

华东生猪养殖一体化龙头，成长性显著

投资要点

- 投资逻辑：**1) 能繁母猪产能连续10个月调减，行业现金流压力增大，底部反转概率越来越强；2) 高性能种猪体系更新完成，母猪PSY由23.5提升至24.5，完全成本由18.74/公斤降至16.5元/公斤；3) 享浙江高猪价低密度区位优势，猪价较全国均价高约1元/公斤，产能进入快速释放期，预计24年完成400生猪出栏目标。
- 产能持续去化接近底部反转，行业资金紧张程度加剧产能去化或加速。**农业农村部最新披露，10月末全国能繁母猪存栏量4210万头，为4100万头正常保有量的102.7%，已连续10个月回调。2023年4月以来仔猪价格持续下跌，由4月初38元/公斤下跌至11月底24元/公斤，累计下跌幅度达36.8%，出售仔猪转入显著亏损区间，产能去化意愿加强。此外，行业资产负债率不断提高，行业整体负债率由21年初53.5%攀升至2023Q3的68.3%。尽管2023Q3负债率较Q2无明显增长，但生猪价格8月后持续下跌，Q4行业负债率预计进一步提高。企业长期亏损现金流紧张，叠加仔猪价格低不易处理资产，产能加速去化概率不断增加。
- 高性能种猪体系更新完成，打开降本增效空间。**2022年4月开始，公司陆续引进产仔率更高的法系种猪，为提升种猪繁育性能。目前，公司生猪养殖料肉比2.7左右，PSY在24-25之间，全程成活率87-88%左右。随着公司养殖技术的提升、管理考核的加强，公司猪苗成本逐步下降，料肉比逐步改善，同时得益于出栏量的不断释放，公司2023年的养殖成本呈现持续下降趋势，今年第三季度的养殖完全成本已经降至16-17元/公斤。公司后续将从“少死猪、多生猪、长得快”三大维度，即降低死淘率，改善种猪群体的质量及性能，严抓生物安全防控三个方面努力降低养殖成本。我们预计，未来随着产能利用率的提升和全程成活率的上升，都将为养殖成本带来可观的下降空间，预计后市随着饲料价格的回落和产能利用率的进一步提高，成本有望继续降低。
- 产能进入快速释放期。**截止2022年底，公司现已在浙江省内建成18个现代化楼房自繁自养一体化猪场，生猪年出栏产能可达300万头。公司2021年生猪出栏13.7万头。2022年，公司自布局生猪养殖业务以来实现超百万头的爆发式增长，累计出栏生猪约120.5万头。此外，公司积极向省外扩张。在省外，安徽绩溪年出栏25万头商品猪的项目正在建设中；2023年2月7日，华统股份与抚州市人民政府签订了《抚州市人民政府浙江华统肉制品股份有限公司战略合作框架协议》，拟投资76亿元用于建设年出栏200万头生猪规模化养殖项目、年产100万吨饲料加工项目、年屠宰生猪200万头及配套食品深加工项目。截止2023年11月，公司生猪年出栏产能达300-350万头，公司预计2023年出栏235万头，2024年出栏400-500万头，出栏增速领先行业。
- 享浙江高猪价低密度区位优势。**浙江是猪肉进口大省，因此猪肉价格明显高于全国平均水平。2018-2023年，浙江猪肉价格高于全国均价约1.04元/Kg。疫情防控方面，浙江受益于外部环境的天然优势，其养殖密度较低，养殖散户较少，因此受周边养殖环境影响较小。

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：18518090774
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)	6.14
流通A股(亿股)	4.63
52周内股价区间(元)	13.97-20.4
总市值(亿元)	125.26
总资产(亿元)	89.72
每股净资产(元)	3.73

相关研究

- **盈利预测与投资建议。**预计 2023-2025 年 EPS 分别为-0.08 元、1.53 元、2.71 元, 对应动态 PE 分别为—/13/8 倍, 同行业可比公司 2024 年平均 PE 为 15 倍。考虑到公司成本迅速下降, 出栏增速高于同行, 成长性强, 予以 24 年 18 倍 PE, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 目标价 27.54 元。
- **风险提示:** 下游养殖业出现疫情的风险; 生猪出栏量不及预期的风险; 产品销售情况不及预期的风险等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,452	13,042	19,390	26,052
增长率	13.30%	37.97%	48.68%	34.35%
归属母公司净利润 (百万元)	88	-52	941	1,662
增长率	145.59%	-159.02%	1917.31%	76.56%
每股收益 EPS (元)	0.19	-0.08	1.53	2.71
净资产收益率 ROE	3.28%	-1.93%	26.00%	31.47%
PE	88.89	—	13.31	7.54
PB	3.83	4.68	3.46	2.37

数据来源: Wind, 西南证券

目 录

1 公司概况：华东生猪养殖一体化龙头	1
2 行业分析：产能持续去化接近底部反转，养殖结构工字型演化	3
2.1 有效产能替代无效产能，养殖结构工字型演化	3
2.2 产能持续去化接近底部反转，行业资金紧张程度加剧产能去化或加速	4
2.3 屠宰行业集中度持续提高	5
3 成本规模价格多维度构筑核心优势	6
3.1 高性能种猪体系更新完成，打开降本增效空间	6
3.2 产能进入快速释放期	7
3.3 享浙江高猪价低密度区位优势	8
3.4 资金储备充足扩张无忧	9
3.5 屠宰业务区域优势显著，热鲜模式稳定贡献利润	10
4 盈利预测与估值	11
4.1 盈利预测	11
4.2 相对估值	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截至 2023Q3)	1
图 2: 公司 2023 年 H1 营收结构情况	2
图 3: 公司 2022 年毛利润结构情况	2
图 4: 2018-2023Q3 公司营业收入及增速	2
图 5: 2018-2023Q3 公司归母净利润及增速	2
图 6: 生猪养殖规模场户 (个)	3
图 7: 非规模养殖场户变化 (百万个)	4
图 8: 生猪出栏总场数 (百万个)	4
图 9: 生猪养殖规模场户占比 (%)	4
图 10: 能繁母猪存栏和生猪价格变动情况	4
图 11: 生猪养殖 (申万二级行业) 资产负债率 (%)	5
图 12: 2023 年 1-11 月仔猪价格变动情况 (元/公斤)	5
图 13: 全国生猪定点屠宰企业屠宰量及占比 (万头, %)	6
图 14: 法系高繁种群更替可使公司 PSY 大幅提升	7
图 15: 养殖效率改善公司养殖成本持续下降 (元/公斤)	7
图 16: 公司产能进入快速释放期	8
图 17: 2021 年 10 月至 2023 年 10 月公司商品猪月度销量变化	8
图 18: 浙江省生猪出栏价格持续高于全国均价 (元/公斤)	8
图 19: 2013-16 年间浙江省生猪存栏量快速下降	8
图 20: 公司货币资金充足	9
图 21: 公司短期借款	9
图 22: 公司屠宰及肉品加工行业销量和生产量情况 (吨)	10
图 23: 屠宰加工吨均利润 (元)	10

表 目 录

表 1: 屠宰行业近年政策	5
表 2: 公司定增拟募资 19.4 亿元用于生猪养殖及饲料项目建设	9
表 3: 分业务收入及毛利率	11
表 4: 可比公司估值	12
附表: 财务预测与估值	13

1 公司概况：华东生猪养殖一体化龙头

公司成立于 2001 年，是农业产业化国家重点龙头企业，也是浙江省养殖及屠宰双龙头企业。2010 年，公司通过中央储备冻肉冷库资质审定，获得中央储备冻猪肉收储资格。2011 年，公司被商务部确定为“市场应急保供骨干企业”。公司于 2017 年在深圳证券交易所上市。公司围绕生猪产业链一体化布局，公司主营业务涵盖生猪养殖、生猪屠宰、肉制品深加工三大主要板块，此外还配套拥有饲料加工、家禽养殖及屠宰等业务。

公司股权结构集中且稳定。截至 2023Q3，公司控股股东为华统集团，控股比例为 30.52%。朱俭勇、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分别间接持有华统股份 31.79% 和 12.01% 的股权，是华统股份的实控人。朱俭军之子朱凯 2020 年便担任公司副董事长，熟悉公司管理运营，截止 2023H1 末，持有华统股份 9.27% 的股权。

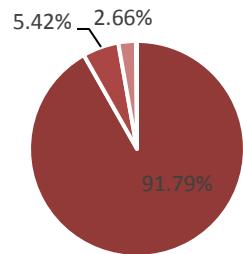
图 1：公司股权结构（截至 2023Q3）



数据来源：wind，西南证券整理

公司主营业务结构：公司的业务包括屠宰及肉类加工、畜禽养殖、和饲料业务。营业收入主要来源于屠宰及肉类加工，2022 年公司屠宰生猪 346.4 万头，收入为 86.50 亿元，占总营业收入的比例为 91.52%，对公司的营收贡献最大。2022 年，公司畜禽养殖和饲料的营收分别为 4.88 和 0.37 亿元，占总营业收入的比例分别为 5.17%、0.40%。

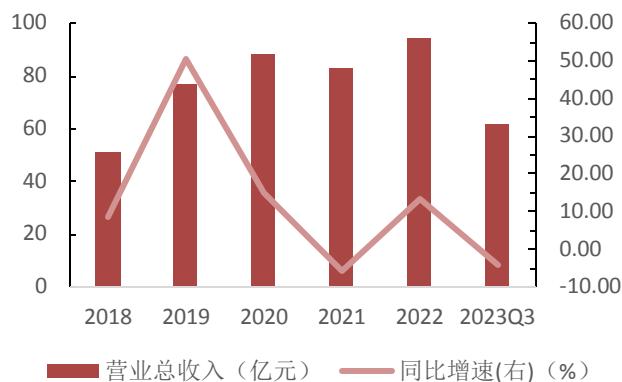
生猪养殖业务 2022 年以来快速放量，2023H1 生猪养殖业务内部抵销前营业收入达 18.12 亿元，同比+109.79%，营收占比提升至 31%。随公司生猪出栏持续放量，生猪养殖营收占比有望进一步提升。2023H1 公司屠宰及肉类加工、畜禽养殖、和饲料业务占比分别为 91.79%、5.42%、0.13%。

图 2：公司 2023 年 H1 营收结构情况


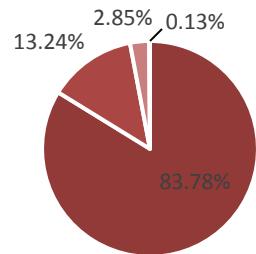
■ 屠宰及肉类加工行业 ■ 畜禽养殖行业
 ■ 其他行业 ■ 饲料行业

数据来源: Wind, 西南证券整理

公司业绩状况：营收稳中有增，净利润受猪周期影响。2018-2022 年公司营收由 51.18 亿元增长至 94.52 亿元，CAGR 为 16.58%。2017-2020 年公司屠宰业务稳步扩张，归母净利润稳定维持在 1 亿元以上。非瘟后公司开始布局生猪养殖业务，净利润受生猪行业周期影响较大。2021 年受到猪价大幅下跌影响，公司亏损近 2 亿元，2022 年则扭亏为盈，归母净利润 0.88 亿元。2023 截止 Q3 亏损 3.58 亿元，我们预计后期随着猪价回升以及公司产能的逐步释放，业绩有望回暖。

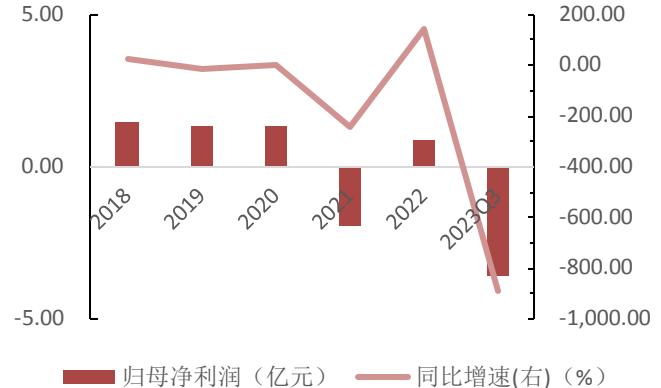
图 4：2018-2023Q3 公司营业收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 3：公司 2022 年毛利润结构情况


■ 屠宰及肉类加工行业 ■ 畜禽养殖行业
 ■ 其他行业 ■ 饲料行业

数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5：2018-2023Q3 公司归母净利润及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

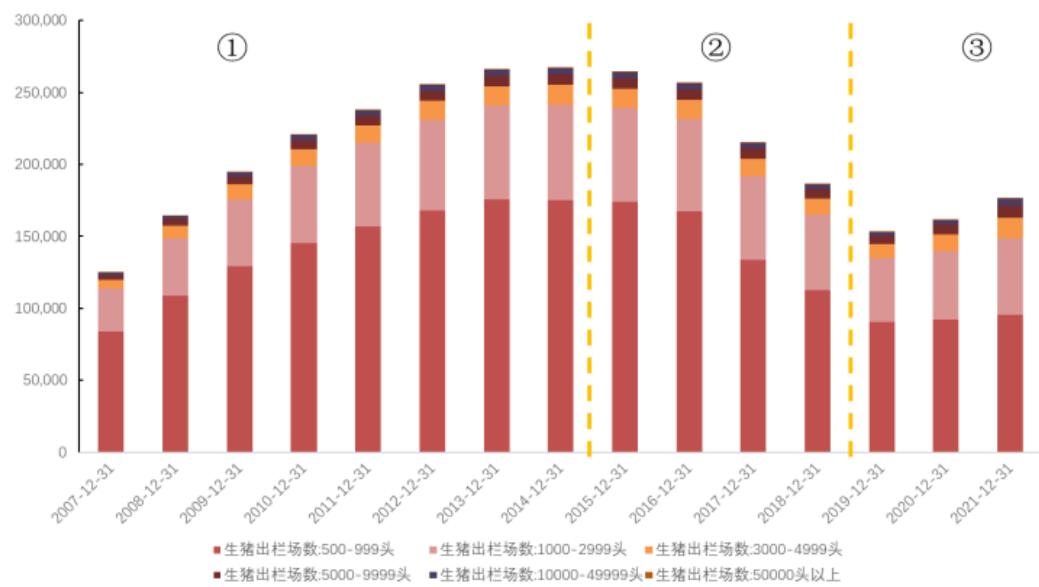
2 行业分析：产能持续去化接近底部反转，养殖结构工字型演化

2.1 有效产能替代无效产能，养殖结构工字型演化

有效产能替代无效产能，养殖结构工字型演化。我国近几年养殖规模化进程飞速，受行情和政策等多重利好推动，规模扩张以前所未有的速度推进。2007-2014年，仅有规模最小的年出栏49头以下的养殖户数量持续大幅缩减，减少幅度达到41.5%，规模在50头以上的猪场数量都现增长态势，年出栏在500-2999头的小规模场发展最为迅猛，2007年-2014年，这一规模区间的猪场数量增长幅度达到了112.4%。

2015-2018年，仅年出栏量在5万头以上的大型猪场数量仍处于增长状态，其余规模的猪场数量都出现下降，主要是因为低迷行情和环保政策。2014年以来，政府出台了一系列有关养殖的环保政策，其中包括要求养殖场、养殖小区周围应建设畜禽粪便处理设施，禁养区划分细则，明确在饮用水水源保护区、自然保护区、风景名胜区、城镇居民区和文化教育科学区等区域禁止建立畜禽养殖场。许多散户因无法满足绿色养殖条件而不得不离开市场。

图 6：生猪养殖规模场户（个）



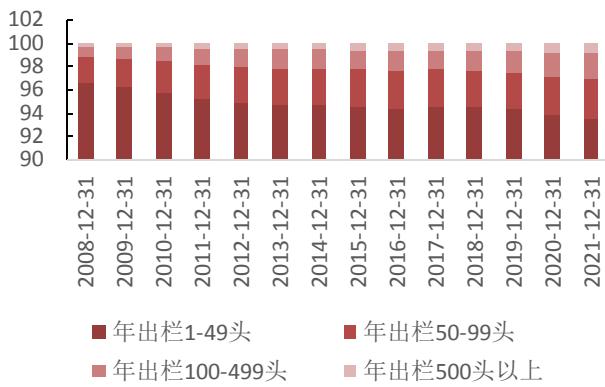
数据来源: Wind, 西南证券整理

2019-2022年非瘟后时代，规模养殖大幅扩张。2018年8月开始，中国暴发非洲猪瘟，众多规模化猪场受到冲击，我国生猪产能大幅下滑。2019年，国务院办公厅发布《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》提出，到2022年，产业转型升级取得重要进展，养殖规模化率达到58%左右，到2025年，养殖规模化率达到65%以上。非洲猪瘟的常态化过程中，加速产业转向由企业集团经营的大型规模化养猪场的格局。非洲猪瘟疫情常态化之下，中小养殖户由于疫情防控能力和资金风险抵抗能力较弱，有逐步退出生猪养殖行业的趋势，大型养殖集团产能虽然也受到非洲猪瘟疫情影响有所下降但应对恢复速度快于中小养殖户，因此规模养殖企业的生猪产能占比有快速增加趋势。

图 7：非规模养殖户变化 (百万个)


数据来源: Wind, 西南证券整理

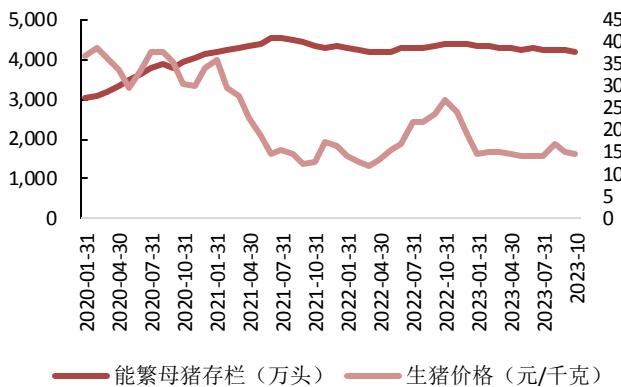
经过这一轮非瘟造成的价格波动最大、动物疫病风险影响最大的周期以及环保政策的不断收紧，当前仍在行业内的养殖户成本管理水平及抗风险能力均较为优秀。非瘟以来，规模养殖场普遍于疾病防控装备、研发上投入较大，导致规模养殖场养殖成绩难以超越非瘟之前的养殖成绩。而散户疫病防控成本较为灵活，非瘟常态化后相对养殖成本有优势。2023以来，全国生猪疫情总体平稳，预计规模化进入新阶段，散养户难以被进一步快速淘汰，在未来很长一段时期，小散养殖户在生猪养殖成本方面具有优势，调整灵活，具有顽强生命力，将是我国生猪养殖业的重要组成部分，养殖结构向工字型演化，低成本，高效产能替代高成本，低效产能。

图 9：生猪养殖规模场户占比 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8：生猪出栏总场数 (百万个)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 10：能繁母猪存栏和生猪价格变动情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2 产能持续去化接近底部反转，行业资金紧张程度加剧产能去化或加速

养殖端产能持续去化接近底部反转，行业资金紧张程度加剧产能去化或加速。2021年7月底，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点，之后高位震荡，随着猪价下行、能繁母猪产能持续去化，于2022年4月出现低点；随着2022年三、四季度养殖企业盈利改善，农户母猪补栏积极性提高，能繁母猪存栏量于12月底迎来第二高点后开始下行。由于能繁

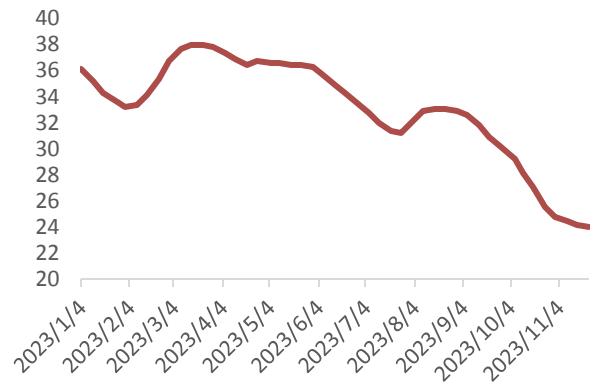
母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约 10~12 个月，预计 2023 年下半年供应节奏加快，全年生猪供应仍较为充足，猪价难以大幅上涨。

图 11：生猪养殖（申万二级行业）资产负债率（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2023 年 1-11 月仔猪价格变动情况（元/公斤）



数据来源：Wind，西南证券整理

农业农村部最新披露，10 月末全国能繁母猪存栏量 4210 万头，为 4100 万头正常保有量的 102.7%，已连续 10 个月回调。2023 年 4 月以来仔猪价格持续下跌，由 4 月初 38 元/公斤下跌至 11 月底 24 元/公斤，累计下跌幅度达 36.8%，出售仔猪转入显著亏损区间，产能去化意愿加强。此外，行业资产负债率不断提高，行业整体负债率由 21 年初 53.5% 攀升至 2023Q3 的 68.3%。尽管 2023Q3 负债率较 Q2 无明显增长，但生猪价格 8 月后持续下跌，Q4 行业负债率预计进一步提高。企业长期亏损现金流紧张，叠加仔猪价格低不易处理资产，产能加速去化概率不断增加。

2.3 屠宰行业集中度持续提高

屠宰行业集中度持续提高。2016 年，农业部发布《关于加强屠宰行业管理保障肉品质量安全的意见》，推进集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市。相关部门严格要求屠宰企业准入管理，加快淘汰手工和半机械化小型屠宰企业，确保屠宰企业符合环保要求。在政策导向下，屠宰行业加快淘汰落后产能，进入规模化扩张和兼并重组时期，行业集中度不断提升。

表 1：屠宰行业近年政策

时间	部门	政策	主要内容
2016.5	农业农村部	《关于加强屠宰行业管理保障肉品质量安全的意见》	规模以上屠宰企业基本建立质量安全控制体系；屠宰环节肉品质量安全抽检合格率稳定在 97% 以上，生猪“代宰率”下降 10% 以上
2017.11	农业农村部	《生猪屠宰厂（场）监督检查规范》	为加强生猪屠宰管理，规范生猪屠宰监督检查行为，依据《中华人民共和国动物防疫法》《生猪屠宰管理条例》及有关法律法规和标准制定本规范
2019.11	农业农村部	《关于进一步加强生猪屠宰监管的通知》	小型生猪屠宰场点，以县为单位计算，只减不增；开展重点地区企业资格复核；加强质量安全监管
2020.12	农业农村部	《关于开展严厉打击生猪屠宰违法行为专项行动的通知》	严查重处生猪屠宰违法行为；严查重处主体责任不落实企业；严格屠宰企业资格清理
2021.12	农业农村部	《关于深入开展生猪屠宰标准化示范创建工作的通知》	从 2021 年开始，利用 5 年左右时间，在全国创建一批生猪屠宰标准化建设示范单位，发挥示范引领作用，提升生猪屠宰行业标准化水平。

时间	部门	政策	主要内容
2023.4	农业农村部	《畜禽屠宰“严规范促提升保安全”三年行动方案》	到 2025 年，全国畜禽屠宰布局结构进一步优化，屠宰产能向养殖主产区集聚，与养殖产能匹配度明显提高

数据来源：农业农村部，西南证券整理

在相关条例规范下，2016 年以来全国规模以上生猪定点屠宰企业（年屠宰量 2 万头以上）屠宰量占比呈上升趋势，生猪定点屠宰率从 2016 年的 29.78% 上升至 2022 年的 40.77%。在相关政策持续有效落实下，2023 年 1-9 月，全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量达 24246 万头，同比增长 15%；生猪定点屠宰比率上升至 45.13%。

图 13：全国生猪定点屠宰企业屠宰量及占比（万头，%）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

3 成本规模价格多维度构筑核心优势

3.1 高性能种猪体系更新完成，打开降本增效空间

种猪体系更新提升 PSY 打开成本下降通道。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；2022 年 4 月开始，公司陆续引进产仔率更高的法系种猪，为提升种猪繁育性能，公司与法国猪业全产业链龙头 Cooperl（科普利信集团）开展育种合作，2022 年 7 月首批引进其旗下 Nucléus 法系种猪。计划在未来二到三年内将种群从新美系向法系过渡，以此兼顾产子数及生长性能，结合生产成绩指标及终端消费需求，最终打造具有成本优势的高繁育种体系。由此，公司加大了对低性能母猪群体及后备母猪的淘汰，母猪性能和质量也得到了提升。此外公司积极开展多方合作，2023 年 8 月公司与 PIC 签订合作协议引进 4500 多头 PIC 优质种猪。PIC 优质的种猪、全面的配套技术服务及先进的生产系统可大幅提高公司种群重构速度。

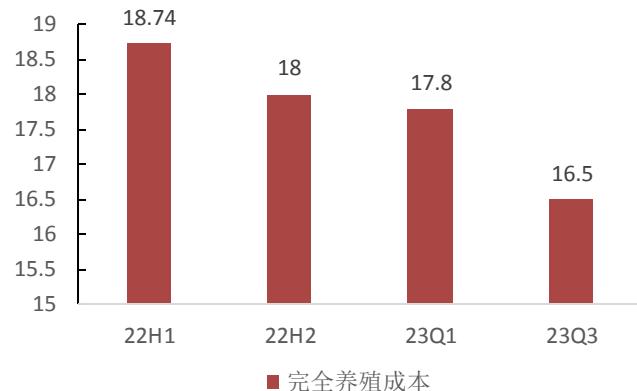
目前，公司生猪养殖料肉比 2.7 左右，PSY 在 24-25 之间，全程成活率 87-88% 左右。随着公司养殖技术的提升、管理考核的加强，公司猪苗成本逐步下降，料肉比逐步改善，同时得益于出栏量的不断释放，公司 2023 年的养殖成本呈现持续下降趋势，今年第三季度的养殖完全成本已经降至 16-17 元/公斤。公司后续将从“少死猪、多生猪、长得快”三大维度，即降低死淘率，改善种猪群体的质量及性能，严抓生物安全防控三个方面努力降低养殖成本。公司预计整个法系高繁体系建成后，届时 PSY 可以达到 27-28 左右。未来随着产能利用率的提升和全程成活率的上升，都将为养殖成本带来可观的下降空间，预计后市随着饲料价格的回落和产能利用率的进一步提高，成本有望继续降低。

图 14：法系高繁种群更替可使公司 PSY 大幅提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：养殖效率改善公司养殖成本持续下降 (元/公斤)



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 产能进入快速释放期

公司生猪养殖业近年实现超百万头的爆发式增长，出栏增速领先行业。公司现有养殖基地集中布局于浙江省内，采用规模化自繁自养一体化生产模式。自 2018 年以来，公司先后在浙江金华、衢州、台州、义乌、丽水等地建设 18 个规模化生猪养殖场，到 2021 年底，公司养殖场基本建设完成并陆续投产，截止 2022 年底，公司现已在浙江省内建成 18 个现代化楼房自繁自养一体化猪场，生猪年出栏产能可达 300 万头。

此外，公司积极向省外扩张。在省外，安徽绩溪年出栏 25 万头商品猪的项目正在建设中；2023 年 2 月 7 日，华统股份与抚州市人民政府签订了《抚州市人民政府浙江华统肉制品股份有限公司战略合作框架协议》，拟投资 76 亿元用于建设年出栏 200 万头生猪规模化养殖项目、年产 100 万吨饲料加工项目、年屠宰生猪 200 万头及配套食品深加工项目和组建农业开发公司建设其他农业项目，新项目的投产有望提升生猪养殖及屠宰产能，加速华统股份生猪产业向省外布局。2023 年 6 月，公司与江西省上饶市玉山县政府签订战略合作协议，计划投资 3.2 亿元建设 2 个年出栏 5 万头黑猪养殖基地。

公司 2021 年生猪出栏 13.7 万头。2022 年，公司自布局生猪养殖业务以来实现超百万头的爆发式增长，累计出栏生猪约 120.5 万头。截止 2023 年 11 月，公司生猪年出栏产能达 300-350 万头，公司预计 2023 年出栏 235 万头，2024 年出栏 400-500 万头，出栏增速领先行业。

图 16: 公司产能进入快速释放期

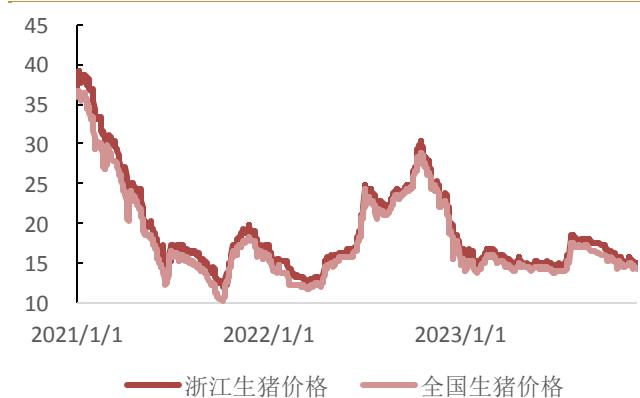

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 17: 2021 年 10 月至 2023 年 10 月公司商品猪月度销量变化


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.3 享浙江高猪价低密度区位优势

公司业务集中浙江, 享受养殖密度低级生猪售价高的区位优势。浙江是猪肉进口大省, 因此猪肉价格明显高于全国平均水平。尽管浙江省是猪肉消费大省, 2022 年人均猪肉消费量达 31.72 公斤/人, 全省猪肉消费量达 208.6 万吨, 但由于环保政策, 浙江省在 2014-2016 年间大力清退禁养、限养区猪场, 导致省内生猪存栏快速下滑。到 2021 年, 省内猪肉产量降至 71.4 万吨, 猪肉自给率仅为 34%, 在供求不平衡的情况下, 浙江省成为价格高地, 生猪均价持续高于全国平均水平。2018-2023 年, 浙江猪肉价格高于全国均价约 1.04 元/Kg, 猪肉价格持续高位。

图 18: 浙江省生猪出栏价格持续高于全国均价 (元/公斤)


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 19: 2013-16 年间浙江省生猪存栏量快速下降


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

疫情防控方面, 浙江受益于外部环境的天然优势, 其养殖密度较低, 养殖散户较少, 因此受周边养殖环境影响较小。此外, 公司采用自繁自养楼房养殖模式, 具有防控优势。在自繁自养模式下, 公司实施了严格的生物安全防疫制度, 并持续完善生物安全体系建设, 从物料采购、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、检测手段等方面全方位入手。具体来说, 楼房的养殖环境相对封闭, 场内场外设立了防疫分区, 能够有效阻断外围小动物及病毒的传入。公司设置了专门的生物防控中心, 升级到三级洗消, 才可进入猪场。其次, 猪场内部每栋楼房相互隔离, 每层楼都是相对独立的系统, 猪舍内部则

实行大平层小单元的网格化管理模式，可以精准拔牙，最大化切断病原的传播和交叉感染途径。第三，楼房内部安装了控温控湿系统、排风排气系统等，这些智能化、自动化设备的使用更有利于科学防控疫情，保障每一层楼的生物安全和环境适宜。公司持续完善生物安全体系建设，防止疫病的发生，今年截至 10 月非瘟未对公司造成负面影响。

3.4 资金储备充足扩张无忧

公司资金储备充足扩张无忧。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。2020 年 4 月，公司发行 5.5 亿元可转债，募集资金用于在衢州建设生猪养殖项目。2021 年 12 月，公司控股子公司兰溪牧业核定产能验收通过的瑞溪和百凤林两个生猪养殖建设项目分别获得生猪增产保供奖励资金 800 万元和 2,500 万元。全资子公司衢州牧业核定产能验收通过的华珑生猪养殖建设项目和现代化生态养殖场建设项目分别获得生猪增产保供奖励资金 1,250 万元和 820.42 万元。2022 年 7 月，公司公告引入浙江省产业基金向两家养殖子公司东阳牧业和华昇牧业分别注资 1.2 亿和 2.4 亿元。2023 年 7 月公司发布定增预案拟募资 19.4 亿元用于生猪养殖及饲料项目建设，公司定增时点把握较好，于 2023 年 8 月证监会再融资收紧之际已获深交所受理，目前进展顺利。多样的资金来源方式使得公司现金流充裕，扩张无忧。

图 20：公司货币资金充足



数据来源: wind, 西南证券整理

图 21：公司短期借款



数据来源: wind, 西南证券整理

表 2：公司定增拟募资 19.4 亿元用于生猪养殖及饲料项目建设

项目	总投资额 (亿元)	项目简介
绩溪华统一体化养猪场	10.06	达产后，预计实现年出栏商品猪 35 万头
莲都华统核心种猪场	2.88	达产后，预计实现年出栏种猪 2.9 万头，仔猪 5 万头，商品猪 1.1 万头
年产 18 万吨高档畜禽饲料项目	0.64	形成年产 18 万吨动物饲料的生产能力
偿还银行贷款	5.82	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

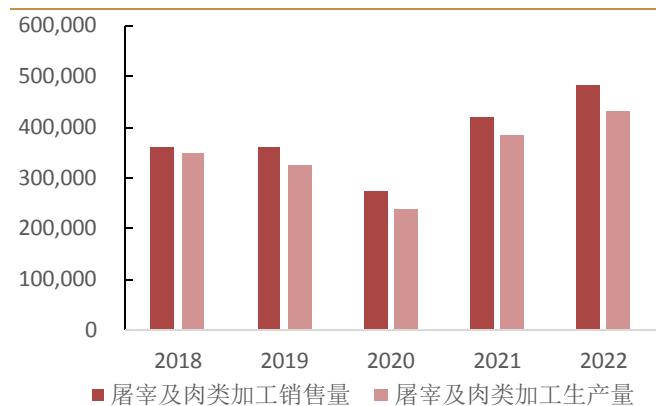
3.5 屠宰业务区域优势显著，热鲜模式稳定贡献利润

公司热鲜屠宰贡献稳定利润。公司目前生猪屠宰业务主要在浙江省内，以热鲜销售为主；浙江省外生猪产区屠宰后运输到浙江省内的采取冷鲜销售。热鲜肉和冷鲜肉都是屠宰行业的一部分，但由于保质期的不同，热鲜肉更适合辐射当地的消费市场，而冷鲜肉更适合外地的发展。热鲜肉是一个市场份额相对稳定、难以被别人挤占的行业。

公司地处长三角地区，为国内肉品消费规模最大的市场之一。浙菜多以“清鲜”为特色，猪肉消费习惯偏好现宰现卖的热鲜肉，因此生猪多以在省内就近屠宰的形式处理。公司目前拥有 24 家生猪屠宰企业，其中 19 家位于省内，5 家位于省外。年屠宰设计能力可达 1400 万头，使其成为浙江区域最大的屠宰公司。近年来，公司积极向省外区域扩张。在 2023 年，公司计划在江西省抚州市投资建设年屠宰生猪 200 万头及配套食品深加工项目，并在江西省上饶市建设 1 个年屠宰生猪 50 万头及配套食品加工厂。未来，公司计划在有热鲜肉消费习惯的南方省份进行扩张，建设新销售渠道，开拓屠宰分割业务，以扩大板块规模。在 2022 年，公司屠宰生猪约为 346.4 万头，随着生猪自供比例的提高，单吨加工毛利也达到 1024 元/吨。2023 年前三季度公司屠宰量 296 万头，Q4 为一年中屠宰量最高的季节，2023 年预计公司屠宰量突破 400 万头，进一步提升其在屠宰市场的占有率。

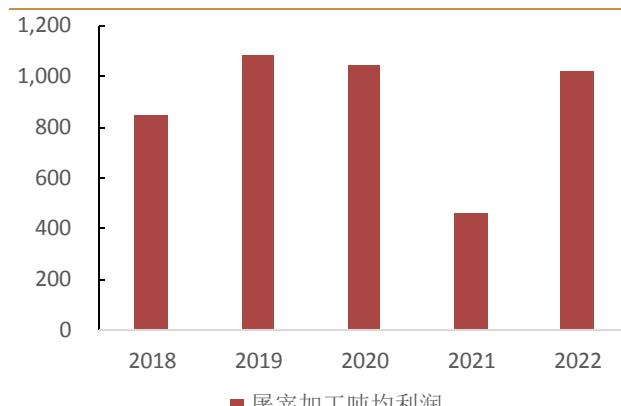
公司的产业链一体化提供了稳定的货源，且产能利用率仍有提升空间。在 2022 年，公司累计出栏生猪 120.48 万头，同比增长 779.42%；年屠宰生猪为 346.4 万头，同比增长 14.7%。公司出栏的商品猪主要销往公司下属的屠宰场，其中超过 70% 用于自供屠宰。公司屠宰所用生猪自供比例已达到 25% 左右。随着公司养殖产能的逐步释放，预计未来会进一步提升屠宰生猪的自供比例。此外，公司屠宰板块的产能利用率约在 25-30% 左右，但随着公司加强营销团队建设及自供能力增加，产能利用率仍具备较大提升空间。

图 22：公司屠宰及肉品加工行业销量和生产量情况（吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：屠宰加工吨均利润（元）



数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1：公司将生猪养殖板块内部抵消至屠宰板块，我们分别测算，预计 2023-2025 年公司生猪出栏量分别为 235/400/550 万头。当前全国生猪供给充足，猪价的持续低迷，加剧行业的竞争，有望加速低效产能的出清，早日迎来周期拐点。预计 2023-2025 年公司生猪销售均价增速为 -13%/10%/5%。随着价格的提升与产能利用率的提高，预计 2023-2025 公司生猪板块对应毛利率水平分别为 -6%/12%/17%。

假设 2：预计 2023-2025 年公司屠宰量分别为 450/550/700 万头，销售均价增速为 1%/10%/2%，对应毛利率分别为 4%/6%/6%。综上得屠宰及肉类加工业务 2023-2025 年销售收入增速为 41%/56%/32%，毛利率为 1%/8%/11%。

假设 3：预计公司其他板块平稳发展。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入	9,452.17	13,041.55	19,390.24	26,051.57
	增速	13.30%	37.97%	48.68%	34.35%
	毛利率	6.26%	1.39%	8.70%	10.90%
屠宰及肉类加工业务 (生猪养殖板块内部抵消 至该板块)	收入	8650.54	12,206.10	18,519.48	25,143.91
	增速	8.83%	41.10%	51.72%	35.77%
	毛利率	5.73%	0.66%	8.47%	10.81%
畜禽养殖业务	收入	488.36	512.78	538.42	565.34
	增速	358.12%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	16.04%	16.00%	18.00%	18.00%
其他	收入	313.27	322.67	332.35	342.32
	增速	9.06%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	5.63%	6.00%	6.00%	6.00%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取同样处于成长中的三家养殖为主的公司：温氏股份、巨星农牧、唐人神。三者 2022 年平均 PE 为 69 倍，2024 年平均 PE 为 15 倍。考虑到公司成本迅速下降，出栏增速高于同行，成长性强，予以 24 年 18 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 27.54 元。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300498	温氏股份	20.03	0.82	-0.17	1.41	2.10	24.41	/	14.23	9.54
603477	巨星农牧	36.49	0.31	-0.03	2.06	3.74	116.81	/	17.69	9.76
002567	唐人神	7.3	0.11	-0.55	0.54	0.95	64.43	/	13.58	7.71
平均值							68.55	/	15.17	9.01
002840	华统股份	20.4	0.19	-0.08	1.53	2.71	88.89	/	13.36	7.77

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

下游养殖业出现疫情的风险；生猪出栏量不及预期的风险；产品销售情况不及预期的风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,452	13,042	19,390	26,052	净利润	125	-69	1,274	2,256
营业成本	8,861	12,860	17,704	23,212	折旧与摊销	410	407	477	540
营业税金及附加	17	23	36	47	财务费用	195	0	0	0
销售费用	81	101	155	208	资产减值损失	51	10	8	4
管理费用	173	207	318	431	经营营运资本变动	-456	218	-147	-185
财务费用	181	0	0	0	其他	49	-29	-36	-40
资产减值损失	-46	-10	-8	-4	经营活动现金流量净额	374	537	1,576	2,574
投资收益	-7	20	29	30	资本支出	-1,129	-1,569	-1,516	-1,427
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-10	54	65	53
其他经营损益	86	103	155	212	投资活动现金流量净额	-1,139	-1,515	-1,451	-1,374
营业利润	133	-70	1,295	2,314	短期借款	110	256	265	236
其他非经营损益	1	0	0	0	长期借款	-126	0	0	0
利润总额	134	-70	1,295	2,314	股权融资	1,195	72	0	0
所得税	9	-1	22	58	支付股利	-191	-17	0	0
净利润	125	-69	1,274	2,256	其他	256	116	0	0
少数股东损益	37	-17	332	595	筹资活动现金流量净额	1,243	427	265	236
归属母公司股东净利润	88	-52	941	1,662	现金流量净额	479	-550	389	1,436
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	998	448	837	2,274	成长能力				
应收和预付款项	80	96	140	191	销售收入增长率	13.30%	37.97%	48.68%	34.35%
存货	1,022	1,111	1,636	2,187	营业利润增长率	164.99%	-152.58%	1948.29%	78.63%
其他流动资产	195	195	195	195	净利润增长率	145.59%	-159.02%	1917.31%	76.56%
长期股权投资	28	-4	-47	-78	EBITDA 增长率	314.92%	-53.82%	425.81%	61.07%
投资性房地产	83	85	88	92	获利能力				
固定资产和在建工程	5,451	6,450	7,345	8,104	毛利率	6.26%	1.39%	8.70%	10.90%
无形资产和开发支出	281	302	321	340	三费率	4.60%	2.36%	2.44%	2.45%
其他非流动资产	22	13	13	13	净利率	1.32%	-0.53%	6.57%	8.66%
资产总计	8,872	9,581	11,573	14,513	ROE	3.28%	-1.93%	26.00%	31.47%
短期借款	1,430	1,685	1,950	2,186	ROA	0.99%	-0.54%	8.13%	11.45%
应付和预收款项	493	719	1,033	1,326	ROIC	3.99%	-0.92%	14.05%	19.52%
长期借款	1,592	1,592	1,592	1,592	EBITDA/销售收入	7.72%	2.58%	9.14%	10.96%
其他负债	2,012	2,252	2,392	2,547	营运能力				
负债合计	5,526	6,248	6,967	7,650	总资产周转率	1.18	1.41	1.83	2.00
股本	606	614	614	614	固定资产周转率	2.72	3.20	4.11	4.93
资本公积	1,356	1,420	1,420	1,420	应收账款周转率	261.20	264.18	290.32	272.19
留存收益	734	666	1,607	3,268	存货周转率	11.46	12.06	12.89	12.14
归属母公司股东权益	2,674	2,678	3,619	5,280	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	672	655	987	1,582	资本结构				
股东权益合计	3,346	3,333	4,606	6,862	资产负债率	62.29%	65.22%	60.20%	52.72%
负债和股东权益合计	8,872	9,581	11,573	14,513	带息债务/总负债	74.42%	67.14%	64.02%	61.39%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	0.84	0.59	0.74	1.08
EBITDA	730	337	1,772	2,854	速动比率	0.39	0.18	0.26	0.54
PE	89	—	13	8	股利支付率	0.00%	-31.96%	0.00%	0.00%
PB	4	5	3	2	每股指标				
PS	1	1	1	0	每股收益	0.19	-0.08	1.53	2.71
EV/EBITDA	18	48	9	5	每股净资产	4.41	4.36	5.89	8.60
股息率	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.62	0.88	2.57	4.19
					每股股利	0.03	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。

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

公司评级 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

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

行业评级 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

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
上海	蒋诗峰	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@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
	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑冀	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn