

精耕高端猪料领域，产能扩张增强业绩弹性

2022年11月29日

► **山东省高端猪料企业，“三高”驱动领跑行业。**公司专注猪饲料领域15年，主要产品包括猪配合料、猪浓缩料、猪预混料，三者合计收入占比超90%，其他饲料包括蛋禽预混料、肉类反刍饲料等。2021年，公司猪饲料产量为45.27万吨，其中在山东省的产量为31.20万吨，在山东省市场占比为2.53%，在当地及东北地区已具有较高的品牌知名度。公司正逐步将市场拓展至全国，目前销售区域主要覆盖华东、东北、华北、西南地区。**公司三方面优势显著，分别是高业绩增速、高ROE和高盈利能力。**2018-2021年，公司营业收入从11.6亿元增长至20.4亿元，CAGR为20.6%；ROE均高于30%。2021年公司饲料单吨净利润超300元。

► **深耕高端猪料领域，新产品彰显研发实力。**2020年，公司重磅推出自主研发的特色预混料“邦基9号”，产品以在非瘟疫情反复的环境下提高生猪抵抗力和自愈力为目的，销售均价高达52343.8元/吨，毛利率高达42.9%，剔除“邦基9号”后公司猪预混料销售均价6272.5元/吨，远远高于猪饲料行业均价。目前市场上无类似竞品，表明了公司专注高端猪料研发生产的决心和实力。**公司高毛利率饲料占饲料营收比例连续四年超30%，显著高于同行业其他公司。**2021年，公司预混料、浓缩料和配合料的毛利率依次为25.4%、16.9%、10.7%；其中，预混料和浓缩料合计占饲料营收比重达32%，高于金新农的13.8%和正邦科技的12.6%。

► **募资扩张打破饲料产能瓶颈，饲料业务有望重新迎来高增长。**公司现阶段生产基地主要集中在吉林和山东两省，整体产能利用率已经达到较高水平，2021年公司配合料、浓缩料、预混料产量分别为33.1、10.3、1.88万吨，产能利用率达到78.3%、61.0%、74.3%。**建设项目全部完成后，公司将新增90万吨产能（包括浓缩料产能24万吨，配合料产能66万吨），有效支撑公司抢占国内市场份额的战略，进一步提升品牌影响力，做大做强猪饲料业务。**

► **投资建议：**预计公司2022~2024年实现归母净利润1.30、1.75、2.38亿元，对应EPS分别为0.77、1.04、1.42元，对应PE分别为30、22、16倍。当前猪价持续高位运行，行业盈利能力显著提升，伴随5到9月能繁母猪存栏量连续五个月出现回升，未来一年饲料需求边际将持续好转，公司在底部积极扩张的产能将显著受益，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动风险，生猪出栏不及预期，产能投放不及预期。

推荐

首次评级

当前价格：

23.30元


分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

研究助理 张心怡

执业证书：S0100122060009

邮箱：zhangxinyi@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,035	1,921	2,373	2,961
增长率(%)	18.0	-5.6	23.5	24.8
归属母公司股东净利润(百万元)	146	130	175	238
增长率(%)	30.2	-10.9	34.7	36.2
每股收益(元)	0.87	0.77	1.04	1.42
PE	27	30	22	16
PB	9.2	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年11月28日收盘价）

目录

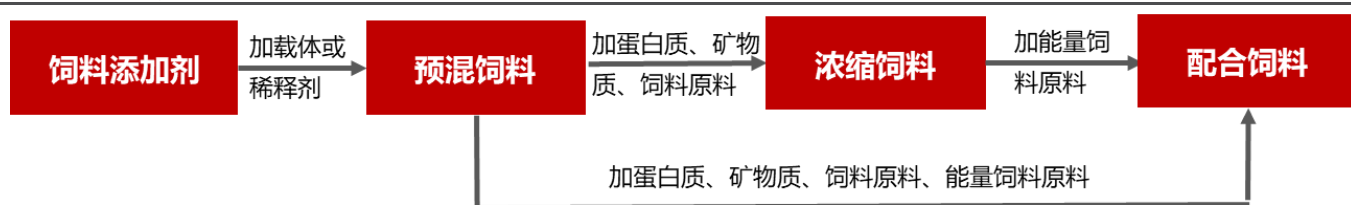
1 公司概况：从山东迈向全国的高端猪料企业	3
1.1 公司专注猪饲领域 15 年	3
1.2 高 ROE、高毛利率，盈利能力领跑行业	4
2 专注高端猪料市场，募资打破产能瓶颈	7
2.1 深耕高端猪料领域，新产品彰显研发实力	7
2.2 客户群体多为家庭农场，经销为主直销为辅	11
2.3 募资扩张饲料产能，饲料业务有望重获高增	12
2.4 后周期补栏带动饲料需求增长	13
3 盈利预测与投资建议	15
3.1 盈利预测假设与业务拆分	15
3.2 估值分析	16
3.3 投资建议	16
4 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 公司概况：从山东迈向全国的高端猪料企业

1.1 公司专注猪饲领域 15 年

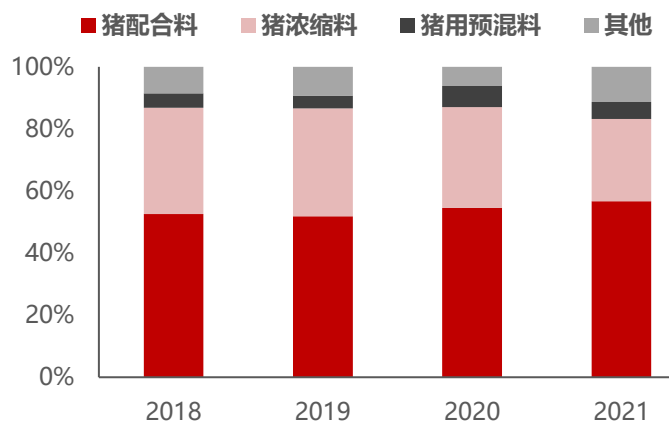
公司位于山东省淄博市，自 2007 年成立以来一直从事猪饲料的研发、生产和销售业务，主要产品包括猪配合料、猪浓缩料、猪预混料，2021 年三者合计的主营业务收入占比达 88.7%，其他饲料主要为蛋禽预混料、肉类反刍饲料等。公司在山东及东北地区已具有较高的品牌知名度，并逐步将市场拓展至全国，目前销售区域主要覆盖华东、东北、华北、西南地区。根据山东省饲料行业协会，在山东省内，2021 年全省生猪饲料产量 10 万吨以上的企业/集团数量仅有 25 家，公司猪饲料产量为 45.27 万吨，其中在山东省的产量为 31.20 万吨，在山东省市场占比为 2.53%，是山东省内规模相对较大的企业。

图1：饲料按照营养素配合水平不同可分为预混饲料、浓缩饲料、配合饲料



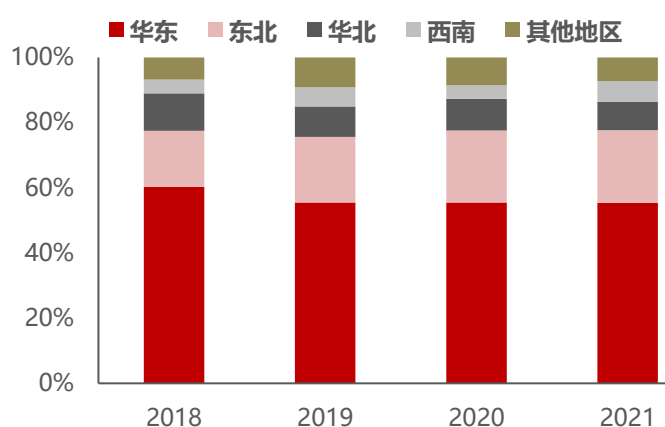
资料来源：wind，招股说明书，民生证券研究院

图2：公司 2018-2021 营收业务构成



资料来源：wind，民生证券研究院

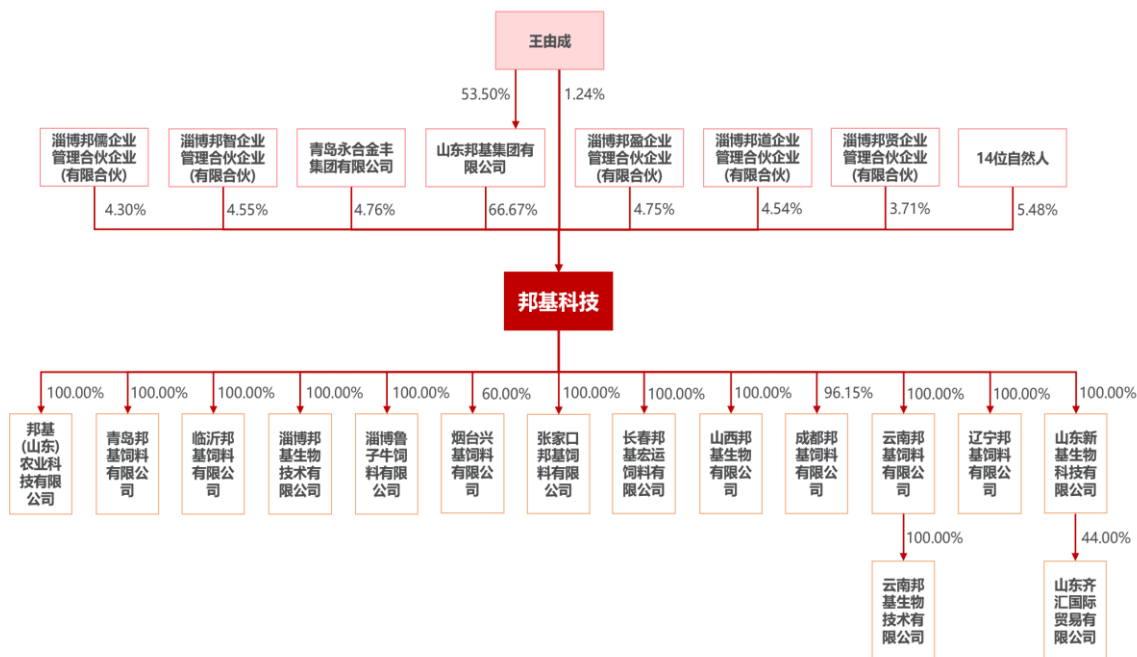
图3：公司 2018-2021 营收区域构成



资料来源：wind，民生证券研究院

邦基集团是公司控股股东，王由成为实际控制人。邦基集团持有公司 66.67% 的股权，为公司控股股东。王由成持有邦基集团 53.50% 的股权，通过邦基集团控制公司 66.67% 的股权，同时直接持有公司 1.24% 的股权，合计控制公司 67.91% 的股权，是公司实际控制人，现任公司董事长、总经理。王由成的弟弟王由利直接持有公司 0.46% 的股份，通过邦基集团间接持有公司 3.67% 的股份，通过淄博邦盈间接持有公司 2.05% 的股份，为王由成的一致行动人，现任邦基农业市场总监。

图4：公司股权结构（截至 2022 年三季度）

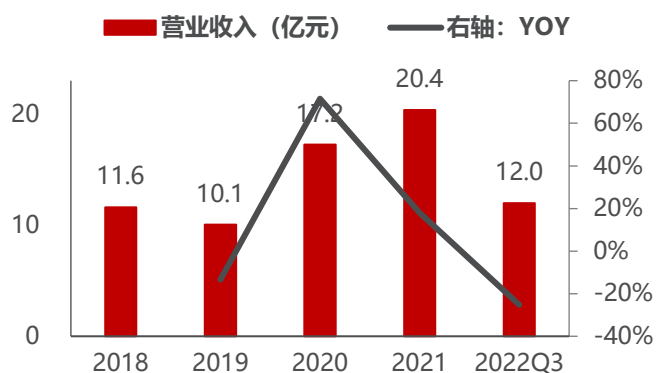


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

1.2 高 ROE、高毛利率，盈利能力领跑行业

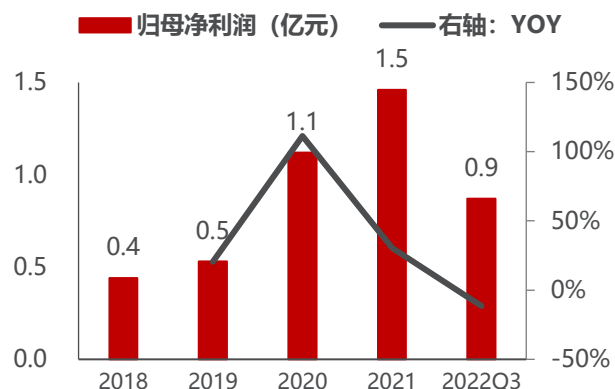
业绩高速增长，2021 年饲料单吨净利润超 300 元。2018-2021 年，公司营业收入从 11.6 亿元增长至 20.4 亿元，CAGR 为 20.6%，归母净利润从 0.4 亿元增长至 1.5 亿元，CAGR 达 49.2%。按照公司 2021 年猪饲料销售量 45.4 万吨计算，单吨净利润达到 323 元。2022 年前三季度，公司实现营收 12.0 亿元，同比下滑 25.2%，实现归母净利润 0.9 亿元，同比下滑 11.5%。因公司主要生产基地所在地淄博、长春等地新冠肺炎疫情形势有所反复，饲料生产及物流运输均受到较大限制；2022 年上半年生猪价格处于低位，生猪存栏数量及出栏均重均有所下滑，下游饲料需求降低，使得公司业绩短期承压。

图5：2018-2022Q3 收入及增速

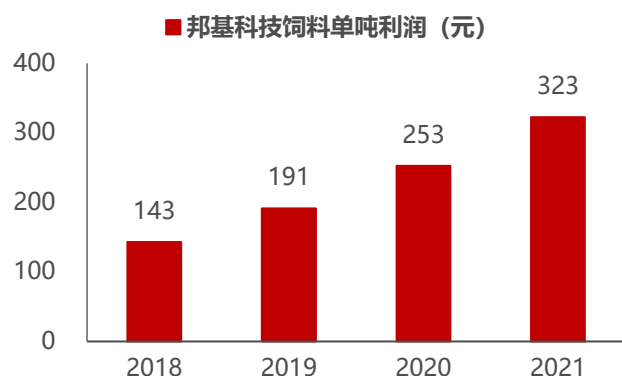


资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2018-2022Q3 净利润及增速

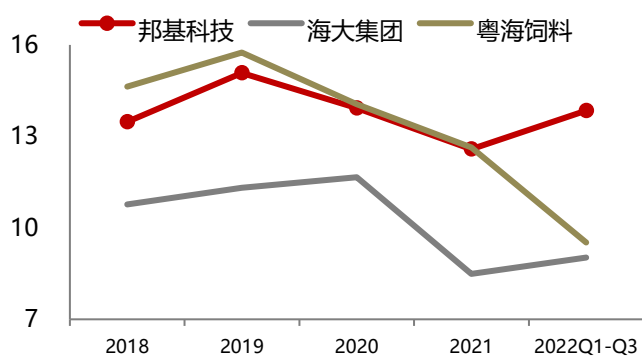


资料来源：wind，民生证券研究院

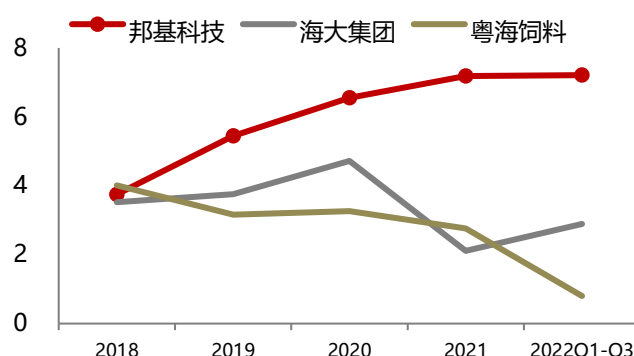
图7：2018-2021 公司单吨饲料净利润持续增长


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

盈利能力领跑行业，ROE 远高于同行业公司。近年来大部分饲料企业都已经将主业向下游延申至养殖，而核心业务仍然为饲料生产的两家上市公司海大集团和粤海饲料均以生产水产料而非禽畜料为主。考虑到水产料与猪前端料都属于饲料中相对来说附加值较高的产品，我们认为这三家公司仍然具备一定的可比性。2018-2022Q3 季度，公司平均销售毛利率为 13.8%、平均销售净利率为 6.0%，盈利能力突出。2018-2021 年 ROE 高于 30%，2022 年上市后由于融资摊薄了 ROE，但仍然高于同行业可比公司。公司深耕高毛利猪料市场，叠加产能扩张带来的量价齐增，未来几年内盈利能力有望继续维持行业领先水平，提升估值中枢。

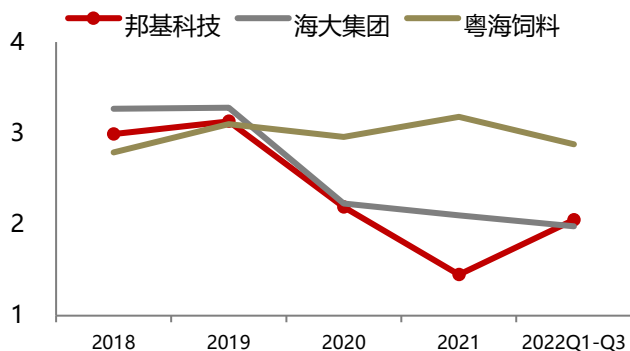
图8：同行业公司毛利率水平 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

图9：同行业公司净利率水平 (%)


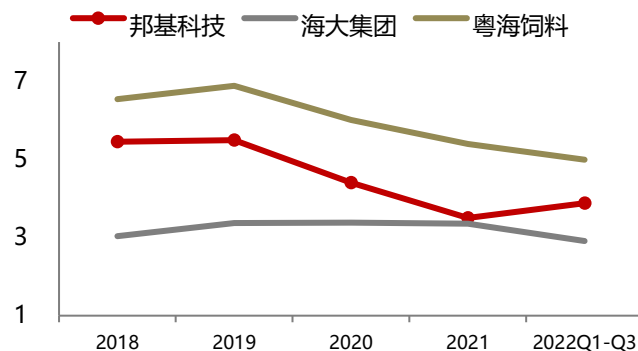
资料来源：wind，民生证券研究院

图10: 同行业公司销售费用率 (%)



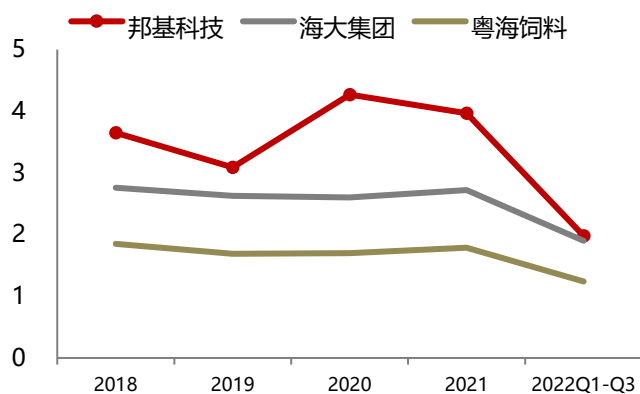
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 同行业公司管理费用率 (%)



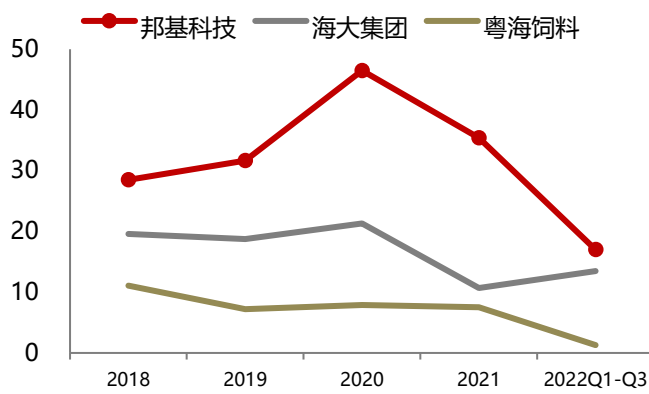
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 同行业公司总资产周转率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 同行业公司 ROE 水平对比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

2 专注高端猪料市场，募资打破产能瓶颈

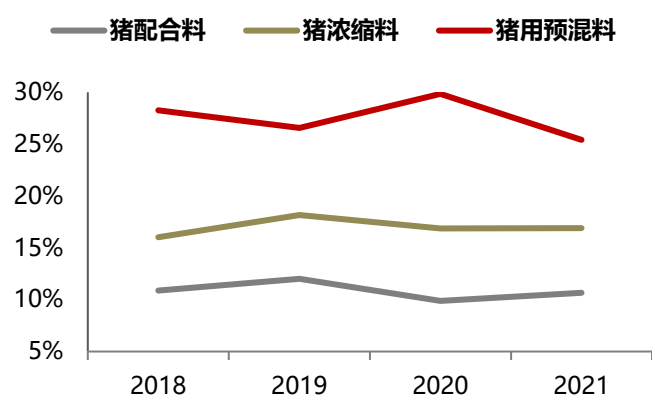
2.1 深耕高端猪料领域，新产品彰显研发实力

按照饲料营养素配合水平不同，猪饲料可分为预混料、浓缩料、配合料；而按照生长阶段及的不同，又可大体分为前端料和中大猪料。饲料企业的毛利率很大程度上是由其产品组合中不同品种饲料的占比来决定的，提高高毛利率品种的销售份额及竞争优势是提高盈利水平的最优选择。

配合料产品同质性高，技术门槛也相对较低，不同厂家的产品价格相差不大，其毛利率高低主要由原料采购成本决定。而预混料作为饲料配方的技术核心，对配合料饲喂效果起到决定性作用，也是毛利最高的产品。①**组成复杂**。质量优良的预混料一般包括 6、7 种微量元素，15 种以上的维生素，2 种氨基酸，1~2 种药物及其他添加剂（抗氧化剂和防霉剂等），且各种饲料添加剂的性质和作用各不相同，配伍关系复杂；②**设备和工艺要求高**。科学的配方要靠精确的计量配料来实现，预混料生产对各类计量配料设备的准确度、稳定性均有很高的要求。③**用量少、作用大**。一般预混料占配合饲料的比例为 0.5%~5%，用量虽少，但对动物生产性能的提高、饲料转化率的改善以及饲料的保存都有很大的作用。规模场一般倾向于购买高品质的预混料自行调配或是直接购买配合饲料，而浓缩料使用时只要按标签上的参考配方配上玉米、糠麸类即可，处理手段简单，成本相对较低，有时还能消耗自家种植的作物，因此更受散养户的欢迎。

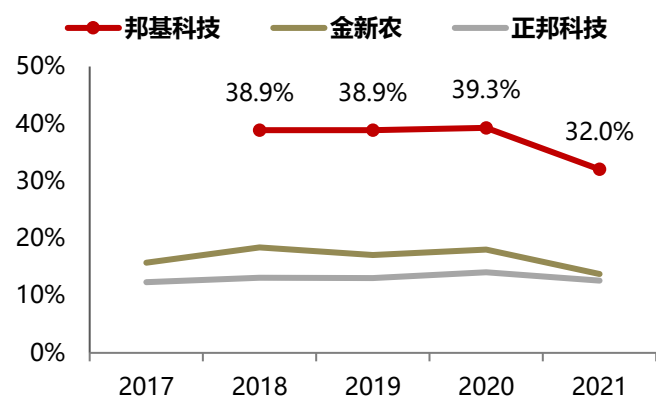
2021 年，公司预混料、浓缩料和配合料的毛利率依次为 25.4%、16.9%、10.7%；其中，浓缩料和配合料占据公司饲料销售中近三成的比重，与同行业上市公司以配合料为主的业务结构存在明显差异。2020 年，公司重磅推出自主研发的特色预混料邦基 9 号，产品以在非瘟疫情反复的环境下提高生猪抵抗力和自愈力为目的。2021 年，邦基 9 号销售均价高达 52343.8 元/吨，毛利率高达 42.9%，剔除邦基 9 号后公司猪预混料销售均价 6272.5 元/吨，远远高于猪饲料行业均价。目前市场上未有可比产品，表明了公司专注高端猪料研发生产的决心和实力。

图14：公司三大饲料产品毛利率水平



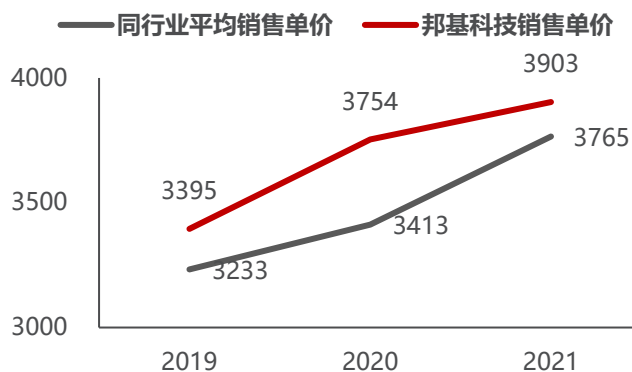
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：三家公司浓缩料和预混料占饲料营收比重



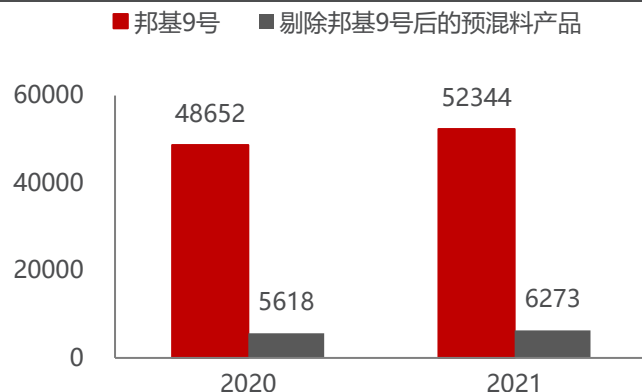
资料来源：wind，民生证券研究院

图16: 公司饲料吨均价高于同行业 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

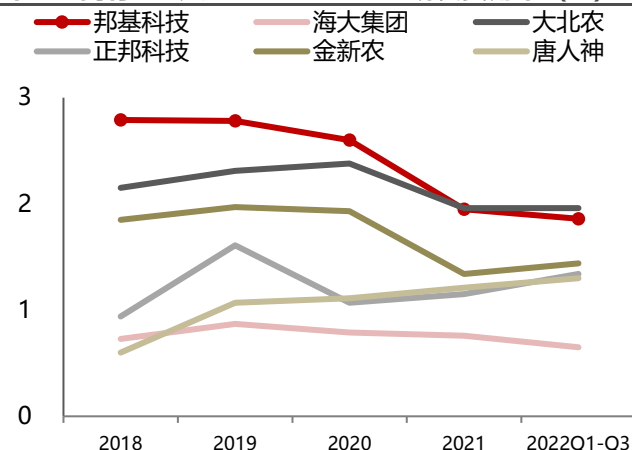
图17: 邦基9号销售单价显著高于其他预混料产品 (元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

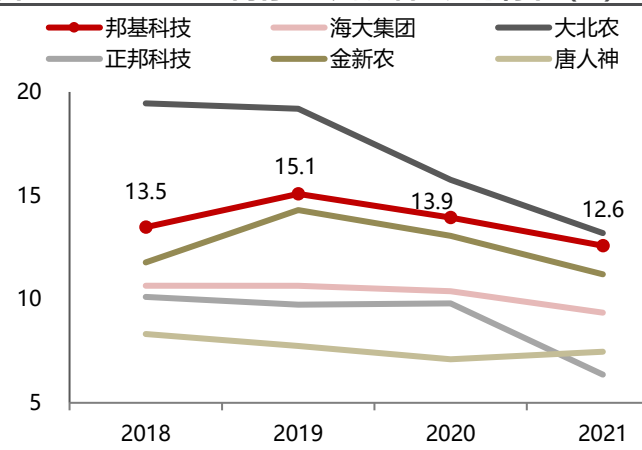
公司以销售高附加值的猪前端料为主, 包括母猪料、教槽料和仔猪料等。相对于中大猪料, 前端料研制技术含量相对较高, 比如妊娠母猪料需要达到减少母猪便秘、降低返情、缩短产程、提高产仔数的效果; 哺乳母猪料需要能够丰富母猪乳水、避免掉膘、增加仔猪断奶重量; 仔猪料要求减少仔猪腹泻、加快生长、降低料肉比、提高抗病能力等。不同产品之间差异明显, 需要持续的研发投入, 公司的研发费用率亦长期在同行业公司中前列。

图18: 同行业公司 2018-2022Q3 研发费用率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 2018-2021 同行业公司饲料业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

表1：目前公司所拥有的核心技术

核心技术名称	技术内容及特点
膨化型蛋白饲料为主的易消化吸收的猪用饲料生产技术	采用更容易吸收的膨化大豆粉部分替代传统的豆粕，提高育肥猪的消化吸收率，表现为采食量迅速增加，体重增长快。
膨化大豆粉替代油脂的猪用饲料生产技术	采用油脂和蛋白含量更高的膨化大豆彻底替代传统油脂的工艺，由于膨化大豆在加工过程中经过高温膨化，蛋白更容易被动物吸收，大大提高猪的消化吸收转换率。表现为泌乳期母猪奶水充足、早发情；中大猪表现为低料肉比、瘦肉率高、体形好、肉质鲜美。
提高哺乳母猪泌乳量和乳品质的猪用饲料生产技术	采用更容易吸收的膨化型玉米粉、膨化大豆粉及大米粉替代传统的玉米、豆粕，提高乳猪的消化吸收、减少断奶初期的应激，增强乳猪免疫能力。表现为断奶后初期乳猪体重不下降、发病率明显降低，后期采食迅速量增加，体重增长快。
哺乳期母猪专用饲料生产技术	通过添加葡萄糖代替部分普通能量原料，诱食剂增加采食量，添加动物蛋白原料替代部分豆粕，提高哺乳期采食量，从而提高泌乳量，提高哺乳仔猪成活率和断奶体重。
乳猪教槽料生产技术	最大程度减少植物蛋白原料的使用，用动物蛋白及经过处理降低抗原的豆类原料来全面替代传统的豆粕，提高适口性，促进肠道发育，提高消化吸收率，提高免疫力，减少乳猪教槽阶段的腹泻率和保育仔猪成活率，减少断奶应激，达顺利教槽，提高日增重的目标。

资料来源：招股说明书，民生证券研究院；

表2：公司主要饲料产品

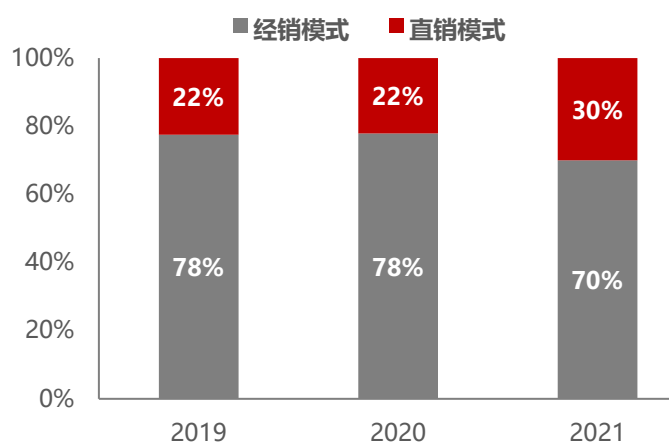
	产品名称	适用对象	产品介绍
配合料	邦基奶粉	乳猪	精选高品质的能量原料和蛋白原料，如膨化玉米、乳清粉、水解鱼蛋白粉、秘鲁蒸汽鱼粉、膨化大豆、发酵豆粕等；选用有机微量元素、天然植物精油、复合微生物制剂、乳猪专用酶制剂、酸度调节剂、三丁酸甘油酯等维护仔猪肠道健康的饲料添加剂。
	乳猪宝	乳猪	精选预处理、易吸收、低抗原的原料，如膨化玉米、膨化大豆、发酵豆粕、秘鲁蒸汽鱼粉、乳清粉、葡萄糖等，以及有机微量元素、天然植物精油、复合微生物制剂、乳猪专用酶制剂、酸度调节剂、磷酸二氢钙等维护仔猪肠道健康的饲料添加剂。
	仔猪宝	仔猪	精选预处理、易吸收、低抗原的原料，如膨化玉米、膨化大豆、发酵豆粕、秘鲁蒸汽鱼粉等，以及有机微量元素、天然植物精油、复合微生物制剂、酶制剂、酸度调节剂、磷酸二氢钙等维护仔猪肠道健康的饲料添加剂。
	550-1	仔猪	精选优质清洁的烘干玉米、膨化大豆、发酵豆粕等，提高营养物质的消化吸收率，以及复合微生物制剂、天然植物精油、酶制剂、短链脂肪酸等维护肠道健康的饲料添加剂。
	556	妊娠母猪	为妊娠母猪精心设计的精确营养配合饲料。通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、制粒、冷却、包装等工序制成。富含优质膳食纤维，高维生素设计，尤其是提高了VE、生物素和叶酸的添加量。
	557	泌乳母猪	为泌乳母猪精心设计的营养富足的配合饲料。通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、制粒、冷却、包装等工序制成。精选优质清洁的烘干玉米、膨化大豆、发酵豆粕、秘鲁蒸汽鱼粉等原料，提高营养物质的消化吸收率；使用缬氨酸等进行氨基酸平衡，提高蛋白质消化吸收率。
	G101	仔猪	精选预处理、易吸收、低抗原的原料，如膨化玉米、膨化大豆、发酵豆粕、秘鲁蒸汽鱼粉、乳清粉、葡萄糖等，以及有机微量元素、天然植物精油、复合微生物制剂、乳猪专用酶制剂、酸度调节剂、磷酸二氢钙等维护仔猪肠道健康的饲料添加剂。
	G102	仔猪	通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、制粒、冷却、包装等工序制成。精选预处理、易吸收、低抗原的原料，如膨化玉米、膨化大豆、发酵豆粕、秘鲁蒸汽鱼粉、乳清粉等原料，以及有机微量元素、天然植物精油、复合微生物制剂、酶制剂、酸度调节剂、磷酸二氢钙等维护仔猪肠道健康的饲料添加剂。
	G103	仔猪	通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、制粒、冷却、包装等工序制成。精选优质清洁的烘干玉米、膨化大豆、发酵豆粕等，提高营养物质的消化吸收率，以及复合微生物制剂、天然植物精油、酶制剂、短链脂肪酸等维护肠道健康的饲料添加剂。
	G106	妊娠母猪	为妊娠母猪精心设计的精确营养配合饲料。通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、制粒、冷却、包装等工序制成。富含优质膳食纤维，高维生素设计，尤其是提高了VE、生物素和叶酸的添加量。
G107	泌乳母猪	为泌乳母猪精心设计的营养富足的配合饲料。通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、制粒、冷却、包装等工序制成。精选优质清洁的烘干玉米、膨化大豆、发酵豆粕、秘鲁蒸汽鱼粉等原料，提高营养物质的消化吸收率；使用缬氨酸等进行氨基酸平衡，提高蛋白质消化吸收率。	
猪浓缩料	156	妊娠母猪	为妊娠母猪精心设计的精确营养浓缩饲料。通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、包装等工序制成。采用计算机自动化配料系统，配料精度高。精选优质蛋白原料及纤维原料；高维生素设计，尤其提高了VE、生物素和叶酸的添加量。
	3010	泌乳母猪	为泌乳母猪精心设计的营养富足的浓缩饲料。通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、包装等工序制成。精选优质膨化大豆、发酵豆粕、秘鲁蒸汽鱼粉等，提高营养物质的消化吸收率；高氨基酸设计，且使用缬氨酸等进行氨基酸平衡，提高蛋白质的吸收和沉积。
	保育金 7040	仔猪	通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、包装等工序制成。采用计算机自动化配料系统，配料精度高；采用微粉碎工艺，提高营养消化吸收率；添加剂类原料分类进行预混合，提高有效成分的混合均匀度；精选预处理、易吸收、低抗原的原料，如膨化大豆、发酵豆粕、秘鲁蒸汽鱼粉、乳清粉、葡萄糖等，以及有机微量元素、天然植物精油、复合微生物制剂、乳猪专用酶制剂、酸度调节剂、磷酸二氢钙等维护仔猪肠道健康的饲料添加剂。
	保育金 7030	仔猪	通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、包装等工序制成。采用计算机自动化配料系统，配料精度高；采用微粉碎工艺，提高营养消化吸收率；添加剂类原料分类进行预混合，提高有效成分的混合均匀度；精选预处理、易吸收、低抗原的原料，如膨化大豆、发酵豆粕、秘鲁蒸汽鱼粉、哈姆雷特蛋白等，以及有机微量元素、天然植物精油、复合微生物制剂、乳猪专用酶制剂、中链脂肪酸、磷酸二氢钙维护仔猪肠道健康的饲料添加剂。
	151S	育肥猪	通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、包装等工序制成。采用微粉碎工艺，提高营养吸收率；使用发酵豆粕、膨化大豆等易吸收的原料及天然植物精油、有机微量元素等饲料添加剂，运用理想蛋白质模型和可消化氨基酸技术，提高蛋白质的利用率，大幅提高猪的生长速度，降低料肉比。
	8070	育肥猪	通过原料提升、清理、粉碎、配料、混合、包装等工序制成。采用计算机自动化配料系统，配料精度高；采用微粉碎工艺，提高营养吸收率；使用发酵豆粕、膨化大豆等易吸收的原料及天然植物精油、有机微量元素等饲料添加剂，运用理想蛋白质模型和可消化氨基酸技术，提高蛋白质的利用率，大幅提高猪的生长速度，降低料肉比。
猪预混料	邦基 9 号	覆盖全阶段	为给各阶段猪只提供丰富的营养、培育健康猪群，使用多种维生素、有机微量元素及其他营养性和功能性添加剂进行科学配比，辅为载体，通过原料提升、清理、配料、混合、包装等工序制成。
	10%猪复合预混合饲料	覆盖全阶段	包括 8210、8310、8610、8710 等产品。将多种氨基酸、维生素、微量元素及其他营养性和功能性添加剂进行科学配比，以发酵豆粕等为载体，通过原料提升、清理、配料、混合、包装等工序制成。选用复合微生物制剂、酶制剂、天然植物精油等，维护猪的肠道健康，促进营养物质消化吸收，提高猪的日增重，降低料肉比。
	4%猪复合预混合饲料	覆盖全阶段	包括 824、834、864、874 等。将多种氨基酸、维生素、微量元素及其他营养性和功能性添加剂进行科学配比，辅为载体，通过原料提升、清理、配料、混合、包装等工序制成。运用理想蛋白质模型和可消化氨基酸技术，提高蛋白质的利用率，大幅提高猪的生长速度，降低料肉比。

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2.2 客户群体多为家庭农场，经销为主直销为辅

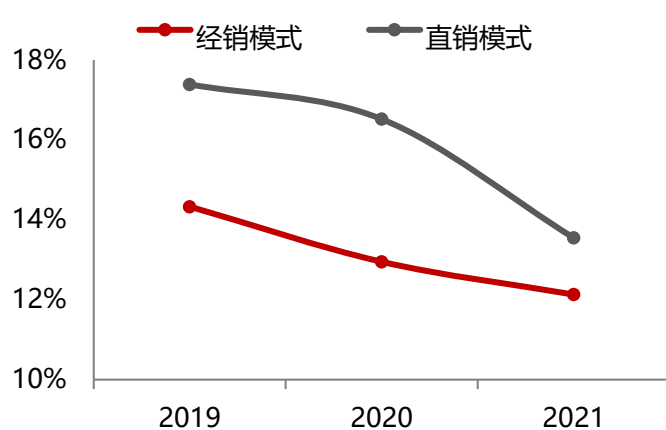
我国饲料企业普遍采用的是“经销+直销”的销售模式。对于不同客户，公司采取不同的销售模式。对于众多的中小养殖户，公司主要通过经销商销售饲料产品；具备一定规模和资金实力的养殖场，公司向其直接销售饲料产品。截至2021年，公司直销收入占比为30%，同比提升8PCT；直销模式毛利率为13.55%，经销模式毛利率12.1%。公司个人客户占比较高，客户群体以10-100头能繁母猪为主的 家庭农场，在直销议价中，公司更有优势。同时从公司对直销企业客户销售的产品以毛利率较高的预混料居多，对直销模式毛利率提升有一定影响，因此直销模式毛利率相对较高。

图20：公司直销和经销模式收入占比



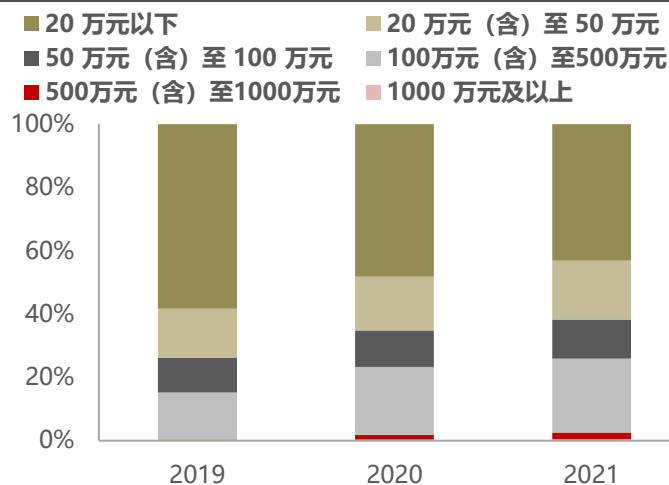
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图21：公司直销和经销模式毛利率



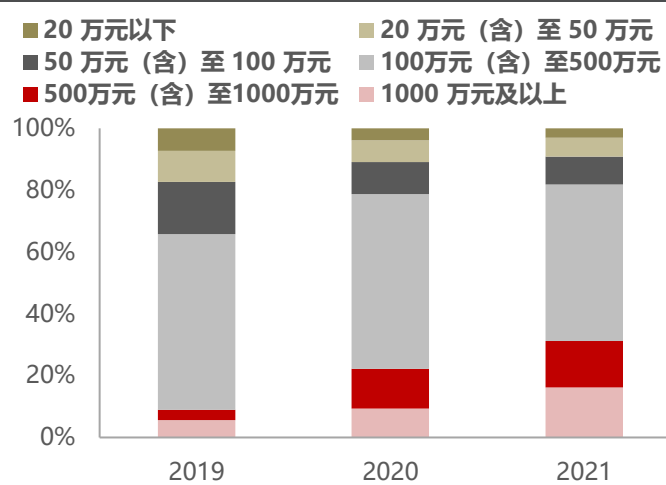
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图22：公司不同销售规模客户数量占比



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图23：公司不同销售规模客户销售收入占比

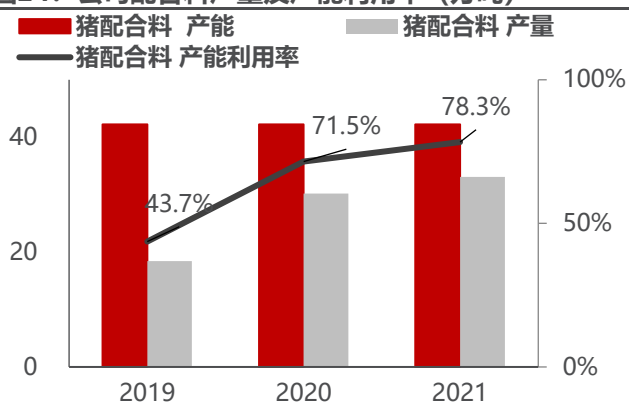


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

2.3 募资扩张饲料产能，饲料业务有望重获高增

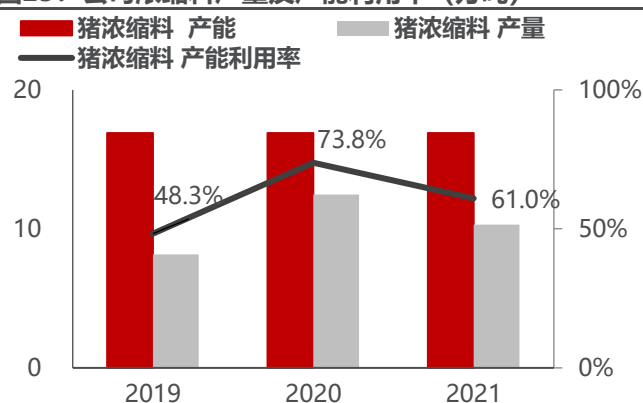
公司现阶段生产基地主要集中在吉林和山东两省，整体产能利用率已经达到较高水平，2021年公司配合料、浓缩料、预混料产量分别为33.1、10.3、1.88万吨，产能利用率达到78.3%、61.0%、74.3%。2022年，面对日益增长的市场需求，公司未来三年计划有序在山西、云南、河北、辽宁等地新设数个生产基地，新增数条浓缩料和配合料生产线，扩大猪饲料的产能，且新建设的投资项目均已完成项目主管机构的投资备案程序，取得环境保护主管部门的审批同意，并已取得相关用地的国有土地使用权证。建设项目全部完成后，公司将新增90万吨产能（包括浓缩料产能24万吨，配合料产能66万吨），有效支撑公司抢占国内市场份额的战略，进一步提升品牌影响力，做大做强猪饲料业务。

图24：公司配合料产量及产能利用率（万吨）



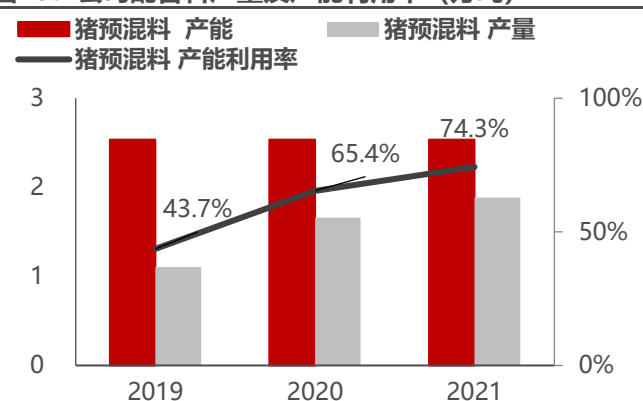
资料来源：wind，招股说明书，民生证券研究院

图25：公司浓缩料产量及产能利用率（万吨）



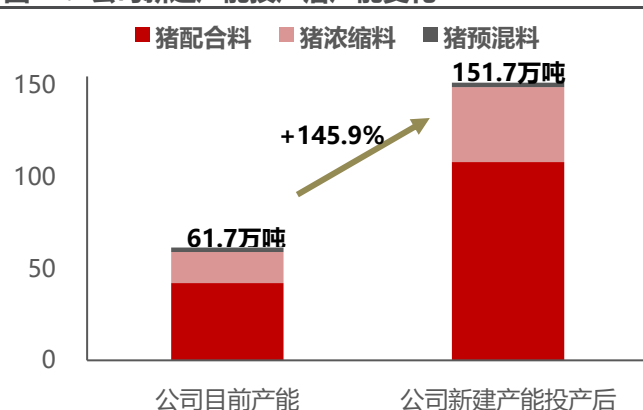
资料来源：wind，招股说明书，民生证券研究院

图26：公司配合料产量及产能利用率（万吨）



资料来源：wind，招股说明书，民生证券研究院

图27：公司新建产能投产后产能变化



资料来源：wind，招股说明书，民生证券研究院

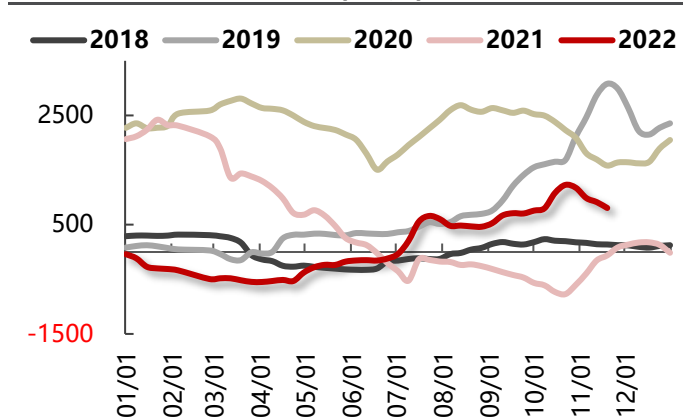
表3：公司募集资金使用项目规划（截至 2022 年三季度）

	项目名称	建设内容	总投资（万元）	建设期（年）	内部收益率
长春邦基	新建年产 12 万吨高档配合饲料智能生产车间项目	3 条配合料产线、 1 条浓缩料产线	5888.7	1.5	17.41%
山西邦基	新建年产 24 万吨高档配合饲料、浓缩饲料智能生产车间项目	2 条配合料产线	16000.0	2	17.45%
云南邦基	年产 18 万吨高档配合饲料、浓缩饲料智能生产车间建设项目	2 条配合料产线、 1 条浓缩料产线	14389.0	1.5	16.51%
邦基科技	年产 12 万吨高档配合饲料智慧化生产车间项目	2 条配合料产线	5888.6	2	16.24%
张家口邦基	新建年产 12 万吨高档配合猪饲料、浓缩饲料智能生产车间项目	1 条配合料产线、 1 条浓缩料生产产线	10501.0	2	18.62%
辽宁邦基	年产 12 万吨高档饲料生产车间项目	2 条配合料产线	10224.8	2	19.11%
邦基农业	邦基（山东）农业科技有限公司研发中心建设项目		6064.7	3	

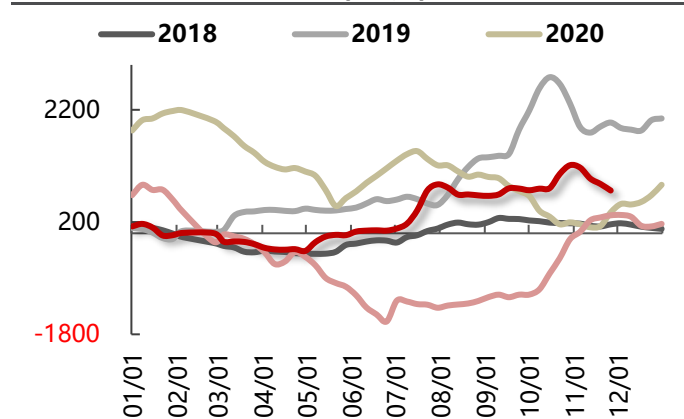
资料来源：招股说明书，民生证券研究院；

2.4 后周期补栏带动饲料需求增长

猪饲料行业的下游是生猪养殖业，生猪养殖业是猪产业链的核心环节，是整个产业链的主要驱动力，决定着猪饲料业的市场容量与结构。生猪产品市场的整体价格变动趋势为：生猪价格上涨-母猪存栏量增加-生猪供应增加-生猪价格下跌-大量淘汰母猪-生猪供应减少-生猪价格上涨，如此循环，周而复始。对于猪饲料来说，生猪存栏量越高，猪饲料的市场需求越大。经过 2021 年至 2022 年的行业深度亏损，生猪产能持续去化，能繁母猪存栏低点已经在今年 4 月出现，国家统计局数据显示，从去年 6 月的高点 4564 万头至今年 4 月底点 4177 万头，能繁母猪存栏累计下降 8.47%。进入 Q3 季度，猪价开始进入上行通道，新周期正式启动。伴随行业盈利能力的提升，5 到 9 月能繁母猪存栏量连续五个月出现回升，未来一年饲料需求边际或将持续好转。

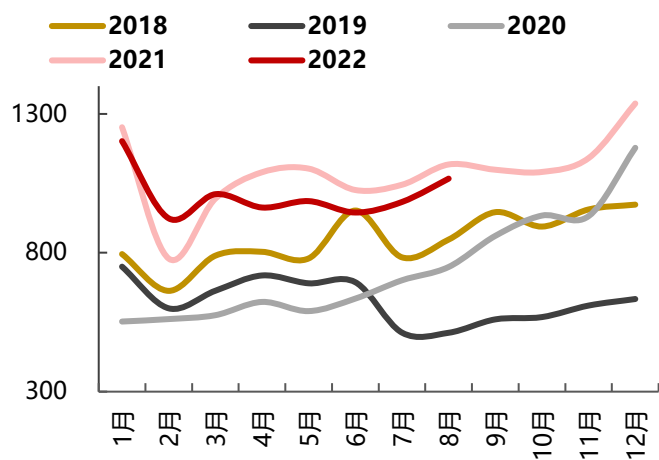
图28：自繁自养养殖利润（元/头）


资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院

图29：外购仔猪养殖利润（元/头）


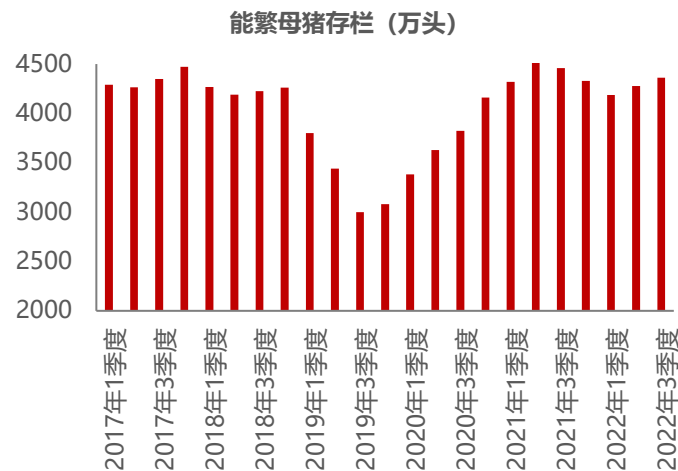
资料来源：同花顺 ifind，民生证券研究院

图30: 猪饲料月度产销量 (万吨)



资料来源: 饲料工业协会, 民生证券研究院

图31: 我国能繁母猪存栏量 (万头)



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

公司以猪饲料为主营业务，2021 年收入占比近 90%。随着能繁母猪产能逐步趋稳，市场需求日益增长，为有效支撑抢占国内市场份额的战略，公司新增数条浓缩料和配合料生产线，扩大猪饲料的产能。

产能方面，未来两年，公司计划年产 12 万吨高档配合饲料智慧化生产车间项目、年产 24 万吨高档配合饲料、浓缩饲料智能生产车间项目等四个项目，预计在一年半内新建 12 万吨高档配合饲料智能生产车间项目和年产 18 万吨高档配合饲料、浓缩饲料智能生产车间建设项目。预计募投项目建成后，公司饲料产能将由 61.7 万吨增加至 151.7 万吨，随着产能逐步爬坡，公司饲料销量将快速增长。

价格方面，截至 2022 年 11 月，市场猪饲料价格同比增长约 10%，我们假设公司今年饲料销售价格涨幅与市场同步。但未来随着玉米和豆粕等原材料价格逐步趋稳，饲料价格或将有所回落。最终，结合 2022 年 5 到 9 月能繁母猪存栏量连续五个月出现回升并逐步趋稳的态势和公司未来产能扩张情况，我们预计 2022~2024 年公司猪饲料实现收入 18.9、23.4、29.3 亿元，CAGR 为 24.2%。

盈利方面，由于饲料价格较粮食价格调整存在一定滞后性，当前原材料价格已逐步趋稳，因此我们预计未来三年公司毛利率将逐步恢复。从整体费用情况来看，新产能的投建将助力公司整体经营规模不断扩大，然而对新客户开发需要进一步加大销售渠道建设、销售人员扩张，此外新建产能的摊销亦将使得公司整体期间费用有所上升，故我们预计未来三年公司期间费用率将较 2021 年有所上升。

表4：公司业务盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
饲料收入 (百万元)	2005.9	1890.0	2340.0	2925.0
增速	18.2%	-5.8%	23.8%	25.0%
产能 (万吨)	61.7	91.7	115.7	127.7
成本 (百万元)	1754.1	1653.7	2035.8	2500.9
毛利率	12.6%	12.5%	13.0%	14.5%
其他业务 (百万元)	29.0	31.1	33.4	35.8
增速	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
成本 (百万元)	24.7	25.0	26.9	28.8
毛利率	14.7%	19.5%	19.5%	19.5%
营业总收入 (百万元)	2034.9	1921.1	2373.4	2960.8
增长率	18.0%	-6%	24%	25%
营业成本 (百万元)	1778.9	1678.8	2062.7	2529.7
毛利 (百万元)	256.1	242.3	310.7	431.1
毛利率	12.6%	12.6%	13.1%	14.6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

表5：公司费用率预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率 (%)	1.4	1.7	1.7	2.0
管理费用率 (%)	1.5	2.0	2.0	2.0
研发费用率 (%)	2.0	1.8	1.8	1.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

3.2 估值分析

估值分析方面，选取同样以高端饲料生产销售为主的海大集团和大北农作为可比公司，2021年二者饲料业务占营收的比例分别为81.2%和72.4%。从估值水平看，预计公司2023、2024年PE分别为22、16倍，略低于可比公司23、19倍的均值。公司IPO项目扩建多条生产线，新建生产基地投产后，饲料产能将在未来三年实现翻倍扩张，随着产能利用率的逐步抬升，公司估值中枢有望持续上行。

表6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002311.SZ	海大集团	57.72	1.71	2.75	3.31	34	21	17
002385.SZ	大北农	9.10	0.02	0.37	0.45	455	25	20
	均值	/	/	/	/	244	23	19
603151.SH	邦基科技	23.30	0.77	1.04	1.42	30	22	16

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 11 月 28 日

3.3 投资建议

预计公司2022~2024年实现归母净利润1.30、1.75、2.38亿元，对应EPS分别为0.77、1.04、1.42元，对应PE分别为30、22、16倍。当前猪价持续高位运行，行业盈利能力显著提升，伴随5到9月能繁母猪存栏量连续五个月出现回升，未来一年饲料需求边际将持续好转，公司在底部积极扩张的产能将显著受益，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 原材料价格波动风险。公司生产经营所用的主要原材料玉米和豆粕等农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，公司成本端将会面临较大的压力。

2) 生猪出栏不及预期风险。生猪养殖业是整条猪产业链的核心环节和主要驱动力，决定着猪饲料业的市场容量与结构。公司作为生猪后周期的饲料企业，市场需求量和下游生猪养殖企业的存栏量有着密切关系。若未来生猪存栏不及预期，公司需求端将会面临较大的压力。

3) 产能投放不及预期风险。公司计划新建多条高档配合饲料智能生产车间项目和高档配合饲料、浓缩饲料智能生产车间项目，共计约 90 万吨产能，若未来因外部因素导致公司产能建设进度滞后，产能无法及时释放，或导致公司业绩不达预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,035	1,921	2,373	2,961
营业成本	1,779	1,679	2,063	2,530
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	29	33	40	59
管理费用	31	38	47	59
研发费用	40	35	42	56
EBIT	154	138	183	256
财务费用	1	-1	-8	-6
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	2	1	2	2
营业利润	156	140	192	265
营业外收支	15	9	9	9
利润总额	171	149	201	274
所得税	25	19	26	35
净利润	146	130	175	239
归属于母公司净利润	146	130	175	238
EBITDA	167	156	209	296

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	188	751	641	778
应收账款及票据	34	44	54	68
预付款项	14	10	12	15
存货	101	118	145	177
其他流动资产	6	13	15	18
流动资产合计	342	936	867	1,056
长期股权投资	5	7	8	10
固定资产	90	189	206	392
无形资产	48	48	48	48
非流动资产合计	207	479	752	841
资产合计	549	1,415	1,620	1,897
短期借款	20	30	35	40
应付账款及票据	46	62	76	93
其他流动负债	51	78	88	104
流动负债合计	117	169	199	237
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5
非流动负债合计	5	5	5	5
负债合计	122	174	204	242
股本	126	168	168	168
少数股东权益	2	3	3	3
股东权益合计	427	1,240	1,416	1,655
负债和股东权益合计	549	1,415	1,620	1,897

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.05	-5.59	23.54	24.75
EBIT 增长率	21.89	-10.90	32.65	40.47
净利润增长率	30.25	-10.89	34.67	36.21
盈利能力 (%)				
毛利率	12.58	12.61	13.09	14.56
净利润率	7.17	6.76	7.37	8.05
总资产收益率 ROA	26.54	9.19	10.80	12.57
净资产收益率 ROE	34.32	10.50	12.39	14.44
偿债能力				
流动比率	2.92	5.52	4.35	4.45
速动比率	1.92	4.75	3.55	3.62
现金比率	1.60	4.43	3.22	3.28
资产负债率 (%)	22.26	12.32	12.60	12.76
经营效率				
应收账款周转天数	5.26	7.16	7.16	7.16
存货周转天数	20.70	25.58	25.58	25.58
总资产周转率	3.97	1.96	1.56	1.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.87	0.77	1.04	1.42
每股净资产	2.53	7.37	8.41	9.83
每股经营现金流	0.78	0.89	1.06	1.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	27	30	22	16
PB	9.2	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	22.47	20.48	15.85	10.73
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	146	130	175	239
折旧和摊销	12	19	26	40
营运资金变动	-26	12	-15	-19
经营活动现金流	132	150	178	250
资本开支	-96	-283	-289	-117
投资	-4	0	0	0
投资活动现金流	-99	-279	-289	-117
股权募资	0	683	0	0
债务募资	0	11	3	5
筹资活动现金流	-39	692	2	4
现金净流量	-7	564	-110	137

插图目录

图 1: 饲料按照营养素配合水平不同可分为预混饲料、浓缩饲料、配合饲料	3
图 2: 公司 2018-2021 营收业务构成	3
图 3: 公司 2018-2021 营收区域构成	3
图 4: 公司股权结构 (截至 2022 年三季度)	4
图 5: 2018-2022Q3 收入及增速	4
图 6: 2018-2022Q3 净利润及增速	4
图 7: 2018-2021 公司单吨饲料净利润持续增长	5
图 8: 同行业公司毛利率水平 (%)	5
图 9: 同行业公司净利率水平 (%)	5
图 10: 同行业公司销售费用率 (%)	6
图 11: 同行业公司管理费用率 (%)	6
图 12: 同行业公司总资产周转率 (%)	6
图 13: 同行业公司 ROE 水平对比 (%)	6
图 14: 公司三大饲料产品毛利率水平	7
图 15: 三家公司浓缩料和预混料占饲料营收比重	7
图 16: 公司饲料吨均价格高于同行业 (元/吨)	8
图 17: 邦基 9 号销售单价显著高于其他预混料产品 (元/吨)	8
图 18: 同行业公司 2018-2022Q3 研发费用率 (%)	8
图 19: 2018-2021 同行业公司饲料业务毛利率 (%)	8
图 20: 公司直销和经销模式收入占比	11
图 21: 公司直销和经销模式毛利率	11
图 22: 公司不同销售规模客户数量占比	11
图 23: 公司不同销售规模客户销售收入占比	11
图 24: 公司配合料产量及产能利用率 (万吨)	12
图 25: 公司浓缩料产量及产能利用率 (万吨)	12
图 26: 公司配合料产量及产能利用率 (万吨)	12
图 27: 公司新建产能投产后产能变化	12
图 28: 自繁自养养殖利润 (元/头)	13
图 29: 外购仔猪养殖利润 (元/头)	13
图 30: 猪饲料月度产销量 (万吨)	14
图 31: 我国能繁母猪存栏量 (万头)	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 目前公司所拥有的核心技术	9
表 2: 公司主要饲料产品	10
表 3: 公司募集资金使用项目规划 (截至 2022 年三季度)	13
表 4: 公司业务盈利预测	15
表 5: 公司费用率预测	16
表 6: 可比公司 PE 数据对比	16
公司财务报表数据预测汇总	18

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026