

分析师：唐俊男
 登记编码：S0730519050003
 tangjn@ccnew.com 021-50586738
 研究助理：张蔓梓
 登记编码：S0730120110019
 zhangmz@ccnew.com 13681931564

养殖板块扭亏，饲料市占率持续提升

——海大集团(002311)2022年三季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)

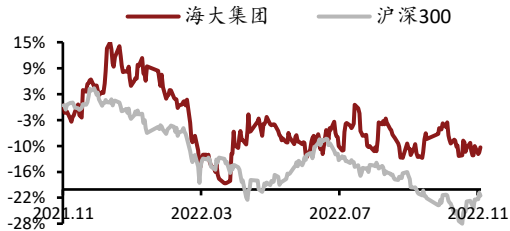
市场数据(2022-11-16)

收盘价(元)	58.99
一年内最高/最低(元)	75.60/53.53
沪深 300 指数	3,834.39
市净率(倍)	5.99
流通市值(亿元)	978.26

基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	9.85
每股经营现金流(元)	3.76
毛利率(%)	9.03
净资产收益率_摊薄(%)	12.85
资产负债率(%)	62.26
总股本/流通股(万股)	166,116.11/165,834.66
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：Wind，中原证券

相关报告

- 《海大集团(002311)年报点评：“一体两翼”稳健发展，市占率提升》 2022-05-19
- 《海大集团(002311)公司点评报告：饲料业务量价齐升，龙头优势突显》 2022-03-23
- 《海大集团(002311)公司点评报告：一体两翼优势突显，助力龙头稳健发展》 2021-08-25

联系人：马嶽琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- **公司业绩符合预告，净利润增速同比转正。**2021 年前三季度，公司实现营业收入 789.55 亿元，同比增长 22.76%；归母净利润 21.01 亿元，同比增长 20.34%；扣非后归母净利润 20.80 亿元，同比增长 22.09%。受益于生猪养殖行业景气度回升，行业盈利水平显著提高，公司养殖板块扭亏为盈，带动三季度业绩大幅增长。2022 年第三季度，公司实现营收 326.29 亿元，同比增长 24.91%；归母净利润 11.83 亿元，同比增长 453.20%；扣非后归母净利润 11.75 亿元，同比增长 467.87%。
- **生猪养殖景气度回升，产能增加带动饲料需求。**2022 年三季度，市场上生猪出栏量减少，叠加秋冬季节来临消费端回暖，推动猪价加速上行。2022 年四季度仍是猪肉消费需求旺季，预计市场上生猪继续处于供需偏紧状态，生猪价格有望继续维持高位运行，养殖户出栏享受较高盈利水平。根据农业农村部发布，2022 年三季度末，全国生猪存栏 4.44 亿头，同比增长 1.4%，环比增长 3.1%，连续两个季度环比增长，禽养殖方面盈利水平和产能也在回暖。下游产能的持续恢复将对饲料需求形成较强支撑。
- **公司饲料业务逆势增长，养殖板块扭亏为盈。**2022 年前三季度，公司饲料、动保、种苗、水产养殖和生猪养殖板块收入均稳步增长。尤其是饲料板块在行业整体下降的情况下迎来逆势增长，实现对外销量约 1,503 万吨，同比增长 7%，其中第三季度单季销量 588 万吨；前三季度共出栏生猪约 230 万头，同比增长 73%，其中第三季度出栏约 70 万头。受生猪价格上行利好影响，1-9 月份公司生猪养殖业务扭亏为盈，预计四季度仍将维持较高盈利水平。根据饲料工业协会数据，2022 年前三季度全国饲料工业饲料总产量约 2.16 亿吨，同比下降 1.2%。公司饲料业务增速显著高于行业整体水平，将推动公司市占率进一步提升。
- **公司实控人全额认购定增彰显长期发展信心。**2022 年 4 月公司发布定增预案，拟募资不超过 15 亿元用于补充公司流动资金，此次定增将由公司实控人薛华全额认购。随着公司的经营发展，业务规模不断扩大，公司近年有息债务逐步攀升。截至 2022 年三季度末，公司的资产负债率为 62.26%，较 2021 年末增长了 6.96 个百分点，通过此次定增有利于降低公司资产负债率，优化资本结构，提高公司抗风险能力，同时助力公司进一步扩大产能，提高公司在行业中的核心竞争力。公司实控人薛华先生通过海灏投资间接持有公司股份，本次定增发行后薛华先生将另外直接持有公

公司股份不超过 33,370,411 股，拟直接持股比例不超过增发后总股本 1.97%。公司实控人全额现金认购的方式有利于增强投资者信心，提升公司投资价值，进而实现公司股东利益最大化，切实保障中小股东利益。目前公司定增方案已获得股东大会通过。

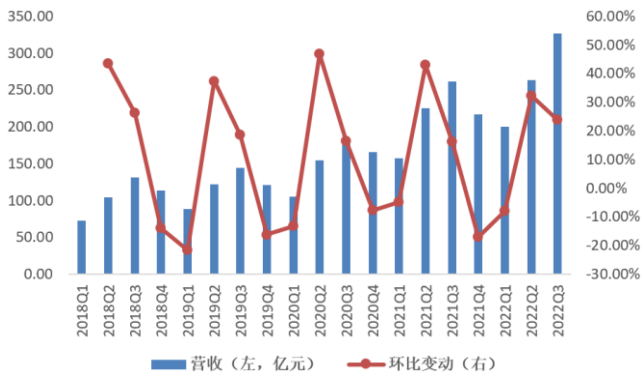
- **维持公司“增持”评级。**考虑到公司生猪板块回暖和产能扩张情况，上调 2022-2024 年归母净利润分别为 29.41/43.46/53.06 亿元，对应 EPS 分别为 1.77/2.62/3.19 元每股，对应 PE 分别为 33.31/22.55/18.47 倍。根据公司历史 PE 均值来看，在行业市占率提升和业绩增长下，2023 年估值仍有一定的扩张空间，继续维持公司“增持”的评级。

风险提示：原材料价格波动，猪价大幅波动及种苗、动保业务推进不及预期的风险。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	60324	85999	105178	124731	146958
增长比率（%）	26.70%	42.56%	22.30%	18.59%	17.82%
净利润（百万元）	2523	1596	2941	4346	5306
增长比率（%）	53.01%	-36.73%	84.29%	47.76%	22.07%
每股收益(元)	1.52	0.96	1.77	2.62	3.19
市盈率(倍)	38.84	61.40	33.31	22.55	18.47

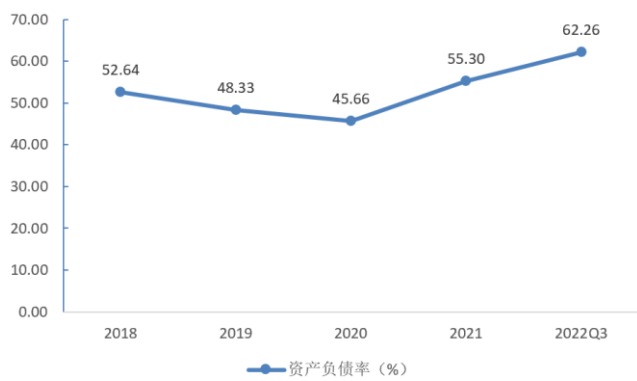
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：2018-2022 年公司单季度营收及环比增速



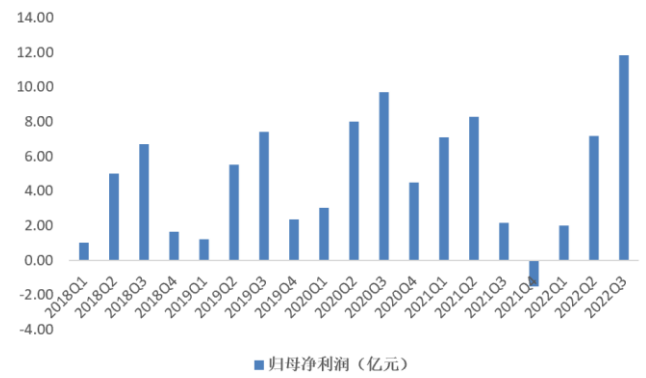
资料来源：Wind，中原证券

图 3：2018-2022 年公司资产负债率



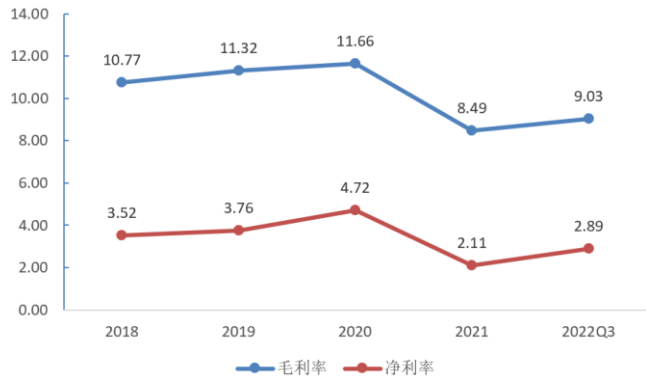
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2018-2022 年公司单季度归母净利润



资料来源：Wind，中原证券

图 4：2018-2022 年公司销售利润率 (%)



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14264	16103	20157	25927	28676
现金	2056	1740	2101	6469	4273
应收票据及应收账款	1085	1303	2476	1632	3102
其他应收款	732	780	748	1220	1126
预付账款	1871	2551	2479	3485	3924
存货	7255	8923	11545	12314	15444
其他流动资产	1264	806	806	806	806
非流动资产	13262	19545	22505	25881	29552
长期投资	59	301	389	497	643
固定资产	7704	11272	12772	14241	15773
无形资产	1257	1490	1678	1863	2065
其他非流动资产	4242	6482	7666	9280	11071
资产总计	27527	35649	42662	51808	58228
流动负债	10849	13038	15221	19471	19917
短期借款	4736	3782	5497	6323	6852
应付票据及应付账款	2061	4459	3106	5721	4842
其他流动负债	4052	4797	6618	7427	8223
非流动负债	1719	6677	8471	8471	8471
长期借款	1161	4411	6206	6206	6206
其他非流动负债	558	2266	2266	2266	2266
负债合计	12568	19715	23693	27942	28388
少数股东权益	986	1472	1814	2365	3033
股本	1661	1661	1661	1661	1661
资本公积	5042	5128	5128	5128	5128
留存收益	7541	8609	11303	15649	20955
归属母公司股东权益	13973	14461	17155	21501	26807
负债和股东权益	27527	35649	42662	51808	58228

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	485	3138	1521	8707	2938
净利润	2850	1811	3283	4897	5973
折旧摊销	897	1455	1561	1860	2202
财务费用	236	394	186	236	263
投资损失	-2	-385	-276	-297	-464
营运资金变动	-3557	-262	-3224	2021	-5028
其他经营现金流	61	124	-9	-11	-9
投资活动现金流	-4321	-4223	-4236	-4928	-5400
资本支出	-3321	-4644	-4426	-5114	-5716
长期投资	-1268	65	-86	-111	-147
其他投资现金流	269	355	276	297	464
筹资活动现金流	4014	779	3077	589	265
短期借款	1715	-954	1715	826	529
长期借款	340	3250	1795	0	0
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	-433	-236	-263
现金净增加额	187	-330	361	4368	-2196

资料来源：聚源数据，中原证券

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	60324	85999	105178	124731	146958
营业成本	53292	78699	95068	111705	131253
营业税金及附加	69	103	127	147	176
营业费用	1343	1808	2668	2855	3394
管理费用	1559	2229	2691	3216	3786
研发费用	479	653	851	982	1154
财务费用	236	403	186	236	263
资产减值损失	-57	-72	1	1	1
其他收益	102	91	135	167	180
公允价值变动收益	-12	47	0	0	0
投资净收益	2	385	276	297	464
资产处置收益	9	1	8	10	8
营业利润	3347	2468	4007	6064	7585
营业外收入	24	42	0	0	0
营业外支出	87	49	0	0	0
利润总额	3284	2462	4007	6064	7585
所得税	435	651	724	1167	1612
净利润	2850	1811	3283	4897	5973
少数股东损益	327	215	342	551	668
归属母公司净利润	2523	1596	2941	4346	5306
EBITDA	4528	3636	5469	7853	9577
EPS (元)	1.60	0.96	1.77	2.62	3.19

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	26.70%	42.56%	22.30%	18.59%	17.82%
营业利润 (%)	59.51%	-26.26%	62.36%	51.34%	25.08%
归属母公司净利润 (%)	53.01%	-36.73%	84.29%	47.76%	22.07%
获利能力					
毛利率 (%)	11.66%	8.49%	9.61%	10.44%	10.69%
净利率 (%)	4.18%	1.86%	2.80%	3.48%	3.61%
ROE (%)	18.05%	11.04%	17.15%	20.21%	19.79%
ROIC	15.00%	6.85%	9.76%	12.56%	12.90%
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.66%	55.30%	55.54%	53.93%	48.75%
净负债比率 (%)	84.02%	123.74%	124.90%	117.08%	95.14%
流动比率	1.31	1.24	1.32	1.33	1.44
速动比率	0.39	0.29	0.35	0.48	0.43
营运能力					
总资产周转率	2.60	2.72	2.69	2.64	2.67
应收账款周转率	57.75	72.86	56.31	61.47	62.82
应付账款周转率	26.80	25.75	25.69	26.07	25.84
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.52	0.96	1.77	2.62	3.19
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.29	1.89	0.92	5.24	1.77
每股净资产 (最新摊薄)	8.41	8.71	10.33	12.94	16.14
估值比率					
P/E	38.84	61.40	33.31	22.55	18.47
P/B	7.01	6.78	5.71	4.56	3.66
EV/EBITDA	24.91	35.86	20.07	13.52	11.37

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、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者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。