

养殖成绩持续改善, 2024Q1扭亏为盈

投资要点

- 业绩总结:** 公司发布2023年年度报告及2024年一季度报告。2023年公司营收153.54亿元,同比+6.28%;归母净利润为-4.37亿元,2022年同期为8.91亿元,同比由盈转亏。其中2023Q4公司营收41.93亿元,同比-3.05%;归母净利润-1.53亿元,同比由盈转亏。2024Q1公司营收36.62亿元,同比+7.34%;归母净利润0.80亿元,同比扭亏为盈。
- 点评:** 养殖成绩持续改善, 2024Q1扭亏为盈。公司利润同比出现大幅下降主要原因系报告期内黄羽鸡价格总体相对低迷,猪价持续低迷。公司2023年销售肉鸡4.57亿只,超过目标指引,约占同期全国黄羽肉鸡出栏量的12.71%。同比增长12.16%。公司2023年肉猪上市量为85万头,同比增长约50%。2024年一季度,公司净利润为8003万,其中计提、转回、转销的信用和资产减值损失综合增加利润7426万元。公司净利润扭亏主要是受益于养殖成绩持续改善,黄羽鸡的经济成本降至6.3元/斤,生猪养殖完全成本降至16元/公斤以下。
- 行业产能低位,高景气度具有可持续性。**从供给端看,产能去化提供支撑。父母代存栏当前处于低位,且雏鸡销售价格偏低。从需求端来看,黄羽鸡作为我国本土品种,需求具有一定的刚性,在疫情得到有效控制后,黄羽鸡供需缺口将为其价格上涨提供支撑,且在经历长时间产能调整以及周期底部后,高景气度具有一定的可持续性。全周期看,公司每只鸡可盈利2-3元,景气周期中可达到单只盈利7元。
- 公司是我国第二大黄羽鸡养殖企业,成本控制能力强。**公司2023年销售肉鸡4.57亿只,超过目标指引,约占同期全国黄羽肉鸡出栏量的12.71%。为提升养殖效率,降低养殖成本,一方面公司的子公司选址一般临近粮食产量高、人口密集的区域,有效地保证了饲料原料的供给与产品销售。另一方面,公司户均养殖规模超过5万只,单体农户养殖量高,规模效应明显。2024年一季度,黄羽鸡的经济成本降至6.3元/斤,主要得益于饲料价格的下降和生产成绩的提升。
- 生猪产能利用率有望提高,养殖成绩显著改善。**2023年肉猪上市量为85万头,同比增长约50%。;公司今明两年将继续进行商品猪的产能建设,2024年出栏目标100-120万头,目标是到2025年实现200万头的商品猪产量。截至2024年3月末,公司能繁母猪存栏约6万头,后备母猪存栏近2万头,为后续出栏增长奠定基础。公司一季度完全养殖成本在17.6元左右,其中3月份回落至每公斤16元以下。全年完全成本目标16元/公斤。随着产能利用率的提升,生产效率的进一步提高,公司养猪成本有望继续回落,整体公司业绩有望增长。
- 盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为1.45元、1.94元、1.61元,对应动态PE分别为15/11/13倍。予以公司2024年18倍PE,维持“买入”评级,目标价26.1元。
- 风险提示:** 原材料价格波动风险; 动物疫情风险; 规模扩张不及预期的风险; 消费需求下行超预期的风险。

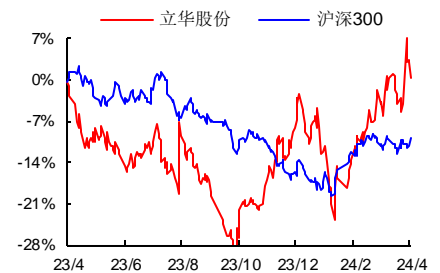
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,354	18,556	22,104	23,572
增长率	6.28%	20.85%	19.12%	6.64%
归属母公司净利润(百万元)	-437	1,200	1,604	1,333
增长率	-149.10%	374.26%	33.74%	-16.93%
每股收益EPS(元)	-0.53	1.45	1.94	1.61
净资产收益率ROE	-5.69%	13.48%	5.27%	11.26%
PE	—	14.87	11.12	13.38
PB	2.26	2.06	1.75	1.55

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: 赵磐
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@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)	8.28
流通A股(亿股)	6.05
52周内股价区间(元)	15.4-39.45
总市值(亿元)	178.36
总资产(亿元)	140.60
每股净资产(元)	9.40

相关研究

- 立华股份(300761): 养殖成绩持续改善, 环比转盈 (2023-10-29)
- 立华股份(300761): 黄鸡持续高景气, 生猪厚积薄发高增可期 (2023-09-13)
- 立华股份(300761): 黄鸡生猪出栏持续增长, 未来可期 (2023-08-08)

盈利预测

关键假设：

1) 公司是我国第二大黄羽鸡养殖企业，市占率继续扩大，预计公司 2024-2026 年出栏黄鸡数量增速为 10%/8%/5%。当前黄羽鸡价格总体低迷，产能去化提供支撑，养殖景气回升。预计 2024-2026 年公司平均鸡板块销售均价增速为 6%/3%/-2%。预计 2024-2026 黄鸡板块对应毛利率水平分别为 13%/14%/12%；

2) 考虑到公司产能情况，我们预计公司 2024-2026 年出栏生猪数量增速为 41%/67%/20%。当前 2024 年一季度末能繁母猪存栏量为 3992 万头，同比下降 7.3%，能繁母猪创 4 年新低。后续猪价预计进入上行周期。预计 2024-2026 年公司生猪销售均价增速为 10%/0%/0%。随着价格的提升与产能利用率的提高，预计 2024-2026 公司生猪板块对应毛利率水平分别为 6%/8%/8%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入（百万元）	15,354.10	18,555.67	22,104.15	23,571.57
	yoy	6.38%	20.85%	19.12%	6.64%
	成本（百万元）	14611.00	16324.09	19271.29	20944.61
	毛利率	4.84%	12.03%	12.82%	11.14%
猪板块	收入（百万元）	1,658.37	2,570.47	4,292.68	5,151.21
	yoy	14.58%	55.00%	67%	20%
	成本（百万元）	1,822.70	2416	3949	4739
	毛利率	-9.91%	6.00%	8.00%	8.00%
鸡板块	收入（百万元）	13,454.02	15,687.38	17,444.37	17,967.70
	yoy	4.99%	16.60%	11.20%	3.00%
	成本（百万元）	12,549.88	13648	15002	15812
	毛利率	6.72%	13.00%	14.00%	12.00%
鹅板块	收入（百万元）	155.32	194.15	242.68	303.35
	yoy	27.41%	25.00%	25.00%	25.00%
	成本（百万元）	129.07	161.34	201.67	252.09
	毛利率	16.90%	16.90%	16.90%	16.90%
其它	收入（百万元）	86.40	103.68	124.42	149.30
	yoy	74.69%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本（百万元）	109.35	98.50	118.19	141.83
	毛利率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取行业中的两家相关公司：温氏股份、牧原股份，二者 2024 年平均 PE 为 18 倍。考虑到公司生猪养殖出栏量将有 40% 以上增速，黄鸡行业稳定增长的同时始终保持明显的成本优势，予以公司 2024 年 18 倍 PE，维持“买入”评级，目标价 26.1 元。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
300498.SZ	温氏股份	19.21	0.81	-0.95	1.00	1.95	23.72	/	19.21	9.85
002714.SZ	牧原股份	44.44	2.42	-0.28	2.75	4.91	18.36	/	16.16	9.05
平均值							21.04	/	17.69	9.45
300761.SZ	立华股份	21.55	1.94	-0.53	1.45	1.94	11.11	/	14.87	11.12

