下载日志已记录，仅供内部参考

海大集团（002311.SZ）

步伐加速，模式升级，海外业务打开增量空间

公司：聚焦饲料主业，海外业务成为第二增长曲线。公司战略清晰、目标明确：明确将饲料业务作为第一核心业务，持续聚焦核心能力建设与规模化扩张，中期目标是 2030 年销量达到 5150 万吨，稳步提升国内产能利用率与市场占有率，加快推进海外饲料业务布局。公司于 2011 年开始进军海外市场，2024 年开始加码布局，2025 年公司海外地区饲料外销量 346 万吨，同比增长约 47%。海外市场高增速+毛利率远高于国内，同时海外增量市场广阔，公司整体估值从 2024/9/18 的 12X 提升至 2025/9/15 的 20X。

行业：海外市场高增速，格局持续改善。1）规模：各国饲料稳中增长，2024 年全球饲料市场规模为 14.05 亿吨。分国家看，印度是亚洲最大的市场占比达 33.9%，其次越南占比 15.8%，印尼占比 13.5%，菲律宾占比 8.3%，泰国占比 7.5%，孟加拉国占比 6.1%，马来西亚占比 3.6%。**2）从格局看：在养殖规模化提升、政策支持及技术升级下，各国饲料行业格局持续改善。**2020 年到 2024 年，越南水产料行业 CR5 从 28.1%上升至 47.0%，印尼水产料行业 CR5 从 55.8%上升至 66.3%。

公司为全球大型饲料企业增速第一，亚洲（除东亚）水产料第二，越南水产料第一。水产料及越南是公司最大的市场，公司为亚洲第二大水产料供货商，市场份额达 10%，也是越南第一大，市场份额达 19.2%，厄瓜多尔排名第六，在印尼排名第七。1）从收入看，2025 前三季度数据，海外饲料业务占比海外收入 97%，水产料收入占比 67%；2）从国家看，越南收入占比 60%，其次厄瓜多尔占比 13%，印尼占比 12%，埃及 7%。2025 年海外饲料销量同比增长约 47%，公司吨毛利也在持续增长。

高研发、重服务、可复制，铸就核心竞争力，海外市场打开增量空间。公司重视技术赋能产业升级，已在越南、印度尼西亚及埃及建立了多个研发中心，建立了一支约 400 人的研发团队。同时是行业中率先研发及实施“苗－料－药”综合解决方案的公司之一，努力解决养殖户成本高、成活率低等问题。公司已打造一套成熟的运营框架，横向上将水产料领域的成功经验复制至禽料、猪料等多个品类，纵向上，已完成水产业务从饲料到种苗、动保、技术服务全链条延伸，跨地区上，已将越南市场的成功经验复制至亚洲，并进一步拓展至非洲、拉丁美洲。目前公司扩产主要通过 **1）扩大关键战略地区现有产能，**主要通过越南、印度尼西亚、埃及、厄瓜多尔、孟加拉国等，预计在未来三年内饲料产能提升 300 万吨，**2）新建新兴市场产线，**公司计划将业务扩展至泰国、马来西亚、尼日利亚、坦桑尼亚及孟加拉国。

投资建议：由于公司国内业务稳定增长，海外市场扩张快速，故我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 45.2/60.8/68.4 亿元，同比增长分别 5.5%/34.7%/12.5%，对应 2027 年 11.2xPE，低于行业平均，维持“买入”评级。

风险提示：饲料需求下降风险、生猪价格波动风险、消费需求下滑超预期、地缘政治风险等。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	114,601	128,468	142,128	156,632	172,495
增长率 yoy（%）	-1.3	12.1	10.6	10.2	10.1
归母净利润（百万元）	4,504	4,280	4,515	6,081	6,843
增长率 yoy（%）	64.3	-5.0	5.5	34.7	12.5
EPS 最新摊薄（元/股）	2.72	2.58	2.72	3.67	4.13
净资产收益率（%）	18.8	17.7	16.5	18.4	17.3
P/E（倍）	15.2	15.9	15.1	11.2	10.0
P/B（倍）	2.9	2.8	2.5	2.1	1.7

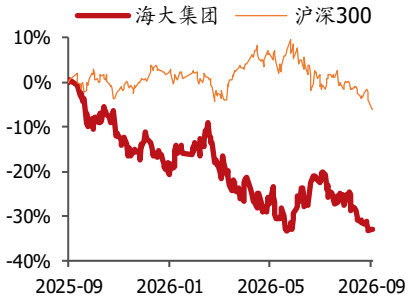
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 29 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	饲料
前次评级	买入
09 月 29 日收盘价（元）	41.20
总市值（百万元）	68,268.82
总股本（百万股）	1,657.01
其中自由流通股（%）	99.90
30 日日均成交量（百万股）	8.52

股价走势



作者

分析师　张斌梅
执业证书编号：S0680523070007
邮箱：zhangbinmei@gszq.com
分析师　沈嘉妍
执业证书编号：S0680524040001
邮箱：shenjiayan@gszq.com

相关研究

1、《海大集团（002311.SZ）：26 年上半年销量同增约 8%，业绩基本符合预期》 2026-08-25
2、《海大集团（002311.SZ）：25 年销量大超全年目标，26Q1 业绩略超预期》 2026-04-29
3、《海大集团（002311.SZ）：业绩符合预期，分拆上市助力海外业务快速发展》 2025-10-20

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	23489	21738	25891	33968	43730
现金	3478	3203	5600	11915	19598
应收票据及应收账款	2153	3013	3178	3484	3841
其他应收款	878	679	780	850	938
预付账款	628	898	898	986	1087
存货	11290	11372	12773	13989	15423
其他流动资产	5062	2574	2663	2743	2843
非流动资产	24651	25852	26288	26158	25210
长期投资	280	306	306	306	306
固定资产	16931	17008	17430	17614	17163
无形资产	1796	1898	1885	1867	1750
其他非流动资产	5644	6640	6666	6370	5991
资产总计	48141	47591	52179	60126	68940
流动负债	18535	19014	20208	22013	24039
短期借款	252	1164	1164	1164	1164
应付票据及应付账款	10478	9539	10686	11741	12936
其他流动负债	7805	8311	8358	9109	9939
非流动负债	4509	3077	3090	3198	3198
长期借款	1770	250	350	450	450
其他非流动负债	2740	2827	2740	2748	2748
负债合计	23044	22091	23298	25211	27237
少数股东权益	1191	1251	1514	1800	2123
股本	1664	1664	1664	1664	1664
资本公积	5151	4614	4614	4614	4614
留存收益	17033	19150	23349	29095	35562
归属母公司股东权益	23905	24249	27368	33114	39581
负债和股东权益	48141	47591	52179	60126	68940

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	6967	9437	8256
净利润	4676	4545	4778	6368	7166
折旧摊销	2397	2531	2665	2910	1048
财务费用	389	254	44	47	48
投资损失	9	42	-50	-50	-50
营运资金变动	115	-1151	-536	44	46
其他经营现金流	410	39	66	118	-2
投资活动现金流	-6406	-1342	-3147	-2848	-148
资本支出	-2981	-3239	-2809	-2798	-98
长期投资	-3452	1867	-100	-100	-100
其他投资现金流	27	31	-238	50	50
筹资活动现金流	-3610	-5176	-1354	-274	-425
短期借款	-1144	912	0	0	0
长期借款	-1258	-1520	100	100	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-264	-537	0	0	0
其他筹资现金流	-944	-4030	-1454	-374	-425
现金净增加额	-2040	-328	2397	6315	7683

