

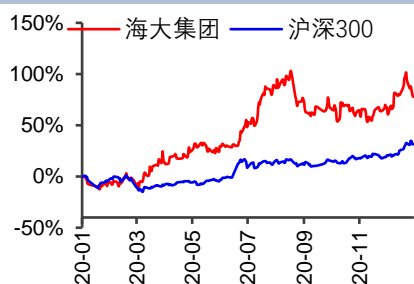
2020 年业绩增长逾 50%，2021 年行业景气、产品力双驱动

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-01-18

收盘价（元）	64.73
近 12 个月最高/最低（元）	73.87/63.5
总股本（百万股）	1,661
流通股本（百万股）	1,646
流通股比例（%）	99.1
总市值（亿元）	1075
流通市值（亿元）	1066

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 畜禽料迎高景气，水产料倚赖特水料发力。

①**2021-2022 年猪料景气度有望快速提升。**2020 年 1-11 月我国猪料产量 7714 万吨，同比增长 9.5%，其中，仔猪料、母猪料、育肥料销量同比增速分别为 4.2%、49.4%、3.8%，我们认为，2020 年猪料增长主要源于规模提升带来的猪料普及率提升。随着 2021-2022 年全国生猪出栏量回升，我国猪料景气度有望快速提升。②**2021 年禽料有望延续高景气度。**2020 年 1-11 月，全国蛋禽料、肉禽料产量同比分别增长 11.7%、12%，延续 2019 年快速增长的局面。我们预计 2021 年白羽肉鸡出栏量同比增速超过 20%，黄羽肉鸡出栏量与 2020 年基本持平，2021 年禽料有望延续高景气度。③**水产料传统养殖品种遇瓶颈，特种水产料发力。**2020 年 1-11 月我国水产料销量 2025 万吨，同比下降 5%，水产料销量增速持续放缓甚至回落，与水产品消费升级、传统养殖品种逐渐萎缩相关，水产料增长需倚赖特水料发力。

● 公司饲料品类齐全，穿越周期持续高增长。

1998 年公司从水产预混料起步，经过 3 年时间，水产预混料销量达到全国第一，公司在此基础上进入淡水鱼配合饲料、虾料、膨化鱼料领域，2011 年水产饲料做到全国第一，2019 年公司水产料销售市占率达到 16%；2004 年初公司进入鸡料领域，2006 年鸡料销量在广东商品鸡料市场中排名第一，2009 年鸭料销量在广东位居第二，2019 年公司禽料销售市占率达到 6.1%；2006 年公司进入猪料领域，2019 年公司猪料销售市占率达到 2.2%。公司饲料业务稳扎稳打，品类齐全，穿越周期持续高增长。2006-2019 年公司饲料收入和毛利年复合增长率分别高达 28%和 30%。2020 年，受各种经营不确定性影响，饲料行业中小企业加速退出，头部优秀企业快速规模扩张，公司全年实现饲料销量 1470 万吨，同比增长约 20%。

● 产品力清晰卓越铸造公司核心竞争力。

①**价值采购能力的支撑。**公司是行业中最早成功实现集中采购的企业，规模采购优势明显，且因对采购工具组合应用经验丰富，也有利于公司获得采购成本优势。公司还拥有“四位一体”快速联动机制，能确保公司产品性价比最优；②**高效运营能力支撑，综合养殖技术服务。**公司具有较强的信息化系统，内部运营工作走向流程化、标准化和数据化。2006 年，公司率先提出向养殖户提供全面技术服务，并将公司定位为服务型企业、向养殖户提供整体养殖解决方案的企业。公司通过全流程的产品和技术服务支持，确保养殖户能使用到最先进的养殖技术，从而确保养殖户养殖成功和盈利，全面的养殖技术服务是公司获取客户和提高客户粘度的重要抓手；③**专注研发，“配方-采购”联动机制灵活；**④**持续推出激励措施，紧密绑定公司与核心团队长期利益，推动公司长足发展。**

● **盈利预测、估值及投资评级。**

公司发布 2020 年度业绩快报：2020 年实现营业收入 604.8 亿元，同比增长 27%，归母净利润 25.0 亿元，同比增长 51.6%，实现 EPS1.58 元，同比增长 49.1%，公司饲料、种苗、动保、生猪养殖等业务板块均保持全面增长，符合市场预期。

从行业层面看，2021 年猪料景气度有望快速提升，禽料有望延续高景气度，水产料传统养殖品种遇瓶颈，行业增长需倚赖特种水产料发力。从公司层面看，公司饲料品类齐全，穿越周期持续高增长，产品力清晰卓越铸造公司核心竞争力。

我们预计 2021-2022 年公司实现主营业务收入 675.81 亿元、796.32 亿元，同比增长 16.8%、17.8%，对应归母净利润 31.3 亿元、38.43 亿元，同比分别增长 25.4%、22.8%，对应 EPS1.88 元、2.31 元。我们给予公司 2021 年 40 倍 PE，合理估值 75.2 元，给予“买入（首次）”评级。

● **风险提示**

饲料销量低于预期；疫病。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47613	57871	67581	79632
收入同比 (%)	12.9%	21.5%	16.8%	17.8%
归属母公司净利润	1649	2496	3130	3843
净利润同比 (%)	14.7%	51.4%	25.4%	22.8%
毛利率 (%)	11.3%	12.2%	12.9%	13.2%
ROE (%)	18.1%	21.5%	21.2%	20.7%
每股收益 (元)	0.99	1.50	1.88	2.31
P/E	36.27	43.59	34.77	28.31
P/B	6.57	9.38	7.39	5.86
EV/EBITDA	20.89	26.16	21.34	17.58

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 以饲料为核心业务的农牧龙头，管理层及员工充分受益股权激励	6
1.1 以饲料为核心业务的国内大型高科技农牧龙头企业	6
1.2 管理层及员工充分受益股权激励	7
2 畜禽料迎高景气，水产料倚赖特水料发力	7
2.1 中国饲料行业已步入成熟期	7
2.2 规模化推动饲料普及率提升，猪料景气度有望快速提升	8
2.2.1 规模化推动工业饲料普及率提升	8
2.2.2 2021-2022 年猪料景气度有望快速提升	10
2.3 2021 年禽料有望延续高景气度	11
2.4 水产料传统养殖品种遇瓶颈，特种水产料发力	12
3 饲料品类齐全穿越周期，产品力清晰卓越成公司核心竞争力	15
3.1 发展战略：中国领先，具有持续发展能力的高科技农牧企业	15
3.2 饲料品类齐全穿越周期，产品力清晰卓越成公司核心竞争力依托股东高校背景，公司与华中农大深度合作	16
3.2.1 饲料品类齐全，穿越周期持续高增长	16
3.2.2 清晰卓越的产品力是公司核心竞争力	18
3.3 生猪养殖稳步扩张，动保业务快速增长	23
3.3.1 农产品销售业务：生猪养殖稳步扩张，肉禽加工高增长	23
3.3.2 公司动保业务快速增长，毛利率长期稳定在 45%-55%	26
3.3.3 公司原料贸易业务快速增长，仅 2015 年毛利率为负	26
4 盈利预测、估值及投资评级	27
风险提示：	27
财务报表与盈利预测	28

图表目录

图表 1	公司各业务板块主要产品列表.....	6
图表 2	2019 年公司营业收入构成情况.....	6
图表 3	2006-2020 年公司营业收入和净利走势图, 亿元.....	6
图表 4	2006-2019 年公司饲料营业收入和毛利走势图.....	7
图表 5	公司盈利能力, %.....	7
图表 6	公司股权结构.....	7
图表 7	全国饲料产量走势图.....	8
图表 8	全国饲料产量分类图.....	8
图表 9	全国猪肉产量及增速走势图.....	9
图表 10	全国猪料产量及增速走势图.....	9
图表 11	全国生猪出栏户数, 万户.....	9
图表 12	猪料普及率.....	9
图表 13	2012-2018 年生猪饲养规模比重变化.....	9
图表 14	上市猪企生猪出栏量占全国总出栏比重对照图.....	10
图表 15	全国生猪存栏与猪料销量对照图.....	10
图表 16	全国生猪单季度出栏量走势图.....	10
图表 17	全国猪料销量及增速走势图.....	11
图表 18	猪料细分品类增速对照图.....	11
图表 19	全国白羽父母代鸡苗销量走势图, 万套.....	12
图表 20	全国监测企业在产黄羽祖代存栏走势图.....	12
图表 21	全国肉禽饲料产量及增速走势图.....	12
图表 22	全国蛋禽饲料产量及增速走势图.....	12
图表 23	我国水产品产量及增速走势图.....	13
图表 24	我国人工养殖水产品产量及增速走势图.....	13
图表 25	中国水产饲料产量及增速走势图.....	14
图表 26	2003-2018 年我国淡水养殖主要鱼类品种产量对照表, 万吨.....	14
图表 27	特种水产料产量及增速走势图.....	15
图表 28	公司重要发展历程.....	15
图表 29	2006-2019 年公司各饲料品种市占率走势图.....	17
图表 30	公司饲料销量走势图.....	17
图表 31	公司水产饲料销量走势图.....	17
图表 32	公司禽料销量走势图.....	17
图表 33	公司猪料销量走势图.....	17
图表 34	公司区域收入占比图.....	17
图表 35	公司各类饲料销量占比图.....	18
图表 36	公司饲料业务毛利率走势图.....	18
图表 37	公司销售人员数量走势图.....	19
图表 38	公司采购人员数量走势图.....	19
图表 39	部分农业上市公司历史研发费用.....	20
图表 40	公司研发费用投入及占收入比重.....	20
图表 41	公司研发人员数量及占员工比重.....	20

图表 42	公司研发体系示意图	21
图表 43	公司研发流程示意图	21
图表 44	公司科研力量示意图	21
图表 45	公司科研成果示意图	21
图表 46	四次员工持股计划	22
图表 47	各期持股计划专项基金提取比例确定方法	22
图表 48	核心团队员工持股计划专项基金资管计划份额对应的权益归属确诊方式及锁定期	23
图表 49	公司生猪养殖项目扩张路径	24
图表 50	“公司+农户”合作代养模式流程图	24
图表 51	公司“一体化自养”模式流程图	25
图表 52	公司生猪出栏量走势图	25
图表 53	自繁自养、公司+农户出栏占比	25
图表 54	动保业务收入、毛利增速走势图，百万元	26
图表 55	动保业务毛利率走势图	26
图表 56	原料贸易收入、毛利走势图，百万元	26
图表 57	原料贸易毛利率走势图	26

1 以饲料为核心业务的农牧龙头，管理层及员工充分受益股权激励

1.1 以饲料为核心业务的国内大型高科技农牧龙头企业

公司是以饲料为核心业务的国内大型高科技农牧龙头企业，业务围绕动物养殖过程中所需要的产品和服务展开。主要产品包括水产饲料和畜禽饲料、优质水产动物种苗、动物保健品和生物制品、生猪养殖等，覆盖各类产品的研发、设计、生产、销售、服务等全部业务环节。具体而言，公司产品主要包括鸡、鸭、猪、鱼、虾等饲料，生猪、虾苗、鱼苗等养殖品种，以及畜禽和水产养殖过程中所需的生物制品、兽药、疫苗等产品。

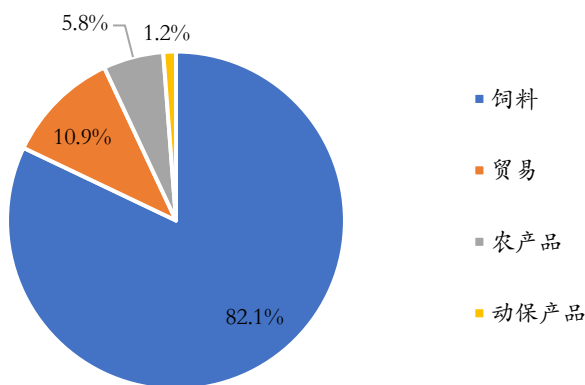
图表 1 公司各业务板块主要产品列表

业务	产品类别	主要产品
饲料	禽料	蛋鸡饲料、肉鸡饲料、蛋鸭饲料、肉鸭饲料、鹅饲料等
	猪料	乳猪、仔猪、种猪、成猪、肉猪饲料等
	水产料	水产预混料、淡水鱼料、海水鱼料、虾料等
原料贸易	饲料原料	玉米、豆粕、菜粕、棉粕、鱼粉、添加剂等
水产种苗	鱼苗、虾苗	南美白对虾、草鱼、鲫鱼、罗非鱼、加州鲈鱼、黄颡鱼等种苗
动保	动物保健、兽药、疫苗	水产和畜禽类的微生态产品，兽药、疫苗等
生猪养殖	商品猪	商品猪（肥猪）、仔猪

