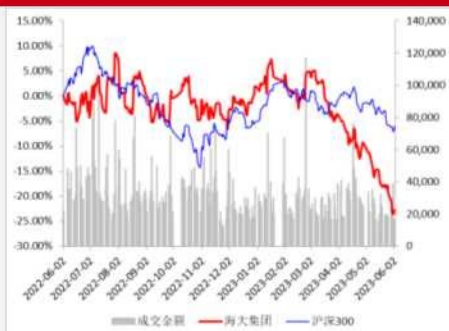




## 海大集团：饲料业务竞争力强，生猪养殖成本管控优异

公司评级： 增持

近一年该股相对沪深300走势



基础数据

|              |      |
|--------------|------|
| 总股本（百万股）     | 1664 |
| 实际流通A股（百万股）  | 1663 |
| 实际流通A股市值（亿元） | 778  |

研究员 李栋

投资咨询证书号 S0620521100001

电话 025-58519171

邮箱 dongli@njzq.com.cn

研究助理 黄逸慧

电话 025-58519167

邮箱 huangyihui@njzq.com.cn

- 业绩回顾：**2022年全国工业饲料总产量30223.4万吨（同比+3.7%），公司实现饲料销量2165万吨（含内部养殖用量141万吨），同比增加10%，市占率持续提升至7.16%，位列全国第二。饲料分品类，猪料/禽料/水产料分别外销 494（+7%）/1002（+6%）/512（+10%）万吨。2022年公司实现总营收1047.15亿元（同比+21.63%），饲料、农产品、原料贸易、动保分别贡献848.82/124.56/61.67/10.45亿元，同比增长21.58%/44.34%/ -3.49%/17.05%，综合毛利率9.27%，同比+0.78pct，各板块毛利率8.05%/16.87%/2.33%/48.71%，同比变化-1.03pct/+16.07pct/ -1.72pct/-2.14pct。期间费用率5.61%，同比-0.31pct，归母净利29.54亿（同比+80.54%）。2023Q1，公司实现饲料销量约440万吨（+5%），营业收入233.58亿元（+17.07%），归母净利润4.08亿元（+103.24%）。
- 饲料行业分析：**2022年养殖端亏损，原材料价格高企，餐饮消费低迷，饲料行业上半年触底下半年回暖，今年预计行业边际好转。水产料方面，2022年末疫情管控打断上市节奏，水产品存塘量大于春节后集中去库存，价格走低，至5月普水鱼仍在库存消化中，价格持续低迷，特水鱼库存逐步消化完毕，部分产品价格回升，预计2023年特水产品价格修复将好于普水产品，伴随餐饮消费恢复，推动特水饲料需求边际改善。猪料方面，2023年一季度生猪存栏量同比增加2%，根据10个月前的能繁母猪数据，2022年下半年能繁母猪存栏量逐步回升，叠加生产效率提升，预计整体养殖量略高于去年，猪饲料整体预计总量较去年微增。禽料方面，一季度产业整体处于盈利状态，3月起补栏增加，预计伴随大鸡存栏增加，禽饲料需求将略有好转。
- 饲料核心优势：**公司服务销售模式领先，通过种苗+饲料+动保+技术支

持小产业链综合服务模式，深度绑定客户，在水产领域优势明显，公司拥有先进的虾苗及淡水鱼苗技术，持续加大特水育种投入，动保方面4大品牌水纪元（虾料）、海联科、和生堂（畜禽）、海林格（猪疫苗）覆盖水产与畜禽，在增加饲料竞争优势同时业务收入高速增长，2022年动保与种苗各实现营收约11个亿，毛利率约50%/60%，4年CAGR为22%和41%。公司持续增加研发投入，加深技术优势，2022年研发费用达7.11亿元，共有研发人员3382人占比9.39%，处于行业领先水平。研发成果多维度体现在产品竞争力上，优势配方提升产品效能（动物生长效率、存活率等），能够根据原材料价格情况及时调整配方，降低成本提升效益。公司有较强原材料采购优势，876人专业化采购团队，90%集中采购+10%属地采购模式，原料交易管控库存，利用衍生工具进行风险管理，取得成本优势。

- **生猪养殖业务：**公司生猪养殖业务于2015年起步，非瘟后加速发展，2022年出栏320万头生猪，营收约70亿元，在A股生猪养殖上市公司中排名中位。养殖模式以公司+农户为主，布局南方省份（广东、广西、贵州、福建），2022年成本管控优异，完全成本在A股生猪养殖上市公司中排第一梯队，有较强竞争力，未来有望贡献较好利润。
- **盈利预测：**考虑到原材料价格波动影响，预计公司2023-2025年营业收入为1189.49/1413.15/1653.34亿元，归母净利润30.11/46.98/58.03亿元，EPS 1.81/2.82/3.49元。对应PE 25.77x/16.54x/13.37x，公司发展稳健，核心竞争力突出，生猪养殖成绩较好，给与增持评级。
- **风险提示：**公司业绩不及预期，原材料价格下降速度，生猪价格波动。

财务报表预测：

## 利润表

| 年（百万元，百万股） | 2021             | 2022              | 2023E             | 2024E             | 2025E             |
|------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入       | <b>85,998.56</b> | <b>104,715.42</b> | <b>118,949.00</b> | <b>141,315.00</b> | <b>165,334.00</b> |
| 营业成本       | 78,698.78        | 95,003.58         | 108,135.00        | 127,293.00        | 148,643.00        |
| 营业税金及附加    | 103.11           | 123.27            | 142.74            | 169.58            | 198.40            |
| 销售费用       | 1,808.25         | 1,980.99          | 2,260.03          | 2,543.67          | 2,976.01          |
| 管理费用       | 2,228.52         | 2,583.82          | 2,973.73          | 3,391.56          | 3,968.02          |
| 研发费用       | 653.00           | 711.24            | 892.12            | 1,059.86          | 1,240.01          |
| 财务费用       | 402.89           | 596.76            | 608.31            | 652.21            | 619.60            |
| 资产减值损失     | -72.19           | -51.87            | -59.48            | -59.06            | -58.00            |
| 信用减值损失     | -87.40           | -151.83           | -112.28           | -121.32           | -123.39           |
| 其他经营损益     | --               | --                | --                | --                | --                |
| 投资收益       | 384.85           | 267.12            | 203.52            | 203.52            | 203.52            |
| 公允价值变动损益   | 47.11            | -25.95            | --                | --                | --                |
| 资产处置收益     | 0.65             | 6.72              | 1.69              | --                | --                |
| 其他收益       | 90.87            | 143.08            | 118.82            | 122.25            | 124.58            |
| 营业利润       | <b>2,467.90</b>  | <b>3,903.05</b>   | <b>4,087.7</b>    | <b>6,350.5</b>    | <b>7,835.7</b>    |
| 营业外收入      | 42.37            | 43.86             | 40.11             | 41.74             | 41.55             |
| 营业外支出      | 48.50            | 124.18            | 92.72             | 95.84             | 99.52             |
| 其他非经营损益    | --               | --                | --                | --                | --                |
| 利润总额       | <b>2,461.77</b>  | <b>3,822.72</b>   | <b>4,035.09</b>   | <b>6,296.40</b>   | <b>7,777.73</b>   |
| 所得税        | 650.68           | 658.28            | 726.32            | 1,133.35          | 1,399.99          |
| 净利润        | <b>1,811.09</b>  | <b>3,164.44</b>   | <b>3,308.77</b>   | <b>5,163.05</b>   | <b>6,377.74</b>   |
| 少数股东损益     | 215.04           | 210.30            | 297.79            | 464.67            | 574.00            |
| 归属母公司股东净利润 | <b>1,596.05</b>  | <b>2,954.14</b>   | <b>3,010.98</b>   | <b>4,698.38</b>   | <b>5,803.74</b>   |
| 总股本        | 1,661.16         | 1,661.16          | 1,663.75          | 1,663.75          | 1,663.75          |
| EPS(元)     | <b>0.96</b>      | <b>1.79</b>       | <b>1.81</b>       | <b>2.82</b>       | <b>3.49</b>       |
| 市盈率 (PE)   | <b>48.59</b>     | <b>26.06</b>      | <b>25.77</b>      | <b>16.54</b>      | <b>13.37</b>      |

注：市盈率截至2023年6月1日

请务必阅读正文之后的重要法律声明

## 免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对投资者私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 南京证券行业投资评级标准：

- 推 荐：预计 6 个月内该行业指数相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上；
- 中 性：预计 6 个月内该行业指数相对沪深 300 指数涨幅在-10%~10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内该行业指数相对沪深 300 指数跌幅在 10%以上。

### 南京证券上市公司投资评级标准：

- 买 入：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
- 增 持：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数涨幅在 5%~15%之间；
- 中 性：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数涨幅在-10%~5%之间；
- 回 避：预计 6 个月内该上市公司股价相对沪深 300 指数跌幅在 10%以上。

请务必阅读正文之后的重要法律声明