

## 海大集团 (002311.SZ)

## 饲料销量稳健增长，生猪业务逐步改善

2023 年 10 月 22 日

### ——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

陈雪丽（分析师）

王高展（联系人）

chenxueli@kysec.cn

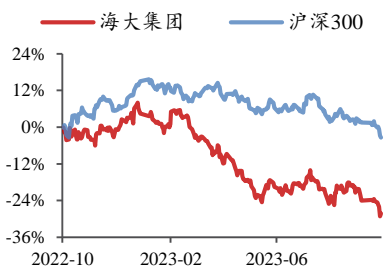
wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790123060055

日期	2023/10/20
当前股价(元)	42.77
一年最高最低(元)	65.47/41.61
总市值(亿元)	711.59
流通市值(亿元)	711.08
总股本(亿股)	16.64
流通股本(亿股)	16.63
近 3 个月换手率(%)	13.24

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《饲料竞争优势显著，生猪出栏稳健增长保种苗稳健发展——公司信息更新报告》-2023.8.30

《饲料种苗业务发展稳健，生猪养殖成本管控水平优越——公司信息更新报告》-2023.4.27

### ● 饲料销量稳健增长，生猪业务持续改善，维持“买入”评级

海大集团发布 2023 年三季报，2023 前三季度实现营收 869.26 亿元(yoy+10.10%)，归母净利润 22.52 亿元(yoy+7.13%)。单 Q3 实现营收 341.90 亿元(yoy+4.78%)，归母净利润 11.51 亿元(yoy-2.69%)。考虑到公司下调 2023 年饲料销量目标，且 2023H2 生猪供给充足，猪价上行空间有限，我们下调公司 2023-2024 年盈利预测，上调 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 29.96/42.09/52.03 亿元(原预测分别为 33.13/43.78/50.93 亿元)，对应 EPS 分别为 1.80/2.53/3.13 元，当前股价对应 PE 为 23.8/16.9/13.7 倍。公司聚焦饲料主业销量稳健增长，生猪养殖业务持续改善，维持“买入”评级。

### ● 公司饲料销量稳健增长，特水料优势明显普水料长期向上

公司 2023Q3 饲料外销量约 660 万吨(yoy+13%)，其中水产料外销量约 200 万吨(同比持平)，禽料约 300 万吨(yoy+20%)，猪料约 150 万吨(yoy+20%)。2023 年 9 月 28 日公司发布《2023 年员工持股计划(修订稿)》，公司层面业绩考核目标以 2022 年饲料外销量 2024 万吨为基础，2023 年外销增量不低于 260 万吨(原不低于 300 万吨)，2023 年受鱼价低迷影响，行业水产料销量下滑，竞争加剧，公司适时下调 2023 饲料销量目标，提高员工完成积极性。公司特水料优势明显并优化普水料销售渠道，畜禽料持续发力，销量稳步增长，我们预计全年饲料外销量同比增长约 13%。展望 2024 年，前期低投苗量有望驱动鱼价上涨，畜禽养殖逐步迎来周期反转，公司凭借竞争优势持续扩张，饲料业务长期势能向上。

### ● 生猪出栏稳步增长，持续推进降本增效

报告期内公司生猪出栏约 330 万头，单 Q3 生猪出栏约 110 万头(yoy+57.14%)，我们预计全年生猪出栏可达 440 万头。成本方面，我们预计公司 2023Q3 生猪完全养殖成本约 16.6 元/公斤，2023 下半年生猪渐入消费旺季，公司养殖盈利改善。财务方面，截至 2023Q3 末，公司账面货币资金 70.15 亿元，资产负债率降至 59.15%(同比-3.11pcts)，公司资金充裕，财务状况良好。

### ● 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	86,092	104,715	120,757	135,824	151,343
YOY(%)	42.7	21.6	15.3	12.5	11.4
归母净利润(百万元)	1,636	2,954	2,996	4,209	5,203
YOY(%)	-35.1	80.5	1.4	40.5	23.6
毛利率(%)	8.5	9.3	8.7	9.9	10.1
净利率(%)	1.9	2.8	2.5	3.1	3.4
ROE(%)	11.6	16.4	15.0	17.8	18.3
EPS(摊薄/元)	0.98	1.78	1.80	2.53	3.13
P/E(倍)	43.5	24.1	23.8	16.9	13.7
P/B(倍)	4.9	4.0	3.5	3.0	2.5

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	16150	21218	22432	26392	28630
现金	1740	2261	2607	3297	4240
应收票据及应收账款	1303	1959	1803	2428	2286
其他应收款	780	1323	1102	1626	1414
预付账款	2551	1787	3215	2411	3858
存货	8970	12625	12442	15367	15569
其他流动资产	806	1263	1263	1263	1263
<b>非流动资产</b>	19545	23020	24339	25570	26611
长期投资	301	315	352	394	437
固定资产	11780	15442	17117	18621	19889
无形资产	1496	1638	1697	1762	1812
其他非流动资产	5967	5624	5173	4793	4473
<b>资产总计</b>	35695	44238	46771	51962	55241
<b>流动负债</b>	13038	17433	17755	19282	17922
短期借款	3782	2911	5962	3500	4000
应付票据及应付账款	4459	8843	6597	10533	8523
其他流动负债	4797	5678	5196	5249	5398
<b>非流动负债</b>	6683	7455	7118	6718	6233
长期借款	4411	5066	4729	4329	3845
其他非流动负债	2272	2389	2389	2389	2389
<b>负债合计</b>	19722	24888	24873	25999	24155
少数股东权益	1472	1525	1825	2227	2710
股本	1661	1661	1661	1661	1661
资本公积	5128	5300	5300	5300	5300
留存收益	8640	11351	13979	17539	22001
<b>归属母公司股东权益</b>	14501	17825	20073	23736	28376
<b>负债和股东权益</b>	35695	44238	46771	51962	55241

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3138	6818	1994	7589	4924
净利润	1851	3164	3296	4610	5686
折旧摊销	1189	1609	1560	1829	2103
财务费用	403	597	420	759	597
投资损失	-385	-267	-262	-284	-274
营运资金变动	-667	878	-2871	848	-2997
其他经营现金流	747	837	-147	-174	-191
<b>投资活动现金流</b>	-4223	-5445	-2612	-2771	-2869
资本支出	4659	5002	2841	3019	3100
长期投资	211	-666	-37	-41	-43
其他投资现金流	225	223	267	289	274
<b>筹资活动现金流</b>	779	-930	-498	-2666	-1112
短期借款	-954	-872	3051	-2462	500
长期借款	3250	655	-337	-401	-484
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	86	172	0	0	0
其他筹资现金流	-1603	-886	-3212	197	-1128
<b>现金净增加额</b>	-330	441	-1115	2152	943

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	86092	104715	120757	135824	151343
营业成本	78793	95004	110277	122341	136096
营业税金及附加	103	123	142	160	178
营业费用	1808	1981	2368	2632	2945
管理费用	2229	2584	3116	3749	3935
研发费用	605	711	785	1073	1059
财务费用	403	597	420	759	597
资产减值损失	-72	-52	-83	-88	-96
其他收益	91	143	119	122	125
公允价值变动收益	47	-26	1	-0	-4
投资净收益	385	267	262	284	274
资产处置收益	1	7	4	5	4
<b>营业利润</b>	2515	3903	4260	5777	7217
营业外收入	42	44	43	43	43
营业外支出	49	124	93	96	100
<b>利润总额</b>	2509	3823	4210	5725	7161
所得税	658	658	914	1115	1475
<b>净利润</b>	1851	3164	3296	4610	5686
少数股东损益	215	210	300	401	483
<b>归属母公司净利润</b>	1636	2954	2996	4209	5203
EBITDA	3973	5683	5996	7769	9407
EPS(元)	0.98	1.78	1.80	2.53	3.13

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	42.7	21.6	15.3	12.5	11.4
营业利润(%)	-24.8	55.2	9.1	35.6	24.9
归属于母公司净利润(%)	-35.1	80.5	1.4	40.5	23.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	8.5	9.3	8.7	9.9	10.1
净利率(%)	1.9	2.8	2.5	3.1	3.4
ROE(%)	11.6	16.4	15.0	17.8	18.3
ROIC(%)	8.6	12.2	10.9	14.6	15.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.2	56.3	53.2	50.0	43.7
净负债比率(%)	47.1	38.9	42.5	22.3	15.8
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.6
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.7	2.6	2.7	2.8	2.8
应收账款周转率	72.9	64.5	64.5	64.5	64.5
应付账款周转率	25.8	20.2	20.2	20.2	20.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.78	1.80	2.53	3.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.89	4.10	1.20	4.56	2.96
每股净资产(最新摊薄)	8.72	10.71	12.06	14.27	17.06
<b>估值比率</b>					
P/E	43.5	24.1	23.8	16.9	13.7
P/B	4.9	4.0	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	20.1	14.0	13.6	10.1	8.3

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9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