

邦基科技 (603151.SH)

高端饲料领航者，有望充分受益后周期需求回暖

买入 (首次评级)

当前价格: 11.42 元

投资要点:

➤ 推荐逻辑: 生猪产能去化推动价格回升, 推荐后周期高端饲料

我们按照量、利两个维度对邦基科技业绩进行拆解, 可对应为饲料销量、单吨售价、单吨成本三大指标, 选取了能繁母猪数量、猪价和玉米豆粕价格三个行业核心因子作为三大指标的拟合变量。

公司自 2022 年上市以来, 便面临着猪价磨底、农产品原料价格高企的双重压力。我们分析了 2024 年行业三大核心因子的变化, 猪周期拐点渐进、玉米和豆粕农产品原料价格回落, 均利好量和利的增长, 判断公司后续业绩有望增长。而公司自身高端饲料品质+拓客能力 α 的加持, 提供了更多业绩弹性和估值弹性。

➤ 行业: 从量、利影响核心因子分析, 公司业绩有望回暖

猪饲料细分产品众多, 前端料、预混料附加值较高, 不同的饲料销售结构也决定了饲料公司盈利水平的差异。

2021 年以来猪饲料行业经历着猪价下跌、原料价格高企的双重压力, 导致销量与成本两头承压。在经历长期周期底部后, 2024 年行业发展产生了新变化, 我们认为利好公司后续业绩发展。首先猪周期有望反弹, 猪价上涨将利好能繁母猪补栏, 公司销量无虞, 且下游客户对价格接受度更好; 其次, 大宗农产品玉米、豆粕价格或回落, 公司成本下降将带动盈利能力回升。

➤ 公司: 高端饲料领航者, 品质为先、同步开拓规模场客户

公司立足山东, 深耕高端猪饲料领域十七载。公司产品定位高端, 售价高于市场, 不走低价吸引客户的寻常路线, 而是以优秀的产品质量和养殖效果与客户建立起强黏性, 充分发挥经销商在下沉市场的渠道作用, 让产品口碑在终端养殖户中传播, 以用户转介绍作为主要拓客方式, 实现销售滚雪球式增长。在现阶段下沉市场的销售渠道之外, 公司正在谋求新增长, 以前期沉淀的品牌声誉拓展规模场客户, 销售规模有望迈上新台阶。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2024/2025/2026 营业收入 2,366/3,165/3,884 百万元, 同比增长 44%/34%/23%, 净利润 125/156/192 百万元, 同比增长 49%/25%/23%, 对应 EPS 为 0.74/0.93/1.14 元。采用可比公司估值法, 2024 年可比公司平均 PE 倍数为 21.25 倍, 考虑到公司坚持品质领先、开拓客户, 估值有望中枢上升, 首次覆盖给予“买入”评级。

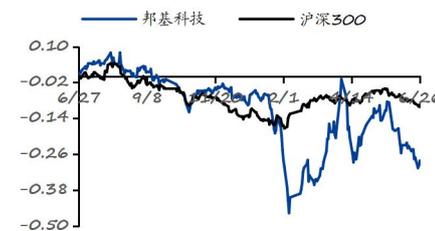
➤ 风险提示

猪价不及预期; 动物疫病风险; 原料价格波动风险; 规模场客户拓展不及预期风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	168.00/80.83
流通 A 股市值(百万元)	923.10
每股净资产(元)	7.43
资产负债率(%)	14.61
一年内最高/最低价(元)	17.70/8.31

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 姜倩(S0210523090001)
lq30299@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,658	1,647	2,366	3,165	3,884
增长率	-18%	-1%	44%	34%	23%
净利润(百万元)	120	84	125	156	192
增长率	-18%	-30%	49%	25%	23%
EPS(元/股)	0.72	0.50	0.74	0.93	1.14
市盈率(P/E)	15.9	22.9	15.4	12.3	10.0
市净率(P/B)	1.6	1.6	1.5	1.3	1.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键变量

(1) 营业收入：一方面，猪周期有望进入上行区间，养殖端补栏积极性将提高，进而带动饲料板块的需求的提升。在猪周期盈利确定性较高的情况下，前端料需求将率先回暖，而养殖端对于高品质饲料的购买意愿也将提升；另一方面，公司积极募资扩产，2023年已经建成多个新生产基地，产能得到有效提高，2024年四川邦基项目建成后，总产能将达到172.67万吨。此外，公司正在开拓规模场客户，积极消化新建产能。因此随着猪价明显上升拐点来临，公司销量也有望实现增长。

我们预测2024-2026年公司营业收入2,366/3,165/3,884百万元，同比增长44%/34%/23%。其中，配合料营业收入1,390/1,901/2,351百万元，同比增长47%/37%/24%；浓缩料营业收入632/884/1,079百万元，同比增长42%/40%/22%；预混料营业收入93/99/120百万元，同比增长45%/7%/20%。

(2) 毛利率：玉米、豆粕等原料价格进入下行通道，带动饲料成本下降，且公司产品品质高端、技术实力过硬，在养殖端盈利、客户价格接受度高的背景下，有望享受更多溢价，假设未来公司产品毛利率保持一定程度的上升。

我们预测2024-2026年公司毛利率为13.05%/13.40%/13.58%，其中配合料毛利率为12.66%/13.00%/13.20%，浓缩料毛利率为15.31%/15.65%/15.84%，预混料毛利率为16.25%/16.58%/16.77%。

我们区别于市场的观点

(1) 在猪价经历长时间低价磨底后，目前市场对于猪周期拐点判断较为谨慎，大多还处在观望状态。但我们认为目前生猪养殖正在从本质层面发生推动产能去化的变化，主要有长时间亏损带来的资金压力、疫病压力，后续供应偏紧，叠加下半年迎来猪肉消费旺季，猪价将有明显上行。因此，我们看好后周期猪饲料板块。

(2) 市场担忧公司饲料产品售价较高、无法在低价竞争中取胜。但我们认为公司坚持走差异化路线，凭借优秀的综合饲喂效果，在经销商与客户之间树立起了良好的品牌声誉，能够以品牌影响力和转介绍的方式自然拓客。与此同时，公司在规模场大客户的拓展方面也取得了积极进展。而猪周期板块今年盈利的确定性较高，客户更愿意购买品质饲料，提升养殖效果。因此，公司业绩有望量利齐升。

股价上涨的催化因素

猪价上涨超预期；公司规模场客户拓展超预期。

估值和目标价格

我们预测公司2024/2025/2026营业收入2,366/3,165/3,884百万元，同比增长44%/34%/23%，净利润125/156/192百万元，同比增长49%/25%/23%，对应EPS为0.74/0.93/1.14元。我们选取了同样以饲料生产和销售为主营业务的海大集团、禾丰股份、唐人神作为可比公司，得到2024年3家公司的平均PE为21.25倍。公司是纯正的猪饲料板块标的，猪饲料占营收比重达到90%以上，在猪价有望迎来明显上涨拐点、带动后周期饲料板块需求增加、玉米和豆粕原料价格回落的行业背景下，公司自身优势显著，坚持品质为先的高端路线，与经销商和客户之间建立起了强劲黏性，实现销售的滚雪球式增长，并正在积极开拓规模场客户、提升产能。因此，公司估值有望中枢上升，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

猪价不及预期；动物疫病风险；原料价格波动风险；规模场客户拓展不及预期风险。



正文目录

1 推荐逻辑：生猪产能去化推动价格回升，推荐后周期高端饲料	5
2 行业：从量、利影响核心因子分析，公司业绩有望回暖	6
2.1 猪饲料细分产品众多，前端料、预混料附加值较高	6
2.2 拆解影响邦基科技业绩的三大行业核心因子	7
2.3 2024 年行业发展利好三大核心因子，支持公司业绩提升	10
2.3.1 猪价：长期亏损+非疫病驱动产能去化，3月起猪价进入上涨区间	10
2.3.2 能繁母猪：猪价上涨，带动补栏情绪	13
2.3.3 玉米、豆粕农产品：供给宽松，价格回落	13
2.3.4 三大核心因子变化对公司量、利指标的影响	14
3 公司：高端饲料领航者，品质为先、同步开拓规模场客户	16
3.1 深耕高端猪饲料，股权激励彰显发展信心	16
3.2 公司盈利能力较强，业绩改善在望	19
3.3 公司竞争优势显著，差异化路线拓展品牌市场	21
3.3.1 产品：以品质取胜，客户使用综合效果好、黏性强	21
3.3.2 市场渠道：重视经销商在下沉市场的作用，后续增长点看规模场客户	24
3.3.3 地区：立足山东，开拓全国	26
3.3.4 募投：提升产能，迎接饲料需求增长	27
4 盈利预测与投资建议	28
4.1 盈利预测	28
4.2 投资建议	30
5 风险提示	31

图表目录

图表 1: 推荐逻辑	5
图表 2: 猪饲料按适用生长阶段分类	6
图表 3: 预混料、浓缩料与配合料的关系	7
图表 4: 影响饲料公司业绩的核心因素	7
图表 5: 养殖端传导至饲料端逻辑	8
图表 6: 能繁母猪存栏数（左）与公司猪饲料销量（右）	8
图表 7: 单吨成本与玉米、豆粕价格拟合	8
图表 8: 玉米价格趋势（元/kg）	9
图表 9: 豆粕价格趋势（元/kg）	9
图表 10: 单吨售价（左）与猪价（右）拟合	9
图表 11: 单吨售价（左）与原料成本（右）拟合	9
图表 12: 公司猪饲料售价、成本情况	10
图表 13: 生猪养殖利润（元/头）	11
图表 14: 部分生猪上市公司资产负债率	11
图表 15: 非疫病病的特点图示	12
图表 16: 全国生猪出栏价（元/斤）	13
图表 17: 能繁母猪存栏数（国家统计局口径）	13
图表 18: 能繁母猪存栏数（涌益咨询调研口径）	13
图表 19: 2023 年以来玉米价格走势（元/kg）	14
图表 20: 2023 年以来豆粕价格走势（元/kg）	14
图表 21: 2024 年 2 月外购仔猪养殖利润已经扭亏为正	14
图表 22: 各类猪饲料销量环比情况	15
图表 23: 2024 年行业核心因子变化对公司业绩的影响	15
图表 24: 公司发展历程	16
图表 25: 公司主要产品	17
图表 26: 公司主营业务分产品构成	17
图表 27: 公司预混料和浓缩料销售占比较高	17



图表 28:	公司股权结构图 (截至 2024Q1)	18
图表 29:	股票期权激励计划中对公司营业收入的要求	18
图表 30:	股票期权激励计划中对公司净利润的要求	18
图表 31:	股票期权激励计划中公司层面考核要求	19
图表 32:	2018-2024Q1 营业收入及同比增速	20
图表 33:	2018-2024Q1 归母净利润及同比增速	20
图表 34:	公司毛利率和净利率情况	20
图表 35:	同行业公司毛利率情况	20
图表 36:	公司各项费用情况	21
图表 37:	同行业公司饲料销售单价	21
图表 38:	邦基 9 号销售单价及毛利率	22
图表 39:	公司饲料销售单价 (元/吨)	22
图表 40:	公司各阶段饲料产品的设计理念	22
图表 41:	公司所拥有的核心技术	23
图表 42:	公司与同行业单位成本对比 (元/吨)	24
图表 43:	公司原材料采购比例	24
图表 44:	公司主营业务收入销售渠道构成	25
图表 45:	公司不同销售规模客户数量占比	25
图表 46:	公司举办养殖培训活动	25
图表 47:	我国生猪养殖规模化率	26
图表 48:	公司主营业务收入地区构成	27
图表 49:	公司饲料销量及同比增长情况	27
图表 50:	公司产能利用率情况	27
图表 51:	公司产能情况 (万吨/年)	28
图表 52:	公司目前募投项目情况 (截至 2024Q1)	28
图表 53:	公司业绩拆分预测表	30
图表 54:	可比公司估值表	31
图表 55:	财务预测摘要	32



1 推荐逻辑：生猪产能去化推动价格回升，推荐后周期高端饲料

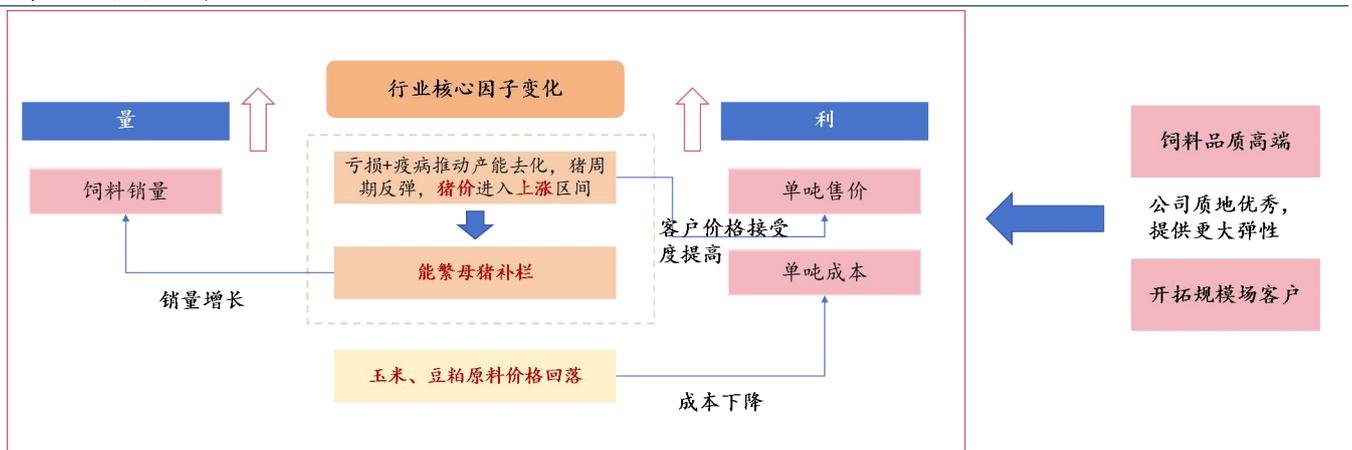
从行业三大核心因子出发，判断公司业绩有望增长。我们按照量、利两个维度对邦基科技业绩进行拆解，可对应为饲料销量、单吨售价、单吨成本三大指标，选取了能繁母猪数量、猪价和玉米豆粕价格三个行业核心因子作为三大指标的拟合变量。公司 2022 年上市以来便面临着猪价磨底、农产品原料价格高企的双重压力，我们从 2024 年行业三大核心因子的变化出发，判断公司后续业绩有望增长。

(1) 饲料销量：能繁母猪是生猪市场供应的前置指标，可作为公司饲料销量的拟合变量。生猪养殖行业自 2021 年以来仅短暂盈利 6 个月，叠加非瘟疫病常态化演绎，产能持续去化，2024 年 3 月起猪价进入上涨区间，猪周期反弹拐点渐进，推动能繁母猪补栏需求，进而带动公司饲料销量增长。而按照母猪-仔猪-育肥猪的生猪养殖周期，前端附加值较高的母猪料、教槽料和仔猪料的需求将率先回暖。此外，在行业上行期，养殖场使用高端饲料的意愿将提高。

(2) 饲料盈利能力：从成本方面看，玉米、豆粕大宗农产品价格回落明显，原料价格高企压力得到释放，将带动公司饲料成本下降。从售价方面看，饲料成本是影响饲料售价的主要因素，但同样也会受到猪价的影响。在猪价走势良好的情况下，下游养殖端对于饲料价格的接受度更高，饲料价格的下调幅度或低于饲料成本的下降幅度。

邦基科技是后周期饲料板块的优质标的，看好公司高端饲料品质+拓客能力。在上述行业β加持下，公司α提供更多弹性空间。**(1) 高端品质：**公司坚持走高端差异化产品路线，围绕猪的生长特点研发和生产饲料，开发猪的繁殖性能和生长潜能，提高养殖客户生产成绩。**(2) 拓客能力：**2023 年公司积极开拓直销大客户，打开规模场市场，成效初显，未来将持续贡献业绩增量。

图表 1: 推荐逻辑



数据来源：华福证券研究所

我们预测公司 2024/2025/2026 营业收入 2,366/3,165/3,884 百万元，同比增长



44%/34%/23%，净利润 125/156/192 百万元，同比增长 49%/25%/23%，对应 EPS 为 0.74/0.93/1.14 元。

2 行业：从量、利影响核心因子分析，公司业绩有望回暖

2.1 猪饲料细分产品众多，前端料、预混料附加值较高

猪饲料行业是生猪养殖的上游环节，属于生猪养殖的后周期板块，其客户面向各大养殖户、养殖场。猪饲料主要按照适用生长阶段、营养成分和适用比例进行分类，不同类别猪饲料的研发难度、技术含量与毛利率水平有所差距。

(1) 适用生长阶段

按照适用生长阶段，猪饲料可以划分为前端料和中大猪料。前端料主要包括母猪料、教槽料和仔猪料，中大猪料主要指育肥料，其中仔猪料、母猪料和育肥料的使用量占比在 90%以上。前端料对于配方和工艺的要求较高，要有效实现技术目的，如仔猪料需要满足幼猪和小猪精细化饲养要求，妊娠母猪料要提高产仔数，因此前端料的毛利率要高于中大猪料。

图表 2：猪饲料按适用生长阶段分类

种类	使用时间
教槽料	断奶前 2 周-断奶后 2 周
仔猪料	体重 10-25 公斤
中猪料	体重 25-60 公斤
大猪料	体重 60 公斤-出栏
后备母猪料	60 公斤/6 个月龄
妊娠母猪料	妊娠时期
哺乳母猪料	哺乳时期
种公猪料	种公猪使用

数据来源：邦基科技招股书，华福证券研究所

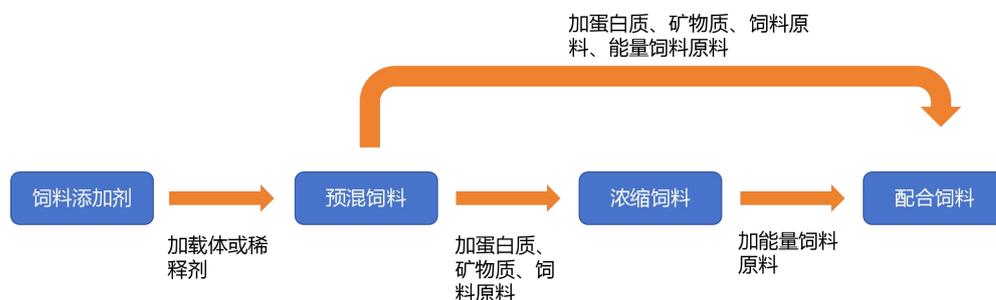
(2) 营养成分和适用比例

按照营养成分和适用比例，猪饲料可以划分为预混料、浓缩料和配合料。其中，预混料与浓缩料不可直接用于饲喂，需要进一步加工成配合料，才能够饲喂。预混料是饲料的核心部分，由各种微量元素与载体或稀释剂配比而成，含有的矿物元素、维生素和氨基酸通常对最终配合料效果起决定作用；浓缩料在预混料基础上，添加如豆粕的蛋白质和矿物质；配合料在浓缩料基础上，添加如玉米的能量饲料原料，得到可直接饲喂的成品饲料。

预混料是饲料的技术核心，决定饲料饲养效果，毛利率最高。预混料的研发与生产存在较高门槛，与动物营养学、饲料学、生物技术、机械工程等领域关系密切，

因此在配方设计中体现出很高的技术含量，在混合、计量、加工工艺等生产方面要求较高，其毛利率水平高于浓缩料、配合料。而配合料作为最终成品饲料，技术门槛低，同质化程度高，毛利率水平也较低。

图表 3: 预混料、浓缩料与配合料的关系



数据来源：邦基科技招股书，华福证券研究所

2.2 拆解影响邦基科技业绩的三大行业核心因子

猪饲料公司业绩可以从量、利两个维度拆解，进一步对应为饲料销量、饲料售价和饲料成本三个指标。以邦基科技为例，我们选取了能繁母猪数量、猪价和玉米豆粕价格三个行业核心因子，作为三个指标的拟合变量。其中，从影响程度来看，量方面主要受能繁母猪数量影响；利方面：玉米、豆粕价格对成本影响 > 猪价对售价影响。

图表 4: 影响饲料公司业绩的核心因素



来源：华福证券研究所

(1) 饲料销量——能繁母猪存栏

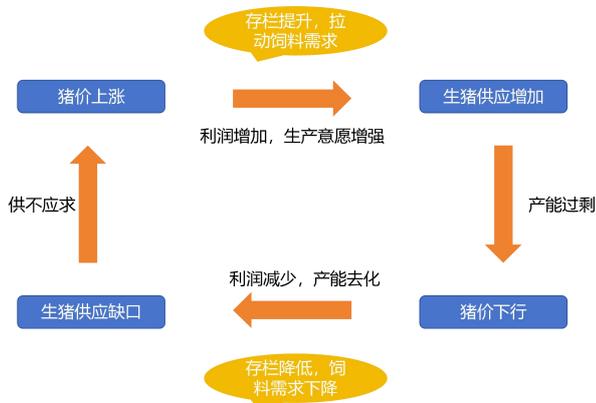
养殖端景气度变化向上游饲料端传导。饲料作为生猪养殖的后周期板块，养殖端景气度的变化会向上游饲料端传导，传导的基本逻辑如下：当猪价上涨时，养殖端有利可图，会扩大生产，补栏增加生猪供应，存栏上升，对于饲料的需求随之增加；当猪价下跌时，养殖端利润减少，放松对于猪群健康度和防疫的管理，亏损与



疫病同时推动产能去化，存栏下降，对于饲料的需求也随之减少。

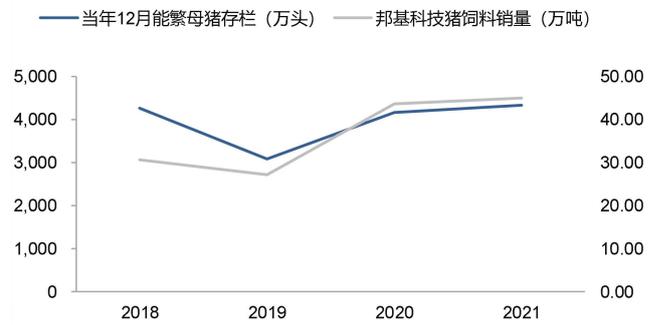
观察公司猪饲料销量变化趋势，与能繁母猪数量基本保持一致。能繁母猪是生猪供应的重要前置指标，可以反映大约 10 个月后的商品猪供给，能繁母猪数量的增减可以反映市场的热情程度、对后市猪价预期。因此我们选取能繁母猪存栏数作为公司销量的拟合因素，发现二者变化趋势基本保持一致。2019 年非瘟疫病重创能繁母猪产能，2019 年底能繁母猪存栏仅 3080 万头，当年公司猪饲料销量也有所下滑。在生猪供不应求的背景下，2019、2020 年猪价暴利上涨，也驱使着能繁母猪补栏，2020 年底能繁母猪存栏数回升至 4161 万头。

图表 5: 养殖端传导至饲料端逻辑



数据来源: 华福证券研究所

图表 6: 能繁母猪存栏数(左)与公司猪饲料销量(右)

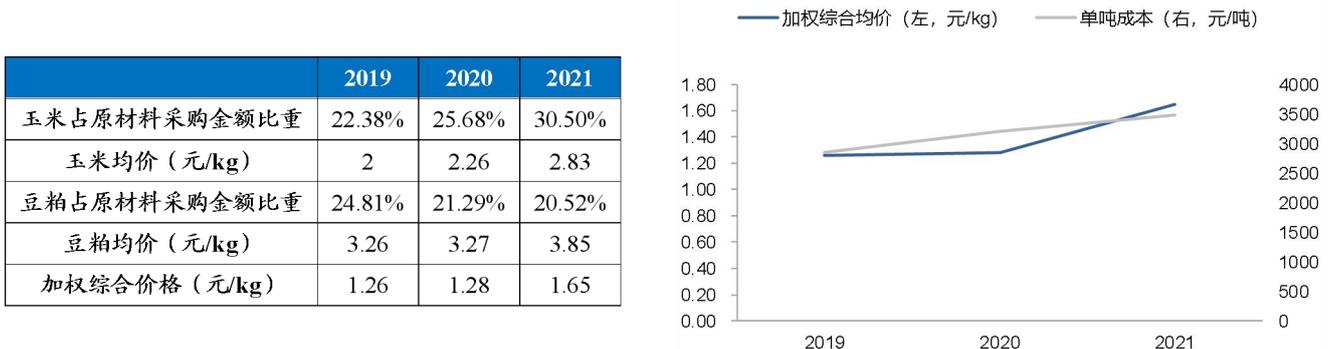


数据来源: iFinD、公司公告, 华福证券研究所

(2) 饲料成本——玉米、豆粕价格

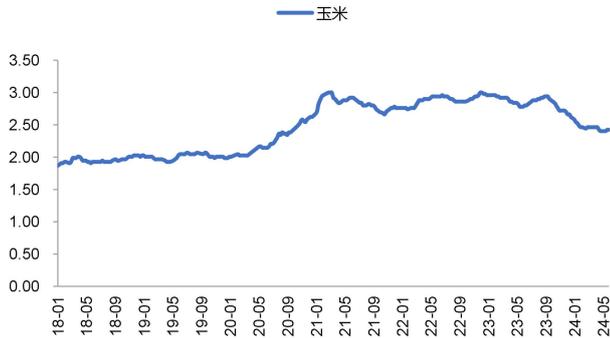
饲料成本主要受玉米、豆粕原料价格影响。玉米、豆粕是饲料的主要原料，2019-2021 年公司玉米、豆粕采购金额占原材料采购金额比重在 50% 上下。按照比重 × 均价加总，得到两大原料的加权综合价格，其走势与公司单吨成本趋势走势基本一致。2020 年以来受到全球贸易变化、关键产区恶劣天气等多重因素影响，玉米、豆粕价格全面攀升，进一步推动了饲料单吨成本上升。

图表 7: 单吨成本与玉米、豆粕价格拟合



数据来源: Mysteel、公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 玉米价格趋势 (元/kg)



数据来源: Mysteel, 华福证券研究所

图表 9: 豆粕价格趋势 (元/kg)

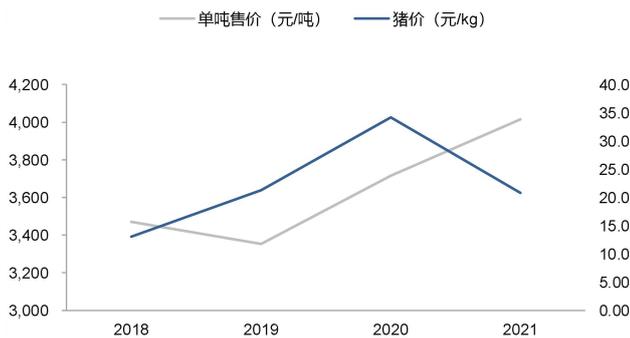


数据来源: Mysteel, 华福证券研究所

(3) 饲料售价——猪价, 玉米、豆粕价格

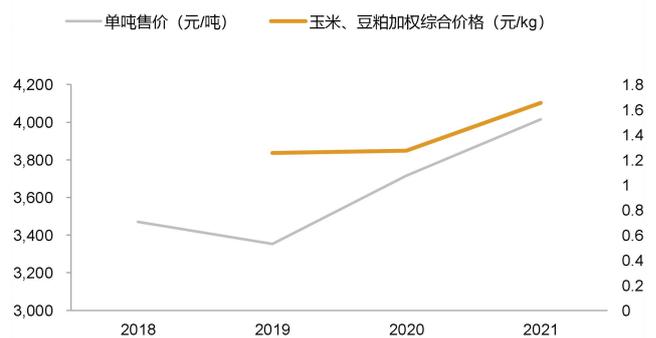
猪价与原料成本会共同影响饲料售价, 且主要受原料成本影响。公司采用成本加成定价模式, 会根据原料成本及时调整饲料售价, 玉米、豆粕加权综合价格与公司单吨售价拟合程度较好。猪价也会在一定程度上影响饲料售价, 当猪价上涨时, 下游客户对于饲料价格的接受程度也会提高, 促使公司提价, 2019、2020 年猪价走势大好, 公司销售价格也提升, 但 2021 年猪价走低, 公司售价依然增加, 主要系原料成本抬高导致。因此可以认为, 玉米、豆粕原料价格对于公司产品定价影响程度更大。

图表 10: 单吨售价 (左) 与猪价 (右) 拟合



数据来源: Mysteel、公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 单吨售价 (左) 与原料成本 (右) 拟合



数据来源: Mysteel、公司公告, 华福证券研究所

在上述三个核心因子中, 我们认为按照影响程度排序, 量方面主要受能繁母猪数量影响; 利方面: 玉米、豆粕价格对成本影响 > 猪价对售价影响。(1) 首先, 销量构成了公司业绩的基础, 能繁母猪数量影响程度较大。(2) 其次在利的层次, 原料价格对成本的影响要大于猪价对售价的影响。从 2019-2021 年情况看, 公司单吨成本与售价变化趋势一致, 但成本的变化幅度要大于售价变化幅度。2019 年公司单



吨成本下降了 5pct，猪价上升，下游客户对价格的接受度高，单吨售价仅下降 3pct。2020 年原料成本与猪价均上涨，年度猪价均价高达 34 元，公司单吨成本增加 12pct，但单吨售价仅增加 11pct，毛利率较 2019 年有所降低。

图表 12: 公司猪饲料售价、成本情况

	2018	2019	2020	2021
单吨售价 (元/吨)	3472	3355	3715	4017
YoY		-3%	11%	8%
单吨成本 (元/吨)	2997	2851	3204	3478
YoY		-5%	12%	9%
毛利率	13.69%	15.03%	13.76%	13.43%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.3 2024 年行业发展利好三大核心因子，支持公司业绩提升

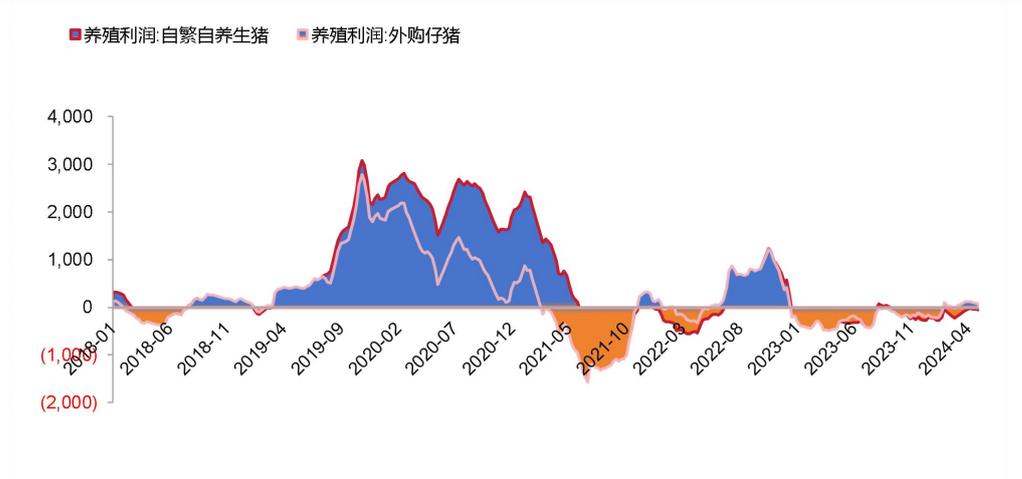
2021 年以来猪饲料行业经历着猪价下跌、原料价格高企的双重压力，导致销量与成本两头承压。在经历长期周期底部后，2024 年行业发展产生了新变化，我们认为利好公司后续业绩发展。首先猪周期有望反弹，猪价上涨将利好能繁母猪补栏，公司销量无虞，且下游客户对价格接受度更好；其次，大宗农产品玉米、豆粕价格或回落，公司成本下降将带动盈利能力回升。

2.3.1 猪价：长期亏损+非瘟疫病驱动产能去化，3 月起猪价进入上涨区间

(1) 长期亏损带来的资金压力

2021 年以来行业仅盈利 6 个月，长期亏损下举债经营使得猪场资金链愈发紧张。2018 年非瘟爆发对生猪产能造成重创，市场严重供不应求，2019、2020 年猪价飞涨，暴利盈利驱使养殖场加杠杆扩张规模。在产能兑现后，猪价自 2021 年起进入下行周期，只在 2022 年下半年短暂盈利 6 个月，长期亏损使得猪场现金流状况堪忧，为维持正常经营不得不继续借债，2023 年上市生猪上市公司资产负债率普遍超过 60%。在亏损以及高杠杆的资金压力下，养殖场为保证现金流和资金链的安全，将主动缩减产能。

图表 13: 生猪养殖利润 (元/头)



来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 14: 部分生猪上市公司资产负债率

	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/3/31
牧原股份	54%	40%	46%	61%	54%	62%	64%
温氏股份	34%	29%	41%	64%	56%	61%	63%
新希望	43%	49%	53%	65%	68%	72%	74%
*ST正邦	68%	68%	59%	93%	148%	54%	50%
天邦食品	62%	62%	43%	80%	80%	87%	81%
傲农生物	69%	74%	68%	87%	82%	104%	107%
华统股份	34%	45%	55%	70%	62%	75%	77%
唐人神	39%	48%	43%	58%	60%	65%	67%
京基智农	76%	63%	72%	83%	85%	68%	66%
巨星农牧	39%	38%	37%	45%	49%	60%	62%
德康农牧	81%	47%	52%	74%	74%	80%	
东瑞股份	47%	33%	31%	16%	34%	42%	44%
神农集团	34%	27%	21%	13%	14%	26%	30%
天康生物	61%	54%	56%	55%	50%	53%	54%
中粮家佳康	53%	62%	53%	52%	55%	43%	
广弘控股	26%	30%	45%	49%	47%	55%	55%

来源: iFinD, 华福证券研究所

(2) 非瘟疫病常态化演绎

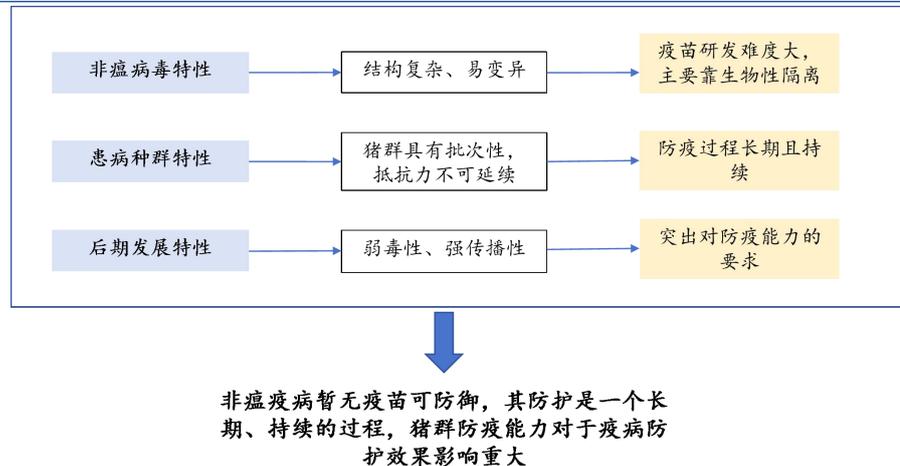
非瘟疫病朝弱毒性、强传播性演化，防疫不当将加剧疫情影响。非瘟病毒复杂且易变异，目前尚无有效疫苗可防护，自 2018 年我国确认首例非瘟疫病起，每年都会受到非瘟疫病的扰动。非瘟病毒为适应外部环境，正在朝弱毒性、强传播性方向演化，若防疫放松防疫警惕性，感染几率或高于之前。2023 年全年行业都处于微亏状态，部分猪场为了降低成本，减少了在健康和防疫方面的投入，导致猪群防疫能力弱化。此外，一些集团大场过于乐观，在分级阶梯防疫制度下，放松对于低危区的防控，同样也削减了猪群的防疫能力。在非瘟病毒隐蔽性增强、潜伏期增长的背景下，没有做好防疫保护的猪群很容易感染非瘟疫病，最终污染区域成片区爆发，局部影响严重程度不亚于 2018 年。

南方进入高温多雨期，易发暴雨洪涝，增大非瘟及其它猪疫的防控难度。受到全球气候变暖、厄尔尼诺及热带印度洋增暖多重因素影响，今年的极端天气偏多，

南方易发暴雨洪涝灾害，给非瘟及其它猪疫的防控增加了难度。后续需要持续关注南方雨季对非瘟及其它猪疫的影响，或促进行业产能去化边际加速。

（关于非瘟疫情的更多解读，详见我们 2024 年 5 月 4 日发布的报告《非瘟疫病扰动下猪价“淡季不淡”，重点跟踪后续南方雨季影响》。）

图表 15: 非瘟疫病的特点图示



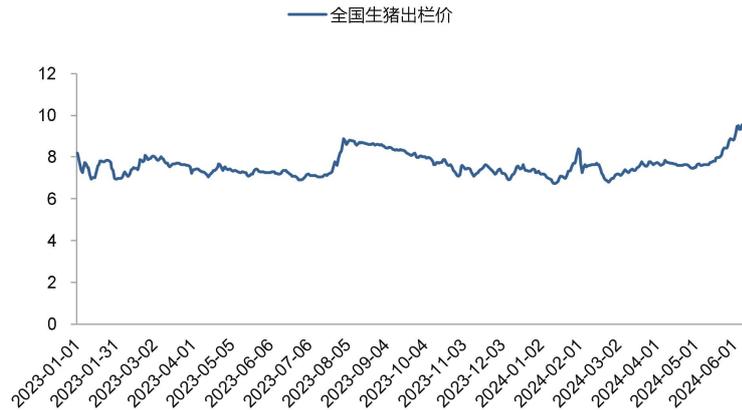
来源：华福证券研究所

长期亏损、非瘟疫病常态化属于生猪养殖行业本质层面的两大变化，推动行业产能去化，后续市场供应或偏紧，带动猪价上涨。在经历猪价的长期磨底后，2024 年有望开启新一轮猪周期反弹。

3 月猪价超预期上涨，5 月继续强势上涨。年后属于猪肉消费的传统淡季，但在 2024 年 3 月猪价进入上涨区间，主要是受到去年 10 月非瘟疫情对生猪产能去化冲击的影响，市场缺猪情况已经初步显现。在产能收缩、供应偏紧稳步兑现的背景下，2024 年 5 月猪价强势上行，周期反转趋势更为明朗，看好后续猪价步入周期右侧。下半年猪肉消费的需求将进入旺季，生猪供给的缺口或将进一步突显，促进猪价上涨。



图表 16: 全国生猪出栏价 (元/斤)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

2.3.2 能繁母猪: 猪价上涨, 带动补栏情绪

在长期亏损叠加非瘟疫病影响下, 生猪养殖行业产能持续去化, 能繁母猪存栏数可以较好反映行业产能情况。据国家统计局官方口径统计, 2023 年能繁母猪数量逐季下降, 2024 年 Q1 低至 3992 万头, 为近年来首次低于 4000 万头。但随着猪价上涨, 养殖端对后市价格看好, 已经开始补栏。据涌益咨询调研数据统计, 2024 年 2 月以来能繁母猪存栏数环比增幅为正, 2/3/4/5 月环比增长 0.28%/1.57%/0.96%/0.73%。待后续供需缺口进一步拉大, 养殖端补栏积极性或仍将持续释放。

图表 17: 能繁母猪存栏数 (国家统计局口径)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 18: 能繁母猪存栏数 (涌益咨询调研口径)



数据来源: 涌益咨询, 华福证券研究所

2.3.3 玉米、豆粕农产品: 供给宽松, 价格回落

受到全球贸易变化、气候变化减产等因素影响, 玉米、豆粕原料价格自 2020 年以来全面上涨, 一度在 2022 年底、2023 年初达到峰值, 玉米、豆粕价格高点约为 3 元/kg、5 元/kg。2023 年丰年增产, 国内外玉米、大豆产量和供应充足, 叠加下游养殖需求疲软, 2023 年下半年玉米、豆粕价格进入下跌通道, 截至 2024 年 5 月 31 日, 玉米、豆粕价格分别为 2.42、3.95 元/kg。

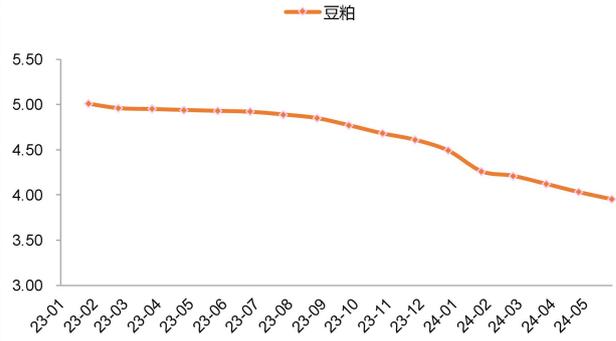


图表 19: 2023 年以来玉米价格走势 (元/kg)



数据来源: Mysteel, 华福证券研究所

图表 20: 2023 年以来豆粕价格走势 (元/kg)



数据来源: Mysteel, 华福证券研究所

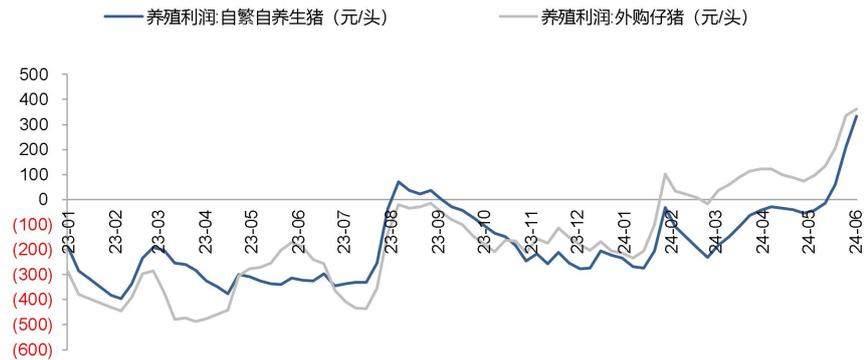
2.3.4 三大核心因子变化对公司量、利指标的影响

上述猪价、能繁母猪、原料价格三大行业核心因子, 作为公司饲料销量、饲料售价和饲料成本三大核心业绩指标的拟合变量, 将进一步影响公司量、利变化。

(1) 饲料销量

补栏带动能繁母猪存栏数回升, 公司饲料销量有望增长。当前时点, 我们判断后续生猪供应偏紧, 2024 年下半年猪价将有明显回升, 养殖端盈利具有确定性, 补栏需求将逐渐释放, 带动后周期板块饲料端产销量上升。通过拟合变量能繁母猪数量看, 能繁母猪数量的回升利好公司饲料销量的增长。

图表 21: 2024 年 2 月外购仔猪养殖利润已经扭亏为正



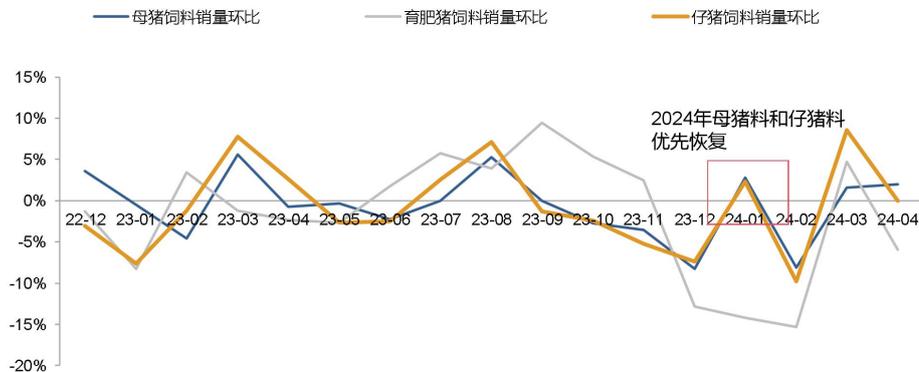
数据来源: iFinD, 华福证券研究所

按照养殖规律, 前端母猪料、教槽料和仔猪料需求将率先回暖。按照母猪-仔猪-育肥猪的生猪养殖周期来看, 当养殖端对于后市价格看好的时候, 将优先补充母猪与仔猪进行培育, 6-10 个月后出栏, 因此母猪料、仔猪料、教槽料等前端料需求也将被优先带动。育肥猪由于培育周期短, 3-4 个月即可出栏, 其补栏需求更多在猪价后续上涨时释放。2024 年 1 月前端料环比增长率先转正, 并在 3 月、4 月继续增长,



表明养殖端存在一定补栏需求。待下半年猪价上升拐点出现，猪周期进入上行区间明确，养殖端补栏积极性将显著提升，进一步拉动饲料销售。

图表 22: 各类猪饲料销量环比情况



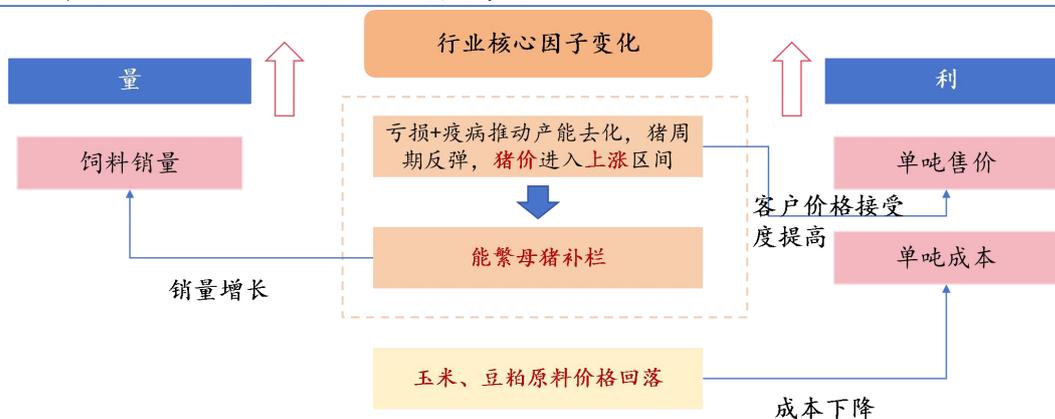
数据来源: Mysteel, 华福证券研究所

(2) 饲料盈利能力

在原料成本下降、下游客户价格接受度更好的背景下，公司饲料盈利能力或有所提升。毛利率的提升来源于成本下降、售价上升两方面。从成本方面看，玉米、豆粕大宗农产品价格回落明显，原料价格高企压力得到释放，将带动公司饲料成本下降。从售价方面看，饲料成本是影响饲料售价的主要因素，但同样也会受到猪价的影响。在猪价走势良好的情况下，下游养殖端对于饲料价格的接受度更高，饲料价格的下调幅度或低于饲料成本的下降幅度。

综上，受益于 2024 年行业三大核心因子的变化，我们认为公司业绩从量、利两方面看均会有所提升，叠加公司自身优秀的质地，将提供更大的业绩弹性和估值弹性。

图表 23: 2024 年行业核心因子变化对公司业绩的影响



数据来源: 华福证券研究所

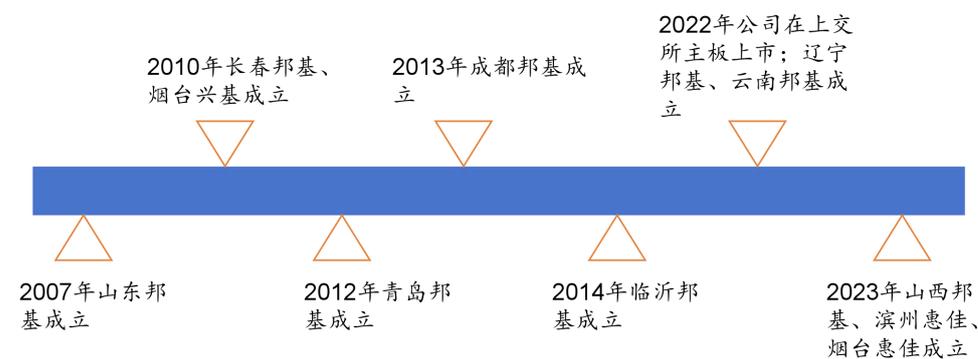


3 公司：高端饲料领航者，品质为先、同步开拓规模场客户

3.1 深耕高端猪饲料，股权激励彰显发展信心

公司立足山东，深耕高端猪饲料领域十七载。公司于2007年在山东成立，自成立以来一直从事高品质猪饲料的研发、生产和销售业务，产品定位高端优质，专注动物生命、生物技术与动物营养研究，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。发展至今，公司已经成为国家农业产业化重点龙头企业，在山东、东北地区具有较高的品牌知名度和市场占有率，并不断成立地区公司，将市场拓展至全国。

图表 24：公司发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

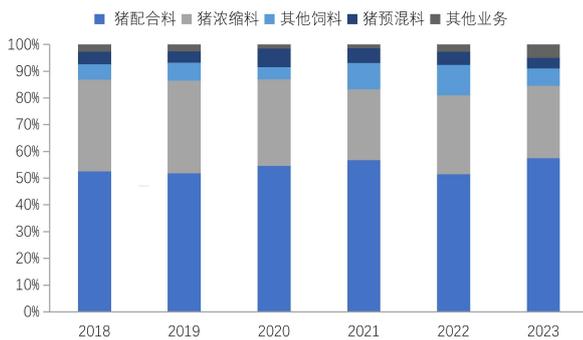
公司主要产品包括猪预混料、猪浓缩料、猪配合料，技术含量较高的预混料和浓缩料销售占比在同行中处于较高水平。公司产品种类丰富，涵盖预混料、浓缩料、配合料，能够满足客户自主调配或直接饲喂的需要，覆盖生猪养殖各个生长阶段。与同行业对比，公司技术含量和附加值较高的预混料、浓缩料在销售结构中占比较高，显示了公司定位高端的差异化路线。

图表 25: 公司主要产品

类型	产品系列	部分产品图示
猪预混料	邦基 9 号、10%猪复合预混合饲料、4%猪复合预混合饲料	
猪浓缩料	156、3010、保育金 7040、保育金 7030、151S、8070	
猪配合料	邦基奶粉、乳猪宝、仔猪宝、550-1、556、557、G101、G102、G103、G106、G107	

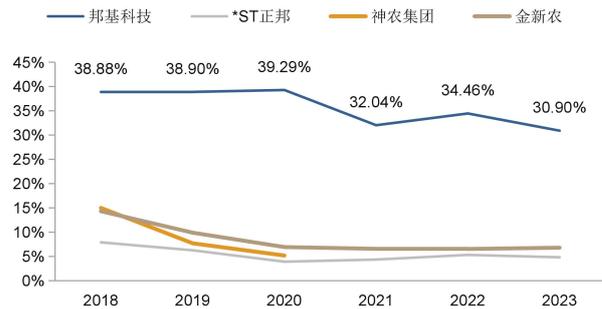
数据来源: 邦基科技招股书, 华福证券研究所

图表 26: 公司主营业务分产品构成



数据来源: iFinD、Wind, 华福证券研究所

图表 27: 公司预混料和浓缩料销售占比较高

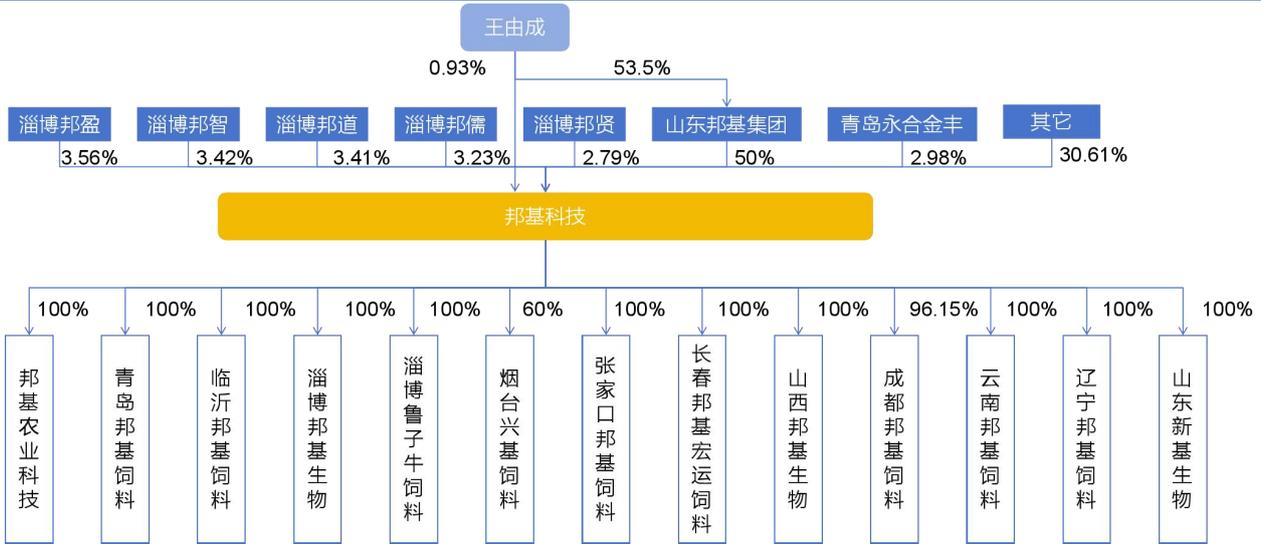


数据来源: iFinD、Wind, 华福证券研究所

公司股权结构稳定, 董事长为实际控制人, 为公司发展掌舵。创始人王由成担任公司的董事长、总经理, 持有公司控股股东山东邦基集团 53.5%的股权, 通过山东邦基集团控制公司 50%的股权, 同时直接持有公司 0.93%股份, 合计控制公司 50.93%的股权, 是公司实际控制人。王由成具有深厚农牧专业背景, 是中国人民大学中国畜牧饲料产业研究中心特聘研究员、山东省饲料行业协会副会长、山东畜牧兽医学会养猪专业委员会副理事长, 奠定了公司注重技术研发与饲料品质的发展方向。



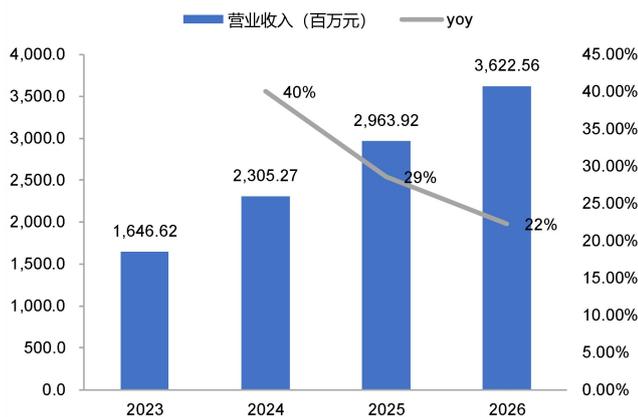
图表 28: 公司股权结构图 (截至 2024Q1)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

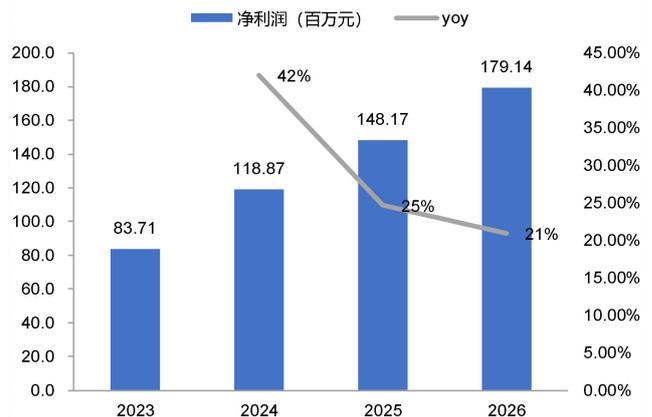
公司推出首期股票期权激励计划, 彰显了对未来发展的信心。公司于 2024 年 4 月颁布了首期股票期权激励计划, 首次授予合计 155 人, 覆盖公司高管, 以及 150 名中层管理及核心技术(业务)人员, 有利于提升团队核心凝聚力。根据公司股权激励计划中对公司层面的业绩考核要求, 2024/2025/2026 年营业收入 2,305.27/2,963.92/3,622.56 百万元, 对应增速 40%/29%/22%, 2024/2025/2026 年净利润 118.87/148.17/179.14 百万元, 对应增速 42%/25%/21%, 显示出公司未来高质量发展的信心。

图表 29: 股票期权激励计划中对公司营业收入的要求



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 30: 股票期权激励计划中对公司净利润的要求



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



图表 31: 股票期权激励计划中公司层面考核要求

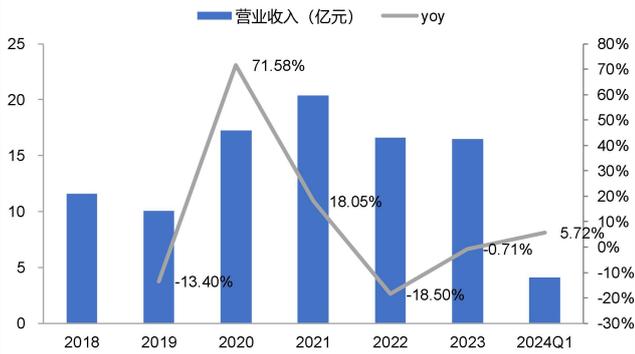
归属期	对应考核年度	业绩考核目标
首次授予部分		
第一个行权期	2024	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 40%； 2、以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 42%。
第二个行权期	2025	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2023 年营业收入为基数，2024-2025 年营业收入累计增长率不低于 120%； 2、以 2023 年净利润为基数，2024-2025 年净利润累计增长率不低于 119%。
第三个行权期	2026	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2023 年营业收入为基数，2024-2026 年营业收入累计增长率不低于 240%； 2、以 2023 年净利润为基数，2024-2026 年净利润累计增长率不低于 233%。
预留部分		
第一个行权期	2025	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2023 年营业收入为基数，2024-2025 年营业收入累计增长率不低于 120%； 2、以 2023 年净利润为基数，2024-2025 年净利润累计增长率不低于 119%。
第二个行权期	2026	公司需满足下列两个条件之一： 1、以 2023 年营业收入为基数，2024-2026 年营业收入累计增长率不低于 240%； 2、以 2023 年净利润为基数，2024-2026 年净利润累计增长率不低于 233%。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.2 公司盈利能力较强，业绩改善在望

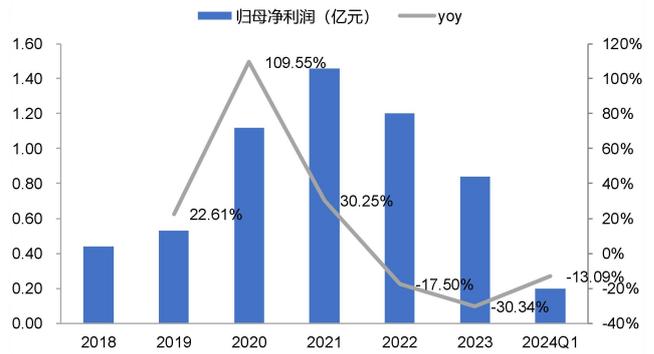
公司业绩表现与下游生猪养殖联系紧密，2024 年有望反转增长。2019-2021 年非瘟疫情后生猪产能不断恢复、养殖端存栏规模扩大，公司饲料需求持续向好，业绩保持快速增长。2022 年、2023 年由于猪周期下行、养殖端景气度低迷，饲料需求降低，使得公司业绩承压，2023 年实现营业收入 16.47 亿元，同比下降 0.71%，实现归母净利润 0.84 亿元，同比下降-30.34%。随着后市猪价回暖，2024 年 Q1 公司实现营业收入 4.12 亿元，同比增长 5.72%，扭负为正，实现归母净利润 0.2 亿元，同比下降 13.09%，主要是受到募投项目陆续投产、折旧费用有所上升、计提减值的影响。今年下半年猪价将迎来上涨拐点，叠加猪肉消费旺季，公司业绩有望实现反转增长。

图表 32: 2018-2024Q1 营业收入及同比增速



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

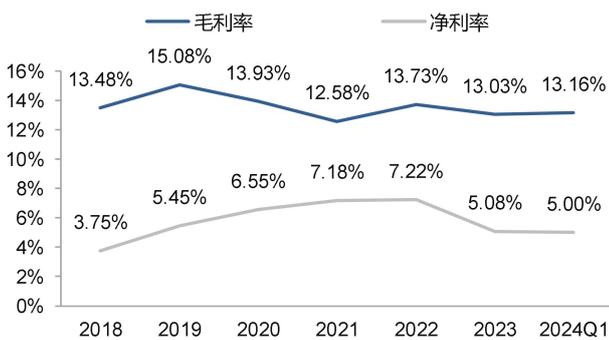
图表 33: 2018-2024Q1 归母净利润及同比增速



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

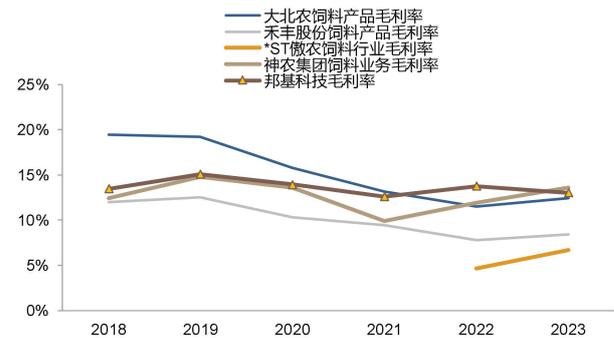
公司饲料产品定位高端、销售结构优秀，享有较高盈利水平。公司产品中技术含量高、附加值高的前端料和预混料、浓缩料占比相对较高，20 类饲料产品中有 15+ 是针对母猪和仔猪的前端料，因而在同行业可比公司中享有较高毛利率水平。公司产品定价采用成本加成模式，毛利率水平较稳定，并注重经营效率的提高，2018-2022 年期间净利率稳步上升，2023、2024Q1 净利率有所下降是受到了募投项目投产、折旧费用上升、计提减值的影响。

图表 34: 公司毛利率和净利率情况



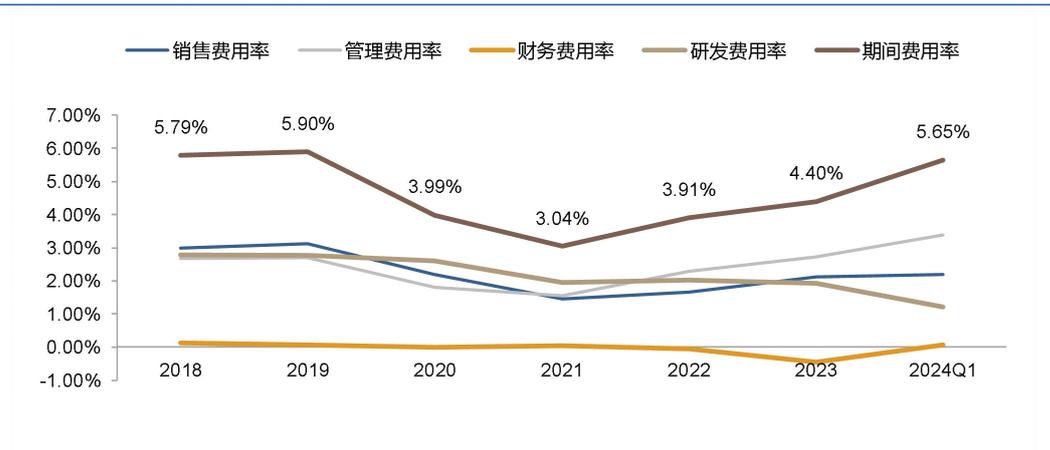
数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 35: 同行业公司毛利率情况



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

公司期间费用情况在一定区间浮动，坚持研发投入。公司期间费用在 3%-6% 区间浮动，2018-2021 年期间稳步下降，体现了公司强劲的经营管理能力，2022 年以来主要是管理费用率有所增长，与公司规模扩张、项目投产固定资产增加有紧密关系。与此同时，公司注重研发水平的提升，2018-2023 年研发费用率维持在 2% 上下。


图表 36: 公司各项费用情况


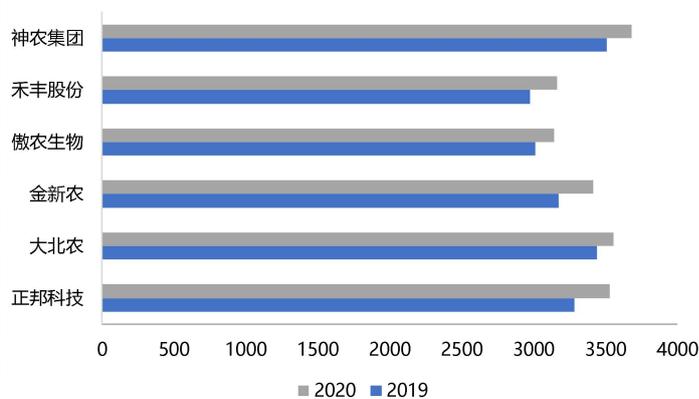
数据来源：iFinD，华福证券研究所

3.3 公司竞争优势显著，差异化路线拓展品牌市场

公司产品定位高端，售价高于市场，不走低价吸引客户的寻常路线，而是以优秀的产品质量和养殖效果与客户建立起强黏性，充分发挥经销商在下沉市场的渠道作用，让产品口碑在终端养殖户中传播，以用户转介绍作为主要拓客方式，实现销售滚雪球式增长。在现阶段下沉市场的经销渠道之外，公司正在谋求新增长，以前期沉淀的品牌声誉拓展规模场直销客户，销售规模有望迈上新台阶。

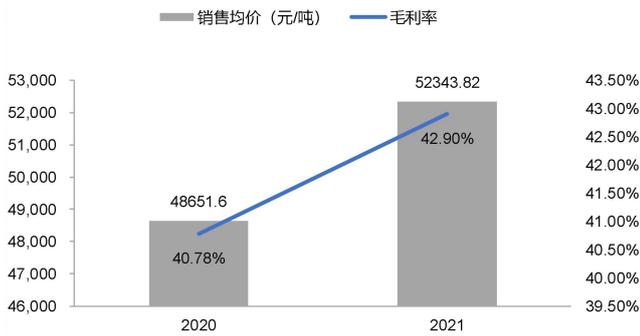
3.3.1 产品：以品质取胜，客户使用综合效果好、黏性强

公司不走寻常低价获客路线，产品售价要高于市场。公司饲料产品的销售单价要高于同行公司，其中 2021 年邦基 9 号的销售单价更是高达 52343.82 元/吨。邦基 9 号是在 2018 年非瘟严重损害生猪养殖行业后研发的，针对于提高生猪的抵抗力和自愈力，目前市场上少有可比产品。由此也可以看出公司坚持走差异化路线的决心，打造高端产品，而非以低价策略开拓市场。

图表 37: 同行业公司饲料销售单价


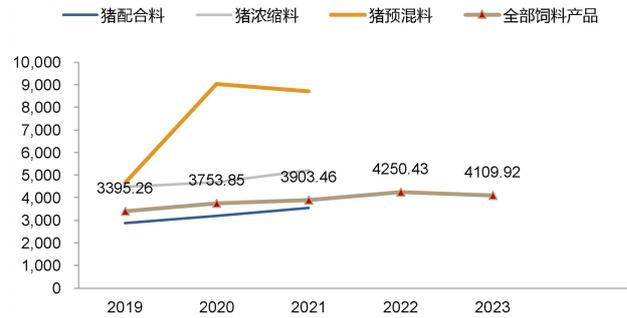
数据来源：邦基科技招股书，华福证券研究所

图表 38: 邦基 9 号销售单价及毛利率



数据来源: 邦基科技招股书, 华福证券研究所

图表 39: 公司饲料销售单价 (元/吨)



数据来源: 邦基科技招股书, iFinD, 华福证券研究所

高价格背后是对于产品配方的精心设计、对产品原料的严格把控。配方设计科学合理是研制高效饲料的核心, 而原料的选择则会影响饲料生产过程以及最终的饲料营养效果。

(1) 配方设计

前端设计方面, 公司以先进的设计理念和专业的技术配方为产品赋能。公司以生产附加值更高的前端料、预混料和浓缩料为主, 采用先进的、围绕以猪为中心的设计理念, 遵循猪的生长特点, 抓住每个阶段的营养特点, 切实服务养殖端需要, 设计出最利于客户养殖的饲料配方。此外, 公司注重技术研发与创新, 以市场需求为导向, 采取“自主研发、合作实验”的研发模式, 深入研究生猪饲料相关技术, 已经取得丰硕研究成果, 拥有院士工作站、营养工程技术研究中心和动物生命研究院。

图表 40: 公司各阶段饲料产品的设计理念

产品类型	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: 邦基科技招股书, 华福证券研究所



图表 41: 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
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
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化率。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
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
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
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

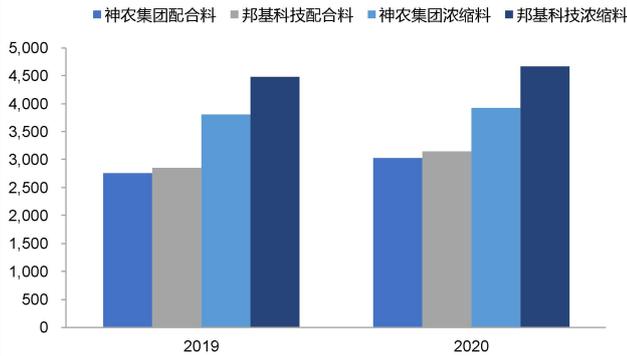
数据来源: 邦基科技招股书, 华福证券研究所

(2) 产品原料

选用高品原料、保持原料配比稳定, 是公司对于生产品质的坚持。玉米和豆粕是猪饲料的核心原料, 选用品质过关的原料、不随意以杂粕、糙米等替代, 对于猪饲料的营养含量和饲喂效果影响重大。公司在原料采购时, 选用众多昂贵的进口营养型添加剂、大型农场种植并经过高温烘干的玉米、从美国和乌克兰进口的玉米, 逐步减少、禁止收购和使用散户玉米, 因此原料成本较高。公司采用成本加成定价方式, 赚取一定的毛利, 所以售价也较高。此外, 在 2019-2021 年玉米和豆粕价格上涨时, 公司也没有为了追求成本降低, 而以杂粕、糙米替代豆粕和玉米, 玉米和豆粕的采购占比稳定在 50%左右, 体现了公司对原料品质一如既往的追求。



图表 42: 公司与同行业单位成本对比 (元/吨)



数据来源: iFinD、神农集团招股书, 华福证券研究所

图表 43: 公司原材料采购比例



数据来源: 邦基科技招股书, 华福证券研究所

良好的饲喂效果是获客的关键因素, 有利于提升客户黏性。公司并没有像市场产品一样以低价获客, 而是坚持走差异化路线, 虽然产品售价高, 但养殖户使用后综合饲喂效果更好, 最终能够促进养殖户单位养殖成本的降低。客户使用效果佳, 不会轻易更换饲料品种。例如, 能够提升猪群的健康度、减少客户在疫病防治的成本; 能够提升产仔数、降低料肉比, 使客户生产效率最大化。

我们认为, 在 2024 年猪周期盈利具有较高确定性的背景下, 养殖端对于高端饲料产品的购买意愿和购买能力将提升, 偏好选用优质饲料提升生猪养殖效果。此外, 在前端料需求优先释放的背景下, 公司也将受益显著。

3.3.2 市场渠道: 重视经销商在下沉市场的作用, 后续增长点看规模场客户

公司采取下沉市场策略, 通过经销商接触终端养殖户。公司搭建起强大的销售网络和经销体系, 采取下沉市场策略, 下沉到经销区域的县级甚至镇级, 重视经销商在销售渠道中发挥的作用。公司将经销商作为合作伙伴, 召开营销会议及年会等活动提高经销商的归属感, 并且让利于经销商, 会给予月折等优惠。

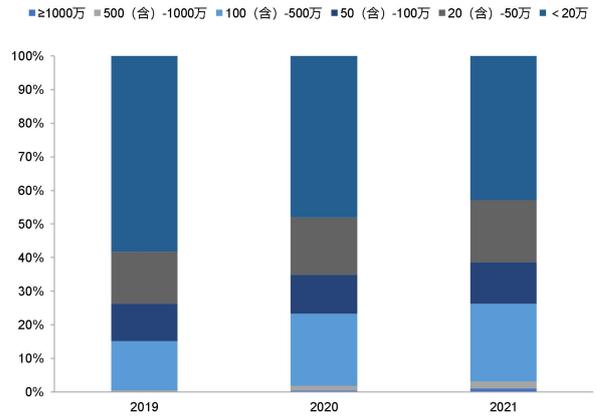
现阶段公司客户以中小规模的家庭农场为主。与我国生猪养殖业长期以散养为主的现实相符合, 公司通过经销渠道接触到的主要是保有 10-100 头能繁母猪的家庭农场, 经销渠道也是公司目前最主要的销售方式, 因此销售金额 500 万以下的中小规模客户是公司的主要客户, 尤以 20 万以下的小规模客户为主。

图表 44: 公司主营业务收入销售渠道构成



数据来源: 邦基科技招股书、公司公告, 华福证券研究所

图表 45: 公司不同销售规模客户数量占比



数据来源: 邦基科技招股书, 华福证券研究所

以产品为基础, 通过经销商、客户两大群体的介绍实现销售的滚雪球式增长。

(1) 对于经销商而言, 经销商在代理的饲料产品中, 发现客户对公司产品的使用效果更好、售后问题更少, 也更倾向于代理和推广公司产品, 公司市场份额在这一过程中逐步扩张。(2) 对于客户而言, 使用公司饲料产品后, 猪群健康度提高、料肉比降低, 客户对公司产品会形成使用偏好。此外, 公司还定期举办养殖培训活动, 既能够帮助客户树立正确科学的养殖观念, 也能够推广产品, 进一步增强用户黏性。因此, 客户之间也会转介绍, 为公司拓展新客户。综上, 公司不断树立品牌声誉和影响力, 实现了销售的滚雪球式增长。

图表 46: 公司举办养殖培训活动



数据来源: 公司公众号, 华福证券研究所

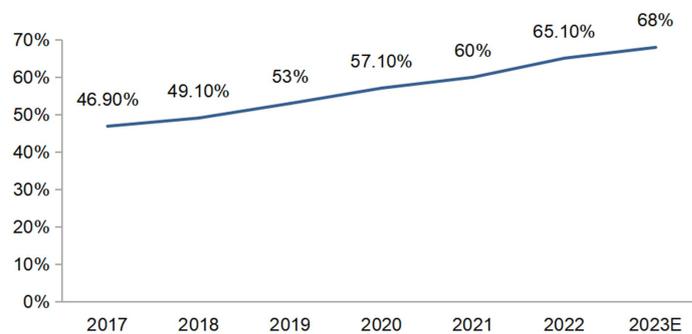
公司销售渠道未来的增长点在于大规模客户的拓展。目前我国生猪养殖规模化程度不断提高, 农业农村部预计 2023 年我国生猪养殖规模化率为 68%, 规模养殖场在我国生猪养殖中的主体地位日渐突出。公司将规模场客户作为后续销售的重要增长点, 主要通过直销的方式接触大规模场的客户, 2023 年直销占比显著提升 6pct,



表明规模场市场拓展取得一定成效。根据公司公告，公司 2023 年将长春邦基募投项目“新建年产 12 万吨高档配合饲料智能生产车间项目”变更为控股子公司惠佳生物“年产 27 万吨无抗饲料项目”建设，主要是考虑到推进与规模场客户的合作，已与滨州当地多家规模化养殖企业初步沟通合作意向。

公司在前期采用经销商和下沉市场策略，在终端家庭农户等中小养殖场中积累起较好的品牌声誉，这条专注高品质饲料的差异化路线同样能够吸引规模场客户。后续规模场客户的拓展，将使得公司销售规模更上一台阶，成为公司业绩的新增长点。

图表 47: 我国生猪养殖规模化率



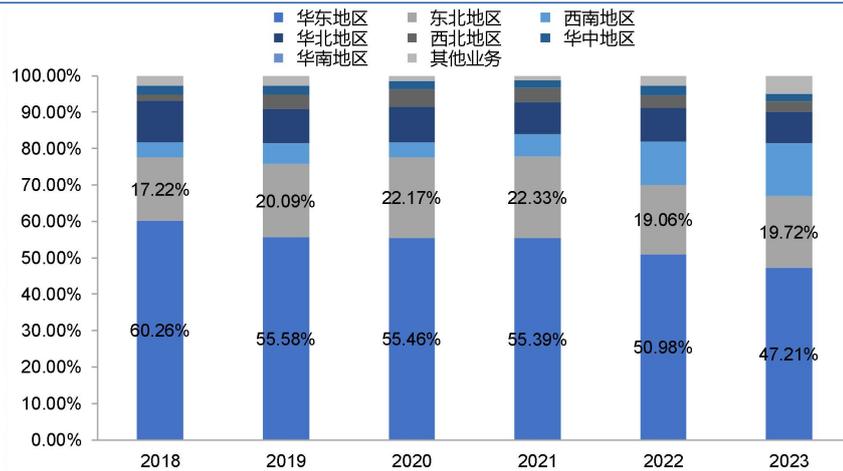
数据来源：期货日报、农财宝典畜牧版、中国畜牧业，华福证券研究所

3.3.3 地区：立足山东，开拓全国

地区上看，华东山东及东北吉林是公司的主要市场。公司成立于山东淄博，在山东本土积累了一定市场基础。2021 年山东省猪饲料产量 10 万吨以上的企业/集团数量仅 25 家，当年公司在山东省猪饲料产量 31.2 万吨，规模较大。长春邦基成立时间也较早，公司在吉林省市场积累也较好。

目前公司正在有序开拓全国市场。公司在各地通过收购或设立全资或控股子公司，完善区域布局。公司的策略是以技术含量和毛利率较高的猪预混料、猪浓缩料作为先导产品，充分发挥经销商深入接触终端用户的作用，在形成一定市场规模后，以品牌口碑、用户转介绍等方式作为开拓客户的主要手段。

图表 48: 公司主营业务收入地区构成

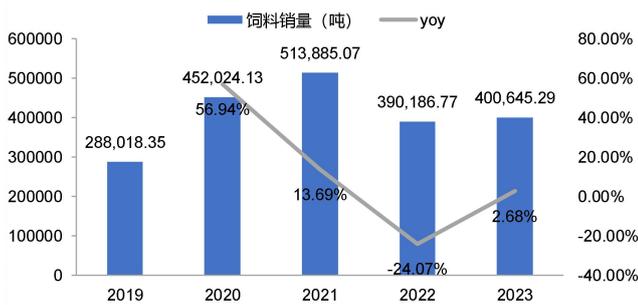


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

3.3.4 募投: 提升产能, 迎接饲料需求增长

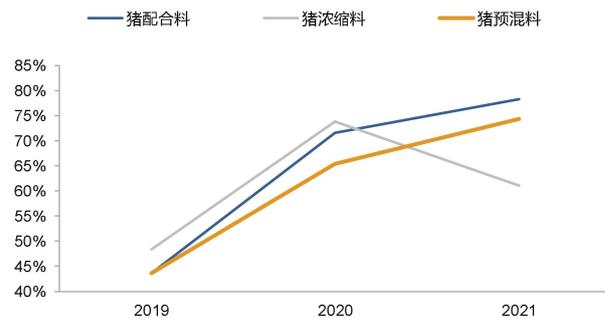
公司产能利用率较高, 2023 年销量小幅回升。公司总体产能利用率水平较高, 生产基地主要分布在山东和吉林, 2019-2021 年期间饲料销量受旺盛的补栏需求增长, 2022 年、2023 年猪价低迷, 养殖端对于饲料的需求也随之下降, 2023 年公司饲料销量同比增长 2.68%, 实现小幅增长。随着 2024 年猪周期拐点渐进, 养殖端补栏的积极性将不断提升, 公司饲料销量有望进一步增长, 也需要同步提升产能供应能力。

图表 49: 公司饲料销量及同比增长情况



数据来源: iFinD、公司公告, 华福证券研究所

图表 50: 公司产能利用率情况

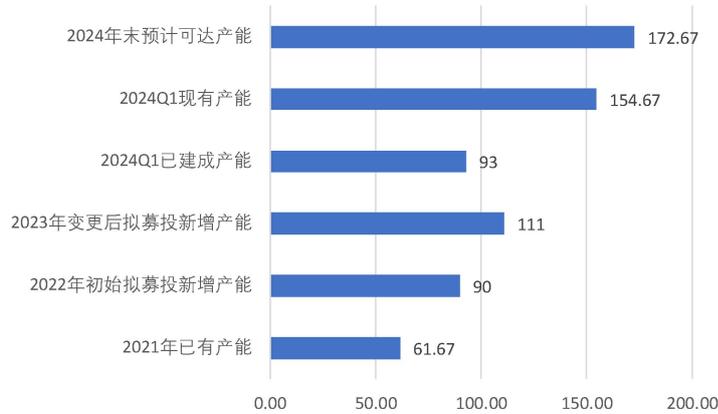


数据来源: 邦基科技招股书, 华福证券研究所

为提升产能、完善区域布局, 公司募资推进项目建设, 2024Q1 已有产能 154.67 万吨, 预计 2024 年底可达 172.67 万吨。2022 年公司 IPO 募资拟进行 7 个项目的投资建设, 但随着市场需求和发展规划的变化, 公司对部分项目进行了调整, 以更好地消化新建项目增加的产能。调整后的募投项目产能为 111 万吨, 较最初 90 万吨增加了 21 万吨。截至 2024Q1, 公司已有 5 个项目建成投产, 年产能增加 93 万吨, 结合 2021 年公司已有产能 61.67 万吨, 公司现有产能总计达 154.67 万吨。四川邦基项



目预计于 2024 年 10 月建成投产，建成后年产能将增加 18 万吨。由此，预计 2024 年年底，公司产能可达 172.67 万吨，能够充分满足市场需求。

图表 51: 公司产能情况 (万吨/年)


数据来源：井研县人民政府、滨州市沾化区人民政府、公司公告，华福证券研究所

图表 52: 公司目前募投项目情况 (截至 2024Q1)

项目实施单位	项目名称	产能 (万吨/年)	饲料品种	项目状态
惠佳生物	年产 27 万吨无抗饲料项目	27	无抗饲料: 7 万吨教槽料、7 万吨预混料、13 万吨中大猪料	结项
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	24	高档配合 (3 条)、浓缩饲料 (1 条)	结项
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	18	高档配合 (2 条产线)、浓缩饲料 (1 条产线)	结项
邦基科技	年产 12 万吨高档配合饲料智能化生产车间项目	12	高档配合饲料 (2 条产线)	结项
辽宁邦基	年产 12 万吨高档饲料生产车间项目	12	高档配合饲料 (2 条产线)	结项
四川邦基	井研县邦基新建高端配合饲料、浓缩饲料智能生产线项目	18	高档配合 (2 条产线)、浓缩饲料 (1 条产线)	在建, 预计于 2024 年 10 月建成投产。
邦基农业	邦基 (山东) 农业科技有限公司研发中心建设项目	-	-	调整为收购诸城丰沃新农饲料有限公司、蚌埠环山饲料有限公司股权并对其增资。

数据来源：井研县人民政府、滨州市沾化区人民政府、公司公告，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) **销量方面:** 一方面, 猪周期有望进入上行区间, 养殖端补栏积极性将提高, 进而带动饲料板块需求的提升。在猪周期盈利确定性较高的情况下, 前端料需求将率先回暖, 而养殖端对于高品质饲料的购买意愿也将提升; 另一方面, 公司积极募



资产扩产，2023年已经建成多个新生产基地，产能得到有效提高，2024年四川邦基项目建成后，总产将达到172.67万吨。此外，公司正在开拓规模场客户，积极消化新建产能。因此，随着猪价明显上升拐点来临，公司销量也有望实现增长。

(2) 价格方面：公司按照成本加成方式定价，目前玉米、豆粕等饲料原料产量增加、供应充足，价格渐趋回落，假设未来公司定价与原料成本的价格变动趋势一致，售价将相应程度下调。

(3) 盈利方面：玉米、豆粕等原料价格进入下行通道，带动饲料成本下降，且公司产品品质高端、技术实力过硬，在养殖端盈利、客户价格接受度高的背景下，有望享受更多溢价，假设未来公司产品毛利率保持一定程度的上升。

综上，我们预测公司2024/2025/2026营业收入2,366/3,165/3,884百万元，同比增长44%/34%/23%，净利润125/156/192百万元，同比增长49%/25%/23%。


图表 53: 公司业绩拆分预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
猪配合料					
营业收入 (百万元)	853.53	946.66	1390.49	1900.89	2351.34
YOY	-25.99%	10.91%	46.88%	36.71%	23.70%
营业成本 (百万元)	741.19	827.75	1214.43	1653.73	2041.06
YOY	-28.08%	11.68%	46.71%	36.17%	23.42%
毛利率	13.16%	12.56%	12.66%	13.00%	13.20%
猪浓缩料					
营业收入 (百万元)	489.30	444.78	632.20	884.29	1079.44
YOY	-9.43%	-9.10%	42.14%	39.88%	22.07%
营业成本 (百万元)	409.80	377.08	535.41	745.94	908.49
YOY	-8.71%	-7.98%	41.99%	39.32%	21.79%
毛利率	16.25%	15.22%	15.31%	15.65%	15.84%
猪预混料					
营业收入 (百万元)	82.13	64.10	93.15	99.40	119.73
YOY	-26.45%	-21.95%	45.32%	6.71%	20.45%
营业成本 (百万元)	60.82	53.74	78.02	82.92	99.65
YOY	-26.98%	-11.64%	45.17%	6.29%	20.17%
毛利率	25.95%	16.16%	16.25%	16.58%	16.77%
其他					
营业收入 (百万元)	233.50	191.08	250.59	280.18	332.99
YOY	1.66%	-18.17%	31.15%	11.81%	18.85%
营业成本 (百万元)	218.95	173.42	229.76	258.08	307.10
YOY	1.30%	-20.79%	32.49%	12.33%	18.99%
毛利率	6.23%	9.24%	8.31%	7.89%	7.78%
合计					
营业收入 (百万元)	1658.46	1646.62	2366.43	3164.77	3883.50
YOY	-18.50%	-0.71%	43.71%	33.74%	22.71%
营业成本 (百万元)	1430.76	1431.99	2057.61	2740.66	3356.29
YOY	-19.57%	0.09%	43.69%	33.20%	22.46%
毛利率	13.73%	13.03%	13.05%	13.40%	13.58%
净利润 (百万元)	120.30	83.89	124.65	156.18	191.67
YOY	-17.50%	-30.27%	48.58%	25.30%	22.72%

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

4.2 投资建议

我们选取了同样以饲料生产和销售为主营业务的海大集团、禾丰股份、唐人神作为可比公司,得到2024年3家公司的平均PE为21.25倍。公司是纯正的猪饲料板块标的,猪饲料占营收比重达到90%以上,在猪价有望迎来明显上涨拐点、带动后周期饲料板块需求增加、玉米和豆粕原料价格回落的行业背景下,公司自身优势显著,坚持品质为先的高端路线,与经销商和客户之间建立起了强劲黏性,实现销售的滚雪球式增长,并正在积极开拓规模场客户、提升产能。因此,公司估值有望中



枢上升，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 54: 可比公司估值表

公司	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(摊薄)(元)				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
海大集团	777.47	46.73	1.66	2.47	3.14	3.49	28.15	18.93	14.89	13.41
禾丰股份	58.75	6.39	-0.50	0.67	1.07	1.18	-12.78	9.48	5.96	5.42
唐人神	77.38	5.40	-1.09	0.15	0.89	0.78	-4.95	35.34	6.05	6.96
平均值	-	-	0.02	1.10	1.70	1.81	3.47	21.25	8.97	8.60
邦基科技	19.19	11.42	0.50	0.74	0.93	1.14	22.87	15.39	12.28	10.01

数据来源: iFinD, 华福证券研究所

注: 可比公司盈利预测数据来源为 iFinD 一致预期, 收盘价截至 2024 年 6 月 27 日。

5 风险提示

猪价不及预期。猪价会受到多种因素影响, 若后续猪价不及预期, 将影响养殖端补栏的积极性, 进而影响到公司饲料销量。

动物疫病风险。若发生严重动物疫病, 将对生猪养殖行业产能造成影响, 生猪存栏量减少, 进而影响到公司饲料销量。

原料价格波动风险。玉米、豆粕等大宗农产品是公司饲料生产的重要原料, 其价格会受到天气、全球贸易等多重因素的影响, 若原料价格大幅上涨, 将抬升公司饲料生产成本。

规模场客户拓展不及预期风险。公司正在积极开拓规模场客户, 扩大市场影响力, 若后续规模场客户拓展不及预期, 将影响公司业绩情况。



图表 55: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	391	473	633	777
应收票据及账款	191	109	147	199
预付账款	35	23	35	48
存货	182	202	241	285
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	5	14	12	13
流动资产合计	804	820	1,067	1,322
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	534	605	613	620
在建工程	4	0	0	0
无形资产	67	73	77	83
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	56	56	56	56
非流动资产合计	667	740	751	764
资产合计	1,471	1,560	1,818	2,086
短期借款	90	4	48	84
应付票据及账款	77	95	123	151
预收款项	0	6	1	2
合同负债	10	14	22	23
其他应付款	3	3	3	3
其他流动负债	36	49	65	78
流动负债合计	216	171	263	341
长期借款	0	50	100	150
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	18	10	11	11
非流动负债合计	18	60	111	161
负债合计	234	231	374	503
归属母公司所有者权益	1,228	1,319	1,435	1,573
少数股东权益	9	10	10	10
所有者权益合计	1,237	1,329	1,445	1,583
负债和股东权益	1,471	1,560	1,818	2,086

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-54	264	154	165
现金收益	103	159	194	234
存货影响	3	-19	-39	-44
经营性应收影响	-152	95	-50	-66
经营性应付影响	-10	24	24	28
其他影响	2	5	24	12
投资活动现金流	-263	-113	-56	-59
资本支出	-277	-114	-57	-60
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	14	1	1	1
融资活动现金流	-39	-69	62	37
借款增加	68	-35	94	86
股利及利息支付	-85	-44	-59	-75
股东融资	6	0	0	0
其他影响	-28	11	27	27

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,647	2,366	3,165	3,884
营业成本	1,432	2,058	2,741	3,356
税金及附加	2	3	7	8
销售费用	35	52	74	89
管理费用	45	66	96	122
研发费用	32	50	71	85
财务费用	-7	-7	-8	-4
信用减值损失	-9	-3	-4	-5
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
其他收益	1	1	1	1
营业利润	99	143	181	223
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	100	144	181	223
所得税	16	18	25	31
净利润	84	125	156	192
少数股东损益	0	1	0	0
归属母公司净利润	84	125	156	192
EPS (按最新股本摊薄)	0.50	0.74	0.93	1.14

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-0.7%	43.7%	33.7%	22.7%
EBIT 增长率	-32.3%	47.2%	26.9%	26.7%
归母公司净利润增长率	-30.3%	48.6%	25.3%	22.7%
获利能力				
毛利率	13.0%	13.0%	13.4%	13.6%
净利率	5.1%	5.3%	4.9%	4.9%
ROE	6.8%	9.4%	10.8%	12.1%
ROIC	7.2%	10.2%	11.2%	12.4%
偿债能力				
资产负债率	15.9%	14.8%	20.5%	24.1%
流动比率	3.7	4.8	4.1	3.9
速动比率	2.9	3.6	3.1	3.0
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.5	1.7	1.9
应收账款周转天数	26	22	14	16
存货周转天数	46	34	29	28
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.74	0.93	1.14
每股经营现金流	-0.32	1.57	0.92	0.98
每股净资产	7.31	7.85	8.54	9.36
估值比率				
P/E	23	15	12	10
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	354	239	193	159

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn