

强烈推荐-A (维持)

海大集团 002311.SZ

目标估值: 34.98-39.75 元

当前股价: 31.75 元

2019年06月12日

基础数据

上证综指	2926
总股本(万股)	158130
已上市流通股(万股)	155349
总市值(亿元)	502
流通市值(亿元)	493
每股净资产(MRQ)	5.0
ROE(TTM)	18.5
资产负债率	56.3%
主要股东	广州市海灏投资有限
主要股东持股比例	57.58%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	34	35
相对表现	9	16	36



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《海大集团(002311)——饲料白马, 业绩稳定增长》2018-04-23
- 2、《海大集团(002311)——水产料销量超预期, 外延并购补强区域性短板》2017-11-01
- 3、《海大集团(002311)——饲料板块大放异彩, 产品力优势不断显现》2017-08-18

雷轶

075583218146
leiyi@cmschina.com.cn
S1090519020003

研究助理

陈晗
chenhan2@cmschina.com.cn

十年深潜, 海大鱼大

饲料行业年产 2.3 亿吨之大, 却充满了低效产能, 这样的深水足以孕育 1-2 家市占率、ROE 同时超过 20% 的“大鱼”, 展望未来十年, 行业 90% 的企业面对红海竞争必将退出, 而在海大人眼里, 别人的红海却是他们的蓝海, 这一切的综合优势都源于几十年如一日的学习型文化和专业化运营。郭鹤年的一句人生感慨送给海大这样的企业再合适不过: “捕鱼世界中, 深海才能捕捉到如金枪鱼般的好鱼, 也就是说, 如果我能一直往下潜, 随随便便就能花掉了我 20 年的生命”, 我们认为在行业变革加剧的未来十年里, 海大的厚积薄发使其具有较大的发展潜力, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **外部环境: 行业快速集中, 优势企业市占率和盈利水平大有可为**

2012 年以来, 饲料行业总量进入平稳发展期, 过去跑马圈地式的繁荣在其兴起时就已埋下了自我毁灭的种子, 大量低效产能充斥其中, 饲料企业总量从高峰期的 16454 家下降至 2015 年的 6000 多家, 未来十年或只需要 100 家, 效率高、规模大、做产业链价值的优势企业正加速占领市场, 同时, 非洲猪瘟爆发并对行业造成非常深远的影响, 行业内的中小饲料企业 80-90% (概数) 的利润来自猪料, 他们的退出必定加速行业集中的速度, “非瘟”、“禁抗限抗”、“环保”等多重因素正推动优势饲料企业迎来行业巨变中的机遇。展望未来十年, 我们认为, 中国必定会诞生总产量 4000-6000 万吨以上的饲料企业 (含国际), 龙头市占率或达 20-30% 以上, 并且一定会走向国际化。

中国养殖业正处于整体现代化、工业化、集中化的快速转型期, 未来十年, 90% 的农户将退出市场, 无论是猪鸡鸭, 还是牛羊水产, 动物蛋白生产过程中将面临更多的技术进步, 融入更多维度的学科, 一个小领域的一个关键技术进步或行业变革、一个新的消费趋势就足以让一批传统农户、传统企业永久出局, 落后产能将愈发没有机会跟上时代的脚步, 而拥有顺畅技术研发、应用和传导能力的先进企业可滚雪球式地扩大将自身领先优势, 将加速甩开与行业的竞争力差距, 盈利能力还有提高的空间。并且, 由于行业目前低效产能仍然占比很大, 那么优势企业可提高的市占率空间仍然非常可观。

竞争对于此刻的优势企业反而是非常好的竞争力提升催化剂, 反而会更直接地促进他们的收入和利润增长。目前全国范围内还没有形成一家公司能在多品类、多区域同时做到高市占率, 那么对于正在成形的优势企业来说, 所有的竞争几乎都是单个区域单个品种的竞争, 善于学习的优势企业可以将单个地区竞争对手好的经验转化成自身的优势, 在更多其他的区域加倍占领市场, 而小公司没有资源做到, 我们的总结是“海大渴望竞争”。

□ **海大商业模式及方法论思考**

1、价格屠夫型商业模式: 源于高效率的先进制造平台

海大单个工厂规模效应明显, 多品类生产提高了生产线的产能利用率和盈利水平。海大单个工厂年产量基本都在 15 万吨以上, 远高于行业普遍不到 1 万吨的均值, 未来新建工厂不少是 50 万吨以上 (甚至 60-70 万吨), 达到竞争对手 3 倍以上。

且单个综合型工厂可以生产多种饲料，可同时提高盈利能力和产能利用率，形成区域性高占比的“海大模式”。海大的制造、服务的高效率使得其价格屠夫模式运行良好，海大已经可以持续地将价格压在行业盈亏平衡线以下，某种程度上，海大已经可以“控制价格”，并且随着自身规模的增长，这种能力会越来越强，以这种能力去拓展市场，其增长的确定性非常高。

2、产品金字塔及服务体系商业模式：源于四位一体联动机制，本地化的产品研发、丰富的产品矩阵以及下沉的服务体系

海大是服务型营销开创者，几经模仿但始终如一的投入与体系化的平台使得公司竞争力稳步拉开与对手的差距。快速联动“四位一体”机制确保公司产品性价比保持最优状态，充分体现公司产品力的优势。通过全方面的优势充分占领低端市场，也阻止了其他对手获取利润，同时依靠自身更高阶的产品、服务获得更多利润，赚取的利润又投入到研发等方面继续增强竞争力。

3、发展源动力：成型的方法论及稳定的人才体系

海大的风格从来都不是一个行业最早的进入者，但是一直都是后来居上并持续扩大领先优势的企业。海大的成功源自它成型的一整套的方法论及其培养出来的稳定的人才体系，价值文化和学习型组织是他们攻城略地的根本基础。

□ **盈利预测与估值：**我们预计 2019-2021 年公司饲料销量分别为 1282/1514/1765 万吨，同比分别增长 20%/18%/17%；归母净利润 17.95/25.09/31.11 亿元，EPS 分别为 1.14/1.59/1.97 元/股，给予 2020 年 22-25 倍 PE，得到目标价 34.98-39.75 元/股，较现价有 10%-25% 的上涨空间，维持“强烈推荐-A”评级。

看长期，以十年的角度来仰望星空，我们认为海大国内饲料或有望达到 4000 万吨以上，另外国际销量也是重要补充，当行业集中度提高到较高水平时，吨利润会随着自身效率提高、竞争格局改善、产业链一体化价值点增多而回升，平均每吨有望赚 200 元，可贡献 100 亿纯饲料利润。加上配套的其他产业，例如水产苗种、动保产品、宠物饲料、原料贸易、生猪养殖、屠宰与食品流通六大板块的贡献，整体利润的均值是有明确路径在十年后达到 200 亿级别的，对于海大来说，道路明确，但路在脚下，最大的风险仍是来自于企业自身取得卓越成绩后的骄傲化、官僚化、僵硬化，但公司高层对此非常警醒。

风险提示：突发重大疫病或自然灾害，洪水暴雨等自然灾害，原材料超预期上涨。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	32557	42157	50620	60015	70708
同比增长	20%	29%	20%	19%	18%
营业利润(百万元)	1476	1768	2249	3142	3895
同比增长	47%	20%	27%	40%	24%
净利润(百万元)	1207	1437	1795	2509	3111
同比增长	41%	19%	25%	40%	24%
每股收益(元)	0.77	0.91	1.14	1.59	1.97
PE	41.4	34.9	28.0	20.0	16.1
PB	7.7	6.5	5.4	4.5	3.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、外部环境：行业快速集中，专业化成为决胜点.....	7
1、行业快速集中，优势企业市占率和盈利水平大有可为.....	7
2、社会资源向优势企业倾斜，竞争力强弱分化愈发明显.....	9
二、海大商业模式及方法论思考.....	11
1、价格屠夫型商业模式：源于高效率的先进制造平台.....	11
(1) 制造效率领先，产能利用率和盈利水平有保障.....	11
(2) 采购能力突出，产品成本优势有支撑.....	12
2、产品金字塔及服务体系商业模式：源于四位一体联动机制，本地化的产品研发、丰富的产品矩阵以及下沉的服务体系.....	13
3、农业企业的护城河：技术的分布与传递、持续技术进步的赛道.....	15
4、发展源动力：成型的方法论及稳定的人才体系.....	16
三、海大的成长历程.....	18
1、公司发展历程：不断颠覆的饲料白马.....	18
2、公司发展战略：产品力、养殖服务和金融服务的全方位支持.....	19
(1) 打造具有领先竞争力的服务体系.....	19
(2) 以水产为中心，实现全面突破.....	20
(3) 先做专再做大.....	20
3、区域发展：由华南走向全国.....	21
四、同业财务对比.....	23
1、成本角度.....	23
(1) 销售费用：海大的人效高，费用低.....	23
(2) 管理费用：大幅领先于行业.....	24
(3) 财务费用：低于绝大多数可比公司.....	24
2、杜邦分析.....	25
(1) 销售净利率：海大略高于行业平均水平.....	25
(2) 杠杆率：海大负债水平低于行业平均.....	26
(3) 资产周转率：海大的周转能力大幅领先于行业.....	26
五、投资建议.....	29

1、盈利预测与估值.....	29
2、估值对比.....	31
3、PE-PB Band.....	31
风险提示	32

图表目录

图 1: 饲料企业数量不断下降	7
图 2: 2015 年主要国家饲料行业 CR3 集中度情况.....	8
图 3: 饲料行业主要企业营业利润率情况.....	9
图 4: 美的上市以来股价翻了 5 倍.....	10
图 5: 2005 年至今, 格力股价翻了 107 倍.....	10
图 6: 海大上市以来股价翻了 5 倍.....	10
图 7: 2013 年以来海大 ROE 水平逐步上升.....	10
图 8: 海大已经可以持续地将价格压在行业盈亏平衡线以下.....	11
图 9: 多品种的配套生产将“高效制造平台”这一基础设施利用到极致	12
图 10: 海大集团产能利用率大幅领先于行业平均水平.....	12
图 11: 海大原料贸易收入不断增加	13
图 12: 海大将采购优势转化成了新的利润增长点.....	13
图 13: 配方、采购、运营、市场服务“四位一体”快速联动机制	14
图 14: 基本产品+功能性产品的金字塔商业模式.....	15
图 15: 中美农业技术推广体系对比.....	16
图 16: 海大集团发展历程.....	18
图 17: 海大集团历年饲料销量及同比变化.....	20
图 18: 海大集团历年微生物制剂收入及同比变化.....	20
图 19: 海大集团微生物制剂收入变化与饲料销量变化同步性较高.....	20
图 20: 海大集团中国大陆各区域收入占比	21
图 21: 海大集团中国大陆各区域毛利占比	21
图 22: 各公司销售费用占营业收入的比例情况.....	23
图 23: 海大人均销售量遥遥领先于行业.....	23
图 24: 海大集团单吨饲料的销售人员薪酬低于同行	23
图 25: 海大单吨饲料销量的广告费用远低于同行	24
图 26: 海大单吨饲料的运费低于同行	24
图 27: 各公司管理费用占营业收入的比例情况.....	24
图 28: 各公司财务费用占营业收入的比例情况.....	24
图 29: 各公司销售净利率对比	26

图 30: 各公司资产负债率对比	26
图 31: 各公司总资产周转率对比.....	27
图 32: 各公司存货周转率对比	27
图 33: 各公司应收账款周转率对比	28
图 34: 海大集团饲料吨均利润呈现震荡上行的趋势	29
图 35: 海大未来十年饲料销量和吨均利润预测.....	29
图 36: 海大集团历史 PE Band.....	31
图 37: 海大集团历史 PB Band.....	31
表 1: 2015 年主要国家饲料行业 CR3 集中度情况.....	8
表 2: 海大不断落实股权激励政策.....	17
表 3: 海大集团中国大陆各大区域业绩情况	22
表 4: 2018 年饲料板块主要上市公司杜邦分析对比.....	25
表 5: 2013-2018 年海大集团杜邦分析.....	25
表 6: 各季度业绩回顾	30
表 7: 销售收入结构预测.....	30
表 8: 盈利预测简表.....	31
表 9: 估值对比表.....	31
附: 财务预测表	33