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	114601	128468	142128	156632	172495
营业成本	101640	115193	128231	140888	155228
营业税金及附加	149	164	171	188	207
营业费用	2608	2839	3269	3289	3622
管理费用	3188	3700	3980	4072	4485
研发费用	860	933	1066	1096	1207
财务费用	370	255	-20	-65	-190
资产减值损失	-220	-47	-70	-70	0
其他收益	134	131	128	141	155
公允价值变动收益	25	-27	0	0	0
投资净收益	-9	-42	50	50	50
资产处置收益	54	-7	0	0	0
营业利润	5507	5243	5490	7234	8141
营业外收入	69	69	80	80	80
营业外支出	182	129	78	78	78
利润总额	5394	5183	5492	7236	8143
所得税	718	638	714	868	977
净利润	4676	4545	4778	6368	7166
少数股东损益	172	265	263	287	322
归属母公司净利润	4504	4280	4515	6081	6843
EBITDA	8399	8131	8137	10082	9000
EPS（元/股）	2.72	2.58	2.72	3.67	4.13

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	10.6	10.2	10.1
营业利润(%)	55.0	-4.8	4.7	31.8	12.5
归属母公司净利润(%)	64.3	-5.0	5.5	34.7	12.5
获利能力					
毛利率(%)	11.3	10.3	9.8	10.1	10.0
净利率(%)	3.9	3.3	3.2	3.9	4.0
ROE(%)	18.8	17.7	16.5	18.4	17.3
ROIC(%)	17.1	16.6	14.4	16.1	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	47.9	46.4	44.6	41.9	39.5
净负债比率(%)	7.1	3.4	-4.9	-21.9	-36.7
流动比率	1.3	1.1	1.3	1.5	1.8
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	2.5	2.7	2.8	2.8	2.7
应收账款周转率	54.8	50.3	46.4	47.4	47.4
应付账款周转率	19.9	20.6	21.1	20.9	21.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.72	2.58	2.72	3.67	4.13
每股经营现金流(最新摊薄)	4.83	3.78	4.20	5.70	4.98
每股净资产(最新摊薄)	14.43	14.63	16.52	19.98	23.89
估值比率					
P/E	15.2	15.9	15.1	11.2	10.0
P/B	2.9	2.8	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	9.9	11.4	8.2	6.0	5.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 29 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

海大：聚焦主业、海外业务成为第二增长曲线 5
1、战略：聚焦饲料主业，加快海外布局 5
2、复盘：海外业务成为公司第二增长曲线 6
行业：海外市场高增速，格局持续改善 9
1、规模：各国饲料稳中增长，2024 年东亚产量最高 9
2、格局：规模化提升及技术升级下，龙头集中度持续提升 10
展望：海外市场打开增量空间 12
1、全球大型饲料企业增速第一，亚洲（除东亚）水产料第二 12
2、高研发、重服务、可复制，铸就核心竞争力 14
1）核心竞争力一——技术赋能产业升级 14
2）核心竞争力二——提供综合价值链解决方案 15
3）核心竞争力三——具备高度可复制的跨国本土化运营能力 16
3、深耕现有市场，拓展新兴市场 17
盈利预测与投资建议 19
风险提示 20

图表目录

图表 1：公司于 2011 年开始进军海外市场，2024 年开始加码布局 5
图表 2：公司营收及同比 5
图表 3：公司归母净利润及同比 5
图表 4：2025 年饲料业务占比营收 81.9% 6
图表 5：公司海外业务占比持续提升 6
图表 6：公司估值复盘 7
图表 7：公司季度销售收入及同比增长 7
图表 8：公司季度归母净利润及同比增长 7
图表 9：2024、2025 年海外饲料销量持续高增（万吨） 8
图表 10：国外毛利率远高于国内毛利率（%） 8
图表 11：2024 年全球饲料行业市场规模（按产量） 9
图表 12：2025 年全球饲料产量结构 9
图表 13：2024 年亚洲（除东亚）饲料市场规模占比（产量口径） 10
图表 14：2020 年至 2029 年（预计）全球水产料市场规模复合年增长率（按产量） 10
图表 15：越南、印尼、厄瓜多尔水产料 CR5 情况 11
图表 16：2022 年越南饲料企业排名 11
图表 17：2025Q1-Q3 公司海外各业务收入占比（%） 12
图表 18：2025Q1-Q3 各个国家收入占比（%） 12
图表 19：公司海外饲料业务各品类销量情况（千吨） 12
图表 20：公司在海外国家饲料产量情况（千吨） 12
图表 21：公司在海外国家产量情况-水产料（千吨） 13
图表 22：公司在海外国家产量情况-猪料和禽料（千吨） 13
图表 23：2024 年公司在越南、厄瓜多尔、印尼的水产料市场份额（按产量计） 13
图表 24：公司海外饲料毛利率情况（%） 14
图表 25：公司各国家业务毛利率情况（%） 14
图表 26：公司海外饲料业务销量及吨毛利情况 14
图表 27：公司海外产能利用率情况 14
图表 28：公司研发体系 15
图表 29：公司研发种苗产品 15
图表 30：公司研发支出及占比 15
图表 31：公司研发人员及占比 15
图表 32：公司“苗－料－药”综合解决方案 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 33: 海大国际控股技术费用（千元） 16
图表 34: 公司模式复制路径 17
图表 35: 公司“四位一体”模式 17
图表 36: 公司在海外拥有 17 个生产基地 17
图表 37: 公司海外产能扩张计划——现有产线扩张 18
图表 38: 公司海外育苗场扩张 18
图表 39: 公司海外产能扩张计划——新建产线扩张 18
图表 40: 公司收入分拆 19
图表 41: 可比公司估值对比 20

下载日志已记录，仅供内部参考

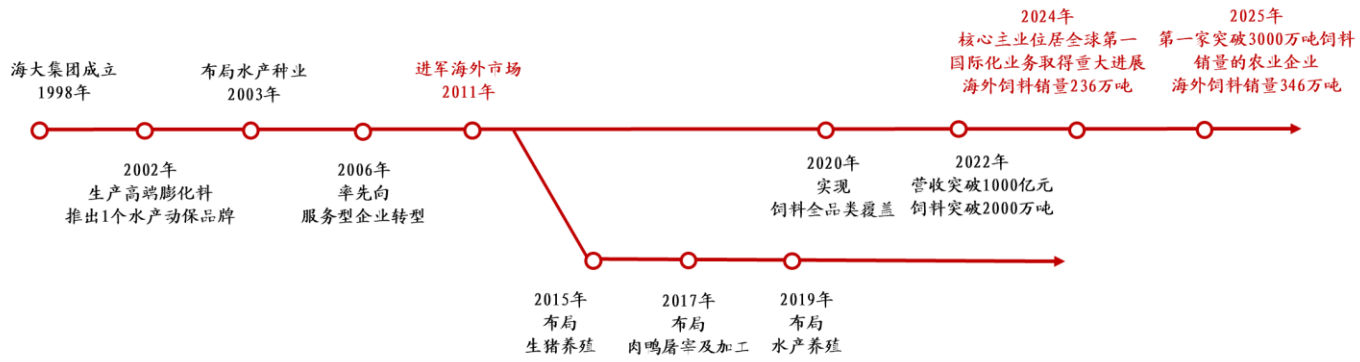
海大：聚焦主业、海外业务成为第二增长曲线

1、战略：聚焦饲料主业，加快海外布局

广东海大集团股份有限公司是一家涵盖饲料、种苗、生物制药、智慧养殖、食品流通等全产业链的高新农牧企业，经过二十余年的高速发展，2025 年公司饲料销量 3208 万吨，是全球饲料产业历史上第一家突破 3000 万吨的农业企业。**公司战略清晰、目标明确：明确将饲料业务作为第一核心业务，持续聚焦核心能力建设与规模化扩张，中期目标是 2030 年销量达到 5150 万吨，稳步提升国内产能利用率与市场占有率，加快推进海外饲料业务布局。**

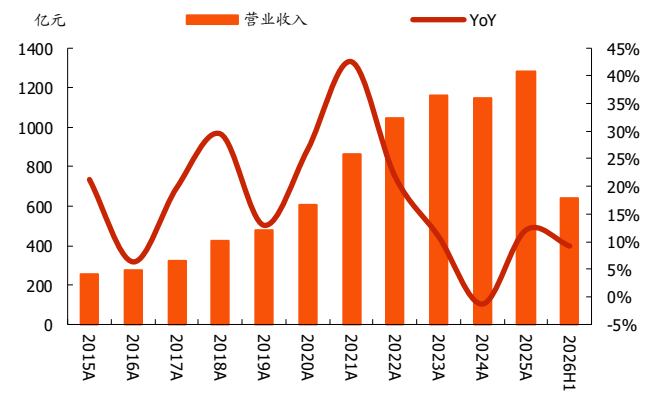
公司于 2011 年开始进军海外市场，2024 年开始加码布局。公司通过苗-料-药一体化解决方案以及可复制的跨国本土化运营体系，于 2024 年开始在海外布局加速，2012 年公司海外收入 3.03 亿元，2025 年公司海外收入达到 166.36 亿元，2026 年上半年海外营收占比达 15.86%，2025 年公司海外地区饲料外销量 346 万吨，同比增长约 47%。

图表1：公司于 2011 年开始进军海外市场，2024 年开始加码布局



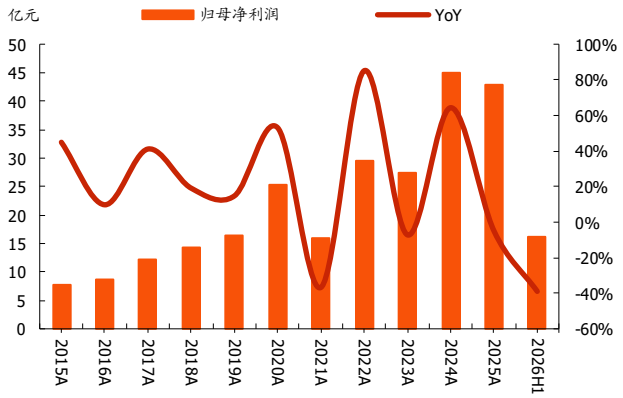
资料来源：海大集团公众号，社会责任报告，债券评级报告，公司官网，国盛证券研究所

图表2：公司营收及同比



资料来源：wind、iFinD、国盛证券研究所

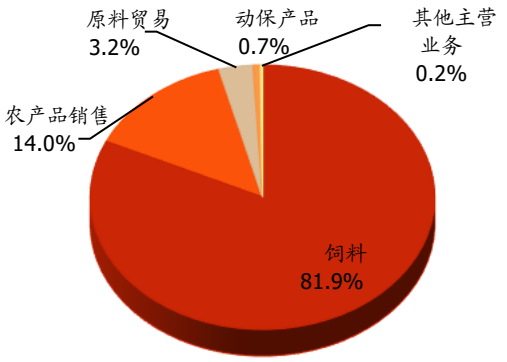
图表3：公司归母净利润及同比



资料来源：wind、iFinD、国盛证券研究所

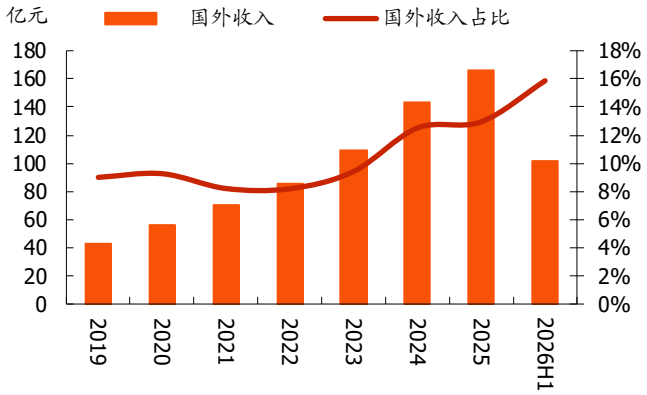
下载日志已记录，仅供内部参考

图表4：2025 年饲料业务占比营收 81.9%



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表5：公司海外业务占比持续提升



资料来源：wind、国盛证券研究所

2、复盘：海外业务成为公司第二增长曲线

根据我们 2024 年报告《海大集团：主业优势不改，成长潜能犹在》复盘海大过去 20 年的变化，结合公司战略和经营的演进及市场变化，公司估值水平与业绩特征可以划分成 4 个阶段：

1）2009-2012：核心竞争力搭建，高成长消化高估值；这一阶段公司的股价特征是市值上升，估值下降。
2）2013-2016：业绩出现波动，估值伴随业绩调整；随着水产料行业增速放缓，公司业绩受外生影响和行业内竞争出现波动，这四年公司收入复合增速降至 15%、归母净利润复合增速降至 17%，PE 估值中枢为 20x，市值增幅 69%。
3）2017-2021H：白马特征凸显，估值稳步上移；第一阶段 2017-2019 年白马特征凸显，估值整体趋稳，第二阶段 2020-2021H 估值再上台阶，平台型企业特征显现，该阶段公司估值提升的核心原因在于：业绩长期稳定增速获得市场认可，估值向白马消费品企业靠拢，公司正从单一饲料企业向农业全产业链平台企业发展。
4）2021H-2024Q3：业绩波动再现，估值明显回落；2021 年下半年，市场对于白马股定价的重估，同时饲料与养殖业负面因素的冲击增多。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：公司估值复盘



资料来源：wind、国盛证券研究所

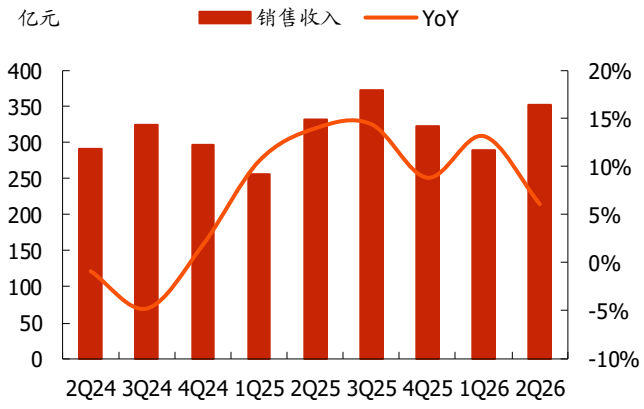
2024Q3-2025Q3：业绩增长，估值抬升

2024 年水产行业经历两年低谷期，水产价格出现景气回升，饲料需求也随之复苏，24Q4/25Q1/25Q2/25Q3 公司营收同比增长分别为 1.9%/10.6%/14.0%/14.4%，归母净利润同比增长分别为 79.7%/49.0%/7.3%/0.3%。

同时，公司加码布局海外市场，海外饲料销量增长提速，2023/2024/2025 年销量增长分别为 24%/38.37%/46.49%，海外市场毛利也远高于国内，2025 年海外毛利率 15.53%，较国内毛利率高一倍多（国内毛利率 6.84%）。海外市场高增速+毛利率远高于国内，同时海外增量市场广阔，公司整体估值从 2024/9/18 的 12X 提升至 2025/9/15 的 20X。

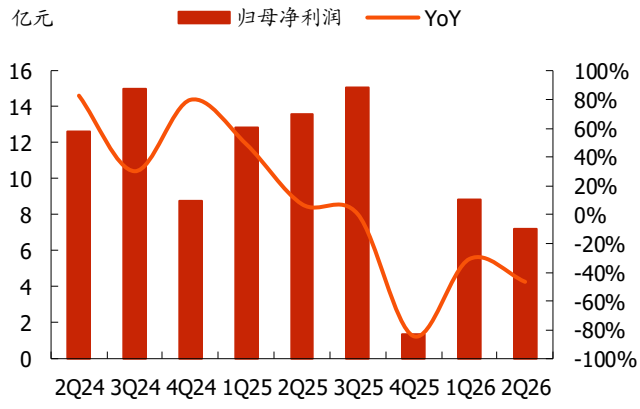
2025 年 10 月，公司发布关于分拆所属子公司海大国际控股有限公司至香港联交所主板上市的预案，2026 年 1 月，海大国际在港交所递交招股书，拟香港主板 IPO 上市。

图表7：公司季度销售收入及同比增长



资料来源：wind、iFinD、国盛证券研究所

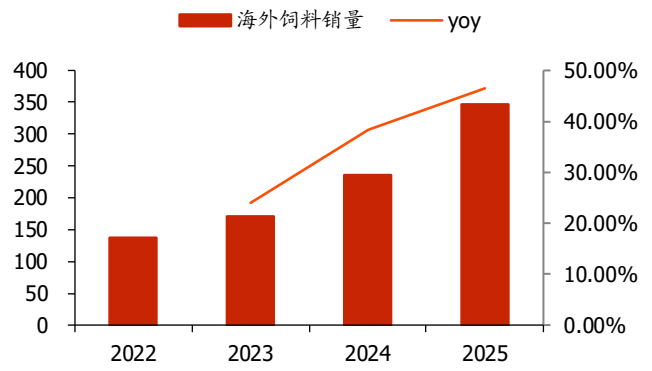
图表8：公司季度归母净利润及同比增长



资料来源：wind、iFinD、国盛证券研究所

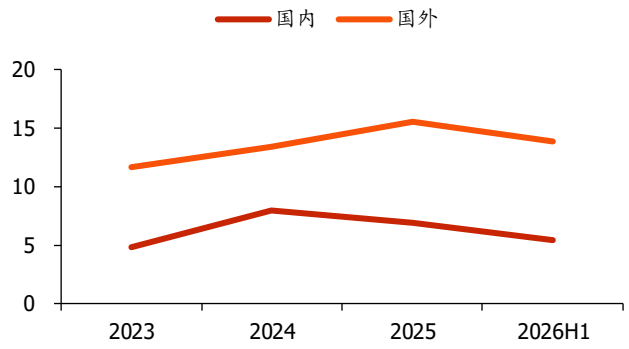
下载日志已记录，仅供内部参考

图表9：2024、2025 年海外饲料销量持续高增（万吨）



资料来源：wind、公司公告、国盛证券研究所

图表10：国外毛利率远高于国内毛利率（%）



资料来源：wind、国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

行业：海外市场高增速，格局持续改善

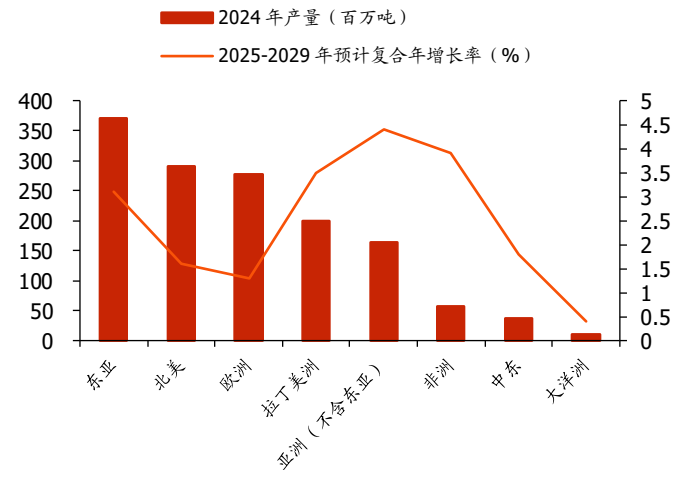
1、规模：各国饲料稳中增长，2024 年东亚产量最高

2024 年全球饲料市场规模为 14.05 亿吨，东亚产量最高，亚洲（不含东亚）预计 2025-2029 年年均复合增速最快。据弗若斯特沙利文，各区域细分市场中，亚洲（不含东亚）地区是 2025 年至 2029 年预计增速最快的细分市场，2024 年产量为 163.2 百万吨，2025 年至 2029 年的预计复合年增长率为 4.4%。非洲地区 2024 年产量 57.8 百万吨，2025-2029 年预计复合年增长率 3.9%。拉丁美洲 2024 年产量 198.4 百万吨，2025-2029 年预计复合年增长率 3.5%，亦呈现出稳健的增长态势。东亚地区 2024 年产量 369.9 百万吨，2025-2029 年预计复合年增长率 3.1%。其他欧洲、中东、北美、大洋洲等地区的增速相对平缓。**我们从结构和国家看：**

1）分结构看，根据 Alltech 数据，2025 年肉禽饲料占比最大，占比达 27.8%，同比增长 3.7%，其次生猪饲料占比 26.45%，同比+3%，乳牛肉牛占比分别为 11.83%/9.32%，同比增长分别为 2.6%/0.5%，水产料占比 3.85%，同比增长 4.7%。

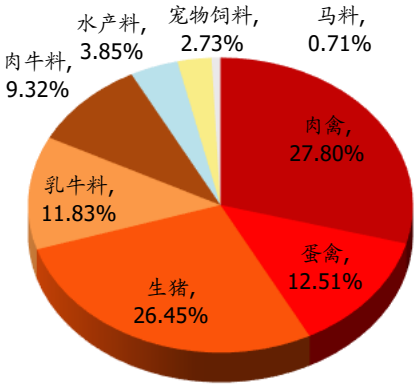
2）分国家看，我们主要关注亚洲（不含东亚）市场，其中印度是最大的饲料行业市场，市场规模占比达到 33.9%；其次为越南，市场规模占比达到 15.8%；凭借群岛国家的水产、禽类养殖优势，印度尼西亚占比 13.5%，此外，菲律宾占比 8.3%，泰国占比 7.5%，孟加拉国占比 6.1%，马来西亚占比 3.6%，柬埔寨占比 1.8%，其他国家合计占比 9.5%。

图表11：2024 年全球饲料行业市场规模（按产量）



资料来源：海大国际控股招股说明书、弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

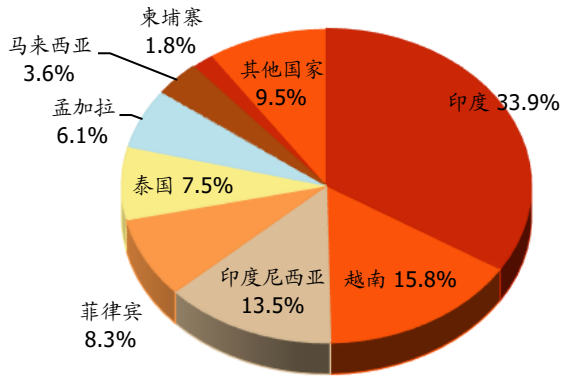
图表12：2025 年全球饲料产量结构



资料来源：Alltech，国盛证券研究所

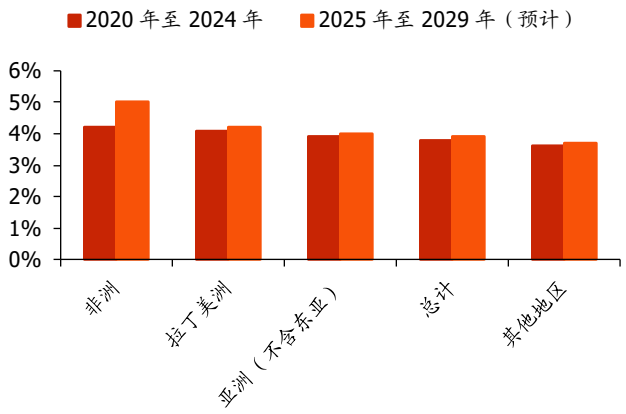
下载日志已记录，仅供内部参考

图表13：2024 年亚洲（除东亚）饲料市场规模占比（产量口径）



资料来源：海大国际控股招股说明书、弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

图表14：2020 年至 2029 年（预计）全球水产料市场规模复合年增长率（按产量）



资料来源：海大国际控股招股说明书、弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

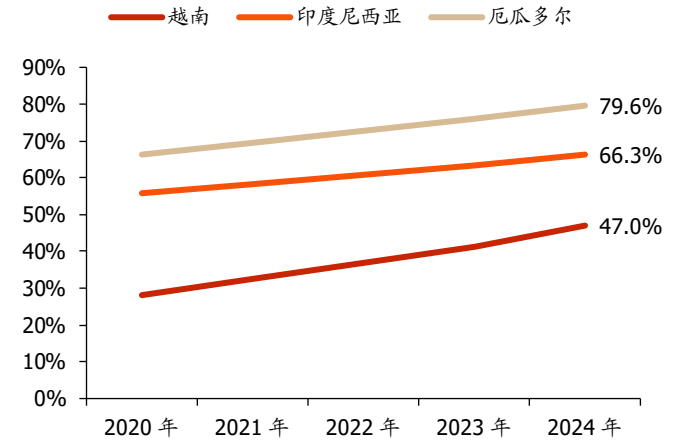
2、格局：规模化提升及技术升级下，龙头集中度持续提升

从格局看：在养殖规模化提升、政策支持及技术升级下，各国饲料行业格局持续改善。据弗若斯特沙利文，越南水产料行业 CR5 从 2020 年的 28.1%上升至 2024 年的 47.0%，越南养殖业向规模化与专业化集中，大型养殖场稳定采购高质量饲料，同时，跨国企业参与度高，其凭借资金、供应链和配方技术优势建立标准化生产体系，越南头部企业持续吸纳中小厂商的市场份额，推动行业集中度稳步攀升。越南市场本土企业竞争实力较弱，效率低，跨国企业投资越南畜牧业，持续推动越南畜牧业规模化。

印尼和厄瓜多尔龙头集中度也在持续提升；据弗若斯特沙利文，2020 年至 2024 年，印尼水产料行业 CR5 从 55.8%上升至 66.3%，厄瓜多尔水产料行业 CR5 从 66.3%上升至 79.6%，厄瓜多尔作为南美白对虾的原生产区，凭借其原产地优势、低成本原料供给、全产业链协同支撑对虾饲料的规模化生产与质量优化。埃及该市场行业集中度相对较低，但非洲人口持续增长推动动物蛋白需求激增，直接拉动水产料需求，埃及及非洲多国政府通过资金扶持、基础设施建设推动水产养殖发展，推动技术升级，凭借水产养殖技术积累形成区域辐射效应，结合国际合作引入的生产技术，提升饲料产能与品质。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表15：越南、印尼、厄瓜多尔水产料 CR5 情况



资料来源：海大国际控股招股说明书、弗若斯特沙利文、国盛证券研究所

图表16：2022 年越南饲料企业排名

	公司	国家	是否 FDI
1	正大越南畜牧股份公司	泰国	是
2	De Heus 有限责任公司	荷兰	是
3	CJ Vina Agri 有限责任公司	韩国	是
4	Greenfeed 股份公司	越南	否
5	家畜饲料生产越法股份公司	越南、荷兰	是
6	Japfa Comfeed 有限责任公司	印尼	是
7	Mavin 集团股份公司	越南、澳大利亚	否
8	Dabaco 集团股份公司	越南	否
9	Vina Sunjin 有限责任公司	韩国	是
10	红河营养股份公司	越南、法国	否

资料来源：vietnamplus，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

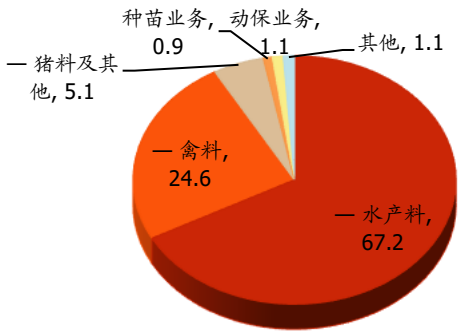
展望：海外市场打开增量空间

1、全球大型饲料企业增速第一，亚洲（除东亚）水产料第二

公司为全球大型饲料企业增速第一、亚洲（除东亚）水产料第二、越南水产料第一。凭借技术、服务、采购等竞争优势基础，公司持续加码境外布局，核心市场为亚洲（不含东亚）、非洲及拉丁美洲。从收入看，根据 2025 前三季度数据，**海外饲料业务占海外收入 97%，其中水产料收入占比 67%，**禽料占比 25%，猪料及其他占比 5%，种苗动保占比 2%；从国家布局看，**越南收入占比 60%，**其次厄瓜多尔占比 13%，印尼占比 12%，埃及 7%。2025 年海外地区饲料外销量 346 万吨，同比增长约 47%，且水产、禽、猪饲料及其他饲料销量增长均超过 40%。

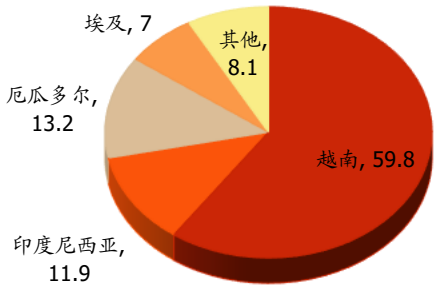
水产料及越南地区是公司最大的市场，可以看到公司在海外水产料保持强劲竞争力，公司为亚洲（不含东亚）第二大水产料供货商，据弗若斯特沙利文，按产量计，2024 年市场份额达到 6.5%，也是越南第一大饲料供货商，市场份额达 19.2%，在厄瓜多尔排名第六，市场份额达到 8.7%，在印尼排名第七，市场份额达到 6.7%。

图表17：2025Q1-Q3 公司海外各业务收入占比（%）



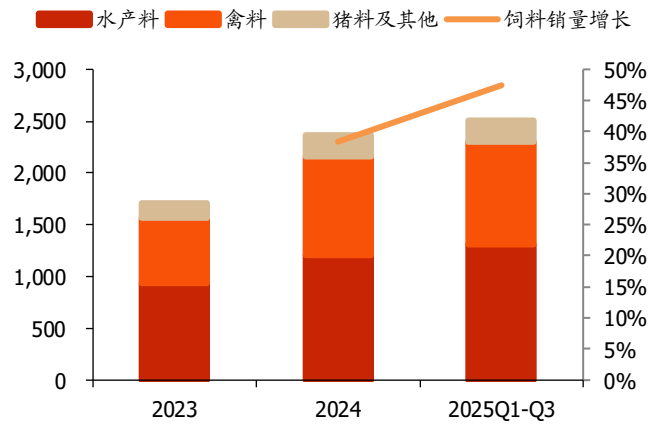
资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表18：2025Q1-Q3 各个国家收入占比（%）



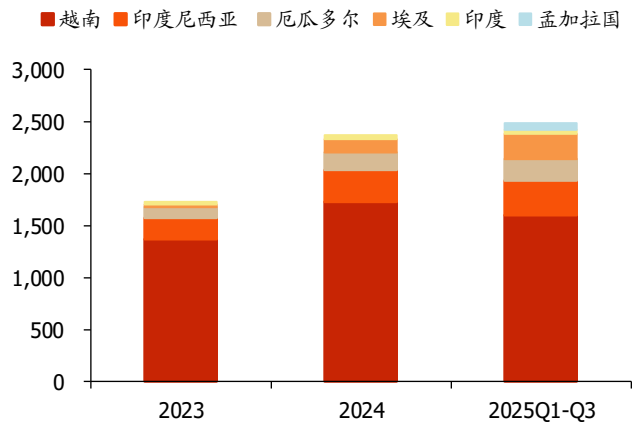
资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表19：公司海外饲料业务各品类销量情况（千吨）



资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

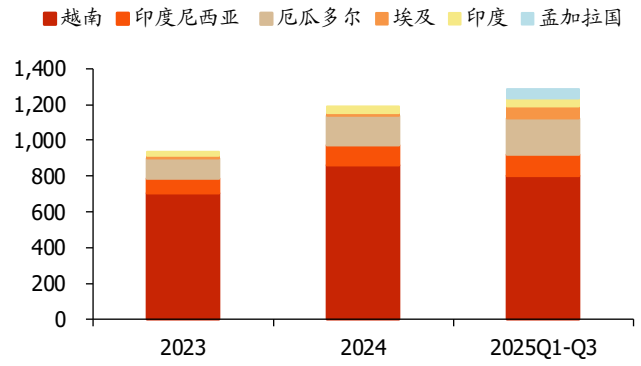
图表20：公司在海外国家饲料产量情况（千吨）



资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

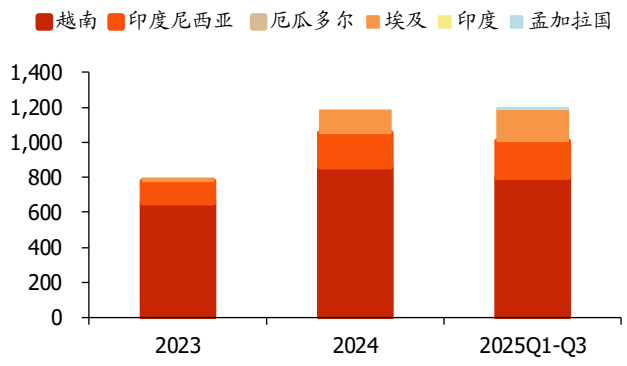
下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：公司在海外国家产量情况-水产料（千吨）



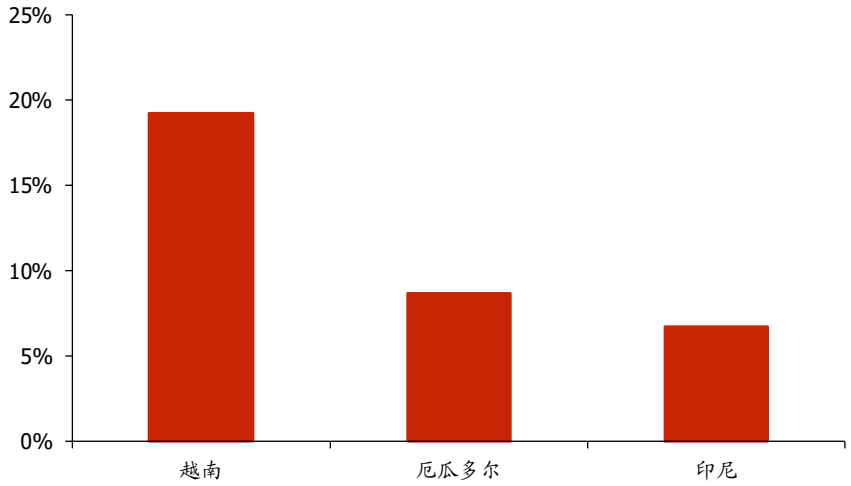
资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表22：公司在海外国家产量情况-猪料和禽料（千吨）



资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表23：2024 年公司在越南、厄瓜多尔、印尼的水产料市场份额（按产量计）

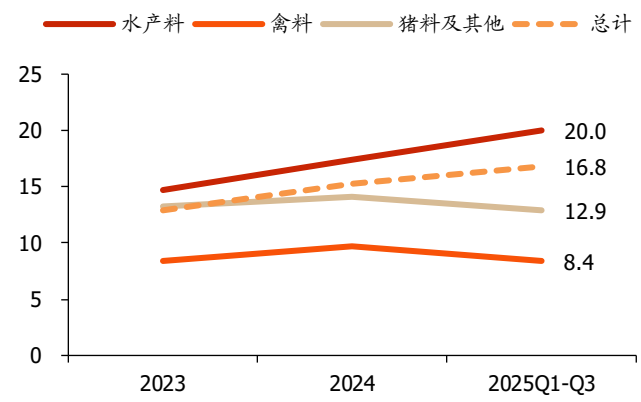


资料来源：弗若斯特沙利文、海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

从毛利率情况看，公司海外水产料毛利率持续提升，带动海外总体毛利率提升。2025 年前三季度水产料毛利率为 20%，禽料为 8.4%，猪料及其他为 12.9%；分国家看，厄瓜多尔毛利率最高，毛利率为 26.6%，主要是厄瓜多尔多为高端水产料，其次为越南毛利率 15.6%，印尼/埃及分别为 12.3%/12.2%。同时，公司吨毛利也在持续增长，2023 年吨毛利为 669 元/吨，2025 年前三季度提升至 722 元/吨。

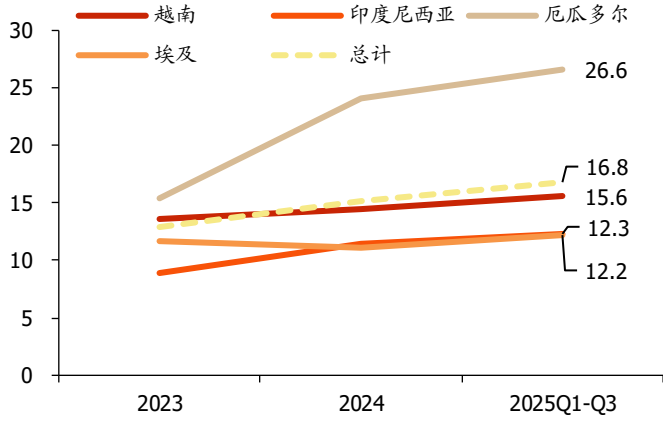
下载日志已记录，仅供内部参考

图表24：公司海外饲料毛利率情况（%）



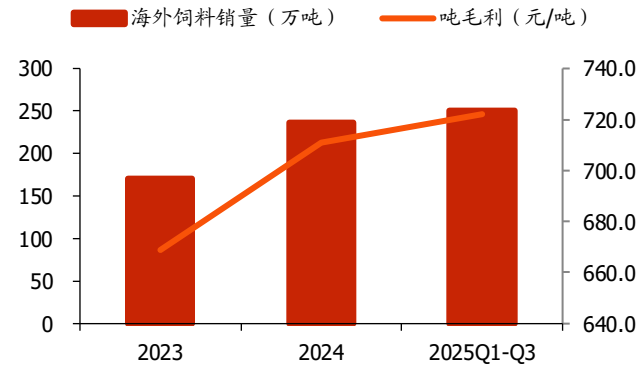
资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表25：公司各国家业务毛利率情况（%）



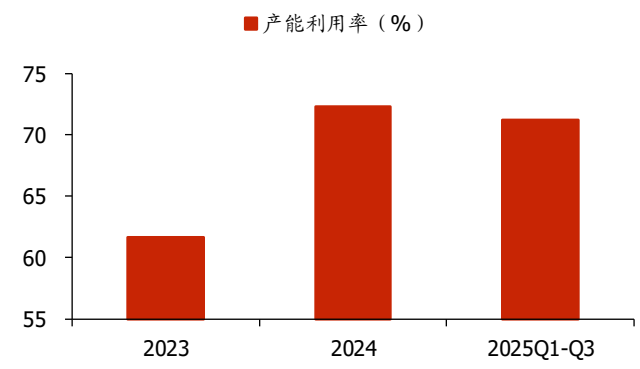
资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表26：公司海外饲料业务销量及吨毛利情况



资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表27：公司海外产能利用率情况



资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

2、高研发、重服务、可复制，铸就核心竞争力

1）核心竞争力——技术赋能产业升级

技术为公司业务的核心基石。多年来公司通过建立系统化研发平台、组建专业研发团队及持续加大研发投入，涵盖育种、饲料配方及动物保健品领域，构建起涵盖基础研究、研发本地化和终端用户聚焦的三级研发体系，将行业研究和本地化落地深度融合，形成可持续的创新能力。

研发投入方面，持之以恒的研发投入和研发人员积累是持续打造高质量产品、迅速占领市场的核心，2025 年公司研发支出达到 9.7 亿，同比增长 6.5%，5 年复合增速 15%，占营业收入比重在 0.8%上下。持续高额研发投入，使得公司系统构建育种、防疫、营养、养殖技术等各个环节技术和专业体系，保证了公司在水产种苗、饲料、动保、养殖模式上的产业链的领先优势。截至 2025 年 9 月 30 日，公司已在越南、印度尼西亚及埃及建立了多个研发中心，建立了一支约 400 人的研发团队，已推出多款种苗产品，包括南美白对虾及红罗非鱼，并已建立营养数据库，涵盖蛋鸡、肉鸭等多种畜禽品种，以及南美白对虾、罗非鱼、生鱼、攀鲈等水产品种。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表28：公司研发体系



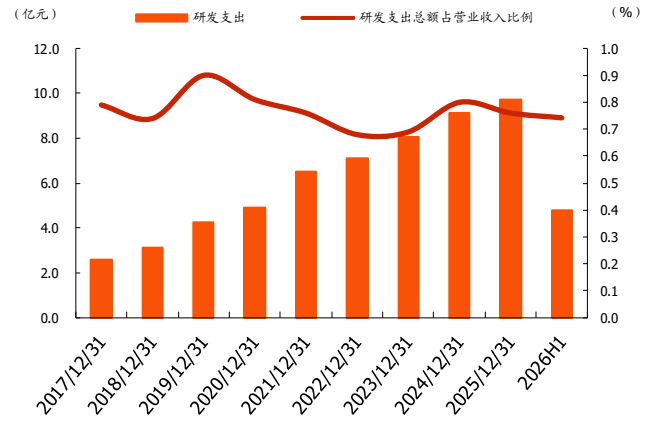
资料来源：公司官网、国盛证券研究所

图表29：公司研发种苗产品

产品类型	品种	优势
虾苗	南美白对虾（白虾）	亲本可追溯、可管控
		稳定性良好，抗病性强
		生长速度快
		体型与质量均匀性良好
鱼苗	罗非鱼	生长速度快
		饲料转化率表现优异
		体色与体型优良

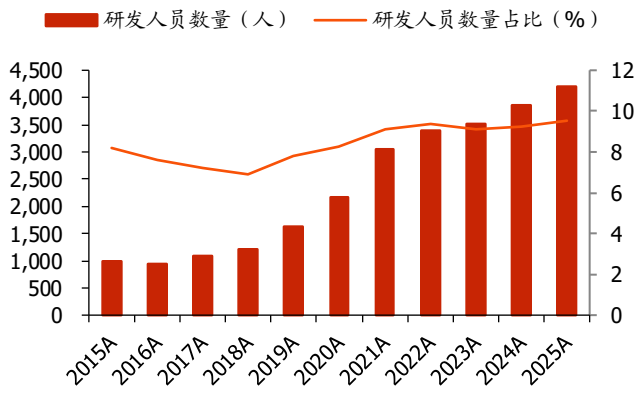
资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表30：公司研发支出及占比



资料来源：wind、公司公告、国盛证券研究所

图表31：公司研发人员及占比



资料来源：wind、国盛证券研究所

2）核心竞争力二——提供综合价值链解决方案

服务营销提供综合价值链解决方案是饲料产品价值实现的海大答案。好的饲料产品还需要好的养殖模式将功效充分发挥，饲料产品作为养殖过程的一环，其最终目的是帮助养户实现最大的利润空间。

以饲料业务为核心，公司打造覆盖种苗、饲料、动保产品的“苗－料－药”综合解决方案，让公司从唯一饲料供货商转变为提供产品、养殖模式及全程服务的综合服务商，深耕养殖户的全周期需求。在公司海外主要市场，根据弗若斯特沙利文的资料，是行业中率先研发及实施“苗－料－药”综合解决方案的公司之一，努力解决养殖户成本高、成活率低、生长时间长、养殖环境不理想等主要痛点。截至 2025 年 9 月 30 日，公司**在越南开设 35 个区域服务中心，**扎根乡野，为养殖户提供产品咨询及技术指导。服务驱动型解决方案大幅扩大客户群体、提升客户黏性。

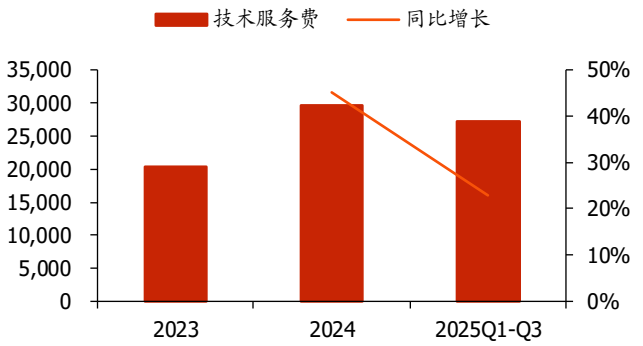
下载日志已记录，仅供内部参考

图表32：公司“苗－料－药”综合解决方案



资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表33：海大国际控股技术费用（千元）



资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

3）核心竞争力三——具备高度可复制的跨国本土化运营能力

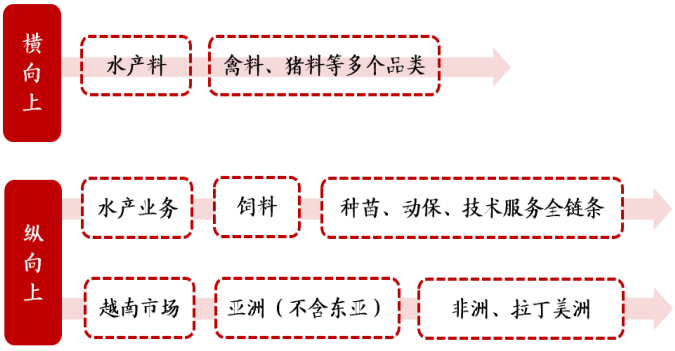
公司已打造一套成熟的运营框架，以技术研发能力为支撑，联动先进产品开发、高效供应链管理与综合服务体系，不断突破品类与区域边界。1）横向上，公司已将水产料领域的成功经验复制至禽料、猪料等多个品类，2）纵向上，已完成水产业务从饲料到种苗、动保、技术服务的全链条延伸。跨地区运营能力上，已将越南市场的成功经验复制至亚洲（不含东亚），并进一步拓展至非洲、拉丁美洲。厄瓜多尔生产基地在第一年即接近实现满产，并快速在当地水产市场建立领先地位。

标准化运营框架是业务复制能力的基础。公司构建采购、技采联动、市场服务、内部运营四位一体的一体化框架，通过跨部门联动快速响应市场，将供应链效率提升至行业标杆水平，并将此经验证的成熟竞争范式快速复制至新市场。1）双层采购模式：既发挥大宗原材料采购的规模经济，又具备区域性采购快速应变能力，根据弗若斯特沙利文数据，公司玉米、豆粕及鱼粉等主要原料的平均采购价低于行业水平，毛利率优于行业。2）技采联动：融合研发及采购，依托自建原料评估系统与数据库，可根据当地原材料供应、成本及养殖条件动态优化配方。3)市场服务:深入养殖一线的服务站与销售及服务团队，以收集客户需求及市场洞察，随后将洞察高效传递至配方与产品团队。4）运营平台：已形成一套标准化的运营架构，由各市场搭建管理中台。委派经验丰富的管理和业务人员与当地团队协同，确保高效执行，实现产能快速爬坡。

该架构已成功复制至新市场，并实现快速爬坡。根据弗若斯特沙利文的资料，公司在埃及的工厂在 1 年内将产能利用率提升至超 90%，爬坡速度快于行业。在高效的运营体系下，实现了优于行业的效率。

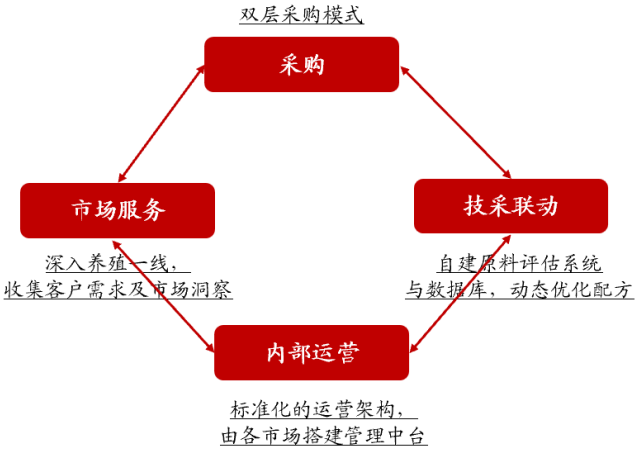
下载日志已记录，仅供内部参考

图表34：公司模式复制路径



资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表35：公司“四位一体”模式



资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表36：公司在海外拥有 17 个生产基地

国家 / 地区	名称	投产年份	概约占地面积（平方米）
越南 印度尼西亚	升龙生物	2012 年	31,040
	龙升国际	2012 年	11,788
	同奈海大	2016 年	27,160
	海阳海大	2017 年	59,866
	永隆海大	2020 年	70,000
	永隆升龙	2021 年	45,200
	平定海龙	2022 年	62,000
	海阳升龙	2024 年	15,000
	平福海龙	2024 年	40,001
	湄公海龙	2025 年	62,463
	印尼海大	2019 年	40,000
	楠榜海大	2025 年	81,223
厄瓜多尔	厄瓜多尔海大	2021 年	46,054
埃及	埃及海大	2024 年	45,252
	埃及海大水产	2025 年	18,822
印度	印度升龙	2018 年	55,766
孟加拉国	孟加拉海大	2025 年	81,374

资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

3、深耕现有市场，拓展新兴市场

公司成功将海大模式复制于海外，通过建设新生产工厂、扩建现有生产线及对现有设施进行改造升级，扩大本地产能，以满足本地市场日益增长的需求。未来三年，公司计划提升越南、印度尼西亚、埃及、厄瓜多尔等多个市场的年产能，会进一步提高生产效率、降低生产成本。具体来看：

下载日志已记录，仅供内部参考

1）扩大关键战略地区产能，以提升本地化生产能力。公司将在主要市场的五个国家为饲料及动物保健品业务兴建新生产线，通过增加该地区的产能，预计在未来三年内（2028 年前）将关键战略地区的饲料产能提升 300 万吨，从而通过规模经济进一步降低生产成本，此外，公司拟在印度尼西亚及厄瓜多尔建设新的育苗场，以促进育苗业务发展。

图表37：公司海外产能扩张计划——现有产线扩张

地点	生产线数量	投产起始年份	产品类型
越南	15	2026 年至 2028 年	饲料、动物保健品
印度尼西亚	16	2026 年至 2027 年	饲料
埃及	5	2027 年至 2028 年	饲料
厄瓜多尔	4	2027 年	饲料
孟加拉国	3	2026 年至 2027 年	饲料

资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

图表38：公司海外育苗场扩张

地点	育苗场数量	投产起始年份	产品类型
印度尼西亚	4	2026 年至 2027 年	水产种苗、雏鸡
厄瓜多尔	1	2026 年	虾苗

资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

2）在具有高增长潜力的新兴市场，新建产线扩充产能。公司计划复制在越南等主要市场的成功扩张模式，进一步深耕亚洲（不含东亚）、非洲及拉丁美洲市场，公司选择新市场的标准包括：**人口基数庞大、饲料市场规模大、经济增长迅速和社会及政策稳定，**未来五年内，公司计划将业务扩展至泰国、马来西亚、尼日利亚、坦桑尼亚及孟加拉国，具体来说公司计划在未来三年内，至 2028 年实现海外产能新增 110 万吨。此外，拟在孟加拉国新建一座育苗场，以推动种苗业务开展。

图表39：公司海外产能扩张计划——新建产线扩张

地点	生产线数量	投产起始年份	产品类型
泰国	5	2027 年	饲料
马来西亚	4	2028 年	饲料
尼日利亚	5	2027 年	饲料
坦桑尼亚	2	2027 年	饲料

资料来源：海大国际控股招股说明书、国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测与投资建议

我们对公司 2026-2028 年盈利预测作如下假设：

饲料销售：随着行业规模化养殖比例上升，公司畜禽料业务继续拓宽品类和市场，水产行业景气上行，需求向上，同时公司向海外市场扩张。预计公司饲料销量同比增长分别为 13%/11%/10%，饲料业务收入同比增长分别为 13.5%/11.1%/11.5%。

农产品销售：预计养猪、对虾养殖、种苗业务规模稳步扩大，鱼养殖规模增速放缓，2026 年猪价持续低迷，故预计增速下滑，27 年由于产能去化猪价有望反转，故我们预计 2026-2028 年农产品销售收入同比分别为-3.7%/+6.2%/+2.2%。

动保产品：作为技术服务一体化解决方案的重要一环，伴随饲料稳步增长，预计 2026-2028 年收入同比增速分别为 5%/5%/10%。

原料贸易：原料贸易业务规模预计整体稳定，我们预估伴随饲料业务原料需求增加，预计收入增速维持在 2%-3%左右。

期间费用率：综合考虑公司规模扩大、费用摊薄以及股权激励影响等，预计公司 2026-2028 年四项费用率分别为 5.8%、5.4%、5.3%。

图表40：公司收入分拆

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）						
饲料	960	912	1,053	1,194	1,327	1,480
yoy		-5.0%	15.4%	13.5%	11.1%	11.5%
动保产品	10.9	8.5	8.9	9.4	9.8	10.8
yoy		-22.7%	5.4%	5.0%	5.0%	10.0%
农产品销售	154.9	188.3	179.6	173.0	183.7	187.7
yoy		21.5%	-4.6%	-3.7%	6.2%	2.2%
原料贸易	34.0	34.4	41.3	42.1	43.3	44.2
yoy		1.0%	20.1%	2.0%	3.0%	2.0%
其他	1.7	2.9	2.4	2.4	2.5	2.5
成本（亿元）						
饲料	877.8	823.1	950.7	1,085.5	1,206.3	1,345.0
动保产品	5.5	3.7	4.9	4.2	4.4	4.9
农产品销售	145.3	153.8	155.1	155.8	160.2	163.7
原料贸易	33.9	34.1	40.2	35.8	36.8	37.6
其他	0.4	1.6	1.1	1.1	1.1	1.2
总计（亿元）						
总收入	1,161.2	1,146.0	1,284.7	1,421.3	1,566.3	1,725.0
总成本	1,062.8	1,016.3	1,151.9	1,282.3	1,408.9	1,552.3
总毛利	98.4	129.7	132.8	139.0	157.4	172.7
毛利率	8.5%	11.3%	10.3%	9.8%	10.1%	10.0%

资料来源：wind、国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议：综上，公司国内业务稳定增长，海外市场扩张快速，故我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 45.2/60.8/68.4 亿元，同比增长分别 5.5%/34.7%/12.5%，我们选取可比公司水产饲料公司粤海饲料、畜禽饲料公司新希望、天康生物、邦基科技，可以看到，2027 年行业平均估值为 15X，公司 2027 年对应 PE 为 11.2X，低于行业平均，维持“买入”评级。

图表41：可比公司估值对比

股票代码	公司名称	股价（元/股）（2026/09/29）	EPS（元）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000876.SZ	新希望	6.89	-0.06	0.49	0.58	-106.99	14	12
001313.SZ	粤海饲料	7.16	0.28	0.36	0.45	26.00	20	16
002100.SZ	天康生物	7.87	-0.02	0.63	0.71	-465.68	13	11
603151.SH	邦基科技	18.14	0.57	1.19	1.18	32.03	15	15
平均							15	14

资料来源：wind、国盛证券研究所（数据截至 2026/09/29），可比公司估值来自于 wind 一致预期）

风险提示

饲料需求下降风险
受自然灾害影响或瘟疫影响，导致鱼、虾、猪和禽类大量死亡，从而饲料需求下降，公司销量增速受行业拖累，从而饲料销售业绩不达预期。

生猪价格波动风险
生猪价格容易受疫病、需求等因素发生波动，从而影响公司生猪养殖业绩。

消费需求下滑超预期
经济超预期减速，蛋白需求超预期下降，从而养殖行业景气度下滑，对公司饲料销售造成重大不利影响。

地缘政治风险
因发生地缘政治风险，造成的公司海外业务发展不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com