

饲料业务稳健增长，养殖业务有望改善

傲农生物(603363)

事件

公司披露 2022 年半年度报告，2022H1 实现营收 88.17 亿元，同比增长 7.27%，归母净利润为-6.77 亿元，同比下降 316.18%；2022Q2 实现营收 46.62 亿元，同比增长 7.78%，环比增长 12.20%，归母净利润为-3.25 亿元，同比下降 0.13%，环比增长 7.57%。

简评

1、2022H1 公司营收保持增长，猪价低迷拖累短期利润。

公司 2022H1 实现营收 88.17 亿元，同比增长 7.27%，主要系饲料销售规模、生猪出栏量和食品板块规模有所增加；归母净利润为-6.77 亿元，同比下降 316.18%，主要系生猪价格总体处于低位且较去年同期下降明显。2022Q2 公司实现营收 46.62 亿元，同比增长 7.78%，环比增长 12.20%；归母净利润-3.25 亿元，同比下降 0.13%，环比增长 7.57%。

分业务板块看，2022H1 饲料业务收入为 50.22 亿元，同比增长 11.11%，毛利率为 4.50%，较 2021H1 下降 1.28pcts；饲养业务收入为 19.48 亿元，同比减少 9.03%，毛利率为-20.48%，较 2021H1 下降 39.92pcts；贸易业务收入为 5.59 亿元，同比减少 30.78%，毛利率为 1.43%，较 2021H1 下降 0.06pcts；食品业务收入为 12.39 亿元，同比增长 76.39%，毛利率为 4.63%，较 2021H1 下降 3.48pcts；兽药动保收入 1565.43 万元，同比减少 23.83%，毛利率为 38.71%，较 2021H1 下降 6.85pcts。公司 2022H1 销售毛利率为-1.02%，较 2021H1 降低 10.36pcts，销售净利率为-10.25%，较 2021H1 降低 9.07pcts。

从费用端看，公司 2022H1 销售费用为 1.88 亿元（同比+21.21%），主要系公司经营规模扩大、销售人员增加；管理费用为 2.99 亿元（同比+2.91%），主要系折旧摊销费用增加；财务费用为 2.82 亿元（同比+49.95%），主要系融资规模增加及新租赁准则分摊的财务费用增加；研发费用为 7189.42 万元（同比+39.01%），主要由于公司加大研发投入，研发人员职工薪酬支出以及研发耗用材料费用增加。

2、饲料业务市占率持续提升，产能稳步扩张。

2022H1 公司生产饲料 158.94 万吨，占全国饲料产量的 1.16%，其中猪饲料产量为 116.27 万吨，占全国猪饲料产量的 1.93%，市占率不断提升。2022H1 公司实现饲料销量 132.17 万吨，同比增长 3.50%，其中，猪饲料销量 77.22 万吨，同比增长 1.15%；禽

维持

增持

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440521100007

发布日期：2022 年 09 月 01 日

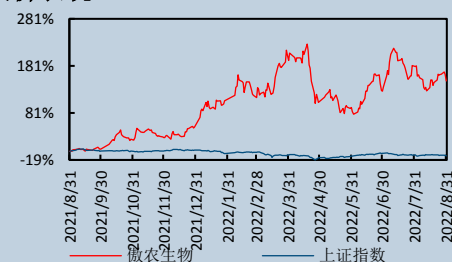
当前股价：20.29 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.47/-9.9	30.9/29.22	147.14/156.38
12 月最高/最低价 (元)		28.49/7.96
总股本 (万股)		81,178.55
流通 A 股 (万股)		66,694.45
总市值 (亿元)		164.71
流通市值 (亿元)		135.32
近 3 月日均成交量 (万股)		3,482.05
主要股东		
厦门傲农投资有限公司		36.76%

股价表现



相关研究报告

料销量 33.75 万吨，同比下降 6.02%；其他料（水产料、反刍料及其他）销量 21.21 万吨，同比增长 37.19%。2022H1 饲料单吨售价为 3799.67 元，同比增长 7.35%，单吨成本为 3628.69 元，同比增长 8.81%；受提价滞后性及产品提价幅度差异等原因，公司饲料业务毛利率有所下降。下半年来看①猪料销量或保持相对稳定；禽料受下游养殖景气度有所恢复，销量或高于上半年；水产及其他料由于低基数原因保持相对高速增长。②未来新季玉米上市将缓解供给压力，且原材料价格已较前期高点有一定回落，预计下半年饲料成本低于上半年；前期产品提价效果在下半年逐渐显现，饲料业务毛利率或逐渐改善。综合考虑，我们认为公司饲料业务下半年业绩优于上半年。

