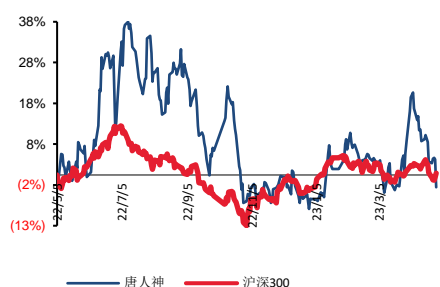


农林牧渔 饲料

## 年报点评：养殖业务持续放量，饲料销量和市占率稳步提升

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,388/1,211
总市值/流通(百万元)	10,116/8,830
12个月最高/最低(元)	10.36/6.89

### 相关研究报告：

唐人神(002567)《近期公告点评：产能布局稳步推进，股权激励彰显发展信心》--2022/03/20

唐人神(002567)《唐人神：养殖成本持续下行，下半年出栏量爆发式增长》--2020/07/29

唐人神(002567)《中报点评：短期受猪周期影响，长期趋势向好》--2018/08/27

### 证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511050002

**事件：**公司近日发布2022年报和2023年1季报。2022年，实现营收265.4亿元，同增22.1%；归母净利润1.4亿元，同增111.8%；扣非后归母净利润1.01亿元，同增110.04%。基本每股收益0.11元，加权平均净资产收益率2.41%，较上年提升22.13个百分点。2023年1季度，实现营收65.23亿元，同增32.93%；归母净利-3.4亿元，同减128%；扣非后归母净利-3.37亿元，同减106.38%。点评如下：

**养殖业务持续放量，头均利润波动受周期影响。**2022年，公司出栏生猪215.8万头，同增39.9%；其中，出栏肥猪189万头，同增106.7%，占比87.6%，主要系公司不断扩大育肥产能和加大“公司+农户”的养殖规模。公司生猪养殖生产成绩指标不断改善，养殖成本逐季降低，同时随着第三、四季度生猪价格回升，养殖业务板块实现了年度的扭亏为盈。2022年，生猪养殖业务实现营收48.7亿元，同增40.1%，全年头均盈利66元，实现扭亏为盈。2023年1季度，公司出栏生猪78.4万头，同增104.5%；实现收入12.4亿元，同增141.2%；头均亏损约460元，其中经营性亏损约310元，主要系猪价低迷和现阶段公司生猪产能尚未完全释放所致。随着产能利用率上升和疫病防控能力、养殖效率的提升，该业务盈利能力有望逐渐增强。年末，生产性生物资产为5.94亿元，同增85.04%；23年Q1期末，生产性生物资产为6.31亿元，同增75.39%。2022年，公司补充了新丹系种猪4万头，实现了“新美系”向“新丹系”高性能育种体系的过度。公司优秀的丹系种猪猪场可做到PSY30的优秀成绩，公司丹系仔猪具有生长速度快、料肉比低等特点。随着新丹系陆续投产，养殖效率有望继续提升，成本控制能力增强。公司积极扩建产能，为后续出栏量增长打下基础，计划23/24年出栏生猪350万头/500万头。

**饲料销量和市占率稳步提升。**2022年，饲料行业受下游养殖业波动剧烈和上游原材料价格大幅上涨的双重影响，发展放缓。在此背景下，公司一方面加快饲料业务转型，以规模猪场开发为主，提升饲料性价比，以“产品超群”抢占市场；另一方面持续为养猪业务做好配套服务，通过营养配方调整、生产工艺调整等降低公司养殖业务中的饲料成本，持续做好内供饲料的安全生产。全年，实现饲料内外销量616.63万吨，同增7.83%。同期，全国工业饲料总产量30223万吨，同增3%。公司饲料销量增速明显超出全行业，市场份额稳步提升。2023年前2月，饲料销量同比继续小幅增长。2022年，饲料业务毛利率6.02%，较上年下降1.45个百分点。毛利率下降，主要受玉米、小麦

和豆粕等原料价格上涨的影响。公司 2022 年指定了三年发展规划，设定了股权激励考核指标，对应 23/24 年饲料外销量 620 万吨/700 万吨。

**盈利预测与投资建议。**公司未来发展规划目标清晰，全产业链经营模式愈加成熟，现阶段积极推动三大业务战略转型，持续打造低成本竞争优势，各项业务市占率有望稳步上升。我们看好公司长远发展，给予“增持”评级。预计公司 23/24 年归母净利润 4.35/15.06 亿元，对应 PE 为 20.22/5.84 倍。

**风险提示：**养殖集团压价导致饲料产品提价幅度不达预期，生猪养殖业务产能增长速度不及预期，业内竞争加剧导致销售不及预期等

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26539	33027	38810	43852
(+/-%)	22.06	24.45	17.51	12.99
归母净利(百万元)	135	435	1506	1499
(+/-%)	(112.20)	190.90	287.20	(2.30)
摊薄每股收益(元)	0.10	0.36	1.25	1.24
市盈率(PE)	74.55	20.22	5.84	5.86

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1368	1876	1651	1940	2193	营业收入	21742	26539	33027	38810	43852
应收和预付款项	825	1286	1480	1565	1739	营业成本	20414	24477	30183	34291	39205
存货	2123	3332	2530	4352	3607	营业税金及附加	37	36	3	4	4
其他流动资产	550	408	595	474	721	销售费用	521	476	727	854	965
流动资产合计	4866	6901	6255	8331	8259	管理费用	1024	910	1357	1584	1699
长期股权投资	59	57	58	60	63	财务费用	152	290	333	395	336
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(575)	(184)	0	0	0
固定资产	6265	9237	9159	9153	9159	投资收益	12	18	3	3	6
在建工程	1921	532	766	883	942	公允价值变动	5	0	0	0	0
无形资产开发支出	557	552	533	515	496	营业利润	185	552	428	1686	1649
长期待摊费用	26	22	22	22	22	其他非经营损益	(1147)	172	428	1656	1618
其他非流动资产	851	1130	978	995	1011	利润总额	(1147)	172	428	1656	1618
资产总计	#####	18432	#####	19958	19951	所得税	25	30	13	50	48
短期借款	522	1116	500	500	500	净利润	(1172)	143	415	1606	1569
应付和预收款项	1384	2221	1796	2762	2554	少数股东损益	(25)	8	(20)	100	70
长期借款	3392	3281	3300	3300	3300	归母股东净利润	(1147)	135	435	1506	1499
其他负债	3119	4383	5487	5102	3733						
负债合计	8418	11001	#####	11664	10087						
股本	1206	1381	1206	1206	1206						
资本公积	3790	4769	3787	3787	3787						
留存收益	593	728	1163	2669	4168						
归母公司股东权益	5512	6798	6075	7581	9081						
少数股东权益	615	633	613	713	783						
股东权益合计	6127	7431	6688	8294	9864						
负债和股东权益	#####	18432	#####	19958	19951						

预测指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	6.1%	7.8%	8.6%	11.6%	10.6%
销售净利率	(5.4%)	0.5%	1.3%	4.1%	3.6%
销售收入增长率	17.4%	22.1%	24.5%	17.5%	13.0%
EBIT 增长率	(186%)	(146.5%)	64.6%	169.5%	(4.7%)
净利润增长率	(210%)	(112.2%)	190.9%	287.2%	(2.3%)
ROE	(19.6%)	2.1%	5.9%	21.4%	17.3%
ROA	(9.4%)	0.9%	2.3%	8.5%	7.9%
ROIC	2.4%	5.6%	4.6%	12.0%	11.2%
EPS (X)	(0.95)	0.10	0.36	1.25	1.24
PE (X)	(7.66)	74.55	20.22	5.84	5.86
PB (X)	1.60	1.48	1.45	1.16	0.97
PS (X)	0.40	0.38	0.27	0.23	0.20
EV/EBITDA (X)	(36.29)	16.33	13.13	7.05	6.53

现金流量表(百万)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	(379)	100	714	1811	3388
投资性现金流	(3314)	(1779)	(2432)	(853)	(845)
融资性现金流	3985	2181	(2106)	(395)	(336)
现金增加额	293	501	(3824)	562	2206

资料来源：WIND，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。