

益客食品 (301116.SZ)

肉鸭肉鸡双产业链布局的禽屠宰加工企业

优于大市

核心观点

公司立足山东、苏北，聚焦肉鸭肉鸡屠宰。公司主业涵盖禽屠宰、饲料、种禽、调熟四大板块，已围绕鸡鸭两大品类建立了集饲料、种苗、孵化、屠宰加工、深加工等环节于一体的产业链运营版图。自成立以来，公司聚焦屠宰加工，立足山东、苏北，以轻资产模式带动经营规模持续扩张。2023年公司屠宰板块收入占比为74%（其中鸭/鸡产品对总收入贡献分别为42%/31%），禽肉销量达165万吨，收入规模突破200亿元（近五年CAGR为15%），肉鸭、肉鸡屠宰规模均位列国内前列，已成为国内最大禽屠宰加工企业之一。

成本端：持续提升种苗配比，有望增强成本可控能力。种苗方面，2023年公司在菏泽合资经营的“白羽肉鸭种禽养殖及孵化项目”落地，预计带来约7000万羽种苗孵化销售产能。饲料方面，公司30万吨禽料募投项目已达产且正积极租赁周边区域闲置产能，销售规模有望维持较快增长。未来公司将围绕补链强链目标，持续提升禽苗和饲料配套，相关产品销量有望保持增长趋势，进而部分对冲上游成本波动对公司屠宰环节造成的压力。

收入端：屠宰产能稳步扩张，调熟业务快速发展。产能方面，公司肉鸭业务屠宰规模依靠募投项目投产、政企合作项目稳步扩张，未来随肇庆高要肉鸭项目落地，公司肉鸭屠宰产能预计实现亿羽级扩张并实现对粤港澳大湾区市场的有效覆盖；公司肉鸡业务已于5月和宿迁当地政府签署投资框架，未来“宿豫益客总部基地暨全产业链项目”预计将为公司肉鸡养殖、屠宰环节带来亿羽级扩张。产品方面，公司调熟品业务产品矩阵不断丰富，产能逐步扩张，收入维持较快增长，未来有望不断强化公司盈利能力。

景气度：猪周期进入右侧，有望同步带动禽产业景气。供给方面，受肉类下行周期以及海外禽流感影响，国内肉鸡和肉鸭产能近年均有所调减。需求方面，受前期产能去化、疫情扰动影响，生猪供给缺口逐步显现，猪周期步入右侧，后续猪价回升有望同步带动禽肉消费。综合来看，供给偏紧叠加替代需求提振，禽产业景气有望自底部持续修复，公司主业预计直接受益。

盈利预测与估值：益客食品作为国内大型禽屠宰加工企业之一，内部补链强链稳步推进且有望受益畜禽养殖景气回暖。预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.1/2.2/1.8亿元（同比+224%/3%/-19%），EPS分别为0.5/0.5/0.4元。通过多角度估值，我们预计公司股票合理估值区间在9.4-10.2元之间，较目前股价约有5%-10%溢价空间，给予“优于大市”评级。

风险提示：发生禽类疫病风险；饲料原材料大幅波动风险；食品安全风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,715	21,888	26,182	31,144	34,765
(+/-%)	14.0%	17.0%	19.6%	19.0%	11.6%
净利润(百万元)	52	-171	212	219	177
(+/-%)	-55.8%	-430.4%	—	3.4%	-19.0%
每股收益(元)	0.12	-0.38	0.47	0.49	0.39
EBIT Margin	1.0%	0.1%	1.4%	1.3%	1.0%
净资产收益率 (ROE)	2.6%	-9.7%	11.4%	11.2%	8.4%
市盈率 (PE)	77.5	-23.5	18.9	18.3	22.6
EV/EBITDA	15.5	20.9	13.7	13.4	14.2
市净率 (PB)	2.05	2.28	2.17	2.05	1.91

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·深度报告

农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

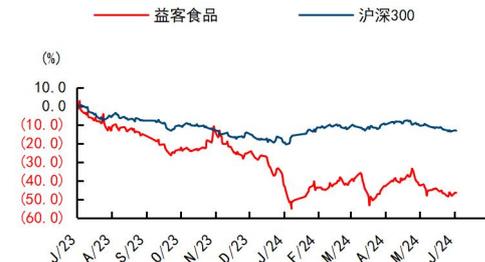
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	9.40 - 10.20元
收盘价	9.19元
总市值/流通市值	4126/1071百万元
52周最高价/最低价	18.36/7.25元
近3个月日均成交额	45.73百万元

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

内容目录

公司介绍：肉鸭肉鸡双产业布局的头部禽屠宰加工企业	5
公司简介：立足山东、苏北，聚焦肉鸡肉鸭屠宰	5
公司治理：股权分布集中，实控人持股比例接近 40%	7
经营分析：经营规模稳步扩张，盈利表现随景气波动	8
行业展望：猪周期进入右侧，有望同步带动禽产业景气	12
受行情低迷、海外疫情扰动，国内禽供给整体偏紧	12
国内禽产业基于高效率养殖的品牌业务延伸正在加速	13
禽肉作为第二大消费肉类，价格景气受猪周期影响较大	14
当前猪周期步入右侧，有望同步带动禽产业景气	15
公司看点：致力补链强链，单羽收益有望稳步提升	17
成本端：持续提升种苗配比，有望增强成本可控能力	17
收入端：屠宰产能稳步扩张，调熟业务快速发展	19
盈利预测	22
假设前提	22
未来 3 年业绩预测	23
盈利预测的敏感性分析	24
估值与投资建议	25
绝对估值：9.4-10.2 元	25
相对估值：9.4-9.9 元	27
投资建议	27
附表：财务预测与估值	29
免责声明	30

图表目录

图 1: 益客食品已围绕肉鸭、肉鸡两大品类建立了一体化产业链运营模式	5
图 2: 公司固定资产规模相比上市同行较小	6
图 3: 公司固定资产周转天数明显短于上市同行	6
图 4: 益客食品目前已成为全国最大的禽屠宰加工企业之一	6
图 5: 公司业务立足山东、苏北, 规模稳步扩张	7
图 6: 公司实控人为田立余, 持股比例为 37.74% (截至 2024 年 3 月 31 日)	8
图 7: 公司营业收入 2013-2023 年 CAGR 为 14.62%	8
图 8: 公司归母净利润随禽产业景气波动明显	8
图 9: 公司利润率波动明显	9
图 10: 公司费用率较为平稳	9
图 11: 公司毛利率与上市同行对比 (单位: %)	9
图 12: 公司销售费用率与上市同行对比 (单位: %)	9
图 13: 公司管理费用率与上市同行对比 (单位: %)	9
图 14: 公司财务费用率与上市同行对比 (单位: %)	9
图 15: 公司 2023 年主营业务收入结构	10
图 16: 公司 2023 年主营业务收入结构 (按产品)	10
图 17: 公司鸭产品收入维持扩张, 盈利短期承压	10
图 18: 公司鸡产品收入维持扩张, 盈利短期承压	10
图 19: 公司鸡产品毛利率低于圣农发展, 和仙坛股份、禾丰股份较为接近	11
图 20: 公司鸭苗收入近年增长较快	11
图 21: 白羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)	12
图 22: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)	12
图 23: 白羽肉鸡行业景气有望随生猪价格回升而改善 (单位: 元/公斤、元/只)	12
图 24: 黄羽肉鸡行情有望自底部持续回暖	12
图 25: 白羽肉鸭在产祖代及父母代产能近年均有所调减	13
图 26: 2023 年以来, 白羽肉鸭毛鸭价格呈震荡下行走势	13
图 27: 国内白羽肉鸡产业围绕屠宰环节已形成较为成熟的格局	13
图 28: 禽肉是国内第二大消费肉类	14
图 29: 2019-2020 年在高蛋白缺口和高猪价驱动下, 替代消费需求转向鸡肉	14
图 30: 受猪肉缺口驱动, 国内肉鸭出栏在 2019 年大幅增长	14
图 31: 受猪肉缺口驱动, 国内鸭肉产量在 2019 年大幅增长	14
图 32: 白羽肉鸡价格和生猪价格拥有较高的景气关联度	15
图 33: 白羽肉鸭价格和生猪价格存在正向联动	15
图 34: 截至近 4 月末, 能繁母猪已自高点累计去化约 10%	15
图 35: 2024 年 4 月, 猪料销量环比下滑明显	15
图 36: 新生仔猪数量自 2023 年 9 月以来呈环比减少趋势	16
图 37: 生猪价格近期自底部快速回升至 17 元/kg 以上	16

图 38: 2023 年公司屠宰上游业务贡献 32%毛利	17
图 39: 2023 年公司屠宰下游业务贡献 17%毛利	17
图 40: 公司 2023 年鸭苗设计产能同比+68% (单位: 万羽)	18
图 41: 公司禽苗销量近年增长较快	18
图 42: 2023 年公司鸭苗、鸡苗合计毛利占比接近 30%	18
图 43: 2023 年肉鸭产业屠宰环节盈利承压明显	18
图 44: 公司饲料销量及增速情况	18
图 45: 2023 年公司饲料产能扩大至 140 万吨以上	18
图 46: 益客食品调理品和熟食业务已经形成丰富的产品矩阵	20
图 47: 公司调理品及熟食业务收入近年维持扩张趋势	20
图 48: 公司调熟业务毛利率高于屠宰环节的鸭产品和鸡产品	20
表 1: 公司经营高度聚焦屠宰加工环节, 所用毛鸭和毛鸡主要来自合同采购	5
表 2: 公司是国内最大的白羽肉鸡屠宰企业之一	7
表 3: 多数白羽肉鸡上市企业已涉足鸡肉深加工业务	13
表 4: 公司 IPO 募资 1.27 亿元用于扩张肉鸭屠宰产能	19
表 5: 公司去年以来积极推进政企合作	19
表 6: 益客食品主营业务收入拆分	22
表 7: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 百万元)	23
表 8: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	24
表 9: 公司盈利预测假设条件 (%)	25
表 10: 资本成本假设	25
表 11: 益客食品 FCF 预测表	25
表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	26
表 13: 益客食品同类公司估值比较	27

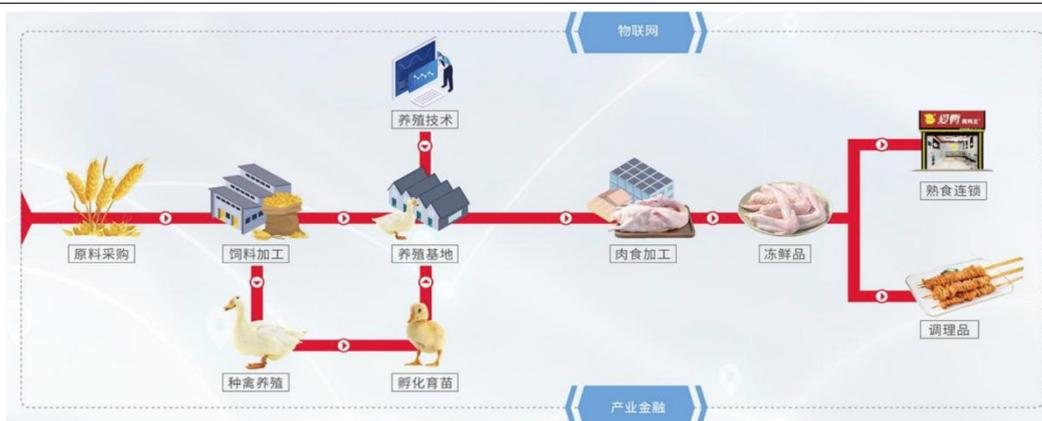
公司介绍：肉鸭肉鸡双产业布局的头部禽屠宰加工企业

公司简介：立足山东、苏北，聚焦肉鸡肉鸭屠宰

◆ 业务简介：公司是国内最大禽屠宰加工企业之一

公司主营业务涵盖禽屠宰、饲料、种禽、调熟四大核心板块，目前已围绕肉鸭、肉鸡两大品类建立了集饲料、种苗、孵化、屠宰加工、深加工等业务环节于一体的产业链运营版图。自成立以来，公司聚焦屠宰加工，立足山东、苏北，以轻资产模式带动经营规模持续扩张。2023 年公司屠宰板块收入占比为 74%（其中鸭/鸡产品对总收入贡献分别为 42%/31%），禽肉销量达 165 万吨，收入规模突破 200 亿元（近五年 CAGR 为 15%），肉鸭、肉鸡屠宰规模均位列国内前列，已成为国内最大禽屠宰加工企业之一。

图1：益客食品已围绕肉鸭、肉鸡两大品类建立了一体化产业链运营模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 业务模式：轻资产运营，聚焦屠宰加工

公司经营高度聚焦屠宰加工环节，所用毛鸭和毛鸡主要来自合同采购（即与合作社或农户提前签订采购合同，然后按照约定价采购毛鸭和毛鸡），饲料、种禽板块产品则主要销售给养殖公司或农户，公司自身几乎不直接参与养殖环节。

表1：公司经营高度聚焦屠宰加工环节，所用毛鸭和毛鸡主要来自合同采购

	采购模式	销售模式
饲料板块	原材料主要为玉米、豆粕等，采购模式为集中询价采购及个性化定制。	主要向养殖公司、养殖户直接销售。
种禽板块	主要采购父母代种苗及饲料。	孵化的商品代鸭苗、鸡苗主要向养殖公司、养殖户直接销售。
屠宰板块	主要采用合同采购模式采购，即屠宰板块各公司根据生产计划与附近的养殖户签订批次合同，然后按批次合同约定的价格收购毛鸭或毛鸡。	鸡鸭产品的客户包括直销客户与经销客户，其中直销客户主要为肉食制品加工厂等大 B 客户，经销客户主要为公司的批市经销商及商超客户等渠道商。
调熟板块	采购模式主要为公司内部定量采购，部分原料肉及辅料的采购模式主要为外部询价采购。	主要采用连锁加盟门店及为 OEM 厂代工的销售模式，少数包装商品通过终端超市门店（超市供应商）和网络电商销售

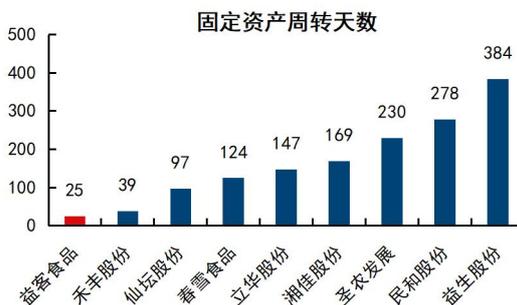
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司固定资产规模相比上市同行较小



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图3：公司固定资产周转天数明显短于上市同行



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

◆ 发展历程：立足山东、苏北，规模稳步扩张

公司成立于2004年，成立之初采用租赁模式先后投产四家屠宰加工厂。此后公司确立轻资产合作发展战略，即向屠宰环节的上游养户提供种苗及饲料投入品，然后合同采购毛鸭毛鸡，聚焦屠宰加工环节的运营模式由此确立。2008-2010年公司开启苏北扩张，带动收入规模快速提升，2011年突破40亿元。2018年，公司确立菏泽亿羽肉鸭全产业链和徐州亿羽肉鸡全产业链项目，带动收入规模迈入百亿体量。2023年，公司实现禽肉销量165万吨，收入规模突破200亿元，肉鸡肉鸭屠宰规模均位列国内前列，已成为国内最大的禽屠宰加工企业之一。

图4：益客食品目前已成为全国最大的禽屠宰加工企业之一



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 公司业务立足山东、苏北, 规模稳步扩张



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

表2: 公司是国内最大的白羽肉鸡屠宰企业之一

序号	企业名称	2022 年白羽肉鸡屠宰量 (亿羽)	2022 年市占率
1	禾丰集团	7.51	10.00%
2	圣农集团	6.1	8.10%
3	正大 (中国)	4.6	6.10%
4	新希望六和	3.1	4.10%
5	山东太和集团	2.7	3.60%
6	耘垦集团	2.4	3.20%
7	益客集团	2.4	3.20%
8	仙坛集团	2	2.70%
9	山东超合集团	1.9	2.50%
10	凤祥集团	1.4	1.90%

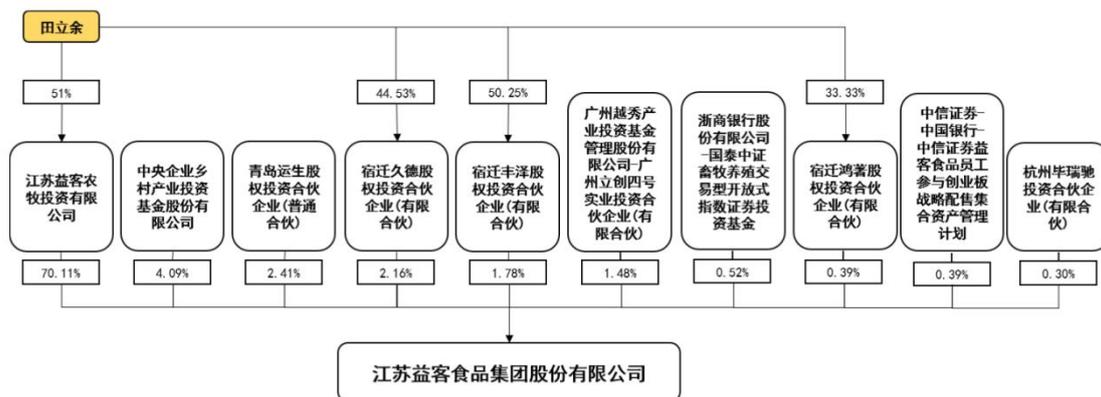
资料来源: 白羽肉鸡联盟, 国信证券经济研究所整理

公司治理: 股权分布集中, 实控人持股比例接近 40%

◆ 公司股权分布较为集中, 实控人为田立余

截至 2024 年 3 月 31 日, 公司控股股东为江苏益客农牧投资有限公司, 持股比例为 70.11%, 实控人田立余持有江苏益客农牧投资有限公司 51% 股权, 并通过宿迁久德股权投资合伙企业 (有限合伙)、宿迁丰泽股权投资合伙企业 (有限合伙)、宿迁鸿著股权投资合伙企业 (有限合伙) 持有公司部分股份, 穿透后的合计持股比例为 37.74%。根据公司披露, 公司 2025 年 1 月 20 日将有 3.32 亿股首发原股东限售股份解禁 (其中江苏益客农牧投资有限公司/宿迁久德股权投资合伙企业 (有限合伙)/宿迁丰泽股权投资合伙企业 (有限合伙) 分别解禁限售股份 31477/972/799 万股), 占公司总股本 74.05%。

图6: 公司实控人为田立余, 持股比例为 37.74% (截至 2024 年 3 月 31 日)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

经营分析: 经营规模稳步扩张, 盈利表现随景气波动

◆ 收入及利润: 收入稳步扩张, 盈利随禽产业景气波动。

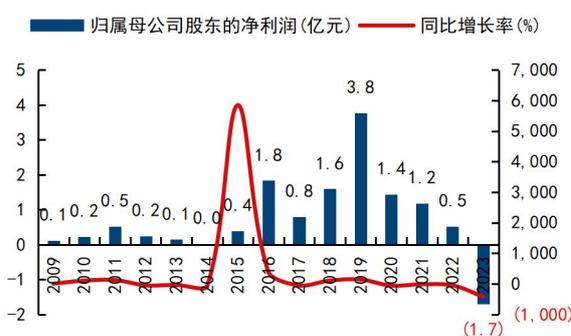
公司成立以来基于轻资产模式得以在山东、苏北实现经营规模的稳步扩张, 但盈利表现受禽产业景气影响波动明显。2023 年公司营业收入同比+16.96%至 218.88 亿元, 2013-2023 年 CAGR 为 14.62%; 归母净利润同比-427.64%至-1.71 亿元。2024Q1 禽产业行情延续低迷, 公司收入盈利均有所承压, 营业收入同比-11.08%至 45.89 亿元, 归母净利润同比-32.97%至 0.78 亿元。

图7: 公司营业收入 2013-2023 年 CAGR 为 14.62%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司归母净利润随禽产业景气波动明显



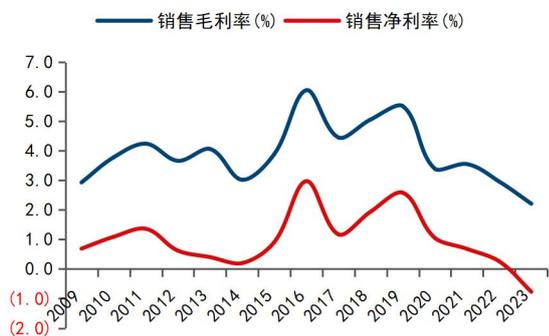
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 利润率及费用率: 利润率短期承压, 费用率相对平稳

(1) 盈利能力方面: 近年来受养殖景气低迷影响, 公司毛利率和净利率有所承压。2023 年公司毛利率为 2.21%, 同比-0.75pct, 近五年平均值为 3.52%, 低于其他上市白羽肉鸡企业, 系公司利润主要来自屠宰环节, 毛利率水平相比于产业链其他环节偏低; 2023 年公司净利率为-0.77%, 同比-1.03pct, 近五年平均值为 0.76%, 随禽肉价格景气波动明显。(2) 费用方面: 公司费用率整体维持平稳。2023 年, 公司销售费用率为 0.52%, 近五年平均值为 0.48%, 处于同行偏低水平; 管理费用率为 1.37%, 近五年平均值为 1.46%, 处于同行偏低水平; 财务费用率为 0.32%, 近五年平均值为 0.24%, 处于偏低水平。上述三项费用合计为 2.22%, 近五年平均

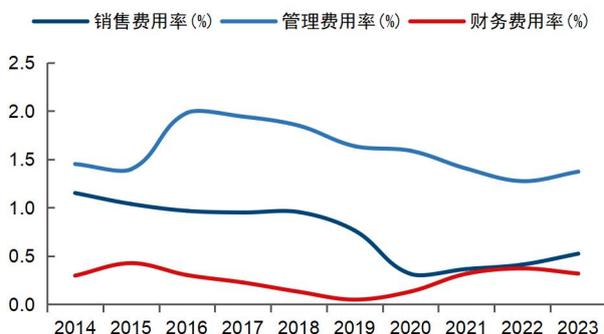
值为 2.17%，公司费用支出水平整体维持平稳。

图9：公司利润率波动明显



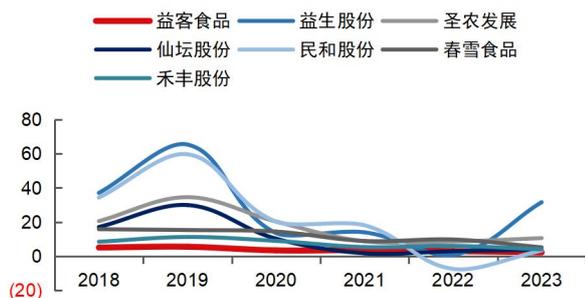
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司费用率较为平稳



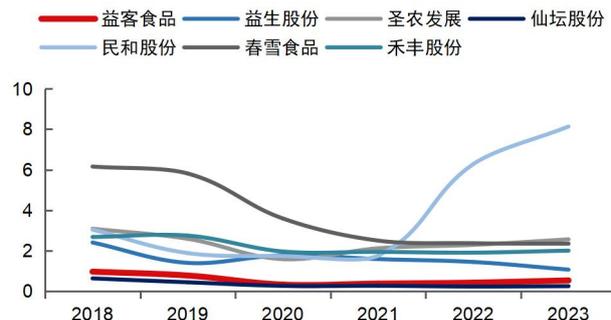
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司毛利率与上市同行对比（单位：%）



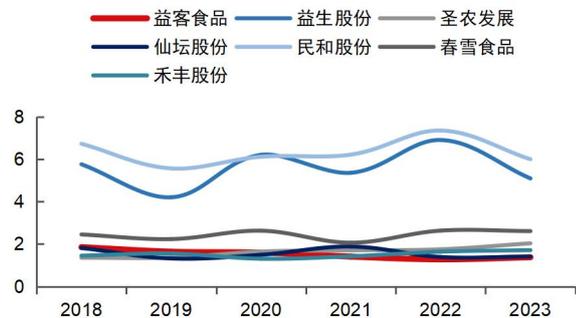
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司销售费用率与上市同行对比（单位：%）



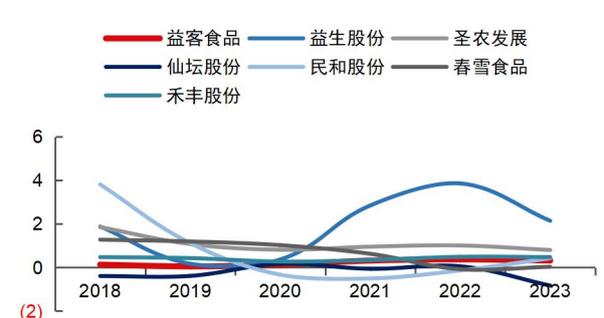
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：公司管理费用率与上市同行对比（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：公司财务费用率与上市同行对比（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 业务拆分：鸡鸭产品收入稳步扩张，盈利表现短期承压

2023 年公司屠宰/饲料/种禽/调熟板块收入占比分别为 74%/14%/6%/2%，屠宰板块

贡献公司主要收入，其中的鸭产品/鸡产品分别贡献了公司收入的 42%/31%。

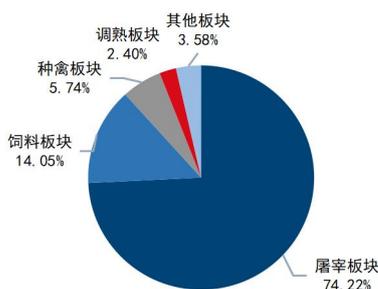
(1) **鸭产品**：公司鸭屠宰产能在上市以后迎来进一步扩张，2023 营业收入达到 91.94 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 13.79%；毛利率则因禽价低迷而承压，2023 年为 1.33%，同比-1.08pct，近 5 年平均值为 2.28%。

(2) **鸡产品**：公司鸡屠宰规模近年维持扩张。2023 年公司鸡产品收入达到 67.12 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 17.52%；毛利率受行情低迷影响持续下滑，2023 年为 1.17%，同比-1.15pct，近 5 年平均值为 3.95%，明显低于圣农发展，和仙坛股份、禾丰股份较为接近，主要原因系益客食品与后两者均为代养模式且无自产祖代种苗，成本把控能力相对弱于全链一体化经营的圣农发展。

(3) **饲料、鸭苗及鸡苗**：该三项业务主要为公司产业链配套业务，体量相对较小，其中饲料业务 2023 年收入为 30.75 亿元，同比基本持平，毛利率为 0.40%；鸭苗业务 2023 年收入为 9.37 亿元，同比+58.93%，毛利率为 12.53%，贡献了当年 24% 的毛利；鸡苗业务 2023 年收入为 2.45 元，同比+3.94%，毛利率为 9.43%。

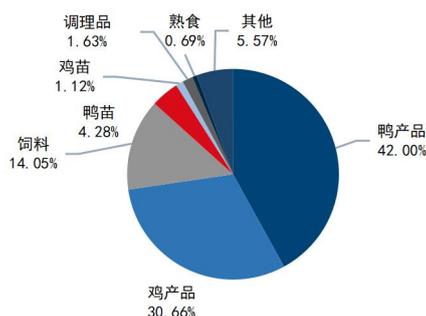
除上述业务外，公司近年也在发展调熟业务和鸭羽绒业务，2023 年调味品/羽绒分别实现营业收入 3.57/7.18 亿元，毛利率分别为 3.32%/8.11%，体量较小但盈利能力较强。

图 15：公司 2023 年主营业务收入结构



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 16：公司 2023 年主营业务收入结构（按产品）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 17：公司鸭产品收入维持扩张，盈利短期承压



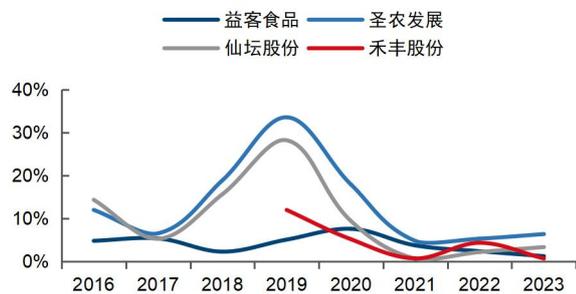
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 18：公司鸡产品收入维持扩张，盈利短期承压



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 公司鸡产品毛利率低于圣农发展, 和仙坛股份、禾丰股份较为接近



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 公司鸭苗收入近年增长较快



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

行业展望：猪周期进入右侧，有望同步带动禽产业景气

受行情低迷、海外疫情扰动，国内禽供给整体偏紧

(1) **白鸡供给方面**，截至 5 月 12 日国内父母代种鸡（在产+后备）存栏量为 3766 万套，较去年同比-0.9%，考虑到品种结构调整和前期换羽影响，行业实际供维能力可能同比下降更加明显。(2) **黄鸡供给方面**，受 2023 年初以来行情持续低迷影响，行业产能持续调减，截至 4 月 21 日，国内父母代种鸡（在产+后备）存栏量为 2105 万套，较去年同比-7.5%，行业产能处于近年底部位置。(3) **肉鸭供给方面**，受 2021 年以来肉价整体低迷影响，毛鸭价格走势整体偏弱。2022 年，肉鸭在产祖代种鸡平均存栏为 51.21 万套，较前高累计减少 16%，在产父母代种鸡平均存栏为 1995.61 万套，较前高累计减少 20%，行业整体供给维持底部。

图 21：白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 22：黄羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 23：白羽肉鸡行业景气有望随生猪价格回升而改善（单位：元/公斤、元/只）



资料来源：博亚和讯，国信证券经济研究所整理

图 24：黄羽肉鸡行情有望自底部持续回暖



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图25：白羽肉鸭在产祖代及父母代产能近年均有所调减



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图26：2023年以来，白羽肉鸭毛鸭价格呈震荡下行走势

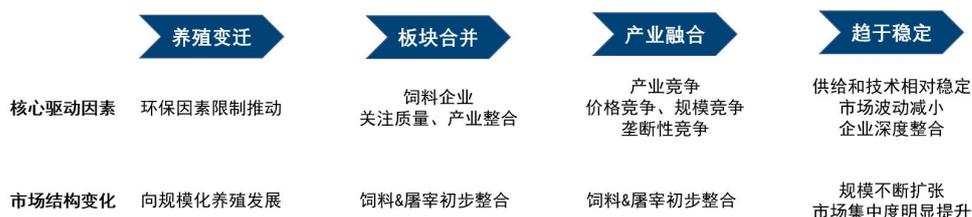


资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

国内禽产业基于高效率养殖的品牌业务延伸正在加速

我国白羽肉鸡产业也经历了从养殖规模化到产业链整合的发展过程，目前上游养殖环节的技术和管理水平已较为稳定成熟，屠宰环节随着竞争充分，盈利能力逐渐降至低位，拓展盈利能力更强且更稳定的品牌鸡肉产品业务，进而平抑周期风险、提升盈利能力，正在成为各家头部企业的发展主线。

图27：国内白羽肉鸡产业围绕屠宰环节已形成较为成熟的格局



资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

表3：多数白羽肉鸡上市企业已涉足鸡肉深加工业务

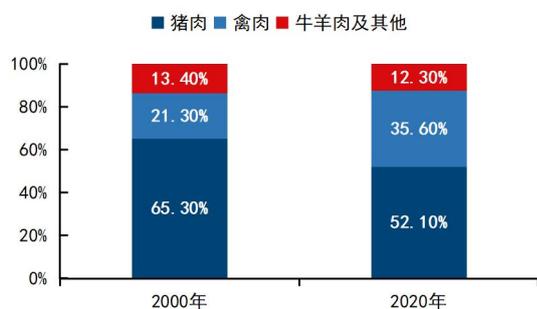
公司名称	曾祖代养殖	祖代鸡苗销售	祖代引种	祖代养殖	父母代鸡苗销售	父母代养殖	商品代鸡苗销售	商品代养殖	肉鸡屠宰	鸡肉深加工
圣农发展	X	X		X	X	X		X	X	X
益生股份			X	X	X	X	X			
民和股份						X	X	X	X	X
仙坛股份						X		X	X	X
春雪食品								X	X	X
禾丰股份						X		X	X	X
益客食品						X	X	X	X	X

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

禽肉作为第二大消费肉类，价格景气受猪周期影响较大

禽肉作为国内第二大消费肉类，具备较强的猪肉消费替代属性。目前我国禽肉消费规模呈现出持续扩张趋势。从肉类消费结构来看，国内城镇居民肉类消费中的禽肉占比已由2000年的21.30%提升至2020年的35.60%，乡村居民肉类消费中的禽肉占比已由2000年的16.30%提升至2020年的39.00%。从产量口径来看，鸡肉和鸭肉贡献禽肉主要规模，其中鸡肉近60%供给来自白羽肉鸡，鸭肉供给则主要来自白羽肉鸭。从替代表现上来看，禽肉和生猪消费体现为较强的替代关系，这在上一轮非瘟驱动的猪肉价格周期中体现得尤为明显。消费量方面，受猪肉缺口驱动，鸡肉和鸭肉消费量均在2019年后实现明显增长；价格方面，白羽肉鸡和白羽肉鸭价格2019年以来与猪肉价格存在明显正向联动关系。

图28：禽肉是国内第二大消费肉类



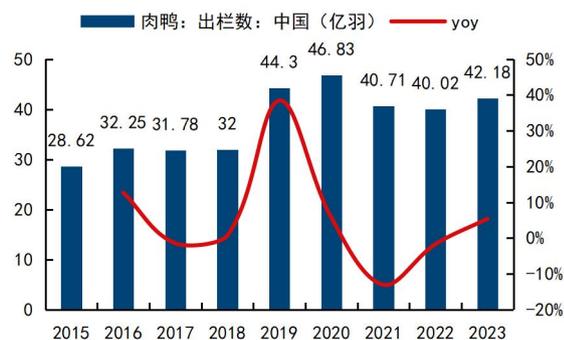
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图29：2019-2020年在高蛋白缺口和高猪价驱动下，替代消费需求转向鸡肉



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图30：受猪肉缺口驱动，国内肉鸭出栏在2019年大幅增长



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图31：受猪肉缺口驱动，国内鸭肉产量在2019年大幅增长



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图 32: 白羽肉鸡价格和生猪价格拥有较高的景气关联度



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图 33: 白羽肉鸭价格和生猪价格存在正向联动



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

当前猪周期步入右侧, 有望同步带动禽产业景气

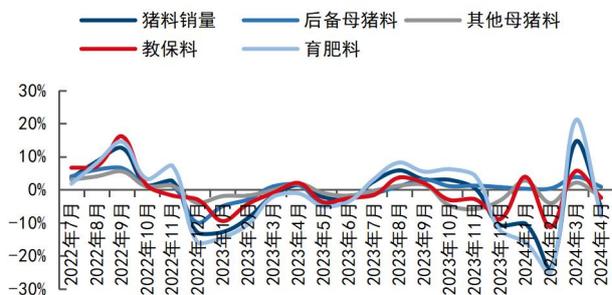
产能方面, 2022 年 12 月以来, 受猪价持续低迷影响, 养殖环节持续亏损, 叠加疫病扰动, 能繁母猪存栏持续调减。截至 2024 年 4 月末, 国内能繁母猪存栏数量为 3986 万头, 较 2022 年 12 月高点累计调减 9.20%。价格方面, 受产能调减和 2023 年末北方疫病影响, 生猪价格在春节后呈现淡季不淡特征, 基于产能去化情况判断, 我们认为后续猪价有望保持涨势, 叠加禽产业供给整体偏紧, 后续有望同步带动禽肉消费量和价格提升。公司层面, 禽肉景气改善有望带动公司屠宰主业毛利率改善, 公司业绩有望于年内迎来向上修复。

图 34: 截至近 4 月末, 能繁母猪已自高点累计去化约 10%



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图 35: 2024 年 4 月, 猪料销量环比下滑明显



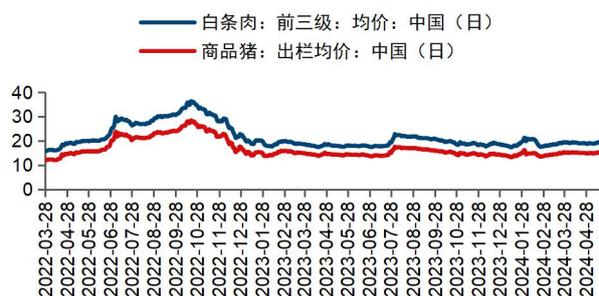
资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

图36: 新生仔猪数量自2023年9月以来呈环比减少趋势



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图37: 生猪价格近期自底部快速回升至17元/kg以上



资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

公司看点：致力补链强链，单羽收益有望稳步提升

公司以屠宰业务起家，依靠轻资产模式聚焦屠宰单环节，实现了业务规模的持续快速扩张。然而近几年随着行业屠宰产能逐渐饱和，单环节盈利表现持续走弱。基于现状出发，公司提出补链强链战略，强化屠宰上游的饲料和种苗配套，布局屠宰下游的调理品和熟食业务，以此增强公司全链盈利能力。2023年，公司屠宰上游业务（饲料+鸭苗+鸡苗）和屠宰下游业务（调理品+熟食+羽绒）的毛利总额已达2.36亿元，于总毛利中占比已接近50%。

图38：2023年公司屠宰上游业务贡献32%毛利



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图39：2023年公司屠宰下游业务贡献17%毛利



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成本端：持续提升种苗配比，有望增强成本可控能力

◆ 菏泽种禽合作项目落地，产业链配套能力进一步提升

2023年1月公司全资子公司沭阳众客种禽有限公司与华英农业共同出资设立菏泽益华种禽有限公司（公司全资子公司沭阳众客种禽有限公司持股65%），合资公司通过租赁华英农业全资子公司菏泽华英禽业有限公司的部分闲置种禽养殖相关资产，经营“白羽肉鸭种禽养殖及孵化项目”，进而预计为公司带来约7000万羽的种苗孵化销售产能。截至2023年末，该合作种禽项目达产，公司在山东菏泽区域产业链配套程度进一步提高，鸭苗产能同比+68%至2.6亿羽，进而带动公司2023年禽苗销量实现20%以上增长。从2023年行情演绎来看，在生猪价格低迷情况下，肉鸭产业呈现苗强肉弱特征，屠宰加工端盈利承压明显。基于现实情况出发，公司未来将围绕补链强链发展目标，继续提升鸭苗和鸡苗配套，禽苗销量有望保持增长趋势，相关业绩贡献有望部分对冲上游种苗成本波动对公司屠宰加工业务造成的压力。

图40：公司2023年鸭苗设计产能同比+68%（单位：万羽）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图41：公司禽苗销量近年增长较快



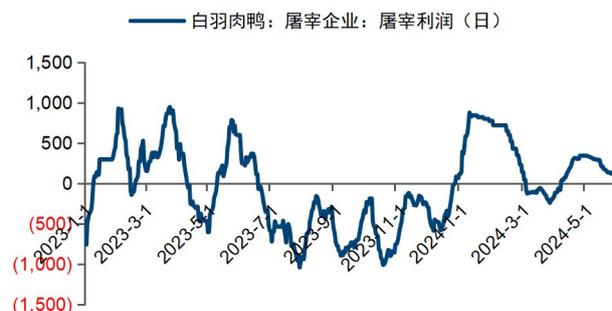
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：2023年公司鸭苗、鸡苗合计毛利占比接近30%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图43：2023年肉鸭产业屠宰环节盈利承压明显



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 30万吨禽料项目达产，饲料销量维持增长

公司饲料以禽料为主，主要向养殖公司、养殖户直接销售，近年销量维持在80万吨左右。2023年公司募投项目“山东益客食品产业有限公司专用饲料研发及产业化项目”报告期内建成投产，产能进一步扩大至142.50万吨，同时公司正计划利用山东、苏北周边市场闲置的优质产能，以租赁经营的方式持续提升饲料产能。未来随产能不断扩张，公司饲料销量有望维持较快增长。

