

华统股份（002840.SZ）

优于大市

2024 年报及 2025 年一季报点评：生猪成本明显改善，定增落地有望助力资本结构改善

核心观点

养殖成本保持下行，出栏保持稳步扩张。2024 年营收同比+5.98%至 90.92 亿元，归母净利润同比扭亏至 0.73 亿元；2025Q1 营收同比+4.15%至 20.79 亿元，归母净利润同比扭亏至 0.34 亿元。公司生猪出栏量稳步增长，2024 年实现生猪出栏 255.82 万头，同比增长 11.10%，受益生猪景气恢复及养殖成本管控，公司生猪业务盈利扭亏，同时公司稳步拓展公司加农户的轻资产扩张模式，实现成本控制和出栏增长的双重目标。公司 2025Q1 合计销售生猪 61.6 万头，其中仔猪 3.3 万头。2025Q1 华统股份商品猪销售均价约 15.2 元/公斤，我们测算公司 2025Q1 商品猪单头盈利接近 100-110 元，预计下半年种猪效率提升和饲料成本改善带来的成本端下降效果将更加明显。

资金储备较为充裕，定增落地有望改善资本结构。公司资金储备充足，截至 2025Q1 末，拥有货币资金 6.98 亿元，较 2024 年末增加 4.8%。同时公司于 2025 年 4 月 24 日公告《浙江华统肉制品股份有限公司向特定对象发行股票发行情况报告书》，截至 2025 年 4 月 17 日止，华统股份本次向特定对象发行 A 股股票实际已发行人民币普通股 1.72 亿股，募集资金净额约 15.82 亿元。未来公司拟将募集资金中的 10.56 亿元、0.64 亿元、4.8 亿元分别投资于生猪养殖建设项目、饲料加工建设项目、偿还银行贷款项目。截至 2025Q1 末，公司资产负债率为 72.3%，定增落地有望助力公司资本结构显著改善。

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，商品猪均价在周期景气期通常高于全国接近 1-2 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红利。3) **资金优势奠定出栏的成长性。**公司有可转债、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：公司位于浙江的养猪产能具备稀缺性，属于农业养殖的核心资产，维持“优于大市”。考虑到当前生猪行业总体产能恢复，生猪价格进入下行阶段，因此出于谨慎原则，我们下调此前对于公司 2025-2026 年的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.12/0.99/0.73 亿元，对应 PE 分别为 78/88/120 X。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,578	9,092	11,610	14,176	17,005
(+/-%)	-9.2%	6.0%	27.7%	22.1%	20.0%
归母净利润(百万元)	-605	73	112	99	73
(+/-%)	-	-	53.7%	-11.4%	-26.9%
每股收益(元)	-0.98	0.11	0.14	0.12	0.09
EBIT Margin	-4.8%	2.1%	2.8%	2.1%	1.7%
净资产收益率(ROE)	-29.2%	3.0%	2.7%	2.4%	1.7%
市盈率(PE)	-10.8	94.1	77.5	87.5	119.7
EV/EBITDA	540.6	21.5	16.1	16.4	17.0
市净率(PB)	3.15	2.83	2.11	2.08	2.05

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

证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.72 元
总市值/流通市值	6786/5336 百万元
52 周最高价/最低价	24.65/9.68 元
近 3 个月日均成交额	184.53 百万元

市场走势



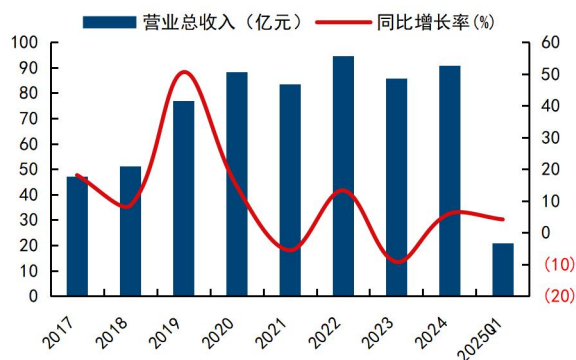
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华统股份（002840.SZ）-2024 半年报点评：成本稳步下降，资金储备充裕》——2024-09-01
- 《华统股份（002840.SZ）-2024 半年度业绩预告点评：Q2 净利扭亏为盈，有望受益猪价景气上行》——2024-07-11
- 《华统股份（002840.SZ）-2024 年一季报点评：成本维持低位，产能稳步上量》——2024-04-30
- 《华统股份（002840.SZ）-2023 年报点评：成本稳步下行，出栏快速增长》——2024-04-24
- 《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

养殖成本保持下行，出栏保持稳步扩张。2024 年营收同比+5.98%至 90.92 亿元，归母净利同比扭亏至 0.73 亿元；2025Q1 营收同比+4.15%至 20.79 亿元，归母净利同比扭亏至 0.34 亿元。公司生猪出栏量稳步增长，2024 年实现生猪出栏 255.82 万头，同比增长 11.10%，受益猪价景气恢复及养殖成本管控，公司生猪业务盈利扭亏，同时公司稳步拓展公司加农户的轻资产扩张模式，实现成本控制和出栏增长的双重目标。

图1：华统股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



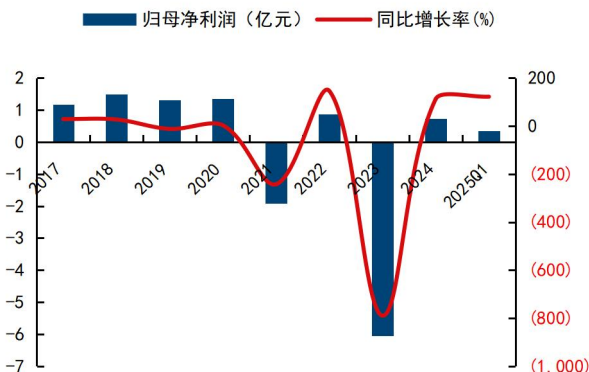
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华统股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



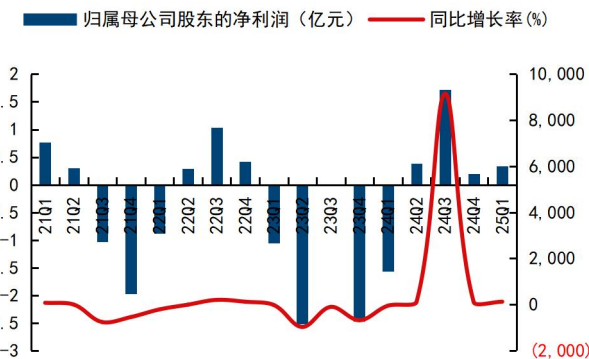
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

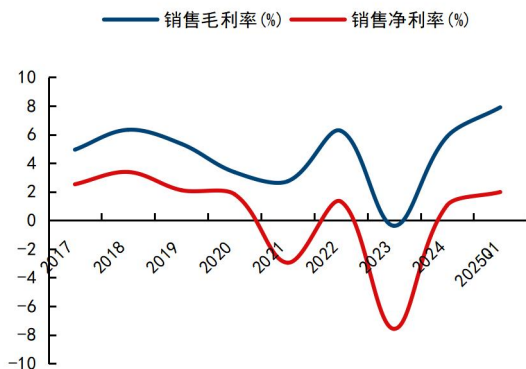
图4：华统股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

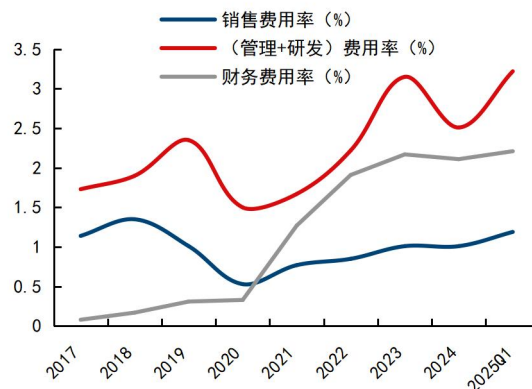
盈利水平受 2024 年整体猪价景气回暖影响同比上升，费用率水平由于产能利用率增长略有下降。公司 2024 年毛利率同比+6.23pct 至 5.85%，净利率同比+8.63pct 至 1.05%。另外，从费用率来看，整体受到财务费用阶段性增加影响，有所提升，公司 2024 年销售费用率同比持平至 1.01%，管理+研发费用率同比-0.64pct 至 2.51%，财务费用率同比-0.06pct 至 2.11%，预计未来随养殖产能利用率上升，有望实现费用端的进一步改善。

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

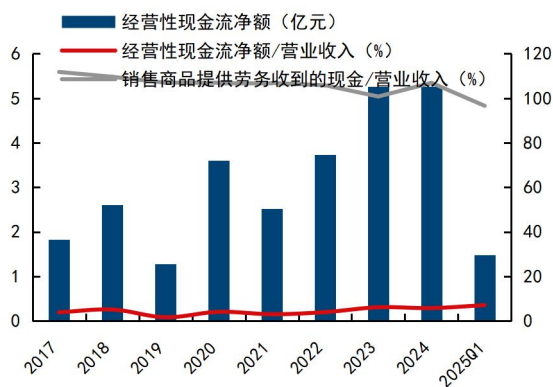
图6：华统股份费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

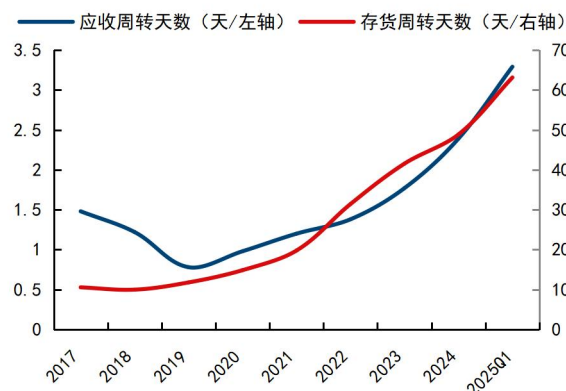
经营性现金流保持正向流入，应收周转率小幅提升。2024 年经营性现金流净额同比持平至 5.26%，经营性现金流净额占营业收入比例同比-5.7%至 5.78%。在主要流动资产周转方面，2024 年应收周转天数同比+35.03%至 2.39 天，存货周转天数同比+17.6%至 48.84 天，存货周转效率受生猪养殖业务规模扩大影响有所拉长。

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

考虑到当前行业总体产能恢复，生猪价格进入下行阶段，因此出于谨慎原则，我们下调此前对于公司 2025-2026 年的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.12/0.99/0.73 亿元。公司的盈利预测调整主要来源于对 2025-2026 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 2025-2027 年，公司生猪屠宰销售量分别为 600、800、1000 万头；毛利率方面，预计 2025-2027 年的毛利率将伴随公司自有产能利用率提升保持稳定水平，毛利率分别为 5.8%、5.5%、5.0%。

生猪养殖业务：公司定增落地后，资金实力夯实，有望助力养殖出栏量稳步扩张，预计 2025-2027 年将分别实现生猪出栏量 325、410、520 万头。成本方面，公司持续在各养殖环节加强成本控制，种猪生产效率受益种群更新持续提升，预计 2025-2027 年成本有望保持下降趋势，我们分别给予 2025-2027 年公司每公斤商品猪养殖完全成本 13.7、13.5、13.1 元的预期（此前预计 2025-2026 年分别为

15.5、15.0 元，考虑到当前公司完全成本已下降至 14.0 元/公斤，且预计仍在下降通道中，因此对原假设进行下调）。售价方面，考虑到当前生猪产能恢复，依照我们对行业判断，分别给予 2025-2027 年公司每公斤商品猪销售价格 14.8、13.7、13.2 元的预期（此前预计 2025-2026 年分别为 19.3、18.2 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 2025-2027 年公司生猪养殖毛利率分别为 15.7%、9.8%、7.1%。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 5.05/5.18/5.31 亿元，毛利率为 5.9%/6.2%/6.4%，对应毛利 0.30/0.32/0.34 亿元。

表1：华统股份业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
生鲜猪肉业务						
收入	77.7	78.2	84.2	103.1	127.2	153.2
同比	1.4%	0.6%	7.6%	22.4%	23.4%	20.4%
毛利	4.9	-0.5	4.6	6.0	7.0	7.7
毛利率(%)	6.3%	-0.6%	5.5%	5.8%	5.5%	5.0%
生猪养殖业务						
收入	4.39	2.43	1.82	8.13	9.53	11.70
同比	628.5%	-44.6%	-25.1%	346.5%	17.2%	22.8%
毛利	0.83	-0.15	0.41	1.28	0.94	0.84
毛利率(%)	19.0%	-6.3%	22.7%	15.7%	9.8%	7.1%
其他业务						
收入	12.43	5.15	4.93	5.05	5.18	5.31
同比	83.1%	-58.6%	-4.3%	2.5%	2.5%	2.5%
毛利	0.22	0.31	0.18	0.30	0.32	0.34
毛利率(%)	1.7%	6.0%	3.7%	5.9%	6.2%	6.4%
合计						
收入	94.5	85.8	90.9	116.1	141.8	170.1
同比	13.3%	-9.2%	6.0%	27.7%	22.1%	20.0%
毛利	5.9	-0.33	5.3	7.6	8.3	8.8
毛利率(%)	6.25%	-0.38%	5.85%	6.51%	5.82%	5.20%

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 116.1 /141.8/170.1 亿元，同比+27.7%/22.1%及 20.0%，毛利率 6.51%/5.82%/5.20%，毛利 7.6/8.3/8.8 亿元。

表2：华统股份未来 3 年盈利预测表

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9092	11610	14176	17005
营业成本	8560	10854	13351	16121
销售费用	92	115	139	162
管理费用	174	220	263	310
财务费用	192	176	156	178
营业利润	100	151	133	95
利润总额	94	149	132	96
归属于母公司净利润	73	112	99	73
EPS	0.11	0.14	0.12	0.09
ROE	3.0%	2.7%	2.4%	1.7%

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 2025-2027 年收入分别为 116.1 /141.8/170.1 亿元，归母净利润 1.12/0.99/0.73 亿元，每股收益分别为 0.14/0.12/0.09 元。

投资建议：公司位于浙江的养猪产能具备稀缺性，属于农业养殖的核心资产，维持“优于大市”。考虑到当前生猪行业总体产能恢复，生猪价格进入下行阶段，因此出于谨慎原则，我们下调此前对于公司 2025-2026 年的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利分别为 1.12/0.99/0.73 亿元，对应 PE 分别为 78/88/120 X。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	628	666	510	820	950	营业收入	8578	9092	11610	14176	17005
应收款项	97	178	226	272	328	营业成本	8611	8560	10854	13351	16121
存货净额	965	1357	1784	2276	3016	营业税金及附加	23	23	27	40	41
其他流动资产	269	310	346	422	531	销售费用	86	92	115	139	162
流动资产合计	1963	2512	2866	3790	4825	管理费用	221	174	220	263	310
固定资产	5919	5918	5924	5988	6069	研发费用	49	54	67	79	90
无形资产及其他	288	269	260	250	240	财务费用	186	192	176	156	178
投资性房地产	696	741	741	741	741	投资收益	1	(3)	8	1	2
长期股权投资	43	53	76	106	118	资产减值及公允价值变动	(165)	(7)	(8)	(15)	(10)
资产总计	8908	9493	9866	10874	11993	其他收入	66	59	(67)	(79)	(90)
短期借款及交易性金融负债	2578	3191	2336	3412	3598	营业利润	(647)	100	151	133	95
应付款项	622	618	793	840	1129	营业外净收支	(7)	(6)	(2)	(1)	1
其他流动负债	304	265	336	447	484	利润总额	(653)	94	149	132	96
流动负债合计	3504	4074	3466	4699	5211	所得税费用	(3)	(1)	1	1	0
长期借款及应付债券	1983	1726	1026	626	1106	少数股东损益	(46)	23	36	32	23
其他长期负债	1167	1070	1040	1120	1180	归属于母公司净利润	(605)	73	112	99	73
长期负债合计	3149	2795	2065	1745	2285	现金流量表（百万元）					
负债合计	6653	6869	5531	6444	7496	净利润	(605)	73	112	99	73
少数股东权益	182	193	220	243	259	资产减值准备	119	(155)	2	0	0
股东权益	2073	2431	4115	4187	4238	折旧摊销	437	450	555	622	670
负债和股东权益总计	8908	9493	9866	10874	11993	公允价值变动损失	165	7	8	15	10
关键财务与估值指标						财务费用	186	192	176	156	178
每股收益	(0.98)	0.11	0.14	0.12	0.09	营运资本变动	713	(854)	(292)	(375)	(520)
每股红利	0.32	0.29	0.03	0.03	0.03	其它	(180)	119	24	23	16
每股净资产	3.37	3.76	5.03	5.12	5.18	经营活动现金流	649	(360)	410	384	249
ROIC	-8.38%	0.06%	2%	2%	1%	资本开支	0	(280)	(561)	(691)	(751)
ROE	-29.18%	3.00%	3%	2%	2%	其它投资现金流	(2)	2	0	0	0
毛利率	-0%	6%	7%	6%	5%	投资活动现金流	(18)	(287)	(584)	(721)	(763)
EBIT Margin	-5%	2%	3%	2%	2%	权益性融资	0	1	1600	0	0
EBITDA Margin	0%	7%	8%	7%	6%	负债净变化	104	29	(200)	(220)	180
收入增长	-9%	6%	28%	22%	20%	支付股利、利息	(199)	(188)	(28)	(28)	(22)
净利润增长率	-	-	54%	-11%	-27%	其它融资现金流	(812)	1002	(854)	1075	186
资产负债率	77%	74%	58%	61%	65%	融资活动现金流	(1000)	685	17	647	644
股息率	2.9%	2.7%	0.4%	0.4%	0.3%	现金净变动	(370)	38	(156)	310	130
P/E	(10.8)	94.1	77.5	87.5	119.7	货币资金的期初余额	998	628	666	510	820
P/B	3.2	2.8	2.1	2.1	2.1	货币资金的期末余额	628	666	510	820	950
EV/EBITDA	540.6	21.5	16.1	16.4	17.0	企业自由现金流	0	(493)	28	(143)	(321)
						权益自由现金流	0	539	(1202)	557	(132)

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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