

唐人神 (002567.SZ)

买入

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

核心观点

猪价低迷叠加粮价上涨，生猪养殖业务短期承压明显。公司 2021 年实现营业收入 217.42 亿元，同比+17.36%，实现归母净利润-11.47 亿元，同比-220.74%。2021 年公司养殖板块规模扩张明显，但盈利承压明显，共实现收入 34.74 亿元，生猪出栏量 154.23 万头，分别同比变动+41.62%、+50.54%，毛利率相较上年下滑 53.73pct 至-2.50%。受春节后猪价再度大幅下行影响，公司 2022Q1 业绩进一步承压，营业收入同比减少 2.35%至 49.07 亿元，归母净利润同比减少 153.45%至-1.49 亿元。

坚持全链一体化经营，生猪产能稳步扩张。作为全链一体化经营的现代农牧企业，公司饲料业务根基深厚，2021 年饲料板块受益产品结构优化以及外销猪料增加而实现量利齐增，实现收入 175.07 亿元，毛利 13.08 亿元，分别同比变动 14%、20%，为生猪业务亏损提供了有效缓冲。养殖业务方面，公司近年正依靠其在饲料加工、种猪繁育方面的优势，围绕旗下业务标杆龙华农牧积极扩张产能，长期规划产能 1000 万头，其中龙华农牧单点 100 万头现代化生猪养殖地已于 2021 年投产运营，根据公司披露，其预计 2022-2024 年出栏量分别为 200 万头、350 万头和 500 万头，继续保持出栏高速增长。目前公司育肥产能正稳步释放，2022Q1 实现肥猪出栏 35.77 万头，相较 2021Q1 增长 172.85%，肥猪出栏占比为 93.30%，相较 2021Q1 大幅提升 64.98pct，公司有望在周期反转时充分享受量价齐升红利。

开展多渠道融资，底部资金充足。银行借款方面，公司 2021 年新增长期借款 20.98 亿元，并拥有银行授信额度 100 亿元；权益融资方面，公司于 2020 年和 2021 年先后完成公开可转债和非公开发行股票，累计募集资金 27.93 亿元，其中 13.1 亿元将被用于建设养殖项目。同时公司在 2019 年 8 月与湖南省财信产业基金管理有限公司、湖南省资产管理有限公司合伙成立总规模 10 亿元的“唐人神产业投资基金”助力公司发展生猪产业，叠加饲料和屠宰业务收益打底，公司底部现金流足够安全。

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：首次覆盖，给予“买入”评级。

公司作为全链一体化经营的现代农牧企业，依靠饲料和种猪优势，养殖指标在同规模企业中处于领先水平，近年产能扩张正在加速，育肥产能稳步释放，我们认为公司未来成长性充足且有望在猪价反转时享受量价齐升红利。预计公司 22-24 年归母净利为-4.71/10.34/24.38 亿元，对应当前股价 PE 为-19.3/8.8/3.7X，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,527	21,742	24,150	29,569	35,228
(+/-%)	20.7%	17.4%	11.1%	22.4%	19.1%
净利润(百万元)	950	-1147	-471	1034	2438
(+/-%)	369.6%	-220.7%	-58.9%	-319.5%	135.8%
每股收益(元)	0.97	-0.95	-0.39	0.86	2.02
EBIT Margin	6.9%	-1.2%	-1.0%	4.5%	8.3%
净资产收益率 (ROE)	17.8%	-20.8%	-9.3%	17.8%	34.7%
市盈率 (PE)	7.8	-7.9	-19.3	8.8	3.7
EV/EBITDA	8.8	71.2	37.9	9.2	5.4
市净率 (PB)	1.38	1.65	1.80	1.56	1.29

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

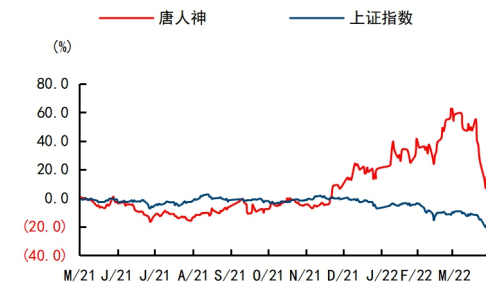
农林牧渔·饲料

证券分析师：鲁家瑞 **联系人：李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn liruinan@guosen.com.cn
 S0980520110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.52 元
总市值/流通市值	9069/8941 百万元
52 周最高价/最低价	11.40/5.64 元
近 3 个月日均成交额	427.41 百万元

市场走势



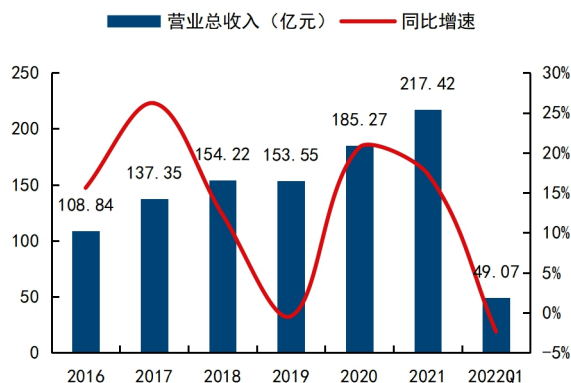
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《唐人神-002567-2013 年半年报点评：产业链布局完善+产销理顺》——2013-08-28
 《唐人神-002567-2012 年年报点评：种猪盈利占比持续上升》——2013-03-29
 《唐人神-002567-2012 年 3 季报点评：饲料产销理顺，种猪快速成长》——2012-10-18

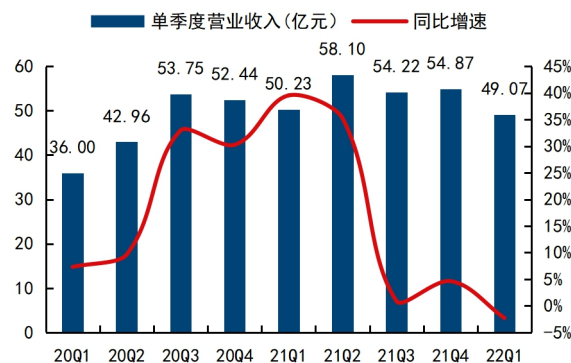
猪价低迷叠加粮价上涨，养殖业务承压明显。根据公司发布的 2021 年年度报告，公司 2021 年实现营业收入 217.42 亿元，较上年增加 17.36%，实现归属于母公司所有者的净利润-11.47 亿元，较上年减少 220.74%。分业务来看：（1）**饲料板块：**2021 年收入为 175.07 亿元，销量为 510.96 万吨，销售均价为 3426.32 元/吨，分别同比变动 14.07%、4.17%、9.50%。受公司饲料销售产品结构调整以及猪饲料外销量同比增长 55.39%影响，公司饲料业务 2021 年实现量利其增，贡献毛利同比增长 20%至 13.08 亿元，为生猪业务亏损提供了有效缓冲。（2）**养殖板块：**2021 年收入为 34.74 亿元，同比增速为 41.62%，于总营收中占比为 15.98%，其中生猪出栏量为 154.23 万头，销售收入为 25.70 亿元，销售均价为 1666.22 元/头，分别同比变动 50.54%、0.23%、-33.42%。受猪价低迷以及粮价上涨影响，养殖业务承压明显，2021 年毛利率相较上年下滑 53.73pct 至-2.50%，毛利同比下滑 106.92%至-0.87 亿元。受春节后猪价再度大幅下行影响，公司 2022Q1 业绩进一步承压，营业收入同比减少 2.35%至 49.07 亿元，归母净利润同比减少 153.45%至-1.49 亿元，其中 2022Q1 生猪出栏量为 38.34 万头，收入为 5.13 亿元，分别同比变动 -17.19%、-46.31%。

图1：唐人神营业收入及增速（单位：亿元、%）



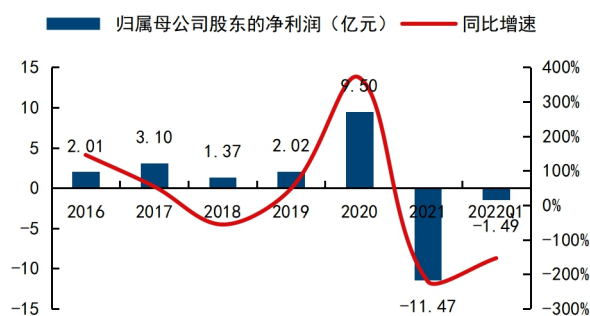
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：唐人神单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



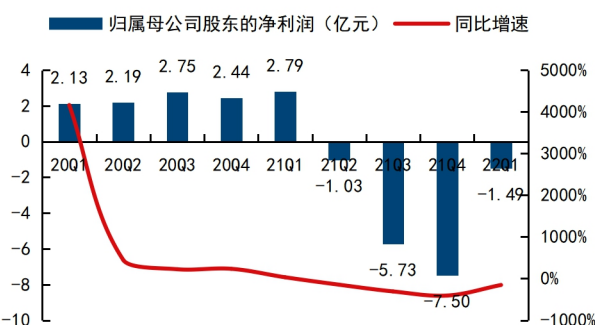
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：唐人神归母净利润及增速（单位：亿元、%）



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（单位：亿元、%）

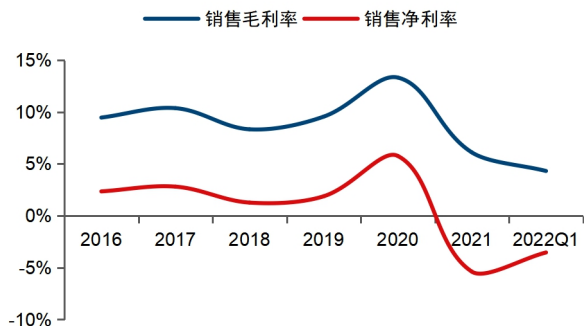


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

净利率转负，财务费用率上升明显。2021 年销售毛利率 6.11%，同比减少 7.22pct，销售净利率-5.39%，同比减少 11.16pct。销售费用率 2.40%（+0.28pct），管理费用率 3.50%（0.43pct），财务费用率 0.70%（+0.36pct）。三项费用率合计 6.60%，

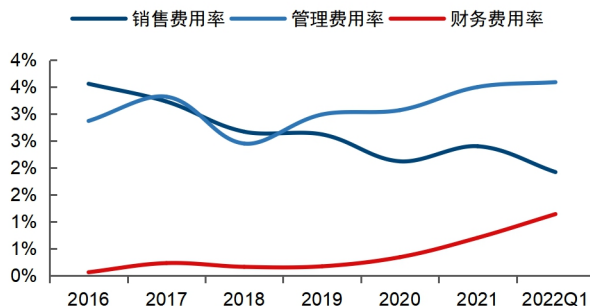
同比提升 1.07pct，主要系公司为支持生猪养殖业务发展，2021 年中长期银行借款增加明显，因此利息支出有所增加。

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

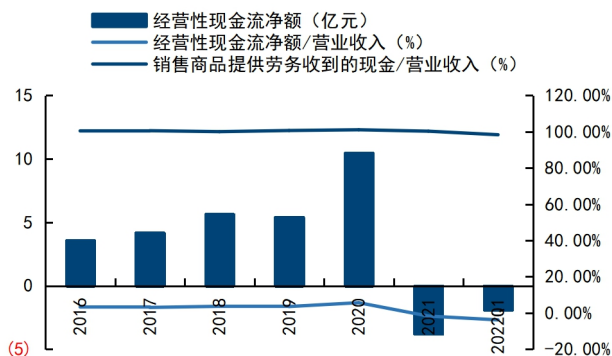
图6：唐人神三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

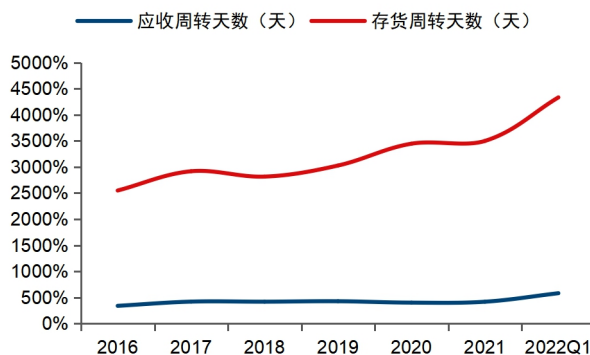
经营性现金流大幅收紧。2021 年经营性现金流净额-3.79 亿元（-136.23%），经营性现金流净额占营业收入比例为-1.74%（-7.39%），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.29%（-0.78%）。在主要流动资产周转方面，2021 年公司应收周转天数为 4.18 天（+4.32%），存货周转天数达 35 天（+1.53%），周转效率无明显变化。

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：公司作为全链一体化经营的现代农牧企业，依靠饲料和种猪优势，养殖指标在同规模企业中处于领先水平，育肥产能稳步释放，我们认为公司未来成长性充足且有望在猪价反转时享受量价齐升红利。预计公司 22-24 年归母净利润为 -4.71/10.34/24.38 亿元，对应当前股价 PE 为-19.3/8.8/3.7X，给予“买入”评级。

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	21A	22E	23E	21A	22E	23E	
603363.SH	傲农生物	16.58	115	-2.22	-0.77	2.97	-7	-22	6	买入
000876.SZ	新希望	14.03	632	-2.13	-0.36	0.90	-7	-39	16	买入
002124.SZ	天邦股份	6.60	121	-2.43	-0.67	1.15	-3	-10	6	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）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	1053	1368	1294	2570	2282	营业收入	18527	21742	24150	29569	35228
应收款项	578	681	728	889	1037	营业成本	16046	20414	22697	26246	29694
存货净额	1844	2123	2284	2753	3051	营业税金及附加	29	37	40	48	58
其他流动资产	611	664	705	914	1064	销售费用	392	521	574	679	883
流动资产合计	4131	4866	5040	7155	7463	管理费用	569	760	817	919	1251
固定资产	4387	7521	8532	8814	10196	研发费用	206	263	273	341	428
无形资产及其他	534	557	535	513	490	财务费用	63	152	236	274	287
投资性房地产	1171	1541	1541	1541	1541	投资收益	12	12	3	2	5
长期股权投资	58	59	61	61	61	资产减值及公允价值变动	117	579	0	20	2
资产总计	10280	14545	15708	18084	19752	其他收入	(445)	(1492)	(273)	(341)	(428)
短期借款及交易性金融负债	1195	1327	1429	1317	1357	营业利润	1112	(1044)	(483)	1083	2634
应付款项	758	1107	1074	1283	1483	营业外净收支	(16)	(103)	(20)	(10)	(30)
其他流动负债	1089	1277	1396	1682	1812	利润总额	1096	(1147)	(503)	1073	2604
流动负债合计	3042	3710	3898	4282	4652	所得税费用	27	25	(21)	16	109
长期借款及应付债券	1294	3392	4592	5692	5692	少数股东损益	118	(25)	(11)	23	56
其他长期负债	84	1315	1569	1669	1719	归属于母公司净利润	950	(1147)	(471)	1034	2438
长期负债合计	1377	4708	6162	7362	7412	现金流量表（百万元）					
负债合计	4420	8418	10060	11643	12064	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	523	615	607	625	653	净利润	950	(1147)	(471)	1034	2438
股东权益	5337	5512	5041	5816	7035	资产减值准备	43	480	257	47	112
负债和股东权益总计	10280	14545	15708	18084	19752	折旧摊销	56	500	755	913	1030
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(117)	(579)	0	(20)	(2)
2020	2021	2022E	2023E	2024E		财务费用	63	152	236	274	287
每股收益	0.97	(0.95)	(0.39)	0.86	2.02	营运资本变动	(716)	1441	349	(197)	(104)
每股红利	0.37	0.38	0.00	0.21	1.01	其它	30	(515)	(264)	(29)	(84)
每股净资产	5.45	4.57	4.18	4.82	5.83	经营活动现金流	247	179	625	1747	3390
ROIC	21%	0%	0%	14%	25%	资本开支	0	(4676)	(2000)	(1200)	(2500)
ROE	18%	-21%	-9%	18%	35%	其它投资现金流	(39)	16	0	0	0
毛利率	13%	6%	6%	11%	16%	投资活动现金流	(14)	(4662)	(2002)	(1200)	(2500)
EBIT Margin	7%	-1%	-1%	5%	8%	权益性融资	(1)	1649	0	0	0
EBITDA Margin	7%	1%	2%	8%	11%	负债净变化	1042	2099	700	800	0
收入增长	21%	17%	11%	22%	19%	支付股利、利息	(361)	(455)	0	(258)	(1219)
净利润增长率	370%	-221%	-59%	-319%	136%	其它融资现金流	(1284)	(139)	102	(112)	41
资产负债率	48%	62%	68%	68%	64%	融资活动现金流	78	4798	1302	729	(1178)
息率	4.0%	5.0%	0.0%	2.8%	13.4%	现金净变动	311	315	(74)	1276	(288)
P/E	7.8	(7.9)	(19.3)	8.8	3.7	货币资金的期初余额	743	1053	1368	1294	2570
P/B	1.4	1.6	1.8	1.6	1.3	货币资金的期末余额	1053	1368	1294	2570	2282
EV/EBITDA	8.8	71.2	37.9	9.2	5.4	企业自由现金流	0	(2995)	(1136)	831	1217
						权益自由现金流	0	(1036)	(559)	1249	983

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