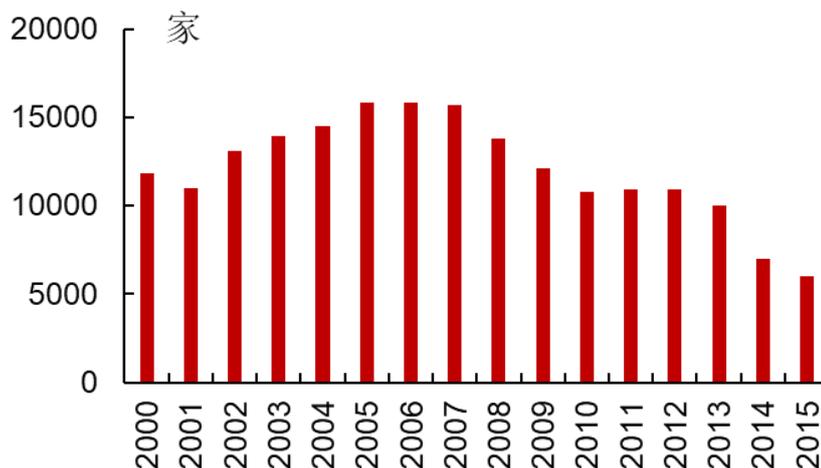
一、外部环境：行业快速集中，专业化成为决胜点

1、行业快速集中，优势企业市占率和盈利水平大有可为

饲料行业竞争不断加剧，落后产能快速退出。改革开放后，农业产业化逐渐提速，饲料行业由于现金流稳定、投资回报率高，正大深圳的饲料厂一度需要提前三天排队才可买到饲料，产不足需明显。在 1998 年之前，很多饲料企业通过“产品+广告”可以飞速发展，例如正大、新希望/东方希望、通威，但 1998 年至 2003 年间行业整体陷入低迷，行业精细化管理有待提高。自 2004 年开始，“成本控制+渠道力（服务式营销）”模式取得快速发展，以新希望六和、海大、大北农等为代表。直到 2012 年以来，饲料行业总量进入平稳发展期。

过去跑马圈地式的繁荣在其兴起时就已埋下了自我毁灭的种子，大量低效产能充斥其中，随着肉类消费的饱和、养殖业规模化的提高，饲料业竞争程度不断加剧，过去被称为快速、成功的模式正面临无法维系的风险，于是近年出现了饲料企业总量从高峰期的 16454 家下降至 2015 年的 6000 多家，未来两三年可能降低至 3000 家，再五年后或剩下不到 100 家的快速集中的过程，效率高、规模大、做产业链价值的优势企业正加速占领市场。2017 年，年产 100 万吨以上的饲料企业共有 35 家，市场份额占比 62.3%，仅仅一年便提升了接近 5 个百分点。2018 年，非洲猪瘟爆发并对行业造成非常深远的影响，行业内的中小饲料企业 80-90%（概数）的利润来自猪料，他们的退出必定加速行业集中的速度，“非瘟”、“禁抗限抗”、“环保”等多重因素将推动优势饲料企业迎来行业巨变中的机遇。

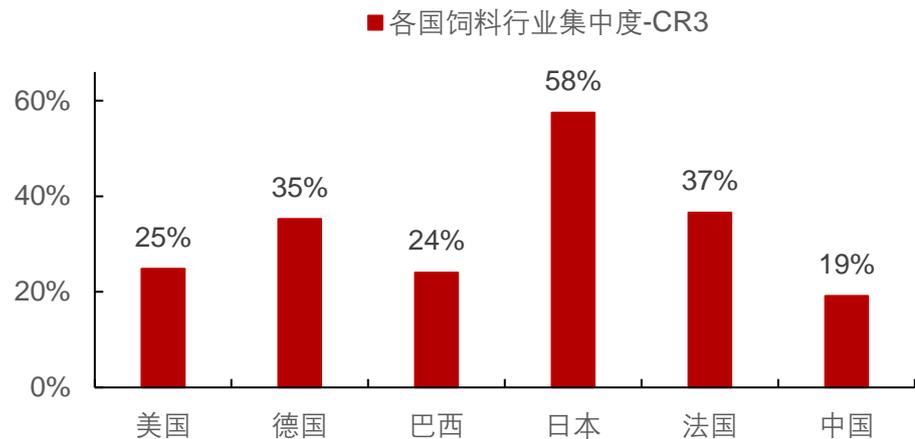
图 1：饲料企业数量不断下降



资料来源：农业部、招商证券

我国饲料龙头企业市占率有较大提升空间。放眼全球，2015 年日本饲料行业的 CR3 达到了 58%，而中国排名前三的企业产量只占全国的 19%，龙头市占率仍然很低，低效产能仍然占比很大，集中度向优势企业提供的空间仍然非常可观。展望未来十年，我们认为，中国必定会诞生总产量 4000-6000 万吨以上的饲料企业（含国际），龙头市占率或达 20-30%以上，并且一定会走向国际化。

图 2: 2015 年主要国家饲料行业 CR3 集中度情况



资料来源: 瓦特国际传媒、招商证券 备注: 与其他国家不同, 中国由于低效产能占比仍然很大, 龙头企业相对于其他产能优势很大, 还有继续提升市占率的可能

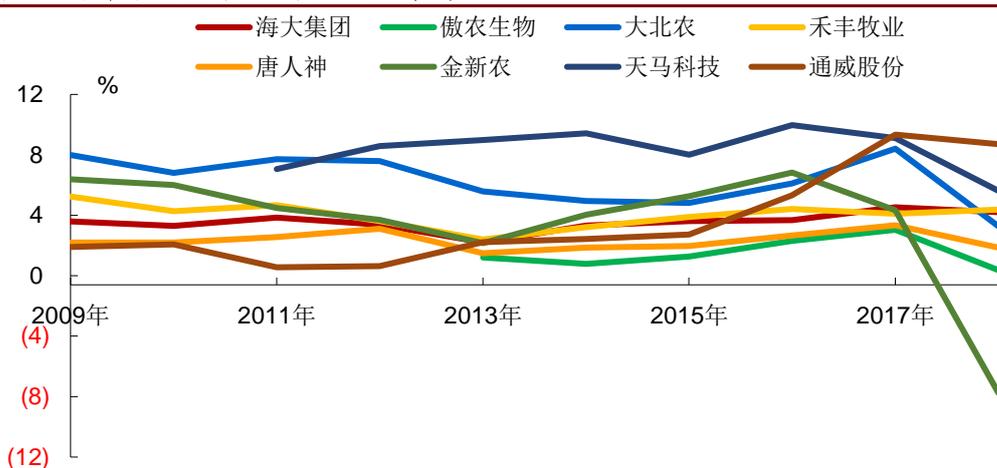
表 1: 2015 年主要国家饲料行业 CR3 集中度情况

国家	公司名称	产量 (万吨)	产量合计 (万吨)	国内总产量 (万吨)	占总产量的比例
美国	Cargill	1950	4300	17300	24.86%
	Purina	1350			
	Tyson Foods (broiler)	1000			
德国	Agravis Raiffeisen	406	846	2400	35.25%
	DTC Deutsche Tiernahrung Cremer	280			
	Broring Unternehmensgruppe	160			
法国	Avril/Sanders	340	805	2200	36.59%
	Neovia (InVivo NSA)	265			
	Triskalia	200			
巴西	BRF	1043.7	1587.7	6600	24.06%
	JBS Brasil	400			
	Aurora Alimentos	144			
日本	NongHyup Feed Inc.	750	1380	2400	57.50%
	Harim Group	340			
	CJ Cheil Jedang	290			
中国	新希望集团	1870	3830	20009	19.14%
	温氏集团	1200			
	东方希望集团	760			

资料来源: 瓦特国际传媒、招商证券 (部分统计与实际情况有出入或口径不同, 仅可作为参考)

除市占率外, 龙头企业盈利水平也有较大可作为空间。为人们提供优质动物蛋白这个过程可做出差异化的价值点非常之多, 利润可拓展的空间较大。从纵向看, 相比标准化、流程化的工业品, 农产品从田园到餐桌整个过程十分之长, 细节之多令人叹为观止, 但多数环节的效率仍然处于传统低效状态, 由于吸引不到人才、资金, 不少优质资源都在持续流失; 而从横向来看, 我国还没有能够在多品类同时做到龙头的企业, 虽然行业整体的单吨利润较薄, 但竞争的维度、颗粒度相比很多行业来说, 实际上并没有太激烈, **定睛一看, 在优势企业面前, 这可能还是个蓝海。**近十年, 我国主要饲料企业的平均营业利润率只有 4.19%, 对于已经具有优势的企业来说, 向上提升的空间较大。

图 3: 饲料行业主要企业营业利润率情况



资料来源: wind、招商证券

2、社会资源向优势企业倾斜，竞争力强弱分化愈发明显

优势企业的超额价值正开始不断体现，未来将加速甩开与行业的竞争力差距。相比沉浸在过去发展模式中的落后产能，新一代优势企业从这样的土壤中孕育而生并崭露头角，彻底摆脱产业从无到有、资源驱动型的经验，更加注重产业迭代的新经验。行业竞争加剧的土壤中，新的力量、新的体系已经形成攻城略地之势。薛华董事长带领的海大头头脑清晰、意图强大、精打细算、重视人才、稳健前行，在行业进入集中度快速提高期后大放异彩，我们经过仔细研判后得出结论，认为这并不是昙花一现，而是超额价值的初步体现。

展望未来，传统中小饲料企业愈发没有能力和资源投入到人才、研发、服务等为客户真正创造价值的商业活动中，但中国养殖业正处于整体现代化、工业化、集中化的快速转型期，未来十年，90%的农户将退出市场，无论是猪鸡鸭，还是牛羊水产，动物蛋白生产过程中将面临更多的技术进步，正融入更多维度的学科，一个小领域的一个关键技术进步或行业变革、一个新的消费趋势就足以让一批传统农户、传统企业永久出局，落后产能将愈发没有机会跟上时代的脚步，而拥有顺畅技术研发、应用、传导能力的先进企业可滚雪球式地扩大自身领先优势，他与他带领的新农人将加速甩开与行业的竞争力差距。

我们认为，竞争对于此刻的优势企业反而是非常好的竞争力提升催化剂，反而会更直接地促进他们的收入和利润增长。目前全国范围内还没有形成一家公司能在多品类、多区域同时做到高市占率，那么对于正在成形的优势企业来说，所有的竞争几乎都是单个区域单个品种的竞争，善于学习的优势企业可以将单个地区竞争对手好的经验转化成自身的优势，在更多其他的区域加倍占领市场，而小公司没有资源做到，我们的总结是“**海大渴望竞争**”。

同时，社会资源总是会在各个维度向优秀的企业倾斜，业态本身都会加剧竞争力强弱的分化，市场化程度较高的饲料行业也是如此。美的、格力等企业持续向我们证明，在行业总量进入平稳期发展后，优势企业在产品力、研发力、渠道力、服务力、人才和资源储备等多个维度同时取得更大利润区，股东回报水平也不断上涨，美的自2013年上市至今股价翻了5倍，而格力在2005年以前，股价表现一般，但从2005年至今，股价已经累计上涨了107倍（后复权），纵观全球也不乏案例，快速增长的行业后来不少都

出现大量无利可图的企业，缓慢增长甚至缓慢衰退的行业却加速诞生巨大的现金牛企业，例如可口可乐、通用电气、斯沃琪等等，本质还是企业能否在激烈竞争中保持领先优势，而农业生产复杂性的特征就决定了农业企业具有更大的价值创造空间。海大上市以来股价翻了5倍，2013年以来ROE水平由9.89%逐步上升至20.21%，目前ROE提升这一过程仍在进行，最近五年ROE均值为17.18%，这一趋势在未来将确定性继续演绎。

图 4: 美的上市以来股价翻了 5 倍



资料来源: wind、招商证券

图 5: 2005 年至今, 格力股价翻了 107 倍



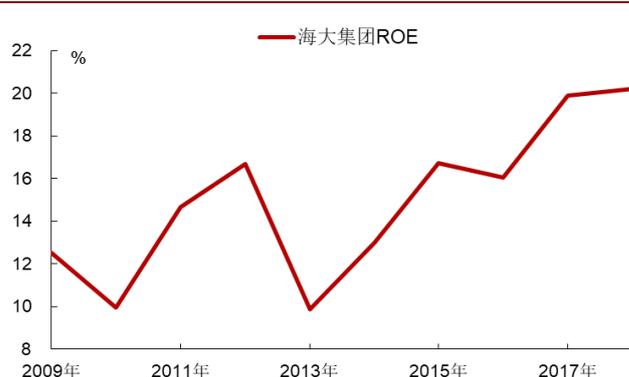
资料来源: wind、招商证券

图 6: 海大上市以来股价翻了 5 倍



资料来源: wind、招商证券

图 7: 2013 年以来海大 ROE 水平逐步上升



资料来源: wind、招商证券

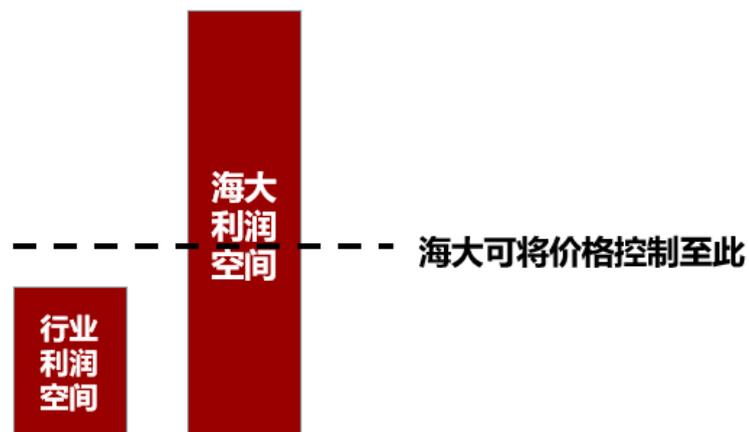
二、海大商业模式及方法论思考

在日趋激烈的饲料市场里，单一环节的优势已经无法构成可靠的护城河，而是应该更多地考验企业多层次的商业模式与核心竞争力，以及是否有足够多并持续增加的价值点。

1、价格屠夫型商业模式：源于高效率的先进制造平台

海大的制造、服务的高效率使得其价格屠夫模式运行良好，海大已经可以持续地将价格压在行业盈亏平衡线以下，某种程度上，海大已经可以“控制价格”，并且随着自身规模的增长，这种能力会越来越强，以这种能力去拓展市场，其增长的确定性非常高。亚马逊、华为、小米的方法论也是如此，“纵观三十年商业史，卖的贵的品牌都是各领风骚三五年，甚至是几个月。而性价比高的都能健康地运营三五年，甚至十年以上，Costco、无印良品、优衣库都是这样。为什么？因为毛利率低，就逼着自己追求效率，改善项目，这样才能保持公司的战斗力。一旦毛利率高，公司就会丧失持续创新的动力，就会一步一步变得平庸。坚持高性价比的模式，是具备长期竞争力必须坚持的路线”（引自《小米生态链战地笔记》，从海大的战略执行细节也可以感受到相同的价值观）。例如禽料市场竞争激烈，单吨毛利偏低，但海大的盈利能力却保持较好水平。在竞争对手亏钱的时候，海大禽料可以赚 100 元/吨以上，其中，竞争对手的单吨费用 200 元/吨以上，而海大只有 130 元/吨。同样地，猪料、水产料中也存在结构性的毛利低的品种，海大的低成本可以赢得基本盘市场，提高工厂的制造效率。

图 8：海大已经可以持续地将价格压在行业盈亏平衡线以下



资料来源：招商证券

(1) 制造效率领先，产能利用率和盈利水平有保障

海大单个工厂规模效应明显，多品类生产提高了生产线的产能利用率和盈利水平。海大单个工厂年产量基本都在 15 万吨以上，远高于行业普遍不到 1 万吨的均值，未来新建工厂不少是 50 万吨以上（甚至 60-70 万吨），达到竞争对手 3 倍以上。且单个综合型工厂可以生产多种饲料，可同时提高盈利能力和产能利用率，形成区域性高占比的“海

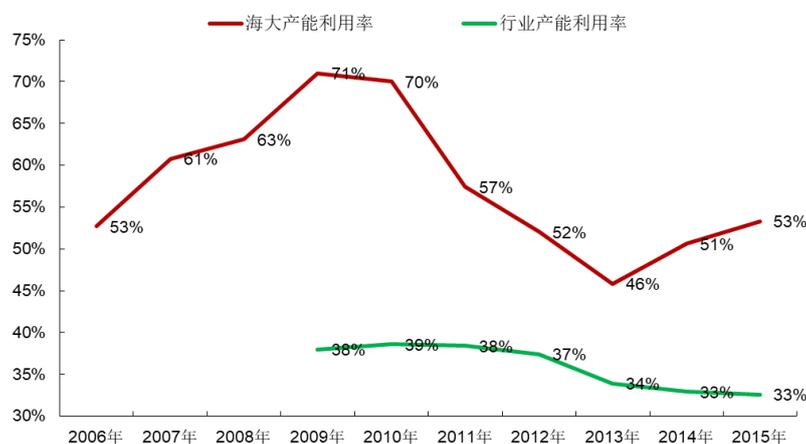
大模式”。例如，传统禽料市场的发展模式是密集铺场型以覆盖养殖户，但随着多轮动物疫情、食品安全事件、农业人口减少等的冲击，下游养殖的规模化进程迅速，传统的地理密集型模式效率会降低，超大规模工厂优势效率愈发明显，但对采购、销售、研发、考核管理等方面的挑战也更大。水产、禽、猪、其他饲料的基础研发、模式、渠道、服务、采购也都有共通的地方。

图 9: 多品种的配套生产将“高效制造平台”这一基础设施利用到极致



资料来源：公司公告、招商证券

图 10: 海大集团产能利用率大幅领先于行业平均水平



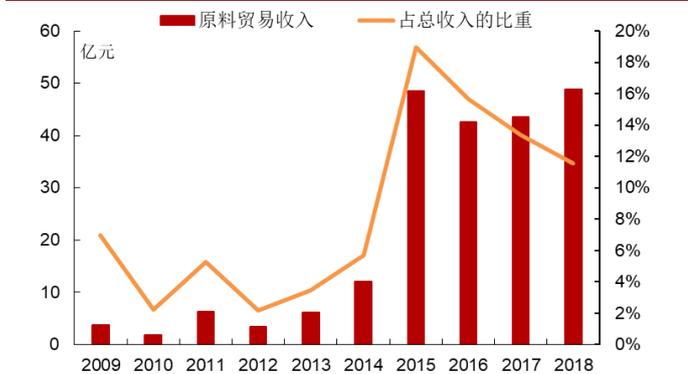
资料来源：公司公告、招商证券

(2) 采购能力突出，产品成本优势有支撑

公司的采购与对冲在国内处于领先地位，管理尤其精细，目前已经能获得较好的采购成本优势和风险控制能力。2003年，公司便开始采用集中采购的模式，到了2006年，已经建立起了专业化的采购团队，是行业内最早实现集中采购的企业，目前原材料采购的集中度达到了90%以上。公司按照大宗原材料的类别来建立专门的采购团队，同时建立合理的人员激励机制，将采购人员奖金与原材料采购价差挂钩进行激励与考核。此外，公司还建立了专门的原材料信息研究部门，行业视角宽广，信息采集和分析量较大，

能够实时跟踪、研究、判断国内外大宗原材料的行情走势，并利用期货工具对大宗原材料进行套期保值，以有效控制采购的价格风险和头寸风险，使饲料产品的成本优势成为可能。近年来，在满足内需的前提下，公司还利用自身的采购优势发展了原料贸易业务，拓展新的利润增长点。

图 11：海大原料贸易收入不断增加



资料来源：wind、招商证券

图 12：海大将采购优势转化成了新的利润增长点



资料来源：wind、招商证券

动态成本替换机制通畅且运行多年，对饲料产品的成本优势形成强有力的支撑。公司在不断提高采购专业能力的前提下，还深入研究了原料替代和配方调整，能做到配方周度调整，而一些竞争对手还停留在年度、季度调整的频度。如鱼粉的价格贵且波动大，水产饲料行业内的鱼粉用量平均为 35%，而海大的用量只需要 25%。同时，公司还研发出了能够有效替代鱼粉的新型植物蛋白，使对虾饲料中的鱼粉蛋白含量进一步下降到 15% 的水平。

2、产品金字塔及服务体系商业模式：源于四位一体联动机制，本地化的产品研发、丰富的产品矩阵以及下沉的服务体系

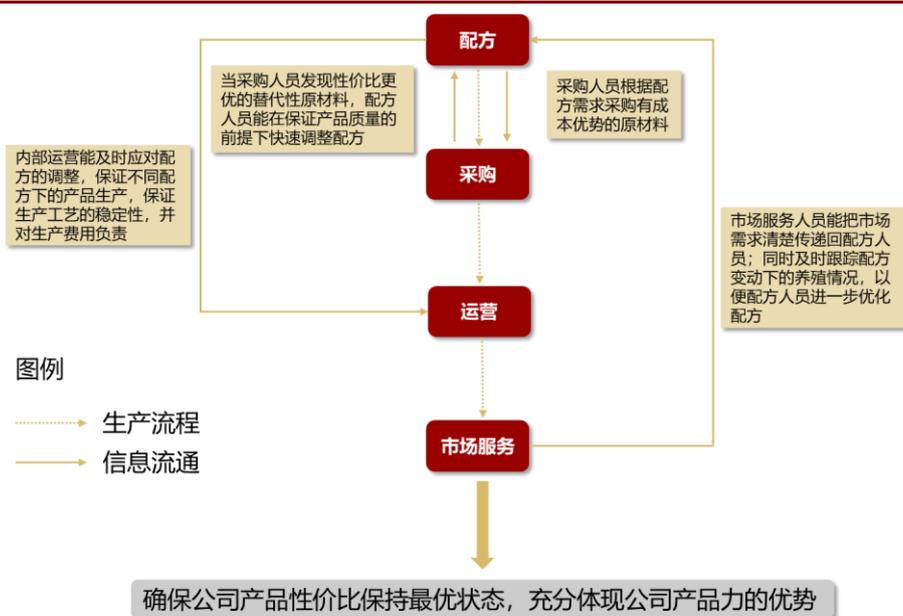
海大凭借本地化的产品研发、丰富的产品矩阵、下沉的服务体系以及“四位一体”的快速联动机制，打造出了异常强大的产品力，这也是公司为何能屡次以市场新进入者的身份挑战原有竞争格局并迈向成功的核心原因之一。

海大是服务型营销开创者，几经模仿但始终如一的投入与体系化的平台使得公司竞争力稳步拉开与对手的差距。而丰富的产品矩阵则保证了多维度的盈利能力，同时可以依托公司平台（从研发、采购到制造销售）提出更多功能性产品，进一步挖掘新的利润增长点。随着下游产业化程度的提高，农民的经验越来越丰富，真正立足于一线需求的企业才能将多品种的研发、采购、制造、服务的“规模效应”发挥出来。

快速联动“四位一体”机制确保公司产品性价比保持最优状态，充分体现公司产品力的优势。产品力优势不仅需要技术研发、内部运营等专业能力的支撑，更重要的是要建立快速联动机制，近年公司禽料取得进展就是得益于这一机制的建立。在“四位一体”联动机制下，采购人员能根据配方需求采购有成本优势的原材料，且当采购人员发现市场上替代性原材料存在低成本采购机会时，配方人员能在产品质量保证的前提下快速调整配方，使用性价比更优的原材料组合；市场服务人员能把市场需求清楚传递回配方人员，同时能及时跟踪反馈配方变动下的养殖情况，以便配方人员根据养殖情况进一步优化配方；内部运营能及时应对配方的调整，保证不同配方下的产品生产，保证生产工艺的稳定性，并对生产费用负责。

值得一提的是，海大从田间反馈到研发的通畅度是业内顶尖的，公司的配方师基本上都在工厂驻扎，围绕工厂和区域做本地研发，同时需要及时做市场跟踪，根据反馈做配方调整和有针对性的研发。可以说，划大区的政策出台后，配方师变成一个非常核心的发动机，需要统筹从采购到生产到销售的所有环节，除研发任务外，工厂运营绩效也纳入了配方师的考核指标中。每条生产线都可以是独立经营单位，考核也可以做到非常精准，从前台到后台的联动保持了高昂的战斗力。

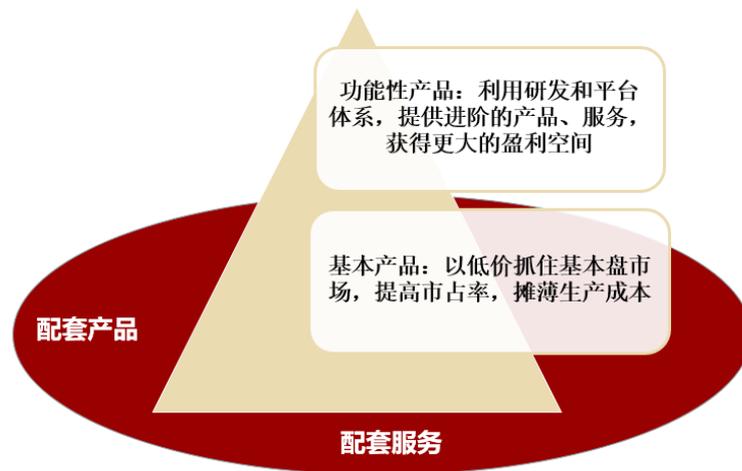
图 13: 配方、采购、运营、市场服务“四位一体”快速联动机制



资料来源：公司年报、招商证券

基本产品+功能性产品的金字塔商业模式：通过全方面的优势充分占领低端市场，也阻止了其他对手获取利润，同时依靠自身更高阶的产品、服务获得更多利润，赚取的利润又投入到研发等方面继续增强竞争力。公司在开发新市场的时候，往往先用基本品（低毛利产品）抓住基本盘市场，在市占率提升后，再进行功能性产品（高毛利产品）的渗透，既做大了市场规模，又完成了利润的质变。规模和利润，一个都不能少。另外，公司会根据每年的行情来调整品种结构，灵活的产品生产也大大降低了市场风险和经营压力。

图 14: 基本产品+功能性产品的金字塔商业模式



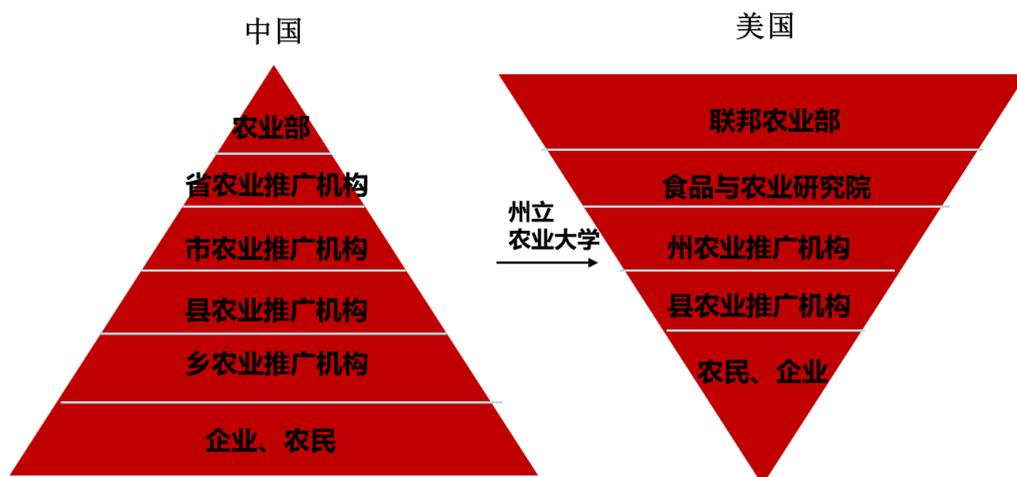
资料来源：招商证券

3、农业企业的护城河：技术的分布与传递、持续技术进步的赛道

我们若思考饲料企业的本质是什么，就不难发现其本质上是一个**养殖技术推广组织**，他的职责和历史使命是整体最效率的方式，将饲料原料转化成优质的饲料，以其对技术的理解应用、研发的投入、人才的培育优势，使得植物蛋白转化成动物蛋白的过程更加顺畅，以使得终端消费者获得更大的效用，养殖主体获得更好的利润，同时，这一过程能更好地正反馈给自身，带来更好的发展，获取更大的社会资源以推动社会前进。

技术的分布与传递：目前，中国高校的农业基础研究实际上越来越难以支撑企业发展，未来只能企业自己来做更多基础研究，换个视角来看，也多了一个拉开与市场竞争力差距的环节。而美国、日本、韩国则不太一样。经营环境不一样，差异化价值也不一样。美国的农业技术推广是由上及下的，体系比较完善，农民和企业得到的信息相差无几；而中国的技术推广体系则是由下往上的，层层分明，技术、经验和信息的传递都比较慢，农民什么都靠自己，与农民相比，大企业信息较全面且来的快，有先发优势，在正确的发展路径下，优势理应有滚雪球效益。

图 15: 中美农业技术推广体系对比



资料来源：招商证券

持续技术进步的赛道：由于农业生产中融入了非常多学科，生命科学的可探索、改进空间非常大，在持续进步的赛道上，优秀企业的优势是可以长青的，例如动物疫病每 8 个月会出现一个新品种，而且愈发趋于混合感染型，生产的难度一直都较高，企业可创造的价值点非常多。再如水产饲料，业内有句话说养殖效益 1/3 靠饲料、1/3 靠种苗、1/3 靠调水，对专业能力和服务的要求非常高，随着 EMS（虾类早死综合征）的爆发，养虾难度上升 3 倍，但海大的虾料销量几乎年年上升，利润也较为丰厚。

4、发展源动力：成型的方法论及稳定的人才体系

海大的风格从来都不是一个行业最早的进入者，但是一直都是后来居上并持续扩大领先优势的企业。海大的成功源自它成型的一整套的方法论及其培养出来的稳定的人才体系，这是他们持续攻城略地的根本基础。

企业文化：企业文化是公司软实力的体现，海大的文化是价值文化，对外追求客户价值，对内则追求员工价值。在公司不断壮大的路上，始终将注意力放在了客户需求上，这一点是非常难得可贵的。在员工价值方面，海大是行业内第一家专业打造了员工双通道发展体系和建立了员工任职资格体系的企业，与此同时建立健全培训发展体系、薪酬福利体系、职业生涯规划，实现员工的个人发展和企业发展相结合，实现公司和员工的共同进步。

激励到位：目前海大的薪酬体系已经处于行业前列，同时，公司也在不断落实股权激励政策，推进员工持股计划。2018 年 7 月，公司针对核心员工的第二期持股计划完成，购买均价 20.06 元/股，购买数量 438.6 万股，占公司公告日总股本的比例为 0.2773%。目前，公司已经在计划第三期核心员工持股计划，计划参加人数不超过 30 人，包括董事、监事、高级管理人员不超过 4 人，其他核心人员不超过 26 人。

表 2: 海大不断落实股权激励政策

日期	激励政策	激励对象	激励内容
2011 年	股票期权激励计划	公司核心管理人员、核心技术和核心业务人员共计 121 人	向激励对象授予的股票期权所涉及的标的股数为 1,510 万股, 占股本激励计划签署时股本总额 2.912 亿股的比例为 5.19%
2014 年	核心团队员工持股计划	参加本员工持股计划的员工总数不超过 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	筹集资金总额上限为 1.7 亿元, 涉及的股票上限为 6,215.7 万股
2014 年	限制性股票于股票期权激励计划	公司董事 (不包括独立董事)、高级管理人员、核心员工等经董事会同意符合条件的 466 人	拟向 466 名激励对象授予 1450.5 万股限制性股票和 1061.5 万份股票期权
2016 年	2016 年限制性股票激励计划	公司董事、高级管理人员、核心员工等 1484 人	以定向发行的方式向激励对象授予不超过 4,600 万股限制性股票
2017 年	核心员工持股-首期计划	员工总数不超过 20 人, 其中董事、监事、高级管理人员 4 人, 其他人员不超过 16 人	首期持股计划资金 1,200 万元, 所能购买的标的数量 720,187 股, 占公司购买完成公告日总股本的比例约为 0.047%
2018 年	核心员工持股-二期计划	员工总数不超过 30 人, 其中董事、监事、高级管理人员 4 人, 其他人员不超过 26 人	资金总额不超过 88,511,460.57 元, 购买数量 4,381,186 股, 占公司截至 2018 年 7 月 11 日总股本的比例为 0.2773%

资料来源: 公司公告、招商证券

稳定且奋进的团队: 海大通过人才价值体系策略, 吸引、培养并留住了一大批人才, 已经形成了学习能力强、梯队合理、成熟稳定的专业人才团队。稳定且奋进的团队一直都拥有着自我颠覆的意识, 发展路上时常反思自身潜在的风险, 例如官僚化、僵硬化。同时, 海大的体系使得集团构架内的每个队伍都高度专业化。

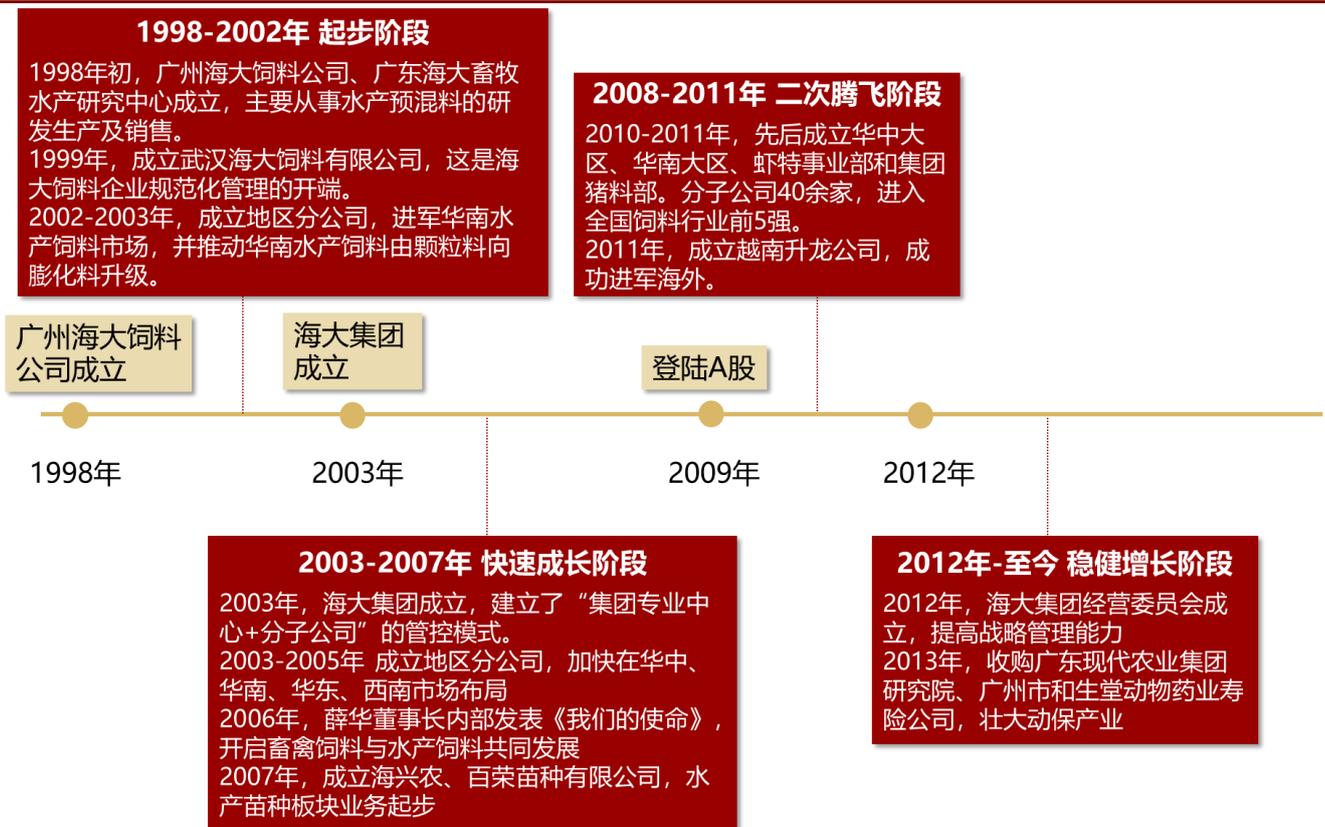
三、海大的成长历程

对行业发展的正确研判和对自身战略的坚守是海大集团不断发展壮大的主要原因。未来随着下游规模化的提升，养殖户对产品的识别能力会越来越强，对综合服务的品质也更加挑剔，在此背景下，能真正为客户创造价值的企业将明显受益。

1、公司发展历程：不断颠覆的饲料白马

1998年，海大成立于广州，经过21年的发展，已经从最初的水产预混料生产商发展到今天的集饲料、动保、调水、养殖于一体的养殖服务整体解决方案提供商。海大从来都不是一个行业的最早进入者，而是以后进者的身份不断挑战原有的竞争格局，后发先至并持续扩大竞争优势。凭借过硬的技术，海大在成立的4年间就跃居水产预混料全国第一的位置，至今一直保持行业龙头的领先地位；有了水产预混料基础后，2001年公司进入水产配合饲料，在淡水鱼料领域迅速成为行业第二；2004年初开始发展对虾料和膨化鱼料，经过4年时间，成为了对虾料领域的前三甲和膨化鱼料的行业老大。同样取得卓越成绩的还有公司的禽料业务，在2004年成立后的短短两年时间，鸡料销量便在广东市场排名第一，鸭料排名第二。

图 16: 海大集团发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

在海大不断颠覆行业，颠覆自我的过程中，“一个人和三篇文章”发挥了至关重要的作用。

没有薛华就没有海大。薛华董事长在28岁那年建立了海大，彼时新希望、正大集团如日中天，通威股份和大北农等企业亦是方兴未艾，薛华董事长选择在此时进入饲料行业，

其胆识和魄力令人钦佩。事实证明，在薛华董事长高屋建瓴的战略布局、以市场为导向的研发思路以及高度敏感的市场洞察力领导下，海大不断地在创造奇迹，从中杀出一条血路成功上市，最终凭借过硬的技术和服务成为行业学习的标杆。

2006年，薛华董事长发表了《我们的使命》这一纲领性文章，将海大定位为服务型企业，更加坚定了海大集团“科技兴农，改变中国农村现状”的使命，确定了海大的战略是**专业化基础上的规模化，核心竞争力基础上的产业链延伸**，制定了“2007-2011五年规划”。同时，明确提出了海大发展禽料的战略意义和畜禽饲料的工厂布局，开启了畜禽饲料与水产饲料共同发展之路。

2009年11月，薛华董事长在集团服务营销大会上发表《**打造服务体系，构建价值链优势**》，统一思想，为服务营销模式的变革进行松土，文章提出海大的发展战略从饲料产品竞争进入价值链竞争，而价值链竞争的核心和精髓便是服务体系的建立和完善。“**服务体系的完善将支撑我们在饲料板块快速做大，而更重要的是，将形成海大独特的难以复制的赢利模式**，在服务逐步落实的同时，必将带来苗种、调水产品、药品等配套产品的销售快速增长，而这些产品在给养户带来巨大效益的同时，也将会给公司带来大的回报。”此后在服务营销模式的变革下，海大在2011年给股东交出了一份满意的答卷，当年饲料销售量达到300万吨，跻身全国饲料行业5强。

2013年，饲料行业进入低速发展的第一年，叠加虾病大爆发等因素，海大经历了上市以来的唯一一次盈利下滑。而公司自身也出现了问题，服务营销的战略遭遇了比较大的挑战。此时，薛华董事长用《**2014，服务再起航**》这篇文章有力地进行了回击，明确**海大未来一定要牢牢抓住的两个点，一是做产品的竞争力，另一个就是服务，服务体系建设必须有耐心、有毅力，只有坚持下去，我们才有出路**。经过多方面的调整，2014年和2015年，在行业最为困难的时候，海大则实现了逆境中的突破，不仅实现了量利双增，同时公司的客户、渠道、团队等所有环节的价值也在提升，“这是公司追求技术，培养团队，战略落地的表现”。

基于“为客户创造价值”的经营理念和对行业发展的正确研判，海大一直走在正确的道路上，正如薛总文章总结的“我们庆幸选择了农牧行业，一个如此巨大的永不衰落的行业，未来十年，行业的价值将逐步凸显，公司价值、我们每个人的价值都将得到充分体现，这是历史给我们的机遇”。

2、公司发展战略：产品力、养殖服务和金融服务的全方位支持

海大集团作为全国排名前列的水产、畜禽饲料生产商，从最初的水产预混料发展为现在的集饲料、动保、调水、养殖于一体的养殖服务整体解决方案提供商，是行业中为数不多的量利双双大幅增长的企业，公司认为**未来客户需要的关键点将是产品力、养殖服务和金融服务的全方位支持**，战略布局一直围绕产品力和养殖服务而展开，而金融服务也已经落地并不断完善。

(1) 打造具有领先竞争力的服务体系

水产服务体系起步很早且已经形成饲料、种苗、动保、技术服务等全套方案，具有显著的竞争优势。近年来，随着下游养殖规模化程度加速，畜禽养殖对服务的要求越来越高，预计未来畜禽板块的服务推进速度将会超越水产，快速形成高效的服务体系。

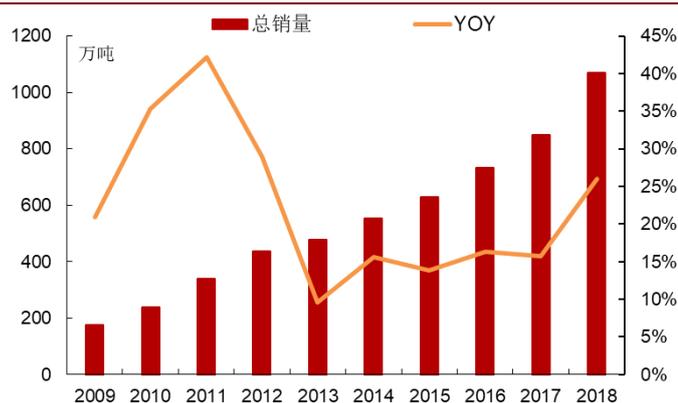
(2) 以水产为中心，实现全面突破

海大近年的目标仍是饲料快速发展，但不局限于水产，而是全面的突破。水产料是公司的根据地，既是盈利中心，也是团队中心，可以为进军畜禽料提供坚强的后盾。拉长到十年来看，公司将不断完善种苗和动保这两个核心领域，争取在 5-10 年内在这三大领域形成核心竞争力。期间所有的调整都是围绕养殖户来做，通过好的种苗、好的服务体系，加上动保产品，让饲料的优势表现得更明显。在此基础之上择机涉足养殖领域、食品领域。

(3) 先做专再做大

海大不管是在饲料还是进入一个新的区域、新的品种、新的板块，至始至终把技术放在第一位，先做研发，并尽量做到专业，再去铺渠道、搞营销就相对容易。例如，公司微生物制剂收入增长率与饲料销量增长率的匹配度较高，优质的配套产品有助于增强客户粘性，进而带动公司总体销售规模的增长。

图 17：海大集团历年饲料销量及同比变化



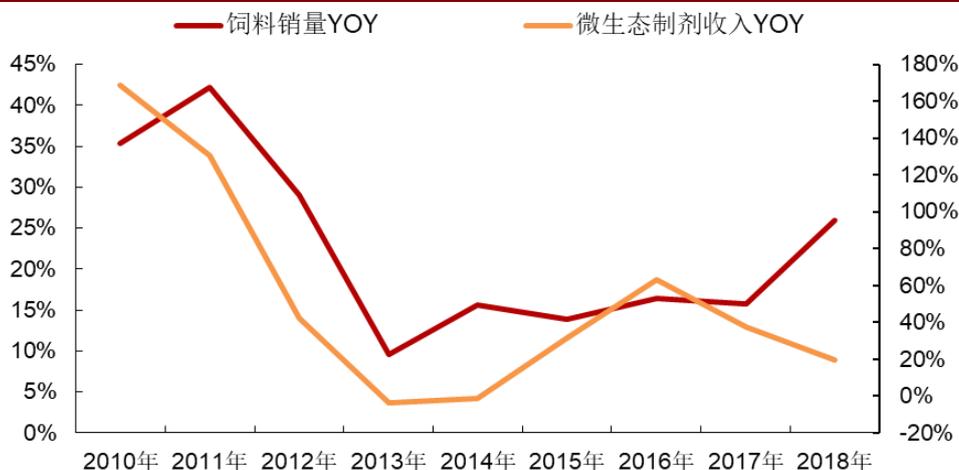
资料来源：wind、招商证券

图 18：海大集团历年微生物制剂收入及同比变化



资料来源：wind、招商证券

图 19：海大集团微生物制剂收入变化与饲料销量变化同步性较高

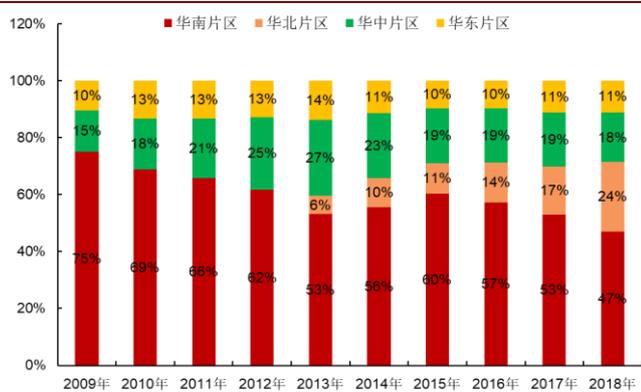


资料来源：wind、招商证券

3、区域发展：由华南走向全国

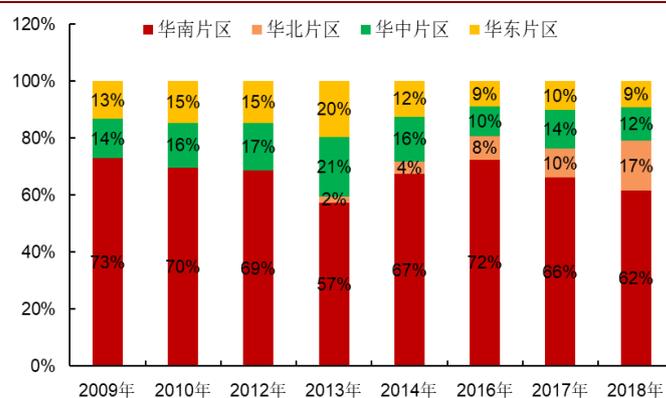
海大的每一步都是领先于行业的，1998 年畜禽饲料正如日中天，水产饲料的发展明显滞后了许多，海大创始人却选择在此时以华南为立足点，切入水产饲料行业，事实证明他们是对的。华南地区在公司上市后的收入年均复合增速达到 23%，毛利复合增速 28%。在华南区域站稳脚跟后，公司将眼光放的更加长远，先后在国内成立了华中片区、华东片区和华东片区，后又把业务延伸至海外。目前公司的收入主要还是来源于华南片区，2018 年华南片区收入占中国大陆收入的 47%，毛利占比达 62%。可以确定的是，凭借海大成熟的方法论和完善的体系，未来其他片区也可以复制华南的经验，实现量利双双增长。

图 20：海大集团中国大陆各区域收入占比



资料来源：wind、招商证券

图 21：海大集团中国大陆各区域毛利占比



资料来源：wind、招商证券

表 3: 海大集团中国大陆各大区域业绩情况

单位:亿元	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
中国大陆										
收入	52.38	76.82	119.52	151.14	174.15	254.36	279.07	317.87	405.28	536.72
YOY		47%	56%	26%	15%	46%	10%	14%	27%	32%
毛利	4.28	6.53		13.97	14.54	19.54		27.33	37.48	45.82
毛利率	8.2%	8.5%	0.0%	9.2%	8.4%	7.7%	0.0%	8.6%	9.3%	8.5%
华南片区										
收入	39.30	52.95	78.70	93.32	92.42	141.24	168.03	181.85	214.36	252.68
YOY		35%	49%	19%	-1%	53%	19%	8%	18%	18%
收入占比	75%	69%	66%	62%	53%	56%	60%	57%	53%	47%
毛利	3.12	4.54		9.59	8.32	13.16		19.79	24.78	28.20
毛利占比	73%	70%		69%	57%	67%		72%	66%	62%
毛利率	7.9%	8.6%		10.3%	9.0%	9.3%		10.9%	11.6%	11.2%
华北片区										
收入					11.31	26.21	30.39	44.87	68.82	130.48
YOY						132%	16%	48%	53%	90%
收入占比					6%	10%	11%	14%	17%	24%
毛利					0.32	0.84		2.27	3.80	8.01
毛利占比					2%	4%		8%	10%	17%
毛利率					2.8%	3.2%		5.1%	5.5%	6.1%
华中片区										
收入	7.68	13.72	25.05	38.52	46.52	58.10	53.75	60.46	76.69	94.11
YOY		79%	83%	54%	21%	25%	-7%	12%	27%	23%
收入占比	15%	18%	21%	25%	27%	23%	19%	19%	19%	18%
毛利	0.59	1.03		2.31	3.05	3.09		2.83	5.09	5.40
毛利占比	14%	16%		17%	21%	16%		10%	14%	12%
毛利率	7.7%	7.5%		6.0%	6.6%	5.3%		4.7%	6.6%	5.7%
华东片区										
收入	5.41	10.15	15.77	19.30	23.91	28.80	26.91	30.69	45.41	59.45
YOY		88%	55%	22%	24%	20%	-7%	14%	48%	31%
收入占比	10%	13%	13%	13%	14%	11%	10%	10%	11%	11%
毛利	0.57	0.96		2.06	2.86	2.44		2.44	3.81	4.21
毛利占比	13%	15%		15%	20%	12%		9%	10%	9%
毛利率	10.5%	9.4%		10.7%	12.0%	8.5%		8.0%	8.4%	7.1%

资料来源: 公司公告、招商证券

四、同业财务对比

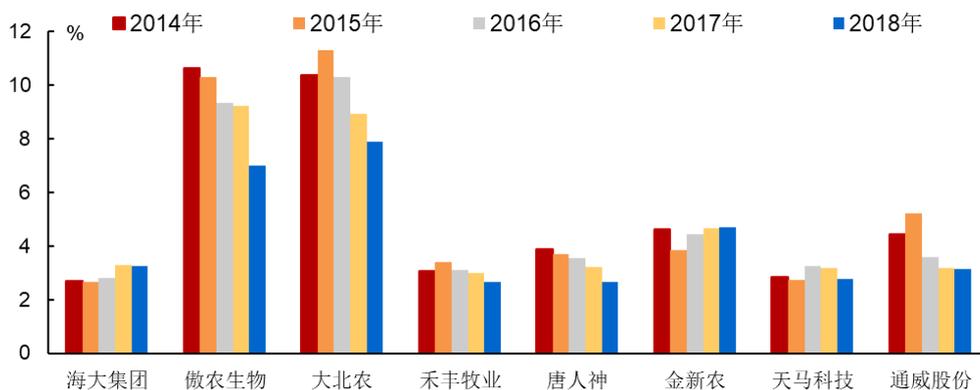
尽管处在一个很传统的行业，但公司依旧在不断地寻找新的利润增长点。大行业里能诞生更大市值的企业，海大具备了这种可能，未来成长空间广阔。从成本角度来看，海大期间费用相比同行来说是控制的比较好的，这主要源于公司高效率的经营与管理。另外，通过杜邦分析，我们发现公司的 ROE 大幅跑赢行业的核心原因在于高效的资产周转水平，而高资产周转率则源于公司极致的技术服务支持和高效的运营管理。

1、成本角度

(1) 销售费用：海大的人效高，费用低

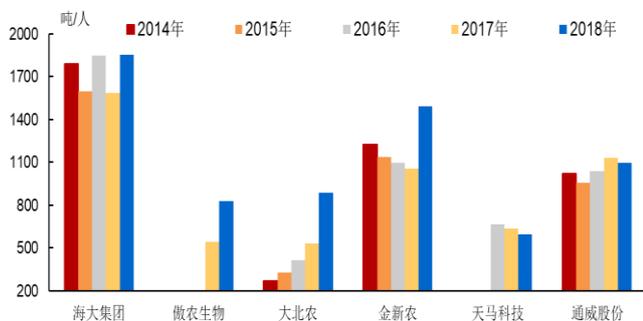
与同行相比，海大的销售费用是非常便宜的。2018 年海大的销售费用占营业收入的比例为 3.27%，人均销售量 1855 吨，单吨饲料的人员薪酬 70 元，单吨饲料广告费用和运费分别为 10 元、29 元，各项指标均大幅跑赢同行业其他公司。

图 22：各公司销售费用占营业收入的比例情况



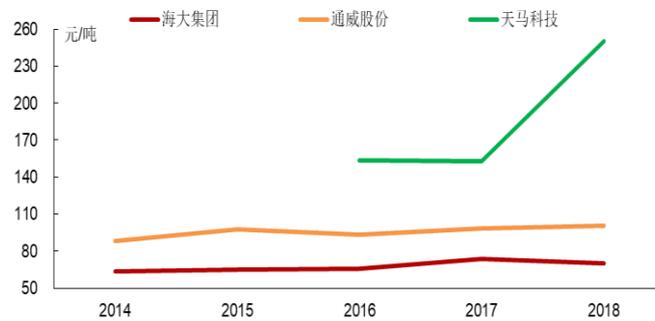
资料来源：wind、招商证券

图 23：海大人均销售量遥遥领先于行业



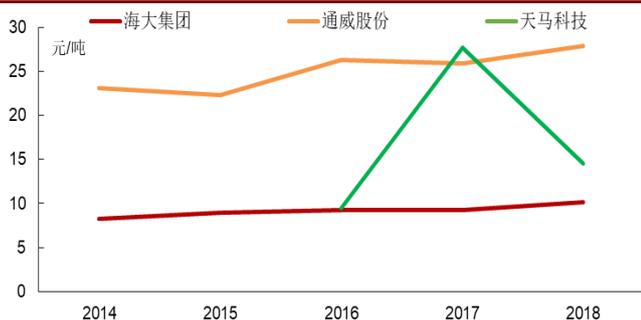
资料来源：公司公告、招商证券

图 24：海大集团单吨饲料的销售人员薪酬低于同行



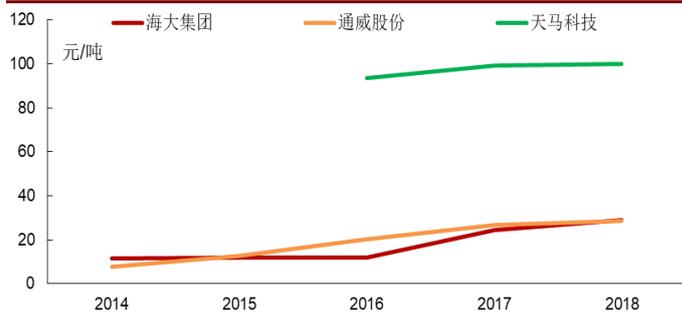
资料来源：公司公告、招商证券

图 25: 海大单吨饲料销量的广告费用远低于同行



资料来源: 公司公告、招商证券

图 26: 海大单吨饲料的运费低于同行

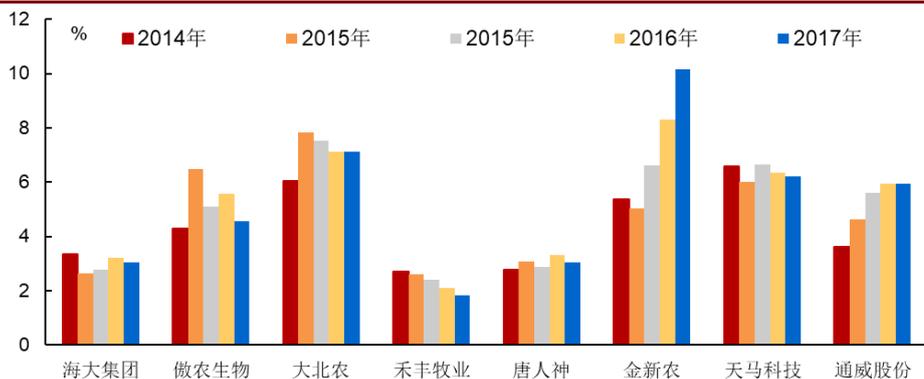


资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 管理费用: 大幅领先于行业

海大的费用管控能力一直处于行业前列, 2018 年公司的管理费用占营业收入的比例为 3.03%, 比行业平均水平 5.24% 低出 2 个百分点。

图 27: 各公司管理费用占营业收入的比例情况

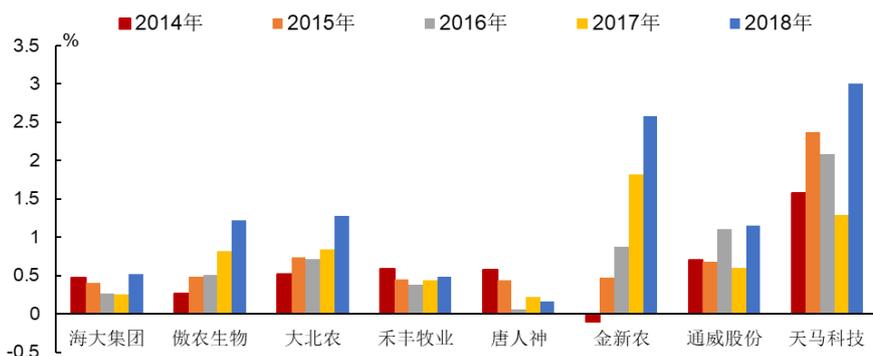


资料来源: wind、招商证券

(3) 财务费用: 低于绝大多数可比公司

一直以来, 海大都不是一家以杠杆撬动利润的公司, 未来这部分还有一定的增量空间。2018 年海大的财务费用占营业收入的比例为 0.52%, 同期行业平均水平为 1.3%。

图 28: 各公司财务费用占营业收入的比例情况



资料来源: wind、招商证券

2、杜邦分析

海大是一家能够为股东创造价值的优秀企业，近年来公司 ROE 持续维持在 15% 以上的水平，并且 ROE 提升这一过程仍在进行。2018 年，海大的 ROE 达到了 20%，在行业中遥遥领先。通过进一步研究发现，饲料行业的利润率普遍不高，较高的资产周转效率是海大 ROE 领先于同行的核心原因，而高资产周转率则源于公司极致的技术服务支持和高效的运营管理。

表 4：2018 年饲料板块主要上市公司杜邦分析对比

年度	公司名称	销售净利率 (%) ①	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率 (次) ②	权益乘数 ③	ROE (%) ①*②*③
2018	海大集团	3.41	45.42	9.14	2.76	2.15	20.23
	大北农	2.63	12.70	6.25	1.03	1.87	5.07
	金新农	-10.25	9.60	6.38	0.74	2.58	-19.57
	傲农生物	0.52	13.98	12.05	1.97	3.60	3.69
	禾丰牧业	3.50	42.01	10.97	2.44	1.78	15.20
	唐人神	0.89	86.01	12.79	2.46	1.84	4.03
	天马科技	4.88	5.01	3.26	0.79	2.16	8.33
	平均	0.80	30.68	8.69	1.74	2.28	5.28

资料来源：wind、公司公告、招商证券

表 5：2013-2018 年海大集团杜邦分析

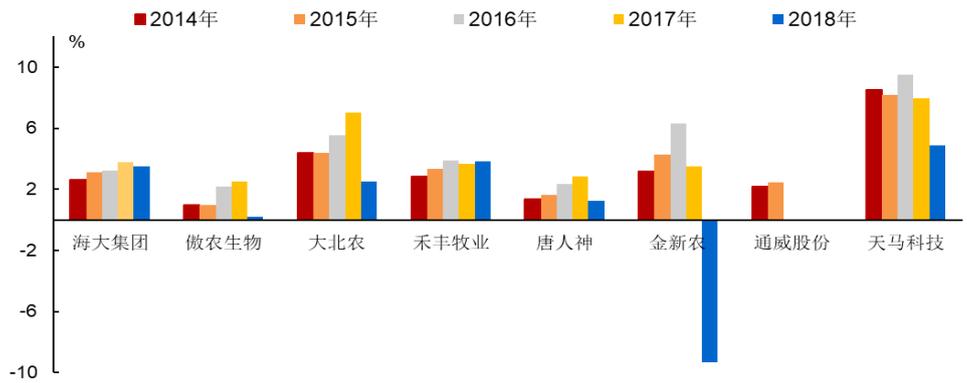
年份	销售净利率 (%) ①	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率 (次) ②	权益乘数 ③	ROE (%) ①*②*③
2014	2.55	43.67	11.26	2.80	1.82	12.99
2015	3.05	48.59	12.88	3.23	1.70	16.75
2016	3.15	48.05	13.34	2.94	1.73	16.02
2017	3.71	48.75	10.65	2.78	1.93	19.91
2018	3.41	45.42	9.14	2.76	2.15	20.23

资料来源：wind、公司公告、招商证券

(1) 销售净利率：海大略高于行业平均水平

海大的销售净利率略高于行业平均水平，多年来都比较稳定且有稳步增长的态势。这主要得益于公司产品结构的不断优化和规模提升带来的费用摊低。

图 29: 各公司销售净利率对比

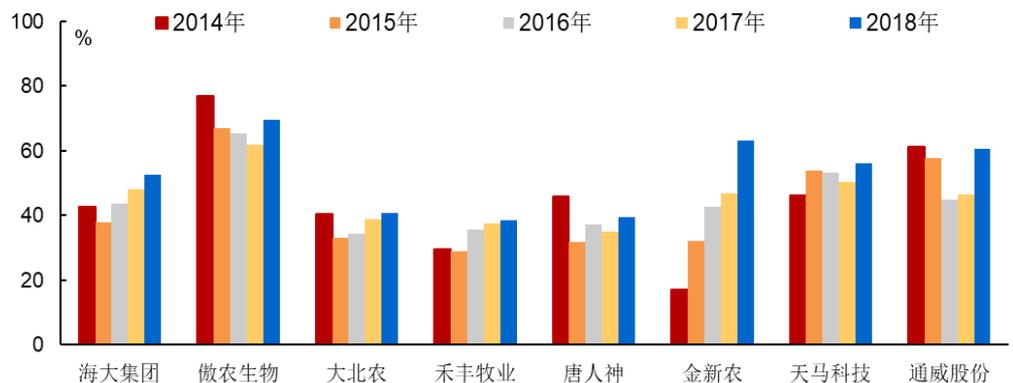


资料来源: wind、招商证券 注: 2016 年开始通威太阳能电池业务收入占比较大, 不继续对比

(2) 杠杆率: 海大负债水平低于行业平均

近五年饲料行业主要上市公司的资产负债率平均维持在 40% 以上, 海大的负债水平则稍低于行业均值, 尚处于比较合理的位置。

图 30: 各公司资产负债率对比

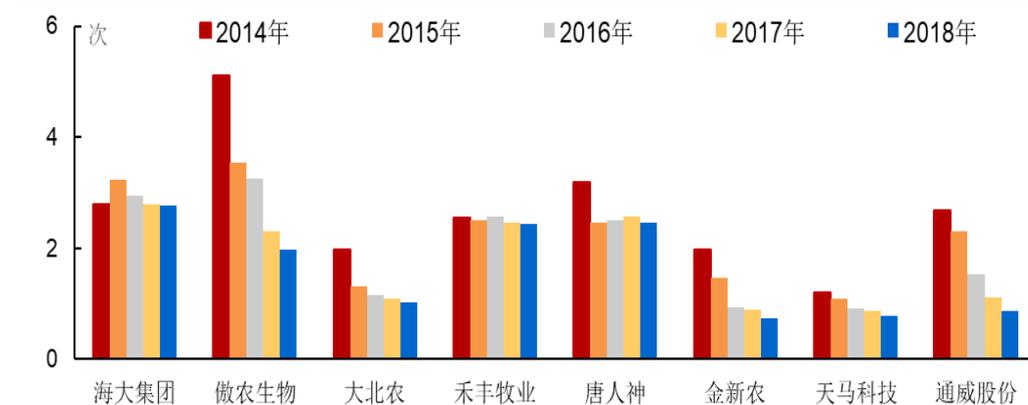


资料来源: wind、招商证券

(3) 资产周转率: 海大的周转能力大幅领先于行业

资产周转率高是海大 ROE 大幅领先于行业的核心原因。我们认为, 海大的高周转率主要源于公司“饲料+种苗+动保+技术服务”的全套服务模式以及“四位一体”机制下的充分内部联动。海大的周转水平较稳定且多年来一直处于行业领先的位置, 2018 年, 公司的总资产周转率达到 2.76, 在饲料行业中排名第一, 高于可比上市公司平均水平 1.63。

图 31: 各公司总资产周转率对比



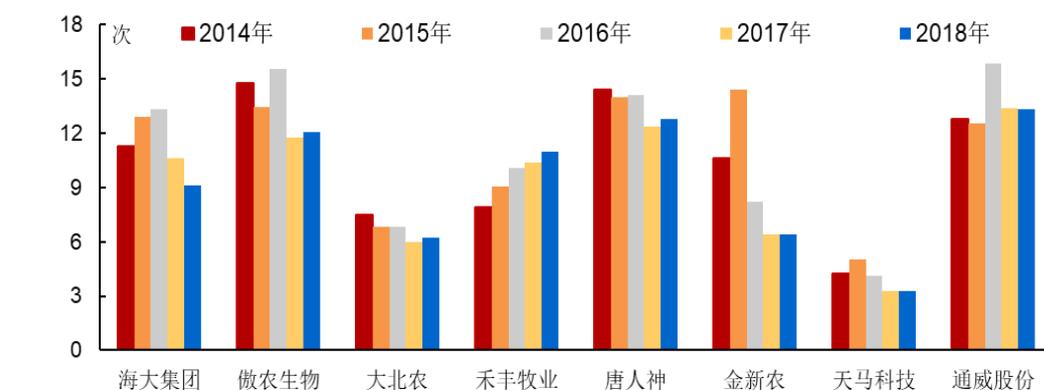
资料来源: wind、招商证券

结合行业特点,我们在总资产周转率下进一步分析了存货周转率和应收账款周转率,得出了以下结论:

I、存货周转率: 处于行业前列

得益于高效的内部运营,海大存货周转率一直处于行业领先的地位。存货周转率受原材料大宗采购的影响较大,近两年公司出于备货的目的增加了原材料的采购,存货周转率有一定下降。

图 32: 各公司存货周转率对比



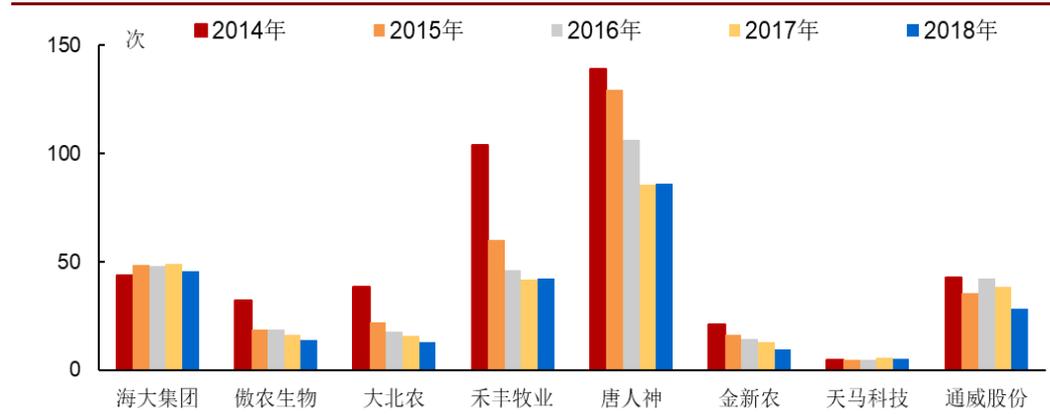
资料来源: wind、招商证券

II、应收账款周转率: 领先于大部分同行

与其他企业的赊销方式不同,海大主要采取现销的策略,应收账款周转率处于中等偏上的水平。在微利时代,大部分饲料企业为了走量,采取赊销的模式,企业的销售资源主要停留在经销商层面,无力为养殖户提供更多的服务和技术支持。而海大则采取现销给经销商,经销商再赊销给养殖户的销售模式。由于公司本身产品力强大,加上全流程服务,使用海大产品的养殖户收益普遍明显优于其他养殖户,最终使得经销商的回款速度也加快了。在海大过硬的产品和服务优势下,经销商和养殖户更容易扩大规模,最终达到多方共赢的局面。

另外,尽管海大的应收账款周转能力并不是很突出,但其应收账款质量是比较高的。2018年,公司 91.5%的应收账款账龄是一年以内的,可靠性较高。

图 33: 各公司应收账款周转率对比



资料来源: wind、招商证券

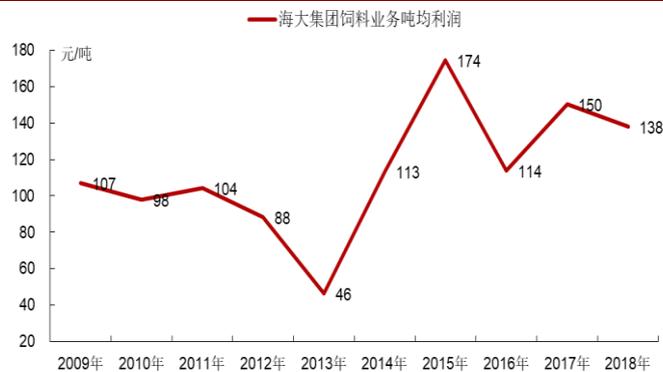
五、投资建议

1、盈利预测与估值

我们预计 2019-2021 年公司饲料销量分别为 1282/1514/1765 万吨，同比分别增长 20%/18%/17%；归母净利润 17.95/25.09/31.11 亿元，EPS 分别为 1.14/1.59/1.97 元/股，给予 2020 年 22-25 倍 PE，得到目标价 34.98-39.75 元/股，较现价有 10%-25% 的上涨空间，维持“强烈推荐-A”评级。

看长期十年的角度来仰望星空，我们认为海大国内饲料或有望达到 4000 万吨以上，另外国际销量或达 1000 万吨（作为重要补充），当行业集中度提高到较高水平时，吨利润会随着自身效率提高、竞争格局改善、产业链一体化而回升，平均每吨有望赚 200 元，可贡献 100 亿纯饲料利润。加上配套的其他产业，例如水产苗种、动保产品、宠物饲料、原料贸易、生猪养殖、屠宰与食品流通六大板块可以贡献不少利润。例如公司目标在 2022 年，饲料销量超 2000 万吨；水产种苗超 460 亿尾；生猪出栏 500 万头；动保销售超过 20 亿元；原料贸易超过 150 亿元；宠物饲料销售超 8 亿元；屠宰和食品流通超 50 亿。远期市场空间仍是很大的，可以为之的空间也很大。长远来看，一套整体解决方案提供的价值是纯饲料的数倍，若能做得较好，那么其他环节可贡献的利润或不亚于饲料本身，整体利润的均值是有明确路径达到 200 亿级别的，农业这样看不到市场空间天花板、且充满落后产能的行业里，也是非常确定可以看到的。

图 34：海大集团饲料吨均利润呈现震荡上行的趋势



资料来源：公司公告、招商证券

图 35：海大未来十年饲料销量和吨均利润预测



资料来源：公司公告、招商证券

海大只要秉承着现在的价值观，保持着如今的企业文化和前进节奏，十年后可以在多个板块齐头并进，仍然保持着较好增长率。对于海大来说，道路明确，但路在脚下，最大的风险仍是来自于企业自身取得卓越成绩后的骄傲化、官僚化、僵硬化，但公司高层对此是非常警醒的。

表 6: 各季度业绩回顾

(百万元)	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
营业收入	6054	7260	10421	13153	11323	8875
营业毛利	669	721	1325	1587	908	886
营业费用	292	270	364	382	361	286
管理费用	338	280	286	252	290	251
财务费用	40	23	62	86	48	42
投资收益	22	23	-16	55	89	9
营业利润	45	114	598	901	268	236
归属母公司净利润	41	90	475	671	166	122
EPS (元)	0.03	0.06	0.30	0.43	0.11	0.08
主要比率	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
毛利率	11.0%	9.9%	12.7%	12.1%	8.0%	10.0%
营业费用率	4.8%	3.7%	3.5%	2.9%	3.2%	3.2%
管理费用率	5.6%	3.9%	2.7%	1.9%	2.6%	2.8%
营业利润率	0.7%	1.6%	5.7%	6.8%	2.4%	2.7%
有效税率	1.5%	9.5%	18.5%	17.1%	3.0%	10.2%
净利率	0.7%	1.2%	4.6%	5.1%	1.5%	1.4%
Yoyo	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
收入	-16.1%	32.8%	14.9%	9.9%	87.0%	22.2%
归属母公司净利润	-270.9%	55.2%	7.9%	8.2%	302.5%	36.5%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 7: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
合计收入	42157	50620	60016	70708
饲料	34965	42526	50526	59073
原料贸易	4875	5459	6277	7533
农产品销售	1742	1913	2295	2924
微生物制剂	473	566	678	812
其他主营业务	102	156	239	366
收入增长率	29.5%	20.1%	18.6%	17.8%
饲料	31.8%	21.6%	18.8%	16.9%
原料贸易	12.0%	12.0%	15.0%	20.0%
农产品销售	44.4%	9.8%	20.0%	27.4%
微生物制剂	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%
其他主营业务	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%
毛利率	10.8%	12.0%	12.7%	12.8%
饲料	11.0%	12.2%	12.2%	12.2%
原料贸易	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
农产品销售	13.7%	18.0%	35.0%	35.0%
微生物制剂	47.4%	47.4%	47.4%	47.4%
其他主营业务	65.7%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 8: 盈利预测简表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	32557	42157	50620	60015	70708
营业成本	28980	37616	44554	52386	61636
营业税金及附加	47	53	253	300	354
营业费用	1070	1378	1670	1976	2328
管理费用	1047	1276	1533	1825	2152
财务费用	80	219	309	333	290
资产减值损失	45	66	66	66	66
公允价值变动收益	(33)	13	13	13	13
投资收益	175	151	0	0	0
营业利润	1476	1768	2249	3142	3895
营业外收入	28	27	27	27	27
营业外支出	22	29	29	29	29
利润总额	1482	1766	2246	3140	3892
所得税	256	282	393	549	680
净利润	1226	1484	1854	2591	3212
少数股东损益	19	47	58	81	101
归属于母公司净利润	1207	1437	1795	2509	3111
EPS (元)	0.77	0.91	1.14	1.59	1.97

资料来源: 公司数据、招商证券

2、估值对比

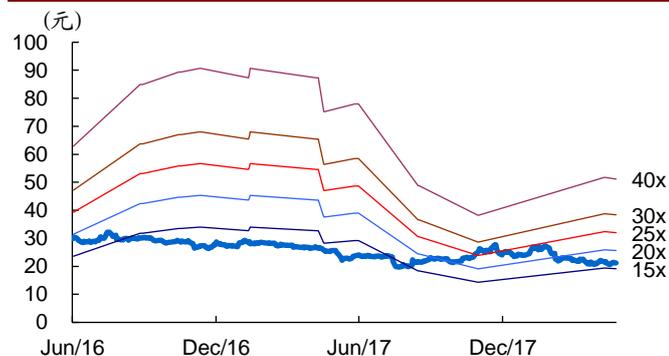
表 9: 估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		17	18	19E	17	18	19E	17	18	19E			
海大集团	31.75	0.51	0.56	0.77	45%	10%	41%	63	57	41	5.02	17.26%	502
新希望	20.26	0.54	0.40	0.48	-6%	-7%	-11%	38	51	42	1.58	9.87%	854
大北农	6.01	0.31	0.12	0.18	41%	-63%	49%	19	50	33	2.75	11.08%	255
唐人神	12.95	0.39	0.16	0.53	51%	-49%	226%	33	79	24	2.59	9.07%	108
通威股份	14.90	0.52	0.52	0.53	99%	0%	2%	29	29	28	1.78	13.04%	578
平均					46%	-22%	61%	36	53	34	2.74	12.07%	

资料来源: 公司数据、招商证券 *注: 新希望、大北农、唐人神、通威股份盈利数据为 wind 一致预期。

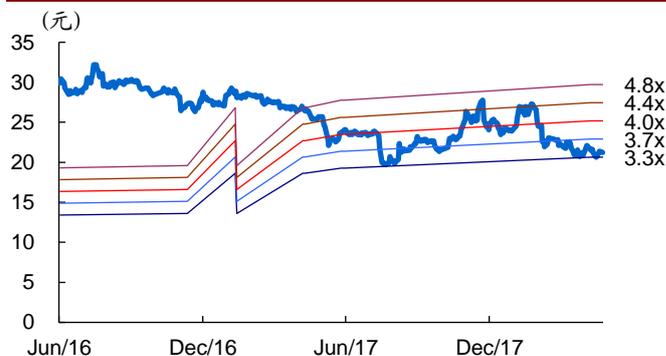
3、PE-PB Band

图 36: 海大集团历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 37: 海大集团历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

风险提示

突发重大疫病或自然灾害，洪水暴雨等自然灾害，原材料超预期上涨。

突发重大疫病或自然灾害：随着环境变化和养殖业规模化发展，动物疫病也会时有发生，例如今年初爆发的“H7N9 病毒”，及近年出现的猪“蓝耳病毒”和对虾养殖的“EMS 疫病”等病害影响，疫病发生会直接抑制养殖规模，短期减少对饲料的需求；重大动物疫病还可能会挫伤终端消费的需求，导致养殖业陷入阶段性低迷，进而延伸影响到饲料需求，对饲料企业的生产经营产生不利影响。

洪水暴雨等自然灾害：饲料行业主要服务于下游养殖业，养殖过程中天气、雨水、台风等自然因素出现异常变化时，可能出现养殖存栏、存塘数量的波动，甚至于病害的规模化爆发，进而对饲料需求产生影响，出现阶段性或区域性需求波动的风险。

原材料超预期上涨：饲料原料主要是各类大宗农产品，以玉米、大豆（豆粕）为主。近年国内国际农产品市场联动紧密，各主要产粮国的种植面积和收成变化、收储和补贴政策变化、进出口政策变动、海运等物流运力和成本波动、汇率变化等都可能给农产品价格带来较大的波动，进而对饲料和养殖的成本造成一定的影响。

参考报告：

- 1、《饲料专题报告之一-皇冠上的明珠：水产饲料与海大集团》2016-08-01，预计公司 2016-18 年归母净利润 10.86/14.70/18.52 亿元，EPS 为 0.70/0.95/1.20 元；给予 2017 年 25-30 倍 PE 得一年内目标价区间 23.8-28.6 元，具有 56%-87% 上涨空间，给予“强烈推荐-A”投资评级。<http://t.cn/RtlpzS4>
- 2、《海大集团（002311.SZ）-饲料白马，业绩稳定增长》2018-04-23，公司作为农业板块的“漂亮 50”，17 年业绩增长稳定，我们看好海大的专业性道路，预计 18 年将受益下游养殖高鱼价和猪料板块的快速扩张，市占率将稳步提高，叠加员工持股计划的提出，公司成长持续性较强，维持“强烈推荐”评级。<http://suo.im/4Nvdwx>
- 3、《海大集团（002311.SZ）季报点评-水产料销量超预期，外延并购补强区域性短板》2017-10-30，公司作为农业板块的“漂亮 50”，多年业绩增长稳定。今年以来，公司饲料销量稳步增长，其中水产料销量预计全年 250 万吨，超出市场预期。新收购的大信集团承诺增持公司股票更是彰显了对未来发展的充足信心。我们看好海大的专业性道路，市占率将稳步提高，成长的持续性较强，维持“强烈推荐”评级。<http://dwz.cn/6ROkK2>
- 4、《海大集团（002311.SZ）中报点评-饲料板块大放异彩，产品力优势不断显现》2017-08-18，8 月 18 日，公司发布 2017 中报，上半年收入 145 亿（+25%），归母净利润 5.2 亿（+35%），公司预计前三季度实现利润 9.7-13.2 亿（+10%到+50%），业绩上涨是受益于饲料销量快速增长以及结构不断优化，强烈建议关注三季度水产料表现。<http://suo.im/2AQAp>
- 5、《海大集团-海纳百川，何惧洪猛？》2016-08-23，8 月 23 日，公司发布中报，上半年饲料销量 323 万吨，同比增长 23.28%，禽、猪、水产分别同比增长 33.15%、17.82%、6.95%；实现营收 116.2 亿元，同增 20.41%；归母净利润 3.85 亿元，同 33.54%；销售毛利率 11.13%，同比增长 0.39 个百分点。公司预计 1-9 月净利润为 8.77-10.96 亿，同比大幅增涨 20%-50%。<http://0x9.me/9MeHb>

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6887	9292	13691	15994	18944
现金	1392	1735	4838	5569	6683
交易性投资	10	50	50	50	50
应收票据	19	11	13	15	18
应收款项	760	1096	1190	1411	1663
其它应收款	360	500	601	712	839
存货	3384	4844	5738	6746	7937
其他	962	1056	1261	1491	1755
非流动资产	6274	8073	7756	7475	7227
长期股权投资	33	39	39	39	39
固定资产	3761	4550	4371	4211	4068
无形资产	846	929	836	752	677
其他	1634	2557	2510	2473	2444
资产总计	13160	17366	21446	23469	26172
流动负债	6008	6951	9494	9465	9708
短期借款	2304	2716	4728	4062	3555
应付账款	1228	32	38	45	53
预收账款	1187	1307	1548	1821	2142
其他	1289	2896	3180	3537	3958
长期负债	315	2191	2191	2191	2191
长期借款	0	1843	1843	1843	1843
其他	315	348	348	348	348
负债合计	6324	9142	11685	11655	11899
股本	1575	1581	1581	1581	1581
资本公积金	1544	1767	1767	1767	1767
留存收益	3355	4397	5877	7847	10206
少数股东权益	362	478	536	618	719
归属于母公司所有者权益	6475	7746	9225	11196	13554
负债及权益合计	13160	17366	21446	23469	26172

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	494	1036	2035	2554	2951
净利润	1207	1437	1795	2509	3111
折旧摊销	425	538	618	580	548
财务费用	99	195	309	333	290
投资收益	(175)	(151)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(1064)	(991)	(742)	(960)	(1113)
其它	2	8	68	105	128
投资活动现金流	(1071)	(2006)	(287)	(287)	(287)
资本支出	(1217)	(1865)	(300)	(300)	(300)
其他投资	146	(140)	13	13	13
筹资活动现金流	426	1740	1356	(1537)	(1550)
借款变动	750	2124	1980	(665)	(507)
普通股增加	34	6	0	0	0
资本公积增加	57	223	0	0	0
股利分配	(462)	(394)	(316)	(539)	(753)
其他	49	(220)	(309)	(333)	(290)
现金净增加额	(151)	770	3103	730	1114

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	32557	42157	50620	60015	70708
营业成本	28980	37616	44554	52386	61636
营业税金及附加	47	53	253	300	354
营业费用	1070	1378	1670	1976	2328
管理费用	1047	1276	1533	1825	2152
财务费用	80	219	309	333	290
资产减值损失	45	66	66	66	66
公允价值变动收益	(33)	13	13	13	13
投资收益	175	151	0	0	0
营业利润	1476	1768	2249	3142	3895
营业外收入	28	27	27	27	27
营业外支出	22	29	29	29	29
利润总额	1482	1766	2246	3140	3892
所得税	256	282	393	549	680
净利润	1226	1484	1854	2591	3212
少数股东损益	19	47	58	81	101
归属于母公司净利润	1207	1437	1795	2509	3111
EPS (元)	0.77	0.91	1.14	1.59	1.97

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	20%	29%	20%	19%	18%
营业利润	47%	20%	27%	40%	24%
净利润	41%	19%	25%	40%	24%
获利能力					
毛利率	11.0%	10.8%	12.0%	12.7%	12.8%
净利率	3.7%	3.4%	3.5%	4.2%	4.4%
ROE	18.6%	18.6%	19.5%	22.4%	23.0%
ROIC	13.7%	12.8%	12.9%	16.2%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	48.0%	52.6%	54.5%	49.7%	45.5%
净负债比率	17.5%	26.4%	30.6%	25.2%	20.6%
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.7	2.0
速动比率	0.6	0.6	0.8	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	2.5	2.4	2.4	2.6	2.7
存货周转率	10.7	9.1	8.4	8.4	8.4
应收帐款周转率	48.7	45.4	44.3	46.1	46.0
应付帐款周转率	26.7	59.7	1265.6	1261.3	1261.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.77	0.91	1.14	1.59	1.97
每股经营现金	0.31	0.66	1.29	1.62	1.87
每股净资产	4.11	4.90	5.83	7.08	8.57
每股股利	0.25	0.20	0.34	0.48	0.59
估值比率					
PE	39.0	32.9	26.3	18.8	15.2
PB	7.3	6.1	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA	32.7	25.8	19.7	15.4	13.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。以产业分析见长，全方位深度剖析生猪养殖业，独家提出“工业化养猪黄金十年”，并从中挖掘出工厂化养殖典型代表公司的投资性机会。

陈晗：四川大学公司金融硕士，四川大学应用化学学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

团队荣誉：2018 年 wind 平台农林牧渔行业影响力排行第二名；2018 年 wind 平台农林牧渔行业研报排行第二名；包揽 wind 农林牧渔行业最热报告排行 1-5 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。