

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

买入

核心观点

鸡价低迷叠加粮价上涨，公司短期业绩依旧承压。公司 2022H1 实现营收 57.58 亿元，同比+9.03%，实现归母净利润-1.55 亿元，同比+44.64%，收入规模稳步增长，短期盈利依旧承压，但受 Q2 鸡价和猪价环比回暖影响，公司截至 6 月 30 日合计转回减值约 1 亿元并在 Q2 扭亏为盈。分业务来看，公司鸡业务实现收入 47.21 亿元，同比+13.66%，上半年肉鸡销量共计 1.88 亿羽，销售收入共计 52.78 亿元，销售均价 13.48 元/公斤，分别同比变动+4.12%、+13.74%、+3.69%；生猪业务实现收入 5.21 亿元，上半年肉猪出栏 19.47 万头，销售收入共计 3.09 亿元，销售均价为 14.57 元/公斤，分别同比变动+31.29%、-40.53%、-24.08%。考虑到近期鸡价和猪价均景气上行，我们看好公司下半年盈利表现。

黄羽鸡产能去化加速，行业盈利有望持续回暖。截止 2022 年 8 月 14 日，国内黄鸡父母代存栏（在产+后备）2276 万套，同比下降 2.63%，在产父母代存栏比 2019 年同期相比下降了 6.79%，黄羽肉鸡市场在经历一年多价格低迷行情后，目前父母代种鸡存栏正处于三年内新低水平。从公司鸡业务的销售表现来看，公司肉鸡销售均价自 5 月开始环比快速回暖，5、6、7 月份肉鸡销售均价分别较上年同期上 6.80%、34.06%和 55.27%。然而上半年受粮价走高影响，公司鸡业务盈利依旧承压，上半年毛利率同比-2.85pct 至 6.72%，毛利同比-20.35%至 3.60 亿元。考虑到近期粮价存在走弱迹象且鸡价、猪价均持续回升，我们认为公司后续盈利有望边际回暖，看好公司全年业绩表现。

屠宰项目落地在即，看好未来冰鲜发展。产能方面，公司正加快推进黄羽鸡屠宰产能建设，湘潭、惠州、扬州三家屠宰厂预计将在今年下半年至明年初陆续竣工，合肥、潍坊和泰安屠宰厂已经开工，公司计划至 2025 年形成占总出栏量 50%左右的鲜禽加工能力。渠道方面，公司不仅通过地方超市、生鲜店等渠道积极开拓直达消费端的热鲜销售渠道，而且还与盒马鲜生等商超、新零售及电商等平台合作，开拓线上线下的生鲜销售渠道。考虑到国内黄鸡消费的冰鲜占比较低，未来在限制活禽交易的政策推动和消费升级等因素驱动下行业成长空间充足，我们看好公司冰鲜业务未来发展。

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，短期看好鸡价回暖带来的贝塔行情，中长期看好向屠宰产能落地后的冰鲜业务成长空间，维持“买入”评级。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 4.32/12.28/11.41 亿元，对应 EPS 为 1.07/3.04/2.83 元，对应当前股价 PE 为 43.5/15.3/16.5X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,621	11,132	12,685	14,656	16,742
(+/-%)	-2.8%	29.1%	14.0%	15.5%	14.2%
净利润(百万元)	254	-396	432	1228	1141
(+/-%)	-87.1%	-255.7%	-209.3%	183.8%	-7.0%
每股收益(元)	0.63	-0.98	1.07	3.04	2.83
EBIT Margin	2.2%	1.6%	4.7%	7.9%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	3.8%	-6.3%	6.6%	16.4%	13.9%
市盈率 (PE)	74.1	-47.6	43.5	15.3	16.5
EV/EBITDA	40.5	38.7	21.1	13.1	12.2
市净率 (PB)	2.82	3.01	2.87	2.52	2.29

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
 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn
 S0980520110002

