

# 唐人神 (002567.SZ)

## 2024 半年报点评：Q2 盈利同比扭亏，养殖成本稳步下降

优于大市

### 核心观点

**2024H1 净利同比扭亏，业绩受益猪价回暖。**公司 2024H1 营收同比-19.6%至 108.37 亿元，归母净利同比扭亏至 0.05 亿元；2024Q2 营收同比-14.37%至 59.57 亿元，归母净利同比扭亏至 2.02 亿元。分业务看，公司 2024H1 生猪出栏 188.28 万头，同比+13.46%，其中，肥猪出栏 164.70 万头，占比 87.48%，牲猪养殖营收同比+12%至 25.85 亿元，毛利率同比+31.98pct 至 12.94%，同比由负转正，受益于猪价上行及养殖成本改善；2024H1 实现饲料内外销量 288.74 万吨，同比-9.49%，生猪产能去化导致饲料需求量下滑，饲料营收同比-27%至 74.4 亿元，毛利率同比-0.62pct 至 5.89%，同时饲料原料价格高位回落，2024H1 玉米、豆粕采购行业均价同比分别下降 13.2%、17.0%。

**养殖产能稳步扩张，出栏有望保持高增长。**据公司公告，依据生产经营计划，公司 2024 年预计上半年、下半年生猪出栏量占比分别约为 40%、60%，下半年生猪出栏规模有望继续增长。按照 2024H1 出栏量推算，预计 2024 年公司生猪出栏有望达到 450 万头。同时，公司养殖成本有望保持下降趋势，一方面，公司持续优化种猪体系，加大高繁殖率新丹系种猪补充，持续改善 PSY、成活率等生产指标，有望降低仔猪成本；同时，随着生猪产能利用率的提升，头均摊销费用有望逐步下降；此外，饲料原料价格持续下降，公司发挥规模采购的优势，在饲料营养配方上更加灵活，有望降低饲料成本。

**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，2020 年从丹麦引进 1400 头丹系核心原种猪，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。在养殖下游，公司布局屠宰产能，有望进一步增厚盈利。

**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“优于大市”。考虑到公司养殖成本改善明显，叠加今年以来饲料价格同比降幅较大，预计 2024 年成本有望实现较好下降，上调原 2024 年盈利预测；考虑到远期猪价波动具有不确定性，出于保守谨慎原则，对原 2025 年猪价假设下调，相应下调原 2025 年盈利预测。我们预计 2024-2026 年归母净利为 4.02/9.20/6.15 亿元（原预计 2024-2025 年归母净利分别为 -2.03/23.35 亿元），EPS 分别为 0.28/0.64/0.43 元，对应当前股价 PE 为 18/8/12 X。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,539	26,949	27,361	29,553	29,980
(+/-%)	22.1%	1.5%	1.5%	8.0%	1.4%
净利润(百万元)	135	-1526	402	920	615
(+/-%)	扭亏	-1229.7%	扭亏	128.8%	-33.2%
每股收益(元)	0.10	-1.06	0.28	0.64	0.43
EBIT Margin	2.4%	-2.9%	2.3%	4.8%	3.4%
净资产收益率 (ROE)	2.0%	-27.8%	7.0%	14.2%	8.8%
市盈率 (PE)	50.8	-4.7	17.7	7.7	11.6
EV/EBITDA	13.4	237.4	11.7	8.2	9.5
市净率 (PB)	1.01	1.30	1.23	1.10	1.02

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 021-61761016  
lujiarui@guosen.com.cn  
S0980520110002

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

证券分析师：江海航 010-88005306  
jianghaihang@guosen.com.cn  
S0980524070003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	4.97 元
总市值/流通市值	7122/7115 百万元
52 周最高价/最低价	7.90/4.72 元
近 3 个月日均成交额	233.66 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 半年报点评：养殖指标稳步改善，出栏有望继续增长》——2023-09-05
- 《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

**2024H1 净利同比扭亏,业绩受益猪价回暖。**公司 2024H1 营收同比-19.6%至 108.37 亿元,归母净利同比扭亏至 0.05 亿元; 2024Q2 营收同比-14.37%至 59.57 亿元,归母净利同比扭亏至 2.02 亿元。分业务来看,公司 2024H1 生猪出栏 188.28 万头,同比+13.46%,其中,肥猪出栏量 164.70 万头,占比 87.48%,牲猪养殖营收同比+12%至 25.85 亿元,毛利率同比+31.98pct 至 12.94%,同比由负转正,显著受益于猪价景气上行及养殖成本改善; 2024H1 实现饲料内外销量 288.74 万吨,同比-9.49%,主要系行业生猪产能去化影响,饲料营收同比-27%至 74.4 亿元,毛利率同比-0.62pct 至 5.89%,饲料原料价格高位回落,2024H1 主要饲料原料玉米、豆粕采购均价分别为 2524 元/吨、3680 元/吨,同比分别下降 13.2%、17.0%。

图1: 唐人神营业收入及增速



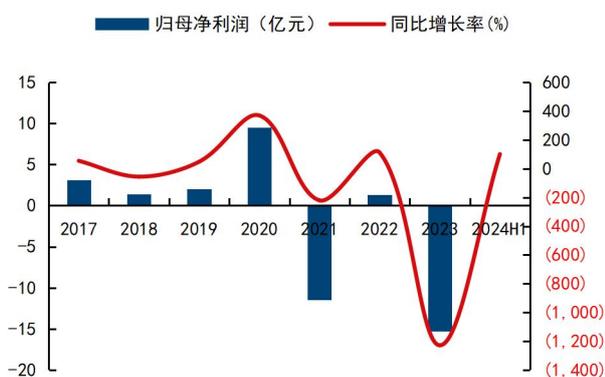
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 唐人神单季营业收入及增速



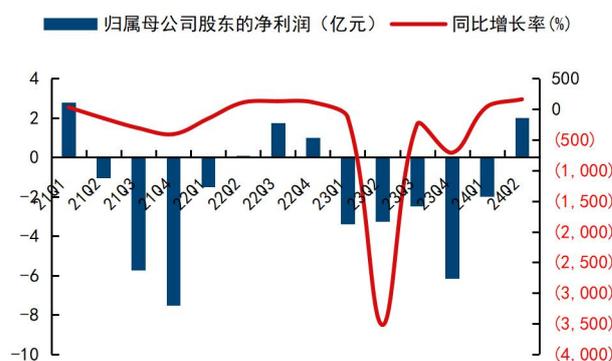
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

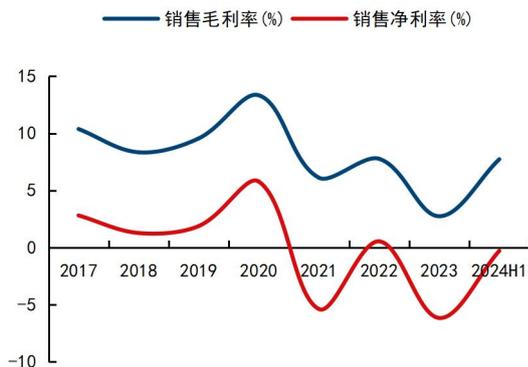
图4: 唐人神单季归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

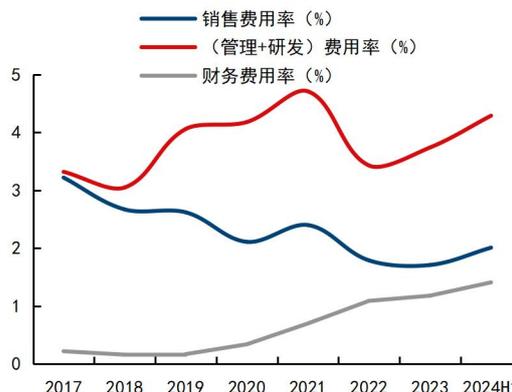
**2024H1 利润率同比改善,费用率随扩产略有提升。**公司 2024H1 毛利率同比+5.54pct 至 7.73%,净利率同比+5.34pct 至-0.29%,受猪价回暖影响,公司盈利水平大幅改善。费用率方面,2024H1 销售费用率同比+0.05pct 至 2.01%,管理费用率叠加研发费用率合计同比+0.5pct 至 4.29%,财务费用率同比+0.25pct 至 1.41%,受新投产项目管理费用增加影响,公司管理费用率有所上升。

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

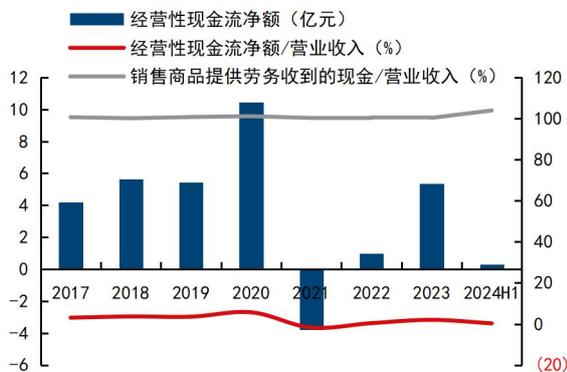
图6: 唐人神费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

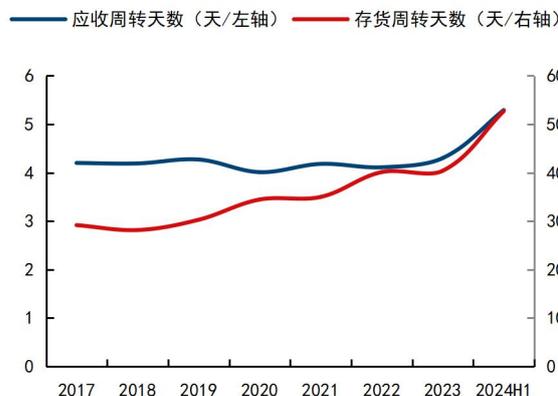
**经营性现金流回暖, 流动资产周转天数提升。**2024H1 经营性现金流净额同比-56.8%至 0.32 亿元, 占营业收入比例达 0.29%, 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 103.93%, 经营现金流保持正流入。在主要流动资产周转方面, 2024H1 应收周转天数同比+19.7%至 5.29 天, 存货周转天数同比+14.5%至 52.68 天, 周转效率有所放缓。

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

考虑到公司 2024H1 成本控制管理优秀, 叠加今年以来饲料原材料价格同比降幅较大, 预计 2024 年养殖成本有望继续实现较好下降, 因此我们上调此前对于公司 2024 年的盈利预测, 此外, 考虑到远期猪价波动具有不确定性, 出于保守谨慎原则, 对原有 2025 年猪价假设进行下调, 相应下调此前对于公司 2025 年的盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 4.02/9.20/6.15 亿元 (原预计 2024-2025 年归母净利润分别为-2.03/23.35 亿元)。公司的盈利预测调整主要来源于对 2024-2025 年行业生猪均价预期、公司养殖成本预期有所调整, 具体来看基于以下假设条件:

**生猪业务:** 公司主要养殖产能立足于湖南、广东等区域, 出栏有望继续保持增长, 预计 2024-2026 年将分别实现生猪出栏量 450 万头、500 万头和 550 万头。成本方面, 随养殖产能利用率提升及饲料成本下降, 预计养殖成本将保持下降趋势,

分别给予 2024-2026 年公司每公斤商品猪完全成本 16.5 元、16.3 元、16.0 元的预期（原预计 2024-2025 年分别为 16.8 元、16.5 元）。售价方面，依照我们对行业判断，分别给予 2024-2026 年公司每公斤商品猪销售价格 17.0 元、18.0 元、17.0 元的预期（原预计 2024-2025 年分别为 17.0 元、22.0 元）。最终我们预计 2024-2026 年公司性猪养殖业务的收入分别为 78.49/85.13/83.85 亿元，毛利率分别为 12.9%/20.1%/16.4%。

**饲料业务：**公司发家于饲料板块，其是传统优势业务，外销体量较大，因此受养殖后周期的影响明显。预计 2024-2026 年饲料销量增速分别为-8.2%/8.5%/4.3%，单吨销价预计随原材料价格改善略有下降，最终预计公司饲料业务 2024-2026 年营收为 174.93/187.84/193.87 亿元，毛利率为 6.0%/6.5%/6.2%，对应毛利 10.50/12.21/12.02 亿元。

**肉类业务：**公司在饲料与养殖业务基础上，持续向下游拓展肉类板块。预计公司 2024-2026 年肉类销量增速为 6%/6%/4%，而单吨销价预计将与生猪价格保持联动性，毛利率在猪价周期底部受益于原料成本下降会有小幅抬升，而猪价周期上行后又会受到原料成本上升影响。最终我们预计公司肉类业务 2024-2026 年营收为 19.97/22.34/21.86 亿元，毛利率 5.0%/5.2%/5.1%，对应毛利 1.0/1.2/1.1 亿元。

**其他业务：**公司的其他业务收入主要包括兽药等养殖链附属业务，非公司的主要发展重心，我们给予该板块平稳的增长预期，最终预计其他业务 2024-2026 年营收为 0.2/0.2/0.2 亿元，毛利率为 38%/38%/38%，对应毛利 0.08/0.08/0.08 亿元。

表1: 唐人神业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>性猪业务</b>						
收入 (亿元)	34.74	48.66	51.52	78.49	85.13	83.85
增速	41.62%	40.07%	5.87%	52.36%	8.45%	-1.50%
毛利 (亿元)	-0.87	7.43	-6.56	10.14	17.08	13.73
毛利率	-2.5%	15.3%	-12.7%	12.9%	20.1%	16.4%
<b>饲料业务</b>						
收入 (亿元)	175.07	203.55	200.57	174.93	187.84	193.87
增速	14.07%	16.27%	-1.46%	-12.78%	7.38%	3.21%
毛利 (亿元)	13.08	12.25	13.08	10.50	12.21	12.02
毛利率	7.5%	6.0%	6.5%	6.0%	6.5%	6.2%
<b>肉类业务</b>						
收入 (亿元)	7.37	12.97	17.19	19.97	22.34	21.86
增速	6.50%	75.98%	32.54%	16.19%	11.88%	-2.18%
毛利 (亿元)	0.98	0.85	0.80	1.00	1.16	1.11
毛利率	13.3%	6.5%	4.7%	5.0%	5.2%	5.1%
<b>其他业务</b>						
收入 (亿元)	0.25	0.20	0.21	0.21	0.22	0.22
增速	-26.47%	-20.00%	5.00%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利 (亿元)	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
毛利率	36%	40%	39%	38%	38%	38%
<b>合计</b>						
总营收 (亿元)	217.43	265.38	269.49	273.61	295.52	299.80
增速	17.36%	22.05%	1.55%	1.53%	8.01%	1.45%
毛利 (亿元)	13.28	20.61	7.41	21.72	30.53	26.95
毛利率	6.11%	7.77%	2.75%	7.94%	10.33%	8.99%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 273.61/295.52/299.80 亿元，同比增长 1.53%/8.01%/1.45%，毛利率 7.94%/10.33%/8.99%，毛利 21.72/30.53/26.95 亿

元。

表2: 唐人神未来3年盈利预测表

单位: 百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	26949	27361	29553	29980
营业成本	26210	25190	26500	27286
销售费用	460	464	500	494
管理费用	875	889	952	968
财务费用	317	323	337	337
营业利润	(1601)	458	1075	710
利润总额	(1629)	433	1020	675
归属于母公司净利润	(1526)	402	920	615
EPS	-1.06	0.28	0.64	0.43
ROE	-27.8%	7.0%	14.2%	8.8%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年收入分别为 204.8/235.3/275.3 亿元, 归母净利润 4.88/10.06/7.79 亿元, 每股收益分别为 0.36/0.74/0.57 元。

**投资建议:** 维持优于大市评级。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。考虑到公司 2024H1 成本控制管理优秀, 叠加今年以来饲料原材料价格同比降幅较大, 预计 2024 年养殖成本有望继续实现较好下降, 因此我们上调此前对于公司 2024 年的盈利预测, 此外, 考虑到远期猪价波动具有不确定性, 出于保守谨慎原则, 对原有 2025 年猪价假设进行下调, 相应下调此前对于公司 2025 年的盈利预测。综合来看, 我们预计 2024-2026 年归母净利为 4.02/9.20/6.15 亿元(原预计 2024-2025 年归母净利分别为-2.03/23.35 亿元), EPS 分别为 0.28/0.64/0.43 元, 对应当前股价 PE 为 18/8/12 X。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1876	2091	2470	3921	4931	营业收入	26539	26949	27361	29553	29980
应收款项	632	528	562	606	573	营业成本	24477	26210	25190	26500	27286
存货净额	3332	2547	2662	2973	2853	营业税金及附加	36	42	44	50	51
其他流动资产	1061	511	816	875	784	销售费用	476	460	464	500	494
<b>流动资产合计</b>	<b>6901</b>	<b>5691</b>	<b>6524</b>	<b>8388</b>	<b>9154</b>	管理费用	769	875	889	952	968
固定资产	9142	9226	9405	9470	9562	研发费用	141	132	136	144	150
无形资产及其他	552	530	509	488	467	财务费用	290	317	323	337	337
投资性房地产	1779	1504	1504	1504	1504	投资收益	18	23	8	2	11
长期股权投资	57	58	60	60	60	资产减值及公允价值变动	184	448	134	3	5
<b>资产总计</b>	<b>18432</b>	<b>17009</b>	<b>18002</b>	<b>19909</b>	<b>20746</b>	其他收入	(488)	(1118)	(136)	(144)	(150)
短期借款及交易性金融负债	2922	2522	2757	3034	2971	营业利润	205	(1601)	458	1075	710
应付款项	1942	1325	1331	1602	1484	营业外净收支	(33)	(28)	(25)	(55)	(35)
其他流动负债	1533	1568	1537	1642	1601	<b>利润总额</b>	<b>172</b>	<b>(1629)</b>	<b>433</b>	<b>1020</b>	<b>675</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6397</b>	<b>5415</b>	<b>5624</b>	<b>6278</b>	<b>6055</b>	所得税费用	30	33	5	39	20
长期借款及应付债券	3281	4721	5221	5821	6371	少数股东损益	8	(136)	(26)	(61)	(41)
其他长期负债	1323	892	912	922	972	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>135</b>	<b>(1526)</b>	<b>402</b>	<b>920</b>	<b>615</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4604</b>	<b>5613</b>	<b>6133</b>	<b>6743</b>	<b>7343</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>11001</b>	<b>11029</b>	<b>11758</b>	<b>13021</b>	<b>13399</b>	净利润	135	(1526)	402	920	615
少数股东权益	633	486	467	422	389	资产减值准备	(387)	289	47	2	3
股东权益	6798	5495	5777	6467	6959	折旧摊销	697	846	967	1058	1132
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18432</b>	<b>17009</b>	<b>18002</b>	<b>19909</b>	<b>20746</b>	公允价值变动损失	(184)	(448)	(134)	(3)	(5)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	290	317	323	337	337
每股收益	0.10	(1.06)	0.28	0.64	0.43	营运资本变动	(1083)	979	(400)	(25)	138
每股红利	0.19	0.26	0.08	0.16	0.09	其它	380	(459)	(65)	(48)	(35)
每股净资产	4.92	3.83	4.03	4.51	4.86	<b>经营活动现金流</b>	<b>(442)</b>	<b>(319)</b>	<b>817</b>	<b>1904</b>	<b>1846</b>
ROIC	5%	-5%	6%	11%	8%	资本开支	0	(1638)	(1050)	(1100)	(1200)
ROE	2%	-28%	7%	14%	9%	其它投资现金流	29	(13)	0	0	0
毛利率	8%	3%	8%	10%	9%	<b>投资活动现金流</b>	<b>31</b>	<b>(1652)</b>	<b>(1052)</b>	<b>(1100)</b>	<b>(1200)</b>
EBIT Margin	2%	-3%	2%	5%	3%	权益性融资	0	344	0	0	0
EBITDA Margin	5%	0%	6%	8%	7%	负债净变化	(111)	1440	300	320	350
收入增长	22%	2%	2%	8%	1%	支付股利、利息	(266)	(375)	(121)	(230)	(123)
净利润增长率	扭亏	-1230%	扭亏	129%	-33%	其它融资现金流	1673	(290)	235	277	(63)
资产负债率	63%	68%	68%	68%	66%	<b>融资活动现金流</b>	<b>919</b>	<b>2185</b>	<b>614</b>	<b>647</b>	<b>364</b>
息率	3.7%	5.3%	1.7%	3.2%	1.7%	<b>现金净变动</b>	<b>508</b>	<b>215</b>	<b>380</b>	<b>1450</b>	<b>1011</b>
P/E	50.8	(4.7)	17.7	7.7	11.6	货币资金的期初余额	1368	1876	2091	2470	3921
P/B	1.0	1.3	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	1876	2091	2470	3921	4931
EV/EBITDA	13.4	237.4	11.7	8.2	9.5	企业自由现金流	143	(598)	150	1286	1070
						权益自由现金流	1705	551	365	1559	1030

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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所提及的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