

## Q1 成本略有上升，全年出栏有望维持高增

2023 年 05 月 06 日

**事件概述：**公司于 4 月 27 日发布 22 年年报及 23 年一季报，22 年全年实现营收 265.4 亿元，同比+22.1%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比+111.8%。23 年 Q1 实现营收 65.2 亿元，同比+32.9%，环比-16.8%；实现归母净利润-3.4 亿元，同比-128.0%，环比-437.4%。22 年全年综合毛利率 7.8%，同比+1.7PCT。

**22 年整体养殖成绩改善，头均利润实现扭亏为盈。**2022 年，公司生猪出栏量 215.8 万头，同比+39.9%，其中肥猪出栏量 189.0 万头，占比 87.6%，同比+106.7%，主要系公司加大自育肥产能的投资建设和合作农户的开发，育肥猪存活率、料肉比等生产成绩指标明显改善；生猪养殖业务实现营收 48.7 亿元，同比+40.1%，2022 全年头均盈利为 66.1 元，养殖业务板块实现年度的扭亏为盈。

**23Q1 受猪价低迷影响略有承压，头均盈利能力下降。**2023Q1 共计出栏生猪 78.4 万头，同比+104.5%；销售收入为 12.4 亿元，同比+141.2%；2023Q1 头均亏损为 459.6 元，现阶段公司生猪产能尚未完全释放，造成公司生猪养殖头均盈利能力下降。随着公司对非洲猪瘟等重大疫情防控能力的提升，解决养猪过程中存在的痛点，提高养殖效率，公司养猪业务盈利能力有望增强。

**生产性生物资产实现同比高增，养殖效率持续提升。**公司生产性生物资产 6.0 亿元，同比+85.2%。2022 年补充新丹系种猪 4 万头，实现“新美系”向“新丹系”高性能育种体系的过度，现可满足 1000 万头商品猪生产需求。随着新丹系种猪逐步投产，优秀的丹系种猪猪场可做到 PSY 为 30 的成绩，公司丹系仔猪具有生长速度快、料肉比低等特点。公司在生猪周期底部扩建生猪产能，计划 23、24 年分别出栏生猪 350、500 万头，其中龙华农牧出栏量占比均为 40%，其投资建设的 100 万头楼房养殖项目已投产运营。龙华农牧生猪养殖以“自繁自养”为主，公司加快推进生猪自繁自养发展模式，通过规模化养殖优势和楼房养猪模式提升养殖效率，减少生猪养殖成本。

**饲料业务稳健增长，提高养殖配套能力。**2022 年，公司饲料业务营业收入为 203.6 亿元，同比+16.3%；销量约 616.6 万吨（含内供饲料），同比增长约 7.8%，23 年 1-2 月饲料销量同比有小幅增长。外销方面，公司加快饲料业务转型，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；内供方面，公司饲料业务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。

**投资建议：**预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 4.73、13.20、14.71 亿元，EPS 分别为 0.34、0.95、1.06 元，对应 PE 分别为 21、7、7 倍，在本轮后周期景气上行过程中，公司具备较强成长性，生猪和饲料业务优势明显，养殖效率持续提升，维持“推荐”评级。

**风险提示：**非洲猪瘟等动物疫病，原料价格波动的风险，猪价反弹不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	26,539	29,557	37,002	44,820
增长率 (%)	22.1	11.4	25.2	21.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	135	473	1,320	1,471
增长率 (%)	111.8	250.3	179.0	11.4
每股收益 (元)	0.10	0.34	0.95	1.06
PE	72	21	7	7
PB	1.4	1.3	1.2	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

7.01 元


**分析师 周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com


**研究助理 徐菁**

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

### 相关研究

- 唐人神 (002567.SZ) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：Q1 业绩表现好于预期，养殖降本增效成果显著-2022/04/29
- 唐人神 (002567) 年报业绩预告点评：养殖成本仍有改善空间，轻装上阵静待周期启航-2022/01/30
- 唐人神 (002567)：深耕主业的老牌饲企，稳健成长的养殖新星-2021/12/31

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	26,539	29,557	37,002	44,820
营业成本	24,477	26,583	32,675	39,796
营业税金及附加	36	30	37	45
销售费用	476	661	774	937
管理费用	769	958	1,213	1,469
研发费用	141	157	197	239
EBIT	474	1,184	2,127	2,357
财务费用	290	302	339	333
资产减值损失	-184	-380	-390	-474
投资收益	18	20	25	31
营业利润	205	541	1,447	1,609
营业外收支	-33	-27	-29	-30
利润总额	172	514	1,418	1,580
所得税	30	31	71	79
净利润	143	483	1,347	1,501
归属于母公司净利润	135	473	1,320	1,471
EBITDA	1,269	2,012	3,046	3,397

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,876	2,737	3,264	3,606
应收账款及票据	336	377	472	572
预付款项	950	834	1,053	1,358
存货	3,332	2,760	3,506	4,270
其他流动资产	408	566	678	793
流动资产合计	6,901	7,275	8,973	10,600
长期股权投资	57	57	57	57
固定资产	8,610	8,647	8,639	8,627
无形资产	552	552	552	551
非流动资产合计	11,531	11,969	12,377	12,756
资产合计	18,432	19,243	21,350	23,356
短期借款	1,116	2,763	2,763	2,763
应付账款及票据	1,942	2,185	2,775	3,380
其他流动负债	3,340	1,654	2,000	2,392
流动负债合计	6,397	6,602	7,538	8,534
长期借款	3,281	3,500	3,500	3,500
其他长期负债	1,323	1,262	1,260	1,258
非流动负债合计	4,604	4,762	4,760	4,758
负债合计	11,001	11,364	12,298	13,292
股本	1,381	1,388	1,388	1,388
少数股东权益	633	643	670	700
股东权益合计	7,431	7,880	9,052	10,064
负债和股东权益合计	18,432	19,243	21,350	23,356

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	22.06	11.37	25.19	21.13
EBIT 增长率	185.27	149.70	79.62	10.85
净利润增长率	111.77	250.32	179.03	11.39
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	7.77	10.06	11.70	11.21
净利率	0.51	1.60	3.57	3.28
总资产收益率 ROA	0.73	2.46	6.18	6.30
净资产收益率 ROE	1.99	6.54	15.75	15.70
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.08	1.10	1.19	1.24
速动比率	0.39	0.54	0.57	0.57
现金比率	0.29	0.41	0.43	0.42
资产负债率 (%)	59.69	59.05	57.60	56.91
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	4.51	5.00	5.00	5.00
存货周转天数	49.68	43.12	43.51	43.51
总资产周转率	1.61	1.57	1.82	2.01
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.10	0.34	0.95	1.06
每股净资产	4.90	5.22	6.04	6.75
每股经营现金流	0.07	1.78	1.72	1.87
每股股利	0.04	0.13	0.35	0.39
<b>估值分析</b>				
PE	72	21	7	7
PB	1.4	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.39	6.78	4.31	3.76
股息收益率 (%)	0.53	1.80	5.02	5.59

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	143	483	1,347	1,501
折旧和摊销	795	828	920	1,039
营运资金变动	-1,339	435	-670	-818
经营活动现金流	100	2,477	2,384	2,594
资本开支	-1,887	-1,168	-1,254	-1,339
投资	35	0	0	0
投资活动现金流	-1,779	-1,178	-1,228	-1,308
股权募资	1,131	6	0	0
债务募资	1,409	0	0	0
筹资活动现金流	2,181	-438	-628	-944
现金净流量	501	861	527	342

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 分析师承诺

本报告署名分析师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注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

### 投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026