



白羽龙头，蓄势腾飞

——圣农发展（002299.SZ）首次覆盖报告

核心观点

39年打造闭环全产业链，拥有行业最完整、配套产业集群。圣农发展为我国白羽肉鸡养殖业的龙头企业。公司立足传统养殖链，向上自研种源，向下发力食品业务，已完全覆盖了种源、自繁自孵自养、自宰、鸡肉深加工等垂直生产环节以及饲料生产、物流运输等配套环节。目前公司白羽鸡养殖产能接近6亿羽，市占率预计超10%，在产业链全自养企业中排名第一。自2017年开展食品业务以来，整体销售收入近三年复合增速20%左右，其中C端销售收入增速达70%左右，公司已建及在建食品深加工产能合计超过43.32万吨。“十四五”规划下，2025年养殖产能目标达到10亿羽（2021-2025年预计CAGR达13.62%）；食品深加工产能超50万吨（2021-2025年预计CAGR达3.65%）；销售额超130亿（B端100亿元+C端30亿）。全产业链优势叠加快速扩张下，公司护城河不断拓宽。

行业低迷已持续2年，鸡价拐点即将到来。1）长期：鸡肉为我国第二大肉类消费品，供给规模不断扩大，种源多来自进口；快餐、外卖崛起叠加消费者低脂高蛋白饮食新诉求，驱动鸡肉需求不断增长。2）短期：2020年以来受新冠疫情影响，行业发展低迷，目前处于周期底部。2021年下半年在产父母代存栏量持续下降，2021年6月-2021年12月累计去化17.21%，前期产能去化兑现叠加消费需求回暖，近期鸡价有所回升，2022Q2白羽鸡均价为9.20元/公斤，环比Q1+17.49%。海外引种受阻，上半年引种量大幅降低，2022H1共引种白羽肉鸡祖代约47万套，同比下滑22.5%，其中5-6月海外引种量为0。引种量大幅下滑，后续鸡苗供应量相应减少，叠加科宝种源自身携带垂直性疾病问题，实际产能少于官方数据，鸡价拐点有望加快到来。

全产业链业务协同，白羽肉鸡龙头蓄势待发。1）上游：打破白羽鸡种源困境，“中国智造”创新突围。公司解决了核心种源问题，其自研品种“圣泽901”已于2021年取得对外销售资格，其父母代种鸡雏已于今年6月正式批量供应市场，2025年市占率预计达到40%，2022-2025年销售量CAGR有望达25%左右。2）中游：养殖产能稳步扩张，高溢价助力业绩持续增长。公司养殖产能4年有望翻番。成本端有望随饲料原料价格的回落而不断改善。精细化管理下，剔除其他变动因素后，2021年公司全年从管理提升上取得利润约2.80亿元，且期间费用率低于同行。收入端凭借优质的产品和有保障的食品安全，产品价格享有溢价，2020年5月到2022年6月圣农鸡肉产品均价高于行业均价约570元/吨。3）下游：重视食品业务C端发展，打造第二发展曲线。公司在通过增加新客户、开发潜在客户等方式巩固B端的同时，大力发展C端。2021年C端含税收入突破10亿元，占食品深加工板块收入的比重由2019年的7%左右提升至2021年的超过15%。C端中，2022H1脆皮炸鸡、嘟嘟翅、鸡排等品类大单品收入贡献额已超2亿元。未来随C端占食品深加工收入比重以及大单品销售额占比不断提升，食品业务利润贡献有望实现高增长。

投资建议

考虑到公司三大业务全面向好，护城河持续加深；其中上游父母代鸡苗外销有望增厚利润，中游养殖产能稳步扩张，下游食品业务发展迅速，公司业绩有望实现高增长。我们预计2022-2024年公司营业收入分别为170.87/202.11/244.09亿元，归母净利润分别为5.28/18.58/21.91亿

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1244.41
流通A股/B股(百万股)	1244.41/0.00
资产负债率(%)	47.67
每股净资产(元)	7.88
市净率(倍)	2.44
净资产收益率(加权)	2.84
12个月内最高/最低价	24.30/16.08

相关研究

元，对应 EPS 分别为 0.42/1.49/1.76 元，当前股价对应 PE 分别为 44.53/12.66/10.73 倍。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示

禽类疫病发生的风险、原材料价格波动、鸡价波动的风险等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14478.20	17086.62	20211.19	24408.85
增长率(%)	5.34	18.02	18.29	20.77
归母净利润	448.24	527.97	1857.61	2190.93
增长率(%)	-78.04	17.79	251.84	17.94
EPS(元/股)	0.36	0.42	1.49	1.76
市盈率(P/E)	66.79	44.53	12.66	10.73
市净率(P/B)	3.04	2.38	2.00	1.69

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价为 2022 年 8 月 9 日收盘价 18.90 元

