

股权激励彰显信心, 景气提升长期发展向好

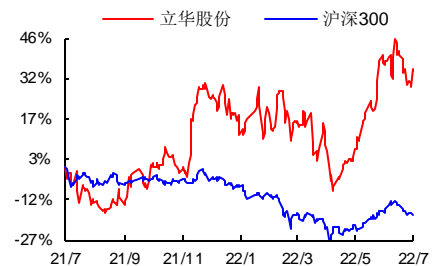
投资要点

- **事件:** 公司公告限制性股票激励计划(草案), 本次激励拟向激励对象授予的限制性股票总量为1200万股。
- **点评:** 本次授予1200万股占草案公告时公司股总额的3%, 股票来源为公司向激励对象定向发行公司A股普通股, 激励对象包括高管以及其他管理/技术人员及技术业务骨干共计505人, 首次授予部分授予价格为20.73元。本次激励考核年度为2022-2025年, 第一个归属期需满足以下条件之一: 1) 公司2022-2024年净利润累计值不低于20亿元; 2) 以2021年为基数(111.3亿元), 公司2022-2024年营业收入累计值的平均值增长率不低于25%。第二个归属期需满足以下条件之一: 1) 公司2022-2025年净利润累计值不低于35亿元; 2) 以2021年为基数, 公司2022-2025年营业收入累计值的平均值增长率不低于35%。本次激励有助于充分调动公司核心团队人员积极性, 将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起, 使各方共同关注公司的长远发展, 同时彰显公司高管与核心人才对于公司发展的信心。
- **行业自身供需缺口将提振价格, 生猪价格趋势向上将与之共同作用推动景气度提升, 公司作为黄羽鸡龙头将从中受益。** 从供给端看, 父母代存栏当前处于低位, 且雏鸡销售价格偏低。截至2022年6月中, 在产父母代黄羽鸡1380万套, 较2020年1575万套左右的最高水平降低13%, 基本与2018年持平, 低于2019、2020、2021年同期水平。从需求端看, 黄羽鸡作为我国本土品种, 需求具有一定的刚性, 在新冠疫情得到有效控制后, 整体市场需求回暖, 供需缺口得到体现, 价格反弹弹性大。未来猪价预期回暖, 黄羽鸡价格有望增长, 历史情况看2019年9月、11月黄羽鸡、白羽鸡价格分别上涨至21元/公斤、13元/公斤, 且因黄羽鸡生产周期较长, 故而高景气的维持时间也会更久。立华股份作为黄羽鸡养殖龙头, 于周期波动间均能实现营业利润, 2019年高景气时黄羽鸡实现营业利润21亿元, 出栏2.9亿羽, 单羽实现营业利润7.25元。公司作为黄羽鸡养殖头部企业, 21年销售商品鸡3.7亿羽, 同比增长14.6%, 22年上半年共计销售商品鸡1.9亿羽, 实现销售收入52.3亿元, 未来随行业景气度提升, 公司业绩有望迎来快速增长。
- **公司把握黄羽鸡养殖成本优势, 同时布局生猪养殖板块。** 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。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。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子公司, 并在江苏、上海等大城市开启门店模式;

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)	25.03-44.16
总市值(亿元)	164.14
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): 黄鸡或迎景气度提升, 生猪业务盈利有望增强 (2022-05-16)
2. 立华股份(300761): 短期业绩承压, 多板块发展长期向好 (2022-04-25)
3. 立华股份(300761): 产能进一步去化, 黄鸡或迎反转 (2021-10-20)
4. 立华股份(300761): 成本管控出栏稳增, 行业低景气仍盈利 (2021-08-16)

线上与商超以及盒马鲜生等电商平台合作。**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，截至 21 年 6 月公司已建成生猪养殖 139 万的产能，根据 21 年出栏 41.3 万头，产能利用率尚为 30%左右，公司处于对周期的考虑，稳健进行出栏扩张，未来产能利用率提升，相应折旧摊销均将降低，成本进一步降低叠加售价回升，整体公司业绩有望增长。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.88 元、2.57 元、3.45 元，对应动态 PE 分别为 22/16/12 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	759.13	1037.76	1395.06
增长率	-255.70%	91.90%	36.70%	34.43%
每股收益 EPS (元)	-0.98	1.88	2.57	3.45
净资产收益率 ROE	-6.32%	10.75%	13.11%	15.39%
PE	-41	22	16	12
PB	2.62	2.33	2.07	1.81

数据来源：Wind，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	759.13	1037.76	1395.06
营业成本	10253.39	11240.49	12802.42	14826.59	折旧与摊销	486.71	564.94	564.94	564.94
营业税金及附加	11.45	14.24	15.97	18.56	财务费用	68.44	82.46	84.62	67.60
销售费用	141.35	206.86	233.22	251.00	资产减值损失	-591.63	300.00	0.00	0.00
管理费用	501.98	800.74	932.87	1053.14	经营营运资本变动	-25.37	6.31	-83.08	-88.46
财务费用	68.44	82.46	84.62	67.60	其他	1138.93	-431.46	-63.04	-65.93
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	1281.37	1541.20	1873.21
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	770.51	1049.75	1406.95	短期借款	1019.58	1117.07	-275.60	-1123.88
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	759.15	1037.76	1395.01	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	-60.58	94.32	-181.01	-247.44
净利润	-395.59	759.13	1037.76	1395.06	其他	88.28	-278.97	-84.62	-67.60
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	932.43	-541.22	-1438.93
归属母公司股东净利润	-395.59	759.13	1037.76	1395.06	现金流量净额	-78.19	1759.02	1007.43	501.20
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	2001.84	3009.27	3510.47	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	2129.67	2425.69	2816.02	营业利润增长率	-242.36%	99.21%	36.24%	34.03%
其他流动资产	1022.66	1607.85	1720.41	1794.65	净利润增长率	-255.70%	91.90%	36.70%	34.43%
长期股权投资	69.39	69.39	69.39	69.39	EBITDA 增长率	-75.94%	742.13%	19.85%	20.02%
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	4775.22	4273.56	3771.89	毛利率	7.89%	15.77%	14.91%	15.53%
无形资产和开发支出	292.32	285.80	279.28	272.77	三费率	6.39%	8.17%	8.31%	7.82%
其他非流动资产	1828.86	1772.10	1715.34	1658.59	净利率	-3.55%	5.69%	6.90%	7.95%
资产总计	10964.22	13061.37	13968.18	14442.66	ROE	-6.32%	10.75%	13.11%	15.39%
短期借款	1119.69	2236.76	1961.16	837.28	ROA	-3.61%	5.81%	7.43%	9.66%
应付和预收款项	1111.95	1226.75	1387.43	1610.86	ROIC	-4.73%	11.46%	15.55%	20.54%
长期借款	609.31	609.31	609.31	609.31	EBITDA/销售收入	1.51%	10.62%	11.29%	11.62%
其他负债	1864.23	1929.48	2094.46	2321.79	营运能力				
负债合计	4705.17	6002.30	6052.36	5379.22	总资产周转率	1.10	1.11	1.11	1.24
股本	403.88	403.88	403.88	403.88	固定资产周转率	3.12	3.39	4.38	5.98
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	5167.31	6024.07	7171.68	存货周转率	5.56	5.35	5.45	5.49
归属母公司股东权益	6259.04	7059.07	7915.83	9063.44	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	7059.07	7915.83	9063.44	资产负债率	42.91%	45.95%	43.33%	37.25%
负债和股东权益合计	10964.22	13061.37	13968.18	14442.66	带息债务/总负债	36.75%	47.42%	42.47%	26.89%
					流动比率	0.99	1.28	1.57	2.07
					速动比率	0.46	0.84	1.07	1.40
					股利支付率	-15.31%	-12.43%	17.44%	17.74%
					每股指标				
					每股收益	-0.98	1.88	2.57	3.45
					每股净资产	15.50	17.48	19.60	22.44
					每股经营现金	1.69	3.17	3.82	4.64
					每股股利	0.15	-0.23	0.45	0.61
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	168.37	1417.90	1699.30	2039.49					
PE	-41.49	21.62	15.82	11.77					
PB	2.62	2.33	2.07	1.81					
PS	1.47	1.23	1.09	0.94					
EV/EBITDA	95.27	10.39	7.87	5.76					
股息率	0.37%	—	1.10%	1.51%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@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	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn