

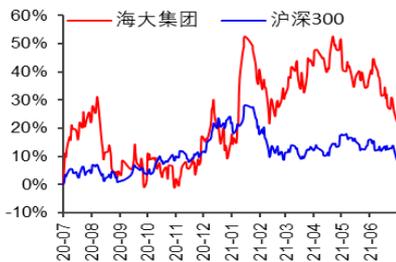
## 1H21 饲料业务优势突显，Q4 生猪养殖成本或明显回落

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-26

收盘价(元)	68.84
近12个月最高/最低(元)	88.63/54.37
总股本(百万股)	1661.16
流通股本(百万股)	1657.64
流通股比例(%)	99.8
总市值(亿元)	1144
流通市值(亿元)	1141

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

### 相关报告

- 1.《海大集团(002311)点评：股权激励考核目标严格，凸显稳健高增长战略》2021-4-7
- 2.《海大集团(002311)点评：Q1业绩同比大增124%-137%，饲料养殖同发力》2021-4-12
- 3.《海大集团(002311)点评：年报、一季报高增长，饲料养殖共同发力》2021-4-20

### 主要观点：

#### ● 1H2021 实现归母净利 15.33 亿元，同比增长 38.8%。

公司发布 2021 年中报：上半年实现营业收入 381.9 亿元，同比增长 47.54%，归母净利 15.33 亿元，同比增长 38.82%，扣非后归母净利 14.97 亿元，同比增长 35.97%。其中，2021Q2 实现营业收入 224.8 亿元，同比增长 46.0%，归母净利 8.25 亿元，同比增长 3.1%。

#### ● 1H2021 饲料外销量同比增长 31%，饲料业务优势突显。

在饲料产品力优势叠加优质种苗和动保服务的一体两翼驱动下，公司上半年饲料外销量达到 839 万吨，同比增长 31%，公司整体饲料销量增速和猪料、禽料、水产料分品类销量增速均优于行业。其中，猪料销量 197 万吨，同比大增 148%，实现超预期销量增长目标，母猪料、教乳料、乳猪料、浓缩料等高毛利前端料销量同比增长逾 50%，华南地区大猪料销量增长逾 2 倍；禽料销量 455 万吨，同比增长 12%，公司以配方师为纽带，加大对中大型养殖公司服务力度，构建配方、采购、生产的内三角与配方、销售、服务的外三角相结合的双三角组合模式，提高与大型养殖公司定制化产品服务的市场影响力，保证销量逆势增长；水产料销量 187 万吨，同比增长 21%，国内虾蟹料销量同比增长 35%。由于原材料持续上涨，公司利用期货套保工具锁定原材料成本，因部分期货套保利润体现在投资收益项目，公司上半年饲料毛利率同比下降 1.71 个百分点至 10.11%。

#### ● 2021Q2 生猪养殖亏损约 2 亿元，2021Q4 生猪养殖成本或明显回落。

1H2021 公司实现生猪养殖业务收入 23.72 亿元，同比增长 77%，受 Q2 猪价大跌影响，毛利率同比下降 22 个百分点至 10%。2021Q2 公司出栏生猪逾 40 万头，其中，外购仔猪育肥约占 60%，外购仔猪成本高企造成 Q2 生猪业务亏损约 2 亿元。由于外购仔猪成本自 6 月开始明显回落，公司生猪养殖完全成本有望于 Q4 回落，我们维持全年生猪出栏量 180 万头预期不变。

#### ● 投资建议

公司是我国饲料行业龙头企业，饲料品类齐全、产品力清晰卓越铸造核心竞争力，公司持续穿越周期高增长。我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 775.67 亿元、963.24 亿元、1199.6 亿元，同比增长 28.6%、24.2%、24.5%，归母净利润 29.62 亿元、38.32 亿元、61.95 亿元，同比增长 17.4%、29.4%、61.7%，对应每股收益 1.78 元、2.31 元、3.73 元。我们给予公司 2022 年 35 倍 PE，合理估值 80.85 元，维持“买入”评级不变。

#### ● 风险提示

疫病。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	60324	77567	96324	119960
收入同比 (%)	26.7%	28.6%	24.2%	24.5%
归属母公司净利润	2523	2962	3832	6195
净利润同比 (%)	53.0%	17.4%	29.4%	61.7%
毛利率 (%)	11.7%	10.6%	10.6%	12.1%
ROE (%)	18.1%	17.5%	18.5%	23.0%
每股收益 (元)	1.60	1.78	2.31	3.73
P/E	43.13	38.61	29.84	18.46
P/B	7.79	6.75	5.51	4.24
EV/EBITDA	25.18	25.78	20.76	13.11

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	14264	20494	24739	31975	<b>营业收入</b>	60324	77567	96324	119960
现金	2056	4962	5721	8884	营业成本	53292	69375	86140	105476
应收账款	1067	1372	1704	2122	营业税金及附加	69	89	110	137
其他应收款	732	942	1169	1456	销售费用	1343	1611	1853	2224
预付账款	1871	2435	3024	3703	管理费用	1559	1949	2436	3045
存货	7255	9445	11727	14360	财务费用	236	318	381	396
其他流动资产	1282	1337	1393	1450	资产减值损失	-57	0	0	0
<b>非流动资产</b>	13262	15248	17237	19226	公允价值变动收益	12	0	0	0
长期投资	59	56	53	50	投资净收益	2	-30	0	0
固定资产	7704	9115	10526	11938	<b>营业利润</b>	3347	3710	4801	7933
无形资产	1257	1407	1557	1707	营业外收入	24	25	25	25
其他非流动资产	4242	4669	5100	5531	营业外支出	87	25	25	25
<b>资产总计</b>	27527	35742	41976	51201	<b>利润总额</b>	3284	3710	4801	7933
<b>流动负债</b>	10849	15544	17313	19354	所得税	435	491	635	1050
短期借款	4736	7736	7736	7736	<b>净利润</b>	2850	3219	4166	6884
应付账款	2061	2682	3331	4078	少数股东损益	327	258	333	688
其他流动负债	4052	5126	6246	7540	<b>归属母公司净利润</b>	2523	2962	3832	6195
<b>非流动负债</b>	1719	2019	2319	2619	EBITDA	4480	4605	5697	8804
长期借款	1161	1461	1761	2061	EPS (元)	1.60	1.78	2.31	3.73
其他非流动负债	558	558	558	558					
<b>负债合计</b>	12568	17564	19632	21974					
少数股东权益	986	1243	1577	2265					
股本	1661	1661	1661	1661					
资本公积	5042	5042	5042	5042					
留存收益	7270	10231	14064	20259					
归属母公司股东权	13973	16935	20767	26962					
<b>负债和股东权益</b>	27527	35742	41976	51201					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	485	2627	3532	5954
净利润	2523	2962	3832	6195
折旧摊销	897	678	678	678
财务费用	236	328	406	424
投资损失	-2	30	0	0
营运资金变动	-3557	-1628	-1718	-2032
其他经营现金流	6467	4848	5883	8915
<b>投资活动现金流</b>	-4321	-2693	-2667	-2667
资本支出	-3321	-2536	-2539	-2539
长期投资	-1268	-17	-17	-17
其他投资现金流	269	-141	-111	-111
<b>筹资活动现金流</b>	4014	2972	-106	-124
短期借款	1715	3000	0	0
长期借款	340	300	300	300
普通股增加	81	0	0	0
资本公积增加	2923	0	0	0
其他筹资现金流	-1045	-328	-406	-424
<b>现金净增加额</b>	187	2905	759	3163

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.7%	28.6%	24.2%	24.5%
营业利润	59.5%	10.9%	29.4%	65.3%
归属于母公司净利	53.0%	17.4%	29.4%	61.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	11.7%	10.6%	10.6%	12.1%
净利率 (%)	4.2%	3.8%	4.0%	5.2%
ROE (%)	18.1%	17.5%	18.5%	23.0%
ROIC (%)	14.8%	12.4%	13.6%	18.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	45.7%	49.1%	46.8%	42.9%
净负债比率 (%)	84.0%	96.6%	87.9%	75.2%
流动比率	1.31	1.32	1.43	1.65
速动比率	0.47	0.55	0.58	0.72
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.19	2.17	2.29	2.34
应收账款周转率	56.52	56.52	56.52	56.52
应付账款周转率	25.86	25.86	25.86	25.86
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.60	1.78	2.31	3.73
每股经营现金流	0.29	1.58	2.13	3.58
每股净资产	8.41	10.19	12.50	16.23
<b>估值比率</b>				
P/E	43.13	38.61	29.84	18.46
P/B	7.79	6.75	5.51	4.24
EV/EBITDA	25.18	25.78	20.76	13.11

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与联系人简介

**分析师：**王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收受任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。