



2021年10月21日

海大集团 (002311): 需求低迷成本上涨, 养殖业务承压

审慎推荐 (下调)

农业

当前股价: 61.62元

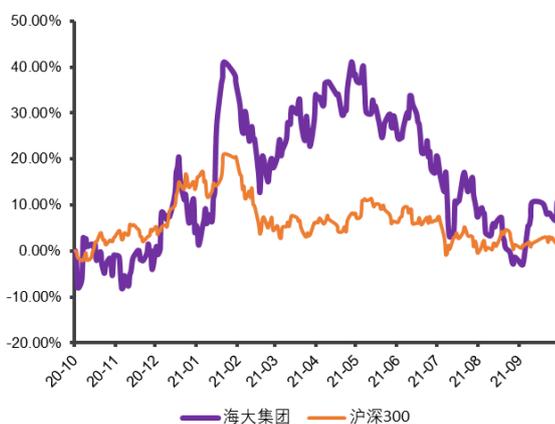
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	60,324	86,577	110,895	133,577
(+/-)	26.7%	43.5%	28.1%	20.5%
营业利润	3,347	2,789	4,026	5,780
(+/-)	59.5%	-16.7%	44.4%	43.5%
归属母公司净利润	2,523	2,027	3,088	4,596
(+/-)	53.0%	-19.7%	52.4%	48.8%
EPS (元)	1.52	1.22	1.86	2.77
市盈率	40.6	50.5	33.2	22.3

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	166116 / 165764
流通市值 (亿元)	1,021
每股净资产 (元)	8.83
资产负债率 (%)	45.7

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 姚嘉杰

执业证书编号: S1050520020002

电话: (86 21) 54967860

邮箱: yaojj@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **事件:** 公司发布 2021 年三季报, 公司报告期内实现营业收入 643.14 亿元, 同比增长 46.82%, 归母净利润 17.46 亿元, 同比下滑 15.77%, 扣非归母净利润 17.04 亿元, 同比下滑 16.21%。Q3 单季实现营收 261.23 亿元, 同比增长 45.77%, 归母净利润 2.14 亿元, 同比下滑 77.94%。

● **生猪、禽、水产养殖皆低迷, 其他业务均保持增长。** 受到国内餐饮消费、肉食蛋白需求因受到疫情反复和宏观经济受压等因素影响, 养殖行业迎来至暗时刻。第三季度公司生猪养殖出栏约 55 万头, 归属上市公司净利润约亏损 7 亿元, 对业绩影响较大。外购仔猪种苗平均成本超过 1,600 元/头, 成本极高, 而生猪价格目前仍处于低位。剔除生猪养殖业务, 公司其他业务第三季度实现归属上市公司净利润约为 9.14 亿元, 同比增 21%。其中饲料对外销量 561 万吨, 收入 214.66 亿元, 收入同比增长 42%。

● **养殖团队专业能力有所提高, 费用率下降。** 虽然生猪养殖业务经营亏损, 但公司前三季度生猪养殖团队趋于稳定, 并且在队在育种体系研发、种源资源布局、动物营养研发、兽医防治能力、养殖平台中台化建设等方面都有一定提升。报告期内公司销售、管理、财务费用率分别为 2.14%、2.92%、0.46%, 较去年-0.36%、-0.19%、+0.05pct。我们认为养殖行业底部已现, 未来随着行业的逐步回暖, 公司凭借扎实的主业基础, 带动养殖业务复苏, 公司整体盈利能力有望回升。

● **盈利预测:** 我们下调预测公司 2021-2023 年实现归属于母公司净利润分别至 20.27 亿元、30.88 亿元、45.96 亿元, 对应 EPS 分别为 1.22 元、1.86 元、2.77 元, 当前股价对应 PE 分别为 50.5、33.2、22.3 倍。考虑到当前养殖行业景气度仍处于低位, 下调至“审慎推荐”评级。

● **风险提示:** 生猪价格下跌的风险; 饲料行业景气度下滑的风险; 资本市场系统性风险等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	60,324	86,577	110,895	133,577
货币资金	2,056	-665	-1,751	-2,017	营业成本	53,292	78,143	99,820	119,469
应收款	1,817	2,886	3,697	4,453	营业税金及附加	69	69	69	69
存货	7,255	9,768	12,200	14,934	销售费用	1,343	2,164	2,551	2,939
其他流动资产	3,135	3,292	3,457	3,629	管理费用	1,559	2,251	2,994	3,607
流动资产合计	14,264	15,281	17,602	20,999	财务费用	236	331	389	461
非流动资产:					研发费用	479	866	1,109	1,336
金融类资产	277	305	335	369	费用合计	3,617	5,612	7,042	8,342
固定资产+在建工程	9,295	11,837	14,297	16,671	资产减值损失	-100	-70	-49	-34
无形资产+商誉	1,600	1,760	1,936	2,130	公允价值变动	-12	-13	-13	-14
其他非流动资产	2,090	2,299	2,529	2,782	投资收益	2	2	2	2
非流动资产合计	13,262	16,201	19,097	21,951	营业利润	3,347	2,789	4,026	5,780
资产总计	27,527	31,481	36,699	42,950	加: 营业外收入	24	27	29	32
流动负债:					减: 营业外支出	87	95	105	116
短期借款	4,736	5,683	6,820	8,184	利润总额	3,284	2,720	3,951	5,696
应付账款、票据	2,061	3,039	4,159	4,978	所得税费用	435	360	523	754
其他流动负债	4,052	4,301	4,731	5,204	净利润	2,850	2,360	3,428	4,943
流动负债合计	10,849	13,023	15,710	18,366	少数股东损益	327	334	340	347
非流动负债:					归母净利润	2,523	2,027	3,088	4,596
长期借款	1,161	1,161	1,161	1,161					
其他非流动负债	558	586	615	646					
非流动负债合计	1,719	1,747	1,777	1,807					
负债合计	12,568	14,770	17,487	20,173					
所有者权益									
股本	1,661	1,661	1,661	1,661					
资本公积金	5,042	5,042	5,042	5,042					
未分配利润	6,895	8,411	10,570	13,640					
少数股东权益	986	986	986	986					
所有者权益合计	14,959	16,711	19,213	22,777					
负债和所有者权益	27,527	31,481	36,699	42,950					
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2850	2360	3428	4943	成长性				
折旧与摊销	897	1018	1278	1550	营业收入增长率	26.7%	43.5%	28.1%	20.5%
财务费用	236	331	389	461	营业利润增长率	59.5%	-16.7%	44.4%	43.5%
存货的减少	-2645	-2513	-2432	-2733	归母净利润增长率	53.0%	-19.7%	52.4%	48.8%
营运资本变化	-1004	-90	310	63	总资产增长率	46.0%	14.4%	16.6%	17.0%
其他非现金部分	107	-107	-111	-115	盈利能力				
经营活动现金净流量	485	1000	2861	4168	毛利率	11.7%	9.7%	10.0%	10.6%
投资活动现金净流量	-4321	-3588	-3768	-3958	营业利润率	5.5%	3.2%	3.6%	4.3%
筹资活动现金净流量	4014	-134	-178	-476	三项费用/营收	6.0%	6.5%	6.4%	6.2%
现金流量净额	187	-2,722	-1,086	-266	EBIT/销售收入	5.8%	3.5%	3.9%	4.6%
					净利润率	4.7%	2.7%	3.1%	3.7%
					ROE	19.1%	14.1%	17.8%	21.7%
					营运能力				
					总资产周转率	219.1%	275.0%	302.2%	311.0%
					资产结构				
					资产负债率	45.7%	46.9%	47.6%	47.0%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.17	0.42	0.83	0.84
					每股数据(元/股)				
					每股收益	1.52	1.22	1.86	2.77
					每股净资产	9.00	10.06	11.57	13.71

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部



分析师简介

姚嘉杰：华鑫证券研究员，工商管理学硕士，2020年1月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>