

三季度业绩略低预期，成本仍有下降空间

傲农生物(603363)

事件

公司披露 2022 年三季度报告，前三季度实现营收 154.03 亿元，同比增长 15.62%，归母净利润-5.73 亿元，同比下降 13.89%；2022Q3 实现营收 65.85 亿元，同比增长 29.07%，环比增长 41.25%，归母净利润 1.04 亿元，同比增长 130.57%，环比增长 132.00%。

简评

1、受益养殖景气，公司三季度业绩扭亏为盈。

公司 2022 年前三季度实现营收 154.03 亿元，同比增长 15.62%，归母净利润-5.73 亿元，同比下降 13.89%；2022Q3 实现营收 65.85 亿元，同比增长 29.07%，环比增长 41.25%，归母净利润 1.04 亿元，同比增长 130.57%，环比增长 132.00%，主要系生猪出栏量增加以及生猪价格回暖。分业务板块看，预计公司 2022Q3 饲料业务利润超 4000 万元，养殖板块利润约 2.2 亿元（含少数股东权益），食品及屠宰或盈亏平衡，总部费用超 1.1 亿元。

利润率方面，公司 2022 前三季度销售毛利率为 3.28%（同比-1.58pcts，环比+4.30pcts），销售净利率为-4.89%（同比-0.66pcts，环比+5.36pcts）；2022Q3 销售毛利率为 9.03%（同比+11.38pcts，环比+9.22pcts），销售净利率为 2.28%（同比+11.42pcts，环比+11.24pcts）。

费用方面，公司 2022 前三季度销售费用为 3.00 亿元（同比+29.34%）；管理费用为 4.75 亿元（同比+14.00%）；财务费用为 4.03 亿元（同比+35.02%）；研发费用为 1.13 亿元（同比+42.87%）。

资产结构方面，截至 2022 年 9 月末，公司资产负债率为 79.16%，较 2022 年 6 月末下降 5.14pcts。

2、饲料业务稳健发展，毛利率环比提升。

2022Q3 公司实现饲料销量超 80 万吨，同比增长约 4%，环比增长约 25%（主要系下游养殖盈利，带动饲料销量增长）。在原材料价格持续上涨情况下，公司通过产品提价、原料替换、加大高毛利产品销售等方式提升盈利能力，公司饲料业务毛利率较 2022Q2 有所提升。展望 2022Q4，下游养殖补栏积极性有所提升或带动公司产品销量持续提升，叠加毛利率相对稳定，饲料板块有望贡献稳定利润。

3、生猪业务实现盈利，成本仍有下降空间。

①出栏方面：2022Q3 公司生猪出栏量为 137.89 万头（同比+74.10%，环比+6.31%）；从出栏结构来看，我们预计公司育肥猪

维持

增持

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440521100007

发布日期：2022 年 10 月 30 日

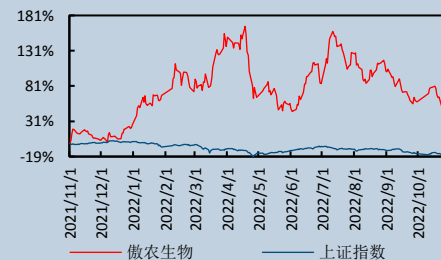
当前股价：12.66 元

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
	-21.02/-16.9	-44.76/-34.4	24.12/41.92
12 月最高/最低价 (元)			28.49/9.86
总股本 (万股)			87,164.06
流通 A 股 (万股)			72,679.97
总市值 (亿元)			110.35
流通市值 (亿元)			92.01
近 3 月日均成交量 (万股)			2,919.37
主要股东			
厦门傲农投资有限公司			36.99%

股价表现



相关研究报告

出栏占比约 38%，仔猪出栏占比近 60%。②成本方面，随产能利用率提升，公司养殖成本较 2022Q2 稍有下降，其中育肥猪养殖成本约 18.6 元/公斤，断奶仔猪成本 410-420 元/头。③产能方面：截至 2022 年 9 月末，公司生产性生物资产 12.49 亿元，较 6 月末增长 9.08%。母猪存栏近 37 万头，其中能繁母猪存栏超 30 万头，年底有望增长至 34 万头。展望 2022Q4，猪价高位震荡叠加公司成本边际改善，预计生猪养殖板块利润有望进一步增长。

4、盈利预测与评级：公司饲料板块稳健发展，生猪养殖受益猪价景气及成本边际改善，我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 231.52/336.80/443.72 亿元，归母净利润为-2.39/4.73/9.92 亿元，EPS 为-0.35/0.69/1.45 元/股，维持“增持”评级。

风险提示：①畜禽疫情风险：动物疫病会使畜禽养殖生产遭受严重破坏，对上游饲料需求量也将造成冲击，生猪养殖业可能受到较大影响。②主要原材料价格波动的风险：当原料价格大幅波动，公司未能及时调整产品销售价格或饲料原料成本控制不力，则可能会对公司经营产生不利影响。③生猪价格波动风险：生猪养殖行业具有一定的周期性，公司生猪养殖业务可能面临业绩波动甚至大幅下降、亏损的风险。④其他风险：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	23,152	33,680	44,372
增长率(%)	99.0	56.6	28.4	45.5	31.7
净利润(百万元)	573	-1,520	-239	473	992
增长率(%)	1865.3	-365.3	84.3	-297.7	110.0
ROE(%)	25.5	-84.4	-18.4	25.4	34.8
EPS(元/股，摊薄)	0.85	-2.22	-0.35	0.69	1.45
P/E(倍)	14.9	-5.7	-36.2	18.3	8.7
P/B(倍)	3.1	6.7	8.3	5.7	3.4

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