

Q3 生猪完全成本再降，2023 年出栏计划有保障

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-31

收盘价（元）	6.87
近 12 个月最高/最低（元）	9.26/5.94
总股本（百万股）	1,433
流通股本（百万股）	1,366
流通股比例（%）	95.3
总市值（亿元）	98
流通市值（亿元）	94

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1. 唐人神 (002567): 深耕生猪产业三十余载，布局生猪产业链一体化 2023-07-02
2. 唐人神 (002567) 业绩预告点评：Q2 生产经营环比改善，全年出栏目标有保障 2023-07-17

主要观点：

● 2023Q3 亏损-2.47 亿元，基本符合市场预期

公司发布 2023 年三季报：1-9 月收入 208.7 亿元，同比增长 11.6%；1-9 月归母净利润-9.1 亿元，去年同期盈利 3423 万元，1-9 月饲料业务利润约 1.7 亿元，亏损主要来自于生猪养殖板块。分季度看，2023Q1、Q2、Q3 归母净利分别为-3.4 亿元、-3.24 亿元、-2.47 亿元。

● 2023 年出栏计划有望顺利完成，Q3 生猪完全成本降至 17.2 元/公斤

2023 年 1-9 月，公司生猪出栏量 263.09 万头，同比增长 84.9%，生猪业务收入 41.67 亿元，同比增长 68%；2023 年公司计划生猪出栏量 350 万头，前 9 月已完成 75% 的全年任务，全年出栏量有望顺利完成。2023 年 9 月末，公司能繁母猪存栏量 16 万头，PSY 在 24.1 头，2024 年有望通过外购 50 万头仔猪实现 450 万头的出栏目标。

分季度看，2023Q1、Q2、Q3 公司生猪出栏量分别为 78.41 万头、87.53 万头、97.15 万头，同比分别增长 104.5%、82.5%、73.5%，生猪业务收入分别为 12.4 亿元、13.7 亿元、15.6 亿元，同比分别增长 141.2%、86.5%、26.5%。根据我们测算，Q3 公司育肥猪销售均价 15.5-15.6 元/公斤，育肥猪出栏均重约 115 公斤，生猪完全成本已降至 17.2 元/公斤左右，较 Q2 下降 0.3 元/公斤。

● 部分地区淘汰母猪价格已近 2021 年最低点，生猪产能去化有望加速

生猪养殖效率大幅提升造成今年以来猪价疲弱，我们推断生猪价格将持续低迷，产能去化有望加速。i) 近期生猪疫情持续发酵，各地淘汰母猪价格再创年内新低，上周河南、河北、辽宁、黑龙江淘汰母猪价格甚至已接近 2021 年 9 月最低价格；ii) 2023 年 1 季末、2 季末，全国能繁母猪存栏量同比分别增长 2.9%、0.4%，随着今年全年养殖效率的持续改善，1H2024 全国生猪出栏量有望实现同比 10% 左右增长，生猪价格大概率较 2023 年上半年更低迷，1H2023 生猪均价 14.7 元/公斤，生猪最低价 13.7 元/公斤，我们预计 1H2024 生猪均价有望跌破 12、13 元/公斤；iii) 9 月以来，仔猪养殖持续亏损，规模场 15 公斤仔猪价格已跌至 200 元/头左右，逐步接近 2021 年 9 月最低价 155 元/头。

● 投资建议

公司是我国优质饲料龙头，近年来生猪养殖业务快速扩张。我们预计 2023-2025 年公司生猪出栏量 350 万头、450 万头、500 万头，其中，育肥猪出栏量 330 万头、430 万头、450 万头，预计实现营业收入 286.3 亿元、349.5 亿元、375.2 亿元，同比增长 7.9%、22.0%、7.4%，对应归母净利润-11.57 亿元、17.63 亿元、22.14 亿元，归母净利润前值 2023 年-11.48 亿元、2024 年 7.38 亿元、2025 年 13.72 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 23-25 年育肥猪出栏量和猪价预期，维持“买入”评级不变。

风险提示

疫情；猪价上涨晚于预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	26539	28633	34947	37516
收入同比 (%)	22.1%	7.9%	22.0%	7.4%
归属母公司净利润	135	-1157	1763	2214
净利润同比 (%)	111.8%	-956.8%	252.3%	25.6%
毛利率 (%)	7.8%	2.4%	11.8%	12.7%
ROE (%)	2.0%	-19.7%	23.1%	22.5%
每股收益 (元)	0.11	-0.81	1.23	1.54
P/E	62.49	—	5.58	4.45
P/B	1.44	1.67	1.29	1.00
EV/EBITDA	11.43	-282.84	3.91	2.53

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6901	6516	10033	12644	营业收入	26539	28633	34947	37516
现金	1876	1581	3750	6919	营业成本	24477	27955	30818	32744
应收账款	328	308	468	365	营业税金及附加	36	39	47	51
其他应收款	297	499	472	570	销售费用	476	523	550	577
预付账款	950	1118	1233	1310	管理费用	769	923	1061	1167
存货	3332	2881	3968	3309	财务费用	290	211	214	169
其他流动资产	120	129	143	171	资产减值损失	-184	-1	-1	-1
非流动资产	11531	10690	9853	9009	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	57	55	57	57	投资净收益	18	20	24	26
固定资产	8610	7985	7306	6588	营业利润	205	-1102	2154	2697
无形资产	552	545	538	531	营业外收入	17	20	20	20
其他非流动资产	2311	2105	1952	1833	营业外支出	50	50	50	50
资产总计	18432	17206	19886	21654	利润总额	172	-1132	2124	2667
流动负债	6397	6053	6960	6504	所得税	30	25	361	453
短期借款	1116	1016	916	916	净利润	143	-1157	1763	2214
应付账款	1942	1475	2292	1711	少数股东损益	8	0	0	0
其他流动负债	3340	3562	3753	3878	归属母公司净利润	135	-1157	1763	2214
非流动负债	4604	4637	4647	4657	EBITDA	1269	-52	3205	3704
长期借款	3281	3281	3281	3281	EPS (元)	0.11	-0.81	1.23	1.54
其他非流动负债	1323	1356	1366	1376					
负债合计	11001	10691	11608	11162					
少数股东权益	633	633	633	633					
股本	1381	1433	1433	1433					
资本公积	4769	5011	5011	5011					
留存收益	647	-561	1202	3416					
归属母公司股东权益	6798	5883	7646	9859					
负债和股东权益	18432	17206	19886	21654					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	100	-176	2550	3443	成长能力				
净利润	143	-1157	1763	2214	营业收入	22.1%	7.9%	22.0%	7.4%
折旧摊销	795	876	882	887	营业利润	119.7%	-637.0%	295.4%	25.2%
财务费用	299	249	246	244	归属于母公司净利	111.8%	-956.8%	252.3%	25.6%
投资损失	-18	-20	-24	-26	获利能力				
营运资金变动	-1339	-134	-321	123	毛利率(%)	7.8%	2.4%	11.8%	12.7%
其他经营现金流	1703	-1013	2088	2093	净利率(%)	0.5%	-4.0%	5.0%	5.9%
投资活动现金流	-1779	-46	-45	-40	ROE(%)	2.0%	-19.7%	23.1%	22.5%
资本支出	-1887	-47	-43	-41	ROIC(%)	2.8%	-7.3%	13.1%	13.8%
长期投资	35	-18	-22	-20	偿债能力				
其他投资现金流	73	19	20	22	资产负债率(%)	59.7%	62.1%	58.4%	51.5%
筹资活动现金流	2181	-73	-336	-234	净负债比率(%)	148.0%	164.1%	140.2%	106.4%
短期借款	593	-100	-100	0	流动比率	1.08	1.08	1.44	1.94
长期借款	-111	0	0	0	速动比率	0.39	0.40	0.68	1.22
普通股增加	175	52	0	0	营运能力				
资本公积增加	979	241	0	0	总资产周转率	1.61	1.61	1.88	1.81
其他筹资现金流	544	-266	-236	-234	应收账款周转率	87.54	90.00	90.00	90.00
现金净增加额	501	-295	2169	3170	应付账款周转率	16.06	16.36	16.36	16.36

每股指标(元)					估值比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	P/E				
每股收益	0.11	-0.81	1.23	1.54	P/B	1.44	1.67	1.29	1.00
每股经营现金流薄)	0.07	-0.12	1.78	2.40	EV/EBITDA	11.43	-282.84	3.91	2.53
每股净资产	4.92	4.11	5.34	6.88					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。