

立华股份 (300761.SZ)

2022 年报及 2023 一季报点评：22 全年归母净利润同比+325%，23Q1 归母净利润同比-120%

买入

核心观点

22 年业绩大幅回暖，23Q1 业绩承压明显。公司 2022 年实现营业收入 144.47 亿元，同比+29.79%，实现归母净利润 8.91 亿元，同比+325.18%，收入增长主要系销量有所增加，业绩增长主要系畜禽价格同比回暖。然而受开年以来畜禽价格低迷影响，公司 23Q1 业绩承压，营业收入同比+25.83%至 34.11 亿元，归母净利润同比-120.15%至 3.91 亿元。

22 年猪鸡业务均实现同比回暖。(1) **鸡业务 23Q1 销售均价环比-13%，同比-5%。**22 年肉鸡销量 4.07 亿只，同比+5.99%，肉鸡销售均价 15.02 元/公斤，同比+16.61%，对应鸡业务收入同比+28.21%至 128.15 亿元，毛利同比+72.10%至 17.31 亿元；23Q1 短期承压，肉鸡销量为 1.01 亿只，同比+18.26%，肉鸡销售均价 15.02 元/公斤，同比-5.01%。(2) **猪业务扭亏为盈，产能已达约 150 万头。**公司 22 全年商品猪出栏量同比+36.82%至 56.44 万头，收入同比+41.96%至 14.47 亿元，毛利同比+4.55 亿元至 3.20 亿元。

黄鸡父母代产能回落，价格再起确定性高。从禽业分会监测的供给端数据来看，截止 2023 年 3 月 12 日，国内祖代鸡存栏（在产+后备）265 万套，同比增加 7.62%；父母代存栏（在产+后备）2304 万套，同比减少 3.41%，在产父母代存栏比 2019 年同期相比下降了 0.85%。黄鸡近期产能持续回落，中期伴随着生猪和白鸡景气回升，我们认为黄鸡价格再起的确定性较高，立华股份作为黄鸡龙头之一有望受益板块盈利回升。

22 年冰鲜鸡及冻品销量接近 6 万吨，看好“冰鲜拓展+食品延伸”战略。公司近年加码黄羽鸡冷鲜屠宰，计划至 2025 年形成占总出栏量 50%左右的鲜禽加工能力，目前正在湘潭、扬州、惠州、泰安、潍坊等一体化养鸡子公司所在地加快建设黄羽鸡屠宰产能，今明两年将逐步投产，分别覆盖长三角、珠三角、京津冀核心区域市场，同时公司正加快产业链向食品端延伸，目前已通过盒马鲜生、新零售、电商新势力平台建立了“线上+线下”生鲜销售渠道。我们认为，目前国内黄鸡消费的冰鲜占比较低，未来在限制活禽交易政策以及消费升级等因素驱动下，公司冰鲜及食品业务具备较大成长潜力。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：公司作为国内黄鸡养殖龙头之一，短期看好鸡价景气带动盈利，长期看好冰鲜业务成长空间，维持“买入”评级。我们预计公司 23-25 年归母净利润预测分别为 12.08/19.97/5.66 亿元，对应 EPS 为 2.63/4.34/1.23 元，对应当前股价 PE 为 15.4/9.3/32.9X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,132	14,447	15,427	16,434	16,074
(+/-%)	29.1%	29.8%	6.8%	6.5%	-2.2%
净利润(百万元)	-396	891	1208	1997	566
(+/-%)	-255.7%	-325.2%	35.6%	65.4%	-71.6%
每股收益(元)	-0.98	1.94	2.63	4.34	1.23
EBIT Margin	1.6%	8.5%	8.7%	11.5%	4.0%
净资产收益率 (ROE)	-6.3%	10.6%	13.0%	18.6%	5.1%
市盈率 (PE)	-41.4	20.9	15.4	9.3	32.9
EV/EBITDA	34.6	13.3	11.7	8.8	15.1
市净率 (PB)	2.62	2.21	2.01	1.73	1.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

联系人：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	40.53 元
总市值/流通市值	18636/13035 百万元
52 周最高价/最低价	49.90/27.21 元
近 3 个月日均成交额	107.59 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《立华股份(300761.SZ)-2022 三季报点评：Q3 归母净利为 8.05 亿元，看好高景气下量利表现》——2022-10-26

《立华股份(300761.SZ)-2022 半年报点评：Q2 业绩环比抬升，黄鸡价格景气继续上行》——2022-08-29

《立华股份-300761-深度报告：黄鸡养殖大型企业，多线业务稳健发展》——2021-11-17

22年业绩大幅回暖,23Q1业绩承压明显。公司2022年实现营业收入144.47亿元,较上年同期增加29.79%,实现归属于母公司所有者的净利润8.91亿元,较上年同期增加325.18%,收入增长主要系公司销量有所增加,业绩增长主要系黄鸡价格同比回暖明显。然而受开年以来以来的畜禽价格低迷影响,公司23Q1业绩承压明显,营业收入同比+25.83%至34.11亿元,归属于母公司所有者的净利润同比-120.15%至3.91亿元。

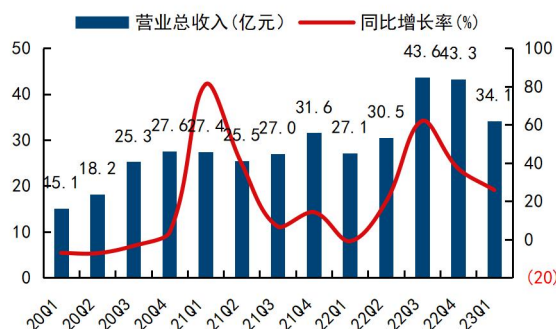
22年猪鸡业务回暖明显。(1)鸡业务23Q1肉鸡销售均价环比-13%,同比-5%。公司22全年肉鸡销量为4.07亿只,同比+5.99%,肉鸡销售均价15.02元/公斤,同比+16.61%,受鸡价回暖影响,鸡业务(毛鸡+屠宰品+熟制品)收入同比+28.21%至128.15亿元,毛利同比+72.10%至17.31亿元,毛利率同比+6.51pcts至14.40%;23Q1肉鸡销量为1.01亿只,同比+18.26%,肉鸡销售均价15.02元/公斤,同比-5.01%。**(2)猪业务扭亏为盈,产能已达约150万头。**公司22全年商品猪出栏量同比+36.82%至56.44万头,收入同比+41.96%至14.47亿元,毛利同比+4.55亿元至3.20亿元,对应头均毛利568元。

图1:立华股份营业收入及增速(单位:亿元、%)



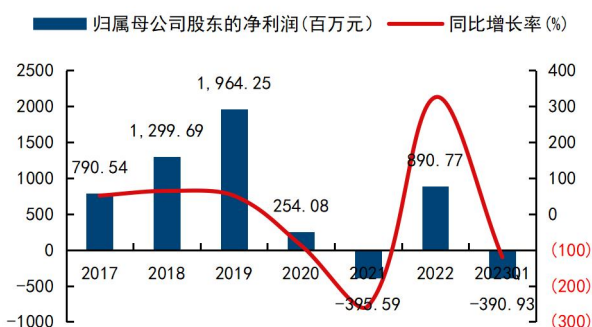
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2:立华股份单季营业收入及增速(单位:亿元、%)



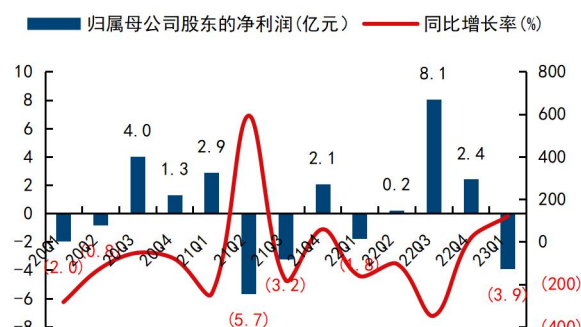
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3:立华股份归母净利润及增速(单位:亿元、%)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4:立华股份单季归母净利润及增速(单位:亿元、%)

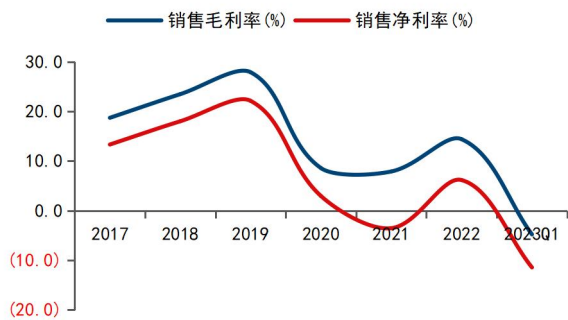


资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

22年净利率环比回升,23Q1净利率承压。受22年鸡价回暖影响,公司2022年销售毛利率为14.40%,同比+6.51pct,销售净利率为6.16%,同比+9.71pct,但随22年末以来鸡价回落影响,同时23Q1销售毛利率已降至-4.80%,销售净利率已

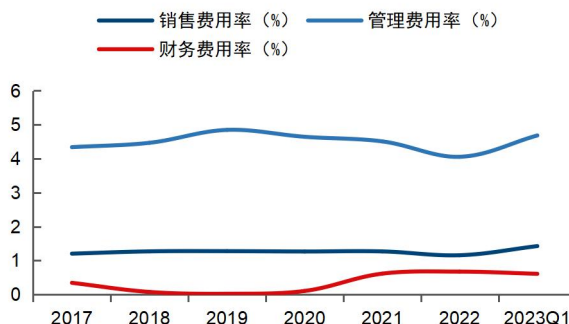
降至 11.46%，环比同比均出现较大幅度下滑。公司费用率总体保持平稳，2022 年销售费用率 1.16%（同比-0.11pcts），管理费用 4.06%（同比-0.45pcts），财务费用率 0.67%（同比+0.06pcts）。三项费用率合计 5.89%，同比-0.51pcts，主要系年内利息支出有所增加。

图5: 立华股份毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

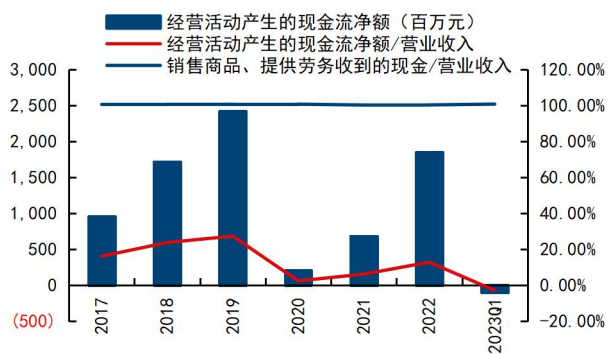
图6: 立华股份三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

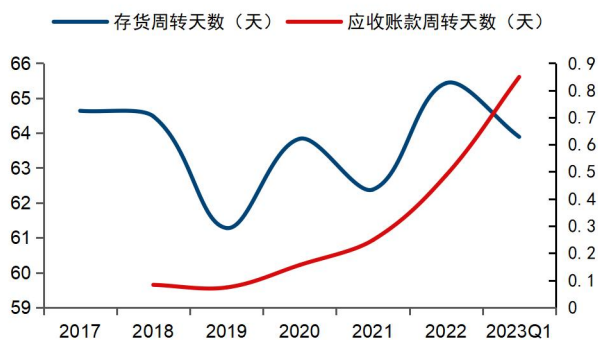
23Q1 现金流承压，应收周转维持合理水平。受鸡价回暖影响，公司 2022 年经营性现金流净额同比+170.82 至 18.45 亿元，但随年末以来鸡价回暖，公司 23Q1 现金流开始承压，当季经营性现金流净额转负至-0.99 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例降至-2.91%。公司主要流动资产周转维持平稳，2022 年应收周转天数为 0.5 天（同比+96.13%），存货周转天数达 63.9 天（同比+4.89%），存货周转维持平稳，应收账款周转放缓但平均账期仍在 1 日以内。

图7: 立华股份经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 立华股份主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司作为国内黄鸡养殖龙头之一，短期看好鸡价景气带动盈利，长期看好冰鲜业务成长空间，维持“买入”评级。我们预计公司 23-25 年归母净利润预测分别为 12.08/19.97/5.66 亿元，对应 EPS 为 2.63/4.34/1.23 元，对应当前股价 PE 为 15.4/9.3/32.9X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			投资评级
			亿元	21E	22E	23E	21E	22E	23E		
002982	湘佳股份	41.04	41.81	0.25	0.47	1.47	164	87	28	买入	
300498	温氏股份	19.86	1,300.09	-2.11	-0.62	1.58	-9	-32	13	买入	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	243	547	501	559	434	营业收入	11132	14447	15427	16434	16074
应收款项	126	171	191	195	193	营业成本	10253	12367	13181	13558	14460
存货净额	1875	2621	2643	2643	2876	营业税金及附加	11	15	16	17	17
其他流动资产	1243	1524	1675	1759	1733	销售费用	141	167	190	214	212
流动资产合计	3487	4863	5010	5156	5236	管理费用	502	586	629	670	655
固定资产	5278	6493	7467	9067	10363	研发费用	46	84	67	78	80
无形资产及其他	284	308	297	286	274	财务费用	68	97	70	67	84
投资性房地产	1846	1926	1926	1926	1926	投资收益	11	23	30	75	20
长期股权投资	69	66	69	67	67	资产减值及公允价值变动	637	262	(70)	90	2
资产总计	10964	13656	14769	16502	17867	其他收入	(1190)	(583)	(67)	(78)	(80)
短期借款及交易性金融负债	1263	1534	1398	1398	2093	营业利润	(387)	915	1232	1995	588
应付款项	912	1045	1112	1144	1199	营业外净收支	(9)	(15)	(20)	12	(18)
其他流动负债	1341	1619	1781	1769	1875	利润总额	(395)	901	1212	2007	570
流动负债合计	3515	4198	4292	4311	5167	所得税费用	0	10	5	10	4
长期借款及应付债券	609	331	331	331	331	少数股东损益	0	(0)	(0)	(1)	(0)
其他长期负债	581	613	787	1003	1143	归属于母公司净利润	(396)	891	1208	1997	566
长期负债合计	1190	944	1118	1334	1474	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4705	5141	5410	5645	6641	净利润	(396)	891	1208	1997	566
少数股东权益	0	98	97	97	97	资产减值准备	585	(339)	740	178	175
股东权益	6259	8417	9262	10760	11128	折旧摊销	431	563	704	871	1025
负债和股东权益总计	10964	13656	14769	16502	17867	公允价值变动损失	(637)	(262)	70	(90)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	68	97	70	67	84
每股收益	(0.98)	1.94	2.63	4.34	1.23	营运资本变动	1354	(1048)	950	326	271
每股红利	0.28	0.18	0.79	1.09	0.43	其它	(585)	339	(740)	(179)	(175)
每股净资产	15.50	18.31	20.14	23.40	24.20	经营活动现金流	752	143	2932	3104	1861
ROIC	1.52%	12.25%	12%	16%	4%	资本开支	0	(1692)	(2477)	(2548)	(2483)
ROE	-6.32%	10.58%	13%	19%	5%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	8%	14%	15%	17%	10%	投资活动现金流	6	(1688)	(2481)	(2546)	(2482)
EBIT Margin	2%	8%	9%	12%	4%	权益性融资	0	1368	0	0	0
EBITDA Margin	5%	12%	13%	17%	10%	负债净变化	116	(278)	0	0	0
收入增长	29%	30%	7%	7%	-2%	支付股利、利息	(113)	(84)	(362)	(499)	(198)
净利润增长率	-256%	-325%	36%	65%	-72%	其它融资现金流	(840)	1206	(136)	0	695
资产负债率	43%	38%	37%	35%	38%	融资活动现金流	(834)	1849	(498)	(499)	497
股息率	0.6%	0.4%	1.9%	2.7%	1.1%	现金净变动	(75)	304	(47)	58	(125)
P/E	(41.4)	20.9	15.4	9.3	32.9	货币资金的期初余额	318	243	547	501	559
P/B	2.6	2.2	2.0	1.7	1.7	货币资金的期末余额	243	547	501	559	434
EV/EBITDA	34.6	13.3	11.7	8.8	15.1	企业自由现金流	0	(963)	515	536	(541)
						权益自由现金流	0	(36)	309	469	71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032