

信义山证 汇通天下

证券研究报告

饲料加工

海大集团 (002311.SZ)

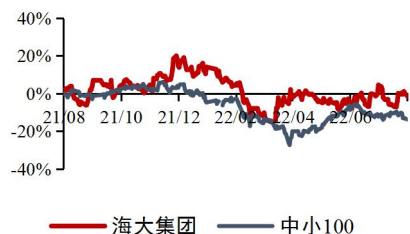
买入-A(维持)

业绩处于回升周期，三季度有望进一步趋好

2022 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：2022 年 8 月 29 日

收盘价(元):	61.83
年内最高/最低(元):	78.00/52.52
流通 A 股/总股本(亿):	16.58/16.61
流通 A 股市值(亿):	1,025.22
总市值(亿):	1,027.10

基础数据：2022 年 6 月 30 日

基本每股收益:	0.55
摊薄每股收益:	0.55
每股净资产(元):	10.06
净资产收益率:	6.15

分析师:

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenchenzhi@sxzq.com

➤ 公司 2022 年半年报符合预期。公司 2022 年上半年实现营业收入 46325.51 百万元，同比增长 21.30%，归属净利润 918.53 百万元，同比下降 40.07%，EPS0.55 元，加权平均 ROE6.15%，同比下降 4.53 个百分点。公司 2022 年 2 季度实现营业收入 26372.29 百万元，同比增长 17.32%，归属净利润 717.83 百万元，同比下滑 13.02%，业绩同比下滑幅度相比一季度(-71.62%)明显收窄，公司季度业绩同比增速回升的趋势符合我们前期的判断。

➤ 饲料业务市场份额进一步提升。公司 2022 年上半年实现饲料销量（含内部养殖耗用量）974 万吨，同比增长约 11%，其中对外销量 915 万吨，同比增长 9%，高于行业-4.3%的增速。公司饲料业务在行业整体增速下滑的背景下，实现逆势增长，市场份额进一步提升。饲料产品销售收入 36393.07 百万元，同比增长 20.90%，饲料总体毛利率 8.98%，同比下降 1.13 个百分点。毛利率同比下降的主要原因在于上游原材料价格的大幅上涨和下游生猪家禽养殖盈利的不佳。受主产区气候条件变化、俄乌冲突等因素影响，玉米、小麦、豆粕等原料价格在上半年出现较大幅度上涨，给整个饲料行业和下游养殖业带来较大的成本压力。公司上半年饲料业务毛利率同比出现下滑与行业趋势一致。与此同时，从相对角度来看，我们认为行业内缺乏规模优势和研发优势的中小饲料企业面临更大的成本压力，或加速行业的整合进程。自下而上的市场份额扩张是头部企业增长的主要驱动力。我们对海大集团 2006-2021 年饲料销量历史增长的驱动因素进行拆解，市场份额扩张贡献了约 3/4，行业总量增长只贡献了约 1/4。

➤ 猪料和禽料逆势增长，水产料长期竞争优势不改。（1）公司 2022 年上半年猪饲料外销量同比增长 8%，高于行业-6.8%的增速，上半年禽饲料外销量同比增长 5%，同期国内蛋禽料和肉禽料的行业产量增速分别为-4%和-6.7%，公司的猪饲料和禽饲料均实现逆势增长；（2）公司 2022 年上半年水产饲料外销量同比增长 17%，比 21.1%的行业增速低 4.1 个百分点，其中特种水产饲料（虾蟹和高档鱼料）销量同比增长 21%。公司水产饲料外销量增速低于行业增速或与今年部分饲料养殖企业加大水产料布局力度有关（更多在普水料领域）。我们认为，水产养殖和猪禽养殖的工业化发展程度有较大差别，水产饲料的研发和产品力需要较长时间的积累和沉淀。类似的场景在 2019 年前后也曾出现过，当时由于“非洲猪瘟”导致猪饲料行业销量大幅萎缩，部分猪饲料企业同样也加大在水产料的布局，最后由于产品研发基础的薄弱和猪饲料需求恢复，最终也没在水产料坚持下去。通过历史回顾可以看出，在水产料的“专注”和“专业”是海大竞争优势，短期的环境变化不改



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



公司的长期竞争优势，时间是公司产品力最好的见证。

➤ **种苗和动保业务保持稳健增长。**公司上半年种苗业务实现营业收入 6.22 亿元，其中虾苗收入同比增长 25.67%，毛利率达 55.76%。公司已培育出凡纳滨对虾“海兴农 2 号”、长珠杂交鳊等多个国家水产新品种，并构建了育繁推一体化的商业化种业体系。与此同时，公司上半年动保业务实现营业收入 6.12 亿元，同比增长 20.49%。

➤ 公司上半年出栏肉猪约 160 万头，实现营业收入 26.59 亿元，实现归母净利润 3.68 亿元。虽然公司今年上半年的生猪养殖成本同比有明显进步，但由于上半年全国生猪均价同比下滑约 44.78%，从而使得公司 2022 年上半年生猪养殖业务出现亏损。

➤ **我们推荐海大集团，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，且年度业绩也有望进入回升周期；（2）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，公司竞争环境进一步优化；（3）公司的股票期权激励计划，员工覆盖面广、目标清晰；（4）公司实控人拟全额认购增发，彰显对公司未来发展信心。

投资建议

➤ 预计公司 2022-2024 年归母公司净利润 25.34/45.61/55.78 亿元，同比增长 58.8%/80%/22.3%，对应 EPS 为 1.53/2.75/3.36 元，PE 为 41/23/19 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	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	2,534	4,561	5,578
YoY(%)	53.0	-36.7	58.8	80.0	22.3
毛利率(%)	11.7	8.5	9.1	10.6	10.6
EPS(摊薄/元)	1.52	0.96	1.53	2.75	3.36
ROE(%)	19.1	11.4	15.4	22.1	21.6
P/E(倍)	41.4	65.5	41.2	22.9	18.7
P/B(倍)	7.5	7.2	6.2	5.0	4.0
净利率(%)	4.2	1.9	2.5	3.6	3.6

数据来源：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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	27527	35649	39776	49019	55376
流动负债	10849	13038	15329	20492	21726
短期借款	4736	3782	6254	7648	8776
应付票据及应付账款	2061	4459	3134	6300	5300
其他流动负债	4052	4797	5941	6544	7649
非流动负债	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
负债合计	12568	19715	21245	25827	26374
少数股东权益	986	1472	1785	2349	3039
股本	1661	1661	1661	1661	1661
资本公积	5042	5128	5128	5128	5128
留存收益	7534	8600	10878	14978	19992
归属母公司股东权益	13973	14461	16746	20842	25963
负债和股东权益	27527	35649	39776	49019	55376

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	485	3138	2283	4945	5921
净利润	2850	1811	2847	5125	6267
折旧摊销	126	119	1313	1604	1993
财务费用	236	403	323	379	396
投资损失	-2	-385	-175	-180	-185
营运资金变动	-3649	-620	-2013	-1968	-2533
其他经营现金流	924	1809	-14	-14	-16
投资活动现金流	-4321	-4223	-2485	-4202	-4707
筹资活动现金流	4014	779	-985	-1341	-1463
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.52	0.96	1.53	2.75	3.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	1.89	1.37	2.98	3.56
每股净资产(最新摊薄)	8.41	8.71	10.08	12.55	15.63

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	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	323	379	396
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
营业利润	3347	2468	3472	6268	7744
营业外收入	24	42	32	33	33
营业外支出	87	49	51	56	61
利润总额	3284	2462	3453	6245	7717
所得税	435	651	606	1120	1450
税后利润	2850	1811	2847	5125	6267
少数股东损益	327	215	313	564	689
归属母公司净利润	2523	1596	2534	4561	5578
EBITDA	3713	3049	5133	8278	10169

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	26.7	42.6	17.2	26.3	23.0
营业利润(%)	59.5	-26.3	40.7	80.5	23.6
归属于母公司净利润(%)	53.0	-36.7	58.8	80.0	22.3
获利能力					
毛利率(%)	11.7	8.5	9.1	10.6	10.6
净利率(%)	4.2	1.9	2.5	3.6	3.6
ROE(%)	19.1	11.4	15.4	22.1	21.6
ROIC(%)	15.3	8.5	10.6	15.8	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	45.7	55.3	53.4	52.7	47.6
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
营运能力					
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
估值比率					
P/E	41.4	65.5	41.2	22.9	18.7
P/B	7.5	7.2	6.2	5.0	4.0
EV/EBITDA	29.5	37.7	22.6	14.1	11.5

数据来源：最闻、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

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

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

