

信义山证汇通天下

证券研究报告

饲料加工

海大集团 (002311.SZ)

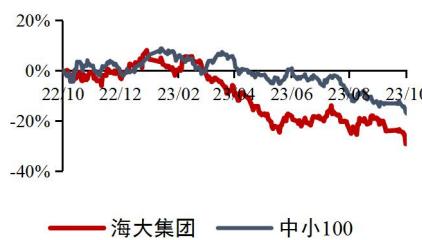
买入-A(维持)

饲料业务整体保持良好增长

2023年10月20日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2023年10月20日

收盘价 (元):	42.77
年内最高/最低 (元):	65.47/41.61
流通A股/总股本(亿):	16.63/16.64
流通A股市值(亿):	711.08
总市值(亿):	711.59

基础数据: 2023年9月30日

基本每股收益:	1.36
摊薄每股收益:	1.36
每股净资产(元):	12.36
净资产收益率:	11.58

资料来源: 最闻

分析师:

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzhenzhi@sxzq.com

➤ 公司2023年前3季度实现营业收入86926.37百万元,同比增长10.1%,归属净利润2251.57百万元,同比增长7.13%,EPS1.36元,加权平均ROE12.02%。其中,公司2023年3季度单季实现营业收入34189.72百万元,同比4.78%,归属净利润1151.39百万元,同比-2.69%。

➤ 在极端天气压力之下,饲料业务整体保持良好增长。3季度极端异常天气严重影响水产动物正常摄食,导致期间水产养殖饲料投喂被动大幅减少甚至停止投喂,从而对公司水产饲料的销售量带来一定影响。此外,受秘鲁新赛季捕政策推迟、A季捕鱼暂停、鱼粉库存持续下降等影响,水产饲料上游原料鱼粉价格年初以来出现大幅上涨,对饲料产品毛利率带来了阶段性压力。另一方面,公司猪饲料7、8月销量同比保持良好增长,增速接近28%-30%,9月部分地区出现短期洪涝情况,对生猪存栏和猪瘟防疫都带来冲击,从而使得公司9月生猪饲料销量同比增速有所回落。总体而言,在极端天气压力之下,饲料业务整体保持良好增长。

➤ 公司2023年上半年出栏生猪220万头,我们估计公司Q3生猪出栏量在100万头左右。2023年上半年,受到猪价低迷影响,生猪养殖行业整体处于亏损区域。进入3季度,随着猪价阶段性反弹,国内自繁自养和外购仔猪养殖的行业平均单头盈利水平分别从上半年的-300元/头和-342元/头回升至Q3的-108元/头和-185元/头。受益于Q3国内生猪价格反弹和内部生产效率的回升,我们预计公司生猪养殖业务在Q3环比有明显改善。

➤ 我们看好海大集团在当前的配置价值。综合生猪、蛋禽、肉禽、水产和反刍等下游周期趋势,我们认为饲料行业2023年景气度或优于2022年;与此同时,行业整合持续推进,市场份额有望进一步往头部集中;公司的《2023年员工持股计划》有助于提升员工业务拓展的积极性;公司目前股价对应2023年估值处于历史底部区域。

投资建议

➤ 鉴于3季度台风天气对公司饲料销售的影响,我们预计公司2023-2025年归母公司净利润30.92/43.68/57.49亿元,对应EPS为1.86/2.63/3.46元,当前股价对应2023年PE为23倍,维持“买入-A”评级。

风险提示: 畜禽疫情复燃导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



财务数据与估值:

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	85,999	104,715	104,706	127,668	153,202
YoY(%)	42.6	21.8	-0.0	21.9	20.0
净利润(百万元)	1,596	2,954	3,092	4,368	5,749
YoY(%)	-36.7	85.1	4.7	41.3	31.6
毛利率(%)	8.5	9.3	9.5	10.2	10.8
EPS(摊薄/元)	0.96	1.78	1.86	2.63	3.46
ROE(%)	11.4	16.4	15.6	18.4	19.8
P/E(倍)	44.0	23.8	22.7	16.1	12.2
P/B(倍)	4.9	3.9	3.5	2.9	2.4
净利率(%)	1.9	2.8	3.0	3.4	3.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16103	21218	19409	29408	27914	营业收入	85999	104715	104706	127668	153202
现金	1740	2261	4642	3830	5763	营业成本	78699	95004	94774	114585	136709
应收票据及应收账款	1303	1959	1303	2674	2098	营业税金及附加	103	123	125	151	182
预付账款	2551	1787	2550	2739	3608	营业费用	1808	1981	2094	2681	3217
存货	8923	12625	8871	17118	13889	管理费用	2229	2584	2722	3319	3983
其他流动资产	1587	2586	2043	3047	2555	研发费用	653	711	796	970	1226
非流动资产	19545	23020	21946	24241	26622	财务费用	403	597	218	187	129
长期投资	301	315	343	372	405	资产减值损失	-160	-204	-84	-89	-92
固定资产	11780	15442	14482	16560	18740	公允价值变动收益	47	-26	4	3	7
无形资产	1496	1638	1697	1762	1812	投资净收益	385	267	204	214	267
其他非流动资产	5968	5624	5423	5547	5665	营业利润	2468	3903	4268	6082	8122
资产总计	35649	44238	41355	53649	54535	营业外收入	42	44	36	37	40
流动负债	13038	17433	12884	21508	17193	营业外支出	49	124	75	84	83
短期借款	3782	2911	2911	3442	2911	利润总额	2462	3823	4229	6036	8080
应付票据及应付账款	4459	8843	4427	11617	7525	所得税	651	658	755	1128	1620
其他流动负债	4797	5678	5547	6449	6758	税后利润	1811	3164	3474	4908	6460
非流动负债	6677	7455	6240	5532	4787	少数股东损益	215	210	382	540	711
长期借款	4411	5066	3852	3143	2398	归属母公司净利润	1596	2954	3092	4368	5749
其他非流动负债	2266	2389	2389	2389	2389	EBITDA	4119	5875	5852	7783	10094
负债合计	19715	24888	19125	27039	21980						
少数股东权益	1472	1525	1907	2447	3158						
股本	1661	1661	1664	1664	1664						
资本公积	5128	5300	5451	5451	5451						
留存收益	8600	11351	14130	18057	23225						
归属母公司股东权益	14461	17825	20323	24163	29397						
负债和股东权益	35649	44238	41355	53649	54535						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
经营活动现金流	3138	6818	4774	3648	7747						
净利润	1811	3164	3474	4908	6460						
折旧摊销	1189	1609	1403	1566	1875						
财务费用	403	597	218	187	129						
投资损失	-385	-267	-204	-214	-267						
营运资金变动	-620	878	-113	-2795	-442						
其他经营现金流	740	837	-4	-3	-7						
投资活动现金流	-4223	-5445	-121	-3643	-3981						
筹资活动现金流	779	-930	-2272	-1348	-1302						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.78	1.86	2.63	3.46	P/E					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.89	4.10	2.87	2.19	4.66	P/B					
每股净资产(最新摊薄)	8.69	10.71	12.21	14.52	17.67	EV/EBITDA					
							44.0	23.8	22.7	16.1	12.2
							4.9	3.9	3.5	2.9	2.4
							19.6	13.6	13.1	10.0	7.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

