国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2021 年 08 月 13 日

海大集团（002311）\农林牧渔

——水产饲料量价齐升，饲料龙头稳步前进

投资建议：	增持 首次覆盖
当前价格：	69.32 元
目标价格：	77.26 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,661/1,658
流通 A 股市值（百万元）	112,073
每股净资产（元）	8.64
资产负债率（%）	57.44
一年内最高/最低（元）	89.00/54.60

一年内股价相对走势



陈梦瑶 分析师

执业证书编号：S0590521040005

邮箱：cmy@glsc.com.cn

相关报告

投资要点：

- **限捕政策推动水产养殖业发展，水产饲料需求空间巨大。**

近20年来由于河海过度捕捞，渔业资源面临枯竭风险，中国政府自1995年起实行海洋伏季休渔制度。为进一步控制，政府在2020年实行长江10年禁渔计划。近年水产总量维持在6400万吨左右，人工养殖产量增加天然产量减少，16年到20年人工养殖增加431万吨，同期天然水产减少261万吨。自市场消费中因渔业捕捞数量的减少而产生的缺口基本上都是靠水产养殖的增加来弥补，因此，养殖行业的繁荣对水产饲料及水产有关的动保、种苗的需求相应增加，预计未来5年水产饲料总需求量高速增长，一改19、20年产量下降趋势，水产饲料产量有望再次突破2200万吨。

- **公司研、产、销能力强大。**

公司的主营业务为水产饲料及水产养殖有关的相关产品，公司水产饲料产量国内第一，2020年达387万吨，市占率为18.2%，未来有望进一步扩大市场份额。海大集团研发团队人员过千，在生物及养殖学上取得了300余个授权专利、3个国家水产新品种、300余个省高新技术产品等多项成果。海大集团饲料总产量2020年达1470万吨，营业收入占全国饲料销售量5.8%，饲料销售量年复合率达21.27%。公司依托从从种苗到销售的完整供应链，有效地撬动了水产饲料、种苗和动保的整体销售。

- **公司已布局生猪养殖业务，有望成为公司新的盈利增长点。**

迄今为止，中国生猪养殖行业还是典型的周期性行业，现阶段猪周期位于猪价持续下降阶段，中小散户已出现亏损，规模化企业成本优势体现，仍有营业利润，市场集中度进一步提升。海大集团2015年通过子公司布局生猪产能， 2020年100万头生猪出栏公司计划到2025年产能达到1100万头。

- **投资建议与盈利预测：**

预计公司2021-2023年的营收分别为738.36/931.32/1210.32亿元，净利润分别为28.73/41.78/63.99亿元，对应EPS分别为1.73/2.51/3.85元，未来三年CAGR约为28%。鉴于海大集团为行业龙头，可给予相对溢价，综合PE估值法和FCFF估值法，我们给予公司77.26元目标价，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**动物疫情，极端天气，长期猪周期低点

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	47612.6	60323.9	73835.6	93131.9	121031.8
增长率（%）	12.94%	26.70%	22.40%	26.13%	29.96%
EBITDA（百万元）	2968.1	4418.1	5859.8	8139.6	11382.3
净利润（百万元）	1648.8	2522.7	2872.6	4177.7	6399.2
增长率（%）	14.71%	53.01%	13.87%	45.43%	53.18%
EPS（元/股）	0.99	1.52	1.73	2.51	3.85
市盈率（P/E）	70	46	40	28	18
市净率（P/B）	12.6	8.2	7.2	6.1	4.9
EV/EBITDA	38.3	27.5	20.8	14.9	10.5

数据来源：公司公告，国联证券研究所预测，股价为 2021 年 8 月 12 日收盘价

请务必阅读报告末页的重要声明

1. 投资聚焦

研究背景

在消费升级的大环境下，城镇人口饮食偏好逐渐从畜禽肉类专向更加健康的鱼肉；统计数据显示，2013-2019 年全国居民人均粮食消费量减少了 12.51%，人均肉类消费量增长了 5.07%，而人均水产品消费量增幅高达 30.77%。从城乡结构上看，2019 年全国城镇水产品的消费量为 13.6kg。与之相比，全国农村居民水产品的消费量为 7.4kg，农村居民的水产品消费量远远低于城镇人口，增长潜力巨大。随着乡村振兴战略和新型城镇化战略的不断推进，未来农村居民可支配收入将进一步提高，我国肉类及水产品需求总量有望进一步增加，受此影响，养殖、饲料、种苗、动保等多个行业即将迎来良好的发展前景和机遇。

不同于市场观点

市场观点：居民水产消费量增速放缓，总额维持稳定，进而导致与之相关的水产饲料行业发展有限。

我们认为：受国家禁捕政策影响，水产品养殖的总量有望进一步提升。其中消费者偏好从普通水产（四大家鱼为主）转为特种水产（虾、蟹、鲈鱼、黄颡鱼）。四大家鱼的草鱼在 2016 年产量达 590 万吨，而在 2019 年仅有 550 万吨，下降 7.8%。同期鲈鱼从 37 万吨增加到 48 万吨，增长 29.7%；黄颡鱼从 42 万吨增长到 54 万吨，增长 28.6%。提前抢占特种水产饲料市场有望提升水产公司盈利能力，海大集团已布局特种水产饲料，水产饲料销售额 47%为特种水产饲料。

核心结论

1）在国家限制渔业捕捞的政策下，为保证市场水产品的供给，我国水产养殖业将重回高速发展期，因此与之相关的水产饲料、动保、种苗业务将迎来高速发展。截止到 2021 年 6 月底，水产饲料产量为 924 万吨，同比增长 9.4%，一改 2020 年产量下降趋势。

2）消费者消费偏好从普通水产转为特种水产，普通水产草鱼产量从 2016 年的 590 万吨下降到 2019 年的 550 万吨，持续下降，而特种水产产量还在持续增加。海大已布局特种水产饲料，未来水产饲料销售量有望高速提升。

3）海大集团作为水产饲料龙头建立了一系列强有力的护城河，公司采用四位一体的集中采购模式，从而保证能以低成本买到原材料。销售方面，种苗、动保产业链完整，各产品协同效应好客户粘性强。生产方面，公司拥有完整的动物营养与饲料配方数据库，能在其中一种原材料价格过高时，用其他低价材料进行替代。

4）公司已开始布局鱼类养殖业务，海大凭借鱼类养殖技术优势及饲料成本优势在未来有望取得巨大收益。据公司 2021 年中报，公司渔类养殖业务实现营收 3.26 亿元，未来有望高速发展。

正文目录

1. 投资聚焦 2
2. 农牧饲料龙头海大集团多元发展 4
2.1. 悠久历史奠定农牧龙头基础 4
2.2. 专业的管理团队和合理的股权结构增强硬实力 5
2.3. 股权激励进一步提升海大市场竞争力 6
2.4. 饲料为主，多种业务齐头并进 7
3. 多品种周期影响农牧企业广泛 8
3.1. 鱼周期上行，水产业养殖产量有望实现新突破 8
3.2. 猪周期进入下行后半段，未来有望触底反弹 14
3.3. 禽类产业稳定发展，与国际相比仍有空间 14
3.4. 饲料行业整体平稳发展，不同品种仍有较大差异 15
4. 海大集团饲料为主，种苗、动保、养殖多行业齐头并进 17
4.1. 核心饲料业务稳定增长 17
4.2. 动保业务稳定发展，协同其他行业增加核心竞争力 19
4.3. 海大已布局生猪养殖，有望成为公司新的盈利增长点 19
4.4. 核心种苗推动整体水产产业链建设 20
5. 创新技术及优秀管理制度力助公司成长 21
5.1. 核心创新技术和专业化采购机制增强公司竞争力 21
5.2. 优异管理制度增强公司软实力 22
5.3. 财务状况良好，债务增速仍需关注 24
5.4. 高效销售团队创造公司高 ROE 26
6. 盈利预测与投资建议 26
7. 风险提示 30

图表目录

图表 1：海大集团历史沿革 5
图表 2：2020 十强水产动物饲料企业（排名不分先后） 5
图表 3：公司当前股权结构 6
图表 4：股权激励 6
图表 5：海大集团主要业务板块及产品 7
图表 6：我国水产总量及品种分类 8
图表 7：我国水产品总量（万吨） 9
图表 8：人工养殖水产品产量（万吨） 9
图表 9：天然生产水产品产量（万吨） 9
图表 10：城镇居民每年人均食品消费量：水产品（kg） 10
图表 11：农村居民每年家庭人均消费量：水产品（kg） 10
图表 12：1961 年至 2013 年四国鱼类及海鲜每年人均消费量 10
图表 13：中国及各地渔业贸易差额 11
图表 14：2018 年各国捕捞与养殖水产品 11
图表 15：鲢鱼产量（吨） 12
图表 16：草鱼产量（吨） 12
图表 17：鲈鱼产量（吨） 12
图表 18：黄颡鱼产量（吨） 12
图表 19：鲢鱼批发价（元/kg） 13
图表 20：草鱼批发价（元/kg） 13

图表 21：海大集团营收及增速情况 13
图表 22：草鱼批发价（元/kg） 13
图表 23：平均猪肉批发价格（元/kg） 14
图表 24：我国禽类出栏数量（万只） 15
图表 25：肉鸡饲料平均价（元/kg） 15
图表 26：全国居民人均食品消费量：肉禽及其制品：家禽（kg） 15
图表 27：全国饲料总产量（万吨） 16
图表 28：全国水产饲料总产量（万吨） 16
图表 29：全国肉禽饲料总产量（万吨） 16
图表 30：全国猪饲料总产量（万吨） 16
图表 31：饲料行业波特五力分析 17
图表 32：海大集团饲料销售量及增速情况 18
图表 33：海大集团饲料销售量横向对比（万吨） 18
图表 34：海大集团动保业务营收及增速 19
图表 35：海大集团新繁育品种与特点 20
图表 36：海大集团科研成果 21
图表 37：四位一体运作机制 22
图表 38：海大集团乡村技术服务站 22
图表 39：海大集团饲料产品 23
图表 40：海大集团内部架构 24
图表 41：海大集团营收及增速情况 25
图表 42：海大集团归母净利润及增速情况 25
图表 43：海大集团负债合计及增速 25
图表 44：2020 年饲料公司净资产收益率 26
图表 45：2020 年饲料公司总资产周转率 26
图表 46：2020 年饲料公司杜邦分析 26
图表 47：公司营收分类预测 28
图表 48：海大集团 PE-Band 28
图表 49：预测模型数据 29
图表 50：公司 FCFF 与折现值测算 29
图表 51：财务预测摘要 31

2. 农牧饲料龙头海大集团多元发展

2.1. 悠久历史奠定农牧龙头基础

海大集团由饲料产业向多元化农牧集团发展。海大集团由薛华于 1998 年在广州投资设立，主要从事水产预混料的研发生产及销售，2001 年水产预混料销售量达到

全国第一。2009 年 11 月，海大集团在深圳证券交易所上市。此后该公司收购了多家农业公司，经过多年发展，已形成以饲料产品为核心，同时集生猪养殖、饲料原材料贸易及动保产品销售等相互协同发展的产业一体化布局，市场领先地位稳步增强。

2018 年，该公司获批设立农业部养殖用微生态资源与利用重点实验室。2019 年，该公司入选“农业产业化国家重点龙头企业名单”。截至目前，海大集团总股本为 16.61 亿股，控股股东广州市海灏投资有限公司持股比例为 54.81%，自然人薛华持有海灏投资 39.75%股权，为该公司实际控制人。

图表 1：海大集团历史沿革



来源：公司官网，国联证券研究所

图表 2：2020 十强水产动物饲料企业（排名不分先后）

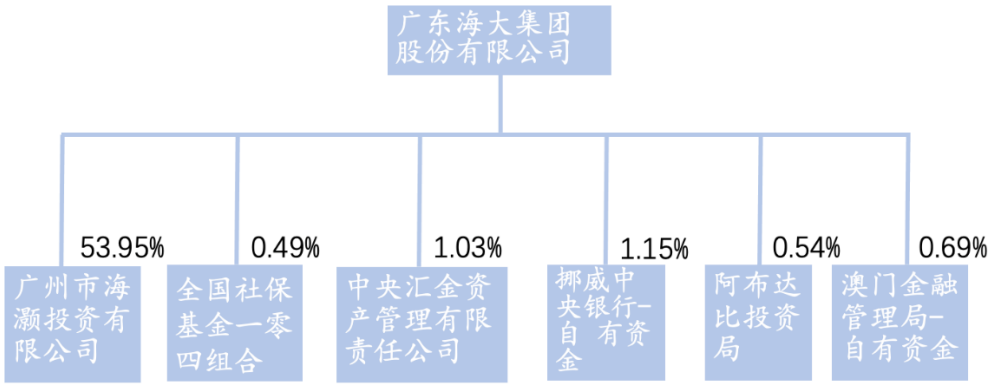
企业名称	企业名称
通威股份有限公司	深圳市澳华集团股份有限公司
广东海大集团股份有限公司	淮安天参农牧水产有限公司
广东粤海饲料集团股份有限公司	江苏天成科技集团有限公司
广东恒兴饲料实业股份有限公司	天邦食品股份有限公司
福建天马科技集团股份有限公司	福州海马饲料有限公司

来源：中国饲料工业协会，国联证券研究所

2.2.专业的管理团队和合理的股权结构增强硬实力

海大集团拥有清晰合理的股权架构。海大集团由创始人薛华及其管理团队所控制的广州市海灏投资有限公司把握着公司的控制权，其他股东包括全国社保基金、中央汇金、挪威主权基金、阿布达比投资局等多家大型机构。

图表 3：公司当前股权结构



来源：wind，国联证券研究所

海大集团的领导班子由养殖行业相关专业的高端人才组成，并在此行业取得众多科研突破。董事长薛华本科毕业于华中农业大学水产养殖专业，硕士毕业于中山大学生科院，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，并被农业部、中国饲料工业协会评为“中国饲料企业领军人物”。公司独立董事桂建芳为中国科学院水生生物研究所研究员，独立董事何建国为国家虾蟹产业技术体系首席科学家。公司总工程师钱雪桥获中科院水生生物研究所理学博士，并在专业期刊上共发表论文二十多篇。

2.3.股权激励进一步提升海大市场竞争力

海大集团总共进行了四次股权激励以提升工作效率。为留住公司核心骨干及提升公司业绩，海大集团自 2011 年以来实行了四次股权激励。2021 年的股权激励达到了当时总股本的 3.31%，激励对象为公司董事和高级管理人员，人数为 4003 人。行权价为 59.68 元，与市场价相差 35%。第四次股权激励下，公司设定目标在 2023 年实现饲料销量产能翻倍。

图表 4：股权激励

项目	阶段	年份	营业收入（万元）	净利润（万元）	扣非净利润（万元）	归母公司净利润（万元）	饲料销量（万吨）	净资产收益率	业绩完成情况
第一次计划	第一期行权	2011			23000		275	10.40%	完成
	第二期行权	2012			28000		345	11.40%	完成
	第三期行权	2013			35000		430	12.40%	未完成
	第四期行权	2014			43000		535	13.40%	完成
第二次计划	第一期行权	2015	2510258	54082					完成
	第二期行权	2016	2868866	62532					未完成
	第三期行权	2017	3227474	70983					完成
第三次计划	第一期行权	2017				105297			完成
	第二期行权	2018				120897			完成
	第三期行权	2019				136496			完成
	第四期行权	2020				155996			完成
第四次计划	第一期行权	2021				320000	1850		
	第二期行权	2022				377600	2300		
	第三期行权	2023				445600	2800		
	第四期行权	2024				525800	3400		
	第五期行权	2025				620400	4000		
注：业绩考核不低于以上条件									
第四次股权激励条件为饲料销量或归属母公司净利润二者中达成一项									

来源：公司公告，国联证券研究所整理

2.4.饲料为主，多种业务齐头并进

海大集团以饲料行业为主，种苗、动保业务为辅开拓多种业务。海大集团核心业务是饲料的生产与销售，饲料销量高居全国前三、全球前十，是水产料龙头，水产预混料连续 19 年保持国内销量第一，畜禽饲料也位于行业前十之列。该公司业务逐步延伸至优质动物种苗、生物制品、兽药、疫苗等领域，为养殖户提供全流程产品和技术服务支持。此外，该公司还积极发展生猪养殖业务，旨在打造“猪苗—饲料—动保—养猪—肉制品”的产业链闭环，目前主要采用“公司+农户”和自繁自养两种模式组织生产，2020 年生猪出栏量已接近 100 万头，有望在带动其饲料、动保、苗种等相关板块协同发展的同时，成为该公司未来的主要利润增长点。

图表 5：海大集团主要业务板块及产品

业务	品类	营业收入占比
饲料业务	鱼饲料、虾蟹料、猪饲料、禽饲料	80.84%
养殖业务	肉禽、生猪等	10.56%
贸易业务	玉米、大豆、豆粕、鱼粉、等原料	7.30%
动保业务	生物疫苗、兽用化药、微生态制剂品等	1.10%
种苗业务	南美白对虾、团头鲂、黄颡鱼、鳜鱼等	0.20%
宠物食品	海瑞特、海尔仕、海倍健、凯洛斯等	
食品流通	禽肉屠宰、禽肉加工、食品销售等	
农业金融	农村合作社、小额贷款等	

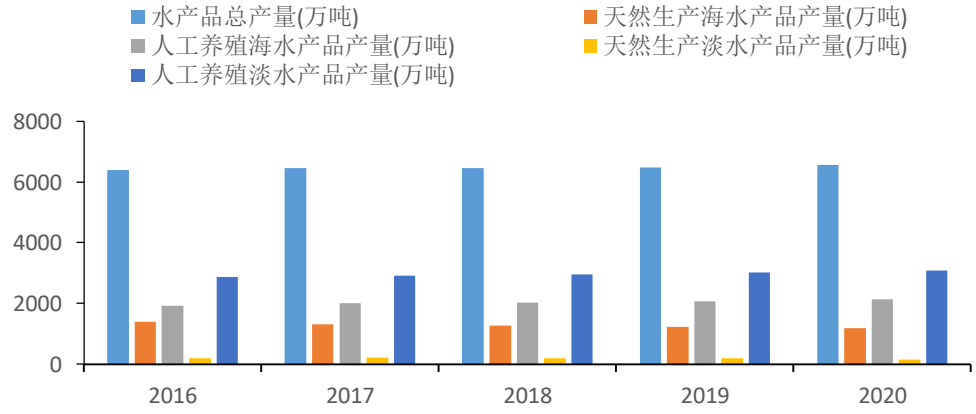
来源：海大集团公告，国联证券研究所

3. 多品种周期影响农牧企业广泛

3.1. 鱼周期上行，水产业养殖产量有望实现新突破

政策推动养捕比持续提升，水产养殖产量有望高速增长。近年来，我国水产品消费量从2012年的5479万吨总消费量升至2020年的6555万吨，河海过度捕捞。中国政府从1995年起实行海洋伏季休渔制度；在2020年，实行了长江10年禁渔计划，在长江重点水域禁止渔业捕捞，并在长江干流和重要支流自2020年1月1日0时起实行暂定为期10年的常年禁捕。市场消费中因渔业捕捞数量的减少而产生的缺口基本上都是靠水产养殖的增加来弥补，养殖水产品产量有望持续稳定增长。

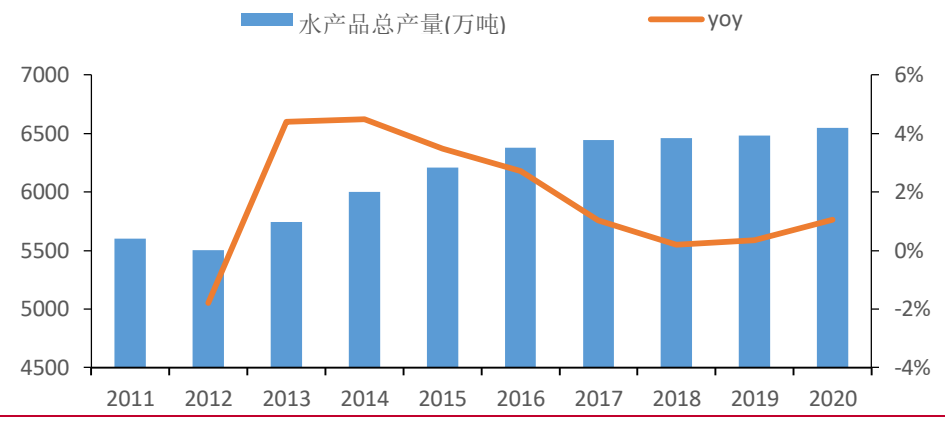
图表 6：我国水产总量及品种分类



来源：国家统计局，国联证券研究所

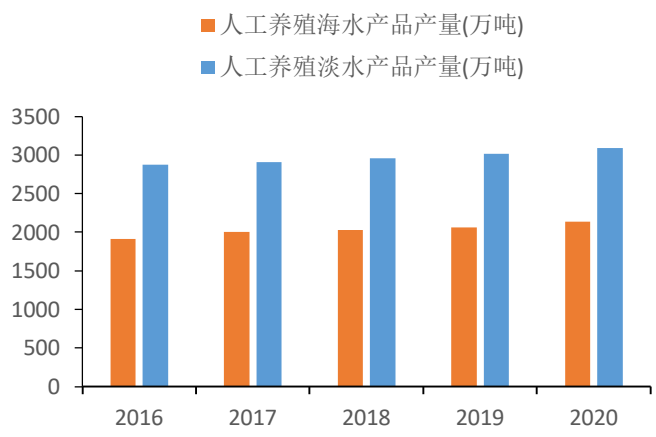
据国家统计局数据，自2016年以来我国水产总量一直维持在6400吨左右，总量基本稳定，近年来已接近饱和。为满足市场，天然生产海水产品和天然生产淡水产品产量持续降低，而人工养殖海水产品和人工养殖淡水产品产量持续增高。自2016年至2020年，我国人工养殖水产品产量从4793.2万吨增加至5224.2万吨，总计增加431万吨，增长8%，每年增长1.74%；天然生产水产品产量从1586.28万吨减少至1324.82万吨，总计减少261.46万吨，减少16.5%，每年降低3.54%。人工养殖水产品产量增长迅速，基于整体水产养殖产业的扩大，市场对于饲料、种苗和动保需求增高，海大集团作为中国的水产饲料龙头，其核心业务有望在未来十年高速增长。

图表 7：我国水产品总量（万吨）



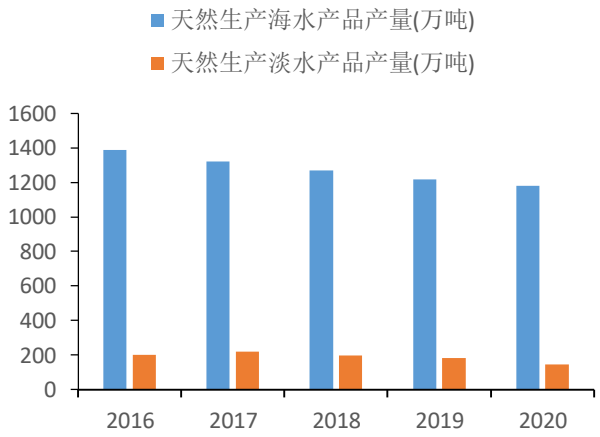
来源：国家统计局，国联证券研究所

图表 8：人工养殖水产品产量（万吨）



来源：国家统计局，国联证券研究所

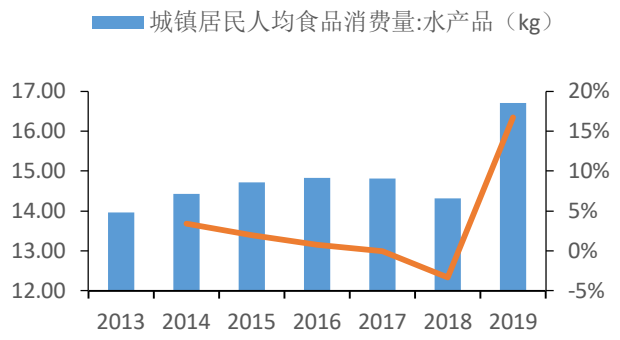
图表 9：天然生产水产品产量（万吨）



来源：国家统计局，国联证券研究所

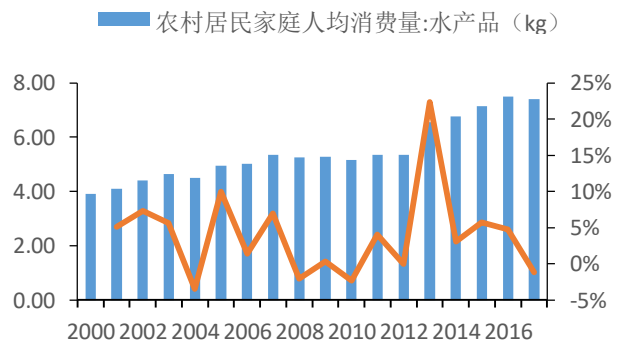
居民人均水产品消费量持续提升，城乡消费群体产生结构变化。据国家统计局数据，在 2019 年，我国农村居民家庭每年人均水产品消费量为 9.59kg，城镇居民家庭每年人均水产品消费量为 16.71kg。随着我国农村城镇化以及居民可支配收入的提高，农村水产品消费水平可进一步提高.

图表 10：城镇居民每年人均食品消费量：水产品（kg）



来源：wind，国联证券研究所整理

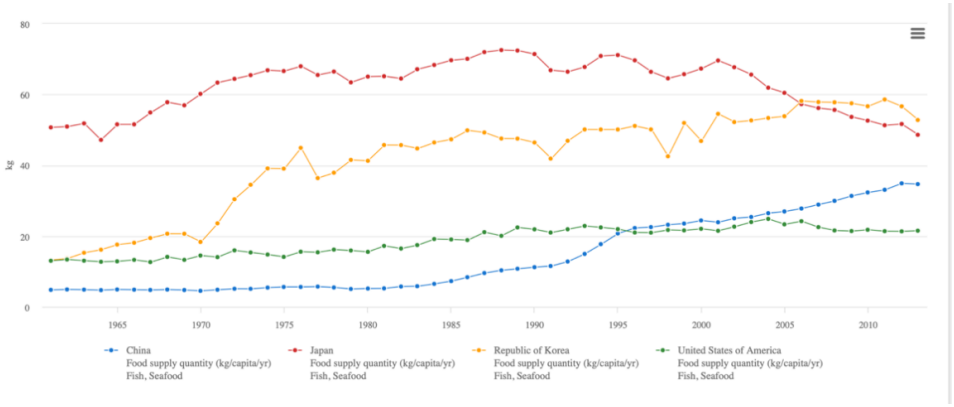
图表 11：农村居民每年家庭人均消费量：水产品（kg）



来源：wind，国联证券研究所整理

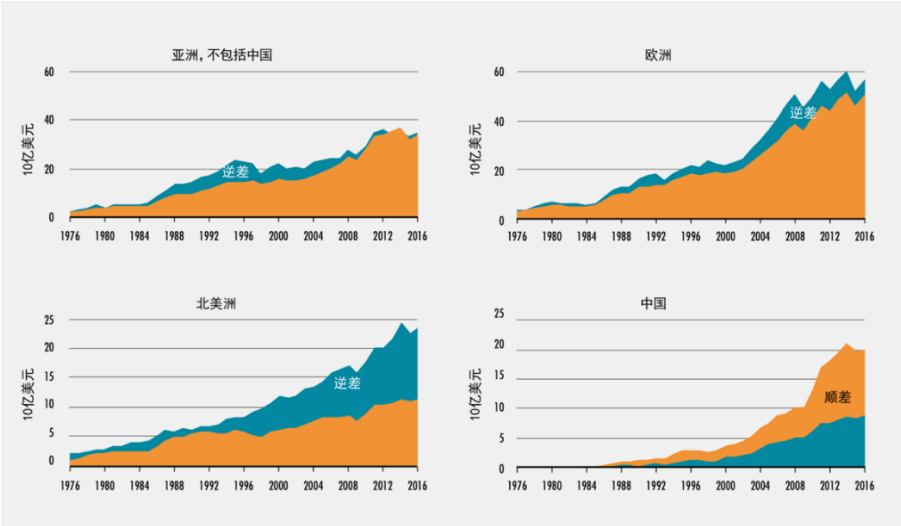
我国人均鱼类及海鲜消费量仍有增长空间。中国鱼类及海鲜产品每年消费量自 1980 年来稳步增长，在 1996 年超过美国人均水平并一直呈增长趋势，但仍与饮食习惯相似的日、韩有差距。到 2019 年，中国人均水产品消费量为 13.60kg，同期日本为 23.80kg，韩国为 67.80kg，随着国内居民经济水平的增长，我国水产市场有望像日韩市场蓬勃发展。

图表 12：1961 年至 2013 年四国鱼类及海鲜每年人均消费量



来源：FAO

图表 13：中国及各地渔业贸易差额



来源：FAO

根据 World Bank 和联合国粮食及农业组织数据，中国的渔业养殖总产量达到世界第一，养捕比位列前位，在渔业总产量超过百万吨的国家中养捕比仅次于埃及。报告中与中国所作对比的国家美国、日本及韩国，仅有韩国养殖产量超过捕捞产量。美国及日本的养捕比分别为 0.09 和 0.33。大部分发达国家如美国、日本从世界各国进口水产等附属产品，存在水产品贸易逆差。中国在水产品国际市场上属于出口国，存在贸易顺差，金额为 20 亿美金。已经成型的市场规模外加限制捕捞的政策，将会推动整体养殖产业从而创造更大的饲料需求。

图表 14：2018 年各国捕捞与养殖水产品

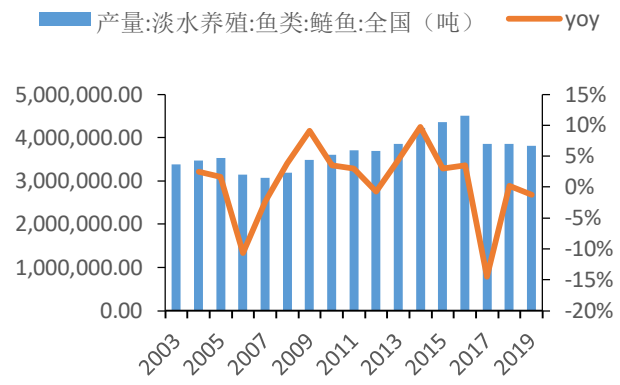
国家	捕捞（吨）	水产养殖（吨）	总计（吨）	养捕比
中国	17,800,000	63,700,000	81,500,000	3.58
美国	4,931,017	444,369	5,375,386	0.09
日本	3,275,263	1,067,994	4,343,257	0.33
韩国	1,395,951	1,859,220	3,255,171	1.33
埃及	335,614	1,370,660	1,706,274	4.08

来源：中国饲料工业协会，国联证券研究所

消费升级带动特种水产品需求。随着居民可支配收入水平的提高，人们对水产品的需求从传统的四大家鱼转移到了高档特种鱼类，例如黄颡鱼，鲈鱼，虾。四大家鱼的草鱼在 2016 年产量达 590 万吨，而在 2019 年仅有 550 万吨，下降 7.8%。同期鲈鱼从 37 万吨增加到 48 万吨，增长 29.7%；黄颡鱼从 42 万吨增长到 54 万吨，增长 28.6%。传统的四大家鱼总产量在 2016 年达到高峰后逐渐下降，对应的市场

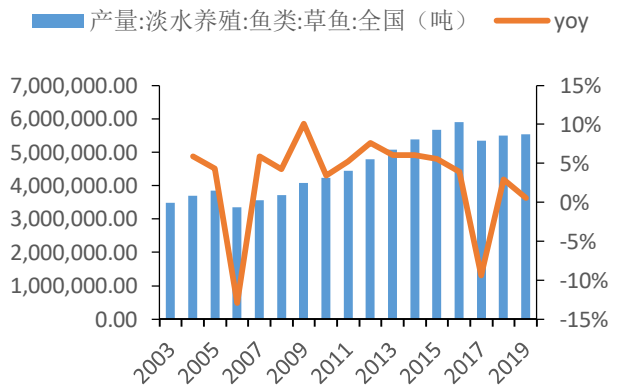
普水饲料（四大家鱼饲料）竞争激烈。与此同时，特种鱼市场总产量持续增长，无任何降低趋势。特种水产市场的需求增加有望进一步带动高档膨化鱼饲料的需求。

图表 15：鲢鱼产量（吨）



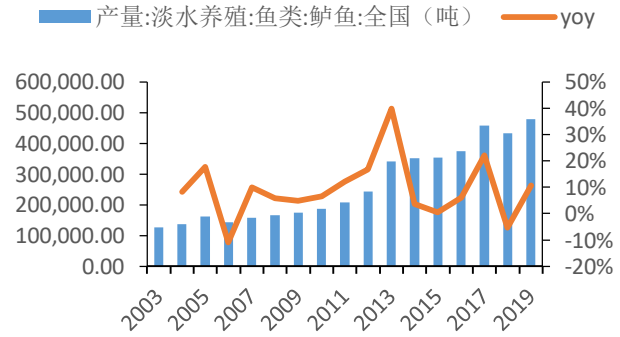
来源：wind，国联证券研究所整理

图表 16：草鱼产量（吨）



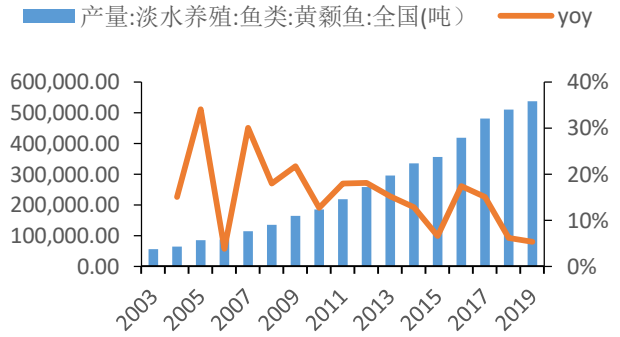
来源：wind，国联证券研究所整理

图表 17：鲈鱼产量（吨）



来源：wind，国联证券研究所整理

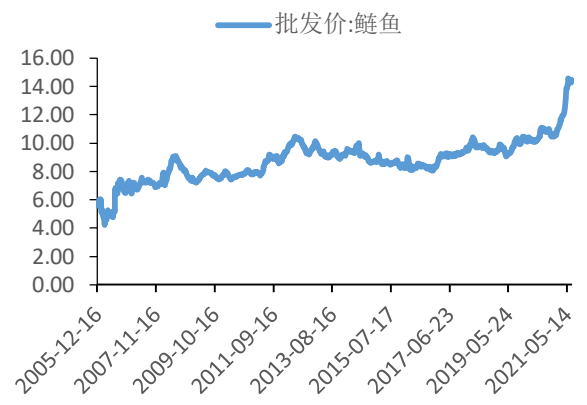
图表 18：黄颡鱼产量（吨）



来源：wind，国联证券研究所整理

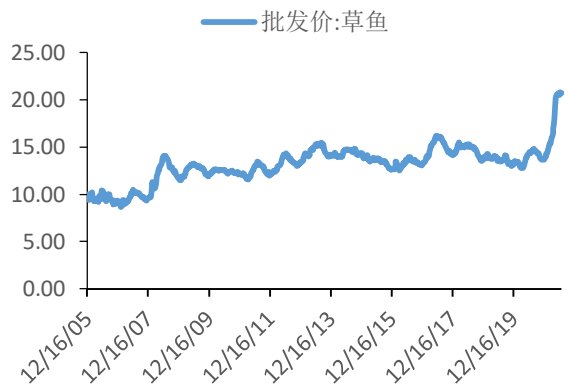
鱼价飙升，鱼周期高点将至，高价有望带动水产养殖进而增加饲料需求。受新冠疫情影响，淡水活鱼销售路径有限，消费者对淡水活鱼需求量小；养殖鱼类大面积压塘，养殖户减少养殖面积或往虾蟹类产品养殖转移从而规避风险；淡水鱼供应数量大幅度减小。国家 2019 年出台《水产种质资源保护区管理暂行办法》禁限养地区不断扩大，多种因素最终导致了本轮活鱼价格的暴涨。以草鱼为例，价格由 2021 年元月 1 日的 14.02 元/公斤上述到 2021 年 6 月 4 日的 20.63 元/公斤价格增长 47%。市场中其他活鱼皆有大幅度增加，具体数值见下列图表。

图表 19：鲢鱼批发价（元/kg）



来源：wind，国联证券研究所整理

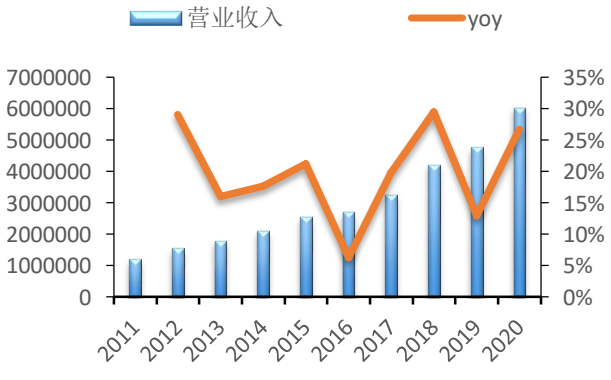
图表 20：草鱼批发价（元/kg）



来源：wind，国联证券研究所整理

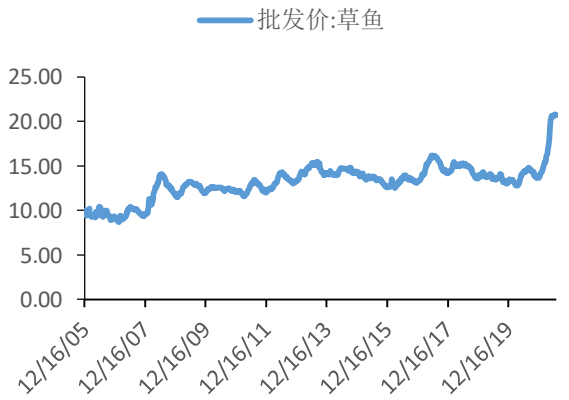
鱼周期进入上行阶段，水产饲料有望依靠鱼周期实现高收益。海大集团作为水产饲料龙头，营业总收入同比增长率深受鱼周期价格影响。为了解海大集团的营收与淡水鱼价格波动的关系，我们将淡水鱼价格与公司营收进行数据关联分析。因淡水鱼价格波动幅度相近，在此以草鱼价格数据代表淡水鱼价格。在 2007 年至 2008 年，草鱼价格增长了约 40%，同期海大集团营业总收入同比增长率分别为 78.3%及 66.45%。在 2019 年初，草鱼价格相对小幅度回落，海大集团营业总收入同比增长率降至 15.90%。在 2016 年至 2018 年，发生相似现象，草鱼价格上涨，海大集团营业总收入同比增长率从 6.33%增长到 29.49%。面对今年的草鱼价格飞涨，由于我国水产品养殖多为中小养殖户并无规模化生产，为周期性行业，将导致养殖户增加对淡水鱼养殖数量，从而增加对水产饲料的需求。

图表 21：海大集团营收及增速情况



来源：公司年报，国联证券研究所整理

图表 22：草鱼批发价（元/kg）



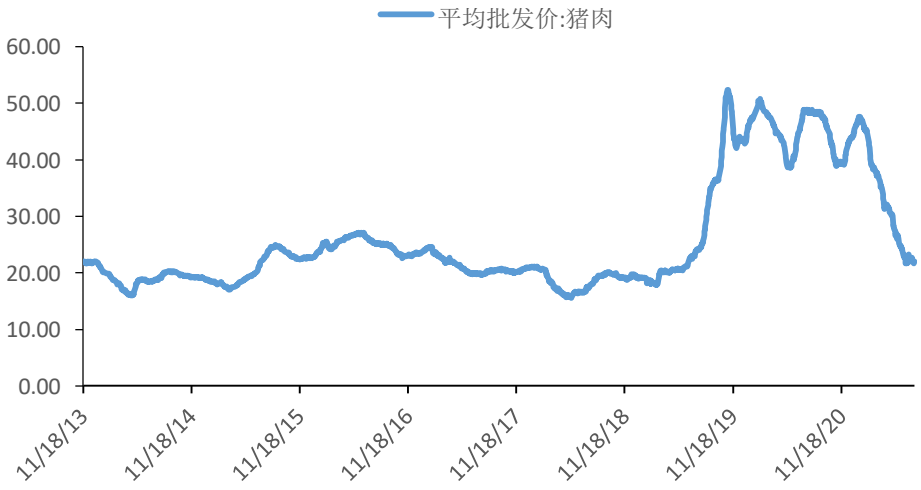
来源：wind，国联证券研究所整理

3.2.猪周期进入下行后半段，未来有望触底反弹

现阶段进入猪周期下行后半段（猪周期一般为四年，今年为第三年），猪价有望触底后反弹。受 2018 年非洲猪瘟影响，标猪存栏减少，猪价于 2019 年迅速增长，增长至 40 元每公斤，并在 2020 年整年维持高价。高猪价吸引了众多大型农牧企业加大对猪场投入，导致了猪存栏数量从 2019 年的 31040.69 万头增加到了 2020 年的 40650 万头。随着市场上猪肉数量供大于求，2021 年上半年猪肉价格下跌。截止到 2021 年 6 月 23 日，猪肉批发价已经跌倒了 21.94 元每公斤，与 2019 年 6 月 20 日猪价高速上涨前水平。高猪价所导致的养殖规模扩建效应和二次育肥成本过高最终造成养殖户恐慌性抛售。待中小养殖户被市场淘汰，猪价有望再次升高。

为稳定猪肉价格，减少猪肉价格过低导致的猪周期不稳定，国家发展改革委等部门联合印发《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》，在猪肉价格过高或过低的情况下，通过储备调节稳定价格。按预案规定，猪肉价格已触及政府过低警戒线，近期有极大可能引起政府进行猪肉储备。

图表 23：平均猪肉批发价格（元/kg）



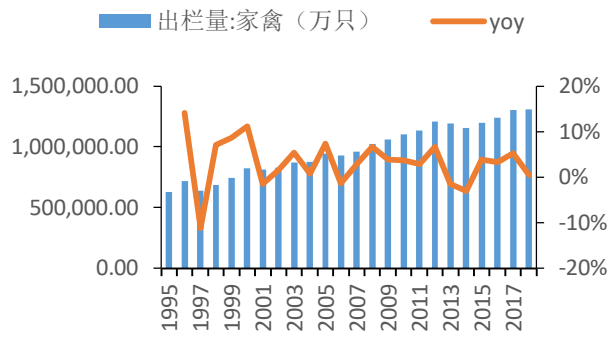
来源：wind，国联证券研究所整理

3.3.禽类产业稳定发展，与国际相比仍有空间

我国人均禽制品消费仍处低位，市场未来潜力巨大。据国家统计局数据，2019 年，肉禽及其制品的全国居民人均食品消费量为 10.80kg，是美国人均消费量的 1/4 左右。我国禽类出栏数量从 2010 年的 110 亿只增加到 2018 年的 130 亿只，CAGR2.11%，增长速度减缓但出栏数量总额巨大。随着人均禽类及其制品消费的增加，禽类出栏数量将会进一步增长，禽饲料的需求也会稳步增加。禽饲料价格逐步提升，据国家统计局数据，禽类饲料价格从近年来最低点 2016 年 4 月的 2.7 元/公斤升到 2021

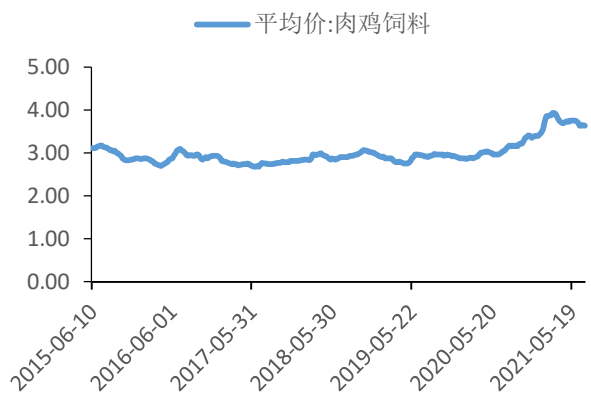
年 6 月 3.74 元/公斤，随着饲料原材料价格的上涨，禽类饲料面临着价涨量涨的情形。

图表 24：我国禽类出栏数量（万只）



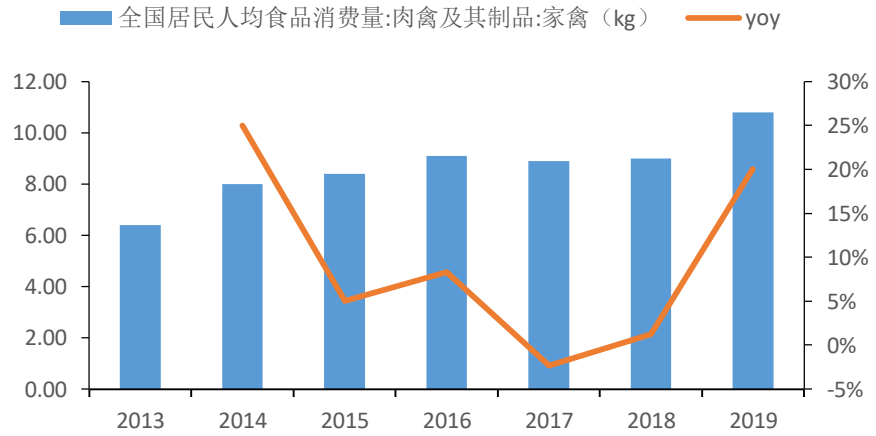
来源：wind，国联证券研究所整理

图表 25：肉鸡饲料平均价（元/kg）



来源：wind，国联证券研究所整理

图表 26：全国居民人均食品消费量：肉禽及其制品：家禽（kg）



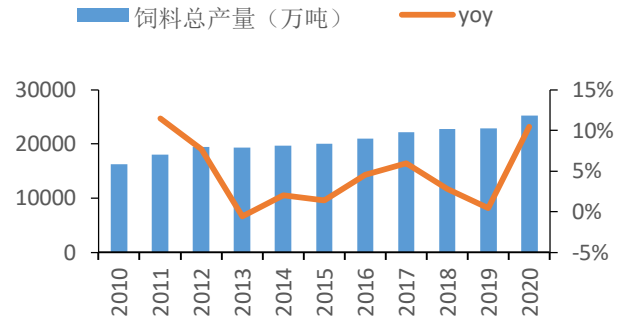
来源：wind，国联证券研究所整理

3.4.饲料行业整体平稳发展，不同品种仍有较大差异

我国饲料行业进入稳定发展阶段，饲料总量增速放缓，2020 年发生转折。进入 2013 年以来，我国饲料从高速增长模式进入缓慢增长模式，2013 年我国饲料总产量为 19338 万吨，2019 年饲料总产量为 22885.4 万吨，期间总增长 3547.4 万吨，增长 18%左右。2020 年产量为 25276 万吨，同比增长 2381 万吨，单年增速达 10.45%。2020 年的年产量高速增长主要由猪饲料与肉禽饲料的高速增长所支撑。不同种类饲料因饲养物种周期差异产生不同价格变动。受疫情影响，水产饲料产量 2020 年小幅下降，在政策变动及消费市场恢复的条件下，水产饲料 2021 产量有望高速增长。截

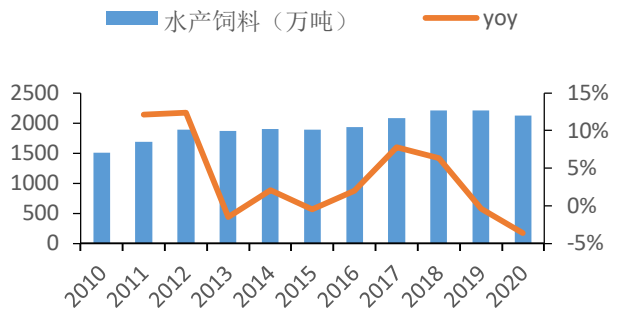
止到 2021 年 6 月底，水产饲料产量为 924 万吨，同比增长 9.4%，一改 2020 年产量下降趋势。

图表 27：全国饲料总产量（万吨）



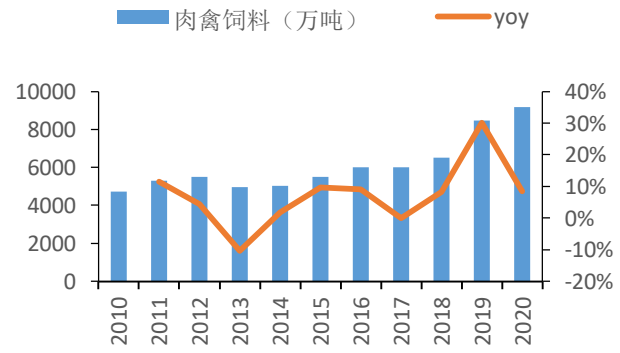
来源：wind，国联证券研究所整理

图表 28：全国水产饲料总产量（万吨）



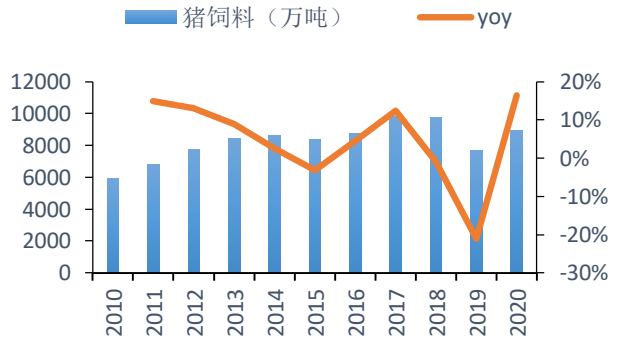
来源：wind，国联证券研究所整理

图表 29：全国肉禽饲料总产量（万吨）



来源：wind，国联证券研究所整理

图表 30：全国猪饲料总产量（万吨）

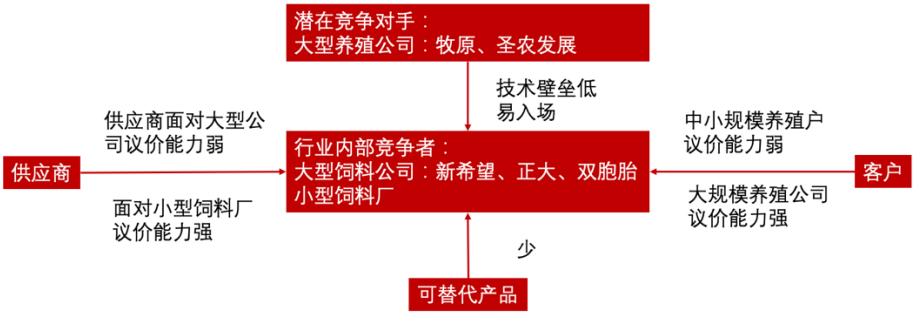


来源：wind，国联证券研究所整理

我国饲料行业集中度仍有大幅提升空间。我国大部分饲料公司的产品均以猪饲料或禽饲料为主，水产等其余饲料为辅，与德国、日本等国饲料行业相比，我国饲料行业龙头集中度仍然较低，我国 CR3（新希望、海大集团、温氏集团）产量占比约为 16.6%，德国、日本 CR3 在 30%以上集中度，海大集团作为目前国内饲料行业的领军企业，未来仍有较大的发展空间。

不同品种规模化差异导致饲料销售差异。我国畜禽类养殖规模化程度不断提升，养殖公司规模大，在饲料端相对拥有较强议价权。水产养殖主要以中小养殖户为主，饲料公司拥有议价权，因此利润较高。

图表 31：饲料行业波特五力分析



来源：国联证券研究所整理

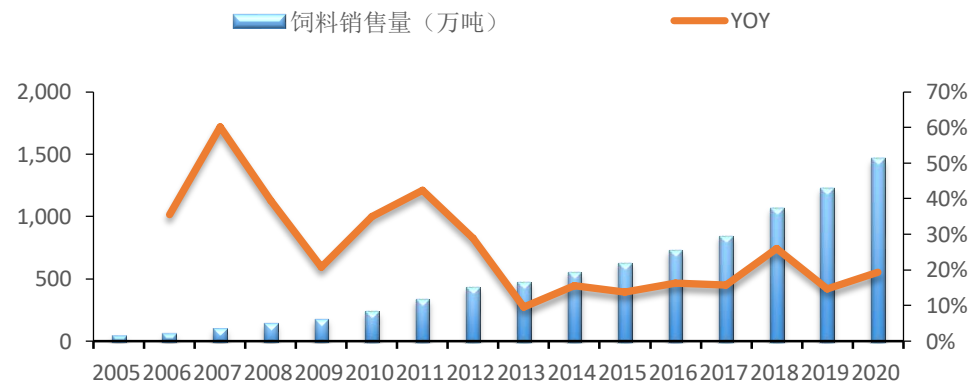
4. 海大集团饲料为主，种苗、动保、养殖多行业齐头并进

4.1.核心饲料业务稳定增长

海大饲料业务稳定增长。海大集团多年来聚焦于饲料产品的研发和生产，产品主要包括水产饲料、禽饲料和猪饲料等。2019 年该公司饲料销售量 1229 万吨，约占全国饲料销售总量的 5.37%，2020 年达 1466 万吨，约占全国饲料销售总额的 5.80%。该公司饲料销售规模在过去 10 年间保持高速增长，复合增长率达 25.60%，2020 年该公司饲料业务收入 487.65 亿元，占总营收的 80.84%，较上年同期增长 25.09%。

海大集团饲料生产采用“当地设厂、就近供应”的产销策略，生产上以“最为贴近市场、物流便利及资源丰富”为目标，进行多点布局，目前工厂分布于中国及东南亚近百个城市。截至 2020 年末，海大集团饲料生产线共 540 条，设计产能增至 2,105.09 万吨。由于不同饲料品类的生产效率不同，且水产饲料等产品季节性特点明显，因而产能利用率无法达到很高标准。但总体来看，海大集团产能利用率逐年提升，已处于行业领先水平。

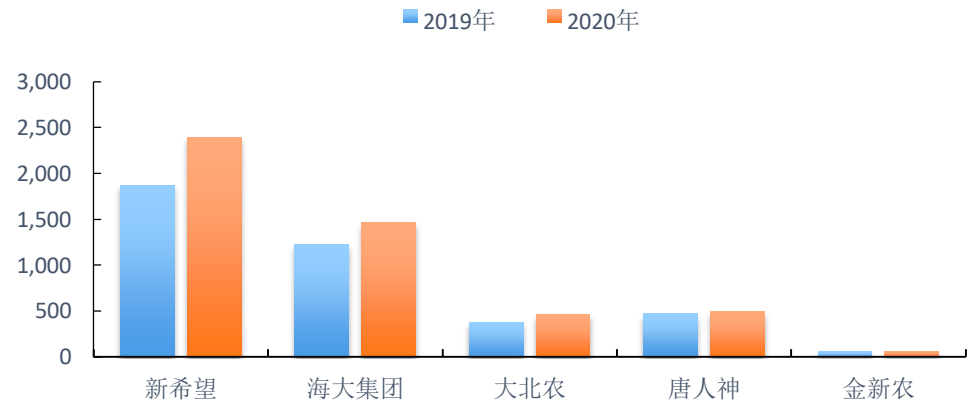
图表 32：海大集团饲料销售量及增速情况



来源：公司年报，国联证券研究所

海大饲料市占率最高。海大集团作为水产饲料龙头，近 10 年呈现 CAGR 近 25.60%的高速增长态势。2009 年至 2020 年，公司饲料销量的市占率已从 1%提升至 5.80%，其在水产饲料市场的市占率更是高达 18.2%。公司在加快饲料产能自主新建的同时，积极通过股权、资产收购及租赁、合作经营等并购投资方式，加快产能扩张。

图表 33：海大集团饲料销售量横向对比（万吨）



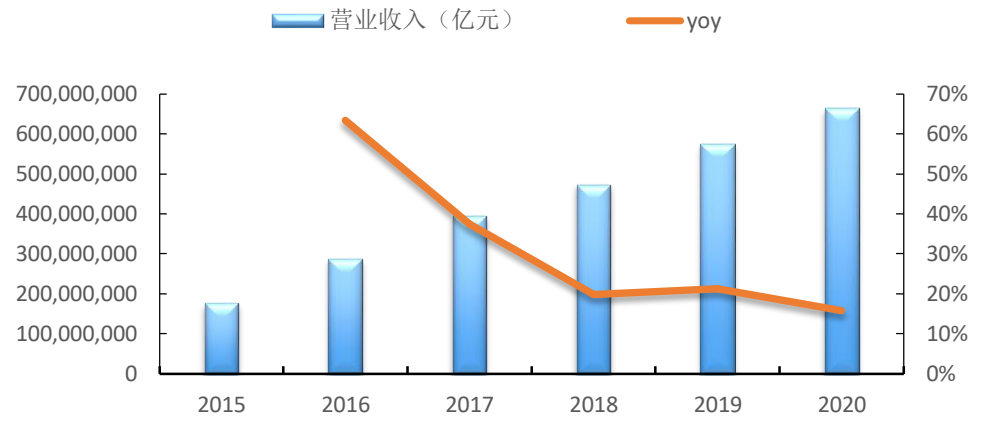
来源：公司年报，国联证券研究所

海大水产饲料业务结构优化，普水饲料转为特种水产饲料。海大在水产饲料行业进入成熟期后，加大了对高档膨化鱼饲料及虾蟹料的投入，完成了结构优化。在 2017 年，高档膨化鱼饲料占总水产饲料的 20%左右。到 2020 年，高档膨化鱼饲料及虾蟹料已经占水产饲料销售的 47%，未来这一比例将进一步增加并为公司带来利润。

4.2.动保业务稳定发展，协同其他行业增加核心竞争力

专业人才凝聚动保团队，新科技、新方法增加服务体验。依托于饲料业务的经营优势和客户资源，公司进入动保产品销售业务，产品包括水产和畜禽类使用的微生态产品、疫苗、兽药等，主要采用经销商销售模式销往终端养殖户。该公司动保销售业务为饲料及养殖产业链的延伸，进一步加强了业务的多元化及服务体系的完善程度，协同效应明显。近年来，该公司在畜禽动保的研发水平、产品生产及供应能力持续提升，2017-2019 年及 2020 年上半年，该公司动保销售收入分别为 3.95 亿元、4.73 亿元、5.74 亿元和 4.06 亿元，过去五年复合增速达 33.70%，且动保产品毛利率保持在 50%左右，利润比例逐年提升。

图表 34：海大集团动保业务营收及增速



来源：公司年报，国联证券研究所

4.3.海大已布局生猪养殖，有望成为公司新的盈利增长点

猪价跌至成本价，海大规模化优势体现。公司 2015 年开始布局生猪养殖业务，已经建立了“公司+农户”合作代养和“自繁自养”相结合的养殖模式，目前以“公司+农户”合作代养为主。

“公司+农户”合作代养模式下，海大集团将仔猪交由农户按照公司统一的养殖标准进行代养育肥后，由海大集团组织统一回收并对外销售；该种模式下，农户提供场地及饲养人员，海大集团提供猪苗、饲料、疫苗、技术服务，并支付养殖户养殖费用。

“自繁自养”模式下，海大集团自行开展仔猪生产及育肥工作，近年来主要通过自建方式扩大养殖规模。2020 年，生猪养殖业务实现收入 37.94 亿元。同比增长 175.46%，毛利率 30%，生猪出栏量近 100 万头。公司计划通过子公司在 2025 年实现 1100 万头生猪的产能布局。除饲料外的生猪养殖业务将会成为海大集团新的利润增长点。

目前海大集团在养殖板块属于行业落后地位，未来将重点投入该板块，完成从饲料企业向覆盖“原料贸易—各品类饲料—规模化养殖—食品深加工”全产业链的食品企业的转型。

4.4.核心种苗推动整体水产产业链建设

种苗业务高速发展，多项成果为未来打下基础。在 2020 年期间，公司种苗收入 5.86 亿元，同比增长 66%，毛利率 53%。种苗是支撑养殖业发展的根基，优秀的种苗可以做到饲料转化率高、抗疾病、环境适应性等优点，为养殖户带来超额收益。公司拥有全球领先的虾苗及淡水鱼苗的研发技术，通过遗传育种、基因工程育种、雌核发育育种等方式培育出生产速度快、抗病扛逆性强的新品种，公司还拥有上万亩鱼苗繁育水体，6.8 万立方虾苗鱼苗水体，50 多个苗种基地，4 个大型省级“水产育种场”，4 个国家水产新品种，还获得了农业部水产健康养殖示范场的称号。

图表 35：海大集团新繁育品种与特点



百容全雄黄颡鱼：全雄性、生长速度快，规档整齐、卖相好，低温摄食好、饵料系数低，抗应激能力强、耐运输



百容鳜鱼苗：生长速度快，养殖周期可缩短 10天-15天；体型好、畸形率低；苗种抗逆性强、存活率高



海兴农2号：培育生长快、养殖成活率高。



百容团头鲂鱼苗：体型好，生长度快、易起捕，成活率高、抗逆性强，抗病能力提高10%-18%

来源：海大集团官网，国联证券研究所

专业数据库中心应对海大多种产业。 公司专业研发团队近千人，依靠研究团队对渔业养殖行业长达二十多年的跟踪，建立了庞大的动物营养与饲料配方数据库、微生物菌种数据库、分子遗传育种数据库。动物营养与饲料配方数据库，使得公司可以在多种谷物原料中针对不同生物品种进行单独配置配方，从而达到快速育肥出栏的效果。微生物菌种数据库有助公司在疫苗、动保方面设计出针对不同动物疾病的疫苗与药品。分子遗传育种数据库有助公司在种苗业务中培育出生长速度快与抗病能力强的品种。

5. 创新技术及优秀管理制度力助公司成长

5.1.核心创新技术和专业化采购机制增强公司竞争力

公司拥有多项饲料、养殖行业专利成果从而提升公司整体竞争力。公司为提升整体竞争力，每年开展自主研发实验近千个。在新型原材料开发及替代技术方面，公司通过对活性因子的研究，实现了低鱼粉的技术突破，为公司增加了成本优势。功能性添加剂方面，研发团队主导了行业标准《饲料原料鱼浆》。精准化预混料和饲料方面，公司针对不同养殖模式、不同品种，开发了精准化预混料和配合饲料。截止到2020 年年底，公司在养殖行业中共取得 300 余个授权专利。

图表 36：海大集团科研成果

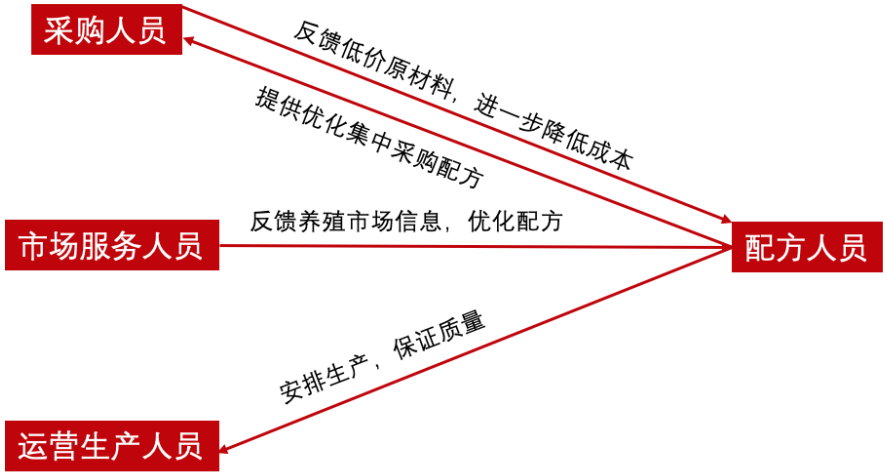


来源：公司官网

专业化集中采购带来成本优势。公司采用大宗品种集中采购和区域性品种本地采购，凭借着饲料龙头的地位，形成规模采购优势。公司同时采用现货、期货、期权等多种采购工具，并配有由 293 位采购人员所组成的采购团队进行一个成本端的控制。专业化团队按照原材料类别细分，并对不同品种的行情走势进行判断，最终进行不同采购工具的策略的制定。公司凭借着采购团队的优异表现，不仅完成了降低公司原材料成本的目标，还开发了新的原材料贸易业务。公司每年通过采购团队获得的低价原材料多于公司生产所需，因此公司通过二次销售原材料获取利润。2020 年该项业务实现收入 44.05 亿元。

四位一体联动机制帮助公司控制成本。四位一体指的是研发、采购、生产、管理四部门联合运营从而降低成本。采购人员根据配方采购低价原材料，同时采购人员在市场发现某种原材料能进一步降低成本，配方人员能在保证质量的前提下进行配方调整，使用该低价原材料。市场服务人员能够及时反馈市场养殖行情给配方人员从而优化配方。内部运营部门能够应对配方的调整，保证公司的产品生产质量。四位一体的整体程序使得公司能在低成本下提供高质量产品，从而提高产品优势。

图表 37：四位一体运作机制



来源：公司年报，国联证券研究所整理

5.2.优异管理制度增强公司软实力

公司制定以服务为主策略，全力推动养殖技术支持。海大集团在早期建立了以客户利益为第一宗旨，为养殖户提供全方位服务从而帮助客户获取更高收益。公司已建立了千个乡村振兴技术服务站，并指派了万名乡村振兴服务工程师帮助养殖户解决技术问题。公司拥有了解技术的服务营销团队，能深入到养殖场了解客户具体需求，再反馈公司支持公司技术精准对标客户养殖需求。最终公司可为水产养殖户提供了从种苗、饲料、动保、养殖技术服务及金融服务的整体产业链上的服务。

图表 38：海大集团乡村技术服务站



来源：公司公众号

公司拥有清晰的产品定位。公司将产品定位为高端和中端产品。高端产品价格高，生长效果和效率优势明显，可突出品牌效应；中端产品追求在价格与市场其他品牌相近时，生长效果和效率优于其他品牌，突出品牌性价比。

图表 39：海大集团饲料产品



海大鱼四宝.png



虾蟹四宝png



虾多康

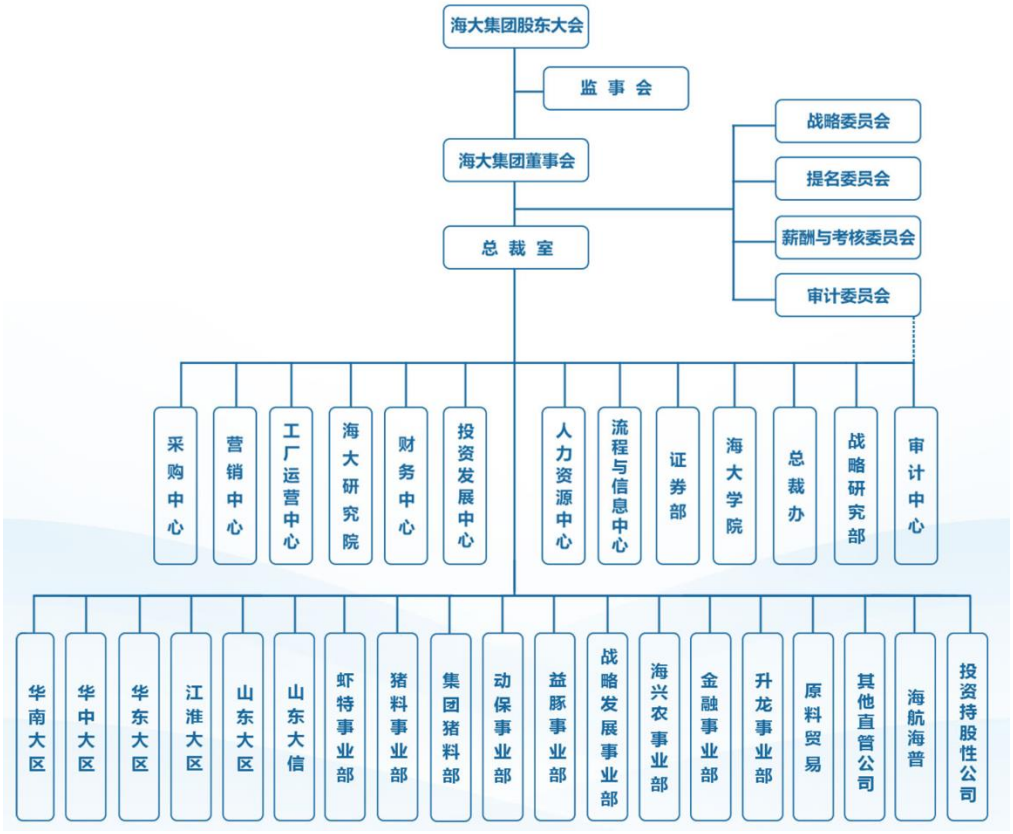
来源：公司官网

依靠扁平化管理制度，多部门专业中心与集团中心协同发力。海大集团采用“中心+子公司”的经营模式，提升运营管理效率。针对饲料行业的特性，公司在组织架构上采用了更加扁平化的事业部制度。其优势在于资源和权利向分子公司及一线倾斜，从而保证了公司能够快速获悉市场状况及动向，并及时做出反应和调整。总部下设专业中心，在推动技术及管理提升的同时，向各大区、事业部及分子公司进行人员派出，借助扁平化组织机构实现技术、管理与生产、销售的内部协调。该组织架构一方面避免了集团权利过大但远离市场的问题，另一方面也避免了大企业存在的内部效率底下问题。激活了企业内部营运管理的机动灵活性。

为了提升效率，公司推动了 SAP、EPS、业务共享系统等管理软件加强公司的数据化、流程化和标准化。在数据化下，公司可以对各个子公司进行大数据分析对比从而优化整体流程，提高效率。在发现新的高效运营模式后，通过系统进行流程化和标准化的推动从而提升公司竞争力。

海大集团设置了研究院、采购中心、营销中心、财务中心、审计中心、流程与信息中心和人力资源中心、海大学院等专业职能部门。下属分公司以大区和产品进行分类。充分发挥研发、采购、生产、管理四位一体联动机制，避免了冗长的审批制度。

图表 40：海大集团内部架构



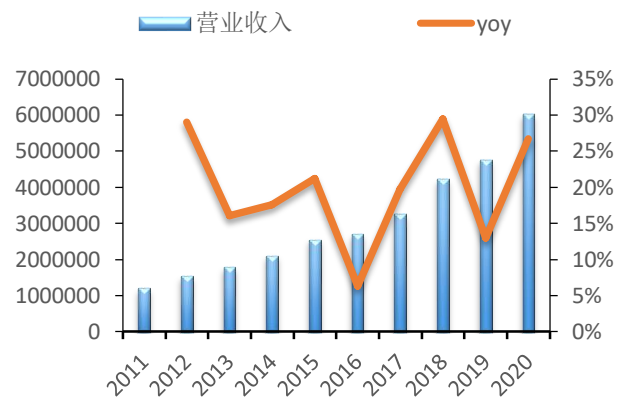
来源：公司官网

5.3.财务状况良好，债务增速仍需关注

盈利能力保持较高水平。近年来海大集团主营业务发展良好，营业收入增速较快，加之生猪养殖业务毛利率大幅提升，共同推动经营性业务利润和利润总额呈现逐年增长趋势。

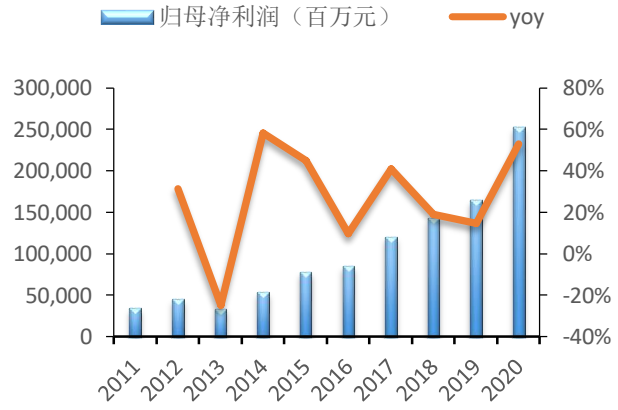
毛利率方面，饲料销售业务毛利率呈现小幅下滑趋势，具体来看，2018 年生猪养殖行业低迷，猪饲料利润被压缩；2019 年毛利率低的禽饲料销量占比提升。得益于猪肉价格上涨，2019 年以来海大农产品销售毛利率大幅提升。此外，海大集团动保产品销售业务得以维持较高毛利率水平。2020 年，得益于客户粘性的进一步提升及饲料产品市场占有率持续扩大，毛利率水平有所回升。

图表 41：海大集团营收及增速情况



来源：公司年报，国联证券研究所

图表 42：海大集团归母净利润及增速情况



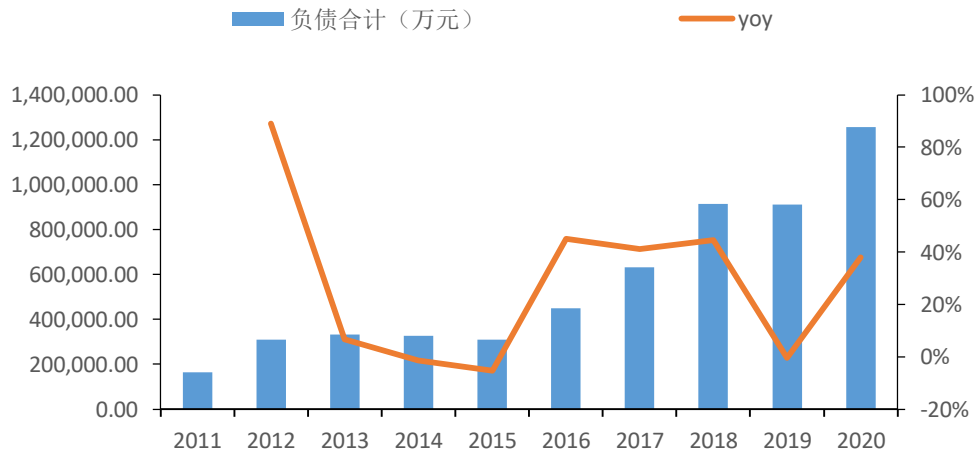
来源：公司年报，国联证券研究所

资产及负债规模快速上升，财务杠杆比率呈上行趋势。海大集团流动资产占比较高，主要由货币资金、应收账款和存货构成。截至 2020 年末，公司受限资产为 6629。11 万元，主要为各类保证金，受限比例很低。海大集团应收账款主要为应收饲料货款，存货主要包括饲料原材料、饲料产成品及存栏生猪，饲料产品销售周转较快。

海大集团总负债主要由有息债务和以原材料采购款及工程款为主的应付账款构成，近年来随业务扩张而快速增长。以短期债务为主的期限结构符合饲料行业特性，但快速上升的债务规模也增加了公司的短期偿债压力。

2015-2020 年海大集团负债规模呈增长态势，负债以短期刚性债务为主，随着饲料新产能项目、生猪养殖项目等建设持续推进，预计公司仍将继续面临较大的资金需求，短期内债务压力仍较大。海大集团的高 ROE 基于高周转与高杠杆，目前持续扩张则会使固定资产等摊销成本增大，财务杠杆的问题可能进一步凸显。

图表 43：海大集团负债合计及增速

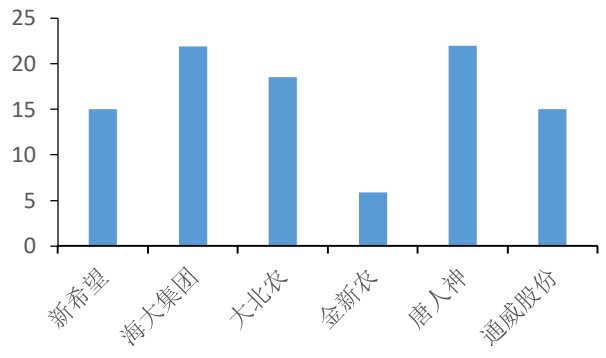


来源：公司年报，国联证券研究所

5.4.高效销售团队创造公司高 ROE

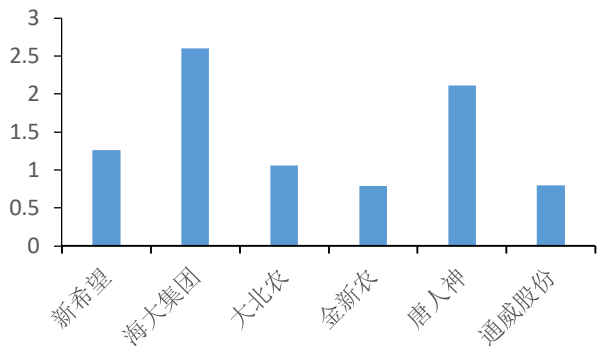
公司高资产周转率推动 ROE 创造优势。在 2020 年，海大集团的净资产收益率高达 21.86%，在行业内处于领先地位。根据杜邦分析法将净资产收益率拆分为销售净利率、资产周转率和权益乘数。我们发现海大集团在销售净利率及权益乘数上处于市场平均水平，公司的资产周转率处于行业领先水平，因此公司的净资产收益率受高资产周转率影响而处于行业领先水平。公司采取的销售组织和管理团队形成的销售与服务形成的互补，从而增加了公司的销售效率。

图表 44：2020 年饲料公司净资产收益率



来源：wind，国联证券研究所

图表 45：2020 年饲料公司总资产周转率



来源：wind，国联证券研究所

图表 46：2020 年饲料公司杜邦分析

公司名称	净资产收益率 ROE	权益乘数	总资产周转率	销售净利率
新希望	15.00	2.63	1.26	5.32
海大集团	21.86	2.01	2.60	4.72
大北农	18.55	2.04	1.06	11.28
金新农	5.90	2.30	0.79	6.03
唐人神	21.94	2.03	2.11	5.77
通威股份	15.00	2.31	0.80	8.40

来源：公司年报，国联证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

我们基于下面的假设预测公司未来业绩：1）禁渔政策下，水产养殖行业规模维持每年 1.74%的持续性增长。2）公司对于生猪、禽链等业务的布局能够保持高速增长但低于 2020 年处在周期高点的增速。（生猪养殖业务 2020 年同比增长 175.46%，

禽链业务同比增长 81.27%）

各业务分析：

核心假设一：公司饲料业务市占率稳定并进一步提升，饲料行业集中度提升，海大完整的饲料销售产业链提升销售量。

核心假设二：禽链业务高速扩张，新建鱼产业链带来高收益。禽链业务在 2020 年增速达 80%。预计未来农产品销售业务维持平均每年 60%的增速，进入高速扩张阶段。2021 年上半年海大在水产养殖业务实现收入 3.26 亿元。海大在鱼类养殖行业有强大技术、成本优势明显，未来有望保持高速增长，给公司带来超额收益。

核心假设三：公司规模扩张，服务客户数量增加，动保业务与公司规模成比例增加。动保业务的扩张依赖于公司整体水产养殖链的扩张。

核心假设四：受海外因素影响，原材料价格进一步上涨。海外的天气异常（美国的西部干旱和巴西大旱）及疫情因素推动价格进一步上涨。

1）饲料销售方面，公司 2020 年实现销售收入 487.65 亿元，同比增长 25.09%，毛利率 10.32%。由于公司饲料生产线可共用，结合公司未来饲料扩产计划和饲料市场高度竞争的条件下，我们预测公司饲料销售额增长率为 20%，22%，24%，毛利率随着市场竞争度的提升而小幅下降，假设三年分别为 10.30%/10.20%/10.10%。

2）农产品销售方面，该业务包括生猪养殖业务，禽产业链业务及水产养殖业务。农产品销售业务在 2020 年实现销售收入 63.68 亿元，同比增长 132.21%，毛利率 22.40%。公司的禽链业务和水产业务都处于起步阶段，规模较小，凭借公司在水产市场和禽饲料市场的优势，未来有望成为新的公司增长亮点。由于生猪养殖在此项业务占比较高，现在处于猪周期价格底部，我们预测 2021 年此项业务增速相比 2020 年会出现大幅下降。随着猪价回升及未来公司生猪产能的提高，2022 年及 2023 年此项业务增速会逐步提升。因此，我们假设三年销售额增长率分别为 50.00%/60.00%/65.00%，毛利率随市场份额上升整体保持微升态势，毛利率分别为 20.00%/22.00%/24.00%。

3）微生态制剂方面，此项业务主要为公司的动保业务。2020 年，此项业务实现销售收入 6.65 亿元，同比增长 15.78%，毛利率 51%。由于动保业务在公司总业务中占比小，公司主要将资金投入饲料与养殖行业，我们预测动保业务维持稳定发展，未来销售增长率和毛利率保持稳定。因此我们在预测时取公司 2019 年、2020 年增速均值，假设公司三年内此项业务增长率为 18.53%，毛利率为 52.31%。

4）原料贸易业务方面，2020 年，公司实现收入 44.05 亿元，同比下降 15.28%。2020 年，由于大宗商品的价格上升，玉米、豆粕等主要饲料价格持续上行，为满足公司饲料基础生产，公司此项业务出现小幅下滑。但我们认为海大凭借专业的采购团队和规模化优势，公司未来在此项业务仍可取得增长。据公

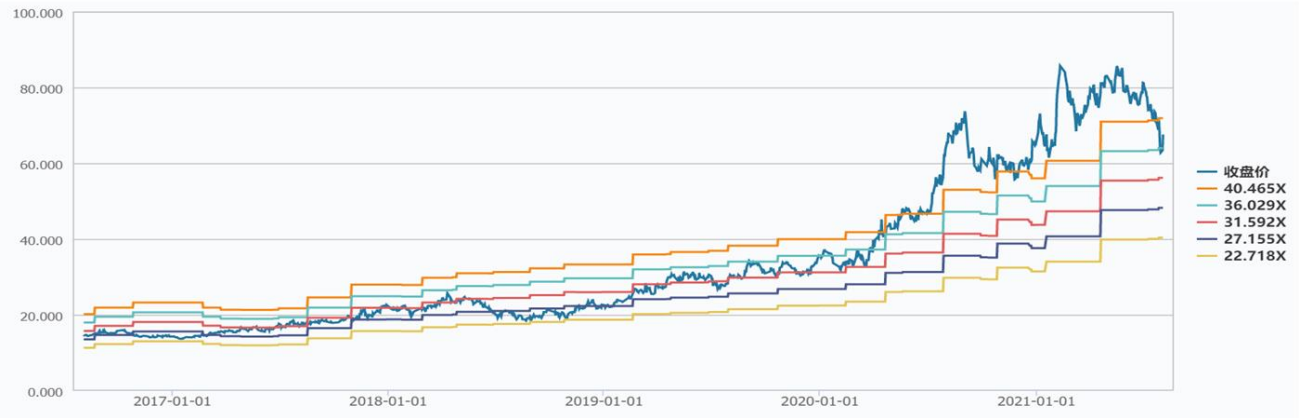
司 2021 年中报，公司此项业务 2021 年上半年实现收入 31.6 亿元，同比增长 20%，毛利率为 3.44%。结合公司采购团队在此项业务的出色表现及原材料下半年涨价的风险，我们假设公司三年销售额增长率分别为 10.00%/11.00%/12.00%，毛利率保持稳定略有波动，分别为 3.33%/4.50%/5.50%。

图表 47：公司营收分类预测

（营收/百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
饲料销售	38,985.19	48,765.21	58,518.26	71,392.27	88,526.42
同比	11.50%	25.09%	20.00%	22.00%	24.00%
毛利率	10.84%	10.32%	10.30%	10.20%	10.10%
农产品销售	2,741.20	6,368.09	9,552.13	15,283.41	25,217.62
同比	57.40%	132.31%	50.00%	60.00%	65.00%
毛利率	22.51%	22.40%	20.00%	22.00%	24.00%
原料贸易	5,199.46	4,404.96	4,845.46	5,378.46	6,023.87
同比	6.66%	-15.28%	10.00%	11.00%	12.00%
毛利率	3.00%	3.35%	3.33%	4.50%	5.50%
微生态制剂	574.06	664.66	787.84	933.85	1,106.92
同比	21.28%	15.78%	18.53%	18.53%	18.53%
毛利率	54.04%	50.58%	52.31%	52.31%	52.31%
其他	112.68	120.94	131.91	143.88	156.94
同比	10.81%	7.33%	9.07%	9.07%	9.07%
毛利率	71.55%	75.26%	73.41%	73.41%	73.41%
合计	47,612.59	60,323.86	73,835.60	93,131.87	121,031.76
同比	12.94%	26.70%	22.40%	26.13%	29.96%
毛利率	10.85%	11.32%	11.66%	12.33%	13.24%

来源：公司年报，国联证券研究所预测

图表 48：海大集团 PE-Band



来源：Wind

海大集团布局多种饲料，增长稳定，并非单一饲料，因此与行业内多数主要布局单一饲料的公司不可比。海大集团作为水产饲料行业的龙头标杆，考虑到公司增长的

稳定性以及多赛道布局的安排，长期获得市场给予估值溢价。综合考虑公司的特殊性及稳定的业绩增速，最近三年净利润 CAGR 为 32.45%，再结合公司 2021 年中报业绩创新高及未来的扩产计划，给予公司 2021 年 42XPE，对应目标价为 72.66 元。

图表 49：预测模型数据

估值假设	数值	备注
无风险利率Rf	2.00%	
市场预期回报率Rm	6.00%	
β参考值	0.8821	上证综合指数
股权成本测算值	0.06	
税后债务资本成Kd	3.00%	
有效税率 Tx	14.58%	
债务资本比重Wd	3.00%	
WACC 测算值	5.45%	
第二阶段年数（年）	6	假设第二阶段（2024-2029）
第二阶段增长率	5.00%	5%增速成长
永续增长率	2.00%	

来源：同花顺，公司年报，国联证券研究所

图表 50：公司 FCFF 与折现值测算

	2020	2021E	2022E	2023E
NOPLAT	3,120.01	3,336.53	4,724.06	7,059.37
加：折旧与摊销	897.50	1,975.29	2,630.71	3,139.31
经营现金毛流量	4,017.50	5,311.81	7,354.77	10,198.68
减：营运资本增加	5,182.60	-3,248.84	1,086.15	1,784.09
经营现金净流量	-1,165.10	8,560.65	6,268.61	8,414.59
减：资本支出	3,217.21	3,729.40	4,102.34	4,102.34
实体现金流量	-4,382.31	4,831.25	2,166.27	4,312.25
现值系数		0.9796	0.9289	0.8809
现金流折现值		4732.48	2012.27	3798.55

来源：同花顺，国联证券研究所测算

按照三阶模型进行自由现金流折现算，公司目标价为 81.86 元。

我们预计公司 2021-23 年 EPS 分别为 1.73 元、2.51 元和 3.85 元，对应 PE 为 40 倍、28 倍和 18 倍，3 年 CAGR 约为 28.03%。综合相对估值法和绝对估值法的估值，我们取两种方法均值，给予公司 77.26 元目标价。我们认为，海大集团在饲料行业的销售能力，及养殖、种苗、动保多行业发展的协同效应，品牌与营收能力全

面优于竞争对手，发展稳定，首次覆盖给予“增持”评级。

7. 风险提示

1. 动物疫情：海大集团核心业务为鱼类、禽类、畜牧类生物提供饲料。影响养殖行业的传染性疾病如非洲猪瘟，禽流感等会造成养殖类品种的大面积死亡，从而导致对公司核心业务饲料的需求减少。

2. 极端天气：饲料的原材料多为植物性原料，极端天气如持续高温或台风会影响作为原料的植物的生长从而导致饲料成本过高。海大集团主要以水产饲料为公司核心产品，水产养殖地点多为湖泊、江河领域，台风、暴雨及干旱等极端特殊天气都会对养殖行业产生影响从而影响水产饲料的销售。

3. 长期猪周期低点：长期猪周期低点会淘汰大量养殖户从而导致猪饲料需求降低，还会影响大规模生猪养殖企业的利润从而导致公司净利润降低，进而影响股价。

图表 51：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1850	2056	7384	9313	12103
应收账款+票据	1032	1085	1233	1300	1689
预付账款	453	1871	809	765	995
存货	4463	7255	4825	5369	5754
其他	937	1997	2144	2617	3299
流动资产合计	8735	14264	16395	19364	23841
长期股权投资	63	59	59	59	59
固定资产	6464	7990	8534	10475	11918
在建工程	658	1592	3191	3112	2847
无形资产	1122	1257	1050	842	633
其他非流动资产	1813	2364	2155	1942	1916
非流动资产合计	10119	13262	14989	16431	17374
资产总计	18854	27527	31384	35794	41214
短期借款	3021	4736	4878	4064	1695
应付账款+票据	1917	2061	2702	3383	4351
其他	2968	4052	4814	6016	7741
流动负债合计	7906	10849	12394	13463	13787
长期带息负债	822	1161	1161	1161	1161
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他	385	558	558	558	558
非流动负债合计	1206	1719	1719	1719	1719
负债合计	9112	12568	14113	15182	15507
少数股东权益	638	986	1219	1557	2076
股本	1580	1661	1661	1661	1661
资本公积	2119	5042	5042	5042	5042
留存收益	5405	7270	9305	12264	16797
股东权益合计	9742	14959	17226	20524	25576
负债和股东权益总计	18854	27527	31340	35706	41082

现金流量表

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1789.5	2849.8	3105.3	4516.2	6917.7
折旧摊销	662.1	897.5	1975	2631	3139
财务费用	211.9	236.2	249	222	144
存货减少	380.5	-2792.0	2430	-544	-385
营运资金变动	639.0	-3649.0	4600	843	1006
其他	-459	2899	-2403	574	405
经营活动现金流	3223.9	441.8	9957	8242	11227
资本支出	2288	3217	-3729	-4102	-4102
长期投资	67	-1268	0	0	0
其他	104	164	44	44	44
投资活动现金流	-2117	-4321	-3685	-4058	-4058
债权融资	-716	2055	142	-814	-2368
股权融资	-1	81	0	0	0
其他	-770	1878	-1087	-1440	-2010
筹资活动现金流	-1488	4014	-945	-2254	-4379
现金净增加额	-357	143	5327	1930	2790

利润表

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	47612.6	60323.9	73835.6	93131.9	121031.8
营业成本	42223.4	53291.8	65227.5	81651.3	105012.8
营业税金及附加	60.6	68.9	90.5	114.1	148.3
营业费用	1562.7	1342.8	2160.1	2724.7	3540.9
管理费用	1606.8	2038.3	2407.3	3036.4	3946.0
财务费用	211.9	236.2	248.9	221.6	144.1
资产减值损失	-50.2	-56.9	-87.7	-110.6	-143.8
公允价值变动收益	8.0	-12.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	160.0	2.1	0.0	0.0	0.0
其他	33.2	67.7	44.9	37.1	25.9
营业利润	2098.2	3346.8	3658.5	5310.3	8121.8
营业外净收益	-4.2	-62.5	-23.0	-23.0	-23.0
利润总额	2094.0	3284.3	3635.6	5287.3	8098.9
所得税	304.5	434.5	530.2	771.1	1181.2
净利润	1789.5	2849.8	3105.3	4516.2	6917.7
少数股东损益	140.7	327.1	232.8	338.5	518.5
归母公司净利润	1648.8	2522.7	2872.6	4177.7	6399.2

主要财务

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营收增长率	12.94%	26.70%	22.40%	26.13%	29.96%
EBIT 增长率	16.15%	52.67%	10.34%	41.82%	49.63%
EBITDA 增长率	17.62%	48.85%	32.63%	38.91%	39.84%
归母净利润增长	14.71%	53.01%	13.87%	45.43%	53.18%
获利能力					
毛利率	11.32%	11.66%	11.66%	12.33%	13.24%
净利率	3.76%	4.72%	4.21%	4.85%	5.72%
ROE	18.11%	18.05%	17.95%	22.03%	27.23%
ROIC	15.77%	23.48%	16.41%	20.77%	27.98%
偿债能力					
资产负债	48.33%	45.66%	44.97%	42.41%	37.62%
流动比率	1.10	1.31	1.32	1.44	1.73
速动比率	0.45	0.56	0.84	0.93	1.18
营运能力					
应收账款周转率	46.60	56.52	60.83	73.00	73.00
存货周转率	9.46	7.35	13.52	15.21	18.25
总资产周转	2.53	2.19	2.35	2.60	2.94
每股指标					
每股收益	0.99	1.52	1.73	2.51	3.85
每股经营现金流	1.94	0.27	5.99	4.96	6.76
每股净资产	5.48	8.41	9.64	11.42	14.15
估值比率					
市盈率	69.84	45.65	40.09	27.56	17.99
市净率	12.6	8.2	7.2	6.1	4.9
EV/EBITDA	38.3	27.5	20.8	14.9	10.5
EV/EBIT	49.32	34.52	31.38	22.04	14.51

数据来源：公司公告、iFinD、国联证券研究所预测

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司(已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格)及其附属机构(以下统称“国联证券”)。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场 1 座 37 层

电话：021-38991500

传真：021-38571373