

2025 年 02 月 03 日

海大集团 (002311.SZ)

投资评级：买入（首次）

——海大鱼大系列报告一：冬天里的成长

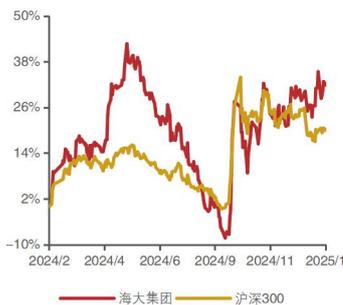
投资要点：

证券分析师

雷轶
SAC: S1350524110001
leiyi@huayuanstock.com
冯佳文
SAC: S1350524120003
fengjiawen@huayuanstock.com
顾超
SAC: S1350524110005
guchao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 01 月 27 日

收盘价 (元)	49.66
一年内最高/最低 (元)	54.54/34.13
总市值 (百万元)	82,621.82
流通市值 (百万元)	82,560.81
总股本 (百万股)	1,663.75
资产负债率 (%)	55.60
每股净资产 (元/股)	13.34

资料来源：聚源数据

回顾海大过去二十年的发展历程，接近小一半的年份面临“冬天般”的严峻挑战，其中 2013 年同质化竞争压力较大，2013、2016 年主要片区遇上重大天灾，2013、2021、2023 年面临利润下滑，但企业饲料销量却在这期间增长了近 15 倍（2009–2024 年），饲料总规模现已排名全国第 1、世界第 1。几乎年年都遇到了不同的考验，公司每年的战略上也做足了悲观假设，但今天来看每一个当时“难熬的冬天”，反而成为“成长的源泉”。其实，在农业龙头企业做大做强这三十年间，“周期”和“竞争”每一天都客观存在，但并没有阻止他们穿越周期，海大历史上也证明了他是一个善于吸收竞争对手的优势甚至团队的企业，一度还主导了激烈的内部竞争，行业里评价道“海大的竞对是另一个海大”。人和组织的成长离不开新的挑战、适度焦虑、认知提升，那么当下的行业寒冬里，公司是否也正在孕育“实质的成长”呢（即在竞争中找到新的增长模式。海大上市以来 16 年里，有 13 年年线是上涨的。）

- 本篇报告重点在于复盘海大发展之路，阐述其竞争优势，并对未来做出展望。
- 农业的本质是：通过光合作用+人的双手和智慧，将太阳能转化成植物蛋白，再部分转化成动物蛋白，从田园到餐桌满足消费者需求。每年十万亿的市场空间，以分散小农、混业经营为供给主体，其存在是有足够相对优势的，想要战胜其实并不容易，适合集约化的细分领域过去十年已经走过较大的规模化进程；相对难集中的领域，也崛起了一批兴农助农的服务型企业，生命科学、长链条、多学科融合、难标准化、重资本、重人力、劳动辛苦等特点决定了未来效率提高的空间不小，难就难在企业是否可以持续克服这些困难。
- 饲料行业不是单纯制造业，而是有制造业属性的养殖服务业，产品标准化程度介于工业品和农产品之间，不同动物饲料的客户分布又非常多样化，且养殖主体每年变化的幅度不低，做企业如果抓大放小容易丢失产业链价值的积累，做小做精又容易被大企业携资本击败，企业如何做到有规模、有深度、还灵活，答案也许还得从企业家精神中找到。这样的行业特点既孕育机会，也诞生风险，不同行业似乎总周期性地产生贴地飞行的企业向上顶替的故事，海大是否能持续目前的发展态势不被熵增所拖累呢？饲料行业的产业周期相对偏长，给予我们足够多的观察和调整的机会。
- 我们思考，海大的本质是动物蛋白制造过程中的链主，尤其在下游无法高度集中的农业品种上，将这个过程中的种苗、饲料、动保、服务都涵盖在内，未来甚至会包括更多环节，由于持续的效率领先和服务升级，不断抢占优质的养殖户，远期的天花板不是饲料吨数，而是创造的附加值优势×覆盖的区域×细分产业链，产业链的深度和广度同时具备时，综合竞争力与利润的稳定性会更强。农牧行业的特点正如郭鹤年的人生哲理一样：“捕鱼世界中，深海才能捕捉到如金枪鱼般的好鱼，也就是说，如果我能一直往下潜，随随便便能花掉了我 20 年的生命”。
- 海大集团自 2013 年遭遇同质化竞争等重大挫折后，已蜕变十年有余，2013–2023 饲料销售吨数复合增速 17%，跑赢行业 12 个点（行业十年 GAGR5%）；市占率从 2% 提升至 8%；营收、归母净利润复合增速分别为 21%、23%（自上市以来，是 A 股少有的多年复合增速在 20% 以上的 301 家公司之一）；roe 常年维持在 15% 以上。
- 过去三年，几大挑战压在面前，总量承压、资本过剩、动物搬迁、殊死之战、组织调整等，但这些煎熬是公平的、行业性的。三年的煎熬之后，行业未来有望出现新平衡，公司进入 fcf 约等于净利润、低开支高

回报的新阶段；海外发展逐步进入丰收期，有望再造一个“海大”；财报表现 roe 提升、重回中速增长率；等等等等…

- 我们预计 2024/2025/2026 年公司实现归母净利润 44/47/55 亿元，yoy+60%/+7%/+17%，对应 PE 分别为 19X/18X/15X，首次覆盖，给予“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；汇率波动的风险

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	104,715	116,117	115,791	126,225	143,180
同比增长率（%）	21.63%	10.89%	-0.28%	9.01%	13.43%
归母净利润（百万元）	2,957	2,741	4,398	4,718	5,541
同比增长率（%）	80.74%	-7.31%	60.44%	7.27%	17.45%
每股收益（元/股）	1.78	1.65	2.64	2.84	3.33
ROE（%）	16.58%	13.95%	19.11%	17.72%	17.96%
市盈率（P/E）	27.94	30.14	18.79	17.51	14.91

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年归母净利润为 44、47 和 55 亿元，对应 PE 为 19、18、15 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 饲料板块：2024–2026 年，公司水产料销量分别为 584/664/736 万吨，猪饲料销量分别为 556/600/660 万吨，禽料销量分别为 1266/1430/1616 万吨；
- 2) 生猪养殖：2024–2026 年，公司生猪出栏量为 550/630/680 万头。

投资逻辑要点

海大到了不依赖超额资本开支实现中速增长的新阶段，资本开支与折旧大致持平，自由现金流到了释放期（约等于归母净利润），接下来的分红提升可以期盼，企业的财务或将进入【roe 提升、重回中速增长率、股息率提升】的财务表现的阶段。

国内市场，行业集中度提升已然进入决胜期，海大自身价值链模式的优势预计即将迎来收获阶段，或维持双位数稳健增长的同时，由于产能利用率等方面的提高，利润更快于收入增速。

海外市场，海大加大力度打造第二成长曲线。海大的全产业链价值模式十分适合海外市场，企业回报率在短中长期可能都有生态基础，且在海外，中国企业之间合作大于竞争的商业生态，使得回报率有保障，成长空间较大。

核心风险提示

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；汇率波动的风险

内容目录

1. 关于农业与饲料产业本质的思考	7
1.1. 农业：十万亿的市场孕育较大的效率改善空间和产业机会	7
1.2. 饲料：植物蛋白向动物蛋白效率转化的“枢纽”	7
1.3. 饲料产业的历史复盘、空间和发展趋势	8
1.3.1. 万亿行业已经进入低速增长期，集中度提高进入决胜期	8
1.3.2. 趋势：优势企业驱动行业进一步集中，决胜期已至	9
2. 海大集团：持续颠覆突破的农业白马	11
2.1. 成长历程：行业“颠覆者”，持续破局	11
2.1.1. 利基市场：从“生鱼料”看海大如何拿下利基市场	13
2.1.2. 版图延展：全产业链赋能，打造系统优势	15
2.1.3. 开疆拓土：从华南大本营走向全国、走向世界	16
2.2. 核心竞争力：产品力、服务力、内部运营构筑的系统优势	16
2.2.1. 研发：本质是认知差异，表层是研发体系和成果转化	17
2.2.2. 采购：集采模式+期货套保强化成本优势	18
2.2.3. 服务：深入骨髓的信仰和薪火相传的基因	20
2.2.4. “四位一体”联动机制，企业价值最大化	21
3. 海大的“人与组织”	21
3.1. 战略规划清晰：内核是卓越的企业家精神和定力	21
3.2. 学习型组织：持续学习，后发制人	22
4. 盈利预测与评级	23
4.1. 盈利拆分	23
4.2. 估值	25
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 1980–2023 年饲料行业总产量	8
图表 2: 2023 年饲料品类结构 (万吨, %)	8
图表 3: 2013~2023 年各品种肉类消费量及饲料产量复合增速	9
图表 4: 2023 年配合料比例	9
图表 5: 我国饲料行业 TOP10 企业市占率持续提升	9
图表 6: 不同规模的饲料企业产量占比	10
图表 7: 2009–2024 年股价复盘 (后复权)	11
图表 8: 2012–2023 年海大饲料总量超额增速	12
图表 9: 2012–2023 年海大水产料超额增速	12
图表 10: 2012–2023 年海大猪料超额增速	13
图表 11: 2012–2023 年海大禽料超额增速	13
图表 12: 2012–2023 年生鱼养殖量及生鱼料容量 (万吨)	14
图表 13: 旺海及海大在生鱼饲料领域市占率变化	14
图表 14: 2012 年生鱼饲料市占率	14
图表 15: 2023 年生鱼饲料市占率	14
图表 16: 2011–2023 年公司种苗收入及 YOY	15
图表 17: 2011–2023 年公司动保收入及 YOY	15
图表 18: 公司饲料销量 YOY 与动保收入 YOY	16
图表 19: 海大集团各大区域收入占比	16
图表 20: 海大集团各大区域毛利占比	16
图表 21: 海大集团研发支出 (亿元) 及同比 (%)	17
图表 22: 海大集团历年学历构成 (%)	17
图表 23: 主要饲料企业研发人员及研发投入情况	17
图表 24: 海大三级研发体系与完善研发项目流程	18
图表 25: 海大集团饵料系数及行业对比	18
图表 26: 公司原材料采购均价明显低于行业 (元/吨)	18
图表 27: 公司总部集中采购、属地价值原材料采购流程	19
图表 28: 以套期保值为目的的衍生品投资的公允价值变动损益 (万元)	20
图表 29: 商品期货保证金最高占用额 (亿元)	20

图表 30: 海大“三级服务”体系	20
图表 31: 公司“四位一体”联动机制	21
图表 32: 公司历次股权激励情况	23
图表 33: 公司盈利预测 (百万元, %)	24
图表 34: 公司上市以来历史 PE	25

本文先谈谈农业行业、饲料生意的特点，再阐述海大得以持续发展的原因。

1. 关于农业与饲料产业本质的思考

1.1. 农业：十万亿的市场孕育较大的效率改善空间和产业机会

农业的本质是通过光合作用+人的双手和智慧，将太阳能转化成植物蛋白，再部分转化成动物蛋白，从田园到餐桌满足消费者需求。

农业具有每年十万亿的市场空间，却以分散小农、混业经营为供给主体，**超级市场、超级分散源于“比较优势”**。战胜小农模式难度很大，小规模经营具有很强的成本优势，且规模企业普遍（少数除外）对生产流程的有序化改造尚处于初级阶段，如此大的市场里可能会孕育出较大的效率改善空间和产业机会，但这一过程时间跨度较长，一旦有优势会非常持续。

对于企业发展来说，**主要挑战在于自身的能力，战胜小农模式难度挺大，一旦做到，发展空间会非常大**。企业既要做到低成本、又要做到可快速复制，需要面对的挑战较多，且多数问题是能力范围以外的。企业越摸索就越会认识到门槛高、细节多、人才稀缺、技术应用难、管理难度大等问题，龙头企业已经花费数十年才走过了弯路，有了一些经验，而行业整体工业化转型则需要更久，并需要大量的资金投入，产业升级的空间很大，但任重道远。

我们非常有幸见证了一批优秀企业在这样的背景下开始崛起，他们构建的方法论正不断引领行业前进。未来十年，行业各项技术指标虽然在稳步前进，但隐性成本的显性化、人力成本的抬高、消费需求的不断变化是企业必须面对的挑战。这个转型期间，行业平均成本一定程度上是抬高的，具有工业化优势的企业若实现了成本的下降，其回报率有望不降反升，这支撑了这些企业的长期扩张信心。成本领先、持续量增、长期主义的工业化优势企业具有很好的长期投资性机会。

1.2. 饲料：植物蛋白向动物蛋白效率转化的“枢纽”

饲料本质是植物蛋白向动物蛋白的效率转化，而饲料企业则是**高效的养殖技术推广组织**。通过对技术的理解应用、研发的投入、人才的培育优势，使转化过程更加顺畅、养殖主体利润更丰厚、终端消费者获得效用更大。同时，这一过程能更好地正反馈给饲料企业自身，带来更好的发展，获取更大的社会资源以推动社会进步。

- **技术的分布与传递**：中国高校的农业基础研究越来越难以支撑企业发展，未来只能企业自己做更多基础研究，从鱼的繁育、动物营养到疾病防控、养殖模式。**换个视角看，也多了一个拉开市场竞争力差距的环节**。这与美国、日本、韩国不太一样，主要系中国农业的技术传播体系由下往上，层层分明，技术、经验、信息传递较慢；美国体系相对完善，由上及下，普及很快。美国的农民和企业得到的信息相差不大，而中国更需要自己积累并解决问题，农业又是一门经验占比比较重的生意，经验的复制在企业内部相对容易，理应有滚雪球效益。

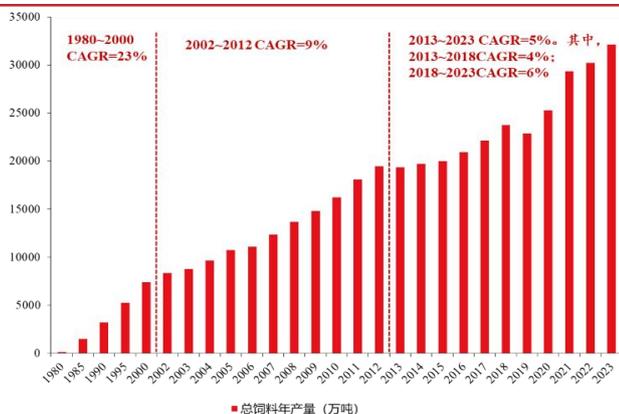
- **持续技术进步的赛道：农业生产是多学科的融合，包括基因、疫病、气候、建筑、设备、管理、智能化等十几个学科，而如何看待生命科学的进步决定了企业长期经营重点。**就饲料而言，不同企业对价值的理解差异较大，大部分人觉得配方无法做出差异，直接解析竞争对手的配方成分照抄即可，但海大认为生命科学未来的进步空间是非常大的，企业通过持续投入研发、不断迭代产品，到了某个阶段竞争效率有望快速提高。以饲料配方为例，调整频率很高，力求用最便宜的原料生产出效果最好的饲料，这种持续迭代的能力是无法照搬照抄的。
- **长链条、多细分、非完全标准化：饲料行业不是单纯的制造业，而是有制造业属性的养殖服务业。**饲料产品标准化程度介于工业品和农产品之间，不同动物饲料的客户分布非常多样化，且养殖主体每年变化的幅度不低；而同一品类的饲料按生长阶段亦可进一步细分（如仔猪料、母猪料、育肥料等）。这意味着产业链可进行效率优化提升的环节非常多，既孕育机会，给企业家足够的深耕空间，通过每个环节微弱优势的积累打造核心护城河；又诞生风险，若不能时刻保持清醒、警惕，后来者亦有可能颠覆格局。

1.3. 饲料产业的历史复盘、空间和发展趋势

1.3.1. 万亿行业已经进入低速增长期，集中度提高进入决胜期

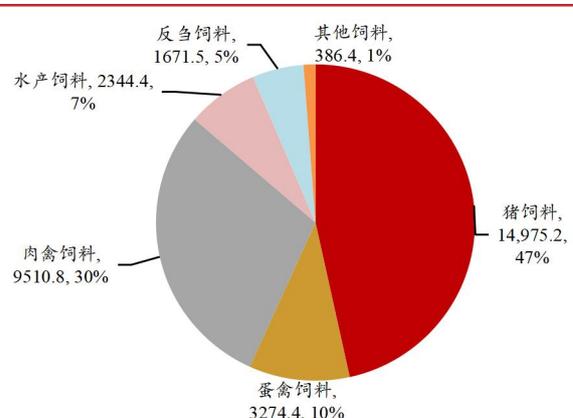
我国饲料行业起步晚，但在农牧行业已率先实现工业化，发展可以划分为几个阶段：**改革开放-90年代，创业起步阶段**，以外资正大康地等为主导，外资掌握核心配方，养殖户逐步建立对饲料的认识，饲料强调“补品”概念；**90年代-2000年，高速发展阶段**，受下游需求旺盛+政策支持，商品饲料严重供不应求，国内饲料企业呈雨后春笋般相继涌出，养殖户、饲料经销商需要提着现金，拿到公司批条，排队几天几夜才能买到饲料，饲料强调“产品效果”；**2000年-2010年，稳健发展阶段**，随着竞争加剧，饲料强调“营销”，充分发挥4P（产品、价格、渠道、促销）策略并运用到极致；**2010年至今，低速增长、整合提升**，国家加大行业整改力度，饲料企业以技术服务、资源整合为终端赋能，未来或将进入真正的“品牌阶段”。

图表 1：1980-2023 年饲料行业总产量



资料来源：中国饲料工业协会，华源证券研究所

图表 2：2023 年饲料品类结构 (万吨, %)

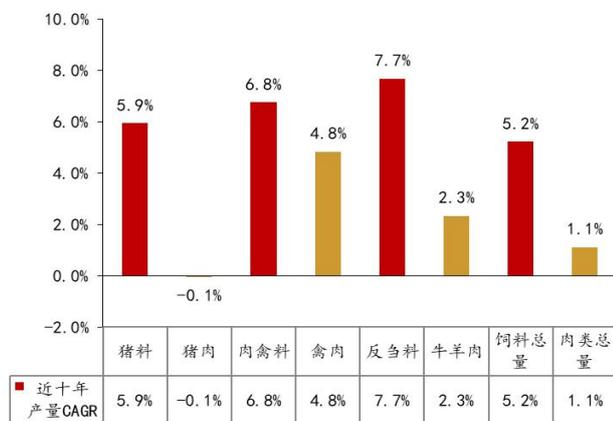


资料来源：中国饲料工业协会，华源证券研究所

目前饲料行业产值达万亿规模，产业的发展来源于动物蛋白消费量和饲料商品化率不断提高的共振，其中商品化率为主要贡献因子；结构层面以畜禽料为主，占比近 90%。2023 年饲料工业总产值 14018 亿元，yoy+6.5%；总产量 3.22 亿吨，yoy+6.6%。商品化率缺少实际统计数据，但可以从饲料产量和动物蛋白消费量增速对比观察，近十年饲料产量复合增速 5%，远大于畜禽肉类增速 1%；此外配合料在饲料总量中的占比持续提升亦可侧面反映商品化率提升（饲料按营养阶段划分为预混料、浓缩料、配合料，部分非专业散户为节约成本会采取浓缩料、预混料复配配合料）。

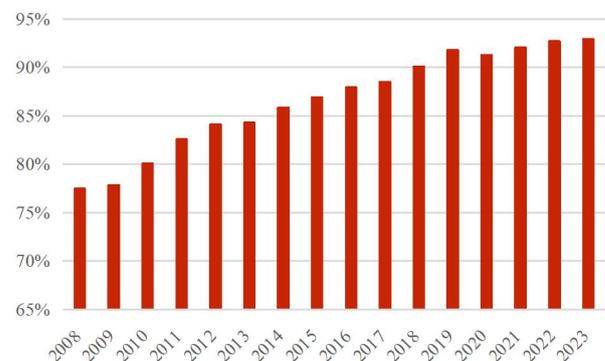
肉类消费量的本质是人口增长及年龄结构、饲料商品化率本质是饲料工业化程度。考虑到人口老龄化问题、饲料工业化程度已较高，均会掣肘整体饲料产业的总量增长，未来的饲料市场是存量市场。但也仍然是万亿市场，一个行业的成熟期往往能继续孕育出“大鱼”。

图表 3：2013~2023 年各品种肉类消费量及饲料产量复合增速



资料来源：中国饲料工业协会，华源证券研究所

图表 4：2023 年配合料比例



资料来源：中国饲料工业协会，华源证券研究所

1.3.2. 趋势：优势企业驱动行业进一步集中，决胜期已至

过去十年饲料行业竞争加剧，落后产能持续退出。行业初期跑马圈地式的繁荣在其兴起时就已埋下自我毁灭的种子，大量低效产能充斥其中。2010 年以来，行业步入低增速时代，小企业退出，大企业加速整合。我们对比可发现，过去十年中国头部 10 家饲料企业集中度快速提升，2014、2018、2023 年 CR10 分别为 34%、37%、48%，而仔细观察，则会发现过去十年 TOP10 企业格局亦发生了明显变化，新希望保持领先，海大、禾丰等市占率提升明显，而部分企业如正大、亚太中慧、通威等排名下滑。

图表 5：我国饲料行业 TOP10 企业市占率持续提升

序号	2014 年		2018 年		2023 年				
	销量(万吨)	市占率	销量(万吨)	市占率	销量(万吨)	市占率			
1	新希望	1541	8%	新希望	1704	7%	新希望	2876	9%
2	正大集团	880	4%	温氏股份	1200	5%	海大集团	2440	8%
3	双胞胎	860	4%	牧原集团	1100	5%	牧原股份	2300	7%
4	温氏集团	849	4%	海大集团	1070	5%	温氏股份	1500+	5%

5	海大集团	479	2%	正大集团	781	3%	双胞胎	1366	4%
6	正邦集团	442	2%	双胞胎	660	3%	力源集团	1250	4%
7	东方希望	434	2%	万洲国际	525	2%	正大集团	1218	4%
8	通威集团	395	2%	力源集团	524	2%	禾丰股份	902	3%
9	大北农	387	2%	正邦科技	480	2%	大北农	770	2%
10	亚太中慧	351	2%	通威股份	423	2%	通威股份	741	2%
TOP10 市占率		34%		37%		48%			

资料来源：中国饲料工业协会，《2013/2014 年度中国饲料市场回顾与展望》，农财宝典公众号，新猪派公众号，华源证券研究所

预计未来饲料行业将进入寡头竞争阶段，比拼的不再是简单的成本，更是综合实力，包括战略眼光、技术实力、人才梯队、管理效率等。时至今日，低效率产能占比已大幅下降，不可否认的是战胜小农模式很困难，在过去十多年残酷厮杀中存活下来的中小饲料企业具备很强的经营韧性，或是小规模经济的成本优势（如便宜的人工等），或是占据大企业介入规模不经济的细分小市场（如观赏鱼饲料等），很难再出现进一步的大幅出清。回望 100 万吨以下规模的企业饲料贡献比例，从 2010 年的 63% 大幅下降至 2018 年的 37%，但 2023 年这一比重有所增加。但龙头企业纷纷表示要在存量市场中谋求进一步增量，份额提升究竟来自哪里，或许来自龙头间的此消彼长，但更多的应是抢占中等规模企业的市场份额。龙头企业之间很难有降维打击的优势，拉长时间维度比拼的是企业的战略眼光，在某次或几次行业大变局的风口后，抓住机会的企业一举拉开差距，比如海大很早即布局特种水产料，2015 年看到消费升级趋势，打下生鱼、海鲈、加州鲈、白对虾一个个利基市场，最终一举成为水产料断层龙头。中等规模企业的增长则涉及管理边界的问题，而寡头竞争压力下又会对企业要求进一步提高，这部分群体市场份额下滑或在所难免。100 万吨的饲料企业成长为 1000 万吨的企业，相当于从管理 10+ 家饲料厂发展到管理 100+ 家饲料厂（以单厂 10 万吨计算），十分考验企业综合实力，既需要利用平台规模效应，又需要克服规模带来的熵增。饲料运输半径短（一般在 200 公里以内，受限于运输成本）、保质期短，企业增长需持续异地建厂扩张，且不同区域养殖品种、养殖环境均存在差异，需因地制宜进行原料地采，调整配方、养殖服务模式，每投入一家工厂还需要和地头蛇竞争。2018-2021 年养殖规模化进程加速、散户退出，而大养殖集团多自建饲料厂，中等规模料企生存艰难、份额下滑；2021 年之后动物蛋白进入去库存周期，饲料企业多面临养殖存栏下降带来的需求减少、养殖亏损带来的应收账款风险。2024 年，双胞胎在猪料市场发动价格战，猪料行业单吨盈利能力大幅收窄；新希望、海大在山东区域针对禽料价格战激烈，品种单一、管理低效的企业显然无法应对优势龙头的收割。对比 2018 和 2023 年，会发现 100-1000WT 规模企业的产量占比从 41% 至 21%，而 1000WT 以上的规模企业产量占比从 22% 提升至 36%。

图表 6：不同规模的饲料企业产量占比

	100WT 以下	100WT-500WT	500WT-1000WT	1000WT 以上
2010	63%		29%	8%
2018	37%	30%	11%	22%
2023	44%	14%	7%	36%

资料来源：中国饲料业协会，山东畜牧公众号，华源证券研究所

2. 海大集团：持续颠覆突破的农业白马

2.1. 成长历程：行业“颠覆者”，持续破局

回顾海大过去二十年的发展历程，接近小一半的年份面临“冬天般”的严峻挑战，其中2013年同质化竞争压力较大，2013、2016年主要片区遇上重大天灾，2013、2021、2023年面临利润下滑，但企业饲料销量却在这期间增长了近15倍（2009-2024年），饲料总规模现已排名全国第1、世界第1。几乎年年都遇到了不同的考验，公司每年的战略上也做足了悲观假设，但今天来看每一个当时“难熬的冬天”，反而成为“成长的源泉”。其实，在农业龙头企业做大做强这三十年间，“周期”和“竞争”每一天都客观存在，但并没有阻止他们穿越周期，海大历史上也证明了他是一个善于吸收竞争对手的优势甚至团队的企业，一度还主导了激烈的内部竞争，行业里评价道“海大的竞对是另一个海大”。人和组织的成长离不开新的挑战、适度焦虑、认知提升，那么当下的行业寒冬里，公司是否也正在孕育“实质的成长”呢（即在竞争中找到新的增长模式。海大上市以来16年里，有13年年线是上涨的。）

图表 7：2009-2024 年股价复盘（后复权）



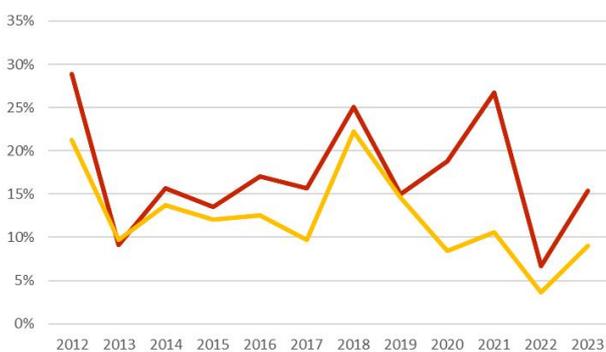
资料来源：Wind，华源证券研究所

注：此处 FCFF 用净利润+折旧-资本性支出计算，主要为剔除饲料行业原材料囤货对营运资本的影响。

- **2013：内外压力兼具，海大水产料首年出现下滑。**4~7月，公司的主要片区华南地区持续降雨、病害严重，存塘摄食量、养殖户投料积极性明显下滑，水产料销售不达预期。此外，禽流感贯穿全年，华南以活禽消费为主、需求恐慌蔓延，家禽存栏数量明显减少，拖累禽料增长。同时，2011年之后行业普遍开始实施服务营销，而海大的种苗、动保等板块尚未培育成熟，在客户端的相对优势开始衰减，公司内部也有人开始对服务体系的建设及效果产生质疑。
- **2014~2016年：突破困境，向内求索、向外生长。**2013年困境之后，公司开始寻求突破，夯实内功。一方面积极完善公司信息化建设，如SAP管理系统等，内部管理工作逐步走向流程化、标准化，且管理的可复制性有很大提高，内部标杆公司管理模式得到快速推广；另一方面梳理凝聚内部团队，多层次、多方位地完善员工激励体系，如实施员工持

股及股权激励、业绩分享机制、优化调整各团队薪酬模式等。此外，公司向外探索完善服务模式，通过因地制宜研究养殖模式、优化苗种动保产品性能、延伸融资服务等方式大力深化服务体系，提高养殖户盈利和产品竞争力。2016年6月开始，我国发生百年一遇的特大洪涝灾害，华中大部、华东局部地区养殖受灾严重，饲料行业受严重冲击，但海大保持了较明显的超额优势。

- **2017-2021：大丰收时期，海大相比行业超额优势更明显，且拥有了更强大的抗风险、抗危机能力。**经前几年的市场深耕，2017年水产行业景气度高，海大一举实现量利高速增长（饲料总量 yoy+16%，归母净利润 yoy+41%；尤其水产料量增 yoy+23%，相比行业超额 16pct）。2019年行业生存环境并不友好，非瘟影响下生猪存栏大幅缩减，很多猪料企业转型竞争普水料市场；叠加特种成熟品类鲈鱼、生鱼等处于存塘消化周期，饲料需求萎缩。但海大表现出极强的增长韧性，在水产料行业下滑 1%的情况下，销量同比增长 13%，与 2013 年、2016 年相比，应对风险和危机的能力有明显的提升。
- **2022-2023：上下游压力挤压中间饲料环节利润空间，量利增长均有压力。**养殖端经 2021 年之前大量扩张，22 年开始进入动物蛋白去库存周期，叠加下游餐饮需求不振，养殖端生存艰难。此外玉米、豆粕价格高启，饲料作为上游大宗品和下游养殖的中间环节，量利增长压力较大。
- **2024：国内普水养殖盈利回暖、特水养殖存塘去化仍在进行；海大海外高增长潜力凸显，破局进行时。**

图表 8：2012-2023 年海大饲料总量超额增速


资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，华源证券研究所

图表 9：2012-2023 年海大水产料超额增速


资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，华源证券研究所

图表 10：2012-2023 年海大猪料超额增速



资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，华源证券研究所

图表 11：2012-2023 年海大禽料超额增速



资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，华源证券研究所

2.1.1. 利基市场：从“生鱼料”看海大如何拿下利基市场

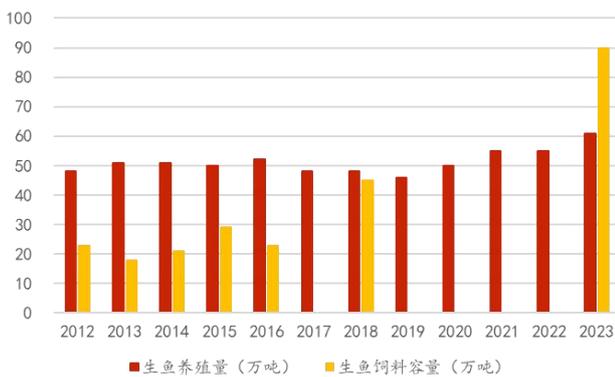
水产饲料品种相对分散，单一品种体量不大。长期看，综合型企业在几个核心品种形成利润保障之后，会投入更多资源进攻新品种，形成正向循环，给依靠单一品种经营的特色小企业造成较大压力。海大水产料主要利润池来自生鱼、加州鲈、海鲈等几个核心品类，我们通过复盘 2012-2023 年生鱼饲料行业的变化来复现海大在单一特种品种市占率增长逻辑：

- 1) **生鱼饲料行业商品化率提升。**2012-2023 年，生鱼养殖量从 48 万吨提升至 61 万吨，复合增速 2%；生鱼饲料容量从 25 万吨提升至 89 万吨，复合增速 12%。生鱼饲料的销量增长明显快于养殖量，核心在于养殖模式变革+饲料品质提升，养殖户愿意通过优质饲料的投入来提升养殖成功率。
- 2) **格局颠覆，2015 年是关键一年。**珠三角生鱼饲料可简单分为五个阶段，推广阶段（2000-2004 年）、发展阶段（2005-2009 年）、群雄混战（2010-2014 年）、寡头争霸（2015-2017 年）、寡头垄断（2018 年之后）。2010 年-2014 年，生鱼料市场竞争并不充分，TOP5 均为区域企业且市占率不高；此外，彼时生鱼养殖投入资金大、用药不规范、赊销严重等集中到饲料环节表现为效率低下，企业存在通过营销、赊账等手段弯道超车的可能。2015 年是生鱼料行业拐点，养殖产能过剩、需求因食品安全事件影响受损，行业销量下滑，陷入低迷；正是这一年，海大强势崛起，销量翻倍增长，市占率从 10%左右快速提升至 20%出头。
- 3) **十年销量翻 20 倍，从行业第六走向第一，海大强势崛起、后发制人的原因在哪里？**2012 年海大的生鱼饲料销量仅 2 万吨，市占率 6%，仅位居行业第 6；2015 年海大市占率约 20%，位居 TOP2，与旺海成为生鱼饲料市场主导力量，合计市占率近 50%；2018 年海大市占率已达到 40%以上，成为龙头。**复盘看，海大市场份额强势提升的原因是：①如前文所述，2010-2014 年行业竞争不充分，为后来者提供机会；②产品的储备。**薛华在 2015 年《困境的突破》一文中表示，名特鱼类养殖会是未来快速增长的品种，而这是之前海大所忽略的板块。2012 年开始加强对生鱼、鲈鱼、黄颡鱼、大黄鱼等名特品种的研发，且取得很大进展。2014 年公司高档膨化鱼料增长达 40%。**③把产品力做到极致。**2013

年海大经历质量问题、产量下滑，2014年起迅速调整，持续加大技术研发投入，将生鱼料配方分解为几个阶段，从种苗料开始到5-6号育成料再到大规格生鱼料，每个阶段根据养殖模式、鱼的营养需求和消费市场需求设计不同的配方，满足养殖户和消费端客户需求，2014-2016连续三年海大饵料系数大幅领先市场。**④充分发挥饲料、苗种、动保、服务、金融支持等系统优势，行业低谷期引领下游养殖模式变革，逆势抢夺市场份额。**回溯2015年时间点，生鱼行业已不存在重大技术难点，行业痛点越来越集中在流通市场和终端消费方面。海大在做好饲料的基础上，逐渐围绕整个生鱼产业链帮助养殖户系统地解决产销难题，包括推广“大生鱼”养殖模式、介入种苗环节（2016年海大旗下百成成功选育出全雄杂交生鱼，一两年后将向市场推出新种苗）、给优质客户启动金融服务等。

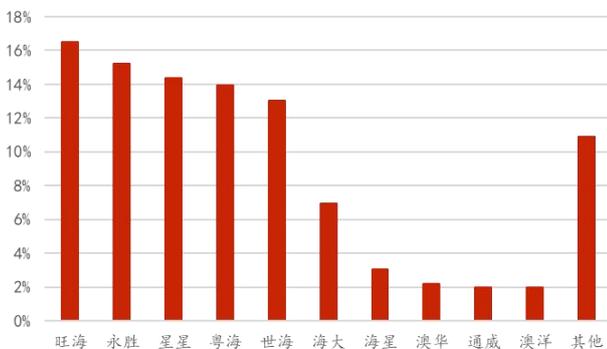
优秀的企业擅长跨行业吸取经验，同期，阿里巴巴的成功激发了海大对“生态系统”商业模式的思考，认知领先、敢于投入、企业有灵活性，是形成优势的上一步。

图表 12：2012-2023 年生鱼养殖量及生鱼料容量（万吨）



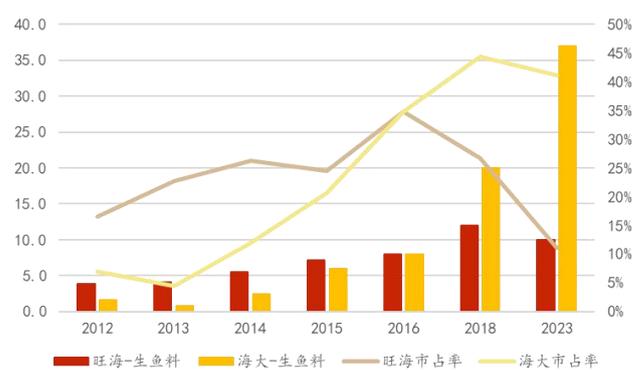
资料来源：ifind，农财宝典大国渔业公众号，水产前沿公众号，华源证券研究所

图表 14：2012 年生鱼饲料市占率



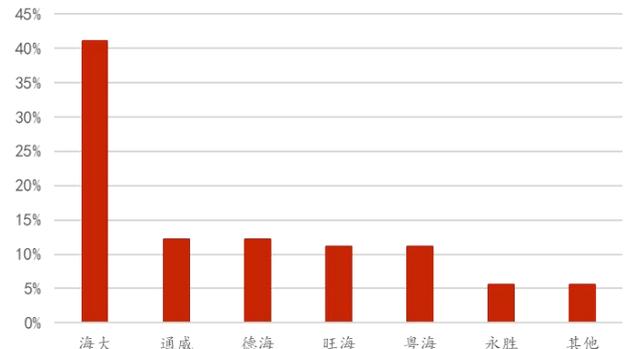
资料来源：农财宝典大国渔业公众号，华源证券研究所

图表 13：旺海及海大在生鱼饲料领域市占率变化



资料来源：农财宝典大国渔业公众号，水产前沿公众号，腾氏水产商务网公众号，华源证券研究所
注：数据来自公开数据整理，部分年份有所遗漏缺失。

图表 15：2023 年生鱼饲料市占率



资料来源：农财宝典大国渔业公众号，华源证券研究所

2.1.2. 版图延展：全产业链赋能，打造系统优势

早在 2006 年，公司已率先战略定位为服务型企业，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”等全养殖过程的产品和技术服务支持，让饲料的优势表现更加明显。优质的养殖户技术服务已然成为海大提升客户粘性和构成壁垒的重要抓手。

1) 种苗业务：与饲料产品配合发展，形成产品力的优势叠加。公司拥有的国家水产新品种数量已增至 6 个，包括凡纳滨对虾“海兴农 2 号”、凡纳滨对虾“海兴农 3 号”、团头鲂“华海 1 号”、长珠杂交鳊、杂交鳊“雄鳊 1 号”。对虾育种方面，公司拥有国内南美白对虾选育家系规模最大的种质资源库，能够针对客户不同养殖模式，精准匹配相应产品，从源头助力养殖户提高养殖成功率。鱼苗方面，持续坚守和投入，在罗非鱼等品种上打破进口种源依赖的“卡脖子”问题，在草鱼、鳊鱼、鲫鱼等传统品种上推陈出新，在生鱼、黄颡鱼等品种上率先实现单性苗种的规模化。正如我们前文所提，农业是基因、疾病、气候、建筑、设备等十几个学科的融合，不同企业对生命科学、研发投入的价值理解差异较大，而正是这种认知差异决定了农牧行业存在较大的效率改善空间和企业间的比较优势，也决定企业发展的天花板。种苗业务的战略布局即为公司重视技术、重视人才、重视产业链每一个价值点的微观体现。目前海大已走向国际化，在越南、印尼等国家投建水产种苗场，海外业务的拓展和竞争亦离不开种源端苗种的支撑。

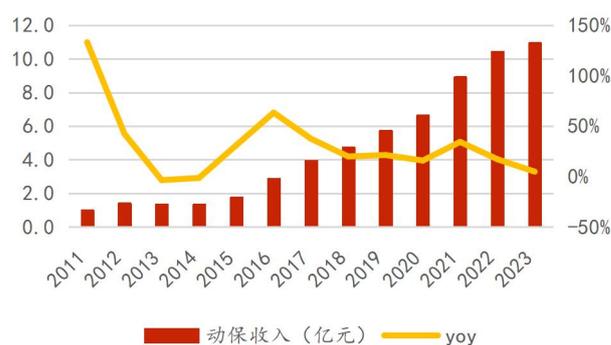
2) 动保业务：公司拥有万名行业中服务经验最丰富、最富激情的技术服务团队，在全国养殖密集区拥有数百个高效运作的服务站，能同时、高频为几万养殖户进行技术服务，与销售组织和管理团队形成销售和服务、渠道和养户的功能互补与协同。拟合公司微生物制剂收入增长率与饲料销量增长率可发现两者匹配度较高，优质的配套产品有助于增强客户粘性，进而带动公司总体销售规模的增长。

图表 16：2011-2023 年公司种苗收入及 YOY



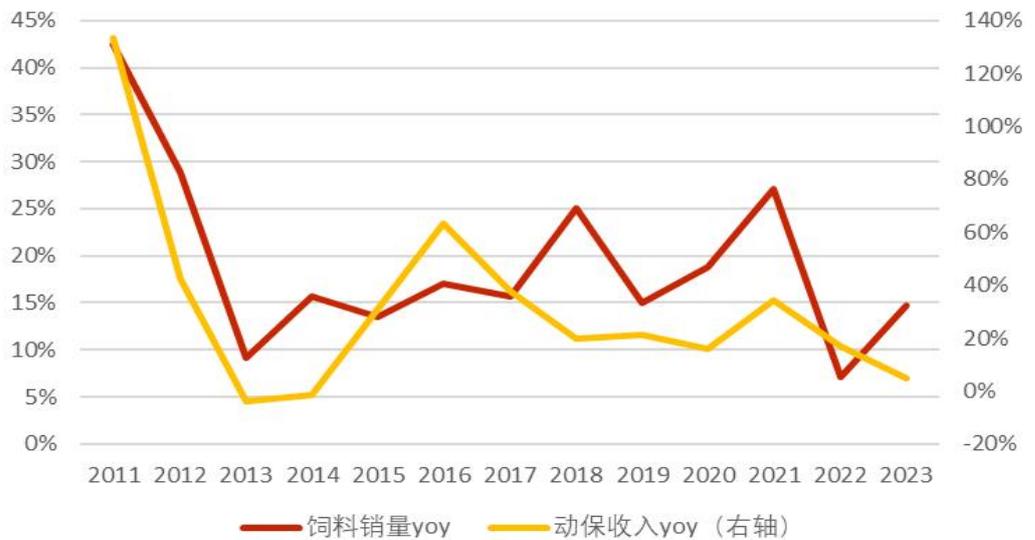
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 17：2011-2023 年公司动保收入及 YOY



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 18：公司饲料销量 YOY 与动保收入 YOY

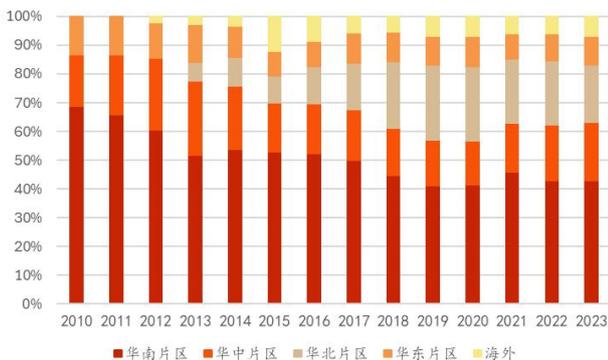


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.1.3. 开疆拓土：从华南大本营走向全国、走向世界

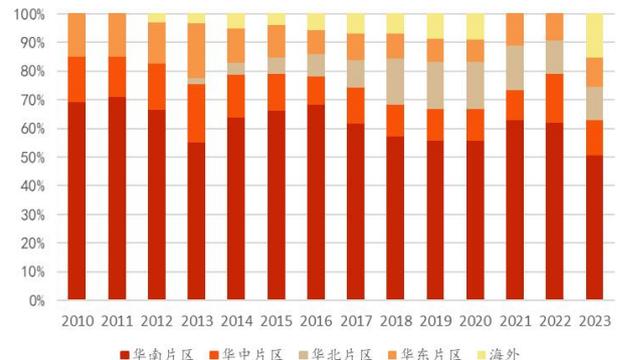
海大的每一步都是领先于行业的，1998 年海大选择以华南为大本营，切入水产预混料。2002 年，海大意识到水产预混料范围较窄，离养殖终端太远，发展很容易遇到瓶颈，于是谋求转型、切入水产饲料，并推动华南水产饲料由颗粒料向膨化料升级。2009–2023 年公司华南地区的收入年均复合增速达到 23%，毛利复合增速 21%。在华南区域站稳脚跟后，公司将眼光放的更加长远，陆续成立华中片区、华东片区和华北片区，后又把业务延伸至海外。目前华南区域贡献收入占比已降至 45%左右，成熟的方法论和完善的体系逐步复制到其他区域，华北、华中、海外等片区占比持续快速提升，海大也逐步走向全国、走向世界。

图表 19：海大集团各大区域收入占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 20：海大集团各大区域毛利占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. 核心竞争力：产品力、服务力、内部运营构筑的系统优势

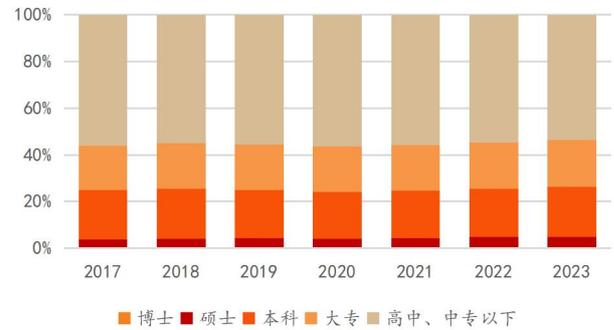
2.2.1. 研发：本质是认知差异，表层是研发体系和成果转化

如何看待生命科学的进步是企业长期经营的重点。农牧行业高度依赖技术，产业链首先是技术的支撑，以此为基础才有生产方式和规模的升级。然而农企对研发的重视程度普遍不高，常见的疑惑包括“养猪为什么需要大学生、饲料配方竟然可以做出差异化”，不同企业在动作上出现的分歧便决定了未来5-10年企业之间从植物蛋白转向动物蛋白的效率之间的差异。海大一直将自身定义为技术型企业，倾向于在每个新品种规模不大尚处于培育期时便投入资源和团队进行研发，2013-2023年累计研发投入投入超过40亿元；截至2023年，海大研发团队突破3500人，其中博士超110名、硕士800人，包括动物营养、兽医、繁殖选育、养殖模式、生物工程、生物化学、机械等多学科的人才。

图表 21：海大集团研发支出（亿元）及同比（%）



图表 22：海大集团历年学历构成（%）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

资料来源：公司公告，华源证券研究所

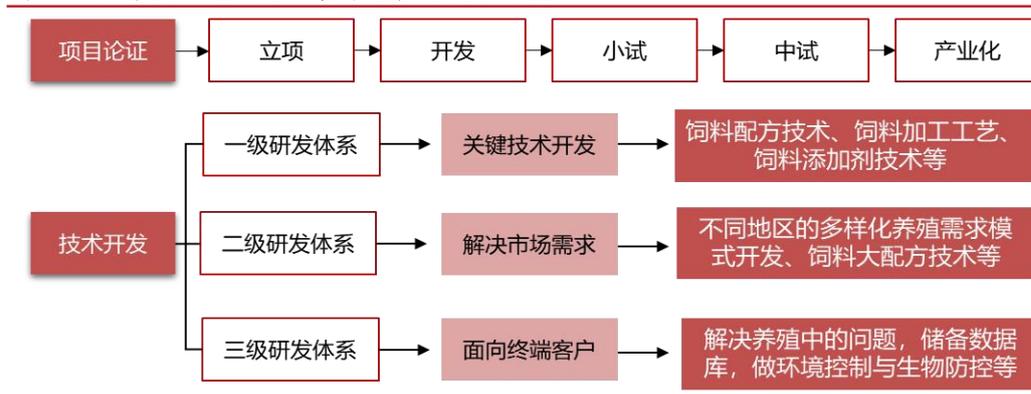
图表 23：主要饲料企业研发人员及研发投入情况

公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2015-2023 累计研发投入
海大										
研发投入金额 (亿元)	1.7	2.0	2.6	3.1	4.3	4.9	6.5	7.1	8.0	40.2
占比营收	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	
研发人员	985	947	1,089	1,200	1,623	2,162	3,049	3,382	3,525	
占比人员总数	8%	8%	7%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	
牧原										
研发投入金额 (亿元)	0.1	0.1	0.7	0.9	1.1	4.1	8.1	11.4	16.6	43.2
占比营收	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	
研发人员	124	189	641	669	786	2,362	4,632	6,134	6,681	
占比人员总数	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	4%	5%	
温氏股份										
研发投入金额 (亿元)	1.8	1.9	2.3	5.5	5.7	6.8	6.0	5.3	5.9	41.3
占比营收	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
研发人员	1,265	1,349	1,524	1,575	1,620	1,716	1,657	1,663	1,694	
占比人员总数	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
新希望										
研发投入金额 (亿元)	0.8	0.7	0.8	0.9	1.7	2.7	2.9	3.0	2.1	15.7
占比营收	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
研发人员	489	441	452	464	711	1,013	1,191	1,094	808	
占比人员总数	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	
鼎海饲料										
研发投入金额 (亿元)	1.5	1.4	1.7	1.8	1.6	1.9	1.9	1.7	1.3	14.8
占比营收	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	
研发人员	--	--	--	--	--	--	291	305	219	
占比人员总数	--	--	--	--	--	--	9%	9%	7%	
永丰股份										
研发投入金额 (亿元)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0	0.9	0.8	6.5
占比营收	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
研发人员	117	137	152	162	171	199	249	258	308	
占比人员总数	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
唐人神										
研发投入金额 (亿元)	0.8	0.8	0.8	0.9	1.6	2.1	2.6	1.4	1.3	12.3
占比营收	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	
研发人员	270	278	415	477	617	659	757	835	841	
占比人员总数	4%	4%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	
天马科技										
研发投入金额 (亿元)	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7	0.9	1.0	1.3	1.3	6.6
占比营收	3.4	3.8	3.3	3.7	2.8	2.4	1.8	1.8	1.9	
研发人员	--	39	50	97	201	204	223	235	270	
占比人员总数	--	10%	11%	17%	17%	15%	13%	11%	12%	
正邦科技										
研发投入金额 (亿元)	1.9	2.1	3.1	2.1	3.9	5.3	5.5	0.3	--	24.1
占比营收	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	0%	--	
研发人员	960	960	1256	1302	1505	3136	1098	78	--	
占比人员总数	7%	6%	7%	8%	6%	6%	5%	1%	--	

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

除了认知层面的差异，研发优势还来源于专业研发体系的打造以及研究成果的市场验证和转化。公司打造三级研发体系，分别针对关键技术开发、解决市场需求、解决养殖户痛点进行研发储备；同时，完善的研发项目论证流程、立项流程、开发流程、小试、中试流程及产业化流程，保证了研发项目的低风险、高效率 and 高质量实施。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，且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较为领先，各类饲料的配方仍有较大的优化空间。

图表 24：海大三级研发体系与完善研发项目流程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 25：海大集团饵料系数及行业对比

饵料系数	海大集团水平	行业平均水平
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：公司招股说明书，华源证券研究所

2.2.2. 采购：集采模式+期货套保强化成本优势

原材料成本在饲料成本中占 70%+，是饲料企业的生命线，“得原料者得天下”并非虚言。自 2003 年开始，海大采用集中采购模式进行集团采购管理，2006 年建立专业化采购团队。过去二十年，海大在采购上已形成自身独有的经验和模式，进一步拉开和行业的差距。

图表 26：公司原材料采购均价明显低于行业（元/吨）

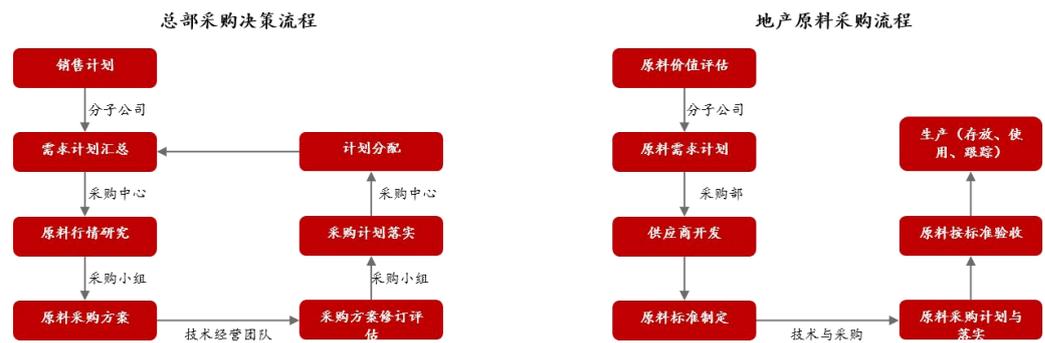
	2017			2018			2019		
	海大-采购量 (万吨)	海大-采购均价 (元/吨)	行业均价 (元/吨)	海大-采购量 (万吨)	海大-采购均价 (元/吨)	行业均价 (元/吨)	海大-采购量 (万吨)	海大-采购均价 (元/吨)	行业均价 (元/吨)
玉米	528	1591	1909	584	1706	2035	587	1832	2079
豆粕	156	2977	3351	149	3156	3419	185	2898	3229
小麦	7	2356	2496	27	1900	2415	23	2070	2359

资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

海大的采购优势主要来源于集中采购、专业分工、期现结合、与技术部门紧密联动：

1) **集中采购**：公司以集中采购为主，分子公司授权采购为辅。其中玉米、豆粕、鱼粉、棉粕等大宗原材料均采用集中采购的模式，由总部统筹安排，占到公司采购金额的90%以上；而区域小品种则由分子公司自行采购。**集中采购权，本质是打断信息流、资金流和物流等再造流程，有利于发挥规模优势，但灵活性也会相对较低。**海大选择这一套模式有一定的历史因素，其发源地广东地区饲料厂集中、原料也集中，后来向外省拓展也继续沿用。而海大要求各环节都要极致专业化以及高效的协调沟通能力都最大化发挥了集采优势，比如工厂总经理营销专业但不精通采购，就由集团专业部门支持。

图表 27：公司总部集中采购、属地价值原材料采购流程

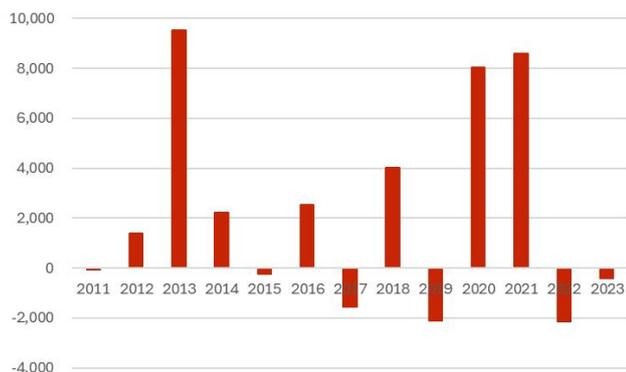


资料来源：海大农牧公众号，华源证券研究所

2) **专业化采购**：按品种划分，集团总部建立专门的采购小组，每个部门负责一个品种，少的4~5人，多的有10~20人，专门做一个或一类品种的行情研究，比如什么时候买、根据计划购买多少，最后再把原料分到分子公司去。比如总部的采购中心，有油料部，包括豆粕、棉粕、菜粕等；有谷物部，包括玉米、小麦、DDGS、大麦等；国际业务部，包括鱼粉、其他动物蛋白等。

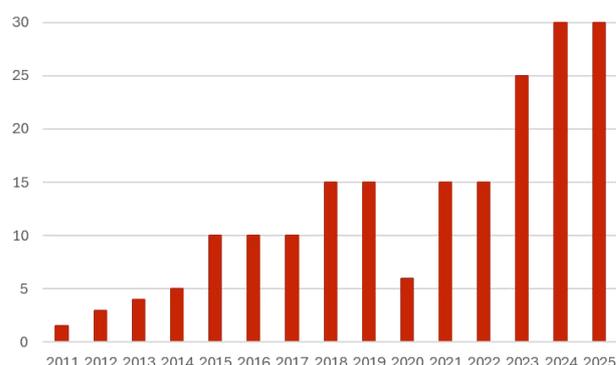
3) **期现结合**：期货工具并非企业在复杂市场竞争中决胜的“法宝”，但已成企业现代化经营的重要标志。行业大部分农牧企业，对金融工具的学习和使用仍然较为陌生，认知提升、能力建设方面任重道远。海大擅长把握新趋势，对于新事物、新模式、新组织形态的接受能力、学习吸收、迭代能力很强，可以抓住每一个提升效率的细节点聚沙成塔，从而拉开与行业的差距。以期货工具为例，2003年海大规模仍很小，但已初步“试水”期市，小战告捷；2006年开始搭建套保团队，规范操作。借鉴外国成熟交易模式、期现两端完全统一结合、相关配套风险管理制度完备，经过十余年的实战，海大显然已摸索出自己在期货市场上的套保、套期操作模式与交易节奏，对现货、期货、期权等采购工具组合应用经验丰富，方法灵活，进一步强化了自身采购优势。

图表 28：以套期保值为目的的衍生品投资的公允价值变动损益（万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 29：商品期货保证金最高占用额（亿元）



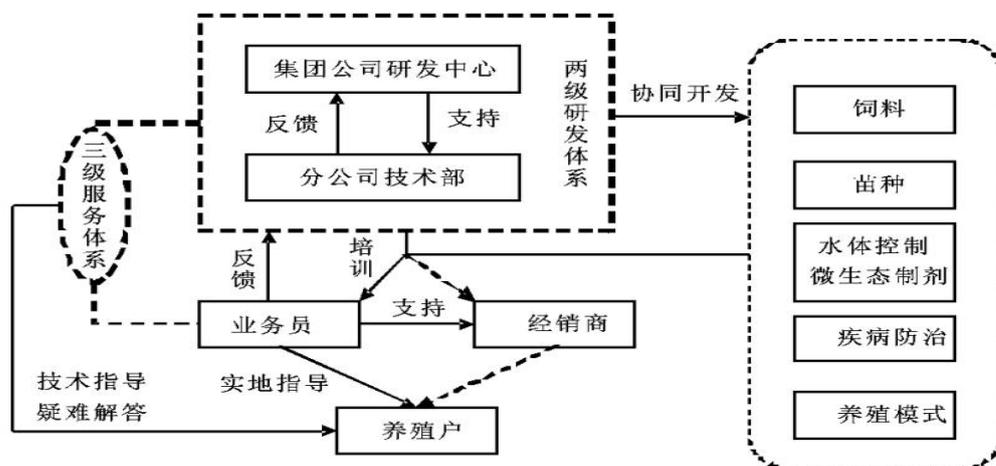
资料来源：公司公告，华源证券研究所

4) 采购过程中，采购和技术、销售人员的配合是门学问和艺术。在和技术的配合上，采购是买，技术是用。进口原料、替代原料非常多，怎样快速响应，对技术也不断提出新要求。新原料应用和技术的配合，主要是在营养成分、供应、稳定性等方面。因为新原料的应用，以前的设备可能满足不了需求，就需改进设备和工艺，比如高粱的粉碎细度等研究方面需要做功课。此外，和销售的配合也很关键，比如采用新原料之后虽然饲料的营养成分未变，但颜色、外观发生变化，销售人员与客户的沟通就显得十分重要。

2.2.3. 服务：深入骨髓的信仰和薪火相传的基因

从 2006 年开始，薛华董事长将公司定位为服务型企业开始，服务就成为海大集团重要的竞争优势。我国水产养殖专业化程度低，养殖户对饲料的鉴别能力弱，围绕种苗、动保对养殖户开展服务可以让饲料优势更加显性化。2018 年报中公司如此描绘自身服务优势：公司现有 5000 多人的服务营销团队，深入到塘口、养殖场了解养殖情况，所以公司对终端消费习惯、饲料养殖效果、养殖模式和养殖需求等都有详尽的数据来源，能精确把握养殖户的需求，能精准的对产品设计提出明确的技术要求，支持公司技术资源能充分聚集于客户的核心需求。

图表 30：海大“三级服务”体系

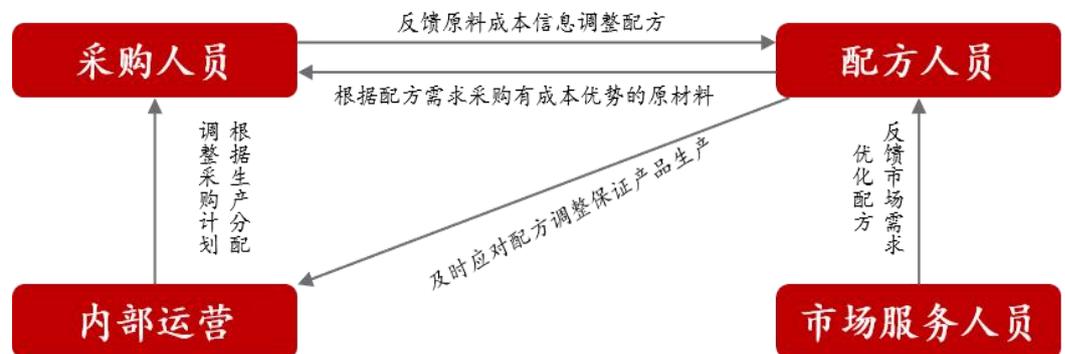


资料来源：《人力资本视角下高绩效组织的构建—基于海大集团的案例研究》作者胡友华等，华源证券研究所

2.2.4. “四位一体”联动机制，企业价值最大化

产品力优势不仅需要专业能力的支撑，更重要的是要建立快速联动机制，研发、采购、生产、服务只有紧密结合才能创造最大价值。“四位一体”快速联动机制是指，采购人员能根据配方需求采购有成本优势的原材料，且当采购人员发现市场上替代性原材料存在低成本采购机会时，配方人员能在产品质量保证的前提下快速调整配方，使用性价比更优的原材料组合；市场服务人员能把市场需求清楚传递回配方人员，同时能及时跟踪反馈配方变动下的养殖情况，以便配方人员根据养殖情况进一步优化配方；内部运营能及时应对配方的调整，保证不同配方下的产品生产，保证生产工艺的稳定性，并对生产费用负责。在快速联动的基础上，能确保公司产品性价比保持最优状态，充分体现公司产品力的优势。

图表 31：公司“四位一体”联动机制



资料来源：海大集团官网，华源证券研究所

3. 海大的“人与组织”

3.1. 战略规划清晰：内核是卓越的企业家精神和定力

在海大不断颠覆行业、颠覆自我的过程中，前瞻的战略眼光和不断进行的战略转型发挥了至关重要的作用。海大的业务经历了从小到大、从简单到复杂、从单一到多元的过程。1998 年海大集团成立，以水产预混料起家；2002-2003 年切入发展空间更为广阔的水产配合料领域，实现第一次成功转型；后逐步布局禽料、猪料，又从饲料环节延伸到种苗、动保、养殖等全产业链，稳健发展的背后是公司清晰的战略规划。

2006 年，海大实现第二次转型，完成自身定位从生产制造型向服务型的转变，服务营销体系初露锋芒。海大制定了“2007-2011 五年规划”，提出实现核心竞争力基础上的产业链延伸。同时，明确发展禽料的战略意义和畜禽饲料的工厂布局，开启了畜禽饲料与水产饲料共同发展之路。

2009 年，海大进一步强调打造服务体系，构建价值链优势。公司在集团服务营销大会上指出，饲料产品竞争已进入价值链竞争阶段，而价值链竞争的精髓是服务体系的建立和完善。服务体系的完善将支撑公司在饲料板块快速做大，并形成独特的难以复制的盈利模式。而在

服务逐步落实的同时，也会带来苗种、调水产品、药品等配套产品的销售快速增长，同时给养殖户和公司带来较好的效益。在服务营销模式的变革下，海大在 2011 年给股东交出满意的答卷，当年饲料销售量达到 300 万吨，跻身全国饲料行业 5 强。

2013 年，因虾病大爆发等因素，水产料陷入困境，海大经历了上市以来的首次盈利下滑。因病害影响，服务营销在终端表达效果不明显，团队信心受挫，内部也开始出现质疑的声音。海大明确两大战略要点，一个是加强产品的竞争力，另一个是有耐心、有毅力建设服务体系。经过多方面的调整，2014 年和 2015 年，在行业最困难的时候，海大实现了逆境中的突破，量利双增的同时，公司的客户、渠道、团队等各环节价值也在提升。基于“为客户创造价值”的经营理念和对行业发展的正确研判，海大持续进步，正如 2015 年公司年报中致股东的信所提及，“我们庆幸选择了农牧行业，一个如此巨大的永不衰落的行业，未来十年，行业的价值将逐步凸显，公司价值、我们每个人的价值都将得到充分体现，这是历史给我们的机遇。”

3.2. 学习型组织：持续学习，后发制人

海大的风格向来不是行业最早的进入者，但往往后来居上，从水产料行业的后进入者到目前稳居龙一，后又在禽料发展如日中天之际发力布局，成功的背后是它成型的一整套的方法论及人才体系。

企业的发展是不断学习的过程，员工的成长也是不断学习的过程，企业和员工都不能沉醉于昨天所取得的成绩中。市场在变化，竞争对手在变化，公司必须不断地检讨自己，否定自己，要提倡员工之间互相学习，向竞争对手学习。要通过组织创新、技术创新、管理创新去加强竞争力。

- **企业文化：是公司软实力的体现，海大的文化是价值文化，对外追求客户价值，对内则追求员工价值。**在公司不断壮大的路上，始终将注意力放在了客户需求上，这一点难能可贵。在员工价值方面，海大打造员工双通道发展体系，建立员工任职资格体系的同时，建立健全培训发展体系、薪酬福利体系、职业生涯规划，实现员工的个人发展和企业发展相结合。
- **战略眼光和战术平衡：复盘海大过去二十多年的发展史，战略上提早布局，战术上则是激进、保守相结合，学习能力、组织调整速度非常迅速。**我们回头看海大做的各项战略，2006 年即确定服务营销模式，布局种苗动保业务；2011 年开始布局海外市场，收购越南升龙；2012 年打造信息化系统管理、重视大数据运用……每一步大的战略决策都领先行业十余年。**战术上看，公司作为后发制人的典范，成果来源于极强的学习能力、组织调整速度和风险控制能力。**饲料行业重资产，应收账款风险很大，一旦失足就有可能被淘汰。海大的饲料市占率从 2011 年 2% 稳步提升到 2023 年 8%，水产料市占率更是以约 20% 占据第一，逐步颠覆先行者，需要激进、保守的战术平衡。
- **激励到位：目前海大的薪酬体系已经处于行业前列，同时公司也在不断落实股权激励政策，推进员工持股计划。**

- **稳定且奋进的团队：**海大通过人才价值体系策略，吸引、培养并留住了一大批人才，已经形成了学习能力强、梯队合理、成熟稳定的专业人才团队。稳定且奋进的团队一直都有着自我颠覆的意识，发展路上时常反思自身潜在的风险，例如官僚化、僵硬化。同时，海大的体系使得集团构架内的每个队伍都高度专业化。

图表 32：公司历次股权激励情况

时间	目标	激励对象	激励工具
2011 年	2010-2013 年的净利润分别不低于 2009 年净利润的 120%、144%、180%和 225%，2010-2013 年的饲料销量分别不低于 2009 年饲料销量的 125%、156%、195%和 244%。	向 121 名公司核心管理、技术和业务人员授予的股票期权所涉及的标的股票总数为 1510 万股，占本激励计划签署时股本总额 2912 亿股的 5.19%。	限制性股票期权
2014 年	以 2013 年为基准年，2015 年/2016 年/2017 年营业收入增长率不低于 40%/60%/80%，2015 年/2016 年/2017 年净利润增长率不低于 60%/85%/110%。	向公司董事、高级管理人员、核心员工等 466 名激励对象授予 1450.5 万股限制性股票和 1061.5 万份股票期权。	限制性股票和股票期权
2014 年	-	参加员工持股计划的员工总人数不超过 30 人，其中董事、监事、高级管理人员 6 人，涉及的标的股票数量上限为 6215.72 万股。	核心员工持股计划
2016 年	2017 年、2018 年、2019 年、2020 年公司归属于上市公司股东的净利润增长率分别不低于 35%、55%、75%、100%。	以定向发行的方式向公司董事、高级管理人员、核心员工等 1484 名激励对象授予不超过 4600 万股限制性股票。	限制性股票
2016 年	2017 年、2018 年、2019 年、2020 年公司归属于上市公司股东的净利润增长率分别不低于 35%、55%、75%、100%。	以定向发行的方式向公司董事、高级管理人员、核心员工等 1484 名激励对象授予不超过 4600 万股限制性股票。	限制性股票
2017 年	-	参与员工持股计划的员工总人数不超过 20 人，其中董事、监事、高级管理人员 4 人，首期持股计划资金 1200 万元，所能购买标的数量 72.02 万股。	核心员工持股计划
2021 年	2021 年/2022 年/2023 年/2024 年/2025 年饲料销量超过 1850 万吨/2300 万吨/2800 万吨/340 万吨/4000 万吨或归母净利润超过 32 亿元/37.76 亿元/44.56 亿元/52.58 亿元/62.04 亿元。	向公司董事、高级管理人员、核心员工等 4030 名激励对象授予 5500 万份股票期权。	限制性股票期权
2024 年	24/25 年饲料外销量为 2500~2580/2770~2930 万吨	向公司董事、高级管理人员、核心员工等 3745 名激励对象授予 3400 万份股票期权。	限制性股票期权
2024 年	24/25 年饲料外销量为 2500~2580/2770~2930 万吨	参与员工持股计划的员工总人数不超过 750 人，其中董事、监事、高管不超过 15 人，规模不超过 1.35 亿元，对应 678 万股，占总股本 0.4%。	核心员工持股计划

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利拆分

海大到了不依赖超额资本开支实现中速增长的新阶段，资本开支与折旧大致持平，自由现金流到了释放期（约等于归母净利润），接下来的分红提升可以期盼，企业的财务或将进入【roe提升、重回中速增长率、股息率提升】的财务表现的阶段。

国内市场已经过了需要大量资本开支的阶段，但利润增速不见得会下降。行业集中度提升已然进入决胜期，自身价值链模式的优势也到了逐步体现的阶段，未来只需要少量资金进行技术改造，或即可维持双位数增长。

海外市场打造第二成长曲线。海大的全产业链价值模式十分适合海外市场，企业回报率在短中长期可能都有生态基础，且在海外，中国企业之间合作大于竞争的商业生态，使得回报率有保障，成长空间很大。

我们预测：

1) 饲料板块：2024-2026 年，公司水产料销量分别为 584/664/736 万吨，猪饲料销量分别为 556/600/660 万吨，禽料销量分别为 1266/1430/1616 万吨；

2) 种苗动保：2024-2026 年，公司种苗收入增速-2%/15%/15%，动保收入增速-15%/-5%/-5%；

3) 生猪养殖：2024-2026 年，公司生猪出栏量为 550/630/680 万头。

图表 33：公司盈利预测（百万元，%）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	60,324	85,999	104,715	116,117	115,791	126,225	143,180
yoy	27%	43%	22%	11%	0%	9%	13%
营业总成本	53,292	78,699	95,022	106,281	103,182	112,763	128,192
yoy	26%	48%	21%	12%	-3%	9%	14%
毛利率	11.7%	8.5%	9.3%	8.5%	10.9%	10.7%	10.5%
1. 饲料销售							
销售收入（百万元）	48,765	69,826	84,892	95,956	93,316	101,520	115,974
yoy	25%	43%	22%	13%	-3%	9%	14%
毛利率	10.3%	9.1%	8.1%	8.5%	9.8%	10.2%	10.0%
外销量（万吨）	1,466	1,877	2,024	2,260	2,442	2,739	3,067
yoy	19%	28%	8%	12%	8%	12%	12%
水产料	386	467	512	524	584	664	736
猪料	229	460	494	579	556	600	660
禽料	851	944	1,002	1,130	1,266	1,430	1,616
2. 农产品销售							
收入	6,368	8,629	12,456	15,492	17,800	19,898	22,257
yoy	132%	36%	44%	24%	15%	12%	12%
毛利率	22%	1%	17%	6%	16%	13%	13%
其中：生猪板块							
生猪养殖量（万头）	97	200	320	460	550	630	680
yoy	46%	106%	60%	44%	20%	15%	8%
3. 原材料贸易							
收入	4405	6390	6167	3401	3571	3749	3937
yoy	-15%	45%	-3%	-45%	5%	5%	5%
毛利率	3%	4%	2%	0%	2%	2%	2%
4. 动保产品销售							
收入	665	892	1045	1095	930	884	840
yoy	16%	34%	17%	5%	-15%	-5%	-5%
毛利率	51%	51%	49%	50%	45%	45%	45%
5. 其他业务							
收入	121	261	156	174	174	174	174
yoy	7%	116%	-40%	12%	0%	0%	0%
毛利率	75%	68%	68%	76%	50%	50%	50%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 估值

我们采用分部估值。饲料企业普遍进行产业链延伸，尤其是跨界生猪养殖后整体业绩波动较大，且估值体系有所变化。因此，针对公司饲料、种苗、动保三大主业部分，我们参考公司历史估值进行判断；针对公司生猪板块，我们参考同行猪企头均市值进行判断。

生猪板块：预计公司 2025 年出栏 630 万头，考虑到公司全成本优异，参考牧原、温氏等可比公司，给予生猪板块头均市值 2000 元，对应市值约 126 亿元。

非猪业务：饲料属于后周期板块，整体景气度恢复略滞后鱼价。24 年鱼价景气复苏，养殖端盈利改善，预计 25 年水产料行业景气确定性较强。我们预计 25 年公司三大主业利润为 38 亿元，同比+27%。剔除生猪板块估值，截止 2025 年 1 月 27 日，对应 2025 年主业 PE 18X，低于历史 30X 估值中枢（考虑到公司 2015 年进军养猪业，2018 年生猪出栏量增量明显，市场开始给予生猪板块一定估值，因此非猪部分估值参考区间为公司上市至 2018 年）。

综上，截至 1 月 27 日，海大市值 826 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 34：公司上市以来历史 PE



资料来源：公司公告，华源证券研究所

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。**饲料行业主要服务于下游养殖业，养殖过程中天气、雨水、台风等自然因素出现异常变化时，可能出现养殖存栏、存塘数量的波动，甚至于病害的规模化爆发，进而对饲料需求产生影响，出现阶段性或区域性需求波动的风险。

2) 主要原材料价格大幅波动的风险。饲料原料主要是各类大宗农产品，以玉米、大豆（豆粕）为主。随着农产品贸易的国际化加强，农产品价格变化因素日趋复杂，如果公司未能及时把握饲料原材料行情的变化并及时做好采购的策略管理和风险控制，将有可能面临综合采购成本上升的风险。

3) 环保法规政策对养殖业规模结构及区域调整的风险。近年，国家加大了畜禽养殖业污染的治理力度，尤其对重点水源地及周边水系地区养殖规模作出限制。环保政策对生猪养殖和饲料行业的影响使市场上现有的优势企业面临重新洗牌的风险。

4) 汇率波动的风险。饲料原材料的全球化采购已经成为常态，公司海外投资和海外经营业务规模也在快速扩大，任一币种的汇率波动都可能对该区域的业务结算成本和资产存量价值产生一定的影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,476	11,579	12,622	14,318
应收票据及账款	2,069	1,994	2,174	2,466
预付账款	743	2,049	2,234	2,534
其他应收款	958	1,156	1,260	1,429
存货	9,936	11,702	12,788	14,538
其他流动资产	1,723	2,000	2,064	2,168
流动资产总计	20,906	30,480	33,142	37,453
长期股权投资	217	249	281	313
固定资产	19,201	17,725	16,437	15,282
在建工程	688	2,016	2,501	2,587
无形资产	1,766	1,747	1,796	1,839
长期待摊费用	191	127	64	0
其他非流动资产	1,779	1,803	1,802	1,802
非流动资产合计	23,841	23,667	22,881	21,823
资产总计	44,747	54,146	56,024	59,276
短期借款	1,396	10,207	7,731	5,106
应付票据及账款	10,641	8,591	9,389	10,674
其他流动负债	6,398	6,256	6,825	7,745
流动负债合计	18,435	25,055	23,946	23,525
长期借款	4,647	3,702	2,693	1,674
其他非流动负债	753	753	753	753
非流动负债合计	5,401	4,455	3,447	2,427
负债合计	23,835	29,510	27,392	25,952
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
资本公积	5,416	5,416	5,416	5,416
留存收益	12,568	15,930	19,537	23,774
归属母公司权益	19,647	23,010	26,617	30,853
少数股东权益	1,264	1,626	2,015	2,471
股东权益合计	20,911	24,636	28,631	33,324
负债和股东权益合计	44,747	54,146	56,024	59,276

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	2,872	4,460	4,806	5,697
折旧与摊销	2,195	2,115	2,173	2,246
财务费用	513	425	503	338
投资损失	-246	-299	-299	-299
营运资金变动	6,925	-5,662	-253	-411
其他经营现金流	440	423	375	375
经营性现金净流量	12,698	1,461	7,305	7,945
投资性现金净流量	-3,820	-1,763	-1,163	-963
筹资性现金净流量	-5,653	6,405	-5,098	-5,287
现金流量净额	3,245	6,103	1,043	1,696

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	116,117	115,791	126,225	143,180
营业成本	106,281	103,182	112,763	128,192
税金及附加	139	138	150	170
销售费用	2,259	2,489	2,588	2,792
管理费用	2,617	2,895	3,029	3,222
研发费用	785	794	866	982
财务费用	513	425	503	338
资产减值损失	-121	-92	-100	-113
信用减值损失	-198	-161	-175	-199
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	246	299	299	299
公允价值变动损益	-15	0	0	0
资产处置收益	3	3	3	3
其他收益	113	116	116	116
营业利润	3,552	6,033	6,468	7,590
营业外收入	65	51	51	51
营业外支出	99	91	91	91
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,518	5,993	6,428	7,550
所得税	647	1,233	1,322	1,553
净利润	2,872	4,760	5,106	5,997
少数股东损益	130	362	388	456
归属母公司股东净利润	2,741	4,398	4,718	5,541
EPS(元)	1.65	2.64	2.84	3.33

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	10.89%	-0.28%	9.01%	13.43%
营业利润增长率	-9.00%	69.86%	7.22%	17.34%
归母净利润增长率	-7.31%	60.44%	7.27%	17.45%
经营现金流增长率	86.25%	-88.50%	400.03%	8.77%
盈利能力				
毛利率	8.47%	10.89%	10.66%	10.47%
净利率	2.47%	4.11%	4.05%	4.19%
ROE	13.95%	19.11%	17.72%	17.96%
ROA	6.13%	8.12%	8.42%	9.35%
估值倍数				
P/E	30.14	18.79	17.51	14.91
P/S	0.71	0.71	0.65	0.58
P/B	4.21	3.59	3.10	2.68
股息率	1.01%	1.25%	1.34%	1.58%
EV/EBITDA	13	11	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。