

Q2 业绩边际改善，养殖、运营效率同步提升

——唐人神 2022 年半年报点评

事件

8月30日，唐人神发布了《2022年半年度报告》，2022年上半年实现营收113.86亿元，同比增长5.10%；归母净利润-1.4亿元，同比下降179.50%。

点评

二季度净利润扭亏为盈，生猪出栏结构调整明显。整体来看，2022年上半年公司净利润同比大幅下滑，主要系：1) 上半年饲料成本高企，猪价低位运行，生猪养殖业务两面承压，盈利能力下降，养殖业务上半年毛利率为4.73%，同比-16.85pct；2) 上半年公司加大产能投资建设力度，固定资产折旧、财务费用和管理费用等大幅增加。截至2022年6月30日，公司固定资产余额为57.15亿元（较年初+2.04%），在建工程余额为26.20亿元（较年初+36.41%），生产性生物资产余额为4.12亿元（较年初+28.36%）。分季度看，Q2盈利能力边际回暖。公司Q1实现营收为49.07亿元，Q2实现营收为64.79亿元，环比+32.04%；公司Q1归母净利润为-1.5亿元，Q2归母净利润约为947万，环比实现由亏转盈。二季度盈利回暖主要系4月以来猪价上行，养殖盈利能力提高。2022H1公司实现生猪出栏86.30万头，其中商品肥猪出栏76.33万头（同比+138.46%）。产能方面，公司加大生猪产能布局力度，广东、湖南猪场相继投产，上半年广东新增产能年出栏可达70万头，龙华农牧预计年出栏生猪可达150万头。下半年猪价预计高景气，同时随产能逐步落地，养殖业务有望得到明显改善。

饲料业务稳步增长，猪料销量略有下降。整体来看，2022年上半年公司饲料业务营收95.21亿元，同比+5.51%；实现外销饲料242.41万吨，同比-0.36%，与去年同期基本持平，年度饲料外销560万吨目标已完成43.29%。结构方面，猪料同比小幅下降，禽料同比小幅增长，水产饲料等高毛利产品同比较大增长，主要系生猪数量减少影响猪料销售，公司在禽料、水产料方面发力。受原材料价格走高影响，饲料成本上升，上半年饲料业务毛利率为6.11%，同比-2pct。下半年随猪、禽养殖利润增长，四季度迎来传统消费旺季，饲料需求有望提升，饲料业绩增长可期。

“数字化上线”+“养殖标准化推行”，运营能力与养殖效率不断提高。2022年上半年，公司“唐人家”数字化管理系统并上线运营，有望提升公司运营管理能力。此外，公司自2022年开始对养殖产业的薪酬制度做出改革，充分激发员工工作积极性；公司推广养殖标准化，《养猪规范流程与操作清单手册》经推广学习后，PSY、全程成活率等生产指标有较大幅度的提升。此外，公司上半年收购龙象建设60%股权，有望提升猪场建设效率，降低猪场建设成本，同时满足楼房养猪快速增长的建设需求，进一步提升养猪业务标准化程度。数字化和养殖标准化的推进将进一步助力公司养殖业务提质增效，打造长期核心竞争力。

投资建议

考虑到三季度猪价超预期上涨，四季度有望维持高位，公司养殖业务业绩有望明显改善；同时猪价高景气带动饲料销量提升，饲料盈利改善可期，故上调盈利预测，我们预计2022-2024年公司营业收入分别为244.99/302.12/361.45亿元；归母净利润分别为3.19/12.83/15.37亿元，对应EPS 0.26/1.06/1.27元/股，维持“推荐”评级。

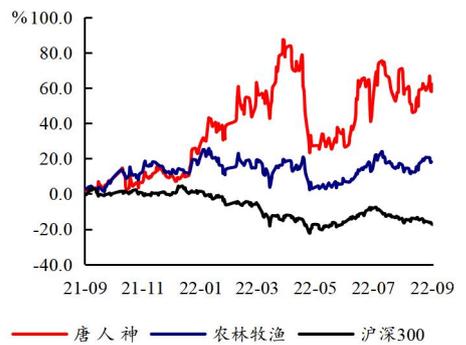
风险提示

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
 联系人 赵雅斐
 电子邮箱 zhaoyf707@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1206.02
流通A股/B股(百万股)	1206.02/0.00
资产负债率(%)	62.95
每股净资产(元)	5.69
市净率(倍)	1.68
净资产收益率(加权)	2.73
12个月内最高/最低价	11.07/5.91

相关研究

《唐人神(002567.SZ)：收购龙象建设，打造养殖标准化的核心竞争力》2022.08.07
 《唐人神(002567.SZ)：饲料起家的生猪全产业链经营领先者》2022.06.30

非洲猪瘟等动物疫病、猪价上涨不及预期、原材料价格波动等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21742.19	24994.75	30211.67	36145.41
增长率 (%)	17.36	14.96	20.87	19.64
归母净利润	-1147.41	318.51	1283.21	1537.41
增长率 (%)	-220.74	127.76	302.88	19.81
EPS (元/股)	-1.00	0.26	1.06	1.27
市盈率 (P/E)	—	36.27	9.00	7.51
市净率 (P/B)	1.63	2.09	1.70	1.38

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所基于9月2日收盘价9.58元测算

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21742.19	24994.75	30211.67	36145.41
%同比增速	17.36%	14.96%	20.87%	19.64%
营业成本	20414.21	22604.51	26248.97	31603.71
毛利	1327.98	2390.24	3962.70	4541.70
%营业收入	6.11%	9.56%	13.12%	12.57%
税金及附加	36.69	39.99	54.38	65.06
%营业收入	0.17%	0.16%	0.18%	0.18%
销售费用	521.39	624.87	740.19	885.56
%营业收入	2.40%	2.50%	2.45%	2.45%
管理费用	760.07	887.31	1132.94	1265.09
%营业收入	3.50%	3.55%	3.75%	3.50%
研发费用	263.46	299.94	347.43	404.83
%营业收入	1.21%	1.20%	1.15%	1.12%
财务费用	152.33	163.00	178.00	185.00
%营业收入	0.70%	0.65%	0.59%	0.51%
资产减值损失	-574.84	-48.99	-56.69	-60.77
信用减值损失	-27.11	0.00	0.00	0.00
其他收益	52.99	62.49	75.53	90.36
投资收益	11.59	15.00	15.11	18.07
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	4.64	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-96.45	7.50	9.06	10.84
营业利润	-1043.67	411.12	1552.77	1794.67
%营业收入	-4.80%	1.64%	5.14%	4.97%
营业外收支	-103.45	-20.00	-40.00	-21.00
利润总额	-1147.12	391.12	1512.77	1773.67
%营业收入	-5.28%	1.56%	5.01%	4.91%
所得税费用	25.13	33.25	37.82	26.60
净利润	-1172.24	357.87	1474.95	1747.06
%营业收入	-5.39%	1.43%	4.88%	4.83%
归属于母公司的净利润	-1147.41	318.51	1283.21	1537.41
%同比增速	-220.74%	127.76%	302.88%	19.81%
少数股东损益	-24.84	39.37	191.74	209.65
EPS (元/股)	-1.00	0.26	1.06	1.27

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	-1.00	0.26	1.06	1.27
BVPS	4.57	4.59	5.65	6.93
PE	—	36.27	9.00	7.51
PEG	—	0.28	0.03	0.38
PB	1.63	2.09	1.70	1.38
EV/EBITDA	394.35	13.95	7.19	6.32
ROE	-20.82%	5.76%	18.84%	18.39%
ROIC	-5.04%	4.05%	9.56%	8.91%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1368	1059	3298	5587
交易性金融资产	29	29	29	29
应收账款及应收票据	280	378	425	535
存货	2123	2300	2345	2354
预付账款	545	568	689	821
其他流动资产	521	539	554	569
流动资产合计	4866	4873	7340	9894
长期股权投资	59	52	44	39
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	5601	6708	7866	8956
无形资产	557	590	623	654
商誉	317	222	125	28
递延所得税资产	58	58	58	58
其他非流动资产	3086	4062	5164	6269
资产总计	14545	16566	21221	25899
短期借款	522	867	1322	1452
应付票据及应付账款	1107	1245	1256	1325
预收账款	0	30	18	25
应付职工薪酬	229	240	267	283
应交税费	54	69	82	98
其他流动负债	1798	1362	1527	1824
流动负债合计	3710	3814	4472	5007
长期借款	3392	5792	8302	10617
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	17	17	17	17
其他非流动负债	1298	757	770	839
负债合计	8418	10381	13562	16481
归属于母公司的所有者权益	5512	5530	6812	8362
少数股东权益	615	654	846	1056
股东权益	6127	6185	7658	9417
负债及股东权益	14545	16566	21221	25899

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	-379	1066	2434	2919
投资	171	7	7	6
资本性支出	-3477	-2764	-3103	-3159
其他	-8	15	15	18
投资活动现金流净额	-3314	-2742	-3081	-3135
债权融资	-1580	-1044	-23	118
股权融资	1649	-298	0	0
银行贷款增加(减少)	3767	2745	2965	2445
筹资成本	-455	-47	-55	-69
其他	605	10	-1	12
筹资活动现金流净额	3985	1366	2886	2506
现金净流量	293	-309	2239	2289

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>