

产品+服务，饲料龙头高筑护城河  
买入（首次）

2019年08月06日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001  
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

研究助理 金舍

执业证号：S0600119070033  
021-60199793

jinh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 42,157 | 50,904 | 60,636 | 72,465 |
| 同比（%）      | 29.5%  | 20.7%  | 19.1%  | 19.5%  |
| 归母净利润（百万元） | 1,437  | 1,766  | 2,421  | 2,966  |
| 同比（%）      | 19.1%  | 22.9%  | 37.0%  | 22.5%  |
| 每股收益（元/股）  | 0.91   | 1.12   | 1.53   | 1.88   |
| P/E（倍）     | 33.6   | 27.3   | 20.0   | 16.3   |

投资要点

■ **二十年高速发展成就饲料龙头。**98年，海大凭借天时（饲料行业告别畜禽暴利时代）、地利（华南为水产养殖主产区）、人和（薛华的水产养殖专业知识及3年的农科院水产市场技术服务和产品开发经历）在水产料中占得先发优势，其后开启20年不停歇的高速发展进程。18年饲料销量破千万吨，水产料市占率17%，畜禽料市占率4%，规划22年饲料销量达到2000万吨，4年复合增速17%。

■ **海大水产料的竞争壁垒何在？**1) **高精尖的研发团队及持续的研发投入**使其产品技术显著优于同行，而水产料近年来的盈利突破点便是膨化料、特种料等高端产品，这对于研发技术及生产能力有着较高的要求；2) **强大的采购能力**构筑成本优势，通过集中采购、期货套保、原料贸易、配方调整等多策略灵活运用；3) **综合的养殖技术服务**不断提升用户粘性；4) **高效的运营能力**有力支撑产品专业化发展。同时，建立配方、采购、服务、运营“四位一体”的快速联动机制，充分展现强大的产品力优势。

海大的核心竞争力和运作模式也同样适用于禽料。禽料的关键在于产品配方技术的灵活调整、采购优势及高效生产（快速的信息反馈和产品周转），这与海大的产品力相契合。由于前期禽流感、环保去产能、猪瘟影响下禽养殖行情转好，叠加禽料的研发投入转化，有望迎来量利双升。

■ **多板块战略性布局充分挖掘利润增长点：**1) **猪料**短期以性价比提升市占率，长期以前端料+服务切入规模户，猪瘟洗牌有望迅速打响猪料品牌；2) **生猪养殖**产能快速投放，猪价上涨通道打开弹性大，按19/20年出栏量80/140万头计算，将贡献利润1.3/5.9亿；3) **动保**为海大模式中不可或缺的一环，水产动保内部渠道带来的市场容量叠加向外发展，同时畜禽动保逐步完善布局，增长空间可观。

■ **报表质量优质，ROE 20%+业内领先。**1) **高周转**主要得益于全方位服务体系对于产品快速销售起到拉动作用，“四位一体”的快速联动机制能对原料价格及市场需求做出及时调整适配，对于优质经销商资源、规模化客户可采取现销模式。2) **毛利率相对稳定且有小幅提升**主要得益于研发支撑产品结构优化升级、原料采购优势带来成本管控力度大。3) **高效的运营体系**使管理费用率处于行业低位。同时，海大拥有充沛的现金流（每年10亿+）+健康的资产负债结构，预收账款近年来保持在10亿+，反映产品具有较强的护城河。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计19-21年公司实现营收509.0/606.4/724.7亿元，同增20.7%/19.1%/19.5%；归母净利润分别为17.7/24.2/29.7亿元，同增22.9%/37.0%/22.5%。当前股价对应PE为27.3X/20.0X/16.3X，考虑到饲料龙头研发、采购、服务、运营协同发力高筑护城河，首次覆盖，给予“买入”评级！

■ **风险提示：**自然灾害及疫情风险，原材料价格波动，产品调整不及预期，生猪养殖不确定性风险

股价走势



市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 30.55       |
| 一年最低/最高价    | 17.10/32.89 |
| 市净率(倍)      | 5.97        |
| 流通A股市值(百万元) | 47459.20    |

基础数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元)  | 5.12    |
| 资产负债率(%)  | 56.45   |
| 总股本(百万股)  | 1580.87 |
| 流通A股(百万股) | 1553.49 |

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 二十年高速发展成就饲料龙头 .....                    | 4  |
| 2. 海大水产料的竞争壁垒何在? .....                    | 7  |
| 2.1. 水产养殖业环保+消费升级, 利于膨化料、特种料等高毛利型产品 ..... | 7  |
| 2.2. 强大的研发实力及配方技术构筑产品护城河 .....            | 9  |
| 2.3. 采购环节构筑成本优势 .....                     | 10 |
| 2.4. 全流程服务模式增强客户黏性 .....                  | 12 |
| 3. 战略性板块布局: 猪料+生猪养殖+动保.....               | 14 |
| 3.1. 猪料短期以性价比提升市占率, 长期以前端料+服务切入规模户 .....  | 14 |
| 3.2. 新一轮猪周期启动, 生猪养殖弹性大 .....              | 15 |
| 3.3. 动保为海大模式中不可或缺的一环, 增长空间大 .....         | 16 |
| 4. 报表质量优质, ROE 20%+业内领先 .....             | 17 |
| 5. 盈利预测与投资评级 .....                        | 19 |
| 6. 风险提示 .....                             | 21 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 海大第一阶段发展进程 .....              | 4  |
| 图 2: 海大第二阶段发展经营数据概览 (百万元) .....    | 4  |
| 图 3: 海大第二阶段发展复盘 .....              | 5  |
| 图 4: 海大历年员工持股及股权激励政策 .....         | 5  |
| 图 5: 海大历年业绩拆分 .....                | 6  |
| 图 6: 我国历年水产养殖面积 (万公顷) .....        | 7  |
| 图 7: 各类水产品产量增速 .....               | 8  |
| 图 8: 水产饲料及特种料产量 .....              | 8  |
| 图 9: 海大饲料系数优于行业 .....              | 9  |
| 图 10: 各饲料企业研发投入对比 (亿元) .....       | 9  |
| 图 11: 海大水产饲料及膨化料销量增速 .....         | 10 |
| 图 12: 海大饲料成本和原料价格走势 (元/吨) .....    | 10 |
| 图 13: 海大公允价值变动收益 (百万元) .....       | 11 |
| 图 14: 海大贸易业务毛利 (百万元) .....         | 11 |
| 图 15: 饲料原料进口情况 .....               | 12 |
| 图 16: 各类饲料中粕类原料占比 .....            | 12 |
| 图 17: “海大模式”及“三级服务体系” .....        | 13 |
| 图 18: 海大“四位一体”的快速联动机制 .....        | 13 |
| 图 19: 生猪出栏 500 头以上规模养殖比重 (%) ..... | 15 |
| 图 20: 海大生猪养殖项目 .....               | 15 |
| 图 21: 海大生猪养殖利润测算 .....             | 16 |
| 图 22: 饲料企业 ROE 对比 .....            | 17 |
| 图 23: 饲料企业资产周转率对比 .....            | 17 |
| 图 24: 饲料企业毛利率及管理费用率对比 .....        | 18 |
| 图 25: 海大历年报表拆解 (百万元) .....         | 19 |
| 图 26: 海大主营业务预测 .....               | 20 |
| 图 27: 饲料行业可比公司估值表 .....            | 21 |

## 1. 二十年高速发展成就饲料龙头

1998年，广州海大饲料公司成立，开启20年不停歇的高速发展进程。

**第一阶段：1998-2007 起步成长期。**90年代畜禽料的暴利景象逐渐消失，行业开始关注处于起步阶段的水产料，催生了龙头海大的诞生契机。92年创始人薛华毕业于华中农大特种水产养殖专业，其后师从著名鱼类营养学家林鼎教授，攻取中山大学动物学硕士学位。95年在广东省农科院开发中心负责市场技术服务和产品开发工作，洞悉广东水产业的发展，并于98年创立海大。海大着手水产预混料仅3年便成为全国第一；02年在华南首推高档淡水膨化料，产品优化升级；03年启动集团化运作，建立“集团专业中心+分子公司”的管控模式，并陆续布局禽料、动保、水产苗种板块。07年饲料销量超过100万吨，进入全国前10。

**第二阶段：2008 迄今二次腾飞期。**08年起每年以3-5个新增企业的速度快速发展，并于09年登陆A股，10年进军猪料。11年饲料销量全国前5，水产料、水产动保、水产苗种全国第一。12年起行业进入调整期，但海大饲料销量依旧稳健增长，除13年受需求下滑、天气及疫病影响利润下滑外，其余年份均增速远远领先同业，市占率稳步提升。18年饲料销量破千万吨，水产料市占率17%，畜禽料市占率4%，规划22年饲料销量达到2000万吨，四年复合增速17%。

图1：海大第一阶段发展进程

|           |  |
|-----------|--|
| 1998      | 成立广州海大饲料公司、畜牧水产研究中心从事水产预混料，成立嘉鱼分公司从事全价料      |
| 2001      | 水产预混料迅速成为全国第一                                |
| 2002      | 华南市场首推高档草鱼、罗非鱼等淡水膨化料，推动颗粒料向膨化料的升级            |
| 2003      | 成立海大集团，组建采购、财务、生产等各专业中心，建立“集团专业中心+分子公司”的管控模式 |
| 2003      | 进军虾料；从事水产微生态制剂研究和生产，04年调水产品投放市场              |
| 2003-2005 | 加大华中、华南、华东、西南等区域市场布局                         |
| 2006      | 进军禽料   |
| 2007      | 布局水产苗种板块，提供从“苗种、饲料、养殖技术、病害防疫”整体解决方案的产业链商业模式  |
| 2007      | 饲料销量超过100万吨，进入中国饲料前10强                       |

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

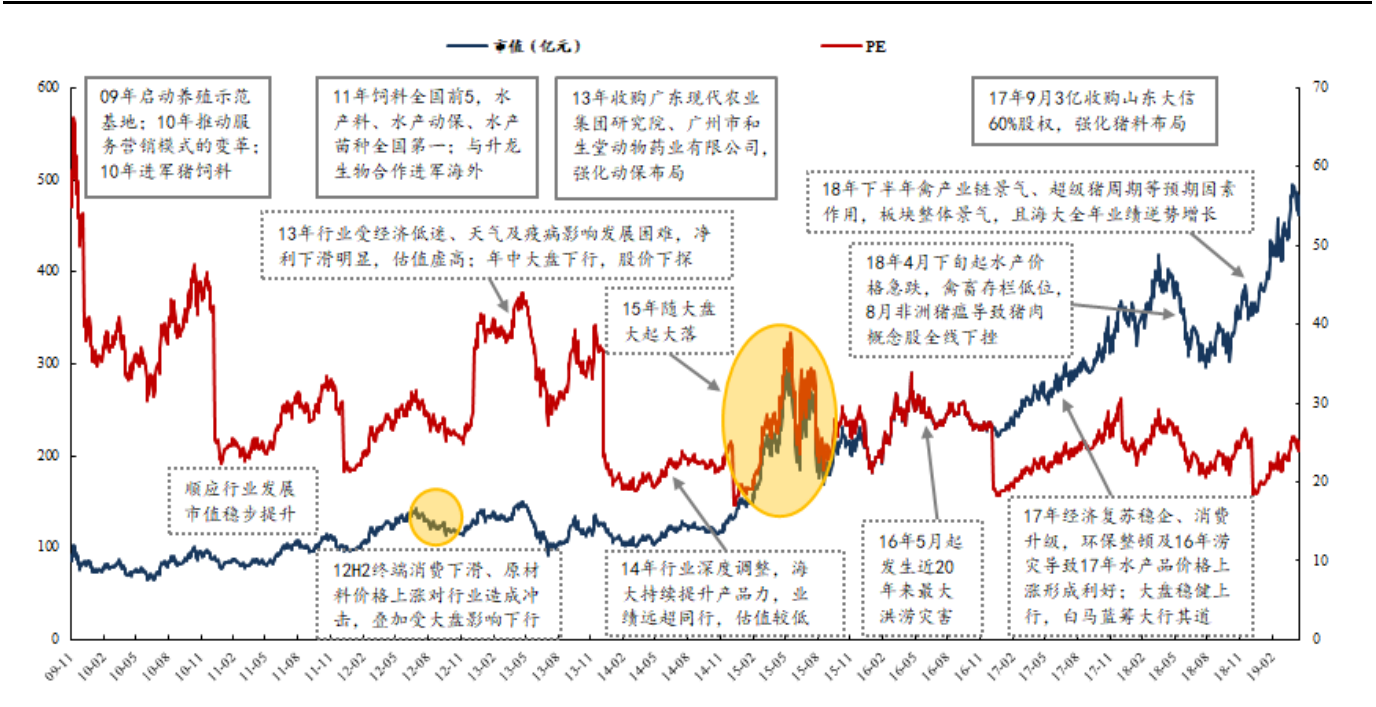
图2：海大第二阶段发展经营数据概览（百万元）

|              | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 08-18<br>CAGR |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| 饲料销量<br>(万吨) | 176   | 238   | 339   | 437   | 479   | 554   | 630   | 733   | 849   | 1070  | 22.0%         |
| YOY          | 21.0% | 35.4% | 42.2% | 28.8% | 9.3%  | 15.7% | 13.8% | 16.4% | 15.8% | 26.0% |               |
| 行业增速         | 8.4%  | 9.4%  | 11.5% | 7.7%  | -0.6% | 2.0%  | 1.4%  | 4.5%  | 5.9%  | 2.7%  |               |
| 市占率          | 1.25% | 1.47% | 1.88% | 2.25% | 2.48% | 2.81% | 3.15% | 3.51% | 3.83% | 4.7%  |               |
| 营收           | 5250  | 7698  | 11976 | 15451 | 17930 | 21090 | 25567 | 27185 | 32557 | 42157 |               |

|        |       |       |       |       |        |       |       |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| YOY    | 15.9% | 46.6% | 55.6% | 29.0% | 16.0%  | 17.6% | 21.2% | 6.3%  | 19.8% | 29.5% | 25.0% |
| 归母净利   | 155   | 211   | 344   | 452   | 340    | 538   | 780   | 856   | 1207  | 1437  |       |
| YOY    | 18.8% | 36.0% | 63.0% | 31.5% | -24.8% | 58.2% | 44.9% | 9.7%  | 41.1% | 19.1% | 27.1% |
| 毛利率    | 8.3%  | 8.6%  | 9.3%  | 9.4%  | 8.5%   | 9.8%  | 9.4%  | 9.4%  | 11.0% | 10.8% |       |
| 净利率    | 3.0%  | 2.7%  | 2.9%  | 2.9%  | 1.9%   | 2.6%  | 3.1%  | 3.1%  | 3.7%  | 3.4%  |       |
| ROE    | 12.6% | 10.1% | 15.1% | 16.2% | 9.5%   | 13.0% | 16.7% | 16.0% | 19.4% | 19.7% |       |
| 经营性现金流 | 38    | -92   | 543   | 63    | 698    | 1071  | 1414  | 1142  | 494   | 1036  |       |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：海大第二阶段发展复盘



数据来源：Wind，公司官网，东吴证券研究所

股权结构清晰，员工持股激励机制完善。创始人薛华即为实际控制人，通过广州市海灏投资有限公司持有 22.89% 的股份。公司持续推进员工持股和股权激励政策，完善的激励机制助力公司快速发展。19 年 4 月发布三期核心团队员工持股计划，资金为 3018.06 万元，标的股票数量约 108.84 万股，占股本总额 0.07%。

图 4：海大历年员工持股及股权激励政策

| 年份   | 政策            | 内容   |
|------|---------------|--|
| 2011 | 股权激励计划        | 核心管理/技术/业务人员 121 人, 授予 1510 万份股票期权, 占股本总额 5.19%  |
| 2014 | 限制性股票与股权激励计划  | 董事、高级/中层管理人员和核心技术/业务人员 466 人, 授予 1,450.5 万股限制性股票, 占股本总额 1.36%, 授予股票期权 1,061.5 万份, 占股本总额 0.99%    |
| 2014 | 员工持股计划        | 员工不超过 30 人, 其中董事及高级管理人员 6 人, 资金上限 1.7 亿元, 标的股票数量上限 6,215.72 万股, 占股本总额 5.81%                      |
| 2016 | 限制性股票激励计划     | 董事、高级管理人员、核心管理/技术/业务人员 1461 人, 授予不超过 4600 万股限制性股票, 占股本总额 2.984%                                  |
| 2017 | 核心团队员工持股计划-首期 | 董事、监事、高级管理人员和其他核心人员不超过 20 人, 其中董事、高级管理人员 4 人, 资金 1200 万元, 购买数量 72.02 万股, 占股本总额 0.047%            |
| 2018 | 核心团队员工持股计划-二期 | 董事、监事、高级管理人员和其他核心人员不超过 30 人, 其中董事、高级管理人员 4 人, 资金 8851.15 万元, 购买数量 438.62 万股, 占股本总额 0.2773%       |
| 2019 | 核心团队员工持股计划-三期 | 董事、监事、高级管理人员和其他核心人员不超过 30 人, 其中董事、监事、高级管理人员不超过 4 人, 资金 3018.06 万元, 标的股票数量 108.84 万股, 占股本总额 0.07% |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**饲料主业收入毛利占比 80%以上, 养殖、动保快速壮大。**饲料方面, 核心强项水产料 18 年销量 311 万吨, 毛利率随着膨化料、特种料等高毛利型产品占比提高而上升; 禽料市场饱和, 海大销量稳定提升至 18 年 527 万吨, 近 5 年 CAGR 20%; 猪料为大力发展的重点领域, 在市场资源的投放下近 2 年销量增速最快, 18 年销量 232 万吨。此外, 15 年积极布局生猪规模化养殖, 出栏量快速提升, 18 年出栏 70 万头; 高毛利型动保业务保持较快增长, 收入占比虽然只有 1%, 但毛利贡献达到 5%。

图 5: 海大历年业绩拆分

|                     | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>饲料销量拆分 (万吨)</b>  |       |       |       |       |       |       |       |
| 销量                  | 437   | 479   | 554   | 630   | 733   | 849   | 1070  |
| YOY                 | 28.8% | 9.3%  | 15.7% | 13.8% | 16.4% | 15.8% | 26.0% |
| 水产料                 | 195   | 178   | 195   | 197   | 207   | 253   | 311   |
| YOY                 | 23.0% | -8.9% | 9.8%  | 1.0%  | 4.8%  | 22.7% | 22.7% |
| 禽料                  | 174   | 217   | 259   | 334   | 412   | 444   | 527   |
| YOY                 | 27.4% | 24.6% | 19.1% | 28.8% | 23.6% | 7.8%  | 18.6% |
| 猪料                  | 66    | 84    | 100   | 100   | 115   | 151   | 232   |
| YOY                 | 56.0% | 27.9% | 19.0% | 0.0%  | 15.1% | 31.9% | 53.2% |
| <b>收入毛利拆分 (百万元)</b> |       |       |       |       |       |       |       |
| <b>饲料</b>           |       |       |       |       |       |       |       |
| 收入                  | 14683 | 16877 | 19435 | 20170 | 21674 | 26535 | 34965 |
| YOY                 | 32.7% | 14.9% | 15.2% | 3.8%  | 7.5%  | 22.4% | 31.8% |
| 收入占比                | 95.0% | 94.1% | 92.2% | 78.9% | 79.7% | 81.5% | 82.9% |
| 毛利率                 | 8.6%  | 8.0%  | 9.7%  | 11.1% | 9.7%  | 11.6% | 11.0% |
| 毛利占比                | 87.1% | 89.1% | 91.3% | 93.3% | 82.1% | 85.7% | 85.0% |
| <b>农产品销售</b>        |       |       |       |       |       |       |       |
| 收入                  | 242   | 200   | 235   | 335   | 905   | 1206  | 1742  |

|               |     |        |        |       |        |        |       |       |
|---------------|-----|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|
|               | YOY | 73.0%  | -17.3% | 17.2% | 42.9%  | 169.8% | 33.3% | 44.4% |
| 收入占比          |     | 1.6%   | 1.1%   | 1.1%  | 1.3%   | 3.3%   | 3.7%  | 4.1%  |
|               | 毛利率 | 33.8%  | 27.2%  | 18.1% | 28.2%  | 19.9%  | 12.2% | 13.7% |
| 毛利占比          |     | 5.6%   | 3.6%   | 2.1%  | 3.9%   | 7.0%   | 4.1%  | 5.3%  |
| <b>贸易业务</b>   |     |        |        |       |        |        |       |       |
| 收入            |     | 337    | 618    | 1205  | 4845   | 4261   | 4354  | 4875  |
|               | YOY | -46.5% | 83.2%  | 95.0% | 302.0% | -12.0% | 2.2%  | 12.0% |
| 收入占比          |     | 2.2%   | 3.4%   | 5.7%  | 18.9%  | 15.7%  | 13.4% | 11.6% |
|               | 毛利率 | 3.2%   | 2.0%   | 3.4%  | -0.9%  | 2.6%   | 2.8%  | 3.1%  |
| 毛利占比          |     | 0.7%   | 0.8%   | 2.0%  | -1.8%  | 4.3%   | 3.5%  | 3.4%  |
| <b>动保产品销售</b> |     |        |        |       |        |        |       |       |
| 收入            |     | 141    | 136    | 134   | 176    | 287    | 395   | 473   |
|               | YOY | 42.3%  | -3.7%  | -1.4% | 31.1%  | 63.3%  | 37.5% | 19.8% |
| 收入占比          |     | 0.9%   | 0.8%   | 0.6%  | 0.7%   | 1.1%   | 1.2%  | 1.1%  |
|               | 毛利率 | 49.6%  | 45.4%  | 50.3% | 50.1%  | 47.6%  | 49.7% | 47.3% |
| 毛利占比          |     | 4.8%   | 4.1%   | 3.3%  | 3.7%   | 5.3%   | 5.5%  | 4.9%  |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 海大水产料的竞争壁垒何在？

### 2.1. 水产养殖业环保+消费升级，利于膨化料、特种料等高毛利型产品

**环保趋紧下水产养殖面积大幅下滑。**15年4月国务院发布《水污染防治行动计划》，环保治理使16年水产养殖面积出现十年来首降，17年降幅达到10.8%，其中淡水区域下滑13.2%。17年12月《重点流域水污染防治规划（2016-2020年）》出台，提出“优化水产养殖空间布局，以饮用水水源、水质较好湖库等敏感区域为重点，科学划定养殖区，明确限养区和禁养区，拆除超过养殖容量的网箱围网设施”。其后在18、19年渔业渔政工作要点和《国家质量兴农战略规划（2018-2022年）》中均明确指出切实开展养殖水域滩涂环境整治，大力推进绿色生态养殖。一系列环保高压政策推进下预计未来水产养殖面积将持续压缩局面，将提高能加速生长的高效益膨化料的需求。

图6：我国历年水产养殖面积（万公顷）

|      | 2008  | 2009  | 2010  | 2011 | 2012 | 2013  | 2014  | 2015 | 2016   | 2017   |
|------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|--------|--------|
| 养殖面积 | 655   | 728   | 765   | 783  | 809  | 832   | 839   | 847  | 835    | 745    |
| yoy  | 14.0% | 11.2% | 5.0%  | 2.5% | 3.2% | 2.9%  | 0.8%  | 0.9% | -1.4%  | -10.8% |
| 海水养殖 | 158   | 186   | 208   | 211  | 218  | 232   | 231   | 232  | 217    | 208    |
| yoy  | 18.6% | 17.8% | 11.9% | 1.2% | 3.5% | 6.2%  | -0.4% | 0.5% | -6.5%  | -3.8%  |
| 淡水养殖 | 497   | 542   | 556   | 573  | 591  | 601   | 608   | 615  | 618    | 536    |
| yoy  | 12.6% | 9.1%  | 2.6%  | 3.0% | 3.1% | 1.7%  | 1.2%  | 1.1% | 0.5%   | -13.2% |
| -池塘  | 214   | 233   | 238   | 245  | 257  | 262   | 266   | 270  | 245    | 253    |
| yoy  | 16.5% | 8.7%  | 1.9%  | 3.1% | 4.8% | 2.2%  | 1.5%  | 1.5% | -9.4%  | 3.3%   |
| -湖泊  | 96    | 100   | 101   | 102  | 102  | 102   | 102   | 102  | 91     | 89     |
| yoy  | -7.6% | 3.8%  | 0.9%  | 1.6% | 0.2% | -0.2% | -0.7% | 0.7% | -10.5% | -3.1%  |
| -水库  | 155   | 173   | 180   | 185  | 191  | 196   | 199   | 201  | 164    | 162    |
| yoy  | 19.3% | 11.4% | 4.0%  | 3.1% | 3.2% | 2.4%  | 1.9%  | 0.9% | -18.3% | -1.7%  |
| -河沟  | 20    | 25    | 26    | 27   | 27   | 28    | 27    | 28   | 22     | 21     |
| yoy  | 63.3% | 23.5% | 5.8%  | 3.2% | 0.8% | 0.4%  | -0.3% | 0.8% | -20.6% | -2.9%  |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

消费升级下养殖品种结构不断优化。16年草鱼、鲢鱼、鳙鱼、鲤鱼、鲫鱼等传统家鱼产量均出现较大幅度下滑，17年产量仍旧保持低位。相较之下，鲈鱼、大黄鱼、石斑鱼、黄颡鱼等特种水产品由于营养价值更高受消费者青睐，近年来产量保持快速增长，17年增速均达到双位数。特种水产品需求旺盛带动水产饲料结构优化，17年特种水产饲料产量154万吨，12-17年CAGR 3%，超过水产饲料1%的增速，未来消费升级趋势将进一步打开特种料的市场空间。

图7：各类水产品产量增速

|               | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014   | 2015  | 2016   | 2017  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| <b>传统家鱼增速</b> |       |       |       |       |       |       |        |       |        |       |
| 草鱼            | 4.3%  | 10.1% | 3.4%  | 5.2%  | 7.6%  | 6.0%  | 6.1%   | 5.6%  | -6.9%  | 1.1%  |
| 鲢鱼            | 3.8%  | 9.1%  | 3.5%  | 2.9%  | -0.7% | 4.4%  | 9.7%   | 3.0%  | -10.0% | -1.7% |
| 鳙鱼            | 7.3%  | 6.3%  | 4.8%  | 4.6%  | 6.9%  | 5.8%  | 6.2%   | 4.9%  | -7.3%  | -0.5% |
| 鲤鱼            | 5.5%  | 4.7%  | 3.1%  | 7.1%  | 6.6%  | 4.3%  | 5.0%   | 5.8%  | -10.7% | 0.2%  |
| 鲫鱼            | 0.9%  | 5.1%  | 7.8%  | 3.6%  | 6.7%  | 5.9%  | 6.7%   | 5.2%  | -6.4%  | 3.4%  |
| <b>特种鱼增速</b>  |       |       |       |       |       |       |        |       |        |       |
| 鲈鱼            | -4.8% | 6.5%  | 3.9%  | 16.1% | 2.3%  | 1.8%  | -11.2% | 7.7%  | 12.5%  | 13.6% |
| 大黄鱼           | 6.7%  | 0.1%  | 30.0% | -6.5% | 18.6% | 10.6% | 21.6%  | 16.2% | 7.3%   | 11.4% |
| 石斑鱼           | 5.5%  | -2.3% | 11.8% | 20.6% | 22.3% | 13.3% | 6.9%   | 13.5% | 7.2%   | 22.7% |
| 黄颡鱼           | 17.9% | 21.7% | 12.7% | 18.0% | 18.1% | 15.2% | 12.8%  | 6.6%  | 22.1%  | 10.5% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：水产饲料及特种料产量

|     | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 12-17CAGR |
|-----|------|------|------|------|------|------|-----------|
| 水产料 | 1892 | 1864 | 1903 | 1896 | 1930 | 1990 |           |

|      |       |       |       |       |       |       |      |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| yoy  |       | -1.5% | 2.1%  | -0.4% | 1.8%  | 3.1%  | 1.0% |
| -特种料 | 133   | 135   | 140   | 143   | 148   | 154   |      |
| yoy  |       | 1.5%  | 3.7%  | 2.1%  | 3.5%  | 4.1%  | 3.0% |
| 占比   | 7.03% | 7.24% | 7.36% | 7.55% | 7.67% | 7.74% |      |

数据来源：中国饲料工业协会，东吴证券研究所

## 2.2. 强大的研发实力及配方技术构筑产品护城河

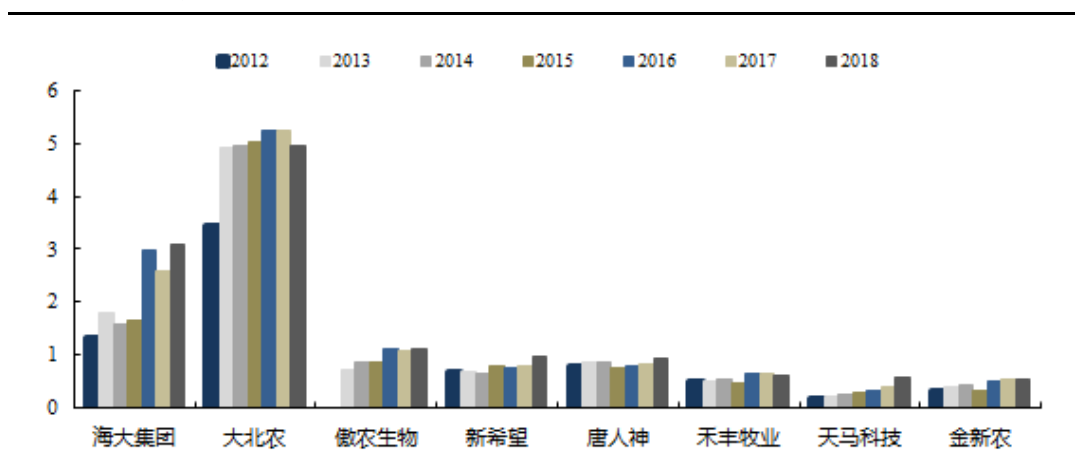
持续加大研发投入，积极储备动物营养和饲料配方技术。海大研究院为国内饲料行业研发力量最强、技术水平最高、科研成果最多的企业技术中心，同时公司配有三大研究中心、十余个研发中试基地，拥有包含 59 名博士、近 220 名硕士的千人高精尖研发团队，专注于动物营养需求、饲料配方技术、品种繁殖和优良种质选育、健康养殖模式等研究方向。**种苗方面**，虾苗抗病力持续提升，对虾的存活率及产出量均有明显优势，草鱼、罗非鱼、鲫鱼、鳊鱼、黄颡鱼和生鱼等鱼苗也在全面升级。**饲料方面**，饲料系数优于行业，并已建立庞大的动物营养需求数据库，储备原材料配方技术，每年有 1,000 多组对比实验结果完善数据库，从而能在原料价格波动时快速调整配方，与采购环节相协同形成成本优势。海大历年研发投入位于行业前列，18 年投入 3.1 亿元，仅次于大北农（以前端料等高端料为核心产品）。

图 9：海大饲料系数优于行业

|     | 海大      | 行业      |
|-----|---------|---------|
| 草鱼  | 1.6-1.8 | >1.8    |
| 罗非鱼 | 1.2-1.5 | 1.6-1.8 |
| 海水鱼 | 1.0-1.2 | 1.2-1.5 |
| 对虾  | 0.8-1.1 | 0.8-1.5 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

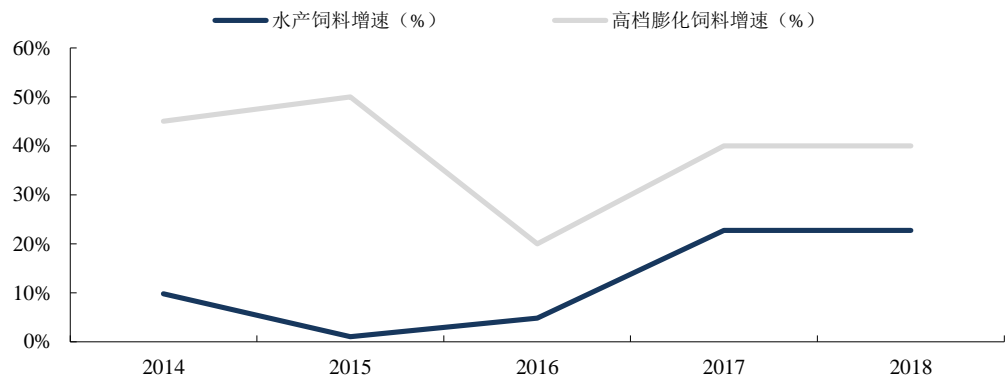
图 10：各饲料企业研发投入对比（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

由于膨化料、特种料等高端水产料的技术差异性更大，海大将凭借自身的技术优势拥有更大的发展空间。14年起海大膨化料的销量增速便远远大于水产料整体销量，18年特种料（高档膨化料+虾料）销量约110万吨。普通颗粒料毛利率约13%，特种料毛利率约18%，随着后续消费结构变化下高端料需求的扩大持续带动产品结构优化升级，盈利能力将再上台阶。

图 11：海大水产饲料及膨化料销量增速

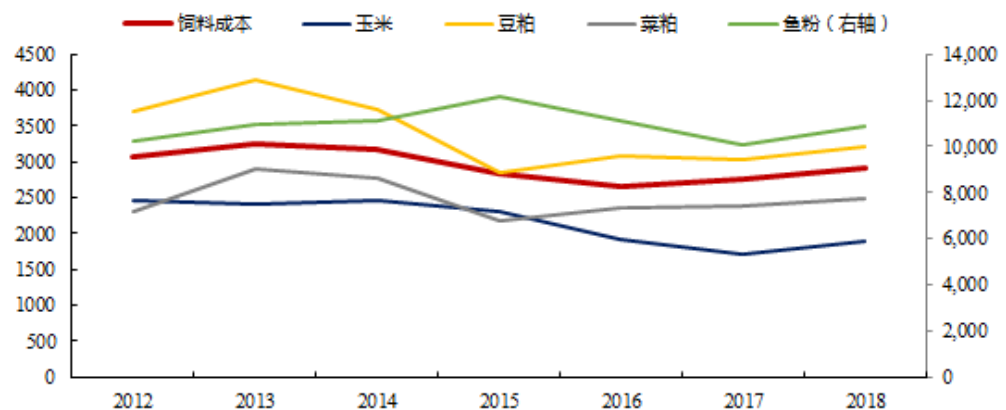


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 采购环节构筑成本优势

饲料企业往往面临原料价格大幅波动的风险，以豆粕为例，近年来高点出现在13年4135元/吨，15年跌至2863元/吨，价差接近1300元/吨。但海大历年的饲料吨成本维持在2700-3200元，即使在原料价格高涨的13年吨成本涨幅仅6%。我们认为海大对成本强大的管控能力主要得益于大宗原料的集中采购、期货套保、原料贸易以及采购与配方相协同。

图 12：海大饲料成本和原料价格走势（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

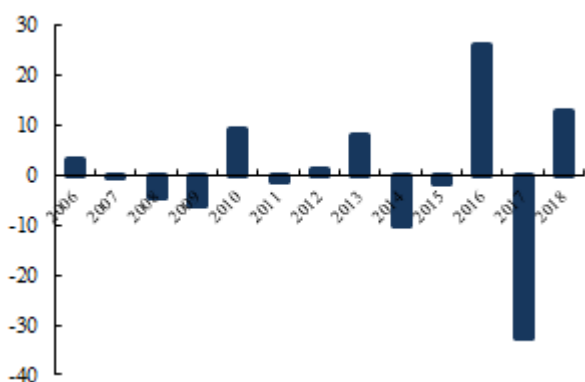
**大宗原料集中采购：**海大从03年起开始采用集中采购模式进行集团的采购管理，06年建立专业化的采购团队。大宗品种集中采购占比超过90%，采用“集团+区域中心”

模式，既能充分发挥规模采购优势，又能提升区域品种快速应变市场的能力，其余较小的或不标准的原料品种采用分散采购。**组织架构方面**，集团总部设有采购中心，业务板块按品种划分采购小组，如油料部（豆粕、棉粕、菜粕等）、谷物部（玉米、小麦、DDGS、大麦等）、国际业务部（鱼粉、其他动物蛋白等），各个区域有采购中心。**业绩激励方面**，奖金绩效与采购价差挂钩。**部门沟通方面**，设有计划管理流程，确保沟通顺畅，信息及时传递，销售部每月初把计划发给采购部，一般会做当月计划、三个月计划、一年计划，并考核计划准确率。

**期现结合**：06年开始参与期货交易，逐步强化期货研究团队的专业能力，实时跟踪国内外原料价格走势进行研判，通过期货套保有效规避价格波动风险。需要注意的是，海大运用期货工具只是为了实现头寸风险管理，而非投机，因此历年的期货盈亏对业绩几无影响（公允价值变动收益主要为期货、远期及货币掉期业务浮动盈亏，波动区间保持在盈亏3000万）。

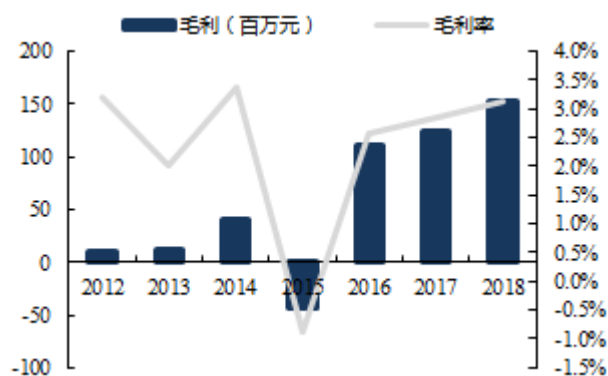
**原料贸易**：通过原料贸易可以有效管控库存，降低存货风险，加快资产周转。近年来贸易业务营收毛利均有提高，逐渐成为利润增长点。

图 13：海大公允价值变动收益（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：海大贸易业务毛利（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**原料采购与配方调整结合**：饲料是能量（玉米、小麦、高粱等）和蛋白（鱼粉、豆粕、菜粕、棉粕等）相构成，各类原料间存在一定的可替代性。**能量类原料方面**，随着玉米种植面积减少及去库存带来供需格局改善，价格出现复苏上涨，海大可更多使用小麦进行替代实现最优的配方组合。**蛋白类原料方面**，水产料中菜粕和豆粕的单位蛋白价值几乎相同，可根据两者单位蛋白价格高低进行采购。我国大豆对外依存度高达 85%，美国是仅次于巴西的第二大进口来源国，17 年进口量占比 34%。18 年来中美贸易摩擦加剧，美国加征大豆 25% 关税后税率达到 28%，导致进口量下滑，国内大豆价格走高，18 年下游豆粕受影响价格涨幅 6.2%，相较之下菜粕涨幅较低约 3.8%。海大可适时调整配方，使用菜粕替代豆粕约 15%。此外，价格昂贵的鱼粉也同样可使用其他廉价植物蛋白进行替代，目前海大的高档膨化鱼料鱼粉用量可降低至 15%，远低于行业平均 30% 的用量。

图 15: 饲料原料进口情况

|          | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 大豆 (百万吨) | 78.4   | 83.2   | 93.5   | 94.1   | 86.0   |
| 占比       | 89.85% | 87.61% | 90.34% | 88.52% | 83.41% |
| 巴西       | 44.83% | 49.03% | 45.90% | 53.29% | 75.04% |
| 美国       | 42.05% | 34.76% | 41.06% | 34.38% | 18.90% |
| 鱼粉 (万吨)  | 103.1  | 104.2  | 158.3  | 146.6  | 132.5  |
| 占比       | 69.95% | 72.41% | 78.41% | 76.92% | 75.71% |
| 秘鲁       |        | 51.51% | 27.51% | 60.25% | 59.20% |
| 越南       |        | 7.19%  | 8.03%  | 9.01%  | 9.93%  |
| 智利       |        | 6.28%  | 3.47%  | 4.78%  | 6.94%  |
| 美国       |        | 8.72%  | 7.02%  | 6.84%  | 5.49%  |
| 菜籽 (万吨)  | 459.1  | 401.1  | 426.0  | 471.5  | 400.0  |
| 占比       | 24.75% | 22.22% | 24.55% | 26.41% | 23.05% |
| 棉花 (百万包) | 8.3    | 4.4    | 5.0    | 5.7    | 8.5    |
| 占比       | 24.00% | 12.25% | 13.06% | 13.98% | 20.99% |
| 小麦 (百万吨) | 1.9    | 3.5    | 4.4    | 4.0    | 3.5    |
| 占比       | 1.66%  | 3.11%  | 3.71%  | 3.31%  | 2.80%  |
| 玉米 (百万吨) | 5.5    | 3.2    | 2.5    | 3.5    | 5.0    |
| 占比       | 2.73%  | 1.46%  | 0.96%  | 1.32%  | 1.82%  |

数据来源: USDA, 海关总署, 东吴证券研究所 (注: 占比为进口量占国内消费量比例)

图 16: 各类饲料中粕类原料占比

|     | 豆粕     | 菜粕     | 棉粕    | DDGS  |
|-----|--------|--------|-------|-------|
| 水产料 | 15-40% | 10-40% | 0-40% | 0-18% |
| 猪料  | 10-25% | 0-5%   | 0-5%  | 0-10% |
| 禽料  | 0-25%  | 0-18%  | 0-18% | 0-20% |

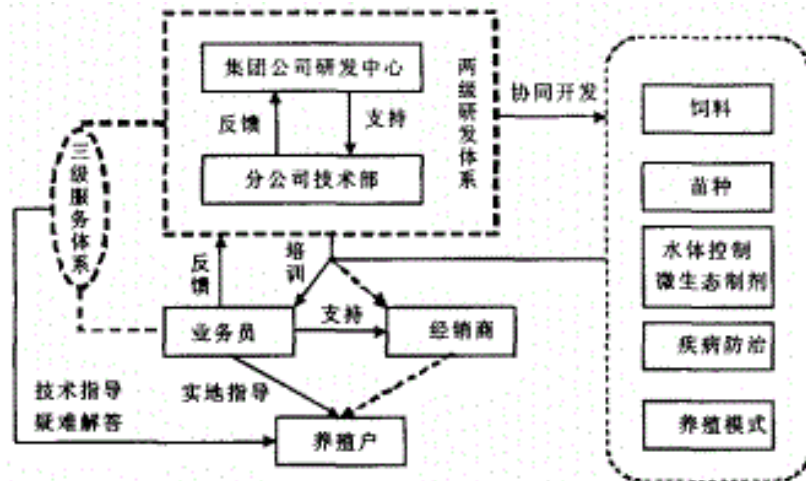
数据来源: 饲料信息网, 东吴证券研究所

## 2.4. 全流程服务模式增强客户黏性

海大从 06 年起定位服务型企业, 建立“苗种—饲料—放养模式—水质控制—疫病防治”全方位服务体系。在全国养殖密集区拥有数百个高效运作的服务站, 现有 5,000 多人的服务营销团队, 深入到塘口、养殖场收集终端消费习惯、饲料养殖效果、养殖模式和养殖需求等信息, 提供相应地喂养及调水方案, 使技术资源更匹配养殖户需求及整体效益最大化, 真正为其创造价值, 提升客户粘性。

全流程服务模式有三个盈利环节, 即苗种、饲料和微生态制剂, 苗种目前不是收入扩张点, 而是通过培育优质的苗种配合饲料板块的销售, 同时借助饲料业务产生的内部市场拉动动保的销售, 环环相扣, 加速渠道扩张, 同时提高成本转嫁及产品溢价能力。

图 17：“海大模式”及“三级服务体系”

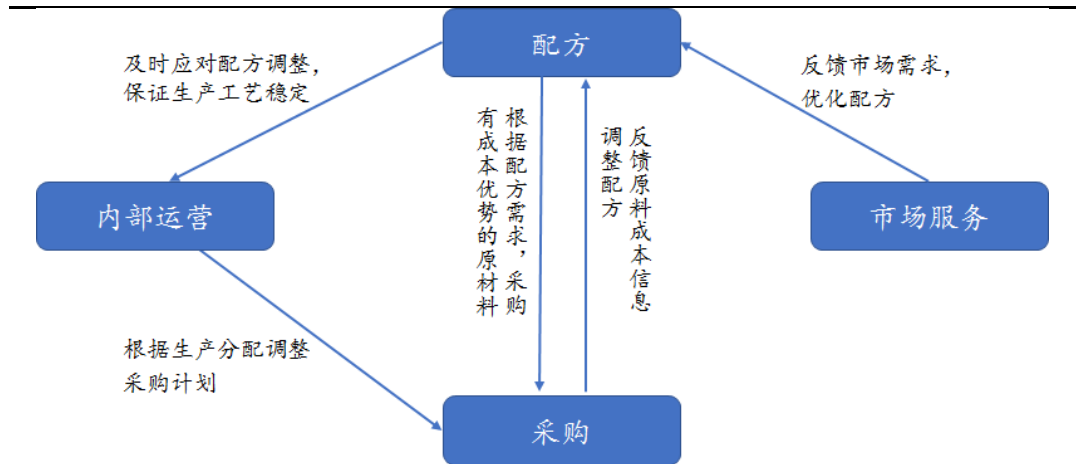


数据来源：《人力资本视角下高绩效组织的构建——基于海大集团的案例研究》，东吴证券研究所

此外，海大内部高效的运营能力对其业务发展形成有力支撑。推动 SAP、EPS 等管理软件落地，不断强化信息化系统：一方面，得益于数字化运作，可通过对各分子公司大数据作对比，优化运营方法；另一方面，流程化、标准化后高效的运转模式可迅速在集团体系内复制使用。

我们认为，海大凭借天时（90 年代饲料行业告别畜禽暴利时代）、地利（华南为水产养殖主产区）、人和（薛华的水产养殖专业知识及 3 年的农科院水产市场技术服务和产品开发经历）在水产料中占得先发优势，而其后迅速崛起的竞争壁垒在于：1) 高精尖的研发团队及持续的研发投入使其产品技术显著优于同行，而水产料近年来的盈利突破点便是膨化料、特种料等高端产品，这对于研发技术及生产能力有着较高的要求；2) 强大的采购能力构筑成本优势，通过集中采购、期货套保、原料贸易、配方调整等多策略灵活运用；3) 综合的养殖技术服务不断提升用户粘性；4) 高效的运营能力有力支撑产品专业化发展。同时，建立配方、采购、服务、运营“四位一体”的快速联动机制，充分展现强大的产品力优势。18 年水产料销量 311 万吨，规划 22 年达到 500 万吨，年均复合增速 13%。

图 18：海大“四位一体”的快速联动机制



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

除了传统强项水产料外，海大的核心竞争力和运作模式也同样适用于禽料。由于禽养殖规模化程度高、养殖周期短、模式清晰，相应地，禽料是各类饲料中标准化程度最高、也是相对饱和的市场，养殖户对饲料质量辨识能力强。因此，禽料的关键在于产品配方技术的灵活调整、采购优势及高效生产（快速的信息反馈和产品周转），这与海大的产品力相契合。18年禽料销量527万吨，由于前期禽流感、环保去产能、猪瘟影响下禽养殖行情转好，19年上半年禽料销量强势增长30%，规划22年达到900万吨，年均复合增速14%。同时，由于前期禽料的研发投入带来技术上的突破，配方成本远低于同行，19年上半年毛利率提升2pct，盈利能力将进一步提升。

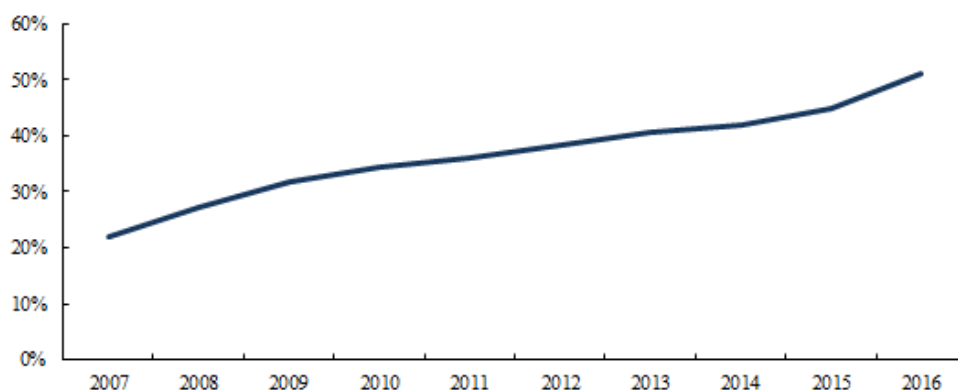
### 3. 战略性板块布局：猪料+生猪养殖+动保

#### 3.1. 猪料短期以性价比提升市占率，长期以前端料+服务切入规模户

猪料经营模式主要分为双胞胎模式和大北农模式两类。双胞胎以中大猪料为核心产品，面向散户市场，由于产品同质化程度高，追求的是成本管控和高性价比。大北农以前端料为核心产品，面向规模化养殖场，产品科技含量高、盈利能力强，同时提供动物营养专业指导、生物安全防控等配套服务以实现差异化。

猪料是海大未来3-5年的战略发展产业，采取双胞胎模式和大北农模式结合的策略，小户继续做，规模户快速切入。短期来看，我国生猪养殖行业依旧以散养户为主，2016年年出栏500头以下的小户出栏量占比约有一半。海大可充分发挥采购优势及运营效率降本降费，提高中大猪料的性价比，并利用经销商渠道活力，通过散养户快速做大，提升市占率。长期来看，海大注重前端料布局，17年9月以3亿收购山东大信60%股权，产品以乳猪教槽料、高档乳猪浓缩料等高端料为主，未来有望借助大信优化产品结构，扩大前端料等高端料占比，同时海大自身的研发实力以及养殖技术服务体系的落地也将助力进军规模化养殖场。

图 19：生猪出栏 500 头以上规模养殖比重 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

18 年 8 月非洲猪瘟爆发，截止 19 年 6 月，能繁母猪存栏同比下降 26.7%，再创历史降幅新高。猪瘟的爆发对于海大猪料业务而言机遇大于挑战，虽然疫情影响猪料增量，但对于饲料的免疫、抗病、服务等要求将明显提高，这也是海大发挥产品力的机会，有望把握猪瘟契机迅速打响猪料品牌。

### 3.2. 新一轮猪周期启动，生猪养殖弹性大

海大自 15 年起布局生猪养殖，致力于打造“种猪繁育-猪苗供应-饲料生产-生猪养殖-肉品加工”的生猪产业链。18 年生猪出栏 70 万头，其中 20 万头为自繁自养模式，50 万头为“公司+农户”模式，22 年规划出栏 500 万头。随着养殖规模的扩大及养殖体系的完善，成本有效下降至 12 元/公斤。同时养殖技术的积累、服务及专业人员的储备将为猪料的迅速发展及肉类加工的产业链延伸做好充分准备。

图 20：海大生猪养殖项目

| 时间     | 地点   | 投资金额 (亿元) | 项目  | 模式                      | 合作农户                            |
|--------|------|-----------|---|-------------------------|---------------------------------|
| 2017.2 | 广西宾阳 | 6         | 年产 50 万头的猪苗场及配套年产 20 万吨饲料生产项目                   | 新型“公司+农户”无公害定单生猪环保养殖模式  | 年出栏 1000 头育肥猪的农户 500 户          |
| 2017.2 | 贵州榕江 | 6         | 年产 50 万头的猪苗场及配套年产 15 万吨饲料生产项目                   | 新型“公司+农户”无公害定单生猪环保养殖模式  | 年出栏 500-1000 头育肥猪的农户 500-1000 户 |
| 2017.3 | 广西贵港 | 16        | 年出栏 100 万头仔猪的猪苗场及配套年产 20 万吨饲料生产项目               | 新型“公司+农户”无公害定单生猪环保养殖模式  | 年出栏 1000 头育肥猪的农户 1000 户         |
| 2017.3 | 陕西西乡 | 6         | 年出栏仔猪 50 万头的猪苗场及配套年产 20 万吨饲料生产项目                | “公司基地+专业农户”或“公司基地+养殖小区” |                                 |
| 2017.5 | 广西平果 | 6         | 年出栏 50 万头的商品猪（年存栏 2 万头母猪）养殖场及配套年产 20 万吨生物饲料生产项目 | 新型“公司+农户”无公害定单生猪环保养殖模式  | 年出栏 1000-2000 头育肥猪的农户 300-500 户 |

|         |          |     |  |                                |
|---------|----------|-----|--|--------------------------------|
| 2017.10 | 贵州<br>都匀 | 4.5 | 年出栏仔猪 30 万头的猪苗场及配套年产 15 万吨饲料厂（一期包括设计规模为 1 万头母猪繁育基地）<br>第一期建设年出栏生猪 30 万头生猪养殖项目；第二期，在出栏生猪达 20 万头/年时，启动配套年产 24 万吨生物饲料生产项目；第三期，在郴州各县/市区累计出栏生猪达 100 万头/年时，启动生猪屠宰及食品加工项目 | 年出栏 500-1000 头育肥猪的农户 300-600 户 |
| 2017.12 | 湖南<br>资兴 | 10  | 新型“公司+农户”无公害定单生猪环保养殖模式   |                                |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

非洲猪瘟启动新一轮猪周期，19、20 年生猪养殖板块弹性大。从猪价来看，19 年 7 月底猪价已超过 19 元/公斤，下半年猪瘟导致的供给缺口进一步体现，叠加 Q4 节假日高峰需求提振，19 年年底至 20 年年初猪价有望突破上一轮高点时的 21 元/公斤达 25 元/公斤。从景气时长来看，疫情反复发生下补栏积极性减弱，整体复养出栏成功率依旧较低，养殖龙头正在更迭复养技术、积累复养经验，预计完整掌握复养过程要到 20 年上半年，那么乐观的情况下大规模复养最早也要到 20 年下半年，对应生猪供应的改善要到 21 年年中，因而整体景气时长可延续至少 2 年以上。考虑到猪瘟影响养殖成本有所上升，按海大 19/20 年出栏量 80/140 万头计算，将贡献利润 1.3/5.9 亿（需注意生猪出栏及价格存在一定的不确定性）。

图 21：海大生猪养殖利润测算

|      | 出栏量（万头） | 猪价（元/公斤） | 利润（亿元） |
|------|---------|----------|--------|
| 2019 | 80      | 16       | 1.3    |
| H1   | 39      | 13       | -0.4   |
| H2   | 41      | 18       | 1.7    |
| 2020 | 140     | 18       | 5.9    |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 动保为海大模式中不可或缺的一环，增长空间大

海大 03 年起布局动保，14 年成立动保经营部，16 年升级为动保事业部，统筹研发、生产、销售，成为战略性发展的重点板块之一。

**水产动保方面**，整体市场规模在 50-60 亿，处于发展培育阶段。海大已形成完善的“研发-生产-中试-销售”一整套体系，旗下有 1 个研发中心、3 个生产基地和 1 个中试基地，并通过“饲料+动保”模式快速发展，以微生态制剂为主，18 年收入超 3 亿，市占率约 7%，成为业内领先者。目前海大主要聚焦集团内部客户服务，同时也会拓展外部市场，内部渠道带来的市场容量在 15-20 亿（300 万吨水产料对应 15 亿水产动保市场），仍有充分的提升空间。

**畜禽动保方面**，整体市场规模在 500-600 亿。海大 12 年 12 月以 1178.68 万（增资

160.3万+资本公积 1018.38万) 增资持有和生堂 60.04% 股权(畜禽保健防病的中药产品及预混剂产品), 13年3月以 5050万收购广东现代农业集团研究院 100% 股权, 15年5月以 1.07 亿收购川宏 67% 股权(畜禽用预防疫苗产品), 逐步扩大畜禽动保布局。

海大在动保领域的优势主要来自广泛的饲料客户群、强大的产品研发能力和优秀的技术服务团队。目前水产动保内部渠道的市场份额仍有充足的提升空间, 且新的商业模式推出后外部市场的开拓也将贡献可观的增量。畜禽动保虽然竞争较为激烈(生物股份、中牧股份、普莱柯等占据较大份额), 但猪产业链布局的逐步完善将助力动保产品的增长。18年动保收入合计 4.73 亿, 规划 22 年收入达到 20 亿, 年均复合增速 43%, 其中水产动保收入达到 10 亿, 市占率接近 20%。

#### 4. 报表质量优质, ROE 20%+业内领先

对比同业来看, 海大 ROE 占据绝对优势, 除 13 年遭遇行业整体不景气下滑、14 年调整修复外, 其余年份均保持 16%+, 17、18 年提升至 20%+, 盈利能力业内卓越, 主要得益于业务运作的高周转以及对成本费用的管控力度。

图 22: 饲料企业 ROE 对比

|      | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018    |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 海大集团 | 16.81% | 11.01% | 12.89% | 16.72% | 16.17% | 20.01% | 20.21%  |
| 新希望  | 16.55% | 15.68% | 13.68% | 11.98% | 12.19% | 10.81% | 7.87%   |
| 大北农  | 18.07% | 17.41% | 14.87% | 10.84% | 9.88%  | 13.16% | 4.97%   |
| 唐人神  | 11.38% | 7.53%  | 4.59%  | 4.43%  | 8.18%  | 10.33% | 4.00%   |
| 禾丰牧业 | 16.15% | 10.64% | 12.80% | 12.51% | 15.10% | 14.72% | 15.30%  |
| 傲农生物 | 0.00%  | 31.35% | 32.49% | 13.24% | 21.39% | 18.52% | 4.97%   |
| 金新农  | 6.84%  | 5.23%  | 7.51%  | 12.31% | 9.96%  | 4.11%  | -18.47% |
| 天马科技 | 31.87% | 20.58% | 18.99% | 18.36% | 19.13% | 12.01% | 8.30%   |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所(注: ROE 指标为加权净资产收益率)

从周转来看, 海大的资产周转率大幅领先同业, 是其 ROE 绝对优势的核心。高周转主要得益于: 1) “苗种—饲料—放养模式—水质控制—疫病防治” 全方位服务体系的构建, 对于产品快速销售起到拉动作用; 2) 配方、采购、服务、运营“四位一体”的快速联动机制, 能对原料价格及市场需求做出及时调整适配; 3) 通过产品力与服务吸引优质经销商资源、规模化客户, 能够采取现销模式, 应收账款周转率优于同业。

图 23: 饲料企业资产周转率对比

|      | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 海大集团 | 2.98 | 2.65 | 2.80 | 3.23 | 2.94 | 2.78 | 2.76 |
| 新希望  | 3.16 | 2.56 | 2.22 | 1.79 | 1.68 | 1.57 | 1.53 |
| 大北农  | 2.04 | 2.39 | 1.97 | 1.32 | 1.16 | 1.09 | 1.03 |
| 唐人神  | 3.02 | 2.82 | 3.18 | 2.46 | 2.50 | 2.56 | 2.46 |

|      |      |      |      |      |      |      |      |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 禾丰牧业 | 2.92 | 2.59 | 2.54 | 2.50 | 2.56 | 2.46 | 2.44 |
| 傲农生物 |      | 4.16 | 5.11 | 3.53 | 3.25 | 2.31 | 1.97 |
| 金新农  | 1.88 | 2.02 | 1.98 | 1.46 | 0.94 | 0.88 | 0.74 |
| 天马科技 | 1.63 | 1.10 | 1.21 | 1.10 | 0.92 | 0.86 | 0.79 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

从毛利率来看，近年来海大毛利率相对稳定且有小幅提升至约 11%，主要由于研发支撑产品结构优化升级、原料采购优势带来成本管控力度大，同时水产链全流程服务体系增加产品附加值。同业对比来看，虽然海大综合毛利率位于行业中位，但水产料、禽料毛利率均处于领先地位，水产料毛利率 15% 左右（仅次于以特种料为核心业务的天马科技，也可预见海大未来水产料毛利率将随产品结构进一步升级而提高），禽料毛利率 6% 左右。猪料由于切入时间相对较晚，目前以中大猪料为主，与大北农等前端料企业有一定差距，但随着高端料业务的放量推进，后续提升空间较大。

从费用端来看，海大管理费用率（剔除研发投入）处于行业低位，近年来均保持在 2.5% 以下，得益于内部高效的运营体系。销售费用和财务费用方面，海大一直保持在行业中位。

图 24：饲料企业毛利率及管理费用率对比

|              | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>毛利率</b>   |        |        |        |        |        |        |        |
| 海大集团         | 9.40%  | 8.47%  | 9.82%  | 9.42%  | 9.42%  | 10.99% | 10.77% |
| 新希望          | 5.36%  | 5.88%  | 5.93%  | 6.95%  | 7.97%  | 8.15%  | 8.73%  |
| 大北农          | 21.45% | 20.74% | 21.98% | 24.29% | 24.88% | 24.17% | 18.70% |
| 唐人神          | 9.93%  | 9.56%  | 9.12%  | 9.67%  | 9.47%  | 10.38% | 8.34%  |
| 禾丰牧业         | 9.33%  | 8.64%  | 9.52%  | 10.32% | 9.63%  | 8.57%  | 8.44%  |
| 傲农生物         |        | 15.53% | 16.15% | 18.75% | 17.50% | 18.86% | 13.70% |
| 金新农          | 12.10% | 11.81% | 14.17% | 14.03% | 15.04% | 18.46% | 14.75% |
| 天马科技         | 18.21% | 22.16% | 20.72% | 19.75% | 22.11% | 20.21% | 17.44% |
| <b>管理费用率</b> |        |        |        |        |        |        |        |
| 海大集团         | 2.22%  | 2.28%  | 2.59%  | 2.00%  | 1.69%  | 2.42%  | 2.29%  |
| 新希望          | 1.81%  | 2.08%  | 2.15%  | 2.56%  | 2.69%  | 2.97%  | 2.97%  |
| 大北农          | 2.11%  | 2.52%  | 3.38%  | 4.71%  | 4.42%  | 4.32%  | 4.56%  |
| 唐人神          | 1.89%  | 1.86%  | 1.91%  | 2.28%  | 2.14%  | 2.74%  | 2.45%  |
| 禾丰牧业         | 1.61%  | 1.92%  | 2.14%  | 2.14%  | 1.88%  | 1.65%  | 1.45%  |
| 傲农生物         |        | 1.90%  | 2.22%  | 4.34%  | 2.88%  | 3.38%  | 2.64%  |
| 金新农          | 2.77%  | 3.18%  | 3.32%  | 3.83%  | 4.88%  | 6.52%  | 8.31%  |
| 天马科技         | 3.19%  | 4.19%  | 3.47%  | 2.68%  | 2.85%  | 3.10%  | 2.48%  |

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：管理费用率剔除研发投入）

此外，海大拥有充沛的现金流+健康的资产负债结构。14 年起经营性现金流每年都在 10 亿以上（除 17 年下滑至 5 亿主要由于原料备货所致，从 18 年销量大幅增长 26% 可以后验策略的合理性）。同时资产负债率保持行业中位，18 年新增 18 亿长期借款用于

后续战略发展。值得注意的是，海大的预收账款近年来保持在 10 亿+，反映产品具有较强的护城河。

图 25：海大历年报表拆解（百万元）

|                | 2013     | 2014     | 2015     | 2016     | 2017     | 2018     | 2019H1   |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>利润表相关</b>   |          |          |          |          |          |          |          |
| 营业总收入          | 17930.41 | 21090.41 | 25567.40 | 27185.31 | 32556.63 | 42156.63 | 21064.29 |
| YOY            | 16.04%   | 17.62%   | 21.23%   | 6.33%    | 19.76%   | 29.49%   | 19.14%   |
| 毛利率 (%)        | 8.47%    | 9.82%    | 9.42%    | 9.42%    | 10.99%   | 10.77%   | 11.89%   |
| 期间费用率          | 6.71%    | 6.50%    | 5.69%    | 5.84%    | 6.75%    | 6.82%    | 7.72%    |
| 销售费用           | 486.44   | 568.64   | 674.43   | 761.03   | 1070.47  | 1377.93  | 815.37   |
| 销售费用率          | 2.71%    | 2.70%    | 2.64%    | 2.80%    | 3.29%    | 3.27%    | 3.87%    |
| 管理费用           | 586.97   | 703.61   | 677.12   | 756.30   | 1047.24  | 967.11   | 530.31   |
| 研发费用           |          |          |          |          |          | 309.17   | 164.71   |
| 管理费用率          | 3.27%    | 3.34%    | 2.65%    | 2.78%    | 3.22%    | 3.03%    | 3.30%    |
| 财务费用           | 129.29   | 99.03    | 102.40   | 70.27    | 80.45    | 219.05   | 116.74   |
| 财务费用率          | 0.72%    | 0.47%    | 0.40%    | 0.26%    | 0.25%    | 0.52%    | 0.55%    |
| 归母净利润          | 340.36   | 538.46   | 779.98   | 855.81   | 1207.23  | 1437.28  | 673.92   |
| YOY            | -24.76%  | 58.20%   | 44.85%   | 9.72%    | 41.06%   | 19.06%   | 12.24%   |
| 净利率 (%)        | 1.90%    | 2.55%    | 3.05%    | 3.15%    | 3.71%    | 3.41%    | 3.20%    |
| ROE (%)        | 9.49%    | 12.98%   | 16.67%   | 16.00%   | 19.40%   | 19.71%   | 8.49%    |
| <b>资产负债表相关</b> |          |          |          |          |          |          |          |
| 应收票据及应收账款      | 496.21   | 521.67   | 567.93   | 588.12   | 779.49   | 1106.65  | 1,823.57 |
| YOY            | 31.17%   | 5.13%    | 8.87%    | 3.56%    | 32.54%   | 41.97%   | 10.05%   |
| 存货             | 1418.77  | 1960.25  | 1634.55  | 2057.36  | 3383.85  | 4843.78  | 5,051.25 |
| YOY            | 9.91%    | 38.17%   | -16.62%  | 25.87%   | 64.48%   | 43.14%   | 30.92%   |
| 应付票据及应付账款      | 740.01   | 837.00   | 657.77   | 939.14   | 1228.19  | 1512.86  | 1,707.12 |
| YOY            | 15.39%   | 13.11%   | -21.41%  | 42.78%   | 30.78%   | 23.18%   | 14.53%   |
| 预收账款           | 355.17   | 454.77   | 706.44   | 1158.08  | 1187.39  | 1307.26  | 2174.30  |
| YOY            | 13.53%   | 28.04%   | 55.34%   | 63.93%   | 2.53%    | 10.10%   | 4.92%    |
| 资产负债率 (%)      | 44.76%   | 42.58%   | 37.72%   | 43.54%   | 48.05%   | 52.64%   | 56.45%   |
| <b>现金流量表相关</b> |          |          |          |          |          |          |          |
| 经营活动产生的现金流量净额  | 697.94   | 1071.40  | 1414.06  | 1142.15  | 494.22   | 1035.76  | 328.36   |
| 投资活动产生的现金流量净额  | -756.98  | -554.42  | -613.79  | -996.35  | -1071.45 | -2005.55 | -1242.03 |
| 筹资活动产生的现金流量净额  | 477.72   | -851.09  | -542.65  | 242.93   | 426.39   | 1740.05  | 528.23   |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

分业务来看：1) 饲料保持稳健增长，水产料市占率持续提升且产品结构优化升级，量利双升；禽料发挥高性价比优势规模稳步扩大；猪料 19 年受猪瘟影响增速下滑，20 年下半年出栏有望逐步兑现，猪料加速发展。2) 生猪养殖受益新一轮周期猪价上行贡

献弹性，预计 19/20 年利润达到 1.3/5.9 亿。3) 动保受益饲料客户积累将加速扩张，以内部渠道为主，并逐步拓展全市场。

图 26：海大主营业务预测

|               | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>   | <b>42157</b>  | <b>50904</b>  | <b>60636</b>  | <b>72465</b>  |
| YOY           | 29.49%        | 20.75%        | 19.12%        | 19.51%        |
| <b>毛利率</b>    | <b>10.77%</b> | <b>11.42%</b> | <b>12.22%</b> | <b>12.33%</b> |
| <b>饲料</b>     |               |               |               |               |
| <b>1、水产料</b>  |               |               |               |               |
| 销量 (万吨)       | 311           | 362           | 408           | 452           |
| 收入 (百万元)      | 15552         | 18262         | 20816         | 23356         |
| YOY           | 20.3%         | 17.4%         | 14.0%         | 12.2%         |
| 毛利率           | 15.8%         | 15.7%         | 15.9%         | 16.1%         |
| <b>2、禽料</b>   |               |               |               |               |
| 销量 (万吨)       | 527           | 678           | 779           | 857           |
| 收入 (百万元)      | 13283         | 17495         | 20509         | 22989         |
| YOY           | 30.6%         | 31.7%         | 17.2%         | 12.1%         |
| 毛利率           | 5.6%          | 7.4%          | 7.5%          | 7.5%          |
| <b>3、猪料</b>   |               |               |               |               |
| 销量 (万吨)       | 232           | 225           | 270           | 351           |
| 收入 (百万元)      | 6130          | 5851          | 7021          | 9654          |
| YOY           | 78.4%         | -4.6%         | 20.0%         | 37.5%         |
| 毛利率           | 10.8%         | 11.2%         | 11.3%         | 11.3%         |
| <b>农产品销售</b>  |               |               |               |               |
| <b>1、生猪养殖</b> |               |               |               |               |
| 出栏量 (万吨)      | 70            | 80            | 140           | 240           |
| 收入 (百万元)      | 893           | 1344          | 2849          | 4224          |
| <b>2、水产苗种</b> |               |               |               |               |
| 收入 (百万元)      | 280           | 316           | 364           | 437           |
| <b>3、禽肉加工</b> |               |               |               |               |
| 收入 (百万元)      | 565           | 1413          | 2543          | 4577          |
| <b>贸易业务</b>   |               |               |               |               |
| 收入 (百万元)      | 4,875         | 5,509         | 5,619         | 5,900         |
| 毛利率           | 3.1%          | 3.2%          | 3.3%          | 3.4%          |
| <b>动保产品销售</b> |               |               |               |               |
| 收入 (百万元)      | 473           | 592           | 769           | 1154          |
| 毛利率           | 47.3%         | 48.0%         | 49.5%         | 50.0%         |
| <b>其他主营业务</b> |               |               |               |               |

|         |     |     |     |     |
|---------|-----|-----|-----|-----|
| 收入（百万元） | 102 | 122 | 146 | 176 |
|---------|-----|-----|-----|-----|

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计 19-21 年公司实现营收 509.0/606.4/724.7 亿元，同增 20.7%/19.1%/19.5%；归母净利润分别为 17.7/24.2/29.7 亿元，同增 22.9%/37.0%/22.5%。当前股价对应 PE 为 27.3X/20.0X/16.3X，考虑到饲料龙头研发、采购、服务、运营协同发力高筑护城河，首次覆盖，给予“买入”评级！

图 27：饲料行业可比公司估值表

| 证券简称        | 市值（亿元）     | 归母净利润（亿元）   |             |             | PE          |             |             |
|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|             |            | 19E         | 20E         | 21E         | 19E         | 20E         | 21E         |
| 新希望         | 822        | 32.4        | 53.3        | 72.1        | 25.4        | 15.4        | 11.4        |
| <b>海大集团</b> | <b>483</b> | <b>17.7</b> | <b>24.2</b> | <b>29.7</b> | <b>27.3</b> | <b>20.0</b> | <b>16.3</b> |
| 大北农         | 220        | 9.7         | 22.2        | 26.5        | 22.6        | 9.9         | 8.3         |
| 禾丰牧业        | 132        | 7.9         | 9.7         | 13.2        | 16.7        | 13.5        | 9.9         |
| 唐人神         | 109        | 4.9         | 13.3        | 15.8        | 22.0        | 8.2         | 6.9         |
| 傲农生物        | 101        | 3.3         | 11.8        | 11.9        | 30.6        | 8.5         | 8.5         |
| 金新农         | 49         | 0.9         | 4.5         | 6.3         | 53.3        | 10.8        | 7.8         |
| 天马科技        | 27         | 1.2         | 1.5         | 1.8         | 22.8        | 18.5        | 15.0        |

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：除海大集团外其余均为 Wind 一致预期）

## 6. 风险提示

**自然灾害及疫情风险：**养殖行业受天气、涝灾等自然因素影响明显，同时禽流感、猪瘟等疫病也将影响畜禽存栏，进而对饲料销量造成冲击。

**原材料价格波动：**大宗原料豆粕、鱼粉、玉米、菜粕等价格变动将直接影响饲料成本，同时豆粕、鱼粉等原料与国际市场价格走势密切相关，因而国际贸易因素将对其造成一定影响。

**产品调整不及预期：**水产料在向膨化料、特种料等高端料升级转型时可能遭遇技术、渠道等开拓阻力，猪料在切入规模化养殖场、提升前端料占比时也可能遭遇不及预期的表现。

**生猪养殖不确定性风险：**生猪养殖为海大后续的战略板块，若生猪出栏及价格不及预期则会影响业绩弹性。

海大集团三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)        |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                    | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |                  | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>流动资产</b>        | <b>9292</b>  | <b>9531</b>  | <b>11738</b> | <b>11786</b> | <b>营业收入</b>      | <b>42157</b> | <b>50904</b> | <b>60636</b> | <b>72465</b> |
| 现金                 | 1735         | 3428         | 2797         | 1737         | 减:营业成本           | 37616        | 45090        | 53225        | 63534        |
| 应收账款               | 1107         | 1317         | 1641         | 1983         | 营业税金及附加          | 53           | 67           | 81           | 95           |
| 存货                 | 4844         | 2679         | 5519         | 5126         | 营业费用             | 1378         | 1883         | 2244         | 2681         |
| 其他流动资产             | 1606         | 2107         | 1782         | 2940         | 管理费用             | 1276         | 1629         | 2031         | 2442         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>8073</b>  | <b>9102</b>  | <b>10781</b> | <b>12549</b> | 财务费用             | 219          | 178          | 199          | 186          |
| 长期股权投资             | 39           | 29           | 33           | 33           | 资产减值损失           | 66           | 62           | 85           | 101          |
| 固定资产               | 4555         | 5466         | 6574         | 7917         | 加:投资净收益          | 151          | 127          | 151          | 143          |
| 在建工程               | 724          | 1053         | 1290         | 1397         | 其他收益             | 69           | 48           | 67           | 86           |
| 无形资产               | 929          | 1063         | 1219         | 1401         | <b>营业利润</b>      | <b>1768</b>  | <b>2170</b>  | <b>2990</b>  | <b>3655</b>  |
| 其他非流动资产            | 1827         | 1491         | 1664         | 1801         | 加:营业外净收支         | -2           | 16           | 7            | 7            |
| <b>资产总计</b>        | <b>17366</b> | <b>18633</b> | <b>22519</b> | <b>24336</b> | <b>利润总额</b>      | <b>1766</b>  | <b>2185</b>  | <b>2996</b>  | <b>3662</b>  |
| <b>流动负债</b>        | <b>6951</b>  | <b>6746</b>  | <b>8881</b>  | <b>8535</b>  | 减:所得税费用          | 282          | 362          | 497          | 600          |
| 短期借款               | 2716         | 3259         | 3585         | 2868         | 少数股东损益           | 47           | 57           | 79           | 96           |
| 应付账款               | 1513         | 1273         | 1733         | 2362         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>1437</b>  | <b>1766</b>  | <b>2421</b>  | <b>2966</b>  |
| 其他流动负债             | 2722         | 2213         | 3564         | 3305         | EBIT             | 1985         | 2363         | 3195         | 3848         |
| <b>非流动负债</b>       | <b>2191</b>  | <b>2257</b>  | <b>2084</b>  | <b>1882</b>  | EBITDA           | 2478         | 2883         | 3830         | 4623         |
| 长期借款               | 1843         | 2027         | 1824         | 1642         |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债            | 348          | 230          | 259          | 240          | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| <b>负债合计</b>        | <b>9142</b>  | <b>9003</b>  | <b>10965</b> | <b>10418</b> | 每股收益(元)          | 0.91         | 1.12         | 1.53         | 1.88         |
| 少数股东权益             | 478          | 560          | 672          | 809          | 每股净资产(元)         | 4.90         | 5.74         | 6.88         | 8.29         |
| 归属母公司股东权益          | 7746         | 9070         | 10882        | 13109        | 发行在外股份(百万股)      | 1581         | 1581         | 1581         | 1581         |
| <b>负债和股东权益</b>     | <b>17366</b> | <b>18633</b> | <b>22519</b> | <b>24336</b> | ROIC(%)          | 13.0%        | 13.2%        | 15.7%        | 17.5%        |
|                    |              |              |              |              | ROE(%)           | 19.7%        | 20.4%        | 23.6%        | 24.0%        |
|                    |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 10.8%        | 11.4%        | 12.2%        | 12.3%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | 销售净利率(%)         | 3.4%         | 3.5%         | 4.0%         | 4.1%         |
| 经营活动现金流            | 1036         | 3249         | 2292         | 3275         | 资产负债率(%)         | 52.6%        | 48.3%        | 48.7%        | 42.8%        |
| 投资活动现金流            | -2006        | -3128        | -3515        | -4130        | 收入增长率(%)         | 29.5%        | 20.7%        | 19.1%        | 19.5%        |
| 筹资活动现金流            | 1740         | 1571         | 593          | -205         | 净利润增长率(%)        | 19.1%        | 22.9%        | 37.0%        | 22.5%        |
| 现金净增加额             | 784          | 1692         | -631         | -1060        | P/E              | 33.61        | 27.35        | 19.96        | 16.29        |
| 折旧和摊销              | 493          | 520          | 635          | 775          | P/B              | 6.24         | 5.33         | 4.44         | 3.68         |
| 资本开支               | 1865         | 2994         | 3465         | 4022         | EV/EBITDA        | 22.48        | 18.69        | 14.75        | 12.33        |
| 营运资本变动             | 1463         | 444          | 72           | 394          |                  |              |              |              |              |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

