

傲农生物 (603363.SH) 养殖业务承压，低育肥配套比率压低短期资金压力

2022 年 05 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
陈雪丽（分析师）
李怡然（联系人）

chenxueli@kysec.cn

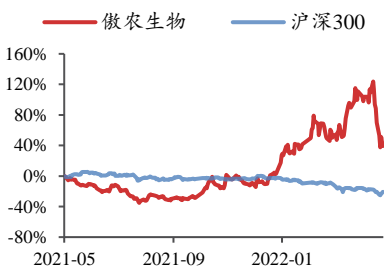
liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790121050058

日期	2022/4/29
当前股价(元)	16.58
一年最高最低(元)	28.49/7.60
总市值(亿元)	115.02
流通市值(亿元)	110.37
总股本(亿股)	6.94
流通股本(亿股)	6.66
近 3 个月换手率(%)	172.87

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-营收规模跃升，养殖业务拖累当期业绩》-2021.11.2

● 养殖业务承压，低育肥配套比率压低短期资金压力，维持“买入”评级

公司 2021 年实现营收 180.38 亿元(+56.62%)，归母净利润-15.20 亿元(-365.25%)，2022 年 Q1 实现营业收入 41.55 亿元(+6.71%)，归母净利润-3.52 亿元(-317.06%)，猪价周期低位运行，对 2021 年及 2022Q1 业绩形成拖累。3 月下旬以来猪价波段上行，预计将于 2022 年下半年上破行业成本，开启猪价景气周期。基于此下调 2022 年预测值，上调 2023 年预测值，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 -7.77/19.85/23.98 亿元（2022-2023 年前预测值为-7.54/13.12 亿元），EPS 分别为 -1.12/2.86/3.46 元，当前股价对应 PE 分别为-14.8/5.8/4.8 倍。公司生猪出栏量及配套比例预在周期底部完成跨越，上行期市场充足业绩弹性，维持“买入”评级。

● 生猪出栏量维持高增速，配套育肥能力预实现周期底部扩张

报告期内公司出栏生猪 324.59 万头(+141.10%)，仔猪销售占比 58.3%；2022Q1 销售生猪 104.68 万头(+95.81%)。2021Q4 公司商品猪育肥成本 19 元/公斤，断奶仔猪成本约 450 元/头。2022 年 1-2 月公司育肥成本保持下降趋势，约 18.8 元/公斤，断奶仔猪成本约 440 元/头。生猪产能方面，截止 2021 年底，公司存栏能繁母猪 26 万头，后备母猪 5 万头。公司目标 2022-2024 年计划完成 600/800/1000 万头出栏量，2023-2024 年育肥配套比例分别提升至 75%/100%。2022 年公司已将未开工项目暂停，短期育肥栏位新增将主要以租赁为主，预计随着生猪销售实现扭亏为盈，公司将考虑通过置换及回购等方式实现育肥产能的扩增。

● 饲料、屠宰及动保业务稳健增长，一体化模式为养殖业务提供充沛现金流量

报告期内，公司饲料业务实现收入 101.31 亿元(+55.47%)，销量饲料 284.08 万吨(+36.47%)，其中猪料/禽料/水产及其他饲料销量 168.65/73.38/42.04 万吨分别同比变动+66.42%/-9.72%/+64.72%。报告期内，公司入驻猪肉重点消费区域布局下游业务，屠宰及食品、动保业务收入分别同比增长 374.01%、26.62%，为养殖业务提供充足流动性加快产业链上下游打通。

● 风险提示：全球疫情反复，种价上涨抑制种植情绪、制种成本上升等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,517	18,038	24,222	34,916	42,370
YOY(%)	99.0	56.6	34.3	44.1	21.3
归母净利润(百万元)	573	-1,520	-777	1,985	2,398
YOY(%)	1865.3	-365.3	-48.9	-355.4	20.8
毛利率(%)	17.3	1.4	4.0	13.8	13.0
净利率(%)	5.0	-8.4	-3.2	5.7	5.7
ROE(%)	25.5	-84.4	-79.6	67.6	45.2
EPS(摊薄/元)	0.83	-2.19	-1.12	2.86	3.46
P/E(倍)	20.1	-7.6	-14.8	5.8	4.8
P/B(倍)	4.2	10.0	30.5	4.9	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

5 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3524	4263	5352	6769	8050
现金	571	543	37	35	50
应收票据及应收账款	449	527	927	1095	1388
其他应收款	328	267	585	616	852
预付账款	427	311	705	747	1020
存货	1731	2589	3074	4251	4716
其他流动资产	18	27	24	25	25
非流动资产	8494	12837	13948	18239	20681
长期投资	177	160	172	167	166
固定资产	5180	6939	8672	12038	14276
无形资产	374	463	519	578	644
其他非流动资产	2763	5276	4584	5455	5596
资产总计	12019	17101	19299	25008	28732
流动负债	6248	10117	14218	17473	18747
短期借款	2680	3654	7231	8064	8505
应付票据及应付账款	2128	3912	4173	6212	6531
其他流动负债	1441	2550	2814	3197	3711
非流动负债	1867	4791	3851	3857	3345
长期借款	1445	2916	2460	2306	1847
其他非流动负债	423	1875	1391	1552	1498
负债合计	8115	14908	18069	21331	22091
少数股东权益	1161	890	695	1191	1791
股本	674	684	694	694	694
资本公积	1483	1535	1535	1535	1535
留存收益	755	-867	-1782	553	3404
归属母公司股东权益	2742	1303	535	2486	4849
负债和股东权益	12019	17101	19299	25008	28732

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	406	524	-379	4747	4074
净利润	994	-1851	-972	2481	2998
折旧摊销	366	746	627	862	1133
财务费用	179	432	531	471	400
投资损失	-6	28	13	15	17
营运资金变动	-1273	204	-602	888	-502
其他经营现金流	147	965	24	30	29
投资活动现金流	-4002	-2806	-1776	-5198	-3621
资本支出	3293	2709	2025	3987	2547
长期投资	-165	-20	-13	2	1
其他投资现金流	-874	-118	237	-1209	-1073
筹资活动现金流	3925	2200	-2254	-276	-915
短期借款	1478	974	-325	108	-36
长期借款	1431	1472	-456	-155	-459
普通股增加	240	10	9	0	0
资本公积增加	1226	53	0	0	0
其他筹资现金流	-449	-309	-1482	-230	-420
现金净增加额	328	-83	-4408	-726	-463

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11517	18038	24222	34916	42370
营业成本	9529	17781	23260	30107	36847
营业税金及附加	16	30	36	52	64
营业费用	247	338	460	594	678
管理费用	432	609	775	1047	1186
研发费用	65	114	133	192	233
财务费用	179	432	531	471	400
资产减值损失	-7	-457	0	0	0
其他收益	29	34	29	31	31
公允价值变动收益	-24	-31	-24	-26	-26
投资净收益	6	-28	-13	-15	-17
资产处置收益	-4	-2	-3	-3	-3
营业利润	966	-1807	-984	2440	2947
营业外收入	40	39	34	37	36
营业外支出	36	54	40	44	44
利润总额	971	-1822	-989	2433	2939
所得税	-23	29	-18	-49	-59
净利润	994	-1851	-972	2481	2998
少数股东损益	421	-331	-194	496	600
归母净利润	573	-1520	-777	1985	2398
EBITDA	1577	-678	47	3836	4641
EPS(元)	0.83	-2.19	-1.12	2.86	3.46

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	99.0	56.6	34.3	44.1	21.3
营业利润(%)	1136.9	-287.1	45.6	348.0	20.8
归属于母公司净利润(%)	1865.3	-365.3	-48.9	-355.4	20.8
获利能力					
毛利率(%)	17.3	1.4	4.0	13.8	13.0
净利率(%)	5.0	-8.4	-3.2	5.7	5.7
ROE(%)	25.5	-84.4	-79.6	67.6	45.2
ROIC(%)	16.3	-13.4	-4.7	20.1	20.5
偿债能力					
资产负债率(%)	67.5	87.2	93.6	85.3	76.9
净负债比率(%)	110.5	407.7	951.3	342.8	189.4
流动比率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
速动比率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.6	1.6
应收账款周转率	26.0	37.0	33.3	34.5	34.1
应付账款周转率	5.5	5.9	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	-2.19	-1.12	2.86	3.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.76	-0.55	6.84	5.87
每股净资产(最新摊薄)	3.95	1.66	0.54	3.35	6.76
估值比率					
P/E	20.1	-7.6	-14.8	5.8	4.8
P/B	4.2	10.0	30.5	4.9	2.5
EV/EBITDA	10.8	-31.5	503.9	6.6	5.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn