

华统股份(002840)深度报告： 浙江禽畜屠宰龙头，新晋养殖佼佼者

评级：买入(首次覆盖)

程一胜(证券分析师)

S0350521070001

chengys01@ghzq.com.cn

熊子兴(证券分析师)

S0350522100002

xiongzx@ghzq.com.cn

王思言(证券分析师)

S0350524010001

wangsy02@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华统股份	-6.9%	1.8%	-2.1%
沪深300	4.3%	-4.6%	-17.5%

市场数据

2024/02/20

当前价格 (元)	17.59
52周价格区间 (元)	13.81-21.58
总市值 (百万)	10,811.57
流通市值 (百万)	8,147.58
总股本 (万股)	61,464.33
流通股本 (万股)	46,319.39
日均成交额 (百万)	151.33
近一月换手 (%)	1.92

- ◆ **华统股份是浙江省畜禽屠宰企业龙头企业，国内少数几家拥有完整生猪行业全产业链的畜禽加工企业之一。**公司从2017年的47.15亿元增长至2022年的94.52亿元，CAGR为14.92%。2023前三季度公司实现营收61.64亿元，同比-3.98%，归母净利润-3.58亿元。本轮“猪周期”超长亏损期对应能繁母猪去化幅度仍然偏低，但当前生猪供给偏高的供给局面未发生本质改变，行业亏损、现金流收紧的状态仍未改变，我们判断能繁母猪去化或将维持较高的幅度。
- ◆ **畜禽养殖业务：新晋养殖黑马，生猪养殖迅速发展。**公司在浙江省主要采用楼房养猪模式，2021/2022/2023H1畜禽养殖业务营收分别为1.07/4.08/2.23亿元，同比+411.92%/+358.10%/-20.90%，2021/2022/2023生猪出栏量分别为13.70/120.48/230.27万头，2024年预计出栏400万头，成长性良好。2022年，华统股份开始将母猪从美系、加系转向丹系、法系等高性能猪，完全成本不断下降，2022年完全成本18元/kg，2023Q1完全成本17.80元/kg，2023Q3完全成本16.5元/kg，成本持续优化。
- ◆ **屠宰及肉类加工业务：省内外产能扩张，屠宰稳扎稳打。**公司从屠宰及肉类加工业务起家，占据浙江屠宰龙头地位，屠宰及肉类加工业务是公司传统优势业务，常年营收贡献率超过90%。2021/2022/2023H1屠宰及肉类加工业务营收分别为79.48/86.51/37.80亿元，屠宰及肉类加工业务占比95.28%/91.52%/91.79%，公司目前拥有24家生猪屠宰企业，其中19家位于浙江省，5家位于省外（江西），年屠宰产能达到1400万头。肉制品方面，公司依靠华统金华火腿的产品优势，探索屠宰业务产业链下游的肉制品业务，扩大品牌影响力。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**生猪行业产能加速去化，我们认为公司生猪业务具有良好的成长性，随着养殖成本不断优化，后续盈利能力持续上行。我们预计2023-2025公司营收分别为101.8/143.1/191.69亿元，归母净利润分别为-5.9/2.83/19.57亿元，2024-2025对应PE分别为38.17、5.53倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**食品安全风险，动物疫病风险，原材料价格波动风险，生猪价格波动风险，政策性风险。

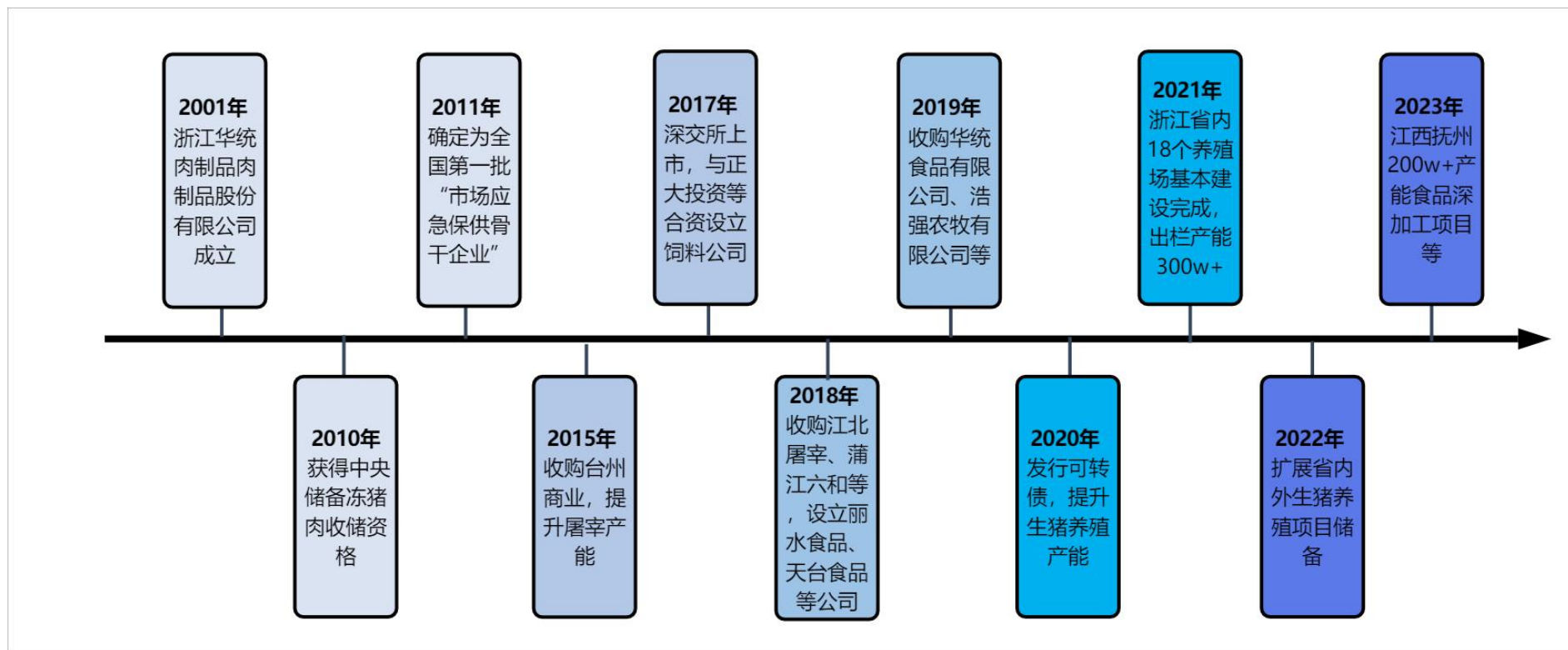
- 一、华统股份：浙江畜禽屠宰龙头，大力布局生猪养殖
- 二、畜禽养殖业务：新晋养殖黑马，生猪养殖迅速发展
- 三、屠宰及肉类加工业务：省内外产能扩张，屠宰稳扎稳打
- 四、盈利预测与投资评级
- 五、风险提示

一、华统股份：浙江畜禽屠宰龙头，大力布局生猪养殖

1.1 华统股份：浙江禽畜屠宰龙头，大力布局生猪养殖

- ◆ **华统股份浙江屠宰龙头企业。**华统股份于2001年在浙江省义乌市创立，2017年成功在深圳证券交易所上市，总部坐落于浙江省义乌市。公司始于畜禽屠宰业务，目前崛起成为浙江省规模最大的畜禽屠宰及肉制品加工企业，截至2022年，公司生猪屠宰量达到346.6万头，同比+14.77%。
- ◆ **产业链一体化经营模式，大力布局养殖业务。**公司积极拓展业务，基于禽畜屠宰业务基本盘，逐步延伸至生猪行业上下游全产业链。2018年8月非洲猪瘟疫情发生后，公司于2019年起，逐步进军生猪养殖业务。2022年，公司生猪出栏量从13.70万头指数级增长至120.48万头，生猪养殖业务实现跨越式增长。作为国内少数几家拥有完整生猪行业全产业链的畜禽加工企业之一，公司目前主营业务涵盖屠宰及肉类加工、畜禽养殖和饲料业务，稳居浙江省畜禽屠宰企业龙头地位。

图表1：公司发展历程



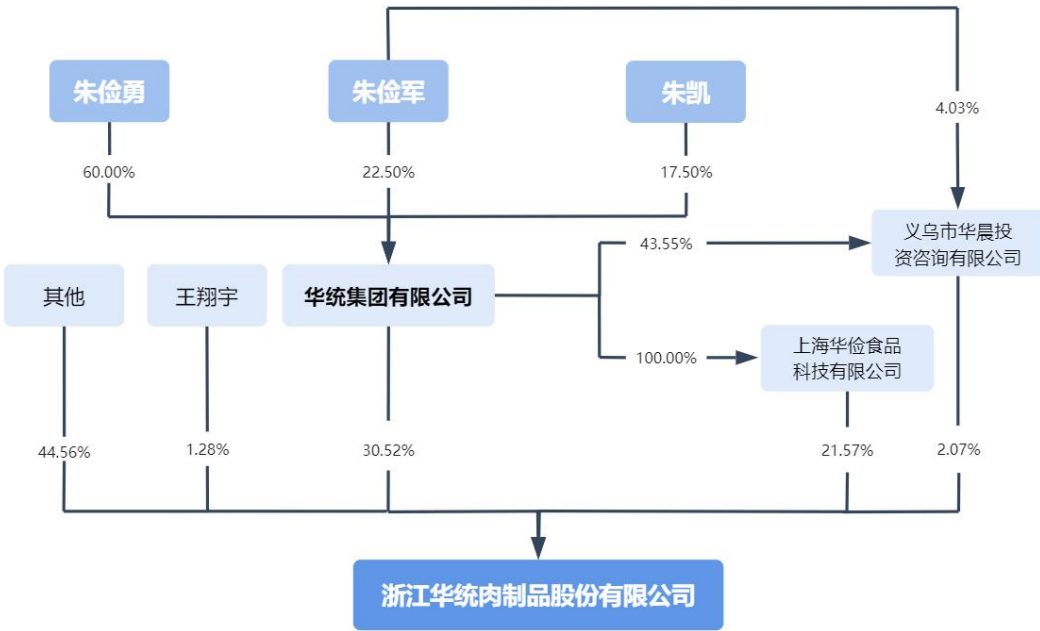
1.1 华统股份：浙江禽畜屠宰龙头，大力布局生猪养殖

- ◆ 公司核心管理团队完善，骨干人员从业经验丰富。截至2023年第三季度，华统股份管理层团队平均任职时长3.5年，平均年龄44岁。2023年副董事长朱凯兼任公司总经理，陈勇担任新任财务总监，公司业务发展迎来新期待。
- ◆ 公司的股权结构高度集中且持续稳定。截至2023年第三季度，公司的控股股东为华统集团，其控股比例为30.52%。公司实际控制人朱俭勇和朱俭军两兄弟通过华统集团有限公司和义乌市华晨投资咨询有限公司，间接持有公司股份的31.79%和12.01%。

图表2：公司现任管理层信息（截至2023Q3）

姓名	职务	任职日期	学历	年龄
朱俭军	董事长	2020-11-26		53
朱凯	副董事长、总经理	2023-11-24	硕士	33
朱文文	副总经理	2020-11-26	本科	43
陈勇	副总经理	2023-11-24	本科	38
朱俭勇	董事	2014-10-19	大专	56
朱根喜	董事	2014-10-19		62
朱婉珍	董事会秘书	2020-11-26	本科	30
卫彩霞	监事会主席	2023-11-24	本科	36
张开俊	财务总监	2020-11-26	本科	41

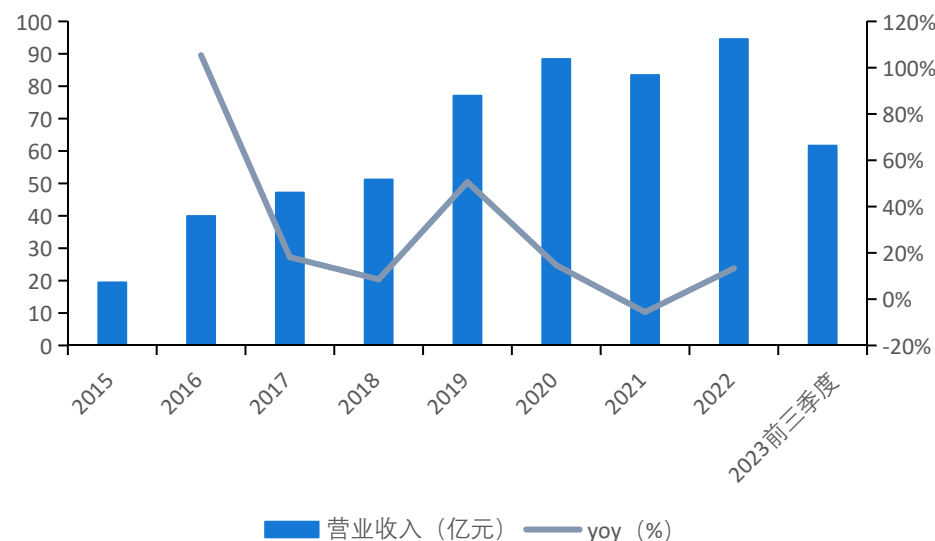
图表3：公司股权结构（截至2023Q3）



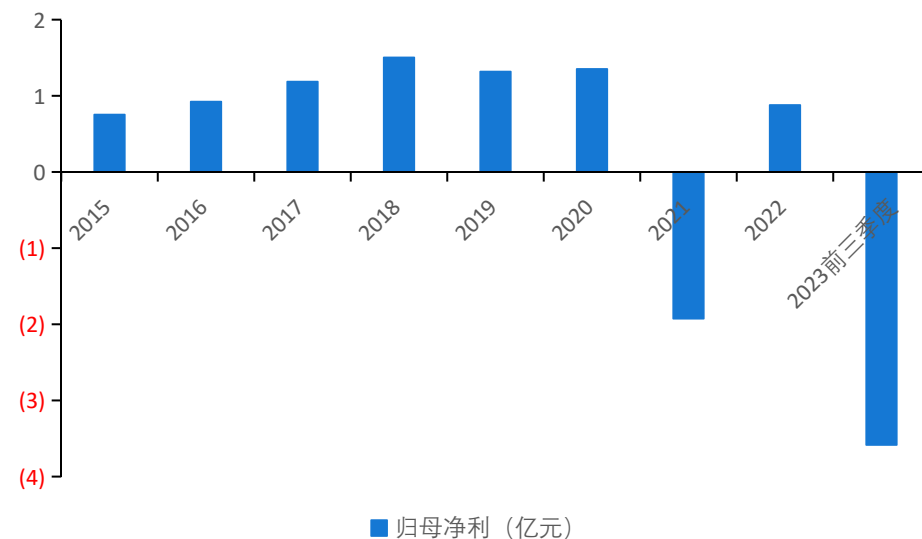
1.2 营收稳中有增，大力布局生猪养殖

- ◆ **公司营业收入稳中有增。**自2017年上市以来公司营业收入迅速增长，从2017年的47.15亿元增长至2022年的94.52亿元，CAGR为14.92%。2023年前三季度，受到本轮生猪周期影响，公司营业收入小幅下降，达到61.64亿元，同比-3.98%。我们预计2024年随着生猪价格的逐步回升以及公司产能的逐步释放，公司营业收入将保持上升。
- ◆ **公司归母净利润呈现周期性波动。**非瘟后公司重点布局生猪养殖业务，2021年出栏生猪13.7万头，近年来归母净利润受生猪周期影响较大。其中2021年公司归母净利润-1.92亿元。随着猪价逐步恢复，2022年归母净利润恢复至0.88亿元，扭亏为盈。受到本轮生猪周期影响，2023年前三季度公司盈利水平下滑，公司归母净利润为-3.58亿元。

图表4：公司营业总收入变化



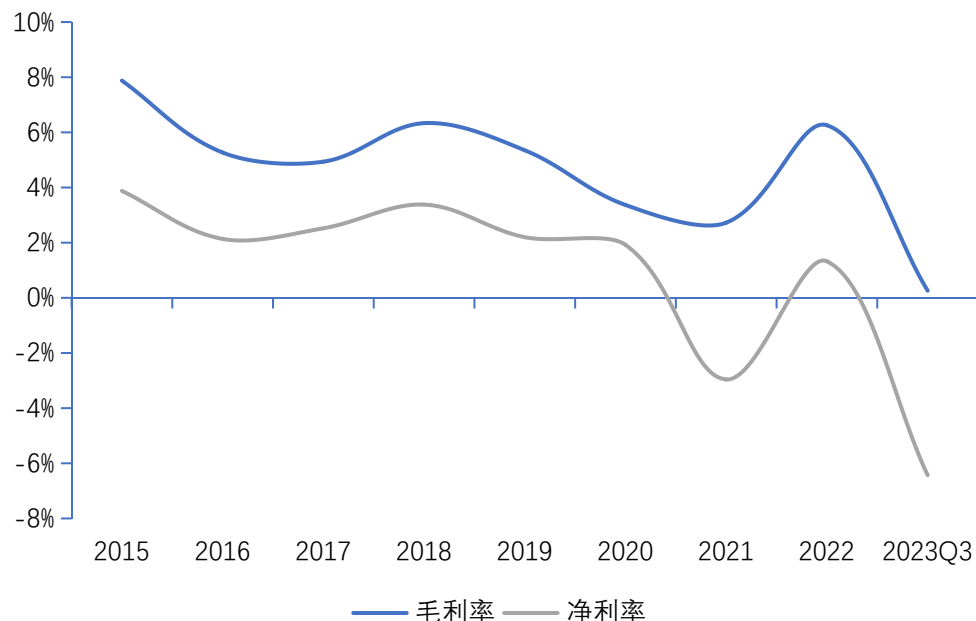
图表5：公司归母净利润变化



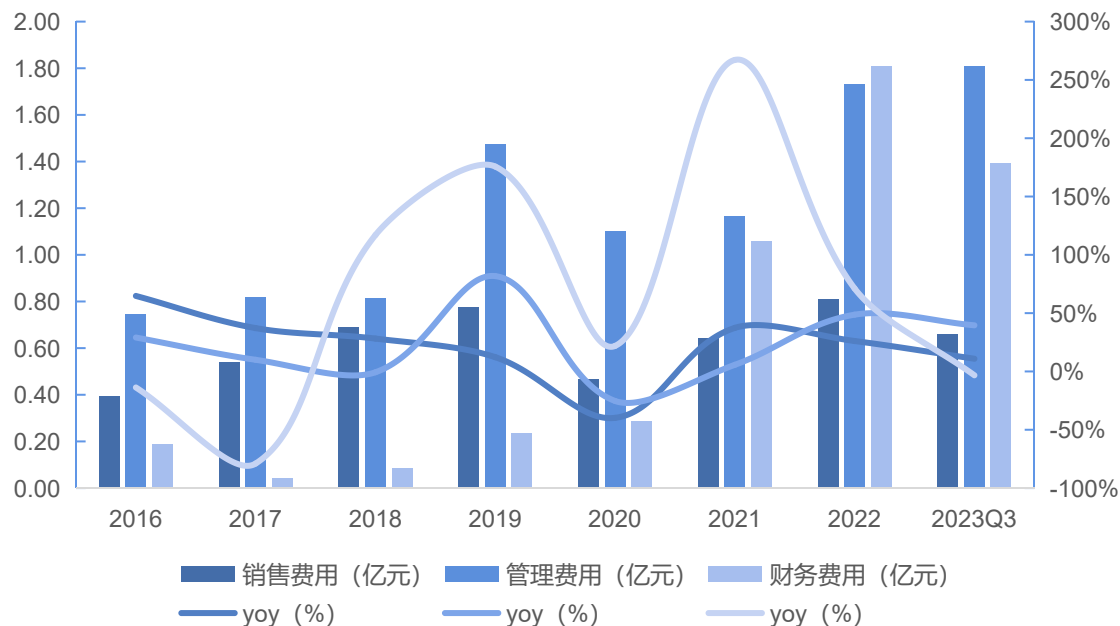
1.2 营收稳中有增，大力布局生猪养殖

- ◆ **公司毛利率和净利率周期性波动。**公司毛利率和净利率受生猪周期呈现波动。其中受到猪价下行压力，2021年公司销售毛利率/净利率分别为2.73%/-2.96%。2022年随生猪周期回正，公司毛利率/净利率逐步实现回升，分别达到6.26%/1.32%。当前生猪周期下，2023年前三季度公司毛利率/净利率分别下降至0.26%/-6.43%。
- ◆ **业务规模扩张管理费用上升，费用控制效果显著。**公司重视费用控制，费用控制效果显著。公司积极布局生猪养殖新产能，布局新生猪养殖场2023年前三季度，公司销售/管理/财务费用分别为0.66/1.81/1.39亿元，同比+10.90%/+39.56%/-3.30%。随着公司推出股权激励计划，管理费用随股权激励费用上升而增加，生猪出栏量达到股权激励触发值后推动公司养殖业务迅速发展。

