

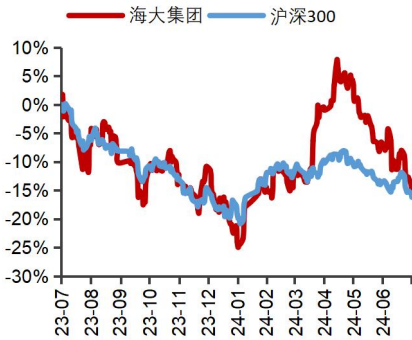
饲料销量稳步增长，套保助力生猪业务

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-07-30

收盘价 (元)	42.55
近 12 个月最高/最低 (元)	53.96/36.68
总股本 (百万股)	1,664
流通股本 (百万股)	1,663
流通股比例 (%)	99.93
总市值 (亿元)	708
流通市值 (亿元)	707

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

1.海大集团 (002311) 中报业绩预告点评：饲料销量稳步增长，套保助力生猪养殖业务 2024-07-11

2.海大集团 (002311) 年报季报点评：饲料细分品类持续发力，生猪业务稳步增长 2024-04-23

主要观点：

● 上半年归母净利润 21.25 亿元，同比增长 93.2%

公司公布 2024 年半年报：实现收入 522.96 亿元，同比下降 0.8%；实现归母净利润 21.25 亿元，同比增长 93.2%，扣非后归母净利润 20.33 亿，同比增长 87.98%。分季度看，Q1、Q2 分别实现归母净利润 8.61 亿元、12.64 亿元，2023 年同期分别为 4.08 亿元、6.92 亿元。上半年公司业绩同比大幅增长的原因包括：①饲料外销量同比增长约 8%至 1080 万吨左右，市占率和盈利均较好增长；②公司坚持轻资产、低风险的生猪养殖模式，有效规避风险实现稳定收益。

● 1H2024 饲料外销量同比增长约 8%，海外市场开拓稳步推进

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。1H2024 公司饲料外销量 1080 万吨，同比增长约 8%，1H2024 全国饲料产量 14539 万吨，同比下降 4.1%，公司饲料业务市占率明显提升。分品类看，①1H2024 公司水产料销量同比增长约 10%，主要得益于去年下半年快速调整销售策略、进行重点市场资源投放、并大力扶持优质客户和养殖户。细分看，1H2024 普水料同比增长 15%-20%，虾蟹料同比增长 8%（其中，南美白对虾料同比增长约 20%；受养殖密度过高叠加异常天气影响，小龙虾养殖过早结束，小龙虾料同比下滑），高档膨化鱼料（特水鱼料）同比持平微增；②受生猪存栏下降影响，1H2024 公司猪料销量同比下降 7%；公司前两年已经积极布局、顺应养殖趋势的变化，以优质产品、专业服务体系为抓手，重点开拓具备养殖优势、盈利能力较强的生猪家庭农场，同时布局中、大型规模养殖公司；③1H2024 公司禽料外销量同比增长约 14%，公司充分发挥专业优势，并积极开展与规模养殖厂、一条龙养殖公司的合作，禽料销量增速明显高于行业，1H2024 全国肉禽料、蛋禽料同比增速仅为 1.1%、-4.4%。

公司海外市场开拓稳步推进，在东南亚地区，以越南为核心，积极拓展印尼、孟加拉、马来西亚等市场；在非洲，以埃及作为桥头堡，逐步向北非、东非市场延伸；在南美地区，公司在厄瓜多尔也建立了业务布局，并已组建团队开拓周边国家；在熟悉海外当地市场养殖和消费特点后，公司依托国内研发技术、结合当地原料采购和养殖特点进行产品力提升。1H2024 公司海外饲料外销量逾 100 万吨，同比增速超过 30%，同时，产品毛利率稳步提升，盈利能力进一步增强。

● 1H2024 育肥猪出栏约 270 万头，套保业务助力生猪养殖业务

1H2024，公司育肥猪出栏量约 270 万头，全年出栏量有望超过 500 万头。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，团队专业能力不断提升，综合养殖成本取得明显进步。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，上半年公司通过套保模式实现了生猪养殖业务盈利。

水产养殖方面，公司目前主要养殖品种是生鱼、对虾等特种水产品，其中上半年生鱼价格有所回暖，生鱼养殖业务减亏。未来公司将制定合理的养殖规模、提升生鱼市场流通经营能力，降低养殖风险。工厂化对虾养殖通过精细化管理、专业化运作，对虾养殖成本明显下降，未来公司将在打造出团队专业能力的基础上适当扩大对虾养殖规模。

● 投资建议

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，套保模式有效规避猪价波动风险。我们预计，2024-2026 年公司实现主营业务收入 1218.88 亿元、1344.76 亿元、1448.39 亿元，同比分别增长 5.0%、10.3%、7.7%，实现归母净利润 38.5 亿元、48.12 亿元、49.05 亿元，同比分别增长 40.4%、25.0%、1.9%，对应每股收益 2.31 元、2.89 元、2.95 元，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	121888	134476	144839
收入同比 (%)	10.9%	5.0%	10.3%	7.7%
归属母公司净利润	2741	3850	4812	4905
净利润同比 (%)	-7.3%	40.4%	25.0%	1.9%
毛利率 (%)	8.5%	9.3%	9.8%	9.5%
ROE (%)	14.0%	16.5%	17.1%	14.8%
每股收益 (元)	1.66	2.31	2.89	2.95
P/E	27.05	18.39	14.71	14.43
P/B	3.80	3.03	2.51	2.14
EV/EBITDA	12.57	9.88	7.38	7.29

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	21346	27622	30280	
现金	5476	1830	9224	7980	
应收账款	2057	1951	2391	2409	
其他应收款	958	1436	1205	1640	
预付账款	743	773	848	916	
存货	9936	13625	12215	15602	
其他流动资产	1735	1731	1737	1733	
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	46167	53209	56422	
流动负债	18435	16928	19905	18955	
短期借款	1396	896	396	196	
应付账款	4743	5743	5762	6672	
其他流动负债	12295	10289	13747	12087	
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	21329	23306	21356	
少数股东权益	1264	1467	1720	1978	
股本	1664	1664	1664	1664	
资本公积	5416	5290	5290	5290	
留存收益	12568	16418	21229	26135	
归属母公司股东权益	19647	23371	28183	33088	
负债和股东权益	44747	46167	53209	56422	

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	1350	12189	3184	
净利润	2872	4052	5065	5164	
折旧摊销	2195	2261	2473	2685	
财务费用	520	219	156	99	
投资损失	-246	-122	-134	-145	
营运资金变动	6977	-5193	4496	-4753	
其他经营现金流	-3725	9379	703	10050	
投资活动现金流	-3820	-3152	-3139	-3129	
资本支出	-3337	-3254	-3254	-3254	
长期投资	-754	-20	-20	-20	
其他投资现金流	272	122	134	145	
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	-3646	7394	-1244	

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	121888	134476	144839	
营业成本	106281	110518	121257	131044	
营业税金及附加	139	145	160	173	
销售费用	2259	2530	2783	3062	
管理费用	2617	2878	3166	3483	
财务费用	513	109	120	-86	
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	122	134	145	
营业利润	3552	4999	6239	6360	
营业外收入	65	65	65	65	
营业外支出	99	99	99	99	
利润总额	3518	4965	6206	6326	
所得税	647	913	1141	1163	
净利润	2872	4052	5065	5164	
少数股东损益	130	203	253	258	
归属母公司净利润	2741	3850	4812	4905	
EBITDA	6071	7547	8897	9015	
EPS (元)	1.66	2.31	2.89	2.95	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	10.9%	5.0%	10.3%	7.7%
营业利润	-9.0%	40.7%	24.8%	1.9%
归属于母公司净利	-7.3%	40.4%	25.0%	1.9%
获利能力				
毛利率 (%)	8.5%	9.3%	9.8%	9.5%
净利率 (%)	2.4%	3.2%	3.6%	3.4%
ROE (%)	14.0%	16.5%	17.1%	14.8%
ROIC (%)	11.3%	14.2%	15.4%	13.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	53.3%	46.2%	43.8%	37.8%
净负债比率 (%)	114.0%	85.9%	77.9%	60.9%
流动比率	1.13	1.26	1.39	1.60
速动比率	0.53	0.38	0.71	0.70
营运能力				
总资产周转率	2.60	2.68	2.71	2.64
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	2.31	2.89	2.95
每股经营现金流薄)	7.63	0.81	7.33	1.91
每股净资产	11.81	14.05	16.94	19.89
估值比率				
P/E	27.05	18.39	14.71	14.43
P/B	3.80	3.03	2.51	2.14
EV/EBITDA	12.57	9.88	7.38	7.29

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。