

产能释放，经营改善

傲农生物 2021 年报及 2022 年一季报点评

核心观点

- 事件：**公司发布 2021 年年报和 2022 年一季报，全年实现营业收入 180.4 亿元，同比+56.6%；实现归母净利润-15.2 亿元，同比-365.3%。2022 年一季度实现营业收入 41.6 亿元，同比+6.7%；实现归母净利润-3.5 亿元，同比-317.1%。
- 产能释放，出栏大幅增长。**随着公司新建猪场陆续投入使用，产能释放，生猪出栏量大幅增加，2021 年生猪出栏量 324.59 万头，同比+141.1%，其中仔猪占比约 58.3%、育肥猪占比约 40.61%；2022 年一季度生猪出栏量 104.68 万头，同比+95.81%，延续高增态势。公司目前已经具备一定的养殖规模体量，固定资产产能及能繁母猪存栏规模具备支撑后续出栏规模继续增长的基础，公司力争 2022 年达到 550 万头、2024 年达到 1000 万头的出栏目标。随着产能规模逐渐趋稳，公司生猪养殖产业将从“上量”阶段转入“提质”阶段，从业绩层面看，在猪价整体低迷的一季度归母净利润较 2021 年四季度明显改善，反映降本提效成效初显，公司的目标是全力使育肥成本降到 16 元/公斤。
- 饲料上量，配套业务稳步推进。**1) 饲料方面，2021 年公司销量大幅增长，实现饲料销量 284.08 万吨，同比+36.5%，分品种看，猪料 168.65 万吨，同比+66.42%；禽料 73.38 万吨，同比-9.72%；其他料（水产料、反刍料及其他）销量 42.04 万吨，同比+64.72%，水产料、猪料均有明显增幅。目前公司饲料产能 700 多万吨，2022 年经营目标 400 万吨，目标增速+40.8%，公司饲料业务的短期目标是外销突破 500 万吨，中期目标 1000 万吨。2) 动保方面，2021 年公司扩张水产动保有所成效，从而动保整体收入增长 26.62 至 3387.28 万元，毛利率 42.67%，同比+0.08pct。3) 屠宰及食品方面，2021 年公司新收购一家屠宰企业，在全国重点区域开始布局猪肉销售和分割中心，全年屠宰收入规模已经达到 19.1 亿元，同比增长 374.01%。

盈利预测与投资建议

- 考虑上半年原料涨价幅度较高，预计全年成本中枢有所上移，并根据年报下调出栏量预期、饲料价格和淘汰猪比例，从而 2022-2023 年盈利预测有所下调，预计 2022-2024 年公司实现归母净利润-5.70、15.09、3.99 亿（原预测 22-23 年-4.47、16.31 亿），同比分别+62.5%、364.9%、-73.6%，维持前次参考的可比公司估值水平，给予 23 年 11xPE，目标价 23.93 元，维持“买入”评级。

风险提示：疫病风险、生猪价格波动风险、现金流风险、原材料价格波动风险、食品安全风险等。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,517	18,038	25,909	38,941	47,157
同比增长(%)	99.0%	56.6%	43.6%	50.3%	21.1%
营业利润(百万元)	966	(1,807)	(870)	2,133	543
同比增长(%)	1136.9%	-287.1%	51.8%	345.0%	-74.5%
归属母公司净利润(百万元)	573	(1,520)	(570)	1,509	399
同比增长(%)	1865.3%	-365.3%	62.5%	364.9%	-73.6%
每股收益(元)	0.83	(2.19)	(0.82)	2.18	0.57
毛利率(%)	17.3%	1.4%	4.6%	12.9%	8.4%
净利率(%)	5.0%	-8.4%	-2.2%	3.9%	0.8%
净资产收益率(%)	32.1%	-75.1%	-49.0%	85.1%	14.8%
市盈率	20.1	(7.6)	(20.2)	7.6	28.8
市净率	4.2	8.8	11.3	4.5	4.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年04月29日）	16.58 元
目标价格	23.93 元
52 周最高价/最低价	28.49/7.6 元
总股本/流通 A 股（万股）	69,371/66,568
A 股市值（百万元）	11,502
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2022 年 05 月 05 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-18.13	-35.23	-1.48	25.94
相对表现	-19.25	-30.4	9.9	54.72
沪深 300	1.12	-4.83	-11.38	-28.78



证券分析师

张斌梅 021-63325888*6090
zhangbinmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520020002
香港证监会牌照：BND809

联系人

樊嘉敏 fanjiamin@orientsec.com.cn

相关报告

定增顺利过会，资金压力缓解 2022-04-21
养殖新星，蓄势待发：傲农生物首次覆盖 2022-03-19
报告

盈利预测与投资建议

考虑上半年原料涨价幅度较高，预计全年成本中枢有所上移，并根据年报下调出栏量预期、饲料价格和淘汰猪比例，从而 2022-2023 年盈利预测有所下调，预计 2022-2024 年公司实现归母净利润-5.70、15.09、3.99 亿（原预测 22-23 年-4.47、16.31 亿），同比分别+62.5%、364.9%、-73.6%，维持前次参考的可比公司估值水平，给予 23 年 11xPE，目标价 23.93 元，维持“买入”评级。

表 1：盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后	
	2022E	2023E	2022E	2023E
饲料				
销售收入	15,749	17,939	14,746	16,798
变动幅度			-6.4%	-6.4%
毛利率	5.5%	5.6%	5.9%	6.0%
变动幅度			0.4%	0.4%
饲养				
销售收入	8,258	15,825	5,597	14,596
变动幅度			-32.2%	-7.8%
毛利率	5.1%	24.5%	1.1%	25.3%
变动幅度			-4.1%	0.8%
动保				
销售收入	60	63	39	41
变动幅度			-35.1%	-35.1%
毛利率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
变动幅度			0.0%	0.0%
食品				
销售收入	1,391	1,600	2,205	2,535
变动幅度			58.4%	58.4%
毛利率	9.0%	9.0%	8.0%	8.0%
变动幅度			-1.0%	-1.0%
贸易及其他业务				
销售收入	2,859	4,289	3,322	4,971
变动幅度			16.2%	15.9%
毛利率	2.0%	2.0%	2.3%	2.2%
变动幅度			0.3%	0.2%
销售收入合计	28,318	39,716	25,909	38,941
变动幅度			-8.5%	-2.0%
综合毛利率	5.2%	12.8%	4.6%	12.9%
变动幅度			-0.5%	0.1%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后	
	2022E	2023E	2022E	2023E
营业收入	28,318	39,716	25,909	38,941
变动幅度			-8.5%	-2.0%
营业利润	-690	2,306	-870	2,133
变动幅度			-26.2%	-7.5%
归属母公司净利润	-447	1,631	-570	1,509
变动幅度			-27.4%	-7.5%
每股收益（元）	-0.64	2.35	-0.82	2.18
变动幅度			-28.3%	-7.4%
毛利率(%)	5.2%	12.8%	4.6%	12.9%
变动幅度			-0.5%	0.1%
净利率(%)	-1.6%	4.1%	-2.2%	3.9%
变动幅度			-0.6%	-0.2%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

风险提示

疫病风险

动物疫病是畜牧行业发展中面临的主要风险，生猪因发生疫病或导致病亡，直接导致公司生猪出栏量的降低，收入和业绩受损；此外，疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致短期内市场需求萎缩、产品价格下降，对公司生猪销售产生不利影响。若公司周边地区或自身场区疫病发生频繁，或者公司疫病防控执行不力，公司将可能面临生猪发生疫病所引致的产量下降、盈利下降、甚至亏损等风险。

生猪价格波动风险

我国生猪养殖行业集中度较低的特点以及生猪固有生长周期共同决定了生猪市场价格的周期性波动。生猪价格周期性波动会对包括公司在内的生猪养殖企业的经营业绩产生重大影响。如果生猪价格未来持续低迷或继续下滑，将会对公司的盈利水平造成重大不利影响，从而引致公司未来盈利大幅下降、甚至亏损等风险。

现金流风险

公司生猪养殖场区的建设均需投入大量的资金，如果生猪价格未来持续低迷或继续下滑、原材料价格持续处于高位或继续上涨，且未来银行信贷政策发生不利变化、公司资金管理不善等情形，将显著增加公司的偿债风险和流动性风险。

原材料价格波动风险

公司原材料成本占公司主营业务成本的比例在 50%以上，公司的原材料主要包括小麦、玉米、豆粕等，因此，小麦、玉米和豆粕等价格波动会对公司主营业务成本、净利润产生较大影响。

食品安全风险

如果公司一旦出现质量控制不到位而产生重大食品安全问题，将直接影响到公司生产经营和盈利能力，并损害公司的品牌声誉及行业口碑，从而在一段时间内影响公司的经营业绩。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	571	543	777	1,168	1,415	营业收入	11,517	18,038	25,909	38,941	47,157
应收票据、账款及款项融资	449	527	777	1,169	1,415	营业成本	9,529	17,781	24,706	33,921	43,177
预付账款	427	311	518	779	943	营业税金及附加	16	30	39	58	71
存货	1,731	2,589	4,042	5,245	6,870	销售费用	247	338	479	701	849
其他	346	294	416	605	731	管理费用及研发费用	498	723	1,036	1,558	1,886
流动资产合计	3,524	4,263	6,531	8,965	11,374	财务费用	179	432	341	381	437
长期股权投资	177	160	202	202	202	资产、信用减值损失	91	514	208	220	225
固定资产	3,399	5,739	5,010	4,765	3,885	公允价值变动收益	(24)	(31)	0	0	0
在建工程	1,471	1,288	1,693	2,175	2,596	投资净收益	6	(28)	0	0	0
无形资产	374	463	2,308	5,907	8,784	其他	26	32	30	30	30
其他	3,073	5,188	5,607	6,431	7,000	营业利润	966	(1,807)	(870)	2,133	543
非流动资产合计	8,494	12,837	14,820	19,479	22,468	营业外收入	40	39	40	40	40
资产总计	12,019	17,101	21,351	28,444	33,841	营业外支出	36	54	35	35	35
短期借款	2,680	3,654	4,507	4,408	5,753	利润总额	971	(1,822)	(865)	2,138	548
应付票据及应付账款	2,128	3,912	5,633	7,734	9,844	所得税	(23)	29	13	20	24
其他	1,441	2,550	3,169	4,089	5,271	净利润	994	(1,851)	(879)	2,117	524
流动负债合计	6,248	10,117	13,309	16,231	20,868	少数股东损益	421	(331)	(309)	608	125
长期借款	1,445	2,053	2,516	3,382	4,104	归属于母公司净利润	573	(1,520)	(570)	1,509	399
应付债券	0	863	822	822	822	每股收益 (元)	0.83	-2.19	-0.82	2.18	0.57
其他	423	1,875	3,104	4,292	3,881						
非流动负债合计	1,867	4,791	6,443	8,496	8,807	主要财务比率					
负债合计	8,115	14,908	19,751	24,727	29,675		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1,161	890	580	1,188	1,314	成长能力					
实收资本 (或股本)	674	684	694	694	694	营业收入	99.0%	56.6%	43.6%	50.3%	21.1%
资本公积	1,335	1,376	1,661	1,661	1,661	营业利润	1136.9%	-287.1%	51.8%	345.0%	-74.5%
留存收益	755	(867)	(1,437)	72	395	归属于母公司净利润	1865.3%	-365.3%	62.5%	364.9%	-73.6%
其他	(23)	110	102	102	102	获利能力					
股东权益合计	3,903	2,193	1,600	3,717	4,166	毛利率	17.3%	1.4%	4.6%	12.9%	8.4%
负债和股东权益总计	12,019	17,101	21,351	28,444	33,841	净利率	5.0%	-8.4%	-2.2%	3.9%	0.8%
						ROE	32.1%	-75.1%	-49.0%	85.1%	14.8%
						ROIC	20.9%	-15.3%	-5.3%	20.8%	6.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	67.5%	87.2%	92.5%	86.9%	87.7%
净利润	994	(1,851)	(879)	2,117	524	净负债率	100.6%	324.2%	509.5%	229.4%	248.4%
折旧摊销	481	422	1,622	1,995	2,448	流动比率	0.56	0.42	0.49	0.55	0.55
财务费用	179	432	341	381	437	速动比率	0.29	0.14	0.16	0.20	0.18
投资损失	(6)	28	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(589)	1,203	103	762	909	应收账款周转率	22.9	29.9	33.4	33.7	30.7
其它	(653)	290	964	534	(804)	存货周转率	8.2	7.8	6.8	6.7	6.5
经营活动现金流	406	524	2,152	5,789	3,514	总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.6	1.5
资本支出	(3,914)	(1,943)	(3,093)	(5,781)	(4,818)	每股指标 (元)					
长期投资	(139)	18	(42)	0	0	每股收益	0.83	-2.19	-0.82	2.18	0.57
其他	50	(882)	(10)	0	0	每股经营现金流	0.60	0.77	3.10	8.34	5.07
投资活动现金流	(4,002)	(2,806)	(3,144)	(5,781)	(4,818)	每股净资产	3.95	1.88	1.47	3.65	4.11
债权融资	1,645	2,029	421	862	718	估值比率					
股权融资	1,394	51	294	0	0	市盈率	20.1	-7.6	-20.2	7.6	28.8
其他	885	119	512	(479)	833	市净率	4.2	8.8	11.3	4.5	4.0
筹资活动现金流	3,925	2,200	1,227	383	1,551	EV/EBITDA	11.7	-20.0	17.4	4.2	5.6
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.6	-13.9	-36.0	7.6	19.4
现金净增加额	328	(83)	234	391	246						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn