

2025年03月15日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新战略拓宽业绩增量空间，25年有望实现大幅扭亏为盈

—粤海饲料（001313.SZ）公司动态研究报告

增持(首次)

投资要点

分析师：娄倩 S1050524070002

louqian@cfsc.com.cn

联系人：卫正 S1050124080020

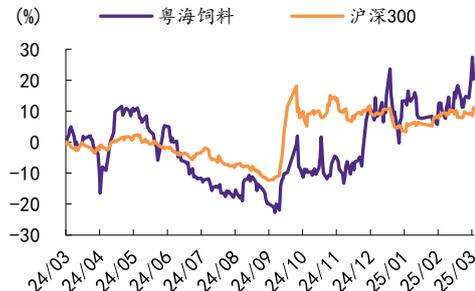
weizheng2@cfsc.com.cn

基本数据

2025-03-14

当前股价(元)	9.46
总市值(亿元)	66
总股本(百万股)	700
流通股本(百万股)	699
52周价格范围(元)	6.2-10.22
日均成交额(百万元)	55.85

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 受水产养殖行业低迷影响，2024 业绩盈利承压

粤海饲料公布 2024 年度业绩预告，预计实现归母净亏损 6900-9800 万元，扣非后归母净亏损 8100-11000 万元，自 IPO 公布业绩以来首次出现亏损的情况，盈利承压原因主要在于 2024 年度拟计提的减值损失，我们预计最终 2024 全年计提信用减值损失将会在 3 亿元以上，主要来源于近 3 年应收账款坏账准备。自 2022 年以来，因受疫情开放、水产品市场低迷、部分水产品市价低、2024 年台风极端天气等多重行业不利因素影响，行业水产养殖投苗节奏延后，养殖户资金无法正常回笼，导致部分客户延后结算货款。公司严格按会计准则相关规定执行，拟计提的信用减值对公司净利润产生较大影响。

■ “战春行动”助力饲料销量提升，持续拓宽业绩增长空间

粤海饲料自 2025 年年初起正式启动了“粤海创富行·战春行动”，计划助力广大养殖户实现创富增收。一方面，公司将通过技术创新和模式优化，实现降本增效，帮助养殖客户实现增产增收；另一方面，通过提供优质产品和技术指导，建立完善的市场服务体系，帮助养殖户解决销售难题，为实现“富农”目标保驾护航。即使是在水产养殖行业慢复苏的一个预期背景下，“战春行动”中构建的多方面优质服务体系，有望为公司吸引转化更多水产养殖客户，从而提升业绩增长空间，公司有望在 2025 年实现水产饲料销售量的高增长。并且公司将在与养殖户深度合作中，帮助客户降低水产养殖成本，提升养殖成功率，助力客户盈利。以这种间接的方式提升养殖户的回款能力，从而增强公司自身对于应收账款的管理能力。此外，在“战春行动”战略中，公司计划进一步加大对于水产种苗的研发力度，2024 年已将种苗业务板块重新归到集团上市公司主体中，进一步发挥自身的研发创新底蕴优势，提升种苗质量和产品竞争力，未来种苗业务有望成为公司收入新开源点。

■ 2025 预计持续加强回款力度，盈利有望重回增长正轨

截至 2024Q3 末，粤海饲料应收账款净额达 19.23 亿元，相较

2021 年底增幅 150.36%。公司十分重视回款问题，在公司端，持续加强对应收账款的回收管理，与养殖客户签订回款计划，制定并落实相应的回收考核指标与激励措施，激励客户对于过往以及目前欠款的还款积极性。同时在客户端，伴随国内水产养殖行业逐步恢复正常投苗节奏，养殖户盈利能力以及回款能力稳步回暖，公司预计将逐季度减轻应收账款回收压力。在公司端和客户端双重发力下，公司经过 2024 年信用减值之后，未来有望持续优化自 2022 年开始应收账款坏账的重担，业绩盈利将重新回到发展正轨。

■ 并购股权整合资源，持续提升市场竞争力

粤海饲料在 2024 年提出拟收购宜兴市天石饲料有限公司 51% 的股权，目的是整合目标公司在专项领域的专业优势，打造公司在水产饲料营养添加剂甜菜碱方面的行业领先地位。并且有望利用被收购公司在海外市场已有的业务布局，为粤海饲料打通海外市场发展渠道，培育公司利润新增长点。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 60.11、85.69、103.39 亿元，EPS 分别为-0.12、0.15、0.22 元，当前股价对应 PE 分别为-78.1、65.2、42.3 倍。公司自 2022 年开始多年受应收账款坏账影响，业绩盈利持续承压，该状况有望在 2025 年开始好转，“战春行动”持续拓宽业绩上升空间，故给予“增持”投资评级。

■ 风险提示

自然灾害和养殖疫病风险，产业政策变化风险，进出口贸易政策变动风险，水产饲料原材料市场行情波动风险，水产养殖行业投苗量恢复不及预期，公司产能扩张和销量提升不及预期风险，公司应收账款回款改善情况不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	6,872	6,011	8,569	10,339
增长率（%）	-3.1%	-12.5%	42.6%	20.7%
归母净利润（百万元）	41	-85	102	157
增长率（%）	-64.2%	-306.1%		54.1%
摊薄每股收益（元）	0.06	-0.12	0.15	0.22
ROE（%）	1.5%	-3.3%	3.8%	5.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,082	539	947	986
应收款	1,339	1,976	1,643	1,416
存货	728	704	751	749
其他流动资产	80	71	88	99
流动资产合计	3,229	3,291	3,429	3,251
非流动资产:				
金融类资产	32	32	32	32
固定资产	924	935	963	996
在建工程	16	48	64	72
无形资产	170	166	163	159
长期股权投资	8	8	8	8
其他非流动资产	289	289	289	289
非流动资产合计	1,406	1,446	1,486	1,525
资产总计	4,635	4,737	4,915	4,775
流动负债:				
短期借款	563	563	563	563
应付账款、票据	936	1,174	1,251	999
其他流动负债	150	150	150	150
流动负债合计	1,777	2,002	2,128	1,910
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	132	132	132	132
非流动负债合计	132	132	132	132
负债合计	1,909	2,134	2,260	2,042
所有者权益				
股本	700	700	700	700
股东权益	2,727	2,604	2,655	2,733
负债和所有者权益	4,635	4,737	4,915	4,775

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	41	-85	102	157
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	104	55	55	56
公允价值变动	0	2	1	1
营运资金变动	334	-379	396	-1
经营活动现金净流量	479	-408	554	213
投资活动现金净流量	34	-44	-43	-42
筹资活动现金净流量	-1055	-38	-51	-78
现金流量净额	-542	-490	460	93

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,872	6,011	8,569	10,339
营业成本	6,134	5,346	7,593	9,097
营业税金及附加	12	11	17	21
销售费用	193	180	274	331
管理费用	179	180	266	321
财务费用	39	25	25	25
研发费用	132	90	189	269
费用合计	543	476	754	945
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	2	1	1
投资收益	8	-3	5	5
营业利润	16	-141	121	197
加: 营业外收入	2	1	2	2
减: 营业外支出	3	1	3	3
利润总额	15	-142	120	196
所得税费用	-26	-57	18	39
净利润	41	-85	102	157
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	41	-85	102	157

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-3.1%	-12.5%	42.6%	20.7%
归母净利润增长率	-64.2%	-306.1%		54.1%
盈利能力				
毛利率	10.7%	11.1%	11.4%	12.0%
四项费用/营收	7.9%	7.9%	8.8%	9.1%
净利率	0.6%	-1.4%	1.2%	1.5%
ROE	1.5%	-3.3%	3.8%	5.7%
偿债能力				
资产负债率	41.2%	45.0%	46.0%	42.8%
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.3	1.7	2.2
应收账款周转率	5.1	3.0	5.2	7.3
存货周转率	8.4	7.6	10.1	12.2
每股数据(元/股)				
EPS	0.06	-0.12	0.15	0.22
P/E	160.9	-78.1	65.2	42.3
P/S	1.0	1.1	0.8	0.6
P/B	2.4	2.5	2.5	2.4

农业轻纺组介绍

姜倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 8 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外研究。

卫正：农业轻纺组组员，中国人民大学学士，香港科技大学硕士，2024 年 8 月入职华鑫证券研究所。

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。