

饲料业务量价齐升，生猪养殖利润弹性可期 ——海大集团 2022 年三季度报点评

事件

10月21日，公司发布《2022年第三季度报告》，前三季度实现营业收入789.55亿元，同比增长22.76%；实现归母净利润21.02亿元，同比增长20.34%；实现扣非归母净利润20.80亿元，同比增长22.07%。

点评

营收净利双增，Q3业绩环比显著增长。公司2022年前三季度营收、归母净利润均呈现同比20%以上的增速增长；分季度来看，公司2022Q3实现营业收入326.29亿元，同比+24.91%，环比+23.72%；实现归母净利润11.83亿元，同比+453.20%，环比+64.83%。公司业绩稳健增长，Q3盈利能力显著提升主要系：1) Q3下游养殖利润回暖，带动饲料需求提升，公司饲料业务经营改善；2) 4月以来猪价持续上涨，公司生猪养殖业务前三季度扭亏为盈。

饲料业务量增价升，有望随禽畜养殖盈利回暖持续改善。销量方面，2022年前三季度，公司饲料业务在行业整体下滑的情况下，实现外销量约1503万吨，同比+7%，市占率进一步提升。分季度来看，Q3公司饲料销量约为588万吨，其中水产料约200万吨（同比+8%），猪料120-130万吨（同比+0%），禽料约260万吨（同比+4%）。**价格方面**，水产料单价Q3环比Q2增加约130元/吨，猪料单价Q3环比Q2增加约150元/吨，禽料单价Q3环比Q2增加70-80元/吨。饲料销量逆势增长叠加饲料单价提升，公司饲料业务经营情况显著改善，销售收入稳步增长。展望Q4，下游禽畜养殖盈利能力有望进一步提振，带动水产和禽畜饲料消费需求增加，饲料业务有望持续改善。

Q4猪价预计高位运行，生猪养殖业务利润弹性可期。2022年前三季度，公司共出栏生猪约230万头，同比+73%。2022Q3公司出栏生猪约70万头，实现净利润4亿元左右。根据涌益资讯，Q3生猪均价为22.42元/公斤，环比Q2+48.75%。受益于猪价上涨利好影响，公司前三季度生猪养殖业务实现扭亏为盈，业绩增长符合预期。三季度以来猪价持续走高，10月已突破28元/公斤的高位。受前期产能去化效应显现以及二次育肥影响，四季度生猪供给整体偏紧，叠加市场逐渐步入消费旺季，我们判断Q4猪价有望高位运行。考虑到公司生猪养殖规模扩大，养殖成本逐步改善，公司生猪养殖业务有望受益于行业高景气而持续兑现。

投资建议

国内饲料龙头，多元化产业链铸造壁垒。考虑到公司核心主业饲料业务预计持续改善，生猪养殖有望贡献利润弹性，公司整体盈利能力有望进一步提升。我们预计2022-2024年，公司营业收入分别为1058.59/1290.78/1532.94亿元，归母净利润分别为26.44/46.18/61.19亿元，对应EPS1.59/2.78/3.68元/股，当前股价对应PE分别为37.74/21.61/16.31倍，维持“推荐”评级。

风险提示

上游原材料价格大幅波动；动物疫病风险；环保政策。

盈利预测

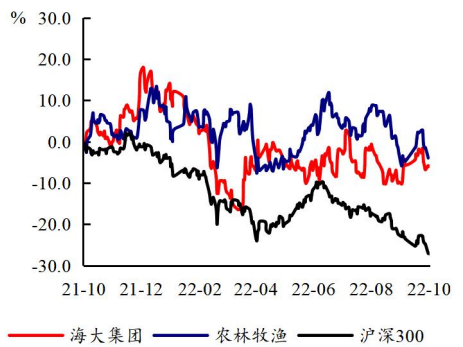
| 项目(单位:百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 85998.56 | 105858.98 | 129077.77 | 153293.81 |
| 增长率 (%) | 42.56 | 23.09 | 21.93 | 18.76 |

评级 推荐 (维持)

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
联系人 赵雅斐
电子邮箱 zhaoyf707@easec.com.cn

股价走势



基础数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本(百万股) | 1661.16 |
| 流通A股/B股(百万股) | 1661.16/0.00 |
| 资产负债率(%) | 62.26 |
| 每股净资产(元) | 8.64 |
| 市净率(倍) | 6.96 |
| 净资产收益率(加权) | 10.68 |
| 12个月内最高/最低价 | 75.60/53.53 |

相关研究

《海大集团(002311.SZ):单季净利润降幅缩窄,饲料业务逆势扩张》2022.09.02
《产品服务协同发展,饲料龙头行稳致远》2021.11.03

| | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 歸母淨利潤 | 1596.05 | 2643.74 | 4618.28 | 6118.92 |
| 增長率 (%) | -36.73 | 65.64 | 74.69 | 32.49 |
| EPS (元/股) | 0.96 | 1.59 | 2.78 | 3.68 |
| 市盈率 (P/E) | 76.35 | 37.74 | 21.61 | 16.31 |
| 市淨率 (P/B) | 8.42 | 5.92 | 4.65 | 3.62 |

資料來源：Wind，東亞前海證券研究所基於 10 月 25 日股價 60.07 元測算

利润表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 85998.56 | 105858.98 | 129077.77 | 153293.81 |
| %同比增速 | 42.56% | 23.09% | 21.93% | 18.76% |
| 营业成本 | 78698.78 | 96208.48 | 115360.88 | 136172.50 |
| 毛利 | 7299.78 | 9650.50 | 13716.89 | 17121.31 |
| %营业收入 | 8.49% | 9.12% | 10.63% | 11.17% |
| 税金及附加 | 103.11 | 127.52 | 152.54 | 183.20 |
| %营业收入 | 0.12% | 0.12% | 0.12% | 0.12% |
| 销售费用 | 1808.25 | 2540.62 | 2968.79 | 3372.46 |
| %营业收入 | 2.10% | 2.40% | 2.30% | 2.20% |
| 管理费用 | 2228.52 | 2699.40 | 3304.39 | 3970.31 |
| %营业收入 | 2.59% | 2.55% | 2.56% | 2.59% |
| 研发费用 | 653.00 | 836.29 | 1019.71 | 1211.02 |
| %营业收入 | 0.76% | 0.79% | 0.79% | 0.79% |
| 财务费用 | 402.89 | 267.83 | 319.15 | 318.26 |
| %营业收入 | 0.47% | 0.25% | 0.25% | 0.21% |
| 资产减值损失 | -72.19 | 0.65 | 0.87 | 0.51 |
| 信用减值损失 | -87.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他收益 | 90.87 | 135.69 | 173.31 | 188.10 |
| 投资收益 | 384.85 | 277.73 | 306.91 | 484.22 |
| 净敞口套期收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 47.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产处置收益 | 0.65 | 8.55 | 10.40 | 8.63 |
| 营业利润 | 2467.90 | 3601.48 | 6443.79 | 8747.51 |
| %营业收入 | 2.87% | 3.40% | 4.99% | 5.71% |
| 营业外收支 | -6.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 2461.77 | 3601.48 | 6443.79 | 8747.51 |
| %营业收入 | 2.86% | 3.40% | 4.99% | 5.71% |
| 所得税费用 | 650.68 | 650.70 | 1239.97 | 1858.61 |
| 净利润 | 1811.09 | 2950.78 | 5203.82 | 6888.90 |
| %营业收入 | 2.11% | 2.79% | 4.03% | 4.49% |
| 归属于母公司的净利润 | 1596.05 | 2643.74 | 4618.28 | 6118.92 |
| %同比增速 | -36.73% | 65.64% | 74.69% | 32.49% |
| 少数股东损益 | 215.04 | 307.04 | 585.54 | 769.98 |
| EPS (元/股) | 0.96 | 1.59 | 2.78 | 3.68 |

基本指标

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 0.96 | 1.59 | 2.78 | 3.68 |
| BVPS | 8.71 | 10.15 | 12.93 | 16.61 |
| PE | 76.35 | 37.74 | 21.61 | 16.31 |
| PEG | — | 0.57 | 0.29 | 0.50 |
| PB | 8.42 | 5.92 | 4.65 | 3.62 |
| EV/EBITDA | 35.86 | 21.44 | 13.09 | 9.95 |
| ROE | 11% | 16% | 22% | 22% |
| ROIC | 7% | 9% | 13% | 14% |

资产负债表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金 | 1740 | 2458 | 6447 | 9802 |
| 交易性金融资产 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 应收账款及应收票据 | 1303 | 1678 | 2239 | 2170 |
| 存货 | 8923 | 11791 | 12849 | 15949 |
| 预付账款 | 2551 | 2509 | 3599 | 4071 |
| 其他流动资产 | 1584 | 1562 | 2083 | 1972 |
| 流动资产合计 | 16103 | 20001 | 27220 | 33968 |
| 长期股权投资 | 301 | 389 | 497 | 643 |
| 投资性房地产 | 27 | 20 | 17 | 13 |
| 固定资产合计 | 11272 | 12728 | 13857 | 14354 |
| 无形资产 | 1490 | 1622 | 1750 | 1875 |
| 商誉 | 365 | 359 | 363 | 369 |
| 递延所得税资产 | 735 | 735 | 735 | 735 |
| 其他非流动资产 | 5356 | 6198 | 7455 | 8922 |
| 资产总计 | 35649 | 42052 | 51894 | 60879 |
| 短期借款 | 3782 | 6282 | 8282 | 9282 |
| 应付票据及应付账款 | 4459 | 3779 | 5456 | 5691 |
| 预收账款 | 0 | 1147 | 466 | 739 |
| 应付职工薪酬 | 1213 | 1577 | 1891 | 2187 |
| 应交税费 | 241 | 293 | 380 | 435 |
| 其他流动负债 | 3343 | 3661 | 4902 | 5139 |
| 流动负债合计 | 13038 | 16739 | 21377 | 23473 |
| 长期借款 | 4411 | 4411 | 4411 | 4411 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 178 | 178 | 178 | 178 |
| 其他非流动负债 | 2087 | 2087 | 2087 | 2087 |
| 负债合计 | 19715 | 23416 | 28054 | 30150 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 14461 | 16857 | 21476 | 27594 |
| 少数股东权益 | 1472 | 1779 | 2365 | 3135 |
| 股东权益 | 15933 | 18637 | 23840 | 30729 |
| 负债及股东权益 | 35649 | 42052 | 51894 | 60879 |

现金流量表 (百万元)

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流净额 | 3138 | 2527 | 6457 | 6539 |
| 投资 | 65 | -86 | -111 | -147 |
| 资本性支出 | -4644 | -3967 | -4320 | -4138 |
| 其他 | 355 | 278 | 307 | 484 |
| 投资活动现金流净额 | -4223 | -3776 | -4124 | -3801 |
| 债权融资 | -14557 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 418 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加(减少) | 17029 | 2500 | 2000 | 1000 |
| 筹资成本 | -941 | -533 | -344 | -383 |
| 其他 | -1171 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | 779 | 1967 | 1656 | 617 |
| 现金净流量 | -330 | 718 | 3990 | 3355 |

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，东亚前海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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免責聲明

東亞前海證券有限責任公司經中國證券監督委員會批復，已具備證券投資諮詢業務資格。

本報告由東亞前海證券有限責任公司（以下簡稱東亞前海證券）向其機構或個人客戶（以下簡稱客戶）提供，無意針對或意圖違反任何地區、國家、城市或其它法律管轄區域內的法律法規。

東亞前海證券無需因接收人收到本報告而視其為客戶。本報告是發送給東亞前海證券客戶的，屬於機密材料，只有東亞前海證券客戶才能參考或使用，如接收人並非東亞前海證券客戶，請及時退回並刪除。

本報告所載的全部內容只供客戶做參考之用，並不構成對客戶的投資建議，並非作為買賣、認購證券或其它金融工具的邀請或保證。東亞前海證券根據公開資料或信息客觀、公正地撰寫本報告，但不保證該公開資料或信息內容的準確性或完整性。客戶請勿將本報告視為投資決策的唯一依據而取代個人的獨立判斷。

東亞前海證券不需要採取任何行動以確保本報告涉及的內容適合於客戶。東亞前海證券建議客戶如有任何疑問應當諮詢證券投資顧問並獨自進行投資判斷。本報告並不構成投資、法律、會計或稅務建議或擔保任何內容適合客戶，本報告不構成給予客戶個人諮詢建議。

本報告所載內容反映的是東亞前海證券在發表本報告當日的判斷，東亞前海證券可能發出其它與本報告所載內容不一致或有不同結論的報告，但東亞前海證券沒有義務和責任去及時更新本報告涉及的內容並通知客戶。東亞前海證券不對因客戶使用本報告而導致的損失負任何責任。

本報告可能附帶其它網站的地址或超級鏈接，對於可能涉及的東亞前海證券網站以外的地址或超級鏈接，東亞前海證券不对其內容負責。本報告提供這些地址或超級鏈接的目的純粹是為了客戶使用方便，鏈接網站的內容不構成本報告的任何部分，客戶需自行承擔瀏覽這些網站的費用或風險。

東亞前海證券在法律允許的情況下可參與、投資或持有本報告涉及的證券或進行證券交易，或向本報告涉及的公司提供或爭取提供包括投資銀行業務在內的服務或業務支持。東亞前海證券可能與本報告涉及的公司之間存在業務關係，並無需事先或在獲得業務關係後通知客戶。

除非另有說明，所有本報告的版權屬於東亞前海證券。未經東亞前海證券事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式更改、複製、傳播本報告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版權的其他方式使用。所有在本報告中使用的商標、服務標識及標記，除非另有說明，均為東亞前海證券的商標、服務標識及標記。

東亞前海證券版權所有並保留一切權利。

機構銷售通訊錄

| 地區 | 聯繫人 | 聯繫電話 | 郵箱 |
|------|-----|-------------|-----------------------|
| 北京地區 | 林澤娜 | 15622207263 | linzn716@easec.com.cn |
| 上海地區 | 朱虹 | 15201727233 | zhuh731@easec.com.cn |
| 廣深地區 | 劉海華 | 13710051355 | liuhh717@easec.com.cn |

聯繫我們

東亞前海證券有限責任公司 研究所

北京地區：北京市東城區朝陽門北大街8號富華大廈A座二層 郵編：100086
上海地區：上海市浦東新區世紀大道1788號陸家嘴金控廣場1號27樓 郵編：200120
廣深地區：深圳市福田區中心四路1號嘉里建設廣場第一座第23層 郵編：518046

公司網址：<http://www.easec.com.cn/>