

海大集团 (002311.SZ)

2023三季报点评：2023Q3 营收稳步增长，生猪养殖经营改善

买入

核心观点

2023Q3 营收稳步增长，净利同比略有下降。公司 2023Q1-Q3 营收达 869.26 亿元，同比+10.10%；归母净利达 22.52 亿元，同比+7.13%。2023Q3 营收达 341.9 亿元，同比+4.78%，环比+16.38%；归母净利达 11.51 亿元，同比-2.70%，环比+66.33%。饲料业务方面，公司 7-8 月饲料销量增速较好，但受 9 月台风、洪涝等恶劣天气影响，水产料、猪料等饲料需求增速放缓。我们预计 2023Q3 公司整体实现饲料销售接近 660 万吨，对应净利约为 10.4-10.5 亿元。养殖业务方面，预计公司 Q3 实现生猪出栏 100-110 万头，经营性亏损可能接近 0.5 亿元，头均经营亏损预计约 50 元左右，考虑减值冲回后，预计生猪养殖业务实现净利大概 1 亿元；另外预计水产养殖亏损可能接近 7000 万元，主要系生鱼养殖受行情影响有所亏损。此外，动保和种苗业务预计大概共实现盈利约 7000 万元。

2023 年业绩考核目标调整影响较小，看好公司长期发展。公司于 2023 年 9 月末发布公告，将 2023 年员工持股计划中公司层面 2023 年的业绩考核指标，由 2023 年饲料对外销售增量目标不低于 300 万吨，下调至不低于 260 万吨。考虑到目标调减的销量增量 40 万吨占 2023 年全年对外销量目标的比例仅约 1.75%，且主要为毛利率偏低的普水料，我们认为该调整对公司整体业绩影响有限，最终 2023 年公司饲料对外销量目标不低于 2284 万吨，较 2022 年目标实现不低于 12.85% 的增速，较行业仍有领先优势。天气影响属于不可控因素，公司根据实际情况及时调整业绩目标，亦有利于充分发挥员工持股计划激励效果，看好公司长期发展。

2023Q1-Q3 期间费用整体稳定，管理经营仍将持续优化。2023Q1-Q3 公司销售/管理/财务费用率分别为 2.07%/2.23%/0.48%，较 2022 年整体分别 +0.18pct/-0.24pct/-0.09pct。公司销售费用略有提升，主要系经营规模扩大，人员增加，薪酬水平提升及业务推广费增加所致。但公司重视组织管理效率提升，充分发挥中台管理优势，通过构建“采购+研发+销售+生产”四位一体管理模式，确保公司内部快速联动，提高市场影响力，并推行三级研发体系，确保技术成果前瞻性、可持续输出及快速转化，能最大程度促进管理及研发效率加强，未来管理水平有望持续提升。

风险提示：天气异常及疫病影响饲料行业阶段性波动的风险。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2023-2025 年归母净利 40.02/52.76/59.66 亿元，最新收盘价对应 PE 分别 18/14/12 倍。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	85,999	104,715	123,647	141,313	160,872
(+/-%)	42.6%	21.8%	18.1%	14.3%	13.8%
净利润(百万元)	1596	2954	4002	5276	5966
(+/-%)	-36.7%	85.1%	35.5%	31.8%	13.1%
每股收益(元)	0.96	1.78	2.41	3.18	3.59
EBIT Margin	2.9%	4.1%	4.5%	5.4%	5.5%
净资产收益率(ROE)	11.0%	16.6%	20.0%	23.0%	22.6%
市盈率(PE)	43.9	23.7	17.5	13.3	11.8
EV/EBITDA	24.6	16.2	13.7	10.7	9.4
市净率(PB)	4.85	3.93	3.50	3.05	2.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016 lujiapei@guosen.com.cn S0980520110002	证券分析师：李瑞楠 021-60893308 liruinan@guosen.com.cn S0980523030001
---	---

联系人：江海航

010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	42.77 元
总市值/流通市值	71159/71108 百万元
52 周最高价/最低价	65.47/41.61 元
近 3 个月日均成交额	175.00 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海大集团 (002311.SZ) -2023半年报点评：2023H1 营收与净利实现同比双增长，饲料、养殖、动保、种苗多业务稳步推进》——2023-08-29

《海大集团 (002311.SZ) -2022 年年报及 2023Q1 季报点评：2022 年及 2023Q1 营收净利均实现同比双增长，饲料、养殖、动保、种苗多元化经营向好》——2023-04-25

《海大集团 (002311.SZ) -2022 年归母净利调整后预计同比增长 79.06%，2023Q1 归母净利预计同比增长 91.82% - 106.77%》——2023-04-17

《海大集团 (002311.SZ) -2022Q3 归母净利预计环比增长 51.95% 至 93.73%，前三季度生猪养殖业务扭亏为盈》——2022-10-10

《海大集团 (002311.SZ) -2022 年中报点评：Q2 归母净利边际改善，有望持续受益猪价景气上行》——2022-08-30

2023Q3 营收稳步增长，净利同比略有下降。公司 2023Q1-Q3 营收达 869.26 亿元，同比+10.10%；归母净利达 22.52 亿元，同比+7.13%。2023Q3 营收达 341.9 亿元，同比+4.78%，环比+16.38%；归母净利达 11.51 亿元，同比-2.70%，环比+66.33%。饲料业务方面，公司 7-8 月饲料销量增速较好，但受 9 月台风、洪涝等恶劣天气影响，水产料、猪料等饲料需求增速放缓。我们预计 2023Q3 公司整体实现饲料销售接近 660 万吨，对应净利约为 10.4-10.5 亿元。养殖业务方面，预计公司 Q3 实现生猪出栏 100-110 万头，经营性亏损可能接近 0.5 亿元，头均经营亏损预计约 50 元左右，考虑减值冲回后，预计生猪养殖业务实现净利大概 1 亿元；另外预计水产养殖亏损可能接近 7000 万元，主要系生鱼养殖受行情影响有所亏损。此外，动保和种苗业务预计大概共实现盈利约 7000 万元。

业绩考核目标调整影响较小，看好公司长期发展。公司于 2023 年 9 月末发布公告，将 2023 年员工持股计划中公司层面 2023 年的业绩考核指标，由 2023 年饲料对外销售增量目标不低于 300 万吨，下调至不低于 260 万吨。考虑到目标调减的销量增量 40 万吨占 2023 年全年对外销量目标的比例仅约 1.75%，且主要为毛利率偏低的普水料，我们认为该调整对公司整体业绩影响有限，最终 2023 年公司饲料对外销量目标不低于 2284 万吨，较 2022 年目标实现不低于 12.85% 的增速，较行业仍有领先优势。天气影响属于不可控因素，公司根据实际情况及时调整业绩目标，亦有利于充分发挥员工持股计划激励效果，看好公司长期发展。

图1：海大集团营业收入及增速（单位：亿元、%）

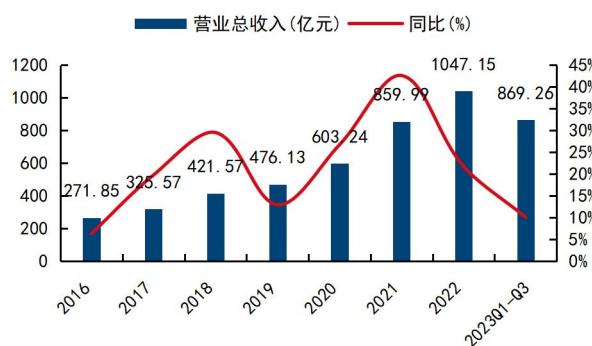


图2：海大集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海大集团归母净利及增速（单位：亿元、%）



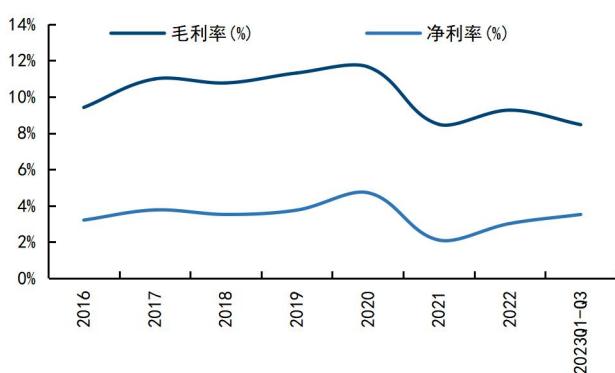
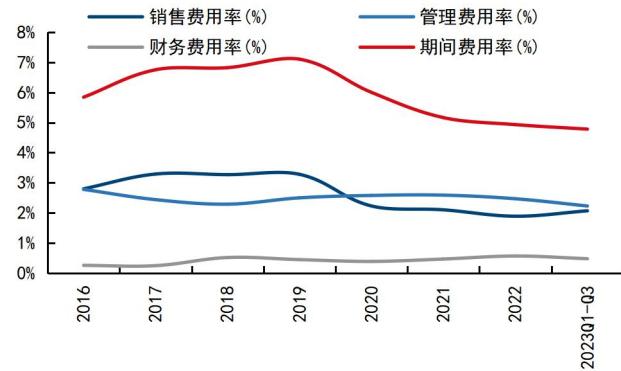
图4：海大集团单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023Q1-Q3期间费用整体稳定，管理经营仍将持续优化。2023Q1-Q3公司销售/管理/财务费用率分别为2.07%/2.23%/0.48%，较2022年整体分别+0.18pct及-0.24pct/-0.09pct。公司销售费用略有提升，主要是公司经营规模扩大，人员增加，薪酬水平提升以及业务推广费增加所致。但公司重视组织管理效率提升，充分发挥中台管理优势，通过构建“采购+研发+销售+生产”四位一体管理模式，确保公司内部快速联动，提高市场影响力，并推行三级研发体系，确保技术成果前瞻性、可持续输出及快速转化，能够最大程度促进管理及研发效率加强。研发方面，公司重视研发投入，公司2023H1研发投入达3.44亿元，同比增长约8.61%，对研发的战略性重视与持续投入有望成为公司业绩增长的核心驱动力。

图5：海大集团分毛利率及净利率情况（%）

图6：海大集团费用率情况（%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

饲料市占率稳步提升，养殖、种苗、动保等多元化业务发展向好。分业务看，公司饲料业务表现突出，实现饲料销售规模稳步扩张，2023H1饲料销量约1087万吨（含养殖自用量83万吨），逆势同比增长约12%，占2022年全国工业饲料总产量的比例达7.28%，较2022年全年7.16%的占有率进一步明显提升。其中，水产饲料/禽饲料/猪饲料外销量分别同比增长1%/8%/22%。2023H1饲料销售产品整体毛利率为8.84%，同比减少0.14%，但较同行的单位超额盈利优势依然明显。公司继续加大饲料业务产能投资建设，对未来实现年饲料销量4000万吨的战略目标充满信心。

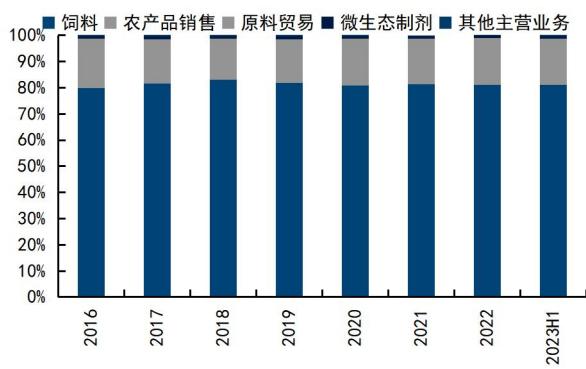
此外，公司在专业化的的基础上持续拓展下游养殖业务。生猪养殖业务方面，2023H1公司共出栏生猪约220万头，公司持续聚焦生猪养殖团队能力建设和自有育种体系建设，团队管理能力和专业能力进一步提升，存活率、养殖效率等多项指标位于行业前列，未来饲料端的研发及规模优势进一步显现。水产养殖方面，目前公司主要养殖品种是生鱼、对虾等特种水产品，2023H1实现营业收入约6.75亿元。其中，公司工业化对虾养殖项目实现稳步落地，工业化养虾模式通过工厂化科学设计、循环水系统、生物饵料技术及严格生物防控，与传统养殖模式比具有安全可控、质量稳定等优势，经营效果良好。未来公司将持续聚焦具备整体优势、养殖风险可控的水产品种，凭借优质的饲料-种苗-动保三体赋能、精细化管理、专业化运作，在打造出团队专业能力的基础上适当扩大养殖规模。

动保、种苗及其他养殖链业务全面发展。2023H1公司动保业务实现收入6.08亿元，同比基本持平；其中，水产动保基于公司在水产养殖链的固有技术、产品、研发等综合优势，辅以完善的服务体系及成熟的养殖方案进行赋能，拥有强大的市场竞争力和优秀的市场口碑；畜禽动保产品亦通过畜禽动保服务站这一抓手，

持续增强客户粘性，取得较好发展，目前畜禽动保服务站建站数量已初具规模，在积累一定经验后，公司计划总结优化，探索畜禽动保服务站的经营服务体系迭代升级，不断提升竞争优势。

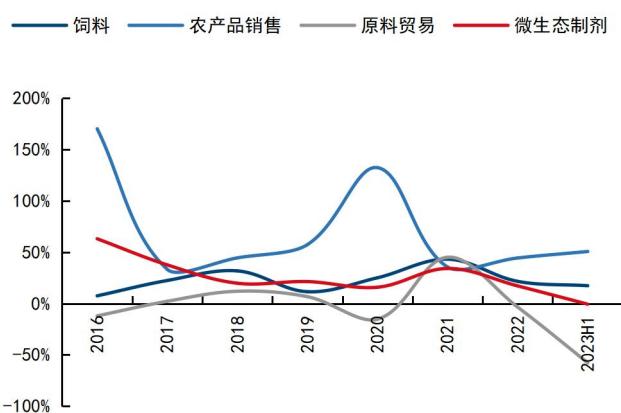
2023H1 公司种苗业务实现收入 7.31 亿元，其中虾苗业务表现突出，营收同比增长 25%，毛利率同比增长约 3%。公司在水产种苗领域的核心技术优势明显，已自主研发培育出凡纳滨对虾“海兴农 2 号”、长珠杂交鱣等 5 个国家水产新品种，公司组建了一支以“合作专家+博士+硕士+专业技术人员”为核心的高水平育种研发团队，拥有了全球领先的虾苗和淡水鱼苗研发技术，并且率先构建了育繁推一体化的商业化种业体系，虾苗和鱼苗年销量居全球第一，市场效果表达突出。公司水产种苗业务未来有望同饲料、动保等其他业务继续协同发展。

图7: 海大集团分业务营收占比 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 海大集团分业务营收增速 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司管理层优势显著，在做专做稳主业的基础上，聚焦农业产业从田园到餐桌的十几万亿市场，有序尝试、布局新业务，公司有望成为农牧行业的标杆企业。预计 23-25 年公司分别实现归母净利 40.02/52.76/59.66 亿元，最新收盘价对应 PE 分别 18/14/12 倍。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1740	2261	3058	4537	4407	营业收入	85999	104715	123647	141313	160872
应收款项	2082	3282	3531	4032	4586	营业成本	78699	95004	111449	125747	143295
存货净额	8923	12625	14196	15976	18184	营业税金及附加	103	123	126	155	209
其他流动资产	3346	2335	4433	4925	5446	销售费用	1808	1981	2597	3081	3459
流动资产合计	16103	21218	25934	30185	33337	管理费用	2229	2584	3032	3711	3926
固定资产	12803	16311	19664	20794	20681	研发费用	653	711	859	1003	1207
无形资产及其他	1490	1619	1556	1492	1428	财务费用	403	597	502	584	522
投资性房地产	4950	4775	4775	4775	4775	投资收益	385	267	150	150	160
长期股权投资	301	315	399	474	1974	资产减值及公允价值变动	119	26	50	100	30
资产总计	35649	44238	52328	57720	62194	其他收入	(793)	(817)	(859)	(1003)	(1207)
短期借款及交易性金融负债	4346	4169	8000	7900	6000	营业利润	2468	3903	5281	7282	8444
应付款项	4459	8843	6995	7855	8921	营业外净收支	(6)	(80)	(50)	(200)	(100)
其他流动负债	4233	4420	6443	7161	7999	利润总额	2462	3823	5232	7082	8344
流动负债合计	13038	17433	21438	22915	22920	所得税费用	651	658	942	1416	1919
长期借款及应付债券	4411	5066	6066	6066	6066	少数股东损益	215	210	288	390	459
其他长期负债	2266	2389	3057	3724	4390	归属于母公司净利润	1596	2954	4002	5276	5966
长期负债合计	6677	7455	9123	9790	10456	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	19715	24888	30561	32706	33376	净利润	1596	2954	4002	5276	5966
少数股东权益	1472	1525	1741	2033	2378	资产减值准备	15	(20)	13	4	1
股东权益	14461	17825	20026	22981	26441	折旧摊销	1148	1552	1748	2031	2207
负债和股东权益总计	35649	44238	52328	57720	62194	公允价值变动损失	(119)	(26)	(50)	(100)	(30)
						财务费用	403	597	502	584	522
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(338)	959	(3063)	(524)	(711)
每股收益	0.96	1.78	2.41	3.18	3.59	其它	73	163	202	288	344
每股红利	0.57	0.57	1.08	1.40	1.51	经营活动现金流	2376	5582	2853	6975	7777
每股净资产	8.71	10.73	12.06	13.83	15.92	资本开支	0	(4975)	(5001)	(3001)	(2001)
ROIC	7%	12%	14%	17%	18%	其它投资现金流	327	(703)	0	0	0
ROE	11%	17%	20%	23%	23%	投资活动现金流	85	(5692)	(5085)	(3075)	(3501)
毛利率	8%	9%	10%	11%	11%	权益性融资	(23)	70	0	0	0
EBIT Margin	3%	4%	5%	5%	5%	负债净变化	3250	655	1000	0	0
EBITDA Margin	4%	6%	6%	7%	7%	支付股利、利息	(941)	(951)	(1801)	(2321)	(2506)
收入增长	43%	22%	18%	14%	14%	其它融资现金流	(7372)	1153	3831	(100)	(1900)
净利润增长率	-37%	85%	35%	32%	13%	融资活动现金流	(2778)	631	3030	(2421)	(4406)
资产负债率	59%	60%	62%	60%	57%	现金净变动	(317)	521	798	1479	(130)
股息率	1.3%	1.4%	2.6%	3.3%	3.6%	货币资金的期初余额	2056	1740	2261	3058	4537
P/E	43.9	23.7	17.5	13.3	11.8	货币资金的期末余额	1740	2261	3058	4537	4407
P/B	4.8	3.9	3.5	3.1	2.7	企业自由现金流	0	1105	(1737)	4599	6253
EV/EBITDA	24.6	16.2	13.7	10.7	9.4	权益自由现金流	0	2914	2682	4032	3951

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032