

2025 年 03 月 21 日

证券研究报告·公司研究报告

粤海饲料（001313）农林牧渔

持有（首次）

当前价：9.17 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

特种水产饲料龙头，技术驱动全球化布局

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 水产行业周期性反转，2025 年 1 月水产价格环比上涨 0.6%，虾蟹类领涨 7%，水产饲料企业率先受益；2) “技术壁垒+服务生态”双重竞争优势，持续巩固行业领军地位。公司贯彻“三高三低”的技术，旨在对比主流竞争对手生长速度提高 10%，饲料系数降低 10%，损耗降低 50%；服务方面构建四级联动机制，确保客户问题 24 小时内响应闭环。3) 产能扩张提升生产效率，海外布局加速全球化扩张。安徽年产 10 万吨水产饲料项目与越南年产 10 万吨水产饲料一期工程建设预计 25 年投产。
- 水产行业周期性反转，水产饲料企业率先受益。**近年受水产品市场低迷且价格下行，以及台风、暴雨等自然灾害频发等行业不利因素的影响，行业养殖规模短期减少，水产饲料产量波动也较为明显。2024 年中国水产饲料产量为 2262 万吨，同比下降 3.5%。农业农村部信息中心数据显示，2025 年 1 月份水产品量价齐升，水产品加权平均批发价每公斤 22.73 元，环比涨 0.6%，监测的批发市场水产品日均交易量 4991.03 吨，环比增 4.1%。进入 2025 年，在消费复苏的基础上，水产饲料周期景气度有望提升。
- “技术壁垒+服务生态”双重竞争优势，持续巩固行业领军地位。**公司重视创新，研发费用率显著高于同行。在技术层面，公司创新推出“三高三低”系统（高蛋白、高质量、高性价比；低料比、低损耗、高健康），通过精准营养配方与功能性添加剂研发，显著提升养殖效率与成功率，形成差异化技术护城河。在服务层面，粤海以“全域服务商”定位深化客户粘性，通过精准养殖指导与供应链协同增强客户盈利能力。“服务半径必须从经销商延伸到终端养殖户，每个业务员都要成为‘技术顾问’”，帮助养殖户优化料比并降低损耗，实现成本节约与回款效率提升。2025 年启动的“百千万惠农工程”预计助力养殖户平均盈利超行业主要竞争对手 1 万元以上。粤海饲料以技术迭代驱动产品力升级，以全链服务赋能客户价值，形成“技术壁垒+服务生态”的双重竞争优势，持续巩固行业领军地位。
- 产能扩张提升生产效率，海外布局加速全球化扩张。**公司国内现有饲料设计产能在 200 多万吨，实际产能达到 150 多万吨。国内，公司安徽年产 10 万吨水产配合饲料项目预计 25 年投产，海南年产 12 万吨水产配合饲料项目仍处爬坡期。海外，公司收购宜兴天石和 I&V 公司，建设越南一期工程，战略延伸全球多元化布局。公司在越南设有全资子公司，主要从事水产饲料的研发、生产与销售，2024 年 4 月已正式启动年产 10 万吨水产饲料的一期工程建设，预计 2025 年投产。宜兴天石的甜菜碱生产技术及 I&V 的苗料营养技术可提升粤海饲料产品竞争力，增强水产养殖户粘性。借助宜兴天石和 I&V 公司在国际市场的本地化运营经验，粤海饲料可降低海外拓展风险，从产品输出向技术输出、从单一市场向全球化布局的战略升级，预计将推动其海外营收占比提升，增强全球水产饲料市场竞争力。

西南证券研究院

分析师：徐卿

执业证号：S1250518120001

电话：021-68415832

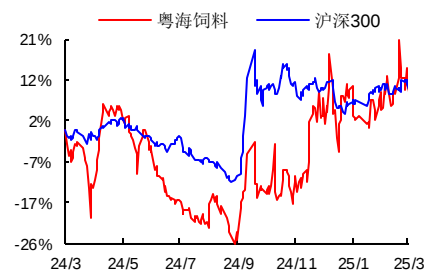
邮箱：xuq@swsc.com.cn

联系人：赵磐

电话：010-57758503

邮箱：zhaopan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.00
流通 A 股(亿股)	6.99
52 周内股价区间(元)	6.2-10.22
总市值(亿元)	64.19
总资产(亿元)	49.21
每股净资产(元)	3.70

相关研究

- **盈利预测与投资建议。**公司有望受益于水产行业周期性反转，产能增加全球化扩张，应收账款管理强化，公司成长可期。我们预计 2024-2026 年公司 EPS 为 -0.11、0.16、0.32 元，对应 2024-2026 年 PE 分别为——、56、29 倍，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险、极端天气风险、应收账款风险。



指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,872	5,898	6,809	7,344
增长率	-3.10%	-14.18%	15.45%	7.86%
归属母公司净利润（百万元）	41	-74	114	221
增长率	-64.40%	-278.71%	255.42%	93.47%
每股收益 EPS（元）	0.06	-0.11	0.16	0.32
净资产收益率 ROE	1.51%	-2.75%	4.11%	7.36%
PE	143.67	—	55.99	28.94
PB	2.21	2.40	2.30	2.13

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 三十年深耕，特种水产饲料龙头	1
2 水产行业周期性反转，水产饲料企业率先受益	2
2.1 水产饲料产量增长后近年有所波动	2
2.2 水产品：1月量价齐增，25年周期上行值得期待	3
2.3 蛋白原料价格回落，缓解饲企成本压力	4
3 专注特种水产饲料盈利能力较强，募资扩产打破产能瓶颈	5
3.1 产业链优势明显，饲料产品矩阵全生命周期覆盖	5
3.2 “技术壁垒+服务生态”双重竞争优势，持续巩固行业领军地位	8
3.3 产能扩张提升生产效率，海外布局加速全球化扩张	8
4 盈利预测与估值	10
4.1 盈利预测	10
4.2 相对估值	11
5 风险提示	11

图 目 录

图 1：公司 2019-2024H1 营收业务构成	1
图 2：2021-2024 年 H1 公司产品毛利率变化	1
图 3：公司 2019 年以来营业收入及增速	2
图 4：公司 2019 年以来净利润及增速	2
图 5：2020 年以来水产饲料产量（万吨）	3
图 6：2019 年-2020 年粤海饲料水产饲料种类毛利率（%）	3
图 7：2023-2025 年中国水产品加权平均价格（元/公斤）	3
图 8：鱼粉(SD65%)价格	4
图 9：玉米豆粕价格	4
图 10：公司水产饲料产品及其用途	5
图 11：公司其他产品及用途	6
图 12：公司主要水产品	7
图 13：同行业公司研发占营业收入比例	8
图 14：公司“百千万惠农工程”启动	8

表 目 录

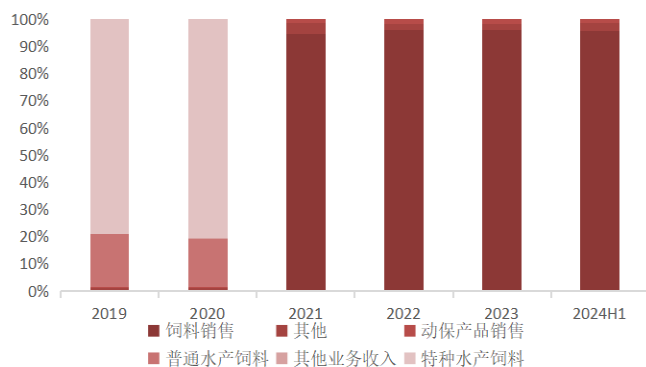
表 1：公司募集资金承诺项目情况（截止 2024 年 6 月 30 日）	9
表 2：分业务营收拆分表	10
表 3：可比公司估值	11
附表：财务预测与估值	12

1 三十年深耕，特种水产饲料龙头

粤海饲料成立于 1994 年，总部位于广东湛江，是国家创新型试点企业及深交所主板上市公司（股票代码：001313.SZ），注册资本 7 亿元。公司深耕水产饲料研发、生产与销售 30 余年，以“特种水产饲料”为核心竞争力，虾料、金鲳鱼料、海鲈鱼料等优势产品占据整体销量的 70% 以上，覆盖水产动物全生长阶段，产品体系完善。

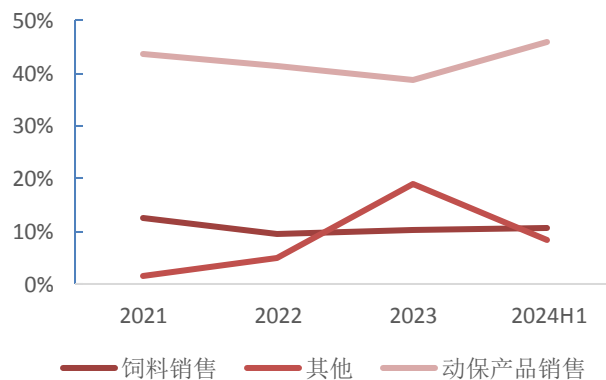
市场布局上，公司在国内华东、华中、华南等水产养殖主产区及越南设立 31 家子公司，辐射全国并拓展海外市场，员工规模超 3400 人，年水产饲料销售近 100 万吨，是国内水产饲料行业头部企业。凭借技术创新、标准化生产体系和优质客户服务，粤海饲料构建了覆盖研发、生产、营销的全链条管理体系，拥有成熟的营销网络、大批专业队伍及稳定客户资源，是湛江市唯一一家深交所主板上市企业，在水产饲料领域具有显著的行业地位与社会影响力。

图 1：公司 2019-2024H1 营收业务构成



数据来源：Wind，西南证券整理

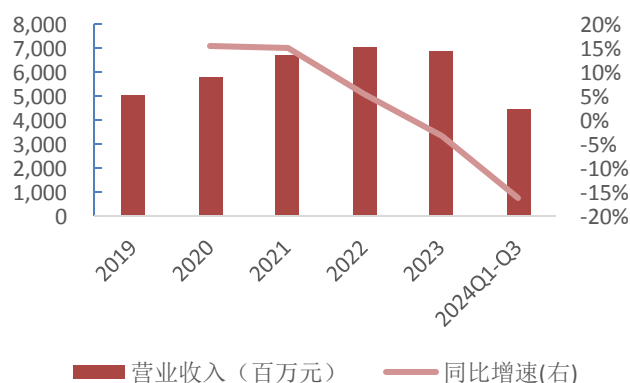
图 2：2021-2024 年 H1 公司产品毛利率变化



数据来源：Wind，西南证券整理

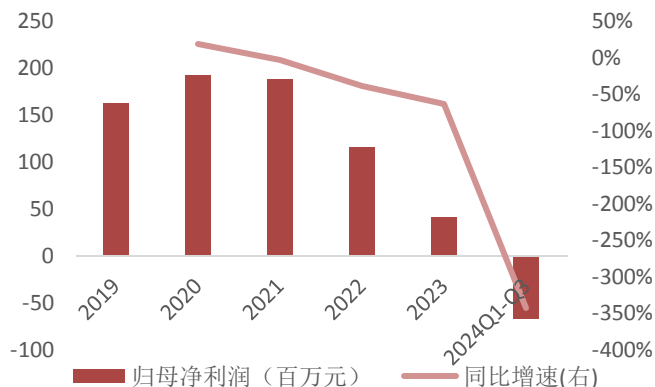
公司业绩状况：2019-2023 年公司营业收入由 50.7 亿元增长至 68.7 亿元。2024 年，受水产品市场低迷、养殖户投苗减少等原因影响，预计营业收入有所下滑。归母净利润方面，2019-2021 年，公司归母净利润在 1.6 亿元-2 亿元之间波动。2022-2023 年，受原材料成本高企，极端天气影响，叠加应收账款减值损失增加使得企业利润下降。2024 年受水产品市场低迷且价格下行，以及台风、暴雨等自然灾害频发等行业不利因素的影响，部分终端水产养殖户减少饲料投喂、延迟投苗、降低投苗量甚至弃养，行业养殖规模短期减少，导致市场需求减少，影响了饲料的需求量和销售情况。此外台风灾害导致客户货款结算延迟，预计 2024 年拟计提的信用减值损失在 3 亿元左右，同比增加 1 个多亿，对公司净利润产生较大影响。后续公司技术革新，优化饲料配方、降低生产成本，通过“高蛋白、低成本”产品提升竞争力进一步争夺市场份额。展望后市，下游饲料需求有望受益于养殖户信心提升及水产品养殖量提升而回升。

图 3：公司 2019 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2019 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 水产行业周期性反转，水产饲料企业率先受益

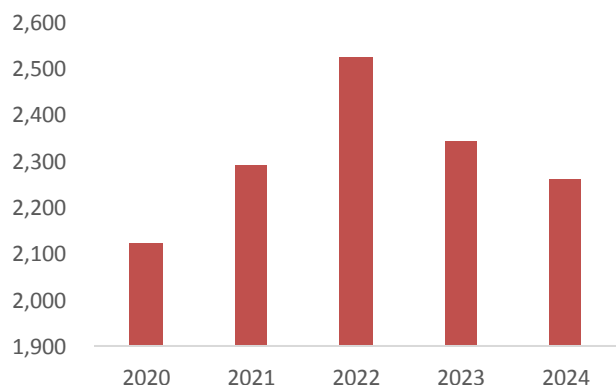
2.1 水产饲料产量增长后近年有所波动

据中国饲料工业协会等官方机构发布的数据，2022 年之前，中国水产饲料产量整体呈现出增长趋势。然而，近年受水产品市场低迷且价格下行，以及台风、暴雨等自然灾害频发等行业不利因素的影响，行业养殖规模短期减少，饲料产量波动也较为明显。以 2022 年为例，中国水产饲料产量达到 2525.7 万吨，同比上涨 10.15%。然而，2023 年产量有所下降，为 2344.4 万吨，同比下滑 7.2%。尽管有所下降，但仍保持了一定的市场规模。2024 年中国水产饲料产量为 2262 万吨，同比下降 3.5%。进入 2025 年，在消费复苏的基础上，水产饲料周期景气度有望提升。

水产饲料产品种类已从过往单一的鱼饲料，逐步拓展至涵盖虾、蟹、贝类等丰富多样的水产品种。当前，国内水产饲料市场中，普水料占据主导地位，而特水料产量在水产饲料总产量中的占比仅约 10%。从盈利角度来看，特水料展现出显著优势，其毛利率通常可达 15% 甚至突破 20%，堪称毛利率最高的料种；与之相比，普水料毛利率一般维持在 10% 左右。这一品种结构差异，不仅折射出不同水产品种在饲料需求特性上的显著区别，同时也清晰反映出饲料企业在不同产品领域所面临的盈利空间分化。

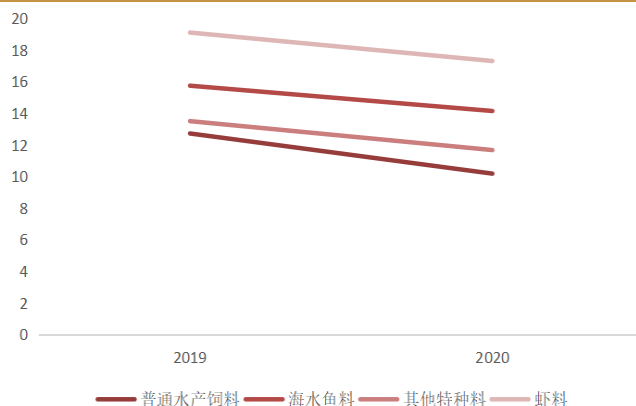
在市场需求维度，伴随国内消费者对高品质水产品需求的日益高涨，特种水产养殖行业蓬勃兴起，为水产饲料行业创造了全新的增量市场空间。此外，东南亚、非洲以及南美洲等地区的发展中国家，对中国生产的价格合理、质量稳定可靠的饲料产品表现出强烈需求，这无疑为中国水产饲料企业拓展国际市场提供了极为难得的发展机遇。

图 5：2020 年以来水产饲料产量（万吨）



数据来源：中国饲料工业协会，国家统计局，西南证券整理

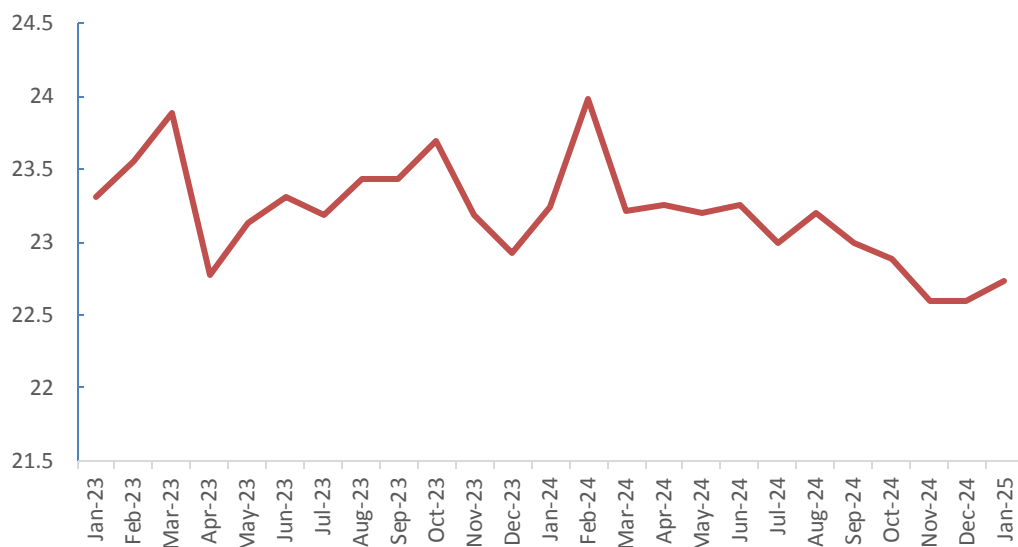
图 6：2019 年-2020 年粤海饲料水产饲料种类毛利率（%）



数据来源：ifind，西南证券整理

2.2 水产品：1 月量价齐增，25 年周期上行值得期待

图 7：2023-2025 年中国水产品加权平均价格（元/公斤）



数据来源：农业农村部，西南证券整理

水产品 1 月量价齐增，25 年周期上行值得期待。根据农业农村部信息中心数据显示，2025 年 1 月份，水产品加权平均批发价每公斤 22.73 元，环比涨 0.6%，同比跌 2.2%，监测的批发市场水产品日均交易量 4991.03 吨，环比增 4.1%，同比增 3.5%。

2025 年 1 月，水产品量价齐增。其中虾蟹类领涨：1 月虾蟹类批发价同比上涨 7.0%，南美白对虾因天气及成本压力价格波动，但整体需求支撑价格韧性。根据农业农村部信息中心数据显示，2022-2025 年中国水产品加权平均批发价呈现“高位回落—低位震荡—小幅反弹”的阶段特征。2022 年 1 月价格达到峰值，主要受疫情后消费复苏、饲料成本攀升及极端天气导致养殖减产等多重因素推动；此后价格持续走低，2023 年 1 月跌至低点，系淡水鱼苗投苗量激增叠加进口水产品低价涌入冲击国内市场所致。2023-2024 年指数在 22-24 元/公斤区间窄幅波动，反映养殖端产能过剩与消费需求疲软的双重压力；2024 年养殖户因

持续亏损主动缩减投苗规模，局部供应收缩支撑价格底部。2025 年 1 月价格稳中略涨，主要受节前备货需求拉动。水产品价格已进入“低位磨底”阶段，关注后续养殖产能出清节奏、高附加值品种消费升级及国际贸易政策变动对价格弹性的潜在影响。2024 年部分养殖户因观望情绪减少投苗，2025 年水产品供应偏紧，而消费端持续回暖，推动价格中枢上移。

2.3 蛋白原料价格回落，缓解饲企成本压力

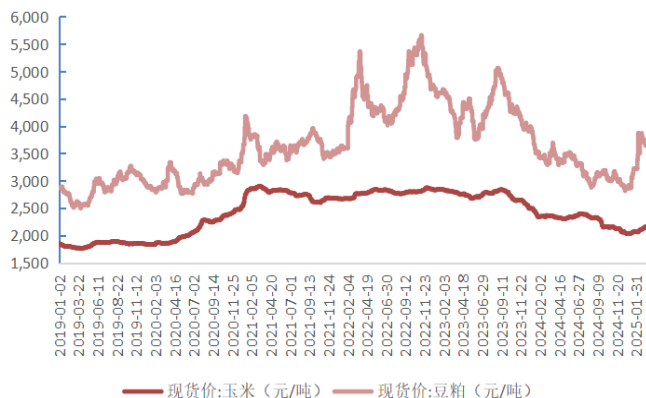
蛋白原料价格回落，缓解饲企成本压力。鱼粉在水产饲料用量一般占 10-50%，尤其特种水料动物中鱼粉用量极大。近年来，国内鱼粉市场受国际供应与国内需求双重影响，价格波动剧烈，对水产饲料成本造成显著冲击。2023 年，受秘鲁捕鱼配额不足及港口低库存影响，进口鱼粉价格持续攀升，超级蒸汽鱼粉价格一度突破 1.9 万元/吨，国产鱼粉报价也达到 1.7 万元/吨；2024 年以来，随库存回升，鱼粉价格进入下行通道。2025 年初，受外盘坚挺、进口到货延迟及库存增速放缓影响，国内普通级鱼粉价格小幅上涨 100 元/吨至 1.05 万-1.06 万元/吨，但总体回到较低位置。作为水产饲料的核心蛋白原料，鱼粉价格波动直接推高饲料成本。豆粕方面，尽管收短期到港量不足影响，3 月豆粕价格暴涨，但后续随到港量恢复，预计豆粕价格仍将回到较低位置。2025 年鱼粉和豆粕价格高位回落，缓解了原料成本压力。

图 8：鱼粉(SD65%)价格



数据来源：博雅和讯，西南证券整理

图 9：玉米豆粕价格



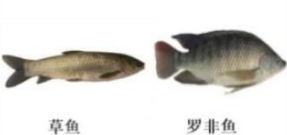
数据来源：ifind，西南证券整理

3 专注特种水产饲料盈利能力较强,募资产打破产能瓶颈

3.1 产业链优势明显, 饲料产品矩阵全生命周期覆盖

公司为水产饲料头部企业, 30 年专注水产饲料研发。特种水产饲料为核心, 特种饲料市场影响力显著。公司水产饲料产品矩阵实现全生命周期覆盖: 产品覆盖水产动物不同生长阶段, 品种齐全, 满足普通水产及特种养殖需求。按产品类型划分为特种水产饲料和普通水产饲料, 主要产品包括以虾料、海鲈鱼料、金鲳鱼料、大黄鱼料、石斑鱼料、黄颡鱼料、乌鳢料、加州鲈鱼料等为代表的特种水产饲料, 以及以草鱼料、罗非鱼料等为代表的普通水产饲料。公司主要水产饲料产品见下表。

图 10: 公司水产饲料产品及其用途

产品类别	适用范围	用途	产品图例	饲养对象图例
特种水产饲料	特种水产: 虾类水产动物, 例如南美白对虾、斑节对虾、罗氏沼虾、中国对虾、日本对虾等	营养全面均衡, 满足虾类水产动物不同生长阶段对维生素、微量元素、蛋白质、能量的营养需要等营养需求, 促进虾类水产动物健康生长发育。		 南美白对虾 罗氏沼虾
	特种水产: 海鲈鱼、金鲳鱼、大黄鱼、黄鳍鲷、石斑鱼、蓝子鱼、大菱鲆、军曹鱼等	营养全面均衡, 满足海鲈鱼、金鲳鱼、石斑鱼、大黄鱼等海水鱼类不同生长阶段对维生素、微量元素、蛋白质、能量的营养需要等营养需求, 可促进海水鱼类水产动物健康生长发育。		 海鲈鱼 金鲳鱼
	高端淡水水产: 乌鳢、黄颡鱼等淡水鱼类 其他特种水产: 牛蛙、鲶鱼等特种水产动物	营养全面均衡, 满足乌鳢、黄颡鱼、蛙科、泥鳅、螃蟹、小龙虾、黄鳝、甲鱼、鲟鱼等特种水产动物不同生长阶段对维生素、微量元素、蛋白质、能量的营养需要等营养需求, 可促进特种水产动物健康生长发育。		 黄颡鱼 乌鳢
普通水产饲料	常规鱼: 罗非鱼、青鱼、草鱼、鲫鱼、鲤鱼、鳊鱼、斑点叉尾鮰等	营养全面均衡, 满足青鱼、草鱼、鲫鱼、鲤鱼、罗非鱼、巴沙鱼等常规淡水鱼类不同生长阶段对维生素、微量元素、蛋白质、能量的营养需要等营养需求, 可促进淡水鱼类水产动物健康生长发育。		 草鱼 罗非鱼

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

粤海饲料产业链协同优势明显: 公司已经形成饲料-动保-养殖-加工全产业链布局。除水产饲料外, 公司的业务版图还覆盖了水产动保产品、水产品以及水产品预制菜等多元领域。其中, 公司旗下的广东粤海生物科技有限公司实力强劲, 已顺利通过国家农业部的 GMP 认证。该子公司不仅配备了先进的检测仪器, 还引入了全自动生产设备, 以此为支撑, 成功研制出系列精品包括活菌免疫、解毒抗应激、消毒抗菌、免疫保健、发酵功能料、保健功能料等。

图 11：公司其他产品及用途

产品类别	适用范围	产品名称	产品图例
常规动保	肥水活菌	水体生态修复 富水美 氨基培水液	
	解毒抗应激	鱼虾蟹等水产养殖动物 应激维 C 活水解毒王	
	消毒抗菌	鱼虾蟹等水产养殖动物 粤海金碘 粤海菌毒清	
	免疫保健	鱼虾蟹等水产养殖动物 虾康泰 鱼虾肝胆舒	
功能料	发酵功能料	草鱼、罗非、 虾、蛙等水产动物 鱼壮乐（健肠） 蛙壮乐（健肠） 虾壮乐（健肠）	
	保健功能料	金鲳、海鲈、蛙等水 产动物 虾夜宵 鱼壮乐（海特）	

数据来源：公司公告，西南证券整理

为产业链进一步延伸方面，公司积极布局以高端水产蛋白为核心的新兴水产品预制菜产业，目前经营的水产品主要有：条冻金鲳鱼、大黄鱼等水产品以及淡晒金鲳鱼干、免浆黑鱼片、如意金鲳、金汤酸菜鱼、精选鲈鱼、金鲳鱼罐头等水产品预制菜。

图 12：公司主要水产品

产品类别		产品图列	产品展示
水产品	条冻金鲳鱼		
	大黄鱼		
水产品预制菜	淡晒金鲳鱼干、一夜程金鲳鱼干		
	免浆黑鱼片、如意金鲳、金汤酸菜鱼、精选鲈鱼		
	金鲳鱼罐头		

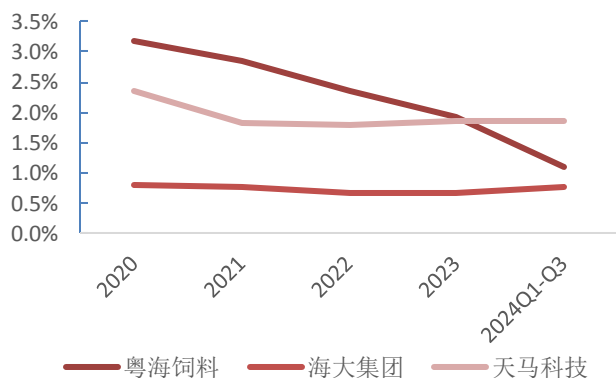
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 “技术壁垒+服务生态”双重竞争优势，持续巩固行业领军地位

粤海饲料凭借其技术驱动与全产业链服务的双重壁垒，构建了显著竞争优势。公司重视创新，研发费用率总体高于同行。依托国家级研发平台与产学研合作，持续突破鱼粉替代、环保型饲料等关键技术，专利储备超 200 项，技术指标优秀。在技术层面，公司创新推出“三高三低”系统（高蛋白、高质量、高性价比；低料比、低损耗、高健康），通过精准营养配方与功能性添加剂研发，旨在对比主流竞争对手生长速度提高 10%，饲料系数降低 10%，损耗降低 50%。例如，其“三高三低”技术方案在华南对虾主产区应用后，客户亩均收益同比提升，形成差异化技术护城河。

在服务层面，粤海以“全域服务商”定位深化客户粘性，通过精准养殖指导与供应链协同增强客户盈利能力。公司副总裁郑会方表示“服务半径必须从经销商延伸到终端养殖户，每个业务员都要成为‘技术顾问’”。公司通过帮助养殖户优化料比并降低损耗，实现成本节约与回款效率提升。公司 2025 年启动的“百千万惠农工程”更以千场技术培训、万名示范户培育为抓手，将服务半径延伸至终端塘头，通过“24 小时响应闭环”机制强化客户粘性，预计助力养殖户平均盈利超行业主要竞争对手 1 万元以上。粤海饲料以技术迭代驱动产品力升级，以全链服务赋能客户价值，形成“技术壁垒+服务生态”的双重竞争优势，持续巩固行业领军地位。

图 13：同行业公司研发占营业收入比例



数据来源：ifind，西南证券整理

图 14：公司“百千万惠农工程”启动



数据来源：水产前沿，西南证券整理

3.3 产能扩张提升生产效率，海外布局加速全球化扩张

国内产能扩张提升生产效率。公司国内现有饲料设计产能在 200 多万吨，实际产能达到 150 多万吨。安徽年产 10 万吨水产配合饲料项目：公司在积极开拓安徽及周边地区市场，并根据市场情况积极推进安徽募投项目的投资进度，办公楼、宿舍楼等配套设施及主体生产车间已基本建成，后期继续根据项目计划，积极推进设备安装及调试工作，预计 2025 年上半年即可投产。海南年产 12 万吨水产配合饲料项目已于 2023 年 3 月正式投产，但目前还在爬坡期，公司在积极开拓海南及周边地区市场，积极采取措施，深入推进经营创效，提高内部经营与管理效率，提升产品质量，提高产品市占率，进一步提升业绩。

表 1：公司募集资金承诺项目情况（截止 2024 年 6 月 30 日）

项目名称	预算数（亿元）	工程累计投入占预算比例(%)	预定/实际使用日期
安徽年产 10 万吨水产配合饲料项目	1.1	32.87	2025 年 08 月 09 日
海南年产 12 万吨水产配合饲料项目	2.1	89.09	2023 年 05 月 31 日
中山泰山年产 15 万吨水产配合饲料扩建项目	0.81	98.92	2022 年 07 月 06 日

数据来源：公司公告，西南证券整理

收购宜兴天石和 I&V 公司，建设越南一期工程，战略延伸全球多元化布局。公司在越南设有全资子公司，主要从事水产饲料的研发、生产与销售，2024 年 4 月已正式启动年产 10 万吨水产饲料的一期工程建设，预计 2025 年投产。产能包括 3 万吨虾料和 7 万吨膨化鱼料，主要服务越南本土及东南亚市场。将来，中长期规划第 2 期、第 3 期扩建，最终产能将达到年产能 20 万吨。产能的落地，有利于粤海饲料加速海外市场布局，形成新的业绩增长点。越南项目是粤海饲料全球化战略的首个桥头堡，通过产能输出与本地化运营积累经验，为后续拓展厄瓜多尔、缅甸等市场奠定基础

2024 年，公司发布公告拟收购宜兴天石和 I&V 公司 51% 股权。宜兴市天石饲料有限公司（简称“宜兴天石”）成立于 1998 年，是专业生产饲料添加剂的高新技术企业，全球领先的甜菜碱生产商，年产能达 6 万吨，产品覆盖甜菜碱、乙氧基喹啉、防霉剂等系列，出口至全球 70 多个国家和地区，与全球前 30 强饲料企业建立稳定合作。I&V Bio Asia Co., Ltd.（简称“I&V 公司”）成立于 2013 年，总部位于香港，核心团队来自比利时英伟水产集团，专注于丰年虫营养和虾苗料技术，业务覆盖泰国、印尼、越南、厄瓜多尔等东南亚及中东市场，技术优势显著。粤海饲料拟以 1.12 亿元收购宜兴天石 51% 股权、2550 万美元收购 I&V 公司 51% 股权，旨在通过以下路径强化战略布局：1) 技术补强：宜兴天石的甜菜碱生产技术及 I&V 的苗料营养技术可提升粤海饲料产品竞争力，增强水产养殖户粘性；2) 市场拓展：宜兴天石的全球销售网络（覆盖 70 国）与 I&V 的东南亚布局（越南、泰国等）为粤海饲料提供海外扩张跳板，加速国际业务渗透；3) 产业链协同：通过整合添加剂与苗料环节，粤海饲料可提供“饲料+添加剂+苗料”一体化解决方案，提升客户综合服务能力；4) 风险分散：借助宜兴天石和 I&V 公司在国际市场的本地化运营经验，粤海饲料可降低海外拓展风险，形成区域协同效应。此次并购标志着粤海饲料从产品输出向技术输出、从单一市场向全球化布局的战略升级，预计将推动其海外营收占比提升，增强全球水产饲料市场竞争力。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 2024 年，受水产品市场低迷、极端天气（台风“摩羯”“贝碧嘉”）影响养殖户资金回笼困难,但原料处于下行通道支撑毛利。2025 年，公司计划安徽年产 10 万吨水产配合饲料项目、年产 10 万吨水产饲料的一期工程预计投产。因此我们预计 2024-2026 年公司饲料销量增长幅度为 -15%/16%/8%；饲料价格 2024-2026 年维持稳定，预计 2024-2026 年公司毛利率随产能爬坡及生产效率提高、海外市场开拓等因素为 11.25%/11.25%/11.5%。

2) 2024 年受水产品市场低迷、养殖户资金回笼困难及极端天气（台风“摩羯”“贝碧嘉”）影响，信用减值损失计提约 3 亿元（同比增加超 1 亿元），主要因应收账款回收延迟。预计 2025-2026 年，随着应收账款管理强化，信用减值损失同比减少 50%、60%。

3) 动保产品（水质改良剂、消毒抗菌类产品等）及其他业务，包括种苗业务（虾苗、鱼苗等水产的培育与销售）、水产品贸易与加工（包括鲜活水产品，如金鲳鱼、大黄鱼的贸易，以及预制菜产品的加工与销售，如免浆黑鱼片、金汤酸菜鱼等）随公司发展平稳增长。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务营收拆分表

业务情况		2023A	2024E	2025E	2026E
饲料	收入（百万元）	6591.29	5,602.60	6,499.01	7018.93
	yoy	-3.22%	-15.00%	16%	8%
	成本（百万元）	5,929.08	4972	5768	6212
	毛利率	10.05%	11.25%	11.25%	11.50%
动保产品	收入（百万元）	115.41	121.18	127.24	133.60
	yoy	-2.81%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	70.89	73	76	80
	毛利率	38.58%	40.00%	40.00%	40.00%
其他	收入（百万元）	165.66	173.94	182.64	191.77
	yoy	1.73%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	134.31	157	164	173
	毛利率	18.92%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入（百万元）	6872.37	5,897.72	6,808.89	7344.31
	yoy	-3.10%	-14.18%	15.45%	7.86%
	成本（百万元）	6134.28	5201.56	6008.59	6464.51
	毛利率	10.74%	11.80%	11.75%	11.98%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

我们选取其他 2 家水产饲料公司通威股份、海大集团作为可比公司，选取 wind 一致预期，2025 年 2 家公司平均 PE 为 21 倍。从估值水平看，我们预计 2024~2026 年公司 EPS 为 -0.11、0.16、0.32 元，对应 2024-2026 年 PE 分别为——、56、29 倍。公司在建产能将于 2025 年投产，增加产能并全球化扩张。公司短期有望受益于应收账款管理强化，中长期我国饲料行业仍有较大发展潜力，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002311.SZ	海大集团	51.36	1.65	2.67	2.98	3.32	31	19	17	15
600438.SH	通威股份	20.64	3.02	-1.1	0.85	1.46	7	/	24	14
平均值							19	19	21	15
001313.SZ	粤海饲料	9.14	0.06	-0.11	0.16	0.32	143.67	/	55.99	28.94

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

- 1) **原材料价格波动风险。**鱼粉、豆粕等核心原料成本占比高，价格波动直接影响毛利率。
- 2) **行业竞争加剧风险。**水产饲料行业集中度提升，行业竞争加剧影响利润。
- 3) **极端天气风险。**极端天气频发可能影响上下游需求及价格。
- 4) **应收账款风险。**公司下游客户以养殖户为主，回款周期受养殖周期影响显著。若未来回款持续恶化，可能进一步侵蚀利润。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,872	5,898	6,809	7,344	净利润	41	-73	114	221
营业成本	6,134	5,202	6,009	6,465	折旧与摊销	106	134	136	135
营业税金及附加	12	10	11	12	财务费用	47	24	19	19
销售费用	193	165	189	205	资产减值损失	183	300	140	56
管理费用	179	151	175	189	经营营运资本变动	163	76	-139	-58
财务费用	39	24	19	19	其他	-61	-85	-2	0
资产减值损失	0	0	0	0	经营活动现金流净额	479	376	268	373
投资收益	8	2	2	0	资本支出	-81	-55	-22	-43
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	115	0	0	-2
其他经营损益	10	2	3	0	投资活动现金流净额	34	-55	-22	-45
营业利润	16	-81	125	242	短期借款	-214	69	0	0
其他非经营损益	-1	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
利润总额	15	-81	125	242	股权融资	0	14	-1	0
所得税	-26	-7	11	22	支付股利	-76	-24	-19	-19
净利润	41	-73	114	221	其他	-189	-7	0	0
少数股东损益	-0	0	-0	-1	筹资活动现金流净额	-480	52	-20	-19
归属母公司股东净利润	41	-74	114	221	现金流量净额	33	372	226	309
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,082	1,454	1,681	1,990	成长能力				
应收和预付款项	1,314	768	836	869	销售收入增长率	-3.10%	-14.18%	15.45%	7.86%
存货	728	581	677	733	营业利润增长率	-85.02%	-592.57%	255.53%	93.39%
其他流动资产	30	30	30	30	净利润增长率	-64.40%	-278.71%	255.42%	93.47%
长期股权投资	8	10	11	13	EBITDA 增长率	-32.41%	-49.49%	260.52%	41.56%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	939	846	722	616	毛利率	10.74%	11.80%	11.75%	11.98%
无形资产和开发支出	170	181	191	202	三费率	5.99%	5.77%	5.62%	5.62%
其他非流动资产	37	49	49	49	净利率	0.60%	-1.24%	1.67%	3.00%
资产总计	4,635	4,309	4,593	4,905	ROE	1.51%	-2.75%	4.11%	7.36%
短期借款	563	632	632	632	ROA	0.89%	-1.71%	2.49%	4.51%
应付和预收款项	936	670	815	880	ROIC	3.83%	-1.53%	3.76%	6.41%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	2.24%	1.32%	4.12%	5.40%
其他负债	410	340	367	392	营运能力				
负债合计	1,909	1,642	1,813	1,904	总资产周转率	1.50	1.32	1.53	1.55
股本	700	700	700	700	固定资产周转率	7.82	6.80	9.14	11.87
资本公积	610	624	624	624	应收账款周转率	5.13	5.76	8.69	8.83
留存收益	1,457	1,384	1,498	1,719	存货周转率	8.83	7.95	9.56	9.17
归属母公司股东权益	2,730	2,670	2,783	3,004	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	-3	-3	-3	-4	资本结构				
股东权益合计	2,727	2,667	2,780	3,001	资产负债率	41.17%	38.11%	39.47%	38.82%
负债和股东权益合计	4,635	4,309	4,593	4,905	带息债务/总负债	34.13%	43.28%	39.19%	37.32%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	流动比率	1.82	1.91	1.95	2.08
EBITDA	154	78	280	397	速动比率	1.36	1.48	1.51	1.63
PE	144	—	56	29	股利支付率	83.79%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	2	2	2	2	每股指标				
PS	1	1	1	1	每股收益	0.06	-0.11	0.16	0.32
EV/EBITDA	36	73	19	13	每股净资产	3.90	3.81	3.98	4.29
股息率	0.58%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.68	0.54	0.38	0.53
					每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn