

**证券研究报告—动态报告**

农林牧渔

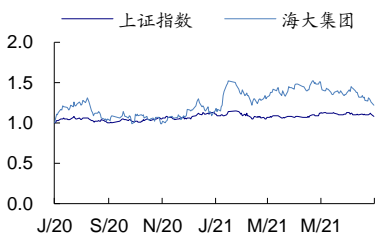
畜牧业

**海大集团(002311)**
**买入**

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 07 月 28 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

|               |                 |
|---------------|-----------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 1,661/1,658     |
| 总市值/流通(百万元)   | 114,354/114,112 |
| 上证综指/深圳成指     | 3,467/14,631    |
| 12 个月最高/最低(元) | 89.00/54.60     |

**相关研究报告:**

《海大集团-002311-2020 年年报点评: 多项业务全面开花, 熵减进化驱动增长》——2021-04-21

《海大集团-002311-重大事件快评: Q1 业绩预告大幅超预期, 熵减进化造就突破式成长》——2021-04-13

《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

**证券分析师: 鲁家瑞**

电话: 021-61761016

E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110002

**联系人: 李瑞楠**

电话: 021-60893308

E-MAIL: lirui@guosen.com.cn

**独立性声明:**

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。

**财报点评**
**熵减优势逐季加强, 中报业绩强势增长**
**● 2021H1 业绩增速超预期, 阿尔法属性进一步凸显**

公司 21H1 营收同比+47.5%至 381.9 亿元, 归母净利同比+38.8%至 15.3 亿元, 饲料、动保、种苗、养殖板块收入全面增长, 且在原材料价格高涨的背景下, 单位超额收益优势明显, 竞争优势进一步巩固。

**● 饲料主业强势高增, 生猪业绩略有承压**

分业务看, 饲料业务对公司 21H1 业绩贡献最大, 预计饲料业务 21H1 净利约 14 亿元, 同比约+65%, Q2 净利约 9 亿元, 同比约+50%, 另外猪饲料/禽饲料/水产料 21H1 销量分别同比+148%/+12%/+21%, 全品类市占率继续强势提升; 受益于种苗持续研发及动保“千站计划”的顺利推进, 种苗及动保业务 21H1 收入分别同比增长 44%及 25%, 预计 Q2 合计贡献净利约 1 亿元。生猪养殖业务上, 虽然公司养殖成本持续改善, 但由于 Q2 行业低景气, 预计公司生猪业绩增速放缓, 21H1 出栏约 80 万头, 其中 Q2 出栏约 40 万头, 自繁自养比例约 40%, Q2 生猪业务净亏损约 2 亿元, 考虑到公司养殖团队学习能力强, 成本持续下行, 预计随 Q3 猪价反弹, 21 年全年仍能保持较好盈利。

**● 管理经营持续优化, 产能扩张增速可期**

公司重视组织管理效率的提升, 充分发挥中台管理优势, 通过构建“采购+研发+销售+生产”四位一体的管理模式, 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, 确保技术成果的前瞻性、可持续输出及快速转化, 促进管理及研发效率持续加强, 2021H1 销售/管理/财务费用率分别为 2.19%/2.30%/0.47%, 同比-15%/-13%/+6%。产能方面, 公司 2021H1 资本开支达 23.6 亿元, 同比+64%, 发展势头十足; 另外公司制定了未来五年饲料销量 CAGR 达 21%的股权激励业绩目标, 2025 年销量目标达 4000 万吨, 首次授予涉及的激励对象共计 4083 人, 有望自上而下充分调动团队积极性, 看好公司未来发展。

**● 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: 大农业稀缺成长股, 熵减进化持续增长, 维持“买入”**

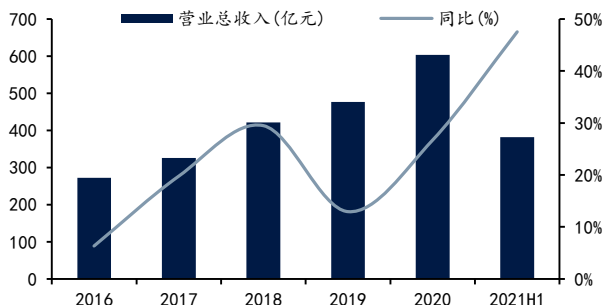
公司管理层优势显著, 在做专做稳主业的基础上, 聚焦农业产业从田园到餐桌的十几万亿市场, 有序尝试、布局新业务, 公司有望成为农牧行业的标杆企业。预测公司 21-23 年 EPS 分别为 1.97 元/2.37 元/2.85 元/股, 对应 PE 分别为 35/29/24 倍, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

|             | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E   |
|-------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 60,324 | 79,710 | 96,883 | 112,051 |
| (+/-%)      | 26.7%  | 32.1%  | 21.5%  | 15.7%   |
| 净利润(百万元)    | 2523   | 3274   | 3944   | 4737    |
| (+/-%)      | 53.0%  | 29.8%  | 20.5%  | 20.1%   |
| 摊薄每股收益(元)   | 1.52   | 1.97   | 2.37   | 2.85    |
| EBITMargin  | 6.7%   | 5.6%   | 5.7%   | 5.8%    |
| 净资产收益率(ROE) | 18.1%  | 20.8%  | 21.9%  | 22.9%   |
| 市盈率(PE)     | 45.3   | 34.9   | 29.0   | 24.1    |
| EV/EBITDA   | 25.9   | 24.6   | 20.1   | 17.1    |
| 市净率(PB)     | 8.18   | 7.25   | 6.36   | 5.52    |

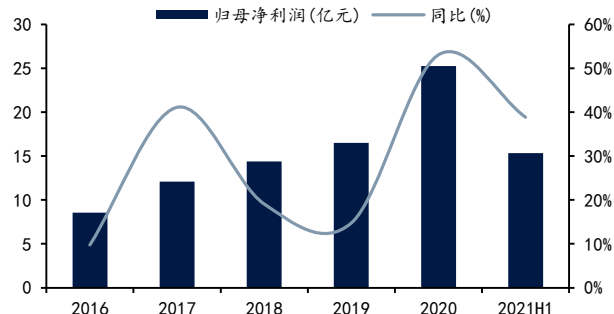
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 海大集团 2021H1 营收及增速情况 (亿元、%)



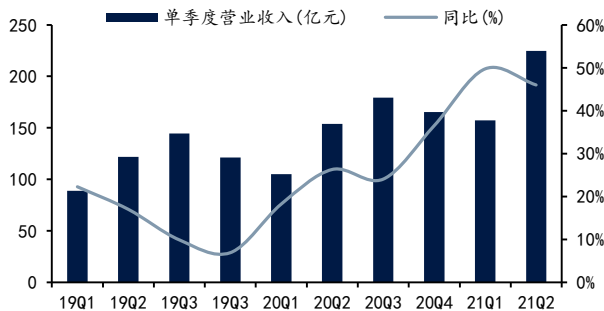
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 海大集团 2021H1 归母净利润及增速情况 (亿元、%)



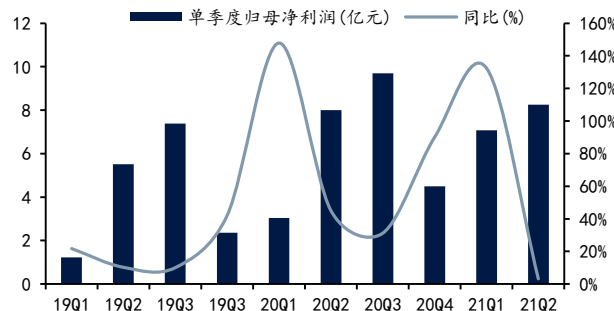
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 海大集团单季度营收及增速情况 (亿元、%)



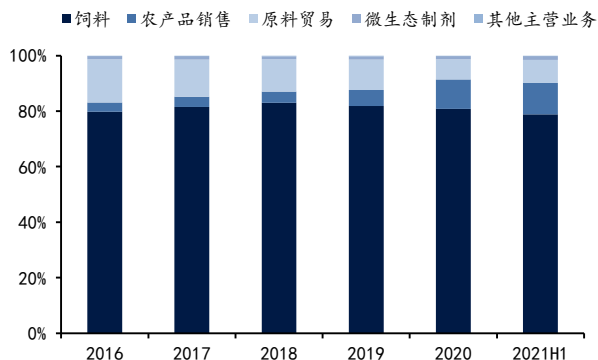
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 海大集团单季度归母净利润及增速情况 (亿元、%)



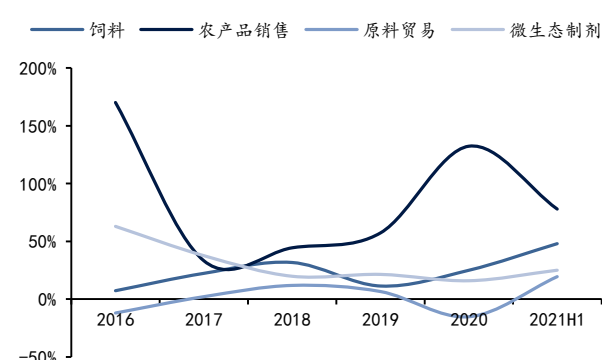
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 海大集团分业务营收占比 (%)

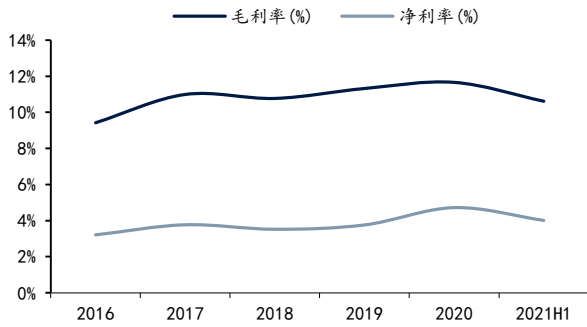


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

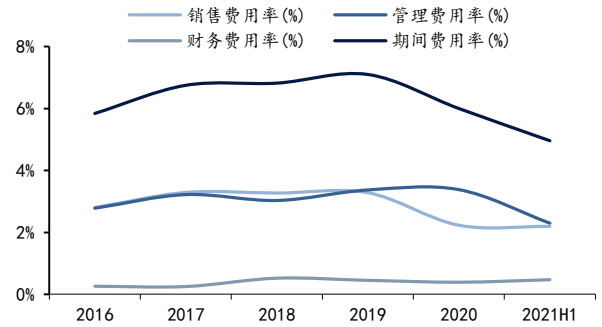
图 6: 海大集团分业务营收增速 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**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: 海大集团期间费用率情况 (%)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**附表: 可比公司盈利预测及估值**

| 公司<br>代码 | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 收盘价<br>21/07/26 | EPS  |       |       | PE    |       |       | 总市值<br>(亿元)<br>21/07/26 |
|----------|----------|----------|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------|
|          |          |          |                 | 2020 | 2021E | 2022E | 2020  | 2021E | 2022E |                         |
| 600438   | 通威股份     | 未评级      | 43.02           | 0.8  | 1.46  | 1.85  | 47.96 | 26.69 | 21.26 | 1530.98                 |
| 002385   | 大北农      | 未评级      | 7.40            | 0.51 | 0.54  | 0.53  | 16.33 | 14.51 | 14.46 | 344.14                  |
| 002567   | 唐人神      | 未评级      | 5.95            | 0.97 | 1.00  | 0.54  | 8.17  | 7.65  | 14.95 | 89.61                   |

数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理预测 (注: 未评级公司均采取 wind 一致预测)

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |                  | 2020          | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| 现金及现金等价物         | 2056         | 6206         | 5673         | 5091         | 营业收入             | 60324         | 79710         | 96883         | 112051        |
| 应收款项             | 1817         | 2493         | 3028         | 3499         | 营业成本             | 53292         | 70058         | 84970         | 97764         |
| 存货净额             | 7255         | 8657         | 10489        | 12052        | 营业税金及附加          | 69            | 80            | 194           | 280           |
| 其他流动资产           | 2796         | 2552         | 3005         | 3363         | 销售费用             | 1343          | 2942          | 3565          | 4314          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>14264</b> | <b>20248</b> | <b>22534</b> | <b>24035</b> | 管理费用             | 1559          | 2202          | 2618          | 3188          |
| 固定资产             | 9295         | 10449        | 12383        | 12175        | 财务费用             | 236           | 242           | 259           | 228           |
| 无形资产及其他          | 1257         | 1208         | 1159         | 1109         | 投资收益             | 2             | 150           | 150           | 160           |
| 投资性房地产           | 2651         | 2651         | 2651         | 2651         | 资产减值及公允价值变动      | 45            | 50            | 15            | 0             |
| 长期股权投资           | 59           | 68           | 67           | 1567         | 其他收入             | (525)         | 0             | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>27527</b> | <b>34623</b> | <b>38793</b> | <b>41537</b> | 营业利润             | 3347          | 4386          | 5442          | 6438          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 4878         | 8000         | 7900         | 6000         | 营业外净收支           | (62)          | (23)          | (200)         | (100)         |
| 应付款项             | 2061         | 2903         | 3502         | 4006         | <b>利润总额</b>      | <b>3284</b>   | <b>4363</b>   | <b>5242</b>   | <b>6338</b>   |
| 其他流动负债           | 3910         | 5064         | 6056         | 6895         | 所得税费用            | 435           | 654           | 776           | 970           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>10849</b> | <b>15968</b> | <b>17457</b> | <b>16901</b> | 少数股东损益           | 327           | 435           | 522           | 631           |
| 长期借款及应付债券        | 1161         | 931          | 931          | 931          | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2523</b>   | <b>3274</b>   | <b>3944</b>   | <b>4737</b>   |
| 其他长期负债           | 558          | 639          | 719          | 798          |                  |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1719</b>  | <b>1570</b>  | <b>1650</b>  | <b>1729</b>  | 现金流量表 (百万元)      |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>12568</b> | <b>17538</b> | <b>19108</b> | <b>18630</b> | 净利润              | 2523          | 3274          | 3944          | 4737          |
| 少数股东权益           | 986          | 1312         | 1703         | 2177         | 资产减值准备           | 7             | 17            | 11            | 2             |
| 股东权益             | 13973        | 15774        | 17982        | 20730        | 折旧摊销             | 839           | 930           | 1120          | 1256          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>27527</b> | <b>34623</b> | <b>38793</b> | <b>41537</b> | 公允价值变动损失         | (45)          | (50)          | (15)          | 0             |
|                  |              |              |              |              | 财务费用             | 236           | 242           | 259           | 228           |
| 关键财务与估值指标        |              |              |              |              | 营运资本变动           | (4364)        | 261           | (1138)        | (968)         |
| 每股收益             | 1.52         | 1.97         | 2.37         | 2.85         | 其它               | 211           | 309           | 380           | 471           |
| 每股红利             | 0.51         | 0.89         | 1.04         | 1.20         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>(830)</b>  | <b>4741</b>   | <b>4303</b>   | <b>5499</b>   |
| 每股净资产            | 8.41         | 9.50         | 10.83        | 12.48        | 资本开支             | (3168)        | (2001)        | (3001)        | (1001)        |
| ROIC             | 21%          | 18%          | 21%          | 22%          | 其它投资现金流          | (310)         | 0             | 0             | 309           |
| ROE              | 18%          | 21%          | 22%          | 23%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(3475)</b> | <b>(2010)</b> | <b>(3000)</b> | <b>(2192)</b> |
| 毛利率              | 12%          | 12%          | 12%          | 13%          | 权益性融资            | 60            | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 7%           | 6%           | 6%           | 6%           | 负债净变化            | 340           | (230)         | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 8%           | 7%           | 7%           | 7%           | 支付股利、利息          | (845)         | (1473)        | (1736)        | (1990)        |
| 收入增长             | 27%          | 32%          | 22%          | 16%          | 其它融资现金流          | 5462          | 3122          | (100)         | (1900)        |
| 净利润增长率           | 53%          | 30%          | 20%          | 20%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>4512</b>   | <b>1418</b>   | <b>(1836)</b> | <b>(3890)</b> |
| 资产负债率            | 49%          | 54%          | 54%          | 50%          | <b>现金净变动</b>     | <b>207</b>    | <b>4149</b>   | <b>(532)</b>  | <b>(582)</b>  |
| 息率               | 0.7%         | 1.3%         | 1.5%         | 1.7%         | 货币资金的期初余额        | 1850          | 2056          | 6206          | 5673          |
| P/E              | 45.3         | 34.9         | 29.0         | 24.1         | 货币资金的期末余额        | 2056          | 6206          | 5673          | 5091          |
| P/B              | 8.2          | 7.2          | 6.4          | 5.5          | 企业自由现金流          | (3170)        | 2954          | 1698          | 4798          |
| EV/EBITDA        | 25.9         | 24.6         | 20.1         | 17.1         | 权益自由现金流          | 2632          | 5640          | 1377          | 2705          |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                            |
|------------|----|-------------------------------|
| 股票<br>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±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<br>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±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。

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，并向客户发布的行为。

## 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