

海大集团 (002311.SZ)

2022 年中报点评：Q2 归母净利边际改善，有望持续受益猪价景气上行

买入

核心观点

2022Q2 营收同比增长明显，归母净利同比降幅缩窄。2022H1 营收同比+21.30%至 463.26 亿元，归母净利同比-40.07%至 9.19 亿元，公司 2022H1 业绩下滑，主要系：1) 2022H1 猪价行情整体低迷，影响了公司生猪养殖业务以及相关的饲料、动保等销售需求；2) 2022H1 玉米、豆粕等大宗农产品价格在高位盘整，饲料原材料成本压力上升。2022Q2 公司营收同比+17.32%至 263.72 亿元；归母净利同比-13.08%至 7.18 亿元，受益猪价行情回暖，同比降幅已较 2022Q1 收窄，环比增速达 257%，考虑到今年下半年猪价景气上行，海大作为农牧行业龙头，业绩有望持续回暖。

饲料市占率稳步提升，全产品线发展向好。公司 2022H1 饲料销量约 975 万吨（含养殖自用量），同比增长约 11%，占 2022 上半年全国工业饲料总产量的比例达 7.1%，较 2021 年全年 6.4%的占有率进一步明显提升。其中，水产饲料/禽饲料/猪饲料外销量分别同比增长 17%/5%/8%，全饲料产品线均取得较好表现。2022H1 饲料销售产品整体毛利率为 8.98%，同比减少 1.13%，较同行的单位超额盈利优势依然明显。此外，公司在 2022 上半年加大饲料业务产能投资建设，合计投资饲料业务约 17 亿元，同时新增 8 个饲料基地投产，增加产能约 200 万吨，目前仍有近 30 个饲料生产基地在建，为达成 2025 年销量 4000 万吨的股权激励销售目标夯实基础。

生猪养殖成本进步明显，动保、种苗等其他养殖链业务全面发展。生猪业务方面，2022H1 公司共出栏肉猪约 160 万头，对应归母净利亏损约 3.96 亿元，单头净利亏损约 230 元，综合养殖成本取得明显进步，生猪单位盈利行业领先。公司持续聚焦生猪养殖团队能力建设和自有育种体系建设，饲料端的研发及规模优势显现。动保业务方面，2022H1 收入达 6.12 亿元，同比增长 20.49%；其中，水产动保得益于领先的技术研发优势、完善的服务体系及成熟的养殖方案，拥有强大的市场竞争力；畜禽动保亦通过服务站这一抓手，增强客户粘性，取得较好市场效果。2022H1 公司种苗业务收入达 6.22 亿元，同比增长 23.66%，公司在水产种苗领域的核心技术优势明显，未来有望继续同饲料、动保等其他业务协同发展。

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。

投资建议：维持“买入”评级。公司有望成为农牧行业的标杆企业，长期坚定看好。预计公司 2022-2024 年归母净利 27.84/40.07/49.77 亿元，对应 EPS 分别为 1.68/2.41/3.00 元，最新收盘价对应 PE 分别 37/26/21 倍。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	60,324	85,999	106,062	125,494	142,655
(+/-%)	26.7%	42.6%	23.3%	18.3%	13.7%
净利润(百万元)	2523	1596	2784	4007	4977
(+/-%)	53.0%	-36.7%	74.5%	43.9%	24.2%
每股收益(元)	1.52	0.96	1.68	2.41	3.00
EBIT Margin	5.9%	2.9%	4.2%	5.2%	5.6%
净资产收益率 (ROE)	18.1%	11.0%	17.4%	22.0%	23.6%
市盈率 (PE)	40.7	64.4	36.9	25.6	20.6
EV/EBITDA	26.1	33.5	22.1	16.2	13.5
市净率 (PB)	7.35	7.10	6.42	5.63	4.86

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

农林牧渔 · 饲料

证券分析师：鲁家瑞 **联系人：李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn liruinan@guosen.com.cn
 S0980520110002

联系人：江海航
 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	61.83 元
总市值/流通市值	102700/102514 百万元
52 周最高价/最低价	78.00/52.52 元
近 3 个月日均成交额	393.01 百万元

