

分析师：唐俊男  
 登记编码：S0730519050003  
 tangjn@ccnew.com 021-50586738  
 研究助理：张蔓梓  
 登记编码：S0730120110019  
 zhangmz@ccnew.com 13681931564

## “一体两翼”稳健发展，市占率提升

——海大集团(002311)2021 年年报及 2022 年一季报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持(维持)

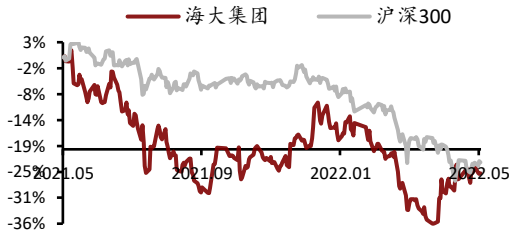
#### 市场数据(2022-05-18)

收盘价(元)	62.73
一年内最高/最低(元)	85.49/53.53
沪深 300 指数	3,991.91
市净率(倍)	7.05
流通市值(亿元)	1,040.14

#### 基础数据(2022-03-31)

每股净资产(元)	8.90
每股经营现金流(元)	-0.63
毛利率(%)	8.02
净资产收益率_摊薄(%)	1.36
资产负债率(%)	60.98
总股本/流通股(万股)	166,116.11/165,812.6
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

#### 相关报告

《海大集团(002311)公司点评报告：饲料业务量价齐升，龙头优势突显》 2022-03-23  
 《海大集团(002311)公司点评报告：一体两翼优势突显，助力龙头稳健发展》 2021-08-25

联系人：马敬琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2022 年 05 月 19 日

#### 投资要点：

- 公司 2021 年业绩符合快报，盈利能力短期承压。2021 年全年，公司实现营收 859.99 亿元，同比增长 42.56%；归母净利润 15.96 亿元，同比下降 36.73%；扣非后归母净利润 15.19 亿元，同比下降 38.22%；剔除生猪养殖板块，公司实现营业收入 813.57 亿元，同比增长 43.71%，实现归母净利润 24.92 亿元，同比增长 32.97%。2022 年一季度，公司盈利能力进一步承压。2022Q1，公司实现营收 199.53 亿元，同比增长 26.98%；实现归母净利润 2.01 亿元，同比下降 71.62%。公司盈利能力下降主要受到饲料产品原料价格上涨和猪价下跌的双面挤压，尤其是生猪养殖持续处于深度亏损周期，对公司业绩拖累较大。剔除生猪养殖业务，2022Q1 公司实现营业收入 185.79 亿元，同比增长 29.77%；实现归母净利润 5.03 亿元，同比增长 3.52%。
- 行业迎来量价齐升，养殖成本进一步增加。自 2021 年以来，生猪产能快速恢复，下游需求扩大，饲料迎来量价齐升的局面。2022 年 3 月在地缘政治事件催化下，全球农产品价格继续大幅上涨导致饲料价格在 2021 年的高基数上连续数次上调。根据饲料工业协会数据，2021Q1，国内饲料总产量 6720 万吨，同比增长 3.1%，整体处于 2018 年以来高位水平；从价格上来看，一季度玉米价格处于高位，豆粕价格大幅上涨，推动配合、浓缩饲料成本增加分别约 172 元/吨、243 元/吨，每公斤猪肉、鸡肉、鸡蛋分别增加饲料成本 0.6 元、0.5 元、0.3 元。受原料粮价格上涨的带动，国内饲料价格创出历史新高，养殖成本进一步提升。短期来看，生猪存栏量仍处于相对高位，对饲料的需求较为刚性，2022 年上半年饲料产量有望保持稳中增长态势，对饲料价格的高位运行起到支撑作用。长期来看，猪价处于周期底部区间，生猪产能仍在逐步去化阶段，饲料价格或随生猪产能而出现高位回调。
- 公司坚持“一体两翼”发展战略，市占率持续提升。2021 年，公司继续坚持以饲料为核心带动种苗、动保业务增长的“一体两翼”发展模式。饲料作为公司长期发展的核心业务，2021 年实现销售收入 698.26 亿元，占比 81.19%，较上年同期增长 43.19%。2021 年，公司共销售饲料产品 1963 万吨，同比增长 33.90%，在国内市占率也由 2020 年的 5.80% 增长至 6.69%。从细分产品来看，公司的禽饲料、猪饲料、水产饲料分别实现销量 944 万吨、460 万吨、467 万吨。其中，猪饲料和水产饲料的增速大幅领先于行业整体水平，禽饲料更是在行业整体产量下降 3.1% 的情况下迎来逆势增长 (+11%)。在饲料产品推动下公司的种苗、动保业务

持续增长，养殖服务体系进一步完善，核心竞争力增强。2021年，公司种苗、动保产品分别实现营收 8.55 亿元、8.92 亿元，同比分别增长 42.30%、34.27%。

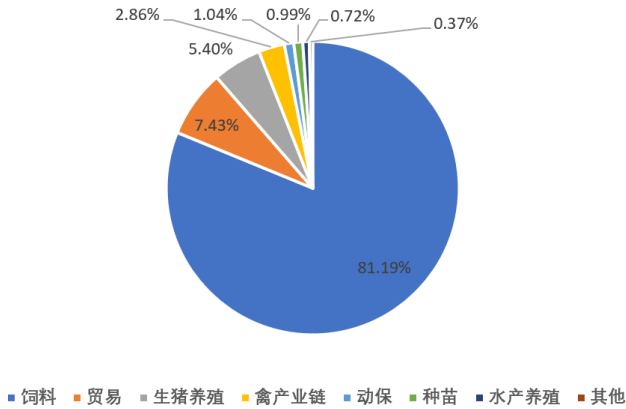
- **公司盈利能力受生猪养殖业务拖累下滑。**2021 年，公司整体销售毛利率为 8.49%，同比下降 3.17 个百分点；销售净利率为 2.11%，同比下降 2.61 个百分点。2021 年，猪价持续处于周期底部，公司生猪养殖板块亏损 8.96 亿元，受生猪养殖板块拖累导致公司盈利能力较 2020 年明显下滑。从细分板块来看，公司饲料业务毛利率为 9.08%，由于原材料价格上涨导致同比下降 1.24 个百分点；种苗业务毛利率为 51.22%，同比下降 1.78 个百分点；动保业务毛利率为 50.85%，同比增长 0.27 个百分点。公司种苗和动保业务在“一体两翼”的发展模式推动下迎来快速增长，且盈利水平相对较高，有望成为公司业绩新的增长点。
- **公司启动定增项目，实控人全额认购彰显长期发展信心。**2022 年 4 月 19 日，公司发布定增预案，拟募资不超过 15 亿元用于补充公司流动资金，此次定增将由公司实控人薛华全额认购。随着公司的经营发展，业务规模不断扩大，公司近年有息债务逐步攀升。截至 2022 年一季度，公司的资产负债率为 60.98%，较 2019 年末增长了 12.65 个百分点，通过此次定增有利于降低公司资产负债率，优化资本结构，提高公司抗风险能力，同时助力公司进一步扩大产能，提高公司在行业中的核心竞争力。目前，公司实控人薛华先生通过海灏投资间接持有公司股份，本次定增发行后，薛华先生将另外直接持有公司股份不超过 33,266,799 股，持股比例为 1.96%。公司实控人全额现金认购的方式有利于增强投资者信心，提升公司投资价值，进而实现公司股东利益最大化，切实保障中小股东利益。
- **维持公司“增持”评级。**考虑到行业周期波动和公司产能扩张情况，在公司市占率持续提升下，预计 2022-2024 年分别可实现营收 1077.25/1265.84/1456.35 亿元，归母净利润分别为 23.24/40.94/53.96 亿元，对应 EPS 为 1.40/2.46/3.25 元每股。根据饲料行业可比上市公司情况，给予公司 2022 年 29X 市盈率的估值，考虑到公司的龙头优势、未来行业集中度的提升以及猪周期的波动，给予公司一定的估值溢价，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格波动，猪价大幅波动及种苗业务推进不及预期。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	60324	85999	107725	126584	145635
增长比率（%）	26.70%	42.56%	25.26%	17.51%	15.05%
净利润（百万元）	2523	1596	2324	4094	5396
增长比率（%）	53.01%	-36.73%	45.61%	76.15%	31.82%
每股收益(元)	1.60	0.96	1.40	2.46	3.25
市盈率(倍)	40.94	76.35	44.84	25.46	19.31

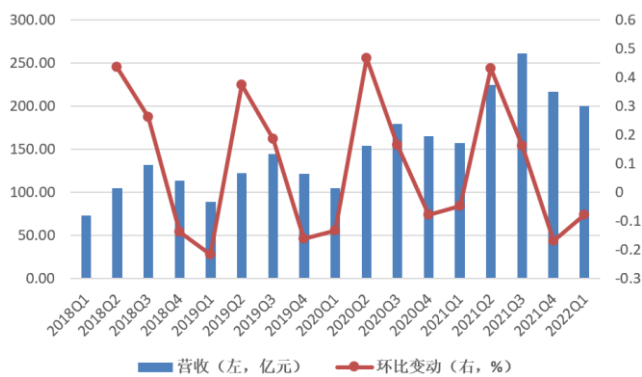
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：2021 年公司业务结构



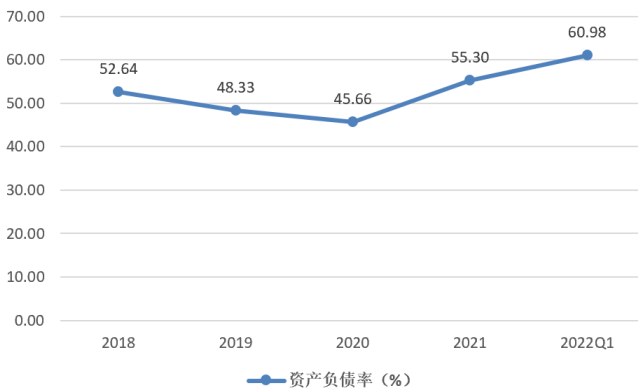
资料来源：公司公告，中原证券

图 3：2018-2022 年公司单季度营收及环比增速



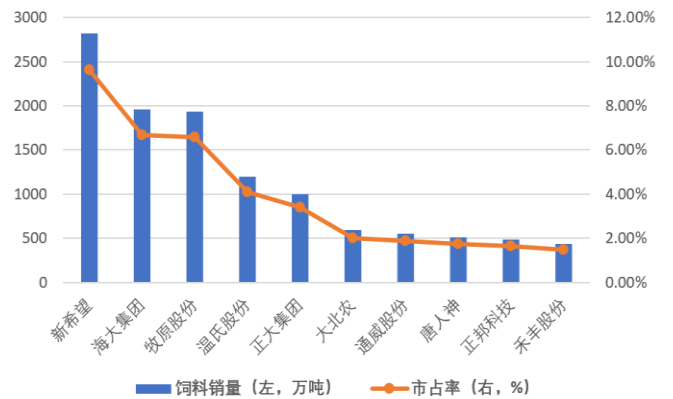
资料来源：Wind，中原证券

图 5：2018-2022 年公司资产负债率



资料来源：Wind，中原证券

图 2：2021 年中国饲料销量前十位公司情况



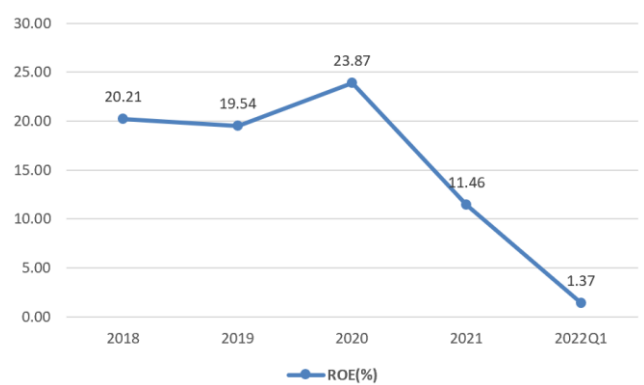
资料来源：中国饲料行业信息网，中原证券

图 4：2018-2022 年公司单季度归母净利润



资料来源：Wind，中原证券

图 6：2018-2022 年公司 ROE



资料来源：Wind，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>14264</b>	<b>16103</b>	<b>19430</b>	<b>26099</b>	<b>32024</b>
现金	2056	1740	1563	4383	8228
应收票据及应收账款	1085	1303	1969	2170	2455
其他应收款	732	780	902	1248	1326
预付账款	1871	2551	2561	3547	3879
存货	7255	8923	11629	13945	15330
其他流动资产	1264	806	806	806	806
<b>非流动资产</b>	<b>13262</b>	<b>19545</b>	<b>21128</b>	<b>20037</b>	<b>18541</b>
长期投资	59	301	401	514	666
固定资产	7704	11272	11203	8377	4916
无形资产	1257	1490	1987	2276	2615
其他非流动资产	4242	6482	7536	8871	10343
<b>资产总计</b>	<b>27527</b>	<b>35649</b>	<b>40558</b>	<b>46137</b>	<b>50564</b>
<b>流动负债</b>	<b>10849</b>	<b>13038</b>	<b>15354</b>	<b>16320</b>	<b>14673</b>
短期借款	4736	3782	3956	3391	0
应付票据及应付账款	2061	4459	4607	5390	6530
其他流动负债	4052	4797	6791	7539	8143
<b>非流动负债</b>	<b>1719</b>	<b>6677</b>	<b>6677</b>	<b>6677</b>	<b>6677</b>
长期借款	1161	4411	4411	4411	4411
其他非流动负债	558	2266	2266	2266	2266
<b>负债合计</b>	<b>12568</b>	<b>19715</b>	<b>22031</b>	<b>22997</b>	<b>21350</b>
少数股东权益	986	1472	1742	2261	2940
股本	1661	1661	1661	1661	1661
资本公积	5042	5128	5128	5128	5128
留存收益	7541	8609	10933	15027	20423
归属母公司股东权益	13973	14461	16785	20879	26274
<b>负债和股东权益</b>	<b>27527</b>	<b>35649</b>	<b>40558</b>	<b>46137</b>	<b>50564</b>

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>485</b>	<b>3138</b>	<b>6443</b>	<b>8929</b>	<b>13519</b>
净利润	2850	1811	2594	4613	6075
折旧摊销	897	1455	5499	6944	8247
财务费用	236	394	0	0	0
投资损失	-2	-385	-283	-301	-460
营运资金变动	-3557	-262	-1362	-2317	-336
其他经营现金流	61	124	-5	-10	-7
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4321</b>	<b>-4223</b>	<b>-6793</b>	<b>-5543</b>	<b>-6283</b>
资本支出	-3321	-4644	-6967	-5729	-6589
长期投资	-1268	65	-109	-115	-154
其他投资现金流	269	355	283	301	460
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4014</b>	<b>779</b>	<b>174</b>	<b>-566</b>	<b>-3391</b>
短期借款	1715	-954	174	-566	-3391
长期借款	340	3250	0	0	0
普通股增加	81	0	0	0	0
资本公积增加	2923	86	0	0	0
其他筹资现金流	-1045	-1603	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>187</b>	<b>-330</b>	<b>-176</b>	<b>2820</b>	<b>3845</b>

资料来源：聚源数据，中原证券

利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>60324</b>	<b>85999</b>	<b>107725</b>	<b>126584</b>	<b>145635</b>
营业成本	53292	78699	98205	113699	129752
营业税金及附加	69	103	130	150	174
营业费用	1343	1808	2733	2897	3363
管理费用	1559	2229	2757	3264	3752
研发费用	479	653	872	997	1144
财务费用	236	403	289	347	381
资产减值损失	-57	-72	-4	-1	-1
其他收益	102	91	138	170	179
公允价值变动收益	-12	47	0	0	0
投资净收益	2	385	283	301	460
资产处置收益	9	1	9	10	8
<b>营业利润</b>	<b>3347</b>	<b>2468</b>	<b>3166</b>	<b>5712</b>	<b>7714</b>
营业外收入	24	42	0	0	0
营业外支出	87	49	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3284</b>	<b>2462</b>	<b>3166</b>	<b>5712</b>	<b>7714</b>
所得税	435	651	572	1099	1639
<b>净利润</b>	<b>2850</b>	<b>1811</b>	<b>2594</b>	<b>4613</b>	<b>6075</b>
少数股东损益	327	215	270	519	679
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2523</b>	<b>1596</b>	<b>2324</b>	<b>4094</b>	<b>5396</b>
EBITDA	4528	3636	8684	12483	15663
EPS (元)	1.60	0.96	1.40	2.46	3.25

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	26.70%	42.56%	25.26%	17.51%	15.05%
营业利润 (%)	59.51%	-26.26%	28.28%	80.41%	35.06%
归属母公司净利润 (%)	53.01%	-36.73%	45.61%	76.15%	31.82%
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	11.66%	8.49%	8.84%	10.18%	10.91%
净利率 (%)	4.72%	2.11%	2.41%	3.64%	4.17%
ROE (%)	18.05%	11.04%	13.85%	19.61%	20.54%
ROIC	15.00%	6.85%	8.99%	13.52%	16.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	45.66%	55.30%	54.32%	49.85%	42.22%
净负债比率 (%)	84.02%	123.74%	118.91%	99.38%	73.08%
流动比率	1.31	1.24	1.27	1.60	2.18
速动比率	0.47	0.35	0.34	0.53	0.87
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.19	2.41	2.66	2.74	2.88
应收账款周转率	56.52	66.49	55.36	59.06	59.96
应付账款周转率	25.86	19.42	22.13	22.17	21.16
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.60	0.96	1.40	2.46	3.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.29	1.89	3.88	5.37	8.14
每股净资产 (最新摊薄)	8.41	8.71	10.10	12.57	15.82
<b>估值比率</b>					
P/E	40.94	76.35	44.84	25.46	19.31
P/B	7.79	8.42	6.21	4.99	3.97
EV/EBITDA	24.91	35.86	13.03	8.79	6.55

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。