

降本增效穿越低谷，猪周期反转量价齐升

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，邦基科技实现营业收入 25.42 亿元，同比增长 54.36%；实现归母净利润 0.50 亿元，同比下降 40.24%。2025Q1 实现营业收入 10.76 亿元，同比大幅增长 160.84%；实现归母净利润 2800 万元，同比增长 37.71%。
- **点评：降本增效穿越低谷。**营收高速增长主要系公司直销渠道合作的规模化养殖公司存栏量增加，导致销量大幅提升所致。全年饲料销量达 76.43 万吨，同比增长 90.76%。利润端下滑主要归因于：1) 毛利率下降：募投项目投产初期产能利用率偏低，单位固定成本增加；同时，产品结构变化，毛利率相对较低的配合料占比提升，高毛利的浓缩料和预混料占比下降；客户结构变化，对议价能力更强的规模场客户销售占比提升也对毛利率产生一定压力。2) 信用减值损失增加：客户结构向规模化养殖场转变，该类客户多采用赊销模式，导致应收账款大幅增加，计提的坏账准备相应增加
- **战略转型聚焦大客户成果初现。**2024 年是公司战略调整的关键一年。面对养殖行业结构变化（散户退出，规模化提升），公司积极调整客户结构，从原先以经销模式服务家庭农场为主，转向大力拓展直销渠道的规模化养殖场和放养户。年报显示，2024 年直销收入达 20.13 亿元，同比增长 247.65%，占主营业务收入比重提升至 79.2%；而经销收入则同比下降 52.50%至 4.68 亿元。这一转变是公司营收实现 54.36%高速增长的核心驱动力。
- **销量与产能支撑未来增长。**尽管利润承压，但公司销量实现了 90.76%的高增长，达到 76.43 万吨，显示出战略转型的初步成效。公司募投项目陆续建成投产，如山西、云南、辽宁等地生产基地新增了浓缩料和配合料生产线。虽然短期内产能爬坡影响利润，但为未来销量增长奠定了基础。建设项目全部完成后，公司每年可新增浓缩料产能 24 万吨，配合料产能 66 万吨，将有效支撑公司抢占国内市场份额的战略，进一步提升品牌影响力，做大做强猪饲料业务。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2025~2027 年公司 EPS 为 1.00、1.25、1.56 元，对应动态 PE 分别为 13/11/8 倍，维持“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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,542	3,794	4,922	5,951
增长率	54.36%	49.29%	29.72%	20.91%
归属母公司净利润（百万元）	50	168	210	262
增长率	-40.24%	235.95%	24.89%	24.42%
每股收益 EPS（元）	0.30	1.00	1.25	1.56
净资产收益率 ROE	4.02%	12.50%	14.27%	16.05%
PE	33.55	13.21	10.58	8.50
PB	1.35	1.65	1.51	1.36

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：徐卿
执业证号：S1250518120001
电话：021-68415832
邮箱：xuq@swsc.com.cn

联系人：赵磐
电话：010-57758503
邮箱：zhaopan@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)	0.81
52 周内股价区间(元)	8.52-14.66
总市值(亿元)	22.55
总资产(亿元)	23.53
每股净资产(元)	7.59

相关研究

1. 邦基科技（603151）：降本增效穿越低谷，猪周期反转量价齐升（2024-05-05）

盈利预测

关键假设：

1) 未来两年建设项目全部完成后，公司每年可新增浓缩料产能 24 万吨，配合料产能 66 万吨。配合料在产品结构中的占比预计持续提升，因此我们预计 2025-2027 年公司募投项目建成后，公司配合饲料销量增速为 55%/30%/22%。

2) 2025 年饲料行业受益于生猪存栏量提升带来的需求放量，以及原材料（玉米、豆粕）价格上涨预期下的产品提价，呈现量价齐升的有利局面。预计配合料销售价格增速为 3%/3%/0%，对应毛利率为 11%/11%/11%。

3) 预计公司浓缩料、预混料及其他饲料保持稳定发展。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入（百万元）	2,541.68	3,794.46	4,922.13	5,951.31
	yoy	54.36%	49.29%	29.72%	20.91%
	成本（百万元）	2307.11	3353.03	4352.65	5263.86
	毛利率	9.23%	11.63%	11.57%	11.55%
猪配合料	收入（百万元）	1,947.58	3,116.13	4,144.45	5,056.23
	yoy	105.73%	60.00%	33%	22%
	成本（百万元）	1,791.65	2773	3689	4500
	毛利率	8.01%	11.00%	11.00%	11.00%
猪浓缩料	收入（百万元）	311.46	373.75	448.50	538.20
	yoy	-29.97%	20.00%	20%	20%
	成本（百万元）	263.63	318	381	457
	毛利率	15.36%	15.00%	15.00%	15.00%
猪用预混料	收入（百万元）	52.04	62.45	74.94	89.93
	yoy	-18.81%	20.00%	20%	20%
	成本（百万元）	43.6	51.83	62.20	74.64
	毛利率	16.22%	17.00%	17.00%	17.00%
其他饲料	收入（百万元）	169.39	177.86	186.75	196.09
	yoy	56.61%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	154.1	152.96	160.61	168.64
	毛利率	9.03%	14.00%	14.00%	14.00%
其它	收入（百万元）	61.21	64.27	67.48	70.86
	yoy	-26.18%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本（百万元）	54.13	57.20	60.06	63.06
	毛利率	11.57%	11.00%	11.00%	11.00%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,542	3,794	4,922	5,951	净利润	52	170	213	266
营业成本	2,307	3,353	4,353	5,264	折旧与摊销	51	77	96	115
营业税金及附加	4	5	7	9	财务费用	7	8	11	15
销售费用	31	64	82	91	资产减值损失	23	0	0	0
管理费用	65	96	128	152	经营营运资本变动	-240	-61	-315	-206
财务费用	6	8	11	15	其他	-4	-6	-0	1
资产减值损失	-0	0	0	0	经营活动现金流净额	-110	188	5	191
投资收益	-1	1	1	-0	资本支出	-114	-200	-201	-200
公允价值变动损益	0	0	0	0	其他	-68	5	1	-0
其他经营损益	4	3	4	6	投资活动现金流净额	-182	-195	-200	-201
营业利润	66	202	256	320	短期借款	118	100	120	150
其他非经营损益	-3	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
利润总额	63	202	256	320	股权融资	8	0	0	0
所得税	12	32	43	55	支付股利	-40	-75	-96	-120
净利润	52	170	213	266	其他	-20	-7	0	0
少数股东损益	1	1	2	4	筹资活动现金流净额	66	18	24	30
归属母公司股东净利润	50	168	210	262	现金流量净额	-226	11	-170	21
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	168	179	9	29	成长能力				
应收和预付款项	516	486	768	965	销售收入增长率	54.36%	49.29%	29.72%	20.91%
存货	275	420	539	646	营业利润增长率	-33.35%	204.60%	26.83%	25.33%
其他流动资产	3	3	3	3	净利润增长率	-40.24%	235.95%	24.89%	24.42%
长期股权投资	5	5	5	5	EBITDA 增长率	3.55%	130.05%	26.61%	24.16%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	703	826	930	1,014	毛利率	9.23%	11.63%	11.57%	11.55%
无形资产和开发支出	85	85	85	85	三费率	4.03%	4.41%	4.51%	4.35%
其他非流动资产	6	2	2	2	净利率	2.03%	4.47%	4.32%	4.46%
资产总计	1,800	2,051	2,389	2,800	ROE	4.02%	12.50%	14.27%	16.05%
短期借款	208	308	428	578	ROA	3.15%	8.81%	9.58%	10.24%
应付和预收款项	178	214	282	361	ROIC	3.91%	10.20%	11.23%	12.17%
长期借款	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	4.91%	7.56%	7.38%	7.58%
其他负债	133	146	167	188	营运能力				
负债合计	519	668	877	1,127	总资产周转率	1.55	1.97	2.22	2.29
股本	168	168	168	168	固定资产周转率	4.49	5.76	6.37	6.87
资本公积	717	717	717	717	应收账款周转率	7.86	8.76	9.17	7.94
留存收益	362	463	589	746	存货周转率	10.09	9.65	9.07	8.88
归属母公司股东权益	1,247	1,348	1,474	1,631	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	34	36	38	42	资本结构				
股东权益合计	1,281	1,383	1,512	1,673	资产负债率	28.81%	32.55%	36.72%	40.26%
负债和股东权益合计	1,800	2,051	2,389	2,800	带息债务/总负债	47.50%	51.64%	52.99%	54.54%
					流动比率	2.00	1.72	1.57	1.51
					速动比率	1.30	0.94	0.80	0.80
					股利支付率	50.27%	40.00%	40.00%	40.00%
					每股指标				
					每股收益	0.30	1.00	1.25	1.56
					每股净资产	7.42	8.02	8.77	9.71
					每股经营现金	-0.66	1.12	0.03	1.14
					每股股利	0.15	0.40	0.50	0.62
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	125	287	363	451					
PE	34	13	11	8					
PB	1	2	2	1					
PS	1	1	0	0					
EV/EBITDA	14	8	7	6					
股息率	1.50%	3.03%	3.78%	4.71%					

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

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。

西南证券研究院

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn