

饲料加工

海大集团（002311.SZ）

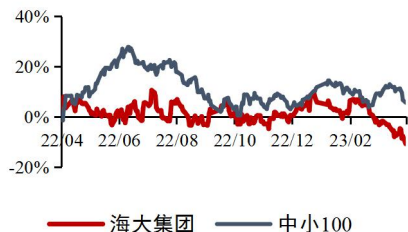
买入-A(维持)

2023 年经营基本面有望进一步改善

2023 年 4 月 24 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 4 月 24 日

收盘价（元）：	53.00
年内最高/最低（元）：	66.60/52.75
流通 A 股/总股本（亿）：	16.60/16.61
流通 A 股市值（亿）：	879.78
总市值（亿）：	880.42

基础数据：2023 年 3 月 31 日

基本每股收益：	0.25
摊薄每股收益：	0.25
每股净资产（元）：	11.76
净资产收益率：	2.23

资料来源：最闻

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

➢ 公司披露 2022 年年报和 2023 年 1 季报。公司 2022 年实现营业收入 104715.42 百万元，同比增长 21.63%，归属净利润 2954.14 百万元，同比增长 80.54%，EPS1.79 元，加权平均 ROE18.46%，同比上升 6.72 个百分点，利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金红利 4.50 元（含税）。公司 2023 年 1 季度实现营业收入 23358.35 百万元，同比增长 17.07%，归属净利润 407.91 百万元，同比增长 103.24%，EPS0.25 元，加权平均 ROE2.26%，同比上升 0.89 个百分点。

➢ 公司 2022 年饲料业务市场占有率进一步提升。根据中国饲料工业协会的披露，2022 年全国工业饲料总产量同比增长 3%，其中猪饲料同比增长 4%、蛋禽饲料同比下降 0.6%、肉禽饲料同比增长 0.2%、反刍动物饲料同比增长 9.2%、水产饲料同比增长 10.2%。在此行业大环境下，公司 2022 年实现饲料销量 2165 万吨（含内部养殖耗用量 141 万吨），同比增长 10%。公司 2022 年猪料对外销量 494 万吨，同比增长 7%；公司禽料突破千万吨销量大关，实现外销量 1002 万吨，同比增长 6%；水产料实现对外销量 512 万吨，同比增长 10%，其中特种水产料（虾蟹和高档鱼料）销售同比增长 23%，主要受益于公司水产饲料出色的产品力，完善的养殖解决方案，客户导向的服务体系以及种苗、动保双赋能。公司 2022 年饲料销量增速明显高于行业增速，市场占有率进一步提升。

➢ 动保和种苗业务在 2022 年持续发力。公司 2022 年动保业务实现营业收入 10.45 亿元，同比增长 17.05%。公司的畜禽动保服务站建站数量已初具规模，后续将进行总结优化，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。公司 2022 年种苗业务实现营业收入约 11 亿元，其中虾苗营业收入增长 26%，毛利率接近 60%。公司自主研发的水产种苗包括凡纳滨对虾“海兴农 2 号”、“长珠杂交鳃”等 5 个国家新品种，市场效果表达突出。

➢ 公司养殖板块保持稳健发展。公司 2022 年生猪出栏约 320 万头，同比增长约 60%，受益于下半年生猪价格上涨、殖团队专业能力持续提升、成本下降等因素，公司全年生猪养殖业务扭亏为盈。水产产业链方面，公司目前主要养殖品种是生鱼、对虾等特种水产品，2022 年实现营业收入约 11 亿元。公司未来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。

➢ 公司 2023Q1 饲料业务市场占有率继续提升。据中国饲料工业协会的披



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



露，2023年1-3月全国工业饲料累计总产量同比增长3%。公司2023年1季度饲料外销量约439万吨，同比增长约5%，高于行业增速，市场份额继续提升。

➤ **公司饲料业务毛利率在2022年承压，在2023年或有明显改善。**2022年，俄乌战争和南美天气导致全球农产品价格出现较大涨幅，豆粕小麦等饲料原料成本压力剧增。受到原料涨价影响，饲料行业产品价格也经历了多轮价格调整。然而，尤其在2022年上半年下游养殖盈利不佳的影响之下，饲料行业也难以把成本上涨压力全部往下游传导，从而使得行业内部两端受挤压。受此行业环境影响，公司2022年饲料业务综合毛利率8.25%，同比下滑1.1个百分点。展望2023年，我们认为上游原料供需压力有望呈现边际减小的趋势，饲料原料价格上涨压力或有所缓解。与此同时，下游养殖端的综合需求有望好于2022年。综合行业上下游趋势，我们认为公司饲料业务毛利率在2023年或有明显改善。

➤ **我们继续推荐海大集团，主要逻辑在于：**1、饲料行业2023年景气度或优于2022年；2、行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中；3、从业绩同比趋势来看，公司2023年H1的同比业绩基数较低，具有较大的增长潜力，且年度业绩有望进入回升期；4、目前股价对应2023年PE估值处于历史底部区域。

投资建议

➤ 预计公司2023-2025年归母公司净利润41.30/55.10/65.72亿元，同比增长39.8%/33.4%/19.3%，对应EPS为2.48/3.31/3.95元，当前股价对应2023年PE为22倍，维持“买入-A”评级。

风险提示：畜禽疫情复燃导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	85,999	104,715	113,477	139,664	169,251
YoY(%)	42.6	21.8	8.4	23.1	21.2
净利润(百万元)	1,596	2,954	4,130	5,510	6,572
YoY(%)	-36.7	85.1	39.8	33.4	19.3
毛利率(%)	8.5	9.3	10.3	11.0	11.0
EPS(摊薄/元)	0.96	1.78	2.48	3.31	3.95
ROE(%)	11.4	16.4	20.0	21.4	20.6
P/E(倍)	57.1	30.9	22.1	16.5	13.9
P/B(倍)	6.3	5.1	4.3	3.5	2.8
净利率(%)	1.9	2.8	3.6	3.9	3.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16103	21218	20693	30695	31461
现金	1740	2261	3532	4190	5575
应收票据及应收账款	1303	1959	1576	2775	2498
预付账款	2551	1787	2914	2872	4140
存货	8923	12625	10452	17747	16436
其他流动资产	1587	2586	2219	3112	2813
非流动资产	19545	23020	23217	25901	28762
长期投资	301	315	343	372	405
固定资产	11780	15442	15626	18066	20689
无形资产	1496	1638	1697	1762	1812
其他非流动资产	5968	5624	5550	5701	5857
资产总计	35649	44238	43910	56597	60223
流动负债	13038	17433	14197	21884	19335
短期借款	3782	2911	2911	3279	2911
应付票据及应付账款	4459	8843	5403	12005	9097
其他流动负债	4797	5678	5883	6599	7327
非流动负债	6677	7455	6466	5804	5111
长期借款	4411	5066	4078	3415	2722
其他非流动负债	2266	2389	2389	2389	2389
负债合计	19715	24888	20663	27688	24445
少数股东权益	1472	1525	2036	2717	3529
股本	1661	1661	1664	1664	1664
资本公积	5128	5300	5300	5300	5300
留存收益	8600	11351	15064	20017	25924
归属母公司股东权益	14461	17825	21210	26192	32249
负债和股东权益	35649	44238	43910	56597	60223

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3138	6818	4923	5742	7610
净利润	1811	3164	4641	6191	7384
折旧摊销	1189	1609	1452	1683	2035
财务费用	403	597	238	202	130
投资损失	-385	-267	-204	-214	-267
营运资金变动	-620	878	-1200	-2116	-1665
其他经营现金流	740	837	-4	-3	-7
投资活动现金流	-4223	-5445	-1441	-4149	-4621
筹资活动现金流	779	-930	-2211	-1303	-1235
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.78	2.48	3.31	3.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.89	4.10	2.96	3.45	4.57
每股净资产(最新摊薄)	8.69	10.71	12.75	15.74	19.38

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	85999	104715	113477	139664	169251
营业成本	78699	95004	101745	124327	150709
营业税金及附加	103	123	136	165	201
营业费用	1808	1981	2270	2933	3554
管理费用	2229	2584	2837	3631	4401
研发费用	653	711	862	1061	1354
财务费用	403	597	238	202	130
资产减值损失	-160	-204	-91	-98	-102
公允价值变动收益	47	-26	4	3	7
投资净收益	385	267	204	214	267
营业利润	2468	3903	5688	7660	9278
营业外收入	42	44	36	37	40
营业外支出	49	124	75	84	83
利润总额	2462	3823	5650	7614	9235
所得税	651	658	1009	1423	1851
税后利润	1811	3164	4641	6191	7384
少数股东损益	215	210	511	681	812
归属母公司净利润	1596	2954	4130	5510	6572
EBITDA	4119	5875	7342	9492	11413

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	42.6	21.8	8.4	23.1	21.2
营业利润(%)	-26.3	58.2	45.7	34.7	21.1
归属于母公司净利润(%)	-36.7	85.1	39.8	33.4	19.3
获利能力					
毛利率(%)	8.5	9.3	10.3	11.0	11.0
净利率(%)	1.9	2.8	3.6	3.9	3.9
ROE(%)	11.4	16.4	20.0	21.4	20.6
ROIC(%)	8.5	12.1	15.4	17.6	18.2
偿债能力					
资产负债率(%)	55.3	56.3	47.1	48.9	40.6
流动比率	1.2	1.2	1.5	1.4	1.6
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	2.7	2.6	2.6	2.8	2.9
应收账款周转率	72.0	64.2	64.2	64.2	64.2
应付账款周转率	24.1	14.3	14.3	14.3	14.3
估值比率					
P/E	57.1	30.9	22.1	16.5	13.9
P/B	6.3	5.1	4.3	3.5	2.8
EV/EBITDA	24.7	17.2	13.5	10.4	8.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

