

华统股份 (002840)

证券研究报告

2024年04月10日

成本持续下降的高成长养殖黑马

1、行业产能去化超1年，重视大周期机会

能繁存栏量创21年以来新低。本轮产能去化时间已超一年，截止2024年2月，农业部/涌益咨询累计去化幅度分别为10%/12%，能繁存栏量均创21年以来新低，鉴于上一轮周期（2021-22年）农业部/涌益咨询累计去化幅度分别为9%/15%（对应22年周期猪价高点28元/kg+），且三元母猪淘汰优化极大弥补了21年实际产能去化，此轮去化效率未出现大幅提升，因此我们预计本轮已有产能去化幅度或足以支撑大周期反转。

2、高质量发展的浙江生猪一体化龙头

1) 养猪板块：高质量发展，站稳500万头可期

①产能&资金储备充足，出栏增速领先行业。公司已在浙江省内建成18个现代化楼房猪场且目前积极向周边省市扩张，截止2023M3，公司生猪年出栏产能已达300万头，公司2023年三季度末现金及现金等价物5.30亿，资金储备相对充裕；此外在养殖亏损状态下，公司屠宰业务仍能实现可观盈利。公司2023年实现生猪出栏230.26万头，我们预计公司2024/2025年出栏400/550万头，增速行业领先。

②多维度发力，养殖成本下降明显。育种上，法系种猪体系迭代逐步提升生产效率（法系种猪产仔数更高），截止2023M10，公司PSY为24-25（23M3为24）；营养上，自供饲料节约原材料成本，同时持续的配方和设备更迭将有效减少饲料浪费，截止2023M10，公司料肉比为2.7左右；防疫上，浙江地理优势（养殖密度小，散户少）&高规格自繁自养楼房养殖模式，目前公司防控效果理想；运营管理上，目前公司已建成18个猪场均分布在浙江省内，且公司仅在浙江周边扩张产能，管理半径仍控制在较近范围内，同时组织架构扁平化，提高管理效率；激励上，股权激励和日常生产考核激发员工积极性。基于养猪多维的基本功打磨，公司23年第三季度养殖完全成本16-17元/kg左右（23Q1为17.8元/kg），预计成本后续下降空间可观。

2) 屠宰板块：热鲜提供稳定利润，宰量稳健扩张

公司目前年屠宰设计能力可达1400万头。一方面公司积极“进军”华南西南等热鲜肉消费市场，提高屠宰量，公司2023年前三季度屠宰量已达到311万头（22年全年屠宰量为346.4万头）。另一方面依托屠宰多年蓄积的渠道优势，积极提升产能利用率，进一步夯实盈利能力。从公司历史年报复盘看，在2021年屠宰行业普遍亏损情况下，公司屠宰板块仍能实现头均约31元的净利。

3、盈利预测和投资建议：

维持“买入”评级。基于：1) 本轮已有产能去化幅度或足以支撑大周期反转；2) 公司成本持续优化且后续成本改善可预期；3) 出栏量增速领先行业；4) 资金储备充足；5) 当前市值对应2024年预估出栏量头均市值为2300元/头左右，处于历史相对底部区间，若本轮行业实际产能去化超预期，则头均盈利支撑的头均市值空间有望进一步打开（历史景气时头均市值1w+元/头），向上空间显著，继续坚定推荐，维持“买入”评级。

风险提示：猪价不达预期；公司出栏不达预期；动物疫病风险；食品安全风险；成本下降不达预期；测算具有主观性风险；公司股价异动风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,342.25	9,452.16	12,938.54	21,991.05	26,718.24
增长率(%)	(5.59)	13.30	36.88	69.97	21.50
EBITDA(百万元)	526.88	753.05	266.40	2,164.52	2,513.70
归属母公司净利润(百万元)	(192.46)	87.74	(587.89)	1,245.69	1,504.54
增长率(%)	(242.46)	(145.59)	(770.00)	(311.89)	20.78
EPS(元/股)	(0.31)	0.14	(0.95)	2.01	2.43
市盈率(P/E)	(70.01)	153.55	(22.92)	10.82	8.96
市净率(P/B)	8.74	5.04	6.19	4.08	2.92
市销率(P/S)	1.62	1.43	1.04	0.61	0.50
EV/EBITDA	20.85	17.45	60.83	7.12	5.17

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.77元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	618.90
流通A股股本(百万股)	467.51
A股总市值(百万元)	13,473.49
流通A股市值(百万元)	10,177.61
每股净资产(元)	3.73
资产负债率(%)	72.11
一年内最高/最低(元)	23.58/13.81

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《华统股份-首次覆盖报告:论华统生猪产业的高质量成长性》2023-09-05

内容目录

1. 产能持续去化超 1 年，重视猪周期机会!	3
1.1. 猪价低迷超 1 年，行业去化幅度明显	3
1.2. 产能去化趋势已成，静待周期反转	3
2. 高质量发展的华东生猪产业链龙头	3
2.1. 立足屠宰，产业链一体化发展	3
2.1.1. 以畜禽屠宰业务为核心，上下游拓展	3
2.1.2. 股权分布集中，管理权有序传承	5
2.2. 高质量的快速成长，出栏量站稳 500 万头可期	5
2.2.1. 出栏量持续增长，定增进一步助力成长	5
2.2.2. 成本不断优化，下降潜力突出	6
2.2.3. 财务指标健康，资金储备相对充裕	9
2.3. 热鲜造就稳定头均利润，屠宰量增长空间理想	9
2.3.1. 加大省外区域扩张力度，产能利用率仍有提升空间	9
2.3.2. 屠宰利润和猪价呈负相关关系，热鲜模式贡献稳定利润	10
3. 盈利预测	10
4. 风险提示	12

