

## Q2 业绩扭亏为盈，毛利率改善显著

**粤海饲料(001313.SZ)**
**推荐**

首次评级

**核心观点：**

- 事件：**公司发布2023年半年度报告：公司营收28.18亿元，同比+3.05%；归母净利润-0.35亿元，同比+33.83%；扣非后归母净利润为-0.42亿元，同比+29.31%。
- Q2 业绩扭亏为盈，毛利率改善显著。**2023H1公司业绩改善的主要原因是公司持续推进配方的原材料替代、产品结构优化调整等一系列降本增效措施，有效地抵消了部分因上游原材料鱼粉价格持续高位大幅上涨以及下游水产养殖短期下行带来的不利影响。H1公司综合毛利率10.84%，同比+2.08pct；期间费用率为9.55%，同比-0.96pct，主要源于公司销售、管理费用的明显下降。但受行业性质以及销售模式影响，H1公司计提信用减值损失0.96亿元，同比+0.61亿元，对公司净利润产生较大影响。单季度来看，Q2公司营收18.61亿元，同比+6.20%；归母净利润0.14亿元，同比+220.99%；扣非后归母净利润为0.11亿元，同比+182.06%；公司综合毛利率11.44%，同比+3.02pct；期间费用率为8.55%，同比-0.86pct。
- H1 饲料收入&盈利双升，销量略有下行。**23H1受经济形势、天气、病害等不利因素影响，水产养殖短期下行，公司饲料销量同比略有下降。23H1公司饲料销售实现营收26.68亿元，同比+4.36%，占总营收的比重为94.68%；毛利率为9.75%，同比+1.70pct。在保障主要产品市场份额的前提下，公司持续调整优化产品结构，提升高附加值产品的销售市场力度与份额，从而提高整体毛利率。在饲料原料方面，公司较为精准研判到鱼粉价格波动趋势，提前储备，为公司三季度旺季饲料生产及成本控制打下基础。同时公司持续加大研发力度，加大鱼粉等主要原料替代技术的应用，成效逐步显现，利好后续饲料盈利能力提升。
- 优化产业布局，水产饲料产能持续扩张。**公司贯彻“贴近市场、辐射周边”的生产基地布局策略，一方面充分利用现有生产基地产能，巩固区域优势；另一方面不断加快募投项目建设。此前，中山泰山年产15万吨水产配合饲料扩建项目已于22年7月投产，海南年产12万吨水产配合饲料项目已于23年3月投产，目前整体经营处在爬坡期。另外，安徽年产10万吨水产配合饲料项目正在建设中，预计于25年8月投产。2020年公司水产饲料设计产能199.2万吨，实际产能119.5万吨，若募投项目全部投产并达产，公司将新增实际产能37万吨/年，有望帮助解决公司产品在华东、海南、珠三角区域的产能不足、销售半径长、运输成本高等问题，进一步提高公司产品的供应能力，从而提升市占率。
- 投资建议：**公司深耕特种水产饲料领域，兼营水产动保产品、水产品等业务，拥有深厚的技术底蕴、丰富的产品种类和完善的营销网络。公司持续推进饲料产能扩张，并积极布局以高端水产蛋白为核心的新兴水产品预制菜产业，公司业绩增长可期。我们预计2023-2024年EPS分别为0.29元、0.4元，对应PE为31倍、23倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动的风险；下游产品价格波动的风险；应收账款相关信用风险；自然灾害的风险等。

**分析师**

谢芝优

021-68597609

xiezhiyou\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

**市场数据**

2023-08-25

A股收盘价(元)	9.08
股票代码	001313
A股一年内最高价/最低价(元)	11.15/7.82
上证指数	3,064.07
总股本/实际流通A股(万股)	70,000/21,809
流通A股市值(亿元)	20

**相对沪深300表现图**


资料来源：中国银河证券研究院

**相关研究**

表1：主要财务指标预测

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7091.87	8544.45	10231.34	12253.33
增长率	5.45%	20.48%	19.74%	19.76%
归母净利润 (百万元)	115.07	202.93	277.28	338.76
增长率	-38.70%	76.36%	36.64%	22.17%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.29	0.40	0.48
净资产收益率 ROE	4.13%	6.82%	8.64%	9.70%
PE	55	31	23	19

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	998.94	854.45	1023.13	1225.33	营业收入	7091.87	8544.45	10231.34
应收和预付款项	1444.45	1436.57	1762.59	2156.32	营业成本	6395.14	7623.31	9123.00
存货	660.98	798.65	951.77	1141.29	营业税金及附加	10.90	13.17	15.76
其他流动资产	124.21	108.51	111.03	114.06	销售费用	184.73	244.00	289.16
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用 (含研发)	344.08	444.31	511.57
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	29.44	29.26	31.02
固定资产和在建工程	977.65	831.01	684.37	537.72	资产减值损失	0.03	0.00	0.00
无形资产和开发支出	196.38	167.47	138.56	109.65	投资收益	9.30	10.00	10.00
其他非流动资产	145.56	153.03	160.50	167.97	公允价值变动损益	0.70	0.47	0.55
资产总计	4548.18	4349.68	4831.96	5452.36	其他经营损益	0.00	0.00	0.00
短期借款	777.26	478.33	513.06	653.20	营业利润	109.18	200.86	271.39
应付和预收款项	808.24	864.34	1074.00	1269.71	其他非经营损益	0.92	1.11	0.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	110.10	201.98	272.31
其他负债	172.71	37.62	39.05	40.77	所得税	-5.24	-0.46	-4.73
负债合计	1758.21	1380.29	1626.11	1963.68	净利润	115.34	202.44	277.04
股本	700.00	700.00	700.00	700.00	少数股东损益	0.27	-0.50	-0.24
资本公积	643.05	643.05	643.05	643.05	归属母公司股东净利润	115.07	202.93	277.28
留存收益	1449.90	1629.82	1866.51	2149.81				
归属母公司股东权益	2792.95	2972.87	3209.56	3492.86				
少数股东权益	-2.99	-3.48	-3.72	-4.19				
股东权益合计	2789.97	2969.39	3205.85	3488.68				
负债和股东权益合计	4548.18	4349.68	4831.96	5452.36				
					<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
					总资产周转率	1.72	1.92	2.23
					固定资产周转率	8.54	11.22	16.65
					应收账款周转率	6.60	6.21	6.71
					存货周转率	9.85	10.43	10.40
					资产负债率	38.66%	31.73%	33.65%
					带息债务/总负债	44.21%	34.65%	31.55%
					流动比率	1.87	2.37	2.41
					速动比率	1.49	1.78	1.82
					股利支付率	33.46%	11.34%	14.64%
					ROE	4.13%	6.82%	8.64%
					ROA	2.54%	4.65%	5.73%
					ROIC	5.32%	7.40%	9.23%
					EBITDA/销售收入	3.35%	4.75%	4.68%
					EBITDA	237.68	406.21	478.50
					PE	55.24	31.32	22.92
					PB	2.28	2.14	1.98
					PS	0.90	0.74	0.62
					EV/EBITDA	24.86	14.11	11.69
					股息率	0.61%	0.36%	0.64%
								0.87%
数据来源：公司数据，中国银河证券研究院								

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**谢芝优** **农业行业首席分析师**。证券研究从业 8+ 年，南京大学管理学硕士，曾供职于西南证券、国泰君安证券，2018 年加入银河证券。曾获 2022 年第十届 Choice 最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队，2016 年新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址： [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区： 程 聰 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

上海地区： 陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

李洋洋 021-20252671 [liyangyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyangyang_yj@chinastock.com.cn)

北京地区： 田 薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)