

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

饲料加工

海大集团 (002311.SZ)

首次评级

报告原因：动态分析

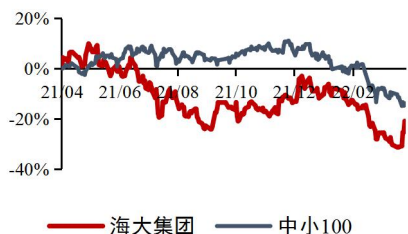
2021 年报和 2022 年 1 季报点评：瑕不掩瑜

买入

2022 年 4 月 17 日

公司研究/动态分析

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 4 月 15 日

收盘价 (元):	59.50
总股本 (亿股):	16.61
流通股本 (亿股):	16.61
流通市值 (亿元):	988.39

基础数据：2022 年 3 月 31 日

每股净资产 (元):	8.90
每股资本公积 (元):	3.14
每股未分配利润 (元):	4.85

分析师:

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzhenzhi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点:

➢ 公司披露 2021 年年报和 2022 年 1 季报。公司 2021 年实现营业收入 85998.56 百万元，同比增长 42.56%，归属净利润 1596.05 百万元，同比下滑 36.73%，EPS0.96 元，加权平均 ROE11.46%，同比下滑 12.41 个百分点，利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税）。公司 2022 年 1 季度实现营业收入 19953.22 百万元，同比增长 26.98%，归属净利润 200.70 百万元，同比下滑 71.62%。

➢ 公司 2021 年度业绩同比下滑的主要原因在于生猪养殖业务出现亏损，但剔除生猪养殖的其他业务净利同增 32.97%。公司 2021 年全年生猪出栏约 200 万头，受 2 季度后猪价低迷影响，生猪养殖业务对归属净利润的影响为-8.96 亿元，同比下滑 238.09%。剔除生猪养殖的其他业务，2021 年实现归属净利润为 24.92 亿元，同比增长 32.97%。

➢ 瑕不掩瑜，饲料、种苗和动保是公司最核心的业务，2021 年公司各主要饲料品类保持稳健增长，市场份额进一步提升。根据中国饲料工业协会的披露，2021 年全国工业饲料总产量同比增长 16.1%，其中猪饲料同比增长 46.6%、蛋禽饲料同比下降 3.6%、肉禽饲料同比下降 2.9%、反刍动物饲料同比增长 12.2%、水产饲料同比增长 8%。在此行业大环境下，公司 2021 年饲料总销量 1963 万吨，其中内部养殖内销量 86 万吨，外销量 1877 万吨，同比增长 28%。公司 2021 年猪饲料销量同比增长 100%，约为 460 万吨；禽饲料销量 944 万吨，同比增长 11%；水产饲料销量 467 万吨，同比增长 21%，其中受益于公司在对虾种苗、对虾饲料、水产动保及服务模式上的优势，公司虾蟹料全年销量同比增长 35%。公司 2021 年各主要饲料品类均实现稳健增长，且增速明显高于行业增速，市场份额进一步提升，其中禽料更是在行业下滑的情况下实现逆势增长。

➢ 动保、种苗等业务在 2021 年继续发力。公司 2021 年动保业务实现营业收入 8.92 亿元，同比增长 34.27%，毛利率 50.85%；其中水产动保实现营业收入 6.76 亿元，同比增长 26.48%，毛利率 54.10%；畜禽动保实现营业收入 2.16 亿元，同比增长 66.29%，毛利率 40.70%。公司 2021 年种苗业务实现营业收入 8.55 亿元，同比增长 42.30%，毛利率 51.22%，其中公司研发推出的凡纳滨对虾“海兴农 2 号”虾苗具有生长速度快、抗逆性强、存活率高的特点，结合公司饲料动保产品形成的养殖服务方案在各养殖区表现突出，快速带动了对虾饲料的销售。

➤ **2022年1季度生猪养殖亏损，但饲料市场份额加快提升。**公司2022年1季度生猪养殖出栏约83万头，虽然公司1季度养殖成本明显下降，但受生猪价格低迷影响，生猪养殖业务实现归属净利润约为-3.02亿元，同比下滑236.07%。与此同时，剔除生猪养殖的其他业务，公司实现营业收入185.79亿元，同比增长29.77%，实现归属净利润5.03亿元，同比增长3.52%。年初以来，俄乌战争和南美天气导致全球农产品价格出现较大涨幅，豆粕等饲料原料成本压力剧增，没有规模优势和配方研发储备优势的中小企业加速退出，市场份额进一步向头部集中。据中国饲料工业协会的披露，2021年1-2月全国工业饲料累计总产量同比增长3.5%。公司2022年1季度饲料销量419万吨（未含内部养殖销售），同比增长22%，市场份额进一步提升。

➤ **公司未来战略规划更加清晰。**（1）饲料、种苗和动保是最核心的业务；（2）养殖业务在稳健的前提下，耐心培育，养猪业务保持现有投资规模，采用相对轻资产模式，快速提升管理能力和专业能力，养猪成本力求在两年内达到行业领先水平；（3）禽的养殖和屠宰，不再增加新的投入，原有禽业务将以提升能力为目标；（4）水产养殖业务将聚焦公司已具备整体优势的对虾工厂化养殖和生鱼养殖，工厂化养虾业务有望在未来两年成为饲料、种苗和动保之外新的又一增长点。

➤ **我们看好海大集团的主要逻辑在于：**（1）从季度业绩同比趋势来看，1季度或为全年低点，后续有望呈现逐季改善的趋势；（2）剔除生猪养殖业务的其他业务对应估值处于历史中低水平；（3）今年以来上游原料价格上涨和下游养殖行情低迷虽然短期内对整个饲料带来了压力，但是由于中小企业的抗压能力相对更差，这将使得中小企业将加速退出，市场份额将有望进一步往海大集团等头部企业集中，公司竞争环境进一步优化；（4）公司的股票期权激励计划，员工覆盖面广、目标清晰，目前股价接近股权激励行权价格。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司2022-2024年归母公司净利润25.20/45.22/55.09亿元，同比增长57.9%/79.4%/21.8%，对应EPS为1.52/2.72/3.32元，PE为39/22/18倍，首次覆盖给予“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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	60,324	85,999	100,805	127,345	156,681
YoY(%)	26.7	42.6	17.2	26.3	23.0
净利润(百万元)	2,523	1,596	2,520	4,522	5,509
YoY(%)	53.0	-36.7	57.9	79.4	21.8
毛利率(%)	11.7	8.5	9.1	10.6	10.6
EPS(摊薄/元)	1.52	0.96	1.52	2.72	3.32
ROE(%)	19.1	11.4	15.3	22.0	21.4
P/E(倍)	39.2	61.9	39.2	21.9	17.9
P/B(倍)	7.1	6.8	5.9	4.8	3.8
净利率(%)	4.2	1.9	2.5	3.6	3.5

资料来源：最闻科技，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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	14264	16103	18871	25321	28762
现金	2056	1740	3024	3820	4700
应收票据及应收账款	1085	1303	1496	2040	2311
预付账款	1871	2551	2632	3915	4140
存货	7255	8923	9918	13492	15295
其他流动资产	1997	1587	1800	2053	2316
<b>非流动资产</b>	13262	19545	20906	23698	26613
长期投资	59	301	547	791	1034
固定资产	7990	11780	12832	15178	17656
无形资产	1271	1496	1583	1650	1724
其他非流动资产	3943	5968	5943	6078	6200
<b>资产总计</b>	27527	35649	39776	49019	55376
<b>流动负债</b>	10849	13038	15345	20551	21862
短期借款	4736	3782	6876	8780	10781
应付票据及应付账款	2061	4459	3134	6300	5300
其他流动负债	4052	4797	5335	5472	5781
<b>非流动负债</b>	1719	6677	5916	5335	4648
长期借款	1161	4411	3650	3069	2382
其他非流动负债	558	2266	2266	2266	2266
<b>负债合计</b>	12568	19715	21260	25887	26510
少数股东权益	986	1472	1784	2343	3024
股本	1661	1661	1661	1661	1661
资本公积	5042	5128	5128	5128	5128
留存收益	7534	8600	10866	14931	19883
归属母公司股东权益	13973	14461	16732	20789	25842
<b>负债和股东权益</b>	27527	35649	39776	49019	55376

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	485	3138	1680	4488	5143
净利润	2850	1811	2832	5081	6190
折旧摊销	126	119	1313	1604	1993
财务费用	236	403	342	432	491
投资损失	-2	-385	-175	-180	-185
营运资金变动	-3649	-620	-2619	-2434	-3329
其他经营现金流	924	1809	-14	-14	-16
<b>投资活动现金流</b>	-4321	-4223	-2485	-4202	-4707
<b>筹资活动现金流</b>	4014	779	-1004	-1394	-1558
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.52	0.96	1.52	2.72	3.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	1.89	1.01	2.70	3.10
每股净资产(最新摊薄)	8.41	8.71	10.07	12.52	15.56

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	60324	85999	100805	127345	156681
营业成本	53292	78699	91652	113876	140032
营业税金及附加	69	103	123	154	187
营业费用	1343	1808	2117	2674	3290
管理费用	1559	2229	2621	3311	4074
研发费用	479	653	766	968	1253
财务费用	236	403	342	432	491
资产减值损失	-57	-72	-81	-89	-94
公允价值变动收益	-12	47	14	14	16
投资净收益	2	385	175	180	185
<b>营业利润</b>	3347	2468	3453	6215	7649
营业外收入	24	42	32	33	33
营业外支出	87	49	51	56	61
<b>利润总额</b>	3284	2462	3435	6192	7622
所得税	435	651	603	1111	1432
<b>税后利润</b>	2850	1811	2832	5081	6190
少数股东损益	327	215	312	559	681
<b>归属母公司净利润</b>	2523	1596	2520	4522	5509
EBITDA	3713	3049	5133	8278	10169

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	26.7	42.6	17.2	26.3	23.0
营业利润(%)	59.5	-26.3	39.9	80.0	23.1
归属于母公司净利润(%)	53.0	-36.7	57.9	79.4	21.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.7	8.5	9.1	10.6	10.6
净利率(%)	4.2	1.9	2.5	3.6	3.5
ROE(%)	19.1	11.4	15.3	22.0	21.4
ROIC(%)	15.3	8.5	10.4	15.3	15.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.7	55.3	53.4	52.8	47.9
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.3	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.6	2.7	2.7	2.9	3.0
应收账款周转率	57.0	72.0	72.0	72.0	72.0
应付账款周转率	26.8	24.1	24.1	24.1	24.1
<b>估值比率</b>					
P/E	39.2	61.9	39.2	21.9	17.9
P/B	7.1	6.8	5.9	4.8	3.8
EV/EBITDA	28.0	35.9	21.7	13.6	11.2

资料来源：最闻科技、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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、新三板覆盖报告默认无评级）

#### ——公司投资评级标准

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。

#### ——行业投资评级标准

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。

#### ——风险投资评级标准

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，本报告的任一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转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：**

**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>

**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

