



评级 推荐（维持）

报告作者

 作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
 联系人 赵雅斐
 电子邮箱 zhaoyf707@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1661.16
流通A股/B股(百万股)	1661.16/0.00
资产负债率(%)	61.50
每股净资产(元)	8.64
市净率(倍)	7.01
净资产收益率(加权)	10.68
12个月内最高/最低价	75.60/53.53

相关研究

 《产品服务协同发展,饲料龙头行稳致远》
 2021.11.03

单季净利润降幅缩窄, 饲料业务逆势扩张

——海大集团 2022 年半年报点评

事件

8月30日,公司发布《2022年半年度报告》,上半年实现营收463.26亿元,同比增长21.30%;实现归母净利润9.19亿元,同比减少40.07%;实现扣非归母净利润9.05亿元,同比减少39.53%。

点评

上半年业绩整体承压, Q2 净利润环比降幅缩窄。公司上半年营收稳步增长,净利润整体承压,主要系:1)上半年饲料成本上涨,饲料产品价格涨幅不及成本涨幅,毛利率同比下降1.13pct;2)上半年猪价低位运行,生猪养殖业务归母净利润亏损3.68亿元。剔除生猪养殖业务后,公司实现盈利12.87亿元,同比-14.82%,主要系员工激励费用摊销同比+1.77亿元。2022Q2实现营业收入263.73亿元(同比+17.33%),归母净利润7.18亿元(同比-13.08%),较2022Q1归母净利润同比降幅(-71.62%)大幅收窄,主要受益于二季度猪价回暖,生猪养殖业务业绩改善。

饲料业务逆势增长,盈利改善可期。2022H1饲料成本上涨和猪价低迷导致下游饲料需求下降,全国工业饲料产量同比-4.3%,市场容量收紧。公司在激烈的行业竞争态势下积极优化产能布局、提升产能利用率,上半年饲料业务投资约17亿元,8个饲料基地正式投产,增加产能约200万吨,上半年实现饲料销量974万吨(同比+10.56%),约占上半年全国饲料总产量的7.13%,较2021年同期增加0.77pct,市场份额提升,实现逆势扩张。分品类看,上半年水产饲料外销量同比+17%,禽饲料外销量同比+5%,猪饲料外销量同比+8%。近期下游猪和禽养殖利润改善,饲料业务两头承压局面有所好转。下半年为养殖行业传统旺季,养殖企业饲料需求有望回暖,公司凭借自身“饲料,种苗和动保”一体两翼优势下较强的综合养殖技术服务及卓越的产品力,有望进一步获得市场份额的提升。

下半年猪价有望高位运行,养殖业务助力利润高增。2022H1公司出栏肉猪约为160万头,实现归母净利润-3.68亿元;其中Q1出栏生猪约83万头,亏损-3.02亿元,Q2出栏生猪约77万头,亏损-0.66亿元,亏损环比大幅收窄,盈利能力明显改善。2021年下半年生猪产能集中去化,对应2022年下半年生猪供给或呈下降趋势,叠加四季度消费需求逐步复苏,下半年猪价有望高位运行。此外,公司自有育种体系稳步推进,有望进一步提高养殖效率,降低养殖成本,预计生猪养殖业务下半年扭亏为盈,助力公司业绩高增。

投资建议

国内饲料龙头,多元化产业链铸造壁垒。考虑到公司核心主业饲料业务盈利改善可期,养殖业务向好,预计公司业绩弹性将持续释放。我们预计,2022-2024年,公司营业收入分别为1058.59/1290.78/1532.94亿元,归母净利润分别为26.44/46.18/61.19亿元,对应EPS1.59/2.78/3.68元/股,当前股价对应PE分别为38.01/21.76/16.42倍,维持“推荐”评级。

风险提示

上游原材料价格大幅波动;动物疫病风险;环保政策。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	85998.56	105858.98	129077.77	153293.81
增长率 (%)	42.56	23.09	21.93	18.76
归母净利润	1596.05	2643.74	4618.28	6118.92
增长率 (%)	-36.73	65.64	74.69	32.49
EPS (元/股)	0.96	1.59	2.78	3.68
市盈率 (P/E)	76.35	38.01	21.76	16.42
市净率 (P/B)	8.42	5.96	4.68	3.64

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所基于9月2日股价60.50元测算

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	85998.56	105858.98	129077.77	153293.81
%同比增速	42.56%	23.09%	21.93%	18.76%
营业成本	78698.78	96208.48	115360.88	136172.50
毛利	7299.78	9650.50	13716.89	17121.31
%营业收入	8.49%	9.12%	10.63%	11.17%
税金及附加	103.11	127.52	152.54	183.20
%营业收入	0.12%	0.12%	0.12%	0.12%
销售费用	1808.25	2540.62	2968.79	3372.46
%营业收入	2.10%	2.40%	2.30%	2.20%
管理费用	2228.52	2699.40	3304.39	3970.31
%营业收入	2.59%	2.55%	2.56%	2.59%
研发费用	653.00	836.29	1019.71	1211.02
%营业收入	0.76%	0.79%	0.79%	0.79%
财务费用	402.89	267.83	319.15	318.26
%营业收入	0.47%	0.25%	0.25%	0.21%
资产减值损失	-72.19	0.65	0.87	0.51
信用减值损失	-87.40	0.00	0.00	0.00
其他收益	90.87	135.69	173.31	188.10
投资收益	384.85	277.73	306.91	484.22
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	47.11	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.65	8.55	10.40	8.63
营业利润	2467.90	3601.48	6443.79	8747.51
%营业收入	2.87%	3.40%	4.99%	5.71%
营业外收支	-6.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	2461.77	3601.48	6443.79	8747.51
%营业收入	2.86%	3.40%	4.99%	5.71%
所得税费用	650.68	650.70	1239.97	1858.61
净利润	1811.09	2950.78	5203.82	6888.90
%营业收入	2.11%	2.79%	4.03%	4.49%
归属于母公司的净利润	1596.05	2643.74	4618.28	6118.92
%同比增速	-36.73%	65.64%	74.69%	32.49%
少数股东损益	215.04	307.04	585.54	769.98
EPS (元/股)	0.96	1.59	2.78	3.68

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.96	1.59	2.78	3.68
BVPS	8.71	10.15	12.93	16.61
PE	76.35	38.01	21.76	16.42
PEG	—	0.58	0.29	0.51
PB	8.42	5.96	4.68	3.64
EV/EBITDA	35.86	21.58	13.18	10.02
ROE	11.04%	15.68%	21.50%	22.17%
ROIC	6.85%	9.33%	13.46%	14.50%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1740	2458	6447	9802
交易性金融资产	3	3	3	3
应收账款及应收票据	1303	1678	2239	2170
存货	8923	11791	12849	15949
预付账款	2551	2509	3599	4071
其他流动资产	1584	1562	2083	1972
流动资产合计	16103	20001	27220	33968
长期股权投资	301	389	497	643
投资性房地产	27	20	17	13
固定资产合计	11272	12728	13857	14354
无形资产	1490	1622	1750	1875
商誉	365	359	363	369
递延所得税资产	735	735	735	735
其他非流动资产	5356	6198	7455	8922
资产总计	35649	42052	51894	60879
短期借款	3782	6282	8282	9282
应付票据及应付账款	4459	3779	5456	5691
预收账款	0	1147	466	739
应付职工薪酬	1213	1577	1891	2187
应交税费	241	293	380	435
其他流动负债	3343	3661	4902	5139
流动负债合计	13038	16739	21377	23473
长期借款	4411	4411	4411	4411
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	178	178	178	178
其他非流动负债	2087	2087	2087	2087
负债合计	19715	23416	28054	30150
归属于母公司的所有者权益	14461	16857	21476	27594
少数股东权益	1472	1779	2365	3135
股东权益	15933	18637	23840	30729
负债及股东权益	35649	42052	51894	60879

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	3138	2527	6457	6539
投资	65	-86	-111	-147
资本性支出	-4644	-3967	-4320	-4138
其他	355	278	307	484
投资活动现金流净额	-4223	-3776	-4124	-3801
债权融资	-14557	0	0	0
股权融资	418	0	0	0
银行贷款增加(减少)	17029	2500	2000	1000
筹资成本	-941	-533	-344	-383
其他	-1171	0	0	0
筹资活动现金流净额	779	1967	1656	617
现金净流量	-330	718	3990	3355

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，东亚前海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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免責聲明

東亞前海證券有限責任公司經中國證券監督委員會批復，已具備證券投資諮詢業務資格。

本報告由東亞前海證券有限責任公司（以下簡稱東亞前海證券）向其機構或個人客戶（以下簡稱客戶）提供，無意針對或意圖違反任何地區、國家、城市或其它法律管轄區域內的法律法規。

東亞前海證券無需因接收人收到本報告而視其為客戶。本報告是發送給東亞前海證券客戶的，屬於機密材料，只有東亞前海證券客戶才能參考或使用，如接收人並非東亞前海證券客戶，請及時退回並刪除。

本報告所載的全部內容只供客戶做參考之用，並不構成對客戶的投資建議，並非作為買賣、認購證券或其它金融工具的邀請或保證。東亞前海證券根據公開資料或信息客觀、公正地撰寫本報告，但不保證該公開資料或信息內容的準確性或完整性。客戶請勿將本報告視為投資決策的唯一依據而取代個人的獨立判斷。

東亞前海證券不需要採取任何行動以確保本報告涉及的內容適合於客戶。東亞前海證券建議客戶如有任何疑問應當諮詢證券投資顧問並獨自進行投資判斷。本報告並不構成投資、法律、會計或稅務建議或擔保任何內容適合客戶，本報告不構成給予客戶個人諮詢建議。

本報告所載內容反映的是東亞前海證券在發表本報告當日的判斷，東亞前海證券可能發出其它與本報告所載內容不一致或有不同結論的報告，但東亞前海證券沒有義務和責任去及時更新本報告涉及的內容並通知客戶。東亞前海證券不對因客戶使用本報告而導致的損失負任何責任。

本報告可能附帶其它網站的地址或超級鏈接，對於可能涉及的東亞前海證券網站以外的地址或超級鏈接，東亞前海證券不对其內容負責。本報告提供這些地址或超級鏈接的目的純粹是為了客戶使用方便，鏈接網站的內容不構成本報告的任何部分，客戶需自行承擔瀏覽這些網站的費用或風險。

東亞前海證券在法律允許的情況下可參與、投資或持有本報告涉及的證券或進行證券交易，或向本報告涉及的公司提供或爭取提供包括投資銀行業務在內的服務或業務支持。東亞前海證券可能與本報告涉及的公司之間存在業務關係，並無需事先或在獲得業務關係後通知客戶。

除非另有說明，所有本報告的版權屬於東亞前海證券。未經東亞前海證券事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式更改、複製、傳播本報告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版權的其他方式使用。所有在本報告中使用的商標、服務標識及標記，除非另有說明，均為東亞前海證券的商標、服務標識及標記。

東亞前海證券版權所有並保留一切權利。

機構銷售通訊錄

地區	聯繫人	聯繫電話	郵箱
北京地區	林澤娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地區	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
廣深地區	劉海華	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

聯繫我們

東亞前海證券有限責任公司 研究所

北京地區：北京市東城區朝陽門北大街8號富華大廈A座二層

郵編：100086

上海地區：上海市浦東新區世紀大道1788號陸家嘴金控廣場1號27樓

郵編：200120

廣深地區：深圳市福田区中心四路1號嘉里建設廣場第一座第23層

郵編：518046

公司網址：<http://www.easec.com.cn/>