

推荐（维持）

饲料龙头 全产业链布局

风险评级：中风险

海大集团（002311）深度报告

2019年9月30日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

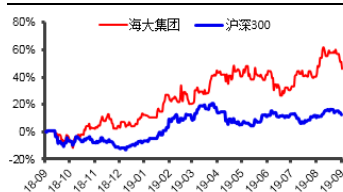
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2019年9月27日

收盘价(元)	32.42
总市值(亿元)	512.52
总股本(亿股)	15.81
流通股本(亿股)	15.53
ROE(TTM)	18.67%
12月最高价(元)	34.65
12月最低价(元)	18.62

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **公司是国内饲料龙头之一。**公司成立于2004年，主营水产和畜禽饲料的研发、生产和销售，并向动保、动物种苗、畜禽养殖和健康食品等全产业链发展。其中水产和畜禽饲料生产销售是公司核心业务，营收占比80%左右。饲料产品主要包括水产饲料、禽饲料和猪饲料等。公司目前在海内外拥有近300家子公司、1个中央研究院、十余个中试基地，员工超过2万人。2018年，公司饲料销量1070万吨，居全国前三。
- **我国饲料行业市场空间大，未来仍有增长潜力。**我国饲料工业起始于上世纪70年代。十二五期间，我国饲料产量稳居世界首位，约占全球饲料总产量的25%。近几年，我国饲料产量规模仍在不断扩大，但增速由两位数放缓至个位数水平。我国饲料工业总产值不断上升。根据中国饲料工业协会统计，2018年全国饲料工业总产值8872亿元，同比增长5.7%；总营业收入8689亿元，同比增长6%。我国人均肉类消费量低于世界平均水平 and 发达国家。未来随着收入持续提升，我国居民肉类消费仍将保持稳定增长，拉动饲料需求保持增长。
- **公司竞争优势明显。品种齐全：**公司在水产预混料基础上先后进入淡水鱼料、虾料、膨化鱼料、海水鱼料、特种水产料领域等。目前公司的饲料品种涵盖猪饲料、禽饲料及水产饲料，品种齐全、结构均衡。**饲料总规模居行业前列。**2018年公司饲料生产规模达到1065万吨，销量达到1070万吨。公司产销规模仅次于新希望，居行业第二。其中禽料销量仅次于新希望；水产料销量居行业前列；猪料销量在A股公司中居前五。**基本覆盖重点养殖区域。**公司在主要的养殖区域设厂布局，主要采取“中心+分子公司”的运营模式，饲料产品当地生产、当地销售，同时技术研究院、采购中心、财务中心、工厂运营中心、营销中心、流程与信息管理中心、人力资源中心等中心向各分、子公司提供原料采购、产品配方、技术指导等专业支持并进行统筹管理。公司目前在华南、华东、华北、华东等主要养殖区域及东南亚等海外市场全面布局工厂和开发当地市场。
- **投资建议：维持推荐评级。**预计公司2019-2020年EPS分别为1.1元和1.5元，对应PE分别为29倍和21倍。公司饲料规模不断扩大，产品结构持续优化。从长期来看，公司具备核心竞争优势，持续推进全产业链发展，未来有望成长为大型农牧集团公司。维持推荐评级。
- **风险提示。**原料价格波动、疫情风险等

目 录

1. 公司是国内饲料龙头企业之一	4
1.1 主营以饲料为核心，全产业链布局	4
1.2 发展已历经四个阶段 新的五年规划开始起航	4
1.3 股权结构相对稳定	5
2. 我国饲料行业市场空间大 未来仍有增长潜力	6
2.1 我国饲料行业规模稳居世界第一	6
2.2 未来仍有较大增长潜力	6
2.3 我国饲料行业格局分散 龙头集中度还有很大提升空间	8
3. 公司竞争优势	8
3.1 规模优势	8
3.2 区域优势	10
3.3 研发优势突出	11
3.4 全产业链延伸	13
3.5 财务指标对比	14
4. 投资建议：维持推荐评级	16

插图目录

图 1：公司 2018 年营收构成（%）	4
图 2：公司 2018 年营收构成（亿元）	4
图 3：公司荣誉	5
图 4：公司股权结构（截至 2019 年上半年末）	5
图 5：我国饲料产量及同比增速（万吨，%）	6
图 6：2018 年我国饲料产品产量占比（%）	6
图 7：我国全国居民人均肉类消费量（公斤/年）	7
图 8：2017 年人均肉类消费量（公斤/年）	7
图 9：我国生猪养殖不同规模的养殖场占比（%）	7
图 10：公司 2018 年不同品种饲料销量占比（%）	8
图 11：公司 2018 年不同品种饲料销量（万吨）	8
图 12：公司饲料产销规模（万吨）	9
图 13：A 股同行业上市公司 2018 年饲料销量（万吨）	9
图 14：公司销售区域营收占比（%）	10
图 15：公司销售区域营收同比增速（%）	10
图 16：公司研发支出及其占比（亿元，%）	11
图 17：公司研发人员数量及其占比（人，%）	11
图 18：公司部分产品获奖情况	12
图 19：公司原料贸易营收（亿元）	13
图 20：公司原料贸易营收占比（%）	13
图 21：公司生猪出栏量及同比增速（万头，%）	14
图 22：公司出栏量构成（万头）	14
图 23：公司动保业务营收（亿元）	14
图 24：公司动保业务营收占比（%）	14
图 25：公司毛利率净利率（%）	15
图 26：公司期间费用率（%）	15

表格目录

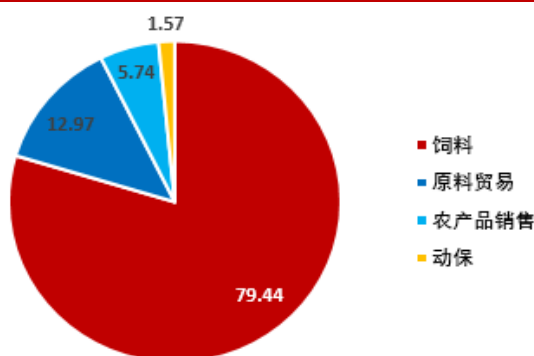
表 1：国内主要饲料公司产量	8
表 2：公司可转债募投资金投向	9
表 3：公司部分子公司分布	10
表 4：A 股上市饲料公司研发投入情况	12
表 5：A 股上市饲料公司 2018 年盈利能力指标	15
表 6：A 股上市饲料公司 2018 年末营运能力指标	15
表 7：公司盈利预测简表	17

1. 公司是国内饲料龙头企业之一

1.1 主营以饲料为核心，全产业链布局

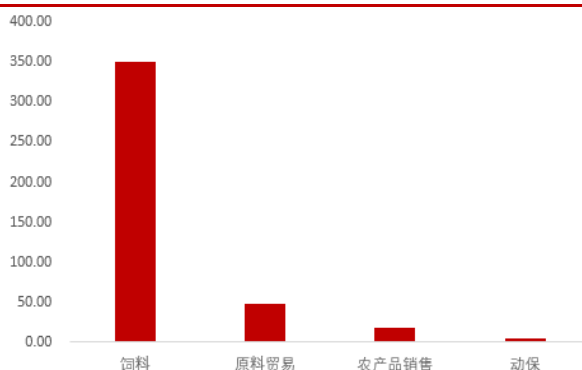
公司是国内饲料龙头企业之一。公司成立于2004年，主营水产和畜禽饲料的研发、生产和销售，并向动保、动物种苗、畜禽养殖和健康食品等全产业链发展。其中水产和畜禽饲料生产销售是公司核心业务，营收占比80%左右。饲料产品主要包括水产饲料、禽饲料和猪饲料等。动保产品主要包括水产和畜禽类使用的微生态产品、疫苗和兽药等，目前以水产动保为主。动物种苗主要为虾苗和鱼苗等水产苗种。经过二十多年的发展，公司在海内外拥有近300家子公司、1个中央研究院、十余个中试基地，员工超过2万人。2018年，公司饲料销量1070万吨，居全国前三。

图 1：公司 2018 年营收构成（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 2：公司 2018 年营收构成（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

1.2 发展已历经四个阶段 新的五年规划开始起航

第一阶段：1998-2002年起步阶段。1998年初，公司前身广州海大饲料公司成立，同时成立海大畜牧水产研究中心，主要从事水产预混料的研发生产与销售。1998年4月，在湖北成立嘉鱼分公司，开始全价料生产。2001年，公司水产预混料市占率全国第一。2002-2003年，先后成立广州番禺大川饲料公司、汕头海隆饲料公司、广州海维饲料公司，进军华南饲料市场，并推动华南水产饲料由颗粒料向膨化料升级。

第二阶段：2003-2007年快速成长阶段。2003年海大集团成立，建立了“集团专业中心+分子公司”的管控模式。2003-2005年，先后成立苏州海大、成都海大、岳阳海大、泰州海大、湛江海大等公司，加快在华中、华南、华东和西南等市场的布局。2007年成立海兴农、百荣苗种公司，公司水产苗种业务起步。

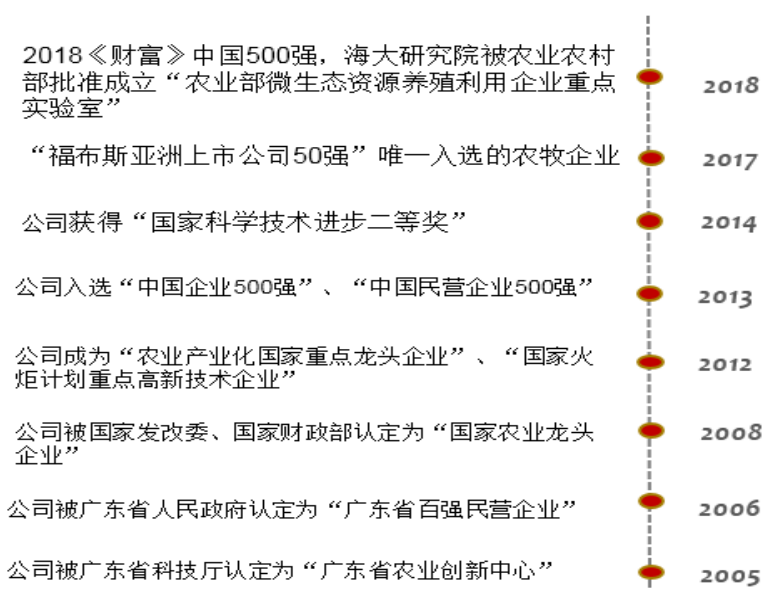
第三阶段：2008-2011年二次腾飞阶段。2009年，公司登陆A股。2010-2011年，先后成立华中大区、华南大区、虾特事业部和集团猪料部。分子公司达到40余家，公司进入全国饲料行业前五强，水产饲料、动保产品、水产苗种全国第一。2011年，公司与升龙生物合作，成立越南升龙公司，进军海外。

第四阶段：2012-2016年稳健增长阶段。2012年，公司经营委员会成立，提高了集团战

略管理能力。2013年公司先后收购了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，开始在动物用疫苗、兽药、水产微生态制剂及兽用微生态制剂上研发和生产，动保产业逐步壮大。2014年，公司提出了“服务更坚决、营销更坚决”的战略方针。进军非洲市场。

新发展阶段：2017年至今。2018年，公司饲料销量超过1000万吨，盈利能力稳步提升。下一个五年，海大饲料销量年均增长200万吨以上，2022年目标销量达到2000万吨。渠道上继续深耕优势区域华南市场，提高华东、华中和中原地区市占率，加大新区域如华北、西北和东北的开发，继续开发海外市场。业务发展仍将以饲料为核心业务，构建全产业链综合核心竞争能力。

图 3：公司荣誉

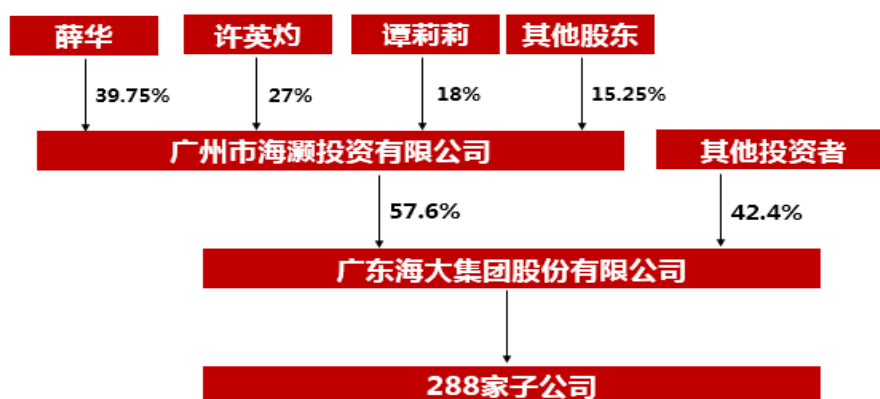


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.3 股权结构相对稳定

公司股权结构相对稳定。公司控股股东是由其创始人团队控股的广州市海灏投资有限公司，持有公司 57.6%股份。实际控制人薛华通过广州市海灏投资有限公司持有公司 22.9%股份。自上市以来，公司控股股东暂未减持过所持有的公司股份。

图 4：公司股权结构（截至 2019 年上半年末）



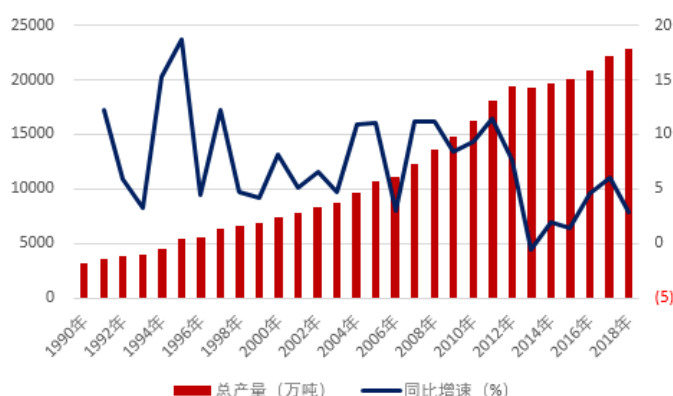
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2.我国饲料行业市场空间大 未来仍有增长潜力

2.1 我国饲料行业规模稳居世界第一

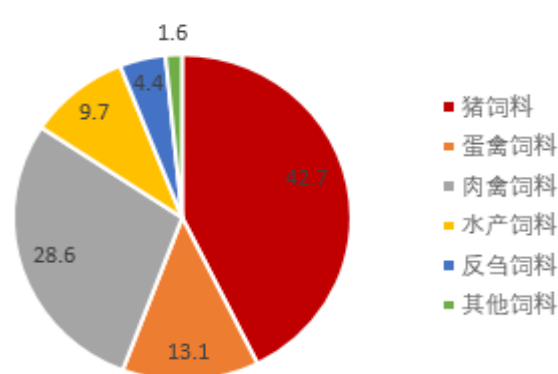
我国饲料产业规模大，稳居世界第一。我国饲料工业起始于上世纪70年代。2011年，我国饲料产量超越美国跃居世界第一。十二五期间，我国饲料产量稳居世界首位，约占全球饲料总产量的25%。2018年，全国饲料总产量达到2.28亿吨，同比增长2.8%。我国饲料工业总产值不断上升。根据中国饲料工业协会统计，2018年全国饲料工业总产值8872亿元，同比增长5.7%；总营业收入8689亿元，同比增长6%。

图 5：我国饲料产量及同比增速（万吨，%）



资料来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

图 6：2018 年我国饲料产品产量占比（%）



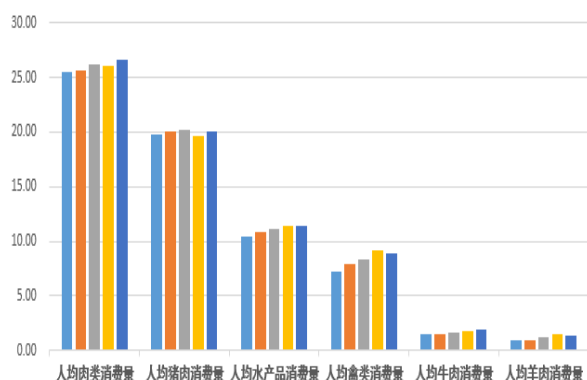
资料来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

2.2 未来仍有较大增长潜力

我国人均肉类消费量仍具上升空间，拉动饲料需求保持上升。2017年，我国全国居民人均肉类消费量为26.67千克/年，其中城镇居民和农村居民人均肉类消费量分别为29.21千克/年和23.61千克/年。与发达国家相比，我国人均肉类消费量仍然较低。根据经合组织-粮农组织农业展望数据，2017年全球人均猪禽牛羊肉消费量为34.66公斤/年，发达国家人均猪禽牛羊肉消费量为68.36公斤/年。而同期我国人均猪禽牛羊肉消费量为

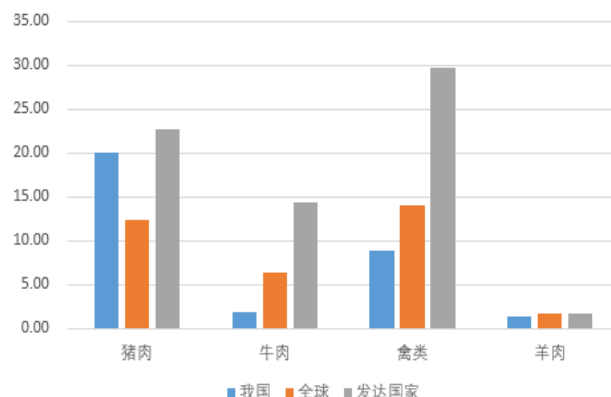
32.2公斤/年。由于消费习惯的不同，我国猪肉人均消费量高于全球猪肉人均消费量，但牛肉、禽肉和羊肉人均消费量均低于全球平均水平。与发达国家相比，我国猪、牛、禽、羊肉人均消费量均低于发达国家。未来随着收入持续提升，我国居民肉类消费仍将保持稳定增长，拉动饲料需求保持增长。

图 7：我国全国居民人均肉类消费量（公斤/年）



资料来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

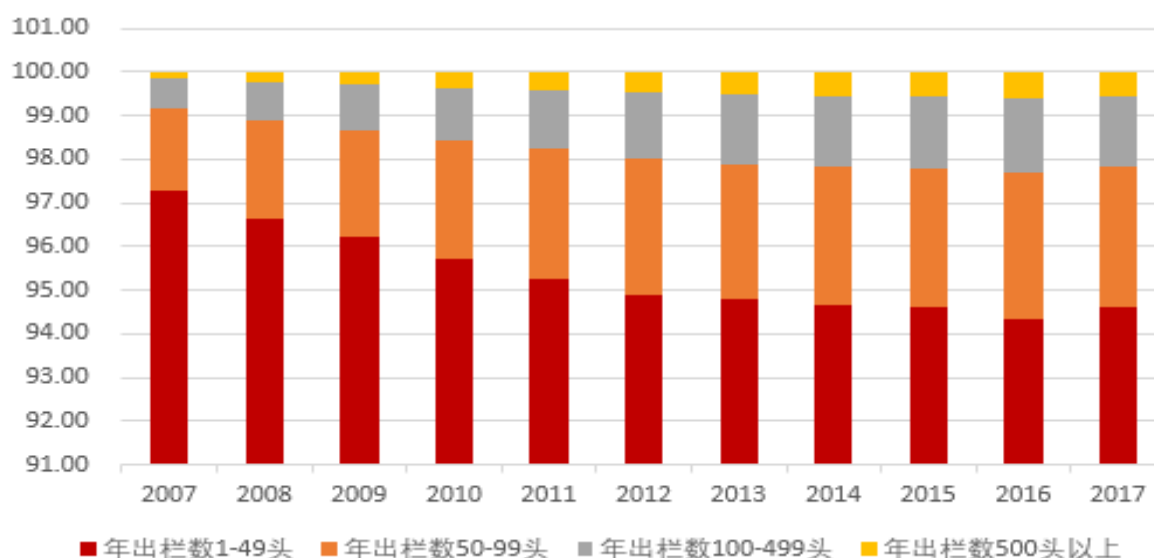
图 8：2017 年人均肉类消费量（公斤/年）



资料来源：wind，东莞证券研究所

规模化养殖趋势推动饲料普及率的提升。目前我国肉鸡和蛋鸡工业饲料普及率已超过90%，规模化发展拉动饲料增产的潜力较小。但我国生猪养殖因散养户占比过高，工业饲料的部分需求被自配料取代了，工业饲料普及率大大低于鸡饲料普及率。目前我国生猪年出栏50头以下的养殖场占比约为95%，年出栏500头以上的养殖场占比约为0.6%，超大型（年出栏5万头以上）占比仅为0.001%。而美国在1982年年出栏量500头以上的养殖场占比就达到了56%左右；2010占比则超过了95%，超大型养殖场占比超过了10%。我国未来将加大对规模化养殖的政策支持。根据国务院9月份印发的《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》，要加大对生猪主产区支持力度。到2022年，养殖规模化率达到58%左右，到2025年达到65%以上；猪肉自给率保持在95%左右。

图 9：我国生猪养殖不同规模的养殖场占比（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

2.3 我国饲料行业格局分散 龙头集中度还有很大提升空间

我国饲料行业产业格局分散，龙头市占率还较低。根据全国饲料工业协会统计数据显示，2016年我国饲料加工企业约7047家，平均单厂产能仅2.97万吨，远低于发达国家饲料业平均水平。从龙头公司的产量占比来看，产量处于前三的公司包括新希望、海大集团和双胞胎集团，2018年饲料产量分别为1715万吨、1065.4万吨和1000万吨，占我国饲料总产量比重分别为7.5%、4.7%和4.4%，CR3产量占比约为16.6%。与德国、日本CR3在30%以上的集中度相比，我国龙头集中度还有较大提升空间。

表 1：国内主要饲料公司产量

公司	主营	饲料品种	2018年饲料产量 (万吨)	产量占 比(%)
新希望	饲料、白羽肉禽、猪养殖、食品等	禽料、猪料、水产料和其他料	1714.8	7.5
海大集团	饲料、苗种、动保、养殖等	水产料、畜禽料	1065.4	4.7
双胞胎集团	饲料	畜禽料	1000	4.4
唐人神	饲料、养殖等	猪料、禽料、水产料	494.9	2.2
正邦科技	饲料、养殖、食品、兽药、农药等	猪料、禽料	479.6	2.1
大北农	饲料、养殖、种业、动保等	猪料、水产料、反刍料、禽料	457.4	2.0
通威股份	饲料、光伏等	水产料、禽料、猪料	428.1	1.9
禾丰牧业	饲料、屠宰、养殖等	猪料、禽料、反刍料、水产料	234.9	1.0
傲农生物	饲料、养殖、动保等	猪料、水产料、禽料、反刍料	166.5	0.7
天康生物	饲料、养殖、兽药、油脂加工等	猪料、水产料、禽料、反刍料	116.4	0.5
金新农	饲料、养殖、动保等	猪料	76.2	0.3
天邦股份	养殖、饲料、动保等	猪料、水产料	62.31	0.3
正虹科技	饲料、养殖	猪料、禽料、水产料	41.7	0.2
天马科技	饲料	水产料	11.2	0.0
合计				27.9

资料来源：公司公告，网络新闻，东莞证券研究所

备注：双胞胎数据来自网络新闻。正邦科技 479.6 万吨为 2018 年销量。

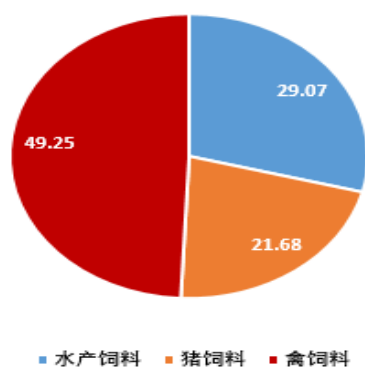
3.公司竞争优势

3.1 规模优势

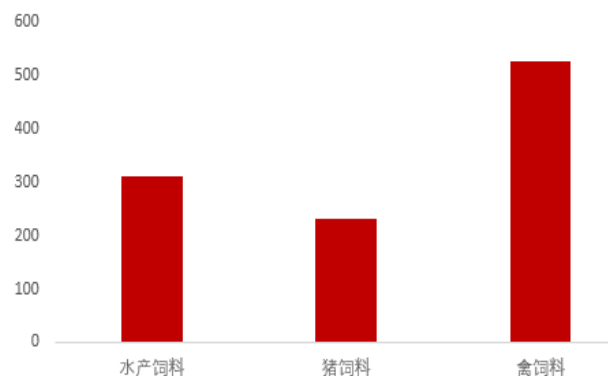
饲料品种齐全。公司从做水产预混料起步，经过3年时间水产预混料销量达到全国第一，到目前为止一直保持着水产预混料行业龙头地位。在水产预混料基础上先后进入淡水鱼料、虾料、膨化鱼料、海水鱼料、特种水产料等领域等。目前公司的饲料品种涵盖猪饲料、禽饲料及水产饲料，品种齐全、结构均衡。

图 10：公司 2018 年不同品种饲料销量占比 (%)

图 11：公司 2018 年不同品种饲料销量 (万吨)



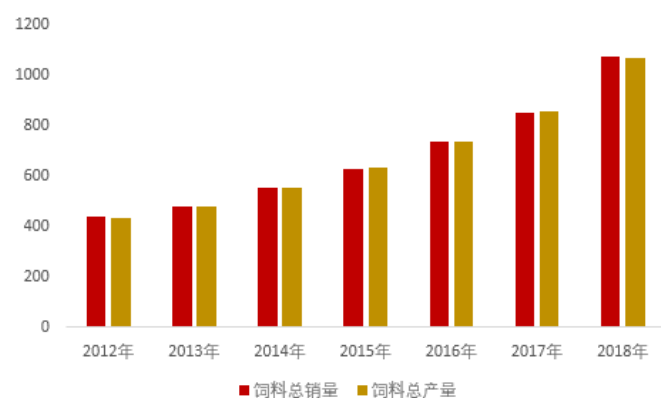
资料来源：公司公告，东莞证券研究所



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

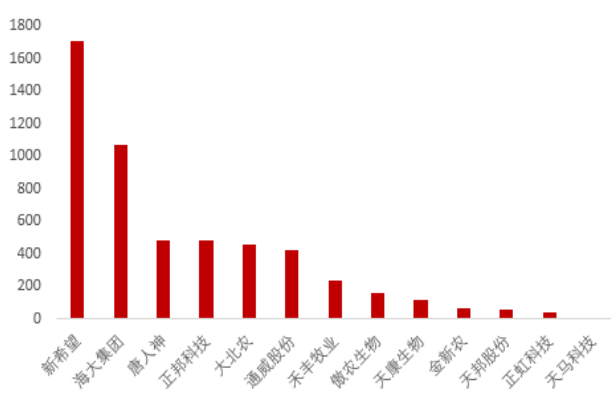
饲料规模不断扩大，总规模居行业前列。2018年公司饲料生产规模达到1065万吨，销量达到1070万吨。2013-2018年产量和销量年均复合增速分别为17.3%和17.4%，增速快于行业整体增速。公司产销规模仅次于新希望，居行业第二。公司饲料产品主要包括禽料、水产料和猪料。其中禽料销量超过500万吨，仅次于新希望；水产料销量超过300万吨，规模居行业前列；猪料销量超过200万吨，规模在A股公司中居前五。

图 12：公司饲料产销规模（万吨）



资料来源：全国饲料工业协会，东莞证券研究所

图 13：A 股同行业上市公司 2018 年饲料销量（万吨）



资料来源：wind，东莞证券研究所

产品结构持续优化。水产饲料持续结构优化。草鱼、鲫鱼、罗非鱼等大众颗粒饲料销量增长趋缓。受益于家庭消费升级和餐饮业发展，鲈鱼、鳊鱼、乌鳢、黄颡鱼等中高档鱼的市场需求增大。公司从2013年开始重点布局特种水产饲料。2018年公司鲈鱼、生鱼、黄颡鱼、金鲳鱼等特种水产品鱼饲料销量同比增长近40%，已经连续多年实现高增长；小龙虾饲料销量同比增长超过100%。公司在特种鱼料产品市占率已进入市场前列。

持续扩建产能。公司拟公开发行可转债，募集资金总额不超过34.21亿元，其中近30亿元投向饲料扩充项目，4.3亿元用于偿还银行贷款。本次募投项目中，公司共增加饲料生产线102条，其中膨化饲料生产线42条。膨化饲料产能建设能较好解决公司近几年高端膨化饲料产能紧张的局面，支撑公司大力发展特种鱼饲料市场。本次募投项目达产后预计将新增总产量298.44万吨，将进一步增加公司的畜禽和水产饲料产能。

表 2：公司可转债募投资金投向

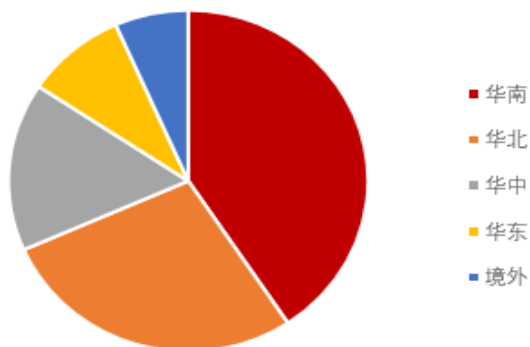
序号	项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募投资金（万元）
1	南通海大年产 24 万吨饲料项目	1.71	1.01
2	清远海大年产 24 万吨饲料项目	1.17	0.75
3	淮安海龙年产 20 万吨饲料项目	2.71	1.81
4	南宁海大年产 48 万吨饲料项目	2.53	2.36
5	肇庆高要年产 24 万吨饲料项目	2.67	1.00
6	福州海大年产 18 万吨饲料项目	3.45	3.08
7	清远海贝年产 3 万吨饲料项目	2.16	1.71
8	韶关海大年产 40 万吨饲料项目	1.54	1.40
9	清远海龙年产 72 万吨饲料项目	3.97	3.70
10	宣城海大年产 38 万吨饲料项目	1.70	1.65
11	和县海大年产 30 万吨饲料项目	2.19	2.13
12	开封海大年产 30 万吨饲料项目	1.80	1.71
13	湛江海大年产 20 万吨饲料项目	2.21	2.15
14	玉林海大年产 45 万吨饲料项目	3.12	3.12
15	四川荣川年产 20 万吨饲料项目	2.34	2.34
16	偿还银行贷款	4.3	4.3
合计		39.57	34.21

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.2 区域优势

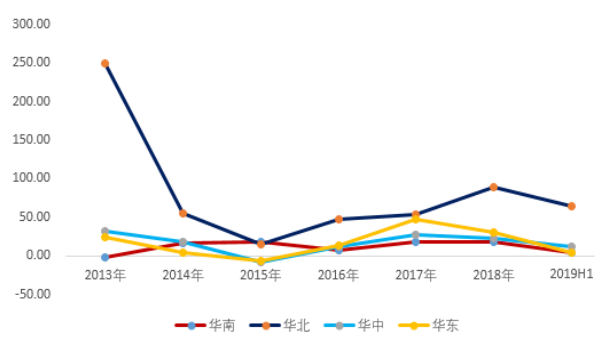
基本覆盖重点养殖区域。公司在主要的养殖区域设厂布局，主要采取“中心+分子公司”的运营模式，饲料产品当地生产、当地销售，同时技术研究院、采购中心、财务中心、工厂运营中心、营销中心、流程与信息管理中心、人力资源中心等中心向各分、子公司提供原料采购、产品配方、技术指导等专业支持并进行统筹管理。公司目前在华南、华东、华北、华东等主要养殖区域及东南亚等海外市场全面布局工厂和开发当地市场。华南市场是公司最核心的市场，营收占比超过50%，近年来营收保持稳增。华北市场是第二大重点市场，近年来营收保持高速增长。

图 14：公司销售区域营收占比（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 15：公司销售区域营收同比增速（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 3：公司部分子公司分布

省份	子公司数量	子公司分布城市
广东省	25	广州、佛山、鹤山、江门、揭阳、廉江、茂名、台山、阳江、肇庆、珠海
山东省	18	惠民县、海阳市、单县、定陶县、郓城县、郓城县、济宁市、东阿县、高唐县、临沂市、费县、郯城县、青岛市、青州市、滕州市、邹城市
江苏省	11	溧阳市、淮安金湖经济开发区、淮安市淮阴区五里镇、连云港市、射阳县、泗阳县、泰州兴化经济开发区、盐城市、徐州市大许镇、徐州市黄集镇
河南省	7	汤阴县、济源市、通许县、睢县、新乡经济技术开发区、获嘉县、禹州市
湖北省	7	鄂州市、天门市、武汉市、浠水县、枝江市
福建省	6	连江县、光泽县、龙海市、蒲城县、长泰县
湖南省	5	常德市、中方县、湘潭县、益阳市、南县
广西省	4	贵港市、平南县、钦州市、陆川
安徽省	2	池州市、淮南市
甘肃省	2	兰州市
河北省	2	大名县、晋州市
江西省	2	赣州市经济开发区、进贤县
辽宁省	2	鞍山市、沈阳市
陕西省	2	蒲城县、杨凌示范区
四川省	2	眉山市、眉山市
天津市	2	滨海新区、武清区
云南省	2	大理市、曲靖市
浙江省	2	嘉善县、绍兴市
重庆市	2	开州区、荣昌区
贵州省	1	修文县
海南省	1	澄迈县

资料来源：公司公告，百度企业信用，东莞证券研究所

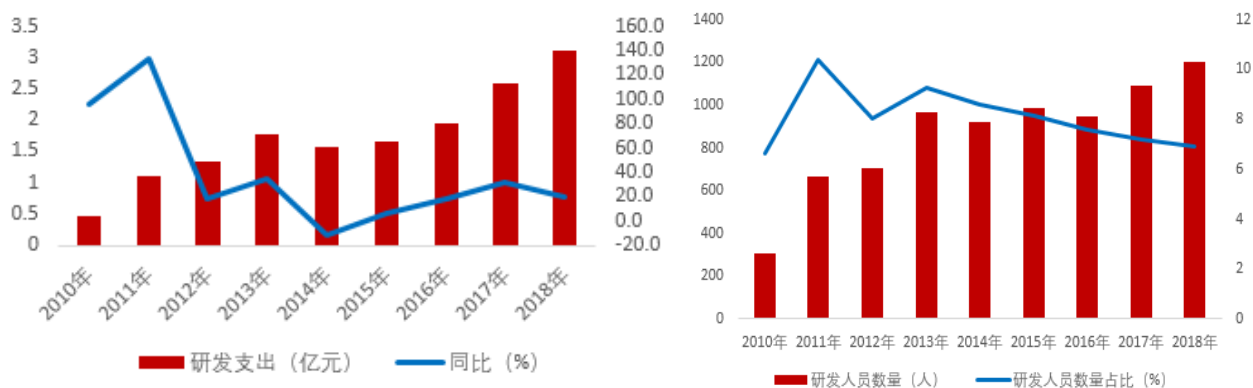
3.3 研发优势突出

持续加大研发投入。公司近几年研发投入保持较快增长。2018年研发投入由2010年的0.48亿元增长至3.1亿元，年均复合增速约为26%，增速高于同期营收增速。9年间研发投入累计超过15亿元。与A股同行业上市公司相比，2018年研发投入金额远大于饲料规模更大的新希望，仅次于大北农，居行业第二。

研究团队不断壮大，实力不断增强。2018年研发人员数量由2010年307人增长至1200人，现拥有营养学、微生物学、生物化工、生物技术、遗传学、养殖学、预防兽医、生物学、临床兽医学等专业博士59人，硕士220人的千人高精尖研发团队。与A股同行业上市公司相比，公司研发团队人数仅次于正邦科技，居行业第二。

图 16：公司研发支出及其占比（亿元，%）

图 17：公司研发人员数量及其占比（人，%）



资料来源：全国饲料工业协会，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

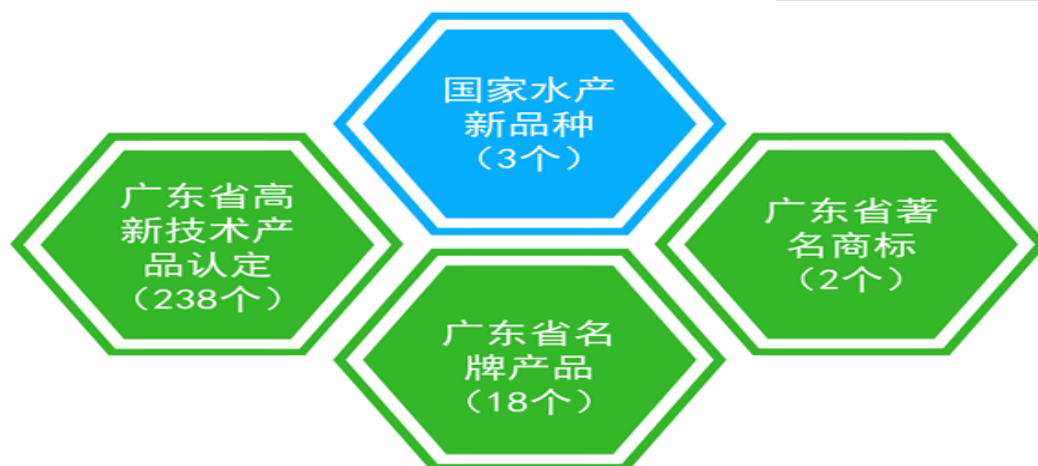
表 4：A 股上市饲料公司研发投入情况

证券代码	证券简称	2018 年研发支出 (亿元)	2018 年研发支出占营收比重 (%)	2018 年研发人员 (人)	2018 年研发人员数量占比 (%)
000876.SZ	新希望	0.9	0.1	464	0.8
002311.SZ	海大集团	3.1	0.7	1200	6.9
002157.SZ	正邦科技	2.1	0.9	1302	7.9
002385.SZ	大北农	4.9	2.6	1200	7.0
603609.SH	禾丰牧业	0.6	0.4	162	3.4
002567.SZ	唐人神	0.9	0.6	477	6.3
603363.SH	傲农生物	1.1	1.9	279	6.1
002100.SZ	天康生物	0.9	1.7	203	7.4
002124.SZ	天邦股份	1.1	2.5	210	4.8
002548.SZ	金新农	0.5	1.9	127	5.4
603668.SH	天马科技	0.6	3.7	97	17.2
000702.SZ	正虹科技	0.2	1.4	113	9.8

