

投资评级 优于大市 维持

困境下稳健依旧，各板块多点开花

股票数据

05月04日收盘价(元)	53.67
52周股价波动(元)	52.30-66.60
总股本/流通A股(百万股)	1664/1663
总市值/流通市值(百万元)	89293/89230

相关研究

《饲料一体化主业稳健增长，生猪养殖业务有望逐步向好》2022.04.14

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.7	-15.4	-13.0
相对涨幅(%)	-4.9	-13.0	-10.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:李淼

Tel:(010)58067998

Email:lm10779@haitong.com

证书:S0850517120001

分析师:冯鹤

Tel:(021)23219402

Email:fh15342@htesc.com

证书:S0850523040003

分析师:巩健

Tel:(021)23219402

Email:gj15051@haitong.com

证书:S0850522110002

投资要点:

- 海大集团发布22年报及23年一季报:** 公司22年实现营业收入1047.2亿元(同比+21.63%),归母净利润29.5亿元(同比+80.54%)。基本每股收益为1.79元,加权ROE 18.46%,同比抬升7.0pct。其中,22Q4实现营业收入257.6亿元(同比+18.29%),归母净利润8.52亿元(同比扭亏),毛利率为10.02%,同比+3.37pct。23Q1实现营收233.58亿元(同比+17.07%),归母净利润4.08亿元(同比+103.2%),Q1毛利率为8.39%,同比+0.37pct。分红方面,每10股派发现金红利4.50元(含税)。
- 22年公司饲料业务多重挑战下仍表现稳健,结构不乏亮点,23Q1触底反弹。** 2022年公司实现饲料销量2165万吨,其中外销量2024万吨,分别同比+10.3%/+7.8%。饲料板块实现销售收入848.92亿元,同比+21.6%,毛利率8.05%,同比-1.0pct。其中,水产料、猪料和禽料销量分别为512/494/1002万吨,分别同比+9.6%/+7.4%/+6.1%,反当料也实现了一倍以上的增长。23Q1公司饲料外销量439万吨,同比+5%。22年公司饲料业务受到原材料价格上涨、生猪价格大幅波动等多重因素的考验,但公司整体饲料板块仍保持了不错的增长。特别是特种水产饲料销量同比增速达到了23%。23年一季度各方面不利因素逐渐减少,消费回暖,水产品出塘顺畅,养殖积极性较高,禽养殖景气度也显著抬升。我们认为,行业层面来看,今年随着消费的恢复以及禽产业链价格的相对高位,公司高端水产料和禽料有望在今年有不错的表现;从公司层面来看,公司猪料全国产能布局基本完成,公司饲料、种苗和动保三体联动的综合服务能力也将利于公司产品市占率的提升。
- 种苗技术优势持续在终端销售体现,动保小幅承压。** 22年公司种苗业务实现收入约11亿元,同比+28%左右,其中虾苗营收增长26%,毛利率接近60%,公司在种苗业务有多年的技术积累,拥有高水平育种研发团队,构建了育繁推一体化的商业化育种体系,虾苗和鱼苗年销量位居全球第一。22年公司动保实现营收10.45亿元,同比+17.05%,毛利率为48.7%,同比下降2.1pct,禽产业链价格低迷等因素或是毛利率下降的主要原因。
- 生猪养殖业务稳步推进,水产养殖收入快速增长。** 公司22年出栏生猪320万头,同比增长60%,预计营收在69.5亿元左右,公司22年生猪育种体系建设和养殖团队能力建设均取得进步,公司综合养殖成本明显下降,全年实现盈利,21年同期则亏损了8.96亿元。未来随着公司核心种群的建立、自供仔猪数量的提升、养殖管理的改善,公司养殖成本有望继续下降。我们预计23年公司生猪出栏将达到400万头以上。水产养殖方面,22年实现收入11亿元,同比+78%,养殖品种主要包括生鱼、对虾等特种水产品,公司的工业化养殖模式具有安全可控、质量稳定等优势,凭借优质的饲料-种苗-动保三体赋能,未来公司水产养殖规模将继续扩大。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	86092	104715	118403	133142	149355
(+/-)YoY(%)	42.7%	21.6%	13.1%	12.4%	12.2%
净利润(百万元)	1636	2954	3820	5246	6244
(+/-)YoY(%)	-35.1%	80.5%	29.3%	37.3%	19.0%
全面摊薄EPS(元)	0.98	1.78	2.30	3.15	3.75
毛利率(%)	8.5%	9.3%	9.8%	10.5%	10.9%
净资产收益率(%)	11.3%	16.6%	18.3%	20.7%	20.3%

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测及投资建议。我们预计 23~25 年 EPS 分别为 2.30/3.15/3.75 元，考虑到公司是行业内较为稀缺的龙头公司，给予公司 23 年 30~35 倍 PE，对应合理价值区间为 68.9~80.4 元，维持“优于大市”评级。

风险提示。消费大幅不及预期，出现自然灾害，公司饲料销量不及预期。

表 1 可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)			PB (X)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
002385.SZ	大北农	7.1	292.8	0.01	0.3	0.4	707.0	25.5	17.9	2.5
603609.SH	禾丰股份	10.2	93.6	0.6	1.3	1.6	17.6	8.1	6.5	1.2
平均值							362.3	16.8	12.2	1.8

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2023 年 4 月 28 日数据, 盈利预测来源于 Wind 一致预期, EPS 全部以最新总股本摊薄。

表 2 海大集团分项收入预测

	2022	2023E	2024E	2025E
饲料业务				
销量 (万吨)	2165	2259	2555	2846
收入 (百万元)	84892	94541	105216	117054
成本 (百万元)	78061	86613	96119	106760
毛利率 (%)	8.0%	8.4%	8.6%	8.8%
农产品销售				
收入 (百万元)	12456	15781	19234	22725
成本 (百万元)	10355	13069	15597	18396
毛利率 (%)	16.9%	17.2%	18.9%	19.0%
动保业务				
收入 (百万元)	1045	1410	1904	2570
成本 (百万元)	536	705	933	1234
毛利率 (%)	48.7%	50.0%	51.0%	52.0%
原料贸易业务				
收入 (万元)	6167	6500	6600	6800
成本 (万元)	6024	6351	6435	6630
毛利率 (%)	2.3%	2.3%	2.5%	2.5%
其他业务				
收入 (万元)	156	171	188	207
成本 (万元)	29	103	113	124
毛利率 (%)	81.6%	40.0%	40.0%	40.0%
营业合计				
总收入 (百万元)	104,715	118,403	133,142	149,355
总成本 (百万元)	95,004	106,840	119,197	133,143
毛利率 (%)	9.3%	9.8%	10.5%	10.9%

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	104715	118403	133142	149355
每股收益	1.78	2.30	3.15	3.75	营业成本	95004	106840	119197	133143
每股净资产	10.73	12.56	15.26	18.44	毛利率%	9.3%	9.8%	10.5%	10.9%
每股经营现金流	4.10	3.39	4.82	5.37	营业税金及附加	123	141	157	177
每股股利	0.45	0.46	0.57	0.68	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	1981	2190	2491	2779
P/E	29.91	23.13	16.84	14.15	营业费用率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
P/B	4.95	4.23	3.48	2.88	管理费用	2584	2993	3326	3753
P/S	0.84	0.75	0.66	0.59	管理费用率%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	17.85	12.34	9.60	7.88	EBIT	4287	5664	7310	8712
股息率%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%	财务费用	597	308	314	304
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%
毛利率	9.3%	9.8%	10.5%	10.9%	资产减值损失	-52	-50	-50	-50
净利润率	2.8%	3.2%	3.9%	4.2%	投资收益	267	302	340	381
净资产收益率	16.6%	18.3%	20.7%	20.3%	营业利润	3903	5412	7132	8645
资产回报率	6.7%	8.2%	8.9%	10.0%	营业外收支	-80	-41	-60	-51
投资回报率	11.8%	12.5%	14.3%	14.3%	利润总额	3823	5370	7072	8594
盈利增长 (%)					EBITDA	6225	7863	9832	11504
营业收入增长率	21.6%	13.1%	12.4%	12.2%	所得税	658	1166	1377	1770
EBIT 增长率	71.9%	32.1%	29.1%	19.2%	有效所得税率%	17.2%	21.7%	19.5%	20.6%
净利润增长率	80.5%	29.3%	37.3%	19.0%	少数股东损益	210	384	449	581
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2954	3820	5246	6244
资产负债率	56.3%	50.9%	53.0%	46.0%					
流动比率	1.22	1.51	1.58	2.24	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.36	0.49	0.61	1.09	货币资金	2261	4033	7490	12568
现金比率	0.13	0.30	0.39	0.87	应收账款及应收票据	1959	1428	2426	1905
经营效率指标					存货	12625	10468	15889	13208
应收账款周转天数	5.58	5.26	5.42	5.34	其它流动资产	4373	4303	4794	4719
存货周转天数	40.92	38.99	39.95	39.47	流动资产合计	21218	20232	30599	32401
总资产周转率	2.62	2.61	2.53	2.46	长期股权投资	315	405	470	543
固定资产周转率	7.99	7.31	7.29	7.69	固定资产	14933	17480	19061	19771
					在建工程	1377	894	556	319
					无形资产	1619	1783	1936	2092
					非流动资产合计	23020	26233	28390	29843
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	44238	46465	58990	62244
净利润	2954	3820	5246	6244	短期借款	2911	1998	1106	204
少数股东损益	210	384	449	581	应付票据及应付账款	8843	4737	11049	6230
非现金支出	2142	2349	2652	2892	预收账款	4	2	4	4
非经营收益	353	57	52	13	其它流动负债	5674	6702	7152	8007
营运资金变动	1158	-972	-377	-788	流动负债合计	17433	13440	19311	14444
经营活动现金流	6818	5638	8023	8941	长期借款	5066	7019	8323	9951
资产	-4980	-5437	-4669	-4254	其它长期负债	2389	3194	3612	4224
投资	-671	403	18	-85	非流动负债合计	7455	10213	11935	14175
其他	206	386	358	432	负债总计	24888	23653	31246	28620
投资活动现金流	-5445	-4648	-4293	-3908	实收资本	1661	1664	1664	1664
债权募资	432	1845	830	1338	归属于母公司所有者权益	17825	20904	25386	30685
股权募资	70	3	0	0	少数股东权益	1525	1909	2358	2939
其他	-1432	-1066	-1102	-1294	负债和所有者权益合计	44238	46465	58990	62244
融资活动现金流	-930	782	-272	44					
现金净流量	441	1772	3458	5078					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

李淼 煤炭行业/农林牧渔行业
冯鹤 农林牧渔行业
巩健 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 生物股份,科前生物,傲农生物,普莱柯,海大集团,登海种业,仙坛股份,唐人神,佩蒂股份,天邦股份,晓鸣股份,大北农,通威股份,隆平高科,温氏股份,圣农发展,禾丰股份,立华股份,巨星农牧

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。