

信义山证汇通天下

证券研究报告

饲料加工

海大集团（002311.SZ）

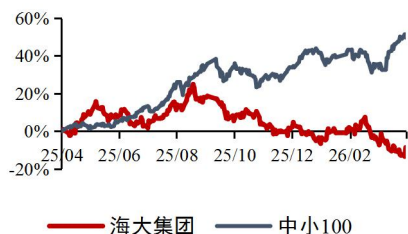
买入-A(维持)

公司海外饲料业务高速发展

2026 年 4 月 29 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 4 月 28 日

收盘价（元/股）：	49.12
年内最高/最低（元/股）：	68.48/46.26
流通 A 股/总股本（亿股）：	16.44/16.45
流通 A 股市值（亿元）：	807.61
总市值（亿元）：	808.21

基础数据：2026 年 3 月 31 日

基本每股收益(元/股)：	0.54
摊薄每股收益(元/股)：	0.54
每股净资产(元/股)：	16.11
净资产收益率(%)：	3.53

资料来源：常闻

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

徐风

执业登记编码：S0760519110003

邮箱：xufeng@sxzq.com

➤ 公司披露 2025 年年报和 2026 年 1 季报。公司 2025 年实现营业收入 1284.68 亿元，同比+12.10%，归母净利润 42.80 亿元，同比-4.97%，EPS2.58 元，加权平均 ROE17.42%，利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金红利 11 元（含税）。2025 年业绩小幅下滑主要是受到生猪养殖业务的盈利波动影响所致，公司 2025 年生猪养殖业务利润同比下降 9 亿元以上。公司 2026 年 1 季度实现营业收入 290.10 亿元，同比+13.19%，归母净利润 8.87 亿元，同比-30.82%，EPS0.54 元，加权平均 ROE3.55%。

➤ 公司饲料业务市场占有率进一步提升。根据中国饲料工业协会的披露，2025 年全国工业饲料总产量同比增长 8.6%，其中猪饲料同比增长 15.6%、蛋禽饲料同比增长 1.4%、肉禽饲料同比增长 3.5%、反刍动物饲料同比增长 1.8%、水产饲料同比增长 2.7%。在此行业大环境下，公司 2025 年饲料销量 3208 万吨（含内部养殖耗用量约 222 万吨），同比增长约 21%，其中 2025 年国内饲料外销量 2640 万吨，同比增长约 20%，市场占有率进一步提升。公司 2025 年国内和海外市场的总外销量为 2986 万吨，分品种看，禽料外销量 1470 万吨，同比增长约 16%；猪料外销量 770 万吨，同比增长约 37%；水产料外销量 696 万吨，同比增长约 19%；反刍料及其他品类外销量 50 万吨。公司 2025 年饲料销售收入 1052.58 亿元，同比+15.41%，毛利率 9.67%，同比大致持平。

➤ 公司海外饲料业务处于高成长期。公司 2025 年海外地区饲料外销量 346 万吨，同比增长约 47%，其中水产料、禽料、猪饲料及其他饲料销量增长均超过 40%。亚洲（不含东亚）、非洲、拉丁美洲 2025 年饲料总产量约分别为 1.7 亿吨、0.6 亿吨、2.1 亿吨，合计 4.4 亿吨，市场总量高于我国的 3.42 亿吨。公司凭借技术、服务、采购等竞争优势基础，在东南亚、非洲和拉丁美洲地区加快饲料产能的建设与扩张，通过提供苗料药一体化解决方案以及可复制的跨国本土化运营体系，持续夯实海外业务发展的基础。

➤ 公司种苗动保业务持续研发和升级迭代。公司 2025 年种苗业务和动保业务分别实现营业收入 14.4 亿元和 8.9 亿元。公司在对虾育种方面保证对虾种苗产品的竞争力，在罗非鱼的育繁养环节均取得较大突破，在生鱼、黄颡鱼等品种上率先实现单性苗种的规模化，并已在越南、印尼、厄瓜多尔等国家投建水产和禽的种苗场，开启国际化战略布局。此外，公司在动保领域紧密贴合市场需求推动产品迭代升级，重点打造各类高附加值动保产品，实现动保技术与饲料业务协同赋能。

➤ 生猪业务聚焦打造轻资产和稳健的养殖模式。2025 年生猪市场价格持续



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

下行，且在9月份后一直低于养殖成本。公司生猪养殖中有40%以上的仔猪为外购，2025年偏高的仔猪价格挤压了公司生猪养殖利润。上述因素使得公司2025年的生猪养殖业务利润同比下降9亿元以上。公司后续计划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“公司+家庭农场、锁定利润、对冲风险”的运营模式，打造轻资产、低风险、稳健的生猪养殖模式，合理把控生产经营节奏，把控总体养殖风险。

投资建议

➤ 我们预计公司2026-2028年归母公司净利润49.12/65.20/74.97亿元，对应EPS为2.99/3.96/4.56元，当前股价对应2026年PE为17倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 禽疫情导致销量低于预期、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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	114,601	128,468	147,515	171,037	196,534
YoY(%)	-1.3	12.1	14.8	15.9	14.9
净利润(百万元)	4,504	4,280	4,912	6,520	7,497
YoY(%)	64.3	-5.0	14.8	32.7	15.0
毛利率(%)	11.3	10.3	9.7	10.3	10.3
EPS(摊薄/元)	2.74	2.60	2.99	3.96	4.56
ROE(%)	18.6	17.8	16.7	18.5	17.9
P/E(倍)	17.9	18.9	16.5	12.4	10.8
P/B(倍)	3.4	3.3	2.8	2.3	2.0
净利率(%)	3.9	3.3	3.3	3.8	3.8

资料来源：常闻，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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	23489	21738	29499	34415	39527
现金	3478	3203	5336	6774	10378
应收票据及应收账款	2153	3013			
预付账款	628	898	741	1159	1024
存货	11290	11372	15259	15423	16628
其他流动资产	5939	3253	5244	7099	7553
非流动资产	24651	25852	27043	28756	32039
长期投资	280	306	372	437	499
固定资产	17397	17486	18718	20344	22574
无形资产	1843	1957	1978	1975	1961
其他非流动资产	5132	6104	5974	5999	7005
资产总计	48141	47591	56541	63171	71566
流动负债	18535	19014	22781	23418	24783
短期借款	252	1164	1164	1164	1164
应付票据及应付账款	10478	9539	13599	13059	14061
其他流动负债	7805	8311	8019	9195	9558
非流动负债	4509	3077	3164	3248	3379
长期借款	1770	250	337	421	551
其他非流动负债	2740	2827	2827	2827	2827
负债合计	23044	22091	25946	26666	28162
少数股东权益	1191	1251	1434	1678	1958
股本	1664	1664	1664	1664	1664
资本公积	5151	4614	4614	4614	4614
留存收益	17031	19148	23224	28635	34856
归属母公司股东权益	23905	24249	29161	34828	41446
负债和股东权益	48141	47591	56541	63171	71566

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7996	6260	5690	6238	10322
净利润	4676	4545	5095	6763	7777
折旧摊销	2016	2111	1883	2186	2560
财务费用	370	255	247	243	222
投资损失	9	42	-115	-77	-35
营运资金变动	54	-1164	-1431	-2884	-207
其他经营现金流	872	470	11	7	5
投资活动现金流	-6406	-1342	-2969	-3829	-5813
筹资活动现金流	-3610	-5176	-588	-971	-906

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	2.74	2.60	2.99	3.96	4.56
每股经营现金流(最新摊薄)	4.86	3.80	3.46	3.79	6.27
每股净资产(最新摊薄)	14.53	14.74	17.72	21.17	25.19

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	114601	128468	147515	171037	196534
营业成本	101640	115193	133154	153412	176281
营业税金及附加					249
营业费用	2608	2839	3098	3592	4127
管理费用	3188	3700	3983	4532	5110
研发费用	860	933	1077	1300	1572
财务费用	370	255	247	243	222
资产减值损失	-484	-196	-118	-120	-118
公允价值变动收益	25	-27	-11	-7	-5
投资净收益	-9	-42	115	77	35
营业利润	5507	5243	5997	7934	9121
营业外收入	69	69	62	66	67
营业外支出	182	129	134	136	145
利润总额	5394	5183	5925	7864	9043
所得税	718	638	829	1101	1266
税后利润	4676	4545	5095	6763	7777
少数股东损益	172	265	183	243	280
归属母公司净利润	4504	4280	4912	6520	7497
EBITDA	7437	7286	7760	9952	11432

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-1.3	12.1	14.8	15.9	14.9
营业利润(%)	55.0	-4.8	14.4	32.3	15.0
归属于母公司净利润(%)	64.3	-5.0	14.8	32.7	15.0
获利能力					
毛利率(%)	11.3	10.3	9.7	10.3	10.3
净利率(%)	3.9	3.3	3.3	3.8	3.8
ROE(%)	18.6	17.8	16.7	18.5	17.9
ROIC(%)	15.8	15.7	15.1	17.0	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	47.9	46.4	45.9	42.2	39.4
流动比率	1.3	1.1	1.3	1.5	1.6
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	2.5	2.7	2.8	2.9	2.9
应收账款周转率	54.3	49.7	49.7	49.7	49.7
应付账款周转率	9.6	11.5	11.5	11.5	13.0
估值比率					
P/E	17.9	18.9	16.5	12.4	10.8
P/B	3.4	3.3	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	10.8	11.3	10.3	7.9	6.6

资料来源：常闻、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

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>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

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

