

海大集团 (002311.SZ) 海大集团：打造极致产品与服务的农牧龙头

2021年02月18日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

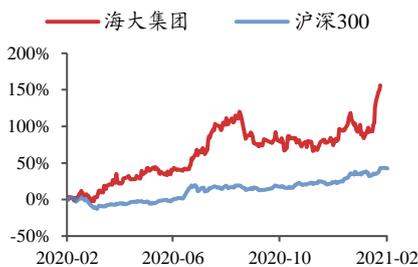
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2021/2/18
当前股价(元)	84.40
一年最高最低(元)	89.00/31.84
总市值(亿元)	1,402.06
流通市值(亿元)	1,389.65
总股本(亿股)	16.61
流通股本(亿股)	16.47
近3个月换手率(%)	39.38

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-主营业务保持全面增长，业绩符合预期》-2021.1.15

《公司信息更新报告-三季报略超预期，水产料、猪料逆势增长》-2020.10.27

《公司信息更新报告-饲料航母乘风破浪，各项业务并肩前行》-2020.7.28

● 现代化农牧龙头企业，以产品服务驱动价值增长

海大集团是一家围绕养殖产业提供整体解决方案的现代化农牧企业。公司业务聚焦水产及畜禽养殖产业链，以饲料业务为主营，经过23年的发展业务内容已延伸农牧领域的8个类别及方向。公司2020年实现营业收入604.2亿元，同比增长26.9%；预计归母净利润25.0亿元，同比增长51.6%。公司全年饲料对外销售量1470万吨，同比增长19.6%；随着公司生猪养殖产能持续扩增，全品类饲料需求量保持高位，以及公司产品结构持续优化，毛利率较高的特种水产料增幅有望扩大，我们预计2020-2022年归母净利润为25.0/33.2/39.7亿元（此前预测值为25.0/31.1/35.6亿元），对应EPS分别为1.5/2.0/2.4元，当前股价对应PE分别为56.1/42.2/35.3倍，公司业绩稳步增长，维持“买入”评级。

● 需求带动公司产品转型，公司水产链业务盈利能力稳步提升

我国水产消费需求持续增长，消费升级催化养殖产品结构调整，政策驱动水产供给养殖比持续提升，叠加渔业养殖行业对养殖效率及养殖安全考量的增加，共塑水产养殖行业的黄金十年。公司水产业务实现全产业链布局，种苗、动保、膨化鱼料及虾料销售量快速增长，抬高公司水产链盈利能力。

● 禽链业务向末端食品流通环节贯通，盈利能力顺势抬升

公司全品类布局，禽饲料销售量受益于周期共振，2019年禽饲料销量711万吨，同比增长35%。公司禽链服务能力趋于完整，已实现向末端食品加工及食品流通环节的贯通，食品高毛利抬升公司禽链业务整体盈利能力。

● 猪链业务驶入规模扩增快车道，公司十年沉淀迎厚积薄发

公司于非洲猪瘟在我国出现后加快生猪养殖业务战略储备与布局，目前已经在全国成立44家养猪子公司，累计签订生猪产能超1100万头。公司于2020年底加快储备产能建设投产，我们预计2025年可实现生猪出栏750万头。

● **风险提示：**上游原材料成本大幅上涨；肉禽产能高位，存在去产能预期；生猪养殖疫病风险仍存，公司生猪养殖产能投产节奏较慢；水产养殖疫病高发。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	42,157	47,613	60,420	77,391	94,175
YOY(%)	29.5	12.9	26.9	28.1	21.7
归母净利润(百万元)	1,437	1,649	2,500	3,319	3,971
YOY(%)	19.1	14.7	51.6	32.8	19.6
毛利率(%)	10.8	11.3	11.4	11.8	12.2
净利率(%)	3.4	3.5	4.1	4.3	4.2
ROE(%)	18.0	18.4	22.1	23.6	22.8
EPS(摊薄/元)	0.87	0.99	1.50	2.00	2.39
P/E(倍)	97.5	85.0	56.1	42.2	35.3
P/B(倍)	18.1	15.4	12.7	10.1	8.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 打造极致产品与服务的现代化农牧龙头	5
1.1、 以饲料业务为核心，拓宽多环节服务能力	5
1.2、 围绕价值增长，打造产品与服务	7
2、 水产行业发展迎来黄金十年	9
2.1、 我国水产品消费量持续增长	9
2.2、 政策推动中国水产养殖比例持续提升	10
2.3、 需求升级驱动我国水产品结构调整	11
3、 公司围绕水产养殖提供完整解决方案	13
3.1、 优质种苗奠定养殖先天优势	14
3.2、 科学饲喂扩大养殖后天优势	15
3.3、 科学动保为长期健康养殖护航	18
4、 禽链业务向食品流通环节贯通	20
4.1、 饲料业务稳定受益于周期共振	20
4.2、 禽料供给仍存在较大增长空间	22
4.3、 公司禽料业务优势不断扩大	23
4.4、 屠宰及食品加工有望抬高企业禽链业务整体盈利	23
5、 十年一剑，生猪链业务驶入快车道	24
5.1、 生猪养殖行业集约化转型趋势确定	24
5.2、 生猪饲料需求量持续恢复	25
5.3、 公司生猪链业务开始加速	26
6、 “技术+战略”共塑企业长期竞争力	28
6.1、 技术驱动是企业的底层能力	28
6.2、 战略管理筑高企业上层能力	30
6.2.1、 公司不断强化自身服务营销战略	30
6.2.2、 公司不断完善自身的竞争战略	32
7、 盈利预测	32
8、 风险提示	33
附： 财务预测摘要	34

图表目录

图 1： 公司饲料销售量居全国第二	5
图 2： 公司饲料销售量保持高速增长（CAGR=20.0%）	5
图 3： 公司营业收入保持高速增长（CAGR=22.9%）	6
图 4： 饲料业务是公司第一大业务，收入占比 81.9%	6
图 5： 公司过去十年盈利能力稳步提升	6
图 6： 2019 年饲料业务毛利率较 2010 年提升 2.5pct	6
图 7： 公司非饲料业务具备更强的盈利能力（2019）	6
图 8： “中心+分子公司”的经营模式提升了公司的运营管理效率	7
图 9： “集团+区域”的采购机制增强了原材料成本管控能力	8
图 10： 公司商品及外汇套期保值业务能力成熟	8
图 11： 公司原料贸易业务毛利率维持在 3.0%左右	8
图 12： “四位一体”持续验证、提升公司产品力	9

图 13: 我国水产品产量平稳增长	9
图 14: 我国水产品消费量逐年增长	9
图 15: 渔业捕捞规模逐年下滑	10
图 16: 水产养殖产量逐年提升	10
图 17: 我国水产品养捕比例达到 78: 22	11
图 18: 普通水产仍是我国产量及需求量较大品种 (2019 年)	12
图 19: 特种水产产量过去 5 年 (2015-2019 年) 提升明显	12
图 20: 特种水产较普通水产品的绝对值变动更大	13
图 21: 水产饲料结构调整但产量规模保持平稳	13
图 22: 公司服务覆盖水产养殖全产业链	13
图 23: 整体解决方案实现效率对效益的驱动	14
图 24: 公司选育的水产品种经济性状得到明显提升	14
图 25: 2019 年海水水产养殖产量为 2065.3 万吨	15
图 26: 2019 年主要海水水产养殖量为 352.1 万吨	15
图 27: 2019 年淡水水产养殖产量为 3013.8 万吨	15
图 28: 2019 年主要淡水水产养殖量为 2984.4 万吨	15
图 29: 我国特定水产品种养殖带已初步形成	16
图 30: 公司已实现对国内水产养殖区的全覆盖	16
图 31: 公司水产饲料销售规模保持领先 (2019)	17
图 32: 水产饲料销量保持较快增长 (CAGR=12.2%)	17
图 33: 公司是水产饲料盈利能力平稳提升	18
图 34: 针对特种水产推出特定品种饲料	18
图 35: 气候因素导致水产快速成长期病害高发	19
图 36: 2016 年我国南美白对虾产值较 2009 年减少超 20%	19
图 37: 海联科管理改善水产养殖微生态环境	20
图 38: 和生堂和海林格应用于禽畜生物防控	20
图 39: 公司动保业务营收高速增长 (CAGR=33.7%)	20
图 40: 公司动保业务毛利率维持在 50% 左右	20
图 41: 畜禽饲料占我国饲料总产量的 84.1% (2019)	21
图 42: 猪、禽饲料产量呈现明显互补性	21
图 43: 饲料年产量预计将在近年保持在 2.5 亿吨以上	22
图 44: 肉禽配合料饲喂率较高	22
图 45: 公司禽饲料市场占有率逐年提升	23
图 46: 公司禽链服务能力不断拓宽	24
图 47: 禽肉屠宰及加工业务营收规模快速增长	24
图 48: 我国生猪养殖行业集约化程度持续提升	24
图 49: 非瘟疫情加速头部 (上市) 企业市占率提升	24
图 50: 我国饲料企业数量持续减少	25
图 51: 饲料行业集约化程度明显提升	25
图 52: 生猪存栏量连续五个季度保持回升 (亿头)	25
图 53: 2020 年 4 季度生猪出栏增加明显 (亿头)	25
图 54: 生猪饲料产量自 2020 年 6 月份开始出现较大增长	26
图 55: 公司种猪场选址远离人烟降患病概率	27
图 56: 公司使用领先的自动化养殖测定设备	27
图 57: 公司布局生猪产能超 1100 万头	27

图 58: 董事长薛华先生水产营养学专业出身	28
图 59: 公司研发人员数量高速扩容	29
图 60: 公司持续提升研发支出占比	29
图 61: 公司科研实力行业领先优势明显 (2019)	29
图 62: 公司科研成果持续转化并迅速打开市场	30
图 63: 公司围绕客户价值的服务营销体系逐渐成型	30
图 64: 公司“四轮模式”达成养殖环节服务	31
图 65: 公司服务能力深入养殖产业链各个环节	31
图 66: 高资产周转率推动企业高 ROE (2019)	31
图 67: 公司销售人员销售效率优势领先行业	31
表 1: 公司围绕养殖产业提供整体解决方案	5
表 2: 我国居民水产蛋白摄入量提升明显	10
表 3: 近年来渔业保护政策密集出台, 自然渔业资源保护力度提升	11
表 4: 公司可转债募投项目主要以扩充虾特料产线	17
表 5: 公司饲料产品实现全品类覆盖	21
表 6: 蛋禽配合料需求增长空间明显 (2019)	22
表 7: 规模化养殖企业养殖成本及养殖效率优势明显	26
表 8: 公司核心成员也多为专业背景出身	28
表 9: 公司通过服务营销大会逐年强化战略目标	32
表 10: 可比公司估值: 海大集团饲料产品结构盈利能力强, PE 估值略高于行业平均水平	33

1、打造极致产品与服务的现代化农牧龙头

1.1、以饲料业务为核心，拓宽多环节服务能力

海大集团是一家以水产饲料起家，围绕养殖产业提供整体解决方案的现代化农牧企业。经过 23 年的发展，公司业务内容已延伸至农牧领域的 8 个类别及方向。公司聚焦水产及畜禽养殖产业链，以饲料业务为主营，不断开拓及提升自身多环节服务能力。公司始终坚持以“科技兴农”为企业使命，用技术实力推动养殖终端产品效益提升，目前公司饲料、水产种苗等产品已达到国际领先水平。

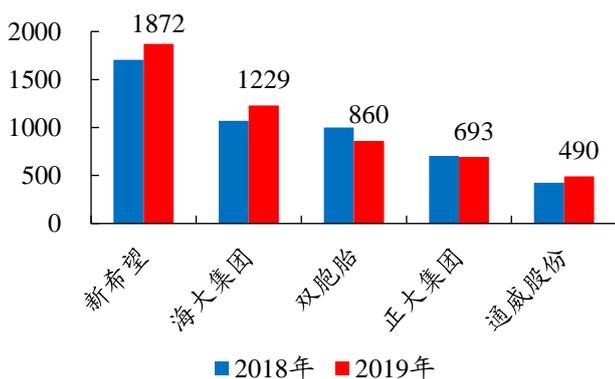
表1：公司围绕养殖产业提供整体解决方案

业务	品类
饲料业务	鱼饲料、虾蟹料、猪饲料、鸡饲料、鸭饲料、添加剂预混料等
贸易业务	玉米、大豆、豆粕、鱼粉、添加剂等饲料原料
种苗业务	南美白对虾、团头鲂、黄颡鱼、鳊鱼、草鱼、罗非鱼等
动保业务	生物疫苗、兽用化药、环境改良制剂、动物微生态制剂、营养免疫产品等
养殖业务	鱼、虾、肉禽、生猪等
宠物食品	海瑞特、海尔仕、海信健、凯洛斯等
食品流通	禽肉屠宰、禽肉加工、食品销售等
农业金融	农村合作社、小额贷款、保理业务、融资担保等

资料来源：公司公告、开源证券研究所

饲料销售量居全国第二，并保持高速增长。公司 2019 年饲料销售量 1229 万吨，约占全国饲料销售总量的 5.37%，2020 年达到 1470 万吨，预计市占率进一步提升，并以超 1000 万吨的销售规模入列国内饲料行业第一阵营。公司饲料销售规模在过去 10 年（2010-2020 年）间保持高速增长，复合增速达 20.0%。本轮猪周期带动下，第一阵营饲料企业基于全品类优势及大客户优势领先幅度有较明显扩大。

图1：公司饲料销售量居全国第二



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：新希望包含内销量

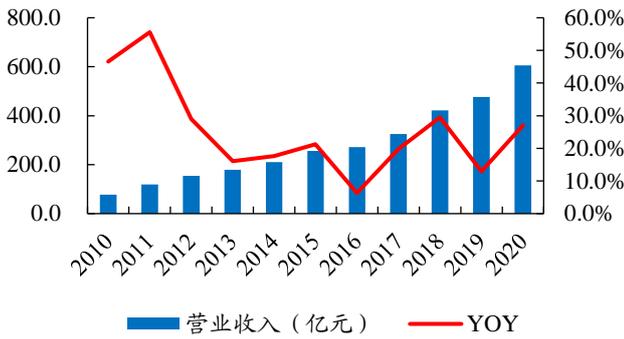
图2：公司饲料销售量保持高速增长（CAGR=20.0%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

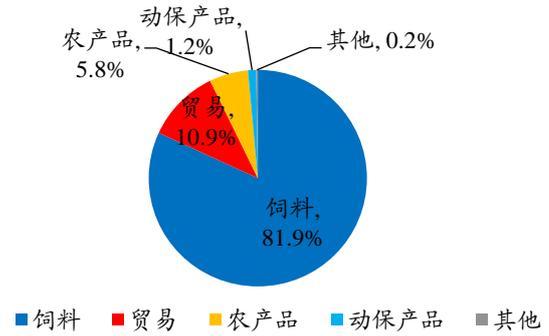
公司主营饲料业务贡献总营收的 81.9%。公司 2020 年实现营业收入 604.8 亿元，同比增长 27.0%，营业收入 10 年（2010-2020 年）复合增速为 22.9%。饲料业务作为公司最大主营单元，2019 年贡献总收入份额的 81.9%，原料贸易业务贡献总收入的 10.9%，农产品销售、动保产品销售及其他业务分列其后且收入占比相对较小，分别贡献收入总额的 5.8%、1.2%及 0.2%。

图3: 公司营业收入保持高速增长 (CAGR=22.9%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 饲料业务是公司第一大业务, 收入占比 81.9%

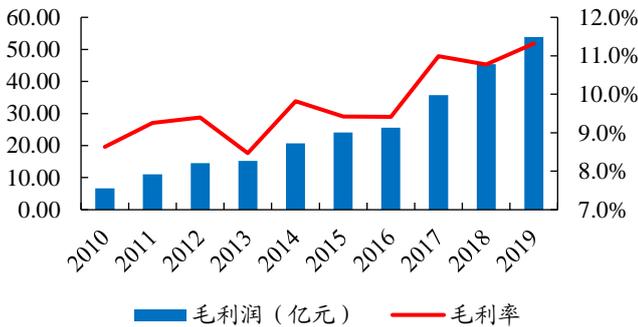


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 数据截取自公司 2019 年年报

多元业务助力盈利能力提升。公司营收规模保持较快增长的同时，盈利能力也呈现稳健提升的趋势。公司饲料业务毛利率由2010年的8.3%增长到2019年的10.8%，产品成本管理能力的增强是公司盈利能力提升的一个重要原因；另一个重要原因则是公司非饲料业务保持较快增长势头，以高的附加值属性抬高公司整体盈利能力，2019年公司农产品销售、动保及其他业务仅占公司营收总比重的7.2%，对公司整体毛利贡献则达到18.7%，验证公司多元发展优势。

图5: 公司过去十年盈利能力稳步提升



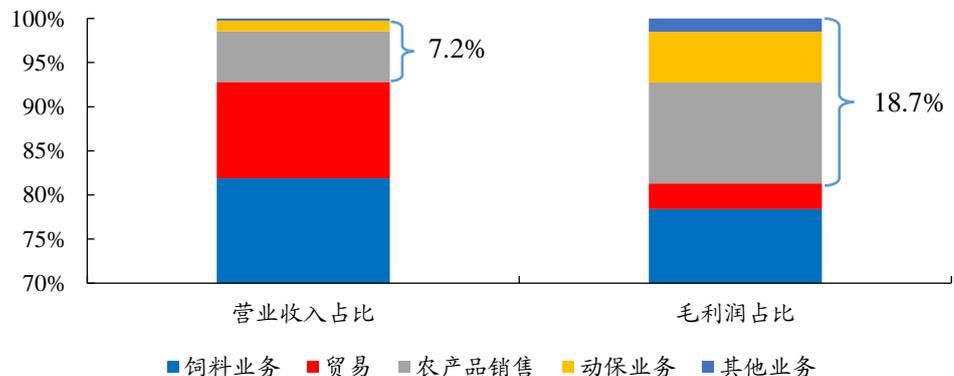
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2019年饲料业务毛利率较2010年提升2.5pct



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 公司非饲料业务具备更强的盈利能力 (2019)



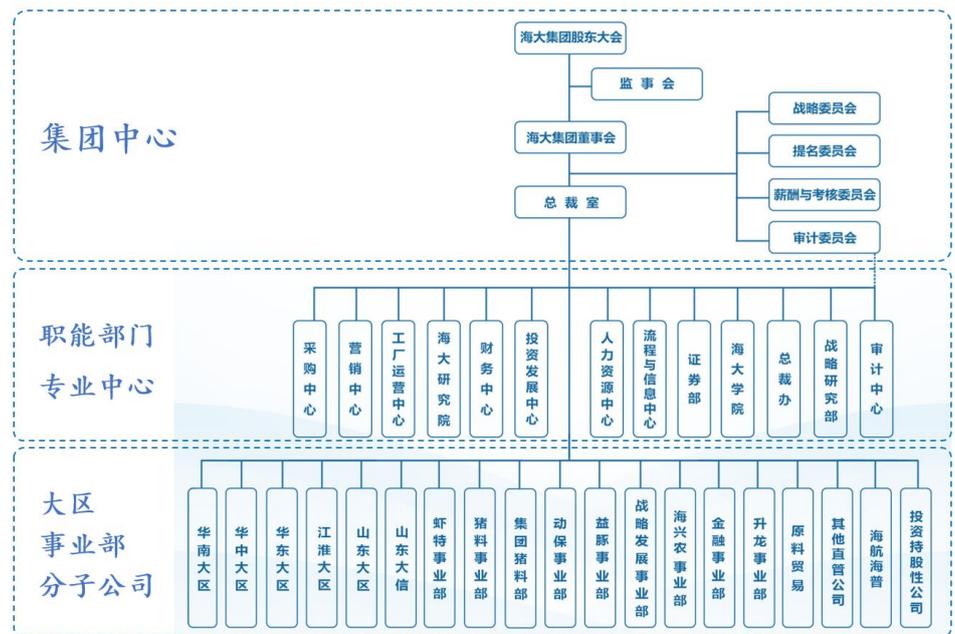
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、围绕价值增长，打造产品与服务

海大集团将追求价值增长作为企业发展战略的内核，提出客户第一，员工第二，公司第三的价值增长优先级排序。在追求价值增长的实践中，公司认识到从种苗、动保、饲料到养殖，任何一个环节均存在显著的价值提升空间，因此公司将**提升运营管理效率、优化原料采购机制、建立市场导向产品机制**作为达成价值增长的实践抓手。

公司采用“中心+分子公司”的经营模式，提升运营管理效率。针对饲料行业的特性，公司在组织架构上采用了更加扁平化的事业部制度。该模式的优势在于资源和权利向分子公司及一线集中，继而保证了公司能够快速获悉市场状况及动向，并及时做出反应和调整。总部下设专业中心在推动技术及管理提升的同时，向各大区、事业部及分子公司进行人员派出，借助扁平化组织架构实现技术、管理与生产、销售的内部协同。从管理角度来看，该组织架构一方面避免了集团权利过大远离市场的问题；另一方面有效缓解了职能部门与分子公司的权利争斗；此外也一定程度上规避了大企业存在的内部效率低下问题。集团考核分子公司，分子公司考核专业中心的绩效考核机制，激活了企业内部营运管理的机动灵活性。

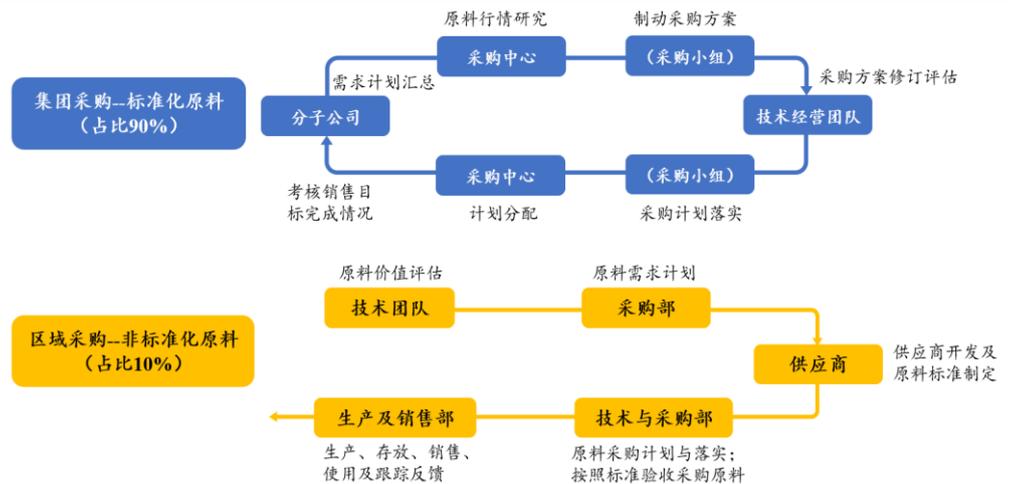
图8：“中心+分子公司”的经营模式提升了公司的运营管理效率



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司采用“集团+区域”的采购机制，提升原料成本管控能力。得益于扁平化组织架构，公司原材料的采购机制为大宗商品集团集中采购和区域性品种分子公司本地化采购。两种采购方式的结合，一方面确保了大宗原材料的规模采购优势，另一方面又可获得区域性采购带来的快速应变及本地化优势。在采购流程实施过程中，“集团+区域”均充分做到采购计划合理申报、原料行情具体研究、采购方案分类制定、采购方案评估修订、采购计划监控实施、及分配后生产、销售成果考核。

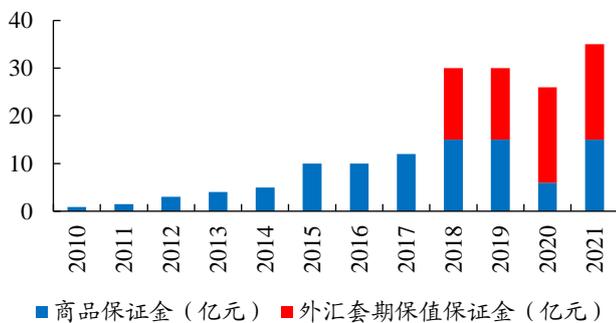
图9：“集团+区域”的采购机制增强了原材料成本管控能力



资料来源：海大农牧公众号、开源证券研究所

在此基础上，公司还积极借助金融衍生工具进行成本风险管理。包括自 2007 年前后，公司开始通过以期现结合的方式实现原材料集中采购；以及随着公司全球化业务规模的扩大，公司自 2018 年开始开展外汇套期保值业务进行汇率锁价。公司严格将套期保值业务与公司生产经营规模相匹配，并设立相应的监管审批制度以降低风险敞口给公司带来负面影响。从实施效果看，公司贸易业务稳定毛利率保持在 3% 左右，显现出公司采购机制的完备及优势。

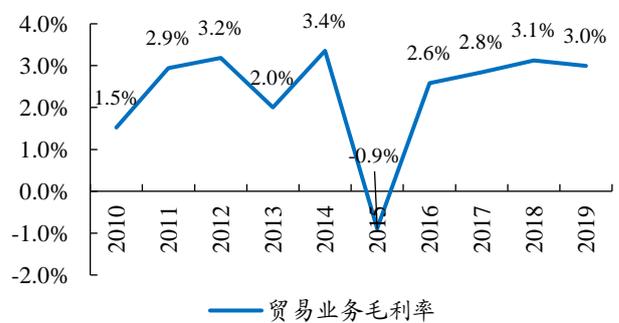
图10：公司商品及外汇套期保值业务能力成熟



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：公司 2021 年套期保值保证金规模已公告；

图11：公司原料贸易业务毛利率维持在 3.0% 左右

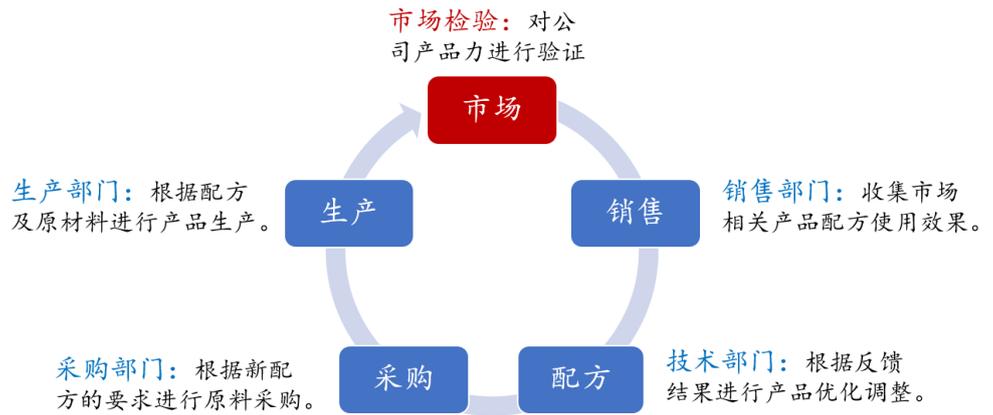


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：2015 年豆粕、玉米等大宗原料价格持续下跌，公司通过加快资产周转降低贸易业务的亏损程度；

公司采用“四位一体”的产品机制，保证自身产品力。以市场为导向，为终端养殖户创造价值是公司的核心目标。为实现这一目标，确保公司产品研发能够更了解市场需求，并能够及时接受市场反馈做出调整。公司逐渐形成“三级研发体系”及“四位一体”产品机制。“四位一体”的产品机制，即达到采购、配方、销售、生产之间的快速联动。使公司产品能够紧跟市场需求，以技术及采购优势降低产品成本，继而为终端养殖户带来效益提升。

图12: “四位一体”持续验证、提升公司产品力



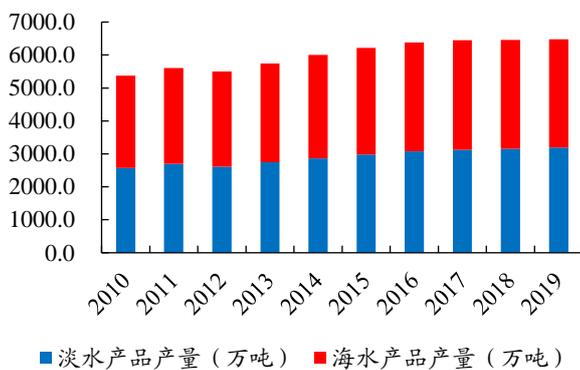
资料来源: 海大农牧公众号、开源证券研究所

2、水产行业发展迎来黄金十年

2.1、我国水产品消费量持续增长

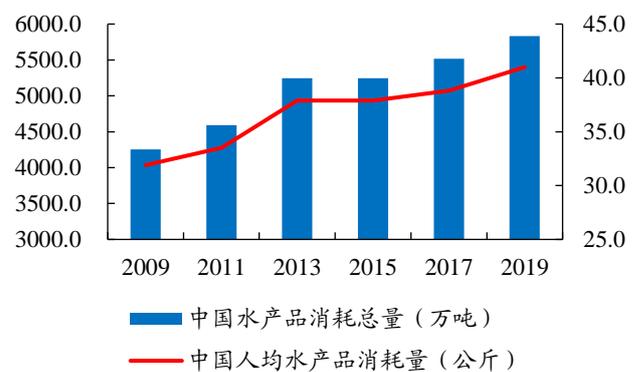
我国水产品产量及消费量逐年增长。根据国家统计局数据显示,我国水产品产量在过去十年间平稳增长,由2010年的5373.0万吨增加至2019年的6480.0万吨,复合增长率为1.9%。根据联合国粮农组织数据,2017年我国水产品食用消费量为5518.8万吨,占全球总消费量的36.1%,为全球水产品第一大消费国,居民年人均水产品消费量由2009年的31.9公斤增加至41.0公斤。

图13: 我国水产品产量平稳增长



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图14: 我国水产品消费量逐年增长



数据来源: FAO、开源证券研究所

居民生活质量改善, 优质蛋白需求旺盛。随着居民人均可支配收入的增长, 中国恩格尔系数连续三年降至30%以下。生活质量改善可体现在居民蛋白质摄入来源占比趋于更加均衡, 动物性蛋白摄入比重明显提升。从数据看, 过去15年间, 居民水产蛋白摄入量占比提升尤为明显, 摄入比重由2004年的5.8%提升至2019年的10.9%。分区域来看城镇居民水产蛋白摄入占比保持稳定, 农村居民摄入量提升幅度较大。但从绝对值看, 2019年农村居民日人均水产蛋白摄入量为3.66g, 仅为城镇居民日人均摄入量的54.6%。对比看, 农村居民水产蛋白摄入量仍有较大提升空间。

表2: 我国居民水产蛋白摄入量提升明显

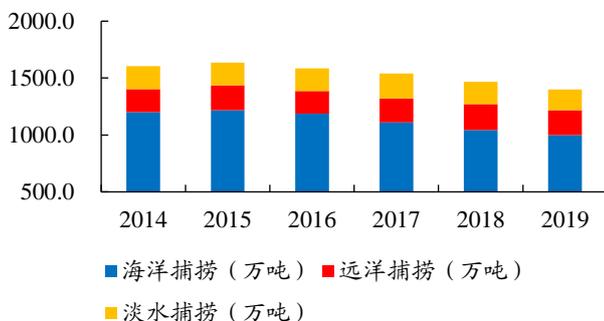
	植物性	动物性 (除水产)	水产品	蛋白摄入量总量	水产蛋白占比
居民人均日蛋白摄入量 (g/人/日)					
2004	46.77	12.99	3.65	63.41	5.8%
2014	38.56	14.81	5.14	58.51	8.8%
2019	36.35	16.01	6.37	58.73	10.9%
城镇居民人均日蛋白摄入量 (g/人/日)					
2004	25.57	17.40	5.82	48.79	11.9%
2014	33.14	16.75	6.75	56.64	11.9%
2019	31.80	17.38	6.70	55.88	12.0%
农村居民人均日蛋白摄入量 (g/人/日)					
2004	61.98	9.83	2.09	73.90	2.8%
2014	45.12	12.43	3.19	60.74	5.3%
2019	42.12	13.85	3.66	59.63	6.1%

数据来源:《中国统计年鉴》、开源证券研究所

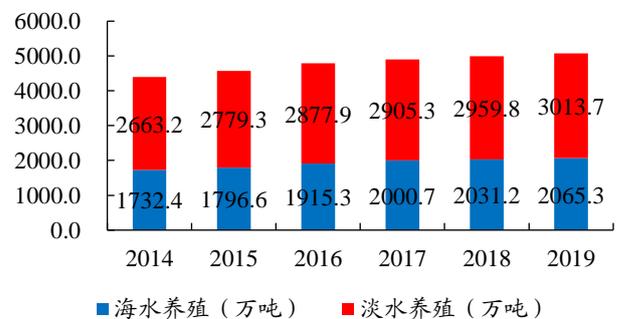
生鲜电商及冷链物流的成熟助力提升农村居民水产消费。随着国内冷链物流系统成熟,生鲜产品可以通过冷链物流送达国内大部分地区。近年来国内生鲜电商逐渐向下沉市场延伸,低线城市及乡镇零售商超的SKU品类不断丰富,下沉市场及内陆地区对水产品的消费需求得到较好满足,预期未来几年随着低线城市及农村居民饮食结构中水产品占比的持续提升,国内水产品消费规模将维持增长趋势。

2.2、政策推动中国水产养殖比例持续提升

渔业捕捞规模持续下滑,水产养殖产量提升。近年来,我国淡水及海水自然渔业资源面临枯竭危机。由于亚洲水产品消费量约占全球总消费量的70%,消费规模的持续增加,加剧近海及内陆水渔业资源压力,从发展趋势看,近海捕捞已经加速转向远洋捕捞。我国为维持自然渔业资源的健康可持续发展,“休渔禁捕”政策于近年不断趋严。自然渔业资源枯竭及政策保护推动我国渔业生产加速向水产养殖倾斜。根据渔业渔政管理局数据,2019年我国水产养殖量5079万吨,5年复合增速2.9%。

图15: 渔业捕捞规模逐年下滑


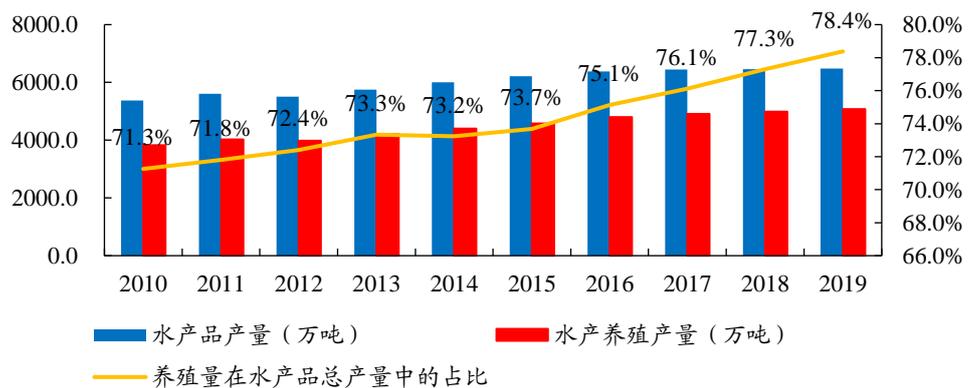
数据来源: 中国渔业统计年鉴、开源证券研究所

图16: 水产养殖产量逐年提升


数据来源: 中国渔业统计年鉴、开源证券研究所

“休渔禁捕”政策趋严，养捕比例逐年提升。2017年2月农业部发布号称“史上最严”海洋伏季休渔政策，加速推动我国海洋渔业生产转捕为养。政策实施效果看，我国水产品养捕比例已由“十一五”末的71:29提升至2019年底的78:22。我国淡水禁渔政策也呈现相同趋势，2019年农业农村部发布《农业农村部关于长江流域重点水域禁捕范围和时间的通告》，长江十年禁渔计划于2020年1月1日起正式实施；2021年1月，该政策划定禁捕范围由长江流域自然保护区及水产种质资源保护区拓宽至长江干流、重要支流及大型通江湖泊。根据水利统计年鉴数据，长江黄河流域面积覆盖我国总流域面积的26.7%，预计未来5-10年我国水产养殖比例将提升至更高水平。

图17: 我国水产品养捕比例达到 78: 22



数据来源：中国渔业统计年鉴、开源证券研究所

表3: 近年来渔业保护政策密集出台，自然渔业资源保护力度提升

时间	意见/政策	单位
2013年	《关于促进海洋渔业发展的若干意见》	国务院
2016年	《关于加快推渔业转方式调结构的指导意见》	农业农村部
2017年	《农业农村部关于进一步加强国渔船管控 实施海洋渔业资源总量管理的通知》	农业农村部
2018年	《国务院办公厅关于加强长江水生生物保护工作的意见》	国务院
2018年	《农业部关于实行黄河禁渔期制度的通告》	农业农村部
2019年	《农业农村部关于长江流域重点水域禁捕范围和时间的通告》	农业农村部
2019年	《关于加快推进水产养殖业绿色发展的若干意见》	农业农村部
2020年	《“中国渔政亮剑2020”系列专项执法行动方案》	农业农村部

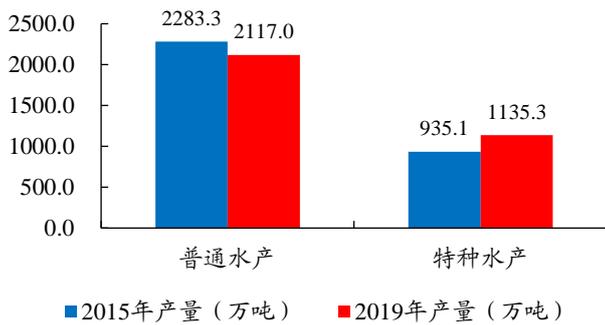
资料来源：农业农村部、开源证券研究所

规范化、规模化已成为我国渔业发展的中长期方向。从水产养殖面积及水产养殖从业人员数量来看，充分验证了行业格局正在加速变革，我国渔业生产将走向规范化及规模化。在有限规模的养殖水域内实现水产品产量及质量的双提升，成为我国水产行业中长期发展共同努力的方向。

2.3、需求升级驱动我国水产品结构调整

以产量角度看，草鱼、鲢鱼、鳙鱼代表的普通水产品是我水产养殖的最主要品种，也是我国居民消费量最大的水产品类。2019年普通水产品产量占水产养殖总产量的36.9%，占淡水水产养殖量的62.3%。

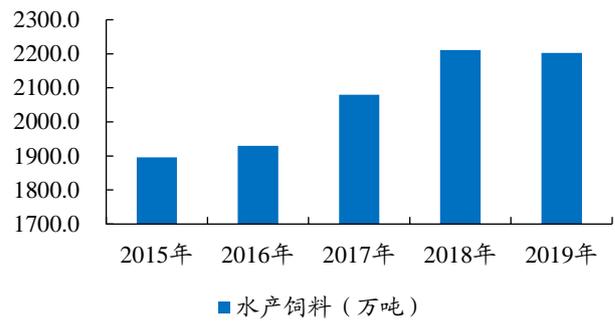
图20: 特种水产较普通水产的绝对值变动更大



数据来源: 中国渔业统计年鉴、开源证券研究所

注: 样本空间为中国渔业统计年鉴公布细分水产品类

图21: 水产饲料结构调整但产量规模保持平稳

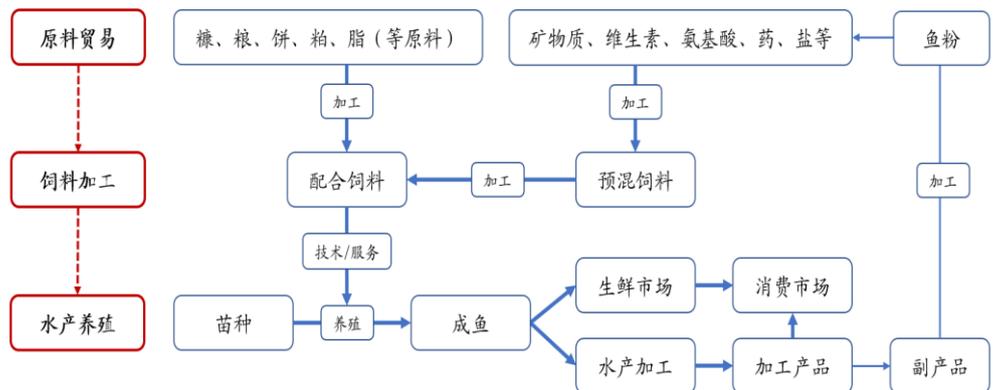


数据来源: 中国渔业统计年鉴、开源证券研究所

3、公司围绕水产养殖提供完整解决方案

公司以水产预混料起家, 基于技术及配方优势的支撑, 企业能迅速调整产品结构服务市场需求。除饲料业务外, 公司在其他环节的核心能力也相对明显, 完整解决方案的建立有效保障了终端产品的竞争优势。

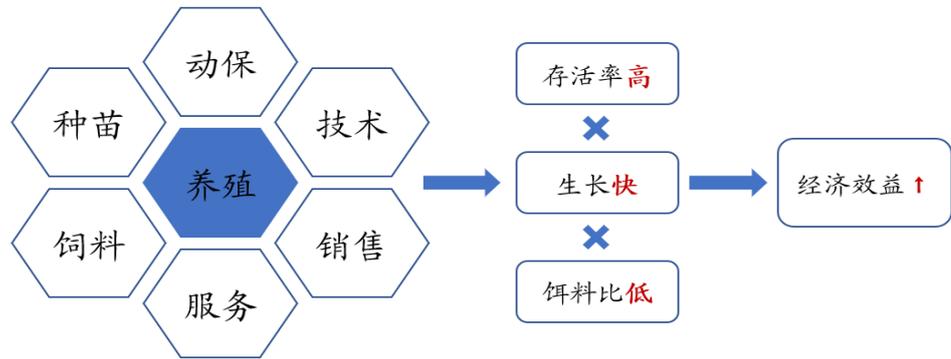
图22: 公司服务覆盖水产养殖全产业链



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司水产养殖解决方案包括养殖技术培训、优质种苗、高效饲料、科学动保、水质监控、养殖过程服务支持、市场价格预测、监控及终端产品销售支持。公司对养殖全流程的托管, 有效规避了遗漏环节所可能带来的风险, 水产养殖存活率及养殖效率较传统养殖模式均有较大程度的提升。

图23: 整体解决方案实现效率对效益的驱动



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1、 优质种苗奠定养殖先天优势

水产苗种作为水产养殖的源头及物质基础，种质的优劣决定先天生产效率的高低。我国水产增养殖业起步较晚，目前品种少、优质种苗稀缺的行业特点突出。公司基于行业现状，从源头加大种质选育投入，目前公司选育的多个品种已获得国家优质苗种审定。

公司选育种苗经济性状优势突出。公司近年来持续加大优质鱼虾苗种选育投入，在南美白对虾、草鱼、罗非鱼、黄颡鱼、团头鲂等水产品种上实现经济性状的优化提升。目前公司已建立起完善的虾苗育种体系，育苗选育育种方面，除前期有所突破及基础的草鱼、鲫鱼、鳊鱼、罗非、黄颡鱼品种外，公司瞄准市场消费热点，加大对加州鲈、生鱼、海鲈、石斑、鳜鱼、小龙虾等特种水产品的育种投入。2019年公司水产种苗业务实现销售收入3.54亿元，同比增长26.43%，2020年我们预计已超达6亿元。经过前期持续研发投入及技术积淀，公司种苗业务变现能力正在逐期增强。

图24: 公司选育的水产品种经济性状得到明显提升

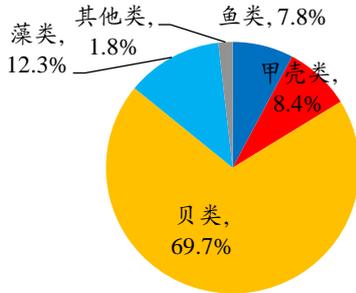
	凡尔滨对虾“海兴农2号”（适合在全国人工可控的淡水及咸淡水水体中养殖） 100日龄虾生长速度提高11%以上，成活率提高13%以上。
	团头鲂“华海1号”（适合在全国人工可控的淡水水体中养殖） 1龄鱼生长速度提高24%以上，成活率提高22%以上；2龄鱼生长速度提高22%以上，成活率提高20%以上。
	长珠杂交鳊（适合在我国珠海及长江流域人工可控的淡水水体中养殖） 7月龄鱼成活率比母本翘嘴鳊平均提高20%，平均体重是父本斑鳊的3.2倍。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、科学饲喂扩大养殖后天优势

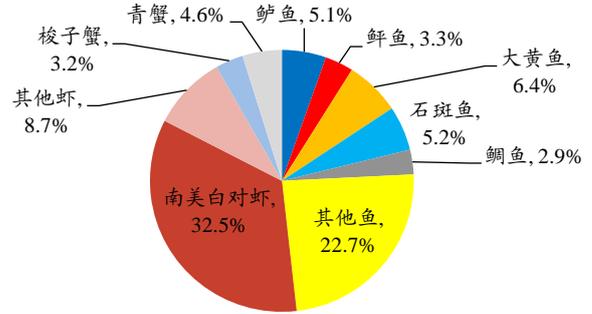
2019 年我国海水水产养殖产量为 2065.3 万吨，以产量占比看，海水养殖中贝类占比较高，约占总产量的 69.7%；鱼类及甲壳类等可使用饲料饲养的水产品类产量仅占总产量的 17%，约 352.1 万吨。以鱼类及甲壳类细分看，养殖产量占比较大单品为南美白对虾、海蟹、大黄鱼、石斑鱼、鲈鱼、鲑鱼、鲟鱼等。

图25：2019 年海水水产养殖产量为 2065.3 万吨



数据来源：渔业统计年鉴、开源证券研究所

图26：2019 年主要海水水产养殖量为 352.1 万吨

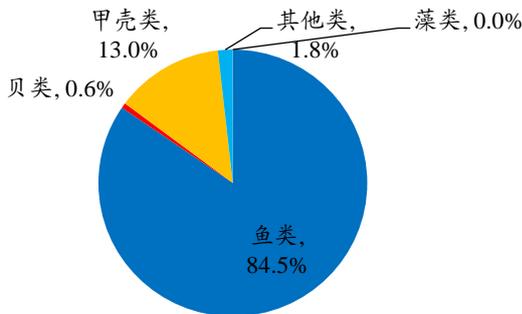


数据来源：渔业统计年鉴、开源证券研究所

注：仅对海水养殖中易于使用饲料喂养的鱼类及甲壳类进行品类拆分（即剔除贝类、藻类及其他类）

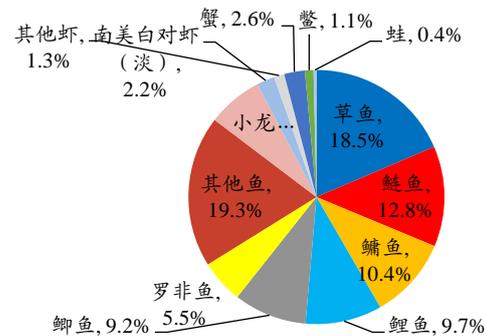
2019 年我国淡水水产养殖产量为 3013.8 万吨，淡水养殖中鱼类产量占比较高，占总产量的 84.5%。草鱼、鲢鱼、鳙鱼、鲤鱼、鲫鱼等主要普通水产是我国淡水养殖的主要品类。值得关注，近年来随着小龙虾消费市场火爆，小龙虾产量迅速增长，2019 年小龙虾产量 209.0 万吨，已成为淡水养殖场景的重要大单品。

图27：2019 年淡水水产养殖产量为 3013.8 万吨



数据来源：渔业统计年鉴、开源证券研究所

图28：2019 年主要淡水水产养殖量为 2984.4 万吨

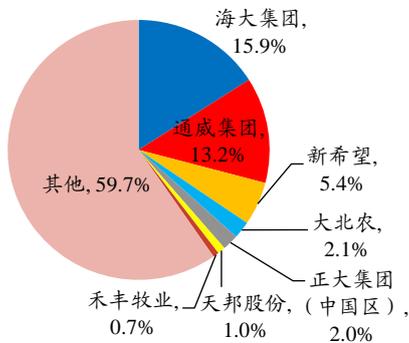


数据来源：渔业统计年鉴、开源证券研究所

公司实现对国内水产养殖带的饲料产能全覆盖。基于地理位置、温度气候、水域丰富度及消费习惯等多重因素驱动，我国逐渐形成区域性品种养殖的特点，即以沿海省份为主导的海水养殖产业带；及以华南内陆省份为主导的淡水水产养殖带。公司依托国内水产行业发展特征，开展全国化布局，目前公司已在国内 26 个省（直辖市、自治区）设立生产及销售分子公司，并在海外多个国家设立生产销售分子公司，实现产品及服务对主要养殖区的短半径覆盖。

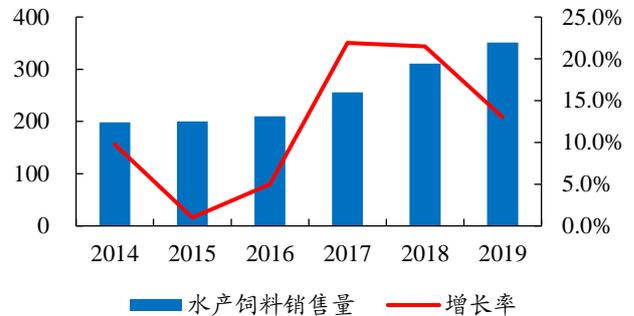
公司水产料规模领先且保持较快增速。2019 年公司水产料销售量为 351 万吨，约占国内水产饲料总产量的 15.9%。过去 5 年（2014-2019 年）公司水产料销售量复合增速为 12.2%，明显高于行业 3% 的复合增速。

图31: 公司水产饲料销售规模保持领先 (2019)



数据来源: 水产养殖网、开源证券研究所

图32: 水产饲料销量保持较快增长 (CAGR=12.2%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司新扩虾特料达产产能超 103.86 万吨。面对消费升级带来的特种水产消费需求增长,公司积极在全国布局特种水产饲料产能。公司 2020 年发行可转债募投的 456 万吨新扩饲料产线将于 2021 年 6 月陆续投产,除玉林公司 45 万吨产线外,其余产能均有望在 2021 年底前实现投产。新扩产能实现完全达产后,预计将扩充公司水产料年产能 142.62 万吨,其中公司虾特料年产能将增加 103.83 万吨。

表4: 公司可转债募投项目主要以扩充虾特料产线

项目	达产产量 (万吨)	
南通公司 (24 万吨)	普通水产配合饲料	7.70
	特种水产配合饲料	5.02
	对虾配合饲料	2.27
淮安海龙 (20 万吨)	特种水产配合饲料	12.00
南宁公司 (48 万吨)	特种水产配合饲料	6.05
肇庆高要(24 万吨)	特种水产配合饲料	14.40
福州公司 (18 万吨)	特种水产配合饲料 (粉料)	2.85
	特种水产配合饲料	8.17
清远海贝 (3 万吨)	水产预混饲料	1.80
清远海龙 (72 万吨)	普通水产配合饲料	13.69
	特种水产配合饲料	11.88
和县公司 (30 万吨)	特种水产配合饲料	5.13
	对虾配合饲料	2.68
开封公司 (30 万吨)	普通水产配合饲料	8.70
	特种水产配合饲料	2.07
湛江公司 (20 万吨)	特种水产配合饲料	12.00
玉林公司 (45 万吨)	普通水产配合饲料	3.42
	特种水产配合饲料	10.50
四川容川 (20 万吨)	普通水产配合饲料	3.45
	特种水产配合饲料	8.84
水产料达产产能		142.62

项目	达产产量（万吨）
虾特料达产产能	103.86

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：达产产量=产能×产能利用率；饲料行业通常是以生产线中的关键设备“制粒机”的产能表示生产线产能，即以制粒机在特定简单配方条件下、每工作日双班制16小时不间断操作理论上可实现的产能表达为生产线产能。但在实际生产过程中，饲料生产线的产量不能达到理论值产量（即理论产能）。

公司水产料盈利能力受益于产品转型。相较于颗粒料，膨化鱼料不易沉塘，饲喂效率更高。由于膨化料对生产技术的要求较高，利润也相较颗粒料更高；小龙虾及其它虾类消费需求的火爆带动虾养殖规模的增加，虾料吨均利润约为鱼料的2.5倍以上，盈利能力更强。公司近年来持续加大膨化鱼料及虾料产能投入，销售量规模也有较明显的提升，带动水产料毛利水平稳中有升。

产品精细化有望进一步扩大企业产品盈利能力。针对水产品种类多、营养体系差异大、不同成长阶段营养需求存在变化等问题，公司建立起一套系统性动物营养数据库。并以此基础进行产品的精细化开发。随着未来畜牧养殖行业对效率的追求加大，公司的精细化动物营养饲喂方案将会产生更具优势的产品竞争力及更好的盈利能力。

图33：公司是水产饲料盈利能力平稳提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图34：针对特种水产推出特定品种饲料

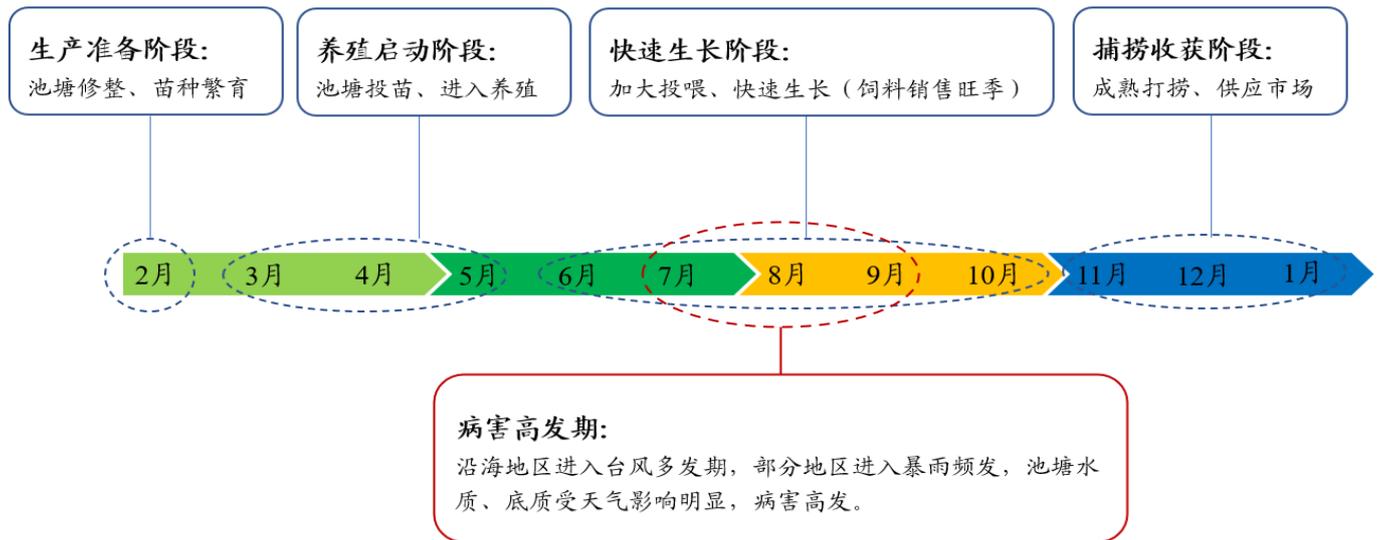


资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.3、科学动保为长期健康养殖护航

我国水产养殖较容易遭受气候因素影响。水产养殖对水域水质及底质等因素要求较高，季风天气及大量降水导致水域环境恶化进而导致水产病害频发。我国水产养殖主产区集中在东南沿海及秦岭淮河以南地区，气候以亚热带季风气候为主，呈现雨热同期且夏季季风频发等特征。因此在水产苗种的快速成长期较容易遭受气候变化、自然灾害及次生灾害影响。气候特征成为水产养殖病害发生的不可抗力。

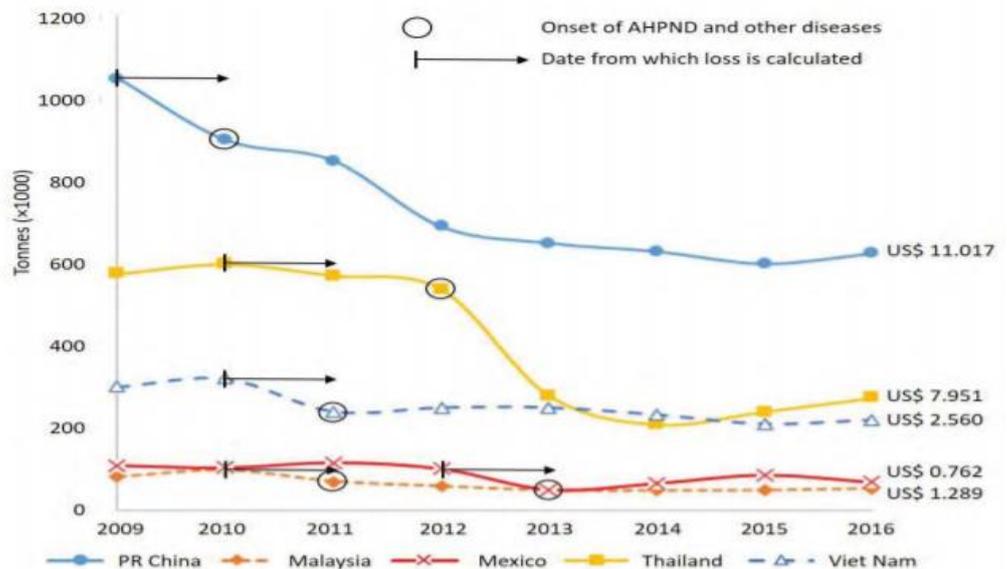
图35: 气候因素导致水产快速成长期病害高发



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

水产养殖病害呈现高发趋势。近年来,我国水产养殖病害呈现发病类型多、流行范围广、发病时间长及逐渐出现耐药性等特征,严重影响到我国水产养殖行业的长期稳定经营及健康发展。如2009年在我国首次发生的南美白对虾急性肝胰脏坏死病(AHPND/EMS),导致我国南美白对虾产值较发病前减少超20%,对我国水产养殖行业冲击明显。究其原因,种质退化、养殖过程长期饲喂及用药不当引起的水质恶劣、饵料营养不均衡引起营养性疾病均为导致我国水产病害高发的因素。

图36: 2016年我国南美白对虾产值较2009年减少超20%



数据来源: Asian Fisheries Science

规范动保为持续健康养殖保驾护航。基于我国水产行业病害高发的现状,海大集团积极拓展动保产品业务服务养殖户开展疾控防治,以海联科品牌主打的水产养殖微生态改善方案得到行业认可及推广。在此基础上,公司基于多产业链协同发展

战略，不断以自身能力拓宽服务领域，推出和生堂品牌服务禽养殖环境调节治理，设立海林格品牌服务规模猪场防控体系建设。通过生物防治、微生态环境调节、化药、疫苗全方位布局，服务养殖环节，防控养殖环境虫菌的大量繁殖及病害的发生。

图37: 海联科管理改善水产养殖微生态环境



资料来源: 公司官网

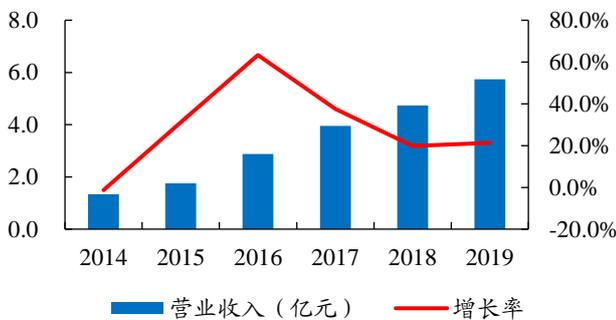
图38: 和生堂和海林格应用于禽畜生物防控



资料来源: 公司官网

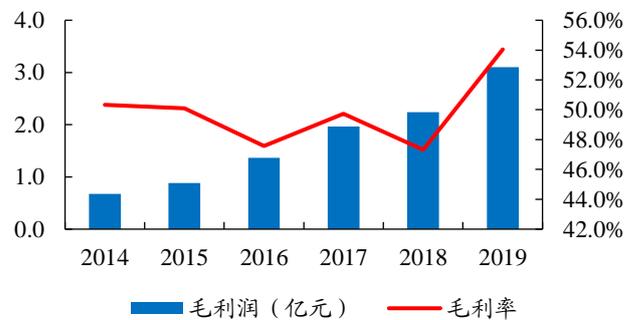
动保业务高毛利并实现营收快速增长。公司动保业务2019年实现营业收入5.74亿元，同比增长21.3%，过去五年复合增速达33.7%。公司动保产品毛利率较高，保持在50%左右。近年来公司动保业务经营利润的贡献能力持续提升，2019年占公司总毛利的5.8%，较2015年增长3pct。

图39: 公司动保业务营收高速增长 (CAGR=33.7%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图40: 公司动保业务毛利率维持在50%左右



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、禽链业务向食品流通环节贯通

4.1、饲料业务稳定受益于周期共振

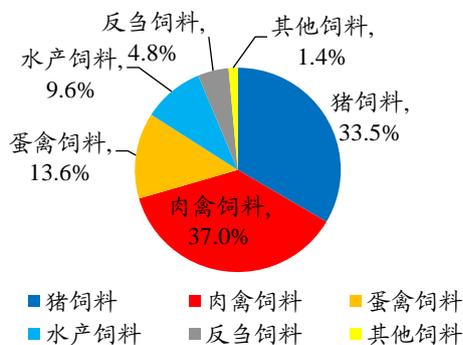
公司除了水产饲料产量规模领先外，还是国内为数不多的覆盖全品类饲料生产加工企业。2019年公司禽饲料销量711万吨，同比增长35%；猪饲料销售量167万吨，受非洲猪瘟影响，同比下滑28%。2020年我们预计公司禽料销量达到约850万吨，猪料恢复性增长至230万吨。

表5: 公司饲料产品实现全品类覆盖

名次	公司名称	年产量 (万吨)	禽饲料	猪饲料	水产 饲料	反刍 饲料	宠物 饲料
1	新希望	2000	●	●	●	●	
2	海大集团	1229	●	●	●	●	●
3	双胞胎集团	740		●			
4	正大集团(中 国)	693	●	●	●	●	●
5	力源集团	581	●	●			
6	通威集团	490	●	●	●	●	●
7	东方希望	450	●	●	●	●	
8	唐人神	400	●	●		●	
9	正邦科技	385	●	●		●	
10	大北农	380	●	●	●	●	

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

全品类饲料企业的周期平抑能力更强。以产量结构看, 畜禽料占我国饲料总产量的 84%左右, 且两者在各自主导的周期中, 一方对另一方有较明显的短期互补作用。2018 年 8 月非洲猪瘟在我国首次出现, 截至 2019 年底, 我国生猪存栏量下降至 3.1 亿头, 较 2018 年减少 27.5%, 较 2017 年减少 33.4%。2019 年一季度末肉禽养殖企业率先开始扩产, 以提升禽肉供给规模填补肉类供给缺口。相较于多品类发展养殖企业较难快速调整养殖结构, 上游全品类饲料企业基于产线共用、配方灵活等特性, 可以在周期发展初期较快实现产品结构调整, 进而具备较强的周期平抑能力。

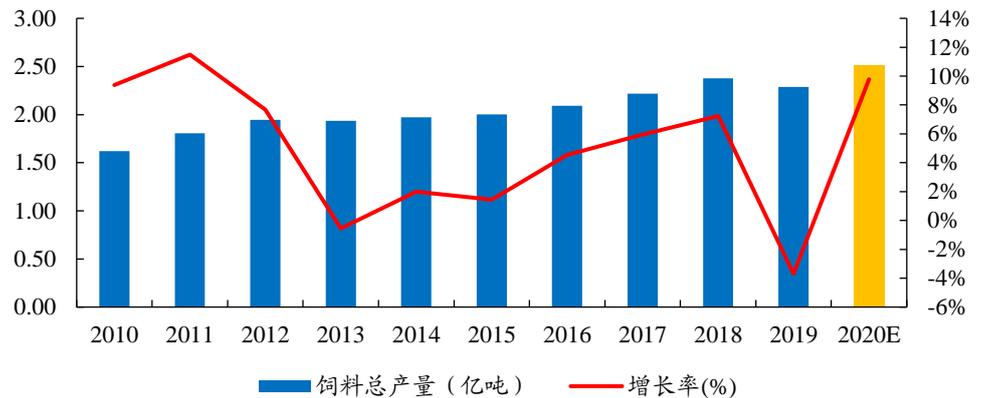
图41: 畜禽饲料占我国饲料总产量的 84.1% (2019)


数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

图42: 猪、禽饲料产量呈现明显互补性


数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

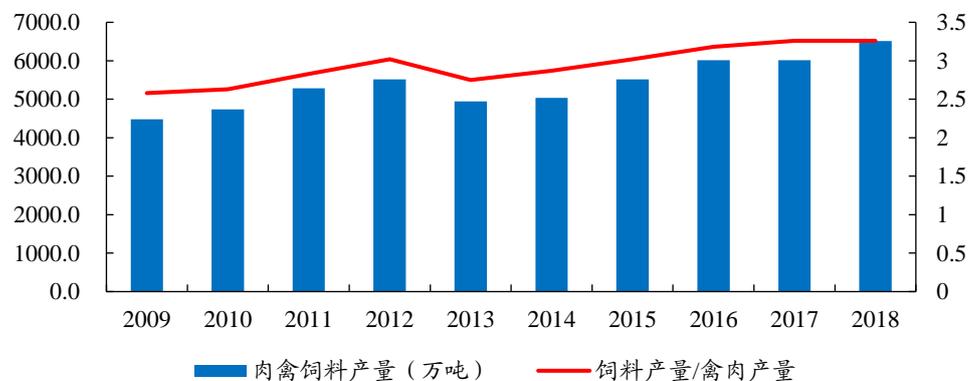
饲料需求量将在短期保持高位。由于猪肉缺口较前几轮猪周期有明显放大, 此轮产能扩增确定性高。下游需求传导至上游饲料生产, 反应出相同的节奏及趋势。据中国饲料工业协会发布的数据, 我们预计 2020 年饲料总产量将超过 2.5 亿吨。由于新建养殖产能的陆续投产, 新产能短期减荷生产概率较小。后期随着生猪存栏及出栏规模持续恢复, 猪肉将逐季挤出部分禽肉产能, 由于生猪料肉比相较禽类更高, 预期饲料产量在未来 1-3 年将保持在 2.5 亿吨以上。

图43: 饲料年产量预计将在近年保持在 2.5 亿吨以上


数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

4.2、禽料供给仍存在较大增长空间

肉禽配合料普及率将持续提升。2018年我国肉禽料总产量6509万吨，其中配合饲料6319万吨，浓缩饲料157万吨，饲料添加剂33万吨。近年来，我国肉禽养殖行业配合料使用比例持续提升，饲料产量/禽肉产量比值由2007年的2.31提升至2018年的3.26。以细分品种看，黄羽肉鸡配合料饲喂率较白羽鸡明显偏低，随着工业饲料的普及，我国黄羽鸡饲料需求量仍有提升空间。

图44: 肉禽配合料饲喂率较高


数据来源：中国饲料工业年鉴、开源证券研究所

蛋禽配合料供给增长空间明显。2019年我国蛋禽饲料总产量2984万吨，其中配合饲料2590万吨，浓缩饲料252万吨，添加剂预混合饲料142万吨。根据测算，我国蛋禽配合饲料实际需求规模约为6916.6万吨，实现完全供给空间约为4000万吨。随着我国蛋禽养殖产业对养殖效率及养殖成本要求的提升，我国蛋禽配合料生产规模存在较大提升空间。

表6: 蛋禽配合料需求增长空间明显 (2019)

	蛋产量 (万吨)	料蛋比	饲料需求量 (万吨)
高产蛋鸡	1903.1	2.2	4186.9
特色蛋鸡	250.0	2.5	625.0

	蛋产量(万吨)	料蛋比	饲料需求量(万吨)
兼用型蛋鸡	45.5	3.0	136.4
鹌鹑蛋	219.0	2.5	547.0
鸭蛋	306.9	2.0	613.8
其他禽蛋	403.5	2.0	807.0
合计	3128.0	2.2	6916.6

数据来源：中国饲料工业年鉴、开源证券研究所

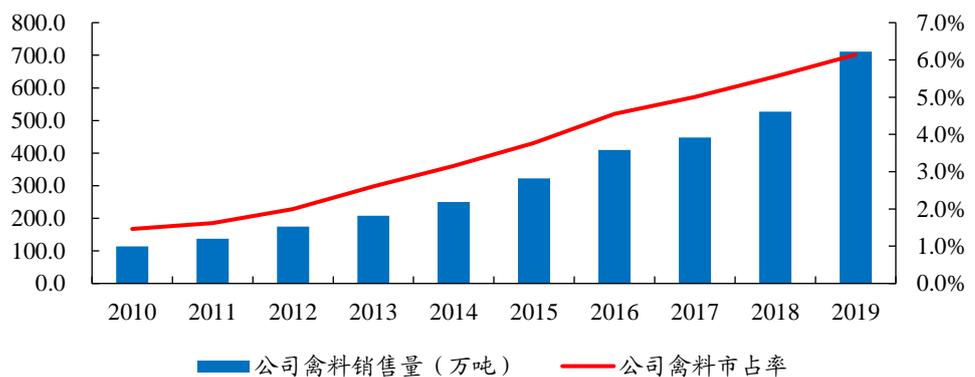
水禽配合料需求量有望增加。根据中国畜牧业协会公布的数据，2019年我国肉禽出栏量170亿只，其中水禽出栏量约为42亿只，占我国肉禽总出栏量的24.7%。随着环保政策的趋严，我国水禽养殖方式逐渐由水养转向离水早养或室内养殖。配合料饲喂替代部分水生生物摄入，有望推动水禽配合料需求量的提升。

4.3、公司禽料业务优势不断扩大

禽料行业由于技术壁垒相对较低，且下游禽养殖企业市场集中度较高，市场呈现完全竞争相状态。在激烈的市场竞争下，公司以技术能力及产品能力为驱动力，叠加规模优势及运营效率，逐渐取得禽料业务的市场竞争优势

以养殖效率驱动养殖成本的降低。较行业中大部分禽饲料加工企业聚焦白羽肉鸡、黄羽肉鸡、蛋鸡、蛋鸭生产及打造产品不同。公司在开发推进主流品类的时候，以细分品类为切入点，针对不同品种营养体系差异开发相应配方体系。通过精细化营养配方推进养殖效率的提升。目前，公司已对大品类推出精准化营养管理方案；小品类及地方品种的营养体系及配方体系也已经初步建立完成。以战略角度来看，公司禽饲料业务已由细分单品优势转向确立整体优势，表现为公司禽料市场占有率稳步提升，2019年公司禽料市占率已提升至6.1%。

图45：公司禽饲料市场占有率逐年提升



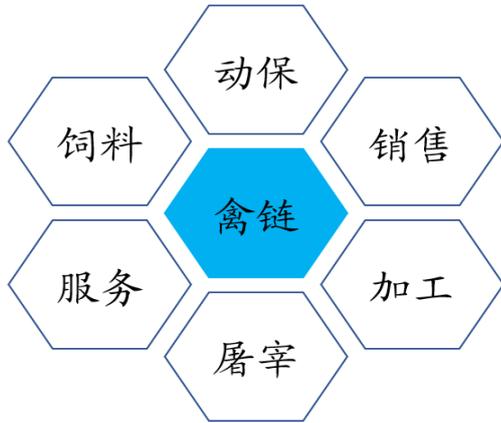
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.4、屠宰及食品加工有望抬高企业禽链业务整体盈利

与水产业务发展逻辑相同，公司积极开拓自身禽链服务能力。公司食品流通业务，以禽肉屠宰加工为核心，逐步向调理品、熟食及农产品商贸零售业务拓展。公司在提升自身服务B端客户能力的同时，C端市场的探索将有利于帮助企业建立更好的品牌形象及品牌认知。

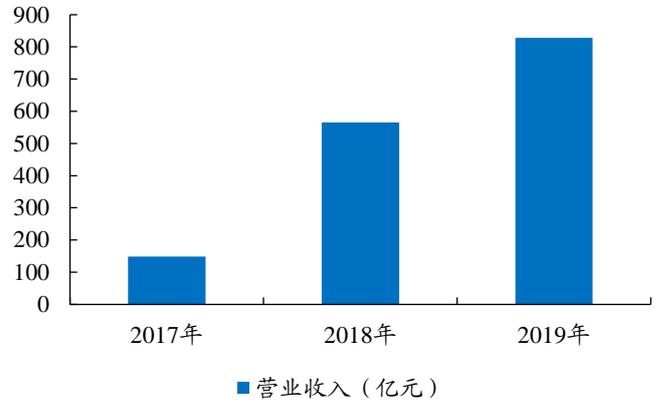
禽肉屠宰及加工业务营收规模增长显著。公司于 2017 年起相继在山东、河北建设多家肉禽屠宰加工厂，为养殖企业/户提供产销一体化服务。2019 年公司禽肉屠宰及加工业务实现营收 8.28 亿元，3 年复合增长率（2017-2019 年）为 135.7%。屠宰及食品加工较禽料业务附加值更高，长期看有望抬升禽链板块整体盈利能力。

图46：公司禽链服务能力不断拓宽



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图47：禽肉屠宰及加工业务营收规模快速增长



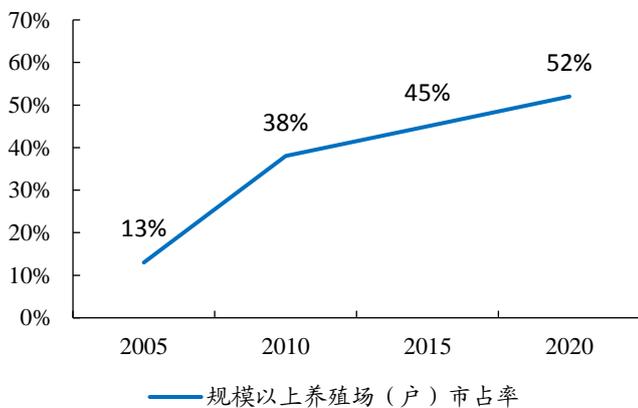
数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、十年一剑，生猪链业务驶入快车道

5.1、生猪养殖行业集约化转型趋势确定

疫情加速生猪养殖落后产能退出。根据《全国生猪产业发展规划(2016-2020年)》提出的要求，我国规模以上养殖场（户）出栏量市占率于2020年应达到52%。2018年非洲猪瘟出现后，规模养殖单位防疫能力明显优于小规模养殖单位，养殖企业防疫能力及养殖成本抬高我国生猪养殖产业壁垒，我国生猪养殖业集约化程度将加速提升。从上市生猪养殖企业出栏数据验证来看，头部规模养殖企业出栏量市占率由2011年的1.3%提升至2020年的10.8%左右，2021年该比例将提升至更高水平，进一步确定生猪养殖产业成本壁垒的提升催化行业集约化转变节奏。

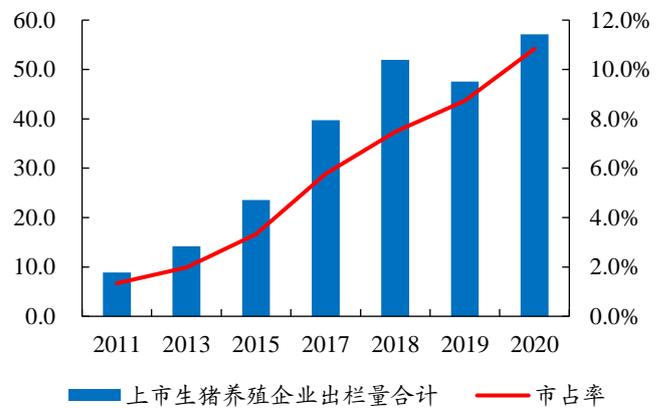
图48：我国生猪养殖行业集约化程度持续提升



数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

注：规模以上养殖场（户）指年出栏量大于500头；
2020年数据为预测值；

图49：非瘟疫情加速头部（上市）企业市占率提升

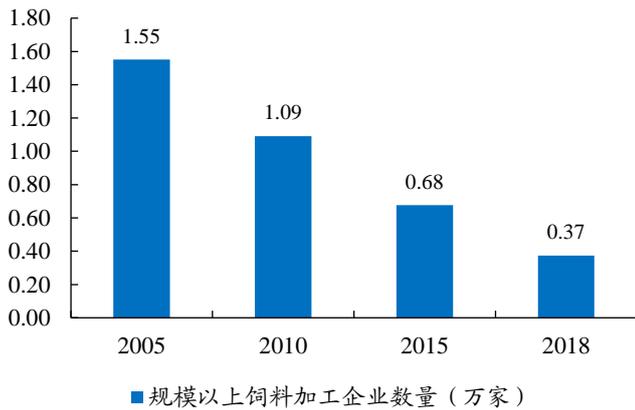


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：样本选取自上市12家生猪养殖企业；

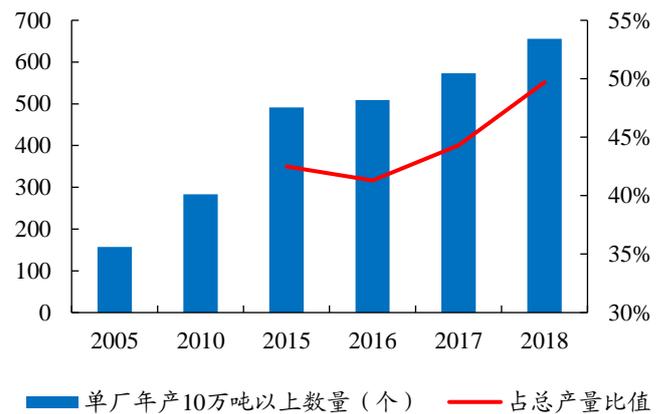
饲料环节已先于养殖端实现集约化转型。2012年5月1日新修订的《饲料和饲料添加剂管理》条例实施，准入规则的趋严加速我国饲料行业向集约化转型。截至2015年底，我国存续饲料生产许可证企业6772家，较2010年减少4143家，产能去化明显。2017年《全国饲料工业“十三五”发展规划》进一步对行业产能集约化程度提出要求。据《中国饲料工业年鉴(2019)》数据，截至2018年底，我国万吨规模以上饲料生产厂3742家；年产10万吨以上饲料加工厂656家，饲料产量占我国饲料总产量的49.7%；年产量100万吨以上饲料企业数量32家，占全国饲料总产量的53.0%。较下游养殖端来看，我国饲料行业已率先进入集约化生产的初级形态。

图50: 我国饲料企业数量持续减少



数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

图51: 饲料行业集约化程度明显提升

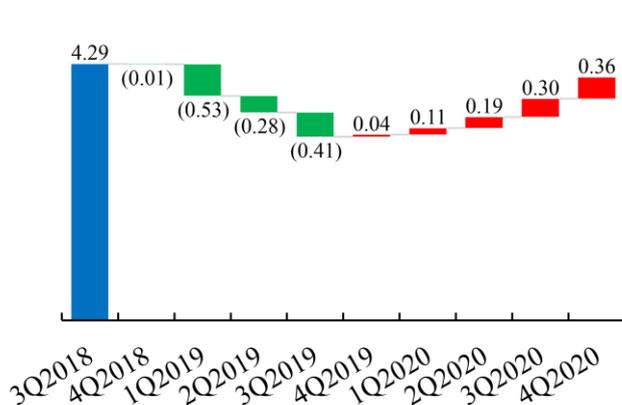


数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

5.2、生猪饲料需求量持续恢复

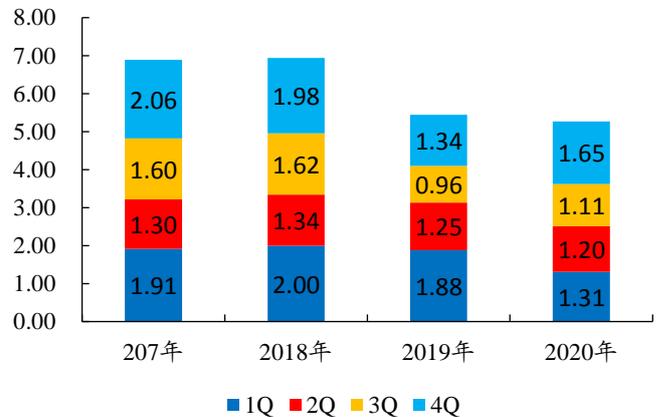
以饲料需求端来看，根据国家统计局数据，我国生猪存栏量自2019年第4季度以来已连续5个季度保持回升，截至2020年第4季度末，生猪存栏量4.07亿头，较最低点增加1亿头。整体生猪存栏水平已恢复至2018年底的94.9%，及2017年底的87.2%。生猪出栏量于2020年第四季度出现明显放量，单季度出栏量达1.65亿头，同比增长22.9%，环比增长49.0%。预计我国生猪存栏及生猪出栏量将在2021-2022年持续恢复。

图52: 生猪存栏量连续五个季度保持回升 (亿头)



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

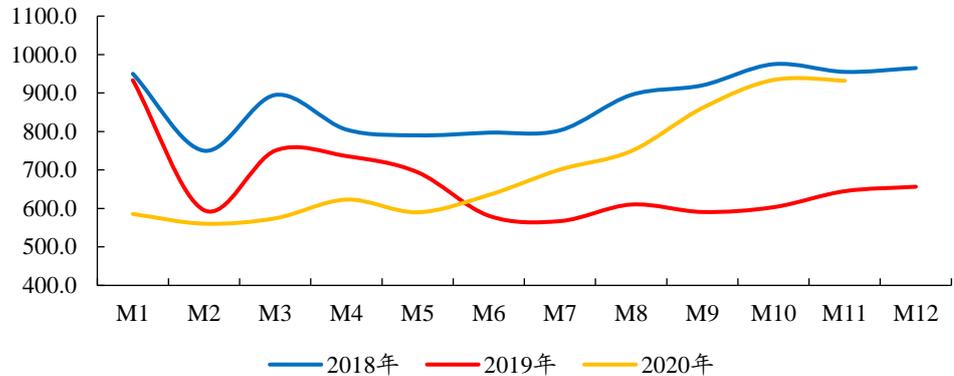
图53: 2020年4季度生猪出栏增加明显 (亿头)



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

体现在猪饲料产量变化上，2020年6月以来，生猪饲料产量出现较为明显的增加，2020年11月同比增长53.1%，已接近2018年同期水平。随着非洲猪瘟疫情的持续管控及养殖企业防疫能力的增强，预计2021年随着生猪存栏及能繁母猪存栏规模的持续恢复，生猪饲料需求也将会持续恢复并维持高位。

图54：生猪饲料产量自2020年6月份开始出现较大增长



数据来源：中国饲料工业协会、开源证券研究所

5.3、公司生猪链业务开始加速

优势企业业务加速势如破竹。一方面规模化企业短期将承接落后退出产能；另一方面，马太效应将放大优势企业核心竞争力。主要体现在养殖技术及管理、环境维护、动物防疫及饲喂效率等方面。此外，非洲猪瘟对育肥头均资本开支及人工成本的抬升明显，规模化企业养殖完全成本较疫情前约抬高4元/公斤，小规模养殖单位完全成本的抬升幅度更为显著。优势养殖企业对养殖完全成本的控制能力，将显现在持续的超额盈利上，也促使其能够快速进行产能扩张，实现生产优势复制。

表7：规模化养殖企业养殖成本及养殖效率优势明显

单位（每头）	规模养殖	农户散养	差值
出栏均重（Kg）	120.8	120.7	-0.1
产值（元）	1842.2	1826.8	-15.4
总成本（元）	1726.7	2007.0	+280.2
生产成本（元）	1724.4	2006.8	+282.4
物质与服务费用（元）	1546.8	1510.0	-36.9
人工成本（元）	177.5	496.9	+319.3
土地成本（元）	2.6	0.2	-2.4
净利润（元）	115.4	(180.2)	-295.7
成本利润率（%）	6.7%	-9.0%	-15.7%
平均养殖天数（日）	149.1	163.9	+14.8
每核算单位用工数量（日）	2.1	6.0	+3.9

数据来源：中国畜牧兽医年鉴、开源证券研究所

注：2018年年鉴统计2017年数据

外部环境加内部硬件共筑公司养猪优势。公司除了十分注重育种体系、营养体系、管理体系上的优化提升。在本轮非瘟疫情侵扰下，公司还积极通过加强生物防控及硬件升级保障养殖安全。在新建及新储备产能的选址方面，公司多选择远离人烟

的地区；内部硬件也进行了相应的配套升级。公司以提升养殖流程自动化程度，降低人畜及牲畜间交叉感染风险，继而扩大企业在新养殖背景下的竞争优势。

图55: 公司种猪场选址远离人烟降患病概率



资料来源: 海大农牧公众号

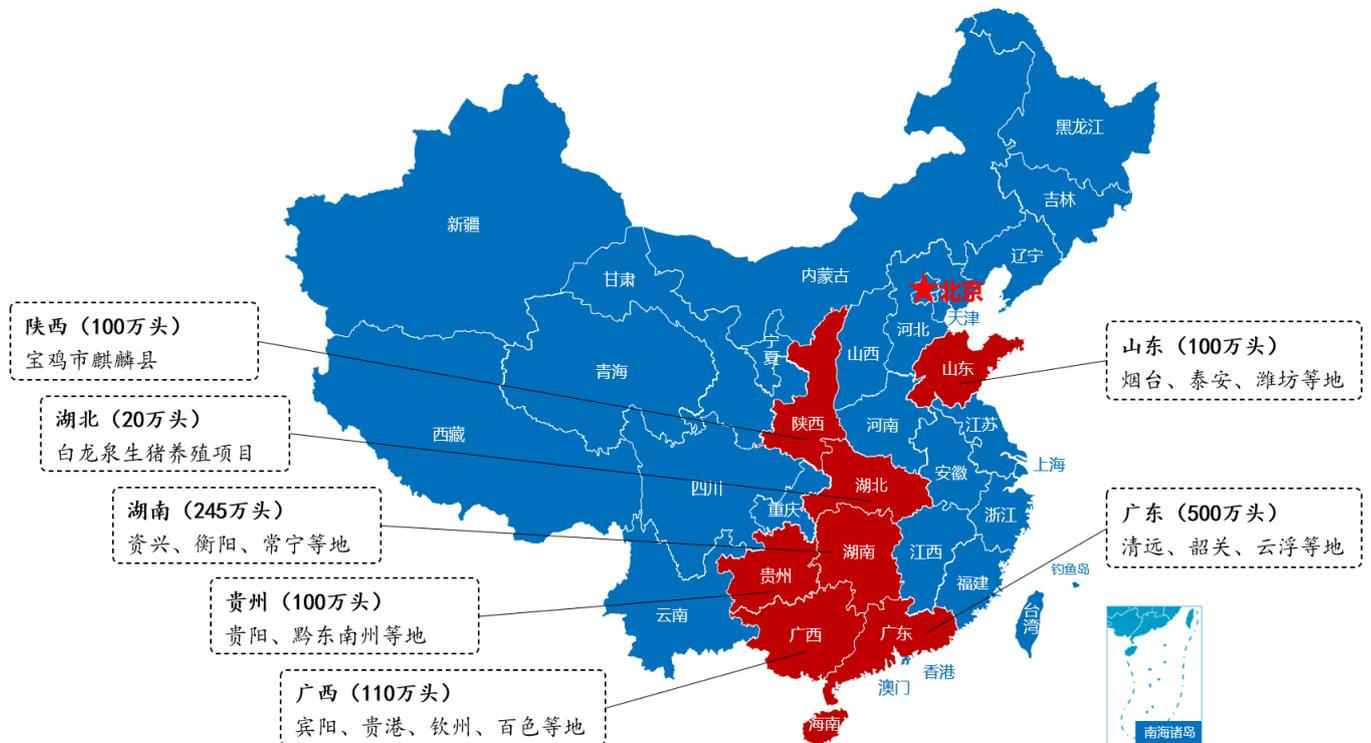
图56: 公司使用领先的自动化养殖测定设备



资料来源: 海大农牧公众号

公司于 2017 年成立养猪事业部（益豚事业部），正式进军生猪养殖业。过去五年间，公司生猪业务保持平稳增长，2019 年公司生猪出栏量为 67 万头。非洲猪瘟出现以来，公司加快生猪养殖业务的战略储备。据不完全统计，公司已经在全国成立 44 家养猪子公司，累计签订生猪产能超 1100 万头。2021 年 1 月，公司从法国引进 2000 头种猪，标志着公司生猪养殖业务布局的正式加速。

图57: 公司布局生猪产能超 1100 万头



资料来源: 公司官网、新猪派、开源证券研究所

产业链打通驱动公司猪料业务一往无前。2019 年公司生猪饲料销售量 167 万吨，生猪养殖出栏量为 67 万头。我们预计公司 2020 年生猪饲料销售量 230 万吨，生猪养殖出栏量 90 万头。公司围绕饲料业务配套养殖产能，产业链的打通为公司猪料生产盈余提供内销保障，助力公司猪料总产量协同内销占比共同提升。我们预测至 2025 年公司生猪出栏量将达到 800 万头以上，对应生猪饲料内销量达 240 万吨以上（料肉比约为 2.6），叠加外销猪料的快速增长，公司生猪饲料整体达产将突破 1000 万吨规模。

6、“技术+战略”共塑企业长期竞争力

从起点和发展两种维度对企业进行画像，技术及战略是其最为突出的标签。

6.1、技术驱动是企业的底层能力

核心团队专业出身，技术驱动基因强大。公司创始人薛华先生于 1992 年毕业于华中农业大学水产学院特种水产养殖专业，1995 年获得中山大学水产动物营养学专业硕士学位。公司创始团队及核心高管团队也多为专业背景出身，企业的血液里流淌着极强的技术基因。此外，公司创始团队及高管团队成员多毕业于华中农业大学水产系及中山大学生命科学学院，与薛华先生有较深的渊源。“技术驱动+凝聚力”成为公司的底层能力。

图58：董事长薛华先生水产营养学专业出身



薛华

1970年，出生于陕西省洋县；
1992年，获得华中农业大学特种水产养殖专业学士学位；
1992-1995年，考入中山大学生命科学学院动物学专业，
师从国内著名鱼类营养学家林鼎教授，并获得硕士学位；
1995-1998年，就职于广东省农业科学院；
1998年，创立广东省海大饲料公司；
2009年，海大集团于深圳证券交易所上市；

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表8：公司核心成员也多为专业背景出身

姓名	公司职务	毕业院校及学位	区域
薛华	董事长、总裁	华中农业大学特种水产专业学士	湖北武汉
		中山大学水产动物营养专业硕士	广东广州
许英灼	副董事长	华南农业大学畜牧专业	广东广州
程琦	董事	华中科技大学自动化专业	湖北武汉
桂建芳	独立董事	武汉大学细胞生物学学士、遗传学硕士	湖北武汉
何建国	独立董事	中山大学动物学	广东广州
刘国祥	副总裁	华中农业大学特种水产专业学士	湖北武汉
钱雪桥	副总裁	中科院水生生物研究所理学博士	湖北武汉

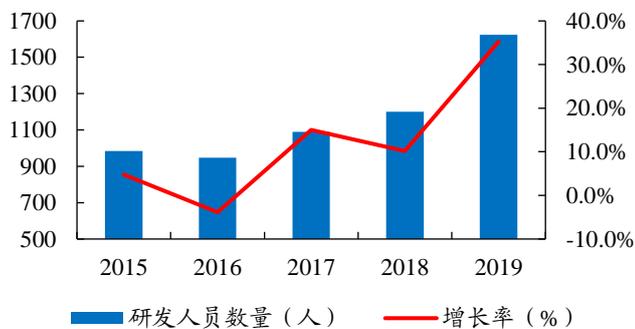
姓名	公司职务	毕业院校及学位	区域
江谢武	副总裁	华中农业大学特种水产专业学士	湖北武汉
		中山大学水产动物营养专业硕士	广东广州
米国成	副总裁	西南农业大学淡水渔业专业	重庆

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：杜建芳：中国科学院院士、发展中国家科学院院士，1999-2007 年任水生所常务副所长、所长；
何建国：国家虾蟹产业技术体系首席科学家，2008-2018 年任中山大学海洋科学学院院长。

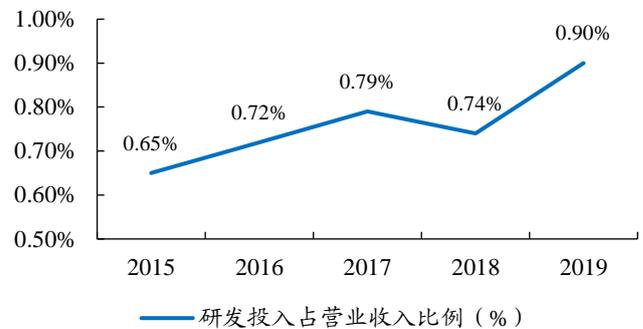
公司持续科研要素投入，筑牢技术壁垒。公司以“科技兴农”作为企业使命，并持续加大科研要素投入，2019 年公司研发人员数量 1623 人，同比增长 35.3%；研发人员占公司总员工数量的 7.81%。2019 年公司研发投入 4.28 亿元，同比增长 38.1%；科研投入于营业收入占比持续提升，由 2015 年的 0.65% 提升至 0.90%。以 A 股上市饲料企业横向比较可以发现，公司在科研人员数量及研发费用投入上均占据明显领先优势。

图59：公司研发人员数量高速扩容



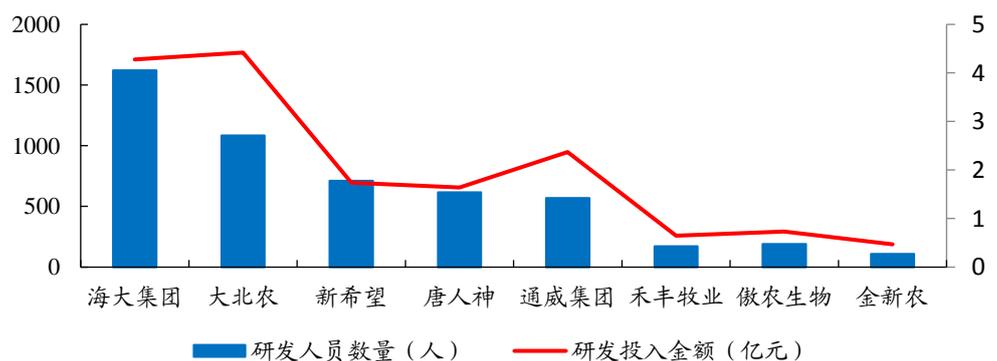
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图60：公司持续提升研发支出占比



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图61：公司科研实力行业领先优势明显（2019）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司注重科研要素转化，抬升产品力优势。公司围绕动物营养、病害防控、优质苗种、动保产品、健康养殖方案、产品优化升级等开展科研立项。目前已在多个领域确立技术领先优势，相关技术成果迅速落地并得到市场检验。公司选育的“华海一号”团头鲂、“海兴农2号”对虾、长珠杂交鳊等新水产品种已迅速占领华东、华中、华南大部分市场。公司针对不同养殖模式、养殖品种，建立起涵盖水产、畜禽动物营

养数据库，成为企业以市场为导向开展科研及配方调整的重要基石。

图62: 公司科研成果持续转化并迅速打开市场



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

6.2、战略管理筑高企业上层能力

企业使命、价值观、“生存危机”文化、发展战略可以立体展现一家企业的战略管理能力，无疑公司是一家战略管理能力极强的现代化企业。借助波特竞争战略框架及战略管理过程，可以清晰的勾勒出海大集团成熟的企业战略。

6.2.1、公司不断强化自身服务营销战略

通常情况下，战略管理的过程可以分为三个阶段，即战略制定、战略实施及战略评价反馈。循迹公司，公司在创立之初便将服务型营销作为公司长期发展战略目标。在过往的 23 年里，公司一直在不断强化自身服务营销的能力。

1998 年至 2003 年是公司服务的初步成型的阶段，公司通过技术服务加营销的形式以教带养，达成饲料品牌的营销宣传，该阶段公司多向养殖户提供应急性服务；**2003 年公司服务逐渐向精细化管理转型**，由挨家挨户指导扩展至建设集团养殖示范户，由区域养殖示范户带动周边养殖户采用公司养殖解决方案；**2014 年公司依托产业链搭建的完整服务营销体系成型**，除了在服务环节、服务能力上的拓宽与提升，公司的服务形态也发生了根本改变，由事后服务转向事前服务及全流程服务。公司“四轮模式”得到市场认可。

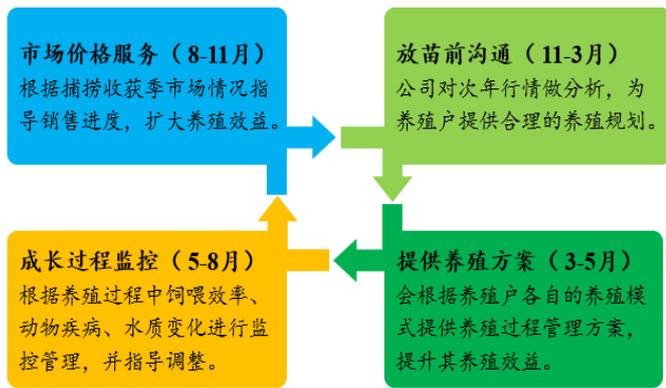
图63: 公司围绕客户价值的服务营销体系逐渐成型



资料来源: 海大农牧公众号、开源证券研究所

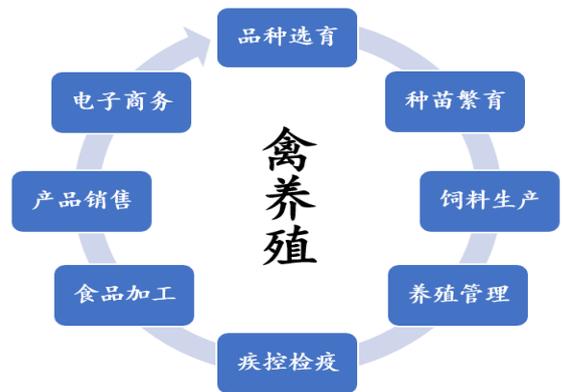
公司服务体系成型，达成全环节覆盖。以水产养殖看公司服务体系，公司将水产养殖流程划分为四个阶段，对应开展公司“四轮服务”。公司集合自身技术优势对养殖节奏、季节、气候等因素进行综合评估，以提前介入的方式指导养户做出应对调整，保障养殖效益。禽养殖链条上，公司已实现“产供销一条龙，科工贸一体化”的服务贯通，即无缝介入肉禽养殖、饲料加工、食品加工三大环节，为养户提供完整解决方案，最终已产品终端优势显现企业全流程服务价值。

图64：公司“四轮模式”达成养殖环节服务



资料来源：海大农牧公众号、开源证券研究所

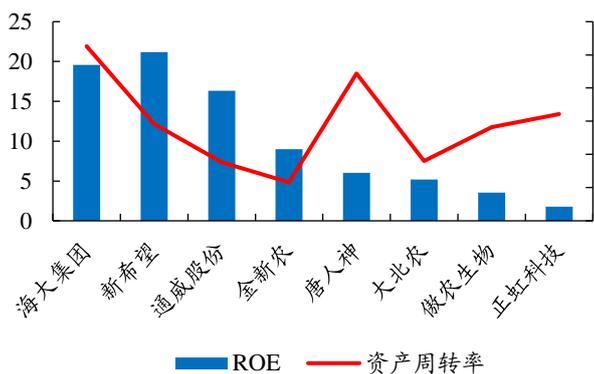
图65：公司服务能力深入养殖产业链各个环节



资料来源：海大农牧公众号、开源证券研究所

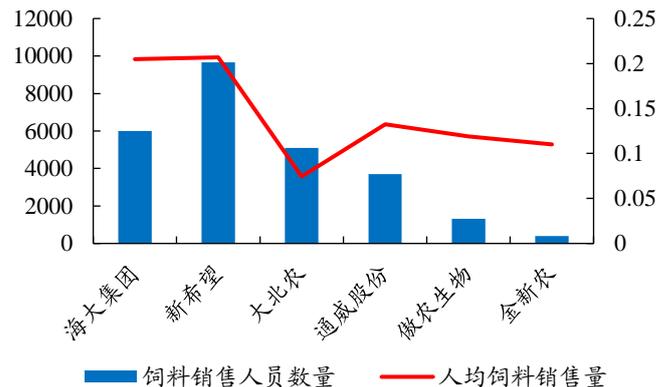
销售能力带来高资产周转，护航企业高速增长。公司高 ROE 的背后是超越行业平均水平的高资产周转率。一方面完备成熟的前端原料采购机制降低了原材料占用资金及压库存的风险，进而助力资产周转率提升；另一方面服务营销与市场化产品机制的良好结合，加快企业产品的动销节奏，较高的生产效率（产能利用率及产销率）大大降低企业库存压力。从饲料行业销售人员人均饲料销售量口径进行比较，海大集团销售效率优势明显高于同行平均水平。

图66：高资产周转率推动企业高 ROE（2019）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图67：公司销售人员销售效率优势领先行业



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司战略执行能力强，战略反馈机制健全。战略制定可以体现企业的顶层设计及长期视野；中期规划、危机意识、发展反思则能体现企业战略管理过程的完整性。历年的海大集团服务营销大会，薛华总都会对过往阶段性公司竞争力水平及市场格局变化做出客观分析及总结，指引企业未来中期发展，细化企业短期目标。集团十分关注战略执行，战略反馈及战略强化环节，确保企业发展能够步步为营。

表9: 公司通过服务营销大会逐年强化战略目标

年份	题目	主题
2004年	《饲料行业发展预测和公司三年（2004-2006）发展规划》	中期发展规划
2005年	《用户至上，以人为本，打造企业竞争力-新的饲料行业竞争格局下的思考》	竞争格局思考
2006年	《我们的使命-新形势下公司的中长期规划》	中长期发展规划
2009年	《打造服务体系，构建价值链优势》	服务体系评价
2011年	《公司中期发展规划（2012-2016）》	中期发展规划
2012年	《服务型经销商是公司服务体系落地的桥梁》	服务体系评价
2013年	《逆境中的成长—2012年的回顾和反思》	发展及战略评价
2014年	《2014服务再启航》	危机意识强化
2015年	《困境中的突破—公司未来三年规划》	中期发展规划
2016年	《迎接2016》	危机意识强化
2017年	《增长的逻辑》	发展及战略评价
2018年	《蜕变中的成长—公司五年规划（2018-2022年）》	中期发展规划
2019年	《蜕变中的成长·下篇》	危机意识强化

资料来源：海大农牧公众号、开源证券研究所

6.2.2、公司不断完善自身的竞争战略

公司是严格的三大竞争战略践行者。在成本领先、产品差异化、聚焦三方面，公司战略逐年清晰化。公司首先聚焦自身优势明显的华南大区，通过内生扩张和外延并购租赁的方式逐渐将华南饲料市场集中度提高到较高水平。在区域规模优势建立以后，公司在原料规模化采购优势及强大中台能力的支撑下，成本领先优势逐渐凸显的愈加明显。成本领先及规模领先使得企业在区域内获得了较强的品类产品议价权，后续叠加其他阶段价格策略，将更好的巩固提升自身区域内优势，实现对中小及高成本产能的挤出，区域“马太效应”显现。此外公司也积极拥簇产品差异化战略，以禽料为例，禽料作为竞争最充分，盈利能力最弱的饲料品类，公司在不具备先手优势的背景下，通过产品差异化战略，开展禽料细分品类生产研发，通过特定目标用户对接目标产品的方式，建立起在细分品类上的产品及竞争优势，最终实现在禽料业务上的整体突破和整体优势。通过品类细分不仅可以更好的对接特定需求，还能实现相较于大品类更好的盈利能力。此外公司的差异化战略也体现在公司不断开拓产业链多元服务能力上。

7、盈利预测

（1）饲料业务：公司加速饲料业务产能扩建，并通过收购及租赁的方式加速区域内产能整合，预计公司饲料产销量将呈现稳定增长，假设2020-2022年公司水产配合饲料销量分别为390/470/550万吨，猪饲料外销量分别为230/380/530万吨，禽饲料销量分别为850/1030/1230万吨。

（2）生猪养殖：公司于2020年加快生猪养殖业务，预计公司前期储备产能将陆续投产，假设2020-2022年公司生猪出栏量为90/180/330万头。

公司生猪养殖业务成本具备行业比较优势，产能快速增长，整体业务受益于生猪养殖业务利润贡献；禽料业务及水产料业务，公司持续以内部扩张外延收购租赁的方式加速产能整合，规模优势及成本领先优势将持续加强，产品细分战略助力企业

以细分品类提升水产、禽料销量及整体毛利。公司未来有望凭借强大产品力及服务能力，保持量利提升业绩稳步增长的局面。基于以上假设，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 25.0/33.2/39.7 亿元(其中生猪养殖业务利润为 5.78/6.75/4.65 亿元)，EPS 分别为 1.5/2.0/2.4 元，当前股价对应 PE 分别为 56.1/42.2/35.3 倍。可比公司估值方面，公司 PE 略高于行业平均水平，由于公司饲料产品结构中高毛利率水产饲料占比较高，动保、种苗及生猪养殖业务短期内呈现较强盈利能力，且规模领先优势较行业内其他企业存在明显比较优势，故给予一定估值溢价，维持“买入”评级。

表10: 可比公司估值: 海大集团饲料产品结构盈利能力强, PE 估值略高于行业平均水平

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (元)	EPS (摊薄)				PE (X)			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000876.SZ	新希望	23.34	1051.76	1.20	2.06	4.16	3.40	19.45	11.33	5.61	6.86
002385.SZ	大北农	9.79	410.72	0.12	0.52	0.57	0.58	81.58	18.83	17.18	16.88
600438.SH	通威股份	54.09	2434.89	0.68	1.02	1.21	1.49	79.54	53.03	44.70	36.30
	平均值							60.19	27.73	22.50	20.02
002311.SZ	海大集团	84.40	1402.06	0.99	1.50	2.00	2.39	85.04	56.08	42.24	35.31

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 海大集团、新希望、大北农数据为开源农业预测, 通威股份数据来自 Wind 一致预期;

最新股价及最新市值为 2021 年 2 月 18 日数据

8、风险提示

上游原材料成本大幅上涨; 肉禽产能高位, 存在去产能预期; 生猪养殖疫病风险仍存, 公司生猪养殖产能投产节奏较慢; 水产养殖疫病高发。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9292	8735	15661	17264	22681
现金	1735	1850	4541	5817	7079
应收票据及应收账款	1107	1032	1682	1795	2436
其他应收款	502	186	687	432	930
预付账款	425	453	661	766	970
存货	4844	4463	7338	7705	10516
其他流动资产	679	750	750	750	750
非流动资产	8073	10119	11229	12745	14073
长期投资	39	63	96	132	166
固定资产	4612	6464	7492	8879	10075
无形资产	932	1137	1202	1269	1346
其他非流动资产	2491	2456	2438	2466	2486
资产总计	17366	18854	26889	30009	36754
流动负债	6951	7906	13909	14112	17246
短期借款	2716	3021	7548	6590	8401
应付票据及应付账款	1513	1917	2432	3112	3603
其他流动负债	2722	2968	3928	4411	5241
非流动负债	2191	1206	1101	1020	919
长期借款	1843	822	717	635	534
其他非流动负债	348	385	385	385	385
负债合计	9142	9112	15010	15132	18165
少数股东权益	478	638	748	925	1165
股本	1581	1580	1661	1661	1661
资本公积	2011	2119	2119	2119	2119
留存收益	4397	5572	7319	9654	12464
归属母公司股东权益	7746	9104	11132	13952	17424
负债和股东权益	17366	18854	26889	30009	36754

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1036	3247	546	5367	2618
净利润	1484	1790	2610	3496	4211
折旧摊销	538	662	750	932	1137
财务费用	219	212	245	300	299
投资损失	-151	-160	-157	-158	-158
营运资金变动	-1075	639	-2889	809	-2859
其他经营现金流	21	104	-13	-12	-12
投资活动现金流	-2006	-2117	-1690	-2277	-2296
资本支出	1865	2325	1076	1481	1294
长期投资	55	100	-34	-35	-35
其他投资现金流	-85	308	-648	-831	-1037
筹资活动现金流	1740	-1488	-692	-855	-873
短期借款	412	305	0	0	0
长期借款	1843	-1021	-105	-81	-101
普通股增加	6	-1	81	0	0
资本公积增加	161	108	0	0	0
其他筹资现金流	-682	-878	-667	-774	-772
现金净增加额	784	-334	-1836	2234	-550

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	42157	47613	60420	77391	94175
营业成本	37616	42223	53541	68246	82661
营业税金及附加	53	61	79	102	121
营业费用	1378	1563	1846	2427	3205
管理费用	967	1191	1323	1741	2348
研发费用	309	416	528	681	838
财务费用	219	212	245	300	299
资产减值损失	66	-50	38	30	-1
其他收益	56	52	54	53	53
公允价值变动收益	13	8	10	9	10
投资净收益	151	160	157	158	158
资产处置收益	0	4	2	3	2
营业利润	1768	2098	3043	4088	4926
营业外收入	27	35	38	32	33
营业外支出	29	39	27	29	31
利润总额	1766	2094	3054	4091	4928
所得税	282	305	444	595	717
净利润	1484	1790	2610	3496	4211
少数股东损益	47	141	109	177	240
归母净利润	1437	1649	2500	3319	3971
EBITDA	2538	2938	4053	5318	6345
EPS(元)	0.87	0.99	1.50	2.00	2.39

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	29.5	12.9	26.9	28.1	21.7
营业利润(%)	19.8	18.6	45.0	34.4	20.5
归属于母公司净利润(%)	19.1	14.7	51.6	32.8	19.6
获利能力					
毛利率(%)	10.8	11.3	11.4	11.8	12.2
净利率(%)	3.4	3.5	4.1	4.3	4.2
ROE(%)	18.0	18.4	22.1	23.6	22.8
ROIC(%)	13.4	14.7	14.3	17.4	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	52.6	48.3	55.8	50.4	49.4
净负债比率(%)	37.7	23.7	35.4	12.7	12.7
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	2.8	2.6	2.6	2.7	2.8
应收账款周转率	44.7	44.5	44.5	44.5	44.5
应付账款周转率	27.4	24.6	24.6	24.6	24.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	0.99	1.50	2.00	2.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.95	0.33	3.23	1.58
每股净资产(最新摊薄)	4.66	5.48	6.65	8.35	10.44
估值比率					
P/E	97.5	85.0	56.1	42.2	35.3
P/B	18.1	15.4	12.7	10.1	8.1
EV/EBITDA	56.6	48.7	35.8	26.9	22.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn