

短期业绩承压, 多板块发展长期向好

投资要点

- **业绩总结:** 2021年公司实现营业收入111.3亿元, 同比增长29.1%, 归母净利润-4.7亿元同比减少255.7%, 扣非后归母净利润-4.7亿元, 同比减少338.8%; 22年一季度实现营收27.1亿元, 同比减少0.9%, 归母净利润-1.8亿元, 同比减少161.6%。
- **点评: 报告期内公司业务板块稳定发展, 营收增加:** 1) 21年公司销售商品鸡3.7亿羽, 同比增长14.6%, 商品鸡实现营收95.8亿元, 同比增长30.7%; 2) 生猪板块, 报告期内出栏商品猪41.3万头, 同比上升123.9%, 销售均价为17.89元/公斤, 同比下降44.5%, 实现销售收入8.1亿元, 同比增加20.4%; 3) 屠宰加工领域公司销售冰鲜鸡及冻品2.2万吨, 同比增长0.74%, 商品鹅销售138.7万只, 同比增长9.5%。利润端亏损主要系因生猪价格持续下行, 该板块亏损较为严重, 鸡、猪、鹅板块整体报告期内对应营业利润为2.5亿元、-6.4亿元、11.1万元, 共计确认资产减值损失5.9亿元。22年一季度, 生猪养殖持续承压, 公司合计计提1.9亿元信用和资产减值损失, 本期转回及转销合计0.9亿元, 期末余额2.6亿元。
- **黄羽鸡养殖业务市占率不断提升, 同时布局生猪养殖板块。**根据中国畜牧业协会数据, 2021年末在产黄羽鸡父母代存栏4047.2万套, 同比下降6%, 当前存栏已处于近四年的相对低位, 对价格有一定的支撑作用, 21年黄羽鸡养殖仍普遍亏损, 21年四季度起行业去产能初见成效, 另一方面2020年7月有关部门表示, 将限制活禽交易和宰杀、鼓励有条件的地方推广活禽集中宰杀, 逐步取消活禽交易市场, 黄羽鸡传统销售近八成通过活禽市场, 叠加饲料成本偏高等因素, 散户加速退出市场, 规模场稳步扩张, 市场占有率不断提升。公司多角度把控成本效果显著: 1) 紧盯大宗商品价格变化, 通过积极参与政府储备粮拍卖的方式, 降低价格; 2) 针对不同品种、不同生长阶段的商品鸡, 构建差异化饲料配方一体化管理体系; 3) 借助高校、科研院所的力量, 利用自身种源优势, 通过培育更高效的品种, 降低成本。生猪方面公司推进中长期发展规划, 调整建设进度, 常州新北孟河、武进遥观楼房养猪项目完工投产, 21年全年生猪销售41.3万头, 但猪价不景气且公司成本控制仍有空间, 未来公司将致力于降低完全成本, 若出现周期拐点公司将充分利用其产能布局, 把握周期机遇实现业绩提升。
- **公司黄羽鸡业务产能稳步扩张, 活禽交易逐步关闭的背景下, 积极开拓冰鲜业务。**公司养鸡产业区域扩张战略顺利推进, 加大对西南、华南、华中地区的开发力度, 持续释放产能。立华拥有集曾祖代、祖代与父母代种鸡繁育、饲料生产商品代黄羽肉鸡养殖与屠宰加工为一体的完整产业链, 2021年全年出栏黄羽鸡3.7亿羽, 占全国40.4亿羽的9.2%, 较20年占比7.3%进一步提升。另一方面, 公司顺应消费者对于食品安全重视程度的提高, 积极开拓冰鲜业务, 提高公司的适应性, 打开未来发展局面。相较于活禽业务而言, 冰鲜毛利率更高, 现公司已在线下设立冰鲜鸡屠宰加工于公司, 并在江苏、上海等大城市开启门店模式; 线上与商超以及盒马鲜生等电商平台合作。未来在产能与冰鲜新业务的双重促进下, 公司业绩有望增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为1.87元、2.57元、3.46元, 对应动态PE分别为17/12/9倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 养殖端突发疫情; 销售情况不及预期; 生猪产能去化不及预期等。

