

养殖承压，主业稳健

海大集团三季报点评

事件

- 公司披露 2021 年第三季度业绩：Q3 实现收入 261.2 亿元（YoY+45.8%），归母净利润 2.14 亿元（YoY-77.9%）；Q1-3 实现收入 643.1 亿元（YoY+46.8%），归母净利润 17.5 亿元（YoY-15.8%）。

核心观点

- 饲料景气度疲软，公司保持稳健增长。受生猪等主要终端蛋白价格下行影响，畜禽养殖业利润大幅回落亏损，叠加大宗原材料价格高位，饲料行业困境重重。在不利的行业背景下，公司主业优势突出，Q3 实现饲料对外销量 561 万吨，同比增长 28%，Q1-3 累计实现饲料对外销量 1400 万吨，同比增长 30%。饲料产业生态下的种苗、动保等业务均保持量利齐升的发展态势，剔除生猪养殖业务，公司 Q3 饲料及其他业务部分实现归属母公司净利润 9.14 亿元（YoY+21%）；Q1-3 实现归母净利润 24.46 亿元（YoY+47%）。
- 猪价低迷冲击，生猪养殖业务大幅亏损。Q3 公司生猪养殖出栏约 55 万头，其中外购仔猪约 37 万头，占比 67%，Q3 出栏的外购仔猪对应今年 Q1 购买，仔猪成本超过 1600 元/头，从而提高公司整体养殖成本，同时 Q3 猪价大幅回落，行业均价同比降幅达 60%，进而公司 Q3 生猪养殖归母净利润约亏损 7 亿元（YoY-428%）；Q1-3 归母净利润亏损 7 亿元（YoY-271%）。

财务预测与投资建议

- 受原料价格上涨、下游养殖利润低迷影响，我们下调公司 2021 年利润，预计 2021-2023 年公司归母净利润 19.11/35.27/51.06 亿元（原预测 30.21/35.85/50.80 亿元），同比分别-24.2%/84.5%/44.8%。
- 公司业绩虽短期受养殖行情低迷冲击，但主业保持稳定、良好的增长态势，长期经营目标不变，我们沿用 FCFF 估值，目标价 96.34 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 饲料需求下降风险、生猪价格波动风险、消费需求下滑超预期、海外业务不及预期等。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,613	60,324	83,351	102,951	121,765
同比增长(%)	12.9%	26.7%	38.2%	23.5%	18.3%
营业利润(百万元)	2,098	3,347	2,474	4,510	6,497
同比增长(%)	18.6%	59.5%	-26.1%	82.3%	44.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,649	2,523	1,911	3,527	5,106
同比增长(%)	14.7%	53.0%	-24.2%	84.5%	44.8%
每股收益(元)	0.99	1.52	1.15	2.12	3.07
毛利率(%)	11.3%	11.7%	9.1%	10.5%	11.2%
净利率(%)	3.5%	4.2%	2.3%	3.4%	4.2%
净资产收益率(%)	19.6%	21.9%	13.0%	20.6%	24.4%
市盈率	67.9	44.4	58.6	31.8	21.9
市净率	12.3	8.0	7.2	6.0	4.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月19日)	67.43 元
目标价格	96.34 元
52周最高价/最低价	88.62/54.37 元
总股本/流通A股(万股)	166,116/165,764
A股市值(百万元)	112,012
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2021年10月20日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.17	12.1	-8.33	9.71
相对表现	-1.13	5.1	-2.93	4.75
沪深300	3.3	7	-5.4	4.96



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

张斌梅

021-63325888*6090

zhangbinmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020002

香港证监会牌照：BND809

联系人

樊嘉敏

fanjiamin@orientsec.com.cn

相关报告

精雕主业，蓄力生态：海大集团首次覆盖报告 2021-08-24

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

受原料价格上涨、下游养殖利润低迷影响，我们下调公司 2021 年利润，预计 2021-2023 年公司归母净利润 19.11/35.27/51.06 亿元（原预测 30.21/35.85/50.80 亿元），同比分别-24.2%/84.5%/44.8%。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
分产品盈利预测						
饲料销售						
销售收入	70,765	86,369	100,848	70,590	86,369	100,848
变动幅度				-0.2%	0.0%	0.0%
毛利率	10.07%	10.08%	10.44%	9.85%	10.08%	10.44%
变动幅度				-0.2%	0.0%	0.0%
动保产品销售						
销售收入	942	1,370	2,004	942	1,370	2,004
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	50.50%	50.00%	50.00%	45.0%	50.0%	50.0%
变动幅度				-5.5%	0.0%	0.0%
农产品销售						
销售收入	7,435	9,909	12,889	6,841	9,736	12,889
变动幅度				-8.0%	-1.7%	0.0%
毛利率	16.40%	12.68%	13.99%	-1.0%	11.8%	14.0%
变动幅度				-17.4%	-0.9%	0.0%
贸易业务						
销售收入	4,845	5,330	5,863	4,845	5,330	5,863
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	3.00%	3.00%	3.00%	3.0%	3.0%	3.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他业务						
销售收入	133	146	161	133	146	161
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	75.26%	75.26%	75.26%	75.3%	75.3%	75.3%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	84,120	103,123	121,765	83,351	102,951	121,765
变动幅度				-0.9%	-0.2%	0.0%
综合毛利率	10.78%	10.59%	11.19%	9.06%	10.50%	11.19%
变动幅度				-1.72%	-0.09%	0.00%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	84,120	103,123	121,765	83,351	102,951	121,765
变动幅度				-0.9%	-0.2%	0.0%
营业利润	3,898	4,583	6,464	2,474	4,510	6,497
变动幅度				-36.5%	-1.6%	0.5%
归属母公司净利润	3,021	3,585	5,080	1,911	3,527	5,106
变动幅度				-36.7%	-1.6%	0.5%
每股收益（元）	1.82	2.16	3.06	1.15	2.12	3.07
变动幅度				-36.7%	-1.6%	0.5%
毛利率(%)	10.78%	10.59%	11.19%	9.06%	10.50%	11.19%
变动幅度				-1.72%	-0.09%	0.00%
净利率(%)	3.59%	3.48%	4.17%	2.29%	3.43%	4.19%
变动幅度				-1.30%	-0.05%	0.02%

数据来源：Wind，东方证券研究所

公司业绩虽短期受养殖行情低迷冲击，但主业保持稳定、良好的增长态势，长期经营目标不变，我们沿用 FCFF 估值，目标价 96.34 元，维持“买入”评级。

表 3：绝对估值关键假设

关键假设	数值
长期增长率	1.50%
无风险利率 R_f	3.01%
考虑杠杆影响的 β 系数	0.79
风险溢价 ($R_m - R_f$)	6.88%
股权资本成本 (K_e)	8.47%
所得税税率 (T)	25.00%
债务利率 (r_d)	4.90%
资本结构 $E/(D+E)$	92.76%
WACC	8.12%

数据来源：iFind，东方证券研究所

表 4: FCFF 测算结果

人民币百万元（标注除外）	
FCFF 折现	44,978.34
终值	241,409.51
终值折现	122,383.42
企业价值	167,361.76
权益价值	160,036.49
每股价值（元/股）	96.34

数据来源：iFind，东方证券研究所

风险提示

饲料需求下降风险

受自然灾害影响或瘟疫影响，导致鱼、虾、猪和禽类大量死亡，从而饲料需求下降，公司销量增速受行业拖累，从而饲料销售业绩不达预期；

生猪价格波动风险

生猪价格容易受疫情等因素发生波动，从而影响公司生猪养殖业绩。

消费需求下滑超预期

经济超预期减速，蛋白需求超预期下降，从而养殖行业景气度下滑，对公司饲料销售造成重大不利影响。

海外业务不及预期

因海外经营情况受疫情等因素影响，可能造成公司海外业务不及预期；

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,850	2,056	2,834	3,505	4,143	营业收入	47,613	60,324	83,351	102,951	121,765
应收票据、账款及款项融资	1,032	1,085	3,544	4,381	5,180	营业成本	42,223	53,292	75,796	92,144	108,138
预付账款	453	1,871	2,501	3,141	3,684	营业税金及附加	61	69	102	125	145
存货	4,463	7,255	9,364	11,223	13,751	营业费用	1,563	1,343	1,832	2,269	2,623
其他	937	1,997	1,535	1,731	1,919	管理费用及研发费用	1,607	2,038	2,824	3,528	3,981
流动资产合计	8,735	14,264	19,777	23,981	28,676	财务费用	212	236	362	436	429
长期股权投资	63	59	70	70	70	资产、信用减值损失	73	100	134	102	99
固定资产	6,292	7,703	10,118	11,744	12,966	公允价值变动收益	8	(12)	0	0	0
在建工程	658	1,592	1,240	1,028	1,002	投资净收益	160	2	104	89	65
无形资产	1,122	1,257	1,200	1,143	1,086	其他	56	111	70	75	82
其他	1,985	2,651	3,085	3,300	3,470	营业利润	2,098	3,347	2,474	4,510	6,497
非流动资产合计	10,119	13,262	15,713	17,285	18,594	营业外收入	35	24	29	29	27
资产总计	18,854	27,527	35,490	41,265	47,270	营业外支出	39	87	52	59	66
短期借款	3,021	4,736	7,739	8,124	7,671	利润总额	2,094	3,284	2,452	4,481	6,458
应付票据及应付账款	1,917	2,061	3,140	3,855	4,395	所得税	305	435	358	633	903
其他	2,968	4,052	6,359	7,474	8,611	净利润	1,790	2,850	2,094	3,848	5,556
流动负债合计	7,906	10,849	17,238	19,452	20,677	少数股东损益	141	327	183	321	449
长期借款	822	1,161	1,161	1,161	1,161	归属于母公司净利润	1,649	2,523	1,911	3,527	5,106
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.99	1.52	1.15	2.12	3.07
其他	385	558	407	407	407						
非流动负债合计	1,206	1,719	1,569	1,569	1,569	主要财务比率					
负债合计	9,112	12,568	18,807	21,021	22,246		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	638	986	1,169	1,489	1,939	成长能力					
实收资本(或股本)	1,580	1,661	1,661	1,661	1,661	营业收入	12.9%	26.7%	38.2%	23.5%	18.3%
资本公积	1,946	4,877	5,042	5,042	5,042	营业利润	18.6%	59.5%	-26.1%	82.3%	44.0%
留存收益	5,572	7,534	8,913	12,154	16,484	归属于母公司净利润	14.7%	53.0%	-24.2%	84.5%	44.8%
其他	5	(99)	(102)	(102)	(102)	获利能力					
股东权益合计	9,742	14,959	16,683	20,244	25,024	毛利率	11.3%	11.7%	9.1%	10.5%	11.2%
负债和股东权益总计	18,854	27,527	35,490	41,265	47,270	净利率	3.5%	4.2%	2.3%	3.4%	4.2%
						ROE	19.6%	21.9%	13.0%	20.6%	24.4%
						ROIC	14.9%	18.0%	10.4%	15.4%	18.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	48.3%	45.7%	53.0%	50.9%	47.1%
净利润	1,790	2,850	2,094	3,848	5,556	净负债率	21.0%	26.6%	36.7%	28.9%	19.1%
折旧摊销	571	754	887	1,131	1,343	流动比率	1.10	1.31	1.15	1.23	1.39
财务费用	212	236	362	436	429	速动比率	0.54	0.65	0.60	0.66	0.72
投资损失	(160)	(2)	(104)	(89)	(65)	营运能力					
营运资金变动	1,345	(3,999)	(1,526)	(1,808)	(2,462)	应收账款周转率	39.8	50.8	52.2	46.5	45.6
其它	(511)	646	(519)	(197)	(154)	存货周转率	9.1	9.1	9.1	8.9	8.7
经营活动现金流	3,247	485	1,194	3,320	4,646	总资产周转率	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8
资本支出	(2,339)	(3,211)	(2,838)	(2,432)	(2,427)	每股指标(元)					
长期投资	330	(18)	(6)	0	0	每股收益	0.99	1.52	1.15	2.12	3.07
其他	(108)	(1,091)	286	89	65	每股经营现金流	2.05	0.29	0.72	2.00	2.80
投资活动现金流	(2,117)	(4,321)	(2,559)	(2,343)	(2,362)	每股净资产	5.48	8.41	9.34	11.29	13.90
债权融资	(1,064)	385	(132)	31	10	估值比率					
股权融资	186	3,011	165	0	0	市盈率	67.9	44.4	58.6	31.8	21.9
其他	(609)	618	2,109	(337)	(1,658)	市净率	12.3	8.0	7.2	6.0	4.9
筹资活动现金流	(1,488)	4,014	2,142	(306)	(1,647)	EV/EBITDA	41.0	27.3	31.7	19.5	14.3
汇率变动影响	24	8	-0	-0	-0	EV/EBIT	51.2	33.0	41.7	23.9	17.1
现金净增加额	(334)	187	777	671	638						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有海大集团(002311)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn