

2023年06月25日

证券研究报告·公司研究报告

邦基科技(603151) 农林牧渔

买入(首次)

当前价: 16.08元

目标价: 19.80元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

受益养殖工字化发展趋势, 公司有望迎量价齐升

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 下游需求向好: 2018-2022年饲料行业市场规模年均复合增速7.5%, 其中猪饲料行业市场规模年均复合增速8.8%, 行业景气度仍在上升通道, 客户群体稳定增长; 2) 盈利能力处于业内较高水平, 2021-2022年销售毛利率分别为13.7%、13.9%, 显著高于申万饲料行业均值10.0%、10.4%; 3) 募资扩张饲料产能, 未来3年产能将增加145%。
- 规模化进入新阶段, 养殖结构向工字型演化。** 2021-2022年, 牧原、温氏等13家上市猪企固定资产折旧占营收比例均值为7.3%、8.0%, 显著高于2015-2020年3.0%-3.7%的水平。这主要是因为非瘟以来, 规模养殖场普遍于疾病防控装备、研发上投入较大。而散户疫病防控成本较为灵活, 非瘟常态化后相对养殖成本有优势。今年以来, 全国生猪疫情总体平稳, 预计规模化进入新阶段, 散养户难以被进一步快速淘汰, 养殖结构向工字型演化。若非瘟疫苗成功上市, 家庭农场可以较为简单的解决非瘟问题, 则这一进程有望被加速。
- 旺季在即猪价反弹可期, 成本下降助力养殖利润回升。** 据农业农村部数据, 5月4日以来, 仔猪价格由36.7元/公斤持续下跌至6月21日34.35元/公斤, 累计下跌6.4%。行业的长期亏损叠加仔猪利润快速降低, 产能去化有望加速, 利好后市猪价。2023年6月21日玉米、豆粕价格分别为2.92元/公斤、4.30元/公斤, 分别较年初下降4%、14.7%。饲料原料降价有利于进一步降低养殖成本, 价格的上升与成本的下降助力养殖利润回升。
- 盈利能力处于业内较高水平。** 公司深耕高毛利段猪前段料市场, 未来几年内盈利能力有望继续维持行业领先水平。2018-2023年一季度, 公司毛利率分别为13.5%、15.1%、13.9%、12.6%和13.7%、13.9%。公司毛利率水平高于同行业可比公司。
- 募资扩张饲料产能, 未来3年产能将增加145%。** 面对不断增长的市场需求, 公司计划未来三年扩大猪饲料产能。公司目前产能61.7万吨, 全部项目完成后, 公司将新增产能达90万吨, 产能增长145.9%。
- 盈利预测与投资建议。** 公司短期有望受益于生猪供给增加及猪价季节性回升, 中长期我国饲料行业仍有较大发展潜力, 公司成长可期。我们预计2023-2025年公司EPS为0.66、0.96、1.22元, 2023-2025年净利润3年复合增速19.4%。给予公司2023年30倍PE估值, 目标价19.8元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 生猪及猪肉价格波动的风险、动物疫情风险、规模扩张不及预期的风险、产品竞争力降低的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1658.46	1907.23	2646.55	3175.31
增长率	-18.50%	15.00%	38.76%	19.98%
归属母公司净利润(百万元)	120.30	110.05	161.12	204.90
增长率	-17.50%	-8.52%	46.41%	27.18%
每股收益EPS(元)	0.90	0.66	0.96	1.22
净资产收益率ROE	0.10	0.09	0.11	0.13
PE	23.26	24.55	16.77	13.18
PB	2.88	2.15	1.91	1.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

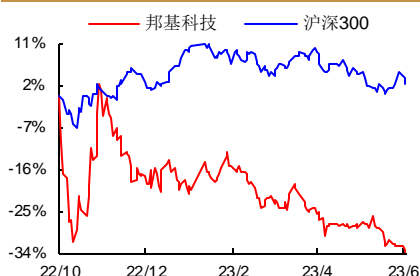
分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.68
流通A股(亿股)	0.42
52周内股价区间(元)	16.08-25.58
总市值(亿元)	27.01
总资产(亿元)	12.52
每股净资产(元)	7.45

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 立足山东、拓展全国的高端猪饲料生产企业	1
2 饲料业景气度仍在上升通道，养殖结构向工字型演化	2
2.1 非洲猪瘟后饲料行业快速发展，行业景气度仍在上升通道，年均复合增速约为 8.8%.....	2
2.2 生猪供给仍在上升期，旺季在即猪价反弹可期，成本下降助力养殖利润回升	3
2.3 企业规模化程度提高，政策支持做大做强.....	5
3 专注高端猪料盈利能力较强，募资扩产打破产能瓶颈	6
3.1 盈利能力处于业内较高水平	6
3.2 研发占比显著高于行业平均水平	7
3.3 募资扩张饲料产能，未来 3 年产能将增加 145%.....	8
4 盈利预测与估值	9
4.1 盈利预测.....	9
4.2 相对估值.....	10
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司 2018-2022 营收业务构成	1
图 2: 2018-2022 公司饲料吨均净利润持续增长	1
图 3: 公司 2018 年以来营业收入及增速	2
图 4: 公司 2018 年以来净利润及增速	2
图 5: 2019 年以来我国饲料总产量、猪料及禽料产量同比增速 (%)	2
图 6: 2018 年-2022 年我国饲料分类别产量 (万吨)	2
图 7: 2018 年以来能繁母猪存栏及同比变化	3
图 8: 2018 年以来全国生猪出栏量	3
图 9: 2023 年以来仔猪价格	3
图 10: 2014 年以来全国历史猪价 (元/斤)	3
图 11: 2023 年以来主要饲料原料价格 (元/公斤)	4
图 12: 2015 年以来 13 家上市猪企固产折旧占营收比例均值	4
图 13: 生猪养殖规模场户占比 (%)	4
图 14: 2018-2022 年我国上规模的饲料加工企业数量 (家)	5
图 15: 2018-2022 年我国上规模的饲料企业产量占比	5
图 16: 同行业公司毛利率水平 (%)	6
图 17: 同行业公司 ROE 水平 (%)	6
图 18: 同行业公司净利率水平 (%)	7
图 19: 预混饲料、浓缩饲料、配合饲料关系	7
图 20: 同行业公司研发占营业收入比例 (%)	7
图 21: 公司各阶段饲料产品的设计理念	7

表 目 录

表 1: 近年我国饲料工业主要产业政策	5
表 2: 目前公司所拥有的核心技术	8
表 3: 公司重要在建工程项目 2022 年变动情况	8
表 4: 分业务营收拆分表	9
表 5: 可比公司估值	10
附表: 财务预测与估值	11

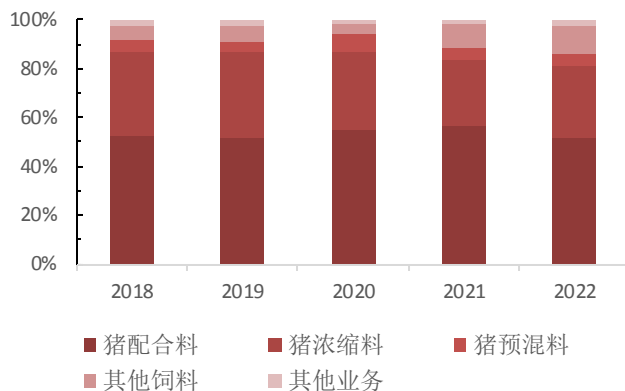
1 立足山东、拓展全国的高端猪饲料生产企业

邦基科技公司(以下简称公司)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。

公司主营业务结构: 公司的主要产品包括猪配合料、猪浓缩料、猪预混料,三者合计的主营业务收入占比超过 90%,其他饲料主要为蛋禽预混料、肉类反刍饲料等。公司销售区域主要集中于华东及东北地区,并逐步将市场拓展至全国。据公司 2022 年经营数据显示,2022 年邦基科技的饲料产量为 39 万吨。根据山东省饲料行业协会数据,2022 年山东省全省生猪饲料产量 30 万吨以上的企业/集团数量仅有 18 家,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、西南地区。

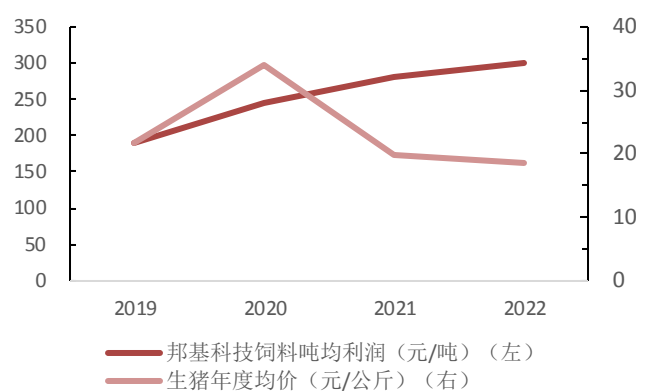
公司客户结构: 客户群体多为家庭农场,经销为主直销为辅。我国饲料企业普遍采取经销+直销的销售模式。公司针对不同的客户采取不同的销售模式。其中针对中小养殖户,公司主要通过经销商销售饲料产品。针对具备一定规模和资金实力的养殖场,公司主要通过直销方式销售饲料产品。截至 2022 年,公司经销模式销售收入占比维持在 69%以上。

图 1: 公司 2018-2022 营收业务构成



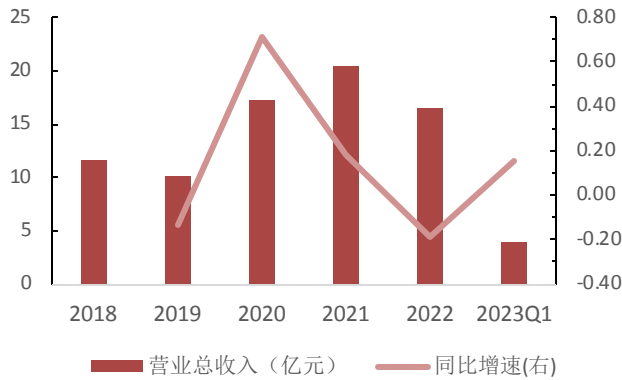
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 2: 2018-2022 公司饲料吨均净利润持续增长

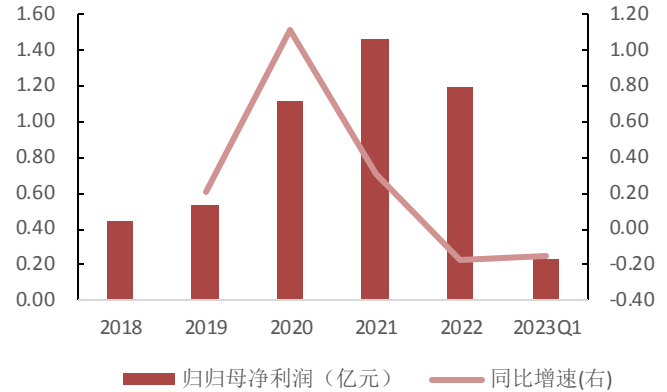


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司业绩状况: 2018-2021 年业绩保持较快增长,其中营业收入由 11.6 亿元增长至 20.4 亿元,年均复合增速为 20.6%,归母净利润从 0.4 亿元增长至 1.5 亿元,年均复合增速达 49.2%。2019-2021 年,生猪产能逐步恢复,随着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 年全年疫情形势有所反复,饲料生产及物流运输均受到较大限制。2023 年进入猪价下行周期,1-5 月猪价低位震荡,养殖户较为谨慎,使得公司业绩短期承压。但公司随着新品研发及口碑发酵,饲料吨均利润自 2019 年 190 元/吨增长至 2022 年 299 元/吨。展望后市,公司业绩弹性较大,下游饲料需求有望受益于猪价的回升而回升。

图 3：公司 2018 年以来营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

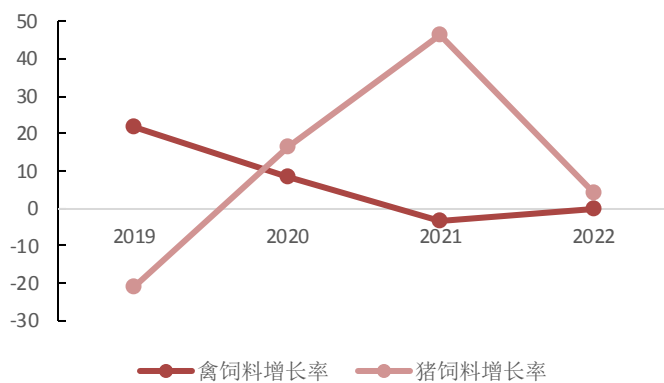
图 4：公司 2018 年以来净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

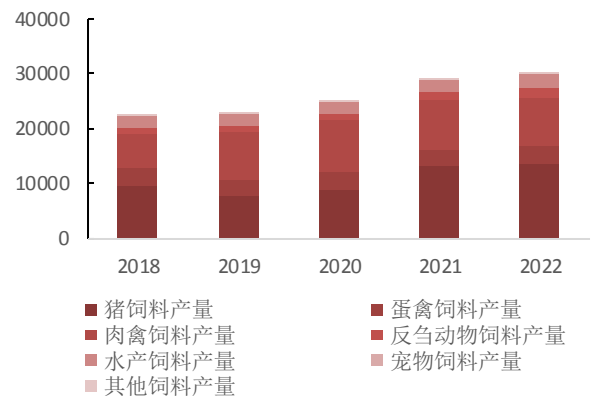
2 饲料业景气度仍在上升通道，养殖结构向工字型演化

2.1 非洲猪瘟后饲料行业快速发展，行业景气度仍在上升通道，年均复合增速约为 8.8%

根据国家统计局数据，2018-2022 年，我国饲料总产量由 2.42 亿吨增长至 3.23 亿吨，CAGR 约为 7.5%；根据中国饲料工业协会数据，2018-2022 年我国猪饲料产量由 9720 万吨增长至 1.36 亿吨，CAGR 约为 8.8%。短期看，2023 年下半年仍处于生猪产能的上升通道。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 2023 年 1 月重新开始回落。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 11 月之前仍处于上升通道，进而带动猪料需求增加。

图 5：2019 年以来我国饲料总产量、猪料及禽料产量同比增速 (%)


数据来源：中国饲料工业协会，国家统计局，西南证券整理

图 6：2018-2022 年我国饲料分类产量 (万吨)


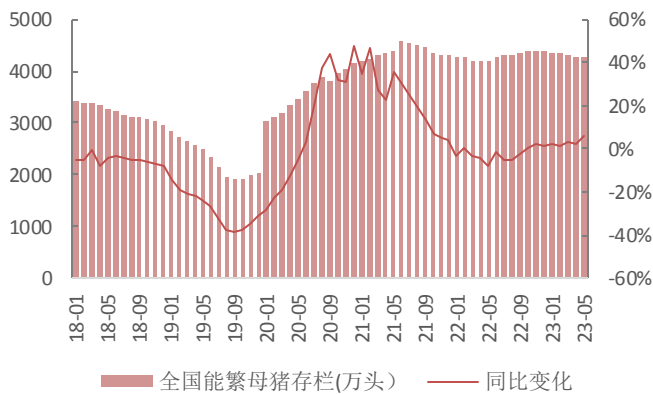
数据来源：中国饲料工业协会，西南证券整理

2.2 生猪供给仍在上升期，旺季在即猪价反弹可期，成本下降助力养殖利润回升

生猪供给仍在上升期，旺季在即猪价反弹可期。农业农村部数据显示：能繁母猪于2022年4月达到4177万头见底以后一路微幅增加至2022年12月4390万头。能繁母猪产能一般对应10个月后商品猪的出栏，据此推断，2023年到10月生猪供给仍处于上升趋势。2023年开始能繁母猪存栏不断下降。1月/2月/3月/4月能繁母猪存栏环比分别增长-0.50%/-0.60%/-0.87%/-0.5%。5月4日以来，仔猪价格由36.7元/公斤持续下跌至6月21日34.35元/公斤，累计下跌6.4%。

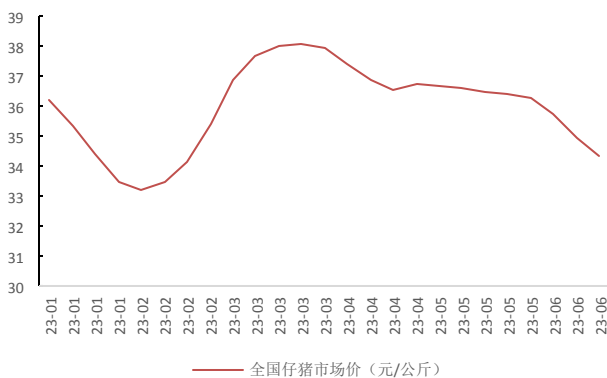
另一方面，下半年将进入猪肉消费旺季，叠加行业长期亏损去库存，猪价有望打开上升通道。根据农业农村部统计，饲料成本占养殖成本的60%以上。2023年6月21日玉米、豆粕价格分别为2.92元/公斤、4.30元/公斤，分别较年初下降4%、14.7%。饲料原料价格有所回落，有利于进一步降低养殖成本。价格的上升与成本的下降助力养殖利润回升。养殖利润的好转也将增加下游对饲料的购买意愿。量价双击下，下半年饲料需求有望持续增长。而从长期看，生猪年出栏数仍未回升至非洲猪瘟前平均7亿头以上的出栏量，饲料需求保持上升。

图 7：2018 年以来能繁母猪存栏及同比变化



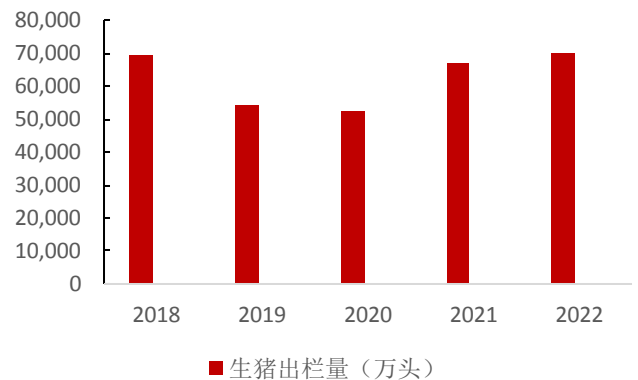
数据来源：农业农村部，西南证券整理

图 9：2023 年以来仔猪价格



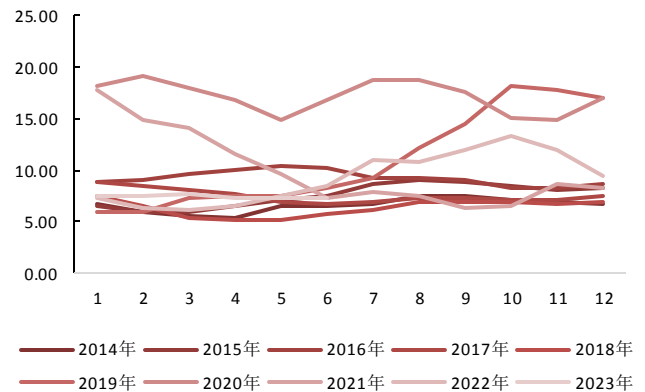
数据来源：博亚和讯，西南证券整理

图 8：2018 年以来全国生猪出栏量

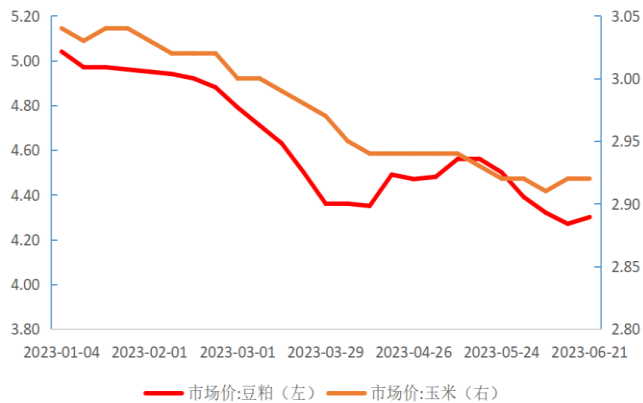


数据来源：国家统计局，西南证券整理

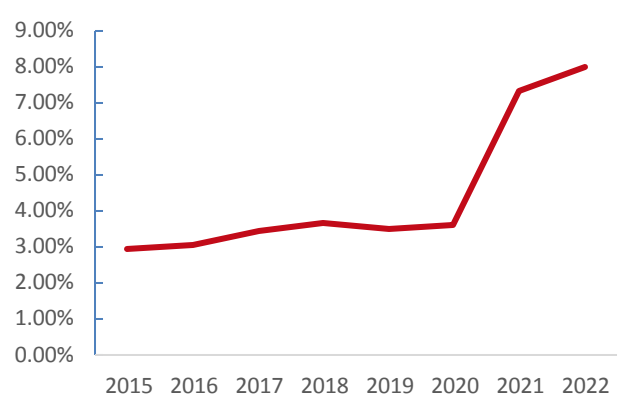
图 10：2014 年以来全国历史猪价（元/斤）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 11：2023 年以来主要饲料原料价格（元/公斤）


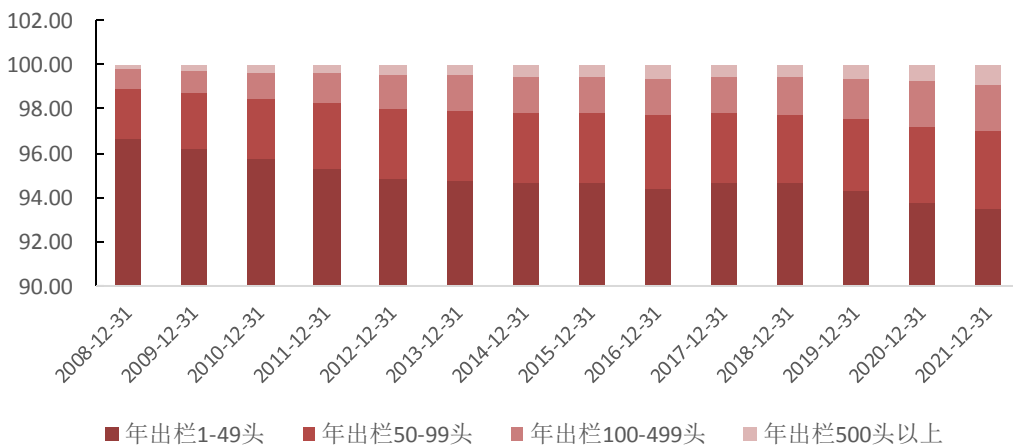
数据来源：农业农村部，西南证券整理

图 12：2015 年以来 13 家上市猪企固产折旧占营收比例均值


数据来源：wind，西南证券整理

规模化进入新阶段，养殖结构向工字型演化。非洲猪瘟以来，生猪养殖规模化进程快速推进，散养户占比快速下降。年出栏 500 头以上场数从 2018 年的 0.6% 提升至 2021 年的 0.9%。2018 年 8 月开始，中国暴发非洲猪瘟，众多规模化猪场受到冲击，我国生猪产能大幅下滑。非洲猪瘟的常态化过程中，加速产业转向由企业集团经营的大型规模化养殖场的格局。非洲猪瘟疫情常态化之下，中小养殖户由于疫情防控能力和资金风险抵抗能力较弱，有逐步退出生猪养殖行业的趋势，大型养殖集团产能虽然也受到非洲猪瘟疫情影响有所下降但下降幅度要小于中小养殖户，因此规模养殖企业的生猪产能占比有快速增加趋势。

经过这一轮非瘟造成的价格波动最大、动物疫病风险影响最大的周期的筛选，当前仍在行业内的养殖户成本管理水平及抗风险能力均较为优秀。据公司财报，2021-2022 年，牧原、温氏等 13 家上市猪企固定资产折旧占营收比例均值为 7.3%、8.0%，显著高于 2015-2020 年 3.0%-3.7% 的水平。这主要是因为非瘟以来，规模养殖场普遍于疾病防控装备、研发上投入较大，导致规模养殖场养殖成绩难以超越非瘟之前的养殖成绩。而散户疫病防控成本较为灵活，非瘟常态化后相对养殖成本有优势。今年以来，全国生猪疫情总体平稳，预计规模化进入新阶段，散养户难以被进一步快速淘汰，养殖结构向工字型演化。若非瘟疫苗成功上市，家庭农场可以较为简单的解决非瘟问题，则这一进程有望被加速。

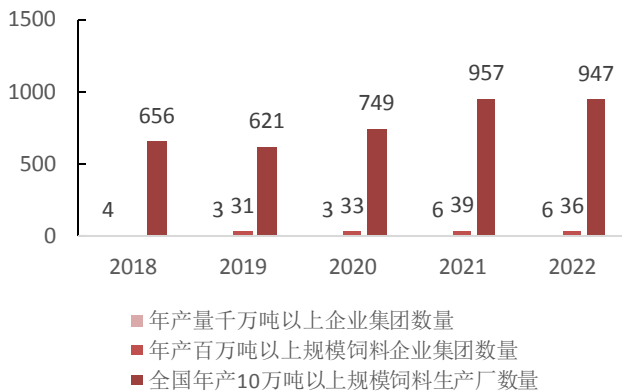
图 13：生猪养殖规模场户占比 (%)


数据来源：wind，西南证券整理

2.3 企业规模化程度提高，政策支持做大做强

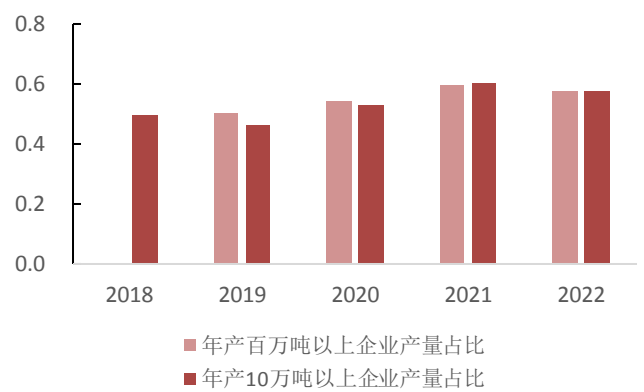
企业规模化程度持续提高。2018至2022年，全国10万吨以上规模饲料生产厂从656家增加至947家；合计饲料产量17381万吨，在全国饲料总产量中的占比从49.7%提升至57.5%。全国年产量超过50万吨的厂家从2018年的8家提升至13家，单厂最大产量127.6万吨。以上数据表明，全国饲料产业整体呈现出上升趋势；经过近年来的行业整合，饲料生产厂家整体上趋于规模化并向产业集中化发展。

图 14：2018-2022 年我国上规模的饲料加工企业数量（家）



数据来源：中国饲料工业协会，西南证券整理

图 15：2018-2022 年我国上规模的饲料企业产量占比



数据来源：中国饲料工业协会，西南证券整理

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、推广饲料精准配制技术、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，完善政策支持；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》、《生猪产能调控实施方案（暂行）》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 1：近年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。

颁布时间	颁布部门	政策名称	主要政策
2016.4	农业农村部	全国生猪生产发展规划 (2016-2020年)	提出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	农业农村部	全国饲料工业“十三五”发展规划	提出“饲料工业是联结种养的重要产业。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。

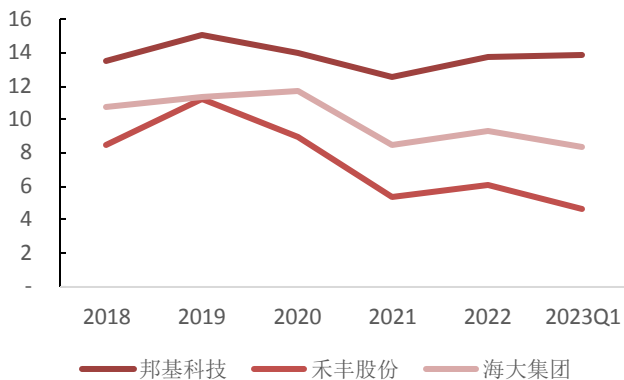
数据来源：农业农村部，国务院，西南证券整理

3 专注高端猪料盈利能力较强，募资扩产打破产能瓶颈

3.1 盈利能力处于业内较高水平

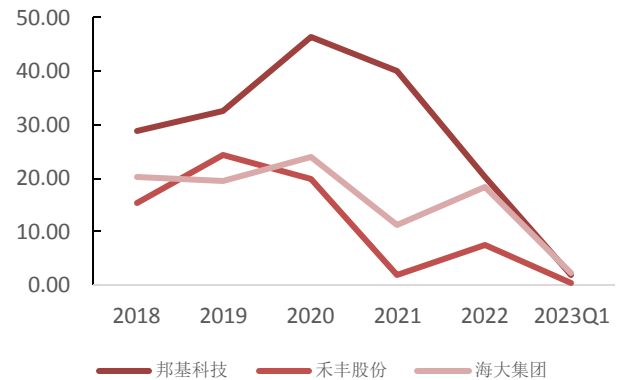
公司盈利能力处于业内较高水平。近年来大部分饲料企业都已经将主业向下游延伸至养殖，核心业务仍然为饲料生产的两家上市公司海大集团和禾丰股份可比性较强。2018-2023年一季度，公司毛利率分别为 13.5%、15.1%、13.9%、12.6%和 13.7%、13.9%。公司毛利率、ROE 水平均高于同行业可比公司。

图 16：同行业公司毛利率水平 (%)



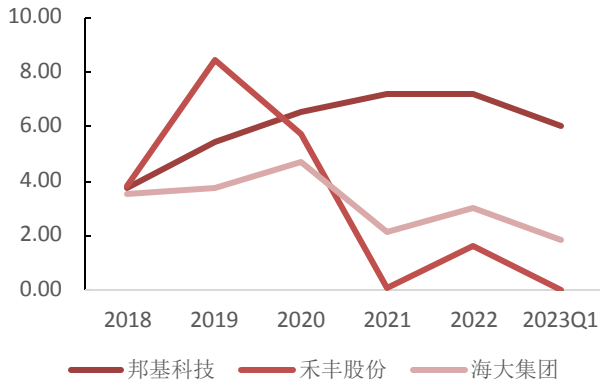
数据来源：wind，西南证券整理

图 17：同行业公司 ROE 水平 (%)



数据来源：wind，西南证券整理

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重要方式。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，是毛利最高的产品。公司深耕高毛利段猪前段料市场，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 18: 同行业公司净利率水平 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

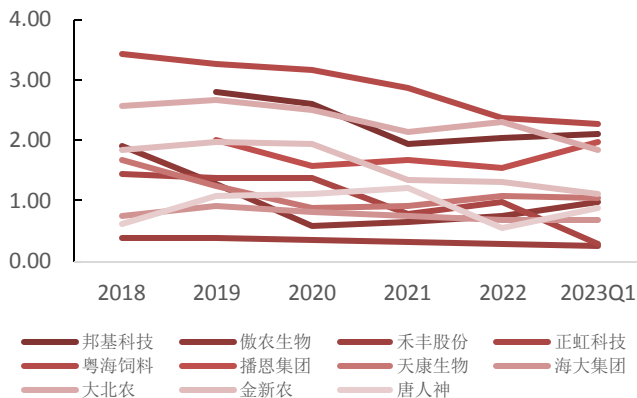
图 19: 预混饲料、浓缩饲料、配合饲料关系


数据来源: 中国农业信息网, 西南证券整理

3.2 研发占比显著高于行业平均水平

公司高度重视技术创新和新产品研发工作。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司有研发人员 45 人, 占员工总数的 7.3%。2019-2022 年, 公司分别投入研发费用 2792.34 万元、4477.24、3975.63 万元和 3369.91 万元; 占营业收入比例分别为 2.0%、2.6%、2.8% 和 2.0%。公司研发支出占营业收入的比例高于同期 SW 饲料业行业平均占比 1.7%、1.5%、1.3%、1.3%。

在研发支持下, 公司拥有多项核心技术, 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。目前, 公司已获得国家知识产权局授权的 55 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。

图 20: 同行业公司研发占营业收入比例 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 21: 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。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 2：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	技术来源	专利号/专有技术
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。	自主研发	ZL201210264102.5 发明专利
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。	自主研发	ZL201210264109.7 发明专利
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。	自主研发	ZL201310064759.1 发明专利
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。	自主研发	ZL201410033112.7 发明专利
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,达到顺利教槽,提高日增重的目标。	自主研发	ZL201410035158.2 发明专利

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 募资扩张饲料产能，未来 3 年产能将增加 145%

募资扩张饲料产能，猪价回升后饲料销量有显著上升空间。根据公司招股说明书，目前公司的生产基地主要位于吉林和山东两省，产能利用率较高，其中 2021 年饲料产量 45.27 万吨，产能利用率 73.4%。面对不断增长的市场需求，公司计划未来两年半在山西、云南、河北和辽宁等地有序新设多个生产基地，增加多条浓缩料和配合料生产线，扩大猪饲料产能。这些新建项目已完成相关投资备案程序，获得环保主管部门的批准，并获得相关国有土地使用权。公司目前产能约为 61.7 万吨，全部项目完成后，公司将新增产能达 90 万吨，包括 24 万吨浓缩料产能和 66 万吨配合料产能，产能增长 145.9%，从而支撑公司抢占国内市场份额的战略，提高品牌影响力，扩大并强化公司的猪饲料业务。

表 3：公司重要在建工程项目 2022 年变动情况

项目名称	预算数 (亿元)	工程累计投入 占预算比例 (%)	工程进度 (%)	资金来源
年产 24 万吨高档配合饲料、浓缩饲料智能生产车间	1.6	26.39	26.39	自有资金/募集资金
年产 18 万吨高档配合饲料、浓缩饲料智能生产车间	1.44	75.31	75.31	自有资金/募集资金
年产 12 万吨高档饲料生产车间	1.02	70.35	70.35	自有资金/募集资金

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 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。因此我们预计 2023-2025 年公司募投项目建成后，公司饲料产能为 91.7 万吨、121.7 万吨、151.7 万吨，随着产能逐步增长，公司销量将实现突破；

2) 2023 年开始能繁母猪存栏不断下降，结合产能兑现的时间与季节性趋势，2023 年三季度起猪价有望进入上行趋势，并在 2024 年开启新一轮猪价上行周期。养殖利润的好转将增加下游对饲料的购买意愿，结合公司营业收入增长趋势和公司整体发展战略，预计新增产能将完全消化，2023-2025 年公司产能利用率维持当前 73.4% 的水平；

3) 受益于公司研发投入，饲料吨均利润持续上升，我们预计 2023-2025 年公司总体毛利率呈现 13.2%、14.2%、14.6% 的上行趋势。

基于以上假设，预计公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务营收拆分表

业务情况		2022A	2023E	2024E	2025E
猪配合料	收入 (百万元)	853.53	981.56	1362.05	1634.17
	yoy	-26.00%	15.00%	38.76%	19.98%
	成本 (百万元)	741.19	857.31	1175.93	1404.29
	毛利率	13.16%	12.66%	13.66%	14.07%
猪浓缩料	收入 (百万元)	489.30	562.69	780.81	936.81
	yoy	-9.43%	15.00%	38.76%	19.98%
	成本 (百万元)	409.80	474.00	650.16	776.42
	毛利率	16.25%	15.76%	16.73%	17.12%
猪用预混料	收入 (百万元)	82.13	94.45	131.07	157.25
	yoy	-26.45%	15.00%	38.76%	19.98%
	成本 (百万元)	60.82	70.35	96.50	115.24
	毛利率	25.94%	25.51%	26.37%	26.72%
其它	收入 (百万元)	233.51	268.53	372.63	447.08
	yoy	1.67%	15.00%	38.76%	19.98%
	成本 (百万元)	218.95	253.25	347.37	414.83
	毛利率	6.23%	5.69%	6.78%	7.21%
合计	收入 (百万元)	1658.46	1907.23	2646.55	3175.31

数据来源：公司招股说明书，西南证券

4.2 相对估值

我们选取同样以饲料生产销售为主 3 家公司唐人神、海大集团、大北农作为可比公司，预期选取 wind 一致预期，2022 年 3 家公司平均 PE 为 256.6 倍，剔除极端值大北农则为 53.55 倍。从估值水平看，预计公司 2023、2024、2025 年 PE 分别为 24.55、16.77、13.18 倍，2023 年低于可比公司 32.1 倍的均值，2024、2025 年持平略高于可比公司 13.7、13.0 倍的均值。公司盈利能力显著优于行业、稳定性高。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，打破产能瓶颈。公司短期有望受益于生猪供给增加及猪价季节性回升，中长期我国饲料行业仍有较大发展潜力，公司成长可期。我们预计 2023~2025 年公司 EPS 为 0.66、0.96、1.22 元，2023~2025 年净利润 3 年复合增速 19.4%。我们给予公司 2023 年 30 倍 PE 估值，目标价 19.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002567.SZ	唐人神	6.51	0.1	0.16	0.84	0.85	72.41	44.54	8.37	8.21
002311.SZ	海大集团	48.42	1.78	2.44	3.27	3.75	34.71	19.12	14.27	12.43
002385.SZ	大北农	6.56	0.02	0.21	0.37	0.37	662.8	32.61	18.45	18.41
平均值							256.64	32.09	13.70	13.02
603151.SH	邦基科技	16.08	0.9	0.66	0.96	1.22	23.26	24.55	16.77	13.18

数据来源：wind，西南证券整理

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) 规模扩张不及预期的风险。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。

(4) 产品竞争力降低的风险。饲料产品易通过优化配方来提高产品质量，增强竞争力。如果公司未及时对产品进行更新升级，或者出现更好的饲料产品，公司的竞争力可能会受到影响，客户可能会流失，从而导致公司业绩下滑的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1658.46	1907.23	2646.55	3175.31	净利润	119.71	110.24	161.04	204.65
营业成本	1430.76	1654.91	2269.96	2710.78	折旧与摊销	15.19	28.54	30.90	30.88
营业税金及附加	2.06	2.07	2.98	3.66	财务费用	1.61	0.00	0.00	0.00
销售费用	27.68	41.96	71.46	85.73	资产减值损失	-0.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	38.10	45.77	66.16	79.38	经营营运资本变动	-78.23	44.73	-55.67	-51.75
财务费用	-1.01	0.00	0.00	0.00	其他	0.92	-1.25	-2.01	-1.95
资产减值损失	-0.13	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	59.07	182.27	134.26	181.82
投资收益	0.54	1.16	1.56	1.61	资本支出	-172.36	-49.87	-55.26	-22.36
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-9.43	-3.01	-0.84	0.20
其他经营损益	1.48	1.67	2.16	2.73	投资活动现金流净额	-181.79	-52.87	-56.10	-22.15
营业利润	126.03	126.87	186.44	235.99	短期借款	0.00	3.34	1.11	1.48
其他非经营损益	11.73	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	137.76	126.87	186.44	235.99	股权融资	698.10	0.00	0.00	0.00
所得税	18.06	16.63	25.41	31.34	支付股利	-1.34	-84.00	0.00	0.00
净利润	119.71	110.24	161.04	204.65	其他	-14.31	-0.07	0.00	0.00
少数股东损益	-0.59	0.20	-0.08	-0.25	筹资活动现金流净额	682.45	-80.74	1.11	1.48
归属母公司股东净利润	120.30	110.05	161.12	204.90	现金流量净额	559.73	48.65	79.27	161.15
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	747.40	796.06	875.33	1036.48	成长能力				
应收和预付款项	74.74	63.58	90.85	118.98	销售收入增长率	-18.50%	15.00%	70.17%	19.98%
存货	185.17	143.35	206.39	277.37	营业利润增长率	-19.29%	0.67%	46.96%	27.18%
其他流动资产	0.12	0.12	0.12	0.12	净利润增长率	-17.50%	-8.52%	46.41%	26.57%
长期股权投资	5.40	7.20	9.60	11.00	EBITDA 增长率	-16.34%	11.29%	39.86%	22.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	300.40	307.97	318.40	298.56	毛利率	13.73%	13.23%	14.23%	14.63%
无形资产和开发支出	53.90	65.86	77.51	87.25	三费率	3.91%	4.60%	5.10%	5.20%
其他非流动资产	24.51	28.77	31.50	33.43	净利率	7.22%	7.08%	7.03%	7.40%
资产总计	1391.64	1412.90	1609.69	1863.18	ROE	9.80%	8.77%	11.38%	12.65%
短期借款	20.02	23.36	24.47	25.96	ROA	8.64%	7.79%	10.01%	11.00%
应付和预收款项	86.83	90.14	100.42	136.32	ROIC	8.61%	8.57%	11.12%	12.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.42%	8.15%	8.21%	8.40%
其他负债	54.99	43.36	67.72	79.18	营运能力				
负债合计	161.85	156.86	192.62	241.46	总资产周转率	1.71	1.36	1.75	1.83
股本	168.00	168.00	168.00	168.00	固定资产周转率	9.52	7.48	10.68	13.84
资本公积	715.04	715.04	715.04	715.04	应收账款周转率	42.48	43.51	55.37	48.10
留存收益	345.06	371.11	532.23	737.13	存货周转率	10.00	10.07	12.98	11.21
归属母公司股东权益	1228.11	1254.15	1415.27	1620.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.19%	-	-	-
少数股东权益	1.69	1.89	1.81	1.56	资本结构				
股东权益合计	1229.79	1256.04	1417.08	1621.73	资产负债率	11.63%	11.10%	11.97%	12.96%
负债和股东权益合计	1391.64	1412.90	1609.69	1863.18	带息债务/总负债	14.74%	17.33%	14.69%	12.33%
					流动比率	6.42	6.60	6.25	6.06
					速动比率	5.09	5.56	5.01	4.74
					股利支付率	58.46%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	139.64	155.41	217.35	266.86	每股收益	0.90	0.66	0.96	1.22
PE	23.26	24.55	16.77	13.18	每股净资产	7.31	7.47	8.42	9.64
PB	2.88	2.15	1.91	1.67	每股经营现金	0.35	1.08	0.80	1.08
PS	2.17	1.42	1.02	0.85	每股股利	0.5	0	0	0
EV/EBITDA	20.15	12.45	8.54	6.36					
股息率	3.00%	0	0	0					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362
张岚		销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
杨薇		高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
王一菲		销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
姚航		销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
徐铭婉		销售经理	15204539291	15204539291	xumw@swsc.com.cn
胡青璇		销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
王宇飞		销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
路漫天		销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
巢语欢		销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
马冰竹		销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn