

# 唐人神深度报告——低估的养殖产业链一体化集团，乘周期反转，释业绩弹性

太平洋证券农业

分析师 程晓东

执业资格证书编码：S1190511050002

# 报告摘要

## 1、养殖产业链一体化经营龙头，三大主业协同发展

唐人神成立于1992年，作为首批农业产业化国家重点龙头企业，是国内领先的饲料、生猪和肉制品生产加工企业。2023年，公司生猪出栏量371万头，同增72%；饲料销量708万吨，同增15%。截至目前，公司养殖业务在湖南、两广等省已建成了20多个育种基地和一批现代化楼房养殖基地，生猪产能规模达600万头。未来重点在湖南、两广、海南等区域布局，中长期规划产能目标是1000万头；饲料业务在国内拥有100多家子公司，产能达1400万吨；屠宰及肉制品在湖南等地拥有中西式肉制品加工基地和多条冷鲜肉加工生产线，肉制品和冷鲜肉产能规模分别为10万吨和200万头。

## 2、生猪养殖业处于周期右侧景气确定性向上，公司将充分释放盈利弹性

2006年以来，生猪养殖业经历了4轮猪周期，目前猪价正处于第4轮周期底部右侧，即将迎来新一轮上行周期，底部右侧特征有：1) 猪价底部低迷持续时间够长。自2023年初以来，猪价持续在13-16元区间低迷，行业累计亏损14个月，时长超过以往任何一轮底部阶段；2) 自2023年初至今，全国能繁母猪存栏水平持续下行，根据各方数据，预估行业产能累计去化约10%，新一轮周期启动的前提条件基本具备。3) 3月初以来，猪价淡季不淡，逐渐上涨，预示着新周期正在启动。随着猪价上涨，公司养殖和肉制品业务毛利率将显著上升。饲料业务毛利率近三年基本稳定，预计24/25年也将有所回升。

## 3、养殖业务多举措并进，成本持续优化

随着育种体系的优化和管理效率的提升，以及新建产能的释放和产能利用率的提升，成本优化不断推进。公司生猪养殖完全成本在2023年内下降了1元/公斤，降幅较大，2024年Q1继续下降，低成本竞争力进一步增强。

## 4、盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2025年营业收入分别为36.74/43.14亿元，归母净利润分别为4.42/18.12亿元，对应EPS分别为0.31/1.26元/股。我们认为公司作为养殖扩张速度较快和成本持续优化的企业，有望充分受益于猪周期反转，给予买入评级。

## 5、风险提示

猪价大幅下跌；降本增效不及预期；粮价大幅上涨；疫情爆发风险等

I 养殖产业链一体化经营龙头，三大业务协同发展

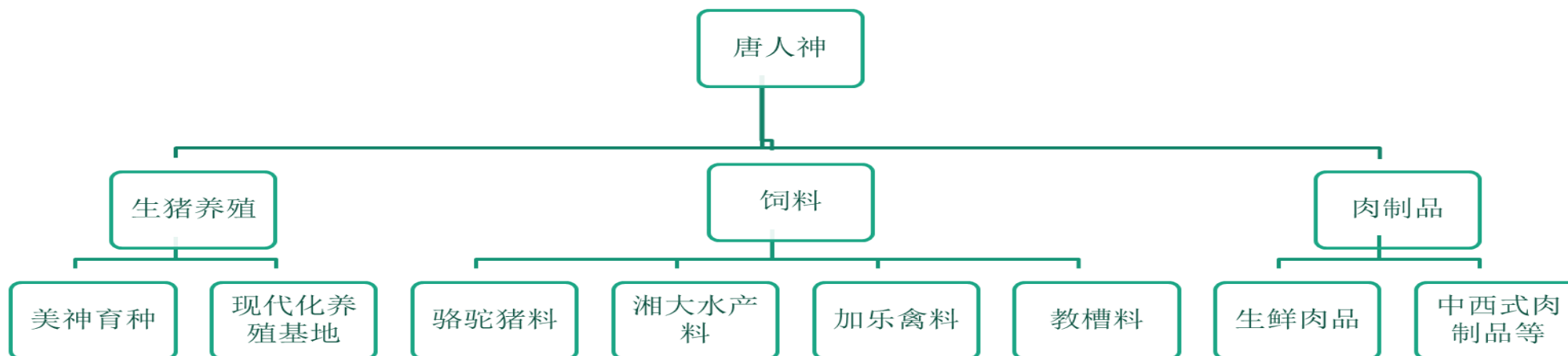
II 养殖产能扩张速度快，猪周期反转助力养殖业务释放业绩弹性

III 盈利预测及估值

## 1.1 养殖产业链一体化经营龙头，三大主业协同发展

养殖产业链一体化经营龙头，养殖、饲料、肉制品三大主业协同发展。唐人神成立于1992年，是首批农业产业化国家重点龙头企业，是国内领先的饲料、生猪和肉制品生产加工企业。2023年，公司生猪出栏量371万头，同增72%；饲料销量708万吨，同增15%。目前，公司养殖业务在湖南等地已布局了20多个育种基地和现代化楼房养殖基地，产能规模为600万头。未来重点在湖南、两广、海南等区域布局，中长期规划目标是1000万头；饲料业务在国内拥有100多家子公司，产能达1400万吨；屠宰及肉制品在湖南等地拥有中西式肉制品加工基地和多条冷鲜肉加工生产线，肉制品和冷鲜肉产能规模为10万吨和200万头。

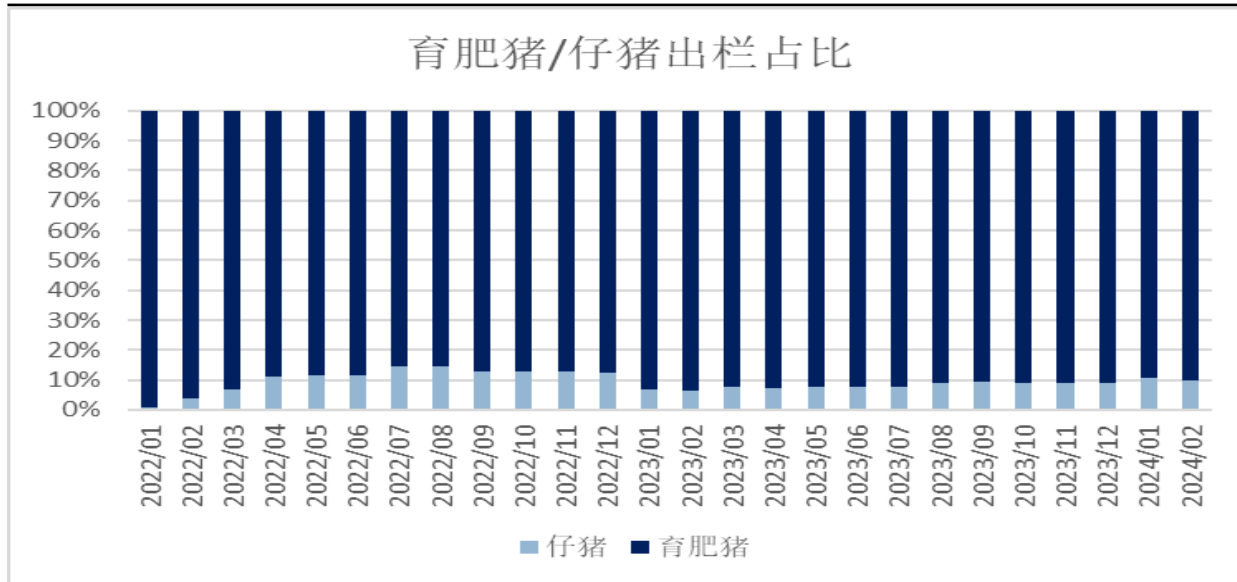
图：公司业务结构图



# 1.1 养殖产业链一体化经营龙头，三大主业协同发展

养殖产品以育肥猪为主，生产模式灵活，产能持续快速扩张。1、2020-2023年，公司生猪出栏量从102万头增至371万头，复合增速54%。2023年，肥猪/仔猪出栏量为338万头/32万头，占比为91.2%/8.8%。2、目前养殖业务采取了自繁自养和“公司+农户”两种模式，自繁自养模式有利于系统化管理和养殖效率的提升，但需要投入的固定资产较多；“公司+农户”模式则可以减少公司资本开支，实现轻资产的快速扩张。公司现阶段灵活使用两种模式，能够保证在风险可控的前提下实现快速扩张。

图：2022/01-2024/02，唐人神生猪产品结构



图：唐人神在全国有20多个美神育种基地



## 1.1 养殖产业链一体化经营龙头，三大主业协同发展

养殖产品以育肥猪为主，生产模式灵活，产能持续快速扩张。3、2019年以来，公司募集了大量资金用于产能扩张，先后通过可转债、定增等方式累计募资41.34亿元。利用融资优势，公司实施了养殖产能快速扩张计划。截至目前，公司投建的固定资产能够满足24/25年出栏目标的需求。仅有部分在建栏舍需要资金的投入，后续资本开支压力较小。

图：公司近年来主要融资措施

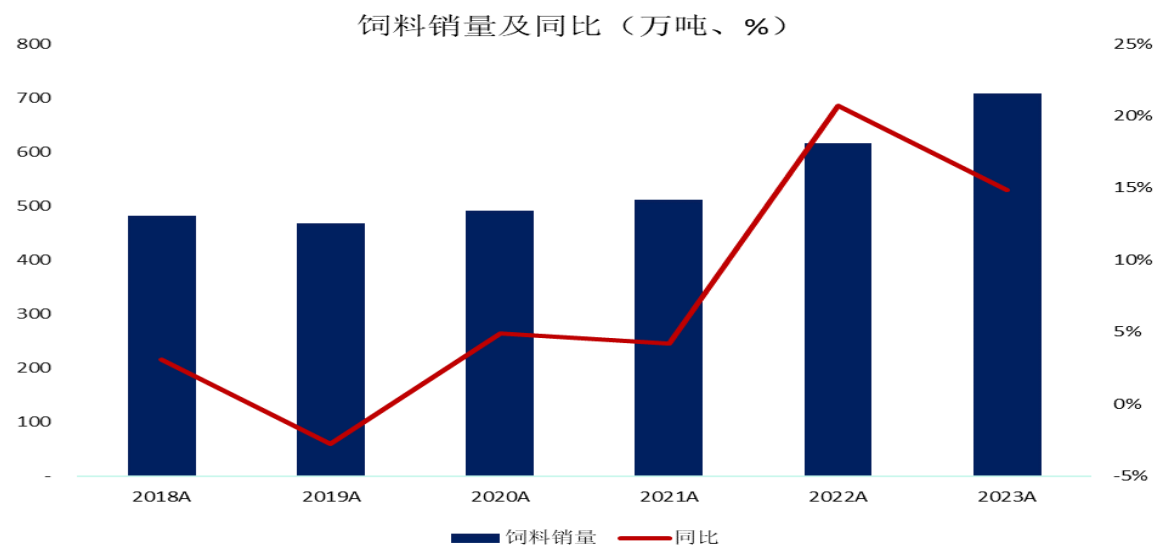
融资公告时间	融资方式	实际融资净额（亿元）	融资目的	节奏	融资完成的时间
2023/6/26	定增	2.93	生猪全产业链数字智能化升级项目	已实施	2023/9/15
2022/4/11	定增	11.12	广东等地养殖项目&补流	已实施	2022/12/22
2020/8/3	定增	15.14	美神母猪产能项目、饲料配套项目及补流	已实施	2021/3/8
2018/10/29	可转债	12.15	新建养殖和饲料项目及补流等	已实施	2019/12/30
合计融资		41.34			



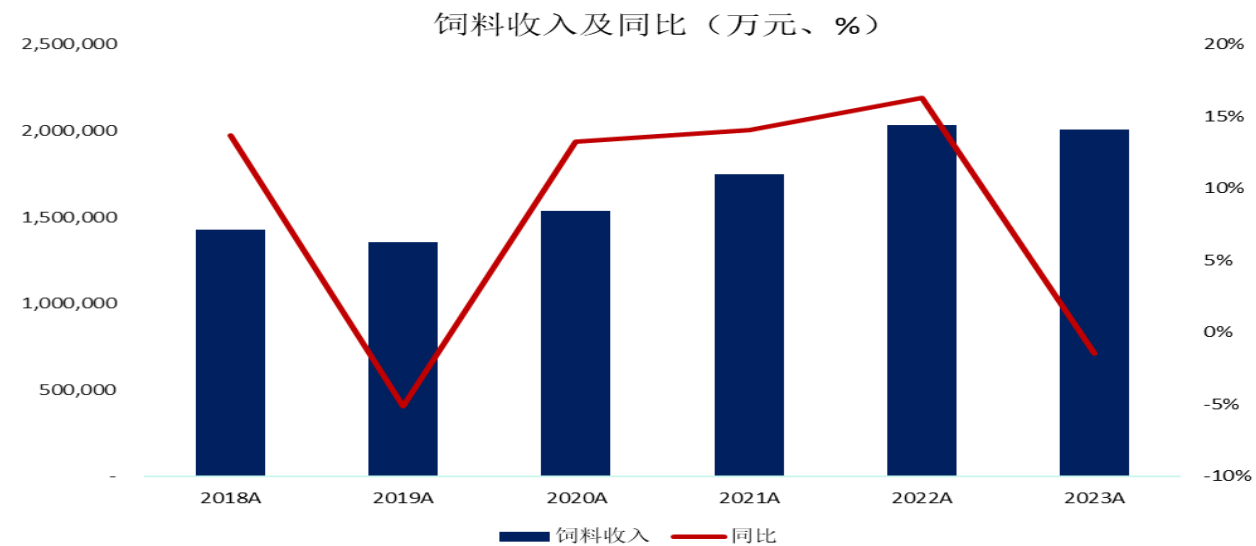
# 1.1 养殖产业链一体化经营龙头，三大主业协同发展

饲料业务为公司整体发展提供稳定可靠的支撑。1、工业饲料是养殖必不可少的原料。公司饲料业务发展历经30年，产品实现猪料、禽料、水产料、反刍料多品种全覆盖，在教保乳母等高端料实现了突破和升级。其中，高毛利率的猪料和水产料占到饲料常年产销量的六成。2、公司是全国饲料行业前十强，饲料销量稳步增长。2018-2023年，饲料销量从481万吨增至708万吨，年均复合增速约8%；3、稳健增长的饲料业务可为公司整体发展提供充裕的现金流和利润来源。

图：2018-2023年，唐人神饲料销量及同比



图：2018-2023年，唐人神饲料收入及同比

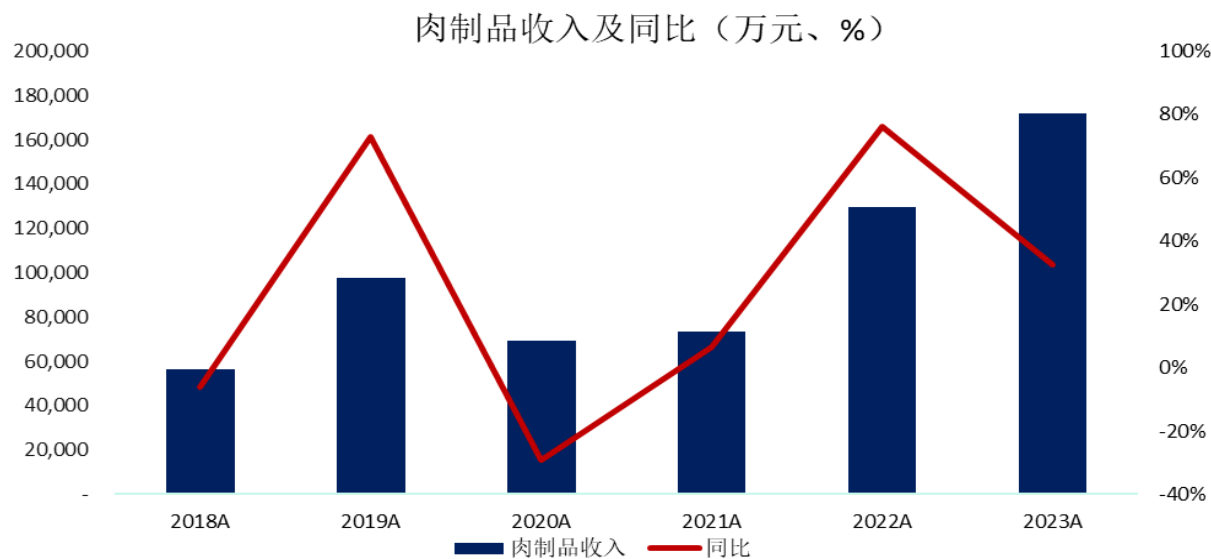




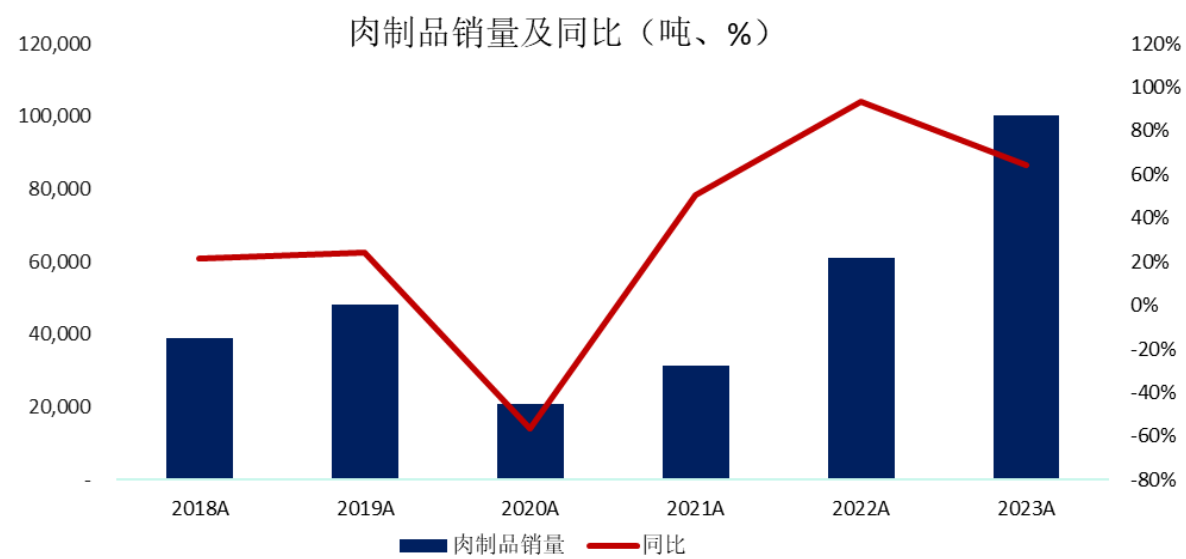
# 1.1 养殖产业链一体化经营龙头，三大主业协同发展

肉制品业务与其他业务协同发展。1、公司是中国肉类加工前十强企业，该业务发展历经25年，引进了德国先进设备和工艺技术，开发出中式香肠、湖南腊肉等品牌肉品，打造了“唐人神”知名品牌，成功上市了中西式肉制品、休闲食品、团膳、高端礼品等十几个品类产品。2、肉制品业务处于品牌影响力扩大化发展阶段。随着肉制品业务品牌力和产品力的提高，公司养殖产业链整体盈利水平有望得到提升。

图：2018-2023年，唐人神肉制品收入及同比



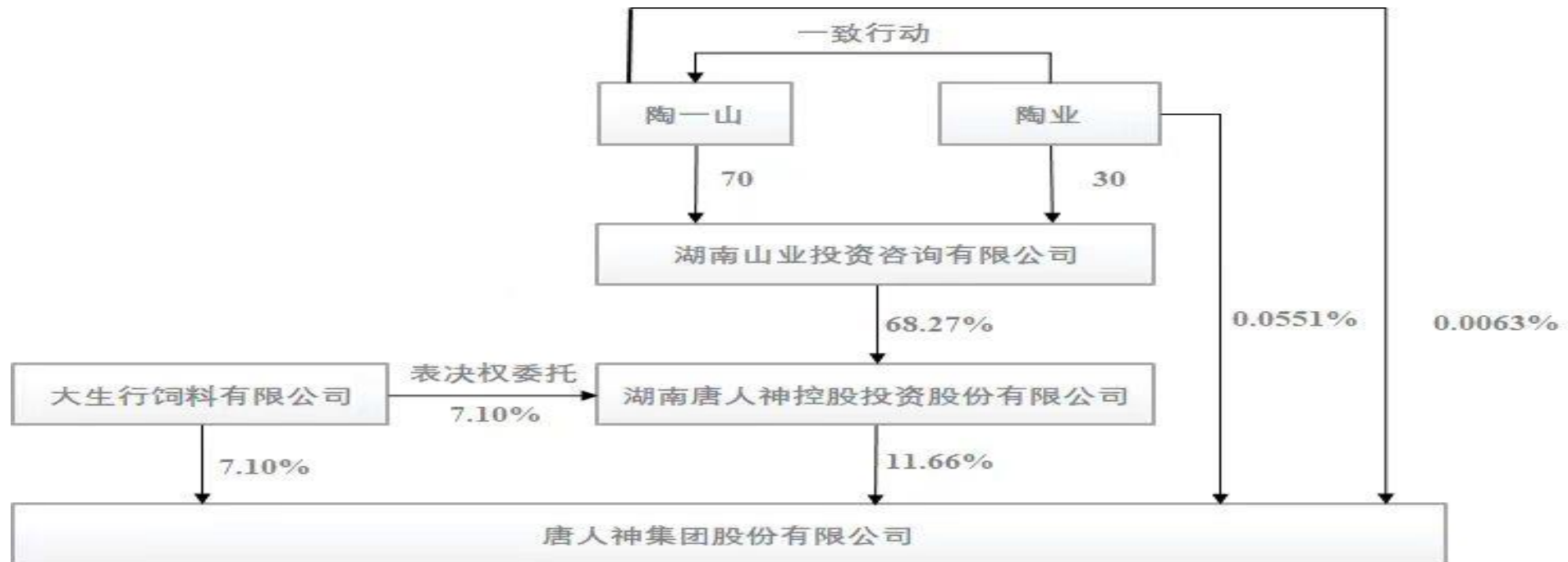
图：2018-2023年，唐人神肉制品销量及同比



## 1.2 公司实控人明确，股权结构较为集中

公司股权结构较为集中。公司实际控制人为陶一山和陶业父子，陶一山和陶业直接持股0.061%，通过湖南唐人神控股投资间接持有公司11.66%股份，通过一致行动人大生行饲料有限公司间接持有7.1%，合计间接持股18.82%。

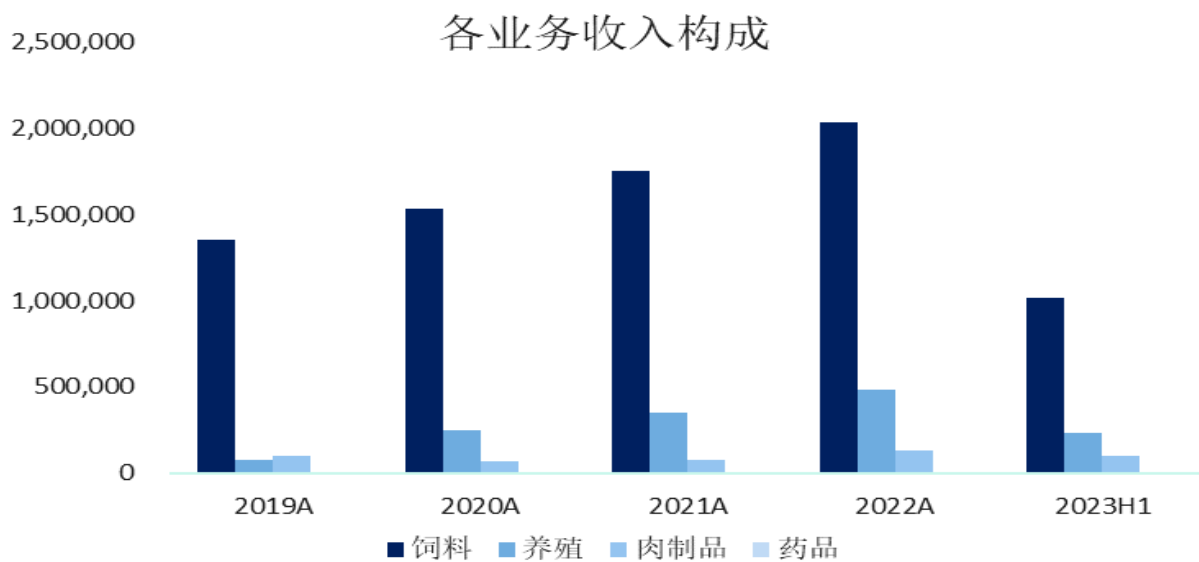
图：公司股权结构较为集中



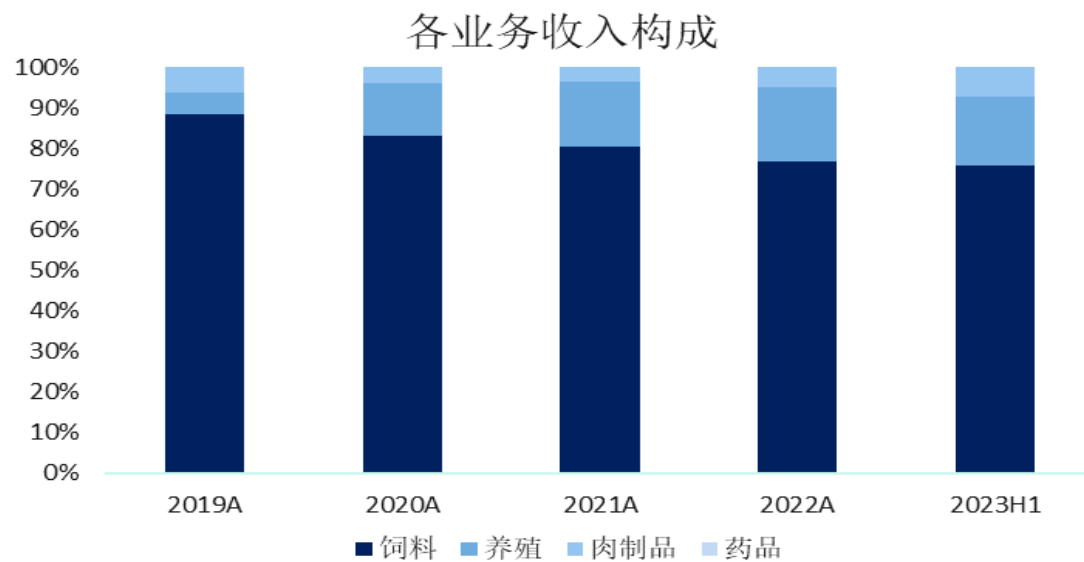
### 1.3 养殖和饲料业务贡献主要收入，盈利跟随猪周期波动

养殖和饲料贡献主要收入，养殖业务扩张速度较快。公司主要收入来源为饲料和生猪的产销。2019年，饲料业务收入占比接近90%；2020-2022年，养殖业务收入占比由约5%上升至约18%，饲料业务收入占比降至约76%，两者收入占比合计约95%，肉制品和其他业务收入占比约5%。

图：2019年-2023年H1，唐人神各业务收入构成（万元）



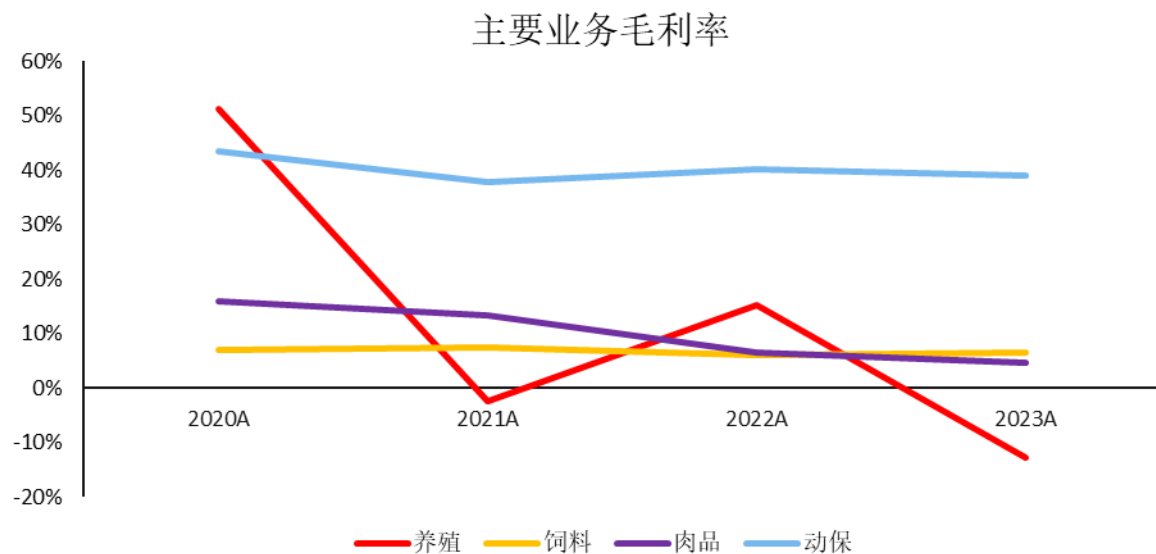
图：2019年-2023年H1，唐人神各业务收入占比



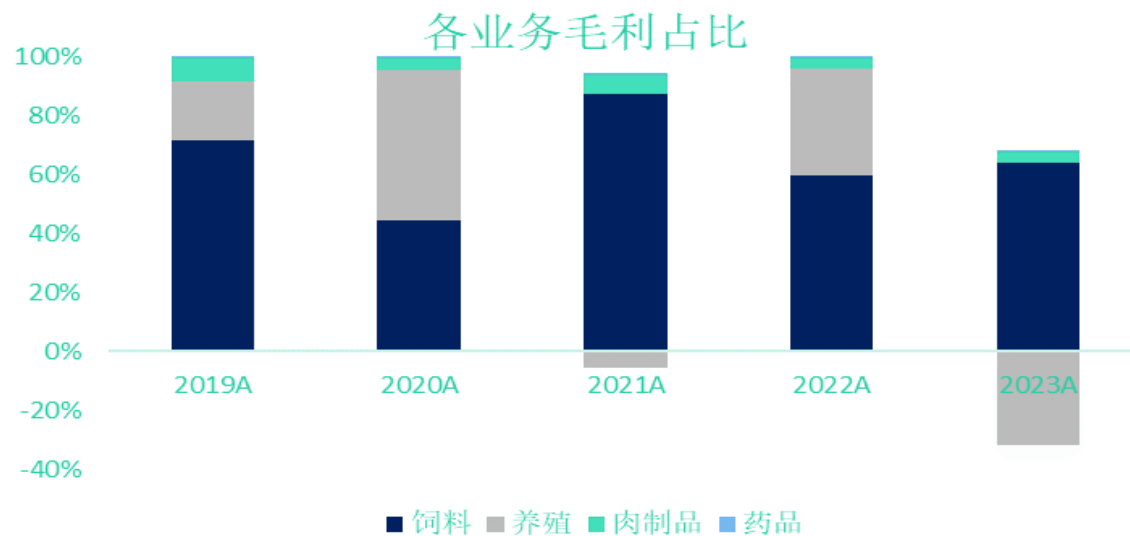
### 1.3 养殖和饲料业务贡献主要收入，盈利跟随猪周期波动

从毛利率来看，2020-2023年，饲料业务毛利率稳定在约7%；养殖业务毛利率跟随猪价波动：2021年，养殖业务毛利率下滑至-2.5%，主要系同期猪价大幅下跌和成本高企所致。2022年，随着猪价上涨，毛利率升至约15%。2023年，随着猪价下跌，养殖业务毛利率再次下滑；肉品业务毛利率近两年有所下滑，主要是和新产能处于释放初期以及肉价下跌有关。随着新产能的充分释放和产能利用率的爬升，肉制品业务毛利率有望上升。

图：2020年-2023年，唐人神各业务毛利率（%）



图：2019年-2023年，唐人神各业务毛利占比



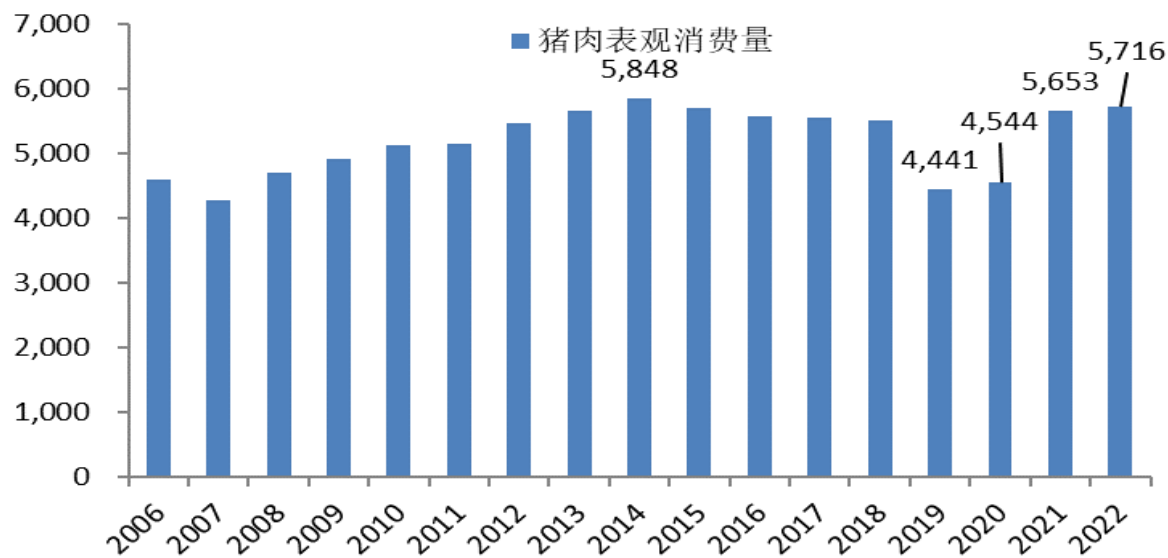
- I 养殖产业链一体化经营龙头，各项业务协同发展
- II 养殖产能扩张速度快，猪周期反转助力养殖业务释放业绩弹性
- III 盈利预测及估值

## 2.1 生猪养殖业：坐拥万亿市场，孕育多家千亿市值公司

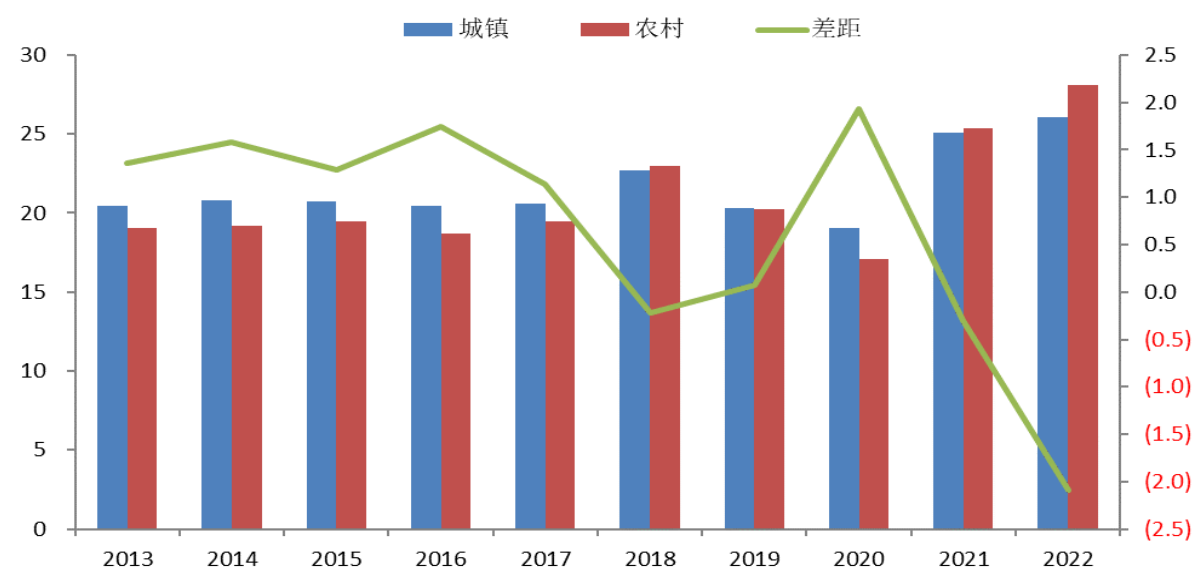
猪肉消费需求稳定，生猪产业市场规模过万亿。根据国家统计局数据，2022年，中国居民人均猪肉年消费量为26.93公斤，同增6.86%；国内猪肉表观消费总量约5716万吨，同增1.1%。按照猪肉25元/公斤的单价简单测算，国内猪肉市场规模超过1.4万亿元。在可见未来，国人猪肉消费习惯难以有实质性的改变，消费水平有望保持稳定。

大行业孕育出大市值公司。2018年以来，行业先后涌现了多家千亿市值公司，如牧原、温氏、海大等；

图：2006-2022年，全国猪肉消费总量（万吨）



图：2013-2022年，城乡居民年人均猪肉消费量（公斤/人、年）



## 2.1 生猪养殖业：具周期属性，现处新一轮上行周期启动阶段

2013年以来，行业经历了2轮猪周期，目前正处在第2轮周期底部右侧，主要特征有

- 猪价长时间低迷：自2023年初至今，猪价在13-16元区间低迷，行业累计亏损14个月，时长超过以往3轮周期底部；
- 产能大幅去化：自2023年初至今，全国能繁母猪存栏水平持续下行，产能累计去化幅度约10%；
- 猪价近期企稳上涨：自2024年3月初以来，猪价结束低迷，震荡上涨，淡季不淡特征明显。

结合猪价近期走势和前期产能去化情况，我们判断，新一轮上行周期正在启动。

图：2009年至今，全国22省市生猪出厂价走势





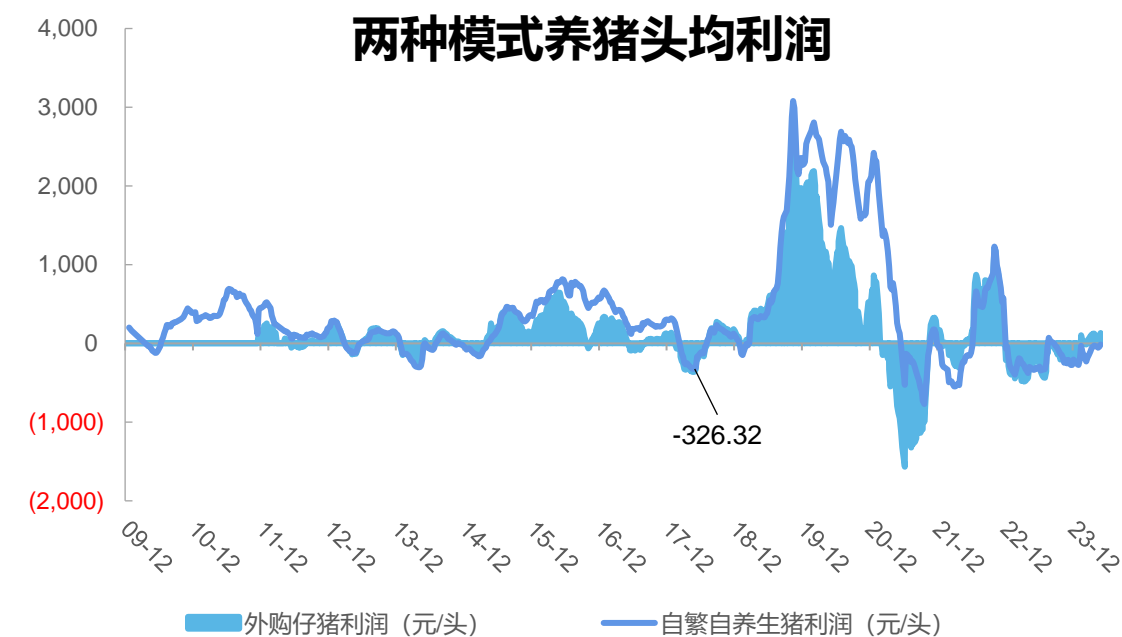
## 2.1 生猪养殖业：具周期属性，正处新一轮上行周期启动阶段

生猪养殖业盈利跟随猪价波动，现已实现盈亏平衡

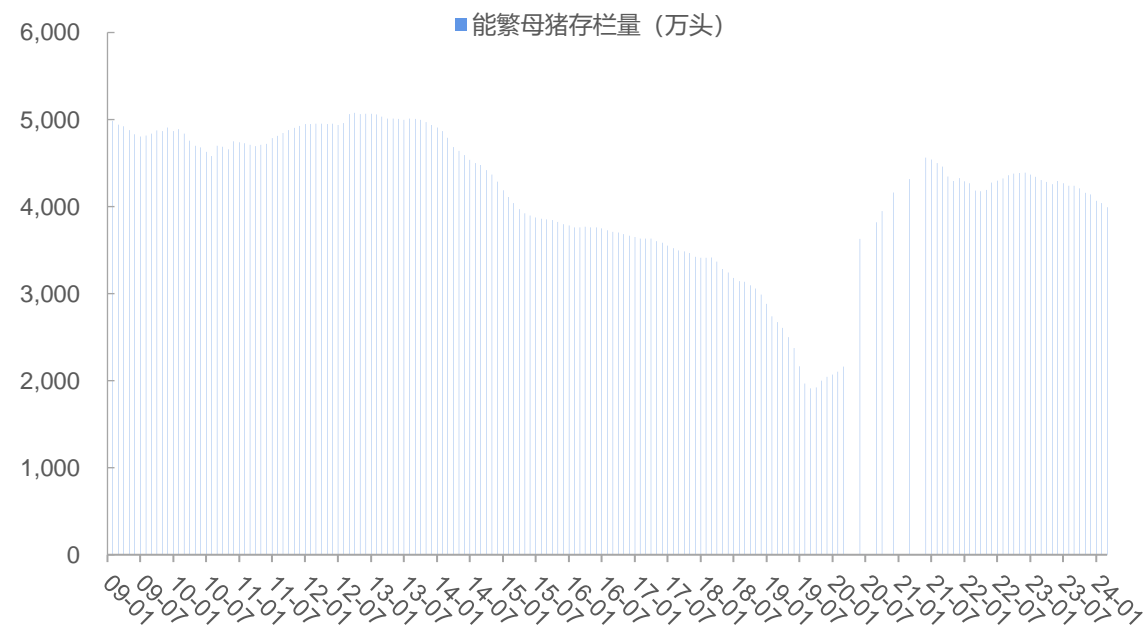
- 自繁自养模式亏损缩窄至基本平衡：自繁自养模式自2023年1月份以来持续亏损，近期随着猪价上涨实现盈亏平衡；
- 外购仔猪模式盈利逐渐扩大：自2024年3月初至今，外购仔猪盈利从36元/头升至132元/头；

根据前述对于猪周期未来走势的判断，我们认为，养殖业盈利将进一步扩大。

图：2009年12月至今，养殖业两种模式养猪头均利润变化



图：2009年至今，全国能繁母猪月末存栏量变化

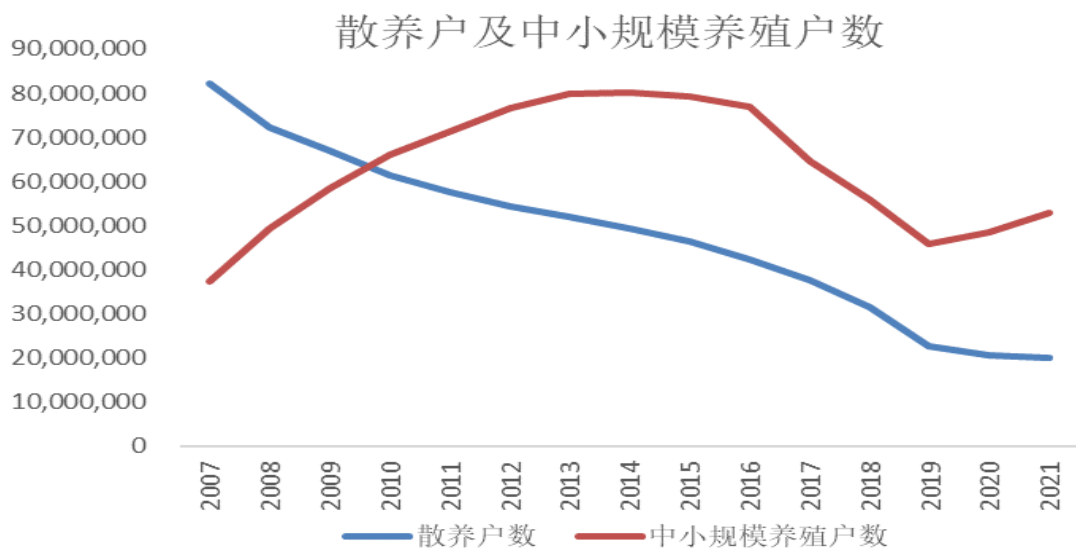


## 2.2 生猪养殖业：散养户趋势性退出，大企业扩张空间较大

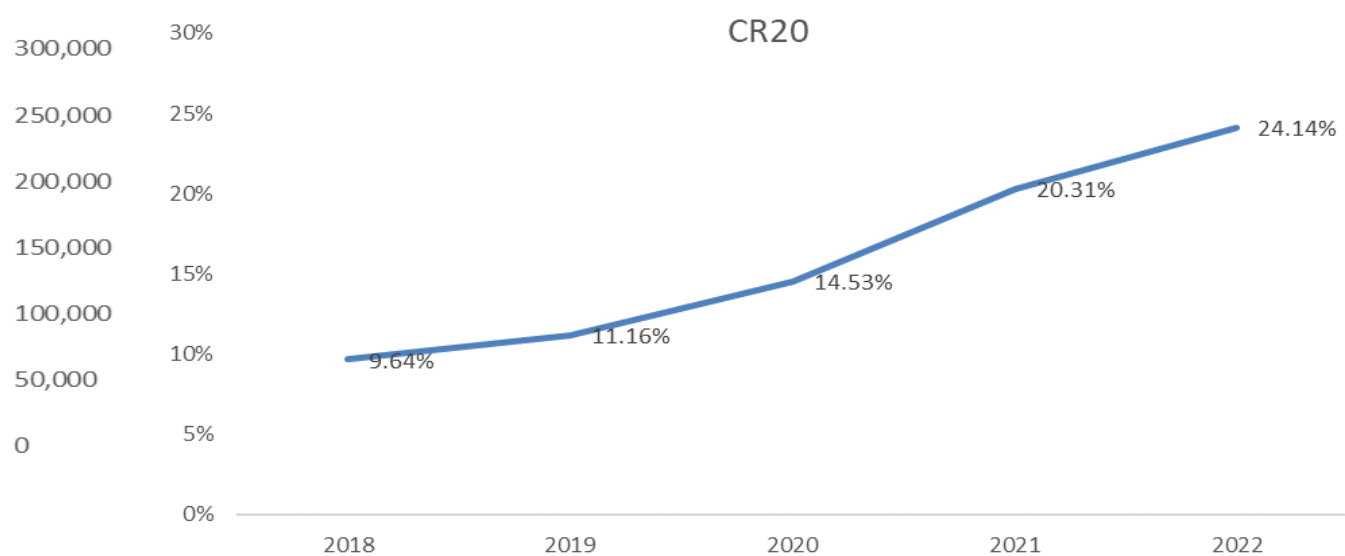
长期来看，散养户将趋势性退出，大企业仍有充足扩张空间

- 散养户将趋势性退出：环保受限、生防压力大、机会成本上升等因素长期存在，散养户将持续退出；
- 大企业未来扩张空间较大：据统计，2022年，国内前20强企业生猪出栏量为16897万头，同增23%，在全国占比24.14%，大部分集团市占率不到3%，和头部巨头同行相比，未来仍有倍增空间。

图：2007-2021年，国内散养户及中小规模养殖户数（个）



图：2018-2022年，CR20由9.64%提升至24.14%（万吨）



- I 养殖产业链一体化经营龙头，各项业务协同发展
- II 养殖产能扩张速度快，猪周期反转助力养殖业务释放业绩弹性
- III 盈利预测及估值

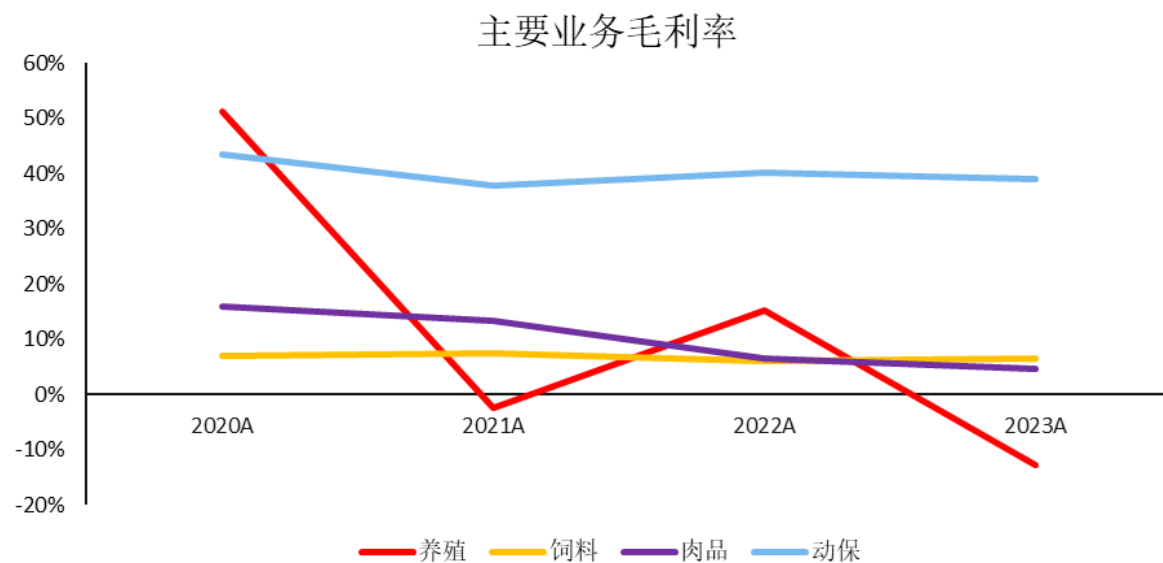
# 公司逻辑：经营模式灵活，抗风险能力及盈利弹性兼备

- 经营模式灵活，抗风险能力强：1、公司业务布局养殖全产业链，饲料和肉制品业务运营30年，拥有较好的盈利和稳定的现金流，有助于熨平猪周期波动风险和支持养殖业务扩张。2、养殖业务采取自繁自养和“公司+农户”两种模式，可实现低资本开支水平下的快速扩张，偿债压力可控。截至2024年Q1期末，公司资产负债率67%，货币资金超23亿，资金状况良好；
- 盈利弹性佳。养殖、肉制品和饲料业务具周期属性，受益于猪价上涨，毛利率都将回升

图：公司各项业务情况

公司产品	产能	产量 (2022/2023年)	备注
饲料	1400吨/年	616/708万吨	产品： 猪料/禽料/反刍料/水产料
生猪	600万头/年	215/372万头	产品： 育肥猪/仔猪/种猪
肉制品	肉制品10万吨 屠宰线200万头	肉制品6/9万吨	产品： 冷鲜肉/中西式肉制品、预制菜等

图：唐人神各项业务毛利率对比

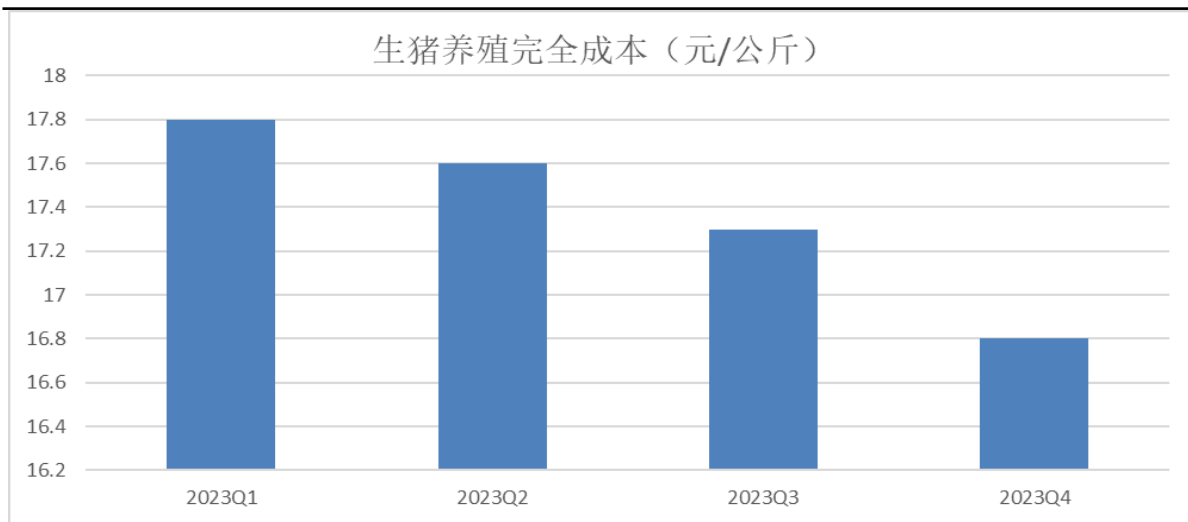


# 公司逻辑：养殖业务持续优化成本，成效显著

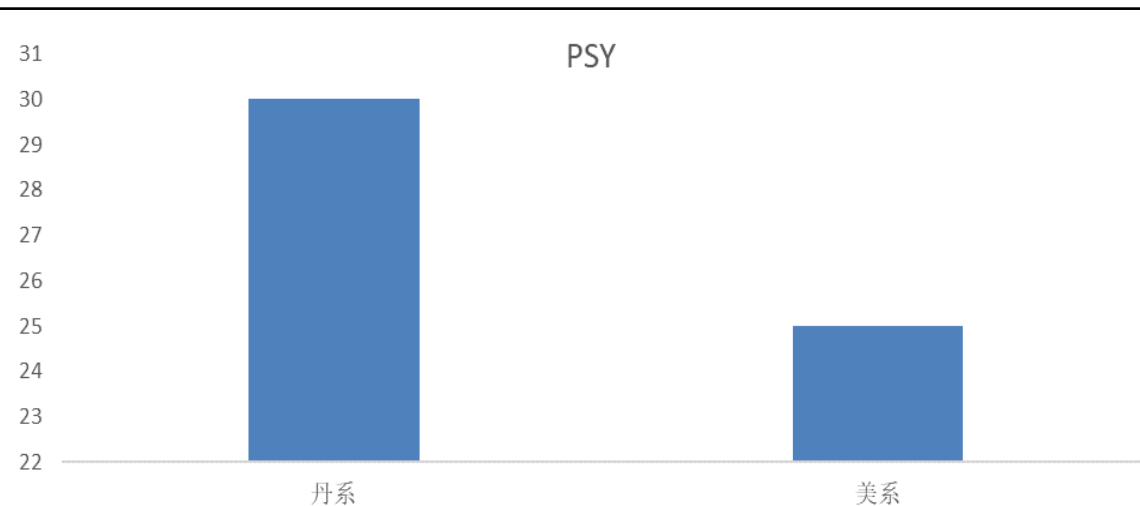
## 养殖业务持续优化成本，成效显著

- 丹系换美系，育种持续优化。公司育种之前以新美系为主。新美系种猪具有体型好、生长速度快、瘦肉率高等特点，PSY为25左右。2020年，引进高繁殖力的新丹系种猪，PSY可达28-30。截至2023年末，已完成大部分种猪的替换。预计，生产效率的提升将在今明两年充分体现；
- 健全完善激励机制，提升管理效率。2022年，公司推出并实施股权激励计划，激励总数5941万股，占比4.3%，激励对象857人，占比约10%，覆盖高管和核心骨干。2020-2023年，先后推出两期员工持股计划，参与员工合计445人，占比约5%。随着激励机制的完善，管理效率将得到显著提升；
- 随着育种水平的优化和管理效率的提升，成本不断优化，成本控制水平逐渐跻身业内前列；

图：公司养殖业务完全成本情况



图：丹系和美系种猪繁殖效率比较



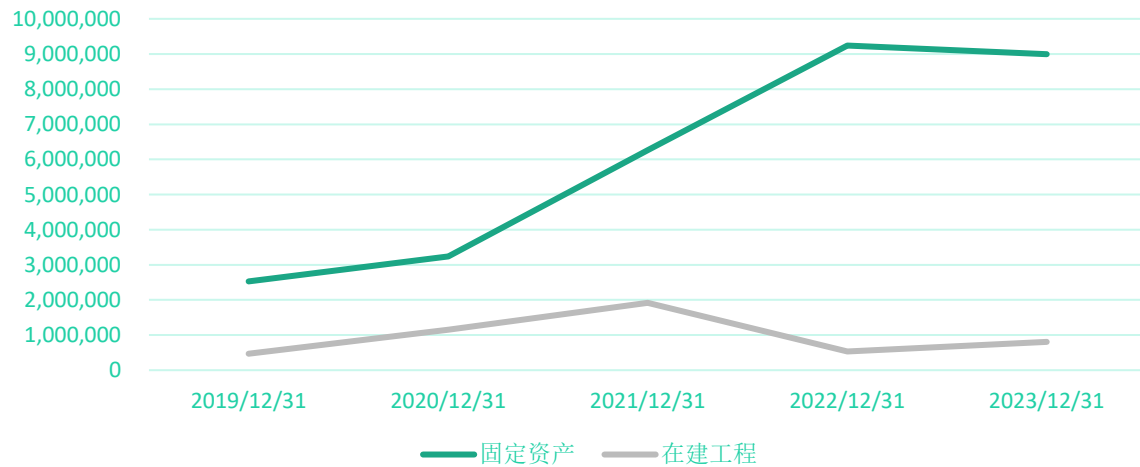
# 公司逻辑：养殖产能快速释放，成长性好

## 养殖产能快速释放，盈利弹性好

- 产能前期扩张速度快，今明两年是产能释放年：2019-2022年，固定资产从25亿增至86亿，增长了2.5倍；生产性生物资产从1.2亿增至5.9亿，增长了约4倍，2023年降至4.56亿元，主要是受母猪计价成本下降的影响，剔除影响，母猪存栏水平仍有上升。在建工程在2022-2023年间稳定在8亿左右；
- 产能快速释放，成长性好。公司近3年生猪出栏量快速增长，2023年为371万头，同增72%，预计24/25年保持较快增速。

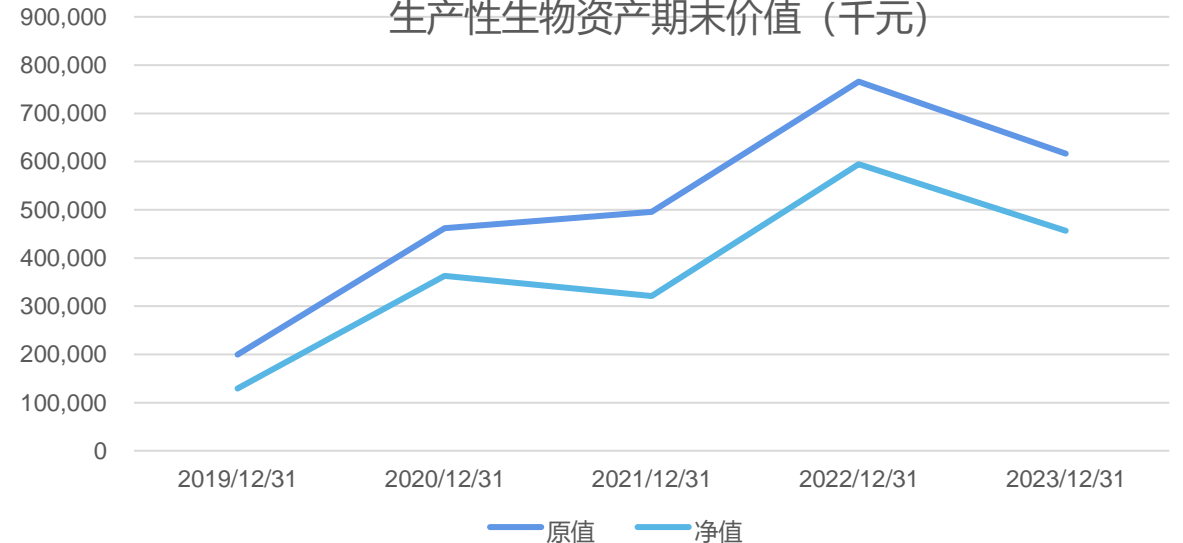
图：公司各项业务情况

固定资产及在建工程期末净值（千元）



图：唐人神和同行饲料业务毛利率对比

生产性生物资产期末价值（千元）

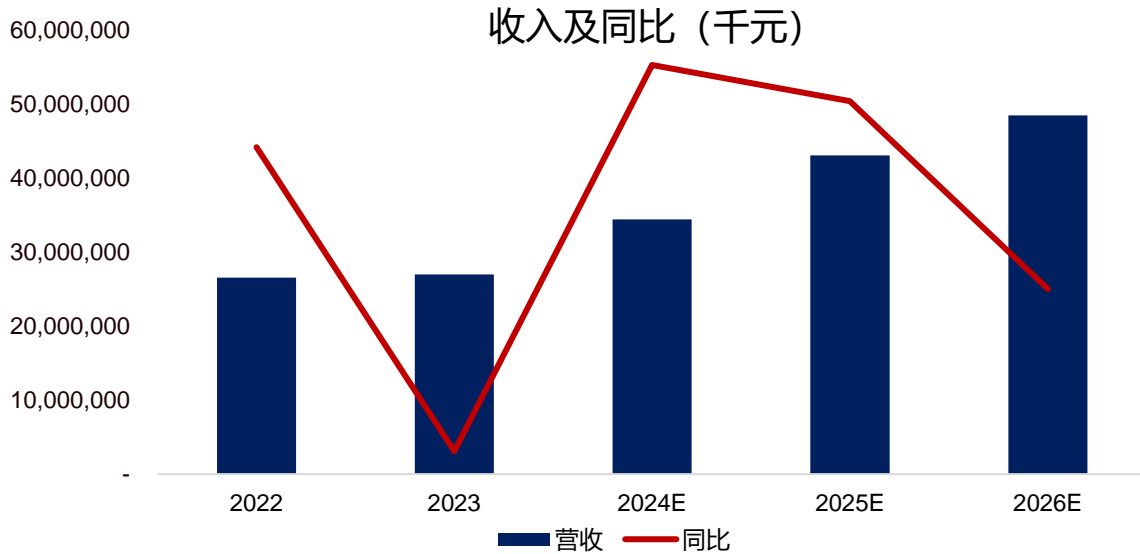


# 盈利预测

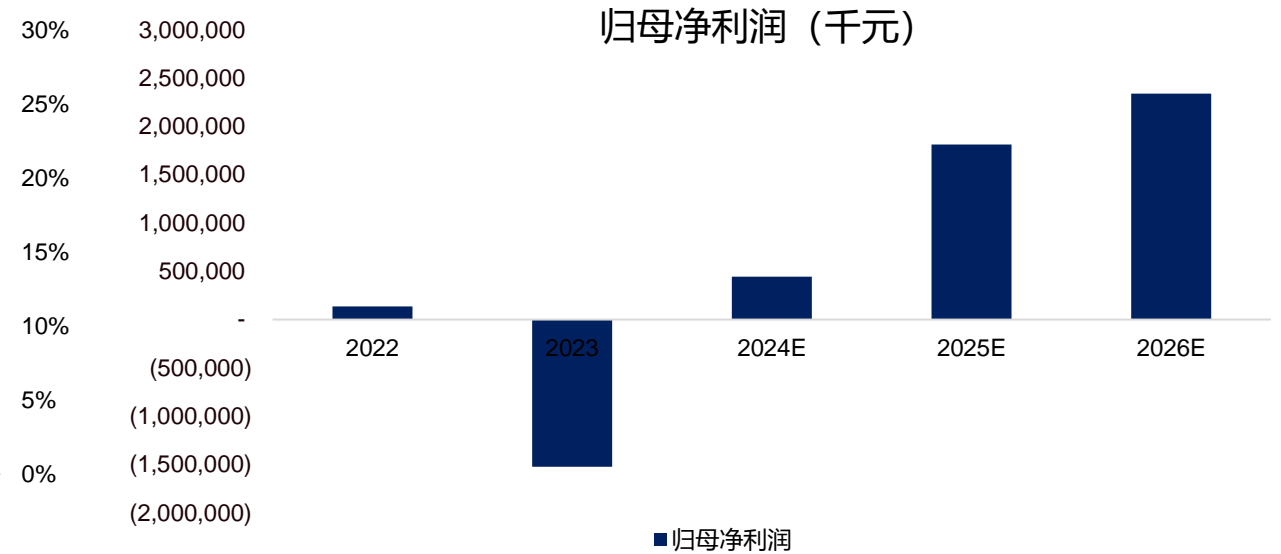
**关键建设：**（1）销量：预计24/25年，生猪450/550万头，增长21%/22%；饲料外销620万吨/700万吨，增长11%/13%；（2）毛利：预计24/25年，生猪头均盈利100/280元；饲料单吨净利60/70元；

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2025年营业收入分别为36.74/43.14亿元，归母净利润分别为4.42/18.12亿元，对应EPS分别为0.31/1.26元/股。我们认为公司作为养殖扩张速度较快和成本持续优化的企业，有望充分受益于猪周期反转，给予买入评级。

图：公司收入预测



图：公司利润预测



资料来源：公司公告



# 盈利预测

表：盈利预测和财务指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万)	26538.58	26949.04	34389.15	43045.85	48426.04
YOY%	22.06	1.55	27.61	25.17	12.50
归母净利润 (百万元)	135.07	-1525.91	442.28	1812.17	2336.93
YoY%	-111.77	-1229.73	-128.98	309.73	28.96
EPS(元)	0.10	-1.06	0.31	1.26	1.63
P/E	71.49X	-6.56X	22.65X	5.53X	4.29X

代码	名称	EPS(元/股)				PE				股价 2024/5/17
		2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E	
002311	海大集团	1.78	1.65	2.45	3.10	29.49	31.83	21.37	16.94	52.44
002548	金新农	0.02	(0.82)	0.06	0.48	200.00	(6.00)	76.16	10.29	4.92
002100	天康生物	0.21	(1.00)	0.41	0.89	38.74	(8.04)	19.59	9.06	8.03
000876	新希望	(0.32)	0.05	0.36	0.84	(29.86)	175.36	26.84	11.43	9.61
002840	华统股份	0.14	(0.98)	1.17	2.17	159.30	(23.42)	19.70	10.61	23.05
						79.53	33.95	32.73	11.67	
002567	唐人神	0.10	(1.06)	0.15	0.70	65.75	(6.04)	42.98	9.20	6.43

- 1、猪价走势不及预期；
- 2、降本增效不及预期；
- 3、粮价价格波动风险；
- 4、非瘟疫情持续爆发风险；

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

## 2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%。



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话: 95397

投诉邮箱: kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券投资咨询业务资格， 公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料， 我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考， 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易， 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有， 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告， 视为同意以上声明。