

投资评级 优于大市 维持

股票数据

11月16日收盘价(元)	65.70
52周股价波动(元)	54.60-89.00
总股本/流通A股(百万股)	1661/1658
总市值/流通市值(百万元)	105783/105558

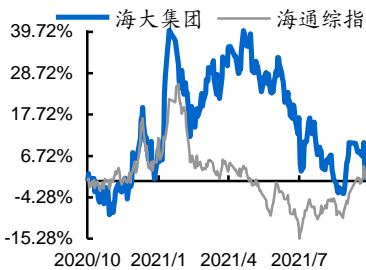
相关研究

《饲料业务延续量利齐升, 生猪养殖业务基本实现盈亏平衡》2021.07.28

《饲料业务持续构建全方位竞争优势, 产业链延伸全面提速》2021.04.22

《全年饲料销量稳健, 各板块全面开花》2021.01.27

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	6.1	0.5	-7.5
相对涨幅 (%)	3.8	-2.9	-8.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 丁频

Tel: (021)23219405

Email: dingpin@htsec.com

证书: S0850511050001

分析师: 陈阳

Tel: (021)23212041

Email: cy10867@htsec.com

证书: S0850517020002

联系人: 孟亚琦

Tel: (021)23154396

Email: myq12354@htsec.com

生猪养殖业务拖累短期业绩, “饲料-动保-种苗” 一体两翼战略稳步推进

投资要点:

- 海大集团发布 2021 年三季报:** 21Q3 公司实现营收 261.23 亿元 (+45.77%), 实现归母净利润 2.14 亿元 (-77.94%)。1-9 月份, 公司实现营收 643.14 亿元 (+46.82%), 实现归母净利润 17.46 亿元 (-15.77%)。盈利能力方面, 公司前三季度综合毛利率为 9.11%, 同比下降 3.33 个百分点; 综合净利率为 3.06%, 同比下降 2.29 个百分点; 加权 ROE 为 12.26%, 同比下降 7.84 个百分点。期间费用率为 5.52%, 同比下降 0.49 个百分点。
- 公司分项业务利润分拆:** 我们估计 21Q3 公司饲料业务实现净利润约 9 亿元, 同比上升近 30%; 生猪养殖业务录得净亏损约 7 亿元, 同比转盈为亏; 公司苗种和动保业务保持量利齐升的发展态势, 禽链业务估计显著承压; 公司另计提股权激励费用约 1.1 亿元。21Q1~Q3 公司饲料业务实现净利润逾 22 亿元, 同比大幅上升近 60%; 由于上半年基本实现盈亏平衡, 前三季度公司生猪养殖业务录得净亏损约 7 亿元, 去年同期则实现归母净利润约 3.6 亿元。
- 饲料业务: 各品类饲料增速稳健, 行业承压不改长期量利齐升逻辑。** 2021 年单三季度和累计前三季度公司饲料外销量分别约为 561 万吨 (+28%)、1400 万吨 (+30%), 营业收入分别约为 214.7 亿元 (+42%)、515.7 亿元 (+45%); 公司饲料业务营收增速明显高于销量增速, 我们认为表明今年以来在大宗原料价格急涨的压力之下, 饲料产品提价幅度较大。

分品类来看: 1) **水产料方面,** 21Q3 行业水产料销量延续良好增速, 前三季度行业累计销量增速约为 13.2%; 我们估计 21Q3 公司水产料销量约为 185 万吨, 仍可保持 20% 左右的销量同比增速。2) **猪料方面,** 主要受生猪养殖产能持续恢复影响, 尽管行业产能去化已经开始, 我们估计 21Q3 公司猪料销量约为 125 万吨, 同比增速高达 110% 左右。3) **禽料方面,** 禽链行情持续低迷叠加大宗原料价格高企, 我们判断禽养殖存栏量已进入下行通道, 21Q3 行业禽料销量整体承压, 前三季度行业肉禽料和蛋禽料累计销量增速分别录得 -5.2%、-9.7%; 我们估计 21Q3 公司禽料销量约为 250 万吨, 凭借全方位竞争优势仍可实现 10% 左右的销量同比增速。

盈利能力方面, 我们估计 21Q3 公司饲料业务毛利率同比有较大幅度下滑; 经测算单吨净利约为 160 元/吨, 同比仅基本持平, 而上半年单吨净利同比上升幅度则高达 50 元/吨左右。我们认为, 单三季度公司饲料业务盈利能力承压主要源于以下几方面原因:

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47613	60324	83811	98901	115581
(+/-)YoY(%)	12.9%	26.7%	38.9%	18.0%	16.9%
净利润(百万元)	1649	2523	1647	2831	4807
(+/-)YoY(%)	14.7%	53.0%	-34.7%	71.9%	69.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.99	1.52	0.99	1.70	2.89
毛利率(%)	11.3%	11.7%	8.2%	9.6%	11.3%
净资产收益率(%)	18.1%	18.1%	11.1%	17.0%	23.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

1) 21Q3 豆粕价格同环比均有不同程度上涨, 玉米价格尽管环比略有下降但仍处高位; 由于畜禽养殖价格和盈利均处低迷状态, 我们判断公司饲料产品提价幅度整体小于且慢于原料价格上涨幅度, 在一定程度上压缩饲料产品单吨净利。2) 21Q3 生猪价格跌至低谷, 大幅挫伤养殖户补栏积极性, 能繁母猪存栏量已处于下降通道, 我们估计公司前端料销量占比下降, 中大猪料销量占比明显提升。此外, 受新冠疫情多点爆发影响, 餐饮消费恢复不及预期, 高度依赖餐饮渠道的特种水产品价格环比二季度有所下降, 导致公司高端膨化料增长相对乏力。综上所述, 我们判断 21Q3 公司猪料和水产料内部结构均有一定程度恶化, 对饲料产品单吨净利形成损害。

向后看, 我们预计全年公司饲料总销量约为 1880 万吨, 同比增长逾 410 万吨; 其中水产料、猪料和禽料销量分别约为 465/455/960 万吨, 同比增速分别约为+21%/+100%/+13%。主要受今年上半年饲料产品单吨净利大幅上涨影响, 我们预计全年公司饲料产品单吨净利逾 130 元/吨, 同比上涨逾 20 元/吨; 全年饲料业务净利润约 25 亿元, 同比上涨约 55%。

生猪养殖业务: 短期业绩承压, 持续锻造全方位竞争优势。 21Q3 公司生猪出栏量约为 55 万头, 其中自供仔猪育肥出栏约为 18 万头, 外购仔猪育肥出栏约为 37 万头; 我们估算自供仔猪育肥部分完全成本约为 17.5~18.0 元/公斤, 外购仔猪育肥部分完全成本略高于 28 元/公斤。猪价急跌叠加外购仔猪成本较高, 再加上计提减值等因素, 21Q3 公司生猪养殖板块录得亏损约 7 亿元; 前三季度公司累计生猪出栏量约为 135 万头, 由于上半年整体实现盈亏平衡, 前三季度整体亏损约 7 亿元。向后看, 猪价回暖叠加外购仔猪价格大幅下降, 我们预计 21Q4 公司生猪养殖业务环比大幅减亏, 全年累计亏损额预计略高于 10 亿元。长期来看, 公司坚持稳扎稳打的发展策略, 在育种体系、种源布局、动物营养、畜医防治、中台建设等方面均有明显进步; 我们预计 2021-2023 年生猪出栏量有望分别实现 190/270/350 万头。

种苗和动保业务: 一体两翼战略稳步推进, 有望贡献全新利润增长点。 种苗方面, 公司十多年以来在苗种项目领域持续投入, 目前已经在生鱼、黄颡鱼、草鱼、鲫鱼、罗非鱼、对虾等品种取得突破, 形成了以 60 万核心客户、1 万经销商和 7000 名技术服务骨干为核心的苗种推广和价值分享体系。我们预计全年公司苗种业务营收约为 8.5 亿元, 同比增长 40% 以上。动保方面, 公司水产动保已形成完善的服务体系和经销渠道, 畜禽动保主要通过发展服务站模式构建一体化服务体系。公司计划在五年内设立 1000 家以上的服务站, 为养殖户提供全方位养殖技术服务。我们预计全年公司动保业务营收约为 8.3 亿元, 同比增长 25% 左右; 其中水产动保业务预计实现营收约 6.1 亿元, 受益于南美白对虾等下游养殖的动保需求, 预计实现良好增速; 畜禽动保业务预计实现营收 2.2 亿元, 同比增长 70% 左右, 明后年则有望实现持续翻倍增长。

盈利预测与投资建议。 我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 16.5/28.3/48.1 亿元, 对应 EPS 0.99/1.70/2.89 元。我们给予公司 2022 年 40~45 倍 PE 估值, 对应合理价值区间为 68.0~76.5 元, 维持“优于大市”评级。

风险提示。 饲料销量不达预期; 生猪出栏量不达预期; 猪价下跌; 自然灾害。

表 1 可比公司估值 (PE)

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE(X)		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002385.SZ	大北农	9.80	406	0.47	0.03	0.20	20.85	326.67	49.00
603609.SH	禾丰股份	9.29	86	1.34	0.35	0.78	6.93	26.54	11.91
平均值							13.89	176.61	30.46

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 注: 收盘价为 2021 年 11 月 16 日数据。公司盈利预测均来源于 Wind 一致预期。

表 2 海大集团分项收入预测

	2020	2021E	2022E	2023E
预混料业务				
销售量 (万吨)	0.80	0.80	0.80	0.80
销售均价 (元/吨)	13598	13598	13598	13598
水产配合料业务				
销售量 (万吨)	385	465	540	610
销售均价 (元/吨)	4750	5100	5000	4850
猪饲料业务				
销售量 (万吨)	228	455	600	700
销售均价 (元/吨)	3400	3650	3550	3450
禽饲料业务				
销售量 (万吨)	853	960	1150	1400
销售均价 (元/吨)	2650	2850	2750	2700
饲料合计				
销售量 (万吨)	1467	1881	2291	2711
YoY	19.3%	28.2%	21.8%	18.3%
业务收入 (百万元)	48753	67791	80034	91644
业务成本 (百万元)	43740	61510	72120	81590
毛利率 (%)	10.3	9.3	9.9	11.0
农产品销售 (水产苗种+生猪养殖)				
业务收入 (百万元)	6368	9057	11517	16163
业务成本 (百万元)	4941	9187	10850	14329
毛利率 (%)	22.4	-1.4	6.2	12.8
动保业务				
业务收入 (百万元)	665	830	1203	1613
业务成本 (百万元)	328	415	541	726
毛利率 (%)	50.6	50.0	55.0	55.0
贸易业务				
业务收入 (百万元)	4405	6000	6000	6000
业务成本 (百万元)	4257	5820	5820	5820
毛利率 (%)	3.4	3.0	3.0	3.0
其他业务				
业务收入 (百万元)	121	133	146	161
业务成本 (百万元)	30	40	37	40
毛利率 (%)	75.26	70.00	75.00	75.00
总计				
业务收入 (百万元)	60324	83811	98901	115581
业务成本 (百万元)	53292	76971	89368	102505
毛利率 (%)	11.7	8.2	9.6	11.3

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)					营业总收入	60324	83811	98901	115581
每股收益	1.52	0.99	1.70	2.89	营业成本	53292	76971	89368	102505
每股净资产	8.41	8.93	10.03	12.14	毛利率%	11.7%	8.2%	9.6%	11.3%
每股经营现金流	0.29	1.45	1.02	3.27	营业税金及附加	69	101	119	137
每股股利	0.00	0.48	0.60	0.78	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估(倍)					营业费用	1343	1844	2176	2543
P/E	43.26	66.28	38.55	22.70	营业费用率%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
P/B	7.81	7.36	6.55	5.41	管理费用	1559	2011	2769	3121
P/S	1.81	1.30	1.10	0.94	管理费用率%	2.6%	2.4%	2.8%	2.7%
EV/EBITDA	25.18	42.71	27.75	16.06	EBIT	3582	2214	3677	6350
股息率%	0.0%	0.7%	0.9%	1.2%	财务费用	236	381	553	640
盈利能力指标(%)					财务费用率%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%
毛利率	11.7%	8.2%	9.6%	11.3%	资产减值损失	-57	-50	-50	-50
净利润率	4.2%	2.0%	2.9%	4.2%	投资收益	2	461	593	693
净资产收益率	18.1%	11.1%	17.0%	23.8%	营业利润	3347	2328	3766	6470
资产回报率	9.2%	4.7%	6.8%	10.2%	营业外收支	-62	-15	-20	-20
投资回报率	14.8%	7.0%	10.1%	15.3%	利润总额	3284	2313	3746	6450
盈利增长(%)					EBITDA	4480	2714	4277	7350
营业收入增长率	26.7%	38.9%	18.0%	16.9%	所得税	435	463	597	1057
EBIT 增长率	65.9%	-38.2%	66.1%	72.7%	有效所得税率%	13.2%	20.0%	15.9%	16.4%
净利润增长率	53.0%	-34.7%	71.9%	69.8%	少数股东损益	327	204	319	586
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2523	1647	2831	4807
资产负债率	45.7%	54.2%	56.3%	52.7%					
流动比率	1.31	1.18	1.12	1.21	资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.47	0.38	0.36	0.39	货币资金	2056	2500	3000	3500
现金比率	0.19	0.16	0.15	0.17	应收账款及应收票据	1085	1508	1779	2079
经营效率指标					存货	7255	10479	12167	13955
应收账款周转天数	6.46	6.46	6.46	6.46	其它流动资产	3868	3514	4817	5085
存货周转天数	49.69	49.69	49.69	49.69	流动资产合计	14264	18001	21763	24619
总资产周转率	2.19	2.39	2.38	2.46	长期股权投资	59	184	284	384
固定资产周转率	7.83	7.83	7.85	8.20	固定资产	7704	10704	12604	14104
					在建工程	1592	1692	2192	2692
					无形资产	1257	1457	1607	1707
					非流动资产合计	13262	17002	19827	22402
现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	27527	35003	41590	47021
净利润	2523	1647	2831	4807	短期借款	4736	5635	8532	7976
少数股东损益	327	204	319	586	应付票据及应付账款	2061	3235	3606	4222
非现金支出	998	550	650	1050	预收账款	0	1363	804	1409
非经营收益	195	-158	-169	-185	其它流动负债	4052	5043	6462	6685
营运资金变动	-3557	161	-1942	-822	流动负债合计	10849	15277	19403	20292
经营活动现金流	485	2403	1688	5436	长期借款	1161	3161	3661	4161
资产	-3321	-4035	-3280	-3280	其它长期负债	558	550	360	310
投资	-1268	-246	-155	-155	非流动负债合计	1719	3711	4021	4471
其他	269	427	684	683	负债总计	12568	18988	23425	24764
投资活动现金流	-4321	-3854	-2751	-2752	实收资本	1661	1661	1661	1661
债权募资	13882	2899	3397	-146	归属于母公司所有者权益	13973	14826	16657	20164
股权募资	60	0	0	0	少数股东权益	986	1189	1508	2094
其他	-9928	-1004	-1834	-2039	负债和所有者权益合计	27527	35003	41590	47021
融资活动现金流	4014	1895	1562	-2185					
现金净流量	187	444	500	500					

备注:(1)表中计算估值指标的收盘价日期为11月16日;(2)以上各表均为简表

资料来源:公司年报(2020),海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频 农林牧渔行业
陈阳 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 新希望,生物股份,科前生物,傲农生物,普莱柯,海大集团,登海种业,仙坛股份,唐人神,佩蒂股份,民和股份,天邦股份,晓鸣股份,大北农,通威股份,隆平高科,温氏股份,圣农发展,禾丰股份,立华股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。