

海大集团 (002311.SZ)

优于大市

2024 半年报点评：饲料市占率稳健增长，生猪养殖盈利弹性凸显

核心观点

受益养殖行情回暖，2024H1 归母净利同比明显提升。公司 2024H1 营收同比-0.84%至 522.96 亿元，归母净利同比+93.15%至 21.25 亿元，公司饲料销量和盈利能力均实现较好增长，同时生猪养殖扭亏为盈，整体业绩伴随养殖周期景气上行明显回暖。其中，公司饲料板块 2024H1 收入同比-3.19%，毛利率达 9.76%，同比+0.92pct，公司 2024H1 饲料对外销量达 1081 万吨，同比+8%，全国工业饲料总产量同比-4.1%，公司市场份额进一步逆势提升。农产品销售板块 2024H1 收入同比+11.96%，毛利率达 16.89%，同比+9.90pct，2024H1 公司出栏生猪约 270 万头，生猪净利同比扭亏；另外，上半年生鱼价格有所回暖，生鱼养殖业务减亏。

2024Q2 业绩表现亮眼，养殖业务实现较好盈利。2024Q2 营收达 291.24 亿元，同比-0.87%，环比+25.69%；归母净利达 12.64 亿元，同比+82.64%，环比+46.9%；公司盈利水平明显提升，2024Q2 毛利率达 11.46%，同比+2.23pct。公司 2024Q2 饲料外销量同比增长 7%，受益养殖景气回暖；2024Q2 生猪出栏预计 140 万头，公司坚持轻资产、低风险的生猪养殖模式，实现较好盈利。当前生猪行业产能去化足够，看好生猪景气在 2024-2025 年迎来较好景气回升，同时水产养殖在经历较长亏损周期后，亦展现出景气回暖趋势，预计公司养殖链相关板块有望同步受益。

2024H1 期间费用同比+0.5pct，管理经营有望优化。2024H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 2.16%/2.46%/0.58%，分别同比+0.25pct/+0.39pct 及-0.17pct。公司销售费用及管理费用略有提升，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；财务费用略有下降，主要系本期借款规模降低，相应利息支出减少所致。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“优于大市”。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，有望成为农牧行业标杆企业。我们维持盈利预测，预计 24-26 年归母净利分别为 37.80/43.84/50.30 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	128,295	142,883	159,860
(+/-%)	21.8%	10.9%	10.5%	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)	24.1	26.0	22.1	19.1	16.6
EV/EBITDA	16.4	16.3	15.9	14.1	13.3
市净率 (PB)	4.00	3.63	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

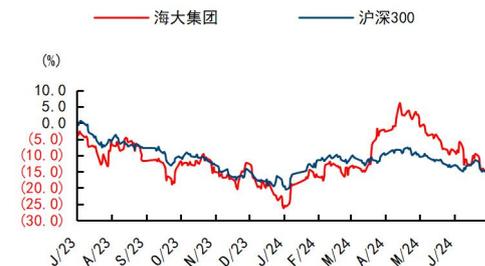
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

证券分析师：江海航 010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	42.87 元
总市值/流通市值	71325/71272 百万元
52 周最高价/最低价	54.54/37.08 元
近 3 个月日均成交额	295.41 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) -2024 年半年度业绩预增公告点评：2024H1 归母净利预计同比增长 86.33%-100.06%，有望持续受益养殖周期景气上行》——2024-07-11
- 《海大集团 (002311.SZ) -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》——2024-04-24
- 《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

受益养殖行情回暖，2024H1 归母净利同比明显提升。公司 2024H1 营收同比-0.84% 至 522.96 亿元，归母净利同比+93.15%至 21.25 亿元，公司饲料销量和盈利能力均实现较好增长，同时养殖业务扭亏为盈，整体经营业绩伴随养殖周期景气上行明显回暖。

分业务来看，公司饲料板块 2024H1 收入同比-3.19%，毛利率达 9.76%，同比+0.92pct，公司 2024H1 饲料对外销量达 1081 万吨，同比+8%，全国工业饲料总产量同比-4.1%，公司市场份额进一步逆势提升。分品种看，1) 公司水产料外销量 2024H1 同比+10%，其中普水料、虾蟹料分别同比增长 15%-20%、8%，从行业增速来看，受水产行情长时间低迷，水产品存塘量偏低影响，全国水产饲料 2024H1 总产量同比-2.4%，但公司去年下半年快速调整销售策略、进行重点市场资源投放、并大力扶持优质客户和养殖户，今年上半年取得良好效果。2) 公司 2024H1 禽料外销量同比+14%，从全行业来看，全国蛋禽饲料产量同比-4.4%、肉禽饲料同比+1.1%，公司充分发挥专业优势，并积极开展与规模养殖厂、一条龙养殖公司的合作，抢占市场份额。3) 公司 2024H1 猪料外销量同比-7%，全国上半年猪饲料产量同比-7.3%，由于生猪养殖的中小散户加快退出，存栏下降，导致猪料原有市场空间快速下降，公司积极布局、顺应养殖趋势的变化，重点开拓具备养殖优势、盈利能力较强的生猪家庭农场，同时开始布局中、大型规模的养殖公司。此外，公司海外饲料销售实现量利双增，2024H1 外销量超 100 万吨，同比增长超 30%，产品毛利率亦稳步提升，公司依托“饲料、种苗、动保、服务体系”等各环节上的专业能力，打造海外产业链上的竞争优势，在养殖资源丰富的东南亚、南美、非洲均有核心产能布局，未来有望持续开拓周边国家市场。

公司农产品销售板块 2024H1 收入同比+11.96%，毛利率达 16.89%，同比+9.90pct，2024H1 公司出栏生猪约 270 万头，生猪养殖净利同比扭亏为盈，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，水产主要养殖品种包含生鱼、对虾等特种水产品，其中上半年生鱼价格有所回暖，生鱼养殖业务减亏。

公司种苗板块 2024H1 收入同比微降至 7 亿元，主要系南美白对虾养殖放苗密度降低影响，公司持续坚守和投入，已在东南亚投建水产种苗场，开启国际化战略布局。同时，公司动保业务 2024H1 收入同比下降 23%至 4.66 亿元，主要系公司紧贴市场需求实现产品创新升级，陆续推出功能料、保健料等各类创新饲料产品，动保产品功效已逐步在饲料产品中直接表达。

图1: 海大集团营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



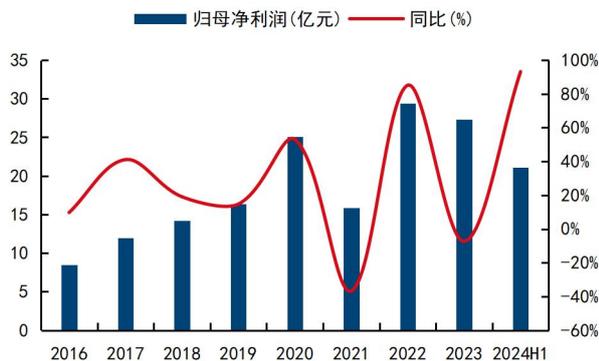
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 海大集团单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



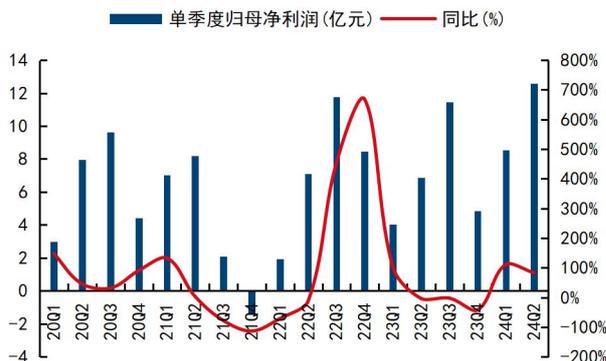
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海大集团归母净利润及增速（单位：亿元、%）



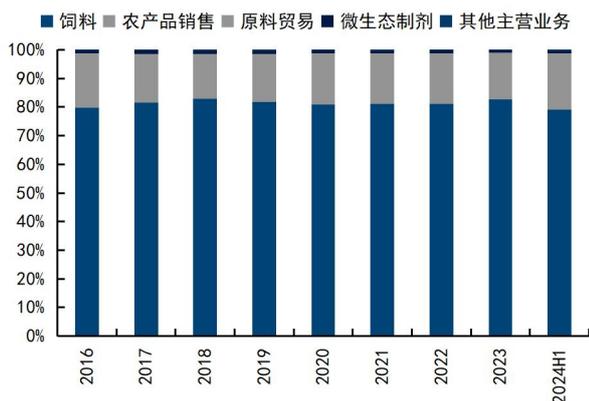
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：海大集团单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



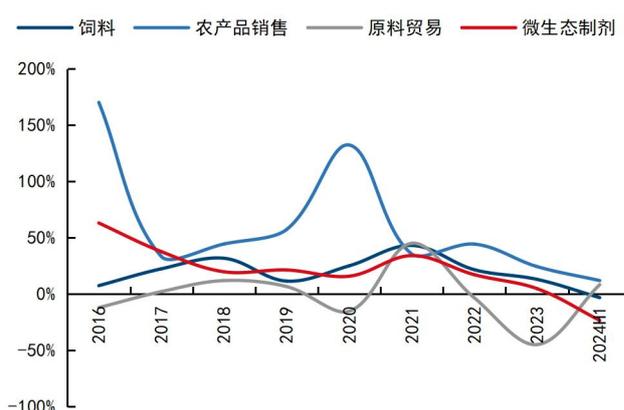
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

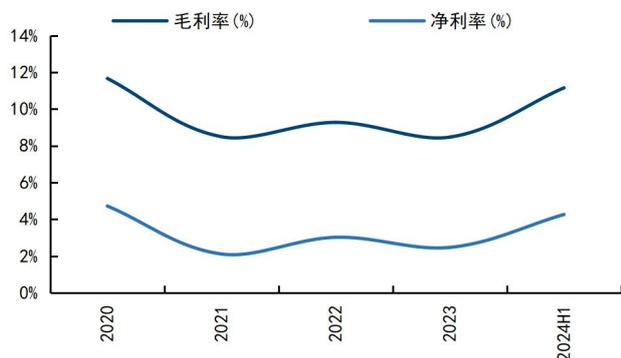
图6：海大集团分业务营收增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

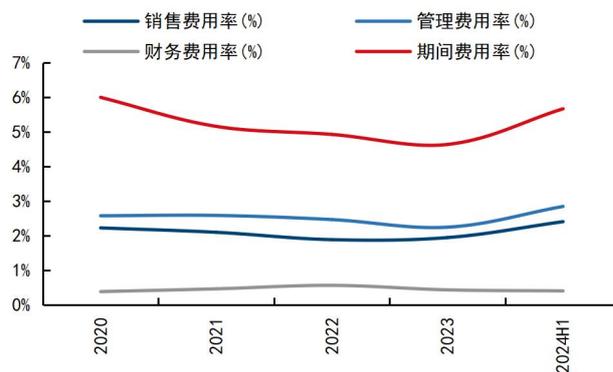
2024H1 期间费用整体稳定，管理经营有望持续优化。2024H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 2.16%/2.46%/0.58%，分别同比+0.25pct/+0.39pct/-0.17pct。公司销售费用及管理费用略有提升，主要系经营规模扩大，人员增加，薪酬水平提升及业务推广费增加所致；财务费用略有下降，主要系本期借款规模降低，相应利息支出减少所致。公司重视组织管理效率提升，充分发挥中台管理优势，通过构建“采购+研发+销售+生产”四位一体管理模式，确保公司内部快速联动，提高市场影响力，并推行三级研发体系，确保技术成果前瞻性、可持续输出及快速转化，能最大程度促进管理及研发效率加强，未来管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, 有望成为农牧行业的标杆企业, 维持“优于大市”评级。我们维持公司盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 37.80/43.84/50.30 亿元, 对应 PE 分别 22/19/17 倍。

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	128295	142883	159860
应收款项	3282	3027	3374	3719	3942	营业成本	95004	106281	115976	129346	144798
存货净额	12625	9936	10264	11434	13004	营业税金及附加	123	139	154	186	208
其他流动资产	2335	1170	1283	1286	1279	销售费用	1981	2259	2669	3029	3357
流动资产合计	21218	20906	24749	29761	35575	管理费用	2584	2617	3021	3343	3715
固定资产	16311	17082	18298	18502	18418	研发费用	711	785	917	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%	10%	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	1.3%	1.8%	2.0%	2.3%	2.5%	现金净变动	521	3216	3093	3457	4028
P/E	24.1	26.0	22.1	19.1	16.6	货币资金的期初余额	1740	2261	5476	8570	12027
P/B	4.0	3.6	3.9	3.5	3.1	货币资金的期末余额	2261	5476	8570	12027	16055
EV/EBITDA	16.4	16.3	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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