

## 海大集团 (002311.SZ) 饲料销量回暖, 生猪业务持续改善

2022年10月21日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

陈雪丽 (分析师)

李怡然 (联系人)

chenxueli@kysec.cn

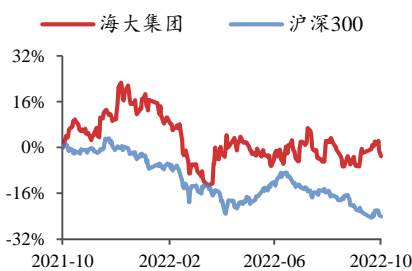
liyiran@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

证书编号: S0790121050058

日期	2022/10/21
当前股价(元)	59.59
一年最高最低(元)	78.00/52.52
总市值(亿元)	989.89
流通市值(亿元)	988.21
总股本(亿股)	16.61
流通股本(亿股)	16.58
近3个月换手率(%)	20.83

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《饲料销量逆势增长, 生猪业务环比改善——公司信息更新报告》-2022.8.31

《主营量利兼顾, 生猪成本下降, 对虾养殖投入加码——公司信息更新报告》-2022.4.13

《“一体两翼”量增利升, 养殖业务压力趋弱——公司信息更新报告》-2022.2.27

### ● 饲料销量回暖, 生猪业务持续改善, 维持“买入”评级

海大集团发布2022年三季报, 前三季度实现营收789.55亿元(+22.76%), 归母净利润21.02亿元(+20.34%)。单Q3实现营收326.29亿元(+24.91%), 归母净利润11.83亿元(+453.2%)。考虑到饲料原料价格仍处高位, 三季度水产料销售承压, 我们下调2022-2024年盈利预测, 预计公司2022-2024年归母净利润分别为27.1/46.9/52.1亿元(前预测值31.8/45.6/66.7亿元), EPS分别为1.63/2.82/3.13元, 当前股价对应PE分别为36.5/21.1/19.0倍。禽畜价格回暖带动补栏及饲料需求上行, 公司盈利能力迎来修复, 维持“买入”评级。

### ● 禽畜价格回升带动饲料需求回暖, 水产料受异常高温影响销量承压

报告期内公司实现饲料外销量1503万吨(+7%), Q2末期全国生猪产能开启上行趋势, 猪价快速上涨, 当下行业补栏意愿较高, Q4猪禽饲料销量有望加速提升; 受7-8月高温影响, 水产品生长环境恶劣, 养殖户被动减少投苗及饲料用量, 水产料需求旺季不旺, 销量承压。报告期内, 玉米大豆等饲料原料价格较高, 公司借助提价、技术转化和采购等优势应对成本压力, 饲料营收实现同比增长。

### ● Q3生猪盈利大幅改善, 动保种苗业务延续增长

报告期内公司出栏生猪约230万头(+73%), 单Q3生猪出栏约70万头, 我们估计单头盈利约为550元, 单Q3板块归母净利润约3.85亿元, 同比扭亏为盈。公司生猪养殖成本优势突出, 预计全年完全成本约为16.5元/公斤。报告期内种苗、动保板块营收亦实现同比增长, 随着特水对普水品种的替代趋势显现, 公司围绕名特优品种升级打造育种体系, 报告期内研发投入稳步增长(+23.34%)。

### ● 募投项目稳步推进, 在建工程及财务费用增幅较高

报告期内, 公司经营规模扩大, 借款金额增加, 在建工程及财务费用分别同比增长59.38%及50.44%, 用于饲料产能提升的2020年可转债募投项目稳步推进, 公司饲料年产量有望稳步提升, 逐渐向4000万吨年销量目标迈进。

### ● 风险提示: 饲料原料价格下降幅度、生猪养殖行业亏损周期长度等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	60,324	85,999	102,981	128,576	146,753
YOY(%)	26.7	42.6	19.7	24.9	14.1
归母净利润(百万元)	2,523	1,596	2,711	4,689	5,207
YOY(%)	53.0	-36.7	69.9	72.9	11.0
毛利率(%)	11.7	8.5	9.0	10.3	10.0
净利率(%)	4.2	1.9	2.6	3.6	3.5
ROE(%)	19.1	11.4	16.4	22.1	19.7
EPS(摊薄/元)	1.52	0.96	1.63	2.82	3.13
P/E(倍)	39.2	62.0	36.5	21.1	19.0
P/B(倍)	7.1	6.8	5.8	4.6	3.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	14264	16103	23389	29899	31543	<b>营业收入</b>	60324	85999	102981	128576	146753
现金	2056	1740	6906	8623	9842	营业成本	53292	78699	93728	115307	132133
应收票据及应收账款	1085	1303	1557	2014	2062	营业税金及附加	69	103	123	154	176
其他应收款	732	780	1031	1230	1351	营业费用	1343	1808	2060	2572	2935
预付账款	1871	2551	2744	3867	3679	管理费用	1559	2229	2472	3214	3669
存货	7255	8923	10345	13359	13804	研发费用	479	653	721	900	1027
其他流动资产	1264	806	806	806	806	财务费用	236	403	624	627	553
<b>非流动资产</b>	13262	19545	21213	23861	25169	资产减值损失	-57	-72	0	0	0
长期投资	59	301	553	809	1071	其他收益	102	91	96	94	95
固定资产	7990	11780	13103	15313	16336	公允价值变动收益	-12	47	18	32	25
无形资产	1271	1496	1583	1650	1724	投资净收益	2	385	396	401	406
其他非流动资产	3942	5968	5974	6089	6039	资产处置收益	9	1	9	9	9
<b>资产总计</b>	27527	35649	44602	53760	56712	<b>营业利润</b>	3347	2468	3774	6338	6795
<b>流动负债</b>	10849	13038	19893	24339	22259	营业外收入	24	42	65	55	60
短期借款	4736	3782	11236	12618	11911	营业外支出	87	49	68	58	63
应付票据及应付账款	2061	4459	3306	6246	4699	<b>利润总额</b>	3284	2462	3771	6335	6792
其他流动负债	4052	4797	5352	5474	5649	所得税	435	651	694	1014	883
<b>非流动负债</b>	1719	6677	5948	5339	4461	<b>净利润</b>	2850	1811	3077	5321	5909
长期借款	1161	4411	3683	3073	2196	少数股东损益	327	215	365	632	702
其他非流动负债	558	2266	2266	2266	2266	<b>归属母公司净利润</b>	2523	1596	2711	4689	5207
<b>负债合计</b>	12568	19715	25841	29678	26721	EBITDA	3713	3049	5556	8561	9284
少数股东权益	986	1472	1838	2469	3171	EPS(元)	1.52	0.96	1.63	2.82	3.13
股本	1661	1661	1661	1661	1661						
资本公积	5042	5128	5128	5128	5128						
留存收益	7534	8600	11215	14763	18703						
<b>归属母公司股东权益</b>	13973	14461	16923	21613	26820						
<b>负债和股东权益</b>	27527	35649	44602	53760	56712						

现金流量表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	485	3138	1529	5323	6133
净利润	2850	1811	3077	5321	5909
折旧摊销	126	119	1327	1625	1938
财务费用	236	403	624	627	553
投资损失	-2	-385	-396	-401	-406
营运资金变动	-3649	-620	-3075	-1807	-1828
其他经营现金流	924	1809	-27	-41	-34
<b>投资活动现金流</b>	-4321	-4223	-2571	-3831	-2806
资本支出	3390	4659	1416	2392	1046
长期投资	-1135	211	-252	-242	-262
其他投资现金流	-2065	647	-1407	-1681	-2021
<b>筹资活动现金流</b>	4014	779	-1245	-1158	-1401
短期借款	1715	-954	0	0	0
长期借款	340	3250	-729	-609	-878
普通股增加	81	-0	0	0	0
资本公积增加	2923	86	0	0	0
其他筹资现金流	-1045	-1603	-516	-549	-523
<b>现金净增加额</b>	187	-330	-2287	334	1926

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	26.7	42.6	19.7	24.9	14.1
营业利润(%)	59.5	-26.3	52.9	68.0	7.2
归属于母公司净利润(%)	53.0	-36.7	69.9	72.9	11.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.7	8.5	9.0	10.3	10.0
净利率(%)	4.2	1.9	2.6	3.6	3.5
ROE(%)	19.1	11.4	16.4	22.1	19.7
ROIC(%)	15.3	8.5	9.9	14.4	14.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.7	55.3	57.9	55.2	47.1
净负债比率(%)	29.2	57.1	58.7	42.2	24.6
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.4
速动比率	0.4	0.3	0.5	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.6	2.7	2.6	2.6	2.7
应收账款周转率	57.0	72.0	72.0	72.0	72.0
应付账款周转率	26.8	24.1	24.1	24.1	24.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.52	0.96	1.63	2.82	3.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	1.89	0.92	3.20	3.69
每股净资产(最新摊薄)	8.41	8.71	10.19	13.01	16.15
<b>估值比率</b>					
P/E	39.2	62.0	36.5	21.1	19.0
P/B	7.1	6.8	5.8	4.6	3.7
EV/EBITDA	28.0	35.9	20.1	13.0	11.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn