



中航证券研究所
分析师：彭海兰
证券执业证书号：S0640517080001
邮箱：penghl@avicsec.com

海大集团（002311）2021年三季度报点评： 养殖影响利润，饲料业绩高增

行业分类：农林牧渔

2021年10月20日

投资评级

买入

当前价格（元/股）

63.20

基本数据（2021/10/20）

总市值（亿元） 1,120.12

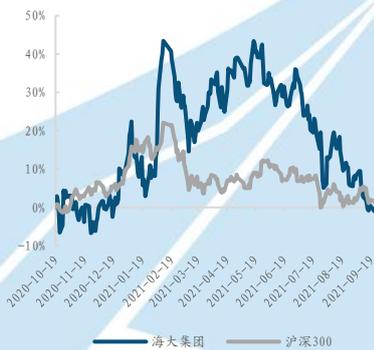
流通市值（亿元） 1,117.75

总股本（百万股） 1,661.16

流通股本（百万股） 1,657.64

12个月价格区间（元） 55.72/85.64

过去一年公司与沪深300走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

◆ **事件：**公司发布2021年三季度报，2021年前三季度公司实现营业收入（643.14亿元，+46.82%），归属母公司净利润（17.46亿元，-15.77%），扣非净利润（17.04亿元，-16.21%），经营性现金流净额（22.52亿元，+650.12%）。

◆ 投资要点：

一体两翼推进，饲料业绩高增。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，前三季度公司饲料、种苗、动保等业务均保持量、利齐升的发展态势。1-9月公司实现饲料对外销量1400万吨，同比增长30%；实现饲料销售收入515.69亿元，同比增长45%。我们认为公司以养殖客户为中心的全套“产品+服务”是一体两翼战略不断推进的根本支撑。**产品上**，公司在动物营养和原料利用、产品的配方技术、原材料价值采购、内部运营等方面的能力共同支撑产品在养殖效果和效率上的良好表现。**服务上**，公司整合饲料、种苗、动保、金融的服务能力，为养殖客户提供全方位解决方案。

产业链条延伸，养殖利润承压。今年公司养殖规模扩大。公司上半年生猪养殖业务实现收入23.72亿元，同比增长77%。我们认为，公司拥有覆盖养殖过程的全套产品和解决方案，以及综合的养殖技术服务体系和能力，在养殖和加工业务上延伸是合理的，也具备天然优势。但今年生猪周期影响，价格大幅波动，也显著影响了利润，三季度归属上市公司净利润约亏损7亿元，其中生猪养殖业务年初高价外购仔猪大幅抬高出栏成本是公司总体盈利造成冲击的重要原因。

整体收入保持高增，盈利短期承压，长期目标可期。收入上，公司前三季度实现营业收入643.14亿元，同比增长46.82%，保持高增。**盈利上**，公司前三季度受到生猪价格下行和原材料价格上涨的影响，盈利能力下降。第三季度毛利6.9%，环比下降3 ppts，同比下降6 ppts。**长期看**，公司制定激励计划，五年销量复合增长率为21%，饲料主业望保持高增。同时随着生猪周期和饲料原材料价格压力的缓和，公司盈利能力也将不断改善。

◆ 投资建议

公司围绕养殖户打造整体解决方案，一体两翼战略不断推进。公司是饲料行业整合升级背景下的优质标的，产业链适度延伸也将打开新的增长空间。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为21.05亿元，37.13亿元和58.55亿元，EPS分别为1.27元，2.24元和3.52元，对应PE分别为53、30、19倍，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**饲料原材料价格波动、养殖周期波动等风险。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传 真：010-59562637

财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	603.24	876.47	1039.43	1268.01	净利润	28.50	23.30	41.53	65.14
营业成本	532.92	806.63	933.02	1125.83	折旧与摊销	8.97	10.95	13.36	15.07
营业税金及附加	0.69	1.04	1.22	1.49	财务费用	2.36	3.70	5.27	5.58
销售费用	13.43	19.51	26.80	29.71	资产减值损失	-0.57	0.00	0.00	0.00
管理费用	15.59	18.41	24.90	29.92	经营营运资本变动	-39.83	-57.38	-19.32	-28.63
财务费用	2.36	3.70	5.27	5.58	其他	5.42	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.57	0.00	0.00	0.00	经营性现金流净额	4.85	-19.43	40.83	57.16
投资收益	0.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-25.37	-30.15	-25.17	-25.19
公允价值变动损益	-0.12	0.00	0.00	0.00	其他	-17.83	-2.89	-5.02	-4.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金流净额	-43.21	-33.03	-30.19	-29.39
营业利润	33.47	27.18	48.24	75.48	短期借款	17.15	69.56	5.49	-4.03
其他非经营损益	-0.62	-0.33	-0.38	-0.40	长期借款	3.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	32.84	26.85	47.86	75.07	股权融资	30.04	0.00	0.00	0.00
所得税	4.35	3.55	6.33	9.93	支付股利	-5.53	-8.46	-7.06	-12.46
净利润	28.50	23.30	41.53	65.14	其他	-4.92	-2.91	-4.18	-4.42
少数股东损益	3.27	2.25	4.39	6.59	筹资性现金流净额	40.14	58.19	-5.75	-20.91
归属母公司股东净利润	25.23	21.05	37.13	58.55	现金流量净额	1.87	5.73	4.89	6.86

资产负债表					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	20.56	26.29	31.18	38.04	成长能力				
应收和预付款项	36.88	54.72	64.07	77.73	销售收入增长率	26.70%	45.29%	18.59%	21.99%
存货	72.55	109.85	127.07	153.34	营业利润增长率	59.51%	-18.78%	77.45%	56.47%
其他流动资产	12.64	15.78	18.62	22.02	净利润增长率	59.25%	-18.24%	78.22%	56.87%
长期股权投资	0.59	0.59	0.59	0.59	EBITDA 增长率	50.75%	-6.64%	59.85%	43.75%
投资性房地产	0.29	0.29	0.29	0.29	获利能力				
固定资产和在建工程	92.95	113.86	127.36	139.16	毛利率	11.66%	7.97%	10.24%	11.21%
无形资产和开发支出	16.14	15.60	15.08	14.58	三费率	5.20%	4.75%	5.48%	5.14%
其他非流动资产	22.65	25.41	28.92	32.06	净利率	4.72%	2.66%	4.00%	5.14%
资产总计	275.27	362.41	413.20	477.81	ROE	19.05%	14.09%	20.78%	25.79%
短期借款	47.36	116.92	122.41	118.39	ROA	10.35%	6.43%	10.05%	13.63%
应付和预收款项	31.83	48.05	55.67	67.22	ROIC	20.62%	11.83%	16.18%	21.46%
长期借款	11.61	11.61	11.61	11.61	EBITDA/销售收入	7.43%	4.77%	6.43%	7.58%
其他负债	34.88	20.41	23.63	28.04	营运能力				
负债合计	125.68	197.00	213.32	225.25	总资产周转率	2.60	2.75	2.68	2.85
股本	16.61	16.61	16.61	16.61	固定资产周转率	8.62	9.18	8.62	9.52
资本公积	50.42	50.42	50.42	50.42	应收账款周转率	57.75	66.96	61.33	62.12
留存收益	75.34	87.92	117.99	164.09	存货周转率	9.08	8.84	7.87	8.03
归属母公司股东权益	139.73	153.30	183.37	229.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.71%	—	—	—
少数股东权益	9.86	12.11	16.50	23.10	资本结构				
股东权益合计	149.59	165.41	199.88	252.56	资产负债率	45.66%	54.36%	51.63%	47.14%
负债和股东权益合计	275.27	362.41	413.20	477.81	带息债务/总负债	46.92%	65.25%	62.83%	57.71%

业绩和估值指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	44.81	41.83	66.87	96.12
PE	44.40	53.22	30.16	19.13
PB	7.49	6.77	5.60	4.44
PS	1.86	1.28	1.08	0.88
EV/EBITDA	25.368	28.592	17.821	12.240
股息率	0.005	0.008	0.006	0.011

数据来源: Wind, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

彭海兰, SAC 执业证书号: S0640517080001, 中航证券研究所农林牧渔行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使其独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。