

# 产业链双向利好，公司乘势而行

## 核心观点：

上游原材料成本高位回落，叠加下游存栏恢复，饲料企业或迎双向利好。公司深耕猪料领域，高品质产品打造价格优势，2021 年产品销售均价高于行业可比公司平均 138.10 元/吨；区位优势打造较低成本，2021 年饲料产品单吨净利近 300 元，处于行业领先水平，未来有望进一步提升；公司凭借优质产品力，提高猪只应激能力、抗病毒能力，从而较好保障下游养殖户的经济效益，客户粘性高。公司新增产能 96 万吨，实现翻倍增长。综合来看，公司是饲料行业一家小而美的企业，盈利能力改善叠加产能释放，未来业绩有望高增长。

## 原材料成本压力逐渐缓解，养殖景气回升带动饲料需求增长

原材料成本较前期价格高点均有所回落，饲料企业利润有望修复。农业农村部数据显示我国能繁母猪存栏量自 22 年 5 月开始环比增加，至 22 年 11 月环比累计增加 3.5%。能繁母猪存栏量恢复增长将带动后期生猪存栏逐渐增加，猪料需求有望恢复。

## 饲料价格独具优势，销售增速值得期待

产品结构及优质品质打造价格优势，2021 年公司饲料售价 3903.46 元/吨，高于行业可比公司平均 138.10 元/吨；区位优势利好原料采购，2021 年饲料单吨净利近 300 元。公司募资扩产，新增饲料产能 96 万吨，产能翻倍增长带动公司饲料销量持续提升。

**盈利预测与评级：**考虑近期原料价格高位下降，后续仍有回落空间，且公司将持续加大高毛利产品的销售力度，综合考虑，我们预计公司 2022-2024 年实现营收 16.04/20.56/26.75 亿元，归母净利润 1.21/1.61/2.06 亿元，EPS 分别为 0.72/0.96/1.23 元/股，对应 PE 分别为 28.70x/21.55x/16.80x，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**销量不及预期、养殖疫病风险、原料价格上涨等。

## 重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,723.84	2,034.92	1,604.24	2,055.93	2,674.50
YoY(%)	71.58	18.05	-21.16	28.16	30.09
净利润(百万元)	111.96	145.82	120.60	160.57	206.04
YoY(%)	109.55	30.25	-17.30	33.14	28.32
毛利率(%)	13.93	12.58	14.20	14.56	14.60
净利率(%)	6.49	7.17	7.52	7.81	7.70
ROE(%)	35.33	34.32	22.11	22.74	22.59
EPS(摊薄/元)	0.67	0.87	0.72	0.96	1.23
P/E(倍)	30.91	23.73	28.70	21.55	16.80
P/B(倍)	10.92	8.15	6.34	4.90	3.79

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 邦基科技 (603151.SH)

### 首次评级

### 增持

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100007

发布日期：2023 年 02 月 08 日

当前股价：20.50 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.49/1.66	/	/
12 月最高/最低价 (元)			25.58/17.09
总股本 (万股)			16,800.00
流通 A 股 (万股)			4,200.00
总市值 (亿元)			34.61
流通市值 (亿元)			8.65
近 3 月日均成交量 (万)			560.02
主要股东			
山东邦基集团有限公司			50.00%

### 股价表现



### 相关研究报告

## 目录

1 专精高品质猪料，盈利能力突出.....	1
1.1 潜心深耕猪料领域，专业化高品质产品优势凸显.....	1
1.2 养殖低迷叠加疫情影响，短期盈利能力承压.....	2
2 原材料成本压力逐渐缓解，养殖景气回升带动饲料需求增长.....	5
3 饲料产品价格独具优势，“邦基 9 号”再添助力 .....	6
4 产能扩张加码，饲料销售增速值得期待.....	12
5 盈利预测 .....	13
风险分析 .....	14
报表预测 .....	15

## 图目录

图 1:公司股权结构 .....	1
图 2:公司子公司情况及具体业务环节 .....	2
图 3:公司营收及增速 .....	2
图 4:公司 2021 年营收结构 .....	2
图 5:公司销售毛利率及净利率 .....	3
图 6:公司与可比公司饲料销售毛利率 .....	3
图 7:公司归母净利润及增速 .....	3
图 8:公司 ROE (摊薄) .....	3
图 9:公司四项费用率 .....	4
图 10:公司四项费用占比变化 .....	4
图 11:玉米及豆粕价格 (元/吨) .....	5
图 12:育肥猪配合饲料价格 (元/千克) .....	5
图 13:农业农村部能繁母猪存栏环比变化 (%) .....	5
图 14:全国生猪均价 (元/千克) .....	5
图 15:公司饲料产品销量 .....	6
图 16:公司饲料产量市占率情况 .....	6
图 17:公司饲料销售产品结构 .....	6
图 18:公司饲料产品价格与可比公司平均值 .....	6
图 19:猪浓缩料营收占比情况 .....	7
图 20:公司饲料产品单吨成本 .....	7
图 21:公司饲料产品单吨净利 .....	7
图 22:公司与可比公司管理费用率 .....	7
图 23:公司饲料产品设计理念 .....	8
图 24:公司优势饲料产品 .....	8
图 25:公司精确养猪理念 .....	9
图 26:公司原料合作商 .....	9
图 27:公司“邦基 9 号”产品 .....	10
图 28:公司“邦基 9 号”产品销量及售价 .....	10
图 29:“邦基 9 号”营收及占比 .....	10
图 30:公司产品与中游经销商、下游养殖户正反馈机制 .....	10
图 31:公司猪预混料平均售价及剔除“邦基 9 号”后价格 .....	10
图 32:公司“邦基 9 号”产品毛利率及总体销售毛利率 .....	10
图 33:公司经销收入与直销收入占比情况 .....	11
图 34:公司年销售额 100 万元以上经销商占比逐年提升 .....	11
图 35:2021 年公司猪饲料产能 (万吨) .....	12
图 36:公司饲料产能利用率 .....	12
图 37:募集资金运用计划 .....	12
图 38:公司核心业务收入拆分及预测 .....	13
图 39:公司与可比公司估值 .....	13

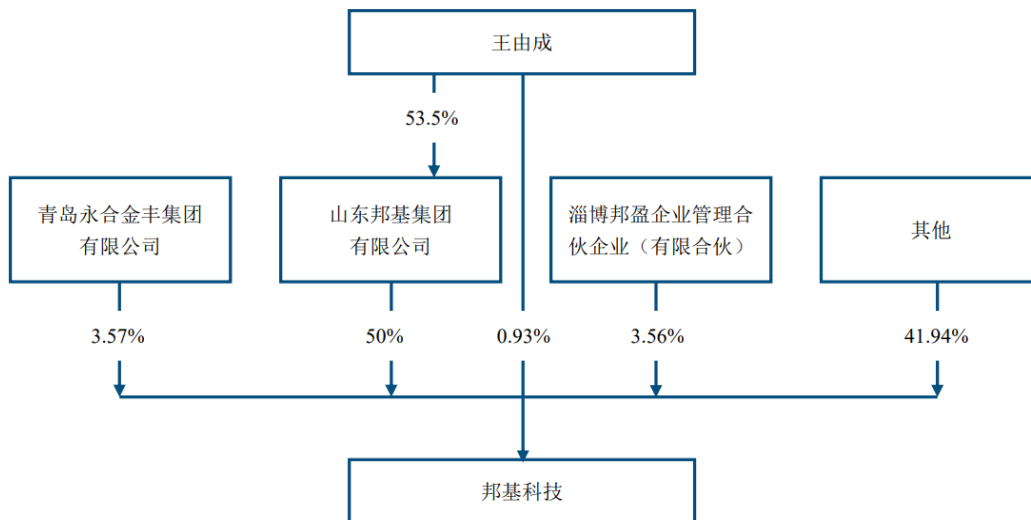
## 1 专精高品质猪料，盈利能力突出

### 1.1 潜心深耕猪料领域，专业化高品质产品优势凸显

**潜心深耕猪料领域，专注研发打造专业化高品质产品。**2007 年邦基科技的前身淄博邦基饲料销售有限公司成立，主要从事猪饲料方面业务。2010 年 8 月公司改组为山东邦基饲料有限公司，主打专业化和高品质猪饲料。2020 年公司推出的特色产品“邦基 9 号”预混料产品，在“2020 年度饲料行业新产品新技术新模式”评选活动中荣获“2020 年度饲料行业防非抗疫新产品”称号。2022 年 10 月 19 日，邦基科技在上海证券交易所上市，成功登陆 A 股市场。公司自 2007 年成立以来一直从事猪饲料的研发、生产和销售业务，专注于动物生命与动物营养研究，目前已成功涉足猪料、蛋禽预混料、肉类反刍饲料、兽药销售等产业，是一家为现代化养殖场提供专业化产品的饲料生产企业。

**公司股权结构清晰稳定，实际控制人控股超 50%。**截至 2022 年 10 月，王由成持有邦基集团 53.50% 的股权，通过邦基集团控制公司 50% 的股权，同时直接持有公司 0.93% 的股权，合计控制公司 50.93% 的股权，可对公司生产经营决策产生重大影响，是公司实际控制人。王由成的弟弟王由利持有公司少量股份，为一致行动人。

图 1:公司股权结构



数据来源：公司招股书，中信建投证券

**公司子公司业务分工明确，产能扩张稳步推进。**截至 2022 年 10 月公司 A 股 IPO 成功，公司下属共 15 家子公司，其中 12 家全资子公司，2 家控股子公司，1 家参股子公司。子公司根据产品种类不同进行具体业务环节划分，其中有 3 家负责猪饲料生产和销售的全资子公司尚处在筹备期，暂未实际开展经营，未来投产之后将为公司产能规模扩张提供强大助力。

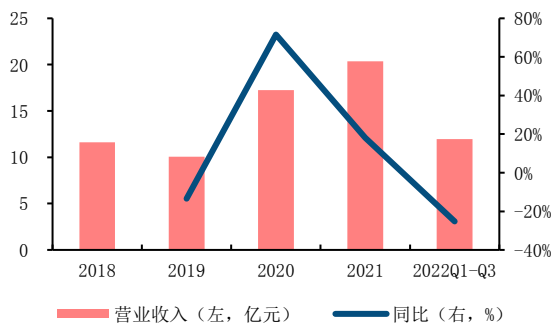
**图 2:公司子公司情况及具体业务环节**

序号	子公司名称	具体业务环节	持股比例 (%)
1	邦基农业	猪配合料、猪浓缩料、猪预混料的研发、生产和销售	100%
2	邦基生物	饲料原料贸易	100%
3	临沂邦基	猪配合料的生产和销售	100%
4	青岛邦基	猪配合料的生产和销售	100%
5	长春邦基	猪配合料、猪浓缩料、猪预混料的研发、生产和销售	100%
6	成都邦基	猪配合料、猪浓缩料的生产和销售	96.15%
7	烟台兴基	猪浓缩料的生产和销售	60%
8	鲁子牛	猪配合料的生产和销售	100%
9	辽宁邦基	猪饲料的生产和销售 (2022 年 12 月底开始试运营)	100%
10	云南邦基	猪饲料的生产和销售	100%
11	山西邦基	猪饲料的生产和销售 (筹备期, 暂未实际开展经营)	100%
12	张家口邦基	猪饲料的生产和销售 (筹备期, 暂未实际开展经营)	100%
13	新基生物	畜禽混合饲料的生产和销售	100%
14	云南邦基生物	兽药经营	100%

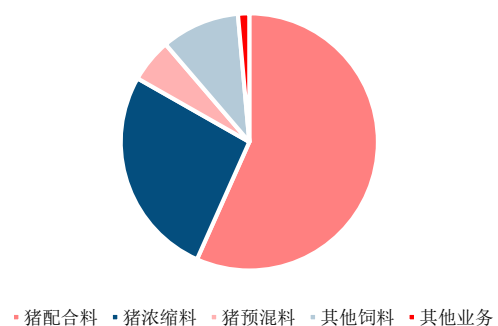
数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

## 1.2 养殖低迷叠加疫情影响, 短期盈利能力承压

营业收入高速增长, 2022 年猪周期叠加疫情导致营收短暂承压。公司营业收入在 2018 年至 2021 年间, 由 11.60 亿元增长至 20.35 亿元, 三年复合增长率达 20.60%, 其中 2020 年营业收入同比增长 71.58%, 主要系产品销售数量大幅增加及销售单价上涨所致。2022Q3 公司实现营收 4.42 亿元, 同比减少 21.44%; 2022 年前三季度实现营收 11.97 亿元, 同比减少 25.23%, 主要原因为: ①2022 年上半年下游养殖低迷, 生猪价格处于低位, 存栏数量及出栏均重均有所下滑, 公司产品需求较低; ②2022 年上半年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严峻, 饲料生产及物流运输均严重受限。2022 年下半年开始, 养殖行业景气度回升, 养殖端产能逐步恢复, 公司业绩边际改善。分产品看, 公司一半以上营收由猪配合料贡献, 2021 年营收占比为 57.50%; 第二大产品为猪浓缩料, 2021 年营收占比为 26.93%。

**图 3:公司营收及增速**


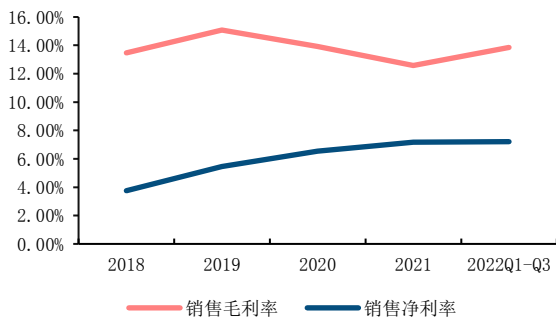
数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

**图 4:公司 2021 年营收结构**


数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

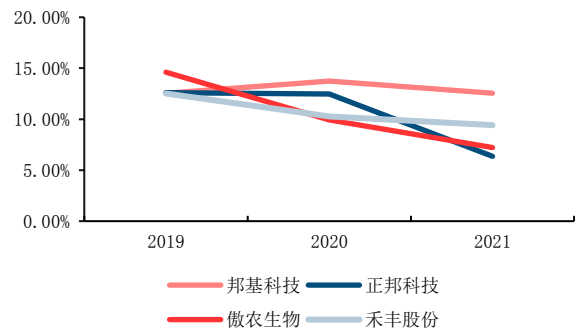
利润率稳定在较高水平，盈利能力略高于行业水平。2018年至2021年间，公司毛利率维持在12.50%以上，净利率由3.75%持续增长至7.18%，与同行业其他公司饲料业务毛利率相比，公司毛利率处于较高水平。2018-2021年间公司归母净利润由4357.51万元增长至1.46亿元，三年复合增长率49.58%。2022年前三季度，公司归母净利润为8670.48万元（同比-11.47%），主要受疫情及下游养殖低迷影响；公司毛利率为13.85%（同比+1.75pcts），净利率为7.21%（同比+1.08pcts）。2022年前三季度公司ROE（摊薄）为16.95%，预计随下游养殖景气度持续提升，公司ROE（摊薄）有望改善。

图 5:公司销售毛利率及净利率



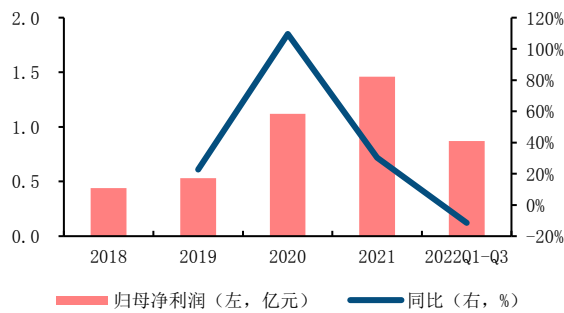
数据来源：公司招股书，中信建投证券

图 6:公司与可比公司饲料销售毛利率



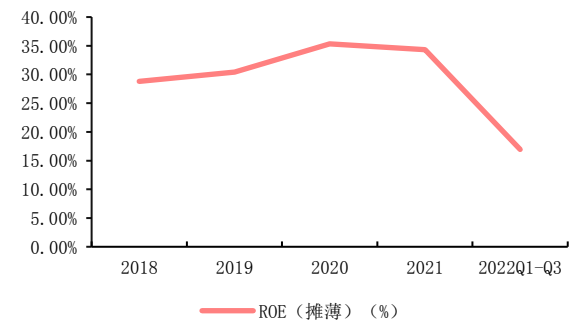
数据来源：公司招股书，中信建投证券

图 7:公司归母净利润及增速



数据来源：公司招股书，中信建投证券

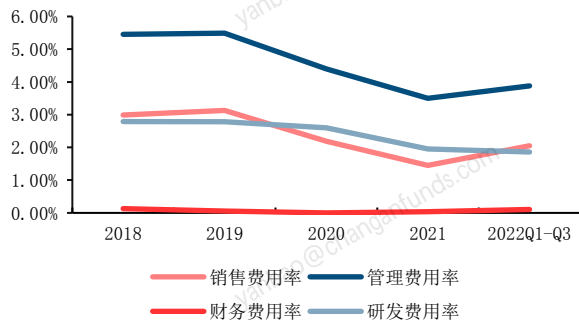
图 8:公司 ROE (摊薄)



数据来源：公司招股书，中信建投证券

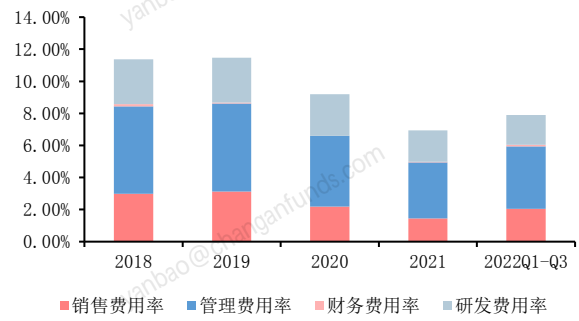
整体费用率保持下降趋势，研发投入占比增加。2018年至2021年间，公司四项费用率之和由8.58%下降至4.98%，研发费用率在2020和2021年超过销售费用率，主要原因为公司加快产品迭代速度，研发投入持续加强。2022年前三季度公司四项费用合计7215.62万元（同比-5.78%）。

图 9:公司四项费用率



数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

图 10:公司四项费用占比变化



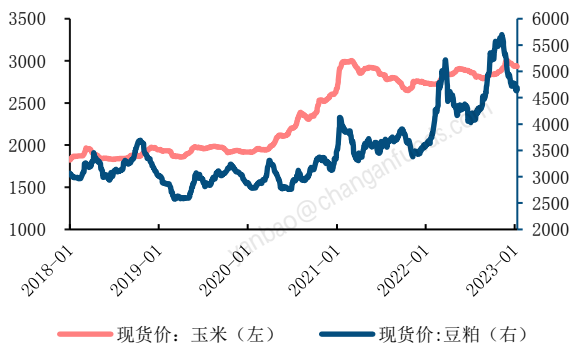
数据来源: 公司招股书, 中信建投证券



## 2 原材料成本压力逐渐缓解，养殖景气回升带动饲料需求增长

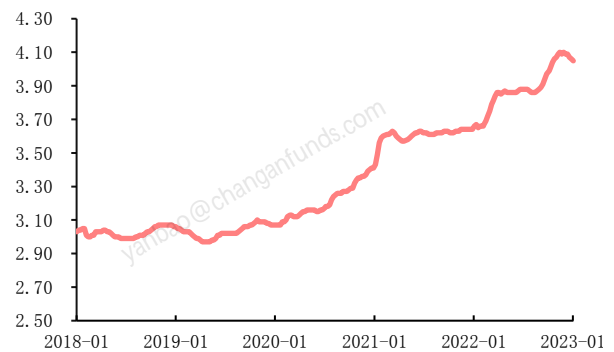
原材料价格高位回落，饲企成本压力缓解。截至 2023 年 1 月 29 日，玉米现货价为 2931.57 元/吨，豆粕现货价为 4702.00 元/吨，二者较前期价格高点均有所回落。与此同时，饲料产品价格近期也呈现一定下行趋势，截至 2023 年 1 月 18 日，育肥猪配合饲料价格为 4.04 元/千克，较前期高点下降 1.46%。展望后市，若原材料价格持续回落，饲企成本压力将逐渐缓解，利润水平有望修复。

图 11:玉米及豆粕价格（元/吨）



数据来源：中国汇易，中信建投证券

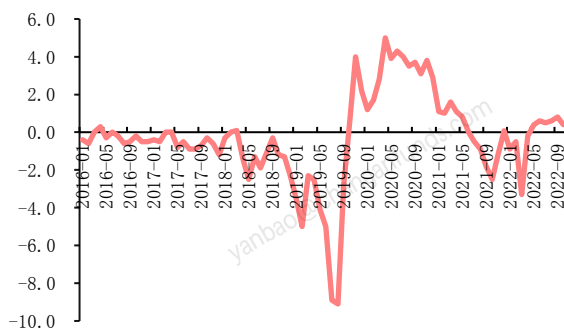
图 12:育肥猪配合饲料价格（元/千克）



数据来源：Wind，中信建投证券

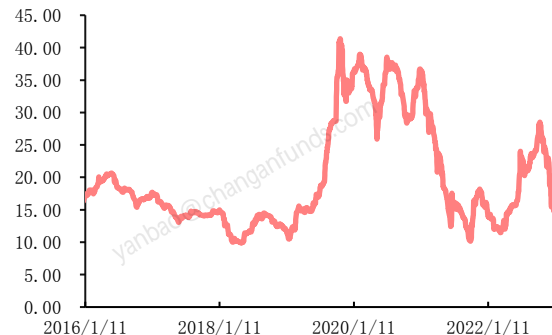
生猪存栏或逐渐恢复，猪料需求有望受益。从供给端看，农业农村部数据显示我国能繁母猪存栏量自 2022 年 5 月开始环比增加，至 2022 年 11 月环比累计增加 3.5%。能繁母猪存栏量恢复增长将带动后期生猪存栏逐渐增加，猪料需求有望恢复。从生猪价格端看，①前期生猪产能恢复温和叠加后市需求逐渐复苏，猪价有望表现相对景气。②虽然受短期供需错配影响，近期猪价持续下跌至成本线以下，养殖端再次陷入亏损并出现部分产能去化。但展望后市，短期产能去化有望延长后市猪价景气周期，进而带动猪料需求增加。

图 13:农业农村部能繁母猪存栏环比变化（%）



数据来源：农业农村部，中信建投证券

图 14:全国生猪均价（元/千克）



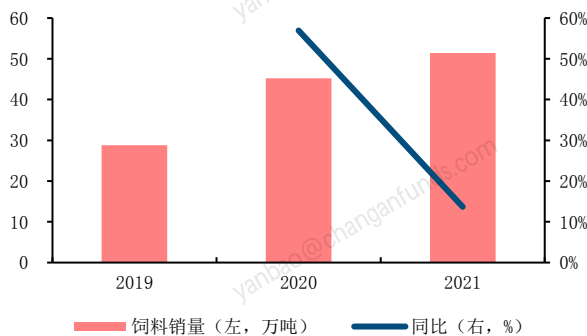
数据来源：涌益咨询，中信建投证券



### 3 饲料产品价格独具优势，“邦基 9 号”再添助力

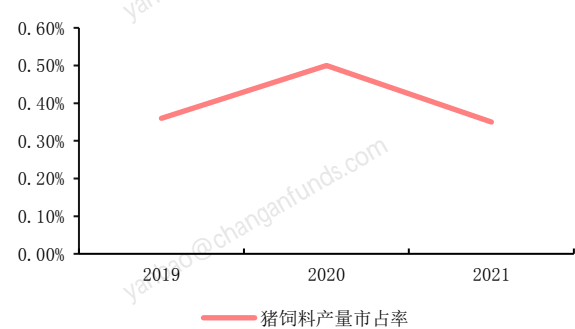
产品销量逐步上升。公司饲料产品 2021 年销量 51.39 万吨，三年来稳步上涨，其中 2020 年同比+56.94%，主要原因是公司产品的客户群体以家庭农场为主，受 2019 年非洲猪瘟影响较小；由于公司当前饲料销量仍相对较低，因此饲料产量市占率亦保持在较低水平。

图 15:公司饲料产品销量



数据来源：公司招股书，中信建投证券

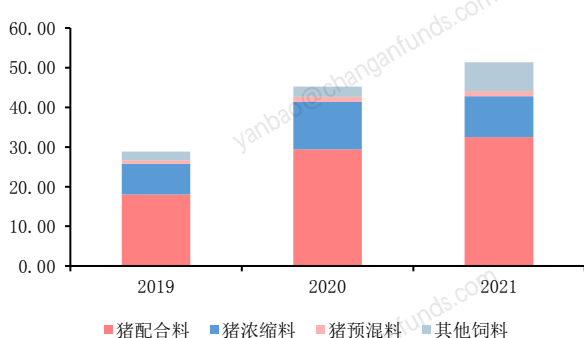
图 16:公司饲料产量市占率情况



数据来源：公司招股书，中信建投证券

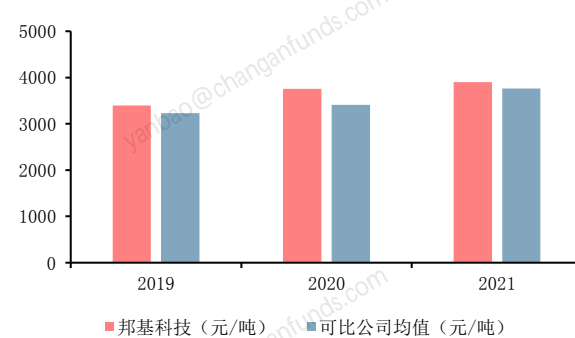
猪浓缩料占比高于行业平均，价格优势明显。公司产品以猪配合料与猪浓缩料为主，二者营收占比达 80% 以上，其中猪浓缩料 2021 年占比 26.93%，与可比公司相比公司猪浓缩料占比比较高，由于猪浓缩料销售价格显著高于猪配合料，公司饲料销售整体均价普遍高于行业平均水平，2021 年达 3903.46 元/吨。

图 17:公司饲料销售产品结构



数据来源：公司招股书，中信建投证券

图 18:公司饲料产品价格与可比公司平均值



数据来源：公司招股书，中信建投证券

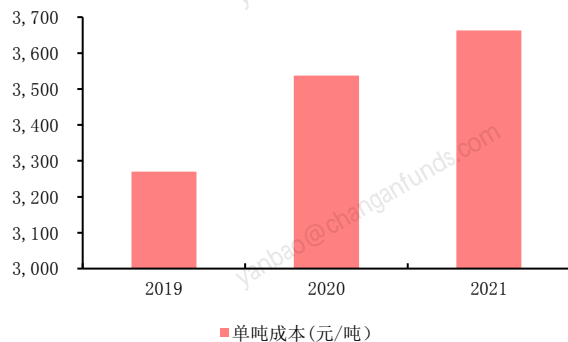
图 19:猪浓缩料营收占比情况

公司简称	2019	2020	2021
正邦科技	9.80%	10.58%	8.01%
金新农	14.18%	14.89%	11.54%
傲农生物	12.32%	未披露	未披露
神农集团	29.72%	23.64%	未披露
邦基科技	35.65%	32.94%	26.93%

数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

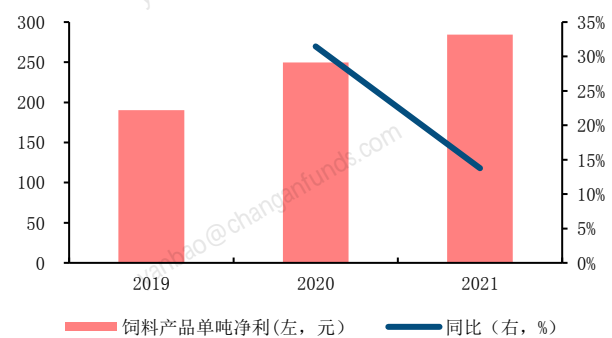
**单吨净利稳步上涨。**公司当前主业位于华东区域, 玉米、大豆等国际大宗商品原材料相对于内陆地区有成本优势, 且众多港口利于公司从国外进口蛋氨酸、中链脂肪酸、脱霉剂、酸化剂等饲料必备添加剂。公司单一的业务结构让公司具备行业内较低的管理费用, 受益于高售价及低成本, 2019-2021 年间, 公司产品单吨净利由 190.07 元增长至 284.24 元, 三年复合增长率达 14.36%。饲料行业受猪价周期及动物疫情的影响相对较小, 不存在明显的周期性波动, 公司专注饲料业务保证了单吨净利的稳定性。

图 20:公司饲料产品单吨成本



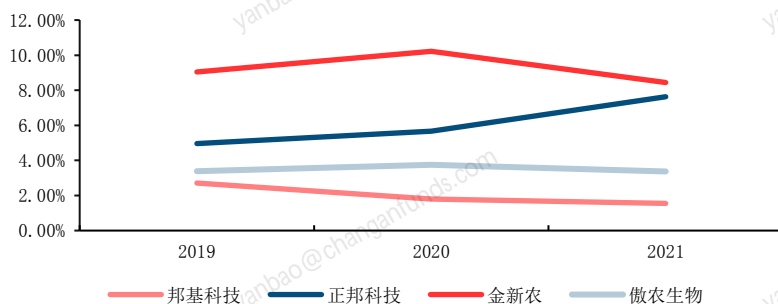
数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

图 21:公司饲料产品单吨净利



数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

图 22:公司与可比公司管理费用率



数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

**专精高档猪料市场, 注重产品品质。**公司深耕猪料市场, 通过精确把握猪的不同生长阶段营养需求, 最大限度地开发出猪的繁殖性能和生长潜能, 并依此设计各阶段饲料配方。据猪业信息网披露, 近年来我国仔猪

腹泻普遍，30Kg 以下仔猪全年平均发病率为 46.5%，死亡率 10.3%，在养猪业中危害较大，仔猪一旦患有腹泻疾病，将对养户造成巨大经济损失。公司基于多年研究与经验，设计能够减少仔猪腹泻发病率的饲料产品，有效提高猪的健康程度和免疫性能。此外，公司对于饲料原料的质量要求严格，坚持选用最好、最优质的原料；如玉米，公司要求必须使用大型农场种植并经过高温烘干的玉米，逐步减少、禁止收购、使用散户玉米；公司采购众多昂贵的进口营养型添加剂，帮助猪提高应激能力、抗病毒能力等。

**图 23:公司饲料产品设计理念**

产品类型	产品设计理念
教槽料	改善适口性、提高消化吸收能力、提高增重速度、维护肠道发育健康、提高抗应激能力、提高 PSY。
仔猪料	改善适口性好、减少腹泻、加快生长、降低料肉比、提高抗病能力。
育肥料	提高消化率、减少腹泻、提高增重速度、改善体型、提高屠宰率、降低料肉比。
种公猪料	增强精子活力、增加次采精量、延长使用年限。
后备母猪料	性成熟与体成熟同步、提高首次发情率和配种率。
妊娠母猪料	减少便秘、降低返情、缩短产程、提高产仔数。
哺乳母猪料	乳水丰富、断奶重、避免腹泻、膘情好、不掉膘。
空怀猪料	补足营养、多排卵、断奶后 5-7 天发情、缩短空怀期。

数据来源：公司招股书，中信建投证券

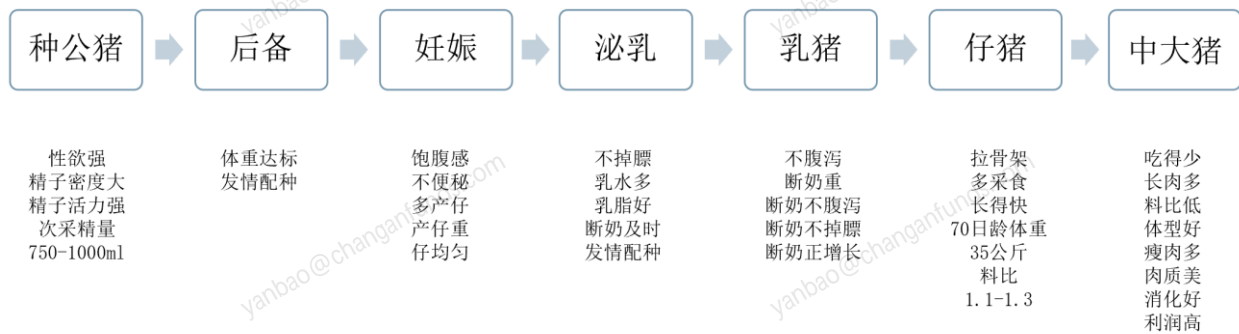
**图 24:公司优势饲料产品**

产品名称	产品概述
邦基奶粉	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	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。
156	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	为泌乳母猪精心设计的营养丰富的浓缩饲料。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。
10%猪复合预混合饲料	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	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。

数据来源：公司招股书，中信建投证券

**优质供应商保障原材料稳定，树立精确营养理念打造强产品力。**公司与美国杜邦、法国乐思福、西班牙乐达、意大利斯福等世界一流原料供应商合作，保证原料的高品质。公司坚持饲料产品以猪为中心设计，使得各个阶段（种公猪、后备、妊娠、泌乳、乳猪、仔猪、中大猪）的营养水平更贴近猪的生命、生长、繁殖、潜能、免疫的需要。每一个阶段的饲料都必须做到营养清洁、营养安全、营养丰富、营养富足。尤其是邦基 G 系列和“邦基 9 号”产品，能够实现养血液、保五脏、护六腑、排毒素、强免疫、抗氧化、抗衰老、抗应激、保健康等 9 大功能。

图 25:公司精确养猪理念



数据来源: 邦基公众号, 中信建投证券

图 26:公司原料合作商



数据来源: 邦基饲料视频号, 中信建投证券

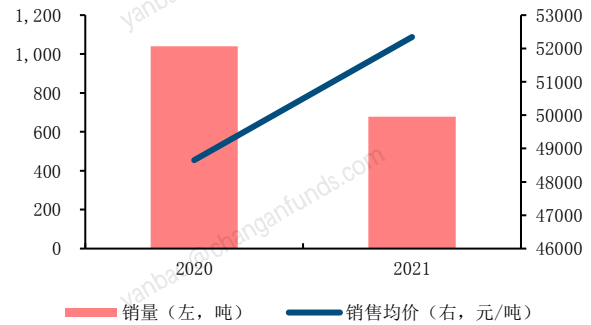
公司与中游经销商+下游养殖户形成正反馈合作机制，明星产品“邦基 9 号”值得期待。为应对非洲猪瘟，公司研制提高生猪抵抗力和自愈力的产品“邦基 9 号”于 2020 年推出，作为高端预混料产品，“邦基 9 号”2021 年销售均价达 5.23 万元/吨，显著高于其他饲料产品（主要系产品原料为维生素、葡萄糖、氨基酸、矿物质元素等，该类原材料采购价格本身较高）。①从产品效果看，通过在饲料中添加“邦基 9 号”，完善饲料产品结构，进而提高猪只的免疫能力，保障猪只健康生长。②从销售策略看，公司高价产品聚焦家庭农场（母猪存栏低于 100 头），主要系该类客户为农场主直接进行生产管理，可直观清楚的了解使用优质产品带来的养殖效率提升，进而增加产品使用的粘性。③从经销商角度看，优质产品通过显著提升养殖效率，保障了下游客户的养殖效益，进而提升饲料经销商的销售回款成功率，而这也促使经销商大力推广公司优质产品，带动公司产品销量提升。由于公司与经销商、下游养殖户实现正反馈效应，“邦基 9 号”上市以来毛利率表现优异，并荣获山东畜牧兽医学会“2020 年度饲料行业防非抗疫新产品”称号。据邦基科技招股说明书，目前市场上未发现与“邦基 9 号”产品定位一致的同类产品，未来市场空间值得期待。

图 27:公司“邦基 9 号”产品



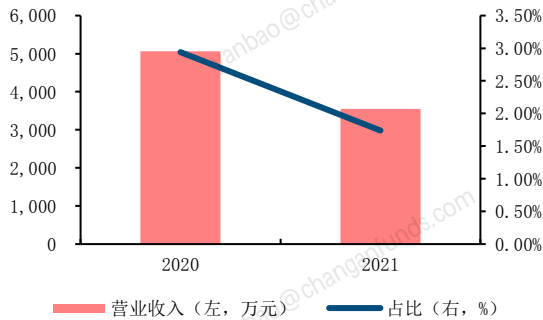
数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

图 28:公司“邦基 9 号”产品销量及售价



数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

图 29:“邦基 9 号”营收及占比



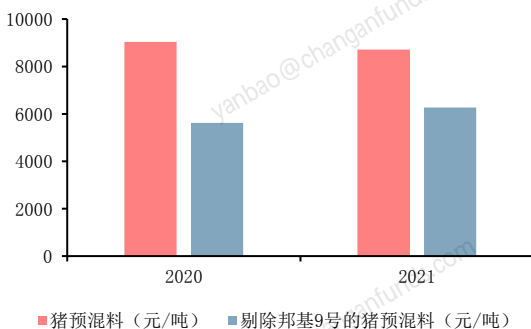
数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

图 30:公司产品与中游经销商、下游养殖户正反馈机制



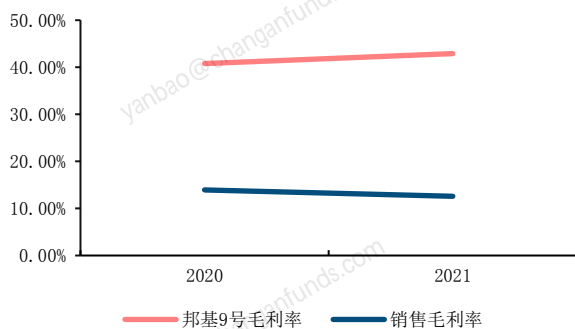
数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

图 31:公司猪预混料平均售价及剔除“邦基 9 号”后价格



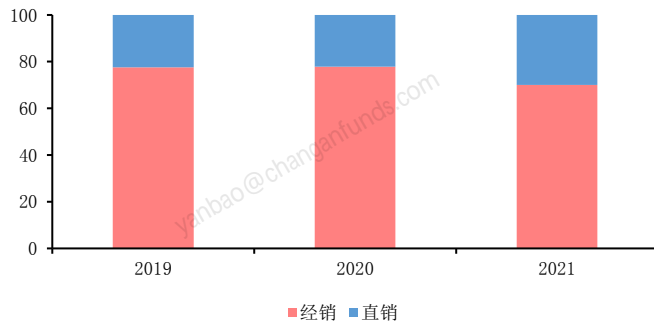
数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

图 32:公司“邦基 9 号”产品毛利率及总体销售毛利率



数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

经销、直销模式结合, 经销商逐渐规模化。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; 具有一定规模和资金实力的养殖场, 公司则向其直接销售饲料产品, 2021 年公司经销与直销比例大概为 7: 3; 公司经销商规模逐渐升高。2019-2021 年, 公司销售金额 1000 万以上经销商数量从 2 个增长至 9 个, 500 万至 1000 万经销商数量从 4 个增长至 32 个, 二者合计金额占比由 7.06% 上升至 24.79%, 规模化明显。

**图 33:公司经销收入与直销收入占比情况**


数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

**图 34:公司年销售额 100 万元以上经销商占比逐年提升**

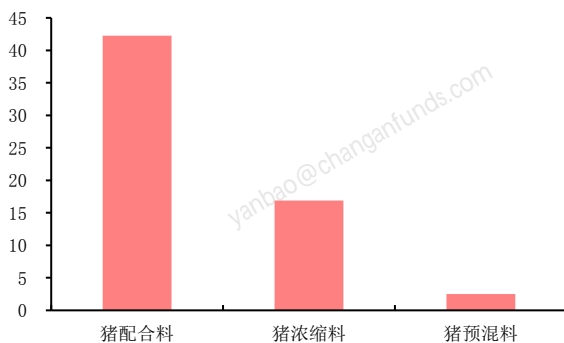
期间	销售金额分布	经销商数量 (个)	金额合计 (万元)	金额占比 (%)	100 万销售额以上经销商占比 (%)
2021 年	1000 万元及以上	9	12058.45	8.59	82.50
	500 万元 (含) 至 1000 万元	32	22742.82	16.20	
	100 万元 (含) 至 500 万元	375	81022.54	57.71	
	50 万元 (含) 至 100 万元	184	13590.22	9.68	17.50
	20 万元 (含) 至 50 万元	236	7897.72	5.63	
	20 万元以下	409	3089.20	2.20	
	合计	1245	140400.96	100.00	100.00
2020 年	1000 万元及以上	5	7389.31	5.59	81.46
	500 万元 (含) 至 1000 万元	25	17055.30	12.90	
	100 万元 (含) 至 500 万元	398	83248.65	62.97	
	50 万元 (含) 至 100 万元	187	13452.61	10.18	18.54
	20 万元 (含) 至 50 万元	230	7776.18	5.88	
	20 万元以下	485	3279.25	2.48	
	合计	1330	132201.30	100.00	100.00
2019 年	1000 万元及以上	2	2792.38	3.68	69.07
	500 万元 (含) 至 1000 万元	4	2565.44	3.38	
	100 万元 (含) 至 500 万元	251	47002.36	62.01	
	50 万元 (含) 至 100 万元	174	12926.24	17.05	30.93
	20 万元 (含) 至 50 万元	211	6775.66	8.94	
	20 万元以下	563	3737.69	4.93	
	合计	1205	75799.67	100.00	100.00

数据来源: 公司招股书, 中信建投证券

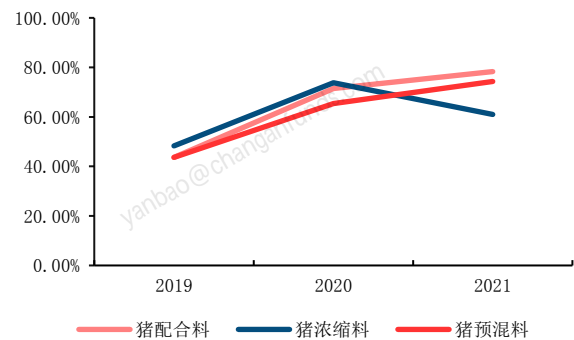


## 4 产能扩张加码，饲料销售增速值得期待

公司产能利用率较高，募投项目助力产能翻倍。截至 2021 年底，公司猪配合料/浓缩料/预混料的产能分别为 42.24/16.90/2.53 万吨，对应产能利用率分别为 78.31%/61.04%/74.31%，总体呈现较高水平。长远来看，当前产能不足成为制约公司进一步发展的主要因素。公司拟投资 6.90 亿元用于 6 个饲料生产基地建设以及 1 个研发中心建设，达产后将新增饲料产能 96 万吨，产能实现翻倍增长有望带动公司饲料销量持续提升。

**图 35:2021 年公司猪饲料产能（万吨）**


数据来源：公司招股书，中信建投证券

**图 36:公司饲料产能利用率**


数据来源：公司招股书，中信建投证券

**图 37:募集资金运用计划**

	项目名称	投资金额 (亿元)	建设期 (年)	建设内容
长春邦基	年产 12 万吨高档配合饲料智能生产车间项目	0.59	1.5	2 条配合料产线
山西邦基	年产 24 万吨高档配合饲料、浓缩饲料智能生产车间项目	1.60	2	3 条配合料产线 1 条浓缩料产线
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	1.44	1.5	2 条配合料产线 1 条浓缩料产线
邦基科技	年产 12 万吨高档配合饲料智慧化生产车间项目	0.59	2	2 条配合料产线
张家口邦基	年产 12 万吨高档配合猪饲料、浓缩饲料智能生产车间项目	1.05	2	1 条配合料产线 1 条浓缩料产线
辽宁邦基	年产 12 万吨高档饲料生产车间项目	1.02	2	2 条配合料产线
邦基农业	邦基（山东）农业科技有限公司研发中心建设项目	0.61	3	-

数据来源：公司招股书，中信建投证券



## 5 盈利预测

产能释放叠加成本下行，饲料业务有望量利齐升。2022 年公司饲料业务受下游养殖低迷以及前期疫情影响，销量较 2021 年有所下滑，2023/2024 年公司饲料销量有望随养殖行情恢复叠加业务扩张而高速增长，预计 2022-2024 年公司饲料销量分别为 39.7/52.3/68.5 万吨。考虑近期饲料原料价格高位下降，后续仍有回落空间，预计公司 2022-2024 年饲料单吨售价分别为 3970/3874/3859 元/吨。公司未来将持续加大高毛利产品的销售力度，预计 2022-2024 年饲料业务毛利率为 14.18%/14.56%/14.58%。综合考虑，我们预计公司 2022-2024 年实现营收 16.04/20.56/26.75 亿元，归母净利润 1.21/1.61/2.06 亿元，EPS 分别为 0.72/0.96/1.23 元/股，对应 PE 分别为 29.03x/21.80x/16.99x，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 38:公司核心业务收入拆分及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>饲料业务</b>					
收入 (百万元)	1696.83	2005.93	1575.24	2025.93	2643.50
yoy	73.52%	18.22%	-21.47%	28.61%	30.48%
毛利率	13.74%	12.55%	14.18%	14.56%	14.58%
<b>其他业务</b>					
收入 (百万元)	27.01	28.99	29.00	30.00	31.00
yoy	0.91%	7.31%	0.04%	3.45%	3.33%
毛利率	26.15%	14.69%	15.52%	15.00%	16.13%
<b>合计</b>					
收入 (百万元)	1723.84	2034.92	1604.24	2055.93	2674.50
yoy	71.58%	18.05%	-21.16%	28.16%	30.09%
毛利率	13.93%	12.58%	14.20%	14.56%	14.60%

数据来源: Wind, 中信建投证券

图 39:公司与可比公司估值

	<b>市盈率 PE</b>			
	TTM	22E	23E	24E
邦基科技	25.71	28.70	21.55	16.80
<b>可比公司平均</b>	<b>6.75</b>	<b>137.16</b>	<b>16.89</b>	<b>15.10</b>
禾丰股份	26.66	20.32	9.56	7.84
海大集团	52.53	35.86	22.49	18.63
金新农	-6.46	98.92	8.34	12.07
大北农	-45.74	393.54	27.16	21.84

数据来源: Wind, 中信建投证券 (可比公司估值取自 23.2.3 收盘后 wind 一致预期)

## 风险分析

**产品销量不及预期的风险。**公司主要产品为猪饲料，若饲料销量下降，则公司业绩将受影响。假设公司 2022-2024 年产品销量分别为 37/47/61 万吨，营收预计较本盈利预测下降 7.15%/10.81%/12.81%，归母净利润较本盈利预测下降 7.74%/12.04%/16.57%。

**动物疫情的风险。**若未来全国范围内爆发类似的大规模疫情，将导致生猪减产，带来饲料行业下游市场的低迷，从而可能对本公司经营业绩产生不利的影响。

**主要饲料原料价格波动的风险。**若未来原料价格出现大幅上涨，而公司由于市场因素或其他原因未能及时调整饲料产品价格，则存在对经营业绩产生不利影响的的风险。

**生猪及猪肉价格波动的风险。**若未来生猪及猪肉价格出现大幅下跌，养殖户积极性下降，可能降低对于饲料的需求，故存在对公司经营业绩产生不利影响的的风险。

**生产经营场所租赁的风险。**公司部分子公司生产经营需要的场所采用租赁方式，短期内由租赁场地产生的销售收入依然会占据一定的比例。如未来租赁期满，公司未能与出租方达成续租协议，则可能存在对经营业绩产生不利影响的的风险。

## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>357.06</b>	<b>342.19</b>	<b>251.46</b>	<b>321.68</b>	<b>418.39</b>
现金	194.53	187.67	80.21	102.80	133.72
应收票据及应收账款	36.22	34.06	44.11	56.52	73.53
其他应收款	9.15	2.69	10.75	13.78	17.93
预付账款	6.35	13.89	6.80	8.72	11.34
存货	109.38	100.90	107.05	136.61	177.64
其他流动资产	1.44	2.98	2.54	3.25	4.23
<b>非流动资产</b>	<b>117.40</b>	<b>207.30</b>	<b>480.39</b>	<b>637.18</b>	<b>771.51</b>
长期投资	0.00	5.38	5.71	6.04	6.36
固定资产	77.80	95.28	181.18	317.44	497.73
无形资产	30.90	48.30	40.25	32.20	24.15
其他非流动资产	8.70	58.33	253.25	281.51	243.26
<b>资产总计</b>	<b>474.46</b>	<b>549.49</b>	<b>731.85</b>	<b>958.87</b>	<b>1,189.90</b>
<b>流动负债</b>	<b>152.72</b>	<b>117.08</b>	<b>177.82</b>	<b>243.63</b>	<b>267.96</b>
短期借款	20.02	20.02	35.79	62.33	32.17
应付票据及应付账款	75.68	46.42	53.99	68.90	89.59
其他流动负债	57.03	50.64	88.04	112.40	146.21
<b>非流动负债</b>	<b>2.84</b>	<b>5.24</b>	<b>5.64</b>	<b>5.44</b>	<b>5.02</b>
长期借款	0.00	2.50	2.90	2.69	2.28
其他非流动负债	2.84	2.74	2.74	2.74	2.74
<b>负债合计</b>	<b>155.56</b>	<b>122.33</b>	<b>183.46</b>	<b>249.07</b>	<b>272.99</b>
少数股东权益	2.04	2.28	2.91	3.75	4.82
股本	126.00	126.00	168.00	168.00	168.00
资本公积	74.12	74.12	32.12	32.12	32.12
留存收益	116.74	224.76	345.36	505.93	711.97
归属母公司股东权益	316.86	424.88	545.48	706.05	912.09
<b>负债和股东权益</b>	<b>474.46</b>	<b>549.49</b>	<b>731.85</b>	<b>958.87</b>	<b>1,189.90</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>169.11</b>	<b>131.51</b>	<b>177.15</b>	<b>198.10</b>	<b>263.16</b>
净利润	112.94	146.07	121.23	161.41	207.11
折旧摊销	8.28	12.47	27.24	43.54	66.00
财务费用	-0.02	0.73	0.88	1.95	1.76
投资损失	-1.13	-1.70	-1.01	-1.01	-1.01
营运资金变动	37.88	-26.19	28.24	-8.36	-11.28
其他经营现金流	11.16	0.14	0.58	0.58	0.58
<b>投资活动现金流</b>	<b>-19.30</b>	<b>-98.89</b>	<b>-299.90</b>	<b>-199.90</b>	<b>-199.90</b>
资本支出	23.64	97.42	300.00	200.00	200.00
长期投资	0.00	-4.40	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-42.94	-191.90	-599.90	-399.90	-399.90
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-41.04</b>	<b>-39.17</b>	<b>15.29</b>	<b>24.38</b>	<b>-32.34</b>
短期借款	10.00	0.00	15.77	26.54	-30.16
长期借款	0.00	2.50	0.40	-0.21	-0.41
其他筹资现金流	-51.04	-41.68	-0.88	-1.95	-1.76
<b>现金净增加额</b>	<b>108.77</b>	<b>-6.55</b>	<b>-107.46</b>	<b>22.58</b>	<b>30.93</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

### 利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,723.84</b>	<b>2,034.92</b>	<b>1,604.24</b>	<b>2,055.93</b>	<b>2,674.50</b>
营业成本	1,483.65	1,778.85	1,376.38	1,756.49	2,283.95
营业税金及附加	1.65	2.13	1.87	2.39	3.11
销售费用	37.77	29.44	32.08	41.12	53.49
管理费用	31.10	31.47	32.41	39.06	53.49
研发费用	44.77	39.76	30.48	39.06	50.82
财务费用	-0.02	0.73	0.88	1.95	1.76
资产减值损失	-0.07	-0.05	-0.23	-0.30	-0.39
信用减值损失	0.08	-0.16	-0.03	-0.03	-0.04
其他收益	1.80	1.40	1.40	1.40	1.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.13	1.70	1.01	1.01	1.01
资产处置收益	0.00	0.74	0.35	0.35	0.35
<b>营业利润</b>	<b>127.87</b>	<b>156.16</b>	<b>132.65</b>	<b>178.29</b>	<b>230.21</b>
营业外收入	0.26	15.07	5.25	5.25	5.25
营业外支出	0.46	0.05	0.18	0.18	0.18
利润总额	127.67	171.18	137.72	183.37	235.29
所得税	14.73	25.12	16.49	21.96	28.18
<b>净利润</b>	<b>112.94</b>	<b>146.07</b>	<b>121.23</b>	<b>161.41</b>	<b>207.11</b>
少数股东损益	0.98	0.24	0.63	0.84	1.07
<b>归属母公司净利润</b>	<b>111.96</b>	<b>145.82</b>	<b>120.60</b>	<b>160.57</b>	<b>206.04</b>
EBITDA	135.93	184.38	165.83	228.85	303.05
EPS (元)	0.67	0.87	0.72	0.96	1.23

### 主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	71.58	18.05	-21.16	28.16	30.09
营业利润(%)	112.27	22.12	-15.06	34.41	29.12
归属于母公司净利润	109.55	30.25	-17.30	33.14	28.32
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.93	12.58	14.20	14.56	14.60
净利率(%)	6.49	7.17	7.52	7.81	7.70
ROE(%)	35.33	34.32	22.11	22.74	22.59
ROIC(%)	74.89	57.78	32.22	26.97	26.31
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.79	22.26	25.07	25.98	22.94
净负债比率(%)	-54.72	-38.66	-7.57	-5.32	-10.83
流动比率	2.34	2.92	1.41	1.32	1.56
速动比率	1.57	1.92	0.76	0.71	0.84
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	3.63	3.70	2.19	2.14	2.25
应收账款周转率	57.30	69.33	42.06	42.06	42.06
应付账款周转率	19.61	38.32	25.49	25.49	25.49
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.87	0.72	0.96	1.23
每股经营现金流(最新)	1.01	0.78	1.05	1.18	1.57
每股净资产(最新摊薄)	1.89	2.53	3.25	4.20	5.43
<b>估值比率</b>					
P/E	30.91	23.73	28.70	21.55	16.80
P/B	10.92	8.15	6.34	4.90	3.79
EV/EBITDA	24.83	18.44	21.12	15.42	11.55

## 分析师介绍

### 王明琦

中信建投证券农林牧渔行业首席分析师，上海交通大学硕士，深度覆盖养殖、动保、种业、饲料和宠物消费等细分赛道；2021 年加入中信建投证券研究发展部，获 2022 年水晶球农林牧渔行业最佳分析师第 4 名；2019 年 10 月-2021 年 7 月曾就职于方正证券研究所，任农林牧渔行业研究员。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610）8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2106 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路 6003 号荣超商务  
 中心 B 座 22 层  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csc.hk