



我们想投什么样的企业

寻道修身 择企同行

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2026年02月02日

- 分析师：娄倩
- SAC编号：S1050524070002

研究创造价值

投资的本质，是投资于“人”。一家企业的长期价值，不仅取决于其所在的赛道与商业模式，更深层地根植于其创始人或核心领导者的认知格局与行动哲学。

我们深信，卓越的领导者，往往对市场规律心存敬畏，对自身能力边界有清醒认知，因而在战略上懂得顺势而为。

我们认为，企业的长期价值创造能力，取决于两个关键维度：

道

企业的根本性战略定位与持续构建竞争优势的方向

术

保障战略得以有效落地的管理体系与执行能力

顺势而为

深耕一行

分析框架

范例详述

在此基础上，伟大的企业缔造者展现出一种极致的专注与强大的定力。“深耕一行”，即在自身最具优势的领域，聚焦全部资源与心力，构筑深厚且可持续的竞争壁垒。唯有在主业确立不可动摇的顶端优势之后，企业的拓展才拥有坚实的根基与真正的协同价值。

接下来我们会以农牧行业的两个优秀的标的：**牧原股份**和**海大集团**为例，详述我们想寻找的企业的特点。

目录

CONTENTS

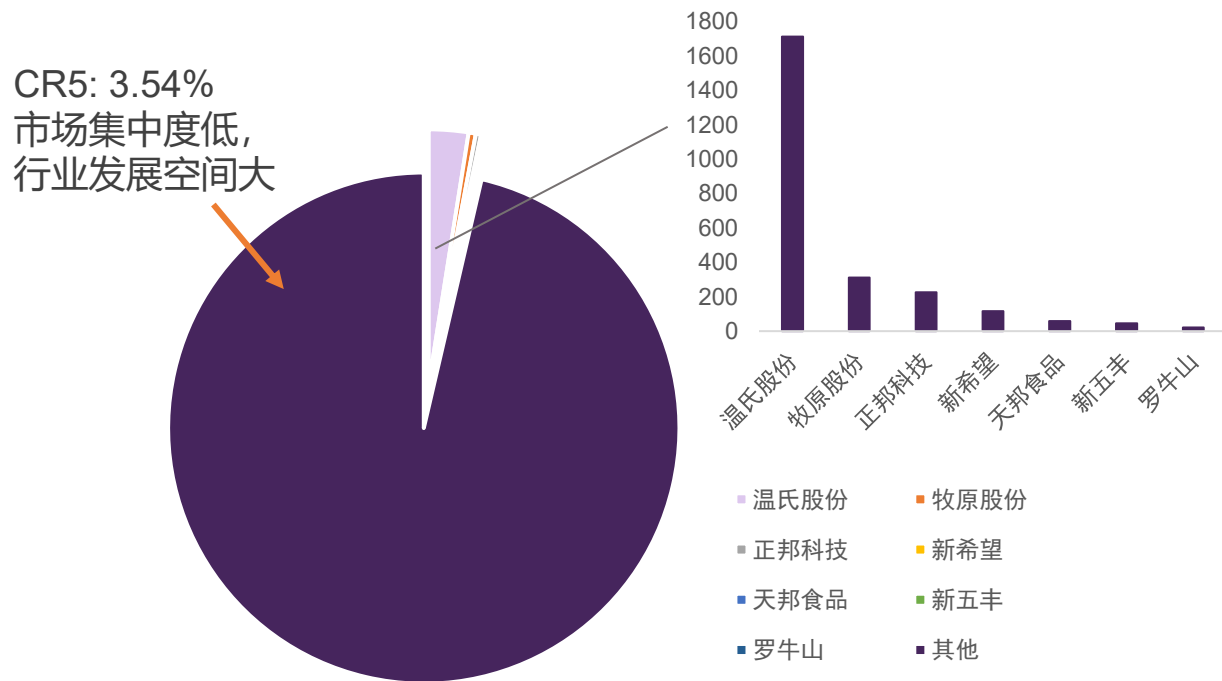
1. 道：构建可持续的竞争优势
2. 术：验证可信的执行体系

一、道：构建可持续的竞争优势

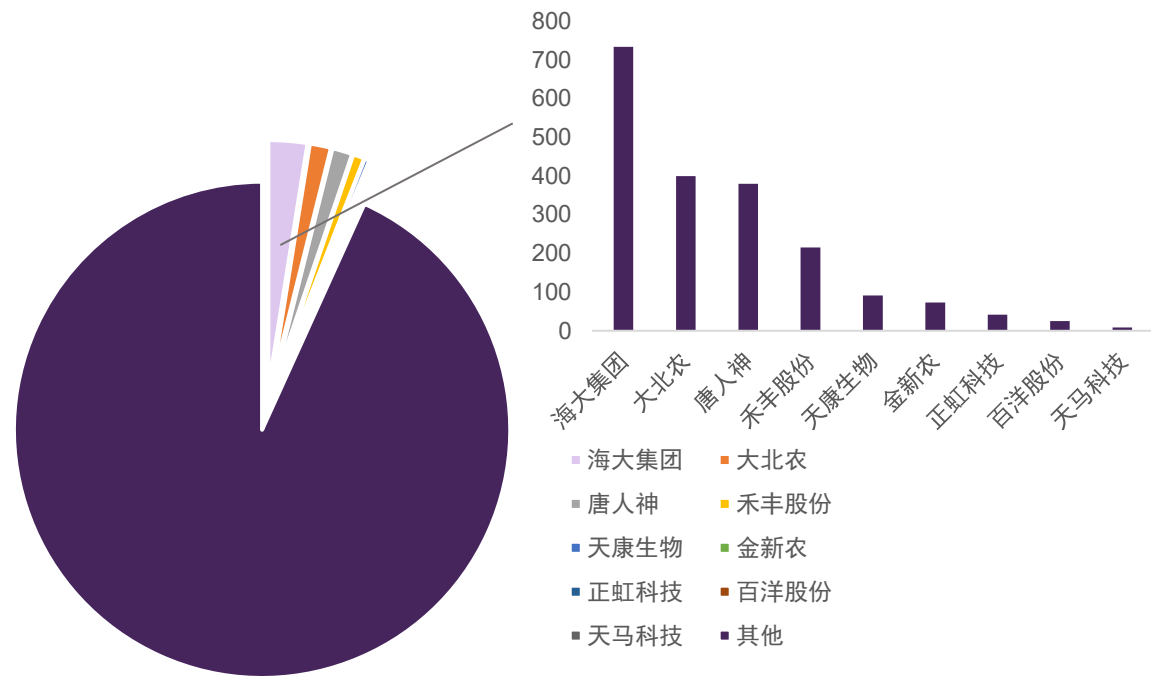
(一) 行业阶段的匹配

在筛选标的时，我们首要关注公司所处行业是否处于**成长早期或中期**，仍具备显著的扩容空间，而非已步入高度成熟、增速显著放缓的阶段。在行业整体成长的背景下，企业核心竞争力的放大效应更为突出，更有利于长期价值的积累。

2016年中国生猪出栏量市占率



2016年中国饲料产量市占率



资料来源：ifind，公司年报

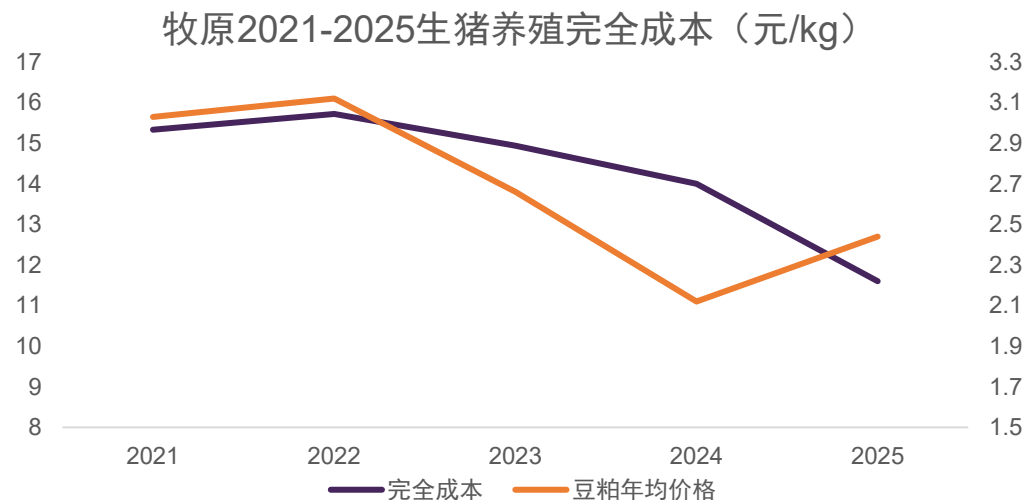
一、道：构建可持续的竞争优势

(二) 核心竞争力与行业阶段的匹配

同时，我们还关注公司是否构建了与其所处行业特质高度契合的**核心竞争力**，并能否将这一优势持续强化至行业顶尖水平。从企业的发展逻辑观察，优秀公司往往更聚焦于其**优势核心业务**。首先在细分领域或核心业务上建立起绝对领先优势，稳居行业第一梯队，继而向产业链上下游进行延伸。

以牧原股份为例：

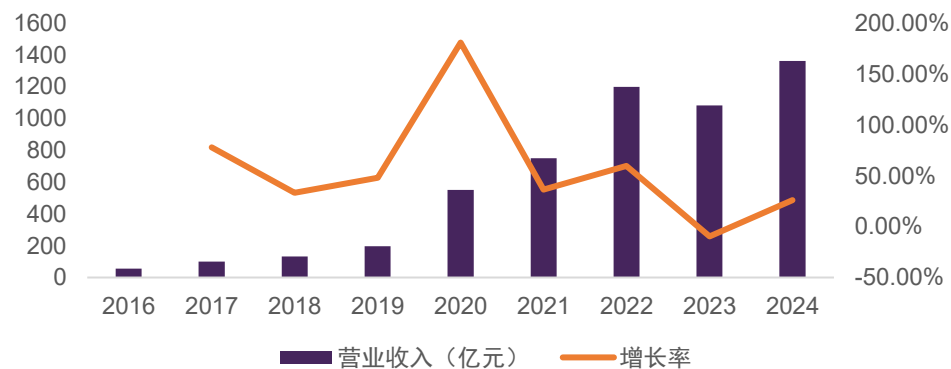
在生猪养殖行业，持续领先的**成本控制能力**是构建竞争壁垒的核心。公司从种猪、饲料、管理费用多维度严控成本，在行业中保持优势地位。



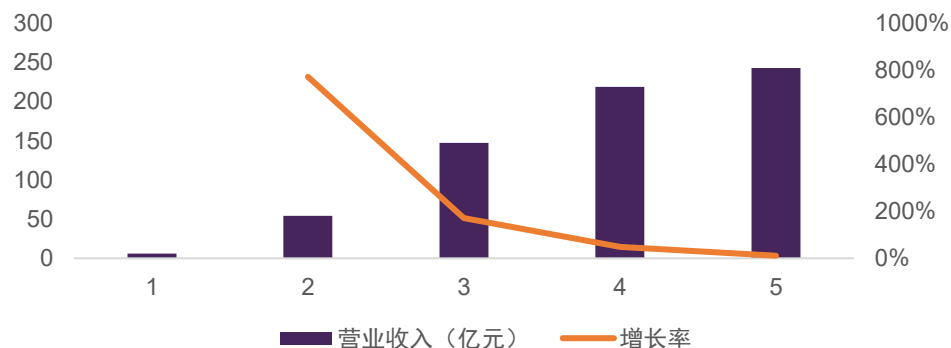
资料来源：ifind，公司公告

生猪养殖
↓
下游屠宰

2016-2024年牧原股份生猪养殖业务营业收入



2020-2024年牧原股份屠宰产品营业收入



一、道：构建可持续的竞争优势

(二) 核心竞争力与行业阶段的匹配

以海大集团为例：

在饲料行业，海大集团凭借强大的**产品和服务能力**构建起了竞争壁垒。

产品

品类齐全、针对性强

- 水产预混料覆盖鱼、虾、蟹、龟、鳖、蛙等几乎所有水产养殖动物，**品种丰富且针对性极强**
- 相较行业竞品，产品种类更齐全、专业化程度更高、质量优势更突出。

技术水平突出，产品功能优异

- 核心技术（功能性饲料添加剂、预混料配方等）均为自主研发，技术水平达国际领先
- 产品具备**鱼虾生长速度快、抗病力强、养殖成本低**的核心功能优势

客户服务

业务协同：饲料 - 种苗 - 动保三体联动

- 依托三大核心业务，以优质种苗 + 高性价比饲料为基础，联动技术服务带动动保产品发展
- 输出**全套养殖解决方案**，形成“产品 + 服务”一体化模式，助力养殖户实现健康养殖 + 成本控制，强化客户粘性与业务绑定

价值导向：以客户为中心

- 以**客户需求**为核心，整合种苗 / 饲料 / 动保 / 养殖模式 / 管理指导，打造差异化服务范式
- 服务范式**逐步推广**至其他水产及畜禽品种，扩大体系优势，助力提升产能利用率与市场份额

资料来源：公司年报，招股说明书

(三) 行业格局的动态演进

行业格局始终处于一个**动态调整**的过程。对于已构建核心竞争力而市场地位暂未充分显现的公司，只要能持续巩固自身优势，并敏锐把握对手失误或环境变化带来的窗口，便有望实现市场份额与行业排位的跃升。因此，我们的标的筛选亦是**持续跟踪、动态评估**的过程。

2016 年与 2024 年生猪养殖行业生猪销量对比

| 证券代码 | 证券名称 | 生猪销量 (万头) | 证券代码 | 证券名称 | 生猪销量 (万头) |
|-----------|------|-----------|-----------|------|-----------|
| 300498.SZ | 温氏股份 | 1,712.73 | 002714.SZ | 牧原股份 | 7,160.20 |
| 002714.SZ | 牧原股份 | 311.39 | 300498.SZ | 温氏股份 | 3,018.27 |
| 002157.SZ | 正邦科技 | 226.45 | 000876.SZ | 新希望 | 1,652.49 |
| 000876.SZ | 新希望 | 116.69 | 002124.SZ | 天邦食品 | 599.16 |
| 002124.SZ | 天邦食品 | 58.01 | 600975.SH | 新五丰 | 416.63 |
| 600975.SH | 新五丰 | 44.67 | 002157.SZ | 正邦科技 | 414.66 |
| 000735.SZ | 罗牛山 | 20.59 | 603477.SH | 巨星农牧 | 275.52 |
| | | | 605296.SH | 神农集团 | 227.15 |
| | | | 000048.SZ | 京基智农 | 214.61 |
| | | | 001201.SZ | 东瑞股份 | 87.44 |

2016 年与 2024 年饲料行业饲料销量对比

| 证券代码 | 证券名称 | 销售量 (万吨) | 证券代码 | 证券名称 | 销售量 (万吨) |
|-----------|------|----------|-----------|------|----------|
| 002311.SZ | 海大集团 | 733.43 | 002311.SZ | 海大集团 | 2,652.42 |
| 002385.SZ | 大北农 | 399.78 | 002567.SZ | 唐人神 | 628.04 |
| 002567.SZ | 唐人神 | 379.75 | 002385.SZ | 大北农 | 540.55 |
| 603609.SH | 禾丰股份 | 215.49 | 603609.SH | 禾丰股份 | 396.18 |
| 002100.SZ | 天康生物 | 91.21 | 002100.SZ | 天康生物 | 282.83 |
| 002548.SZ | 金新农 | 73.18 | 603363.SH | 傲农生物 | 172.18 |
| 000702.SZ | 正虹科技 | 41.87 | 603668.SH | 天马科技 | 126.32 |
| 002696.SZ | 百洋股份 | 24.67 | 002548.SZ | 金新农 | 88.08 |
| 603668.SH | 天马科技 | 8.41 | 001313.SZ | 粤海饲料 | 78.71 |
| | | | 603151.SH | 邦基科技 | 76.43 |

资料来源：ifind，公司年报

二、术：验证可信的执行体系

我们认为，一家具备可信赖执行能力的公司，应在人、钱、事三个维度围绕“利”形成闭环。公司的经营行为具有延续性与可观测性，可通过回溯其历史行动、公告与执行结果，判断其长期行为模式是否具备一致性、专注性与纪律性。

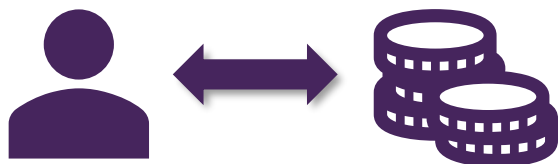


(一) 人的凝聚：利益共享机制的建立与兑现

公司的长期发展离不开核心团队的稳定与投入。



公司需要通过**有效的制度安排**（如股权激励）将员工与公司长期利益深度绑定。



可靠的激励机制通常具备以下特征：

- 目标设定符合行业发展阶段与公司实际能力
- 在多数周期内能够如期达成
- 在周期结束后持续推出目标渐进的后续方案

(一) 人的凝聚：利益共享机制的建立与兑现

牧原股份通过**股权激励与多期员工持股计划**将员工利益与公司深度绑定。公司于2019年、2022年分别实行了两次股权激励计划，其中业绩条件与生猪销售量所绑定。公司在2020-2022年均完成行权目标。

| 持股计划 | 股份购买完成日 | 参与者 | 参与人数 | 实际持股数量 (万股) | 实际持股比例 |
|---------------|------------|--|------|----------------|--------|
| 第一期员工持股计划 | 2015/12/24 | 公司董事、监事、高级管理人员，以及公司及全资子公司员工 | 495 | 2235.37 | 4.62% |
| 第二期员工持股计划 | 2017/04/18 | 公司员工 | 432 | 4053.51 | 3.50% |
| 第三期员工持股计划 | 2017/08/17 | 公司董事、监事、高级管理人员（合计7人），以及公司及全资子公司员工 | 5000 | 2669.24 | 2.30% |
| 2025年骨干员工持股计划 | 2025/09/24 | 对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的核心骨干员工，不包含公司现有董事、监事、高级管理人员 | 1334 | 875.85 | 0.16% |
| 2025年经营者持股计划 | 2025/09/23 | 对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的部分董事（不含独立董事）、部分高级管理人员和核心管理干部 | 219 | 961.30 | 0.18% |
| 2025年奋斗者持股计划 | 2025/09/25 | 对公司整体业绩具有重要作用的生产经营类管理干部，公司现有董事、监事、高级管理人员不参加本持股计划 | 3884 | 2349.85 | 0.43% |

| 首次公告日 | 业绩指标 | 有效期（年） | 激励总数（万股） | 占当时股本比例 | 业绩是否达标 | 是否行权 |
|------------|--|--------|----------|---------|--------|------|
| 2019/12/02 | 以2019年生猪销售量为基数，2020、2021年生猪销售量增长率分别不低于70%、105% | 3 | 5338.81 | 2.47% | 是 | 是 |
| 2022/12/13 | 以2021年生猪销售量为基数，2022年生猪销售量增长率不低于25% | 4 | 7460.65 | 1.42% | 是 | 是 |

资料来源：ifind，华鑫证券研究

(二) 钱的筹措：融资能力与资本实力

同时，我们还关注公司是否能够借助上市、增发等资本市场工具，在关键发展阶段以合理成本及时获取资金。**稳健畅通的融资渠道**，是公司把握行业机遇、应对周期波动和支撑持续投入的重要保障。

| 年度 | 股权融资 (亿元) | 债权融资 (亿元) |
|------|-------------|--------------|
| 2025 | -- | 3.00 (短期融资券) |
| 2024 | -- | -- |
| 2023 | -- | -- |
| 2022 | -- | 4.00 (短期融资券) |
| 2021 | -- | 6.00 (短期融资券) |
| 2020 | -- | 28.30 (可转债) |
| 2019 | -- | -- |
| 2018 | -- | -- |
| 2017 | -- | -- |
| 2016 | -- | -- |
| 2015 | -- | -- |
| 2014 | -- | 2.00 (短期融资券) |
| 2013 | 7.77 (增发) | -- |
| 2012 | -- | -- |
| 2011 | -- | 8.00 (公司债) |
| 2010 | -- | -- |
| 2009 | 15.68 (IPO) | -- |

海大集团募资明细

| 年度 | 股权融资 (亿元) | 债权融资 (亿元) |
|------|-------------|---------------|
| 2026 | -- | 5.00 (中期票据) |
| 2025 | -- | 20.00 (中期票据) |
| | | 3.00 (短期融资券) |
| 2024 | -- | 10.00 (短期融资券) |
| 2023 | -- | -- |
| 2022 | 60.00 (增发) | -- |
| 2021 | -- | 95.50 (可转债) |
| | | 6.00 (公司债) |
| 2020 | -- | 8.00 (中期票据) |
| | | 20.00 (短期融资券) |
| 2019 | 50.00 (增发) | 8.00 (短期融资券) |
| | | 8.00 (公司债) |
| 2018 | -- | 35.00 (短期融资券) |
| | | 10.00 (公司债) |
| 2017 | 30.77 (增发) | 4.00 (中期票据) |
| | 24.76 (优先股) | 27.00 (短期融资券) |
| 2016 | -- | 10.00 (中期票据) |
| 2015 | 10.00 (增发) | -- |
| 2014 | 7.22 (IPO) | -- |

牧原股份募资明细

资料来源: ifind, 华鑫证券研究

(三) 事的聚焦：战略执行与资源配置

公司在获得内外部资金资源后，其配置方向直接体现了管理层的战略重心与纪律性。我们重点考察公司是否将资源持续投入到巩固**核心业务**、构建**长期竞争力**上，而非分散于与主业协同弱的多元化扩张或财务性投机。能够将资本开支与研发投入有效转化为核心环节的竞争优势及经营成果的公司，通常具备更可靠的资本配置能力与战略定力。

| 年份 | | 已投产屠宰产能 |
|------|---|----------|
| 2024 | 已有全资及控股子公司312家，分布在全国25个省级行政区。 | |
| 2022 | 公司已在全国设立25家屠宰子公司，屠宰、肉食业务在20个省份设立60余个服务站，服务农批经销商、连锁商超及其他各类客户累计达13,000余家。 | |
| 2021 | 在全国设立22家屠宰子公司，屠宰业务在22个省份设立78个服务站，服务农批经销商、连锁商超及其他客户超过5000家。 | 1600万头/年 |
| 2020 | 在全国设立15家屠宰子公司，屠宰板块设立多个销售分区，已有农批、商超、大客户及其他各类客户1,500余家。 | 200万头/年 |
| 2018 | 养殖板块子公司数量已达84个。 | |
| 2017 | 新成立养殖板块全资子公司41个，养殖板块全资子公司数量已经达到80个，分布在豫、鄂、苏、皖、冀等13个省区。 | |
| 年份 | | |
| 2023 | 公司已经完成4000万吨饲料产能的战略布局，海外市场增量空间逐渐打开，聚焦东南亚、非洲、南美市场，以越南、埃及、厄瓜多尔为核心建立业务布局。 | |
| 2022 | 公司工厂主要分布于中国、东南亚近百个城市。 | |
| 2020 | 公司逐步开拓越南、印度、印尼、厄瓜多尔等国家的饲料、种苗和动保市场。 | |
| 2018 | 公司在越南、印度、马来西亚等东南亚国家的水产饲料市场上份额相对领先，均位于水产饲料行业前五位。 | |
| 2016 | 公司工厂分布于国内外80多个城市。 | |

牧原股份

海大集团

资料来源：公司年报，华鑫证券研究

**聚焦“周期+消费”，
寻找好的企业，
不断更新迭代……**

框架局限性风险：本报告阐述的分析框架是我们筛选公司的核心工具，但在实践应用中，该框架的有效性可能因市场环境突变、行业范式转移或公司特质差异而受到影响。

案例代表性风险：报告中所引用的牧原股份、海大集团等案例，旨在具体阐明我们的筛选理念。这些公司为特定阶段的成功典范，但其发展路径和竞争优势并不保证未来持续有效。投资者应避免对单一模式或历史案例的过度依赖。

一般性风险：投资标的普遍面临宏观经济周期波动、产业政策调整、市场竞争加剧、原材料价格剧变等系统性或非系统性风险。即使符合我们筛选理念的公司，其股价也可能因市场情绪、流动性变化等短期因素而出现大幅波动。

娄倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有8年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024年7月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外、娃娃研究。

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | >20% |
| 2 | 增持 | 10%—20% |
| 3 | 中性 | -10%—10% |
| 4 | 卖出 | <-10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | >10% |
| 2 | 中性 | -10%—10% |
| 3 | 回避 | <-10% |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研创造价值