

饲料加工

海大集团（002311.SZ）

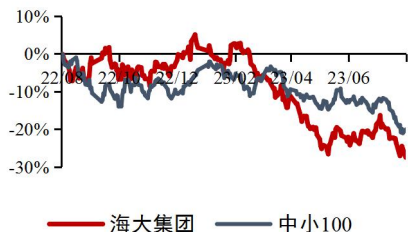
买入-A(维持)

公司饲料业务市场份额进一步提升

2023年8月29日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月28日

收盘价(元):	44.40
年内最高/最低(元):	65.47/43.98
流通A股/总股本(亿):	16.63/16.64
流通A股市值(亿):	738.18
总市值(亿):	738.70

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益:	0.67
摊薄每股收益:	0.67
每股净资产(元):	11.69
净资产收益率:	6.04

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 2023 年半年报。**公司 2023 年上半年实现营业收入 52736.65 百万元，同比增长 13.84%，归属净利润 1100.18 百万元，同比增长 19.78%，EPS0.67 元，加权平均 ROE6.23%，同比上升 0.08 个百分点。公司 2023 年 2 季度实现营业收入 29378.3 百万元，同比增长 11.4%，归属净利润 692.27 百万元，同比小幅下滑 3.56%。

➤ **饲料业务市场份额进一步提升。**公司 2023 年上半年实现饲料销量 1087 万吨（含内部养殖耗用量 83 万吨），同比增长约 12%，高于行业 7% 的增速，市场占有率进一步提升。饲料产品销售收入 42704.82 百万元，同比增长 17.34%，饲料整体毛利率 8.84%，同比下滑 0.14 个百分点。2023 年上半年，受秘鲁新季捕鱼政策推迟、A 季捕鱼暂停、鱼粉库存持续下降等影响，水产饲料上游原料鱼粉价格年初以来出现大幅上涨，此外其他动物蛋白鸡肉粉、肉骨粉也均有不同程度上涨，对饲料产品毛利率带来了阶段性压力。

➤ **畜禽饲料表现好于水产饲料。**（1）虽然生猪价格在上半年持续在成本线下方运行，但由于生猪存栏量处于较高水平，从而拉动对猪饲料需求，公司 2023 年上半年猪饲料外销量同比增长约 22%；（2）随着下游禽养殖业景气度从谷底回升，禽养殖补栏节奏逐步加速，养殖存栏明显回升，公司上半年禽饲料外销量同比增长 8%，实现量利双升；（3）公司 2023 年上半年水产饲料外销量同比增长 1%，其中特水料外销量同比增长约 19%，单吨利润稳定上升，实现量利双增。水产料增速低于猪料和禽料的主要原因在于公司上半年普水料销量同比下滑 19%。受去年年底和今年年初流通几乎暂停的影响，上半年水产养殖整体存塘量偏高，由于普水鱼库存去化缓慢，上半年价格持续低迷，养殖户投料积极性、投苗节奏均受到较大影响。此外，为了使市场发展策略更为清晰、团队协作能力更强，且更好地与优质经销商共同发展，公司对全国水产饲料核心市场内部竞合模式进行调整，也带来了阶段性的短期影响。

➤ **种苗和动保业务保持稳健发展势头。**公司 2023 年上半年种苗业务实现营业收入 7.31 亿元，其中虾苗营业收入增长约 25%，毛利率同比增长约 3%。公司 2023 年上半年对全国水产饲料核心市场内部竞合调整的同时，对部分水产动保经销渠道也进行了调整，动保业务整体实现营业收入 6.08 亿元，同比基本持平。受益于产品升级、化工原材料成本下降，以及取缔部分无效、低毛利经销渠道，公司上半年动保产品盈利水平同比有所改善，毛利率提升超 4%。

➤ **生猪养殖业务同比减亏。**公司 2023 年上半年出栏生猪 220 万头，比去



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



年同期增加约 60 万头，实现营业收入约 45.17 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润约-2.6 亿元至-2.8 亿元，比去年同期的-3.68 亿元有所减亏。下游水产养殖方面，公司目前主要养殖品种是生鱼、对虾等特种水产品，2023 年上半年实现营业收入 6.75 亿元，其中生鱼（乌鳢）养殖业务实现营业收入约 4.31 亿元，受年初以来生鱼价格低迷影响，实现归属于上市公司股东的净利润约-1.5 亿元至-1.7 亿元。

➤ **我们看好海大集团在当前的配置价值。**综合生猪、蛋禽、肉禽、水产和反刍等下游周期趋势，我们认为饲料行业 2023 年景气度或优于 2022 年；与此同时，行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中；公司的《2023 年员工持股计划》有助于提升员工业务拓展的积极性，利于业务目标的达成；公司目前股价对应 2023 年估值处于历史底部区域。

投资建议

➤ 鉴于今年以来上游鱼粉原料价格上涨幅度超过此前预期，我们预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 35.03/46.52/60.93 亿元，同比增长 18.6%/32.8%/31%，对应 EPS 为 2.11/2.80/3.66 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	107,865	131,412	157,653
YoY(%)	42.6	21.8	3.0	21.8	20.0
净利润(百万元)	1,596	2,954	3,503	4,652	6,093
YoY(%)	-36.7	85.1	18.6	32.8	31.0
毛利率(%)	8.5	9.3	9.8	10.4	10.9
EPS(摊薄/元)	0.96	1.78	2.11	2.80	3.66
ROE(%)	11.4	16.4	17.3	19.1	20.3
P/E(倍)	47.7	25.8	21.7	16.4	12.5
P/B(倍)	5.3	4.3	3.7	3.1	2.5
净利率(%)	1.9	2.8	3.2	3.5	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	19970	29714	29187
现金	1740	2261	4337	3942	5972
应收票据及应收账款	1303	1959	1401	2692	2219
预付账款	2551	1787	2681	2763	3768
存货	8923	12625	9444	17258	14595
其他流动资产	1587	2586	2106	3059	2633
非流动资产	19545	23020	22404	24754	27201
长期投资	301	315	343	372	405
固定资产	11780	15442	14895	17025	19268
无形资产	1496	1638	1697	1762	1812
其他非流动资产	5968	5624	5469	5594	5716
资产总计	35649	44238	42374	54468	56388
流动负债	13038	17433	13358	21455	17781
短期借款	3782	2911	2911	3272	2911
应付票据及应付账款	4459	8843	4781	11704	7960
其他流动负债	4797	5678	5667	6480	6910
非流动负债	6677	7455	6324	5623	4886
长期借款	4411	5066	3935	3234	2497
其他非流动负债	2266	2389	2389	2389	2389
负债合计	19715	24888	19682	27078	22667
少数股东权益	1472	1525	1958	2533	3286
股本	1661	1661	1664	1664	1664
资本公积	5128	5300	5451	5451	5451
留存收益	8600	11351	14500	18681	24158
归属母公司股东权益	14461	17825	20734	24857	30435
负债和股东权益	35649	44238	42374	54468	56388

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	4867	4320	7770
净利润	1811	3164	3936	5227	6846
折旧摊销	1189	1609	1420	1605	1921
财务费用	403	597	224	188	122
投资损失	-385	-267	-204	-214	-267
营运资金变动	-620	878	-505	-2481	-845
其他经营现金流	740	837	-4	-3	-7
投资活动现金流	-4223	-5445	-596	-3736	-4094
筹资活动现金流	779	-930	-2194	-1339	-1285
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.78	2.11	2.80	3.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.89	4.10	2.93	2.60	4.67
每股净资产(最新摊薄)	8.69	10.71	12.46	14.94	18.29

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	85999	104715	107865	131412	157653
营业成本	78699	95004	97303	117730	140437
营业税金及附加	103	123	129	155	187
营业费用	1808	1981	2157	2760	3311
管理费用	2229	2584	2697	3417	4099
研发费用	653	711	820	999	1261
财务费用	403	597	224	188	122
资产减值损失	-160	-204	-86	-92	-95
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	4830	6474	8605
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	4792	6427	8562
所得税	651	658	856	1201	1717
税后利润	1811	3164	3936	5227	6846
少数股东损益	215	210	433	575	753
归属母公司净利润	1596	2954	3503	4652	6093
EBITDA	4119	5875	6438	8214	10617

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	3.0	21.8	20.0
营业利润(%)	-26.3	58.2	23.7	34.0	32.9
归属于母公司净利润(%)	-36.7	85.1	18.6	32.8	31.0
获利能力					
毛利率(%)	8.5	9.3	9.8	10.4	10.9
净利率(%)	1.9	2.8	3.2	3.5	3.9
ROE(%)	11.4	16.4	17.3	19.1	20.3
ROIC(%)	8.5	12.1	13.4	15.5	17.7
偿债能力					
资产负债率(%)	55.3	56.3	46.4	49.7	40.2
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	0.6
营运能力					
总资产周转率	2.7	2.6	2.5	2.7	2.8
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	47.7	25.8	21.7	16.4	12.5
P/B	5.3	4.3	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA	21.1	14.7	12.9	10.2	7.7

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。本报告清晰准确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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

