

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

农林牧渔

海大集团（002311）

买入

畜牧业

重大事件快评

（维持评级）

2021年04月13日

# Q1 业绩预告大幅超预期，熵减进化造就突破式成长

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110002

## 事项：

公司披露 2021 年一季度业绩预告，预计 2021Q1 实现归属于上市公司股东的净利润 6.8 亿元-7.2 亿元，同比增长 123.91%-137.09%，基本每股收益为 0.42-0.47 元/股。业绩表现亮眼，超市场预期。

国信农业观点：1) 公司 2021Q1 业绩预告两个亮点：（一）饲料技术研发积累与数字化大幅度提升单位超额收益；（二）生猪养殖成本管控超预期；2) 我们认为海大股份是大农业领域的稀缺成长股，公司最大优势在于拥有主动做熵减以及拥有进化能力的管理层。一方面，董事长决策得当，通过营造良好的企业文化氛围、制定切实有效的员工激励制度，由上而下地调动全体员工的主观能动性。另一方面，公司允许内部犯错试探，一旦试探成功，在好的激励下，公司就会快速并且成功地向下游做延伸；这表明公司是主动去进化的公司，通过不断对自身做熵减，打破原有的经营平衡状态，保持组织活力，不断拥有活力之源。3) 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；生猪养殖项目拓展不及预期的风险。4) 投资建议：短期，公司充分受益后周期，特种水产饲料市占率提升空间广阔，新增生猪养殖项目将带来丰厚利润。长期来看，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。预测公司 2020-2022 年归母净利润 24.99/32.84/38.11 亿元，对应 EPS 分别为 1.58/1.98/2.29 元，2021 年 4 月 12 日收盘价对应 PE 分别 47.9/38.2/33.0 倍，维持“买入”评级。

## 评论：

### ■ 公司 2021Q1 业绩亮点：1) 饲料技术研发积累与数字化大幅度提升单位超额收益；2) 生猪养殖成本管控超预期

受益于公司清晰战略目标和长期打造的专业竞争优势，公司 Q1 盈利能力明显提升，竞争优势迅速扩大。其中，生猪养殖业务方面，由于公司团队不断学习和自我进化，专业能力稳步加强，自繁自养占比提升的同时，养殖成本也持续保持行业领先，我们预计公司一季度实现生猪出栏约 35 万头，养殖净利润约 2.2 亿，成本管控效果超预期。饲料业务方面，受益于畜禽产能高位及水产需求回暖带来的水产投苗量增加，公司主打的畜禽饲料及水产料销量在 2021Q1 均实现快速增长，我们预计公司 Q1 整体饲料销量增速达 20-25%；同时，得益于公司长期技术研发积累的动物营养需求数据库及多种原材料替代的成本最优配方技术，使得公司在原材料价格大幅提升时，相对行业取得较大的成本竞争优势，我们预计公司 Q1 饲料业务实现净利润约 4 亿左右，盈利超预期。此外，公司的动保及种苗业务也稳步开拓，我们预计公司 2021Q1 动保及种苗板块实现净利润约 0.5 亿。整体上公司 2021Q1 实现净利润约 7 亿，同比增长约 130%，大幅超出市场预期。

### ■ 看好农业供给的集中化与规模化，海大作为自身管理层优秀的领军者或充分受益

乡村振兴将推动大农业领域的优质公司快速成长。随着工业的成熟，以及国内乡村振兴及内循环大政策的推进，城

市反哺农业成为可能，未来行业的现金流与赚钱效应或将好转，优质公司或将快速成长。我们认为在农业生产从分散到集中过程中，海大集团作为自身管理层优秀的领军公司最为受益，公司市占率有望加速提升。

### ■ 优秀的管理层塑造团队熵减及进化力，持续助力公司突破成长

作为农业优质成长标的，公司的核心竞争力来源于围绕客户价值的集体学习能力和切实有效的员工激励制度，进而由上而下的调动整个公司的主观能动性。采购、销售、配方、生产快速联动的“四位一体”体系提高了公司的市场反应速度，采购和配方的前瞻性布局使得公司在原材料价格剧烈波动的当下，精准匹配出最佳性价比配方，成本优势明显，从而不断巩固自身在饲料市场的领先地位。

公司是农业领域的优质成长股，典型的大行业匹配优秀管理层的优质标的。业务方面，公司允许内部小成本犯错试探，一旦试探成功，在好的激励下，公司就会快速并且成功开拓新领域，公司历史上业务的拓展也证明了这一点。这表明公司主动进化，通过对自身做熵减，打破原有的经营平衡状态，进而保持组织活力，不断拥有活力之源。行业方面，公司业务对应的是农业从田园到餐桌的十几万亿的市场，市场空间广阔。公司在提升饲料行业市占率的同时，未来有望不断在农牧领域做上下延伸，打造农牧巨头。

### ■ 投资建议：继续重点推荐

短期，公司充分受益后周期，特种水产饲料市占率提升空间广阔，新增生猪养殖项目将带来丰厚利润。长期来看，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。预测公司 2020-2022 年归母净利润 24.99/32.84/38.11 亿元，对应 EPS 分别为 1.58/1.98/2.29 元，2021 年 4 月 12 日收盘价对应 PE 分别 47.9/38.2/33.0 倍，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1850	5419	4156	2452
应收款项	1219	1990	2671	3189
存货净额	4463	6238	8351	9952
其他流动资产	1174	1597	2064	2369
<b>流动资产合计</b>	<b>8735</b>	<b>15274</b>	<b>17271</b>	<b>17992</b>
固定资产	6956	8241	10373	10368
无形资产及其他	1122	1078	1034	991
投资性房地产	1978	1978	1978	1978
长期股权投资	63	79	85	1585
<b>资产总计</b>	<b>18854</b>	<b>26650</b>	<b>30741</b>	<b>32914</b>
短期借款及交易性金融负债	3070	8000	7900	6000
应付款项	1917	2274	3031	3598
其他流动负债	2919	4042	5344	6315
<b>流动负债合计</b>	<b>7906</b>	<b>14315</b>	<b>16275</b>	<b>15912</b>
长期借款及应付债券	822	592	592	592
其他长期负债	385	465	545	624
<b>长期负债合计</b>	<b>1206</b>	<b>1057</b>	<b>1137</b>	<b>1215</b>
<b>负债合计</b>	<b>9112</b>	<b>15372</b>	<b>17412</b>	<b>17128</b>
少数股东权益	638	799	1012	1258
股东权益	9104	10478	12317	14528
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18854</b>	<b>26650</b>	<b>30741</b>	<b>32914</b>

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.04	1.58	1.98	2.29
每股红利	0.47	0.71	0.87	0.96
每股净资产	5.76	6.63	7.42	8.75
ROIC	17%	18%	21%	22%
ROE	18%	24%	27%	26%
毛利率	11%	12%	12%	12%
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	7%	6%	7%	6%
收入增长	13%	27%	34%	19%
净利润增长率	15%	52%	31%	16%
资产负债率	52%	61%	60%	56%
息率	0.8%	0.9%	1.2%	1.3%
P/E	55.3	50.1	40.1	34.5
P/B	10.0	11.9	10.7	9.1
EV/EBITDA	31.5	35.9	27.7	24.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>47613</b>	<b>60484</b>	<b>81237</b>	<b>97070</b>
营业成本	42223	53360	71431	85239
营业税金及附加	61	60	162	243
销售费用	1563	2232	2990	3737
管理费用	1191	1678	2198	2763
财务费用	212	196	269	262
投资收益	160	220	220	160
资产减值及公允价值变动	58	15	15	0
其他收入	(483)	0	0	0
营业利润	2098	3193	4422	4987
营业外净收支	(4)	(0)	(200)	(100)
<b>利润总额</b>	<b>2094</b>	<b>3193</b>	<b>4222</b>	<b>4887</b>
所得税费用	305	479	654	748
少数股东损益	141	215	284	328
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1649</b>	<b>2499</b>	<b>3284</b>	<b>3811</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>1649</b>	<b>2499</b>	<b>3284</b>	<b>3811</b>
资产减值准备	(16)	13	13	4
折旧摊销	611	756	915	1046
公允价值变动损失	(58)	(15)	(15)	0
财务费用	212	196	269	262
营运资本变动	1152	(1391)	(1108)	(805)
其它	93	148	200	243
<b>经营活动现金流</b>	<b>3430</b>	<b>2010</b>	<b>3289</b>	<b>4298</b>
资本开支	(2268)	(2001)	(3001)	(1001)
其它投资现金流	21	0	0	(1)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2271)</b>	<b>(2017)</b>	<b>(3007)</b>	<b>(2502)</b>
权益性融资	18	0	0	0
负债净变化	(1021)	(230)	0	0
支付股利、利息	(741)	(1125)	(1445)	(1600)
其它融资现金流	2461	4930	(100)	(1900)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1045)</b>	<b>3576</b>	<b>(1545)</b>	<b>(3500)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>114</b>	<b>3569</b>	<b>(1263)</b>	<b>(1704)</b>
货币资金的期初余额	1735	1850	5419	4156
货币资金的期末余额	1850	5419	4156	2452
企业自由现金流	1695	44	572	3550
权益自由现金流	3135	4578	244	1428

## 相关研究报告

- 《海大集团-002311-重大事件快评：股权激励再落地，提振发展强信心》 ——2021-04-07
- 《海大集团-002311-深度报告：熵减激发活力，进化塑造成长》 ——2020-12-02
- 《海大集团-002311-2013 年半年报点评：还需要更谨慎的预期吗？不需要了》 ——2013-08-23
- 《海大集团-002311-重大事件快评：行业集中度提升和大额资本开支并行》 ——2013-01-22
- 《海大集团-002311-2012 年三季度报点评：饲料成长股，短期盈利增速回落》 ——2012-10-26

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 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 楼  
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