

海大集团 (002311.SZ)

买入

2023 半年报点评：2023H1 营收与净利实现同比双增长，饲料、养殖、动保、种苗多业务稳步发展

核心观点

2023H1 营收及净利均实现明显同比增长。公司 2023H1 营收同比+13.84%至 527.37 亿元，归母净利同比+19.78%至 11.00 亿元，2023Q2 营收同比+11.40%至 293.78 亿元，归母净利同比-3.56%至 6.92 亿元，公司 2023H1 营收及业绩实现明显增长。2023H1 肉鸭、蛋禽等禽饲料需求明显回暖，得益于产业链现金流持续改善，养殖户补栏积极性上升；猪饲料整体需求较为稳定，优质养殖户凭借竞争优势仍保持正常经营周转；水产饲料需求下降，主要系年初水产养殖面临较大的库存去化压力，同时鱼粉等原材料价格大涨，给水产饲料行业带来较大成本压力。在养殖行情波动、终端消费不及预期的大环境下，公司凭借竞争优势在养殖成本方面持续改善、饲料及动保产品竞争力进一步加强，2023H1 业绩同比明显改善。

饲料市占率稳步提升，全产品线实现销量同比增长。公司饲料业务表现突出，实现饲料销售规模稳步扩张，2023H1 饲料销量约 1087 万吨（含养殖自用量 83 万吨），逆势同比增长约 12%，占 2022 年全国工业饲料总产量的比例达 7.28%，较 2022 年全年 7.16% 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 1%/8%/22%。2023H1 饲料销售产品整体毛利率为 8.84%，同比减少 0.14%，但较同行的单位超额盈利优势依然明显。公司继续加大饲料业务产能投资建设，对未来实现年饲料销量 4000 万吨的战略目标充满信心。

生猪养殖经营指标表现优秀，动保、种苗等其他养殖链业务发展向好。公司在专业化的基础上拓展下游养殖，2023H1 出栏生猪约 220 万头，经测算我们估计公司 2023H1 单头生猪经营性亏损接近 110-130 元，单位超额收益优势显著，存活率、养殖效率等多项指标位于行业前列，未来饲料端的研发及规模优势有望进一步显现。水产养殖方面，目前公司主要养殖生鱼、对虾等特种水产品，2023H1 营收约 6.75 亿元。公司工业化对虾养殖项目稳步落地，其通过工厂化科学设计、循环水系统、生物饵料技术及严格生物防控，较传统养殖模式具有安全可控、质量稳定等优势，经营效果良好，未来产能放量后有望成为公司业务新增长点。

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 2023-2025 年归母净利 40.02/52.76/59.66 亿元，最新收盘价对应 PE 分别 18/14/12 倍。

公司研究 · 财报点评

农林牧渔 · 饲料

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

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 44.40 元
总市值/流通市值 73871/73818 百万元
52 周最高价/最低价 65.47/43.98 元
近 3 个月日均成交额 183.23 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) - 2022 年年报及 2023Q1 季报点评：2022 年及 2023Q1 营收净利均实现同比双增长，饲料、养殖、动保、种苗多元化经营向好》——2023-04-25

《海大集团 (002311.SZ) - 2022 年归母净利调整后预计同比增长 79.06%，2023Q1 归母净利预计同比增长 91.82% - 106.77%》——2023-04-17

《海大集团 (002311.SZ) - 2022Q3 归母净利预计环比增长 51.95% 至 93.73%，前三季度生猪养殖业务扭亏为盈》——2022-10-10

《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》——2022-08-30

《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

盈利预测和财务指标

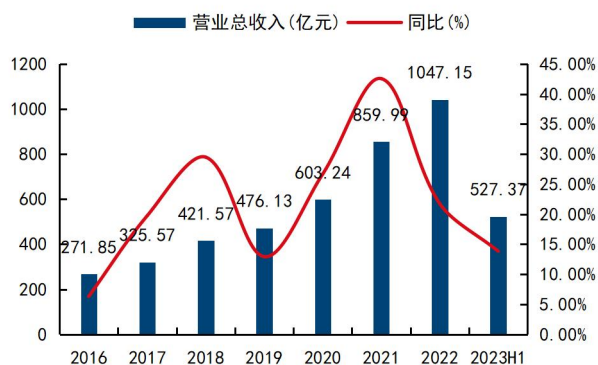
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	85,999	104,715	123,647	141,313	160,872
(+/-%)	42.6%	21.8%	18.1%	14.3%	13.8%
净利润(百万元)	1596	2954	4002	5276	5966
(+/-%)	-36.7%	85.1%	35.5%	31.8%	13.1%
每股收益(元)	0.96	1.78	2.41	3.18	3.59
EBIT Margin	2.9%	4.1%	4.5%	5.4%	5.5%
净资产收益率 (ROE)	11.0%	16.6%	20.0%	23.0%	22.6%
市盈率 (PE)	46.2	25.0	18.4	14.0	12.4
EV/EBITDA	25.6	16.8	14.2	11.0	9.8
市净率 (PB)	5.10	4.14	3.68	3.21	2.79

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

2023H1 营收及净利均实现明显同比增长。公司 2023H1 营收同比+13.84%至 527.37 亿元，归母净利同比+19.78%至 11.00 亿元，2023Q2 营收同比+11.40%至 293.78 亿元，归母净利同比-3.56%至 6.92 亿元，公司 2023H1 营收及业绩实现明显增长。2023H1 肉鸭、蛋禽等禽饲料需求明显回暖，得益于产业链现金流持续改善，养殖户补栏积极性上升；猪饲料整体需求较为稳定，优质养户凭借竞争优势仍保持正常经营周转；水产饲料需求下降，主要系年初水产养殖面临较大的库存去化压力，导致水产价格普遍低位，养殖户采取控料以压缩成本，同时鱼粉等动物蛋白原材料价格大涨，给水产饲料行业带来较大成本压力。在养殖行情波动、终端消费不及预期的大环境下，公司凭借竞争优势在养殖成本方面持续改善、饲料及动保产品竞争力进一步加强，2023H1 业绩同比明显改善。

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、%）



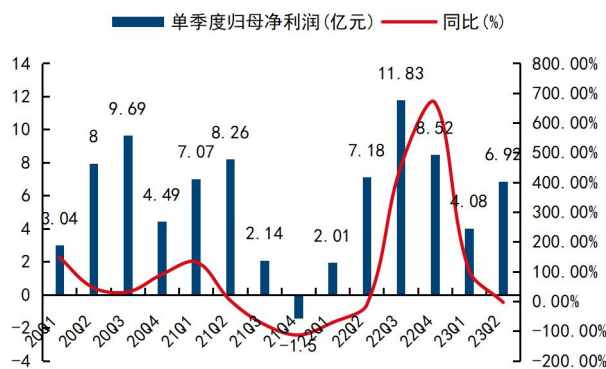
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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，养殖、种苗、动保等多元化业务发展向好。分业务看，公司饲料业务表现突出，实现饲料销售规模稳步扩张，2023H1 饲料销量约 1087 万吨（含养殖自用量 83 万吨），逆势同比增长约 12%，占 2022 年全国工业饲料总产量的比例达 7.28%，较 2022 年全年 7.16% 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 1%/8%/22%。2023H1 饲料销售产品整体毛利率为 8.84%，同比减少 0.14%，但较同行的单位超额盈利优势依然明显。公司继续加大饲料业

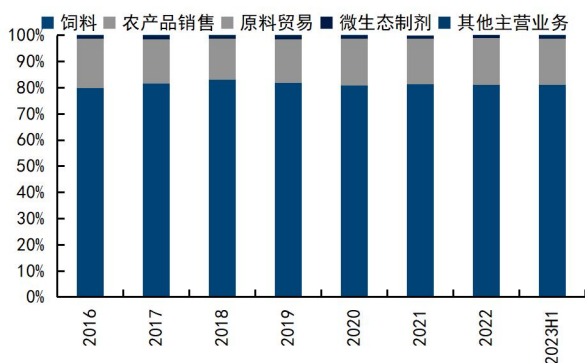
务产能投资建设，对未来实现年饲料销量 4000 万吨的战略目标充满信心。

此外，公司在专业化的基础上持续拓展下游养殖业务。生猪养殖业务方面，2023H1 公司共出栏生猪约 220 万头，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，存活率、养殖效率等多项指标位于行业前列，未来饲料端的研发及规模优势进一步显现。水产养殖方面，目前公司主要养殖品种是生鱼、对虾等特种水产品，2023H1 实现营业收入约 6.75 亿元。其中，公司工业化对虾养殖项目实现稳步落地，工业化养虾模式通过工厂化科学设计、循环水系统、生物饵料技术及严格生物防控，与传统养殖模式比具有安全可控、质量稳定等优势，经营效果良好。未来公司将持续聚焦具备整体优势、养殖风险可控的水产品种，凭借优质的饲料-种苗-动保三体赋能、精细化管理、专业化运作，在打造出团队专业能力的基础上适当扩大养殖规模。

