

证券研究报告—深度报告

农林牧渔

畜牧业

海大集团(002311)
买入

 合理估
值·

70-75

 元 昨收
盘·

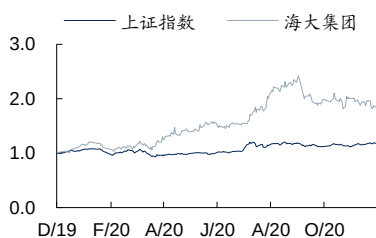
56.29

元

首次评级

2020 年 12 月 02 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,610/1,595
总市值/流通(百万元)	90,604/89,761
上证综指/深圳成指	3,392/13,670
12 个月最高/最低(元)	75.66/29.82

相关研究报告:

《海大集团-002311-2013 年半年报点评: 还需要更谨慎的预期吗? 不需要了》——2013-08-23

《海大集团-002311-重大事件快评: 行业集中度提升和大额资本开支并行》——2013-01-22

《海大集团-002311-2012 年三季报点评: 饲料成长股, 短期盈利增速回落》——2012-10-26

《海大集团: 深耕水产养殖, 谋足全国龙头》——2009-11-13

证券分析师: 鲁家瑞

电话:

E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

熵减激发活力, 进化塑造成长

● 公司不仅仅专注饲料, 而且向上下游建立了完善的产业链闭环

公司发家于水产料, 并逐步延伸畜禽料, 2019 年公司饲料总产量达全国前三, 成本远低于行业平均水平, 盈利指标表现优异。此外, 公司以饲料为核心, 向产业上下游拓展, 逐步建立饲料、种苗、动保、养殖、加工产业链闭环。

● 优秀的管理层是公司干一行、成一行的内核

作为农业优质成长标的, 公司的核心竞争力来源于围绕客户价值的集体学习能力和切实有效的员工激励制度, 进而由上而下的调动整个公司的主观能动性。采购、销售、配方、生产快速联动的“四位一体”体系提高了公司的市场反应速度, 采购和配方的前瞻性布局使得公司在原材料价格剧烈波动的当下, 精准匹配出最佳性价比配方, 成本优势明显, 从而不断巩固自身市场领先地位。

● 熵减与进化力是公司未来成长为农牧巨头的活力之源

公司是农业领域的优质成长股, 典型的大行业匹配优秀管理层的优质标的。业务方面, 公司允许内部小成本犯错试探, 一旦试探成功, 在好的激励下, 公司就会快速并且成功开拓新领域, 公司历史上业务的拓展也证明了这一点。这表明公司主动进化, 通过对自身做熵减, 打破原有的经营平衡状态, 进而保持组织活力, 不断拥有活力之源。行业方面, 公司业务对应的是农业从田园到餐桌的十几万亿的市场, 市场空间广阔。公司在提升饲料行业市占率的同时, 未来有望不断在农牧领域做上下延伸, 打造农牧巨头。

● 风险提示

天气异常及疫病影响饲料行业阶段性波动的风险; 生猪养殖项目拓展不及预期的风险。

● 给予“买入”投资评级

短期, 公司充分受益后周期, 特种水产饲料市占率提升空间广阔, 新增生猪养殖项目将带来丰厚利润。长期来看, 公司管理层优势显著, 在做专做稳主业的基础上, 聚焦农业产业从田园到餐桌的十几万亿市场, 有序尝试、布局新业务, 公司有望成为农牧行业的标杆企业。预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.54/1.92/2.19 元, 2020 年 11 月 30 日收盘价对应 PE 分别 36.6/29.3/26.0 倍。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,613	60,325	77,475	90,723
(+/-%)	12.9%	26.7%	28.4%	17.1%
净利润(百万元)	1649	2482	3097	3529
(+/-%)	14.7%	50.5%	24.8%	13.9%
摊薄每股收益(元)	1.04	1.54	1.92	2.19
EBIT Margin	5.4%	5.2%	5.0%	4.9%
净资产收益率(ROE)	18.1%	23.7%	25.4%	25.0%
市盈率(PE)	55.3	37.4	30.0	26.3
EV/EBITDA	31.5	26.8	22.4	20.0
市净率(PB)	10.02	8.87	7.63	6.58

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为海大集团具备农牧行业好公司的重要特点是公司管理层优势显著，在做专做稳饲料主业的基础上，聚焦农业产业从田园到餐桌的十几万亿市场，有序尝试、布局新业务。我们预计公司 2020-2022 年每股收益 1.54/1.92/2.19 元，利润增速分别为 50.5%、24.8%/13.9%，未来一年合理估值区间 70-75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，饲料禁抗令于 2020 年 7 月颁布，饲料行业门槛提升，海大集团作为研发强势的龙头企业，是饲料禁抗令的最佳受益者，预计海大能顺利过渡到无抗生产，其饲料市占率加速提升。

第二，海大集团近几年积极扩建自繁自养的生猪养殖基地，2019 年新增 500 万头生猪养殖及加工项目，未来养殖规模将稳步提升。

与市场的差异之处

市场主要把公司定位为饲料加工企业，因为成本低具备竞争优势，市占率问题提升，受益畜禽养殖存栏恢复，周期性较强。我们与市场的不同点在于：我们不仅仅从业务出发，更从管理和企业文化角度去看公司，并且认为公司是大农业领域的稀缺成长股，而不是周期股。主要依据如下：公司最大优势在于拥有主动做熵减以及拥有进化能力的管理层。一方面，董事长决策得当，通过营造良好的企业文化氛围、制定切实有效的员工激励制度，由上而下地调动全体员工的主观能动性。另一方面，公司允许内部犯错试探，一旦试探成功，在好的激励下，公司就会快速并且成功地向下游做延伸；这表明公司是主动去进化的公司，通过不断对自身做熵减，打破原有的经营平衡状态，保持组织活力，不断拥有活力之源。

股价变化的催化因素

第一，从 2020 年 1-9 月的情况来看，公司收入同比增长约 23.35%，归母净利润同比增长 46.8%以上，基本每股收益达到 1.32 元/股，同比增长 46.67%，表现超预期。

第二，公司在以饲料业务为主导的成长过程中，深度挖掘原有养殖客户需求，逐步建立起动保、优质苗木、禽畜养殖、健康食品等全产业链的闭环，完善了公司的产品、市场布局，为公司储备新的成长点。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，恶劣天气（如洪水）导致鱼虾养殖减产。

第二，生猪养殖项目进展不及预期。

内容目录

估值与投资建议.....	6
绝对估值: 73.9-77.4 元	6
相对法估值: 67.2-76.8 元	7
投资建议.....	7
饲料行业龙头, 农牧产业新秀	8
发展历程: 发家于水产料 逐步建立农牧产业链闭环.....	8
公司治理: 董事长决策得当, 上下一心, 公司未来发展看好.....	9
主营业务: 饲料主业稳步提升, 盈利指标表现优异.....	10
优秀的管理: “海大”干一行、成一行的内核	12
创始人薛华高瞻远瞩 技术与服务打造农牧航母.....	12
围绕客户创造价值的集体学习能力造就了公司核心竞争力	13
切实有效的激励政策, 充分调动了员工积极性.....	14
灵活的管理模式提高市场反应速度和运营效率, 推进降本增效	15
未来展望: 熵减与进化力打造农牧航母	18
熵减与进化: 海大的活力之源	18
饲料主业产品线丰富, 市占率提升空间广阔.....	18
种苗与动保: 附加值高, 业绩增速明显, 和饲料业务有效协同。	24
生猪养殖: 产能布局 500 万头, 有望提供新利润增长点。	25
盈利预测	27
假设前提.....	27
未来 3 年盈利预测.....	27
风险提示	28
附表: 财务预测与估值.....	29
国信证券投资评级	30
分析师承诺	30
风险提示	30
证券投资咨询业务的说明.....	30

图表目录

图 1: 海大集团是集饲料、动保、种苗、养殖、食品为一体的农牧综合性公司	8
图 2: 海大集团发展历程.....	9
图 3: 海大集团股东结构图（截止 2020 年三季度）	10
图 4: 海大集团实控人薛华简介.....	10
图 5: 2006 年至 2020 年 Q3 公司营业收入.....	11
图 6: 近五年归母净利润保持 10%以上稳步增长	11
图 7: 2019 年营业收入构成（按产品分类）	11
图 8: 2019 年各产品毛利占比	11
图 9: 整体毛利率水平逐步提升至 12.7%	11
图 10: 动保业务（微生态制剂）毛利率达 50%以上.....	11
图 11: 海大研究院涵盖饲料、动保、医学等水产和畜禽养殖相关的全产业链	12
图 12: 公司持续加大研发投入，研发费用 2019 年约占净利润 20%.....	12
图 13: 海大集团研发投入处于行业较高水平	12
图 14: 海大研究院 2017 年被广东省经济和信息化委员会认定为“海大中央研究院”，并 荣获多个市级以上荣誉	13
图 15: 海大集团的企业文化	14
图 16: 海大集团 ROE 保持在 20%左右，领先同行	16
图 17: 海大集团总资产周转率（次）也领先同行	16
图 18: 海大集团资产负债率处于行业平均水平	16
图 19: 海大集团销售净利率处于行业平均水平	16
图 20: 海大集团构建了三级服务营销体系.....	17
图 21: 海大集团“采购+研发+销售+生产”四位一体，快速联动	17
图 22: 海大不断对自身做熵减，为拓展新业务积累技术、组织能力、人才和思想储备， 保持组织活力	18
图 23: 2019 年海大集团在水产饲料行业市占率约 14%，排名第一	19
图 24: 2005-2020 年我国饲料加工行业企业数量逐步缩减，行业竞争格局向集约化发展	19
图 25: 2009-2019 年中国水产品总产量及养殖占比维持上升趋势	19
图 26: 2014-2019 年传统家鱼养殖产量平均 CAGR 约为-0.1%	20
图 27: 2014-2019 年特种鱼养殖产量平均 CAGR 约为 9%	20
图 28: 我国特种水产饲料产量及其占水产料总产量的比例逐年上升	20
图 29: 2019 年我国肉禽料、猪料、水产料各品种的工业饲料普及率	20
图 30: 2019 年我国水产膨化料占水产饲料总量 17%	21
图 31: 2015 年我国特种水产配合饲料普及率	21
图 32: 海大集团研发投入大，实力强	22
图 33: 海大集团特种水产饲料销售增速近三年保持 20%以上，明显高于水产饲料整体销 售增速	22
图 34: 2020 年以来能繁母猪存栏量持续改善.....	22
图 35: 仔猪料和母猪料环比持续回升	22
图 36: 全国种鸡存栏量处于历史高位	23
图 37: 蛋禽饲料和肉禽饲料产量相比 2019 年保持同比增长，环比持续改善.....	23

图 38: 2016-2019 年公司畜禽料销售情况	23
图 39: 2019 年全国饲料工业细分品种产量同比增长率的波动较总产量更大	23
图 40: 公司动保业务近 6 年保持 20%以上高增速	25
图 41: 2012-2017 年我国水产动保行业规模 (亿元)	25
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 海大集团同类公司估值比较	7
表 5: 公司陆续开展三次股权激励计划、员工持股计划、员工跟投计划, 将公司与员工利益深度绑定	15
表 6: 公司的股权激励计划及限制性股票计划的业绩目标基本达成	15
表 7: 高档饲料比冰鲜鱼养殖的饵料系数更低、饵料与养殖成本更低、出鱼规格更大、养殖密度更高	20
表 8: 预计 2025 年水产饲料产量相比 2019 年增长约 50%	21
表 9: 海大集团提前三年布局替抗饲料研发	24
表 10: 海大集团 2019 年陆续签订总计产能 500 万头的生猪养殖及屠宰加工等产业链项目合作协议	26
表 11: 公司饲料业务销量估算	27
表 12: 未来 3 年利润表预测	27

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：73.9-77.4 元

从公司角度考虑，海大集团以其产品和服务综合竞争力，将在饲料市场获得较好的持续市场份额提升。一方面，饲料行业集中度持续提升，中小企业大量清出，公司的龙头优势明显。另一方面，消费升级趋势下，特种水产的替代消费效应明显，公司前瞻性布局特种水产料，产品结构的优化效果将逐渐显现。同时，公司向下游逐步延伸，新开拓的动保、生猪养殖等项目，带来进一步的成长储备。我们预期公司在 2020-2022 年收入增速达到 20-30%，毛利率因产品结构优化及产能利用率提升而有小幅上升趋势，费用率保持稳定。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	19.76%	29.49%	12.94%	26.70%	28.43%	17.10%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	10.99%	10.77%	11.32%	11.14%	10.93%	10.71%	11.30%	11.31%	11.32%
管理费用/营业收入	3.09%	2.16%	2.37%	2.45%	2.45%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%
销售费用/销售收入	3.29%	3.27%	3.28%	3.30%	3.30%	3.28%	3.20%	3.20%	3.20%
营业税及附加/营业收入	0.14%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
所得税税率	17.25%	15.98%	14.54%	15.50%	15.20%	15.60%	15.60%	15.60%	15.60%
股利分配比率	49.02%	42.75%	44.94%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.81	Ka	7.96%
无风险利率	3.50%	有杠杆 Beta	0.84
股票风险溢价	5.50%	Ke	8.13%
公司股价（元）	57.7	E/(D+E)	95.54%
发行在外股数（百万）	1610	D/(D+E)	4.46%
股票市值(E，百万元)	92897	WACC	7.96%
债务总额(D，百万元)	4339	永续增长率（10 年后）	2.0%
Kd	5.20%	FCFE 每股价值（元）	74.31
T	15.50%	FCFF 每股价值（元）	73.56

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 73.9-77.4 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.0%	8.0%	8.10%	8.1%	8.2%
永续增长率变化	2.3%	80.32	79.46	78.62	77.79	76.98
	2.2%	79.23	78.40	77.58	76.77	75.98
	2.1%	78.18	77.37	76.57	75.78	75.01
	2.0%	77.16	76.37	75.59	74.82	74.07
	1.9%	76.18	75.41	74.65	73.90	73.16
	1.8%	75.23	74.47	73.73	73.00	72.28
	1.7%	74.30	73.57	72.84	72.13	71.43

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：67.2-76.8 元

业绩方面，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.54/1.92/2.19 元。估值方面，选取与公司相近的饲料及农产品行业的国内公司做比较，选取公司主要为：

- 1) 通威股份：该公司起家于水产料，规模国内前茅，后成功延伸光伏业务，转型能力强，从成长性上与海大集团类似，两公司有可比性。
- 2) 大北农、唐人神和金新农：三家农业企业虽然以饲料为主，但更多转型养殖，在业务与海大集团类似，但整体成长性有所不足；考虑到 2020 年是养猪利润高峰，三家公司低 PE 较为合理。

采用 PE 法估值：与可比公司相比，考虑到公司成长性与管理层的优质性，应该享有估值溢价，逻辑如下：1) 公司现有饲料产品成本优势明显，未来市占率提升空间大，成长性足；2) 公司管理层具备业务扩展能力，未来公司业务多元化发展的确定性高，属于成长性与确定性兼顾的标的，应该具备估值溢价。

综合考虑，我们给公司 2021 年 35-40 倍 PE，对应 2021 年合理价格区间分别为 67.2-76.8 元。

表 4：海大集团同类公司估值比较

代码	简称	股价 (11 月 30 日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
600438	通威股份	30.80	1.05	1.25	1.54	29	25	20	饲料、光伏
002385	大北农	8.24	0.53	0.58	0.57	16	14	14	饲料、养殖
002567	唐人神	8.18	1.50	1.38	1.07	5	6	8	饲料、养殖
002548	金新农	8.33	1.24	1.59	1.79	7	5	5	饲料、养殖
均值							12.5		

资料来源：WIND、国信证券经济研究所（盈利预测采用万德一致预测）

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 70-75 元之间，相对于公司目前股价有 20%-30%溢价空间。我们认为，公司具有稳定的经营能力、持续的成长性，给予“买入”评级。

饲料行业龙头，农牧产业新秀

海大集团是一家以水产、禽畜饲料研发、生产、销售为基础，并向动保、优质苗木、禽畜养殖、健康食品等全产业链发展的农牧业高科技集团公司。目前海大集团在海内外拥有 350 余家分子公司、近 30000 名员工，1 个中央研究院、3 大研发中心、十余个研发中试基地。2019 年，公司饲料销量 1229 万吨，饲料总产量居全国前三，集团整体实现营业收入 476.13 亿元，同比增长近 13%，荣获“2019 年农业产业化龙头企业 500 强”。

图 1：海大集团是集饲料、动保、种苗、养殖、食品为一体的农牧综合性公司

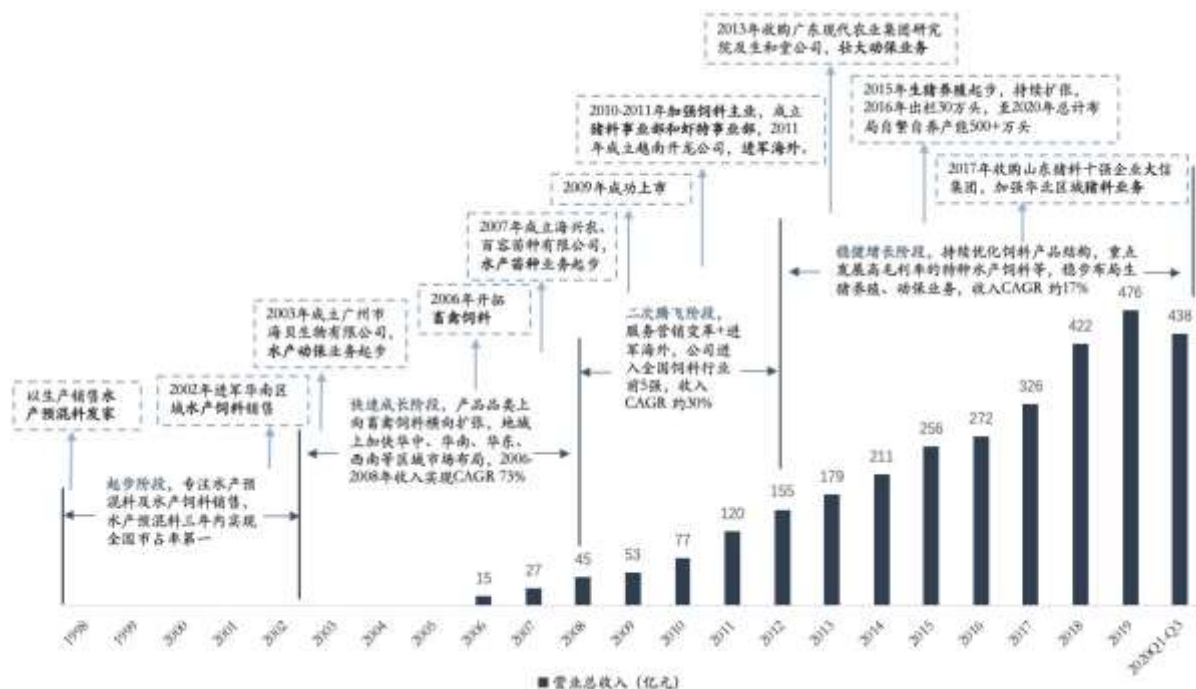


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

发展历程：发家于水产料 逐步建立农牧产业链闭环

海大集团的发展可分为四个阶段：1) 起步阶段（1998-2002 年）：公司创立之初专注于水产预混料的研发、生产与销售，于 2001 年实现市场占比全国第一，2002 年进军华南水产饲料市场，向水产饲料业务延伸；2) 快速成长阶段（2003-2007 年）：2003 年海大集团正式成立，组建了采购、服务、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，逐渐加快在华中、华南、华东、西南等区域市场的布局，2004 年调水产品正式投放市场，并于 2006 年开启了畜禽饲料与水产饲料共同发展之路，2006-2008 年海大集团总收入的 CAGR 实现 73%；3) 二次腾飞阶段（2008-2011 年）：2009 年海大集团在深交所上市，上市后成立了华中大区、华南大区、虾特事业部和集团猪料部，管理模式进一步优化，2011 年服务营销变革取得丰硕成果，公司进入全国饲料行业前 5 强，水产饲料、动保产品、水产苗种为全国第一，同年成立越南升龙公司，开拓海外业务；4) 稳健增长阶段（2012-2020 年），公司饲料主业及上下游副业稳步壮大，集团总收入 CAGR 约 17%，2015 年生猪养殖业务起步，至 2020 年总计规划产能 500 余万头的生猪养殖及加工项目。通过二十余载用心耕耘，海大集团逐步实现水产料、禽料、猪饲料等饲料行业的全品类布局，建立起饲料、种苗、动保、养殖、加工的产业链闭环。

图 2：海大集团发展历程

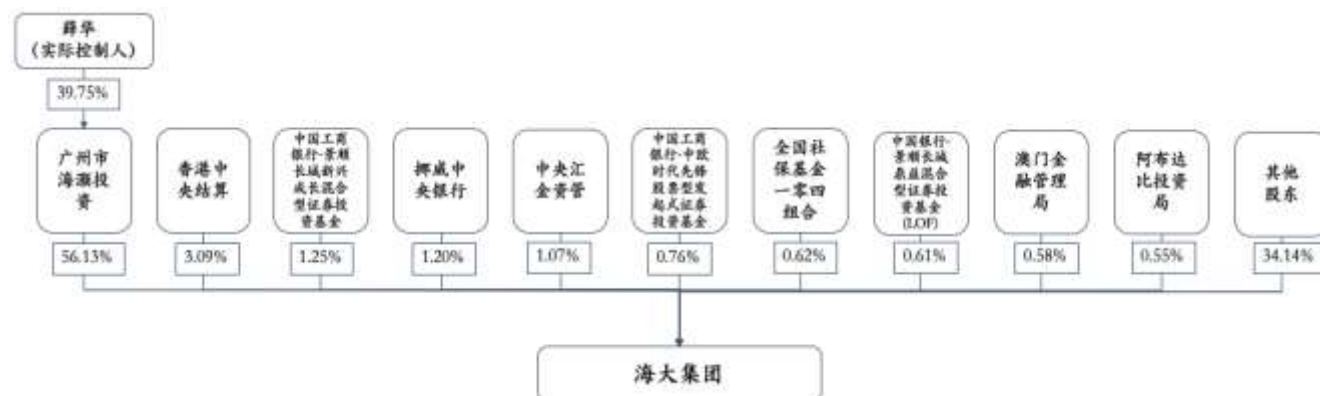


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司治理：董事长决策得当，上下一心，公司未来发展看好

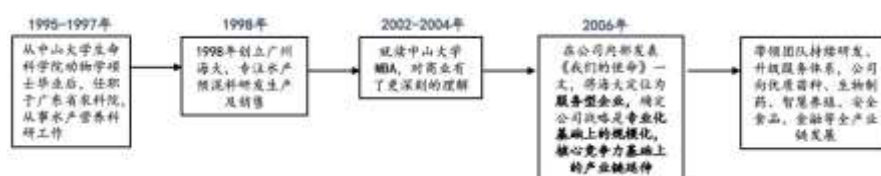
公司股权结构高度集中，绝对控股股东广州市海灏投资有限公司持有海大集团 56.13% 的股份，对公司拥有绝对控制权，海大集团实控人及董事长薛华通过广州市海灏投资有限公司间接持有海大集团 22.31% 的股份。薛华技术出身，在水产营养科研领域积淀深厚，他将科研中专注、专业精神贯穿于集团的业务发展，确定了公司战略是“专业化基础上的规模化”，在做稳饲料主业的基础上，怀着“科技兴农、改变农村现状”的使命，带领集团致力向优质苗种、生物制药、智慧养殖、安全食品、金融等农业全产业链发展。同时，公司看重员工价值，制定的股权激励计划切实有效，全体员工利益一致，齐心奋进，公司未来发展看好。

图 3：海大集团股东结构图（截止 2020 年三季度）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：海大集团实控人薛华简介



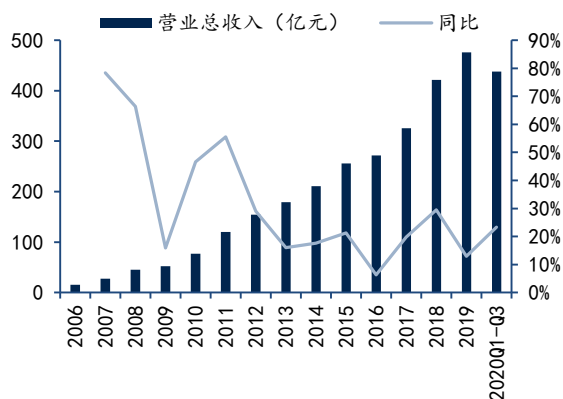
资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

主营业务：饲料主业稳步提升，盈利指标表现优异

自上市以来，公司收入及归母净利润基本维持 10% 以上增速。2019 年公司营业收入达 476.1 亿元，同比增长 12.94%，近五年复合增速为 18%；归母净利润达 16.5 亿元，同比增长 14.75%，近五年复合增速为 25%。盈利指标 10 年来稳健的高增速表现出公司经营的稳定性及成长性。同时，公司 ROE 近三年保持在 20% 左右，而行业平均水平仅 5%，展现出海大集团突出的管理能力及运营能力。

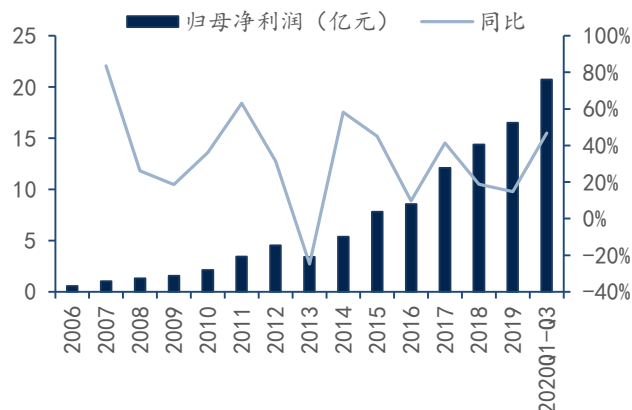
主营业务稳步增长，养殖全产业链业务逐步发展。公司主营业务包括水产和畜禽饲料、原材料贸易、农产品销售（优质水产动物种苗、生猪养殖）、微生态制剂（动物保健品和生物制品）等产业链各环节，其中，饲料业务营业收入占比最大，2019 年占总收入 82%。毛利率方面，公司整体毛利率水平逐步改善，由 2006 年的 9.4% 提升至 2020 年上半年的 12.7%，主要系饲料的产品结构及成本管控持续优化，公司凭借技术优势在毛利率更高的特种水产饲料及鹅饲料等新产品上实现量利同增，另一方面，农产品销售及动保业务规模的扩大对公司整体毛利率的提升贡献突出，动保业务（微生态制剂）属于高附加值产品，2019 年毛利率达 54%，农产品销售业务的毛利率也较高，2019 年达 23%。

图 5：2006 年至 2020 年 Q3 公司营业收入



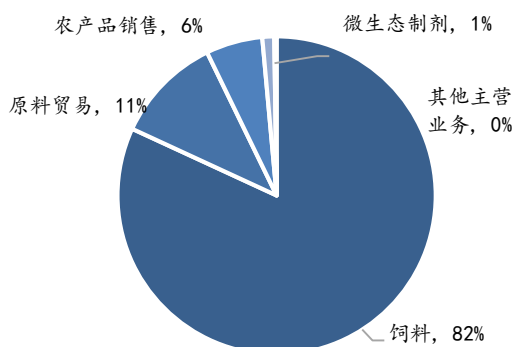
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：近五年归母净利润保持 10%以上稳步增长



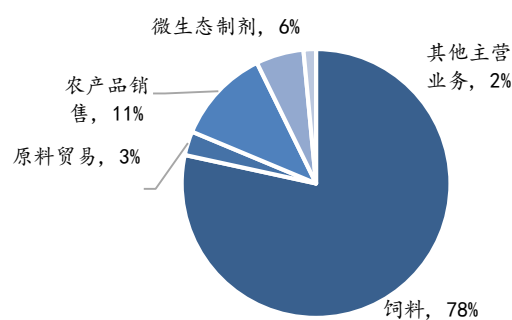
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：2019 年营业收入构成（按产品分类）



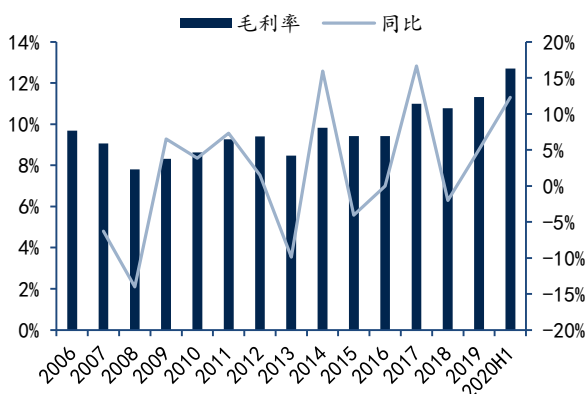
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：2019 年各产品毛利占比



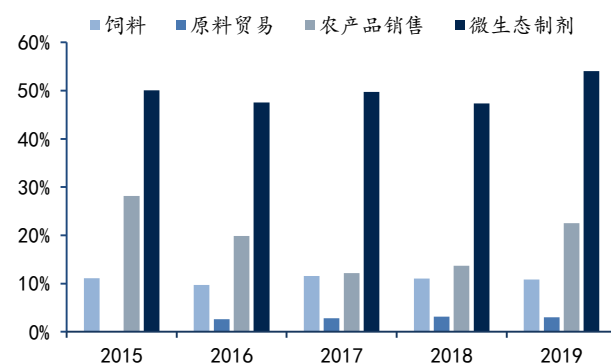
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：整体毛利率水平逐步提升至 12.7%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：动保业务（微生态制剂）毛利率达 50%以上



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

优秀的管理：“海大”干一行、成一行的内核

创始人薛华高瞻远瞩 技术与服务打造农牧航母

技术驱动是公司产品实现低成本高质量的立命之本。科班出身的薛华深谙技术的重要性，在创立公司之初，凭借在水产营养研究领域的技术优势和对市场的深刻理解，推动公司水产预混料市占率迅速成长，三年内做到全国第一。数十年来海大团队坚持自主创新，在集团内部成立海大研究院，围绕“动物营养、病害防控、优质苗种、动保产品、健康养殖方案、产品优化升级”等方面开展攻关研究，致力于提升产品质量、优化成本管控、引领行业科技研发。

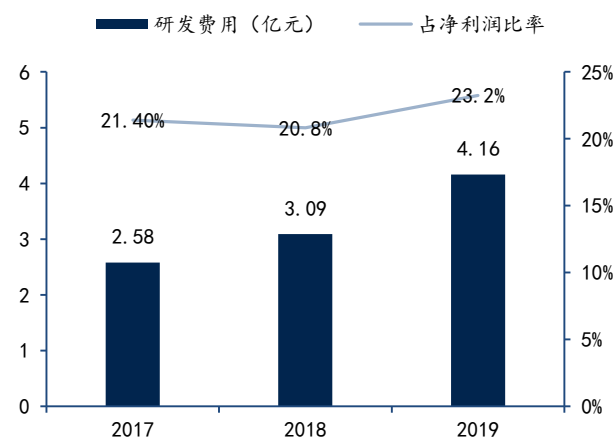
研发经费方面，公司研发费用领先同业，并逐年加大研发投入。海大集团对每一种畜禽及鱼种的基础数据进行深入调研，建立起动物营养需求数据库，并且储备大量原材料配方技术，每年取得超千组对比实验成果。在原材料价格剧烈波动的当下，公司能根据数据库精准匹配出最佳性价比配方，从而不断巩固自身市场领先地位。

图 11：海大研究院涵盖饲料、动保、医学等水产和畜禽养殖相关的全产业链



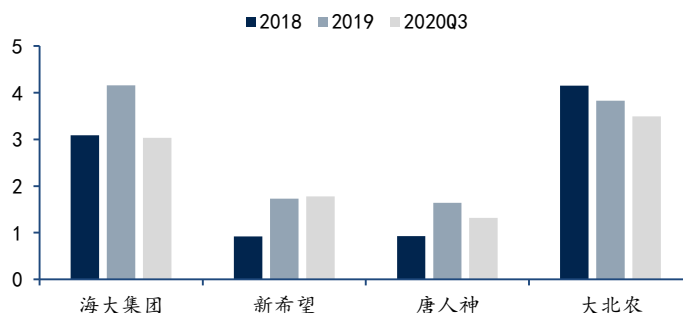
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 12：公司持续加大研发投入，研发费用 2019 年约占净利润 20%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13：海大集团研发投入处于行业较高水平



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 海大研究院 2017 年被广东省经济和信息化委员会认定为“海大中央研究院”，并荣获多个市级以上荣誉



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

差异化服务体现了海大“客户利益第一”的宗旨，通过助力客户做大做强，实现双赢。董事长本着“让农民富起来”的创业理想，以“为客户创造价值”为公司的核心价值观和发展逻辑。海大集团坚守技术创新、高效管理，通过极致的产品和服务帮助养殖客户成长为优质客户、并维系住优质客户，同客户共赢。公司充分挖掘客户需求，通过提供“种苗-放养模式-环境控制-疫病防治-饲料-行情信息”全方位的产品和技术服务支持增强客户粘性，同时在已有客户资源基础上，顺利将业务延伸至动保、种苗等其他领域，与客户利益深度绑定，共享发展成果。

围绕客户创造价值的集体学习能力造就了公司核心竞争力

海大集团自 2008 年起每年召开服务营销交流大会，由董事长亲自发言，总结过去一年的经验，明确新一年的目标和未来规划。纵观薛华历年演讲，我们可以看出，公司基于“对外为客户创造价值，对内为员工创造价值”的核心价值观，持续推行服务营销变革，优化产品和强化技术服务，取得了累累硕果；通过主张由管理层至上而下带动集体学习，公司从管理层到基层都拥有高专业度和积极性，从而厚积薄发，在巩固主业的同时，也蓄力新业务发展。

十多年来，海大以“为客户创造价值”为核心，坚持推行及深化服务营销变革。

1) **奠基阶段(2009-2011年)**: 2009年,薛华发表《打造服务体系,构建价值优势》,为公司推行服务营销变革奠定基础,报告强调海大“**必须从单纯的饲料竞争上升到价值链竞争**”,价值链竞争的核心和精髓是建立别人难以复制的强大的服务体系,海大要围绕养殖链各环节,为养殖客户提供优质的饲料、苗种、调水产品、养殖方案,并对养殖户和经销商提供养殖技术培训。“**我们只要能保证养殖户赢利,海大就能持续、快速发展。**”其次,报告也对拓宽公司销售服务人员的发展通道,提升销售人员的专业性等问题进行深入思考。2011年服务营销变革在集团内取得丰硕成果,公司进入全国饲料行业前5强,水产饲料、动保产品、水产苗种为全国第一。

2) **深化阶段(2012年-2020年)**: 2012年,薛华以《2012,逆境中的成长——2012年的回顾和反思》为主题发言,深入强化公司服务营销改革成果,“**未来的海大必须始终坚持服务营销战略不能动摇,提高服务效率,落实产品升级工作,构建真正的服务营销体系。**”2013年饲料行业遭遇低谷,《2014,服务再起航》一文明确海大未来一定要牢牢抓住产品的竞争力和服务这两点不动摇。2014年,董事长又提出“**服务更坚决,营销更坚决**”,坚定了大家深化服务营销的信心。

优质的企业文化助力海大集团强者愈强。一方面，海大团队富有进取心及拼搏精神，在饲料主业上不断做强。2016、2017、2018 年的服务营销大会分别以“增长！贵张 2017”、“虎贲·铁军”、“蜕变”等为主题展开动员活动，宣布成立项目组、事业部，大力推动公司水产料与畜禽料的持续增长。另一方面，危机意识也让海大通过自我反思竿头直上。2015 年海大稳步扩张，业绩向好，但服务营销大会仍以“键行”为主题，旨在告捷大家勤勤恳恳，小心谨慎，方可无咎。2019 年则以“危机”为主题，提醒大家居安思危，鼓励员工们初心不忘，坚持为“帮助农民致富，改变中国农村现状，给社会提供健康、安全、高效的食品”的理想奋斗。

图 15：海大集团的企业文化



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

切实有效的激励政策，充分调动了员工积极性

激励制度不断完善，员工、公司与股东利益的绑定程度逐步加强。海大集团结合公司在不同发展阶段的需求，对员工采取了相适宜的激励方式，以充分调动员工的主观能动性，助力公司实现战略目标。自上市以来，公司陆续采取了三次股权激励计划、一次核心团队员工持股计划（目前已实施三期）及一次员工跟投计划。

员工激励计划大致分为三个阶段，首先，2011-2013 年是公司上市后的快速扩张期，以对核心技术/管理/业务人员进行股票期权激励为主，未来二级市场的企业股价作为激励点，增强了核心骨干对公司的归属感和认同感；2014 年后公司迈入稳健增长，将股权激励对象范围延伸至分子公司的技术/管理/业务的核心负责人，进一步巩固人才梯队，同时发布限制性股票激励计划，设定了明确的业绩考核目标，对市场的提振作用显著；2017 年后公司发展进入成熟期，在饲料行业的龙头地位进一步稳固，产业链上下游的新业务规模增长，2017 年公司推出员工持股计划，通过建立公司与员工的利益共享机制，提升员工的凝聚力，且该计划将永续存在，每年滚动推出，2018 年亦推出了员工跟投计划，将员工与公司新业务的发展深度绑定，推动公司长远发展。

表 5：公司陆续开展三次股权激励计划、员工持股计划、员工跟投计划，将公司与员工利益深度绑定

时间	激励方式	激励方式的特点	激励对象
2011 年	股票期权	激励对象可通过行权获得未来股价上涨的收益，同时也能放弃该权利，无需承担股价下跌的损失；同时公司无需立即支付现金，节省了资金成本，适合扩张期和成长期的企业。	121 名核心管理、技术、业务人员
2014 年	股票期权及限制性股票	公司对在第一次股权激励计划中授予了股票期权的员工继续授予限制性股票，同时增加新的股票期权授予对象名额。	466 名董事、高级及中层管理人员、核心技术及业务人员
2016 年	限制性股票	公司通过设定解锁条件，可以对激励对象的工作年限或业绩目标进行限定，股票价格直接影响激励对象的收益。	1461 名董事、高级及中层管理人员、核心技术及业务人员
2017 年	员工持股计划	由“广发原驰·海大核心员工持股计划 1 号单一资产管理计划”通过二级市场完成公司股票购买，建立公司与员工的利益共享与资源配置机制，提升员工的凝聚力。	不超过 20 名董事、监事、高级管理人员和其他核心人员
2018 年	员工持股计划	由“广发原驰·海大核心员工持股计划 2 号单一资产管理计划”通过二级市场完成公司股票购买。	不超过 30 名董事、监事、高级管理人员和其他核心人员
2018 年	员工持股计划	出资员工以有限合伙的形式入股总部或区域跟投平台，与海大集团共同投资设立新公司。	所有董事、监事、高级管理人员和其他核心人员
2019 年	员工持股计划	由“广发原驰·海大核心员工持股计划 3 号单一资产管理计划”通过二级市场完成公司股票购买	不超过 30 名董事、监事、高级管理人员和其他核心人员

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和估算

表 6：公司的股权激励计划及限制性股票计划的业绩目标基本达成

项目	阶段	业绩考核年份	业绩考核目标（不低于）					对应实际业绩					业绩是否达成
			营业收入（万元）	扣非净利润（万元）	归属母公司净利润（万元）	饲料销量（万吨）	净资产收益率	营业收入（万元）	扣非净利润（万元）	归属母公司净利润（万元）	饲料销量（万吨）	净资产收益率	
第一次股权激励计划	第一期行权	2011	-	23000	-	275	10.4%	-	33741	-	339	14.38%	是
	第二期行权	2012	-	28000	-	345	11.4%	-	42393	-	437	15.75%	是
	第三期行权	2013	-	35000	-	430	12.4%	-	31929	-	479	10.33%	否
	第四期行权	2014	-	43000	-	535	13.7%	-	51530	-	554	12.34%	是
第二次股权激励与限制性股票计划	第一期行权	2015	2510258	51086	-	-	-	2556740	72950	-	-	-	是
	第二期行权	2016	2868866	59068	-	-	-	2718531	81635	-	-	-	否
	第三期行权	2017	3227474	67050	-	-	-	3255663	116276	-	-	-	是
第三次限制性股票计划	第一期行权	2017	-	-	105927	-	-	-	-	120723	-	-	是
	第二期行权	2018	-	-	120897	-	-	-	-	143728	-	-	是
	第三期行权	2019	-	-	136496	-	-	-	-	164876	-	-	是
	第四期行权	2020	-	-	155996	-	-	-	-	-	-	-	-

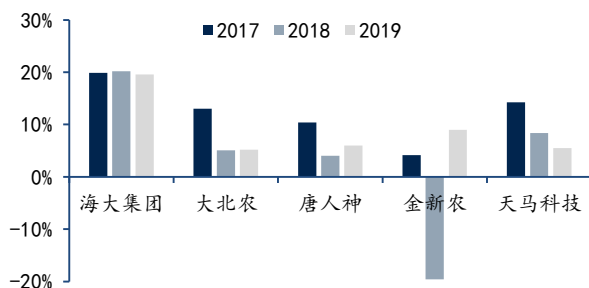
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和估算

灵活的管理模式提高市场反应速度和运营效率，推进降本增效

海大集团 ROE 远高于同行，源于优秀的管理层和企业文化等软实力优势。根据杜邦分析，海大的高 ROE 主要系其资产周转率表现突出，企业资产从投入到产出的流转速度较快。而高资产周转率的背后是海大出色的管理优势：公司形成了采购、配方、销售、生产“四位一体”的管理体系，不同部门之间快速联动，提高了公司整体对市场的反应速度，同时，在优秀管理层的带动及狼性文化的培养下，海大团队主动性高，拥有强凝聚力和执行力，持续攻坚克难，扩大业务

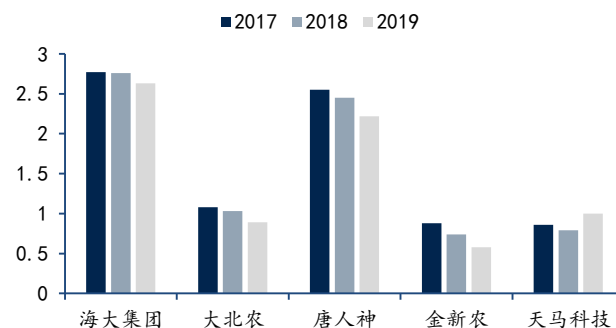
规模，因此海大的盈利能力强，成长性稳定，数十年来业绩保持稳健增长。

图 16: 海大集团 ROE 保持在 20% 左右，领先同行



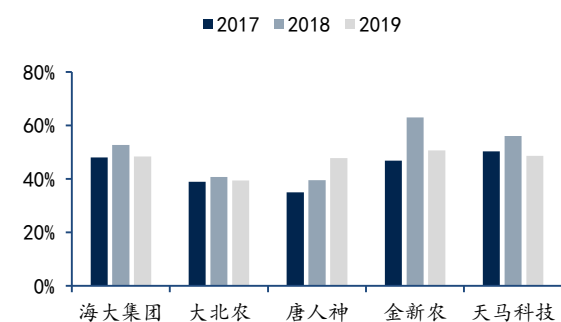
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 海大集团总资产周转率（次）也领先同行



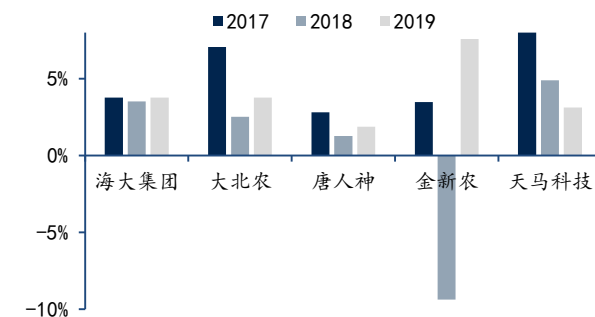
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18: 海大集团资产负债率处于行业平均水平



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 海大集团销售净利率处于行业平均水平



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

企业拥有完善的采购体系，通过集中采购、期货保值、研发配合等强效措施从源头上控制采购成本。采购模式方面，按原材料类别，对大宗品种和区域性品种采取集中采购和本地采购相结合的模式，规模优势和本地化优势并行；其次，考虑到饲料原材料价格波动较大，公司成立了原料信息研究部门，实时跟踪、研究、判断国内外大宗原材料的行情走势，并利用期货工具进行套期保值，规避价格风险；另一方面，采购与研发团队紧密配合，研发团队积淀深厚，能根据原材料价格波动，及时调整饲料配方原料比，以控制生产成本。

直接对接消费者的三级服务营销体系，帮助企业充分了解市场需求。在“分、子公司业务人员+分、子公司技术部人员+公司总部研究中心人员”的三级服务营销体系下，子公司业务人员和技术人员深入一线农户家庭了解消费者需求及养殖情况，并提供有针对性的养殖服务，同时将终端消费习惯、饲料养殖效果、养殖模式和养殖需求等信息反馈给总部研究中心人员，保证研发和需求精准匹配。居民的品牌消费意识不断上升，也是有利于行业集中度提升加快。

图 20：海大集团构建了三级服务营销体系



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

“采购+研发+销售+生产”四位一体，公司内部快速联动。正如前文所分析的，采购和研发团队互相配合，通过调整配方比例有效控制了生产成本；服务团队将一线信息反馈给研发部门，精准把握了消费需求。同时，生产经营部门也能对配方调整做出迅速响应，确保生产经营的稳定性。公司内部灵活的管理模式推进了经营上的降本增效，维持了产品的性价比优势，为终端销售奠定牢固基础。

图 21：海大集团“采购+研发+销售+生产”四位一体，快速联动



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

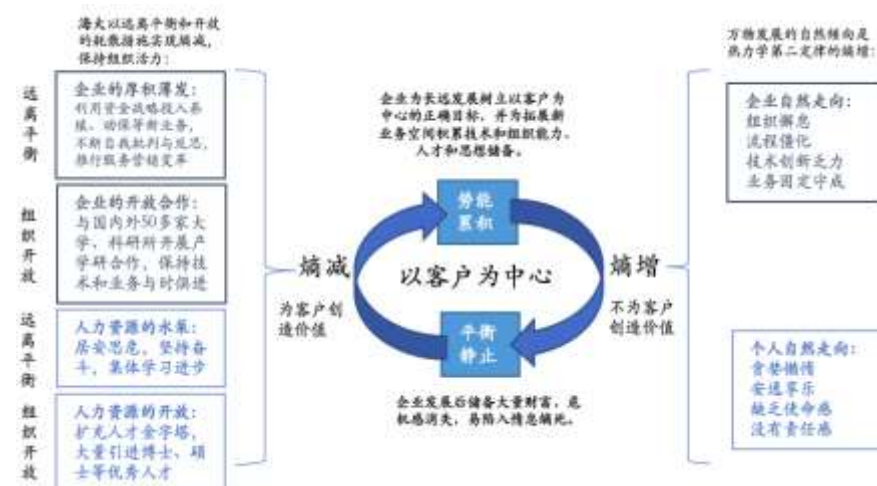
未来展望：熵减与进化力打造农牧航母

熵减与进化：海大的活力之源

未来海大集团在主业饲料领域的龙头地位将进一步巩固，市占率继续提升，同时，向下游养殖的延伸布局也在顺利推进，动保产品、生猪养殖带来的丰厚利润，对业绩贡献有望持续加强。我们认为，海大集团未来的行业天花板是农业从田园到餐桌的十几万亿的市场，优质的企业在广阔的市场中更容易成长为伟大的标杆企业，原因在于：

海大是一个主动做熵减，主动去进化的公司。从历史上公司业务的不增加，以及上文分析管理层，我们可以得出，公司不断对自身做熵减，打破原有的经营平衡状态，将盈利资金进行战略投入，为拓展新业务积累技术和人才，保持组织活力。同时，允许内部犯错试探，一旦试探成功，在好的激励下，公司就会快速并且成功地向下游做延伸。

图 22：海大不断对自身做熵减，为拓展新业务积累技术、组织能力、人才和思想储备，保持组织活力



资料来源：华为大学《熵减：华为活力之源》，海大集团公司公告，国信证券经济研究所整理

饲料主业产品线丰富，市占率提升空间广阔

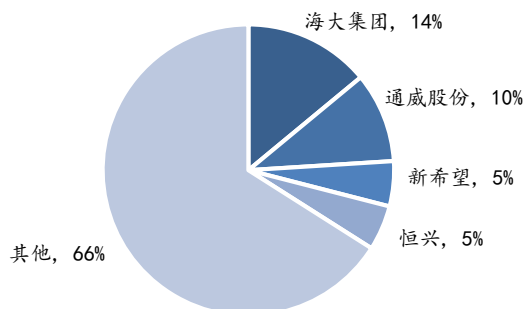
水产料行业竞争格局相对分散，海大集团龙头地位稳固，市占率有望增长至 30%

行业整体以中小规模的散户为主，低效产能占比较大，2016 年我国统计在册的饲料加工企业有 7047 家，平均单厂产能仅 2.97 万吨。近五年来饲料企业数量逐步缩减，大量技术水平低、规模化程度低的小企业退出。预计未来行业集中度将继续提高，有规模优势的龙头企业成长空间可观。

2019 年海大集团在水产饲料行业市占率约为 14%，排名第一，与第二、第三名拉开了较大差距。参考日本饲料行业的发展情况，2015 年日本饲料行业 CR3 达 58%，龙头市占率达 20%-30%。随着海大集团持续加强水产料发展，我们认为，

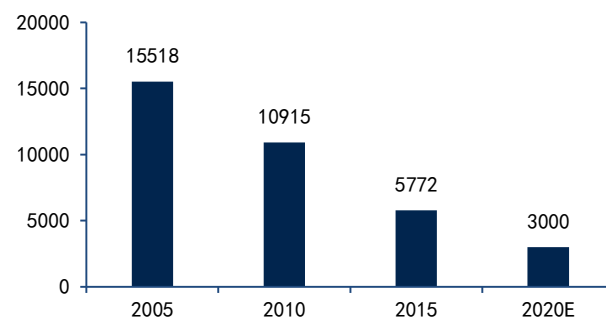
海大集团在水产饲料行业的市占率仍有 15% 的增长空间，公司水产料有望实现 500 万吨产量。

图 23：2019 年海大集团在水产饲料行业市占率约 14%，排名第一



资料来源：公司公告、前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

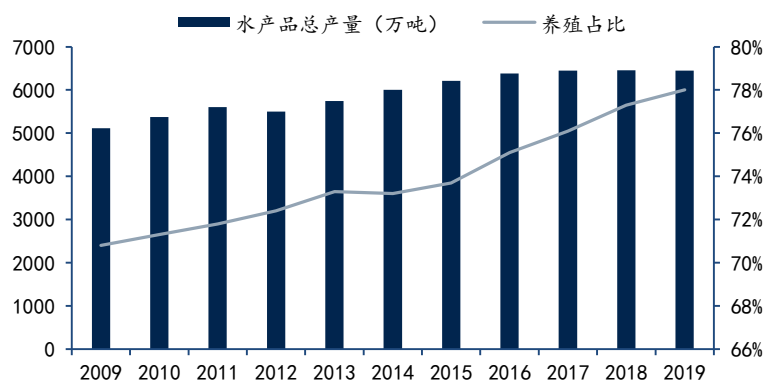
图 24：2005-2020 年我国饲料加工行业企业数量逐步缩减，行业竞争格局向集约化发展



资料来源：中国饲料工业协会、国信证券经济研究所整理

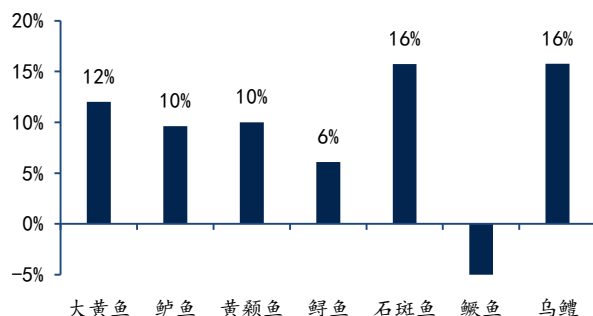
水产品养殖量保持上升趋势，利好水产饲料行业。受益于居民的饮食结构调整，水产品需求量日益升高。叠加环保政策，捕捞量减少，水产供给趋紧，导致过去十年来，我国水产品养殖量不断创新高，水产饲料需求也随之上升。

图 25：2009-2019 年中国水产品总产量及养殖占比维持上升趋势

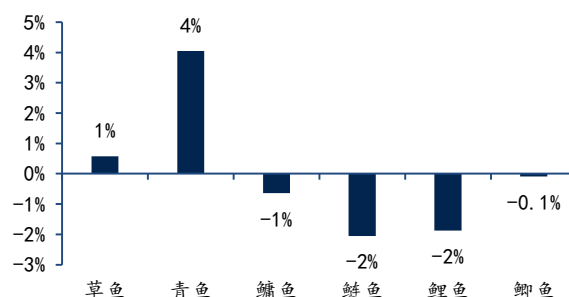


资料来源：中国渔业年鉴，国信证券经济研究所整理

特种水产养殖及特种水产饲料行业发展潜力巨大。特种水产品逐步替代传统水产品的消费趋势明显，消费升级带动了人们对营养丰富、肉质鲜美、刺少的特种水产品种（如鲈鱼、鳊鱼、鳙鱼、大黄鱼等）需求增加，传统家鱼（如草鱼、青鱼、鳊鱼、鲫鱼等）的消费量持续萎缩。

图 26: 2014-2019 年传统家鱼养殖产量平均 CAGR 约为-0.1%


资料来源: Wind、中国渔业年鉴、国信证券经济研究所整理

图 27: 2014-2019 年特种鱼养殖产量平均 CAGR 约为 9%


资料来源: Wind、中国渔业年鉴、国信证券经济研究所整理

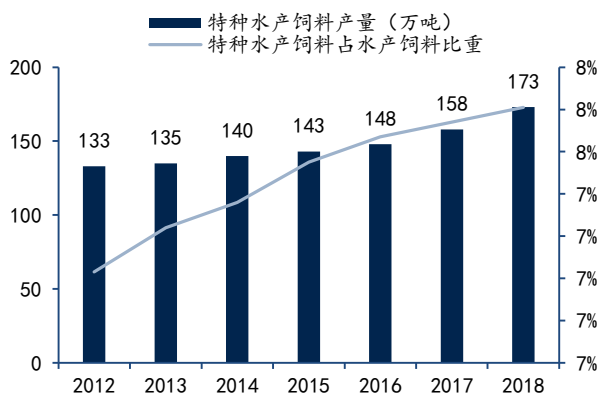
近几年特种水产饲料的需求增长迅速,但其普及率处于较低水平。大黄鱼、石斑鱼等特种鱼品种的饲料普及率约为 20%,提升空间较高。对于特种水产品种,传统投喂饲料以捕捞的冰鲜鱼为主,但由于捕捞资源日益枯竭,叠加禁捕期延长,冰鲜鱼的供应趋紧且产量不定。随着技术发展,高端膨化料已能满足特种鱼投喂需求,特种水产料投喂效果好、病死率低、性价比高等优势逐步显现,养殖户们对高端膨化料需求增长强劲。

中国饲料工业协会统计的数据显示,2019 年我国肉禽料、猪料、水产料各品种的工业饲料普及率分别为 90%、75%、25%。对标肉禽料,预计未来我国水产料的普及率可达 90%,水产饲料行业整体的市场规模还有 3.6 倍的增长空间。

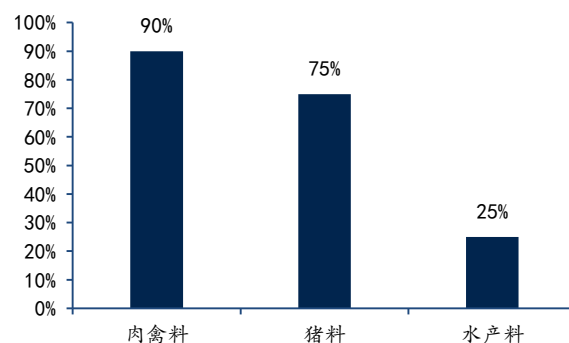
表 7: 高档饲料比冰鲜鱼养殖的饵料系数更低、饵料与养殖成本更低、出鱼规格更大、养殖密度更高

养殖模式	放养密度 (尾/亩)	养殖周期 (天)	平均出鱼规格 (斤/尾)	饵料系数	饵料成本 (元/斤鱼)	养殖成本 (元/斤鱼)
冰鲜养殖	5000-7000	300-360	0.8-1.2	3.5-4.2	5.6-6.7	7.6-8.7
高档饲料养殖	6000-9000	300-360	0.9-1.2	0.95-1.1	5.3-6.2	7-7.9

资料来源: 智研咨询,以加州鲈的养殖为例、国信证券经济研究所整理和估算

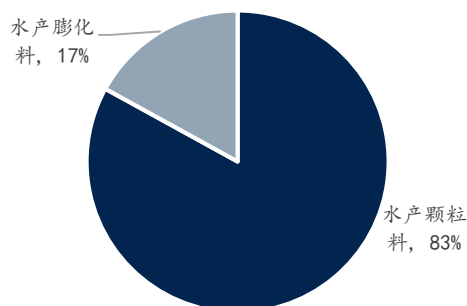
图 28: 我国特种水产饲料产量及其占水产料总产量的比例逐年上升


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 29: 2019 年我国肉禽料、猪料、水产料各品种的工业饲料普及率


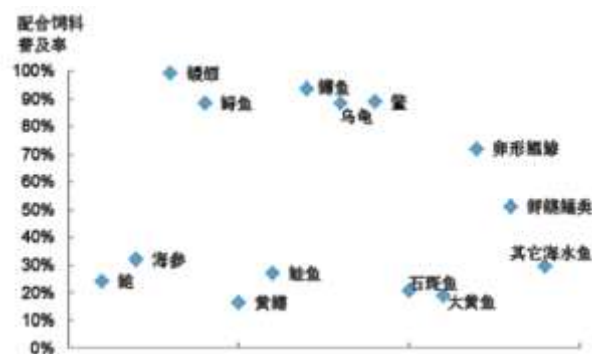
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 30: 2019 年我国水产膨化料占水产饲料总量 17%



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所

图 31: 2015 年我国特种水产配合饲料普及率



资料来源: 中国饲料工业协会, 国信证券经济研究所

预计未来五年水产饲料产量将增长 50%。我国养殖水产品产量在 2014-2019 年的复合增长率为 1.2%，如果预计未来五年养殖水产品产量持续以 1.2% 增长，2025 年养殖产量将达 5404 万吨。目前饲料普及率的基数较低，假设饲料普及率按 2% 增长率逐年增长，2025 年饲料普及率将达 37%。根据计算公式“水产饲料产量=养殖水产品产量*饲料系数*饲料普及率”，预计全国水产饲料产量于 2025 年将达 3299 万吨，相比 2019 年增长 49.7%。

表 8: 预计 2025 年水产饲料产量相比 2019 年增长约 50%

	养殖水产品产量 (万吨)	养殖水产品产量同比增长率	饲料系数	饲料普及率	水产饲料产量 (万吨)
2019	5031	1.2%	1.75	25%	2203
2020E	5091	1.2%	1.75	27%	2406
2021E	5152	1.2%	1.75	29%	2615
2022E	5214	1.2%	1.70	31%	2748
2023E	5277	1.2%	1.70	33%	2960
2024E	5340	1.2%	1.70	35%	3177
2025E	5404	1.2%	1.65	37%	3299

资料来源: 中国渔业年鉴, 智研咨询、国信证券经济研究所整理

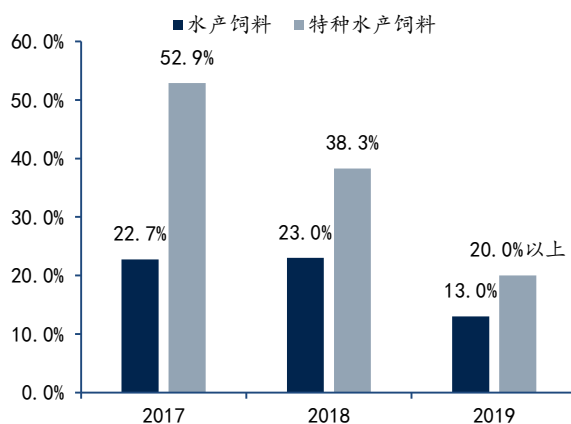
海大集团在特种水产饲料领域表现强势，持续加强全国性的生产布局。海大的特种水产饲料销量增速近三年保持 20% 以上，明显高于普通水产饲料。公司对特种水产饲料的发展充满信心，2019 年公司大力开拓 小龙虾、蟹、金鲳鱼等特种饲料市场，均实现了超过 70% 的销量增长。2020 年 3 月公司发行可转债项目募资 28.3 亿元在全国布局 15 个饲料厂，预计新增产能 456 万吨，主要发力特种水产膨化料，合计占总生产线的 41.18%，共 188 万吨产能，为未来公司持续发展特种水产饲料市场奠定基础。

图 32: 海大集团研发投入大, 实力强



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所

图 33: 海大集团特种水产饲料销售增速近三年保持 20% 以上, 明显高于水产饲料整体销售增速

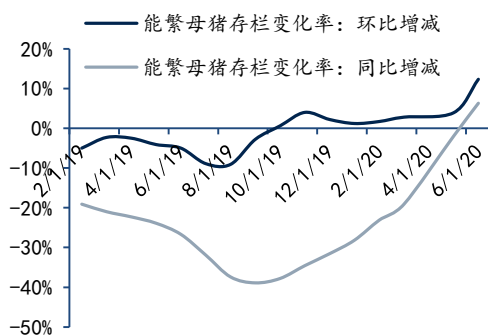


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

猪料和禽料业务受益于畜禽存栏提升

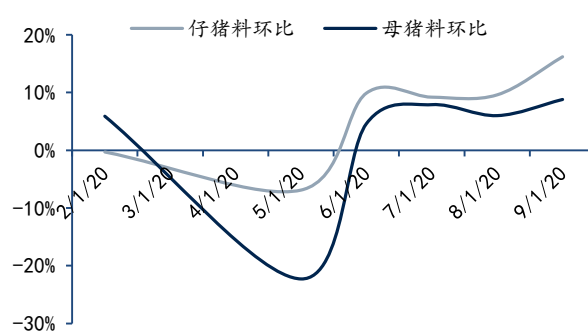
生猪存栏量提升, 猪料需求好转。2020 年 6 月能繁母猪存栏同比开始转正, 环比实现连续 9 个月增长。据农业农村部消息, 能繁母猪存栏的 9 月及 10 月增长幅度进一步扩张, 10 月底能繁母猪同比增长 28%, 生猪存栏同比增长 20.7%, 存栏量有望恢复到贴近长期的水平。而饲料销售直接受益于存栏量提升, 2020 年 6 月开始, 仔猪料和母猪料的环比也持续回升。

图 34: 2020 年以来能繁母猪存栏量持续改善



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

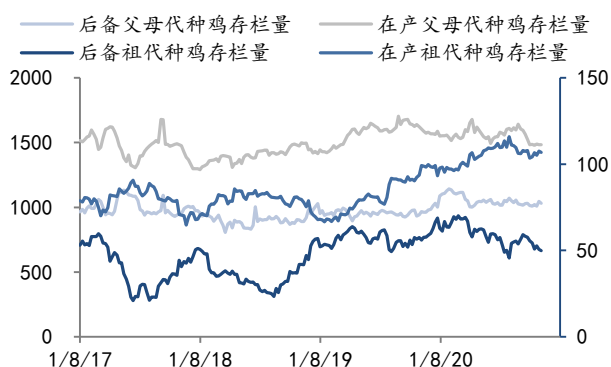
图 35: 仔猪料和母猪料环比持续回升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

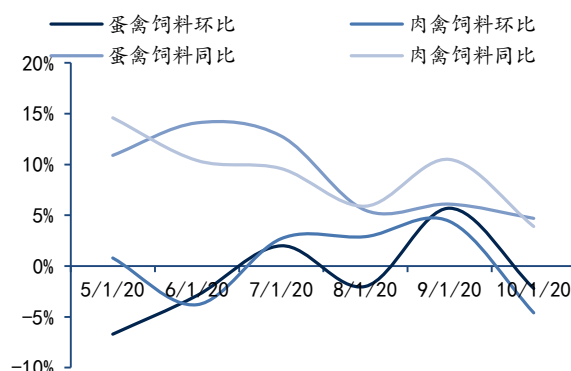
禽存栏提升, 禽料直接受益。2020 年全国种鸡存栏 (在产+后备) 明显高于往年同期水平, 蛋禽饲料和肉禽饲料产量也保持同比增长, 环比持续改善。

图 36: 全国种鸡存栏量处于历史高位



资料来源：中国畜牧业协会，国信证券经济研究所

图 37: 蛋禽饲料和肉禽饲料产量相比 2019 年保持同比增长，环比持续改善

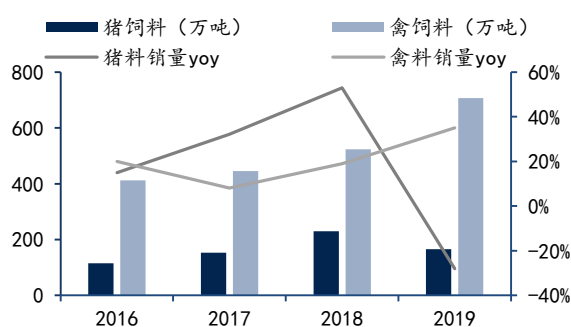


资料来源：饲料工业协会，国信证券经济研究所整理

下游畜禽养殖集中度加速提升，尤其是禽料的工业饲料普及率接近饱和，对饲料企业的质量和服务要求更高，龙头企业更占优势。畜禽料行业增速放缓，行业红利有限，龙头公司主要凭借市占率提升实现规模扩张。海大集团拥有优秀的管理机制和运营能力，竞争优势明显，其在水产料业务上积累的“四位一体”联动、服务营销等运营经验可在畜禽饲料领域有效推广。

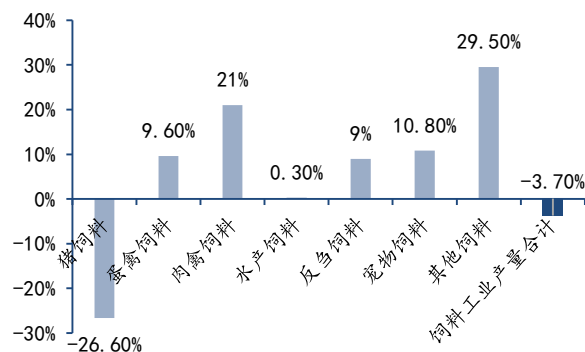
畜禽及水产品作为居民主要的动物蛋白营养来源，不同品种消费存在替代效应，会受价格、疫情等因素此消彼长。相应地，养殖结构会随之调整，不同饲料品种的需求也呈现出一定程度的此起彼伏。海大集团逐步完善饲料全品类布局，品种涵盖畜禽、水产，且猪饲料、鸡饲料、鸭饲料、颗粒鱼饲料的生产线可以共用，在下游养殖情况波动的情况下，公司能结合下游养殖数据，快速调整生产布局，分散经营风险。

图 38: 2016-2019 年公司 畜禽料销售情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 39: 2019 年全国饲料工业细分品种产量同比增长率的波动较总产量更大



资料来源：饲料工业协会，国信证券经济研究所

强者愈强，海大作为研发强势的龙头，是饲料禁抗令的最佳受益者。农业农村部规定，自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类抗生素的商业饲料，此前已生产的商品饲料可流通使用至 2020 年 12 月 31 日。饲料禁抗令的推进将大幅提高对饲料的品质要求，行业进入门槛提升，海大作为行业研发水平最高的龙头企业，最为受益，其三年前就开始进行替抗饲料的研发，近两年积累 300 多个试验数据，已实现在保证饲料效果的前提下减少无抗成本的投入，预计海大集团能顺利过渡到无抗，饲料市占率将加速提升。

表 9：海大集团提前三年布局替抗饲料研发

海大针对替抗饲料研发采取的措施与成果	
1	对市场上具有潜在替代抗生素作用的产品进行了深入的单品研究、在使用量、组合方案效果、成本等多个方面，分别在教槽料、小保育、大保育和小猪料、母猪料多个阶段进行了试验、应用；分别选取了在仔猪、小猪的肠道健康、生长速度、料肉比等多个方面改善的多个备选方案；针对对母猪的产气荚膜梭菌，也有相应的无抗方案进行解决。
2	与科研院所合作，研发了免疫增强剂，可显著增强动物机体免疫和抗病力。
3	建立不同产地原料的动态即时预测模型，实现精准营养体系保证营养素高效利用，节能减排。
4	建立了原料抗营养因子数据库和不同预处理降解方程，减少饲料中抗营养因子水平。
5	通过微生物发酵、酶解等工艺预处理原料，降低原料抗营养因子水平。
6	通过改善粉碎细度、熟化原料等工艺改善消化率，提高猪群的生长速度。
7	应用肠道改善剂，调节动物肠道菌群，促进肠道健康。

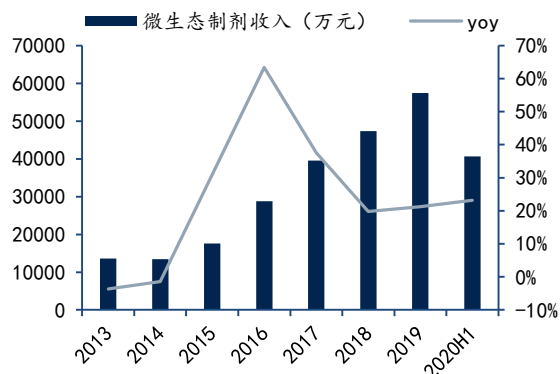
资料来源：海大集团搜狐网官方账号、国信证券经济研究所整理

种苗与动保：附加值高，业绩增速明显，和饲料业务有效协同。

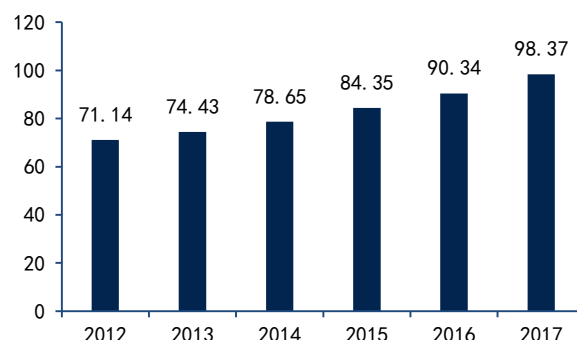
种苗、动保业务与饲料主业的协同效应显著。海大集团在做强饲料业务的基础上，深度挖掘饲料客户需求，顺势发展了与养殖紧密相关的种苗与动保业务，通过“种苗+饲料+动保”全产业链服务优势为客户养殖成功保驾护航，深入强化“为客户创造价值”的服务理念。动保业务方面，公司已布局水产动保产品、畜禽疫苗、兽药及畜禽动保产品，2019 年起通过建立畜禽动保服务体系，将动保产品有效融入服务体系，快速切入替代养殖户原有的动保产品，取得良好进展。2020 上半年公司动保业务实现收入 4.06 亿元，同比增长 23.21%，近 5 年来维持 20%以上的高增速。

种苗方面，公司深耕研发，虾苗育种取得重大突破，有望量利同增。公司的种苗业务以水产育种（虾苗和鱼苗）为主，生猪育种为辅。海大拥有全球领先的虾苗及淡水鱼苗研发技术，过去 10 年，海大集团在全国认定的 10 个水产新品种中占 4 个名额。虾苗方面，从育种、到扩繁、到繁殖均形成了相对可控及标准化的管理模式，其中，白虾育种的自育品系优势明显，得到养户认可，在 2020 年上半年的收入和毛利得到大幅提升。鱼苗方面，考虑到特种鱼对普通鱼的替代消费趋势，公司持续聚焦特种鱼苗的育种和繁殖研究，成本控制得到良好改善。

优质水产种苗和动保行业处于行业的快速发展期，公司的成长空间广阔。根据中国渔业协会水产动保分会，目前水产动保行业规模约 120 亿，随着下游养殖规模化集中化，养殖升级、加强动物保健是未来养殖行业的大趋势，预计公司未来三年在动保业务上将保持 20%的高增速。假设公司未来在水产动保领域可以达到和水产饲料相同的市占率 14%，公司在水产动保的收入可达 16.8 亿元，相比 2019 年仍有两倍成长空间。

图 40：公司动保业务近 6 年保持 20% 以上高增速


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 41：2012-2017 年我国水产动保行业规模 (亿元)


资料来源：中国报告网，国信证券经济研究所

海大集团动保研发行业领先，在非瘟的畜禽动保领域取得重大突破，与华南农业大学、广东省农业科学院动物卫生研究所承担了广东省非洲猪瘟科技应急防控专题各 1 项，分别是《非洲猪瘟应急综合防控技术研究及应用》和《非洲猪瘟精准检测技术研究与应用》，项目成功开发了非洲猪瘟病毒核酸检测试剂盒，为行业提供了应急措施。

生猪养殖：产能布局 500 万头，有望提供新利润增长点。

成本优势显著，育种体系、管理体系、营养体系相对散户的效率更高，铸就养殖护城河。公司生猪养殖业务目前以“公司+农户”的轻资产模式为主，自繁自养为辅。和农户合作方面，公司充分利用产业链优势，为农户主提供种苗、饲料、疫苗等养殖必需品，商定养殖过程主要技术要求后，由农户主完成养殖过程，公司回收成品对外销售。在证券时报的采访中，薛华表示公司发展生猪养殖的初衷是由于海大相比散户养殖更有成本优势，出栏每头猪的平均成本约比市场上一般养户低 200 元。比如种苗成本上，海大的优质母猪每年能产仔 25 头，散户的普通母猪可能每年产出 18 头，于是多产出的每头种猪可节省 150-200 元成本。营养体系上，海大集团的研发更强，饵料系数能做到比大部分公司高 0.2，因此产出每斤猪肉可减少 0.5 元的饲料成本。同时，在非瘟背景下，海大集团相比散户的生物防控体系更加完备，生猪养殖优势更加明显。

积极扩建自繁自养的生猪养殖基地，2019 年新增 500 万头生猪养殖及加工项目。相比散户养殖，自繁自养模式的规模优势明显，应对疫病的防控体系周全。海大近几年积极储备生猪养殖土地资源，逐步增加自繁自养生产基地的生产规模。公司 2019 年陆续与清远市、韶关市、罗定市政府签定总计产能为 500 万头的生猪养殖及屠宰加工等产业链项目，预计项目全部达产后对应约 200 亿产值。

表 10：海大集团 2019 年陆续签订总计产能 500 万头的生猪养殖及屠宰加工等产业链项目合作协议

项目时间	主要内容	对应生猪产能（万头）
2019-09	海大集团与广东省清远市政府、广东恒健投资控股有限公司共同签订了《合作框架协议》，拟参与投资建设清远市 100 万头生猪养殖、屠宰加工项目。	100
2019-09	海大集团与广东恒建、双胞胎股份拟在韶关建设 300 万头生猪产业链项目，其中包括若干个种猪场、商品猪养殖小区及配套饲料厂、屠宰加工冷链物流一体化企业。	300
2019-10	海大集团联合恒健投资控股有限公司共同打造云浮罗定市年出栏 100 万头生猪全产业链项目。项目将包含生态智慧养殖、饲料加工、生猪屠宰、冷链运输等养殖全产业链。	100

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

中国农业进入变革期，海大将充分受益养殖行业红利。农牧行业正发生巨大变革，农村大量人员正逐步退出养殖业。而落后产能离开的同时，新产能兴起会很慢。我们相信，科技兴农会催生大企业，因此海大集团作为持续深耕技术、布局养殖全产业链的农牧企业，在生猪养殖领域的发展未来可期。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

饲料：由于 2020 年开始畜禽存栏回升，且公司的饲料业务增速稳定，市占率仍有提升空间，我们预计 2020-2022 年公司饲料销量合计达到 1490 万吨、1940 万吨和 2300 万吨，市占率稳步提升。

生猪养殖业务：虽然生猪价格拐点向下，但非洲猪瘟疫情仍在，未来 3-5 年管理层能力强的优质企业生猪养殖体量会稳步提升，我们预计公司 2020-2022 年生猪出栏量分别为 90 万头、180 万头和 250 万头。

表 11：公司饲料业务销量估算

	2020E	2021E	2022E
饲料总销量（万吨）	1490	1940	2300
yoy	22%	30%	19%
毛利率（%）	10.95%	10.89%	10.99%
预计净利润（亿元）	21	26	31
生猪养殖（万头）	90	180	250
yoy	34%	100%	39%
销售均价（元/公斤）	30	20	16
单位成本（元/公斤）	26.2	18.4	15.8
预计净利润（亿元）	4	3.3	0.6

资料来源：国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

表 12：未来 3 年利润表预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47613	60325	77475	90723
营业成本	42223	53602	69008	81004
营业税金及附加	61	78	101	118
销售费用	1563	1991	2557	2976
管理费用	1191	1523	1943	2222
财务费用	212	128	113	86
投资收益	160	170	200	210
资产减值及公允价值变动	58	15	15	15
其他收入	(483)	0	0	0
营业利润	2098	3188	3969	4542
营业外净收支	(4)	3	(2)	1
利润总额	2094	3191	3967	4543
所得税费用	305	495	603	709
少数股东损益	141	214	267	305
归属于母公司净利润	1649	2482	3097	3529

按上述假设条件，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 24.8/31.0/35.3 亿元，EPS 分别为 1.54/1.92/2.19 元。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 75-80 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期，可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年饲料业务增速的预测、微生物制剂业务营收增速的预测、生猪养殖产能的假定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司饲料业务市占率的估计偏乐观，导致未来饲料业务收入增速值偏高，从而导致盈利偏乐观的风险；
- 2、农产品销售将为公司带来可观利润，生猪养殖业务的盈利对公司整体盈利预测的影响非常大，如果后续生猪产能恢复速度超预期，公司成本如果下降速度低于猪价下跌速度，该业务有可能会拖累公司业绩。

经营风险

公司由于研发布局及生猪养殖业务拓展而使得费用支出超出预期的风险。生猪养殖场的建设会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

市场风险

生猪养殖行业参与者众多，未来可能出现产能过剩，市场竞争加剧的风险。

自然灾害、疫情等系统性风险

公司的饲料业务受下游养殖的影响较大，洪水暴发会影响水产养殖的经营，从而导致公司销售受阻。生猪业务方面，非瘟防控、蓝耳病近年频发，如果生猪疫病控制不当，会造成公司的生猪养殖利润不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1850	2413	3099	3629
应收款项	1219	1535	1972	2309
存货净额	4463	5806	7486	8793
其他流动资产	1174	1508	1937	2268
流动资产合计	8735	11292	14523	17028
固定资产	6956	7800	8238	8724
无形资产及其他	1122	1078	1034	991
投资性房地产	1978	1978	1978	1978
长期股权投资	63	85	107	130
资产总计	18854	22233	25880	28850
短期借款及交易性金融负债	3070	1857	1883	1345
应付款项	1917	2468	3144	3671
其他流动负债	2919	3782	4839	5679
流动负债合计	7906	8107	9866	10695
长期借款及应付债券	822	2482	2482	2482
其他长期负债	385	420	455	490
长期负债合计	1206	2902	2937	2972
负债合计	9112	11008	12802	13667
少数股东权益	638	756	905	1070
股东权益	9104	10469	12172	14113
负债和股东权益总计	18854	22233	25880	28850

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.04	1.54	1.92	2.19
每股红利	0.47	0.69	0.87	0.99
每股净资产	5.76	6.50	7.56	8.77
ROIC	17%	19%	20%	21%
ROE	18%	24%	25%	25%
毛利率	11%	11%	11%	11%
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	7%	6%	6%	6%
收入增长	13%	27%	28%	17%
净利润增长率	15%	51%	25%	14%
资产负债率	52%	53%	53%	51%
息率	0.8%	1.2%	1.5%	1.7%
P/E	55.3	37.4	30.0	26.3
P/B	10.0	8.9	7.6	6.6
EV/EBITDA	31.5	26.8	22.4	20.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47613	60325	77475	90723
营业成本	42223	53602	69008	81004
营业税金及附加	61	78	101	118
销售费用	1563	1991	2557	2976
管理费用	1191	1523	1943	2222
财务费用	212	128	113	86
投资收益	160	170	200	210
资产减值及公允价值变动	58	15	15	15
其他收入	(483)	0	0	0
营业利润	2098	3188	3969	4542
营业外净收支	(4)	3	(2)	1
利润总额	2094	3191	3967	4543
所得税费用	305	495	603	709
少数股东损益	141	214	267	305
归属于母公司净利润	1649	2482	3097	3529

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1649	2482	3097	3529
资产减值准备	(16)	10	3	3
折旧摊销	611	743	846	929
公允价值变动损失	(58)	(15)	(15)	(15)
财务费用	212	128	113	86
营运资本变动	1152	(532)	(768)	(573)
其它	93	108	146	161
经营活动现金流	3430	2796	3309	4034
资本开支	(2268)	(1541)	(1233)	(1356)
其它投资现金流	21	0	0	0
投资活动现金流	(2271)	(1563)	(1255)	(1379)
权益性融资	18	0	0	0
负债净变化	(1021)	(230)	0	0
支付股利、利息	(741)	(1117)	(1394)	(1588)
其它融资现金流	2461	(1213)	26	(538)
融资活动现金流	(1045)	(669)	(1368)	(2126)
现金净变动	114	563	686	530
货币资金的期初余额	1735	1850	2413	3099
货币资金的期末余额	1850	2413	3099	3629
企业自由现金流	1695	1316	2123	2716
权益自由现金流	3135	(236)	2054	2105

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032