2025 年 02 月 27 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

25 年行业量价齐升 Q1 业绩即兑现，邦基未来 3 年销量有望翻倍式增长

—邦基科技（603151.SH）公司动态研究报告

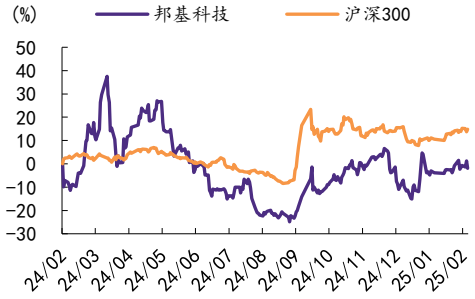
买入(上调)

分析师：娄倩 S1050524070002
louqian@cfsc.com.cn
联系人：卫正 S1050124080020
weizheng2@cfsc.com.cn

基本数据 2025-02-26

当前股价（元）	11.18
总市值（亿元）	19
总股本（百万股）	168
流通股本（百万股）	81
52 周价格范围（元）	8.52-15.87
日均成交额（百万元）	26.58

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《邦基科技（603151）：客户结构大幅变动，利润表现不及预期》2024-08-18

投资要点

2025 年猪饲料行业有望量价齐升，业绩增长 25Q1 就将显现

在猪饲料价格方面，因为饲料产品价格主要由原材料成本价格加成定价，截至 2025 年 2 月 27 日，玉米和豆粕国内现货价格相较于年初分别已上涨 24.84%和 4.11%，主因全球预期产量下调、中美贸易关税担忧、以及南美气候不确定性三重长期因素催化增长趋势。同时，豆粕同样受到短期大豆到港量和油厂停机等短期因素扩大波动幅度。我们预计后续豆粕价格短期扰动因素将消散，价格部分回调，但是长期因素将持续作用延续玉米、豆粕价格的上涨趋势，以及连带替代品小麦等的价格上浮。所以**我们预计 2025 年饲料将伴随玉米、豆粕、小麦等价格上涨而实现价升**。在猪饲料需求量方面，因 2024 年全国能繁母猪存栏量多月的持续增加，对应至**2025 年行业生猪养殖量将快速提升，猪饲料需求也将扩大，从而有望兑现量升预期**。同时，我们**预计 25Q1 猪饲料企业业绩增长就将初步显现**，为 25 全年开启一个好的业绩开端。

公司客户方针转变，主攻大客户寻找增量新空间

邦基科技由原先打造下沉策略的经销体系，主要服务于中小散户，**转变为主攻规模厂和集团厂放养户客户群体**。虽然因为客户群体转变为大客户为主，公司的整体利润率和应收账款账期受到了一定程度的挤压（这一点在 2024 年的战略调整期已有充分反应，2024 前三季度应收账款周转天数由 2023 年底的 26.23 天提升至 61.17 天）。但是，**因为大客户的饲料产品的高需求量，以及周期迭代中饲料需求的稳定性，带给公司业绩增量新空间**。

产品结构顺势改变，配合料占比将会提升

目前国内集团厂放养户的合作模式普遍采用“公司+农户模式”，放养户仅负责提供场地和人力等，接管生猪养殖环节的育肥工作，而集团公司负责提供猪苗、饲料、兽药等其他所需物资。猪配合料相较于预混料和浓缩料，是进一步深加工产品，可以直接用于饲喂，在“公司+农户”合作流程中更加具备适用性。为了顺应公司客户结构的改变，我们**预计公司配合料产品收入占比将会显著提升**。虽然这样的转变会一定程度压低饲料业务整体的毛利率，但是主攻大客户的策略

将会为公司带来饲料产品新增量以及更加稳定的业绩增长预期。

业绩成长更具弹性，饲料销量有望翻倍式增长

在行业和公司自身的双重利好催化下，**我们认为在饲料行业腰部规模的邦基科技相较于行业头部公司更加具备成长弹性**。公司在大客户方面持续加码，山东省内不断完善整体服务。同时通过自建+收购饲料厂双模式，公司产能增长持续拓宽业绩提升上限。未来有望复制省内成功案例，不断进行省外市场突破，我们**预计公司未来 3 年饲料销量将实现翻倍式增长，2024/2025/2026/2027 预估将分别实现饲料销量 76/120/160/200 万吨**，不断提升自身市场竞争力。

盈利预测

公司 2022-2024 年为策略调整期，预计将在 2025 年彰显新战略竞争力。同时在饲料行业多项利好催化下，有望实现量价齐升，并且在未来 3 年相较于行业头部公司更加具备成长弹性，故上调投资评级。预测公司 2024-2026 年收入分别为 21.82、32.56、42.26 亿元，EPS 分别为 0.42、0.83、1.00 元，当前股价对应 PE 分别为 26.4、13.4、11.2 倍，给予“买入”投资评级。

风险提示

自然灾害和养殖疫病风险，产业政策变化风险，进出口贸易政策变动风险，饲料原材料市场行情波动风险，猪价大幅下跌风险，公司客户结构变化导致毛利率下降风险，公司产能扩张和销量提升不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,647	2,182	3,256	4,226
增长率（%）	-0.7%	32.5%	49.2%	29.8%
归母净利润（百万元）	84	71	140	168
增长率（%）	-30.3%	-15.2%	96.9%	19.7%
摊薄每股收益（元）	0.50	0.42	0.83	1.00
ROE（%）	6.8%	5.6%	10.3%	11.5%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产：				
现金及现金等价物	391	301	265	234
应收款	195	359	446	556
存货	182	161	233	304
其他流动资产	36	48	72	93
流动资产合计	804	869	1,016	1,187
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	534	508	485	463
在建工程	4	8	12	14
无形资产	67	68	70	72
长期股权投资	5	5	5	5
其他非流动资产	56	56	56	56
非流动资产合计	667	647	628	610
资产总计	1,471	1,515	1,644	1,797
流动负债：				
短期借款	90	70	60	60
应付账款、票据	77	107	156	203
其他流动负债	39	39	39	39
流动负债合计	216	228	272	325
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	18	18	18	18
非流动负债合计	18	18	18	18
负债合计	234	246	290	343
所有者权益				
股本	168	168	168	168
股东权益	1,237	1,269	1,354	1,455
负债和所有者权益	1,471	1,515	1,644	1,797

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	84	71	140	168
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	27	30	29	28
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-164	-122	-129	-150
经营活动现金净流量	-54	-21	40	47
投资活动现金净流量	-263	22	20	19
筹资活动现金净流量	227	-59	-66	-67
现金流量净额	-90	-58	-5	-1

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	**1,647**	**2,182**	**3,256**	**4,226**
营业成本	1,432	1,957	2,833	3,698
营业税金及附加	2	3	5	7
销售费用	35	33	65	85
管理费用	45	63	107	139
财务费用	-7	3	3	3
研发费用	32	33	65	85
费用合计	104	132	240	311
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	**99**	**84**	**169**	**202**
加:营业外收入	1	1	1	1
减:营业外支出	1	1	1	1
利润总额	**100**	**85**	**169**	**202**
所得税费用	16	14	29	34
净利润	**84**	**71**	**140**	**168**
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	**84**	**71**	**140**	**168**

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-0.7%	32.5%	49.2%	29.8%
归母净利润增长率	-30.3%	-15.2%	96.9%	19.7%
盈利能力				
毛利率	13.0%	10.3%	13.0%	12.5%
四项费用/营收	6.3%	6.0%	7.4%	7.4%
净利率	5.1%	3.3%	4.3%	4.0%
ROE	6.8%	5.6%	10.3%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	15.9%	16.2%	17.6%	19.1%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.4	2.0	2.4
应收账款周转率	8.4	6.1	7.3	7.6
存货周转率	7.8	12.2	12.2	12.2
每股数据(元/股)				
EPS	0.50	0.42	0.83	1.00
P/E	22.4	26.4	13.4	11.2
P/S	1.1	0.9	0.6	0.4
P/B	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

农业轻纺组介绍

娄倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 8 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外研究。

卫正：农业轻纺组组员，中国人民大学学士，香港科技大学硕士，2024 年 8 月入职华鑫证券研究所。

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，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	＞ 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	＜ -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	＞ 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	＜ -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。