

农林牧渔

2021 年 04 月 01 日

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2021 年 03 月 31 日

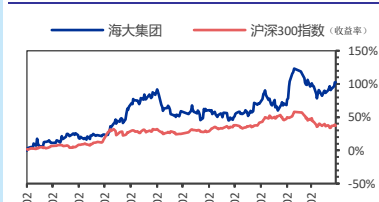
收盘价 (元)	78
一年内最高/最低 (元)	89/39.65
市净率	10.6
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	128427
上证指数/深证成指	3441.91/13778.67

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	7.34
资产负债率%	55.18
总股本/流通 A 股 (百万)	1661/1647
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com

研究支持

盛瀚 A0230120070004
shenghan@swsresearch.com

联系人

盛瀚
(8621)23297818×转
shenghan@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

海大集团 (002311)

——行稳致远，海大十年十倍的奥秘

投资要点：

- **优质农业白马，十年十倍稳健成长。**海大集团是中国农牧企业中的翘楚，以水产预混料起家，历经 22 年的发展，业务覆盖饲料销售、水产种苗、动保及微生物制剂、生猪养殖等产业。截至 2019 年，公司饲料产量全国第三，全球第六，其中水产料多年位列全球第一。公司 2009 年末登陆 A 股市场，上市 10 年来，2010-2020 年营收复合增速 23%，归母净利润复合增速 28%，业绩与股价均实现十年十倍增长。
- **低毛利高周转，饲料板块 ROE 领跑农业行业。**在中国肉类消费规模趋于稳定及畜禽养殖工业化饲料渗透率达到高位的背景下，2012 年后中国饲料行业总量增速趋缓，2013-2020 年复合增速约 3.9%，整体进入存量博弈阶段。从产业链所处环节看，饲料行业是一个典型“两头在外”的中间行业，上下游供需与加工均存在明显的周期波动，且进入壁垒较低，产品偏同质化，毛利率水平处于农牧产业链微笑曲线的底部。但由于其类制造业的商业模式与工业加工品的产品属性，饲料行业调价周期短、成本转嫁能力强，利润率空间虽相对较小但稳定性极强。同时，饲料行业拥有所有农林牧渔二级子行业中最高的资产周转速度，驱动其 ROE 水平领跑农业行业（仅在部分年份低于动物保健行业）。且业内龙头企业（海大集团）亦通过更高的资产周转率获取显著优于行业整体的超额 ROE，最终反映为饲料行业整体投资回报水平位居农林牧渔所有二级子行业之首。
- **高效优异的管理效率+极致的成本控制能力，铸就龙头海大。**我们将海大集团多年积累沉淀的核心竞争优势归结于管理体系与成本控制。具体体现为集中采购带来的原材料成本优势（领先行业水平 2%-3%）与持之以恒研发积累的原材料替代及配方快速调整能力。使其拥有了发起“价格战”的资本与底气，在新进市场开拓阶段牺牲短期利润换取市场份额，驱动公司饲料市占率持续提升。此外，先进高效的中台化管理体系与现代化激励机制，亦是保障海大生产运营效率及战略落地执行的最重要驱动因素。两大优势叠加，使得海大能够紧跟主业，顺利实现横向扩张、纵向延伸。在每一项业务先做精再做大，逐步丰富了饲料产品品类与行业布局，平缓周期波动，稳定增长。
- **饲料主业天花板尚远，多点开发协同效应彰显。**在主力优势业务水产饲料上，养殖水产占比的持续提升以及工业化水产饲料的不断渗透仍将驱动行业总量保持增长，消费升级的趋势为水产养殖结构带来不可逆的改变，特种水产占比不断提升，带动海大未来盈利水平的持续上行。海大集团当前整体饲料市占率水平不足 6%，成长空间广阔，中性假设下 2025 年饲料销量有望超过 3700 万吨，较 2020 年增长 150 以上%。非饲料业务在发挥好协同效应的同时，也将逐渐经历由做精走向做大的过程，支撑公司中长期发展。
- **投资建议：**我们认为，海大集团过去数十年积累的核心优势在当前时点有增无减，市占率提升及产业链扩张延伸带来的营收规模增长以及产品结构优化驱动盈利能力上行仍将支撑公司下一个十年的发展。预计公司 2020-2022 年实现营业收入 604.8/772.0/972.2 亿元，同比 +27.0%/+27.6%/+25.9%；实现归母净利润 25.00/32.35/38.27 亿元，同比 +51.6%/+29.4%/+18.3%。当前股价对应 PE 估值水平为 52X/40X/34X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；自然灾害风险；动物疫病风险

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	47,613	43,806	60,484	77,201	97,220
同比增长率 (%)	12.9	23.4	27.0	27.6	25.9
归母净利润 (百万元)	1,649	2,073	2,500	3,235	3,827
同比增长率 (%)	14.7	46.8	51.6	29.4	18.3
每股收益 (元/股)	1.04	1.29	1.51	1.95	2.30
毛利率 (%)	11.3	12.4	11.7	12.2	11.8
	18.1	17.6	21.5	22.6	22.7
市盈率	79		52	40	34

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2020-2022 年实现营业收入 604.8/772.0/972.2 亿元，同比 +27.0%/+27.6%/+25.9%；实现归母净利润 25.00/32.35/38.27 亿元，同比 +51.6%/+29.4%/+18.3%。当前股价对应 PE 估值水平为 52X/40X/34X，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

饲料业务：预计公司 2020-2022 年实现饲料总销量 1470/1863/2364 万吨，同比增长 19.6%/26.7%/26.9%，毛利率分别为 10.9%/11.1%/11.2%。其中：

水产料：预计 2020-2022 年公司水产料销量分别为 390/468/562 万吨，同比增长 11.4%/20%/20%。毛利率分别为 16.5%/17%/17.5%。

禽料：预计 2020-2022 年公司禽料销量分别为 900/1152/1475 万吨，同比增长 26.6%/28%/28%。毛利率分别为 5.6%/5.6%/5.6%。

猪料：预计 2020-2022 年公司猪料销量分别为 180/243/328 万吨，同比增长 7.2%/35%/35%。毛利率分别为 13%/13.5%/13.5%。

动保及水产养殖业务：预计 2020-2022 年公司动保业务实现销售收入 7.46/9.70/12.61 亿元，同比增长 30%/30%/30%。毛利率分别为 56%/58%/60%。

预计公司水产养殖业务 2020-2022 年实现销售收入 5.31/7.97/11.95 亿元，同比增长 50%/50%/50%。毛利率分别为 30%/25%/25%。

生猪养殖：预计公司 2020-2022 年生猪出栏量为 110/200/350 万头；生猪销售价格为 31.5/26.0/19.5 元/kg。

有别于大众的认识

上市以来，海大过去已维持了 10 余年的高速稳健成长，于 2020 年市值愈过千亿。市场担心其能否继续保持快速稳定的业绩增长。此外，对于海大近年来扩张至养殖类业务，市场担忧其业绩稳定性会遭到破坏。

我们认为，从当前时点看，海大的饲料基本盘成长空间充足，水产料兼具赛道扩容、结构升级驱动毛利率提升及海大自身市占率提升三大逻辑。而禽料和猪料仍处在公司快速渗透扩张期，天花板尚远。驱动海大成长的两大核心要点：市占率提升及盈利水平稳中有升当下均未遭到破坏（极致成本控制力与优异管理效率都是强者恒强壁垒愈加深厚的护城河），且疫情叠加原材料涨价（中小厂商承压）、可转债募资顺利落地（高端特水料产能瓶颈打开）对上述逻辑均有所加强。

股价表现的催化剂

水产景气度超预期；业绩持续稳健增长；特种水产料发展加速

核心假设风险

原材料价格波动风险；自然灾害风险；动物疫病风险

目录

1. 公司介绍：农业优质白马，十年十倍稳健增长.....	9
1.1 发展历程：水产预混料起家的综合饲料龙头.....	10
1.2 业绩快速稳健增长，业绩股价均实现十年十倍增长	12
2. 饲料行业：庞大存量市场，高周转率驱动高 ROE.....	13
2.1 饲料总量增速趋缓，行业进入存量博弈阶段.....	13
2.2 行业属性偏制造业，成本转嫁顺畅，盈利水平稳定	14
2.3 高周转驱动高 ROE，投资回报率行业领先.....	16
3. 极致成本控制+优异的管理效率，强者恒强，纵横无疆	18
3.1 极致的成本控制能力，为市占率持续提升打下坚实基础	18
3.1.1 行业标杆级的集中采购模式与考核激励机制	18
3.1.2 持之以恒的研发投入，带来多样化配方储备与快速调整能力	19
3.1.3 极致的成本控制能力驱动毛利率水平稳中有升，市占率快速增长	22
3.2 行业领先的优秀管理体制与激励机制.....	24
3.2.1 专业稳定的管理团队，深耕产业、持续学习	24
3.2.2 现代超前的管理体制与激励机制，中台化保障运营效率	25
3.3 产业链纵向延伸，产品线横向扩张，平抑周期波动	27
4. 饲料基本盘天花板尚远，业务延伸多点开花.....	30
4.1 水产料：行业空间仍具增量，结构升级驱动利润水平提升	30
4.1.1 养殖占比提升叠加工业饲料渗透，水产饲料空间尚未见顶	30
4.1.2 消费升级带来水产消费结构变迁，特水料占比提升驱动毛利上行	32
4.1.3 海大集团特水料占比逐年提升，可转债募投项目打开产能瓶颈 ..	35
4.2 畜禽饲料：市占率提升空间广阔.....	37
4.2.1 禽料：下游存栏历史高位，中短期景气有保证	37
4.2.2 猪料：规模尚小，非瘟“后周期”下市占率有望加速提升	38
4.2.3 饲料业务总结：行业集中度仍处低位，市占率仍有较大提升空间 ..	39
4.3 饲料基本盘外多点开花，协同效应彰显	40
4.3.1 动保业务：依托水产饲料销售高速增长，未来继续渗透可期	40
4.3.2 水产种苗：快速增长，储备种类丰富，驱动未来发展.....	42
4.3.3 生猪养殖：高标准入局，发展审慎稳健	44
5. 盈利预测&估值分析.....	46
5.1 盈利预测	46
5.2 估值分析	48

6. 风险提示50

图表目录

图 1：海大集团资产业务布局图	9
图 2：海大集团营业收入拆分（2020H1）	10
图 3：海大集团毛利润拆分（2020H1）	10
图 4：海大集团发展历程	10
图 5：公司股权结构（截至 2020.10.26）	11
图 6：海大集团营收过去十年 CAGR 为 22.9%	12
图 7：海大集团归母净利润过去十年 CAGR 为 28.0%	12
图 8：公司股价复盘，成长性逐渐被资本市场认可	12
图 9：饲料行业所处产业链示意图	13
图 10：中国肉类消费量见顶（受非洲猪瘟影响，2019 年下滑明显，2013-2018 五年 CAGR0.21%）	13
图 11：中国饲料总产量增速放缓（2013-2020 年 CAGR3.9%）	13
图 12：中国饲料加工企业数量逐渐减少	14
图 13：年产 10 万吨以上饲料企业数量不断增长	14
图 14：按饲喂动物分类（2020 年）	14
图 15：各类饲料市场规模预测（2020 年）	14
图 16：中国农业产业链毛利率分布	15
图 17：饲料行业波特五力要素汇总	15
图 18：饲料板块整体毛利率水平稳中有升，周期性较弱	15
图 19：SW 农林牧渔各二级子行业销售净利率对比	16
图 20：SW 农林牧渔二级子行业总资产周转率对比	16
图 21：SW 农林牧渔各二级子行业 ROE 对比	16
图 22：饲料行业公司 ROE 对比	17
图 23：饲料行业公司资产周转率对比	17
图 24：饲料行业公司净利率对比	17
图 25：饲料行业可比公司权益乘数对比	17
图 26：SW 农林牧渔各二级板块指数过去十年复合收益率	17
图 27：海大集团集中采购模式及采购激励机制	18
图 28：海大集团原料贸易业务操作流程	19

图 29: 海大集团贸易业务收入及毛利率	19
图 30: 海大集团研发人数居 SW 农林牧渔企业首位	20
图 31: 海大集团历年专利申请及授权数量	20
图 32: 海大集团“四位一体”联动机制	22
图 33: 海大集团销售费用率处于行业较低水平	22
图 34: 海大集团管理费用率处于行业较低水平	22
图 35: 极致的成本控制能力带来“价格战”资本	23
图 36: 海大集团饲料业务毛利率稳中有升	23
图 37: 海大饲料销量增速持续领先行业整体水平	23
图 38: 海大集团饲料销量增速快于其他大型上市饲企	23
图 39: 公司禽料销量增长稳定	24
图 40: 公司各类饲料市占率稳步提升	24
图 41: 公司总部设立各大“服务中心”，扁平化管理示意图	25
图 42: 海大集团人均饲料销售量行业领先	26
图 43: 海大集团单吨饲料销售费用优于行业水平	26
图 44: 海大集团业务发展历程	27
图 45: 海大集团各区域收入占比	28
图 46: 海大集团各区域毛利占比	28
图 47: 海大集团战略布局	28
图 48: 海大集团各类饲料历年销量及增速	29
图 49: 2020H1 公司除饲料业务收入占比 20%	29
图 50: 非饲料业务在海大毛利润中的占比不断提升	29
图 51: 中国居民人均水产品消费量趋于稳定	30
图 52: 天然水产捕捞量不断下滑，养殖水产占比提升	30
图 53: 养殖投喂模式对比示意图	31
图 54: 中国水产养殖工业化饲料普及率仅 30.9%	31
图 55: 水产养殖工业化饲料渗透率较低	31
图 56: 水产品消费由温饱型向质量型、健康型转化	32
图 57: 传统水产养殖量增速逐渐下滑	33
图 58: 特种水产养殖量逐渐增加	33
图 59: 各鱼类近五年养殖量增长率（养殖结构正从普通传统鱼种向特种水产转变）	33

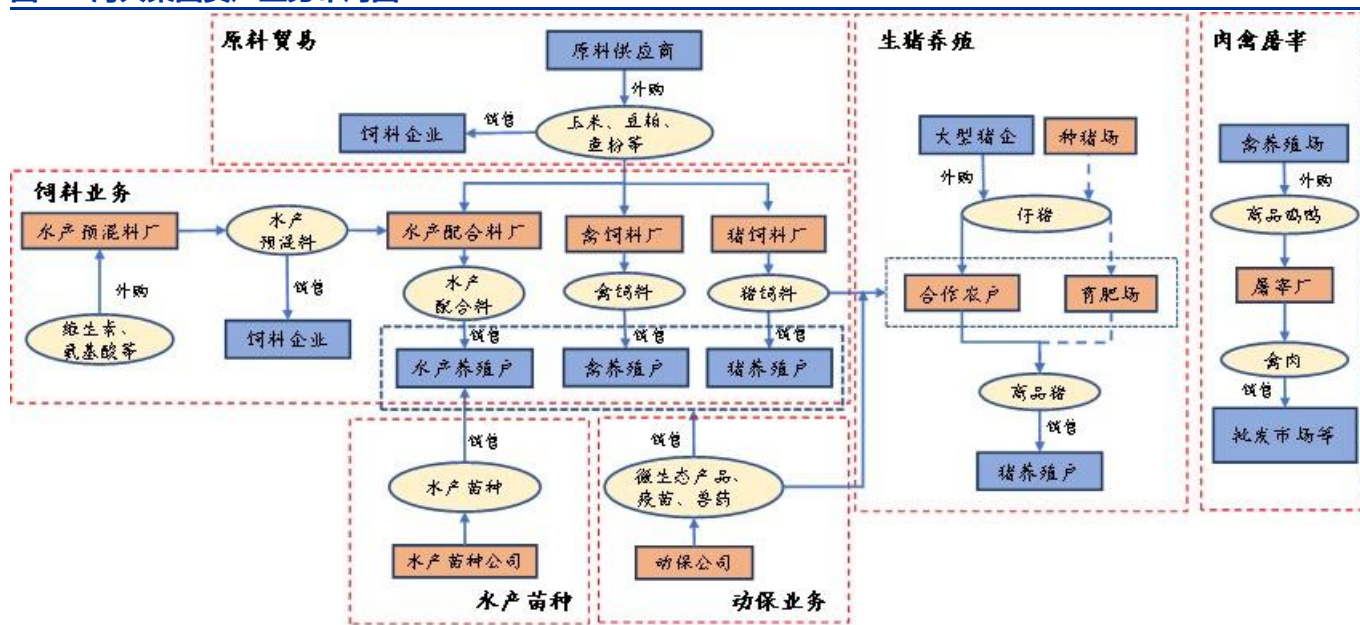
图 60: 中国水产配合饲料产量中, 特水料占比不断提升.....	34
图 61: 中国特种水产养殖产业带分布, 品类多样, 区域分散.....	34
图 62: 特水料毛利水平显著高于普水料, 毛利率普遍在 20%以上	34
图 63: 海大特水料销量增速持续快于水产料整体	35
图 64: 海大集团水产料整体销售价格持续提升	35
图 65: 海大集团水产饲料销量及市占率.....	36
图 66: 全国在产父母代种鸡存栏处于历史高位	37
图 67: 禽料 2019 年以来保持高景气度	37
图 68: 公司各类饲料市占率, 猪料与禽料仍处低位	37
图 69: 头部生猪养殖企业市占率进入快速提升期	38
图 70: 猪料需求处于快速恢复中	38
图 71: 海大集团猪料销售规模尚且较小.....	38
图 72: 海大集团各类饲料销量预测, 2025 年饲料销售规模有望超过 3500 万吨 40	
图 73: 中国水产动保行业规模预测.....	41
图 74: 海大动保业务收入增长稳健, 毛利率水平较为稳定	41
图 75: 公司水产饲料销量增长带动动保业务增长, 动保收入增速快于水产销量..	41
图 76: 海大集团 2025 年水产动保业务市场空间预测, 收入规模有望达到 27 亿 42	
图 77: 公司部分优质水产种苗.....	43
图 78: 公司虾苗生产工艺流程.....	43
图 79: 公司鱼苗生产工艺流程.....	43
图 80: 公司水产种苗收入保持快速增长.....	44
图 81: 公司生产性生物资产变动情况	44
图 82: 海大集团生猪出栏量预测	45
表 1: 海大集团发展大事记	11
表 2: 海大集团主要饲料原料采购均价低于市场均价 (元/吨)	19
表 3: 海大集团与圣农发展联营饲料蛋白生产企业.....	20
表 4: 海大集团部分饲料专利及用途	20
表 5: 公司主要领导层专业背景, 且极其稳定.....	24
表 6: 海大集团历次股权激励情况	25
表 7: 海大集团历次员工持股计划情况	26

表 8：未来水产饲料销量规模有望达到 3465 万吨，市场规模 1733 亿元	32
表 9：海大集团可转债募投项目	35
表 10：2019 年中国饲料企业产量排行	39
表 11：中性假设下，海大集团 2025 年饲料销量有望达到 3740 万吨	40
表 12：2017 年度农业部认定的海大研发的水产新品种	42
表 13：海大集团生猪养殖项目建设情况（百万元）	44
表 14：海大集团分业务收入预测	46
表 15：海大集团 WACC 假设及测算结果	48
表 16：海大集团 FCFF 估值关键假设	49
表 17：海大集团 FCFF 估值结果	49

1. 公司介绍：农业优质白马，十年十倍稳健增长

海大集团是中国农业行业中业务聚焦、经营稳健、质地最为优秀的公司之一。公司以水产预混料起家，经过 22 年的摸索与发展，目前公司主营业务围绕动物养殖过程中需要的产品和服务展开，涵盖饲料原料及贸易、水产种苗、动保和生物制品、生猪养殖、肉食屠宰加工等核心产业。公司主要产品包括水产和畜禽饲料、饲料原料、水产动物种苗、商品猪以及水产与畜禽养殖过程中所需要的生物制品、兽药、疫苗等产品。

图 1：海大集团资产业务布局图



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

截至 2020 年末，公司饲料销量达到 1470 万吨，其中水产饲料全球领先，优质鱼虾等水产动物苗种和水产动保产品均处于行业领先地位。现有业务主要分为上图所示几个板块：

(1) 饲料业务：公司以水产预混料业务起家，并逐步拓展水产配合料、禽料、猪料板块，通过自有饲料厂，生产多品种饲料销售给各类养殖户。**(2) 水产种苗业务与动保业务：**公司致力于为客户提供综合性全流程服务，为水产养殖户提供生长速度快、抗病抗逆性强的新品种水产种苗，为水产、畜禽养殖户、合作农户提供疫苗、兽药等动保产品、水产种苗和饲料、动保形成产业链优势协同，为养殖户提供整体解决方案。**(3) 生猪养殖：**目前主要以“农户+公司”合作代养为主，“一体化自养”为辅，由农户按照公司统一养殖标准代养育肥，再将商品猪统一进行销售。**(4) 肉禽屠宰：**通过外购商品鸡鸭，在自有屠宰场进行屠宰后以禽肉销售给批发市场等终端。**(5) 原料贸易：**公司贸易业务以饲料原材料贸易为主，主要是将公司集中采购、规模采购、及期现结合的采购优势直接转为公司贸易业务，将原材料销售给其他饲料或养殖主体，增加收入贡献。

饲料销售及饲料原料贸易收入占比近 9 成，合计毛利占比 74%。按公司年报拆分，公司主营业务为饲料（禽料、猪料、水产料）、饲料原料贸易、农产品销售（生猪养殖、水

产种苗及肉禽屠宰业务)和动保产品销售。2020 年上半年,公司饲料业务收入占比约 78.6%,贡献毛利润比例为 73.1%。

图 2: 海大集团营业收入拆分 (2020H1)



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

图 3: 海大集团毛利润拆分 (2020H1)

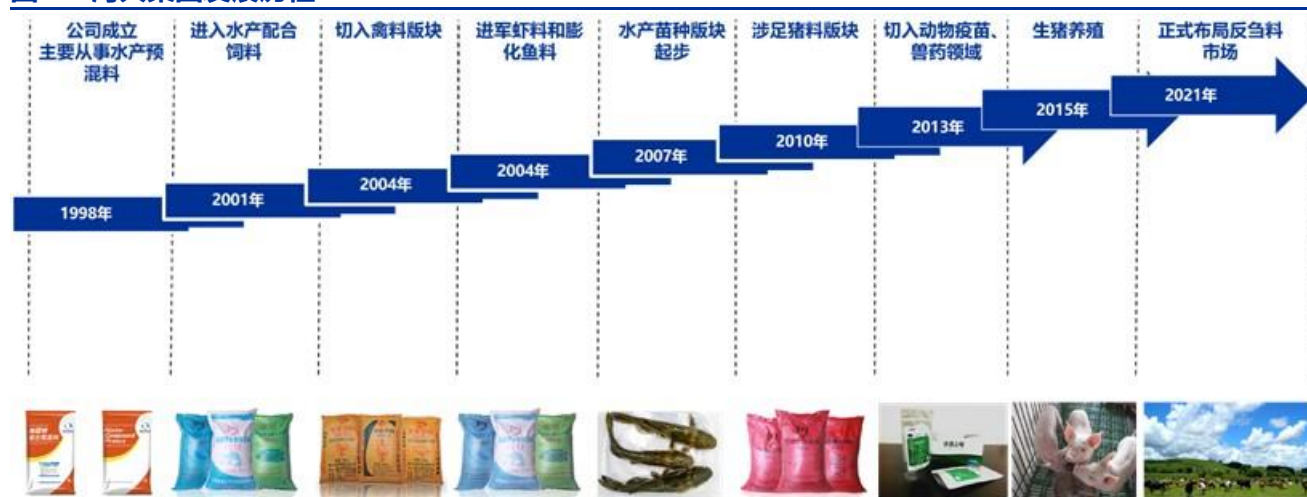


资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

1.1 发展历程: 水产预混料起家的综合饲料龙头

水产预混料起家,二十年发展成就龙头饲企。上世纪 90 年代, 畜禽饲料发展逐渐成熟, 利润率逐渐趋于稳定。水产饲料在国内开始发展, 1998 年, 公司创始人薛华 (毕业于华中农业大学特种水产养殖专业) 从广东省农科院下海, 创立广州海大饲料公司, 主营水产预混料的生产与销售。2001 年即实现水产预混料销量全国第一, 2002 年进军华南水产配合料市场, 推动华南水产饲料由颗粒料向膨化料升级。2003 年, 海大集团正式成立, 加快了在华中、华南、华东、西南等区域布局, 同年, 进入虾料市场。2004-2007 年, 相继布局水产动保、禽料、及水产种苗业务, 2007 年饲料销量首次超过 100 万吨, 进入全国前十。2010 年入局猪料板块, 2011 年饲料销量进入全国前五。2015 年拓展生猪养殖业务。2018 年, 公司饲料销量突破千万吨, 位居全国第二。2021 年, 公司宣布正式入局反刍料市场, 以内蒙、甘肃、宁夏、陕西、云南、贵州等地起步, 后续拟陆续布局东三省、山东、江苏、河南、安徽、山西等地。

图 4: 海大集团发展历程



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

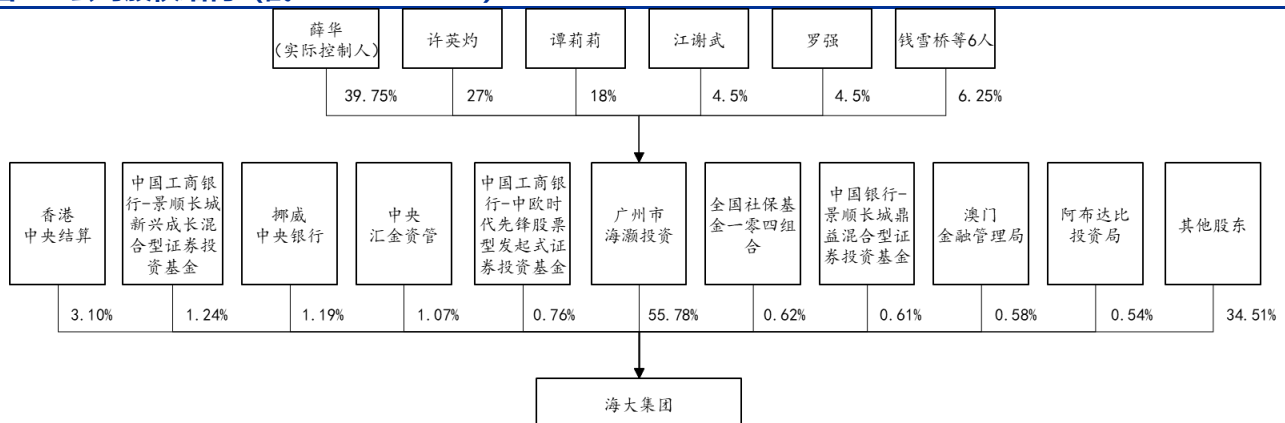
表 1：海大集团发展大事记

阶段	时间	事件
起步阶段	1998 年	广州海大饲料公司成立，主营水产预混饲料
	2001 年	水产预混饲料市占率全国第一
	2002-2003 年	进军华南水产饲料市场，首推高档草鱼、罗非鱼等淡水膨化料，推动华南水产饲料由颗粒向膨化料升级
快速成长	2003 年	海大集团成立 ，组建了采购、财务、生产等各专业中心
	2003 年	进军虾料板块
	2003-2005 年	逐渐加快在华中、华南、华东、西南等区域的市场布局
	2004 年	动保板块起步
	2006 年	进军禽料板块
	2007 年	水产苗种板块业务起步
	2007 年	饲料销售超过 100 万吨， 进入中国饲料行业前 10 强
二次腾飞	2009 年	在深交所上市，证券简称“海大集团”
	2010-2011 年	饲料销量全国前 5，水产饲料、动保产品、水产苗种为全国第一
	2010 年	进军猪料板块
	2011 年	与升龙生物合作，成立越南升龙公司，成功进军海外
稳健增长	2013 年	收购广东现代农业集团研究院、广州市和生堂动物药业有限公司，开始在动物用疫苗、兽药、水产微生态制剂及兽用微生态制剂上进行研发和生产，动保产业逐步壮大
	2014 年	进军非洲市场
	2015 年	生猪养殖起步
	2017 年	成为“福布斯亚洲上市公司 50 强”唯一入选的农牧企业
	2018 年	饲料销量首次突破千万吨

资料来源：公司官网，招股说明书，申万宏源研究

股权集中，实控人薛华为公司董事长、创始人。广州海灏投资为公司第一大股东，也是公司的员工持股平台。海大集团董事长、创始人薛华先生为其实际控制人。

图 5：公司股权结构（截至 2020.10.26）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 业绩快速稳健增长，业绩股价均实现十年十倍增长

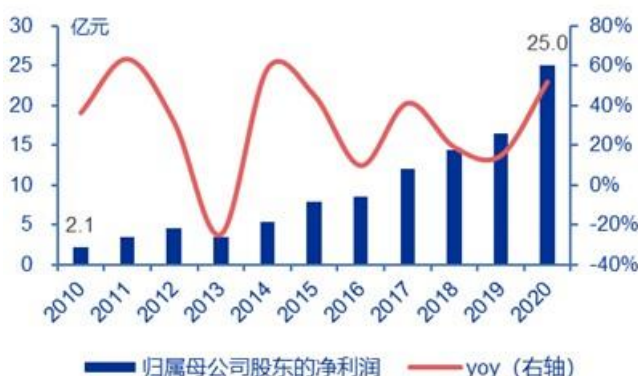
业绩高速稳定增长，归母净利润十年实现十倍增长。2009 年末公司登陆 A 股，在 2010-2020 年间，公司营业收入由 77.0 亿元增长至 604.8 亿元（据公司 2020 年度业绩快报），除 2016 年外，均保持了 10% 以上的增长。归母净利润由 2.1 亿元增长至 25.0 亿元，除 2013 年外均实现正增长。营收十年复合增速 22.89%，归母净利润十年复合增速 28.04%，归母净利润实现十年十倍增长。

图 6：海大集团营收过去十年 CAGR 为 22.9%



资料来源：公司年报，申万宏源研究

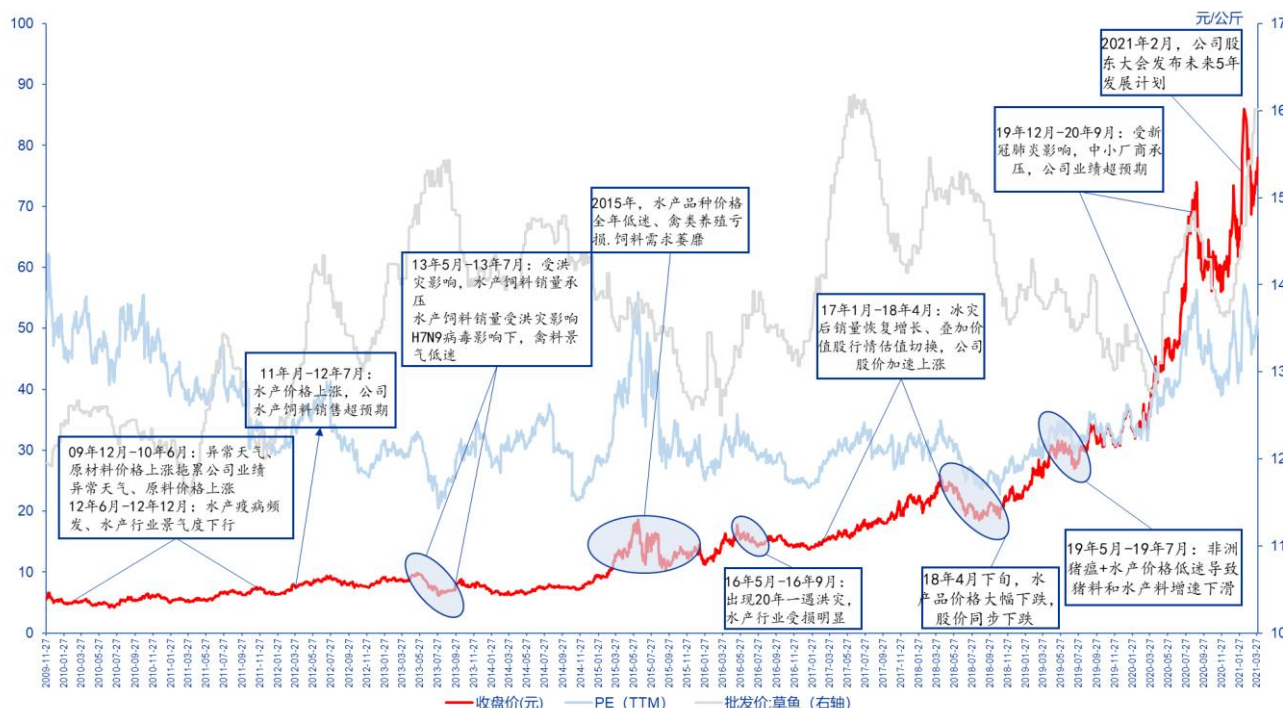
图 7：海大集团归母净利润过去十年 CAGR 为 28.0%



资料来源：公司年报，申万宏源研究

从水产景气驱动到戴维斯双击，股价十年十倍增长。在业绩快速稳健增长的同时，公司也逐步受到资本市场认可，股价表现由早期水产景气驱动为主到后期戴维斯双击，成为农业领域“核心资产”的同时享受较为稳定的估值溢价，股价走势与短期水产行业景气度有所脱钩，股价过去十年实现超 10 倍涨幅。

图 8：公司股价复盘，成长性逐渐被资本市场认可



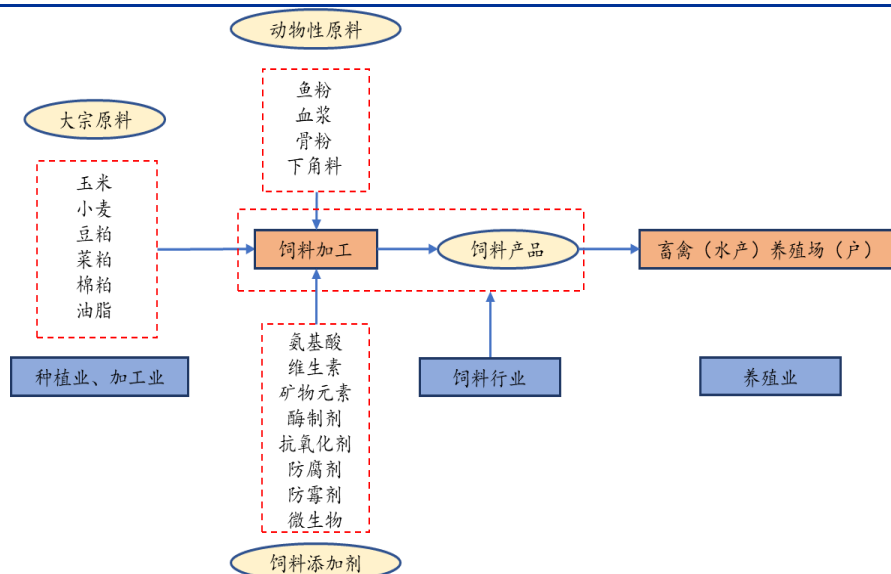
资料来源：

2. 饲料行业：庞大存量市场，高周转率驱动高 ROE

2.1 饲料总量增速趋缓，行业进入存量博弈阶段

饲料行业为连接种植业与畜牧养殖业的中间环节。饲料属于典型中间行业，上承农产品种植、贸易及加工，下接畜禽养殖业。饲料原料主要包含蛋白原料（豆粕、鱼粉、棉粕等）、能量原料（玉米和麦麸等）以及饲料添加剂（如氨基酸、维生素等）。饲料价格波动多随原料价格涨跌而波动，饲料需求规模与结构则主要取决于下游养殖规模与品种结构。

图 9：饲料行业所处产业链示意图



资料来源：申万宏源研究

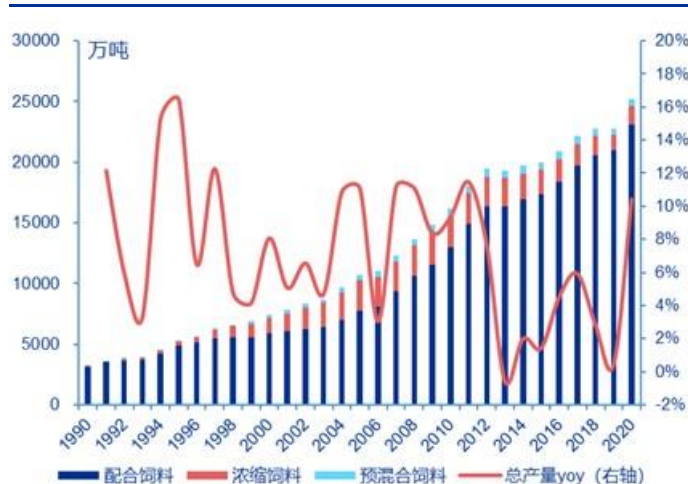
中国饲料总量增速趋缓，整体进入存量博弈阶段。2012 年以来，在肉量消费量见顶的背景下，中国饲料产量的整体增速放缓，行业进入存量博弈阶段。2013-2018 年中国肉类消费总量复合增速约 0.2%。2013-2020 年中国饲料产量 CAGR 约 3.9%，2020 年中国饲料产量达到 2.53 亿吨，连续十年位居世界第一，产量约占全球 1/4。

图 10：中国肉类消费量见顶（受非洲猪瘟影响，2019 年下滑明显，2013-2018 五年 CAGR0.21%）



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

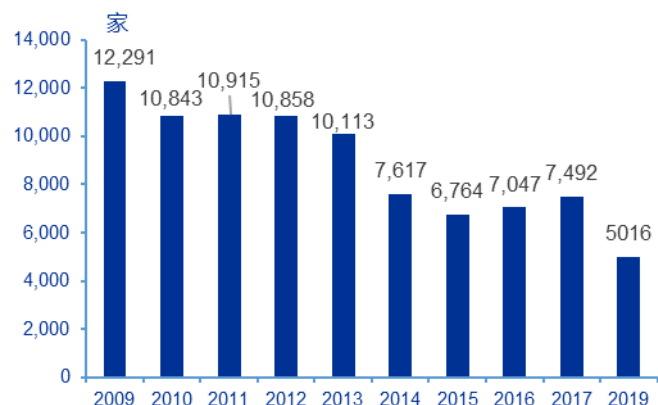
图 11：中国饲料总产量增速放缓（2013-2020 年 CAGR3.9%）



资料来源：饲料工业年鉴，申万宏源研究

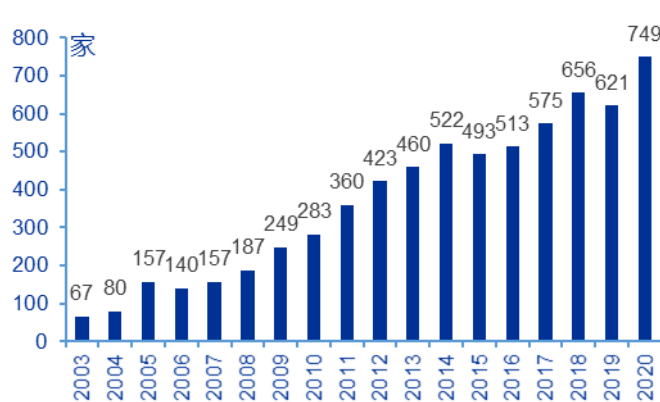
行业产值超 8000 亿，集中度逐年提升。据中国饲料工业协会，2020 年，受生猪生产持续恢复、家禽存栏高位、牛羊产品产销两旺等因素拉动，叠加原材料价格上涨推动饲料价格上行，全国饲料产品营业收入同比增长 16.9%，达 8135.1 亿元。同时，2012 年以来，在行业总量需求放缓的背景下，行业进入规模化加速、集中度提升的阶段。饲料加工企业数量从 2009 年的 12291 家减少至 2019 年的 5016 家，年产 10 万吨以上饲料企业数量逐年增加，至 2020 年达到 749 家，占全国饲料总产量比例达到 52.8%。

图 12：中国饲料加工企业数量逐渐减少



资料来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究（注：2018 年数据缺失）

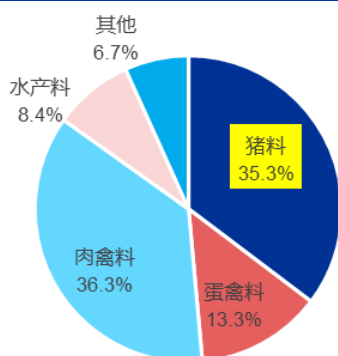
图 13：年产 10 万吨以上饲料企业数量不断增长



资料来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究

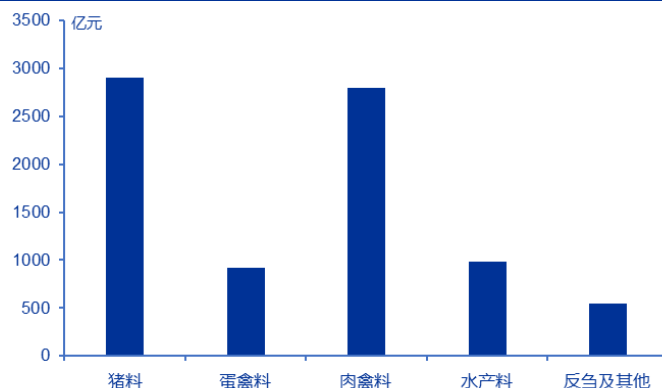
按饲喂动物分类，畜禽饲料占比超 8 成。2020 年，猪料产量 8922.5 万吨，占全国饲料总产量约 35.3%，蛋禽、肉禽料合计 12527.7 万吨，占比约 49.6%。继 2019 年首次超越猪料后，肉禽料占比 36.3%，继续领先。据我们测算，按 2020 年销量计，预计猪料市场规模约 2900 亿元，肉禽料市场规模约 2800 亿，水产料市场规模约 980 亿。

图 14：按饲喂动物分类（2020 年）



资料来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究

图 15：各类饲料市场规模预测（2020 年）



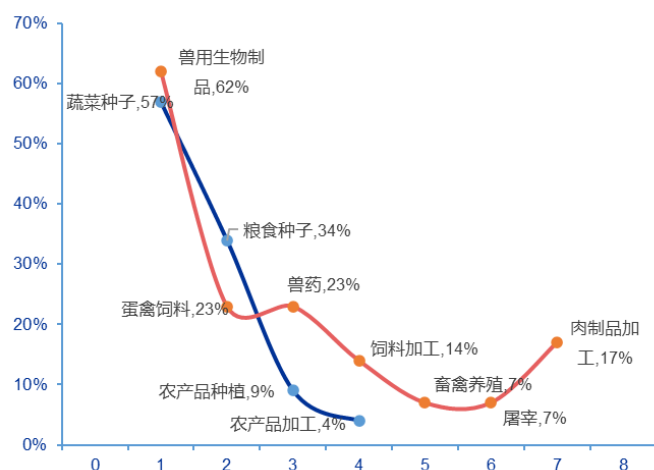
资料来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究

2.2 行业属性偏制造业，成本转嫁顺畅，盈利水平稳定

产业链“两头在外”，行业属性偏制造业。饲料产品的商业模式更接近于制造业，其产品属性类似于工业加工品，产品本身的差异性相对较小。传统认知中，饲料行业是一个

“两头在外”的行业，在整个农业产业链中处于微笑曲线的地步。且从波特五力模型分析来看，行业进入壁垒较低，产品差异性小，且买方可选择品众多，下游议价能力较强。整体看来毛利率水平较低，且会阶段性受到上游原料成本上行或下游景气低迷的影响，压制行业景气或利润空间。

图 16：中国农业产业链毛利率分布



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：饲料行业波特五力要素汇总



资料来源：申万宏源研究

成本转嫁顺畅，毛利率水平稳定。 尽管在产业链中话语权不强，技术壁垒较低，但因为制造业特征、农产品粗加工品属性，饲料产品价格变动周期短，对原材料成本的转嫁较为顺畅。以 2020 年为例，在全年玉米、豆粕、饲料添加剂等原料均明显上涨的背景下，业内企业普遍在全年进行多次提价，部分厂商年内提价次数超 10 次（原材料价格回落时，饲料企业亦会随之快速降价）。在成本转嫁较为顺畅的背景下，饲料行业整体盈利水平稳定，毛利率稳中有升。从 2009 年以来的数据看，饲料行业整体毛利率水平的确处于所有农业二级子行业的底部，但稳定性极强，周期波动性弱，基本维持在 10%-15% 之间，呈稳中有升的趋势（数据选取截止至 2018 年，主要由于近几年饲企扩张较为频繁，多向下游养殖有所衍生，甚至经营重点已变为生猪养殖，指数代表性减弱，后文相关的数据选取同理）。

图 18：饲料板块整体毛利率水平稳中有升，周期性较弱

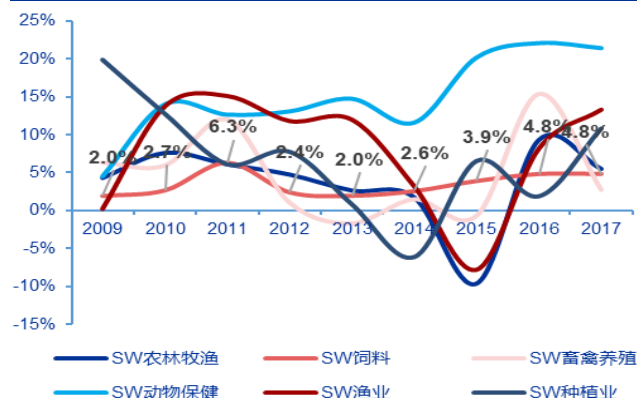


资料来源：Wind，申万宏源研究（注：毛利率为板块内上市公司算数平均值）

2.3 高周转驱动高 ROE，投资回报率行业领先

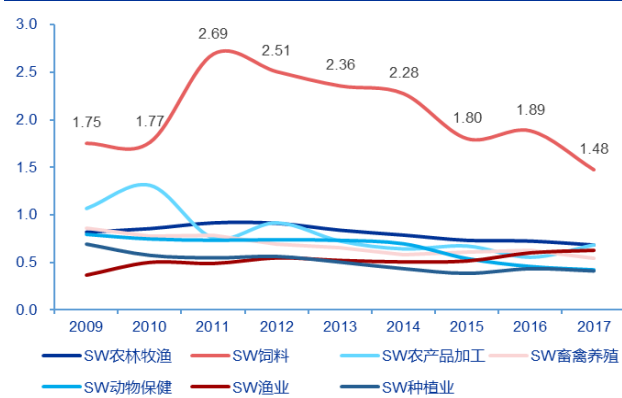
净利率水平较低，但资产周转率领先明显。得益于产品加工及销售周期均较短，饲料行业整体资产周转率水平处于农林牧渔行业中绝对领先的位置，饲料板块整体总资产周转率水平维持在农林牧渔行业均值的 2 倍以上。

图 19：SW 农林牧渔各二级子行业销售净利率对比



资料来源：Wind，申万宏源研究（剔除了波动极异常或样本量极少的子行业）

图 20：SW 农林牧渔二级子行业总资产周转率对比



资料来源：Wind，申万宏源研究（剔除了波动极异常或样本量极少的子行业）

高资产周转率驱动饲料板块整体高 ROE 水平。得益于超高的资产周转率，饲料板块整体 ROE 水平维持在 10% 左右，与动物保健板块基本持平，在农林牧渔行业中处于明显领先地位。且不同于投资者对农业行业周期性的固有印象，饲料板块整体波动性弱，除 2011 年因水产价格大幅上行驱使板块整体 ROE 暴涨外，其余年份均保持相对稳定。

图 21：SW 农林牧渔各二级子行业 ROE 对比



资料来源：Wind，申万宏源研究（剔除了波动极异常或样本量极少的子行业）

龙头企业亦通过更高资产周转率获取超额 ROE。我们选取了 A 股饲料企业中利润结构与海大相对较为接近的公司，通过杜邦分析，发现海大作为行业龙头，其超额且更为稳定 ROE 来源于更高的资产周转率水平。2015-2018 年，海大资产周转率一直位于业内可比公司之首，更高效的运营管理效率，为制胜关键（权益乘数的贡献也不可忽视，此处意在说明优秀的饲料企业可通过更高资产周转效率获取更高的 ROE）。

图 22：饲料行业公司 ROE 对比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：饲料行业公司资产周转率对比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：饲料行业公司净利率对比



资料来源：Wind，申万宏源研究

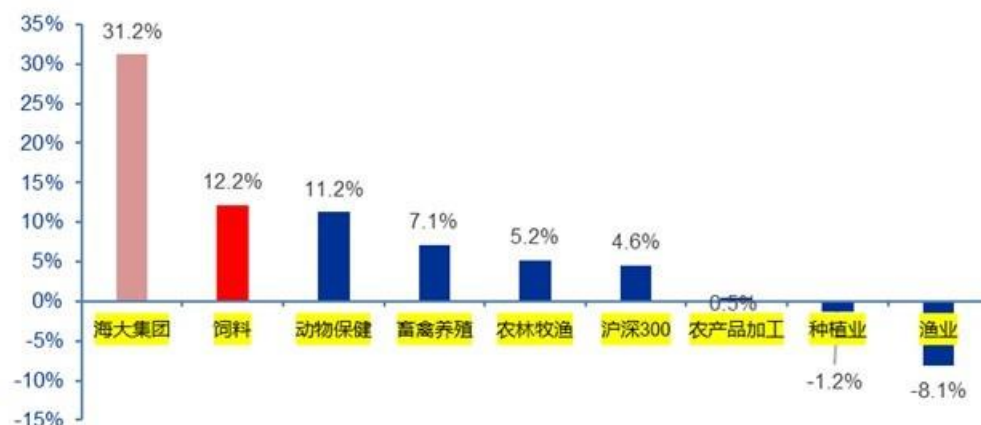
图 25：饲料行业可比公司权益乘数对比



资料来源：Wind，申万宏源研究

在稳定领先 ROE 水平的背景下，饲料板块较 SW 农林牧渔指数及沪深 300 具明显超额收益。截至 2021 年 3 月 30 日，SW 饲料板块指数十年复合涨幅为 12.2%，在农林牧渔行业中位居第一，较沪深 300 指数有明显超额收益。而海大集团作为行业龙头，股价十年复合收益率达到 31.2%，远超行业平均水平。

图 26：SW 农林牧渔各二级板块指数过去十年复合收益率



资料来源：Wind，申万宏源研究（注：截止到 2021 年 3 月 30 日）

3. 极致成本控制+优异的管理效率，强者恒强，纵横无疆

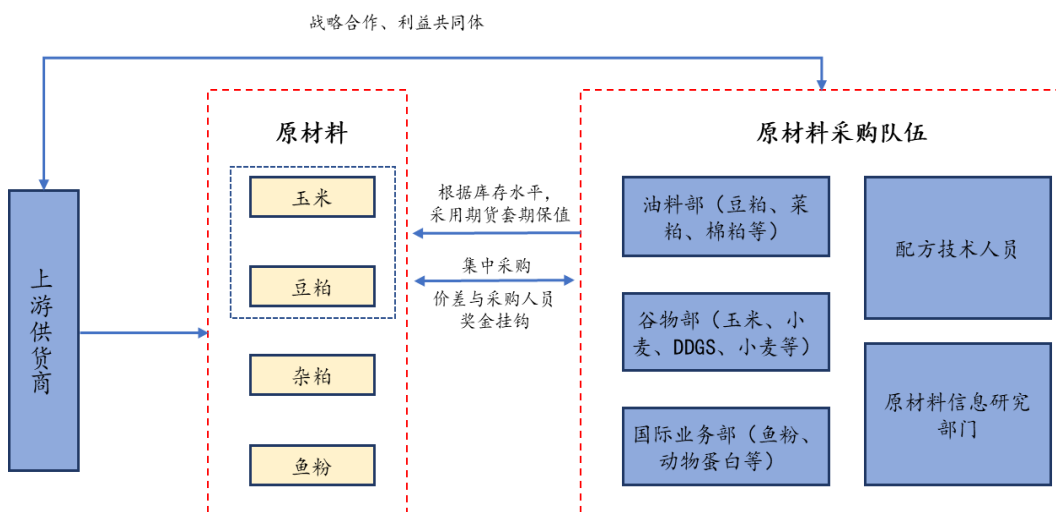
3.1 极致的成本控制能力，为市占率持续提升打下坚实基础

3.1.1 行业标杆级的集中采购模式与考核激励机制

行业标杆级别的集中采购能力与考核激励机制。海大集团从 2003 年开始，便开始采用集中采购模式，2006 年建立起了专业化的采购团队，是行业中最早实现集中采购的企业。并按照细分大宗原材料类别组建专门的采购队伍，并建立了采购人员激励机制，将采购人员的奖金与原材料采购价差挂钩进行激励考核。

大宗原料均实行集中采购，中台统一管控降本增效。具体来看，公司原材料采购设有“公司总部采购中心”与“大区采购中心”两个层级，饲料原材料采购主要采用“公司集团总部+区域中心”的模式集中采购，同时结合套期保值等方式，降低采购成本和原材料价格波动带来的经营风险。集中采购模式下，由总部采购中心统一根据各分、子公司的采购需求进行供应商的询价与选择，并集中与供应商进行商务谈判，确定最后的交易条件后，各用料分、子公司再与饲料原料供应商签订采购合同，由采购中心监督合同执行。目前，海大下属的所有分、子公司饲料生产中所用的玉米、豆粕、鱼粉、棉粕、菜粕等大宗饲料原料品种均实行集中采购，全部由总部采购中心统筹安排。整体的原料采购集中度达到 90% 以上。

图 27：海大集团集中采购模式及采购激励机制



资料来源：公司公告，申万宏源研究

得益于规模化集中采购及优秀的激励体制与内部管理效率，公司上市前便已体现出明显的原料价格优势。在原材料的采购上，除集中采购外，海大还设立了专业化期货团队，通过期现结合的方式，通过期货套保有效规避价格波动风险。事实上，公司在上市之前的原材料采购价格上，就已经体现出明显优势，在玉米、豆粕、鱼粉等主要原材料上，较市

场均价有 2%-3%的成本价格优势（下表所列种饲料原料占公司当年原材料采购额的 65% 左右）。

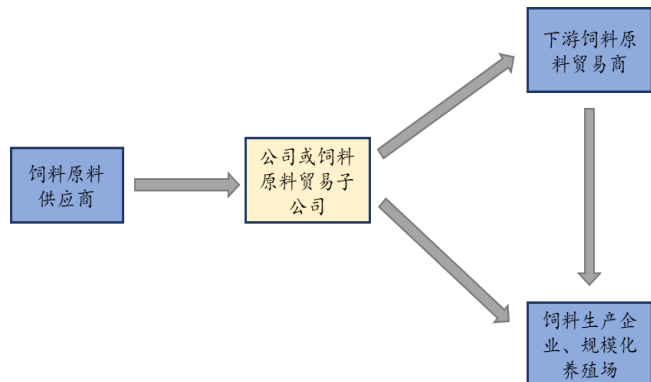
表 2：海大集团主要饲料原料采购均价低于市场均价（元/吨）

原料	2007 年			2008 年			2009 年 1-6 月		
	采购均价	市场均价	采购价/市场价	采购均价	市场均价	采购价/市场价	采购均价	市场均价	采购价/市场价
玉米	1664.82	1699.58	98.0%	1612.60	1780.00	90.6%	1599.66	1663.00	96.2%
豆粕	2712.17	2747.50	98.7%	3774.22	3715.33	101.6%	3257.86	3315.95	98.2%
鱼粉	7779.17	7991.67	97.3%	7027.96	7142.83	98.4%	6978.40	7178.07	97.2%
棉粕	1762.02	1810.33	97.3%	2417.77	2527.58	95.7%	2004.39	2185.86	91.7%
菜粕	1745.61	1818.00	96.0%	2468.95	2470.50	99.9%	1886.43	2021.77	93.3%

资料来源：海大集团招股说明书，申万宏源研究

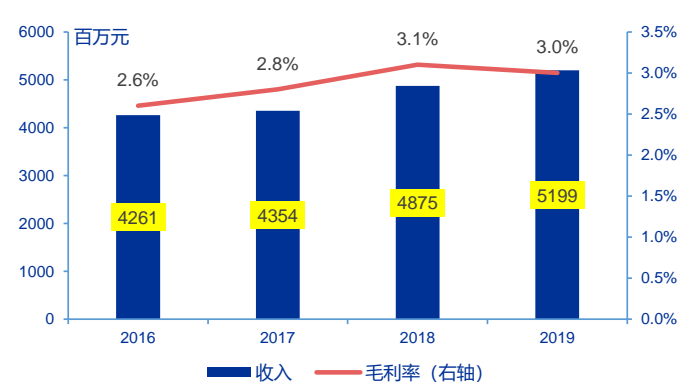
延伸拓展饲料原料贸易业务，侧面彰显公司原料采购环节优势。公司利用大宗饲料原料集中采购、规模采购以及期现结合的采购优势，涉足饲料原料贸易业务，作为中间商将销量原料销售给其他下游饲料贸易商或饲料生产企业（增加收入来源的同时也是补充一种管理库存的手段，降低存货风险）。近几年公司饲料原料贸易业务收入体量维持在 40-50 亿之间，毛利率维持在 2.5%-3%之间。我们认为，此项业务毛利率可大致理解为公司通过集中规模采购带来的相较于中小厂商的原材料成本优势。

图 28：海大集团原料贸易业务操作流程



资料来源：海大集团可转债募集说明书，申万宏源研究

图 29：海大集团贸易业务收入及毛利率

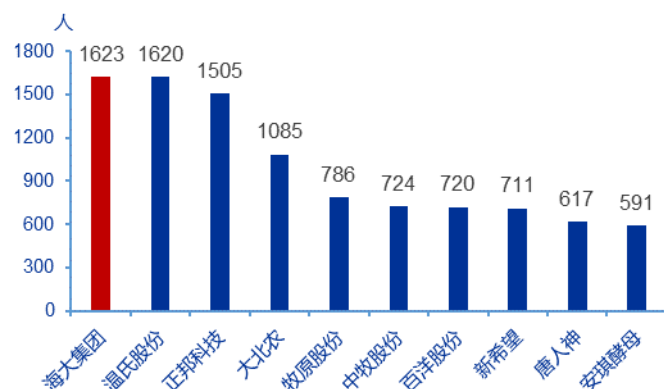


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.1.2 持之以恒的研发投入，带来多样化配方储备与快速调整能力

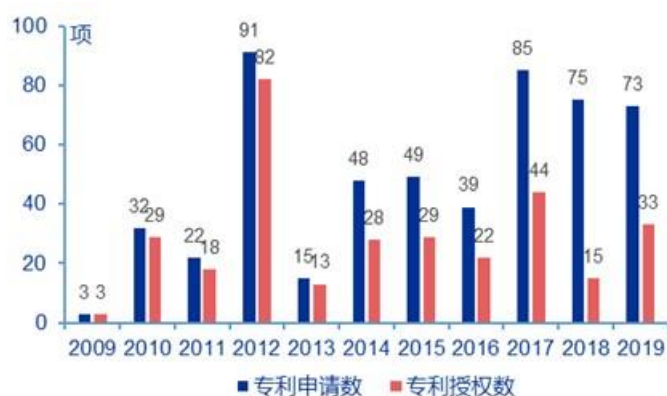
持之以恒，重视研发投入。公司拥有研发人员超 1600 人，居所有农业上市企业首位，2019 年研发投入超 4 亿元。多年的研发积累之下，公司在饲料、种苗、动保领域均取得了丰硕的研发成果。截至 2020 年 3 月，公司已拥有专利技术 248 项，荣获 2 项国家级奖项（2014 年国家技术发明二等奖、2016 年全国农牧渔业丰收奖）及 7 项省级科研奖项。在众多研发成果的基础上，海大建立了庞大的动物营养需求数据库，储备多种原材料配方技术，由此实现原材料价格波动时，及时快速地配方调整，获取成本优势。

图 30：海大集团研发人数居 SW 农林牧渔企业首位



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 31：海大集团历年专利申请及授权数量



资料来源：Wind，申万宏源研究

原材料替代与多配方储备，实现配方端降本增效：

在原材料替代方面，根据饲料工业“十三五”规划，我国蛋白饲料原料总消费量约 6750 万吨，进口依存度超过 80%；其中鱼粉 150 万吨，85% 的对外依存度。公司每年的鱼粉用量在 20 万吨左右，多年来公司深入研究原料替代品、配方调整方案。如 2012 年 9 月与圣农发展成立合资公司福建海圣、2016 年合资成立浦城县海圣，将白羽肉鸡的副产品（如鲜鸡毛、鸡内脏等）生产为饲料蛋白原料。水产饲料行业整体对于鱼粉的用量占比大约在 35% 左右，而海大可以控制在 25% 以下（以生鱼饲料为例，行业平均鱼粉用量在 30% 以上，而海大可以通过配方调整原材料替代等方式将用量控制在 15% 左右）。

表 3：海大集团与圣农发展联营饲料蛋白生产企业

	海大持股比例	圣农持股比例	注册资本	简介
福建海圣饲料有限公司	50%	50%	8000 万	主要客户：饲料生产企业，目前年营业额达 10000 万，该公司主要生产：饲料级鸡肉粉、饲料级鸡油、饲料级鸡内脏粉、水解羽毛粉，经营范围包括：许可经营项目：鸡油、鸡内脏粉、水解羽毛粉、鸡肉粉的生产与销售
浦城县海圣饲料有限公司	50%	50%	4000 万	鸡油、鸡肉粉、鸡内脏粉、水解羽毛粉的生产与销售。

资料来源：Wind，申万宏源研究

在配方储备方面，公司依托于多年积累的科研技术和养殖经验，在动物营养与饲料配方技术方面拥有了丰富的积累。建立了庞大的动物营养需求数据库，并储备了多种原材料配方技术，由此实现原材料价格波动时，及时快速地配方调整，获取成本优势。以公司已有的专利来看，其中关于饲料配方中原材料替代的专利占据了重要地位。

表 4：海大集团部分饲料专利及用途

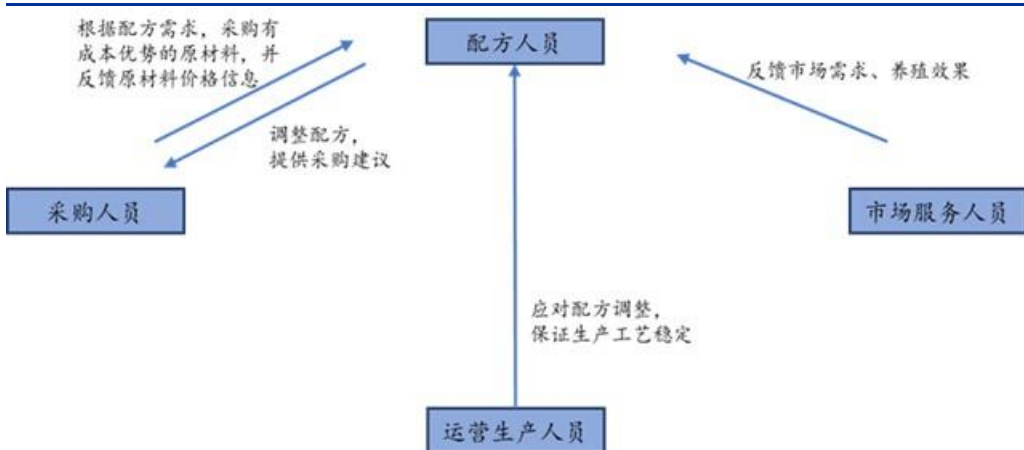
类型	专利名称	主要用途
	用于替代鱼粉的蛋白原料及其制作方法	提升大豆蛋白的品质，并保护鱼及内脏中的营养成分
	一种罗氏沼虾无鱼粉配合饲料	平衡营养，降低养殖成本
	一种南美白对虾无鱼粉配合饲料	提高养殖成功率，缩短养殖周期，降低饵料系数
	一种翘嘴红鲌低鱼粉饲料	提高鱼的生长速度，降低饵料系数，提高产量
	一种斑节对虾繁殖期营养强化专用配合饲料及其制备方法	解决鲜活饵料来源和质量不稳定的问题，并促进亲虾性腺发育
	配合饲料及其制备方法	提高了虾的抗应激能力，同时提升了冬棚虾的生长性能

水产饲料	一种南美白对虾无鱼粉饲料	促进对虾恢复机体正常功能，提高成活率和提高养殖户经济价值
	一种预防草鱼脂肪肝的微生物制剂及其制备方法	预防草鱼脂肪肝
	一种预防青鱼体色变白的膨化饲料及其制备方法	促进鱼机体色素的沉积，预防体色变化，提高饲料利用率
	一种提高罗氏沼虾免疫力的中草药饲料添加剂	预防罗氏沼虾养殖过程中疾病的发生
	一种用于预防鲫鱼孢子虫病的中草药饲料添加剂	预防鲫鱼孢子虫病，提高养殖成活率
	一种南美白对虾专用的抗应激中草药复合饲料添加剂	提高南美白对虾抗应激的能力，增强南美白对虾机体免疫力，提高成活率
	一种南美白对虾用诱食促长中草药复合饲料添加剂	对南美白对虾起到明显的诱食效果
	一种用于替代对虾饲料中鱿鱼膏或粉的水解鱼蛋白复合物	替代对虾饲料中的鱿鱼膏或粉
	一种用于预防异育银鲫感染鲤疱疹病毒的饲料添加剂	提高异育银鲫对鲤疱疹病毒抗感染力
	一种改善大黄鱼体型的饲料添加剂及其应用	改善大黄鱼体型
	一种预防乌鳢体表溃烂症的中草药复合饲料添加剂	预防乌鳢体表溃烂症
	一种昆虫源性的冬棚养殖专用虾饲料	解决低温搭冬棚养殖时，南美白对虾生长慢、发病厉害、成活率低等问题
	一种修复草鱼绿肝病变的预混料及其制备方法和应用	修复草鱼绿肝病变
	一种黑水虻育雏专用饲料	促进黑水虻的生长，并且显著提高其存活率
	一种黑水虻养殖专用预混料	促进了黑水虻的快速生长
禽饲料	一种防治鳊鱼赤皮病变的饲料添加剂及其制备方法和应用	防治鳊鱼赤皮病变
	一种蛋鸭配合饲料及其应用	提高了鸭蛋的保健价值和商业价值
	一种肉鸭配合饲料	提高肉鸭的成活率和羽毛品质，并实现了磷源和蛋白源的节约
	一种以鸡肉粉代替进口鱼粉的蛋鸭饲料	降低蛋鸭的饲养成本，提高蛋鸭的产蛋性能
	一种全小麦型抗应激蛋鸭饲料	降低蛋鸭的饲养成本，提高蛋鸭的产蛋性能
	一种预防肉鸭水便的微生物制剂及其制备方法	预防肉鸭水便，提高饲料利用率，降低料肉比
	一种番鸭配合饲料	降低番鸭的饲养成本
	一种肉鸭用抗热应激中草药复合饲料添加剂	缓解肉鸭在高温状态因应激造成的不适，提高肉鸭的抗热应激能力
	一种鸡高粱饲料的复合添加剂	提高高粱饲料的利用率，使之能够代替玉米饲料用于肉鸡的喂养
	一种瘦肉型育肥猪用饲料	可提高瘦肉型猪的生长速度和瘦肉率，能改善猪肉品质
猪饲料	一种具有杀菌防腐功能的小肽及其制备方法和应用	具有杀菌防腐功能
	一种防治母猪产后缺乳的中草药复合饲料添加剂	防治母猪产后缺乳
	一种仔猪腹泻用复合中草药制剂及其制备方法	降低饲喂仔猪的腹泻发生率，提高养殖效率

资料来源：Wind，申万宏源研究

“四位一体”快速联动，充分发挥中台化集中采购及配方储备优势。海大集团建立了采购、配方、销售、生产“四位一体”的快速反馈联动机制：采购人员及时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中替代性原材料存在低成本采购机会时，配方人员能够在保证产品质量的前提下，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（销售）则负责将市场需求及时清晰地传递回配方人员，同时及时跟踪反馈配方变动下的养殖情况，便于后者根据养殖情况调整优化配方。高效极致的中台运营体系，在保证产品力与服务及时性的同时，有效控制了成本。

图 32：海大集团“四位一体”联动机制



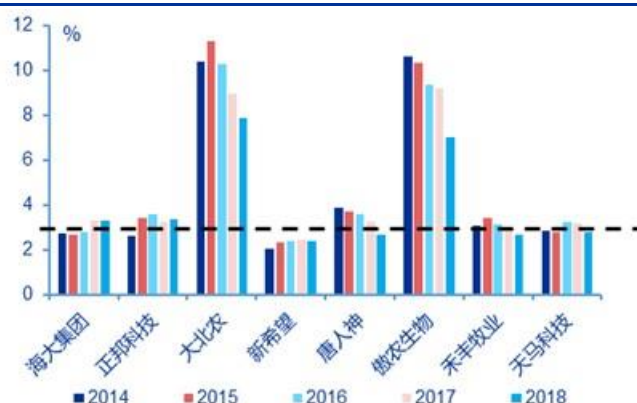
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.1.3 极致的成本控制能力驱动毛利率水平稳中有升，市占率快速增长

优秀营业成本控制能力，叠加良好的费用管控，带来“价格屠夫”般的强大竞争力。

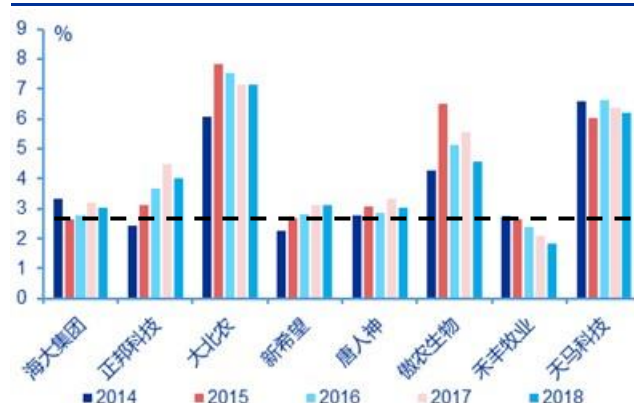
如前文所述，饲料行业类似制造业，产品差异化程度有限，下游客户对其价格敏感性较强，海大集团不仅在营业成本上通过原料采购、配方调控及运营效率多种手段做到了较为极致的成本控制，费用控制上也处于行业较优水平。此番结果便是，在行业正常价格下，海大拥有超额利润，而在开拓新市场时，海大可以将价格控制在中小竞争对手的盈亏平衡线以下，牺牲短期利润空间，以价格战换取市占率的稳定提升。

图 33：海大集团销售费用率处于行业较低水平



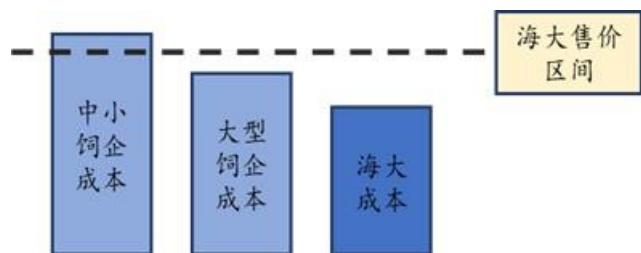
资料来源：Wind，申万宏源研究（由于非洲猪瘟的影响，部分企业 2019 年数据差异较大，故未选取）

图 34：海大集团管理费用率处于行业较低水平



资料来源：Wind，申万宏源研究（由于非洲猪瘟的影响，部分企业 2019 年数据差异较大，故未选取）

图 35：极致的成本控制能力带来“价格战”资本



资料来源：申万宏源研究

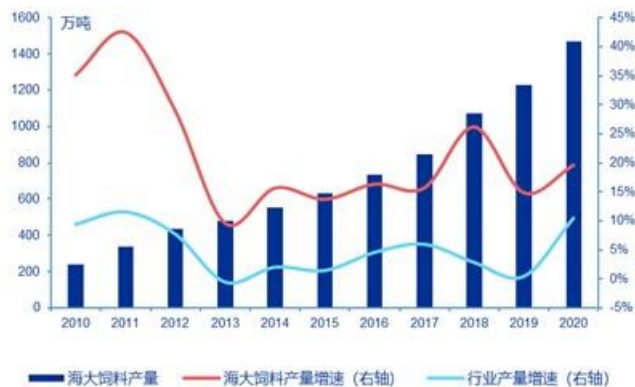
图 36：海大集团饲料业务毛利率稳中有升



资料来源：Wind，申万宏源研究

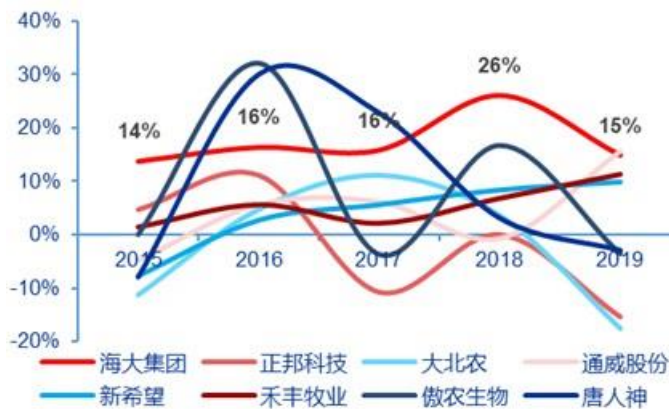
饲料销量快速稳健增长，增速明显领先行业整体。过去 10 年中，海大集团饲料销量增速持续显著快于行业整体水平，市占率快速提升。饲料销量从 2010 年的 238 万吨提升至 2020 年的 1470 万吨，十年复合增速达到 20%（同期中国饲料总产量复合增速约为 4.5%）。从过去 5 年的数据来看，在大部分时间中海大饲料销量增速亦快于其他大型上市企业（饲料销量超百万吨）。

图 37：海大饲料销量增速持续领先行业整体水平



资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，申万宏源研究

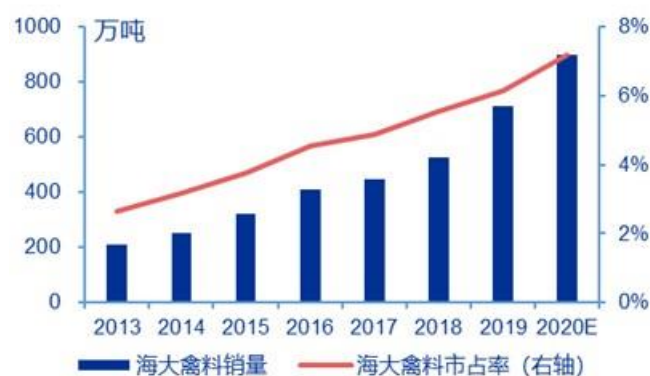
图 38：海大集团饲料销量增速快于其他大型上市饲企



资料来源：各公司公告，申万宏源研究（上图数据为各公司年度饲料销量同比增速）

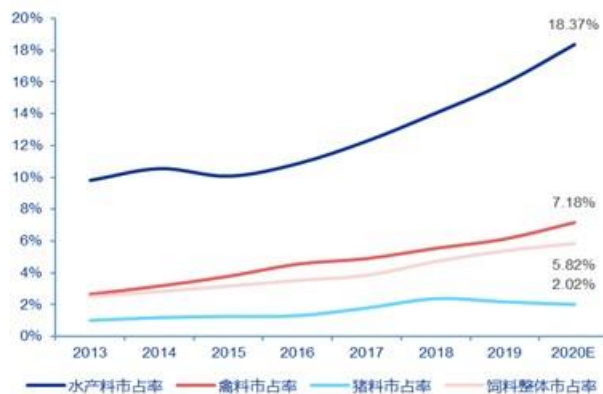
市占率持续稳健提升。以下游规模化养殖程度最高，毛利率最低的禽料为例，行业整体毛利水平在 3%-4%之间，而海大的禽料毛利维持在 6%左右，自上市以来公司禽料始终保持快速增长，市占率从 2013 年的 2.6%提升至 2020 年的约 7.2%。饲料整体市占率在 2020 年达到 5.8%。

图 39：公司禽料销量增长稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 40：公司各类饲料市占率稳步提升



资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，申万宏源研究

3.2 行业领先的优秀管理体制与激励机制

3.2.1 专业稳定的管理团队，深耕产业、持续学习

管理层团队专业稳定。公司领导层背景高度专业化，公司董事长薛华先生为水产养殖专业毕业，在水产研究员工作三年后下海创业，其余几位创始人也均为相似背景。在公司当前 11 位核心高管中，有 6 位是水产或农牧相关专业背景，其中 8 位在 2004 年前便加入了公司。高管团队专业稳定，且多伴随公司一同成长，持续优化学习管理能力（在海大期间获取 MBA、EMBA 学位），这在农牧企业中并不多见。

表 5：公司主要领导层专业背景，且极其稳定

	职位	学历	入职时间	持股比例
薛华	董事长、总裁	华中农大水产养殖专业	创始人	22.17%
许英灼	副董事长	华南农业大学畜牧专业	创始人	15.06%
刘国祥	副总裁、华中大区总经理	华中农业大学水产系特种水产专门化专业	创始人	0.84%
程琦	常务副总裁、华南大区总经理	中欧国际商学院 EMBA	2017 年	0.0043%
钱雪桥	副总裁、总工程师	中科院水生生物研究所理学博士	2004 年	1.67%
杨少林	副总裁、财务总监	中山大学工商管理专业硕士	2012 年	0.0206%
江谢武	副总裁、水产种苗/预混料事业部总经理	华中农业大学水产学院特种水产专业	创始人	2.51%
米国成	副总裁、生猪养殖事业部总经理	西南农业大学淡水渔业专业	2010 年	0.0268%
陈中柱	副总裁、虾特事业部总经理	厦门大学 MBA	2004 年	0.0208%
陈明忠	副总裁、品牌形象宣传负责人	香港浸会大学工商管理硕士学位	2004 年	-
黄志健	副总裁、董事会秘书		2004 年	0.0256%

资料来源：公司公告，申万宏源研究（持股比例数据截止至 20H1）

内部培养体系完善，持续学习氛围浓厚。2019 年度海大集团首届全球化人才培训顺利开营，从学员的筛选模型、培养方式、教学内容及考核方式的设计均受到集团管理层的密切关注，方案经多次审核、修改，海外一线管理人员也亲自归国参与项目的制订，培养方案是跨国跨部门跨团队合作的成果。海大学院持续不断探索人才培养新模式，为让培训更具针对性和多样化，充分利用好网络和视频等形式，拥有自己的线上学习平台——《海味》，

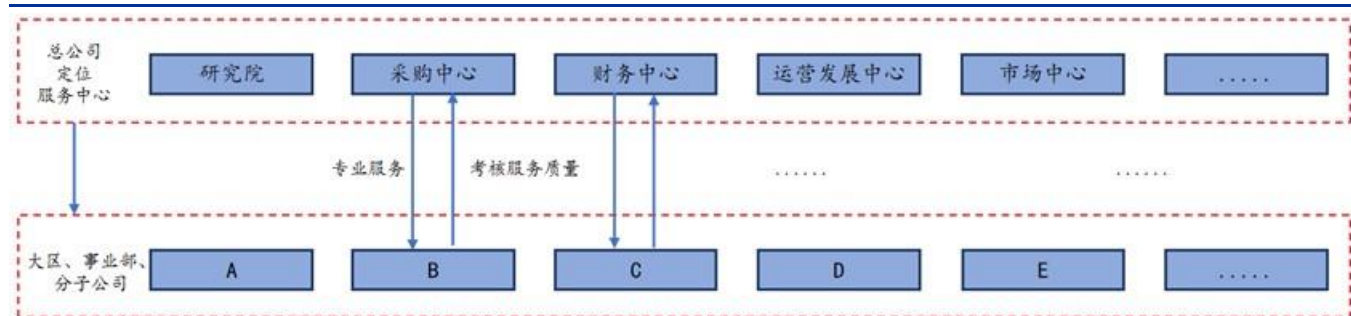
以提升组织学习力、提高员工整体工作能力、组织经验的高效传播为目标，截止到 2019 年底，已覆盖品管线、财务线、人力线、工厂线、采购线等各大专业线，初步形成由职能中心、大区/事业部、分子公司管理员组织本单位员工的线上学习，由专业线管理员组织专业线员工专业能力提升学习。

3.2.2 现代超前的管理体制与激励机制，中台化保障运营效率

扁平化集团架构与考核机制，保障内部运营效率。不同于行业其他大型集团采用的总部集权模式，在上市初期，公司便把总部定位为服务中心（公司还在总部设置了研究院、采购中心、财务中心、运营发展中心、市场中心、流程与信息管理中心等专职职能部门），负责研发、战略导向、资源（人、财、物、技术）投入及分配，总部对分子公司实行绩效管理，依市场导向设立绩效目标和 KPI 指标；总部各专业中心围绕分子公司的绩效提供专业服务，并接受分子公司的考核，形成总部考核分子公司，分子公司又回头考核总部各专业中心的闭环，资源和权力向分子公司一线集中，有助于其快速满足市场需求。通过推动 SAP、OA 等管理软件落地，公司具有较强的信息化系统，内部运营工作也逐步走向流程化、标准化和数据化。

在相应的人才配备上，海大集团 2017 年从农牧产业外引入职业经理人程琦先生，现任公司常务副总经理及华南片区总经理。程琦先生在入职海大前历任宝洁公司供应链经理及技术总监、爱索尔包装有限公司东亚区运营总监及全球供应链总监。在其带领下公司中台化建设得到进一步深化推广，公司管理及运营效率有望再上台阶。

图 41：公司总部设立各大“服务中心”，扁平化管理示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

完善到位的激励机制。在专业稳定的管理团队治理下，公司上市以来一直在落实和完善股权激励政策，推进员工持股计划。上市 10 年来，已推行四期股权激励与四期核心员工持股计划，在高管和核心员工层面实现员工利益与公司利益的深度绑定。股权激励计划累计覆盖人次达 1945 人。同时实行了 4 次针对高管的员工持股计划，累计规模超过 3 亿元。

表 6：海大集团历次股权激励情况

日期	激励方式	激励总数（万股）	所占股本比例（%）	行权价格或转让价格（元）	覆盖人数	激励规模（亿元）
2011-5-9	期权	1510	5.19%	32.15	121	4.85
2015-3-5	期权	1042.5	0.97%	11.41	170	1.19
2015-3-5	股票	1039.5	1.35%	5.64	170	0.81
2017-3-14	股票	4468.19	2.90%	7.48	1484	3.34
合计					1945	10.2

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 7：海大集团历次员工持股计划情况

	时间	规模（元）	锁定期	授予价格（元/股）	覆盖人数
员工持股计划	2014-12-21	1.7 亿	12 个月	14.98	不超过 30 人
核心员工持股计划一期	2017-2-16	1200 万	12 个月	16.15	不超过 20 人
核心员工持股计划二期	2018-5-18	8851 万	12 个月	20.06	不超过 30 人
核心员工持股计划三期	2019-5-7	3018 万	12 个月	33.7	不超过 30 人

资料来源：公司公告，申万宏源研究

有效激励下,员工效率充分提升。2018 年公司销售人员人均饲料销量达到 1855 万吨,居行业可比公司之首。与此同时,单吨饲料销售费用亦明显优于行业整体水平,通过高效管理有效激励,最终达到降本增效的逻辑得到印证。

图 42：海大集团人均饲料销售量行业领先



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 43：海大集团单吨饲料销售费用优于行业水平

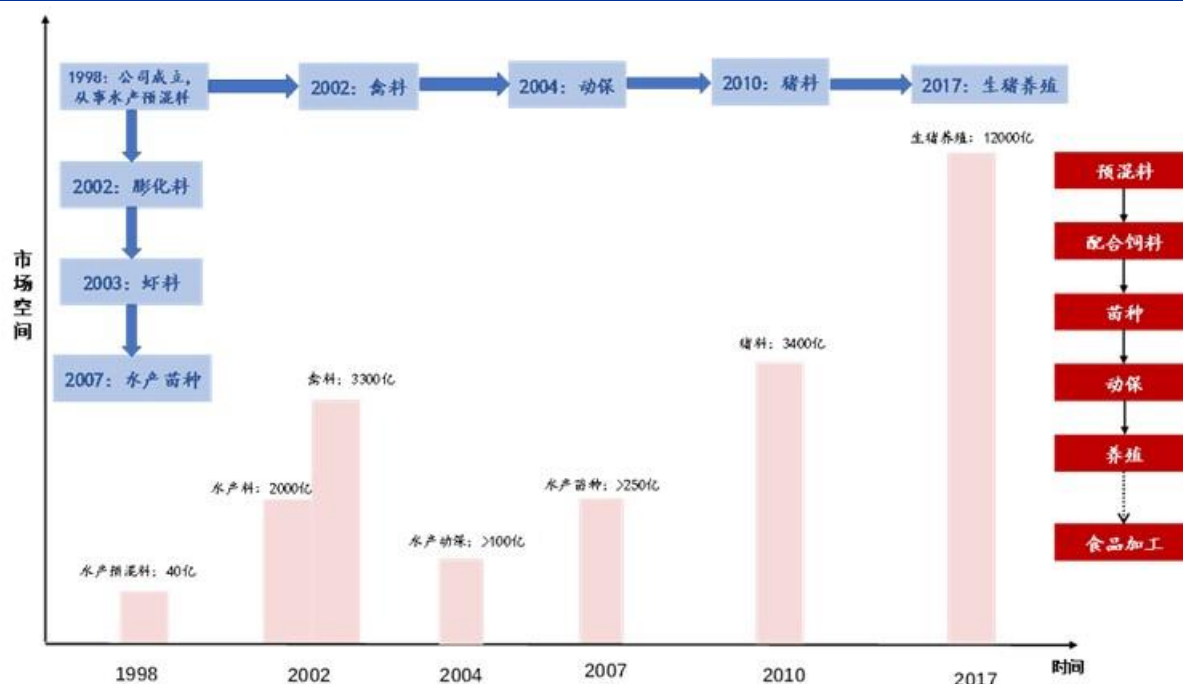


资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 产业链纵向延伸，产品线横向扩张，平抑周期波动

产业链持续扩张，紧跟主业，步伐稳健。公司由水产预混料起家，2002 年进入水产膨化料，同年扩张禽料。2003 年进入虾料市场，2004 年，在区域性水产料市场获得领先的基础上，开展水产微生态制剂及动保业务，2007 年顺势扩张水产种苗业务。2010 年，在水产料龙头地位稳固，禽料已有一定市场竞争力的基础上，开始进入猪料市场。2017 年，正式开展生猪养殖业务。

图 44：海大集团业务发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

多区域覆盖，从华南逐渐走向全国。海大集团从华南起步，以华南为立足点，在华南市场龙头地位稳固，市占率达到一定高度后，先后在国内进入和布局了华中片区、华东片区。从收入结构来看，公司华南地区收入占比从上市初期（2010 年）的 68.8% 降至 2019 年的 44%。目前在华南（广东、广西、海南等省）、华中（含湖南、湖北、江西、安徽）、华东（浙江、江苏、上海、福建）、华北（河南、河北、山东、东北）、四川、云南及越南、印度、印尼均有分子公司。

图 45：海大集团各区域收入占比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 46：海大集团各区域毛利占比



资料来源：Wind，申万宏源研究（公司 2011 年和 2015 年末披露按地区拆分毛利润数据）

图 47：海大集团战略布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

多区域、多品种覆盖，单品景气度此消彼长，平缓周期波动。海大集团从水产预混料起家，2004 年进入虾料、禽料，2010 年进入猪料行业。公司目前合计饲料产能约 1900 万吨。其中，颗粒料（水产、猪料、禽料）的产能可以共用，虾料是单独的生产线，膨化料和颗粒料不能共用生产线（借助畜禽料的生产来弥补水产料淡季闲置的产能）。对单一品种景气度的依赖逐渐减弱，实现饲料整体销量的稳健增长。

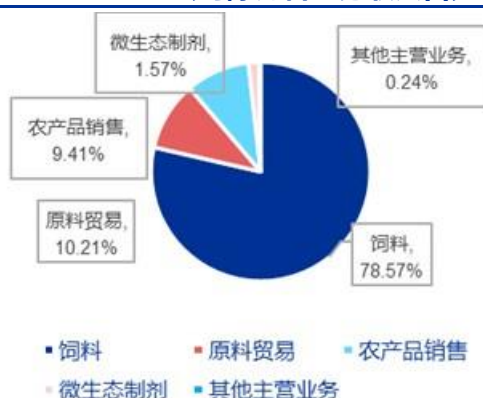
图 48：海大集团各类饲料历年销量及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

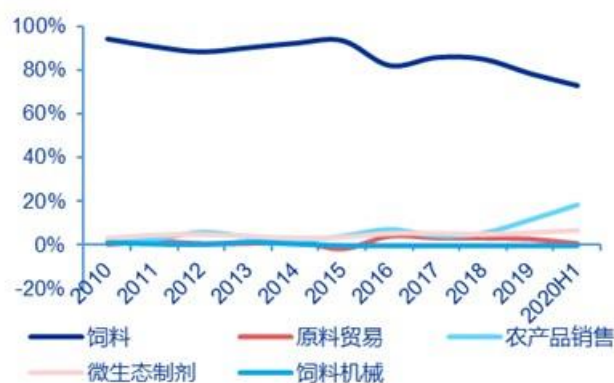
饲料外业务利润占比逐渐提升。饲料以外，2019 年公司动保及种苗业务收入规模达到 5.74 和 3.54 亿元，饲料业务以外毛利贡献已达到 21.6%，同比提升 6.6pct。多元产品矩阵将在未来进一步降低公司周期波动。

图 49：2020H1 公司除饲料业务收入占比 20%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 50：非饲料业务在海大毛利润中的占比不断提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 饲料基本盘天花板尚远，业务延伸多点开花

4.1 水产料：行业空间仍具增量，结构升级驱动利润水平提升

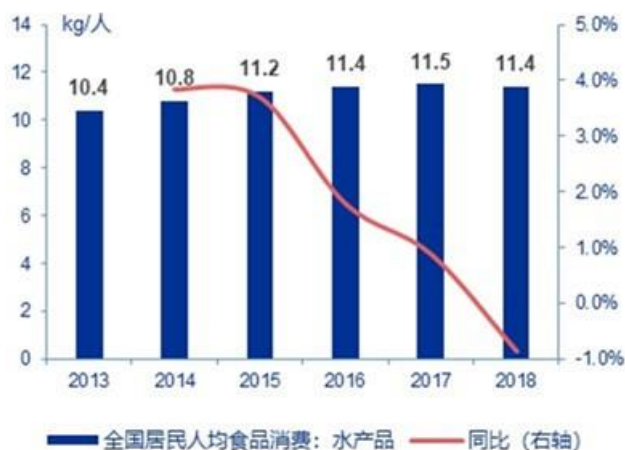
未来，水产养殖量的增长以及工业饲料不断替代鲜杂鱼、饲料渗透率不断提升带来行业扩容。以及消费升级背景下特种水产替代普通水产，结构升级带来盈利水平上行。此外，海大集团持续研发、技术服务储备提前（配套种苗及动保服务，对于短期增长较快的品种细化研究，并对于未来 10 年有潜力的水产品种，都设立专门的团队去研究开发）。特水料销量增速持续领先行业平均水平，销售结构不断优化，海大水产饲料强者恒强的逻辑清晰，看好未来较长一段时间内，其市占率（2020 年约 18%）仍将保持快速稳定提升。

4.1.1 养殖占比提升叠加工业饲料渗透，水产饲料空间尚未见顶

关于水产饲料的需求，基于公式：工业水产料需求=水产养殖量*饵料系数*工业化饲料渗透率，我们认为中国水产饲料需求仍有上升空间。

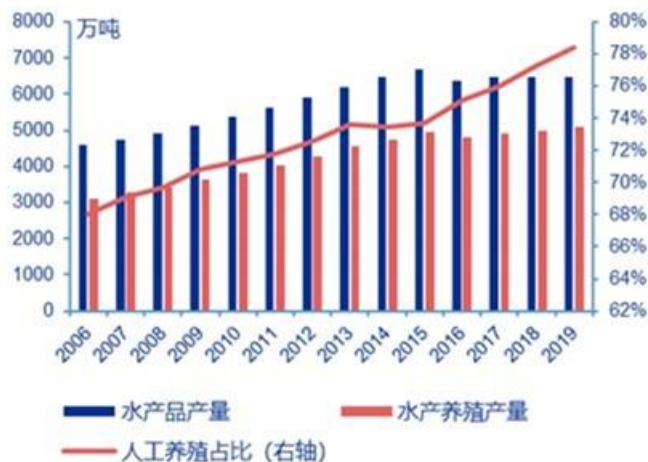
首先是水产养殖量的增长。假设中国人均水产蛋白的需求维持稳定（近几年基本稳定在 11.5kg 左右），则水产品消费量的增速驱动力主要来源于人口的增长。而从供给结构来看，由于中国水面资源有限，且随着环保要求的不断趋严，禁捕期越来越长，天然捕捞量逐年下滑，与此同时水产养殖占比不断提升（过去五年水产养殖量复合增速约 3%）。《全国渔业发展第十三个五年规划》指出，在渔业资源环境约束趋紧的背景下，我国渔业结构不合理，过度捕捞长期存在。“十三五”期间的重点任务之一是调减和控制捕捞业，实现国内捕捞产量的“负增长”，将国内海洋捕捞产量控制在 1000 万吨以内。

图 51：中国居民人均水产品消费量趋于稳定



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 52：天然水产捕捞量不断下滑，养殖水产占比提升



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

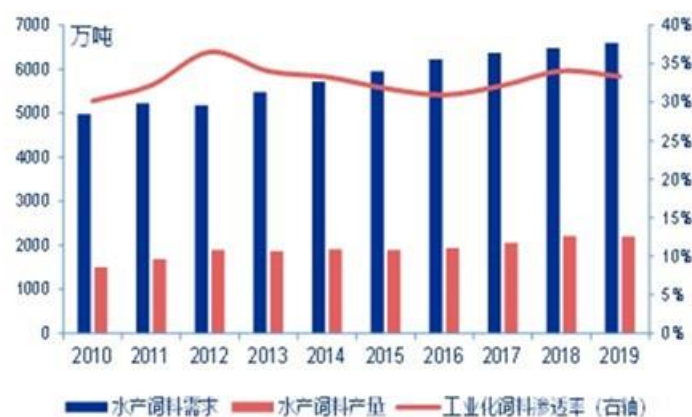
其次是工业化水产饲料渗透率仍有提升空间，尽管我国水产养殖历史悠久，但传统的水产养殖是以杂粮、鲜杂鱼为主的粗放式养殖，不仅养殖效率低，且严重污染了水环境，同时增加了养殖动物发病率和药品的使用率，间接威胁到了水产品质量安全，同时鲜杂鱼资源具有有限性。2019 年我国水产养殖量为 5078.9 万吨，若按照饵料系数 1.4 计算，则水产料需求为 7110.5 万吨（计算公式为：水产饲料需求=水产养殖量*饵料系数）。而 2019 年中国水产料产量为 2203 万吨，按此测算，中国水产饲料工业化饲料渗透率仅 30.9%，而农业部的相关规划中，2020 年水产配合饲料的目标普及率为 45%，则保守按照此标准测算，水产配合饲料市场规模仍有近 50%的提升空间（事实上，若按类似逻辑测算，中国禽养殖工业饲料渗透率已超过 90%，而生猪养殖工业化饲料渗透率也超过了 75%（工业化饲料渗透率=饲料产量/（出栏量*均重*料肉比））。

图 53：养殖投喂模式对比示意图



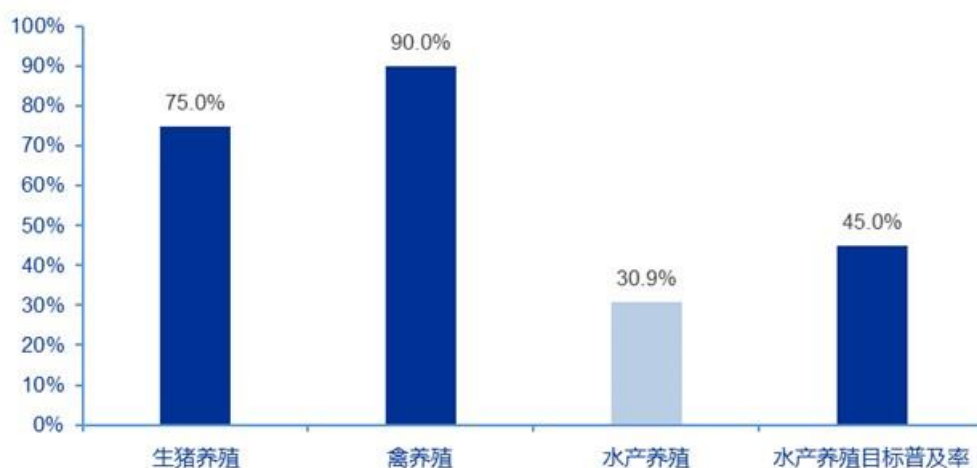
资料来源：天马科技招股说明书，申万宏源研究

图 54：中国水产养殖工业化饲料普及率仅 30.9%



资料来源：国家统计局，中国饲料工业协会，申万宏源研究测算

图 55：水产养殖工业化饲料渗透率较低



资料来源：国家统计局，中国饲料工业协会，申万宏源研究测算

2025 年中国水产饲料销量规模有望达到 3465 万吨，市场规模 1733 亿元。按照下表所示模型进行测算，预计未来随着天然捕捞量的下行和水产消费总量的小幅增长，中国未来五年水产品人工养殖量有望达到 5500 万吨，在维持饵料系数保持不变的情况下，工业饲料渗透率提升至 45%。单吨销售均价达到 5000 元/吨（结构升级驱动）。则 2025 年中国水产配合饲料销量规模有望达到 3465 万吨，市场规模 1733 亿元。

表 8：未来水产饲料销量规模有望达到 3465 万吨，市场规模 1733 亿元

	2019	2025E
人工养殖水产品产量（万吨）	5079	5500
天然水产品捕捞量（万吨）	1401	1000
水产品总产量（万吨）	6480	6500
饵料系数	1.4	1.4
工业化饲料渗透率（%）	31%	45%
工业水产饲料需求（万吨）	2204	3465
单吨均价（元/吨）	4500	5000
市场规模（亿元）	992	1733

资料来源：国家统计局，中国饲料工业协会，申万宏源研究

4.1.2 消费升级带来水产消费结构变迁，特水料占比提升驱动毛利上行

首先，下游分散且短期难以工业化规模化，为水产料行业提供盈利与话语权保障。

从行业背景看，不同于畜禽养殖规模化程度的不断提升，水域的分散以及水产动物的生长特性，决定了水产养殖在未来较长一段时间内难以工业化与规模化，饲料需求仍将持续靠外购成品饲料得到满足，中国水产料行业盈利空间及产业链话语权均将得到保障。

其次，鱼类消费结构的变迁带来高毛利特种水产饲料占比的快速提升。

从鱼类消费结构来看，在消费升级的背景下，人们对水产品的口感、无刺等提出更高需求，水产品逐渐向“质量型、健康型”的发展转向。过去五年中，草鱼、鲢鱼、鲫鱼等传统水产养殖规模均呈负增长。而黄颡鱼、鲈鱼、鳊鱼等特种水产的养殖规模则是快速增长（一方面源于消费量的增长，一方面归因为捕捞量的减少）。

图 56：水产品消费由温饱型向质量型、健康型转化



图 57：传统水产养殖量增速逐渐下滑



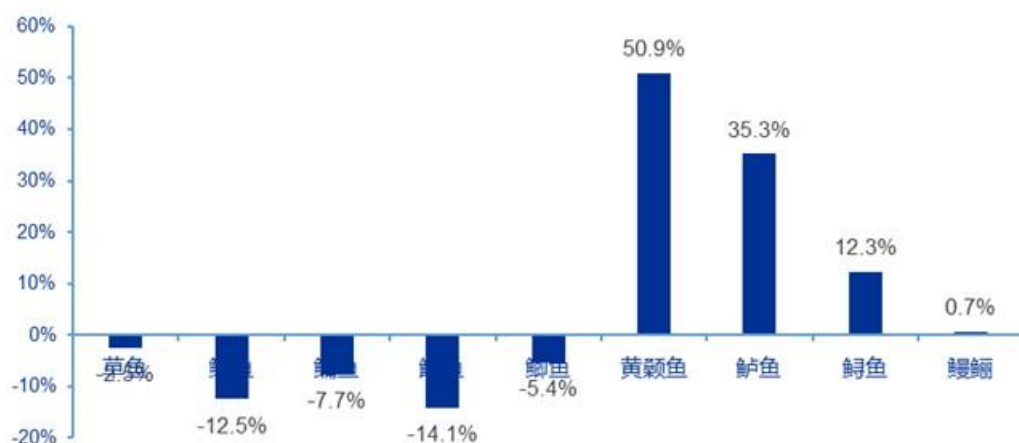
资料来源：中国渔业统计年鉴，申万宏源研究

图 58：特种水产养殖量逐渐增加



资料来源：中国渔业统计年鉴，申万宏源研究

图 59：各鱼类近五年养殖量增长率（养殖结构正从普通传统鱼种向特种水产转变）



资料来源：中国渔业统计年鉴，申万宏源研究

特种水产饲料需求快速增长，10 年复合增速 8%。伴随着下游消费偏好的转变，特种水产的养殖种类与养殖规模都不断提升，驱动特种水产配合饲料的快速增长。根据中国饲料工业协会的数据，中国特种水产配合饲料产量从 2009 年的 99 万吨至 2018 年达到 214 万吨，10 年复合增速达到 8%，且近三年处于增速呈边际加快的趋势（2016/2017/2018 年特水料增速分别达到 7.8%/9.0%/9.6%）。

图 60：中国水产配合饲料产量中，特水料占比不断提升



资料来源：中国饲料工业协会，《中国饲料工业年鉴》，申万宏源研究

特水料毛利率明显高于普水料。由于特种水产具有较高经济价值，且种类较为多样，其养殖过程也需要更高的技术与服务要求，处于其产业链上游的特种水产饲料生产企业技术含量较高，议价能力较强，利润率水平明显优于普水料。此外，由于养殖品种多样，养殖主体更加分散，特水料生产企业在满足相应生产设备及加工工艺要求的同时，需具备一定的技术服务能力，即为养殖户提供养殖技术、饲料使用、疾病防治方面的培训服务，进入壁垒高于普通水产饲料。下图为 A 股上市公司中三家主要的水产饲料企业，其中天马科技主营特种水产配合饲料，通威股份饲料销售结构中则是以水产饲料为主（水产饲料占比超 50%），海大集团水产料与畜禽饲料占比相对均衡（以销量计，水产料占比约 28%）。

图 61：中国特种水产养殖产业带分布，品类多样，区域分散



资料来源：天马科技招股说明书，申万宏源研究

图 62：特水料毛利水平显著高于普水料，毛利率普遍在 20% 以上



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

4.1.3 海大集团特水料占比逐年提升，可转债募投项目打开产能瓶颈

海大特种水产料销售增速持续快于水产饲料增速，销售结构不断优化。从近三年的数据看，海大集团的特种水产饲料保持了持续高于 20% 的增长速度，遥遥领先特水料行业整体增速（10% 以下）的同时亦显著快于自身水产料总销量增长速度，销售结构不断优化。截至 2020 年前三季度，公司水产饲料同比增长超过 10%，其中特种水产料销量增速超过了 25%（目前主要是生鱼料和鲈鱼料，占比超三分之二），产品结构得到进一步优化。

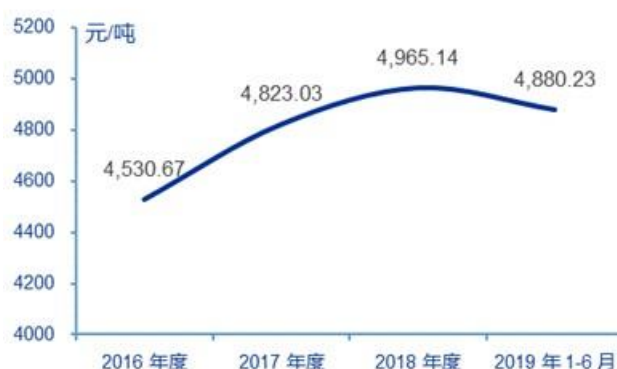
得益于产品销售价格优化，海大集团水产饲料销售价格逐年提升。2016-2018 年海大集团水产料整体销售价格稳定提升。

图 63：海大特水料销量增速持续快于水产料整体



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 64：海大集团水产料整体销售价格持续提升



资料来源：海大集团可转债募集说明书，申万宏源研究

可转债募投产能打开特水料产能瓶颈。截至 2019 年末，海大集团已经建成和在建特种水产饲料产能 100 多万吨，在建产能均将在 20-22 年投产。2020 年海大可转债的募投落地，进一步打开产能瓶颈，提升高端特种水产膨化料的占比。其中超过 50% 的资金会投向特种水产饲料产能的建设（在 2020 年可转债募投项目中，共增加饲料生产线 102 条，其中膨化饲料生产线 42 条，占比达 41%）。

表 9：海大集团可转债募投项目

	项目名称	产能产量信息
1	南通海大生物科技有限公司年产 24 万吨饲料项目	设计产能为 24 万吨/年，建设 7 条饲料生产线，3 条虾料线，2 条膨化线，1 条颗粒线。
2	清远海大生物科技有限公司年产 24 万吨饲料项目	年产 24 万吨生物配合饲料，包括：年产量为 15 万吨的鸭饲料，年产量为 5 万吨的鸡饲料，年产量为 4 万吨的猪饲料。
3	淮安海龙饲料有限公司年产 20 万吨饲料项目	年产 20 万吨饲料，共设置膨化沉水料生产线 6 条（设计能力 14 万 t/a）、颗粒虾蟹料生产线 3 条（设计能力 14 万 t/a）
4	南宁海大生物科技有限公司年产 48 万吨饲料项目	年产 48 万吨生物配合饲料，建设饲料生产线 10 条，3 条鸡料、2 条鸭料、2 条膨化鱼料、3 条猪料。1 期生产鸡料、鸭料、膨化鱼料，2 期增加生产猪料。
5	肇庆高要海大生物科技有限公司年产 24 万吨饲料项目	设计产能 24 万吨/年，项目建设 6 条膨化水产饲料生产线。
6	福州海大饲料有限公司年产 18 万吨饲料项目	设计年产 18 万吨，引进 6 条膨化水产生产线、1 条粉料生产线。
7	清远海贝生物技术有限公司年产 3 万吨饲料项目	预混料设计产能为 3 万吨/年，建设 4 条饲料预混料生产线。

	项目名称	产能产量信息
8	韶关海大生物科技有限公司年产 40 万吨饲料项目	年产 40 万吨生物配合饲料，项目分两期进行建设，其中一期工程建 3 条猪配合饲料生产线，二期工程建设 1 条鸡配合饲料和 1 条鸭配合饲料生产线。
9	清远海龙生物科技有限公司年产 72 万吨饲料项目	设计产能为 72 万吨/年，建设 15 条饲料生产线，禽颗粒料制粒线 8 条、特种鱼膨化料线 2 条、鱼颗粒料制粒线 5 条。
10	宜城海大生物科技有限公司年产 38 万吨饲料项目	设计产能为 38 万吨/年，为建设 6 条饲料生产线。
11	和县海大生物科技有限公司年产 30 万吨饲料项目	设计产能为 30 万吨/年，新上线颗粒畜禽料生产线 2 条、水产膨化鱼料线 2 条、水产虾蟹料线 3 条。
12	开封海大饲料有限公司年产 30 万吨饲料项目	设计产能为 30 万吨/年，建设 7 条饲料生产线。
13	湛江海大饲料有限公司年产 20 万吨饲料项目	设计产能为 20 万吨/年，建设 4 条饲料生产线。
14	玉林海大饲料有限公司年产 45 万吨饲料项目	设计产能为 45 万吨/年，建设 9 条饲料生产线，共分两期进行建设，其中一期四条颗粒禽料 22 万吨、一条颗粒鱼料 5 万吨；二期四条膨化鱼料线 18 万吨。
15	四川容川饲料有限公司年产 20 万吨饲料项目	设计产能为 20 万吨/年，建设 5 条饲料生产线。

资料来源：海大集团可转债募集说明书，各项目环评公示报告，申万宏源研究

看好海大未来在水产料领域强者恒强，在特水料领域抢得先机的同时，市占率持续提升。不管是过去的经验积累还是当下的储备，海大集团在水产料领域优势与壁垒深厚，领先明显，未来市占率持续提升的同时，产品结构亦将不断优化，提升整体盈利水平。

图 65：海大集团水产饲料销量及市占率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 畜禽饲料：市占率提升空间广阔

4.2.1 禽料：下游存栏历史高位，中短期景气有保证

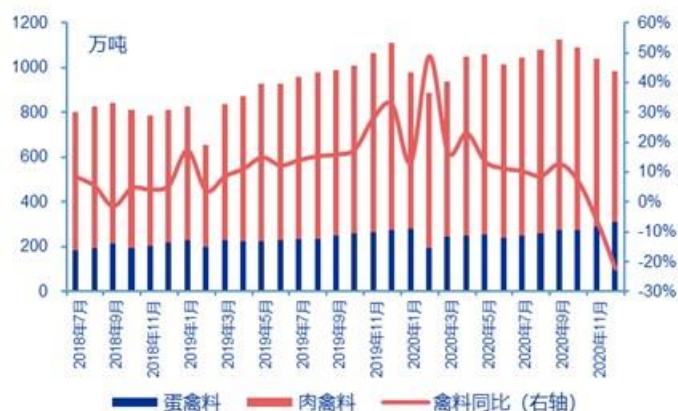
下游存栏历史高位，驱动禽料景气。禽存栏处于历史高位，禽料行业高景气度已延续两年，由于目前上游种鸡产能仍维持在高位，未来1年左右禽料行业景气度仍有保证。

图 66：全国在产父母代种鸡存栏处于历史高位



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，申万宏源研究

图 67：禽料 2019 年以来保持高景气度



资料来源：中国饲料工业协会，申万宏源研究

公司禽料市占率提升空间广阔。自公司涉足禽料以来，禽料持续保持快速增长趋势，在 2020 年新冠肺炎疫情及原材料价格上涨的背景下，盈利空间最小的中小禽料生产企业承压最为明显，海大在此背景下逆势扩张，仅上半年便兼并收购了 20 余条禽料生产线，成本控制能力驱动市占率提升的逻辑持续得到验证。

图 68：公司各类饲料市占率，猪料与禽料仍处低位



资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，申万宏源研究

4.2.2 猪料：规模尚小，非瘟“后周期”下市占率有望加速提升

较非瘟疫情前，行业整体空间有所收缩。从产业大背景看，非洲猪瘟疫情后，由于生猪产能的大幅去化，生猪养殖产业在政策层面得到了前所未有的支持。行业供给格局重塑，规模化进程大幅加速，本轮周期后头部企业生猪出栏量占比较非洲猪瘟前将显著提升。而头部大型生猪养殖企业大多会选择自配饲料，对饲料企业而言，猪料行业整体空间将受到压缩（2022 年生猪养殖行业 CR5 出栏量占比有望提升至 25%以上，2019 年仅为 7.5%）。

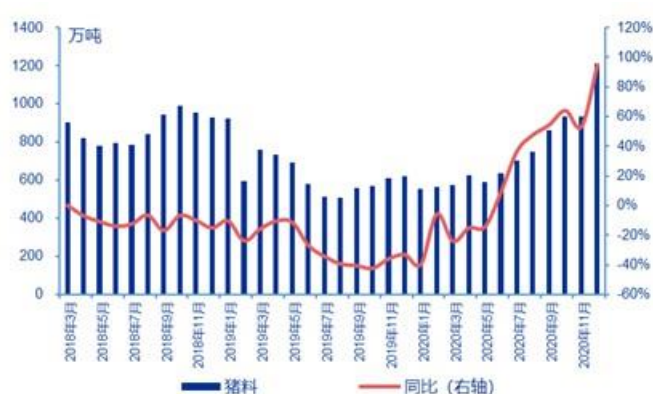
中短期进入生猪养殖“后周期”，猪料产量持续快速增长。中短期来看，伴随着养殖产能与生猪存栏的恢复，猪料行业整体需求处于快速增长状态，2020 年单三季度中国猪料销量同比增长 46%。未来 1-2 年，生猪存栏量都将处于恢复通道之中，猪料行业景气度有较高保障。

图 69：头部生猪养殖企业市占率进入快速提升期



资料来源：公司公告，申万宏源研究预测

图 70：猪料需求处于快速恢复中



资料来源：公司公告，申万宏源研究

非瘟疫情带来了海大猪料快速渗透增加客户粘性的机会。2019 年全年，受非瘟疫情影响行业整体猪料需求大幅下滑（同比下降 27%），尽管海大集团猪料销量亦下滑了 28%，但公司以防疫服务为主要抓手，将水产饲料销售上原有的服务体系优势复制到猪料上，配套提供生猪动保和兽药产品，并应客户所急迅速及时在线上开展了防疫技术专业培训（共举办 15 场，浏览量 188 万人次）、线下组织团队为养殖户实施防疫拔牙等技术服务和培训，初步建立了生猪饲料服务体系，加强了客户粘性。

图 71：海大集团猪料销售规模尚且较小



资料来源：公司公告，申万宏源研究

成果渐显，猪料市占率有望进入加速提升期。一方面，得益于此前的服务与渠道储备（2019 年海大猪料销售区域从华南、华中扩充到了华北、西南地区，养殖客户数量及销售渠道有了明显增长），另一方面，部分饲料品种单一，过度依赖于猪料的中小饲企没能扛过 2019 年。海大集团单三季度猪料销量同比增速超 80%（行业整体增速为 47%），前期储备成果渐显，猪料有望进入由做好到做大的市占率快速提升期。

4.2.3 饲料业务总结：行业集中度仍处低位，市占率仍有较大提升空间

饲料行业整体集中度仍处低位，龙头份额未来具有较大提升空间。截至 2019 年末，中国饲料行业 CR3 占比仅 19.7%，CR10 约 35.3%，CR20 占比 47.1%。未来随着畜禽养殖下游规模化程度的不断深化，成本控制能力将成为考验饲料企业能否继续生存扩张的必要一环，以 2020 年为例，在饲料原料成本整体大幅上涨的背景下，中小企业生存困难，而大企业却普遍逆势扩张（海大集团仅上半年便收购兼并了 20 几条饲料产线）。低效分散的中小产能占比依然较大的背景下，市场份额向龙头企业集中的趋势明确。

表 10：2019 年中国饲料企业产量排行

排名	企业	饲料年产量(万吨)	市占率
1	新希望集团	2000	8.74%
2	温氏食品集团	1277	5.58%
3	海大集团	1229	5.37%
4	双胞胎集团	740	3.23%
5	桂林力源集团	581	2.54%
6	万洲集团	521	2.28%
7	通威集团	490	2.14%
8	东方希望集团	450	1.97%
9	唐人神集团	400	1.75%
10	正邦科技股份有限公司	385	1.68%
11	大北农	380	1.66%
12	山东亚太中慧集团	363	1.59%
13	广东南宝集团	300	1.31%
14	山东布恩集团	300	1.31%
15	禾丰牧业	277	1.21%
16	牧原食品	261	1.14%
17	特驱集团	235	1.03%
18	福建圣农发展	220	0.96%
19	大成食品	196	0.86%
20	湖南九鼎科技	175	0.76%

资料来源：《2020 年全球顶尖饲料企业年度报告》，申万宏源研究

中性假设下，海大集团 2025 年国内饲料销售规模有望达到 3740 万吨。对于饲料业务未来整体的发展空间看，2019 年公司饲料销量市占率仅 5.4%。基于前文对行业趋势及公司领先优势的分析，我们认为公司未来饲料市场份额的持续提升是大概率事件。按照水产饲料市占率 30%，禽料市占率 15%（新希望当前禽料市占率约 12%），猪料市占率 7.5%

市占率进行测算（未来随着下游规模化程度快速提升，大型猪企大多会自配饲料，饲料企业市场空间会被压缩），则在中性假设下，海大集团 2025 年在国内的饲料总销量有望达到 3740 万吨（饲料销量整体市占率 14.1%）。

表 11：中性假设下，海大集团 2025 年饲料销量有望达到 3740 万吨

	2019	2020E	悲观假设	中性假设	乐观假设
海大水产料市占率 (%)	15.9%	18.4%	25.0%	30.0%	35.0%
水产料总规模 (万吨)	2204	2123	3465	3465	3465
海大水产料销量 (万吨)	351	390	866	1040	1213
禽料市占率 (%)	6.1%	7.2%	10.0%	15.0%	20.0%
禽料总规模 (万吨)	11581	13318	13000	13000	13000
海大禽料销量 (万吨)	711	900	1300	1950	2600
猪料市占率 (%)	2.2%	2.0%	5.0%	7.5%	10.0%
猪料总规模 (万吨)	7663	8911	10000	10000	10000
海大猪料销量 (万吨)	167	180	500	750	1000
海大饲料总销量 (万吨)	1229	1470	2666	3740	4813

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 72：海大集团各类饲料销量预测，2025 年饲料销售规模有望超过 3500 万吨



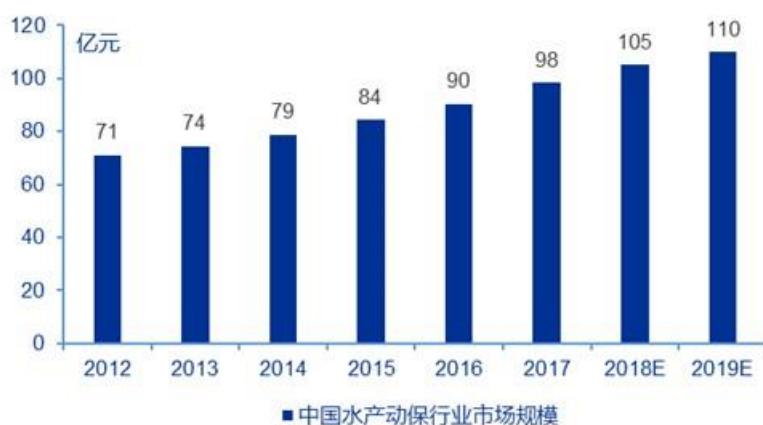
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3 饲料基本盘外多点开花，协同效应彰显

4.3.1 动保业务：依托水产饲料销售高速增长，未来继续渗透可期

水产动保行业空间超百亿元，五年复合增速 6.9%。海大集团动保产品发展初期主要为支撑海大“产品+服务”模式的关键一环，近年来受到集团重视程度不断提升，2016 年 9 月专门成立了动保事业部。参考海大集团可转债报告中披露的中国水产动保行业的市场规模及中国水产科学研究院赵明军等人在《我国水产动保产品市场规模评估、安全隐患分析及管理政策探讨》中的相关研究，我们预计中国动保市场 2019 年市场规模在 110-120 亿元之间（生产商出厂口径）。过去五年复合增速 6.94%。

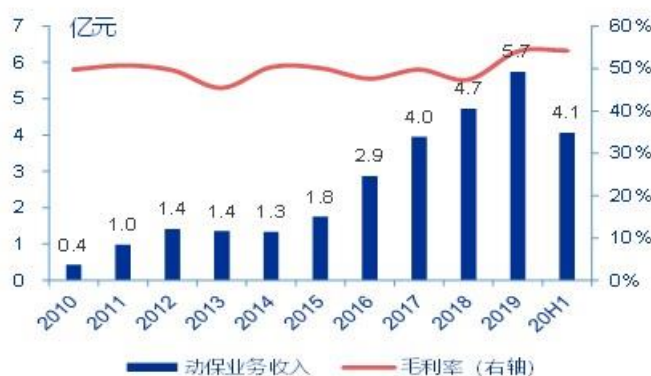
图 73：中国水产动保行业规模预测



资料来源：海大集团可转债募集报告，中国知网，《我国水产动保产品市场规模评估、安全隐患分析及管理政策探讨》，申万宏源研究

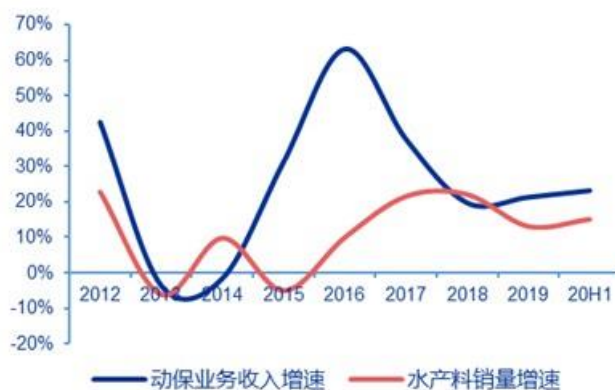
依托于水产饲料销量的增加，海大动保收入规模高速增长。海大集团目前的动保业务主要以水产为主（畜禽动保尚处起步阶段）。其水产动保主要以为饲料客户提供服务的形式进行配套销售。海大集团 2019 年动保业务实现收入 5.74 亿元，按照水产动保 100 亿市场规模测算，市占率不足 6%，而其水产料市占率超过 15%，预计未来随着其服务队伍布局的深入，动保业务覆盖其饲料客户的渗透率将不断提升，动保业务收入增速将持续快于水产料销量增速。

图 74：海大动保业务收入增长稳健，毛利率水平较为稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 75：公司水产饲料销量增长带动动保业务增长，动保收入增速快于水产销量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

海大 2025 年水产动保收入规模有望超 27 亿元。对未来空间的预测上，我们认为，由于公司水产动保主要作为其饲料客户的配套服务项目进行销售，根据我们的预测模型，公司水产动保收入规模=海大水产饲料市占率*饲料客户动保销售渗透率*中国水产动保市场规模。中国水产动保市场规模 2018 年超过 100 亿，过去五年 CAGR 近 7%，且目前市场中低档水产动保产品占比较大，高端产品份额相对较低。预计 2025 年中国水产动保规模将达到 150 亿元。结合公司 30%的水产料市场份额，以及 60%的饲料客户动保渗透率（2019

年为 34.3%，较 2012 年提升 15pct，未来随着特种水产占比的提升，海大储备研发的配套种苗及动保业务优势将得以体现，其饲料客户采购公司水产动保产品的比例将得到较大规模提升），对应其水产动保业务收入体量达 27 亿元。

图 76：海大集团 2025 年水产动保业务市场空间预测，收入规模有望达到 27 亿



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3.2 水产种苗：快速增长，储备种类丰富，驱动未来发展

种苗研发储备丰富，为饲料业务打头阵。海大研究院负责亲本的保种和育种，并为百容水产良种有限公司提供优质亲本，百容扩繁亲本、销售苗种，或与饲料子公司合作，把优质种苗优先供应给新三户（粉丝户、重点户、大客户）。海大集团有四个种苗研发中心。其中，佛山市南海百容水产良种有限公司拥有 3 个鱼虾育种研发中心、7 个苗种繁殖场、2 个罗氏沼虾苗场、11 个鱼类标粗基地，各种优质淡水鱼苗产能达 500 亿尾。过去十年，全国认定的 10 个水产新品种中，海大占了 4 个。

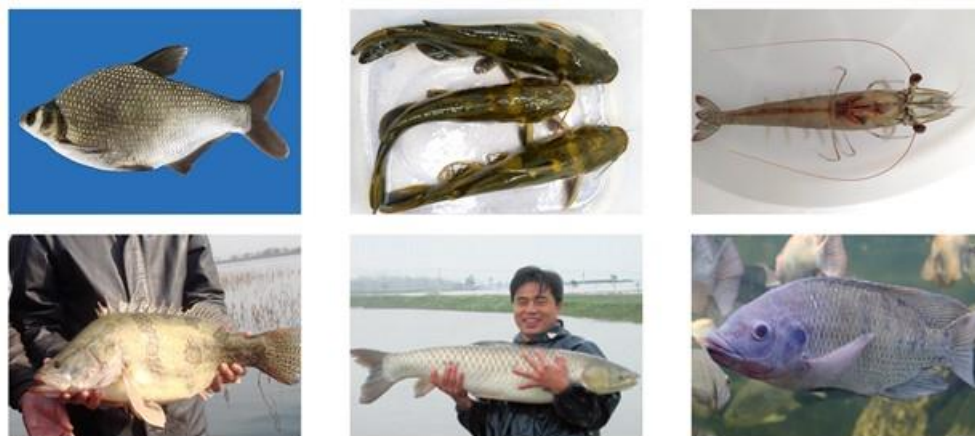
表 12：2017 年度农业部认定的海大研发的水产新品种

品种登记号	品种名称	育种单位
GS-01-001-2016	团头鲂“华海 1 号”	华中农业大学、湖北百容水产良种有限公司、湖北省团头鲂（武昌鱼）原种场
GS-01-004-2017	凡纳滨对虾“海兴农 2 号”	广东海兴农集团有限公司、广东海大集团股份有限公司、中山大学、中国水产科学研究院黄海水产研究所
GS-02-003-2016	长珠杂交鳊	中山大学、广东海大集团股份有限公司、佛山市南海百容水产良种有限公司

资料来源：中华人民共和国农业部公告第 2515 号，申万宏源研究

苗种选育覆盖范围广，囊括多种特种水产。截至 2016 年，公司已开发出草鱼、鲫鱼、鲤鱼、罗非鱼、武昌鱼、南美白对虾，以及特种水产板块的加州鲈、黄颡鱼、生鱼、鳊鱼、团头鲂等水产动物家系选育技术体系、多种鱼类雌核发育技术和性别控制技术体系，建立了育种数据库。经多代选育，多个品种在经济性状上（如生长速度、成活率、体型、单性别的等）取得了明显效果，新产品已迅速占领华东、华中、华南大部分市场。

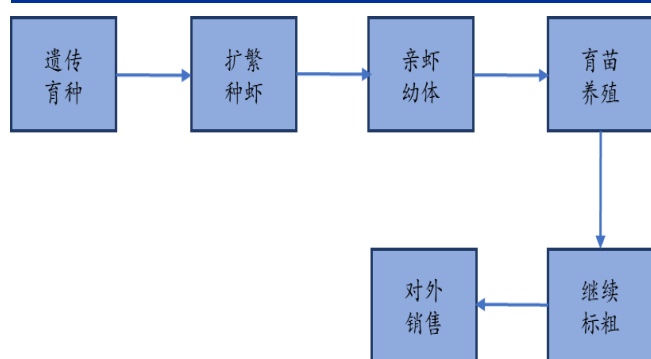
图 77：公司部分优质水产种苗



资料来源：公司官网，申万宏源研究

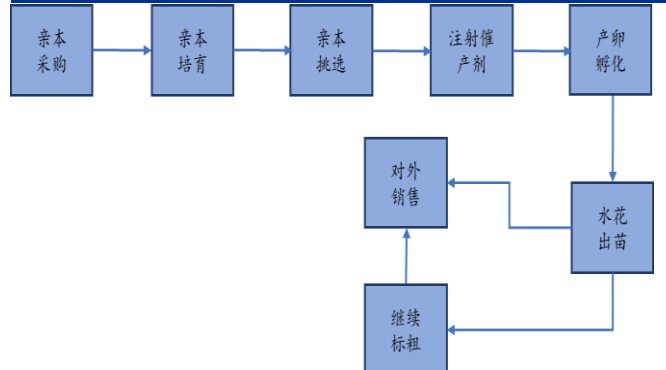
公司水产种苗业务主要为虾苗和鱼苗。虾苗方面公司已建立较完善的体系，从育种、扩繁、繁殖都已形成相对可控及标准化的管理模式，在白虾育种方面取得了较大突破，自育品系逐步开始体现出优势。鱼苗方面，公司在持续加大对草鱼、鲫鱼、鳊鱼、罗非、黄颡等已有品种的育种研发和生产组织的基础上，开始加大对加州鲈、生鱼、海鲈、石斑、鳜鱼、小龙虾等特种水产的育种和繁殖工作，研发突破后将与公司特种水产饲料、动保产品组成产业链优势共同服务于养殖户。2019 年公司水产种苗实现收入 3.54 亿元，同比增长 26%。2020 年 Q1-3 公司水产种苗整体收入增长超过 80%，目前公司种虾的市场认可度已经较高，未来目标为将对虾的成功成熟经验复制到特种鱼苗上。

图 78：公司虾苗生产工艺流程



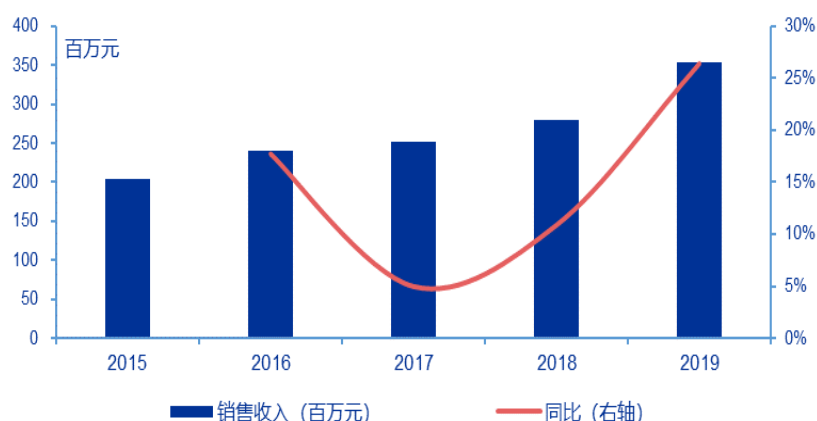
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 79：公司鱼苗生产工艺流程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 80：公司水产种苗收入保持快速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.3.3 生猪养殖：高标准入局，发展审慎稳健

高标准入局生猪养殖业务，完善产业链布局。公司 2015 年开始布局生猪养殖业务，2017 年专门设立了益豚事业部负责生猪养殖事业部。目前公司养殖模式以“公司+农户”模式为主，产能主要分布在两广和山东地区。2019 年公司生猪出栏约 65 万头，其中“公司+农户”模式下出栏约 56 万头，“自繁自养”模式出栏 9 万头（2020 年 Q1 出栏 8 万头）。截至 2020 年 3 月末，公司生猪养殖业务的经营主体为岳阳县益豚农牧有限公司、阳西县丰沃生态农业有限公司等子公司，在运营的养殖场合计 17 个，其中 2019 年及 2020 年第一季度合计新增 9 个。

图 81：公司生产性生物资产变动情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 13：海大集团生猪养殖项目建设情况（百万元）

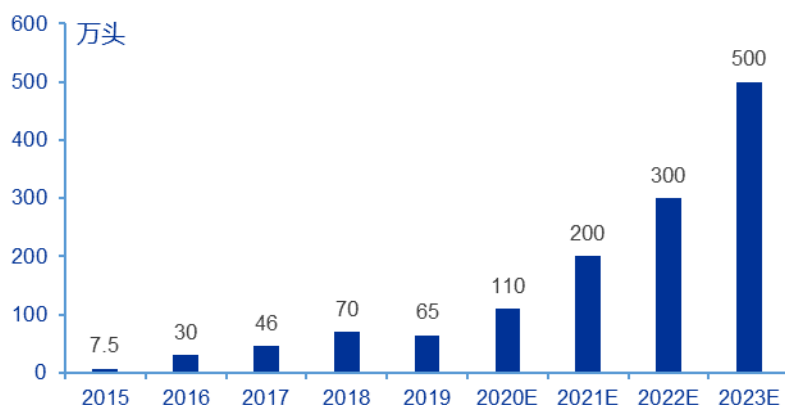
	2015	2016	2017	2018	2019
养殖项目在建工程：					
新增在建工程金额				255	394
在建工程转固金额				78	515
期末账面净值			52	236	133

	2015	2016	2017	2018	2019
畜牧养殖业生产性生物资产-成熟:					
期初账面原值	10	21	21	15	49
本期新增外购	9	0	0	0	1
本期自行培育	5	9	5	26	70
企业合并增加	4			29	
死亡或淘汰处理转出	6	7	21	35	
期末账面原值	21	21	15	49	85
畜牧养殖业生产性生物资产-未成熟:					
期初账面原值	2	2	2	5	12
本期新增外购	3	5	0	8	80
本期成本费用结转					50
本期自行培育	4	5	6	38	37
企业合并增加	0		4	12	
死亡或淘汰处理转出	4	1	1	14	22
期末账面原值	2	2	5	12	84

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司生猪养殖业务发展较为审慎稳健，与部分本轮非瘟周期中大刀阔斧扩张的企业不同，在 2019 年仔猪价格飙升的背景下下半年降低了外购仔猪的数量，有效控制了风险，这也符合海大一直以来的发展思路。预计未来 3-5 年内海大在生猪养殖领域的扩张计划依然较为保守中性（较其他大型企业而言），中期出栏目标约为 500 万头。

图 82：海大集团生猪出栏量预测



资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 盈利预测&估值分析

5.1 盈利预测

关键假设点：

饲料业务：预计公司 2020-2022 年实现饲料总销量 1470/1863/2364 万吨，同比增长 19.6%/26.7%/26.9%，毛利率分别为 10.9%/11.1%/11.2%。其中：

水产料：预计 2020-2022 年公司水产料销量分别为 390/468/562 万吨，同比增长 11.4%/20%/20%。毛利率分别为 16.5%/17%/17.5%。

禽料：预计 2020-2022 年公司禽料销量分别为 900/1152/1475 万吨，同比增长 26.6%/28%/28%。毛利率分别为 5.6%/5.6%/5.6%。

猪料：预计 2020-2022 年公司猪料销量分别为 180/243/328 万吨，同比增长 7.2%/35%/35%。毛利率分别为 13%/13.5%/13.5%。

动保及水产养殖业务：预计 2020-2022 年公司动保业务实现销售收入 7.46/9.70/12.61 亿元，同比增长 30%/30%/30%。毛利率分别为 56%/58%/60%。

预计公司水产养殖业务 2020-2022 年实现销售收入 5.31/7.97/11.95 亿元，同比增长 50%/50%/50%。毛利率分别为 30%/25%/25%。

生猪养殖：预计公司 2020-2022 年生猪出栏量为 110/200/350 万头；生猪销售价格为 31.5/26.0/19.5 元/kg。

表 14：海大集团分业务收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计						
销售收入（百万元）	32557	42157	47613	60484	77201	97220
yoy	20%	29%	13%	27%	28%	26%
毛利润（百万元）	3575	4542	5440	7052	9412	11491
yoy	18%	30%	20%	30%	33%	22%
一、饲料业务						
水产料：						
销量（万吨）	256	311	350	390	468	562
yoy	22.7%	21.6%	12.6%	11.4%	20.0%	20.0%
销售收入（百万元）	12332	15442	16620	19627	24259	29984
毛利润（百万元）	1985	2548	2699	3238	4124	5247
禽料：						
销量（万吨）	430.3294	527	710.68	900	1152	1474.56
yoy	8%	22%	35%	27%	28%	28%
销售收入（百万元）	9863	12658	17359	22863	29557	37455
毛利润（百万元）	552	557	939	1277	1655	2097
猪料：						
			168	180	243	328

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
yoy	32%	40%	-28%	7%	35%	35%
销售收入 (百万元)	4538	6859	5006	5636	7760	10686
毛利润 (百万元)	526	755	638	733	1048	1443
饲料合计:						
销量 (万吨)	849	1070	1229	1470	1863	2364
yoy	16%	26%	22%	20%	27%	27%
销售收入 (百万元)	26734	34959	38985	48125	61576	78124
yoy	22%	32%	12%	23%	28%	27%
毛利润 (百万元)	3064	3859	4276	5248	6827	8787
二、动保业务						
销售收入 (百万元)	395	473	574	746	970	1261
yoy	38%	20%	21%	30%	30%	30%
毛利润 (百万元)	196	224	310	418	563	757
三、水产养殖业务 (主要为水产种苗)						
销售收入 (百万元)	252	280	354	531	797	1195
yoy	5%	11%	26%	50%	50%	50%
毛利润 (百万元)	45	56	64	159	199	299
四、肉禽加工业务 (肉鸭屠宰)						
销售收入 (百万元)	149	565	828	1242	1615	2099
yoy	0%	279%	47%	50%	30%	30%
毛利润 (百万元)	22	141	170	124	161	315
五、生猪养殖业务						
出栏量 (万头)	46	70	65.52	110	200	350
yoy	53%	52%	-6%	68%	82%	75%
生猪均价 (元/公斤)	14.6	11.6	18.9	31.5	26.0	19.5
销售收入 (百万元)	805	893	1371	4089	6136	8054
yoy	21%	11%	54%	198%	50%	31%
毛利润 (百万元)	79	38	304	974	1416	1033
以上三项合并为农产品销售业务:						
销售收入 (百万元)	1206	1742	2741	5862	8547	11347
yoy	43%	44%	57%	114%	46%	33%
毛利润 (百万元)	147	239	617	1257	1777	1646
六、原料贸易						
销售收入 (百万元)	4354	4875	5199	5622	5959	6316
yoy	2%	12%	7%	8%	6%	6%
毛利润 (百万元)	124	152	156	45	149	189
七、其他业务 (涵盖内部抵消)						
销售收入 (百万元)	67	102	113	130	149	171
yoy	14%	53%	11%	15%	15%	15%
毛利润 (百万元)	43	67	81	84	97	111

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

基于上述关键假设点与盈利预测模型, 预计公司 2020-2022 年实现营业收入 604.8/772.0/972.2 亿元, 同比 +27.0%/+27.6%/+25.9%; 实现归母净利润 25.00/32.35/38.27 亿元, 同比+51.6%/+29.4%/+18.3%。

5.2 估值分析

绝对估值法：

考虑到海大集团业绩周期波动性较弱、成长确定性强，在农业领域上市公司中不论是外资青睐度或是机构投资者持股比例均处绝对的领先。公司多业务协同效应渐显，且业内大多数饲料企业已将发展重心转移（如转向生猪养殖），难以选取较为合适的可比公司进行相对估值（上文在 ROE 杜邦分析部分选取饲料行业公司主要对比 2018 年以前数据，近两年随着部分企业生猪养殖业务的快速扩张，已不具备明显可比性）。此外，我们认为公司主业毛利率稳定，市占率提升叠加盈利能力稳中有升的确定性强，未来有望实现稳定的收入增长及现金流表现。故采用 FCFF 绝对估值法对公司进行估值。

根据 FCFF 模型，基于 7.84% 的 WACC 与 2% 的永续增速（公司未来主业围绕农牧产业链延伸发展，伴随着居民生活消费水平的提升增长空间广阔，需求稳定可持续性较强，故给予 2% 的永续增速假设），进行绝对估值。海大集团作为中国农业行业质地最优良的公司之一，在当前时点核心竞争力有增无减，主营业务饲料板块市占率尚处低位，市占率提升确定性强；特种水产饲料占比不断增长驱动公司整体盈利水平与投资回报率提升的逻辑顺畅，两大核心逻辑仍将支撑海大下一个十年的发展。所以我们将公司 2023 年-2029 年设置为半显性阶段，收入增速 18%，高于行业整体增速。其次，中国农牧行业体量巨大，单就养殖业而言，从上游至下游涵盖种苗、疫苗、动保、兽药、养殖、饲料、屠宰、食品加工领域。而行业中当前落后产能占比仍占据相当一部分体量，未来随着城市化进程的不断推进，散户、落后产能持续退出，海大集团这样战略清晰管理层优秀的企业可发展空间广阔，故我们在 FCFF 估值中设置了十年的递减过度阶段，为 2030-2039 年。具体假设参数及估算结果见下表所示。

使用 FCFF 绝对估值法得出海大集团当前合理股价为 82.7 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 15：海大集团 WACC 假设及测算结果

加权资本成本	假设值	数据来源
无风险利率	2.50%	中美 10 年国债收益率均值
股票市场溢价	5.44%	申银万国证券研究所
Beta	1.1	申银万国证券研究所
股权成本(Ke)	8.48%	CAPM 公式
名义债务成本(Kd)	5%	根据历史平均水平预测
目标资产负债率	15%	依据历史（长期借款/总资产）预测
有效税率	16%	根据历史均值预测，主营农业板块享有税率优惠，具备可持续性
WACC	7.84%	加权平均

资料来源：申万宏源研究

表 16: 海大集团 FCFF 估值关键假设

估值阶段	年数	收入增长率	ROIC	EBIT Margin	WACC	少数股权 PB
显性阶段	3	—	—	—	7.84%	1
半显性阶段	7	18%	25%	12%		
递减过渡阶段	10	递减	趋于稳态	趋于稳态		
永续	After 20 年	2%	7.84%	5.5%		

资料来源：申万宏源研究

表 17: 海大集团 FCFF 估值结果

FCFF 估值 (百万元, 百万股)	价值
显性半显性递减过渡价值	45,334
终值	91,925
核心企业价值	137,259
加: 非核心长期投资	256
货币资金	1,850
交易性金融工具净值	26
企业总价值	139,390
减: 付息债务	4,276
少数股东权益价值	638
少数股东权益	638
少数股权 PB	0.00
股权价值	134,475
总股本	1,661
最新每股价值 (2021/4/1)	82.7

资料来源：申万宏源研究

6. 风险提示

1. 原材料价格波动风险

饲料生产的主要原材料为玉米、豆粕、鱼粉等大宗农产品，近年来国内国际农产品市场联动紧密，各主要产粮国的种植面积和收成变化、收储和补贴政策变化、进出口政策变动、海运等物流运力和成本波动、汇率变化等都可能给农产品价格带来较大的波动，进而对饲料和养殖的成本造成一定的影响，从而造成公司盈利水平的波动。

2. 自然灾害风险

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，甚至于会带来病害的规模化爆发。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，从而直接影响公司经营状况和盈利水平。

3. 动物疫病风险

随着环境变化和养殖业规模化发展，动物疫病也会时有发生，例如 2018 年 8 月份开始全国爆发的“非洲猪瘟病毒”，及前些年间出现的猪“蓝耳病毒”、对虾养殖的“EMS 疫病”和禽养殖中“H7N9 病毒”等病害影响。疫病发生会直接抑制养殖规模，短期减少对饲料的需求；重大动物疫病还可能会影响终端消费者的消费意愿，使得消费量下降，导致养殖业陷入阶段性低迷，进而延伸影响到饲料需求，对饲料企业的生产经营产生不利影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	42,157	47,613	60,484	77,201	97,220
营业收入	42,157	47,613	60,484	77,201	97,220
饲料业务	34,959	38,985	48,125	61,576	78,124
动保业务	473	574	746	970	1,261
其他业务	6,724	8,053	11,613	14,655	17,835
营业总成本	40,608	45,665	57,693	73,471	92,740
营业成本	37,616	42,223	53,432	67,789	85,730
饲料业务	34,959	38,985	48,125	61,576	78,124
动保业务	249	264	328	407	504
其他业务	2,407	2,974	4,979	5,806	7,101
税金及附加	53	61	77	98	124
销售费用	1,378	1,563	1,935	2,470	3,014
管理费用	967	1,191	1,512	1,853	2,333
研发费用	309	416	472	618	778
财务费用	219	212	264	642	761
其他收益	56	52	50	53	52
投资收益	151	160	210	230	250
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	13	8	0	0	0
信用减值损失	0	-23	0	0	0
资产减值损失	-66	-50	12	0	0
资产处置收益	0	4	3	2	3
营业利润	1,768	2,098	3,067	4,016	4,786
营业外收支	-2	-4	-1	-2	-2
利润总额	1,766	2,094	3,067	4,013	4,784
所得税	282	305	457	605	725
净利润	1,484	1,790	2,610	3,408	4,058
少数股东损益	47	141	109	173	232
归母净利润	1,437	1,649	2,500	3,235	3,827

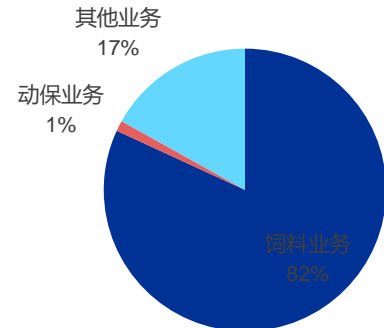
资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

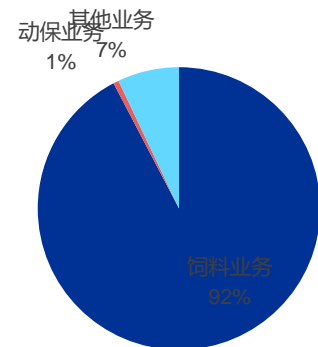
百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,484	1,790	2,610	3,408	4,058
加：折旧摊销减值	604	712	640	967	1,411
财务费用	195	234	264	642	761
非经营损失	-214	-247	-271	-332	-353
营运资本变动	-1,075	639	147	-625	-240
其它	42	120	192	-12	12
经营活动现金流	1,036	3,247	3,581	4,048	5,650
资本开支	1,859	2,300	2,598	3,069	3,976
其它投资现金流	-146	183	330	222	306
投资活动现金流	-2,006	-2,117	-2,268	-2,846	-3,670
吸收投资	137	18	0	0	0
负债净变化	2,269	-719	3,630	200	200
支付股利、利息	614	741	264	1,142	2,055
其它融资现金流	-51	-47	23	-5	-4
融资活动现金流	1,740	-1,488	3,389	-947	-1,860
净现金流	784	-334	4,703	254	120

资料来源：wind，申万宏源研究

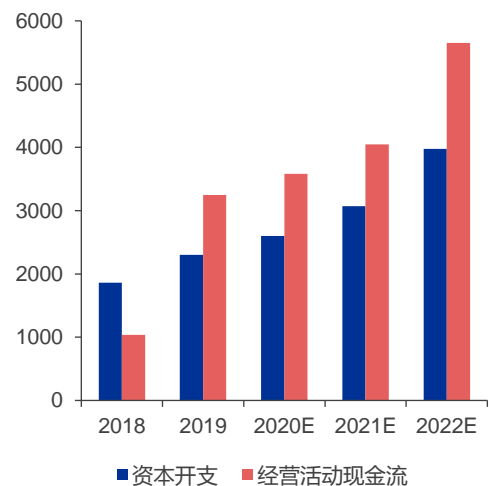
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流

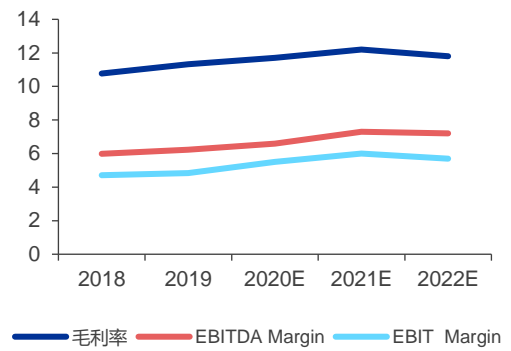


合并资产负债表

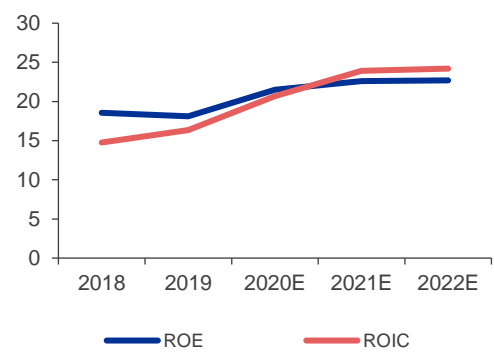
百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,292	8,735	15,767	18,075	20,318
现金及等价物	1,785	1,878	6,581	6,835	6,955
应收款项	2,034	1,672	2,235	2,624	2,972
存货净额	4,844	4,463	6,222	7,887	9,662
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	630	722	729	729	729
长期投资	362	318	265	238	188
固定资产	5,336	7,121	9,032	11,128	13,679
无形资产及其他资产	2,375	2,680	2,706	2,856	2,964
资产总计	17,366	18,854	27,771	32,297	37,149
流动负债	6,951	7,906	13,512	14,931	16,819
短期借款	2,747	3,070	6,000	6,000	6,000
应付款项	3,535	4,263	5,321	6,649	8,533
其它流动负债	668	573	2,192	2,282	2,286
非流动负债	2,191	1,206	1,906	2,106	2,306
负债合计	9,142	9,112	15,419	17,037	19,125
股本	1,581	1,580	1,661	1,661	1,661
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,760	1,946	1,865	1,865	1,865
其他综合收益	8	5	5	5	5
盈余公积	519	634	859	1,151	1,495
未分配利润	3,879	4,937	7,213	9,657	11,845
少数股东权益	478	638	748	920	1,152
股东权益	8,224	9,742	12,352	15,260	18,024
负债和股东权益合计	17,366	18,854	27,771	32,297	37,149

资料来源: wind, 申万宏源研究

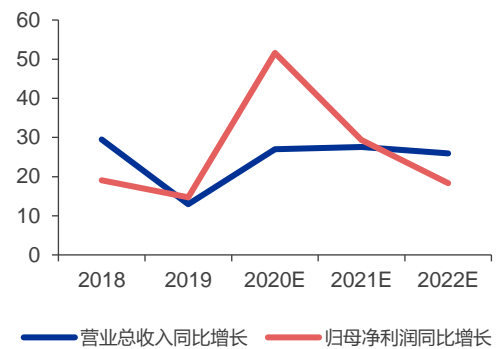
经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。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。