

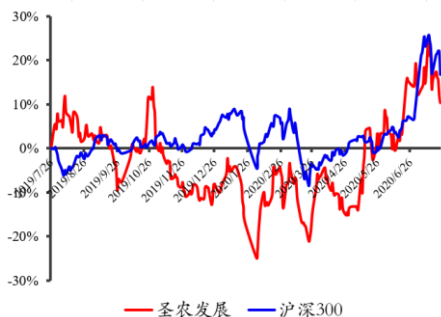
全力打造成功基因，力争全球白羽肉鸡食品龙头

投资评级：增持（首次）

报告日期：2020-07-27

收盘价（元）	27.71
近 12 个月最高/最低（元）	31.48/16.97
总股本（百万股）	1,244
流通股本（百万股）	1,111
流通股比例（%）	89.31
总市值（亿元）	345
流通市值（亿元）	308

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：

公司是白羽肉鸡全产业链龙头

公司拥有全球最完整的白羽肉鸡全产业链，公司也是国内规模最大的白羽肉鸡食品企业。公司主营业务是肉鸡饲养及初加工、鸡肉产品深加工，主要产品是分割的冰鲜、冷冻鸡肉及深加工肉制品。2006-2019 年，公司营业收入从 5.8 亿元增长至 145.6 亿元，年复合增长率 28.2%，鸡肉销量从 6.8 万吨增长至 88.5 万吨，年复合增长率 21.8%，圣农食品销量从 2015 年 5.8 万吨上升至 2019 年 18.1 万吨，年复合增长率高达 32.8%。

白羽肉鸡产能快速回升，价格下行趋势难以扭转

2019 年我国父母代雏鸡销量 4830.87 万套，同比增长 17.5%；1H2020 我国父母代雏鸡销量 2851.87 万套，同比增长 40.5%，其中，6 月父母代雏鸡销量 588.34 万套，是禽业分会有监测数据以来，单月供应父母代雏鸡第二多的月份。我们判断，根据白羽肉鸡自身供给周期，白羽肉鸡价格处于下降通道；然而，站在我国肉类供应大背景下，受非瘟疫情影响，2019 年我国猪肉产量同比大降 1148.4 万吨至 4255.3 万吨，据我们测算，2020 年猪肉供应量或再降 700-1000 万吨。巨大的肉类供应缺口有望支撑白羽肉鸡价格维持相对高位，但价格下行趋势已难以扭转。

打造成功基因，力争全球标杆白羽鸡食品企业

公司坚持一体化产业链发展方向不变，围绕三大战略发展推动公司成为全球标杆白羽肉鸡食品企业：①通过并购等方式将现有超 5 亿羽产能扩至 10 亿羽，提升市场占有率与竞争力；②提升深加工肉制品在公司的整体占比，计划 2024 年实现深加工收入达到 100 亿元，其中，B2C 突破 30 亿元；③持续 4.0 项目建设，以实现管理智能化、生产自动化、食品安全系统化、环保&消防标准化，进一步提升公司生产、管理水平，增强抗风险能力，从公司内部管理要效益。公司通过组织架构调整、人力资源完善，以及在整个执行过程中的持续追踪，努力打造公司成功基因，顺利实现了业务快速增长和成本持续下行。

公司种源培养获历史性突破，肉鸡养殖屠宰产能稳步扩张

公司是全国最大的白羽肉鸡生产企业，纵向一体化经营，为食品品质和食品安全实施源头控制奠定基础，公司鸡肉销售价格长期高于同业。2019 年底公司成功筛选出性能优异的国内首个白羽肉鸡配套系——SZ901，实现了祖代鸡全部自给有余。2015 年末公司肉鸡养殖屠宰产能已达到 5 亿羽，2019 年公司完成欧圣农牧、欧圣实业的收购，与圣农集团等多方共同设立产业并购基金德成农牧，并完成对甘肃中盛农牧的收购，进一步推进产能扩张战略。

食品业务全渠道覆盖，创新助力食品业务发展

①圣农食品 2003 年成立，2017 年注入上市公司。收购完成后，公司产品链从养殖、屠宰加工延伸至肉制品深加工领域。②圣农食品产能持续攀

升。2019 年末，圣农食品合计产能 24 万吨，2020 年拟新增产能共计 11.52 万吨；2021 年食品九厂（牛肉厂）拟新增产能 4.8 万吨，调理厂、OEM 工厂产能有望继续提升。③全渠道布局，B2B 和 B2C 双线发展。公司遵循 B2B 和 B2C 的双线发展思路，在 2B 路径中成为整个餐饮企业的中央厨房，在 2C 路径中抓住中国未来的餐桌食品，是国内少数几个拥有多层次的客户群体、合理的市场网络和完善的储藏运输体系的公司之一。2008-2019 年，圣农食品营业收入从 1.01 亿元攀升至 42.68 亿元，年复合增长率高达 40.5%。④创新助力食品业务发展。圣农集团上海研发中心设有现代化实验室和加工厨房、先进的食品加工设备、大客户厨房设备和管理经验，在研发中心即可以模拟工厂的生产工艺，以及关键客户的厨房条件。研发中心共有 100 多名专业研发人员，厨师团队主要负责提供产品创意构思、前沿技术研究，研发团队专注于产品转化生产车间、设备和产品加工工艺的创新。⑤深加工业务占比持续提升，业绩周期波动将逐步被熨平。2015-2019 年，圣农食品肉制品吨毛利较公司鸡肉持续高出 2749 元至 3051 元，圣农食品收入占公司收入比重从 17% 上升至 27%，随着公司深加工业务的不断扩大，业绩受周期波动的影响将逐步被熨平。

投资建议

我们预计 2020-2022 年公司肉鸡出栏量分别为 5 亿羽、5.4 亿羽、6 亿羽，肉制品销量分别为 20 万吨、23.9 万吨、28.7 万吨，对应收入 142.0 亿元、152.3 亿元、166.7 亿元，对应归母净利润 32.11 亿元、29.61 亿元、27.04 亿元，同比分别增长-21.5%、-7.8%、-8.7%，对应 EPS2.58 元、2.38 元、2.17 元。我们给予公司 2020 年 12 倍 PE，合理估值 30.96 元，给予“增持（首次）”评级。

风险提示

禽流感，鸡价大幅下跌，食品安全问题。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14558	14201	15232	16670
收入同比(%)	26.1%	-2.5%	7.3%	9.4%
归属母公司净利润	4093	3211	2961	2704
净利润同比(%)	171.8%	-21.5%	-7.8%	-8.7%
毛利率(%)	34.5%	28.8%	25.7%	22.5%
ROE(%)	38.8%	23.3%	17.7%	13.9%
每股收益(元)	3.29	2.58	2.38	2.17
P/E	7.32	10.74	11.65	12.75
P/B	2.84	2.50	2.06	1.77
EV/EBITDA	6.03	8.40	8.32	8.34

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

正文目录

1 白羽肉鸡全产业链龙头	6
1.1 公司拥有全球最完整的白羽肉鸡产业链	6
1.2 实控人持股近 50%，战投 KKR 持股 6.9%	7
2 白羽鸡产能大增，价格下行趋势已定	7
2.1 白羽肉鸡产业周期性强，扩繁系数高	7
2.2 白羽肉鸡产能已回升，自身周期进入下行通道	8
2.2.1 2019 年祖代更新量高达 122 万套，2020 引种存变数	8
2.2.2 祖代、父母代存栏均处 2014 年以来高位	9
2.2.3 父母代鸡苗销量大增，白羽鸡价下行趋势难以扭转	10
3 打造成功基因，力争全球标杆白羽鸡食品企业	11
3.1 长远规划：争做全球标杆白羽肉鸡食品企业	11
3.2 组织架构+人力资源+执行力，打造公司成功基因	12
3.2.1 组织架构设计	13
3.2.2 绩效管理系统&薪酬激励机制	14
3.2.3 人才培养体系&员工关怀文化	14
3.3 鸡肉业务：种源培养获突破，肉鸡养殖屠宰产能稳步扩张	14
3.3.1 2006-2019 年公司肉鸡屠宰量年复合增长率 22%	14
3.3.2 全国最大白羽鸡生产企业，出栏占全国比重 10%	15
3.3.3 一体化经营获优质客户青睐，鸡肉售价长期高于同业	15
3.3.4 种源培养获历史性突破，公司祖代鸡全部自给有余	18
3.3.5 肉鸡养殖屠宰产能稳步扩张	18
3.4 食品业务全渠道覆盖，创新助力食品业务发展	20
3.4.1 圣农食品 2003 年成立，2017 年注入上市公司	20
3.4.2 圣农食品产能持续攀升，品类齐全、产品丰富	21
3.4.3 全渠道布局，B2B 和 B2C 双线发展	23
3.4.4 创新助力食品业务发展	25
3.4.5 深加工业务占比持续提升，业绩周期波动将逐步被熨平	26
4 盈利预测、估值及投资评级	27
4.1 盈利预测	27
4.2 投资建议	29
风险提示：	30
财务报表与盈利预测	30

图表目录

图表 1 公司产业链.....	6
图表 2 公司主营收入、净利润走势图.....	6
图表 3 公司鸡肉、食品销量走势图.....	6
图表 4 公司股权结构.....	7
图表 5 肉鸡养殖周期.....	8
图表 6 祖代肉种鸡引种量走势图.....	8
图表 7 2016-2020 年祖代肉鸡月度更新表.....	9
图表 8 全国在产祖代种鸡存栏量走势图, 万套.....	10
图表 9 全国后备祖代种鸡存栏量走势图, 万套.....	10
图表 10 全国部分在产父母代存栏量走势图, 万套.....	10
图表 11 全国部分后备父母代存栏量走势图, 万套.....	10
图表 12 2016-2020 年 6 月全国父母代雏鸡产销量, 万套.....	11
图表 13 2013-2020 年 6 月全国祖代效益, 元/套.....	11
图表 14 公司重要发展历程.....	11
图表 15 圣农食品组织架构和人力资源变迁图.....	12
图表 16 圣农发展组织架构和人力资源变迁图.....	13
图表 17 肉鸡出栏量走势图.....	14
图表 18 肉鸡收入及毛利率走势图.....	14
图表 19 公司肉鸡出栏量全国占比.....	15
图表 20 鸡肉价格行业对照图.....	15
图表 21 主要客户及重要会议列表.....	16
图表 22 公司鸡肉单位主营成本走势图, 万元/吨.....	16
图表 23 公司与仙坛股份鸡肉价格对照图.....	16
图表 24 公司与仙坛股份鸡肉主营成本对照图.....	16
图表 25 公司与仙坛股份鸡肉毛利对照图.....	16
图表 26 公司与仙坛主营成本对照表.....	17
图表 27 白羽肉鸡上市企业主要业务对照表.....	18
图表 28 公司鸡肉产能扩张列表.....	19
图表 29 圣农食品发展历程图.....	20
图表 30 圣农食品产能扩张示意图.....	21
图表 31 安佰牧场系列.....	22
图表 32 生鲜食材.....	22
图表 33 方便菜系列.....	23
图表 34 4 度系列.....	23
图表 35 休闲小食系.....	23
图表 36 早餐肠系列.....	23
图表 37 圣农食品 B2B 渠道示意图.....	23
图表 38 圣农食品 B2C 渠道示意图.....	24
图表 39 2015-2019 年公司肉制品销量走势图.....	24
图表 40 2008-2019 年圣农食品收入走势图.....	24
图表 41 圣农产品研发流程.....	25

图表 42 食品创新过程示意图.....	25
图表 43 麦当劳爆品 BIC 示意图.....	25
图表 44 圣农食品收入占公司收入比重.....	26
图表 45 圣农食品净利与公司净利对照图.....	26
图表 46 圣农食品与鸡肉吨价对照图，万元/吨.....	26
图表 47 圣农食品与鸡肉吨成本对照图，万元/吨.....	26
图表 48 圣农食品与鸡肉吨毛利对照图，元/吨.....	27
图表 49 圣农食品吨净利走势图.....	27

1 白羽肉鸡全产业链龙头

1.1 公司拥有全球最完整的白羽肉鸡产业链

公司拥有全球最完整的白羽肉鸡产业链，涵盖饲料加工、原种培育、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、屠宰加工与销售、熟食加工与销售等多个环节，同时公司也是国内规模最大的白羽肉鸡食品企业。公司主营业务是肉鸡饲养及初加工、鸡肉产品深加工，主要产品是分割的冰鲜、冷冻鸡肉及深加工肉制品。

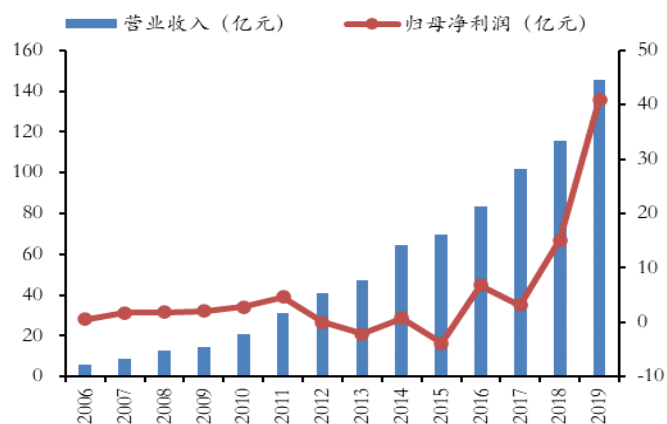
图表 1 公司产业链



资料来源：公司官网，华安证券研究所

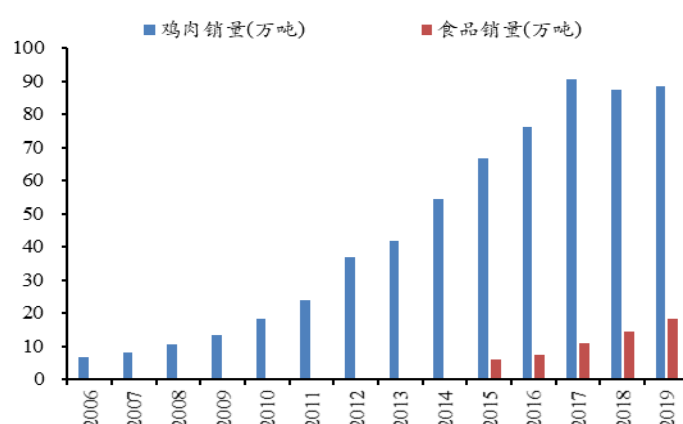
2006-2019 年，公司营业收入从 5.8 亿元增长至 145.6 亿元，年复合增长率 28.2%，归母净利润呈现周期性波动；鸡肉销量从 6.8 万吨增长至 88.5 万吨，年复合增长率 21.8%，圣农食品销量从 2015 年 5.8 万吨上升至 2019 年 18.1 万吨，年复合增长率高达 32.8%。

图表 2 公司主营收入、净利润走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司鸡肉、食品销量走势图

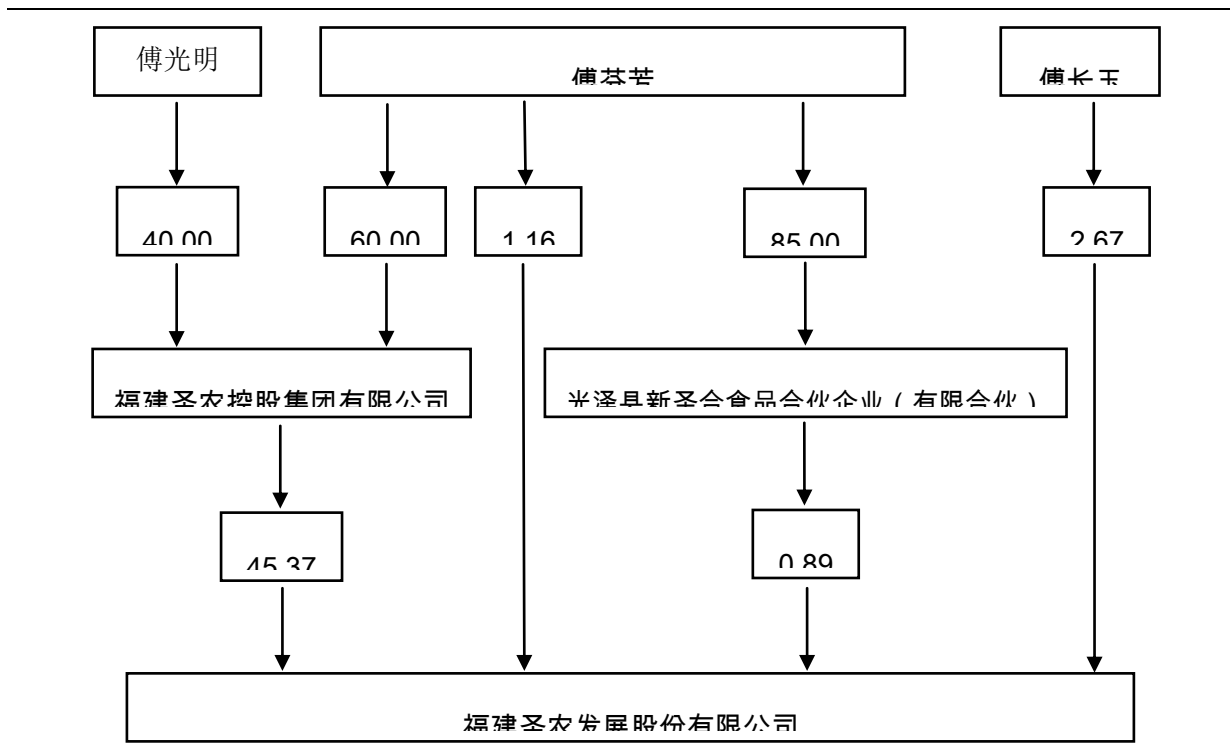


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 实控人持股近 50%，战投 KKR 持股 6.9%

福建圣农控股集团有限公司是公司控股股东，持有公司股权 45.37%，其中，傅芬芳、傅光明分别持有福建圣农控股 60%、40% 股权，分别间接持有公司 28.97%、18.22% 股权，此外，傅长玉持有公司 2.67% 股权。傅光明是公司创始人&董事长；傅芬芳是傅光明女儿，担任总经理，傅长玉是傅光明妻子，因此，傅光明、傅长玉和傅芬芳三人是公司的实际控制人，共同持有公司 49.96% 股权。KKR 是公司第二大股东，截至目前持有公司 6.9% 股权。

图表 4 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

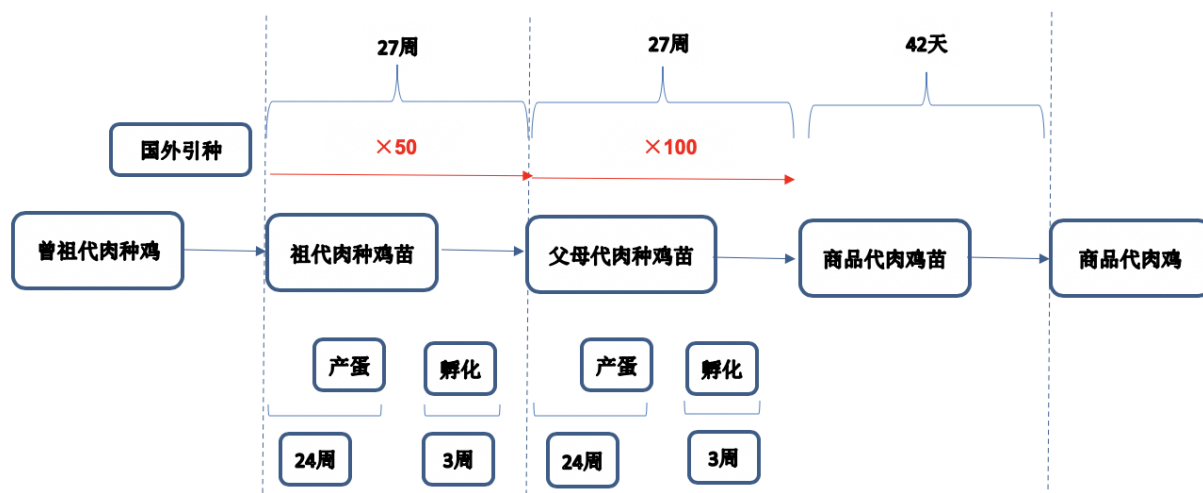
2 白羽鸡产能大增，价格下行趋势已定

2.1 白羽肉鸡产业周期性强，扩繁系数高

白羽肉鸡生产具有很强的周期性。祖代鸡苗或父母代鸡苗经过 24 周进入产蛋期 (25-66 周)，从祖代鸡引种至商品代肉鸡出栏大约需要 14 个月。

白羽肉鸡生产扩繁系数高。1 套祖代肉种鸡可提供 50 套父母代肉种鸡，1 套父母代肉种鸡可提供 100-130 只商品代鸡苗，从祖代到商品代扩繁系数可高达 5000-6500 倍。

图表 5 肉鸡养殖周期



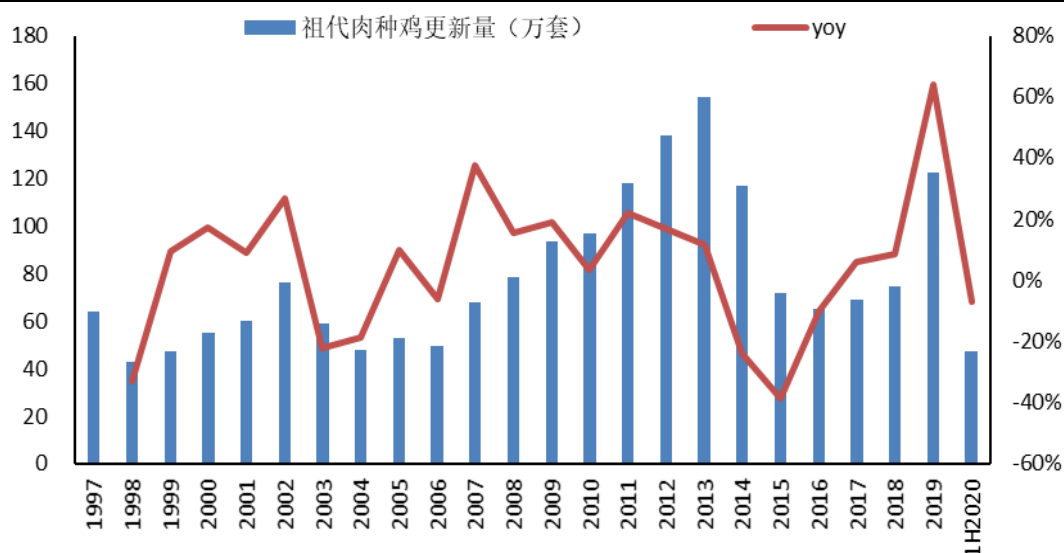
资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所整理