动保、种苗及其他养殖链业务全面发展。2023H1 公司动保业务实现收入 6.08 亿元，同比基本持平；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，目前畜禽动保服务站建站数量已初具规模，在积累一定经验后，公司计划总结优化，探索畜禽动保服务站的经营服务体系迭代升级，不断提升竞争优势。

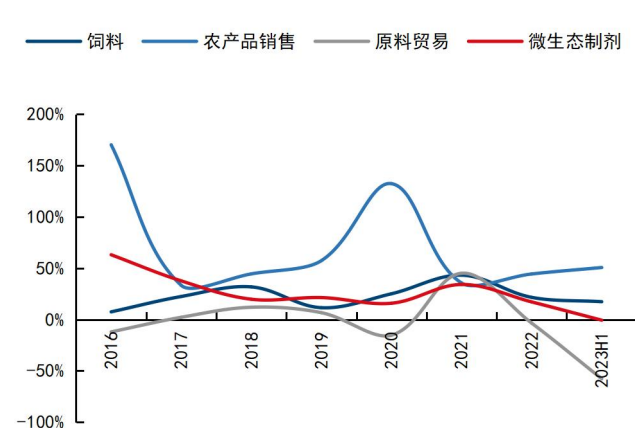
2023H1 公司种苗业务实现收入 7.31 亿元，其中虾苗业务表现突出，营收同比增长 25%，毛利率同比增长约 3%。公司在水产种苗领域的核心技术优势明显，已自主研发培育出凡纳滨对虾“海兴农 2 号”、长珠杂交鳊等 5 个国家水产新品种，公司组建了一支以“合作专家+博士+硕士+专业技术人员”为核心的高水平育种研发团队，拥有了全球领先的虾苗和淡水鱼苗研发技术，并且率先构建了育繁推一体化的商业化种业体系，虾苗和鱼苗年销量居全球第一，市场效果表达突出。公司水产种苗业务未来有望同饲料、动保等其他业务继续协同发展。

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（%）

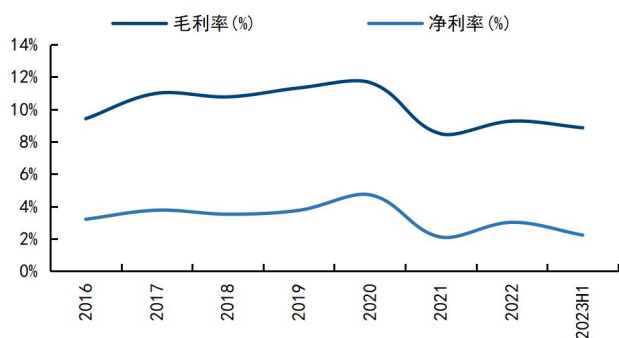


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023H1 期间费用整体稳定，管理经营仍将持续优化。2023H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 2.16%/3.11%/0.58%，同比+0.27pct/-0.04pct/+0.01pct。公司销售费用略有提升，主要是公司经营规模扩大，人员增加，薪酬水平提升以及业务推广费增加所致。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

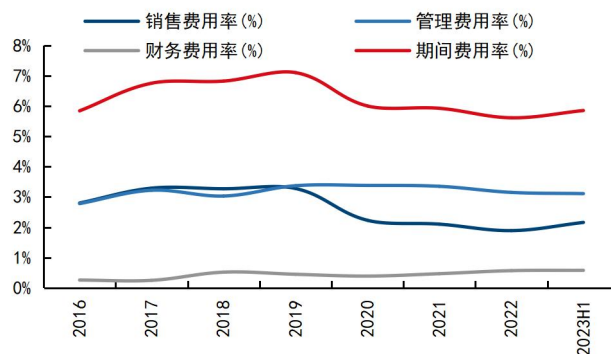
高市场影响力，并推行三级研发体系，确保技术成果前瞻性、可持续输出及快速转化，能够最大程度促进管理及研发效率加强。研发方面，公司重视研发投入，公司 2023H1 研发投入达 3.44 亿元，同比增长约 8.61%，对研发的战略性重视与持续投入有望成为公司业绩增长的核心驱动力。此外，公司在 2022 年制定了未来五年饲料销量 CAGR 达 21% 的股权激励业绩目标，2025 年销量目标达 4000 万吨，首次授予涉及激励对象共计 4083 人，有望自上而下充分调动团队积极性。

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 23-25 年公司分别实现归母净利 40.02/52.76/59.66 亿元，最新收盘价对应 PE 分别 18/14/12 倍。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1740	2261	3058	4537	4407	营业收入	85999	104715	123647	141313	160872
应收款项	2082	3282	3531	4032	4586	营业成本	78699	95004	111449	125747	143295
存货净额	8923	12625	14196	15976	18184	营业税金及附加	103	123	126	155	209
其他流动资产	3346	2335	4433	4925	5446	销售费用	1808	1981	2597	3081	3459
流动资产合计	16103	21218	25934	30185	33337	管理费用	2229	2584	3032	3711	3926
固定资产	12803	16311	19664	20794	20681	研发费用	653	711	859	1003	1207
无形资产及其他	1490	1619	1556	1492	1428	财务费用	403	597	502	584	522
投资性房地产	4950	4775	4775	4775	4775	投资收益	385	267	150	150	160
长期股权投资	301	315	399	474	1974	资产减值及公允价值变动	119	26	50	100	30
资产总计	35649	44238	52328	57720	62194	其他收入	(793)	(817)	(859)	(1003)	(1207)
短期借款及交易性金融负债	4346	4169	8000	7900	6000	营业利润	2468	3903	5281	7282	8444
应付款项	4459	8843	6995	7855	8921	营业外净收支	(6)	(80)	(50)	(200)	(100)
其他流动负债	4233	4420	6443	7161	7999	利润总额	2462	3823	5232	7082	8344
流动负债合计	13038	17433	21438	22915	22920	所得税费用	651	658	942	1416	1919
长期借款及应付债券	4411	5066	6066	6066	6066	少数股东损益	215	210	288	390	459
其他长期负债	2266	2389	3057	3724	4390	归属于母公司净利润	1596	2954	4002	5276	5966
长期负债合计	6677	7455	9123	9790	10456	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	19715	24888	30561	32706	33376	净利润	1596	2954	4002	5276	5966
少数股东权益	1472	1525	1741	2033	2378	资产减值准备	15	(20)	13	4	1
股东权益	14461	17825	20026	22981	26441	折旧摊销	1148	1552	1748	2031	2207
负债和股东权益总计	35649	44238	52328	57720	62194	公允价值变动损失	(119)	(26)	(50)	(100)	(30)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	403	597	502	584	522
每股收益	0.96	1.78	2.41	3.18	3.59	营运资本变动	(338)	959	(3063)	(524)	(711)
每股红利	0.57	0.57	1.08	1.40	1.51	其它	73	163	202	288	344
每股净资产	8.71	10.73	12.06	13.83	15.92	经营活动现金流	2376	5582	2853	6975	7777
ROIC	7%	12%	14%	17%	18%	资本开支	0	(4975)	(5001)	(3001)	(2001)
ROE	11%	17%	20%	23%	23%	其它投资现金流	327	(703)	0	0	0
毛利率	8%	9%	10%	11%	11%	投资活动现金流	85	(5692)	(5085)	(3075)	(3501)
EBIT Margin	3%	4%	5%	5%	5%	权益性融资	(23)	70	0	0	0
EBITDA Margin	4%	6%	6%	7%	7%	负债净变化	3250	655	1000	0	0
收入增长	43%	22%	18%	14%	14%	支付股利、利息	(941)	(951)	(1801)	(2321)	(2506)
净利润增长率	-37%	85%	35%	32%	13%	其它融资现金流	(7372)	1153	3831	(100)	(1900)
资产负债率	59%	60%	62%	60%	57%	融资活动现金流	(2778)	631	3030	(2421)	(4406)
股息率	1.3%	1.3%	2.4%	3.1%	3.4%	现金净变动	(317)	521	798	1479	(130)
P/E	46.2	25.0	18.4	14.0	12.4	货币资金的期初余额	2056	1740	2261	3058	4537
P/B	5.1	4.1	3.7	3.2	2.8	货币资金的期末余额	1740	2261	3058	4537	4407
EV/EBITDA	25.6	16.8	14.2	11.0	9.8	企业自由现金流	0	1105	(1737)	4599	6253
						权益自由现金流	0	2914	2682	4032	3951

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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