

海大集团 (002311.SZ)

买入

2023 年报及 2024 一季报点评：饲料主业经营稳健，生猪养殖成本下降

核心观点

2023 年营收稳步增长，净利受养殖行情低迷影响同比下降。公司 2023 年营收达 1161.17 亿元，同比+10.89%；归母净利润达 27.41 亿元，同比-7.31%。公司各板块业务整体稳健发展，其中，饲料 2023 年收入同比+13.03%，毛利率达 8.53%，同比+0.48pct，公司饲料对外销量达 2260 万吨，同比增加 236 万吨，市占率保持提升。农产品销售 2023 年收入同比+24.37%，毛利率达 6.23%，同比-10.64pct，2023 全年猪价低迷，公司出栏生猪约 460 万头，着力摸索并推行“外购仔猪、公司+家庭农场、锁定利润、对冲风险”的运营模式，成本实现下降；另外，生鱼业务受市场低迷影响，全年亏损超 3 亿元。公司强化饲料和动保融合发展策略，开发出各种品质优良、符合养殖需求的功能性饲料，2023 年动保收入实现微增。

2024Q1 业绩表现亮眼，养殖业务实现较好盈利。2024Q1 营收达 231.72 亿元，同比-0.80%；归母净利润达 8.61 亿元，同比+111%，公司盈利水平在 2024Q1 实现明显提升，2024Q1 毛利率达 10.75%，较 2023 全年+2.28pct。我们对 2024Q1 业务拆分来看，预计公司 2024Q1 饲料业务净利约 5.4-5.6 亿元，种苗及动保业务对应净利可能接近 1 亿元，生猪养殖业务预计盈利约 2-2.5 亿元，另外水产养殖亏损可能接近 5000 万元（含资产减值损失）。2024 年春节后猪价淡季不淡，看好生猪景气在 2024 年下半年迎来较好景气回升，公司养殖链相关板块有望同步受益。

2023 年期间费用整体稳定，管理经营仍将持续优化。2023 年公司销售/管理/财务费用率分别为 1.95%/2.25%/0.44%，较 2022 年整体分别+0.06pct/-0.22pct/-0.13pct。公司销售费用略有提升，主要系经营规模扩大，人员增加，薪酬水平提升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，能最大程度促进管理及研发效率加强，未来管理水平有望持续提升。

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”。考虑到水产行情低迷时间较长，波动不确定性较大，出于保守谨慎原则，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 37.80/43.84/50.30 亿元（原预计 2024-2025 年分别为 52.76/59.66 亿元），对应 PE 分别 22/19/17 倍。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	104,715	116,117	127,269	142,883	159,860
(+/-%)	21.8%	10.9%	9.6%	12.3%	11.9%
净利润(百万元)	2954	2741	3780	4384	5030
(+/-%)	85.1%	-7.2%	37.9%	16.0%	14.7%
每股收益(元)	1.78	1.65	2.27	2.64	3.02
EBIT Margin	4.1%	3.5%	4.0%	4.2%	4.2%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	14.0%	17.4%	18.1%	18.6%
市盈率 (PE)	28.3	30.5	22.1	19.1	16.6
EV/EBITDA	18.5	18.4	15.9	14.1	13.3
市净率 (PB)	4.69	4.26	3.85	3.46	3.09

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

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

联系人：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

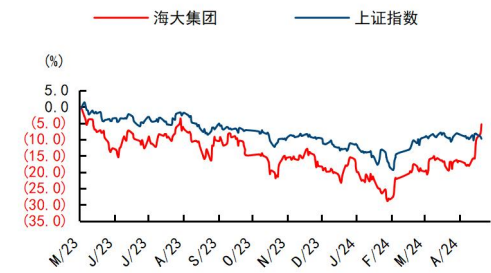
liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	50.30 元
总市值/流通市值	83687/83627 百万元
52 周最高价/最低价	55.10/37.08 元
近 3 个月日均成交额	223.02 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) -2023 三季报点评：2023Q3 营收稳步增长，生猪养殖经营改善》——2023-10-22

《海大集团 (002311.SZ) -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》——2023-08-29

《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

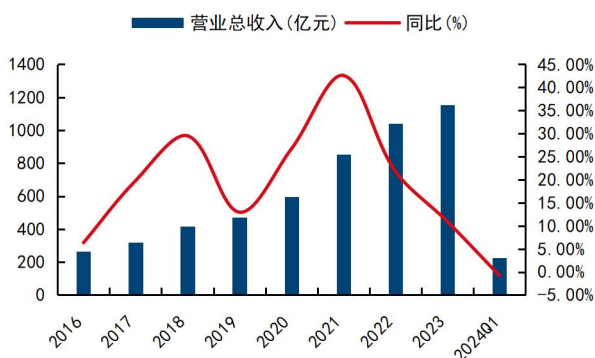
《海大集团 (002311.SZ) -2022 年归母净利润调整后预计同比增长 79.06%，2023Q1 归母净利润预计同比增长 91.82% - 106.77%》——2023-04-17

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

2023 年营收稳步增长，净利受养殖行情低迷影响同比下降。公司 2023 年营收达 1161.17 亿元，同比+10.89%；归母净利达 27.41 亿元，同比-7.31%。分业务来看，饲料板块 2023 年收入同比+13.03%，毛利率达 8.53%，同比+0.48pct，公司 2023 年饲料对外销量达 2260 万吨，同比增加 236 万吨，市场份额进一步提升，其中特水料、禽料、猪料、反刍料等品种销量增速分别达 13%、13%、17%、70%，另外普水料受行情低迷影响，2023 全年销量同比下滑 9%，下半年公司快速调整销售策略，2024Q1 已转为正增长。农产品销售板块 2023 年收入同比+24.37%，毛利率达 6.23%，同比-10.64pct，2023 全年生猪行情低迷，公司出栏生猪约 460 万头，公司着力摸索并推行“外购仔猪、公司+家庭农场、锁定利润、对冲风险”的运营模式，养殖成本实现下降，另外，生鱼业务受市场低迷影响，全年亏损超过 3 亿元。此外，公司强化饲料和动保融合发展策略，开发出各种品质优良、符合养殖需求的功能性饲料，解决养殖痛点。

2024Q1 业绩表现亮眼，养殖业务实现较好盈利。2024Q1 营收达 231.72 亿元，同比-0.80%；归母净利达 8.61 亿元，同比+111%，公司盈利水平在 2024Q1 实现明显提升，2024Q1 毛利率达 10.75%，较 2023 全年+2.28pct。我们对 2024Q1 业务拆分来看，预计公司 2024Q1 饲料业务净利约 5.4-5.6 亿元，种苗及动保业务对应净利可能接近 1 亿元，生猪养殖业务预计盈利约 2-2.5 亿元，另外水产养殖亏损可能接近 5000 万元（含资产减值损失）。2024 年春节后猪价淡季不淡，看好生猪景气在 2024 年下半年迎来较好景气回升，公司养殖链相关板块有望同步受益。

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、%）



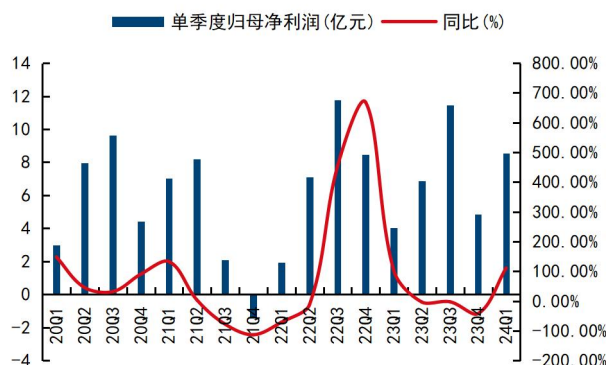
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

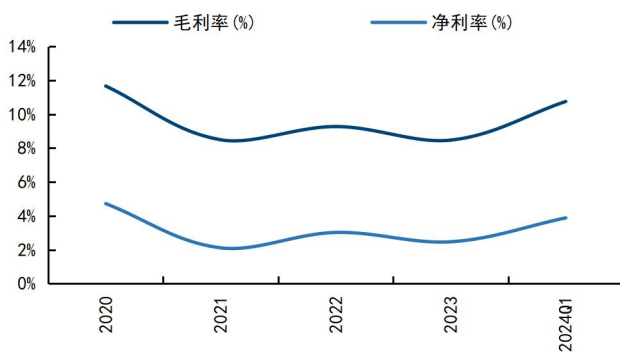
图4: 海大集团单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

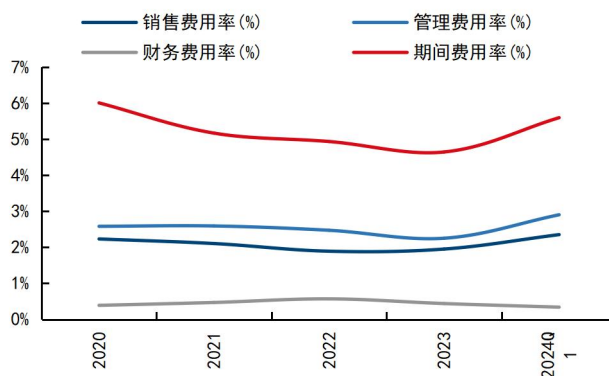
2023 年期间费用整体稳定，管理经营仍将持续优化。2023 年公司销售/管理/财务费用率分别为 1.95%/2.25%/0.44%，较 2022 年整体分别 +0.06pct/-0.22pct/-0.13pct。公司销售费用略有提升，主要系经营规模扩大，人员增加，薪酬水平提升及业务推广费增加所致。但公司重视组织管理效率提升，充分发挥中台管理优势，通过构建“采购+研发+销售+生产”四位一体管理模式，确保公司内部快速联动，提高市场影响力，并推行三级研发体系，确保技术成果前瞻性、可持续输出及快速转化，能最大程度促进管理及研发效率加强，未来管理水平有望持续提升。

图5: 海大集团分毛利率及净利率情况 (%)



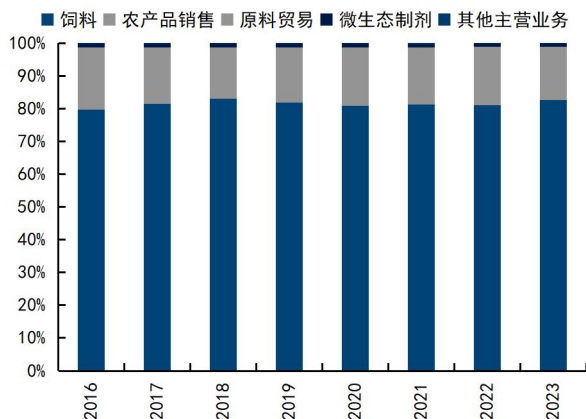
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 海大集团费用率情况 (%)



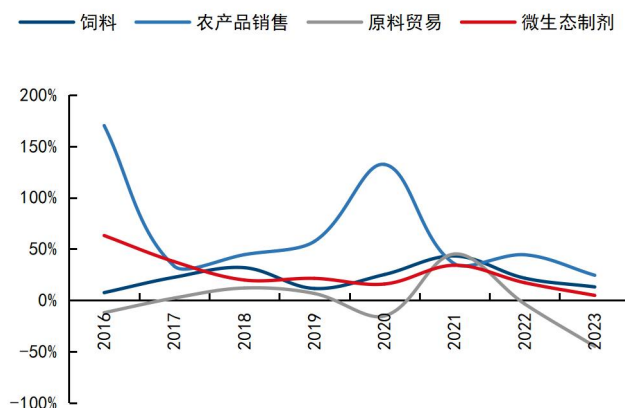
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 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8: 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

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。考虑到水产行情低迷时间较长, 波动不确定性较大, 出于保守谨慎原则, 我们下调公司 2024-2025 年盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 37.80/43.84/50.30 亿元 (原预计 2024-2025 年分别为 52.76/59.66 亿元), 对应 PE 分别 22/19/17 倍。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2261	5476	8570	12027	16055	营业收入	104715	116117	127269	142883	159860
应收款项	3282	3027	3347	3719	3942	营业成本	95004	106281	115445	129346	144798
存货净额	12625	9936	10264	11434	13004	营业税金及附加	123	139	153	186	208
其他流动资产	2335	1170	1273	1286	1279	销售费用	1981	2259	2647	3029	3357
流动资产合计	21218	20906	24749	29761	35575	管理费用	2584	2617	2998	3343	3715
固定资产	16311	17082	18298	18502	18418	研发费用	711	785	910	1000	1103
无形资产及其他	1619	1766	1697	1627	1557	财务费用	597	513	143	128	99
投资性房地产	4775	4777	4777	4777	4777	投资收益	267	246	238	240	245
长期股权投资	315	217	269	311	1811	资产减值及公允价值变动	26	106	(110)	(50)	0
资产总计	44238	44747	49789	54978	62139	其他收入	(817)	(1110)	(910)	(1000)	(1103)
短期借款及交易性金融负债	4169	2451	2451	2351	4000	营业利润	3903	3552	5102	6041	6824
应付款项	8843	10641	11228	12549	14018	营业外净收支	(80)	(34)	(82)	(60)	(54)
其他流动负债	4420	5342	5797	6366	6979	利润总额	3823	3518	5020	5981	6770
流动负债合计	17433	18435	19476	21267	24997	所得税费用	658	647	1054	1376	1489
长期借款及应付债券	5066	3028	4828	5628	5978	少数股东损益	210	130	186	221	251
其他长期负债	2389	2373	2393	2412	2430	归属于母公司净利润	2954	2741	3780	4384	5030
长期负债合计	7455	5401	7221	8040	8408	现金流量表 (百万元)					
负债合计	24888	23835	26697	29306	33405	净利润	2954	2741	3780	4384	5030
少数股东权益	1525	1264	1366	1490	1636	资产减值准备	(20)	69	11	1	(0)
股东权益	17825	19647	21726	24181	27099	折旧摊销	1552	1799	1834	2016	2154
负债和股东权益总计	44238	44747	49789	54978	62139	公允价值变动损失	(26)	(106)	110	50	0
关键财务与估值指标						财务费用	597	513	143	128	99
每股收益	1.78	1.65	2.27	2.64	3.02	营运资本变动	959	6880	322	356	314
每股红利	0.57	0.77	1.02	1.16	1.27	其它	163	(0)	91	123	146
每股净资产	10.73	11.81	13.06	14.53	16.29	经营活动现金流	5582	11384	6147	6930	7643
ROIC	12%	11%	16%	19%	22%	资本开支	0	(2650)	(3101)	(2201)	(2001)
ROE	17%	14%	17%	18%	19%	其它投资现金流	(703)	(581)	0	0	0
毛利率	9%	8%	9%	9%	9%	投资活动现金流	(717)	(3132)	(3153)	(2243)	(3501)
EBIT Margin	4%	3%	4%	4%	4%	权益性融资	(1)	200	0	0	0
EBITDA Margin	6%	5%	5%	6%	6%	负债净变化	655	(2039)	1800	800	350
收入增长	22%	11%	10%	12%	12%	支付股利、利息	(951)	(1283)	(1701)	(1929)	(2113)
净利润增长率	85%	-7%	38%	16%	15%	其它融资现金流	(3751)	1405	0	(100)	1649
资产负债率	60%	56%	56%	56%	56%	融资活动现金流	(4344)	(5037)	99	(1229)	(114)
股息率	1.1%	1.5%	2.0%	2.3%	2.5%	现金净变动	521	3216	3093	3457	4028
P/E	28.3	30.5	22.1	19.1	16.6	货币资金的期初余额	1740	2261	5476	8570	12027
P/B	4.7	4.3	3.9	3.5	3.1	货币资金的期末余额	2261	5476	8570	12027	16055
EV/EBITDA	18.5	18.4	15.9	14.1	13.3	企业自由现金流	6081	9325	3097	4774	5676
						权益自由现金流	2985	8692	4784	5376	7597

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