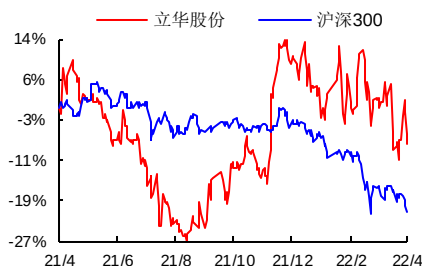
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11131.73	13345.60	15046.34	17552.35
增长率	29.12%	19.89%	12.74%	16.66%
归属母公司净利润(百万元)	-395.59	754.84	1039.63	1397.72
增长率	-255.70%	90.82%	37.73%	34.44%
每股收益EPS(元)	-0.98	1.87	2.57	3.46
净资产收益率ROE	-6.32%	10.84%	13.00%	14.87%
PE	-32	17	12	9
PB	2.05	1.85	1.61	1.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn
联系人: 刘佳宜
电话: 021-68415832
邮箱: liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.04
流通A股(亿股)	3.22
52周内股价区间(元)	25.03-39.16
总市值(亿元)	128.43
总资产(亿元)	102.72
每股净资产(元)	14.91

相关研究

1. 立华股份(300761): 产能进一步去化, 黄鸡或迎反转 (2021-10-20)
2. 立华股份(300761): 成本管控出栏稳增, 行业低景气仍盈利 (2021-08-16)
3. 立华股份(300761): 步入正轨, 未来可期 (2021-04-26)

关键假设：

假设 1：考虑受疫情影响，黄羽鸡消费需求未来逐步回升，且行业去产能 21 年四季度起初见成效，未来黄羽鸡价格存在支撑，我们预计公司 2022-2024 年鸡业务销量增速为 10%/10%/10%，且公司发展冰鲜业务，未来毛利率水平预计在 18%/15%/16%。

假设 2：当前生猪价格仍然处于低位，且公司生猪养殖业务属于发展初期，完全成本尚于偏高状态，未来随出栏量提升各项费用得到摊薄，盈利水平有望提升，预计 22 年整体生猪价前低后高预期回暖，2022-2024 年公司平均生猪销售价格变化率为 5%/20%/10%，对应毛利水平分别为-5%/15%/13%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
鸡	收入	9,995.64	11,994.77	13,194.24	15,173.38
	增速	34.71%	20.00%	10.00%	15.00%
	毛利率	10.06%	18.00%	15.00%	16.00%
猪	收入	1,019.53	1,223.44	1,712.81	2,226.65
	增速	18.93%	20.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	-13.23%	-5.00%	15.00%	13.00%
鹅	收入	100.29	110.32	121.35	133.49
	增速	37.76%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	6.88%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	收入	16.27	17.08	17.94	18.83
	增速	-93.99%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	1.72%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入	11,131.7	13,345.6	15,046.3	17,552.4
	增速	29.12%	19.89%	12.74%	16.66%
	毛利率	7.89%	15.77%	14.91%	15.53%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11131.73	13345.60	15046.34	17552.35	净利润	-395.59	754.84	1039.63	1397.72
营业成本	10253.39	11240.49	12802.42	14826.59	折旧与摊销	486.71	460.54	460.54	460.54
营业税金及附加	11.45	14.24	15.97	18.56	财务费用	68.44	53.38	75.23	52.66
销售费用	141.35	200.18	225.70	263.29	资产减值损失	-591.63	300.00	0.00	0.00
管理费用	501.98	840.77	947.92	1053.14	经营营运资本变动	105.16	18.88	-63.19	-62.69
财务费用	68.44	53.38	75.23	52.66	其他	1008.39	-366.19	-73.92	-71.37
资产减值损失	-591.63	300.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	681.49	1221.45	1438.29	1776.86
投资收益	11.20	20.00	20.00	20.00	资本支出	-1663.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	45.57	49.69	52.51	51.49	其他	-259.50	-454.78	7.46	66.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1923.16	-454.78	7.46	66.92
营业利润	-386.78	766.22	1051.61	1409.61	短期借款	1019.58	5913.20	-520.14	-538.12
其他非经营损益	-8.70	-11.36	-11.99	-11.94	长期借款	116.18	0.00	0.00	0.00
利润总额	-395.47	754.86	1039.63	1397.66	股权融资	0.02	0.00	0.00	0.00
所得税	0.11	0.02	0.00	-0.05	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-395.59	754.84	1039.63	1397.72	其他	27.69	-249.89	-75.23	-52.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1163.47	5663.31	-595.37	-590.78
归属母公司股东净利润	-395.59	754.84	1039.63	1397.72	现金流量净额	-78.19	6429.98	850.37	1253.01
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	242.82	6672.80	7523.17	8776.18	成长能力				
应收和预付款项	347.03	409.28	465.28	538.96	销售收入增长率	29.12%	19.89%	12.74%	16.66%
存货	1874.84	2051.84	2338.85	2708.84	营业利润增长率	-242.36%	98.11%	37.25%	34.04%
其他流动资产	1022.66	1607.85	1720.41	1794.65	净利润增长率	-255.70%	90.82%	37.73%	34.44%
长期股权投资	69.39	69.39	69.39	69.39	EBITDA 增长率	-75.94%	660.31%	24.00%	21.13%
投资性房地产	9.42	10.21	9.96	9.93	获利能力				
固定资产和在建工程	5276.88	4878.77	4480.66	4082.55	毛利率	7.89%	15.77%	14.91%	15.53%
无形资产和开发支出	292.32	286.64	280.96	275.29	三费率	6.39%	8.20%	8.30%	7.80%
其他非流动资产	1828.86	1772.10	1715.34	1658.59	净利率	-3.55%	5.66%	6.91%	7.96%
资产总计	10964.22	17758.88	18604.03	19914.37	ROE	-6.32%	10.84%	13.00%	14.87%
短期借款	1119.69	7032.89	6512.75	5974.63	ROA	-3.61%	4.25%	5.59%	7.02%
应付和预收款项	1111.95	1226.75	1387.43	1610.86	ROIC	-3.12%	6.98%	9.13%	11.21%
长期借款	609.31	609.31	609.31	609.31	EBITDA/销售收入	1.51%	9.59%	10.55%	10.95%
其他负债	1864.23	1929.48	2094.46	2321.79	营运能力				
负债合计	4705.17	10798.43	10603.94	10516.57	总资产周转率	1.10	0.93	0.83	0.91
股本	403.88	403.88	403.88	403.88	固定资产周转率	3.12	3.34	4.19	5.49
资本公积	1487.88	1487.88	1487.88	1487.88	应收账款周转率	1451.20	1401.84	1471.02	1438.42
留存收益	4313.86	5068.70	6108.33	7506.04	存货周转率	5.77	5.72	5.82	5.87
归属母公司股东权益	6259.04	6960.46	8000.08	9397.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.12%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	6259.04	6960.46	8000.08	9397.80	资产负债率	42.91%	60.81%	57.00%	52.81%
负债和股东权益合计	10964.22	17758.88	18604.03	19914.37	带息债务/总负债	36.75%	70.77%	67.16%	62.61%
					流动比率	0.99	1.12	1.28	1.48
					速动比率	0.46	0.90	1.03	1.19
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	168.37	1280.15	1587.39	1922.81	每股收益	-0.98	1.87	2.57	3.46
PE	-32.47	17.01	12.35	9.19	每股净资产	15.50	17.23	19.81	23.27
PB	2.05	1.85	1.61	1.37	每股经营现金	1.69	3.02	3.56	4.40
PS	1.15	0.96	0.85	0.73	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	74.06	8.81	6.20	4.19					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn