

唐人神 (002567)

公司研究/深度报告

深耕主业的老牌饲企，稳健成长的养殖新星

—唐人神 (002567.SZ) 首次覆盖报告

深度研究报告/农林牧渔行业

2021 年 12 月 31 日

报告摘要:

● 公司概况：深耕主业的老牌饲企，稳健成长的养殖新星

成立 32 年以来，公司致力于发展生猪产业链一体化经营体系，形成了“品种改良、安全饲料、健康养殖、肉品加工、品牌专卖”五大产业发展格局。公司养殖业务持续发力，经营业绩实现大幅提高，2020 年营收较 2019 年同比增长 20.67%，净利润同比增加 271%。

● 公司分析：逆周期而行的生猪养殖新势力

1) 完善饲料布局，深耕无抗技术。公司在创立后较短时间内创造了广受行业认可的“骆驼”牌饲料，后期横向整合并购了山东和美集团和深圳比利美英伟，完成了猪料、禽料、水产料全覆盖的产品布局。公司饲料研发成果推陈出新，无抗生物饲料和乳猪酸奶口口乳是公司两大拳头产品，对增强猪群免疫力、维护肠道健康、促进消化、提高成活率等方面均有出色效果。**2) 高度重视核心育种，打造生猪产能护城河。**公司与世界顶级育种公司华特希强强联合成功研发培育出了新美系种猪“美神”。2020 年公司又引进 PSY 可达 28 以上的高繁殖率的新丹系种猪，进一步强化核心育种实力。随着对低效母猪的逐步淘汰和丹系种猪的持续繁殖培育，公司在 2022 年年底能够完成较大比例的种猪种群更新，届时种群整体生产效率将显著提高。**3) 龙华模式加速产能扩张，楼房智能养殖降本增效。**为扩大生猪养殖业务规模，公司收购了湖南知名龙头养殖企业龙华农牧。龙华农牧规划的 130 万头全自繁自养产能建设将在 2022 年一季度前完工，将充分提升公司的业绩弹性。楼房智能化养猪模式的推广方面，先行投入运营的龙华农牧已解决了通风、防疫、环保等技术难题，旗下项目多项生产指标表现优秀，出栏完全成本有望达到行业领先水平。未来公司将提高自繁自养模式猪场的建设和占比，届时完全成本和养殖效率将能够进一步改善。**4) 立足屠宰打造肉食品品牌，提高生猪产品附加价值。**生猪产业诸多企业中，公司是少有的饲料和肉制品同时具有较强品牌效应的企业。公司在湖南区域构建了商贸连锁、超市等线下销售模式，同时主动拥抱新零售，积极开展网络直播带货等新型营销模式，肉品销售大幅增长。**5) 巧用融资工具稳健扩张，十年力争千万生猪出栏。**2021 年猪价步入下行周期，公司为继续稳步扩张产能，资产负债率相较于 2020 年有所提升。但截至 2021 年 Q3 季度，公司的资产负债情况良好，债券主要是中长期贷款，短期还款压力较小，财务风险仍然属于安全可控区间。公司目前持有近 28.96 亿元货币资金，较年初增加近 174%。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年实现营收 202.44/232.84/275.29 亿元，归母净利润 2.58/5.31/13.00 亿元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 34/16/7 倍，对应 EPS 为 0.22/0.44/1.08 元。公司 2022 年 PE 16 倍，显著低于可比公司的均值 40 倍，未来估值料有较大提升空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

猪瘟疫病传播风险，天气灾害导致原材料价格波动风险，政策调控导致猪价反弹不及预期风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	18,514	20,244	23,284	27,529
增长率 (%)	20.7%	9.3%	15.0%	18.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	950	258	531	1,300
增长率 (%)	369.6%	-72.8%	105.6%	144.9%
每股收益 (元)	1.07	0.22	0.44	1.08
PE (现价)	6.81	33.86	16.47	6.72
PB	1.45	1.26	1.20	1.05

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

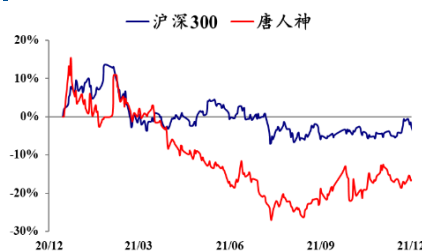
首次评级

当前价格：7.29

交易数据 2021-12-30

近 12 个月最高/最低 (元)	9.15/5.64
总股本 (百万股)	1206.02
流通股本 (百万股)	1183.90
流通股比例 (%)	98.17%
总市值 (亿元)	87.92
流通市值 (亿元)	87.92

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

目录

1 公司概况：深耕主业的老牌饲企，稳健成长的养殖新星	3
1.1 主营饲料起家，积极布局养殖全产业链	3
1.2 养殖业务持续发力，业绩弹性显著提高	4
2 逆周期而行的生猪养殖新势力	6
2.1 完善饲料布局，深耕无抗技术	6
2.2 高度重视核心育种，打造生猪产能护城河	8
2.3 龙华模式加速产能扩张，楼房智能养殖降本增效	9
2.4 立足屠宰打造肉食品牌，提高生猪产品附加价值	11
2.5 巧用融资工具稳健扩张，十年力争千万生猪出栏	12
3 盈利预测与投资建议	14
3.1 盈利预测	14
3.2 相对估值：公司价值有较大上升空间	15
4 风险提示	16
插图目录	18
表格目录	18

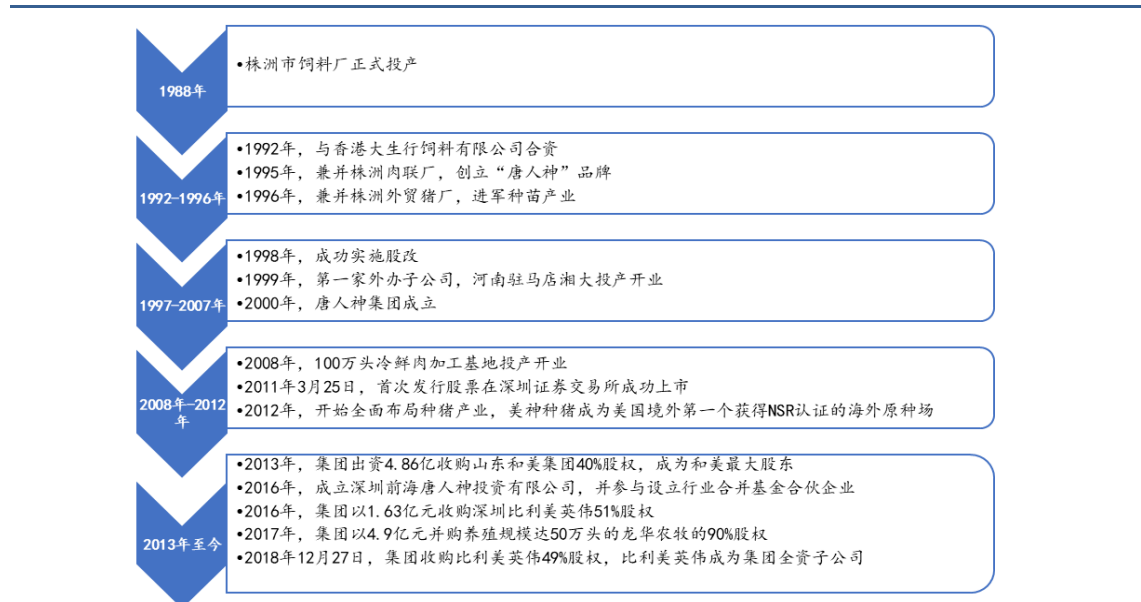
1 公司概况：深耕主业的老牌饲企，稳健成长的养殖新星

1.1 主营饲料起家，积极布局养殖全产业链

1988 年，唐人神集团于湖南省株洲市成立，是国家首批农业产业化重点龙头企业。成立 32 年以来，公司致力于发展生猪产业链一体化经营体系，形成了“品种改良、安全饲料、健康养殖、肉品加工、品牌专卖”五大产业发展格局，在全国拥有 100 余家子公司。集团旗下的“唐人神”肉制品、“骆驼”牌饲料都是中国驰名商标，研发培育的“美神”种苗通过美国 NSR 认证，达到美国同步育种水平。2011 年，公司在深交所上市。

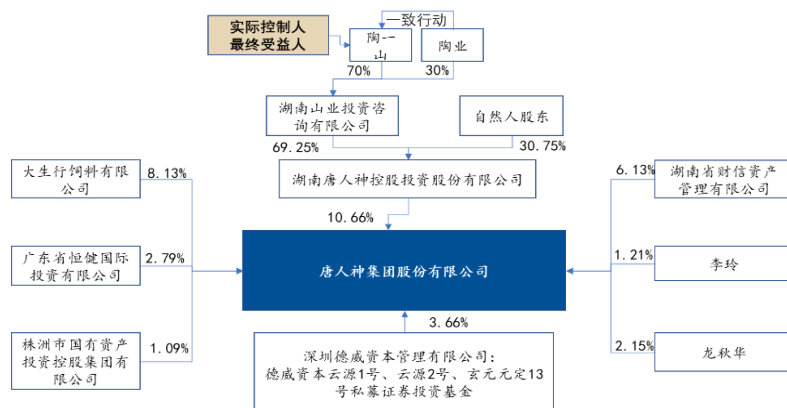
公司的控股股东为湖南唐人神控股投资股份有限公司，实际控制人为陶一山，其子陶业为其一致行动人。两人通过湖南山业投资咨询有限公司合计持有唐人神控股 69.25% 的股权；截止 2021 年 12 月 30 日，唐人神控股投资股份有限公司直接持有公司 10.66% 的股份。

图1：公司发展历程



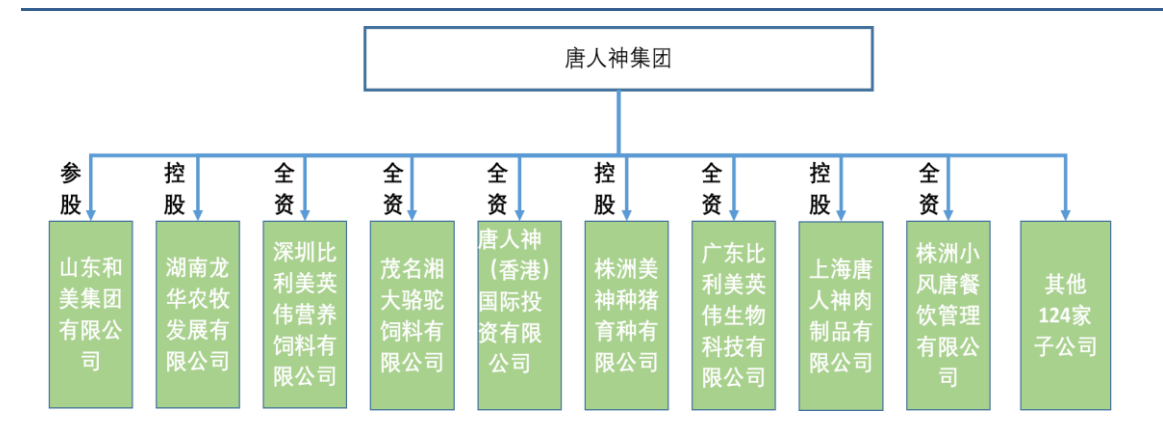
资料来源：公司官网，民生证券研究院

图2：唐人神股权结构



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司主要子公司



资料来源：wind，民生证券研究院

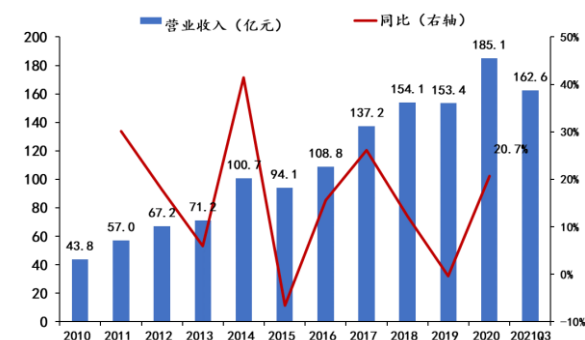
1.2 养殖业务持续发力，业绩弹性显著提高

2008-2020 年，唐人神营业收入与净利润持续增长，年复合增长率分别达到 15.59%、27.49%。

2021 年猪价进入下行周期，叠加饲料成本上升，虽然公司三季度末营收达 162.55 亿元，同比增长 22.49%，但生猪养殖业务亏损拖累整体业绩，导致净利润亏损 3.79 亿元，同比下降 246.5%。不过，伴随四季度猪价季节性回暖，我们预计公司 Q4 业绩表现将有所改善。

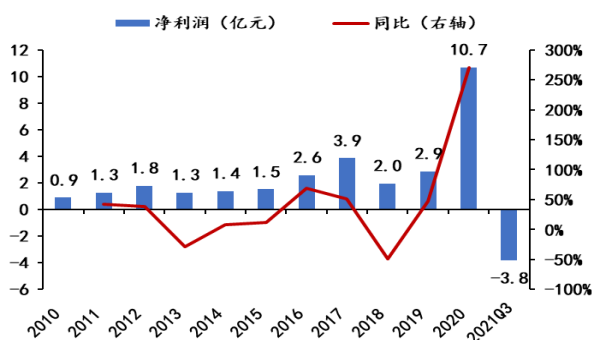
从收入构成来看，饲料业务为唐人神收入的主要构成部分，生猪养殖为公司业绩弹性主要来源。在 2015 年以前，饲料业务占据了公司营收的 90% 以上。饲料产品毛利率相对稳定，保证了公司业绩的平稳增长。2015 年后，公司开始大力推进生猪养殖产业发展，生猪业务在营收中占比逐年提高。生猪养殖较高的平均毛利率大幅提升了公司的盈利能力及弹性，2015-2020 年，公司净利润复合增长率达 47.72%，2020 年 ROE 达 25.68%。为加快产能扩张，公司充分利用资金杠杆，截止今年三季度，公司资产负债率达到 54.38%，但就同行业比较而言，其负债水平处中位，财务风险相对可控。肉食业务方面，尽管在公司营收中一直占较低，但毛利同样非常稳定，始终保持在 1 亿元上下。按公司战略规划，未来十年将有序增加肉食业务的投资以加快发展，肉食加工的业绩与盈利能力或将进一步改善。

图4：2008-2021Q3 营业收入及同比变化



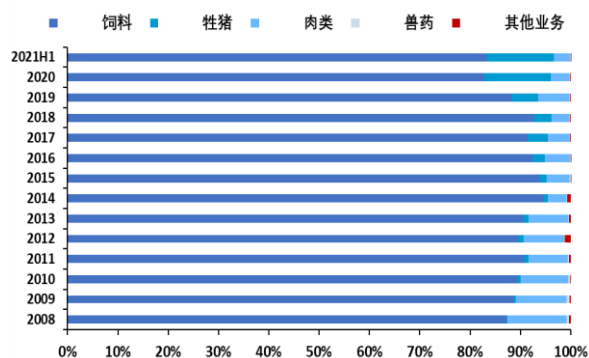
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2008-2021Q3 净利润及同比变化



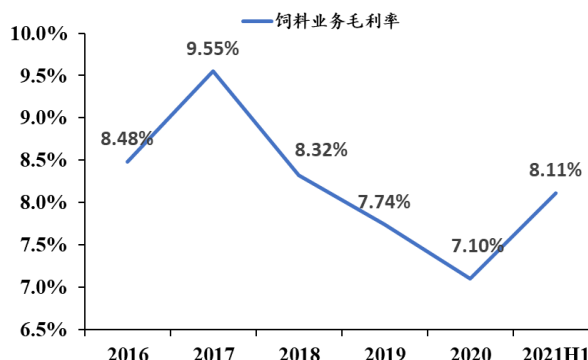
资料来源：wind，民生证券研究院

图6: 2008-2021H1 主营收入业务构成



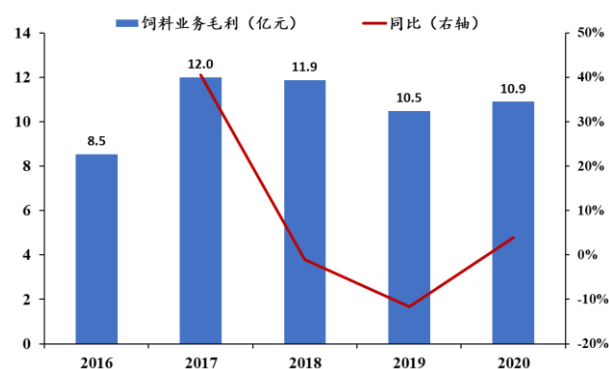
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2016-2021H1 饲料业务毛利率



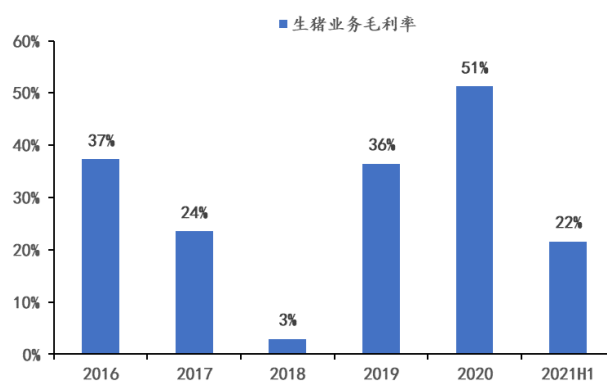
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2016-2021H1 饲料业务毛利与同比



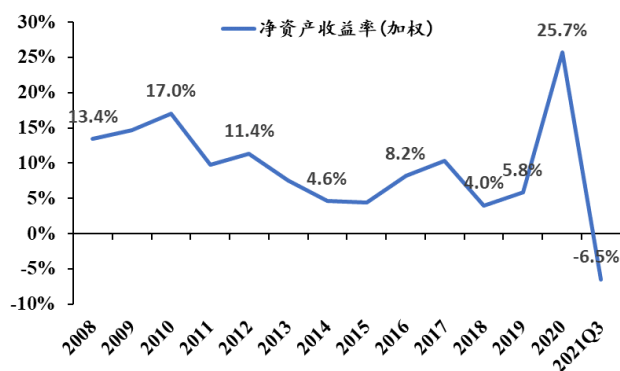
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2011-2020 生猪业务毛利率



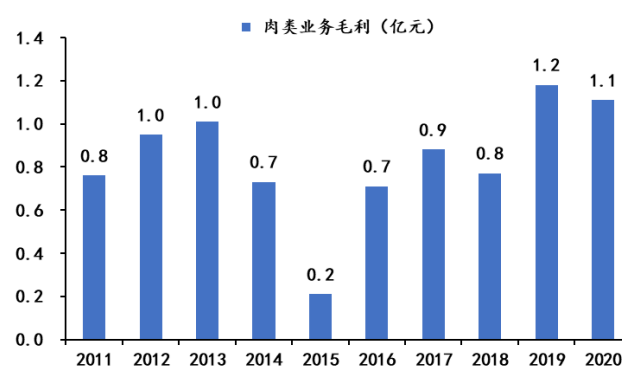
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2008-2021Q3 净资产收益率 (加权)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2011-2020 肉食业务毛利稳定



资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

2 逆周期而行的生猪养殖新势力

2.1 完善饲料布局，深耕无抗技术

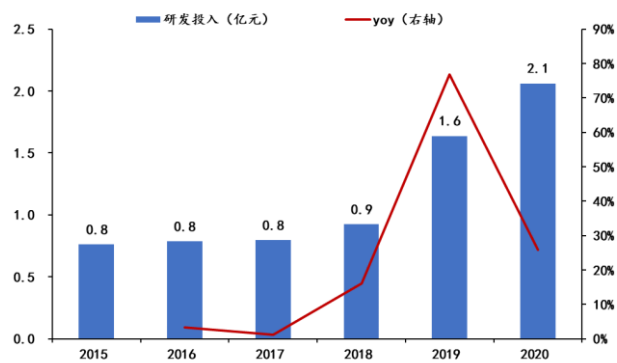
创立初期树立品牌形象迅速打开市场。公司在创立后较短时间内创造了广受行业认可的“骆驼”牌饲料，“饲料一枝花，骆驼富万家”这句脍炙人口的广告语曾在 90 年代的三湘大地广为流传。为扩张饲料业务规模，公司先后采用引进外资、联合兼并和设立外地子公司的手段，成功在湖南地区占据了稳定市场份额。随着饲料行业的快速发展，饲料产能不断扩张，行业竞争水平不断加剧，产品同质化程度较高，业务毛利开始下降。为了获取提高盈利和产品竞争力，唐人神走上了业务转型升级之路。

横向整合完善产品布局。公司 2013 年并购了专做禽料的山东和美集团、2016 年收购了以猪前期料为主的深圳比利美英伟，完成了猪料、禽料、水产料全覆盖的产品布局，以“比利美英伟品牌做规模猪场、骆驼品牌做家庭农场、和美品牌做禽料、湘大品牌做水产料”的品牌区隔思路开发市场，成功优化了饲料产品结构。同时饲料业务还担任了“现金牛”的角色，2019 年即便是受到“非瘟”冲击，饲料整体销量同比下降仅约 3%，营收同比下降 5.14%，给公司生猪业务的扩张提供了稳定的现金流。

研发投入持续增加，研发成果推陈出新，产品差异化水平显著提高。(1) **无抗生物饲料：**饲料禁抗是养猪业发展的必然趋势，过去，“抗生素滥用”问题曾引发了诸多食品安全的困扰与担忧。然而目前我国大部分猪场疫病较为复杂，混合感染较为严重，禁抗后猪群易感染细菌性疾病，增加了进一步感染非洲猪瘟等病毒性疾病的风险。因此，饲料禁抗是一项系统工程，并不是简单的用一个或几个产品替代配方中所用的抗生素，而是需要从原料、营养、生产工艺等多方面协同配合，来达到抗生素同等的功效。公司早在 2012 年就开始着手减抗方面的研究，基于多年研究成果，成功推出了集低蛋白技术、生物发酵技术、精准营养技术、肠道健康技术、原料加工工艺优化五大营养技术为一体的无抗生物饲料系列产品，对增强猪群免疫力、维护肠道健康、促进消化、提高成活率等方面均有出色效果。(2) **乳猪酸奶口口乳：**公司依托国家认定企业技术中心和院士工作站的研发优势，与中科院院士共同合作，根据乳猪“精准营养、精准日粮、精准组分”的需求，通过长达六年的精心研制，美神 10 万头母猪科学实证验证，开发的乳猪酸奶——“口口乳”，一改传统固体饲料为液体生物饲料，既保证了高营养成分，又保证了营养物质高消化率，是颠覆传统且高营养与高消化兼具的革命性液体饲料，荣获国家发明专利。

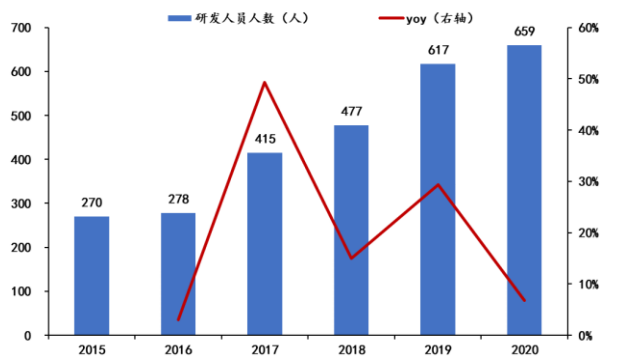
重视价值营销，饲料业务销量与业绩稳步提升。自 2016 年来，公司饲料年销量稳步上升，年复合增长率达 9%；2021 年上半年公司饲料销量 243.28 万吨，同比增长 3.81%，位列行业前茅。公司创新推进“技术方案化、产品显性化、效果数据化”三化工作，坚持“猪料、禽料、水产料全上量”的原则，大量引进招聘禽料、水产料行业优秀人才，在淮安、武汉、广东等区域投资建设水产料基地，禽料、水产饲料产能持续释放。

图12: 2015-2020 年研发投入不断增长



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图13: 2015-2020 年研发人员人数持续增加



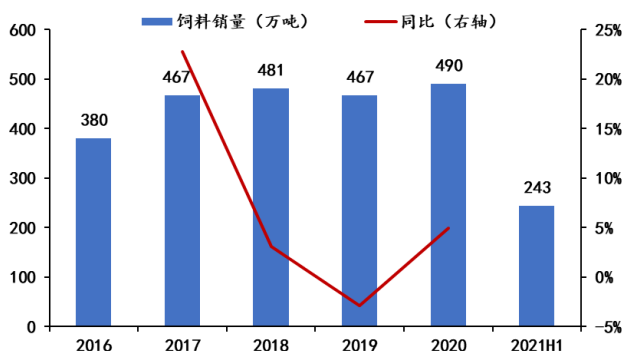
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表1: 2020 年报披露研发项目简况

项目名称	进展	目标	预计效果	对公司影响
液体发酵饲料的开发与推广应用	目前已建立3个液体生物饲料生产线	开发出乳猪专用液体教槽料, 推广应用提高断奶仔猪生长速度10%、断奶仔猪成活率5%	应用乳猪专用液体发酵生物饲料以降低仔猪断奶应激、提高母猪年PSY	提高公司盈利能力和提高饲料产品竞争力, 提升养殖板块的效益
固体生物发酵饲料的迭代升级及应用	公司已建立20多条固体生物发酵饲料生产线	开发出猪、禽、鱼专用生物发酵饲料并应用降低饲料配方成本	通过添加一定比例的猪禽鱼专用生物发酵饲料, 改善日粮消化率并降低成本	提高公司赢利能力、提高饲料产品竞争力
猪饲料中净能体系的建立及应用	已确定生长猪各阶段净能适宜水平	打造精准营养饲喂, 有效提升饲料的利用率和养殖效益	降低饲料资源浪费, 提高饲料利用率, 减少污染	提高饲料产品竞争力与稳定性
禽料中可消化氨基酸体系的建立	初步建立817肉鸡理想可消化氨基酸模型	打造精准营养饲喂, 降低蛋白原料浪费, 缓解资源短缺问题	降低蛋白原料的浪费, 提高蛋白质利用率, 减少污染	提高饲料产品竞争力与稳定性
家禽不同饲喂模式研究	开展多轮817肉鸡饲喂模式试验, 确定817肉鸡的最佳养殖阶段划分和换料节点	根据动物生理特点和需求, 精细划分家禽养殖阶段, 优化饲喂模式, 提升产品竞争力	应对不同市场环境和客户要求, 以精准营养饲喂设计产品	提升产品竞争力, 降低成本, 打造产品特色与优势
水产功能饲料研发	已完成部分品种研发	水产饲料累计销量破5000吨	丰富公司水产饲料种类	提升水产饲料竞争力和毛利

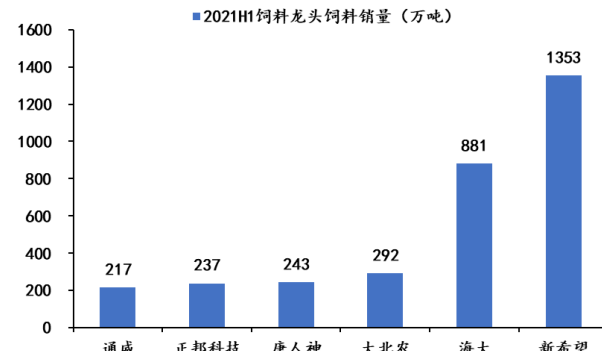
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 2015-2021H1 公司饲料销量



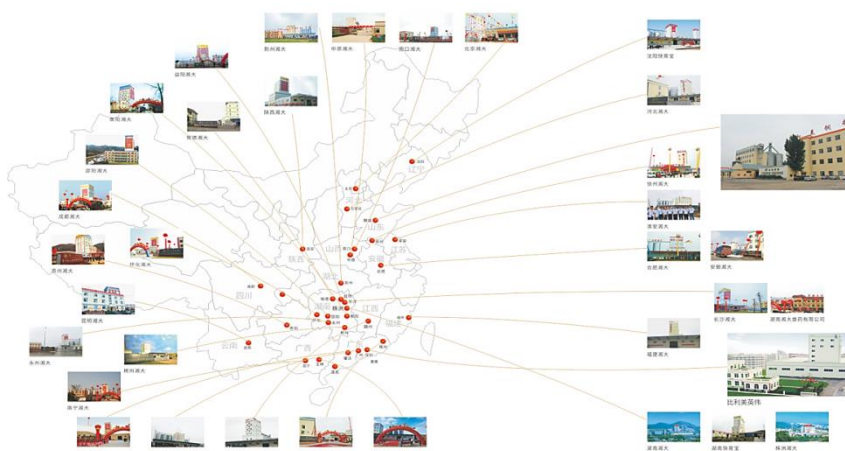
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: 2021H1 饲料行业饲料销售量



资料来源: 公司公告, wind, 民生证券研究院

图16: 公司全国饲料销售网络



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

2.2 高度重视核心育种, 打造生猪产能护城河

新美系种猪“美神”是公司高品质育种的重要里程碑。育种是养猪业的制高点, 也是我国养猪业的薄弱环节。公司早在 1996 年便已通过收购株洲进出口外贸猪场开启种猪业务板块的布局, 2008 年, 公司与世界顶级育种公司华特希尔 (Whiteshire Hamroc) 强强联合, 共同投资兴建了我国第一个国际一流现代化原种猪场, 并获得了美国国家种猪登记协会 (NSR) 和国家核心育种场双重认证。中美同步育种, 基因共享, 成功研发培育出了具有高繁殖性能、高屠宰率、高瘦肉率、低料肉比的特性的新美系种猪“美神”, 美神种猪达到了 Whiteshir 美国本土核心场同等质量水平。

图17: 唐人神美神种猪育种场与美国 NSR 认证



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

引进新丹系种猪进一步强化核心育种实力。2020 年 9 月, 公司将 1425 头 PSY 可达 28 以上的高繁殖率的新丹系种猪引进至甘肃美神 GGP 核心原种场。新丹系种猪需要较高标准的硬件设施与营养水平, 才能保证高产仔率。得益于公司多年来饲料研发技术的积淀和猪舍机械化、智能化的建设积累, 此次引种获得了极大的成功。目前该批种猪共分娩 249 窝, 其中杜洛克 60 窝、长白 79 窝、大白 110 窝、平均总仔 12.78 头, 共产出优秀后裔仔猪 2785 头, 每头仔猪的落地成本相较之前下降约 57 元。随着对低效母猪的逐步淘汰和丹系种猪的持续繁殖培育, 公司在 2022 年年本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

底前能够完成较大比例的种猪种群更新，届时种群整体生产效率将显著提高。

图18：新丹系种猪引进甘肃美神种猪场及场内环境



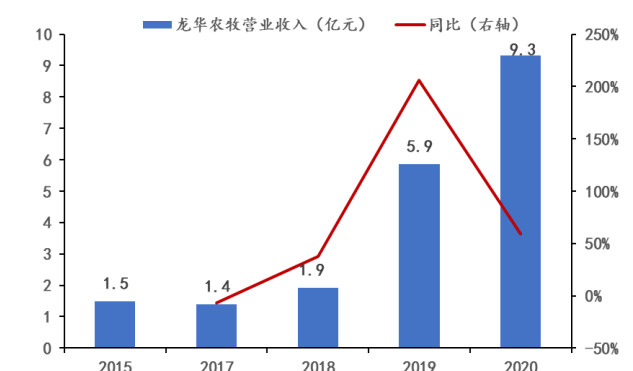
资料来源：公司公众号，民生证券研究院

2.3 龙华模式加速产能扩张，楼房智能养殖降本增效

生猪养殖企业通过主动收购其他生猪养殖企业来进行产能的扩张是行业规模化进程中必不可少的一环。为扩大生猪养殖业务规模，公司收购了湖南知名龙头养殖企业龙华农牧。湖南龙华农牧公司创立于1990年，是一家集原种猪扩繁、瘦肉型优质商品猪养殖、饲料加工销售于一体的大型现代化养殖企业，自成立以来始终坚持自繁自养发展模式。2017年，公司收购了龙华农90%股权并募集配套资金支持龙华农牧产业发展，对其提供充分的资金、技术、人才等赋能支持，充分发挥饲料产业优势，为龙华农牧提供安全高效饲料，形成产业链闭环经营。2020年，龙华农牧生猪出栏量已经达到39.78万头，较2016年的12.56万头增长217%。龙华农牧规划的130万头全自繁自养产能建设，将在2022年一季度前完工，届时龙华农牧生猪产能可达190万头，能够充分提升公司的业绩弹性。

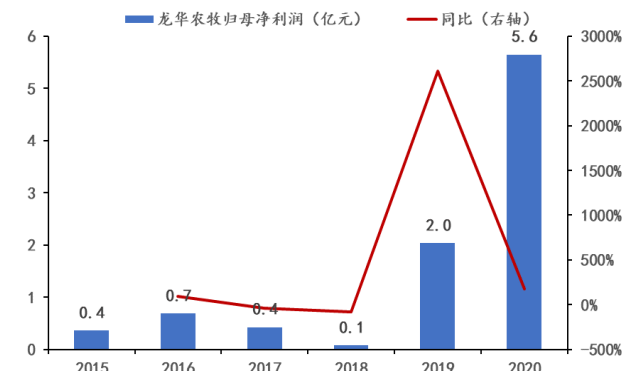
未来，公司将继续以湖南省、广东省、海南省、江浙区域为发展重点，扩大生猪产能布局，截止2021年9月底，公司在建工程22.55亿元，相比2020年底增加约11亿元；固定资产41.45亿元，相比2020年底增加约9亿元。区域方面，公司重点发展广东、湖南区域的生猪养殖业务。公司生猪养殖规划中，两广区域规划布局约300万头、湖南区域布局约300万头，甘肃、河北、河南、云南、四川等区域规划约400万头。

图19：2015-2020年龙华农牧营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

图20：2015-2020年龙华农牧（归母）净利润



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图21：2019 与 2020 年公司公告汇总产能布局规划



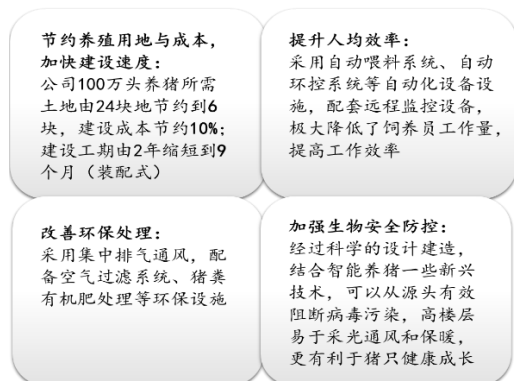
资料来源：公司公告，民生证券研究院

通过开创楼房智能养猪新模式，充分降低养殖成本。伴随城市化进程加快、猪场拆迁压力加大，畜牧业用地愈发紧张，楼房养猪模式在成本与节省土地占用上的优势日趋显著。2019 年开始，公司联合院士专家团队，共同推进智能养猪项目落地。目前公司新建的猪场大多数为楼房养猪，部分猪场开始试运行智能养猪设备，比如龙华农牧果园和山田楼房养殖项目已成功运行，多项生产指标表现优秀。

楼房智能化养猪的主要优势包括以下两点：**(1) 节约土地面积，楼房建设对地形要求低。**我国楼房养猪项目多分布在南方区域，南方多丘陵地形，山高地少，大面积挖山整地投入过高，建高层猪舍有占地少、利用率高的优势。**(2) 智能化养殖有效降低养殖成本。**现阶段，公司已开发出了生猪健康智能评估系统，对养殖环境、猪群健康、饲料营养、生物安全等多方面指标进行智能监控与分析，并利用环境控制、红外测温、自动智能巡检、自动性能测定等关键智能化技术与配套智能设备，构建猪场健康智能评估模型，确定猪场绿黄红三级健康等级，为生产管理提供预警，进一步提升了公司猪场安全，提升生产经营效率。

目前，公司智能化养猪设备尚未全面覆盖。先行投入运营的龙华农牧已解决了通风、防疫、环保等技术难题，熟练掌握了楼房养殖技术，旗下项目多项生产指标表现优秀，出栏完全成本有望达到行业领先水平。未来公司将提高自繁自养模式猪场的建设和占比，届时完全成本和养殖效率将能够进一步改善，生猪业务的盈利能力与抗周期底部风险能力也会随之提高。

图22：智能楼房养猪四大优势



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：龙华楼房养猪项目厂区布局



资料来源：公司官方公众号，民生证券研究院

图24：唐人神智能化养猪体系



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.4 立足屠宰打造肉食品牌，提高生猪产品附加价值

1995年，公司兼并株洲肉联厂，引进德国设备和技术，用先进工艺开发出唐人神香肠、湖南腊肉等品牌肉品，创立“唐人神”品牌。2000年上海唐人神肉品投产，2002年唐人神品牌连锁成立，2008年10万吨唐人神西式肉制品加工基地和100万头冷鲜肉加工生产线相继建成投产，2017唐人神产品体验中心正式营业。通过持续不断的摸索与研发，公司利用中国肉类食品综合研究中心、国家猪肉加工技术研发分中心、湖南省肉类加工工程技术研究中心、唐人神集团食品技术（上海）国际研究院和集团生猪产业链的复合平台优势，成功跻身中国肉类加工十强企业，上市了中式香肠、风味肉品、生鲜肉品、西式肉品、休闲食品、团膳食品、高端礼品等十几个品类一百多款产品，获得五十多个专利，打造了“自养好环境、自然好猪肉”的龙华上品猪肉，“唐人神”肉品荣获国家科技进步二等奖。

公司不断开拓肉品销售渠道。在湖南区域，公司构建了商贸连锁、超市等线下销售模式，“唐人神”品牌广为人知；同时公司主动拥抱新零售，创新肉制品销售模式，积极开展网络直播带货等新型营销模式，与淘宝、抖音等平台的直播、达人进行合作，以直播带货、短视频植入公司产品的形式进行宣传推广和销售带货，肉品销售获得大幅增长。顺应都市日益加快的生活节奏，公

公司于 2020 年创立了小风唐中式快餐，并规划在未来增加连锁店数量，更进一步延伸生猪养殖产业链，加强产业协同作用。

图25：唐人神肉制品产品种类构成



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图26：唐人神肉制品产品获得荣誉



国家科学技术进步二等奖

肉类食品最具价值品牌证书

资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.5 巧用融资工具稳健扩张，十年力争千万生猪出栏

公司在周期下行期间积极拓宽融资渠道，加强与银行、社会资本的合作，逆周期扩张产能。2020 年 8 月，公司开始筹备非公开发行股票筹资事宜，今年 3 月公司完成非公开发行，募集近 15.5 亿元用于生猪养殖与饲料生产项目；除定增外，公司还在上半年新增 12 亿元中长期银行贷款，并联合社会资本组建了 10 亿元产业基金，投资于龙华农牧新增 130 万头项目。可以看到，截止 2021 年 11 月公司累计出栏生猪 141.71 万头，同比增加 64.09%；相应地，2021 年 Q3 季度公司生产性生物资产总值为 4.94 亿元，同比增加 28.98%，整体产能确有大幅提升。

从偿债能力来看，养殖行业中的企业资产负债率呈现较为明显的周期性波动。2021 年猪价步入下行周期，公司为继续稳步扩张产能，资产负债率相较于 2020 年有所提升。但截至 2021 年 Q3 季度，公司的资产负债情况良好，债券主要是中长期贷款，短期还款压力较小，财务风险仍然属于安全可控区间。公司目前持有近 28.96 亿元货币资金，较年初增加近 174%。根据公司在报告中披露的信息，增加的货币资金是为了保障在建项目完工建设和应对猪周期底部，资金来源为上文提及的银行项目贷款与定增融资。

我们认为，公司面对即将到来的周期底部，采取了谨慎、务实的应对态度，备足充裕资金抵

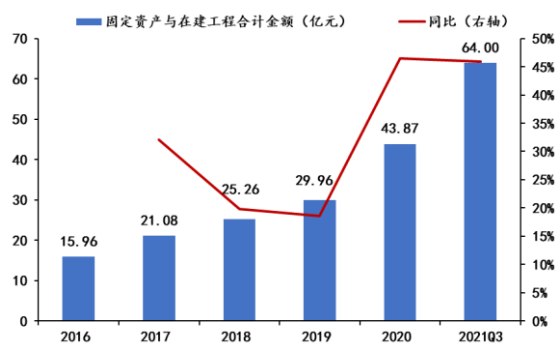
御行业冬季，做好了迎接周期黎明、完成长期千万出栏目标的充分准备。回顾公司历史货币资金与负债总额规模，能发现公司三季度的货币资金负债比远高于历史水平，能较充分地保障底部来临前公司的现金流安全。当周期反转之时，逆周期扩产、降本提效的公司将充分享受量价齐升的业绩红利，以更稳健的姿态走向下一轮周期。

表2：非公开增发筹资用途

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
一	生猪养殖项目		
1	禄丰美神邓家湾存栏一万头基础母猪苗猪项目	18,263	15,000
2	禄丰美神姬公庙村存栏一万头基础母猪苗猪项目	18,709	15,000
3	禄丰美神平掌存栏7,800头基础母猪苗猪项目	14,846	13,000
4	禄丰美神九龙山存栏5,100头基础母猪苗猪项目	10,446	9,000
5	武山美神生猪绿色养殖全产业链一期养殖洛门镇邓湾项目	25,191	22,000
6	武山美神生猪绿色养殖全产业链一期养殖沿安草滩项目	14,846	13,000
7	武山美神生猪绿色养殖全产业链一期养殖榆盘马寨项目	14,846	13,000
二	饲料生产项目		
8	武山湘大骆驼饲料有限公司年产42万吨高科技生物饲料产销研一体化基地建设项目	24,000	15,000
9	重庆湘大生物科技有限公司动物营养生物饲料产销基地建设项目	15,000	10,000
三	其他项目		
10	补充流动资金	30,000	26,397
合计		186,146	151,397

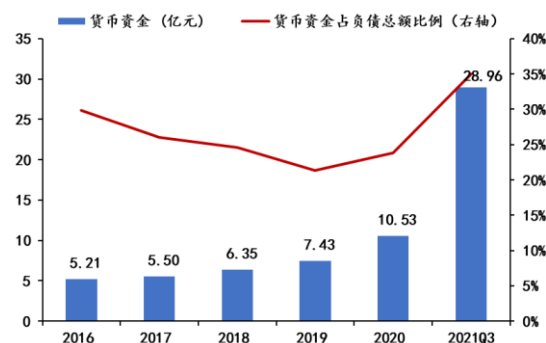
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图27：2021年以来公司产能投资仍保持高增速



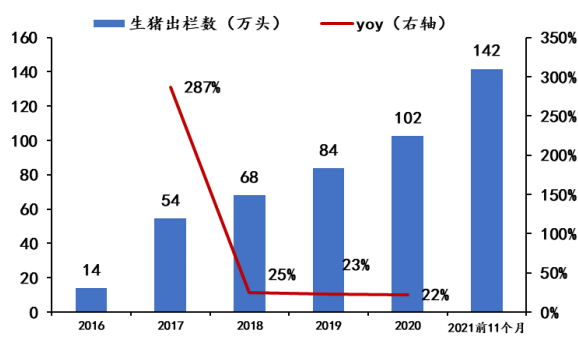
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28：公司货币资金及货币资金与负债总额比



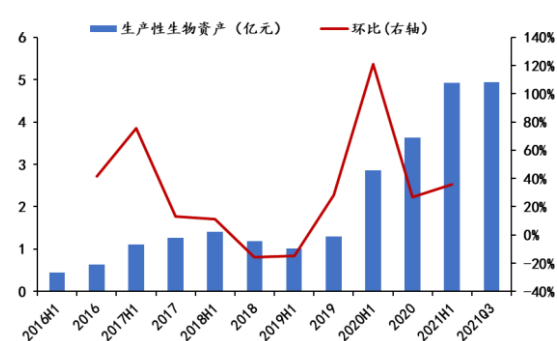
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图29：2016-2021年11月生猪出栏数量不断增加



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图30：2016-2021Q3生产性生物资产价值不断增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

(1) 经营假设

饲料业务：公司将继续做强饲料业务，而随着饲料扩建项目的落地，产能将持续释放，且公司不断增加对饲料业务的技术研发投入并做好价值营销工作。预计 2021-2023 年公司饲料业务将稳定发展，收入将以 10.69% 的增速增长，而毛利率将因技术提升而提升，最终稳定在 7.80% 左右，实现营收分别为 169.89/188.05/208.16 亿元。

生猪业务：公司在 2020 年和今年不断增加猪场项目投资，未来生猪出栏量将不断增长，我们预计 2021-2023 年生猪出栏量分别为 150/200/300 万头，对应营收为 25.01/36.80/58.65 亿元；同时，随着公司新增猪场将主要采用完全成本更低的楼房智能养殖模式，业务毛利率将逐年提高。

肉类业务：未来公司将加大对肉类业务的发展，预计业务收入将保持 5.09% 增速稳定增长，对应营收为 7.27/7.64/8.03 亿元，毛利率增速较低，比较稳定。

动物保健业务：随着生猪规模化进程推进，预计公司动保业务营收也将随之增长，实现营收分别为 0.27/0.35/0.45 亿元，同时随着动保业务竞争加剧，预计毛利率将缓步下降。

表3：唐人神营收拆分

合计	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	153.43	185.14	202.44	232.84	275.29
YOY	-0.41%	20.67%	9.35%	15.02%	18.23%
毛利率	9.56%	13.33%	9.66%	11.24%	14.32%
饲料业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	135.51	153.48	169.89	188.05	208.16
YOY	-5.14%	13.26%	10.69%	10.69%	10.69%
毛利率	7.74%	7.11%	7.65%	7.62%	7.80%
生猪业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	8.03	24.53	25.01	36.80	58.65
YOY	47.07%	205.48%	1.96%	47.14%	59.38%
毛利率	36.49%	51.24%	21.62%	28.81%	37.20%
肉类业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	9.76	6.92	7.27	7.64	8.03
YOY	73.05%	-29.10%	5.09%	5.09%	5.09%
毛利率	12.09%	16.04%	13.93%	14.02%	14.66%
动物保健业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	0.13	0.21	0.27	0.35	0.45
YOY	30.00%	61.54	28.78%	28.78%	28.78%
毛利率	53.85%	42.77%	48.87%	48.49%	46.71%

资料来源：wind，民生证券研究院

(2) 盈利预测

基于上述假设，预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 202.44 亿元、232.84 亿元和 275.29 亿元，同比增速分别为 9.3%、15.0%和 18.2%；预计未来销售费用、管理费用与研发费用占营收比重将维持在 2020 年的水平，分别为 2.12%、3.07%和 1.11%；实现归母净利润分别为 2.58 亿元、5.31 亿元和 13.00 亿元，同比增速分别为-72.8%、105.6%和 144.9%。

3.2 相对估值：公司价值有较大上升空间

公司的主营业务为饲料加工和生猪养殖，而上市公司中与公司业务构成具有可比性的有大北农和天康生物。考虑可比公司 2022 年 Wind 市盈率一致盈利预期均值为 39.65 倍，公司 2022 年市盈率按现价为 16.47 倍。

表4：唐人神相对可比公司估值有较高上升空间

代码	简称	现价（收盘价）	EPS			PE		
		12月30日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002100.SZ	天康生物	10.39	1.60	0.01	0.39	6.62	1074.20	26.89
002385.SZ	大北农	10.35	0.47	0.04	0.20	20.72	293.75	52.41
		可比公司 PE 均值				13.67	683.98	39.65
002576.SZ	唐人神	7.29	1.07	0.22	0.44	6.81	33.86	16.47

资料来源：wind，民生证券研究院（数据截至 2021 年 12 月 30 日；可比公司 21 年和 22 年 EPS 与 PE 来自 Wind 一致盈利预期）

投资建议：通过相对估值分析，我们发现公司估值水平明显低于可比公司均值，未来估值料有较大提升空间，首次覆盖给予“推荐”评级。

4 风险提示

猪瘟疫病风险：动物疫病方面，冬季属于动物呼吸道疾病高发季节，非洲猪瘟在低温环境下仍有反复可能，一旦疫病爆发，将会造成产能损失、增加养殖成本，冲击公司业绩；

天气灾害导致原材料价格波动风险：玉米、小麦、稻谷等主粮价格若遭遇恶劣天气导致供应下滑，将造成原材料价格大幅上涨，提升公司经营成本，拉低业绩；

政策调控导致猪价反弹不及预期风险：猪价上涨国家抛储、加大进口等手段调节导致猪价反弹幅度不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	18,514	20,244	23,284	27,529
营业成本	16,046	18,289	20,666	23,585
营业税金及附加	29	31	36	43
销售费用	392	428	493	583
管理费用	569	622	715	846
研发费用	206	225	259	307
EBIT	1,211	648	1,115	2,166
财务费用	63	125	205	278
资产减值损失	-122	-167	-120	-137
投资收益	12	13	15	17
营业利润	1,112	413	856	1,831
营业外收支	-16	-21	-21	-20
利润总额	1,096	392	835	1,811
所得税	27	54	80	157
净利润	1,069	337	755	1,654
归属于母公司净利润	950	258	531	1,300
EBITDA	1,615	1,116	1,689	2,831
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,053	3,950	6,596	7,470
应收账款及票据	307	269	323	401
预付款项	461	318	409	518
存货	1,844	2,261	2,255	2,742
其他流动资产	46,593	49,628	56,113	65,259
流动资产合计	4,131	7,294	10,144	11,784
长期股权投资	58	23	4	-22
固定资产	3,234	4,944	6,264	7,512
无形资产	534	555	585	620
非流动资产合计	6,149	7,968	8,821	9,868
资产合计	10,280	15,262	18,965	21,651
短期借款	1,117	800	900	1,000
应付账款及票据	758	799	922	1,065
其他流动负债	116,714	154,753	186,769	209,939
流动负债合计	3,042	3,146	3,689	4,165
长期借款	1,294	3,694	6,694	7,694
其他长期负债	8,374	88,034	48,034	28,034
非流动负债合计	1,377	4,574	7,174	7,974
负债合计	4,420	7,720	10,863	12,139
股本	979	1,199	1,199	1,199
少数股东权益	523	603	828	1,182
股东权益合计	5,860	7,542	8,102	9,513
负债和股东权益合计	10,280	15,262	18,965	21,651

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	20.7%	9.3%	15.0%	18.2%
EBIT 增长率	191.6%	-46.5%	71.9%	94.3%
净利润增长率	369.6%	-72.8%	105.6%	144.9%
盈利能力				
毛利率	13.3%	9.7%	11.2%	14.3%
净利率	5.8%	1.7%	3.2%	6.0%
总资产收益率 ROA	9.2%	1.7%	2.8%	6.0%
净资产收益率 ROE	17.8%	3.7%	7.3%	15.6%
偿债能力				
流动比率	1.36	2.32	2.75	2.83
速动比率	0.60	1.50	2.03	2.05
现金比率	0.35	1.26	1.79	1.79
资产负债率	43.0%	50.6%	57.3%	56.1%
经营效率				
应收账款周转天数	4.46	4.37	4.42	4.42
存货周转天数	41.95	47.00	40.41	43.12
总资产周转率	1.80	1.33	1.23	1.27
每股指标 (元)				
每股收益	1.07	0.22	0.44	1.08
每股净资产	5.45	5.79	6.07	6.95
每股经营现金流	1.07	0.87	1.52	2.00
每股股利	0.23	0.13	0.17	0.21
估值分析				
PE	6.81	33.86	16.47	6.72
PB	1.45	1.26	1.20	1.05
EV/EBITDA	0.94	0.80	0.88	0.62
股息收益率	3.2%	1.8%	2.3%	2.9%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,069	337	755	1,654
折旧和摊销	404	468	574	665
营运资金变动	-686	-106	73	-460
经营活动现金流	1,046	1,039	1,825	2,400
资本开支	-1,900	-2,392	-1,528	-1,819
投资	-40	13	-2	-1
投资活动现金流	-1,913	-2,366	-1,516	-1,802
股权募资	1	1,502	0	0
债务募资	1,688	3,060	2,847	945
筹资活动现金流	1,354	4,224	2,337	276
现金净流量	487	2,896	2,646	874

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 唐人神股权结构	3
图 3: 公司主要子公司	4
图 4: 2008-2021Q3 营业收入及同比变化	4
图 5: 2008-2021Q3 净利润及同比变化	4
图 6: 2008-2021H1 主营收入业务构成	5
图 7: 2016-2021H1 饲料业务毛利率	5
图 8: 2016-2021H1 饲料业务毛利与同比	5
图 9: 2011-2020 生猪业务毛利率	5
图 10: 2008-2021Q3 净资产收益率 (加权)	5
图 11: 2011-2020 肉食业务毛利稳定	5
图 12: 2015-2020 年研发投入不断增长	7
图 13: 2015-2020 年研发人员人数持续增加	7
图 14: 2015-2021H1 公司饲料销量	7
图 15: 2021H1 饲料行业饲料销售量	7
图 16: 公司全国饲料销售网络	8
图 17: 唐人神美神种猪育种场与美国 NSR 认证	8
图 18: 新丹系种猪引进甘肃美神种猪场及场内环境	9
图 19: 2015-2020 年龙华农牧营业收入	9
图 20: 2015-2020 年龙华农牧 (归母) 净利润	9
图 21: 2019 与 2020 年公司公告汇总产能布局规划	10
图 22: 智能楼房养猪四大优势	11
图 23: 龙华楼房养猪项目厂区布局	11
图 24: 唐人神智能化养猪体系	11
图 25: 唐人神肉制品产品种类构成	12
图 26: 唐人神肉制品产品获得荣誉	12
图 27: 2021 年以来公司产能投资仍保持高增速	13
图 28: 公司货币资金及货币资金与负债总额比	13
图 29: 2016-2021 年 11 月生猪出栏数量不断增加	13
图 30: 2016-2021Q3 生产性生物资产价值不断增长	13

表格目录

表 1: 2020 年报披露研发项目简况	7
表 2: 非公开增发筹资用途	13
表 3: 唐人神营收拆分	14
表 4: 唐人神相对可比公司估值有较高上升空间	15
公司财务报表数据预测汇总	17

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。