

增持 (维持)

唐人神 (002567)

22年养猪大幅扭亏, 23Q1盈利短期承压

2023年05月04日

## 市场数据

市场数据日期	2023-04-28
收盘价(元)	7.29
总股本(百万股)	1387.60
流通股本(百万股)	1211.30
净资产(百万元)	6519.17
总资产(百万元)	18309.58
每股净资产(元)	4.70

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证食饮&农业】唐人神:老牌饲料龙头, 养殖扩张进行时》  
2022-01-19

《唐人神中报点评: 养猪业绩释放, 产能加速扩张》2020-07-27

## 分析师:

纪宇泽

jiyuze@xyzq.com.cn

S0190522080004

曹心蕊

caoxinrui@xyzq.com.cn

S0190521050002

## 投资要点

- **事件:** 唐人神 2022 年营收 265.39 亿元 (同比+22.1%), 归母净利润 1.35 亿元 (同比+111.8%), 扣非净利润 1.02 亿元 (同比+110.0%)  
**其中单四季度:** 公司营收 78.41 亿元 (同比+43.15%), 归母净利润 1.01 亿元 (同比+113.45%), 扣非净利润 0.86 亿元 (同比+113.3%)。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.37 元 (含税)。
- **2023 年一季度:** 公司营收 65.23 亿元 (同比+32.9%), 归母净利润-3.40 亿元 (同比-128.0%), 扣非净利润-3.37 亿元 (同比-106.4%)。
- **出栏快增叠加猪价景气上涨, 2022 年养猪大幅扭亏。** 2022Q2 猪价自底部反转进入上行趋势, 22Q1-Q4 国内生猪均价约 13.1、15.2、22.6、23.3 元/kg, 同比-58%、-20%、+56%、+49%, 全年生猪均价 18.6 元/kg, 同比-7%。公司 2022 年生猪出栏量 215.8 万头 (同比+39.9%), 实现销售收入 48.7 亿元 (同比+40.1%)。其中肥猪销量 189 万头, 预计销售均价 19.1 元/kg, 头均盈利估计 150~160 元。其中仔猪销量 26.8 万头, 预计头均价格 519 元, 仔猪估计略亏。此外, 受年末猪价下跌影响, Q4 公司计提存货跌价准备 1.8 亿元。
- **饲料销量稳步增长。** 2022 年公司饲料内外销量 616.6 万吨 (同比+7.8%), 外销饲料收入 203.5 亿元 (同比+16.3%)。受原料价格上涨影响, 饲料业务毛利率 6.0% (同比-0.8pct), 估计饲料业务盈利约 2.1 亿元。根据股权激励目标, 2023、2024 年公司饲料外销量有望达 620、700 万吨。
- **一季度猪价高位下跌, 公司养猪业务亏损。** 2022Q4 起猪价自 25 元/kg 以上的高位快速下跌, Q1 国内生猪均价 15.1 元/kg, 同比+15%, 环比-19%。公司 23Q1 生猪出栏 78.4 万头, 同比+105%。其中肥猪出栏 72.5 万头, 预计销售均价约 14.7 元/kg。受冬季疫病影响, Q1 养猪完全成本估计升至 18.5 元/kg 以上, 肥猪头均亏损估计 450 元左右。Q1 公司仔猪出栏 5.95 万头, 受疫病影响仔猪售价较低, 仔猪亦亏损。
- **产能持续扩张, 未来出栏量有望保持稳增。** 2023Q1 末公司固定资产 84.49 亿元 (同比+53.3%), 在建工程 7.50 亿元 (同比-71.3%), 生产性生物资产 6.32 亿元 (同比+75.4%)。预计公司 Q1 末能繁母猪存栏约 17 万头 (同比+55%), 后备母猪存栏 4-5 万头。根据公司经营规划, 预计 2023、2024 年公司生猪出栏有望达 350、500 万头。远期公司出栏目标为 1000 万头。

- **行业产能再次开始去化，下半年旺季猪价或景气上行。**受前期压栏大猪逐步出栏叠加需求不及影响，22Q4 猪价旺季不旺、高位下跌，23 年初至今猪价持续低于行业成本线，促使行业产能再次去化。据农业农村部数据，23 年 1 月全国能繁母猪存栏环比转负，至 Q1 末已累计去化 1.4 个百分点左右。当前生猪出栏及宰杀后均重仍较高，加上 2-3 月仍有少量二次育肥进场，或继续压制 5-6 月猪价，后续行业产能或继续下降。下半年随着消费进入旺季，叠加冬季疫病对供给影响显现，猪价有望自底部反弹。
- **投资建议：**公司出栏量稳步增长，成本仍有下降空间，未来随猪价上行有望释放业绩弹性。我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.27、0.68、1.00 元，基于 2023 年 4 月 28 日收盘价，对应 PE 为 26.5、10.7、7.3 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**动物疫病、猪价波动、原料价格大幅上涨、产能投放不及预期、政策变化。

#### 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26539	30341	36277	40992
同比增长	22.1%	14.3%	19.6%	13.0%
归母净利润(百万元)	135	381	944	1388
同比增长	111.8%	182.4%	147.4%	47.1%
毛利率	7.8%	8.7%	10.1%	10.8%
ROE	2.0%	5.3%	11.8%	14.8%
每股收益(元)	0.10	0.27	0.68	1.00
市盈率	74.9	26.5	10.7	7.3

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6901	7761	8962	9996
货币资金	1876	2064	2270	2497
交易性金融资产	0	15	7	11
应收票据及应收账款	336	384	459	519
预付款项	950	1075	1266	1419
存货	3332	3770	4441	4978
其他	408	454	519	572
<b>非流动资产</b>	11531	12494	13198	13622
长期股权投资	57	60	60	60
固定资产	8610	9464	10104	10433
在建工程	532	582	632	682
无形资产	552	544	528	515
商誉	317	317	317	317
长期待摊费用	22	-3	-28	-52
其他	1441	1531	1586	1668
<b>资产总计</b>	18432	20255	22160	23618
<b>流动负债</b>	6397	7655	8446	8302
短期借款	1116	2565	2651	2257
应付票据及应付账款	1942	2197	2588	2901
其他	3340	2893	3207	3145
<b>非流动负债</b>	4604	4815	4992	5192
长期借款	3281	3500	3676	3874
其他	1323	1314	1316	1318
<b>负债合计</b>	11001	12470	13438	13494
股本	1381	1388	1388	1388
资本公积	4769	4769	4769	4769
未分配利润	292	590	1391	2521
少数股东权益	633	651	695	760
<b>股东权益合计</b>	7431	7785	8722	10124
<b>负债及权益合计</b>	18432	20255	22160	23618

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	135	381	944	1388
折旧和摊销	716	185	199	209
资产减值准备	215	0	0	0
资产处置损失	-17	10	-4	-5
公允价值变动损失	-0	-2	-1	-2
财务费用	299	355	398	398
投资损失	-18	-15	-17	-16
少数股东损益	8	18	44	65
营运资金的变动	-1387	-330	-520	-404
<b>经营活动产生现金流量</b>	100	583	1045	1631
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1779	-1163	-902	-633
<b>融资活动产生现金流量</b>	2181	767	63	-771
现金净变动	501	188	206	227
现金的期初余额	1310	1876	2064	2270
现金的期末余额	1811	2064	2270	2497

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	26539	30341	36277	40992
营业成本	24477	27695	32628	36570
税金及附加	36	41	49	55
销售费用	476	544	650	735
管理费用	769	879	1051	1188
研发费用	141	162	193	218
财务费用	290	355	398	398
其他收益	47	50	48	49
投资收益	18	15	17	16
公允价值变动收益	0	2	1	2
信用减值损失	-31	-29	-30	-30
资产减值损失	-184	-237	-280	-319
资产处置收益	17	-10	4	5
<b>营业利润</b>	205	456	1068	1550
营业外收入	17	20	18	19
营业外支出	50	66	72	79
<b>利润总额</b>	172	410	1014	1491
所得税	30	10	25	37
<b>净利润</b>	143	399	988	1453
少数股东损益	8	18	44	65
<b>归属母公司净利润</b>	135	381	944	1388
<b>EPS(元)</b>	0.10	0.27	0.68	1.00

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	22.1%	14.3%	19.6%	13.0%
营业利润增长率	119.7%	122.0%	134.3%	45.2%
归母净利润增长率	111.8%	182.4%	147.4%	47.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	7.8%	8.7%	10.1%	10.8%
归母净利率	0.5%	1.3%	2.6%	3.4%
ROE	2.0%	5.3%	11.8%	14.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.7%	61.6%	60.6%	57.1%
流动比率	1.08	1.01	1.06	1.20
速动比率	0.56	0.52	0.54	0.60
<b>营运能力</b>				
资产周转率	161.0%	156.9%	171.1%	179.1%
应收账款周转率	7900.4%	8634.0%	8814.3%	8586.8%
存货周转率	846.5%	780.0%	794.8%	776.5%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.10	0.27	0.68	1.00
每股经营现金	0.07	0.42	0.75	1.18
每股净资产	4.90	5.14	5.78	6.75
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	74.9	26.5	10.7	7.3
PB	1.5	1.4	1.3	1.1

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn