

海大集团 (002311.SZ)

盈利降幅收窄，现金流高增

猪价反转向上，养殖成本快速回落至低位，22Q3 养殖业务扭亏可期。饲料主业经营稳健。当前估值仍在低位，建议积极布局，维持“强烈推荐”评级。

□ **22Q2 盈利降幅收窄，经营性现金流高增。**公司发布 2022 年半年报。上半年实现收入 463.3 亿元（同比+21.3%）、归母净利润 9.2 亿元（同比-40%）；其中，22Q2 实现收入 263.7 亿元（同比+17%）、归母净利润 7.2 亿元（同比-13%）。业绩表现符合预期。收入增长主要系饲料业务量价齐增、原料贸易业务规模扩大所带动；其中饲料业务实现收入 363.93 亿元、同比+21%（量增 9%、价增 11%）、原料贸易业务实现收入 42.08 亿元、同比+33%。盈利下滑主要系：1）猪价低迷导致养猪业务盈利同比下降。上半年公司出栏肉猪约 160 万头，实现归母净利润-3.68 亿元；2）激励费用拖累，非猪业务实现盈利 12.87 亿元、同比下降 15%；若扣除激励费用影响，则非猪业务盈利仅同比下滑 3%。其中，22Q2 生猪养殖亏损有所减小，带动单季度盈利降幅收窄。现金流量表层面，受库存调整的带动，公司在 22Q2 实现经营性净现金流 34.2 亿元，环比转正、同比高增 1.4 倍。

□ **成本改善+猪价反转，22Q3 养殖业务扭亏可期。**受母猪去产能、猪肉消费复苏等多因素的影响，国内生猪价格自 2022 年 3 月起触底反转，目前已回升至行业养殖成本线以上，并有望在 22H2 维持强势运行。而从中报数据来看，我们估算公司的养殖成本已快速回落至 16~16.5 元/公斤的低位。预计公司的生猪养殖业务有望自 22Q3 起扭亏为盈。

□ **饲料主业经营稳健，吨利维稳、逆势量增。**受原料价格高位波动、下游养殖端产能去化且现金流不佳的影响，今年上半年饲料行业的景气持续低迷，部分品种（如猪料和禽料）、及部分企业出现了明显的销量下降。公司在传统的研发、渠道、采购、销售等多维优势加持下，仍然维持了饲料销量的持续增长、及吨利润的高位。根据公告，上半年公司的饲料吨毛利约 357 元、同比基本持平，公司的水产料/禽料/猪料的外销量分别录得 17%/5%/8%的增速、其中畜禽料销量逆势增长。预计未来有望受益于行业景气的回升、及公司的壁垒优势，而实现饲料销售规模的持续扩张，完成 4000 万吨的远期目标。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**养猪业务扭亏可期，主业经营稳健。当前估值已回落至低位，建议积极布局。维持 2022/23/24 年 EPS 预测为 1.79/2.82/3.61 元。对公司的饲料业务和养猪业务进行分部估值，给予 2022 年 47 倍 PE 估值，目标价 85 元，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：饲料销量低于预期，突发大规模不可控疫病，极端天气。**

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	60324	85999	103263	115114	132488
同比增长	27%	43%	20%	11%	15%
营业利润(百万元)	3347	2468	3818	5953	7624
同比增长	60%	-26%	55%	56%	28%
归母净利润(百万元)	2523	1596	2975	4687	6000
同比增长	53%	-37%	86%	58%	28%
每股收益(元)	1.52	0.96	1.79	2.82	3.61
PE	40.7	64.4	34.5	21.9	17.1
PB	7.4	7.1	5.9	4.8	4.0

强烈推荐 (维持)

消费品/农林牧渔

目标估值: 85.00 元

当前股价: 61.83 元

基础数据

总股本(万股)	166116
已上市流通股(万股)	165813
总市值(亿元)	1027
流通市值(亿元)	1025
每股净资产(MRQ)	9.2
ROE(TTM)	6.5
资产负债率	61.5%
主要股东	广州市海灏投资有限公司
主要股东持股比例	54.58%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-6	-2
相对表现	1	5	13



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《海大集团 (002311) — 养殖业务边际改善，22Q2 盈利降幅收窄》2022-08-18
- 《海大集团 (002311) — 养猪成本快降，主业经营稳健》2022-04-12
- 《海大集团 (002311) — 养猪业务拖累仍存，饲料主业量利双增》2022-02-27

熊承慧 S1090521030002

✉ xiongchenghui@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券。注：股价为 2022 年 8 月 29 日收盘价。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	14264	16103	24497	26487	29329
现金	2056	1740	7527	7803	7976
交易性投资	337	3	3	3	3
应收票据	18	10	12	13	15
应收款项	1067	1293	1529	1705	1962
其它应收款	732	780	937	1044	1202
存货	7255	8923	10515	11541	13166
其他	2798	3355	3974	4379	5006
非流动资产	13262	19545	21009	22307	23458
长期股权投资	59	301	301	301	301
固定资产	7704	11272	12999	14532	15893
无形资产商誉	1900	2369	2133	1919	1727
其他	3600	5603	5576	5554	5537
资产总计	27527	35649	45505	48794	52788
流动负债	10849	13038	19537	18478	17227
短期借款	4736	3782	9970	8131	5642
应付账款	2061	4459	5259	5772	6585
预收账款	1889	1908	2251	2471	2818
其他	2163	2889	2056	2105	2182
长期负债	1719	6677	6877	7077	7277
长期借款	1161	4411	4611	4811	5011
其他	558	2266	2266	2266	2266
负债合计	12568	19715	26414	25555	24503
股本	1661	1661	1661	1661	1661
资本公积金	4877	4335	4335	4335	4335
留存收益	7435	8465	11440	15234	19828
少数股东权益	986	1472	1655	2008	2460
归属于母公司所有者权益	13973	14461	17436	21231	25824
负债及权益合计	27527	35649	45505	48794	52788

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	485	3138	3206	6443	7383
净利润	2523	1596	2975	4687	6000
折旧摊销	897	1189	1534	1700	1847
财务费用	236	394	663	764	645
投资收益	(2)	(385)	(420)	(130)	(130)
营运资金变动	(3439)	136	(1737)	(937)	(1437)
其它	270	208	191	359	459
投资活动现金流	(4321)	(4223)	(2580)	(2870)	(2870)
资本支出	(3390)	(4659)	(3000)	(3000)	(3000)
其他投资	(930)	436	420	130	130
筹资活动现金流	4014	779	5161	(3297)	(4339)
借款变动	1681	550	5824	(1640)	(2289)
普通股增加	81	(0)	0	0	0
资本公积增加	2930	(541)	0	0	0
股利分配	(553)	(532)	0	(893)	(1406)
其他	(125)	1301	(663)	(764)	(645)
现金净增加额	179	(307)	5787	276	174

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	60324	85999	103263	115114	132488
营业成本	53292	78699	92826	101884	116223
营业税金及附加	69	103	124	138	159
营业费用	1343	1808	2375	2417	3047
管理费用	1559	2229	2891	3016	3710
研发费用	479	653	826	921	1060
财务费用	236	403	663	764	645
资产减值损失	(100)	(160)	(160)	(150)	(150)
公允价值变动收益	(12)	47	0	(70)	(70)
其他收益	102	91	120	100	100
投资收益	11	385	300	100	100
营业利润	3347	2468	3818	5953	7624
营业外收入	24	42	42	42	42
营业外支出	87	49	49	50	50
利润总额	3284	2462	3812	5946	7616
所得税	435	651	653	906	1165
少数股东损益	327	215	183	353	452
归属于母公司净利润	2523	1596	2975	4687	6000

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	27%	43%	20%	11%	15%
营业利润	60%	-26%	55%	56%	28%
归母净利润	53%	-37%	86%	58%	28%
获利能力					
毛利率	11.7%	8.5%	10.1%	11.5%	12.3%
净利率	4.2%	1.9%	2.9%	4.1%	4.5%
ROE	18.1%	11.0%	17.1%	22.1%	23.2%
ROIC	14.8%	8.0%	10.8%	15.7%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	45.7%	55.3%	58.0%	52.4%	46.4%
净负债比率	21.9%	24.6%	32.0%	26.5%	20.2%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.7
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	2.2	2.4	2.3	2.4	2.5
存货周转率	9.1	9.7	9.6	9.2	9.4
应收账款周转率	57.0	72.0	72.6	70.6	71.7
应付账款周转率	26.8	24.1	19.1	18.5	18.8
每股资料(元)					
EPS	1.52	0.96	1.79	2.82	3.61
每股经营净现金	0.29	1.89	1.93	3.88	4.44
每股净资产	8.41	8.71	10.50	12.78	15.55
每股股利	0.32	0.00	0.54	0.85	1.08
估值比率					
PE	40.7	64.4	34.5	21.9	17.1
PB	7.4	7.1	5.9	4.8	4.0
EV/EBITDA	24.8	27.4	17.9	12.8	10.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

熊承慧：中科院生物学博士，武汉大学学士。2年实业经验，7年卖方研究经验。曾就职于国际种业龙头孟山都生物技术部门，继而先后在华泰证券、中信证券担任分析师。2021年3月加入招商证券，任农林牧渔首席分析师。

李秋燕：广西大学硕士。5年农业卖方研究经验，曾任职于长江证券研究所，2021年6月加入招商证券。

施腾：华中农业大学动物科学本科、农业经济学硕士，曾任职于华西证券研究所，2022年2月加入招商证券。

张正芳：中央财经大学经济学本科、国际商务硕士，2022年7月加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。