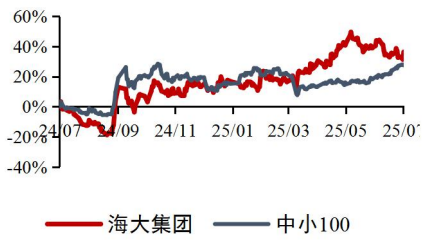
饲料加工　海大集团（002311.SZ）　买入-A(维持)

饲料业务基本面显著回升

2025 年 7 月 30 日　公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 7 月 30 日

收盘价（元）：	56.90
年内最高/最低（元）：	64.28/34.13
流通 A 股/总股本（亿股）：	16.63/16.64
流通 A 股市值（亿元）：	945.97
总市值（亿元）：	946.67

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元)：	1.59
摊薄每股收益(元)：	1.59
每股净资产(元)：	15.48
净资产收益率(%)：	10.75

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 2025 年半年报。**公司 2025 年上半年实现营业收入 588.31 亿元，同比增长 12.50%，归属净利润 26.39 亿元，同比增长 24.16%，EPS1.59 元，加权平均 ROE10.70%，同比提升 0.14 个百分点。公司 2025 年 2 季度单季实现营业收入 332.02 亿元，同比增长 14%，归属净利润 13.56 亿元，同比增长 7.26%。

➢ **饲料销量同比显著增长，市场份额进一步提升。**2025 年上半年全国工业饲料总产量 15850 万吨，同比增长 7.7%。公司 2025 年上半年实现饲料销量约 1470 万吨（含内部养殖耗用量约 105 万吨），同比增长约 25%，公司饲料业务的市场份额进一步提升。公司 2025 年上半年饲料产品销售收入 471.39 亿元，同比增长 14.02%，饲料整体毛利率 9.79%，同比基本持平。

➢ **禽料、猪料和水产料全面发力，增速比 2024 年回升明显。**公司 2025 年上半年禽饲料外销量约 730 万吨，同比增长约 24%；在下游养殖端禽肉和禽蛋价格持续低迷的行业环境下，公司积极发挥研发技术储备和专业优势，为产业赋能，积极扩大市场份额。公司 2025 年上半年猪饲料外销量约 340 万吨，同比增长约 43%；公司一方面主动调整客户结构，重点开拓具备养殖优势、生命力较强的生猪家庭农场和规模场，另一方面积极开发生猪专业养殖集团，为其提供原料采购、饲料配方技术、饲料生产、品质监控、防病治瘟等多种服务，并整体输出为其托管饲料工厂综合服务体系，2025 年上半年生猪养殖集团类客户的饲料产品销量取得显著增长。公司 2025 年上半年水产料外销量约 280 万吨，同比增长约 16%，水产养殖行业在经历前两年较为明显的产能去化后，大部分品种触底反弹，养殖利润普遍较好，投苗投料积极性较强。

➢ **公司海外饲料业务保持高增长。**公司 2025 年上半年海外地区饲料外销量同比增长约为 40%，持续保持高增长。公司在稳健发展已有布局区域的同时，积极开拓新区域，将国内成熟的竞争范式和核心优势复制到海外市场。公司在海外逐步布局种苗、动保产业，将目前海外“饲料产品力+服务体系”两个维度的竞争优势拓展到“优质种苗、优质饲料、优质动保、健康养殖模式、全面养殖管理指导”的养殖全链条的多维竞争优势。

➢ **种苗和动保业务积极开拓新品类。**公司动保业务 2025 年上半年实现营业收入 4.6 亿元，同比大致持平，公司紧贴市场需求实现产品创新升级，陆续推出功能料、保健料、酶制剂等各类创新产品，将动保产品与饲料合二为一，持续提升对养殖户的服务能力。公司 2025 年上半年种苗业务实现营业收入约 7.7 亿元，同比增长约 10%，已在越南、印尼等国家投建水产和禽的

种苗场，开启国际化战略布局。

➢ **养殖业务稳健发展。**生猪养殖业务方面，公司持续聚焦生猪养殖团队能力建设和轻资产模式创新，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。水产养殖方面，公司目前主要养殖品种为对虾等特种水产品，同时适当控制生鱼养殖规模，不断提升养殖专业水平。

投资建议

➢ 我们预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 53.37/62.40/70.89 亿元，对应 EPS 为 3.21/3.75/4.26 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	5,337	6,240	7,089
YoY(%)	-7.2	64.3	18.5	16.9	13.6
毛利率(%)	8.5	11.3	10.7	10.6	10.6
EPS(摊薄/元)	1.65	2.71	3.21	3.75	4.26
ROE(%)	13.7	18.6	19.2	18.8	18.1
P/E(倍)	33.3	20.3	17.1	14.6	12.9
P/B(倍)	4.6	3.8	3.3	2.8	2.4
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	29017	33569	41475
现金	5476	3478	4329	5285	7806
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	54610	60557	71176
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	1390	1623	1888
股本	1664	1664	1664	1664	1664
资本公积	5416	5151	5151	5151	5151
留存收益	13358	17031	21460	26638	32521
归属母公司股东权益	19647	23905	27412	32737	38745
负债和股东权益	44747	48141	54610	60557	71176

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	6732	5760	9003
净利润	2872	4676	5536	6473	7354
折旧摊销	1861	2016	1772	2003	2293
财务费用	513	370	476	515	540
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	-3398	-1584	-1641
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.65	2.71	3.21	3.75	4.26
每股经营现金流(最新摊薄)	7.63	4.81	4.05	3.46	5.41
每股净资产(最新摊薄)	11.81	14.37	16.48	19.68	23.29

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	476	515	540
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	6496	7598	8620
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	6438	7527	8551
所得税	647	718	901	1054	1197
税后利润	2872	4676	5536	6473	7354
少数股东损益	130	172	199	233	265
归属母公司净利润	2741	4504	5337	6240	7089
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	18.0	17.0	13.5
归属于母公司净利润(%)	-7.2	64.3	18.5	16.9	13.6
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	19.2	18.8	18.1
ROIC(%)	10.9	15.8	17.1	17.1	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	53.3	47.9	47.3	43.3	42.9
流动比率	1.1	1.3	1.3	1.5	1.6
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6
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	33.3	20.3	17.1	14.6	12.9
P/B	4.6	3.8	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	17.0	12.1	10.8	9.3	8.0

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

深圳
广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

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

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