市场走势



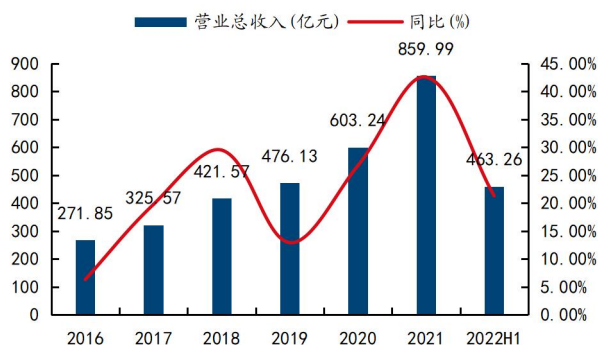
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海大集团 (002311.SZ) -2022H1 饲料主业稳步扩张，2022Q2 起业绩明显改善》——2022-08-19
 《海大集团 (002311.SZ) -2021 年年报及 2022 年一季报点评：业绩短期承压，生猪与饲料边际改善可期》——2022-04-21
 《海大集团 (002311.SZ) -2021 年业绩增速承压，饲料主业逆势扩张》——2022-03-01
 《海大集团-002311-2021 年三季报点评：养殖阶段性拖累业绩，饲料维持强劲增长》——2021-10-20
 《海大集团-002311-2021 年半年报点评：产能优势逐步加强，中报业绩强势增长》——2021-07-28

2022Q2 营收同比增长明显，归母净利同比降幅缩窄。2022H1 营收同比+21.30%至 463.26 亿元，归母净利同比-40.07%至 9.19 亿元，2022Q2 营收同比+17.32%至 263.72 亿元，归母净利同比-13.08%至 7.18 亿元，较 2022Q1 的同比下降幅度大幅缩窄。公司 2022 年上半年业绩下滑，主要系：1) 2022H1 猪价行情整体低迷，对公司自有的生猪养殖业务以及相关的饲料、动保等销售需求造成影响；2) 2022H1 玉米、豆粕等大宗农产品价格在高位盘整，因而导致饲料业务的原材料成本压力上升。2022Q2 受益猪价行情回暖，公司归母净利同比下降幅度已经较 2022Q1 收窄，且环比 2022Q1 增速达到 257%，考虑到今年下半年猪价有望持续保持高景气，预计海大作为农牧行业龙头，业绩亦有望核心受益。

图1：海大集团营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海大集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



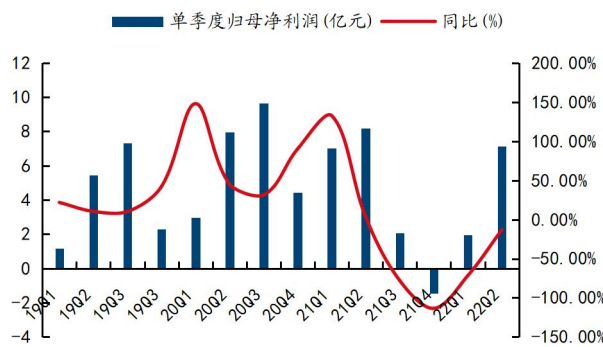
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海大集团归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：海大集团单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

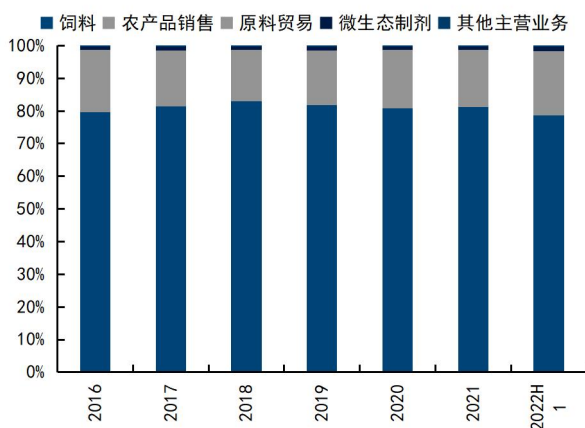
饲料市占率稳步提升，生猪综合养殖成本明显进步。分业务看，公司饲料业务表现亮眼，在原材料上涨、猪价行情整体低迷的行业大背景下，公司实现饲料销售规模稳步扩张，2022 上半年饲料销量约 975 万吨（含养殖自用量），同比增长约 11%，占 2022 上半年全国工业饲料总产量的比例达 7.1%，较 2021 年全年 6.4% 的占有率进一步提升。其中，水产饲料/禽饲料/猪饲料外销量分别同比增长 17%/5%/8%，全饲料产品线均取得较好表现。2022H1 饲料销售产品整体毛利率为 8.98%，同比减少 1.13%，较同行的单位超额盈利优势依然明显。此外，公司在 2022 上半年加大饲料业务产能投资建设，合计投资饲料业务约 17 亿元，同时新增 8 个饲料基地投产，

增加产能约 200 万吨，目前仍有近 30 个饲料生产基地在建，为达成 2025 年销量 4000 万吨的股权激励销售目标夯实基础。

公司生猪养殖成本进步明显，盈利有望受益猪价景气上行。2022H1 公司共出栏生猪约 160 万头，对应归母净利润亏损约 3.96 亿元，对应单头净利亏损为 230 元，综合养殖成本取得明显进步，生猪单位盈利达到行业领先水平。公司持续聚焦生猪养殖团队能力建设和自有育种体系建设，团队管理能力和专业能力进一步提升，饲料端的研发及规模优势进一步显现。考虑到目前猪价景气上行，未来公司养殖业务有望受益行情整体恢复，进一步贡献业绩增量。

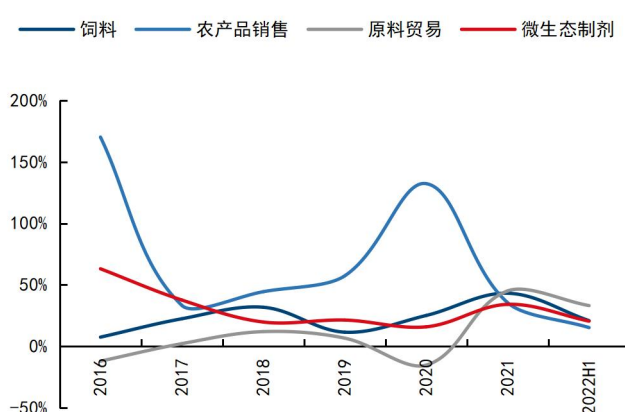
动保、种苗及其他养殖链业务全面发展。2022H1 公司动保业务实现收入 6.12 亿元，同比增长 20.49%；其中，水产动保基于公司在水产养殖链的固有技术、产品、研发等综合优势，辅以满足完善的服务体系及成熟的养殖方案进行赋能，拥有强大的市场竞争力和优秀的市场口碑；畜禽动保产品亦通过畜禽动保服务站这一抓手，持续增强客户粘性，取得较好发展。2022H1 公司种苗业务实现收入 6.22 亿元，其中虾苗业务表现突出，营收同比增长 25.67%，毛利率达 55.76%；公司在水产种苗领域的核心技术优势明显，已培育出凡纳滨对虾“海兴农 2 号”、长珠杂交鳊等多款国家水产新品种，拥有了全球领先的虾苗和淡水鱼苗研发技术，并且率先构建了育繁推一体化的商业化种业体系，公司水产种苗业务未来有望同饲料、动保等其他业务继续协同发展。

图5：海大集团分业务营收占比（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：海大集团分业务营收增速（%）

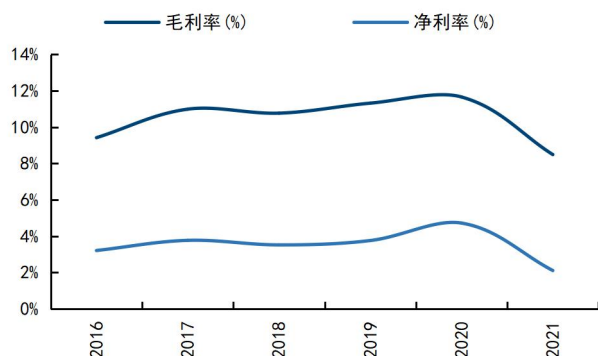


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营扩张带来期间费用短期抬升，管理经营仍将持续优化。2022H1 销售/管理/财务费用率分别为 2.18%/3.24%/0.66%，同比-0.45%/+11.34%/+40.43%。公司在员工费用及财务费用方面的开支提升，公司以 2025 年饲料销量 4000 万吨为销售目标，进一步扩大人才招聘和激励，计提股权激励费用导致管理费用有所提升，2022H1 股权激励费用为 2.07 亿元，同比增加 1.77 亿元；另外，因公司规模扩大带来的借款金额增加等原因，公司财务费用上升也较快。但公司重视组织管理效率提升，充分发挥中台管理优势，通过构建“采购+研发+销售+生产”四位一体管理模式，确保公司内部快速联动，提高市场影响力，并推行三级研发体系，确保技术成果前瞻性、可持续输出及快速转化，能够最大程度促进管理及研发效率加强。公司 2022H1 研发投入达 3.3 亿元，同比增长约 40%，对研发的战略性重视与持续投入有望成为公司业绩增长的核心驱动力。此外，公司制定了未来五年饲料

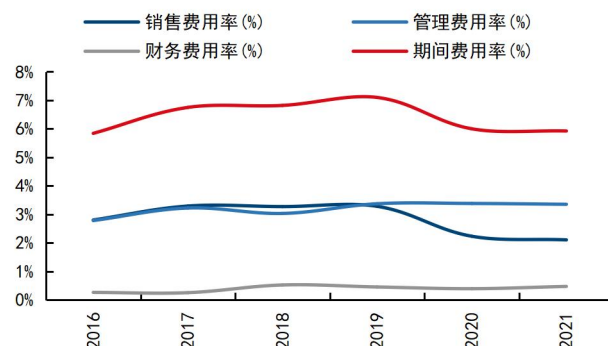
销量 CAGR 达 21% 的股权激励业绩目标，2025 年销量目标达 4000 万吨，首次授予涉及激励对象共计 4083 人，有望自上而下充分调动团队积极性。

图7：海大集团分毛利率及净利率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：海大集团期间费用率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：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。预计公司 2022-2024 年归母净利 27.84/40.07/49.77 亿元，对应 EPS 分别为 1.68/2.41/3.00 元，最新收盘价对应 PE 分别 37/26/21 倍。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
002385.SZ	大北农	8.91	369.00	0.05	0.44	0.54	166	20	16	买入
002567.SZ	唐人神	9.59	116.00	0.02	1.26	1.32	499	8	7	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测（未评级公司按 wind 一致预期进行预测）

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2056	1740	3481	4824	5059	营业收入	60324	85999	106062	125494	142655
应收款项	1817	2082	2826	3340	3793	营业成本	53292	78699	95180	111302	125369
存货净额	7255	8923	11267	13143	14781	营业税金及附加	69	103	108	151	185
其他流动资产	2796	3346	3886	4472	4941	销售费用	1343	1808	2758	3388	4280
流动资产合计	14264	16103	21471	25792	28587	管理费用	1559	2229	2658	3109	3526
固定资产	9295	12803	16503	17013	16337	研发费用	479	653	858	1051	1284
无形资产及其他	1257	1490	1432	1373	1315	财务费用	236	403	473	541	476
投资性房地产	2651	4950	4950	4950	4950	投资收益	2	385	150	150	160
长期股权投资	59	301	389	466	1966	资产减值及公允价值变动	45	119	50	100	30
资产总计	27527	35649	44746	49595	53156	其他收入	(525)	(793)	(858)	(1051)	(1284)
短期借款及交易性金融负债	4878	4346	8000	7900	6000	营业利润	3347	2468	4226	6202	7726
应付款项	2061	4459	4463	5188	5814	营业外净收支	(62)	(6)	(24)	(200)	(100)
其他流动负债	3910	4233	6227	7175	7987	利润总额	3284	2462	4202	6002	7626
流动负债合计	10849	13038	18689	20263	19801	所得税费用	435	651	1051	1470	1983
长期借款及应付债券	1161	4411	5411	5411	5411	少数股东损益	327	215	367	524	666
其他长期负债	558	2266	2905	3543	4181	归属于母公司净利润	2523	1596	2784	4007	4977
长期负债合计	1719	6677	8316	8954	9592	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	12568	19715	27005	29217	29392	净利润	2523	1596	2784	4007	4977
少数股东权益	986	1472	1748	2141	2640	资产减值准备	7	15	28	5	(2)
股东权益	13973	14461	15993	18237	21123	折旧摊销	839	1148	1382	1645	1767
负债和股东权益总计	27527	35649	44746	49595	53156	公允价值变动损失	(45)	(119)	(50)	(100)	(30)
						财务费用	236	403	473	541	476
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(4364)	(338)	(963)	(661)	(487)
每股收益	1.52	0.96	1.68	2.41	3.00	其它	211	73	248	388	501
每股红利	0.51	0.57	0.75	1.06	1.26	经营活动现金流	(830)	2376	3429	5285	6726
每股净资产	8.41	8.71	9.63	10.98	12.72	资本开支	0	(4712)	(5001)	(2001)	(1001)
ROIC	17.35%	7.14%	11%	15%	19%	其它投资现金流	(310)	327	0	0	0
ROE	18.05%	11.04%	17%	22%	24%	投资活动现金流	(307)	(4627)	(5088)	(2078)	(2501)
毛利率	12%	8%	10%	11%	12%	权益性融资	8	418	0	0	0
EBIT Margin	6%	3%	4%	5%	6%	负债净变化	340	3250	1000	0	0
EBITDA Margin	7%	4%	6%	6%	7%	支付股利、利息	(845)	(941)	(1253)	(1763)	(2090)
收入增长	27%	43%	23%	18%	14%	其它融资现金流	2346	(3101)	3654	(100)	(1900)
净利润增长率	53%	-37%	74%	44%	24%	融资活动现金流	1343	1935	3401	(1863)	(3990)
资产负债率	49%	59%	64%	63%	60%	现金净变动	207	(317)	1741	1343	235
股息率	0.8%	0.9%	1.2%	1.7%	2.0%	货币资金的期初余额	1850	2056	1740	3481	4824
P/E	40.7	64.4	36.9	25.6	20.6	货币资金的期末余额	2056	1740	3481	4824	5059
P/B	7.4	7.1	6.4	5.6	4.9	企业自由现金流	0	(2057)	(1207)	3885	6208
EV/EBITDA	26.1	33.5	22.1	16.2	13.5	权益自由现金流	0	(1909)	3092	3377	3955

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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