

资金情况好转，经营稳步改善

傲农生物 2022 三季度点评

核心观点

- **公司发布 2022 年三季报。**前三季度实现营业收入 154.0 亿元，同比+15.6%；实现归母净利润-5.7 亿元，同比-13.9%。单三季度来看，公司实现营业收入 65.9 亿元同比+29.1%，实现归母净利润 1.0 亿元，同比+130.6%。
- **单季度实现盈利，经营管理持续改善。**三季度，公司出栏生猪 137.89 万头，同比增长 74.1%，三季度末公司存栏生猪 217.95 万头，同比增长 17.22%，较 2021 年 12 月末增长 21.59%。经过前期的优化调整，从今年 5 月份开始，公司母猪场的生产指标已有大幅改善，对应的后续肥猪出栏成本改善会比较明显。公司计划今年年底的目标是断奶仔猪成本降到 400 元/头以下，育肥成本降到 17 元/公斤左右。
- **养殖配套加速完善，产能扩张持续推进。**三季度末公司有能繁母猪约 30 万头，后备母猪约 6 万头，与 6 月相比合计增加 2 万头。公司目标今年年底能繁母猪存栏 34 万头，明年年底能繁母猪存栏目标 40 万头，从产能上看与明年 800 万头的出栏目标能够匹配。目前公司已有约 35 万个母猪栏位，年底能达到 37-38 个栏位，母猪栏位已经基本得到保障，育肥自建与租赁栏位加速推进，目前 200 万个，计划年底达到 270 万个，以完成明年上半年 60%，下半年 70%的育肥配套目标。
- **现金流情况好转，资产负债率下降。**随着猪价回暖，公司恢复盈利，三季度公司经营产生的现金流量净额为 2.05 亿，前三季度净额为 0.18 亿。同时，公司可转债已经完成赎回，资产负债率降至 79.16%，较 Q2 下降 5.14pct，现金流压力明显好转。目前公司母猪栏位已经不需要更多的资金投入；育肥方面，公司会以轻资产的租赁模式完成栏位扩张或适时配套一部分放养，未来资本开支的需求或有所降低。

盈利预测与投资建议

- 10 月以来，生猪价格继续上涨，我们认为未来 2 个季度供应格局难以逆转，叠加消费转好预期，生猪价格有望保持坚挺，我们上调盈利预测，预计 22-24 年归母净利润分别为-1.41、17.68、5.24 亿元（原预测-1.66、16.82、5.07 亿），据可比公司估值水平，给予 23 年 8xPE，目标价 16.23 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	26,920	38,686	47,102
同比增长(%)	99.0%	56.6%	49.2%	43.7%	21.8%
营业利润(百万元)	966	(1,807)	(197)	2,507	696
同比增长(%)	1136.9%	-287.1%	89.1%	1370.8%	-72.2%
归属母公司净利润(百万元)	573	(1,520)	(141)	1,768	524
同比增长(%)	1865.3%	-365.3%	90.7%	1354.1%	-70.4%
每股收益(元)	0.66	(1.74)	(0.16)	2.03	0.60
毛利率(%)	17.3%	1.4%	7.0%	13.6%	8.5%
净利率(%)	5.0%	-8.4%	-0.5%	4.6%	1.1%
净资产收益率(%)	32.1%	-75.1%	-5.7%	38.9%	9.3%
市盈率	19.3	(7.3)	(78.3)	6.2	21.0
市净率	4.0	8.5	3.0	2.0	1.9

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10月28日）	12.66 元
目标价格	16.23 元
52 周最高价/最低价	28.49/9.86 元
总股本/流通 A 股（万股）	87,164/72,680
A 股市值（百万元）	11,035
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2022 年 10 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-23.81	-21.58	-40.19	26.83
相对表现	-18.42	-14.07	-24	54.03
沪深 300	-5.39	-7.51	-16.19	-27.2



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
肖嘉颖 xiaojiaying@orientsec.com.cn

相关报告

生猪产能释放，饲料逆势增长：傲农生物 2022-09-01
2022 中报点评
产能释放，经营改善：傲农生物 2021 年报及 2022 年一季报点评 2022-05-05
定增顺利过会，资金压力缓解 2022-04-21

盈利预测与投资建议

10月以来，生猪价格继续上涨，我们认为未来2个季度供应格局难以逆转，叠加消费转好预期，生猪价格有望保持坚挺，我们上调盈利预测，预计22-24年归母净利润分别为-1.41、17.68、5.24亿元（原预测-1.66、16.82、5.07亿），据可比公司估值水平，给予23年8xPE，目标价16.23元，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

公司	代码	股价	EPS					PE			
		2022/10/28	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
温氏股份	300498.SZ	17.97	-2.05	0.66	2.07	1.73	-8.78	27.22	8.70	10.38	
牧原股份	002714.SZ	47.53	1.30	2.05	5.53	4.71	36.64	23.23	8.59	10.10	
唐人神	002567.SZ	7.00	-0.95	0.23	1.13	0.99	-7.36	31.07	6.19	7.05	
天康生物	002100.SZ	8.04	-0.51	0.30	1.43	1.58	-15.87	26.81	5.61	5.08	
新希望	000876.SZ	12.70	-2.11	-0.08	1.34	1.66	-6.01	-162.20	9.50	7.64	
调整后平均							-7.00	26.00	8.00	8.00	

数据来源：Wind，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	2,811	3,689	2,715	营业收入	11,517	18,038	26,920	38,686	47,102
应收票据、账款及款项融资	449	527	808	1,161	1,413	营业成本	9,529	17,781	25,024	33,438	43,113
预付账款	427	311	538	774	942	营业税金及附加	16	30	40	58	71
存货	1,731	2,589	4,094	5,170	6,860	销售费用	247	338	498	696	848
其他	346	294	431	602	730	管理费用及研发费用	498	723	1,077	1,547	1,884
流动资产合计	3,524	4,263	8,682	11,395	12,660	财务费用	179	432	314	327	363
长期股权投资	177	160	202	202	202	资产、信用减值损失	91	514	221	197	232
固定资产	3,399	5,739	4,984	4,769	3,887	公允价值变动收益	(24)	(31)	0	0	0
在建工程	1,471	1,288	1,701	2,182	2,602	投资净收益	6	(28)	0	0	0
无形资产	374	463	2,239	5,899	8,771	其他	26	32	58	84	105
其他	3,073	5,188	5,607	6,431	7,000	营业利润	966	(1,807)	(197)	2,507	696
非流动资产合计	8,494	12,837	14,734	19,483	22,462	营业外收入	40	39	40	40	40
资产总计	12,019	17,101	23,416	30,877	35,122	营业外支出	36	54	35	35	35
短期借款	2,680	3,654	3,654	3,654	3,654	利润总额	971	(1,822)	(192)	2,512	701
应付票据及应付账款	2,128	3,912	5,706	7,624	9,830	所得税	(23)	29	13	21	25
其他	1,441	2,550	3,184	4,085	5,270	净利润	994	(1,851)	(205)	2,491	677
流动负债合计	6,248	10,117	12,544	15,363	18,754	少数股东损益	421	(331)	(64)	723	152
长期借款	1,445	2,053	2,503	3,381	4,101	归属于母公司净利润	573	(1,520)	(141)	1,768	524
应付债券	0	863	822	822	822	每股收益(元)	0.66	-1.74	-0.16	2.03	0.60
其他	423	1,875	3,059	4,331	3,877						
非流动负债合计	1,867	4,791	6,384	8,534	8,800	主要财务比率					
负债合计	8,115	14,908	18,927	23,897	27,554		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1,161	890	826	1,548	1,700	成长能力					
实收资本(或股本)	674	684	872	872	872	营业收入	99.0%	56.6%	49.2%	43.7%	21.8%
资本公积	1,335	1,376	3,698	3,698	3,698	营业利润	1136.9%	-287.1%	89.1%	1370.8%	-72.2%
留存收益	755	(867)	(1,008)	760	1,196	归属于母公司净利润	1865.3%	-365.3%	90.7%	1354.1%	-70.4%
其他	(23)	110	102	102	102	获利能力					
股东权益合计	3,903	2,193	4,489	6,980	7,568	毛利率	17.3%	1.4%	7.0%	13.6%	8.5%
负债和股东权益总计	12,019	17,101	23,416	30,877	35,122	净利率	5.0%	-8.4%	-0.5%	4.6%	1.1%
						ROE	32.1%	-75.1%	-5.7%	38.9%	9.3%
						ROIC	20.9%	-15.3%	1.1%	19.7%	6.2%
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%	80.8%	77.4%	78.5%
净利润	994	(1,851)	(205)	2,491	677	净负债率	100.6%	324.2%	117.0%	75.2%	91.8%
折旧摊销	481	422	1,617	1,990	2,446	流动比率	0.56	0.42	0.69	0.74	0.68
财务费用	179	432	314	327	363	速动比率	0.29	0.14	0.33	0.37	0.27
投资损失	(6)	28	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(589)	1,203	60	792	923	应收账款周转率	22.9	29.9	34.0	33.1	30.8
其它	(653)	290	932	596	(840)	存货周转率	8.2	7.8	6.8	6.6	6.5
经营活动现金流	406	524	2,719	6,195	3,568	总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4
资本支出	(3,914)	(1,943)	(3,001)	(5,865)	(4,807)	每股指标(元)					
长期投资	(139)	18	(42)	0	0	每股收益	0.66	-1.74	-0.16	2.03	0.60
其他	50	(882)	(10)	0	0	每股经营现金流	0.60	0.77	3.12	7.11	4.09
投资活动现金流	(4,002)	(2,806)	(3,053)	(5,865)	(4,807)	每股净资产	3.15	1.50	4.20	6.23	6.73
债权融资	1,645	2,029	407	875	716	估值比率					
股权融资	1,394	51	2,509	0	0	市盈率	19.3	-7.3	-78.3	6.2	21.0
其他	885	119	(314)	(327)	(451)	市净率	4.0	8.5	3.0	2.0	1.9
筹资活动现金流	3,925	2,200	2,602	548	265	EV/EBITDA	11.4	-19.5	10.7	3.9	5.3
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.2	-13.5	159.0	6.6	17.6
现金净增加额	328	(83)	2,268	878	(974)						

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