

立华股份 (300761.SZ)

2023 年报及 2024 一季报点评：出栏稳步扩张，成本维持改善

买入

核心观点

畜禽价格回暖，原料成本下降，2024Q1 业绩同比改善。公司 2023 年实现营业收入 153.54 亿元，较上年同期增加 6.28%，实现归属于母公司所有者的净利润-4.37 亿元，较上年同期减少 149.10%，收入增长主要系公司黄羽肉鸡、肉猪、肉鹅出栏量均同比增长明显，盈利承压主要系畜禽价格 2023 年内整体维持低迷。

(1) 分季度来看：公司 Q1 单季营业收入同比+7.34%至 36.62 亿元，归属于母公司所有者的净利润同比+120.47%至 0.80 亿元，一方面系春节后黄鸡、生猪价格表现好于去年且玉米、豆粕等主要饲料原料价格快速回落，另一方面系资产拆迁补偿导致确认资产处置收益超 3000 万元。

(2) 鸡业务：收入方面，公司 2023 年鸡业务中商品鸡销量为 4.57 亿羽，同比+12.23%，销售收入 132.01 亿元，同比+5.13%，销售均价同比-8.80%至 13.70 元/kg。成本方面，受饲料成本下降以及生产效率改善影响，公司斤鸡完全成本下降至 6.8 元以下。综合来看，鸡业务毛利率同比-6.79pct 至 6.72%。

(3) 猪业务：收入方面，公司 2023 年销售肉猪 85.51 万头，同比+51.51%，销售收入 16.58 亿元，同比+14.56%，销售均价同比-26.56%至 15.10 元/kg。成本方面，受阶段性疫病影响，单公斤营业成本上升至 16.6 元(2022 年为 16.0 元)。综合来看，猪业务毛利率同比-32.09pct 至-9.91%。

黄鸡父母代产能回落，看好后续景气维持。从供给端看，2023 年以来的低迷行情驱动黄羽肉鸡产能去化明显，截止 2024 年 4 月 7 日国内父母代存栏（在产+后备）2123 万套，较上年同期减少 7.22%；从需求端来看，猪价受前期能繁母猪产能去化驱动，年内预计迎来持续复苏，后续有望带动鸡肉需求。综合来看，黄鸡价格景气后续有望持续改善，公司养殖业务预计直接受益。

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，出栏稳步扩张，成本持续改善，后续有望充分受益畜禽景气回升，维持“买入”评级。考虑到 2024-2025 年饲料原料价格回落且畜禽价格景气有望回暖，我们调整公司 2024-2025 年归母净利润预测为 7.9/12.4 亿元（原为 7.6/21.9 亿元），预测 2026 年归母净利润为 8.3 亿元，对应 2024-2026 年 EPS 为 0.95/1.49/1.01 元，对应当前股价 PE 为 24.1/15.4/22.8X。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,447	15,354	17,455	19,399	20,267
(+/--%)	29.8%	6.3%	13.7%	11.1%	4.5%
净利润(百万元)	891	-437	789	1236	834
(+/--%)	-325.2%	-149.1%	-280.5%	56.5%	-32.5%
每股收益(元)	1.94	-0.53	0.95	1.49	1.01
EBIT Margin	8.5%	-1.5%	5.5%	6.2%	4.8%
净资产收益率 (ROE)	10.6%	-5.7%	9.6%	13.5%	8.6%
市盈率 (PE)	11.9	-43.5	24.1	15.4	22.8
EV/EBITDA	8.8	55.4	14.8	12.5	13.2
市净率 (PB)	1.26	2.48	2.31	2.08	1.96

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
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

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

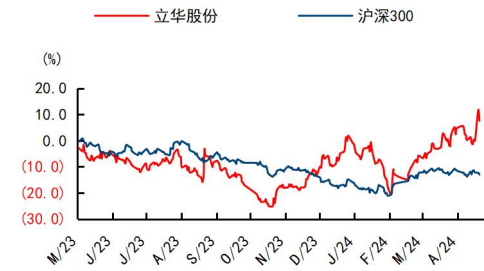
联系人：江海航

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	22.16 元
总市值/流通市值	18341/13405 百万元
52 周最高价/最低价	40.65/15.20 元
近 3 个月日均成交额	55.86 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)-2023 年三季报点评：Q3 黄鸡景气回升，归母净利润回升明显》——2023-10-29
- 《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》——2023-08-09
- 《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

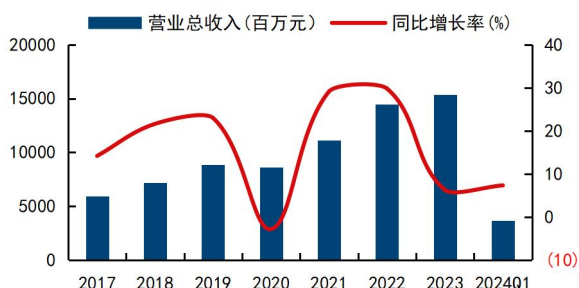
畜禽价格回暖，原料成本下降，2024Q1 业绩同比改善。公司 2023 年实现营业收入 153.54 亿元，较上年同期增加 6.28%，实现归属于母公司所有者的净利润-4.37 亿元，较上年同期减少 149.10%，收入增长主要系公司黄羽肉鸡、肉猪、肉鹅出栏量均同比增长明显，盈利承压主要系畜禽价格 2023 年内整体维持低迷。

(1) 分季度来看：公司 Q1 单季营业收入同比+7.34%至 36.62 亿元，归属于母公司所有者的净利润同比+120.47%至 0.80 亿元，一方面系春节后黄鸡、生猪价格表现好于去年且玉米、豆粕等主要饲料原料价格快速回落，另一方面系资产拆迁补偿导致确认资产处置收益超 3000 万元。

(2) 鸡业务：收入方面，公司 2023 年鸡业务中商品鸡销量为 4.57 亿羽，同比+12.23%，销售收入 132.01 亿元，同比+5.13%，销售均价同比-8.80%至 13.70 元/kg。成本方面，受饲料成本下降以及生产效率改善影响，公司斤鸡完全成本下降至 6.8 元以下。综合来看，鸡业务毛利率同比-6.79pct 至 6.72%。

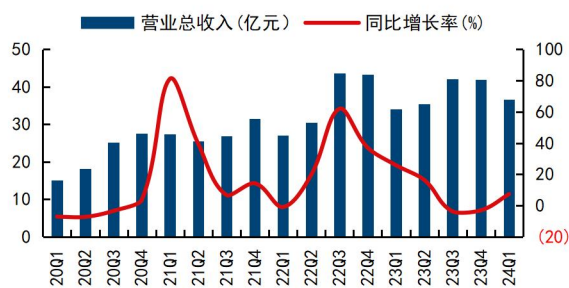
(3) 猪业务：收入方面，公司 2023 年猪业务中销售肉猪 85.51 万头，同比+51.51%，销售收入 16.58 亿元，同比+14.56%，销售均价同比-26.56%至 15.10 元/kg。成本方面，受阶段性疫病影响，但公斤营业成本上升至 16.6 元/kg（2022 年为 16.0 元/kg）。综合来看，猪业务毛利率同比-32.09pct 至-9.91%。

图1：立华股份营业收入及增速（单位：百万元、%）



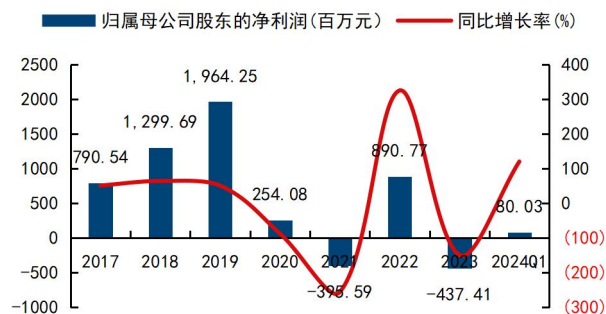
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：立华股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



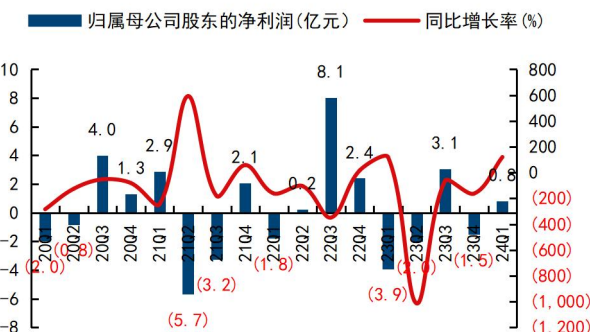
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：立华股份归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

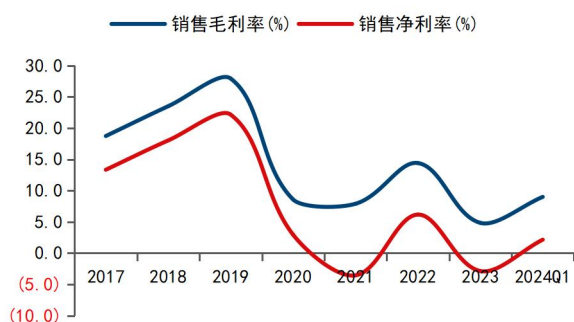
图4：立华股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

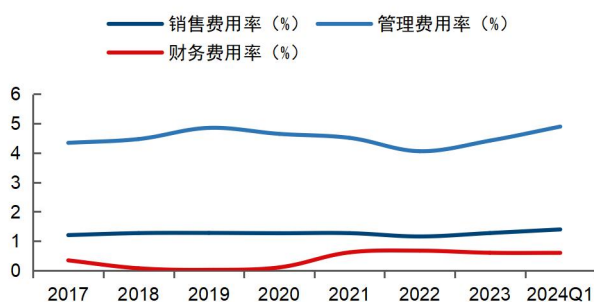
利润率短期承压，费用率维持平稳。公司2023年销售毛利率4.84%，同比-9.56pct；销售净利率-2.86%，同比-9.02pct，利润率下滑主要受年内养殖行情整体低迷影响，2024Q1受成本下降影响，利润率有所回升。费用方面，公司2023年销售费用率1.27%（同比+0.12pct），管理费用率4.41%（同比+0.36pct），财务费用率0.60%（同比-0.07pct）。三项费用率合计6.29%，同比+0.40pct，整体保持平稳。

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

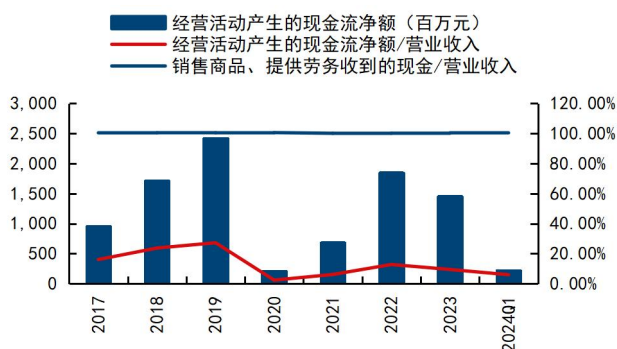
图6: 立华股份三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

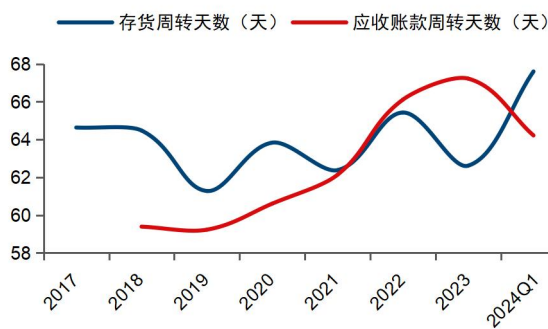
经营性现金流净额维持正值，资产周转速度维持合理水平。2023年经营性现金流净额14.50亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为9.45%（同比-3.32pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为100.43%（较上年全年水平+0.26pct）。在主要流动资产周转方面，2023年存货天数达63天（同比-2.8天），应收账款周转天数达0.55天（较上年全年水平+0.07天）。

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，出栏稳步扩张，成本持续改善，后续有望充分受益畜禽景气回升，维持“买入”评级。考虑到2024-2025年饲料原料价格回落且畜禽价格景气有望回暖，我们调整公司2024-2025年归母净利润预测为7.9/12.4亿元（原为7.6/21.9亿元），预测2026年归母净利润为8.3亿元，对应2024-2026年EPS为0.95/1.49/1.01元，对应当前股价PE为24.1/15.4/22.8X。

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	22E	23E	24E	22E	23E	24E		
002982	湘佳股份	15.81	22.55	1.04	-1.03	2.43	15	-15	7	未评级	
300498	温氏股份	19.04	1,266.55	0.82	-0.27	0.76	23	-71	25	买入	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 (注: 湘佳股份盈利预测参考 wind 一致预期)

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	547	366	385	433	395	营业收入	14447	15354	17455	19399	20267
应收款项	171	240	226	261	284	营业成本	12367	14611	15401	16993	18060
存货净额	2621	2462	2874	3190	3245	营业税金及附加	15	20	20	22	24
其他流动资产	1524	817	1573	1609	1529	销售费用	167	195	215	252	268
流动资产合计	4863	3885	5058	5493	5452	管理费用	586	678	763	827	843
固定资产	6493	7297	7704	8730	9373	研发费用	84	80	88	104	106
无形资产及其他	308	310	298	287	275	财务费用	97	92	113	130	132
投资性房地产	1926	2116	2116	2116	2116	投资收益	23	1	30	75	20
长期股权投资	66	56	50	43	36	资产减值及公允价值变动	262	186	(70)	90	2
资产总计	13666	13665	15227	16670	17252	其他收入	(583)	(347)	(88)	(104)	(106)
短期借款及交易性金融负债	1534	2202	2806	3015	2870	营业利润	915	(402)	815	1234	857
应付款项	1045	993	1231	1308	1344	营业外净收支	(15)	(37)	(20)	12	(18)
其他流动负债	1619	1856	1988	2183	2298	利润总额	901	(439)	795	1246	839
流动负债合计	4198	5051	6026	6506	6512	所得税费用	10	0	3	6	2
长期借款及应付债券	331	181	181	181	181	少数股东损益	(0)	(1)	3	4	3
其他长期负债	613	646	679	711	744	归属于母公司净利润	891	(437)	789	1236	834
长期负债合计	944	827	860	892	925	现金流量表 (百万元)					
负债合计	5141	5878	6885	7398	7437	净利润	891	(437)	789	1236	834
少数股东权益	98	102	104	107	109	资产减值准备	(339)	(120)	907	114	92
股东权益	8417	7685	8237	9164	9706	折旧摊销	563	680	783	917	1034
负债和股东权益总计	13666	13665	15227	16670	17252	公允价值变动损失	(262)	(186)	70	(90)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	97	92	113	130	132
每股收益	1.94	(0.53)	0.95	1.49	1.01	营运资本变动	(1048)	706	156	30	279
每股红利	0.18	0.55	0.29	0.37	0.35	其它	339	117	(905)	(111)	(90)
每股净资产	18.31	9.29	9.95	11.07	11.73	经营活动现金流	143	760	1800	2097	2147
ROIC	12.25%	-3.06%	8%	9%	7%	资本开支	0	(1540)	(2155)	(1955)	(1755)
ROE	10.58%	-5.69%	10%	13%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	14%	5%	12%	12%	11%	投资活动现金流	4	(1531)	(2149)	(1949)	(1748)
EBIT Margin	8%	-1%	6%	6%	5%	权益性融资	(0)	6	0	0	0
EBITDA Margin	12%	3%	10%	11%	10%	负债净变化	(278)	(150)	0	0	0
收入增长	30%	6%	14%	11%	4%	支付股利、利息	(84)	(455)	(237)	(309)	(292)
净利润增长率	-325%	-149%	-280%	57%	-33%	其它融资现金流	881	1796	605	209	(145)
资产负债率	38%	44%	46%	45%	44%	融资活动现金流	157	591	368	(100)	(437)
股息率	0.4%	2.4%	1.2%	1.6%	1.5%	现金净变动	304	(181)	19	48	(38)
P/E	11.9	(43.5)	24.1	15.4	22.8	货币资金的期初余额	243	547	366	385	433
P/B	1.3	2.5	2.3	2.1	2.0	货币资金的期末余额	547	366	385	433	395
EV/EBITDA	8.8	55.4	14.8	12.5	13.2	企业自由现金流	0	(385)	(252)	186	522
						权益自由现金流	0	1261	240	265	245

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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