

增速放缓 趋势不改

买入 首次

目标价格：19.30 元

投资要点：

- 📖 未来几年公司饲料销量及利润增长回落至 20%/30%
- 📖 高毛利率的微生态制剂及苗种业务仍具备数倍的发展空间
- 📖 看好饲料行业继续整合背景下公司一体化产业的受益度

报告摘要：

- **2006-2012 年公司饲料销量/营收/净利润复合增长率 38%/46%/43%。** 公司饲料产能近 6 年复合增长率 38%，2012 年达到 850 万吨，未来几年仍会保持年 100-150 万吨的新增产能。有量就有利是公司上市以来给人最大的感受，反映了公司良好的成本控制水平及优秀管理能力。
- **公司的竞争优势。** 服务型企业定位、产品技术领先、原料采购优势及产业链完整等是公司突出优势。公司服务营销人员由 09 年不足 800 人发展到 2012 年 3000 多人，客户群体的扩大有效抵消了养殖行业低迷时单户贡献率的下降，并为行业趋势向好时积累了动能。
- **公司未来看点。** 饲料：华东、华中外延式快速扩张及华南精细化管理的提升空间，猪料毛利率提升至 7-8%；微生态制剂：平均每吨水产料的搭售额从 2010-12 年 20/60/80 元提高到至少 100 元以上；苗种：公司对虾苗种未来两年 300 亿尾以上的市场空间。
- **行业整合的受益者。** 过去 5 年，国内饲料行业的整合速度逐步加快，每年减少企业家数超过千家。公司在 1000 万吨（市占率 5%）饲料销量前无需担心天花板的问题，未来 5 年 20% 饲料销量增速可以预期。
- **投资评级。** 预期 2012-14 年公司净利润 4.6/6.03/8.01 亿元，EPS0.61/0.80/1.07 元。看好公司华南外区域扩张潜力及高毛利率的微生态制剂等业务空间。增速放缓不改确定性增长前景，给予买入评级。风险提示：行业及公司管理风险。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	7,698	11,976	15,699	19,641	24,933
增长率 (%)	46.61	55.58	31.09	25.12	26.94
归母净利润(百万)	211.07	344.11	46,021	60,303	81,049
增长率 (%)	36.04	63.03	33.74%	31.03%	34.40%
每股收益	0.72	0.59	0.61	0.80	1.07
市盈率	51.76	63.5	27.59	20.25	15.38

农林牧渔业

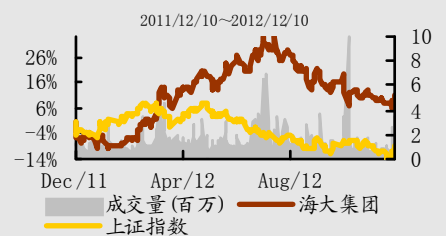
分析师：

胡建军(S1180210010226)

电话：010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



相关研究

《行业月报：鸡鸭苗继续反弹 番茄酱价格大涨》

2012/11/30

《2013 年行业投资策略：上半年主题 下半年趋势》

2012/11/29

《行业月报：12Q3 净利润同比减少 14%》

2012/11/1

《行业月报：周期性影响挥之不去》

2012/9/28

《行业周报：存栏量高位 猪周期见底遥遥无期》

2012/9/21

《番茄酱：行业春天即将来临*》

2012/9/12

《华英农业：关注鸭苗反弹和欧盟出口》

2012/8/24

目录

一、产能扩张	4
(一) 2012 年公司饲料总产能扩大至 850 余万吨	4
(二) 2006 年来公司饲料产销量复合增长率 38%	4
1、2006-2012 年公司产销量复合增长率 38%	4
2、2006-2012Q3 年公司收入及净利润复合增长率 46%/43%	4
3、2012Q3 公司净利润增速近三年首度降至 30%以内	5
二、公司各项业务	5
(一) 公司水产预混料产能及毛利率相对稳定	6
(二) 公司水产配合料量价齐升	6
1、水产料近六年产销量增长 6 倍	6
2、Panasia 越南基地	8
(三) 2012 年公司畜禽料增速快于水产料	8
(四) 饲料机械销售收入稳定在 2000 万元左右	10
(五) 微生态制剂市场仍有数倍的空间	10
1、近三年制剂收入增长 5 倍	10
2、我们预期未来几年公司制剂市场仍有 3 倍左右的增长空间	11
(六) 其他业务	11
1、贸易业务仍有优势	11
2、苗种业务仍有空间	12
三、公司竞争优势及行业发展	13
(一) 2012 年服务营销人员较 2010 年翻番	13
(二) 饲料行业集中度逐步提升	13
(三) 华东等片区仍有潜力	14
(四) 公司财务指标同行业比较	15
1、公司饲料现销为主	15
2、毛利率行业中等而净利率可比公司中较高	15
3、费用控制水平突出	16
四、公司各模块盈利预测	16

插图

图 1: 公司 2006-2012 产销量情况	4
图 2: 公司 2006-2012 年产销量增长率	4
图 3: 公司 2006-2012Q3 营收及同比增长率	5
图 4: 公司 2006-2012Q3 净利润及同比增长率	5
图 5: 公司 2011-2012Q3 单季度营业收入 (万元)	5
图 6: 公司 2011-2012Q3 单季度净利润 (万元)	5
图 7: 公司 2012H 产品收入占比 (万元)	6
图 8: 公司 2012H 净利润占比 (万元)	6
图 9: 2006-2012E 公司水产预混料产能及产销量	6
图 10: 公司 2006-2012E 水产预混料单价及毛利率	6
图 11: 2006-2012E 公司鱼料销量及单价	7
图 12: 公司 2006-2012E 鱼料收入及毛利率	7
图 13: 2006-2012E 公司虾料销量及单价	7
图 14: 公司 2006-2012E 虾料收入及毛利率	7
图 15: 草鱼批发价格走势 (元/公斤)	8
图 16: 对虾出口价格走势 (美元/吨)	8
图 17: 2006-2012E 公司水产料销量及单价	8
图 18: 公司 2006-2012E 水产料收入及毛利率	8
图 19: 2006-2012E 公司猪料销量及单价	9
图 20: 公司 2006-2012E 公司畜禽料销量 (吨)	9
图 21: 饲料加工行业销售利润率逐月走势 (%)	9
图 22: 饲料加工行业毛利率 (%)	9
图 23: 饲料企业当月产量走势 (吨)	9
图 24: 饲料企业产量当月同比走势	9
图 25: 公司饲料机械板块收入及毛利率	10
图 26: 2006-2011 年公司微生态制剂收入 (万元)	11
图 27: 2006-2011 年公司微生态制剂收入 (万元)	11
图 28: 2006-2011 年公司贸易业务收入及毛利率走势	12
图 29: 公司种苗销量及收入	12
图 30: 公司苗种业务毛利率走势	12
图 31: 2009-2012 年公司服务营销人员人数	13
图 32: 2005-2010 年中国饲料企业家数	14
图 33: 2005-2010 年饲料企业同比减少家数及百分比	14
图 34: 饲料上市公司营收账款/营业收入占比比较	15
图 35: 2011 年饲料行业公司销售毛利率及净利率比较	15
图 36: 2011 年饲料行业公司费用率比较	16

表格

表 1: 2011 年公司饲料业务销售区域构成	14
表 2: 2012 年上半年公司饲料业务销售区域构成	14
表 3: 公司各业务模块预测	16

一、产能扩张

公司主要从事水产预混料、水产配合料、畜禽配合料的研发、生产和销售。2002 年以前，采取技术领先战略，主要经营水产预混料；2002-2006 年，采取技术、采购、生产等全面专业化优势战略，发展水产和畜禽配合料；2006 年开始，转型服务型战略，为养殖户提供“苗种-养殖模式-饲料-微生态制剂”全方位的养殖服务。

（一）2012 年公司饲料总产能扩大至 850 余万吨

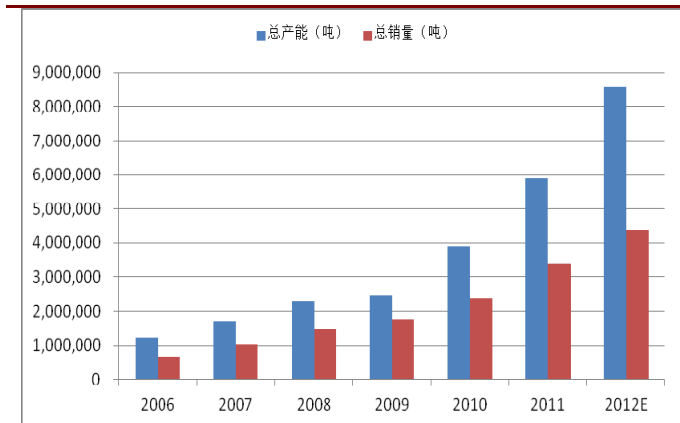
随着 IPO 募投项目的逐步投产，近两年公司产能加速释放。2011 年增加 200 万吨至 590 万吨，2012 年进一步增加到 856 万吨。未来几年仍会保持 100-150 万吨以上的新增规模。

（二）2006 年来公司饲料产销量复合增长率 38%

1、2006-2012 年公司产销量复合增长率 38%

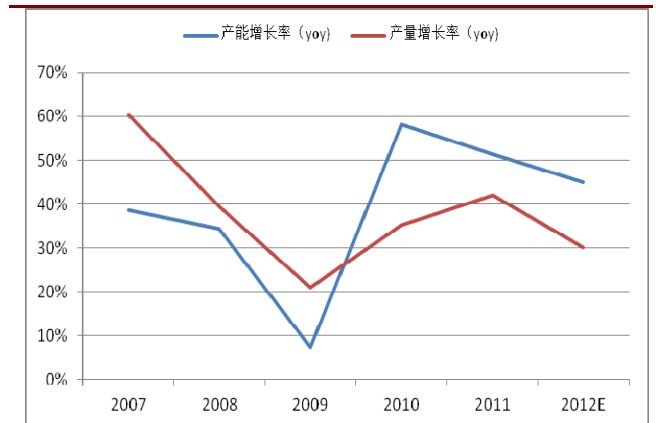
近几年饲料行业发生了巨大的变化，小公司逐步退出，而有竞争优势的大公司借机快速扩张。公司也抓住了这个机会，饲料产能由 2006 年的 123 万吨增至 2012 年的 856 万吨，预期销量从 65 万吨能增长至 450 万吨，6 年复合增长率 38%。

图 1：公司 2006-2012 产销量情况



资料来源：宏源证券

图 2：公司 2006-2012 年产销量增长率

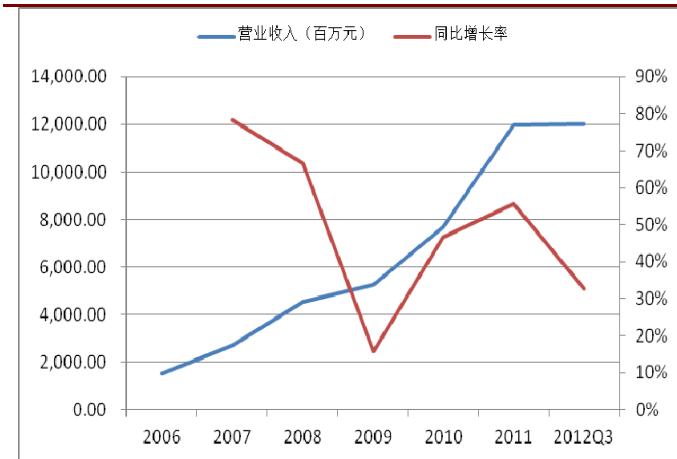


资料来源：宏源证券

2、2006-2012Q3 年公司收入及净利润复合增长率 46%/43%

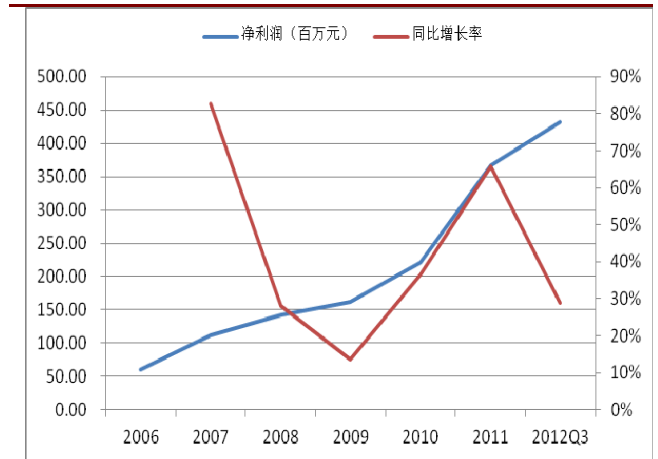
伴随着销量的增长，公司营业收入及净利润均保持了较快的增长。饲料销售收入从 2006 年的 15 亿元增长至 2012（预期）的 145 亿元，复合增长率 45.9%，净利润复合增长率 43%。

图 3: 公司 2006-2012Q3 营收及同比增长率



资料来源: 宏源证券

图 4: 公司 2006-2012Q3 净利润及同比增长率



资料来源: 宏源证券

3、2012Q3 公司净利润增速近三年首度降至 30%以内

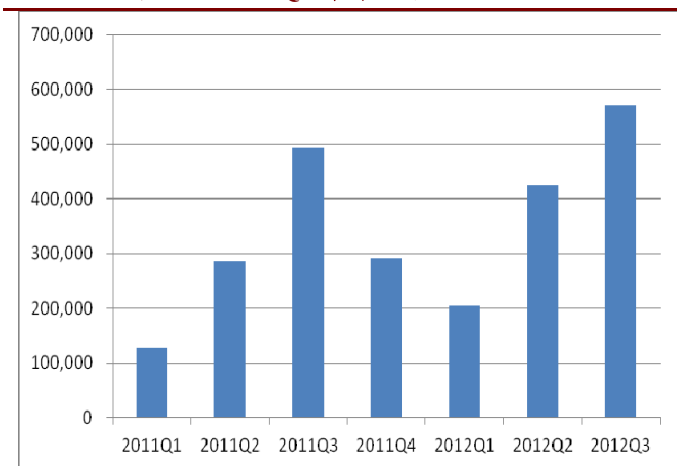
公司 2010/2011 年的营业收入增速分别为 46.6%/55.6%，同期净利润增速 36.6%/65.9%。而从 2012 年前三季度的数据看，营收和净利润增速分别降至 32.73%/28.92%。

虽然公司 12Q3 单季度收入和净利润首次突破 50/2.5 亿元,但从单季度的同比数据看,仅增长 16/22%。

2012 年前三季度营业收入同比增长 59%/49%/16%，净利润同比增长-38%/45%/22%。

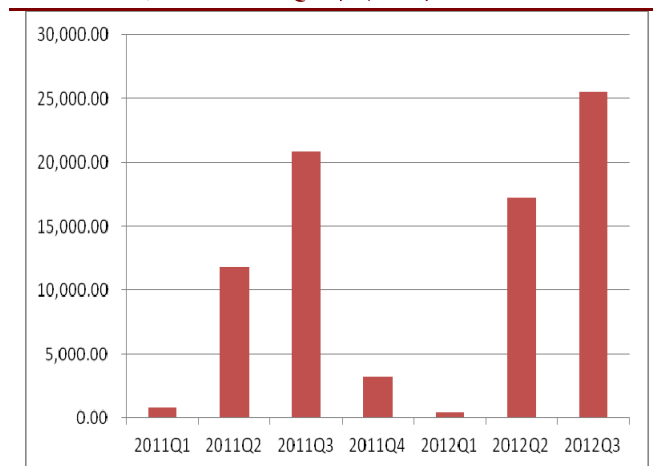
水产养殖业不景气是影响公司净利润增速下滑的主要原因。上半年，3-4 月份雨水较多、对虾病害增加；而下半年受经济情况及终端消费不佳的影响，公司的水产养殖户普遍出现亏损，单户饲料需求量出现减少。

图 5: 公司 2011-2012Q3 单季度营业收入 (万元)



资料来源: 宏源证券

图 6: 公司 2011-2012Q3 单季度净利润 (万元)



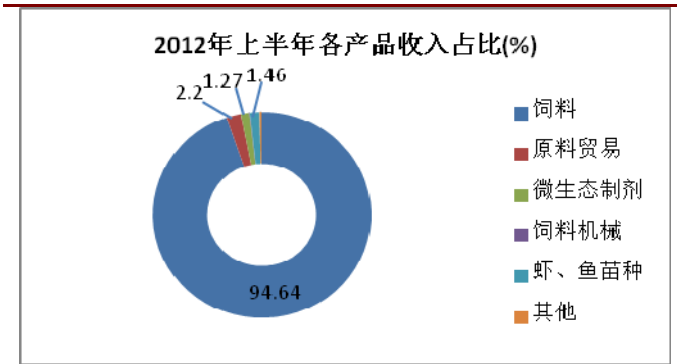
资料来源: 宏源证券

二、公司各项业务

公司业务涵盖了饲料、微生态制剂、水产种苗、饲料机械及饲料原料贸易等。公司饲

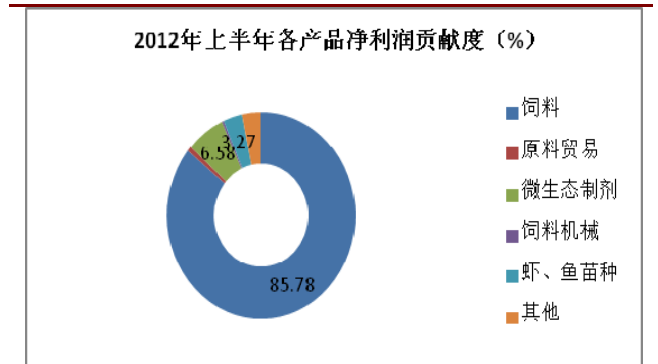
料产品的产业链相当健全，也有力地增强了客户的粘度。

图 7: 公司 2012H 产品收入占比 (万元)



资料来源: 宏源证券

图 8: 公司 2012H 净利润占比 (万元)



资料来源: 宏源证券

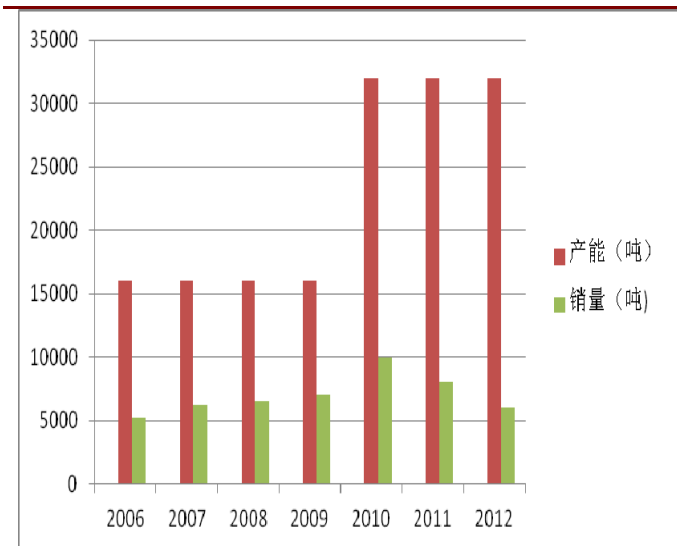
(一) 公司水产预混料产能及毛利率相对稳定

公司水产预混料的产能约 3.2 万吨，主要由广州海因特生产。我们估计，公司目前预混料的产量在 2.5 万吨左右。

2007-2009 年，公司预混料产能 1.6 万吨，外销量 6000 多吨，同自用量相当。2010 年后，虽然水产预混料扩大至 3.2 万吨，但由于公司水产配合料的快速增长，外销量将呈逐渐减少的趋势。

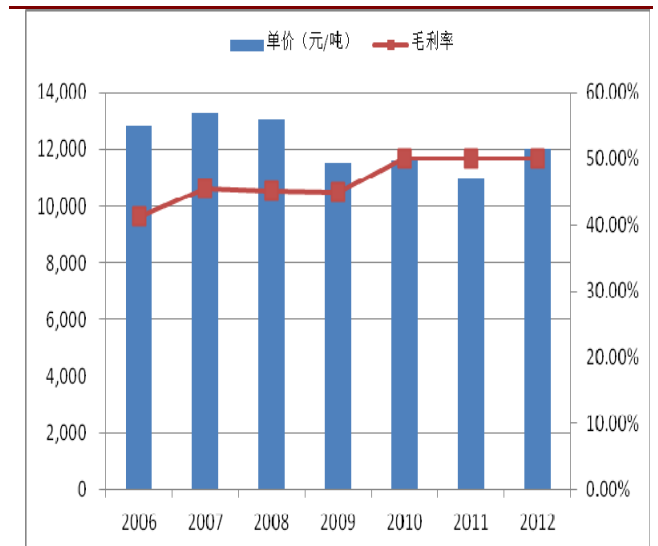
2006 年来，公司水产预混料的单价在 1.1-1.3 万元每吨，毛利率维持在 40-50%。

图 9: 2006-2012E 公司水产预混料产能及产销量



资料来源: 宏源证券

图 10: 公司 2006-2012E 水产预混料单价及毛利率



资料来源: 宏源证券

(二) 公司水产配合料量价齐升

1、水产料近六年产销量增长 6 倍

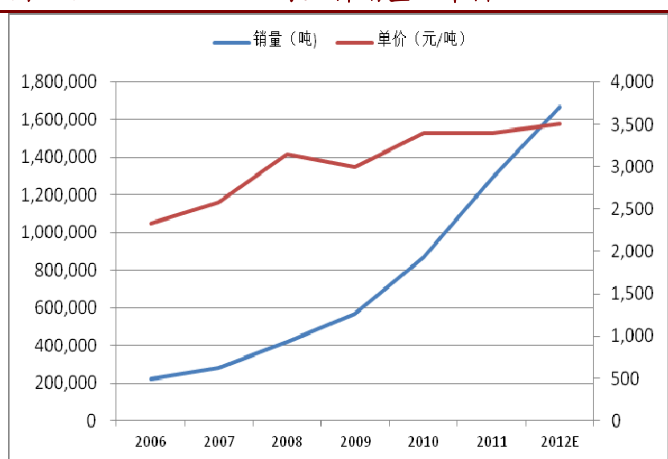
公司水产配合料产量从 2006 年的 26.7 倍增长到 2012 年的近 200 万吨，增长 6 倍；

同期销售收入从 7.4 亿元增长到 80 亿元，增长 10 倍。

毛利率情况看，公司水产料的毛利率稳定在 10% 左右，近几年毛利率的低点出现在 2009 年。

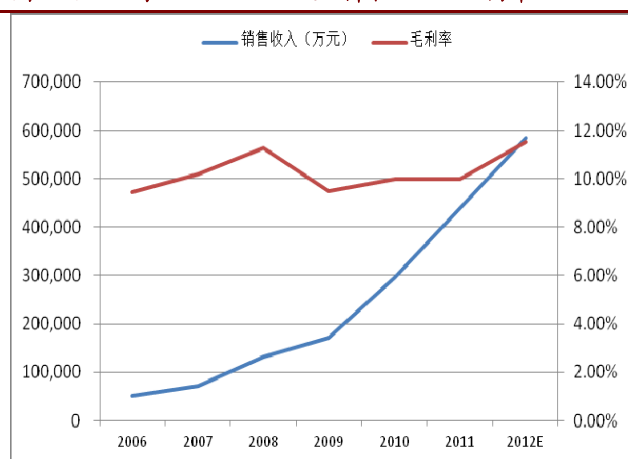
就近期的情况看，饲料行业的毛利率高点出现在 2012 年初。但由于水产料自身的特点，2012 年水产养殖环境较差，2013 年水产料的盈利仍值得期待。

图 11: 2006-2012E 公司鱼料销量及单价



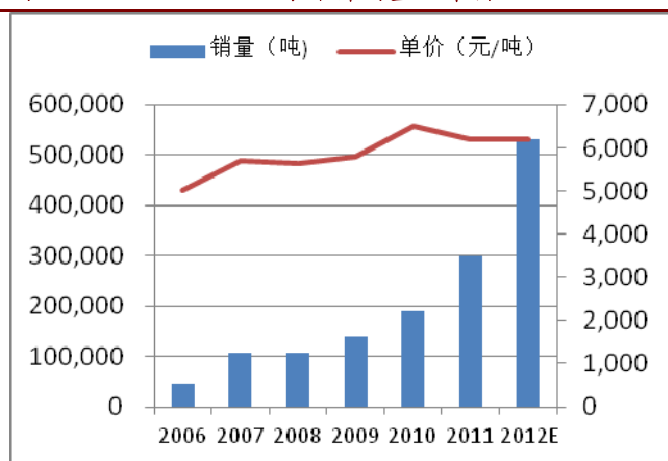
资料来源: 宏源证券

图 12: 公司 2006-2012E 鱼料收入及毛利率



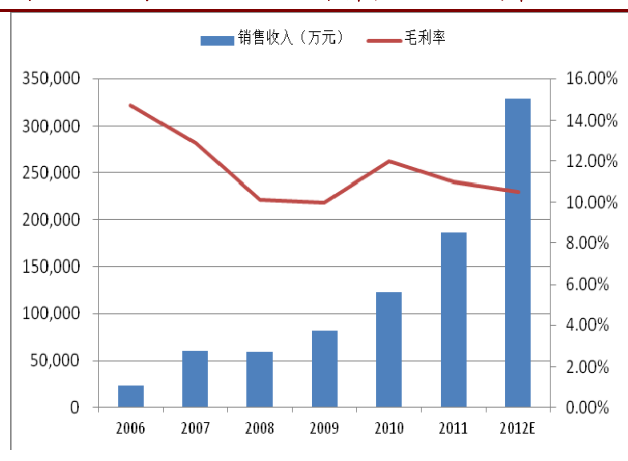
资料来源: 宏源证券

图 13: 2006-2012E 公司虾料销量及单价



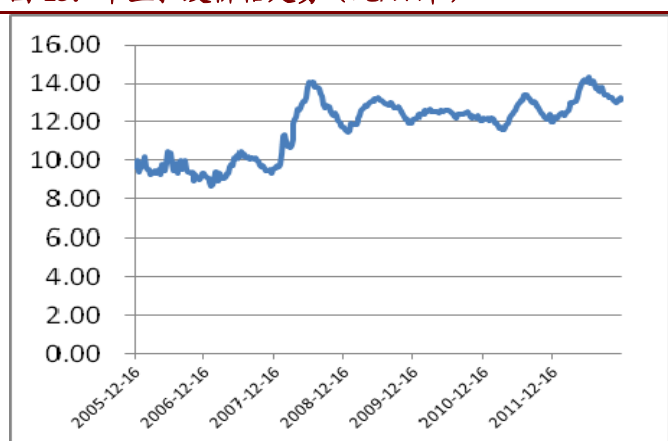
资料来源: 宏源证券

图 14: 公司 2006-2012E 虾料收入及毛利率



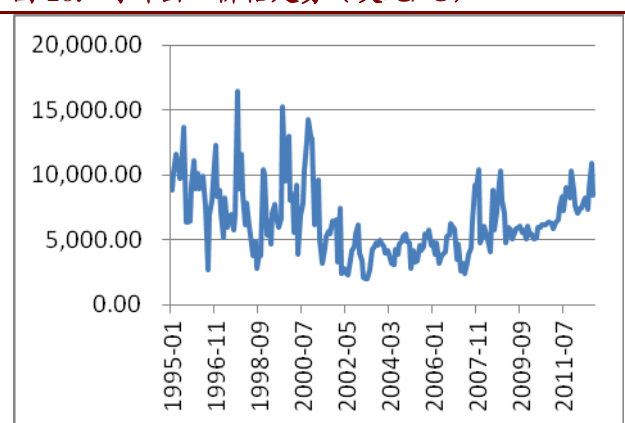
资料来源: 宏源证券

图 15: 草鱼批发价格走势 (元/公斤)



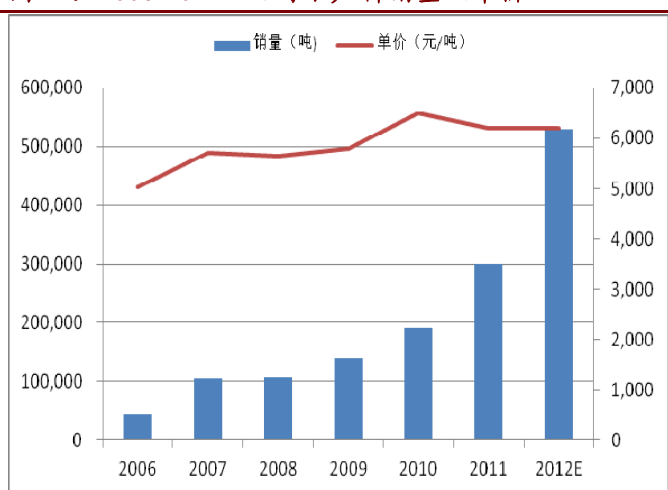
资料来源: 宏源证券

图 16: 对虾出口价格走势 (美元/吨)



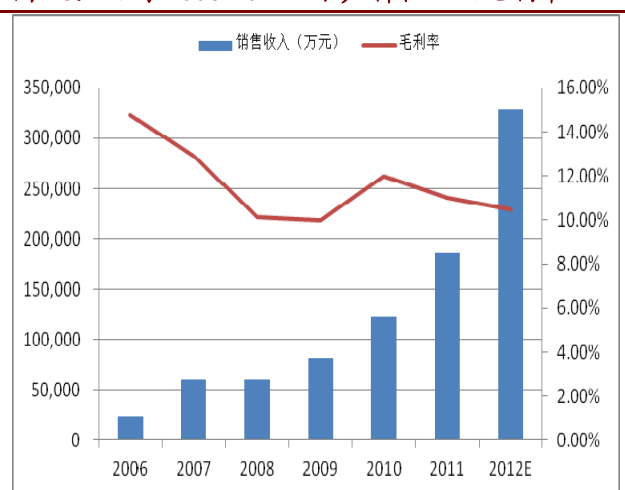
资料来源: 宏源证券

图 17: 2006-2012E 公司水产料销量及单价



资料来源: 宏源证券

图 18: 公司 2006-2012E 水产料收入及毛利率



资料来源: 宏源证券

2、Panasia 越南基地

公司 2011 年末收购了 Panasia Trading Resources Limited, 后者成为公司的越南基地, 这也是公司的首次海外布局。

Panasia 主要生产虾料, 年产销量 3-4 万吨。收购相对海外直接建厂, 手续简单, 且有现成的客户资源。未来收购仍是公司海外拓展的主要手段。

(三) 2012 年公司畜禽料增速快于水产料

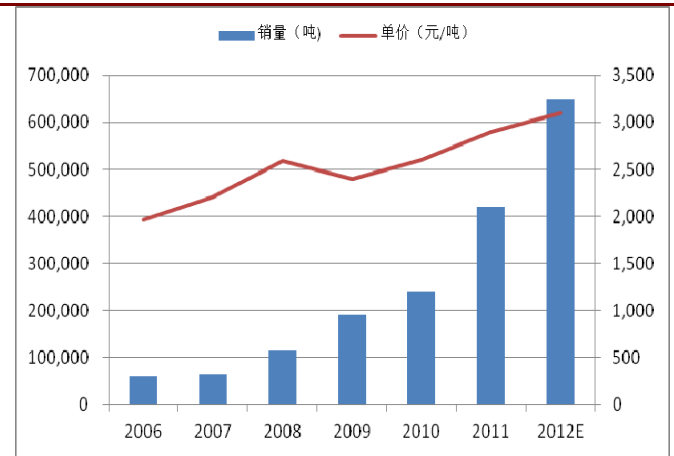
公司畜禽配合料以禽料为主。畜禽料从 2006 年的 37.9 万吨增长到 2011 年的 179 万吨, 增长近 4 倍, 略慢于水产料的增速。

但我们预期公司畜禽料 2012 年的产量有望达到 230 万吨, 同比增长 28%, 较水产料的增速快 6 个百分点。

但公司畜禽料毛利较低, 且相对毛利率更低的鸭料占比一半左右。公司盈利来源仍以水产料为主。

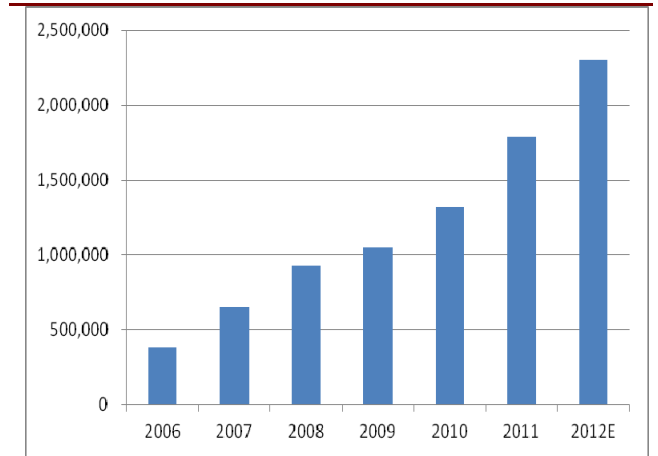
从饲料加工行业的销售利润率看，其高点出现在 2011 年末，达到 5.16%，2012 年 8 月份回落至 4.2%。

图 19: 2006-2012E 公司猪料销量及单价



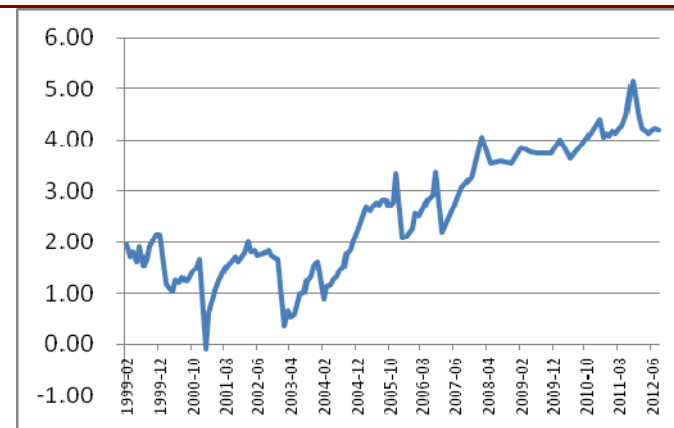
资料来源：宏源证券

图 20: 公司 2006-2012E 公司畜禽料销量 (吨)



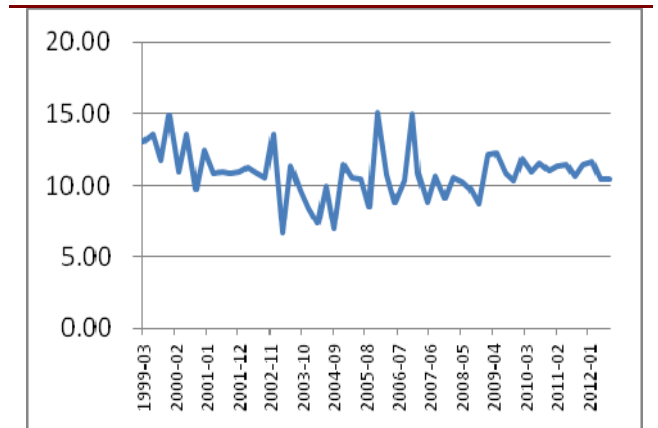
资料来源：宏源证券

图 21: 饲料加工行业销售利润率逐月走势 (%)



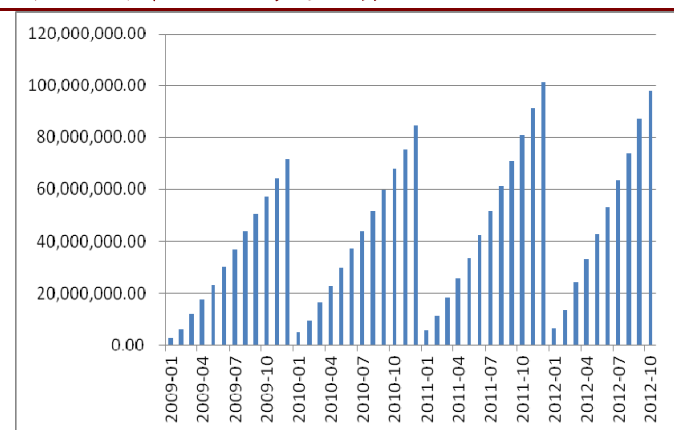
资料来源：wind 宏源证券

图 22: 饲料加工行业毛利率 (%)



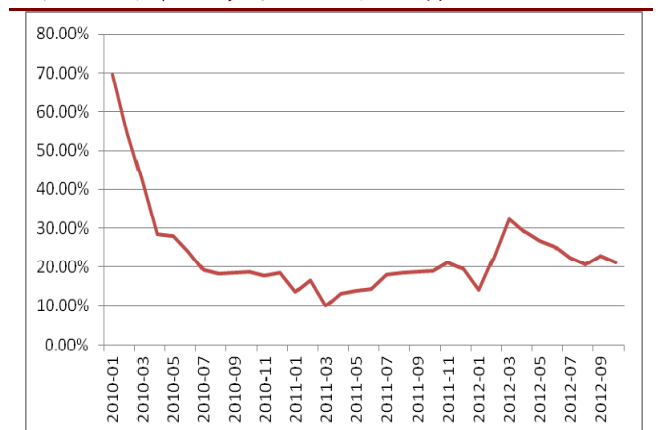
资料来源：wind 宏源证券

图 23: 饲料企业当月产量走势 (吨)



资料来源：wind 宏源证券

图 24: 饲料企业产量当月同比走势



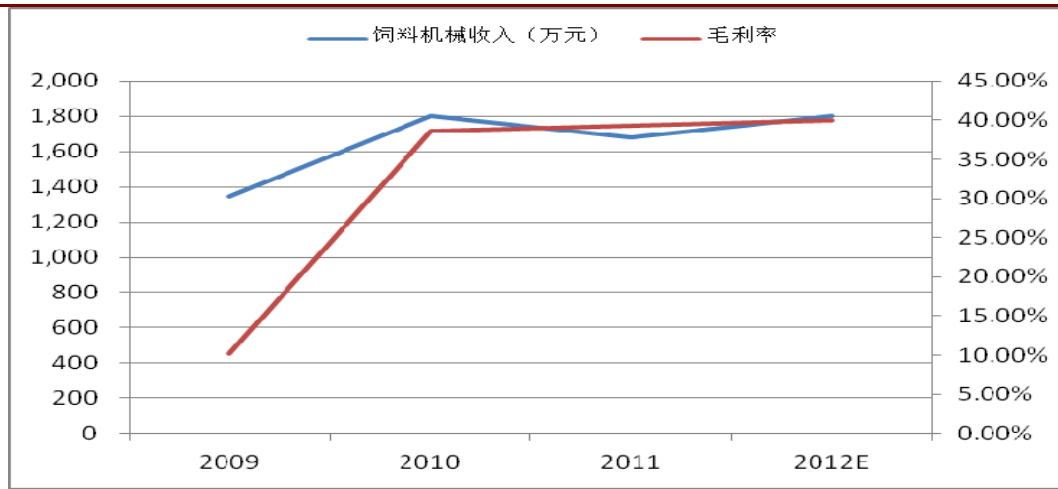
资料来源：wind 宏源证券

（四）饲料机械销售收入稳定在 2000 万元左右

公司饲料机械由子公司湖北海大控股 60%的武汉明博机电设备有限公司生产。武汉明博主要生产制粒机及膨化机等饲料单机设备，产品也主要自用，外销较少。

公司饲料机械收入 2006 年来维持在 1000-2000 万元，未来也会基本稳定。

图 25：公司饲料机械板块收入及毛利率



资料来源：宏源证券

（五）微生态制剂市场仍有数倍的空间

1、近三年制剂收入增长 5 倍

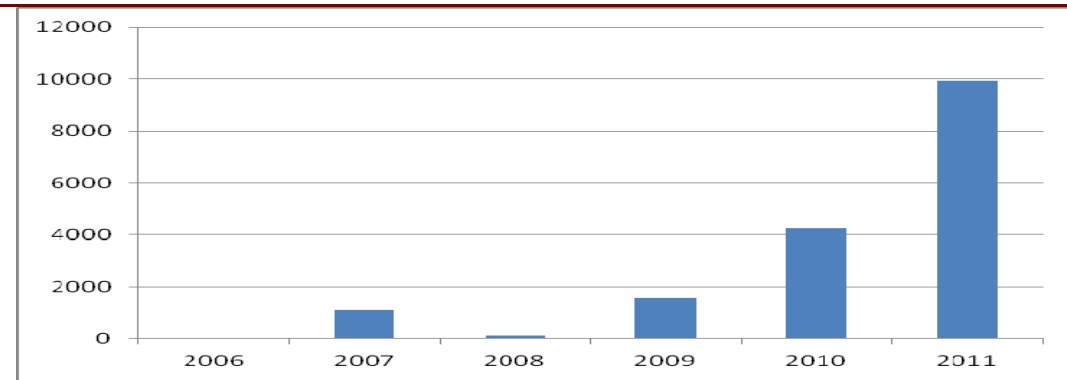
公司一直致力于为养殖户提供全方位的养殖服务，公司微生态制剂产品主要随饲料搭配销售，借助饲料的销售渠道发展起来。养殖户在养殖过程中使用微生态制剂对调整水质、增强鱼虾体质、预防疾病方面具有良好的效果。

微生态制剂业务 2009 年以前处于摸索阶段，收入较少且不稳定，真正的发展是在 2009 年以后。

2009 年公司制剂收入 1574 万元，2011 年达到 9937 万元，两年增长超过 5 倍。

2012 上半年微生态制剂销售收入同比增长 51.34%，略高于饲料的增长速度，毛利率在 50% 以上。制剂收入仅占营业收入的 1.27%，但对净利润贡献达到 6.58%。

图 26: 2006-2011 年公司微生态制剂收入 (万元)



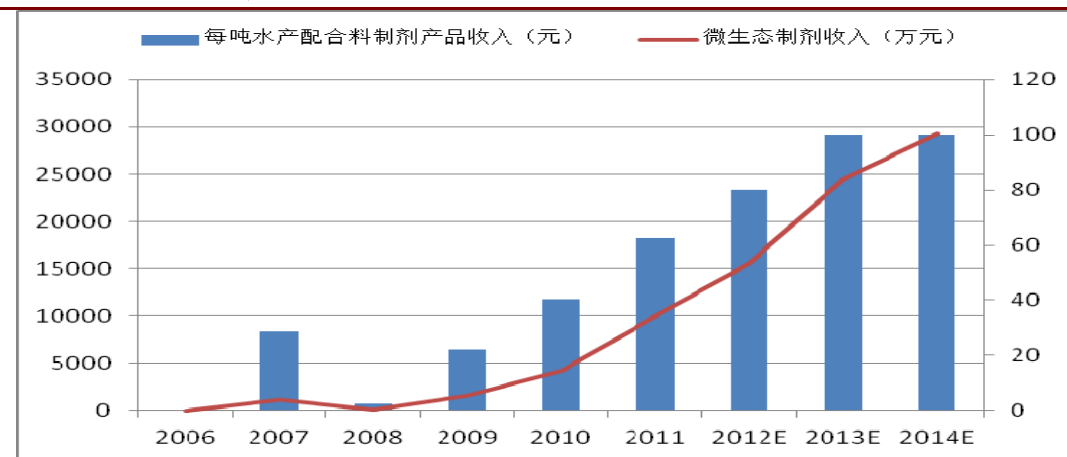
资料来源: 宏源证券

2、我们预期未来几年公司制剂市场仍有 3 倍左右的增长空间

不分鱼料和虾料, 简单按公司制剂收入和当年水产料的销量相除, 我们发现近几年公司每吨水产料搭配销售的微生态制剂产品大幅提高。2009-2012 年每吨水产料的微生态制剂产品分别为 22/40/62 元。而 2012 年每吨水产料的微生态制剂产品有望达到 80 元, 未来两年有望达到 100 元。

公司微生态制剂 2012 年收入有望超过 1.5 亿元。从空间看, 制剂产品的总体空间 10-20 亿元, 我们预期公司制剂产品 2014 年前后有望实现 3 亿元左右的收入, 较 2011 年增长 3 倍。

图 27: 2006-2011 年公司微生态制剂收入 (万元)



资料来源: 宏源证券

(六) 其他业务

1、贸易业务仍有优势

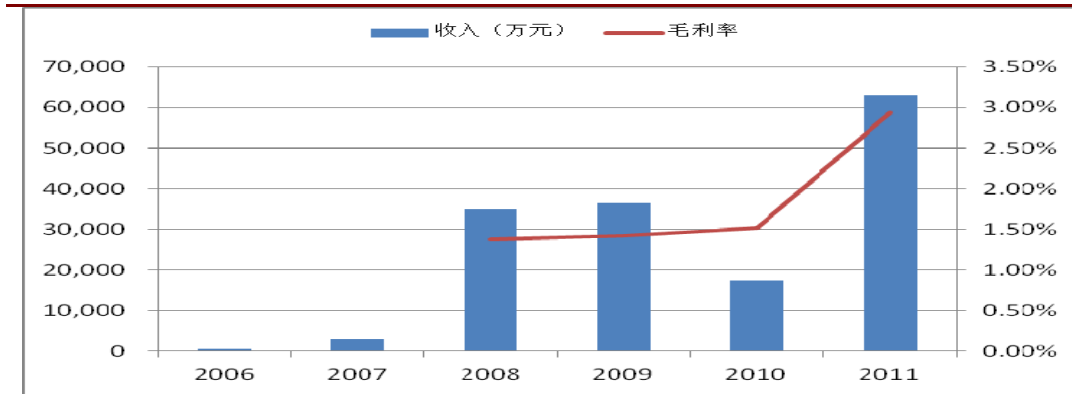
玉米和豆粕是公司饲料业务的主要原料, 其采购和成本管控十分重要。公司将采购定位于“基于专业信息研究基础上的专业化采购”。

公司绝大部分原材料品种的采购价格均低于市场平均价格, 显示了极强的粮食商品价格的判断能力。

公司粮食贸易主要是自用，另有部分客户为其他饲料企业。

从原料库存看，公司视市场情况一般保持一周到一个月的原材料库存。2012 年下半年豆粕价格大涨后，豆粕库存缩短至 3-5 天，有效避免了 12Q4 豆粕价格的下跌风险。

图 28: 2006-2011 年公司贸易业务收入及毛利率走势



资料来源: 宏源证券

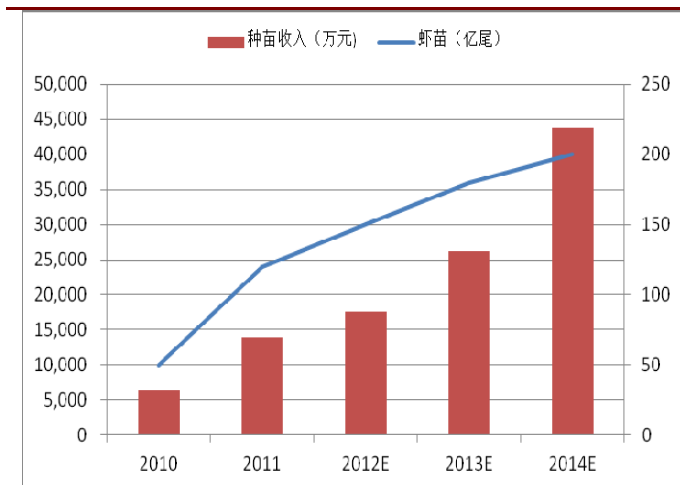
2、苗种业务仍有空间

近几年南美白对虾养殖市场频遭天气异常、虾病爆发、养殖失败等问题的困扰。

在此恶劣的环境中，公司 2010 年实现销售对虾苗 50 亿尾，成功打开虾苗市场，销量位居行业前列。2011 年销售虾苗达到 110 亿尾，同比增长 120%。

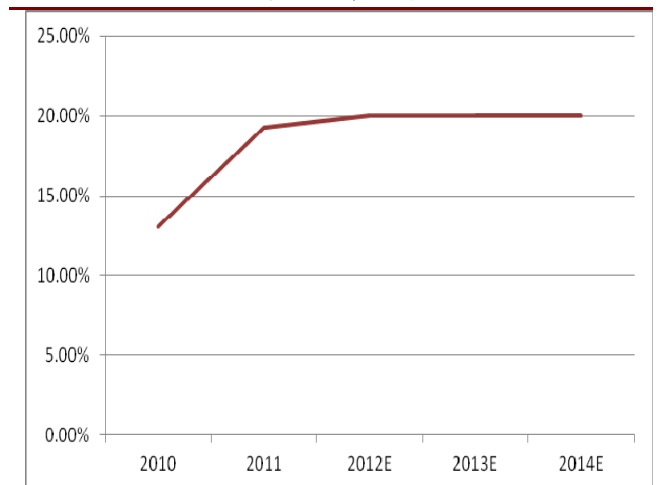
国内虾苗市场空间 3000-4000 亿尾，公司虾苗市占率空间仍然很大。随着对虾养殖天气及环境的好转，公司虾苗毛利率保持 20% 以上的问题不大。

图 29: 公司种苗销量及收入



资料来源: 宏源证券

图 30: 公司苗种业务毛利率走势



资料来源: 宏源证券

三、公司竞争优势及行业发展

公司的竞争优势表现在服务型企业的定位、产品技术领先、原料采购优势及产业链完整等几方面。

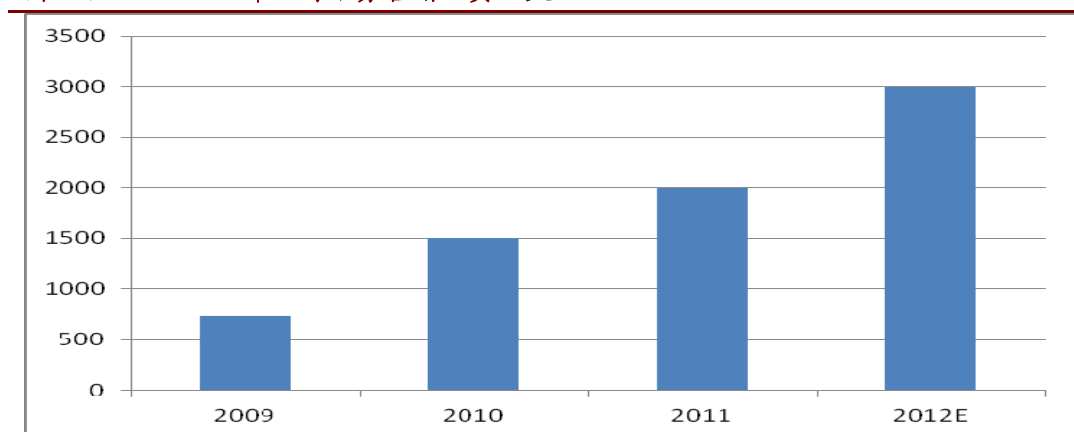
(一) 2012 年服务营销人员较 2010 年翻番

随着畜禽养殖专业化程度的提高,养殖户不但对产品质量的要求越来越高,而且对饲料企业的专业水平和专业服务能力的要求也在显著增强。为此,饲料企业需要在养殖行情、养殖技术辅导、养殖环境控制及病虫害防治等诸多方面提供专业化服务。

公司是业内较早提出服务型企业定位的饲料厂商,这也是公司近几年业务发展迅猛的主要支柱。

公司 2010-2011 年服务营销人员分别为 1503/2000 人,按公司目前饲料的产销量推算,公司 2012 年服务营销人员能达到 3000 多人,每名服务营销人员重点服务 20-30 名饲料需求量较大的客户,在实际操作中也是较为可行的。

图 31: 2009-2012 年公司服务营销人员人数



资料来源: 宏源证券

(二) 饲料行业集中度逐步提升

对于一个低毛利率靠规模取胜的行业,集中度上升是市场竞争的必然结果。

2005 年来,国内饲料产业经历了加速整合,企业家数从 2005 年的超过 1.5 万家下降到 2010 年的不足 1.1 万家。尤其 2008-2010 年,每年减少的企业家数均超过 1300 家,家数减少比例分别为 13%/11%/13%。

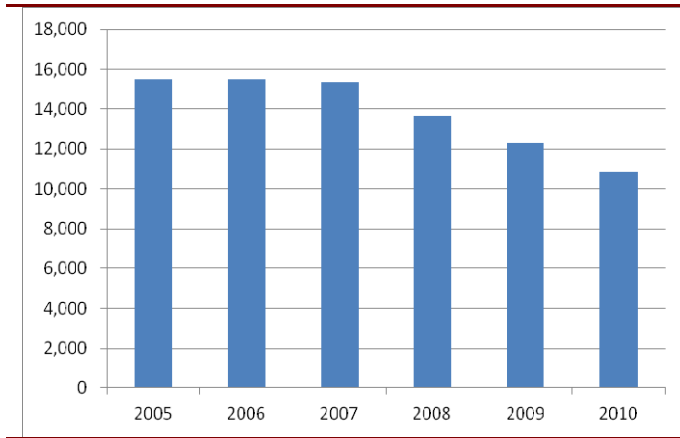
我们预计 2011 年末的饲料企业已经不足万家。

按照 2011 年饲料年产量 1.69 亿吨计算,国内每家饲料厂商的产量也仅不足 1.7 万吨。而同期美国约 2 亿吨的产量仅有 100 家生产。因此,国内饲料产业的集中度仍有很大的空间。

对于海大集团来讲,我们认为,公司在饲料年销量达到 1000 万吨(占比 5%)以前,谈论天花板都为时较早。我们预期公司在 2016 年前仍会保持 20%左右的的销量及 30%左

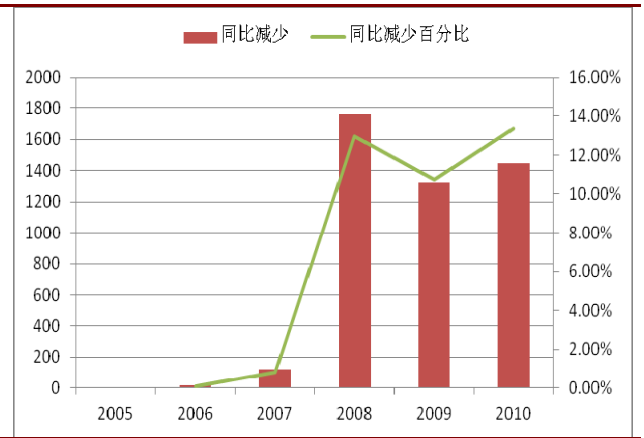
右的利润增长速度。

图 32: 2005-2010 年中国饲料企业家数



资料来源: 宏源证券

图 33: 2005-2010 年饲料企业同比减少家数及百分比



资料来源: 宏源证券

(三) 华东等片区仍有潜力

公司起家于华南区域, 该区域收入占比在 60% 以上。但近两年公司在华中、华东及海外市场逐步布局, 区域扩张态势明显。

同时, 饲料企业的产品半径一般在 100-200 公里, 对于养殖较为密集的华南区域, 继续扩点的潜力还是有的。

2011 年公司在湖北、江西等地新建项目多且项目陆续竣工投产, 使得华东片区和华中片区收入增长高于华南片区。

2012 年中期, 华中、华东片区的增长继续加快, 同比增长达到 121%/58%, 大大快于华南片区 31% 的增长速度。

我们认为, 华东、华中及海外市场未来的潜力仍很大。

表 1: 2011 年公司饲料业务销售区域构成

地区	营业收入(万元)	营收占比	同比增长
华南片区	786,980.58	65.71%	48.62%
华东片区	157,699.36	13.17%	55.44%
华中片区	250,514.06	21.12%	82.54%
合计	1,195,194	100%	55.58%

资料来源: 公司公告

表 2: 2012 年上半年公司饲料业务销售区域构成

地区	营业收入(万元)	营收占比	同比增长
华南片区	393,402.75	62.37%	30.93%

华东片区	71,482.85	11.33%	57.68%
华中片区	148,250.21	23.50%	121.25%
海外片区	15,580.56	2.47%	
其他片区	2,036.68	0.32%	
合计	630,753.05	100%	52.30%

资料来源：公司公告

(四) 公司财务指标同行业比较

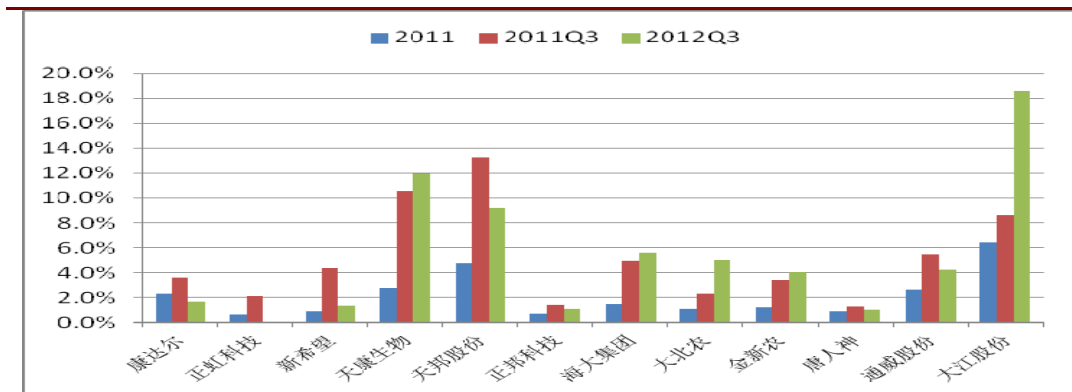
1、公司饲料现销为主

公司饲料销售以现销为主，为客户提供的信用较少。2011 年末，应收账款/营业收入的占比为 1.5%，处于行业中下水平。

2012Q3，公司应收/收入比重达到 5.64%，同比 4.96%提高 0.68 个百分点。

就同比数据看，2012Q3 应收/收入比重提高最快的是大北农，达到 5%，较 2011 年同期的 2.3%增长愈一倍。

图 34：饲料上市公司应收账款/营业收入占比比较

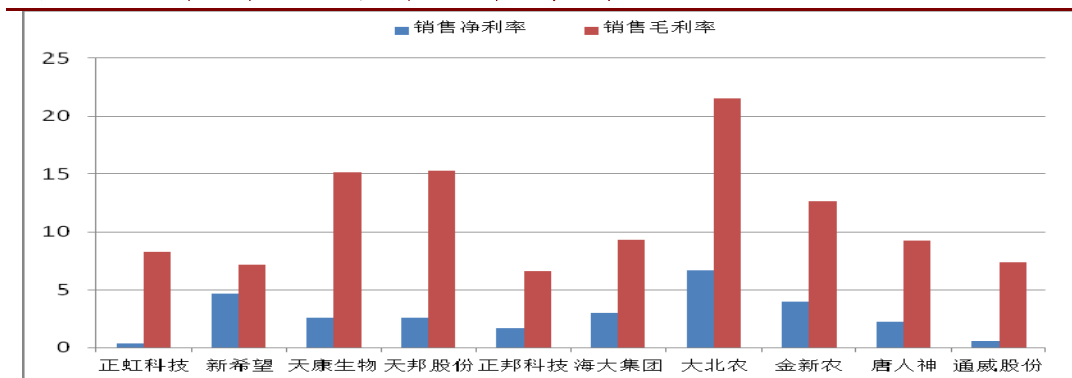


资料来源：宏源证券

2、毛利率行业中等而净利率可比公司中较高

公司的毛利率一直维持在 8-10%，净利率维持在 3-4%。公司毛利率处行业中等，净利率在可比公司中处于较好的水平，充分反映了公司的经营管理能力。

图 35：2011 年饲料行业公司销售毛利率及净利率比较

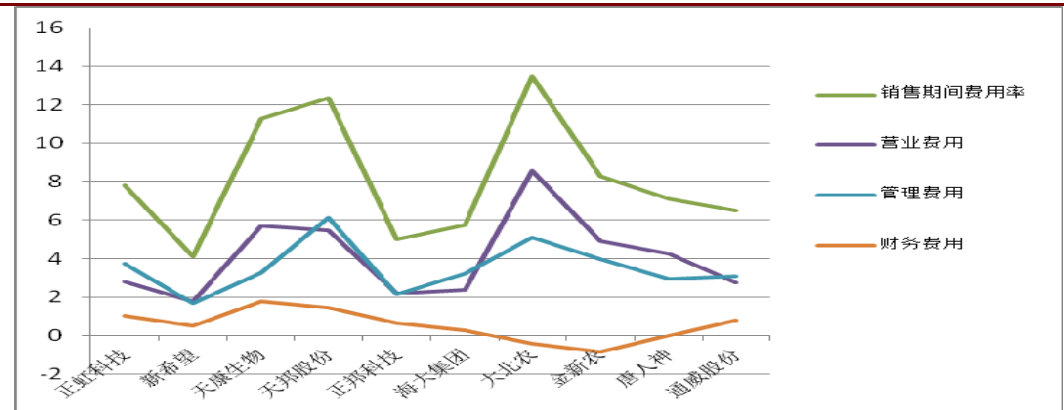


资料来源：宏源证券

3、费用控制水平突出

公司营业费用及管理费用等费用控制水平在同行中是非常突出的,这也反映了公司较强的管理和成本控制能力,这对于低毛利率的饲料企业尤为重要。

图 36: 2011 年饲料行业公司费用率比较



资料来源: 宏源证券

四、公司各模块盈利预测

基本假设: 水产预混料产能稳定但自用比例提高; 水产配合料增速略慢于畜禽配合料; 猪料毛利率提升; 饲料机械外销稳定; 微生物制剂随水产料搭售的单位产出增加; 苗种业务继续扩大; 原料贸易业务优势保持; 费用率控制至 5.5-6%。

表 3: 公司各业务模块预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水产预混料						
销量 (吨)	5,800	10,000	8,000	6,000	3,000	1,000
销售收入 (万元)	6,670	11,600	8,800	7,200	3,750	1,300
毛利率	45%	50%	50%	50%	50%	50%
水产配合料: 鱼料						
销量 (吨)	570,000	870,000	1,290,000	1,650,000	2,029,500	2,496,285
销售收入 (万元)	171,000	295,800	438,600	577,500	714,384	911,144
毛利率	11.0%	11.2%	11.2%	12.5%	12.00%	12.20%
水产配合料: 虾料						
销量 (吨)	140,000	190,000	300,000	370,000	462,500	578,125
销售收入 (万元)	81,200	123,500	186,000	229,400	287,675	365,375
毛利率	10%	12%	11%	11.50%	12%	12%

水产配合料						
销量 (吨)	710,000	1,060,000	1,590,000	2,020,000	2,492,000	3,074,410
销售收入 (万元)	252,200	419,300	624,600	806,900	1,002,059	1,276,519
毛利率	10.68%	11.44%	11.14%	12.22%	11.94%	12.00%
畜禽配合料: 猪料						
销量 (吨)	190,000	240,000	420,000	680,000	884,000	1,149,200
销售收入 (万元)	45,600	62,400	121,800	210,800	274,040	361,998
畜禽配合料: 鸡料						
销量 (吨)	240,000	300,000	370,000	500,000	625,000	781,250
销售收入 (万元)	64,800	84,000	111,000	145,000	184,375	234,375
畜禽配合料: 鸭料						
销量 (吨)	620,000	780,000	1,000,000	1,300,000	1,625,000	2,031,250
销售收入 (万元)	117,800	163,800	230,000	286,000	357,500	452,969
畜禽配合料						
销量 (吨)	1,045,500	1,320,000	1,790,000	2,480,000	3,100,000	3,751,000
销售收入 (万元)	228,200	310,200	462,800	641,800	815,915	1,049,342
毛利率	3.61%	3.80%	4.15%	5.76%	5.73%	6.08%
饲料销售收入(万元)	5,800	10,000	8,000	6,000	3,000	1,000
毛利 (万元)	11,500	11,600	11,000	12,000	12,500	13,000
毛利率 (%)	6,670	11,600	8,800	7,200	3,750	1,300
饲料机械行业						
收入 (万元)	1,346	1,800	1,681	1,800	2,000	2,100
毛利率	10.15%	38.64%	39.25%	40%	40%	40%
微生物制剂行业						
收入 (万元)	1,574	4,262	9,937	16,160	24,920	30,744
毛利率	50.53%	49.72%	50.69%	50.50%	50.50%	50.50%
贸易行业						
收入 (万元)	36,479	17,282	63,082	80,000	90,000	95,000
毛利率	1.42%	1.52%	2.94%	3%	3%	3%
农产品销售(虾苗)						
收入 (万元)		6,330	13,998	16,000	25,500	38,250
毛利率		13.04%	19.26%	20%	20%	20%
公司收入 (万元)	523,792	768,217	1,195,194	1,569,860	1,964,144	2,493,255
毛利 (万元)	42,817	65,319	108,917	153,564	189,482	244,438
毛利率	8.17%	8.50%	9.11%	9.78%	9.65%	9.80%

资料来源: 公司报告 宏源证券

作者简介:

胡建军: 宏源证券研究所农林牧渔业研究员。

主要研究覆盖公司: 亚盛集团、天康生物、雏鹰农牧、登海种业、金新农、隆平高科、丰乐种业、壹桥苗业、东方海洋、獐子岛、国联水产、华英农业、天宝股份、西王食品、好当家、益生股份。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。