当前公司拥有 700 多万吨饲料产能，业务覆盖全国 20 多个省、市、自治区，公司于 2021H2 启动建设的永新县饲料一期项目将于 2022H2 竣工投产，届时将新增 18 万吨饲料产能。未来公司将进一步发挥饲料产业的规模效应和品牌效应，通过做大做强猪料产品，禽料保持适度规模，水产及反刍料积极发力的战略规划，朝着饲料外销突破 500 万吨的短期目标、1000 万吨的中期目标不断前进。

3、生猪出栏大幅提升，盈利水平有望改善。

2022H1 公司生猪出栏量为 234.39 万头，同比增长 86.14%。出栏结构方面，我们预计公司育肥猪出栏占比约 40%，其余为仔猪、少量种猪以及淘汰母猪。公司计划 2023 年生猪出栏 800 万头，2024 年出栏达 1000 万头。

产能方面：截至 2022 年 6 月末，公司生产性生物资产 11.45 亿元，较年初下降 4.26%，主要系公司自去年年底至今仍有少数低效母猪淘汰；公司能繁母猪存栏超 27 万头，后备母猪存栏超 7 万头。目前公司能繁母猪存栏约 30 万头，随行业景气度逐渐回升，预计公司能繁母猪存栏逐步增加，年底或达 34 万头；公司有约 35 万个母猪栏位，预计今年底稳健增长至 37 万头。育肥猪方面，现有栏舍约 200 万个，公司规划年底栏舍数量提升至 270 万个，以保障明后两年出栏目标达成。

生产成绩方面：①公司通过管理效率持续提升实现生产效率改善，PSY 由去年 20.8 提升至今年 6 月 24 以上，产房成活率 95%左右，育肥全程成活率 93%左右，母猪配种率恢复至 80%以上。②上半年公司育肥猪完全成本约 19 元/kg，在饲料涨价背景下二季度公司育肥猪成本稍有下降；二季度公司断奶仔猪完全成本 420-430 元/头。展望下半年，公司将持续通过提升母猪栏舍利用率，完善育肥猪养殖配套工作等措施实现成本改善，向育肥猪完全成本 17 元/kg，断奶仔猪完全成本 400 元/kg 迈进。

4、食品板块高速增长，资产负债率逐渐降低。

得益于公司积极拓展食品业务市场，食品板块收入规模实现高速增长，销售网络已覆盖福建、江西、四川、湖北、河南、山东等地。2022H1 公司完成屠宰头数 35.27 万头、同比增长 82.76%，完成生猪贸易头数 28.57 万头、同比增长 1392.58%。目前公司食品业务尚处于初步发展阶段，随着公司逐步提高屠宰和食品加工产能、拓宽市场渠道，食品业务有望延续高增长态势。

截至 2022 年 6 月末，公司资产负债率为 84.30%，较一季度末下降 5.62pcts；公司短期借款 38.97 亿元，较一季度末增长 2.90%；现金及现金等价物 6.33 亿元，较一季度末增加 2.22 亿元。5 月以来随猪价回升，公司现金流状况明显改善，下半年猪价预计相对高位运行，叠加公司进一步降本增效，公司经营业绩有望改善，进而利于公司资产负债结构优化。

5、盈利预测与评级：①一方面 7 月以来育肥猪价维持在 20 元/kg 以上，高于公司生猪养殖完全成本；另一方面仔猪价格亦高于公司断奶仔猪完全成本；我们认为公司下半年生猪养殖有望获得较好盈利。②食品及饲料业务预计相对稳健发展。综合考虑，我们预计 2022 年公司有望实现盈利；明后两年随公司出栏增长以及养殖成本下降，生猪业务有望持续盈利，再叠加饲料及食品板块持续增长，公司业绩有望高速增长。预计 2022-2024 年营业收入为 235.77/327.65/429.42 亿元，归母净利润为 0.50/8.27/11.07 亿元，EPS 为 0.07/1.21/1.62 元/股，对应 PE 分别为 280.0x/16.8x/12.5x，维持“增持”评级。

风险提示： 畜禽疫情风险，主要原材料价格波动的风险，生猪价格波动风险，资产负债率较高的风险，应收账款较大的风险，对外担保的风险等。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,517	18,038	23,577	32,765	42,942
增长率(%)	99.0	56.6	30.7	39.0	31.1
净利润(百万元)	573	-1,520	50	827	1,107
增长率(%)	1865.3	-365.3	-103.3	1566.6	33.9
ROE(%)	25.5	-84.4	3.1	32.7	30.5
EPS(元/股, 摊薄)	0.85	-2.22	0.07	1.21	1.62
P/E(倍)	23.9	-9.1	280.0	16.8	12.5
P/B(倍)	5.0	10.8	10.4	6.4	4.2

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

王明琦： 中信建投证券农林牧渔&宠物消费行业首席分析师，上海交通大学硕士，深度覆盖养殖、动保、种业、饲料和宠物全产业链等细分赛道；2021 年加入中信建投证券研究发展部，曾任职于方正证券研究所，作为核心成员入围 2020 年卖方分析师水晶球奖公募榜单。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk