



公司研究 | 深度报告 | 海大集团 (002311.SZ)

天空海阔，大有可为

报告要点

全球饲料行业整体转向存量竞争，新兴市场如东南亚、南亚、非洲及拉美在消费扩容与养殖规模化驱动下成为行业核心增量来源。细分产品角度，水产料因差异化与技术壁垒具备更优盈利能力。公司依托东南亚经验，以水产料切入并向“饲料—种苗—动保—养殖”一体化延伸，通过“产品+服务+成本”优势与本土化运营实现快速复制扩张。我们认为，公司海外产能规划与需求增长基本匹配，扩张节奏稳健，兼具安全边际与成长弹性，海外业务有望持续贡献增量。

分析师及联系人



陈佳

SAC: S0490513080003

SFC: BQT624



顾焯乾

SAC: S0490519060003



黄建霖

SAC: S0490526020001

天空海阔，大有可为

全球饲料行业整体转向存量竞争，新兴市场如东南亚、南亚、非洲及拉美在消费扩容与养殖规模化驱动下成为行业核心增量来源。细分产品角度，水产料因差异化与技术壁垒具备更优盈利能力。公司依托东南亚经验，以水产料切入并向“饲料—种苗—动保—养殖”一体化延伸，通过“产品+服务+成本”优势与本土化运营实现快速复制扩张。我们认为，公司海外产能规划与需求增长基本匹配，扩张节奏稳健，兼具安全边际与成长弹性，海外业务有望持续贡献增量。

新兴市场增长可期，鱼虾料赛道小而美

从全球饲料行业格局看，发达市场及中国逐步进入存量竞争阶段，行业增长中枢明显下移，而以东南亚、南亚、非洲及拉美为代表的新兴市场仍处于需求扩张早期，成为未来饲料行业主要的增量来源。东南亚、南亚地区情况类似，随着人口红利逐步释放，叠加饲料渗透率、人均动物制品消费量的提升，饲料需求预计持续增长。非洲地区粮食安全突出问题，为满足“养活人口”的需要，养殖业存在对于高效饲料的刚性需求。拉丁美洲动物制品消费水平已较高，内需增长预期较缓慢，饲料需求主要受到外向型水产养殖业的拉动。此外，养殖业由分散向规模化转变，有望带动饲料行业集中度持续提升，龙头公司强者恒强。从细分赛道看，畜禽料同质化程度较高、盈利偏弱，而水产料品类多样、技术壁垒高，具备更强盈利能力与更好竞争格局。

海大国际：从东南亚走向世界

公司出海路径清晰，依托东南亚成熟经验逐步向全球复制扩张，形成以水产料切入、向“饲料—种苗—动保—养殖”一体化延伸的模式。在组织层面，战略发展事业部统筹海外业务，具备较强执行力与自主经营能力；在区域布局上，以越南、印尼为核心枢纽，逐步向南亚、非洲及拉美拓展；在竞争要素上，公司通过“产品力+服务力+成本力”构建差异化优势，并以高密度服务体系与本土化团队强化客户黏性。同时，公司坚持“试点—复制”的扩张范式，通过标杆市场验证后快速复制，有望实现横向扩张与纵向产业链深耕，逐步构筑海外业务的长期壁垒。

量化测算：市场空间充裕，扩产节奏合理

规划角度，海大国际产能规划明确，预计 2026 - 2028 年产能稳步提升，整体扩张节奏保持理性。需求侧，基于目标市场动物蛋白产量、饲料转化效率及工业饲料渗透率等变量测算，我们认为海大集团在海外核心市场饲料需求预计维持稳定增长，行业空间持续扩容。综合中性情景下的市占率假设，公司未来海外需求量与规划产能基本匹配，悲观与乐观情形亦分别对应合理区间，当前产能布局兼具安全边际与向上弹性。整体来看，公司海外扩张并非“产能先行”，而是在需求验证基础上的稳健推进，伴随资本支持到位，未来海外业务有望持续贡献增量利润。

风险提示

- 1、饲料需求不及预期风险；
- 2、产能建设不及预期风险；
- 3、原材料价格波动风险；
- 4、新兴市场开拓不及预期；
- 5、盈利预测假设不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	46.50
总股本(万股)	164,538
流通A股/B股(万股)	164,415/0
每股净资产(元)	15.29
近12月最高/最低价(元)	68.48/46.13

注：股价为 2026 年 5 月 8 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《海大集团 2025 年三季报暨港股上市预案点评：饲料量利齐升，看好海外业务分拆上市》2025-10-22
- 《当前时点如何看待海大集团？》2025-09-28
- 《海大集团 2024 年报&2025Q1 点评：一季度饲料销量增长超预期，后续水产料景气有望回升》2025-05-15



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

天空海阔，大有可为.....	6
新兴市场增长可期，鱼虾料赛道小而美	6
新兴市场国家增速领先.....	6
畜禽料竞争激烈，鱼虾料盈利领跑.....	15
海大国际：从东南亚走向世界	16
战发部门领衔，核心领导经验丰富.....	16
东南亚为锚，水产料为基	18
产品+服务+成本形成竞争优势	19
充分本地化打开市场，产品技术服务合力实现留存	22
横向开疆拓土，纵向扎根生长.....	24
量化测算：市场空间充裕，扩产节奏合理.....	25
风险提示.....	29

图表目录

图 1：海大国际发展历程.....	6
图 2：世界饲料总产量及同比增速.....	7
图 3：中国饲料产量及同比增速	7
图 4：全球前十大饲料生产国 2024 年饲料产量及同比增速对比	7
图 5：全球主要地区 2024 年饲料总产量对比	7
图 6：东南亚人口数量稳健增长	8
图 7：东南亚与世界城镇化水平对比（单位：%）	8
图 8：东南亚人均 GDP 水平相对落后（美元）	8
图 9：65 岁以上老龄人口占比	8
图 10：越南饲料 CR5 持续提升.....	9
图 11：南亚人口数量及同比增速	10
图 12：南亚及世界人均耕地面积对比（单位：公顷/人）	10
图 13：印度城镇饮食结构变化.....	10
图 14：孟加拉国 2010、2020 年饮食结构对比.....	10
图 15：南亚及全球饮食结构对比	11
图 16：非洲营养不良及粮食不安全发生概率（单位：%）	12
图 17：非洲及全球营养不良及粮食不安全人口（单位：百万人）	12
图 18：非洲人口预计持续增长.....	12
图 19：65 岁以上老龄人口占比	12
图 20：拉美地区人均 GDP 水平尚可（美元/人）	13
图 21：拉美地区城镇人口占比高于全球（%）	13
图 22：拉美地区人口增速预计较慢.....	13
图 23：65 岁以上老龄人口占比	13
图 24：世界四大水产分布	14

图 25: 世界主要地区人均淡水资源对比 (立方米/人)	14
图 26: 拉丁美洲水产饲料产量及同比增长	15
图 27: 巴西渔业出口量及产量同比增速对比	15
图 28: 水产料利润率普遍高于畜禽料	16
图 29: 海大集团组织架构	17
图 30: 海大国际现有产能布局	18
图 31: 海大国际海外营收分国家构成	18
图 32: 海大国际海外非流动资产分国家构成	18
图 33: 海大国际出海发展规划	19
图 34: 海大产品+服务+成本形成竞争优势	20
图 35: 对虾料 FCR 对比	20
图 36: 罗非鱼料 FCR 对比	20
图 37: 集中采购优势使得原材料成本相比同业平均水平更低	21
图 38: 海大集团、海大国际销售及技术人员占比相对更高	21
图 39: 海大“饲料—苗种—动保”产业链协同体系	22
图 40: 海大“产品+服务”服务体系	23
图 41: 海大三级研发体系	24
图 42: 海大、新希望出海初期营收增速对比	24
图 43: 2025-2028 年海大国际产能建设规划	25
表 1: 东南亚饲料市场空间测算	9
表 2: 南亚饲料市场空间测算	11
表 3: 非洲饲料空间测算	12
表 4: 拉丁美洲市场空间测算	14
表 5: 海大国际部分主要领导简历	17
表 6: 海大 2026-2028 年产线建设规划	19
表 7: 海大国际主要目标国家饲料需求测算 (产量及需求量单位: 百万吨)	26
表 8: 海大国际市场空间测算 (市场容量及产量单位: 百万吨)	27
表 9: 公司盈利预测与敏感性分析	29

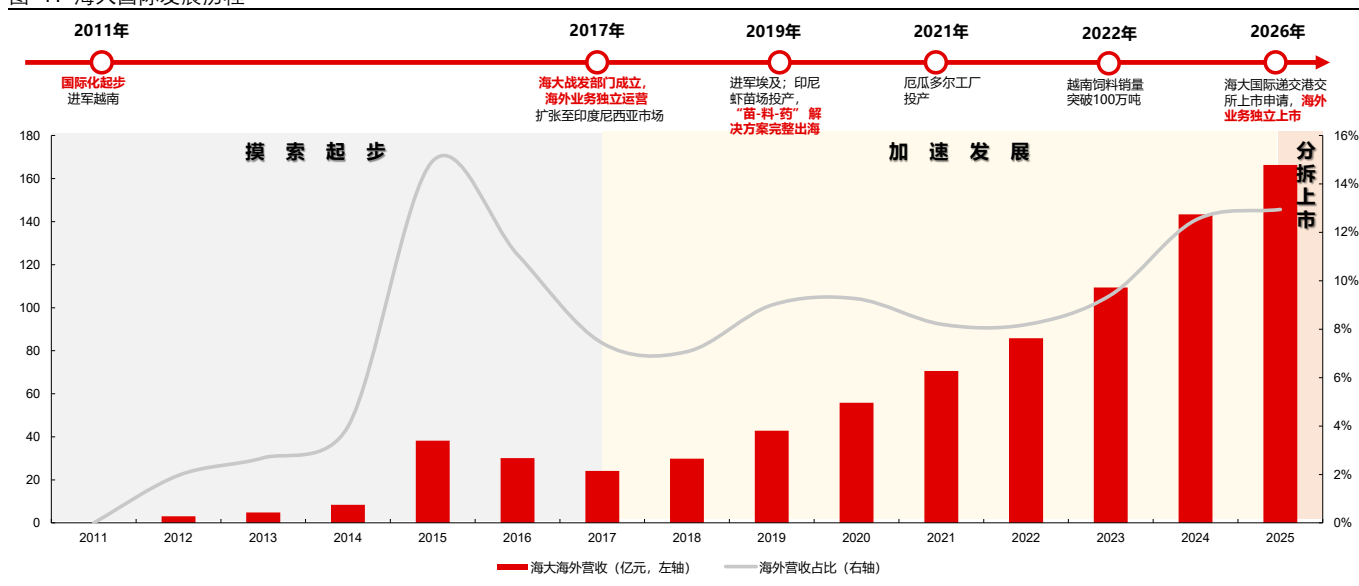
天空海阔，大有可为

全球饲料行业整体转向存量竞争，新兴市场如东南亚、南亚、非洲及拉美在消费扩容与养殖规模化驱动下成为行业核心增量来源。细分产品角度，水产料因差异化与技术壁垒具备更优盈利能力。公司依托东南亚经验，以水产料切入并向“饲料—种苗—动保—养殖”一体化延伸，通过“产品+服务+成本”优势与本土化运营实现快速复制扩张。我们认为，公司海外产能规划与需求增长基本匹配，扩张节奏稳健，兼具安全边际与成长弹性，海外业务有望持续贡献增量。

新兴市场增长可期，鱼虾料赛道小而美

自 2011 年出海越南以来，海大集团在海外经历了摸索起步、加速发展阶段，2011 年出海越南以后，经过 6 年的摸索尝试，海大集团逐步形成了以越南经验为模板的出海经验。随着 2017 年战略发展部门的成立，海大海外业务进入加速发展期，在版图上扩张了非洲、南美等地区市场，同时纵向输出了“苗-料-药”一体化养殖解决方案。2026 年，海大国际递表港交所分拆上市，我们看好海大国际产品力+服务力+技术力形成的竞争力，我们认为，海阔凭鱼跃，凭借多年积累形成的竞争优势和壁垒，在广阔的新兴市场国家海大国际能够实现稳健高速的发展。

图 1：海大国际发展历程

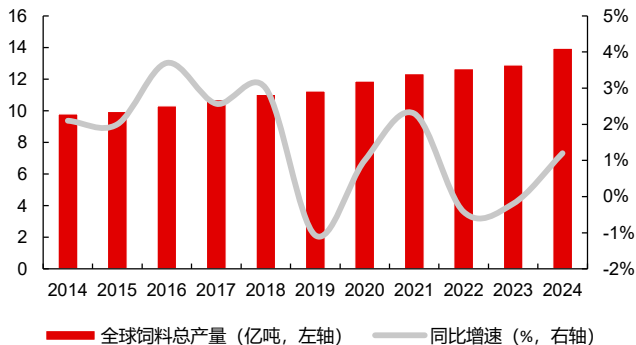


资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

新兴市场国家增速领先

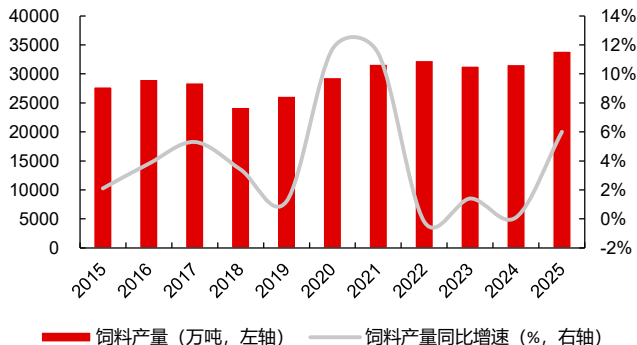
发达国家饲料行业已进入成熟阶段，工业饲料渗透率处于高位，需求增长放缓，行业整体呈现低个位数增长，已步入存量竞争格局。聚焦国内，中国作为全球最大的生猪及禽类养殖国，养殖业规模化程度持续提升。自 20 世纪 80 年代引入工业饲料体系以来，行业经过 40 余年发展已较为成熟，当前同样进入存量竞争阶段。从数据看，根据中国饲料工业协会，2015 - 2025 年我国饲料产量复合增速仅 2.02%，行业增长中枢已明显下行。

图 2：世界饲料总产量及同比增速



资料来源：Alltech，长江证券研究所

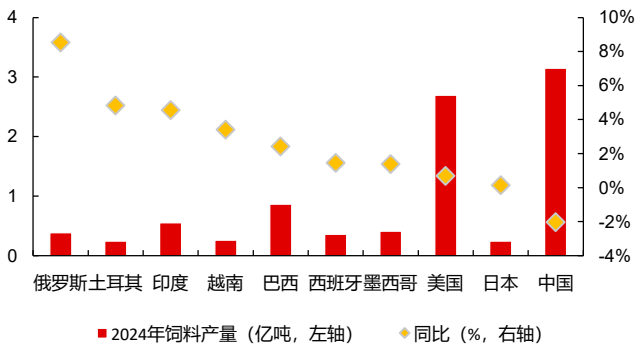
图 3：中国饲料产量及同比增速



资料来源：Alltech，长江证券研究所

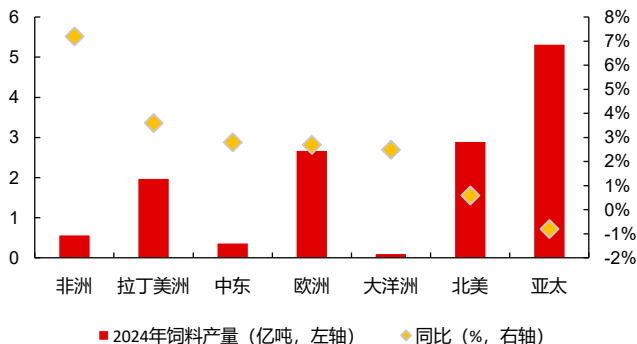
尽管行业整体步入存量阶段，但饲料行业仍具备结构性成长机会。国内市场增速趋缓，而海外新兴市场空间广阔。以印度、越南为代表的亚洲新兴国家，以及非洲、拉美等地区农业现代化进程仍处早期，工业饲料渗透率具备较大提升空间。从2024年全球饲料市场增速来看，新兴市场在基数较低背景下实现更快增长，已成为驱动行业扩张的主要动力来源。细分品类方面，猪料、禽料下游对应饲喂品种集中，竞争激烈、利润偏低，而鱼虾料市场对应细分赛道小而美，利润较高、空间广阔。

图 4：全球前十大饲料生产国 2024 年饲料产量及同比增速对比



资料来源：Alltech，长江证券研究所

图 5：全球主要地区 2024 年饲料总产量对比



资料来源：Alltech，长江证券研究所

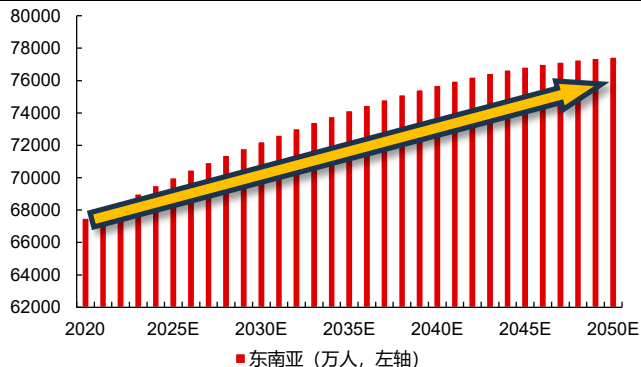
在全球尤其是中国饲料行业步入存量竞争阶段后，新增需求主要由新兴市场贡献，但不同区域的驱动因素存在差异。东南亚及南亚地区仍处人口红利释放阶段，叠加城镇化推进带动动物蛋白消费升级，肉类消费需求预计持续提升，同时本土养殖业正加速向规模化、集约化转型，工业饲料渗透率具备较大提升空间。非洲是当今粮食安全压力最为突出的地区之一，存在“养活人口”的刚性需求，然而非洲农业基础相对薄弱，生产效率落后，在中国“一带一路”合作框架下，中国企业有望参与当地饲料产业体系建设。拉丁美洲畜禽养殖体系相对成熟，行业增长更多由水产养殖驱动，出口导向型发展模式推动高效、环保型水产饲料需求持续提升。

东南亚：人口红利释放，工业饲料渗透率提升延续

人口增长与城镇化提速共同驱动动物养殖需求持续扩张。根据联合国预测，东南亚地区人口在2050年前仍将保持正增长，人口基数具备持续扩容基础。与此同时，区域整体城镇化率仍低于全球平均水平，随着经济发展与产业结构升级推进，城镇化进程有望加

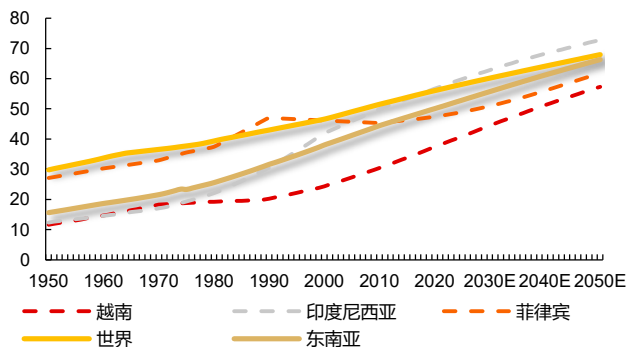
快，长期存在向全球均值收敛的空间。在人口规模扩张与城镇化率提升的双重驱动下，动物蛋白消费提供中长期增长动能。

图 6：东南亚人口数量稳健增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

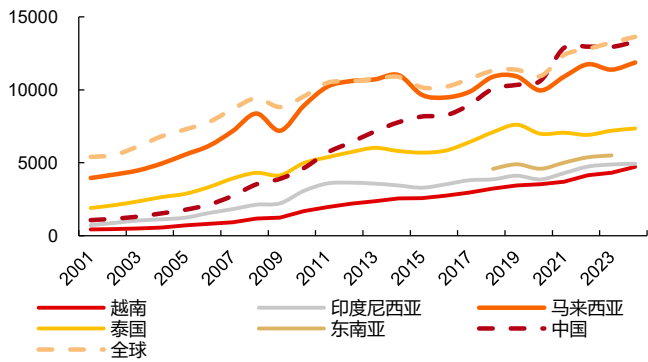
图 7：东南亚与世界城镇化水平对比 (单位：%)



资料来源：联合国，长江证券研究所

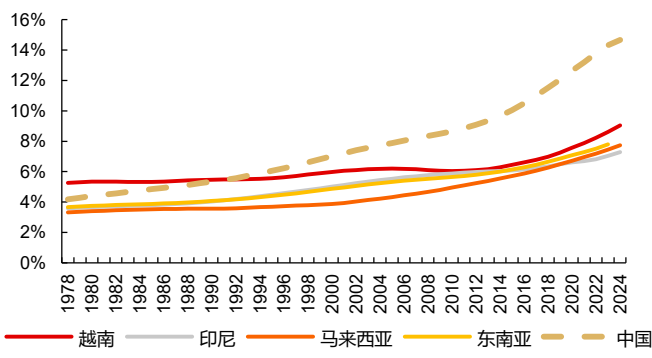
发展阶段相当于中国 2010 年前后，动物制品消费潜力有待挖掘。越南等东南亚国家与中国同属饮食文化接近，但当前动物制品消费明显落后于中国，主要是受到经济发展水平相对落后压制。从人均 GDP、城镇化率等指标看，东南亚整体发展水平相当于中国 2010 年前后。但东南亚人口数量、城镇化水平预期持续提升，当前人口年龄结构也相对年轻，正处于人口红利释放期。随着东南亚经济的发展，我们认为东南亚动物制品消费潜力有待进一步挖掘，进而带动上游饲料市场空间的持续扩容。

图 8：东南亚人均 GDP 水平相对落后 (美元)



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：65 岁以上老龄人口占比



资料来源：Wind，世界银行，长江证券研究所

养殖业由分散向规模化、集约化转型，推动工业饲料渗透率持续提升。规模化养殖场对标准化生产管理、出栏效率和产品质量稳定性要求更高，对工业化配合饲料的依赖度显著高于散户。近年来东南亚地区已出现明显的规模化趋势。据越南媒体农业与环境报道，2018—2023 年间，家庭养殖占比每年下降约 5%—7%，行业集中度和规模化程度持续提升。在养殖规模扩张的基础上，叠加养殖模式由分散向集约转型，东南亚饲料行业规模增长具备较强确定性。

2050 年相比 2023 年东南亚饲料市场规模增长 1.5 倍，长期复合增长率 3.5%。我们以联合国对人口的预期、人均每日动物制品供给量、以及单位动物制品消耗饲料计算远期饲料的市场规模空间。截至 2023 年东南亚人均每日动物制品供给量仅 330kcal/人/天，远低于世界平均水平的 534kcal/人/天，主要受到经济发展水平相对落后的压制。假设随着经济发展，保守估计 2030 年/2050 年人均每日动物制品供给量达到 426/700kcal，即

2050 年动物制品消费达到中国当前水平，越南发展水平相对东南亚整体较为领先，假设 2030/2050 年人均每日动物制品供给量达到 599/800kcal,过程中增速保持线性发展。单位动物制品消耗饲料方面，当前东南亚工业饲料渗透率仍有提升空间，但单位动物制品消耗饲料也受到养殖动物结构影响，过去几年数据看提升并不快，假设 2030/2050 年东南亚提升至 1.15/1.20，越南增长至 1.25/1.40。预计 2050 年东南亚市场规模达到 2.4 亿吨，相较 2023 年市场规模扩容 1.5 倍，2023-2050 年复合增长率约 3.5%。

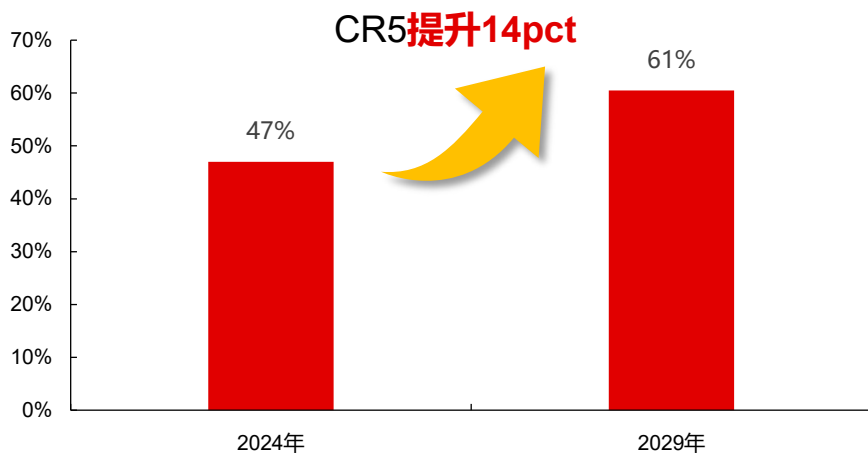
表 1: 东南亚饲料市场空间测算

国家/地区	项目	单位	2023	2030E	2050E
越南	人口数	万人	10035	10426	11001
	人均每日动物制品	kcal/人/天	528	599	800
	单位动物制品消耗饲料	g/kcal	1.25	1.35	1.40
	饲料总需求	万吨	2419	3076	4497
东南亚	人口数	万人	69012	72229	77457
	人均每日动物制品	kcal/人/天	330	426	700
	单位动物制品消耗饲料	g/kcal	1.14	1.15	1.20
	饲料总需求	万吨	9487	12922	23748

资料来源：联合国，FAO，Alltech，长江证券研究所

头部饲料企业龙头优势持续强化。大型养殖场追求供应以及质量稳定，头部饲料企业更具优势，随着下游养殖业规模化的提升，饲料市场份额预计进一步向少数头部企业集中。海大集团预计，在越南市场饲料行业 CR5 将由 2024 年的 47%提高至 2029 年的 61%。行业竞争格局优化背景下，头部企业如海大能够获得更稳定的利润空间和市场话语权。

图 10: 越南饲料 CR5 持续提升



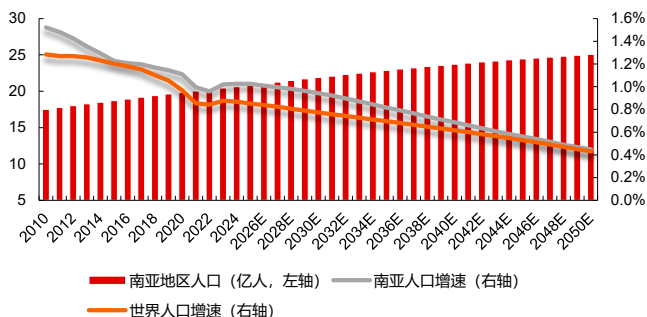
资料来源：投资者互动平台，长江证券研究所

南亚：动物蛋白消费增长带动饲料需求扩张

人口基数大且密度高，粮食生产效率提升需求迫切。从人口数量看，当前南亚已经是世界人口最多的区域之一，截至 2024 年在世界总人口中占比超过 25%，特别是印度已于 2025 年超越中国成为世界第一人口大国。而据联合国预测，到 2050 年前南亚人口预期持续提升，人口数量提升带来粮食需求不断增加。南亚不仅人口规模巨大，并且为世界人口密度最高的地区之一，从人均耕地数量看，当前南亚主要国家如印度、孟加拉国人

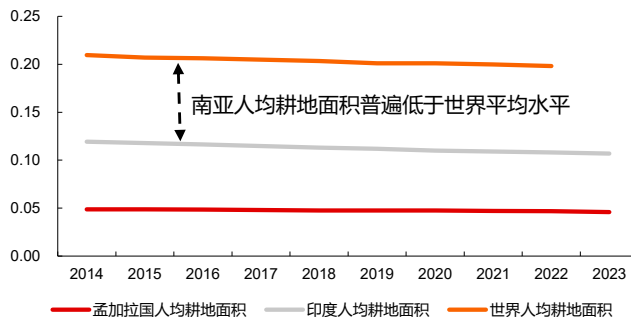
均耕地水平已经明显低于世界平均水平，人口数量的持续提升对于农业生产的效率提出更高要求，从而拉动对于高效、标准化饲料的需求。

图 11: 南亚人口数量及同比增速



资料来源: Wind, 长江证券研究所

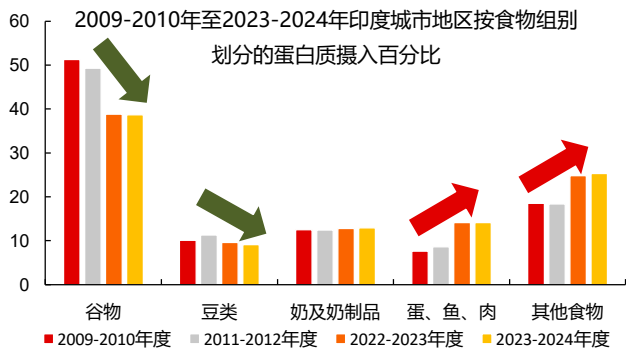
图 12: 南亚及世界人均耕地面积对比 (单位: 公顷/人)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

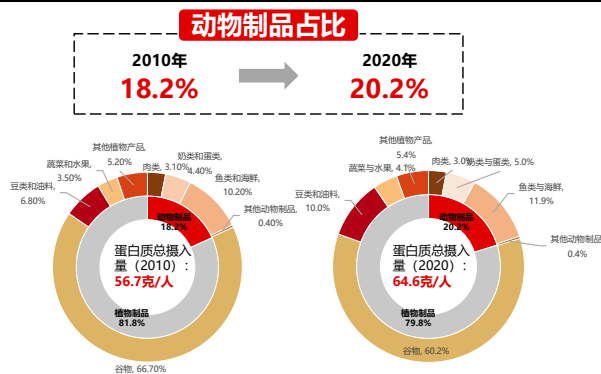
饮食习惯向禽肉、水产倾斜。在粮食需求不断提升的同时，南亚居民消费也不再满足于消费碳水，禽、鱼等动物蛋白在南亚居民饮食消费中的占比持续提升。以印度及孟加拉国为例，2023-2024 年度相比 2009-2010 年度，印度城镇居民消费中谷物占比降低 12.6pct，取而代之的是牛奶、鸡蛋、鱼等动物蛋白消费量普遍提升。同样，2020 年孟加拉国动物产品消费量相比 2010 年提升 2pct。展望来看，南亚动物蛋白消费仍处于上升通道中，随着经济发展水平的提升，动物产品在餐桌上的渗透率有望进一步提高，拉动上游养殖业、饲料行业规模扩张。

图 13: 印度城镇饮食结构变化



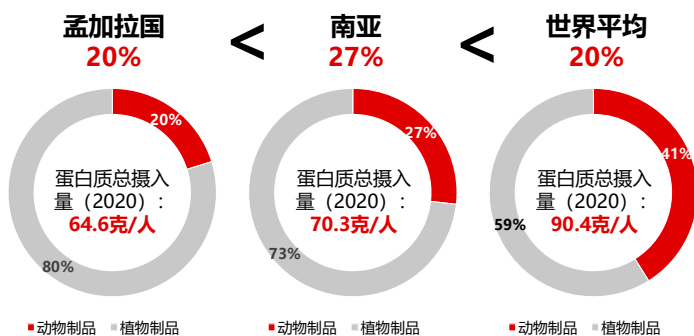
资料来源: PIB, 长江证券研究所

图 14: 孟加拉国 2010、2020 年饮食结构对比



资料来源: FAO, 长江证券研究所

图 15: 南亚及全球饮食结构对比



资料来源: FAO, 长江证券研究所

养殖格局分散, 饲料渗透率提升空间巨大。以印度奶业及渔业为例, 据印度新闻局报道, 在 2023-2024 年出售的牛奶中, 只有 32%由正规部门处理, 其余 68%则由非正规部门处理; 印度渔业工业饲料 250 万吨, 而饲料总需求量 2000 万吨, 工业饲料渗透率仅 12.5%。从“家庭式散养”向“正规化工业链”转型的结构性机遇, 有望持续驱动饲料产业的渗透与扩张。

人口数量增长叠加消费结构变化, 饲料总需求稳健增长。类似前文对于东南亚的测算方法, 我们也测算了南亚地区饲料市场空间。南亚地区受制于宗教等文化因素, 比如对于部分品类动物消费天然较少, 我们假设到 2050 年人均每日动物制品供给量 600kcal/人/天, 预计到 2030/2050 年, 南亚市场空间分别 7991/16463 万吨, 2050 年相较 2023 年市场空间扩大 1.5 倍, 2023-2050 年 CAGR 约 3.5%。

表 2: 南亚饲料市场空间测算

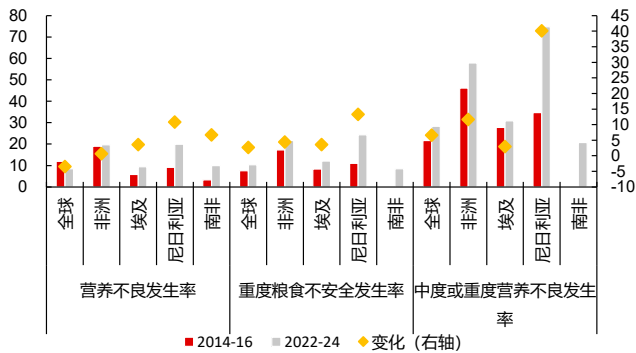
国家/地区	项目	单位	2023	2030E	2050E
印度	人口数	万人	143807	152514	167959
	人均每日动物制品	kcal/人/天	372	400	700
	单位动物制品消耗饲料	g/kcal	0.23	0.25	0.30
	饲料总需求	万吨	4470	5567	12874
南亚	人口数	万人	204308	218926	250584
	人均每日动物制品	kcal/人/天	382	400	600
	单位动物制品消耗饲料	g/kcal	0.23	0.25	0.30
	饲料总需求	万吨	6527	7991	16463

资料来源: 联合国, FAO, Alltech, 长江证券研究所

非洲: 粮食安全问题突出, 饲料存在刚性需求

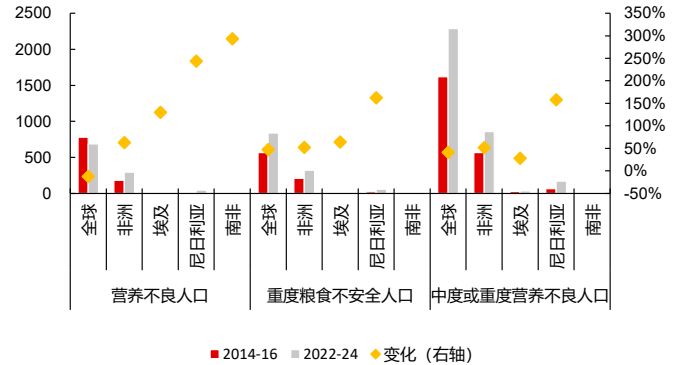
粮食安全问题突出, “养活人口”的现实需要带来刚性饲料需求。非洲是当前粮食安全问题最为突出的地区, 营养不良、粮食不安全发生率远高于全球平均水平, 并且近年来有进一步恶化的趋势。此外, 由于生活的不确定, 非洲居民倾向于“多生”来对抗外部环境的不确定性, 非洲人口预期增速远高于全球平均水平。为了满足“养活人口”的迫切需求, 非洲急需找到提高农业生产效率的方案。在畜牧业领域, 工业饲料能够带来高效和稳定投入产出比, 能够满足非洲的“养活人口”刚需, 提升工业饲料渗透率, 是非洲当前的必然选择。

图 16: 非洲营养不良及粮食不安全发生概率 (单位: %)



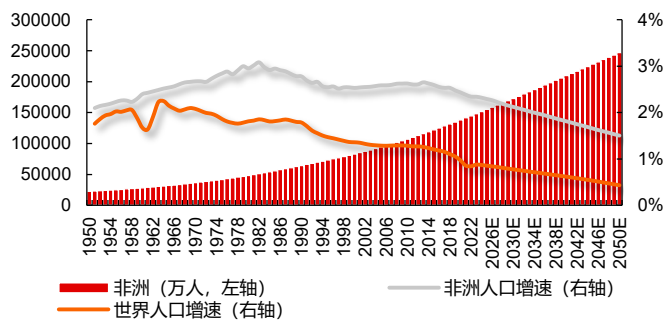
资料来源: 联合国, 长江证券研究所

图 17: 非洲及全球营养不良及粮食不安全人口 (单位: 百万人)



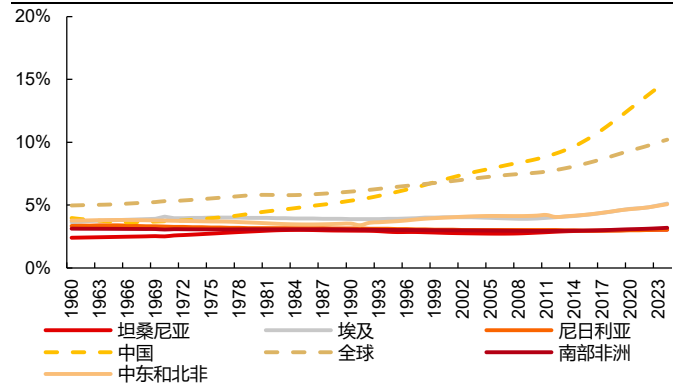
资料来源: 联合国, 长江证券研究所

图 18: 非洲人口预计持续增长



资料来源: 联合国, 长江证券研究所

图 19: 65 岁以上老龄人口占比



资料来源: Wind, 长江证券研究所

“一带一路”携手农业饲料出海。在“一带一路”框架下，中方向非洲持续输出养殖技术。对于非方来说，依靠中方带来的生物饲料与科学管理技术，十余年中当地肉鸡料肉比从 1.8 下降至 1.5 甚至 1.4，家禽成活率提升至超过 95%，科学饲养技术为当地养殖户产生实际经济效益，从而形成对于中国饲养技术和饲料的信任。对于中方来说，企业为当地开展养殖技术培训能够使得更多养殖户了解饲料、应用饲料，有效提升中国饲料在非洲养殖业中的渗透率，推动中国饲料企业打开非洲饲料市场红海。

“养活人口”刚性需求延续，动物制品消费提升空间广阔。总量上，人口预期持续增长为非洲市场规模扩张奠定基础，预计到 2050 年非洲人口总数将提升至约 24.7 亿人，相比 2023 年时人口增加 66.6%，“养活人口”刚需延续。结构上，非洲当前食品消费选择仍以碳水等廉价热量来源为主，人均每日动物制品供给量仅 187kcal，我们认为随着粮食安全问题的缓和，动物食品消费提升具备可能性，假设 2050 年提升至约 500kcal/人/天，对应年饲料总需求增至 2.7 亿吨，2023-2050 年 CAGR 约 6.3%。

表 3: 非洲饲料空间测算

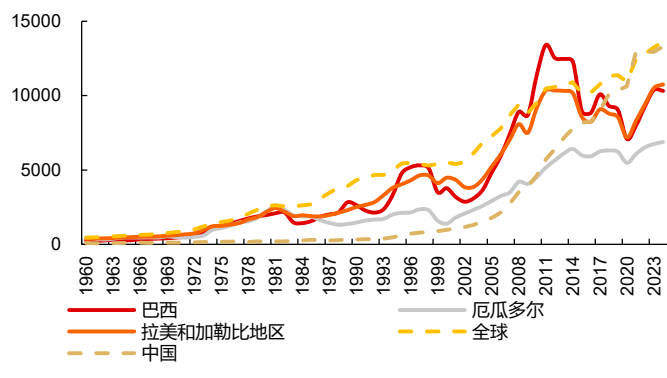
国家/地区	项目	单位	2023	2030E	2050E
非洲	人口数	万人	148077	172721	246665
	人均每日动物制品	kcal/人/天	187	200	500
	单位动物制品消耗饲料	g/kcal	0.51	0.55	0.6
	饲料总需求	万吨	5151	6935	27010

资料来源: 联合国, FAO, Alltech, 长江证券研究所

拉丁美洲：水产养殖业带动高效环保饲料需求

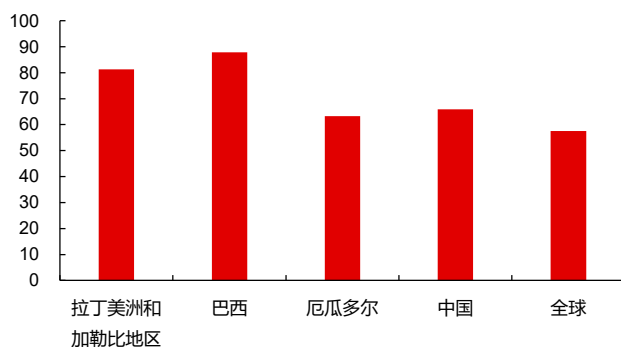
较好经济水平叠加悠久畜牧业历史，拉美动物消费领先。从人均 GDP 水平看，拉美地区经济发展水平尚可，巴西人均 GDP 一度超过世界平均水平，目前也仅略有滞后。从城镇化率水平看，截至 2024 年末，拉丁美洲和加勒比地区城镇人口占比达到 81%，远超世界平均水平。此外，拉美地区为传统肉类消费大区，肉牛等畜牧业发展历史悠久。相对可观的经济发展水平叠加畜牧业悠久发展历史，拉丁美洲动物制品消费已经达到较高水平，以中美洲+南美洲近似计算，截至 2023 年拉美人均每日动物制品供给达到 760kcal，在食品总供给中占比达到约 23.8%，动物制品消费处于世界第一梯队。

图 20：拉美地区人均 GDP 水平尚可（美元/人）



资料来源：Wind，长江证券研究所

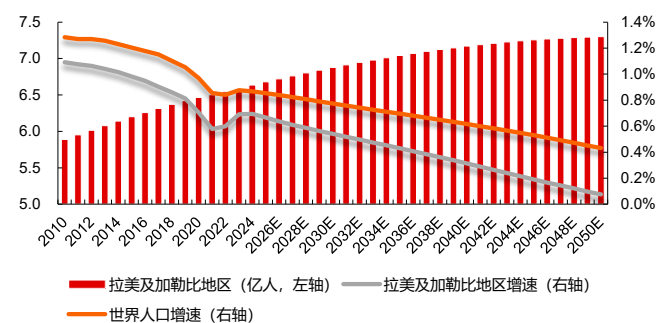
图 21：拉美地区城镇人口占比高于全球（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所，数据截至 2024 年

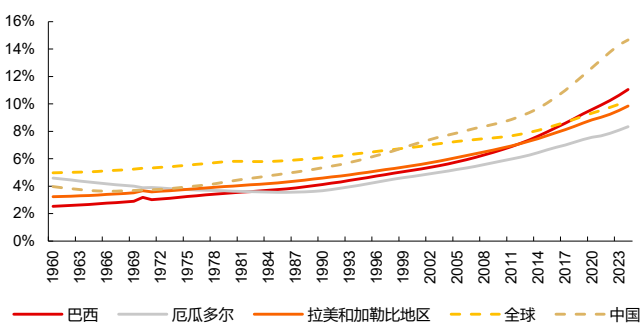
老龄化率处于中游水平，人口增长比较缓慢。由于南美洲已经有了一定的经济发展水平，其人口预期增速也呈现放缓趋势，根据联合国预测，2024-2050 年人口总数仅增长约 10%，增速低于全球平均。此外，从人口年龄角度看，南美洲老年人口占比也处于世界平均水平，截至 2024 年拉美和加勒比地区 65 岁以上老龄人口占比达到 9.8%。与世界平均水平相当。

图 22：拉美地区人口增速预计较慢



资料来源：联合国，长江证券研究所

图 23：65 岁以上老龄人口占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

市场总规模预计缓慢提升。总的来说，拉美地区经济及城镇化已有一定程度的发展，人口增速也进入下行通道，人口增量对于饲料市场规模推动力量不强。叠加拉美地区悠久的畜牧养殖历史以及动物制品消费基础，我们认为拉美地区饲料市场规模缓慢提升。以中美洲+南美洲近似代表拉丁美洲饲料市场总规模，假设 2023-2050 年人均动物制品消费从 949kcal/人/天提升至 1100kcal/人/天，预计拉丁美洲市场规模从 1.6 亿吨增长至 2.5 亿吨，市场规模累计扩容约 50.3%，复合增长率约 1.52%。

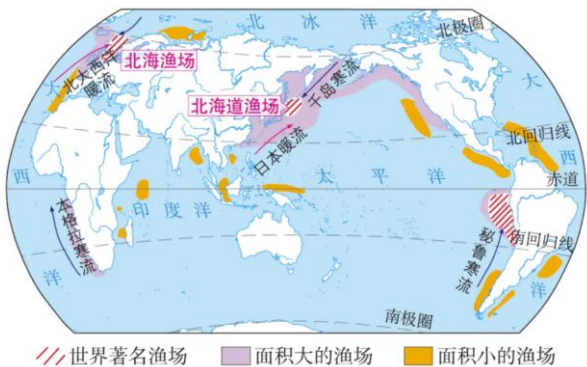
表 4：拉丁美洲市场空间测算

国家/地区	项目	单位	2023	2030E	2050E
巴西	人口数	万人	21114	21607	21749
	人均每日动物制品	kcal/人/天	949	1000	1100
	单位动物制品消耗饲料	g/kcal	1.14	1.15	1.2
	饲料总需求	万吨	8332	9070	10479
中美洲+南美洲	人口数	万人	61464	64242	68406
	人均每日动物制品	kcal/人/天	712	800	900
	单位动物制品消耗饲料	g/kcal	1.03	1.05	1.1
	饲料总需求	万吨	16447	19697	24718

资料来源：联合国，FAO，Alltech，长江证券研究所

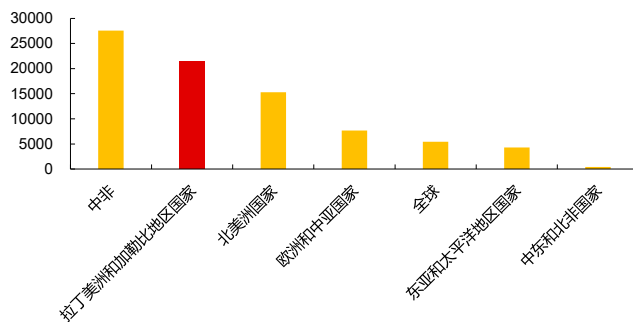
地理条件优越，水产发展具备优良自然禀赋条件。我们认为拉美地区水产料结构性机会相比市场总规模的缓慢增长更具吸引力。拉美地区自然地理条件优越，东岸亚马逊河流域为世界最大的淡水系统，为鱼类养殖提供低成本水源，西岸秘鲁沿海受离岸流作用，深层冷水上升带来了丰富的营养盐，浮游生物繁盛，形成了世界四大渔场之一的秘鲁渔场。此外，拉美气候以热带气候为主，水温稳定、全年适宜鱼类生长。得天独厚的自然地理条件使得拉美地区渔业天然具备渔业发展条件。

图 24：世界四大水产分布



资料来源：海洋专业知识服务系统，长江证券研究所

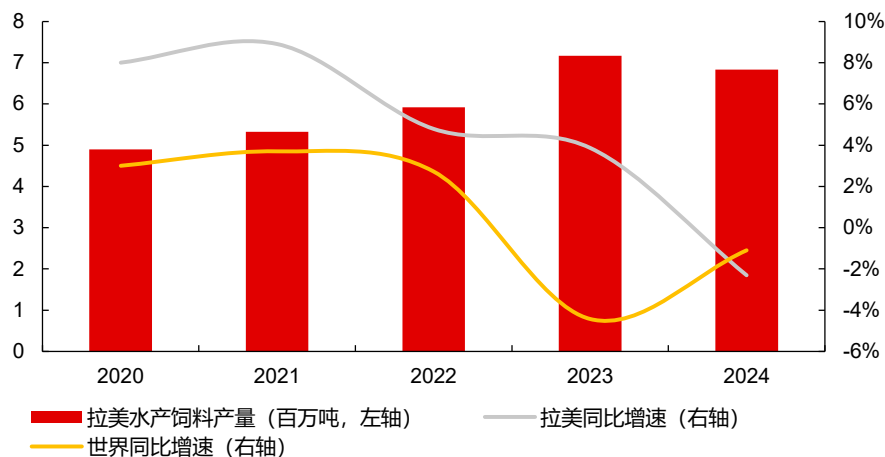
图 25：世界主要地区人均淡水资源对比（立方米/人）



资料来源：Wind，长江证券研究所，数据截至 2022 年

拉丁美洲饲料需求增长主要来自于水产饲料的结构性增长。从饲料产量来看，过去五年中拉丁美洲水产饲料产量增速超过全球，2020-2024 年复合增速达到 8.7%，2024 年同比增速下滑主因系厄瓜多尔虾料使用量减少，而智利、秘鲁等国家水产养殖量保持稳健增长。水产饲料在饲料总产量中占比从 2020 年的 2.8% 提升至 2024 年的 3.4%。

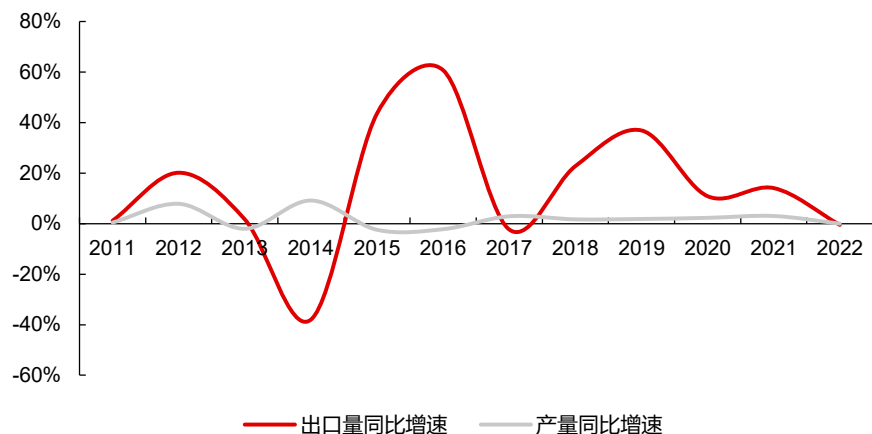
图 26：拉丁美洲水产饲料产量及同比增长



资料来源：Alltech，长江证券研究所

出口导向型水产养殖业带动高效环保饲料需求。拉丁美洲部分地区渔业具备明显出口导向型，以秘鲁为代表，秘鲁鱼类出口量占产量 90% 以上。巴西渔业虽然仍以内销为主，但近几年出口增速明显高于产量增速，出口需求为巴西渔业最主要的需求增长来源。从目的地来看，美国、中国等地区为主要出口目的地，由于美国和中国等主要目的国对水产进口的品质、追溯性及环保标准提出了更高要求，拉美养殖户必须通过升级高效环保饲料来维持国际竞争力。

图 27：巴西渔业出口量及产量同比增速对比



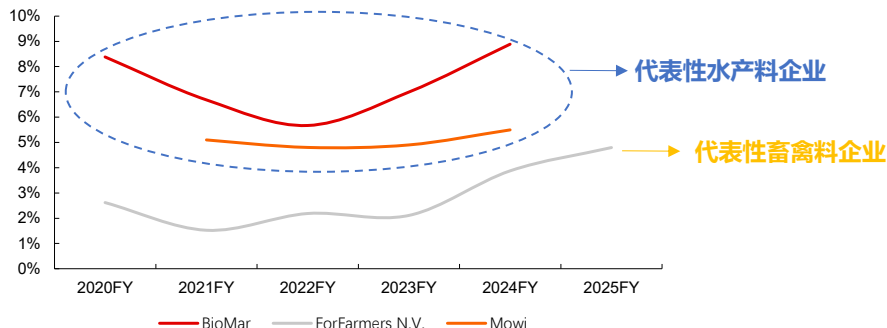
资料来源：Wind，长江证券研究所

畜禽料竞争激烈，鱼虾料盈利领跑

以对应的下游品种分，饲料主要可以分为禽畜饲料及水产饲料两大类。禽/畜饲料对应的下游比较一致，比如猪种以丹麦的长白猪、英国的大白猪、美国的杜洛克为主，因此对应的上游饲料需求也相对统一，禽畜饲料更接近大宗商品，对于饲料厂商来说获利空间比较有限。而水产饲料对应下游品类更加丰富，各品种对应的饲养需求有所不同，因此对于水产饲料企业来说，每一个细分水产饲料的赛道都小而美，相对畜禽饲料，水产料企业也更有可能在细分品类上获得差异化的技术领先和壁垒，从而更容易获得议价权。从全球主营业务纯度比较高的几家饲料企业的利润率情况看，以 BioMar、Mowi 为代表

的全球水产饲料龙头 EBITDA 率明显高于以 ForFarmers 为代表的主营畜禽饲料的企业，水产饲料的差异化竞争使得企业更有可能获得超额的利润率优势。

图 28：水产料利润率普遍高于畜禽料



资料来源：公司公告，长江证券研究所

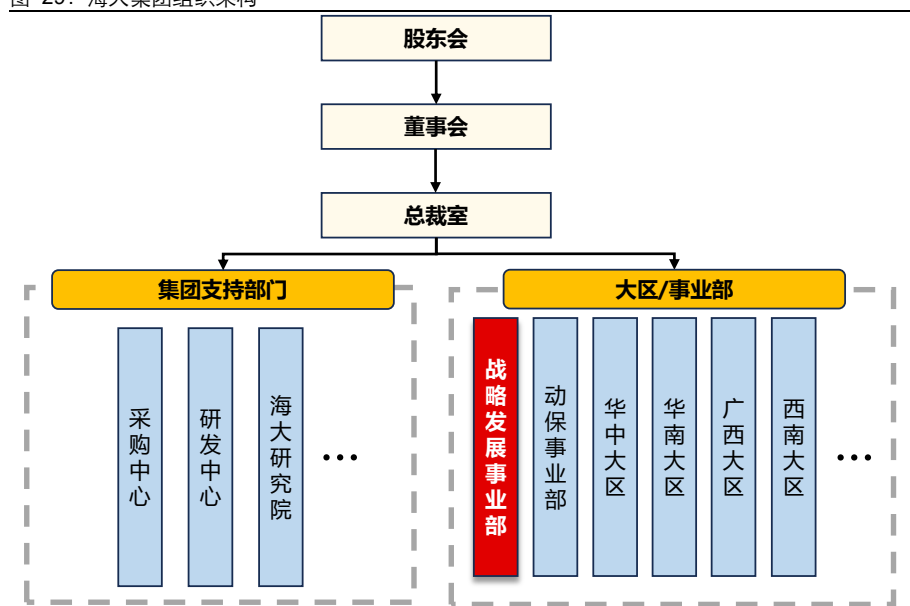
海大国际：从东南亚走向世界

在全球饲料行业进入存量竞争、结构增长的当下，海大集团以前瞻的战略眼光布局海外多年，在以越南、印尼为核心的地区布局了“饲料-种苗-动保-养殖”完整产业链条，为客户提供切实可行的养殖解决方案。在已有商业模式跑通后，海大集团计划进一步以当前核心区域、核心业务为锚点，在临近国家地区开疆拓土，同时深挖产业链价值，进一步巩固海大国际作为饲料龙头在国际舞台竞争优势。我们坚定看好海大集团在国际饲料市场形成的坚实壁垒，我们认为，海外业务的扩张将会成为未来一段时期内海大最具备想象力和弹性的业务板块。

战发部门领衔，核心领导经验丰富

海大海外业务由战发部门领导，具备较高自主权。2017 年以来，张桂君先生所在的战略发展事业部分管海大集团海外市场的开拓。在海大组织架构中，战略发展事业部为直属总裁室一级部门，为海大集团目前一级大区/事业部之一。得益于集团赋予战略发展事业部对于海外业务的完全管辖，战略发展事业部对于海外业务具备较高的自主经营权和一定独立经营的能力，在战略发展事业部的带领下，海大国际业务实现了快速扩张。

图 29：海大集团组织架构



资料来源：公司公告，数说水产，长江证券研究所

核心领导经验丰富，能力矩阵完备。海大国际执行董事兼总经理张桂君先生 2004 年加入海大，曾任工厂厂长、生产营运及人力资源主管，2017 年 1 月起全面负责海外业务运营。张桂君先生拥有从基层到管理层的丰富经验，也曾推动海大集团服务营销变革，协助打造集团和服务营销队伍，管理层的管理经验和业务能力为海大海外业务的高速拓展打下了坚实的基础。除张桂君先生外，其他主要领导包括执行董事杨建涛先生、杨晓光先生、非执行董事吕学志先生等，均在集团内有丰富的任职经历，核心高管层履历覆盖营销、采购、战略、运营等，能力矩阵完备。

表 5：海大国际部分主要领导简历

姓名	职务	简历
张桂君	执行董事、总经理	于 2004 年 1 月加入海大集团，并先后担任工厂厂长以及生产、营运及人力资源部主管。自 2017 年 1 月至 2025 年 11 月，张先生负责领导海大集团海外业务（包括本集团）的营运，担任海大集团战略发展部总经理，管理其海外分部。
杨建涛	执行董事	2004 年 1 月加入海大集团，并自此担任采购中心总监。自 2015 年 9 月起，杨先生开始在海大集团的多家境外投资平台公司担任董事职务，负责监督海大集团海外业务（包括本集团）的投资及采购运营，包括制定及实施相关采购计划及投资战略。自 2022 年 8 月至 2025 年 11 月，他亦担任海大集团副总裁，主要负责海大集团海外项目的开发、投资及运营，以及原材料采购运营
林晓光	执行董事	2010 年 3 月加入海大集团，曾担任子公司营销经理、总经理等职位。于 2018 年 12 月至 2025 年 11 月，林先生升任海大集团区域总经理。自 2024 年 1 月起，林先生开始负责海大集团海外业务（包括本集团）的投资方案实施及项目开发，尤其是监督 HAID (ECUADOR) FEED CIA. LTDA 的管理、运营、销售活动及发展战略。
吕学志	非执行董事	2010 年 1 月加入海大集团，并于 2010 年 1 月至 2013 年 1 月担任营销中心总监、2013 年 1 月至 2014 年 12 月担任华南区总经理及 2013 年 1 月至 2016 年 7 月担任首席营销官。自 2017 年 1 月起，他与张桂君先生共同负责海大集团的战略发展部及反刍动物饲料事业部，负责制定海大集团重大规划、发展战略及投资方案，以及其海外项目（包括本集团）的开发及营运。亦自 2024 年 2 月起担任海大集团副总裁。

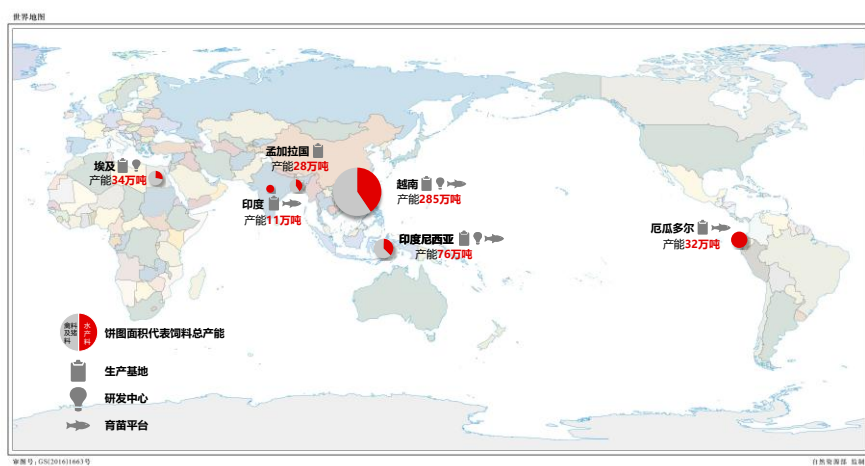
资料来源：公司公告，长江证券研究所

东南亚为锚，水产料为基

开疆扩土，走向全球。截至 2025 年末，海大集团在海外年产能达到 480 万吨，在全球六个国家拥有 17 个生产基地。目前海大集团海外的市场战略中心仍在东南亚，其中越南、印度尼西亚是海大集团布局最早的地区，也是现有产业链结构最完整、产能最大的区域。截至 2025 年 9 月，越南、印尼饲料产能分别占海外总产能的 61%、16%。

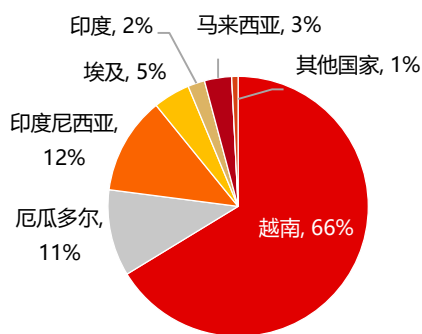
水产料打开市场，一体化解决方案站稳脚跟。品类选择上，海大通常以优势的水产料产品打开市场，比如在厄瓜多尔、孟加拉国等新市场均有限布局水产料产线，接着按照“饲料-种苗-动保-养殖”一体化思路，全面向海外输出养殖全生命周期解决方案，目前海大集团在越南、印尼、印度、厄瓜多尔布局了海外育苗平台，在越南、印尼、埃及布局了海外研发中心。

图 30：海大国际现有产能布局



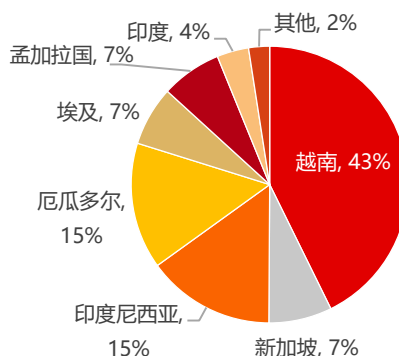
资料来源：公司公告，长江证券研究所，注：数据截至 2025 年 9 月末，产能以 2025 年前 9 个月产能折年估算

图 31：海大国际海外营收分国家构成



资料来源：公司公告，长江证券研究所，数据截至 2024 年

图 32：海大国际海外非流动资产分国家构成

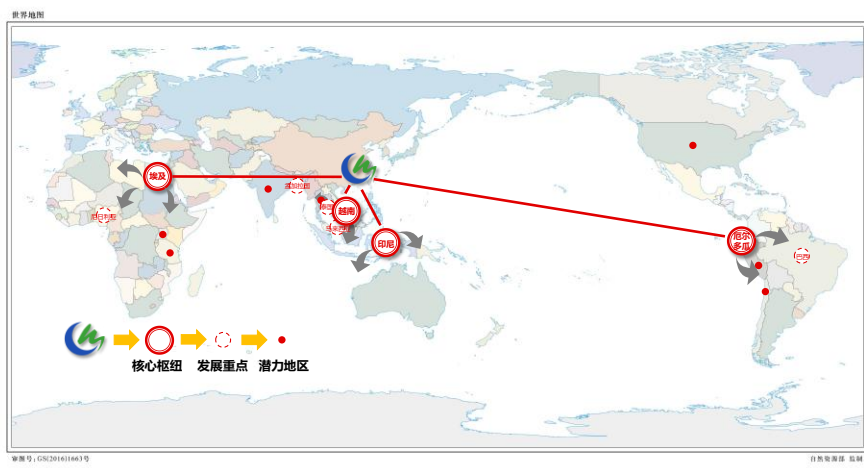


资料来源：公司公告，长江证券研究所，数据截至 2024 年

出海三步走，重点培育东南亚。2026 年 1 月，海大集团旗下海外业务平台海大国际向港交所递交招股说明书，海大国际作为海大集团的海外业务上市平台正式分拆上市。海大国际明确下一步以现已扎稳脚跟的越南、印尼、厄瓜多尔和埃及为核心枢纽，重点发展尼日利亚、孟加拉国、泰国、马来西亚、巴西五国。除此之外，海大集团在印度、坦桑尼亚、美国等地区也已有初步布局，或为再下一步发展的潜在潜力地区。截至 2025

年末，海大集团在海外产能达到 480 万吨，在未来三年，通过提升越南、印度尼西亚、埃及以及厄瓜多尔等核心市场产能，预计达到约 590 万吨，即在未来三年内产能 CAGR 达到 7%。借助港股上市融资，海大国际化进程将进一步加速。

图 33：海大国际出海发展规划



资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所，截至 2025 年末

表 6：海大 2026-2028 年产线建设规划

地点	生产线数量	投产时间	产品类型
饲料及动物保健品			
越南	15	2026-2028 年	饲料、动保
印度尼西亚	16	2026-2027 年	饲料
埃及	5	2027 年-2028 年	饲料
厄瓜多尔	4	2027 年-2028 年	饲料
孟加拉国	3	2026 年-2027 年	饲料
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
育苗场			
印度尼西亚	4	2026 年-2027 年	水产种苗、雏鸡
厄瓜多尔	1	2026 年	虾苗
孟加拉国	1	2027 年	雏鸡

资料来源：公司公告，长江证券研究所

产品+服务+成本形成竞争优势

走向海外，海大主要面临的竞争对手除了国际化业务开拓已久的传统国际巨头，也有共同出海的中国饲料企业，此外也需要打破当地本土饲料地头蛇的防御。我们认为，海大集团凭借出色的“产品力+服务力+成本力”，直切下游用户痛点，在国际市场上占据了一席之地，也为自己创造了更充裕的利润空间。海大拥有相比当地小企业更好的产品，而相比其他共同出海的中国企业以及国际巨头，海大凭借优质的服务在竞争中占据一席之地。

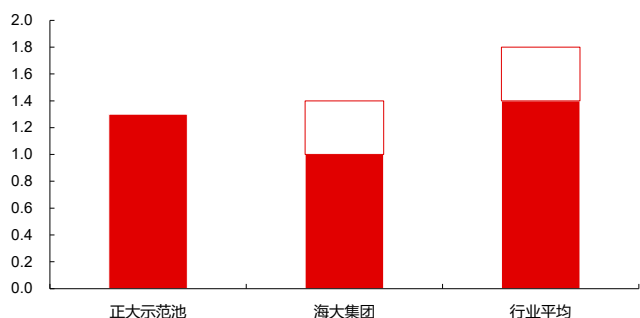
图 34：海大产品+服务+成本形成竞争优势



资料来源：长江证券研究所

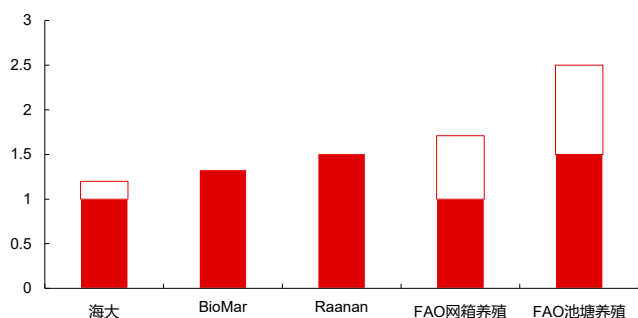
足够好的产品是国际竞争的基础。在海大优势的水产料领域，通过多年研发的积累，海大实现相对行业平均更高的 FCR 水平，以对虾、罗非鱼产品为例，海大国际提供产品的 FCR 分别达到 1.0-1.4/1.0-1.2 水平，达到与国际巨头相当的先进水平。足够好的产品使得海大具备了与国际同行竞争的可能，优秀的产品力也是海大出海拓展的基础。

图 35：对虾料 FCR 对比



资料来源：Aquaculture, WAS, FAO, WILEY, 长江证券研究所

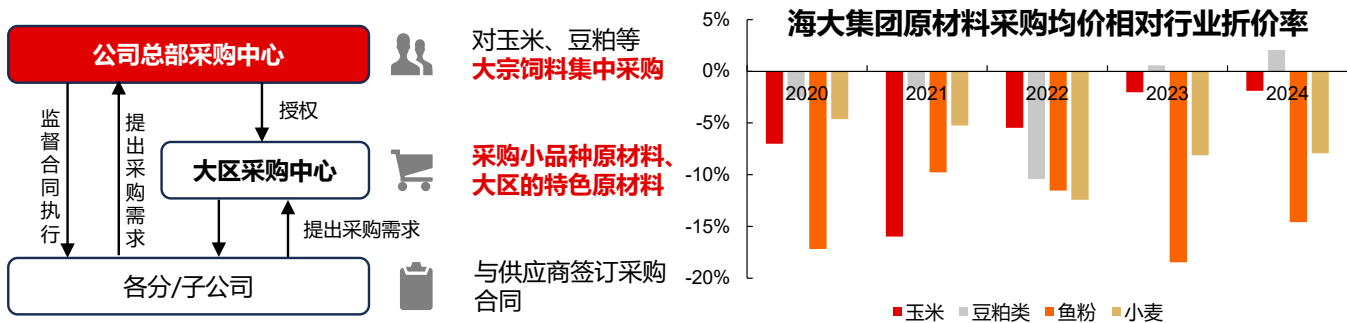
图 36：罗非鱼料 FCR 对比



资料来源：Aquaculture, WAS, FAO, WILEY, 长江证券研究所

集中采购成本优势明显。相比海大、中国其他出海企业以及国际巨头，东南亚本土养殖企业规模较小，难以形成集团采购的规模优势。海大国际依托海大集团的规模优势，采用集团+大区集中采购模式，海大国际从海大集团采购原材料，从而形成了稳定、平价的原材料供应来源。从海大集团整体采购成本看，在集团集中采购规模优势的加持下，主要大宗原材料采购成本长期低于市场均价，在存量竞争中带来了更宽松的利润空间。

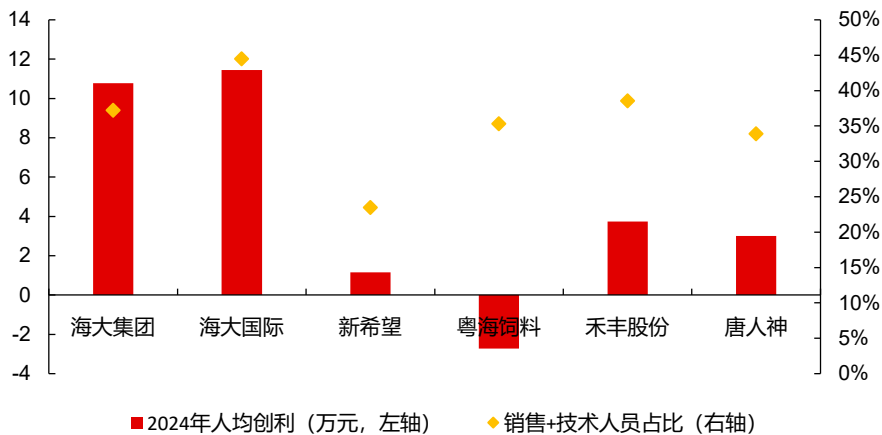
图 37：集中采购优势使得原材料成本相比同业平均水平更低



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

优质服务拉开身位，深入一线绑定客户。海大在海外以高密度的销售与服务队伍、网格化服务站点，将“产品效果”与“现场管理能力”捆绑交付，从而形成更强的客户粘性与更高的切换成本。截至 2025 年 9 月，海大国际在养殖密集区布局了超过 100 个服务站点，搭建约 400 人技术服务团队，销售与技术服务人员超过 2600 人，在公司雇员中占比接近 45%。不同于海大的驻场模式，一般巨头们的服务模式通常依赖经销商和第三方提供支持，服务频率和深度通常不如海大的驻场模式。海大的技术服务团队拥有较高的服务密度和驻场服务能力。这使得海大的饲料产品不仅仅是“卖产品”，而是通过服务增强了客户的长期粘性。

图 38：海大集团、海大国际销售及技术人员占比相对更高



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

全产业链协同，养户收入更具确定性。养殖行业具有高度的不确定性，养殖效果往往取决于多个关键因素的协同，包括苗种质量、饲料营养配方、疾病防控以及养殖管理。传统模式下，这些关键投入品通常由不同企业提供，养殖户需要自行组合苗种、饲料和动保产品，一旦养殖效果不理想，各环节之间难以明确责任归属，也难以形成系统性优化。海大通过构建“饲料—苗种—动保”的产业链协同体系，将养殖过程中关键的三个环节整合到同一技术体系中，使得产品设计和养殖管理能够围绕最终养殖结果进行协同优化。例如，在苗种培育阶段就可以根据后续饲料配方和养殖模式进行选育，同时结合动保产品制定疾病防控方案，从而在整体层面提升养殖成功率和饲料转化效率。这种模式本质上是从“卖产品”转向“提升养殖结果”，显著降低了养殖户的经营风险，进而形成客户长期黏性。对于养殖户而言，选择海大意味着获得一整套养殖解决方案，而不仅仅是一

种饲料产品。这种从单一产品供应商向综合养殖服务商的转变，使海大在行业竞争中形成了较高的进入壁垒，也使得公司能够长期保持领先地位。

图 39：海大“饲料—苗种—动保”产业链协同体系



资料来源：公司公告，长江证券研究所

出海态度坚定，多年经营建立稳固信任壁垒。相比国内同行，海大集团出海拓展并不算早，但出海扩张快且态度坚定。依托足够好的产品以及相对同业更好的服务逐步打破本土和原有国际巨头的壁垒，在越南、印尼等地区与下游客户建立起了充分的信任和黏性，从而在东南亚饲料市场竞争中对国际巨头、出海同行以及本土企业逐个击破，在海外饲料市场占据一席之地。饲料的实际使用效果需要经过客户的长期验证，在获得客户认可后，客户不容易轻易更换饲料，能够形成一定的“信任壁垒”。海大集团经过多年经营，海外客户数量稳步增加，新进入的竞争者打破海大已经建立的信任需要时间，难度较高。

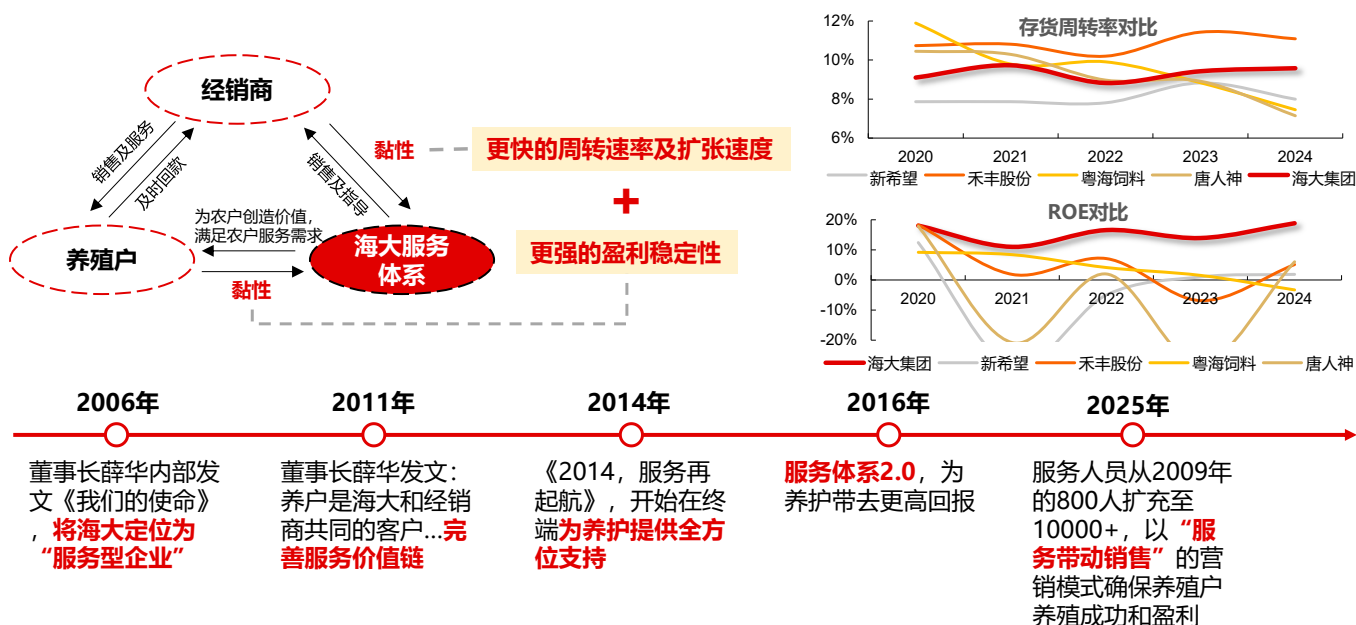
充分当地化打开市场，产品技术服务合力实现留存

中国企业出海面临文化、语言、信任、营商环境等多种壁垒，海大海外业务高增长的背后，是其在产品、服务与技术等综合能力支撑下，对壁垒形成突破。从底层驱动看，公司内部对本地化的高度重视与务实执行，使其在进入初期能够更顺利融入当地市场，提升客户信任基础；在此基础上，通过持续强化服务体系与研发投入，提升产品效果与养殖收益，逐步形成客户粘性并带动复购。公司在海外形成了“并购进入获取客户+技术与服务实现留存”的经营模式，并具备跨区域复制能力，支撑业务持续扩张。

并购借力，本地化团队打开海外市场。海外客户经历长期使用后，对于当地的本土品牌具备信任，对于单个养殖户来说更换饲料产品风险较大，对于新进入者即便有较好的产品也难以在初期获得用户信任。海大集团出海思路相对开放，相较其他出海企业，海大在早期更多采用收购的方法以本地已有品牌快速打开市场，例如在 2011 年越南起步时通过收购当地成熟企业昇龙快速打开市场，随后凭借优秀的产品力和服务力打造客户黏性。同时，公司强调在当地建立本土化团队，负责市场拓展、客户服务及日常运营，集团海外团队本地员工占比超过 90%。海大集团高管在多次交流中提到，“想要国际化，必须最大程度的本土化”。通过培养本地员工，公司能够更好地理解当地养殖习惯、市场结构和文化环境，从而提升决策效率并降低跨文化管理成本。

全生命周期，“产品+服务”深度赋能形成客户黏性。饲料的表达指标不仅取决于饲料本身，也依赖投喂管理、疫病控制等过程管理，同一款饲料，在不同养殖管理水平下，效果差异显著。企业通过服务介入，提供技术指导、过程管理，锁定产品效果，为终端养殖户深度赋能，形成客户黏性。海大集团于 2006 年在行业率先提出服务型企业定位，并在此后 20 年时间里始终践行服务型企业的理念，持续迭代完善服务体系，“以服务带动销售”，在服务端形成差异化优势。“服务+技术”的文化根植贯穿于企业出海和组织架构建设的始终，文化的差异使得海大的团队愿意对服务持续投入资源，通过足够优质的产品以及相对同行更好的服务形成客户黏性。

图 40：海大“产品+服务”服务体系

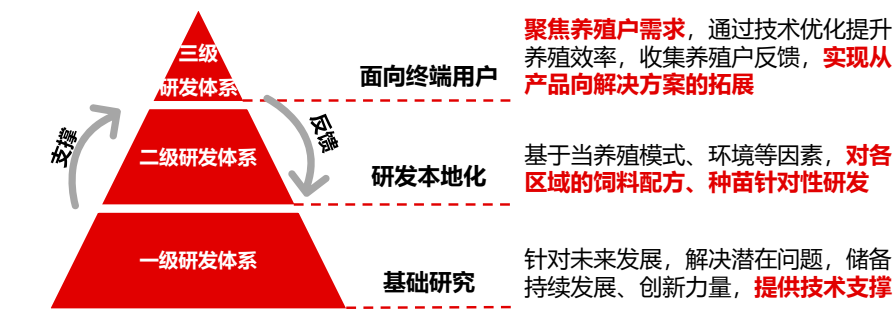


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

长期研发投入构建技术壁垒，本土化研发产品适应本土需求。饲料行业，特别是针对水产养殖业，下游养殖品类广，养殖地气候条件差异大，需要根据当地物种和气候的实际情况调整饲料配比以实现更好的饲料表达。与此同时，苗种选育、饲料配方和疾病防控分别属于不同的技术体系，涉及遗传育种、动物营养学和水产病理学等多个学科，形成完整技术体系不仅需要大量长期投入，也依赖规模化客户基础提供样本数据反馈，形成技术赋能客户，客户反馈改进技术的正向循环。经过多年发展，至 2025 年初，海大集团已拥有 400 多个饲料品种，产品线覆盖水产、禽、生猪、反刍，具备适应不同需求的丰富产品矩阵。

直面市场需求，海大建立三级研发体系。其中，一级研发体系主要依托总部及核心研究平台，为全球业务提供基础营养理论、配方模型和关键技术支持；二级研发体系面向不同区域市场，根据当地养殖环境、原料条件和养殖模式开展针对性的配方优化与产品开发；三级研发体系则深入一线养殖场景，由技术服务团队根据客户实际需求进行产品解决方案验证与快速迭代。通过“总部研发—区域开发—一线应用”的三级协同体系，海大能够实现研发与市场需求的紧密结合，使产品更好适应各国养殖环境，从而提升产品效果并增强市场竞争力。

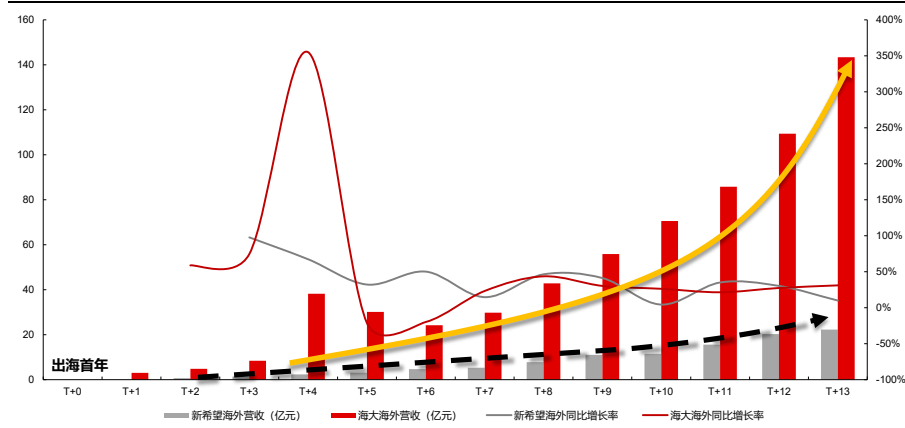
图 41：海大三级研发体系



资料来源：公司公告，长江证券研究所

依托本土化团队打开市场，优秀的产品+服务构建黏性，海大在早期实现快速增长。以新希望为例，新希望 1999 年出海时全资设立海外子公司的出海路径，投资建设新希望胡志明市新希望饲料公司，但两年时间内并未打开海外市场，直到第三年海外业务才开始贡献营收。而海大集团 2011 年出海选择了收购当地成熟企业的路径，依托收购的龙昇国际和昇龙生物两家越南当地水产饲料企业，快速打开越南当地市场，第二年海外业务开始贡献营收，并在此后依托海大的产品+服务的全生命周期解决方案矩阵，三年实现了 66% 的高速复合增长，早期市场开拓阶段增速明显快于新希望等倾向于相对保守的其他企业。

图 42：海大、新希望出海初期营收增速对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

"试点-总结-复制"，稳健的跨文化管理与执行力使得海大模式能够快速复制落地。越南、印尼等地的出海实验为海大积累了出海经验，海大通常会先在某一重点市场建立标杆工厂与运营体系，标杆工厂不仅承担生产功能，更是海大集团国际化过程中的技术、管理和市场模式输出中心，通过标准化生产流程、配方体系和服务模式，为新市场提供可复制的运营模板。通过标杆工厂辐射卫星工厂的模式，海大实现了海外市场可复制的稳定扩张。

横向开疆拓土，纵向扎根生长

当前时点，海大已经以东南亚为根据地逐步掌握了出海扩张范式，但除了越南、印尼等传统国家以外，海大在其他国家的国际化道路仍处于起步阶段。我们认为，面向未来，海大集团或许能够从纵横两个维度进一步扩展海外业务版图，巩固海外竞争优势。

横向：产能扩张跑马圈地。饲料是典型的“低值重货”，配合料经济运输半径通常限制在百公里上下。通过销售网络、服务网点的加密可以使得海大产品触达更多养殖户，从而提升海大市占率。此外，海大当前海外以优势的水产饲料打开市场，海大拥有的产品矩阵包括了水产饲料、畜禽饲料等面向全品类饲养。利用现有的服务和销售网点增加畜禽品类，可以拓展其他品种饲料销售。

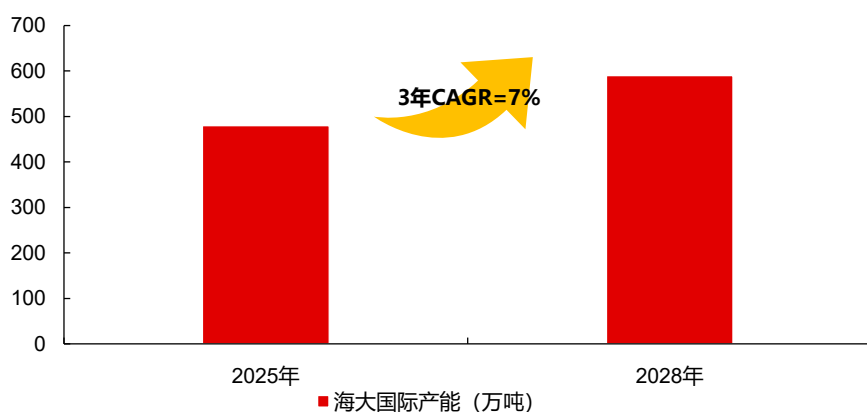
纵向：产业链延伸扎根生长。当前海大在越南、印尼布局了完善的“动保-饲料-种苗”，而其他出海企业聚焦于饲料业务，并未形成完整产业服务，全产业链、全生命周期服务也是海大在印尼、越南持续获客的可信优势所在。而海大在其他国家初步用饲料打开市场，尚未形成“动保-饲料-种苗”的完整产业链布局。我们在上文分析过，养殖是系统工程，以种苗为基础，通过饲料和动保的配合才能够最大化种苗生长基因的表达，从而最大化养殖户收益，增强客户黏性。在已有地区继续扎根向下，能够使得海大进一步站稳脚跟，挤出竞争对手，获取市场份额。

量化测算：市场空间充裕，扩产节奏合理

当前时点看海大在海外的扩张进程，我们认为可以从供给和需求两个层面看。供给层面比较清晰明确，主要锚定海大国际海外产能建设规划，代表海大集团在海外的饲料供给能力。需求层面，咨询公司及海大国际招股说明书在一定程度上给予了公司对于海外市场整体规模的指引，我们也根据海大集团出海主要目标国家的猪、禽、鱼等主要动物蛋白质来源需求倒推整体饲料容量。

供给角度，截至 2025 年末，海大海外产能 480 万吨/年，主要集中在越南、印度尼西亚等东南亚国家。根据海大国际招股说明书，公司计划至 2028 年新增产能 110 万吨，同样在越南、印度尼西亚集中发力，饲料及动物保健品计划新建的 59 条生产线中，越南及印度尼西亚分别计划新建 15、16 条，在 2026-2028 年之间逐步投产，3 年内产能保持约 7% 的稳步增长。

图 43：2025-2028 年海大国际产能建设规划



资料来源：公司公告，长江证券研究所

需求层面，我们对于海大未来的出海市场空间以及市占率进行推断和假设，以计算海大所拥有的出海空间。市场空间层面，基于海外持续增长的人口红利以及当前相对较低的养殖工业化水平，咨询机构对于印尼、越南等海大主要目的地未来 5 年内复合增速预测主要集中在 4%-6% 之间，市场规模保持平稳增速。

我们也依据海大主要目标地点如越南、印尼的主要畜禽产物的产肉量测算海大未来海外的市场空间，通过肉产量/出肉率×FCR×工业饲料渗透率可以推出海大合计饲料市场规模空间：

- 肉产量：依据过往几年复合增速进行假设，海大主要出海地区人口保持稳健增长，我们假设未来肉类产量的维持过去几年复合增长率；
- 出肉率：与动物本身生物特性相关，随时间的变化空间不大，我们依据行业平均水平假设；
- FCR：依据行业平均水平假设；
- 饲料渗透率：工业饲料渗透率数据可得性相对较差，对于越南、厄瓜多尔等部分数据可得性较好国家，可以依据对应品类过往饲料产量/肉产量/出肉率×FCR 计算的理论饲料需求量得到当前工业饲料渗透率的参考值，并依据参考值做出渗透率假设。而对于印度等国家，饲料分项产量数据可得性相对较差，我们依据平均水平相应做假设。

我们测算海大集团主要目标国家猪料、禽料及水产饲料合计市场容量预计由 2023 年的 8300 万吨提升至 2028 年的 1.05 亿吨，对应 2023-2028 年复合增速大约在 5%左右。

表 7：海大国际主要目标国家饲料需求测算（产量及需求量单位：百万吨）

国家	蛋白	2023-			出肉率	FCR	渗透率 (2023)	渗透率 (2028E)	2023 年 饲料需求	2028E 饲 料需求
		2023 年 产量	2028 假 设 CAGR	2028E 产 量						
越南	猪肉	3.549	3.0%	4.114	72%	3.00	75.0%	80.0%	11.09	13.71
越南	禽肉	1.713	5.0%	2.186	70%	1.80	95.0%	95.0%	4.18	5.34
越南	养殖水产	5.379	5.0%	6.865	100%	1.50	65.0%	70.0%	5.24	7.21
印尼	猪肉	0.168	0.0%	0.168	72%	3.00	75.0%	80.0%	0.53	0.56
印尼	禽肉	4.093	1.0%	4.302	70%	1.80	90.0%	90.0%	9.47	9.96
印尼	养殖水产	5.376	1.0%	5.650	100%	1.50	20.0%	30.0%	1.61	2.54
厄瓜多尔	猪肉	0.220	5.0%	0.281	72%	3.00	95.0%	95.0%	0.87	1.11
厄瓜多尔	禽肉	0.566	2.0%	0.625	70%	1.80	90.0%	90.0%	1.31	1.45
厄瓜多尔	养殖水产	1.234	10.0%	1.987	100%	1.50	95.0%	95.0%	1.76	2.83
埃及	禽肉	2.260	3.0%	2.620	70%	1.80	35.0%	45.0%	2.03	3.03
埃及	养殖水产	1.552	0.0%	1.552	100%	1.50	65.0%	70.0%	1.51	1.63
印度	猪肉	0.382	0.0%	0.382	72%	3.00	75.0%	80.0%	1.19	1.27
印度	禽肉	5.040	3.0%	5.843	70%	1.80	90.0%	90.0%	11.66	13.52
印度	养殖水产	11.304	9.0%	17.393	100%	1.50	75.0%	80.0%	12.72	20.87
孟加拉国	禽肉	0.291	3.0%	0.337	70%	1.80	90.0%	90.0%	0.67	0.78
孟加拉国	养殖水产	2.852	3.5%	3.381	100%	1.50	75.0%	80.0%	3.21	4.06
泰国	猪肉	0.940	0.5%	0.964	72%	3.00	95.0%	95.0%	3.72	3.81
泰国	禽肉	1.993	3.0%	2.311	70%	1.80	95.0%	95.0%	4.87	5.65
泰国	养殖水产	0.909	2.0%	1.004	100%	1.50	70.0%	75.0%	0.95	1.13
马来西亚	猪肉	0.147	0.0%	0.147	72%	3.00	75.0%	80.0%	0.46	0.49

马来西亚	禽肉	1.630	3.0%	1.890	70%	1.80	90.0%	90.0%	3.77	4.37
马来西亚	养殖水产	0.264	5.0%	0.337	100%	1.50	20.0%	30.0%	0.08	0.15
合计									82.93	105.48

资料来源: Navfarm, FAO, Nutrinfo, Aquaasiapac, USDA, Virtuemarketresearch, mordorintelligence, researchandmarkets, mobilityforesights, marketresearch, 公司公告, 长江证券研究所

进一步具体到对于海大集团需求产量及产能的测算。我们用上文得到的市场规模×假设市占率得到对于海大产品的需求量，及对应海大产量需求。

中性情形下，我们假设海大集团在海外与头部企业的市占率同步提升。基于越南、印度尼西亚等国家当前较为分散的市场竞争格局，市场及公司普遍预计未来头部市占率会进一步提升，比如在越南水产料市场，公司预计 CR5 将从 2024 年的 47.0% 提升至 2029 年的 60.5%。我们同样认为，基于头部企业的产品力和服务力优势，未来头部企业市占率进一步提升具备合理性。因此在中性情景下，我们假设海大集团市占率相对 2023 年时小幅提升，同时在泰国、马来西亚等新进入地区打开市场。测算得产量需求 558 万吨，大致对应海大国际 2028 年产能规划目标。

悲观情形，我们假设海大集团在海外保持现有的市占率水平不变，同时在新进入地区未能打开市场，随着行业规模的整体扩容海外销量会有一些提升。基于海大当前良好的产品力和服务力，以及已经构建的客户黏性，我们认为这种情况可能性不大，但可以作为海大集团海外业务的底线参考，对应产量需求约 411 万吨。

乐观情形下，我们假设海大集团凭借其优秀的产品力及服务力，进一步抢占其他现有竞争对手的市场份额，实现市占率的快速提升。这种情况要求海大集团提供更高的产品力和更强的服务力，快速打败现有竞争对手，难度同样较大，但可以作为海大海外业务的上限参考，对应产量需求 712 万吨。

总的来说，我们认为海大集团现有海外产能规划和扩张节奏合理，随着海大国际港股上市募集资金到位，海外产能建设的逐步落地，海外业务稳步贡献利润增量值得期待。

表 8: 海大国际市场空间测算 (市场容量及产量单位: 百万吨)

		悲观			中性		乐观	
2028E		市占率	产量	市占率	产量	市占率	产量	
越南	畜禽料	19.05	8%	1.49	10%	1.91	12%	2.29
	水产饲料	7.21	15%	1.11	17%	1.23	20%	1.44
印尼	畜禽料	10.52	2%	0.24	4%	0.42	6%	0.63
	水产饲料	2.54	12%	0.31	15%	0.38	17%	0.43
厄瓜多尔	畜禽料	2.56						
	水产饲料	2.83	16%	0.45	18%	0.51	20%	0.57
埃及	畜禽料	3.03	6%	0.18	8%	0.24	10%	0.30
	水产饲料	1.63	5%	0.08	7%	0.11	10%	0.16
印度	畜禽料	14.80						
	水产饲料	20.87	1%	0.15	3%	0.63	5%	1.04
孟加拉国	禽料	0.78	2%	0.02	3%	0.02	5%	0.04
	水产饲料	4.06	2%	0.08	3%	0.12	5%	0.20
泰国	畜禽料	9.46						

	水产饲料	1.13		1%	0.01	1%	0.01
	畜禽料	4.86					0.00
马来西亚	水产饲料	0.15		1%	0.00	1%	0.00
合计		4.11			5.58		7.12

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、饲料需求不及预期风险。海大集团主营饲料业务景气度与下游盈利水平高度相关，若下游盈利水平不佳，饲料需求可能对应减少，对海大经营产生不利影响。
- 2、产能建设不及预期风险。海大集团在海外产能建设进度较缓慢，可能使得产能释放不及预期，进而对于公司业绩增长产生不利影响。
- 3、原材料价格波动风险。饲料生产成本中原材料占比超过 60%，若饲料成本大幅上行，可能对于海大盈利产生不利影响。
- 4、新兴市场开拓不及预期。海大出海业务涉及国家广泛，与国内经营习惯等有一定差异，如果新兴市场开拓不及预期可能对于海大经营产生不利影响。
- 5、盈利预测假设不及预期风险。本文所涉及盈利预测假设具有一定的主观性，且可能由于外部条件变化致使假设条件无法达成，存在假设不及预期风险。基于目前我们对于行业和公司各要素的分析和判断，我们预计 2026-2028 年公司收入分别 1477、1667、1833 亿元，2026-2028 年业绩分别 47、63、74 亿元。但若出现价格战、下游需求大幅不及预期等因素，可能会导致公司收入和业绩表现不及预期，悲观情形下预计公司 2026-2028 年业绩分别 43、57、63 亿元。

表 9：公司盈利预测与敏感性分析

项目	基准情形			悲观情形		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	1477	1667	1833	1414	1550	1677
同比	15%	13%	10%	10%	10%	8%
归母净利润（亿元）	47	63	74	43	57	63
同比	9%	35%	18%	0%	34%	11%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	128468	147704	166728	183300	货币资金	3203	4731	7937	10031
营业成本	115193	133195	149133	163443	交易性金融资产	2119	2619	3119	3319
毛利	13275	14510	17595	19857	应收账款	2979	2872	3059	3310
%营业收入	10%	10%	11%	11%	存货	11372	13465	15077	16524
营业税金及附加	164	192	209	238	预付账款	898	999	1044	1144
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	1168	1509	1644	1762
销售费用	2839	3323	3751	4124	流动资产合计	21738	26195	31880	36089
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	306	306	306	306
管理费用	3700	4254	4835	5316	投资性房地产	47	47	47	47
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	17008	17591	17889	20034
研发费用	933	1108	1250	1375	无形资产	1898	1931	1930	2009
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	391	401	401	401
财务费用	255	142	139	0	递延所得税资产	1023	1031	1031	1031
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	5179	5756	5986	6126
加：资产减值损失	-47	0	0	0	资产总计	47591	53259	59470	66043
信用减值损失	-149	0	0	0	短期贷款	1164	664	664	664
公允价值变动收益	-27	0	0	0	应付款项	5726	6668	7735	8364
投资收益	-42	0	0	0	预收账款	5	6	7	7
营业利润	5243	5653	7593	9006	应付职工薪酬	2495	2864	3206	3514
%营业收入	4%	4%	5%	5%	应交税费	374	443	500	550
营业外收支	-60	-69	-68	-68	其他流动负债	9250	11441	12232	13203
利润总额	5183	5584	7525	8938	流动负债合计	19014	22085	24344	26303
%营业收入	4%	4%	5%	5%	长期借款	250	750	1250	1750
所得税费用	638	687	926	1099	应付债券	0	0	0	0
净利润	4545	4897	6599	7838	递延所得税负债	131	132	132	132
归属于母公司所有者的净利润	4280	4668	6287	7440	其他非流动负债	2696	2598	2598	2598
少数股东损益	265	229	312	398	负债合计	22091	25565	28324	30782
EPS (元)	2.58	2.84	3.82	4.52	归属于母公司所有者权益	24249	26214	29353	33069
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	少数股东权益	1251	1480	1793	2191
经营活动现金流净额	6260	8870	10061	9006	股东权益	25500	27694	31146	35260
取得投资收益收回现金	59	0	0	0	负债及股东权益	47591	53259	59470	66043
长期股权投资	-26	0	0	0	基本指标	2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-3239	-3608	-3568	-3488	每股收益	2.58	2.84	3.82	4.52
其他	1864	-788	-500	-200	每股经营现金流	3.76	5.39	6.11	5.47
投资活动现金流净额	-1342	-4396	-4068	-3688	市盈率	21.47	16.39	12.17	10.28
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.80	2.92	2.61	2.31
股权融资	73	0	0	0	EV/EBITDA	11.44	9.09	6.88	7.16
银行贷款增加(减少)	5054	0	500	500	总资产收益率	9.5%	9.7%	11.7%	12.5%
筹资成本	-2624	-2479	-3286	-3724	净资产收益率	17.7%	17.8%	21.4%	22.5%
其他	-7678	-438	0	0	净利率	3.3%	3.2%	3.8%	4.1%
筹资活动现金流净额	-5176	-2916	-2786	-3224	资产负债率	46.4%	48.0%	47.6%	46.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-257	1557	3206	2094	总资产周转率	2.68	2.93	2.96	2.92

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。