



买入（首次）

所属行业：农林牧渔
当前价格(元)：18.35

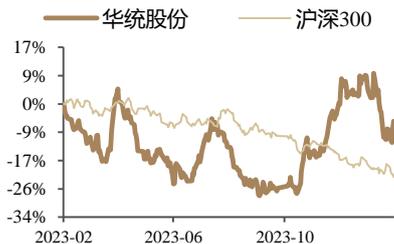
证券分析师

赵雅斐

资格编号：S0120523070006

邮箱：zhaoyf@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.15	-1.19	11.58
相对涨幅(%)	-6.27	7.51	22.87

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

扩容提质稳增长， 乘势而上筑华章

华统股份（002840.SZ）首次覆盖报告

投资要点

- 浙江省“养殖+屠宰”双龙头，一体化经营步伐加快。**公司以饲料和屠宰业务起家，非瘟后受益于省内稳产保供政策而开始大规模进行生猪养殖，成为浙江省畜禽养殖、屠宰的双龙头。目前公司业务涵盖饲料生产、畜禽养殖、畜禽屠宰、肉制品深加工等四大业务环节，华统采用楼房养殖、自繁自养模式，22年公司屠宰生猪346.4万头（同比+14.70%），浙江省内市占率超30%，出栏生猪120.48万头，同比+776%，实现超百万头的跨越式发展。
- 低猪价下产能去化持续，重视生猪板块左侧布局机遇。**短期来看，生猪供应压力仍偏大，叠加冻品库存高位，旺季猪价预计提振有限；中期来看，24H1供应同比预计增加，叠加节后进入消费淡季，猪价有望见到本轮周期低点。截至23年11月，本轮周期产能已去化11个月，累计去化超5%。我们预测在24H1猪价见底情况下，产能去化持续进行，且随亏损时间累计和幅度加大，产能去化有望提速，累计去化幅度有望达10%+，支撑一轮中大型周期。在资金安全前提下，低成本、出栏高增的猪企有望穿越周期实现成长。
- 生猪业务目标思路清晰，内生外延高质量成长。**1) 深耕浙江区域，猪价优势明显。浙江省因产销存在缺口使得猪价长期高于全国平均水平，23年初至今浙江省猪价较全国存在0.85元/公斤溢价。2023年1-11月公司商品猪均价为15.15元/kg，高于其余可比公司均价0.47元/公斤。2) 规模扩张路径清晰，出栏高速增长可期。2023Q1-3公司出栏生猪168.08万头，同比实现翻倍增长。目前公司浙江省内已建成产能达300万头，截至2023H1公司生猪产能利用率为70.88%，未来出栏增量主要源于省内产能满产，以及省外产能扩张。省内方面，公司通过提升产能利用率可以促进生猪出栏快速提升。省外方面，安徽绩溪项目设计产能为35万头，预计在后年兑现出栏；江西抚州项目远期目标200万头，有望逐步落地。24年公司出栏目标在400-500万头，区间中值同比增幅有望达95%。3) 降本成效显著，未来成本改善确定性强。公司加强精细化管理，养殖成本呈现逐步下降趋势，2023Q3完全成本已经降至16-17元/公斤，较2022年4月-12%。公司防疫效果显著，23年10月生猪全程存活率为87-88%，领先同行。育种上，持续推动种猪体系由美系向法系转化，法系高繁体系建成后，PSY有望达到27-28（23Q3在24-25）。叠加生猪出栏高增带来费用和折旧摊销的下降，公司未来成本持续改善确定性强。
- 屠宰业务稳健扩张，造血能力优秀。**得益于浙江省热鲜肉消费习惯，公司屠宰业务以销定产，能够保持相对稳定的盈利水平，造血能力优秀，2023Q1-3在生猪养殖深度亏损情况下，公司经营活动现金流净额仍近2亿元，同比+20.25%。通过向南方省份扩张和拓展销售渠道，2023Q1-3公司生猪屠宰量约311万头。随生猪产能释放，屠宰所用生猪自供比例提升空间显著（23H1为41%），有望降低采购成本、提升屠宰端产能利用率（23H1为24%），屠宰业务盈利能力有望进一步提升。
- 投资建议：**我们预计2023-2025年公司营业收入分别为99.28/168.65/201.54亿元，归母净利润分别为-5.90/6.80/9.19亿元，当前股价对应2023-2024年PE分别为16.59/12.28倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**动物疫病发生、大宗商品价格波动、自然灾害等风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	614.64		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	463.19	营业收入(百万元)	8,342	9,452	9,928	16,865	20,154
52 周内股价区间(元):	13.97-21.16	(+/-)YOY(%)	-5.6%	13.3%	5.0%	69.9%	19.5%
总市值(百万元):	11,278.70	净利润(百万元)	-192	88	-590	680	919
总资产(百万元):	8,972.18	(+/-)YOY(%)	-242.5%	145.6%	-771.9%	215.3%	35.1%
每股净资产(元):	3.77	全面摊薄 EPS(元)	-0.31	0.14	-0.96	1.11	1.49
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	2.7%	6.3%	-2.7%	8.9%	9.7%
		净资产收益率(%)	-12.5%	3.3%	-27.6%	24.1%	24.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 浙江省“养殖+屠宰”双龙头，一体化经营步伐加快	6
1.1. 全产业链一体化模式，打造省内养殖屠宰双龙头	6
1.2. 股权结构清晰，股权激励彰显经营决心	7
1.3. 公司发展稳健，营收规模稳步增长	8
2. 低猪价下产能去化持续，重视猪周期左侧布局机遇	9
2.1. 消费难以拉动涨价，供给过剩下猪价弱势运行	9
2.2. 短期旺季猪价提振有限，价格低点有望在 2024H1 出现	11
3. 生猪养殖高成长可期，屠宰稳健发展贡献利润	13
3.1. 省内外市场齐头并进，生猪养殖业务快速增长	13
3.1.1. 规模扩张路径清晰，出栏高速增长可期	13
3.1.2. 降本成效显著，未来成本下降确定性较强	16
3.1.3. 债务结构较合理，定增&屠宰业务有望提供资金支持	18
3.2. 屠宰业务稳健扩张，盈利能力有望进一步提升	20
4. 盈利预测与估值	22
4.1. 盈利预测	22
4.2. 投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司主营业务及主要产品	6
图 2: 公司发展历程	6
图 3: 公司股权结构图 (截至 2023Q3)	7
图 4: 公司营业收入	8
图 5: 公司归母净利润	8
图 6: 公司营收分业务占比	8
图 7: 公司营收分地区占比	8
图 8: 公司销售毛利率及净利率	9
图 9: 全国生猪均价	9
图 10: 自繁自养养殖利润和外购仔猪养殖利润	9
图 11: 2023 年二育销量占商品猪销量比	10
图 12: 全国能繁母猪存栏	10
图 13: 全国 14 省份规模场 7kg 仔猪平均价格 (元/头)	10
图 14: 规模场 15 公斤仔猪价格 (元/头)	10
图 15: 钢联样本养殖企业淘汰母猪价格	11
图 16: 淘汰母猪价格/商品猪价格比例	11
图 17: 23 年淘汰母猪宰杀量	11
图 18: 冻品库存率处于高位	11
图 19: 2 号肉鲜肉与冻品价差较小, 抑制冻品出库	11
图 20: 全国能繁母猪存栏 (万头)	12
图 21: 涌益能繁母猪存栏及其环比变动	13
图 22: 钢联能繁母猪存栏及其环比变动	13
图 23: 浙江省和全国城镇居民可支配收入	13
图 24: 浙江省、全国城镇居民家庭人均猪肉消费量 (kg)	13
图 25: 浙江省生猪价格高于全国平均水平	14
图 26: 华统股份生猪价格高于其余可比公司	14
图 27: 公司生猪产能迅速扩张	14
图 28: 公司出栏量和市占率持续增长	14
图 29: 公司生猪每月销量 (万头)	14
图 30: 2023 年公司出栏预期增速高于同业可比公司	14
图 31: 公司能繁母猪存栏	15
图 32: 公司生猪养殖完全成本	16

图 33: 公司和同业生猪养殖全程存活率	16
图 34: 公司固定资产和在建工程开始快速增长在 2019 年以后	16
图 35: 公司生产性生物资产	17
图 36: 公司种猪 PSY	17
图 37: 公司饲料产量与产能	18
图 38: 2021 年饲料原料采购量占比	18
图 39: 2022 年饲料原料采购量占比	18
图 40: 公司资产负债率	19
图 41: 公司货币资金	19
图 42: 2023Q3 公司及同行流动负债占比	19
图 43: 公司屠宰及肉类加工行业营收及毛利率	20
图 44: 公司经营活动产生的现金流量净额	20
图 45: 公司屠宰及肉类加工行业产品销量	20
图 46: 公司生鲜猪肉产能与产量	20
图 47: 公司生猪屠宰量	21
图 48: 公司屠宰生猪对外采购和内部供应占比	21
图 49: 公司火腿产品营业收入	21
图 50: 公司火腿产品产能及产能利用率	21
图 51: 公司生鲜猪肉、火腿和酱卤制品毛利率	22
图 52: 公司“年产 4 万吨肉制品加工项目”募投规划产能	22
表 1: 公司股票激励计划情况梳理	7
表 2: 2023 年-2024 年上半年生猪理论供给测算	12
表 3: 公司省外生猪养殖在建项目情况	15
表 4: 公司部分资金事件	19
表 5: 公司分业务盈利预测	22
表 6: 可比公司估值	23

1. 浙江省“养殖+屠宰”双龙头，一体化经营步伐加快

1.1. 全产业链一体化模式，打造省内养殖屠宰双龙头

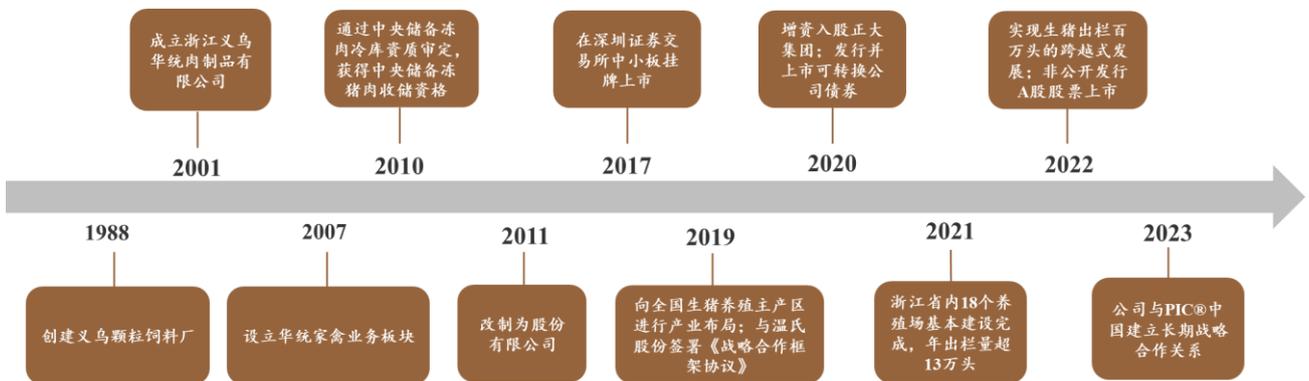
立足屠宰发力养殖，围绕生猪产业链一体化布局。公司以饲料业务起家，大力发展生猪屠宰业务，2001年8月公司前身浙江义乌华统肉制品有限公司成立，2007年公司设立家禽业务板块，凭借禽畜屠宰业务2017年公司成功在深圳证券交易所中小板挂牌上市。2019年受非洲猪瘟影响，国内生猪市场供应形势趋于紧张，国家和地方政府陆续出台了鼓励生猪养殖的扶持政策，公司以此为契机在省内外布局筹建了多个生猪养殖产业基地，重点发力生猪养殖业务。2021年公司基本建成浙江省18个楼房现代化养猪场，2022年实现生猪出栏百万头的跨越式发展。目前公司以畜禽屠宰业务为核心，打造产业链一体化经营模式，目前主营业务涵盖饲料生产、畜禽养殖、畜禽屠宰、肉制品深加工等全产业链条，对外销售的产品主要包括饲料、生鲜猪肉、生鲜禽肉、金华火腿、酱卤制品等。

图1：公司主营业务及主要产品



资料来源：公司官网、公司公告，德邦研究所

图2：公司发展历程

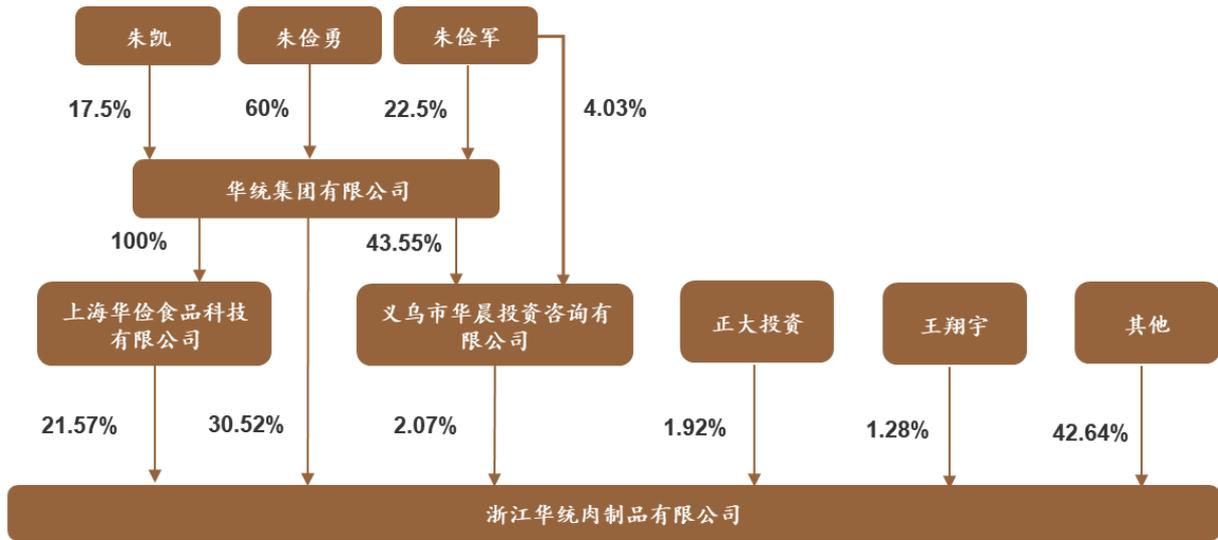


资料来源：公司官网、公司公众号、公司公告，德邦研究所

1.2. 股权结构清晰，股权激励彰显经营决心

公司股权结构集中，实控人为朱俭勇、朱俭军兄弟。公司的控股股东为华统集团，实际控制人是朱俭勇、朱俭军兄弟。截至 2023Q3，公司大股东有华统集团、上海华俭和华晨投资，三者持股比例分别为 30.52%、21.57%和 2.07%，而上海华俭为华统集团全资子公司，华晨投资为华统集团控股子公司。根据公司 2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案（三次修订稿），截至 2023 年 12 月 1 日，朱俭勇、朱俭军兄弟合计持有华统集团 82.50% 股权，为公司的实际控制人。

图 3：公司股权结构图（截至 2023Q3）



资料来源：iFind、公司公告，德邦研究所

股权激励彰显发展信心，助力公司经营目标实现。2019 年公司实施了限制性股票激励计划，向公司部分董事、高级管理人员及其他核心人员共 107 名激励对象，授予 1149 万股限制性股票。2022 年公司实施限制性股票激励计划，向 86 名激励对象授予 840 万股限制性股票。公司通过股权激励计划进一步建立、健全公司长效激励与约束机制，激发管理团队和核心员工的积极性和创造性，确保公司发展战略和经营目标的实现，并设定生猪出栏量考核目标，2023 年的生猪销售量目标值是 280 万头，触发值是 220 万头；2024 年的生猪销售量目标值是 500 万头，触发值是 400 万头，2025 年的生猪销售量目标值是 550 万头，触发值是 440 万头。

表 1：公司股票激励计划情况梳理

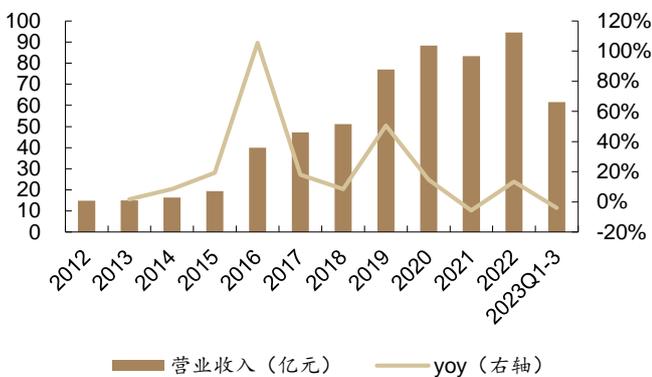
2022 年限制性股票激励计划		2019 年限制性股票激励计划	
公告日期	2023/01	公告日期	2019/03
激励对象 (人数)	董监高等高管 (4 人) 核心技术 (管理、业务) 人员 82 人	激励对象 (人数)	董监高等高管 (5 人) 核心技术 (管理、业务) 人员 102 人
获授的限制性股票数量 (万股)	840	获授的限制性股票数量 (万股)	1149
业绩考核指标	2023 年生猪出栏量 220 (触发值) / 280 万头 (目标值) ; 2024 年生猪出栏量 400 (触发值) / 500 万头 (目标值) ; 2025 年生猪出栏量 440 (触发值) / 550 万头 (目标值) 。	业绩考核指标	以 2018 年净利润为基数， 公司 2019/2020/2021 年净利润增长率不低于 25%/40%/50%

资料来源：关于向 2022 年限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的公告、关于 2019 年限制性股票激励计划首次授予完成的公告，德邦研究所（注：公告日期均以首次授予限制性股票公告为准，2019 年股权激励业绩考核目标为首次授予的限制性股票解除限售各年度业绩考核目标）

1.3. 公司发展稳健，营收规模稳步增长

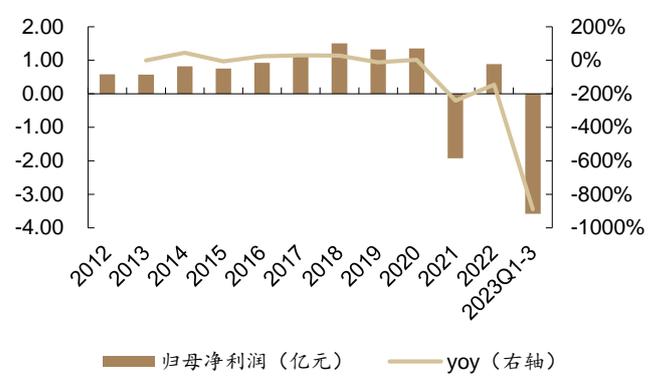
营业收入稳步增加，净利润受周期影响有所波动。自 2017 年成功在深圳证券交易所挂牌上市，公司发展迅速，业务规模不断扩大。2022 年公司实现营业收入 94.52 亿元，同比+13.3%，2012-2022 年 CAGR 为 20.40%。2019 年前，公司以屠宰加工为主营业务，归母净利润稳步增长，彰显公司屠宰业务稳定的盈利能力。2019 年公司大力布局生猪养殖板块后，归母净利润受猪周期影响有所波动。2019 年受行业周期、非洲猪瘟疫情等因素影响，我国生猪出栏量跌至近年来的低谷，供不应求导致生猪价格不断走高，同年公司实现归母净利润 1.32 亿元，剔除公司年内实施 2019 年股权激励计划计提的股份支付费用，实现归母净利润同比增长 26.51%。2020-2021 年生猪养殖行业产能恢复，生猪价格整体回落趋势显著。2022 年猪价多次快频涨跌，大趋势仍保持上涨态势。和行业周期对应，2021 年公司归母净利润下滑，2022 年扭亏为盈。2023 年由于生猪价格持续低位运行，2023Q1-3 公司归母净利润为-3.58 亿元。

图 4：公司营业收入



资料来源：iFind、公司公告、德邦研究所

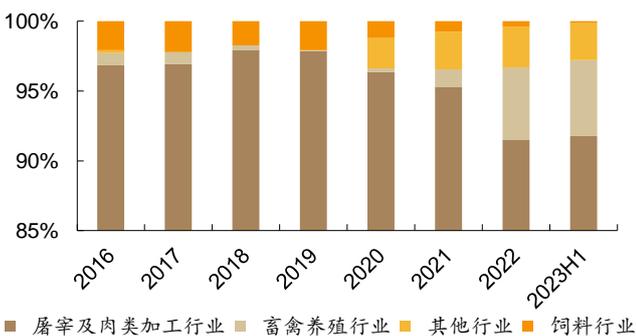
图 5：公司归母净利润



资料来源：iFind、公司公告、德邦研究所

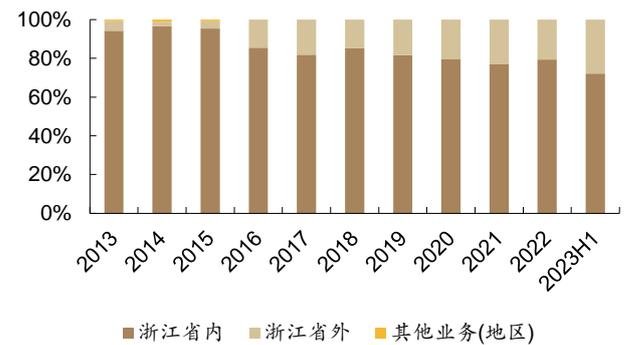
屠宰加工为营收主要来源，养殖业务占比不断提升。2019 年以来公司大力发展生猪养殖业务，屠宰及肉类加工业务占比下滑但占比仍维持在 90% 以上，目前仍为公司主要收入来源。2023H1 屠宰及肉类加工营业收入为 37.80 亿元，占总营业收入的 91.79%，较 2018 年下滑 5.63pct。畜禽养殖业务占比持续增长，2023H1 公司畜禽养殖业务营收占比达 5.42%，较 2018 年+5.12pct，随公司养殖规模不断扩大，畜禽业务占比有望进一步提升。此外，随公司逐步加大向省外区域扩张，建设新销售渠道，省外营收占比逐步提升。

图 6：公司营收分业务占比



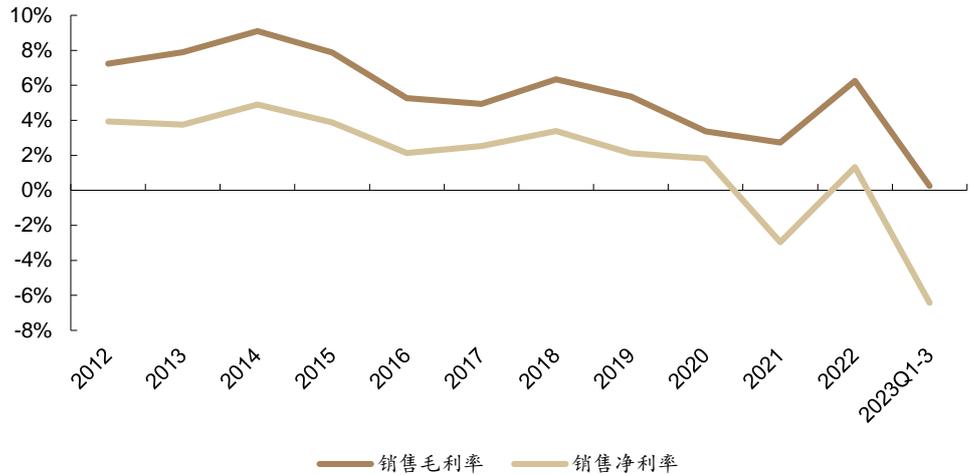
资料来源：iFind、公司公告、德邦研究所

图 7：公司营收分地区占比



资料来源：iFind、公司公告、德邦研究所

图 8：公司销售毛利率及净利率



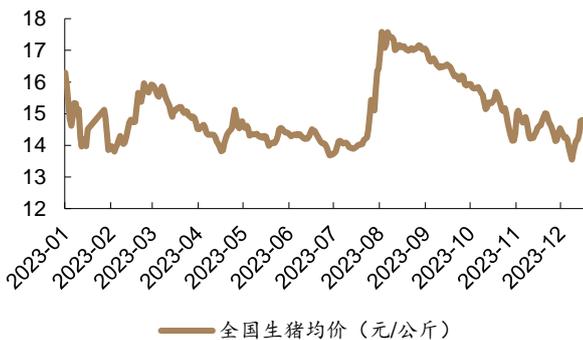
资料来源：iFind、公司公告、德邦研究所

2. 低猪价下产能去化持续，重视猪周期左侧布局机遇

2.1. 消费难以拉动涨价，供给过剩下猪价弱势运行

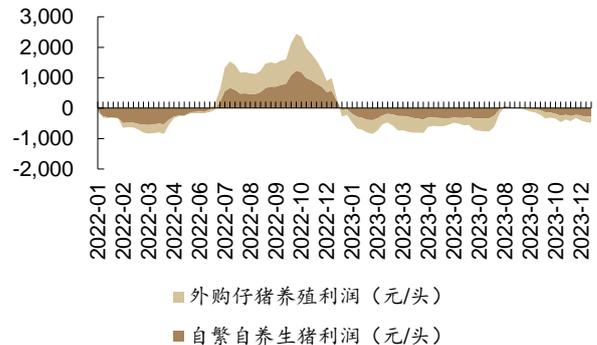
年初至今猪价低迷，养殖亏损时间已超 11 个月。1) 价格：2023 年初以来猪价震荡盘整，8 月在二次育肥拉动下虽有快速上涨，但随后逐渐回落。2023 年 11 月下旬到 12 月上旬多个区域受猪病影响，中小体重猪源被迫提前出栏，供应偏宽松，生猪价格跌破 14 元/公斤。12 月下旬多地出现降雪天气，导致生猪调运难度加大，叠加降温提振猪肉消费，猪价出现明显反弹。2023 年 12 月 15 日全国生猪均价为 14.80 元/公斤，周环比+9.23%。然而猪价上调后需求端跟进不足，猪价稳中调整，12 月 17 日猪价跌至 14.57 元/公斤。整体来看全年多数月份生猪养殖都处于亏损状态，亏损时长已超过 11 个月，2023 年 1-11 月自繁自养、外购仔猪头均亏损 228、268 元。2) 产能：猪价磨底，行业亏损持续，叠加猪病影响，2023 年能繁母猪存栏量整体呈现去化状态，去化幅度在 0.02%至 0.87%区间。截至 2023 年 11 月，农业部能繁母猪存栏 4518 万头，月环比-1.2%，1-11 月累计去化超 5%。

图 9：全国生猪均价



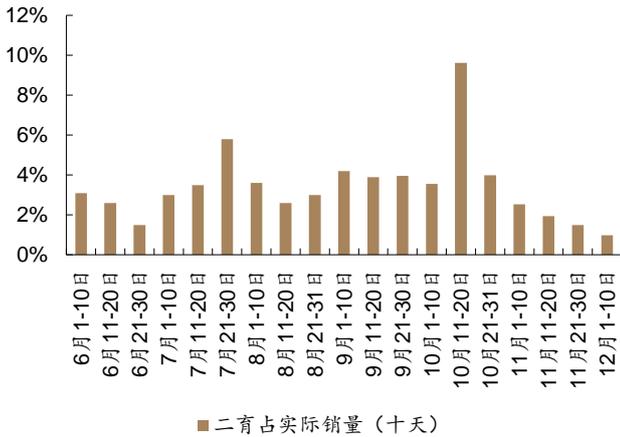
资料来源：涌益资讯，德邦研究所

图 10：自繁自养养殖利润和外购仔猪养殖利润



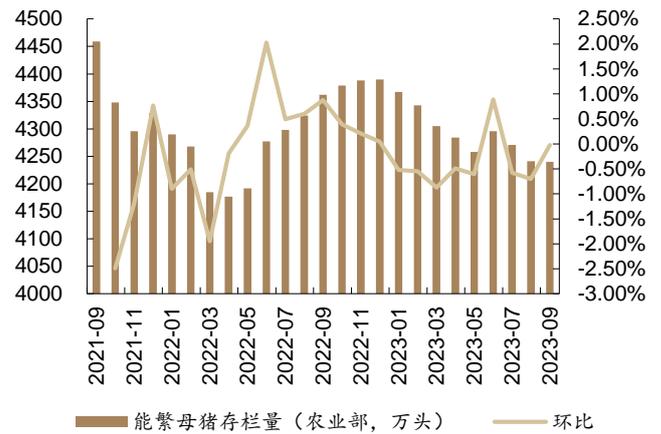
资料来源：iFind，德邦研究所

图 11: 2023 年二育销量占商品猪销量比



资料来源: 涌益资讯, 德邦研究所

图 12: 全国能繁母猪存栏



资料来源: 农村农业部, 德邦研究所

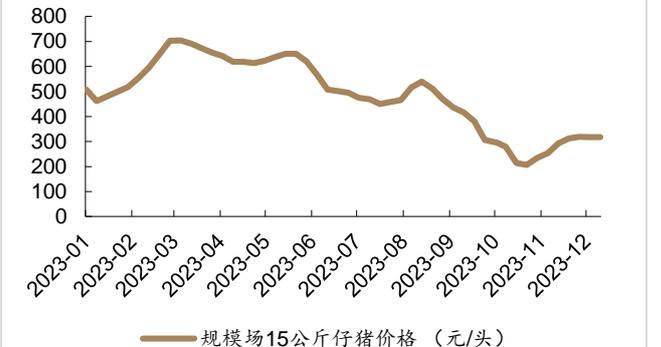
仔猪价格底部震荡, 种猪场处于亏损状态。根据涌益资讯, 2023 年 12 月 14 日规模场 15kg 仔猪价格为 318.00 元/头, 周环比持平。2023 年 12 月 12 日全国 14 省份规模场 7kg 仔猪价格 222.86 元/头, 较 12 月 8 日持平, 种猪场仔猪头均亏损仍超 100 元。近期仔猪价格企稳主要系 12 月初猪价下跌至低位后市场对 2024 年上半年猪价预期降低, 叠加冬季补栏仔猪养殖成活率较低, 当前仔猪补栏积极性减弱, 预计短期仔猪价格震荡调整。

图 13: 全国 14 省份规模场 7kg 仔猪平均价格 (元/头)



资料来源: 涌益资讯, 德邦研究所

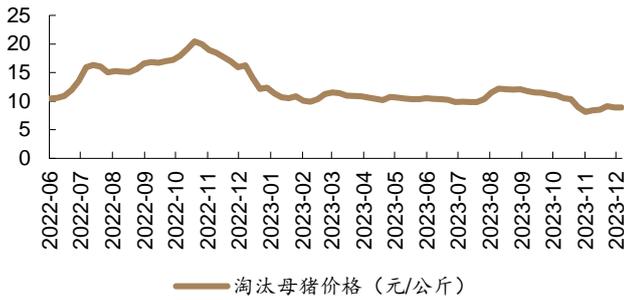
图 14: 规模场 15 公斤仔猪价格 (元/头)



资料来源: 涌益资讯, 德邦研究所

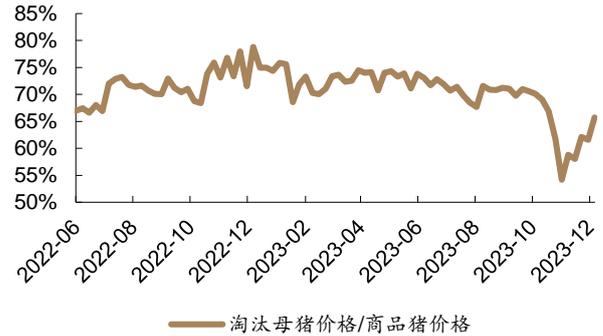
淘汰母猪量增多, 价格低位震荡。2023 年初以来生猪价格低迷、仔猪价格探底, 行业资金压力持续加大, 叠加猪病影响下, 行业产能持续去化。伴随母猪淘汰加剧, 淘汰母猪量持续增加, 8 月中旬以来淘汰母猪价格持续下跌后低位震荡。涌益数据显示 2023 年 9-11 月样本企业淘汰母猪宰杀量持续增长, 11 月淘汰母猪宰杀量为 17.49 万头, 环比+8.68%。2023 年 12 月 8 日淘汰母猪价格为 8.91 元/公斤, 周环比-0.11%。淘汰母猪价格/商品猪价格的比值有所回升但仍处低位, 2023 年 12 月 8 日为 65.71%, 较 2023 年内高点-10.13pct。

图 15: 钢联样本养殖企业淘汰母猪价格



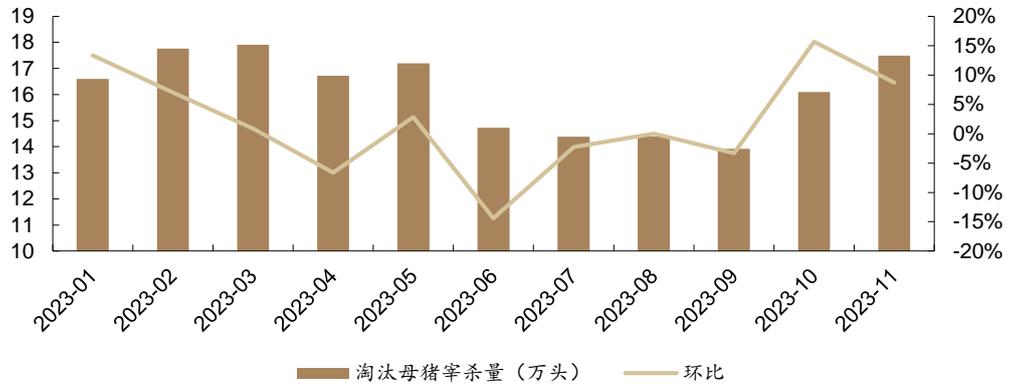
资料来源: 钢联, 德邦研究所

图 16: 淘汰母猪价格/商品猪价格比例



资料来源: iFind, 德邦研究所

图 17: 23 年淘汰母猪宰杀量

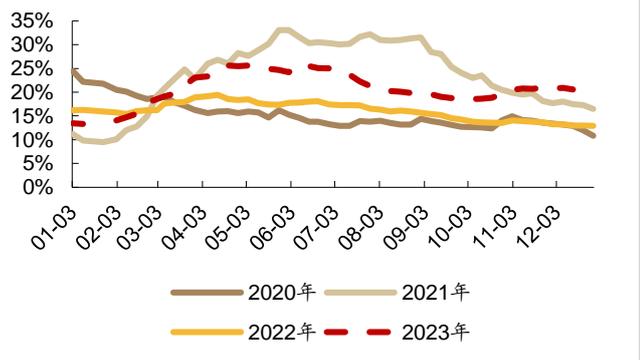


资料来源: 涌益资讯, 德邦研究所

2.2. 短期旺季猪价提振有限, 价格低点有望在 2024H1 出现

冻品库存高位且出库缓慢, 增大春节前供应压力。根据涌益资讯, 2023 年 12 月 14 日行业冻品库存率在 20.57%, 周环比-0.31pct, 同比+7.60pct, 处于近年来高位。2023 年 12 月 14 日 2 号肉鲜品与冻品价差在 1.47 元/公斤, 同比-70.24%。较低的鲜肉与冻品价差抑制冻品出库动作, 且部分区域存在被动入库情况, 冻品库存走货缓慢。这意味着有更多冻品在春节前消费旺季集中销售, 预计增大春节前供应压力。

图 18: 冻品库存率处于高位



资料来源: 涌益资讯, 德邦研究所

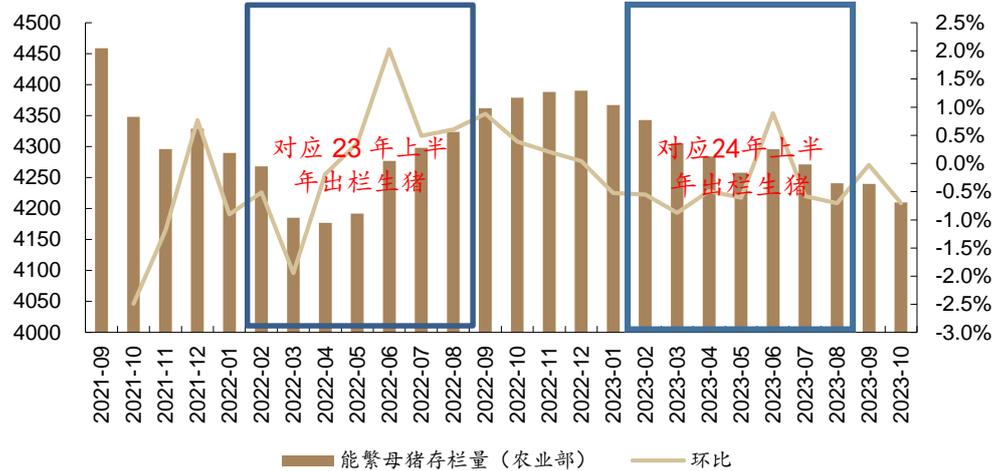
图 19: 2 号肉鲜肉与冻品价差较小, 抑制冻品出库



资料来源: 涌益资讯, 德邦研究所

2024H1 猪价预计仍处于下行周期，行业亏损加剧。1) 供给：一方面，23年2月-23年8月能繁母猪平均存栏高于上年同期，对应24H1生猪出栏量同比23H1增加；另一方面，生产效率提高会使生猪供给压力增大。2022年以来行业大量淘汰低效母猪，二元母猪占比持续提升，23年8月二元母猪占比94%，较22年2月增长6pct。我们测算2024年上半年猪肉产量同比+4.90%。2) 需求：春节后预计进入猪肉消费淡季。整体来看，24H1供强需弱态势预计延续，猪价预计处于下行周期，有望触达本轮周期低点。

图 20：全国能繁母猪存栏（万头）



资料来源：涌益资讯，德邦研究所

表 2：2023 年-2024 年上半年生猪理论供给测算

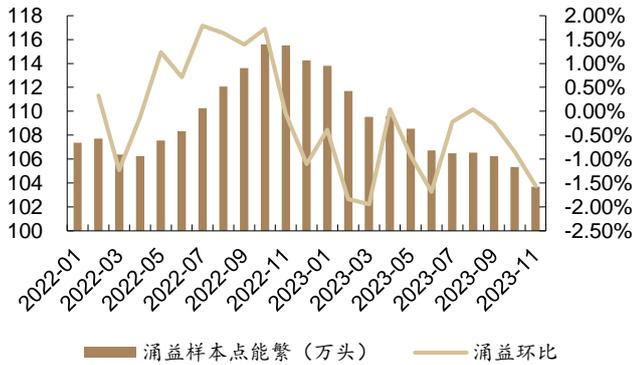
	10M 前能繁母猪 (万头)	平均 MSY	理论出栏生猪 (万头)	出栏均重 (公斤/头)	出肉率	理论猪肉产量 (万吨)
2023-01	4185	15.85	5527.59	123.12	72%	490.00
2023-02	4177	15.64	5445.65	120.48	72%	472.40
2023-03	4192	15.71	5488.61	121.30	72%	479.35
2023-04	4277	15.84	5645.97	122.39	72%	497.54
2023-05	4298	15.58	5579.26	122.08	72%	490.39
2023-06	4324	15.36	5533.81	120.87	72%	481.58
2023-07	4362	15.28	5553.02	119.94	72%	479.54
2023-08	4379	15.78	5758.04	121.44	72%	503.46
2023-09	4388	16.00	5851.71	122.89	72%	517.75
2023-10	4390	16.48	6027.92	122.40	72%	531.21
2023-11	4367	16.15	5876.47	122.47	72%	518.19
2023-12	4343	16.04	5805.35	123.70	72%	517.04
2024-01	4305	16.03	5751.66	124.32	72%	514.82
2024-02	4284	16.17	5771.52	123.70	72%	514.02
2024-03	4258	16.26	5768.77	123.08	72%	511.20
2024-04	4296	16.37	5859.85	122.46	72%	516.68
2024-05	4271	16.17	5754.10	121.85	72%	504.82
2024-06	4241	15.96	5641.12	121.24	72%	492.43

资料来源：iFind、中国种猪信息网、涌益资讯，德邦研究所测算

产能去化加速显现，2023 年 11 月多口径能繁环比降幅明显扩大。多口径能繁数据已公布，2023 年 11 月产能去化明显提速。11 月钢联能繁环比-1.92%（10

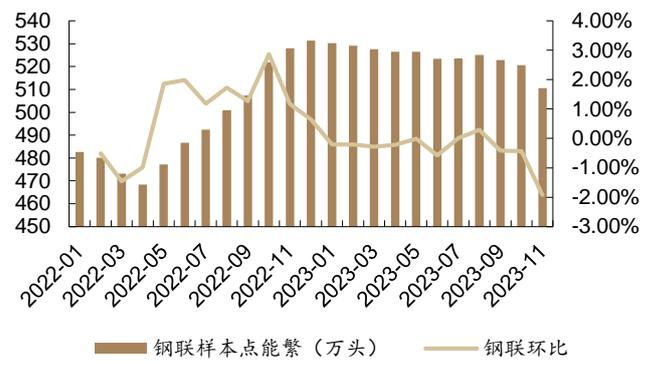
月环比-0.44%)，其中规模场-1.92% (10月环比-0.35%)，中小散-2.05% (10月环比-3.07%)。11月涌益数据能繁母猪存栏量环比-1.57% (10月环比-0.85%)，样本2 (偏向于母猪300头以上中大型猪场) 环比-1.38% (10月环比-0.32%)。目前能繁母猪存栏区域表现方面呈现“南稳北减”趋势，中大规模呈现减产幅度明显加大。短期来看，生猪供应压力仍偏大，旺季猪价提振有限；长期来看，24H1供应同比预计增加，叠加春节后或将进入消费淡季，猪价有望见到本轮周期低点。在现金流紧张/商品猪价弱势/预期悲观情况下，产能去化有望加速。

图 21：涌益能繁母猪存栏及其环比变动



资料来源：涌益资讯，德邦研究所

图 22：钢联能繁母猪存栏及其环比变动



资料来源：钢联，德邦研究所

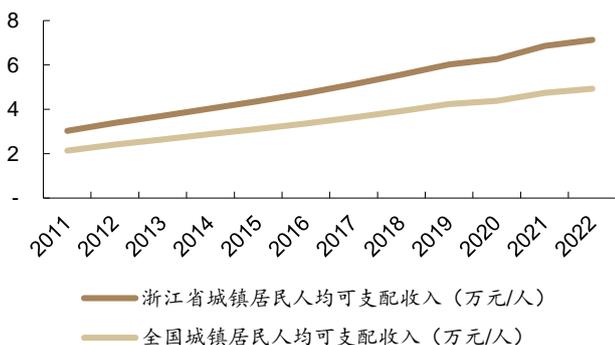
3. 生猪养殖高成长可期，屠宰稳健发展贡献利润

3.1. 省内外市场齐头并进，生猪养殖业务快速增长

3.1.1. 规模扩张路径清晰，出栏高速增长可期

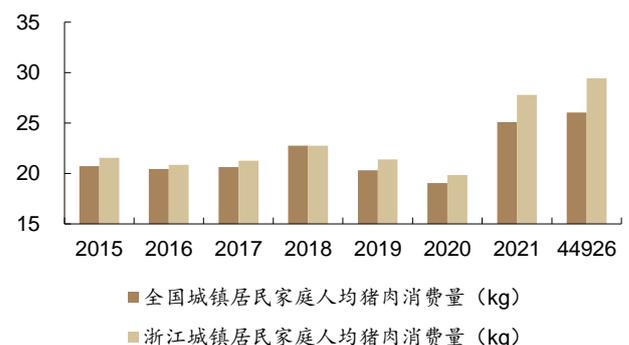
深耕浙江区域，区位优势明显。公司养殖产能主要布局在浙江省内。浙江省经济发达，人均消费能力高且人均猪肉消费需求高于全国平均水平。2022年浙江省城镇居民人均可支配收入为7.13万元，远高于全国平均水平(4.93万元)。2022年浙江省人均猪肉消费量为29.43kg，高于全国平均猪肉消费量(26.04kg)。浙江省重视环保，2013-2014年实施“三改一拆”和“五水共治”，省内众多养殖场被迫关停，导致浙江省猪肉产量处于低位。作为主销区，浙江省生猪溢价明显，2017-2022年浙江省外三元生猪价格较全国平均存在1.56元/公斤溢价，2023年1-11月浙江猪价高于全国均价0.83元/公斤。2023年1-11月公司商品猪均价为15.15元/kg，高于其余可比公司均价0.47元/公斤。

图 23：浙江省和全国城镇居民人均可支配收入



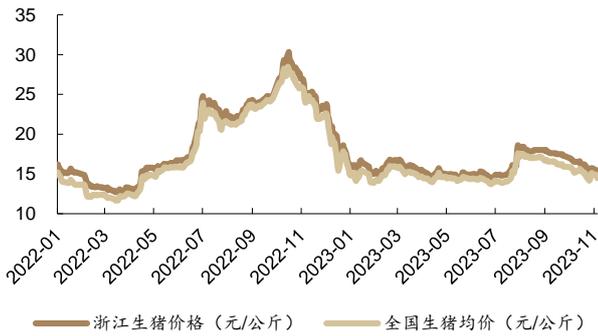
资料来源：iFind、德邦研究所

图 24：浙江省、全国城镇居民家庭人均猪肉消费量 (kg)



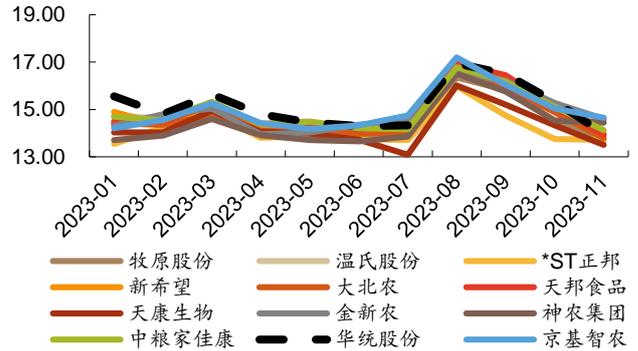
资料来源：iFind、德邦研究所

图 25: 浙江省生猪价格高于全国平均水平



资料来源: 公司公告、德邦研究所

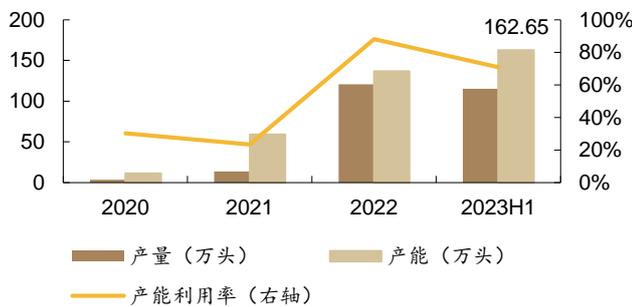
图 26: 华统股份生猪价格高于其余可比公司



资料来源: 各公司公告、德邦研究所

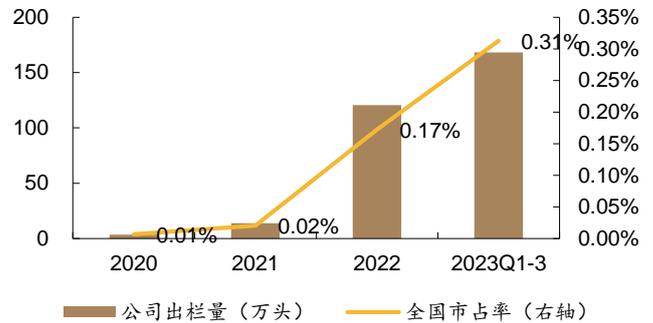
自繁自养产能快速扩张, 生猪出栏高速增长。公司生猪养殖采用独特的楼房养殖、自繁自养模式。非瘟后公司受益于省内稳产保供政策而开始大规模进军生猪养殖。截至 2023 年 6 月末, 公司已建成 24 家生猪屠宰企业, 其中浙江省内 19 家、省外 5 家, 初步实现全国性布局。公司养殖规模持续扩大、生猪产能快速扩张, 出栏增长速度领先行业水平。2023H1 公司生猪产能达 162.65 万头, 较 2022 年增长 19%。2022 年公司出栏生猪 120.48 万头, 同比+ 776%, 首次实现超百万头的跨越式发展; 2023 年前三季度公司出栏生猪 168.08 万头, 同比+100.09%。

图 27: 公司生猪产能迅速扩张



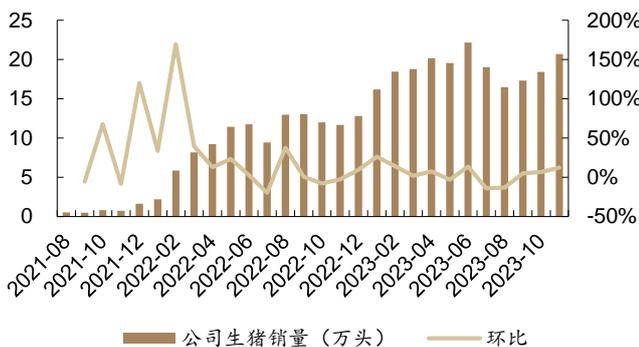
资料来源: 公司向特定对象发行 A 股股票募集说明书, 德邦研究所

图 28: 公司出栏量和市占率持续增长



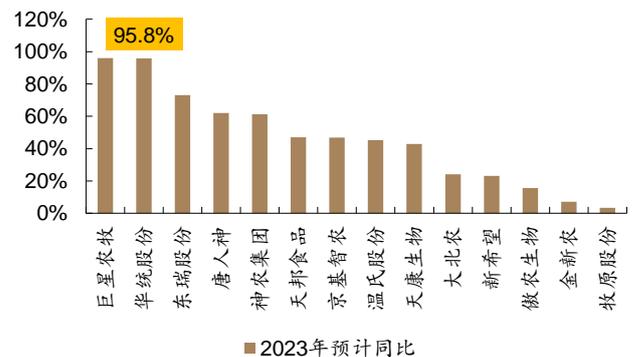
资料来源: 公司向特定对象发行 A 股股票募集说明书, 德邦研究所

图 29: 公司生猪每月销量 (万头)



资料来源: 公司向特定对象发行 A 股股票募集说明书, 德邦研究所

图 30: 2023 年公司出栏预期增速高于同业可比公司



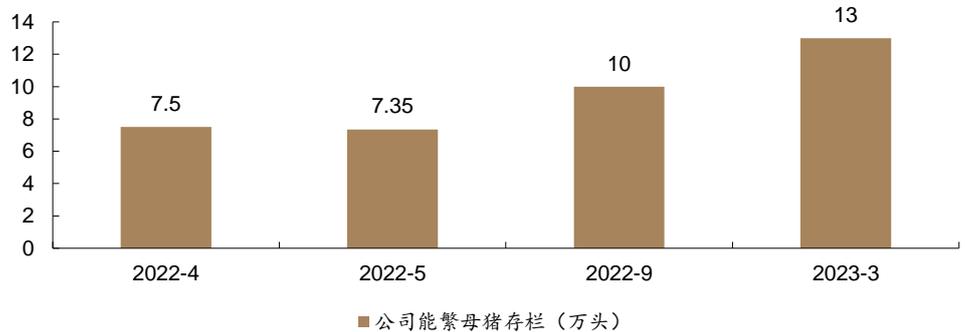
资料来源: 向特定对象发行 A 股股票募集说明书, iFind, 德邦研究所

规模扩张路径清晰，出栏快速增长可期。公司浙江省内已建成产能达 300 万头，截至 2023H1 公司生猪产能利用率为 70.88%。根据公司制定的股权激励考核方案，2024 年公司规划出栏 400-500 万头左右，目标出栏中值较 2023 年同比增幅有望达 95%。截至 2023 年 3 月公司能繁母猪存栏 13 万头左右，较上年 9 月增长约 3 万头，有望支撑未来出栏目标的实现。公司未来出栏增量主要源于省内产能满产，以及省外产能扩张。

1) 省内：养殖端通过提升产能利用率实现初步满产，促进生猪出栏快速提升。2023 年 9 月公司发布定增预案，拟以部分资金投资“浙江是莲都华统核心种猪场项目”，该项目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 万头的生产规模，合计新增省内生猪产能 9 万头。

2) 省外：公司加大对周边省份的扩张及布局，合理控制管理半径，逐步扩大省外市场份额，提升市场占有率。2020 年 12 月公司与安徽省绩溪县人民政府签订了《绩溪华统生猪全产业链一体化项目投资合作框架协议》，该项目纳入 2023 年定增募投项目中，绩溪项目达产后，将新增商品猪年出栏量 35 万头。2023 年 2 月公司与江西省抚州市人民政府在抚州市签订了《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》，该项目远期出栏目标在 200 万头。2023 年 6 月公司与江西省玉山县人民政府签订了《战略合作框架协议》，合作玉山县华统黑猪产业链项目，其中黑猪养殖产能共计 10 万头。

图 31：公司能繁母猪存栏



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 3：公司省外生猪养殖在建项目情况

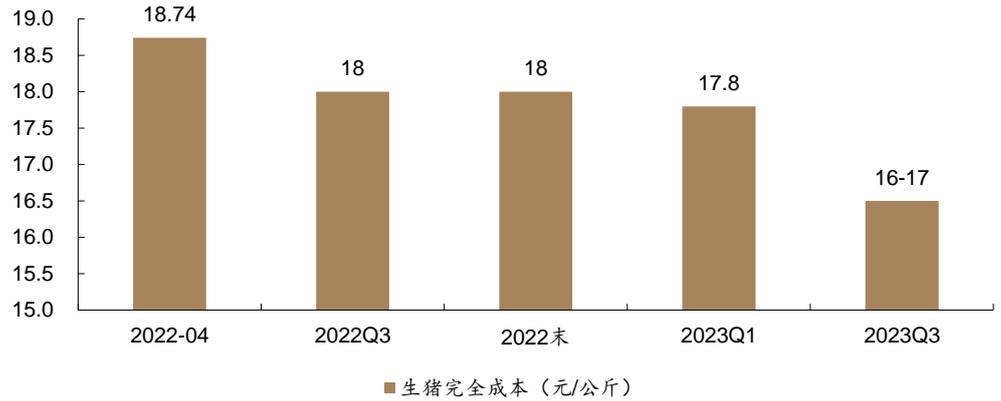
公告时间	合作对象	项目	项目内容	养殖产能 (万头)
2023/6/29	玉山县人民政府	玉山县华统黑猪产业链项目	建设年出栏 5 万头黑猪养殖基地 2 个，新建年屠宰生猪 50 万头及配套食品加工厂 1 个	10
2023/2/7	抚州市人民政府	抚州市华统生猪全产业链项目	年出栏 200 万头生猪规模化养殖项目，年产 100 万吨饲料加工项目，年屠宰生猪 200 万头及配套食品深加工项目，组建农业开发公司建设其他农业项目。	200
2020/12/29	绩溪县人民政府	绩溪华统生猪全产业链一体化项目	预计实现年出栏商品猪 35 万头	35

资料来源：公司公告，德邦研究所

3.1.2. 降本成效显著，未来成本下降确定性较强

精细化管理能力提升，养殖成本持续下降。公司不断加强精细化管理，养殖效率不断提升，养殖成本呈现逐步下降趋势。2023 年公司紧抓精细化管理，生猪养殖事业部夯实种猪育种、营养健康、疾病防控、环保信息、绩效考核、组织架构等核心体系建设，且分别配置了专业化的管理人才。公司在分娩配怀管理、批次管理、种群改善、饲料生产配方等方面取得进步，同时得益于公司出栏量的不断释放，公司养殖成本逐步下降。公司 2023 年第三季度的生猪养殖完全成本已经降至 16-17 元/公斤，较 2022 年 4 月下降 12% 左右，成本下降快速。

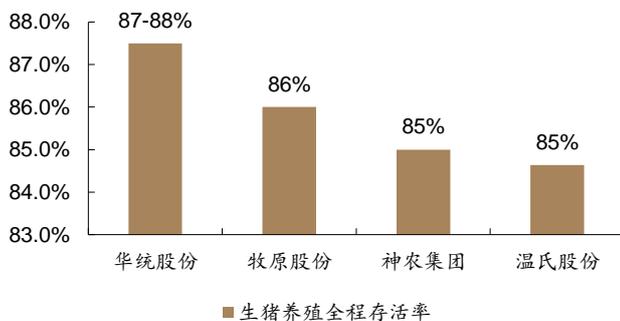
图 32：公司生猪养殖完全成本



资料来源：公司公告，德邦研究所

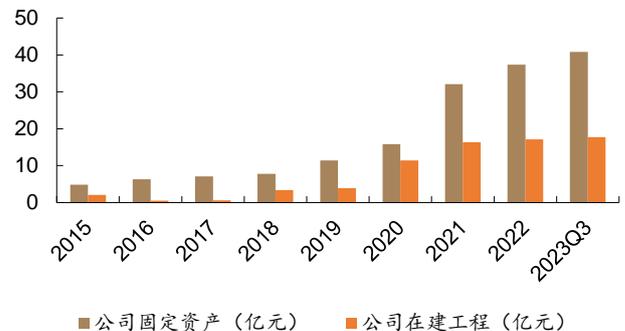
乘先天之势聚后发之力，非瘟防疫优势显著。1) 先天：浙江省整体防疫环境较好，生猪养殖密度较低，地理环境属于丘陵地形，有天然的防疫屏障，相比平原地带，能更有效防止疫病通过粉尘传播，公司猪场在具体选址环境上对非洲猪瘟防控比较有优势。2) 后发：公司大规模进军养殖业务晚于同行，主要规模养殖场均于非洲猪瘟后才开始投产或新建，2019 年后公司固定资产和在建工程才进入快速增长阶段。公司在前期猪场设计及建设阶段就非常注重疫病防控管理，享受行业规模化程度提高带来的人才聚集和技术升级的红利，吸取了大量同行的经验教训。此外公司采用楼房养殖模式，因建设较晚，设计和建设的标准和要求较高，设备更加智能化，所以公司在猪场的选址及设计方面具有后发优势。得益于显著的防非优势，2023 年 10 月公司生猪全程存活率为 87-88%，领先同行。

图 33：公司和同业生猪养殖全程存活率



资料来源：iFind、各公司公告，德邦研究所（注：华统股份、牧原股份、神农集团、温氏股份存活率披露时间分别为 23 年 10 月 31 日、23 年 5 月 16 日、23 年 1 月 6 日、23 年 11 月 10 日，其中温氏股份全程存活率由公式“(1-产保死淘率)*育肥阶段的上市率”计算而得)

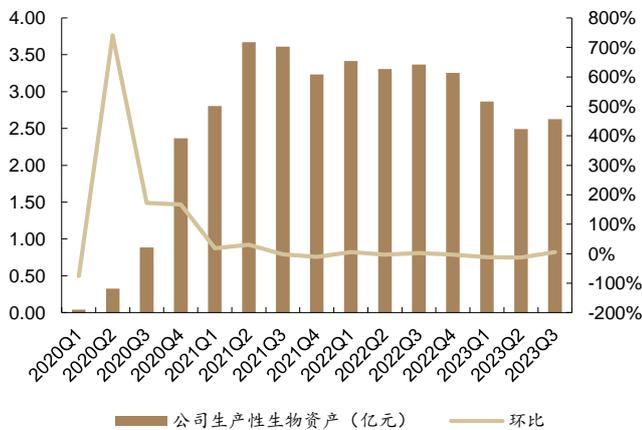
图 34：公司固定资产和在建工程开始快速增长在 2019 年以后



资料来源：公司公告，德邦研究所

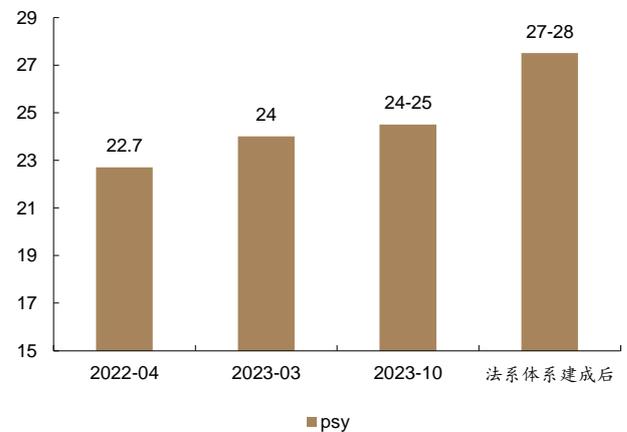
持续优化种猪群体，生产指标有望逐步改善。1) 加大低效性能母猪淘汰，提升母猪繁殖性能。前期受非洲猪瘟疫情影响，为稳产保供 2020 年公司购入 2 万头左右的高价种猪，但由于性能不佳，继续饲养的价值较低，因此从 22Q3 起公司对这批种猪开始进行有序淘汰。母猪的加速淘汰带来生产性生物资产的下降。截至 2023Q2 公司生产性生物资产为 2.49 亿元，较 2022Q3 下降 26.02%。2) 打造自身育种体系，兼顾高繁性能&终端消费偏好。公司结合市场对种猪高繁性能的追求，以及屠宰业务积累的终端消费偏好的经验，2022 年下半年育种体系逐步由美系种猪群体向法系进行转化，以法系大白猪与美系大白猪为基础培育母系母本，以美系杜洛克猪为基础培育父系（终端父本），打造公司自身的高繁体系，使其既有法系的产子数，又有美系的生产速度和料肉比，以此兼顾产子数及生长性，最终具备更好的成本优势。目前公司母猪 PSY 在 24-25 之间，法系高繁体系建成后，PSY 有望达到 27-28。

图 35：公司生产性生物资产



资料来源：iFind、公司公告，德邦研究所

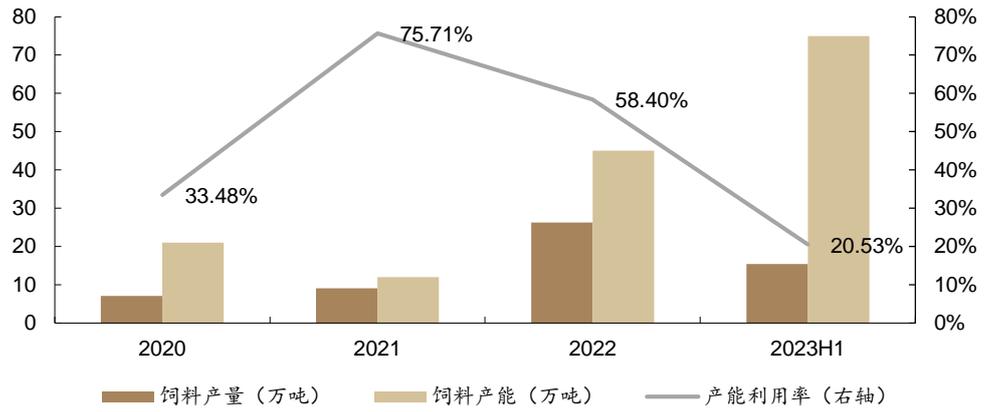
图 36：公司种猪 PSY



资料来源：公司公告，德邦研究所

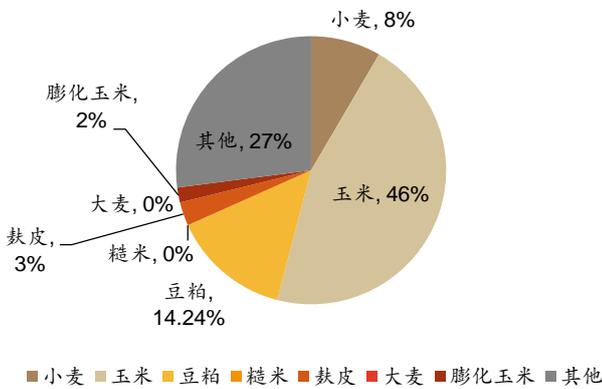
饲料自给率提高/配方优化双管齐下，有望助力养殖成本下降。1) 自建配套饲料厂，饲料自给能力持续提高。在非洲猪瘟常态化的形势下，为了防范外部猪瘟病毒，公司在养殖场附近建设配套饲料生产场所，自给饲料不但能够提供安全放心的生物饲料，减少中间交易环节，有效降低养殖过程中的饲料成本，而且可以保证供给产品的安全与优质。公司不断提高饲料自给能力，2022 年公司全资子公司华昇饲料、仙居饲料、丽水饲料正常投产。2023 年 9 月公司发布公告拟定增募资 19.4 亿元，部分资金拟用于“年产 18 万吨高档畜禽饲料项目”。2023 年 12 月公司饲料产能 75 万吨，募投项目落地后，公司饲料产能将增至 93 万吨，饲料自给度有望进一步提高。2) 公司不断优化饲料配方技术，控制饲料成本。2020-2022 年饲料主要原料玉米价格上涨，2022 年公司增大对麸皮、糙米、大麦等原材料的使用。2022 年公司麸皮/糙米/大麦采购量占比 4.51%/4.88%/3.52%，同比 +4.51/+2.04/+3.52pct。

图 37: 公司饲料产量与产能



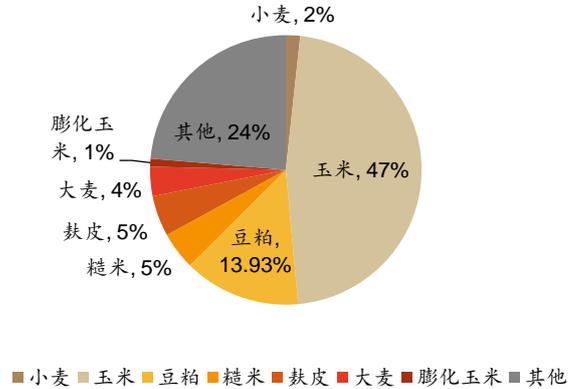
资料来源: 公司向特定对象发行 A 股股票募集说明书 (修订稿), 德邦研究所 (注: 2023 年 1-6 月产能以全年计算)

图 38: 2021 年饲料原料采购量占比



资料来源: 公司可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告, 德邦研究所

图 39: 2022 年饲料原料采购量占比

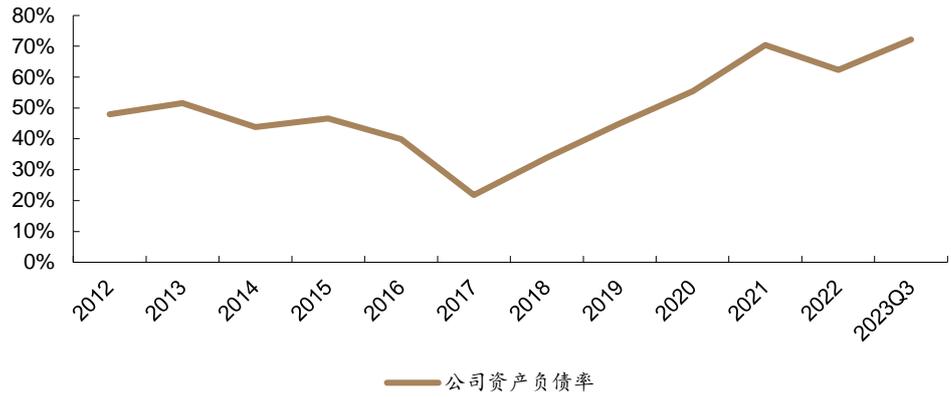


资料来源: 公司可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告, 德邦研究所

3.1.3. 债务结构较合理, 定增&屠宰业务有望提供资金支持

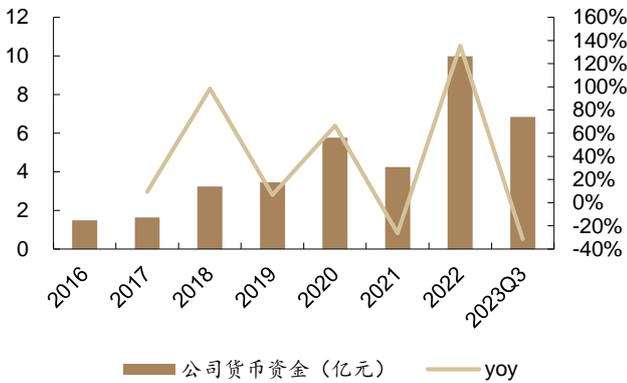
融资渠道多元, 资金储备充足。截止 2023Q3 公司货币资金 6.85 亿, 整体资金储备相对充裕。公司债务结构较合理, 23Q3 流动负债率 (流动负债/负债合计) 约 48%, 低于多数同业可比公司。此外公司融资渠道也相对丰富, 包括浙江省乡村振兴投资基金、银行贷款 (包括项目贷款和流动资金贷款)、可转债等。另外浙江省人民政府以及部分市/县人民政府还给予规模生猪养殖企业一定的政府补贴支持其发展。2023 年 7 月公司向特定对象发行股票募集资金约 16 亿元, 目前已经进行到证监会反馈意见回复阶段, 其中 4.8 亿元拟用于偿还银行贷款, 将进一步加大资金支持, 周期底部资金安全垫有望进一步增厚。

图 40: 公司资产负债率



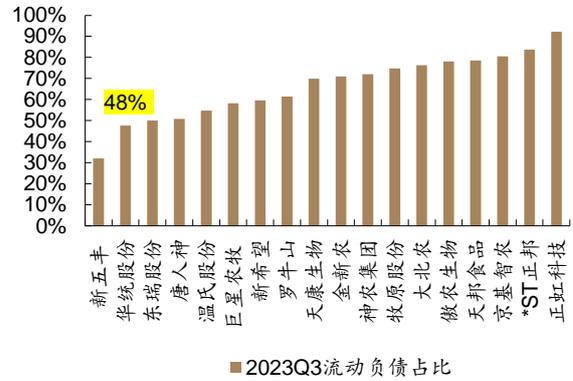
资料来源: iFind、公司公告, 德邦研究所

图 41: 公司货币资金



资料来源: iFind、公司公告, 德邦研究所

图 42: 2023Q3 公司及同行流动负债占比



资料来源: iFind、各公司公告, 德邦研究所

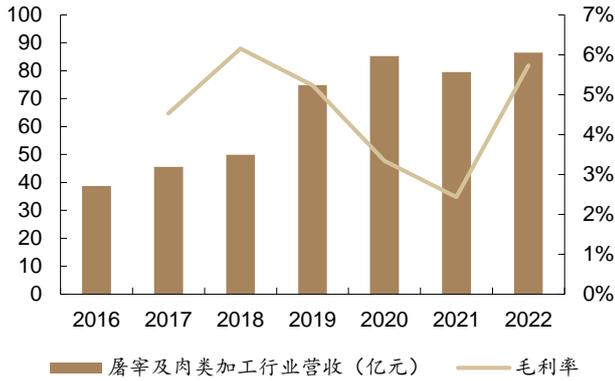
表 4: 公司部分资金事件

时间	资金来源渠道	对应事件
2023 年 7 月	公司向特定对象发行 A 股股票	公司拟募资 16 亿元, 其中 10.56 亿元拟用于生猪养殖建设项目、6400 万元用于饲料加工建设项目、4.80 亿元用于偿还银行贷款
2021 年 9 月	公司 2021 年非公开发行 A 股股票	公司共募集资金共计募集人民币 9.23 亿元, 其中 2 亿元用于新建年产 4 万吨肉制品加工项目, 7.2 亿元用于补充流动资金
2022 年 7 月	引入新股东增资	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, 华昇牧业注册资本由 1 亿元增至 8 亿元, 东阳华统注册资本由 1.5 亿元增至 4 亿元
2020 年 4 月	公开发行可转换公司债券	公司发行 550 万张可转债, 募资 5.5 亿元
2021 年 12 月	政府补助	公司子公司兰溪牧业获得生猪增产保供奖励资金 3,300 万元, 衢州牧业获得生猪增产保供奖励资金 2,070.42 万元

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

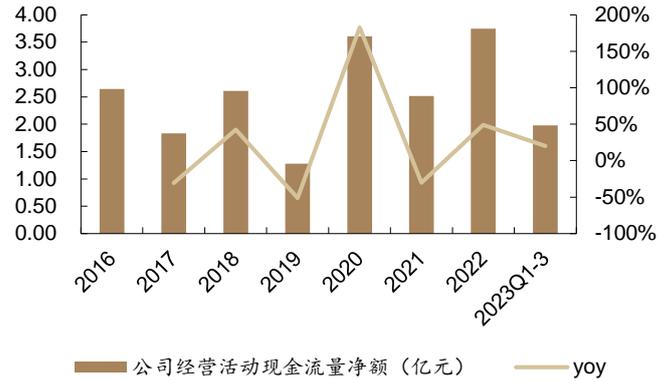
屠宰业务造血能力优秀, 为生猪产能扩张的坚实后盾。公司所在浙江省以消费热鲜肉为习惯, 屠宰业务以销定产, 采取场场对接、场摊对接的模式, 能够保证利润率, 同时公司屠宰业务拥有稳定的供应链, 所以屠宰业务能够保持相对稳定的盈利水平, 2016-2022 年屠宰业务毛利率在 2%-6.5% 之间波动。得益于其盈利稳定性, 屠宰业务造血能力优秀, 2023Q1-3 在生猪养殖亏损情况下, 公司经营活动现金流净额仍近 2 亿元, 同比+ 20.25%。

图 43: 公司屠宰及肉类加工行业营收及毛利率



资料来源: iFind、公司公告, 德邦研究所

图 44: 公司经营活动产生的现金流量净额



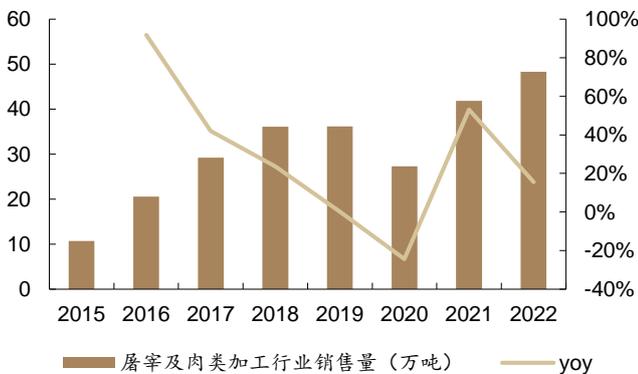
资料来源: iFind、公司公告, 德邦研究所

3.2. 屠宰业务稳健扩张, 盈利能力有望进一步提升

浙江屠宰龙头, 省内市占率超 30%。2022 年屠宰及肉类加工行业营业收入为 86.51 亿元, 占总营业收入 91.52%。2022 年公司屠宰及肉类加工产品总销量合计 48.34 万吨, 同比+15.57%。截至 2023 年 6 月末, 公司已建成 24 家生猪屠宰企业, 其中浙江省内 19 家、省外 5 家, 初步实现全国性布局。公司 2022 年屠宰生猪 346.4 万头, 同比+14.70%, 在浙江省内市占率超 30%, 是浙江省生猪屠宰龙头企业。此外在区域方面, 公司屠宰业务会逐步向有消费热鲜肉习惯的南方省份进行布局。

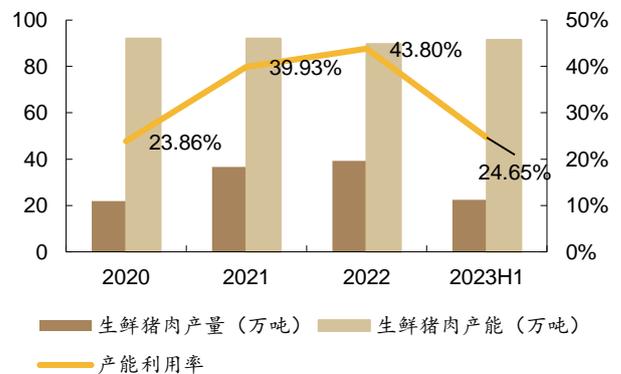
屠宰生猪自给率有望提升, 生猪采购成本预计降低。2020 年以来公司生鲜猪肉产能稳定在 90 万吨左右, 产能利用率在 20%-45%之间波动。公司出栏的商品猪主要销往公司下属的屠宰场, 公司 2023Q1-3 累计屠宰生猪约 311 万头, 其中 43.70%来自内部供应, 56.30%来自外购生猪。2023Q1-3 生猪自供比例较 2022 年增长 18.35pct。未来随着公司养殖产能的逐步释放, 公司屠宰生猪的自供比例预计会进一步提升, 生鲜猪肉的产能利用率也有望同步提高。随生猪来源渠道的多样化及自给率的逐渐提高, 公司的采购成本可在一定程度降低, 公司抵御生猪供应不稳定风险的能力有望增强。

图 45: 公司屠宰及肉类加工行业产品销量



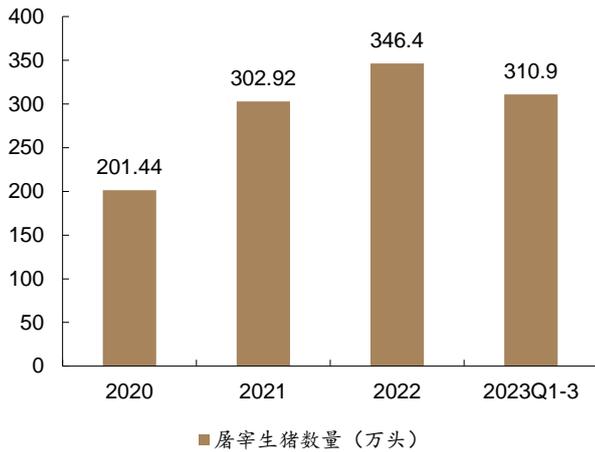
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 46: 公司生鲜猪肉产能与产量



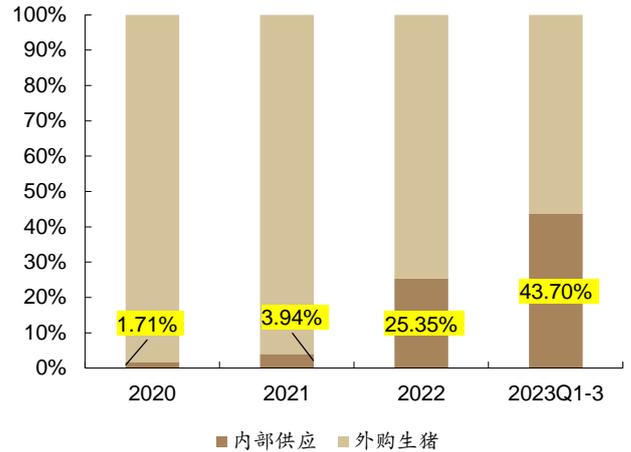
资料来源: 公司向特定对象发行 A 股股票募集说明书、德邦研究所 (注: 公司 2023H1 产能利用率以全年产能计算)

图 47: 公司生猪屠宰量



资料来源: 公司公告、德邦研究所

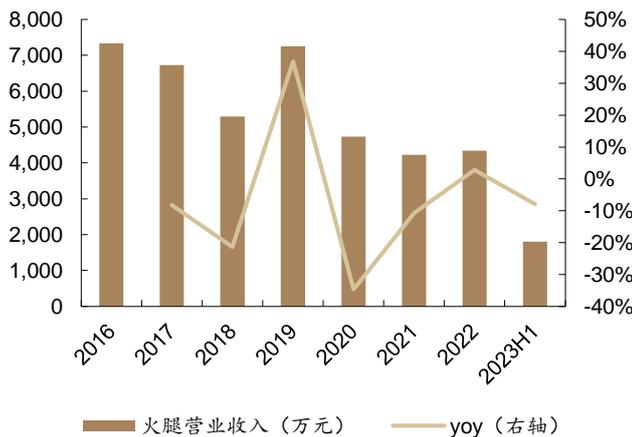
图 48: 公司屠宰生猪对外采购和内部供应占比



资料来源: 公司向特定对象发行 A 股股票募集说明书、德邦研究所

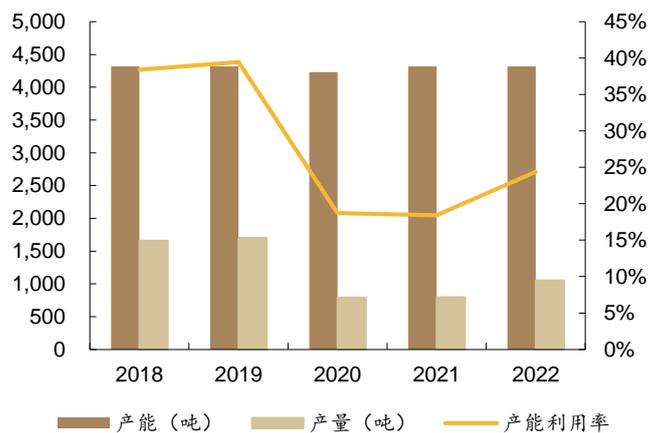
加大布局肉制品深加工环节, 提升盈利能力和业绩稳定性。除生鲜猪肉外, 公司积极迎合市场新消费趋势, 在巩固华统火腿的品牌优势及市场地位基础上, 积极推出香肠、酱卤制品等新品, 同时布局线上营销渠道, 在天猫、京东、微信、抖音等线上平台开设直营店铺或商城。其中华统“金华火腿”为公司最负盛名的深加工产品, 名列世界三大火腿之一。2018-2022 年, 公司火腿产能维持在 4320 吨, 随新冠疫情影响减弱, 2022 年火腿产能利用率明显回升至 24.39%, 同比 +5.98pct。公司火腿毛利率通常高于生鲜猪肉, 通过肉制品深加工业务可以提升产品附加值, 有效弥补畜禽屠宰业务的业绩波动, 提升公司的盈利能力和业绩稳定性。2022 年公司非公开发行 A 股股票募资, 其中部分资金拟用于建设年产 4 万吨肉制品加工项目, 建成后预计新增公司火腿、腌腊类、调理类、酱卤类深加工肉制品产能 4 万吨。

图 49: 公司火腿产品营业收入



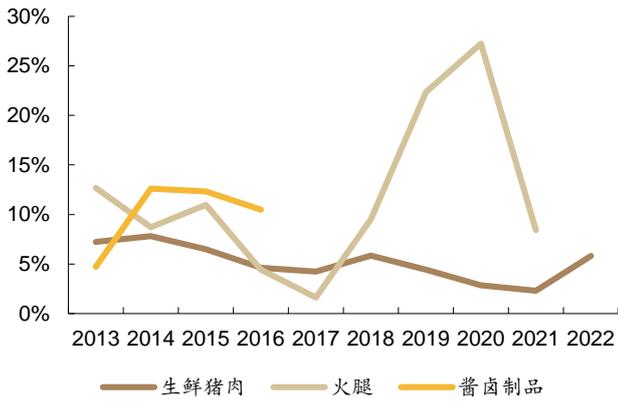
资料来源: iFind、公司公告、德邦研究所

图 50: 公司火腿产品产能及产能利用率



资料来源: 可转债评级报告、德邦研究所

图 51: 公司生鲜猪肉、火腿和酱卤制品毛利率



资料来源: iFind、公司公告, 德邦研究所

图 52: 公司“年产 4 万吨肉制品加工项目”募投规划产能

产品类别	产品名称	规划产能 (吨)
腌腊类	火腿礼盒	400
	火腿裸腿	1,800
	传统肉制品	1,300
调理类	烤肠类	9,500
	肉丸类	8,000
	穿串类	6,000
酱卤类	餐饮熟食类	6,000
	休闲包装类	7,000
合计		40,000

资料来源: 可转债评级报告, 德邦研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

养殖方面, 公司生猪养殖业务快速发展, 出栏量有望高速增长, 摊销折旧有望降低, 叠加生产效率提升, 成本有望持续下降。**屠宰方面**, 公司屠宰业务稳健扩张, 随生猪产能不断释放, 屠宰产能利用率有望提升, 采购成本有望下降, 盈利能力预计持续提升。预计 2023/2024/2025 年生猪鲜肉业务营业收入分别为 87.18/149.11/177.43 亿元, 毛利率分别为-1.43%/7.84%/7.69%。

表 5: 公司分业务盈利预测

年份	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入合计 (亿元)	94.52	99.28	168.65	201.54
营业成本合计 (亿元)	88.61	101.99	153.67	182.09
毛利率	6.26%	-2.73%	8.88%	9.65%
生鲜猪肉				
营业收入 (亿元)	83.48	87.18	149.11	177.43
营业成本 (亿元)	78.61	88.43	137.42	163.78
毛利率	5.82%	-1.43%	7.84%	7.69%
其他 (含生猪、生鲜禽肉、火腿等业务)				
营业收入 (亿元)	11.05	12.10	19.53	24.11
营业成本 (亿元)	9.99	13.57	16.25	18.30

资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

4.2. 投资建议

我们选取牧原股份、温氏股份、巨星农牧、新五丰、唐人神作为公司的可比公司。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 99.28/168.65/201.54 亿元, 归母净利润分别为-5.90/6.80/9.19 亿元, 当前股价对应 2023-2024 年 PE 分别为 16.59/12.28 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值

证券代码	公司	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
		2024/2/2	2024/2/2	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002714	牧原股份	35.34	1931.45	0.29	3.39	5.28	123.14	10.41	6.69
300498.SZ	温氏股份	19.34	1286.50	-0.45	1.07	1.67	--	18.07	11.58
603477.SH	巨星农牧	32.62	166.18	-0.52	1.56	3.78	--	20.86	8.62
600975.SH	新五丰	9.79	123.48	-0.68	0.27	1.16	--	36.34	8.43
002567.SZ	唐人神	5.88	84.26	-0.58	0.50	0.90	--	11.66	6.56
平均值				-0.39	1.36	2.56	123.14	21.42	8.83
002840.SZ	华统股份	18.35	112.79	-0.96	1.11	1.49	—	16.59	12.28

资料来源: Wind, 德邦研究所 (温氏股份、华统股份来自德邦预测, 牧原股份、巨星农牧、新五丰、唐人神来自 Wind 一致预测)

5. 风险提示

动物疫病发生风险: 动物养殖过程中发生的疫病, 例如非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟等, 疾病传播将导致动物的死亡, 直接导致产量降低; 另一方面疫病的暴发会使得消费者购买意愿下降, 导致消费市场萎缩, 对公司产品销售产生不利影响。

大宗商品价格波动风险: 动物饲料原材料包括玉米、豆粕等大宗商品, 而大宗商品价格易受极端天气、地缘政治等因素影响, 若原材料价格大幅上涨, 养殖成本随之上行, 一定程度上影响公司盈利水平。

自然灾害风险: 自然灾害、极端天气等会对公司养殖场等建筑设施造成破坏, 对公司生产经营造成不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.19	-0.96	1.11	1.49
每股净资产	4.41	3.48	4.59	6.08
每股经营现金流	0.62	-1.09	1.88	2.14
每股股利	0.03	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	88.89	—	16.59	12.28
P/B	3.83	5.27	4.00	3.02
P/S	1.18	1.13	0.67	0.56
EV/EBITDA	18.30	-53.70	11.11	8.39
股息率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	6.3%	-2.7%	8.9%	9.7%
净利润率	1.3%	-7.4%	5.3%	6.0%
净资产收益率	3.3%	-27.6%	24.1%	24.6%
资产回报率	1.0%	-6.2%	6.3%	7.6%
投资回报率	4.0%	-7.8%	12.8%	14.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.3%	5.0%	69.9%	19.5%
EBIT 增长率	468.8%	-274.1%	297.1%	31.2%
净利润增长率	145.6%	-771.9%	215.3%	35.1%
偿债能力指标				
资产负债率	62.3%	72.1%	67.0%	60.3%
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.3
速动比率	0.4	0.2	0.3	0.5
现金比率	0.4	0.2	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.4	2.8	3.4	4.1
存货周转天数	31.4	47.0	44.2	46.1
总资产周转率	1.2	1.1	1.7	1.8
固定资产周转率	2.7	2.5	4.0	4.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	88	-590	680	919
少数股东损益	37	-147	214	300
非现金支出	462	338	301	322
非经营收益	244	133	141	148
营运资金变动	-456	-406	-183	-370
经营活动现金流	374	-672	1,154	1,318
资产	-1,129	-612	-509	-501
投资	-11	0	-2	-2
其他	1	7	38	13
投资活动现金流	-1,139	-605	-473	-490
债权募资	324	704	-160	-60
股权募资	1,195	71	0	0
其他	-275	94	-171	-165
融资活动现金流	1,243	870	-331	-225
现金净流量	479	-407	351	603

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 02 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,452	9,928	16,865	20,154
营业成本	8,861	10,199	15,367	18,209
毛利率%	6.3%	-2.7%	8.9%	9.7%
营业税金及附加	17	20	33	39
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	81	89	142	174
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.8%	0.9%
管理费用	173	199	294	375
管理费用率%	1.8%	2.0%	1.7%	1.9%
研发费用	36	40	59	76
研发费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	319	-556	1,096	1,438
财务费用	181	146	165	155
财务费用率%	1.9%	1.5%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-46	-70	-50	-55
投资收益	-7	2	28	8
营业利润	133	-722	932	1,276
营业外收支	1	20	-1	7
利润总额	134	-702	931	1,282
EBITDA	730	-288	1,347	1,705
所得税	9	35	37	64
有效所得税率%	6.9%	-5.0%	4.0%	5.0%
少数股东损益	37	-147	214	300
归属母公司所有者净利润	88	-590	680	919

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	998	591	941	1,544
应收账款及应收票据	48	114	217	260
存货	1,022	1,643	2,134	2,529
其它流动资产	268	357	447	495
流动资产合计	2,336	2,706	3,740	4,828
长期股权投资	28	28	30	32
固定资产	3,739	4,125	4,215	4,285
在建工程	1,711	1,721	1,730	1,738
无形资产	281	282	292	302
非流动资产合计	6,536	6,826	7,027	7,212
资产总计	8,872	9,532	10,767	12,040
短期借款	1,430	1,880	1,680	1,580
应付票据及应付账款	487	595	896	1,062
预收账款	6	12	17	20
其它流动负债	869	954	1,148	1,094
流动负债合计	2,792	3,441	3,741	3,756
长期借款	1,592	1,992	1,992	1,992
其它长期负债	1,143	1,436	1,476	1,516
非流动负债合计	2,734	3,428	3,468	3,508
负债总计	5,526	6,869	7,209	7,264
实收资本	606	613	613	613
普通股股东权益	2,674	2,139	2,819	3,737
少数股东权益	672	525	739	1,038
负债和所有者权益合计	8,872	9,532	10,767	12,040

信息披露

分析师与研究助理简介

赵雅斐 中国人民大学硕士，两年农业投研经历，具有专业背景，坚持能力圈深度挖掘。擅长基本面研究，数据跟踪紧密详实，擅长挖掘周期与成长股机会。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。