

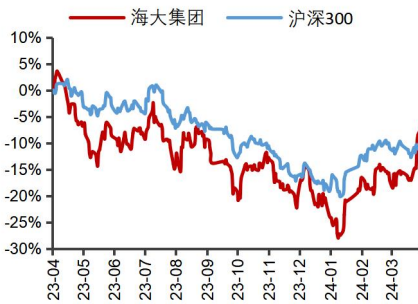
饲料细分品类持续发力，生猪业务稳步增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-23

收盘价（元）	48.06
近12个月最高/最低（元）	56.71/37.08
总股本（百万股）	1,664
流通股本（百万股）	1,663
流通股比例（%）	99.9
总市值（亿元）	809
流通市值（亿元）	809

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 《海大集团 (002311) 中报点评：Q2 饲料业务明显改善，生猪养殖稳健经营》2023-08-29
- 《海大集团 (002311) 年报季报点评：饲料销量逆势增长，生猪养殖业务稳健发展》2023-04-25
- 《海大集团 (002311) 三季报点评：饲料销量稳步增长，生猪业务扭亏为盈》2022-10-20

主要观点：

● 2024Q1 实现归母净利润 8.6 亿元，同比增长 111%

公司公布 2023 年报和 2024 年一季报：2023 年实现营业收入 1161.2 亿元，同比增长 10.9%，实现归母净利润 27.4 亿元，同比下降 7.3%，扣非后归母净利润 25.4 亿元，同比下降 11.9%；2024Q1 实现营业收入 231.7 亿元，同比下降 0.8%，实现归母净利润 8.6 亿元，同比增长 111%，扣非后归母净利润 7.6 亿元，同比增长 95.2%。

● 4000 万吨产能布局完成，饲料细分品类持续发力

公司已完成 4,000 万吨饲料产能的战略布局，核心目标是，充分利用已经取得的产品竞争力、研发能力、技术服务体系等竞争优势来提高产能利用率和市场份额，从而提升公司盈利能力。2023 年，公司饲料销量 2440 万吨（含内销 180 万吨），同比增长 13%，市占率同比提升 0.3 个百分点至 7.0%；2023 年，公司饲料收入 959.6 亿元，同比增长 13%，毛利率 8.53%，同比提升 0.48 个百分点，实现吨毛利 362 元，同比提升 24 元。分品类看，水产料外销量 524 万吨，同比增长 2%，其中，特水料销量同比增长 13%，普水料受普水鱼行情低迷影响，销量同比下降 9%，去年下半年公司快速调整销售策略、进行重点市场资源投放、并大力扶持优质客户和养殖户，普水料销售情况逐步改善，2024 Q1 销量已同比转正；2023 年，禽料外销量 1130 万吨，同比增长 13%，公司通过多元化合作形式，与规模养殖厂、一条龙养殖公司建立深度合作，加速产业链上下游专业能力的融合，有效提升禽料产能利用率、销量及盈利能力；2023 年，猪料外销量 579 万吨，同比增长 17%，公司开始搭建猪料服务团队和体系，与具备养殖优势的家庭农场和规模场销售、服务合作模式日臻成熟，产品力、品牌力逐渐提升；公司反刍料产能布局和市场拓展有序落实，2023 年反刍料销量同比增长 70%。此外，海大模式已推向国际市场，2023 年公司海外饲料销量 171 万吨，同比增长 24%，利润增速高于销量增速。

2024Q1，公司饲料外销量约 485 万吨，同比增长 10%，其中，水产料销量同比增长 10%，猪料销量同比微降，禽料销量同比增长 16%；我们估算，2024Q1 公司饲料业务净利润 5.7-5.8 亿元，单吨净利提升至 110-120 元，吨净利同比大增 30%应当与原材料价格下跌、禽料利润恢复，以及特水料销量增长明显快于普水料等因素直接相关。

● 生猪出栏稳步增长，套保支撑 Q1 生猪养殖业务盈利约 2.5 亿元

2023 年，公司生猪出栏量约 460 万头，同比增长约 43.8%，公司通过套保控制经营风险，生猪业务亏损可控。公司持续聚焦自有种猪体系建设，体系逐步成型，并叠加饲料端的研发及规模优势，综合养殖成本明显下降，生猪业务全年实施“夯桩变更”方案，繁育端、育肥端均取得良好成效，繁育端的年出苗量提升 26%，育肥端的存栏成活率超过 97.5%；此外，在行业产能过剩阶段，公司着力摸索并推行“外购仔猪、公司+家庭农场、锁定利润、对冲风险”的运营模式，随着团队专业能力提升

以及模式的摸索迭代，轻资产、低风险、稳健的生猪养殖模式越来越清晰。2024Q1，公司生猪出栏量约 130 万头，在猪价低迷且行业亏损的情况下，通过套保方式实现生猪养殖业务盈利约 2.5 亿元。

● 投资建议

公司延续 2022 年以来的谨慎扩张态势，2024 年 1 季末在建工程余额降至 6.1 亿元，同比下降 52.3%，1 季末资产负债率 53.2%，同比下降 3.92 个百分点。公司饲料品类齐全、产品力清晰卓越铸造核心竞争力，饲料业务持续穿越周期稳健增长；生猪养殖业务稳健增长，静待猪价上行周期到来。我们预计，2024-2026 年公司实现主营业务收入 1314.3 亿元、1439.6 亿元、1554.9 亿元，同比分别增长 13.2%、9.5%、8.0%，实现归母净利润 40.24 亿元、49.15 亿元、50.45 亿元，同比分别增长 46.8%、22.2%、2.6%，对应每股收益 2.42 元、2.95 元、3.03 元；归母净利润前值 2024 年 48.74 亿元、2025 年 52.57 亿元，本次调整的主要原因是，修正 2024-2025 年猪价预期，维持“买入”评级不变。

● 风险提示

疫情；畜禽价格持续低迷；原材料价格大涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	116117	131429	143956	155488
收入同比 (%)	10.9%	13.2%	9.5%	8.0%
归属母公司净利润	2741	4024	4915	5045
净利润同比 (%)	-7.3%	46.8%	22.2%	2.6%
毛利率 (%)	8.5%	8.8%	9.3%	9.0%
ROE (%)	14.0%	17.1%	17.3%	15.1%
每股收益 (元)	1.66	2.42	2.95	3.03
P/E	27.05	20.16	16.50	16.08
P/B	3.80	3.44	2.85	2.42
EV/EBITDA	12.57	10.97	8.35	8.30

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	20906	23633	28313	33081	
现金	5476	1554	9848	7904	
应收账款	2057	2281	2389	2779	
其他应收款	958	1624	1204	1850	
预付账款	743	838	913	990	
存货	9936	15604	12221	17824	
其他流动资产	1735	1732	1737	1734	
非流动资产	23841	24820	25587	26142	
长期投资	217	237	257	277	
固定资产	16394	17463	18320	18965	
无形资产	1766	1886	2006	2126	
其他非流动资产	5464	5234	5004	4774	
资产总计	44747	48454	53900	59223	
流动负债	18435	19032	20305	21317	
短期借款	1396	896	396	196	
应付账款	4743	6628	5765	7665	
其他流动负债	12295	11508	14144	13456	
非流动负债	5401	4401	3401	2401	
长期借款	3028	2028	1028	28	
其他非流动负债	2373	2373	2373	2373	
负债合计	23835	23433	23706	23718	
少数股东权益	1264	1476	1735	2000	
股本	1664	1664	1664	1664	
资本公积	5416	5290	5290	5290	
留存收益	12568	16592	21507	26552	
归属母公司股东权益	19647	23545	28460	33505	
负债和股东权益	44747	48454	53900	59223	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	12698	1065	13080	2472	
净利润	2872	4236	5174	5310	
折旧摊销	2195	2261	2473	2685	
财务费用	520	219	156	99	
投资损失	-246	-131	-144	-155	
营运资金变动	6977	-5652	5287	-5600	
其他经营现金流	-3725	10022	20	11044	
投资活动现金流	-3820	-3142	-3130	-3118	
资本支出	-3337	-3254	-3254	-3254	
长期投资	-754	-20	-20	-20	
其他投资现金流	272	131	144	155	
筹资活动现金流	-5653	-1844	-1656	-1299	
短期借款	-1515	-500	-500	-200	
长期借款	-2039	-1000	-1000	-1000	
普通股增加	3	0	0	0	
资本公积增加	115	-126	0	0	
其他筹资现金流	-2218	-219	-156	-99	
现金净增加额	3245	-3922	8294	-1945	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	116117	131429	143956	155488	
营业成本	106281	119843	130605	141534	
营业税金及附加	139	157	172	186	
销售费用	2259	2530	2783	3062	
管理费用	2617	2878	3166	3483	
财务费用	513	109	125	-98	
资产减值损失	-121	100	0	0	
公允价值变动收益	-15	0	0	0	
投资净收益	246	131	144	155	
营业利润	3552	5223	6373	6540	
营业外收入	65	65	65	65	
营业外支出	99	99	99	99	
利润总额	3518	5189	6339	6506	
所得税	647	954	1165	1196	
净利润	2872	4236	5174	5310	
少数股东损益	130	212	259	266	
归属母公司净利润	2741	4024	4915	5045	
EBITDA	6071	7761	9027	9172	
EPS (元)	1.66	2.42	2.95	3.03	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	10.9%	13.2%	9.5%	8.0%
营业利润	-9.0%	47.1%	22.0%	2.6%
归属于母公司净利	-7.3%	46.8%	22.2%	2.6%
获利能力				
毛利率 (%)	8.5%	8.8%	9.3%	9.0%
净利率 (%)	2.4%	3.1%	3.4%	3.2%
ROE (%)	14.0%	17.1%	17.3%	15.1%
ROIC (%)	11.3%	14.7%	15.6%	13.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	53.3%	48.4%	44.0%	40.0%
净负债比率 (%)	114.0%	93.7%	78.5%	66.8%
流动比率	1.13	1.24	1.39	1.55
速动比率	0.53	0.35	0.73	0.65
营运能力				
总资产周转率	2.60	2.82	2.81	2.75
应收账款周转率	57.93	57.93	57.93	57.93
应付账款周转率	21.08	21.08	21.08	21.08
每股指标 (元)				
每股收益	1.66	2.42	2.95	3.03
每股经营现金流薄)	7.63	0.64	7.86	1.49
每股净资产	11.81	14.15	17.11	20.14
估值比率				
P/E	27.05	20.16	16.50	16.08
P/B	3.80	3.44	2.85	2.42
EV/EBITDA	12.57	10.97	8.35	8.30

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。