2.2 白羽肉鸡产能已回升，自身周期进入下行通道

2.2.1 2019 年祖代更新量高达 122 万套，2020 引种存变数

白羽肉鸡行业供应量主要由祖代肉种鸡引种量决定。2013 年祖代肉种鸡引种量达到高点 154 万套，2014-2016 年连续三年下降，2015-2018 年引种量在 70 万套上下波动，2019 年引种量高达 122 万套，而正常年份祖代需求量 100 万套。1H2020 祖代更新量达到 47.32 万套，同比仅小幅回落 6.8%，需要注意的是，海外新冠疫情尚未稳定，2020 年全年祖代引种量仍需紧密跟踪。

图表 6 祖代肉种鸡引种量走势图



资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

图表 7 2016-2020 年祖代肉鸡月度更新表

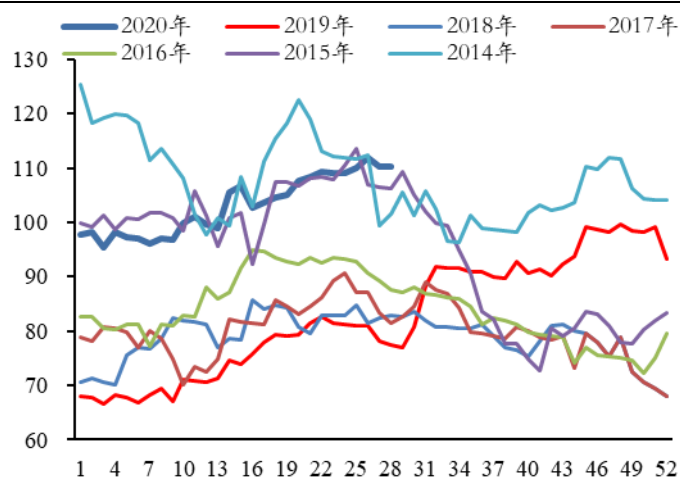
	单月					累计				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
1 月	0	8.2	1.3	4	6.5	0	8.2	1.3	4	6.5
2 月	1.5	8.1	1	10.5	9.3	1.5	16.3	2.3	14.5	15.8
3 月	0.8	0	7.3	10.9	5.3	2.3	16.3	9.6	25.4	21.1
4 月	2	3.9	6.1	11.5	8.6	4.3	20.2	15.7	36.9	29.6
5 月	1.7	0.9	6.9	8.5	6.9	6	21.1	22.7	45.4	36.5
6 月	7	5.6	2.7	5.4	10.8	12.9	26.7	25.4	50.8	47.3
7 月	6.5	6.5	4.1	6.6		19.4	33.2	29.4	57.4	
8 月	5	4.1	2.5	13.4		24.5	37.3	31.9	70.7	
9 月	6.2	8.1	7.4	9.6		30.7	45.4	39.3	80.4	
10 月	9.2	7	14.8	8.1		39.9	52.4	54.1	88.5	
11 月	6.8	9	10.7	15.2		46.7	61.3	64.8	103.7	
12 月	17.2	7.4	9.7	18.6		63.9	68.7	74.5	122.4	

资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

2.2.2 祖代、父母代存栏均处 2014 年以来高位

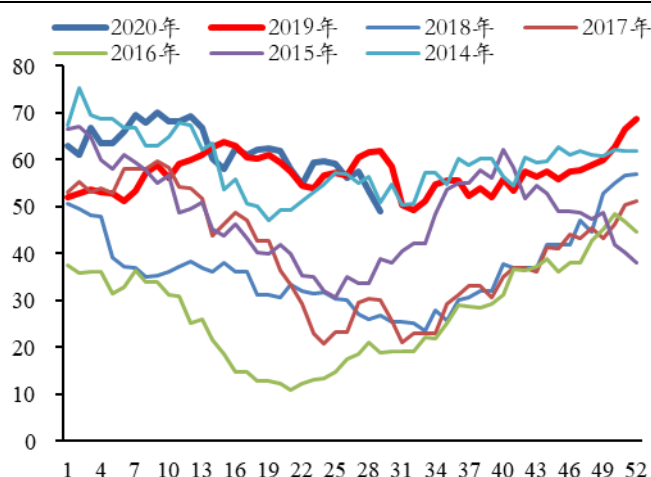
2020 年第 29 周（7 月 13 日-7 月 19 日），我国在产祖代种鸡存栏量 114.14 万套，后备祖代种鸡存栏量 48.9 万套，在产父母代存栏 1524.56 万套，后备存栏 1081.01 万套，均处于 2014 年以来同期偏高水平。

图表 8 全国在产祖代种鸡存栏量走势图, 万套



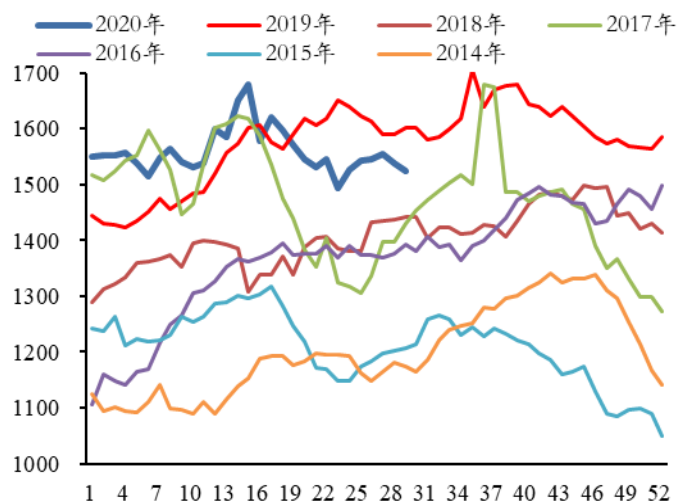
资料来源: 中国禽业分会, 华安证券研究所

图表 9 全国后备祖代种鸡存栏量走势图, 万套



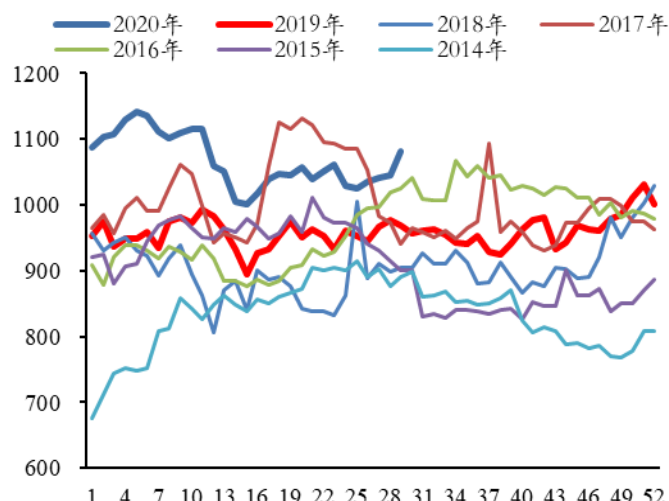
资料来源: 中国禽业分会, 华安证券研究所

图表 10 全国部分在产父母代存栏量走势图, 万套



资料来源: 中国禽业分会, 华安证券研究所

图表 11 全国部分后备父母代存栏量走势图, 万套



资料来源: 中国禽业分会, 华安证券研究所

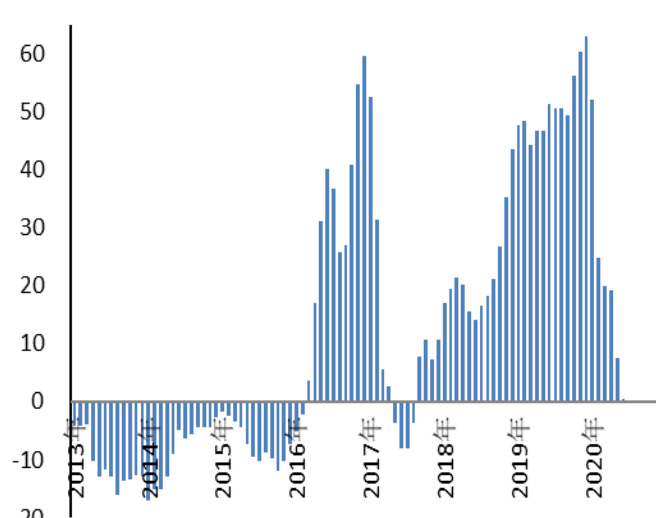
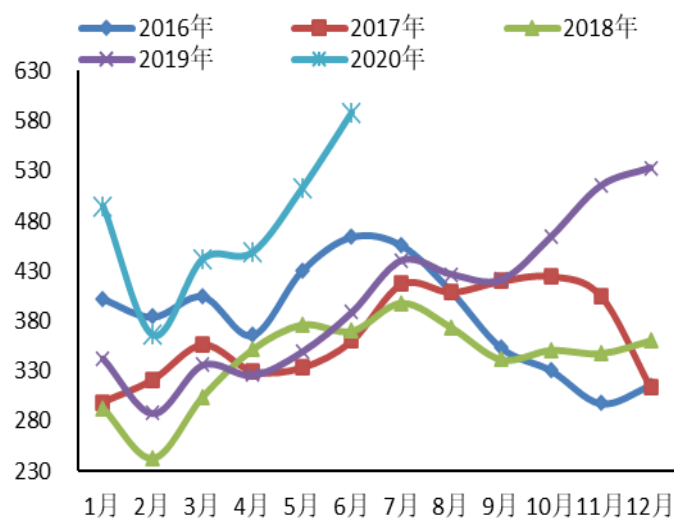
2.2.3 父母代鸡苗销量大增, 白羽鸡价下行趋势难以扭转

2019 年, 我国父母代雏鸡销量 4830.87 万套, 同比增长 17.5%。今年上半年, 我国父母代雏鸡销量 2851.87 万套, 同比增长 40.5%, 其中, 6 月父母代雏鸡销量 588.34 万套, 是禽业分会有监测数据以来, 单月供应父母代雏鸡第二多的月份 (第一多的月份是 2013 年 6 月 608.14 万套), 6 月父母代鸡苗销售价格降至 18.77 套, 处微利状况。

我们判断, 根据白羽肉鸡自身供给周期, 白羽肉鸡价格处于下降通道。然而, 站在我国肉类供应大背景下, 受非瘟疫情影响, 2019 年我国猪肉产量同比大降 1148.4 万吨至 4255.3 万吨, 据我们测算, 2020 年猪肉供应量或再降 700-1000 万吨。巨大的肉类供应缺口有望支撑白羽肉鸡价格维持相对高位, 但价格下行趋势已难以扭转。

图表 12 2016-2020 年 6 月全国父母代雏鸡产销量, 万套

图表 13 2013-2020 年 6 月全国祖代效益, 元/套



资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

资料来源：中国禽业分会，华安证券研究所

3 打造成功基因，力争全球标杆白羽鸡食品企业

3.1 长远规划：争做全球标杆白羽肉鸡食品企业

公司坚持一体化产业链发展方向不变，将围绕三大战略发展推动公司成为全球标杆白羽肉鸡食品企业：

- ① 通过并购等方式将现有超 5 亿羽产能扩至 10 亿羽,提升市场占有率与竞争力；
- ② 提升深加工肉制品在公司的整体占比，计划 2024 年实现深加工收入达到 100 亿元，其中，B2C 突破 30 亿元；
- ③ 持续 4.0 项目建设，以实现管理智能化、生产自动化、食品安全系统化、环保 & 消防标准化，进一步提升公司生产、管理水平，增强抗风险能力，从公司内部管理要效益。

图表 14 公司重要发展历程

日期	内容
1985 年 3 月	成立兴光孵化养鸡场
1992 年 12 月	福建省光泽鸡业有限公司成立
1993 年 5 月	建立种鸡饲养、苗鸡孵化、肉鸡饲养、屠宰加工、销售运输一条龙农业产业化生产组织，日宰杀肉鸡 1 万只，年产肉鸡 300 多万只
1994 年 9 月	光泽鸡业有限公司与百胜餐饮集团肯德基中国公司建立长期供销伙伴关系
1999 年 12 月	“福建省光泽鸡业有限公司”更名为“福建省圣农实业有限公司”

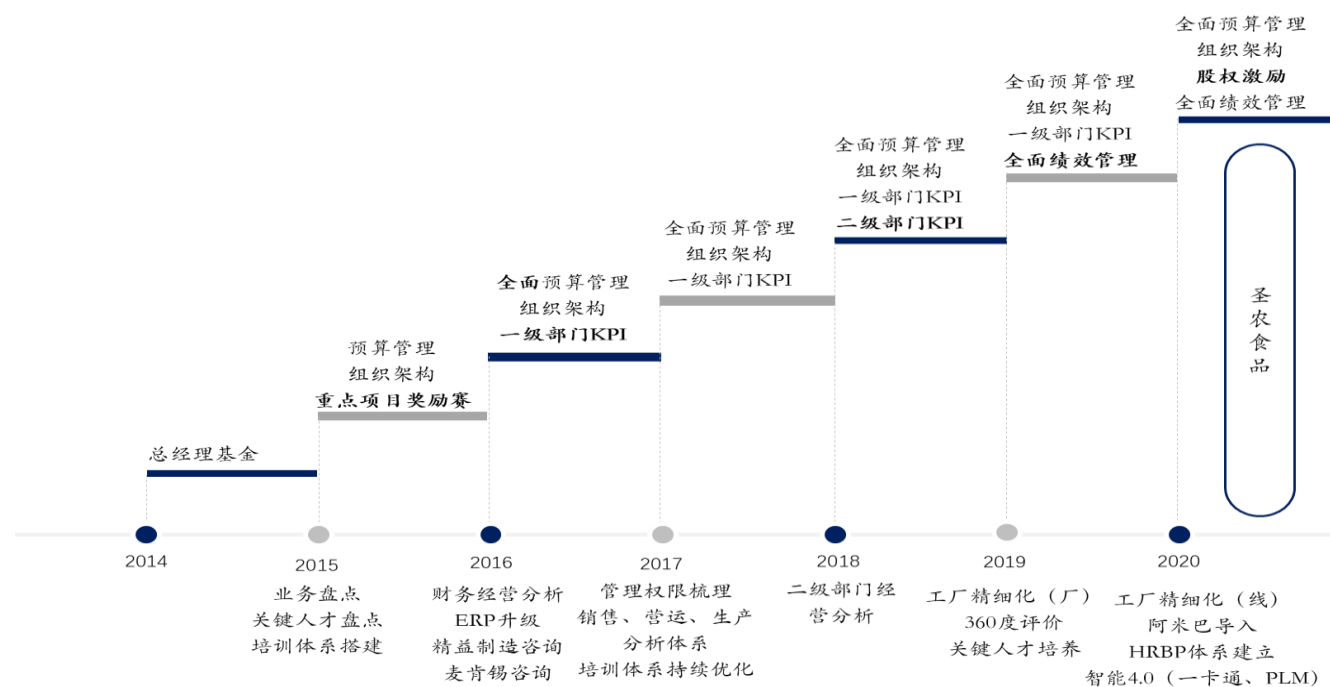
2003 年 9 月	成立福建省圣农集团有限公司，福建圣农实业为母公司，下设福建圣农发展有限公司四个子公司，日宰肉鸡 10 万只，年产 3000 万只肉鸡，形成“一主两副”的循环经济产业链
2009 年 7 月 15 日	圣农成为肯德基战略合作伙伴
2013 年 12 月 20 日	对外扩张第一家公司--圣农浦城公司建成投产
2014 年 8 月 25 日	国际私募巨头 KKR 出资 4 亿美元，认购圣农发展 2 亿股定向增发股，占圣农发展 18% 的股份
2014 年 9 月 2 日	圣农成为麦当劳唯一中国供应商
2014 年 12 月 21 日	对外扩张第二家公司--圣农政和公司建成投产
2015 年 6 月 12 日	圣农鲜鸡产品以店面零售方式走向终端
2016 年 8 月	傅光明董事长提出农业养殖 4.0，实现管理智能化，生产自动化，食品安全系统化，环保、消防标准化
2017 年 8 月	欧圣实业（二期）新厂两个肉鸡场开工建设
2017 年 8 月	圣农发展发行股份购买资产获得证监会核准
2018 年 2 月 23 日	新掌门傅芬芳总裁制定圣农公司未来发展战略
2019 年 3 月 18 日	圣农收购欧圣农牧、欧圣实业少数股东股权，欧圣农牧、欧圣实业成为圣农的全资子公司
2019 年 7 月 25 日	圣农收购中盛农牧 60% 股权
2019 年 8 月 8 日	圣泽生物成功培育出国内第一个白羽肉鸡配套系---SZ901 配套系。圣泽生物原种核心育种场八月初投产

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 组织架构+人力资源+执行力，打造公司成功基因

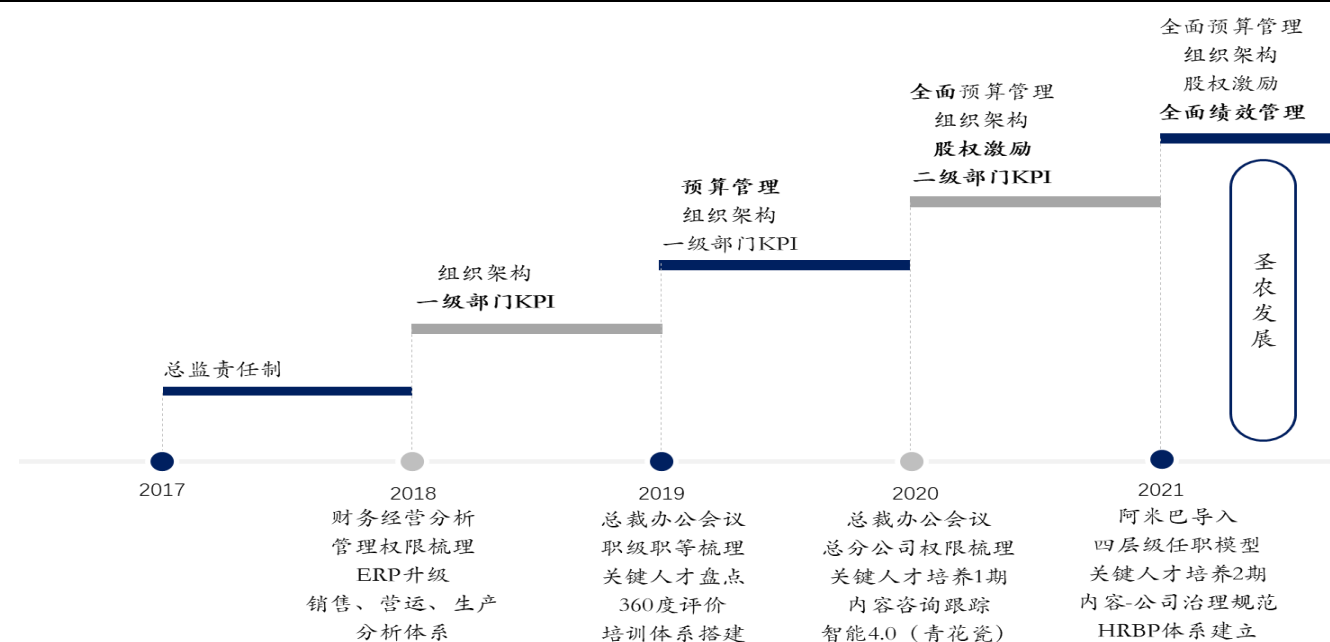
公司通过组织架构调整、人力资源完善，以及在整个执行过程中的持续追踪，努力打造公司成功基因，顺利实现了业务快速增长和成本持续下行。具体而言，调整涵盖了组织架构设计、绩效管理系统、薪酬激励、人才培养和人工关怀五个方面。

图表 15 圣农食品组织架构和人力资源变迁图



资料来源：公司调研，华安证券研究所

图表 16 圣农发展组织架构和人力资源变迁图



资料来源：公司调研，华安证券研究所

3.2.1 组织架构设计

公司组织架构是对战略意图的表达，2014年起，公司每年都会进行组织架构重新设定和签批，从而达到集中资源突破重要业务板块的目的。公司通常提前半年匹配战略发展，在前一年10月完成次年预算管理体系，年底前将核心板块人员招聘到位，12月-次年2月结束实习，次年3月人员即可进入工作状态，组织架构和战略管理实现紧密结合。

以圣农食品为例，最初只有一个销售部，随着业务增加，分成大客户部和国内贸易部；之后，又增加了国际贸易部。关键节点出现在 2016 年，公司将所有研发部纳入销售部进行管理，毕竟研发只有在得到市场验证之后，才是真实有效的，同年，研发部的绩效薪酬和年底分红也都与销售直接挂钩，研发真正做到满足客户的需求；公司研发部直接由销售部负责人管理，出新品的速度和质量明显提升。2020 年，公司新增牛肉板块、大客户 3 部和 4 部，其中，大客户 3 部、4 部专门对标世界 500 强的餐饮。

3.2.2 绩效管理系统&薪酬激励机制

公司在给不同部门分派指标的同时，综合考虑跨部门间的协同，避免部门间内耗。引入 KPI、OPR 之后，改变了惯用以打分方式进行绩效考核，而是全面实现货币化，按照任务完成程度来发放工资和奖金。圣农食品于 2016 年提出一级部门 KPI，2018 年提出二级部门 KPI，2019 年完成全面绩效考核，包括三四五级下沉，2020 年生产系统成功启动阿米巴。圣农发展于 2018 年提出一级部门 KPI，2020 年提出二级部门 KPI，并计划于 2021 年导入阿米巴。

公司多维度激励管理团队，2019 年完成员工三层立体式薪酬体系构建（包括基础保障，绩效考核及经营分享三个层次），进一步完善总监级 KPI 考核体系，并将其进一步下层推广至经理级，此外，公司出台限制性股票激励机制，让员工与公司共同发展，共享企业经营成果。

3.2.3 人才培养体系&员工关怀文化

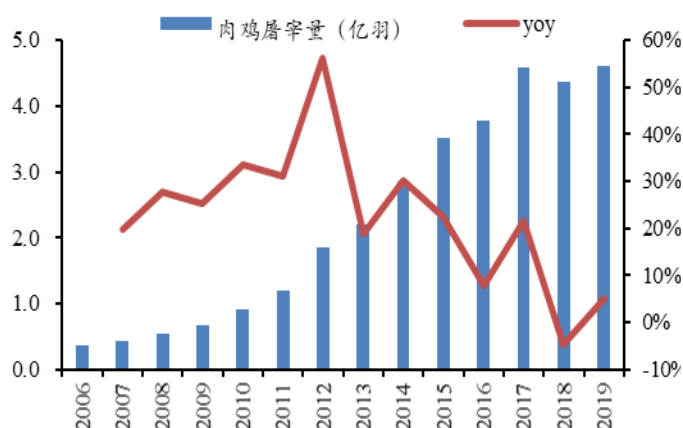
公司采用外训内化和内训内化“两条腿”走路。每年由 CEO 主导评审，专家评审委员会对每个人评级，有晋升、保持、留岗查看、降级等，评审覆盖所有核心岗位。员工关怀文化包括入脑-入眼-入心-入行，公司高管居住条件国内领先，管家提供 24 小时服务，公司储备生年保留率达到 40%。

3.3 鸡肉业务：种源培养获突破，肉鸡养殖屠宰产能稳步扩张

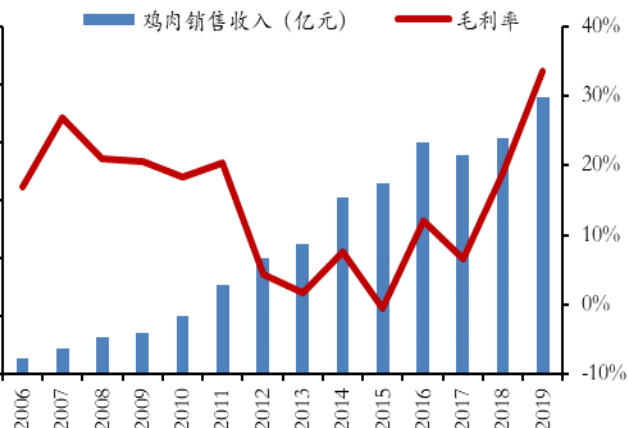
3.3.1 2006-2019 年公司肉鸡屠宰量年复合增长率 22%

2006-2019 年，公司肉鸡屠宰量从 0.4 亿羽大幅攀升至 4.6 亿羽，年复合增长率 21.8%。鸡肉销售收入从 5.5 亿元大幅攀升至 95.33 亿元，年复合增长率 24.5%。由于鸡肉价格波动性大，2006-2019 年公司肉鸡业务毛利率在-0.5%和 33.5%之间波动，单鸡毛利在-0.1 元和 7 元之间波动。

图表 17 肉鸡出栏量走势图



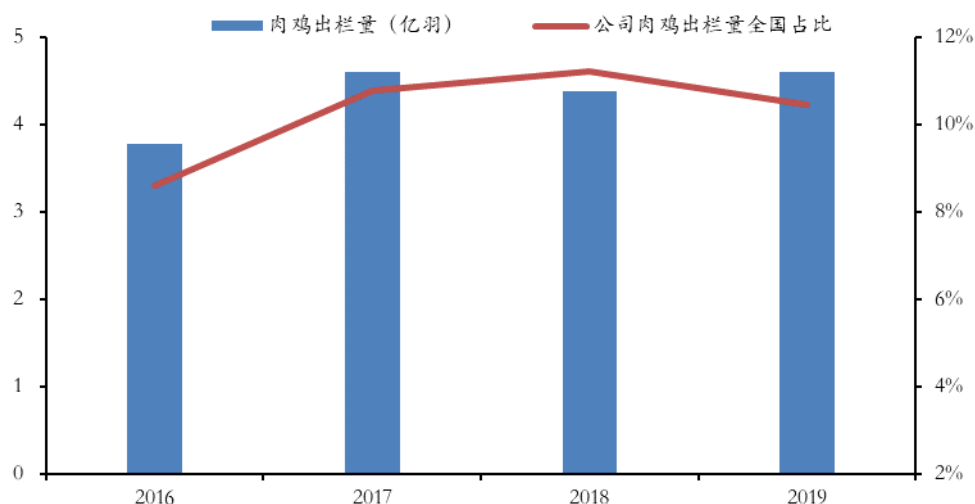
图表 18 肉鸡收入及毛利率走势图



3.3.2 全国最大白羽鸡生产企业，出栏占全国比重 10%

公司是全国最大的白羽肉鸡生产企业，2016-2019 年公司肉鸡出栏量占全国白羽肉鸡出栏量 10%左右。第二梯队的白羽肉鸡生产企业年出栏量在 1-2 亿羽，与公司规模差异大。

图表 19 公司肉鸡出栏量全国占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 鸡肉价格行业对照图

	主要白羽肉鸡生产企业	年屠宰量
第一梯队	圣农发展	5 亿羽左右
第二梯队	正大、六和、九联、凤翔、仙坛等	各超过 1 亿羽
第三梯队	3 大型白羽肉鸡企业	各超过 5000 万只

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 一体化经营获优质客户青睐，鸡肉售价长期高于同业

公司主要位于福建省光泽县，光泽森林覆盖率 76%，年平均气温 17-22 摄氏度，人口密度低，独特的生态养殖环境降低疫病风险，自公司设立以来从未发生禽流感；通过实行纵向一体化经营，内部的各生产环节环环相扣、均衡生产、计划性强，产品产量均匀稳定，为公司对食品品质和食品安全实施源头控制奠定了基础，能满足高端客户长期稳定的采购需求，有利于公司获得大型订单和优质客户；此外，优秀的食品安全防控能力，使得公司鸡肉销售价格长期高于同业可比公司。

自繁自养重资产模式使得公司折旧成本高于同业，然而，随着整体考核体系日趋完善，以及公司自动化程度提升，公司成本及效率指标改善明显，鸡肉单位营业成本

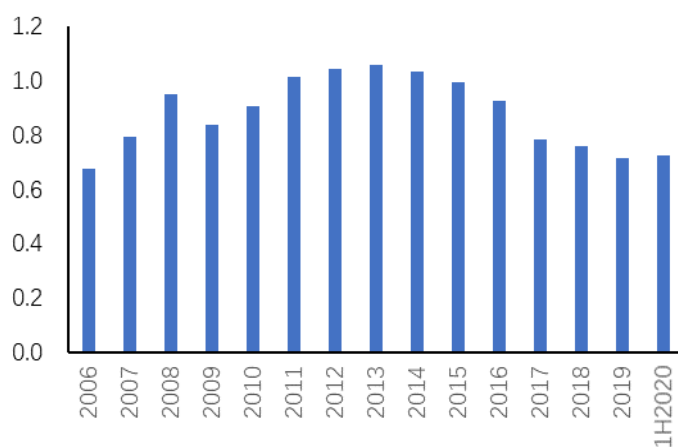
从 2013 年 1.06 万元/吨大幅下降至 2020 年上半年 0.72 万元/吨, 2019 年公司鸡肉单位营业成本首次低于仙坛股份。

图表 21 主要客户及重要会议列表

类型	主要内容
长期合作伙伴	肯德基、麦当劳
重要供应商	双汇、太太乐
重要会议鸡肉原料供应商	2008 年北京奥林匹克运动会
	2010 年上海世博会
	2011 年深圳大运会的鸡肉原料供应商
	2015 年福州青运会
	杭州 G20 会议
	2017 年厦门金砖会议

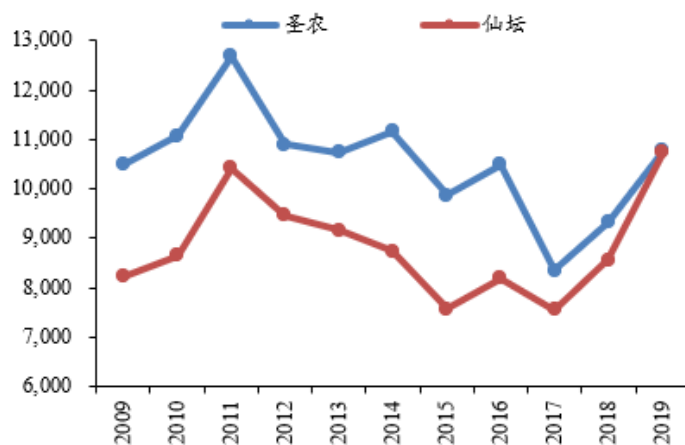
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 22 公司鸡肉单位主营成本走势图, 万元/吨



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

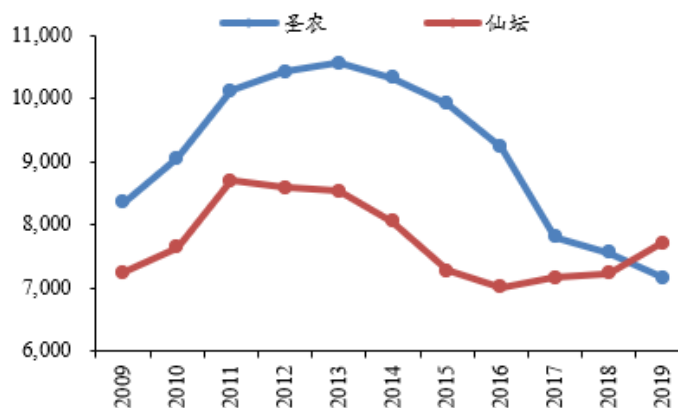
图表 23 公司与仙坛股份鸡肉价格对照图



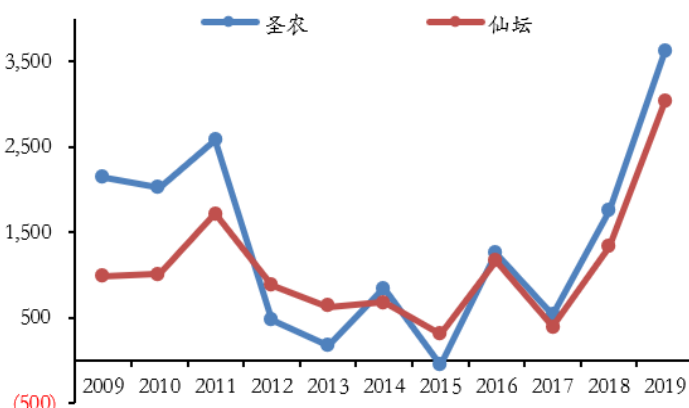
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 24 公司与仙坛股份鸡肉主营成本对照图

图表 25 公司与仙坛股份鸡肉毛利对照图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 26 公司与仙坛主营成本对照表

主营成本	2019 年鸡肉吨成本 (元)		2018 年鸡肉吨成本 (元)	
	仙坛	圣农	仙坛	圣农
原材料	4,924	4,477	4,729	4,712
直接人工	767	821	664	817
能源	157	235	159	247
折旧	224	673	224	690
其他	1,645	952	1,450	1,096
合计	7,716	7,158	7,226	7,563
主营成本	2019 年各成本占比		2018 年各成本占比	
	仙坛	圣农	仙坛	圣农
原材料	64%	63%	65%	62%
直接人工	10%	11%	9%	11%
能源	2%	3%	2%	3%
折旧	3%	9%	3%	9%

其他	21%	13%	20%	14%
----	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3.4 种源培养获历史性突破，公司祖代鸡全部自给有余

公司自 2016 年起开始白羽肉鸡种源的研发及繁育，截至 2019 年底，已成功培育出 11 个品系，并筛选出性能优异的国内首个白羽肉鸡配套系——SZ901，至此公司实现了祖代鸡全部自给有余。公司白羽肉鸡新品系认定正处于国家测定中心测定和中试实验阶段，根据测定及实验情况来看，公司自主研发的白羽肉鸡新品种 25 项自主创新成果成绩卓著，所产出的种、肉鸡主要性能指标，如产蛋率、存活率、料肉比、体重等关键指标均优于国外进口品种。依靠公司自主培育的优良白羽肉鸡种源，将有利于打破我国白羽肉鸡种源完全依赖进口的局面，推动“进口依赖”向“国产自主供应”转变，改变中国未来白羽肉鸡的供需格局，实现白羽肉鸡供给侧改革的蓝图目标，杜绝以往产能大幅波动情况的再次发生，最终推动公司乃至整个行业健康发展。

图表 27 白羽肉鸡上市企业主要业务对照表

	原种鸡	曾祖代	祖代	父母代	商品代鸡苗	商品代毛鸡	鸡肉	鸡肉深加工
益生股份		√	√	√	√			
民和股份				√	√	√		
仙坛股份				√	√	√	√	
圣农发展	√	√	√	√	√	√	√	√

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3.5 肉鸡养殖屠宰产能稳步扩张

2009 年公司通过 IPO 新增 4600 万羽肉鸡养殖屠宰产能，2010 年启动 9600 万羽肉鸡配套工程建设项目。2012 年以来，新增浦城圣农 1.2 亿羽肉鸡养殖屠宰产能、欧圣实业 0.6 亿羽产能，在行业低迷的三年里，公司管理层审时度势，进行大规模扩建产能的投资，2015 年末公司产能达到 5 亿羽。

2019 年公司完成了对欧圣农牧与欧圣实业的收购，实现 3000 万羽少数股东权益转为 100% 自有，同时加大对政和生产基地的投资建设，项目完成后，政和生产规模

将较先前实际产量翻番，实现年产超过 7000 万羽。此外，公司与圣农集团等多方共同设立产业并购基金德成农牧，并完成对甘肃中盛农牧的收购，中盛农牧已于 2019 年内全面恢复生产，且已按既定计划展开新产能建设，公司将择机将其纳入，进一步实现产能扩张战略。

图表 28 公司鸡肉产能扩张列表

	产能	建成时间	出栏产能 (亿羽)	屠宰产能 (亿羽)
IPO 前	2007 年末肉鸡年出栏量 5000 万羽、年屠宰加工 9600 万羽产能规模		0.5	0.96
2009 年 IPO	新建 4600 万羽肉鸡工程建设项目	2010 年 7 月		0.96
2010 年	启动年新增 9600 万羽肉鸡工程配套工程建设项目	2012 年 8 月	0.96	0.96
	与美国莱吉士合资成立福建欧圣农牧发展有限公司，将是麦当劳在中国唯一的一条龙鸡肉直接供应商			
2012 年	自筹资金建设福建浦城圣农年产 1.2 亿羽肉鸡工程及配套项目	2015 年	1.92	1.92
2014 年	福建政和欧圣实业“年产 0.6 亿羽肉鸡全产业链”项目，分两期实施。第一期 0.3 亿羽已于 2014 年 3 月逐步投产，二期项目将择机启动	2016 年		
	浦城圣农“年产 1.2 亿羽全产业链项目”分两阶段建设。第一期 0.6 亿羽目前已正式投产，第二期将择机启动			
2015 年	在行业低迷的三年里，公司管理层审时度势，进行大规模扩建产能的投资，2015 年末公司产能达到 5		5	5

	亿羽			
2019 年	与欧喜投资（中国）签订股权转让协议，公司收购其持有的欧圣农牧、欧圣实业各 49% 股权，实现 3000 万羽少数股东权益转为 100% 自有			
	加大对政和生产基地建设，该项目完成后，政和年生产规模可超过 7000 万羽，较先前实际产量翻番			
	公司与圣农集团、福建融诚德润股权投资公司等多方共同设立产业并购基金德成农牧，并完成对甘肃中盛农牧的收购。甘肃中盛农牧于 019 年全面恢复生产，并按计划开展新的产能建设，公司将择机将其纳入，从而实现公司产能扩张战略		5.3	5.3

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.4 食品业务全渠道覆盖，创新助力食品业务发展

3.4.1 圣农食品 2003 年成立，2017 年注入上市公司

圣农食品成立于 2003 年 8 月，主要通过采购分割冻鸡肉等原料进行深加工，公司于 2017 年 11 月正式完成圣农食品 100% 股权收购。收购完成前，公司主要以分割冻鸡肉的产品形式，销售给肯德基、麦当劳等知名企业；收购完成后，公司产品链从尚有养殖、屠宰加工延伸至肉制品深加工领域。

图表 29 圣农食品发展历程图



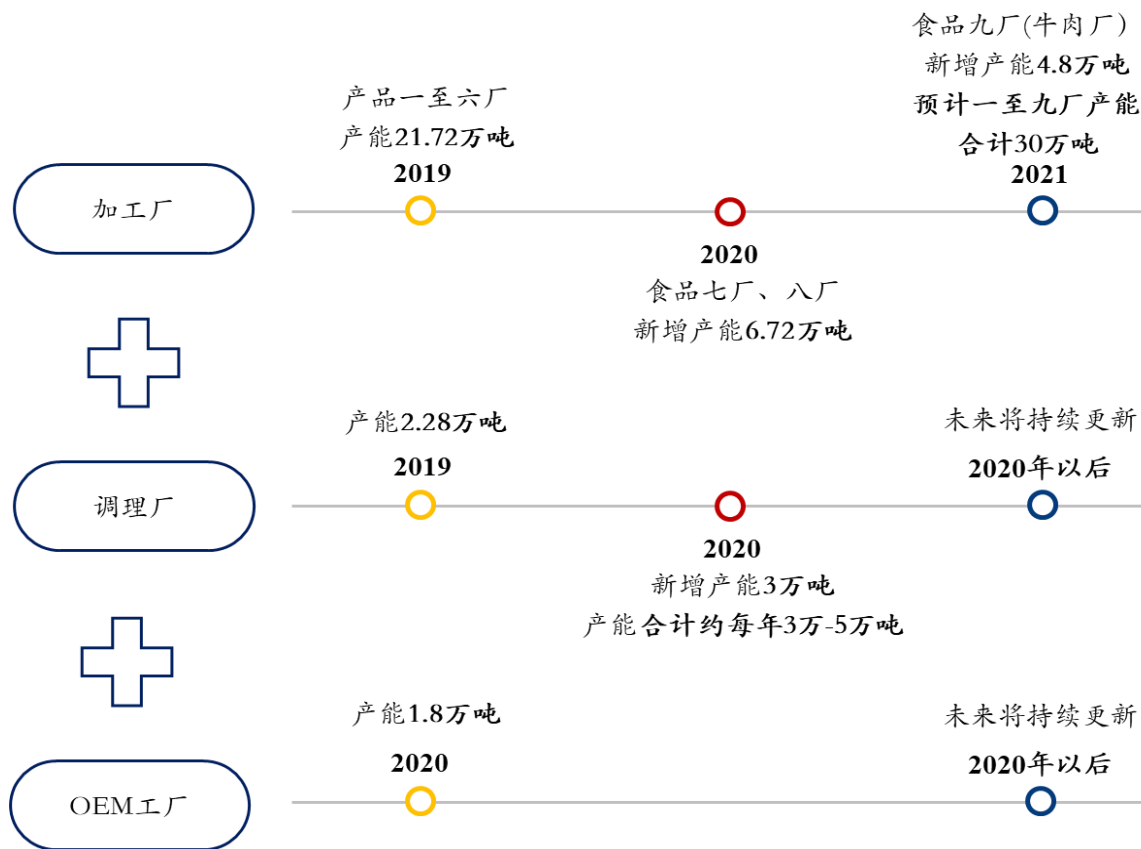
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

3.4.2 圣农食品产能持续攀升, 品类齐全、产品丰富

2019年末, 圣农食品合计产能24万吨, 其中, 加工厂(食品一厂至六厂)21.72万吨, 调理厂产能2.28万吨。2020年圣农食品拟新增产能共计11.52万吨, 其中, 加工厂(食品七厂、八厂)6.72万吨, 调理厂3万吨, OEM工厂3万吨; 2021年食品九厂(牛肉厂)拟新增产能4.8万吨, 调理厂、OEM工厂产能有望继续提升。

公司在巩固鸡肉深加工业务的同时拓展了猪肉、牛肉等肉类产品的加工和销售生产业务, 生产线覆盖中式调理包、冷冻调理线、油炸、蒸煮、碳烤、烟熏、灌肠等多种工艺。公司产品包括安柏牧场系列、生鲜食材、方便菜系列、4度系列、休闲小食系、早餐肠系列。

图表 30 圣农食品产能扩张示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 31 安佰牧场系列



嫩煎黑椒牛排

资料来源：公司网站，华安证券研究所

图表 32 生鲜食材



资料来源：公司网站，华安证券研究所

图表 33 方便菜系列



资料来源：公司网站，华安证券研究所

图表 34 4 度系列



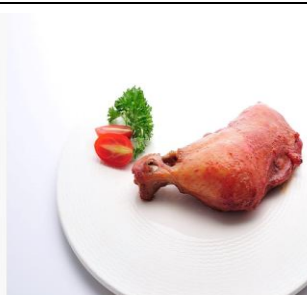
4度®鸡胸肉 (柠檬味)



4度®鸡胸肉 (黑椒味)

资料来源：公司网站，华安证券研究所

图表 35 休闲小食系



留香霸王腿

资料来源：公司网站，华安证券研究所

图表 36 早餐肠系列



资料来源：公司网站，华安证券研究所

3.4.3 全渠道布局，B2B 和 B2C 双线发展

圣农食品已建立以福建为核心，以华东、华南为区域中心，并向华北、西北拓展的市场区域布局体系。公司遵循 B2B 和 B2C 的双线发展思路，在 2B 路径中成为整个餐饮企业的中央厨房，在 2C 路径中抓住中国未来的餐桌食品，是国内少数几个拥有多层次的客户群体、合理的市场网络和完善的储藏运输体系的公司之一。2008-2019 年，圣农食品营业收入从 1.01 亿元攀升至 42.68 亿元，年复合增长率高达 40.5%。

① B2B 是圣农食品传统优势渠道，覆盖出口、大餐饮、中小餐饮、团餐等多种类型，且与头部公司形成战略合作。圣农食品为每个 B2B 渠道配备了专属研发团队，依托公司完整的产品生产线，建立长久发展的支撑体系。2019 年，全国鸡肉出口同比下滑，而圣农食品新拓展对韩国出口的渠道，整个出口渠道收入逆势增长 32.5%；餐饮渠道收入同比增长 40.6%，其中，中餐渠道同比增长约 300%；

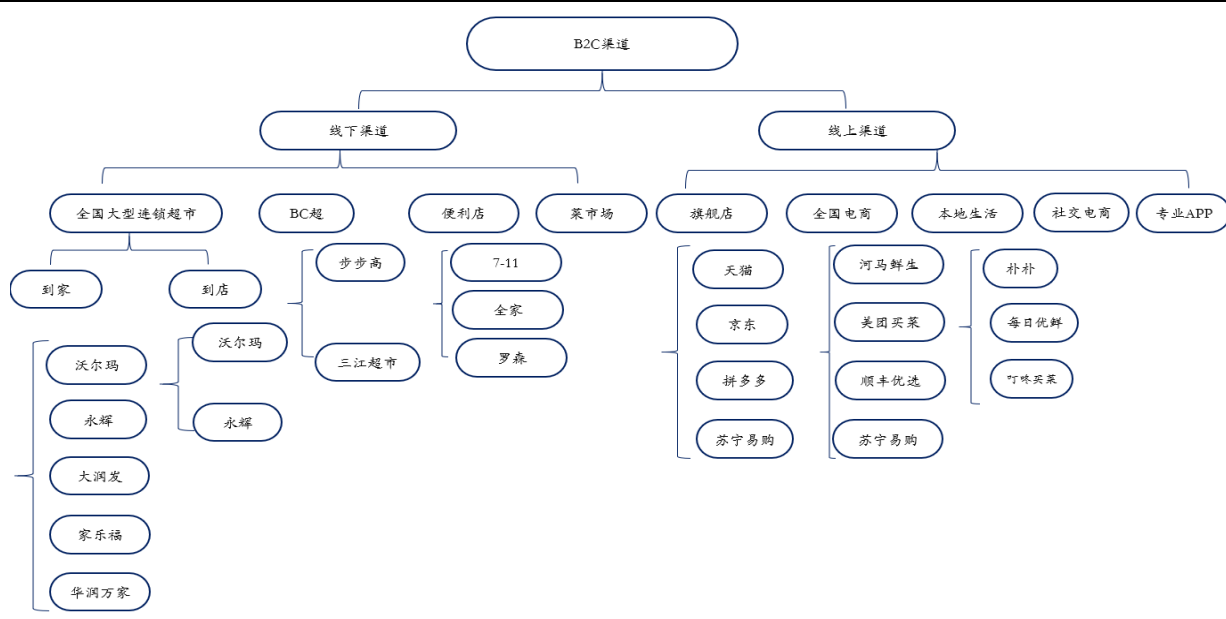
② 圣农食品是国内少有的零售全覆盖渠道，线上线下全面打通，主要销售渠道包括全国连锁商超、BC 超、便利店、菜市场、旗舰店、全国电商、本地生活、社交电商、专业 APP。2019 年圣农食品在商超、便利店及电商渠道的收入同比增长 29.5%，其中，便利店及电商渠道收入同比增长 88.5%。

图表 37 圣农食品 B2B 渠道示意图



资料来源：公司调研，华安证券研究所

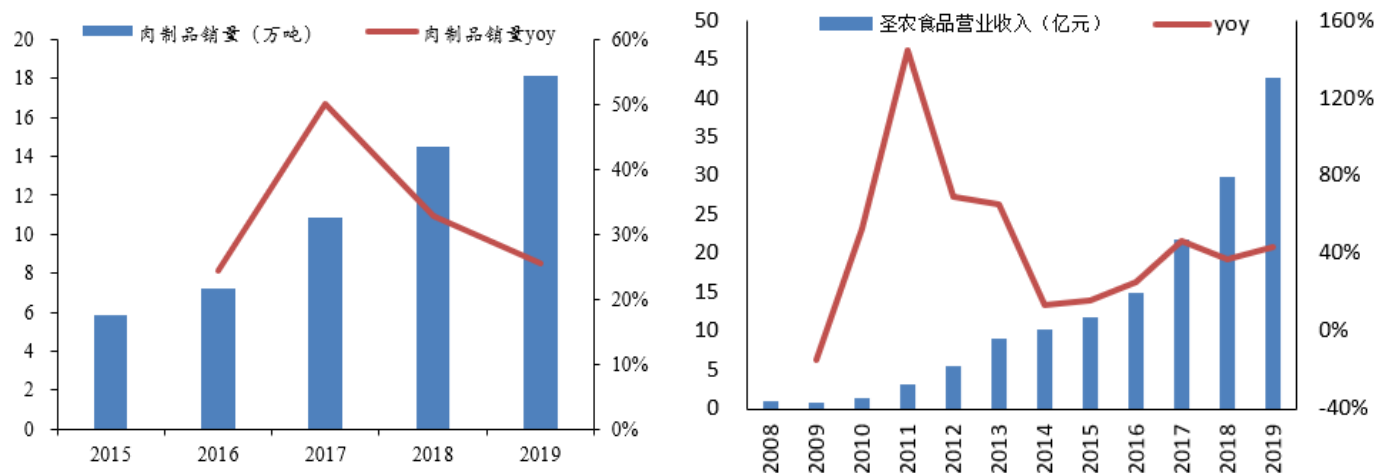
图表 38 圣农食品 B2C 渠道示意图



资料来源：公司调研，华安证券研究所

图表 39 2015-2019 年公司肉制品销量走势图

图表 40 2008-2019 年圣农食品收入走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

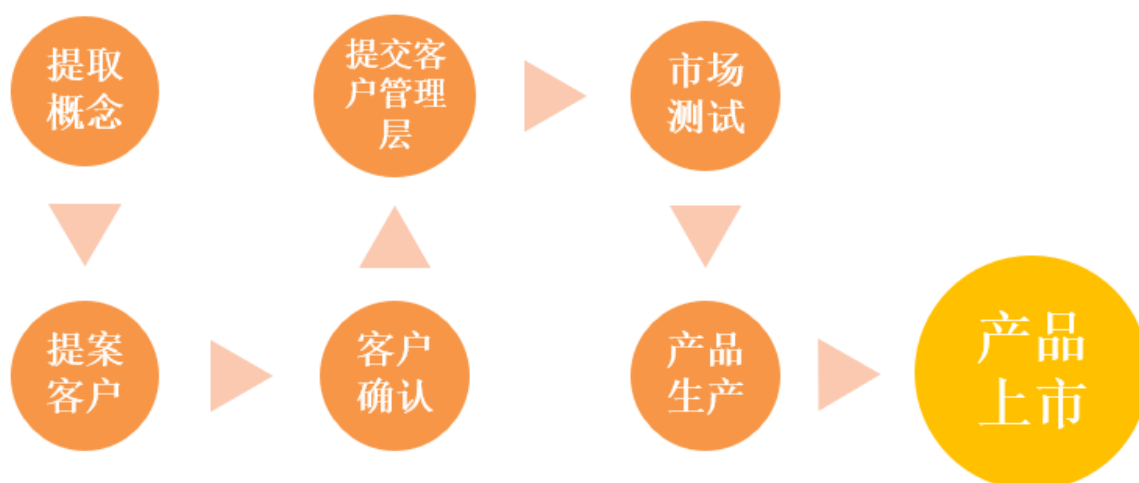
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.4.4 创新助力食品业务发展

圣农集团上海研发中心成立于 2012 年，总投资超过 1 亿元，研发中心设有现代化实验室和加工厨房、先进的食品加工设备、大客户厨房设备和管理经验，在研发中心即可以模拟工厂的生产工艺，以及关键客户的厨房条件。

圣农集团研发中心共有 100 多名专业研发人员，包括厨师团队、合规团队、市场调研团队和研发团队，其中，厨师团队经验丰富，主要负责提供产品创意构思、前沿技术研究，研发团队专注于产品转化生产车间、设备和产品加工工艺的创新。研发的基本流程是，与客户交流后提取客户想法，根据对市场和工艺的了解，给客户提出方案，确认样品并提交客户管理层，经过市场测试，最终上市，整个周期短则 4-5 个月，长则 1 年，公司会同时推进多个项目。

图表 41 圣农产品研发流程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 42 食品创新过程示意图

图表 43 麦当劳爆品 BIC 示意图



资料来源：公司网站，华安证券研究所



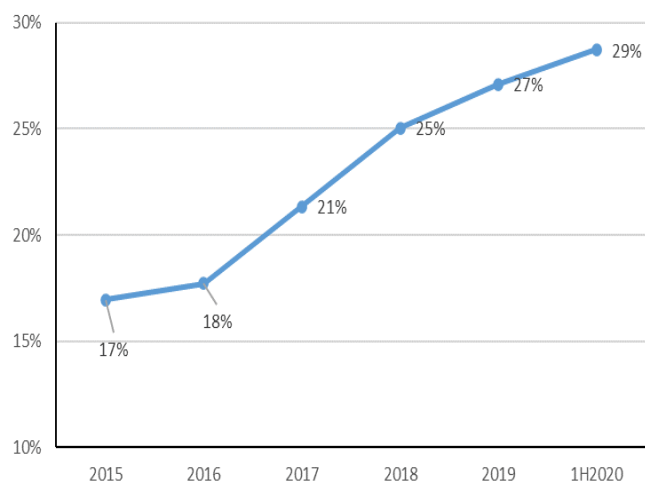
资料来源：公司网站，华安证券研究所

3.4.5 深加工业务占比持续提升，业绩周期波动将逐步被熨平

2015-2019 年，圣农食品肉制品较公司鸡肉溢价 0.99-1.17 万元/吨，圣农食品肉制品吨成本较公司鸡肉高出 1.03-1.46 万元，圣农食品肉制品吨毛利较公司鸡肉持续高出 2749 元至 3051 元；

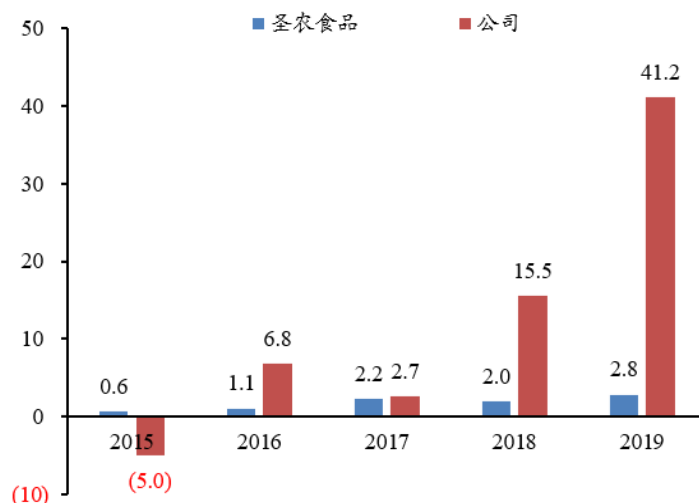
2015-2019 年，圣农食品收入占公司收入比重从 17% 上升至 27%，吨净利在 1004 元和 2022 元之间波动。随着公司深加工业务的不断扩大，业绩受周期波动的影响将逐步被熨平。

图表 44 圣农食品收入占公司收入比重



资料来源：公司公告，华安证券研究所

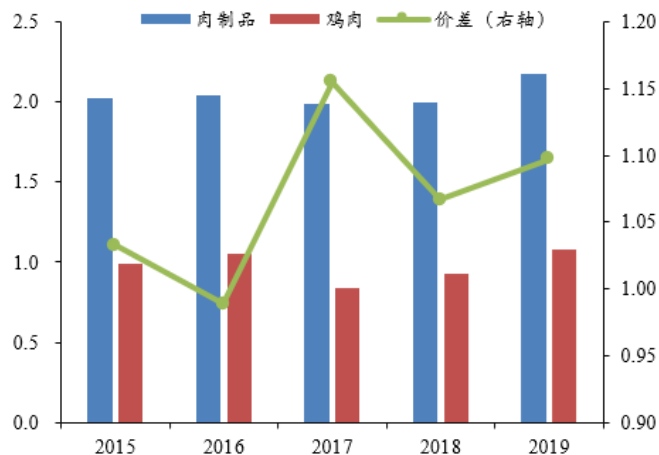
图表 45 圣农食品净利与公司净利对照图



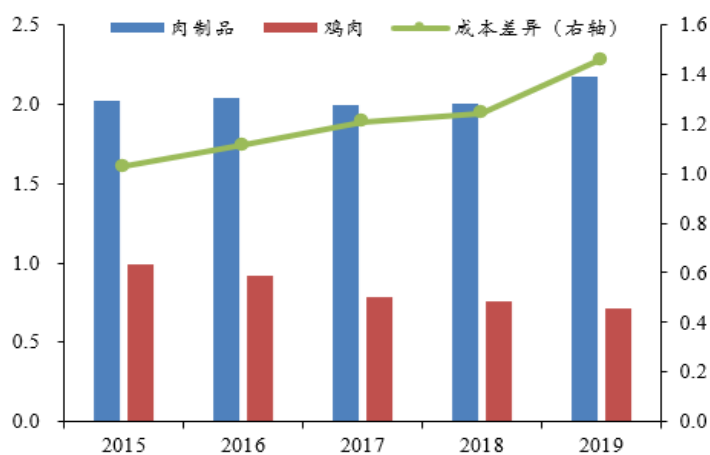
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 46 圣农食品与鸡肉吨价对照图，万元/吨

图表 47 圣农食品与鸡肉吨成本对照图，万元/吨



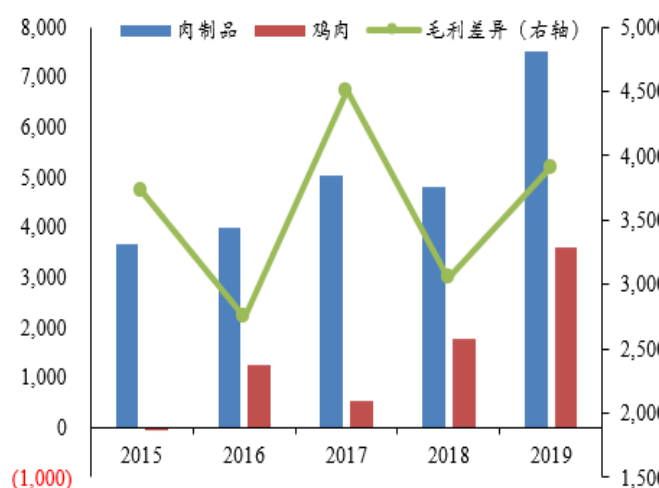
资料来源：公司公告，华安证券研究所



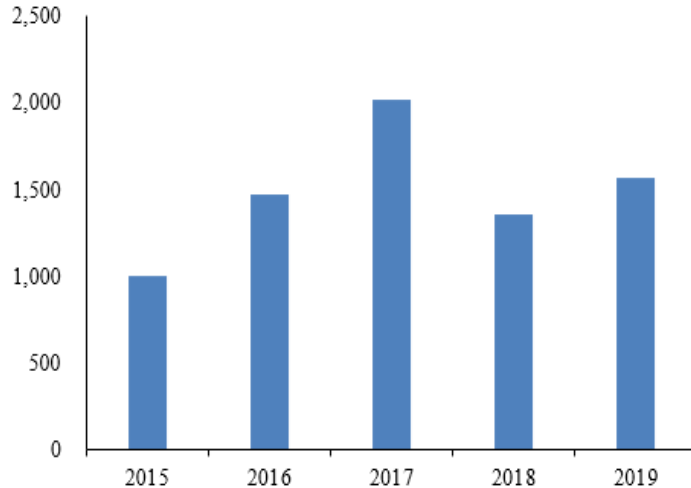
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 圣农食品与鸡肉吨毛利对照图，元/吨

图表 49 圣农食品吨净利走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所



资料来源：公司公告，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、2020-2022 年肉鸡屠宰量分别为 5 亿羽、5.4 亿羽、6 亿羽，销售吨价分别为 9,479 元、9,005 元、8,555 元；

2、2020-2022 年肉制品销量分别为 20 万吨、23.9 万吨、28.7 万吨，吨价分别为 1.91 万元、1.82 万元、1.73 万元；

预计 2020-2022 年公司实现销售收入 142.0 亿元、152.3 亿元、166.7 亿元，同比增长-2.5%、7.3%、9.4%，实现归母净利润 32.11 亿元、29.61 亿元、27.04 亿元，同比增长-21.5%、-7.8%、-8.7%，对应 EPS2.58 元、2.38 元、2.17 元。

图表 50 公司主要业务预测表

百万元，%	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
主营业务收入	6,940	8,340	10,159	11,547	14,558	14,201	15,232	16,670
销售收入增长率	7.8%	20.2%	21.8%	13.7%	26.1%	-2.5%	7.3%	9.4%
主营业务成本	6,945	7,296	9,053	9,177	9,529	10,115	11,321	12,922
毛利率	-0.1%	12.5%	10.9%	20.5%	34.5%	28.8%	25.7%	22.5%
主营利润	-5	1,044	1,106	2,370	5,030	4,086	3,910	3,748
YOY	-101.0%	-19162.8%	5.9%	114.4%	112.2%	-18.8%	-4.3%	-4.2%
1、鸡肉	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
鸡肉销售收入	6,572	7,989	7,562	8,135	9,533	9,086	9,322	9,840
YOY	8.1%	21.6%	-5.3%	7.6%	17.2%	-4.7%	2.6%	5.6%
鸡肉销售成本	6,606	7,034	7,071	6,601	6,335	6,740	7,492	8,575
毛利率	-0.5%	12.0%	6.5%	18.9%	33.5%	25.8%	19.6%	12.9%
鸡肉销售利润	(34)	955	491	1,534	3,198	2,346	1,830	1,265
YOY	-107.4%	-2907.2%	-48.6%	212.4%	108.5%	-26.6%	-22.0%	-30.9%
肉鸡屠宰量(万羽)	35,052	37,783	45,934	43,760	46,000	50,000	54,000	60,000
yoy		7.8%	21.6%	-4.7%	5.1%	8.7%	8.0%	11.1%
单位价格(元/吨)	9,869	10,488	8,351	9,320	10,771	9,479	9,005	8,555
单位成本(元/吨)	9,920	9,234	7,809	7,563	7,158	7,031	7,237	7,455
单位利润 (元/吨)	(51)	1,254	542	1,757	3,614	2,448	1,768	1,100
单鸡价格 (元/羽)	18.7	21.1	16.5	18.6	20.7	18.2	17.3	16.4
单鸡成本 (元/羽)	18.8	18.6	15.4	15.1	13.8	13.5	13.9	14.3
单鸡毛利 (元/羽)	(0.1)	2.5	1.1	3.5	7.0	4.7	3.4	2.1
2、肉制品	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022

主营业务收入	1,177	1,478	2,167	2,890	3,945	3,818	4,353	4,962
yoy		26%	47%	33%	36%	20%	25%	25%
主营业务成本	963	1,188	1,618	2,195	2,580	2,640	2,946	3,288
毛利率	18.2%	19.6%	25.3%	24.1%	34.6%	34.6%	34.6%	34.6%
主营业务利润	214	290	549	695	1,364	1,179	1,407	1,675
yoy		36%	89%	27%	96%	-14%	19%	19%
销量 (万吨)	5.8	7.3	10.9	14.5	18.1	20.0	23.9	28.7
yoy		24.4%	50.1%	32.8%	25.5%	10%	20%	20%
销售均价 (万元/吨)	2.02	2.04	1.99	2.00	2.17	1.91	1.82	1.73
单位成本 (万元/吨)	1.65	1.64	1.49	1.52	1.42	1.32	1.23	1.14
单位毛利 (万元/吨)	0.37	0.40	0.50	0.48	0.75	0.59	0.59	0.58
销售均价 yoy		1%	-2%	0%	9%	-12%	-5%	-5%
净利润 (亿元)	0.59	1.07	2.20	1.96	2.85			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 投资建议

公司拥有全球最完整的白羽肉鸡全产业链，也是国内规模最大的白羽肉鸡食品企业。公司通过组织架构调整、人力资源完善，以及在整个执行过程中的持续追踪，努力打造公司成功基因，顺利实现了业务快速增长和成本持续下行。

2015 年末公司肉鸡养殖屠宰产能已达 5 亿羽，2019 年收购欧圣农牧、欧圣实业，与圣农集团等多方共同设立产业并购基金德成农牧，并完成对甘肃中盛农牧的收购，进一步推进产能扩张战略。2019 年底公司成功筛选出性能优异的国内首个白羽肉鸡配套系——SZ901，实现了祖代鸡全部自给有余，种源培养获历史性突破。

圣农食品于 2017 年注入上市公司，公司产品链从养殖、屠宰加工延伸至肉制品深加工领域。公司全渠道布局，B2B 和 B2C 双线发展，借力创新团队壮大食品业务。2015-2019 年，圣农食品收入占公司收入比重从 17% 上升至 27%，随着公司深加工业务的不断扩大，业绩受周期波动的影响将逐步被熨平。

我们预计 2020-2022 年公司肉鸡出栏量分别为 5 亿羽、5.4 亿羽、6 亿羽，肉制品销量分别为 20 万吨、23.9 万吨、28.7 万吨，对应收入 142.0 亿元、152.3 亿元、166.7 亿元，对应归母净利润 32.11 亿元、29.61 亿元、27.04 亿元，同比分别增长-21.5%、-7.8%、-8.7%，对应 EPS2.58 元、2.38 元、2.17 元。我们给予公司 2020 年 12 倍 PE，合理估值 30.96 元，给予“增持（首次）”评级。

风险提示:

禽流感，鸡价大幅下跌，食品安全问题。

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4152	7021	9851	12487
现金	1199	3953	6454	8650
应收账款	739	721	773	846
其他应收款	9	9	9	10
预付账款	295	314	351	401
存货	1879	1995	2233	2548
其他流动资产	31	30	31	32
非流动资产	11127	11472	11818	12163
长期投资	51	51	51	51
固定资产	9869	10269	10669	11069
无形资产	218	214	209	205
其他非流动资产	988	938	888	838
资产总计	15279	18494	21669	24649
流动负债	4403	4486	4681	4941
短期借款	2656	2656	2656	2656

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	14558	14201	15232	16670
营业成本	9529	10115	11321	12922
营业税金及附加	32	31	33	36
销售费用	376	394	414	435
管理费用	197	247	309	386
财务费用	157	116	113	113
资产减值损失	-10	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	11	10	11	12
营业利润	4265	3293	3036	2773
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	75	0	0	0
利润总额	4197	3293	3036	2773
所得税	78	61	56	51
净利润	4119	3232	2980	2721



应付账款	1023	1086	1215	1387
其他流动负债	724	744	809	897
非流动负债	318	218	218	218
长期借款	218	118	118	118
其他非流动负	101	101	101	101
负债合计	4721	4704	4899	5159
少数股东权益	1	22	41	59
股本	1239	1239	1239	1239
资本公积	4183	4183	4183	4183
留存收益	5134	8346	11307	14010
归属母公司股东	10556	13768	16729	19432
负债和股东权	15279	18494	21669	24649

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	4850	3910	3553	3247
净利润	4093	3211	2961	2704
折旧摊销	871	605	605	605
财务费用	161	116	113	113
投资损失	-11	-10	-11	-12
营运资金变动	-323	-33	-134	-180
其他经营现金	4474	3265	3114	2902
投资活动现金	-1414	-940	-939	-938
资本支出	-1394	-950	-950	-950
长期投资	-35	0	0	0
其他投资现金	15	10	11	12
筹资活动现金	-3689	-216	-113	-113
短期借款	-1431	0	0	0
长期借款	-211	-100	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-50	0	0	0
其他筹资现金	-1997	-116	-113	-113
现金净增加额	-249	2754	2501	2195

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

少数股东损益	27	21	19	18
归属母公司净利润	4093	3211	2961	2704
EBITDA	5250	3962	3698	3429
EPS (元)	3.29	2.58	2.38	2.17

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	26.1%	-2.5%	7.3%	9.4%
营业利润	164.3%	-22.8%	-7.8%	-8.7%
归属于母公司净利	171.8%	-21.5%	-7.8%	-8.7%
获利能力				
毛利率(%)	34.5%	28.8%	25.7%	22.5%
净利率(%)	0.26%	28.1%	22.6%	19.4%
ROE(%)	38.8%	23.3%	17.7%	13.9%
ROIC(%)	31.7%	19.8%	15.4%	12.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.9%	25.4%	22.6%	20.9%
净负债比率(%)	44.7%	34.1%	29.2%	26.5%
流动比率	0.94	1.57	2.10	2.53
速动比率	0.45	1.05	1.55	1.93
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.77	0.70	0.68
应收账款周转率	19.70	19.70	19.70	19.70
应付账款周转率	9.31	9.31	9.31	9.31
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	3.29	2.58	2.38	2.17
每股经营现金流	3.90	3.14	2.86	2.61
每股净资产(最新)	8.48	11.06	13.44	15.62
估值比率				
P/E	7.32	10.74	11.65	12.75
P/B	2.84	2.50	2.06	1.77
EV/EBITDA	6.03	8.40	8.32	8.34

分析师与研究助理简介

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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 15%；
- 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。 市场基准指数为沪深 300 指数。