

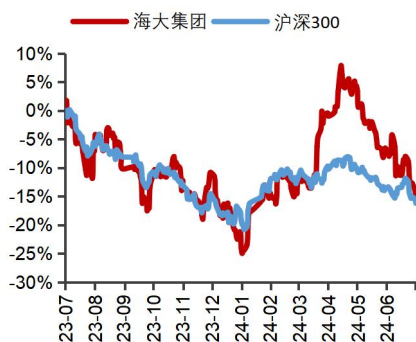
国内饲料稳步增长，海外业务成新亮点

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-21

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

- 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
- 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：

● Q3 归母净利润 15 亿元，同比增长 30.2%

公司公布 2024 年三季报：1-9 月实现收入 848.6 亿元，同比下降 2.4%；实现归母净利润 36.24 亿元，同比增长 61.0%；扣非后归母净利润 35.19 亿元，同比增长 61.1%。分季度看，Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 8.61 亿元、12.64 亿元、14.99 亿元，同比分别增长 111%、82.7%、30.2%。公司业绩同比大幅增长的原因包括：①饲料外销量稳步增长；②公司采用生猪套期保值模式，有效规避风险实现稳定收益。

● Q3 饲料外销量延续稳步增长态势，市占率持续提升

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%；Q3 公司饲料外销量延续上半年稳步增长态势，我们预计同比增长约 8%至 710 万吨左右，Q3 全国饲料产量 8212 万吨，同比增长 0.3%，公司饲料业务市占率持续提升。分品类看，我们判断 Q3 水产料、禽料、猪料销量仍然延续上半年态势，水产料销量同比增长约 10%，禽料同比增长约 14%，猪料受竞争加剧影响同比继续小幅下滑。

● 经营理念复制至海外市场，公司海外饲料业务快速增长

公司海外市场开拓稳步推进，公司的经营理念始终是“为养户创造价值”，在国内激烈的市场环境下，该模式已被证明是成功的，将这一模式应用到海外市场，同样爆发出强大的竞争力。这种竞争力的主要抓手是：①研发创新驱动的优秀产品力；②饲料+种苗+动保的产业链优势；③下沉终端的服务体系优势。2023 年公司海外饲料销量 171 万吨，同比增长 24%，1H2024 海外饲料销量逾 100 万吨，同比增速超 30%，我们判断 Q3 公司海外饲料销量继续快速增长，随着产品竞争力增强，盈利能力有望持续提升。

● 全年生猪出栏有望突破 550 万头，套保业务助力生猪养殖

1H2024，公司育肥猪出栏量约 270 万头，由于下半年出栏量高于上半年，2024 年公司生猪出栏量有望达到 550-560 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，公司着力探索并推行“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。

● 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，随着“为养户创造价值”的经营理念复制至海外市场，公司海外饲料业务快速增长；与此同时，公司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 年公司饲料外

销量分别达到 2423.6 万吨、2560.1 万吨、2680.1 万吨，同比分别增长 7.2%、5.6%、4.7%，生猪出栏量 550 万头、650 万头、748 万头，同比分别增长 19.6%、18.2%、15.0%，公司实现主营业务收入 1233.08 亿元、1325.84 亿元、1436.47 亿元，同比分别增长 6.2%、7.5%、8.3%，实现归母净利润 42.33 亿元、45.11 亿元、51.07 亿元，同比分别增长 54.4%、6.6%、13.2%，归母净利润前值 2024 年 38.5 亿元、2025 年 48.1 亿元、2026 年 49.1 亿元，本次调整的原因是，修正了 2024-2026 年猪价预期、出栏量、养殖成本及饲料销量，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	123308	132584	143647
收入同比 (%)	10.9%	6.2%	7.5%	8.3%
归属母公司净利润	2741	4233	4511	5107
净利润同比 (%)	-7.3%	54.4%	6.6%	13.2%
毛利率 (%)	8.5%	9.8%	9.9%	10.0%
ROE (%)	14.0%	17.8%	16.0%	15.3%
每股收益 (元)	1.66	2.54	2.71	3.07
P/E	27.05	16.83	15.79	13.95
P/B	3.80	3.00	2.52	2.13
EV/EBITDA	12.57	9.29	7.74	7.12

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20906	21901	27182	30631	营业收入	116117	123308	132584	143647
现金	5476	2162	9498	8082	营业成本	106281	111184	119471	129280
应收账款	2057	2000	2277	2482	营业税金及附加	139	147	158	171
其他应收款	958	1464	1140	1682	销售费用	2259	2530	2783	3062
预付账款	743	777	835	904	管理费用	2617	3140	3454	3800
存货	9936	13766	11695	15748	财务费用	513	109	113	-91
其他流动资产	1735	1731	1737	1733	资产减值损失	-121	100	0	0
非流动资产	23841	24820	25587	26142	公允价值变动收益	-15	0	0	0
长期投资	217	237	257	277	投资净收益	246	123	133	144
固定资产	16394	17463	18320	18965	营业利润	3552	5493	5851	6620
无形资产	1766	1886	2006	2126	营业外收入	65	65	65	65
其他非流动资产	5464	5234	5004	4774	营业外支出	99	99	99	99
资产总计	44747	46722	52770	56773	利润总额	3518	5459	5817	6586
流动负债	18435	17080	19380	19008	所得税	647	1003	1069	1211
短期借款	1396	896	396	196	净利润	2872	4456	4748	5376
应付账款	4743	5806	5530	6737	少数股东损益	130	223	237	269
其他流动负债	12295	10377	13454	12074	归属母公司净利润	2741	4233	4511	5107
非流动负债	5401	4401	3401	2401	EBITDA	6071	8039	8504	9270
长期借款	3028	2028	1028	28	EPS (元)	1.66	2.54	2.71	3.07
其他非流动负债	2373	2373	2373	2373					
负债合计	23835	21481	22781	21408	主要财务比率				
少数股东权益	1264	1487	1724	1993	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1664	1664	1664	1664	成长能力				
资本公积	5416	5290	5290	5290	营业收入	10.9%	6.2%	7.5%	8.3%
留存收益	12568	16801	21311	26418	营业利润	-9.0%	54.6%	6.5%	13.1%
归属母公司股东权	19647	23754	28265	33372	归属于母公司净利润	-7.3%	54.4%	6.6%	13.2%
负债和股东权益	44747	46722	52770	56773	获利能力				
					毛利率 (%)	8.5%	9.8%	9.9%	10.0%
					净利率 (%)	2.4%	3.4%	3.4%	3.6%
					ROE (%)	14.0%	17.8%	16.0%	15.3%
					ROIC (%)	11.3%	15.3%	14.4%	14.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	53.3%	46.0%	43.2%	37.7%
					净负债比率 (%)	114.0%	85.1%	76.0%	60.5%
					流动比率	1.13	1.28	1.40	1.61
					速动比率	0.53	0.41	0.73	0.71
					营运能力				
					总资产周转率	2.60	2.70	2.67	2.62
					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	2.54	2.71	3.07
					每股经营现金流薄)	7.63	1.01	7.29	1.81
					每股净资产	11.81	14.28	16.99	20.06
					估值比率				
					P/E	27.05	16.83	15.79	13.95
					P/B	3.80	3.00	2.52	2.13
					EV/EBITDA	12.57	9.29	7.74	7.12

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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。