

2023年02月14日

播恩集团 (001366.SZ)

新股覆盖研究

投资要点

◆ 本周四（2月16日）有一家主板上市公司“播恩集团”询价。

◆ **播恩集团 (001366)**：公司主营业务为饲料的研发、生产、销售；主要产品为猪用饲料，包括优质教槽料、乳猪料等高端幼小猪营养产品。公司 2020-2022 年分别实现营业收入 15.10 亿元 /17.71 亿元 /17.10 亿元，YOY 依次为 47.13%/17.28%/-3.45%，三年营业收入的年复合增速 18.55%；实现归母净利润 0.92 亿元/0.90 亿元/0.77 亿元，YOY 依次为 55.73%/ -2.22%/ -13.93%，三年归母净利润的年复合增速 9.43%。根据初步预测，2023 年 1-3 月公司实现归母净利润为 1,405 万元至 2,205 万元，同比增长幅度为 1,058.13%至 1,717.57%。

① **投资亮点**：1、公司已建立起以附加值较高的教槽料与乳猪料类幼小动物营养产品为核心的产品格局，形成一定的行业领先优势。教槽料、乳猪料为猪幼小时期阶段的营养产品，具有诱食性好、易消化吸收、营养丰富等特点，相较于其他阶段而言有更高的生产技术要求，产品附加值相对较高；然而，因使用量在猪生长阶段所占比例较小，教槽料、乳猪料的行业竞争程度小于后端料市场。公司作为长期深耕技术壁垒较高的教槽料及乳猪料，报告期间配合饲料细分产品教槽料、乳猪料的收入占比较同业大规模公司更高、达 60%以上；且部分产品已获得下游客户及行业的广泛认可。得益于在教槽料与乳猪料领域的领先优势，公司盈利情况良好，2021 年毛利率为 15.69%、位居行业前列。2、公司主要的生产基地已覆盖全国多个省市，同时，募投项目新厂房也已提前建设，有利于为核心客户提供相应的产品及服务。截至目前，公司已覆盖全国多个省市，并战略性的在江西省、广东省、浙江省、重庆市等经济发达地区建立生产基地，有利于为核心客户及时、充分地提供相应产品及服务。同时，根据公司招股书，截至 2022 年 6 月末，公司固定资产为 1.31 亿元，较 2020 年增加了 0.82 亿元；在建工程为 7930 万元，较 2021 年增加了 105.51%；主要系募投项目重庆新工厂建设并转入固定资产，以及广州播恩工厂建设等导致固定资产、在建工程增加。

② **同行业上市公司对比**：公司长期深耕猪饲料领域；考虑主营业务的相似性，选取傲农生物、大北农、金新农、唐人神、以及正虹科技为播恩集团的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年平均收入规模为 154.81 亿元、可比 PS-TTM（算数平均）为 0.96X，销售毛利率为 6.56%；相较而言，公司的营收规模虽不及同业平均，但销售毛利率处于同业的中上游水平。

◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	1,510.0	1,770.9	1,709.9
同比增长(%)	47.13	17.28	-3.45

交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	120.33
流通股本(百万股)	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsec.cn

相关报告

华人健康-新股专题覆盖报告（华人健康）
 -2023 年第 17 期 - 总第 214 期 2023.2.12
 一彬科技-新股专题覆盖报告（一彬科技）
 -2023 年第 16 期 - 总第 213 期 2023.2.12
 纳睿雷达-新股专题覆盖报告（纳睿雷达）
 -2023 年第 18 期 - 总第 215 期 2023.2.12
 宿迁联盛-新股专题覆盖报告（宿迁联盛）
 -2023 年第 15 期 - 总第 212 期 2023.2.10
 多利科技-新股专题覆盖报告（多利科技）
 -2023 年第 14 期 - 总第 211 期 2023.2.6



营业利润(百万元)	113.6	104.3	88.2
同比增长(%)	53.81	-8.21	-15.44
净利润(百万元)	92.0	90.0	77.4
同比增长(%)	55.73	-2.22	-13.93
每股收益(元)	0.76	0.75	0.64

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、播恩集团	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	7
（四）募投项目投入	7
（五）同行业上市公司指标对比	8
（六）风险提示	9

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：预混合饲料、浓缩饲料、配合饲料分类	5
表 1：我国 2010 年至 2021 年饲料总产量以及预混合饲料、浓缩饲料、配合饲料的产量（单位：万吨）	5
表 2：我国 2010 年至 2021 年饲料产量及猪饲料产量（单位：万吨）	6
表 3：公司 IPO 募投项目概况	8
表 4：同行业上市公司指标对比	8

一、播恩集团

公司主营业务为饲料的研发、生产、销售，其主要产品为猪用饲料，包括优质教槽料、乳猪料等高端幼小猪营养产品。凭借着优质的产品质量以及良好的技术服务，公司市场规模稳步扩大，目前已覆盖全国多个省市，发展成为集研发、生产、销售、服务为一体的全国性饲料提供商。同时，为及时、充分、有效地响应客户需求，公司战略性地在江西省、广东省、浙江省、重庆市建立了生产基地，根据养殖猪类品种、环境、地域养殖习惯等特点，为客户提供相应产品及服务。

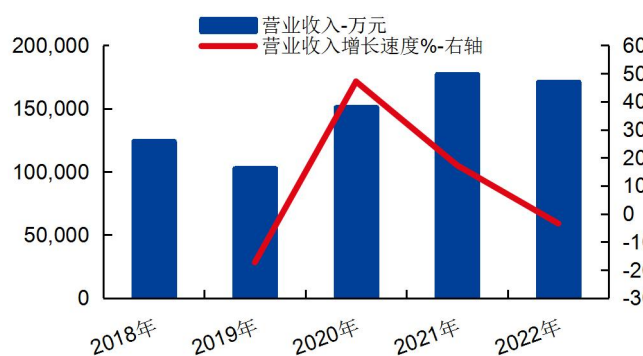
随着业务持续稳步发展，公司现已成为饲料行业优质企业，先后获评“2020 三十强饲料企业”、“2020 二十强饲料添加剂企业”、“2020 畜牧饲料行业十大生物饲料领军企业”。同时，作为行业优质企业，公司参与起草了国家标准《仔猪、生长育肥猪配合饲料》，以及《哺乳母猪用菌酶协同发酵饲料》、《生长肥育猪用菌酶协同发酵饲料》团体标准。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 15.10 亿元/17.71 亿元/17.10 亿元，YOY 依次为 47.13%/17.28%/-3.45%，三年营业收入的年复合增速 18.55%；实现归母净利润 0.92 亿元/0.90 亿元/0.77 亿元，YOY 依次为 55.73%/-2.22%/-13.93%，三年归母净利润的年复合增速 9.43%。

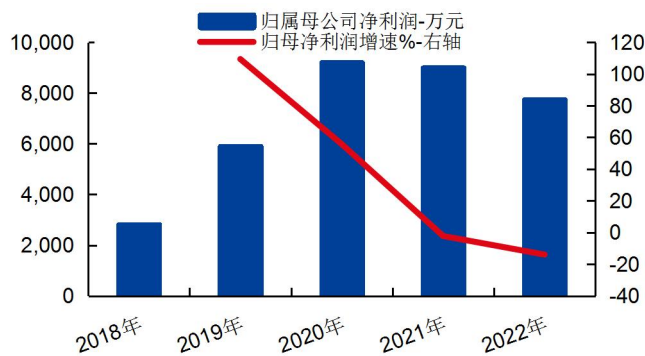
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为两大板块，分别为猪饲料业务（17.61 亿元，99.90%）、禽饲料业务（0.02 亿元，0.10%）。2019 年至 2022 年 1-6 月报告期间，猪饲料始终为公司的主要产品及首要收入来源，其销售收入占比基本维持在 99%以上；从 2021 年数据来看，涵盖预混合饲料（1.81 亿元，10.25%）、浓缩饲料（3.32 亿元，18.83%）、以及配合饲料（12.48 亿元，70.83%）。

图 1：公司收入规模及增速变化



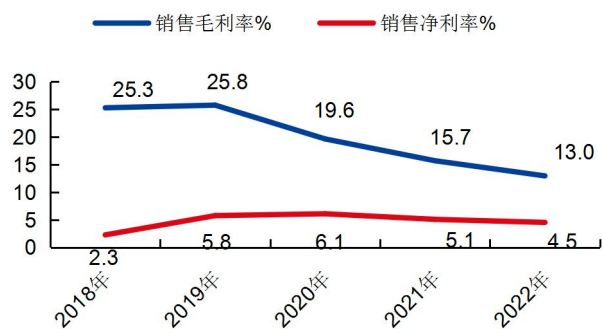
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



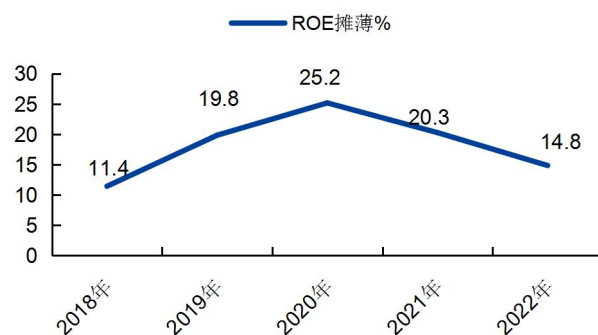
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

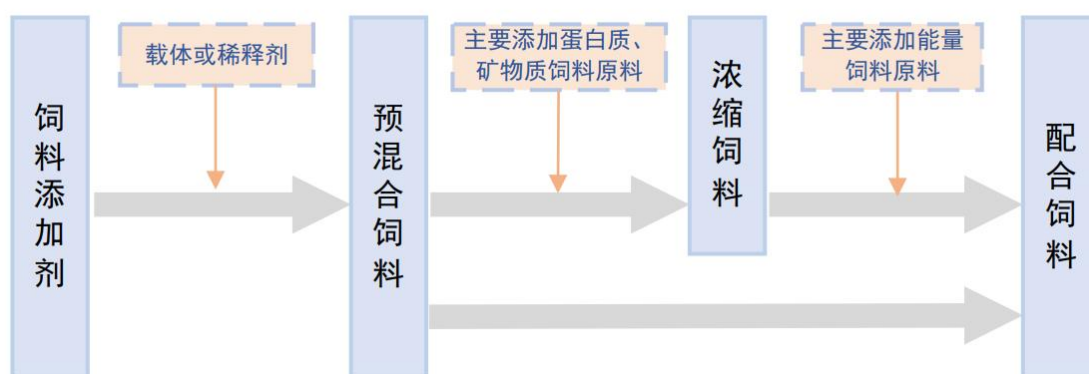
（二）行业情况

公司主要生产猪饲料，并以混合饲料为核心产品；根据其主要产品类型，公司归属于饲料行业。按照营养成分和使用比例分类，饲料可分为预混合饲料、浓缩饲料、配合饲料；按照饲养对象分类，饲料可分为猪饲料、禽饲料、反刍料、水产料等饲料。

1) 营养成分和使用比例分类

预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料是饲料加工过程中处于不同阶段、具有不同营养成分和不同浓度的饲料产品。其中，预混合饲料是饲料生产的核心和基础；在预混合饲料的基础上添加适量的蛋白质、矿物质等原料后即可加工成浓缩饲料；在浓缩饲料的基础上添加适量的能量饲料原料即可加工为配合饲料。三者的主要关系情况如下图所示：

图 5：预混合饲料、浓缩饲料、配合饲料分类



资料来源：公司招股书,华金证券研究所

我国 2010 年至 2021 年饲料总产量以及预混合饲料、浓缩饲料、配合饲料的产量情况如下表所示：

表 1：我国 2010 年至 2021 年饲料总产量以及预混合饲料、浓缩饲料、配合饲料的产量（单位：万吨）

年份	饲料总产量	预混合饲料	浓缩饲料	配合饲料
----	-------	-------	------	------

年份	饲料总产量	预混合饲料	浓缩饲料	配合饲料
2010	16202	579	2648	12974
2011	18063	605	2543	14915
2012	19449	619	2467	16363
2013	19340	634	2398	16308
2014	19727	641	2151	16935
2015	20009	653	1961	17396
2016	20918	691	1832	18395
2017	22161	689	1854	19619
2018	23763	607	1418	21659
2019	22885	543	1242	21014
2020	25276	595	1515	23071
2021	29344	663	1551	27017

资料来源：饲料工业年鉴，全国饲料工业统计资料，中国饲料工业协会，华金证券研究所

2) 按照饲养对象分类

在我国民居的肉类消费结构中，猪肉一直占据主导地位。2010 年至 2021 年我国猪肉消费占肉类消费比重均达到 50%以上。猪肉消费带动了生猪养殖业快速发展，进而推动了猪饲料行业规模大力扩张。2010 年至 2021 年，我国饲料产量及猪饲料产量变动情况如下：

表 2：我国 2010 年至 2021 年饲料产量及猪饲料产量（单位：万吨）

年份	饲料总产量	猪饲料产量	猪饲料产量占比
2010	16202	5947	36.71%
2011	18063	6830	37.81%
2012	19449	7722	39.70%
2013	19340	8411	43.49%
2014	19727	8616	43.68%
2015	20009	8344	41.70%
2016	20918	8726	41.72%
2017	22161	9810	44.27%
2018	23763	10443	43.95%
2019	22885	7663	33.48%
2020	25276	8922	35.30%
2021	29344	13077	44.56%

资料来源：饲料工业年鉴，全国饲料工业统计资料，中国饲料工业协会，华金证券研究所

2010 年至 2021 年我国猪饲料产量从 5,947 万吨增长至 13,077 万吨，年复合增长率为 7.43%。2019 年度，受非洲猪瘟疫情等因素影响，下游生猪养殖规模大幅下降，导致猪饲料产量亦有所下滑。为保证猪肉供给、稳定猪肉价格，国务院、发改委、农业农村部等各部委迅速出台了一系列政策来扶持下游生猪养殖业。截至 2020 年末，全国生猪存栏量、能繁母猪存栏量均有所回升，恢复生猪生产相关政策效果开始显现，生猪养殖户补栏信心进一步增强，规模养殖场生

产恢复势头更加强劲，全国生猪生产开始探底回升，生猪养殖规模的不断回升带动猪饲料需求也相应增加。

而从行业集中度来看，相较于作坊式小规模散户养殖，规模化养殖企业在育种、防疫、成本控制、技术水平等方面具有绝对优势，因此规模化养殖企业在市场竞争中逐渐脱颖而出，而散户养殖户的数量逐年减少。规模化养殖企业通常采用更有效、更精密的多阶段饲喂方式进行养殖，该种方式对饲料的质量、安全和营养性提出更高要求，从而倒逼饲料企业需在产品供应及时性、产品安全性、营养水平及产品环保性等多个方面满足客户需求。饲料行业内企业为提高自身竞争实力、巩固和扩大优势地位，亦不断采用扩大饲料生产规模、加大研发力度及兼并收购等方式，使得饲料行业内企业呈现逐步规模化发展的趋势，市场整体集中度提高。

（三）公司亮点

1、公司已建立起以附加值较高的教槽料与乳猪料类幼小动物营养产品为核心的产品格局，形成一定的行业领先优势。教槽料、乳猪料为猪幼小时期阶段的营养产品，具有诱食性好、易消化吸收、营养丰富等特点，相较于其他阶段而言有更高的生产技术要求，产品附加值相对较高；然而，因使用量在猪生长阶段所占比例较小，教槽料、乳猪料的行业竞争程度小于后端料市场。公司作为长期深耕技术壁垒较高的教槽料及乳猪料，报告期间配合饲料细分产品教槽料、乳猪料的收入占比较同业大规模公司更高、达 60%以上；且部分产品已获得下游客户及行业的广泛认可。得益于在教槽料与乳猪料领域的领先优势，公司盈利情况良好，2021 年毛利率为 15.69%、位居行业前列。

2、公司主要的生产基地已覆盖全国多个省市，同时，募投项目新厂房也已提前建设，有利于为核心客户提供相应的产品及服务。截至目前，公司已覆盖全国多个省市，并战略性的在江西省、广东省、浙江省、重庆市等经济发达地区建立生产基地，有利于为核心客户及时、充分地提供相应产品及服务。同时，根据公司招股书，截至 2022 年 6 月末，公司固定资产为 1.31 亿元，较 2020 年增加了 0.82 亿元；在建工程为 7930 万元，较 2021 年增加了 105.51%；主要系募投项目重庆新工厂建设并转入固定资产，以及广州播恩工厂建设等导致固定资产、在建工程增加。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 6 个项目。

- 1、**播恩集团股份有限公司赣州年产 24 万吨饲料项目：**建设完成后，将形成年产 24 万吨猪饲料的设计产能，其中包括教槽料设计产能 6 万吨/年、乳猪料设计产能 6 万吨/年、使用发酵原料的全价料设计产能 12 万吨/年。
- 2、**浙江播恩年产 12 万吨饲料项目：**建设完成后，将形成年产 12 万吨猪饲料的设计产能，其中乳猪料设计产能 6 万吨/年、使用发酵原料的全价料设计产能 6 万吨/年。
- 3、**播恩生物健康产业基地-维生素复合预混料项目：**建设完成后，将形成年产 3.6 万吨预混合饲料设计产能，其中维生素类预混合饲料 0.6 万吨/年，预混合饲料 3 万吨/年。

- 4、**重庆八维生物年产 12 万吨饲料项目**：建设完成后，将形成年产 12 万吨猪饲料的设计产能，其中预混合饲料 6 万吨/年、使用发酵原料的全价料 6 万吨/年。
- 5、**播恩生物健康产业基地-研发中心建设项目**：项目拟定 3 个研发方向，分别为高效安全生物发酵饲料菌种的选育研发、畜禽粪污生物发酵-制粒资源化利用的研发、全发酵无抗液体饲料的研发。
- 6、**播恩集团股份有限公司信息系统平台升级项目**：根据公司信息化管理的现状和未来的需求，本项目拟引进最新一代 SAP 系统 SAP S/4HANA，具体内容包括安装系统相关软件、配备相应的 ERP 生产应用服务器、ERP 开发测试服务器、ERP 生产 HANA 数据库服务器和配套 OA 泛微软件，引进 SAP 实施的专业人才。

表 3：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	播恩集团股份有限公司赣州年产 24 万吨饲料项目	10,830.77	7,330.77	24 个月
2	浙江播恩年产 12 万吨饲料项目	5,659.09	3,659.09	12 个月
3	播恩生物健康产业基地-维生素复合预混料项目	8,698.22	8,698.22	24 个月
4	重庆八维生物年产 12 万吨饲料项目	7,326.62	5,326.62	18 个月
5	播恩生物健康产业基地-研发中心建设项目	5,145.28	5,145.28	24 个月
6	播恩集团股份有限公司信息系统平台升级项目	3,612.38	1,745.52	24 个月
	总计	41,272.36	31,905.50	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 17.10 亿元，同比减少 3.45%；实现归属于母公司净利润 0.77 亿元，同比下降 13.93%。根据初步预测，公司预计 2023 年 1-3 月营业收入约为 38,300 万元至 42,500 万元，同比增长幅度为 27.13%至 41.07%；预计归属于母公司股东的净利润约为 1,405 万元至 2,205 万元，同比增长幅度为 1,058.13%至 1,717.57%；预计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润约为 1,320 万元至 2,120 万元，同比增长幅度为 2,877.64%至 4,682.27%。整体来看，随着下游生猪养殖市场逐渐回暖，饲料经营环境较 2022 年第一季度已明显好转；同时新冠疫情防控措施调整后物流及消费市场亦有所恢复；因此，公司预计 2023 年 1-3 月整体经营业绩较上年同期增长明显。

公司长期深耕猪饲料领域；考虑主营业务的相似性，选取傲农生物、大北农、金新农、唐人神、以及正虹科技为播恩集团的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年平均收入规模为 154.81 亿元、可比 PS-TTM（算数平均）为 0.96X，销售毛利率为 6.56%；相较而言，公司的营收规模虽不及同业平均，但销售毛利率处于同业的中上游水平。

表 4：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PS-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
603363.SH	傲农生物	118.99	0.59	180.38	56.62%	-15.20	-365.25%	1.43%	-116.6%

代码	简称	总市值 (亿元)	PS-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
002385.SZ	大北农	380.53	1.27	313.28	37.32%	-4.40	-122.52%	10.45%	-4.10%
002548.SZ	金新农	48.12	1.15	48.67	19.61%	-9.89	-847.90%	12.16%	-59.91%
002567.SZ	唐人神	109.26	0.45	217.42	17.36%	-11.47	-220.74%	6.11%	-20.82%
000702.SZ	正虹科技	16.66	1.36	14.32	34.00%	-2.24	-768.74%	2.63%	-63.97%
001366.SZ	播恩集团	/	/	17.71	17.28%	0.90	-2.22%	15.69%	20.27%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(六) 风险提示

主要原材料价格波动的风险、生猪养殖行业周期波动导致的业绩波动风险、上下游行业发生疫病或自然灾害的风险、下游客户被退养及结构变化的风险、经销商管理风险、食品质量安全风险、公司规模扩张引致的管理风险、猪周期和猪肉价格下跌造成的经营风险、核心人员流失的风险、实际控制人控制的风险、税收优惠政策变化的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn