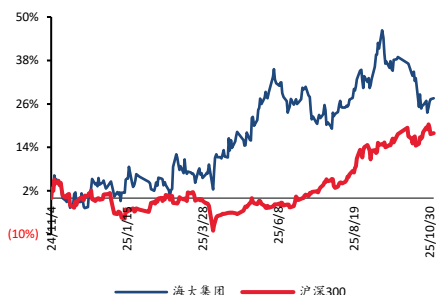


海大集团：饲料主业延续增长势头，海外业务发展进入新阶段

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 16.64/16.63
总市值/流通(亿元) 973.63/972.91
12 个月内最高/最低价 68.48/44.2 (元)

相关研究报告

<<年报&一季报点评：饲料养殖双轮驱动，业绩持续快速增长>>—2025-04-24

<<年报点评：饲料销量逆市增长，市占率进一步提升>>—2023-04-30

<<季报点评：养殖业务大幅扭亏为盈，饲料业务持续逆势增长>>—2022-10-24

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190511050002

事件：公司近日发布 2025 年 3 季报。2025 年前 3 季度，公司实现营收 960.94 亿元，同比增长 13.24%；归母净利润为 41.42 亿元，同比增长 14.31%；扣非后归母净利润为 41.77 亿元，同比增长 18.71%；基本 EPS 为 2.49 元。其中，3 季度单季实现营收 372.63 亿元，同比增长 14.43%；归母净利润为 15.03 亿元，同比增长 0.34%；扣非后归母净利润为 15.22 亿元，同比增长 2.49%；点评如下：

饲料主业延续增长势头。3 季度，公司饲料业务规模增长且进入旺季，增长势头良好。单 3 季度，公司收入同比增速为 14.43%，延续了 2 季度的良好增长势头；销售毛利率和销售净利率为 10.18%和 4.28%，两项指标数值均处于近 4 年来同期的次高水平，仅低于 2024 年同期。饲料业务近年来在海外市场的产能扩张步伐较快，产能快速爬坡带来了饲料产销量的持续增长，发展目标是到 2030 年饲料销量达 5150 万吨，其中海外市场饲料外销中期目标为 720 万吨。

海外市场业务拟分拆上市，进入崭新发展阶段。公司拟将控股子公司海大控股分拆至香港联交所主板上市。本次分拆实施前，公司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，目前相关重组工作尚在推进过程中。根据海大控股最近三年模拟合并财务数据，2022-2024 年，海大控股营业收入分别为 70.68 亿元、90.97 亿元和 117.04 亿元，海大控股净利润分别为 2.94 亿元、5.31 亿元和 7.55 亿元。分拆完成后，海大控股主营业务聚焦于亚洲（不含东亚）、非洲和拉丁美洲三个地区。公司在这些境外地区的业务正处于资本密集型的高速扩张期，需要持续的资金投入。我们认为，此次分拆符合公司国际化发展战略，通过分拆于香港联交所上市，不仅可以境外募集资金用于上述区域建设现代化饲料生产基地，还可以利用香港国际化平台的优势，吸引更多的境外投资者，进一步提升公司在国际市场的品牌知名度和影响力，增强国际消费者和合作伙伴对公司的了解，有利于进一步拓展境外市场，因此对其海外业务发展前景十分看好。

盈利预测及评级：给予“增持”评级。预计公司 25-26 年归母净利润为 50.14/61.6 亿元，摊薄 EPS 为 3.01/3.7 元，对应 PE 为 19.4/15.8 倍，给予“买入”评级。

风险因素：猪价变化不达预期，饲料销量增长不达预期

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	114,601	124,437	138,289	154,753
营业收入增长率(%)	31.77%	2.10%	15.68%	10.65%
归母净利(百万元)	4,504	5,014	6,160	6,783
净利润增长率(%)	64.30%	11.33%	22.86%	10.10%
摊薄每股收益(元)	2.71	3.01	3.70	4.08
市盈率(PE)	21.62	19.42	15.80	14.35

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,476	3,478	6,797	12,140	16,217
应收和预付款项	2,812	2,781	3,453	4,455	5,373
存货	9,936	11,290	12,330	13,716	15,418
其他流动资产	2,681	5,939	6,669	6,536	6,915
流动资产合计	20,906	23,489	29,249	36,847	43,923
长期股权投资	217	280	322	371	426
投资性房地产	30	93	0	0	0
固定资产	18,754	19,697	18,449	17,233	16,042
在建工程	688	427	413	407	403
无形资产开发支出	1,796	1,843	1,777	1,716	1,661
长期待摊费用	191	295	295	295	295
其他非流动资产	2,165	2,017	2,086	2,165	2,252
资产总计	44,747	48,141	52,592	59,034	65,002
短期借款	1,396	252	250	250	250
应付和预收款项	6,671	7,738	7,616	8,864	9,635
长期借款	3,028	1,770	1,700	1,700	1,700
其他负债	12,741	13,284	12,926	14,287	15,602
负债合计	23,835	23,044	22,492	25,101	27,187
股本	1,664	1,664	1,664	1,664	1,664
资本公积	5,416	5,151	5,151	5,151	5,151
留存收益	13,358	17,031	10,540	14,194	17,896
归母公司股东权益	19,647	23,905	28,728	32,382	36,084
少数股东权益	1,264	1,191	1,371	1,551	1,731
股东权益合计	20,911	25,096	30,099	33,933	37,815
负债和股东权益	44,747	48,141	52,592	59,034	65,002

现金流量表(百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	12,698	7,996	4,114	8,169	7,350
投资性现金流	-3,820	-6,406	-254	-390	-409
融资性现金流	-5,653	-3,610	-541	-2,435	-2,865
现金增加额	3,225	-2,020	3,318	5,343	4,077

利润表(百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	116,117	114,601	124,437	138,289	154,753
营业成本	106,281	101,640	111,203	122,980	137,814
营业税金及附加	139	149	161	179	201
销售费用	2,259	2,608	2,684	2,962	3,353
管理费用	3,402	4,048	4,190	4,594	5,206
财务费用	513	370	45	-72	-216
资产减值损失	-121	-220	-238	-265	-296
投资收益	246	-9	164	97	111
公允价值变动	-15	25	0	0	0
营业利润	3,876	6,023	6,556	8,008	8,802
其他非经营损益	3,518	5,394	6,452	7,901	8,676
利润总额	3,518	5,394	6,452	7,901	8,676
所得税	647	718	1,258	1,561	1,713
净利润	2,872	4,676	5,194	6,340	6,963
少数股东损益	130	172	180	180	180
归母股东净利润	2,741	4,504	5,014	6,160	6,783

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	3.58%	5.56%	5.17%	5.67%	5.48%
销售净利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入增长率	1.28%	31.77%	2.10%	15.68%	10.65%
EBIT 增长率	-9.26%	62.84%	11.08%	22.07%	9.82%
净利润增长率	-7.21%	64.30%	11.33%	22.86%	10.10%
ROE	9.32%	13.63%	13.21%	15.58%	20.24%
ROA	14.26%	20.33%	18.82%	19.80%	19.41%
ROIC	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EPS (X)	1.65	2.71	3.01	3.70	4.08
PE (X)	35.52	21.62	19.42	15.80	14.35
PB (X)	4.96	4.07	3.39	3.01	2.70
PS (X)	0.84	0.85	0.78	0.70	0.63
EV/EBITDA (X)	19.64	15.03	13.36	11.24	10.35

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。