

推荐 (维持)

多维布局, 成长可期

风险评级: 中风险

海大集团 (002311) 深度报告

2022年12月28日

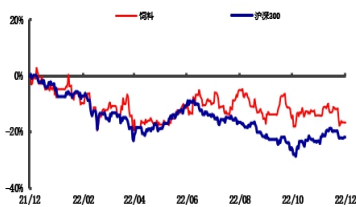
投资要点:

分析师: 魏红梅
SAC 执业证书编号:
S0340513040002
电话: 0769-22119410
邮箱: whm2@dgzq.com.cn

研究助理: 黄冬祎
SAC 执业证书编号:
S0340121020013
电话: 0769-22119410
邮箱:
huangdongyi@dgzq.com.cn

- **公司是饲料行业龙头。**公司成立于2004年, 总部位于广东省广州市, 主营水产和畜禽饲料的研发、生产和销售, 并向动保、动物种苗、畜禽养殖和健康食品等全产业链发展。经过多年的发展, 公司在海内外拥有600余家分子公司、超35000名员工, 设立1个中央研究院、3大研发中心、十余个研发中试基地。2021年, 公司饲料销量达到1963万吨, 位居全国第二, 已在市场中形成了一定的品牌影响力。
- **我国饲料行业规模位居全球首位, 多因素推动行业上行。**2021年我国饲料工业产量达到2.93亿吨, 在全球饲料行业的占比为21.16%, 稳居全球首位。近几年我国饲料行业规模化程度持续提升, 但集中度仍较低, 2021年我国饲料行业的CR3和CR5分别为18.20%与21.50%。从目前我国饲料行业的实际情况来看, 短期受猪周期影响, 有望带动饲料需求增加。长期来看, 人均肉类消费量、政策等因素推动我国饲料行业上行。
- **公司多维布局, 提升自身竞争力。**公司全产业链布局, 饲料规模保持领先地位。分地区看, 公司持续精耕与下沉市场, 积极拓展海外市场。在经营的同时, 公司注重产品研发, 研发水平保持行业领先。产能方面, 公司持续加大产能布局, 产能有望稳步释放。人才管理与激励方面, 公司拥有专业的管理团队, 并制定了积极的激励措施, 一定程度上彰显了对公司未来发展的信心。
- **投资策略: 维持对公司的“推荐”评级。**公司作为我国饲料行业龙头, 以饲料为核心业务, 构建全产业链综合核心竞争体系, 饲料规模不断扩大, 产品结构持续优化, 2021年饲料市占率位居市场第二。根据生猪养殖周期, 预计生猪供给2023年一季度左右将出现回升, 进而带动猪料需求增加。同时, 家禽饲料需求有望跟随家禽产量回升而回升, 水产、反刍及宠物饲料有望保持稳增。从长期来看, 公司具备核心竞争优势, 持续推进全产业链发展, 产能扩张稳步推进, 业绩有进一步增长空间。预计公司2022/2023年每股收益分别为1.73元和2.70元, 对应PE估值分别为34倍和22倍, 维持对公司的“推荐”评级。
- **风险提示:** 极端天气影响, 新冠疫情反复影响, 疫病大规模爆发, 原材料价格波动风险, 汇率波动风险。

饲料行业指数走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

目 录

1. 公司系我国饲料行业龙头.....	4
1.1 公司发展历程.....	4
1.2 公司股权结构稳定.....	5
1.3 饲料是公司核心业务，禽饲料系主要品类.....	6
1.4 营收稳步增长，利润有望改善.....	7
2. 我国饲料行业规模位居全球首位，多因素推动行业上行.....	8
2.1 我国饲料行业规模位居全球首位，猪饲料是我国饲料的主要品类.....	8
2.2 我国饲料行业工业产值及营收近几年实现双增长.....	9
2.3 行业规模化程度持续提升，集中度仍较低.....	10
2.4 多因素推动行业上行.....	11
3. 公司多维布局，提升自身竞争力.....	14
3.1 全产业链布局，饲料规模领先.....	14
3.2 持续精耕与下沉市场，积极拓展海外市场.....	18
3.3 注重研发，研发水平保持行业领先.....	20
3.4 持续加大产能布局，产能有望稳步释放.....	22
3.5 拥有专业管理团队，激励措施彰显发展信心.....	23
4. 财务指标分析.....	25
4.1 盈利能力对比分析.....	25
4.2 营运能力对比分析.....	27
5. 投资建议.....	28
6. 风险提示.....	29

插图目录

图 1：海大集团 Logo.....	4
图 2：公司发展历程.....	5
图 3：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）.....	6
图 4：2022H1 公司业务营收结构（%）.....	6
图 5：2021 年公司饲料各业务对外销量占比（%）.....	7
图 6：2011-2022 年前三季度公司营业收入与增速（亿元，%）.....	8
图 7：2011-2022 年前三季度公司归母净利润与增速（亿元，%）.....	8
图 8：2011-2022 年 1-10 月我国饲料产量与增速（亿元，%）.....	8
图 9：2021 年全球主要国家饲料产量占比（%）.....	8
图 10：2021 年我国分品类饲料产量占比（%）.....	9
图 11：2016-2021 年我国饲料行业工业总产值及增速（亿元，%）.....	10
图 12：2016-2021 年我国饲料行业营业收入及增速（亿元，%）.....	10
图 13：2019-2021 年我国饲料年产 10 万吨以上饲料加工企业数量（个）.....	10
图 14：2019-2021 年我国饲料年产 10 万吨以上企业产量占比（%）.....	10
图 15：2021 年我国饲料行业竞争格局（%）.....	11
图 16：2017-2021 年我国猪禽牛羊肉人均消费量（公斤/年）.....	11
图 17：2021 年我国、发达国家与全球猪禽牛羊肉人均消费量对比（公斤/年）.....	12
图 18：2021 年我国、发达国家与全球猪肉人均消费量对比（公斤/年）.....	12
图 19：2009-2022H1 我国生猪出栏量与猪饲料产量同比增速（%）.....	14
图 20：2017 年-2022 年 10 月我国能繁母猪存栏同比与环比增速（%）.....	14

图 21: 2009-2022H1 我国家禽出栏量与禽饲料产量同比增速 (%)	14
图 22: 公司全产业链布局	15
图 23: 公司部分饲料产品	15
图 24: 2017-2021 年公司饲料销量与市占率 (万吨, %)	16
图 25: 2017-2022H1 公司动保业务营业收入与增速 (亿元, %)	17
图 26: 公司动保业务品牌	17
图 27: 2017-2022H1 公司各地区营业收入 (亿元)	18
图 28: 2017-2022H1 公司各地区营业收入占比 (%)	18
图 29: 公司国内外业务市场	18
图 30: 公司子公司分布区域	19
图 31: 2017-2022 年前三季度公司研发投入与增速 (亿元, %)	20
图 32: 2017-2021 年公司研发人员数量与占比 (人, %)	20
图 33: 公司的三级研发体系与七大研发方向	21
图 34: 2017-2022 年前三季度公司毛利率 (%)	26
图 35: 2017-2022 年前三季度公司净利率 (%)	26
图 36: 2017-2022 年前三季度公司期间费用率 (%)	26
图 37: 2017-2022 年前三季度公司存货周转率 (次)	27
图 38: 2017-2022 年前三季度公司应收账款周转率 (次)	27

表格目录

表 1: 2016 年以来我国饲料行业主要产业政策	13
表 2: 2021 年全球饲料企业前十五名单	16
表 3: 2021 年-2022 年前三季度 A 股上市饲料公司研发投入情况对比	22
表 4: 公司可转债募集资金投资项目情况	22
表 5: 公司管理层简介	23
表 6: 公司激励计划汇总	25
表 7: 公司员工持股计划汇总	25
表 8: 2022 年前三季度 A 股上市饲料公司盈利能力情况 (%)	27
表 9: 2022 年前三季度 A 股上市饲料公司存货周转率与应收账款周转率 (次)	28
表 10: 公司盈利预测简表 (截至 2022 年 12 月 26 日)	28

1. 公司系我国饲料行业龙头

公司是我国饲料行业龙头。公司成立于 2004 年，总部位于广东省广州市，主营水产和畜禽饲料的研发、生产和销售，并向动保、动物种苗、畜禽养殖和健康食品等全产业链发展。2009 年 11 月，公司在深交所上市。经过多年的发展，公司在海内外拥有 600 余家分子公司、超 35000 名员工，设立 1 个中央研究院、3 大研发中心、十余个研发中试基地，荣获“农业产业化国家重点龙头企业”、“中国企业 500 强”、福布斯亚洲上市企业 50 强、“财富中国 500 强”，是广东省政府千亿目标企业培养对象。2021 年，公司饲料销量达到 1963 万吨，位居全国第二，已在市场中形成了一定的品牌影响力。

图 1：海大集团 Logo



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

1.1 公司发展历程

根据公司的经营情况，将公司的发展分为五个阶段，分别是初步发展期（1998 年-2002 年）、业务扩张期（2003 年-2007 年）、快速成长期（2008 年-2011 年）、收购整合期（2012 年-2016 年）、龙头巩固期（2017 年至今）。

初步发展期（1998年-2002年）：重点经营水产饲料。1998年初，公司前身广州海大饲料公司成立，同时成立海大畜牧水产研究中心，主要从事水产预混料的研究生产与销售。1998年4月，嘉鱼分公司在湖北成立，开始全价料生产。2001年，公司水产预混料市场占有率位居全国第一。2002-2003年，广州番禺大川饲料公司、汕头海隆饲料公司、广州海维饲料公司先后成立，逐步进军华南饲料市场，并推动华南水产饲料由颗粒料向膨化料升级。

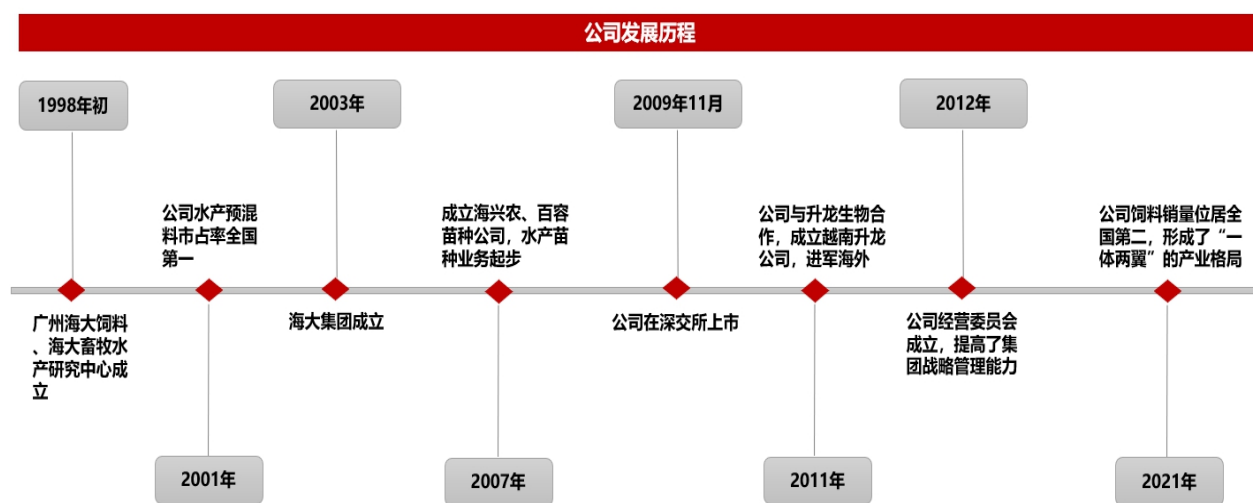
业务扩张期（2003年-2007年）：加大业务布局。2003年海大集团成立，组建了采购、财务、生产等各专业中心，建立了“集团专业中心+分子公司”的管控模式。2003-2005年，苏州海大、成都海大、岳阳海大、泰州海大、湛江海大等公司先后成立。同时，公司进一步加大了在华中、华南、华东和西南等市场的布局。2007年成立海兴农、百容苗种公司，公司水产苗种业务起步。

快速成长期（2008年-2011年）：进入全国饲料前五强。2009年11月，公司在深交所上市。2010-2011年，公司先后成立华中大区、华南大区、虾特事业部和集团猪料部，集团业务管理模式进一步优化。凭借多年努力，公司在此阶段的分子公司达到40余家，进入全国饲料行业前五强，水产饲料、动保产品、水产苗种位居全国第一。2011年，公司与升龙生物合作，成立越南升龙公司，进军海外市场。

收购整合期（2012年-2016年）：收购整合，多业务条线发展。2012年，公司经营委员会成立，提高了集团的战略管理能力。2013年公司先后收购了广东现代农业集团研究院、广州市和生堂动物药业公司，开始在动物用疫苗、兽药、水产微生态制剂及兽用微生态制剂上研发和生产，公司的动保产业逐步壮大。2014年，公司提出了“服务更坚决、营销更坚决”的战略方针，开始进军非洲市场。

龙头巩固期（2017年至今）：龙头地位稳固。2018年，公司饲料销量超过1000万吨，盈利能力稳步提升。2021年，公司各业务板块稳中向好，构筑起“一体两翼”的产业发展新格局，龙头地位进一步稳固。渠道上，公司继续深耕优势区域华南市场，提高华北、中华和华东区域的开发，并积极开发海外市场。在业务发展中，公司以饲料为核心业务，构建全产业链综合核心竞争体系，2021年公司的饲料市占率位居市场第二。

图 2：公司发展历程

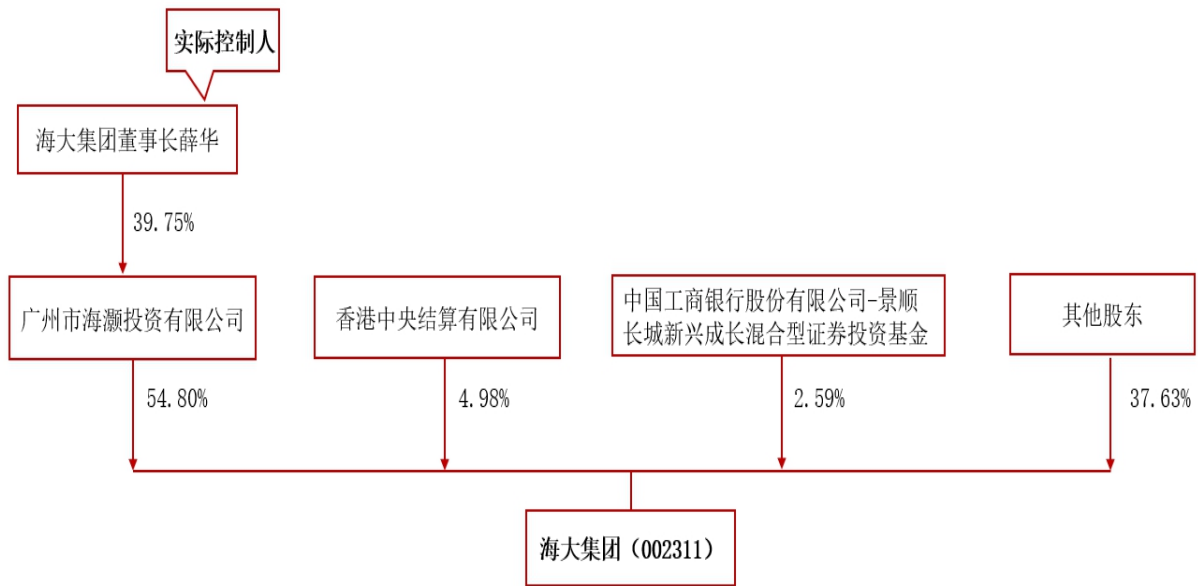


数据来源：海大集团官网，东莞证券研究所

1.2 公司股权结构稳定

公司股权结构稳定。截至2022年9月30日，广州市海灏投资有限公司持有公司54.80%的股份，是公司的第一大股东。海大集团董事长薛华持有广州市海灏投资有限公司39.75%的股份，间接持有海大集团股份，是公司的实际控制人。香港中央结算有限公司与中国工商银行股份有限公司-景顺长城新兴成长混合型证券投资基金持有海大集团的股份在2%以上，持股比例分别为4.98%与2.59%。

图 3：公司股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



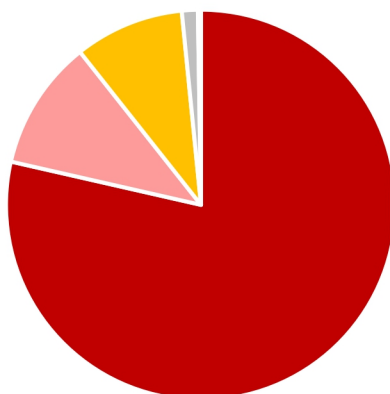
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.3 饲料是公司核心业务，禽饲料系主要品类

公司业务范围较广，饲料是公司核心业务。公司以饲料起步，在经营中不断扩充自身业务，经营范围较广。目前，公司的业务主要涵盖饲料、农产品、贸易、动保及其他。其中，公司的饲料产品主要包括水产饲料、禽饲料和猪饲料等，动保产品主要包括水产和畜禽类使用的微生态产品、疫苗和兽药等，动物种苗主要是虾苗和鱼苗等水产苗种。饲料业务是公司的主要创收来源，近几年营收占比维持在 75%以上。2022 年上半年，公司饲料业务实现营业收入 363.93 亿元，占营业收入的 78.56%。农产品、贸易和动保产品的营业收入分别为 49.94 亿元、42.08 亿元与 6.12 亿元，营收占比分别为 10.78%、9.08% 与 1.32%。

图 4：2022H1 公司业务营收结构（%）

■ 饲料 ■ 农产品 ■ 贸易 ■ 动保产品 ■ 其他

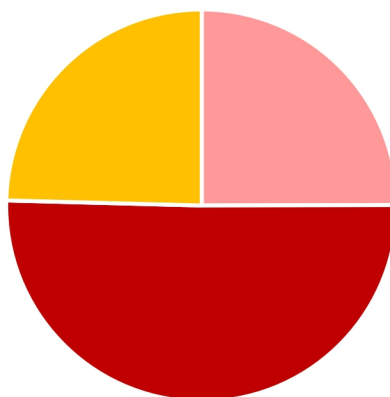


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

禽饲料是公司饲料业务的核心品类。在公司的饲料产品中，主要包括禽饲料、水产饲料与猪饲料。从对外销量数据来看，公司的禽饲料销量最高，水产饲料对外销量略高于猪饲料。2021年，公司的禽饲料对外销量为944万吨，占比为50.45%；水产饲料和猪饲料的对外销量分别为467万吨与460万吨，占比分别为24.96%与24.59%。

图 5：2021 年公司饲料各业务对外销量占比 (%)

■ 水产饲料 ■ 禽饲料 ■ 猪饲料



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

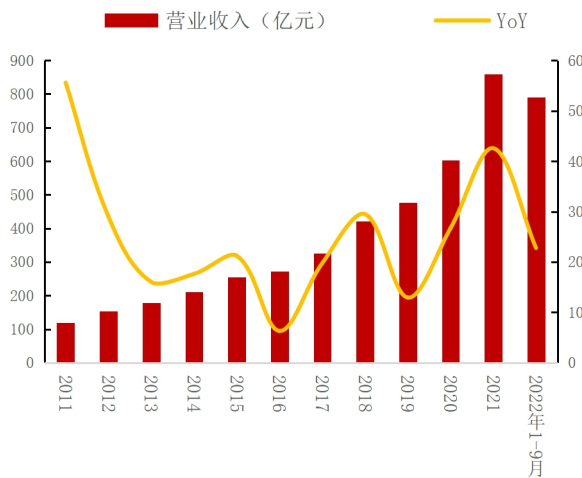
注：公司 2022 年上半年未披露饲料子板块具体外销量数据，在此选取 2021 年数据

1.4 营收稳步增长，利润有望改善

公司营收稳步增长，养殖业务拖累公司 2021 年利润水平。公司作为我国饲料行业龙头，在发展中持续深耕业务，扩大业务范围与区域，近几年营收稳步增长。2011-2020 年，公司的营业收入从 119.76 亿元增加至 603.24 亿元，年均复合增速为 19.68%；归母净利

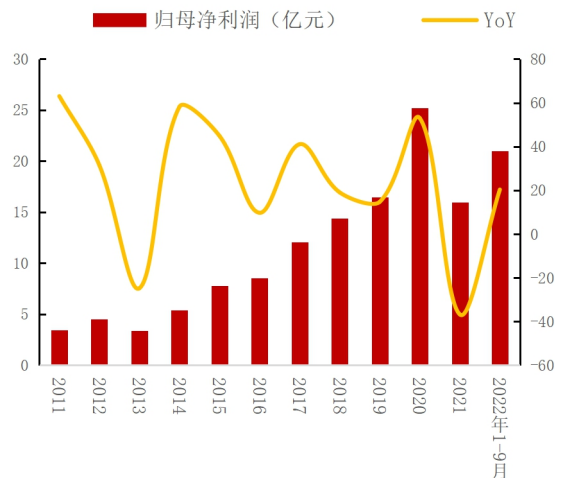
润从 3.44 亿元增加至 25.23 亿元，年均复合增速为 24.78%。2021 年受猪价下行影响，生猪养殖业务出现亏损，公司的归母净利润同比下滑 36.73% 至 15.96 亿元。今年二季度以来，猪价有所回升，生猪养殖业绩季环比改善，叠加公司饲料业务前三季度表现较好，2022 年前三季度公司营收稳健增长，利润改善明显。2022 年 1-9 月，公司实现营业收入 789.55 亿元，同比增长 22.77%；实现归母净利润 21.02 亿元，同比增长 20.34%。从四季度猪价情况来看，预计 Q4 公司的生猪养殖业务表现相对良性，公司 2022 年利润有望改善。

图 6：2011-2022 年前三季度公司营业收入与增速（亿元，%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 7：2011-2022 年前三季度公司归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

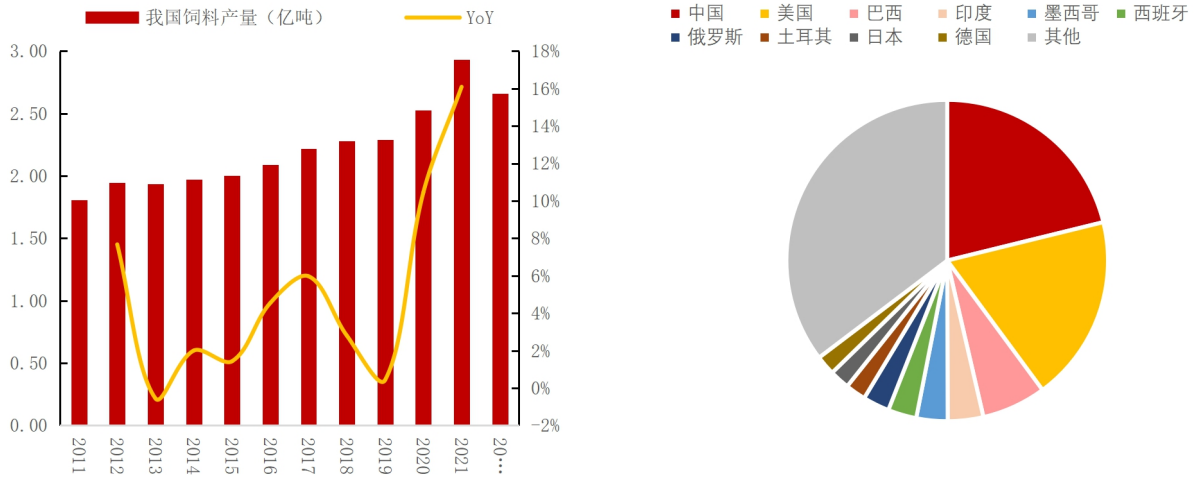
2. 我国饲料行业规模位居全球首位，多因素推动行业上行

2.1 我国饲料行业规模位居全球首位，猪饲料是我国饲料的主要品类

我国饲料行业产量稳步扩张，行业规模位居全球首位。我国饲料工业起始于上世纪 70 年代，1991 年起成为仅次于美国的世界第二大饲料生产国。2011 年，我国饲料产量超越美国跃居世界第一。近十年，我国饲料产量稳步增长，从 2011 年的 1.81 亿吨增加至 2020 年的 2.53 亿吨，年均复合增速约为 4%。随着我国生猪产能的恢复，以及水产和反刍动物养殖的持续发展，2021 年我国饲料工业产量达到 2.93 亿吨，同比增长 16.09%，在全球饲料行业的占比为 21.16%，稳居全球首位。2022 年二季度以来，生猪产能有所收缩带动饲料需求下降，叠加家禽出栏量同比有所下降，今年前 10 月我国饲料产量同比增速放缓。2022 年 1-10 月，我国饲料产量为 2.66 亿吨，同比增长 2.40%。

图 8：2011-2022 年 1-10 月我国饲料产量与增速（亿元，%）

图 9：2021 年全球主要国家饲料产量占比（%）

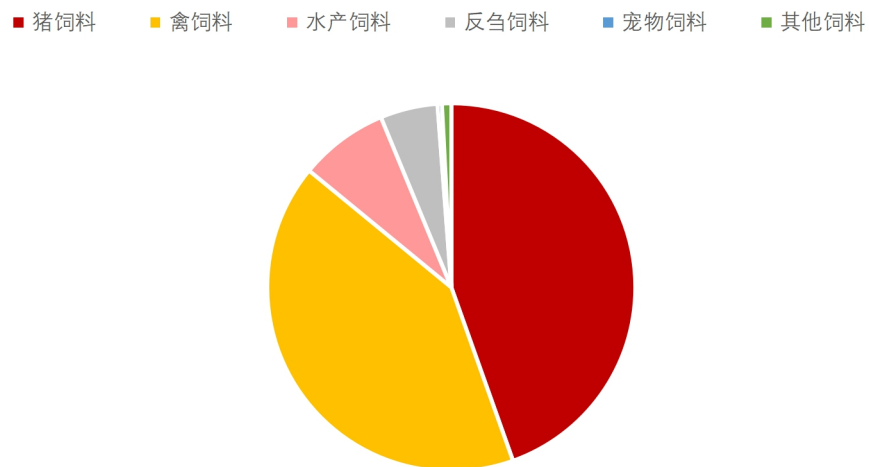


数据来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

数据来源：奥特奇，东莞证券研究所

猪饲料是我国饲料的第一大品类。分品类看，猪饲料是我国饲料的第一大品类。2021年，我国猪饲料的产量为1.31亿吨，产量占比达到44.56%。禽饲料与水产饲料是我国饲料的第二与第三大品类，2021年产量分别为1.21亿吨与0.23亿吨，产量占比分别为41.37%与7.81%。

图 10：2021 年我国分品类饲料产量占比（%）

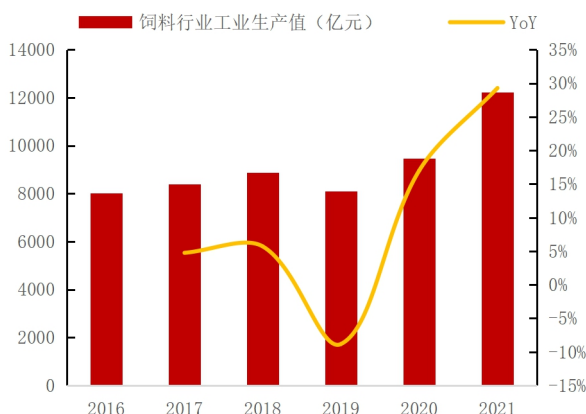


数据来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

2.2 我国饲料行业工业产值及营收近几年实现双增长

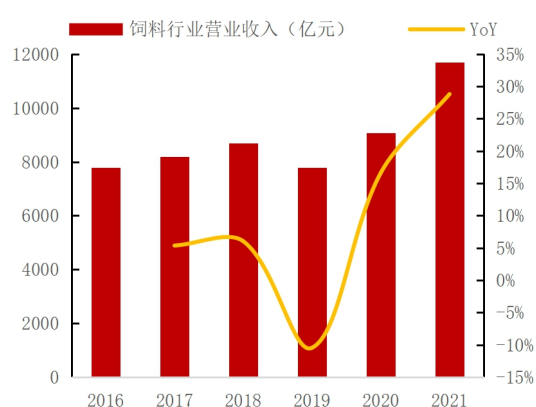
我国饲料行业工业产值及营收近几年实现双增长。在我国饲料行业产量增加的同时，我国饲料行业工业总产值及营收近几年整体亦呈现增长态势。2016-2018年，我国饲料行业工业产值从8014亿元增加至8872亿元，饲料行业营收从7778亿元增加至8689亿元。2019年受非洲猪瘟等因素影响，全国饲料行业工业总产值与营收同比出现下滑。此后，随着非洲猪瘟疫情得到控制、家禽存栏处于高位等因素影响，我国饲料行业工业总产值与营收出现回暖。2021年，我国饲料行业的工业产值与营业收入分别为12234亿元与11687亿元，同比分别增长29.28%与28.81%，增速创近几年新高。

图 11：2016-2021 年我国饲料行业工业总产值及增速（亿元，%）



数据来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

图 12：2016-2021 年我国饲料行业营业收入及增速（亿元，%）

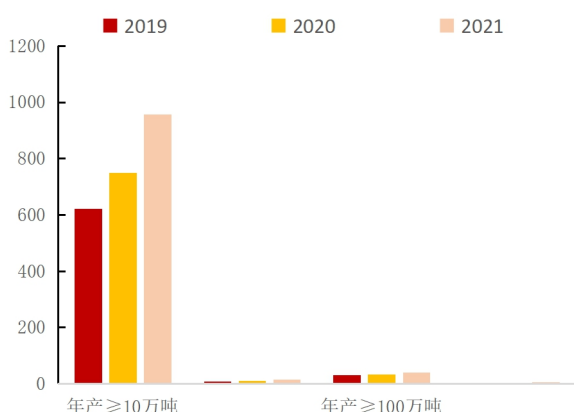


数据来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

2.3 行业规模化程度持续提升，集中度仍较低

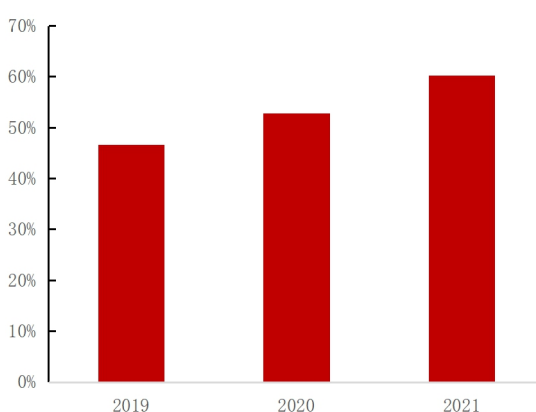
我国饲料行业规模化程度持续提升。相比散户而言，规模化的饲料企业具有综合成本低、管理效益好等特点。近几年，我国饲料行业逐步呈现出规模化的趋势。从我国饲料企业加工数量来看，2005 年以来，部分经营能力较差、抗风险能力低的小企业在发展过程中被清洗淘汰，我国饲料企业数量整体呈下降趋势，从 2005 年的 15518 家下降至 2019 年的 5016 家。但与此同时，在经营过程中具有规模、成本等优势的企业数量近几年逐年增加，我国饲料行业规模化程度持续提升。根据中国饲料工业协会数据显示，2019-2021 年我国年产 10 万吨以上的饲料加工企业数量从 621 家增加至 957 家，企业产量占比从 46.60% 增加至 60.30%；年产 100 万吨以上的饲料加工企业数量从 31 家增加至 38 家，企业产量占比从 50.50% 增加至 59.70%。

图 13：2019-2021 年我国饲料年产 10 万吨以上饲料加工企业数量（个）



数据来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

图 14：2019-2021 年我国饲料年产 10 万吨以上企业产量占比（%）



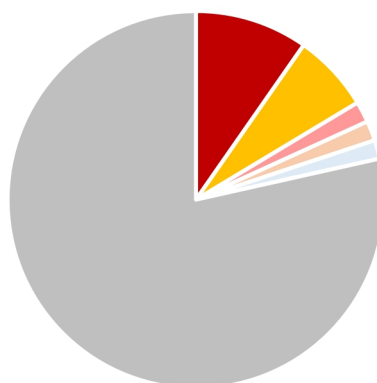
数据来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

我国饲料行业集中度仍较低。虽然我国饲料行业规模化程度持续提升，但行业集中度仍较低，竞争格局相对分散。在此以饲料产量作为衡量行业集中度的标准，2021 年我国饲料行业的 CR3 和 CR5 分别为 18.20% 与 21.50%。其中，新希望饲料产量位居全国第一，为

2854.14万吨，占全国饲料产量的份额为9.70%。海大集团与通威股份的饲料产量占比分别为6.70%与1.80%，位居全国第二与第三。与德国、日本CR3在30%以上的集中度相比，我国饲料行业的龙头集中度仍较低。

图 15：2021 年我国饲料行业竞争格局（%）

■ 新希望 ■ 海大集团 ■ 通威股份 ■ 唐人神 ■ 正邦科技 ■ 其他



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

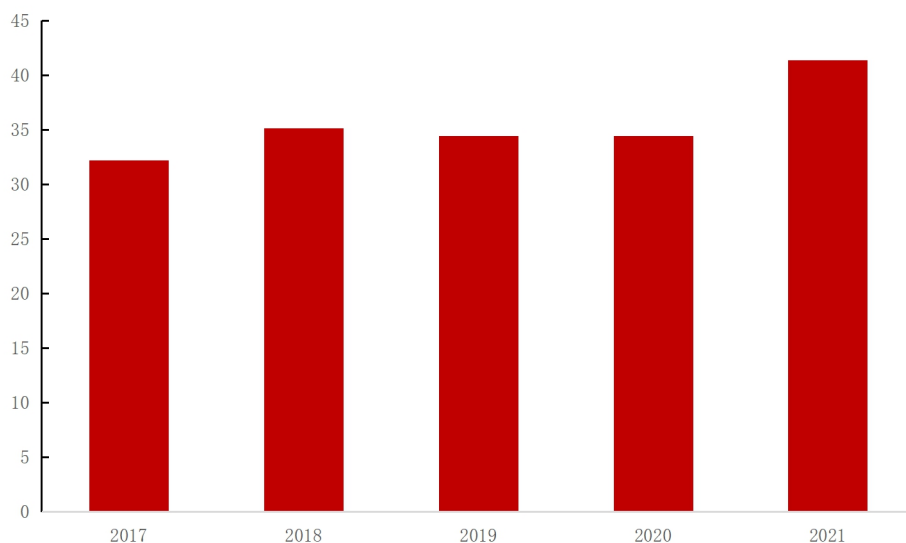
2.4 多因素推动行业上行

从目前我国饲料行业的实际情况来看，短期受猪周期影响，有望带动饲料需求增加。长期来看，人均肉类消费量、政策等因素推动我国饲料行业上行。

（1）我国人均肉类消费量近几年呈增长态势，拉动饲料需求增加

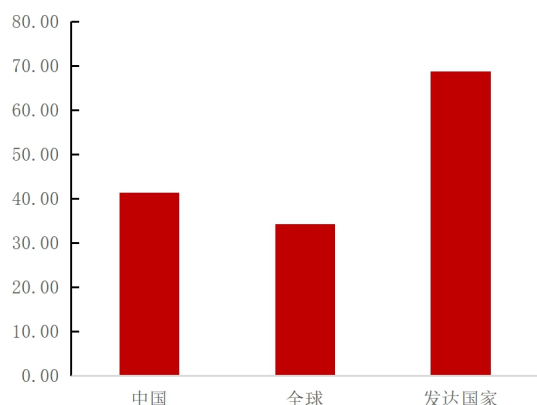
我国人均肉类消费量近几年呈增长态势，拉动饲料需求增加。根据国家统计局数据，2017-2021年我国猪禽牛羊肉人均消费量稳步提升，从32.20公斤/年增加至41.40公斤/年。目前我国人均肉类消费量高于全球平均水平，但低于发达国家水平。根据经合组织—粮农组织农业展望数据，2021年全球与发达国家猪禽牛羊肉的人均消费量分别为34.28公斤/年与68.77公斤/年。分品类看，由于消费习惯的不同，我国猪肉人均消费量高于全球及发达国家人均水平，但禽肉、牛肉和羊肉人均消费量均低于全球平均水平，且远低于发达国家人均水平。未来随着居民生活水平提高以及健康意识的增强，预计我国居民人均肉类消费有望维持增长态势，进而拉动饲料需求增加。

图 16：2017-2021 年我国猪禽牛羊肉人均消费量（公斤/年）



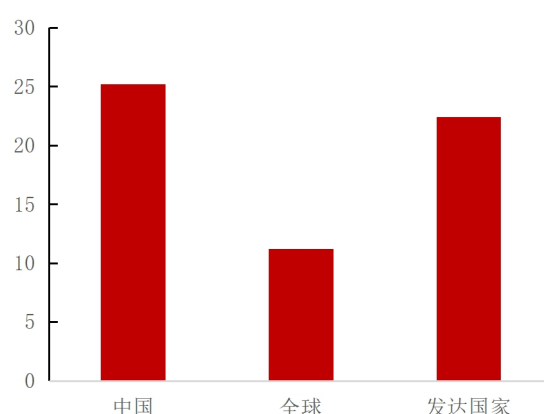
数据来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

图 17：2021 年我国、发达国家与全球猪禽牛羊人均消费量对比（公斤/年）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：2021 年我国、发达国家与全球猪肉人均消费量对比（公斤/年）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

（2）政策支持，推动我国饲料行业发展

政策支持，推动我国饲料行业发展。近年来，国家出台了一系列产业政策支持饲料行业发展。2022 年 2 月，农业农村部颁布《“十四五”全国饲草产业发展规划》，指出到 2025 年，饲草生产、加工、流通协调发展的格局初步形成，优质饲草缺口明显缩小。其中，全国优质饲草产量达到 9800 万吨，牛羊饲草需求保障率达 80%以上，饲草种子总体自给率达 70%以上，饲料(草)生产与加工机械化率达 65%以上。2021 年 12 月，农业农村部颁布《“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划》，提出做强现代饲料工业的重点任务，鼓励饲料企业强化技术创新和经营模式创新，实施全产业链、全球化发展战略，打造具有国际影响力的知名品牌和企业。2021 年 10 月，农业农村部颁布《农业农村部关于促进农业产业化龙头企业做大做强的意见》，提出支持龙头企业创新发展、做大做强，要加大政策支持；总体目标是到 2025 年末，培育农业产业化国家重点龙头企业超过 2000 家、

国家级农业产业化重点联合体超过 500 个，引领乡村产业高质量发展。此外，国家还在不同时间出台《关于促进畜牧业高质量发展的意见》、《全国饲料工业“十三五”发展规划》、《关于饲料业持续健康发展的若干意见》等政策，明确了饲料工业的重要性，从多个方面促进我国饲料行业发展。在制定饲料政策的同时，有关部门还先后出台了《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》、《生猪产能调控实施方案》等政策，促进我国能繁母猪和生猪产能相对稳定，稳定猪料需求。国家出台的一系列有关饲料行业的政策，有利于我国饲料行业向规范化、健康化的趋势迈进。

表 1：2016 年以来我国饲料行业主要产业政策

颁布时间	颁布部门	政策名称	主要政策
2022. 2	农业农村部	“十四五”全国饲草产业发展规划	到 2025 年，饲草生产、加工、流通协调发展的格局初步形成，优质饲草缺口明显缩小。全国优质饲草产量达到 9800 万吨，牛羊饲草需求保障率达 80%以上，饲草种子总体自给率达 70%以上，饲料(草)生产与加工机械化率达 65%以上。
2021. 12	农业农村部	“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划	提出做强现代饲料工业的重点任务。鼓励饲料企业强化技术创新和经营模式创新，实施全产业链、全球化发展战略，打造具有国际影响力的知名品牌和企业。
2021. 10	农业农村部	农业农村部关于促进农业产业化龙头企业做大做强的意见	支持龙头企业创新发展、做大做强，加大政策支持。总体目标是到 2025 年末，培育农业产业化国家重点龙头企业超过 2000 家、国家级农业产业化重点联合体超过 500 个，引领乡村产业高质量发展。
2021. 9	农业农村部	生猪产能调控实施方案(暂行)	设定了“十四五”期间的能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。
2020. 9	国务院	关于促进畜牧业高质量发展的意见	建立健全饲料原料营养价值数据库，全面推广饲料精准配方和精细加工技术。加快生物饲料开发应用，研发推广新型安全高效饲料添加剂。调整优化饲料配方结构，促进玉米、豆粕减量替代。
2016. 4	农业农村部	全国生猪生产发展规划(2016-2020 年)	提出到 2020 年，生猪生产保持稳定略增，猪肉保持基本自给，规模比重稳步提高，规模场户成为生猪养殖主体，生猪出栏率、母猪生产效率、劳动生产率持续提高，养殖废弃物综合利用率大幅提高，生产与环境协调发展。
2016. 1	农业农村部	全国饲料工业“十三五”发展规划	明确了饲料工业的重要性。通过 5 年努力，饲料工业基本实现由大到强的转变，为养殖业提质增效促环保提供坚实的物质基础”的总体发展目标。

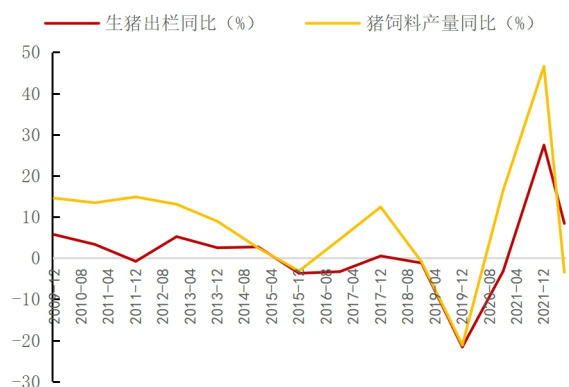
资料来源：农业农村部、国务院等官网，东莞证券研究所

(3) 生猪供给增加，带动饲料需求提升

生猪供给增加，带动饲料需求提升。一般来说，饲料行业周期滞后于养殖行业周期。当养殖供给较少时，由于下游需求相对稳定，使养殖周期的景气度较高。但与此同时由于养殖供给的减少，对饲料需求有所下降。反之，当养殖供给增加时，养殖企业或出现亏损。但由于养殖供给增加，对饲料的刚性需求相应增加。因此，一般而言出栏量与饲料

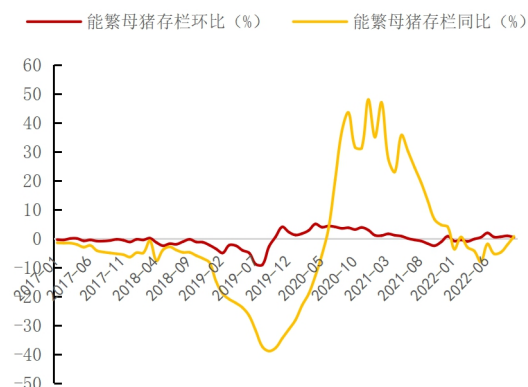
产量有一定的正相关性。根据农业农村部数据显示，我国能繁母猪存栏量自 2022 年 5 月环比回升，截至 2022 年 10 月已连续 6 个月环比转正。根据生猪养殖周期，从能繁母猪到生猪出栏大致需要 10 个月左右的时间，预计生猪供给 2023 年一季度左右将出现回升，进而带动猪料需求增加。同时，家禽饲料需求有望跟随家禽产量回升而回升，水产、反刍及宠物饲料有望保持稳增。

图 19：2009-2022H1 我国生猪出栏量与猪饲料产量同比增速（%）



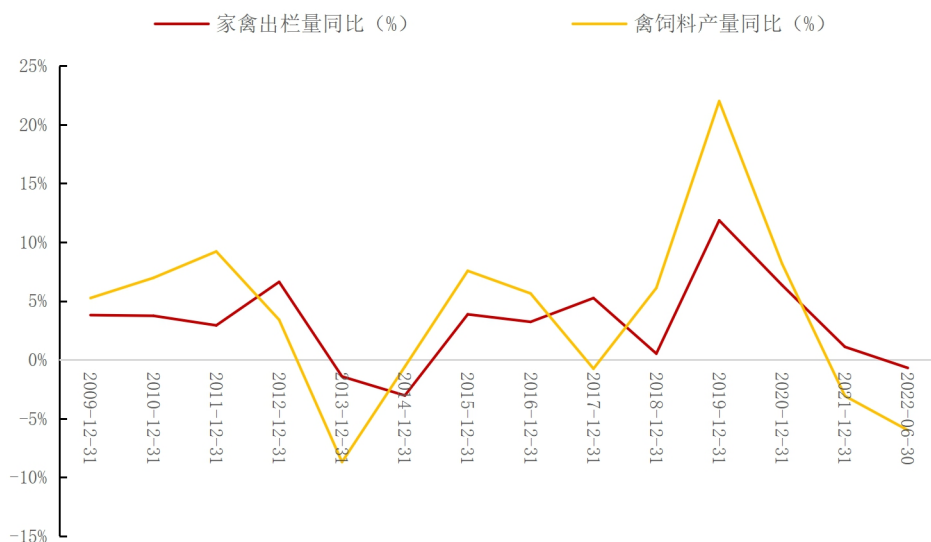
数据来源：农业农村部，中国饲料工业协会，东莞证券研究所

图 20：2017 年-2022 年 10 月我国能繁母猪存栏同比与环比增速（%）



数据来源：农业农村部，东莞证券研究所

图 21：2009-2022H1 我国家禽出栏量与禽饲料产量同比增速（%）



数据来源：农业农村部，中国饲料工业协会，东莞证券研究所

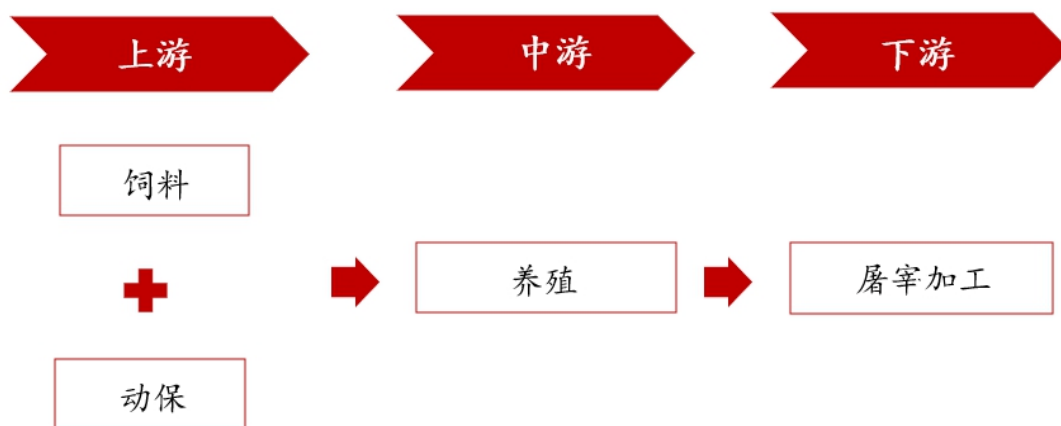
3. 公司多维布局，提升自身竞争力

3.1 全产业链布局，饲料规模领先

公司全产业链布局。公司成立初期主要从事水产预混料的研发生产与销售。经过多年的

技术投入与生产布局，公司产业链布局逐步完善，业务范围已逐步涵盖养殖产业链的上中下游。从养殖产业链的具体环节来看，目前公司的经营范围主要包括上游的饲料、动保，中游的养殖以及下游的屠宰加工等。此外，公司在经营发展中还提供宠物食品、金融等服务。

图 22：公司全产业链布局



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司饲料品种丰富。经过多年的发展，公司不断优化扩充完善饲料品种，已形成了较为完善的产品矩阵。目前，公司的饲料品类主要包括猪饲料、禽饲料、水产饲料、反刍饲料与预混料等，是国内极少能同时生产销售鱼、虾、猪、肉禽、蛋禽饲料的企业。

图 23：公司部分饲料产品

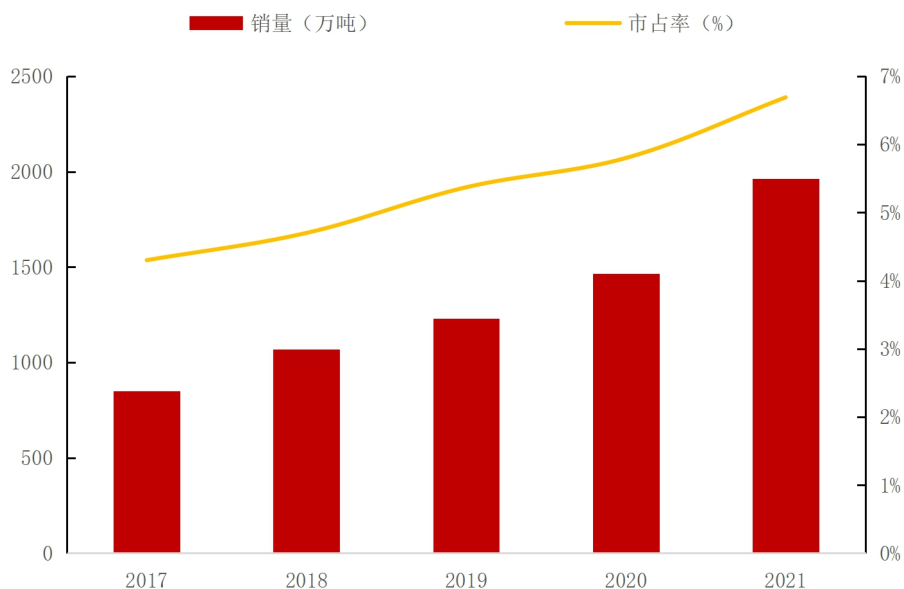


数据来源：公司官网，东莞证券研究所

公司饲料规模优势明显，具有一定的市场竞争力。从饲料销量来看，公司近十年饲料销量稳步增长，市占率稳步提升，已在市场中形成了一定的品牌竞争力。2017-2021 年，公司的饲料销量从 849 万吨增加至 1963 万吨，年均复合增速为 23.31%。2021 年公司的

饲料销量约占全国饲料总产量的 6.69%，在全国饲料行业中位居第二，规模保持行业领先地位。分品类看，公司的水产饲料技术和规模经过发展，目前已在全球处于领先水平；畜禽饲料居于国内行业前十位，在区域市场具有技术和产业规模优势。同时，公司已经逐步开拓东南亚、非洲、南美等国家的饲料、种苗和动保市场。在 2021 年全球饲料企业产销规模排名中，公司位居第三位。

图 24：2017-2021 年公司饲料销量与市占率（万吨，%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

表 2：2021 年全球饲料企业前五名单

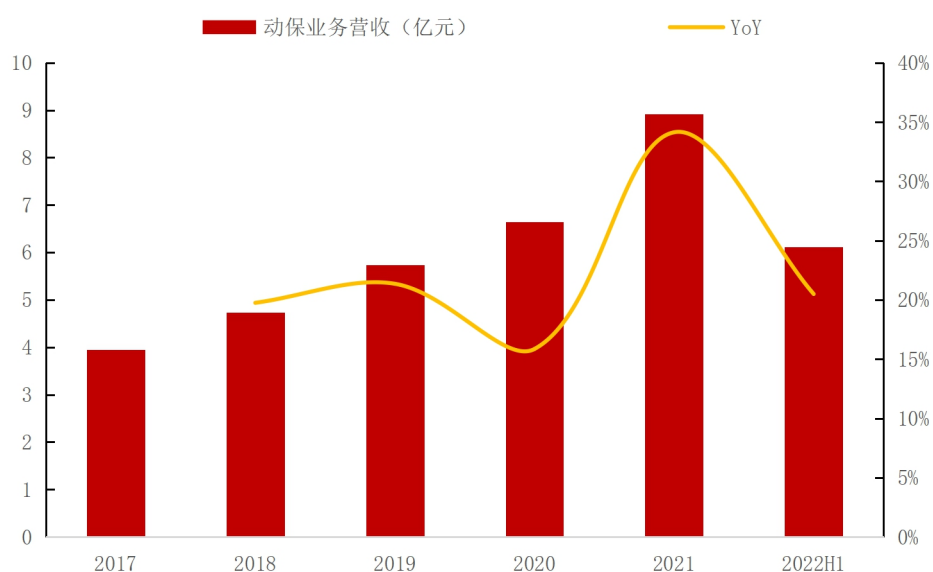
名次	企业名称	饲料年产销量（万吨）	国家
1	新希望集团	2854.10	中国
2	正大集团	2817.50	泰国
3	海大集团	1963.00	中国
4	嘉吉公司	1960.00	美国
5	蓝德雷公司	1350.00	美国
6	牧原集团	1311.00	中国
7	巴西 JBS 公司	1100.00	巴西
8	双胞胎集团	1100.00	中国
9	巴西食品（BRF）公司	1007.10	巴西
10	ForFarmers 集团	1000.00	荷兰
11	泰森食品公司	1000.00	美国
12	温氏集团	1000.00	中国
13	桂林力源集团	985.00	中国
14	泰高集团	950.00	荷兰
15	禾丰集团	803.00	中国

资料来源：WATT 国际传媒，东莞证券研究所

公司动保与养殖业务日臻完善。动保业务方面，公司的动保业务主要分布在四川、河北、

广东等地，涵盖水纪元、海联科、和生堂、海林格四大品牌，产品线条主要包括生物疫苗、兽药、动物微生态制剂、营养免疫产品等。近几年公司动保业务发展势头较好，已逐步成为公司业绩增长的驱动力之一。2022年上半年，公司动保业务实现营业收入6.12亿元，同比增长20.49%。种苗业务方面，公司拥有全球领先的虾苗及淡水鱼苗的研发技术，已培育出凡纳滨对虾“海兴农2号”、长珠杂交鳊等多款国家水产新品种，组建了“合作专家+博士+硕士+专业技术人员”为核心的专业团队，荣获4个国家认定的水产新品种，是全球规模领先的水产种苗企业。2022H1，公司种苗业务实现营业收入6.22亿元，其中虾苗营业收入增长25.67%。生猪养殖业务方面，公司生猪养殖业务采用一体化“自繁+养殖小区”与“公司+家庭农场”相结合的模式。“自繁+养殖小区”即自繁自养，通过引种、繁育打造祖代-父母代-商品猪产业养殖体系，将繁与育隔离，保证养殖过程安全可控。“公司+家庭农场”模式即公司为家庭农场主提供种苗、饲料、疫苗等养殖必需产品，在商定养殖过程主要技术要求后，由农场主完成养殖过程，公司回收成品对外销售。目前，公司持续聚焦生猪养殖团队能力建设和自有育种体系建设，团队管理能力和专业能力进一步提升。叠加公司在饲料方面具有研发及规模优势，公司的生猪养殖综合成本已取得一定优化。2022年上半年，公司出栏肉猪约160万头。

图 25：2017-2022H1 公司动保业务营业收入与增速（亿元，%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 26：公司动保业务品牌

水纪元

科技水产新纪元

水纪元志在以科技重塑产品，以专业重塑服务，以聚合重塑平台，引领中国水产由健康养殖迈向“科技养殖”的新时代。

海联科

水产健康养殖专家

致力于帮助养殖户改善养殖环境，预防与控制养殖动物的疾病，减少病害损失，实现养殖过程的健康、安全、可控，降低养殖成本，提升养殖效益。

和生堂

畜禽健康养殖专家

致力于帮助养殖户进行疫病防控、开展疫病监控、优化饲养管理，进而提高养殖水平，实现养殖户的可持续健康发展。

海林格

动物疫苗黏膜免疫引领者

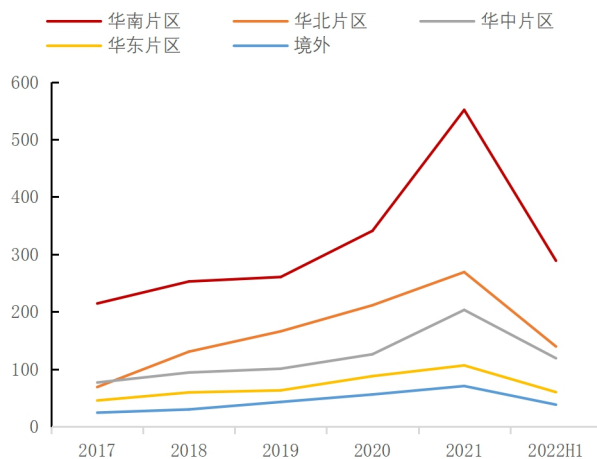
致力于规模猪场防控体系建设深度定制服务，保障疫病防控安全稳定、经济高效。

数据来源：公司官网，东莞证券研究所

3.2 持续精耕与下沉市场，积极拓展海外市场

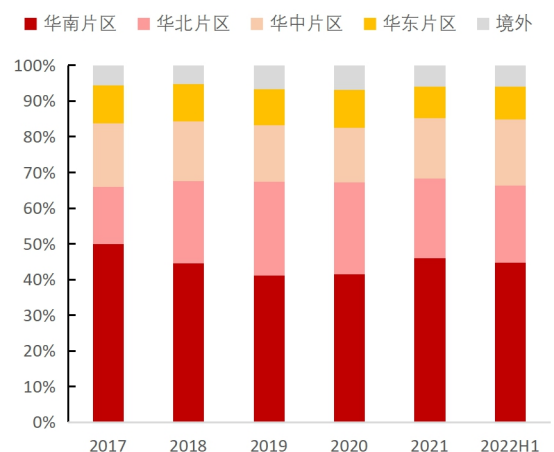
华南片区是公司核心业务区域，多区域布局，积极拓展海外市场。从国内市场看，公司凭借总部位于广东省的地理优势，聚焦华南市场，华南片区目前是公司的核心业务区域，营收占比维持在 40% 以上。2022 年上半年，公司在华南地区的营业收入为 288.85 亿元，占总营收的比例为 44.76%。在发展核心业务区域的同时，公司多区域布局，业务范围覆盖华北、华中、华东等区域。其中，华北市场是公司的第二大重点市场，2022 年上半年营收占比达到 21% 以上。为进一步提高市场影响力，公司积极拓展海外市场，海外经营规模不断扩大。2017 年-2022H1，公司在境外市场的营收占比从 5.63% 增加至 5.91%。目前，公司在海外的业务已遍及南亚、东南亚、美洲、非洲等地区，在包括越南、新加坡、美国、印度、印尼、厄瓜多尔等多个国家设立子公司，市场竞争力稳步提升。

图 27：2017-2022H1 公司各地区营业收入（亿元）



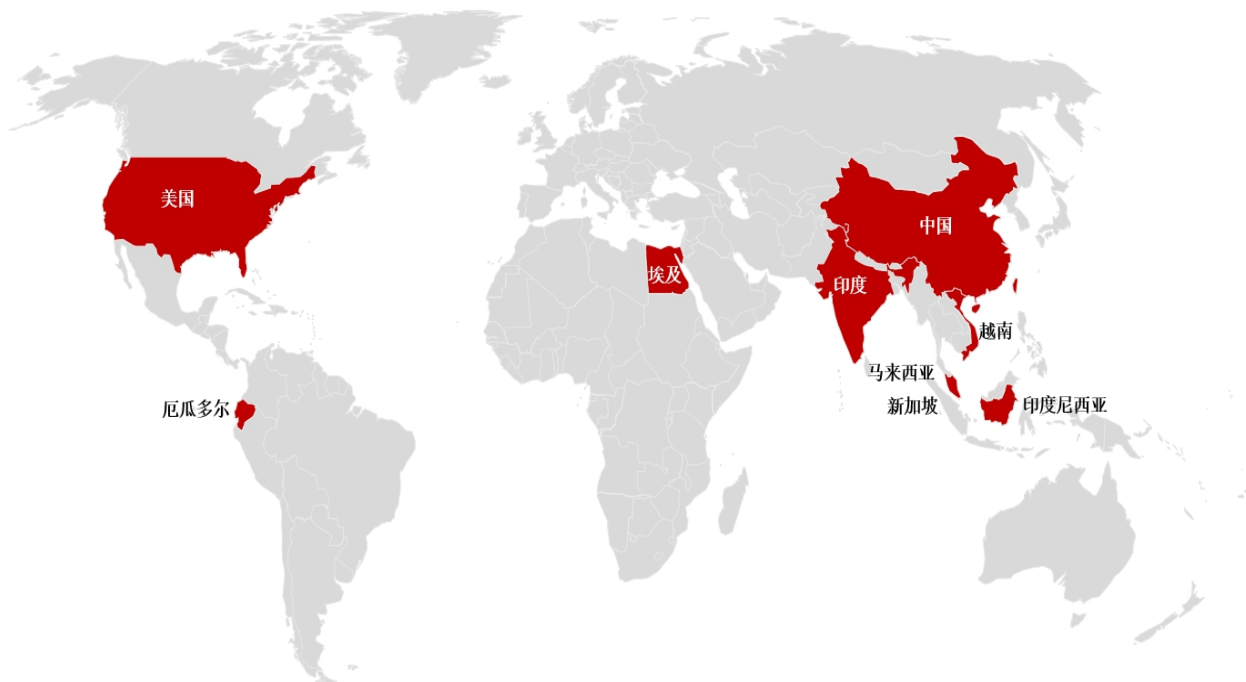
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 28：2017-2022H1 公司各地区营业收入占比（%）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

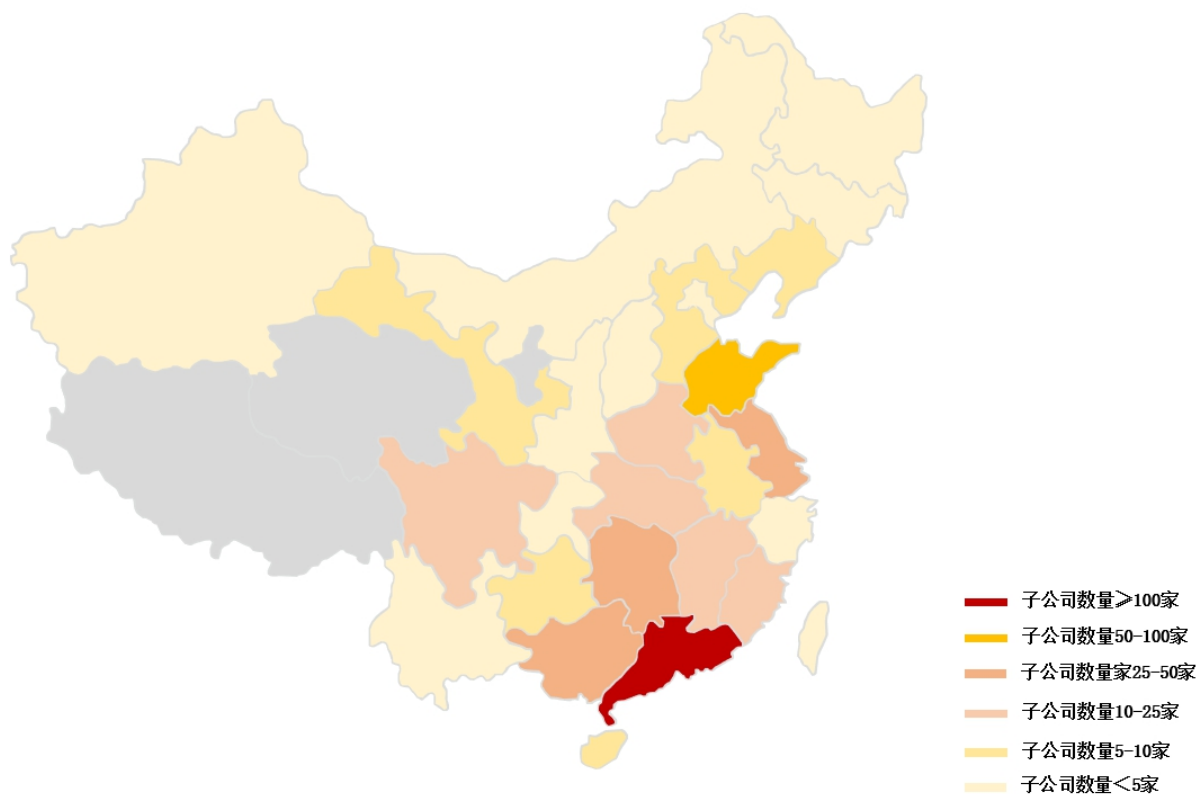
图 29：公司国内外业务市场



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

持续精耕与下沉渠道，设立多地区子公司提高市场竞争力。公司在扩充自身业务区域的同时，持续精耕与下沉渠道，目前公司的子公司数量已超过 450 家。从分布区域来看，广东省的子公司数量最多，山东其次。从运营模式来看，公司主要采取“中心+分子公司”的运营模式，饲料产品在当地进行生产销售，同时技术研究院、采购中心、财务中心、工厂运营中心、营销中心、流程与信息管理中心、人力资源中心等中心向各分、子公司提供原料采购、产品配方、技术指导等专业支持并进行统筹管理。

图 30：公司子公司分布区域



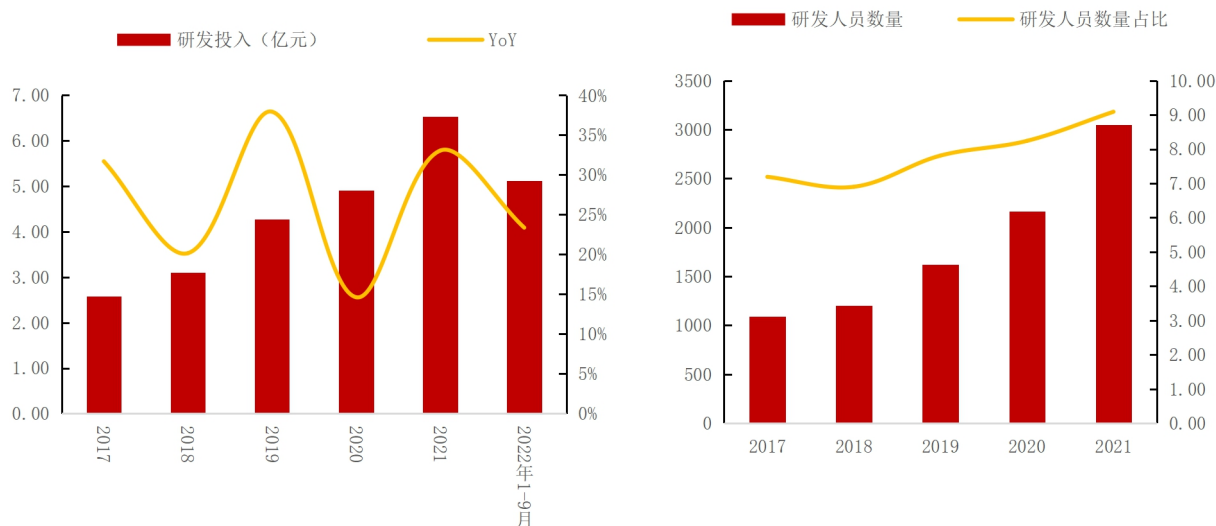
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3.3 注重研发，研发水平保持行业领先

公司注重研发，持续加大研发投入。公司在经营过程中重视研发生产，成立之初即设立研究中心，围绕育种、营养、健康、养殖与食品，搭建行业领先的全产业链研发体系，研发投入稳中有升。2017-2021年，公司研发投入从2.58亿元增加至6.53亿元，年均复合增速为26.09%。2022年前三季度，公司的研发投入为5.12亿元，同比增长23.37%。研发人数方面，2017-2021年公司的研发人数从1089人增加至3049人，年均复合增速为29.35%，研发人员数量占比从7.19%增加至9.09%。

图 31：2017-2022 年前三季度公司研发投入与增速
(亿元，%)

图 32：2017-2021 年公司研发人员数量与占比
(人，%)

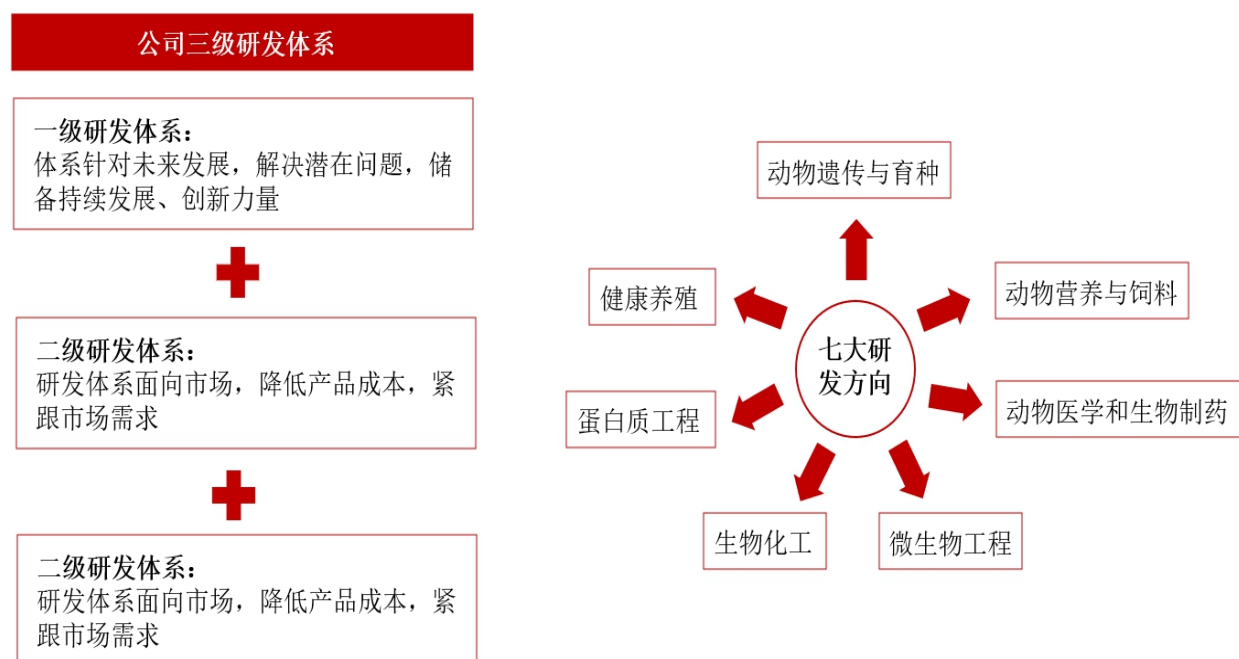


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司构建了三级研发体系与七大研发方向。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，形成了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。其中，一级研发体系针对未来发展，解决潜在问题，储备持续发展、创新力量；二级研发体系面向市场，降低产品成本，紧跟市场需求；三级研发体系直面终端养户，提高养户效益，为养户创造价值。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，有效的促进了科技成果的转化和应用示范。同时，公司针对“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”七大研发方向展开研究工作，不断完善三级研发体系，可以有效的支撑、带动与服务于集团全产业链快速发展的需求。

图 33：公司的三级研发体系与七大研发方向



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

公司研发实力突出，在可比公司中具有较强的竞争力。公司经过多年的研发投入，研发实力在行业中处于领先地位。截至 2021 年底，公司拥有 7 个专业研究所、2000 亩中试基地、近 1000 名硕士/博士，研发资金投入近 40 亿元。科研方面，公司共主持国家、行业标准 3 项，发明 5 个国家水产新品种、300 余个省高新技术产品，拥有 300 余个授权专利，发表 200 余篇学术论文以及注册申请 5 项新兽药证书等。与 A 股同行业上市公司相比，公司的研发投入总额与研发人数均具有竞争优势。研发投入金额方面，2022 年前三季度，公司的研发投入为 5.12 亿元，投入金额位居同行业上市公司首位。研发人员数量方面，2021 年公司的研发人员数量为 3049 人，研发人员占比为 9.09%，研发人数在同行业上市公司最多，研发人员数量占比位居行业第三。

表 3：2021 年-2022 年前三季度 A 股上市饲料公司研发投入情况对比

公司名称	2022 年前三季度研发投入总额 (亿元)	2021 年研发人员数量(人)	2021 年研发人员数量占比(%)
海大集团	5.12	3049.00	9.09
大北农	4.33	2796.00	13.93
唐人神	2.42	757.00	6.91
粤海饲料	1.35	291.00	8.50
天康生物	1.22	409.00	7.21
傲农生物	1.13	308.00	2.49
天马科技	0.92	223.00	13.42
禾丰股份	0.60	249.00	3.18
金新农	0.44	117.00	3.53
中宠股份	0.34	141.00	4.59
邦基科技	0.22	43.00	7.83
佩蒂股份	0.20	162.00	3.39
路斯股份	0.12	144.00	8.40
正虹科技	0.06	69.00	5.55
百洋股份	0.03	63.00	1.80

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

3.4 持续加大产能布局，产能有望稳步释放

持续加大产能布局，产能有望稳步释放。公司在发展过程中持续扩大饲料产能投资建设，布局产业链发展，战略性的提出了力争在 2025 年达成 4000 万吨(含养殖自用)的销量目标。此前，公司向社会公开发行面值总额为 28.3 亿元的可转换公司债券，募集资金总额为 28.3 亿元，用于饲料扩充项目。今年上半年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 28.24 亿元，同比增加 4.68 亿元。其中，饲料业务投资约为 17 亿元，生猪养殖、水产苗种及水产养殖分别约为 7 亿元与 2 亿元。与此同时，公司按照 4000 万吨饲料销量的战略目标，持续优化产能布局，上半年新增 8 个饲料基地投产，增加产能约 200 万吨，目前仍有近 30 个饲料生产基地在建。此外，公司持续保持对种苗、动保、养殖等业务产能的投资，公司产能有望稳步释放。

表 4：公司可转债募集资金投资项目情况

序号	募集资金投资项目	投资总额 (亿元)	募集资金承诺金额 (亿元)	扣发行费后拟投入募集资金金额 (亿元)
1	南通海大年产 24 万吨饲料项目	1.71	0.71	0.71
2	清远海大 24 万吨饲料项目	1.17	0.65	0.65
3	淮安海龙年产 20 万吨饲料项目	2.71	1.61	1.61
4	南宁海大年产 48 万吨饲料项目	2.53	2.36	2.36
5	肇庆高要年产 24 万吨饲料项目	2.67	0.47	0.47
6	福州海大年产 18 万吨饲料项目	3.45	2.91	2.91
7	清远海贝年产 3 万吨饲料项目	2.16	1.51	1.51
8	韶关海大年产 40 万吨饲料项目	1.54	1.40	1.40
9	清远海龙年产 72 万吨饲料项目	3.97	3.70	3.70
10	宜城海大年产 38 万吨饲料项目	1.70	1.65	1.65
11	和县海大年产 30 万吨饲料项目	2.19	2.13	2.13
12	开封海大年产 30 万吨饲料项目	1.80	1.71	1.71
13	湛江海大年产 20 万吨饲料项目	2.21	2.04	1.85
14	玉林海大年产 45 万吨饲料项目	3.12	3.12	3.12
15	四川容川年产 20 万吨饲料项目	2.34	2.34	2.34
总计		35.27	28.30	28.11

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

注：该资金投资项目为项目变更前计划投资情况

3.5 拥有专业管理团队，激励措施彰显发展信心

公司拥有专业的管理团队。公司团队中大部分人员均毕业于农业类高等院校，具有较强的专业背景，管理层有较强的行业洞察力、领导力与执行力，对饲料行业有丰富的实践经验。专业的管理团队为公司稳健运营提供了坚实保障。

表 5：公司管理层简介

姓名	职位	学历与工作背景
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。先后担任中国饲料工业协会常务副会长、中国现代渔业职教集团理事长、中国农村青年致富带头人协会副会长、广东省高新技术协会理事长、广东省饲料行业协会副会长、广东省无抗饲料产业联盟副理事长、广州市第十四届人大代表、广州市第十一届政协委员、第十六届广州市人大代表、广州市工商联第十五届执行委员会副主席、广州市饲料行业协会荣誉会长。
许英灼	副董事长	本科学历、畜牧师、巴黎HEC商学院工商管理硕士。1991至1997年任职于广东省农科院，从事畜牧饲料的技术研究和推广工作；1998年起历任公司副总裁、董事、副董事长。
程琦	董事兼常务副总裁	2002年毕业于华中科技大学自动化专业；2005年至2008年就读中山大学世界经济专业，获硕士学位；2013年至2015年就读中欧国际工商学院EMBA，获工商管理硕士学位。2002年至2010年间在广州宝洁有限公司历任工艺工程师、运营经理、供应链经理及技术总监；2010年至2017年在爱索尔包装有限公司历任担任东亚太区运营总监及全球供应链总监。2017年3月加入公司，现任公司董事、常务副总裁（副总经理）兼华南大区总经理。
钱雪桥	董事、副总裁兼总工程师	获中科院水生生物研究所理学博士学位。先后主持或参加湖北省自然科学基金项目“羽毛蛋白在渔用饲料中的开发与利用”、淡水生态与生物技术国家重点实验室开发课题“营养水平和营养史对鱼类生长和活动的影响、异育银鲫的摄食行为与化学感觉研究、主要淡水养殖鱼类对植物蛋白的利用研究”、国家自然科学基金项目“肉食性鱼类和杂食性鱼类饲料蛋白需求的比较营养能量学研究”、农业部948项目“匙吻鲟人工繁殖与规模化养殖”等，共发表论文二十多篇，其中三篇发表于国际刊物并被SCI收录。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。
齐振雄	监事会主席	先后参加过国家自然科学基金重点项目、国家“八五”攻关项目、国家攀登B计划专题和山东省、广东省自然科学基金项目工作。发表科研论文多篇，申请发明专利多项，荣获国家技术发明二等奖1项。进入公司以来，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。
刘国祥	副总裁（副总经理）兼华中大区总经理	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、湖北省饲料工业协会副会长。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司实行股权激励与员工持股计划，激发增长潜力。经过多年的发展，公司已在市场中形成了一定的影响力。在发展业务的同时，公司亦积极制定股权激励与员工持股计划，为公司后续发展注入推动力。股权激励方面，公司针对实际经营情况，分别在2010年、2014年、2016年和2021年出台股票期权或限制性股票激励计划，并对业绩考核年度标准做出了相应规定。员工持股方面，公司分别在2014年、2016年、2018年、2019年与2021年出台了员工持股计划。目前，公司的核心团队员工持股计划已公布四期。公司在经营中设置的一系列激励计划，建立健全了公司的长效激励机制，有效的绑定了核心工作人员与公司的利益，一定程度上激发了公司发展潜力。

表 6：公司激励计划汇总

激励方案名称	发布时间	激励对象	业绩考核年度	公司业绩考核标准
股票期权激励计划（草案）	2010年10月	包括公司核心管理、技术和业务人员在内的125人	2010-2013年	以2009年净利润为基数，2010-2013年的净利润分别不低于2009年净利润的120%、144%、180%和225%，2010-2013年的饲料销量分别不低于2009年饲料销量的125%、156%、195%和244%。
限制性股票与股票期权激励计划（草案）	2014年8月	包括公司董事（不包括独立董事）、高级管理人员、中层管理人员以及核心技术（业务）人员在内的466人	2015-2017年	以2013年为基准年，2015年/2016年/2017年营业收入增长率不低于40%/60%/80%，2015年/2016年/2017年净利润增长率不低于60%/85%/110%。
2016年限制性股票激励计划（草案）	2016年12月	包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员以及技术（业务）人员等在内的1461人	2017-2020年	2017年、2018年、2019年、2020年公司归属于上市公司股东的净利润增长率分别不低于35%、55%、75%、100%。
2021年股票期权激励计划（草案）	2021年4月	包括公告本激励计划草案时在本公司（含公司全资及控股子公司）任职的董事、高级管理人员及核心或骨干（技术/业务）人员等在内的4083人	2021-2025年	2021年/2022年/2023年/2024年/2025年饲料销量超过1850万吨/2300万吨/2800万吨/3400万吨/4000万吨或归母净利润超过32亿元/37.76亿元/44.56亿元/52.58亿元/62.04亿元。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 7：公司员工持股计划汇总

持股计划	发布时间	持股对象
2014年员工持股计划（草案）	2014年12月	参加本员工持股计划的员工总人数不超过30人，其中董事、监事、高级管理人员6人，其他人员不超过24人。
核心团队员工持股计划（草案）	2016年12月	首期参加人数不超过20人，包括本公司董事、高级管理人员4人，其他核心员工16人。
核心团队员工持股计划之二期计划（草案）	2018年4月	本期持股计划参加人数不超过30人，包括本公司董事、监事、高级管理人员4人，其他核心人员不超过26人。
核心团队员工持股计划之三期计划（草案）	2019年4月	本期持股计划参加人数不超过30人，包括本公司董事、监事、高级管理人员不超过4人，其他核心人员不超过26人。
核心团队员工持股计划之四期计划（草案）	2021年4月	本期持股计划参加人数不超过30人，包括本公司董事、监事、高级管理人员不超过8人，其他核心人员不超过22人。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

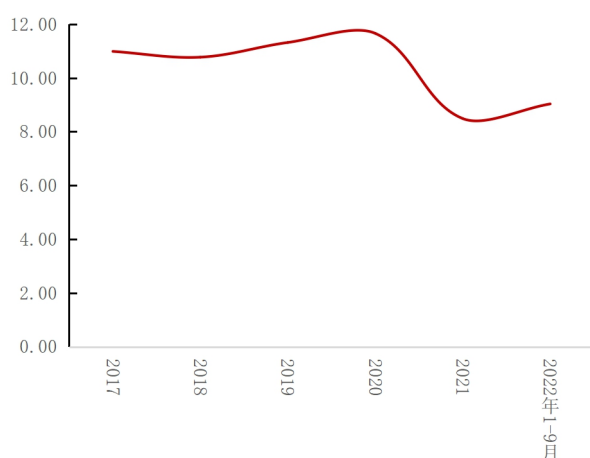
4. 财务指标分析

4.1 盈利能力对比分析

公司盈利能力受猪周期波动影响短期承压，费用结构稳步优化。2017-2020年，公司持

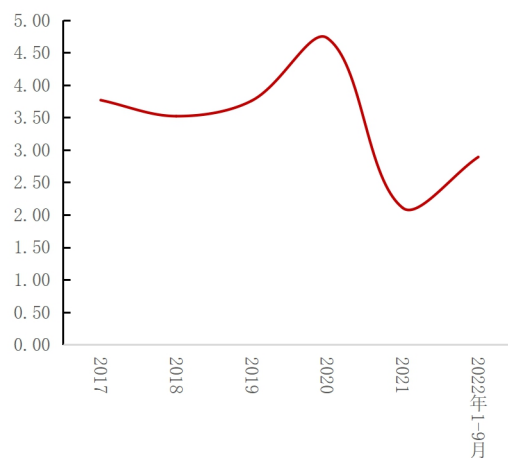
续深耕业务，扩大业务区域布局，盈利能力稳步提升。2017-2020年，公司的毛利率从10.99%增加至11.66%，净利率从3.77%增加至4.72%。2021年受猪价下行影响，生猪养殖业务出现亏损，公司盈利水平有所下滑，毛利率与净利率分别同比下降3.17个百分点与2.62个百分点至8.49%与2.11%。今年二季度以来，猪价回暖，生猪养殖业绩季环比改善，2022Q3公司毛利率与净利率较2021年末有所回升，分别为9.03%与2.89%。费用结构方面，公司在发展中持续优化费用结构，近几年费用率整体呈现下降趋势。2017-2021年，公司的销售费用率从3.29%下降2.10%，管理费用率从3.22%下降至2.59%。2022年前三季度，公司的销售费用率为1.98%，同比下降0.16个百分点；管理费用率为2.26%，同比下降0.02个百分点。

图 34：2017-2022 年前三季度公司毛利率 (%)



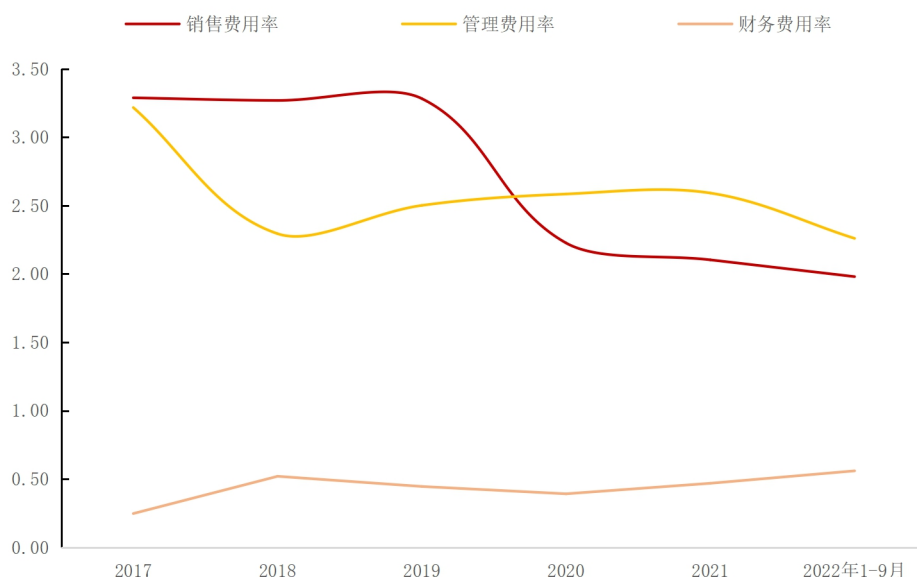
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 35：2017-2022 年前三季度公司净利率 (%)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 36：2017-2022 年前三季度公司期间费用率 (%)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司净利率在行业中处于较高水平。由于宠物饲料的盈利能力普遍高于行业平均水平，

而海大集团的饲料以禽饲料、猪饲料和水产饲料为主，宠物饲料的占比较少，故在盈利对比中剔除以宠物饲料为主的公司。2022 年前三季度，公司的毛利率为 9.03%，在可比公司中处于中游位置。但由于公司的费用管控力度较好，期间费用率较低，公司的净利率在行业中处于较高水平。2022 年前三季度，公司的净利率为 2.89%，在可比公司中位居第三。

表 8：2022 年前三季度 A 股上市饲料公司盈利能力情况（%）

公司名称	销售毛利率	销售净利率	期间费用率	销售费用率	管理费用率	财务费用率
海大集团	9.03	2.89	5.45	1.98	2.26	0.56
禾丰股份	5.98	1.56	4.44	2.01	1.67	0.50
大北农	11.33	-1.45	13.07	3.70	6.07	1.35
唐人神	8.11	0.11	7.65	2.14	3.21	0.99
傲农生物	3.28	-4.89	8.38	1.94	3.08	2.62
天康生物	9.73	1.49	8.01	2.83	3.00	1.23
粤海饲料	9.52	0.80	8.28	2.88	2.57	0.41
天马科技	12.36	5.11	5.94	0.88	2.27	1.07
金新农	7.15	-2.31	10.73	1.17	5.54	2.57
百洋股份	12.36	2.81	6.78	2.36	3.80	0.51
邦基科技	13.85	7.21	6.03	2.05	2.02	0.10
正虹科技	-0.44	-10.58	9.10	1.79	5.19	1.54

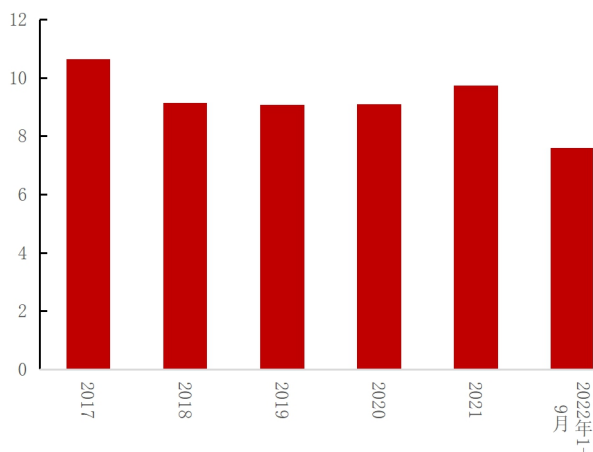
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

4.2 营运能力对比分析

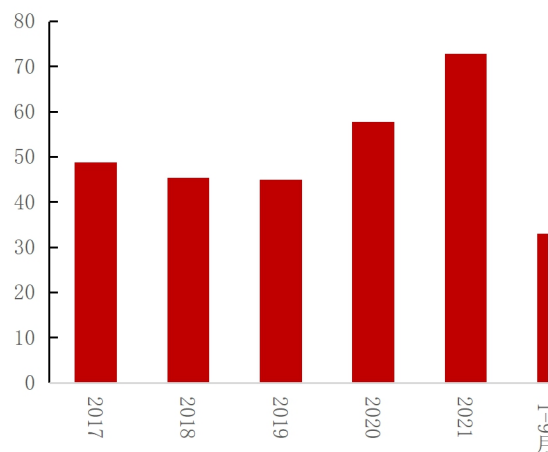
公司的存货周转速度与应收账款周转速度较快。公司作为饲料行业的龙头，其饲料产品在市场上具有一定的竞争力，叠加公司对渠道商具有一定的话语权，使公司的存货周转速度与应收账款周转速度较快，在可比公司中位居前列。2022 年前三季度，公司的存货周转率为 7.60 次，在可比公司中位居第四；应收账款周转率为 32.96 次，在可比公司中位居第三。

图 37：2017-2022 年前三季度公司存货周转率（次）

图 38：2017-2022 年前三季度公司应收账款周转率（次）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

表 9：2022 年前三季度 A 股上市饲料公司存货周转率与应收账款周转率（次）

公司名称	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）
海大集团	7.60	32.96
禾丰股份	7.84	22.08
大北农	5.32	18.51
唐人神	6.63	59.42
傲农生物	5.27	24.33
天康生物	2.54	23.80
粤海饲料	8.55	3.97
天马科技	3.52	6.13
金新农	3.76	29.42
百洋股份	4.74	3.41
邦基科技	10.03	25.98
正虹科技	4.72	163.95

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 投资建议

维持对公司的“推荐”评级。公司作为我国饲料行业龙头，以饲料为核心业务，构建全产业链综合核心竞争体系，饲料规模不断扩大，产品结构持续优化，2021 年饲料市占率位居市场第二。根据生猪养殖周期，预计生猪供给 2023 年一季度左右将出现回升，进而带动猪料需求增加。同时，家禽饲料需求有望跟随家禽产量回升而回升，水产、反刍及宠物饲料有望保持稳增。从长期来看，公司具备核心竞争优势，持续推进全产业链发展，产能扩张稳步推进，业绩有进一步增长空间。预计公司 2022/2023 年每股收益分别为 1.73 元和 2.70 元，对应 PE 估值分别为 34 倍和 22 倍，维持对公司的“推荐”评级。

表 10：公司盈利预测简表（截至 2022 年 12 月 26 日）

科目（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	85999	103198	123632	145267
营业总成本	83895	99064	117453	137574
营业成本	78699	93869	111207	130217
营业税金及附加	103	114	136	160
销售费用	1808	2095	2473	2833
管理费用	2229	2632	3091	3632
财务费用	403	-450	-430	-430
研发费用	653	805	977	1162
公允价值变动净收益	47	23	26	30
资产减值损失	72	103	124	145
营业利润	2468	4214	6222	7730
加：营业外收入	42	45	46	47
减：营业外支出	49	38	28	25
利润总额	2462	4221	6240	7752
减：所得税	651	950	1154	1434
净利润	1811	3271	5086	6317
减：少数股东损益	215	389	600	745
归母公司所有者的净利润	1596	2882	4486	5572
摊薄每股收益(元)	0.96	1.73	2.70	3.35
PE（倍）	62.10	34.39	22.10	17.79

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

1) **极端天气影响**。饲料行业主要服务于下游养殖业，养殖过程中高温、极寒、雨水、台风等自然因素出现异常变化时，可能出现养殖存栏数量的大幅波动，甚至于病害的规模化爆发，进而对饲料需求产生影响。

(2) **新冠疫情反复影响**。新冠疫情在部分地区存在反复，物资运输管制、人流自主性隔离等均对企业的正常运营产生影响。同时新冠疫情多点频发，对餐饮与终端消费产生一定冲击，进而影响到养殖行业和饲料行业。

(3) **疫病大规模爆发**。疫病发生会导致养殖动物产量、存栏降低，直接抑制养殖规模，短期减少对饲料的需求。此外，重大动物疫病的流行会一定程度上影响消费者心理，使终端需求受到影响，导致养殖业陷入阶段性低迷，进而影响饲料需求。

(4) **原材料价格波动风险**。原材料价格存在一定波动，如果公司未能及时把握饲料原材料行情的变化并及时做好采购的策略管理和风险控制，将有可能面临综合采购成本上升的风险。

(5) **汇率波动风险**。公司目前海外投资和海外经营业务规模稳步扩张，跨境资金结算规模和海外资产存量有较大增长。外币汇率波动或对公司业务结算成本和资产存量价值产生一定影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。