

# 深耕白羽肉鸡 20 余年，产能扩张助力公司二次腾飞

## 仙坛股份(002746)

### 主要观点:

#### ► 公司是国内产业链完备的大型白羽肉鸡加工企业

经过 20 多年白羽肉鸡养殖及屠宰加工行业的专注经营，公司通过产业链纵向高度整合，实现了种鸡养殖到鸡肉产品加工销售完整产业链的全环节覆盖。2011-2020 年，公司收入从 18.50 亿元增长至 31.88 亿元，CAGR+6.24%；归母净利润从 1.98 亿元增长至 3.53 亿元，CAGR+6.60%。可以看到，公司收入规模在持续、稳定的扩张，主要原因在于公司生产规模的持续扩大以及产业链的不断完善。2021H1，公司实现营业收入 14.45 亿元，yoy-5.72%；实现归母净利润 1.22 亿元，yoy-56.22%。2015-2020 年，鸡产品始终是公司主要的收入和利润来源，收入占比维持在 90%以上，毛利占比维持在 80%左右。其次是商品代肉鸡，收入/毛利占比均维持在 3%左右，其他业务占比相对较小。

#### ► 白羽肉鸡供给压力仍在，人均消费有望进一步提升

从供给端来看，2019 年，国内爆发非洲猪瘟疫情，生猪产能大幅下滑，受此提振，我国祖代鸡引种量达到 122 万套，2020 年，我国祖代鸡引种量同比下滑 17.79%至 100.3 万套，但在产祖代鸡和父母代鸡仍处近年来高位。我们测算，2022 年，国内白羽肉鸡出栏量将达到 53.90 亿羽，yoy+1.64%，供给端压力仍在。从需求端来看，禽肉是我国第二大肉类消费品，2018-2020 年，猪肉消费占比从 63.45%下降至 53.85%；禽肉消费占比从 23.41%提升至 30.91%，替代效应明显。考虑到禽肉更健康/更便宜/更环保/效率更高等诸多优势，同时我国人均禽肉消费量相较于世界主要鸡肉消费国家差距较大，我们认为禽肉消费量仍有较大提升空间。

#### ► 低成本护城河稳固，3-4 年再造一个仙坛

2010-2020 年，公司白羽肉鸡出栏量从 0.88 亿羽增长至 1.33 亿羽，CAGR+4.25%，保持稳步增长节奏。值得注意的是，上市以来，即使在行业景气度最为低迷的时候，公司也从未发生亏损，这一点在周期性比较强的白羽肉鸡行业实属难能可贵。2020 年，公司通过非公开发行股票的方式募集资金总额 10.45 亿元，募集资金净额为 10.31 亿元，用于年产 1.2 亿羽肉鸡产业生态项目，该项目包括 7 个商品鸡场、饲料厂及屠宰场共 9 处建设项目。诸城项目 2024 年全部建成投产后，公司将实现父母代、商品代的全配套，公司的肉鸡宰杀量将达到 2.5-2.7 亿只、肉食加工能力达 60 万吨、熟食产能 15 万吨，公司产能将翻倍，相当于在诸城市再造一个“仙坛股份”，实现公司的二次腾飞。

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	7.16
股票代码:	002746
52 周最高价/最低价:	13.03/6.46
总市值(亿)	61.61
自由流通市值(亿)	50.81
自由流通股数(百万)	709.68



分析师: 周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话: 0755-23947349

## 投资建议

我们判断，猪价将在明年迎来拐点，带动鸡价上行，考虑到公司成本优势突出，利润有望在明年逐步释放。我们预计，2021-2023 年，公司营业收入分别为 30.13/32.78/35.28 亿元，归母净利润分别为 2.13/4.09/6.20 亿元，EPS 分别为 0.25/0.48/0.72 元，2021 年 10 月 18 日收盘价 7.16 元对应 PE 分别为 29/15/10X，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

禽病爆发风险，鸡价低迷风险，原材料价格上涨风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,533	3,188	3,013	3,278	3,528
YoY (%)	37.1%	-9.8%	-5.5%	8.8%	7.6%
归母净利润(百万元)	1,001	353	213	409	620
YoY (%)	148.9%	-64.8%	-39.6%	92.2%	51.5%
毛利率 (%)	29.9%	10.2%	7.2%	12.4%	17.4%
每股收益 (元)	1.16	0.41	0.25	0.48	0.72
ROE	30.4%	7.8%	4.5%	8.0%	10.8%
市盈率	6.16	17.48	28.93	15.05	9.93

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 公司是国内产业链完备的大型白羽肉鸡加工企业.....	4
2. 在产父母代种鸡充足，白羽肉鸡供给压力仍在.....	6
2.1. 预计 2022 年白羽肉鸡出栏量同比增长 1.64%.....	6
2.2. 禽肉替代稳步演绎，人均消费量仍有提升空间.....	9
3. 低成本护城河稳固，3-4 年再造一个仙坛.....	11
3.1. 成本控制能力优秀，周期底部仍能实现盈利.....	11
3.2. 深耕白羽肉鸡产业链，定增助力公司二次腾飞.....	15
4. 盈利预测与投资建议.....	16
5. 风险提示.....	18

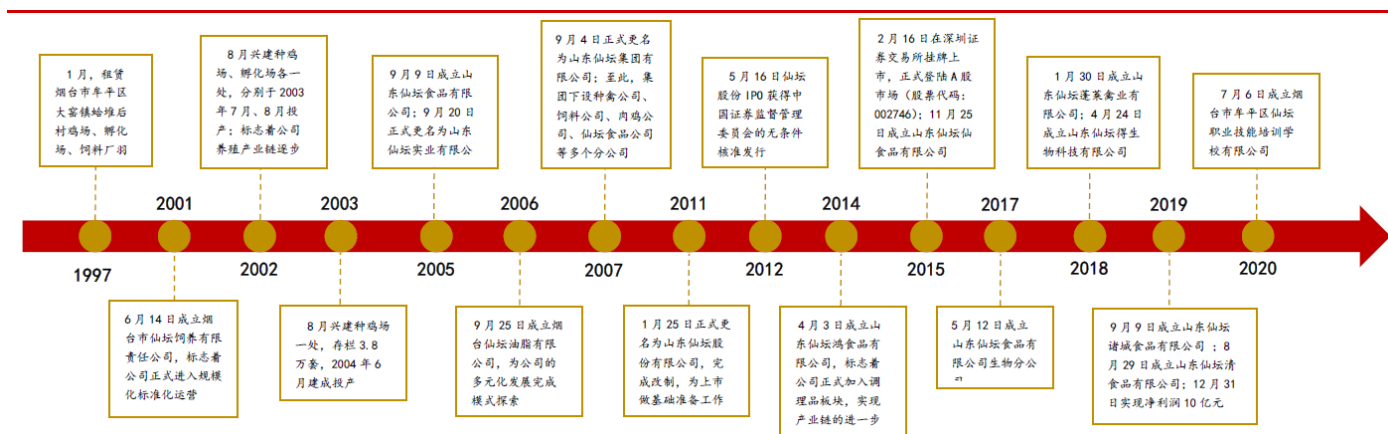
## 图表目录

图 1 公司发展历程示意图.....	4
图 2 2011-2021H1，公司营业收入及其变动情况.....	5
图 3 2011-2021H1，公司归母净利润及其变动情况.....	5
图 4 2015-2021H1，公司收入结构情况.....	5
图 5 2015-2021H1，公司毛利结构情况.....	5
图 6 公司股权结构示意图.....	6
图 7 白羽肉鸡生长周期示意图.....	6
图 8 2001-2020 年，我国祖代鸡引种量情况.....	7
图 9 2017-21 年，在产祖代鸡存栏量走势图（万套）.....	8
图 10 2017-21 年，在产父母代鸡存栏走势图（万套）.....	8
图 11 2018-2021 年，肉鸡苗平均价格走势图.....	9
图 12 2018-2021 年，肉毛鸡平均价格走势图.....	9
图 13 2015-2021 年，肉鸡养殖预期盈利情况.....	9
图 14 2015-2021 年，主产区鸡产品平均价.....	9
图 15 2012-2020 年，我国肉类消费结构图（万吨）.....	10
图 16 2014-2020 年，白羽肉鸡出栏量及其增速情况.....	10
图 17 2020 年，我国鸡产品出栏结构图.....	10
图 18 2012-2020 年，我国猪肉和禽肉消费占比变化情况.....	11
图 19 2019 年世界主要国家人均鸡肉消费量（公斤）.....	11
图 20 每公斤肉类所排放的温室气体（公斤）.....	11
图 21 公司肉鸡养殖及屠宰加工行业产业链示意图.....	12
图 22 2011-2021H1，主要白羽肉鸡上市公司归母净利润情况（百万元）.....	12
图 23 2011-2021H1，主要白羽肉鸡上市公司毛利率情况.....	13
图 24 公司产能规划示意图.....	16
表 1 白羽肉鸡出栏量测算示意图.....	8
表 2 公司主要产品生产成本拆分情况.....	14
表 3 公司募投项目示意图.....	15
表 4 仙坛股份主要业务经营预测（单位：百万元）.....	17
表 5 可比公司盈利预测.....	17

## 1. 公司是国内产业链完备的大型白羽肉鸡加工企业

公司成立于 1997 年，通过租赁鸡场、孵化场、饲料厂等开展业务；2001 年成立烟台市仙坛饲养有限责任公司，标志着公司正式进入规模化标准化运营；2002 年 8 月兴建种鸡场、孵化场各一处，公司养殖产业链逐步形成；2003 年 8 月兴建种鸡场一处，公司养殖规模进一步扩大；2005 年是公司快速发展的一年，3 月兴建种鸡育雏一场，育雏能力 8 万套、4 月和 5 月分别兴建 5.6 万套/3.8 万套种鸡场各一处、6 月新建年生产能力 20 万吨的饲料厂一处，全面实现了养殖环节的饲料自给自足、9 月成立山东仙坛食品有限公司，标志着公司实现屠宰加工一体化生产；2007 年 9 月 4 日正式更名为山东仙坛集团有限公司，标志着公司正式进行集团化管理；至此，集团下设种禽公司、饲料公司、肉鸡公司、仙坛食品公司等多个分公司，发展格局已经形成；2014 年成立山东仙坛鸿食品有限公司，产业链进一步延伸至调理品板块；2015 年，公司正式登陆 A 股资本市场。2020 年，公司通过定增募集资金 10.31 亿元用于年产 1.2 亿羽肉鸡产业生态项目，为公司后续扩张打下基础。

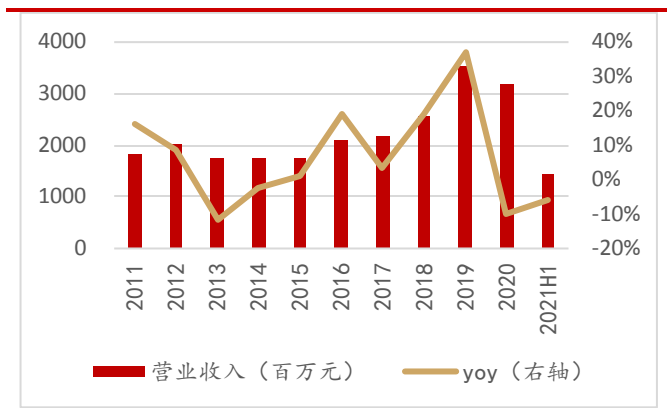
图 1 公司发展历程示意图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

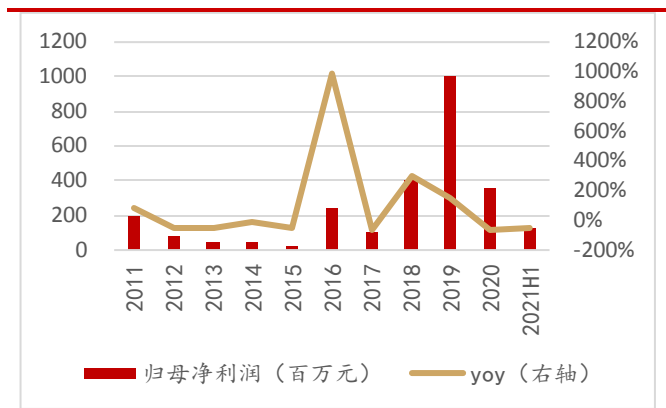
公司收入稳步增长，归母净利润周期波动特征明显。2011-2020 十年间，公司收入 18.50 亿元增长至 31.88 亿元，CAGR+6.24%，呈现稳步增长趋势；归母净利润从 1.98 亿元增长至 3.53 亿元，CAGR+6.60%。可以看到，公司收入规模在持续、稳定的扩张，主要原因在于公司生产规模的持续扩大以及产业链的不断完善，而利润端周期波动特征明显，2012-2013 年，行业景气度低迷，公司归母净利润同比分别下滑 56.24%/45.13%，2016 年，鸡价开始步入上行周期，公司表现亮眼，实现归母净利润 2.46 亿元，同比增长 988.30%。2018-2019 年，受行业高景气度影响，公司分别实现归母净利润 4.02/10.01 亿元，增长明显，2020 年以来，受鸡价低迷影响，公司实现归母净利润 3.53 亿元，同比下滑 64.77%。2021H1，公司实现营业收入 14.45 亿元，yoy-5.72%；实现归母净利润 1.22 亿元，yoy-56.22%。

图 2 2011-2021H1，公司营业收入及其变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

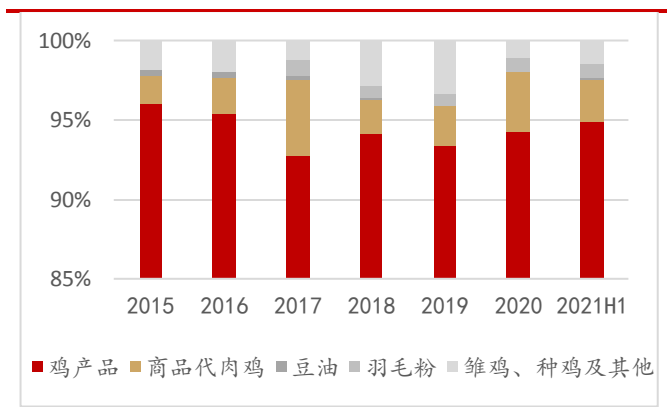
图 3 2011-2021H1，公司归母净利润及其变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

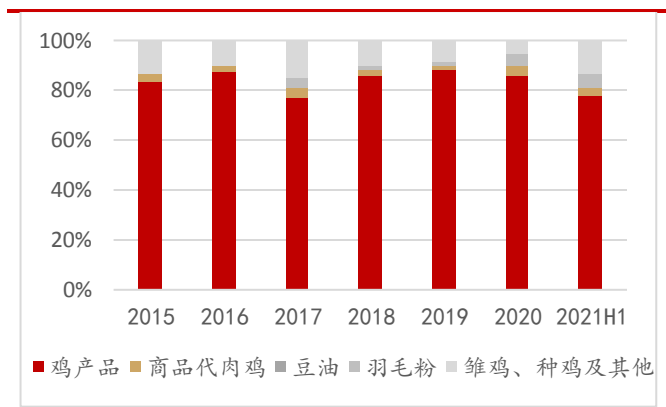
**鸡产品是公司主要的收入和利润来源。**公司深耕白羽肉鸡产业链，主要产品为鸡肉，包括分割冻鸡肉产品、冰鲜鸡肉产品及深加工调理品。2015-2020 年，公司鸡产品始终是公司主要的收入和利润来源，收入占比维持在 90%以上，毛利占比维持在 80%左右。其次是商品代肉鸡，收入和毛利占比均维持在 3%左右，其他业务占比相对较小。2021H1，公司实现营业收入 14.45 亿元，其中，鸡产品实现收入 13.72 亿元，占比 94.89%，商品代肉鸡收入占比 2.67%；实现毛利 1.05 亿元，其中，鸡产品实现毛利 0.82 亿元，占比 77.45%，商品代肉鸡毛利占比 3.73%。

图 4 2015-2021H1，公司收入结构情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

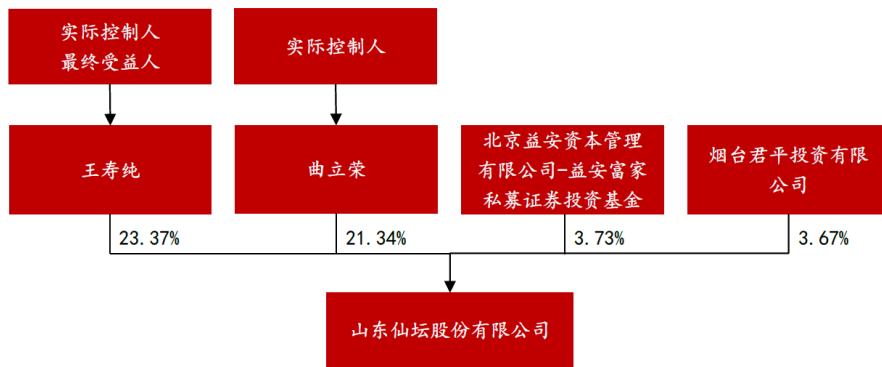
图 5 2015-2021H1，公司毛利结构情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**公司股权结构相对集中。**2020 年，公司通过定增募集资金 10.31 亿元用于年产 1.2 亿羽肉鸡产业生态项目后，股权结构发生一定变化，第一大股东王寿纯持股比例从 28.92%下降至 23.37%，第二大股东曲立荣持股比例从 26.40%下降至 21.34%，两人合计持股比例从 55.32%下降至 44.71%。

图 6 公司股权结构示意图



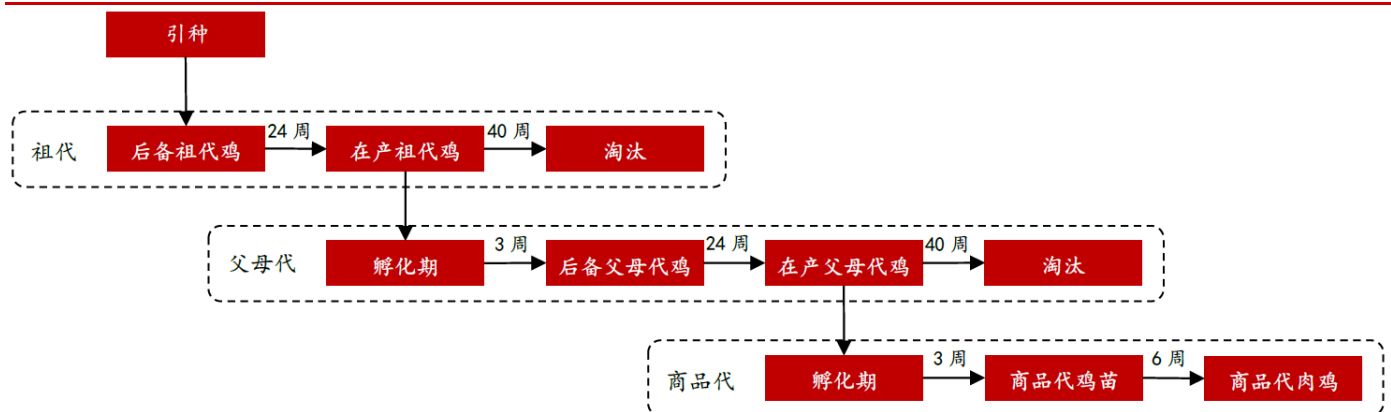
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 白羽肉鸡供给压力仍在，人均消费有望进一步提升

### 2.1. 预计 2022 年白羽肉鸡出栏量同比增长 1.64%

白羽肉鸡从祖代引种到商品代出栏耗时接近 15 个月。从白羽肉鸡生长周期来看，从祖代引种到商品代出栏共需经历祖代、父母代、商品代、出栏等 4 个阶段，全程耗时接近 15 个月，具体来看：祖代鸡从引种到产蛋需 24 周的时间，再经历 40-44 周产蛋 45 套左右后被淘汰；产蛋孵化 3 周后至父母代引种，父母代从引种到产蛋需 24 周的时间，再经历 40-44 周产蛋 110 只商品代后被淘汰；商品代从孵化到出栏屠宰共需 9 周的时间。总体来看，白羽肉鸡从祖代引种到商品代出栏屠宰耗时接近 15 个月的时间。

图 7 白羽肉鸡生长周期示意图

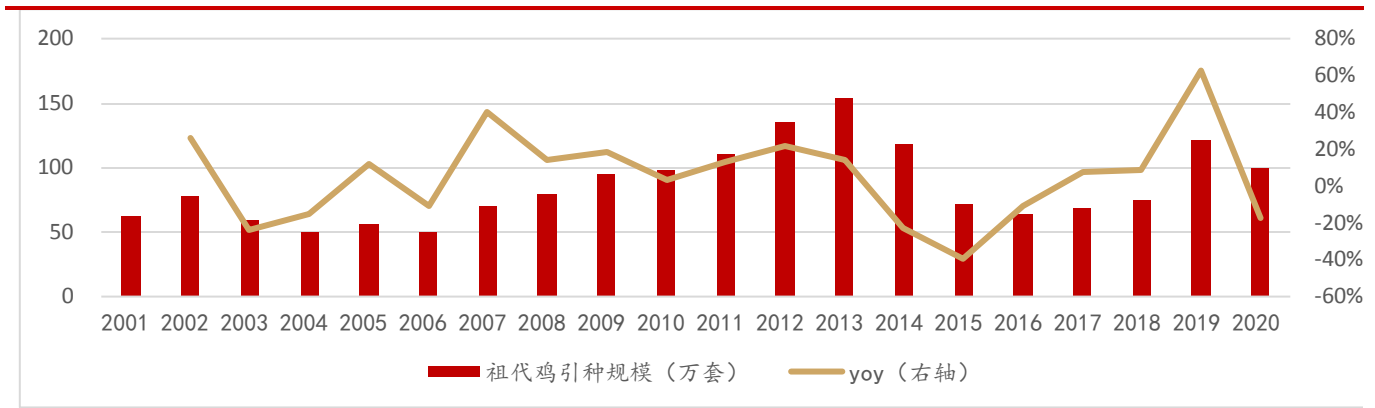


资料来源：华西证券研究所



**2020 年祖代鸡引种量为 100.3 万套，同比下滑 17.79%。**经中国畜牧业协会禽业分会测算，我国每年引进 80 万套祖代鸡即可满足国内需求。2011-2014 年，我国祖代鸡引种量均维持在 100 万套以上，远超行业正常需求，传导至白羽肉鸡供过于求，价格持续低迷。2015 年，受美国禽流感疫情爆发影响，祖代引种量直线下滑，2016-2017 年，全球爆发禽流感，我国对引种国采取封关政策，2016 年，我国引种量下滑至 64 万套，触及近年最低点。其后，我国祖代鸡引种量逐步向正常水平回归。2019 年，国内爆发非洲猪瘟疫情，生猪产能大幅下滑，受此提振，我国祖代鸡引种量达到 122 万套，2020 年，我国祖代鸡引种量同比下滑 17.79% 至 100.3 万套。

图 8 2001-2020 年，我国祖代鸡引种量情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**2022 年白羽肉鸡供给将增长 1.64%。**根据上述白羽肉鸡产能传导周期可以看到，祖代种鸡存栏是决定白羽肉鸡出栏量的核心因素，因此，我们可以根据在产祖代鸡的存栏数量对未来白羽肉鸡出栏量进行合理预测。**在产祖代鸡产能传导到商品代肉鸡出栏需 9 个月时间。**也就是说，前一年 4 月初到当年 4 月初在产祖代鸡存栏量平均值×扩繁系数就可以大致估算当前年度的白羽肉鸡出栏量。

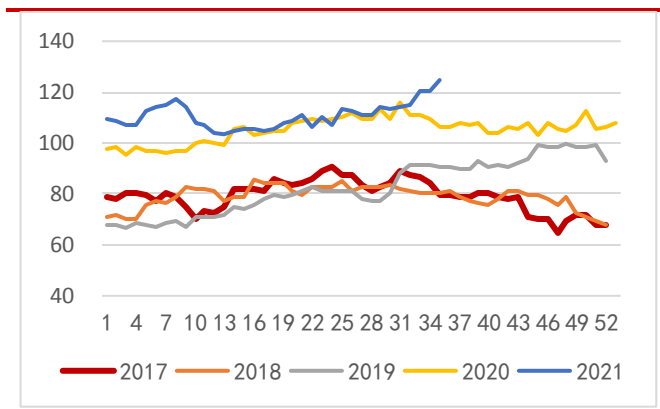
根据中国畜牧业协会禽业分会数据，2020 年 4 月初至今，在产祖代鸡平均存栏量为 109.18 万套，且在近期始终维持在 120 万套以上的较高水平，在产父母代种鸡存栏量从去年 10 月份以来也维持稳中有升趋势，9 月初已接近 1700 万套。我们认为，伴随白羽肉鸡产业链盈利空间的持续收窄，叠加上今年上半年祖代鸡引种量的回落，在产祖代鸡平均存栏量将呈现先升后降趋势，合计预计对应 2022 年白羽肉鸡出栏量的在产祖代鸡平均存栏数量为 110 万套。同时，按照祖代鸡到父母代鸡扩繁系数为 1:35 以及父母代鸡到商品代白羽肉鸡出栏扩繁系数为 1:140 测算，2022 年白羽肉鸡出栏量将为 53.9 亿羽，同比增长 1.64%，仍处在历史较高水平。

表 1 白羽肉鸡出栏量测算示意图

年份	祖代鸡平均存栏量 (万套)	扩繁比例	父母代鸡存栏量 (万套)	扩繁比例	白羽肉鸡出栏量 (亿羽)
2018	79.19	1:35	2772	142	39.41
2019	76.94	1:35	2693	164	44.2
2020	90.51	1:35	3168	155	49.2
2021E	108.22	1:35	3788	140	53.03
2022E	110.00	1:35	3850	140	53.90

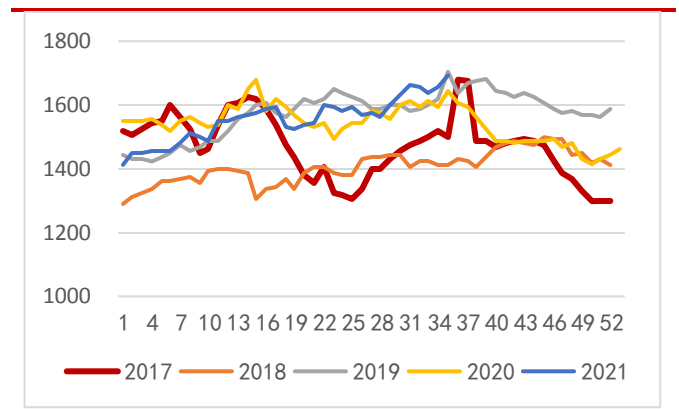
资料来源：华西证券研究所；祖代鸡/父母代鸡存栏量为上一年度4月初到当年4月初平均存栏量

图 9 2017-21 年，在产祖代鸡存栏量走势图 (万套)



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华西证券研究所

图 10 2017-21 年，在产父母代鸡存栏走势图 (万套)



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华西证券研究所



图 11 2018-2021 年，肉鸡苗平均价格走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 2018-2021 年，肉毛鸡平均价格走势



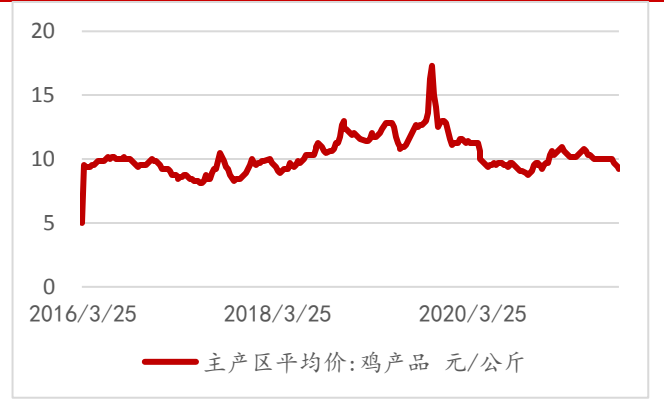
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 13 2015-2021 年，肉鸡养殖预期盈利情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 2015-2021 年，主产区鸡产品平均价

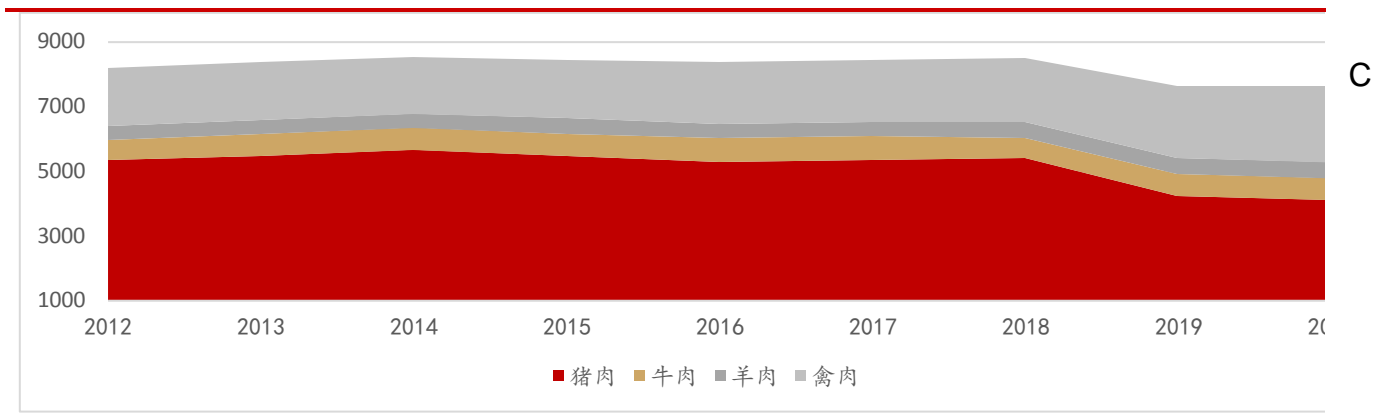


资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2.2. 禽肉替代稳步演绎，人均消费量仍有提升空间

禽肉是我国第二大肉类消费品。我国肉类消费常年稳定在 8000 万吨以上，主要以猪肉、禽肉、牛肉和羊肉为主。从肉类消费结构上来看，猪肉是我国第一大肉类消费品，其次是禽肉，牛羊肉占比相对较小。2012-2018 年，猪肉消费量稳定在 5400 万吨左右，占我国肉类消费总量的比重稳定在 64%左右，2019-2020 年，受非洲猪瘟疫情影响，猪肉供给大幅缩减，禽牛羊肉替代效应明显，占比提升明显。2018-2020 年，猪肉消费占比从 63.45%下降至 53.85%；禽肉消费占比从 23.41%提升至 30.91%，替代效应明显；牛、羊肉消费占比从 7.56%/5.58%小幅提升至 8.80%/6.44%。

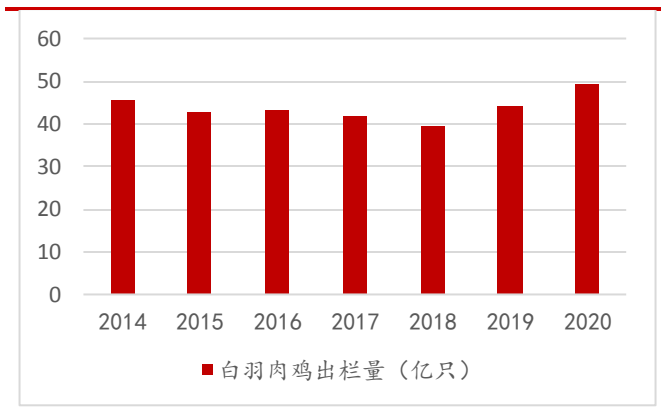
图 15 2012-2020 年，我国肉类消费结构图（万吨）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

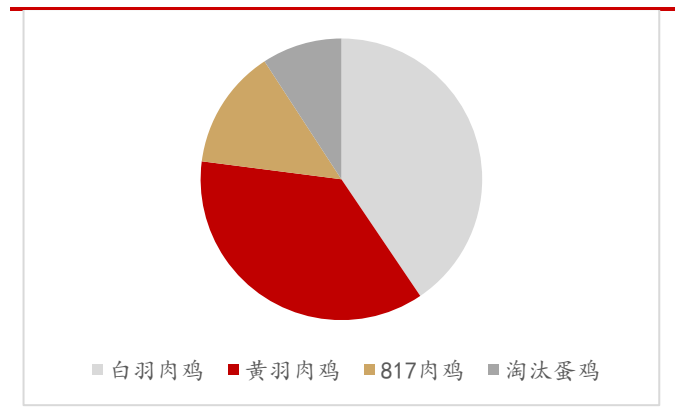
**白羽肉鸡是鸡出栏提升的重要推动力量。**从鸡出栏结构上看，白羽肉鸡是我国主要的鸡产品，根据中国畜牧业协会禽业分会数据，2020 年，我国鸡出栏 121.37 万只，其中，白羽肉鸡出栏量 49.2 亿只，居首位，其次是黄羽肉鸡，出栏量为 44.3 亿只，817 肉鸡和淘汰蛋鸡出栏量分别为 16.7/11.2 亿只。**从出栏量增速上看**，白羽肉鸡工业化程度较高，可以快速对市场做出反应，2020 年，在生猪供给大幅下滑的背景下，白羽肉鸡产量明显提升，出栏量同比增速达到 11.31%，而同时期，黄羽肉鸡/817 肉鸡/淘汰蛋鸡出栏增速分别为-9.59%/-7.17%/1.45%。

图 16 2014-2020 年，白羽肉鸡出栏量及其增速情况



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华西证券研究所

图 17 2020 年，我国鸡产品出栏结构图



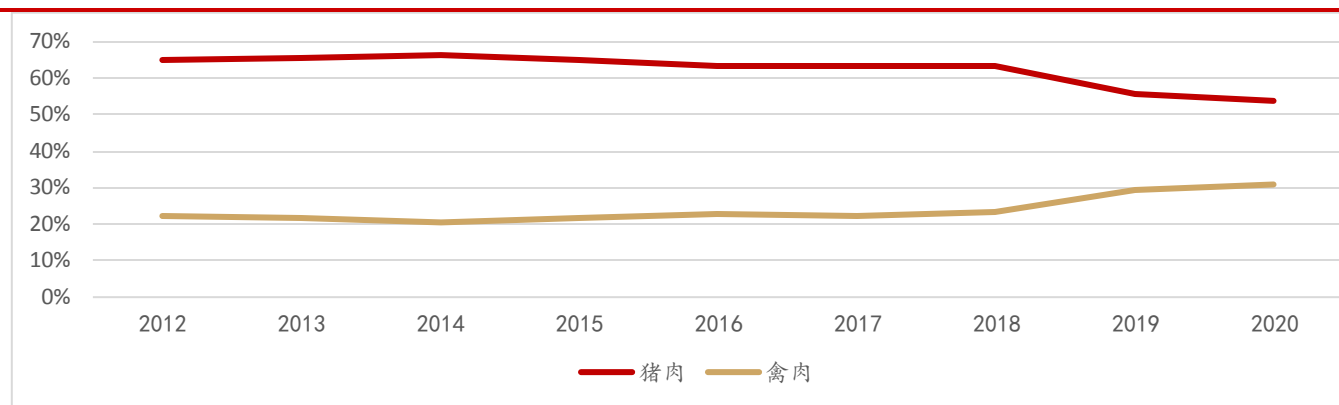
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华西证券研究所

**长期来看，禽肉消费占比有望进一步提升。**禽肉是我国仅次于猪肉的第二大肉制品消费品类，2019 年我国禽肉消费量达到 2200 万吨，占肉制品消费总量比重为 29.3%，但是我国人均鸡肉消费量仅为 12.1 公斤/人，而同时期，和我国消费习惯比较接近的日本和韩国人均鸡肉消费量分别为 17.0/18.2 公斤/人，巴西、美国更是分别达到 10.3/50.1 公斤/人，和世界主要鸡肉消费国家相比，我国人均鸡肉消费量仍有较大提升空间。

与此同时，鸡肉相比于猪肉更具优势，1) 更健康，每 100g 鸡肉中含蛋白质 23.6g，远高于猪肉的 18.3g，同时 100g 鸡肉中仅含热量 427 千焦，远低于猪肉的

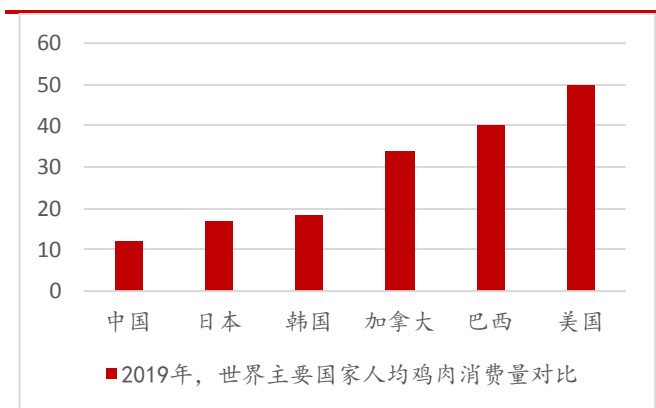
1080 千焦；2) 更便宜，2015-18 年，每公斤生猪价格是毛鸡价格的 2.13 倍，且鸡肉价格更加稳定；3) 更环保，生产一公斤鸡肉需排放的温室气体量为 7kg，低于猪肉的 8.8kg，远低于牛肉的 56.6kg；4) 效率更高，在目前的饲养水平下，肉鸡的料肉比为 1.8:1，生猪的料肉比为 3.0:1，换言之，生产一公斤鸡肉比生产一公斤猪肉可节省 40%的粮食。我们判断，无论是从营养价值还是经济效益方面来看，未来鸡肉在肉制品消费中的比重有望进一步提升，带动禽料增量需求。

图 18 2012-2020 年，我国猪肉和禽肉消费占比变化情况



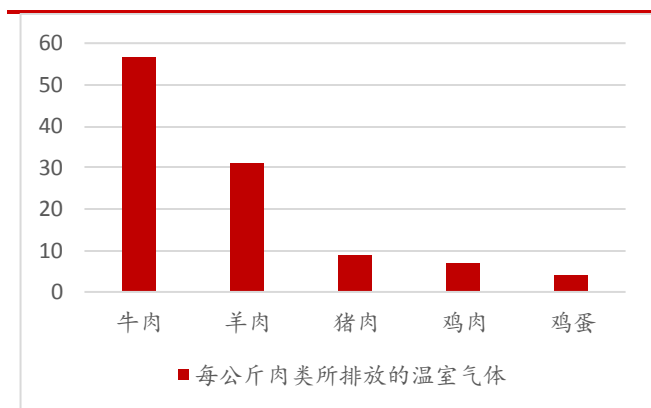
资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 19 2019 年世界主要国家人均鸡肉消费量 (公斤)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 20 每公斤肉类所排放的温室气体 (公斤)



资料来源：WildAid，华西证券研究所

### 3. 低成本护城河稳固，3-4 年再造一个仙坛

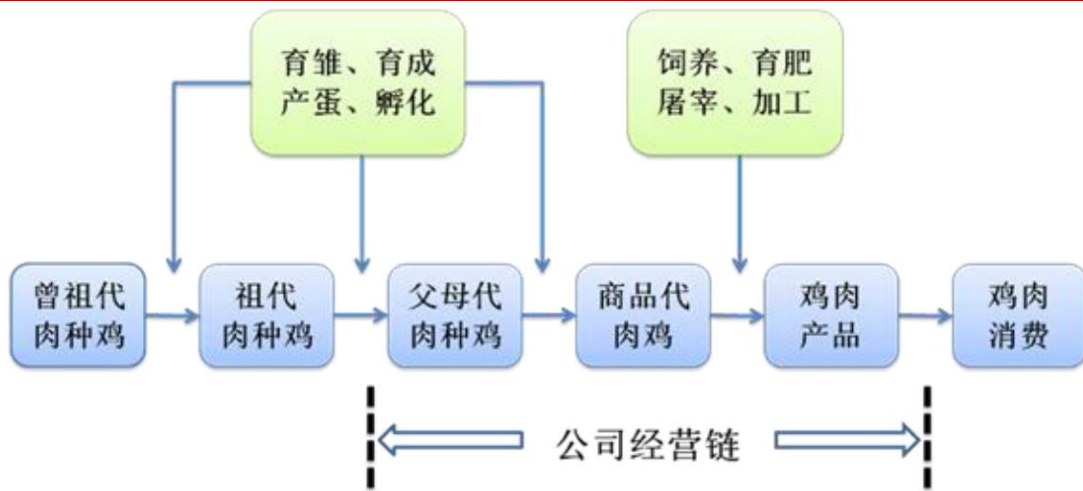
#### 3.1. 成本控制能力优秀，周期底部仍能实现盈利

经过 20 多年白羽肉鸡养殖及屠宰加工行业的专注经营，公司通过产业链纵向高度整合，实现了种鸡养殖到鸡肉产品加工销售完整产业链的全环节覆盖。公司主营业

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

务为父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工、销售。公司主要产品是商品代肉鸡及鸡肉产品，其中鸡肉产品主要以分割冻鸡肉产品、冰鲜鸡肉产品和调理食品的形式销售。

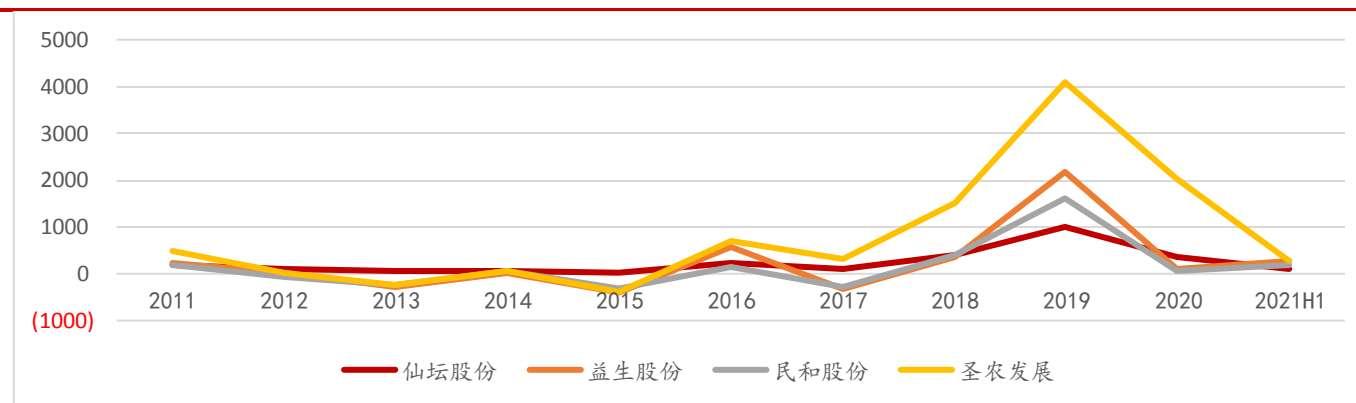
图 21 公司肉鸡养殖及屠宰加工行业产业链示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

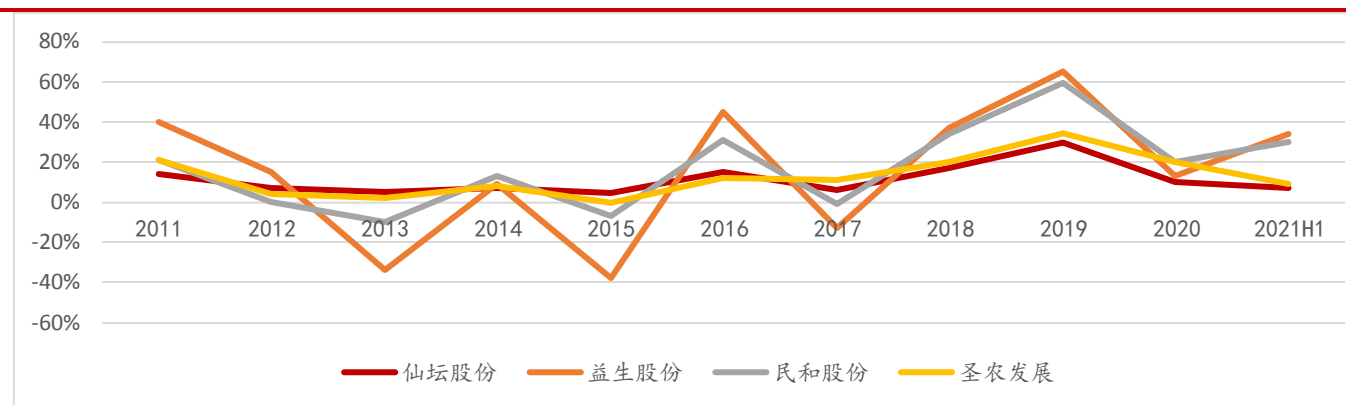
2010-2020 年，公司白羽肉鸡出栏量从 0.88 亿羽增长至 1.33 亿羽，CAGR+4.25%，保持稳步增长节奏。值得注意的是，上市以来，即使在行业景气度最为低迷的时候，公司也从未发生亏损，这一点在周期性比较强的白羽肉鸡行业实属难能可贵。根据上市公司公告整理，2013 和 2015 年，鸡价低迷，益生股份/民和股份/圣农发展均发生亏损，而公司仍实现归母净利润 0.48/0.23 亿元。

图 22 2011-2021H1，主要白羽肉鸡上市公司归母净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 23 2011-2021H1，主要白羽肉鸡上市公司毛利率情况



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

我们认为，优秀的成本控制能力是公司穿越周期的重要条件，具体来看：

1) 公司采用“公司+自养场+农场”的合作养殖模式，该模式是“公司+农户”模式的严格管理升级模式，公司与农场之间并非雇佣关系，而是合作关系，公司负责产品及技术研发、市场开拓，农场负责养殖管理，共同承担产品价格波动所带来的市场风险。公司与合作养殖场签订委托饲养合同，合作养殖场根据公司的选址及建设要求建设养殖场。公司向合作养殖场提供商品代雏鸡、饲料、疫苗、药品，并拥有该等物资及出栏商品代肉鸡的所有权。公司按照预先设定的商品代雏鸡、饲料、疫苗、药品、商品代肉鸡的流程结算价格及其他市场因素计算应支付给合作养殖场的养殖费。该种合作模式保障了公司肉鸡质量的安全可控，同时，由于公司固定资产投资相对较小，减少了公司的财务支出和折旧成本等费用，这种轻资产的养殖模式，有效控制了公司的生产成本。

2) 公司合作养殖场采取“九统一”管理模式，即统一选址布局、统一规划建设标准、统一供应饲料、统一供应商品代雏鸡、统一供应药品、统一回收出栏商品代肉鸡、统一物流管理、统一防疫/标准化养殖管理、统一全方位检测。该种养殖模式可以显著提升生产效率，降低生产成本。

3) 公司形成了从种鸡养殖到鸡肉产品加工、熟食品加工的完整产业链闭环，从而将分散的多个生产环节有效整合，纳入公司的一体化管控体系，形成公司可持续发展的核心竞争力，提升了食品安全可追溯的整体综合竞争力，有效减少市场供求波动对肉鸡养殖连续性、稳定性的不利影响。

表 2 公司主要产品生产成本拆分情况

鸡肉产品养殖成本, 元/羽	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
原材料	12.7	11.6	11.0	11.6	11.6	12.1	14.1
人工工资	1.4	1.5	1.7	1.7	1.6	1.9	2.0
能源	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
折旧	0.1	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
其他 (以代养费为主)	2.7	2.8	2.9	2.9	3.6	4.0	4.1
合计	17.4	16.6	16.4	17.2	17.8	19.0	21.3
鸡肉产品养殖成本, 元/吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
原材料	5,882	5,107	4,708	4,825	4,729	4,924	5,493
人工工资	642	637	716	711	664	767	784
能源	213	218	151	184	159	157	178
折旧	65	70	196	227	224	224	247
其他 (以代养费为主)	1,250	1,236	1,246	1,220	1,450	1,645	1,607
合计	8,053	7,268	7,017	7,167	7,226	7,716	8,309
鸡肉产品养殖成本构成	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
原材料	73%	70%	67%	67%	65%	64%	66%
人工工资	8%	9%	10%	10%	9%	10%	9%
能源	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%
折旧	1%	1%	3%	3%	3%	3%	3%
其他 (以代养费为主)	16%	17%	18%	17%	20%	21%	19%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所



### 3.2. 深耕白羽肉鸡产业链，定增助力公司二次腾飞

2020 年，公司通过非公开发行股票的方式募集资金总额 10.45 亿元，募集资金净额为 10.31 亿元，用于年产 1.2 亿羽肉鸡产业生态项目，该项目包括 7 个商品鸡场、饲料厂及屠宰场共 9 处建设项目。

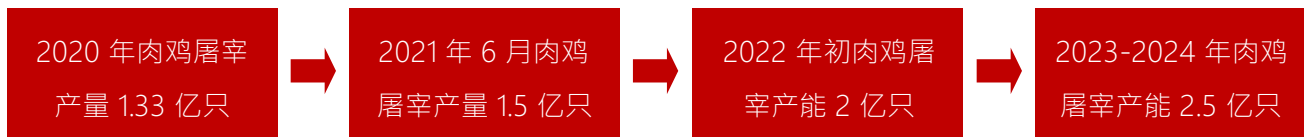
诸城项目 2024 年全部建成投产后，公司将实现父母代、商品代的全配套，公司的肉鸡宰杀量将达到 2.5-2.7 亿只、肉食加工能力达 60 万吨、熟食产能 15 万吨，公司产能将翻倍，相当于在诸城市再造一个“仙坛股份”，实现公司的二次腾飞。

表 3 公司募投项目示意图

序号	建设内容	备案项目名称	备案投资额（万元）
1	商品鸡场 诸城市林家村镇前泮家庄商品鸡场	山东仙坛诸城食品有限公司年出栏 500 万羽商品鸡场项目	5900
2	商品鸡场 诸城市林家村镇高家宅商品鸡场	山东仙坛诸城食品有限公司年出栏 250 万羽商品鸡场项目	3000
3	商品鸡场 诸城市林家村镇山头村商品鸡场	山东仙坛诸城食品有限公司年出栏 220 万羽商品鸡场项目	2600
4	商品鸡场 诸城市贾悦镇白家官庄商品鸡场	山东仙坛诸城食品有限公司年出栏 280 万羽商品鸡场项目	3400
5	商品鸡场 诸城市皇华镇后郝戈庄商品鸡场	山东仙坛诸城食品有限公司年出栏 630 万羽商品鸡场项目	7400
6	商品鸡场 诸城市贾悦镇前张庄商品鸡场	山东仙坛诸城食品有限公司年出栏 520 万羽商品鸡场项目	6100
7	商品鸡场 诸城市石桥子镇东楼子商品鸡场	山东仙坛诸城食品有限公司年出栏 290 万羽商品鸡场项目	3500
8	饲料厂	山东仙坛诸城食品有限公司年产 60 万吨饲料厂项目	9900
9	屠宰厂	山东仙坛诸城食品有限公司年屠宰 1.2 亿只肉鸡生态产业项目	69800

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 24 公司产能规划示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

公司主要业务包括鸡产品、商品代肉鸡和其它业务，假设中的部分将分别针对上述板块展开讨论：

**鸡产品：**2021 年，受生猪价格下行 & 白羽肉鸡祖代鸡产能释放影响，鸡肉价格持续低迷，我们判断，明年三四季度将迎来猪价拐点，提振鸡价。基于此，我们预计，2021-2023 年，公司鸡产品收入增速分别为-6.29%/8.71%/7.39%，毛利率分别为 5.88%/11.36%/16.67%。

**商品代肉鸡：**我们预计公司商品代肉鸡出栏量继续保持稳步增长节奏，2021-2023 年，公司商品代肉鸡收入增速分别为 8.77%/12.75%/14.02%，毛利率分别为 12.50%/14.63%/17.65%。

**其他：**公司企业业务有望保持稳定增长，我们预计，2021-2023 年，公司其他业务收入增速分别为 5%/5%/5%，毛利率分别为 50.74%/50.74%/50.74%。

表 4 仙坛股份主要业务经营预测（单位：百万元）

业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>鸡产品</b>					
收入	3297.09	3005.21	2816.06	3061.23	3287.34
成本	2367.64	2723.92	2650.41	2713.36	2739.45
毛利	929.45	281.29	165.65	347.87	547.89
毛利率	28.19%	9.36%	5.88%	11.36%	16.67%
<b>商品代肉鸡</b>					
收入	90.17	118.33	128.71	145.12	165.47
成本	66.47	106.00	112.62	123.88	136.27
毛利	23.70	12.33	16.09	21.24	29.20
毛利率	26.28%	10.42%	12.50%	14.63%	17.65%
<b>其他业务</b>					
收入	146.13	64.78	68.01	71.42	74.99
成本	41.38	31.91	33.50	35.18	36.94
毛利	104.75	32.87	34.51	36.24	38.05
毛利率	71.68%	50.74%	50.74%	50.74%	50.74%
<b>费用率</b>					
销售费率	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费率	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
财务费率	-0.4%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，华西证券研究所

我们判断，猪价将在明年迎来拐点，带动鸡价上行，考虑到公司成本优势突出，利润有望在明年逐步释放。我们预计，2021-2023 年，公司营业收入分别为 30.13/32.78/35.28 亿元，归母净利润分别为 2.13/4.09/6.20 亿元，EPS 分别为 0.25/0.48/0.72 元，2021 年 10 月 18 日收盘价 7.16 元对应 PE 分别为 29/15/10X，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司				P/E			
			EPS (元)				2020A	2021E	2022E	2023E
002458.SZ	益生股份	10.34	0.09	0.35	0.35	0.46	114.89	29.54	29.54	22.48
002234.SZ	民和股份	15.47	0.22	1.87	2.22	1.97	70.32	8.27	6.97	7.85
002299.SZ	圣农发展	21.6	1.64	0.85	1.52	2.25	13.17	25.41	14.21	9.60
平均							66.13	21.08	16.91	13.31

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2021 年 10 月 18 日收盘价

## 5. 风险提示

**禽病爆发风险。**禽流感等疫病的爆发是鸡饲养过程中的重大风险，一旦公司内部鸡场爆发重大疫病，一方面，鸡只死亡导致出栏量下降会直接影响公司业绩；另一方面，疫病发生后，公司需要对养殖场进行净化，增加公司生产成本。

**鸡价低迷风险。**鸡价由供需两方面共同决定，如果行业非理性大幅扩张产能，引发供给端过剩，或者需求端受到消费习惯等方面的改变出现下滑，鸡价或将持续低迷，直接影响公司业绩。

**原材料价格上涨风险。**玉米、大豆等原材料是公司生产成本的主要构成部分，如果玉米、大豆等农产品种植面积大幅下滑受到自然灾害等方面的影响出现减产，价格大幅上涨会显著增加公司生产成本，对公司经营业绩产生不利影响。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,188	3,013	3,278	3,528	净利润	358	221	423	639
YoY (%)	-9.8%	-5.5%	8.8%	7.6%	折旧和摊销	202	142	120	125
营业成本	2,862	2,797	2,872	2,913	营运资金变动	77	-26	2	1
营业税金及附加	9	8	9	10	经营活动现金流	553	277	469	681
销售费用	8	8	8	9	资本开支	-473	-455	-376	-393
管理费用	47	45	49	53	投资	-325	0	0	0
财务费用	5	7	0	0	投资活动现金流	-706	-388	-299	-308
资产减值损失	-4	0	0	0	股权募资	1,032	0	0	0
投资收益	92	67	77	84	债务募资	528	-230	0	0
营业利润	351	218	417	630	筹资活动现金流	709	-237	0	0
营业外收支	-3	0	0	0	现金净流量	556	-347	170	373
利润总额	348	218	417	630					
所得税	-10	-2	-6	-9	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	358	221	423	639	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	353	213	409	620	营业收入增长率	-9.8%	-5.5%	8.8%	7.6%
YoY (%)	-64.8%	-39.6%	92.2%	51.5%	净利润增长率	-64.8%	-39.6%	92.2%	51.5%
每股收益	0.41	0.25	0.48	0.72	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	10.2%	7.2%	12.4%	17.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	11.2%	7.3%	12.9%	18.1%
货币资金	1,178	830	1,000	1,373	总资产收益率 ROA	6.5%	3.9%	7.0%	9.5%
预付款项	6	8	8	8	净资产收益率 ROE	7.8%	4.5%	8.0%	10.8%
存货	361	389	390	394	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	2,419	2,423	2,428	2,432	流动比率	<b>4.93</b>	<b>6.27</b>	<b>6.49</b>	<b>7.03</b>
流动资产合计	3,964	3,651	3,825	4,207	速动比率	4.48	5.59	5.82	6.36
长期股权投资	60	60	60	60	现金比率	1.47	1.43	1.70	2.29
固定资产	896	1,046	1,122	1,201	资产负债率	15.0%	10.9%	10.3%	9.4%
无形资产	131	169	205	242	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	1,499	1,811	2,066	2,333	总资产周转率	0.58	0.55	0.56	0.54
资产合计	5,462	5,462	5,891	6,540	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	230	0	0	0	每股收益	0.41	0.25	0.48	0.72
应付账款及票据	182	189	189	192	每股净资产	5.22	5.47	5.95	6.67
其他流动负债	392	393	400	407	每股经营现金流	0.64	0.32	0.54	0.79
流动负债合计	804	582	589	599	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	15	15	15	15	PE	17.48	28.93	15.05	9.93
非流动负债合计	15	15	15	15	PB	2.21	1.31	1.20	1.07
负债合计	819	598	605	614					
股本	574	574	574	574					
少数股东权益	150	157	171	190					
股东权益合计	4,643	4,864	5,287	5,926					
负债和股东权益合计	5,462	5,462	5,891	6,540					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。