

唐人神 (002567.SZ)

2022 年报及 2023 一季报点评：Q1 归母净利承压，看好后续成本改善

买入

核心观点

2022 年净利同比增长，2023Q1 受猪价亏损影响承压。公司 2022 年营收 265.39 亿元，同比+22.06%，归母净利 1.35 亿元，同比+111.77%，其中，计提存货跌价准备 1.81 亿元。2023Q1 营收 65.23 亿元，同比+32.93%，归母净利-3.4 亿元，同比-128%。分业务来看：2022 年养殖实现收入 48.66 亿元，同比+40.99%，毛利率达 15.28%，同比+17.88%，全年盈利；饲料实现收入 203.55 亿元，同比+16.27%，毛利率达 6.02%，同比-0.78%。另外，随屠宰产能落地，2022 年肉制品收入同比+76.04%至 12.97 亿元，有望持续贡献新业绩增量。

养殖产能稳步扩张，出栏有望保持高增长。2022 年公司生猪出栏达 215.79 万头，其中肥猪占比 87.60%，整体同比增长 106.66%。从种猪资产储备来看，2023Q1 末公司生产性生物资产达 6.32 亿元，较 2022 年末增加 6.3%，较 2022Q1 末增加 75.6%；公司计划 2023 年和 2024 年分别实现生猪出栏 350 万头、500 万头，养殖规模有望稳步扩张。此外，2022 年公司完成非公开发行，募集资金 11.4 亿元用于支持湖南、广东、海南、广西等养殖项目建设，2023Q1 末资产负债率为 60.83%，处于行业较低水平，且 2023Q1 末货币资金达 17.77 亿元，资金储备充裕，有望助力公司出栏继续增长。

全链运营优势明显，看好后续成本改善。公司始终致力于推进集生物饲料、健康养殖、肉品加工于一体的全产业链经营模式。在养殖上游，公司饲料业务根基深厚，现阶段正依靠新技术不断提高饲料质量和转化效率。在养殖环节，公司种猪繁育优势明显，早在 2008 年便开始涉足种猪繁育领域，旗下“美神”种猪性能表现优秀，同时公司 2020 年从丹麦引进 1400 头丹系核心原种猪，目前新丹系种猪正逐步投产，甘肃核心原种场生产的母猪陆续扩充到湖南、广东、云南等扩繁猪场，2022 年补充新丹系种猪 4 万头，助力公司从“新美系”向“新丹系”高性能育种体系过渡，目前公司优秀的丹系种猪场可做到 PSY30 的优秀成绩，有望进一步提升公司养殖效率。在养殖下游，2022 年公司南乐 100 万头生猪屠宰基地正式投产运营，此外，据世界品牌实验室(World Brand Lab)2022 年报告分析，唐人神品牌价值 124.81 亿元，位列前 500 强，未来依靠初加工及深加工猪肉产品，有望增厚公司盈利。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：维持“买入”评级。公司养殖产能稳步释放，底部成长性充足，看好中期猪价回升带动后续量利表现。考虑到 2023 年猪价跌幅超预期，我们下调公司盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润 5.3/15.4/5.8 亿元（原预计 23-24 年盈利为 10.81/5.92 亿元），对应当前股价 PE 为 19/7/18X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,742	26,539	30,995	34,192	34,505
(+/-%)	17.4%	22.1%	16.8%	10.3%	0.9%
净利润(百万元)	-1147	135	533	1537	577
(+/-%)	-220.7%	-111.8%	294.4%	188.6%	-62.5%
每股收益(元)	-0.95	0.10	0.39	1.11	0.42
EBIT Margin	-1.2%	2.4%	3.6%	6.5%	3.1%
净资产收益率 (ROE)	-20.8%	2.0%	7.4%	18.5%	6.7%
市盈率 (PE)	-7.7	74.6	18.9	6.6	17.5
EV/EBITDA	70.0	15.8	10.2	6.9	10.2
市净率 (PB)	1.60	1.48	1.40	1.21	1.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

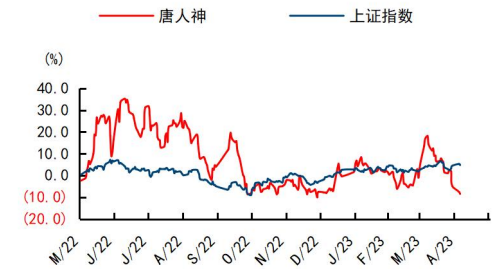
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.01 元
总市值/流通市值	9727/8491 百万元
52 周最高价/最低价	10.67/6.73 元
近 3 个月日均成交额	317.93 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《唐人神 (002567.SZ) -2022 中报点评：Q2 归母净利转正，猪价上行利好后续业绩》——2022-09-01

《唐人神 (002567.SZ) -2021 年报及 2022 一季报点评：全链运作优势明显，养殖业务快速扩张》——2022-05-04

2022 年净利同比增长，2023Q1 受猪价亏损影响承压。公司 2022 年营收 265.39 亿元，同比+22.06%，归母净利 1.35 亿元，同比+111.77%，其中，计提存货跌价准备 1.81 亿元。2023Q1 营收 65.23 亿元，同比+32.93%，归母净利-3.4 亿元，同比-128%。分业务来看：2022 年养殖实现收入 48.66 亿元，同比+40.99%，毛利率达 15.28%，同比+17.88%，全年盈利；饲料实现收入 203.55 亿元，同比+16.27%，毛利率达 6.02%，同比-0.78%。另外，随屠宰产能落地，2022 年肉制品收入同比+76.04%至 12.97 亿元，有望持续贡献新业绩增量。

图1: 唐人神营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 唐人神单季营业收入及增速



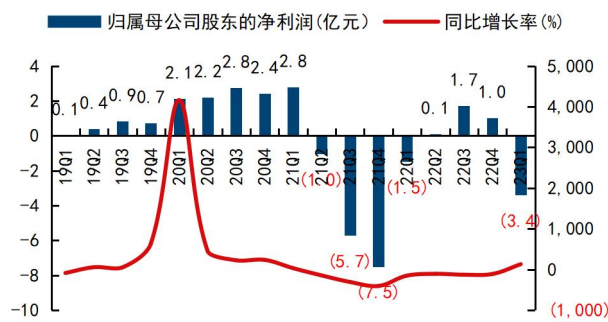
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 唐人神归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

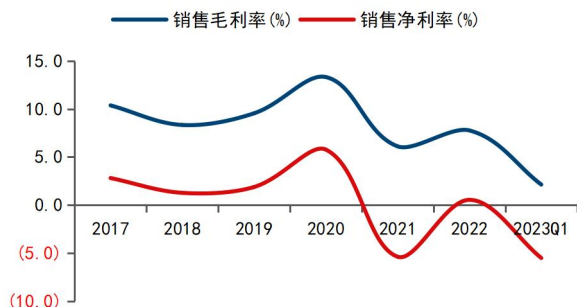
图4: 唐人神单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

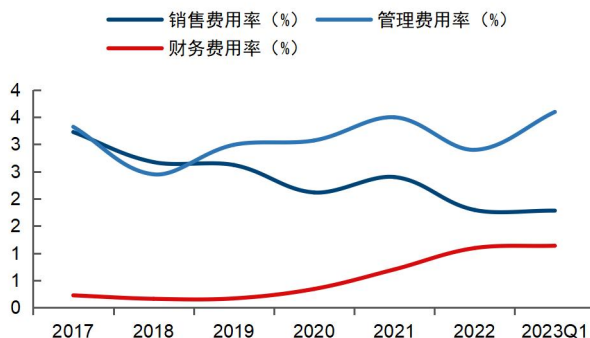
22 年利润率回暖，费用率整体改善。公司 2022 年销售毛利率 7.77%，同比+1.66pcts，销售净利率 0.54%，同比+5.93pcts，受益猪价回暖，公司盈利能力改善明显，但受猪价再度回落至亏损区间影响，公司 23Q1 盈利能力承压。费用率方面，2022 年销售费用率 1.79% (-0.61pcts)，管理费用率 2.90% (-0.60pcts)，财务费用率 1.09% (+0.39pcts)。三项费用率合计 5.78%，同比-0.81pcts。23Q1 受新投产项目管理费用增加以及预提股权激励费用，公司管理费用率上升至 3.59%。

图5: 唐人神毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

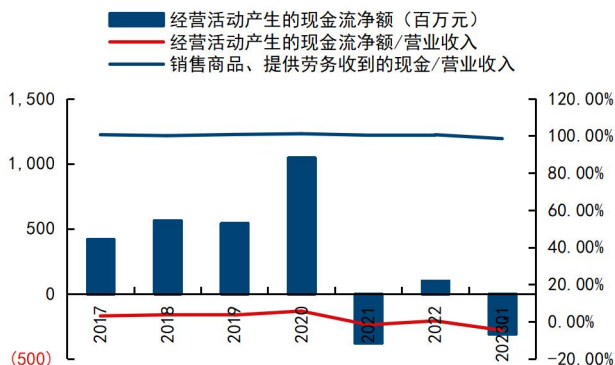
图6: 唐人神三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

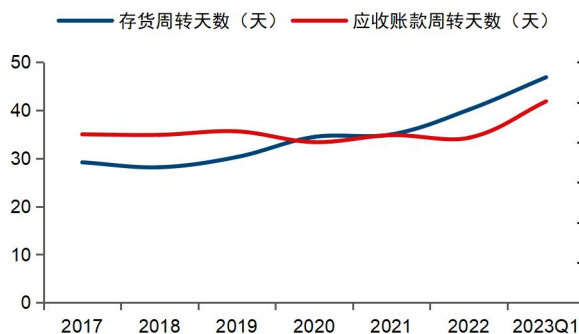
经营性现金流承压，资产周转有所明显。2022 年经营性现金流净额 1.00 亿元，较上年同期增加 126%，经营性现金流净额占营业收入比例为 0.38% (+2.12pcts)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.54% (+0.25pcts)，经营现金流随猪价回暖有所改善，但 23Q1 受低猪价影响，经营现金流再度承压。在主要流动资产周转方面，2022 年公司应收周转天数达 4.1 (-1.57%)，存货周转天数达 40.1 天 (+14.68%)，存货周转有所放缓，23Q1 公司流动资产周转进一步放缓。

图7: 唐人神经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 唐人神主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。公司作为全链一体化经营的养殖新秀，饲料和种猪优势明显，养殖指标领先同行，养殖产能稳步释放，底部成长性充足，看好猪价回升带动后续量利表现，考虑到 2023 年猪价跌幅超预期，我们下调公司盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润 5.3/15.4/5.8 亿元（原预计 23-24 年盈利为 10.81/5.92 亿元），对应当前股价 PE 为 19/7/18X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值			EPS			PE			投资评级
			亿元	22A	23E	24E	22A	23E	24E			
002840	华统股份	16.65	102.05	0.14	1.61	3.69	119	10	5	买入		
603363	傲农生物	9.88	86.06	0.81	1.10	2.30	12	9	4	买入		
603477	巨星农牧	30.03	151.98	0.31	1.68	2.97	97	18	10	买入		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

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	1368	1876	1433	3541	2675	营业收入	21742	26539	30995	34192	34505
应收款项	681	632	918	938	892	营业成本	20414	24477	27968	29811	31234
存货净额	2123	3332	3558	3624	3985	营业税金及附加	37	36	47	52	51
其他流动资产	664	1061	1069	1197	1259	销售费用	521	476	645	715	738
流动资产合计	4866	6901	6978	9300	8812	管理费用	760	769	970	1151	1155
固定资产	7521	9142	10008	10154	11452	研发费用	263	141	233	233	244
无形资产及其他	557	552	530	508	486	财务费用	152	290	277	289	300
投资性房地产	1541	1779	1779	1779	1779	投资收益	12	18	3	2	5
长期股权投资	59	57	59	59	59	资产减值及公允价值变动	579	184	(150)	20	2
资产总计	14545	18432	19355	21800	22588	其他收入	(1492)	(488)	(233)	(233)	(244)
短期借款及交易性金融负债	1327	2922	2274	2021	2252	营业利润	(1044)	205	707	1963	791
应付款项	1107	1942	1661	1903	2097	营业外净收支	(103)	(33)	(30)	(20)	(30)
其他流动负债	1277	1533	1771	1901	1908	利润总额	(1147)	172	677	1943	761
流动负债合计	3710	6397	5706	5825	6258	所得税费用	25	30	115	321	152
长期借款及应付债券	3392	3281	4481	5581	5581	少数股东损益	(25)	8	30	85	33
其他长期负债	1315	1323	1343	1353	1403	归属于母公司净利润	(1147)	135	533	1537	577
长期负债合计	4708	4604	5824	6934	6984	现金流量表 (百万元)					
负债合计	8418	11001	11531	12759	13242	净利润	(1147)	135	533	1537	577
少数股东权益	615	633	654	717	734	资产减值准备	480	(387)	27	4	23
股东权益	5512	6798	7171	8324	8612	折旧摊销	500	697	979	1093	1204
负债和股东权益总计	14545	18432	19355	21800	22588	公允价值变动损失	(579)	(184)	150	(20)	(2)
关键财务与估值指标						财务费用	152	290	277	289	300
每股收益	(0.95)	0.10	0.39	1.11	0.42	营运资本变动	1441	(1083)	(515)	171	(104)
每股红利	0.38	0.19	0.12	0.28	0.21	其它	(515)	380	(6)	60	(6)
每股净资产	4.57	4.92	5.19	6.03	6.23	经营活动现金流	179	(442)	1167	2845	1691
ROIC	0%	5%	8%	14%	7%	资本开支	0	(2096)	(2000)	(1200)	(2500)
ROE	-21%	2%	7%	18%	7%	其它投资现金流	16	29	0	0	0
毛利率	6%	8%	10%	13%	9%	投资活动现金流	15	(2065)	(2002)	(1200)	(2500)
EBIT Margin	-1%	2%	4%	7%	3%	权益性融资	(0)	1131	0	0	0
EBITDA Margin	1%	5%	7%	10%	7%	负债净变化	2099	(111)	700	800	0
收入增长	17%	22%	17%	10%	1%	支付股利、利息	(455)	(266)	(160)	(384)	(288)
净利润增长率	-221%	-112%	294%	189%	-62%	其它融资现金流	(3167)	2638	(648)	(253)	231
资产负债率	62%	63%	63%	62%	62%	融资活动现金流	121	3015	392	463	(57)
息率	4.5%	2.6%	1.6%	3.8%	2.9%	现金净变动	315	508	(444)	2108	(866)
P/E	(7.7)	74.6	18.9	6.6	17.5	货币资金的期初余额	1053	1368	1876	1433	3541
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.2	货币资金的期末余额	1368	1876	1433	3541	2675
EV/EBITDA	70.0	15.8	10.2	6.9	10.2	企业自由现金流	0	(1953)	(598)	1926	(532)
						权益自由现金流	0	574	(776)	2232	(540)

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