

## 海大集团 (002311.SZ) 量利齐升，饲料及生猪业务成本优势显现

2021年04月20日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

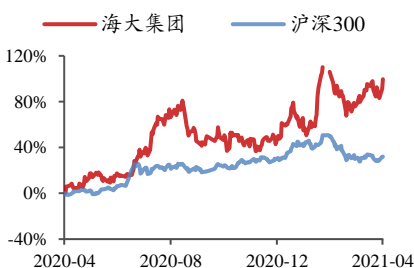
陈雪丽 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

日期	2021/4/20
当前股价(元)	81.70
一年最高最低(元)	89.00/40.49
总市值(亿元)	1,357.21
流通市值(亿元)	1,345.19
总股本(亿股)	16.61
流通股本(亿股)	16.47
近3个月换手率(%)	35.79

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-股权激励计划新老衔接, 确保中长期战略落地》-2021.4.7

《公司深度报告-海大集团: 打造极致产品与服务的农牧龙头》-2021.2.18

《公司信息更新报告-主营业务保持全面增长, 业绩符合预期》-2021.1.15

### ● 量利齐升, 公司饲料及生猪业务成本优势凸显, 维持“买入”评级

海大集团发布2020年度报告及2021年一季报: 公司2020年实现营收603.24亿元(+26.70%), 归母净利润25.23亿元(+53.01%); 2020Q4实现营收165.18亿元(+36.51%), 归母净利润4.49亿元(+90.14%)。2020年公司对外饲料销量1466万吨(未包含养殖业务自用54万吨), 同比增长19.33%, 贡献营收487.65亿元(+25.09%); 全年销售生猪约100万头, 贡献营收37.94亿元(+175.46%); 公司种苗、动保业务板块收入亦同比实现较大幅度增长。2021Q1公司实现营收157.13亿元(+49.77%), 归母净利润7.07亿元(+132.90%)。2021Q1水产品及禽肉价格同比景气, 开塘及补栏积极性高, 加之生猪存栏规模持续提升, 我们预计公司2021年公司饲料销量及收入将延续宽幅增长趋势。基于此, 我们小幅调整预测, 并增加2023年预测, 预计2021-2023年归母净利润为33.06/37.99/53.90亿元(2021-2022年前预测值为33.19/39.71亿元), 对应EPS分别为1.99/2.29/3.24元, 当前股价对应PE为41.0/35.7/25.2倍, 维持“买入”评级。

### ● 以技术优势落地成本管控, 饲料、养殖业务量效齐增

得益于公司饲料配方技术优势, 原料价格上涨背景下, 公司于2020Q4及时调整产品配方, 实现空成本及稳价格。预计2021年公司饲料销量将延续宽幅增长, 业务毛利率有望同比提升。生猪养殖业务方面, 公司通过前期技术沉淀及内部强效防疫措施的实施, 在冬季疫情因素影响下, 公司生猪完全成本及销售均价优势与行业均值拉开差距, 预计2021年公司生猪养殖业务有望达成以量换利。

### ● 多元优势并举, 分部业务间协同效应逐期明显

公司以饲料产品销售为核心配套全流程养殖技术服务。一体两翼战略下, 公司种苗、动保业务规模快速提升。我们预计, 随着公司高附加值产品收入占比的提升, 公司将具备量利双维增效能力, 竞争优势及盈利能力进一步筑高。

### ● 风险提示: 原材料价格上涨、疫病及自然灾害风险、公司产能投产不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,613	60,324	77,114	93,270	109,862
YOY(%)	12.9	26.7	27.8	21.0	17.8
归母净利润(百万元)	1,649	2,523	3,306	3,799	5,390
YOY(%)	14.7	53.0	31.1	14.9	41.9
毛利率(%)	11.3	11.7	11.3	11.2	12.2
净利率(%)	3.5	4.2	4.3	4.1	4.9
ROE(%)	18.4	19.1	19.7	18.9	21.3
EPS(摊薄/元)	0.99	1.52	1.99	2.29	3.24
P/E(倍)	82.3	53.8	41.0	35.7	25.2
P/B(倍)	14.9	9.7	7.9	6.6	5.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	8735	14264	20237	26534	28118
现金	1850	2056	8028	9710	11437
应收票据及应收账款	1032	1085	1622	1652	2204
其他应收款	186	732	442	978	695
预付账款	453	1871	1100	2493	1739
存货	4463	7255	7782	10436	10779
其他流动资产	750	1264	1264	1264	1264
<b>非流动资产</b>	10119	13262	14867	16226	17453
长期投资	63	59	62	60	60
固定资产	6464	7990	9634	11006	12247
无形资产	1137	1271	1336	1411	1463
其他非流动资产	2456	3942	3835	3749	3683
<b>资产总计</b>	18854	27527	35105	42760	45571
<b>流动负债</b>	7906	10849	14886	18813	16155
短期借款	3021	4736	5522	10826	5104
应付票据及应付账款	1917	2061	3043	3140	4061
其他流动负债	2968	4052	6320	4847	6990
<b>非流动负债</b>	1206	1719	1600	1454	1289
长期借款	822	1161	1042	896	731
其他非流动负债	385	558	558	558	558
<b>负债合计</b>	9112	12568	16486	20267	17444
少数股东权益	638	986	1340	1789	2396
股本	1580	1661	1661	1661	1661
资本公积	2119	5042	5042	5042	5042
留存收益	5572	7534	10580	14472	19715
<b>归属母公司股东权益</b>	9104	13973	17279	20705	25731
负债和股东权益	18854	27527	35105	42760	45571

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3247	485	7781	-519	10604
净利润	1790	2850	3660	4249	5997
折旧摊销	662	897	920	1138	1356
财务费用	212	236	178	200	144
投资损失	-160	-2	-104	-85	-66
营运资金变动	639	-3649	3131	-6020	3176
其他经营现金流	104	153	-5	-1	-3
<b>投资活动现金流</b>	-2117	-4321	-2416	-2412	-2514
资本支出	2325	3390	1603	1361	1227
长期投资	100	-1135	-2	1	-0
其他投资现金流	308	-2065	-815	-1050	-1288
<b>筹资活动现金流</b>	-1488	4014	-180	-691	-641
短期借款	305	1715	0	0	0
长期借款	-1021	340	-120	-146	-165
普通股增加	-1	81	0	0	0
资本公积增加	108	2923	0	0	0
其他筹资现金流	-878	-1045	-60	-545	-476
<b>现金净增加额</b>	-334	187	5185	-3621	7449

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	47613	60324	77114	93270	109862
营业成本	42223	53292	68382	82848	96480
营业税金及附加	61	69	99	116	136
营业费用	1563	1343	1774	2145	2527
管理费用	1191	1559	2005	2472	2966
研发费用	416	479	655	793	879
财务费用	212	236	178	200	144
资产减值损失	-50	-57	-77	-91	-108
其他收益	52	102	77	90	83
公允价值变动收益	8	-12	-2	-7	-4
投资净收益	160	2	104	85	66
资产处置收益	4	9	7	8	7
<b>营业利润</b>	2098	3347	4284	4963	6991
营业外收入	35	24	29	27	28
营业外支出	39	87	63	75	69
<b>利润总额</b>	2094	3284	4250	4915	6951
所得税	305	435	590	666	954
<b>净利润</b>	1790	2850	3660	4249	5997
少数股东损益	141	327	354	449	607
<b>归母净利润</b>	1649	2523	3306	3799	5390
EBITDA	2938	4484	5366	6315	8499
EPS(元)	0.99	1.52	1.99	2.29	3.24

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.9	26.7	27.8	21.0	17.8
营业利润(%)	18.6	59.5	28.0	15.9	40.9
归属于母公司净利润(%)	14.7	53.0	31.1	14.9	41.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.3	11.7	11.3	11.2	12.2
净利率(%)	3.5	4.2	4.3	4.1	4.9
ROE(%)	18.4	19.1	19.7	18.9	21.3
ROIC(%)	14.7	15.3	15.6	13.5	19.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.3	45.7	47.0	47.4	38.3
净负债比率(%)	23.7	29.2	-4.4	11.9	-17.4
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.4	1.7
速动比率	0.4	0.4	0.7	0.7	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.6	2.6	2.5	2.4	2.5
应收账款周转率	44.5	57.0	57.0	57.0	57.0
应付账款周转率	24.6	26.8	26.8	26.8	26.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.52	1.99	2.29	3.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	0.29	4.68	-0.31	6.38
每股净资产(最新摊薄)	5.48	8.41	10.40	12.46	15.49
<b>估值比率</b>					
P/E	82.3	53.8	41.0	35.7	25.2
P/B	14.9	9.7	7.9	6.6	5.3
EV/EBITDA	47.2	31.4	25.3	22.1	15.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn