

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

买入

核心观点

受益猪价改善，Q2 净利转正。公司 2022H1 实现营业收入 113.86 亿元，同比+5.05%，实现归母净利润-1.40 亿元，同比-179.50%，上半年猪价整体低迷和粮价的再度上涨，是公司盈利承压的主要原因。受益于 Q2 猪价持续回升，公司 Q2 归母净利已环比转正至 947.08 万元。具体分业务来看：养殖业务共实现收入 12.97 亿元，同比-10.41%，2022H1 生猪出栏量为 86.30 万头，其中肥猪出栏量 76.33 万头，同比+138.46%，出栏规模快速扩张但 2022H1 头均收入同比去年下降明显，叠加粮价上涨压力，上半年养殖业务盈利整体承压。饲料业务共实现收入 95.21 亿元，同比+5.51%，2022H1 外销饲料总量为 242.41 万吨，同比去年基本持平，但受粮价上涨影响，销售均价相较 2021 年全年均价上涨 14.63%至 3927.64 元/吨。另外，随屠宰产能落地，公司 2022H1 肉制品收入同比+58.12%至 5.55 亿元，有望持续贡献新业绩增量。

养殖产能稳步扩张，出栏有望保持高速增长。2022H1 公司在茂名市等广东猪场相继投产，计划于广东省内新增存栏母猪产能 3 万头，可实现年出栏生猪 70 万头，同时公司标杆养殖场龙华农牧已完成现代化母猪养殖基地和育肥基地建设，母猪场已全部投产，截止 6 月末存栏母猪产能已达 6 万头，预计可实现年出栏生猪 150 万头。后续规划方面，公司将依靠“自繁自养+楼房养殖”的核心模式继续扩大湖南省、广东省、海南省等消费区域的养殖产能，按照公司上半年最近落地的股票期权激励计划，公司将致力于在 22-24 年期间实现生猪累计出栏 1050 万头，公司后续出栏有望继续保持高速增长。

全链运营优势明显，看好后续量利表现。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，同时公司目前正在引进高繁殖率的新丹系种猪，其 PSY 可达 28 以上。在养殖下游，公司南乐 100 万头生猪屠宰基地正式投产运营，未来依靠初加工及深加工产品有望增厚公司盈利。考虑到近期猪价景气上行且已经站到 21 元/公斤以上，我们看好公司后续量利表现。

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，我们预计公司 22-24 年归母净利润为 2.12/10.81/5.92 亿元，对应当前股价 PE 为 53.4/10.5/29.1X。

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	25,261	30,401	33,918
(+/-%)	20.7%	17.4%	16.2%	20.3%	11.6%
净利润(百万元)	950	-1147	212	1081	592
(+/-%)	369.6%	-220.7%	-118.4%	410.5%	-45.2%
每股收益(元)	0.97	-0.95	0.18	0.90	0.49
EBIT Margin	6.9%	-1.2%	1.9%	4.5%	2.8%
净资产收益率 (ROE)	17.8%	-20.8%	3.7%	16.7%	8.8%
市盈率 (PE)	9.7	-9.8	53.4	10.5	19.1
EV/EBITDA	10.1	80.2	17.4	10.1	11.9
市净率 (PB)	1.72	2.05	2.00	1.75	1.67

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

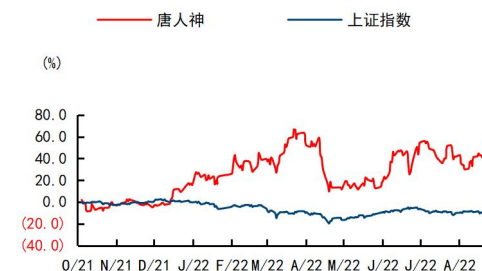
联系人：李瑞楠
 021-60893308

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	9.85 元
总市值/流通市值	11879/11702 百万元
52 周最高价/最低价	11.40/5.75 元
近 3 个月日均成交额	540.98 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) -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
 《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

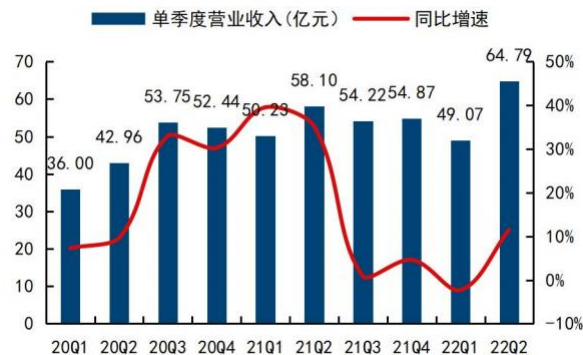
受益猪价改善，Q2 净利转正。根据公司发布的 2022 年半年度报告，公司 2022H1 实现营业收入 113.86 亿元，较上年同期增加 5.05%，实现归属于母公司所有者的净利润-1.40 亿元，较上年同期减少 179.50%，上半年猪价整体低迷和粮价的再度上涨，是公司盈利同比大幅下滑的主要原因。受益于 Q2 猪价的持续回升，公司 Q2 归母净利已环比转正至 947.08 万元。具体分业务来看：（1）**养殖业务**：共实现收入 12.97 亿元，同比减少 10.41%，于总收入中占比为 11.39%。公司 2022H1 生猪出栏量共计 86.30 万头，其中肥猪出栏量 76.33 万头，同比增长 138.46%，出栏规模快速扩张但按销售简报收入口径来算，2022H1 头均收入同比去年减少 19.46%，叠加粮价上涨压力，上半年养殖业务盈利整体承压。（2）**饲料业务**：共实现收入 95.21 亿元，同比增加 5.51%，于总收入中占比为 83.62%。公司上半年外销饲料总量为 242.41 万吨，相较去年基本持平，但受粮价上涨影响，销售均价相较 2021 年全年均价上涨 14.63%至 3927.64 元/吨。另外，随着新增屠宰产能落地，公司 2022H1 肉制品业务收入同比增长 58.12%至 5.55 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（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

利润率同比下降，费用率小幅上升。公司 2022H1 销售毛利率 6.18%，同比下降 4.04pct，销售净利率-1.53%，同比下降 3.40pct，盈利能力下滑主要系猪价低迷、粮价上涨使收入成本两端承压。销售费用率 2.07%（-0.59pct），管理费用率 3.23%（+0.24pct），财务费用率 1.04%（+0.50pct）。三项费用率合计 6.34%，同比上升 0.15pct，一方面系业新增人员储备费用和股票期权费用导致管理费用增加，

另一方面系借款增加导致财务费用增加。

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

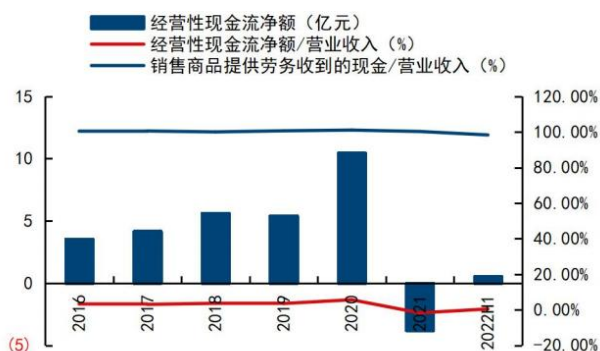
图6: 唐人神三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流转正，资产周转小幅放缓。2022H1 年经营性现金流净额 0.54 亿元，相较上年同期减少 46%，经营性现金流净额占营业收入比例为 0.47%（-0.45%），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 98.33%（-2.21%），经营现金流随猪价回暖有所改善。在主要流动资产周转方面，2022H1 公司应收周转天数达 4.9（+7.96%），存货周转天数达 41.8 天（+7.41%），资产周转有所放缓。

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，我们预计公司 22-24 年归母净利润为 2.12/10.81/5.92 亿元，对应当前股价 PE 为 53.4/10.5/29.1X。

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	
002840	华统股份	22.48	136.25	-0.42	0.77	3.09	-54	29	7	买入
603363	傲农生物	20.29	176.78	-2.22	-0.43	4.84	-9	-47	4	买入
603477	巨星农牧	30.26	153.14	0.51	0.58	2.92	59	52	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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1053	1368	1864	3196	2079	营业收入	18527	21742	25261	30401	33918
应收款项	578	681	762	914	998	营业成本	16046	20414	23008	26908	30487
存货净额	1844	2123	2316	2825	3135	营业税金及附加	29	37	42	49	56
其他流动资产	611	664	737	939	1025	销售费用	392	521	601	698	850
流动资产合计	4131	4866	5708	7904	7266	管理费用	569	760	854	1026	1175
固定资产	4387	7521	8532	8814	10196	研发费用	206	263	286	350	412
无形资产及其他	534	557	535	513	490	财务费用	63	152	229	259	282
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	16376	18833	19555	其他收入	(445)	(1492)	(286)	(350)	(412)
短期借款及交易性金融负债	1195	1327	1429	1317	1357	营业利润	1112	(1044)	246	1132	663
应付款项	758	1107	1089	1317	1523	营业外净收支	(16)	(103)	(20)	(10)	(30)
其他流动负债	1089	1277	1418	1731	1852	利润总额	1096	(1147)	226	1122	633
流动负债合计	3042	3710	3936	4364	4733	所得税费用	27	25	10	17	27
长期借款及应付债券	1294	3392	4592	5692	5692	少数股东损益	118	(25)	5	24	14
其他长期负债	84	1315	1569	1669	1719	归属于母公司净利润	950	(1147)	212	1081	592
长期负债合计	1377	4708	6162	7362	7412	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	4420	8418	10098	11726	12145	净利润	950	(1147)	212	1081	592
少数股东权益	523	615	618	636	643	资产减值准备	43	480	257	47	112
股东权益	5337	5512	5660	6470	6767	折旧摊销	56	500	755	913	1030
负债和股东权益总计	10280	14545	16376	18833	19555	公允价值变动损失	(117)	(579)	0	(20)	(2)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	63	152	229	259	282
每股收益	0.97	(0.95)	0.18	0.90	0.49	营运资本变动	(716)	1441	288	(176)	11
每股红利	0.37	0.38	0.05	0.22	0.25	其它	30	(515)	(253)	(28)	(105)
每股净资产	5.45	4.57	4.69	5.37	5.61	经营活动现金流	247	179	1258	1815	1638
ROIC	21%	0%	7%	15%	10%	资本开支	0	(4676)	(2000)	(1200)	(2500)
ROE	18%	-21%	4%	17%	9%	其它投资现金流	(39)	16	0	0	0
毛利率	13%	6%	9%	11%	10%	投资活动现金流	(14)	(4662)	(2002)	(1200)	(2500)
EBIT Margin	7%	-1%	2%	5%	3%	权益性融资	(1)	1649	0	0	0
EBITDA Margin	7%	1%	5%	8%	6%	负债净变化	1042	2099	700	800	0
收入增长	21%	17%	16%	20%	12%	支付股利、利息	(361)	(455)	(63)	(270)	(296)
净利润增长率	370%	-221%	-118%	411%	-45%	其它融资现金流	(1284)	(139)	102	(112)	41
资产负债率	48%	62%	65%	66%	65%	融资活动现金流	78	4798	1239	718	(256)
息率	3.2%	4.0%	0.6%	2.4%	2.6%	现金净变动	311	315	495	1333	(1118)
P/E	9.7	(9.8)	53.4	10.5	19.1	货币资金的期初余额	743	1053	1368	1864	3196
P/B	1.7	2.1	2.0	1.7	1.7	货币资金的期末余额	1053	1368	1864	3196	2079
EV/EBITDA	10.1	80.2	17.4	10.1	11.9	企业自由现金流	0	(2995)	(505)	885	(561)
						权益自由现金流	0	(1036)	78	1317	(790)

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