

白鸡龙头，估值重塑

圣农发展首次覆盖报告

核心观点

● 圣农发展为白羽肉鸡行业绝对龙头

公司涵盖饲料加工、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，拥有最完整的白羽鸡产业链。2021 年一季度公司实现收入 30.87 亿元，同比增长 3.39%，2009-2020 复合增长率 22.78%。归母净利润呈现周期性波动趋势，2021 年一季度实现归母净利润 0.80 亿元，同比减少 88.56%。

● 白羽肉鸡行业作为优质赛道，潜力无限

2018 年我国人均年鸡肉消费量为 8.39kg，消费上升潜力十分巨大。肉鸡产业越往上游行业集中度越高，越往下游行业市场规模越大。中国深加工白羽鸡肉制品市场规模从 2015 年的 143 亿元增长到 2019 年的 242 亿元，预计 2020-2024 年市场规模仍将以 20.6% 的年复合增长率继续稳定增长。

● 双轮驱动：纵向精深，横向延伸

养殖版块：公司已掌握产业价值链顶端的种源，筛选出性能优异的国内首个白羽肉鸡配套系 SZ901，实现祖代鸡全部自给。公司近 3 年白羽肉鸡出栏量保持 10% 左右的市占率，拟逐步通过并购等方式将现有超 5 亿羽产能扩增至 10 亿羽。

食品版块：公司食品业务收入从 2015 年的 11.77 亿元增长至 2020 年的 44.68 亿元，年复合增长率高达 30.6%，目前主要渠道包括餐饮、出口、商超、便利店、批发、电商、团餐等，在中高端鸡肉制品的生产与销售领域树立了良好的品牌形象，不断巩固 B 端餐饮企业的“中央厨房”地位，并着力打造 C 端家庭“便捷美食专家”，2020 年 C 端收入占比由 2019 年的 8.75% 提升至 16.10%。目前食品已建及在建工厂产能合计超过 43.32 万吨。

财务预测与投资建议

- 预计公司 2021-2023 年归属母公司股东净利润分别为 9.88、17.58、26.52 亿元，同比分别-51.6%、+77.9%、+50.8%，使用分部估值法，参考可比公司 22 年估值水平，分别给予养殖和食品加工行业 9x 和 34xPE，得出合计市值为 273.4 亿，目标价 21.97 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：鸡肉价格波动、原材料价格波动、发生鸡类疫病。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,558	13,745	15,274	18,085	20,773
同比增长(%)	26.1%	-5.6%	11.1%	18.4%	14.9%
营业利润(百万元)	4,265	2,168	1,049	1,908	2,860
同比增长(%)	164.3%	-49.2%	-51.6%	81.9%	49.9%
归属母公司净利润(百万元)	4,093	2,041	988	1,758	2,652
同比增长(%)	171.8%	-50.1%	-51.6%	77.9%	50.8%
每股收益(元)	3.29	1.64	0.79	1.41	2.13
毛利率(%)	34.5%	20.3%	14.4%	17.5%	20.2%
净利率(%)	28.1%	14.9%	6.5%	9.7%	12.8%
净资产收益率(%)	44.7%	20.3%	10.8%	18.8%	24.3%
市盈率	6.2	12.4	25.6	14.4	9.5
市净率	2.4	2.7	2.9	2.5	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

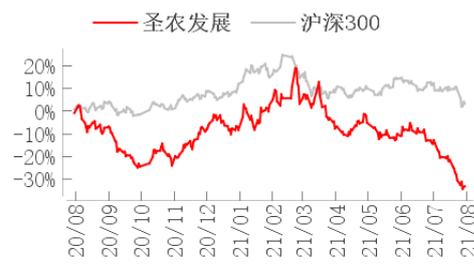


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年07月30日)	18.66 元
目标价格	21.97 元
52周最高价/最低价	34.1/18.17 元
总股本/流通A股(万股)	124,441/122,530
A股市值(百万元)	23,221
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2021年08月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.76	-21.86	-29.42	-33.06
相对表现	1.22	-11.92	-19.8	-38.12
沪深300	-4.98	-9.94	-9.62	5.06



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

张斌梅

021-63325888*6090

zhangbinmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020002

香港证监会牌照：BND809

联系人

樊嘉敏

fanjiamin@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

圣农发展：白羽肉鸡产业王国	5
闭环业态，降低周期波动	5
收入稳增，利润波动上行	6
不负信赖，38 年专一做精	7
白羽肉鸡：优质赛道，潜力空间仍在	8
白鸡：高性价比的蛋白肉类	8
趋势：从专业化走向一体化	9
上游：种源垄断亟待突破	11
下游：食品加工潜力无限	12
家禽饲养：育种突破，养殖精进	13
突破壁垒，育种铸就护城河	13
量利双击，白羽鸡无冕之王	13
食品加工：大象转身，坚定布局	16
渠道：分层次，全覆盖	17
B2B：餐饮企业中央厨房	18
B2C：家庭便捷美食专家	19
产品：强研发，拓品类	20
品类：聚焦前沿市场	20
研发：匹配终端需求	21
产能：链接无限未来	21
盈利预测与投资建议	22
盈利预测	22
投资建议	22
估值 1：家禽饲养加工	23
估值 2：食品加工	24
估值结论与投资建议	25
风险提示	25

图表目录

图 1: 公司一体化产业链	5
图 2: 2021Q1 公司实现收入 30.87 亿元, 同比增长 3.39%	6
图 3: 2021 年一季度实现归属于母公司股东净利润 0.80 亿元, 同比减少 88.56%, 净利率 2.60%	6
图 4: 2020 年鸡肉销量达 97.85 万吨, 屠宰量达 5 亿羽, 同比增长 10.6%	6
图 5: 2020 年公司食品销量 19.18 万吨, 同比增长 5.7%	6
图 6: 公司食品安全四大防护体系	7
图 7: 公司主要客户	7
图 8: 我国鸡肉产量结构 (2020)	8
图 9: 白羽肉鸡价格较黄羽肉鸡价格低 (元/公斤)	8
图 10: 中国与世界主要动物蛋白人均消费量 (公斤/人/08 年)	9
图 11: 白羽肉鸡全系养殖周期与主要上市公司业务环节	10
图 12: 全球白羽祖代鸡繁育企业市场份额占比 (2016)	11
图 13: 全球白羽肉鸡品种市场份额占比 (2016)	11
图 14: 2005-2020 年祖代白羽肉雏鸡更新数量	11
图 15: 肉鸡苗价格波动剧烈	11
图 16: 2020 年我国更新祖代鸡品种分布	12
图 17: 2020 年我国引进祖代与国内自繁祖代分布	12
图 18: 预计 2023 年白羽鸡肉市场规模为 1293 亿元	12
图 19: 深加工白羽鸡肉制品市场占比提升	12
图 20: 公司新世代原种鸡苗	13
图 21: 得天独厚的武夷生态环境	14
图 22: 全封闭控制状态的现代化鸡舍	14
图 23: 公司鸡肉售价领先 (万元/吨)	14
图 24: 近三年公司鸡肉产品毛利率领先	14
图 25: 公司白羽肉鸡出栏量与市占率	15
图 26: 圣农食品主要产品	16
图 27: 公司食品业务营收高速增长	16
图 28: 食品较鸡肉溢价 0.86-1.04 万元/吨	17
图 29: 食品毛利率相对稳定	17
图 30: 餐饮业市场规模显著增长	18