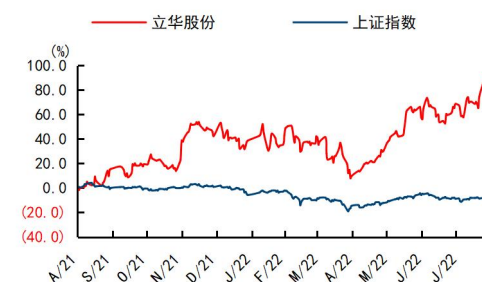
联系人：**李瑞楠**
 021-60893308
 lirui@guosen.com.cn

联系人：**江海航**
 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	46.60 元
总市值/流通市值	18826/15005 百万元
52 周最高价/最低价	49.64/24.85 元
近 3 个月日均成交额	116.57 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-深度报告：黄鸡养殖大型企业，多线业务稳健发展》——2021-11-17

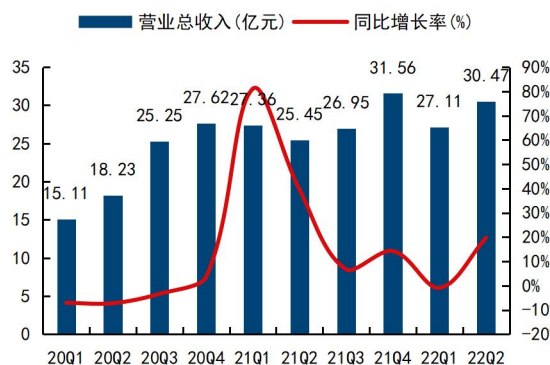
鸡价低迷叠加粮价上涨，公司短期业绩依旧承压。据公司发布的 2022 年半年度报告，公司 2022H1 实现营业收入 57.58 亿元，较上年同期增加 9.03%，实现归属于母公司所有者的净利润-1.55 亿元，较上年同期增加 44.64%，收入规模稳步增长，短期盈利依旧承压，但受二季度鸡价和猪价环比回暖影响，公司截至 6 月 30 日合计转回减值约 1 亿元并在 Q2 扭亏为盈。分板块来看：（1）**鸡业务**：共实现收入 47.21 亿元，同比增长 13.66%，于总收入中占比为 89.39%，上半年肉鸡销量（毛鸡+屠宰及熟制品）共计 1.88 亿羽，销售收入共计 52.78 亿元，销售均价 13.48 元/公斤，分别较上年同期增长 4.12%、13.74%、3.69%。分月来看，肉鸡销售均价自 5 月开始环比快速回暖，5、6、7 月份肉鸡销售均价分别较上年同期上 6.80%、34.06%和 55.27%。虽鸡价有所回暖，但受粮价走高影响，公司鸡业务盈利承压，上半年毛利率同比下滑 2.85pct 至 6.72%，毛利同比减少 20.35%至 3.60 亿元。（2）**生猪业务**：共实现收入 5.21 亿元，于总收入中占比为 9.86%，上半年肉猪出栏共计 19.47 万头，销售收入共计 3.09 亿元，销售均价为 14.57 元/公斤，分别同比变动+31.29%、-40.53%、-24.08%。受年初猪价低迷以及高粮价影响，公司生猪业务同样承压，上半年毛利为-0.14 亿元，毛利率为-2.67%。考虑到近期猪价已站到 21 元/公斤以上且公司 7 月肉猪销售均价已达 22.45 元/公斤，生猪业务盈利后续有望持续回暖。

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、%）



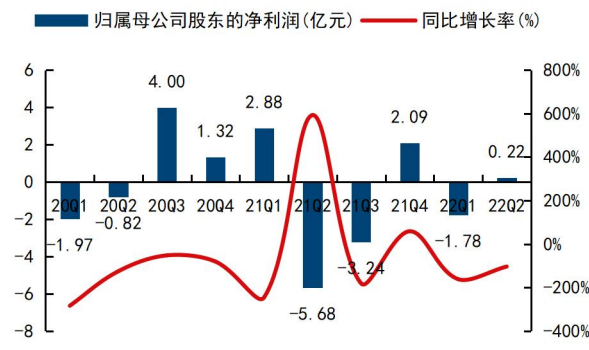
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

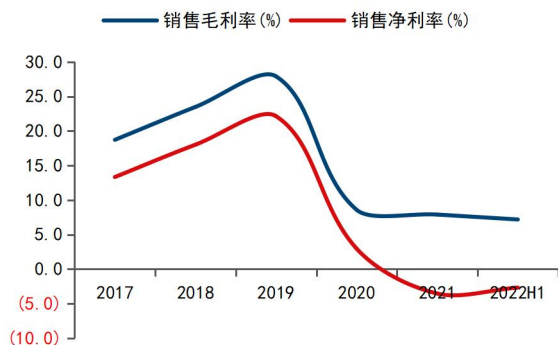


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

净利率同比改善，费用率小幅上升。公司 2022H1 销售毛利率 7.18%，较上年同

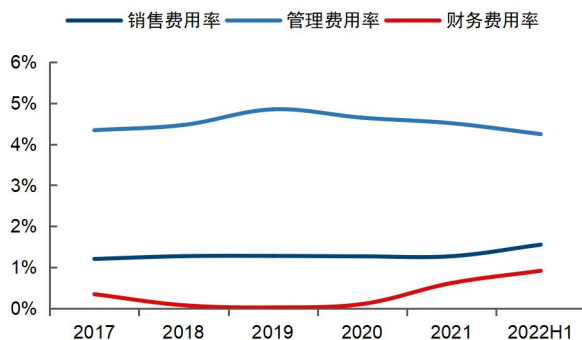
期减少 1.13pct；销售净利率-2.69%，相较上年同期增加 2.62pct，净利率明显回升主要系公司上半年减值转回约 1 亿元。销售费用率 1.55% (+0.16pct)，管理费用率 4.24% (-0.16pct)，财务费用率 0.92% (+0.43pct)。三项费用率合计 6.71%，同比下降 0.43pct，主要系公司本期借款增加，导致利息支出同比增加明显。

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

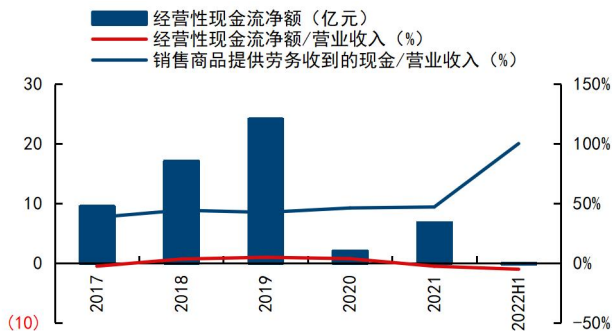
图6：立华股份三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

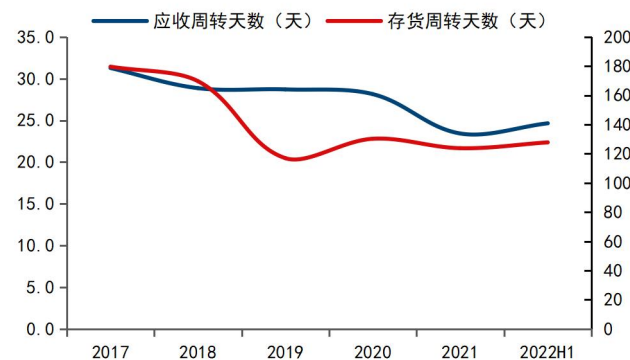
现金流短期承压，资产周转明显减速。2022H1 经营性现金流净额-0.02 亿元同比减少 100.78%，经营性现金流净额占营业收入比例为-5.22% (-10.09%)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.12% (+0.12%)，现金流状况受原材料涨价影响依旧承压。在主要流动资产周转方面，2022H1 公司应收周转天数为 0.3 天 (+47.38%)，存货周转天数达 61.06 天 (+16.27%)，流动资产周转效率有所下降。

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，短期看好鸡价回暖带来的贝塔行情，中长期看好向屠宰产能落地后的冰鲜业务成长空间，维持“买入”评级。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 4.32/12.28/11.41 亿元，对应 EPS 为 1.07/3.04/2.83 元，对应当前股价 PE 为 43.5/15.3/16.5X。

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	43.35	44.16	0.25	0.47	1.47	173	92	29	买入
300498	温氏股份	25.19	1,649.00	-2.11	-0.62	1.58	-12	-41	16	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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	318	243	200	200	200	营业收入	8621	11132	12685	14656	16742
应收款项	120	126	129	149	169	营业成本	7882	10253	11246	12549	14445
存货净额	1678	1875	2116	2344	2703	营业税金及附加	10	11	19	16	22
其他流动资产	466	530	634	718	804	销售费用	109	141	165	188	218
流动资产合计	4094	3487	3792	4124	4590	管理费用	400	502	620	700	795
固定资产	3645	5278	6564	6797	6818	研发费用	27	46	42	52	61
无形资产及其他	232	284	273	263	253	财务费用	9	68	101	100	64
投资性房地产	1204	1846	1846	1846	1846	投资收益	64	11	30	75	20
长期股权投资	75	69	93	106	126	资产减值及公允价值变动	75	637	(70)	90	2
资产总计	9251	10964	12568	13136	13632	其他收入	(78)	(1190)	(42)	(52)	(61)
短期借款及交易性金融负债	123	1263	2291	1500	664	营业利润	272	(387)	453	1216	1160
应付款项	649	912	910	1007	1159	营业外净收支	(17)	(9)	(20)	12	(18)
其他流动负债	1167	1341	1676	1849	2119	利润总额	254	(395)	433	1228	1142
流动负债合计	1939	3515	4877	4355	3942	所得税费用	0	0	0	0	1
长期借款及应付债券	493	609	379	379	379	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	139	581	750	919	1086	归属于母公司净利润	254	(396)	432	1228	1141
长期负债合计	632	1190	1130	1298	1465	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2571	4705	6006	5653	5407	净利润	254	(396)	432	1228	1141
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(17)	585	271	55	15
股东权益	6680	6259	6562	7482	8224	折旧摊销	335	431	584	713	778
负债和股东权益总计	9251	10964	12568	13136	13632	公允价值变动损失	(75)	(637)	70	(90)	(2)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	9	68	101	100	64
每股收益	0.63	(0.98)	1.07	3.04	2.83	营运资本变动	(507)	572	427	161	139
每股红利	1.02	0.28	0.32	0.76	0.99	其它	17	(585)	(271)	(55)	(15)
每股净资产	16.54	15.50	16.25	18.53	20.36	经营活动现金流	8	(30)	1513	2012	2056
ROIC	5%	4%	8%	14%	15%	资本开支	0	(3297)	(2201)	(901)	(801)
ROE	4%	-6%	7%	16%	14%	其它投资现金流	1468	799	0	0	0
毛利率	9%	8%	11%	14%	14%	投资活动现金流	1448	(2492)	(2224)	(914)	(821)
EBIT Margin	2%	2%	5%	8%	7%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	9%	13%	12%	负债净变化	433	116	(230)	0	0
收入增长	-3%	29%	14%	16%	14%	支付股利、利息	(413)	(113)	(130)	(307)	(400)
净利润增长率	-87%	-256%	-209%	184%	-7%	其它融资现金流	(1371)	2440	1028	(791)	(836)
资产负债率	28%	43%	48%	43%	40%	融资活动现金流	(1331)	2447	668	(1098)	(1235)
息率	2.2%	0.6%	0.7%	1.6%	2.1%	现金净变动	124	(75)	(43)	0	0
P/E	74.1	(47.6)	43.5	15.3	16.5	货币资金的期初余额	194	318	243	200	200
P/B	2.8	3.0	2.9	2.5	2.3	货币资金的期末余额	318	243	200	200	200
EV/EBITDA	40.5	38.7	21.1	13.1	12.2	企业自由现金流	0	(2116)	(597)	1124	1317
						权益自由现金流	0	440	100	233	418

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