

进击的浙江屠宰龙头，被低估的生猪养殖“黑马”

2022年08月09日

➤ **浙江省禽畜屠宰龙头，千万产能储备充足。**华统股份前身为浙江义乌华统肉制品有限公司，是浙江省禽畜屠宰龙头企业，省内市占率超 30%。2021 年公司共计屠宰生猪 302 万头，生产猪肉 36.7 万吨，同比增长 67.3%；屠宰产能利用率提高 16.1PCT 至 39.9%，但整体仍不高。2022、2023 年，公司规划屠宰量为 500 万、800 万头，产能利用率将上升至 50%以上。

➤ **核心业务自下而上过渡，加速驶入养殖快车道。**为实现养殖屠宰一体化生产，公司近几年来加速向上游布局。作为浙江省主要的生猪增产保供企业，公司养殖业务的开展得到了当地政府的大力支持。2021 年以来公司共布局 19 个生猪养殖项目，其中浙江省内 18 个基本建设完成，15 个已经投产，其余猪场计划年内建成投产，预计达到年出栏 260 万头的规模。受限于土地紧缺、环保严苛等因素，未来公司还将通过“公司+农户”的模式继续向省外扩大养殖产能，今年下半年安徽绩溪县年出栏 45 万头商品猪的项目将正式开工，预计 2023 年产能便可陆续释放；此外，公司在四川和东北地区也有初步项目规划，力争 2024 年实现 500 万头的出栏目标。

➤ **浙江规模化养殖模式成熟，销区比价优势显著。**南方水网区域是前几年我国环保禁养清退力度最大的地区，而浙江是执行最早、环保清退力度最大的省份。2020-2021 年在一系列鼓励政策支持下，浙江地区成为全国生猪养殖规模化程度最高的省份之一，养殖密度低，非瘟等疫情防控压力较轻。且省内猪肉自给率不足 50%，产销缺口的存在使得浙江省生猪价格长期高于全国生猪均价，这点也能从公司月度销售数据中证实：2021 年 8 月至今，公司生猪销售均价为 16.6 元/公斤，同期其他上市猪企销售均价集中在 13-14 元/公斤，公司生猪销售能够获取更丰厚的头均利润。

➤ **投资建议：**预计公司 2022-2024 年有望出栏生猪 120/260/500 万头，实现归母净利润 3.58、16.48、17.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、2.72、2.89 元。公司作为浙江省稳产保供单位，已获得多方融资支持，生猪产能兑现确定性强。当前猪价已进入上行周期，公司区域优势赋予其更高的头均盈利能力，未来成长空间可观。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**生猪价格波动风险；动物疫病风险；生猪出栏不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,342	15,561	30,187	28,163
增长率 (%)	-5.6	86.5	94.0	-6.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	-192	358	1,648	1,750
增长率 (%)	-242.5	286.2	359.7	6.2
每股收益 (元)	-0.32	0.59	2.72	2.89
PE	-	36	8	7
PB	8.4	4.6	2.9	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 8 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

21.34 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

目录

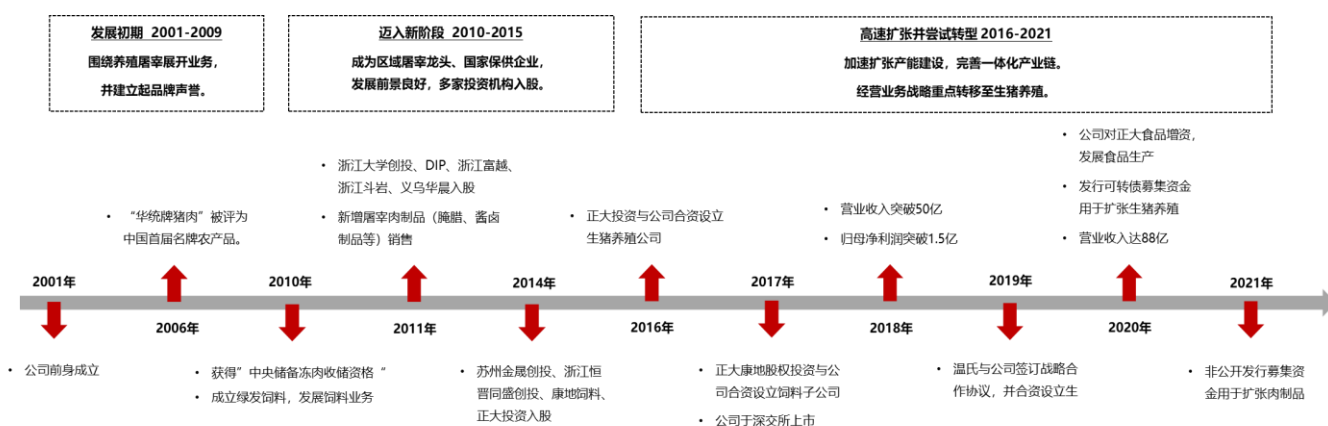
1 浙江省禽畜屠宰龙头，经营业绩稳中有进	3
1.1 以畜禽屠宰业务为核心，全力打造产业链一体化	3
1.2 营收规模持续增长，屠宰利薄但相对稳定	4
1.3 定增尘埃落定，资产负债结构有望改善	7
2 屠宰产能储备充裕，积极探索深加工业务	8
2.1 中期头部集中度提升，长期消费引领行业变革	8
2.2 屠宰产能储备充足，产能利用率有望进一步提升	9
2.3 肉制品具备地域品牌竞争力，深加工业务发展前景广阔	11
3 核心业务自下而上过渡，加速驶入养殖快车道	12
3.1 浙江规模化养殖模式成熟，销区比价优势显著	12
3.2 生猪产能稳步上量，业绩改善确定性增强	13
4 盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测假设与业务拆分	16
4.2 相对估值	17
4.3 投资建议	18
5 风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

1 浙江省禽畜屠宰龙头，经营业绩稳中有进

1.1 以畜禽屠宰业务为核心，全力打造产业链一体化

华统股份前身为浙江义乌华统肉制品有限公司，是浙江省禽畜屠宰龙头企业，2021年省内市占率超30%。2001年8月公司成立于浙江义乌，2010年公司获得中央储备冻猪肉收储资格，并成为全国第一批“市场应急保供骨干企业”，质量控制体系得到背书，市场声誉建立。2017年于深交所上市，借助募集所得资金，公司在加速推进屠宰及肉制品加工业务扩张的同时，开始逐步布局上游养殖产业，先后成立了仙居华统、衢州华统、兰溪华牧业、东阳华牧业等生猪养殖子公司，以及华昇饲料和兰溪饲料等饲料生产加工子公司以配套养殖业务，现已成长为一家覆盖“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”四大环节的一体化公司。

图1：公司历史发展进程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

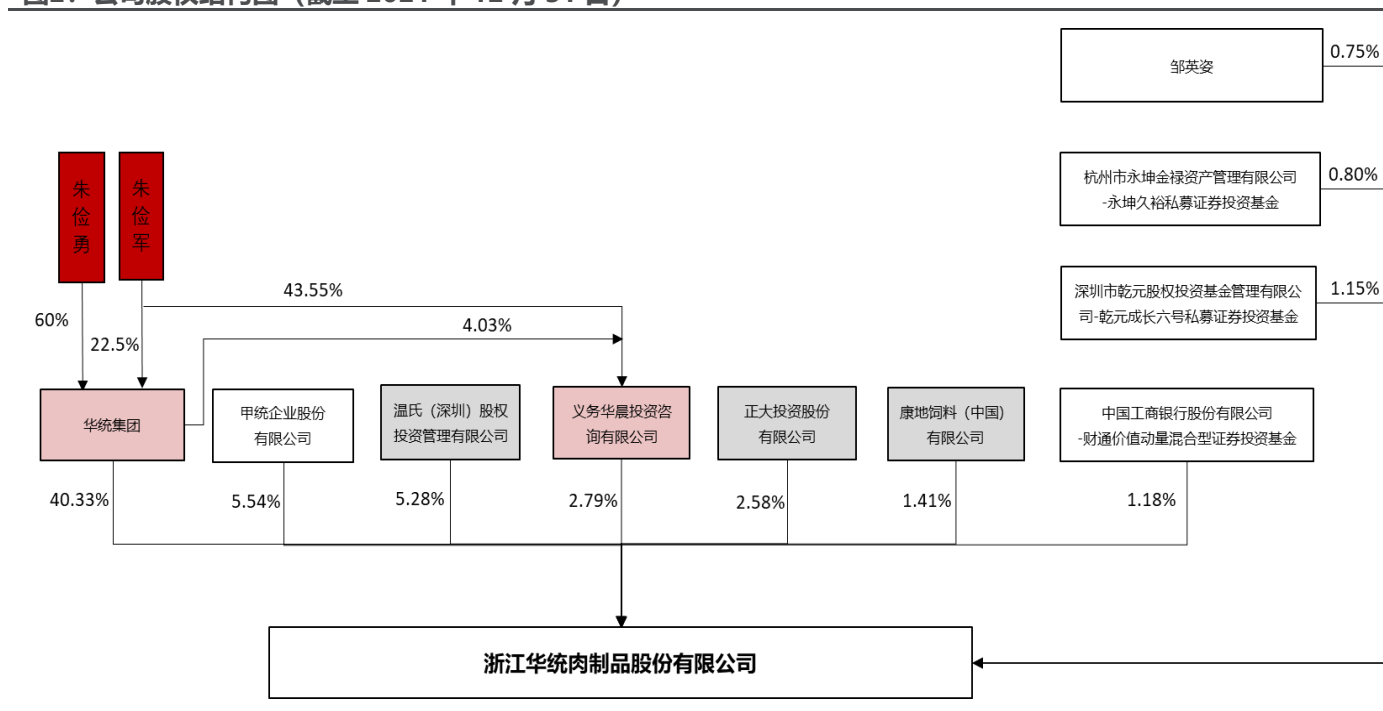
公司股权结构较为集中，实控人为朱俭勇、朱俭军两兄弟。据2021年年报，公司控股股东为华统集团，控股比例为40.33%；朱俭勇、朱俭军二人通过华统集团、义乌市华晨投资咨询有限公司间接持股，合计持股比例为34.3%；甲统企业股份为第二大股东，持股比例为5.54%。

此外，温氏（深圳）股权投资管理有限公司（温氏股份全资子公司）、正大投资股份有限公司（正大集团在中国间接控股的子公司，国内规模最大的饲料生产商和生猪养殖企业之一）、康地饲料（中国）有限公司（美国康地谷物公司在华建立的大型农工集团），持股比例分别为5.10%、2.49%、1.41%，为公司重要战略投资者，主要通过合资设立子公司形式建立合作：温氏与公司合资设立的生猪养殖子公司温氏华统已于2021年4月注销，但两家企业至今仍保持密切交流，未来不排除有再次合作的可能；正大、康地与公司共合资设立三家子公司，分别为正康猪业、正康禽业、正大饲料。其中，正康猪业目前已成为影响公司收益的重要子公司之一，2021年营收占公司总营收比重达3.3%，对公司净利润影响达10%以上。

表1：公司与温氏、正大、康地主要合作事项

合作公司	日期及事项
温氏	2019年3月，公司与温氏股份签署战略合作协议，约定双方合资设立生猪养殖公司、生猪屠宰公司，公司与温氏分别主导合资屠宰公司、合资养殖公司，发挥各自优势。
	2019年11月，温氏华统于浙江义乌成立，并于2020年，分别在兴化、苏州、长兴投资设立四家生猪养殖公司和一家饲料公司。2021年4月，温氏华统注销。
正大、康地	2014年3月，正大投资与康地饲料对公司增资668.66万元。
	2016年，公司与正大投资、正大康地股权投资基金分别共同设立正康猪业、正康禽业两家养殖子公司；并于2017年设立正大饲料子公司。
	2020年，公司对正大食品增资，增资后公司持有其15%股权。

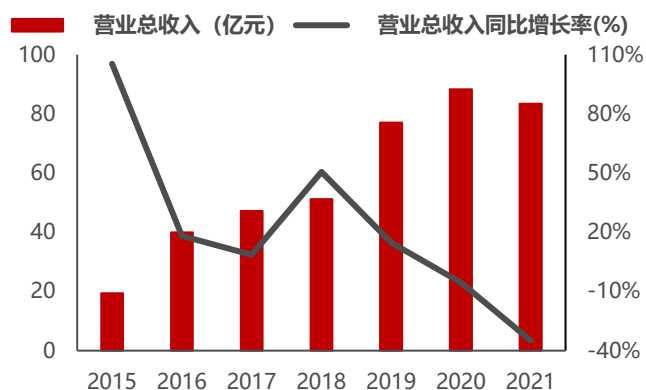
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：公司股权结构图（截至2021年12月31日）


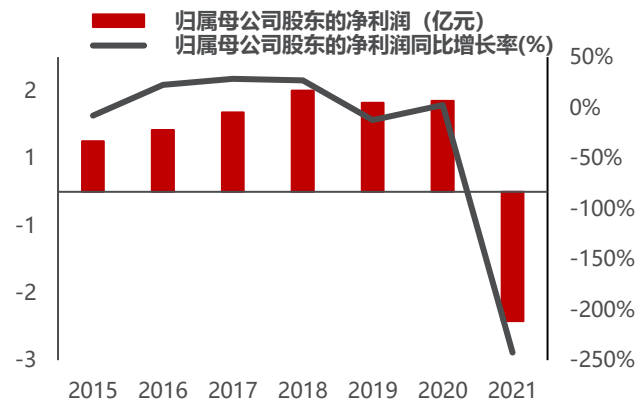
资料来源：公告，民生证券研究院

1.2 营收规模持续增长，屠宰利薄但相对稳定

营收整体快速增长，2021年小幅下滑。2015-2020年，公司营收持续增长，由19.44亿元增至88.36亿元，CAGR达35.4%；归母净利润由0.75亿元增至1.35亿元，CAGR为12.5%。2021年，公司实现营收83.42亿元，同比下滑5.6%，归母净利润亏损1.92亿元，由盈转亏。主要因猪价大幅下跌，同时公司对冻品猪肉、消耗性生物资产及生产性生物资产计提了2.01亿元减值准备。但资产减值不影响公司主营业务现金流，公司EBITDA利润率为3.83%，较上年小幅提升。

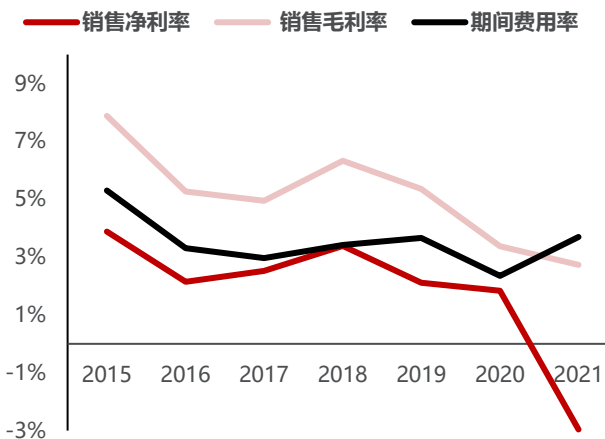
图3: 公司 2015-2021 年营业收入情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

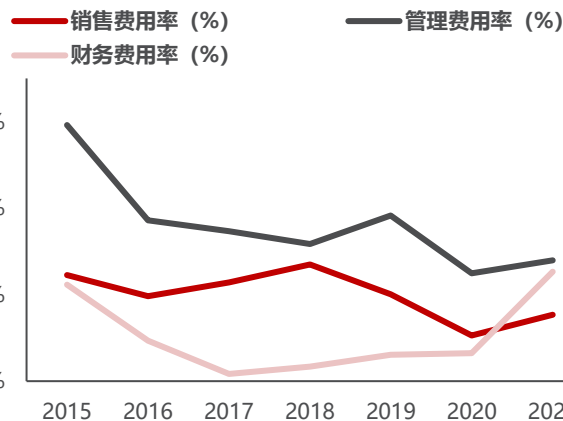
图4: 公司 2015-2021 年归母净利润情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

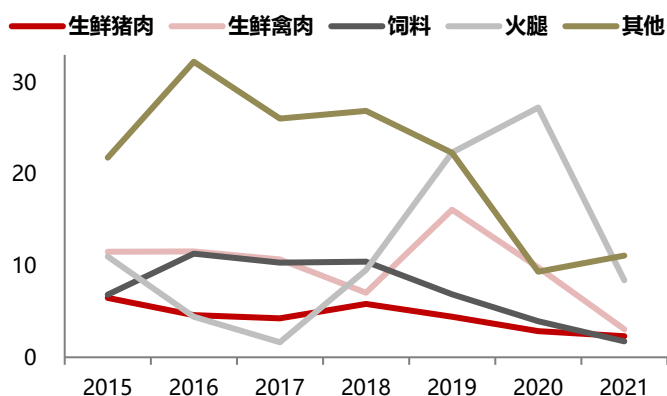
销售毛利率及销售净利率持续走低。公司以屠宰业务为主,毛利率水平相对较低,且盈利能力整体受周期波动及产能利用率影响。2021年,伴随生猪供应量增长,公司屠宰产能利用率有所上升,但仍然未能够抵消猪肉价格大幅下跌带来的影响,销售毛利率为2.73%,同比小幅下滑0.64PCT。2021年公司生猪养殖业务规模加速扩张,导致债务规模整体增长,财务费用达到1.06亿元,同比大幅增长267.1%,对利润形成较大侵蚀,销售净利率同比下滑4.79PCT至-2.96%。

图5: 公司 2015-2021 年净利率、毛利率、费用率水平


资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 公司 2015-2021 年三费率水平


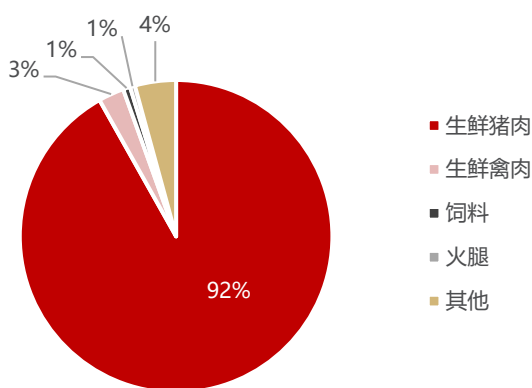
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 公司各主营业务毛利率 (%)


资料来源: wind, 民生证券研究院

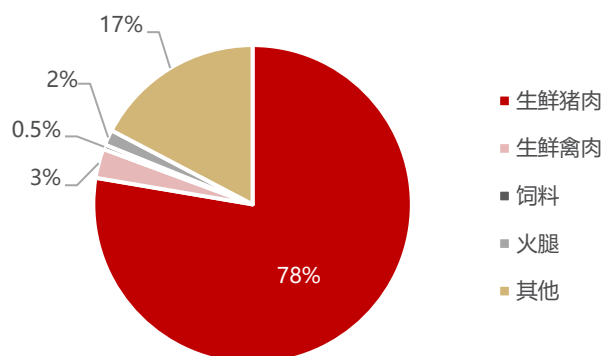
生鲜猪肉为公司收入和利润主要来源，省内业务占据公司营收七成以上。从业务结构情况来看，公司屠宰加工业务中的生鲜猪肉业务贡献了绝大多数的收入与毛利，2021年，公司生鲜猪肉营收占比达91.9%，同比下滑0.9PCT；毛利占比达77.7%，同比下滑0.82pct。公司在鲜品领域已具备较强的区域市场竞争力和品牌知名度，但肉制品深加工业务、饲料加工和禽畜养殖业务仍处于成长阶段。从业务区域分布情况来看，2021年，公司浙江省内实现营业收入64.09亿元，占总营收76.8%；省外实现营业收入19.37亿元，占总营收23.2%。目前公司下辖的57家子公司中有50家位于浙江省内；省外业务亦在逐步拓展，公司已于江苏、河南、湖北、湖南、山东和吉林等省份设立7家子公司，逐步实现辐射长三角及成长为全国性养殖屠宰龙头企业的目标。

图8：公司2021年产品营收占比



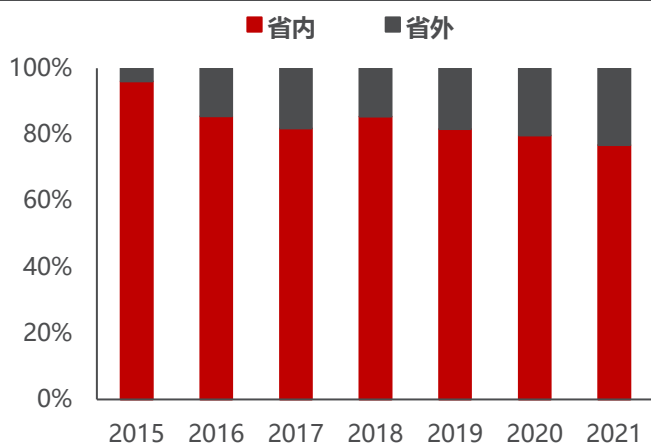
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：公司2021年产品毛利占比



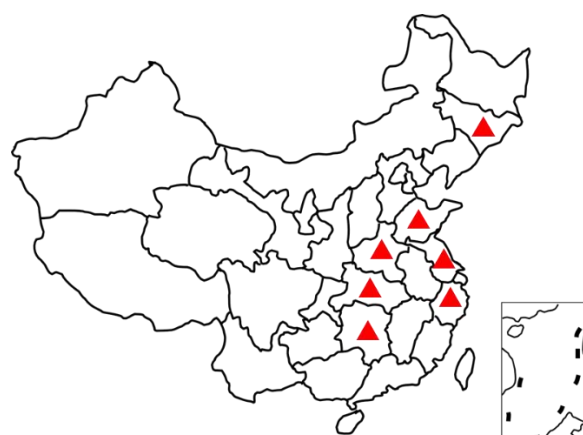
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：公司2015-2021年省内外营收比例



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：公司子公司布局范围



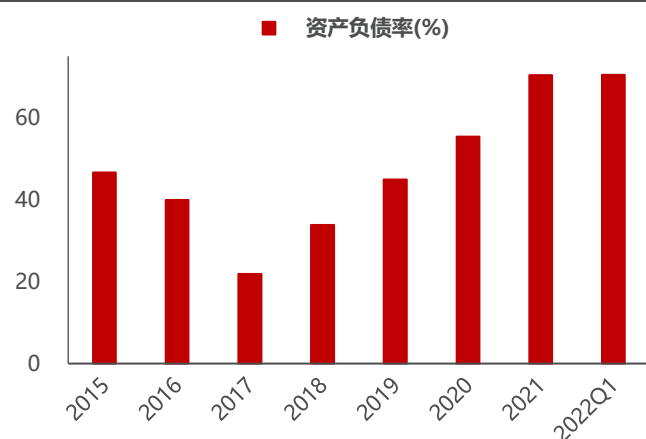
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 定增尘埃落定，资产负债结构有望改善

随着生猪养殖项目的持续投入，公司资产负债率水平处于上升趋势。虽然2021年国内生猪价格出现了较大幅度下跌，但公司从长远利益考虑，为实现未来发展战略目标和完善生猪产业链一体化经营模式，按计划推进正在筹建的生猪养殖建设项目。截止至2021年年底，公司资产负债率为70.4%，同比增长15.0PCT。今年7月，公司引入浙江产业基金作为养殖子公司义乌华统、东阳华统的新股东；义乌华统注册资本由1亿元增至8亿元，由浙江省产业基金和华统股份分别注资2.4亿元和4.6亿元，类似地，东阳华统注册资本将从1.5亿元增至4亿元。此外，公司已于7月13日收到非公开发行募集资金约9.2亿元，资金实力进一步夯实，资产负债结构有望得到改善。

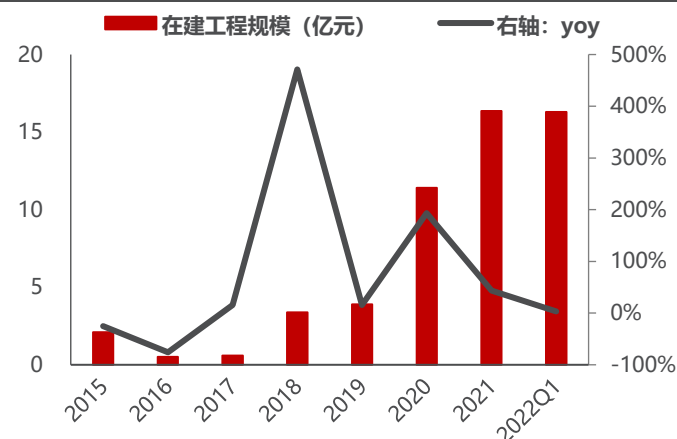
公司在建工程、固定资产规模维持高速增长。截至2021年年底，公司在建工程账面价值为16.35亿元，同比增长193.1%；固定资产账面价值为32.11亿元，同比增长102.7%。同时，项目投产后，公司生产性生物资产余额亦快速增长，2021年末生产性生物资产账面价值为3.24亿元，同比增长36.7%。

图12：公司 2015-2022Q1 资产负债率



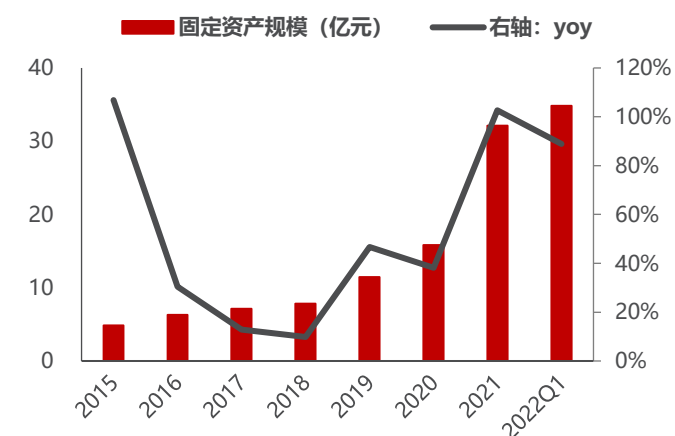
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：公司 2015-2022Q1 在建工程规模及增速



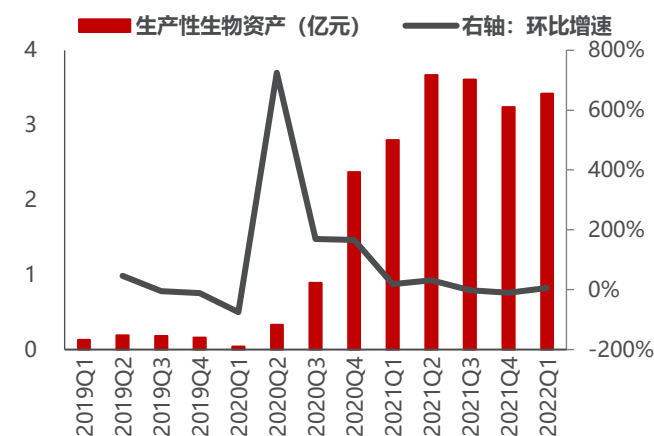
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：公司 2015-2022Q1 固定资产规模及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：公司 2019Q1-2022Q1 生物性资产规模及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

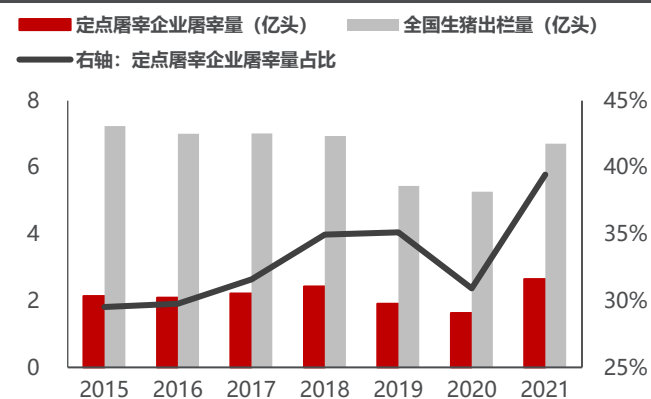
2 屠宰产能储备充裕，积极探索深加工业务

2.1 中期头部集中度提升，长期消费引领行业变革

国内屠宰行业集中度持续提升。非洲猪瘟疫情爆发后，农业部连发多项文件，要求坚决关闭不符合设定条件的生猪屠宰企业，压缩落后产能，严厉打击私屠滥宰等违法行为；与此同时，部分小型屠宰场由于资金实力缺乏，获取稳定猪源能力差，两端议价能力低，导致开工率不足，陆续退出市场。截至 2019 年年底，全国生猪定点屠宰企业总数为 5005 家，较 2015 年下降超半数，其中 2 万头以上规模定点屠宰企业 2028 家，占总数的 37.2%。2021 年，全国生猪出栏量 6.71 亿头，其中规模屠宰企业屠宰量 2.65 万头，占比 39.5%，较上年提升 9PCT。表明规模以上屠宰场平均规模出现了较大提升，市场份额仍在持续向头部屠宰场集中。

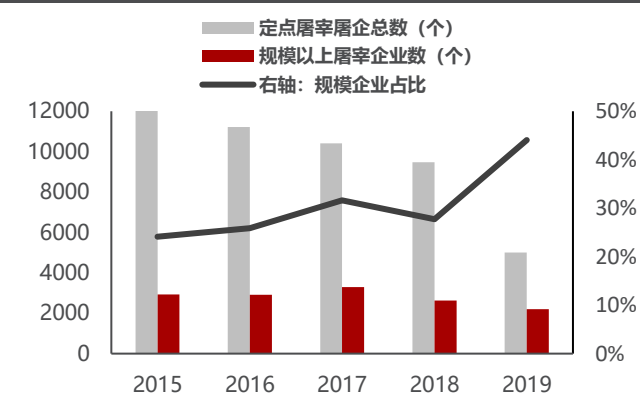
生猪养殖行业全产业链发展趋势增强。2020 年中央一号文件指出，要引导生猪屠宰加工向养殖集中区转移，逐步减少活猪长距离调运，推进“运猪”向“运肉”转变。过去，屠宰厂一般设立在消费区域，但活猪跨大区甚至跨省区调运受到限制后，不同区域猪价之间的分化可能会更加严重。因此，养殖集团企业在扩张养殖产能时，在当地配套建设屠宰厂，可令其养殖利润不被较低的区域猪价所侵蚀。当前越来越多企业意识到布局全产业链、对抗产业链利润不均、周期波动风险的重要性。截止 2021 年末，头部生猪养殖企业牧原、温氏已分别建成年 1600 万头及 150 万头的屠宰产能。

图16：我国规模以上定点屠企屠宰量占比



资料来源：中商情报网，民生证券研究院

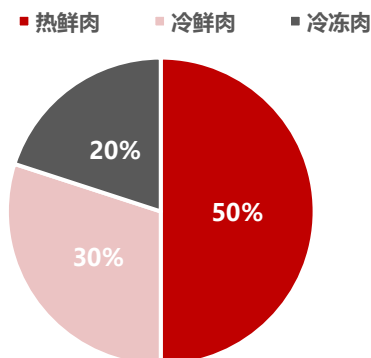
图17：我国规模以上定点屠宰企业数量占比



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

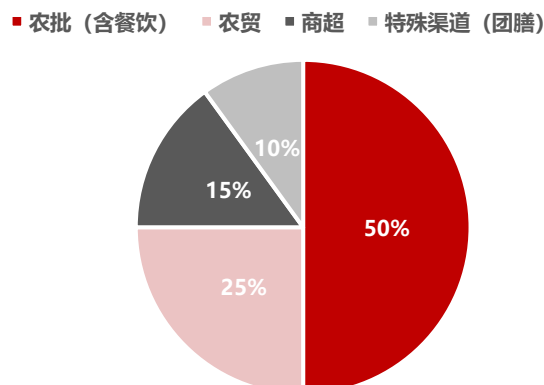
养殖业的未来竞争更在于价值链竞争。从需求端来看，2020 年热鲜猪肉约占我国猪肉市场的 50%，主要在农贸市场销售，冷鲜肉约占 20%，主要在农贸市场、加盟店和商超售卖。从消费场景看，农贸市场仍为猪肉的主要销售渠道，但占比呈下降趋势，现代新零售和酒店餐饮异军突起，未来消费占比将逐渐扩大。随着消费水平的提高和新冠疫情、非瘟疫情双重叠加，品牌猪肉正逐渐成为消费潮流，“绿色安全食品”“放心肉”“无公害”等一系列安全、健康、口感好的品牌肉类产品逐渐成为消费者首选。猪肉行业将从价格竞争转向品牌竞争，大型企业竞争优势明显。

图18: 2020 年肉类消费情况



资料来源: 涌益咨询, 民生证券研究院

图19: 2020 年各区域鲜品传统流向占比



资料来源: 涌益咨询, 民生证券研究院

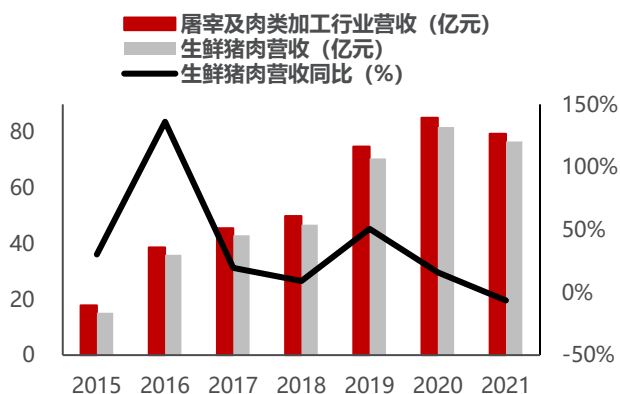
2.2 屠宰产能储备充足, 产能利用率有望进一步提升

公司屠宰加工业务规模保持高速增长趋势, 持续以“收购+自建”的方式横向布局。截至 2021 年底, 公司主营屠宰及肉类加工业务的子公司达 27 家, 其中浙江省内 21 家, 省外 6 家。2015-2021 年, 公司屠宰加工业务营收从 17.86 亿元增至 79.48 亿元, CAGR 达 28.3%, 其中, 生鲜猪肉占比达到 95%。2021 年公司共计屠宰生猪 302 万头, 生产猪肉 36.7 万吨, 同比增长 67.3%。屠宰产能利用率提高 16.1PCT 至 39.9%, 但整体产能利用水平仍不高。2022、2023 年, 公司规划屠宰量为 500 万、800 万头, 产能利用率将上升至 50%以上。

目前公司屠宰产品仍然以热鲜肉为主, 供应商渠道均是“场场对接”, 公司建有“满足活猪调运的规模场、集团场”供应商资源库。屠宰场所在县区的农批市场是主要的销售终端, 采用“场摊对接”的模式保障市民“菜篮子”的供应。

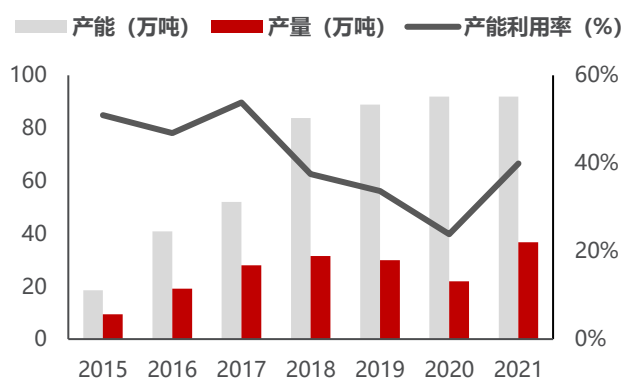
长期来看, 公司生鲜猪肉业务毛利率与猪价负相关, 屠宰业务盈利水平受周期波动影响。根据屠宰业务营收拆分测算, 2015-2021 年, 公司生猪屠宰单吨毛利区间为 482-1062 元, 头均盈利则保持在 58-125 元/头的区间, 预计随着生猪屠宰自供比例和开机率提升, 盈利水平将更加趋于稳定。

图20: 公司 2015-2021 年屠宰及加肉类工业务营收

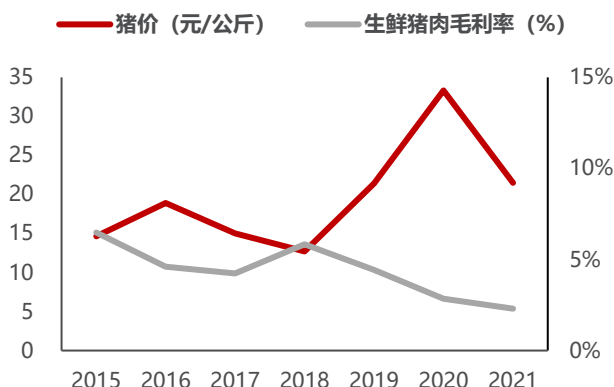


资料来源: wind, 民生证券研究院

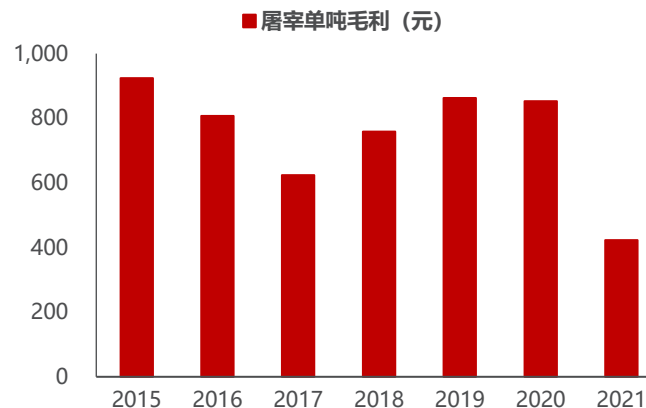
图21: 2015-2021 年生鲜猪肉屠宰产能及产能利用率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22：公司 2015-2021 年生鲜猪肉毛利率及猪价走势


资料来源：wind，民生证券研究院

图23：公司 2015-2021 年生猪屠宰单吨毛利


资料来源：wind，民生证券研究院

表2：公司屠宰及肉类加工业务子公司（截至 2021 年 12 月 31 日）

公司	参控股关系	投资比例	投资额	成立时间	区域
金华市江北畜禽屠宰服务有限公司	控股子公司	80%	0.11	1998-03-30	浙江
台州市路桥区商业有限公司	控股子公司	95%	0.45	1999-05-07	浙江
仙居县广信食品有限公司	全资子公司	100%	0.64	2001-07-12	浙江
浦江县六和食品有限责任公司	控股子公司	51%	0.07	2004-10-10	浙江
衢州市民心食品有限公司	控股子公司	51%	0.25	2005-06-07	浙江
义乌华农家禽屠宰有限公司	全资子公司	100%	0.21	2007-02-01	浙江
杭州临安深山坞里肉类有限公司	控股子公司	90%	0.12	2009-04-27	浙江
苏州市华统食品有限公司	控股子公司	60%	0.32	2011-05-11	江苏
湖州南浔华统肉制品有限公司	全资子公司	100%	0.52	2012-09-27	浙江
台州华统食品有限公司	控股子公司	67%	0.67	2014-08-14	浙江
浙江省东阳康优食品有限公司	控股子公司	80%	0.13	2015-05-18	浙江
建德市政新食品有限公司	控股子公司	70%	0.15	2017-04-20	浙江
苍南县华统食品有限公司	控股子公司	51%	0.31	2017-07-21	浙江
兰溪市丽农食品有限公司	全资子公司	100%	0.20	2018-04-28	浙江
天台华统食品有限公司	全资子公司	100%	0.60	2018-05-28	浙江
浙江华统食品贸易有限公司	全资子公司	100%	0.07	2018-10-30	浙江
丽水市华统食品有限公司	控股子公司	51%	0.06	2018-12-06	浙江
河南华统固佳食品有限公司	控股子公司	60%	0.07	2018-12-07	河南
绍兴市华统天天食品有限公司	控股子公司	51%	0.01	2019-01-11	浙江
宁海县华统食品有限公司	控股子公司	56%	0.01	2019-01-14	浙江
桐庐县华统食品有限公司	全资子公司	100%	0.05	2019-02-22	浙江
海宁市华统食品有限公司	控股子公司	60%	0.03	2019-06-28	浙江
邵阳市华统食品有限公司	全资子公司	100%	0.57	2019-08-02	湖南
莘县华统食品有限公	全资子公司	100%	0.10	2019-07-15	山东
湖北华统惠民食品有限公司	控股子公司	51%	0.03	2019-08-15	湖北
梨树县华统食品有限公司	全资子公司	100%	0.50	2019-11-12	吉林
杭州华统食品贸易有限公司	全资子公司	100%	0.05	2020-03-02	浙江

注：以上列表公司为主要从事屠宰及肉类加工的子公司，少数涉及屠宰及肉类加工业务占比较低的公司不在统计范围。

资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 肉制品具备地域品牌竞争力, 深加工业务发展前景广阔

公司肉制品加工业务以火腿及其他腊味食品为主, 华统火腿目前已成为公司口碑产品, 在浙江省内具有一定的品牌影响力。金华火腿是我国最负盛名的火腿品牌, 原产地保护的限制为华统火腿的发展创造了得天独厚的地理优势。公司从国际火腿加工机械行业的领先者意大利富利高冷冻机械制造有限公司等引进三条火腿生产线, 产能可达 80 万只/年。该套设备可使火腿生产全过程实现控温控湿, 摆脱了传统金华火腿“靠天吃饭”的生产模式, 含盐量严格控制在 5-6%之间, 远低于传统火腿 10-12%含盐量, 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, 满足火腿生吃口感及现代人对健康饮食的追求。

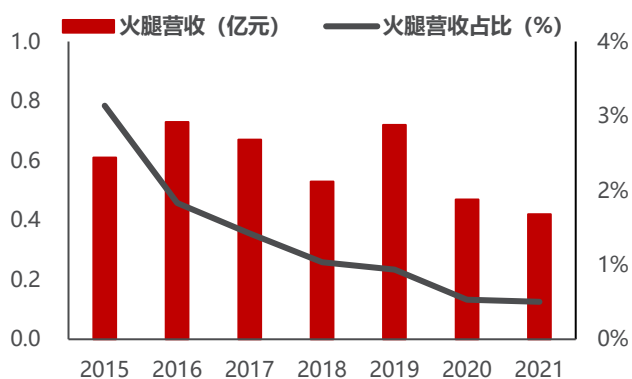
公司火腿业务产销量保持稳定, 但受猪肉价格下跌影响, 2021 年收入规模小幅下降。2021 年火腿业务实现营收 0.42 亿元, 同比减少 10.64%; 占总营收比重 0.51%, 比重同比减少 5.35%。肉制品深加工作为公司产业链的合理延伸, 在进一步提升产品附加值的基础上, 对生鲜肉品的价值具有一定的优化效应。2021 年, 火腿产品的毛利率为 8.42%, 高于生鲜猪肉 2.30%。但由于肉制品产品结构较为单一, 火腿业务占比较低, 获利有限。随着公司进一步加大冷鲜肉销售、精细分割产品开发、新产品研发及渠道建设, 公司产品附加值和市场竞争能力将得到提升, 有望进入预制菜蓝海。