图表目录

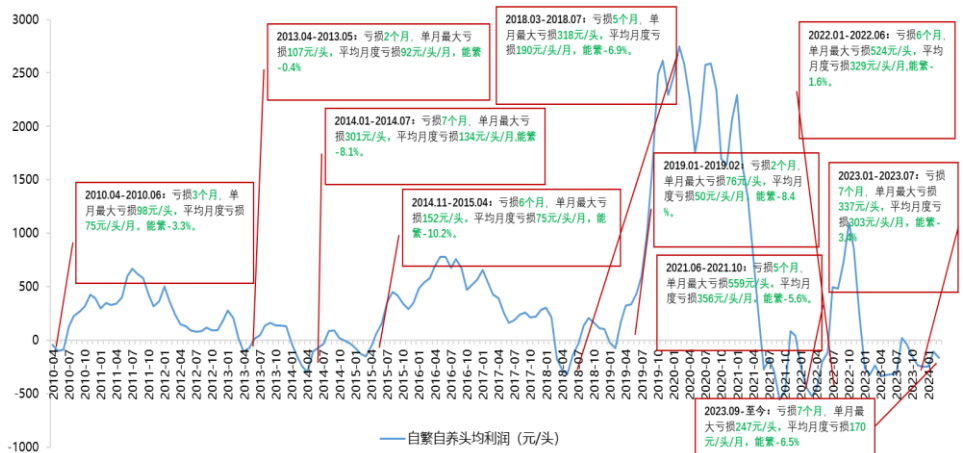
图 1: 自繁自养头均盈利 (元/头)	3
图 2: 农业部能繁母猪存栏量 (万头, %)	3
图 3: 涌益咨询能繁母猪存栏量 (万头, %)	3
图 4: 公司发展历程	4
图 5: 公司股权结构 (截止至 2023 年 Q3 末)	5
图 6: 兰溪华统牧业瑞溪项目	5
图 7: 楼房养殖优点	5
图 8: 猪企养殖成本水平对比 (元/kg)	6
图 9: 猪企 PSY 水平对比	7
图 10: 猪企料肉比水平	7
图 11: 华统股份生猪产能利用率 (%)	8
图 12: 公司期末现金及现金等价物 (亿元)	9
图 13: 公司屠宰及肉品加工行业销量和生产量情况 (万吨)	10
图 14: 公司屠宰率毛利率与猪价整体呈负相关关系 (元/kg, %)	10
表 1: 主要猪企出栏量及复合增速 (万头, %)	6
表 2: 2022 年限制性股票激励考核内容	9
表 3: 公司盈利预测	11

1. 产能持续去化超 1 年，重视猪周期机会！

1.1. 猪价低迷超 1 年，行业去化幅度明显

亏损时间长，行业资金状况紧张。从行业自繁自养头均利润的角度来看，行业自 2021 年 6 月至今已连续经历 3 个深度亏损期，2021 年 6 月至 2021 年 10 月，期间单月最大亏损 559 元/头，平均月度亏损 356 元/头/月，单月及期间平均亏损深度均为历史周期之最。随后短暂盈利 2 个月后行业便又进入下一轮深度亏损期，其亏损深度仅次于 21 年。2023 年 1 月-7 月生猪养殖行业又出现 7 个月的深度亏损（历史周期最大亏损时长为 7 个月），单月最大亏损 337 元/头，平均月度亏损 303 元/头/月，其亏损深度较前两轮亏损期并未明显缩小，8 月实现小幅盈利后目前再度进入亏损状态，且 24 年 2-3 月份行业也继续呈现亏损状态，行业资金情况紧张。

图 1：自繁自养头均盈利（元/头）

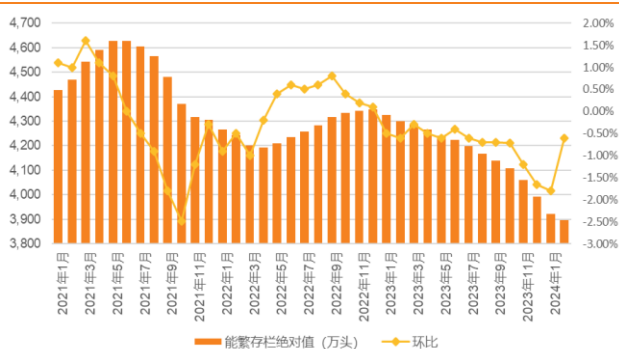


资料来源：wind，农业农村部，天风证券研究所

1.2. 产能去化趋势已成，静待周期反转

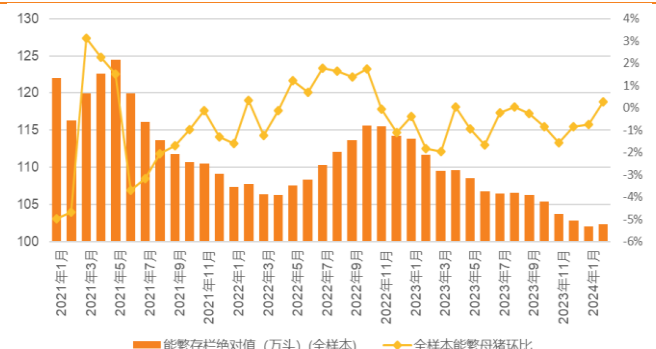
农业部累计去化幅度已超 21 年，去化趋势已成。从已有去化幅度看，能繁存栏量创 21 年以来新低。本轮产能去化时间已超一年，农业部/涌益咨询累计去化幅度分别为 10%/12%，能繁存栏量均创 21 年以来新低，与上一轮周期（2021-2022 年）农业部/涌益咨询累计去化幅度 9%/15%相比，已基本接近或者超过当时去化幅度。且三元母猪淘汰优化极大弥补了 21 年实际产能去化，此轮去化效率未出现大幅提升，因此我们预计本轮已有产能去化幅度或足以支撑大周期反转。

图 2：农业部能繁母猪存栏量（万头，%）



资料来源：Wind，农业农村部，天风证券研究所

图 3：涌益咨询能繁母猪存栏量（万头，%）



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所

2. 高质量发展的华东生猪产业链龙头

2.1. 立足屠宰，产业链一体化发展

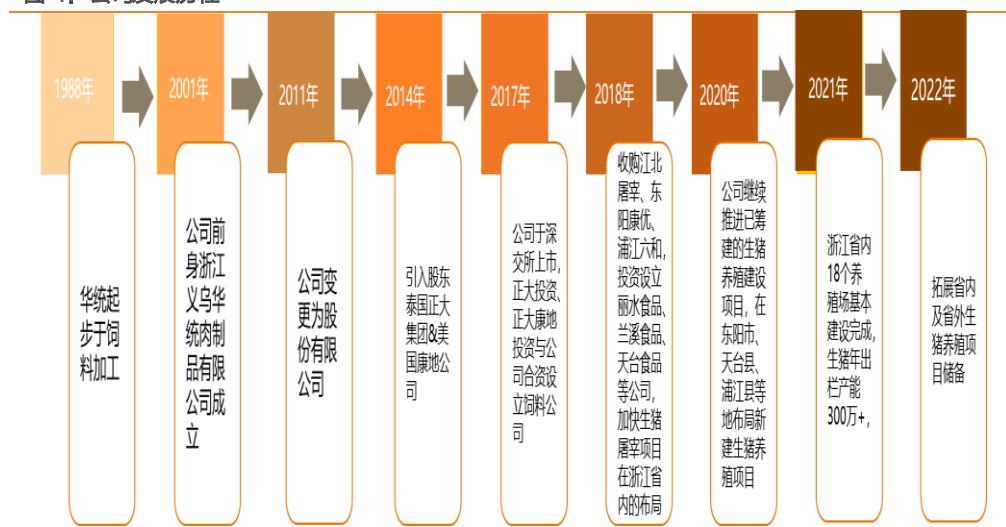
2.1.1. 以畜禽屠宰业务为核心，上下游拓展

公司成立于 2001 年，成立以来始终坚持以畜禽屠宰业务为核心，全力打造产业链一体化

经营模式，主营业务覆盖“饲料加工、畜禽养殖、畜禽屠宰加工、肉制品深加工”四大环节，对外销售的产品主要包括饲料、生鲜猪肉、生鲜禽肉、金华火腿等。经过多年努力，公司在鲜品领域已具备较强的市场竞争力和品牌知名度，是农业产业化国家重点龙头企业，是国内少数几家拥有完整产业链的畜禽屠宰加工企业之一，也是浙江省畜禽屠宰龙头企业。公司以屠宰业务为核心，积极拓展饲料加工、畜禽养殖、肉制品深加工等环节。

- 1988年，华统起步于饲料加工。
- 2001年，公司前身浙江义乌华统肉制品有限公司成立。
- 2011年，公司变更为股份有限公司。
- 2014年，引入股东泰国正大集团&美国康地公司。
- 2017年，公司于深交所上市，正大投资、正大康地投资与公司合资设立饲料公司。
- 2018年，收购江北屠宰、东阳康优、浦江六和，投资设立丽水食品、兰溪食品、天台食品等公司，加快生猪屠宰项目在浙江省内的布局。
- 2020年，公司继续推进已筹建的生猪养殖建设项目，在东阳市、天台县、浦江县等地布局新建生猪养殖项目。
- 2021年，浙江省内18个养殖场基本建设完成，生猪年出栏产能300万+。
- 2022年，拓展省内及省外生猪养殖项目储备。

图 4：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，wind，企查查，康地饲料官网，天风证券研究所

凭借先进的生产技术和完善的质量控制体系，品牌影响力不断扩大。

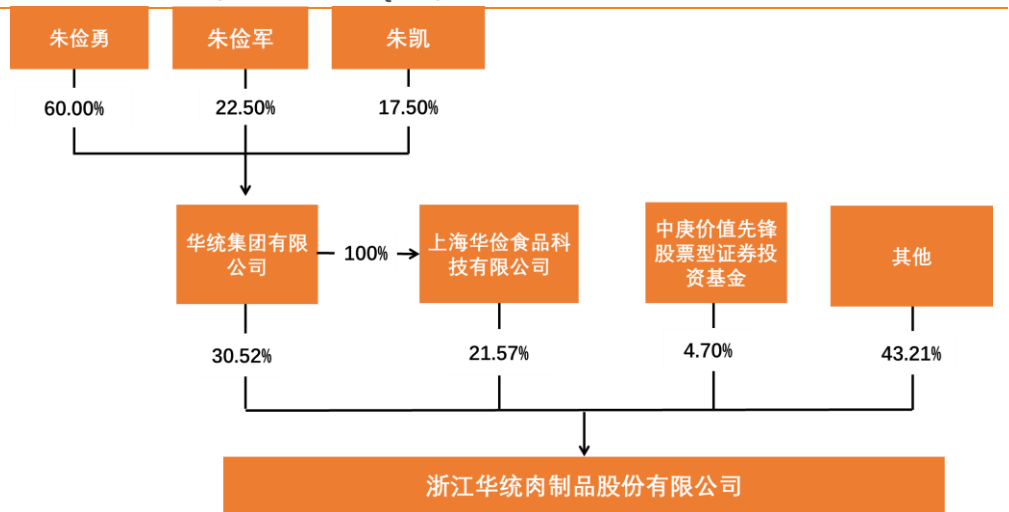
- 2006年，华统牌猪肉被评为“中国名牌农产品”。
- 2011年，公司被评为商务部“市场应急保供骨干企业”。
- 2015年，公司成为中国肉类协会第五届理事单位，同年，公司获得“2014年全国诚信兴商双优示范单位”称号。
- 2017年，“华统”品牌入选2016中国自主品牌（浙江）百佳，“华统”牌猪肉被评为“浙江省猪肉十大名品”。
- 2018年，公司被评为浙江省AAA企业级“守合同重信用”企业。
- 2019年，浙江省科学技术进步二等奖、国家科学技术进步二等奖。
- 2020年，公司荣获“2019年浙江省人民政府质量奖”。

- 2021 年，公司获评“2021 年中国肉类食品行业先进企业”。
- 2022 年，公司成为金华市首席质量官联盟理事单位。

2.1.2. 股权分布集中，管理权有序传承

股权分布集中，实控人为朱俭勇、朱俭军两兄弟。从股权结构来看，华统集团为公司最大股东，持股 30.52%。上海华俭食品科技有限公司是华统集团的全资子公司，为公司第二大股东，持股 21.57%。进一步来看，朱俭勇、朱俭军两兄弟通过华统集团有限公司、上海华俭食品科技有限公司、浙江精智企业管理有限公司分别间接持有华统股份 31.70% 和 11.97% 的股权，是华统股份的实控人。**总经理朱俭军离任，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，于 2023 年 11 月接任总经理。截止 2023Q3 末，持有华统股份 9.27% 的股权。**

图 5：公司股权结构（截止至 2023 年 Q3 末）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 高质量的快速成长，出栏量站稳 500 万头可期

2.2.1. 出栏量持续增长，定增进一步助力成长

立足浙江整合省内养殖资源，出栏量持续增长。在土地资源稀缺及非瘟常态化的大背景下，公司大力发展楼房养殖模式。华统生猪养殖场是国内首家高标准设计及建设多层现代化养猪场，生猪养殖场均采用高层养猪，节约占地面积，提高生猪饲养量。运用智能化养殖模式、自动环境控制系统、自动喂料系统、自动清粪系统、自动通风系统等先进工艺，在提高猪场养殖效率的同时，环保处理水平也领先全国。目前，华统股份已在浙江省内建成 18 个现代化楼房自繁自养一体化配套猪场，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首次实现超百万头的跨越式发展，累计出栏生猪约 120.5 万头，同比增长 779.42%。2023 年，公司出栏量再上台阶，全年累计出栏量达到了 230 万头，同比增长 91.7%。

图 6：兰溪华统牧业瑞溪项目



图 7：楼房养殖优点



资料来源：新猪派公众号，天风证券研究所

资料来源：《浅谈我国楼房多层立体式养猪模式》，朱丹、陈斌、邢坤、邵靓、王英、王印，天风证券研究所

积极向省外扩张，提高出栏增速。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，公司和江西省抚州市政府签订战略合作协议，拟建设年出栏 200 万头生猪规模化养殖项目；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。**截止 2023 年 3 月，公司生猪年出栏产能已达到 300 万头，我们预计公司 2024/2025 年出栏 400/550 万头，出栏增速领先行业。**

表 1：主要猪企出栏量及复合增速（万头，%）

公司	出栏量（万头）			
	2022A	2023A	2024E	复合增速
牧原股份	6120	6382	7300	9%
温氏股份	1791	2626	3100	32%
新希望	1461	1768	1700	8%
天邦食品	442	712	700	26%
傲农生物-归母	389	439	300	-12%
大北农-归母	244	333	440	34%
唐人神	216	371	450	44%
天康生物	203	282	350	31%
新五丰	183	320	500	65%
巨星农牧	153	267	400	62%
金新农	126	105	120	-2%
京基智农	126	185	278	49%
华统股份	120	230	400	82%
神农集团	93	152	250	64%

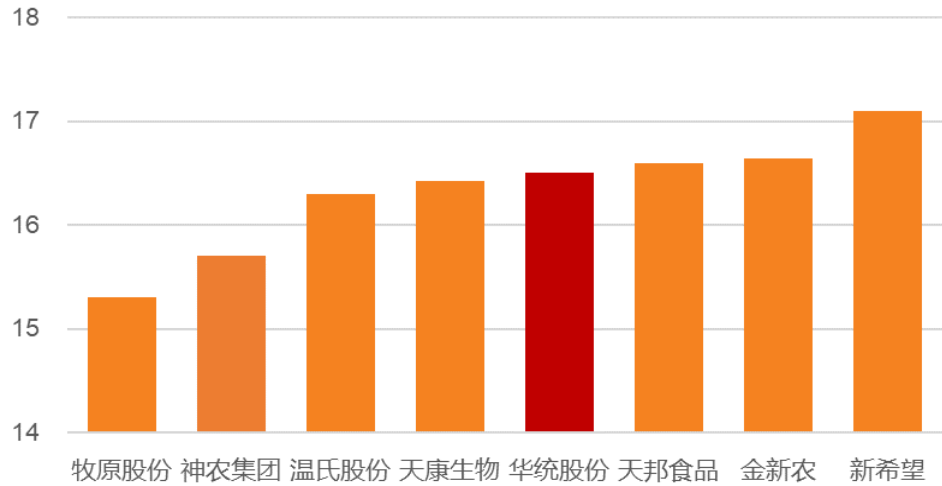
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

大股东定增等多元化的资金来源助力成长。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 9 月，公司拟向控股股东全资子公司上海华俭非公开发行不超过 1.32 亿股股票，拟募集资金 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，7.23 亿元用于补充流动资金。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垅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。**2023 年 12 月，公司拟定增募资不超过 16 亿元（含本数）加码生猪养殖，目前公司定增持续推进，若顺利落地，此举将为公司新增合计年出栏种猪 2.9 万头、仔猪 5 万头、商品猪 36.1 万头的生产规划，进一步助力公司产能扩张。**

2.2.2. 成本不断优化，下降潜力突出

公司生猪养殖采取自繁自养模式。浙江环保政策严格，养猪土地稀缺，农户数量少，公司采取自繁自养模式进行统一管控。公司自建规模化猪场，已在浙江省内建成 18 个现代化楼房养猪场，通过引种、配种达到母猪分娩仔猪，将出生仔猪从哺乳、保育、生长、育肥饲养到肥猪出栏全程阶段饲养，并对各个阶段建立了标准化的生产管理模式。从上游的育种和饲料，到中游的扩繁和育肥，再到下游的屠宰销售，华统通过一体化的产业链，做到生产全环节可控，在育种体系、饲喂体系、疫情防控、管理体系、激励机制等方面具备明显的竞争优势。**2023 年 Q1 公司完全成本降至 17.8 元/Kg 左右。2023 年三季度完全成本已进一步降至 16-17 元/kg。**

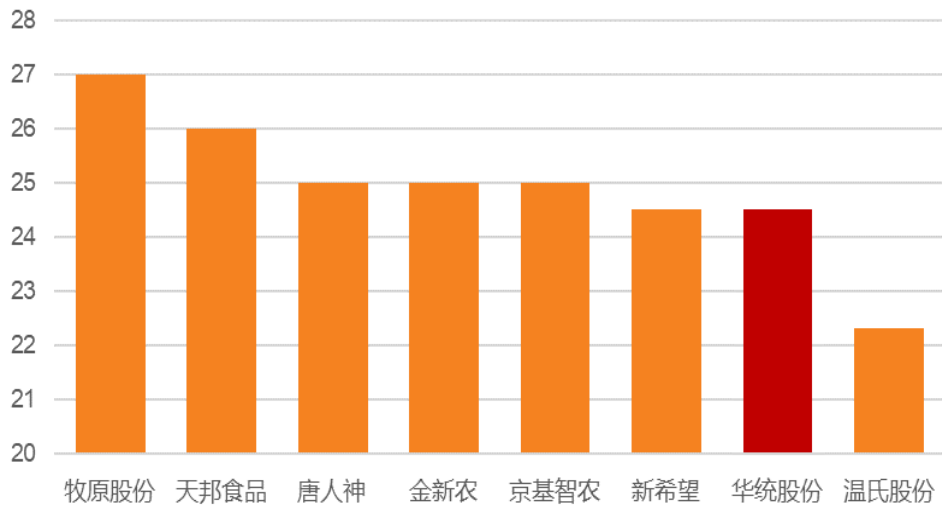
图 8：猪企养殖成本水平对比（元/kg）



资料来源：各公司公告，各公司投资者问答，天风证券研究所（备注：牧原股份截止至 2023M12；神农集团截止至 2023M12；温氏股份截止至 2023Q4；天康生物截止至 2023M9；华统股份截止至 2023Q3；天邦食品截止至 2023Q4；金新农截止至 2023Q4；新希望截止至 2023M12；）

育种体系：育种技术决定了养殖效率进而决定养殖成本的高低。公司生猪育种依托现有的仙居三亩田种猪场和东阳猪场开展各项育种基础工作。为更好地开展生猪育种工作，公司设立华旺育种子公司，目前处于筹建阶段。此外，公司育种体系从 2022 年下半年起，逐步由美系种猪群体向法系进行转化，**以此兼顾产仔数及生长性能，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。截止 2023 年 10 月，公司 PSY 近 24-25，相比于 2023 年 3 月的 24，养殖效率持续提升，随着 PSY 的持续提高，完全成本有望进一步下降。**

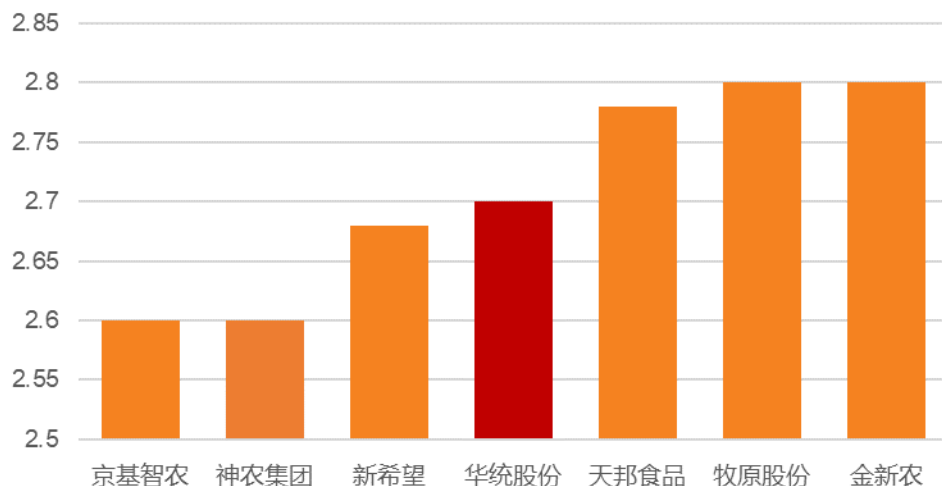
图 9：猪企 PSY 水平对比



资料来源：wind，天风证券研究所
 备注：牧原股份截止至 2023 年 10 月；天邦食品截止至 2023 年 5 月；唐人神截止至 2023 年 8 月；金新农截止至 2023 年 2 月；京基智农截止至 2023 年 10 月；新希望截止至 2023 年 12 月；华统股份截止至 2023 年 10 月；温氏股份截止至 2023 年 11 月。

饲喂体系：公司配套拥有饲料加工环节，目前饲料产品以满足自身畜禽养殖业务需要为主。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，全年饲料产能接近 80 万吨。饲料自给不但有利于降低畜禽养殖成本，还有利于从源头上控制生物安全，保证食品安全。此外，公司不断优化饲料配方技术，满足畜禽各生长阶段的营养需要。**有效减少饲料浪费及降低生长料肉比，控制饲料成本。截止 2023 年 10 月，公司料肉比为 2.7 左右。**

图 10：猪企料肉比水平



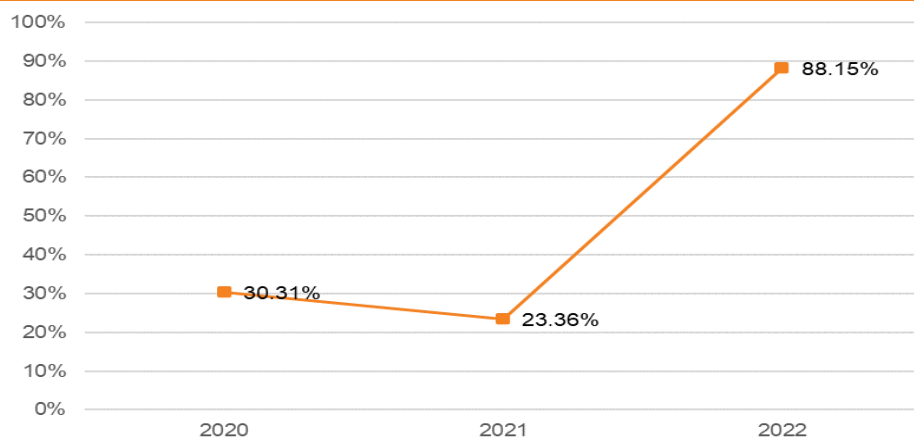
资料来源: wind, 天风证券研究所

备注: 京基智农截止至 2023 年 10 月; 神农集团截止至 2023 年 10 月; 新希望截止至 2023 年 12 月; 华统股份截止至 2023 年 10 月; 天邦食品截止至 2023 年 5 月; 牧原股份截止至 2023 年 12 月; 金新农截止至 2023 年 2 月。

疫情防控: 一方面得益于外部环境的天然优势, 浙江本身养殖密度较低, 养殖散户较少, 受周边养殖环境影响较小。此外公司自繁自养楼房养殖模式亦具有防控优势。自繁自养模式下, 公司制定了严格的生物安全防疫制度, 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。具体来看, 公司楼房猪场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。**公司制定了严格的生物安全防疫制度, 持续完善生物安全体系建设, 防止疫病的发生。**

管理体系: 楼房养殖模式便于复制, 管理半径控制在较近范围内。2016 年以来, 环保限制小农模式的生产用地, 养猪土地变得稀缺, “公司+农户”比较优势较小, 资源更加高效集约化的工业化模式优势凸显。公司采取的楼房自繁自养模式可以通过引进养殖设备降低对人工的依赖, 同时养殖技术更好统一管理。此外公司已建好的 18 个楼房养殖猪场全部分布在浙江省内, 即使公司再 进行省外产能扩张 (如目前在建的安徽绩溪项目等), 但管理半径仍控制在较近范围内, 便于公司总部管理与日常经营交流。并且公司实现扁平化管理, 采用 AB 岗制度, 日常储备人才, 扩张过程中通过以老员工带新员工模式, 以提高新场运营管理效率和生产稳定性。**且随着公司产能利用率处于爬坡阶段 (截止 2023 年 3 月, 公司已拥有 300 万育肥产能, 我们预计公司 2024 年出栏生猪 400 万), 因此我们预计公司折旧摊销有望处于持续下行通道。**

图 11: 华统股份生猪产能利用率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

激励机制：自繁自养模式下公司人才培养、晋升及激励制度完善，可以有效提高人力资源有效性。公司对生产人员激励力度大，在薪酬方案中加强绩效比重，建立了以业绩为导向的绩效考核机制。在考核方面，公司加强了对养殖团队的日常考核，对不同级别和环节的生产人员，分别制定了出栏量、成本、增重、窝均健仔数、断奶仔猪数、料肉比、存活率等考核指标。为进一步建立健全公司长效激励与约束机制，吸引和留住优秀人才。在充分保障股东利益的前提下，公司实施了 2022 年限制性股票激励计划。本计划拟授予的限制性股票数量 840 万股，占本激励计划签署时公司股本总额的 1.39%；股票的授予价格为 8.53 元/股；授予的激励对象总人数为 86 人。本激励计划首次授予限制性股票的解除限售考核年度为 2023-2024 年两个会计年度，2023/2024 考核的生猪销售量目标值分别为 280/500 万头，触发值分别为 220/400 万头（23 年实际出栏量为 230 万），生猪销售实际完成量将对应不同的公司层面解除限售比例。日常考核加上股权激励，将充分调动员工积极性，提高工作效率。