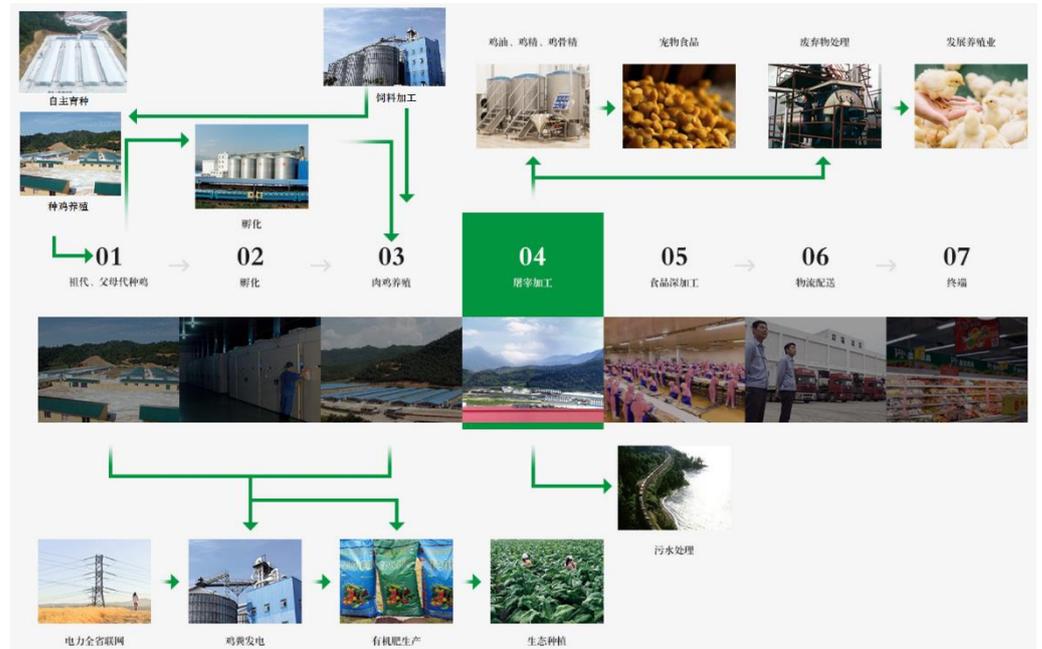
图 31：2019 年餐饮业各项成本占营业额比例升高	18
图 32：生鲜零售市场规模显著增长，电商占比上升	19
图 33：2019 年中国生鲜零售中各品类占比	19
图 34：公司销售人员逐年增长	19
图 35：2019 年 C 端占生加工板块比重 8.75%	20
图 36：2020 年 C 端占生加工板块比重 16.10%	20
图 37：2019 年我国人口年龄结构分布	20
图 38：圣农食品 4 度°系列（低于 4%脂肪含量）	20
图 39：2019 年白领每周加班平均时长分布	21
图 40：圣农食品方便菜系列	21
图 41：公司终端鸡肉售价高于行业均价约 600-1000 元/吨	23
图 42：公司养殖成本高于仙坛股份	23
图 43：公司财务费用率不断下降	23
表 1：白羽肉鸡、黄羽肉鸡特点对比表	8
表 2：主要动物蛋白、脂肪含量及相关指标（18 年价格）	9
表 3：一体化与专业化白羽肉鸡企业之间的区别	10
表 4：公司自产肉鸡饲料组成	14
表 5：圣农食品各渠道主要客户	18
表 6：圣农食品厂一览表	21
表 7：公司养殖单羽盈利高于行业一体化企业（元/羽）	24
表 8：家禽饲养加工分部可比公司估值表（2021.7.30 收盘价）	24
表 9：食品加工分部可比公司估值表（2021.7.30 收盘价）	25
表 10：分部估值表（2022E）	25
表 11：家禽饲养加工板块市值敏感性测算（亿元）	26

圣农发展：白羽肉鸡产业王国

闭环业态，降低周期波动

圣农发展拥有全球最完整的白羽肉鸡全产业链。公司涵盖饲料加工、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。

图 1：公司一体化产业链



资料来源：公司官网、东方证券研究所

闭环业态，降低周期波动率。公司产品系列由初级加工品扩展到深加工品，下游深加工行业受原材料等价格波动影响更小，其盈利水平比上游养殖屠宰行业更加稳定，提升上市公司抗风险能力，实现稳定的盈利能力、提高综合竞争力的提高。

国内肉鸡行业绝对龙头。公司始终坚持科学的发展观，在发展过程中不断实现自我改进与自我转型，采用先进的生产设备和生产工艺，实现了产业链各个环节的规模化生产，并通过规模化、标准化和系统化运营，始终保持着国内肉鸡行业的领先地位。

收入稳增，利润波动上行

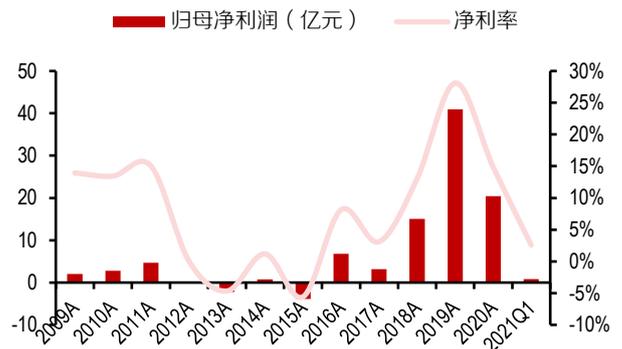
2009~2020年，公司收入持续增长，收入复合增长率22.78%，2021年一季度公司实现收入30.87亿元，同比增长3.39%。归母净利润呈现周期性波动趋势，受鸡价承压和原料成本上升影响，2021年一季度实现归属于母公司股东净利润0.80亿元，同比减少88.56%，净利率2.60%，同比下降20.87pct。

图 2：2021Q1 公司实现收入 30.87 亿元，同比增长 3.39%



数据来源：公司年报、东方证券研究所

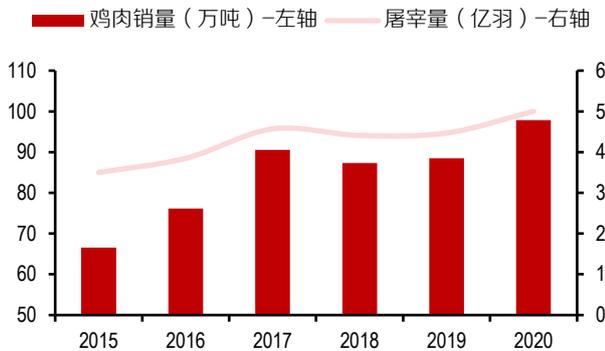
图 3：2021 年一季度实现归属于母公司股东净利润 0.80 亿元，同比减少 88.56%，净利率 2.60%



数据来源：公司年报、东方证券研究所

分产品来看，2020 年鸡肉销量达 97.85 万吨，食品销量达 19.18 万吨，2015-2020 年复合增长率分别为 8.00% 和 26.89%。

图 4：2020 年鸡肉销量达 97.85 万吨，屠宰量达 5 亿羽，同比增长 10.6%



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 5：2020 年公司食品销量 19.18 万吨，同比增长 5.7%

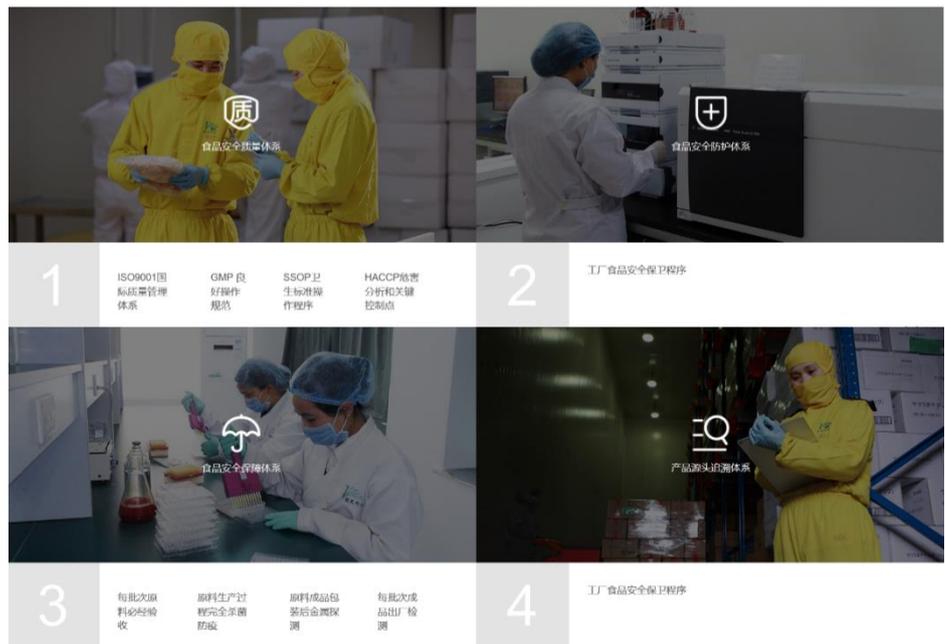


数据来源：公司年报、东方证券研究所

不负信赖，38年专一做精

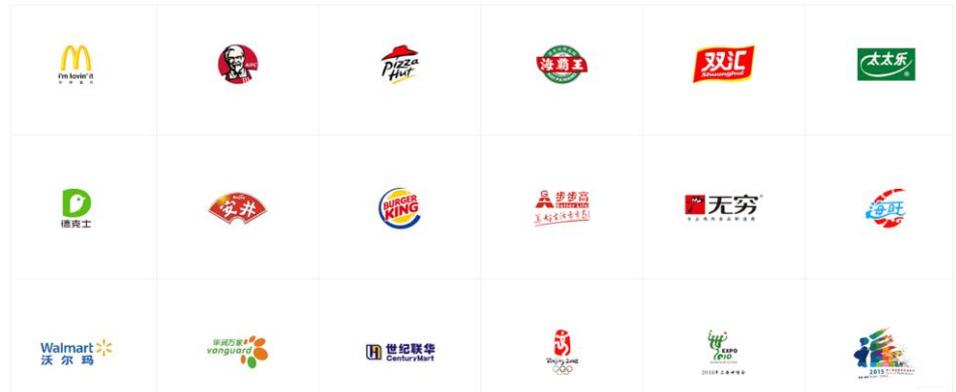
公司秉持“离开鸡的行业不做、没有人才不做、没有资金不做”的理念，38年来锲而不舍专注白羽肉鸡业。采用自繁、自养、自宰一体化全产业链生产模式，所有饲料厂、孵化厂、种肉鸡场、宰杀厂均为公司自有，建立了完善的食品安全追溯体系，从鸡场到餐桌，全程可控可溯。三十多年来，公司从未出现重大食品安全事故，树立了良好的品牌形象，积累了丰富的客户资源，拥有了各渠道优质客户群体，占据国内同行业的领先地位。

图 6：公司食品安全四大防护体系



资料来源：公司官网、东方证券研究所

图 7：公司主要客户



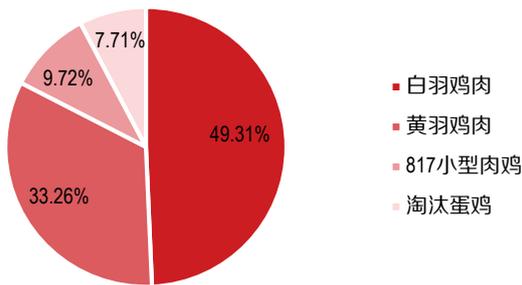
资料来源：公司官网、东方证券研究所

白羽肉鸡：优质赛道，潜力空间仍在

白鸡：高性价比的蛋白肉类

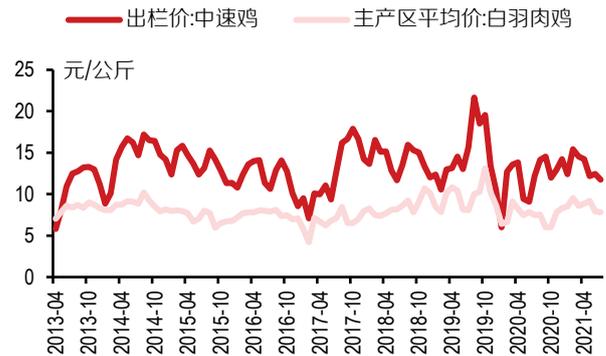
国内鸡肉的供给来源包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817 杂交鸡、淘汰蛋鸡等，其中白羽鸡、黄羽鸡为主要来源，2020 年白羽鸡肉、黄羽鸡肉分别占鸡肉的比例约为 49.31%、33.26%。白羽肉鸡为进口品种，价格较低，生长速度快，养殖效益高；黄羽肉鸡是含有地方鸡种血统的本土品种，通常有比较强的地域特征，价格较白羽肉鸡偏高，生长速度偏慢但口感更好。

图 8：我国鸡肉产量结构（2020）



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

图 9：白羽肉鸡价格较黄羽肉鸡价格低（元/公斤）



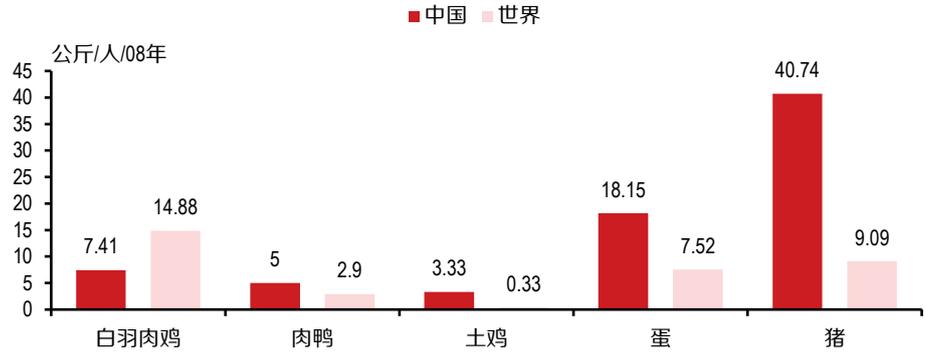
数据来源：新牧网、博亚和讯、东方证券研究所

表 1：白羽肉鸡、黄羽肉鸡特点对比表

品种来源	生长特点	出栏日龄	料肉比	生产销售模式	口感
白羽肉鸡 进口品种	快大型肉鸡、生长速度快、抗病力弱	42 天	1.8:1	适合工业规模化生产，肉鸡屠宰加工企业的主要原料	相比欠佳
黄羽肉鸡 含有地方鸡种血统的本土品种	体重较小、生长期长、抗病能力强	快速型(60 天以内) 中速型(60-100 天) 慢速型(100 天以上)	1.8-3.2:1	散养较多，适合活鸡销售	肉质鲜美

资料来源：湘佳股份招股说明书、公开资料、东方证券研究所

根据白羽肉鸡联盟数据，我国主要动物蛋白消费结构与世界存在明显差异，猪肉人均消费量高于世界近 4.5 倍，白羽肉鸡人均消费量不足世界 1/2，未来增量空间潜力巨大。

图 10：中国与世界主要动物蛋白人均消费量（公斤/人/08年）


数据来源：白羽肉鸡联盟、东方证券研究所

相对于猪牛羊肉，鸡肉蛋白性价比更高，在每 100 克肉类中，鸡胸肉蛋白质含量约为 22 克，与牛羊肉相同，是猪肉和鸡蛋的 1.8 倍，但价格是牛羊肉的 1/5、猪肉的 2/5。与此同时，鸡胸肉的热量更低，满足年轻一族追求“轻食”和健康的诉求。

表 2：主要动物蛋白、脂肪含量及相关指标（18 年价格）

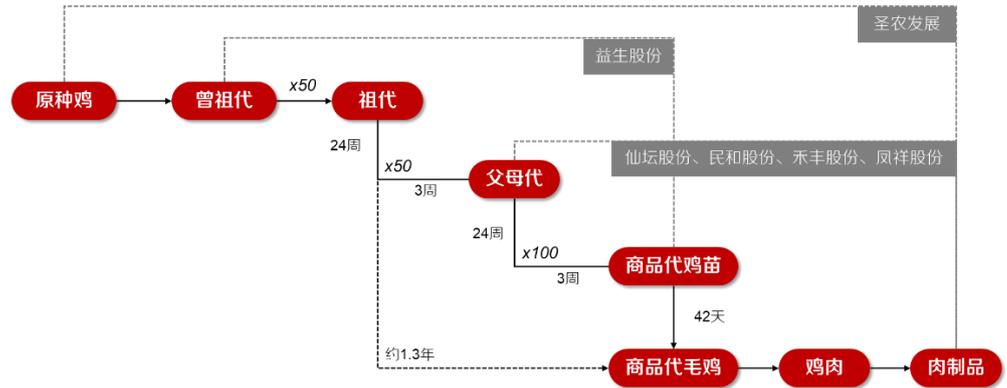
项目	鸡胸肉	牛羊肉	整土鸡 白条	去骨鸡 腿肉	猪五花 肉	鸡蛋	牛奶
100 克中的蛋白质含量	22	22	20	18	12	12	3
100 克中的脂肪含量	2	8	8	6	36	10	3.5
100 克中热量大卡	110	190	170	140	400	150	45
满足一天动物蛋白质需要（60 克）食用的数量：克	270	270	300	330	495	495	1995
满足蛋白需要时的热量被动摄入：大卡	300	510	510	465	1980	750	900
在商场采购价格：公斤/元	14	70	80	18	36	15	12
满足蛋白需求的成本：元	3.75	6.25	24	6	18	7.5	24
按成人每天摄入 1660 大卡还能吃多少克白面大米	410	340	340	360	-100	270	220
各类常见动物蛋白的蛋白比（蛋白是 10 为基数）	10:1	10:3.6	10:4	10:3	10:30	10:8.3	10:11

数据来源：白羽肉鸡联盟、东方证券研究所

趋势：从专业化走向一体化

白羽肉鸡产业是一个由若干密切相关的以纵向血缘关系为纽带的多元的代际畜禽产业，产业越往上游行业集中度越高，越往下游行业市场规模越大。当前上市企业分别占领了产业链上的不同环节，发挥自身的优势。

图 11：白羽肉鸡全系养殖周期与主要上市公司业务环节



数据来源：益生股份招股说明书、东方证券研究所

相对于生猪，白羽肉鸡的生长速度更快，盈利变化与产能变化迅速匹配，导致价格与成本波动加剧。在周期缩短、振幅加大的白鸡周期中，纵向整合一体化成为企业实现稳健盈利的战略之一。据凤祥股份招股说明书，当前国内一体化白羽肉鸡市场集中度 CR5 为 19.9%，存在进一步上升的空间。

表 3：一体化与专业化白羽肉鸡企业之间的区别

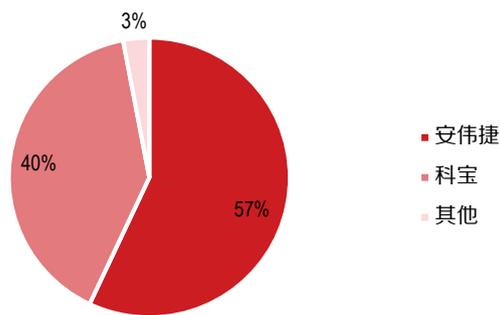
	一体化	专业化
业务模式	贯穿整个产业链，包括饲料加工、养鸡、屠宰加工、分销及销售禽肉制品。	负责整个产业链的一个或几个部分，大部分生产商在养鸡过程中采用“公司+农户”或“公司+合作社+农户”模式。
毛利水平	约 11%至 15%，一体化肉鸡生产商可根据市场需求调整生产水平及售价，从而更好地控制其毛利水平。	约 7%至 10%，非一体化肉鸡生产商的毛利水平受产业价值链上游及下游的高度影响。
业务规模	大多数一体化白羽肉鸡生产商为大型企业，但在肉鸡场数量上所占份额较小。	大多数农场为小型家庭单位，农场平均生产规模为 1,000 只至 2,000 只。
发展策略	旨在发展整个业务的所有部分，包括扩大产能、开发以 B2C 产品为重点的产品组合、提升研发能力、拓展销售及分销网络、开拓新市场以及寻求并购机会。	旨在与更多农户建立合作关系，从而实现规模经济，并实现对来自农户的供应量及成本的控制

数据来源：凤祥股份招股说明书、东方证券研究所

上游：种源垄断亟待突破

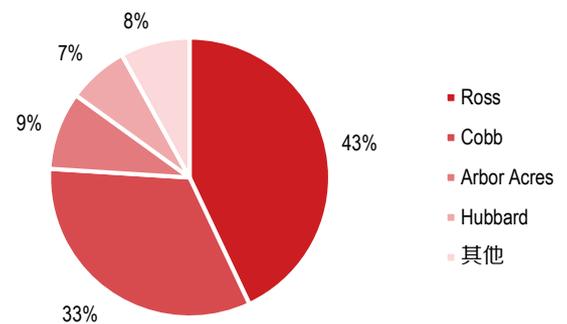
种源是产业价值链的高端，易造成商品代的价格波动。现代肉鸡育种始于上世纪 30 年代，欧洲、北美地区，父系来自科尼什，母系来自白洛克，通过系统配种产生杂种优势。当前世界主要肉鸡育种公司包括安伟捷和科宝。其中，安伟捷公司品种包括 Arbor Acres、Ross、Indian Rive、Hubbard。科宝育种公司主要为 Cobb500/700、Avian、Sasso。

图 12：全球白羽祖代鸡繁育企业市场份额占比（2016）



数据来源：中国产业信息网、东方证券研究所

图 13：全球白羽肉鸡品种市场份额占比（2016）



数据来源：中国产业信息网、东方证券研究所

2019 年以前，我国白羽肉鸡饲养品种以 Ross308、AA+、Cobb500 及 Hubbard 为主，全部依赖进口，一旦国外供应商由于疫病或其他原因减少或停止输出种鸡，将会影响祖代鸡引种进度，而种源端调节频繁也会导致祖代鸡质量下降。

2015 年以来全球禽流感疫情导致我国祖代鸡引种量迅速下降，产能被动去化，2015、2016 年国内祖代鸡更新数量分别为 72.02 万套、64.86 万套，较 2013 年高点分别下降 114.1%、137.7%。2015 年国内肉鸡苗价格一度上升至历史高点，显示了自主白羽肉鸡育种的重要性。

图 14：2005-2020 年祖代白羽肉雏鸡更新数量



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

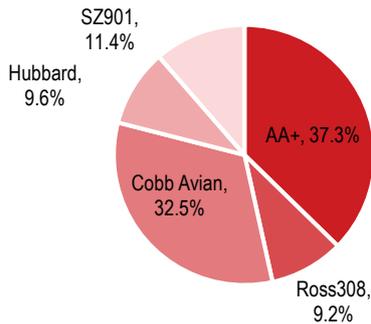
图 15：肉鸡苗价格波动剧烈



数据来源：博亚和讯、东方证券研究所

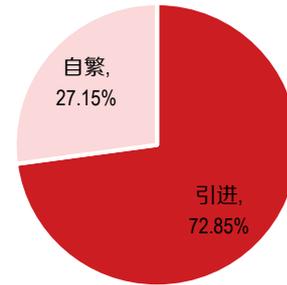
2019年，我国第一个具有自主知识产权的品种SZ901投入使用，占全年更新量的5.3%，2020年占比上升至11.37%，国内祖代自繁比例达到了27.15%。国内品种的研发成功，对稳定供给有重大意义。

图 16：2020 年我国更新祖代鸡品种分布



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

图 17：2020 年我国引进祖代与国内自繁祖代分布



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

下游：食品加工潜力无限

我国白羽鸡肉消费多以初加工冷冻鸡肉为主，深加工鸡肉制品的需求占中国白羽鸡肉消费比重较小，2015年约为20.66%。随着年轻一代步入厨房，快节奏的生活习惯影响其选择便于烹饪的快捷产品，深加工白羽鸡肉市场由此迎来发展机遇，2019年深加工白羽鸡肉制品市场占比提升至29.12%。

据凤祥股份招股说明书，中国深加工白羽鸡肉制品的市场规模从2015年的143亿元增长到2019年的242亿元，年复合增长率达14.7%。随着更多元化产品组合的推出，预计2020-2024年市场规模仍将以20.6%的年复合增长率继续稳定增长。

图 18：预计 2023 年白羽鸡肉市场规模为 1293 亿元



资料来源：凤祥股份招股说明书、东方证券研究所

图 19：深加工白羽鸡肉制品市场占比提升



资料来源：凤祥股份招股说明书、东方证券研究所

家禽饲养：育种突破，养殖精进

突破壁垒，育种铸就护城河

育种突破——白羽肉鸡行业的“中国芯”。自 2016 年起，公司持续专业地开展白羽肉鸡种源的研发及繁育工作，截至 2019 年底，公司已成功培育出 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。一个配套系预计能够生产 80 万套祖代种鸡，可以满足中国市场需求的 80%。自 2019 年初开始，公司已经停止向国外购买祖代种鸡。目前，公司祖代种鸡 100%自给自足，已完成了新品种认定的中试，正在向农业农村部申请对新品种的审定。

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、肉鸡的产蛋率、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，改变中国未来白羽肉鸡的供需格局，杜绝以往产能大幅波动情况的再次发生。

图 20：公司新世代原种鸡苗



资料来源：公司官网、东方证券研究所

公司育种的下一个目标是根据全球不同国家对鸡肉不同品类的消费习惯培育出多个配套系，满足小众需求。如欧美国家喜欢吃肉鸡的胸肉，所以国外育种企业选育出的品种胸肉较大；中国人喜欢吃肉鸡的鸡爪，未来公司或将培育出鸡爪较长的配套系。

量利双击，白羽鸡无冕之王

优质环境、优质鸡。武夷山麓，闽江源头，高达 76%森林覆盖率的生态环境，达到国际一级标准的大气质量，达到国家二级标准的水环境，构筑了一道天然的养殖防疫屏障，光泽、蒲城、政和等养殖场凭借得天独厚的武夷生态环境，确保食品源头的安全。

鸡舍全部采用钢架结构，内部配置从欧美引进的自动保温、通风、饮水、喂料等全自动化设施，减少人类接触，提高防疫水平。圣农采用平养的饲养方式，每一批肉鸡从进场到出栏采用“全进全出”模式，鸡只出栏后，鸡场和鸡舍都要空置半个月进行消毒和净化。

图 21：得天独厚的武夷生态环境


资料来源：公司官网、东方证券研究所

图 22：全封闭控制状态的现代化鸡舍


资料来源：公司官网、东方证券研究所

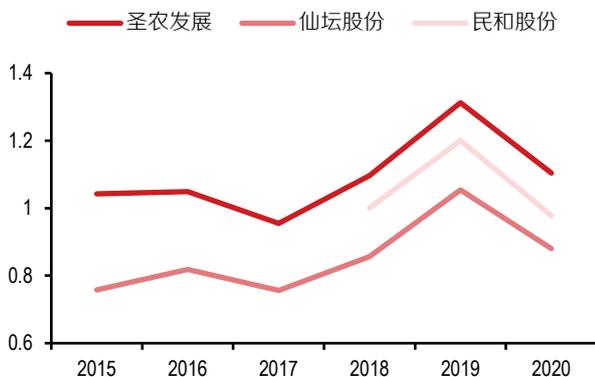
放心饲料、放心水源、放心鸡。圣农饲料厂，从原料接收到配料加工，皆采用微电脑自动化控制系统进行生产管理。肉鸡饲料全部自产，鸡饲料采用优质玉米、豆粕加工而成，原材料通过圣农自有的铁路专线接收。饮用水来自全年恒温 25.5℃ 的地下 60 米天然深井水。

表 4：公司自产肉鸡饲料组成

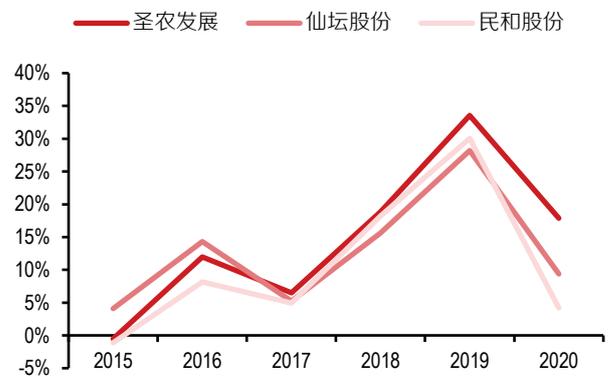
成分	含量
玉米	50-60%
豆粕	25-30%
小麦	10%
维生素	1-2%
微量元素	/

资料来源：公司官网、东方证券研究所

售价、毛利率优势突出。公司坐落于中国福建地区，在区位优势下，公司售价领先同行。同时稳定标准化的鸡肉供应以及对食品安全的把控进一步拓宽鸡肉溢价，2019 年鸡肉均价为 1.31 万元/吨。受到白羽肉鸡行业周期性波动影响，公司毛利率起伏幅度较大，但近三年处于行业领先地位。

图 23：公司鸡肉售价领先（万元/吨）


数据来源：公司年报、东方证券研究所

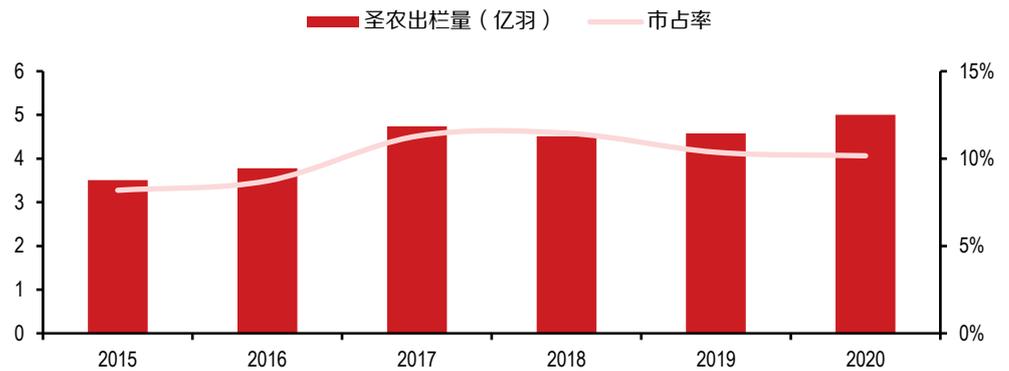
图 24：近三年公司鸡肉产品毛利率领先


数据来源：公司年报、东方证券研究所

规模持续扩张。公司近三年白羽肉鸡出栏量保持 10%左右的市占率，是国内规模最大的白羽肉鸡企业。公司拟逐步通过并购等方式将现有超 5 亿羽产能扩增至 10 亿羽，提升市场占有率与竞争力。2019 年公司完成了对欧圣农牧与欧圣实业的收购，实现 3000 万羽的少数股东权益转为 100% 自有，同时加大了对政和生产基地的投资建设，预计该项目完成后，政和的生产规模将较之前的实际产量翻番，实现年产超过 7000 万羽。

另外，2019 年公司与圣农集团、福建融诚德润股权投资管理有限公司等多方共同设立了产业并购基金德成农牧，并完成了对甘肃中盛农牧的收购。甘肃中盛农牧于 2019 年内即全面恢复了生产，生产效益显著提升，并且已按既定计划展开新的产能建设。未来，公司将在择机将其纳入，从而进一步实现公司的产能扩张战略。

图 25：公司白羽肉鸡出栏量与市占率



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会、公司年报、东方证券研究所

食品加工：大象转身，坚定布局

公司食品加工板块由控股子公司福建圣农食品有限公司运营。圣农食品引进荷兰、瑞士、美国等国设备，专业生产并销售各种灌肠类、油炸类、蒸烤类、调理类等一百多种产品，产品远销日本以及国内大型商超、餐饮连锁店。2017 年圣农发展完成发行股份购买圣农食品 100% 股权，于当年 10 月将圣农食品纳入公司合并范围。

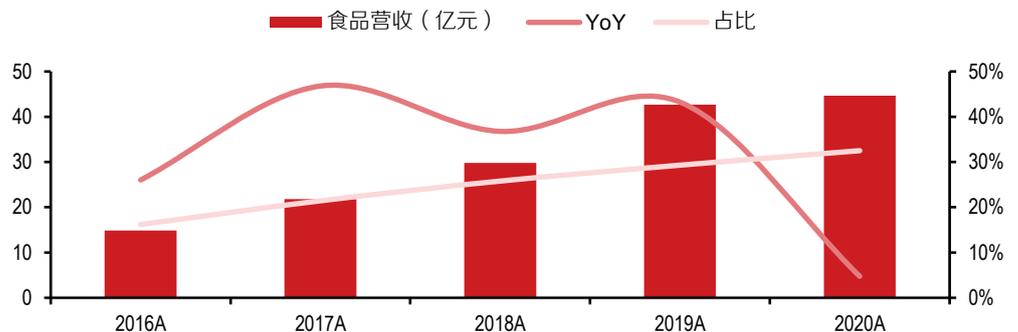
图 26：圣农食品主要产品



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司食品业务收入从 2015 年的 11.77 亿元增长至 2020 年的 44.68 亿元，年复合增长率高达 30.6%，收入占比稳步攀升。2020 年占总收入的 32.5%，上升 3.21pct。

图 27：公司食品业务营收高速增长

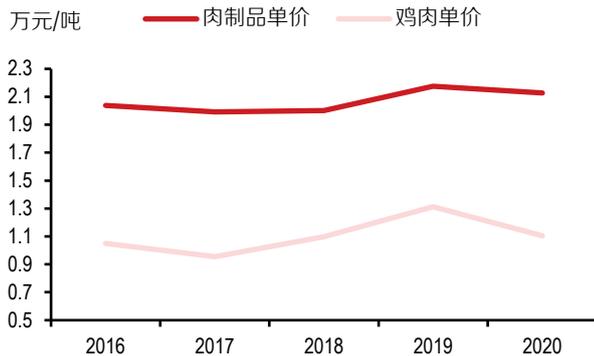


资料来源：公司公告、公司年报、东方证券研究所

2016-2020 年，公司食品单价约为 1.99-2.17 万元/吨，较鸡肉溢价 0.86-1.04 万元/吨。从毛利率来看，食品业务的毛利率稳步提升，从 2016 年的 24.28% 提升至 2019 年的 34.59%。由于成本上升，

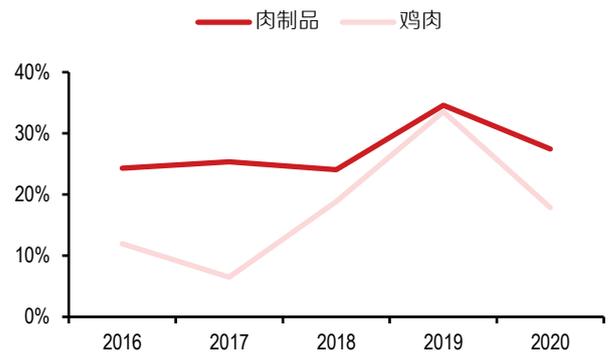
2020 年公司食品业务毛利率下降 7.13pct 至 27.46%。随着公司向下游食品业务的延伸，将有效熨平行业周期波动，公司盈利能力有望稳定增长。

图 28：食品较鸡肉溢价 0.86-1.04 万元/吨



资料来源：公司公告、公司年报、东方证券研究所

图 29：食品毛利率相对稳定



资料来源：公司公告、公司年报、东方证券研究所

近年来，公司大力发展食品深加工板块，实现多方向的突破：

- **渠道突破：**2019 年鸡肉熟食对日本出口量同比 2018 年下降 7.5%，圣农食品在此背景下新拓展了对韩国的出口渠道，整个出口渠道收入逆势增长 32.53%；餐饮渠道收入同比增加 40.64%，其中中餐渠道同比增长约 300%；商超、便利店及电商渠道收入同比增长 29.49%（其中便利店及电商渠道收入同比增长 88.53%）。
- **产品突破：**2019 年，圣农食品全年销量占全国禽肉类调理品市场份额超过 5%，借助坚实的上游产业链基础进一步提升了市场份额，同时突破了牛羊肉制品和中餐产品，其中中餐产品销售突破 1 亿，储备开发的中餐产品多达 107 个，全年销售超过 5000 万元的单品达到 13 个，其中 2 个单品销售超过 1 亿元。
- **生产突破：**内部方面，公司持续推动精细化管理及 4.0 项目，减少了用工量，提升了生产效率，外部方面，公司采用管理输出的方式推动 OEM 机制，建立战略合作工厂，目前公司已有两家稳定战略合作工厂，提升了公司手工密集型产品生产能力。

渠道：分层次，全覆盖

圣农食品目前已经建立起以福建为核心，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，主要渠道包括餐饮、出口、商超、便利店、批发、电商、团餐等。公司已在中高端鸡肉制品的生产与销售领域树立了良好的品牌形象，积累了丰富的客户资源，拥有了各渠道优质客户，占据国内同行业的领先地位。

表 5: 圣农食品各渠道主要客户

渠道	主要客户
2B	出口 日本火腿、FOODLINK、日本服务、伊藤火腿、住金物产、日本永旺企业、韩国乐天、韩国普光集团、LG 集团等 大餐饮系统 肯德基（百胜）、麦当劳、汉堡王、德克士、棒约翰、汉堡王 中小连锁系统 豪客来、华莱士、正新鸡排 农贸批发 团餐
2C	全国连锁商超 沃尔玛、永辉、华润万家、家乐福、大润发 BC 超市 三江购物、步步高、新华都 便利店 全家、7-11、罗森、CU、GS25 等 传统电商 天猫、京东、顺丰优选、苏宁易购、拼多多 生鲜电商 盒马生鲜、易果生鲜、朴朴、上海叮咚、美团买菜、每日优鲜、等 社区团购 钱大妈、兴盛优选、干鲜汇 菜市场

资料来源：公司公告、东方证券研究所

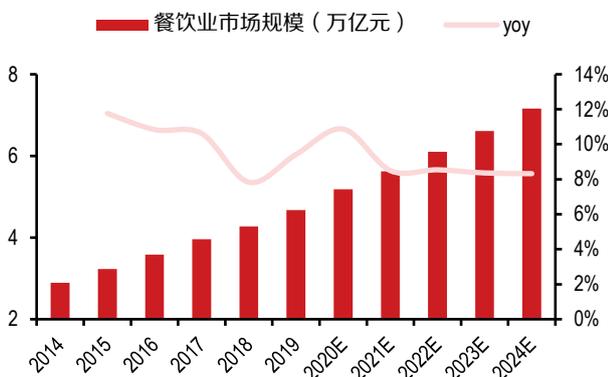
公司向着食品深加工企业迈进，巩固餐饮企业的“中央厨房”地位，并构建家庭“便捷美食专家”。

B2B：餐饮企业中央厨房

公司将 B2B 渠道战略定位为“餐饮企业中央厨房”。在我国餐饮业体量快速增长的背景下，中央厨房需求具备较大空间。据中国产业信息网，2019 年中国餐饮业市场收入达 4.67 万亿元，预计 2024 年将达到 7.16 万亿元。另一方面，餐饮业成本端上行推动了中央厨房的需求，根据中国饭店协会数据，2019 年已有 47.9% 的企业拥有中央厨房，预计未来中央厨房的数量及规模还有很大上升空间。

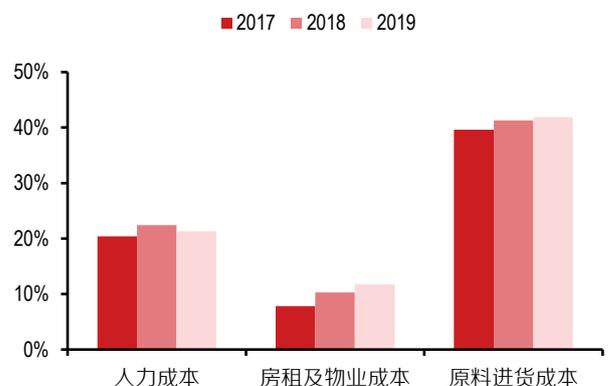
B2B 是圣农食品的传统优势渠道，覆盖出口、大中小餐饮和团餐等多个类型，并与头部形成战略合作。同时，公司强大的研发体系向渠道提供支持，根据团体客户的需求进行定制化产品开发，从而保障与大客户紧密且稳定的联系。

图 30: 餐饮业市场规模显著增长



数据来源：中国产业信息网、海底捞招股说明书、东方证券研究所

图 31: 2019 年餐饮业各项成本占营业额比例升高



数据来源：《2020 中国餐饮业年度报告》、东方证券研究所

B2C：家庭便捷美食专家

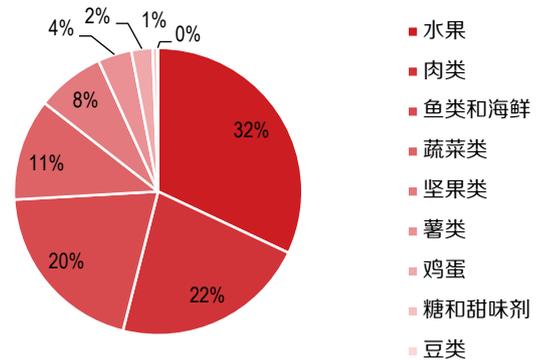
生鲜零售市场庞大，电商发力，“家庭便捷美食专家”业务可期。据 Euromonitor 预计，2020 年我国生鲜零售市场总额将达 5.24 万亿元。生鲜零售品类中，水果和肉类分别占据第一、第二席位。渠道角度来看，生鲜电商占比逐年增加。

图 32：生鲜零售市场规模显著增长，电商占比上升



资料来源：Euromonitor、东方证券研究所

图 33：2019 年中国生鲜零售中各品类占比



资料来源：Euromonitor、东方证券研究所

圣农食品 B2C 零售渠道覆盖全面，线上与线下全面打通，增加销售人员配置，坚定发力终端消费领域。近年来，公司销售人员和销售费用的显著增长。2019 年，公司销售人员增加 28.3% 至 463 名。

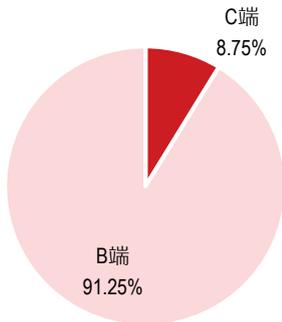
图 34：公司销售人员逐年增长



数据来源：公司年报、东方证券研究所

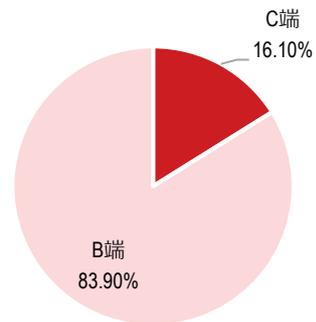
2020 年，C 端占食品深加工板块收入的比重由 2019 年的 8.75% 提升至 16.10%。公司拟采用老板亲自挂帅带领全新团队哺育 2C 业务，为圣农注入新基因，终端消费领域放量可期。

图 35：2019 年 C 端占生加工板块比重 8.75%



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 36：2020 年 C 端占生加工板块比重 16.10%



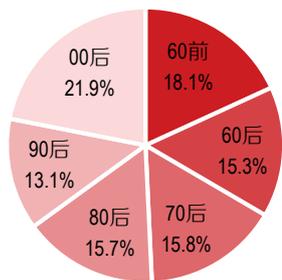
数据来源：公司公告、东方证券研究所

产品：强研发，拓品类

品类：聚焦前沿市场

新一代消费主力登场，生活节奏加快，追求健康美味简便。80 后、90 后、00 后逐渐成为新的消费主力，新一代健身观念加强，追求低脂的优质蛋白。公司 4 度° 系列选取整只鸡中脂肪含量较低的鸡胸肉代替高脂肌肉类，同时蛋白质含量高达 33% 以上，满足年轻一族的“轻食”需求。

图 37：2019 年我国人口年龄结构分布



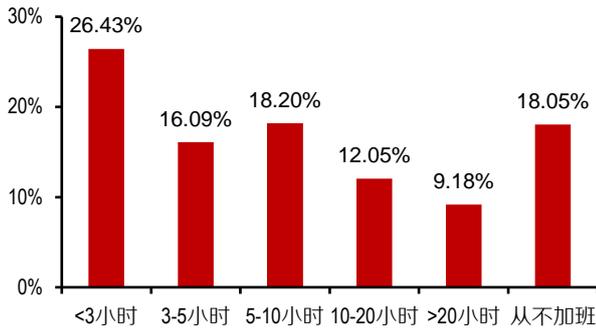
数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图 38：圣农食品 4 度° 系列（低于 4% 脂肪含量）



数据来源：公司官网、东方证券研究所

同时随着社会经济的发展，生活节奏明显加快，根据智联招聘数据显示，2019 年中国白领加班比例高达 81.95%，高强度的工作挤压生活时间，年轻一代更倾向于简单高效的食品，公司推出的方便菜市场空间广阔。

图 39：2019 年白领每周加班平均时长分布


资料来源：智联招聘、东方证券研究所

图 40：圣农食品方便菜系列


资料来源：公司官网、东方证券研究所

研发：匹配终端需求

以消费人群需求和口味为导向，圣农食品先后在光泽、福州、上海成立了三大研发中心，现如今已拥有 100 多人的专业研发队伍，并斥资 1000 多万元购置各类实验设备 40 多台套，涵盖肉类加工的各个工艺环节。

公司还与福建农林大学、福州大学、武夷学院等高校加强科研共建，逐年增加科研经费投入。同时聘请专业的中西餐厨务团队，厨师均有高级中/西餐厅、米其林餐厅、五星酒店的从业经历，定制的菜品能够满足终端消费者的不同口味，为圣农食品下游餐饮客户提供强有力菜品的研发支持。

产能：链接无限未来

目前食品已建及在建工厂产能合计超过 43.32 万吨。九个圣农食品工厂（其中三个在建，在建产能约为 11.52 万吨）合计产能超过 35.52 万吨。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，目前的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，且生产线设计灵活，不断提升的自动化生产能力，可以生产各种中式、西式产品，并且可以随时满足客户临时性波动需求，当需求旺盛时，可以增加生产能力，以满足需求的增长，具备灵活应对的能力。

表 6：圣农食品厂一览表

圣农食品厂	渠道	产品种类	建设情况
圣农食品一厂	对日出口和少部分大客户	热加工禽肉	
圣农食品二厂	大客户、以及国内批发和商超渠道	成型油炸/灌肠/裹粉/丸子/调理产品，以及水晶包/挞皮等面点产品	
圣农食品三厂	出口	油炸/蒸烤/炭烤类产品	
圣农食品四厂	餐饮大客户	油炸/蒸烤/炭烤/裹粉/调理品/调理包类产品	建成
圣农食品五厂	国内商超和农批渠道	灌肠类产品	
圣农食品六厂	国内高端餐饮连锁客户	油炸类、蒸烤类、裹粉油炸类	
圣农食品七厂	国内餐饮、便利店	香菇鸡肉、精炖牛肉、三杯鸡等中式调理包方便食品	
圣农食品八厂	国际快餐巨头及沃尔玛等商超	冷冻调理辣翅中、汉堡腿肉、九块鸡等腌制产品	在建
圣农食品九厂	中央厨房和家庭端	预处理腌制产品为主	

资料来源：公司官网、公开资料、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测作如下假设：

- 1) **家禽饲养加工**：在 10% 的连续增长假设下，预计 2021-2023 年销量分别为 5.50、6.05、6.66 亿羽；考虑 19、20 年行业引种量以及猪价下行影响，预测分部均价分别为 10625、10863、11010 元/吨，同比分别-4.9%、+2.2%、+1.4%，受行业原料价格上行结合公司成本优化考虑，2021-2023 年毛利率分别为 11.3%、14.0%、17.7%。
- 2) **食品加工**：考虑食品工厂产能逐渐达产、公司 C 端新品推出，公司销量增速先增后减，预计 2021-2023 年销量分别为 26.9、33.6、40.3 万吨，同比分别增加 40%、25%、20%；食品加工分部均价较为稳定，考虑 21 年原料鸡肉价格变化情况，预测均价为 22356 元/吨，同比下降 11.0%，22-23 均价 23026 元/吨（+3%），伴随均价上升、鸡肉成本下降，2021-2023 年毛利率分别为 19.8%、22.8%、23.7%。
- 3) **销售费用率**：公司深加工食品分为 B 端和 C 端，目前 B 端业务相对成熟，C 端业务仍处于前期的费用投放阶段，我们假设 2021-2023 年，销售费用率为 4.21%、3.23%、3.10%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
家禽饲养加工					
销售收入（百万元）	10,292.5	9,276.4	9,704.7	10,914.4	12,168.5
增长率	20.1%	-9.9%	4.6%	12.5%	11.5%
毛利率	35.4%	20.8%	11.3%	14.0%	17.7%
食品加工					
销售收入（百万元）	4,265.9	4,468.2	5,569.1	7,170.2	8,604.2
增长率	43.2%	4.7%	24.6%	28.7%	20.0%
毛利率	32.5%	19.2%	19.8%	22.8%	23.7%
合计	14,558.4	13,744.6	15,273.8	18,084.6	20,772.8
增长率	26.1%	-5.6%	11.1%	18.4%	14.9%
综合毛利率	34.5%	20.3%	14.4%	17.5%	20.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

随着生猪价格进入下行周期，预计 2021 年行业价格或将同步承压，2022-23 年在引种量下降、产能出清后或回暖。作为白羽肉鸡行业中为数不多的全产业链公司，公司成本与价格优势构筑下行周期“安全垫”，长期看具备稳定超额利润和成长空间。

考虑 21 年公司食品 C 端仍处于费用投放期，盈利能力尚未进入稳态，故使用 22 年业绩进行估值。

估值 1：家禽饲养加工

利：当前终端鸡肉溢价明显

受区位优势与公司渠道溢价影响，公司鸡肉售价高于主产区鸡产品均价约 600-1000 元/吨（合 1.2-2 元/羽）。

图 41：公司终端鸡肉售价高于行业均价约 600-1000 元/吨



数据来源：公司公告、博亚和讯、东方证券研究所

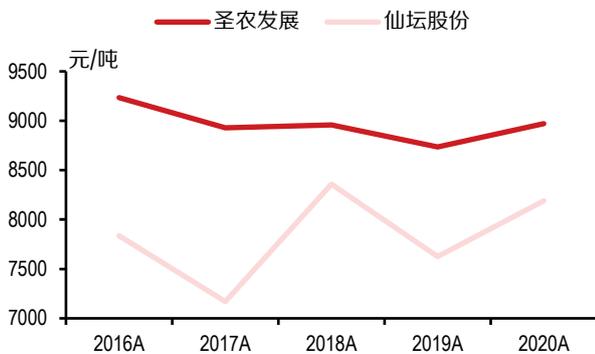
本：未来成本具备下降空间

毛成本方面，公司养殖模式迭代升级有望优化毛成本结构。公司当前以地面平养为主，相比笼养的仙坛股份，历史成本高出 599.4-1398.6 元/吨，考虑公司养殖模式的迭代升级，在养殖成本上，公司存在下降空间，叠加未来公司引入自产原种鸡，各性能效率指标进一步优化公司养殖端成本。

期间费用方面，公司 2016 年以来财务费用率不断下降。

综合上述方面，我们预计公司家禽饲养加工完全成本未来下降空间在 500-1000 元/吨，合 1-2 元/羽。

图 42：公司养殖成本高于仙坛股份



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 43：公司财务费用率不断下降



数据来源：公司公告、东方证券研究所

在价格和成本优势下，公司养殖单羽利润优于行业。与全环节一体化企业相比，2020 年高出 2.3 元。

表 7：公司养殖单羽盈利高于行业一体化企业（元/羽）

	种鸡 养殖利润	孵化场 利润	毛鸡 养殖利润	屠宰利润	一体化 合计	公司 单羽盈利
2018	1.5	0.9	2.0	-0.3	4.1	3.0
2019	5.1	1.4	1.6	1.0	9.2	8.6
2020	0.0	-0.1	0.0	1.4	1.4	3.7

数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

预计 2021-2023 年公司单羽利润 1.45 元、2.15 元、2.93 元，对应归母净利润 8.0、13.0、19.5 亿元，同比-56.5%、62.7%、50.0%。参考可比公司估值水平，22 年给予 9 倍 PE，分部市值 116.8 亿。

表 8：家禽饲养加工分部可比公司估值表（2021.7.30 收盘价）

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(x)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002982.SZ	湘佳股份	35.63	1.74	2.29	3.29	4.26	20.42	15.58	10.85	8.36
300761.SZ	立华股份	114.14	2.54	10.47	13.19	16.79	44.92	10.90	8.65	6.80
603609.SH	禾丰牧业	85.65	12.35	13.02	15.66	20.29	6.93	6.58	5.47	4.22
9977.HK	凤祥股份	23.94	1.81	4.33	6.80	6.89	13.20	5.53	3.52	3.47
002234.SZ	民和股份	47.42	0.67	6.53	7.75	6.87	71.13	7.26	6.12	6.91
002458.SZ	益生股份	98.50	0.92	2.94	3.51	4.59	107.07	33.50	28.03	21.46
002746.SZ	仙坛股份	56.97	3.53	1.61	3.97	5.81	16.16	35.33	14.34	9.80
调整后均值							33.00	15.00	9.00	7.00

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：凤祥股份单位为 HKD）

估值 2：食品加工

预计食品加工分部 2021~2023 年的归母净利润分别为 1.9 亿、4.6、7.1 亿，同比分别-8.0%、+141.5%、+53.2%。参考可比公司估值水平，22 年给予 34 倍 PE，分部市值 156.6 亿。

表 9：食品加工分部可比公司估值表（2021.7.30 收盘价）

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(x)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603345.SH	安井食品	395.1	6.04	8.37	10.96	13.92	65.44	47.18	36.07	28.39
002330.SZ	得利斯	26.5	0.29	0.41	0.49	0.57	90.97	65.10	54.12	46.26
605089.SH	味知香	67.8	1.25	1.60	1.99	2.47	54.19	42.43	33.99	27.48
603517.SH	绝味食品	419.9	7.01	10.12	12.91	16.10	59.87	41.48	32.54	26.07
603697.SH	有友食品	54.6	2.26	2.71	3.22	3.76	24.19	20.20	16.99	14.55
调整后均值							60.00	44.00	34.00	27.00

数据来源：Wind、东方证券研究所

估值结论与投资建议

预计公司 2021-2023 年归属母公司股东净利润分别为 9.88、17.58、26.52 亿元，同比分别-51.6%、+77.9%、+50.8%，分部估值合计市值为 273.4 亿，目标价 21.97 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：分部估值表（2022E）

分部	归母净利润(亿元)	PE(x)	市值
家禽饲养加工	13.0	9	116.8
食品加工	4.6	34	156.6
合计			273.4
总股本（亿股）			12.44
目标价（元）			21.97

数据来源：公司数据、东方证券研究所

风险提示

鸡肉价格波动

公司经营业绩对鸡肉销售价格和销售数量敏感性较高，若鸡肉销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，则经营业绩将受到不利影响。

若行业亏损超过 1.5 元/羽，以 2020 年盈利水平，公司仍能获利 0.8 元/羽。进一步考虑成本优化 1~2 元/羽，公司可获利 1.8~2.8 元/羽。

我们假设全行业亏损 1 元/羽时为行业周期的底部，计算公司在周期底部时的市值。在 2022 年公司鸡肉销量 5.1 亿羽假设下，公司家禽饲养加工板块周期底部利润为 7.0 亿，成本优化 0~2 元/羽后，周期底部利润为 7.0~19.1 亿。参考 2022 年上市肉鸡养殖平均估值水平，给予 9 倍 PE，周期底部市值约为 62.6-171.9 亿。

表 11：家禽饲养加工板块市值敏感性测算（亿元）

		行业盈亏（元/羽）									
		-2.0	-1.5	-1.0	-0.5	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.9
公司成本优化（元/羽）	0.0	7.9	35.2	62.6	89.9	117.2	144.5	171.9	199.2	226.5	275.7
	0.5	35.2	62.6	89.9	117.2	144.5	171.9	199.2	226.5	253.8	303.0
	1.0	62.6	89.9	117.2	144.5	171.9	199.2	226.5	253.8	281.2	330.3
	1.5	89.9	117.2	144.5	171.9	199.2	226.5	253.8	281.2	308.5	357.7
	2.0	117.2	144.5	171.9	199.2	226.5	253.8	281.2	308.5	335.8	385.0

数据来源：东方证券研究所（假设：以 2022 年为预测年度，销量增速 10%、9xPE）

原材料价格波动

公司鸡肉产品所用的主要原材料为玉米、豆粕等农产品。由于农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，价格变化波动较难预测，存在由于主要原材料价格发生异常变动而导致的经营业绩波动的风险。

发生鸡类疫病

存在发生禽流感或其它类似疫病的风险。禽流感等疫病在爆发期间，会导致鸡只的死亡，并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，从而影响到企业的盈利能力。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,199	305	798	673	930	营业收入	14,558	13,745	15,274	18,085	20,773
应收票据、账款及款项融资	747	745	828	975	1,123	营业成本	9,529	10,954	13,072	14,924	16,583
预付账款	295	108	215	255	250	营业税金及附加	32	29	32	38	44
存货	1,879	2,318	2,876	3,283	3,648	营业费用	376	216	643	584	644
其他	31	17	29	28	27	管理费用及研发费用	244	299	298	358	420
流动资产合计	4,152	3,493	4,746	5,214	5,977	财务费用	157	112	233	324	278
长期股权投资	51	48	45	45	45	资产、信用减值损失	16	33	5	6	5
固定资产	9,869	10,057	10,276	10,543	10,918	公允价值变动收益	(0)	(1)	0	0	0
在建工程	273	310	412	461	545	投资净收益	11	9	8	9	9
无形资产	218	219	213	208	202	其他	48	60	50	49	52
其他	715	802	919	1,003	1,044	营业利润	4,265	2,168	1,049	1,908	2,860
非流动资产合计	11,127	11,436	11,865	12,260	12,754	营业外收入	7	5	10	8	8
资产总计	15,279	14,929	16,611	17,475	18,731	营业外支出	75	56	25	39	27
短期借款	2,656	1,744	5,475	4,712	3,974	利润总额	4,197	2,117	1,034	1,876	2,840
应付票据及应付账款	1,067	1,476	1,602	1,837	2,103	所得税	78	76	46	118	188
其他	680	2,056	695	714	723	净利润	4,119	2,042	988	1,758	2,652
流动负债合计	4,403	5,276	7,771	7,263	6,800	少数股东损益	27	0	0	0	0
长期借款	218	17	30	45	62	归属于母公司净利润	4,093	2,041	988	1,758	2,652
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.29	1.64	0.79	1.41	2.13
其他	101	115	111	111	111						
非流动负债合计	318	131	142	156	173	主要财务比率					
负债合计	4,721	5,408	7,913	7,419	6,973		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1	1	1	1	1	成长能力					
股本	1,239	1,244	1,244	1,244	1,244	营业收入	26.1%	-5.6%	11.1%	18.4%	14.9%
资本公积	4,183	4,204	4,259	4,259	4,259	营业利润	164.3%	-49.2%	-51.6%	81.9%	49.9%
留存收益	5,134	4,072	3,194	4,551	6,254	归属于母公司净利润	171.8%	-50.1%	-51.6%	77.9%	50.8%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	10,558	9,521	8,698	10,056	11,758	毛利率	34.5%	20.3%	14.4%	17.5%	20.2%
负债和股东权益总计	15,279	14,929	16,611	17,475	18,731	净利率	28.1%	14.9%	6.5%	9.7%	12.8%
						ROE	44.7%	20.3%	10.8%	18.8%	24.3%
						ROIC	33.0%	17.6%	9.5%	14.3%	19.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	30.9%	36.2%	47.6%	42.5%	37.2%
净利润	4,119	2,042	988	1,758	2,652	净负债率	17.0%	17.3%	55.4%	42.0%	27.6%
折旧摊销	547	619	588	635	689	流动比率	0.94	0.66	0.61	0.72	0.88
财务费用	157	112	233	324	278	速动比率	0.52	0.22	0.24	0.26	0.34
投资损失	(11)	(9)	(8)	(9)	(9)	营运能力					
营运资金变动	(495)	216	(679)	(373)	(244)	应收账款周转率	21.2	18.5	19.6	20.3	20.0
其它	533	258	(152)	(80)	(37)	存货周转率	5.1	5.2	5.0	4.8	4.7
经营活动现金流	4,850	3,238	970	2,255	3,330	总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1
资本支出	(1,010)	(947)	(902)	(945)	(1,141)	每股指标(元)					
长期投资	144	3	3	0	0	每股收益	3.29	1.64	0.79	1.41	2.13
其他	(548)	(261)	45	9	9	每股经营现金流	3.91	2.60	0.78	1.81	2.68
投资活动现金流	(1,414)	(1,205)	(854)	(936)	(1,132)	每股净资产	8.48	7.65	6.99	8.08	9.45
债权融资	(243)	1,113	(1,309)	43	24	估值比率					
股权融资	(50)	26	55	0	0	市盈率	6.2	12.4	25.6	14.4	9.5
其他	(3,395)	(4,034)	1,631	(1,487)	(1,966)	市净率	2.4	2.7	2.9	2.5	2.2
筹资活动现金流	(3,689)	(2,896)	377	(1,444)	(1,942)	EV/EBITDA	5.7	9.8	15.2	9.9	7.4
汇率变动影响	3	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	6.4	12.4	22.1	12.7	9.0
现金净增加额	(249)	(866)	494	(125)	256						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn