

中航证券研究所
分析师: 彭海兰
证券执业证书号: S0640517080001
邮箱: penghl@avicsec.com

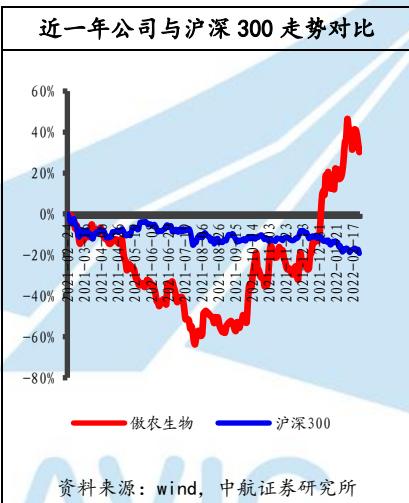
联系人: 陈翼
证券执业证书号: S0640121080014
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

傲农生物(603363.SH):优秀内核、务实作风,规模养殖新势力

行业分类: 农林牧渔 2022年2月24日

公司投资评级	持有
傲农生物(22.2.24)	18.00

基础数据(22.2.24)	
沪深300	4529.32
总市值(亿元)	123.19
流通市值(亿元)	118.15
PE(TTM)	-28.51
PB	5.66



■ 行业: 生猪去产能或加速, 有望迎来底部拐点

2021年底全国能繁母猪存栏4329万头, 略高于正常保有量, 生猪供应将继续维持宽松局面, 叠加春节后传统的猪肉消费疲软期和疫情反复压制部分需求等因素, 生猪价格下行压力依然较大。养殖利润或步入深度亏损区间, 生猪产能去化或将加速, 有望迎来底部拐点。

■ 企业: 企业文化引领, 打造领先农牧企业

优秀的企业内核。文化领航: 傲农注重文化积累沉淀, 源于实践、守正务实, 自上而下引领公司发展。激励机制: 公司推动五级激励方案, 广泛持续的股权激励能有效激发员工积极性和主人翁精神, 推动业绩目标实现。团队建设: 高管团队具有专业的教育背景和资深的工作阅历, “五化”团队促进人才队伍在结构上更加高效专业、年轻创新。

养殖板块: 核心育繁体系支撑养殖扩张。1) 核心产能储备充足: 公司搭建了完善的养殖繁育体系, 以种猪繁育为主, 具备充足的母猪产能储备, 2021年H1存栏母猪达38.70万头, 较2020年增加了29%, 同时, 累计产能投入达61.55亿元, 部分产能扩建项目也将陆续完成投产, 商品猪放量潜力大。2) 销区养殖布局优势: 公司生猪养殖重点布局南方销区, 与饲料等业务协同, 成本控制不断完善, 提升养殖获利空间。2020年养殖毛利达到47.74%, 不断赶超同业企业。3) 出栏规模稳健扩张: 傲农近年出栏速度较快, 2021年生猪出栏325万头, 同比增加141%。此外, 公司在养殖扩张同时, 现金流保持了相对稳健。4) 食品业务战略延伸: 公司加速推进产业链延伸业务, 积极布局屠宰和食品加工领域, 依托信息化优势进行标准化和规模化生产和全流程质量控制, 打造绿色健康可追溯的品牌, 实现纵向一体化发展。

饲料板块: 饲料为核心, 提供综合的专业服务。公司饲料及动保业务稳健增长, 市场占有率不断提高, 同时精耕产品品类、健全产品线, 为下游养殖提供高效的综合服务, 客户粘性有望持续加深。

■ 估值: 养殖快速扩张, 头均市值性价比高

傲农生物头均市值水平具备性价比。截至2月24日收盘, 按照22年出栏目标估算, 傲农生物头均市值约1047元, 低于牧原、温氏、新希望等头部猪企, 相较而言具备性价比。随着股权激励落地, 经营扩张推进, 后续出栏有超预期可能, 业绩弹性可期。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59562524
传真: 010-59562637

投资建议

傲农生物是一家集饲料、养殖、食品、生物制药等业务为一体的领先农牧企业。公司坚持“以饲料为核心的服务企业、以食品为导向的养猪企业”的品牌定位，积极推进产业延伸。公司拥有突出的核心养殖产能储备基础和优势，具备养殖扩张的潜力，有望把握周期反转的机遇。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 -12.09 亿元，-1.15 亿元和 18.33 亿元，EPS 分别为 -1.77 元，-0.17 元和 2.68 元，对应 23 年 PE 为 5 倍，给予“持有”评级。

风险提示

1. 生猪周期波动受供需、疫病、政府干预等因素较多，存在未来行业产能变化不及预期，行情波动的可能。
2. 公司业绩兑现对内部出栏目标和成本目标的达成情况较为敏感。虽然公司多措并举，加大投入和激励，但出栏和成本目标达成仍有待跟踪观察。
3. 农产品大宗的价格波动对公司饲料原料和养殖成本都带来较为直接的影响。全球疫情肆虐，推高供应链和原料成本，农产品大宗行情或持续高位，可能对公司业务综合成本带来压力。

盈利预测

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	115.17	176.09	259.16	349.01
增长率	98.98%	52.89%	47.17%	34.67%
归属母公司净利润(亿元)	5.73	-12.09	-1.15	18.33
增长率	1865.27%	-311.03%	-109.49%	1496.94%
每股收益 EPS(元)	0.85	-1.77	-0.17	2.68
净资产收益率 ROE	25.46%	-230.98%	-2.90%	51.60%
PE	14	-	-	5
PB	2.08	9.43	2.81	1.27

目录

一、行业：生猪去产能或加速，有望迎来底部拐点	5
1.1 存栏仍然偏高，供给宽松持续	5
1.2 节后需求走弱，生猪价格承压	5
1.3 利润驱动产能去化，有望迎来行业周期拐点	6
1.4 规模化猪企具有较大成长空间	7
二、企业：傲农文化引领，打造领先农牧企业	8
2.1 “以农为傲”优秀农牧企业	8
2.2 优秀的企业内核	9
1) 务实的落地文化	9
2) 健全的激励机制	11
3) “五化”团队建设	12
2.3 养殖板块：核心育繁体系支撑养殖扩张	13
1) 核心产能储备充足	13
2) 销区养殖布局优势和成本优势	15
3) 出栏规模稳健扩张	16
4) 屠宰食品战略延伸	17
2.4 饲料及动保：业务增速行业领先，综合服务能力增强	18
三、估值：养殖快速扩张，头均市值性价比高	19
四、投资建议	21
五、风险提示	21

图目录

图 1 能繁母猪存栏变化，母猪结构优化.....	5
图 2 养殖利润深度亏损，产能去化或加速.....	7
图 3 2021 年生猪养殖市场格局，2021 年前 20 强猪企生猪年出栏量.....	8
图 4 公司发展脉络	9
图 5 公司股权控制结构	9
图 6 公司使命、价值观、精神和作风	10
图 7 公司企业文化落地方法	10
图 8 高管薪酬更合理均衡，公司更重视股权激励.....	11
图 9 公司员工学历构成，人均创收增加.....	13
图 10 养殖繁育体系完善，积极布局生猪养殖产能.....	14
图 11 积极布局生猪养殖产能	14
图 12 产销布局合理优化，南方省份更具价格优势（元/公斤）	15
图 13 利润水平不断改善，获利空间增大	16
图 14 生猪出栏保持高速增长	17
图 15 公司营业收入构成(%)，经营现金流占营业收入比重	17
图 16 公司加快布局屠宰食品业务，塑造傲农猪肉品牌.....	18
图 17 饲料业务增速较快，产品品类日益丰富.....	19
图 18 历史养殖利润和主要上市猪企头均市值.....	20

表目录

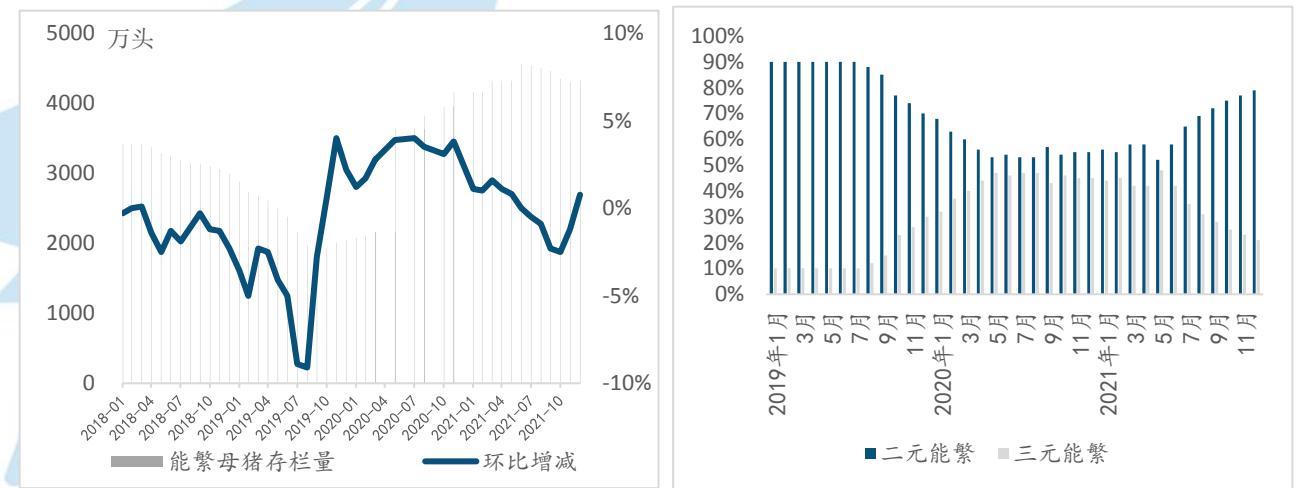
表 1 近十年春节后猪价走势（元/公斤）	6
表 2 自繁自养生猪养殖利润亏损下能繁母猪存栏变化.....	7
表 3 主要高管的经验背景	12
表 4 主要上市猪企头均市值	20
表 5 财务预测摘要	22

一、行业：生猪去产能或加速，有望迎来底部拐点

1.1 存栏仍然偏高，供给宽松持续

行业存栏偏高，未来一段时间供给仍然较为宽松。1)母猪产能规模仍偏高。全国能繁母猪存栏量自2021年7月开始去化，截止到2021年底，全国能繁母猪存栏4329万头，整体较能繁母猪正常保有量4100万头仍偏高，意味着在2022年5月前生猪供给预计仍在持续增加。2)新生仔猪数量对应上半年生猪出栏较大。根据农业农村部披露，2021年3-11月全国规模猪场每月新生仔猪数量均在3000万头以上，8月达到3348万头，同比增长31.1%，推算节后出栏量仍处于较高的水平。3)母猪存栏结构优化，养殖生产效率有望提升。自21年中，行业能繁母猪的存栏结构不断优化，截至21年底，落后低效三元母猪不断淘汰至20%左右，二元母猪占比提升至79%，生产效率较高的二元母猪产能释放还需要一定时间。

图1 能繁母猪存栏变化，母猪结构优化



资料来源：WIND，涌益咨询，中航证券研究所

1.2 节后需求走弱，生猪价格承压

生猪需求呈现明显季节性特征。从历史看，春节后几个月猪肉消费将逐步走弱，如果出栏供给没有较明显的高点，猪价将惯性走低。**量上：**节后需求放缓整体出栏量逐步下降。从过去五年的行业生猪季度出栏看，二季度平均出栏1.6亿头，较一季度下降25.1%。**价上：**从近十年春节后猪价走势来看，节后第一个月和第二个月均价分别下降4.06%和7.78%。

截止 22 年 2 月 9 日，生猪外三元均价跌至 12.88 元/公斤，较春节前下跌了 6.67%。2022 春节后已进入传统的肉类消费疲软期，加之疫情反复压制部分需求，消费需求短期内难有明显改善。

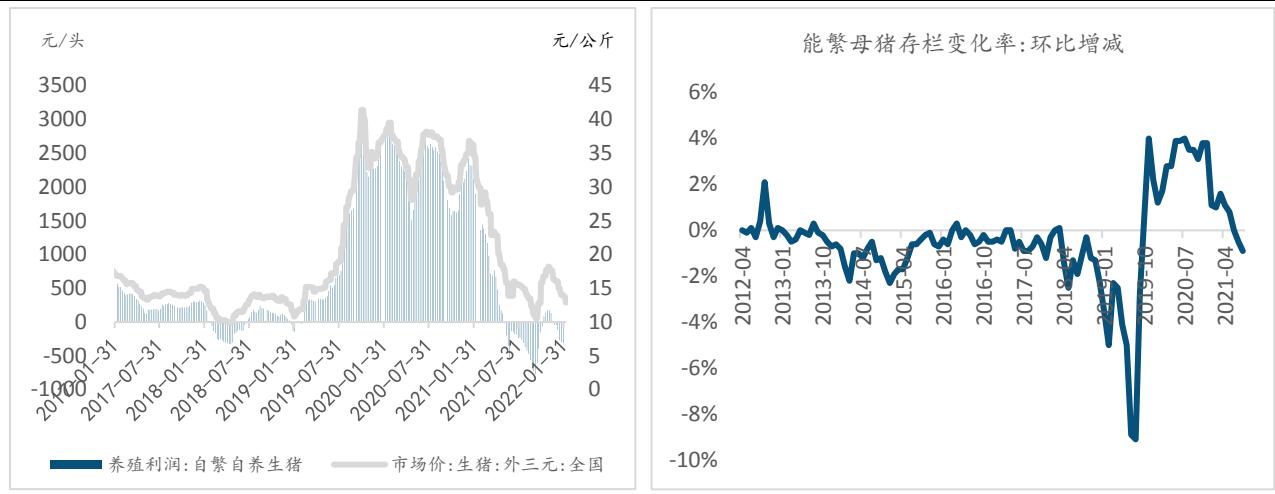
表 1 近十年春节后猪价走势（元/公斤）

年份	节前	节后	节后次月	涨跌	节后 2 个月	涨跌	节后最低	涨跌
2013	26.72	26.68	24.21	-9.26%	22.14	-17.02%	21.27	-20.28%
2014	23.54	23.37	22.51	-3.68%	20.8	-11.00%	19.25	-17.63%
2015	22.09	21.98	21.32	-3.00%	21.46	-2.37%	21.23	-3.41%
2016	28.84	29.04	28.6	-1.52%	29.96	3.17%	28.5	-1.86%
2017	29.35	29.17	28.08	-3.74%	27.05	-7.27%	23.91	-18.03%
2018	25.31	25.06	22.93	-8.50%	20.6	-17.80%	19.22	-23.30%
2019	22.46	22.64	22.4	-1.06%	24.54	8.39%	-	-
2020	54.70	57.15	59.21	3.60%	55.77	-2.41%	45.98	-19.55%
2021	52.32	51.08	46.26	-9.44%	38.96	-23.73%	21.03	-58.83%
均值	31.70	31.80	30.61	-4.06%	29.03	-7.78%	25.05	-20.36%

资料来源：WIND，中国养猪网，中航证券研究所

1.3 利润驱动产能去化，有望迎来行业周期拐点

猪价下跌和养殖成本抬升致使养殖利润深度亏损，或加速生猪产能去化。从历史情况看，养殖利润头均亏损超过 300 元时，能繁母猪存栏月环比会减少 2%以上，截止 22 年 2 月 11 日，自繁自养生猪养殖利润头均亏损 336.70 元，在当前利润水平下，亏损或将推动产能加速淘汰，行业进一步出清。此外，自 2021 年 7 月以来，能繁母猪存栏月环比已经连续 6 个月下降，能繁母猪有望加速去化。如果行业产能去化彻底，叠加下半年消费旺季，很有可能在下半年逐步进入下一轮猪周期的上升通道，供需优化将不断拉升行业景气度。

图 2 养殖利润深度亏损，产能去化或加速


资料来源：WIND，涌益咨询，中航证券研究所

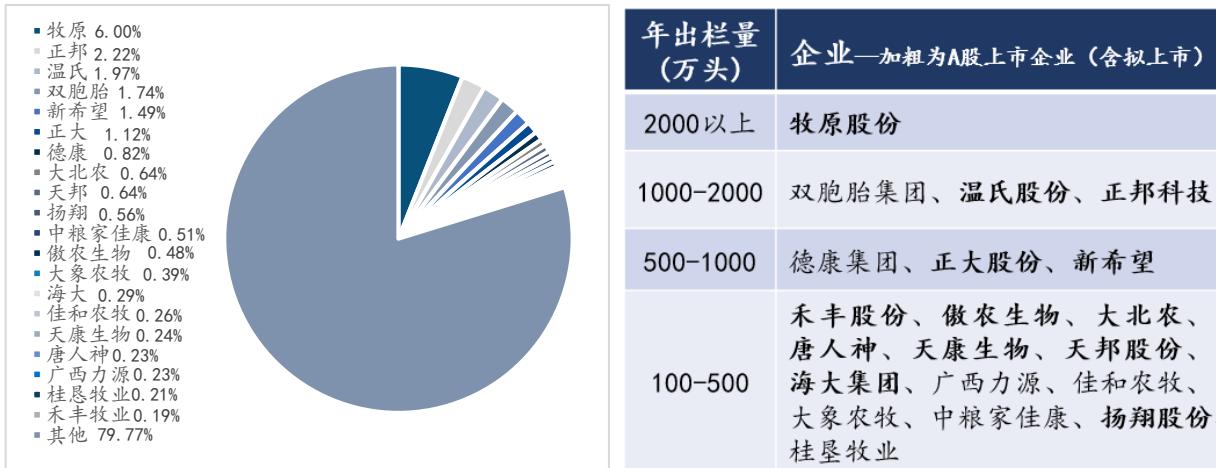
表 2 自繁自养生猪养殖利润亏损下能繁母猪存栏变化

月度头均亏损	能繁母猪存栏月环比
100-300 (元/头)	-1.00%
300-400 (元/头)	-2.35%
400-500 (元/头)	-2.50%

资料来源：WIND，中国养猪网，中航证券研究所

1.4 规模化猪企具有较大成长空间

我国生猪养殖行业竞争格局分散，头部猪企市场份额有望进一步提高。2021 年全国生猪出栏 67128 万头，同比增长 27.4%，龙头企业牧原出栏量占比仅有 6%，头部企业仍有较大的成长空间，行业集中度有待进一步提升。其中规模化、集约化养殖企业的成本控制优势日益凸显，企业竞争力将不断提高，具备较大的成长潜力。

图 3 2021 年生猪养殖市场格局，2021 年前 20 强猪企生猪年出栏量


资料来源：新牧网，中航证券研究所

二、企业：傲农文化引领，打造领先农牧企业

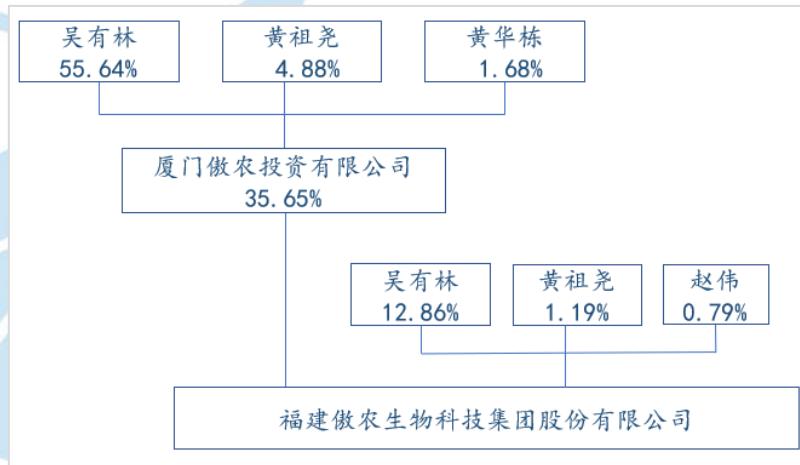
2.1 “以农为傲”优秀农牧企业

福建傲农生物成立于 2011 年 4 月，2017 年 9 月在上海证券交易所挂牌上市，是一家以标准化、规范化、集约化和产业化为导向的高科技农牧企业。公司坚持“以饲料为核心的服务企业，以食品为导向的养猪企业”的品牌定位，以“猪”为核心布局产业链，打造了以“饲料、养猪、食品”为主业，“生物制药、原料贸易、农业互联网”为配套业务，多点支撑、协同发展的产业格局。

傲农生物 2011 年以猪饲料业务起步创业，2014 年开始涉足养猪业务。前期主要开展相关种猪培育、扩繁和销售。2017 年公司上市后，公司逐步推进养殖、屠宰加工、食品产业延伸，养殖上以“自繁自养和农户代育肥相结合”的模式快速扩张，截至 2021 年公司年出栏已经达到 324.59 万头。

图 4 公司发展脉络


资料来源：公司官网，中航证券研究所

图 5 公司股权控制结构


资料来源：WIND，中航证券研究所

2.2 优秀的企业内核

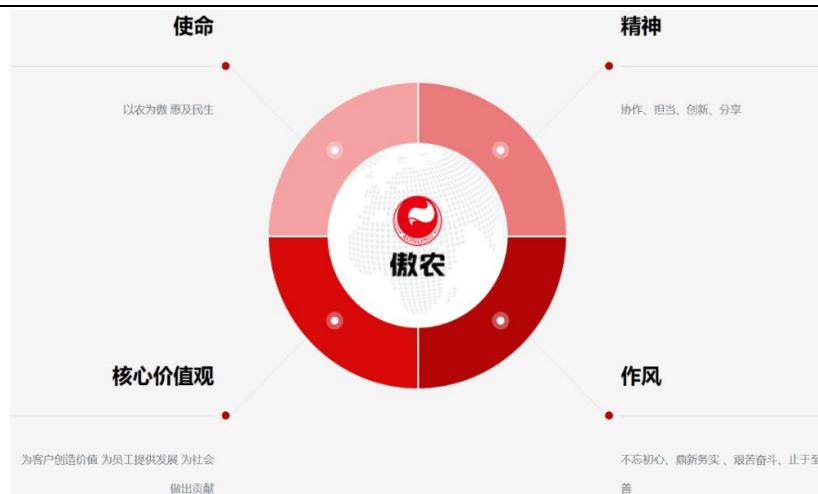
1) 务实的落地文化

公司在企业文化上做了深厚的积淀和梳理。企业文化来自于创始人和管理团队对事业开路和发展的总结，务实而有实际指导意义，自上而下影响了公司战略、管理、组织，并最终影响公司经营。

公司积淀优秀的精神内核——【使命】“以农为傲 惠及民生”、精神“协作、担当、创新、分享”、【核心价值观】“为客户创造价值 为员工提供发展 为社会做出贡献”、

【作风】“不忘初心、鼎新务实、艰苦奋斗、止于至善”，明确以“创建世界一流的农牧食品企业”的【战略愿景】。

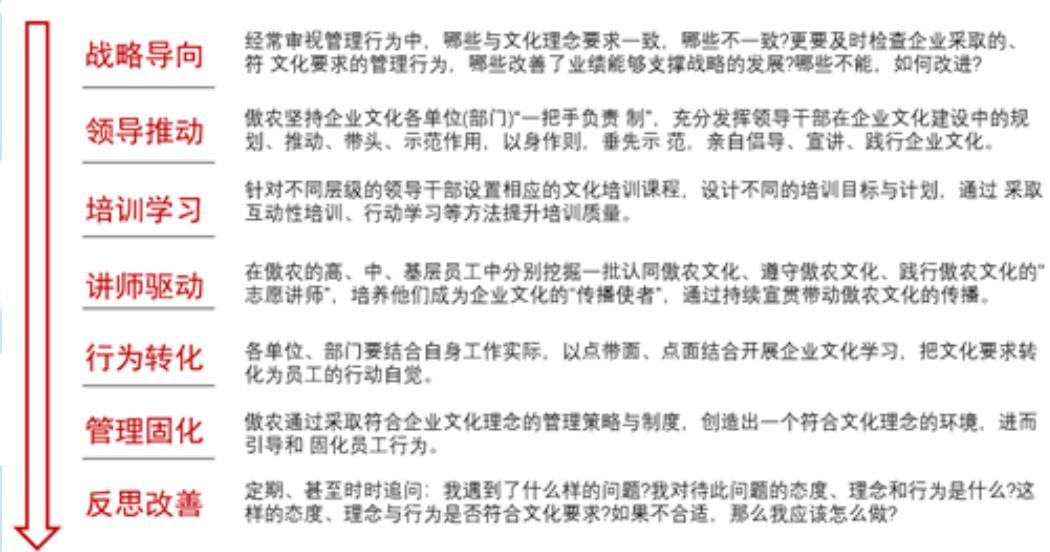
图 6 公司使命、价值观、精神和作风



资料来源：公司官网，中航证券研究所

公司深刻认识企业文化不是口号，关键在于“落地”。公司梳理了 7 大方法路径保障企业文化的落地生根。

图 7 公司企业文化落地方法



资料来源：公司官网，中航证券研究所

2) 健全的激励机制

公司具有全方位的激励机制，推行“目标激励、培训激励、晋升激励、薪酬激励、股权激励”的五级激励机制，让不同职位、不同级别、不同贡献的干部员工可以享受到对应的激励措施。

股权激励：傲农近五年进行了4次股权激励计划，2021年和2019年激励人数占总员工比重为2.2%和7.6%，较行业更重视股权激励，激励范围也较广泛。同时，傲农股权激励能与员工建立利益分享机制，确保核心人员稳定性和积极性。高管薪酬较行业更合理和均衡，具备激发团队干劲和活力的优势，以促进公司销售目标的实现。根据公司2021年度股权激励计划，21-23年度公司生猪出栏量目标分别为400/750/1000万头，饲料销量目标分别为270/360/450万吨，股权激励有利于推动公司主要业务表现再上新台阶。

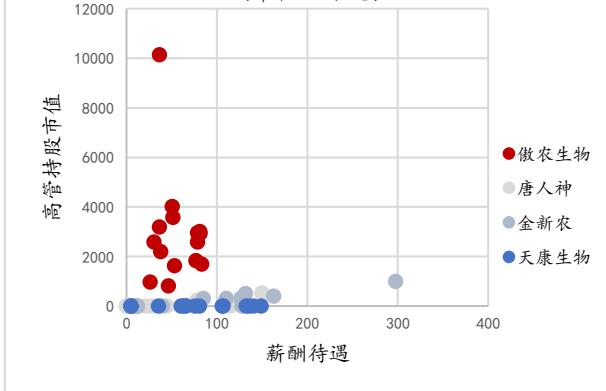
薪酬晋升激励：公司根据发展战略和不同发展阶段的实际情况，不断更新内部体系和市场体系员工的薪资考核制度，根据岗位、职级评定基薪，将职级晋升、薪资调整与承担的责任、做出的贡献等关联，形成了“基本薪资+绩效奖金+福利补贴+季度或年度奖金+股权激励”的稳定薪资架构。相较行业公司，公司面向核心管理团队的薪酬较为均衡合理，并且公司更重视股权激励团队。

图 8 高管薪酬更合理均衡，公司更重视股权激励

2018-2021年股权激励次数和比例

公司	次数	激励人数比例
傲农生物	4	2018-2021分别为5.3%, 0.2%, 7.5%, 2.2%
大北农	1	4.5%
金新农	1	4.7%
唐人神	1	9.1%
禾丰股份	1	7.7%

高管（去董事长）薪酬和股权激励情况
(单位：万元)



资料来源：公司公告，WIND，中航证券研究所

培训激励：受疫情影响，公司将人才培训的“主战场”转移至线上，形成“线上线下”相结合的人才培养模式。2020 年通过线上线下结合的方式，累计员工培训面达 90%以上，进一步宣贯了傲农文化，强化了员工对傲农事业的认同感和融入感。

3) “五化”团队建设

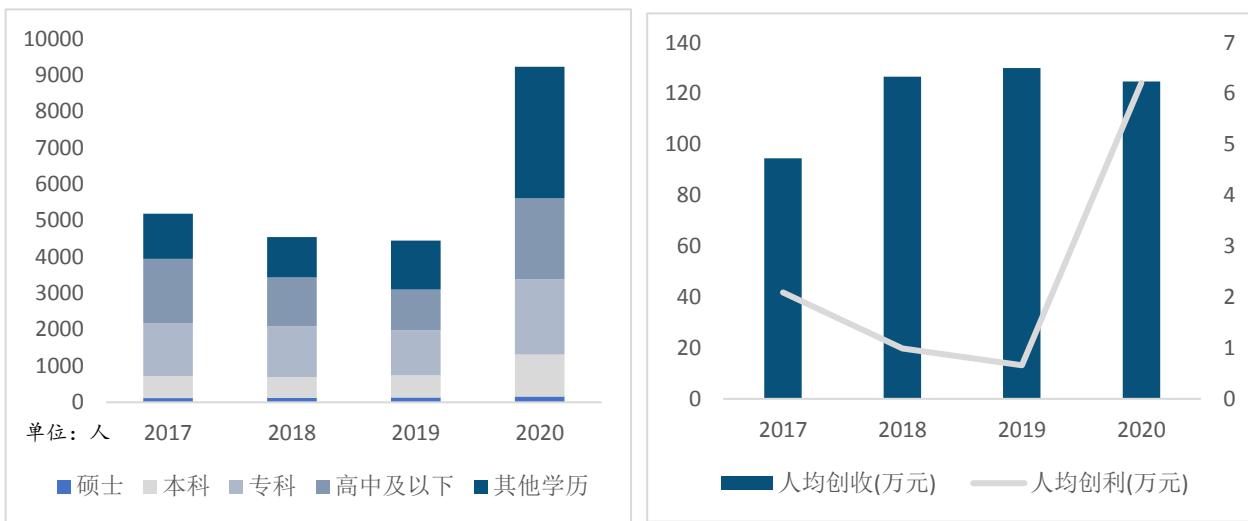
公司积极建设“五化”团队，人才队伍推动战略目标实现。通过傲农事业和企业文化感召引领行业精英人才，高管团队具有高水平的养殖和饲料专业教育背景和资深的工作经验，带领公司不断向前发展。公司也致力于打造具有共同价值观和创业信念的“文化化、专业化、年轻化、高效化、创业化”（五化）人才队伍，共同实现战略目标。员工结构不断优化。年龄方面，据 2017 年傲农招股说明书披露，公司销售和服务人员平均年龄约 34.8 岁，核心管理层平均年龄约 39 岁，人才队伍总体较年轻，充满创业激情，对公司事业满怀信心。学历方面，公司不断引进高学历、专业化人才，本科及以上学历人数大幅增加，2020 年人数达 1313 人，同比增加 76.24%。“五化”团队建设为公司经营夯实了人才基础，推动业绩不断提升，2020 年人均创收 124.74 万元，人均创利 6.21 万元，企业人才队伍建设的优势进一步凸显。

表 3 主要高管的经验背景

姓名 职务		个人简介
丁能水	董事	毕业于德国哥廷根大学，获动物分子遗传学博士学位；江西农业大学动物科学技术学院研究员；近五年历任福建傲农生物科技股份有限公司集团研究院院长，养猪产业总裁，董事，现任福建傲农生物科技股份有限公司董事，集团研究院院长，养猪产业育种事业部总裁。
吴俊	董事	毕业于福建农学院畜牧兽医专业；曾任职于美国爱德士生物科技公司；2018 年 7 月加入福建傲农生物科技股份有限公司，历任福建傲农生物科技股份有限公司养猪产业副总裁，公司副总经理，董事，现任福建傲农生物科技股份有限公司董事，养猪产业生产总部总裁。
羊井铨	副 总 经理	本科学历，毕业于福建农林大学动物医学专业；曾任职于正大集团浙江省；近五年历任福建傲农生物科技股份有限公司子公司南平傲华饲料有限公司总经理，长春傲农生物科技有限公司总经理，饲料产业京津冀片区总裁，养猪产业冀鲁片区总裁，现任福建傲农生物科技股份有限公司养猪产业冀鲁片区总裁。
罗作明	副 总 经理	毕业于福建中医药大学(原福建中医学院)；近五年历任福建傲农生物科技股份有限公司子公司辽宁傲农饲料有限公司总经理，饲料产业东北片区总裁，饲料产业总部副总裁，现任福建傲农生物科技股份有限公司饲料产业总部副总裁，分管东北片区饲料业务，福建预混料业务，广州傲农生物科技有限公司。

资料来源：WIND，中航证券研究所

图 9 公司员工学历构成，人均创收增加



资料来源：公司公告，WIND，中航证券研究所

2.3 养殖板块：核心育繁体系支撑养殖扩张

1) 核心产能储备充足

养殖繁育体系搭建完善，具备产能释放潜力。

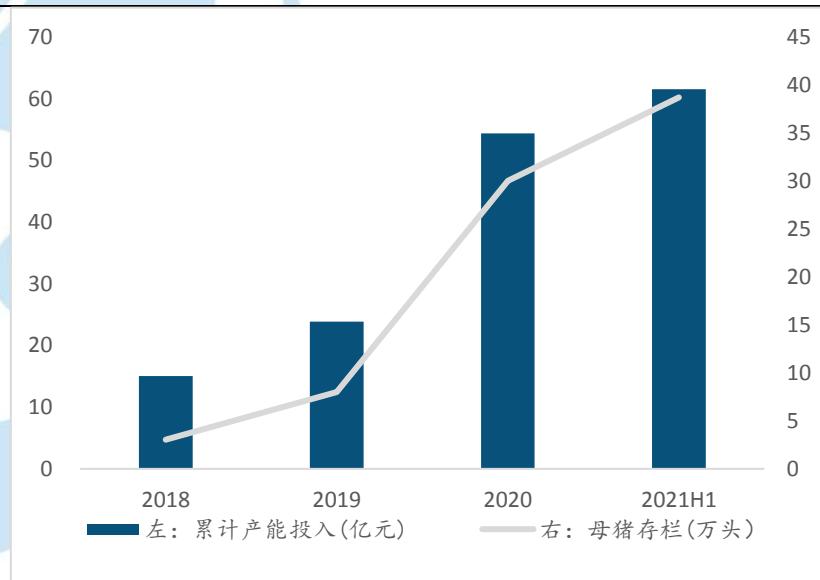
1) **优势品种繁育体系。**集团拥有美系、加系和丹系等“基因”优良的种猪品系。公司生猪养殖板块形成了以原种猪场为核心、种猪扩繁场为中介、商品猪场为基础的上小下大金字塔式繁育体系，以种猪繁育为主，带动商品猪养殖，包含了曾祖代纯种猪、祖代纯种猪、父母代二元种猪和商品代三元猪等产业链一体化业务，销售品类覆盖种猪、仔猪和育肥猪。

2) **重要区域广泛布局。**截至目前，傲农在福建、江西、四川、广西、山东、湖北等地布局多家核心育种场和公猪站，其中包括泰和傲牧和广西柯新源 2 家“国家生猪核心育种场”，在建(含拟建)基地 80 余家。

图 10 养殖繁育体系完善，积极布局生猪养殖产能


资料来源：公司官网，中航证券研究所

3) 产能扩张迅速。公司上市前主要以种猪销售为主，近年来延伸至商品猪育肥销售环节，因此公司不论从种猪数量储备还是繁育经验来说都具备一定的优势，通过养殖前端的早期布局，公司具有较为充足的产能释放潜力。2021 年中报显示存栏母猪达 38.70 万头，较 2020 年增加了 29%，累计产能投入达 61.55 亿元，前期积极扩建的产能或将在今年陆续建成投产，为商品猪放量提供了有力支撑。

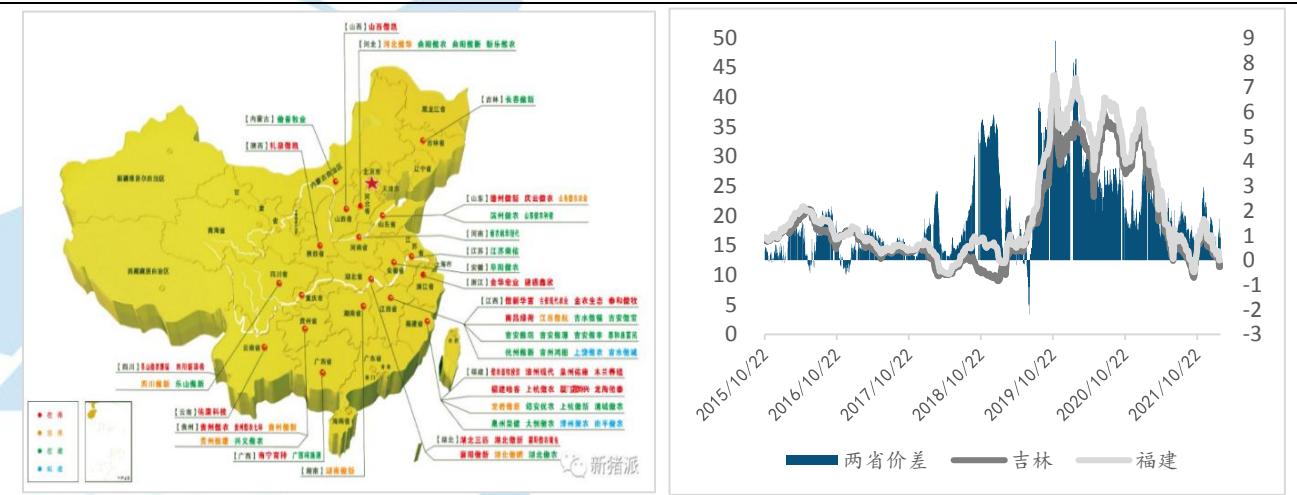
图 11 积极布局生猪养殖产能


资料来源：WIND，公司官网，中航证券研究所

2) 销区养殖布局优势和成本优势

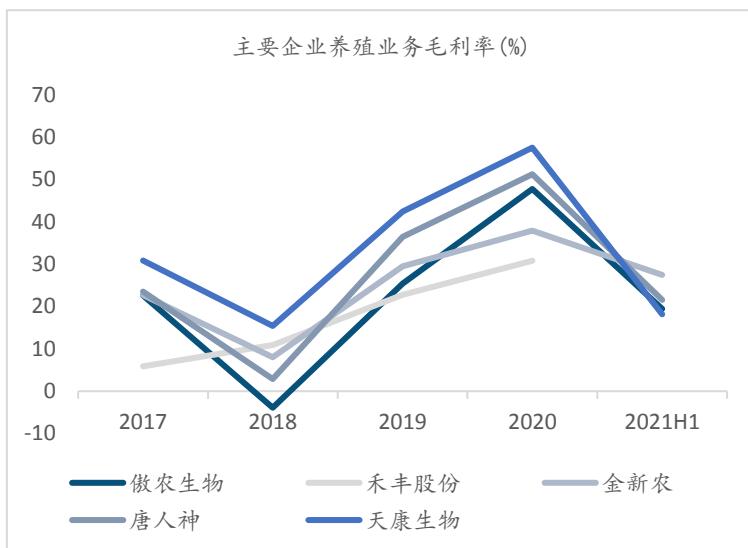
重点布局南方消费区域，获取高养殖毛利。公司在生猪养殖基地选址和规划上进行了充分的成本效益分析，养殖毛利率不断提升。收入端，公司重点布局更具价格优势的南方猪肉消费大省，以扩大营收空间。就历史猪肉销售价格来看，在公司重点布局的福建省相比吉林省近五年销售均价平均高出 2.25 元/公斤。成本端，傲农产能主要布局在福建、江西、湖北、贵州和四川等地，紧邻饲料基地，能有效降低饲料转移运输成本，养殖配套产品供应便捷高效，不断压缩养殖成本。公司通过全面实施降本增效举措，养殖毛利率不断提升。同业来看，毛利率除 2018 年较低外，其余年份具有一定的优势，近年公司的养殖毛利率持续上升，不断赶超同业企业。

图 12 产销布局合理优化，南方省份更具价格优势（元/公斤）



资料来源：WIND，新猪派，涌益咨询，中航证券研究所

图 13 利润水平不断改善，获利空间增大

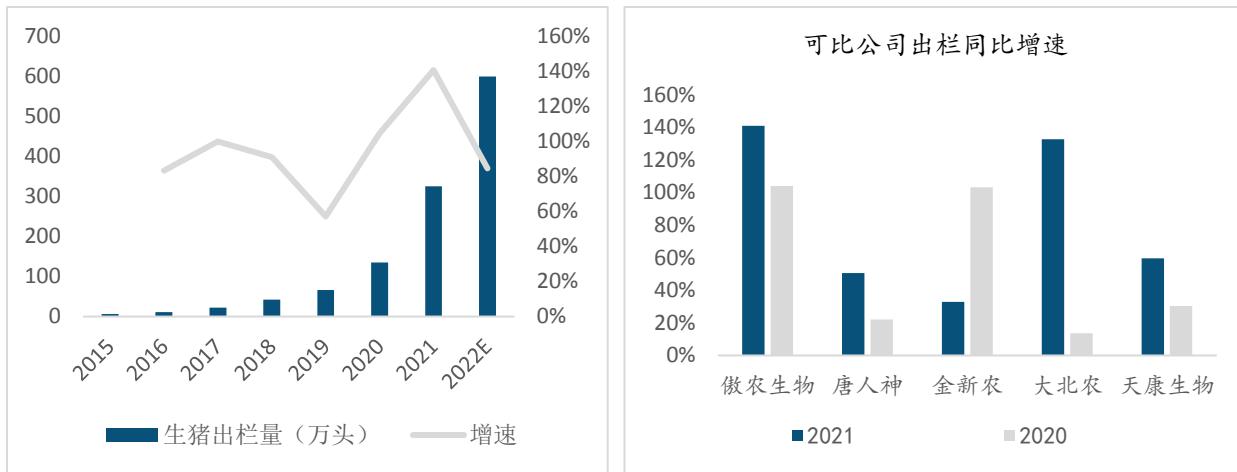


资料来源：WIND，中航证券研究所

3) 出栏规模稳健扩张

傲农生猪近年出栏速度较其他主要饲料养殖企业较快。公司自 2014 年涉足养猪业务，在“专业养猪服务商”理念指导下生猪出栏量迅速增加，2021 年生猪出栏 325 万头，20、21 年生猪出栏量分别同比增加 104% 和 141%，出栏增速高于主要上市猪企。根据公司最新股权激励计划，公司 22 年业绩考核目标定为出栏 750 万头，如果目标顺利实现，同比将有较大幅度的增加。

傲农在保持较快出栏扩张的同时，现金流相对稳健。傲农实现出栏增量高速增加的同时也兼顾了财务稳健性，将现金流维持在合理水平，2019 年以来，公司现金流基本为正值，且波动幅度较小，2019、2020 年公司经营性现金净额占营业收入比例分别为 6.81% 和 3.53%，同业表现较为可观。此外，从企业营收结构来看，养殖业务占比相对较小，饲料、动保、食品和贸易贡献了将近 80% 的营收，企业收入和现金受猪周期影响相对较小，为企业获得银行授信提供重要支撑，保障现金流储备合理，为公司的长期可持续发展奠定了坚实的基础。

图 14 生猪出栏保持高速增长


资料来源：WIND，公司公告，中航证券研究所

图 15 公司营业收入构成(%)，经营现金流占营业收入比重(%)


资料来源：WIND，公司公告，中航证券研究所

4) 屠宰食品战略延伸

公司加速布局屠宰加工业务，推动产业链纵向延伸。我国生猪屠宰行业非常分散，集中度也较低，国内屠宰行业 CR5 占比仅为 5%左右，其中行业屠宰龙头占比仅为 2.35%，且定点屠宰场具有明显的地域性，所以具有现代化生产和工艺的大型屠宰企业具有较大的发展空间。公司积极布局生猪屠宰和食品加工业务，2020 年以来加快并购农产品、食品加工与肉类企业，例如，收购厦门银祥肉业 70%的股权，迅速切入福建生猪屠宰加工领域，进一步完善公司纵向产业链。

傲农食品业务全流程质量控制，打造绿色健康猪肉品牌。傲农通过标准化、规模化肉制品加工厂，与银祥集团共建肉食品安全生产技术国家重点实验室，借助集团信息化强大的数据管理能力，为每一块猪肉配发“健康码”，实现食品绿色健康可追溯。1) 质优味美：傲农引进先进技术减少生猪宰前应激、提高产品卫生质量，加强冷链建设，保障产品新鲜美味。2) 过程控制：傲农利用引进完善的质量管理体系、建立信息化全程监控，产品制造链条形成全程控制。3) 网上共享：傲农将“猪OK管理平台”和“猪”产业链深度融合，从饲料原料采购到终端销售的产品信息，全程触网可查。4) 绿色健康：傲农食品产业链条完善，全程严格控制，开创傲农“绿色健康”猪肉品牌。

图 16 公司加快布局屠宰食品业务，塑造傲农猪肉品牌

时间	并购事件	并购行业	最新进度
2022-01-20	晨科傲农20%股权	农产品	董事会预案
2020-12-25	湖北鑫成60%股权	农产品	完成
2020-09-24	厚全农业10.89%股权	农产品	完成
2020-08-26	厦门银祥肉业70%股权	食品加工与肉类	完成
2020-07-16	福建养宝51%股权	食品加工与肉类	完成
2020-07-01	河南傲农40%股权	农产品	董事会预案
2020-03-07	常德科雄52%股权	农产品	完成
2020-02-20	富民生态97%股权	食品加工与肉类	完成



资料来源：公司公告，公司官网，中航证券研究所

2.4 饲料及动保：业务增速行业领先，综合服务能力增强

傲农以饲料创业起家，饲料业务增长稳健，且市场占有率不断提升。公司采取“基地+分子公司”的运营模式，已在全国布局 60 多家饲料生产基地，基本覆盖重点养殖区域，实现了饲料业务的快速增长，2020 年公司饲料产量 209.96 万吨，同比增加 46.31%，2016-2020 年间公司饲料产量 CAGR 为 9.78%，高出行业 5 年增速 4.93pcts。同时傲农深刻把握行业集中度提升机会，市场份额不断扩大。2020 年公司饲料产量占全国 0.83%，较 2014 年的 0.54%大幅提升。截止 21 年上半年，公司饲料业务覆盖全国 20 多个省、市、自治区，饲料销量实现 127.70 万吨，较上年同期增长 49.90%。

丰富的饲料动保产品线。饲料方面：产品种类丰富，结构均衡，包括猪料、禽料、水产料、反刍料等品种，产品结构包括配合料、预混料、浓缩料、教槽料等。公司根据猪生长特点研发了“猪前期营养三阶段”和“母猪营养三阶段”、“仔猪营养三阶段”等细分产品，促进饲料产品精细化发展，更加精准的服务下游养殖业务，提高养猪生产效益。**动保方面：**公司从疫苗、兽药制剂、微生态制剂、添加剂等四个方面不断丰富产品线，现生产粉剂、预混剂、口服液、消毒剂等产品，可为养殖户提供疾病防控、疾病诊断、检测诊断、用药方案等技术支持和解决方案。

公司构建完善高效的饲料服务平台，具有较强的客户粘性。傲农饲料注重服务理念，组建了覆盖全国的饲料营销服务网络，同时提供动保、种苗等其他服务，综合服务能力显著提升，客户粘性大为增强。此外，公司还基于饲料业务提供高效的信息化服务，开发建设经销商与公司、下游养殖户饲料购销信息交互平台，经销商网上下单、对账和进销存管理更加便捷。

图 17 饲料业务增速较快，产品品类日益丰富



饲料	种类数量	生物制药	产品个数
猪饲料	配合饲料：7种	口服液	1
	混合饲料：11种		
	浓缩料：11种		
水产料	鱼料：12种	粉剂	3
	其他料：11种		
禽料	肉鸭料：7种	消毒剂	2
	肉鸡料：4种		
	蛋鸡料：4种		
	蛋鸭料：7种		
反刍料	10种	预混剂	2
-	-	猪场工具	2

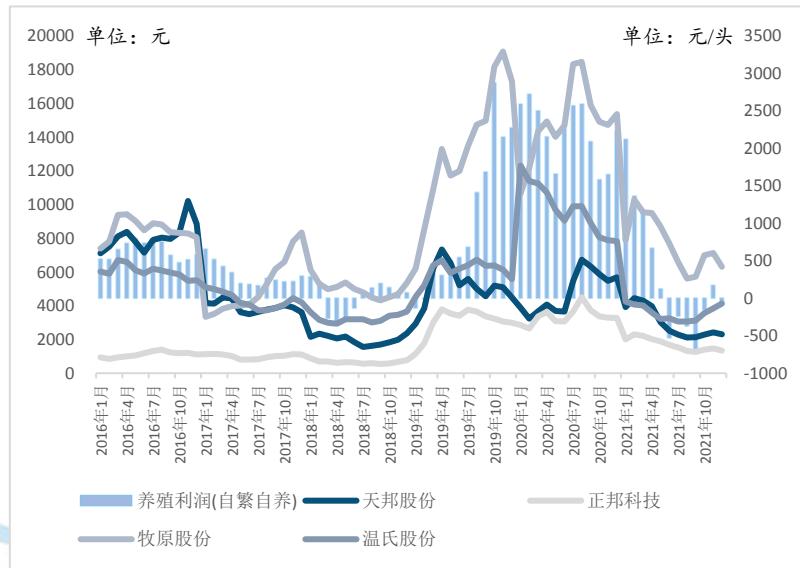
资料来源：WIND，中国饲料工业协会，公司官网，中航证券研究所

三、估值：养殖快速扩张，头均市值性价比高

本轮生猪周期的估值空间参考 15 年。根据我们测算，历史上，19-20 年猪周期顶点头部上市猪企头均市值达到 12000-18000 元的水平，而 15-16 年猪周期顶点头部猪企出栏的头均市值达到 8000-10000 元的水平（如下图）。我们认为，19-20 年猪周期的启动背景较为特殊，环保和非瘟因素短期对行业产能冲击十分明显。而目前看本轮猪周期如果

反转，更多是周期性行业利润驱动的。参考估值，相较而言 15-16 年的猪周期（即 8000 元左右的头均市值）更具可比性。

图 18 历史养殖利润和主要上市猪企头均市值



资料来源：WIND，中航证券研究所

傲农生物头均市值水平具备性价比。截至 2 月 24 日收盘，按照 22 年出栏目标估算，头部上市猪企牧原、温氏的头均市值分别达到约 4964 元、4170 元的水平。新希望、天邦分别达到约 2161 元、2268 元的水平。相较而言傲农生物头均市值约 1047 元，具备性价比。公司随着股权激励落地，经营扩张推进，后续出栏有超预期可能，业绩弹性可期。

表 4 主要上市猪企头均市值

	上市公司	2022 年出栏目标（万头）	2021 年出栏（万头）	生猪比例	市值（亿元）	生猪市值（亿元）	头均市值（元/头）
000876.SZ	新希望	1550	950	48.20%	695.2	335.1	2161.71
002124.SZ	天邦股份	540	400	100%	122.5	122.5	2268.34
002157.SZ	正邦科技	1600	1550	100%	219.6	219.6	1372.63
002714.SZ	牧原股份	6000	4000	100%	2,978.5	2978.5	4964.16
300498.SZ	温氏股份	1900	1200	63%	1,257.7	792.3	4170.13
002100.SZ	天康生物	230	170	20%	149.5	29.9	1299.70
603363.SH	傲农生物	600	320	51%	123.2	62.8	1047.16

资料来源：WIND，公司公告，中航证券研究所

四、投资建议

傲农生物是一家集饲料、养殖、食品、生物制药等业务为一体的领先农牧企业。公司坚持“以饲料为核心的服务企业、以食品为导向的养猪企业”的品牌定位，积极推进产业延伸。公司拥有突出的核心养殖产能储备基础和优势，具备养殖扩张的潜力，有望把握周期反转的机遇。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 -12.09 亿元，-1.15 亿元和 18.33 亿元，EPS 分别为 -1.77 元，-0.17 元和 2.68 元，对应 2023 年 PE 为 5 倍，给予“持有”评级。

五、风险提示

1. 生猪周期波动受供需、疫病、政府干预等因素较多，存在未来行业产能变化不及预期，行情波动的可能。
2. 公司业绩兑现对内部出栏目标和成本目标的达成情况较为敏感。虽然公司多措并举，加大投入和激励，但出栏和成本目标达成仍有待跟踪观察。
3. 农产品大宗的价格波动对公司饲料原料和养殖成本都带来较为直接的影响。全球疫情肆虐，推高供应链和原料成本，农产品大宗行情或持续高位，可能对公司业务综合成本带来压力。

表 5 财务预测摘要

利润表(亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	115.17	176.09	259.16	349.01
营业成本	95.29	178.35	240.95	289.71
营业税金及附加	0.16	0.28	0.38	0.54
销售费用	2.47	5.74	7.00	10.40
管理费用	4.32	5.63	7.77	11.58
财务费用	1.79	3.90	4.10	4.30
资产减值损失	-0.07	2.12	0.00	0.00
投资收益	0.06	0.20	0.20	0.20
公允价值变动损益	-0.24	-0.01	0.00	0.00
营业利润	9.66	-19.75	-0.85	32.68
其他非经营损益	0.05	0.01	0.02	0.03
利润总额	9.71	-19.74	-0.83	32.71
所得税	-0.23	0.47	0.02	-0.78
净利润	9.94	-20.21	-0.85	33.49
少数股东损益	4.21	-8.12	0.30	15.16
归属母公司股东净利润	5.73	-12.09	-1.15	18.33
资产负债表(亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5.71	54.92	38.87	52.35
应收和预付款项	12.04	19.87	28.28	36.53
存货	17.31	89.15	120.45	144.83
其他流动资产	0.18	0.28	0.40	0.53
长期股权投资	1.77	1.77	1.81	1.81
投资性房地产	0.15	0.15	0.15	0.15
固定资产和在建工程	54.28	68.87	90.84	83.97
无形资产和开发支出	8.30	8.19	8.08	7.98
其他非流动资产	20.45	23.87	28.83	35.03
资产总计	120.19	267.07	317.73	363.19
短期借款	26.80	89.17	178.94	173.63
应付和预收款项	22.85	42.66	57.69	69.46
长期借款	14.45	109.95	29.95	29.95
其他负债	17.06	16.54	21.77	25.25
负债合计	81.15	258.32	288.35	298.29
股本	6.74	6.84	6.84	6.84
资本公积	14.83	14.83	14.83	14.83
留存收益	7.55	-14.72	5.61	25.98
归属母公司股东权益	27.42	5.26	25.58	45.95
少数股东权益	11.61	3.49	3.79	18.95
股东权益合计	39.03	8.75	29.37	64.90
负债和股东权益合计	120.19	267.07	317.73	363.19
现金流量表(亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	9.94	-20.21	-0.85	33.49
折旧与摊销	3.66	5.53	7.47	8.36
财务费用	1.79	3.90	4.10	4.30
资产减值损失	-0.07	2.12	0.00	0.00
经营营运资本变动	-6.26	-56.85	-19.69	-17.76
其他	-5.01	-2.31	-0.20	-0.20
经营活动现金流净额	4.06	-67.82	-9.17	28.18
资本支出	-35.53	-18.64	-27.95	0.00
其他	-4.49	-4.61	-6.19	-7.38
投资活动现金流净额	-40.02	-23.24	-34.14	-7.38

短期借款	14.78	62.38	89.77	-5.31
长期借款	14.31	95.50	-80.00	0.00
股权融资	14.66	0.10	0.00	0.00
支付股利	-0.52	-10.18	21.48	2.04
其他	-3.97	-7.53	-3.98	-4.05
筹资活动现金流净额	39.25	140.28	27.27	-7.32
现金流量净额	3.28	49.21	-16.05	13.48
财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	98.98%	52.89%	47.17%	34.67%
营业利润增长率	1136.91%	-304.53%	-104.31%	3742.91%
净利润增长率	890.08%	-303.40%	-104.21%	3831.06%
EBITDA 增长率	332.67%	-168.32%	3.87%	322.93%
获利能力				
毛利率	17.26%	-1.28%	7.03%	16.99%
三费率	7.45%	8.68%	7.28%	7.53%
净利率	8.63%	-11.48%	-0.33%	9.59%
ROE	25.46%	-230.98%	-2.90%	51.60%
ROA	8.27%	-7.57%	-0.27%	9.22%
ROIC	22.03%	-13.81%	1.80%	16.93%
EBITDA/销售收入	13.12%	-5.86%	4.14%	12.99%
营运能力				
总资产周转率	1.36	0.91	0.89	1.03
固定资产周转率	4.09	3.25	3.25	3.99
应收账款周转率	26.29	31.01	30.54	29.44
存货周转率	8.17	3.35	2.30	2.18
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.16%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	67.52%	96.72%	90.75%	82.13%
带息债务/总负债	50.82%	77.08%	72.44%	68.25%
流动比率	0.56	1.14	0.74	0.89
速动比率	0.29	0.52	0.27	0.34
股利支付率	9.04%	-84.16%	1871.47%	-11.12%
每股指标				
每股收益	0.85	-1.77	-0.17	2.68
每股净资产	5.79	1.28	4.29	9.48
每股经营现金	0.602	(9.910)	(1.340)	4.118
每股股利	0.077	1.487	(3.138)	(0.298)

数据来源: Wind, 中航证券研究所

AVIC

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

彭海兰，SAC执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所农林牧渔行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：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。

免责声明：

本报告并非针对意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印件给任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。