

华统股份 (002840.SZ)

2023 年报点评：成本稳步下行，出栏快速增长

买入

核心观点

养殖成本保持下行,单位超额收益优势持续验证。公司发布 2023 年报,2023 年归母净利润亏损 6.05 亿元,2023Q4 归母净利亏损 2.47 亿元。单四季度分业务看:1) 养殖端,Q4 生猪板块亏损预计可能接近 2.2-2.4 亿元,其中减值预计约 7000 万元,公司生猪出栏 62.2 万头(仅商品猪),合计经营性亏损预计约 1.5-1.8 亿元,测算得出头均肥猪亏损约 270 元。2) 其他业务:屠宰盈利预计接近 3000-5000 万元;家禽同其他业务亏损、以及总部费用预计可能接近 5000-6000 万元。我们由 Q4 业绩倒算出公司养殖完全成本约 16.4 元/kg,较 2023Q3 的 16.9 元/kg 进一步下降;此外,公司地处浙江,Q4 生猪销售均价 14.3 元/kg,区域优势明显。

现金流状况良好,产能转固加速。基于养殖成本管控优势及屠宰现金流优势,公司 2023 年经营现金流拥有净流入 5.26 亿元。截至 2023 年底,公司拥有货币资金 6.28 亿元。此外,公司养殖产能稳步增加,种猪效率受益 2022 年开始的种猪更新持续升级,截至 2023 年末,公司生产性生物资产 2.75 亿元,环比 2023Q3 末增加 5%。公司 2023 年生猪出栏合计 230.3 万头,同比增长约 91%,2024Q1 合计出栏 65.7 万头,同比增长 23%,增速领先同行。预计 2024-2025 年公司依次有望实现生猪出栏 400+万头、600 万头。目前 2025 年公司生猪出栏对应的养殖资产头均市值仅 2000 元,未来估值修复空间足够。

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,商品猪均价通常高于全国接近 2 元/公斤;二是浙江几乎没有农民养户,是天然养殖无疫区,对非瘟和其他疾病防控有天然优势。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受益于行业性大幅扩张带来的人才积聚与技术升级红利。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、政府补贴等多元化资金来源;屠宰现金流亦表现稳定,有望为公司扩张提供资金保障。

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”。公司养殖成本管控优秀,目前已降至原有盈利预测假设的 2024 年成本以下,因此我们下调 2024 年成本假设,相应上调 2024 年盈利预测;此外,考虑到远期猪价波动具有不确定性,出于保守谨慎原则,对原有 2025 年猪价假设进行下调,相应下调此前对于公司 2025 年的盈利预测。综上,我们预计 2024-2026 年归母净利分别为 10.02/21.11/22.61 亿元(原预计 2024-2025 年分别为 6.95/35.88 亿元),对应 PE 分别为 15/7/7 X。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,452	8,578	13,207	18,634	19,989
(+/-%)	13.3%	-9.2%	54.0%	41.1%	7.3%
净利润(百万元)	88	-605	1002	2111	2261
(+/-%)	-145.6%	-	265.7%	110.7%	7.1%
每股收益(元)	0.14	-0.98	1.45	3.06	3.27
EBIT Margin	3.0%	-4.8%	9.2%	13.8%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	3.3%	-29.2%	22.9%	35.4%	29.3%
市盈率 (PE)	149.3	-21.9	14.9	7.1	6.6
EV/EBITDA	27.5	817.1	12.5	7.1	7.4
市净率 (PB)	4.90	6.40	3.41	2.50	1.93

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

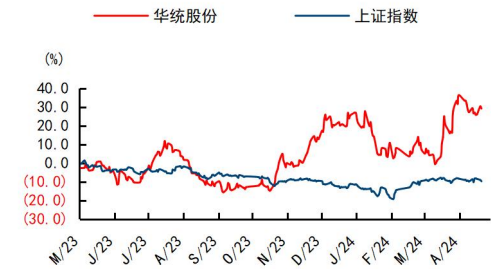
证券分析师:李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

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	21.41 元
总市值/流通市值	13251/10009 百万元
52 周最高价/最低价	23.58/13.81 元
近 3 个月日均成交额	187.81 百万元

市场走势



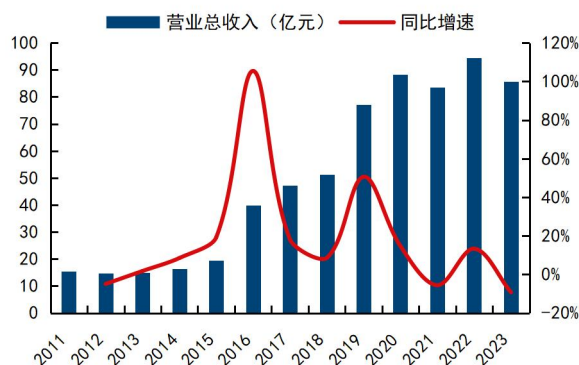
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华统股份(002840.SZ)-12月销售月报点评:2023年全年出栏超过230万头,预计成本有望再创新低》——2024-01-12
- 《华统股份(002840.SZ)-定增预案修订点评:募集资金总额拟调减3.22亿元至不超过16亿元,控股股东拟参与认购资金范围拟调增至不低于5000万元且不超过2亿元》——2023-12-02
- 《华统股份(002840.SZ)-2023 季报点评:2023Q3 成本再次突破,出栏快速增长》——2023-10-31
- 《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 半年报业绩点评:成本逐季改善,出栏成长凸显》——2023-07-14

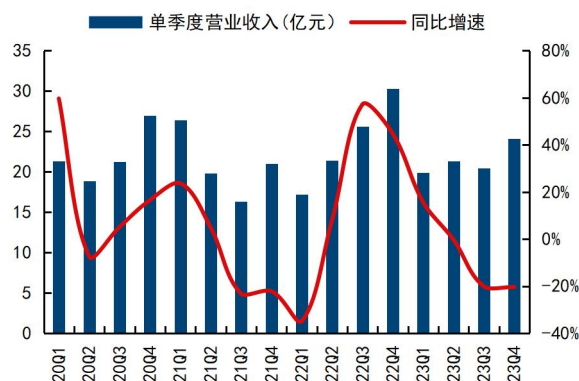
养殖成本保持下行，单位超额收益优势持续验证。公司发布 2023 年报，2023 年归母净利润亏损 6.05 亿元，2023Q4 归母净利亏损 2.47 亿元。单四季度分业务来看：1) 养殖端，Q4 生猪板块整体亏损预计可能接近 2.2-2.4 亿元，其中减值预计接近 7000 万元。公司实现生猪出栏 62.2 万头（仅商品猪），合计经营性亏损预计约 1.5-1.8 亿元，测算得出头均肥猪亏损约 270 元。2) 其他业务：屠宰盈利预计可能接近 3000-4000 万元；家禽同其他业务亏损、以及总部费用预计可能接近 5000-6000 万元。我们由 Q4 业绩倒算出公司完全成本接近 16.4 元/公斤，较 2023Q3 的 16.9 元/公斤进一步下降，呈现稳步下行趋势；此外，公司地处浙江，四季度生猪销售均价 14.3 元/公斤，销价区域优势明显。

图1：华统股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



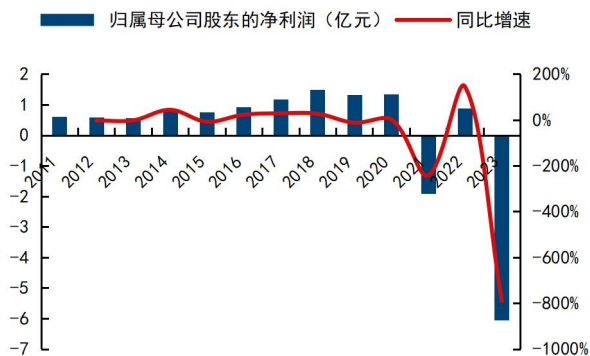
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

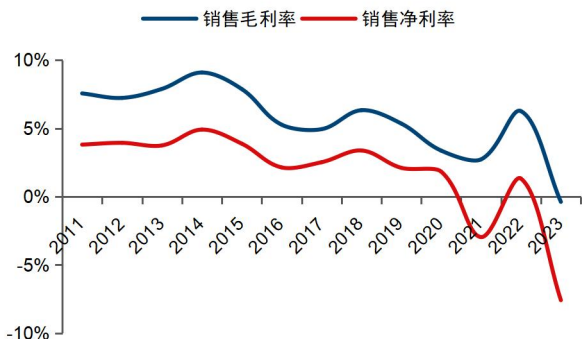


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 2023 年销售毛利率-0.38%，相较 2022 年减少 6.64pct；销售净利率-7.58%，相较 2022 年减少 8.90pct，公司毛利率下降主要系 2023 年猪价深度亏损，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 2023 年销售费用率 1.01%（较 22 年全年+0.16pct），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 2.58%（较 22 年全年+0.75pct），主要系股权激励费用增加所致；财务费用率 2.17%（较 22 年全年+0.26pct），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

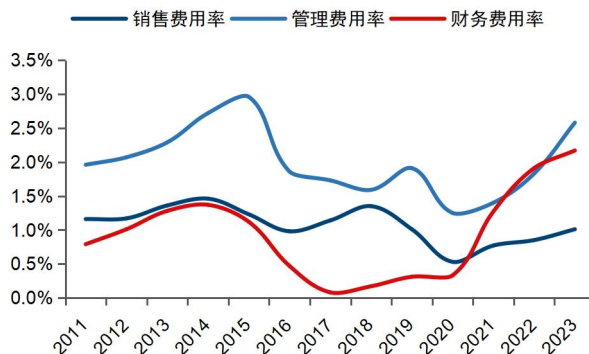
5.76%，整体较 2022 年全年上升 1.17pct，预计未来随公司养殖产能利用率上升，有望实现改善。

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

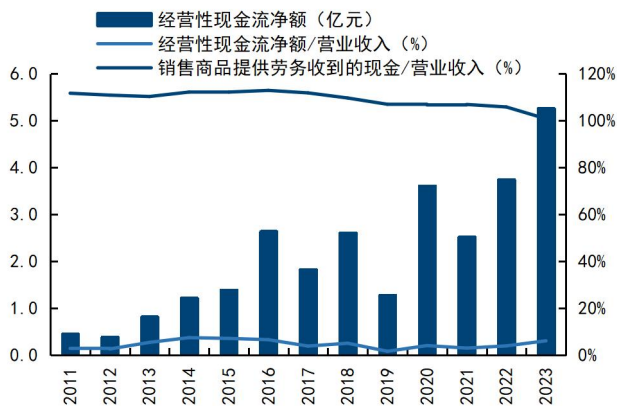
图6: 华统股份三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

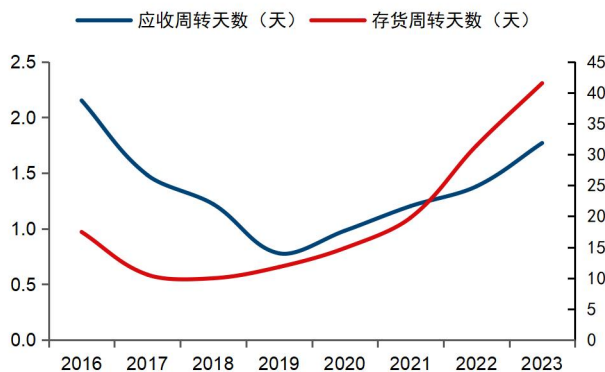
经营性现金流有所收紧，应收及存货周转率小幅提升。2023 年经营性现金流净额 5.26 亿元（同比+41%），经营性现金流净额占营业收入比例为 6.13%（同比+55%），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.76%（同比-5%）。在主要流动资产周转方面，2023 年公司应收周转天数为 1.77 天（同比+28%），存货周转天数达 41.54 天（同比+32%），周转效率受生猪业务规模扩大影响有所拉长。

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

考虑到公司 2023 年成本控制管理优秀，叠加今年以来饲料原材料价格同比降幅较大，预计 2024 年养殖成本有望继续实现较好下降，因此我们上调此前对于公司 2024 年的盈利预测，此外，考虑到远期猪价波动具有不确定性，出于保守谨慎原则，对原有 2025 年猪价假设进行下调，相应的下调此前对于公司 2025 年的盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 10.02/21.11/22.61 亿元（原预计 2024-2025 年归母净利润分别为 6.0/35.2 亿元）。公司的盈利预测调整主要来源于对 2024-2025 年行业生猪均价预期、公司养殖成本预期有所调整，具体来看基于以下假设条件：

生鲜猪肉业务：销量方面，我们预计 2024-2026 年，公司生猪屠宰销售量分别为 600、800、900 万头；毛利率方面，公司屠宰业务盈利水平在 2023 年受到冷鲜肉冲击影响表现承压，预计 2024-2026 年的毛利率将伴随产能利用率提升有所修复，

毛利率分别为 3.5%、4.6%和 4.3%。

生猪养殖业务：公司养殖业务核心产能处于快速上量期，预计 2024-2026 年将分别实现生猪出栏量 450 万头、600 万头、700 万头。成本方面，公司 2023 年成本管控优秀，同时持续在各养殖环节加强成本控制，种猪生产效率受益 2022 年开始的种群更新持续提升，预计 2024-2026 年成本有望保持快速下降趋势，我们分别给予 2024-2026 年公司每公斤商品猪养殖完全成本 16.0 元、15.5 元、15.0 元的预期（此前预计 2024-2025 年分别为 16.5 元、16.0 元，考虑到当前公司完全成本已下降至 16.4 元/公斤以下，且预计仍在下降通道中，因此对原假设进行下调）。售价方面，考虑到 2023 年生猪产能累计去化幅度较大，预计 2024 年下半年有望开启景气上行趋势，依照我们对行业判断，分别给予 2024-2026 年公司每公斤商品猪销售价格 18.1 元、19.3 元、18.2 元的预期（此前预计 2024-2025 年分别为 18.1 元、23.3 元，由于远期的猪价波动具有不确定性，出于保守谨慎原则，对 2025 年猪价假设进行下调，华统股份生猪养殖业务的主要产能在浙江，浙江省销售均价通常情况下略高于全国均价）。最终预计 2024-2026 年公司生猪养殖毛利率分别为 17.3%、25.4%、22.6%。此外，由于公司生猪养殖业务存在对屠宰板块的直接供应，因此我们对该部分对内供应的收入也给予合并抵消处理。

其他业务：公司的其他业务收入主要是饲料等畜禽产业链附属业务。考虑到该部分业务非公司的主要经营重心，预计其他业务未来 3 年营收为 6.79/6.92/7.10 亿元，毛利率为 4.1%/4.5%/4.7%，对应毛利 0.28/0.31/0.34 亿元。

表1: 华统股份业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
生鲜猪肉业务						
收入（亿元）	76.6	77.7	78.2	115.6	164.4	174.4
增速	-6.4%	1.4%	0.6%	47.9%	42.2%	6.1%
毛利（亿元）	1.8	4.9	-0.5	4.0	7.6	7.5
毛利率	2.3%	6.3%	-0.6%	3.5%	4.6%	4.3%
养殖业务						
收入（亿元）	0.60	4.39	2.43	11.25	16.62	20.03
增速		628.5%	-44.6%	363.2%	47.7%	20.5%
毛利（亿元）	0.18	0.83	-0.15	1.94	4.22	4.53
毛利率	30.3%	19.0%	-6.3%	17.3%	25.4%	22.6%
其他业务						
收入（亿元）	6.79	12.43	5.15	5.25	5.38	5.52
增速	4.6%	83.1%	-58.6%	2.0%	2.5%	2.5%
毛利（亿元）	0.50	0.22	0.31	0.35	0.35	0.35
毛利率	7.4%	1.7%	6.0%	6.7%	6.5%	6.4%
合计						
总营收（亿元）	83.4	94.5	85.8	132.1	186.3	199.9
增速	-5.6%	13.3%	-9.2%	54.0%	41.1%	7.3%
毛利（亿元）	2.3	5.9	-0.33	17.4	32.8	33.0
毛利率	2.7%	6.25%	-0.38%	13.1%	17.6%	16.5%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来 3 年营收 132.1/186.3/199.9 亿元, 同比+54.0%/41.1%/7.3%, 毛利率 13.1%/17.6%/16.5%, 毛利 17.4/32.8/33.0 亿元。

表2: 华统股份未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8578	13207	18634	19989
营业成本	8611	11471	15358	16685
销售费用	86	122	162	162
管理费用	221	311	421	417
财务费用	186	180	148	118
营业利润	(647)	1189	2499	2535
利润总额	(653)	1187	2504	2536
归属于母公司净利润	(605)	1002	2111	2261
EPS	-0.98	1.45	3.06	3.27
ROE	-29.2%	22.9%	35.4%	29.3%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年收入分别为 132.1/186.3/199.9 亿元, 归母净利润 10.02/21.11/22.61 亿元。

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, 维持“买入”。公司养殖成本管控优秀, 目前已降至原有盈利预测假设的 2024 年成本以下, 因此我们下调 2024 年成本假设, 相应上调 2024 年盈利预测; 此外, 考虑到远期猪价波动具有不确定性, 出于保守谨慎原则, 对原有 2025 年猪价假设进行下调, 相应下调此前对于公司 2025 年的盈利预测。综上, 我们预计 2024-2026 年归母净利分别为 10.02/21.11/22.61 亿元 (原预计 2024-2025 年分别为 6.95、35.88 亿元), 对应 PE 分别为 15/7/7 X。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	998	628	3074	4463	7510	营业收入	9452	8578	13207	18634	19989
应收款项	90	97	141	191	193	营业成本	8861	8611	11471	15358	16685
存货净额	1022	965	1138	1680	1703	营业税金及附加	17	23	24	30	34
其他流动资产	227	269	373	519	583	销售费用	81	86	122	162	162
流动资产合计	2336	1963	4729	6855	9991	管理费用	173	221	311	421	417
固定资产	5451	5919	6472	6911	7200	研发费用	36	49	67	86	82
无形资产及其他	281	288	276	265	253	财务费用	181	186	180	148	118
投资性房地产	776	696	696	696	696	投资收益	(7)	1	8	6	5
长期股权投资	28	43	66	96	108	资产减值及公允价值变动	46	165	148	65	40
资产总计	8872	8908	12239	14822	18249	其他收入	(46)	(263)	(67)	(86)	(82)
短期借款及交易性金融负债	2066	2578	2552	2200	2400	营业利润	133	(647)	1189	2499	2535
应付款项	487	622	747	726	1031	营业外净收支	1	(7)	(2)	5	1
其他流动负债	239	304	356	497	517	利润总额	134	(653)	1187	2504	2536
流动负债合计	2792	3504	3655	3423	3948	所得税费用	9	(3)	7	18	22
长期借款及应付债券	1874	1983	2483	3153	3833	少数股东损益	37	(46)	178	376	254
其他长期负债	860	1167	1421	1701	1961	归属于母公司净利润	88	(605)	1002	2111	2261
长期负债合计	2734	3149	3903	4853	5793	现金流量表 (百万元)					
负债合计	5526	6653	7558	8276	9741	净利润	88	(605)	1002	2111	2261
少数股东权益	672	182	307	588	786	资产减值准备	(152)	119	42	14	10
股东权益	2674	2073	4374	5958	7721	折旧摊销	393	437	584	674	741
负债和股东权益总计	8872	8908	12239	14822	18249	公允价值变动损失	(46)	(165)	(148)	(65)	(40)
关键财务与估值指标						财务费用	181	186	180	148	118
每股收益	0.14	(0.98)	1.45	3.06	3.27	营运资本变动	(507)	713	152	(323)	506
每股红利	0.32	0.32	0.44	0.76	0.72	其它	108	(180)	83	268	188
每股净资产	4.41	3.37	6.33	8.62	11.18	经营活动现金流	(116)	319	1715	2679	3666
ROIC	5%	-5%	18%	35%	35%	资本开支	(884)	(1181)	(1020)	(1050)	(990)
ROE	3%	-29%	23%	35%	29%	其它投资现金流	0	(2)	0	0	0
毛利率	6%	-0%	13%	18%	17%	投资活动现金流	(889)	(1199)	(1043)	(1080)	(1002)
EBIT Margin	3%	-5%	9%	14%	13%	权益性融资	0	244	1600	0	0
EBITDA Margin	7%	0%	14%	17%	17%	负债净变化	(126)	104	200	320	280
收入增长	13%	-9%	54%	41%	7%	支付股利、利息	(191)	(199)	(301)	(528)	(497)
净利润增长率	-146%	-	266%	111%	7%	其它融资现金流	2214	454	(26)	(352)	200
资产负债率	70%	77%	64%	60%	58%	融资活动现金流	1580	510	1774	(210)	383
息率	1.4%	1.5%	2.3%	4.0%	3.7%	现金净变动	574	(370)	2446	1389	3047
P/E	149.3	(21.9)	14.9	7.1	6.6	货币资金的期初余额	424	998	628	3074	4463
P/B	4.9	6.4	3.4	2.5	1.9	货币资金的期末余额	998	628	3074	4463	7510
EV/EBITDA	27.5	817.1	12.5	7.1	7.4	企业自由现金流	(733)	(442)	922	1859	2844
						权益自由现金流	1355	116	918	1680	3206

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