

# 立华股份 (300761.SZ)

## 2023 年中报点评：黄鸡业务短期承压，Q2 完全成本环比下降

买入

### 核心观点

**上半年猪价低迷，归母净利润同比减少 281%。**公司 2023H1 实现营收 69.59 亿元，同比+20.86%，实现归母净利润-5.92 亿元，同比-281.36%，收入增长主要系肉鸡及肉猪销量同比增长明显，盈利承压主要系上半年肉鸡及生猪价格低迷且饲料成本较高。分季度来看，公司 Q2 单季营收为 35.48 亿元，同比-16.44%，归母净利润为-2.01 亿元，同比-1013.64%。

**黄鸡养殖成本环比改善，生猪出栏快速增长。**(1) **鸡业务：报告期末完全成本降至 6.7 元/斤以下。**公司 2023H1 肉鸡销量为 2.13 亿只，同比+13%，销售均价 13.18 元/公斤，同比-2%，对应鸡业务收入同比+15%至 61.71 亿元。受鸡价低迷影响，盈利承压明显，毛利同比-95%至 1973 万元，但受 Q2 饲料成本降低以及出栏均重下降影响，单斤完全成本在期末降至 6.7 元/公斤以下，环比改善明显。(2) **猪业务：出栏量同比+88%。**公司 2023H1 商品猪出栏量同比+88%至 36.60 万头，收入同比+123%至 7.55 亿元，毛利同比-125%至-1.01 亿元，对应头均毛利-276 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 6 月 4 日，国内祖代鸡存栏（在产+后备）264 万套，同比增加 0.48%；父母代存栏（在产+后备）2254 万套，同比减少 2.10%，在产父母代存栏比 2019 年同期相比下降了 5.31%。黄鸡近期产能持续回落，后续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。

**多个新建屠宰项目预计年内投产，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。截至报告期末，公司湘潭屠宰项目已投产，扬州、泰安、潍坊屠宰项目预计 2023 年 12 月 31 日达到可使用状态。与此同时，公司正在向食品端业务延伸，未来在限制活禽交易政策以及消费升级因素驱动下，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。考虑到上半年黄羽肉鸡行情较低迷，我们将公司 2023-2025 年归母净利润预测分别调整为 2.1/7.6/21.9 亿元(原为 12.1/20.0/5.7 亿元)，对应 EPS 为 0.44/1.65/4.75 元，对应当前股价 PE 为 41.5/11.2/3.9X。

### 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

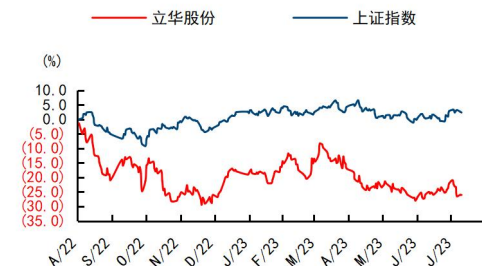
证券分析师：李瑞楠 021-60893308  
liruinan@guosen.com.cn  
S0980523030001

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 18.60 元  
总市值/流通市值 15394/11229 百万元  
52 周最高价/最低价 49.90/17.95 元  
近 3 个月日均成交额 36.18 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 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%》——2023-04-24  
《立华股份 (300761.SZ) -2022 三季报点评：Q3 归母净利润为 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

### 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  | 14,417 | 15,363 | 17,667 |
| (+/-%)       | 29.1%   | 29.8%   | -0.2%  | 6.6%   | 15.0%  |
| 净利润(百万元)     | -396    | 891     | 205    | 760    | 2186   |
| (+/-%)       | -255.7% | -325.2% | -77.0% | 271.7% | 187.5% |
| 每股收益(元)      | -0.98   | 1.94    | 0.44   | 1.65   | 4.75   |
| EBIT Margin  | 1.6%    | 8.5%    | 2.4%   | 4.5%   | 13.2%  |
| 净资产收益率 (ROE) | -6.3%   | 10.6%   | 2.4%   | 8.3%   | 20.7%  |
| 市盈率 (PE)     | -18.9   | 9.5     | 41.5   | 11.2   | 3.9    |
| EV/EBITDA    | 20.0    | 7.6     | 13.7   | 9.9    | 4.7    |
| 市净率 (PB)     | 1.19    | 1.01    | 0.99   | 0.93   | 0.81   |

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

上半年猪鸡价格低迷,归母净利润同比减少281%。公司2023H1实现营业收入69.59亿元,较上年同期增加20.86%,实现归属于母公司所有者的净利润-5.92亿元,较上年同期减少281.36%,收入增长主要系公司黄羽肉鸡及肉猪销量均同比增长明显,盈利承压主要系上半年黄羽肉鸡、生猪价格维持低迷。分季度来看,公司Q2单季营业收入为35.48亿元,较上年同期减少16.44%,归属于母公司所有者的净利润为-2.01亿元,较上年同期减少1013.64%。

黄鸡养殖成本改善明显,生猪出栏快速增长。(1)鸡业务:报告期末完全成本降至6.7元/斤以下。公司2023H1肉鸡销量为2.13亿只,同比+13.09%,销售均价13.18元/公斤,同比-2.24%,对应鸡业务(毛鸡+屠宰品+熟制品)收入同比+15.00%至61.71亿元。受鸡价低迷影响,鸡业务盈利承压,毛利同比-94.53%至1973.18万元,但受Q2饲料成本降低以及出栏均重下降影响,公司单斤完全成本在期末降至6.7元/公斤以下,较Q1环比改善明显。(2)猪业务:出栏量同比+88%。公司2023H1商品猪出栏量同比+88.08%至36.60万头,收入同比+122.78%至7.55亿元,毛利同比-124.52%至-1.01亿元,对应头均毛利-276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、%)



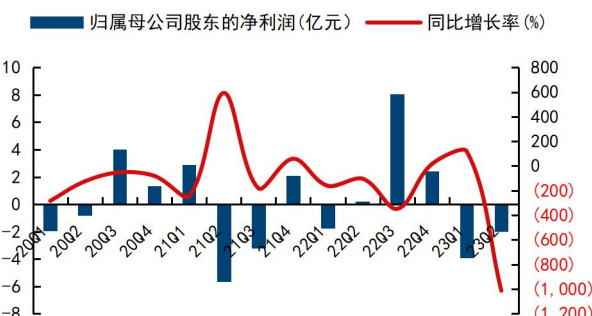
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%)

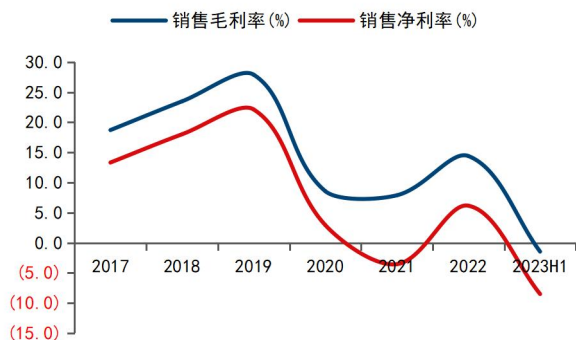


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

利润率短期承压,费用率维持平稳。公司2023年上半年销售毛利率-1.46%,较上年全年水平-15.86pcts;销售净利率-8.50%,较上年全年水平-14.66pcts,利润率下滑主要受养殖行情低迷和饲料原料价格较高影响。费用方面,公司2023

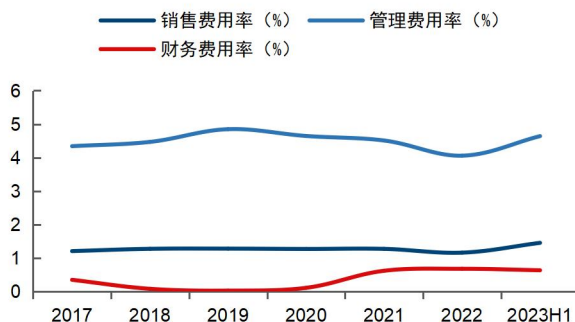
年上半年销售费用率 1.45%（相较上年全年水平+0.29pcts），管理费用率 4.64%（相较上年全年水平+0.58pcts），财务费用率 0.63%（相较上年全年水平-0.04pcts）。三项费用率合计 6.72%，较上年全年水平+0.83pcts，公司上半年受股权激励和折旧摊销增加影响，管理费用支出水平有所增加。

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

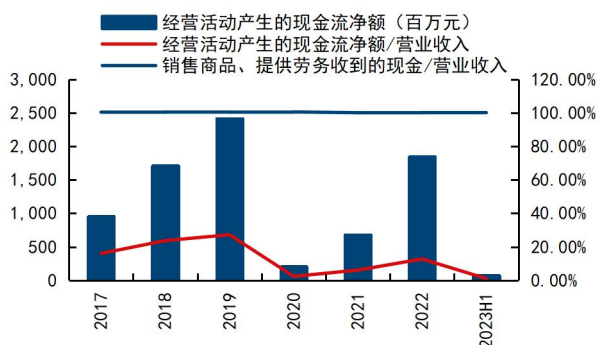
图6：立华股份三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

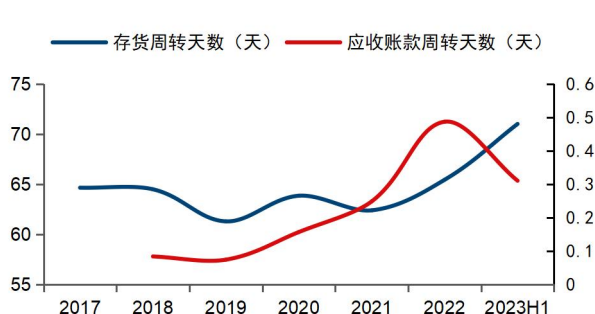
**经营性现金流净额维持正值，资产周转速度维持合理水平。**2023年上半年经营性现金流净额 0.74 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为 1.07%（较上年全年水平-11.70pcts），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.54%（较上年全年水平+0.37pcts）。在主要流动资产周转方面，2023年上半年公司存货天数达 71 天（较上年全年水平+5.6 天），应收账款周转天数达 0.31 天（较上年全年水平-0.2 天）。

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。考虑到上半年黄羽肉鸡行情较低迷，我们将公司 2023-2025 年归母净利润预测分别调整为 2.1/7.6/21.9 亿元（原为 12.1/20.0/5.7 亿元），对应 EPS 为 0.44/1.65/4.75 元，对应当前股价 PE 为 41.5/11.2/3.9X。

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 | 35.80 | 36.47    | 1.04 | 1.47 | 2.13 | 34  | 24  | 17  | 买入   |
| 300498 | 温氏股份 | 17.95 | 1,192.92 | 0.82 | 1.10 | 2.30 | 22  | 16  | 8   | 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）       | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表（百万元）          | 2021         | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 243          | 547          | 369          | 386          | 434          | 营业收入              | 11132        | 14447         | 14417         | 15363         | 17667         |
| 应收款项             | 126          | 171          | 178          | 182          | 212          | 营业成本              | 10253        | 12367         | 13196         | 13719         | 14261         |
| 存货净额             | 1875         | 2621         | 2646         | 2676         | 2833         | 营业税金及附加           | 11           | 15            | 15            | 16            | 19            |
| 其他流动资产           | 1243         | 1524         | 1566         | 1644         | 1905         | 销售费用              | 141          | 167           | 178           | 200           | 233           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3487</b>  | <b>4863</b>  | <b>4759</b>  | <b>4889</b>  | <b>5385</b>  | 管理费用              | 502          | 586           | 618           | 658           | 737           |
| 固定资产             | 5278         | 6493         | 7467         | 9067         | 10363        | 研发费用              | 46           | 84            | 63            | 73            | 88            |
| 无形资产及其他          | 284          | 308          | 297          | 286          | 274          | 财务费用              | 68           | 97            | 82            | 111           | 133           |
| 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             |
| <b>资产总计</b>      | <b>10964</b> | <b>13656</b> | <b>14519</b> | <b>16235</b> | <b>18015</b> | 其他收入              | (1190)       | (583)         | (63)          | (73)          | (88)          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1263         | 1534         | 1850         | 2729         | 2849         | 营业利润              | (387)        | 915           | 225           | 752           | 2218          |
| 应付款项             | 912          | 1045         | 1114         | 1158         | 1182         | 营业外净收支            | (9)          | (15)          | (20)          | 12            | (18)          |
| 其他流动负债           | 1341         | 1619         | 1780         | 1786         | 1862         | <b>利润总额</b>       | <b>(395)</b> | <b>901</b>    | <b>205</b>    | <b>764</b>    | <b>2200</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3515</b>  | <b>4198</b>  | <b>4744</b>  | <b>5674</b>  | <b>5893</b>  | 所得税费用             | 0            | 10            | 1             | 4             | 15            |
| 长期借款及应付债券        | 609          | 331          | 331          | 331          | 331          | 少数股东损益            | 0            | (0)           | (0)           | (0)           | (1)           |
| 其他长期负债           | 581          | 613          | 787          | 1003         | 1143         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>(396)</b> | <b>891</b>    | <b>205</b>    | <b>760</b>    | <b>2186</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1190</b>  | <b>944</b>   | <b>1118</b>  | <b>1334</b>  | <b>1474</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>   | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>4705</b>  | <b>5141</b>  | <b>5861</b>  | <b>7007</b>  | <b>7367</b>  | 净利润               | (396)        | 891           | 205           | 760           | 2186          |
| 少数股东权益           | 0            | 98           | 98           | 97           | 97           | 资产减值准备            | 585          | (339)         | 740           | 178           | 175           |
| 股东权益             | 6259         | 8417         | 8560         | 9131         | 10551        | 折旧摊销              | 431          | 563           | 704           | 871           | 1025          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>10964</b> | <b>13656</b> | <b>14519</b> | <b>16235</b> | <b>18015</b> | 公允价值变动损失          | (637)        | (262)         | 70            | (90)          | (2)           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 财务费用              | 68           | 97            | 82            | 111           | 133           |
| 每股收益             | (0.98)       | 1.94         | 0.44         | 1.65         | 4.75         | 营运资本变动            | 1354         | (1048)        | 1069          | 333           | (34)          |
| 每股红利             | 0.28         | 0.18         | 0.13         | 0.41         | 1.66         | 其它                | (585)        | 339           | (740)         | (179)         | (175)         |
| 每股净资产            | 15.50        | 18.31        | 18.62        | 19.86        | 22.95        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>752</b>   | <b>143</b>    | <b>2048</b>   | <b>1874</b>   | <b>3175</b>   |
| ROIC             | 1.52%        | 12.25%       | 3%           | 5%           | 17%          | 资本开支              | 0            | (1692)        | (2477)        | (2548)        | (2483)        |
| ROE              | -6.32%       | 10.58%       | 2%           | 8%           | 21%          | 其它投资现金流           | 0            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 毛利率              | 8%           | 14%          | 8%           | 11%          | 19%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>6</b>     | <b>(1688)</b> | <b>(2481)</b> | <b>(2546)</b> | <b>(2482)</b> |
| EBIT Margin      | 2%           | 8%           | 2%           | 5%           | 13%          | 权益性融资             | 0            | 1368          | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 5%           | 12%          | 7%           | 10%          | 19%          | 负债净变化             | 116          | (278)         | 0             | 0             | 0             |
| 收入增长             | 29%          | 30%          | -0%          | 7%           | 15%          | 支付股利、利息           | (113)        | (84)          | (61)          | (190)         | (765)         |
| 净利润增长率           | -256%        | -325%        | -77%         | 272%         | 187%         | 其它融资现金流           | (840)        | 1206          | 316           | 879           | 120           |
| 资产负债率            | 43%          | 38%          | 41%          | 44%          | 41%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(834)</b> | <b>1849</b>   | <b>255</b>    | <b>689</b>    | <b>(645)</b>  |
| 股息率              | 1.3%         | 1.0%         | 0.7%         | 2.2%         | 9.0%         | <b>现金净变动</b>      | <b>(75)</b>  | <b>304</b>    | <b>(178)</b>  | <b>17</b>     | <b>48</b>     |
| P/E              | (18.9)       | 9.5          | 41.5         | 11.2         | 3.9          | 货币资金的期初余额         | 318          | 243           | 547           | 369           | 386           |
| P/B              | 1.2          | 1.0          | 1.0          | 0.9          | 0.8          | 货币资金的期末余额         | 243          | 547           | 369           | 386           | 434           |
| EV/EBITDA        | 20.0         | 7.6          | 13.7         | 9.9          | 4.7          | 企业自由现金流           | 0            | (963)         | (357)         | (650)         | 822           |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流           | 0            | (36)          | (123)         | 119           | 810           |

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<br>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<br>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