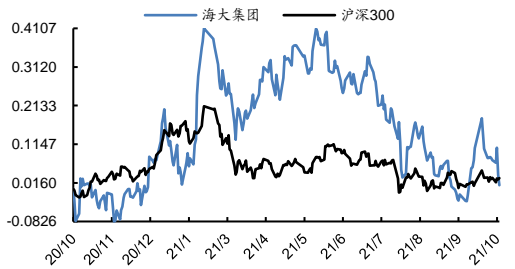


研究所
证券分析师：程一胜 S0350521070001
chengys01@ghzq.com.cn
联系人：赵琳 S0350121060040
zhaol07@ghzq.com.cn

产品+服务体系构建核心竞争力，巨头发展步入新阶段

——海大集团（002311）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
海大集团	2.4%	-15.9%	1.0%
沪深300	1.5%	-4.2%	2.8%

市场数据	2021/10/21
当前价格(元)	61.62
52周价格区间(元)	54.60-89.00
总市值(百万)	102,360.74
流通市值(百万)	102,143.64
总股本(万股)	166,116.11
流通股本(万股)	165,763.77
日均成交额(百万)	1,064.50
近一月换手(%)	0.66

相关报告

《——海大集团（002311）季报点评：饲料主业快速发展，核心优势持续强化（买入）*饲料*程一胜》——2021-10-20

投资要点：

- 历经二十年共计四个阶段的发展，海大集团形成产品叠加服务的综合营销体系。

1998-2002 为起步阶段，公司以水产预混料起家，随后进入水产配合料领域；2003-2011 为快速发展阶段，公司在水产料的基础上，积极发展禽畜料，逐渐形成“种料药料”的整体解决方案；2012-2016 为稳健增长阶段，通过收购战略壮大动保业务，布局生猪养殖，进军宠物食品领域，不断完善产业链条；2017 年至今为龙头巩固阶段，一体化程度不断提高，进军反刍料，形成养殖品种的全覆盖，建立畜禽动保和水产动保服务站，用产业链思维服务客户。

公司将技术研发优势和采购成本优势转化为高性价比产品优势，结合内部服务营销体系，打造水产服务站、禽畜服务站，实现养殖户、经销商、企业“三位一体”共同发展。

- 饲料业务业绩亮眼，水产、禽畜料全面发展。

公司作为水产料龙头，2006-2020 期间复合增速为 19.49%，2020 年市占率达 18.20%。公司聚焦水产养殖疫病多发、管理困难的痛点，调整饲料配方，更新生产工艺，切实提高养殖存活率、亩产价值，兑现为客户创造价值的海大承诺。

公司控制成本能力卓越，禽料盈利水平高于同行，2010-2020 年复合增速达到 24%，市占率从 2.0% 增至 4.6%。在竞争激烈的禽料市场，公司以饲料品质提升、细分品类、减抗替抗等方向作为突破点，不断推出高性价比产品。

公司猪料起步较晚，猪料布局由南向北逐步推进，自建项目和收购并购并举，产能释放不断提速。公司猪料销量从 2010 年的 25 万吨提升至 2020 年 185 万吨，复合增速为 22.31%，市占率仅为 2.07%，随着各地猪料产能的释放，未来具有较大的发展空间。

整体上，海大集团饲料销量从 2008 年的 146 万吨增加至 2020 年

1466 万吨，年复合增长率 19.42%，市占率由 1.07%提升至 5.80%。至 2025 年，公司预计实现年销量 4000 万吨目标，结构上猪料产量在 2200 万吨左右，水产料保持在 800 万吨-1000 万吨，禽料产量在 1000 吨左右。

■ **动保、生猪养殖产业链协同发展。**

动保为健康养殖保驾护航，微生态制剂可实现与饲料业务协同发展。公司推出海联科、和生堂等系列产品，以精养高产赢得专业化优势。

公司积极布局生猪养殖业务，2020 年出栏生猪 100 万头，2021 年预计出栏 160-180 万头。同时，公司具备丰富的防疫产品和人员储备，防疫成本为 40-50 元/头。在经验储备、防疫监控、饲料供给都有保障的前提下，未来海大的生猪养殖将迎来快速扩产阶段。

■ 我们预计公司 2021/22/23 年归母净利润分别为 15.45 亿元、25.71 亿元和 55.74 亿元，对应 PE 分别为 67.95 倍、40.84 倍、18.83 倍，PEG 分别为-1.74 倍、0.62 倍、0.16 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**天气异常及养殖疫病影响饲料行业阶段性波动的风险；主要原材料价格大幅波动的风险；环保法规政策对养殖业规模结构及区域调整的风险等。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	60324	87307	108689	135240
增长率（%）	27	45	24	24
归母净利润（百万元）	2523	1545	2571	5574
增长率（%）	53	-39	66	117
摊薄每股收益（元）	1.60	0.93	1.55	3.36
ROE（%）	18	10	14	24

资料来源：Wind，国海证券研究所

内容目录

1、 中国饲料巨头：产品+服务打造核心竞争力	5
1.1、 从饲料起家到多元化发展	5
1.2、 公司业绩持续向好，毛利率稳定在 10%以上	6
1.3、 “产品+服务”模式构建品牌护城河	7
1.3.1、 研发+采购优势+配方调整打造极致成本	7
1.3.2、 采用服务站模式，优化综合服务营销体系	10
2、 饲料主业优势扩大，市占率逐年提升	13
2.1、 水产料：产品与服务同行，缔造水产巨头	13
2.2、 禽料：打造极致低成本，提升产品内生价值	16
2.3、 猪料：后起之秀，发展空间广阔	18
2.4、 掘金万亿市场，2025 年饲料预计销量达 4000 吨	21
3、 饲料、种苗、养殖产业链协同发展	22
3.1、 动保业务：为养殖保驾护航，与饲料协同发展	22
3.2、 生猪养殖：积淀深厚，潜力巨大	25
4、 盈利预测与评级	27
5、 风险提示	27

图表目录

图 1: 海大集团发展历程	6
图 2: 海大营业总收入 CAGR 为 27.78 %	6
图 3: 海大归母净利润 CAGR 为 28.90 %	6
图 4: 海大集团饲料收入占比在 80%以上 (百万元)	7
图 5: 海大集团饲料毛利占比在 70%以上 (百万元)	7
图 6: 海大集团毛利率净利率变动	7
图 7: 海大集团各板块毛利率变动	7
图 8: 海大集团单吨售价、单吨毛利变化	8
图 9: 海大饲料业务毛利率高于同行	8
图 10: 海大集团三级研发体系	9
图 11: 加州鲈鱼料研发流程	9
图 12: 海大集团套现保值规模不断扩大	10
图 13: 海大将规模采购、期现结合转化为贸易优势	10
图 14: 海大服务站的三大核心要素	11
图 15: 海大水纪元服务站	12
图 16: 海大畜禽服务站	12
图 17: 海大禽畜服务站、水纪元服务站	12
图 18: 海大 2.0 服务体系	13
图 19: 产品+服务带来超额收益	13
图 20: 海大饲料销量 CAGR (2010-2020 年) 领先同行	13
图 21: 2007-2020 年全国水产饲料 CARG 仅 3.52 %	14
图 22: 2006-2020 海大水产饲 CARG 达 19.49 %	14
图 23: 水产料市占率逐年提升, 2020 年达 18.20%	14
图 24: 海大集团特种饲料增速远高于水产料整体增速	15
图 25: 微颗粒虾料开口料——贝可速	15
图 26: 贝可速污染小、营养安全、适口性好	15
图 27: 斗门白蕉镇鱼塘密布	16
图 28: 子公司海龙服务工程师监测水质	16
图 29: 2007-2020 年全国禽饲料 CARG 为 4.01 %	17
图 30: 肉禽工业饲料普及率高达 90%	17
图 31: 2007-2020 年海大禽料 CARG 为 5.18 %	17
图 32: 禽料市占率逐年提升, 2020 年达 6.81 %	17
图 33: 无抗养殖“育雏 5 优”系列育雏料	18
图 34: 2007-2020 年全国猪饲料 CARG 仅 2.71 %	19
图 35: 2010-2020 年海大集团猪饲料 CARG 为 22.31%	19
图 36: 猪料市占率为 2.07%	19
图 39: 全国饲料总产量	21
图 40: 2020 年全国饲料细分结构	21
图 42: 全流程服务, 全产业链协同发展	23
图 43: 微生态制剂收入十年 CARG 为 20.93 %	23
图 44: 微生态制剂毛利率在 50%以上	23
图 50: 海大养猪子公司分布	27
图 51: 饲料产能和生猪产能区域高度重合	27

1、中国饲料巨头：产品+服务打造核心竞争力

1.1、从饲料起家到多元化发展

海大集团是以饲料为核心的高新农牧企业，针对养殖中的问题为养殖户提供产品和服务等综合解决方案，为行业带来变革发展。经过二十多年的发展，公司业务已覆盖饲料、种苗、动保、养殖、食品流通、金融等多个领域，主要产品涵盖鸡、鸭、猪、鱼、虾等饲料，生猪、虾苗、鱼苗等养殖品种，以及畜禽和水产养殖过程中所需的生物制品、兽药、疫苗。

表 1：公司业务板块主要产品

业务	产品类别	主要产品
饲料	禽料	蛋鸡饲料、肉鸡饲料、蛋鸭饲料、肉鸭饲料、鹅饲料
	猪料	乳猪、仔猪、种猪、成猪、肉猪饲料等
	水产料	水产预混料、淡水鱼料、海水鱼料、虾料
原料贸易	饲料原料	玉米、豆粕、菜粕、棉粕、鱼粉、添加剂等
水产种苗	鱼苗、虾苗	南美白对虾、草鱼、鲫鱼、罗非鱼、加州鲈、黄颡鱼
动保	兽药、疫苗、动物保健	水产和禽畜类微生态产品、兽药、疫苗
养殖	禽畜养殖	商品猪、仔猪、肉鸡、肉鸭等
	水产养殖	鱼、虾等
宠物	宠物食品	海瑞特、海尔什、海信健等
食品流通	屠宰加工	肉鸭屠宰加工
金融	农业金融	小额贷款、保理业务、融资担保等

资料来源：公司公告，国海证券研究所

二十余载深耕发展，海大集团已成为全球领先的饲料企业。海大集团的前身为 1998 年初成立的广州海大饲料公司，根据公司的业务结构和发展速度情况，大致可分为四个阶段：

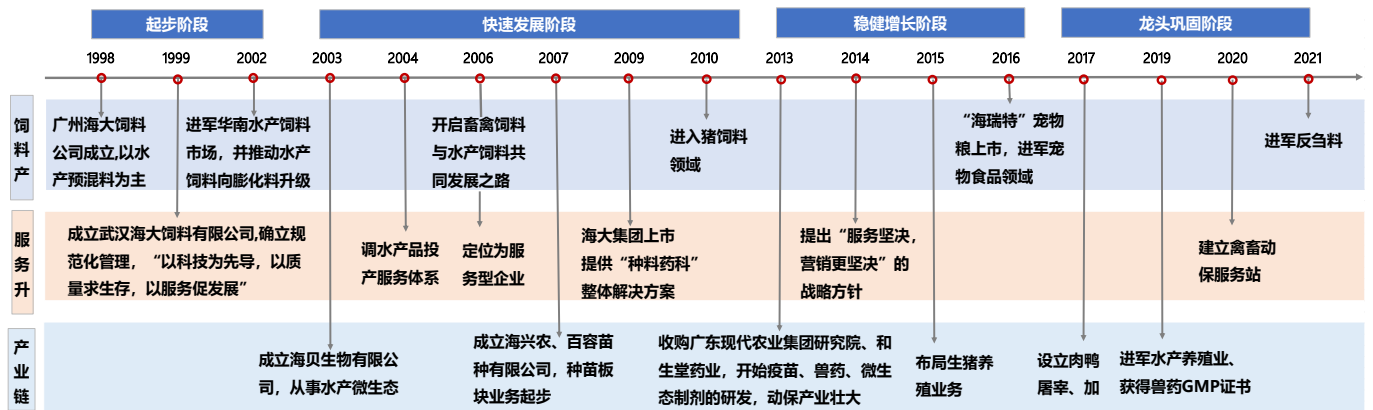
① 1998-2002 为起步阶段，公司以水产预混料起家，三年间海大水产预混料已经成为全国市场第一，并于 2002 年进入水产配合料领域，推动华南水产饲料由颗粒料向膨化料升级；

② 2003-2011 为快速发展阶段，2006 年公司确立了服务型企业的定位，在水产料的基础上，积极发展禽畜料，同时种苗、动保板块起步，逐渐形成“种料药科”的整体解决方案；

③ 2012-2016 为稳健增长阶段，通过收购战略进一步壮大动保业务，2015 年布局生猪养殖，2016 年进军宠物食品领域，不断完善产业链条；

④ 2017 年至今为龙头巩固阶段，一体化程度不断提高，饲料业务业绩保持高增，并于 2021 年进军反刍料，形成养殖品种的全覆盖，动保业务获 GMP 证书和生产许可证，建立畜禽动保和水产动保服务站，用产业链思维服务客户。

图 1：海大集团发展历程

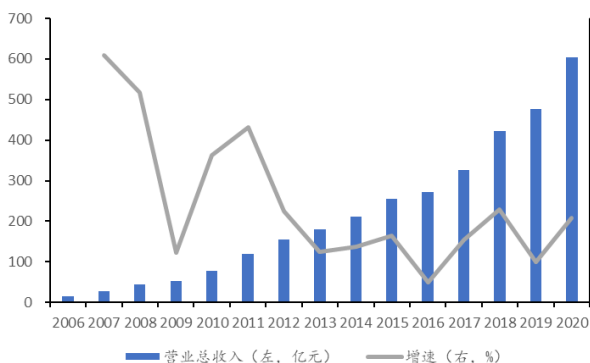


资料来源：公司公告，公司官网，国海证券研究所

1.2、公司业绩持续向好，毛利率稳定在 10%以上

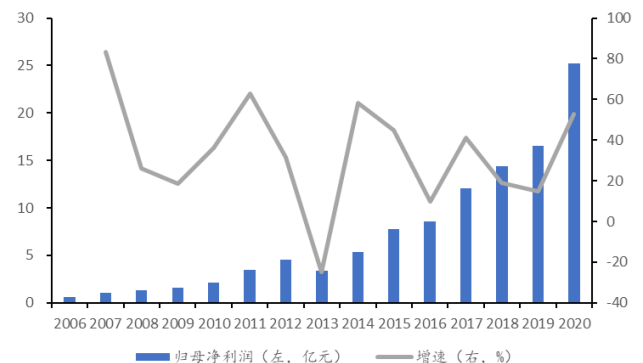
公司营收逐年增长，06 年以来净利润 CAGR 达到 28.90%。公司营收从 2006 年的 15.26 亿元提升至 2020 年 603.24 亿元，CAGR 达 27.78%，营收增长主要是得益于集团饲料、种苗、动保、养殖、贸易各板块业务持续全面增长，全产业链协同赋能。公司归母净利润从 2006 年的 0.56 亿元增长至 2020 年 25.23 亿元，CAGR 达 28.90%，增速高于总营收，彰显出公司规模效应和产品结构优化效果显著。

图 2：海大营业总收入 CAGR 为 27.78%



资料来源：WIND，国海证券研究所

图 3：海大归母净利润 CAGR 为 28.90%



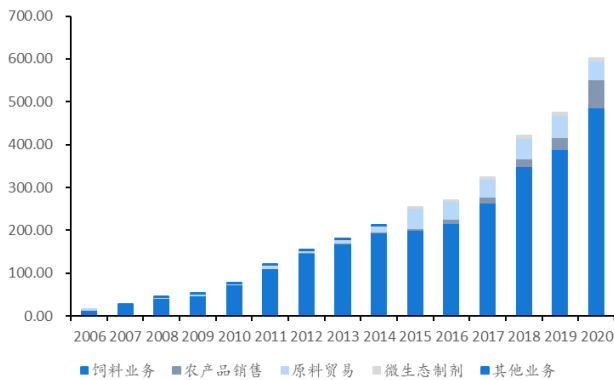
资料来源：WIND，国海证券研究所

以饲料业务为主，构建全产业链经营模式。饲料为收入主要来源，近年来业务占比稳定在 80%左右；其次鱼苗虾苗和生猪的销售，营收占比不断上升，2020 年占比达 10.56%；豆粕、玉米和鱼粉等原料贸易业务占比持续下降，2020 年为 7.30%；微生物制剂等动保业务占比维持在 1%水平。

毛利主要贡献来源为饲料端占比 70%以上，公司整体毛利率稳定在 10%以上。

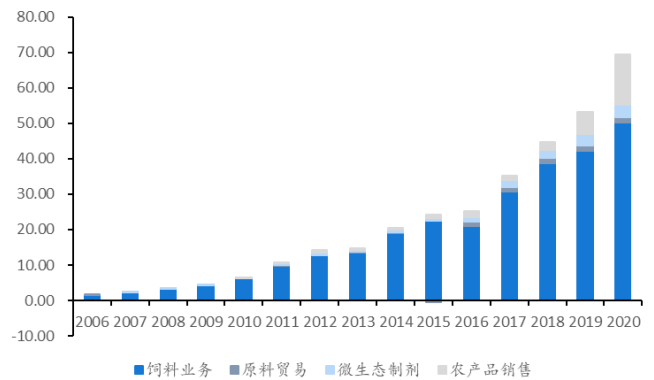
2018 年之前，饲料业务毛利贡献占比维持 80%以上，随着其他业务快速发展占比有所收窄，2020 年占比 71.54%；其次为虾苗鱼苗及生猪的销售业务，占比持续提升，2019 年占比 11.45%，2020 年由于生猪出栏量大幅提升毛利占比攀升至 20.29%。从毛利率水平看，近两年饲料业务毛利率保持在 10%，鱼苗虾苗及生猪的销售升至 20%，微生态制剂业务毛利率在 50%以上。整体上看，2017 年-2020 年，公司毛利率稳定在 10%以上，产品结构持续优化，核心竞争力不断加强，2020 年销售毛利率、销售净利率分别为 11.66%、4.72%。

图 4：海大集团饲料收入占比在 80%以上（百万元）



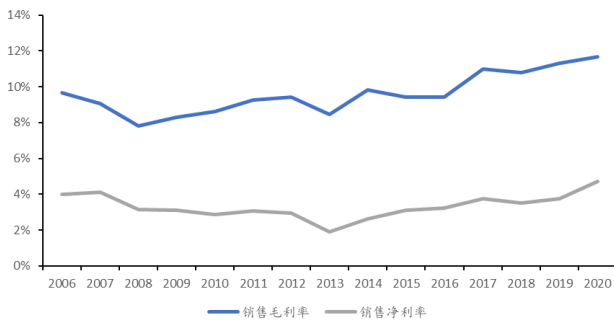
资料来源：WIND,国海证券研究所

图 5：海大集团饲料毛利占比在 70%以上（百万元）



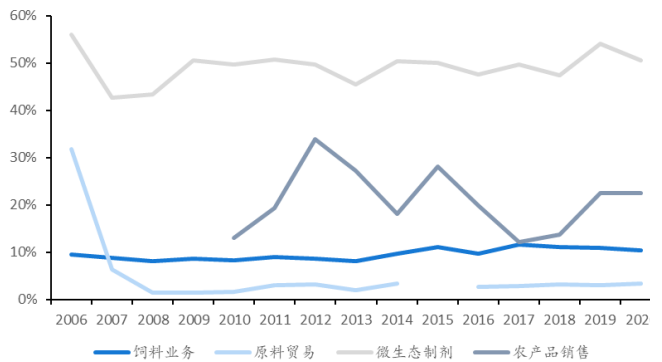
资料来源：WIND,国海证券研究所

图 6：海大集团毛利率净利率变动



资料来源：WIND,国海证券研究所

图 7：海大集团各板块毛利率变动



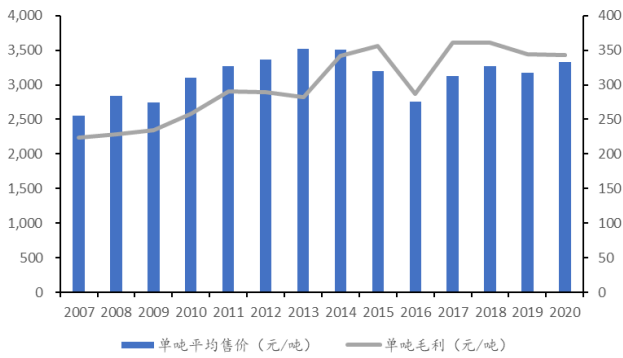
资料来源：WIND,国海证券研究所

1.3、“产品+服务”模式构建品牌护城河

1.3.1、研发+采购优势+配方调整打造极致成本

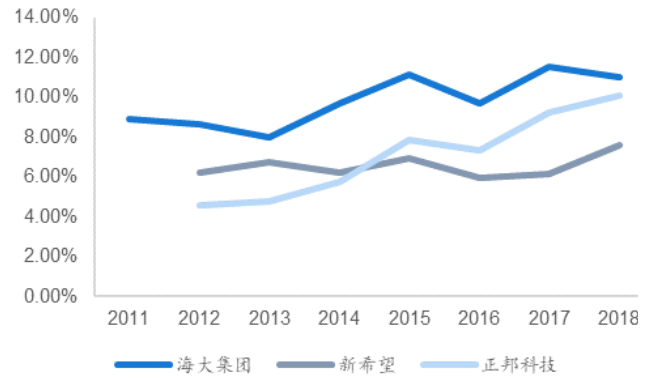
打造极致低成本，凸显竞争优势。公司加强产品力的显性化表达，在同等价格上为养殖户追求更好的养殖成绩和养殖盈利，或是略高的价格上养殖盈利显著高于同行，在不同的价格档位上，都实现对竞争对手产品的比较优势。2017 年-2020 年期间，海大集团单吨毛利稳定在 350 元左右，从毛利率看，近三年海大集团毛利率稳定在 10%以上，高于行业平均水平。

图 8: 海大集团单吨售价、单吨毛利变化



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 9: 海大饲料业务毛利率高于同行



资料来源: WIND, 国海证券研究所

不断加大研发投入, 提升产品品质。海大以完善高效的产品开发流程全力推动科研技术向产品端高质、高效转化, 以满足环境复杂、品种多样的养殖业不断向现代化、安全化、规模化发展需求。目前, 海大集团累计投入 25 亿元研发费用, 已建成一个研究院、三大研究中心、十余个研发中试基地, 拥有超千人硕博研发队伍, 超 10000 项自主研发项目, 2000 项科技成果转化, 300 余项科研专利, 与国内外 50 多所高校、科研院所建立产学研合作关系, 围绕产业链各环节进行研发, 从育种、防疫、养殖到饲料, 涵盖猪、鸡、鸭、鱼、虾等多个品种。

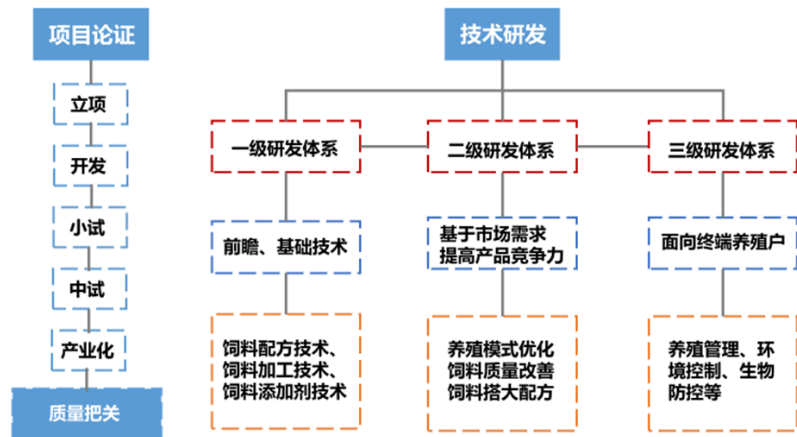
表 2: 海大集团研发投入逐年提高

	2018 年	2019 年	2020 年
研发人员数量 (人)	1200	1623	2162
研发人员数量占比	6.90%	7.81%	8.24%
研发投入金额 (百万元)	309.17	416.01	479.43
研发投入占营业收入比例	0.74%	0.90%	0.81%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

公司构建三级研发体系, 分别针对基础技术、市场需求、养殖户痛点进行研发储备, 提高产品竞争力。(1) 一级体系负责核心配方技术的研究与开发, 包括饲料配方技术、饲料生产加工工艺、饲料添加剂技术、优质苗种选育和繁育技术、水质净化技术等; (2) 二级体系直接面向市场和客户, 解决分、子公司在经营服务过程中面临的技术问题, 包括饲料质量改善、配方调整等; (3) 三级研发体系面向终端养殖户, 解决养殖过程中遇到的问题。同时公司建立了科学的研发项目论证流程, 从立项、开发、小试、中试到最终产业化, 每个环节都有严格控制, 确保项目完成质量, 提升饲料配方技术水平, 以期在饲料领域形成独有研究成果, 保证其专业性。以海大加州鲈鱼饲料研发为例, 研发过程历经三个阶段: 研发初期的基础研究和实验; 针对加州鲈鱼特性不断调整饲料配方, 进行工艺改善; 示范成功, 产品投产升级。

图 10: 海大集团三级研发体系



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 11: 加州鲈鱼料研发流程



资料来源：《当代水产》，国海证券研究所

坚持饲料配方专业化，通过改良饲料配方降低产品成本。海大集团注重通过技术研发优化其饲料配方，通过中试、大试等环节保证饲料配方质量。基于海大现有的研发技术，饲料配方饵料系数优于行业平均。公司近几年在原料研发方面突破很大，特别是在虾蟹类、名特优品类饲料的鱼粉替代技术处于领先地位；并可以在原料价格波动时调整配方比例，推广低蛋白日料，减少豆粕使用，严格控制成本。

表 3: 海大饲料配方饵料系数低于行业平均

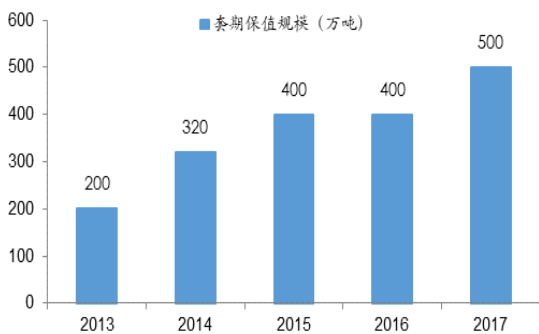
饵料系数	海大集团	行业平均
草鱼	1.6-1.8	1.8 以上
罗非鱼	1.2-1.5	1.6-1.8
海水鱼	1.0-1.2	1.2-1.5
对虾	0.8-1.1	0.8-1.5

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

公司率先实行集中采购模式, 采购团队集中、分工专业, 同时对现货、期货、期权等采购工具组合应用经验丰富, 通过远期价值采购和风险头寸管理降低经营成本能力突出。海大集团采购优势主要来源于三方面: 第一企业规模大, 采购单价具有规模效益; 第二, 公司和采购中心合作多年, 行业视角宽广, 信息采集和分析量较大, 能够实时跟踪、研究、判断国内外大宗原材料的行情走势, 突出的采购能力可以发现众多原材料采购机会。使饲料产品和原料贸易的成本优势成为可能; 第三, 技术参与度高, 利用期货工具对大宗原材料进行套期保值, 以有效控制采购的价格风险和头寸风险, 强化了海大的采购优势。

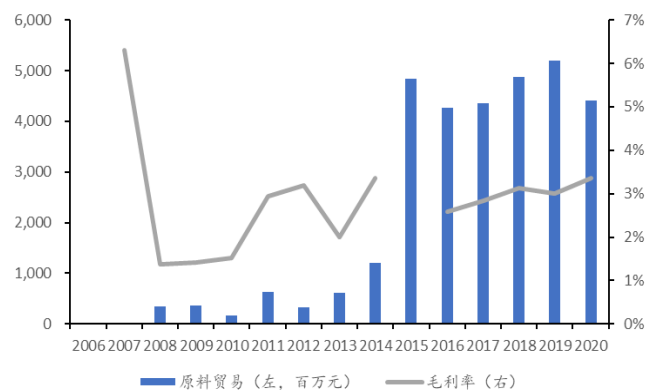
公司将集中采购、规模采购、及期现结合的采购优势直接转为公司原料贸易优势, 降低了采购成本。公司经过多年的产业聚焦发展, 已实现大宗产品的全面集中采购, 规模现货采购结合期货、期权等工具的运用, 形成了较强的采购成本优势, 并为公司产品竞争和盈利提供了重要支撑。近些年公司在满足内部生产原料需求的同时, 将采购优势向其他同行饲料公司、原料贸易商和规模养殖户进行延伸, 对原料行情判断的专业能力和集中采购的专业优势直接转化为公司收益, 成为公司新的利润增长点。近年来, 公司原料贸易业务保持在稳定水平上, 毛利率小幅上升, 增厚公司利润。

图 12: 海大集团套现保值规模不断扩大



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 13: 海大将规模采购、期现结合转化为贸易优势



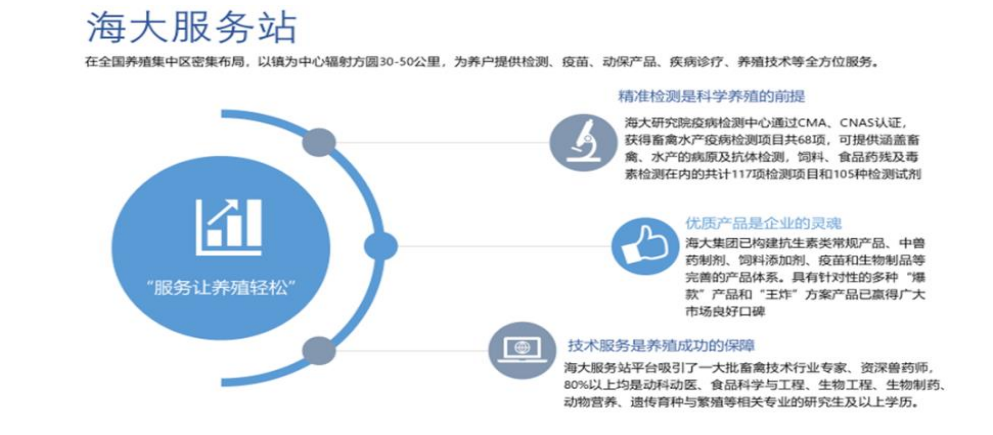
资料来源: WIND, 国海证券研究所

1.3.2、采用服务站模式, 优化综合服务营销体系

搭建畜禽技术服务站、水纪元水产服务站, 打造养殖行业综合服务商。通过给养殖户提供种苗、饲料、动保, 服务上提供养殖技术, 渠道上和经销商深度合作, 2012 年公司即开展经销商伙伴成长计划, 实现“养殖户、经销商、公司”三位一体的综合收益。2020 年公司着手搭建海大畜禽技术服务站、水纪元水产服务站, 海大服务站依托海大集团人才、资金、技术、管理及养殖全产业链的优势,

在全国养殖集中区密集布局,以镇为中心辐射方圆 30-50 公里,为养户提供检测、疫苗、动保产品、疾病诊疗、养殖技术等全方位服务。

图 14: 海大服务站的三大核心要素



资料来源:公司公告,国海证券研究所

水纪元深度绑定经销商,与优质渠道强强联合共建服务平台。水纪元服务站深度合作水产领域的优质经销商,从 10000 名经销商中精选出 300 名懂技术、具有良好的客户服务理念、擅长推广新产品、新技术的优秀经销商群体,共同建立专业的服务平台,打造水产动保行业的‘VIP 渠道专属品牌’。为开拓各地区的市场,水纪元团队会在当地举办了多场产品显性化实验、对比实验,以实际例证向潜在经销商和养殖户展示水纪元产品的实力以及背后蕴藏的科研成果。经销商在自身积累的农资和销售经验外,还将获得水纪元团队的全力配合,应用水纪元团队“测水-处方-跟踪效果”的现场服务模式,提供更好的塘头服务。随着海大集团的水纪元品牌快速发展,海大集团提供专业的检测设备、高科技的产品、优质的服务和专业人才支持,力求把水产全产业链的各个环节紧密、专业的链接到一起。

畜禽服务站解决养殖痛点,为养殖户提供专业检测服务。畜禽服务站是海大集团针对禽畜养殖行业的技术服务再次升级,在高密度养殖区域建立禽畜服务站,提供一整套完善的检测项目,健全的动保产品,更加合理的养殖规划建议,帮助养殖户实现降本增效。在 2021 年寒潮和生猪疫病的双重夹击下,畜禽服务站采用“资深服务专家常驻,各分公司服务工程师轮流值班,分公司营销服务团队随叫随到”的运行机制,以服务中心为核心主体,整合各分公司的服务力量,把一百多名专业的兽医团队凝聚在一起,通过提供精准检测,客户准确掌握猪只健康程度,服务团队根据检测结果为养殖户提供最佳的解决方案。

图 15: 海大水纪元服务站



资料来源: 海大服务站, 国海证券研究所

图 16: 海大畜禽服务站



资料来源: 海大服务站, 国海证券研究所

图 17: 海大禽畜服务站、水纪元服务站



资料来源: 海大服务站, 国海证券研究所

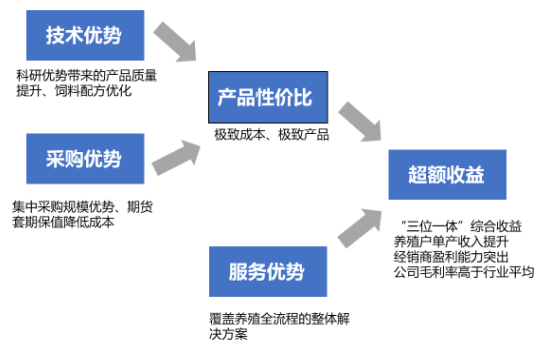
产品+服务，构建海大集团品牌护城河。海大的综合服务体系并不是苗种+饲料+动保+养殖技术的简单产品和服务叠加，而是公司通过长期的运营和积累的技术储备、服务经验、采购优势等共同作用下产品的高性价比。在该模式下，养殖户单产收益更高，经销商盈利能力突出，公司毛利率高于行业平均，实现“三位一体”共同发展。2010-2020年十年间，海大饲料销量 CAGR 为 19.9%，远高于全国饲料增速（4.7%），并且明显超过同行增速。

图 18: 海大 2.0 服务体系



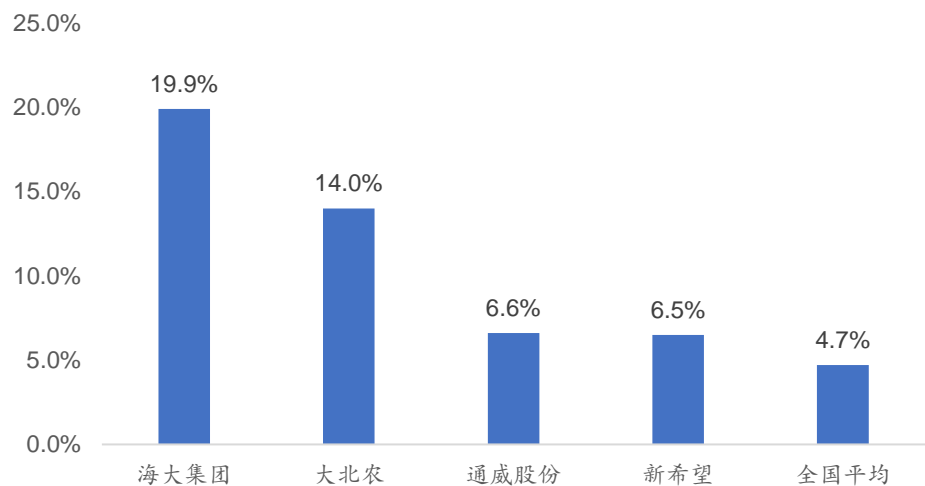
资料来源：海大宣传片，国海证券研究所

图 19: 产品+服务带来超额收益



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 20: 海大饲料销量 CAGR (2010-2020 年) 领先同行



资料来源：饲料工业协会，公司公告，国海证券研究所

2、饲料主业优势扩大，市占率逐年提升

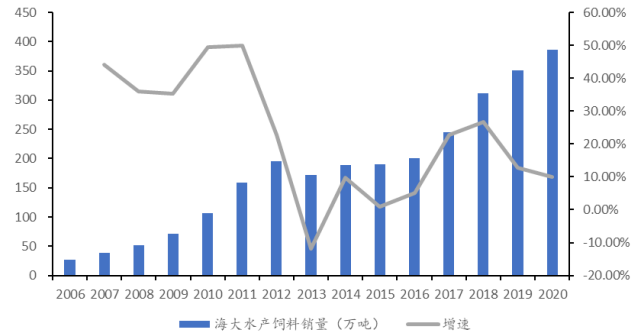
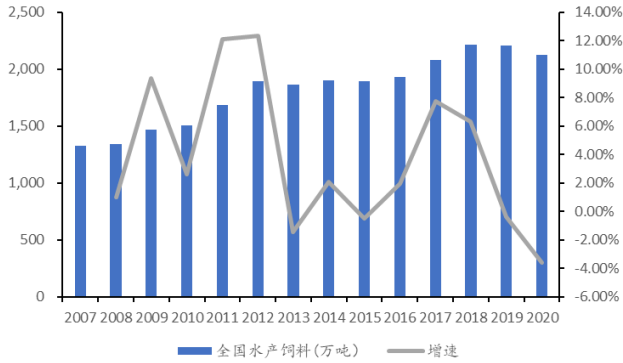
2.1、水产料：产品与服务同行，缔造水产巨头

全国水产饲料增速放缓，2006-2020 CAGR 仅为 2.35%。2006-2012 年，水产饲料行业仍维持着年复合 7.3% 的增长速度，但 2013 年异常天气、疫病等问题集中暴发，水产养殖业盈利较差，养殖积极性下降，增速放缓。2012-2016 年，水产饲料产量年复合增速仅 0.5%，其中 2013 年和 2015 年，受对虾早期死亡综合征(EMS)、暴雨、鱼价走低等因素影响，全国水产饲料产量同比分别下滑 1.5% 和 0.5%。

海大水产饲料逆势增长，2006-2020 期间复合增速为 19.49%，2020 年市占率达 18.20%。公司水产饲料销量从 2010 年的 106 万吨提升至 2020 年 387 万吨，发展不断提速，10 年期间复合增速为 13.81%，近三年复合增速提升至 16.35%。公司水产饲料市占率不断提升，2016 年超过 10%，2020 年达 18.20%，龙头效应进一步凸显。

图 21: 2007-2020 年全国水产饲料 CARG 仅 3.52%

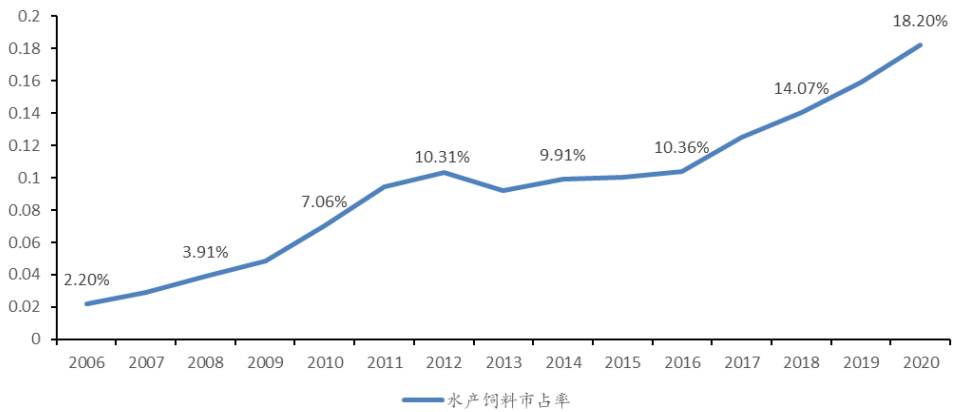
图 22: 2006-2020 海大水产饲料 CARG 达 19.49%



资料来源：饲料工业协会，国海证券研究所

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 23: 水产料市占率逐年提升，2020 年达 18.20%

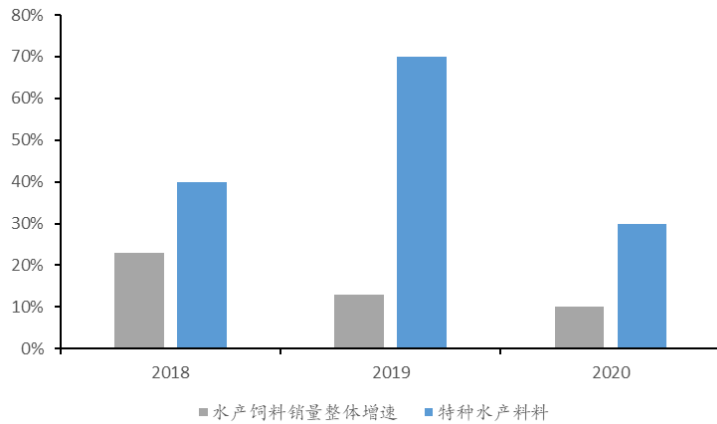


资料来源：饲料工业协会，公司公告，国海证券研究所

公司积极布局特种水产料和水产膨化料，持续优化饲料结构。普通水产颗粒料毛利率偏低，一般在 10-12%，普通水产膨化料在 14-15%，虾蟹料毛利率在 15-16%。对比行业，公司的水产饲料技术水平含量高，盈利能力强，虾料单吨净利高达 600 元，鱼料单吨净利可达 100 元。近几年海大集团的水产饲料产品结构优化明显，特种料增速远高于水产料平均增速，2020 年普水饲料全年销量下降 9%，虾蟹料（含华中小龙虾饲料）全年销量增长 25%，高档膨化鱼饲料（指生鱼、鲈鱼等）全年销量同比增长超过 30%，虾蟹料、高档膨化鱼饲料合计已占水产饲料的 47%，带动水产料持续成长。即使受普水饲料整体表现不佳影响，

2020 年水产毛利率持平，单吨毛利额保持同比增长。

图 24: 海大集团特种饲料增速远高于水产料整体增速



资料来源：公司公告，国海证券研究所

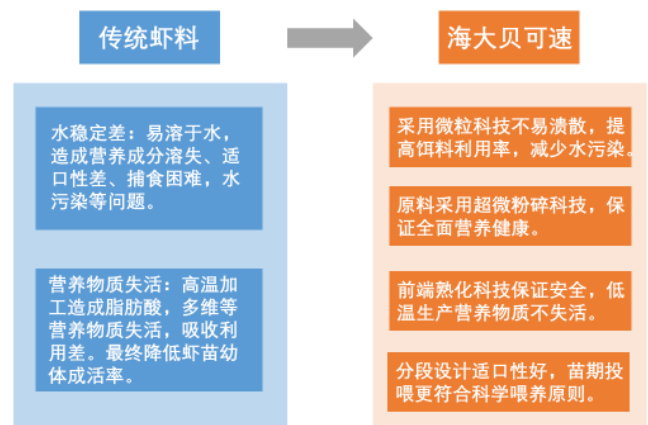
水产料聚焦养殖痛点，切实提高养殖户利益。我国水产养殖易受气候影响，对水域水质及底质要求较高，同时水产养殖病害呈现高发趋势。针对疾病高发、防疫困难、环境不可控的养殖痛点，海大集团改进饲料配方，提高单位面积产量。在对虾养殖中，养殖终端的苗料产品 90%以上为虾片、开口粉料和大破碎，制作工艺绝大多数为破碎工艺和传统高温加工，水稳性较差，营养成分流失，吸收利用差，最终造成虾苗幼体存活率低、畸形率高、体质较弱，后期养成困难。海大研究院推出新一代虾苗开口料——贝可速 (Brek.Su)，饵料采用国际领先的微颗粒造粒技术，前端熟化、低温包膜制粒技术，能够保护热敏性营养物质不失活，有效的解决了传统饵料在水体中溶失大、坏水等问题，有效促进虾苗生长和健康水平，提高养殖成功率。由于吸收利用率更高，相同存塘量的虾苗饵料投喂量更少，相比投喂高端粉料成本降低 200-300 元/棚；由于其不坏水的特性，一条大棚动保产品可节约 200-400 元；由于虾苗长势更快，缩短养殖周期，加快资金回流，降低养殖风险。

图 25: 微颗粒虾料开口料——贝可速



资料来源：海大农牧，国海证券研究所

图 26: 贝可速污染小、营养安全、适口性好



资料来源：海大农牧，国海证券研究所

海大坚持“为客户创造价值”的理念，为行业带来了革命性的发展变化。海大积极提供饲料+微生态制剂+动保的整体解决方案，以全面的技术服务体系帮助养殖户，以产品叠加服务创造更多效益，兑现着“一亩塘、一千鸡鸭，一栏猪增效千元”的海大承诺。在被称为“中华海鲈之乡”的广东斗门地区，随着海大子公司珠海海龙进入当地水产养殖市场，四年期间即成功把当地明星产品海鲈的亩产效益提高了 2.4 万元，以斗门地区海鲈面积 3 万亩计算，海大集团每年为斗门地区海鲈增效可达 7 亿元左右。

图 27: 斗门白蕉镇鱼塘密布



资料来源：斗门政府网，国海证券研究所

图 28: 子公司海龙服务工程师监测水质



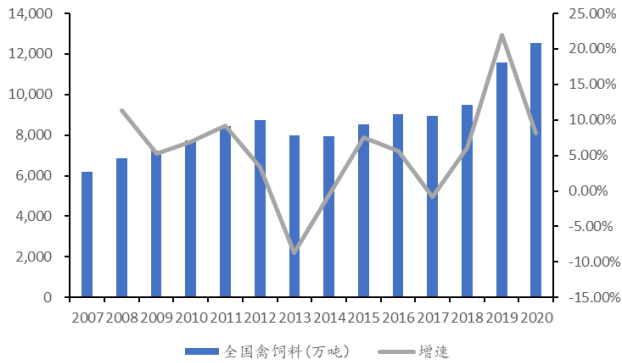
资料来源：斗门政府网，国海证券研究所

2.2、禽料：打造极致低成本，提升产品内生价值

禽饲料规模大，普及率高，市场竞争激烈，利润“低无可低”。2020 年饲料总产量 2.53 亿吨，禽料总产量 1.25 亿吨，占比 49%，为占比最高的饲料细分品类；肉禽、蛋禽工业饲料普及率分别为 90%、40%，禽料市场规模大，竞争激烈。利润率低已成为行业对禽料的公认特性，很多鸭料企业甚至难以盈利。

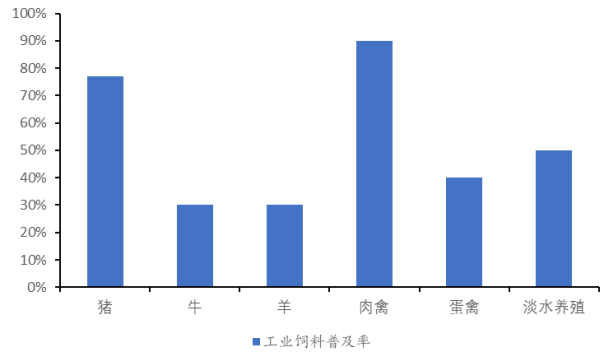
海大盈利能力远高于行业平均水平，优势持续扩大。海大早在 2004 年即进入禽料行业，但 2004 年-2012 年间公司在禽料上投入的资源较少，禽料体量不大，2012 年海大禽料销量仅为 174.4 万吨。2013 年公司加大对禽料的开拓，2012-2016 年间，海大禽料销量从 174.4 万吨增至 412.5 万吨，年复合增速达到 24%，市占率也从 2.0% 增至 4.6%。公司坚持低成本策略，为农户提供高性价比饲料和配套服务，2017 年公司家禽饲料单吨利润为 40 元，行业单吨盈利仅为 22 元。近五年来，公司禽料对同行的成本优势从每吨 30 多元提升至每吨 70 多元，成本优势突出。此外，公司不断拓展养殖大客户加强产业链优势以及建立畜禽养殖服务站提升服务品质，禽饲料在华南、华北核心市场影响力扩大，竞争优势明显，2020 年市占率已提升至 6.8%。

图 29: 2007-2020 年全国禽饲料 CARG 为 4.01 %



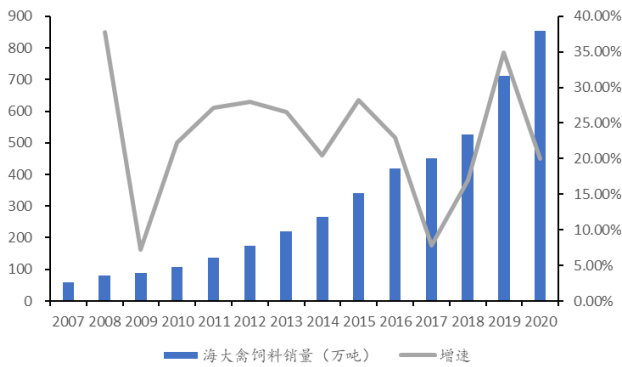
资料来源: 饲料工业协会, 国海证券研究所

图 30: 肉禽工业饲料普及率高达 90%



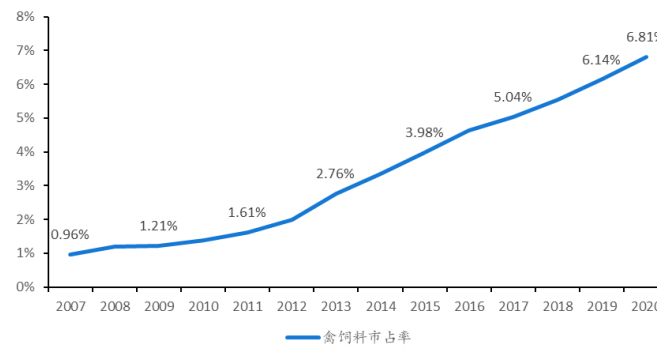
资料来源: 饲料工业协会, 国海证券研究所

图 31: 2007-2020 年海大禽料 CARG 为 5.18 %



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 32: 禽料市占率逐年提升, 2020 年达 6.81%



资料来源: 公司公告, 饲料工业协会, 国海证券研究所

应对行业发展趋势, 实现产品升级。禽饲料领域竞争激烈, 未来想在禽饲料市场竞争中突围, 饲料品质提升、细分品类、减抗替抗等方向或成为发力点。传统育雏料产品普遍存在各阶段营养需求不清晰, 营养档次和养殖模式参差不齐, 只考虑育雏阶段利益不看蛋鸡的终身效果等问题, 考虑无抗养殖后蛋鸡免疫力低下、肠道问题反复、死淘率高等养殖痛点, 海大推出了“育雏 5 优”系列育雏料, 使用海大无抗功能料为蛋鸡无抗养殖提高营养保障, 添加益生元、发酵原料、复合中草药制剂、免疫增强剂等产品, 通过层层验证、筛选、优化、组合, 解决蛋鸡在产蛋期阶段碰到的肠道、呼吸道、生殖道(输卵管)三道难题, 解决了这些在养殖过程中的关键问题, 提高了客户收益。

图 33: 无抗养殖“育雏 5 优”系列育雏料



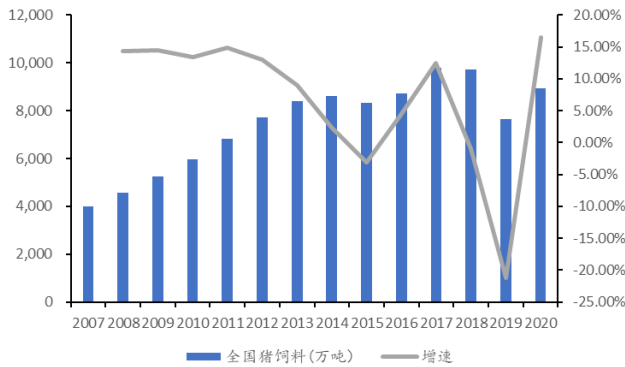
资料来源：海大禽报局,国海证券研究所

2.3、猪料：后起之秀，发展空间广阔

猪饲料产量持续上行，饲料加工企业积极推进外延式发展。猪饲料产量的上升一方面受工业饲料特别是配合饲料普及率不断提高的影响，另一方面受下游畜禽养殖规模变动的影响。2010 年至 2017 年，全国猪饲料产量整体呈上升趋势，全国猪饲料产量从 5947 万吨增长至 9808 万吨。2018-2019 年，我国生猪存栏受非洲猪瘟等因素影响出现较大幅度下降，饲料销量出现下滑。2019 年，全国猪饲料产量为 7663 万吨，同比下降 21.16%。随着疫情得到控制，生猪存栏企稳回升，2020 年销量出现明显回升，同比增加 16.43%。

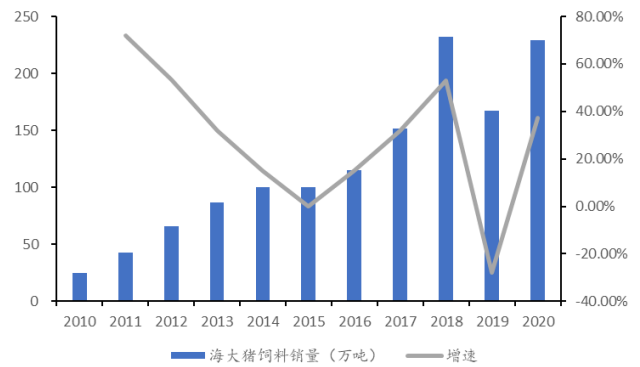
公司猪料保持较高盈利水平，未来发展前景广阔。公司猪饲料起步较晚，销量从 2010 年的 25 万吨提升至 2020 年 185 万吨，复合增速为 22.31%。非瘟之前公司市占率持续提升，2019 年受到疫情影响，全国生猪存栏量大幅下降，特别是公司核心市场华南地区，公司猪料需求同比下降严重。2020 年生猪产能恢复，公司销量同比增长 37%；毛利率同比增长 0.94 个百分点，单吨净利达 100 元。2020 年猪饲料市占率仅为 2.02%，公司饲料发展重心开始往猪料倾斜，通过内生和外延式拓展猪料市场。

图 34: 2007-2020 年全国猪饲料 CARG 仅 2.71 %



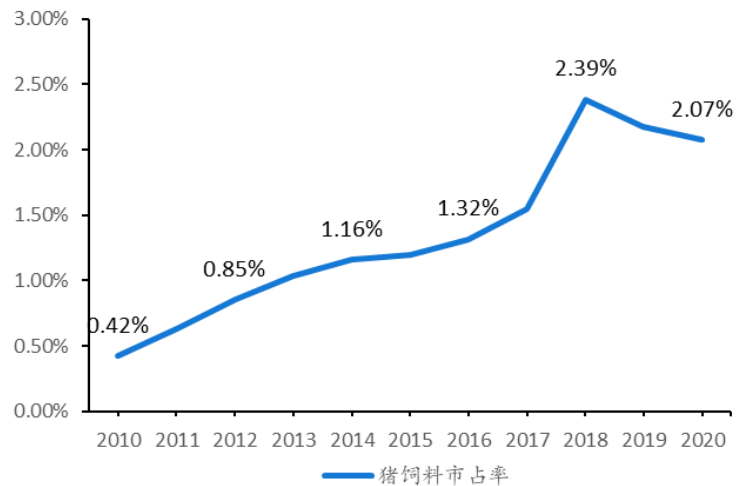
资料来源: 饲料工业协会, 国海证券研究所

图 35: 2010-2020 年海大集团猪饲料 CARG 为 22.31 %



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

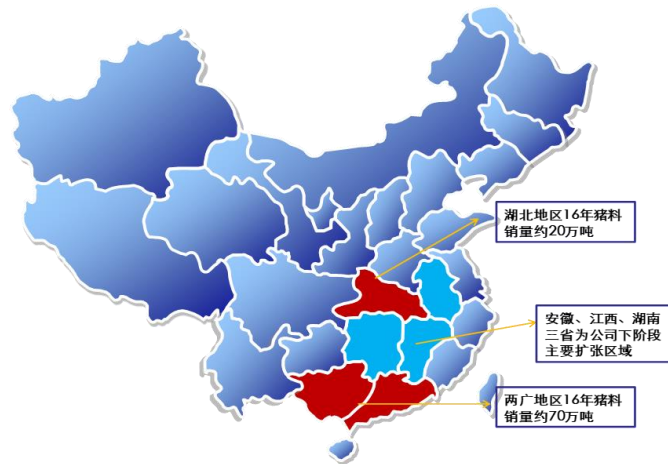
图 36: 猪料市占率为 2.07 %



资料来源: 饲料工业协会, 公司公告, 国海证券研究所

公司猪料覆区域由南向北快速扩张，增速高于行业平均。在 2018 年以前，海大集团猪料聚焦广东、广西地区，随后由南向北推进，正快速布局湖南，湖北、贵州、陕西等地区，目前已有公司 12 家，在建猪料专业公司 8 家（预计 2023 年完成投产）。猪料主要覆盖区由华南、华中进一步拓展至华北、西南和东北地区，养殖客户数量和销售渠道保持增长。

图 37: 海大猪料布局



资料来源: 公司公告,国海证券研究所

海大加大猪料投入, 募资自建工程。公司将在现有的配合饲料品种的基础上, 继续提高配合饲料的产品性价比和技术优势, 提升产品在行业中的领先地位和竞争优势。在技术和产品布局日趋成熟的情况下, 公司募资建设猪料项目, 进一步完善在重点养殖区域的产能布局, 扩大华东、华中片区的饲料产能, 提升公司市场占有率, 扩大规模效应。

表 4: 海大集团部分猪料建设项目

已建项目	饲料生产类型	设计产能(万吨)
安徽海大	畜禽、水产	25
东莞海大	鸡、猪、鸭、鱼配合饲料	60
广州市番禺区大川	猪、鱼、鸭系列	60
揭阳海大	虾料、鱼料、猪料、鸭料	80
茂名海龙饲料	膨化鱼、颗粒鱼、猪及鸭料	24
山东海鼎	综合性	200
天津海大	水产、畜产	35
益阳海大	畜禽及水产	40
云南海大	鱼、猪配合饲料	20
肇庆海大	高档鸭类、猪类、水产料	30
合计		574

资料来源: 公司公告,国海证券研究所

收购优质企业, 加速产能扩充。发展之初海大集团在北方的影响力相对较弱、在东北甚至没有饲料厂, 2017年7月海大收购山东大信集团60%的股权, 借助大信集团在北方的影响力迅速在北方取得一席之地, 将猪料覆盖区域扩大到湖北、东北市场。

图 38: 海大收购山东大信集团



大信集团成立于2005年，总资产3亿元，员工近千人，年产能近百万吨，主要专业从事高档猪料研发、生产和营销，目前在青岛、烟台、潍坊、临沂、江苏等地拥有子公司6家，已实现对华东、华北、华中、东北等省市的市场覆盖。

公司及产品品牌先后荣获“中国十大最具潜力乳猪料品牌”、“山东省生猪饲料十强”、“饲料企业口碑三十强”、“教槽料口碑五强”、“2014畜牧行业用户优选三十强饲料品牌”、“十大匠心饲料品牌”等荣誉称号。

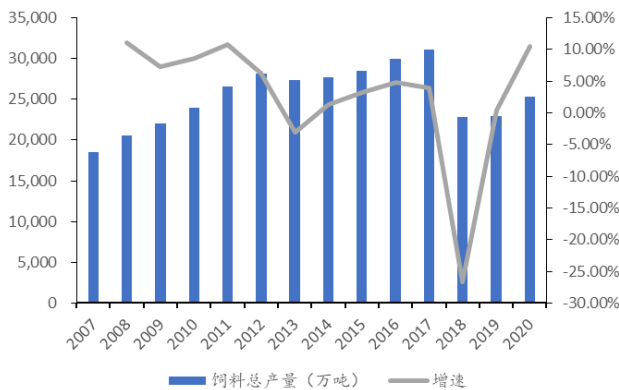


资料来源：大信集团官网,国海证券研究所

2.4、掘金万亿市场，2025 年饲料预计销量达 4000 吨

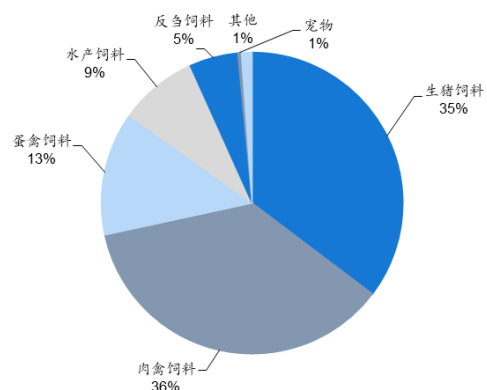
全国饲料产量增速放缓，受猪瘟影响，2018、2019 年饲料产量下降明显，行业集中度进一步提升。2020 年我国饲料年产量超 100 万吨饲料企业集团 33 家，占全国饲料总产量 54.6%，随着部分中小企业的退出，企业数量进一步减少、行业集中度进一步提高。优势企业多利用行业整合机遇及规模优势，通过兼并和新建扩大产能，或进行产业链的延伸，或发展多元化的业务；中小企业面对资本、人才、技术压力和服务能力等发展瓶颈，将逐步被优势企业整合并购或退出市场。主要因为：第一，龙头企业市场全覆盖带来市场的定价权，提高客户对集团的信心，行业集中趋势下，中小企业持续退出，经销商倾向于与更强的平台合作；第二，规模扩大带来原料采购的优势，大客户可以利用海大的采购优势、技术的平台整合，龙头企业可以更快地实现规模化，双方实现共赢。

图 39: 全国饲料总产量



资料来源：饲料工业协会,国海证券研究所

图 40: 2020 年全国饲料细分结构

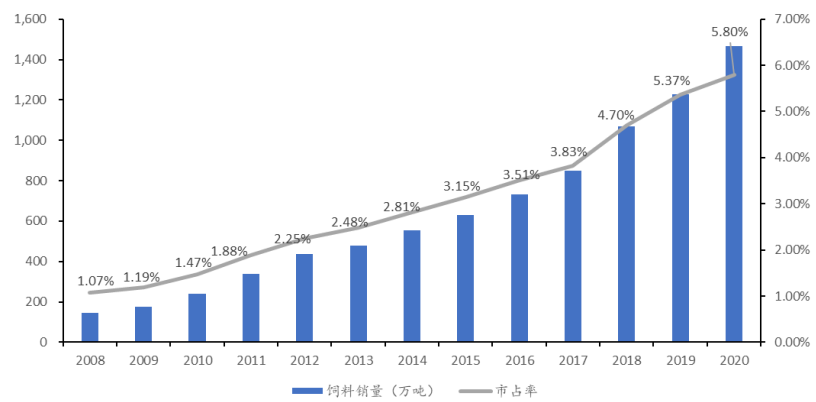


资料来源：饲料工业协会,国海证券研究所

海大集团的综合服务营销体系是公司产品研发、人才管理、发展经验等各方面综合进步的积累，短期内难以被复制和模仿。通过提供一体化业务，成功绑定下游客户端，抢占更大市场份额。公司自有的、人数众多的专业技术和服务团队则直接深入到养殖户提供养殖技术服务，与销售组织和管理团队形成销售和服务、渠道和养户的功能互补与协同。

海大集团市占率连年提升，行业龙头地位持续巩固。海大集团饲料销量从2008年的146万吨增加至2020年1466万吨，年复合增长率19.42%，市占率由1.07%提升至5.80%。按照公司规划，至2025年，公司预计实现年销量4000万吨目标，结构上猪料产量在2200万吨左右，水产料保持在800万吨-1000万吨，禽料产量在1000万吨左右。

图 41：海大饲料销量和市占率逐年提升



资料来源：饲料工业协会，公司公告，国海证券研究所

3、饲料、种苗、养殖产业链协同发展

3.1、动保业务：为养殖保驾护航，与饲料协同发展

优质动物种苗、生物制品、兽药、疫苗已成为公司提供服务过程中必不可少的产品和工具，海大集团基于微生态制剂的良好发展前景，在关注饲料配方本身之外，还将苗种和微生态制剂的研发与其相结合，以协同效应优化水产饲料配方。公司通过向养殖户提供“种苗-放养模式-环境控制-疫病防治-饲料-行情信息-金融支持”等全流程的产品和技术服务支持，确保养殖户能使用到最先进的养殖技术，从而确保养殖户养殖成功和盈利，真正实现产业链协同发展。

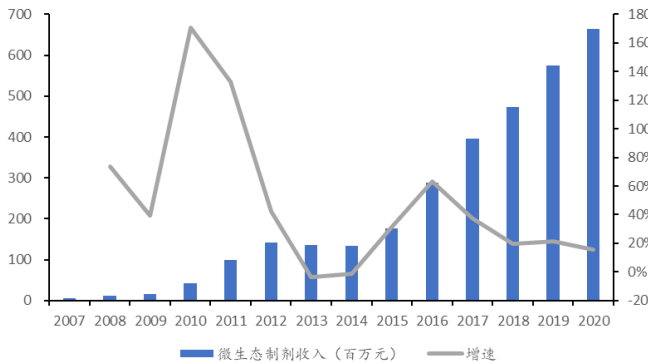
图 42: 全流程服务, 全产业链协同发展



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

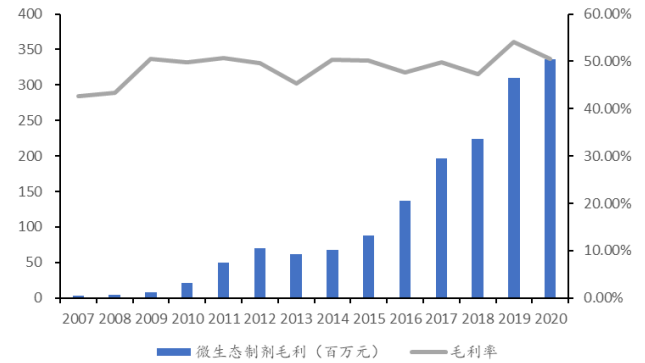
微生态制剂发展迅速, 2011-2020 十年复合增长率为 20.93%, 毛利率在 50% 以上。微生态制剂是公司近年来的发展重点, 微生物发酵可以改善饲料原料品质、提高饲料转化利用率、促进动物生长、改善生态环境和防治畜禽疾病, 可减少抗生素等有害饲料添加剂的使用, 对获得优质、安全的动物产品具有重要意义。公司微生态制剂起步较早, 将其与饲料投放相配合, 推动水产饲料专业化发展, 取得了显著成效。未来, 微生态制剂取代传统的添加剂, 作为遵循生态环境自然循环法则的无公害制剂, 将成为养殖行业的趋势。

图 43: 微生态制剂收入十年 CARG 为 20.93%



资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 44: 微生态制剂毛利率在 50% 以上



资料来源: WIND, 国海证券研究所

动保为健康养殖保驾护航, 微生态制剂实现与饲料业务协同发展。公司利用先进的技术研发体系和庞大的研发队伍加强微生态制剂的研发, 使其与饲料相互配合, 以精养高产赢得专业化优势。针对水产养殖的海联科系列, 致力于帮助养殖户改良养殖环境, 预防与控制疾病、减少病害损失, 实现养殖过程的健康、安全、可控, 降低养殖成本, 提升养殖效益。针对禽畜生物防控的和生堂系列, 致力于帮助养户进行疾病防控、开展疫病监控、优化饲养管理, 进而提高养殖水平, 实现养户的可持续健康发展。

图 45: 针对水产养殖的海联科系列



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

图 46: 针对水产养殖的海联科系列



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

海大提供动保服务, 提高养殖户盈利, 真正贯彻“为客户创造价值”的理念。养殖行业容易受到各种疫病因素影响, 饲料只是影响养殖户养殖利润的一个环节, 种苗、动保、养殖技术等诸多因素都会影响到养殖户最终的盈利。饲料企业如果只从自身短期销量或者盈利出发来制造产品和制定营销策略, 以低价赊销等形式吸引客户, 虽然降低了养殖成本, 但整体上对养殖户的价值增值不够。海大集团加大对动保产业的投入, 配合兽药和微生态制剂, 提供养殖全程综合解决方案, 帮养殖户实现更好的盈利、与养殖户实现共赢。

海大提供的动保服务, 形成经销商的竞争优势, 更利于绑定优质经销商。经过多年来的发展与沉淀, 海大集团以为客户超额利润为基础, 形成了以 60 万核心客户, 1 万经销商和 7000 名公司技术服务骨干为核心的推广和价值分享体系。在猪场防非抗非期间, 海大的经销商可以为客户提供安全优质的饲料产品、消毒防疫的动保产品, 经销商借助海大深厚的科研体系和服务平台, 为猪场防疫、猪场复养提供技术支持, 在市场竞争中脱颖而出, 逆势增长。

图 47: 防非抗非期间, 海大提供动保服务助力经销商增值

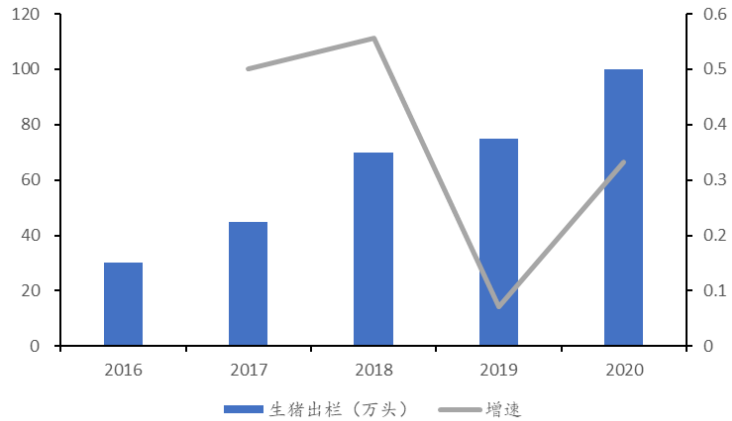


资料来源: 海大养猪邦, 国海证券研究所

3.2、 生猪养殖: 积淀深厚, 潜力巨大

海大集团主要采用“公司+农户”的养殖模式, 积极布局生猪养殖业务。在专业化基础上规模化, 核心竞争力基础上产业链化是海大的发展原则, 因此海大每一步产业链的延伸都会做较长时间的的技术和团队培育, 形成专业化和技术突破, 确定有效经营模式, 建立优势之后再快速扩大规模。海大集团直到 2015 年才开始涉足生猪板块, 和其他集团高歌猛进快速扩张发展养猪的风格截然不同, 海大集团保持了一贯稳健步调, 公司把重心放在团队专业能力培养和服务体系搭建上, 当育种体系, 管理体系、营养体系逐渐成熟, 养出生猪出栏成本比市场平均成本低到 10%时, 海大开始加快了扩张速度和规模扩张进程。2016 年公司出栏生猪 30 万头, 2020 年公司生猪出栏量约 100 万头, 2021 年出栏计划为 180 万头左右。

图 48: 2016-2020 海大生猪出栏量稳定提高



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

公司的疫病防控注重综合管理, 生猪防疫成本每头在 40-50 元。2019 年海大研发的“非洲猪瘟病毒核酸检测试剂盒”通过中国动物疫病预防和控制中心测评, 为当时唯一入围的“便携式快速荧光 PCR”法检测试剂盒; 2020 年海大推出“非洲猪瘟抗体快速测试卡”, 十分钟快速检测, 准确率高达 94.2%; 公司储备抗非产品包括海泻安、新农瘟康、新农免益强、合酶素等, 适用于提高生猪免疫力, 保护易感动物; 猪场防控方面, 海大拥有专业的防控团队, 全面掌握采样、检测、生物安全改造、猪场防疫、猪只保健增免等抗非知识点, 既懂检测分析, 也掌握洗消保健等动手技能, 还拥有在一线指导猪场防非复养的实战经验。

图 49: 海大瘟疫防控布局



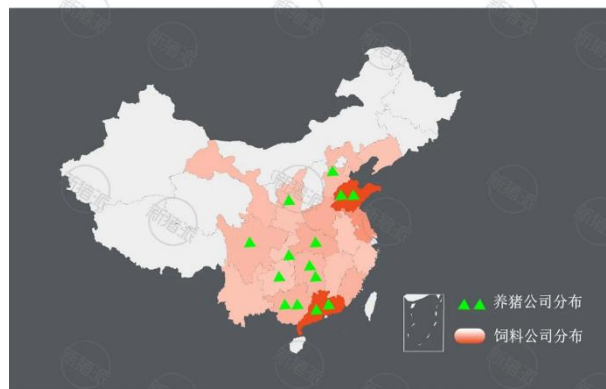
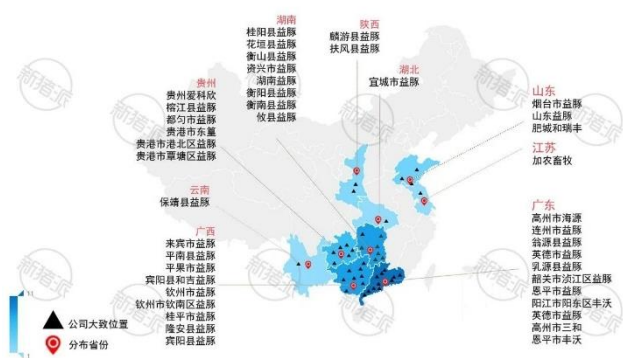
资料来源: 海大官网, 国海证券研究所

公司积极扩建生猪产能, 未来具有持续增长潜力。海大集团已在全国布局了 42 个养猪子公司, 主要分布在广东、广西、湖南、贵州、山东、湖北、陕西、云南、江苏 9 个省份, 涉及生猪产能逾 1100 万头。其中广东设立 11 家养猪子公司,

布局了 500 万头生猪产能；湖南和广西两省共设立了 16 家子公司，布局生猪产能 430 万头；借助大信集团猪饲料在北方的影响力，在山东布局了 100 万头的生猪产能。从地域分布上看，海大的生猪产能和饲料产能高度重合，便于生猪养殖充分利用配套设施，实现饲料内部消化和产业链协同升级。在经验储备、防疫监控、饲料供给都有保障的前提下，未来海大的生猪养殖将迎来快速扩产阶段。

图 50：海大养猪子公司分布

图 51：饲料产能和生猪产能区域高度重合



资料来源：新牧网,国海证券研究所

资料来源：新牧网,国海证券研究所

4、盈利预测与评级

我们预计公司 2021/22/23 年归母净利润分别为 15.45 亿元、25.71 亿元和 55.74 亿元，对应 PE 分别为 67.95 倍、40.84 倍、18.83 倍，PEG 分别为-1.74 倍、0.62 倍、0.16 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 天气异常及养殖疫病影响饲料行业阶段性波动的风险；
- 2) 主要原材料价格大幅波动的风险；
- 3) 环保法规政策对养殖业规模结构及区域调整的风险

附表：海大集团盈利预测表

证券代码:	002311				股价:	61.62				投资评级:	买入				日期:	2021/10/21			
财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2020A	2021E	2022E	2023E										
盈利能力					每股指标														
ROE	18%	10%	14%	24%	EPS	1.60	0.93	1.55	3.36										
毛利率	12%	8%	9%	11%	BVPS	8.41	9.34	10.89	14.24										
期间费率	5%	5%	5%	5%	估值														
销售净利率	4%	2%	2%	4%	P/E	40.94	67.95	40.84	18.83										
成长能力					P/B	7.79	6.77	5.80	4.44										
收入增长率	27%	45%	24%	24%	P/S	1.74	1.20	0.97	0.78										
利润增长率	53%	-39%	66%	117%															
营运能力					利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E										
总资产周转率	2.19	3.54	3.76	3.69	营业收入	60324	87307	108689	135240										
应收账款周转率	56.52	56.15	56.15	56.15	营业成本	53292	80101	98885	119968										
存货周转率	8.31	7.96	8.02	8.23	营业税金及附加	69	100	124	154										
偿债能力					销售费用	1343	2270	2826	3516										
资产负债率	46%	32%	32%	30%	管理费用	1559	2270	2826	3516										
流动比	1.31	2.02	2.51	3.25	财务费用	236	0	0	0										
速动比	0.47	0.02	0.47	1.18	其他费用/(-收入)	479	698	870	1082										
					营业利润	3347	2016	3344	7233										
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	营业外净收支	-62	-15	-15	-15										
现金及现金等价物	2393	-3344	-528	5923	利润总额	3284	2001	3329	7218										
应收款项	1085	1579	1965	2445	所得税费用	435	265	440	955										
存货净额	7255	10973	13546	16434	净利润	2850	1736	2889	6263										
其他流动资产	3531	3486	4096	4809	少数股东损益	327	191	318	689										
流动资产合计	14264	12694	19080	29612	归属于母公司净利润	2523	1545	2571	5574										
固定资产	7704	6182	4060	1339															
在建工程	1592	1592	1592	1592	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E										
无形资产及其他	3908	4028	3988	3948	经营活动现金流	485	1284	4809	8439										
长期股权投资	59	187	187	187	净利润	2850	1545	2571	5574										
资产总计	27527	24683	28907	36677	少数股东权益	327	191	318	689										
短期借款	4736	0	0	0	折旧摊销	897	3562	4162	4762										
应付款项	2061	3292	4064	4930	公允价值变动	12	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-3557	-4011	-2234	-2574										
其他流动负债	4052	2977	3541	4181	投资活动现金流	-4321	-2286	-1993	-1988										
流动负债合计	10849	6269	7605	9111	资本支出	-3321	-2158	-1993	-1988										
长期借款及应付债券	1161	1161	1161	1161	长期投资	-1268	-128	0	0										
其他长期负债	558	558	558	558	其他	269	0	0	0										
长期负债合计	1719	1719	1719	1719	筹资活动现金流	4014	-4736	0	0										
负债合计	12568	7988	9324	10831	债务融资	4922	-4736	0	0										
股本	1661	1661	1661	1661	权益融资	60	0	0	0										
股东权益	14959	16695	19583	25846	其它	-968	0	0	0										
负债和股东权益总计	27527	24683	28907	36677	现金净增加额	187	-5737	2816	6451										

资料来源: Wind, 国海证券研究所

【农业小组介绍】

程一胜，农业首席分析师，上海财经大学硕士，2021年加入国海证券，此前曾就职于方正证券、中银证券，覆盖农业全产业链。

赵琳，美国福特汉姆大学国际金融学硕士，理学、经济学双学士学位。2021年加入国海证券，现从事农林牧渔行业公司研究。曾从事农业大宗商品研究。

【分析师承诺】

程一胜，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本

公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。