图表6：公司毛利率、净利率变化（截至2023前三季度）



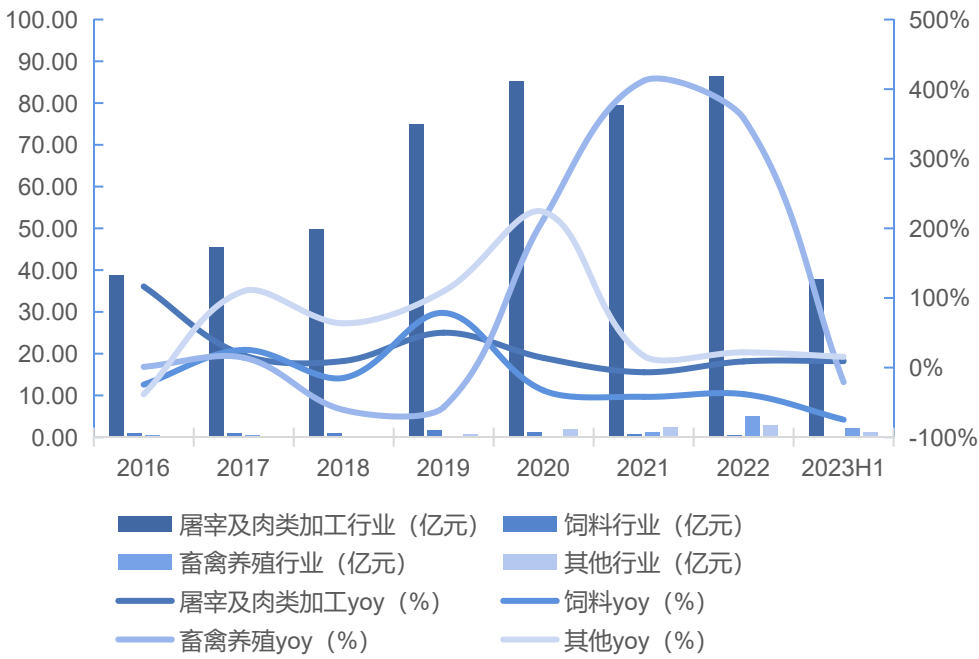
图表7：公司费用变化（截至2023前三季度）



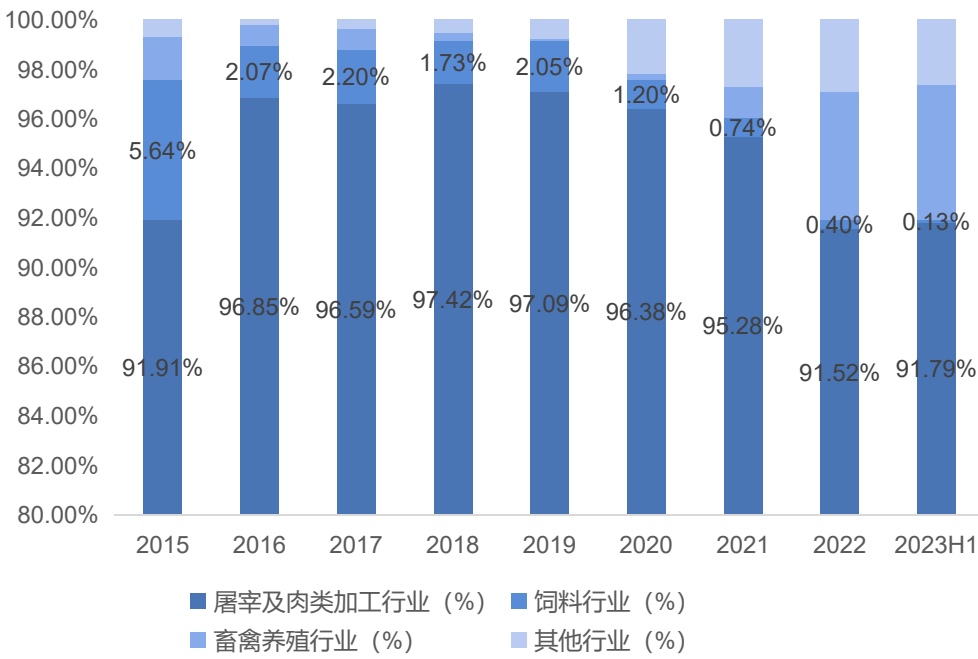
1.2 营收稳中有增，大力布局生猪养殖

- ◆ **屠宰板块稳定发展，公司基本盘经营稳定。** 公司从屠宰及肉类加工业务起家，占据浙江屠宰龙头地位，屠宰及肉类加工业务是公司传统优势业务，常年营收贡献率超过90%。2021/2022/2023H1屠宰及肉类加工业务营收分别为79.48/86.51/37.80亿元，同比-6.67%/+8.83%/+9.26%，屠宰及肉类加工业务占比95.28%/91.52%/91.79%。公司继续扩大屠宰产能，顺应屠宰行业集中度提升趋势提升屠宰收入。饲料业务收入持续下降，2021/2022/2023H1分别为0.61/0.38/0.05亿元，饲料业务逐步优化替代。
- ◆ **养殖业务异军突起，营收快速增长。** 华统股份大力布局畜禽养殖业务，自2021年生猪逐步成功实现出栏。公司2021/2022/2023H1畜禽养殖业务营收分别为1.07/4.88/2.23亿元，同比+411.92%/+358.10%/-20.90%，畜禽养殖业务占比分别为1.28%/5.17%/5.42%。受到本轮生猪周期下猪价持续低迷影响，2023年畜禽养殖营收同比下滑。公司畜禽养殖营收占比较低，持续布局生猪养殖场，我们预计2024年猪价回暖后畜禽养殖营收继续快速上升。

图表8：各业务营收总量



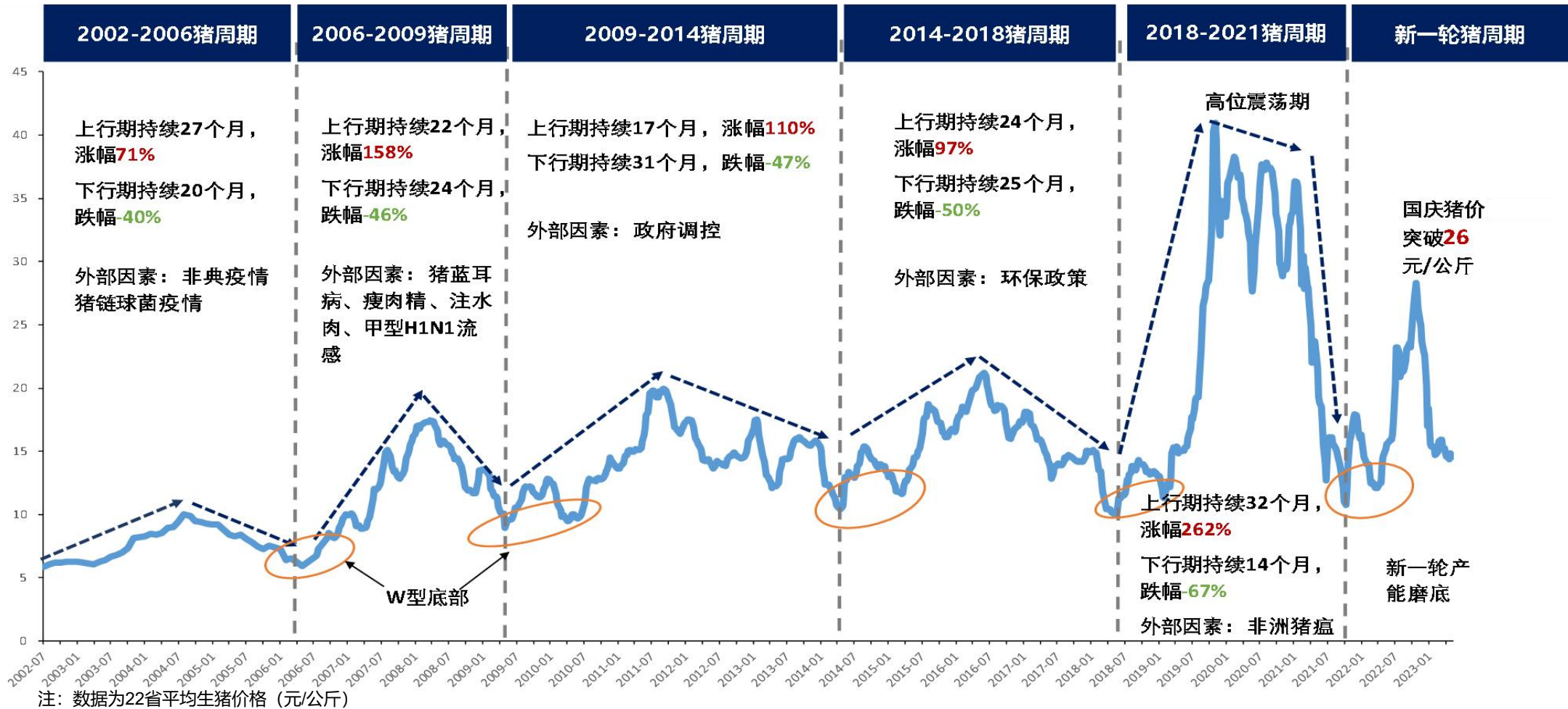
图表9：各业务营收占比



1.3 猪价持续低迷，产能去化有望加速

◆ 本轮周期呈现高价区间短，亏损时间长的特点，价格波动更为剧烈。生猪价格自2021年10月触底以来，2022年年中快速上涨，2023年全年价格基本位于盈亏线之下，2021-2023年连续三年生猪价格中枢不断下移。

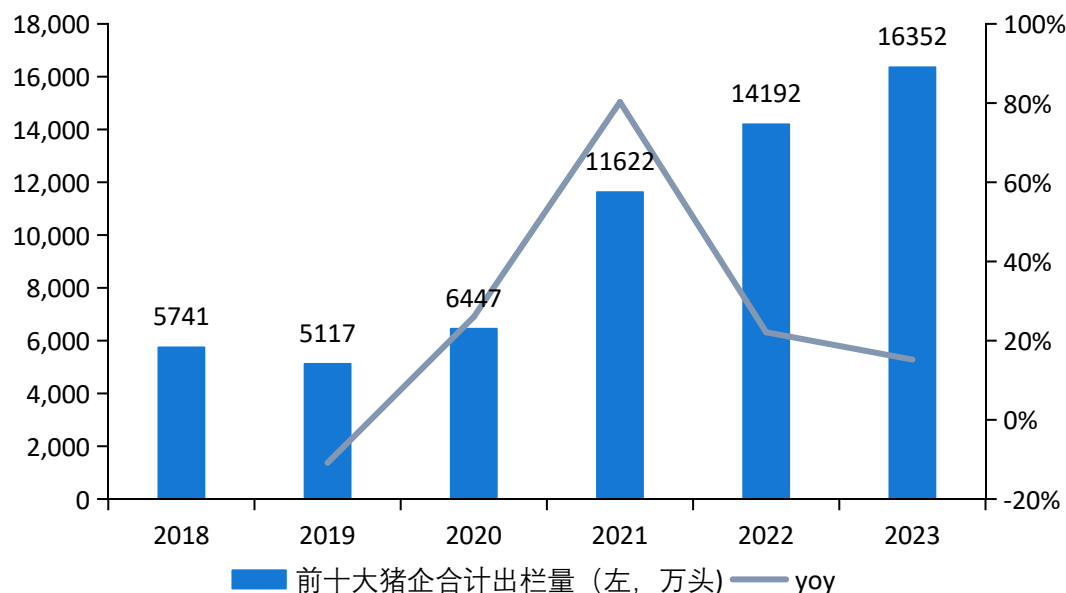
图表10：历次猪周期复盘



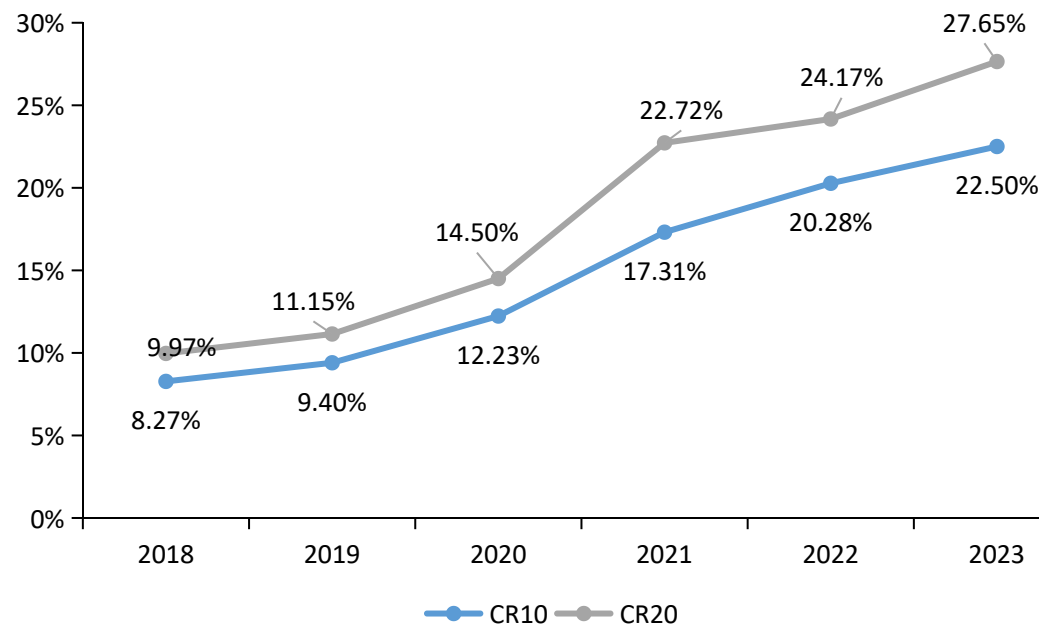
1.3 猪价持续低迷，产能去化有望加速

- ◆ 行业集中度持续提升，2018年-2023年生猪行业CR10由8.27%提升至22.5%，2023年头部规模场增速放缓。近些年随着环保、土地政策收紧、散户逐步退出市场，非洲猪瘟防控提高了生猪行业的养殖门槛，行业集中度显著上升。过去几年里集团场普遍都有增产能规划，在下行周期磨底时能承受亏损能力更强，生猪行业产能去化周期拉长，行业竞争加剧。而随着集中度程度提高，上游种猪存栏结构更为集中，在不受到疫病等外来因素冲击下，产能去化难度变大，下行周期磨底亏损幅度加剧，产能去化周期会被延长。
- ◆ 2023年CR10合计出栏1.6亿头，同比增长15.22%，较过去三年增速显著放缓，行业集中度快速提升阶段已过。据猪业交流高层论坛的数据，生猪行业集中度呈现提升趋势，除去2019年受到非洲猪瘟冲击CR10出栏量5117万头，同比下降10.87%，其余年份前十大生猪企业合计出栏量同比增速保持在20%以上，但2023年CR10出栏量增速放缓，后续行业竞争将更多转向成本管理能力的竞争。

图表11：我国前10大猪企业合计出栏量



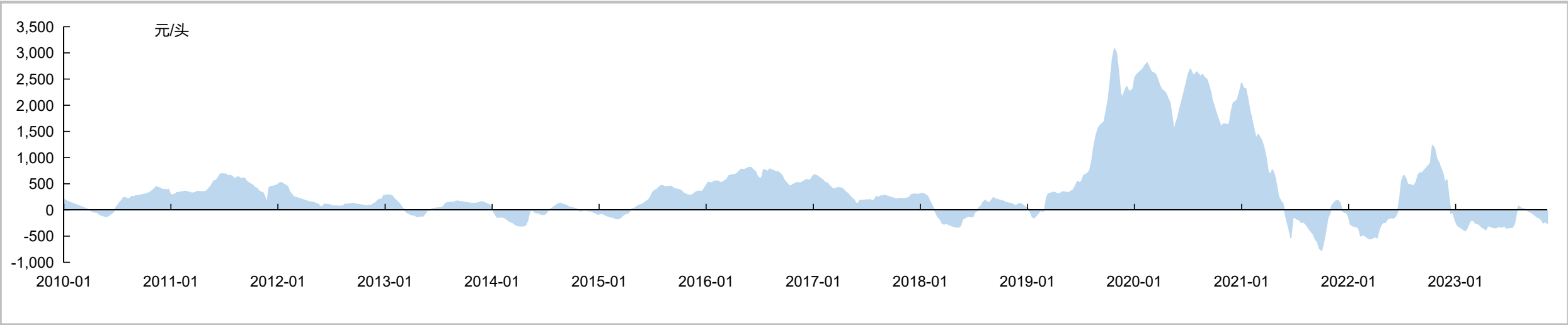
图表12：我国生猪行业CR10、CR20变化（出栏口径）



1.3 猪价持续低迷，产能去化有望加速

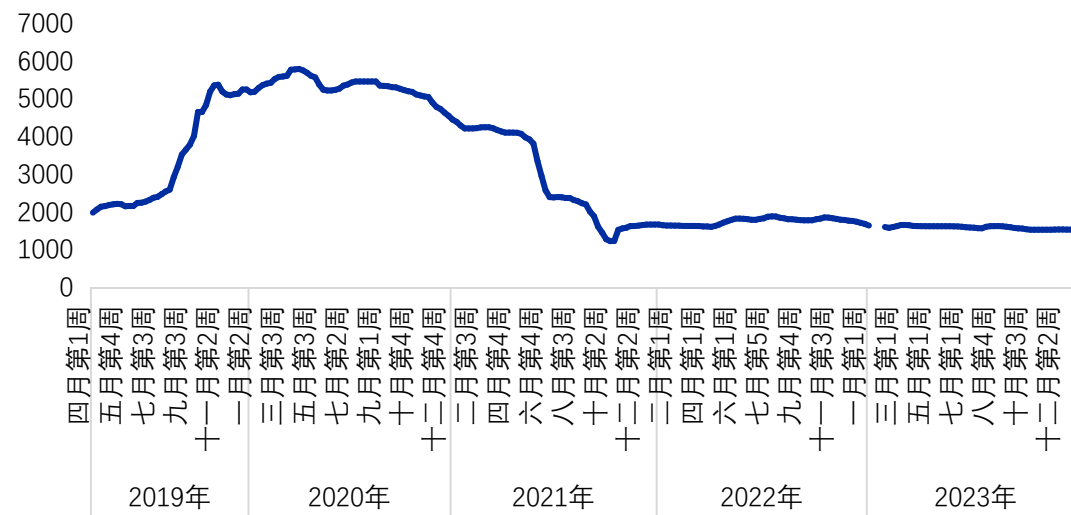
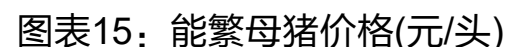
◆ 本轮“猪周期”超长亏损期，对应母猪去化幅度较低，后续产能去化有望提速。2021年9月-2023年11月，农业农村部公布的能繁母猪存栏量从4459万头降至4158万头，累计下降6.75%，周期磨底区间拉长，但进入Q4猪肉价格旺季不旺，行业预期走弱，11月能繁母猪存栏量单月环比下降1.2%，产能去化呈现加速态势。

图表13：自繁自养生猪盈利情况



	持续时间	亏损期				累计亏损时长（月）	盈利期			累计盈利时长（月）
本轮“猪周期”	2021.10-至今	2021.10-2021.11	2021.12-2022.6	2022.12-2023.8	2023.9-至今	19.4	2021.11-2021.12	2022.7-2022.12	2023.8-2023.9	7.4
超级“猪周期”	2018.5-2021.10	2018.5-2018.7	2019.1-2019.3	2021.6-2021.10	-	7.6	2018.7-2019.1	2019.3-2021.5	-	32.2
非瘟前“猪周期”	2014.4-2018.5	2014.4-2014.7	2014.10-2015.4	2018.3-2018.5	-	11.1	2014.7-2014.10	2015.5-2018.2	-	36.2

图表14：仔猪价格（元/头）

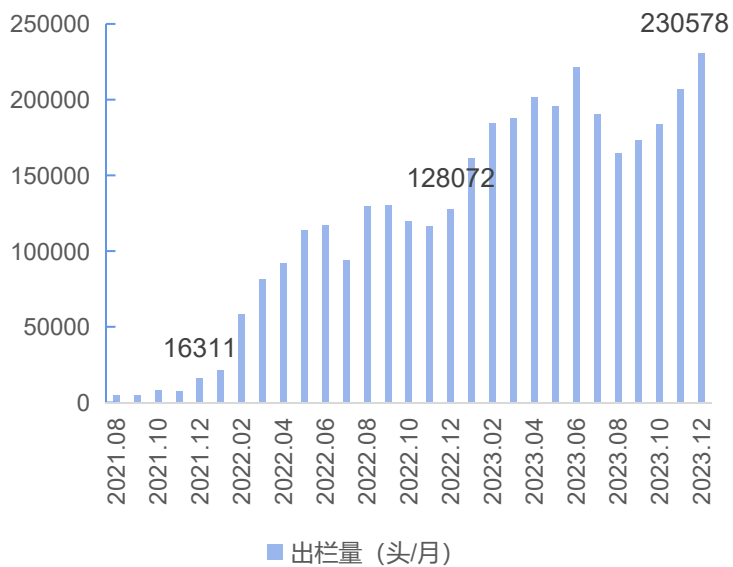


二、畜禽养殖业务：生猪养殖异军突起

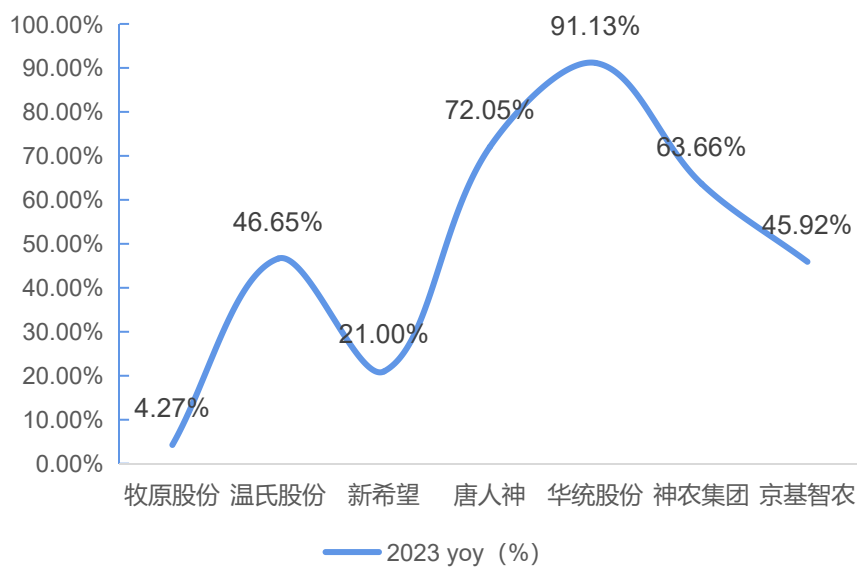
2.1 着力生猪养殖业务，出栏量持续上升

- ◆ **猪场建设推动产能提升。**华统股份自2018年起，基于浙江本土市场，在浙江多地自建规模养殖场达到18个。截至2022年末，公司在浙江省内已建成18个现代化楼房自繁自养一体化猪场，基本完成养殖场建设生猪年产能预估300-350万头。2023年公司全年生猪出栏量达到230.27万头。据公司2022年年报，华统股份开设股权激励，2024年公司生猪出栏目标为500万头，触发值为400万头。
- ◆ **生猪出栏量指数级上升。**华统股份自2019年起大规模布局生猪养殖业务，2021年公司生猪逐步成功出栏。近年来生猪出栏量快速增长，出栏量整体较少，出栏增速在同业内处于领先地位。随着养殖场的逐步布局，公司后发优势潜力较大。2021年华统生猪出栏量13.70万头，2022年出栏量120.48万头，生猪出栏增速位居同业前列。

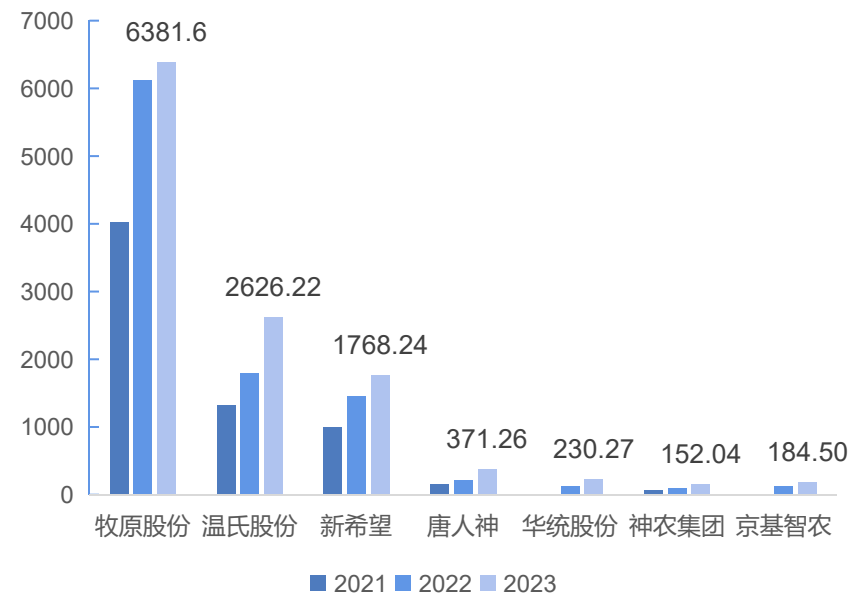
图表16：华统股份月度生猪出栏量情况



图表17：主要猪企出栏增速



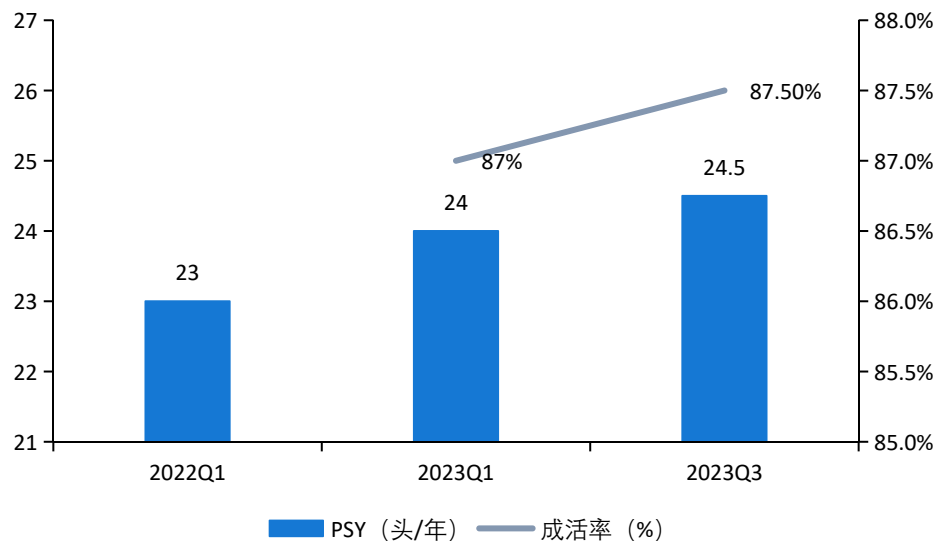
图表18：主要猪企出栏量



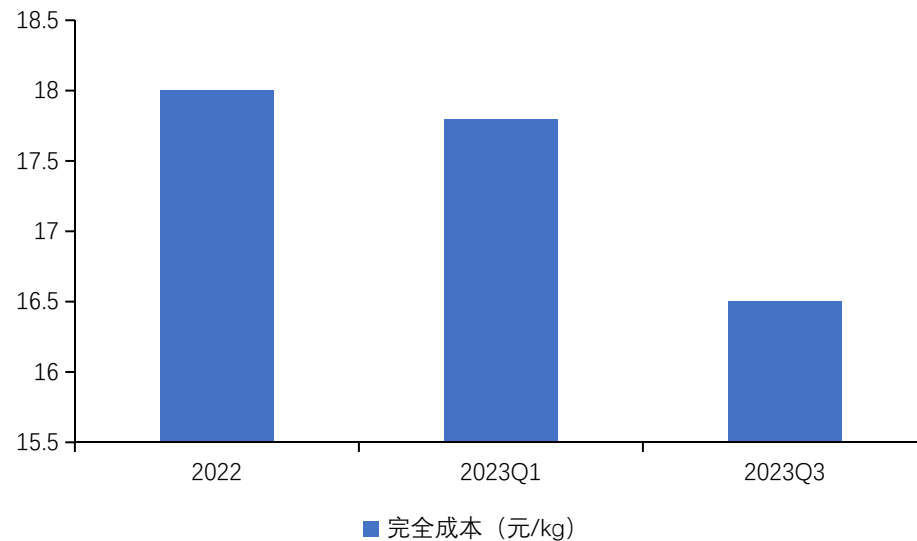
2.2 楼房养殖优势凸显，后续产能储备丰富

- ◆ **楼房养殖模式提升生猪养殖业务。**华统股份生猪养殖均采用楼房养殖模式。作为非瘟后的新兴养殖模式，楼房养殖环境相对封闭，提升了土地利用效率，降低了猪场污染水平，便于日常管理和突发疫情控制。公司实施严格的生物安全防护制度，包括物料采购、饲料加工、运输车辆、人员进出、洗消/中转设置、人员培训、硬件投入、检测手段等，物理层面上有效防范非瘟等病毒。
- ◆ **自繁自养模式提升生猪质量，优化养殖成本。**2022年，华统股份开始将母猪从美系、加系转向丹系、法系等高性能猪，预计2024年下半年替换完成。高性能猪的替换提升了公司PSY水平和成活率，据公司公开披露的投资者关系活动记录表和调研活动信息，2023Q1华统股份PSY接近24，成活率约87%，2023Q3成活率提升至87%-88%，最好的养殖场达到89%，公司预计种系完成替换后PSY可达到27-28，生猪养殖完全成本持续优化。2023Q1完全成本17.80元/kg，2023Q3完全成本16.5元/kg。

图表19：华统股份PSY、成活率变化



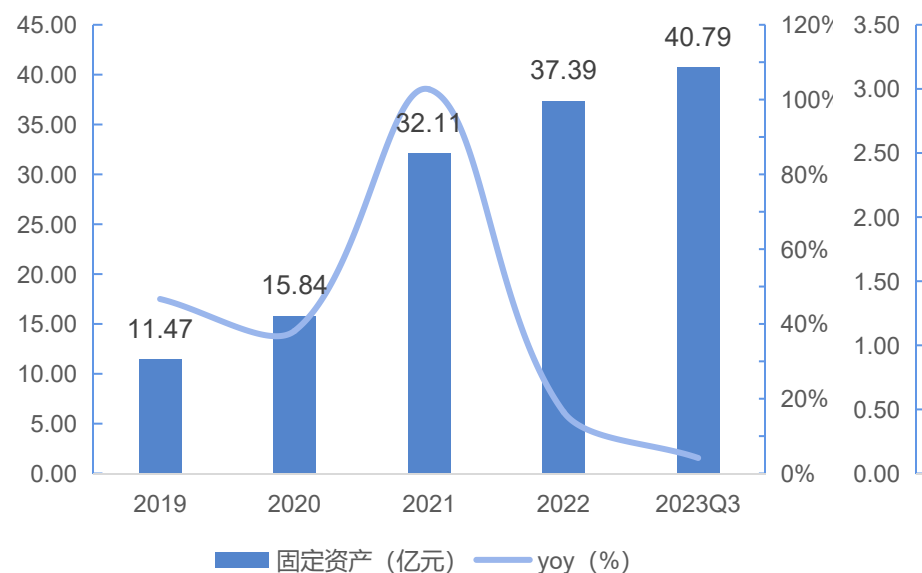
图表20：华统股份完全成本变化



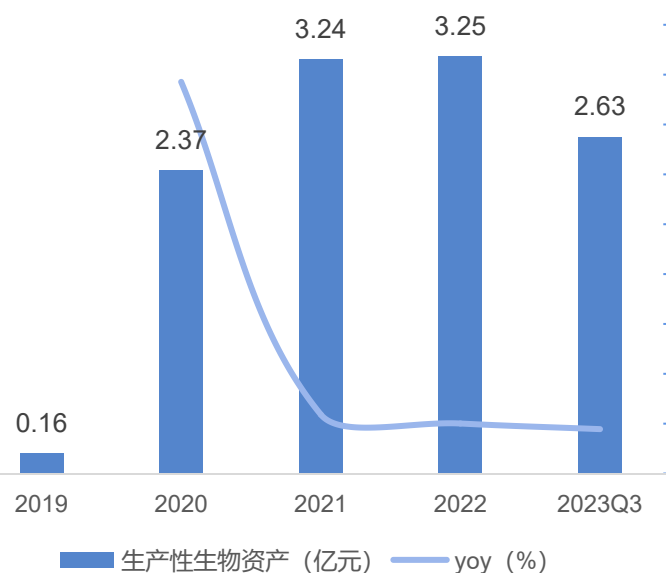
2.2 楼房养殖优势凸显，后续产能储备丰富

- ◆ **固定资产、在建工程稳定增长。**近年来，华统股份积极扩张经营范围，2020年华统股份固定资产为15.84亿元，2023Q3达到40.79亿元。2020年生物资产总额为2.37亿元，2023Q3达到2.63亿元，公司母猪数量提升。行业资金压力较高的情况下，华统股份仍保持较高的产能扩展速度。2020年华统股份在建工程总额11.40亿元，2023Q3达到17.70亿元。短期内，公司聚焦于浙江省内生猪养殖业务，中长期来看，公司将因地制宜向省外扩张生猪养殖业务，提升产能储备规模。

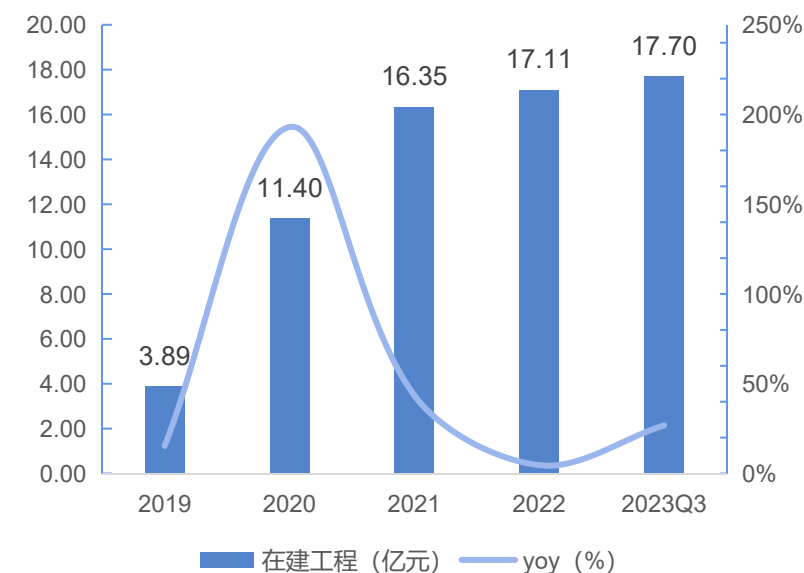
图表21：固定资产变化



图表22：生物资产变化



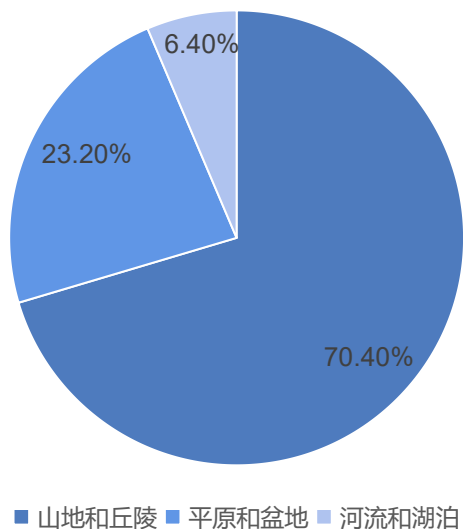
图表23：在建工程变化



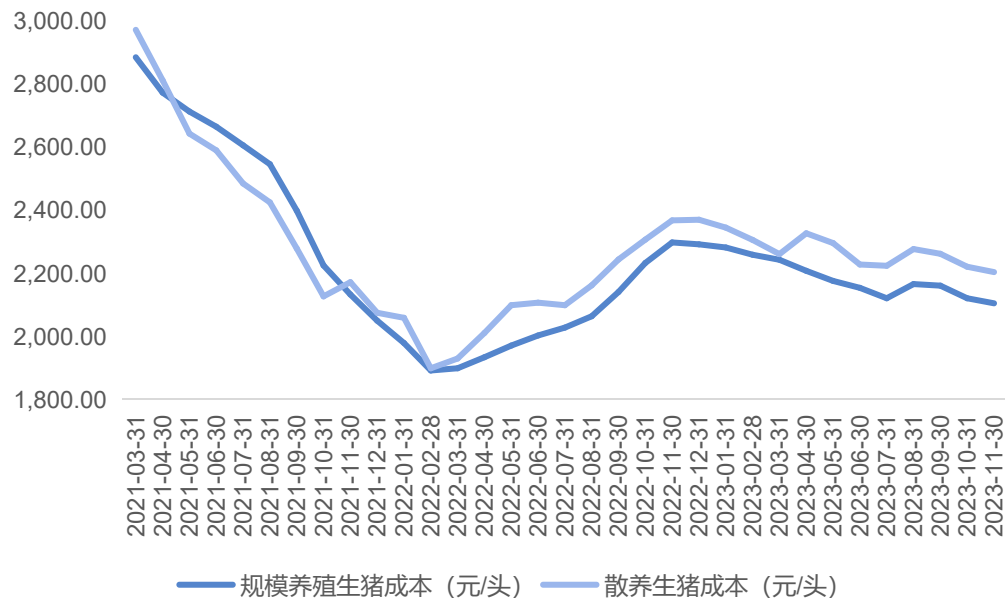
2.3 浙江本土优势，养殖销售业务稳定

- ◆ 浙江自然条件优越，为生猪养殖提供良好养殖条件。据浙江省政府官网，浙江省本土地形以山地和丘陵为主，山地和丘陵占比超过70%，固有“七山一水两分田”之说。华统股份的规模养殖场主要布局浙江省内，山地和丘陵遍布的天然地形促成了浙江省内良好的养殖条件，有效控制了非瘟疫情的扩散速度和范围，降低了非瘟疫情的防疫难度和成本。
- ◆ 环保政策推动规模场养殖发展。受到严格的环保政策限制，浙江省内生猪养殖主要以规模场养殖为主，散户较少。作为浙江省最大的本土猪企，华统股份的规模场优势为生猪养殖提供了良好的人造养殖条件，在楼房养殖模式的前提上进一步降低了非洲猪瘟的潜在威胁性，使得华统股份具备显著的生猪防疫优势，有效降低了华统股份的非瘟防疫难度。相较于散户养殖，规模场养殖存在成本优势，保证了公司更大的利润空间。

图表24：浙江地形分布



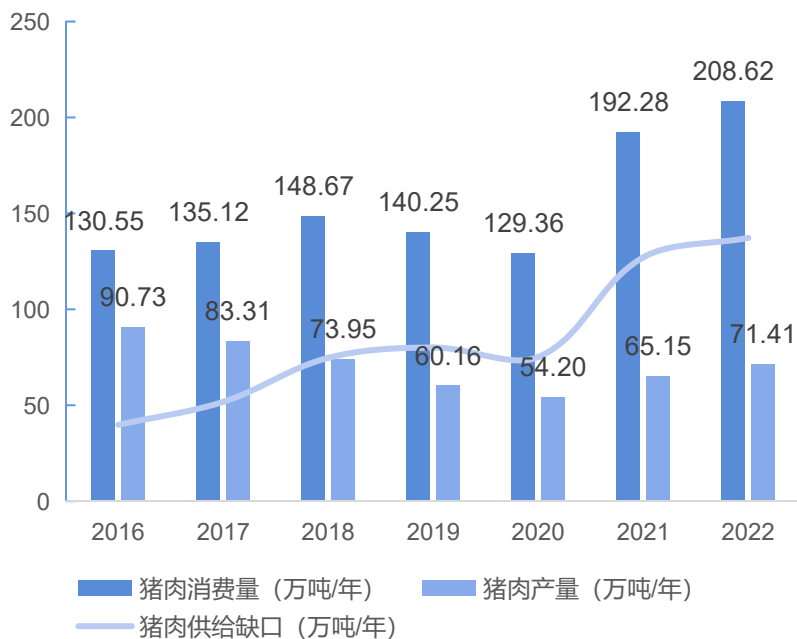
图表25：散户和规模养殖成本



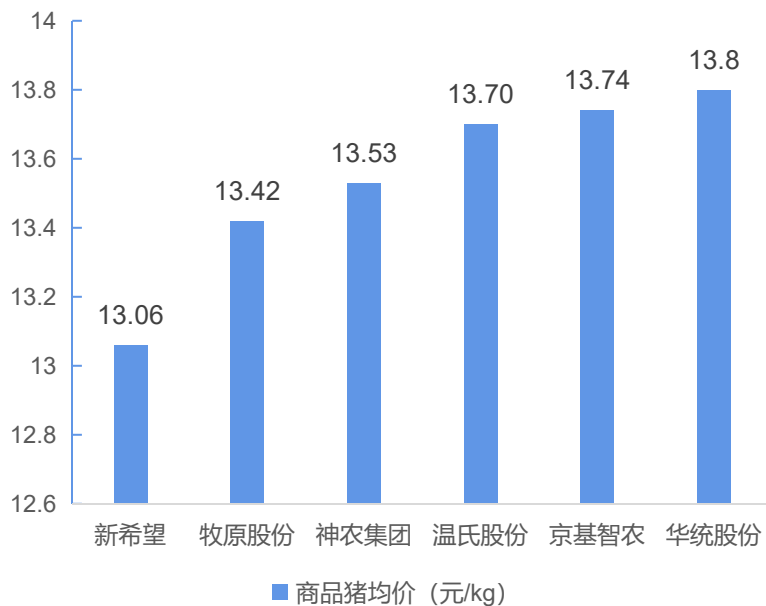
2.3 浙江本土优势，养殖销售业务稳定

- ◆ **浙江猪价存在供给缺口，猪价高于全国平均。**浙江本土猪肉供给小于需求，2016年供需缺口39.82万吨，近年来供需缺口持续增长，2021/2022年供需缺口127.13/137.21万吨，存在较大的供给缺口。作为重要的猪肉进口省份，浙江省内猪肉价格高于全国平均水平。华统股份作为浙江省内龙头猪企，拥有较高的猪肉定价权。
- ◆ **浙江省人均收入较高，需求市场动力强劲。**浙江作为高质量发展建设共同富裕示范区，本土可支配收入较高。2022年浙江人均可支配收入达到6.03万元/人，全国人均可支配收入3.69万元/人，高于全国平均水平63.41%，较高的收入促进本地市场猪肉消费能力提升。2023年12月销售月度价格中，华统股份生猪价格领先同业。

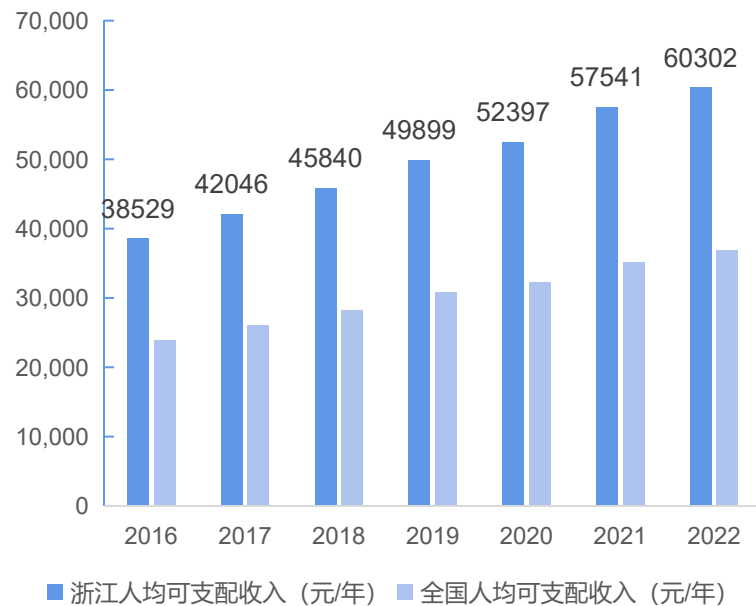
图表26：浙江猪肉供需情况



图表27：2023年12月主要猪企商品猪价



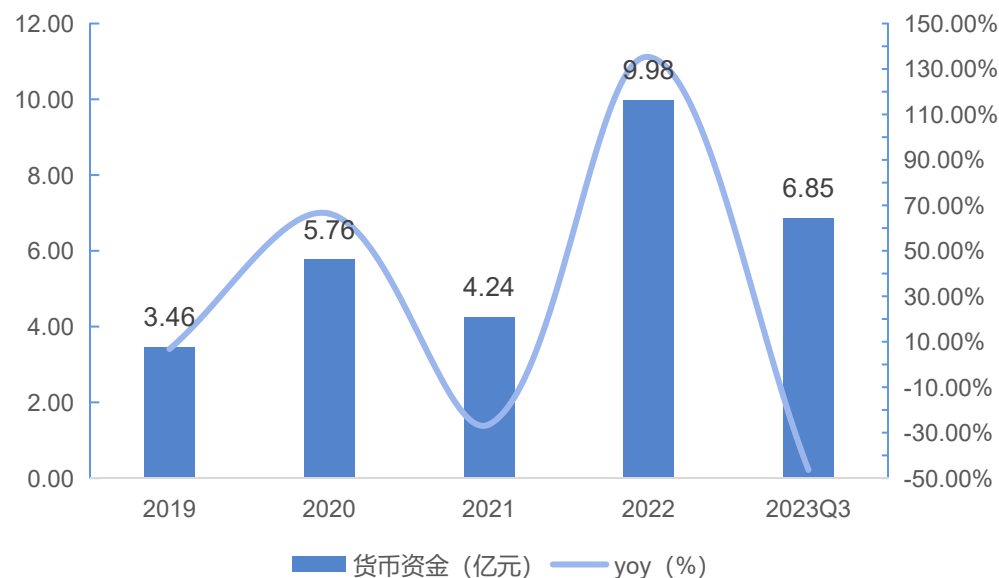
图表28：浙江人均可支配收入



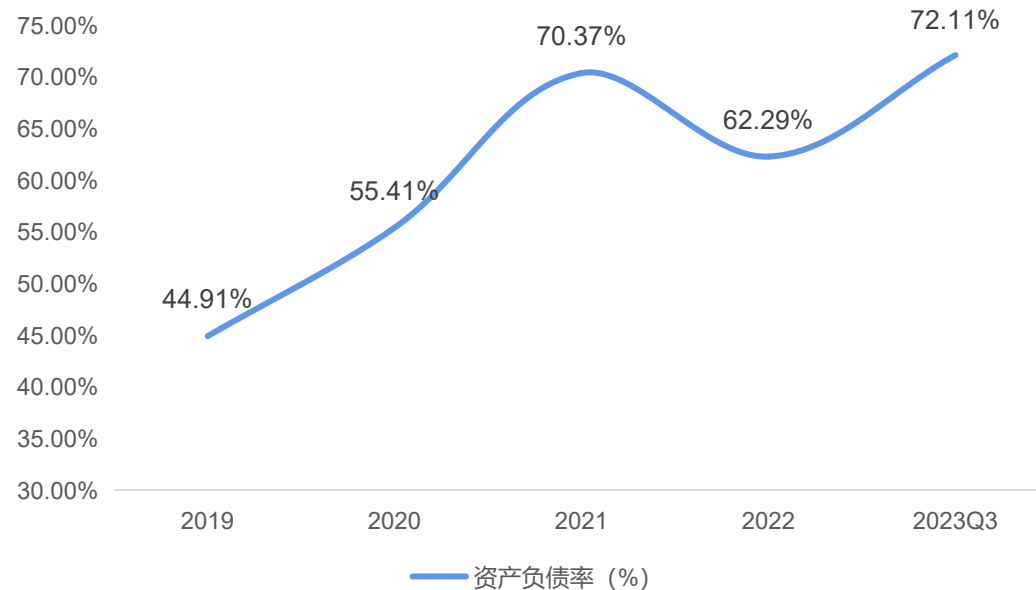
2.4 资金稳定供应，再融资支撑公司业务发展

- ◆ **公司资金稳定，保证持续经营。**华统股份始终注重财务健康与资金安全，兼顾流动性充裕与资金成本优化。公司拥有可转债、大股东定增、政府产业补贴等多元化的资金来源。2021年公司资产负债率70.37%，2022年下降至62.29%，2023Q3资产负债率为72.11%，在低猪价行情下，公司经营风险整体可控，公司经营活动产生的现金流量净额保持净流入，为公司生猪业务扩展提供了坚实的基础。

图表29：货币资金变化



图表30：资产负债率变化



2.4 资金稳定供应，再融资支撑公司业务发展

◆ 再融资完成后，降低公司风险，完善养猪业务产业链。2023年9月，公司公布募集说明书，预计增发募资不超过19.4亿元，充分借助资本市场的融资渠道，引入股权融资资金，并助力公司“生猪全产业链一体化”发展战略落地，并用于偿还银行贷款，优化资本结构，充实资金实力，降低资产负债率，降低财务风险，增强抗风险能力。2023年11月，公司发布修订募资预案（三次修订稿），预计募资不超过16亿元。

图表31：募集资金的使用计划（2023/11）

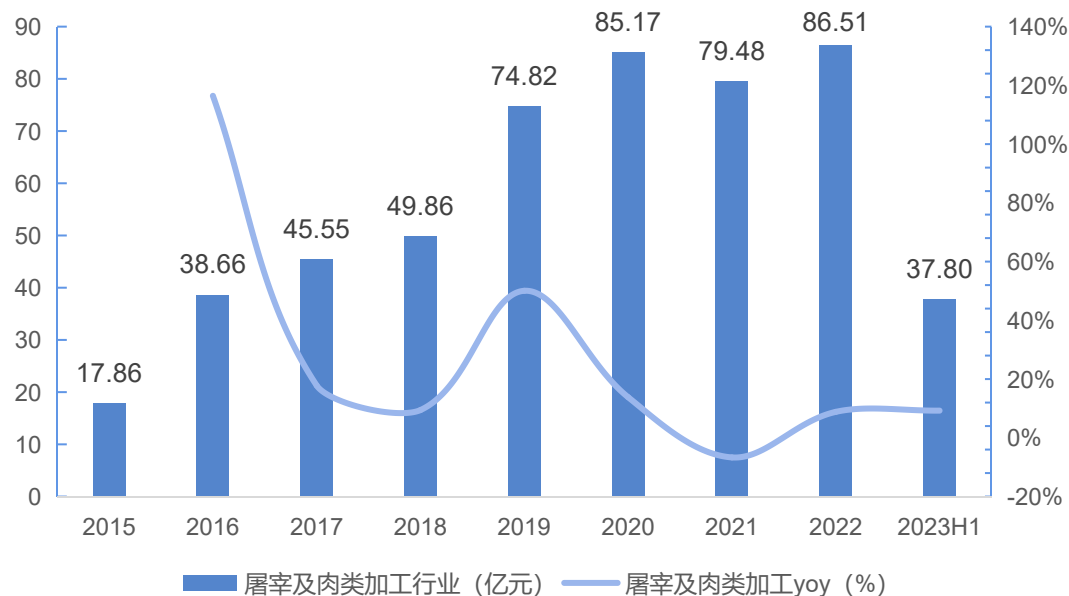
序号	项目名称	投资总额	募集资金拟投入额（万元）
一、生猪养殖建设项目			
1	绩溪华统一体化养猪场	102,639.05	76,800.00
2	莲都华统核心种猪场	30,409.53	28,800.00
小计		133,048.58	105,600.00
二、饲料加工建设项目			
1	年产18万吨高档畜禽饲料项目	8,052.39	6,400.00
小计		8,052.39	6,400.00
三、偿还银行贷款项目			
1	偿还银行贷款	48,000.00	48,000.00
小计		48,000.00	48,000.00
合计		189,100.97	160,000.00

三、屠宰及肉类加工业务：省内外产能扩张，屠宰稳扎稳打

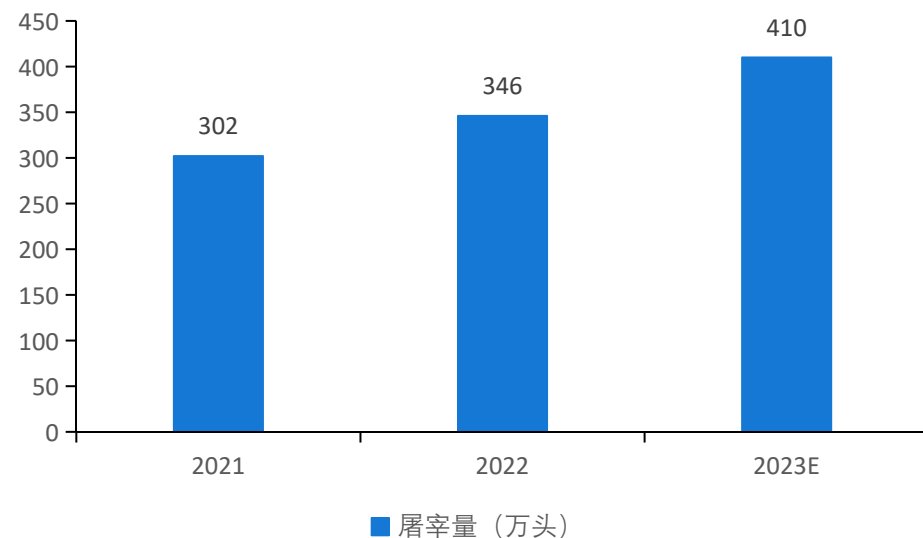
3.1 屠宰业务持续扩张，提供稳定现金流

- ◆ **屠宰产能余额充足。**屠宰及肉类加工业务作为华统股份的传统优势，营业收入占比超过90%，目前实际产能远未达到设计产能。公司的产业链一体化提供了稳定的货源，且产能利用率仍有提升空间。作为生猪养殖业务下游，2023年前三季度公司生猪屠宰业务产能利用率约29.60%，屠宰产能发展空间较大。
- ◆ **屠宰业务持续扩张，开启省外布局，扩张周围省市市场。**2021年公司屠宰生猪302.00万头，2022年屠宰生猪346.40万头，同比+14.70%。2023Q1公司屠宰生猪95.50万头，2023H1屠宰生猪208.81万头，预计2023年屠宰生猪约410万头。截至2023年，公司拥有24家生猪屠宰企业，其中19家位于浙江省，5家位于省外，年屠宰产能达到1400万头。

图表32：公司屠宰及肉类加工业务营收



图表33：公司年生猪屠宰量变化



注：公司披露2023年前三季度生猪屠宰合计约310万头，我们判断全年屠宰量约为410万头

3.1 屠宰业务持续扩张，提供稳定现金流

◆ 公司屠宰为代宰模式，主要产品为热鲜肉，可以稳定提供利润。热鲜肉多凌晨宰杀、清早上市，由于加工简单，长期以来热鲜肉一直占据我国鲜肉市场。公司构建了全国生猪采购平台，采取以销定产的生产模式。公司根据销售订单及销售预测向采购部下达生猪采购计划，采购部业务人员向各签约生猪养殖场、养殖户及其他供应商询价后统筹安排猪源，公司生鲜猪肉销售模式以区域经销形式为主。该屠宰模式，在肉价低迷情况下，能保持稳定的利润，为公司经营运转提供现金流。

图表34：屠宰出成指标

出品率	活猪宰杀前体重（公斤）	出肉率（%）
白条出品率	90	68-70
	120	72
	150	72-73
	180	72-73
	200	71-73
副产品出品率		20
屠宰综合出品率		91.5

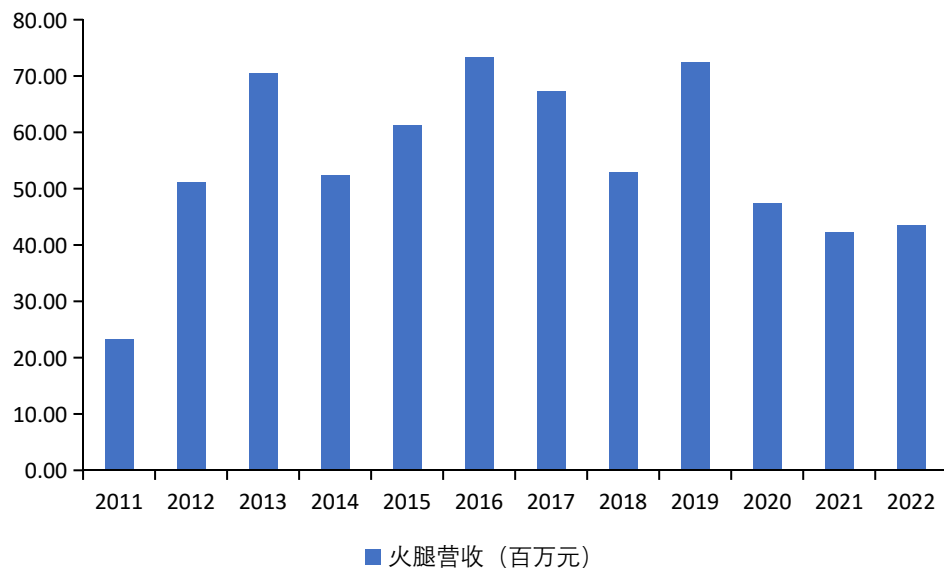
图表35：白条均价



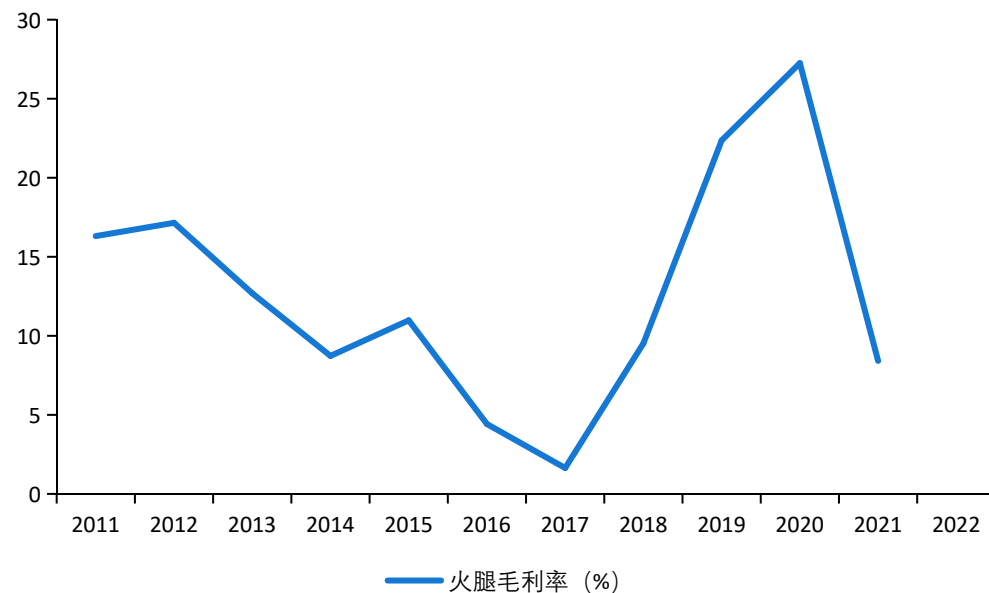
3.2 肉制品业务不断丰富

- ◆ **肉制品业务毛利较高，产品扩充创造新利润点。**公司目前主要的肉制品产品为金华火腿，金华火腿作为我国最负盛名的火腿品牌，名列世界三大火腿之一。公司在保留传统金华火腿应有风味的基础上，使生产火腿质量更加安全可控，更容易得到大众的喜爱，使公司火腿的产量、销量一直位于行业前列，依靠华统金华火腿的产品优势，探索屠宰业务产业链下游的肉制品业务。2022年，公司火腿业务营收0.43亿元，占营业收入0.46%。火腿产品的营收规模相对较低，但特色的肉制品有助于打造公司品牌影响力。公司积极顺应集中化的生产趋势，提升火腿的生产能力，稳定并精进火腿的生产工艺水平，保持并逐步扩大市场份额。

图表36：火腿营收变化



图表37：火腿毛利率变化



3.2 肉制品业务不断丰富

- ◆ 公司积极迎合市场新消费趋势，加大新产品研发力度。公司正在研发生吃火腿、云腿、全精腿等新产品，在传统火腿基础上延伸产业链；积极开发香肠、酱卤制品等相关新产品。加大直播、视频等新零售业态的开发力度，在天猫、京东、微信、抖音等线上平台开设直营店铺或商城，为肉制品的线上营销打造了良好的推广渠道。

图表38：肉制品产品品类



四、盈利预测与投资建议

4 盈利预测与投资建议

公司主要包括屠宰、养殖和肉制品等，考虑到生猪行业具有典型的周期型，在持续亏损情况下，母猪产能去化，生猪价格迎来拐点，我们判断2024年下半年猪价好于上半年，2025年猪价进入上行阶段，我们基于不同产品对公司未来业务进行预测：

①屠宰业务2023-2025生猪屠宰量分别为410万头、500万头、580万头，同比增长18.36%、21.95%、16%；贡献营收91.55亿、122.11亿、161.88亿元，同比增长5.82%、33.38%、32.57%；

②生猪养殖业务2023-2025生猪出栏量分别为230.27万头、400万头、500万头，2024-2025年生猪均价或将改善，预计贡献营收59.64亿元、92.2亿元；

③禽养殖业务2023-2025出栏量分别为1131万羽、1200万羽、1300万羽，出栏量稳定增长；

我们预计2023-2025营收为101.8亿元、143.1亿元、191.69亿元，归母净利润为-5.9亿元、2.83亿元、19.57亿元。

图表39：主营业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
屠宰业务					
生猪屠宰量（万头）	302	346.4	410	500	580
yoy		14.70%	18.36%	21.95%	16.00%
生鲜猪肉收入（亿元）	79.48	86.51	91.55	122.11	161.88
yoy		8.84%	5.82%	33.38%	32.57%
生鲜猪肉成本（亿元）	77.55	81.55	88.80	117.22	153.79
毛利（亿元）	1.93	4.96	2.75	4.88	8.09
毛利率	2.43%	5.73%	3.00%	4.00%	5.00%
生猪业务					
出栏量（万头）	13.7	120.48	230.27	400	500
yoy		779.42%	91.13%	73.71%	25.00%
营收（亿元）	1.86	23.62	40.91	59.64	92.20
yoy		1170.46%	73.20%	45.79%	54.59%
禽业务					
收入（百万元）		189.68	203.49	259.03	280.62
出栏量（万羽）		989.40	1131.23	1200	1300
营业成本（百万元）		170.71	183.14	222.77	241.33
毛利（百万元）		18.97	20.35	36.26	39.29
毛利率		10.00%	10.00%	14.00%	14.00%
其他					
收入（百万元）	400.00	600.00	800.00	1000.00	1200.00
合计					
收入（百万元）	8377.73	9599.71	10179.66	14309.78	19168.58
yoy		14.59%	6.04%	40.57%	33.95%
成本（百万元）	8155.00	8925.71	10413.07	13445.08	16019.89
毛利（百万元）	222.73	674.00	-233.41	864.69	3148.68
毛利率	2.66%	7.02%	-2.29%	6.04%	16.43%

◆ 生猪行业产能加速去化，我们认为公司生猪业务具有良好的成长性，随着养殖成本不断优化，后续盈利能力持续上行。我们预计2023-2025公司营收分别为101.8/143.1/191.69亿元，归母净利润分别为-5.9/2.83/19.57亿元，2024-2025对应PE分别为38.17、5.53倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9452	10180	14310	19169
增长率(%)	13	8	41	34
归母净利润（百万元）	88	-590	283	1957
增长率(%)	146	-772	148	591
摊薄每股收益（元）	0.14	-0.96	0.46	3.18
ROE(%)	3	-27	12	45
P/E	88.89	—	38.17	5.53
P/B	3.83	5.04	4.45	2.46
P/S	1.08	1.06	0.76	0.56
EV/EBITDA	18.30	-59.96	15.47	4.03

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

五、风险提示

- 1、食品安全风险。**公司主营业务收入主要为食品（包括生鲜猪肉、生鲜禽肉、深加工肉制品），若食品安全事故造成公司声誉受损进而影响各类食品的销售，将会对公司经营造成较大冲击，导致公司面临营业利润大幅下滑的风险。
- 2、动物疫病风险。**畜禽疫情可通过接触、食物、空气等多种途径传播，传染地域广，预防难度大。一方面，大规模动物疫病的爆发会造成畜禽出栏量下降，对公司原材料供给及自身畜禽养殖业务造成不利影响；另一方面，疫情的流行容易引发人们对猪禽产品消费的恐慌心理，或促使消费者增加对替代产品（如牛肉、羊肉等）的消费，或直接导致猪禽产品消费需求的萎缩。未来如果发生大规模动物疫病，或者公司疫病防控体系执行不力，公司将面临畜禽死亡成本上升以及产销量下降进而导致业绩大幅下滑的风险。
- 3、原材料价格波动风险。**一方面，我国畜禽价格受饲料价格、市场供求关系、规模化养殖水平、动物疫情及农业政策等因素的影响而呈现一定的周期性波动。肉品销售价格变动与畜禽采购价格变动存在一定时滞，当畜禽采购价格持续上涨时，若公司不能及时调整产品销售价格，将对公司的经营业绩产生不利影响；畜禽产品销售价格的上涨促使消费者增加对替代产品（如牛肉、羊肉等）的消费，市场需求下降会导致公司业绩出现下滑。另一方面，随着公司新建生猪养殖项目陆续投产，公司对小麦、玉米、次粉和豆粕等主要原材料的需求将会逐渐上升，预计未来大宗农产品价格波动将会对公司的主营业务成本、净利润均会产生较大影响。
- 4、生猪价格波动风险。**商品猪市场价格的周期性波动会导致生猪养殖行业的毛利率呈现周期性波动。随着公司新建生猪养殖项目陆续投产，若猪周期进入低谷期，生猪市场价格持续低迷，公司又不能有效地控制好养殖成本，则公司存在受生猪养殖业务不利影响导致公司经营业绩下滑的风险。
- 5、政策性风险。**税收优惠政策变化风险：如果国家降低农产品和农产品初加工企业的税收优惠力度，将对公司经营业绩产生较大不利影响。
政府补助金额下降风险：公司获得的政府补助主要系各级政府部门对农业企业的财政扶持。若未来各级政府降低农业相关产业的财政扶持力度，公司将面临政府补助金额下降的风险，并将对公司利润水平产生不利影响。

华统股份盈利预测表



证券代码：002840

股价：17.59

投资评级：买入(首次覆盖)

日期：20240220

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）					每股指标与估值				
2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	998	755	916	2472	营业收入	9452	10180	14310	19169	每股指标				
应收款项	48	51	72	96	营业成本	8861	10413	13445	16020	EPS	0.19	-0.96	0.46	3.18
存货净额	1022	1086	1431	1724	营业税金及附加	17	20	29	38	BVPS	4.41	3.49	3.95	7.14
其他流动资产	268	277	306	337	销售费用	81	81	114	153	估值				
流动资产合计	2336	2169	2724	4629	管理费用	173	204	215	288	P/E	88.9	—	38.2	5.5
固定资产	3739	4164	4445	4682	财务费用	181	140	167	160	P/B	3.8	5.0	4.4	2.5
在建工程	1711	1761	1801	1831	其他费用/（-收入）	36	41	43	58	P/S	1.1	1.1	0.8	0.6
无形资产及其他	1057	1062	1075	1088	营业利润	133	-768	369	2548	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	28	28	28	28	营业外净收支	1	0	0	0	盈利能力				
资产总计	8872	9184	10074	12258	利润总额	134	-768	369	2548	ROE	3%	-27%	12%	45%
短期借款	1430	1730	1630	1530	所得税费用	9	-31	15	102	毛利率	6%	-2%	6%	16%
应付款项	487	579	747	890	净利润	125	-738	354	2446	期间费率	5%	4%	3%	3%
预收帐款	6	6	9	12	少数股东损益	37	-148	71	489	销售净利率	1%	-6%	2%	10%
其他流动负债	869	726	811	903	归属于母公司净利润	88	-590	283	1957	成长能力				
流动负债合计	2792	3040	3196	3334	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	13%	8%	41%	34%
长期借款及应付债券	1874	2274	2574	2074	经营活动现金流	374	-150	822	2985	利润增长率	146%	-772%	148%	591%
其他长期负债	860	1198	1278	1378	净利润	88	-590	283	1957	营运能力				
长期负债合计	2734	3473	3853	3453	少数股东损益	37	-148	71	489	总资产周转率	1.18	1.13	1.49	1.72
负债合计	5526	6513	7049	6787	折旧摊销	410	383	425	471	应收账款周转率	261.20	216.38	247.48	242.50
股本	606	615	615	615	公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	11.46	9.88	10.68	10.15
股东权益	3346	2671	3025	5471	营运资金变动	-456	-55	-139	-110	偿债能力				
负债和股东权益总计	8872	9184	10074	12258	投资活动现金流	-1139	-862	-760	-750	资产负债率	62%	71%	70%	55%
					资本支出	-1129	-870	-760	-750	流动比	0.84	0.71	0.85	1.39
					长期投资	-11	0	0	0	速动比	0.39	0.28	0.33	0.80
					其他	1	8	0	0					
					筹资活动现金流	1243	769	98	-678					
					债务融资	324	599	280	-500					
					权益融资	1195	79	0	0					
					其它	-275	90	-182	-178					
					现金净增加额	479	-243	160	1556					

农业小组介绍

程一胜，农业首席分析师，上海财经大学硕士，曾先后就职于中银证券和方正证券。2022年Choice最佳分析师第2名；2022年中国证券业分析师金牛奖第4名；2022年卖方分析师水晶球奖总榜单第5名（公募榜单第4名），2020年水晶球公募榜单第5名；2022年新浪财经金麒麟最佳分析师第5名；2022年第20届新财富最佳分析师第6名。

熊子兴，分析师，研究生毕业于美国福特汉姆大学，本科毕业于湖南大学，曾在方正证券和国元证券从事农业研究，目前主要覆盖动保、生猪板块。

王思言，分析师，研究生毕业于格拉斯哥大学，本科毕业于中国人民大学，覆盖养殖、饲料、宠物板块。

分析师承诺

程一胜, 熊子兴, 王思言, 本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 农业研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597