

傲农生物 (603363.SH)

2022年中报点评：养殖饲料稳步扩张，有望受益猪价回暖

买入

核心观点

2022Q2 归母净利亏损 3.25 亿元，环比 2022Q1 边际改善。公司 2022H1 实现营业收入 88.17 亿元，较上年增加 7.27%，实现归母净利润-6.77 亿元，较上年减少 316.18%。受益于猪价从 2022 年 4 月起回暖，2022Q2 公司业绩亏损幅度明显收窄，归母净利为-3.25 亿元，环比增长 7.7%。

饲料及养殖业务规模均稳步扩张，有望受益养殖回暖。分业务来看：（1）饲料板块：2022H1 收入为 50.22 亿元，毛利率为 4.5%，销量为 132.17 万吨，分别同比变动 11.11%、-1.28%、+3.50%。在全国猪饲料销量下滑的背景下，公司猪饲料销量仍实现同比增长 1.15%，销量达 77.22 万吨，同时公司水产料业务拓展力度较大，2022H1 增幅明显。（2）养殖板块：2022H1 生猪养殖收入为 19.48 亿元，同比减少 9.03%，生猪出栏 234.39 万头，较上年同期增长 86.14%。受 2022H1 整体猪价低迷以及粮价上涨影响，养殖业务承压明显，2022H1 毛利率为-20.48%，较上年同期减少 39.92%。公司养殖产能处于稳步上量阶段，截至 2022 年 6 月末，公司存栏生猪 200.03 万头，较 2021 年 6 月末增长 28.69%，其中能繁母猪存栏 27 万多头、后备母猪存栏 7 万多头，全年生猪出栏有望继续保持高速增长，或将受益于未来猪价景气上行。

全链布局的生猪养殖新秀，育肥产能或将持续放量。公司围绕“饲料+养殖”、以“猪”为核心的双主业发展战略，公司完成了从上游饲料生产到下游食品加工的生猪全产业链布局。饲料业务方面，公司的饲料产品涵盖配合饲料、复合饲料和浓缩料三类，覆盖了乳猪、仔猪、母猪以及大中小猪的所有阶段饲用需求。养殖业务方面，公司自上而下纵向建立了由育种群、扩繁群和商品群构成的金字塔式良种猪自主繁育体系，横向完成了对全国主要饲养区的布局，核心育种群及扩繁群的准备工作基本完成。同时公司贯彻一体化防疫理念，以农业互联网和动保业务为养殖业务保驾护航，并进一步实现了向下游屠宰加工业务的延伸。目前公司高效一体化繁育体系的建设成果正在逐步兑现，预计未来随育肥产能利用率提升，成本仍有较大的边际改善空间。

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。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为生猪养殖新秀，现已建立高效安全的自繁自育体系，未来育肥产能有望稳步放量，同时成本仍有显著的边际改善空间。考虑到 2022 年 4 月起猪价景气回暖，我们上调公司 22 年盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利为 0.22/20.49/14.72 亿元（原预计 22-23 年归母净利分别为-2.92/33.16 亿元），对应 EPS 分别为 0.03/2.35/1.69 元。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,517	18,038	26,367	33,763	36,294
(+/-%)	99.0%	56.6%	46.2%	28.1%	7.5%
净利润(百万元)	573	-1520	22	2049	1472
(+/-%)	1865.3%	-365.3%	-101.5%	9035.0%	-28.1%
每股收益(元)	0.85	-2.22	0.03	2.35	1.69
EBIT Margin	10.7%	-4.6%	0.2%	8.5%	5.7%
净资产收益率 (ROE)	20.9%	-116.6%	1.7%	69.5%	33.8%
市盈率 (PE)	23.9	-9.1	787.8	8.6	12.0
EV/EBITDA	14.0	-211.5	45.3	10.0	12.6
市净率 (PB)	4.99	10.65	13.37	5.99	4.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·饲料

证券分析师：**鲁家瑞** 联系人：**李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn lirui@guosen.com.cn
 S0980520110002

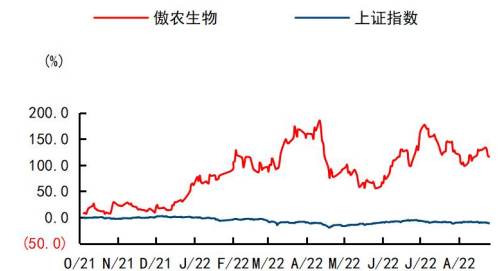
 联系人：**江海航**

jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.20 元
总市值/流通市值	17614/14685 百万元
52 周最高价/最低价	28.49/8.07 元
近 3 个月日均成交额	720.11 百万元

市场走势



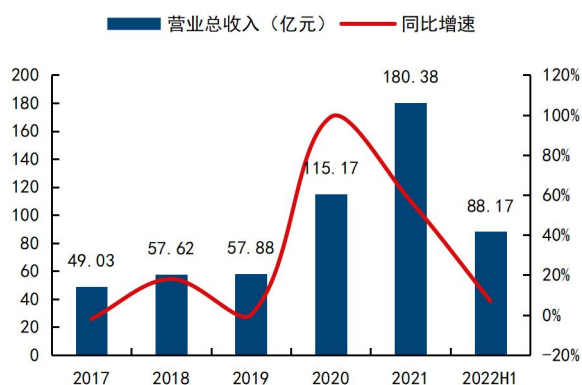
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《傲农生物-603363-2021 年业绩预告快评：生猪养殖新秀，育肥产能稳步上量》——2022-02-08

猪价低迷叠加粮价上涨，养殖业务承压明显。根据公司发布的 2022 半年度报告，公司 2022H1 实现营业收入 88.17 亿元，较上年增加 7.27%，实现归属于母公司所有者的净利润-6.77 亿元，较上年减少 316.18%。受益于猪价从 2022 年 4 月起回暖，2022Q2 公司业绩亏损幅度明显收窄，归母净利为-3.25 亿元，环比增长 7.7%。分业务来看：（1）**饲料板块**：2022H1 收入为 50.22 亿元，毛利率为 4.5%，销量为 132.17 万吨，分别同比变动 11.11%、-1.28%、+3.50%。在全国猪饲料销量下滑的背景下，公司猪饲料销量仍然实现同比增长 1.15%，销量达 77.22 万吨，同时公司水产料业务拓展力度较大，2022H1 增幅明显。（2）**养殖板块**：2022H1 公司生猪养殖收入为 19.48 亿元，同比减少 9.03%，生猪出栏量为 234.39 万头，较上年同期增长 86.14%。受 2022H1 整体猪价低迷以及粮价上涨影响，养殖业务承压明显，2022H1 毛利率为-20.48%，较上年同期减少 39.92%。公司养殖产能处于稳步上量阶段，截至 2022 年 6 月末，公司存栏生猪 200.03 万头，较 2021 年 6 月末增长 28.69%，其中能繁母猪存栏 27 万多头、后备母猪存栏 7 万多头，全年生猪出栏有望继续保持高速增长，或将受益于今年下半年的猪价景气上行。

图1：傲农生物营业收入及增速（单位：亿元、%）



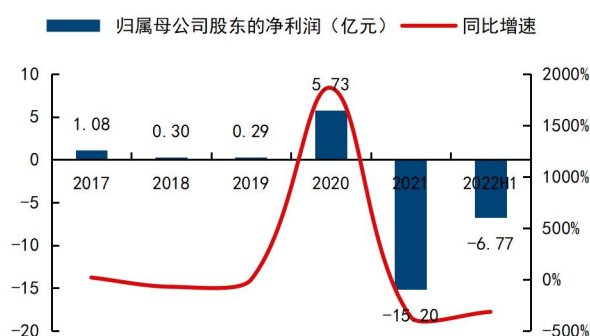
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：傲农生物单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：傲农生物归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：傲农生物单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

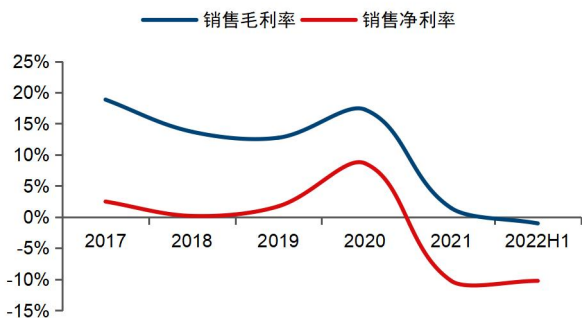


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利水平边际改善，整体费用率略有提升。公司 2022H1 销售毛利率-1.02%，同比减少 110.92pct，销售净利率-10.25%，同比减少 768.64pct。费用率方面，公司 2022H1 销售费用率 2.14%（+13.23pct），管理费用率 4.20%（+0.96pct），财务

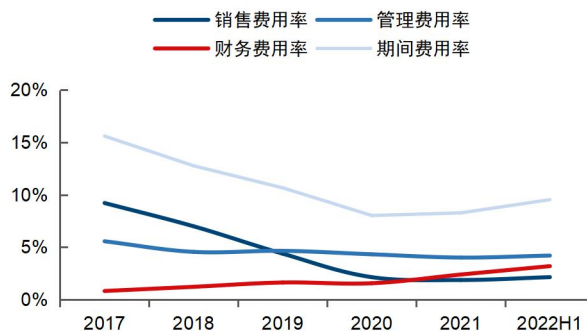
费用率 3.19% (+39.30pct)。三项费用率合计 9.53%，同比提升 14.27pct，主要系公司规模扩大，因此销售人员增加带来薪酬支出增加，以及折旧摊销费用增加，外加融资规模增加，因此三项费用率水平均有所抬升。

图5: 傲农生物毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

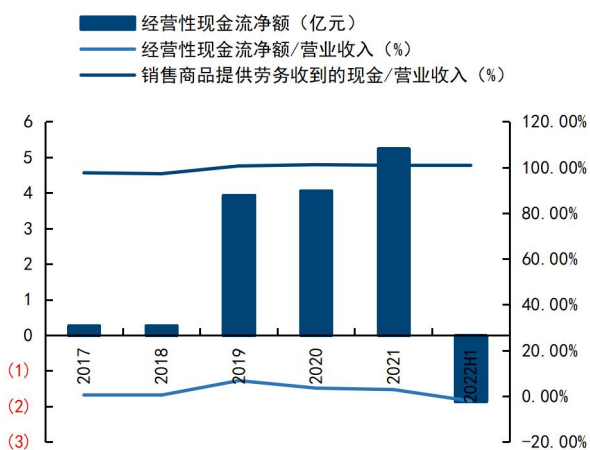
图6: 傲农生物费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

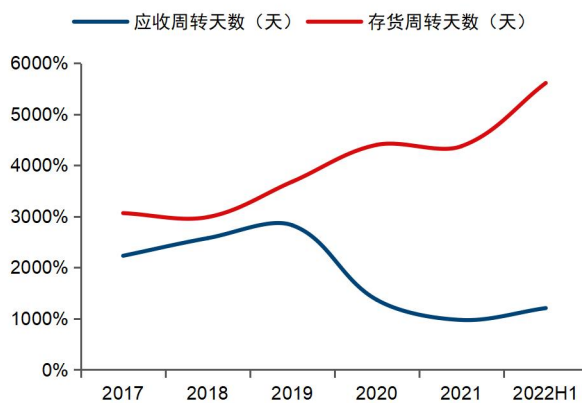
受 2022 上半年猪价行情整体低迷影响，经营性现金流大幅收紧。2022H1 公司经营性现金流净额-1.86 亿元 (-74%)，经营性现金流净额占营业收入比例为-2.11% (-169%)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.67% (-0.49%)。在主要流动资产周转方面，2022H1 年公司应收周转天数为 12.06 天 (+4.69%)，存货周转天数达 56.12 天 (+10.87%)，周转效率受到 2022 上半年整体养殖行情较为低迷影响有所下降。

图7: 傲农生物经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 傲农生物主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”。公司作为生猪养殖新秀，现已建立高效安全的自繁自育体系，未来育肥产能有望稳步放量，同时成本仍有显著的边际改善空间。考虑到 2022 年 4 月起猪价景气回暖，我们上调公司 22 年盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利润为 0.22/20.49/14.72 亿元（原预计 22-23 年归母净利润分别为-2.92/33.16 亿元），对应 EPS 分别为 0.03/2.35/1.69 元。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
300498.SZ	温氏股份	24.69	1,616	0.19	2.00	1.81	130	12	14	买入
603477.SH	巨星农牧	31.95	162	0.50	2.92	3.68	64	11	9	买入
002840.SZ	华统股份	23.83	144	0.46	2.23	4.44	52	11	5	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	571	543	456	729	2447	营业收入	11517	18038	26367	33763	36294
应收款项	777	792	1158	1747	1688	营业成本	9529	17781	24443	28531	31861
存货净额	1731	2589	3430	4379	4674	营业税金及附加	16	30	43	52	58
其他流动资产	444	338	1286	2153	2133	销售费用	247	338	606	751	774
流动资产合计	3524	4263	6331	9009	10944	管理费用	432	609	996	1268	1240
固定资产	5439	7029	8452	9410	10351	研发费用	65	114	216	278	275
无形资产及其他	374	463	445	428	410	财务费用	179	432	330	303	267
投资性房地产	2504	5186	5186	5186	5186	投资收益	6	(28)	(10)	(11)	(16)
长期股权投资	177	160	170	181	192	资产减值及公允价值变动	(17)	425	300	20	2
资产总计	12019	17101	20584	24213	27083	其他收入	(137)	(1053)	(216)	(278)	(275)
短期借款及交易性金融负债	3055	4737	4307	3632	3824	营业利润	966	(1807)	23	2590	1804
应付款项	2128	3912	5430	6350	7072	营业外净收支	5	(15)	5	10	20
其他流动负债	1066	1467	2409	2813	2973	利润总额	971	(1822)	28	2600	1824
流动负债合计	6248	10117	12146	12795	13869	所得税费用	(23)	29	1	78	21
长期借款及应付债券	1445	2916	2916	2916	2916	少数股东损益	421	(331)	5	472	332
其他长期负债	423	1875	3306	4306	4456	归属于母公司净利润	573	(1520)	22	2049	1472
长期负债合计	1867	4791	6223	7223	7373	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	8115	14908	18368	20017	21242	净利润	573	(1520)	22	2049	1472
少数股东权益	1161	890	894	1248	1480	资产减值准备	(33)	450	180	67	70
股东权益	2742	1303	1321	2948	4361	折旧摊销	327	697	733	887	1010
负债和股东权益总计	12019	17101	20584	24213	27083	公允价值变动损失	17	(425)	(300)	(20)	(2)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	179	432	330	303	267
每股收益	0.85	(2.22)	0.03	2.35	1.69	营运资本变动	(1954)	637	1919	(15)	885
每股红利	0.60	0.63	0.01	0.48	0.07	其它	158	(875)	(176)	287	162
每股净资产	4.07	1.90	1.52	3.38	5.01	经营活动现金流	(912)	(1036)	2379	3256	3598
ROIC	19.75%	-14.19%	-3%	26%	17%	资本开支	0	(3146)	(2021)	(1875)	(2002)
ROE	20.90%	-116.60%	2%	70%	34%	其它投资现金流	(1)	0	0	0	0
毛利率	17%	1%	7%	15%	12%	投资活动现金流	(128)	(3128)	(2031)	(1886)	(2013)
EBIT Margin	11%	-5%	0%	9%	6%	权益性融资	(0)	1210	0	0	0
EBITDA Margin	14%	-1%	3%	11%	9%	负债净变化	1431	608	0	0	0
收入增长	99%	57%	46%	28%	7%	支付股利、利息	(403)	(432)	(4)	(422)	(60)
净利润增长率	1865%	-365%	-101%	9035%	-28%	其它融资现金流	(700)	2574	(430)	(675)	192
资产负债率	77%	92%	94%	88%	84%	融资活动现金流	1355	4137	(435)	(1097)	133
股息率	2.9%	3.1%	0.0%	3.0%	0.4%	现金净变动	316	(28)	(87)	273	1718
P/E	23.9	(9.1)	787.8	8.6	12.0	货币资金的期初余额	255	571	543	456	729
P/B	5.0	10.7	13.4	6.0	4.1	货币资金的期末余额	571	543	456	729	2447
EV/EBITDA	14.0	(211.5)	45.3	10.0	12.6	企业自由现金流	0	(2658)	693	1794	1956
						权益自由现金流	0	524	(60)	826	1885

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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提及的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