

增持 (首次)

立足山东 拓展全国

邦基科技 (603151) 深度报告

2023年1月31日

投资要点:

分析师: 魏红梅
SAC 执业证书编号:
S0340513040002
电话: 0769-22119462
邮箱: whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2023年1月20日

收盘价(元)	19.97
总市值(亿元)	33.55
总股本(亿股)	1.68
流通股本(亿股)	0.42
ROE(TTM)	26.31%
12月最高价(元)	25.58
12月最低价(元)	16.73

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- 公司是立足山东、拓展全国的饲料企业。公司成立于2007年, 主要从事猪饲料的研发、生产和销售, 主要产品包括猪预混料、猪浓缩料、猪配合料等。除了涉足猪饲料, 还涉足蛋禽预混料、肉类反刍饲料、兽药销售等业务。公司在山东及东北地区具有较高的市场占有率和品牌知名度, 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、西南等地区。目前, 公司已获得国家知识产权局授权的42项国家专利, 已全面通过ISO9001国际质量管理体系和ISO22000食品安全管理体系认证, 是第七批农业产业化国家重点龙头企业。
- 公司产量保持增长, 产能利用率和产销率较高。公司现阶段饲料总产能约为61.67万吨。2019-2021年, 公司猪饲料总产量分别为27.71万吨、44.33万吨和45.27万吨, 保持增长; 其中猪配合料产量分别为18.44万吨、30.21万吨和33.08万吨。近两年公司产能利用率、产销率均保持在较高水平。2020-2021年, 公司猪饲料产能利用率分别为71.89%和73.41%, 其中猪配合料产能利用率分别为71.52%和78.31%; 产销率分别为98.22%和99.26%, 其中猪配合料产销率分别为98.77%和99.21%。
- IPO募资推动产能扩张。公司于2022年10月19日成功在主板上市, 募集资金总额7.54亿元, 主要投向七个项目, 主要为产能扩张和研发中心建设项目, 包括拟在山西、云南、河北、辽宁等地新建数个生产基地, 新增数条浓缩料和配合料生产线, 扩大猪饲料的产能。建设项目全部完成后, 公司每年将新增90万吨产能, 包括24万吨浓缩料产能和66万吨配合料产能, 将有利于扩大生产能力, 缓解产能瓶颈, 为公司加大国内市场拓展力度奠定坚实的基础。研发中心建设项目建成后, 有利于强化公司饲料产品的技术水平及自主研发能力。
- 投资建议: 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。预计公司2022-2023年每股收益分别为0.79元和1.04元, 对应估值分别为25倍和19倍。公司在山东及东北地区具有较高的市场占有率和品牌知名度, 并逐步将市场拓展至全国; 同时募资扩产, 打破产能瓶颈。公司短期有望受益于生猪产能回升, 中长期我国饲料行业仍有较大发展潜力, 公司成长可期。首次覆盖, 给予公司“增持”评级。
- 风险提示。猪价及原料价格波动, 动物疫情, 销售区域集中, 规模扩张不及预期, 产品竞争力下降等。

目 录

1. 公司概况	4
1.1 主要产品为猪料	4
1.2 产能利用率较高 募资扩大产能	5
1.3 销售模式以经销为主、直销为辅	7
1.4 销售区域	8
1.5 业绩有望回升	8
2. 饲料行业短期景气度有望回升 长期受多重因素推动发展	9
2.1 我国饲料产量稳居世界第一	9
2.2 行业景气度有望回升	9
2.3 多重因素推动我国饲料行业长远发展	10
3. 公司具有一定的竞争优势	13
3.1 盈利能力相对较好	13
3.2 重视研发	14
3.3 饲料品质较优	15
4. 投资策略	16
5. 风险提示	16

插图目录

图 1：公司各类产品收入构成（亿元）	4
图 2：公司各类产品收入构成（%）	4
图 3：公司产能、产量及销量（万吨）	5
图 4：公司产能利用率和产销率（%）	5
图 5：公司在山东省的猪饲料产量（万吨）	5
图 6：公司在山东省的饲料产量占比（%）	5
图 7：公司直销与经销模式收入（亿元）	7
图 8：公司直销与经销模式收入占比（%）	7
图 9：公司不同销售规模的经销商客户数量（个）	7
图 10：公司不同销售规模的经销商销售金额（万元）	7
图 11：公司不同销售区域的营业收入（亿元）	8
图 12：公司不同销售区域的营业收入占比（%）	8
图 13：公司营收及归母净利润（亿元）	8
图 14：公司营收及归母净利润同比增速（%）	8
图 15：我国饲料分类别产量（万吨）	9
图 16：我国饲料总产量、猪料及禽料产量同比增速（%）	9
图 17：我国饲料分类别单月产量（万吨）	9
图 18：我国饲料单月总产量同比及环比增速（%）	9
图 19：我国生猪出栏量与猪饲料产量同比增速（%）	10
图 20：我国家禽出栏量与禽饲料产量同比增速（%）	10
图 21：猪禽牛羊肉人均消费量（公斤/年）	10
图 22：猪肉人均消费量（公斤/年）	10
图 23：我国生猪养殖年出栏户数占比（%）	11
图 24：2019-2021 年我国上规模的饲料加工企业数量	13
图 25：2019-2021 年我国上规模的饲料企业产量占比	13
图 26：公司研发支出（万元）	14

图 27：公司&SW 饲料业研发支出占营业收入比例（%）	14
------------------------------------	----

表格目录

表 1：公司 IPO 募投项目投资金额（万元）	6
表 2：公司 IPO 募投项目建设方案	6
表 3：我国饲料工业主要产业政策	12
表 4：国内饲料龙头公司产量及其占比（万吨，%）	13
表 5：公司毛利率与可比公司对比	13
表 6：公司净利率与可比公司对比	14
表 7：公司在研项目	14
表 8：公司各阶段饲料产品的设计理念	15
表 9：公司盈利预测简表（2023/1/20）	16

1. 公司概况

公司是立足山东、拓展全国的饲料生产企业。公司成立于 2007 年，主要从事猪饲料的研发、生产和销售，主要产品包括猪预混料、猪浓缩料、猪配合料等。除了涉足猪饲料，还涉足蛋禽预混料、肉类反刍饲料、兽药销售等业务。公司在山东及东北地区具有较高的市场占有率和品牌知名度，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、西南等地区。目前，公司已获得国家知识产权局授权的 42 项国家专利，已全面通过 ISO9001 国际质量管理体系和 ISO22000 食品安全管理体系认证，是第七批农业产业化国家重点龙头企业。

1.1 主要产品为猪料

公司产品主要包括猪料和其他饲料。公司的产品主要包括猪饲料（含猪配合料、猪浓缩料、猪预混料）和其他饲料（含蛋禽预混料、肉类反刍饲料等）。其中猪配合料，是根据饲养动物的营养需要，将多种饲料原料和饲料添加剂按饲料配方经工业化加工而成的饲料，可直接用于生猪饲养，能够满足其各阶段生长的营养需求。公司主要猪配合饲料产品包括邦基奶粉、乳猪宝、仔猪宝、550-1、556、557、G101、G102、G103 等。猪浓缩料，主要是由蛋白饲料、矿物质饲料和饲料添加剂按一定比例配制的均匀混合物，与能量原料按规定比例配合可制成配合饲料，是生产配合料过程中的中间体，在配合料中添加量约 10%~50%，主要成分有氨基酸、维生素、微量元素和蛋白质原料等。公司主要猪浓缩料产品包括 156、3010、保育金 7040、保育金 7030、8070、151S 等。猪预混料，是由两种（类）或两种（类）以上饲料添加剂与载体或稀释剂按一定比例配制的均匀混合物，是复合预混合，是生产浓缩料和配合料的核心原料，在配合料中添加量仅 0.3~10%，主要成分有氨基酸、维生素、微量元素和多种非营养性添加剂等。公司主要猪预混料产品包括邦基 9 号、10%猪复合预混合饲料、4%猪复合预混合饲料等。

猪料是公司的主要产品，其中猪配合料占比最高。公司猪料产品包括猪配合料、猪浓缩料、猪预混料，其中猪配合料是公司的核心产品，近几年营收占比维持在 50%以上。2021 年，公司猪配合料、猪浓缩料、猪预混料分别实现营业收入 11.53 亿元、5.4 亿元和 1.12 亿元，营收占比分别为 56.7%、26.5%和 5.5%，营收占比合计达到 88.7%；其他饲料实现营业收入 2.01 亿元，营收占比约为 9.9%。

图 1：公司各类产品收入构成（亿元）

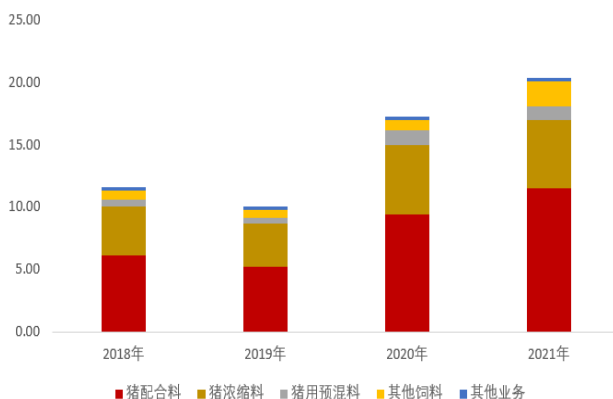
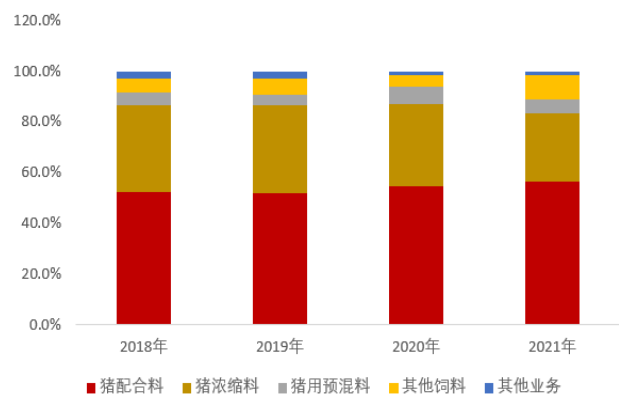


图 2：公司各类产品收入构成（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

1.2 产能利用率较高 募资扩大产能

公司产能利用率和产销率较高。公司现阶段生产基地主要集中在吉林和山东两省，饲料总产能约为 61.67 万吨。近几年，公司产量保持增长，主要由猪配合料产量增长带动。2019-2021 年，公司猪饲料总产量分别为 27.71 万吨、44.33 万吨和 45.27 万吨，其中猪配合料产量分别为 18.44 万吨、30.21 万吨和 33.08 万吨，产量保持增长。近两年公司产能利用率、产销率保持在较高水平。2020-2021 年，公司猪饲料产能利用率分别为 71.89%和 73.41%，其中猪配合料产能利用率分别为 71.52%和 78.31%；产销率分别为 98.22%和 99.26%，其中猪配合料产销率分别为 98.77%和 99.21%。

图 3：公司产能、产量及销量（万吨）

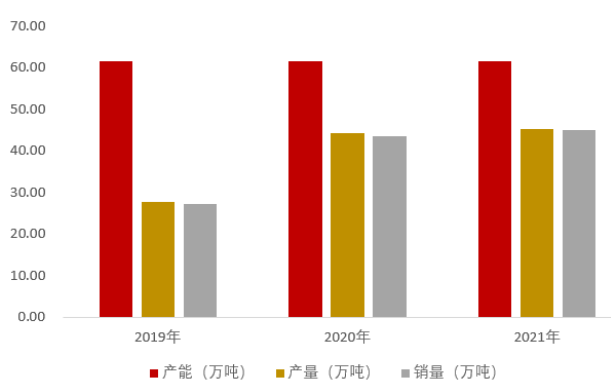
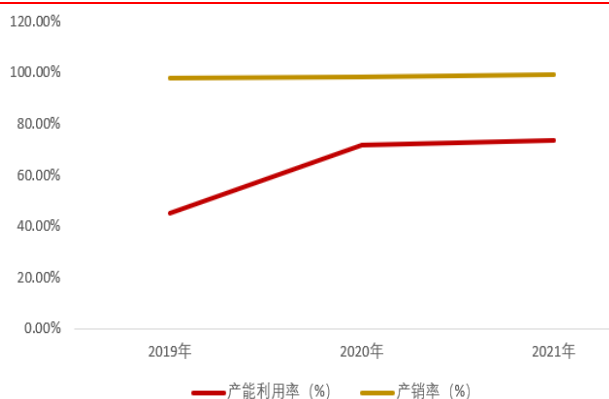


图 4：公司产能利用率和产销率（%）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司是山东省内规模相对较大的饲料企业。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 5：公司在山东省的猪饲料产量（万吨）

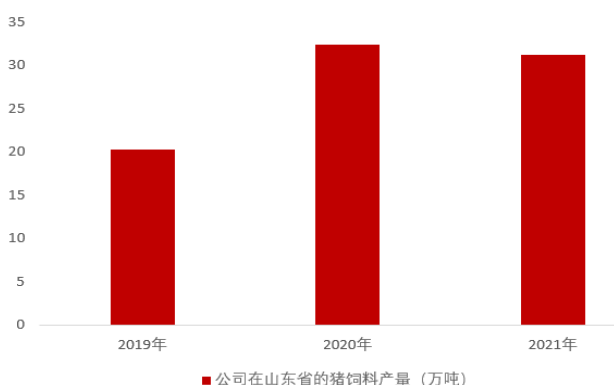
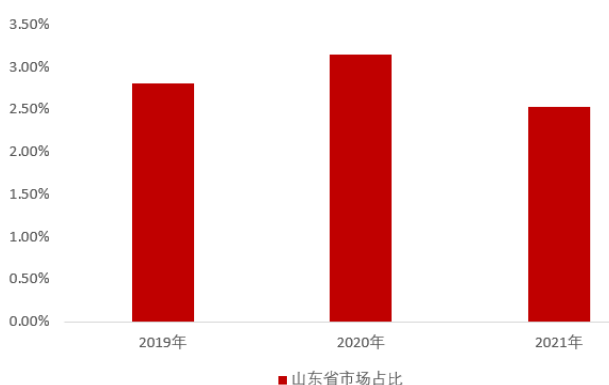


图 6：公司在山东省的饲料产量占比（%）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

IPO 募资推动产能扩张。公司于 2022 年 10 月 19 日成功在主板上市，募集资金总额 7.54 亿元，主要投向七个项目，主要为产能扩张和研发中心建设项目，包括拟在山西、云南、

河北、辽宁等地新建数个生产基地，新增数条浓缩料和配合料生产线，扩大猪饲料的产能。建设项目全部完成后，公司每年将新增 90 万吨产能，包括 24 万吨浓缩料产能和 66 万吨配合料产能，将有利于扩大生产能力，缓解产能瓶颈，为公司加大国内市场拓展力度奠定坚实的基础。研发中心建设项目建成后，有利于强化公司饲料产品的技术水平及自主研发能力。

表 1：公司 IPO 募投项目投资金额（万元）

序号	项目实施单位	项目名称	总投资项目（万元）	募集资金投资（万元）
1	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	5,888.69	5,888.69
2	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	16,000.00	16,000.00
3	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	14,389.02	14,389.02
4	邦基科技	年产 12 万吨高档配合饲料智慧化生产车间项目	5,888.63	5,888.63
5	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	10,501.01	10,501.01
6	辽宁邦基	年产 12 万吨高档饲料生产车间项目	10,224.77	10,224.77
7	邦基农业	邦基（山东）农业科技有限公司研发中心建设项目	6,064.70	5,400.16
总计			68,956.83	68,292.28

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

表 2：公司 IPO 募投项目建设方案

序号	项目实施单位	项目建设地点	项目建设期（年）	项目建设内容	达产后年产能（万吨）	内部收益率（%）	投资回收期（年）
1	长春邦基	长春市农安经济开发区（合隆镇）	1.5	2 条配合料产线	12	17.41	6.71
2	山西邦基	山西省晋中市祁县经济开发区	2	3 条配合料产线、1 条浓缩料产线	24	17.45	6.59
3	云南邦基	云南省保山市施甸水长工业园区	1.5	2 条配合料产线、1 条浓缩料产线	18	16.51	6.77
4	邦基科技	淄博市高新区民祥路东首	2	2 条配合料产线	12	16.24	7
5	张家口邦基	张家口市察北管理区金沙管理处石老五村	2	1 条配合料产线、1 条浓缩料生产线	12	18.62	6.27
6	辽宁邦基	辽宁省锦州市义县七里河镇大荒地村	2	2 条配合料产线	12	19.11	6.18
7	邦基农业	山东省淄博市高新区民和路	3				

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.3 销售模式以经销为主、直销为辅

公司的销售模式以经销为主、直销为辅。我国饲料企业普遍采取经销+直销的销售模式。公司针对不同的客户采取不同的销售模式。其中针对中小养殖户，公司主要通过经销商销售饲料产品。针对具备一定规模和资金实力的养殖场，公司主要通过直销方式销售饲料产品。从收入构成来看，2019-2020年，公司经销模式销售收入占比维持在70%以上，直销模式销售收入占比维持在22%；2021年，公司经销模式和直销模式销售收入占比分别为69%和30%。公司也为部分客户生产定制化产品，2019-2021年定制化产品销售收入占比分别为3.4%、5.6%和6.3%。

图 7：公司直销与经销模式收入（亿元）

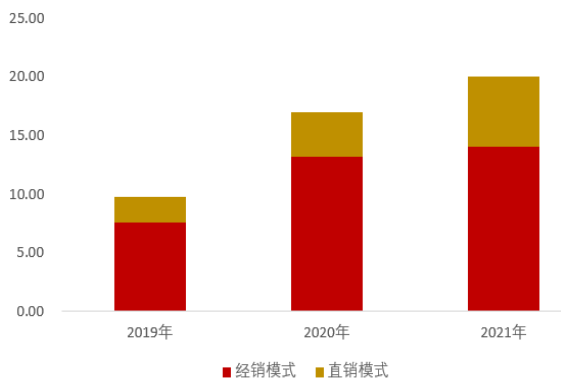
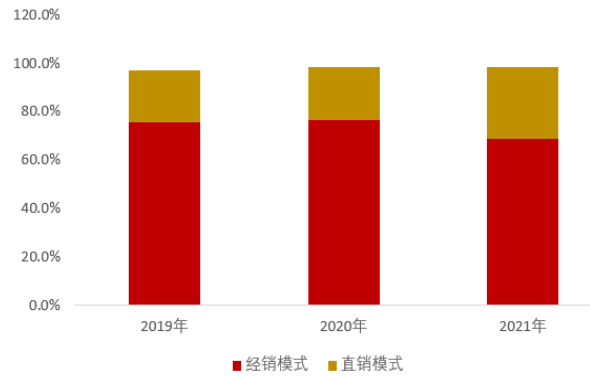


图 8：公司直销与经销模式收入占比（%）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

规模经销商数量及销售金额保持增长。2019-2020年，公司经销商总数保持增长；2021年受猪周期下行影响，公司经销商总数有所下降，但规模经销商数量保持增长。截至2021年底，公司经销商总数达到1245个；其中销售金额在1000万元及以上的经销商数量由2019年的2家增长至9家，合计销售金额由2019年的2792万元增长至1.21亿元；销售金额在500（含）-1000万元的经销商数量由2019年的4家增长至32家，合计销售金额由2019年的2565万元增长至2.27亿元；销售金额在50万以上的经销商数量占比由2019年的35.8%提高至48.2%；

图 9：公司不同销售规模的经销商客户数量（个）

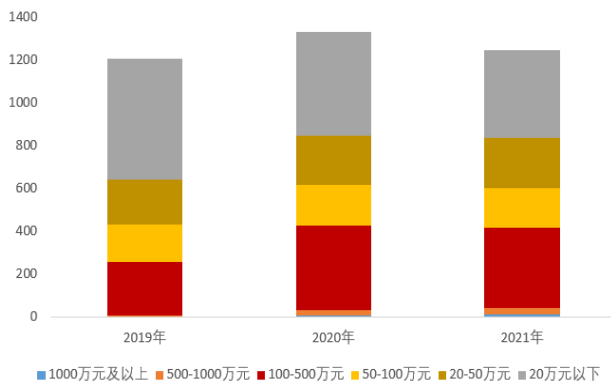
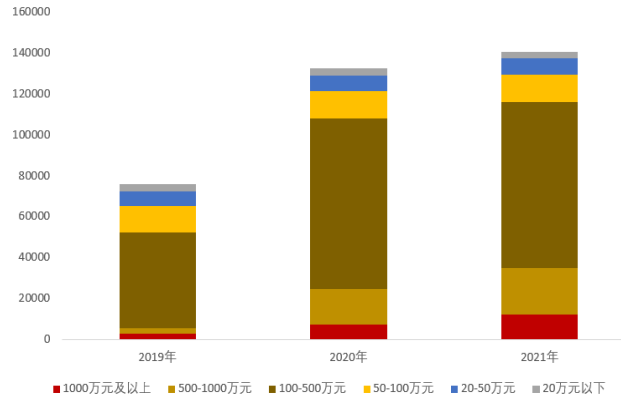


图 10：公司不同销售规模的经销商销售金额（万元）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.4 销售区域

公司销售区域以华东、东北地区为主。从销售区域来看，2021年，公司在华东、东北、华北、西南、西北、华中地区分别实现营业收入11.27亿元、4.54亿元、1.77亿元、1.27亿元、0.79亿元、0.41亿元，营收占比分别为55.4%、22.3%、8.7%、6.2%、3.9%、2%。由此可见，公司营业收入主要来自华东、东北地区；其他地区中，成都邦基所在的西南地区、距离山东生产基地较近的华北地区占比相对较高。

图 11：公司不同销售区域的营业收入（亿元）

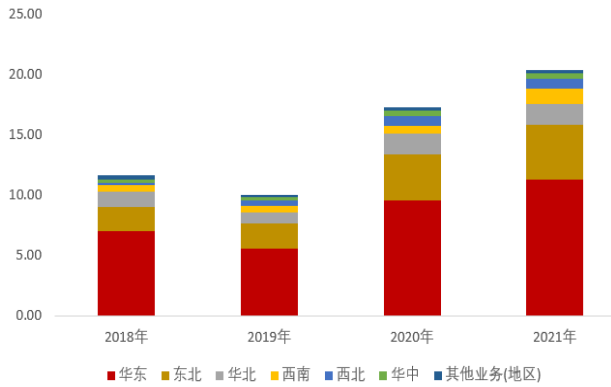
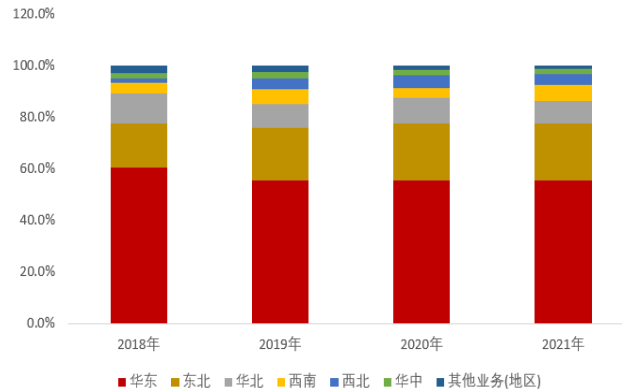


图 12：公司不同销售区域的营业收入占比（%）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.5 业绩有望回升

2019-2021 业绩保持较快增长, 2022 单季业绩增速前低后高。2019-2021 年，公司营业总收入由 10.05 亿元增长至 20.35 亿元，年均复合增速约为 42.3%；归母净利润由 0.53 亿元增长至 1.46 亿元，年均复合增速约为 40.2%。2020 年业绩较 2019 年大幅增长主要原因在于 2020 年生猪价格上涨，下游养殖户扩大养殖规模带来饲料需求上升。2021 年下游客户生猪存栏量持续处于相对高位，同时受原材料价格上涨影响、主要产品价格上涨，使得 2021 年营业收入及净利润稳健增长。2022 年前三季度，公司营收和归母净利润分别同比下滑 25.23%和 11.47%，主要受上半年猪价低位以及疫情影响拖累；2022Q3 猪价升至相对高位，预计单季业绩有所回升；预计 2022 年单季业绩增速前低后高。展望 2023 年，公司业绩有望受益于生猪产能回升而回升。

图 13：公司营收及归母净利润（亿元）

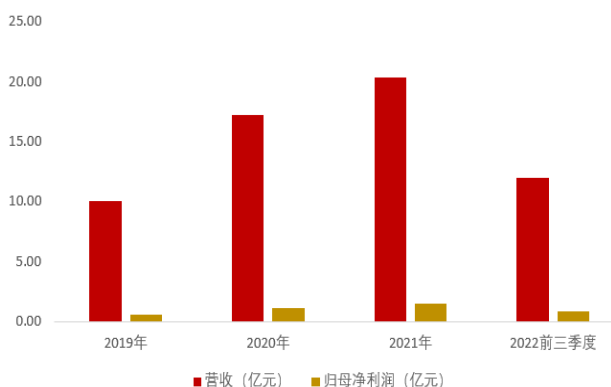
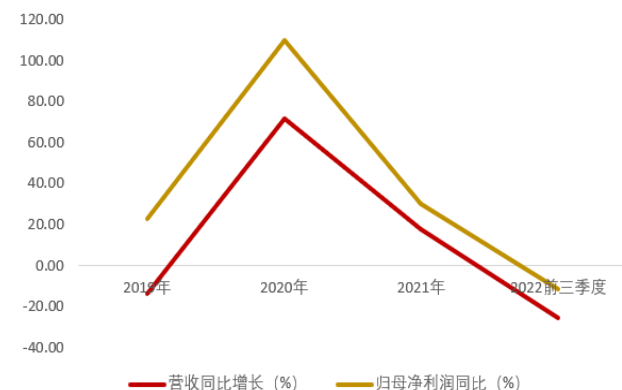


图 14：公司营收及归母净利润同比增速（%）

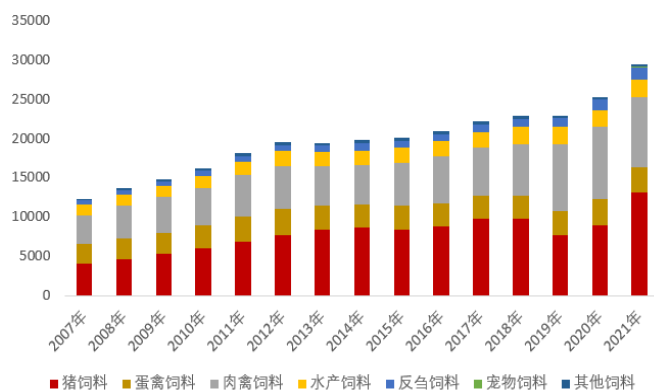


2. 饲料行业短期景气度有望回升 长期受多重因素推动发展

2.1 我国饲料产量稳居世界第一

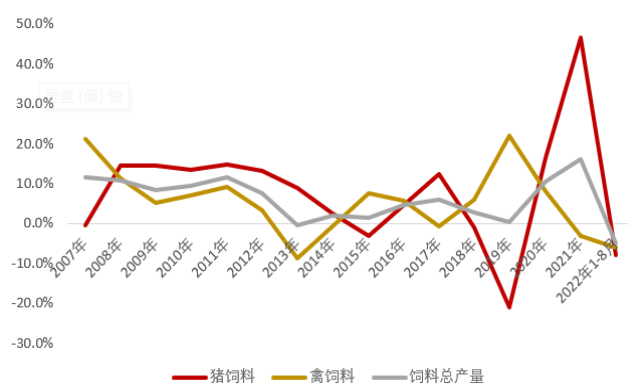
近十年来我国饲料产量总体保持增长, 稳居世界第一。我国饲料工业起始于上世纪70年代, 1991年起成为仅次于美国的世界第二大饲料生产国。2011年, 我国饲料产量超越美国跃居世界第一。近十年来, 我国饲料产量总体保持增长, 稳居世界第一。2011-2021年, 我国饲料总产量由1.81亿吨增长至2.93亿吨, CAGR约为5%; 其中猪饲料产量由6830万吨增长至1.31亿吨, CAGR约为6.7%; 禽饲料产量由8456万吨增长至12141万吨, CAGR约为3.7%; 水产饲料产量由1684万吨增长至2293万吨, CAGR约为3.1%; 反刍饲料产量由775万吨增长至1480万吨, CAGR约为6.7%。

图 15: 我国饲料分类别产量 (万吨)



资料来源: 中国饲料工业协会, 东莞证券研究所

图 16: 我国饲料总产量、猪料及禽料产量同比增速 (%)



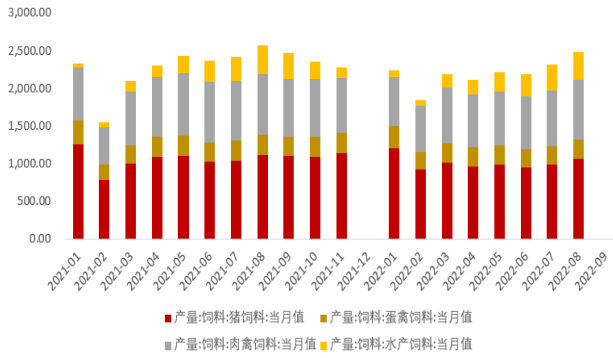
资料来源: 中国饲料工业协会, 东莞证券研究所

2.2 行业景气度有望回升

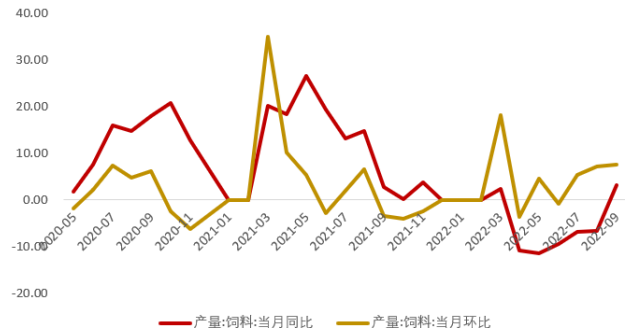
2022年1-8月, 我国饲料产量同比有所下降。2022年1-8月, 我国工业饲料总产量18746万吨, 同比下降5.0%。其中, 猪、蛋禽、肉禽饲料产量分别为8081万吨、2045万吨、5646万吨, 同比分别下降7.9%、5.4%、6.8%; 水产、反刍动物和宠物饲料产量分别为1803万吨、970万吨和71万吨, 同比分别增长15.1%、3.3%和5.4%。2022年前八个月我国饲料产量同比有所下滑, 主要原因在于: (1) 上年同期生猪产能大幅上升带来饲料产量基数高及2022年二季度以来生猪产能有所收缩带来饲料需求下降。(2) 家禽出栏量同比有所下降。

图 17: 我国饲料分类别单月产量 (万吨)

图 18: 我国饲料单月总产量同比及环比增速 (%)



资料来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所



资料来源：中国饲料工业协会，东莞证券研究所

展望2023年。生猪产能有望回升，有望带动猪料需求回升。根据农业农村部数据，我国能繁母猪存栏量自2022年5月开始环比回升，截至2022年11月已连续7个月环比回升。根据生猪养殖周期，从能繁母猪到生猪出栏大致需要10个月左右的时间，预计生猪供给2023年一季度左右将出现回升，进而带动猪料需求增加。

图 19：我国生猪出栏量与猪饲料产量同比增速 (%)

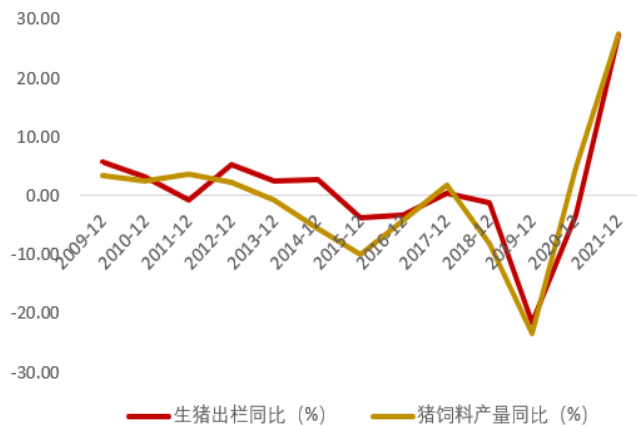
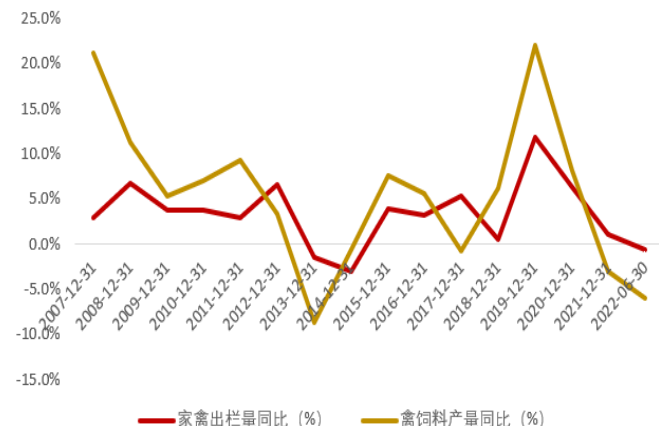


图 20：我国家禽出栏量与禽饲料产量同比增速 (%)



资料来源：wind，中国饲料工业协会，东莞证券研究所

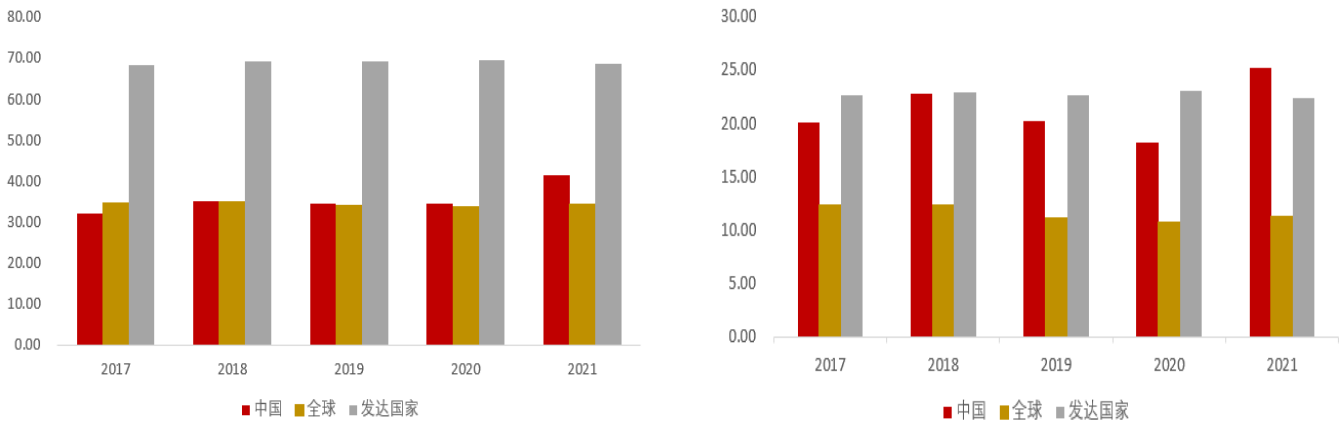
资料来源：wind，中国饲料工业协会，东莞证券研究所

2.3 多重因素推动我国饲料行业长远发展

我国居民肉类人均消费量仍具上升空间，拉动饲料需求保持上升。根据国家统计局数据，2021年，我国居民猪肉、禽肉、牛肉和羊肉人均消费量分别为25.2公斤、12.3公斤、2.5公斤和1.4公斤。与发达国家相比，我国人均肉类消费量仍然较低。根据经合组织-粮农组织农业展望数据，2021年全球、发达国家猪禽牛羊肉人均消费量分别为34.28公斤、68.77公斤，而同期中国猪禽牛羊肉人均消费量为41.4公斤。由于消费习惯的不同，我国猪肉人均消费量高于全球及发达国家人均水平，但禽肉、牛肉和羊肉人均消费量均低于全球平均水平，且远低于发达国家人均水平。未来随着收入持续提升，我国居民肉类人均消费仍将保持稳定增长，拉动饲料需求保持增长。

图 21：猪禽牛羊肉人均消费量 (公斤/年)

图 22：猪肉人均消费量 (公斤/年)

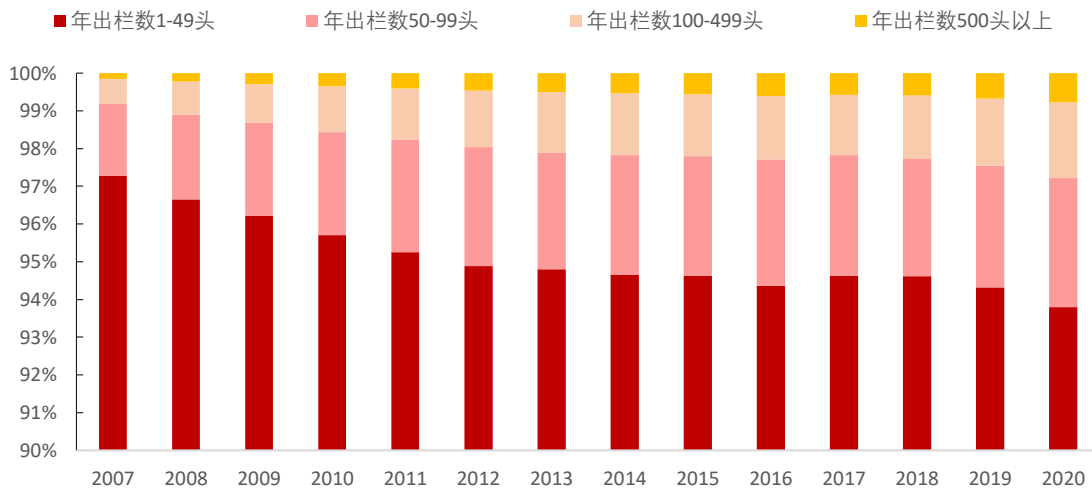


资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

规模化养殖趋势推动饲料普及率的提升。目前我国肉鸡和蛋鸡工业饲料普及率已超过90%，规模化发展拉动饲料增产的潜力较小。但我国生猪养殖因散养户占比过高，工业饲料的部分需求被自配料取代了，工业饲料普及率大大低于鸡饲料普及率。2020年，我国生猪年出栏50头以下的养殖场占比约为93.8%，年出栏500头以上的养殖场占比约为0.78%，超大型（年出栏5万头以上）占比仅为0.0027%。而美国在1982年年出栏量500头以上的养殖场占比就达到了56%左右；2010年占比则超过了95%，超大型养殖场占比超过了10%。我国未来将加大对规模化养殖的政策支持。2019年9月，国务院办公厅印发的《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》，明确提出要加大对生猪主产区支持力度；到2022年，养殖规模化率达到58%左右，到2025年达到65%以上。2020年9月，国务院办公厅印发《关于促进畜牧业高质量发展的意见》，提出到2025年畜禽养殖规模化率达到70%以上，到2030年达到75%以上。

图 23：我国生猪养殖年出栏户数占比（%）



数据来源：wind，东莞证券研究所

国家产业政策支持饲料行业做大做强。近年来，国家出台了一系列产业政策支持饲料行业。2021年12月，农业农村部颁布《“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划》，提出做强现代饲料工业的重点任务，鼓励饲料企业强化技术创新和经营模式创新，实施全产业

链、全球化发展战略，打造具有国际影响力的知名品牌和企业。2021年10月，农业农村部颁布《农业农村部关于促进农业产业化龙头企业做大做强的意见》，提出支持龙头企业创新发展、做大做强，要加大政策支持；总体目标是到2025年末，培育农业产业化国家重点龙头企业超过2000家、国家级农业产业化重点联合体超过500个，引领乡村产业高质量发展。另外，《关于促进畜牧业高质量发展的意见》、《全国饲料工业“十三五”发展规划》、《关于饲料业持续健康发展的若干意见》等政策中明确了饲料工业的重要性，从多个方面促进我国饲料行业发展。另外，有关部门还先后出台了《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》、《生猪产能调控实施方案》等政策，促进我国能繁母猪和生猪产能相对稳定，稳定猪料需求。

表 3：我国饲料工业主要产业政策

颁布时间	颁布部门	政策名称	主要政策
2021.12	农业农村部	“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划	提出做强现代饲料工业的重点任务。鼓励饲料企业强化技术创新和经营模式创新，实施全产业链、全球化发展战略，打造具有国际影响力的知名品牌和企业。
2021.10	农业农村部	农业农村部关于促进农业产业化龙头企业做大做强的意见	支持龙头企业创新发展、做大做强，加大政策支持。总体目标是到2025年末，培育农业产业化国家重点龙头企业超过2000家、国家级农业产业化重点联合体超过500个，引领乡村产业高质量发展。
2021.9	农业农村部	生猪产能调控实施方案（暂行）	设定了“十四五”期间的能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，最低保有量不低于3700万头。
2020.9	国务院	关于促进畜牧业高质量发展的意见	建立健全饲料原料营养价值数据库，全面推广饲料精准配方和精细加工技术。加快生物饲料开发应用，研发推广新型安全高效饲料添加剂。调整优化饲料配方结构，促进玉米、豆粕减量替代。
2016.4	农业农村部	全国生猪生产发展规划（2016-2020年）	提出到2020年，生猪生产保持稳定略增，猪肉保持基本自给，规模比重稳步提高，规模场户成为生猪养殖主体，生猪出栏率、母猪生产效率、劳动生产率持续提高，养殖废弃物综合利用率大幅提高，生产与环境协调发展。
2016.1	农业部	全国饲料工业“十三五”发展规划	明确了饲料工业的重要性。通过5年努力，饲料工业基本实现由大到强的转变，为养殖业提质增效促环保提供坚实的物质基础”的总体发展目标。
2002.7	农业农村部	关于饲料业持续健康发展的若干意见	提出发展饲料业是推进农业和农村经济结构战略性调整的重要方面。明确要从多个方面促进我国饲料行业健康发展。
2001.7	财政部、国家税务总局	财政部、国家税务总局关于饲料产品免征增值税问题的通知	对单一大宗饲料、混合饲料、配合死牢、符合预混料、浓缩饲料继续免征增值税。

资料来源：农业农村部、财政部等官网，东莞证券研究所

持续淘汰落后产能，规模化程度不断上升。近几年来，我国饲料行业持续淘汰落后产能，饲料加工企业数量不断减少。截至2019年末，我国饲料企业数量由2005年的15518家下降至5016家。与此同时，我国饲料行业规模化程度也在不断上升。2019-2021年我国年产10万吨以上的饲料加工企业数量从621家增加至957家，企业产量占比从46.60%增加至60.30%；年产100万吨以上的饲料加工企业数量从31家增加至39家，企业产量占比从50.50%增加至59.70%。

图 24：2019-2021 年我国上规模的饲料加工企业数量

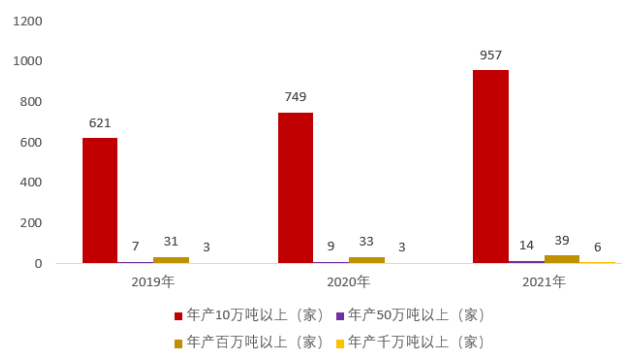
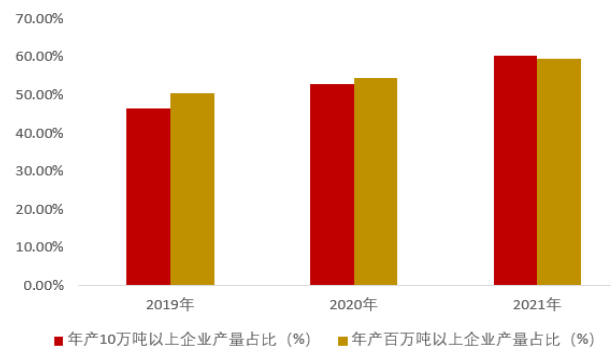


图 25：2019-2021 年我国上规模的饲料企业产量占比



资料来源：全国饲料工业协会，东莞证券研究所

资料来源：全国饲料工业协会，东莞证券研究所

我国饲料龙头集中度还有很大提升空间。以饲料产量作为衡量行业集中度的标准。从龙头公司的产量占比来看，新希望、海大集团、通威股份2021年饲料产量分别约为2854.14万吨、1968.72万吨和537.69万吨，占我国饲料总产量比重分别为9.7%、6.7%和1.8%，CR3约为18.2%，CR5约为21.5%。与德国、日本CR3在30%以上的集中度相比，我国龙头集中度仍较低，未来还有很大提升空间。

表 4：国内饲料龙头公司产量及其占比（万吨，%）

公司	饲料产量 (万吨)				产量占比 (%)			
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
新希望	1714.8	1870	2390.11	2854.14	7.5%	8.2%	9.5%	9.7%
海大集团	1065.4	1259.01	1469.58	1968.72	4.7%	5.5%	5.8%	6.7%
通威股份	428.12	501.28	525.03	537.69	1.9%	2.2%	2.1%	1.8%
唐人神	494.9	468.13	491.14	509.78	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%
正邦科技	479.59	405.81	453.23	481.94	2.1%	1.8%	1.8%	1.6%

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

备注：正邦科技数据为其饲料销量

3. 公司具有一定的竞争优势

3.1 盈利能力相对较好

盈利能力好于可比公司。2018-2022 年前三季度，公司毛利率分别为 13.48%、15.08%、13.93%、12.58%和 13.85%。我们选取饲料业务营收占比大的海大集团、唐人神、粤海饲料、天马科技、禾丰股份作为可比公司。同期可比公司毛利率均值分别为 11.92%、12.12%、11.84%、8.55%和 9%；公司净利率分别为 3.75%、5.45%、6.55%、7.18%和 7.21%，同期可比公司净利率均值分别为 3.5%、4.07%、4.49%、0.4%和 2.09%。

表 5：公司毛利率与可比公司对比

毛利率 (%)	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 前三季度
天马科技	17.44	12.72	11.18	10.21	12.36
粤海饲料	14.63	15.75	14.06	12.64	9.52

海大集团	10.77	11.32	11.66	8.49	9.03
唐人神	8.34	9.56	13.33	6.11	8.11
禾丰股份	8.44	11.24	8.96	5.32	5.98
可比公司均值	11.92	12.12	11.84	8.55	9.00
邦基科技	13.48	15.08	13.93	12.58	13.85

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 6：公司净利率与可比公司对比

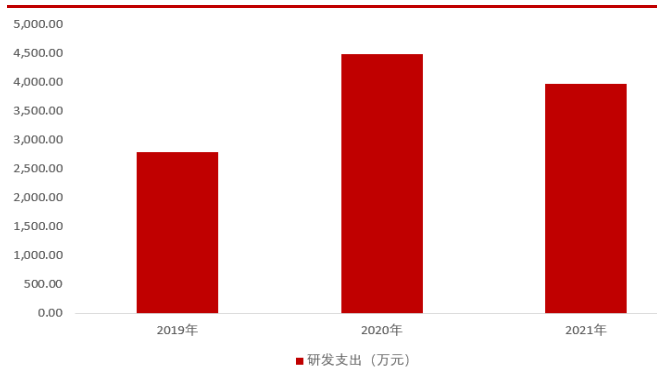
毛利率（%）	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 前三季度
天马科技	4.89	3.12	2.98	2.43	5.11
粤海饲料	4.01	3.16	3.26	2.76	0.80
海大集团	3.52	3.76	4.72	2.11	2.89
唐人神	1.27	1.88	5.77	-5.39	0.11
禾丰股份	3.84	8.42	5.70	0.08	1.56
可比公司均值	3.50	4.07	4.49	0.40	2.09
邦基科技	3.75	5.45	6.55	7.18	7.21

资料来源：wind，东莞证券研究所

3.2 重视研发

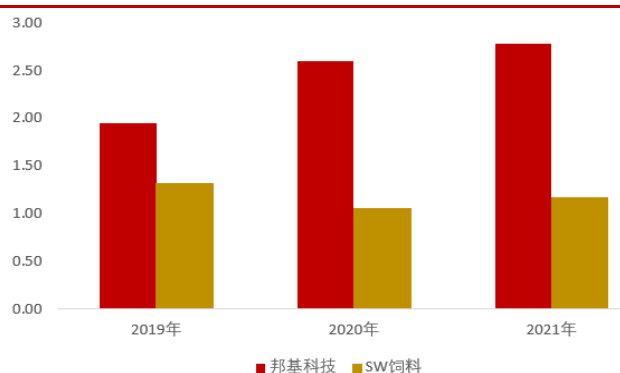
公司重视研发。公司高度重视技术创新和新产品研发工作。截至 2021 年 12 月 31 日，公司有研发人员 43 人，占员工总数的 7.83%。2019-2021 年，公司分别投入研发 2792.34 万元、4477.24 万元和 3975.63 万元，年均复合增速约为 19.3%；占营业收入比例分别为 1.95%、2.6%和 2.78%，保持上升趋势。尽管公司研发支出规模与行业可比公司相比还较小，但研发支出占营业收入的比例相对较高，也高于 SW 饲料业整体水平。

图 26：公司研发支出（万元）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 27：公司&SW 饲料业研发支出占营业收入比例(%)



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司在研项目丰富。公司基于产品结构、技术实力及市场需求，目前在研项目近 10 项，包括通过母仔一体化防止仔猪贫血的饲料、利用脂肪酸提高哺乳母猪繁殖性能的饲料、通过纤维调控仔猪肠道健康的饲料、利用植物精油提高育肥猪生长性能的饲料、提高育肥猪对营养的利用效率的饲料、通过强化造血功能提高生长猪性能的饲料等品种的研发项目。

表 7：公司在研项目

序号	项目名称	项目内容	目前进展

1	一种通过母仔一体化防止仔猪贫血的饲料的研发	通过给妊娠期母猪提供充足的营养，使胎儿得到充分发育；使用氨基酸铁络合物，其可透过胎盘屏障转移给胎儿，起到补血生血作用。	试验阶段
2	一种利用脂肪酸提高哺乳母猪繁殖性能的饲料的研发	通过使用短链和中链脂肪酸，维持哺乳母猪肠道健康，提高母猪采食量和泌乳水平。	试验阶段
3	一种通过纤维调控仔猪肠道健康的饲料的研发	通过使用木质纤维素，促进仔猪肠道发育，维持肠道微生态平衡，保证肠道健康。	试验阶段
4	一种利用植物精油提高育肥猪生长性能的饲料的研发	通过使用植物精油，抑制育肥猪肠道有害微生物的繁殖、提高肠道的抗氧化能力，维护肠道健康，促进猪对营养物质的利用，从而提高育肥猪的生长性能。	试验阶段
5	一种提高育肥猪对营养的利用效率的饲料研发	运用理想蛋白质模型和净能体系，提高蛋白和能量利用率；通过微生态和复合酶制剂搭配使用，保持育肥猪的肠道菌群平衡，提高猪对营养物质的吸收和利用。	试验阶段
6	一种通过强化造血功能提高生长猪性能的饲料的研发	通过使用有机铁、强化 B 族维生素，增强生长猪的造血功能，加强血液输送营养的能力，提升营养利用率，提高猪的生长性能。	试验阶段
7	一种利用功能性氨基酸提高仔猪生长性能的饲料的研发	通过使用功能性氨基酸，如牛磺酸等，促进仔猪生长发育。	试验阶段
8	一种降低哺乳母猪氧化应激、提高繁殖性能的饲料的研发	通过使用植物精油、有机锌、酵母硒、高剂量 VE 等缓解母猪氧化应激；使用谷氨酸钠和蛋氨酸为肠道上皮提供营养，保护物理屏障，提高母猪对营养物质的吸收和利用，从而提高繁殖性能。	试验阶段
9	一种通过有机硒和 VE 提高妊娠母猪繁殖性能的饲料的研发	通过添加有机硒和提高 VE 的水平，提高妊娠母猪抗氧化、抗应激能力和繁殖性能。	试验阶段

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

3.3 饲料品质较优

公司产品品质较优。公司精确把握猪的不同生长阶段，科学研判不同生长阶段猪的营养需求，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。

表 8：公司各阶段饲料产品的设计理念

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。

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

4. 投资策略

首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计公司 2022-2023 年每股收益分别为 0.79 元和 1.04 元，对应估值分别为 25 倍和 19 倍。公司在山东及东北地区具有较高的市场占有率和品牌知名度，并逐步将市场拓展至全国；同时募资扩产，打破产能瓶颈。公司短期有望受益于生猪产能回升，中长期我国饲料行业仍有较大发展潜力，公司成长可期。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 9：公司盈利预测简表（2023/1/20）

科目（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,035	1801	2,493	3281
营业总成本	1,882	1645	2,288	3012
营业成本	1,779	1,580	2,180	2,862
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	29	31	37	49
管理费用	31	2	40	49
财务费用	1	-2	-12	-7
研发费用	40	32	40	56
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(0)	0	0	0
营业利润	156	156	206	268
加：营业外收入	15	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	171	156	206	268
减：所得税	25	23	31	38
净利润	146	133	175	231
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	146	133	175	231
摊薄每股收益(元)	0.87	0.79	1.04	1.37
PE（倍）	23.01	25.31	19.22	14.55

数据来源：Wind，东莞证券研究所

5. 风险提示

(1) **生猪及猪肉价格波动的风险。**生猪价格波动具有周期性。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。

(2) **动物疫情风险。**生猪养殖行业的疫病主要包括猪瘟、蓝耳病、猪呼吸道病等。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。

(3) 主要饲料原料价格波动的风险。饲料产品的毛利率受原材料价格波动的影响较大。玉米、豆粕（含膨化大豆）是猪饲料产品的主要原材料。近年来，玉米、豆粕的价格波动较大，因饲料产品价格调整存在一定的滞后性，原料涨价短期内会影响公司的毛利率水平。

(4) 销售区域集中的风险。公司销售区域主要集中于华东及东北地区，其中仅在山东省实现的销售收入占主营业务收入的比重超过 50%，在东北地区实现的销售收入占主营业务收入的比重超过 20%。公司面临销售区域集中的风险。

(5) 规模扩张不及预期的风险。随着募投项目到位，发行人及各子公司的经营规模不断扩大，各生产环节的复杂程度也进一步提高，这将对公司管理层的管理能力、协调能力、统筹能力提出更高的要求。如果公司不能及时提高管理水平、扩充管理人才队伍，公司规模扩张可能不及市场预期，从而对经营业绩产生一定的不利影响。

(6) 产品竞争力降低的风险。饲料产品的可替代性较强，更新升级速度较快，易通过配方优化来改善产品质量，提高产品竞争力。如未来公司产品更新换代不及时、或者区域内出现更优质的饲料产品，公司产品的竞争力可能下降，则面临已有客户流失的可能，进而引发公司业绩下滑的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因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，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本

报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgza.com.cn