

## 黄羽鸡迎高景气，公司业绩明显改善

### 投资要点

- **业绩总结：**公司 2022 年前三季度实现营业收入 101.2 亿元，同比增长 26.9%，实现归母净利 6.5 亿元，同比增长 207.5%，扣非后归母净利润为 6.3 亿元，同比增长 198.5%。单三季度实现营业收入 43.6 亿元，同比增长 61.9%，归母净利润为 8.1 亿元，同比增长 348.2%，扣非后归母净利润为 7.9 亿元，同比增长 332.4%。报告期内公司业绩出现明显同比改善主要是因为主营产品销量以及销售价格提升，前三季度共计销售黄羽鸡 2.96 亿羽，实现营收 90.7 亿元，单三季度销售 1.1 亿羽，环比增长 9.6%，实现销售收入 38.4 亿元，环比增长 39.2%，从只均销售价格看，单三季度价格环比提高 27% 左右。生猪业务板块，单三季度销售 14.9 万头，环比增长 44%，实现销售收入 4.1 亿元，环比增长 107%，从只均销售价格来看，三季度价格环比增长 44% 左右。
- **黄羽鸡价格景气度回升，公司产能稳步扩张，市场占比提高。**从供给端看，父母代存栏当前处于低位，根据中国畜牧业信息网数据，截至 2022 年 9 月初，在产父母代黄羽鸡 1374 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。猪价回暖为黄羽鸡价格提供支撑，历史价格看 2019 年黄羽鸡、白羽鸡价格最高分别涨至 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，未来随行业景气度提升，公司业绩有望迎来快速增长。公司作为我国第二大黄羽鸡养殖企业，2021 年出栏黄羽鸡 3.7 亿羽，占全国 40.4 亿羽的比例进一步提升为 9.2%。公司拥有选址优势，子公司广泛分布在江苏、浙江、安徽、广东、河南、山东、四川、湖南等地，具体定位一般临近粮食产区，方便销售并获取饲料，控制原料成本。控本方面，公司除选址外，密切关注大宗商品价格变动、积极拍卖政府储备粮；针对玉米原料价格上升的情况，科学调整饲料酶制剂酶谱；养殖技术方面加强多层笼养和高密度平养下的畜禽舍，基于发酵饲料建设健康养殖模式。公司加快下游屠宰冰鲜业务布局，2021 年公司销售冰鲜鸡及冻品 2.2 万吨，同比增长 0.7%，加快线上、线下销售渠道拓展，线上积极与盒马鲜生等电商平台建立合作，加快市场开发和平台构建。
- **生猪价格回暖，公司生猪养殖业务产能利用率有望提高，成本或将得到改善。**当前生猪价格在 28 元/公斤左右，未来生猪价格预期回暖。2011 年公司开始布局生猪养殖行业，2021 年销售商品肉猪 41.3 万头，同比上升 124%。按照公司年报中生猪养殖板块成本除以当年出栏量对于头均成本进行粗略估计，21 年公司该指标水平为 2804.6 元，生猪养殖龙头企业牧原股份该项指标为 1538.7 元，由此可见公司养殖成本仍有下降空间。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，公司出于对周期的考虑，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。**考虑到黄羽鸡价格景气度提高，上调公司盈利预期，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 3.01 元、4.74 元、3.75 元，对应动态 PE 分别为 13/8/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期，产能释放不及预期等。

| 指标/年度          | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)     | 11131.73 | 14345.17 | 16795.58 | 18816.80 |
| 增长率            | 29.12%   | 28.87%   | 17.08%   | 12.03%   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | -395.59  | 1216.52  | 1915.70  | 1516.03  |
| 增长率            | -255.70% | 207.52%  | 57.47%   | -20.86%  |
| 每股收益 EPS (元)   | -0.98    | 3.01     | 4.74     | 3.75     |
| 净资产收益率 ROE     | -6.32%   | 16.18%   | 20.95%   | 14.86%   |
| PE             | -40      | 13       | 8        | 10       |
| PB             | 2.50     | 2.08     | 1.71     | 1.53     |

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)      | 4.60       |
| 流通 A 股(亿股)   | 3.22       |
| 52 周内股价区间(元) | 27.48-48.0 |
| 总市值(亿元)      | 177.94     |
| 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): Q2 实现盈利, 养殖景气提升业绩向好 (2022-08-29)
2. 立华股份 (300761): 股权激励彰显信心, 景气提升长期发展向好 (2022-07-24)
3. 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)
4. 立华股份 (300761): 短期业绩承压, 多板块发展长期向好 (2022-04-25)

## 关键假设：

假设 1：黄羽鸡消费需求未来有望提升，行业去产能初见成效，当前在产父母代仍处于相对低位，未来黄羽鸡价格存在支撑，我们预计公司 2022-2024 年黄鸡业务销量增速为 10%/10%/10%，价格方面预计 22 年四季度、23 年维持高景气，收入增速为 30%/15%/10%，综合来看未来毛利率水平预计在 18%/20%/16%。

假设 2：当前生猪价格有所回暖，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 2022-2024 年公司平均生猪销售收入变化率为 20%/40%/30%，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：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 |     | 2021A    | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|--------|-----|----------|-----------|-----------|-----------|
| 鸡      | 收入  | 9,995.64 | 12,994.33 | 14,943.48 | 16,437.83 |
|        | 增速  | 34.71%   | 30.00%    | 15.00%    | 10.00%    |
|        | 毛利率 | 10.06%   | 18.00%    | 20.00%    | 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 | 14,345.2  | 16,795.6  | 18,816.8  |
|        | 增速  | 29.12%   | 28.87%    | 17.08%    | 12.03%    |
|        | 毛利率 | 7.89%    | 15.77%    | 14.91%    | 15.53%    |

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        | 14345.17        | 16795.58        | 18816.80        | 净利润               | -395.59         | 1216.52        | 1915.70         | 1516.03         |
| 营业成本          | 10253.39        | 12060.14        | 13542.10        | 15888.73        | 折旧与摊销             | 486.71          | 564.94         | 564.94          | 564.94          |
| 营业税金及附加       | 11.45           | 15.30           | 17.83           | 19.90           | 财务费用              | 68.44           | 36.03          | 78.82           | 53.66           |
| 销售费用          | 141.35          | 186.49          | 260.33          | 269.08          | 资产减值损失            | -591.63         | 100.00         | 0.00            | 0.00            |
| 管理费用          | 501.98          | 788.98          | 1041.33         | 1129.01         | 经营营运资本变动          | -13.39          | -35.06         | -114.52         | -67.64          |
| 财务费用          | 68.44           | 36.03           | 78.82           | 53.66           | 其他                | 1126.95         | -219.22        | -64.86          | -65.30          |
| 资产减值损失        | -591.63         | 100.00          | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>681.49</b>   | <b>1663.21</b> | <b>2380.07</b>  | <b>2001.69</b>  |
| 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            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1923.16</b> | <b>-454.78</b> | <b>7.46</b>     | <b>66.92</b>    |
| <b>营业利润</b>   | <b>-386.78</b>  | <b>1227.91</b>  | <b>1927.69</b>  | <b>1527.91</b>  | 短期借款              | 1019.58         | 838.75         | -811.30         | -1147.13        |
| 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            |
| <b>利润总额</b>   | <b>-395.47</b>  | <b>1216.55</b>  | <b>1915.70</b>  | <b>1515.97</b>  | 股权融资              | 0.02            | 0.00           | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 0.11            | 0.03            | 0.00            | -0.06           | 支付股利              | -60.58          | 94.32          | -290.07         | -456.78         |
| 净利润           | -395.59         | 1216.52         | 1915.70         | 1516.03         | 其他                | 88.28           | -232.54        | -78.82          | -53.66          |
| 少数股东损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>1163.47</b>  | <b>700.53</b>  | <b>-1180.19</b> | <b>-1657.58</b> |
| 归属母公司股东净利润    | -395.59         | 1216.52         | 1915.70         | 1516.03         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-78.19</b>   | <b>1908.95</b> | <b>1207.34</b>  | <b>411.03</b>   |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                |                 |                 |
| 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          | 2151.78         | 3359.12         | 3770.15         | <b>成长能力</b>       |                 |                |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 347.03          | 438.14          | 502.33          | 577.16          | 销售收入增长率           | 29.12%          | 28.87%         | 17.08%          | 12.03%          |
| 存货            | 1874.84         | 2289.98         | 2570.36         | 3023.75         | 营业利润增长率           | -242.36%        | 217.47%        | 56.99%          | -20.74%         |
| 其他流动资产        | 1022.66         | 1635.63         | 1769.02         | 1829.79         | 净利润增长率            | -255.70%        | 207.52%        | 57.47%          | -20.86%         |
| 长期股权投资        | 69.39           | 69.39           | 69.39           | 69.39           | EBITDA 增长率        | -75.94%         | 986.22%        | 40.60%          | -16.52%         |
| 投资性房地产        | 9.42            | 10.21           | 9.96            | 9.93            | <b>获利能力</b>       |                 |                |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 5276.88         | 4775.22         | 4273.56         | 3771.89         | 毛利率               | 7.89%           | 15.93%         | 19.37%          | 15.56%          |
| 无形资产和开发支出     | 292.32          | 285.80          | 279.28          | 272.77          | 三费率               | 6.39%           | 7.05%          | 8.22%           | 7.72%           |
| 其他非流动资产       | 1828.86         | 1772.10         | 1715.34         | 1658.59         | 净利率               | -3.55%          | 8.48%          | 11.41%          | 8.06%           |
| <b>资产总计</b>   | <b>10964.22</b> | <b>13428.24</b> | <b>14548.36</b> | <b>14983.41</b> | ROE               | -6.32%          | 16.18%         | 20.95%          | 14.86%          |
| 短期借款          | 1119.69         | 1958.44         | 1147.13         | 0.00            | ROA               | -3.61%          | 9.06%          | 13.17%          | 10.12%          |
| 应付和预收款项       | 1111.95         | 1316.22         | 1467.91         | 1726.26         | ROIC              | -4.73%          | 16.78%         | 26.59%          | 21.21%          |
| 长期借款          | 609.31          | 609.31          | 609.31          | 609.31          | EBITDA/销售收入       | 1.51%           | 12.75%         | 15.31%          | 11.41%          |
| 其他负债          | 1864.23         | 2027.82         | 2181.92         | 2446.51         | <b>营运能力</b>       |                 |                |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>4705.17</b>  | <b>5911.78</b>  | <b>5406.27</b>  | <b>4782.07</b>  | 总资产周转率            | 1.10            | 1.18           | 1.20            | 1.27            |
| 股本            | 403.88          | 403.88          | 403.88          | 403.88          | 固定资产周转率           | 3.12            | 3.64           | 4.89            | 6.41            |
| 资本公积          | 1487.88         | 1487.88         | 1487.88         | 1487.88         | 应收账款周转率           | 1451.20         | 1454.06        | 1496.02         | 1411.62         |
| 留存收益          | 4313.86         | 5624.70         | 7250.33         | 8309.58         | 存货周转率             | 5.56            | 5.53           | 5.41            | 5.52            |
| 归属母公司股东权益     | 6259.04         | 7516.46         | 9142.09         | 10201.34        | 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            | <b>资本结构</b>       |                 |                |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>6259.04</b>  | <b>7516.46</b>  | <b>9142.09</b>  | <b>10201.34</b> | 资产负债率             | 42.91%          | 44.02%         | 37.16%          | 31.92%          |
| 负债和股东权益合计     | 10964.22        | 13428.24        | 14548.36        | 14983.41        | 带息债务/总负债          | 36.75%          | 43.43%         | 32.49%          | 12.74%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 0.99            | 1.38           | 1.95            | 2.56            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.46            | 0.89           | 1.34            | 1.72            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | -15.31%         | -7.75%         | 15.14%          | 30.13%          |
| 业绩和估值指标       | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | <b>每股指标</b>       |                 |                |                 |                 |
| EBITDA        | 168.37          | 1828.88         | 2571.44         | 2146.51         | 每股收益              | -0.98           | 3.01           | 4.74            | 3.75            |
| PE            | -39.51          | 12.85           | 8.16            | 10.31           | 每股净资产             | 15.50           | 18.61          | 22.64           | 25.26           |
| PB            | 2.50            | 2.08            | 1.71            | 1.53            | 每股经营现金            | 1.69            | 4.12           | 5.89            | 4.96            |
| PS            | 1.40            | 1.09            | 0.93            | 0.83            | 每股股利              | 0.15            | -0.23          | 0.72            | 1.13            |
| EV/EBITDA     | 90.61           | 7.39            | 4.45            | 4.60            |                   |                 |                |                 |                 |
| 股息率           | 0.39%           | —               | 1.86%           | 2.92%           |                   |                 |                |                 |                 |

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                              |
|------|----------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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   |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 高宇乐 | 销售经理       | 13263312271  | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn    |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 陈阳阳 | 销售经理       | 17863111858  | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymf@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    |
|    | 王一菲 | 销售经理       | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理       | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 巢语欢 | 销售经理       | 13667084989  | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| 广深 | 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      |
|    | 陈韵然 | 销售经理       | 18208801355  | 18208801355 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 龚之涵 | 销售经理       | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |