

证券研究报告—动态报告/公司快评

农林牧渔

傲农生物 (603363)

买入

畜牧业

2021 年业绩预告快评

(首次评级)

2022 年 02 月 08 日

生猪养殖新秀，育肥产能稳步上量

证券分析师： 鲁家瑞 021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110002

联系人： 李瑞楠 021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

事项：

公司发布 2021 年度业绩预告，2021 年公司预计实现归属于上市公司股东的净利润-10.8 亿元至-12.8 亿元，同比下降 288.49%-323.39%；扣除非经常损益后的净利润-11 亿元至-13 亿元，同比下降 300.19%-366.59%，业绩表现受 2021 年猪价大幅波动的影响较大。

国信农业观点：1) 傲农生物围绕以“猪”为核心的发展战略，已经建立了高效安全的自繁自育体系，成本优势正在显现，头均毛利在同行中处于前列。同时公司现阶段产能主要集中在母猪端，因此受 2021 年生猪行情低谷的影响相对较小，且未来育肥产能仍有较大释放空间。另外，公司底部资金充足，于周期底部的扩张速度不降反增，未来有望依靠新一轮产能扩张逆势抢占份额，并充分享受 2023 年周期反转带来的量价齐升红利。2) 风险提示：行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食等饲料原材料价格不可控上涨带来的成本压力。3) 投资建议：从公司角度看，公司现阶段产能仍集中在母猪端，受此轮行情低谷的影响相对较小，且未来仍有较大的肥猪出栏释放空间，依靠充足的底部资金，公司有望依靠新一轮产能扩张逆势抢占更多份额。从行业角度看，2022 年是布局生猪板块最好阶段，因为 2023 年猪周期大概率反转，从这个角度出发，傲农生物或充分受益于 2023 年猪价反转带来的量价齐升。预计公司 21-23 年归母净利润为-11.08/-2.92/33.16 亿元，对应 EPS 为-1.62/-0.43/4.84 元，对应当前股价 PE 为-10.4/-39.1/3.5 X，给予“买入”评级。

评论：

■ 养殖规模扩张迅速，短期业绩承压明显

公司 1 月 29 日发布了 2021 年业绩预告，2021 年公司预计实现归属于上市公司股东的净利润-10.8 亿元至-12.8 亿元，同比下降 288.49%-323.39%，利润大幅下滑主要系 2021 年公司出栏大幅扩张，而生猪价格较上年同期下降幅度较大。公司 2021 年销售生猪 324.59 万头，同比增长 141.1%，截至 2021 年 12 月末，生猪存栏 179.25 万头，同比增长 85.98%，公司养殖业务规模在猪价周期底部保持迅速扩张趋势。

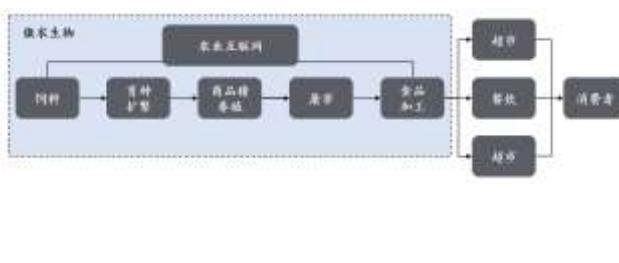
■ 全链布局的生猪养殖新秀，已建立高效自繁自养体系

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。从 2021 年上半年的收入拆分来看，公司饲料、养殖、贸易、食品和动保的收入占比分别为 55.0%、26.2%、9.8%、

8.6%和 0.3%。

目前公司高效一体化繁育体系的建设成果正在逐步兑现：一方面，公司生猪出栏和存栏保持快速扩张，出栏量和存栏量近五年的复合增速分别高达 97.87%、87.43%。且从公司最新披露的出栏来看，公司 2022 年 1 月出栏的 38 万头生猪中，预计肥猪占比接近 50%，仔猪占比略高于肥猪，公司现阶段产能仍主要集中在母猪端，所以受此轮行业寒冬的冲击相对较小，且育肥产能未来仍有较大的释放空间，其 2022 年目标出栏量分别达 600 万头。另一方面，和同行相比，公司养殖业务不仅规模增速更快，盈利能力也位居同规模企业的平均水平之上，其 2018-2020 年生猪养殖业务平均毛利率 23.11%，明显高于同规模企业的平均水平（21.43%）。

图 1：傲农生物的业务范围已覆盖生猪全产业链



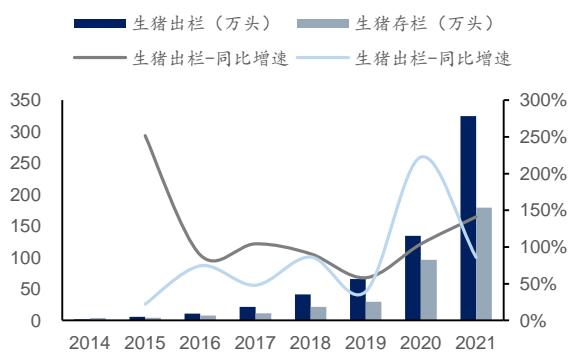
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 2：公司养殖业务占比快速提升



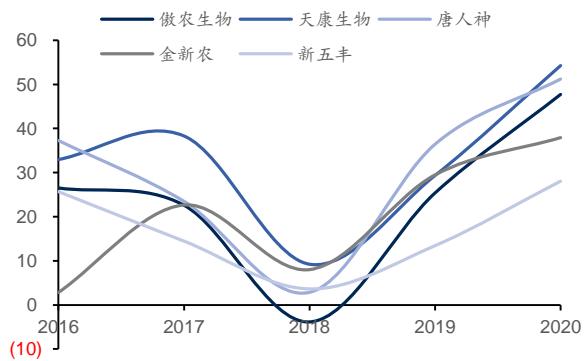
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司生猪出栏及存栏规模持续快速扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：公司养殖业务毛利率处于同业前列（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 公司底部资金充足，无惧寒冬加速扩张

银行借款方面，公司于 2021 年 12 月 21 日发布 2022 年度向金融机构申请融资授信额度的公告，公司 2022 年将向不限于银行、融资租赁公司等金融机构申请不超过 80 亿元的授信额度。其他融资方面，公司于 2021 年 3 月发布最新定增预案，拟非公开发行 1.3 亿股募集不超过 14.4 亿元资金，其中 4.5 亿元将用于产能扩张，9.4 亿元将用于补充流动性资金，该预案已于 2021 年 9 月获证监会核准批复。另外据公司 2021 年三季报披露，截至 2021 年 9 月 30 日，公司货币资金余额为 4.1 亿元，短期负债余额为 92.6 亿元，现有货币资金及融资方案足够实现对短期债务的全覆盖。我们认为在当前猪价低迷的底部阶段，多数养殖企业的产能扩张将大幅受限甚至出现萎缩，而拥有技术和资金优势的傲农生物，有望通过持续的产能扩张，逆势抢占更多份额，从而进一步打开公司的成长空间，并享受周期反转带来的量价齐升红利。

■ 投资建议：看好猪价修复后的业绩弹性，给予“买入”

我们认为，傲农生物的优势主要体现在三个方面：1) 公司现已建立高效安全的自繁自育体系，成本优势正在显现，头均毛利在同规模企业中处于前列；2) 现阶段公司产能主要集中在母猪端，因此受此轮行情低谷的影响相对较小，且育肥产能仍有较大释放空间；3) 公司在行业低谷期依靠较强的资金优势，扩张速度不降反增，未来待育肥产能进一步上量，有望分享今明两年猪价修复带来的量价齐升红利。预计公司 21-23 年归母净利润为-11.08/-2.92/33.16 亿元，对应 EPS 为-1.62/-0.43/4.84 元，对应当前股价 PE 为-10.4/-39.1/3.5 X，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	571	332	386	430	营业收入	11517	17253	23489	38001
应收款项	777	1229	1864	2762	营业成本	9529	17508	21560	28471
存货净额	1731	2264	3092	4331	营业税金及附加	16	29	38	59
其他流动资产	444	1528	2785	5076	销售费用	247	777	1174	1900
流动资产合计	3524	5355	8129	12600	管理费用	432	560	804	1304
固定资产	5439	6444	7627	9070	财务费用	179	274	410	444
无形资产及其他	374	359	345	330	投资收益	6	0	(0)	2
投资性房地产	2504	2504	2504	2504	资产减值及公允价值变动	(17)	(17)	(11)	(15)
长期股权投资	177	316	469	637	其他收入	(137)	0	0	0
资产总计	12019	14978	19073	25140	营业利润	966	(1910)	(509)	5811
短期借款及交易性金融负债	3055	6215	8998	7763	营业外净收支	5	1	2	3
应付款项	2128	2530	3399	5009	利润总额	971	(1909)	(507)	5814
其他流动负债	1066	2163	2929	4265	所得税费用	(23)	26	4	(22)
流动负债合计	6248	10907	15327	17038	少数股东损益	421	(827)	(220)	2520
长期借款及应付债券	1445	1445	1445	1445	归属于母公司净利润	573	(1108)	(292)	3316
其他长期负债	423	534	678	823					
长期负债合计	1867	1979	2122	2268					
负债合计	8115	12886	17449	19305					
少数股东权益	1161	458	282	2172					
股东权益	2742	1634	1342	3663					
负债和股东权益总计	12019	14978	19073	25140					
关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.00	-1.62	-0.43	4.84	净利润	573	(1108)	(292)	3316
每股红利	0.60	0.00	0.00	1.45	资产减值准备	(33)	3	2	2
每股净资产	4.07	2.39	1.96	5.35	折旧摊销	327	497	638	762
ROIC	24%	-18%	-1%	49%	公允价值变动损失	17	17	11	15
ROE	21%	-68%	-22%	91%	财务费用	179	274	410	444
毛利率	17%	-1%	8%	25%	营运资本变动	(1954)	(455)	(939)	(1335)
EBIT Margin	11%	-9%	0%	16%	其它	158	(707)	(178)	1888
EBITDA Margin	14%	-7%	2%	18%	经营活动现金流	(912)	(1753)	(758)	4648
收入增长	99%	50%	36%	62%	资本开支	(3318)	(1507)	(1819)	(2206)
净利润增长率	1865%	-293%	--	-1236%	其它投资现金流	(1)	0	0	0
资产负债率	77%	89%	93%	85%	投资活动现金流	(3445)	(1646)	(1972)	(2374)
息率	5.9%	0.0%	0.0%	14.5%	权益性融资	1743	0	0	0
P/E	12.0	-6.3	-23.9	2.1	负债净变化	1431	0	0	0
P/B	2.5	4.3	5.2	1.9	支付股利、利息	(403)	0	0	(995)
EV/EBITDA	9.3	-17.7	44.4	3.7	其它融资现金流	874	3160	2784	(1235)
					融资活动现金流	4673	3160	2784	(2230)
					现金净变动	316	(239)	54	44
					货币资金的期初余额	255	571	332	386
					货币资金的期末余额	571	332	386	430
					企业自由现金流	(3620)	(3107)	(2209)	3512
					权益自由现金流	(1316)	(225)	161	1832

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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