

2025 年 08 月 31 日

海大集团 (002311.SZ)

投资评级：买入（维持）

海大鱼大系列报告二——海阔凭鱼跃

投资要点：

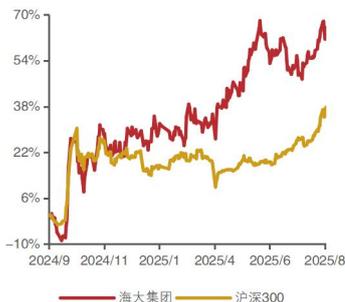
证券分析师

雷轶
SAC: S1350524110001
leiyi@huayuanstock.com
冯佳文
SAC: S1350524120003
fengjiawen@huayuanstock.com
顾超
SAC: S1350524110005
guchao@huayuanstock.com

联系人

李冉
liran02@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 29 日

收盘价 (元)	61.50
一年内最高/最低 (元)	64.28/34.13
总市值 (百万元)	102,320.62
流通市值 (百万元)	102,245.06
总股本 (百万股)	1,663.75
资产负债率 (%)	49.18
每股净资产 (元/股)	14.67

资料来源：聚源数据

全球饲料行业是十四亿吨、四万亿人民币且上下游格局天然分散、低效的大舞台，曾出现过正大、嘉吉、蓝德雷克斯、德赫斯等国际龙头企业，正大巅峰期净利润可达百亿级别，行业价值量清晰可见。以海大为代表的中国新一代国际型农牧企业，正由点成面逐个击破前任龙头的市场地位，将国内的剧本在海外以不同的状态二次上演，这一次海大不再以贴地飞行为工具，而是依靠已经建立起的系统性优势：平台能力、超大规模效应、协同出海。全球市场广阔，产业链天花板也足够高，优势企业成长期足够长，对百亿利润的展望也愈发清晰，海阔正凭鱼跃，目标再造一个“千亿海大”。

1、平台能力：海大是一家优秀的平台型公司，种苗动保、饲料、服务、管理、人才等各项资源已整合沉淀形成系统优势，在兼具工业和农业属性的饲料行业里，可以实现高质量、一致性的扩张。

1) 对饲料的理解成熟，认知差异塑造更强的比较优势。饲料行业不是单纯制造业，而是有制造业属性的养殖服务业，产品标准化程度介于工业品和农产品之间，不同动物饲料的客户分布又非常多样化，且养殖主体每年变化的幅度不低，做企业如果抓大放小容易丢失产业链价值的积累，做小做精又容易被大企业携资本击败。历经过去 20+ 年的积累，海大深谙效率和产业链价值创造的平衡之道，真正做到了有规模、有深度、还灵活，远期的天花板不是饲料吨数，而是创造的附加值优势×覆盖的区域×细分产业链。

2) 产业链优势已经确立，进入系统性“战略反攻”阶段。我国工业饲料市场历经外资主导、中资模仿→中外资 PK：外资防守、中资进攻→中资内卷、角逐称王的阶段，这期间崛起了以海大为代表的优秀农牧企业。1998 年海大刚成立，彼时正大中国区饲料销量已破百万吨；2006 年海大在业内率先完成从生产制造型向服务型企业的战略转型；2009 年进一步强调构建价值链优势；2013 年积极推动信息化建设，内部管理走向流程化、标准化，较大提升标杆工厂的管理模式的可复制性……经 20+ 年的学习、竞争，**海大现已成长为国内销量 TOP1、全球销量 TOP1 的饲料巨头，2024 年海大（国内）销量 2206 万吨 VS 正大（中国）销量 1200+ 万吨。**持续颠覆突破的背后，是海大扎根种苗、饲料、动保、服务、内部运营管理各个环节进而构筑的平台化、系统化优势。如今国内剧本在海外再次上演，新区域、老对手，今非昔比，和老一代国际农牧龙头相比，海大已经具备全面的领先优势。东南亚、非洲等地区人口红利突出且工业化起步较晚，目前仍存在较大的效率改善空间和企业比较优势，短中长期可以通过引领行业效率改善、价值量提升实现企业增长而非内卷式价格战，竞争生态良性，能保证合理偏高的回报率水平，量利双增。

3) 人才漩涡。国际化经营人才是稀缺品，培养难度大、周期长，而对外引进则非常考验企业的资源整合能力。思考海大底色的一方面，它是一家优秀的投后管理公司，擅长从理念、经验上选择符合集团发展战略的人才，委以重任、充分信任，快速建立起强大的经营团队，这一点也从海大和越南升龙的成功融合得到验证。2011 年海大收购越南升龙公司，正式开启国际化之路；对升龙的融合，除了经营理念的一致性之外，本土化团队亦是重要考量，现任海大升龙事业部总经理庄界成原是越南升龙的创始人，在越南水产界颇具影响。

而升龙也成功植入海大服务型基因并本土化，成为越南第一家开设服务站的公司，同时引进与升龙养殖模式相配套的苗种和动保产品，为养户提供全产业链的价值服务（**2011年饲料销量2万吨 VS 2018年30+万吨，2024年海大在越南水产料销量已位居前列**），成为集团“走出去”的先行军和突破口。

