

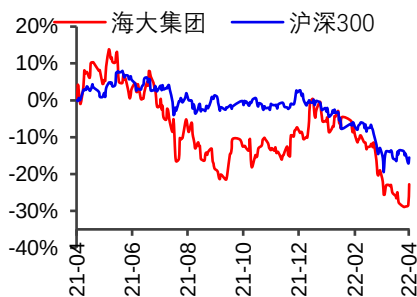
饲料销量稳步攀升，重心转向效益提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-12

收盘价（元）	58.15
近 12 个月最高/最低（元）	86.87/57.58
总股本（百万股）	1,661
流通股本（百万股）	1,658
流通股比例（%）	99.79
总市值（亿元）	966
流通市值（亿元）	964

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 1.《海大集团（002311）季报点评：高价外购仔猪影响于 Q4 结束，Q3 非养殖业务稳健增长》2021-10-20
- 2.《海大集团（002311）点评：1H22 饲料业务优势突显，Q4 生猪养殖成本或明显回落》2021-07-27

主要观点：

● 受养殖业务拖累，2021 年、2022Q1 业绩分别下滑 36.7%和 71.6%。

公司发布 2021 年报和 2022 年一季报：2021 年实现营业收入 860 亿元，同比增长 42.6%，归母净利润 15.96 亿元，同比下降 36.7%；2022Q1 实现营业收入 199.5 亿元，同比增长 27%，归母净利润 2 亿元，同比下降 71.6%。公司业绩下滑主要受生猪养殖业务拖累，2021 年剔除生猪养殖的其他业务收入 813.57 亿元，同比增长 43.7%，归母净利润 24.92 亿元，同比口径为增长 32.97%；2022Q1 公司剔除生猪养殖的其他业务归母净利约 5 亿元，与去年同期基本持平。

● 公司饲料销量持续快速增长，2022 年重心转至效益提升。

2021 年公司外销饲料 1877 万吨，同比增长 28%，明显高于全国饲料行业 16.1%的增速。分品类看，公司禽料销量 944 万吨，同比增长 11%，公司通过扩大与规模养殖厂、一条龙养殖公司合作，提供定制化产品及养殖方案，在全国禽料需求下滑背景下仍实现逆势增长；公司猪料销量 460 万吨，同比翻番，猪料品牌认可度持续提升，重点销售区域从华南、华中进一步扩充至华北、西南、西北等区域，并在新市场快速获得产品竞争优势，实现了远超行业的高速增长；公司水产料销量 467 万吨，同比增长 21%，其中，普水鱼料同比增长 21%，虾蟹料同比增长 35%，特水鱼饲料因需求低迷销量基本持平。2022Q1 公司饲料销量 420 万吨，同比增长 20%，饲料业务继续快速扩张，其中，水产料销量同比增长逾 20%，猪料约 30%，禽料 15%，我们预计 2022 年公司饲料外销量有望达到 2271 万吨，同比增长 21%。

受原材料价格上涨和养殖端低迷的影响，2021 年公司饲料业务毛利率 9.08%，同比下降 1.24 个百分点。2022 年公司将更多的重心放在效益提升，面对春节后原材料价格大涨，公司积极调升饲料销售价格，实现吨净利与 2021 年基本持平。

● 2021 年生猪出栏量 200 万头，当前养殖成本降至 16 元/公斤。

2021 年，公司生猪出栏量约 200 万头，同比翻番，实现生猪业务收入 46.42 亿元，同比增长 25.1%。由于公司自有育种体系尚未完全建立，公司出栏生猪一直以外购仔猪育肥为主，受高价外购仔猪和猪价大跌影响，2021 年公司生猪养殖业务亏损达到 8.96 亿元。公司生猪养殖团队具备专业养殖技术、兽医技术、环保处理技术，育肥阶段养殖存活率超过 90%，叠加公司饲料端的研发及规模优势，目前生猪养殖成本已降至 16 元/公斤，从中长期角度看，公司成本有进一步下行空间。我们预计，2022 年猪价将维持底部震荡，2023 年猪价或步入新的上行通道，公司有望受益新一轮猪价上行周期。

● 种苗、动保快速增长，持续打造核心竞争力。

2021 年公司实现种苗业务收入 8.55 亿元、同比增长 42.3%。公司针对水产种业种质资源退化的核心问题，研发推出凡纳滨对虾“海兴农 2 号”虾

苗、长珠杂交鳊等多款国家水产新品种。凡纳滨对虾“海兴农 2 号”利用全球不同地区引进的多个亲虾群体，以生长和成活率为选育目标，采用家系 BLUP 选育技术结合分子辅助育种技术经连续 5 代选育而成；与普通虾苗对比，“海兴农 2 号”具有生长速度快、抗逆性强、存活率高等特点。2021 年公司实现动保收入 8.92 亿元，同比增长 34.3%，毛利率 50.85%，同比提升 0.27 个百分点。其中，水产动保收入 6.76 亿元，同比增长 26.5%，毛利率 54.1%；畜禽动保收入 2.16 亿元，同比增长 66.3%，毛利率 40.7%。公司持续推进核心养殖区域服务站“千店计划”，通过整合公司产业链优势，建立行业先进产品和技术综合服务平台，为养殖户提供养殖技术服务，扩大公司在行业的领先优势，建立畜禽饲料、养殖服务进入门槛。

投资建议

公司是我国饲料行业龙头企业，饲料品类齐全、产品力清晰卓越铸造核心竞争力，公司持续穿越周期高增长，外购仔猪负面影响于 2021 年结束。我们预计，2022-2024 年公司分别实现主营业务收入 1064.66 亿元、1249.32 亿元、1500.63 亿元，同比分别增长 23.8%、17.3%、20.1%，实现归母净利润 23.61 亿元、39.27 亿元、63.62 亿元，同比分别增长 47.9%、66.4%、62.0%，对应每股收益 1.42 元、2.36 元、3.83 元。我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，合理估值 70.8 元，维持“买入”评级不变。

风险提示

疫情；猪价大跌。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	85999	106466	124932	150063
收入同比（%）	42.6%	23.8%	17.3%	20.1%
归属母公司净利润	1596	2361	3927	6362
净利润同比（%）	-36.7%	47.9%	66.4%	62.0%
毛利率（%）	8.5%	9.0%	10.6%	12.2%
ROE（%）	11.0%	14.0%	18.9%	23.5%
每股收益（元）	0.96	1.42	2.36	3.83
P/E	76.29	40.92	24.60	15.18
P/B	8.42	5.74	4.66	3.56
EV/EBITDA	32.90	23.02	14.83	9.31

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E		会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	16103	22082	26491	34220		营业收入	85999	106466	124932	150063
现金	1740	4568	6374	10573		营业成本	78699	96905	111691	131726
应收账款	1293	1601	1879	2257		营业税金及附加	103	128	150	180
其他应收款	780	966	1133	1361		销售费用	1808	1680	2016	2419
预付账款	2551	3141	3620	4270		管理费用	2229	2897	3621	4346
存货	8923	10987	12664	14935		财务费用	403	476	540	549
其他流动资产	816	819	821	824		资产减值损失	-72	0	0	0
非流动资产	19545	21489	23429	25369		公允价值变动收益	-47	0	0	0
长期投资	301	301	301	301		投资净收益	385	-30	0	0
固定资产	11272	12772	14272	15772		营业利润	2468	3646	6066	9827
无形资产	1490	1640	1790	1940		营业外收入	42	20	20	20
其他非流动资产	6482	6776	7066	7356		营业外支出	49	20	20	20
资产总计	35649	43571	49920	59589		利润总额	2462	3646	6066	9827
流动负债	13038	17978	19565	21704		所得税	651	964	1603	2598
短期借款	3782	6782	6782	6782		净利润	1811	2683	4463	7230
应付账款	4052	4989	5750	6782		少数股东损益	215	322	536	868
其他流动负债	5204	6207	7032	8140		归属母公司净利润	1596	2361	3927	6362
非流动负债	6677	6977	7277	7577		EBITDA	3962	4590	7024	10768
长期借款	4411	4711	5011	5311		EPS（元）	0.96	1.42	2.36	3.83
其他非流动负债	2266	2266	2266	2266						
负债合计	19715	24955	26842	29281						
少数股东权益	1472	1794	2330	3197						
股本	1661	1661	1661	1661						
资本公积	5128	5128	5128	5128						
留存收益	7672	10033	13960	20322						
归属母公司股东权	14461	16822	20749	27111						
负债和股东权益	35649	43571	49920	59589						

现金流量表					单位:百万元					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E		会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3138	2537	4559	6970		成长能力				
净利润	1596	2361	3927	6362		营业收入	42.6%	23.8%	17.3%	20.1%
折旧摊销	1455	550	550	550		营业利润	-26.3%	47.7%	66.4%	62.0%
财务费用	394	485	563	581		归属于母公司净利	-36.7%	47.9%	66.4%	62.0%
投资损失	-385	30	0	0		获利能力				
营运资金变动	-262	-1210	-1017	-1391		毛利率（%）	8.5%	9.0%	10.6%	12.2%
其他经营现金流	2196	3893	5480	8620		净利率（%）	1.9%	2.2%	3.1%	4.2%
投资活动现金流	-4223	-2524	-2490	-2490		ROE（%）	11.0%	14.0%	18.9%	23.5%
资本支出	-4644	-2504	-2500	-2500		ROIC（%）	7.0%	9.2%	12.9%	16.9%
长期投资	65	10	10	10		偿债能力				
其他投资现金流	355	-30	0	0		资产负债率（%）	55.3%	57.3%	53.8%	49.1%
筹资活动现金流	779	2815	-263	-281		净负债比率（%）	123.7%	134.1%	116.3%	96.6%
短期借款	-954	3000	0	0		流动比率	1.24	1.23	1.35	1.58
长期借款	3250	300	300	300		速动比率	0.36	0.44	0.52	0.69
普通股增加	0	0	0	0		营运能力				
资本公积增加	86	0	0	0		总资产周转率	2.41	2.44	2.50	2.52
其他筹资现金流	-1603	-485	-563	-581		应收账款周转率	66.49	66.49	66.49	66.49
现金净增加额	-330	2828	1806	4199		应付账款周转率	19.42	19.42	19.42	19.42

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	42.6%	23.8%	17.3%	20.1%
营业利润	-26.3%	47.7%	66.4%	62.0%
归属于母公司净利	-36.7%	47.9%	66.4%	62.0%
获利能力				
毛利率（%）	8.5%	9.0%	10.6%	12.2%
净利率（%）	1.9%	2.2%	3.1%	4.2%
ROE（%）	11.0%	14.0%	18.9%	23.5%
ROIC（%）	7.0%	9.2%	12.9%	16.9%
偿债能力				
资产负债率（%）	55.3%	57.3%	53.8%	49.1%
净负债比率（%）	123.7%	134.1%	116.3%	96.6%
流动比率	1.24	1.23	1.35	1.58
速动比率	0.36	0.44	0.52	0.69
营运能力				
总资产周转率	2.41	2.44	2.50	2.52
应收账款周转率	66.49	66.49	66.49	66.49
应付账款周转率	19.42	19.42	19.42	19.42
每股指标（元）				
每股收益	0.96	1.42	2.36	3.83
每股经营现金流	1.89	1.53	2.74	4.20
每股净资产	8.71	10.13	12.49	16.32
估值比率				
P/E	76.29	40.92	24.60	15.18
P/B	8.42	5.74	4.66	3.56
EV/EBITDA	32.90	23.02	14.83	9.31

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。