

# 傲农生物（603363.SH）

买入

2023 半年报业绩预告点评：2023Q2 亏损预计 3.8-5.0 亿元，国资战投入股有望助力公司长期发展

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 农林牧渔 · 饲料

## ◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	鲁家瑞	021-61761016	lujiarui@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110002
证券分析师：	李瑞楠	021-60893308	liruinan@guosen.com.cn	执证编码：S0980523030001
联系人：	江海航	010-88005306	jianghaihang@guosen.com.cn	

## 事项：

公司公告：公司发布 2023 年半年度业绩预告，预计 2023 上半年归母净利润亏损 5.6-6.8 亿元，上年同期亏损 6.7 亿元。其中公司 2023Q1 亏损 1.8 亿元，预计 2023Q2 亏损 3.8-5.0 亿元。公司饲料业务毛利率较上年同期有所提升，生猪养殖出栏头数为 292.35 万头，对比去年同期增长 24.73%，但因 2023 年上半年生猪价格持续处于低位，导致公司生猪养殖板块处于亏损；同时针对截止 2023 年 6 月末的消耗性生物资产，基于谨慎性原则，计提存货跌价准备。

**国信农业观点：**1) 傲农生物发布 2023 年半年度业绩预告，预计 2023 上半年归母净利润亏损 5.6-6.8 亿元，上年同期亏损 6.7 亿元。其中公司 2023Q1 亏损 1.8 亿元，预计 2023Q2 亏损 3.8-5.0 亿元。公司生猪出栏稳步扩张，2023H1 生猪养殖出栏头数为 292.35 万头，同比增长 24.73%。2) 公司于 2023 年 7 月公告拟引入国资战投，控股股东傲农投资拟将其持有的 4398 万股公司股份（占公司总股本的 5.049%）转让给漳州金投，转让价格为 8.89 元/股，转让总价款约 3.9 亿元。我们认为国资战投股东的引入将有利于优化公司股东结构，为公司未来业务稳健经营提供有效保障。3) 公司是生猪养殖的新秀标的之一。预计公司 2023 年有望随着育肥产能利用率进一步提升，养殖成本稳步改善。4) 风险提示：行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，生猪价格大幅波动带来的盈利波动。5) 投资建议：公司作为生猪养殖新秀，自上而下由种猪端逐步布局育肥端，未来育肥产能有望稳步放量。考虑到 2023 上半年猪价亏损幅度超预期，下调公司 2023-2024 年盈利预测，预计 23-25 年归母净利为-8.24/14.69/13.62 亿元（原预计为 2023-2024 年归母净利为 20.49/14.72 亿元），EPS 分别为-0.95/1.69/1.56 元，对应当前股价 PE 为-9.8/5.5/5.9X，维持“买入”评级。

## 评论：

## ◆ 公司 2023Q2 归母净利亏损 3.8-5.0 亿元，养殖成本优势领先行业

傲农生物发布 2023 年半年度业绩预告，预计 2023 上半年归母净利润亏损 5.6-6.8 亿元，上年同期亏损 6.7 亿元。其中公司 2023Q1 亏损 1.8 亿元，预计 2023Q2 亏损 3.8-5.0 亿元。报告期内公司生猪出栏稳步扩张，2023H1 生猪养殖出栏头数为 292.35 万头，同比增长 24.73%。经测算，公司 2023Q2 头均肥猪的实际养殖完全成本接近 20 元/公斤，公司持续优化低效母猪场，未来计划保持 25 万头能繁母猪的优质产能，同时也计划淘汰末位低效的育肥产能，加强养殖精细化管理和成本考核，未来养殖成本有望继续改善。

## ◆ 国资战投入股，有望助力公司管理经营进一步改善

公司于 2023 年 7 月公告拟引入国资战投，控股股东傲农投资拟将其持有的 4398 万股公司股份（占公司总股本的 5.049%）转让给漳州金投，转让价格为 8.89 元/股，转让总价款约 3.9 亿元。我们认为国资战投股东的引入将有利于优化公司股东结构，为公司未来业务稳健经营提供有效保障。公司已于 2023 年 7 月与漳州金投签订战略合作框架协议，双方拟共同推动饲料原料合作规模的持续稳定增长，未来五年饲料类原料合作目标预计每年不低于 50 亿元人民币，将有助于公司与上游供应商建立长期稳定的战略合作关系，有利于促进公司经营发展。

#### ◆ 全链布局的生猪养殖新秀，育肥产能或将持续放量。

公司围绕“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。目前公司高效一体化繁育体系的建设成果正在逐步兑现，预计未来随育肥产能利用率提升，成本仍有较大的边际改善空间。

#### ◆ 投资建议：维持“买入”评级

公司作为生猪养殖新秀，自上而下由种猪端逐步布局育肥端，未来育肥产能有望稳步放量。考虑到 2023 上半年猪价亏损幅度超预期，下调公司 2023-2024 年盈利预测，预计 23-25 年归母净利为-8.24/14.69/13.62 亿元（原预计为 2023-2024 年归母净利为 20.49/14.72 亿元），EPS 分别为-0.95/1.69/1.56 元，对应当前股价 PE 为-9.8/5.5/5.9X，维持“买入”评级。

#### ◆ 风险提示

行业发生不可控生猪疫情死亡事件，粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力，生猪价格大幅波动带来的盈利波动。

#### 相关研究报告：

《傲农生物（603363.SH）-2022 年中报点评：养殖饲料稳步扩张，有望受益猪价回暖》——2022-09-02  
《傲农生物-603363-2021 年业绩预告快评：生猪养殖新秀，育肥产能稳步上量》——2022-02-08

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E	
现金及现金等价物	543	719	611	624	766	营业收入	18038	21613	26628	31990	34523
应收款项	792	771	950	1229	1264	营业成本	17781	20665	25475	27795	30527
存货净额	2589	3289	3929	4645	4897	营业税金及附加	30	40	43	55	60
其他流动资产	338	334	1210	1933	1914	销售费用	338	413	513	647	674
<b>流动资产合计</b>	<b>4263</b>	<b>5115</b>	<b>6703</b>	<b>8434</b>	<b>8844</b>	管理费用	609	664	829	1066	1022
固定资产	7029	7514	8746	9195	9684	研发费用	114	162	173	264	256
无形资产及其他	463	651	626	601	576	财务费用	432	532	375	393	331
投资性房地产	5186	5129	5129	5129	5129	投资收益	(28)	(14)	(12)	(18)	(15)
长期股权投资	160	251	261	272	284	资产减值及公允价值变动	425	225	(200)	20	2
<b>资产总计</b>	<b>17101</b>	<b>18661</b>	<b>21465</b>	<b>23631</b>	<b>24516</b>	其他收入	(1053)	(821)	(173)	(264)	(256)
短期借款及交易性金融负债	4737	5867	7815	6621	5157	营业利润	(1807)	(1311)	(991)	1771	1639
应付款项	3912	4118	5131	5774	6201	营业外净收支	(15)	16	5	10	20
其他流动负债	1467	1661	2331	2386	2627	<b>利润总额</b>	<b>(1822)</b>	<b>(1295)</b>	<b>(986)</b>	<b>1781</b>	<b>1659</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>10117</b>	<b>11645</b>	<b>15277</b>	<b>14780</b>	<b>13985</b>	所得税费用	29	(68)	(20)	53	57
长期借款及应付债券	2916	1579	1579	1579	1579	少数股东损益	(331)	(188)	(143)	258	241
其他长期负债	1875	2005	2115	3115	3265	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(1520)</b>	<b>(1039)</b>	<b>(824)</b>	<b>1469</b>	<b>1362</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4791</b>	<b>3583</b>	<b>3694</b>	<b>4694</b>	<b>4844</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>14908</b>	<b>15229</b>	<b>18971</b>	<b>19474</b>	<b>18828</b>	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	890	928	814	1008	1176	净利润	(1520)	(1039)	(824)	1469	1362
股东权益	1303	2504	1680	3150	4511	资产减值准备	450	(127)	101	26	24
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17101</b>	<b>18661</b>	<b>21465</b>	<b>23631</b>	<b>24516</b>	折旧摊销	697	861	793	941	1038
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(425)	(225)	200	(20)	(2)
2021	2022	2023E	2024E	2025E		财务费用	432	532	375	393	331
每股收益	(2.22)	(1.19)	(0.95)	1.69	1.56	营运资本变动	637	(213)	200	5	575
每股红利	0.63	0.43	0.00	0.00	0.00	其它	(875)	(129)	(215)	168	144
每股净资产	1.90	2.87	1.93	3.62	5.18	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1036)</b>	<b>(872)</b>	<b>255</b>	<b>2588</b>	<b>3141</b>
ROIC	-14.19%	-7.89%	-7%	15%	13%	资本开支	0	(1429)	(2301)	(1370)	(1524)
ROE	-116.60%	-41.50%	-49%	47%	30%	其它投资现金流	0	(2)	0	0	0
毛利率	1%	4%	4%	13%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>18</b>	<b>(1522)</b>	<b>(2311)</b>	<b>(1381)</b>	<b>(1535)</b>
EBIT Margin	-5%	-2%	-2%	7%	6%	权益性融资	(0)	1618	0	0	0
EBITDA Margin	-1%	2%	1%	10%	9%	负债净变化	608	(474)	0	0	0
收入增长	57%	20%	23%	20%	8%	支付股利、利息	(432)	(374)	0	0	0
净利润增长率	-365%	-32%	—	-278%	-7%	其它融资现金流	639	2649	1948	(1194)	(1463)
资产负债率	92%	87%	92%	87%	82%	<b>融资活动现金流</b>	<b>990</b>	<b>2570</b>	<b>1948</b>	<b>(1194)</b>	<b>(1463)</b>
股息率	5.3%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(28)</b>	<b>176</b>	<b>(108)</b>	<b>13</b>	<b>142</b>
P/E	(4.2)	(7.8)	(9.8)	5.5	5.9	货币资金的期初余额	571	543	719	611	624
P/B	4.9	3.2	4.8	2.6	1.8	货币资金的期末余额	543	719	611	624	766
EV/EBITDA	(156.3)	43.9	69.6	8.9	8.9	企业自由现金流	0	(1094)	(1704)	1673	2005
						权益自由现金流	0	1080	(124)	98	221

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

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

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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