

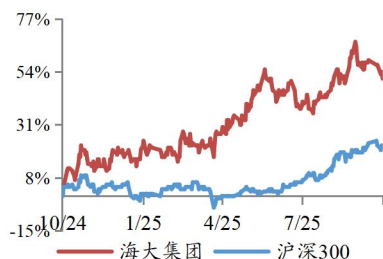
饲料增量有望突破 500 万吨，分拆上市计划助力海外发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-19

收盘价（元）	61.09
近 12 个月最高/最低（元）	68.48/40.60
总股本（百万股）	1,664
流通股本（百万股）	1,663
流通股比例（%）	99.93
总市值（亿元）	1,016
流通市值（亿元）	1,016

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1.海大集团（002311）中报点评：饲料增量接近全年目标，海外市场保持高增速 2025-07-29

2.海大集团（002311）年报季报点评：国内业务稳步增长，海外市场创造大机遇 2025-04-25

主要观点：

● 2025 年 1-9 月公司归母净利润 41.4 亿元，同比+14.3%

公司公布三季报：2025 年 1-9 月，实现收入 960.9 亿元，同比+13.2%，实现归母净利润 41.4 亿元，同比+14.3%，扣非后归母净利润 41.8 亿元，同比+18.7%；2025 年三季度末资产负债率 47.8%，同比-7.8pct。分季度看，2025Q1-Q3 公司分别实现收入 256.3 亿元、332.0 亿元、372.6 亿元，同比分别+10.6%、+14.0%、14.4%；分别实现归母净利润 12.8 亿元、13.6 亿元、15.0 亿元，同比分别+49.0%、+7.3%、+0.3%，Q3 净利润增速放缓与生猪业务亏损相关。

● 2025 年饲料外销增量有望突破 500 万吨，海外市场维持高增长

1H2025 公司饲料销量约 1,470 万吨（含内销 105 万吨），同比+25%，饲料外销增量约 284 万吨，其中，禽料外销量同比+24%、猪料外销量同比+43%、水产料外销量同比+16%。Q3 公司水产料、猪料外销量延续上半年快速增长态势，禽养殖亏损带来行业减产，Q3 禽料销量同比增速放缓，我们预计 2025 年公司饲料外销增量将突破 500 万吨。公司在海外市场已形成以越南、印尼为核心的东南亚市场，以埃及为桥头堡的非洲市场，以及以厄瓜多尔为据点的拉丁美洲市场布局，1H2025 公司海外饲料外销量同比+40%，Q3 仍保持高速增长。公司在成熟的采购、技术、服务等产品竞争优势基础上，结合当地养殖实际需求进行针对性改良、升级，在海外逐步布局种苗、动保产业，提前匹配客户和市场未来的竞争需要，将国内成熟的竞争范式和核心优势复制到海外市场，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”的养殖全链条多维竞争优势。

● 分拆上市预案发布，海大控股将聚焦并深耕海外市场发展

海大集团发布《关于分拆所属子公司海大国际控股有限公司至香港联交所主板上市的预案》。本次分拆实施前，海大集团拟将下属境外与饲料、种苗和动保产品生产经营相关的子公司股权重组至海大控股旗下；分拆完成后，海大集团将长期保持对海大控股的绝对控股，并承诺自海大控股于香港联交所上市日起 5 年内，持有海大控股股权比例不低于 75%。海大控股未来将聚焦并进一步深耕亚洲（不含东亚）、非洲和拉丁美洲三个地区，独立经营饲料、种苗和动保业务，分拆有助于海大控股专注于海外市场，并增强其经营、激励的独立性。海大控股最近三年模拟合并财务数据：2022-2024 年，营业收入分别为 70.68 亿元、90.97 亿元和 117.04 亿元，净利润分别为 2.94 亿元、5.31 亿元和 7.55 亿元；2022-2024 年末，资产总额分别为 43.8 亿元、51.95 亿元和 64.04 亿元，净资产分别为 12.08 亿元、30.01 亿元和 38.33 亿元。

● 投资建议

2025 年 1-9 月公司饲料外销量同比快速增长，全年增量目标有望突破 500 万吨，其中，海外饲料销量有望维持 40%高速增长。我们预计，

2025-2027 年公司饲料外销量分别达到 2953 万吨、3246 万吨、3567 万吨，同比分别增长 20.9%、9.9%、9.9%，生猪出栏量 648 万头、648 万头、680 万头，同比分别增长 8%、0%、5%，公司实现主营业务收入 1414.77 亿元、1598.36 亿元、1811.64 亿元，同比分别增长 23.5%、13.0%、13.3%，实现归母净利润 50.12 亿元、57.99 亿元、62.24 亿元，同比分别增长 11.3%、15.7%、7.3%，归母净利润前值 2025 年 51.58 亿元、2026 年 55.02 亿元、2027 年 59.09 亿元，本次下调主要原因是，调整了 2025-2027 年饲料销量、饲料吨利、生猪出栏量和猪价预期，维持“买入”评级不变。

● 风险提示

疫情；畜禽价格持续低迷；原材料价格大涨。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	114601	141477	159836	181164
收入同比（%）	-1.3%	23.5%	13.0%	13.3%
归属母公司净利润	4504	5012	5799	6224
净利润同比（%）	64.3%	11.3%	15.7%	7.3%
毛利率（%）	11.3%	9.7%	9.7%	9.4%
ROE（%）	18.8%	17.5%	16.9%	15.3%
每股收益（元）	2.71	3.01	3.49	3.74
P/E	18.10	20.28	17.53	16.33
P/B	3.41	3.56	2.96	2.50
EV/EBITDA	9.93	11.87	10.18	8.89

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	23489	33875	38649	52530	营业收入	114601	141477	159836	181164
现金	3478	8281	14046	21441	营业成本	101640	127779	144340	164177
应收账款	2126	2838	2696	3716	营业税金及附加	149	184	207	235
其他应收款	878	1389	1172	1730	销售费用	2608	2921	3272	3665
预付账款	628	790	892	1015	管理费用	3188	3602	4142	4764
存货	11290	15495	14749	19538	财务费用	370	86	-27	-144
其他流动资产	5088	5083	5095	5090	资产减值损失	-220	73	-27	-27
非流动资产	24651	24584	24481	24294	公允价值变动收益	25	0	0	0
长期投资	280	300	320	340	投资净收益	-9	0	0	0
固定资产	16931	16869	16724	16493	营业利润	5507	5991	6931	7439
无形资产	1796	1846	1996	2146	营业外收入	69	80	80	80
其他非流动资产	5644	5568	5441	5315	营业外支出	182	80	80	80
资产总计	48141	58458	63131	76825	利润总额	5394	5991	6931	7439
流动负债	18535	24991	24154	31399	所得税	718	797	922	990
短期借款	252	752	1252	1252	净利润	4676	5194	6009	6450
应付账款	5483	7373	7149	9369	少数股东损益	172	182	210	226
其他流动负债	12800	16866	15753	20778	归属母公司净利润	4504	5012	5799	6224
非流动负债	4509	3509	3009	3009	EBITDA	8399	8265	9077	9552
长期借款	1770	770	270	270	EPS (元)	2.71	3.01	3.49	3.74
其他非流动负债	2740	2740	2740	2740					
负债合计	23044	28501	27164	34408					
少数股东权益	1191	1373	1583	1809					
股本	1664	1664	1664	1664					
资本公积	5151	5151	5151	5151					
留存收益	17090	21770	27568	33792					
归属母公司股东权益	23905	28585	34384	40607					
负债和股东权益	48141	58458	63131	76825					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	成长能力				
经营活动现金流	7996	7611	7774	9403	营业收入	-1.3%	23.5%	13.0%	13.3%
净利润	4676	5194	6009	6450	营业利润	55.0%	8.8%	15.7%	7.3%
折旧摊销	2397	1861	1946	2030	归属于母公司净利	64.3%	11.3%	15.7%	7.3%
财务费用	389	155	139	137	获利能力				
投资损失	9	0	0	0	毛利率 (%)	11.3%	9.7%	9.7%	9.4%
营运资金变动	115	273	-447	659	净利率 (%)	3.9%	3.5%	3.6%	3.4%
其他经营现金流	4971	5047	6582	5917	ROE (%)	18.8%	17.5%	16.9%	15.3%
投资活动现金流	-6406	-1820	-1870	-1870	ROIC (%)	17.1%	16.0%	15.2%	13.8%
资本支出	-2981	-1800	-1850	-1850	偿债能力				
长期投资	-3452	-20	-20	-20	资产负债率 (%)	47.9%	48.8%	43.0%	44.8%
其他投资现金流	27	0	0	0	净负债比率 (%)	91.8%	95.1%	75.5%	81.1%
筹资活动现金流	-3610	-988	-139	-137	流动比率	1.27	1.36	1.60	1.67
短期借款	-1144	500	500	0	速动比率	0.60	0.69	0.94	1.01
长期借款	-1258	-1000	-500	0	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	2.47	2.65	2.63	2.59
资本公积增加	-264	0	0	0	应收账款周转率	54.80	54.80	54.80	54.80
其他筹资现金流	-944	-488	-139	-137	应付账款周转率	19.88	19.88	19.88	19.88
现金净增加额	-2040	4803	5765	7396	每股指标 (元)				
					每股收益	2.71	3.01	3.49	3.74
					每股经营现金流薄)	4.81	4.57	4.67	5.65
					每股净资产	14.37	17.18	20.67	24.41
					估值比率				
					P/E	18.10	20.28	17.53	16.33
					P/B	3.41	3.56	2.96	2.50
					EV/EBITDA	9.93	11.87	10.18	8.89

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。