

# 生猪产能释放，饲料逆势增长

**傲农生物 2022 中报点评**

## 核心观点

- **公司发布 2022 年半年报。**上半年实现营业收入 88.17 亿元，同比+7.27%；实现归母净利润-6.77 亿元，同比-316.18%。单二季度来看，公司实现营业收入 46.62 亿元，同比+7.78%；实现归母净利润-3.25 亿元，同比-0.13%。
- **上半年出栏量大幅增长，经营管理优化稳步推进。**公司母猪产能逐步释放，出栏量逐步增加，22 年上半年生猪出栏量 234.39 万头，同比增长 86.14%，对应全年 550 万头出栏目标已完成 42.6%。产能方面，7 月底公司能繁母猪存栏量 29 万头，较 6 月增长 7.41%，为明年出栏量增长打下基础。成本管理方面，公司目前仔猪断奶成本约 430 元/头，较 3 月水平下降 20 元/头，全年目标降到 380 元/头左右。同时，公司正在逐步调整育肥端管理效率提升，围绕母猪场进行配套布局，将资源整合集中到做得好的团队（好的区域已经做到 16 元/公斤的水平），育肥成本接下来应有较大下降空间，公司的目标是今年底、明年初使育肥成本降到 16 元/公斤。
- **猪料逆势增长，水产料推广效果显现。**上半年，公司实现饲料销量 132.17 万吨，较上年同期增长 3.50%，其中猪饲料销量 77.22 万吨，同比增长 1.15%，在上半年行业猪料下降背景下，公司逆势实现增长，猪料竞争力充分显现；禽料销量 33.75 万吨，同比下降 6.02%；其他料（水产料、反刍料及其他）销量 21.21 万吨，同比增长 37.19%，公司水产料业务拓展力度较大，上半年增量明显。
- **屠宰收入规模扩张，动保销售承压。**屠宰食品业务方面，公司持续增加业务拓展区域，上半年公司完成屠宰头数 35.27 万头，同比增长 82.76%，完成生猪贸易头数 28.57 万头、同比增长 1,392.58%，实现收入 12.3 亿元，同比增长 76.39%。动保方面，公司上半年实现收入 1,565.43 万元，较上年同期减少 23.83%，变动主要原因是报告期内相关区域因雨水季节，公司水产动保销售受影响。

## 盈利预测与投资建议

- 7-8 月行业生猪均价依然处于高位，我们预计下半年在消费恢复预期下，高猪价或保持，同时上半年其他收益增加，预计其他收益跟随出栏量有所增加，上调业绩预期，预计 22-24 年归母净利润分别为-1.66、16.82、5.07 亿元（原预测-5.70、15.09、3.99 亿），据前次可比公司估值水平，维持 23 年 11xPE，目标价 21.24 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、养猪补贴相关的其他收益不及预期风险。

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	11,517	18,038	26,523	38,930	47,102
同比增长(%)	99.0%	56.6%	47.0%	46.8%	21.0%
营业利润(百万元)	966	(1,807)	(266)	2,383	701
同比增长(%)	1136.9%	-287.1%	85.3%	996.6%	-70.6%
归属母公司净利润(百万元)	573	(1,520)	(166)	1,682	507
同比增长(%)	1865.3%	-365.3%	89.0%	1110.2%	-69.9%
每股收益(元)	0.66	(1.74)	(0.19)	1.93	0.58
毛利率(%)	17.3%	1.4%	6.8%	13.2%	8.5%
净利率(%)	5.0%	-8.4%	-0.6%	4.3%	1.1%
净资产收益率(%)	32.1%	-75.1%	-6.7%	37.6%	9.2%
市盈率	30.9	(11.6)	(106.2)	10.5	34.9
市净率	6.4	13.6	4.9	3.3	3.1

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08月31日）	20.29 元
目标价格	21.24 元
52 周最高价/最低价	28.49/7.96 元
总股本/流通 A 股（万股）	87,126/72,642
A 股市值（百万元）	17,678
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2022 年 09 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.7	-11.49	29.41	149.49
相对表现	-8.26	-10.49	36.23	172.38
沪深 300	3.56	-1	-6.82	-22.89



## 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

产能释放，经营改善：傲农生物 2021 年报 2022-05-05  
及 2022 年一季报点评  
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

7-8 月行业生猪均价依然处于高位，我们预计下半年在消费恢复预期下，高猪价或保持，同时上半年其他收益增加，预计其他收益跟随出栏量有所增加，上调业绩预期，预计 22-24 年归母净利润分别为-1.66、16.82、5.07 亿元（原预测-5.70、15.09、3.99 亿），据前次可比公司估值水平，维持 23 年 11xPE，目标价 21.24 元，维持“买入”评级。

表 1：核心假设及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	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>饲料</b>						
销售收入	14,746	16,798	20,661	14,362	16,776	20,606
变动幅度				-2.6%	-0.1%	-0.3%
毛利率	5.9%	6.0%	5.8%	5.5%	6.0%	5.9%
变动幅度				-0.4%	0.1%	0.1%
<b>饲养</b>						
销售收入	5,597	14,596	16,094	6,599	14,607	16,094
变动幅度				17.9%	0.1%	0.0%
毛利率	1.1%	25.3%	14.7%	11.2%	26.1%	14.7%
变动幅度				10.1%	0.9%	0.0%
<b>动保</b>						
销售收入	39	41	43	36	41	43
变动幅度				-8.7%	0.0%	0.0%
毛利率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>食品</b>						
销售收入	2,205	2,535	2,916	2,205	2,535	2,916
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>贸易及其他业务</b>						
销售收入	3,322	4,971	7,444	3,322	4,971	7,444
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	2.3%	2.2%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>销售收入合计</b>	<b>25,909</b>	<b>38,941</b>	<b>47,157</b>	<b>26,523</b>	<b>38,930</b>	<b>47,102</b>
变动幅度				2.4%	0.0%	-0.1%
<b>综合毛利率</b>	<b>4.6%</b>	<b>12.9%</b>	<b>8.4%</b>	<b>6.8%</b>	<b>13.2%</b>	<b>8.5%</b>
变动幅度				2.1%	0.4%	0.0%

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

主要财务信息	调整前		调整后	
	2022E	2023E	2022E	2023E

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声明。

营业收入(百万元)	25,909	38,941	47,157	26,523	38,930	47,102
变动幅度				<b>2.4%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>
其他收益(百万元)	30	30	30	58	84	105
变动幅度				<b>92.4%</b>	<b>179.8%</b>	<b>249.8%</b>
营业利润(百万元)	(870)	2,133	543	(266)	2,383	701
变动幅度				<b>69.5%</b>	<b>11.8%</b>	<b>29.1%</b>
归属母公司净利润(百万元)	(570)	1,509	399	(166)	1,682	507
变动幅度				<b>70.8%</b>	<b>11.5%</b>	<b>27.0%</b>
每股收益(元)	(0.82)	2.18	0.57	(0.19)	1.93	0.58
变动幅度				<b>76.7%</b>	<b>-11.3%</b>	<b>1.2%</b>
毛利率(%)	4.6%	12.9%	8.4%	6.8%	13.2%	8.5%
变动幅度				<b>2.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.0%</b>

数据来源：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死亡，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。

### 养猪补贴相关的其他收益不及预期风险

公司养猪补贴与地方政策、公司出栏量情况有关，若政策变化或出栏量下降，其他收益存在不及预期的风险。

**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	2,738	3,504	2,527	营业收入	11,517	18,038	26,523	38,930	47,102
应收票据、账款及款项融资	449	527	796	1,168	1,413	营业成本	9,529	17,781	24,728	33,774	43,113
预付账款	427	311	530	779	942	营业税金及附加	16	30	40	58	71
存货	1,731	2,589	4,046	5,222	6,860	销售费用	247	338	491	701	848
其他	346	294	425	605	730	管理费用及研发费用	498	723	1,061	1,557	1,884
<b>流动资产合计</b>	<b>3,524</b>	<b>4,263</b>	<b>8,535</b>	<b>11,277</b>	<b>12,472</b>	财务费用	179	432	314	328	364
长期股权投资	177	160	202	202	202	资产、信用减值损失	91	514	213	212	225
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	<b>营业利润</b>	<b>966</b>	<b>(1,807)</b>	<b>(266)</b>	<b>2,383</b>	<b>701</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,494</b>	<b>12,837</b>	<b>14,734</b>	<b>19,483</b>	<b>22,462</b>	营业外收入	40	39	40	40	40
<b>资产总计</b>	<b>12,019</b>	<b>17,101</b>	<b>23,269</b>	<b>30,760</b>	<b>34,934</b>	营业外支出	36	54	35	35	35
短期借款	2,680	3,654	3,654	3,654	3,654	<b>利润总额</b>	<b>971</b>	<b>(1,822)</b>	<b>(261)</b>	<b>2,388</b>	<b>706</b>
应付票据及应付账款	2,128	3,912	5,638	7,701	9,830	所得税	(23)	29	13	21	25
其他	1,441	2,550	3,178	4,089	5,270	<b>净利润</b>	<b>994</b>	<b>(1,851)</b>	<b>(274)</b>	<b>2,368</b>	<b>682</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,248</b>	<b>10,117</b>	<b>12,470</b>	<b>15,443</b>	<b>18,754</b>	少数股东损益	421	(331)	(107)	686	175
长期借款	1,445	2,053	2,503	3,381	4,101	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>573</b>	<b>(1,520)</b>	<b>(166)</b>	<b>1,682</b>	<b>507</b>
应付债券	0	863	822	822	822	每股收益(元)	0.66	-1.74	-0.19	1.93	0.58
其他	423	1,875	3,059	4,331	3,877						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,867</b>	<b>4,791</b>	<b>6,384</b>	<b>8,534</b>	<b>8,800</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,115</b>	<b>14,908</b>	<b>18,854</b>	<b>23,978</b>	<b>27,554</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1,161	890	783	1,468	1,643	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	674	684	871	871	871	营业收入	99.0%	56.6%	47.0%	46.8%	21.0%
资本公积	1,335	1,376	3,693	3,693	3,693	营业利润	1136.9%	-287.1%	85.3%	996.6%	-70.6%
留存收益	755	(867)	(1,034)	648	1,071	归属于母公司净利润	1865.3%	-365.3%	89.0%	1110.2%	-69.9%
其他	(23)	110	102	102	102	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,903</b>	<b>2,193</b>	<b>4,415</b>	<b>6,783</b>	<b>7,380</b>	毛利率	17.3%	1.4%	6.8%	13.2%	8.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12,019</b>	<b>17,101</b>	<b>23,269</b>	<b>30,760</b>	<b>34,934</b>	净利率	5.0%	-8.4%	-0.6%	4.3%	1.1%
						ROE	32.1%	-75.1%	-6.7%	37.6%	9.2%
						ROIC	20.9%	-15.3%	0.5%	19.1%	6.3%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	67.5%	87.2%	81.0%	78.0%	78.9%
净利润	994	(1,851)	(274)	2,368	682	净负债率	100.6%	324.2%	120.6%	80.2%	96.7%
折旧摊销	481	422	1,617	1,990	2,446	流动比率	0.56	0.42	0.68	0.73	0.67
财务费用	179	432	314	328	364	速动比率	0.29	0.14	0.33	0.36	0.26
投资损失	(6)	28	0	0	0	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(589)	1,203	69	789	917	应收账款周转率	22.9	29.9	33.8	33.4	30.7
其它	(653)	290	924	611	(847)	存货周转率	8.2	7.8	6.8	6.6	6.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>406</b>	<b>524</b>	<b>2,651</b>	<b>6,085</b>	<b>3,562</b>	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)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(139)	18	(42)	0	0	每股收益	0.66	-1.74	-0.19	1.93	0.58
其他	50	(882)	(10)	0	0	每股经营现金流	0.60	0.77	3.04	6.98	4.09
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,002)</b>	<b>(2,806)</b>	<b>(3,053)</b>	<b>(5,865)</b>	<b>(4,807)</b>	每股净资产	3.15	1.50	4.17	6.10	6.58
债权融资	1,645	2,029	407	875	716	<b>估值比率</b>					
股权融资	1,394	51	2,504	0	0	市盈率	30.9	-11.6	-106.2	10.5	34.9
其他	885	119	(314)	(328)	(448)	市净率	6.4	13.6	4.9	3.3	3.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>3,925</b>	<b>2,200</b>	<b>2,596</b>	<b>547</b>	<b>268</b>	EV/EBITDA	15.5	-26.5	15.1	5.4	7.2
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.0	-18.3	518.7	9.3	23.7
<b>现金净增加额</b>	<b>328</b>	<b>(83)</b>	<b>2,195</b>	<b>766</b>	<b>(977)</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)