

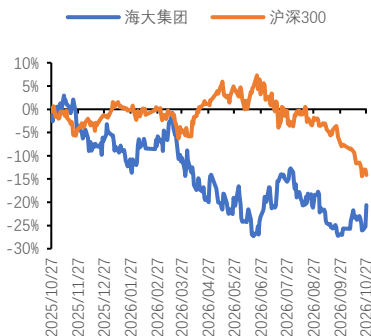
饲料业务稳步增长，海外布局增经营韧性

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-10-28

收盘价（元）	45.00
近 12 个月最高/最低（元）	58.88/40.32
总股本（百万股）	1,657
流通股本（百万股）	1,656
流通股比例（%）	99.93
总市值（亿元）	743
流通市值（亿元）	742

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：饲料业务稳健增长，全球化布局增经营韧性 2026-08-26

2.海大集团 (002311) 年报季报点评：饲料业务超预期增长，打造生猪养殖稳健模式 2026-04-30

主要观点：

● 2026Q3 归母净利 12.96 亿元，同比-13.8%

公司公布三季报：2026 年 1-9 月实现收入 1033.5 亿元，同比+7.6%，归母净利 29.1 亿元，同比-29.8%，扣非后归母净利 24.0 亿元，同比-42.5%，经营活动产生的现金流量净额 60.6 亿元，同比+20.7%。分季度看，2026Q1-Q3 公司实现收入 290.1 亿元、352.3 亿元、391.1 亿元，同比+13.2%、+6.1%、+5.0%，归母净利润 8.87 亿元、7.24 亿元、12.96 亿元，同比-30.8%、-46.6%、-13.8%。

● Q4 水产料销量有望恢复增长，2026 年饲料销售增量或达到 210 万吨

1H2026 公司饲料外销量（含国内和海外）1478 万吨，同比+8.3%；其中，禽料外销量 722 万吨，同比微降约 1%，猪料外销量 391 万吨，同比+15%左右，水产料外销量 340 万吨，同比+21%左右，反刍料及其他等外销量 25 万吨。我们判断，①得益于黄羽鸡等盈利情况改善，禽料销售增速在 Q3、Q4 会逐步回升，全年增量有望达到 60-70 万吨；②生猪养殖持续亏损叠加去年同期高基数，猪料销售增速在 Q3、Q4 将明显放缓，全年增量 60-70 万吨；③受鱼粉价格大涨、整体投喂节奏推迟等因素影响，水产料经历了价格体系和利润体系调整，Q4 水产料销售有望同比增长，全年增量有望达到 70 万吨。我们预计 2026 年新增饲料销量将达到 210 万吨左右。

● 海外饲料销量增速有所放缓，稳步推进海外产能建设和海外市场拓展

公司布局的东南亚、拉美、非洲为代表的新兴市场养殖业正处于从传统散养向现代化、规模化转型的关键窗口期，对优质饲料、先进种苗、专业养殖技术需求旺盛，1H2026 公司海外饲料销量同比增长逾 25%。由于公司在部分地区已开始面临产能瓶颈，我们预计今年下半年海外饲料销量同比增速将有所放缓，公司将积极推进海外市场拓展与产能建设。2026 年 9 月末，公司在建工程余额 10.8 亿元，同比+6.1 亿元，较 6 月末+2.1 亿元，主要是海外在建工厂增加；9 月末，公司短期借款 27.4 亿元，同比+19.3 亿元，主要是海外借款增加；9 月末，公司应收账款 60.5 亿元，创历史新高，同比+9.1 亿元，较 6 月末+6.4 亿元。

● 投资建议

我们预计，2026-2028 年公司饲料外销量分别达到 3,221 万吨、3,484 万吨、3,766 万吨，同比分别+7.9%、+8.2%、+8.1%，生猪出栏量 648 万头、622 万头、641 万头，同比分别+0%、-4%、+3%，公司实现主营业务收入 1451.2 亿元、1613.7 亿元、1786.0 亿元，同比分别+13.0%、+11.2%、+10.7%，实现归母净利润 39.87 亿元、54.56 亿元、57.59 亿元，同比分别-6.9%、+36.9%、+5.5%。归母净利润前值 2026 年 43.06 亿元、2027 年 57.14 亿元、2028 年 60.26 亿元，本次下调主要原因是，调整了 2026-2028 年饲料销量、饲料销售价格、饲料吨成本、生猪价格、生猪出栏量预期，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	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	128468	145115	161365	178603
收入同比（%）	12.1%	13.0%	11.2%	10.7%
归属母公司净利润	4280	3987	5456	5759
净利润同比（%）	-5.0%	-6.9%	36.9%	5.5%
毛利率（%）	10.3%	9.1%	9.8%	9.7%
ROE（%）	17.7%	14.7%	16.8%	15.0%
每股收益（元）	2.58	2.41	3.29	3.48
P/E	21.47	18.63	13.61	12.90
P/B	3.80	2.75	2.28	1.94
EV/EBITDA	11.44	9.83	7.29	6.19

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				单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E				
流动资产	21738	30071	35729	47623				
现金	3203	8139	13586	21441				
应收账款	2979	2637	3474	3322				
其他应收款	679	1080	876	1288				
预付账款	898	1028	1134	1258				
存货	11372	14578	14042	17698				
其他流动资产	2608	2608	2616	2617				
非流动资产	25852	25383	24856	24271				
长期投资	306	326	346	366				
固定资产	17008	16369	15671	14916				
无形资产	1898	1948	1998	2048				
其他非流动资产	6640	6740	6840	6940				
资产总计	47591	55454	60584	71894				
流动负债	19014	23823	23160	28354				
短期借款	1164	1164	1164	1164				
应付账款	5726	7109	7047	8652				
其他流动负债	12124	15550	14949	18538				
非流动负债	3077	3077	3077	3077				
长期借款	250	250	250	250				
其他非流动负债	2827	2827	2827	2827				
负债合计	22091	26900	26237	31431				
少数股东权益	1251	1498	1836	2192				
股本	1664	1664	1664	1664				
资本公积	4614	3683	3683	3683				
留存收益	17971	21709	27166	32924				
归属母公司股东权益	24249	27056	32512	38271				
负债和股东权益	47591	55454	60584	71894				

现金流量表				单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E				
经营活动现金流	6260	7724	7055	9463				
净利润	4545	4234	5794	6116				
折旧摊销	2531	1889	1947	2005				
财务费用	254	138	138	138				
投资损失	42	0	0	0				
营运资金变动	-1151	1263	-1024	1004				
其他经营现金流	5736	3170	7018	5312				
投资活动现金流	-1342	-1470	-1470	-1470				
资本支出	-3239	-1450	-1450	-1450				
长期投资	1867	-20	-20	-20				
其他投资现金流	31	0	0	0				
筹资活动现金流	-5176	-1318	-138	-138				
短期借款	912	0	0	0				
长期借款	-1520	0	0	0				
普通股增加	0	0	0	0				
资本公积增加	-537	-931	0	0				
其他筹资现金流	-4030	-387	-138	-138				
现金净增加额	-328	4936	5447	7854				

利润表				单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E				
营业收入	128468	145115	161365	178603				
营业成本	115193	131904	145479	161336				
营业税金及附加	164	186	206	228				
销售费用	2839	2981	3279	3607				
管理费用	3700	4070	4680	5382				
财务费用	255	74	-25	-134				
资产减值损失	-47	0	0	0				
公允价值变动收益	-27	0	0	0				
投资净收益	-42	0	0	0				
营业利润	5243	4878	6658	7024				
营业外收入	69	70	70	70				
营业外支出	129	120	120	120				
利润总额	5183	4828	6608	6974				
所得税	638	594	813	858				
净利润	4545	4234	5794	6116				
少数股东损益	265	247	338	357				
归属母公司净利润	4280	3987	5456	5759				
EBITDA	8131	7141	8880	9196				
EPS（元）	2.58	2.41	3.29	3.48				

主要财务比率				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	12.1%	13.0%	11.2%	10.7%
营业利润	-4.8%	-7.0%	36.5%	5.5%
归属于母公司净利	-5.0%	-6.9%	36.9%	5.5%
获利能力				
毛利率（%）	10.3%	9.1%	9.8%	9.7%
净利率（%）	3.3%	2.7%	3.4%	3.2%
ROE（%）	17.7%	14.7%	16.8%	15.0%
ROIC（%）	16.6%	14.1%	15.8%	14.2%
偿债能力				
资产负债率（%）	46.4%	48.5%	43.3%	43.7%
净负债比率（%）	86.6%	94.2%	76.4%	77.7%
流动比率	1.14	1.26	1.54	1.68
速动比率	0.47	0.59	0.87	1.00
营运能力				
总资产周转率	2.68	2.82	2.78	2.70
应收账款周转率	50.33	50.33	50.33	50.33
应付账款周转率	20.55	20.55	20.55	20.55
每股指标（元）				
每股收益	2.58	2.41	3.29	3.48
每股经营现金流	3.78	4.66	4.26	5.71
每股净资产	14.57	16.33	19.62	23.09
估值比率				
P/E	21.47	18.63	13.61	12.90
P/B	3.80	2.75	2.28	1.94
EV/EBITDA	11.44	9.83	7.29	6.19

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达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。