资料来源：公司公告，华安证券研究所

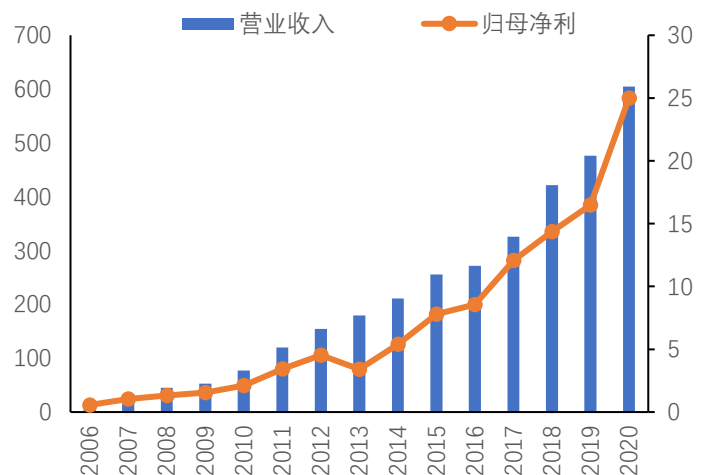
2006-2020 年，公司营业收入从 15.2 亿元增长至 604.8 亿元，年复合增长率 30.1%，归母净利润从 0.6 亿元增长至 25.0 亿元，年复合增长率 31.1%，2020 年公司 ROE 达到上市以来最高值 23.5%。饲料业务是公司的核心业务，2019 年饲料收入占公司总收入的 82.1%。

图表 2 2019 年公司营业收入构成情况



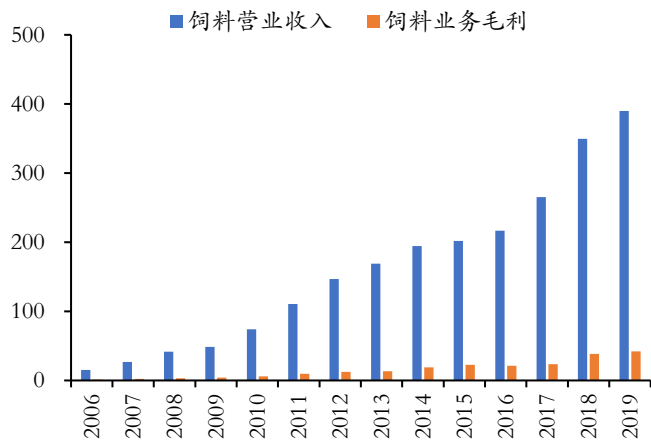
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 2006-2020 年公司营业收入和净利走势图，亿元

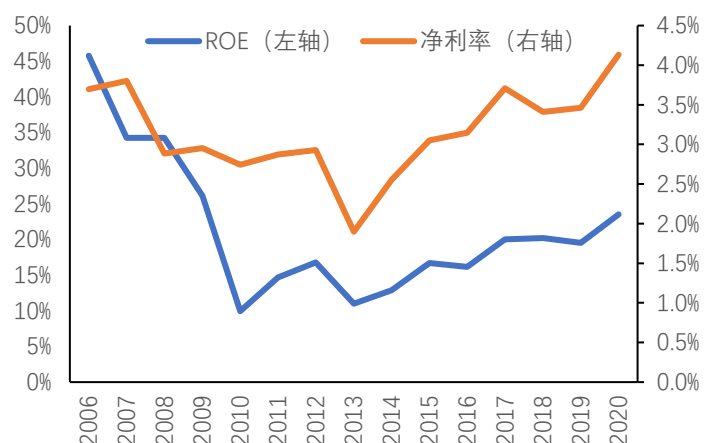


资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 2006-2019 年公司饲料营业收入和毛利走势图 图表 5 公司盈利能力, %



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

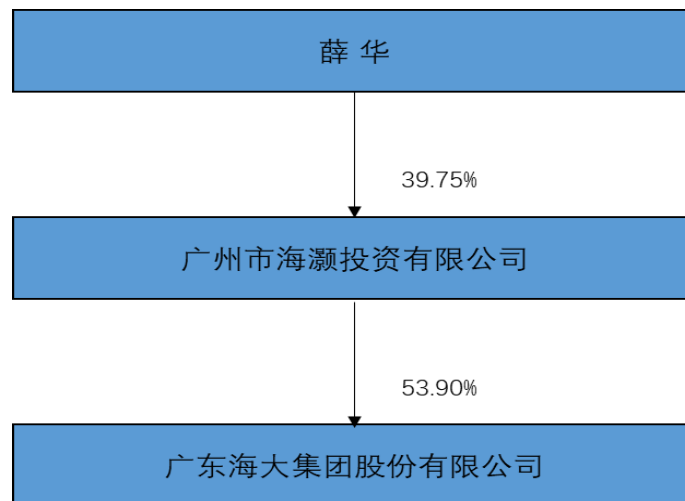


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

1.2 管理层及员工充分受益股权激励

公司控股股东为广州市海灏投资有限公司, 海灏投资持有公司股份 89,558.95 万股, 占公司总股本 53.9%。公司实际控制人为董事长兼总经理薛华先生, 持有海灏投资股份占比 39.75%, 公司副董事长许英灼持有海灏投资 27% 股权; 谭莉莉、罗强、江谢武、钱雪桥 (公司副总经理、总工程师)、刘国祥、雷和江、徐传万、姜建兵、齐振雄 (公司监事) 分别持有海灏投资 18%、4.5%、4.5%、3%、1.5%、0.55%、0.55%、0.55%、0.1% 股权。公司自上市以来, 分别于 2011 年 5 月、2015 年 3 月和 2017 年 3 月实施三次股权激励, 公司管理层及员工充分受益。

图表 6 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2 畜禽料迎高景气, 水产料倚赖特水料发力

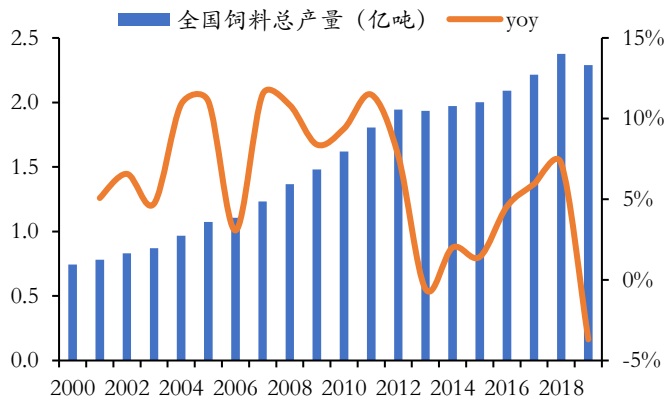
2.1 中国饲料行业已步入成熟期

我国饲料工业发展起步于 20 世纪 70 年代末，在 40 多年发展历程中，大致经历了四个阶段：1970 年末-1982 年初创期，1983-2000 年快速发展期，2001-2010 年快速扩张期，2011 年至今的稳定增长及整合扩张期。2011 年我国饲料产量已超过美国，成为全球第一大饲料生产国。

2000-2019 年，全国饲料产量从 7429 万吨上升至 2.29 亿吨，年复合增长率 6.1%。自 2011 年以来，国内饲料行业步入成熟阶段，年复合增长率 3%。我国饲料行业集中度不断提升：2019 年全国 10 万吨以上规模饲料生产厂 621 家，同比减少 35 家，饲料产量 1.07 亿吨，同比增长 3.7%，占全国饲料总产量的 46.6%，较 2018 年提升 3.3 个百分点；年产百万吨以上规模饲料企业集团 31 家，占全国饲料总产量的 50.5%，其中，3 家企业集团年产量超过 1000 万吨。

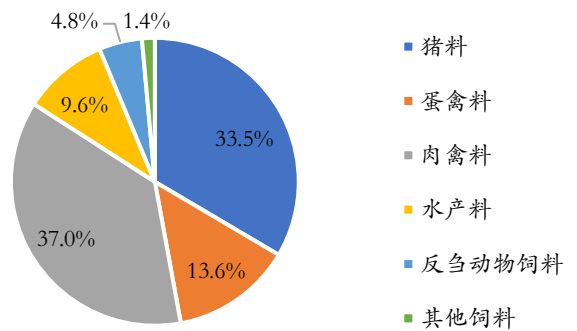
2019 年我国猪料产量 7663 万吨，占全国饲料总产量 33.5%；我国蛋禽料、肉禽料产量为 3117 万吨和 8465 万吨，分别占全国饲料总产量 13.6%和 37%；我国水产料产量 2203 万吨，占全国饲料总产量 9.6%，我国反刍动物饲料产量 1109 万吨，占全国饲料总产量 4.8%。

图表 7 全国饲料产量走势图



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

图表 8 全国饲料产量分类图



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

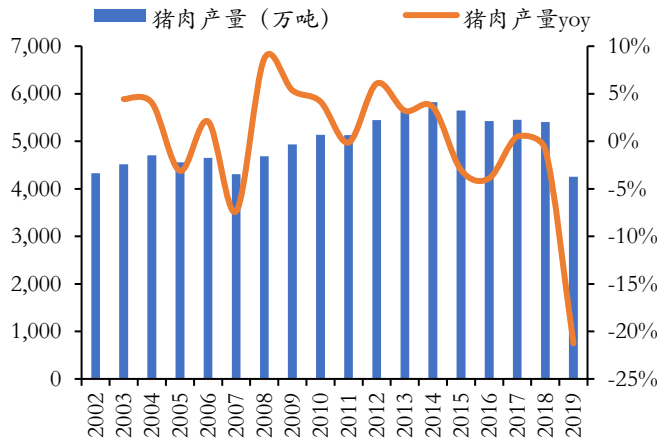
2.2 规模化推动饲料普及率提升，猪料景气度有望快速提升

2.2.1 规模化推动工业饲料普及率提升

2002-2018 年，我国猪肉产量从 4327 万吨上升至 5404 万吨，年复合增长率 1.4%，2019 年受非瘟疫情影响，我国猪肉产量大幅下降 21.3%至 4255 万吨。2002-2018 年，我国猪料产量从 3097 万吨大幅攀升至 10,443 万吨，年复合增长率 7.9%，2019 年受非瘟疫情影响，我国猪料销量大幅下降 26.6%至 7663 万吨。由于我国猪肉产量已进入平稳增长期，猪料增长主要得益于规模化程度提升带来的工业饲料普及率上升，2007-2017 年全国生猪出栏户数由 8235 万户下降 54%至 3775 万户，猪料普及率由 2002 年 20.5%上升至 2019 年 66.7%。

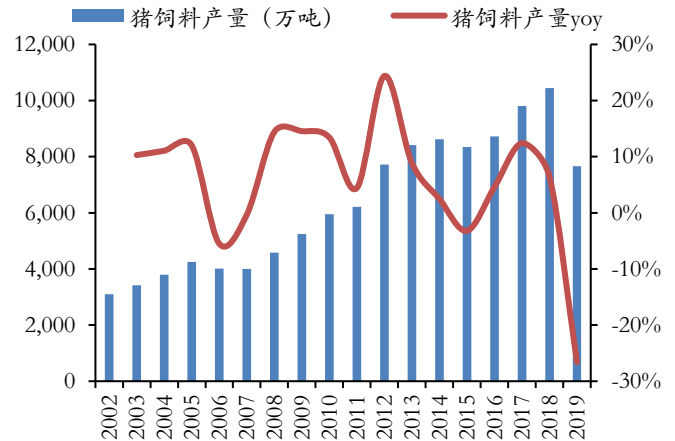
根据我们持续跟踪，在非瘟疫情长期存在的大背景下，普通养殖户逐步丧失竞争力，规模养殖场尤其是大型集团公司集中度正加速提升。根据我们测算：前十大上市猪企生猪出栏占比有望从 2018 年 7.4%上升至 2021 年 23.8%；前五大上市猪企生猪出栏量占比有望从 2018 年 6.3%上升至 2021 年 20.4%。

图表 9 全国猪肉产量及增速走势图



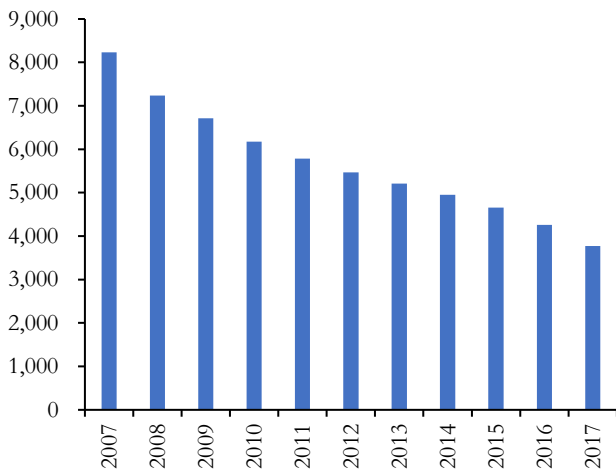
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 全国猪料产量及增速走势图



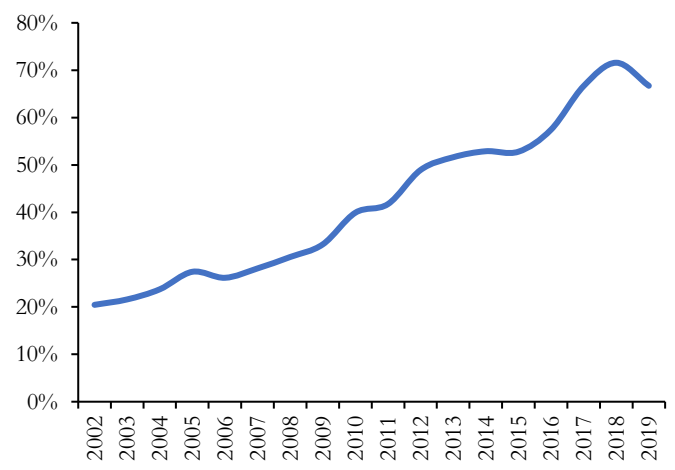
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 11 全国生猪出栏户数, 万户



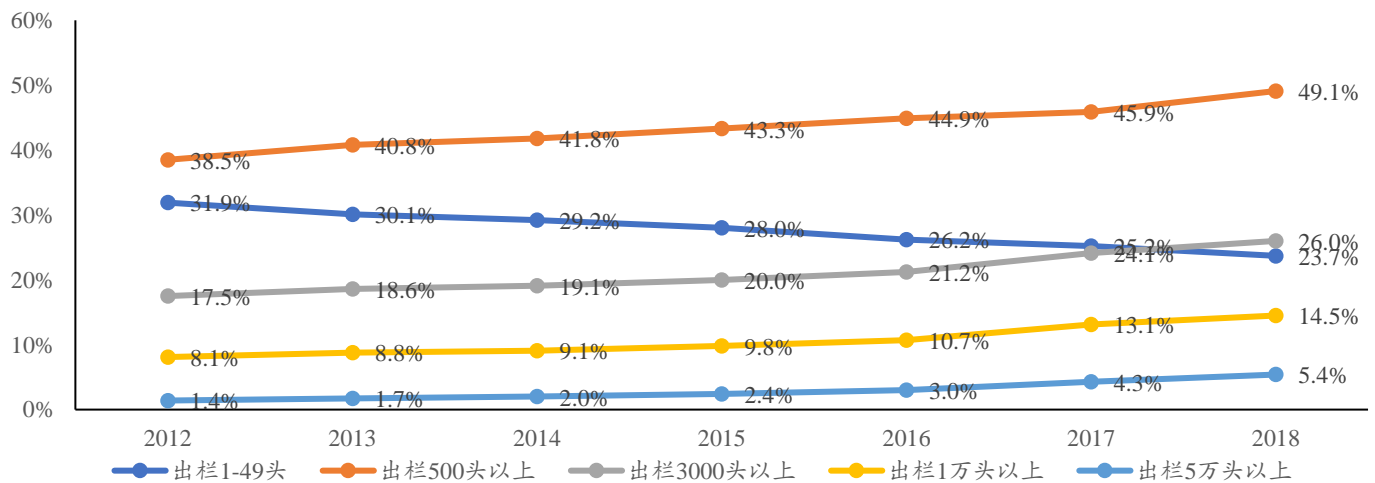
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 12 猪料普及率



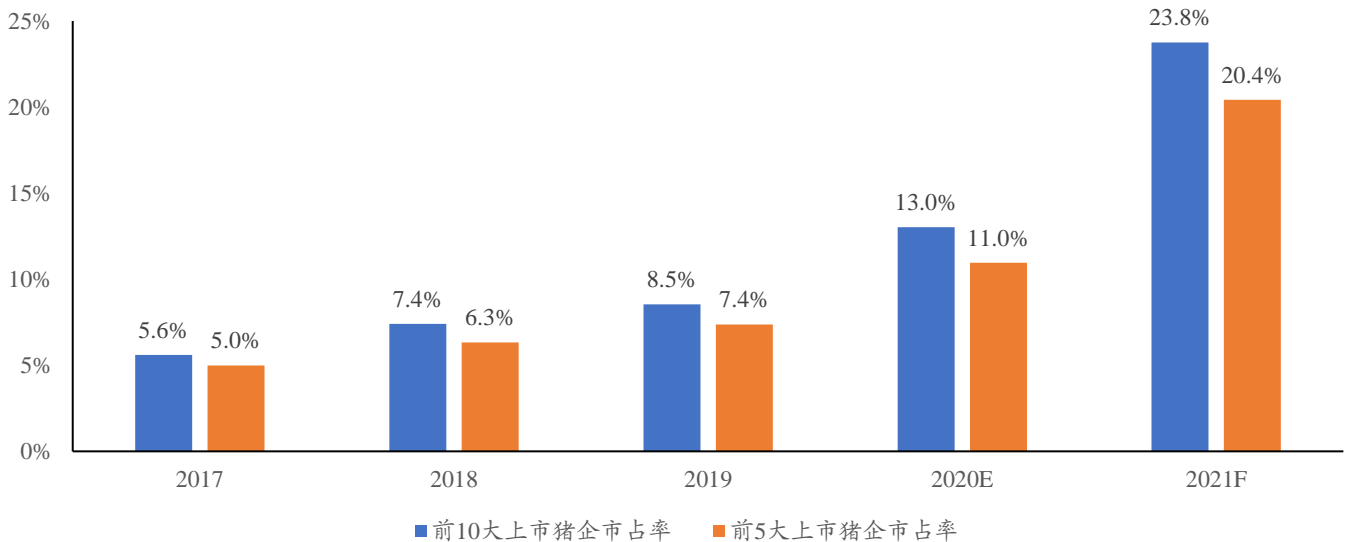
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 2012-2018 年生猪饲养规模比重变化



资料来源: 《中国猪业发展报告 (2019)》, 华安证券研究所

图表 14 上市猪企生猪出栏量占全国总出栏比重对照图



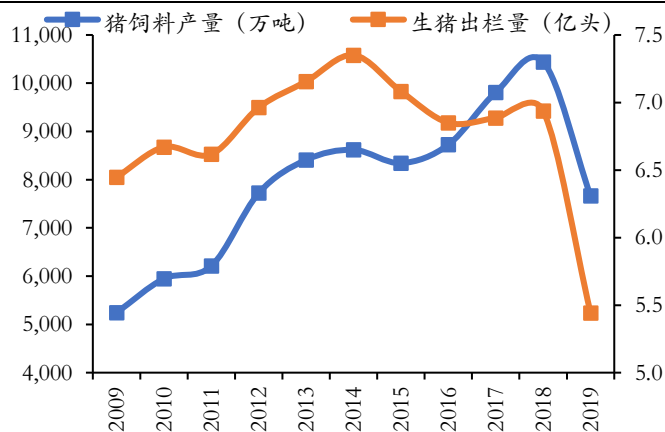
资料来源：公司公告，华安证券研究所（2017-2018 年前十大上市猪企包含雏鹰农牧，2019-2021 年将雏鹰农牧替换成傲农生物。即 2017-2018 年前十大上市猪企为，温氏股份、牧原股份、正邦科技、新希望、中粮肉食、雏鹰农牧、天邦股份、大北农、唐人神、天康生物，2019-2021 年前十大上市猪企为，牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望、天邦股份、大北农、中粮肉食、天康生物、唐人神、傲农生物。

2.2.2 2021-2022 年猪料景气度有望快速提升

① 猪料销量与生猪出栏相关度较高

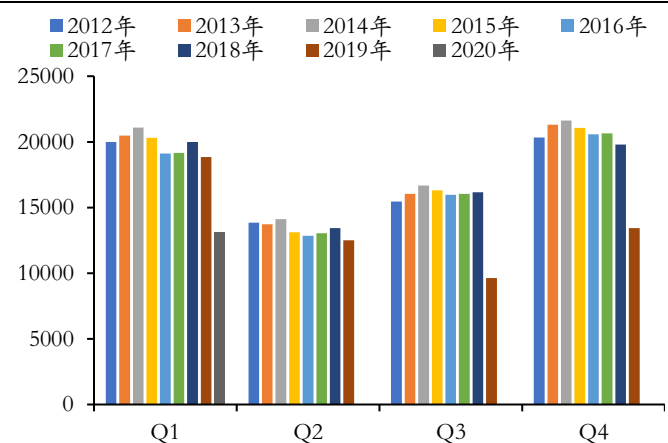
我国猪料销量与生猪出栏量密切相关。2009-2018 年生猪养殖行业集中度持续提升，即使是猪周期向上、生猪出栏下行阶段，猪料销量也只会停滞或小幅波动。然而，受非瘟疫情影响，2019 年生猪出栏量最大降幅 40%，最终导致猪料销量同比大降 26.6%。

图表 15 全国生猪存栏与猪料销量对照图



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 16 全国生猪单季度出栏量走势图



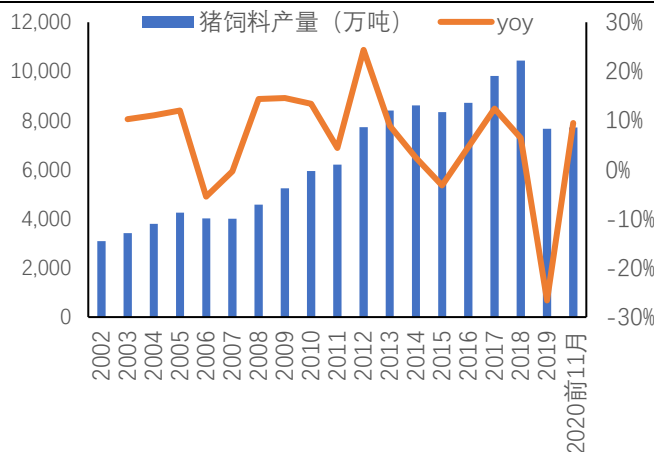
资料来源：Wind，华安证券研究所

② 2021-2022 年猪料景气度有望快速提升

2020 年 1-11 月我国猪料产量 7714 万吨，同比增长 9.5%，其中，仔猪料产量 2452 万吨，同比增长 4.2%，母猪料销量 1475 万吨，同比增长 49.4%，育肥猪料销量 3357 万吨，同比增长 3.8%，我们认为，2020 年猪料增长主要源于规模提升带来的猪料普及率提升。

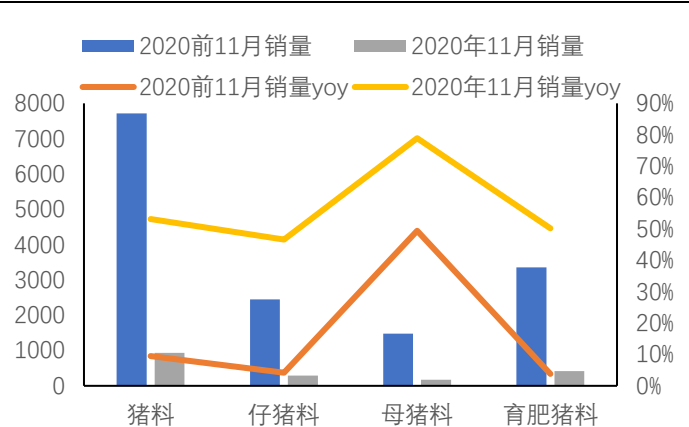
我们曾在《2021 年策略报告：猪价有望维持相对高位，粮食价格中期看涨》中预测，2021 年全国生猪出栏量同比增长 6.8%。随着能繁母猪存栏量持续回升，2022 年生猪出栏量将大幅攀升，2021-2022 年我国猪料景气度有望快速提升。

图表 17 全国猪料销量及增速走势图



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

图表 18 猪料细分品类增速对照图



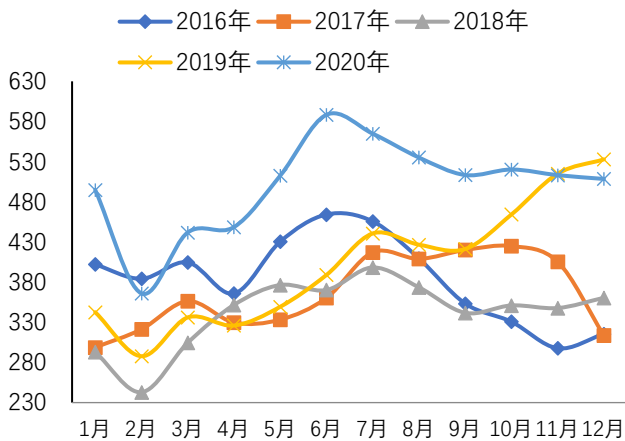
资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

2.3 2021 年禽料有望延续高景气度

2020 年 1-11 月，全国蛋禽饲料产量 3135 万吨，同比增长 11.7%，全国肉禽饲料产量 8516 万吨，同比增长 12%，延续 2019 年快速增长的局面。

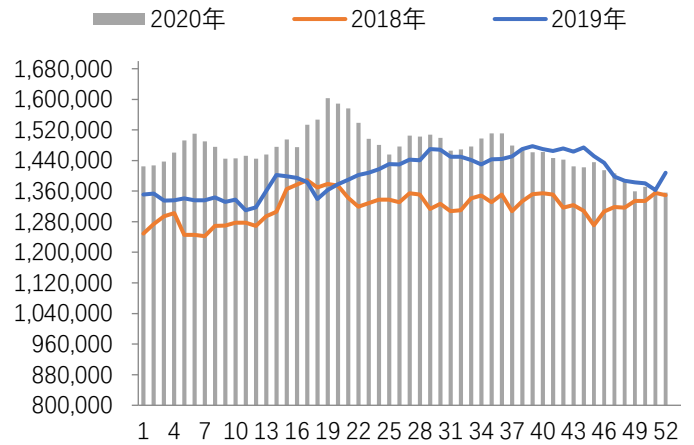
2020 年全国白羽父母代鸡苗供应量 6007.07 万套，同比增长 24.4%，我们预计 2021 年白羽肉鸡出栏量同比增速超过 20%。2020 年第 52 周，全国监测企业黄羽祖代总存栏 255.5 万套，同比增长 0.1%，其中，黄羽后备祖代种鸡存栏 119.9 万套，同比增长 4.6%，黄羽在产祖代种鸡存栏 135.6 万套，同比下降 3.7%，黄羽父母代总存栏 2427.1 万套，同比下降 0.7%，2021 年黄羽肉鸡出栏量或与 2020 年基本持平。综上，2021 年禽料有望延续高景气度。

图表 19 全国白羽父母代鸡苗销量走势图, 万套



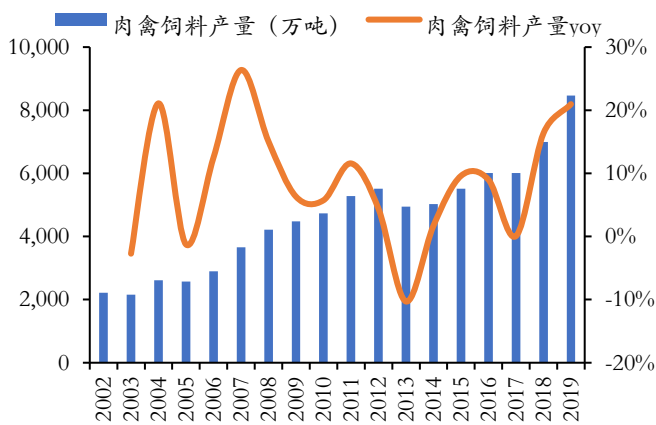
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 20 全国监测企业在产黄羽祖代存栏走势图



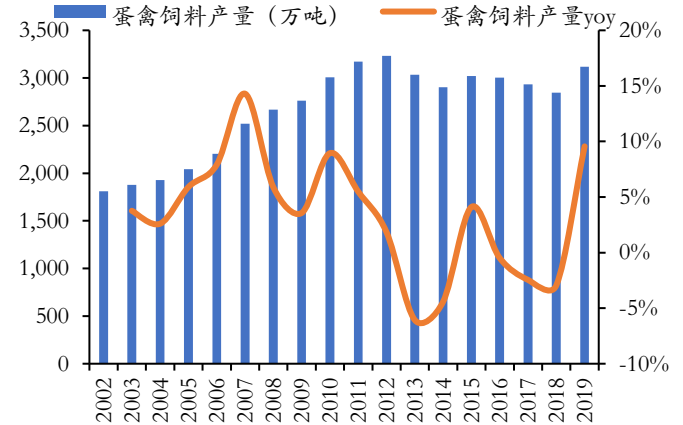
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 21 全国肉禽饲料产量及增速走势图



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 22 全国蛋禽饲料产量及增速走势图

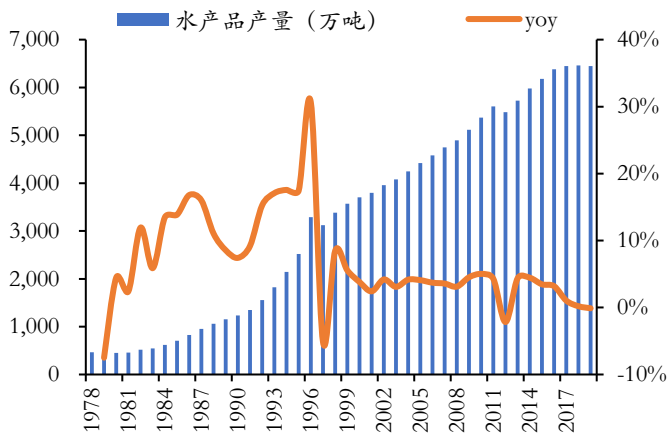


资料来源: Wind, 华安证券研究所

2.4 水产料传统养殖品种遇瓶颈, 特种水产料发力

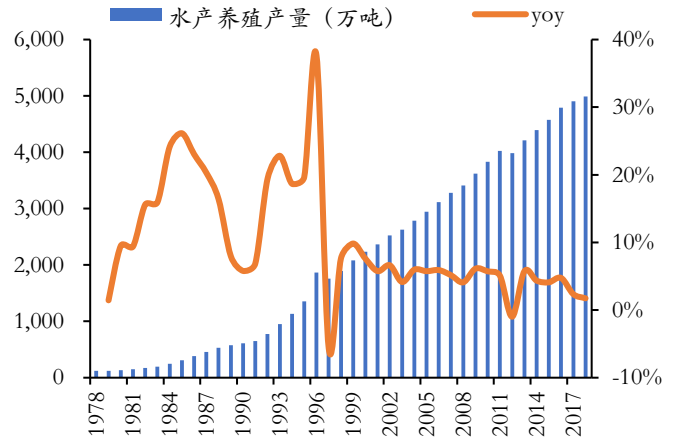
1978-2018 年, 我国水产品产量从 465 万吨上升至 6458 万吨, 年复合增长率 6.8%, 我国水产养殖产量从 121 万吨上升至 4991 万吨, 年复合增长率 9.7%。其中, 1998-2000 年我国水产养殖处于快速成长期, 产量年复合增长率高达 14.2%, 2001-2018 年我国水产品养殖步入平稳增长期, 年复合增长率仅 4.5%。

图表 23 我国水产品产量及增速走势图



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 24 我国人工养殖水产品产量及增速走势图



资料来源: Wind, 华安证券研究所

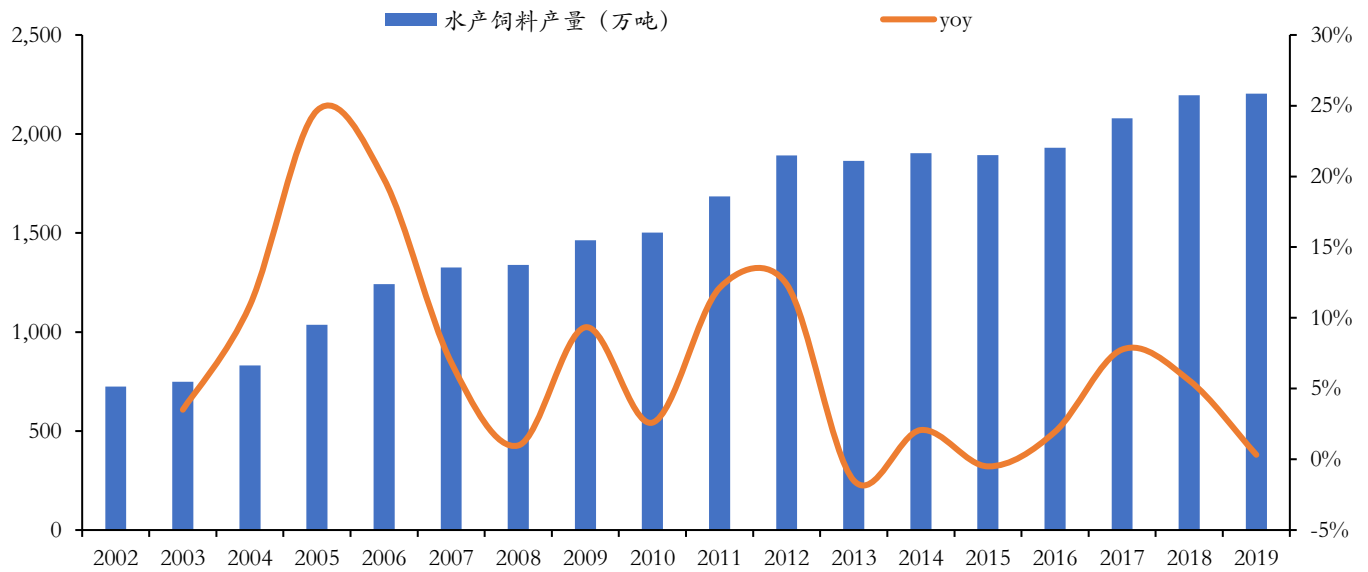
2002-2019 年我国水产饲料产量从 724 万吨上升至 2203 万吨, 年复合增长率 6.8%, 2017-2019 年产量增速分别为 7.8%、5.6%、0.3%。2020 年 1-11 月我国水产料销量 2025 万吨, 同比下降 5%, 我们认为, 水产料销量增速持续放缓甚至回落, 与水产品消费升级、传统养殖品种逐渐萎缩相关。

2003-2014 年传统养殖品种草鱼、鲢鱼、鳙鱼、鲤鱼、鲫鱼、罗非鱼产量年复合增长率依次为 4%、2%、4.8%、3.1%、4%、7%, 2015-2019 年产量均出现回落, 年复合增长率依次为 -0.6%、-3.3%、-2.0%、-3.7%、-1.4%、-2.0%。与此同时, 人们对营养价值高的特种水产品需求不断上升, 为特种水产养殖业创造了良好的市场环境。

特种水产养殖动物食性基本为肉食性或偏肉食性, 传统养殖方式主要采取投喂冰鲜杂鱼。然而, 采用鲜杂鱼喂养的养殖方式导致资源浪费、环境污染和疾病爆发等问题, 此外, 随着鲜杂鱼的大量捕捞, 资源减少, 价格上升, 鲜杂鱼投喂养殖的低成本优势正逐步丧失。从环保性、安全性、经济效益以及可持续发展各个角度分析, 特种水产料对鲜杂鱼的替代具有不可逆转的趋势。

根据中国饲料工业协会提供的数据, 我国特种水产配合饲料产量从 2006 年 75.24 万吨增长至 2018 年 173 万吨, 年复合增长率 7.2%, 高于水产配合饲料行业同期 4.9% 复合增长率。目前, 养殖的主要特种水产动物中, 鳊鱼、鳖、鲟鱼、鲢鱼等淡水品种饲料普及率较高, 但海水鱼配合饲料普及率仍较低, 石斑鱼、大黄鱼等海水鱼配合饲料普及率仅 20%, 特种水产养殖方式的转变过程将为特种水产配合饲料生产企业提供巨大的市场空间。

图表 25 中国水产饲料产量及增速走势图



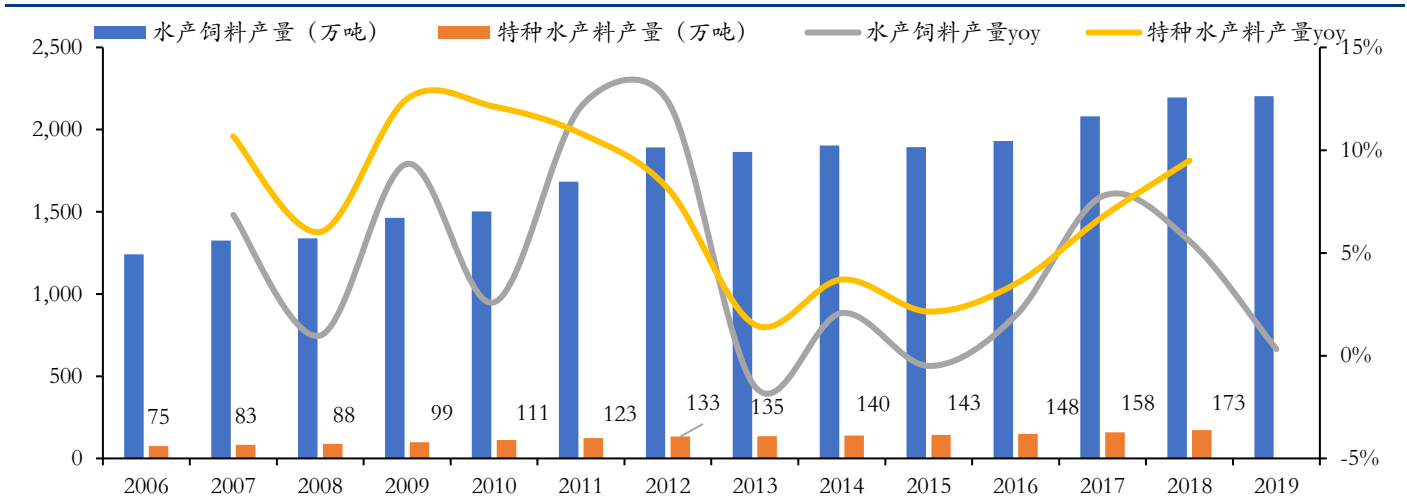
资料来源: 中国饲料工业协会, 华安证券研究所

图表 26 2003-2018 年我国淡水养殖主要鱼类品种产量对照表, 万吨

	草鱼	鲢鱼	鳙鱼	鲤鱼	鲫鱼	罗非鱼
2003	349	338	191	227	179	81
2004	370	347	208	237	195	90
2005	386	352	218	247	208	98
2006	336	315	204	213	185	99
2007	356	308	214	223	194	113
2008	371	319	229	235	196	111
2009	408	348	243	246	206	126
2010	422	361	255	254	222	133
2011	444	371	267	272	230	144
2012	478	369	285	290	245	155
2013	507	385	302	302	259	166
2014	538	423	320	317	277	170
2015	568	435	336	336	291	178
2016	590	451	348	350	301	187
2017	535	385	310	300	282	158
2018	550	386	310	296	277	162
2019	553	381	310	289	276	164
03-14 年复合增长率	4.0%	2.0%	4.8%	3.1%	4.0%	7.0%
15-18 年复合增长率	-0.6%	-3.3%	-2.0%	-3.7%	-1.4%	-2.0%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 27 特种水产料产量及增速走势图



资料来源：中国饲料工业协会，华安证券研究所

3 饲料品类齐全穿越周期，产品力清晰卓越成公司核心竞争力

3.1 发展战略：中国领先，具有持续发展能力的高科技农牧企业

1998年初，广州海大饲料公司正式成立。经过20多年时间发展，公司实现了从水产预混料到淡水鱼类、海水鱼类、对虾等各种水产配合饲料，从水产饲料体现核心优势延伸到畜禽饲料优势逐步凸显，从单纯的饲料经营到为养户提供种苗、动保、养殖技术服务等综合的服务能力，从华南到华中、华东、华北及东南亚及南美等区域的扩展。

公司的发展战略是成为中国领先、具有持续发展能力的高科技农牧业公司，公司发展的基础是“为客户创造价值”。公司紧紧围绕养殖环节，为养殖户提供包括饲料、种苗、动保、养殖技术服务，以及养殖户、经销商的金融服务等全面解决方案，有效提升公司养殖户、经销商的盈利能力，实现公司与客户的共赢发展。

公司产业链发展的基本策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。公司将以饲料产品为核心业务，同时积极发展原料、动保、种苗、养殖、流通和食品加工等业务，培养公司全产业链条上的专业能力，构建起产业链上综合的核心竞争能力。

图表 28 公司重要发展历程

重要发展历程	
1998年	1998年初，广州海大饲料公司正式成立
	成立广东海大畜牧水产研究中心，主要从事水产预混料的研究生产及销售
	4月，在湖北嘉鱼县成立广州海大饲料嘉鱼分公司，开始生产全价料
1999-2002年	1999年武汉海大饲料有限公司成立，这是海大饲料企业规范化管理的开端。第一次提出企业宗旨：“客户利益第一”；则：“以技术为先导、以质量求生存，以服务促发展”

	2001年, 公司的水产预混料市场占比达到全国第一
	2002-2003, 先后成立广州市番禺大川饲料有限公司、汕头海隆饲料有限公司、广州市海维饲料有限公司, 进军华南水, 并推动华南水产饲料由颗粒料向膨化料升级
	2003年, 海大集团成立, 组建了采购、财务、生产等各专业中心, 建立了“集团专业中心+分子公司”的管控模式
	2003年, 成立了广州市海贝生物有限公司, 从事水产微生态制剂研究和生产, 2004年5月, 调水产品正式投放市场, 系升级
2003-2007年	2003-2005年, 海大集团逐渐开始加快了在华中、华南、华东、西南等区域市场的布局
	2006年, 薛华董事长内部发表了《我们的使命》一文, 将海大定位为服务型企业, 确定了集团使命、发展战略及“五年规划”, 开启了畜禽饲料与水产饲料共同发展之路
	2007年, 成立海兴农、百荣种苗有限公司, 海大集团水产苗种板块业务起步
2008-2011年	2010-2011年, 先后成立华中大区、华南大区、虾特事业部和集团猪料部, 集团业务管理模式进一步优化。服务营销改成果丰硕, 分子公司达到40余家, 公司进入全国饲料行业前5强, 水产饲料、动保产品、水产苗种全国第一
	2011年, 海大集团与升龙生物合作, 成立越南升龙公司, 成功进军海外
2012-2014年	2012年, 海大集团经营委员会正式成立, 标志着海大在规范经营管理上迈出重要一步
	2013年, 分别收购广东现代农业集团研究院、广州市和生堂动物药业有限公司, 开始了在动物用疫苗、兽药、水产微兽用微生态制剂上研发和生产, 动保行业逐步壮大
	2014年, 提出了“服务更坚决, 营销更坚决”的战略方正; 集团进军非洲市场

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.2 饲料品类齐全穿越周期, 产品力清晰卓越成公司核心竞争力 力依托股东高校背景, 公司与华中农大深度合作

3.2.1 饲料品类齐全, 穿越周期持续高增长

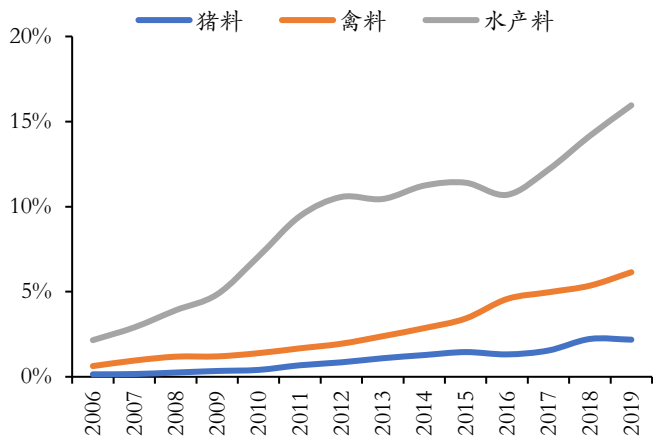
1998年公司从水产预混料起步, 经过3年时间, 水产预混料销量达到全国第一, 公司在水产预混料基础上进入淡水鱼配合饲料、虾料、膨化鱼料领域, 2011年水产饲料做到全国第一, 2006-2019年公司水产饲料销量从26.7万吨大幅攀升至351.4万吨, 年复合增长率21.9%, 2019年公司水产饲料销量占全国水产料销量比重达到16%。

2004年初, 公司进入鸡料领域, 2006年鸡料销量已在广东区域商品鸡料市场中排名第一, 2009年鸭料销量在广东区域位居第二, 2006-2019年公司禽料销量从32.1万吨大幅攀升至711.5万吨, 年复合增长率26.9%, 2019年公司禽料销量占全国禽料销量比重达到6.1%。

2006年公司进入猪料领域, 2006-2018年公司猪料销量从5.8万吨大幅攀升至232万吨, 年复合增长率35.9%, 2019年受非瘟疫情影响, 猪料销量同比下降28%, 2019年公司猪料销量占全国猪料销量比重达到2.2%。

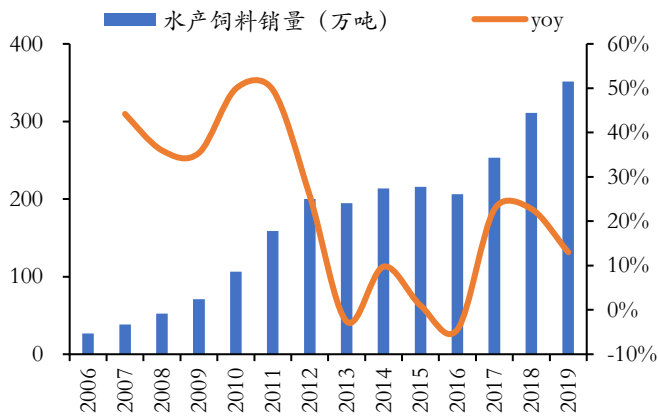
公司饲料业务稳扎稳打, 品类齐全, 穿越周期持续高增长。2006-2019年公司饲料收入从15.1亿元增长至389.9亿元, 毛利从1.4亿元增长至42.3亿元, 年复合增长率分别高达28.4%和29.8%。2020年, 受各种经营不确定性影响, 饲料行业中小企业加速退出, 头部优秀企业快速规模扩张, 行业集中度进一步提升, 公司全年实现饲料销量1470万吨, 同比增长约20%。

图表 29 2006-2019 年公司各饲料品种市占率走势图



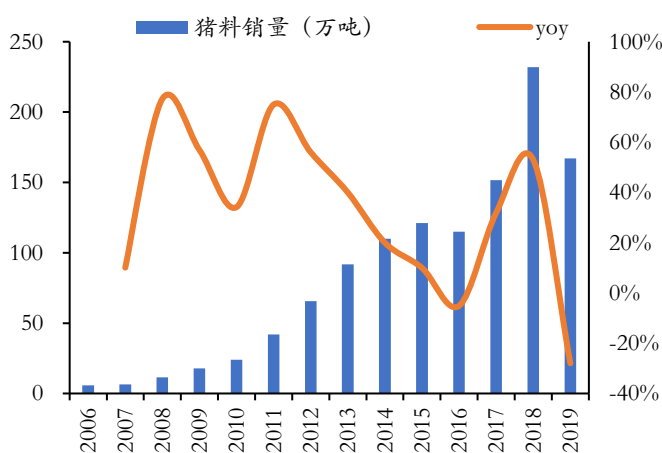
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 31 公司水产饲料销量走势图



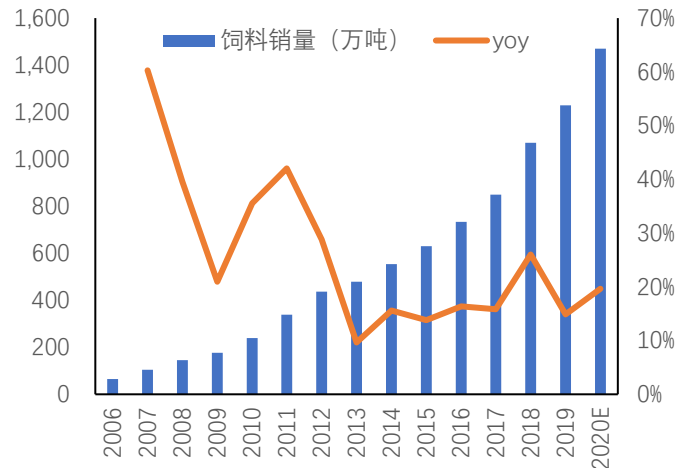
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 33 公司猪料销量走势图



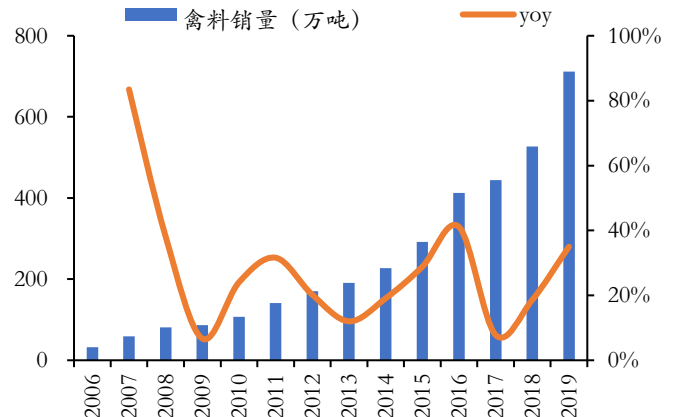
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 30 公司饲料销量走势图



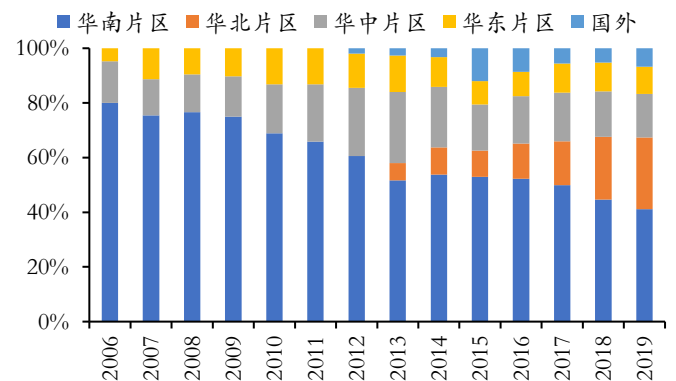
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 32 公司禽料销量走势图



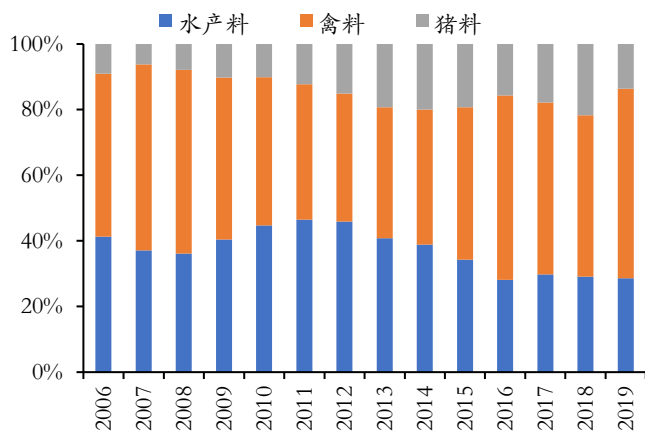
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 34 公司区域收入占比图



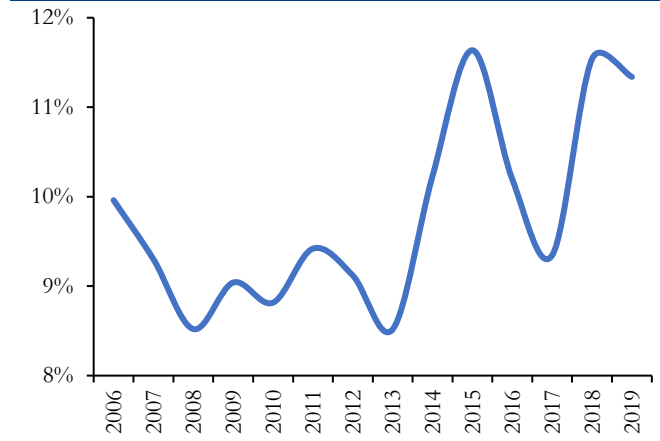
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 35 公司各类饲料销量占比图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 公司饲料业务毛利率走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2.2 清晰卓越的产品力是公司核心竞争力

公司致力于打造显著领先于竞争对手的产品力，且大力投入以加强产品力的显性化表达。高端产品在高定价的同时，动物成活率、生长效果和生长效率优势明显，品牌效应突出；中端产品在保证领先的生产效能基础上，贴近于竞争对手产品定价，追求突出的产品性价比。当行业整体养殖效益良好，公司客户在综合产品的支持下，能够获得明显高于同类养殖户的收益；当行业养殖效益下滑甚至全行业亏损时，公司客户可以少亏甚至不亏。

产品力的体现，需要公司内部各项专业能力支撑：动物营养和原料利用的研发能力、产品的配方技术能力、原材料价值采购能力、高效的内部运营能力等。

① 价值采购能力的支撑

公司采购团队专业能力突出，按照细分原材料类别执行分工，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。突出的采购能力可以发现众多原材料采购机会，使饲料产品和原料贸易的成本优势成为可能。公司是行业中最成功实现集中采购的企业，规模采购优势明显，且因对现货、期货、期权等采购工具组合应用经验丰富，应用方法也较为灵活，远期价值采购和风险头寸管理也有利于公司获得采购成本优势。

公司还拥有“四位一体”快速联动机制。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，配方人员能在保证质量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。在快速联动的基础上，能确保公司产品性价比最优，充分体现公司产品力的优势。

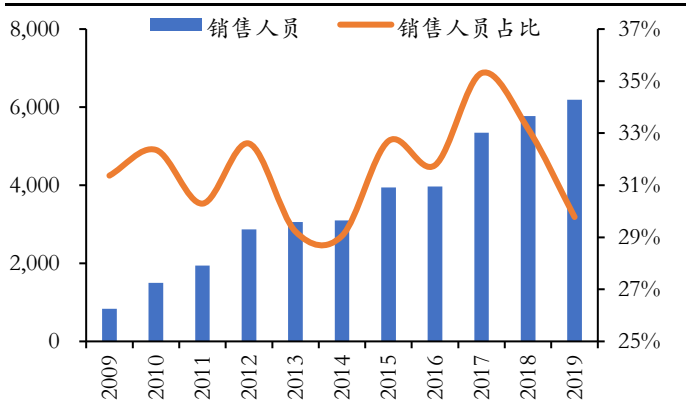
② 高效运营能力支撑，综合养殖技术服务

通过推动 SAP、EPS 等管理软件落地，公司具有较强的信息化系统，内部运营工作也逐步走向流程化、标准化和数据化。数据化的作用是通过对各分子公司大数据作对比，能找出高效节能的运营方法；流程化、标准化的作用是使内部可复制性

有很大提高。高效运营能力是有效组织各类产品专业化生产的重要支撑。

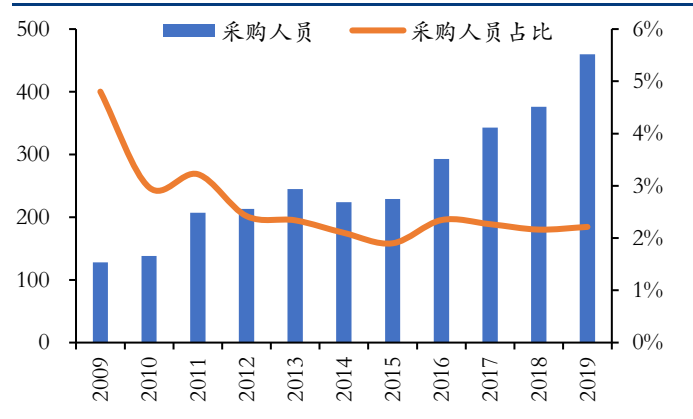
2006年，公司在行业中率先提出向养殖户提供全面的技术服务，并将公司定位为服务型企业、向养殖户提供整体养殖解决方案的企业。公司通过向养殖户提供“种苗-放养模式-环境控制-疫病防治-饲料-行情信息”等全流程的产品和技术服务支持，确保养殖户能使用到最先进的养殖技术，从而确保养殖户养殖成功和盈利。公司拥有6,000多名行业中服务经验最丰富、最富激情的服务团队；并结合当地特点积累多种先进的养殖模式；在全国养殖密集区拥有数百个高效运作的服务站，能同时为几万养殖户进行技术服务。公司在行业中较为完备的服务体系能充分发挥产品力优势，并提供养殖全程技术服务，能有效放大客户收益，从而增加客户的粘性。全面的养殖技术服务已经成为公司重要的品牌标签，是公司获取客户和提高客户粘度的重要抓手。

图表 37 公司销售人员数量走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 38 公司采购人员数量走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

③ 专注研发，“配方-采购”联动机制灵活

公司高度重视研发，将研发看作生存的基础，不断扩大研发投入。2008-2019年公司研发费用从0.22亿元大幅攀升至4.16亿元，年复合增长率高达30.5%。公司研发人员数量稳步攀升，从2009年281人上升至2019年1623人；2019年公司研发团队中，博士71名、硕士807人，研发人员包括动物营养、兽医、繁殖选育、养殖模式、生物工程、生物化学、机械等多学科人才，为公司研发体系完善提供了充足的人力资源基础。

公司建立了三级研发体系：一级研发体系针对未来发展，解决潜在问题，储备持续力量；二级研发体系面向市场，降低产品成本，紧跟市场需求；三级研发体系直面终端养户，提高养殖效益，为养户创造价值。公司研发流程包括立项-评审-小试-中试-验证推广-市场反馈。针对饲料配方技术，公司通过二十多年持续研发积累，已建立庞大的动物营养需求数据库，储备多种原材料配方技术，每年有1,000多组对比实验结果补充到动物核心营养需求和原料利用数据库中，以将技术转化为生产力。

在产学研合作方面，公司与国内外50多家高校、科研院所开展了多种形式的产学研合作，合作方式包括共建产学研合作基地、院士工作站、重点实验室等，合力解决行业关键、共性、前瞻性和应急性等问题。海大累计投入超20亿元打造海大研究院，组建了“七大研究所”和“五大中心”，七大研究所包括：创新技术研究、禽饲料技术研究、猪饲料技术研究、动物育种研究、动物医学研究

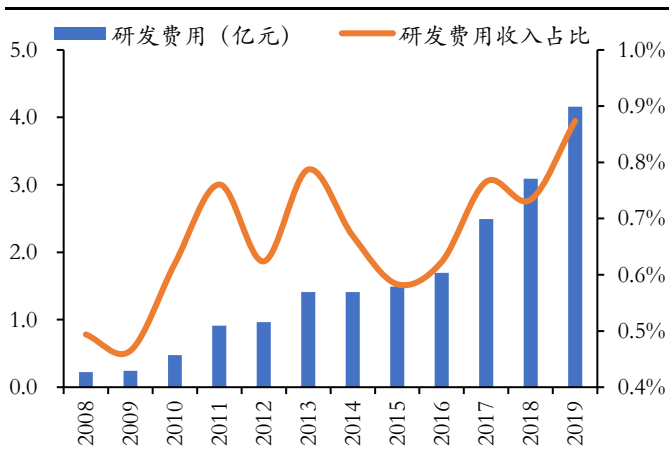
所、普通水产饲料技术研究所、特种水产饲料技术研究所；“五大中心”包括，海外技术中心、水产动保技术与服务中心、畜禽动保与服务中心、质量管理中心、试验资源管理中心，已成为饲料行业研发实力强，出新成果多的企业研发机构。

图表 39 部分农业上市公司历史研发费用，亿元

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
海大集团	0.22	0.24	0.48	0.91	0.96	1.41	1.41	1.49	1.69	2.49	3.09	4.16
新希望					0.66	0.68	0.65	0.79	0.74	0.60	0.92	1.73
天邦股份	0.35	0.31	0.27	0.38	0.51	0.59	0.62	0.54	0.64	0.83	1.12	0.99
金新农		0.11	0.11	0.19	0.30	0.37	0.41	0.30	0.48	0.54	0.52	0.47
大北农	1.18	1.37	0.00	1.85	3.43	4.93	3.70	3.77	3.93	4.39	4.15	3.83
正邦科技	0.03	0.04	0.15	0.17	0.78	0.94	1.13	1.94	2.08	1.70	2.09	3.94
温氏股份						1.49	1.42	1.83	1.90	2.33	5.53	5.70
牧原股份			0.02	0.05	0.06	0.08	0.08	0.08	0.12	0.74	0.91	1.12
天康生物	0.37	0.63	0.73	0.32	0.57	0.00	0.75	0.60	0.78	0.54	0.79	0.85
生物股份		0.13	0.11	0.23	0.17	0.26	0.28	0.52	0.53	0.72	1.07	0.87
中牧股份					0.76	0.71	0.88	0.93	1.08	1.15	1.67	1.73
普莱柯					0.26	0.33	0.37	0.42	0.58	0.61	0.73	0.91
瑞普生物	0.04	0.05	0.15	0.20	0.24	0.36	0.38	0.44	0.75	0.85	0.80	0.95
圣农发展		0.01	0.08	0.07	0.08	0.12	0.15	0.25	0.40	0.63	0.37	0.46

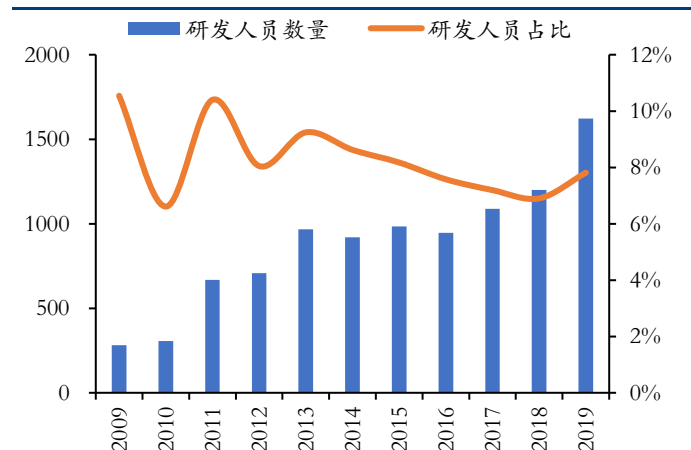
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 40 公司研发费用投入及占收入比重



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 公司研发人员数量及占员工比重



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42 公司研发体系示意图



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 43 公司研发流程示意图



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 44 公司科研力量示意图



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 45 公司科研成果示意图



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

④ 持续推出激励措施，紧密绑定公司与核心团队长期利益，推动公司长足发展

公司陆续推出 3 期激励计划及 4 期员工持股计划。公司重视员工激励，先后在 2011 年、2015 年和 2017 年推出 3 期激励计划，分别涵盖包括董事、高管、中层管理人员及核心技术人员在内的激励对象 121 名、466 名、1373 名，合计激励股份总数达 8460 万股。此外，公司分别于 2014 年、2017 年、2018 年和 2019 年推期 4 次员工持股计划（后 3 期均为核心团队员工持股计划），面向董事、高管及部分核心员工，通过对应资产管理计划先后持股数量合计达 4492 万股。通过持续的、大力度的激励措施的实施，公司建立起股东与核心员工的利益共享机制，从而不断改善公司治理水平、提高团队凝聚力和公司核心竞争力，推动公司长期、持续、健康发展。

图表 46 四次员工持股计划

时间	计划类型	参与员工	持股数量与价格	资金来源	股票锁定期	持股计划存续期
2014 年	员工持股计划	不超过 30 人，其中董监高 6 人，其他人员不超过 24 人	二级市场购买，共 3892 万股，均价 14.98 元/股，占公司总股本的 3.59%	(1) 公司员工的自筹资金； (2) 公司实际控制人薛华先生以自有资金向参加员工持股计划的对象提供无息借款	12 个月	24 个月，现已实施完毕并终止
2017 年	核心团队员工持股计划之一期计划	不超过 20 人，包括董监高 4 人，其他核心员工超过 16 人	二级市场购买，共 72 万股，均价 16.15 元/股，占公司总股本的 0.047%	持股计划专项基金，根据 2016 年经营情况，提取 1,200 万元持股计划专项基金，约占 2015 年度净利润的 1.54%	12 个月	永续存在，每年滚动推出，各期持股计划的存续期为自股东大会审议通过之日起四年，可展期或提前终止
2018 年	核心团队员工持股计划之二期计划	不超过 30 人，包括董监高 4 人，其他核心人员不超过 26 人	二级市场购买，共 439 万股，均价 20.06 元/股，占公司总股本的 0.2773%	本期持股计划资金总额不超过 8851 万元，其中计提的专项基金为 3851 万元，自筹资金不超过 5000 万元	12 个月	自本持股计划经股东大会审议通过之日起四年
2019 年	核心团队员工持股计划之三期计划	董监高 9 人，其他不超过 21 人的核心员工	二级市场购买，共 89 万股，均价 33.70 元/股，占公司总股本的 0.06%	本期持股计划计提的专项基金为 3018 万元	12 个月	自本持股计划经股东大会审议通过之日起四年

资料来源：公司公告，华安证券研究所

根据公司公告，核心团队员工系列持股计划的资金来源将为公司计提的持股计划专项基金，以及员工合法薪酬，法律、行政法规允许的其他方式筹集的资金。其中首期专项基金为公司根据 2016 年经营情况，提取 1200 万元，约占 2015 年度净利润的 1.54%；后续各期专项基金则依据各年度的净利润增幅确定提取比例，并根据上一年度的净利润作为基数进行计提。

图表 47 各期持股计划专项基金提取比例确定方法

净利润同比增长率	提取比例
低于 18%	不提取
18% (含) 至 23% 之间	2.5%
23% (含) 至 28% 之间	3%
28% (含) 至 33% 之间	3.5%

33% (含) 至 38% 之间	4%
38% (含) 至 43% 之间	4.5%
43% (含) 以上	5%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

此外, 各期持股计划的资管计划份额对应的权益均将通过 3 个归属期逐年归属至持有人, 可归属份额对应权益比例分别为 40%、30%、30%, 其中前 2 个归属期权益份额锁定期为当期份额归属至持有人名下之日起至第 3 个归属期权益份额归属至持有人名下之日为止, 第 3 个归属期不设锁定期, 自归属当日起标的股票即可流动交易。

图表 48 核心团队员工持股计划专项基金资管计划份额对应的权益归属确认方式及锁定期

	权益归属确认	锁定期
第一个归属期	当期员工持股计划购买完成当年年末, 将资产管理计划份额最终对应权益的 40% 进行归属	自该权益份额对应权益归属至持有人名下之日起至第三个归属期权益份额归属至持有人名下之日为止
第二个归属期	当期员工持股计划购买完成当年后的第一个年度末, 将资产管理计划份额最终对应权益的 30% 进行归属	自该权益份额对应权益归属至持有人名下之日起至第三个归属期权益份额归属至持有人名下之日为止
第三个归属期	当期员工持股计划购买完成当年后的第二个年度末, 将资产管理计划份额最终对应权益的 30% 进行归属	不设归属锁定期, 自归属当日起对应的资产管理计划项下的标的股票即可流通交易

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.3 生猪养殖稳步扩张, 动保业务快速增长

公司围绕饲料产业, 布局生猪养殖、水产种苗、肉禽屠宰、动保及原料贸易等上下游产业链, 与饲料业务产生协同效应。

3.3.1 农产品销售业务: 生猪养殖稳步扩张, 肉禽加工高增长

公司农产品销售业务包括生猪养殖业务、水产种苗业务和肉禽加工业务:

① 生猪养殖业务稳步扩张

生猪养殖业务是公司刚起步的业务, 发展生猪养殖业务是进一步提高公司盈利能力和公司在全产业链上的综合竞争力的重要举措。公司与多地政府签订生猪养殖战略合作协议, 稳步扩大对生猪养殖场的项目投资。2018-2020.6 公司养殖项目新增在建工程金额分别为 2.55 亿元、3.94 亿元、2.69 亿元, 在建工程转固金额分别为 0.78 亿元、5.15 亿元、1.81 亿元; 2015-2020.6 年公司通过自行培养、外购、企业合并等方式提升母猪存栏, 能繁母猪期末账面价值从 0.21 亿元上升至 1.94 亿元, 后备母猪账面价值从 0.02 亿元上升至 0.86 亿元。

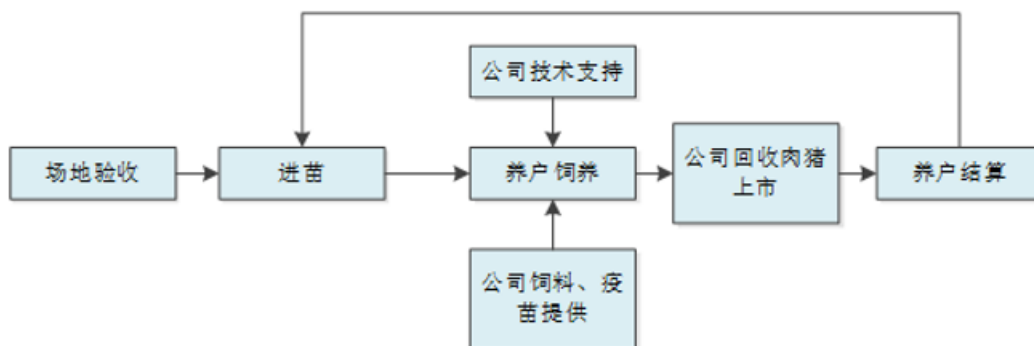
图表 49 公司生猪养殖项目扩张路径

百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020.6
养殖项目在建工程:						
新增在建工程金额				255	394	269
在建工程转固金额				78	515	181
期末账面净值			52	236	133	219
畜牧养殖业生产性生物资产-成熟:						
期初账面原值	10	21	21	15	49	85
本期新增外购	9	0	0	0	1	0
本期自行培育	5	9	5	26	70	138
企业合并增加	4			29		
死亡或淘汰处理转出	6	7		21	35	28
期末账面原值	21	21	15	49	85	194
畜牧养殖业生产性生物资产-未成熟:						
期初账面原值	2	2	2	5	12	84
本期新增外购	3	5	0	8	80	156
本期成本费用结转					50	54
本期自行培育	4	5	6	38	37	7
企业合并增加	0		4	12		
死亡或淘汰处理转出	4	1	1	14	22	15
期末账面原值	2	2	5	12	84	86

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

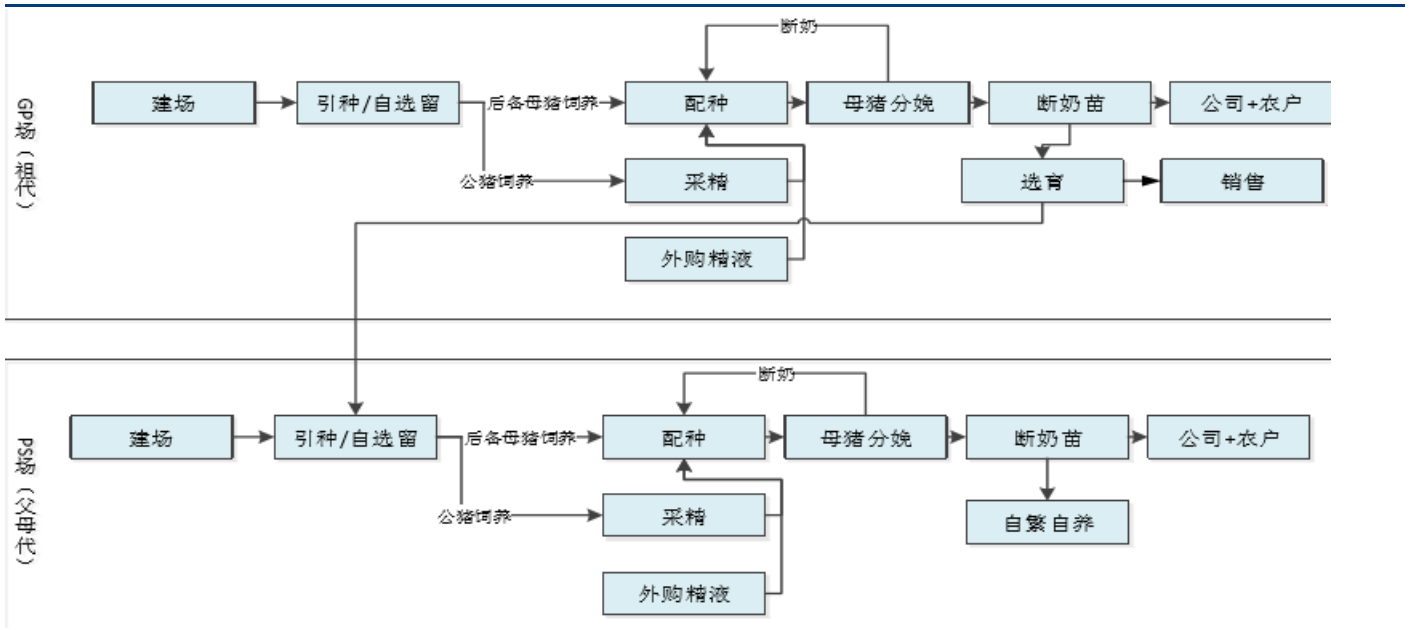
公司已经建立以“公司+农户”合作代养为主, 以“一体化自养”为辅的生猪养殖模式。“公司+农户”合作代养模式下, 公司从自有仔猪场生产仔猪或向外部供应商采购仔猪, 将仔猪交由农户按照公司统一的养殖标准代养育肥后, 由公司组织统一回收对外销售, 并根据料肉比、存活率等指标向农户支付代养费。“一体化自养”模式下, 由公司自行培育仔猪, 公司已建立“祖代—父母代—商品代”一体化商品猪养殖体系。2016-2019 年公司生猪出栏量从 32 万头稳步攀升至 70 万头左右, 对应生猪销售收入从 6.67 亿元上升至 13.71 亿元。海大现有兽医超过 60 人, 拔牙技术强, 可管理 300 万头生猪存栏规模, 2020 年公司生猪销量约 100 万头。

图表 50 “公司+农户”合作代养模式流程图



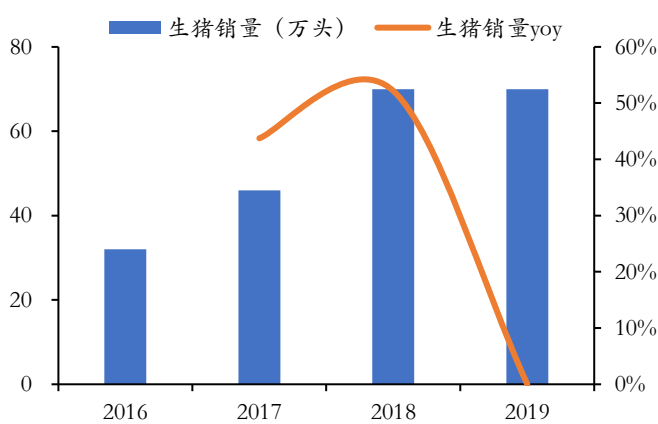
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 51 公司“一体化自养”模式流程图



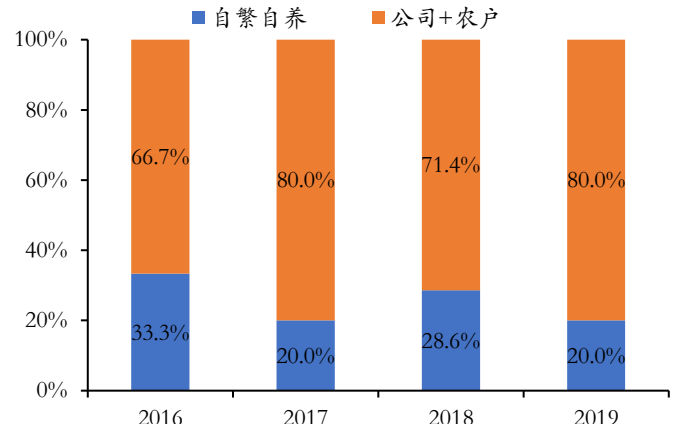
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 52 公司生猪出栏量走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 53 自繁自养、公司+农户出栏占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

② 种苗业务加大特种水产育种繁殖，禽肉加工收入高速增长

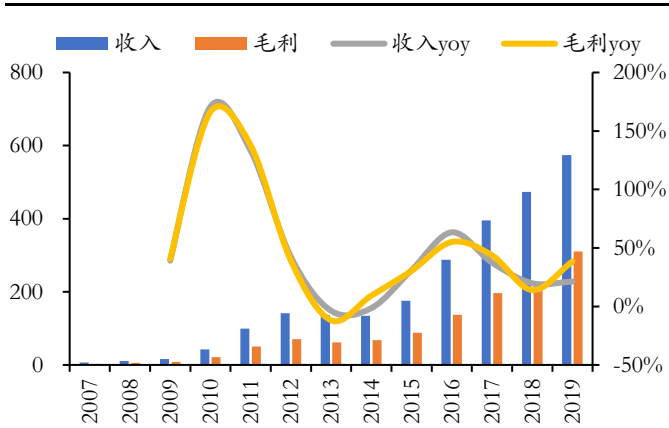
公司水产种苗业务包括虾苗和鱼苗：虾苗方面，公司已形成育种、扩繁和繁殖相对可控及标准化的管理模式，在白虾育种方面取得了较大突破，自育品系逐步开始体现出优势；鱼苗方面，公司除草鱼、鲫鱼、鳊鱼、罗非、黄颡等现有品种之外，开始加大对加州鲈、生鱼、海鲈、石斑、鳜鱼、小龙虾等特种水产的育种和繁殖工作，研发突破后将与公司特种水产饲料、动保产品组成产业链优势共同服务于养殖户。公司水产种苗的销售依托于公司遍布全国的自有饲料销售渠道，通过经销商向终端养殖场销售水产种苗。2015-2019 年公司水产种苗收入从 2.04 亿元上升至至少 3.54 亿元，年复合增长率 14.8%。

此外，公司自 2017 年开始在山东设立肉鸭屠宰、加工工厂，2018 年屠宰加工产能释放。2017-2019 年禽肉加工收入分别为 1.49 亿元、5.65 亿元、8.28 亿元，年复合增长率高达 136%。

3.3.2 公司动保业务快速增长，毛利率长期稳定在 45%-55%

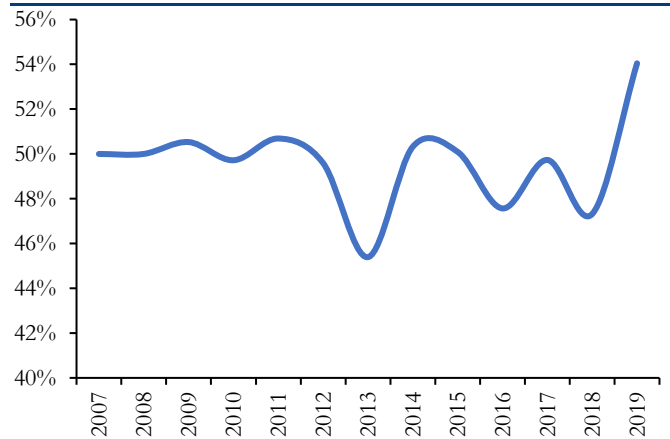
公司的动保产品主要包括水产和畜禽类使用的微生态产品、疫苗和兽药。公司水产动保经过多年发展，已形成完善的服务体系和良好的内部经销渠道，核心产品性价比优势明显，市场占有率持续提升。近年来，公司在畜禽动保的研发、产品生产、供应能力进行储备和提升，2019 年建立畜禽动保服务体系，通过有效的组织将畜禽动保产品融入到公司畜禽养殖服务体系中，快速切入替代养殖户原有动保产品。公司动保业务收入从 2007 年 652 万元攀升至 2019 年 5.74 亿元，年复合增长率高达 45%，公司动保业务毛利从 2007 年 326 万元攀升至 2019 年 3.1 亿元，年复合增长率高达 46%，公司动保业务毛利率长期在 45%-55% 之间波动。

图表 54 动保业务收入、毛利增速走势图，百万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 55 动保业务毛利率走势图

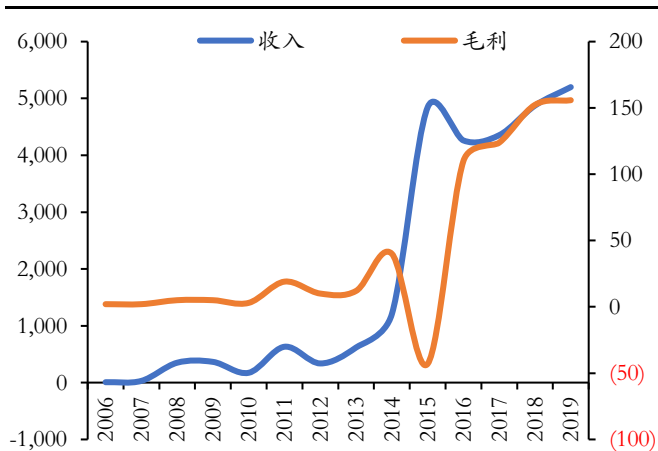


资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3.3 公司原料贸易业务快速增长，仅 2015 年毛利率为负

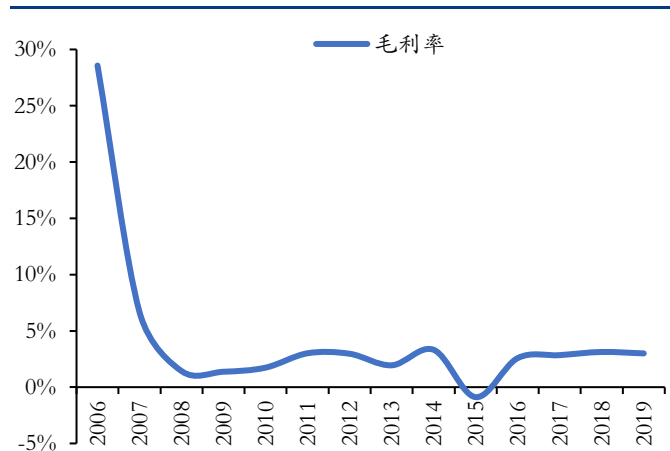
公司贸易业务主要是玉米、鱼粉等饲料原材料贸易，公司在饲料原材料采购方面具有集中采购、规模采购、及期现结合的采购成本优势，在满足内部生产原料需求的同时，可以向其他饲料公司、原料贸易商销售饲料原料。2007-2019 年公司原料贸易收入从 0.3 亿元上升至 51.99 亿元，年复合增长率 54%，公司原料贸易毛利率长期维持在 1.4%-6.7% 之间波动，只有 2015 年毛利率为 -0.9%。

图表 56 原料贸易收入、毛利走势图，百万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 57 原料贸易毛利率走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测、估值及投资评级

公司发布 2020 年度业绩快报：2020 年实现营业收入 604.8 亿元，同比增长 27%，归母净利润 25.0 亿元，同比增长 51.6%，实现 EPS1.58 元，同比增长 49.1%，公司饲料、种苗、动保、生猪养殖等业务板块均保持全面增长，符合市场预期。

从行业层面看，2021 年猪料景气度有望快速提升，禽料有望延续高景气度，水产料传统养殖品种遇瓶颈，行业增长需倚赖特种水产料发力。从公司层面看，公司饲料品类齐全，穿越周期持续高增长，产品力清晰卓越铸造公司核心竞争力。

我们预计 2021-2022 年公司实现主营业务收入 675.81 亿元、796.32 亿元，同比增长 16.8%、17.8%，对应归母净利润 31.3 亿元、38.43 亿元，同比分别增长 25.4%、22.8%，对应 EPS1.88 元、2.31 元。我们给予公司 2021 年 40 倍 PE，合理估值 75.2 元，给予“买入（首次）”评级。

风险提示：

饲料销量低于预期；疫病。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8735	13623	16173	19769	营业收入	47613	57871	67581	79632
现金	1850	5428	6739	8782	营业成本	42223	50793	58865	69128
应收账款	1022	1242	1450	1709	营业税金及附加	61	74	94	95
其他应收款	186	226	264	311	销售费用	1563	1495	1794	2063
预付账款	453	545	631	741	管理费用	1191	1488	1861	2326
存货	4463	5369	6222	7307	财务费用	212	230	290	301
其他流动资产	761	813	866	918	资产减值损失	-50	0	0	0
非流动资产	10119	12361	14607	16854	公允价值变动收益	-8	0	0	0
长期投资	63	87	111	135	投资净收益	160	-30	0	0
固定资产	6298	8041	9783	11525	营业利润	2098	3319	4161	5111
无形资产	1122	1272	1422	1572	营业外收入	35	30	30	30
其他非流动资产	2636	2961	3292	3622	营业外支出	39	30	30	30
资产总计	18854	25984	30780	36623	利润总额	2094	3319	4161	5111
流动负债	7906	11899	12839	14014	所得税	305	483	605	743
短期借款	3021	6021	6021	6021	净利润	1790	2836	3556	4367
应付账款	1917	2306	2673	3139	少数股东损益	141	340	427	524
其他流动负债	2968	3572	4145	4855	归属母公司净利润	1649	2496	3130	3843
非流动负债	1206	1506	1806	2106	EBITDA	2821	4024	4886	5833
长期借款	822	1122	1422	1722	EPS (元)	0.99	1.50	1.88	2.31
其他非流动负债	385	385	385	385					
负债合计	9112	13406	14645	16121					
少数股东权益	638	979	1405	1929	主要财务比率				
股本	1580	1580	1580	1580	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	2119	2119	2119	2119	成长能力				
留存收益	5405	7901	11030	14873	营业收入	12.9%	21.5%	16.8%	17.8%
归属母公司股东权	9104	11600	14729	18573	营业利润	18.6%	58.2%	25.4%	22.8%
负债和股东权益	18854	25984	30780	36623	归属于母公司净利	14.7%	51.4%	25.4%	22.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	11.3%	12.2%	12.9%	13.2%
					净利率 (%)	3.5%	4.3%	4.6%	4.8%
					ROE (%)	18.1%	21.5%	21.2%	20.7%
					ROIC (%)	13.5%	15.2%	15.8%	16.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	48.3%	51.6%	47.6%	44.0%
					净负债比率 (%)	93.5%	106.6%	90.8%	78.6%
					流动比率	1.10	1.14	1.26	1.41
					速动比率	0.48	0.65	0.72	0.83
					营运能力				
					总资产周转率	2.53	2.23	2.20	2.17
					应收账款周转率	46.60	46.60	46.60	46.60
					应付账款周转率	22.03	22.03	22.03	22.03
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.99	1.50	1.88	2.31
					每股经营现金流	1.95	1.99	2.46	2.91
					每股净资产	5.48	6.98	8.87	11.18
					估值比率				
					P/E	36.27	43.59	34.77	28.31
					P/B	6.57	9.38	7.39	5.86
					EV/EBITDA	20.89	26.16	21.34	17.58

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。