

海大集团 (002311)

饲料/农林牧渔

发布时间: 2023-04-26

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

上次评级: 增持

## 逆势增长突显韧性, 行业回暖未来可期

### 事件:

海大集团发布 2022 年年报及 2023 年一季报: 2022 年实现收入 1047.2 亿元, 同比+21.6%; 归母净利润 29.5 亿元, 同比+80.5%。2023 年一季度实现收入 233.6 亿元, 同比+17.1%, 归母净利润 4.1 亿元, 同比+103.2%。

### 点评:

**饲料逆势扩张, 吨利保持稳定。**在上游原料成本大涨、下游养殖行业亏损的不利环境下, 2022 年公司外销饲料依然同比增长 7.8% 至 2024 万吨, 其中禽/猪/水产饲料外销量分别为 1002/494/512 万吨, 同比分别增长 6/7/10%。并且通过采购优势和配方技术有效缓解了原料成本上涨的影响, 同时得益于产品结构升级 (特种水产饲料销量同比大幅增长 23%, 显著快于整体 7.8% 的增速), 2022 年公司饲料吨毛利达到 376 元, 与去年同期基本持平。2023 年一季度实现外销约 439 万吨, 同比增长约 5%。  
**打造养殖黄金三角, 产业协同优势明显。**2022 年, 公司种苗业务实现营业收入约 11 亿元, 同比增长约 30%, 公司自研的水产种苗技术优势明显、市场认可度高, 虾苗和鱼苗年销量位居全球第一; 动保业务通过鲜明的技术和研发为先导, 配以完善的服务体系及成熟的养殖方案进行赋能, 2022 年实现营收 10.45 亿元, 同比增长 17.05%。种苗、动保业务与饲料业务形成三体联动, 为客户提供全套养殖解决方案, 显著提升客户粘性。

**耐心培育养殖业务, 建立第二增长曲线。**2022 年公司出栏生猪约 320 万头 (YOY+60%), 存活率、养殖效率等多项指标位于行业前列, 生猪养殖业务实现全年盈利。2023 年一季度在猪价低迷的情况下, 公司凭借生猪养殖综合成本的显著下降结合期货套保运作, 实现同比大幅减亏。而依托优质的饲料-种苗-动保三体赋能, 公司水产养殖业务取得快速发展, 2022 年实现营业收入约 11 亿元, 有望成为公司未来重要增长点。

**盈利预测与估值:** 鉴于一季度畜禽价格超预期下行, 对于公司生猪养殖业务盈利以及饲料销售的不利影响。我们下调公司 2023-24 年净利润分别至 44.18/66.07 亿元, 首次预测 2025 年净利润为 73.26 亿元, 对应 2023-25 年 EPS 分别为 2.66/3.97/4.40 元, 对应当前 PE 估值分别为 20.00/13.37/12.06 倍。同时, 下调目标价至 66.39 元, 维持增持评级。

**风险提示:** 原料价格波动风险, 养殖疫病风险, 生猪价格波动风险。

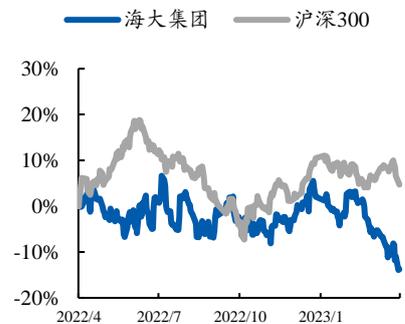
财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	86,092	104,715	123,541	154,937	182,694
(+/-)%	42.72%	21.63%	17.98%	25.41%	17.91%
归属母公司净利润	1,636	2,954	4,418	6,609	7,328
(+/-)%	-35.14%	80.54%	49.55%	49.59%	10.88%
每股收益 (元)	0.96	1.79	2.66	3.97	4.40
市盈率	76.35	34.49	20.00	13.37	12.06
市净率	8.40	5.75	4.11	3.30	2.70
净资产收益率 (%)	11.46%	18.46%	20.53%	24.65%	22.43%
股息收益率 (%)	0.60%	0.28%	1.00%	1.50%	1.66%
总股本 (百万股)	1,661	1,661	1,664	1,664	1,664

### 股票数据

2023/04/25

6 个月目标价 (元)	66.39
收盘价 (元)	53.10
12 个月股价区间 (元)	53.00-65.67
总市值 (百万元)	88,207.65
总股本 (百万股)	1,664
A 股 (百万股)	1,664
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	6

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-9%	-15%	-11%
相对收益	-8%	-10%	-15%

### 相关报告

《海大集团 (002311): 饲料逆势扩张, 尽显王者之气》

--20220907

《海大集团 (002311): 采购优势助力饲料扩张, “一体两翼” 优势明显》

--20220414

### 证券分析师: 王玮

执业证书编号: S0550521100003

021-61001524 wangwei\_7781@nesc.cn

### 研究助理: 陈科诺

执业证书编号: S0550122020016

18382023603 chenkn@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,261	3,819	7,157	11,987
交易性金融资产	700	500	500	600
应收款项	1,959	2,396	2,581	2,836
存货	12,625	13,868	16,863	17,729
其他流动资产	548	448	398	398
<b>流动资产合计</b>	<b>21,218</b>	<b>24,477</b>	<b>31,562</b>	<b>38,159</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	315	215	215	215
固定资产	14,933	16,734	17,611	18,088
无形资产	1,619	1,723	1,809	1,874
商誉	334	329	349	359
<b>非流动资产合计</b>	<b>23,020</b>	<b>25,046</b>	<b>25,955</b>	<b>26,673</b>
<b>资产总计</b>	<b>44,238</b>	<b>49,523</b>	<b>57,518</b>	<b>64,832</b>
短期借款	2,911	2,411	2,111	2,111
应付款项	8,843	9,661	11,123	11,225
预收款项	4	6	8	9
一年内到期的非流动负债	1,258	1,258	1,258	1,258
<b>流动负债合计</b>	<b>17,433</b>	<b>18,118</b>	<b>19,761</b>	<b>20,141</b>
长期借款	5,066	5,566	6,066	6,566
其他长期负债	2,389	2,489	2,589	2,689
<b>长期负债合计</b>	<b>7,455</b>	<b>8,055</b>	<b>8,655</b>	<b>9,255</b>
<b>负债合计</b>	<b>24,888</b>	<b>26,173</b>	<b>28,416</b>	<b>29,396</b>
归属于母公司股东权益合计	17,825	21,517	26,810	32,677
少数股东权益	1,525	1,832	2,292	2,760
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>44,238</b>	<b>49,523</b>	<b>57,518</b>	<b>64,832</b>

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>104,715</b>	<b>123,541</b>	<b>154,937</b>	<b>182,694</b>
营业成本	95,004	111,027	138,560	164,188
营业税金及附加	123	148	186	219
资产减值损失	-52	-60	-35	-55
销售费用	1,981	2,224	2,711	3,106
管理费用	2,584	2,965	3,564	4,111
财务费用	597	591	593	579
公允价值变动净收益	-26	0	0	0
投资净收益	267	247	279	274
<b>营业利润</b>	<b>3,903</b>	<b>5,956</b>	<b>8,660</b>	<b>9,654</b>
营业外收支净额	-80	-50	-40	-30
<b>利润总额</b>	<b>3,823</b>	<b>5,906</b>	<b>8,620</b>	<b>9,624</b>
所得税	658	1,181	1,552	1,829
净利润	3,164	4,725	7,068	7,796
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,954</b>	<b>4,418</b>	<b>6,609</b>	<b>7,328</b>
少数股东损益	210	307	459	468

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>3,164</b>	<b>4,725</b>	<b>7,068</b>	<b>7,796</b>
资产减值准备	204	180	115	155
折旧及摊销	1,938	2,191	2,507	2,824
公允价值变动损失	26	0	0	0
财务费用	575	625	651	687
投资损失	-267	-247	-279	-274
运营资本变动	1,158	-866	-1,914	-1,427
其他	19	42	30	18
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>6,818</b>	<b>6,650</b>	<b>8,179</b>	<b>9,779</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-5,445</b>	<b>-3,837</b>	<b>-3,168</b>	<b>-3,396</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-930</b>	<b>-1,255</b>	<b>-1,672</b>	<b>-1,552</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>1,226</b>	<b>2,687</b>	<b>4,894</b>	<b>6,263</b>

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	1.79	2.66	3.97	4.40
每股净资产 (元)	10.73	12.93	16.11	19.64
每股经营性现金流量 (元)	4.10	4.00	4.92	5.88
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	21.6%	18.0%	25.4%	17.9%
净利润增长率	80.5%	49.6%	49.6%	10.9%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	9.3%	10.1%	10.6%	10.1%
净利润率	2.8%	3.6%	4.3%	4.0%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	5.58	6.50	6.00	5.50
存货周转天数	40.92	43.00	40.00	38.00
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	56.3%	52.9%	49.4%	45.3%
流动比率	1.22	1.35	1.60	1.89
速动比率	0.36	0.47	0.62	0.89
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%
管理费用率	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%
财务费用率	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.3%	1.0%	1.5%	1.7%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	34.49	20.00	13.37	12.06
P/B (倍)	5.75	4.11	3.30	2.70
P/S (倍)	0.98	0.72	0.57	0.48
净资产收益率	18.5%	20.5%	24.7%	22.4%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

王玮：上海交通大学工商管理硕士、电气工程与自动化学士，上海高级金融学院 MBA。现任东北证券农林牧渔行业组组长，曾任职于兴业证券、国海证券等多家金融机构。2018 年同花顺 iFind 最佳分析师第 1 名（个人），2015 年新财富第 3 名（团队成员）、2016 年新财富第 5 名（团队成员）、2015 年水晶球第 3 名（团队成员）。

陈科诺：华威大学金融硕士，四川大学金融本科。2022 年加入东北证券，现任东北证券农业组研究助理。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjisu0

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

