

信义山证汇通天下

证券研究报告

饲料加工

海大集团（002311.SZ）

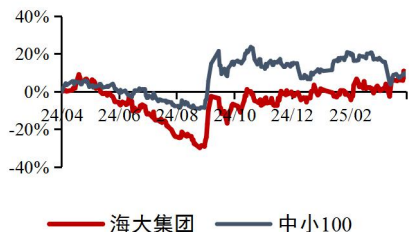
买入-A(维持)

饲料业务基本面进入回升周期

2025 年 4 月 25 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 4 月 24 日

收盘价（元）：	54.41
年内最高/最低（元）：	54.97/34.13
流通 A 股/总股本（亿股）：	16.63/16.64
流通 A 股市值（亿元）：	904.58
总市值（亿元）：	905.25

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益（元）：	0.77
摊薄每股收益（元）：	0.77
每股净资产（元）：	15.50
净资产收益率（%）：	5.15

资料来源：最闻

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

张彦博

执业登记编码：S0760524100001

邮箱：zhangyanbo@sxzq.com

➤ 公司披露 2024 年年报和 2025 年 1 季报。公司 2024 年实现营业收入 1146.01 亿元，同比-1.31%，归属净利润 45.04 亿元，同比+64.30%，EPS2.71 元，加权平均 ROE20.88%，同比上升 6.35 个百分点，利润分配预案为：每 10 股派发现金红利 11.00 元（含税）。公司 2025 年 1 季度实现营业收入 256.29 亿元，同比+10.60%，归属净利润 12.82 亿元，同比+48.99%，EPS0.77 元，加权平均 ROE5.29%，同比上升 1 个百分点。

➤ 公司饲料业务市场占有率进一步提升。根据中国饲料工业协会的披露，2024 年全国工业饲料总产量同比下降 2.1%，其中猪饲料同比下降 3.9%、蛋禽饲料同比下降 1.2%、肉禽饲料同比增长 2.6%、反刍动物饲料同比下降 13.3%、水产饲料同比下降 3.5%。在此行业大环境下，公司 2024 年饲料销量 2652 万吨（含内部养殖耗用量约 210 万吨），同比增长约 9%，国内饲料外销量 2206 万吨，同比增长约 5%，市场份额进一步提升。细分品种来看，禽料外销量 1265 万吨，同比增长约 12%；猪料外销量 564 万吨，同比小幅下滑约 3%；水产料外销量 585 万吨，同比增长约 11%；反刍料及其他等外销量 28 万吨。公司 2024 年饲料销售收入 912 亿元，同比-4.95%，毛利率 9.74%，同比增加 1.21 个百分点。公司 2025 年 1 季度实现饲料外销量约 595 万吨，同比增长约 25%。

➤ 公司水产饲料业务逆势增长。在水产料业务方面，公司近年调整集团内部竞争策略和进行重点市场资源投放，同时大力扶持优质客户和养殖户。公司 2024 年国内水产饲料外销量同比增长 8%，增速远超行业。细分品种来看，2024 年公司普水料同比大幅增长；虾蟹料同比增长可观，其中南美白对虾料同比增长 16%；小龙虾料全年下滑，主要原因在于：养殖密度过高叠加异常天气影响，导致过早结束养殖，旺季不旺；高档膨化鱼料（特水鱼料）因消费需求不足有所承压，前几年养殖量大幅增长的品种产能去化较为明显。

➤ 海外饲料业务处于高成长期。公司 2024 年海外地区饲料外销量 236 万吨，同比增长约 40%，其中水产料全年增长 25-30%，禽料增长 50%。公司水产料凭借产品力和养殖技术服务体系迅速获得养殖户青睐，在南美白对虾、罗非鱼两大品种上建立起竞争优势；禽种苗和饲料的结合给公司禽料业务带来明显的竞争优势。

➤ 种苗动保业务进一步夯实研发基础和布局。公司 2024 年种苗业务和动保业务分别实现营业收入 14 亿元和 8 亿元。公司在对虾育种方面已有 14 代系谱，每年保种 2000 多个家系，构成高遗传多样性的种质资源库；同时，公司在鱼苗产业持续坚守和投入，引进室内工厂化繁育，在罗非鱼品种的育、



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

繁、养环节均取得较大突破；此外，公司已在越南、印尼等国家投建水产种苗场，开启国际化战略布局。

➤ **生猪养殖业务稳健发展。**公司 2024 年生猪出栏约 600 万头，比 2023 年的 460 万头，增加约 140 万头。公司持续聚焦生猪养殖团队能力建设和轻资产模式创新，同时着力摸索并推行“外购仔猪、公司+家庭农场、锁定利润、对冲风险”的运营模式。

投资建议

➤ 我们预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 53.60/62.93/71.56 亿元，对应 EPS 为 3.22/3.78/4.30 元，当前股价对应 2025 年 PE 为 17 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 畜禽疫情导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	116,117	114,601	130,804	149,287	169,836
YoY(%)	10.9	-1.3	14.1	14.1	13.8
净利润(百万元)	2,741	4,504	5,360	6,293	7,156
YoY(%)	-7.2	64.3	19.0	17.4	13.7
毛利率(%)	8.5	11.3	10.7	10.6	10.6
EPS(摊薄/元)	1.65	2.71	3.22	3.78	4.30
ROE(%)	13.7	18.6	18.1	17.8	17.0
P/E(倍)	33.0	20.1	16.9	14.4	12.6
P/B(倍)	4.6	3.8	3.1	2.6	2.2
净利率(%)	2.4	3.9	4.1	4.2	4.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	20906	23489	30871	35935	44482
现金	5476	3478	6183	7651	10813
应收票据及应收账款	2069	2153	2666	2834	3423
预付账款	743	628	825	834	1053
存货	9936	11290	13313	14776	18980
其他流动资产	2681	5939	7884	9840	10213
非流动资产	23841	24651	25593	26989	29701
长期投资	217	280	378	484	589
固定资产	16841	17397	18239	19231	20790
无形资产	1796	1843	1875	1901	1903
其他非流动资产	4988	5132	5101	5373	6418
资产总计	44747	48141	56464	62923	74183
流动负债	18435	18535	21541	22130	26576
短期借款	1396	252	252	252	252
应付票据及应付账款	10641	10478	13805	13918	17644
其他流动负债	6398	7805	7485	7960	8680
非流动负债	5401	4509	4266	4067	3966
长期借款	3028	1770	1526	1327	1226
其他非流动负债	2373	2740	2740	2740	2740
负债合计	23835	23044	25807	26197	30542
少数股东权益	1264	1191	1391	1626	1894
股本	1664	1664	1664	1664	1664
资本公积	5416	5151	5151	5151	5151
留存收益	13358	17031	21479	26701	32640
归属母公司股东权益	19647	23905	29265	35101	41747
负债和股东权益	44747	48141	56464	62923	74183

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12698	7996	6728	5751	8991
净利润	2872	4676	5560	6528	7423
折旧摊销	1861	2016	1772	2003	2293
财务费用	513	370	448	452	460
投资损失	-246	9	-222	-182	-160
营运资金变动	6925	54	-822	-3053	-1021
其他经营现金流	774	872	-8	2	-4
投资活动现金流	-3820	-6406	-2484	-3219	-4841
筹资活动现金流	-5653	-3610	-1540	-1063	-989
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.65	2.71	3.22	3.78	4.30
每股经营现金流(最新摊薄)	7.63	4.81	4.04	3.46	5.40
每股净资产(最新摊薄)	11.81	14.37	17.59	21.10	25.09

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	116117	114601	130804	149287	169836
营业成本	106281	101640	116866	133423	151901
营业税金及附加	139	149	159	182	209
营业费用	2259	2608	2747	2986	3397
管理费用	2617	3188	3401	3732	4076
研发费用	785	860	994	1135	1359
财务费用	513	370	448	452	460
资产减值损失	-319	-484	-105	-105	-102
公允价值变动收益	-15	25	8	-2	4
投资净收益	246	-9	222	182	160
营业利润	3552	5507	6524	7662	8701
营业外收入	65	69	55	58	62
营业外支出	99	182	113	130	131
利润总额	3518	5394	6465	7590	8632
所得税	647	718	905	1063	1208
税后利润	2872	4676	5560	6528	7423
少数股东损益	130	172	200	235	267
归属母公司净利润	2741	4504	5360	6293	7156
EBITDA	5499	7437	8163	9448	10705

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.9	-1.3	14.1	14.1	13.8
营业利润(%)	-9.0	55.0	18.5	17.4	13.6
归属于母公司净利润(%)	-7.2	64.3	19.0	17.4	13.7
获利能力					
毛利率(%)	8.5	11.3	10.7	10.6	10.6
净利率(%)	2.4	3.9	4.1	4.2	4.2
ROE(%)	13.7	18.6	18.1	17.8	17.0
ROIC(%)	10.9	15.8	16.2	16.1	15.6
偿债能力					
资产负债率(%)	53.3	47.9	45.7	41.6	41.2
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.6	1.7
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
应收账款周转率	57.7	54.3	54.3	54.3	54.3
应付账款周转率	10.9	9.6	9.6	9.6	9.6
估值比率					
P/E	33.0	20.1	16.9	14.4	12.6
P/B	4.6	3.8	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	16.9	12.0	10.5	8.9	7.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