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,354	18,556	22,104	23,572	净利润	-439	1,201	1,607	1,335
营业成本	14,611	16,324	19,271	20,945	折旧与摊销	792	706	779	876
营业税金及附加	20	21	26	28	财务费用	96	0	0	0
销售费用	195	229	270	293	资产减值损失	132	-20	-32	-28
管理费用	678	803	943	1,022	经营营运资本变动	848	-181	-81	104
财务费用	92	14	13	0	其他	22	-67	-65	-0
资产减值损失	-127	20	32	28	经营活动现金流净额	1,450	1,639	2,208	2,288
投资收益	1	17	15	0	资本支出	-2,282	-1,361	-1,292	-1,315
公允价值变动损益	59	50	50	0	其他	633	30	23	8
其他经营损益	42	47	55	0	投资活动现金流净额	-1,649	-1,331	-1,270	-1,307
营业利润	-402	1,205	1,614	1,339	短期借款	750	646	522	639
其他非经营损益	-37	0	0	0	长期借款	-150	0	0	0
利润总额	-439	1,205	1,614	1,339	股权融资	6	18	0	0
所得税	0	4	8	4	支付股利	-455	0	0	0
净利润	-439	1,201	1,607	1,335	其他	-137	38	0	0
少数股东损益	-1	1	2	3	筹资活动现金流净额	13	702	522	639
归属母公司股东净利润	-437	1,200	1,604	1,333	现金流量净额	-185	1,010	1,460	1,619
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	366	1,377	2,837	4,456	成长能力				
应收和预付款项	93	258	262	250	销售收入增长率	6.28%	20.85%	19.12%	6.64%
存货	2,462	3,065	3,650	3,809	营业利润增长率	-143.95%	399.60%	33.96%	-17.06%
其他流动资产	34	34	34	34	净利润增长率	-149.10%	374.26%	33.74%	-16.93%
长期股权投资	56	49	41	33	EBITDA 增长率	-72.54%	307.81%	24.99%	-7.95%
投资性房地产	9	8	8	7	获利能力				
固定资产和在建工程	7,297	7,957	8,502	8,964	毛利率	4.84%	12.03%	12.82%	11.14%
无形资产和开发支出	310	319	325	332	三费率	6.29%	5.63%	5.54%	5.58%
其他非流动资产	101	96	96	96	净利率	-2.86%	6.47%	7.27%	5.67%
资产总计	13,665	16,098	18,733	20,994	ROE	-5.69%	13.48%	15.27%	11.26%
短期借款	2,038	2,684	3,206	3,845	ROA	-3.20%	7.45%	8.56%	6.35%
应付和预收款项	993	1,313	1,496	1,578	ROIC	-3.01%	9.70%	11.06%	8.04%
长期借款	181	181	181	181	EBITDA/销售收入	3.07%	10.37%	10.88%	9.40%
其他负债	2,666	2,914	3,238	3,442	营运能力				
负债合计	5,878	7,092	8,121	9,046	总资产周转率	1.12	1.25	1.27	1.19
股本	828	828	828	828	固定资产周转率	2.45	2.55	2.71	2.63
资本公积	2,422	2,440	2,440	2,440	应收账款周转率	650.35	859.20	752.30	721.35
留存收益	4,399	5,599	7,203	8,536	存货周转率	5.75	5.91	5.74	5.62
归属母公司股东权益	7,685	8,903	10,507	11,840	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	102	103	105	108	资本结构				
股东权益合计	7,787	9,006	10,612	11,948	资产负债率	43.02%	44.06%	43.35%	43.09%
负债和股东权益合计	13,665	16,098	18,733	20,994	带息债务/总负债	48.49%	49.50%	49.65%	51.63%
					流动比率	0.77	0.91	1.07	1.17
					速动比率	0.26	0.37	0.53	0.67
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	472	1,925	2,406	2,215	每股收益	-0.53	1.45	1.94	1.61
PE	—	15	11	13	每股净资产	9.29	10.76	12.69	14.31
PB	2	2	2	2	每股经营现金	1.75	1.98	2.67	2.76
PS	1	1	1	1	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	42	10	8	8					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	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
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@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
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