表 2：2022 年限制性股票激励考核内容

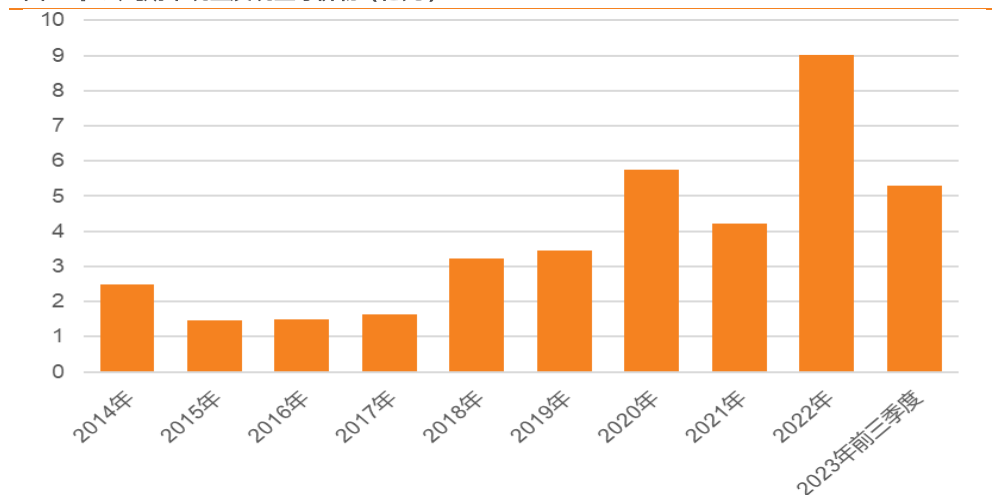
考核年度	生猪销售量（万头）	
	目标值（万头）	触发值（万头）
2023 年	280	220
2024 年	500	400

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2.3. 财务指标健康，资金储备相对充裕

财务指标健康，资金储备相对充裕。截止 2023 年三季度末，公司期末现金及现金等价物 5.30 亿，整体资金储备相对充裕；公司债务结构也较为合理，流动负债率（流动负债/负债合计）约 47.6%，短期偿债压力较小；经营活动产生的现金流量净额约 2 亿。且在 2024 年 1 月，公司董事会同意公司及子公司以抵押、质押、信用等方式向银行等金融机构申请总额不超过人民币 50 亿元综合授信额度，进一步加强周期底部的资金储备。

图 12：公司期末现金及现金等价物（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 热鲜造就稳定头均利润，屠宰量增长空间理想

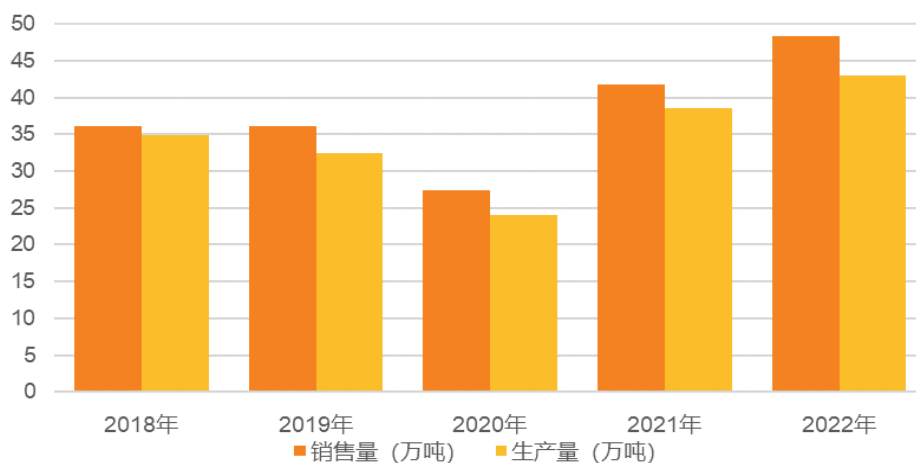
2.3.1. 加大省外区域扩张力度，产能利用率仍有提升空间

浙江最大屠宰公司，加大向省外区域扩张力度。公司目前拥有 24 家生猪屠宰企业，其中省内 19 家、省外 5 家，年屠宰设计能力可达 1400 万头，是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，2023 年公司拟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，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。未来公司希望往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，扩大板块规模。2022 年公司屠宰生猪约 346.4 万头，2023 年前三

季度公司屠宰量约 311 万头，进一步提升屠宰市场占有率。

产业链一体化提供稳定货源，产能利用率仍有提升空间。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 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，2022 年出栏的 120.48 万头生猪中，超过 70%用于自供屠宰，2022 年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，我们预计未来公司有望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，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 13：公司屠宰及肉品加工行业销量和生产量情况（万吨）

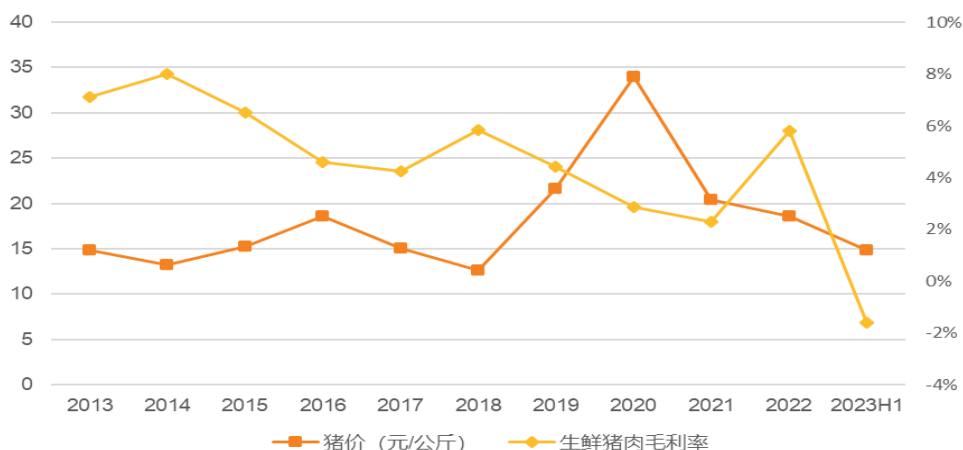


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3.2. 屠宰利润和猪价呈负相关关系，热鲜模式贡献稳定利润

从公司历史数据来看，公司生猪屠宰（生鲜猪肉）业务毛利率与猪价呈现明显的反相关。当前猪价持续磨底，收猪难度减少，公司屠宰量增加，屠宰利润有所放大，同时因公司布局区域主要为热鲜消费，销售时长较短，销售价格波动较小。其次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。区域经销模式下，生鲜肉品售价由公司根据市场行情统一制定，经销商一般没有价格决定权，公司直接将生鲜猪肉配送至个体肉摊、超市等下游客户。公司生鲜肉品经销模式有利于公司及时对市场需求变化作出反应，增强了市场运作的话语权。因此目前仍能实现稳定屠宰利润。在 2021 年猪价快速下行导致屠宰行业普遍亏损情况下，公司合计屠宰生猪 302 万头，实现 0.95 亿元盈利，头均净利约 31 元。

图 14：公司屠宰业务毛利率与猪价整体呈负相关关系（元/kg，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 盈利预测

我们预测假设如下：

1) 生猪养殖业务：

猪价：目前全国猪价仍处于成本线以下，且春节后为传统需求淡季，近期猪价或呈偏弱走势。而下半年需求呈增长趋势，且 23 年行业产能持续去化或带动 10 个月后供应量持续减少，其影响或在下半年供应端加速体现，因此猪价或迎来趋势性上涨。2024 年行业或仍处于高盈利状态，我们预计 2024 年全年均价相较 2023 年或有明显提升。同时考虑到猪病导致行业复养难度加大&行业需要优先降低资产负债率进而延缓补栏进度，因此 2025 年均价或几乎持平。

成本：截止 2023 年三季度，公司完全成本为 16-17 元/公斤。鉴于华统股份产能利用率&生产效率持续提高，我们预计 2024/2025 年公司完全成本有望处于持续下行通道。

出栏量：截止 2023 年 3 月，公司能繁母猪存栏已近 13 万头，根据公司经营计划，公司 2024-2025 年生猪出栏量预计分别为 400/550 万头。

2) 屠宰业务：公司积极向省外扩张屠宰业务，产能利用率具备较大提升空间。根据公司经营计划，我们预计公司 2024 年-2025 年屠宰量分别为 550/650 万头；

3) 其他业务：预计饲料板块、肉制品板块、其他板块保持稳定，盈亏平衡。

表 3：公司盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
总计	营业收入（亿元）	94.52	129.39	219.91	267.18
	营业成本（亿元）	88.61	128.71	197.24	240.28
	毛利（亿元）	5.91	0.68	22.67	26.90
	毛利率（%）	6.25%	0.52%	10.31%	10.07%
生猪 养殖 板块	收入（亿元）	4.39	38.86	82.73	112.58
	成本（亿元）	3.56	41.48	65.55	91.37
	毛利（亿元）	0.83	-2.62	17.18	21.21
	毛利率（%）	18.93%	-6.74%	20.77%	18.84%
生鲜 猪肉	收入（亿元）	83.48	83.29	128.49	144.22
	成本（亿元）	78.61	80.10	123.75	139.75
	毛利（亿元）	4.87	3.19	4.74	4.47
	毛利率（%）	5.83%	3.84%	3.69%	3.10%
生鲜 禽肉	收入（亿元）	2.36	2.04	2.35	2.71
	成本（亿元）	2.35	2.26	2.14	2.24
	毛利（亿元）	0.01	-0.23	0.21	0.47
	毛利率（%）	0.42%	-11.17%	9.04%	17.31%
肉制 品	收入（亿元）	0.43	0.52	0.62	0.74
	成本（亿元）	0.50	0.55	0.58	0.61
	毛利（亿元）	-0.07	-0.03	0.04	0.14
	毛利率（%）	-16.14%	-6.47%	6.84%	18.49%
饲料 销售	收入（亿元）	0.38	0.51	0.70	0.91
	成本（亿元）	0.30	0.37	0.48	0.63
	毛利（亿元）	0.08	0.14	0.22	0.29
	毛利率（%）	21.05%	26.67%	31.25%	31.25%
其他	收入（亿元）	3.48	4.18	5.01	6.01
	成本（亿元）	3.29	3.95	4.74	5.69
	毛利（亿元）	0.19	0.23	0.27	0.33
	毛利率（%）	5.46%	5.46%	5.46%	5.46%

资料来源：wind，天风证券研究所

综上，预计华统股份 2023-2025 年分别实现营收 129.39/219.91/267.18 亿元，同比增长 36.88%/ 69.97%/21.50%；归母净利润为 -5.88/12.45/15.04 亿元，同比增长 -770.13%、-

311.81%、20.79%。

基于：1) 本轮已有产能去化幅度或足以支撑大周期反转；2) 公司成本持续优化且后续成本改善可预期；3) 出栏量增速领先行业；4) 资金储备充足；5) 当前市值对应 2024 年预估出栏量头均市值为 2300 元/头左右，处于历史相对底部区间，若本轮行业实际产能去化超预期，则头均盈利支撑的头均市值空间有望进一步打开（历史景气时头均市值 1w+元/头），向上空间显著，继续坚定推荐，维持“买入”评级。

4. 风险提示

- 1、猪价不达预期：猪价受供需格局的影响，对公司的盈利起到重要作用，若行业产能去化不达预期，猪价或低于预期，从而导致公司利润不达预期。
- 2、公司出栏不达预期：出栏量不及预期。若因疫情变化、国家政策变化或价格变动等因素的影响，导致公司养殖扩张节奏发生变化，从而导致公司未来的生猪出栏量不达预期，公司未来的高成长性或将受到影响。
- 3、动物疫病风险：动物疫病持续存在，虽然公司在动物疫情防控方面已经取得了显著的成果，但是若后续疫情进一步加剧，公司或因疫情损失，对公司经营造成影响。
- 4、食品安全风险：若公司产品出现食品安全问题，可能对公司品牌形象、生产销售、经营发展等方面造成较大负面影响。
- 5、成本下降不达预期：公司养殖成本下降趋势虽然随着产能利用率的提升、生产经营指标提升而下降，但在饲用原材料价格上涨背景下，成本有可能下降不及预期。
- 6、测算具有主观性风险：因对于公司未来盈利预测的假设具有主观性，考虑到实际情况可能与假设有所出入，因此测算结果或与实际情况存在差异。
- 7、公司股价异动风险：公司近期股票出现较大波动，已连续 3 个交易日内（2024 年 3 月 19 日、3 月 20 日、3 月 21 日）日收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%。需注意公司股价异动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	424.20	998.06	1,035.08	1,759.28	4,284.84
应收票据及应收账款	28.42	48.38	43.86	120.91	81.67
预付账款	16.08	31.25	73.94	57.88	103.89
存货	524.92	1,021.66	552.79	2,121.43	1,342.30
其他	281.28	236.52	304.76	355.16	340.68
流动资产合计	1,274.90	2,335.87	2,010.43	4,414.66	6,153.38
长期股权投资	21.94	27.80	27.80	27.80	27.80
固定资产	3,211.37	3,739.33	4,342.34	4,345.94	4,092.34
在建工程	1,635.38	1,711.49	930.74	490.37	270.19
无形资产	265.56	280.97	272.85	264.73	256.60
其他	727.12	776.29	677.48	720.70	714.47
非流动资产合计	5,861.37	6,535.88	6,251.21	5,849.54	5,361.40
资产总计	7,136.27	8,871.75	8,261.63	10,264.20	11,514.79
短期借款	1,319.38	1,429.64	1,741.88	1,428.27	1,200.00
应付票据及应付账款	569.02	486.86	630.93	1,368.66	1,093.39
其他	336.51	814.57	767.41	917.40	1,071.38
流动负债合计	2,224.91	2,731.07	3,140.22	3,714.33	3,364.76
长期借款	1,717.43	1,591.66	1,333.43	1,458.14	1,590.70
应付债券	434.97	282.76	403.76	373.83	353.45
其他	586.31	859.94	596.05	680.77	712.26
非流动负债合计	2,738.72	2,734.36	2,333.24	2,512.74	2,656.40
负债合计	5,021.64	5,526.06	5,473.47	6,227.07	6,021.17
少数股东权益	573.03	671.97	613.06	738.24	884.10
股本	456.24	606.33	618.90	618.90	618.90
资本公积	445.87	1,355.74	1,420.44	1,420.44	1,420.44
留存收益	646.33	734.07	146.18	1,272.78	2,585.54
其他	(6.85)	(22.43)	(10.42)	(13.23)	(15.36)
股东权益合计	2,114.63	3,345.69	2,788.17	4,037.13	5,493.62
负债和股东权益总计	7,136.27	8,871.75	8,261.63	10,264.20	11,514.79
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(246.84)	125.06	(587.89)	1,245.69	1,504.54
折旧摊销	253.88	398.50	535.86	594.89	631.91
财务费用	111.33	194.51	179.04	172.56	153.76
投资损失	(46.34)	6.64	(14.27)	(17.99)	(8.54)
营运资金变动	3.03	(180.00)	583.57	(820.28)	632.92
其它	176.52	(170.21)	(65.32)	138.41	167.17
经营活动现金流	251.57	374.50	630.99	1,313.28	3,081.76
资本支出	1,974.75	745.00	613.89	65.28	118.51
长期投资	(173.77)	5.86	0.00	0.00	0.00
其他	(3,820.78)	(1,889.72)	(949.62)	(197.29)	(259.97)
投资活动现金流	(2,019.79)	(1,138.87)	(335.73)	(132.01)	(141.46)
债权融资	1,575.01	143.04	(353.92)	(321.94)	(199.52)
股权融资	42.23	1,027.83	95.69	(135.13)	(215.22)
其他	(0.71)	72.54	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	1,616.53	1,243.42	(258.23)	(457.07)	(414.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(151.70)	479.05	37.02	724.20	2,525.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,342.25	9,452.16	12,938.54	21,991.05	26,718.24
营业成本	8,114.87	8,860.73	12,870.74	19,723.62	24,028.31
营业税金及附加	17.22	16.97	20.14	36.27	47.20
销售费用	64.09	80.81	116.45	255.10	307.26
管理费用	116.47	173.17	237.29	347.46	358.02
研发费用	22.47	36.23	77.63	76.97	104.20
财务费用	105.56	180.65	179.04	172.56	153.76
资产/信用减值损失	(202.95)	(51.19)	(102.97)	(3.27)	(3.83)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.34	(6.64)	14.27	17.99	8.54
其他	263.30	28.12	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	(205.12)	133.31	(651.46)	1,393.81	1,724.20
营业外收入	18.76	54.58	25.81	33.05	37.81
营业外支出	41.62	53.51	35.40	43.51	44.14
利润总额	(227.97)	134.37	(661.05)	1,383.35	1,717.87
所得税	18.87	9.31	(7.84)	(0.75)	46.16
净利润	(246.84)	125.06	(653.21)	1,384.10	1,671.71
少数股东损益	(54.38)	37.32	(65.32)	138.41	167.17
归属于母公司净利润	(192.46)	87.74	(587.89)	1,245.69	1,504.54
每股收益(元)	(0.31)	0.14	(0.95)	2.01	2.43
主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-5.59%	13.30%	36.88%	69.97%	21.50%
营业利润	-216.11%	-164.99%	-588.69%	-313.95%	23.70%
归属于母公司净利润	-242.46%	-145.59%	-770.00%	-311.89%	20.78%
获利能力					
毛利率	2.73%	6.26%	0.52%	10.31%	10.07%
净利率	-2.31%	0.93%	-4.54%	5.66%	5.63%
ROE	-12.48%	3.28%	-27.03%	37.76%	32.64%
ROIC	-3.49%	6.29%	-8.37%	31.94%	34.89%
偿债能力					
资产负债率	70.37%	62.29%	66.25%	60.67%	52.29%
净负债率	150.97%	87.94%	97.93%	45.99%	-13.01%
流动比率	0.56	0.84	0.64	1.19	1.83
速动比率	0.33	0.47	0.46	0.62	1.43
营运能力					
应收账款周转率	276.87	246.17	280.55	266.94	263.78
存货周转率	18.71	12.22	16.44	16.45	15.43
总资产周转率	1.38	1.18	1.51	2.37	2.45
每股指标(元)					
每股收益	-0.31	0.14	-0.95	2.01	2.43
每股经营现金流	0.41	0.61	1.02	2.12	4.98
每股净资产	2.49	4.32	3.51	5.33	7.45
估值比率					
市盈率	-70.01	153.55	-22.92	10.82	8.96
市净率	8.74	5.04	6.19	4.08	2.92
EV/EBITDA	20.85	17.45	60.83	7.12	5.17
EV/EBIT	39.62	36.54	-60.14	9.82	6.91

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com