图44：公司饲料销量及增速情况



图45：2023年公司饲料产能扩大至140万吨以上



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收入端：屠宰产能稳步扩张，调熟业务快速发展

◆ 募投项目陆续达产，广泛开展政企合作，屠宰业务规模有望维持扩张

2022年公司通过IPO募资4.44亿元，其中1.27亿元用于建设“山东益客食品产业有限公司肉鸭屠宰线建设项目”。截至2023年末，山东益客食品产业有限公司肉鸭屠宰线建设项目已全部投产，累计实现效益30.56亿元，公司肉鸭屠宰产能突破100万吨。

表4：公司IPO募资1.27亿元用于扩张肉鸭屠宰产能

募投项目	拟投资总额 (万元)	截至期末累计投入金额 (万元)	截至期末投资进度	项目达到预定可使用状态日期
山东益客食品产业有限公司肉鸭屠宰线建设项目	12,736.31	12,736.31	100.00%	2020/12/31
扩建年产2万吨禽肉熟食项目	2,389.20	2,389.20	100.00%	2026/1/31
益客食品供应链数字化建设项目	2,000.52	2,000.52	100.00%	2022/12/31
山东益客食品产业有限公司专用饲料研发及产业化项目	11,296.31	11,296.31	100.00%	2023/8/30
补充流动资金	16,000.00	16,000.00	100.00%	
承诺投资项目小计	44,422.34	44,422.34	--	--

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

除IPO募投项目外，公司去年以来正积极推进政企合作，未来预计将推动公司产能维持较快扩张。（1）**肉鸭业务方面**，2023年10月，公司与肇庆市高要区人民政府、广东肇庆市高要现代农业文化旅游投资有限公司签订框架协议，未来将依托广东省肇庆市的资源禀赋，在肇庆市高要区启动粤港澳大湾区（高要）亿只高桂鸭全产业链项目。未来待相关项目落地，公司鸭产品销量有望再上新台阶。（2）**肉鸡业务方面**，2024年4月公司与宿迁高新技术产业开发区管理委员会签订《投资框架协议书》，公司未来将按照“10+6”产业集群模式建设“宿豫益客总部基地暨全产业链项目”。其中“10”涵盖一产二产三产，即一产：1亿只生态肉鸡养殖场项目（出口标准）、1亿只生态肉鸡养殖场提升改造项目（出口标准）和废弃物资源化利用（中集合作）；二产、三产：年屠宰1亿只肉鸡生产线新建项目（出口标准）、年屠宰1亿只肉鸡生产线技改升级项目（出口标准）、年产30000吨宠物食品原料项目、年产3万吨肉制品深加工项目（出口标准）、人才公寓及配套设施及集团科研大楼；“6”为六大服务平台：现代农业产业金融、农业物联网与智能化系统建设、乡村振兴学院、产业技术应用与研究院、国家级实验室、产业促进与产业文化交流中心。未来待相关项目落地，公司肉鸡养殖及屠宰产能将迎来亿羽级扩张，届时有望带动鸡产品销量维持较快增长。

表5：公司去年以来积极推进政企合作

签署时间	合作方	合作内容
2023年2月	郓城县水堡乡人民政府	租赁位于水堡乡王楼村东南处用扶贫资金建设的肉鸭基础设施，包括：笼养肉鸭养殖鸭舍5栋、阳光房2栋、硬化混凝土道路长2592m ² ，租赁用途为肉鸭养殖及销售经营，租赁期限10年。
2023年5月	邳州市新河镇人民政府	在预制菜加工项目、宠物食品加工项目、肉鸡种苗孵化项目、饲料加工项目、熟食加工项目及肉鸡产业发展中心项目开展深入的战略合作。
2023年10月	肇庆市高要区人民政府、广东肇庆市高要现代农业文化旅游投资有限公司	共同推动投资兴建“粤港澳大湾区（高要）亿只高桂鸭全产业链项目”。

2023年12月 江苏省农业科学院 围绕乙方向肉禽种业、饲料营养、疫病防控、养殖模式、粪污资源化、智能装备、禽肉加工、食品安全等全产业链技术需求开展全面合作，构建肉禽绿色化、工厂化、智能化技术体系。

2024年5月 宿迁高新技术产业开发区管理委员会 在宿迁市宿豫区投资建设宿豫益客总部基地暨全产业链项目，通过新项目的建设，形成集种禽（种鸡、种鸭）繁育、养殖与孵化、商品禽（肉鸡、肉鸭）养殖及技术服务、饲料研发及生产、禽肉屠宰与加工、调理品、熟食商业连锁、羽绒加工、农业物联网、行业大数据与分析为一体的全生态产业链。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 调熟业务快速增长，致力提升单羽价值

2008-2010年，公司确立全产业链发展战略，开始向下游布局调理品及熟食业务，其中调理品业务主要面向餐饮、商超等渠道，熟食业务则主要采用连锁加盟门店及为OEM厂代工的的销售模式。截至2023年，公司调理品和熟食业务已经形成丰富的产品矩阵，收入规模已分别达到3.57亿元、1.50亿元，整体毛利率高于屠宰环节的鸭产品和鸡产品，附加值贡献明显。

展望后续发展，公司产能端已形成调理品产能约5万吨、熟食产能超7000吨，后续随募投项目和政企合作项目落地，有望维持较快扩张进而带动销量；运营端目前已完成建立调熟运营中心组建，实现“研、供、产、销”的一体化管理，后续业务运营效率和成效有望得到提升。综合来看，未来依靠扎实的上游原料基础和不断完善的产品矩阵和经营体系，公司调熟板块有望为公司开辟新增长曲线，不断提升单羽价值，增厚公司整体盈利能力。

图46：益客食品调理品和熟食业务已经形成丰富的产品矩阵

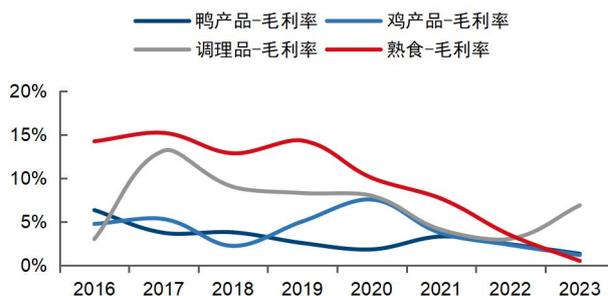


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图47：公司调理品及熟食业务收入近年维持扩张趋势



图48：公司调熟业务毛利率高于屠宰环节的鸭产品和鸡产品



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

鸡产品&鸭产品：收入方面，随募投项目投产、政企合作项目推进，公司禽屠宰业务规模有望维持扩张。毛利率方面，生猪景气受前期产能去化影响，有望在2024-2025年迎来景气回升，届时有望同步带动禽肉价格表现，公司屠宰业务毛利率或迎来修复，同时考虑到2026年养殖景气或有回落，公司禽屠宰业务收入增速和毛利率预计承压。我们预计公司鸡产品业务2024-2026年营收为78/91/100亿元，同比增速16%/17%/10%，毛利率为2.2%/1.9%/1.6%；鸭产品业务2024-2026年营收为106/124/140亿元，同比增速15%/18%/13%，毛利率为3.3%/2.9%/2.8%。

鸡苗&鸭苗：公司近年持续扩张鸭苗产能，叠加养殖景气改善，2024-2025年鸡苗和鸭苗收入预计维持较快增长，毛利率有望提升，2026年受景气回落影响，收入增速和毛利率预计或有放缓。我们预计公司鸡苗业务2024-2026年营收为2.7/3.0/3.3亿元，同比增速10%/13%/10%，毛利率为11.0%/10.5%/9.5%；鸭苗业务2024-2026年营收为12/16/19亿元，同比增速30%/35%/13%，毛利率为15.0%/13.8%/12.0%。

调理品&熟食：公司调熟业务产品矩阵持续丰富，叠加熟食产能扩张和肉类景气改善，销售规模有望稳步扩张，毛利率预计随行情小幅波动。我们预计公司调理品业务2024-2026年营收为4.6/6.3/7.8亿元，同比增速30%/35%/25%，毛利率为7.3%/7.2%/7.3%；熟食业务2024-2026年营收为1.7/1.9/2.3亿元，同比增速10%/15%/20%，毛利率为3.0%/3.3%/3.5%。

饲料：公司年产30万吨禽饲料项目已于2023年达产，且计划以租赁形式继续扩张产能，销售规模预计维持较快扩张，毛利率预计随下游养殖景气波动。我们预计饲料业务2024-2026年营收为43/52/57亿元，同比增速40%/20%/10%，毛利率为1.0%/1.0%/0.9%。

其他：公司其他业务中，羽绒收入2024年预计维持较快增长，一方面因为近几年冬季气温较低，鸭绒消费维持旺盛，价格涨幅明显（参考同花顺金融统计，2023年90%白鸭绒均价为390元/kg，2024年截至6月3日90%白鸭绒的均价为468元/kg，同比涨幅较大），另一方面公司羽绒销量有望随鸭屠宰规模增长。我们预计其他业务2024-2026年营收为14/17/19亿元，同比增速15%/20%/13%，毛利率为8.6%/8.6%/8.6%。

表6：益客食品主营业务收入拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主业总收入（亿元）	164.14	187.15	218.88	261.82	311.44	347.65
yoy	14.05%	14.01%	16.96%	19.61%	18.95%	11.63%
主业总毛利（亿元）	5.82	5.54	4.84	9.29	10.37	10.77
毛利率	3.55%	2.96%	2.21%	3.55%	3.33%	3.10%
鸡产品收入（亿元）	49.11	57.66	67.12	77.86	91.10	100.20
yoy	20.40%	17.42%	16.41%	16.00%	17.00%	10.00%
鸡产品毛利（亿元）	1.81	1.34	0.79	1.71	1.73	1.60
鸡产品毛利率	3.68%	2.32%	1.18%	2.20%	1.90%	1.60%
鸭产品收入（亿元）	75.37	83.38	91.94	105.73	124.23	139.76
yoy	7.33%	10.63%	10.27%	15.00%	17.50%	12.50%
鸭产品毛利（亿元）	2.49	2.01	1.22	3.44	3.60	3.84
鸭产品毛利率	3.30%	2.41%	1.33%	3.25%	2.90%	2.75%

鸡苗收入 (亿元)	2.47	2.36	2.45	2.70	3.03	3.34
yoy	83.83%	-4.58%	3.81%	10.00%	12.50%	10.00%
鸡苗毛利 (亿元)	0.44	0.18	0.23	0.30	0.32	0.32
鸡苗毛利率	17.98%	7.63%	9.39%	11.00%	10.50%	9.50%
鸭苗收入 (亿元)	4.44	5.90	9.37	12.18	16.44	18.50
yoy	56.20%	33.00%	58.81%	30.00%	35.00%	12.50%
鸭苗毛利 (亿元)	0.37	1.28	1.17	1.83	2.26	2.22
鸭苗毛利率	8.38%	21.69%	12.49%	15.00%	13.75%	12.00%
调味品收入 (亿元)	3.05	2.62	3.57	4.64	6.27	7.83
yoy	-23.78%	-14.20%	36.26%	30.00%	35.00%	25.00%
调味品毛利 (亿元)	0.12	0.07	0.25	0.34	0.45	0.57
调味品毛利率	4.09%	2.67%	7.00%	7.25%	7.20%	7.30%
熟食收入 (亿元)	2.14	2.00	1.50	1.65	1.90	2.28
yoy	0.60%	-6.32%	-24.88%	10.00%	15.00%	20.00%
熟食毛利 (亿元)	0.16	0.07	0.01	0.05	0.06	0.08
熟食毛利率	7.65%	3.46%	0.50%	3.00%	3.25%	3.50%
饲料收入 (亿元)	25.55	30.45	30.75	43.04	51.65	56.82
yoy	22.79%	19.18%	0.98%	40.00%	20.00%	10.00%
饲料毛利 (亿元)	0.40	0.39	0.12	0.43	0.49	0.51
饲料毛利率	1.55%	1.30%	0.40%	1.00%	0.95%	0.90%
其他业务收入 (亿元)	2.02	2.78	12.18	14.01	16.81	18.91
yoy	12.98%	37.68%	338.56%	15.00%	20.00%	12.50%
其他业务毛利 (亿元)	0.03	0.19	1.05	1.20	1.45	1.63
其他业务毛利率	1.42%	7.02%	8.63%	8.60%	8.62%	8.61%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

表 7：未来 3 年盈利预测表 (单位：百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	21888	26182	31144	34765
营业成本	21404	25252	30107	33687
销售费用	115	131	149	174
管理费用	301	355	414	468
研发费用	17	31	35	36
财务费用	70	54	54	52
营业利润	(164)	221	231	184
利润总额	(169)	221	229	182
归属于母公司净利润	(171)	212	219	177
EPS	-0.38	0.47	0.49	0.39
ROE	-9.73%	11.44%	11.17%	8.43%

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 262/311/348 亿元，归属母公司净利润 2.12/2.19/1.77 亿元，利润年增速分别+224%/3%/-19%。每股收益 2024-2026 年分别为 0.47/0.49/0.39 元。

盈利预测的敏感性分析

表8: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(亿元)	18,715	21,888	26,203	31,194	34,839
(+/-%)	14.0%	17.0%	19.7%	19.0%	11.7%
净利润(亿元)	52	-171	337	368	351
(+/-%)	-55.8%	-430.4%	—	9.5%	-4.7%
摊薄 EPS	0.12	-0.38	0.75	0.82	0.78
中性预测					
营业收入(亿元)	18,715	21,888	26,182	31,144	34,765
(+/-%)	14.0%	17.0%	19.6%	19.0%	11.6%
净利润(亿元)	52	-171	212	219	177
(+/-%)	-55.8%	-430.4%	—	3.4%	-19.0%
摊薄 EPS(元)	0.12	-0.38	0.47	0.49	0.39
悲观的预测					
营业收入(亿元)	18,715	21,888	26,160	31,093	34,691
(+/-%)	14.0%	17.0%	19.5%	18.9%	11.6%
净利润(亿元)	52	-171	87	70	4
(+/-%)	-55.8%	-430.4%	—	-20.0%	-93.6%
摊薄 EPS	0.12	-0.38	0.19	0.16	0.01
总股本(百万股)	449	449	449	449	449

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 9.4-10.2 元, 给予“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 9.4-10.2 元

未来 5 年估值假设条件见下表:

表9: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	14.05%	14.01%	16.96%	19.61%	18.95%	11.63%	10.00%	10.00%
营业成本/营业收入	96.45%	97.04%	97.79%	96.45%	96.67%	96.90%	96.80%	96.70%
管理费用/营业收入	1.37%	1.24%	1.34%	1.32%	1.30%	1.32%	1.31%	1.31%
研发费用/营业收入	0.13%	0.14%	0.08%	0.12%	0.11%	0.10%	0.11%	0.11%
销售费用/销售收入	0.37%	0.41%	0.52%	0.50%	0.48%	0.50%	0.49%	0.49%
营业税及附加/营业收入	0.12%	0.14%	0.14%	0.13%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%
所得税税率	3.84%	12.62%	0.22%	5.56%	6.13%	3.97%	5.22%	5.11%
股利分配比率	72.67%	146.33%	-51.01%	56.00%	50.44%	18.48%	41.64%	36.85%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.5	T	5.56%
无风险利率	2.20%	Ka	12.70%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	2.16
公司股价 (元)	8.93	Ke	17.30%
发行在外股数 (百万)	449	E/(D+E)	68.29%
股票市值 (E, 亿元)	4009	D/(D+E)	31.71%
债务总额 (D, 亿元)	1862	WACC	13.40%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	1.00%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 9.44-10.23 元。

表11: 益客食品 FCFF 预测表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	377.9	394.6	350.8	428.3	516.3
所得税税率	5.56%	6.13%	3.97%	5.22%	5.11%
EBIT*(1-所得税税率)	356.9	370.4	336.9	405.9	489.9
折旧与摊销	190.7	213.8	234.2	253.1	269.2
营运资金的净变动	161.6	36.1	(63.7)	107.3	46.4
资本性投资	(401.3)	(351.3)	(301.3)	(251.3)	(201.3)
FCFF	307.9	268.9	206.1	515.0	604.3
PV(FCFF)	271.5	209.1	141.3	311.4	322.2
核心企业价值	5,811.7				
减: 净债务	1,401.7				
股票价值	4,410.0				
每股价值	9.82				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		13.0%	13.2%	13.40%	13.6%	13.8%
永续 增长 率变 化	1.4%	10.67	10.36	10.06	9.77	9.49
	1.2%	10.54	10.23	9.94	9.65	9.38
	1.0%	10.41	10.11	9.82	9.54	9.27
	0.8%	10.29	9.99	9.71	9.44	9.17
	0.6%	10.17	9.88	9.60	9.33	9.07

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值：9.4-9.9 元

我们采用 PE 法进行估值, 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.47/0.49/0.39 元。基于业务模式和业务构成, 我们选取圣农发展、仙坛股份、禾丰股份作为可比标的:

圣农发展: 公司主营业务是肉鸡饲养及初加工、鸡肉产品深加工, 建立了完整配套的白羽肉鸡自繁自养自宰及深加工全产业链业务。2023 年, 公司鸡肉销售、肉制品收入分别为 105/57 亿元, 于总收入中占比分别为 57%/31%。

仙坛股份: 公司主要从事饲料生产、父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、商品代肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工销售。2023 年, 公司鸡肉产品收入为 55.82 亿元, 于总收入中占比为 96.56%。

禾丰股份: 公司主营业务为饲料及饲料原料贸易、肉禽屠宰、生猪养殖等, 是国内最大的禽屠宰企业之一。2023 年, 公司饲料产品、禽产业、猪产业收入分别为 165/112/26 亿元, 于总收入中占比分别为 46%/31%/7%。

圣农发展作为国内一体化自繁自养龙头, 育种自主可控, 养殖规模稳步扩张, 养殖成本行业领先, 因此相比益客食品及其他同行具有明显估值溢价。益客食品与仙坛股份、禾丰股份均以肉禽屠宰加工为核心业务, 且均采用合同采购或合同养殖的轻资产运营模式开展业务, 养殖资产规模较小, 但考虑到公司上游种苗配套尚存空间且业务规模有望依靠募投项目、政企合作维持较快扩张, 因此 PE 估值水平预计高于仙坛股份、禾丰股份。综合考虑, 给予公司 20-21x 市盈率, 对应 2024 年股价区间为 9.43-9.90 元。

表 13: 益客食品同类公司估值比较

代码	简称	收盘价 (6月28日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002299.SZ	圣农发展	13.64	0.62	0.99	0.77	22	14	18	禽育种、养殖、屠宰加工等
002746.SZ	仙坛股份	5.73	0.70	0.77	0.75	8	7	8	禽养殖、屠宰加工等
603609.SH	禾丰股份	6.54	0.66	1.00	1.17	10	7	6	饲料、畜禽养殖、屠宰加工等
	平均值					13			
301116.SZ	益客食品	8.93	0.50	0.52	0.41	18	17	22	饲料、禽养殖、屠宰加工等

资料来源: WIND、国信证券经济研究所 (注: 仙坛股份、禾丰股份盈利预测参考 WIND 一致预测)

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 9.4-10.2 元之间, 相对于公司目前股价约有 5-10% 左右溢价空间, 给予“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 19.6%/19.0%/11.6%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 3.6%/3.3%/3.1%，可能存在对公司单价估计偏高、成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 9.4-10.2 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.20%、风险溢价 7.00%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长、产能释放、产品推广不及预期，可能会造成估值下修的风险。

经营风险

◆ 发生禽类疫病风险

禽流感等疫病在暴发期间，可能导致公司合作养户肉禽大量死亡，进而令公司原料供应不足。同时禽流感暴发也会对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响公司的收入和利润。

◆ 饲料原材料大幅波动风险

玉米、豆粕等饲料原料是公司饲料业务和种禽业务成本的核心构成项目，如果受国内外供给紧张和极端天气影响存在价格大幅上涨情况，会冲击当期利润。

◆ 食品安全风险

公司主要生产销售禽类生鲜品和调熟品，如果出现食品安全问题，将对公司信誉和品牌形象造成严重影响，进而使公司销量下降，利润下滑。

附表：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	332	488	1042	1164	1299	营业收入	18715	21888	26182	31144	34765
应收款项	565	335	430	503	552	营业成本	18161	21404	25252	30107	33687
存货净额	1320	984	1162	1378	1552	营业税金及附加	26	32	35	43	48
其他流动资产	156	133	193	226	240	销售费用	77	115	131	149	174
流动资产合计	2373	1940	2828	3272	3643	管理费用	239	301	355	414	468
固定资产	1520	1588	1697	1734	1697	研发费用	27	17	31	35	36
无形资产及其他	247	241	232	223	215	财务费用	70	70	54	54	52
投资性房地产	763	921	921	921	921	投资收益	1	0	1	1	0
长期股权投资	0	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	91	134	(103)	(109)	(115)
资产总计	4903	4692	5680	6153	6479	其他收入	(180)	(265)	(31)	(35)	(36)
短期借款及交易性金融负债	1003	1200	1208	1216	1224	营业利润	55	(164)	221	231	184
应付款项	819	521	870	1048	1053	营业外净收支	(1)	(5)	(1)	(2)	(2)
其他流动负债	253	299	347	420	469	利润总额	55	(169)	221	229	182
流动负债合计	2075	2020	2425	2683	2746	所得税费用	7	(0)	12	14	7
长期借款及应付债券	285	254	654	654	654	少数股东损益	(4)	3	(3)	(3)	(3)
其他长期负债	525	601	692	800	920	归属于母公司净利润	52	(171)	212	219	177
长期负债合计	810	855	1346	1454	1574	现金流量表（百万元）					
负债合计	2885	2875	3771	4137	4320	净利润	52	(171)	212	219	177
少数股东权益	63	61	59	58	56	资产减值准备	(6)	42	8	(0)	(3)
股东权益	1955	1757	1850	1958	2103	折旧摊销	261	309	191	214	234
负债和股东权益总计	4903	4692	5680	6153	6479	公允价值变动损失	(91)	(134)	103	109	115
						财务费用	70	70	54	54	52
关键财务与估值指标						营运资本变动	(612)	298	162	36	(64)
每股收益	0.12	(0.38)	0.47	0.49	0.39	其它	8	(38)	(9)	(1)	1
每股红利	0.17	0.19	0.26	0.25	0.07	经营活动现金流	(389)	306	665	576	461
每股净资产	4.36	3.91	4.12	4.36	4.68	资本开支	0	(546)	(401)	(351)	(301)
ROIC	3.57%	-1.28%	10%	10%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	2.65%	-9.73%	11.44%	11.17%	8.43%	投资活动现金流	0	(549)	(401)	(351)	(301)
毛利率	3%	2%	4%	3%	3%	权益性融资	0	4	0	0	0
EBIT Margin	1%	0%	1%	1%	1%	负债净变化	39	(31)	200	0	0
EBITDA Margin	2%	2%	2%	2%	2%	支付股利、利息	(76)	(87)	(119)	(110)	(33)
收入增长	14%	17%	20%	19%	12%	其它融资现金流	393	631	8	8	8
净利润增长率	-56%	-430%	--	3%	-19%	融资活动现金流	320	399	289	(103)	(25)
资产负债率	60%	63%	67%	68%	68%	现金净变动	(68)	156	553	122	135
股息率	1.9%	2.2%	3.0%	2.8%	0.8%	货币资金的期初余额	401	332	488	1042	1164
P/E	77.5	(23.5)	18.9	18.3	22.6	货币资金的期末余额	332	488	1042	1164	1299
P/B	2.1	2.3	2.2	2.0	1.9	企业自由现金流	0	81	308	269	206
EV/EBITDA	15.5	20.9	13.7	13.4	14.2	权益自由现金流	0	681	464	226	165

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 ±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 ±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