

海大集团 (002311.SZ) 股权激励计划新老衔接，确保中长期战略落地

2021年04月07日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2021/4/7
当前股价(元)	80.61
一年最高最低(元)	89.00/39.65
总市值(亿元)	1,339.10
流通市值(亿元)	1,327.24
总股本(亿股)	16.61
流通股本(亿股)	16.47
近3个月换手率(%)	36.8

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司深度报告-海大集团：打造极致产品与服务的农牧龙头》-2021.2.18

《公司信息更新报告-主营业务保持全面增长，业绩符合预期》-2021.1.15

《公司信息更新报告-三季报略超预期，水产料、猪料逆势增长》-2020.10.27

● 股权激励计划新老衔接，确保中长期战略落地

海大集团公告 2021 年股票期权激励计划（草案），公司拟授予员工激励股票期权 5500 万份，其中首次授予 4835.2 万份（占比 87.9%），预留授予 664.8 万份（占比 12.1%），首次授予对象合计 4083 人。本轮激励分五个行权期，解锁条件为满足各期饲料销量或归母净利润目标其一。公司划定 2021-2025 年各年饲料销量目标 1850、2300、2800、3400、4000 万吨（含养殖业务内销量），各年归母净利润目标分别为超过 32.0、37.8、44.6、52.6、62.0 亿元（为当年度归属上市公司股东净利润剔除本次激励计划支付费用后的净利润）。公司各期解锁指标设定兼具挑战性、合理性及灵活性，将利于调动员工主动性，确保公司中长期发展目标的实现。我们预测盈利复合增速与公司公告预期吻合，因此维持前预测值不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 25.0/33.2/39.7 亿元，对应 EPS 为 1.5/2.0/2.4 元，当前股价对应 PE 为 53.6/40.3/33.7 倍，公司业绩保持宽幅增长，维持“买入”评级。

● 往期较好达成解锁目标，股权激励正反馈显著

以公司过往激励计划行权情况看，除 2013 年（受恶劣天气及养殖疫病因素影响）及 2016 年（受华中、华东遭受特大洪水灾害影响）未满足解锁条件外，其余行权期均达成解锁目标。公司 2015-2020 年归母净利润年复合增长率为 26.2%，饲料销售量复合增长率为 18.5%。公司激励计划预期 2021-2025 年归母净利润复合增速 19.9%，饲料销量复合增速 21.3%（内销量增加，拉高饲料整体销量增速）。

● 人员结构年轻化，激励计划助力推进价值趋同

任人唯贤，公司近年来持续加大人才引入。根据公司公告，截至 2019 年公司员工总数量 2.08 万人，其中本科及以上学历员工 5168 人，技术人员 1623 人，公司员工组成趋向高学历及年轻化。公司本次激励计划主要面向公司新员工（核心骨干人员首次授予比例为 86.62%，预留授予比例 12.1%）。公司该轮激励将进一步提高骨干员工留存率，实现公司与年轻骨干员工的目标绑定。

● **风险提示：**原材料成本上涨；肉禽处于周期去产能阶段；水产养殖疫病高发。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	42,157	47,613	60,420	77,391	94,175
YOY(%)	29.5	12.9	26.9	28.1	21.7
归母净利润(百万元)	1,437	1,649	2,500	3,319	3,971
YOY(%)	19.1	14.7	51.6	32.8	19.6
毛利率(%)	10.8	11.3	11.4	11.8	12.2
净利率(%)	3.4	3.5	4.1	4.3	4.2
ROE(%)	18.0	18.4	22.1	23.6	22.8
EPS(摊薄/元)	0.87	0.99	1.50	2.00	2.39
P/E(倍)	93.2	81.2	53.6	40.3	33.7
P/B(倍)	17.3	14.7	12.1	9.7	7.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9292	8735	15661	17264	22681
现金	1735	1850	4541	5817	7079
应收票据及应收账款	1107	1032	1682	1795	2436
其他应收款	502	186	687	432	930
预付账款	425	453	661	766	970
存货	4844	4463	7338	7705	10516
其他流动资产	679	750	750	750	750
非流动资产	8073	10119	11229	12745	14073
长期投资	39	63	96	132	166
固定资产	4612	6464	7492	8879	10075
无形资产	932	1137	1202	1269	1346
其他非流动资产	2491	2456	2438	2466	2486
资产总计	17366	18854	26889	30009	36754
流动负债	6951	7906	13909	14112	17246
短期借款	2716	3021	7548	6590	8401
应付票据及应付账款	1513	1917	2432	3112	3603
其他流动负债	2722	2968	3928	4411	5241
非流动负债	2191	1206	1101	1020	919
长期借款	1843	822	717	635	534
其他非流动负债	348	385	385	385	385
负债合计	9142	9112	15010	15132	18165
少数股东权益	478	638	748	925	1165
股本	1581	1580	1661	1661	1661
资本公积	2011	2119	2119	2119	2119
留存收益	4397	5572	7319	9654	12464
归属母公司股东权益	7746	9104	11132	13952	17424
负债和股东权益	17366	18854	26889	30009	36754

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1036	3247	546	5367	2618
净利润	1484	1790	2610	3496	4211
折旧摊销	538	662	750	932	1137
财务费用	219	212	245	300	299
投资损失	-151	-160	-157	-158	-158
营运资金变动	-1075	639	-2889	809	-2859
其他经营现金流	21	104	-13	-12	-12
投资活动现金流	-2006	-2117	-1690	-2277	-2296
资本支出	1865	2325	1076	1481	1294
长期投资	55	100	-34	-35	-35
其他投资现金流	-85	308	-648	-831	-1037
筹资活动现金流	1740	-1488	-692	-855	-873
短期借款	412	305	0	0	0
长期借款	1843	-1021	-105	-81	-101
普通股增加	6	-1	81	0	0
资本公积增加	161	108	0	0	0
其他筹资现金流	-682	-878	-667	-774	-772
现金净增加额	784	-334	-1836	2234	-550

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	42157	47613	60420	77391	94175
营业成本	37616	42223	53541	68246	82661
营业税金及附加	53	61	79	102	121
营业费用	1378	1563	1846	2427	3205
管理费用	967	1191	1323	1741	2348
研发费用	309	416	528	681	838
财务费用	219	212	245	300	299
资产减值损失	66	-50	38	30	-1
其他收益	56	52	54	53	53
公允价值变动收益	13	8	10	9	10
投资净收益	151	160	157	158	158
资产处置收益	0	4	2	3	2
营业利润	1768	2098	3043	4088	4926
营业外收入	27	35	38	32	33
营业外支出	29	39	27	29	31
利润总额	1766	2094	3054	4091	4928
所得税	282	305	444	595	717
净利润	1484	1790	2610	3496	4211
少数股东损益	47	141	109	177	240
归母净利润	1437	1649	2500	3319	3971
EBITDA	2538	2938	4053	5318	6345
EPS(元)	0.87	0.99	1.50	2.00	2.39

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	29.5	12.9	26.9	28.1	21.7
营业利润(%)	19.8	18.6	45.0	34.4	20.5
归属于母公司净利润(%)	19.1	14.7	51.6	32.8	19.6
获利能力					
毛利率(%)	10.8	11.3	11.4	11.8	12.2
净利率(%)	3.4	3.5	4.1	4.3	4.2
ROE(%)	18.0	18.4	22.1	23.6	22.8
ROIC(%)	13.4	14.7	14.3	17.4	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	52.6	48.3	55.8	50.4	49.4
净负债比率(%)	37.7	23.7	35.4	12.7	12.7
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	2.8	2.6	2.6	2.7	2.8
应收账款周转率	44.7	44.5	44.5	44.5	44.5
应付账款周转率	27.4	24.6	24.6	24.6	24.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	0.99	1.50	2.00	2.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.95	0.33	3.23	1.58
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.48	6.65	8.35	10.44
估值比率					
P/E	93.2	81.2	53.6	40.3	33.7
P/B	17.3	14.7	12.1	9.7	7.7
EV/EBITDA	54.1	46.6	34.2	25.7	21.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn