

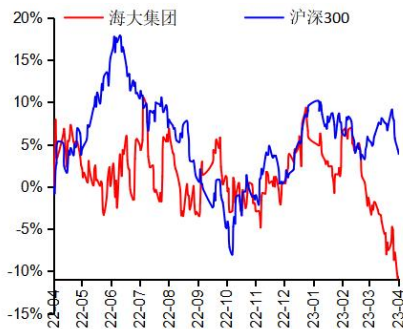
饲料销量逆势增长，生猪养殖业务稳健发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-4-25

收盘价 (元)	53.1
近 12 个月最高/最低 (元)	66.6/52.3
总股本 (百万股)	1,664
流通股本 (百万股)	1,663
流通股比例 (%)	99.9
总市值 (亿元)	883
流通市值 (亿元)	883

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 《海大集团 (002311) 年报季报点评：饲料销量稳步攀升，重心转向效益提升》 2022-04-12
- 《海大集团 (002311) 三季报点评：饲料销量稳步增长，生猪业务扭亏为盈》 2022-10-20
- 《海大集团 (002311) 公告点评：Q1 净利同比大增，养殖链业务稳健发展》 2023-04-17

主要观点：

● 2022 年、2023Q1 归母净利润同比分别增长 80.5%、103.2%

公司公布 2022 年报和 2023 年一季报：2022 年实现营业收入 1047.2 亿元，同比增长 21.6%，实现归母净利润 29.5 亿元，同比增长 80.5%；2023Q1 实现营业收入 233.6 亿元，同比增长 17.1%，实现归母净利润 4.08 亿元，同比增长 103.2%。

● 饲料销量逆势增长，吨毛利与 2021 年持平

2022 年，公司饲料销量 2165 万吨（含内销 141 万吨），同比逆势增长 10%，市占率同比提升 0.3 个百分点至 6.7%；2022 年，公司饲料收入 848.9 亿元，同比增长 21.6%，毛利率 8.05%，同比下降 1.03 个百分点，对应吨毛利 338 元，在原材料价格大涨、养殖业低迷的大背景下，公司仍然实现了吨毛利同比持平的好成绩。分品类看，水产料外销量 512 万吨，同比增长 10%，销量全球第一，其中，特水料销量同比增长 23%，普水料受普水鱼行情低迷影响，销量同比持平，水产料吨毛利实现提升；禽料外销量 1002 万吨，同比逆势增长 6%，公司细分禽养殖品种，对各品种寻求技术突破，打造差异化产品，同时提高内部效率，开展与规模养殖厂、一条龙养殖公司合作；猪料外销量 494 万吨，同比增长 7%，猪料全国产能布局基本达成；反刍料产能布局逐步落地，销量增长逾一倍。2023Q1，公司饲料外销量约 440 万吨，同比增长近 5%，其中，水产料销量同比下滑约 5%，猪料销量同比增长 15%，禽料销量同比基本持平；Q1 公司水产料销量同比下滑，主要是因为，去年底及今年初出塘不畅，导致 Q1 鱼存塘量偏多，叠加天气回暖缓慢，整体投苗进度放缓；随着消费回暖，养殖链逐步回暖，4 月公司畜禽料、水产料销量同比增速已明显提升，我们维持 2023 年公司禽料、猪料、水产料同比增长 100 万吨、150 万吨、70 万吨的预期不变。

● 生猪出栏快速增长，受益外购仔猪育肥套保

2022 年，公司生猪出栏量约 320 万头，同比增长约 60%，公司出栏生猪现货价格约 9.4 元/斤，成本 8.4-8.5 元/斤，对应生猪养殖盈利约 5 亿元。公司持续聚焦生猪养殖团队能力建设和自有育种体系建设，团队管理能力和专业能力进一步提升，存活率、养殖效率等多项指标行业领先；同时，随着自有育种体系逐步成型，叠加饲料端的研发及规模优势，综合养殖成本不断进步。2023Q1，公司生猪出栏量约 110 万头，全年出栏有望达到 420-450 万头；Q1 猪价低迷、行业亏损严重，然而，公司通过对外购仔猪育肥采用套保的方式，生猪养殖业务亏损 4000-5000 万元，头均亏损仅 40-50 元，明显优于行业平均水平。

● 投资建议

公司是我国饲料行业龙头企业，饲料品类齐全、产品力清晰卓越铸造核心竞争力，饲料业务持续穿越周期稳健增长；此外，生猪养殖行业已步入去产能阶段，静待猪周期上行。我们预计，2023-2025 年公司实现主营业务收入 1183.7 亿元、1357.23 亿元、1509.4 亿元，同比分别增长

13.0%、14.7%、11.2%，实现归母净利润 39.24 亿元、57.89 亿元、67.77 亿元，同比分别增长 32.8%、47.5%、17.1%，对应每股收益 2.36 元、3.48 元、4.07 元，维持“买入”评级不变。

风险提示

疫情；鸡价上涨晚于预期；猪价持续低迷。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	104715	118370	135723	150940
收入同比 (%)	21.6%	13.0%	14.7%	11.2%
归属母公司净利润	2954	3924	5789	6777
净利润同比 (%)	80.5%	32.8%	47.5%	17.1%
毛利率 (%)	9.3%	9.1%	10.2%	10.3%
ROE (%)	16.6%	18.0%	21.0%	19.7%
每股收益 (元)	1.79	2.36	3.48	4.07
P/E	34.49	22.51	15.26	13.04
P/B	5.75	4.06	3.21	2.57
EV/EBITDA	17.85	12.81	9.01	7.38

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	21218	23216	33961	38543	营业收入	104715	118370	135723	150940
现金	2261	5321	10342	16284	营业成本	95004	107566	121938	135401
应收账款	1952	1717	2490	2188	营业税金及附加	123	139	160	178
其他应收款	1323	1054	1671	1360	销售费用	1981	2139	2353	2589
预付账款	1787	2024	2294	2547	管理费用	2584	2713	3120	3432
存货	12625	11826	15892	14886	财务费用	597	410	334	233
其他流动资产	1270	1275	1272	1277	资产减值损失	-52	0	0	0
非流动资产	23020	24167	25097	25810	公允价值变动收益	-26	0	0	0
长期投资	315	335	355	375	投资净收益	267	302	346	385
固定资产	14933	16180	17210	18023	营业利润	3903	5098	7520	8803
无形资产	1619	1739	1859	1979	营业外收入	44	0	0	0
其他非流动资产	6152	5912	5672	5432	营业外支出	124	0	0	0
资产总计	44238	47383	59058	64353	利润总额	3823	5098	7520	8803
流动负债	17433	16855	22305	20313	所得税	658	878	1295	1516
短期借款	2911	2911	2911	2911	净利润	3164	4220	6225	7287
应付账款	5341	5294	6762	6625	少数股东损益	210	295	436	510
其他流动负债	9181	8651	12632	10777	归属母公司净利润	2954	3924	5789	6777
非流动负债	7455	6955	6955	6955	EBITDA	6225	7289	9808	11168
长期借款	5066	4566	4566	4566	EPS (元)	1.79	2.36	3.48	4.07
其他非流动负债	2389	2389	2389	2389					
负债合计	24888	23810	29260	27268					
少数股东权益	1525	1821	2256	2766					
股本	1661	1664	1664	1664					
资本公积	5300	5300	5300	5300					
留存收益	10864	14788	20577	27354					
归属母公司股东权益	17825	21752	27541	34318					
负债和股东权益	44238	47383	59058	64353					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	6818	6941	8345	9227	成长能力				
净利润	3164	4220	6225	7287	营业收入	21.6%	13.0%	14.7%	11.2%
折旧摊销	1938	2084	2300	2516	营业利润	55.2%	30.6%	47.5%	17.1%
财务费用	575	455	440	440	归属于母公司净利	80.5%	32.8%	47.5%	17.1%
投资损失	-267	-302	-346	-385	获利能力				
营运资金变动	1158	485	-274	-631	毛利率 (%)	9.3%	9.1%	10.2%	10.3%
其他经营现金流	2255	3735	6499	7918	净利率 (%)	2.8%	3.3%	4.3%	4.5%
投资活动现金流	-5445	-2928	-2884	-2845	ROE (%)	16.6%	18.0%	21.0%	19.7%
资本支出	-4980	-3220	-3220	-3220	ROIC (%)	11.8%	12.7%	15.5%	15.1%
长期投资	-671	-10	-10	-10	偿债能力				
其他投资现金流	206	302	346	385	资产负债率 (%)	56.3%	50.3%	49.5%	42.4%
筹资活动现金流	-930	-953	-440	-440	净负债比率 (%)	128.6%	101.0%	98.2%	73.5%
短期借款	-872	0	0	0	流动比率	1.22	1.38	1.52	1.90
长期借款	655	-500	0	0	速动比率	0.36	0.52	0.68	1.01
普通股增加	0	3	0	0	营运能力				
资本公积增加	172	0	0	0	总资产周转率	2.62	2.58	2.55	2.45
其他筹资现金流	-886	-455	-440	-440	应收账款周转率	64.53	64.53	64.53	64.53
现金净增加额	441	3061	5021	5942	应付账款周转率	20.23	20.23	20.23	20.23
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.79	2.36	3.48	4.07
					每股经营现金流薄)	4.10	4.17	5.02	5.55
					每股净资产	10.73	13.07	16.55	20.63
					估值比率				
					P/E	34.49	22.51	15.26	13.04
					P/B	5.75	4.06	3.21	2.57
					EV/EBITDA	17.85	12.81	9.01	7.38

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。