

唐人神 (002567. SZ)

2023半年报点评：养殖指标稳步改善，出栏有望继续增长

买入

核心观点

2023H1 净利同比下降，受猪价亏损影响业绩承压。公司 2023H1 营收 134.8 亿元，同比+1.39%，归母净利-6.64 亿元，同比-375.22%，其中，计提资产减值损失 0.48 亿元。2023Q2 营收 69.57 亿元，同比+7.38%，归母净利-3.24 亿元，同比-3700%。分业务看，2023H1 养殖收入 23.1 亿元，同比+78.10%，毛利率-19.04%，同比由正转负；饲料收入 101.88 亿元，同比+7.01%，毛利率达 6.51%，同比+0.4pct；另外，随屠宰产能落地，肉制品收入同比+74.77%至 9.70 亿元，有望持续贡献新业绩增量。

养殖产能稳步扩张，出栏有望保持高增长。2023H1 公司出栏生猪 165.94 万头，同比增长 92.28%。据公司公告，公司 2023Q2 各项生产经营指标有所改善，PSY 达到 25，肥猪存活率达到 97%。从种猪储备来看，2023Q2 末公司生产性生物资产达 6.14 亿元，较 2022 年末增加 3.2%。公司在周期底部资金储备充裕，2022 年完成定增，募集资金 11.4 亿元支持湖南、广东、海南、广西等养殖项目建设；2023Q2 末资产负债率为 62.07%，处于行业较低水平；2023Q2 末货币资金达 15.73 亿元；公司于 6 月披露《2023 年度以简易程序向特定对象发行股票预案》，拟以简易程序发行股票募资 3 亿元，该预案已于 8 月获得证监会批复。充足的资金储备有望助力公司出栏继续增长，预计 2023-2024 年公司生猪出栏分别有望达到 350、500 万头。

全链运营优势明显，看好后续成本改善。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 2020 年从丹麦引进 1400 头丹系核心原种猪，目前新丹系种猪正逐步投产，甘肃核心原种场生产的母猪陆续扩充到湖南、广东、云南等扩繁猪场，2022 年补充新丹系种猪 4 万头，助力公司从“新美系”向“新丹系”高性能育种体系过渡，目前公司优秀的丹系种猪场可做到 PSY30 的优秀成绩，有望进一步提升公司养殖效率。在养殖下游，2022 年公司南乐 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猪肉产品，有望持续增厚公司盈利。

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。公司养殖产能稳步释放，底部成长性充足。预计公司 2023-2025 年归母净利润-8.2/-2.0/23.4 亿元，EPS 分别为 -0.59/-0.15/1.69 元，对应当前股价 PE 为-11/-44/4 X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,742	26,539	27,873	31,012	36,389
(+/-%)	17.4%	22.1%	5.0%	11.3%	17.3%
净利润(百万元)	-1147	135	-820	-203	2335
(+/-%)	-220.7%	-111.8%	-707.4%	75.2%	1249.1%
每股收益(元)	-0.95	0.10	-0.59	-0.15	1.69
EBIT Margin	-1.2%	2.4%	-2.1%	0.3%	8.1%
净资产收益率(ROE)	-20.8%	2.0%	-13.7%	-3.5%	30.6%
市盈率(PE)	-6.8	65.8	-10.8	-43.7	3.8
EV/EBITDA	65.7	14.9	56.7	18.8	5.4
市净率(PB)	1.41	1.31	1.49	1.54	1.16

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	证券分析师：李瑞楠
021-61761016	021-60893308
lujiapei@guosen.com.cn	liruinan@guosen.com.cn
S0980520110002	S0980523030001

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	6.53 元
总资产/流通市值	9061/8920 百万元
52 周最高价/最低价	9.77/6.26 元
近 3 个月日均成交额	219.58 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) -2023 半年报业绩预告点评：2023Q2 归母净利预计亏损 2.80 亿元-3.30 亿元，，养殖成本环比 2023Q1 进一步下降》——2023-07-17
- 《唐人神 (002567.SZ) -2022 年报及 2023一季报点评：Q1 归母净利承压，看好后续成本改善》——2023-05-06
- 《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》——2022-09-01
- 《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

2023H1 净利同比下降，受猪价亏损影响业绩承压。公司 2023H1 营收 134.8 亿元，同比+1.39%，归母净利-6.64 亿元，同比-375.22%，其中，计提资产减值损失 0.48 亿元。2023Q2 营收 69.57 亿元，同比+7.38%，归母净利-3.24 亿元，同比-3700%。分业务来看：2023H1 养殖实现收入 23.1 亿元，同比+78.10%，毛利率达-19.04%，同比由正转负；饲料实现收入 101.88 亿元，同比+7.01%，毛利率达 6.51%，同比+0.4pct；另外，随屠宰产能落地，肉制品收入同比+74.77% 至 9.70 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



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



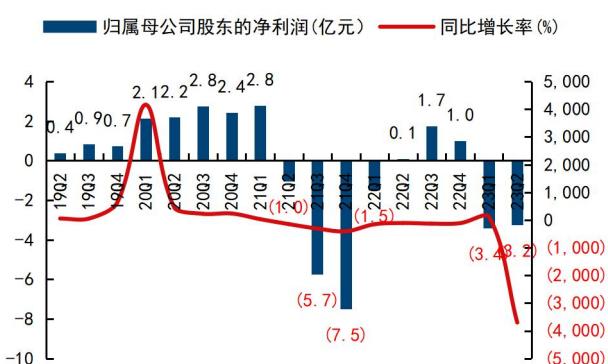
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 唐人神归母净利润及增速



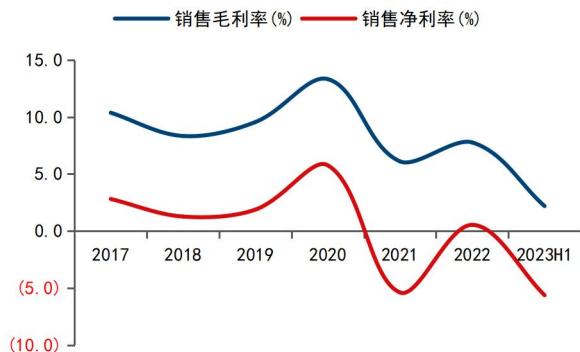
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 唐人神单季归母净利润及增速

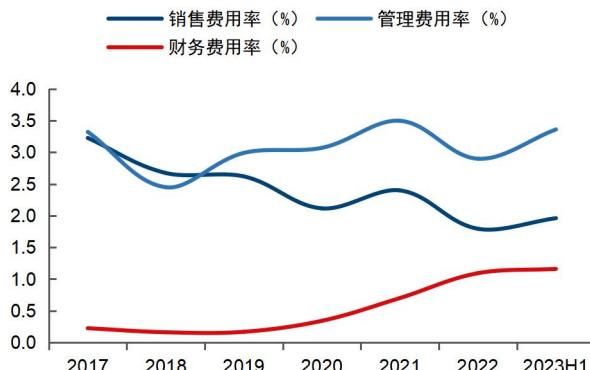


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023H1 利润率承压，费用率基本稳定。公司 2023H1 销售毛利率 2.19%，同比-3.99pct，销售净利率-5.63%，同比-4.10pct，受猪价低迷影响，公司盈利水平承压。费用率方面，2023H1 销售费用率 1.96%（同比-0.11pct），管理费用率 3.36%（同比+0.13pct），财务费用率 1.16%（同比+0.12pct），三项费用率合计 6.48%，同比+0.14pct。2023H1 受新投产项目管理费用增加以及预提股权激励费用影响，公司管理费用率有所上升。

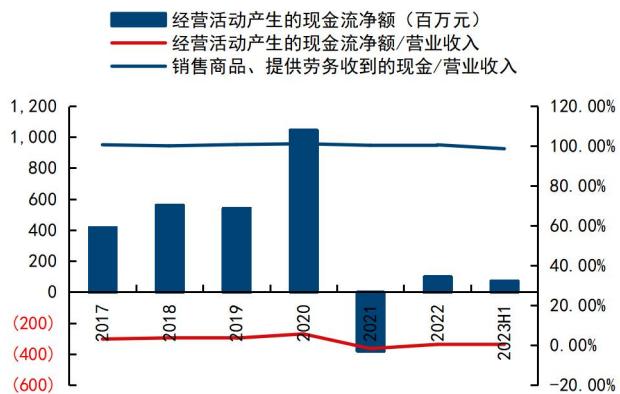
图5: 唐人神毛利率、净利率变化情况


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

经营性现金流承压，资产周转有所明显。2023H1 经营性现金流净额 0.74 亿元，相较上年同期增加 37%，经营性现金流净额占营业收入比例为 0.55%（同比+0.07pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 98.57%（同比+0.24pct），经营现金流依然保持正流入。在主要流动资产周转方面，2023H1 公司应收周转天数达 4.42 天（同比-9.80%），应收周转同比加速；存货周转天数达 46.01 天（同比+10.05%），存货周转有所放缓。

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，预计公司 2023-2025 年归母净利润-8.2/-2.0/23.4 亿元，EPS 分别为-0.59/-0.15/1.69 元，对应当前股价 PE 为-11/-44/4 X。

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		22A	23E	24E	22A	23E	
002840	华统股份	14.77	90.53	0.14	1.61	3.69	106	9	4	买入
603477	巨星农牧	26.31	133.16	0.31	1.68	2.97	85	16	9	买入
002714	牧原股份	40.88	2,234.23	2.42	0.96	2.79	17	43	15	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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1368	1876	1583	1509	1918	营业收入	21742	26539	27873	31012	36389
应收款项	681	632	825	851	941	营业成本	20414	24477	27033	29337	31614
存货净额	2123	3332	3437	3567	4038	营业税金及附加	37	36	43	53	59
其他流动资产	664	1061	962	1086	1328	销售费用	521	476	491	541	625
流动资产合计	4866	6901	6806	7012	8226	管理费用	760	769	754	822	953
固定资产	7521	9142	9635	10378	11211	研发费用	263	141	146	157	193
无形资产及其他	557	552	530	508	486	财务费用	152	290	273	315	332
投资性房地产	1541	1779	1779	1779	1779	投资收益	12	18	18	9	11
长期股权投资	59	57	59	59	59	资产减值及公允价值变动	579	184	(45)	10	20
资产总计	14545	18432	18810	19736	21761	其他收入	(1492)	(488)	(146)	(157)	(193)
短期借款及交易性金融负债	1327	2922	2916	3519	2775	营业利润	(1044)	205	(894)	(193)	2645
应付款项	1107	1942	2249	2106	2459	营业外净收支	(103)	(33)	(30)	(35)	(45)
其他流动负债	1277	1533	1691	1841	1913	利润总额	(1147)	172	(924)	(228)	2600
流动负债合计	3710	6397	6856	7466	7147	所得税费用	25	30	(48)	(11)	109
长期借款及应付债券	3392	3281	3781	4281	4831	少数股东损益	(25)	8	55	14	(156)
其他长期负债	1315	1323	1523	1533	1583	归属于母公司净利润	(1147)	135	(820)	(203)	2335
长期负债合计	4708	4604	5304	5814	6414	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	8418	11001	12161	13280	13561	净利润	(1147)	135	(820)	(203)	2335
少数股东权益	615	633	672	682	557	资产减值准备	480	(387)	20	13	18
股东权益	5512	6798	5978	5774	7642	折旧摊销	500	697	964	1077	1192
负债和股东权益总计	14545	18432	18810	19736	21761	公允价值变动损失	(579)	(184)	45	(10)	(20)
						财务费用	152	290	273	315	332
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1441	(1083)	487	(250)	(311)
每股收益	(0.95)	0.10	(0.59)	(0.15)	1.69	其它	(515)	380	19	(3)	(143)
每股红利	0.38	0.19	0.00	0.00	0.34	经营活动现金流	179	(442)	715	624	3070
每股净资产	4.57	4.92	4.33	4.18	5.53	资本开支	0	(2096)	(1500)	(1800)	(2000)
ROIC	0%	5%	-3%	2%	20%	其它投资现金流	16	29	0	0	0
ROE	-21%	2%	-14%	-4%	31%	投资活动现金流	15	(2065)	(1502)	(1800)	(2000)
毛利率	6%	8%	3%	5%	13%	权益性融资	(0)	1131	0	0	0
EBIT Margin	-1%	2%	-2%	0%	8%	负债净变化	2099	(111)	300	320	350
EBITDA Margin	1%	5%	1%	4%	11%	支付股利、利息	(455)	(266)	0	0	(467)
收入增长	17%	22%	5%	11%	17%	其它融资现金流	(3167)	2638	(6)	603	(744)
净利润增长率	-221%	-112%	-707%	75%	1249%	融资活动现金流	121	3015	494	1103	(661)
资产负债率	62%	63%	68%	71%	65%	现金净变动	315	508	(294)	(74)	409
息率	5.1%	3.0%	0.0%	0.0%	5.3%	货币资金的期初余额	1053	1368	1876	1583	1509
P/E	(6.8)	65.8	(10.8)	(43.7)	3.8	货币资金的期末余额	1368	1876	1583	1509	1918
P/B	1.4	1.3	1.5	1.5	1.2	企业自由现金流	0	(1953)	(611)	(876)	1702
EV/EBITDA	65.7	14.9	56.7	18.8	5.4	权益自由现金流	0	574	(577)	(252)	990

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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