资料来源：wind，东莞证券研究所

研发实力突出。公司拥有一个研究院，三大研究中心、十余个研发中试基地，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所、禽饲料技术研究所、猪饲料技术研究所、动物育种研究所、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。海大集团研究院现已成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。海大研究院已获得自主知识产权核心技术233项，其中，发明专利162项、实用新型专利56项、外观设计15项。已获得自主知识产权核心技术233项，其中，发明专利162项、实用新型专利56项、外观设计15项。

图 18：公司部分产品获奖情况

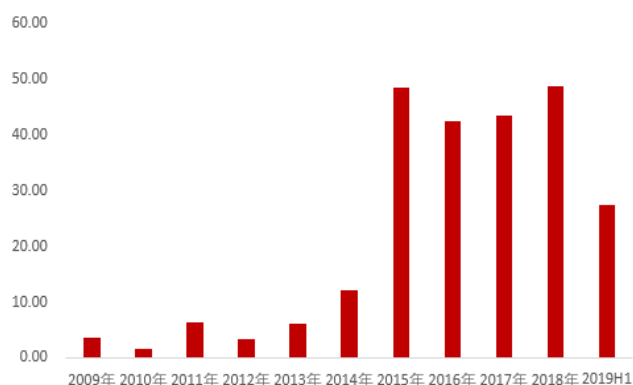


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

3.4 全产业链延伸

发挥大规模采购优势，发展原料贸易业务。公司发挥大规模采购优势，降低采购成本。公司按照细分市场组建专门采购队伍，并将采购人员奖金与原料采购价差挂钩进行激励与考核。建立专门原料信息研究部门，实时跟踪、研究、判断国内外大宗原料的行情走势。公司将所需要的玉米、豆粕、鱼粉、棉粕和菜粕等大宗原材料通过集团采购中心统一安排采购计划并进行商务谈判后，交各分子公司与供应商签署采购合同，并集中对玉米和豆粕进行期货套期保值。公司利用自身采购优势发展了原料贸易业务，拓展新的业绩增长点。公司近几年原料贸易规模不断扩大。2018年原料贸易营收达到48.75亿元，营收占比约为11.6%。

图 19：公司原料贸易营收（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 20：公司原料贸易营收占比（%）

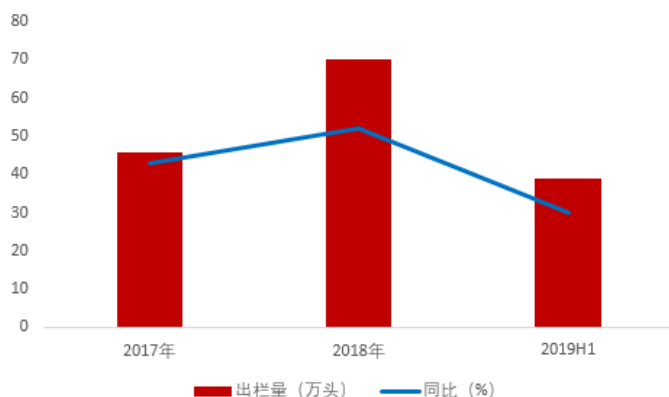


资料来源：wind，东莞证券研究所

向下游生猪养殖业延伸。公司生猪养殖业务初起步，采用“公司+农户”的业务模式为主，即公司为农户主提供种苗、饲料、疫苗等养殖必须产品，商定养殖过程主要技术要求后由农户主完成养殖过程，公司回收成品对外销售。公司也有部分自繁自养的生产基地，未来将进一步扩大生产规模。公司加快推进储备土地建设手续的完善，准备好随时扩大猪场建设规模和加快投资建设进度。目前公司生猪养殖土地储备约2万亩，分别分布于广东、广西、湖南、湖北、贵州和山东，可满足建设20多万头母猪（约500万头肥

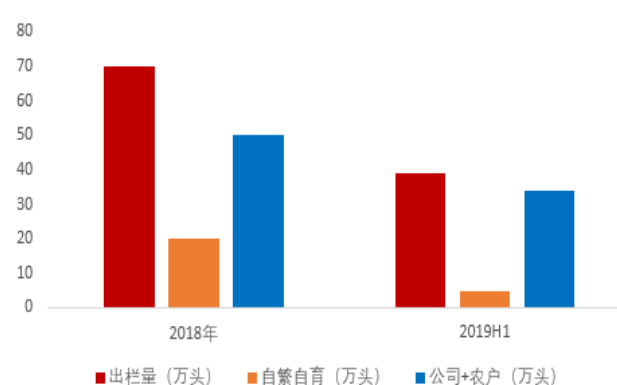
猪）产能布局。2019年上半年公司生猪出栏39万头，同比增长30%，其中自繁自育约5万头，外购仔猪约34万头。公司养殖体系、养殖技术不断完善，不断储备养殖人才，养殖业务后续有望快速发展。

图 21：公司生猪出栏量及同比增速（万头，%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

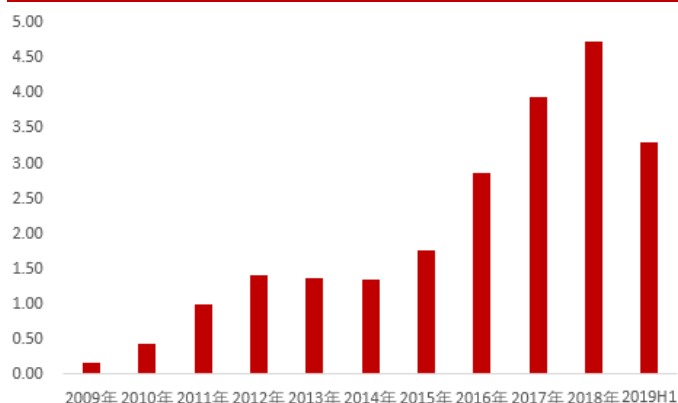
图 22：公司出栏量构成（万头）



资料来源：wind，东莞证券研究所

动保业务初具规模。公司动保产品包括水产和畜禽类使用的微生态产品、疫苗、兽药等，目前以水产动保为主。公司水产动保经过多年的发展已经有很强的服务体系，并且拥有良好的内部经销渠道，也拥有了较强的品牌基础。2018年公司启动了东南亚水产动保工厂的建设，未来东南亚水产动保的销售将成为增长新亮点。公司畜禽动保仍处于起步阶段。公司国内生猪疫苗、兽药等产业研发储备多年，未来自身业务发展及在对畜禽饲料发展的支撑上都有巨大空间。

图 23：公司动保业务营收（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 24：公司动保业务营收占比（%）



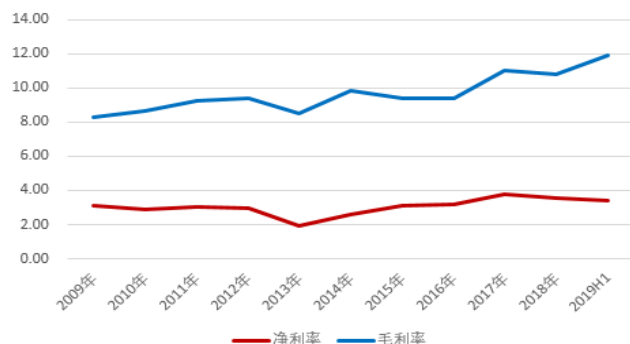
资料来源：wind，东莞证券研究所

3.5 财务指标对比

盈利能力持续提升，费用控制能力突出，净资产收益率领先于可比公司。公司近几年毛利率、净利率、净资产收益率持续提升。与A股同行业上市相比，公司毛利率与SW饲料行业毛利率持平。但净利率明显高于SW饲料行业净利率，主要原因在于费用控制能力突出，期间费用率低于大部分可比公司，低于SW饲料行业。公司的净资产收益率遥遥领先

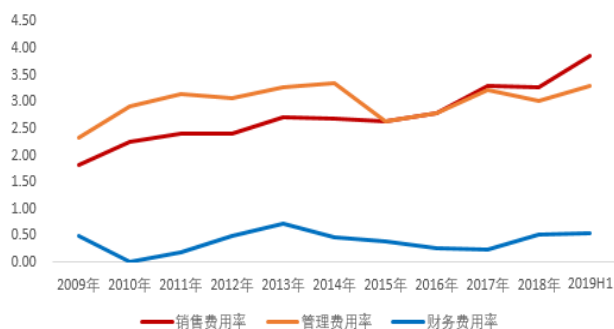
于可比公司，主要原因在于总资产周转率明显高于可比公司。

图 25：公司毛利率净利率 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 26：公司期间费用率 (%)



资料来源：wind，东莞证券研究所

表 5：A 股上市饲料公司 2018 年盈利能力指标

证券代码	证券简称	毛利率 (%)	净利率 (%)	期间费用率 (%)	ROE(摊薄) (%)
002311.SZ	海大集团	10.77	3.52	6.82	18.56
603609.SH	禾丰牧业	8.44	3.84	4.98	14.33
000702.SZ	正虹科技	8.35	3.93	7.80	10.72
002100.SZ	天康生物	21.04	5.71	14.56	9.77
000876.SZ	新希望	8.73	3.94	5.99	7.90
603668.SH	天马科技	17.44	4.89	11.99	7.88
002385.SZ	大北农	18.70	2.52	16.29	5.18
002567.SZ	唐人神	8.34	1.27	5.89	4.02
603363.SH	傲农生物	13.70	0.18	12.76	3.70
002157.SZ	正邦科技	10.23	0.87	8.85	2.99
002548.SZ	金新农	14.75	-9.34	17.44	-22.22
002124.SZ	天邦股份	11.69	-12.73	14.39	-24.03
SW 饲料行业		10.86	2.58	7.38	6.69

资料来源：wind，东莞证券研究所

营运能力好于大部分行业可比公司。公司存货周转效率处于行业前列，快于SW饲料行业。应收账款周转效率处于行业可比公司中等水平，但好于SW饲料行业。

表 6：A 股上市饲料公司 2018 年末营运能力指标

证券代码	证券简称	存货周转率 (次)	应收账款周转率 (次)
002100.SZ	天康生物	2.45	25.56
002124.SZ	天邦股份	3.21	88.17
603668.SH	天马科技	3.26	5.01
002157.SZ	正邦科技	5.25	49.92
002385.SZ	大北农	6.25	12.70
002548.SZ	金新农	6.38	9.60

000702.SZ	正虹科技	6.59	267.01
002311.SZ	海大集团	9.14	45.42
603609.SH	禾丰牧业	10.97	42.01
000876.SZ	新希望	12.00	126.37
603363.SH	傲农生物	12.05	13.98
002567.SZ	唐人神	12.79	86.01
SW 饲料行业		7.99	36.42

资料来源：wind，东莞证券研究所

4.投资建议：维持推荐评级

预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.1 元和 1.5 元，对应 PE 分别为 29 倍和 21 倍。公司饲料规模不断扩大，产品结构持续优化。猪料受非瘟影响预计 2019 年有所下滑，预计明年随着补栏量回升，增速有望逐步回升。受益猪价上涨，禽养殖有望保持高景气度，公司禽料销售有望保持快增。受益猪肉替代效应，水产养殖景气度有望回升，公司水产饲料销售有望保持稳增。从长期来看，公司具备核心竞争优势，持续推进全产业链发展，未来有望成长为大型农牧集团公司。持推荐评级。

风险提示：原料价格波动、疫情风险、自然灾害等。

表 7：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	42,157	50,588	60,200	71,036
营业总成本	40,299	48,650	57,503	67,782
营业成本	37,616	45,023	53,096	62,440
营业税金及附加	53	61	72	85
销售费用	1,378	1,669	2,047	2,557
管理费用	967	1,518	1,806	2,131
财务费用	219	304	391	462
其他经营收益	164	175	175	175
公允价值变动净收益	13	25	25	25
投资净收益	151	150	150	150
营业利润	1,768	2,113	2,872	3,428
加 营业外收入	27	0	0	0
减 营业外支出	29	0	0	0
利润总额	1,766	2,113	2,872	3,428
减 所得税	282	317	431	514
净利润	1,484	1,796	2,441	2,914
减 少数股东损益	47	63	72	34
归母公司所有者的净利润	1,437	1,732	2,369	2,880
基本每股收益(元)	0.91	1.10	1.50	1.82
PE（倍）	34.4	28.5	20.9	17.2

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn