

邦基科技（603151.SH）

优于大市

事件点评：拟并表瑞东农牧旗下养猪资产，有望实现向下游养殖环节延伸**◆ 公司研究 · 公司快评****◆ 农林牧渔 · 饲料****◆ 投资评级：优于大市（维持）**

证券分析师：	鲁家瑞	021-61761016	lujiarui@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110002
证券分析师：	李瑞楠	021-60893308	liruinan@guosen.com.cn	执证编码：S0980523030001
证券分析师：	江海航	010-88005306	jianghaihang@guosen.com.cn	执证编码：S0980524070003

事项：

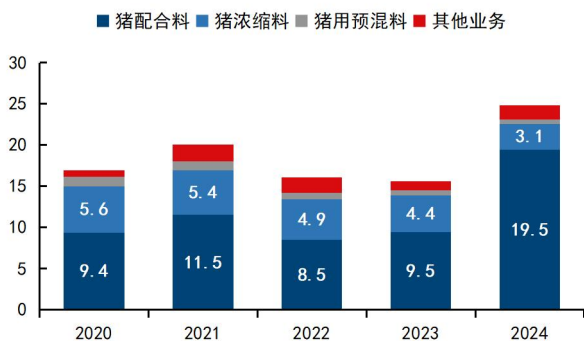
邦基科技 2025 年 6 月 16 日发布复牌公告，公司正在筹划以发行股份及支付现金相结合的方式购买 Riverstone Farm Pte.Ltd.（以下简称“瑞东农牧”）所持有的山东北溪农牧有限公司、山东瑞东伟力农牧有限公司、山东鑫牧农牧科技有限公司、瑞东农牧（利津）有限公司、瑞东农牧（山东）有限责任公司、瑞东威力牧业（滨州）有限公司全部 100%的股权以及派斯东畜牧技术咨询（上海）有限公司 80%的股权，公司已与交易对方签署《关于发行股份及支付现金购买资产之意向协议》。

国信农业观点：1) 邦基科技已就并表瑞东农牧旗下养殖资产事宜和瑞东农牧签署意向协议，本次拟并购的 7 家公司经营范围均涉及生猪养殖或相关技术咨询业务。2) 瑞东农牧主做农业与食品投资管理，股东为 Proterra 和 Pipestone。瑞东农牧早在 10 多年前便开始布局中国生猪养殖市场，本次被收购标的中：北溪农牧、瑞东伟力、鑫牧农牧、瑞东农牧（利津）、瑞东农牧（山东）、威力牧业（滨州）主业为生猪养殖销售，借鉴瑞东农牧股东 Pipestone 的美国现代化生猪养殖经验，建立了现代化产业链养殖模式；派斯东畜牧技术咨询（上海）有限公司作为 Pipestone 在中国的布局主体之一，聚焦于养殖管理咨询，在品种、饲料、防疫、管理营销等方面拥有全球领先经验，先后与国内多个大型农牧企业建立了合作关系。3) 邦基科技当前主业为饲料生产销售，定位于高端猪料销售，猪料销售占比达 90%以上，在山东等养殖重点区域拥有较高市场占有率。本次收购若完成，邦基科技业务将由上游饲料进一步延伸至下游养殖，未来内部业务有望实现高度协同，并贡献可观业绩增量。4) 风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本，收购进度不及预期等。5) 投资建议：维持“优于大市”评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.36/1.56/1.81 亿元，对应公司 2025-2027 年 EPS 预测分别为 0.81/0.93/1.08 元，对应当前股价 PE 为 21/19/16x。

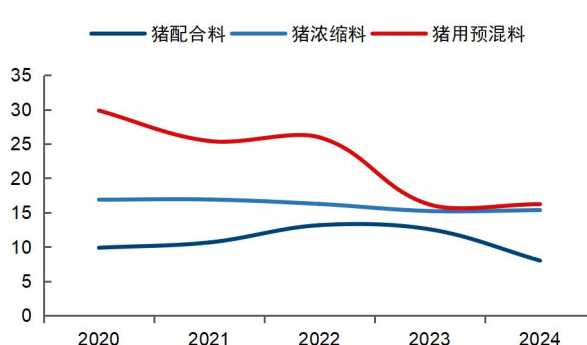
评论：**◆ 邦基科技当前主营业务为生猪饲料研发生产与销售**

公司目前主要从事猪饲料的研发、生产和销售业务，主要产品包括猪预混料、猪浓缩料、猪配合料等。依据多年生产研发经验，公司建立了科学精确的营养方案和高效精准的自动化生产系统，产品品质在同类型产品中处于领先地位，前端料优势明显，目前在山东及东北国内重要生猪养殖地区具有较高的市场占有率和品牌知名度。得益于直销渠道合作的规模化养殖公司存栏量增加，2024 年公司营业收入规模已达 25 亿元，同比+59%；饲料总销量已达 76 万吨，同比+90.76%。

图1: 2024 年公司营收 24.80 亿元, 同比+59% (单位: 亿元) 图2: 公司 2020-2024 年平均毛利率为 12.50% (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 邦基科技拟并表瑞东农牧旗下生猪养殖资产

据最新发布停牌公告, 邦基科技正在筹划以发行股份及支付现金相结合的方式购买 Riverstone Farm Pte. Ltd. 所持有的山东北溪农牧有限公司、山东瑞东伟力农牧有限公司、山东鑫牧农牧科技有限公司、瑞东农牧(利津)有限公司、瑞东农牧(山东)有限责任公司、瑞东威力牧业(滨州)有限公司全部 100% 的股权以及派斯东畜牧技术咨询(上海)有限公司 80% 的股权, 公司已与交易对方签署《关于发行股份及支付现金购买资产之意向协议》。参考 Wind 统计, 上述被收购公司经营范围均涉及生猪养殖或者相关技术咨询业务。

表1: 邦基科技拟并表瑞东农牧旗下养殖资产

公司名称	成立时间	经营范围
山东北溪农牧有限公司	2017/12/29	生猪养殖(限分支机构)、销售; 畜牧养殖技术开发、技术服务; 农作物种植及销售(不含稻谷、小麦、玉米收购、批发); 普通货物运输, 货物专用运输(集装箱、冷藏保鲜), 罐式运输(凭许可证经营)。
山东瑞东伟力农牧有限公司	2017/12/29	生猪养殖(限分支机构)、销售; 畜牧养殖技术开发、技术服务; 农作物种植及销售(不含稻谷、小麦、玉米收购、批发); 普通货物运输、货物专用运输(集装箱、冷藏保鲜)、罐式运输(凭许可证经营)。
山东鑫牧农牧科技有限公司	2017-12-29	畜牧养殖技术开发、技术服务; 生猪养殖(限分支机构)、销售; 农作物种植及销售(不含稻谷、小麦、玉米收购、批发); 普通货物运输, 货物专用运输(集装箱、冷藏保鲜), 罐式运输(凭许可证经营); 企业管理咨询。
瑞东农牧(利津)有限公司	2018/12/6	生猪养殖、销售; 畜牧养殖技术开发、技术服务; 农作物种植及销售(不含稻谷、小麦、玉米收购、批发); 道路货运; 企业管理咨询。
瑞东农牧(山东)有限责任公司	2013/10/9	生猪养殖(限分支机构)、销售; 畜牧养殖技术开发、技术服务; 农作物种植及销售; 普通货物运输; 货物专用运输(集装箱、冷藏保鲜); 罐式运输。
瑞东威力牧业(滨州)有限公司	2020/08/19	一般项目: 畜牧专业及辅助性活动; 技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广; 谷物种植; 豆类种植; 棉花种植; 森林改培; 农产品的生产、销售、加工、运输、贮藏及其他相关服务; 牲畜销售; 信息咨询服务(不含许可类信息咨询服务)(除依法须经批准的项目外, 凭营业执照依法自主开展经营活动)许可项目: 牲畜饲养; 种畜禽生产; 道路货物运输(不含危险货物)
派斯东畜牧技术咨询(上海)有限公司	2017/8/2	技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广; 消毒剂销售(不含危险化学品); 食品用洗涤剂销售; 宠物食品及用品批发; 塑料制品销售; 日用品销售; 日用百货销售; 日用化学产品销售; 金属工具销售; 金属制品销售; 劳动保护用品销售; 鞋帽批发; 服装服饰批发; 特种劳动防护用品销售; 医护人员防护用品批发; 机械设备销售; 针纺织品及原料销售。

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 本次收购若完成, 邦基科技将实现对下游优质养猪资产及领先养殖技术的延伸布局。

根据公司公告介绍, 瑞东农牧是一家新加坡注册的公司, 是以农业与食品投资管理为主的公司。瑞东农牧的股东是 Proterra Investment Partners LP 管理的基金(简称“Proterra”)和 Pipestone, 其中 Proterra 前身为美国嘉吉集团旗下独立运营的全球资产管理子公司, 于 2016 年 1 月从嘉吉集团独立, 专注于食品、农业、矿产等领域的投资管理; Pipestone 是美国著名的生猪养殖管理公司, 拥有世界先进的养猪技术和管理经验, 为客户提供从品种选择、饲料配方、疫病防控到市场营销等全方位的指导与支持。

瑞东农牧早在 10 多年前便开始布局中国生猪养殖市场，本次被收购标的中：北溪农牧、瑞东伟力、鑫牧农牧、瑞东农牧（利津）、瑞东农牧（山东）、威力牧业（滨州）主业为生猪养殖销售，借鉴瑞东农牧股东 Pipestone 的美国现代化生猪养殖经验，建立了现代化产业链养殖模式；派斯东畜牧技术咨询（上海）有限公司作为 Pipestone 在中国的布局主体之一，聚焦于养殖管理咨询，在品种、饲料、防疫、管理营销等方面拥有全球领先经验，先后与国内多个大型农牧企业建立了合作关系，客户已遍及云南、四川、广东、浙江、山西和山东等地。本次收购若完成，邦基科技业务将由上游饲料进一步延伸至下游养殖，未来内部业务有望实现高度协同，并贡献可观业绩增量。

◆ 投资建议：维持 “优于大市” 评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.36/1.56/1.81 亿元，对应公司 2025-2027 年 EPS 预测分别为 0.81/0.93/1.08 元，对应当前股价 PE 为 21/19/16x。

考虑到公司收购公司细节尚未披露，本次盈利预测暂不考虑生猪养殖业务：

饲料业务：销量方面，公司合作养殖公司采购规模稳步扩张，同时公司正向全国市场拓展销售，销量预计维持增长。盈利方面，公司前端料产品优势明显，合作客户优质，饲料业务毛利率中枢有望保持稳定，同时有望受益于下游养殖盈利改善。综合上述分析，我们预计公司饲料业务 2025-2027 年营业收入分别为 29.3/33.3/36.4 亿元，同比+18.1%/13.6%/9.3%；2025-2027 年毛利率预计分别为 11.8%/12.0%/12.2%。

其他业务规模相对较小，我们参考历史增速及盈利表现，最终预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 29.9/34.0/37.1 亿元，同比+17.8%/13.4%/9.2%，毛利率分别为 11.7%/11.9%/12.1%，对应毛利分别为 3.5/4.0/4.5 亿元。

表2：邦基科技业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
饲料业务						
收入（万元）	161301.92	156370.46	248047.48	293051.41	332767.52	363536.50
增速	-19.59%	-3.06%	58.63%	18.14%	13.55%	9.25%
毛利（万元）	22410.91	21231.97	22749.20	34491.75	39777.79	44212.66
毛利率（%）	13.89	13.58	9.17	11.77	11.95	12.16
其他业务						
收入（万元）	4,544.30	8291.63	6120.97	6427.02	6748.37	7085.79
增速	57%	82%	-26%	5%	5%	5%
毛利（万元）	359.08	230.96	708.15	642.70	674.84	708.58
毛利率（%）	7.90	2.79	11.57	10.00	10.00	10.00
合计						
收入（万元）	165,846.22	164,662.09	254,168.46	299,478.43	339,515.88	370,622.29
增速	-18.50%	-0.71%	54.36%	17.83%	13.37%	9.16%
毛利（万元）	22769.99	21462.93	23457.35	35134.45	40452.63	44921.24
毛利率（%）	13.73	13.03	9.23	11.73	11.91	12.12

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表3：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	-18.50%	-0.71%	54.36%	17.83%	13.37%	9.16%	8.66%	8.16%
营业成本/营业收入	86.27%	86.97%	90.77%	88.27%	88.09%	87.88%	88.08%	88.01%
管理费用/营业收入	2.23%	2.63%	2.48%	2.44%	2.42%	2.40%	2.38%	2.36%
研发费用/销售收入	2.03%	1.93%	1.63%	1.87%	1.85%	1.83%	1.81%	1.79%
销售费用/销售收入	1.67%	2.12%	1.23%	1.25%	1.23%	1.21%	1.19%	1.17%
营业税及附加/营业收入	0.12%	0.15%	0.15%	0.14%	0.15%	0.15%	0.14%	0.15%

所得税税率	13.11%	16.11%	18.56%	15.93%	16.87%	17.12%	16.64%	16.88%
股利分配比率	1.11%	100.75%	79.90%	60.59%	80.41%	73.63%	71.54%	75.20%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表4：未来3年盈利预测表

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2542	2995	3395	3706
营业成本	2307	2643	2991	3257
销售费用	31	37	42	45
管理费用	65	77	86	92
研发费用	42	56	63	68
财务费用	6	13	18	15
营业利润	66	166	192	224
利润总额	63	166	192	224
归属于母公司净利润	50	136	156	181
EPS	0.30	0.81	0.93	1.08
ROE	4%	10%	12%	13%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表5：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,647	2,542	2,997	3,400	3,713
(+/-%)	-0.7%	54.4%	17.9%	13.4%	9.2%
净利润(百万元)	84	50	147	169	196
(+/-%)	-30.3%	-40.2%	194.2%	14.7%	15.8%
摊薄 EPS	0.50	0.30	0.88	1.01	1.17
中性预测					
营业收入(百万元)	1,647	2,542	2,995	3,395	3,706
(+/-%)	-0.7%	54.4%	17.8%	13.4%	9.2%
净利润(百万元)	84	50	136	156	181
(+/-%)	-30.3%	-40.2%	170.5%	14.8%	16.3%
摊薄 EPS(元)	0.50	0.30	0.81	0.93	1.08
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,647	2,542	2,993	3,391	3,700
(+/-%)	-0.7%	54.4%	17.7%	13.3%	9.1%
净利润(百万元)	84	50	124	142	166
(+/-%)	-30.3%	-40.2%	146.9%	14.9%	17.0%
摊薄 EPS	0.50	0.30	0.74	0.85	0.99
总股本(百万股)	168	168	168	168	168

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本，收购进度不及预期。

相关研究报告：

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	391	168	436	332	312	营业收入	1647	2542	2995	3395	3706
应收款项	195	461	492	558	609	营业成本	1432	2307	2643	2991	3257
存货净额	182	275	328	367	397	营业税金及附加	2	4	4	5	5
其他流动资产	36	63	70	82	88	销售费用	35	31	37	42	45
流动资产合计	804	967	1325	1339	1405	管理费用	45	65	77	86	92
固定资产	538	703	835	805	751	研发费用	32	42	56	63	68
无形资产及其他	67	85	83	81	78	财务费用	(7)	6	13	18	15
投资性房地产	56	38	38	38	38	投资收益	1	(1)	1	1	1
长期股权投资	5	5	5	10	10	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0	0
资产总计	1471	1800	2286	2273	2283	其他收入	(42)	(62)	(56)	(63)	(68)
短期借款及交易性金融负债	92	234	659	571	468	营业利润	99	66	166	192	224
应付款项	77	178	167	192	222	营业外净收支	0	(3)	0	0	0
其他流动负债	48	72	81	85	106	利润总额	100	63	166	192	224
流动负债合计	216	484	906	848	796	所得税费用	16	12	26	32	38
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	1	4	4	5
其他长期负债	18	34	44	57	70	归属于母公司净利润	84	50	136	156	181
长期负债合计	18	34	44	57	70	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	234	519	950	905	867	净利润	84	50	136	156	181
少数股东权益	9	34	36	37	38	资产减值准备	1	(0)	0	(0)	(0)
股东权益	1228	1247	1300	1331	1378	折旧摊销	27	49	72	83	87
负债和股东权益总计	1471	1800	2286	2273	2283	公允价值变动损失	(1)	(0)	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(7)	6	13	18	15
每股收益	0.50	0.30	0.81	0.93	1.08	营运资本变动	(180)	(226)	(83)	(75)	(23)
每股红利	0.50	0.24	0.49	0.75	0.79	其它	(1)	1	1	1	1
每股净资产	7.31	7.42	7.74	7.92	8.20	经营活动现金流	(70)	(127)	126	165	247
ROIC	7%	5%	8%	8%	10%	资本开支	0	(212)	(201)	(51)	(31)
ROE	7%	4%	10%	12%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	13%	9%	12%	12%	12%	投资活动现金流	(0)	(212)	(201)	(56)	(31)
EBIT Margin	6%	4%	6%	6%	6%	权益性融资	(0)	8	0	0	0
EBITDA Margin	8%	6%	8%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-1%	54%	18%	13%	9%	支付股利、利息	(85)	(40)	(82)	(125)	(133)
净利润增长率	-30%	-40%	171%	15%	16%	其它融资现金流	(117)	188	424	(88)	(102)
资产负债率	17%	31%	43%	41%	40%	融资活动现金流	(286)	116	342	(213)	(236)
股息率	2.7%	1.3%	2.6%	4.0%	4.2%	现金净变动	(356)	(223)	267	(104)	(20)
P/E	37.7	63.1	23.3	20.3	17.5	货币资金的期初余额	747	391	168	436	332
P/B	2.6	2.5	2.4	2.4	2.3	货币资金的期末余额	391	168	436	332	312
EV/EBITDA	26.7	26.0	16.5	13.9	12.4	企业自由现金流	0	(313)	(63)	132	231
						权益自由现金流	0	(126)	351	29	116

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032