

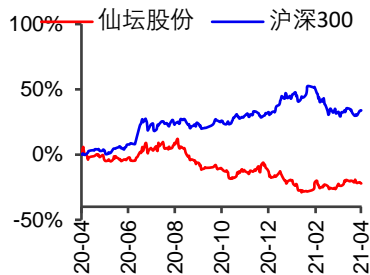
# 成本控制能力卓越，3-4年再造一个仙坛

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2021-04-21

收盘价(元)	10.79
近12个月最高/最低(元)	15.58/9.70
总股本(百万股)	573.69
流通股本(百万股)	363.12
流通股比例(%)	63.3
总市值(亿元)	62
流通市值(亿元)	39

## 公司价格与沪深300走势比较


**分析师：王莺**

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

## 相关报告

### 主要观点：

#### ● 全国大型白羽肉鸡养殖企业，产品销量稳步增长。

公司是国内大型白羽肉鸡养殖企业，主要产品为白羽鸡肉产品和商品代白羽肉鸡。2015-2020年，公司鸡肉产品销量从22.05万吨增长至32.78万吨，年复合增长率8.2%，肉鸡销量由155.16万羽增长至543.72万羽，年复合增长率28.5%，产品销量稳步增长。

#### ● 白羽鸡价或于2021年末见底回升，原材料价格上涨推升养殖成本。

2019年我国祖代肉种鸡更新量大幅攀升至122.35万套，祖代严重供过于求；2020年我国祖代肉种鸡更新量同比下降18%，我们预计白羽肉鸡价格有望于2021年末见底。白羽肉鸡养殖成本主要为玉米、豆粕，2020年我国玉米、豆粕价格涨幅高达39%、20%，2021年4月19日，玉米、豆粕价格同比上涨42.8%、11.8%，原材料价格大涨推升养殖成本，2021年玉米、豆粕价格或维持高位。

#### ● 公司成本控制能力卓越，计划未来3-4年再造一个仙坛。

公司鸡肉产品养殖成本包括原材料、代养费、人工工资、能源、折旧等，代养费可根据市场行情调节，凭借卓越的成本控制能力，即使在2017年鸡价历史大底，公司也实现盈利。2020年公司定增募资10.45亿元用于诸城年产1.2亿羽肉鸡产业生态项目，未来3-4年有望再造一个仙坛。

#### ● 投资建议

公司是我国大型白羽肉鸡养殖企业，未来3-4年有望在诸城再造一个仙坛。我们预计2021-2023年公司实现主营业务收入40.48亿元、47.53亿元、56.18亿元，同比增长27.0%、17.4%、18.2%，对应归母净利润0.6亿元、3.66亿元、5.86亿元，同比分别增长-83.0%、511.4%、60.4%，对应EPS0.1元、0.64元、1.02元。我们给予公司2022年20倍PE，合理估值12.8元，给予“买入（首次）”评级。

#### ● 风险提示

疫情；鸡价下跌超预期。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3188	4048	4753	5618
收入同比(%)	-9.8%	27.0%	17.4%	18.2%
归属母公司净利润	353	60	366	586
净利润同比(%)	-64.8%	-83.0%	511.4%	60.4%
毛利率(%)	10.2%	0.3%	6.4%	9.1%
ROE(%)	7.8%	1.3%	7.4%	10.6%
每股收益(元)	0.61	0.10	0.64	1.02
P/E	18.81	103.74	16.97	10.58
P/B	1.48	1.36	1.26	1.13
EV/EBITDA	12.33	151.26	23.35	16.35

资料来源：wind，华安证券研究所

# 正文目录

<b>1 国内大型白羽肉鸡养殖企业</b>	<b>4</b>
1.1 国内大型白羽肉鸡养殖企业	4
1.2 实控人合计持有 44.71% 股权	4
<b>2 鸡价年末或见底回升，原料价格上涨推升成本</b>	<b>5</b>
2.1 白羽鸡价格有望于 2021 年末见底回升	5
2.2 原材料价格上涨推升养殖成本	6
<b>3 成本控制能力卓越，未来 3-4 年再造一个仙坛</b>	<b>7</b>
3.1 “公司+基地+农场”合作养殖，“九统一”管理体系	7
3.2 成本控制能力卓越，鸡价历史大底仍盈利	8
3.3 成本控制能力卓越，未来 3-4 年再造一个仙坛	9
3.3.1 专注肉鸡养殖 20 年	9
3.3.2 计划再造一个仙坛	10
3.3.3 从农场到餐桌，打造全产业链	11
<b>4 盈利预测、估值及投资评级</b>	<b>12</b>
4.1 盈利预测	12
4.2 投资建议	13
<b>风险提示：</b>	<b>13</b>

## 图表目录

图表 1 公司营业收入、归母净利润走势图, 亿元 .....	4
图表 2 公司食品加工(右轴), 肉鸡销量(左轴)走势图 .....	4
图表 3 公司股权结构图 .....	4
图表 4 鸡产品主产区平均价格走势图, 元/公斤 .....	5
图表 5 全国白羽肉鸡祖代更新量走势图, 万套 .....	5
图表 6 全国祖代在产存栏走势图, 万套 .....	5
图表 7 全国父母代鸡苗销量月度数据图, 万套 .....	5
图表 8 全国玉米价格走势图, 元/吨 .....	6
图表 9 全国豆粕价格走势图, 元/吨 .....	6
图表 10 全球玉米供需平衡表 .....	6
图表 11 全球豆粕供需平衡表 .....	7
图表 12 仙坛集团“九统一”管理体系示意图 .....	8
图表 13 公司鸡肉产品养殖成本列表 .....	9
图表 14 公司归母净利润、ROE 走势图, 亿元 .....	9
图表 15 公司完全成本走势图, 元/羽 .....	9
图表 16 仙坛股份发展历程图 .....	10
图表 17 肉鸡出栏量及产能预测图 .....	11
图表 18 公司生产体系示意图 .....	11
图表 19 公司收入成本预测表 .....	12

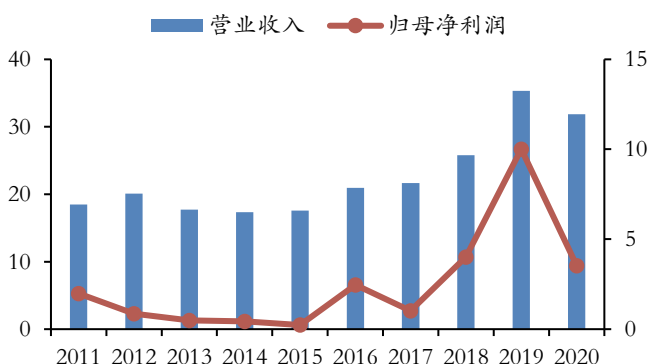
# 1 国内大型白羽肉鸡养殖企业

## 1.1 国内大型白羽肉鸡养殖企业

仙坛股份是国内大型白羽肉鸡养殖企业，公司主营业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、销售的一体化经营，公司主要产品为白羽鸡鸡肉产品和商品代白羽肉鸡。公司合作养殖场采取“九统一”管理下的“公司+基地+农场”合作养殖模式。

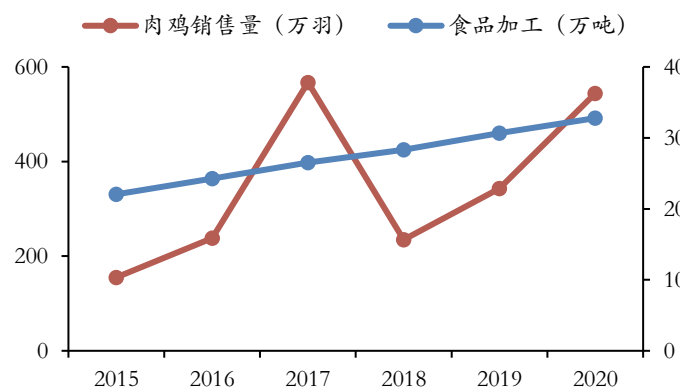
2011-2020 年，公司营业收入从 18.5 亿元增长至 31.88 亿元，年复合增长率 6.2%，公司归母净利润从 1.98 亿元增加到 3.53 亿元，年复合增长率 5.0%。2019 年非瘟疫情导致猪肉供应严重短缺，鸡肉替代猪肉带来鸡价大幅攀升，公司业绩也达到历史最高水平。自 2015 年仙坛股份上市以来，公司食品销售量由 22.05 万吨稳步增长至 2020 年 32.78 万吨，年复合增长率 8.2%；公司养殖业肉鸡销量由 155.16 万羽增至 543.72 万羽，年复合增长率 28.5%。

图表 1 公司营业收入、归母净利润走势图，亿元



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 公司食品加工(右轴), 肉鸡销量(左轴)走势图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 1.2 实控人合计持有 44.71% 股权

公司董事长、总经理王寿纯先生及其配偶曲立荣女士为公司实际控制人，王寿纯先生直接持有公司 23.37% 股权，曲立荣女士直接持有公司 21.34% 股权，合计持有公司 44.71% 股权。

图表 3 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

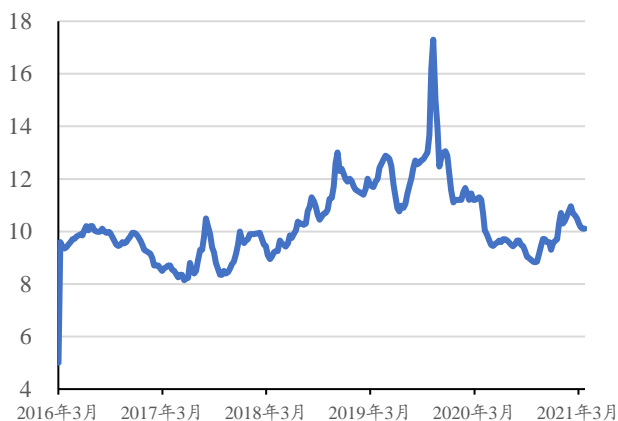
## 2 鸡价年末或见底回升，原料价格上涨推升成本

### 2.1 白羽鸡价格有望于 2021 年末见底回升

2014 年 1 月我国成立白羽肉鸡联盟，加强行业源头祖代鸡引种管理，改变了行业引种的无序状态，引种量由历史高峰 2013 年的 154 万套下降至 2014 年 118 万套。2015 年，美国、法国相继爆发禽流感，我国对两国实施了祖代鸡引种禁令，引种量进一步锐减至 72 万套。2017 年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代肉种鸡引种及自繁量降至 68.71 万套。

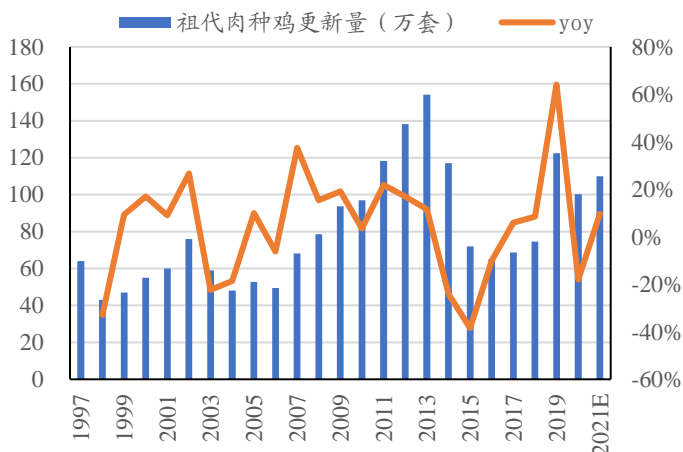
2018 年我国祖代肉种鸡更新量上升至 74.54 万套，2019 年大幅攀升至 122.35 万套，祖代严重供过于求，对应 2020 年我国白羽肉鸡价格大幅回落。2020 年我国祖代肉种鸡更新量 100.28 万套，同比下降 18%，我们预计白羽肉鸡价格有望于 2021 年末见底。然而，2021 年 1-3 月我国祖代肉种鸡更新量达到 25.87 万套，同比增长 22.7%，鸡价新一轮上行空间或相对有限。

图表 4 鸡产品主产区平均价格走势，元/公斤



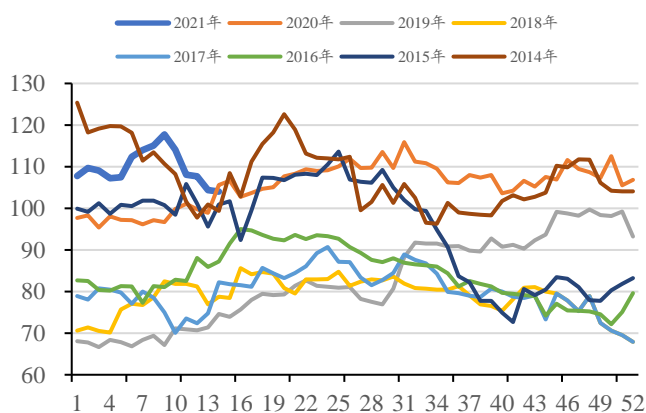
资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

图表 5 全国白羽肉鸡祖代更新量走势图，万套



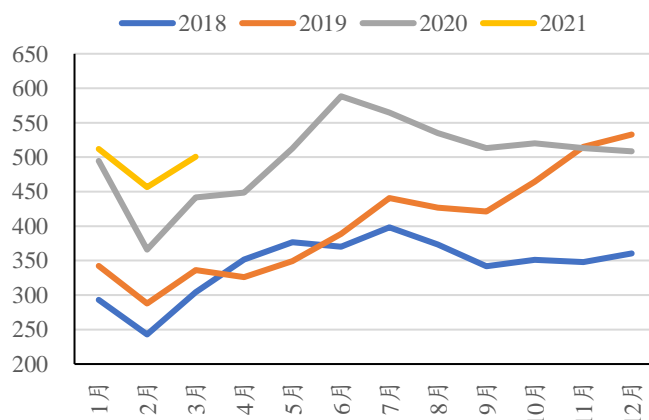
资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

图表 6 全国祖代在产存栏走势图，万套



资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

图表 7 全国父母代鸡苗销量月度数据图，万套



资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

## 2.2 原材料价格上涨推升养殖成本

白羽肉鸡的养殖成本主要为玉米，豆粕等原材料的采购成本，原材料的市价波动会对养殖成本产生较大影响。2020年我国玉米价格节节走高，从年初1月2日的1917.29元/吨上涨至年底12月30日的2665.10元/吨，涨幅高达39%，截至2021年4月19日，全国玉米现货价平均2879.17元/吨，同比增长42.8%。2020年豆粕价格从年初1月2日的2887.43元/吨上涨至年底12月31日的3464.29元/吨，涨幅高达20%，截至2021年4月19日，全国豆粕现货价平均3466.0元/吨，同比增长11.8%。

图表 8 全国玉米价格走势，元/吨



图表 9 全国豆粕价格走势，元/吨



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

美国农业部公布4月供需报告: 2020/21年全球玉米库存比预测值24.6%，环比下跌0.4个百分点，较19/20年度下降0.9个百分点，仍处于2016/17年度以来的最低水平。据我国农业农村部市场预警专家委员会3月预测，2020/21年我国玉米产量26,067万吨，玉米供需缺口1851万吨。我们判断，2021-2022年我国面临畜禽存栏上升带来的玉米需求增加，参照历史数据，我国玉米播种面积、玉米产量在2015年高位仅达到26,499万吨、44968万公顷，产量增长空间有限，且玉米进口受制于高关税率，我国玉米价格中期看涨。

图表 10 全球玉米供需平衡表

百万吨	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21
期初库存	129.4	132.2	132.7	174.8	209.7	311.5	352.0	341.0	321.1	303.0
产量	886.6	868.0	991.4	1,016.0	972.2	1,123.4	1,080.1	1,124.9	1,116.5	1,137.1
进口	99.9	99.4	124.0	125.2	139.2	135.6	149.9	164.4	165.4	180.0
饲料消费	507.1	518.0	570.3	584.7	601.6	656.1	672.4	703.9	714.4	731.3
国内消费	883.2	864.7	949.3	981.0	968.0	1,084.1	1,090.5	1,144.8	1,134.6	1,156.2
出口	117.0	95.2	131.1	142.2	119.7	160.1	148.2	181.7	171.7	187.3
期末库存	132.8	135.4	174.8	209.8	213.9	350.8	341.6	321.1	303.0	283.9
库存比	15.0%	15.7%	18.4%	21.4%	22.1%	32.4%	31.3%	28.0%	26.7%	24.6%

资料来源: USAD, 华安证券研究所 注: 根据美国农业部4月数据测算

美国农业部 2021 年 4 月供需报告预测, 2020/21 年度全球豆粕产量 2.53 亿吨, 期末库存 1060 万吨, 库消比 4.3%, 库消比预测值环比上升 0.3 个百分点, 较 19/20 年度下降 0.4 个百分点, 处于 11/12 年以来最低水平, 我们预计豆粕价格有望维持高位。

图表 11 全球豆粕供需平衡表

百万吨	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21
期初库存	8.7	10.0	9.5	10.6	13.9	13.4	13.8	14.4	13.5	11.2
产量	180.5	181.3	189.5	208.0	216.0	225.6	232.5	233.9	244.6	253.3
进口	57.1	53.8	57.9	60.9	61.8	60.4	61.1	62.8	61.4	62.6
国内消费	177.8	177.4	186.2	201.7	213.1	221.7	228.9	229.9	241.0	249.1
出口	58.3	57.9	60.2	64.5	65.4	64.6	64.9	67.7	67.3	67.5
期末库存	10.2	9.8	10.5	13.2	13.1	13.2	13.6	13.5	11.2	10.6
库消比	5.7%	5.5%	5.6%	6.5%	6.1%	5.9%	5.9%	5.9%	4.7%	4.3%

资料来源: USAD, 华安证券研究所 注: 根据美国农业部 4 月数据测算

## 3 成本控制能力卓越, 未来 3-4 年再造一个仙坛

### 3.1 “公司+基地+农场”合作养殖, “九统一”管理体系

公司合作养殖场采取“九统一”管理下的“公司+基地+农场”合作养殖模式, 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。公司将合作养殖场统一纳入公司的流程化管理, 使之成为公司一体化经营产业链中的养殖基地。

公司凭借多年白羽肉鸡专业养殖经验, 以及对商品代肉鸡养殖业务的合作养殖模式, 有效整合了公司科学养殖的流程化“九统一”管理优势, 和基地合作场零星土地、闲散资金和养殖责任心的分散养殖优势, 实现了生物安全风险可控下的养殖规模快速扩张, 同时亦在公司与合作场之间形成合作互赢的信赖机制, 并带动合作养殖户致富。

图表 12 仙坛集团“九统一”管理体系示意图

**统一选址布局：**公司根据分散防疫要求及相关动物防疫法律法规的规定，统一确定养殖场建设地址。



**统一规划建设标准：**统一按公司设计方案及图纸建设鸡舍，鸡舍完工经公司验收合格后方可进行肉鸡养殖。



**统一供应饲料：**结合肉鸡生理特点和生长需求，统一提供科学合理优质合格饲料。



**统一供应雏鸡：**统一繁育、孵化，确保向各饲养场提供健康优质雏鸡。



**统一供应药品：**药品及疫苗由公司统一采购供应，对统一供给饲养场使用的药品均进行成分分析检测，以确保所有药品安全性，不含有任何违禁成分。



**统一回收商品肉鸡：**肉鸡出栏由公司按照“同进同出”、“统进统出”的原则，统一安排出栏计划。



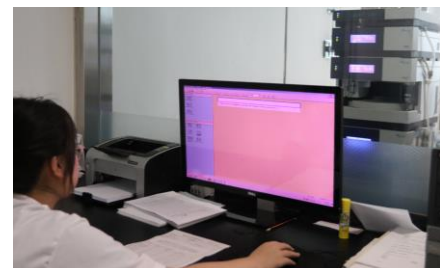
**统一物流管理：**对出栏肉鸡由公司统一安排车辆运输至公司食品加工厂。



**统一防疫标准化养殖管理：**根据各批鸡只的生长周期，实施统一的免疫程序，根据公司巡访、巡诊情况，实时对鸡只进行两疫（禽流感、新城疫）监控、抽样化验。对肉鸡饲养生产期间育雏、育肥等各个环节由公司做出统一管理要求。



**统一全方位检测：**肉鸡出栏前，公司统一抽取鸡只标本进行药残检验，统一接受畜牧主管部门监管，兽医对鸡只进行抽血检验两疫（禽流感、新城疫），在全部检验合格后方可出栏。



资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 3.2 成本控制能力卓越，鸡价历史大底仍盈利

公司鸡肉产品的养殖成本主要包括原材料、代养费、人工工资、能源、折旧等。公司代养费可根据市场行情调节，当鸡价景气时，公司会上调代养费，当行情不景气时，公司会相应下调代养费。公司凭借卓越的成本控制能力，即使在 2017 年毛鸡价格历史大底之时，也实现盈利。



图表 13 公司鸡肉产品养殖成本列表

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
<b>合计</b>	<b>17.4</b>	<b>16.6</b>	<b>16.4</b>	<b>17.2</b>	<b>17.8</b>	<b>19.0</b>	<b>21.3</b>

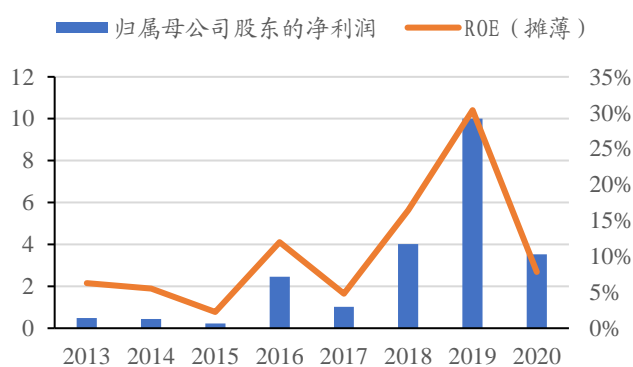
鸡肉产品养殖成本, 元/吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
原材料	5,882	5,107	4,708	4,825	4,729	4,924	5,493
人工工资	642	637	716	711	664	767	784
能源	213	218	151	184	159	157	178
折旧	65	70	196	227	224	224	247
其他 (以代养费为主)	1,250	1,236	1,246	1,220	1,450	1,645	1,607
<b>合计</b>	<b>8,053</b>	<b>7,268</b>	<b>7,017</b>	<b>7,167</b>	<b>7,226</b>	<b>7,716</b>	<b>8,309</b>

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%
<b>合计</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

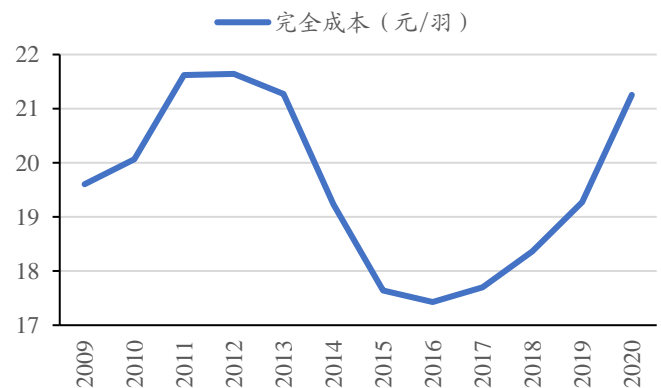
资料来源:公司年报, 华安证券研究所

图表 14 公司归母净利润、ROE 走势图,亿元



资料来源:Wind, 华安证券研究所

图表 15 公司完全成本走势图, 元/羽



资料来源:公司年报, 华安证券研究所

### 3.3 未来 3-4 年再造一个仙坛

#### 3.3.1 专注肉鸡养殖 20 年

仙坛股份的发展历程可追溯至 1997 年于烟台市牟平区租赁的鸡场、孵化场、饲料厂和羽毛粉厂, 此后踏上了十余年艰苦创业历程。发展至今公司已专注肉鸡养殖

深加工行业近 30 年。公司于 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；2005 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，同年相继建成投产，公司种鸡养殖不断发展壮大为后续的产业链自给自足奠定基础，同年 9 月成立的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；2011 年公司正式更名为山东仙坛股份有限公司，完成改制并为上市做基础准备工作；公司于 2015 年在深圳证券交易所挂牌上市。公司多年来在肉鸡产业化经营模式中不断创新实践，专注于肉鸡养殖深加工领域。2018 年 4 月成立山东仙坛得生物科技有限公司，公司产业链发展向生物应用领域延伸，并向科技型发展。2019 年成立山东仙坛诸城食品有限公司，开启政企协作大联合经营发展模式，同年 12 月 13 日公司实现净利润 10 亿元。

图表 16 仙坛股份发展历程图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

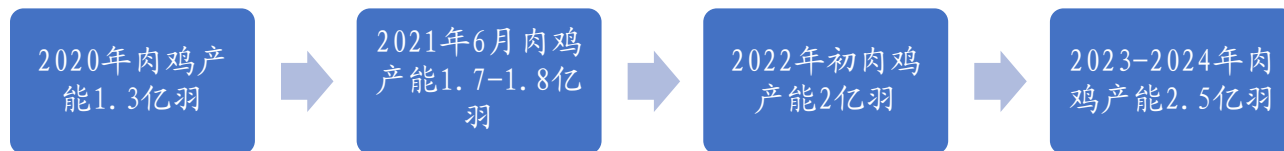
### 3.3.2 计划再造一个仙坛

2020 年 12 月份公司通过非公开发行 1.1 亿股，募集资金总额 10.45 亿，用于诸城年产 1.2 亿羽肉鸡产业生态项目，拟投入 7 个商品鸡场、饲料厂及屠宰厂共 9 处建设项目。

公司计划在诸城打造“第二个仙坛”，将着重于调味品加工，意在向下游产业链

发展延伸。2021 年公司肉鸡出栏量有望达到 1.7-1.8 亿羽，2022 年初肉鸡产能或达到甚至突破 2 亿羽，2023-2024 年公司肉鸡产能有望达到 2.5 亿羽。

图表 17 肉鸡出栏量及产能预测图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.3.3 从农场到餐桌，打造全产业链

经过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。公司将充分利用一体化经营产业链优势、“公司+基地+农场”合作养殖模式优势、产业集群优势、技术优势，扩大经营规模，适时将产业链向上下游延伸。通过发展直接面向终端领域的熟食品、调理品等品种，开设鸡肉系列产品的专卖店、进驻商场、超市专柜，实现向终端消费领域的延伸，提升品牌知名度，打造终端品牌型企业。

公司将通过工序改进、产品研发、配方研制等举措提升鸡肉产品的深加工能力以实现产品的多品种、系列化和高附加值：横向扩展产品线。通过引进欧洲先进屠宰加工设备与生产工艺、工序改进实现肉鸡精致分割，增加冻分割鸡肉的产品规格；提高鸡副产品综合利用，使之成为动物饲料原料、化工原料；纵向延伸产品线，实施肉制品深加工，根据市场需求开发多系列调理品、熟食品。

图表 18 公司生产体系示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 4 盈利预测、估值及投资评级

### 4.1 盈利预测

我们假设:

- 1、2021-2023 年公司鸡肉销量 43.37 万吨、49.53 万吨、56.97 万吨，同比增长 32.3%、14.2%、15.0%;
- 2、2021-2023 年公司肉鸡外销量 600 万羽、700 万羽、800 万羽。

图表 19 公司收入成本预测表

合计	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,735	1,756	2,095	2,164	2,578	3,533	3,188	4,048	4,753	5,618
yoy	-2.2%	1.2%	19.3%	3.3%	19.1%	37.1%	-9.8%	27.0%	17.4%	18.2%
营业成本	1,602	1,671	1,768	2,028	2,137	2,476	2,862	4,036	4,447	5,109
毛利率	7.6%	4.8%	15.6%	6.3%	17.1%	29.9%	10.2%	0.3%	6.4%	9.1%
毛利润	132	85	327	136	440	1,058	326	12	306	510
yoy	38.3%	-36.1%	286.7%	-58.4%	224.1%	140.2%	-69.1%	-96.3%	2414.8%	66.4%
<b>一、鸡肉产品</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
收入	1,552	1,671	1,988	2,006	2,427	3,297	3,005	3,857	4,536	5,374
yoy	33.7%	7.6%	19.0%	0.9%	21.0%	35.8%	-8.9%	28.3%	17.6%	18.5%
成本	1,432	1,603	1,703	1,901	2,048	2,368	2,724	3,874	4,269	4,911
毛利率	7.8%	4.1%	14.3%	5.2%	15.6%	28.2%	9.4%	-0.5%	5.9%	8.6%
利润	121	68	284	105	379	930	281	-18	267	464
yoy	51.0%	-43.4%	316.5%	-63.1%	260.9%	145.3%	-69.7%	-106%	-1619%	73.7%
销量(万吨)	17.78	22.05	24.27	26.53	28.34	30.68	32.78	43.37	49.53	56.97
销量 yoy	40.2%	24.0%	10.1%	9.3%	6.8%	8.3%	6.8%	32.3%	14.2%	15.0%
销售均价(元/吨)	8,732	7,577	8,188	7,562	8,563	10,745	9,167	8,892	9,159	9,434
单位成本(元/吨)	8,053	7,268	7,017	7,167	7,226	7,716	8,309	8,933	8,620	8,620
单位毛利(元/吨)	679	310	1,172	396	1,337	3,029	858	-41	539	814
<b>二、商品代肉鸡</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
收入	122	31	48	104	53	90	118	127	152	179
yoy	-77.7%	-74.7%	55.9%	117.0%	-48.8%	68.9%	31.2%	7.0%	20.2%	17.7%
成本	116	28	41	100	45	66	106	126	142	162
毛利率	4.5%	8.8%	14.2%	4.5%	15.5%	26.3%	10.4%	0.7%	7.0%	9.7%
利润	5	3	7	5	8	24	12	1	11	17
yoy	-55.7%	-50.5%	153.3%	-31.3%	76.2%	186.2%	-48.0%	-92.7%	1074.9%	63.4%
外销(万羽)	558	155	238	567	234	343	544	600	700	800
销售均价(元/羽)	21.9	19.9	20.2	18.4	22.8	26.3	21.8	21.1	21.7	22.4
单位成本(元/羽)	20.9	18.1	17.3	17.5	19.2	19.4	19.5	21.0	20.2	20.2
单位毛利(元/羽)	1.0	1.7	2.9	0.8	3.5	6.9	2.3	0.2	1.5	2.2
<b>三、淘汰种鸡、豆油</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
收入(百万元)	41	40	50	34	77	120	35	35	35	35
yoy	-19.5%	-3.4%	25.0%	-31.3%	126.2%	55.4%	-71.1%	0.0%	0.0%	0.0%

成本 (百万元)	46	29	16	13	30	28	17	21	21	21
毛利率	-10.9%	27.5%	67.7%	61.5%	60.7%	77.1%	51.8%	40.0%	40.0%	40.0%
利润 (百万元)	-4	11	34	21	47	93	18	14	14	14
yoy	-22.6%	-343.7%	207.9%	-37.6%	123.1%	97.6%	-80.6%	-22.8%	0.0%	0.0%
<b>四、其他</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
收入 (百万元)	19	14	10	20	20	26	30	30	30	30
成本 (百万元)	9	12	8	14	14	14	15	15	15	15
利润 (百万元)	11	3	2	5	6	12	15	15	15	15

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 4.2 投资建议

公司是我国大型白羽肉鸡养殖企业, 2020 年肉鸡出栏量(含内销)逾 1.3 亿羽。2020 年 12 月公司完成定增, 募集资金总额 10.45 亿用于诸城年产 1.2 亿羽肉鸡项目, 我们预计未来 3-4 年有望再造一个仙坛。

我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 40.48 亿元、47.53 亿元、56.18 亿元, 同比增长 27.0%、17.4%、18.2%, 对应归母净利润 0.6 亿元、3.66 亿元、5.86 亿元, 同比分别增长-83.0%、511.4%、60.4%, 对应 EPS0.1 元、0.64 元、1.02 元。我们给予公司 2022 年 20 倍 PE, 合理估值 12.8 元, 给予“买入(首次)”评级。

## 风险提示:

疫情; 鸡价下跌超预期。

财务报表与盈利预测

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3964	3712	3620	3804
现金	1178	-240	-1397	-2314
应收账款	50	64	75	88
其他应收款	6	8	9	11
预付账款	6	8	9	10
存货	361	510	562	645
其他流动资产	2363	3363	4363	5363
<b>非流动资产</b>	1499	2046	2593	3140
长期投资	60	60	60	60
固定资产	896	1096	1296	1495
无形资产	131	178	226	273
其他非流动资产	412	712	1012	1312
<b>资产总计</b>	5462	5758	6213	6944
<b>流动负债</b>	804	1038	1121	1253
短期借款	230	230	230	230
应付账款	182	256	282	324
其他流动负债	392	552	608	699
<b>非流动负债</b>	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	15	15	15	15
<b>负债合计</b>	819	1054	1136	1269
少数股东权益	150	151	158	170
股本	574	574	574	574
资本公积	1826	1826	1826	1826
留存收益	2094	2154	2519	3106
归属母公司股东权	4494	4553	4919	5505
<b>负债和股东权益</b>	5462	5758	6213	6944

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	553	116	356	572
净利润	353	60	366	586
折旧摊销	202	103	103	103
财务费用	12	0	0	0
投资损失	-92	-116	-136	-161
营运资金变动	77	69	17	32
其他经营现金流	277	-8	356	566
<b>投资活动现金流</b>	-706	-1534	-1514	-1489
资本支出	-473	-650	-650	-650
长期投资	-325	-1000	-1000	-1000
其他投资现金流	92	116	136	161
<b>筹资活动现金流</b>	709	0	0	0
短期借款	-117	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	110	0	0	0
资本公积增加	921	0	0	0
其他筹资现金流	-205	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	556	-1417	-1157	-917

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3188	4048	4753	5618
营业成本	2862	4036	4447	5109
营业税金及附加	9	11	13	16
销售费用	8	8	8	8
管理费用	47	48	48	49
财务费用	5	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资净收益	92	116	136	161
<b>营业利润</b>	351	61	373	598
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	348	61	373	598
所得税	-10	0	0	0
<b>净利润</b>	358	61	373	598
少数股东损益	5	1	7	12
<b>归属母公司净利润</b>	353	60	366	586
EBITDA	461	44	335	535
EPS (元)	0.61	0.10	0.64	1.02

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-9.8%	27.0%	17.4%	18.2%
营业利润	-67.3%	-82.6%	511.4%	60.4%
归属于母公司净利	-64.8%	-83.0%	511.4%	60.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	10.2%	0.3%	6.4%	9.1%
净利率 (%)	11.1%	1.5%	7.7%	10.4%
ROE (%)	7.8%	1.3%	7.4%	10.6%
ROIC (%)	5.5%	-1.2%	4.4%	7.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	15.0%	18.3%	18.3%	18.3%
净负债比率 (%)	17.6%	22.4%	22.4%	22.4%
流动比率	4.93	3.58	3.23	3.04
速动比率	4.48	3.08	2.72	2.51
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.58	0.70	0.77	0.81
应收账款周转率	63.68	63.68	63.68	63.68
应付账款周转率	15.76	15.76	15.76	15.76
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.61	0.10	0.64	1.02
每股经营现金流	0.96	0.20	0.62	1.00
每股净资产	7.83	7.94	8.57	9.60
<b>估值比率</b>				
P/E	18.81	103.74	16.97	10.58
P/B	1.48	1.36	1.26	1.13
EV/EBITDA	12.33	151.26	23.35	16.35

## 分析师简介

**分析师:** 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。