

证券研究报告—动态报告/公司快评

农林牧渔

畜牧业

海大集团（002311）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2021年04月07日

股权激励再落地，提振发展强信心

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520110002

事项：

公司公告推出股票期权激励计划，具体内容如下：1、拟向激励对象授予的股票期权数量为5500万份，约占目前公司股本总额的3.31%，其中，首次授予股票期权4,835.19万份，约占目前公司股本总额的2.91%；2、本激励计划首次授予激励对象的股票期权的行权价格为59.68元/股；3、本激励计划首次授予的股票期权在授予登记完成日起满12个月后，分5期行权，每期行权的比例分别为20%、20%、20%、20%、20%；预留的股票期权在授予登记完成日起满12个月后，分4期行权，每期行权的比例分别为20%、20%、30%、30%。4、公司层面业绩考核要求：首次授予股权的五个行权期解锁条件分别为，2021-2025年饲料销量依次超过1850万吨、2300万吨、2800万吨、3400万吨、4000万吨，或者归属于上市公司股东净利润依次超过32亿元、37.76亿元、44.56亿元、52.58亿元、62.04亿元。预留授予股票期权考核年度为2022-2025年4个会计年度，各年度公司层面业绩考核目标和首次授予股票期权对2022-2025年会计年度的考核目标一致。

国信农业观点：1）我们认为海大股份是大农业领域的稀缺成长股，公司最大优势在于拥有主动做熵减以及拥有进化能力的管理层。一方面，董事长决策得当，通过营造良好的企业文化氛围、制定切实有效的员工激励制度，由上而下地调动全体员工的主观能动性。另一方面，公司允许内部犯错试探，一旦试探成功，在好的激励下，公司就会快速并且成功地向下游做延伸；这表明公司是主动去进化的公司，通过不断对自身做熵减，打破原有的经营平衡状态，保持组织活力，不断拥有活力之源。本次股权激励计划的发布进一步彰显管理层的发展信心，有望充分调动团队积极性。2）风险提示：天气异常及疫病影响饲料行业阶段性波动的风险；生猪养殖项目拓展不及预期的风险。3）投资建议：短期，公司充分受益后周期，特种水产饲料市占率提升空间广阔，新增生猪养殖项目将带来丰厚利润。长期来看，公司管理层优势显著，在做专做稳主业的基础上，聚焦农业产业从田园到餐桌的十几万亿市场，有序尝试、布局新业务，公司有望成为农牧行业的标杆企业。预测公司2020-2022年归母净利润24.99/32.84/38.11亿元，对应EPS分别为1.58/1.98/2.29元，2021年4月6日收盘价对应PE分别50.1/40.1/34.5倍，维持“买入”评级。

评论：

■ 股权激励覆盖范围广阔，充分调动团队主观能动性

根据公司股权激励计划草案披露，拟向激励对象授予的股票期权数量为5500万份，约占目前公司股本总额的3.31%。首次授予涉及的激励对象共计4083人，其中，董事及高级管理人员共计8人，包括副总经理程琦、钱雪桥、刘国祥等，共计获授71万股，占授予股票期权总数比例的1.291%，占目前公司总股本的0.043%。此外，核心或骨干（技术/业务）人员共计4075人共计获授4764.19万股，占授予股票期权总数比例的86.622%，占目前公司总股本的2.868%。首次授予的股票期权自授予日起满12个月后，分5期行权，每期行权的比例分别为20%、20%、20%、20%、20%。与公司之前历次股权激励及员工持股计划对比来看，本次公司激励对象4083人较之前的员工激励计

划明显扩容，主要针对公司的中高层核心骨干员工，更有利于自上而下带动团队的积极性，且考核方面针对公司及个人层面均设置了严密的考核体系，有利于绑定员工利益，充分调动团队主观能动性。

■ 业绩解锁目标兼具合理性及挑战性，农牧巨头稳健成长

首次授予股权的五个行权期解锁条件分别为，2021-2025年饲料销量依次超过1850万吨、2300万吨、2800万吨、3400万吨、4000万吨，或者归属于上市公司股东的净利润依次超过32亿元、37.76亿元、44.56亿元、52.58亿元、62.04亿元。也就是说，销量考核指标规定2021-2025年销量的同比增长率分别要达到21%、24%、22%、21%、18%以上，利润考核指标规定2021-2025年归属公司股东净利润的同比增长率分别要达到28%、18%、18%、18%、18%。

考虑到公司自2009年上市11年以来，实现归属上市公司股东净利润年复合增长率为29%，2015-2020年公司归属上市公司股东净利润年复合增长率为26%，且首次授予部分的需摊销总费用初步测算为11.64亿元，2021-2026年分别为2.93/3.86/2.40/1.47/0.77/0.21亿元，对公司整体利润影响有限，若考虑本激励计划对公司发展产生的正向作用，由此激发管理团队的积极性，提高经营效率，降低成本，本激励计划带来的公司业绩提升将远高于因其带来的费用增加，因此公司实现净利润目标的可能性较大，具备合理性。

此外，公司设定的五年复合增长率为21%的销量考核目标具备一定挑战性，远高于近年饲料行业及同行上市公司的增速，也明显高于公司2019年的饲料增速。较高的目标对员工能起到更好的激励作用，而选取饲料销量和净利润指标任一个完成即可达成的公司层面考核目标，既兼顾公司经营压力和员工动力，也使公司经营计划具有一定的灵活性，在每年经济和行业环境发生较大变革时能快速调整、平衡经营目标，增加达成预期，有利于充分调动公司核心骨干员工的主动性和创造性，确保公司未来发展战略和经营目标的实现，为股东带来更高效、更持续的回报。

■ 优秀的管理层塑造团队熵减及进化力，持续助力公司成长

作为农业优质成长标的，公司的核心竞争力来源于围绕客户价值的集体学习能力和切实有效的员工激励制度，进而由上而下的调动整个公司的主观能动性。采购、销售、配方、生产快速联动的“四位一体”体系提高了公司的市场反应速度，采购和配方的前瞻性布局使得公司在原材料价格剧烈波动的当下，精准匹配出最佳性价比配方，成本优势明显，从而不断巩固自身在饲料市场的领先地位。

公司是农业领域的优质成长股，典型的大行业匹配优秀管理层的优质标的。业务方面，公司允许内部低成本犯错试探，一旦试探成功，在好的激励下，公司就会快速并且成功开拓新领域，公司历史上业务的拓展也证明了这一点。这表明公司主动进化，通过对自身做熵减，打破原有的经营平衡状态，进而保持组织活力，不断拥有活力之源。行业方面，公司业务对应的是农业从田园到餐桌的十几万亿的市场，市场空间广阔。公司在提升饲料行业市占率的同时，未来有望不断在农牧领域做上下延伸，打造农牧巨头。

■ 投资建议：继续重点推荐

短期，公司充分受益后周期，特种水产饲料市占率提升空间广阔，新增生猪养殖项目将带来丰厚利润。长期来看，公司管理层优势显著，在做专做稳主业的基础上，聚焦农业产业从田园到餐桌的十几万亿市场，有序尝试、布局新业务，公司有望成为农牧行业的标杆企业。预测公司2020-2022年归母净利润24.99/32.84/38.11亿元，对应EPS分别为1.58/1.98/2.29元，2021年4月6日收盘价对应PE分别50.1/40.1/34.5倍，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 1850 | 5419 | 4156 | 2452 |
| 应收款项 | 1219 | 1990 | 2671 | 3189 |
| 存货净额 | 4463 | 6238 | 8351 | 9952 |
| 其他流动资产 | 1174 | 1597 | 2064 | 2369 |
| 流动资产合计 | 8735 | 15274 | 17271 | 17992 |
| 固定资产 | 6956 | 8241 | 10373 | 10368 |
| 无形资产及其他 | 1122 | 1078 | 1034 | 991 |
| 投资性房地产 | 1978 | 1978 | 1978 | 1978 |
| 长期股权投资 | 63 | 79 | 85 | 1585 |
| 资产总计 | 18854 | 26650 | 30741 | 32914 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 3070 | 8000 | 7900 | 6000 |
| 应付款项 | 1917 | 2274 | 3031 | 3598 |
| 其他流动负债 | 2919 | 4042 | 5344 | 6315 |
| 流动负债合计 | 7906 | 14315 | 16275 | 15912 |
| 长期借款及应付债券 | 822 | 592 | 592 | 592 |
| 其他长期负债 | 385 | 465 | 545 | 624 |
| 长期负债合计 | 1206 | 1057 | 1137 | 1215 |
| 负债合计 | 9112 | 15372 | 17412 | 17128 |
| 少数股东权益 | 638 | 799 | 1012 | 1258 |
| 股东权益 | 9104 | 10478 | 12317 | 14528 |
| 负债和股东权益总计 | 18854 | 26650 | 30741 | 32914 |

| 关键财务与估值指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 1.04 | 1.58 | 1.98 | 2.29 |
| 每股红利 | 0.47 | 0.71 | 0.87 | 0.96 |
| 每股净资产 | 5.76 | 6.63 | 7.42 | 8.75 |
| ROIC | 17% | 18% | 21% | 22% |
| ROE | 18% | 24% | 27% | 26% |
| 毛利率 | 11% | 12% | 12% | 12% |
| EBIT Margin | 5% | 5% | 5% | 5% |
| EBITDA Margin | 7% | 6% | 7% | 6% |
| 收入增长 | 13% | 27% | 34% | 19% |
| 净利润增长率 | 15% | 52% | 31% | 16% |
| 资产负债率 | 52% | 61% | 60% | 56% |
| 息率 | 0.8% | 0.9% | 1.2% | 1.3% |
| P/E | 55.3 | 50.1 | 40.1 | 34.5 |
| P/B | 10.0 | 11.9 | 10.7 | 9.1 |
| EV/EBITDA | 31.5 | 35.9 | 27.7 | 24.2 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 47613 | 60484 | 81237 | 97070 |
| 营业成本 | 42223 | 53360 | 71431 | 85239 |
| 营业税金及附加 | 61 | 60 | 162 | 243 |
| 销售费用 | 1563 | 2232 | 2990 | 3737 |
| 管理费用 | 1191 | 1678 | 2198 | 2763 |
| 财务费用 | 212 | 196 | 269 | 262 |
| 投资收益 | 160 | 220 | 220 | 160 |
| 资产减值及公允价值变动 | 58 | 15 | 15 | 0 |
| 其他收入 | (483) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2098 | 3193 | 4422 | 4987 |
| 营业外净收支 | (4) | (0) | (200) | (100) |
| 利润总额 | 2094 | 3193 | 4222 | 4887 |
| 所得税费用 | 305 | 479 | 654 | 748 |
| 少数股东损益 | 141 | 215 | 284 | 328 |
| 归属于母公司净利润 | 1649 | 2499 | 3284 | 3811 |

| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 1649 | 2499 | 3284 | 3811 |
| 资产减值准备 | (16) | 13 | 13 | 4 |
| 折旧摊销 | 611 | 756 | 915 | 1046 |
| 公允价值变动损失 | (58) | (15) | (15) | 0 |
| 财务费用 | 212 | 196 | 269 | 262 |
| 营运资本变动 | 1152 | (1391) | (1108) | (805) |
| 其它 | 93 | 148 | 200 | 243 |
| 经营活动现金流 | 3430 | 2010 | 3289 | 4298 |
| 资本开支 | (2268) | (2001) | (3001) | (1001) |
| 其它投资现金流 | 21 | 0 | 0 | (1) |
| 投资活动现金流 | (2271) | (2017) | (3007) | (2502) |
| 权益性融资 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | (1021) | (230) | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (741) | (1125) | (1445) | (1600) |
| 其它融资现金流 | 2461 | 4930 | (100) | (1900) |
| 融资活动现金流 | (1045) | 3576 | (1545) | (3500) |
| 现金净变动 | 114 | 3569 | (1263) | (1704) |
| 货币资金的期初余额 | 1735 | 1850 | 5419 | 4156 |
| 货币资金的期末余额 | 1850 | 5419 | 4156 | 2452 |
| 企业自由现金流 | 1695 | 44 | 572 | 3550 |
| 权益自由现金流 | 3135 | 4578 | 244 | 1428 |

相关研究报告

- 《海大集团-002311-深度报告：熵减激发活力，进化塑造成长》 ——2020-12-02
- 《海大集团-002311-2013 年半年报点评：还需要更谨慎的预期吗？不需要了》 ——2013-08-23
- 《海大集团-002311-重大事件快评：行业集中度提升和大额资本开支并行》 ——2013-01-22
- 《海大集团-002311-2012 年三季度报点评：饲料成长股，短期盈利增速回落》 ——2012-10-26
- 《海大集团：深耕水产养殖，谋足全国龙头》 ——2009-11-13

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032