

华统股份 (002840.SZ)

2023 三季度报点评：2023Q3 成本再次突破，出栏快速增长

买入

核心观点

养殖成本再次突破，单位超额收益优势再次验证。公司 2023Q3 合并报表净盈利 328.43 万元，同比-97.38%，环比扭亏为盈；归母净利亏损 190.58 万元，同比-101.82%，环比明显减亏。单三季度来看，公司业绩表现亮眼，养猪业务成本快速下降，分业务来看：1) 养殖端，Q3 生猪板块整体盈利预计可能接近 1400 万元，减值冲回预计约 7700 万元。其中，肥猪出栏 50.22 万头，商品猪合计经营性亏损预计约 5900 万元，测算得出头均肥猪亏损约 120 元；仔猪出栏 1.93 万头，预计亏损约 100 万元；淘汰母猪约 6300 头，预计亏损约 300 万元。2) 其他业务：屠宰端预计利润约 1500 万元，肉品亏损约 150 万元。另外总部费用预计可能接近 3000 万元。我们由 Q3 业绩倒算出公司完全成本接近 16.8-16.9 元/公斤，较 2023Q2 的 17.5 元/公斤进一步下降，表现优秀；此外，公司地处浙江，3 季度生猪销售均价 15.93 元/公斤，区域优势明显。

现金流状况良好，养殖产能加快投放。截至 2023Q3 末，公司货币资金达 6.85 亿元，未来融资空间充裕。同时，公司生产性生物资产 2023Q3 末达 2.63 亿元，环比增长 5.6%，是少有产能环比增加的上市公司之一，有望保障后续出栏较快增长。公司从 2022Q3 起进行高价低效母猪淘汰工作，2023Q2 基本完成。目前公司已在浙江省内建成 300 万头以上的自繁自养一体化楼房养殖产能，同时也在积极布局其他养殖产能，我们预计公司 2023-2024 年出栏约 230-240 万头、400-500 万头，是本轮猪周期出栏增速最快的企业之一，有望成为新一轮周期成长股。

华统拥有三大核心优势，有望铸就单位超额收益+出栏增速快的周期成长股。具体来看：1) 区域优势造就单位超额收入。浙江养殖资产具备稀缺性，一是浙江属生猪销区，当地商品猪均价通常高于全国均价接近 2 元/公斤；二是浙江几乎没有农民养殖户，属于天然养殖无疫区，对于非洲猪瘟和其他疾病防控具备天然优势。**2) 后发优势带来养殖的超额收益。**华统是非瘟后崛起的养殖黑马，周期底部逆势扩张使公司不但受益于行业性大幅扩张带来的人才积聚与技术升级红利，且拥有种猪等成本优势。**3) 资金优势奠定出栏的成长性。**公司拥有可转债、大股东定增、政府养殖补贴等多元化资金来源；此外，屠宰现金流常年亦表现稳定，有望为公司出栏快速扩张提供资金保障。

风险提示：生猪及原料价格波动风险、不可控动物疫病大规模爆发的风险。

投资建议：维持“买入”评级。预计 2023-2025 年归母净利 0.09/6.95/35.88 亿元，EPS 分别为 0.01/1.15/5.92 元，对应当前股价 PE 分别为 1177/15/3 X。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,342 | 9,452 | 10,788 | 16,254 | 26,850 |
| (+/-%) | -5.6% | 13.3% | 14.1% | 50.7% | 65.2% |
| 净利润(百万元) | -192 | 88 | 9 | 695 | 3588 |
| (+/-%) | -242.5% | -145.6% | -89.8% | 7667.3% | 415.9% |
| 每股收益(元) | -0.42 | 0.14 | 0.01 | 1.15 | 5.92 |
| EBIT Margin | 0.1% | 3.0% | 3.6% | 7.2% | 16.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | -12.5% | 3.3% | 0.3% | 21.7% | 57.4% |
| 市盈率 (PE) | -41.2 | 120.1 | 1176.5 | 15.1 | 2.9 |
| EV/EBITDA | 50.5 | 23.7 | 19.4 | 10.3 | 3.9 |
| 市净率 (PB) | 5.14 | 3.94 | 3.93 | 3.29 | 1.68 |

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

liruihan@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 | 17.38 元 |
| 总市值/流通市值 | 10653/8042 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 21.08/13.81 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 73.77 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

- 《华统股份 (002840.SZ) -2023 半年报点评：2023Q2 成本进一步下降，单位超额收益优势显著》——2023-09-01
- 《华统股份 (002840.SZ) -2023 半年报业绩预告点评：成本逐季改善，出栏成长凸显》——2023-07-14
- 《华统股份 (002840.SZ) -2022 年报及 2023 一季报点评：2023Q1 成本稳步下探，单位超额收益进一步凸显》——2023-04-28
- 《华统股份 (002840.SZ) -2 月销售简报点评：出栏同比及环比高增，量价优势逐月验证》——2023-03-19
- 《华统股份 (002840.SZ) -2022 年业绩预告点评：四季度养殖成本小幅下探，继续看好 2023 年养殖表现》——2023-01-31

养殖成本再次突破，单位超额收益优势再次验证。公司 2023Q3 合并报表净盈利 328.43 万元，同比-97.38%，环比扭亏为盈；归母净利亏损 190.58 万元，同比-101.82%，环比明显减亏。单三季度来看，公司业绩表现亮眼，养猪业务成本快速下降，分业务来看：1) 养殖端，Q3 生猪板块整体盈利预计可能接近 1400 万元，减值冲回预计约 7700 万元。其中，肥猪出栏 50.22 万头，商品猪合计经营性亏损预计约 5900 万元，测算得出头均肥猪亏损约 120 元；仔猪出栏 1.93 万头，预计亏损约 100 万元；淘汰母猪约 6300 头，预计亏损约 300 万元。2) 其他业务：屠宰端预计利润约 1500 万元，肉品亏损约 150 万元。另外总部费用预计可能接近 3000 万元。我们由 Q3 业绩倒算出公司完全成本接近 16.8-16.9 元/公斤，较 2023Q2 的 17.5 元/公斤进一步下降，表现优秀；此外，公司地处浙江，3 季度生猪销售均价 15.93 元/公斤，区域优势明显。

图1：华统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：华统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：华统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：华统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

盈利水平受 2023 年 Q1-Q3 整体猪价低迷影响同比下滑，费用率水平由于产能扩张略有提升。公司 2023Q1-Q3 销售毛利率 0.26%，相较 2022 年减少 6.00pct；销售净利率-6.43%，相较 2022 年减少 7.75pct，公司毛利率下降主要系 2023Q1-Q3 猪价深度亏损，阶段性盈利承压。另外，从费用率来看，整体受到产能扩张影响，有所提升，公司 2023Q1-Q3 销售费用率 1.07%（较 22 年全年+0.22pct），主要系销售人员增加导致薪酬费用以及招待费用增加；管理费用率 2.94%（较 22 年全年

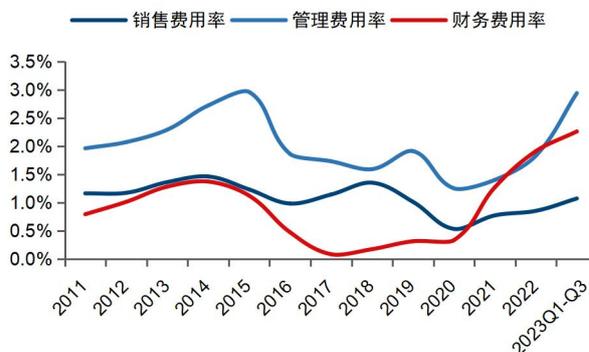
+1.11pct），主要系股权激励费用增加所致；财务费用率 2.26%（较 22 年全年 +0.35pct），主要系银行存款增加，及猪场投产后停止财务费用资本化所致；三项费用率合计 6.27%，整体较 2022 年全年上升 1.68pct，预计未来随公司养殖产能利用率上升，有望实现改善。

图5：华统股份毛利率、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

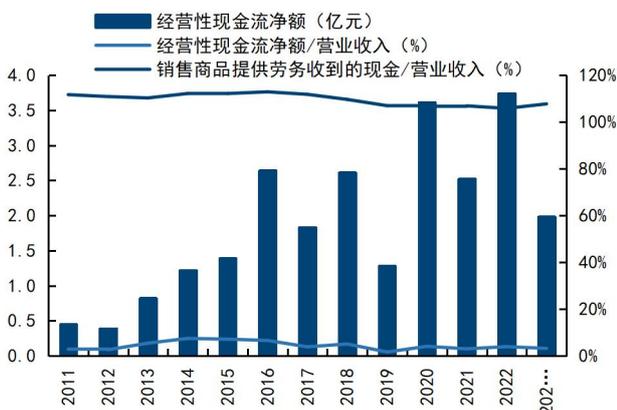
图6：华统股份三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流有所收紧，应收及存货周转率小幅提升。2023Q1-Q3 经营性现金流净额 2.58 亿元（同比+21%），经营性现金流净额占营业收入比例为 3.21%（同比+25%），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 107.70%（同比+2%）。在主要流动资产周转方面，2023Q1-Q3 公司应收周转天数为 2.43 天（同比+31%），存货周转天数达 45.71 天（同比+30%），周转效率受生猪业务规模扩大影响有所拉长。

图7：华统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：华统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：公司成本与产能逐月兑现，成长性及估值修复空间足够，而且浙江养猪产能具备稀缺性，属于农业养殖的核心资产，继续重点推荐。预计 2023-2025 年归母净利 0.09/6.95/35.88 亿元，EPS 分别为 0.01/1.15/5.92 元，对应当前股价 PE 分别为 1177/15/3 X。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 424 | 998 | 1096 | 1733 | 5481 | 营业收入 | 8342 | 9452 | 10788 | 16254 | 26850 |
| 应收款项 | 81 | 90 | 111 | 146 | 228 | 营业成本 | 8115 | 8861 | 10052 | 14591 | 21638 |
| 存货净额 | 525 | 1022 | 1001 | 1359 | 1790 | 营业税金及附加 | 17 | 17 | 20 | 20 | 46 |
| 其他流动资产 | 245 | 227 | 290 | 434 | 694 | 销售费用 | 64 | 81 | 90 | 127 | 194 |
| 流动资产合计 | 1275 | 2336 | 2497 | 3673 | 8193 | 管理费用 | 116 | 173 | 195 | 284 | 454 |
| 固定资产 | 4847 | 5451 | 6060 | 6875 | 7409 | 研发费用 | 22 | 36 | 40 | 62 | 105 |
| 无形资产及其他 | 266 | 281 | 270 | 258 | 247 | 财务费用 | 106 | 181 | 171 | 190 | 172 |
| 投资性房地产 | 727 | 776 | 776 | 776 | 776 | 投资收益 | 46 | (7) | (3) | (4) | 10 |
| 长期股权投资 | 22 | 28 | 78 | 158 | 238 | 资产减值及公允价值变动 | 201 | 46 | (200) | (75) | 32 |
| 资产总计 | 7136 | 8872 | 9681 | 11740 | 16863 | 其他收入 | (377) | (46) | (40) | (62) | (105) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1464 | 2066 | 2045 | 2200 | 2400 | 营业利润 | (205) | 133 | 16 | 901 | 4282 |
| 应付款项 | 569 | 487 | 501 | 691 | 1111 | 营业外净收支 | (23) | 1 | (5) | (20) | 1 |
| 其他流动负债 | 250 | 239 | 293 | 437 | 586 | 利润总额 | (228) | 134 | 11 | 881 | 4283 |
| 流动负债合计 | 2283 | 2792 | 2839 | 3328 | 4098 | 所得税费用 | 19 | 9 | 1 | 54 | 267 |
| 长期借款及应付债券 | 2152 | 1874 | 2374 | 3044 | 3724 | 少数股东损益 | (54) | 37 | 2 | 132 | 428 |
| 其他长期负债 | 586 | 860 | 1114 | 1394 | 1654 | 归属于母公司净利润 | (192) | 88 | 9 | 695 | 3588 |
| 长期负债合计 | 2739 | 2734 | 3488 | 4438 | 5378 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 5022 | 5526 | 6328 | 7766 | 9476 | 净利润 | (192) | 88 | 9 | 695 | 3588 |
| 少数股东权益 | 573 | 672 | 673 | 772 | 1136 | 资产减值准备 | 197 | (152) | 26 | 10 | 8 |
| 股东权益 | 1542 | 2674 | 2680 | 3202 | 6251 | 折旧摊销 | 250 | 393 | 477 | 611 | 701 |
| 负债和股东权益总计 | 7136 | 8872 | 9681 | 11740 | 16863 | 公允价值变动损失 | (201) | (46) | 200 | 75 | (32) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 106 | 181 | 171 | 190 | 172 |
| 每股收益 | (0.42) | 0.14 | 0.01 | 1.15 | 5.92 | 营运资本变动 | 448 | (507) | 284 | 86 | 66 |
| 每股红利 | 0.31 | 0.32 | 0.00 | 0.29 | 0.89 | 其它 | (292) | 108 | (25) | 89 | 356 |
| 每股净资产 | 3.38 | 4.41 | 4.42 | 5.28 | 10.32 | 经营活动现金流 | 209 | (116) | 971 | 1566 | 4687 |
| ROIC | 1% | 5% | 6% | 15% | 53% | 资本开支 | 0 | (884) | (1300) | (1500) | (1200) |
| ROE | -12% | 3% | 0% | 22% | 57% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 3% | 6% | 7% | 10% | 19% | 投资活动现金流 | 174 | (889) | (1350) | (1580) | (1280) |
| EBIT Margin | 0% | 3% | 4% | 7% | 16% | 权益性融资 | (0) | 1195 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 3% | 7% | 8% | 11% | 19% | 负债净变化 | 1069 | (126) | 200 | 320 | 280 |
| 收入增长 | -6% | 13% | 14% | 51% | 65% | 支付股利、利息 | (141) | (191) | (3) | (174) | (538) |
| 净利润增长率 | -242% | -146% | -90% | 7667% | 416% | 其它融资现金流 | (2390) | 1019 | (21) | 155 | 200 |
| 资产负债率 | 78% | 70% | 72% | 73% | 63% | 融资活动现金流 | (535) | 1580 | 477 | 651 | 342 |
| 息率 | 1.3% | 1.8% | 0.0% | 1.6% | 5.1% | 现金净变动 | (152) | 574 | 98 | 637 | 3749 |
| P/E | (41.2) | 120.1 | 1176.5 | 15.1 | 2.9 | 货币资金的期初余额 | 576 | 424 | 998 | 1096 | 1733 |
| P/B | 5.1 | 3.9 | 3.9 | 3.3 | 1.7 | 货币资金的期末余额 | 424 | 998 | 1096 | 1733 | 5481 |
| EV/EBITDA | 50.5 | 23.7 | 19.4 | 10.3 | 3.9 | 企业自由现金流 | 0 | (733) | (175) | 296 | 3704 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 161 | (155) | 592 | 4023 |

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