

海大集团 (002311)

报告日期: 2022年7月28日

# 五优势再看海大, 高成长依然可期

## ——海大集团深度报告

分析师: 孟维肖 证书编号: S1230521120002

邮箱: mengweixiao@stocke.com.cn

### 报告导读

公司是国内农牧行业少有的大白马公司, 深耕饲料行业多年, 通过产品+服务的模式构造强竞争壁垒, 依靠强大综合竞争优势实现持续稳步的增长。

### 投资要点

#### □ 饲料行业崛起的白马农牧集团

公司从水产饲料起家, 目前已经成长为主营水产饲料、畜禽饲料、种苗动保以及养殖和下游屠宰食品加工的一体化农牧集团。公司饲料销量从2006年65万吨增长至2021年销售1877万吨, CAGR达到25.1%, 公司保持多年稳步的增长势头, 销量已位居全国第二。

#### □ 存量竞争时代, 利好大企业

我国饲料行业增速放缓, 进入存量竞争时代, 随着竞争加剧, 饲料企业数量将进一步减少, 集中度还有继续提升空间, 年产超10万吨以上企业家数持续提升, 根据2021年数据, 产量前20家企业市占率约为52%, 大企业整合小企业获取市场空间。上市公司在资金、技术具备多方面优势, 将是整合行业中小产能的主力。

#### □ 五大优势夯实壁垒, 高成长依然可期

**优势一:** 公司产品配置已经达到较为丰富和完整的格局, 是国内极少能同时生产销售鱼、虾、猪、肉禽、蛋禽饲料的企业, 产品结构组合使得公司可获得高于行业一般水平的毛利率。**优势二:** 以配方为核心的采、配、销联动。采购根据配方要求采购有成本优势的原材料, 销售服务人员把市场需求变化反馈给配方人员, 用最具有性价比的产品匹配市场需求。**优势三:** 公司经营管理团队大都毕业于农业类高等院校, 具有较强的专业背景, 管理层对饲料行业具有深刻且全面的认识并积累了丰富的实践经验, 并搭建起行业领先的全产业链的研发体系。**优势四:** 公司拥有9,000多人的服务销售团队, 为全养殖过程的产品和技术提供服务支持。**优势五:** 公司面向不同层级的核心管理层和核心技术骨干推出多期股权激励计划, 团队的稳定性保障公司持续稳定发展。公司薪酬高于同行也使得效率优于同行。

#### □ 战略布局养殖, 多举措实现4000万吨目标

公司战略布局生猪及禽养殖, 2021年实现生猪销量200万头, 养殖业务坚持专业化基础上的规模化, 提高养殖的专业化能力稳步发展。公司提出在2025年年产饲料4000万吨, 通过租赁、自建、并购、合作经营方式等方式实现产能目标, 增速继续提升。

#### □ 盈利预测及估值

公司作为农牧行业里稳定持续增长的大白马公司, 以饲料业务为核心, 配套动保和种苗成为养殖户的综合服务商, 进一步提升公司竞争壁垒, 并逐步将业务发展至养殖、屠宰食品加工等, 实现公司增长。公司将2025年战略目标

|      |       |
|------|-------|
| 评级   | 买入    |
| 上次评级 | 首次评级  |
| 当前价格 | 57.65 |

|         |       |
|---------|-------|
| 单季度业绩   | 元/股   |
| 1Q/2022 | 0.12  |
| 4Q/2021 | -0.09 |
| 3Q/2021 | 0.13  |
| 2Q/2021 | 0.50  |



### 公司简介

饲料行业崛起的一体化农牧集团

### 相关报告

报告撰写人: 孟维肖

联系人: 王琪

定为 4000 万吨，通过自建、合作、并购等多举措实现该目标，未来仍具备充足的成长性。我们预计公司 2022/23/24 年分别实现营收 1078.5/1310.2/1566.8 亿元，同比增长 25.9%/21.5%/19.6%；实现归母净利润 33.67/52.56/58.52 亿元，同比增长 111.06%/56.03%/11.33%。

公司近三年平均估值在 35-45X 区间，2021 年受猪业务亏损拉低盈利导致估值抬升，但饲料盈利仍能保持稳定增长，我们认为未来公司 4000 万吨的目标完成度较高，仍保持较高成长性，同时猪价格也将逐步贡献充分业绩。2022/23 行业平均估值为 44.04X/10.42X，相比于同行，公司具备全产业链优势，业绩波动低于同行，因此给予公司 2022 年净利润 40X 估值，对应目标价 81.2 元/股，给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

- (1) 原材料产品价格大幅波动
- (2) 动物疫病大范围爆发；
- (3) 食品安全风险。

#### ■ 财务摘要

| (百万元)    | 2021    | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入     | 85999   | 107848  | 131018 | 156680 |
| YOY      | 42.56%  | 25.41%  | 21.48% | 19.59% |
| 归属母公司净利润 | 1596    | 3368.6  | 5255.9 | 5851.5 |
| YOY      | -41.39% | 111.06% | 56.03% | 11.33% |
| 每股收益 (元) | 0.96    | 2.03    | 3.16   | 3.52   |
| P/E      | 62.50   | 29.54   | 18.93  | 17.01  |

## 正文目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1. 农牧行业的优质白马</b>                 | <b>6</b>  |
| 1.1 饲料行业崛起的农牧集团                     | 6         |
| 1.2 营收稳健增长，盈利表现优异                   | 6         |
| <b>2. 饲料行业增速放缓，进入存量整合阶段</b>         | <b>8</b>  |
| 2.1 存量竞争时代，集中度逐步提升                  | 8         |
| 2.2 水产料：下游人工养殖还有提升空间且相对分散           | 11        |
| 2.3 猪料：下游集中度快速提升，向重服务切换             | 11        |
| 2.4 禽料：下游高度集中，成本控制优先                | 12        |
| <b>3. 五大优势造就养殖户的综合服务商</b>           | <b>12</b> |
| 3.1 竞争优势一：饲料品类丰富，盈利能力超越同行           | 12        |
| 3.2 竞争优势二：采、配、销紧密联动构筑超强成本控制力        | 13        |
| 3.3 竞争优势三：专业度极强的研发团队打造产品竞争力         | 15        |
| 3.4 竞争优势四：搭配动保+种苗+技术服务，为养殖户提供综合解决方案 | 16        |
| 3.5 竞争优势五：高激励，强于同行的运营效率             | 18        |
| <b>4. 战略布局养殖业，饲料产销向 4000 吨迈进</b>    | <b>21</b> |
| <b>5. 盈利预测及投资建议</b>                 | <b>25</b> |
| 5.1 盈利预测                            | 25        |
| 5.2 估值分析                            | 26        |
| <b>6. 风险提示</b>                      | <b>27</b> |

## 图目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1：公司发展历程                        | 6  |
| 图 2：营业收入保持稳定增长（亿元）                | 6  |
| 图 3：归母净利润保持稳定增长（亿元）               | 6  |
| 图 4：公司营收结构变化（亿元）                  | 7  |
| 图 5：2021 年营收结构                    | 7  |
| 图 6：饲料贡献公司主要毛利润（亿元）               | 7  |
| 图 7：公司毛利率及费用率                     | 7  |
| 图 8：各省市子公司家数                      | 8  |
| 图 9：海外拓展情况                        | 8  |
| 图 10：公司股权结构                       | 8  |
| 图 11：我国饲料行业进入缓慢增长期                | 9  |
| 图 12：饲料生产企业数量加速减少                 | 9  |
| 图 13：年产量超 10 万吨企业家数不断提升（家）        | 9  |
| 图 14：饲料企业 TOP20 市占率达到 52%（2021 年） | 10 |
| 图 15：北美国家饲料竞争格局                   | 10 |
| 图 16：欧洲国家饲料竞争格局                   | 11 |

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图 17: 人工水产养殖仍有提升空间 (万吨)    | 11 |
| 图 18: 水产饲料生产企业竞争格局         | 11 |
| 图 19: 生猪养殖在加速提升集中度         | 12 |
| 图 20: 生猪饲料生产企业竞争格局         | 12 |
| 图 21: 白鸡养殖集中度较高            | 12 |
| 图 22: 家禽饲料生产企业竞争格局         | 12 |
| 图 23: 主要饲料生产企业销售结构对比       | 13 |
| 图 24: 海大毛利率明显高于同行          | 13 |
| 图 25: 各类饲料毛利率变化情况          | 13 |
| 图 26: 公司产、配、销紧密联动          | 14 |
| 图 27: 公司采购人员持续增长 (人)       | 15 |
| 图 28: 公司采购体系               | 15 |
| 图 29: 公司不断增加研发投入 (亿元)      | 16 |
| 图 30: 公司技术人员数量不断提升 (人)     | 16 |
| 图 31: 饲料+动保+种苗的产品体系        | 17 |
| 图 32: 种苗收入快速增长 (亿元)        | 17 |
| 图 33: 动保收入快速增长 (亿元)        | 17 |
| 图 34: 销售服务人员不断增加 (人)       | 18 |
| 图 35: 销售费用控制较好 (亿元)        | 18 |
| 图 36: 公司技术服务站              | 18 |
| 图 37: 销售人员人均薪酬高于同行 (万元/人)  | 20 |
| 图 38: 销售人员人均销量高于同行 (吨/人)   | 20 |
| 图 39: 销售人员人均创收高于同行 (万元/人)  | 20 |
| 图 40: 公司总资产周转率高于同行         | 21 |
| 图 41: 公司存货周转率较优            | 21 |
| 图 42: 应收账款周转率优于同行          | 21 |
| 图 43: 净营运周期较优              | 21 |
| 图 44: 海大产业链图谱              | 22 |
| 图 45: 生猪销量快速增长 (万头)        | 22 |
| 图 46: 生猪营收快速增长 (亿元)        | 22 |
| 图 47: 公司向年产 4000 万吨迈进 (万吨) | 23 |
| 图 48: 公司近年收购及新设公司情况        | 23 |
| 图 49: 山东大信集团概况             | 24 |
| 图 50: 得宝集团概况               | 24 |
| 图 51: 公司历史估值 (PE)          | 27 |
| 表 1: 北美饲料企业经营产品            | 10 |
| 表 2: 欧洲国家饲料企业经营产品          | 11 |
| 表 3: 公司高层大多具备专业背景          | 15 |
| 表 4: 历次股权激励授予对象            | 19 |
| 表 5: 2021 年投产项目            | 24 |
| 表 6: 2022 年投产项目            | 24 |
| 表 7: 2021 年股权激励            | 25 |
| 表 8: 公司盈利预测 (百万)           | 26 |

---

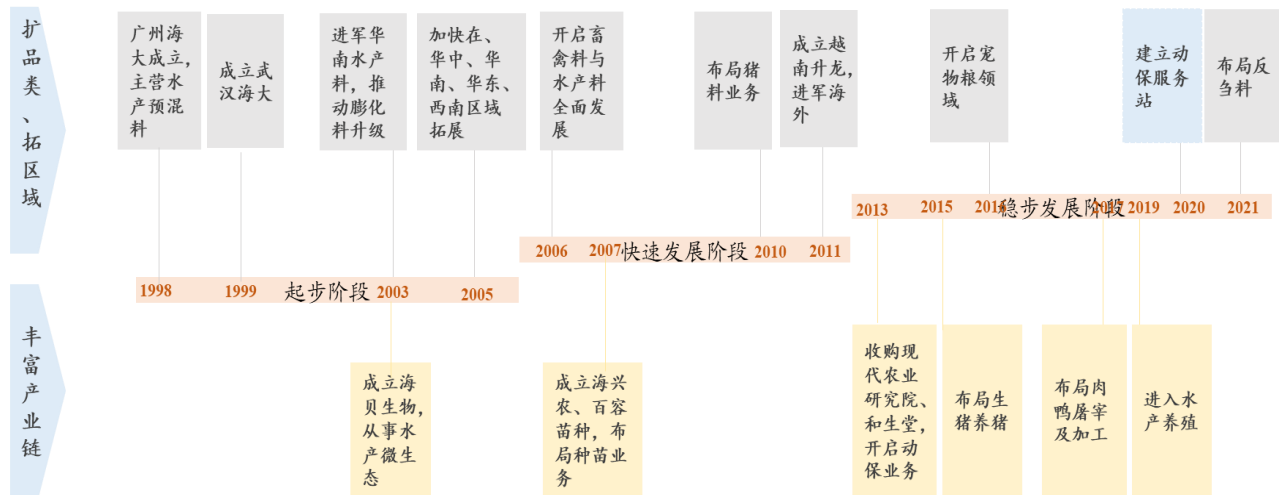
|                   |    |
|-------------------|----|
| 表 9: 可比公司估值.....  | 27 |
| 表附录: 三大报表预测值..... | 28 |

## 1. 农牧行业的优质白马

### 1.1 饲料行业崛起的农牧集团

水产料起家，逐步成长为以饲料为核心的全产业链农牧集团。公司前身为 1998 年成立的广州海大饲料公司，成立时主要业务为水产预混料，后发展水产料、畜禽料，同时逐步拓展产业链，包括种苗育种、动保以及下游的养殖和屠宰加工，业务基本贯穿全产业链。目前公司已成长为可年销售饲料近 2000 万吨，全国第二大的饲料企业。

图 1：公司发展历程

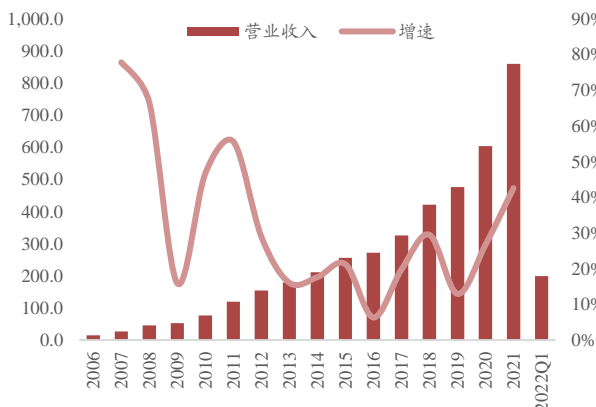


资料来源：公司官网、公司公告、浙商证券研究所

### 1.2 营收稳健增长，盈利表现优异

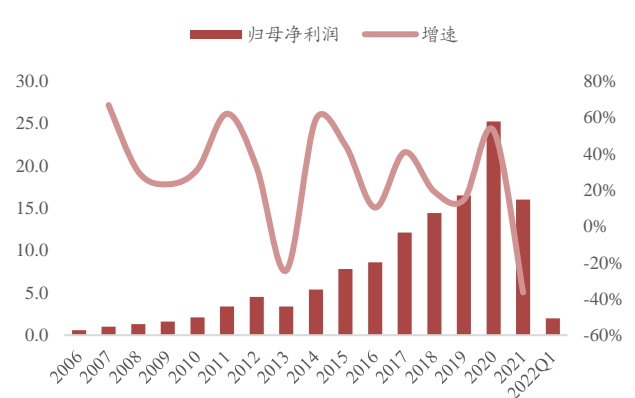
公司营收利润保持持续稳定增长态势。公司营收自 2006 年的 15.3 亿元连续增长至 2021 年的 860 亿元，年复合增速为 30.8%，驱动营收增长的核心是公司饲料销量的增长，从 2006 年 65.13 万吨提升到 2021 年销售 1877 万吨，年复合增长 25.1%，同时业务范围拓展至贸易、种苗、动保和养殖等对营收增长也有助力。净利润方面由于 2021 年生猪养殖已有一定规模且猪价低迷，养殖板块亏损拉低整体盈利，2021 年归母净利润为 16 亿元，而从 2006 年至 2020 年公司净利润均保持增长，年复合增长率为 28.9%。

图 2：营业收入保持稳定增长（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

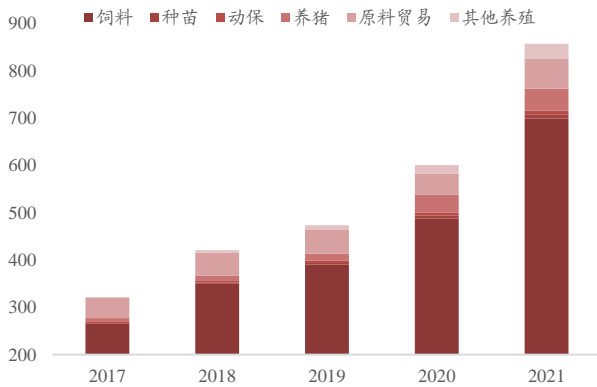
图 3：归母净利润保持稳定增长（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司营收来源主要为饲料，养殖业务占比在不断提升。公司自成立至今，饲料业务始终为公司的绝对核心业务，饲料和原料贸易业务创造营收基本在 90%以上。随着公司逐步布局生猪、水产及禽养殖业务，2021 年公司养殖业务营收占比为 9%，另外公司还有动保及种苗业务，虽然创造营收占比较小，均占比仅 1%，但对于提高公司饲料业务竞争力以及公司全产业发展发挥巨大作用。

图 4：公司营收结构变化（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

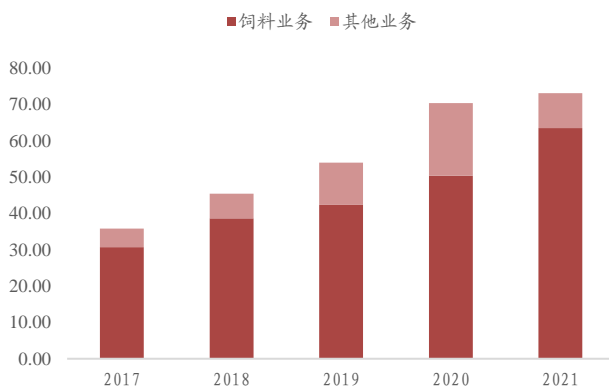
图 5：2021 年营收结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

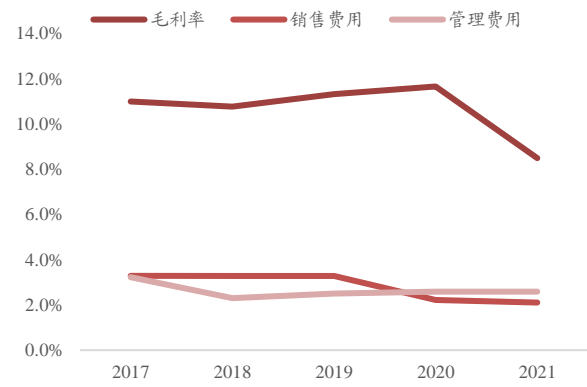
饲料贡献主要毛利润，且毛利率较为稳定。公司饲料业务对毛利润的贡献基本保持在 85%以上，2020 年由于生猪价格还比较景气，且公司销量已有 100 万头，贡献较多毛利润。公司的毛利率基本稳定在 11%左右，主要得益于饲料业务的稳定贡献，但 2021 年由于生猪养殖业务影响，整体毛利率降至 8.5%。公司管理费用率和销售费用率近两年有所下降，2021 年分别为 2.6%和 2.1%。

图 6：饲料贡献公司主要毛利润（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

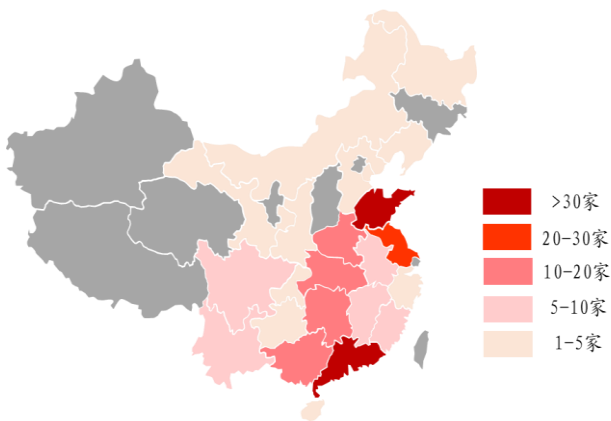
图 7：公司毛利率及费用率



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

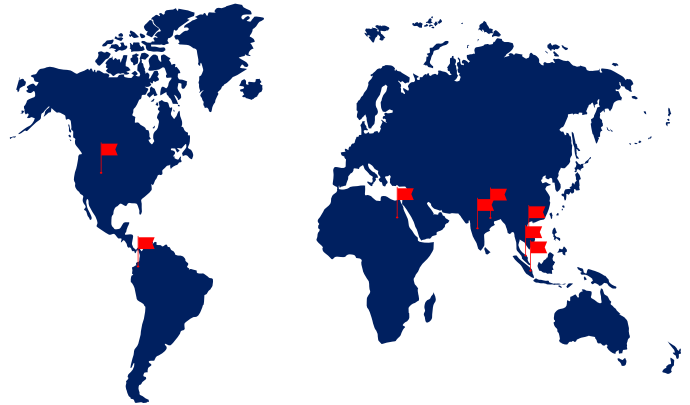
全国布局，拓展海外。公司产能已布局全国主要省市，其中主要在广东、山东及江苏以及华中地区各省，未布局产能省市亦可实现销售覆盖。海外拓展方面，目前主要在东南亚的越南、马来西亚和印尼，美洲的厄瓜多尔和美国也有布局，非洲在埃及建有一个场。2021 年海外实现销售收入 71 亿，占总收入比例为 8.21%。

图 8：各省市子公司家数



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

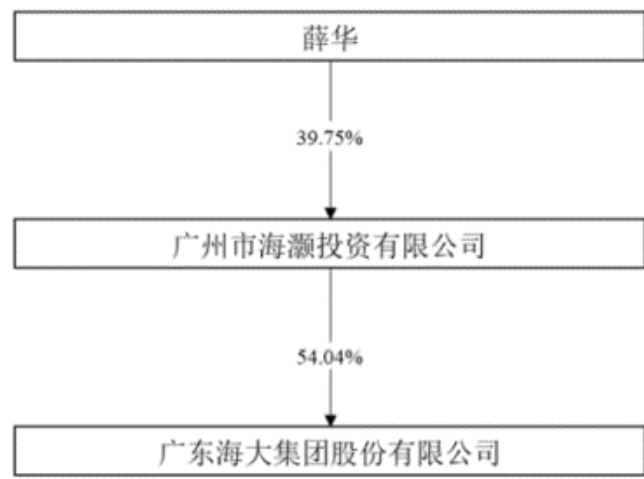
图 9：海外拓展情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

海灏投资是公司控股股东，实际控制人为创始人薛华。公司控股股东广州市海灏投资有限公司持有公司股权 54.04%，公司创始人及目前董事长薛华持有海灏投资 39.75% 股权，因此为公司实际控制人。

图 10：公司股权结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 2. 饲料行业增速放缓，进入存量整合阶段

### 2.1 存量竞争时代，集中度逐步提升

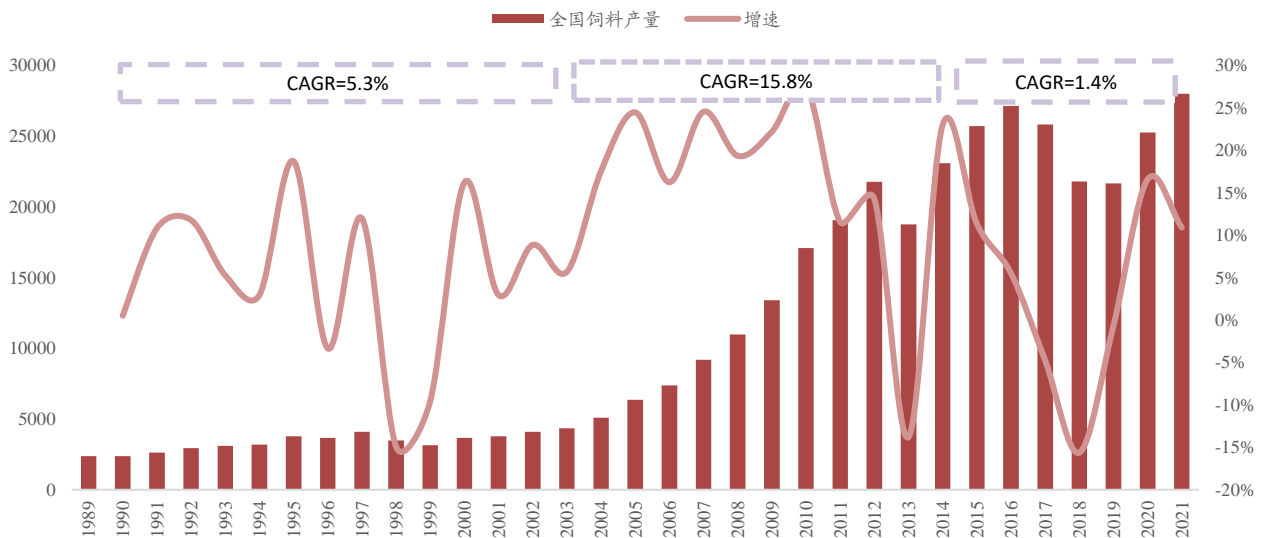
我国饲料行业进入缓慢增长阶段。我国饲料工业发展至今已经历三个阶段：1、起步发展阶段（1989 年~2002 年）；2、快速发展阶段（2002 年~2014 年）；3、缓慢增长阶段（2015 至今），我国饲料工业进入整合提升阶段。

**起步发展阶段（CAGR=5.3%）。**改革开放后，我国城乡经济建设蓬勃发展，人民生活水平日益提高，在满足基本粮食需求的基础上要求吃上鸡、鱼、肉、蛋、奶，发展饲料工业就被国家确定为调整产业结构、实现国民经济翻番的重大战略措施。

**快速发展阶段 (CAGR=15.8%)。**饲料品种逐步走向系列化, 饲料添加剂工业也开始了起步, 饲料机械制造工业也有了良好的开端, 初步生产不同产品的成套系列设备。到1999年基本建成了完整的饲料工业体系, 时产5吨和5吨以上的饲料加工厂有1937家, 随着畜禽养殖业的蓬勃发展, 对饲料的需求快速提升。

**缓慢增长阶段 (CAGR=1.4%)。**经过30多年的快速发展, 我国饲料行业出现了产能过剩情况, 加上原料涨价, 成本上升, 行业利润滑坡, 企业压力增大, 部分中小企业出现生存艰难情况。我国饲料工业必须优化产业结构, 调整战略布局, 转变发展方式, 从量的扩张向质的提升为主转变。

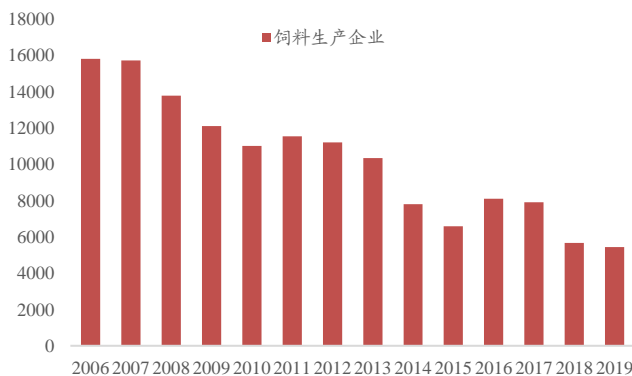
图 11: 我国饲料行业进入缓慢增长期



资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

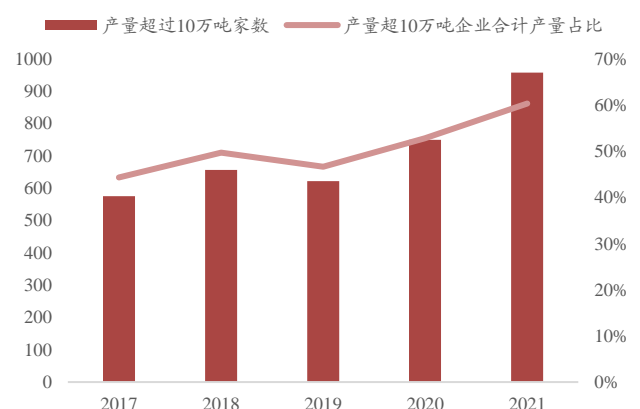
**饲料行业目前仍处于规模化加速的进程中。**2006年以来, 饲料加工企业数量持续减少, 2006年底全国企业数量为15810家, 2019年降到了5432家, 年产超10万吨以上企业数量持续提升, 根据2021年数据, 产量前20家企业市占率约为52%, 随着竞争加剧, 饲料企业数量仍将进一步减少, 集中度还有继续提升空间, 大企业整合小企业获取市场空间。上市公司在资金、技术具备多方面优势, 将是整合行业中小产能的主力。

图 12: 饲料生产企业数量加速减少



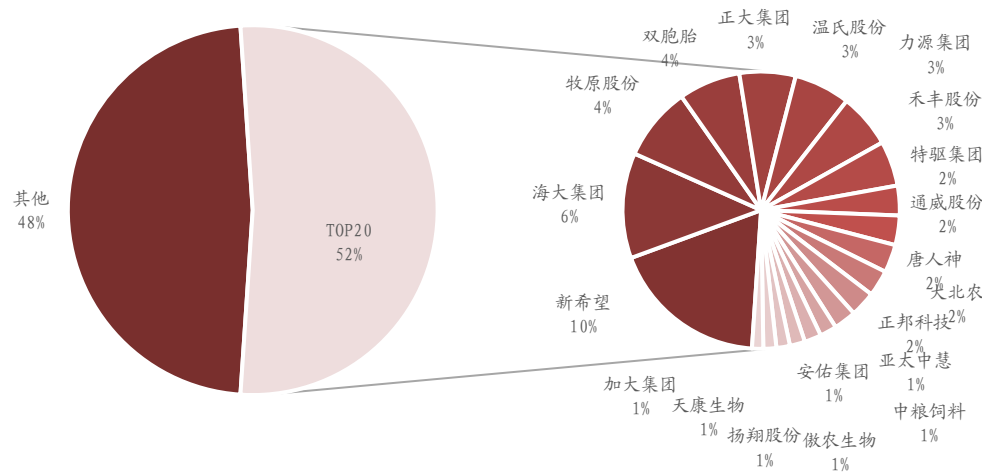
资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

图 13: 年产量超10万吨企业家数不断提升 (家)



资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

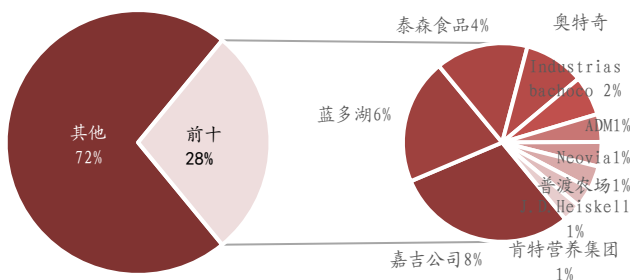
图 14: 饲料企业 TOP20 市占率达到 52% (2021 年)



资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

以欧美为例, 饲料行业已高度集中, 但仍有较多专业化饲料企业。欧洲饲料企业竞争格局: 2019 年欧洲前十大饲料生产企业市场份额为 19%, 但整体比较分散, 最大的生产商 ForFamers 占比也仅 4%, 与北美企业不同的是前十大企业中包括泰高、德赫斯在内等大都是以饲料业务为主。从欧洲市场结构来看, 猪料占比 31%、禽料占比 39%, 禽料中蛋鸡、肉鸡及火鸡料分别占比 13%、22%和 3%, 反刍类占比 26%。主要企业都布局了市场份额占比较大的猪、禽料及反刍等品类。北美饲料企业竞争格局: 2019 年北美前十大饲料生产企业市场占比为 28%, 其中嘉吉公司占比 8%, 以及包含 ADM 在内为全球大型粮商, 另外包括蓝多湖和泰森食品等都已布局养殖端业务。以饲料为销售主业的企业有奥特奇、肯特营养集团。从北美市场结构来看, 猪料占比 23%、禽料占比 33%, 禽料中蛋鸡、肉鸡及火鸡料分别占比 7%、22%和 4%。反刍类占比 39%。前十大饲料生产企业的品类大都较为齐全, 也大多布局了宠物饲料业务板块。

图 15: 北美国家饲料竞争格局



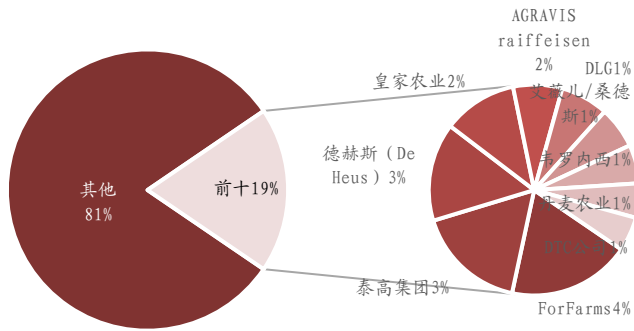
资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

表 1: 北美饲料企业经营产品

| 企业名称               | 主要产品             |
|--------------------|------------------|
| 嘉吉公司               | 猪、禽料、反刍、水产、马料及宠物 |
| 蓝多湖                | 猪、禽料、反刍、水产、马料及宠物 |
| 泰森食品               | 猪、禽料、反刍及宠物       |
| 奥特奇                | 猪、禽料、反刍、水产、马料及宠物 |
| Industrias bachoco | 猪、禽料、反刍、水产及宠物    |
| ADM                | 猪、禽料、反刍、水产、马料及宠物 |
| Neovia             | 猪、禽料、反刍、水产、马料及宠物 |
| 普渡农场               | 禽料及反刍            |
| J.D. Heiskell      | 猪、禽料及反刍          |
| 肯特营养集团             | 猪、禽料、反刍、水产、马料及宠物 |

资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

图 16: 欧洲国家饲料竞争格局



资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

表 2: 欧洲国家饲料企业经营产品

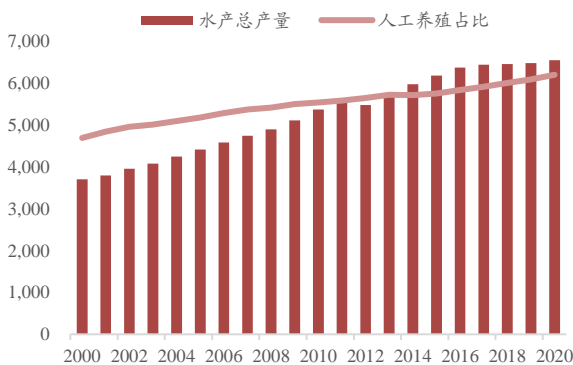
| 企业名称               | 主要产品             |
|--------------------|------------------|
| ForFarms           | 猪、禽料、反刍及水产       |
| 泰高集团               | 猪、禽料、反刍、水产、马料及宠物 |
| 德赫斯                | 猪、禽料、反刍、水产及宠物    |
| 皇家农业               | 猪、禽料、反刍、马料及宠物    |
| AGRAVIS raiffeisen | 猪、禽料、反刍、水产及马料    |
| DLG                | 猪、禽料及反刍          |
| 艾薇儿/桑德斯            | 猪、禽料、反刍、水产、马料及宠物 |
| 韦罗内西               | 猪、禽料、反刍、水产、马料及宠物 |
| 丹麦农业               | 猪、禽料、反刍及马料       |
| DTC 公司             | 猪、禽料、反刍、马料及宠物    |

资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

## 2.2 水产料: 下游人工养殖还有提升空间且相对分散

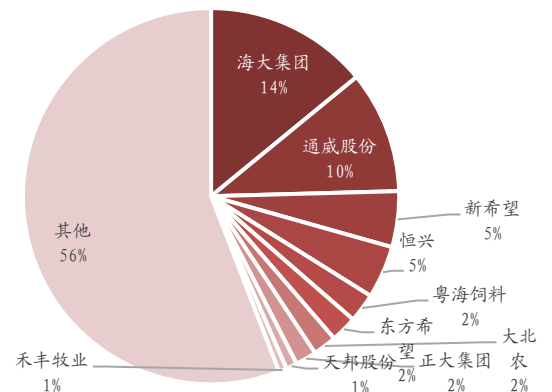
水产品尤其是特种水产品需求持续增长, 且人工养殖继续提升。随着我国经济的发展和人民生活水平的提高, 人均水产品占有量逐年提升。由于受到天然水生物资源量的限制, 捕捞业产量有限, 因此水产品的消费需求将更多依赖于人工养殖, 中国水产养殖业在渔业生产中已占主导地位, 水产品养殖尤其是特种水产品养殖发展迅猛。我国的水产配合饲料整体普及率仍然处于较低水平。以海水鱼养殖为例, 我国目前的海水鱼养殖除少量品种以外, 大部分品种养殖过程中使用水产配合饲料的程度仍然十分有限, 许多地区目前仍以使用动物性饵料(冰鲜杂鱼)为主, 特种水产配合饲料普及率将逐步上升, 特种水产配合饲料替代传统的冰鲜杂鱼养殖模式将会给特种水产配合饲料行业带来巨大增长空间。

图 17: 人工水产养殖仍有提升空间(万吨)



资料来源: wind、浙商证券研究所

图 18: 水产饲料生产企业竞争格局



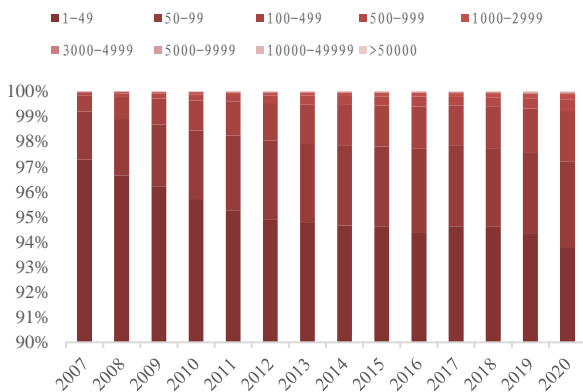
资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

## 2.3 猪料: 下游集中度快速提升, 向重服务切换

养猪产业集中度提升将带动上游饲料行业规模化发展。根据中国畜牧业协会数据, 2007 至 2020 年中国生猪散养户(年出栏量 500 头以下)已经由 8222 万户下降到 2062 万户; 另一方面, 规模以上养殖户(年出栏量 5000 头以上)由 4643 户增涨到 10236 户。在非洲猪瘟的强防疫要求下, 行业市场份额将加速向龙头企业集中。伴随养殖集中度的提

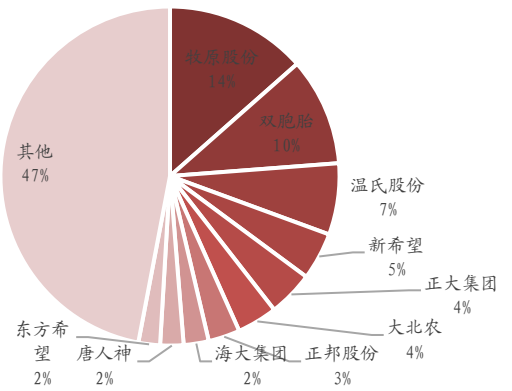
升, 工业饲料的普及率也将进一步提升, 也向上游饲料企业提出更高的要求, 从单一的饲料产品切换成综合的养殖服务。

图 19: 生猪养殖在加速提升集中度



资料来源: wind、浙商证券研究所

图 20: 生猪饲料生产企业竞争格局

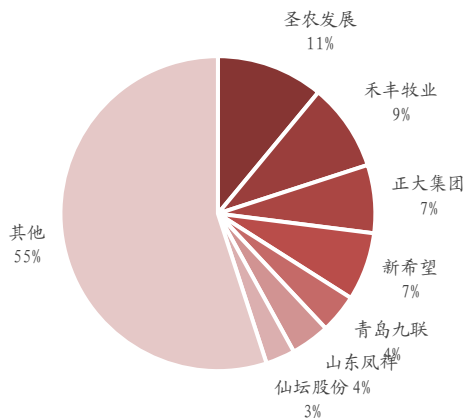


资料来源: 饲料工业协会、浙商证券研究所

## 2.4 禽料: 下游高度集中, 成本控制优先

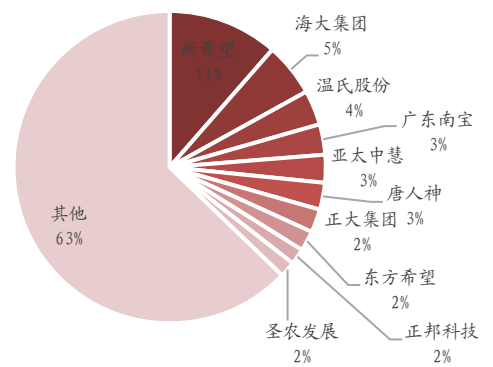
禽养殖高度工业化, 禽料市场竞争激烈。我国白羽鸡养殖工业化程度较高, 且行业集中度高, 如圣农发展 2021 年毛鸡出栏都达到全国总量 21% 左右。黄羽肉禽, 龙头温氏股份占全国约 20% 市场份额。下游的高度集中对禽料提出了极高的要求, 同时禽料本身技术壁垒偏低、品牌间差距小, 产品竞争力高度依赖性价比。参考 2018 年数据, 我国禽料市场中除新希望六和占据 11% 的市场份额外, 其他参与者市场份额占比较低, CR5 仅为 25%。

图 21: 白鸡养殖集中度较高



资料来源: wind、浙商证券研究所

图 22: 家禽饲料生产企业竞争格局



资料来源: wind、浙商证券研究所

## 3. 五大优势造就养殖户的综合服务商

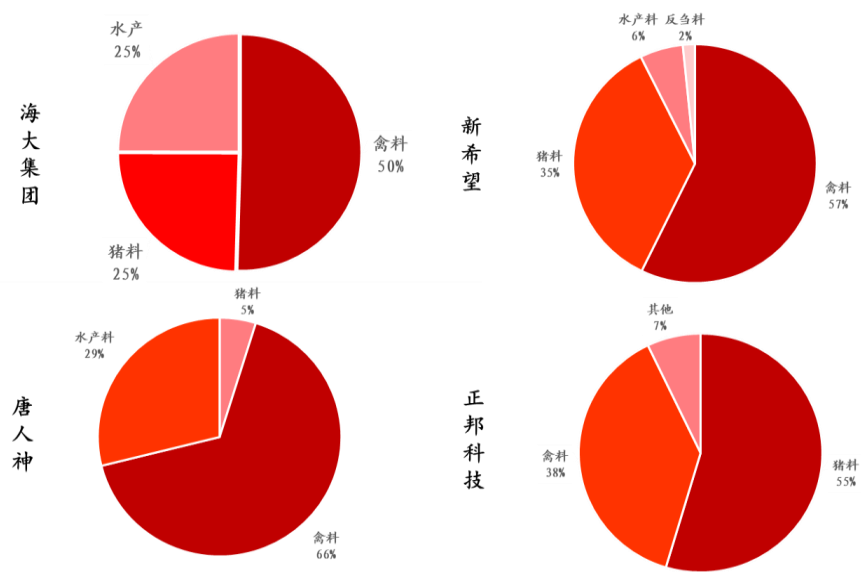
### 3.1 竞争优势一: 饲料品类丰富, 盈利能力超越同行

盈利水平上: 水产饲料 > 生猪饲料 > 禽饲料。根据所饲喂畜种、动物生长阶段及饲料营养素配合水平的不同, 各饲料产品的毛利率及市场规模存在较大差异。全价家禽饲料的毛

利率很低，但整体市场规模很大。而猪预混料、猪浓缩料、蛋鸡预混料、特水鱼料等的毛利率较高，其市场规模却较小。中大猪料及普通鱼料的毛利率居中，市场规模亦较大。

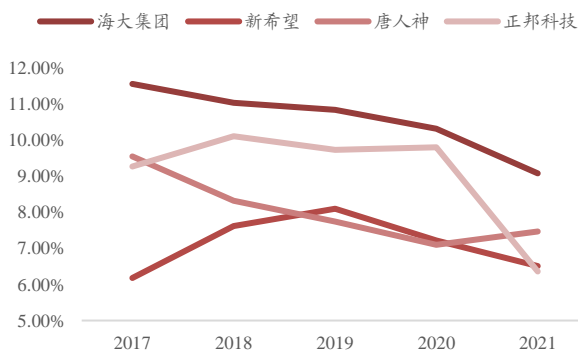
相较于同行，海大高毛利的水产饲料占比较高，盈利水平高于同行。公司围绕养殖链条，经过多年的技术投入和研发，产品配置已经达到较为丰富和完整的格局，饲料、功能型饲料、种苗、药品、疫苗、生物制品等基本覆盖到了养殖的全过程需要，且还在继续发展中。饲料产品中，公司是国内极少能同时生产销售鱼、虾、猪、肉禽、蛋禽饲料的企业，产品线齐全，且各类别产品都具有强大竞争力，在重点市场上均具有较高市场占有率。各类饲料品种的技术含量不同，毛利率高低不同，市场特点和运营风险也各不相同，公司的产品结构组合使得公司可获得高于行业一般水平的毛利率。

图 23：主要饲料生产企业销售结构对比



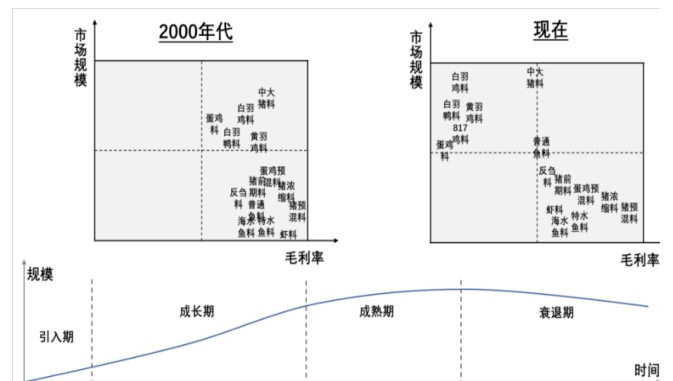
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 24：海大毛利率明显高于同行



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 25：各类饲料毛利率变化情况



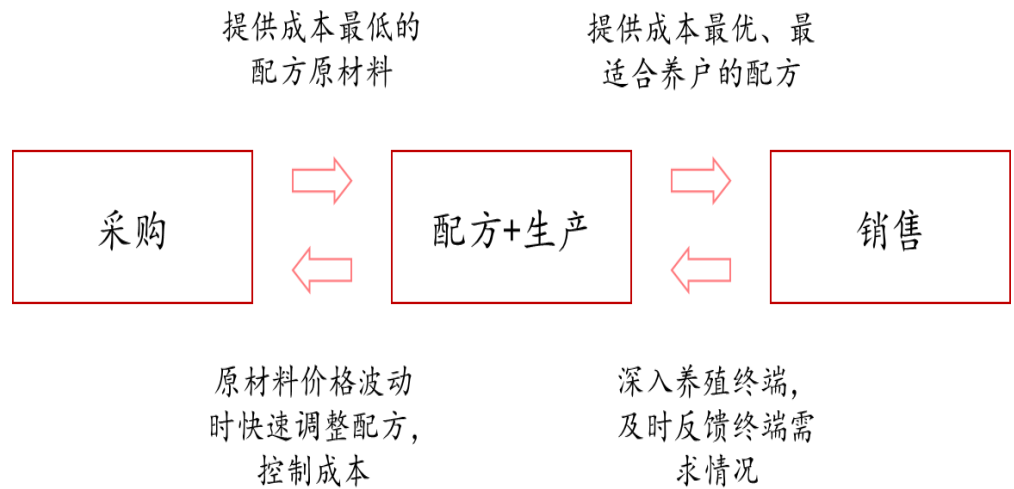
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 3.2 竞争优势二：采、配、销紧密联动构筑超强成本控制力

**以配方为核心的采、配、销联动。**(1)采-配环节:采购部门根据配方要求采购有成本优势的原材料,采购人员发现市场上替代性原材料存在低成本替代优势时,配方人员能在产品质量保证的前提下快速调整配方,使用性价比更优的原材料组合;(2)配-销环节:销售服务人员把市场需求变化反馈给配方人员,同时及时跟踪新配方的养殖情况,使配方人员根据养殖情况进一步优化配方;(3)生产方面:内部生产产线能及时根据配方的调整,保证产品生产和生产工艺的稳定性,并使制造费用降至最优。

**配方:**针对饲料配方技术,公司通过二十多年持续的研发积累,已经建立庞大的动物营养需求数据库,储备多种原材料配方技术,每年有几千组对比实验结果补充到动物核心营养需求和原料利用数据库中,以将技术转化为生产力。因此,公司产品配方组织和持续优化能力强,应变能力强,能在原材料价格波动时快速调整配方,获得成本竞争优势。**销售服务:**公司懂技术熟悉产品的技术服务营销团队,能深入到塘口、养殖场终端实时了解养殖情况,所以公司对终端消费习惯、饲料养殖效果、病害防疫、养殖模式和养殖需求等都有详尽的数据来源,能精确把握养殖户的需求,能精准的对产品设计提出明确的技术要求,公司技术资源能充分聚集于客户的核心需求。通过为养殖户提供苗种、养殖技术、病害防疫、养殖模式、健康环保等养殖完整解决方案,为公司种苗、饲料、动保核心业务产品的发展提供了强有力的支撑,同时业务的发展为研发、技术革新提供了更为深厚的基础,为产业进一步发展打下了更为坚实的基石。

图 26: 公司产、配、销紧密联动

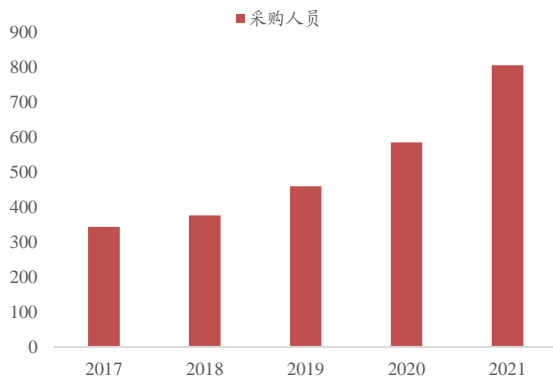


资料来源:公司公告、浙商证券研究所

**集团集中采购+区域中心灵活采购体系。**公司早在 2006 年已经建立起专业化的采购队伍,目前 90%以上的原材料采购实现集团集中采购。同时在华东、华南等区域中心均设有采购中心,兼顾灵活采购发挥地方原料优势。

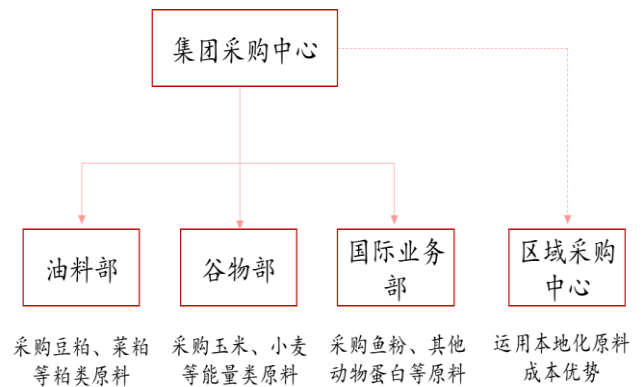
**专业且庞大的采购团队,借助期货工具降低大宗原料价格波动风险。**公司目前有采购人员 806 人,公司对采购人员奖金与原材料采购价差挂钩进行激励与考核。公司设有专门的原材料信息研究部门,能及时跟踪、研究、判断国内外大宗原材料的行情走势。同时利用期货工具对大宗原材料进行套期保值,控制采购的价格风险和头寸风险。

图 27：公司采购人员持续增长（人）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 28：公司采购体系



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 3.3 竞争优势三：专业度极强的研发团队打造产品竞争力

**顶尖的专业管理团队。**公司拥有一支理念一致、专业精湛的经营管理团队。团队中大部分人员都毕业于农业类高等院校，具有较强的专业背景，管理层对饲料行业具有深刻且全面的认识并积累了丰富的实践经验，具有宏伟而统一的愿景目标、较强的行业洞察力、领导力和执行力，从学历背景、知识结构、行业经验和年龄层面都能够适应饲料行业的快速变革和公司越来越高的经营管理要求。

表 3：公司高层大多具备专业背景

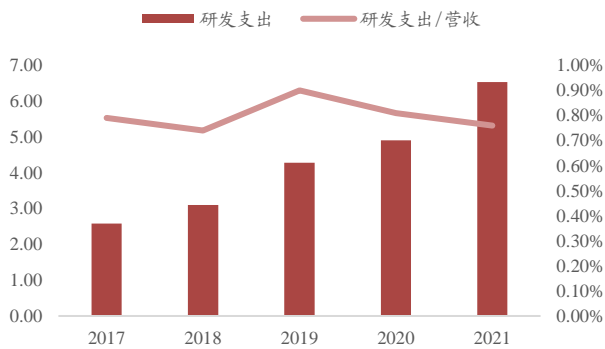
| 姓名  | 职位             | 履历  |
|-----|----------------|---|
| 薛华  | 董事长兼总裁         | 1992年毕业于华中农业大学水产学院特种水产养殖专业；1995年获中山大学生命科学院动物学硕士学位，公司创始人之一。  |
| 钱雪桥 | 副总裁            | 获中科院水生生物研究所理学博士学位，2004年加入公司，主要从事水产动物营养与饲料学研究及新型饲料添加剂的开发。    |
| 刘国祥 | 副总裁            | 1992年毕业于华中农业大学水产系特种水产专门化专业。现任公司副总裁（副总经理）兼华中大区总经理。           |
| 江谢武 | 水产种苗/预混料事业部总经理 | 1992年毕业于华中农业大学水产学院特种水产专业，其后就读中山大学水产动物营养专业研究生班及华南理工大学EMBA。   |
| 桂建芳 | 独董             | 中国科学院院士，发展中国家科学院院士，中国科学院水生生物研究所研究员、                         |
| 何建国 | 独董             | 国家虾蟹产业技术体系首席科学家。  |
| 齐振雄 | 监事             | 主要从事动物营养与饲料、水生动物养殖与病害防治等领域相关研究工作，有着多年的产品开发、基层养殖实践与技术推广工作经验。 |

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**公司成立之初就成立研究中心，搭建起行业领先的全产业链的研发体系。**公司在加大应用技术投入的同时，重点强化了产业链上各业务模块的技术平台建设，形成从平台技术研究到应用技术开发到系统解决方案应用的三级研发体系。通过三级研发体系的有效衔接及“研究院+分子公司”的运营机制，促进科技成果的快速转化和应用示范。公司在“动物遗传与育种、动物营养与饲料、动物医学与生物制药、微生物工程、生物化工、蛋白质工程、健康养殖”七大研发方向上的基础性、前瞻性、关键共性问题展开研究工作，不断完善三级研发体系，全面有效的支撑、带动和服务于集团全产业链快速发展的需求。

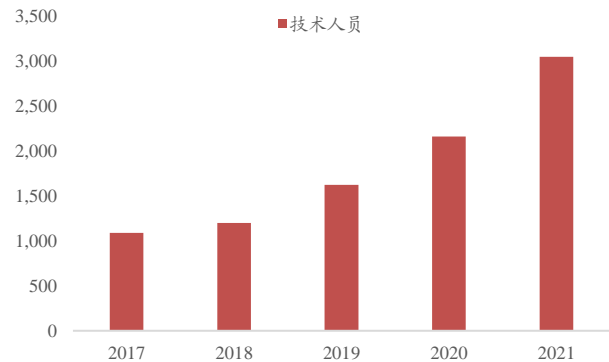
**研发投入及研发团队。**公司 2021 年研发投入 6.53 亿元，同比增加 36.24%。研发团队突破 3,000 人，其中博士、硕士超过 700 人。每年投入大量资金进行研发，研发人员包括动物营养、兽医、繁殖选育、养殖模式、生物工程、生物化学、机械等多学科的人才，研发成果转化速度较快，投资配套策略能够清晰快速地落地，支持到公司的产品配置能力较强。

图 29：公司不断增加研发投入（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 30：公司技术人员数量不断提升（人）

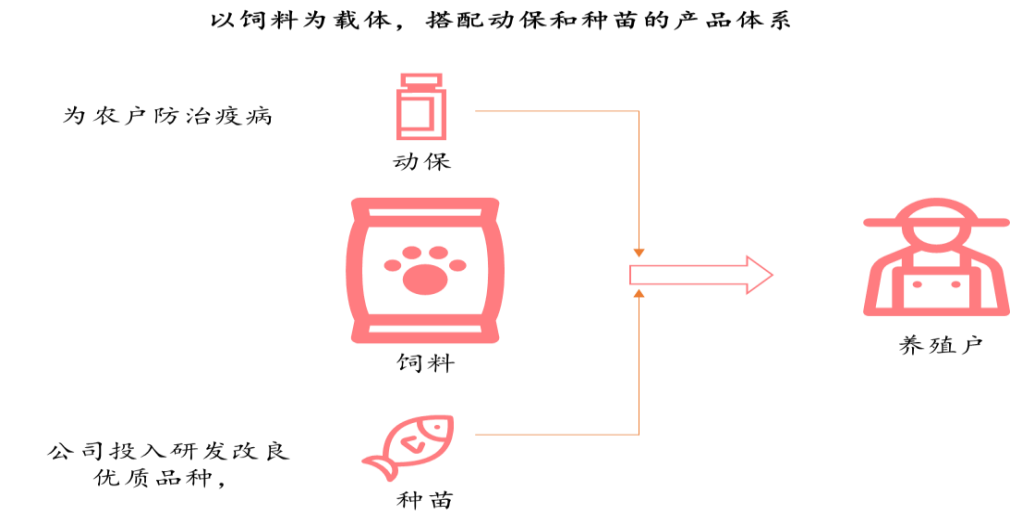


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 3.4 竞争优势四：搭配动保+种苗+技术服务，为养殖户提供综合解决方案

公司最先提出向养殖户提供全面的技术服务，并将公司定位为服务型企业、向养殖户提供整体养殖解决方案的企业。公司通过向养殖户提供“种苗-放养模式-环境控制-疫病防治-饲料-行情信息-金融支持”等全养殖过程的产品和技术服务支持，确保养殖户能使用到最先进的养殖技术，从而确保养殖户养殖成功和盈利。公司拥有 9,000 多名行业中服务经验最丰富、最富激情的技术服务团队；并结合当地特点积累多种先进的养殖模式；在全国养殖密集区拥有数百个高效运作的服务站，能同时为几万养殖户进行技术服务。公司在行业中较为完备的服务体系能充分发挥产品力优势，并提供养殖全程技术服务，能有效放大客户收益，从而增加客户的粘性。

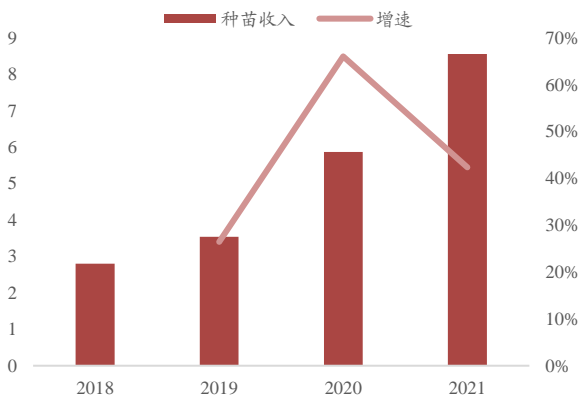
图 31：饲料+动保+种苗的产品体系



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

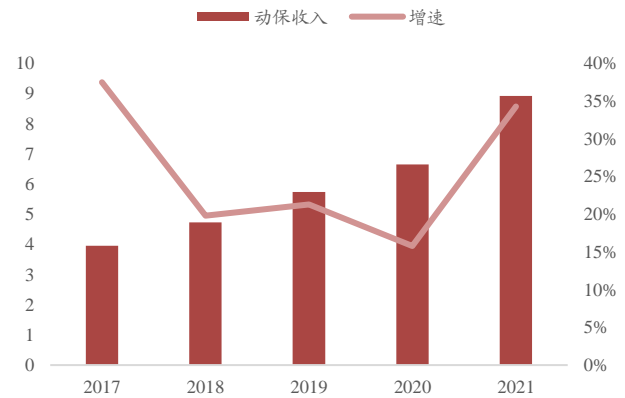
种苗及动保为饲料业务提高竞争力的同时增收增利。动保和种苗业务是公司成为养殖综合服务商的重要抓手，在提升公司饲料竞争力的同时助力公司增收增利，2021 年种苗和动保业务实现营收 8.55 亿元、8.92 亿元，增速均在 30%以上，且毛利率均超过 50%。

图 32：种苗收入快速增长（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

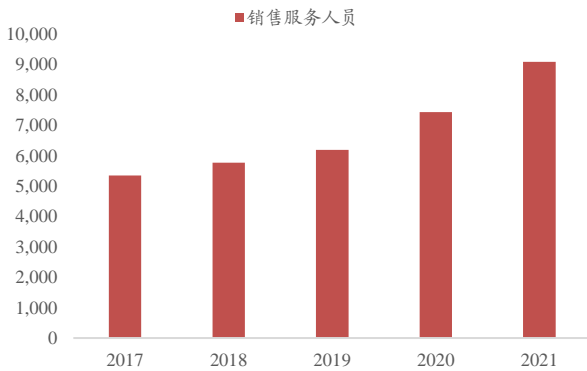
图 33：动保收入快速增长（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

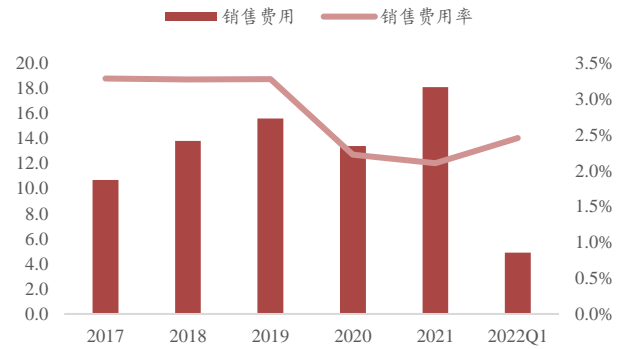
**细致全面的销售技术服务，为客户提供不只是饲料。**公司现有 9,000 多人的服务营销团队，深入到塘口、养殖场了解养殖情况，所以公司对终端消费习惯、饲料养殖效果、养殖模式和养殖需求等都有详尽的数据来源，能精确把握养殖户的需求，能精准地对产品设计提出明确的技术要求，支持公司技术资源能充分聚集于客户的核心需求。公司养殖技术服务从水产养殖服务开始，经过十多年人才队伍建设、平台搭建，养殖技术服务体系的流程和理念已渗透入产品、技术、研发、市场和运营各个环节，带动公司水产饲料、动保业务的稳定增长，并且该流程和思想已逐步向禽养殖、生猪养殖推广，近年公司通过设立畜禽服务站推动畜禽业务发展已取得明显的效果。全面的养殖技术服务已经成为公司重要的品牌标签，是公司为客户创造价值并获取客户和提高客户粘度的重要抓手。

图 34: 销售服务人员不断增加 (人)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 35: 销售费用控制较好 (亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

**建设线下服务站, 更贴近养殖户。**2020 年公司着手搭建海大畜禽技术服务站、水纪元水产服务站, 海大服务站依托海大集团人才、资金、技术、管理及养殖全产业链的优势, 在全国养殖集中区密集布局, 以镇为中心辐射方圆 30-50 公里, 为养户提供检测、疫苗、动保产品、疾病诊疗、养殖技术等全方位服务。“资深服务专家常驻, 各分公司服务工程师轮流值班, 分公司营销服务团队随叫随到”的运行机制, 以服务中心为核心主体, 整合各分公司的服务力量, 把一百多名专业的兽医团队凝聚在一起, 通过提供精准检测, 让客户准确掌握猪只健康程度, 服务团队根据检测结果为养殖户提供最佳的解决方案。

图 36: 公司技术服务站



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

### 3.5 竞争优势五: 高激励, 强于同行的运营效率

**高激励稳定核心人才, 保障公司持续稳定发展。**上市以来, 公司面向不同层级的核心管理层和核心技术骨干, 已推出多期股权激励计划和员工持股计划, 搭建了经营管理层、核心技术骨干与全体股东利益一致的长短期激励与约束相统一的激励机制, 通过设立业绩目标与激励挂钩, 保证了公司发展战略和经营目标的实施, 成为公司持续稳定发展的基础。

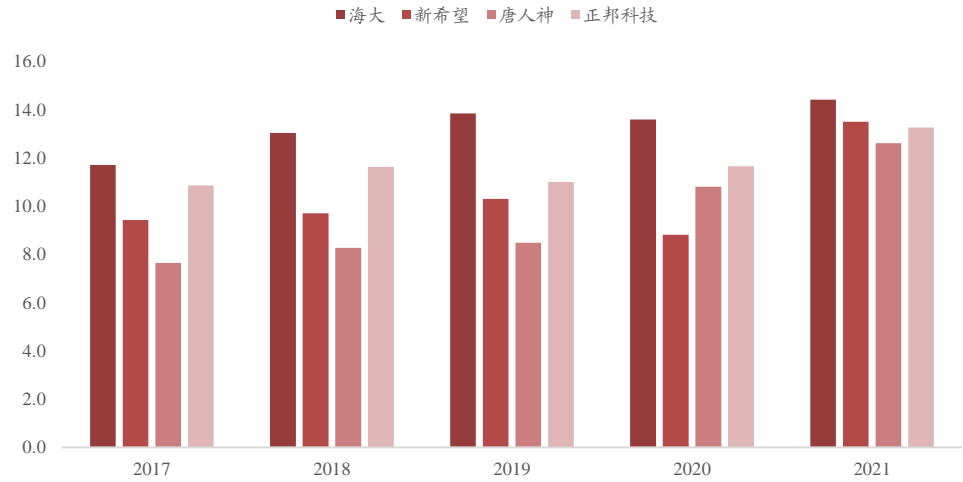
**表 4：历次股权激励授予对象**

| 时间         | 姓名            | 职位             | 占本次授予总数量比例(%)     |
|------------|---------------|----------------|-------------------|
| 2021/06/29 | 程琦            | 常务副总裁          | 0.18%             |
|            | 钱雪桥           | 总工程师           | 0.16%             |
|            | 刘国祥           | 副总裁            | 0.15%             |
|            | 杨少林           | 财务总监           | 0.16%             |
|            | 江谢武           | 副总裁            | 0.15%             |
|            | 米国成           | 副总裁            | 0.15%             |
|            | 陈中柱           | 副总裁            | 0.18%             |
|            | 黄志健           | 董事会秘书          | 0.16%             |
|            | 其他激励对象(3978人) | 核心或骨干(技术/业务)人员 | 86.22%            |
| 2017/03/14 | 黄志健           | 董事会秘书          | 0.31%             |
|            | 钱雪桥           | 总工程师           | 0.25%             |
|            | 杨少林           | 财务总监           | 0.25%             |
|            | 田丽            | 副总经理           | 0.35%             |
|            |               | 其他激励对象(1369人)  | 核心管理人员及技术(业务)人员   |
| 2015/03/05 | 钱雪桥           | 总工程师           | 2.43%             |
|            | 江谢武           | 副总经理           | 2.61%             |
|            | 杨少林           | 财务总监           | 1.04%             |
|            | 黄志健           | 董事会秘书          | 1.04%             |
|            | 田丽            | 副总经理           | 2.61%             |
|            |               | 其他激励对象(163人)   | 中层管理人员,核心技术(业务)人员 |

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

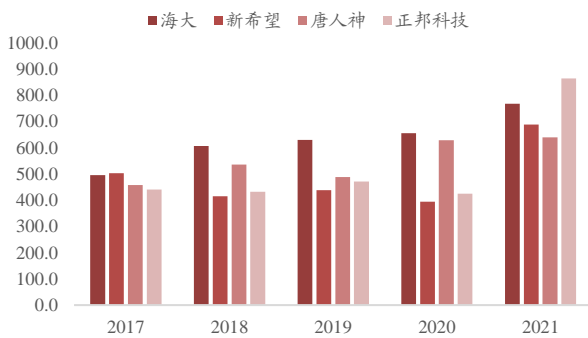
**高薪酬背后是公司优于同行的人均效率。**公司实行薪酬收入与考核相挂钩的原则，奖优罚劣，有奖有惩，激励与约束并重；综合考虑市场变化因素及市场薪酬水平，制定了合理的职位及薪酬体系方案，向员工提供在行业内比较有竞争力的薪酬水平，将工作绩效与薪酬挂钩、个人利益与团队利益挂钩，提高员工团队意识、责任意识，充分发挥公司每位员工的积极性和创造性。公司高于市场的薪酬也使人均效率上超过同行。

图 37: 销售人员人均薪酬高于同行 (万元/人)



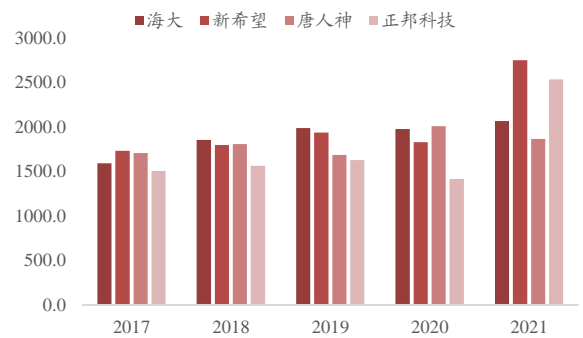
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 38: 销售人员人均销量高于同行 (吨/人)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

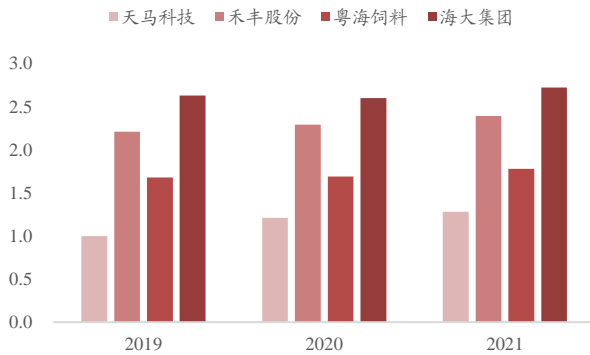
图 39: 销售人员人均创收高于同行 (万元/人)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

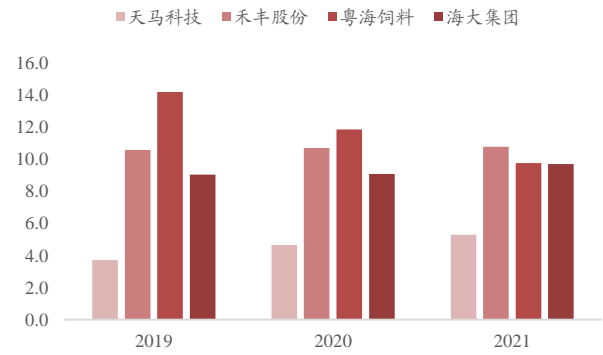
**优于同行的资产运营效率。**根据业务结构,我们选取饲料业务占主导的天马科技、禾丰股份和粤海饲料对比资产的运用效率。总资产周转率以及应收账款最优,说明公司在应收账款管理较好,对下游有较高的话语权,能及时将收入转化为现金流,总的资产效率也较高。同时净资产周期也较短,资金的运转效率极高。

图 40: 公司总资产周转率高于同行



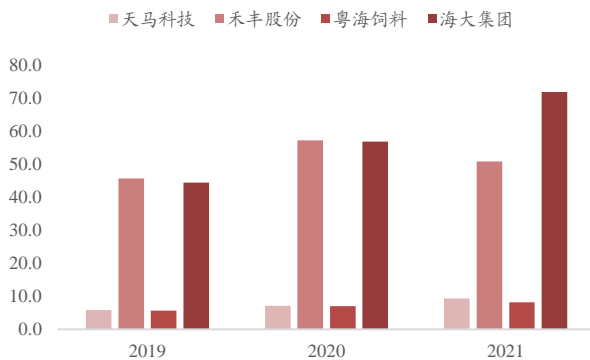
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 41: 公司存货周转率较优



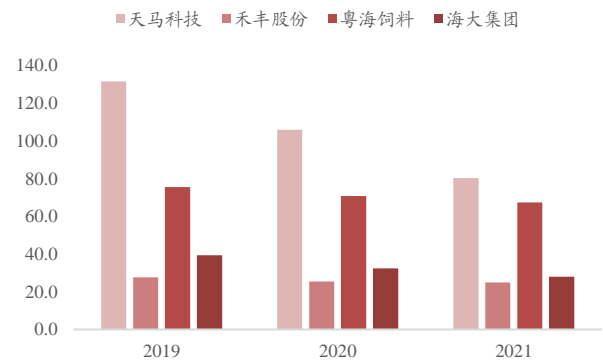
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 42: 应收账款周转率优于同行



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 43: 净营运周期较优



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 4. 战略布局养殖业, 饲料产销向 4000 吨迈进

**战略重心未变, 依然为以饲料业务为核心的综合服务商。**公司发展的基础是“为客户创造价值”。公司围绕养殖上下游, 聚焦于种苗、动保、饲料、养殖、屠宰、食品加工等环节, 搭建行业领先的全产业链, 为养殖户提供全面的解决方案, 包括饲料、种苗、动保和养殖技术服务, 及养殖户、经销商的金融服务等其他需求, 有效提升公司养殖户、经销商的盈利能力, 实现公司与客户的共赢发展。公司产业链发展的基本策略是专业化基础上的规模化, 核心竞争力基础上的产业链延伸。公司将以饲料产品为核心业务, 同时积极发展原料、动保、种苗、养殖、流通和食品加工等业务, 培养公司全产业链条上的专业能力, 构建起产业链上综合的核心竞争能力。

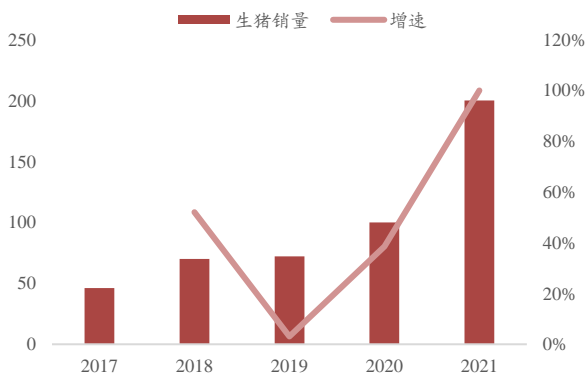
图 44：海大产业链图谱



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

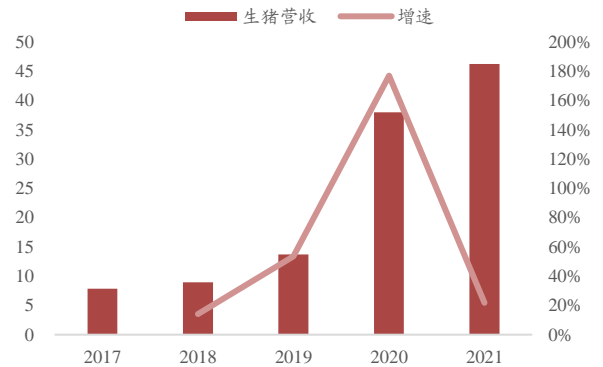
**生猪快速发展，持续提升养殖专业化能力。**养殖业务坚持专业化基础上的规模化，发展养殖业务可以加深公司、团队对养殖需求的理解，并为饲料、种苗、动保业务提供大量的高质量服务人才；同时，养殖业务也是公司未来进一步扩宽发展产业链下游，如食品加工业务的必要环节养殖环节专业能力必须打通，规模可控制在适当规模。养殖业务包括生猪、水产和禽养殖，会相对均衡发展；养殖业务发展必须坚持在专业化基础上的规模化，重点是打造团队的专业能力。

图 45：生猪销量快速增长（万头）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

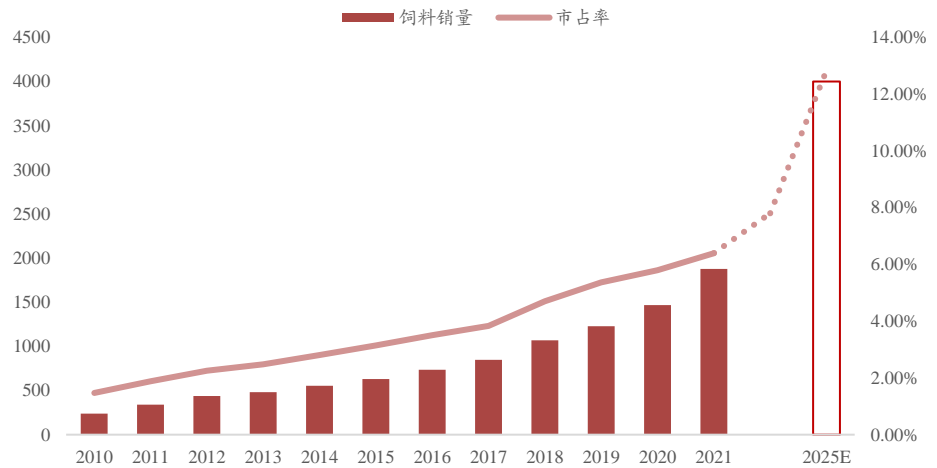
图 46：生猪营收快速增长（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**自建+并购多举措推进，产量向 4000 吨迈进。**2021 年公司销量 1877 万吨，市占率持续提升至 6.4%，公司战略性提出饲料年产量 4000 万吨的目标，若该目标能顺利达成，公司市场占有率将会大幅提升至 13%左右，公司竞争优势将越发明显。为保障该目标顺利完成，公司将通过租赁、自建、并购、合作经营方式等方式实现产能目标。

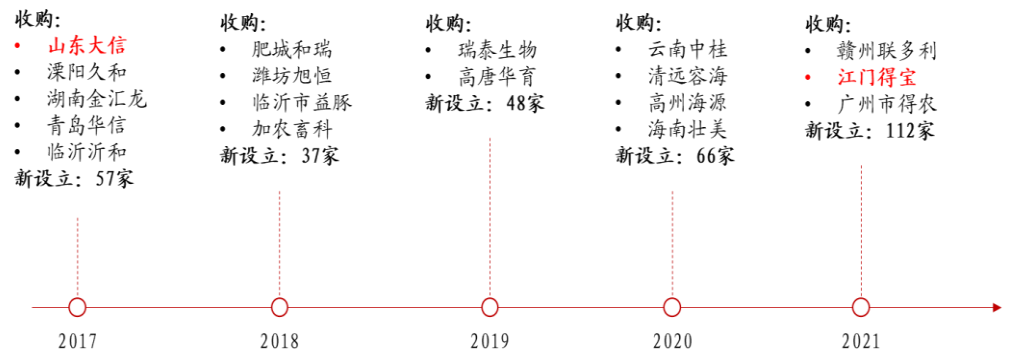
图 47: 公司向年产 4000 万吨迈进 (万吨)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

2021 及 2022 年新投资建设产能近 500 万吨, 涵盖各饲料品线, 其中特种水产虾料产能增长近 200 万吨; 公司根据市场发展趋势, 积极布局新产品、新品类, 如反刍饲料、猪预混料、浓缩料等品种。公司并购的步伐逐渐加快、并购规模也逐步提升, 并取得了一定成果, 如 2021 年收购的得宝集团是一家产能超百万吨的农牧集团。公司将并购过来的畜禽料厂, 技改完成后可快速投入生产, 实现产能的快速提升。

图 48: 公司近年收购及新设公司情况



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表 5: 2021 年投产项目

| 新建项目             | 投产时间             |
|------------------|------------------|
| 南通海大年产 24 万吨饲料项目 | 2021 年 10 月 31 日 |
| 清远海大年产 24 万吨饲料项目 | 2021 年 9 月 30 日  |
| 清远海大年产 48 万吨饲料项目 | 2021 年 9 月 30 日  |
| 韶关海大年产 40 万吨饲料项目 | 2021 年 12 月 31 日 |
| 淮南海大年产 30 万吨饲料项目 | 2021 年 7 月 31 日  |
| 合计 166 万吨        |                  |

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表 6: 2022 年投产项目

| 新建项目             | 投产时间             |
|------------------|------------------|
| 淮安海龙年产 20 万吨饲料项目 | 2022 年 12 月 31 日 |
| 和县海大年产 30 万吨饲料项目 | 2022 年 6 月 30 日  |
| 开封海大年产 30 万吨饲料项目 | 2022 年 6 月 30 日  |
| 玉林海大年产 45 万吨饲料项目 | 2022 年 12 月 31 日 |
| 江门容川年产 27 万吨饲料项目 | 2023 年 6 月 30 日  |
| 福州海大年产 18 万吨饲料项目 | 2022 年 6 月 30 日  |
| 清远海龙年产 72 万吨饲料项目 | 2022 年 12 月 31 日 |
| 四川容川年产 20 万吨饲料项目 | 2022 年 6 月 30 日  |
| 宜城海大年产 38 万吨饲料项目 | 2022 年 12 月 31 日 |
| 合计 300 万吨        |                  |

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 49: 山东大信集团概况



- 基本情况: 公司成立于2005年, 位于山东, 销售区域可覆盖华东、华北、东北等区域。
- 主要产品: 包括猪配合饲料、猪浓缩饲料及猪预混合饲料。
- 财务情况: 2016年实现营收10.3亿元, 净利润4000万。期末总资产2.7亿元, 净资产2.1亿元。
- 产能: 产能主要在青岛、烟台、潍坊、临沂、江苏等地有6个厂, 产能超100万吨。



资料来源: 山东大信公转书、浙商证券研究所

图 50: 得宝集团概况



- 基本情况: 公司成立于1991年, 位于广东江门, 集饲料加工、畜禽养殖、肉鸭屠宰加工于一体的农牧企业。
- 主要产品: 包括水产料、鸭料。
- 产能: 其中饲料生产企业六家, 产能100万吨; 肉鸭屠宰加工企业二家, 年屠宰能力1500万只, 肉鸭孵化公司一家, 日孵化种鸭蛋1.2万枚; 饲料原料及添加剂贸易公司二家, 肉鸭育种公司一家, 养殖种鸭5万只, 标准化集约化养殖示范基地一家, 年出栏肉鸭30万只。



资料来源: 得宝集团官网、浙商证券研究所

**股权激励保障 4000 万吨战略目标完成。**公司 2021 年制定包括 4,000 多名员工的股权激励计划, 后面五年每年饲料销量增长目标均不低于 320 万吨, 且逐年增加, 直至 2024、2025 年每年增加目标为 600 吨, 五年销量复合增长率为 21%, 远高于近年饲料行业及同行上市公司的增速, 也明显高于公司前几年的增速。全部行权条件即为 4000 万吨, 充分保障战略目标的完成。

**表 7：2021 年股权激励**

| 行权安排       | 行权比例 | 行权条件  |
|------------|------|---|
| 首次授予第一个行权期 | 20%  | 2021 年度饲料销量超过 1,850 万吨或归属于上市公司股东的净利润超过 32 亿元    |
| 首次授予第二个行权期 | 20%  | 2022 年度饲料销量超过 2,300 万吨或归属于上市公司股东的净利润超过 37.76 亿元 |
| 首次授予第三个行权期 | 20%  | 2023 年度饲料销量超过 2,800 万吨或归属于上市公司股东的净利润超过 44.56 亿元 |
| 首次授予第四个行权期 | 20%  | 2024 年度饲料销量超过 3,400 万吨或归属于上市公司股东的净利润超过 52.58 亿元 |
| 首次授予第五个行权期 | 20%  | 2025 年度饲料销量超过 4,000 万吨或归属于上市公司股东的净利润超过 62.04 亿元 |

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测

#### 假设条件：

**1、饲料业务：**公司目前正在通过自建及收购的方式持续扩张饲料产能，根据公司在猪料、禽料和水产料发展情况：禽料竞争激烈，公司基数已较大，预计公司 2022/23/24 年销量增速均为 15%；公司猪料起步较晚，近年发展迅速且生猪景气度好转，预计公司 2022/23/24 猪料销量增速分别为 50%/30%/30%；水产料公司是行业绝对龙头，参考历史平均增速，预计公司 2022/23/24 年水产饲料销售量增速分别为 25%/25%/20%。综合以上预计公司 2022/23/24 年饲料销售量为 2359/2875/3477 万吨。

价格方面考虑到原料价格仍将在高位，预计公司 2022/23/24 年价格饲料销售均价为 3770/3748/3760 元/吨。

考虑到饲料业务毛利率相对稳定，预计公司 2022/23/24 年销售毛利率分别为 10.01%/10.04%/9.90%。

**2、生猪养殖：**公司生猪业务在快速扩张，根据公司产能建设进度以及公司种猪存栏情况，预计公司 2022/23/24 年分别销售商品猪 300/350/400 万头；随着猪价周期的逐步反转，盈利方面预计 2022/23/24 头均盈利为-20/450/300 元。

**3、其他业务：**种苗及动保业务目前收入规模较小且快速增长，种苗近三年平均增速达到 45%以及毛利率水平，预计种苗 2022/23/24 收入为 11.54/15.01/19.51 亿元，增速为 35%/30%/30%，毛利率均为 50%；参考近三年动保业务平均增速超过 30%以及毛利率水平，2022/23/24 收入为 11.60/14.73/18.41 亿元，增速为 30%/27%/25%，毛利率均为 50%。

综上，我们预计公司 2022/23/24 年分别实现营收 1078.5/1310.2/1566.8 亿元，同比增长 25.9%/21.5%/19.6%；实现归母净利润 33.68/52.56/58.52 亿元，同比增长 111.06%/56.03%/11.33%。

**表 8：公司盈利预测（百万）**

|        | 2020A  | 2021A | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 饲料收入   | 487.7  | 698.3 | 889.4  | 1077.7 | 1307.4 |
| YOY    | 25.1%  | 43.2% | 27.4%  | 21.2%  | 21.3%  |
| 毛利     | 50.3   | 63.4  | 82.5   | 101.1  | 122.4  |
| 毛利率    | 10.3%  | 9.1%  | 9.3%   | 9.4%   | 9.4%   |
| 种苗收入   | 5.9    | 8.6   | 11.5   | 15.0   | 19.5   |
| YOY    | 66.0%  | 42.3% | 35.0%  | 30.0%  | 30.0%  |
| 毛利     | 3.1    | 4.4   | 5.8    | 7.5    | 9.8    |
| 毛利率    | 53.0%  | 51.2% | 50.0%  | 50.0%  | 50.0%  |
| 动保收入   | 6.7    | 8.9   | 11.6   | 14.7   | 18.4   |
| YOY    | 15.8%  | 34.3% | 30.0%  | 27.0%  | 25.0%  |
| 毛利     | 3.4    | 4.5   | 5.8    | 7.4    | 9.2    |
| 毛利率    | 51.0%  | 50.9% | 50.0%  | 50.0%  | 50.0%  |
| 养殖业务收入 | 57.1   | 77.0  | 95.6   | 125.5  | 136.5  |
| YOY    |        | 34.9% | 24.3%  | 31.2%  | 8.8%   |
| 毛利     | 10.6   | -4.0  | 4.9    | 21.8   | 22.0   |
| 毛利率    | 18.6%  | -5.2% | 5.2%   | 17.4%  | 16.1%  |
| 贸易业务收入 | 44.1   | 63.9  | 70.3   | 77.3   | 85.1   |
| YOY    | -15.3% | 45.1% | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| 毛利     | 1.8    | 2.6   | 2.8    | 3.1    | 3.4    |
| 毛利率    | 4.1%   | 4.1%  | 4.0%   | 4.0%   | 4.0%   |
| 总收入    | 601.3  | 856.6 | 1078.5 | 1310.2 | 1566.8 |
| YOY    |        | 42.5% | 25.9%  | 21.5%  | 19.6%  |
| 毛利     | 69.3   | 70.9  | 101.8  | 140.9  | 166.7  |
| 毛利率    | 11.5%  | 8.3%  | 9.4%   | 10.8%  | 10.6%  |

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 5.2 估值分析

公司作为农牧行业里稳定持续增长的大白马公司，依靠饲料业务为核心，配套动保和种苗成为养殖户的综合服务商，进一步提升公司竞争壁垒，并逐步将业务发展至养殖、屠宰食品加工等，实现公司增长。公司将 2025 年战略目标定为 4000 万吨，通过自建、合作、并购等多举措实现该目标，未来仍具备充足的成长性。

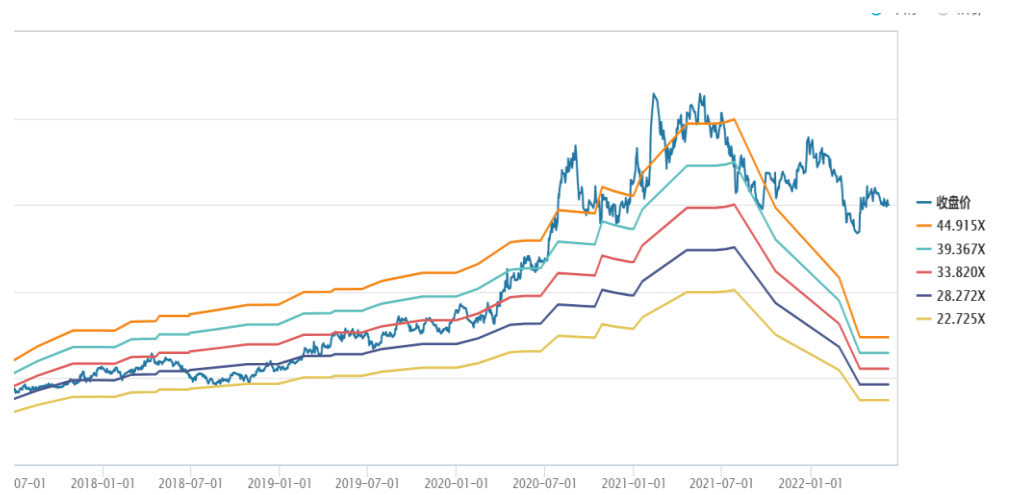
根据上述预测，预计公司 2022/23/24 年分别实现每股收益 2.03/3.16/3.52 元/股。公司近三年平均估值在 35-45X 区间，2021 年受猪亏损拉低盈利导致估值抬升，但饲料盈利仍能保持稳定增长，我们认为未来公司 4000 万吨的目标完成度较高，仍保持较高成长性，同时猪价格也将逐步贡献充分业绩。2022/23 行业平均估值为 44.04X/10.42X，相比于同行，公司具备全产业链优势，业绩波动低于同行，因此给予公司 2022 年净利润 40X 估值，对应目标价 81.2 元/股，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

| 公司简称 | 最新价<br>(元/股) | 总市值<br>(亿元) | EPS   |       |       |       | PE     |        |       |       |
|------|--------------|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
|      |              |             | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A  | 2022E  | 2023E | 2024E |
| 金新农  | 6.3          | 43.6        | -1.67 | 0.20  | 0.85  | 0.85  | -3.77  | 31.36  | 7.39  | 7.46  |
| 禾丰股份 | 8.2          | 75.3        | -0.33 | 0.56  | 1.13  | 1.55  | -25.06 | 14.67  | 7.21  | 5.27  |
| 大北农  | 8.1          | 333.4       | -0.26 | 0.07  | 0.53  | 0.58  | -31.34 | 110.00 | 15.22 | 13.92 |
| 天马科技 | 15.1         | 65.9        | 0.24  | 0.75  | 1.27  | 1.68  | 63.62  | 20.12  | 11.87 | 8.99  |
| 均值   |              |             | -0.50 | 0.40  | 0.95  | 1.16  | 11.36  | 44.04  | 10.42 | 8.91  |
| 海大集团 |              |             | 0.96  | 2.04  | 3.18  | 3.54  | 62.5   | 29.5   | 18.91 | 16.98 |

资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 51：公司历史估值 (PE)



资料来源：wind、浙商证券研究所

## 6. 风险提示

**原材料产品价格大幅波动：**饲料的主要原材料为玉米和豆粕，鸡肉市场价格的周期性波动导致公司的毛利率呈现周期性波动。农产品价格的大幅变动会对饲料和养殖成本造成一定的影响。若公司未及时把握饲料原材料行情的变化并及时做好采购可能导致盈利情况大幅波动风险。

**动物疫病大范围爆发：**若国内动物疫病大范围爆发，将会对养殖行业产生重大影响，一是疫病的发生将导致猪鸡的死亡，导致饲料的需求下降；二是疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致市场需求萎缩、产品价格下降，对肉类销售产生不利影响，公司经营因此面临挑战。

**食品安全风险：**食品安全问题备受国家和消费者重视，公司主营饲料、猪等养殖业务，一旦发生食品安全问题，将会直接影响到公司生产经营和盈利能力，并对公司声誉造成长期影响。

## 表附录：三大报表预测值

| <b>资产负债表</b>   |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元        | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| <b>流动资产</b>    | 16103  | 20573  | 25870  | 32387  |
| 现金             | 1740   | 2645   | 3295   | 6649   |
| 交易性金融资产        | 3      | 123    | 154    | 93     |
| 应收账款           | 1303   | 2067   | 2399   | 2773   |
| 其它应收款          | 779    | 903    | 1291   | 1425   |
| 预付账款           | 2551   | 2530   | 3626   | 4165   |
| 存货             | 8923   | 11488  | 14254  | 16458  |
| 其他             | 805    | 818    | 850    | 824    |
| <b>非流动资产</b>   | 19545  | 19406  | 21830  | 24198  |
| 金额资产类          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 301    | 141    | 167    | 203    |
| 固定资产           | 11272  | 13087  | 14913  | 16863  |
| 无形资产           | 1490   | 1608   | 1722   | 1850   |
| 在建工程           | 1531   | 1441   | 1457   | 1323   |
| 其他             | 4950   | 3128   | 3571   | 3958   |
| <b>资产总计</b>    | 35649  | 39979  | 47699  | 56585  |
| <b>流动负债</b>    | 13038  | 13950  | 15478  | 17477  |
| 短期借款           | 3782   | 3846   | 4122   | 3917   |
| 应付款项           | 4459   | 4551   | 5510   | 7010   |
| 预收账款           | 0      | 1169   | 473    | 755    |
| 其他             | 4797   | 4384   | 5374   | 5795   |
| <b>非流动负债</b>   | 6677   | 5481   | 5709   | 5955   |
| 长期借款           | 4411   | 4411   | 4411   | 4411   |
| 其他             | 2266   | 1069   | 1298   | 1544   |
| <b>负债合计</b>    | 19715  | 19431  | 21187  | 23432  |
| 少数股东权益         | 1472   | 1926   | 2634   | 3423   |
| 归属母公司股东权益      | 14461  | 18622  | 23878  | 29729  |
| <b>负债和股东权益</b> | 35649  | 39979  | 47699  | 56585  |
| <b>现金流量表</b>   |        |        |        |        |
| 单位: 百万元        | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
| <b>经营活动现金流</b> | 3138   | 2988   | 3540   | 6798   |
| 净利润            | 1811   | 3822   | 5964   | 6640   |
| 折旧摊销           | 1189   | 905    | 1067   | 1239   |
| 财务费用           | 403    | 502    | 508    | 479    |
| 投资损失           | (385)  | (385)  | (385)  | (385)  |
| 营运资金变动         | 2107   | 258    | (596)  | 1135   |
| 其它             | (1987) | (2114) | (3018) | (2310) |
| <b>投资活动现金流</b> | (4223) | (2125) | (2746) | (2806) |
| 资本支出           | (3730) | (2324) | (2838) | (2964) |
| 长期投资           | (239)  | 158    | (26)   | (36)   |
| 其他             | (254)  | 40     | 117    | 194    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 779    | 43     | (144)  | (639)  |
| 短期借款           | (954)  | 64     | 275    | (205)  |
| 长期借款           | 3250   | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | (1517) | (21)   | (420)  | (434)  |
| <b>现金净增加额</b>  | (307)  | 906    | 650    | 3354   |

资料来源：浙商证券研究所

| <b>利润表</b>        |         |         |        |        |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|
| 单位: 百万元           | 2021    | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
| <b>营业收入</b>       | 85999   | 107848  | 131018 | 156680 |
| 营业成本              | 78699   | 97015   | 116219 | 139299 |
| 营业税金及附加           | 103     | 136     | 161    | 191    |
| 营业费用              | 1808    | 2524    | 2938   | 3528   |
| 管理费用              | 2229    | 2776    | 3382   | 4043   |
| 研发费用              | 653     | 819     | 995    | 1190   |
| 财务费用              | 403     | 502     | 508    | 479    |
| 资产减值损失            | 160     | (48)    | (11)   | 69     |
| 公允价值变动损益          | 47      | 47      | 47     | 47     |
| 投资净收益             | 385     | 385     | 385    | 385    |
| 其他经营收益            | 92      | 82      | 92     | 89     |
| <b>营业利润</b>       | 2468    | 4639    | 7351   | 8401   |
| 营业外收支             | (6)     | (6)     | (6)    | (6)    |
| <b>利润总额</b>       | 2462    | 4633    | 7345   | 8395   |
| 所得税               | 651     | 811     | 1381   | 1755   |
| <b>净利润</b>        | 1811    | 3822    | 5964   | 6640   |
| 少数股东损益            | 215     | 454     | 708    | 788    |
| <b>归属母公司净利润</b>   | 1596    | 3369    | 5256   | 5851   |
| <b>EBITDA</b>     | 4078    | 5994    | 8865   | 10060  |
| <b>EPS (最新摊薄)</b> | 0.96    | 2.03    | 3.16   | 3.52   |
| <b>主要财务比率</b>     |         |         |        |        |
|                   | 2021    | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
| <b>成长能力</b>       |         |         |        |        |
| 营业收入增长率           | 42.56%  | 25.41%  | 21.48% | 19.59% |
| 营业利润增长率           | -30.43% | 87.98%  | 58.45% | 14.29% |
| 归属于母公司净利润增长率      | -41.39% | 111.06% | 56.03% | 11.33% |
| <b>获利能力</b>       |         |         |        |        |
| 毛利率               | 8.49%   | 10.05%  | 11.30% | 11.09% |
| 净利率               | 2.11%   | 3.54%   | 4.55%  | 4.24%  |
| ROE               | 10.33%  | 18.47%  | 22.34% | 19.61% |
| ROIC              | 8.48%   | 15.05%  | 18.79% | 17.60% |
| <b>偿债能力</b>       |         |         |        |        |
| 资产负债率             | 55.30%  | 48.60%  | 44.42% | 41.41% |
| 净负债比率             | 44.42%  | 43.79%  | 41.78% | 37.15% |
| 流动比率              | 1.24    | 1.47    | 1.67   | 1.85   |
| 速动比率              | 0.55    | 0.65    | 0.75   | 0.91   |
| <b>营运能力</b>       |         |         |        |        |
| 总资产周转率            | 2.72    | 2.85    | 2.99   | 3.00   |
| 应收账款周转率           | 72.86   | 66.54   | 62.89  | 64.86  |
| 应付账款周转率           | 25.75   | 23.00   | 24.15  | 23.56  |
| <b>每股指标 (元)</b>   |         |         |        |        |
| 每股收益 (最新摊薄)       | 0.96    | 2.03    | 3.16   | 3.52   |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)    | 1.89    | 1.80    | 2.13   | 4.09   |
| 每股净资产 (最新摊薄)      | 8.71    | 11.21   | 14.37  | 17.90  |
| <b>估值比率</b>       |         |         |        |        |
| P/E               | 62.34   | 29.54   | 18.93  | 17.01  |
| P/B               | 6.88    | 5.34    | 4.17   | 3.35   |
| 估值比率              | 32.39   | 18.01   | 12.24  | 10.55  |

## 股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

### 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>