

海大集团 (002311.SZ) 主营业务线延续高增势头，生猪亏损拖累短期业绩

2021年10月20日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

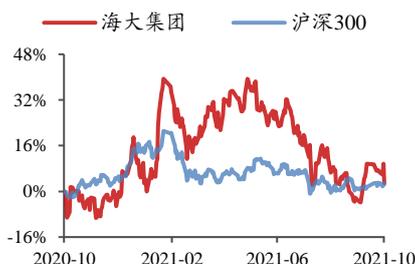
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2021/10/20
当前股价(元)	63.20
一年最高最低(元)	89.00/54.60
总市值(亿元)	1,049.85
流通市值(亿元)	1,047.63
总股本(亿股)	16.61
流通股本(亿股)	16.58
近3个月换手率(%)	35.6

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-“一体两翼”销量高增，助力业绩兑现》-2021.7.27

《公司信息更新报告-量利齐升，饲料及生猪业务成本优势显现》-2021.4.20

《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

● 主营业务延续高增势头，生猪亏损拖累整体业绩，维持“买入”评级

海大集团发布2021年三季报：前三季度公司实现营收643.14亿元（+46.8%），归母净利润17.46亿元（-15.8%）。Q3公司主营饲料、种苗、动保等业务保持量、利齐升。但受到猪价持续低迷及外购高成本仔猪出栏占比较高的影响，养殖业务承受较大亏损，抵减主营业务利润兑现。基于对2021Q4-2022年猪价反弹幅度的保守预测，我们下调2021-2022年预测；基于对2022年下半年猪价反弹的预期，维持2023年预测。预计2021-2023年归母净利润为17.4/30.5/60.0亿元（前预测值为29.1/39.8/60.0亿元），对应EPS分别为1.05/1.83/3.61元，当前股价对应PE为60.5/34.5/17.5倍，公司主营饲料、动保、种苗业务均保持高速增长势头，饲料原料价格回落将抬升公司主营饲料盈利能力；叠加生猪养殖出栏成本下压及管理效率优化，养殖业务边际改善节点已现，维持“买入”评级。

● 量价齐升，“一体两翼”延续高速增长势头

公司前三季度累计饲料外销1400万吨（+30%），实现收入515.69亿元（+45%）。剔除生猪养殖业务，累计实现归母净利润约24.46亿元，（+47%）。单Q3来看，饲料单季对外销量561万吨（+28%），实现收入214.66亿元（+42%），剔除生猪养殖业务，实现归母利润约9.14亿元（+21%），利润增速同比下降系饲料原料成本抬升，禽养殖业务出现小幅亏损所致。进入Q4以来，饲料原料价格环比回落，饲料业务盈利水平有望环比回升。

● 猪价低迷，养殖业务亏损有望于Q4边际改善

公司三季度生猪出栏55万头，其中外购仔猪约37万头。由于Q1外购仔猪成本较高，加之Q3生猪价格持续低迷，公司生猪养殖业务当季度内陷入深度亏损，单Q3归母净利约亏损7亿元。Q2以来仔猪价格持续走低，截至6月末行业仔猪销售均价已降至500元/头以内，预计公司Q4生猪出栏成本将环比显著压低，叠加Q4消费承压猪价反弹，预计Q4公司养殖业务亏损额度将环比缩小。

● **风险提示：**饲料原料价格下降幅度、生猪养殖行业亏损周期长度等。

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	84,193	95,524	114,430
YOY(%)	12.9	26.7	39.6	13.5	19.8
归母净利润(百万元)	1,649	2,523	1,736	3,047	6,003
YOY(%)	14.7	53.0	-31.2	75.5	97.0
毛利率(%)	11.3	11.7	8.0	9.6	12.1
净利率(%)	3.5	4.2	2.1	3.2	5.2
ROE(%)	18.4	19.1	11.8	17.7	26.3
EPS(摊薄/元)	0.99	1.52	1.05	1.83	3.61
P/E(倍)	63.7	41.6	60.5	34.5	17.5
P/B(倍)	11.5	7.5	6.9	5.9	4.5

数据来源：聚源、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
流动资产	8735	14264	23602	25114	31547
现金	1850	2056	8765	9944	11913
应收票据及应收账款	1032	1085	1870	1483	2534
其他应收款	186	732	550	905	838
预付账款	453	1871	1372	2307	2101
存货	4463	7255	9781	9211	12898
其他流动资产	750	1264	1264	1264	1264
非流动资产	10119	13262	15800	16436	17955
长期投资	63	59	62	60	60
固定资产	6464	7990	10481	11211	12711
无形资产	1137	1271	1336	1411	1463
其他非流动资产	2456	3942	3922	3755	3721
资产总计	18854	27527	39402	41551	49502
流动负债	7906	10849	21388	20858	22797
短期借款	3021	4736	10922	13535	10587
应付票据及应付账款	1917	2061	3722	2724	4780
其他流动负债	2968	4052	6744	4598	7430
非流动负债	1206	1719	1665	1442	1305
长期借款	822	1161	1107	884	747
其他非流动负债	385	558	558	558	558
负债合计	9112	12568	23053	22300	24102
少数股东权益	638	986	1172	1532	2208
股本	1580	1661	1661	1661	1661
资本公积	2119	5042	5042	5042	5042
留存收益	5572	7534	8931	11514	16473
归属母公司股东权益	9104	13973	15178	17718	23192
负债和股东权益	18854	27527	39402	41551	49502

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3247	485	4802	1620	8967
净利润	1790	2850	1922	3408	6679
折旧摊销	662	897	957	1188	1393
财务费用	212	236	442	598	579
投资损失	-160	-2	-104	-85	-66
营运资金变动	639	-3649	1589	-3489	385
其他经营现金流	104	153	-5	-1	-3
投资活动现金流	-2117	-4321	-3385	-1739	-2844
资本支出	2325	3390	2535	639	1519
长期投资	100	-1135	-2	1	-0
其他投资现金流	308	-2065	-853	-1100	-1325
筹资活动现金流	-1488	4014	-894	-1315	-1207
短期借款	305	1715	0	0	0
长期借款	-1021	340	-54	-223	-137
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	-839	-1092	-1070
现金净增加额	-334	187	522	-1434	4917

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	47613	60324	84193	95524	114430
营业成本	42223	53292	77474	86366	100539
营业税金及附加	61	69	96	109	131
营业费用	1563	1343	1684	1910	2289
管理费用	1191	1559	1936	2197	2689
研发费用	416	479	564	621	687
财务费用	212	236	442	598	579
资产减值损失	-50	-57	-84	-93	-113
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
营业利润	2098	3347	2266	3990	7781
营业外收入	35	24	29	27	28
营业外支出	39	87	63	75	69
利润总额	2094	3284	2232	3942	7741
所得税	305	435	310	534	1062
净利润	1790	2850	1922	3408	6679
少数股东损益	141	327	186	360	676
归母净利润	1649	2523	1736	3047	6003
EBITDA	2938	4484	3539	5624	9564
EPS(元)	0.99	1.52	1.05	1.83	3.61

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	12.9	26.7	39.6	13.5	19.8
营业利润(%)	18.6	59.5	-32.3	76.1	95.0
归属于母公司净利润(%)	14.7	53.0	-31.2	75.5	97.0
获利能力					
毛利率(%)	11.3	11.7	8.0	9.6	12.1
净利率(%)	3.5	4.2	2.1	3.2	5.2
ROE(%)	18.4	19.1	11.8	17.7	26.3
ROIC(%)	14.7	15.3	8.0	11.7	20.0
偿债能力					
资产负债率(%)	48.3	45.7	58.5	53.7	48.7
净负债比率(%)	23.7	29.2	24.0	26.7	0.5
流动比率	1.1	1.3	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
营运能力					
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.52	1.05	1.83	3.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	0.29	2.89	0.98	5.40
每股净资产(最新摊薄)	5.48	8.41	9.14	10.67	13.96
估值比率					
P/E	63.7	41.6	60.5	34.5	17.5
P/B	11.5	7.5	6.9	5.9	4.5
EV/EBITDA	36.7	24.5	31.0	19.8	11.2

数据来源：聚源、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（underperform）	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（underperform）	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