表3: 公司 2021 年肉制品新品研发进展

形式		产品/口味
公司内部研发	增加产品系列	新增火腿自然块、火腿中方、火腿蹄膀、火腿火踵、火腿切片、每日好肠等产品系列。
	开发多产品口味	土香肠新推出原味、麻辣、咸香三种口味, 迎合年轻市场需求。
公司对外合作研发	增加产品系列	2021 年 12 月, 公司与中德联合研究院 (江西-OAI) 签署合作协议, 展开肠类新产品、金华火腿低盐发酵、其他营养健康肉制品地开发, 提高产品力。

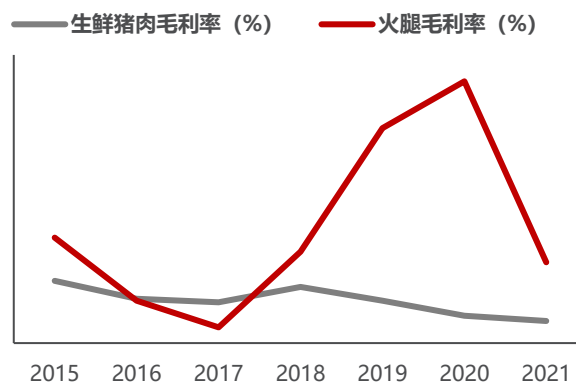
资料来源: wind, 民生证券研究院;

图24: 公司 2015-2021 年火腿业务收入占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图25: 公司 2015-2021 年产品毛利率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心业务自下而上过渡，加速驶入养殖快车道

3.1 浙江规模化养殖模式成熟，销区比价优势显著

浙江地区生猪养殖规模化程度高、养殖密度低，非瘟等疫情防控压力较轻。浙江省无论从经济条件还是自然条件，都适宜发展生猪规模化养殖。2019-2021年间，浙江省政府明确生猪产业坚决走规模化科学养殖新路，不走散养污染环境老路，连续出台政策意见，针对新建(扩建)万头以上的规模猪场，按每万头出栏给予100万元补贴、能繁母猪引种每头500元补贴，以及新建规模猪场贷款贴息在国家补贴的基础上、省级额外补贴1%等。2020年末，浙江省大型养殖场户均存栏5097头，大型养殖场(户)合计生猪存栏为465.83万头，占全省存栏74.2%，是全国生猪养殖规模化程度最高的省份之一。公司作为浙江省政府生猪保供企业，近年抓住契机，获得了较好的发展机会。

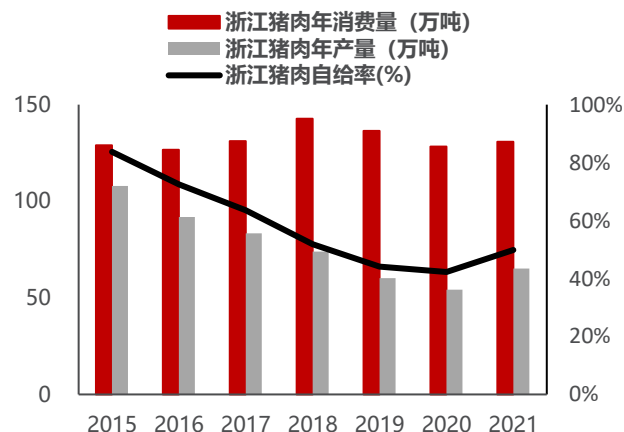
销区比价优势显著，头均盈利水平丰厚。南方水网区域是前几年我国环保禁养清退力度最大的地区，而浙江是执行最早、环保清退力度最大的省份。2012-2019年，浙江省能繁母猪存栏量从130.1万头锐减至40.2万头，尽管2020-2021年在一系列鼓励政策支持下能繁母猪存栏量增长至69.3万头，但省内猪肉自给率仍然不足50%，距离政府70%的目标仍然有较大差距。产销缺口的存在使得浙江省生猪价格长期高于全国生猪均价，这点也能从公司月度销售数据中证实：2021年8月至今，公司生猪销售均价为16.6元/公斤，同期其他上市猪企销售均价集中在13-14元/公斤，具备显著的区域价格优势。

图26：2010-2021年浙江省能繁母猪存栏量(万头)



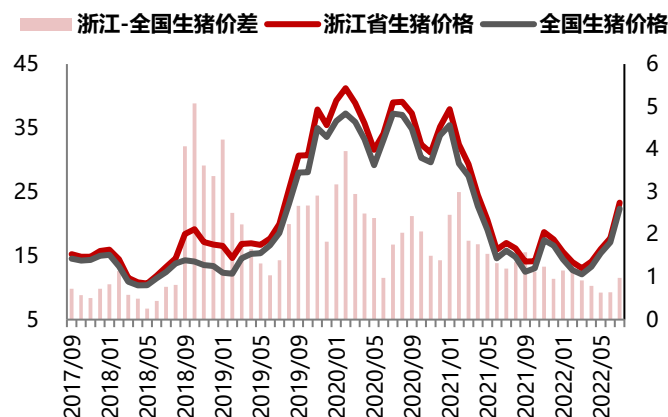
资料来源：wind，民生证券研究院

图27：2015-2021年浙江省猪肉自给率



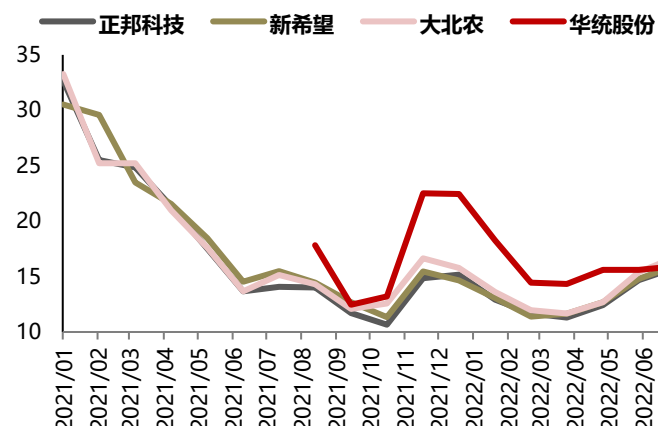
资料来源：wind，民生证券研究院

图28: 浙江省内猪价长期高于全国均价 (元/公斤)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图29: 四家上市猪企生猪月度销售均价 (元/公斤)



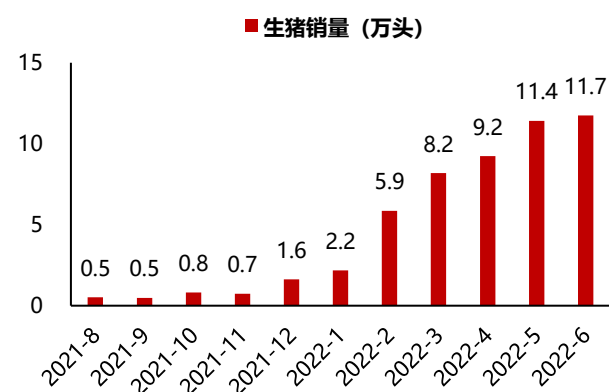
资料来源: wind, 民生证券研究院

3.2 生猪产能稳步上量, 业绩改善确定性增强

公司采取自下而上的经营模式, 基于屠宰发展养殖, 并进一步发展饲料加工业, 打造一体化的协同产业链路径, 与全球生猪养殖产业巨头美国龙头史密斯菲尔德类似。20 世纪 90 年代, 美国环保运动兴起, 出现养猪场及加工企业倒闭潮, 史密斯菲尔德采取抓住机遇, 兼并大量加工厂; 到了 21 世纪, 史密斯菲尔德又进一步采取一体化策略, 自建、收购养殖场, 逐步成为美国生猪产业龙头。由此可见, 其养殖业务快速扩张的关键在于, 把握下游消费终端, 构建前端猪种核心力, 减弱猪价周期波动的风险, 同时助力中端养殖扩张及产能消化。公司对屠宰业务的布局已经远远领先于其他猪企, 长期来看, 养殖业务加速扩张有望与其屠宰产能逐渐匹配, 猪价下行时屠宰量增大, 屠宰业务盈利增加, 可以抵御一定的养殖亏损风险; 猪价上行时屠宰量会受到一定影响, 但仍能保持盈利, 且养殖利润可以增厚业绩。

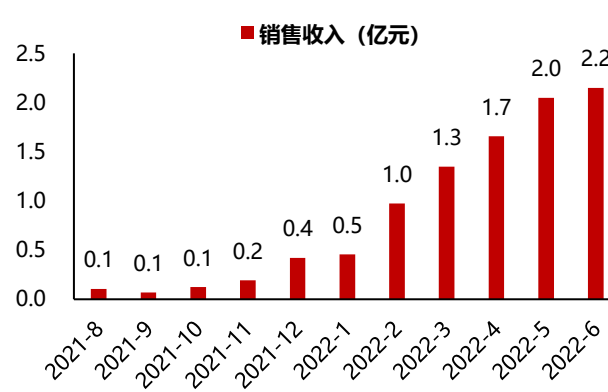
作为浙江省主要的生猪增产保供企业, 公司养殖业务的开展得到了当地政府的大力支持, 通过政府合作、新设增资的方式布局种猪场。公司 2021 年出栏生猪 (含种猪、商品猪) 13.7 万头, 涉及生猪养殖业务子公司达 14 家; 2022 年公司计划出栏 120 万头生猪, 1-6 月已累计出栏 48.6 万头。

图30: 公司生猪月度销售量 (万头)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图31: 公司生猪月度销售收入 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

表4：公司 14 家生猪养殖业务子公司（截至 2021 年年底）

公司	参控股关系	投资比例	投资额（亿元）	成立时间	区域
仙居华统种猪有限公司	控股子公司	85%	0.43	2017-07-10	浙江
正康(义乌)猪业有限公司	控股子公司	70%	0.80	2016-07-18	浙江
仙居绿发生态农业有限公司	控股子公司	53%	1.30	2017-08-04	浙江
衢州华统牧业有限公司	全资子公司	100%	5.74	2018-05-07	浙江
丽水市丽农生态农牧有限公司	全资子公司	100%	1.01	2018-05-08	浙江
兰溪华统牧业有限公司	控股子公司	53%	2.76	2018-12-27	浙江
杭州同壮农业发展有限公司	控股子公司	51%	0.31	2019-10-15	浙江
义乌华昇牧业有限公司	控股子公司	85%	0.85	2019-12-05	浙江
固始县华统牧业有限公司	控股子公司	70%	0.21	2019-12-23	河南
东阳华统牧业有限公司	控股子公司	100%	1.00	2019-12-30	浙江
浦江华统牧业有限公司	全资子公司	100%	1.00	2020-01-06	浙江
天台华统牧业有限公司	全资子公司	100%	0.50	2020-01-15	浙江
乐清市华统牧业有限公司	控股子公司	51%	0.26	2020-05-29	浙江
绩溪县华统牧业有限公司	全资子公司	100%	1.00	2021-01-04	浙江

资料来源：公司公告，民生证券研究院

“省内+省外”布局，生猪产能加速投放。2021 年以来公司共布局 19 个生猪养殖项目，其中浙江省内 18 个基本建设完成，15 个已经投产，其余猪场计划年内建成投产，预计达到年出栏 260 万头的规模。受限于土地紧缺、环保严苛等因素，未来公司还将通过“公司+农户”的模式继续向省外扩大养殖产能，今年下半年安徽绩溪年出栏 45 万头商品猪的项目将正式开工，预计 2023 年产能便可陆续释放，此外，公司在四川和东北地区也有初步项目规划，力争 2024 年实现 500 万头的出栏目标。

养殖效率优异，成本改善空间可观。公司现有的 260 万头产能均采用楼房一体化自繁自养，便于配置更多先进成熟的养殖设备，猪舍环境相对更干燥，有利于生物防控，且土地使用效率更高，适合在江浙一带运用。种猪品系方面，公司此前种猪群体为新美系，屠宰品相好，但产仔率不高，因此引入了加系进行平衡；今年 4 月开始，公司陆续引进产仔率更高的法系种猪，计划在未来两到三年内将种群从新美系向法系过渡。目前公司能繁母猪 PSY 约 23 头，全程存活率约 89%，养殖效率高于行业平均水平；出栏完全成本为 18 元/公斤左右，主要因当前产能利用率过低。我们预计，未来随着产能利用率和饲料自给率的提升，都将为养殖成本带来可观的下降空间，预计公司 2022 年年底完全成本有望降至 17.5 元/公斤，2023 年实现满产后可进一步降至 16.5 元/公斤。

表5：截至 2021 年年底，公司生猪养殖业务主要在建项目情况（亿元）

项目名称	预算资金 (亿元)	工程累计投入资金 (亿元)	工程进度 (%)	尚需投入资金 (亿元)
华昇牧业现代生猪养殖场建设项目	7.70	6.22	80%	1.48
正康猪业现代化生猪养殖场改扩建项目	2.74	2.63	95%	0.11
东阳现代化生态养殖场建设项目	3.01	1.97	65%	1.04
浦江现代化生态养殖场建设项目	3.01	2.27	75%	0.74
衢州华统现代化生态养殖场建设项目	5.00	4.53	90%	0.47
乐清市华统现代化生猪养殖建设项目	2.80	1.31	50%	1.49
天台华统现代化生猪养殖建设项目	1.91	1.64	85%	0.28
丽水农牧生猪养殖项目	5.57	3.10	60%	2.48
仙居绿发生猪养殖项目	4.44	3.96	90%	0.48
兰溪牧业生猪养殖项目	4.64	3.67	80%	0.97
同壮现代化生猪养殖场建设项目	3.86	2.73	70%	1.13
华昇饲料年产 45 万吨高档动物饲料建设项目	1.61	0.87	60%	0.74
兰溪年产 18 万吨动物饲料建设项目生产线	1.00	0.14	15%	0.86
合计	47.30	35.04		12.26

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 饲料业务

为满足生猪养殖饲料需求，公司积极扩建饲料产能。2022年，公司新增义乌年产45万吨饲料厂、仙居年产20万吨的饲料厂，全部建成投产后，公司饲料产能将达到77万吨。随着生猪养殖量逐步提高，我们假设饲料产能利用率逐年提高，预计饲料业务22~24年分别实现收入2.1、3.1、4.2亿元，CAGR为41.4%。

2) 生猪养殖业务

公司于浙江省内外布局多个养殖项目，计划2022年出栏120万头生猪，今年下半年安徽绩溪年出栏45万头商品猪的项目将正式开工，预计2023年产能便可陆续释放，此外，公司在四川和东北地区也有初步项目规划，力争2024年实现500万头的出栏目标。当前生猪持续上行，且公司位于高价销区，因此我们假设公司生猪销售价格略高于行业平均水平，预计生猪业务22~24年分别实现收入10.1、24.0、39.9亿元。CAGR为99.0%。

3) 屠宰及肉类加工业务

随着公司生猪养殖场逐步投产，屠宰的自供比例将相应提高，现有产能也将得到充分利用，2022~2023年，公司规划屠宰量分别为500万、800万头，产能利用率将大幅提升。我们假设公司猪肉销售价格随上游生猪价格波动而波动，预计屠宰业务22~24年分别实现收入141.2、272.5、235.3亿元。CAGR为29.1%。

整体盈利能力方面，我们假设生猪养殖业务完全成本将逐步改善，但毛利率随猪价的波动而有所起伏，此外，饲料及屠宰业务毛利率均逐年上升。整体费用方面，随着公司经营规模不断扩大，生猪养殖场建设逐步推进，管理费用投入将大幅增加，同时肉制品业务销售渠道建设、销售人员扩张也将使得公司销售费用投入有所上升，因此我们预计22~24年公司整体期间费用将较之前有所增加，其中管理费用分别为2.23、4.19、3.96亿元，销售费用分别为1.13、2.14、2.04亿元，研发费用分别为0.40、0.80、0.74亿元，财务费用分别为1.06、1.03、0.73亿元。

表6：公司各业务盈利预测拆分

	2021A	2022E	2023E	2024E
饲料业务				
营业收入 (亿元)	0.6	2.1	3.1	4.2
增速 (%)	-42.0%	238.5%	50.0%	33.3%
营业成本 (亿元)	0.6	1.9	2.8	3.7
毛利 (亿元)	0.0	0.2	0.3	0.4
毛利率 (%)	2.2%	8.0%	10.0%	10.0%
生猪养殖业务				
营业收入 (亿元)	1.1	10.1	24.0	39.9
增速 (%)	411.9%	845.6%	138.3%	66.1%
营业成本 (亿元)	0.9	7.9	15.0	27.7
毛利 (亿元)	0.2	2.1	9.1	12.2
毛利率 (%)	14.9%	21.2%	37.8%	30.5%
屠宰及肉类加工业务				
营业收入 (亿元)	79.5	141.2	272.5	235.3
增速 (%)	-6.7%	77.6%	93.0%	-13.6%
营业成本 (亿元)	77.6	135.5	254.8	220.0
毛利 (亿元)	1.9	5.6	17.7	15.3
毛利率 (%)	2.4%	4.0%	6.5%	6.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 相对估值

公司在已成为浙江地区屠宰龙头企业的基础上，开始逐步布局上游养殖产业，当前业务覆盖“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”四大环节，肉制品与养殖业务将成为公司主要利润来源，因此选取同样养殖行业中积极进行全产业链布局的牧原股份、温氏股份、唐人神，以及屠宰及肉制品头部企业双汇发展和龙大美食作为可比公司，对应 2022 年 PE 均值为 37 倍，考虑到公司养殖业务刚刚站在新的成长起点上，下半年猪价上行将为公司带来量价齐升的业绩红利，估值也将得到进一步的修复。

表7：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS(元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002714.SZ	牧原股份	57.87	1.31	1.23	5.56	5.24	41	47	10	11
300498.SZ	温氏股份	22.84	-2.11	-0.17	1.94	2.17	-	-	12	11
002567.SZ	唐人神	9.50	-0.95	-0.04	1.32	1.46	-	-	7	7
000895.SZ	双汇发展	26.81	1.40	1.81	1.99	2.18	22	15	13	12
002726.SZ	龙大美食	9.58	-0.61	0.19	0.43	0.70	-	50	22	14
行业平均							32	37	13	11
002840.SZ	华统股份	21.34	-0.32	0.59	2.72	2.89	-	36	8	7

资料来源：wind，民生证券研究院（注：可比公司采用 wind 一致预期，股价为 2022 年 8 月 8 日收盘价）

4.3 投资建议

预计公司 2022-2024 年有望出栏生猪 120/260/500 万头，实现归母净利润 3.58、16.48、17.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、2.72、2.89 元。公司作为浙江省稳产保供单位，已获得多方融资支持，生猪产能兑现确定性强。当前猪价已进入上行周期，公司区域优势赋予其更高的头均盈利能力，未来成长空间可观。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 生猪价格波动风险。猪价波动对公司的生产经营产生的影响较大，若猪价下跌，公司自供成本高于外购成本，且存在存栏生物资产减值风险。

2) 动物疫病风险。下半年冬季到来，疫情在低温环境下可能重新爆发，造成产能损失，造成出栏量下降，对原材料供给造成不利影响；此外，疫情容易引起恐慌心理，或促使消费者增加对替代产品消费，或直接导致猪禽产品消费需求的萎缩，将面临销量下降进而导致业绩大幅下滑的风险。

3) 生猪出栏不及预期风险。生猪养殖业务是公司未来的新业绩增长点，若出栏不及预期，大量建成项目短期无法盈利，存在一定资金压力。屠宰业务量受出栏量影响，若出栏量不理想，可能造成屠宰业务盈利下滑。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,342	15,561	30,187	28,163
营业成本	8,115	14,748	27,461	25,357
营业税金及附加	17	25	51	49
销售费用	64	113	214	204
管理费用	116	223	419	396
研发费用	22	40	80	74
EBIT	-87	516	2,162	2,267
财务费用	106	106	103	73
资产减值损失	-201	-29	-35	-37
投资收益	46	45	101	100
营业利润	-205	447	2,152	2,293
营业外收支	-23	20	1	3
利润总额	-228	467	2,153	2,297
所得税	19	21	97	105
净利润	-247	446	2,056	2,191
归属于母公司净利润	-192	358	1,648	1,750
EBITDA	176	919	2,607	2,757

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	424	1,251	3,360	5,454
应收账款及票据	28	72	128	60
预付款项	16	60	94	86
存货	525	854	1,814	671
其他流动资产	281	331	447	310
流动资产合计	1,275	2,567	5,843	6,580
长期股权投资	22	22	22	22
固定资产	3,211	3,971	4,466	4,776
无形资产	266	290	316	340
非流动资产合计	5,861	6,300	6,955	7,463
资产合计	7,136	8,867	12,798	14,043
短期借款	1,319	1,620	1,970	2,346
应付账款及票据	569	451	1,595	349
其他流动负债	395	598	990	927
流动负债合计	2,283	2,668	4,555	3,621
长期借款	1,717	1,854	1,854	1,854
其他长期负债	1,021	874	874	874
非流动负债合计	2,739	2,728	2,728	2,728
负债合计	5,022	5,397	7,283	6,350
股本	456	606	606	606
少数股东权益	573	660	1,069	1,510
股东权益合计	2,115	3,470	5,514	7,694
负债和股东权益合计	7,136	8,867	12,798	14,043

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.59	86.53	94.00	-6.71
EBIT 增长率	-150.09	695.54	319.05	4.87
净利润增长率	-242.46	286.23	359.74	6.21
盈利能力 (%)				
毛利率	2.73	5.22	9.03	9.96
净利润率	-2.31	2.30	5.46	6.21
总资产收益率 ROA	-2.70	4.04	12.88	12.46
净资产收益率 ROE	-12.48	12.76	37.06	28.30
偿债能力				
流动比率	0.56	0.96	1.28	1.82
速动比率	0.22	0.53	0.81	1.54
现金比率	0.19	0.47	0.74	1.51
资产负债率 (%)	70.37	60.86	56.91	45.21
经营效率				
应收账款周转天数	1.20	1.06	1.09	1.10
存货周转天数	19.78	16.81	17.47	17.64
总资产周转率	1.38	1.94	2.79	2.10
每股指标 (元)				
每股收益	-0.32	0.59	2.72	2.89
每股净资产	2.54	4.64	7.34	10.20
每股经营现金流	0.42	0.87	4.79	4.56
每股股利	0.00	0.01	0.02	0.02
估值分析				
PE	-	36	8	7
PB	8.4	4.6	2.9	2.1
EV/EBITDA	92.45	17.11	5.36	4.44
股息收益率 (%)	0.00	0.07	0.09	0.09

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-247	446	2,056	2,191
折旧和摊销	263	403	445	490
营运资金变动	-66	-379	369	47
经营活动现金流	252	525	2,904	2,766
资本开支	-2,226	-788	-1,076	-966
投资	188	-30	-31	-31
投资活动现金流	-2,020	-781	-1,006	-896
股权募资	174	917	0	0
债务募资	1,724	290	351	376
筹资活动现金流	1,617	1,083	211	224
现金净流量	-152	827	2,109	2,094

插图目录

图 1: 公司历史发展进程.....	3
图 2: 公司股权结构图 (截至 2021 年 12 月 31 日)	4
图 3: 公司 2015-2021 年营业收入情况.....	5
图 4: 公司 2015-2021 年归母净利润情况.....	5
图 5: 公司 2015-2021 年净利率、毛利率、费用率水平.....	5
图 6: 公司 2015-2021 年三费水平	5
图 7: 公司各主营业务毛利率 (%)	5
图 8: 公司 2021 年产品营收占比.....	6
图 9: 公司 2021 年产品毛利占比.....	6
图 10: 公司 2015-2021 年省内外营收比例	6
图 11: 公司子公司布局范围.....	6
图 12: 公司 2015-2022Q1 资产负债率.....	7
图 13: 公司 2015-2022Q1 在建工程规模及增速	7
图 14: 公司 2015-2022Q1 固定资产规模及增速	7
图 15: 公司 2019Q1-2022Q1 生物性资产规模及增速	7
图 16: 我国规模以上定点屠宰屠宰量占比.....	8
图 17: 我国规模以上定点屠宰企业数量占比.....	8
图 18: 2020 年肉类消费情况	9
图 19: 2020 年各区域鲜品传统流向占比.....	9
图 20: 公司 2015-2021 年屠宰及加肉类工业业务营收.....	9
图 21: 2015-2021 年生鲜猪肉屠宰产能及产能利用率.....	9
图 22: 公司 2015-2021 年生鲜猪肉毛利率及猪价走势.....	10
图 23: 公司 2015-2021 年生猪屠宰单吨毛利	10
图 24: 公司 2015-2021 年火腿业务收入占比	11
图 25: 公司 2015-2021 年产品毛利率 (%)	11
图 26: 2010-2021 年浙江省能繁母猪存栏量 (万头)	12
图 27: 2015-2021 年浙江省猪肉自给率.....	12
图 28: 浙江省内猪价长期高于全国均价 (元/公斤)	13
图 29: 四家上市猪企生猪月度销售均价 (元/公斤)	13
图 30: 公司生猪月度销售量 (万头)	13
图 31: 公司生猪月度销售收入 (亿元)	13

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司与温氏、正大、康地主要合作事项	4
表 2: 公司屠宰及肉类加工业务子公司 (截至 2021 年 12 月 31 日)	10
表 3: 公司 2021 年肉制品新品研发进展	11
表 4: 公司 14 家生猪养殖业务子公司 (截至 2021 年年底)	14
表 5: 截至 2021 年年底, 公司生猪养殖业务主要在建项目情况 (亿元)	15
表 6: 公司各业务盈利预测拆分	17
表 7: 可比公司 PE 数据对比.....	17
公司财务报表数据预测汇总.....	20

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026