4) 协同出海。以家电为例，25年5月美的和海信的海外结盟，标志着中国家电企业从“单兵突围”转向“生态出海”，通过技术互补、产能协同、标准输出，构建全球化竞争新范式。**未来类似合作或成为中国企业突破技术壁垒、主导国际市场的主流路径。海大的国际化进程中，亦有其他中资企业的身影。**2024年海大和樱桃谷鸭（主营鸭苗）合资布局越南，鸭苗和饲料的结合实现断层竞争优势，以越南平定海龙肉鸭料为例，同样饲养天数出栏重0.3公斤/只，饲养成本大幅度降低。优质种苗让饲料效果表达更明显，24年海大海外禽料实现同比增长50%。此外，海大也和出口信用保险公司合作，在直销客户占比较大、应收款风险较高的区域实现保险针对性覆盖、减少坏账损失。

2、超级工厂：一次性打出奠定终局的业态。基于国内的摸索和对海外的长周期布局，海大出海初期就把工厂规模和品类结构放在了重要位置，形成了明确的“卫星工厂”的战略部署，出海早期先建设超级工厂（设计产能30-50万吨、相当于2-3个小厂），以核心大厂的利润为周边区域小厂的发展提供缓冲窗口期。超级大厂天然具备效率优势，满产后的资产回报率更高，我们以50万吨单厂规模、初始资本投入3亿元测算，2-3年满产后投资回报率达30%+。放眼海外终局、市场走向饱和，海大超级工厂的效率优势叠加产业链价值积累有望持续拉大和对手的差距，实现企业长久稳定的发展。

3、战局一览表：海大这样的全产业链价值模式更适合优质优价、价值导向的海外市场，企业回报率在短中长期可能都有生态基础；且在海外，中国企业之间合作大于竞争的商业生态，使得回报率更有保障。而目前海大布局的主要区域也是东南亚、非洲、南美等欠发达地区，分优先攻坚、正在培育和正在调研的国家满足自身战略的短、中、长期部署。

1) 优先攻坚的区域：越南、印尼、埃及、厄瓜多尔（合计市场容量5000+万吨）

2) 正在培育的区域：孟加拉、尼日利亚等

3) 正在调研的区域：巴西；东南亚新兴国家，坦桑尼亚、乌干达等非洲其他国家

4、投资建议：我们预计2025/2026/2027年公司实现归母净利润51/61/70亿元，yoy+14%/+19%/+15%，对应PE分别为20X/17X/15X，维持“买入”评级。

风险提示：天气异常及养殖疫病影响饲料行业阶段性波动的风险；主要原材料价格大幅波动的风险；环保法规政策对养殖业规模结构及区域调整的风险；汇率波动的风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	116,117	114,601	130,611	147,798	165,795
同比增长率（%）	10.89%	-1.31%	13.97%	13.16%	12.18%
归母净利润（百万元）	2,741	4,504	5,140	6,138	7,030
同比增长率（%）	-7.31%	64.30%	14.12%	19.43%	14.52%
每股收益（元/股）	1.65	2.71	3.09	3.69	4.23
ROE（%）	13.95%	18.84%	18.76%	19.44%	19.34%
市盈率（P/E）	37.33	22.72	19.91	16.67	14.55

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

三年业绩：我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 51、61 和 70 亿元，对应 PE 为 20、17、15 倍。

中长期业绩：悲观、中性、乐观测算下，预计 2030 年海大主业利润（剔除生猪板块）有望实现 79/87/94 亿元，2024–2030 年 CAGR=16%/18%/20%。

关键假设

1、主板块：

国内饲料市场：海大壁垒已然建立且有望持续强化，市占率提升，预计 2024–2030 年外销量 CAGR=10%。此外产能利用率提升带动吨利提升；

海外饲料市场：全产业链模式出海、降维打击当地市场，销量增长跟随产能节奏，预计 2024–2030 年销量 CAGR=20%。海外是优质优价、市场导向的生态，预计短期没有价格战忧虑，随着海大的种苗动保出海、全产业链价值模式在各个发展中国家复制，吨利仍处于提升通道。

种苗动保：海大重要的战略业务，为饲料板块构筑系统优势。假设 2024–2030 年收入 CAGR=14%、利润率不变。

2、养猪：公司+农户轻资产模式，2024 年出栏量约 600 万头且全部期货套保。目前海大尝试在母猪环节创新采用公司+农户模式，若跑通可实现更加轻资产地扩张，未来商品猪出栏量有可能进一步提升。

投资逻辑要点

海大到了不依赖超额资本开支实现中速增长的新阶段，资本开支与折旧大致持平，自由现金流到了释放期（约等于归母净利润），接下来的分红提升可以期盼，企业的财务或将进入【roe 提升、重回中速增长率、股息率提升】的财务表现的阶段。

国内市场，行业集中度提升已然进入决胜期，海大自身价值链模式的优势预计即将迎来收获阶段，或维持双位数稳健增长的同时，由于产能利用率等方面的提高，利润更快于收入增速。

海外市场，海大加大力度打造第二成长曲线。海大的全产业链价值模式十分适合海外市场，企业回报率在短中长期可能都有生态基础，且在海外，中国企业之间合作大于竞争的商业生态，使得回报率有保障，成长空间较大。

核心风险提示

天气异常及养殖疫病影响饲料行业阶段性波动的风险；主要原材料价格大幅波动的风险；环保法规政策对养殖业规模结构及区域调整的风险；汇率波动的风险

内容目录

1. 全球饲料市场：天然分散、低效的大舞台，具备孕育“大鱼”的基本条件.....	6
1.1. 行业特性：长链条、多细分、非标准化.....	6
1.2. 容量及分布：中资企业出海存量天花板5亿吨且仍在缓慢增长，有望再造一个海大6	
1.3. 竞争格局：低效、分散，未来中资企业将引领全球集中度提升.....	7
2. 海大出海，背后是已经建立起的系统性优势：平台能力、超大规模效应、协同出海..	8
2.1. 海外市场生态圈相对良性，保证合理回报率水平.....	8
2.2. 对比老一代国际龙头，中国企业竞争优势已具有代差.....	9
2.3. 战局一览表.....	11
3. 投资建议.....	12
3.1. 盈利预测.....	12
3.2. 中长期成长空间.....	13
3.3. 目标市值.....	14
4. 风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 2010–2024 年全球饲料产量 (亿吨) 及 YOY	6
图表 2: 2024 年全球各品种饲料产量占比	6
图表 3: 2024 年全球各大洲饲料产量和占比 (亿吨, %)	7
图表 4: 2012–2024 年全球各大洲饲料产量及复合增速 (亿吨, %)	7
图表 5: 2012 年 VS2024 年全球 TOP10 国家的饲料产量 (亿吨)	8
图表 6: 2009 年 VS2024 年全球 TOP10 饲料企业产量 (万吨)	8
图表 7: 国内 VS 海外—海大饲料业务毛利率对比	9
图表 8: 国内 VS 海外—某龙头饲料业务毛利率对比	9
图表 9: 海大海外战局一览表	11
图表 10: 公司盈利预测 (百万元, %)	13
图表 11: 海大中长期空间判断	14

1. 全球饲料市场：天然分散、低效的大舞台，具备孕育“大鱼”的基本条件

全球饲料行业是十四亿吨、四万亿人民币且上下游格局天然分散、低效的大舞台，出现过正大、嘉吉、蓝德雷克斯、德赫斯等国际龙头企业，正大巅峰期净利润可达百亿以上人民币级别，行业价值量清晰可见。

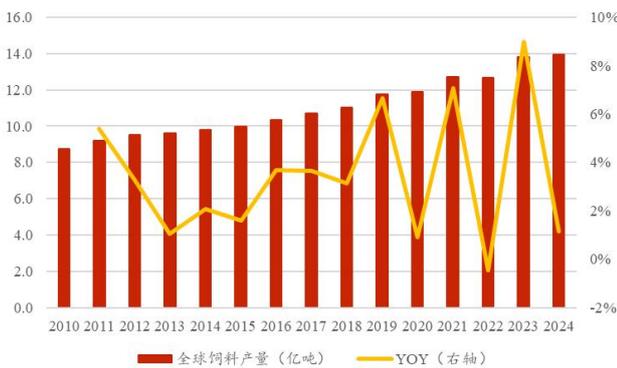
1.1. 行业特性：长链条、多细分、非标准化

饲料行业不是单纯制造业，而是有制造业属性的养殖服务业，产品标准化程度介于工业品和农产品之间，不同动物饲料的客户分布又非常多样化，且养殖主体每年变化的幅度不低；同一品类的饲料按生长阶段亦可进一步细分（如仔猪料、母猪料、育肥料等）。这意味着产业链可进行效率优化提升的环节非常多，既孕育机会，给企业足够的深耕空间，通过每个环节微弱优势的积累打造核心护城河；又诞生风险，若不能时刻保持清醒、警惕，后来者亦有可能颠覆格局。

1.2. 容量及分布：中资企业出海存量天花板 5 亿吨且仍在缓慢增长，有望再造一个海大

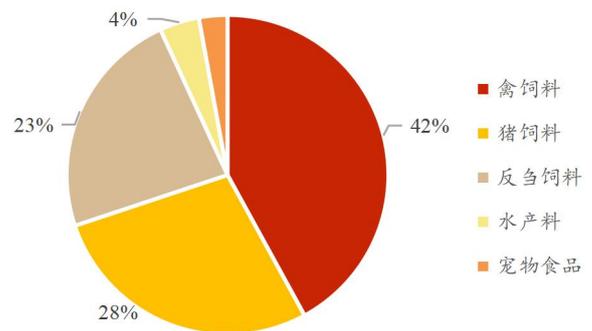
- **缓慢增长**：2024 年全球饲料产量 14 亿吨，2010-2024 年 CAGR=3%；总产值近 4 万亿人民币。禽料、猪料合计约 9 亿吨、占据 70% 的市场份额；其次为反刍料 3 亿吨、水产料 5000 万吨。
- **地区分布**：2024 年亚太地区约 5 亿吨，其次北美、欧洲分别近 3 亿吨，拉丁美洲 2 亿吨，非洲及中东 1 亿吨。剔除北美、欧洲、大洋洲等成熟地区以及中国的 3 亿吨现有市场，中资企业目前出海的存量天花板为 5 亿吨。

图表 1：2010-2024 年全球饲料产量（亿吨）及 YOY



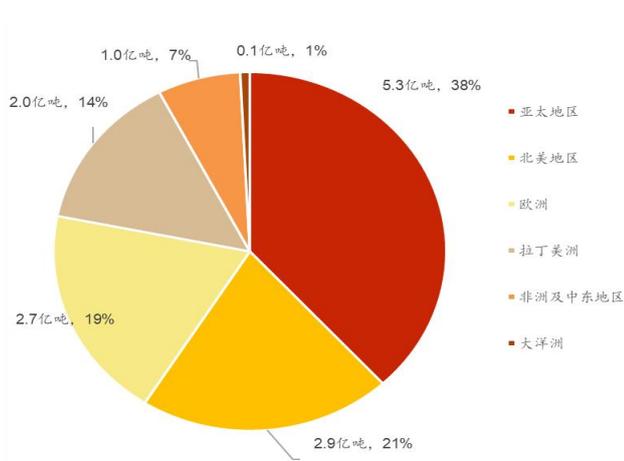
资料来源：奥特奇生物公众号，华源证券研究所

图表 2：2024 年全球各品种饲料产量占比



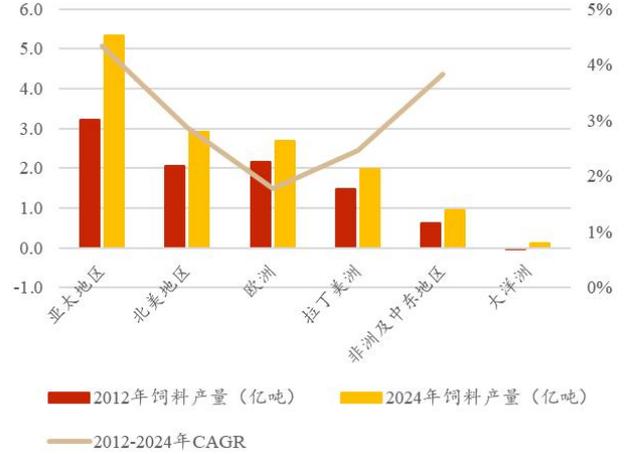
资料来源：奥特奇生物公众号，华源证券研究所

图表 3: 2024 年全球各大洲饲料产量和占比 (亿吨, %)



资料来源: 奥特奇生物公众号, 华源证券研究所

图表 4: 2012-2024 年全球各大洲饲料产量及复合增速 (亿吨, %)



资料来源: 奥特奇生物公众号, 华源证券研究所

1.3. 竞争格局: 低效、分散, 未来中资企业将引领全球集中度提升

纵观全球饲料工业过去 15 年的发展, 集中度并未提升 (2009 年 CR10=15% VS 2024 年 CR10=14%), 但龙头排位发生明显变化, 中国饲料/养殖企业把握住国内市场的工业化趋势和劳动力&资本红利, 实现产量跃迁增长, 增速远超老一代国际龙头。2009 年全球饲料产量 TOP10 榜单, 中国企业仅新希望、温氏上榜; 2024 年 TOP10 企业有 6 家来自中国。

现阶段中国企业优势相比海外已具有代差, 未来数十年, 中资企业出海浪潮有望引领全球饲料行业集中度提升。以越南市场为例, 竞争格局已悄然发生变化, 中资加码、外资退场的趋势已见端倪。2025 年 5 月全球农业巨头嘉吉关闭位于同塔和隆安省的两家水产饲料工厂及位于前江的水产技术应用中心, 正式退出越南水产饲料市场, 结束其在越南市场近 30 年的布局。此前嘉吉在越南动物饲料及水产业务已投资约 1.6 亿美元、运营 12 家工厂、年产能达 160 万吨, 但过去 2 年整体经营状况不及预期, 因此选择退出将节省的资金投入到更具潜力的领域, 如高科技动物饲料和替代蛋白质成分。与此形成鲜明对比的是中资企业在越南加大扩张力度, 2024 年海大升龙子公司和粤海分别在海阳和永隆新开设年产能 70 万吨和 20 万吨的新工厂。

图表 5：2012 年 VS2024 年全球 TOP10 国家的饲料产量（亿吨）

序号	国家	2012	国家	2024	2012-2024CAGR
1	中国	2.0	中国	3.2	4%
2	美国	1.7	美国	2.7	4%
3	巴西	0.7	巴西	0.9	2%
4	墨西哥	0.3	印度	0.6	6%
5	西班牙	0.3	墨西哥	0.4	3%
6	印度	0.3	俄罗斯	0.4	4%
7	日本	0.3	西班牙	0.4	2%
8	俄罗斯	0.2	越南	0.3	7%
9	德国	0.2	土耳其	0.2	5%
10	法国	0.2	日本	0.2	0%

资料来源：奥特奇生物公众号，饲料科技与经济公众号，华源证券研究所
 注：2012-2024CAGR 为 2024 年国家排名对应历史复合增速

图表 6：2009 年 VS2024 年全球 TOP10 饲料企业产量（万吨）

		2009 年		2024 年	2009-2024CAGR
1	正大集团	2320	正大集团	2918	2%
2	嘉吉	1590	海大集团	2652	20%
3	新希望	1333	新希望集团	2596	5%
4	蓝德雷	1010	牧原股份	2532	
5	泰森食品	1000	温氏股份	1939	1%
6	巴西食品	990	嘉吉	1750	
7	泰高集团	870	双胞胎集团	1550	
8	日本日清丸红	750	力源集团	1450	
9	AB Agri	470	蓝德雷公司	1350	2%
10	温氏	447	泰森	1260	
	TOP10 合计	10780	TOP10 合计	19997	
	全球总产量	70800	全球总产量	139600	5%
	CR10	15%		14%	

资料来源：奥特奇生物公众号，《2009 年全球饲料业全景：中国领导全球饲料业复苏》，Menon 报告，WATT 国际传媒，新猪派公众号，公司公告等，华源证券研究所

2. 海大出海，背后是已经建立起的系统性优势：平台能力、超大规模效应、协同出海

2.1. 海外市场生态圈相对良性，保证合理回报率水平

国内市场生态极致内卷，许多行业尤其传统制造业领域，利润空间趋近饱和。东南亚、非洲、中东、拉丁美洲等海外区域仍处在相对落后的发展阶段，很多国家/区域城镇化、工业化进程近似于几十年前的国内，市场空间潜力较大。且这些区域多处于跨国集团主导的生态圈，竞

争相对良性，预计能保证合理偏高的回报率水平。海大集团、新希望财务数据均显示，海外饲料业务毛利率比国内高约 5pct 左右。

图表 7：国内 VS 海外—海大饲料业务毛利率对比


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：国内 VS 海外—某龙头饲料业务毛利率对比


资料来源：wind，华源证券研究所

2.2. 对比老一代国际龙头，中国企业竞争优势已具有代差

我国工业饲料市场历经外资主导、中资模仿→中外资 PK：外资防守、中资进攻→中资内卷、角逐称王的阶段，这期间崛起了以海大为代表的优秀农牧企业。1998 年海大刚成立，彼时正大中国区饲料销量已破百万吨；2006 年海大在业内率先完成从生产制造型向服务型企业的战略转型；2009 年进一步强调构建价值链优势；2013 年积极推动信息化建设，内部管理走向流程化、标准化，较大程度提升标杆工厂的管理模式的可复制性……经 20+ 年的学习、竞争，海大现已成长为国内销量 TOP1、全球销量 TOP1 的饲料巨头，2024 年海大（国内）销量 2206 万吨 VS 正大（中国）销量 1200+万吨。

以海大为代表的中国新一代国际型农牧企业，正由点成面逐个击破前任龙头的市场地位，将国内的剧本在海外以不同的状态二次上演，这一次海大不再以贴地飞行为工具，而是依靠已经建立起的系统性优势：平台能力、超大规模效应、协同出海。

1) 平台能力：海大是一家优秀的平台型公司，种苗动保、饲料、服务、管理、人才等各项资源已整合沉淀形成系统优势，可以相对容易地在兼具工业和农业属性的饲料行业实现能力复制。

- **对饲料的理解成熟，认知差异塑造更强的比较优势。** 历经过去 20+ 年在国内市场的积累，海大深谙效率和产业链价值创造的平衡之道，真正做到了有规模、有深度、还灵活，远期的天花板不是饲料吨数，而是创造的附加值优势 × 覆盖的区域 × 细分产业链。
- **产业链优势已经确立，进入系统性“战略反攻”阶段。** 海大持续颠覆突破的背后，是扎根种苗、饲料、动保、服务、内部运营管理各个环节进而构筑的平台化、系统化优势。

如今国内剧本在海外再次上演，新区域、老对手，今非昔比，和老一代国际农牧龙头相比，海大已经具备全面的领先优势。东南亚、非洲等地区人口红利突出且工业化起步较晚，目前仍存在较大的效率改善空间和企业比较优势，短中长期可以通过引领行业效率改善、价值量提升实现企业增长而非内卷式价格战，竞争生态良性，能保证合理偏高的回报率水平，实现量利双增。

- **人才漩涡。**国际化经营人才是稀缺品，培养难度大、周期长，而对外引进则非常考验企业的资源整合能力。海大底色是一家优秀的投后管理公司，擅长从理念、经验上选择符合集团发展战略的人才，委以重任、充分信任，快速建立起强大的经营团队，这一点也从海大和越南升龙的成功融合得到验证。2011年海大收购越南升龙公司，正式开启国际化之路；对升龙的融合，除了经营理念的一致性之外，本土化团队亦是重要考量，现任海大升龙事业部总经理庄界成原是越南升龙的创始人，在越南水产界颇具影响。而升龙也成功植入海大服务型基因并本土化，成为越南第一家开设服务站的公司，同时引进与升龙养殖模式相配套的苗种和动保产品，为养户提供全产业链的价值服务（**2011年饲料销量2万吨 VS 2018年30+万吨，2024年海大在越南水产料销量已位居前列**），成为集团“走出去”的先行军和突破口。
- **协同出海：海外生态合作大于竞争，中资企业倾向于联手、实现优势互补。**以家电为例，25年5月美的和海信的海外结盟，标志着中国家电企业从“单兵突围”转向“生态出海”，通过技术互补（如联合开发AI智能体平台）、产能协同（海信借助美的在东南亚、南美的物流中枢降低海外仓成本30%；美的通过海信墨西哥基地规避美国新关税政策的风险）、标准输出，构建全球化竞争新范式。**未来类似合作或成为中国企业突破技术壁垒、主导国际市场的主流路径。海大的国际化进程中，亦有其他中资企业的身影。**海大和樱桃谷鸭（主营鸭苗）合资布局越南，鸭苗和饲料的结合实现断层竞争优势，以越南平定海龙肉鸭料为例，同样饲养天数出栏重0.3公斤/只，饲养成本大幅度降低。**优质种苗让饲料效果表达更明显，2024年海大海外禽料实现同比增长50%。**
- **海外配套设施逐步完善，“事前预防-事中管控-事后处置”的全流程风控体系，结合信用保险、金融工具与合规管理，将应收账款与汇率风险控制在可承受范围内。**比如应收账款方面，企业可以通过和出口信用保险公司合作，在直销客户占比较大、应收款风险较高的区域实现保险针对性覆盖、减少坏账损失。

2) 超级工厂：一次性打出奠定终局的业态。

基于国内的摸索和对海外的长周期布局，海大出海初期就把工厂规模和品类结构放在了重要位置，形成了明确的“卫星工厂”的战略部署，出海早期先建设超级工厂（设计产能30-50万吨、相当于2-3个小厂），以核心大厂的利润为周边区域小厂的发展提供缓冲窗口期。超级大厂天然具备效率优势，满产后的资产回报率更高，我们以50万吨单厂规模、初始资本投入3亿元测算，2-3年满产后投资回报率达30%+。放眼海外终局、市场走向饱和，海大超级工厂的效率优势叠加产业链价值积累有望持续拉大和对手的差距，实现企业长久稳定的发展。

2.3. 战局一览表

海大这样的全产业链价值模式更适合优质优价、价值导向的海外市场，企业回报率在短中长期可能都有生态基础；且在海外，中国企业之间合作大于竞争的商业生态，使得回报率更有保障。

现阶段海大布局的主要区域是东南亚、非洲、南美等欠发达地区，分优先攻坚、正在培育和正在调研的国家满足自身战略的短、中、长期部署。这些市场依然是外资主导、效率偏低，企业通过提升产业链效率以实现较好的销量增长而非价格战。经国内 20+ 年的摸索，海大在种苗、饲料、动保、服务、内部运营管理各个环节已经构筑平台化、系统化优势，如今再将这套模式复制到海外。

其在越南已初步尝试和樱桃谷鸭苗联合布局、赋能禽料增长，成效明显，未来这套产业链价值导向、中资联合出海的模式预计将逐步复制到海外各个区域，降维打击当地市场。而海大在越南市场的成功为其出海全球打造了标杆和模板，剩下的只是时间和产能建设周期的问题。

图表 9：海大海外战局一览表

	国家	市场容量	自然禀赋	GDP 增速 (2024)	人口数量	营商环境	客户结构	海大进入时间	2024 年海大销量
优先攻坚的区域	越南(印度、马来也归越南大区)	饲料约 2500 万吨 ，其中水产料约 700 万吨	全年温差小、海岸线绵长、水域资源丰富，是世界水产养殖发展最快国家之一，也是世界 TOP3 的水产品出口国。	7.1%	1.0 亿	很好。政策支持（税收减免、简化外资准入）；工业设施配套较完善；但外汇管制严格。	经销	2011 年	同增 25~30%
	印尼	饲料 2000 万吨 ，其中水产料(尤其虾和罗非鱼料)约 400 万吨	千岛之国，养殖条件极为优越，是全球第三大水产养殖国家，是全球主要的对虾养殖和出口国，养殖集约化程度高。	5.0%	2.8 亿	很好。政策支持（简化外资审批）；但物流成本高、宗教节日多。	直销	2017 年	同增超 40%
	厄瓜多尔	虾蟹料约 200 万吨	海洋环境得天独厚，是全球南美白对虾重要的养殖区域，对虾养殖和虾料需求市场全球最大。	-2.0%	1800 万	较好。税率低；但治安问题差、物流效率低。	直销	2019 年	同增超 40%
	埃及	饲料 2200 万吨 ，其中水产料(主要为罗非)约 100 万吨	禽肉消费量大，且为罗非鱼的原产地。	3.1%	1.2 亿	较好。经济特区免征企业所得税、工业园区配套完善；但物流成本高、存在宗教文化差异。	经销	2019 年	2024 年禽料突破性增长，市场份额跃居区域前列；水产饲料厂也已于 2025 年初投产
正	尼日利亚		热带气候、土地资源丰富，是非洲最大的玉米生产国之一。	3.1%	2.2 亿	较好。税收优惠，但物流效率低、工业园区少、存在治安问题。	现金交易市场	正在建厂	

在培育的区域	孟加拉	饲料 600+万吨 , 水产料 150+万吨	水产品资源丰富; 商业家禽养殖场以每年 15% 的速度增长。	3.3%	1.7 亿	一般。税收优惠, 但存在政局波动、宗教差异。	经销	2021 年
正在调研的区域	坦桑尼亚、乌干达等非洲其他国家							正在调研
	巴西、智利等	巴西饲料约 8000 万吨						正在调研
	缅甸、柬埔寨等新兴国家	泰国饲料 2000 万吨 , 其中水产料约 100+万吨						正在调研

资料来源: Wind, 华源证券研究所

3. 投资建议

3.1. 盈利预测

海大到了不依赖超额资本开支实现中速增长的新阶段, 资本开支与折旧大致持平, 自由现金流到了释放期(约等于归母净利润), 接下来的分红提升可以期盼, 企业的财务或将进入【roe 提升、重回中速增长率、股息率提升】的财务表现的阶段。

国内市场已经过了需要大量资本开支的阶段, 但利润增速不见得会下降。行业集中度提升已然进入决胜期, 自身价值链模式的优势预计也进入逐步体现的阶段, 未来只需要少量资金进行技术改造, 或即可维持双位数增长。

海外市场打造第二成长曲线。海大的全产业链价值模式十分适合海外市场, 企业回报率在短中长期可能都有生态基础, 且在海外, 中国企业之间合作大于竞争的商业生态, 使得回报率有保障, 成长空间较大。

我们预测:

- 1) 饲料板块:** 2025-2027 年, 公司水产料销量分别为 676/755/831 万吨, 猪饲料销量分别为 716/787/866 万吨, 禽料销量分别为 1486/1662/1855 万吨;
- 2) 种苗动保:** 2025-2027 年, 公司种苗收入增速 20%/20%/20%, 动保收入增速 -5%/-5%/-5%;
- 3) 生猪养殖:** 2025-2027 年, 公司生猪出栏量为 680/700/800 万头。

图表 10：公司盈利预测（百万元，%）

百万元	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	60,324	85,999	104,715	116,117	114,601	130,611	147,798	165,795
yoy	27%	43%	22%	11%	-1%	14%	13%	12%
毛利率	11.7%	8.5%	9.3%	8.5%	11.3%	10.7%	10.7%	10.6%
1. 饲料销售								
销售收入（百万元）	48,765	69,826	84,892	95,956	91,202	105,401	120,794	136,511
yoy	25%	43%	22%	13%	-5%	16%	15%	13%
毛利率	10.3%	9.1%	8.1%	8.5%	9.7%	10.0%	9.7%	9.7%
外销量（万吨）	1,466	1,877	2,024	2,260	2,442	2,909	3,237	3,587
yoy	19%	28%	8%	12%	8%	19%	11%	11%
2. 农产品销售								
收入	6,368	8,629	12,456	15,492	18,826	20,508	22,163	24,291
yoy	132%	36%	44%	24%	22%	9%	8%	10%
毛利率	22%	1%	17%	6%	18%	14%	16%	15%
其中：生猪销量（万头）	97	200	320	460	570	680	700	780
3. 原材料贸易								
收入	4,405	6,390	6,167	3,401	3,435	3,607	3,788	3,977
yoy	-15%	45%	-3%	-45%	1%	5%	5%	5%
毛利率	3%	4%	2%	0%	1%	1%	1%	1%
4. 动保产品销售								
收入	665	892	1,045	1,095	846	804	763	725
yoy	16%	34%	17%	5%	-23%	-5%	-5%	-5%
毛利率	51%	51%	49%	50%	56%	56%	56%	56%
5. 其他业务								
收入	121	261	156	174	291	291	291	291
yoy	7%	116%	-40%	12%	67%	0%	0%	0%
毛利率	75%	68%	82%	76%	46%	50%	50%	50%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 中长期成长空间

1、主业：中性测算下，考虑海大国内竞争优势持续加强及海外开拓，我们预计 2030 年海大主业利润 87 亿元，2024-2030 年 CAGR=18%。其中国内饲料利润 49 亿，CAGR=15%；海外饲料利润 29 亿，CAGR=23%；种苗动保利润 9 亿，CAGR=20%。乐观情境下，考虑国内中小企业退出、行业竞争格局优化，以及海外市场管理效率提升，整体吨利仍有改善空间，预计主业利润 94 亿元，2024-2030 年 CAGR=20%。

● 饲料业务：

1) **国内市场：**海大壁垒已然建立且预计将持续强化，市占率提升，预计 2024-2030 年外销量 CAGR=10%。此外产能利用率提升带动吨利提升；

2) **海外市场：**全产业链模式出海、降维打击当地市场，销量增长跟随产能节奏，预计 2024-2030 年销量 CAGR=20%。海外是优质优价、市场导向的生态，预计短期没有价格战忧虑，随着海大的种苗动保出海、全产业链价值模式在各个发展中国家复制，吨利仍处于缓慢提升通道。

● **种苗动保：**海大重要的战略业务，为饲料板块构筑系统优势。假设 2024-2030 年收入 CAGR=14%、利润率不变。

2、养猪：公司+农户轻资产模式，2024 年出栏量约 600 万头且全部期货套保。目前海大尝试在母猪环节创新采用公司+农户模式，若跑通可实现更加轻资产地扩张，未来商品猪出栏量有可能进一步提升。

图表 11：海大中长期空间判断

	2024	2030E-悲观	2030E-中性	2030E-乐观	假设条件
国内					
国内海大外销量（万吨）	2242	3930	3930	3930	销量CAGR10%；海大国内市占率由7%提升至12%
国内单吨利润（元/吨）	95	115	125	135	海大国内饲料资本开支周期已过，随着产能利用率提升，单吨费用下降带动吨利提升（24年产能利用率仅50%+）。
国内饲料利润（亿元）	21	45	49	53	
国内利润：2024-2030CAGR		13%	15%	16%	
海外					
海外海大销量（万吨）	236	720	720	720	销量CAGR20%
2024-2030CAGR		20%	20%	20%	
海外单吨利润（元/吨）	352	350	400	450	全产业链模式逐步在海外各个国家复制、跑通
海外饲料利润（亿元）	8	25	29	32	
海外利润：2024-2030CAGR		20%	23%	25%	
饲料利润	29	70	78	85	
种苗动保	3	9	9	9	
主业利润	32	79	87	94	
主业利润：2024-2030CAGR		16%	18%	20%	

资料来源：Wind，华源证券研究所

3.3. 目标市值

我们采用分部估值。饲料企业普遍进行产业链延伸，尤其是跨界生猪养殖后整体业绩波动较大，且估值体系有所变化。因此，针对公司饲料、种苗、动保三大主业部分，我们参考公司历史估值进行判断；针对公司生猪板块，我们参考同行猪企头均市值进行判断。

生猪板块：预计公司 2026 年出栏 700 万头，考虑到公司全成本优异，参考牧原、温氏等可比公司，给予生猪板块头均市值 2000 元，对应市值约 140 亿元。

非猪业务：海大管理优势强化，国内市占率加速提升；海外销量快速增长（25H1，销量增速+40%）。我们预计 25/26/27 年公司非猪利润为 39/47/56 亿元，同比+27%/+22%/+20%。剔除生猪板块估值，截至 2025 年 8 月 28 日，对应 2026 年主业 PE 19X，低于历史 30X 估值中枢（考虑到公司 2015 年进军养猪业，2018 年生猪出栏量增量明显，市场开始给予生猪板块一定估值，因此非猪部分估值参考区间为公司上市至 2018 年）。

综上，截至 8 月 28 日，海大市值 999 亿元，维持“买入”评级。

4. 风险提示

1) 天气异常及养殖疫病影响饲料行业阶段性波动的风险。饲料行业主要服务于下游养殖业，养殖过程中天气、雨水、台风等自然因素出现异常变化时，可能出现养殖存栏、存塘数量的波动，甚至于病害的规模化爆发，进而对饲料需求产生影响，出现阶段性或区域性需求波动的风险。

2) 主要原材料价格大幅波动的风险。饲料原料主要是各类大宗农产品，以玉米、大豆（豆粕）为主。随着农产品贸易的国际化加强，农产品价格变化因素日趋复杂，如果公司未能及时把握饲料原材料行情的变化并及时做好采购的策略管理和风险控制，将有可能面临综合采购成本上升的风险。

3) 环保法规政策对养殖业规模结构及区域调整的风险。近年，国家加大了畜禽养殖业污染的治理力度，尤其对重点水源地及周边水系地区养殖规模作出限制。环保政策对生猪养殖和饲料行业的影响使市场上现有的优势企业面临重新洗牌的风险。

4) 汇率波动的风险。饲料原材料的全球化采购已经成为常态，公司海外投资和海外经营业务规模也在快速扩大，任一币种的汇率波动都可能对该区域的业务结算成本和资产存量价值产生一定的影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,478	3,729	5,941	9,086
应收票据及账款	2,153	2,386	2,700	3,029
预付账款	628	776	878	985
其他应收款	878	1,039	1,176	1,319
存货	11,290	11,933	13,499	15,169
其他流动资产	5,062	5,212	5,284	5,360
流动资产总计	23,489	25,075	29,477	34,947
长期股权投资	280	326	372	418
固定资产	20,166	20,363	22,465	24,025
在建工程	427	2,466	2,253	2,253
无形资产	1,796	1,776	1,823	1,865
长期待摊费用	295	264	232	217
其他非流动资产	1,686	1,741	1,736	1,731
非流动资产合计	24,651	26,936	28,881	30,509
资产总计	48,141	52,011	58,359	65,456
短期借款	252	0	0	0
应付票据及账款	10,478	11,523	13,034	14,647
其他流动负债	7,805	7,698	8,693	9,747
流动负债合计	18,535	19,221	21,727	24,394
长期借款	3,785	3,208	2,558	1,844
其他非流动负债	724	724	724	724
非流动负债合计	4,509	3,932	3,282	2,568
负债合计	23,044	23,153	25,009	26,962
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
资本公积	5,151	5,151	5,151	5,151
留存收益	17,090	20,583	24,754	29,532
归属母公司权益	23,905	27,398	31,570	36,347
少数股东权益	1,191	1,459	1,780	2,147
股东权益合计	25,096	28,858	33,350	38,494
负债和股东权益合计	48,141	52,011	58,359	65,456

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	4,676	5,205	6,255	7,194
折旧与摊销	2,397	2,505	2,906	3,325
财务费用	370	162	123	80
投资损失	9	-168	-168	-168
营运资金变动	54	-397	316	342
其他经营现金流	491	235	222	222
经营性现金净流量	7,996	7,542	9,654	10,994
投资性现金净流量	-6,406	-4,652	-4,702	-4,802
筹资性现金净流量	-3,610	-2,638	-2,740	-3,047
现金流量净额	-2,040	251	2,212	3,145

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	114,601	130,611	147,798	165,795
营业成本	101,640	116,668	131,971	148,301
税金及附加	149	160	181	203
销售费用	2,608	2,834	3,030	3,233
管理费用	3,188	3,265	3,547	3,730
研发费用	860	917	1,037	1,164
财务费用	370	162	123	80
资产减值损失	-220	-150	-170	-191
信用减值损失	-264	-238	-269	-302
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-9	168	168	168
公允价值变动损益	25	0	0	0
资产处置收益	54	21	21	21
其他收益	134	130	130	130
营业利润	5,507	6,535	7,789	8,910
营业外收入	69	59	59	59
营业外支出	182	135	135	135
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,394	6,459	7,714	8,834
所得税	718	1,051	1,255	1,437
净利润	4,676	5,408	6,459	7,397
少数股东损益	172	268	321	367
归属母公司股东净利润	4,504	5,140	6,138	7,030
EPS(元)	2.71	3.09	3.69	4.23

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-1.31%	13.97%	13.16%	12.18%
营业利润增长率	55.05%	18.66%	19.20%	14.38%
归母净利润增长率	64.30%	14.12%	19.43%	14.52%
经营现金流增长率	-37.03%	-5.68%	28.01%	13.88%
盈利能力				
毛利率	11.31%	10.67%	10.71%	10.55%
净利率	4.08%	4.14%	4.37%	4.46%
ROE	18.84%	18.76%	19.44%	19.34%
ROA	9.36%	9.88%	10.52%	10.74%
估值倍数				
P/E	22.72	19.91	16.67	14.55
P/S	0.89	0.78	0.69	0.62
P/B	4.28	3.73	3.24	2.82
股息率	1.79%	1.61%	1.92%	2.20%
EV/EBITDA	10	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。