

海大集团 (002311.SZ)

优于大市

2025 年三季报点评：饲料主业经营稳健，国际化战略稳步推进

核心观点

饲料主业经营稳健，中期目标 2030 年实现 5150 万吨饲料总量布局。公司 2025 年前三季度实现营收 960.94 亿元，同比+13.24%；实现归母净利润 41.42 亿元，同比+14.31%。其中，2025Q3 单季营收 372.63 亿元，同比+14.43%，归母净利润 15.04 亿元，同比+0.34%。分业务看，公司饲料主业表现强劲，销量延续增长，其中，水产料受益于行业景气度回升；猪料积极开发大客户，卓有成效。据公司公告，公司中期坚定 2030 年达到 5150 万吨销售总量的目标，未来将稳步提升国内产能利用率和市场份额，同时加快海外饲料业务的拓展。

海大控股拟分拆至港上市，进一步助力国际化战略推进。2025 上半年，公司海外饲料销量延续高增态势，同比增速约 40%，另外据公司公告，拟将控股子公司海大控股分拆至香港联交所主板上市，并且在分拆实施前，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，有望进一步拓宽公司融资渠道，提升国际影响力，助力公司国际化发展战略。海大集团自 2011 年底开始以越南水产料市场作为切入点进军海外市场，依托“饲料、种苗、动保、服务体系”等专业能力，有望从饲料产品力单维的优势逐步向产业链的多维优势多元拓展，并通过赋能当地养户，逐步在东南亚、非洲、南美扩大影响力，将国内成熟的竞争范式和核心优势复制到海外市场。

期间费用率同比下降，管理经营效率有望优化。公司 2025 年前三季度销售费用率同比-0.06pct 至 2.33%，管理+研发费用率同比-0.11pct 至 3.41%，财务费用率同比-0.15pct 至 0.21%。公司重视组织管理效率提升，充分发挥中台管理优势，通过构建“采购+研发+销售+生产”四位一体管理模式，确保内部快速联动，提高市场影响力，并推行三级研发体系，确保技术成果前瞻性、可持续输出及快速转化，能最大程度促进管理及研发效率加强，管理水平有望持续提升。

风险提示：天气异常及疫病影响饲料行业阶段性波动的风险。

投资建议：给予“优于大市”。公司管理层优势显著，在做专做稳主业的基础上，有序尝试、布局新业务。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 51.61/58.68/66.65 亿元，EPS 分别为 3.10/3.53/4.01 元。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	116,117	114,601	135,455	151,594	167,722
(+/-%)	10.9%	-1.3%	18.2%	11.9%	10.6%
净利润(百万元)	2741	4504	5161	5868	6665
(+/-%)	-7.2%	64.3%	14.6%	13.7%	13.6%
每股收益(元)	1.65	2.71	3.10	3.53	4.01
EBIT Margin	3.5%	5.4%	4.9%	5.0%	5.1%
净资产收益率 (ROE)	14.0%	18.8%	18.9%	19.1%	19.4%
市盈率 (PE)	35.8	21.8	19.0	16.7	14.7
EV/EBITDA	20.9	15.0	14.7	13.1	12.1
市净率 (PB)	5.00	4.11	3.60	3.19	2.86

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

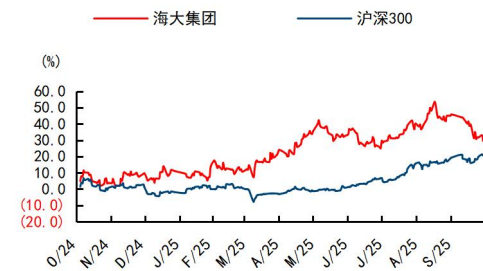
jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	56.69 元
总市值/流通市值	94318/94248 百万元
52 周最高价/最低价	68.48/43.47 元
近 3 个月日均成交额	491.08 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海大集团 (002311.SZ) - 持续进化的农牧白马，海外扩张有望打造业绩增长新曲线》——2025-08-06
- 《海大集团 (002311.SZ) - 2024 半年报点评：饲料市占率稳健增长，生猪养殖盈利弹性凸显》——2024-07-30
- 《海大集团 (002311.SZ) - 2024 年半年度业绩预告公告点评：2024H1 归母净利润预计同比增长 86.33%-100.06%，有望持续受益养殖周期景气上行》——2024-07-11
- 《海大集团 (002311.SZ) - 2023 年报及 2024 一季报点评：饲料主业经营稳健，生猪养殖成本下降》——2024-04-24

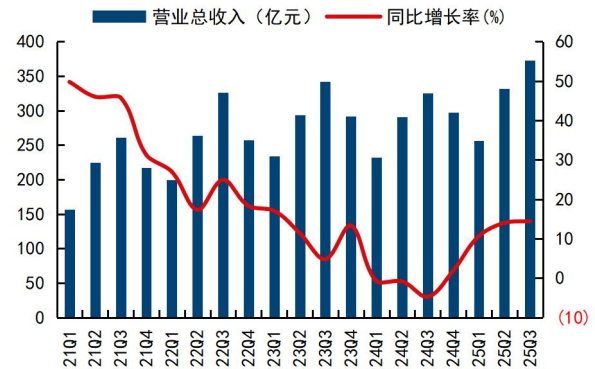
饲料主业经营稳健，持续推进国际化战略。公司 2025 年前三季度实现营收 960.94 亿元，同比+13.24%；实现归母净利润 41.42 亿元，同比+14.31%。其中，2025Q3 单季营收 372.63 亿元，同比+14.43%，归母净利润 15.04 亿元，同比+0.34%。分业务看，公司饲料主业表现强劲，销量延续增长，其中，水产料受益于行业景气度回升；猪料积极开发大客户，卓有成效。公司中期坚定 2030 年达到 5,150 万吨销售总量的目标，未来将稳步提升国内产能利用率和市场份额，同时加快海外饲料业务的拓展。

图1：海大集团营业收入及增速（单位：亿元、%）



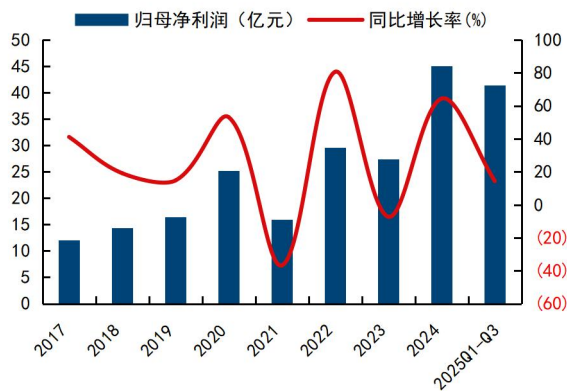
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海大集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



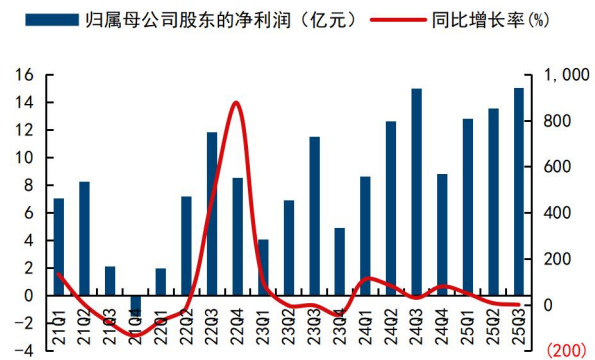
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海大集团归母净利润及增速（单位：亿元、%）



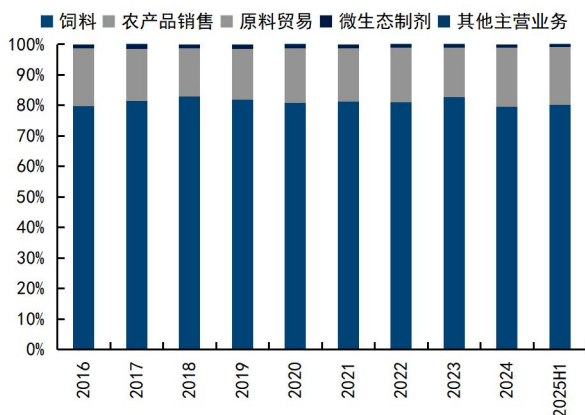
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：海大集团单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



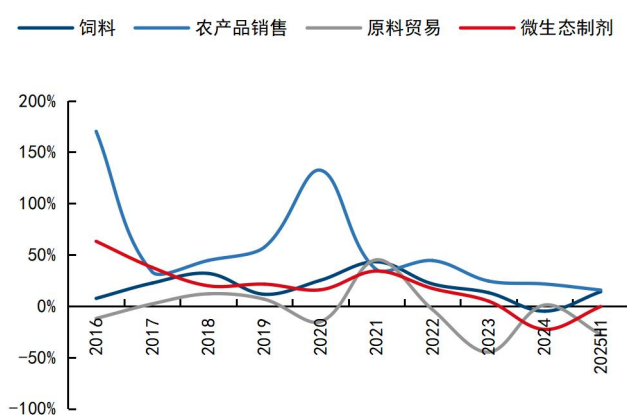
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 海大集团分业务营收占比 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

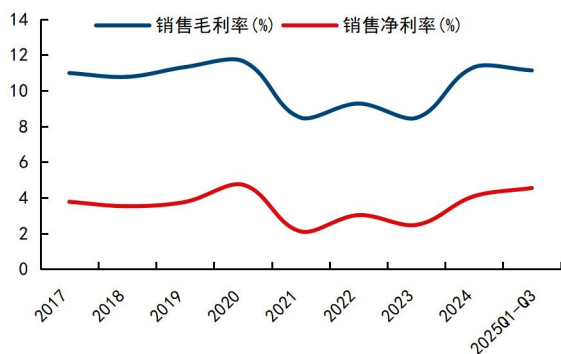
图6: 海大集团分业务营收增速 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

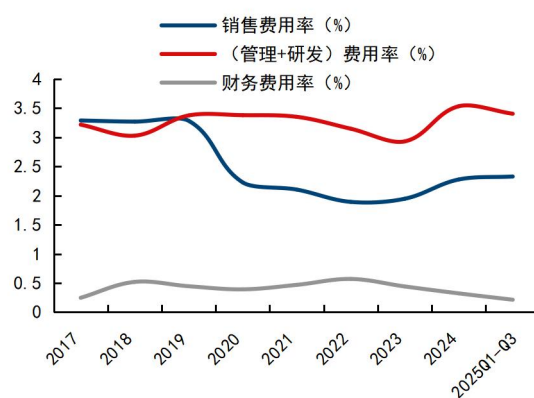
期间费用整体稳定，管理经营有望持续优化。2025Q1-Q3 毛利率同比-0.20pct 至 11.13%，净利率同比+0.07pct 至 4.54%。2025Q1-Q3 销售费用率同比-0.06pct 至 2.33%，管理+研发费用率同比-0.11pct 至 3.41%，财务费用率同比-0.15pct 至 0.21%。公司重视组织管理效率提升，充分发挥中台管理优势，通过构建“采购+研发+销售+生产”四位一体管理模式，确保公司内部快速联动，提高市场影响力，并推行三级研发体系，确保技术成果前瞻性、可持续输出及快速转化，能最大程度促进管理及研发效率加强，未来管理水平有望持续提升。

图7: 海大集团分毛利率及净利率情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 海大集团费用率情况 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

公司管理层优势显著，在做专做稳主业的基础上，有序尝试、布局新业务。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 51.61/58.68/66.65 亿元，EPS 分别为 3.10/3.53/4.01 元。。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5476	3478	6460	7188	11778	营业收入	116117	114601	135455	151594	167722
应收款项	3027	3031	3674	4070	4595	营业成本	106281	101640	120923	135294	149584
存货净额	9936	11290	13721	15320	16987	营业税金及附加	139	149	163	182	218
其他流动资产	1170	1024	1355	1364	1862	销售费用	2259	2608	3048	3396	3723
流动资产合计	20906	23489	30809	34102	41504	管理费用	2617	3188	3621	3983	4366
固定资产	17082	17357	18221	18820	18670	研发费用	785	860	1029	1181	1330
无形资产及其他	1766	1796	1726	1655	1584	财务费用	513	370	270	288	261
投资性房地产	4777	5217	5217	5217	5217	投资收益	246	(9)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	217	280	332	392	458	资产减值及公允价值变动	106	245	(13)	(18)	(25)
资产总计	44747	48141	56305	60187	67434	其他收入	(1110)	(1376)	(1029)	(1181)	(1330)
短期借款及交易性金融负债	2451	1482	2902	1741	2089	营业利润	3552	5507	6383	7248	8209
应付款项	10641	10478	12418	13862	15415	营业外净收支	(34)	(113)	(82)	(31)	(22)
其他流动负债	5342	6575	6294	6899	7473	利润总额	3518	5394	6301	7217	8187
流动负债合计	18435	18535	21614	22502	24978	所得税费用	647	718	939	1119	1261
长期借款及应付债券	3028	1770	3020	2210	3130	少数股东损益	130	172	201	230	261
其他长期负债	2373	2740	3090	3234	3332	归属于母公司净利润	2741	4504	5161	5868	6665
长期负债合计	5401	4509	6109	5443	6461	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	23835	23044	27723	27946	31439	净利润	2741	4504	5161	5868	6665
少数股东权益	1264	1191	1322	1460	1602	资产减值准备	69	98	12	4	(1)
股东权益	19647	23905	27260	30781	34393	折旧摊销	1799	1944	1879	2050	2198
负债和股东权益总计	44747	48141	56305	60187	67434	公允价值变动损失	(106)	(245)	13	18	25
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	513	370	270	288	261
每股收益	1.65	2.71	3.10	3.53	4.01	营运资本变动	6880	(121)	(1380)	193	(465)
每股红利	0.77	0.77	1.09	1.41	1.83	其它	(0)	25	118	134	142
每股净资产	11.81	14.37	16.38	18.50	20.67	经营活动现金流	11384	6205	5804	8267	8564
ROIC	11%	21%	22%	23%	26%	资本开支	(2650)	(2445)	(2701)	(2601)	(2001)
ROE	14%	19%	19%	19%	19%	其它投资现金流	(581)	(3371)	(933)	(560)	(123)
毛利率	8%	11%	11%	11%	11%	投资活动现金流	(3132)	(5879)	(3686)	(3221)	(2190)
EBIT Margin	3%	5%	5%	5%	5%	权益性融资	20	77	0	0	0
EBITDA Margin	5%	7%	6%	6%	6%	负债净变化	(2039)	(1258)	1250	(810)	920
收入增长	11%	-1%	18%	12%	11%	支付股利、利息	(1283)	(1282)	(1806)	(2347)	(3053)
净利润增长率	-7%	64%	15%	14%	14%	其它融资现金流	1586	2679	1420	(1161)	348
资产负债率	56%	50%	52%	49%	49%	融资活动现金流	(5037)	(2324)	864	(4318)	(1784)
股息率	1.3%	1.3%	1.8%	2.4%	3.1%	现金净变动	3216	(1998)	2982	728	4589
P/E	35.8	21.8	19.0	16.7	14.7	货币资金的期初余额	2261	5476	3478	6460	7188
P/B	5.0	4.1	3.6	3.2	2.9	货币资金的期末余额	5476	3478	6460	7188	11778
EV/EBITDA	20.9	15.0	14.7	13.1	12.1	企业自由现金流	9325	4716	3475	6029	6923
						权益自由现金流	8873	6137	5916	3815	7970

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032