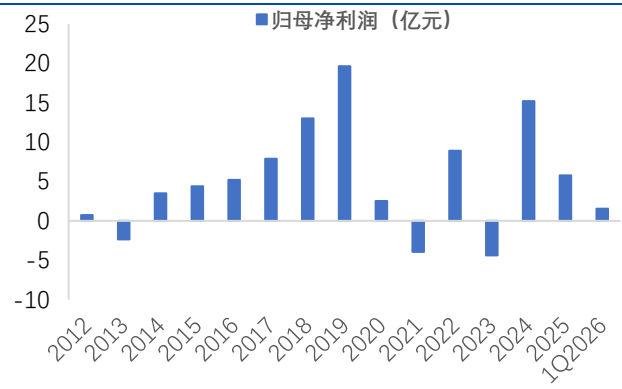
养鸡业务贡献主要营收，养猪业务收入占比逐步提升。过去 10 年，公司养鸡业务收入占比稳定在 80%以上，近几年有所下降，2025 年养鸡业务实现收入 146.27 亿元，占营收的 78.10%；养猪业务收入占比则从 2021 年的 9.16%稳步提升至 2025 年的 20.83%。相比养鸡业务，养猪业务毛利率波动更大，2021 年养猪业务收入占比持续提升后，进一步加剧了公司整体毛利率的波动。

图3: 营收整体呈现稳步增长态势



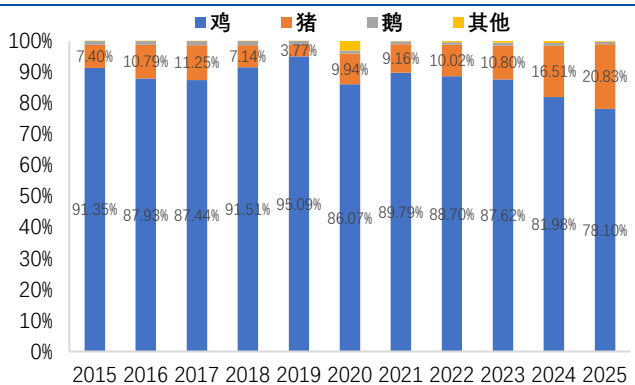
数据来源：iFinD，财通证券研究所

图4: 盈利呈现周期性波动



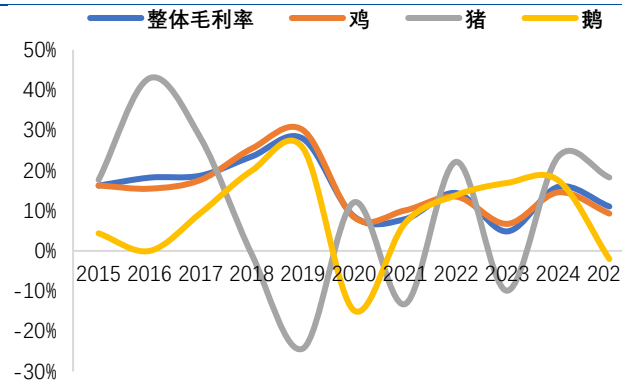
数据来源：iFinD，财通证券研究所

图5: 公司营收构成



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图6: 公司不同业务毛利率



数据来源：iFinD，财通证券研究所

公司发布 2026 年限制性股票激励计划（草案），拟向激励对象授予限制性股票总量为 1,770 万股，占激励草案公告时公司股本总额的 2.11%，其中，首次授予限制性股票 1,497 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额的 1.79%；预留 273 万股，占激励计划草案公告时公司股本总额的 0.33%。首次授予限制性股票的激励

对象共 611 人，包括公告激励计划时在公司任职的公司董事、高管，其他管理/技术人员，公司技术/业务骨干。首次授予部分、预留部分限制性股票的授予价格相同，均为 11.09 元/股。

由于公司所处畜禽养殖行业具有明显周期性，公司综合考虑宏观市场环境、历史业绩、行业和公司发展现状及前景等相关因素，为激励计划设定的业绩考核目标为：2026-2028 年、2026-2029 年净利润累计值分别不低于 38 亿元、55 亿元；或以 2025 年营业收入为基数，2026-2028 年、2026-2029 年营业收入累计值的平均值增长率分别不低于 15%、20%。

表1: 公司 2026 限制性股票激励计划（草案）

激励计划		授予对象及人数	授予数量	授予价格	公司业绩考核要求
2026 年限制性股票激励计划（草案）	首次授予	董事、高管、其他管理/技术人员/业务骨干人员共计 611 人	首次授予 1497 万股，占本激励计划草案公告时总股本的 1.79%	11.09 元/股	第一个解锁期：公司需满足下列两个条件之一：1、公司 2026-2028 年净利润累计值不低于 38 亿元；2、以 2025 年营业收入为基数，公司 2026-2028 年营业收入累计值的平均值增长率不低于 15%。
	预留部分授予	本激励计划经股东大会审议通过后 12 个月内确定	预留部分授予 273 万股，占本激励计划草案公告时总股本的 0.33%	11.09 元/股	第二个解锁期：公司需满足下列两个条件之一：1、公司 2026-2029 年净利润累计值不低于 55 亿元；2、以 2025 年营业收入为基数，公司 2026-2029 年营业收入累计值的平均值增长率不低于 20%。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

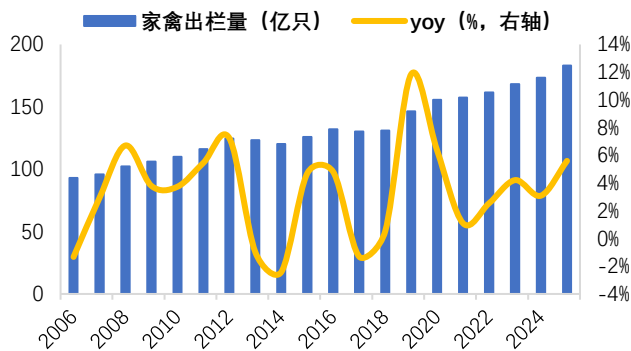
2 黄羽鸡：市占率稳步提升，生产指标领先行业

2.1 行业：市场规模企稳回升，龙头公司优势明显

肉禽出栏量持续提升，市场规模仍有增长空间。2025 年，全国家禽出栏量 183.2 亿只，同比增长 5.6%，自 2014 年以来持续增长；全国家禽肉产量 2837 万吨，同比增长 6.7%。2025 年家禽肉产量占“猪牛羊禽”肉总产量的 28.17%，较 2016 年提升 5.67pcts，近年来以鸡肉为代表的禽肉市场份额提升明显，居民肉类消费整体呈现“猪降禽升”的变化趋势。伴随国内居民生活水平提高，消费者对健康饮食的关注度提升，鸡肉凭借低脂肪、高蛋白的营养优势，更能满足消费者对健康饮食的需求，有望支撑国内鸡肉消费量进一步增长。

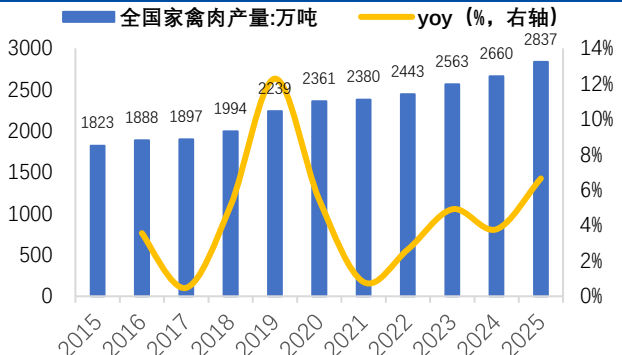
2025 年黄羽肉鸡出栏量恢复增长，出栏均重持续上升。黄羽肉鸡作为家禽中的优质品类，其出栏数量自 2019 年以来历经数年收缩，近两年开始企稳回升。2025 年全国黄羽肉鸡出栏量约 35.42 亿只，同比增长 6.23%。从出栏结构来看，日龄较长的慢速鸡市场需求依然刚性，其占比显著提高，并且受屠宰产品比重上升的影响，黄羽肉鸡出栏均重有所提升，以立华股份为例，公司 2025 年黄羽肉鸡出栏均重较 2011 年增长 12%。

图7: 全国家禽出栏量



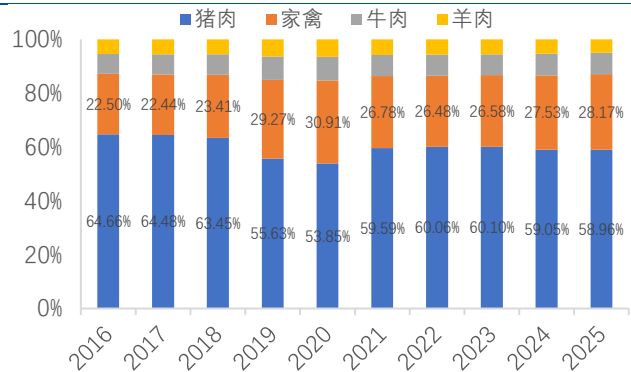
数据来源: iFinD, 国家统计局, 财通证券研究所

图8: 全国家禽肉产量



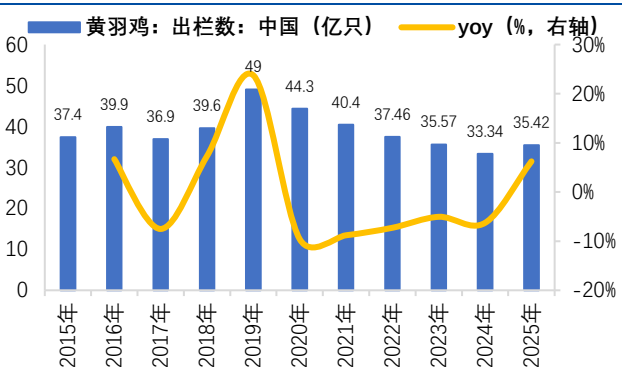
数据来源: iFinD, 国家统计局, 财通证券研究所

图9: 近年来禽肉产量占比逐年提升



数据来源: iFinD, 国家统计局, 财通证券研究所

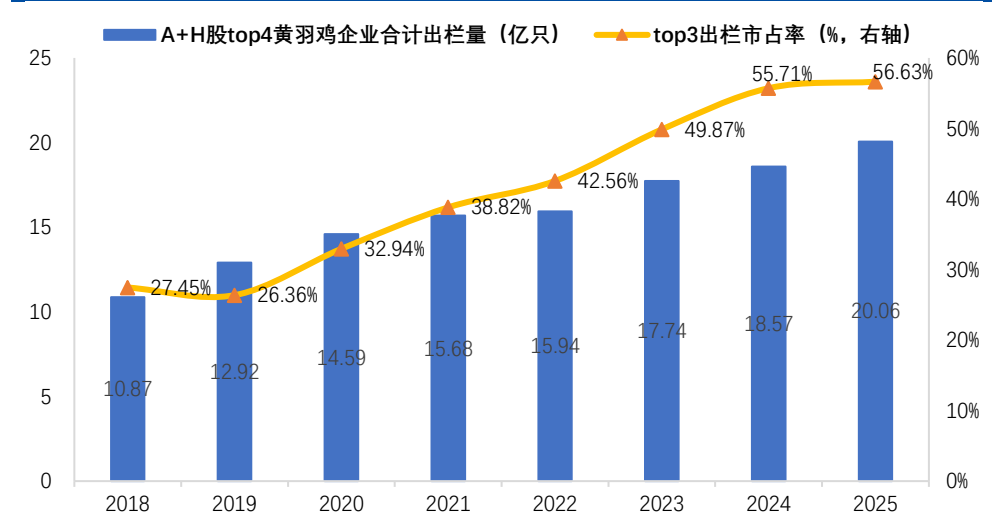
图10: 全国黄羽肉鸡出栏量



数据来源: 钢联数据, 财通证券研究所

行业集中度提升，龙头企业优势明显。近几年，国内黄羽肉鸡出栏更多往头部规模化企业集中，相较于散户和中小型养殖企业，大型养殖企业在生物安全防控水平、养殖效率、成本管控、抵御市场风险等方面优势更加明显，逐渐占据市场主导地位。2025年A+H股四大黄羽肉鸡企业“温氏股份、立华股份、湘佳股份、德康农牧”合计出栏量达20.06亿只，占全国黄羽鸡出栏总量的市场份额达56.63%，自2019年以来持续提升。考虑到养殖用地日趋严格，养殖环境治理成本越来越高，未来个体及小规模养殖户可能继续退出行业，或加入头部企业的合作养殖体系，龙头公司市占率有望进一步扩大。

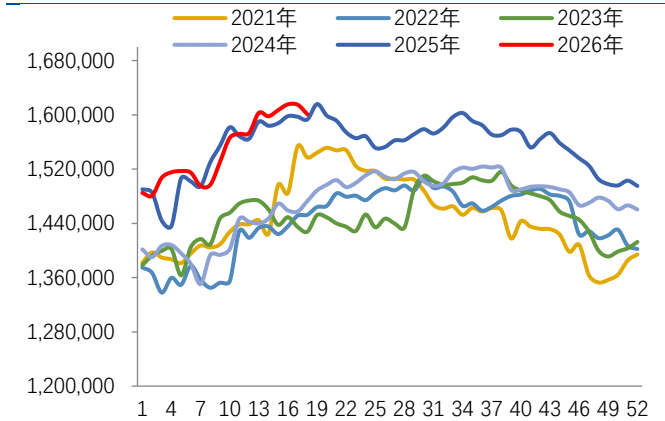
图11: A+H 股 top4 黄羽鸡企业合计出栏量及市占率



数据来源: iFinD, 各公司公告, 钢联数据, 财通证券研究所

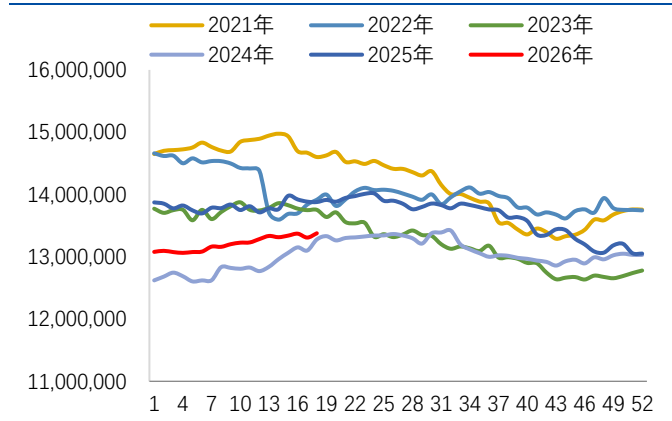
2026 年黄羽肉鸡价格有望景气上行。从产能周期来看，2026 年年初以来，核心产能指标在产父母代种鸡存栏量处于 2021 年以来的相对低位，仅高于 2024 年；截至 5 月 4 日，在产父母代种鸡存栏 13376893 套，同比降低 3.6%，据此可以判断 2026 年黄羽肉鸡供应压力同比小于 2025 年，有望支撑肉鸡价格景气上行。根据我们测算，2026 年 1-4 月份商品代毛鸡销售均价同比 2025 年上涨 3.55%，考虑到禽肉消费旺季在下半年，毛鸡价格有望进一步上行，黄羽鸡养殖盈利有望持续改善。

图12: 在产祖代种鸡存栏量 (套)



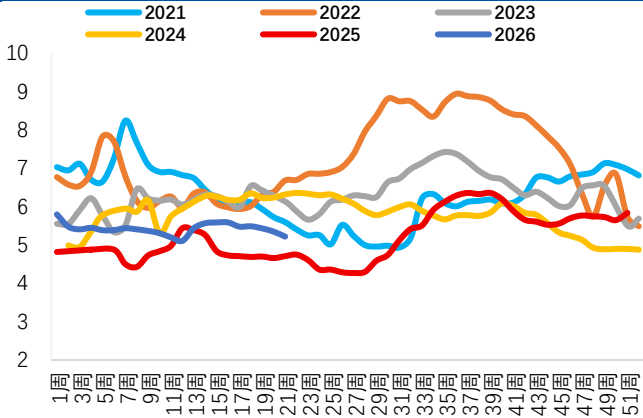
数据来源: 畜牧业协会禽业分会, 财通证券研究所

图13: 在产父母代种鸡存栏量 (套)



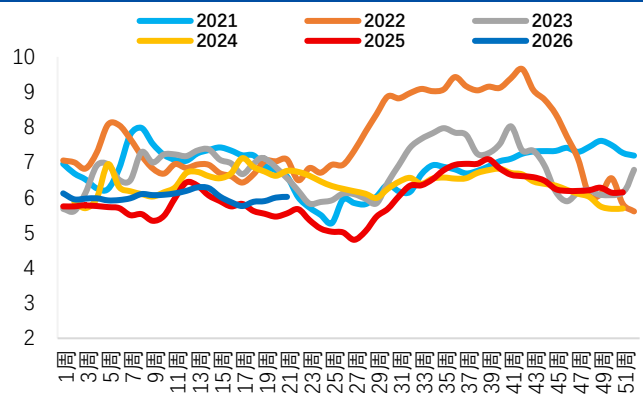
数据来源: 畜牧业协会禽业分会, 财通证券研究所

图14: 快大鸡价格（元/斤）



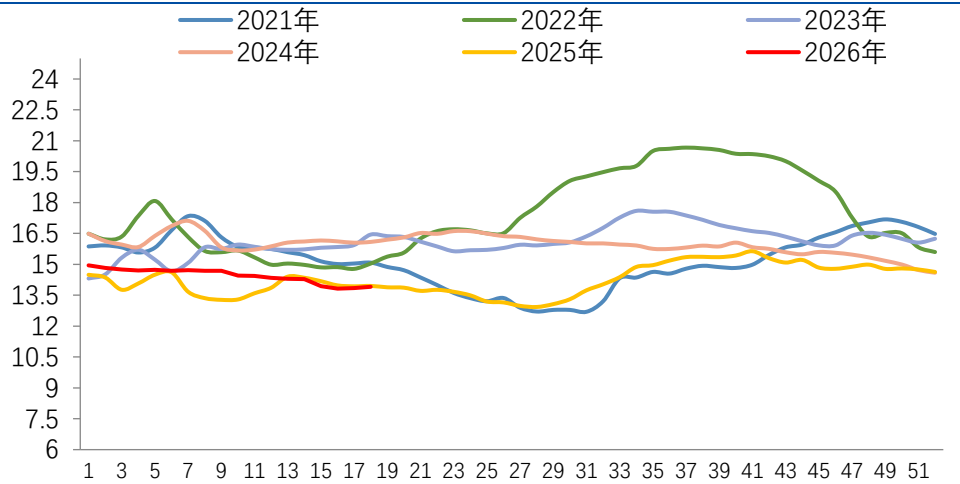
数据来源：iFinD，财通证券研究所

图15: 中速鸡价格（元/斤）



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图16: 商品代毛鸡价格（元/公斤）

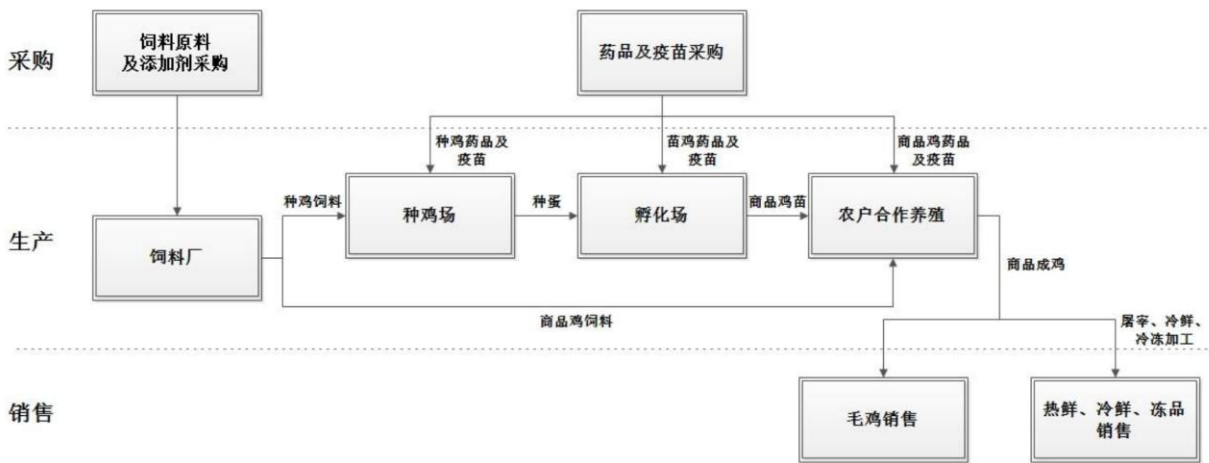


数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，财通证券研究所

2.2 公司：市场份额稳步提升，生产指标保持领先

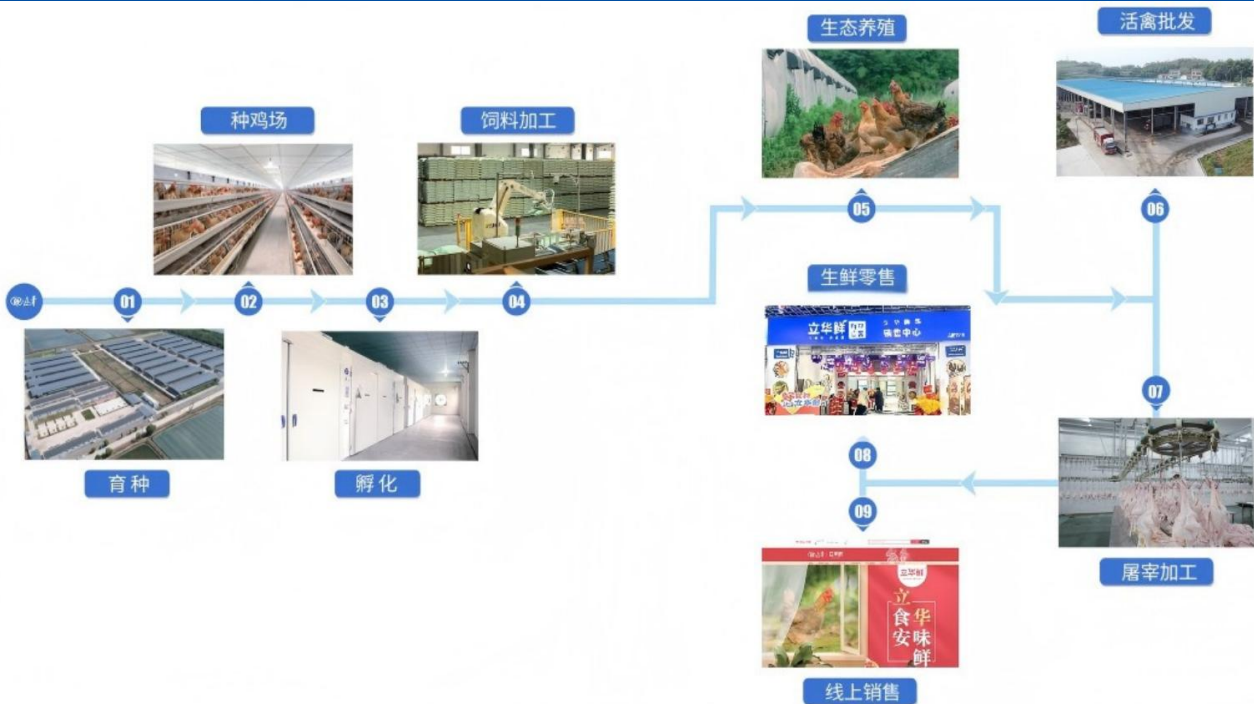
公司黄羽肉鸡一体化经营模式优势明显。公司目前已建立集“育种、曾祖代、祖代与父母代种鸡繁育与养殖、饲料加工、商品代肉鸡养殖、冰鲜加工”等环节于一体的肉鸡产业链。相较于单一或部分环节的经营模式，公司的一体化经营的优势主要体现在：①有效降低外部采购带来的交易成本，降低整体养殖成本；②统筹种苗、饲料、养殖和屠宰等生产环节，增加应对市场行情变化的能力；③利于实现产品质量源头控制和全程可追溯，保障食品安全；④利于增强公司异地扩张能力，全产业链经营模式下，成熟子公司能够就近输送种蛋、苗鸡和饲料，带动新设子公司发展农户及占据市场。

图17: 公司黄羽肉鸡业务流程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图18: 公司黄羽肉鸡全产业链实图

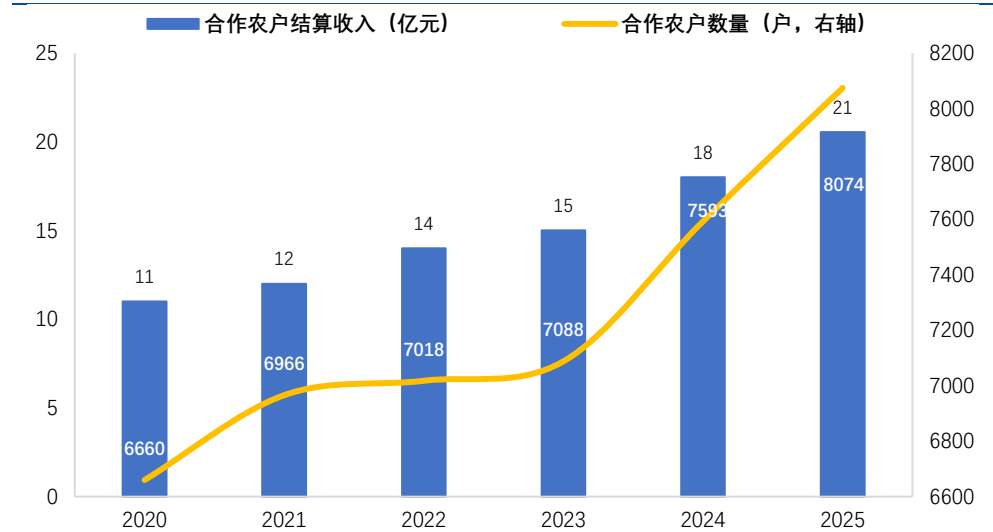


数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司商品代黄羽肉鸡采用“公司+合作社+农户”的合作养殖模式，与各子公司所在地农户进行合作养殖，公司负责育种、种鸡养殖、苗鸡孵化、饲料生产，并提供养殖物料，承担成品鸡回收和销售工作，同时为合作农户提供技术指导。合作农户从公司领取鸡苗、饲料以及疫苗等生产资料，负责肉鸡饲养，并加入当地合作社。该养殖模式能够有效提升公司养殖效率，支撑公司快速拓展市场。截至 2025 年末，公司合作农户 8074 户，其中黄羽肉鸡业务合作农户 7438 户，占绝大多数。

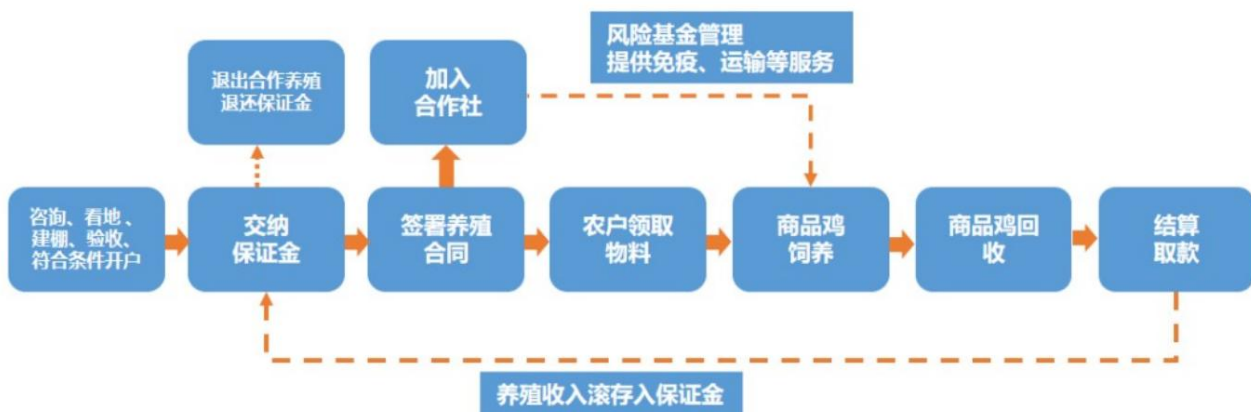
黄羽肉鸡销量稳步增长，市场份额持续提升。2025 年公司黄羽肉鸡业务稳步推进区域扩张战略，华南、西南及华中等地发展中子公司快速成长，养殖面积增长超额完成目标，华东、华北等成熟区域继续实现养殖规模适度扩张。2025 年公司全年上市肉鸡 5.67 亿只，同比增长 9.90%，连续多年保持增长；2025 年黄羽肉鸡销量占全国总量的 16.01%，市占率进一步提升。展望 2026 年，公司黄羽肉鸡养殖在稳定华东市场份额的同时，将加大对华南、西南及华中地区市场的开发力度，公司预计 2026 年实现 6%-8% 的出栏增量目标。

图19: 公司合作农户数量和结算收入



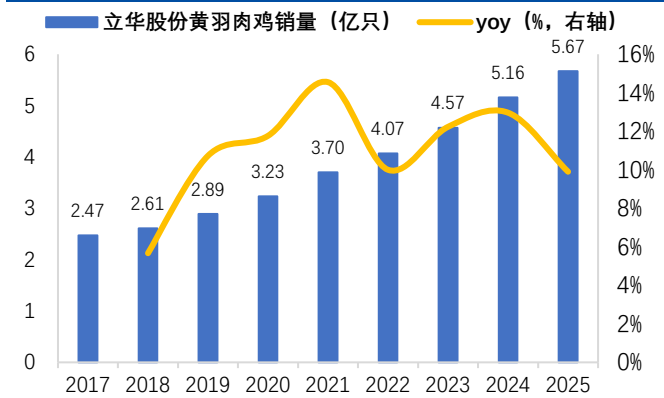
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图20: 公司黄羽肉鸡合作养殖模式流程图



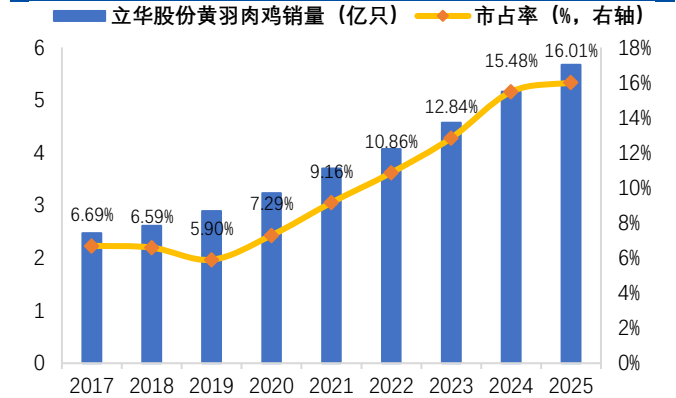
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图21: 公司黄羽肉鸡销量



数据来源: iFinD, 公司公告, 财通证券研究所

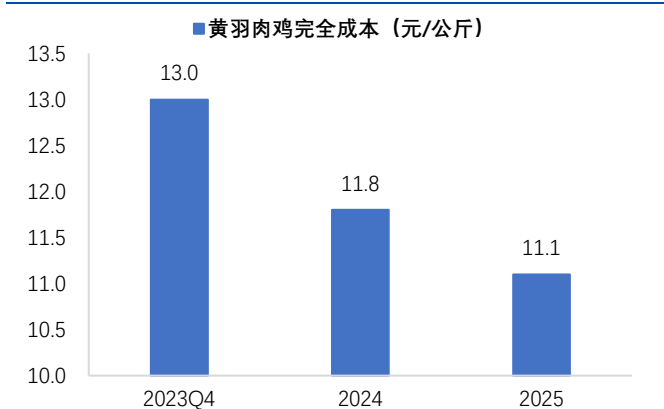
图22: 公司黄羽肉鸡市占率



数据来源: iFinD, 钢联数据, 财通证券研究所

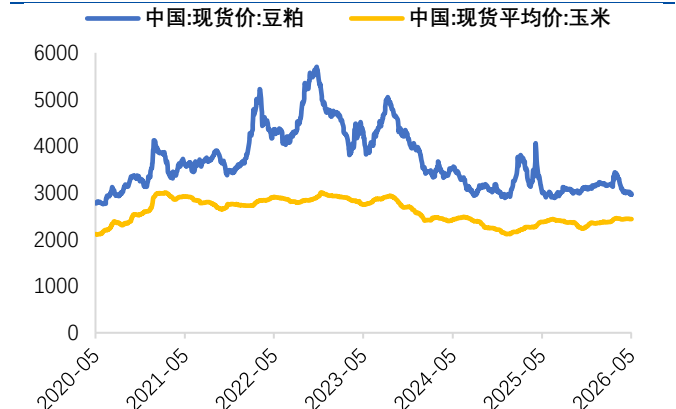
生产指标维持高水平，成本控制保持领先。2025 年公司黄羽肉鸡上市率、日龄、料肉比等核心生产指标保持较强竞争力，叠加饲料原料价格回落，全年公司肉鸡完全成本降至 11.1 元/公斤，同比下降 6%，依然保持着行业领先水平。我们认为，伴随公司肉鸡出栏量的增加带来费用摊销下降，以及生产指标继续稳步提升，若后续饲料原材料价格涨幅合理，公司 2026 年肉鸡养殖有望进一步挖潜降本空间。

图23: 公司黄羽肉鸡完全成本（元/公斤）



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图24: 饲料原料玉米和豆粕价格（元/吨）



数据来源: Wind, 财通证券研究所

肉鸡屠宰加工业务持续发力，增强品牌赋能。公司养鸡产业链向下游延伸至屠宰加工环节，2014 年第一家黄羽肉鸡屠宰加工厂常州阳雪成立，2020 年起公司陆续在湘潭、扬州、惠州、泰安、潍坊和合肥一体化养鸡子公司所在地建设黄羽肉鸡屠宰加工厂，实现对长三角、珠三角、京津冀核心区域市场的全覆盖。截至 2025 年底，公司建成的肉鸡屠宰产能达 1.5 亿只，全年肉鸡屠宰量近 9000 万只。同时，公司加大各渠道建设，2025 年公司与盒马建立战略合作关系，“立华鲜”品牌的冰鲜翅中、鸡块等产品已在一线城市铺开；湘潭工厂获得供港资质，打下出口基础。通过向食品端延伸，打造新的盈利增长点，未来有望平抑鸡周期波动对公司业绩的影响。

图25: 公司黄羽肉鸡冰鲜品和净膛冻品



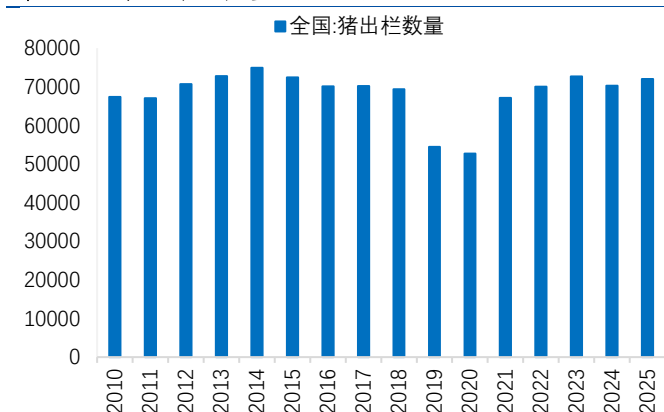
数据来源：公司公告，财通证券研究所

3 生猪：养殖水平持续改善，成本管控迈入第一梯队

3.1 行业：行业迈向高质量发展，低成本打造护城河优势

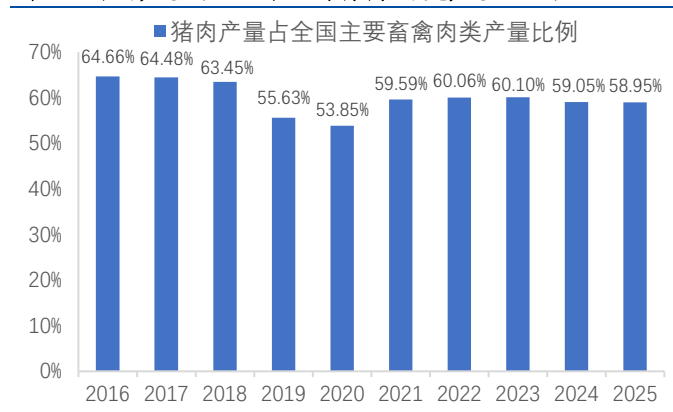
猪肉是国内居民主要的肉类消费品。2010 年以来，除了 2019 和 2020 因非洲猪瘟导致产能受损外，其余年份国内生猪出栏量均在 6 亿头以上，2025 年全国生猪出栏量为 7.2 亿头，同比增长 2.4%。从消费结构来看，猪肉依然是国内居民最主要的动物蛋白来源，在国内肉类消费中长期占据主导地位，2025 年全国猪肉产量 5938 万吨，同比增长 4.1%，占国内主要畜禽肉类产量的 58.95%。

图26: 全国生猪出栏量（万头）



数据来源：iFinD，国家统计局，财通证券研究所

图27: 猪肉产量占全国主要畜禽肉类产量比例（%）



数据来源：iFinD，国家统计局，财通证券研究所

行业规模化水平加速提升。近几年受疫病侵扰、环保政策趋严以及养殖用地稀缺等因素影响，中小型散养户盈利空间压缩且承担的风险提升，逐步退出养猪行业，腾出的市场空间被资金、人才、技术和生物安全防控等优势明显的大型养殖企业抢占，行业规模化进程明显加快，根据农业农村部监测的数据，预计 2025 年国内生猪养殖行业规模化率达 73%。

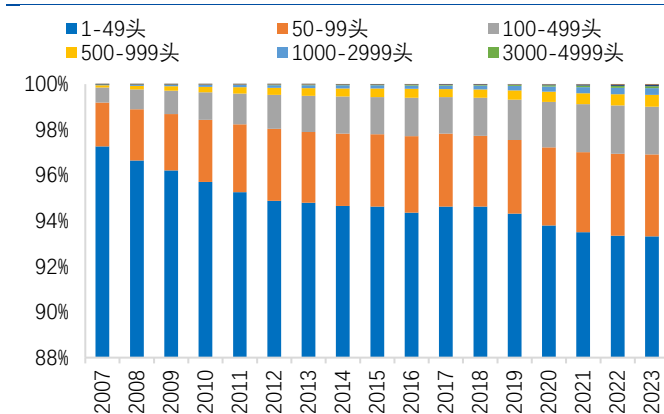
猪价波幅逐步收窄。猪周期的本质是产能周期，在生猪养殖行业规模化进程前期，传统的中小型散养户因盈利扩大生产，因亏损缩减养殖规模，如此反复造成产能波动，是猪价呈现明显周期性波动的主因。伴随行业规模化率持续提升，大型养殖集团在成本管控、资金储备、生物安全防控等方面具备显著优势，在周期底部能够长时间应对猪价低迷的风险，其能繁母猪产能相较于中小型散养户会更加稳定，进而造成猪价的波动幅度有所收窄。

图28: 全国生猪价格（元/公斤）



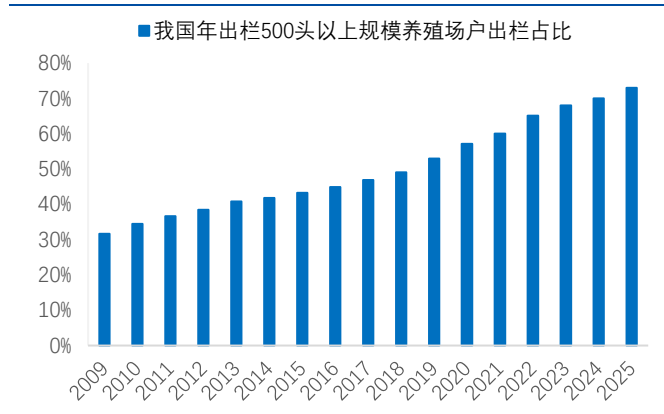
数据来源：iFinD，财通证券研究所

图29: 中国不同出栏规模生猪养殖户数量占比（%）



数据来源：Wind，中国畜牧兽医年鉴，财通证券研究所

图30: 国内生猪养殖行业规模化率持续提升（%）

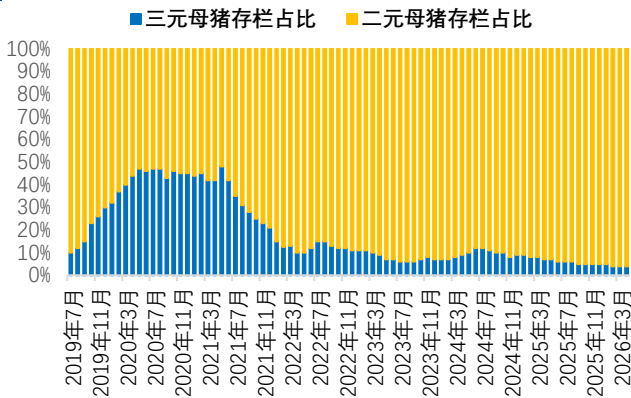


数据来源：农业农村部，牧原股份公告，财通证券研究所

行业生产效率持续提升。2021年下半年以来，行业大量淘汰三元母猪，更换为高效的二元母猪，此后商品猪留种的现象减少，三元母猪存栏占比维持在低位；同时，为进一步增效降本，近年来行业大量引入生产性能更高的丹系、法系种猪，更替优化种群结构，带动行业生产效率系统性提升。

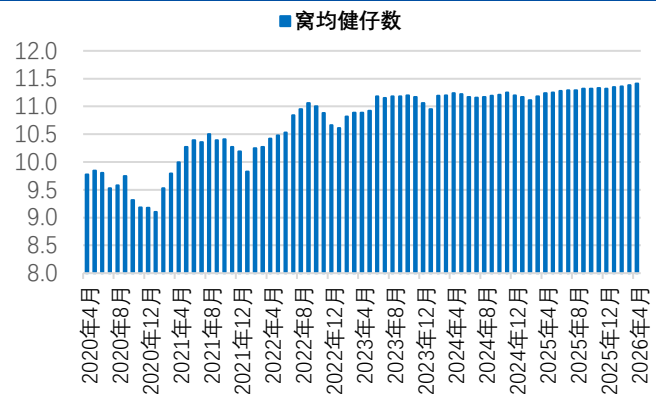
能繁母猪存栏平衡点下移。生猪出栏量=能繁母猪存栏量*PSY*育肥存活率（PSY为母猪年提供断奶仔猪数量），在猪肉消费总量趋于稳定的背景下，若PSY以及育肥存活率等核心生产指标提升，意味着提供同等数量的生猪所需要的能繁母猪产能将会减少。2026年5月14日，农业农村部印发《生猪产能综合调控实施方案（2026年修订）》，此次《方案》综合考虑猪肉市场供需、生猪生产效率提升等因素，设定全国能繁母猪正常保有量稳定在3750万头左右，是自2024年2月以来再次下调正常保有量目标。我们判断若后续行业生产指标进一步提升，全国能繁母猪正常保有量目标可能会继续动态调整。

图31：国内二元和三元母猪存栏结构（%）



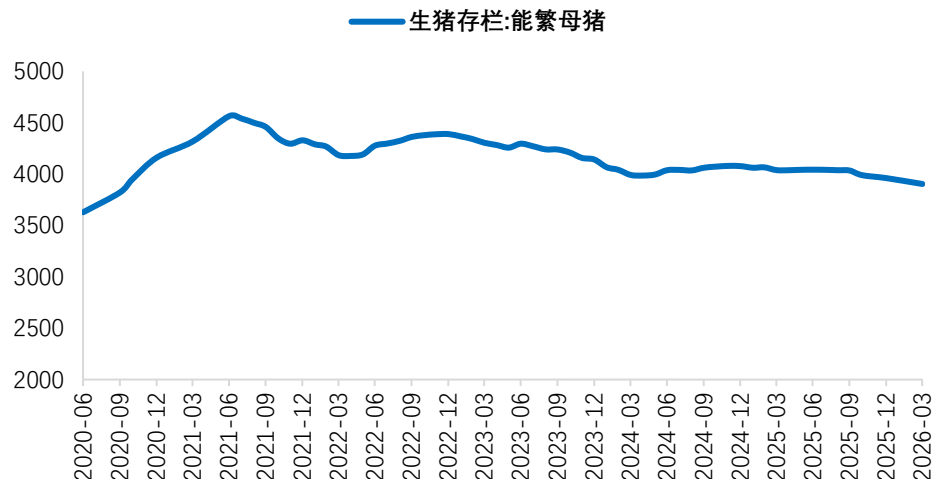
数据来源：涌益咨询，财通证券研究所

图32：国内母猪生产效率持续提升（头）



数据来源：涌益咨询，财通证券研究所

图33：全国能繁母猪存栏（万头）



数据来源：Wind，农业农村部，财通证券研究所

行业迈向高质量发展阶段，成本管控能力成为企业核心竞争力。

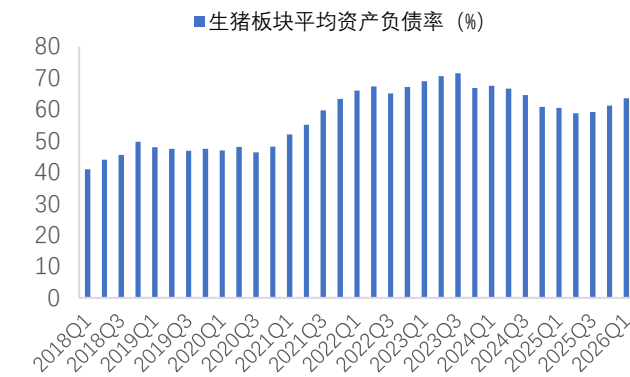
生猪产能调控政策逐步完善。2026年4月17日，农业农村部召开生猪产业发展座谈会，会议强调，切实抓好生猪产能综合调控，促进生猪产业高质量发展。会

议强调，要加快淘汰低产高龄能繁母猪和体弱仔猪，严控新增产能，推动产能调控、环保监管等政策同向发力。要指导督促养殖企业顺势出栏，头部企业要带头落实产能去化要求，并结合环境保护、资产负债等约束盲目扩产。

行业迈向高质量发展阶段。2019-2021 年上半年，受高猪价刺激，生猪养殖企业纷纷举债扩张，资本开支大幅增加，行业进入“跑马圈地”时代。2022 年以来，受养殖成本偏高和资产负债率持续攀升的影响，养殖企业扩张速度有所放缓，资本开支规模逐步回到常规水平，“增效降本”成为行业主旋律。当前在产能调控政策的大背景下，头部养殖企业的扩张步伐可能进一步受限，生猪养殖行业由资本驱动的高速发展阶段迈向成本驱动的高质量发展阶段。

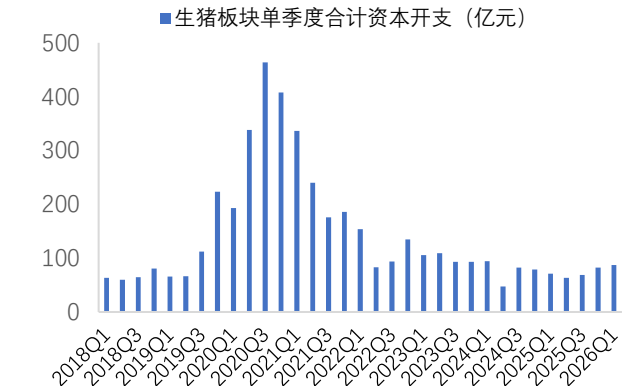
成本管控能力成为企业核心竞争力。猪价的周期性波动导致养猪企业盈利出现波动，养猪企业在周期底部坚持的时间长短则取决于现金流是否充裕，作为价格的接受者，其现金流消耗的快慢则取决于养殖成本的高低，基本逻辑是：养殖成本低—头均亏损幅度小—现金流消耗慢—等待行业去产能完成—迎来新一轮景气周期；相反，如果养殖成本高—头均亏损幅度大—现金流加速流出—自身被迫缩减产能—可能失去享受下一轮周期红利的机会。因此，养殖企业只有持续提高自身生产和管理效率，降低养殖成本，才更有可能穿越周期，在下行周期减少亏损，在上行周期实现超额利润。

图34: 生猪板块平均资产负债率



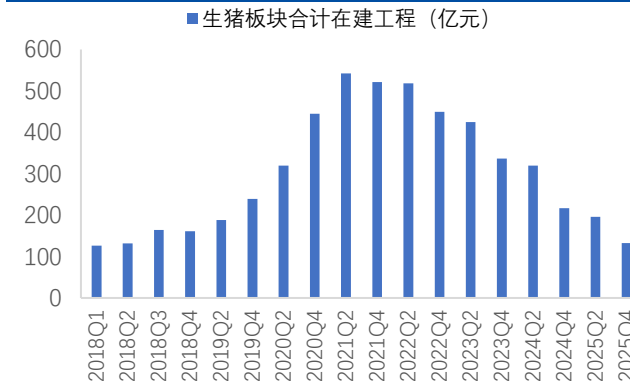
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图35: 生猪板块单季度合计资本开支



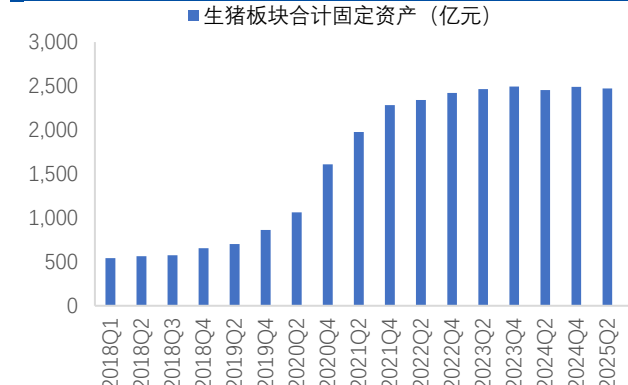
数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图36: 生猪板块合计在建工程



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

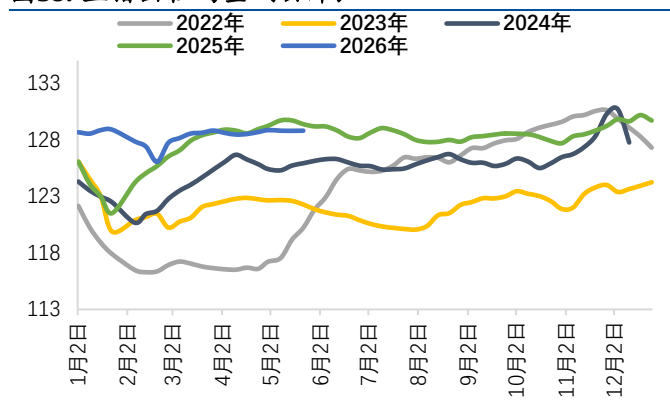
图37: 生猪板块合计固定资产



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

短期来看，猪价或将继续磨底，产能有望加速出清。农业农村部数据显示4月份新生仔猪环比由降转增，意味着后市生猪供应压力依然不小；同时当前生猪出栏体重仍处于过去4年的相对高位水平，冻品库存也连续增长，高库存将抑制后市猪价涨幅。考虑到养殖端持续的亏损加速行业现金流消耗，仔猪价格明显低于往年同期冲击养殖企业信心，以及政策端引导推动产能去化，我们认为后续能繁母猪产能有望迎来加速出清。

图38: 生猪出栏均重 (公斤)



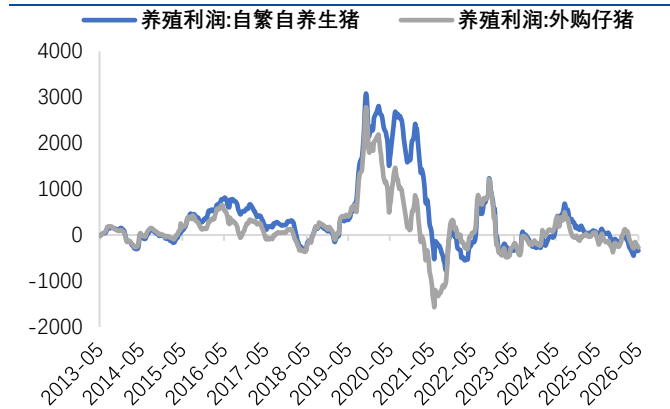
数据来源：涌益咨询，财通证券研究所

图39: 生猪冻品库容率



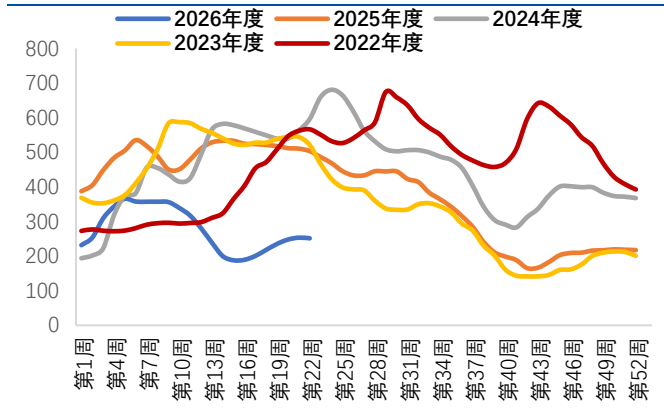
数据来源：涌益咨询，财通证券研究所

图40: 生猪养殖利润 (元/头)



数据来源：Wind，财通证券研究所

图41: 7公斤断奶仔猪价格 (元/头)



数据来源：钢联数据，财通证券研究所

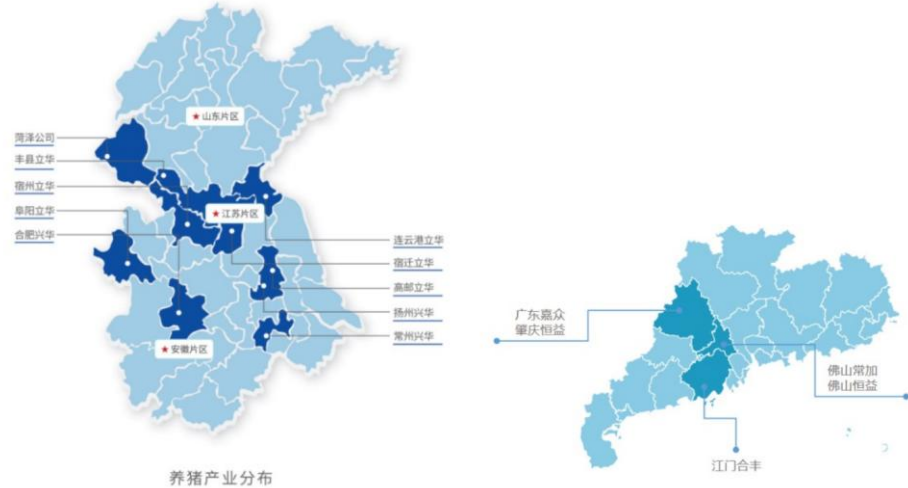
3.2 公司：养殖水平持续改善，成本管控迈入第一梯队

公司生猪一体化产业链初具雏形。公司生猪养殖业务起步于2011年，产能主要集中于江苏、安徽和山东，以及广东少量猪场，目前配套有核心育种场、扩繁场、公猪站、种猪场、商品猪场和饲料厂等设施，已形成涵盖种猪繁育、商品猪养殖、饲料生产的一体化产业链，并向上延伸至生猪育种领域。

目前公司已初步建立起完整的生产繁育金字塔体系，公司于2020年3月收购国家核心育种场——江苏省永康农牧科技有限公司，之后又投资建设两座高标准核心育种场——连云港云台核心场和泰州姜堰核心场，两个核心场均配备B超背膘测定仪、测定笼称以及料比测定站，良好的硬件投资和软件配套为育种工作顺利

推进打下坚实基础。公司组建高素质育种团队，并与国内科研院所和国际育种公司紧密合作，通过“基因组信息+精准测定+定向选配”的技术路径，实现新技术应用与目标性状提升的有效衔接，实现高效优质种猪的选育。

图42: 公司生猪产业分布图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

商品肉猪出栏规模突破 200 万头，公司商品猪饲养主要采用“公司+基地+农户”的合作养殖模式，合作农户一般为具备一定经济实力和养殖经验的家庭单位，集中在公司自建的大型养殖基地内从事肉猪养殖，公司统一提供猪苗、饲料、药品疫苗等生产资料，以及技术指导。公司自建的商品猪场配备高标准、全自动化设备设施，为农户提供有利的养殖条件，提高养殖效率。2025 年公司共销售肉猪 211.16 万头，同比增长 62.68%。

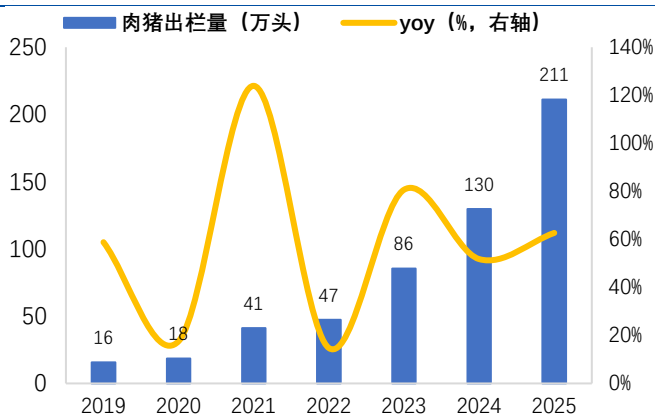
养殖水平持续改善，成本管控迈入第一梯队。公司养猪板块始终聚焦提升成绩、控制成本，近年来母猪配种分娩率、窝均健仔、肉猪成活率及料肉比等核心养殖指标稳定进步，2025 年上市率、断奶成本等关键指标超额完成年度目标，推动生产成本不断改善，全年肉猪完全成本同比下降约 16.5%。在经历了始于 2018 年底的非洲猪瘟疫情，公司养猪成本实现 U 形反转，重新回到行业第一梯队，2026 年一季度，公司完全成本已经降至 5.9 元/斤。未来通过品种改良和部分生产指标的提升，养猪成本有望进一步下降。在考虑饲料原料价格涨幅合理的情况下，公司初步预计 2026 年全年成本控制在 6 元/斤以内。

图43: 公司肉猪养殖模式



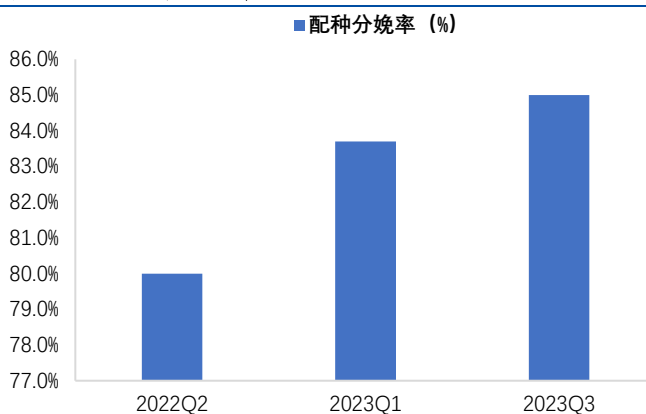
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图44: 公司肉猪出栏量



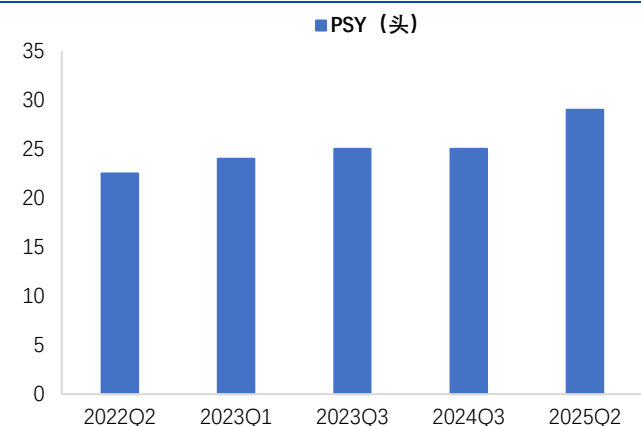
数据来源: iFinD, 公司公告, 财通证券研究所

图45: 公司配种分娩率



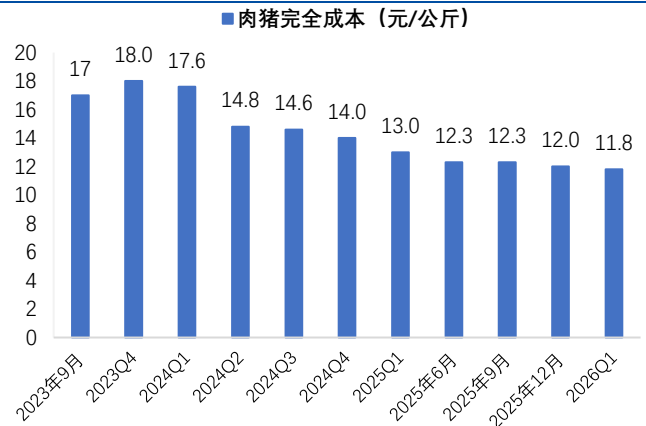
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图46: 公司 PSY 水平



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图47: 近两年公司肉猪成本持续改善



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

4 盈利预测

我们对公司 2026-2028 年主要业务业绩做出以下预测:

(1) **黄羽肉鸡:** 公司黄羽肉鸡养殖在稳定华东市场份额的同时, 将加大对华南、西南及华中地区市场的开发力度, 2026 年公司预计实现 6%-8% 的出栏增量目标, 考虑到 2026 年肉鸡价格有望高于 2025 年, 预计 2026 年黄羽肉鸡业务营业收入和毛利率均有所提升; 2027-2028 年若黄羽肉鸡出栏量稳步增长, 有望带动营业收入继续增长, 毛利率则可能跟随鸡价周期性波动。预计公司 2026-2028 年黄羽肉鸡业务分别实现营收 161.08/173.43/180.60 亿元, yoy 分别为 10.12%/7.67%/4.13%, 毛利率分别为 13.56%/16.12%/15.42%。

(2) **生猪业务:** 在产能调控的政策背景下, 我们预计公司肉猪出栏量稳定为主, 2026 年受猪价下行影响, 公司生猪销售收入和毛利率或同比下行, 2027-2028 年受益于猪周期反转, 生猪销售收入和毛利率有望恢复增长。预计公司 2026-2028 年生猪业务分别实现营收 33.52/40.03/42.21 亿元, yoy 分别为 -14.11%/19.44%/5.45%, 毛利率分别为 6.67%/20.36%/19.42%。

综合测算，预计公司 2026-2028 年分别实现营收 196.71/215.70/225.17 亿元，yoy 分别为 5.0%/9.7%/4.4%，毛利率分别为 12.47%/16.73%/16.01%。

考虑到公司 2024-2025 年费用率和所得税税率相近，且未来 3 年主营业务并无重大变化，预计 2026-2028 年费用率和所得税率相对稳定。综合预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 10.79/21.17/20.80 亿元，yoy 分别为 86.7%/96.2%/-1.8%。

表2: 公司主营业务经营预测

(百万元, %)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
合计: 营业收入	17724.88	18729.36	19670.86	21569.92	22517.38
yoy	15.44%	5.67%	5.03%	9.65%	4.39%
营业成本	14902.29	16662.80	17218.61	17960.67	18912.47
yoy	1.99%	11.81%	3.34%	4.31%	5.30%
毛利	2822.59	2066.57	2452.25	3609.25	3604.91
毛利率	15.92%	11.03%	12.47%	16.73%	16.01%
肉鸡: 营业收入	14,531.38	14,626.71	16,107.62	17,342.99	18,059.64
Yoy	8.01%	0.66%	10.12%	7.67%	4.13%
营业成本	12,416.03	13,269.13	13,923.54	14,548.05	15,275.45
yoy	-1.07%	6.87%	4.93%	4.49%	5.00%
毛利	2,115.35	1,357.59	2,184.08	2,794.94	2,784.20
毛利率	14.56%	9.28%	13.56%	16.12%	15.42%
生猪: 营业收入	2,927.22	3,902.32	3,351.60	4,003.30	4,221.42
yoy	76.51%	33.31%	-14.11%	19.44%	5.45%
营业成本	2,240.53	3,189.42	3,128.16	3,188.34	3,401.61
yoy	22.92%	42.35%	-1.92%	1.92%	6.69%
毛利	686.69	712.90	223.44	814.96	819.81
毛利率	23.46%	18.27%	6.67%	20.36%	19.42%
鹅: 营收	163.38	157.22	165.08	173.33	182.00
yoy	5.19%	-3.77%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	134.73	160.41	166.83	172.67	179.57
yoy	4.39%	19.06%	4.00%	3.50%	4.00%
毛利	28.65	-3.19	-1.75	0.67	2.43
毛利率	17.53%	-2.03%	-1.06%	0.39%	1.33%
其他营收	102.90	43.11	46.56	50.29	54.31
yoy	19.10%	-58.10%	8.00%	8.00%	8.00%
营业成本	111.00	43.84	47.79	51.61	55.84
yoy	1.51%	-60.50%	9.00%	8.00%	8.20%
毛利	-8.10	-0.73	-1.22	-1.32	-1.53
毛利率	-7.87%	-1.69%	-2.63%	-2.63%	-2.82%

数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

估值分析, 我们预计 2026-2028 年公司 EPS 为 1.29/2.53/2.48 元, 参考 6 月 3 日收盘价, 对应 PE 分别为 15.8/8.0/8.2 倍。我们选取同样经营黄羽肉鸡养殖和肉猪养殖业务的“温氏股份”、生猪养殖龙头企业“牧原股份”, 以及白羽肉鸡龙头企业“圣农发展”作为可比公司, 立华股份 2027-2028 年 PE 略低于可比公司平均水平。考虑到公司黄羽肉鸡和生猪养殖成本持续改善, 未来有望受益于畜禽价格上行, 充分释放业绩弹性, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

表3: 可比公司盈利预测比较 (行情日期: 2026 年 6 月 3 日)

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002299.SZ	圣农发展	16.79	208.72	1.12	1.10	1.34	1.58	15.1	15.3	12.5	10.6
300498.SZ	温氏股份	13.11	872.33	0.79	0.36	1.80	1.87	16.6	36.4	7.3	7.0
002714.SZ	牧原股份	36.20	2,071.18	2.88	1.15	4.64	4.03	12.6	31.5	7.8	9.0
可比公司均值									25.8	9.9	8.8
300761.SZ	立华股份	20.31	170.05	0.69	1.29	2.53	2.48	29.9	15.8	8.0	8.2

数据来源: iFinD, 财通证券研究所; 可比公司中牧原股份、圣农发展数据来自于财通证券预测, 温氏股份数据来自于 iFinD 一致性预期。

5 风险提示

- 1、畜禽产品价格大幅下跌风险。**若生猪、黄羽肉鸡以及肉鸭等畜禽产品价格大幅下跌, 公司经营业绩可能下滑或阶段性承压。
- 2、动物疫病大规模爆发风险。**一旦大规模爆发非洲猪瘟、高致病性禽流感类的动物疫病, 可能导致公司生猪、黄羽肉鸡以及肉鸭产能受损, 同时增加防疫成本。
- 3、农产品价格大幅波动风险。**农产品价格大幅波动直接影响到公司畜禽养殖成本, 若玉米、豆粕等原材料价格大幅上涨, 可能导致公司毛利率降低。
- 4、自然灾害风险。**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。

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	17724.88	18729.36	19670.86	21569.92	22517.38	成长性					
减:营业成本	14902.29	16662.80	17266.31	17960.67	18912.47	营业收入增长率	15.4%	5.7%	5.0%	9.7%	4.4%
营业税费	24.88	31.22	29.51	36.67	33.78	营业利润增长率	—	-60.7%	81.7%	92.3%	-1.2%
销售费用	220.20	236.52	245.89	273.94	283.72	净利润增长率	—	-62.0%	86.7%	96.2%	-1.8%
管理费用	789.73	801.99	845.85	949.08	979.51	EBITDA 增长率	447.8%	-32.0%	29.1%	51.1%	4.6%
研发费用	140.46	146.48	153.43	168.25	175.64	EBIT 增长率	—	-56.6%	65.0%	86.0%	-2.1%
财务费用	84.14	73.00	93.47	64.89	46.09	NOPLAT 增长率	—	-56.7%	65.0%	86.0%	-2.1%
资产减值损失	-48.80	-177.67	-49.95	-19.95	0.20	投资资本增长率	7.1%	10.0%	-1.9%	4.1%	6.8%
加:公允价值变动收益	10.90	-3.58	100.00	0.00	0.00	净资产增长率	17.6%	1.8%	6.2%	11.5%	10.3%
投资和汇兑收益	16.96	41.83	19.67	25.88	22.52	利润率					
营业利润	1558.31	613.12	1114.00	2141.77	2115.65	毛利率	15.9%	11.0%	12.2%	16.7%	16.0%
加:营业外净收支	-39.09	-43.64	-43.00	-40.50	-41.50	营业利润率	8.8%	3.3%	5.7%	9.9%	9.4%
利润总额	1519.22	569.48	1071.00	2101.27	2074.15	净利率	8.6%	3.0%	5.4%	9.7%	9.2%
减:所得税	3.03	1.57	2.68	5.25	4.98	EBITDA/营业收入	14.6%	9.4%	11.5%	15.9%	15.9%
净利润	1520.96	577.79	1079.00	2116.98	2079.52	EBIT/营业收入	9.2%	3.8%	5.9%	10.0%	9.4%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	运营效率					
货币资金	183.36	264.47	221.76	241.70	251.65	固定资产周转天数	146	148	142	131	133
交易性金融资产	643.17	1027.55	1227.55	1327.55	1427.55	流动营业资本周转天数	13	18	22	21	22
应收账款	14.10	22.93	20.76	23.37	25.02	流动资产周转天数	81	86	90	85	86
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	0	0	0	0	0
预付账款	76.58	69.02	77.70	79.03	85.11	存货周转天数	64	64	64	63	62
存货	2834.96	3087.36	3067.53	3172.90	3344.75	总资产周转天数	288	296	294	273	275
其他流动资产	53.96	57.21	60.21	80.21	92.21	投资资本周转天数	224	230	227	209	212
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	16.8%	6.2%	11.0%	19.4%	17.2%
长期股权投资	72.84	2.88	2.88	2.88	2.88	ROA	10.7%	3.7%	6.7%	12.8%	12.0%
投资性房地产	8.22	7.78	7.78	7.78	7.78	ROIC	14.3%	5.6%	9.5%	16.9%	15.5%
固定资产	7560.90	7872.61	7693.14	8003.06	8606.94	费用率					
在建工程	206.33	186.36	126.36	226.36	366.36	销售费用率	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
无形资产	321.53	351.08	358.01	363.94	349.87	管理费用率	4.5%	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%
其他非流动资产	66.81	99.88	91.73	91.73	91.73	财务费用率	0.5%	0.4%	0.5%	0.3%	0.2%
资产总额	14722.26	16084.26	16010.18	16704.76	17728.55	三费/营业收入	6.2%	5.9%	6.0%	6.0%	5.8%
短期债务	1601.81	2579.77	1789.46	1131.45	847.15	偿债能力					
应付账款	916.65	986.84	1055.16	1147.49	1166.27	资产负债率	37.8%	42.0%	38.1%	33.8%	31.3%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	60.8%	72.5%	61.6%	51.2%	45.5%
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	0.86	0.81	0.94	1.08	1.18
长期借款	82.21	37.63	18.84	18.84	18.84	速动比率	0.24	0.27	0.33	0.40	0.43
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	16.93	9.68	12.02	31.96	43.07
负债总额	5564.78	6759.71	6102.86	5654.06	5544.46	分红指标					
少数股东权益	97.20	7.03	131.69	110.73	100.39	DPS(元)	0.80	0.35	0.58	1.14	1.12
股本	827.64	837.27	837.27	837.27	837.27	分红比率	0.44	0.51	0.45	0.45	0.45
留存收益	5672.04	5775.62	6233.72	7398.06	8541.79	股息收益率	4.1%	1.7%	2.9%	5.6%	5.5%
股东权益	9157.48	9324.55	9907.32	11050.70	12184.09	业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金流量表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	EPS(元)	1.84	0.69	1.29	2.53	2.48
净利润	1520.96	577.79	1079.00	2116.98	2079.52	BVPS(元)	10.95	11.13	11.68	13.07	14.43
加:折旧和摊销	957.87	1052.38	1106.15	1263.75	1465.95	PE(X)	10.6	29.9	15.8	8.0	8.2
资产减值准备	64.34	181.63	49.95	19.95	-0.20	PB(X)	1.8	1.9	1.7	1.6	1.4
公允价值变动损失	-10.90	3.58	-100.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	84.14	72.93	96.91	67.78	49.23	P/S	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
投资收益	-16.96	-41.83	-19.67	-25.88	-22.52	EV/EBITDA	7.0	11.6	8.4	5.4	5.1
少数股东损益	-4.77	-9.88	-10.68	-20.96	-10.35	CAGR(%)					
营运资金的变动	-225.21	-73.30	117.05	10.87	-44.89	PEG	0.0	—	0.2	0.1	—
经营活动产生现金流量	2408.03	1847.98	2401.05	3505.33	3603.28	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1601.83	-2157.75	-1044.52	-1826.97	-2344.02	REP					
融资活动产生现金流量	-557.15	-583.66	-608.93	-1000.42	-965.02						

资料来源: Wind, 财通证券研究所 (以 2026 年 06 月 03 日收盘价计算)

信息披露

● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。