正文目录

1. 白羽肉鸡龙头，全产业链布局	6
1.1. 上下游延伸全产业链，产能扩张稳步推进	6
1.2. 接班人深挖管理、开拓食品业务，不断提升产业链价值	7
1.3. 营收稳步增长，食品业务有望增强业绩稳定性	8
2. 行业处于周期底部，鸡价拐点即将到来	9
2.1. 供给：第二大肉类品种，供给规模不断扩大	9
2.1.1. 第二大鸡肉生产国，鸡肉产量整体呈增长趋势	9
2.1.2. 白羽祖代鸡海外引种量较大，未来有望逐步实现“进口替代”	11
2.2. 需求：餐饮规模扩增叠加饮食新诉求，看好中长期鸡肉需求增长	13
2.2.1. 白羽肉鸡养殖效益高，适合工业规模化养殖	13
2.2.2. 快餐、外卖崛起，驱动鸡肉需求不断增长	14
2.2.3. 肉质低脂高蛋白，满足饮食新诉求	15
2.3. 竞争格局：行业分散，龙头企业成长空间广阔	15
2.4. 价格：行业持续低迷近2年，鸡价拐点即将到来	17
2.4.1. 复盘鸡周期，行业处于周期底部	17
2.4.2. 近期鸡价回暖，海外引种受阻加速行业景气到来	19
2.4.3. 猪价回升，有望进一步拉动鸡价景气上行	21
3. 白羽肉鸡研发打破国际垄断，全产业链一体化优势显著	22
3.1. 全产业链布局，盈利能力优于同行	22
3.2. 上游：打破白羽鸡种源困境，“中国智造”创新突围	24
3.3. 中游：养殖产能稳步扩张，鸡肉产品享有溢价	26
3.3.1. 产能持续扩张，打开成长空间	26
3.3.2. 优质产品叠加品牌影响力，鸡肉价格享有溢价	27
3.3.3. 随饲料原料价格回落，养殖成本有望逐渐改善	28
3.4. 下游：重视食品业务C端发展，打造第二发展曲线	29
3.4.1. 多品类布局，产品矩阵丰富	29
3.4.2. 大力投入品牌建设，积极打造圣农品牌	32
3.4.3. 深加工产能不断扩张，产品产量大幅增长	33
3.4.4. 渠道扩张持续发力，驱动业绩提速增长	34
4. 盈利预测	36
4.1. 主营业务盈利预测	36
4.2. 相对估值	37
5. 风险提示	38

图表目录

图表 1. 39 年深耕肉鸡养殖业，造就白羽肉鸡龙头	6
图表 2. 圣农发展一体化产业链	7
图表 3. 傅光明先生、傅长玉女士及傅芬芳女士为实际控制人（截至 2022 年一季报）	8
图表 4. 2013-2022Q1 营收稳步上行	8
图表 5. 2013-2022Q1 归母净利润波动上行	8
图表 6. 肉制品业务占比不断提升	9
图表 7. 肉制品业务毛利率高且波动性小	9
图表 8. 2013-2020 年我国居民人均肉类消费结构	10

图表 9. 2021 年鸡肉占禽肉消费 66%	10
图表 10. 中国为世界第二大鸡肉生产国	10
图表 11. 中国鸡肉产量占肉类产量比重不断提升	10
图表 12. 国内鸡肉生产量和消费量呈现增长趋势	11
图表 13. 2021 年全国祖代白羽肉雏鸡以科宝艾维茵为主	11
图表 14. 白羽肉鸡祖代品种及来源国	11
图表 15. 2022 年美国多地现禽流感疫情（截至 8 月 5 日）	12
图表 16. 白羽肉鸡祖代引种量整体波动较大	12
图表 17. 三个国产白羽鸡品种可提供祖代白羽肉鸡规模	12
图表 18. 相较其他肉类，白羽肉鸡料肉比处于较低水平	13
图表 19. 白羽肉鸡适合工业化规模化养殖	13
图表 20. 中国快餐服务营业收入不断增长	14
图表 21. 中国快餐服务门店总数快速增加	14
图表 22. 中国外卖餐饮市场规模快速扩张	14
图表 23. Z 世代活跃用户规模不断增长	14
图表 24. 鸡肉具有高蛋白、低脂肪的特点	15
图表 25. 年出栏 5 万只以上养殖场户数占比不断提升	16
图表 26. 2021 年全国白羽肉鸡龙头企业市占率	16
图表 27. 2020 年美国肉鸡行业龙头企业市占率	16
图表 28. 2021 年圣农在产业链全自养屠宰排名中位列第一	17
图表 29. 2021 年圣农在产业链综合屠宰排名中位列第二	17
图表 30. 白羽肉鸡生产周期耗时约 14 个月	17
图表 31. 2012 年以来我国共经历 5 轮鸡周期	18
图表 32. 近期白羽鸡价格有所回暖	19
图表 33. 白羽肉鸡在产祖代存栏处于历史高位（万套）	20
图表 34. 白羽肉鸡在产父母代存栏处于历史高位（万套）	20
图表 35. 近期禽类屠宰场开工率持续回升	20
图表 36. 父母代种鸡养殖利润位于盈亏平衡线附近	20
图表 37. 猪肉与鸡肉消费量有一定替代关系	21
图表 38. 生猪价格与白羽肉鸡价格有一定协同性	21
图表 39. 2021.7-2022.4 能繁母猪存栏累计去化 8.47%	22
图表 40. 产业链微笑曲线	23
图表 41. 公司肉制品业务毛利率高于鸡肉业务	23
图表 42. 圣农绿色循环经济产业链	23
图表 43. 公司财务费用率呈下降趋势	24
图表 44. 公司销售期间费用率低于同行	24
图表 45. 2012-2021 年各公司销售毛利率	24
图表 46. 畜禽新品种（配套系）证书	25
图表 47. 2021 年公司各环节养殖水平历史最佳	25
图表 48. 公司肉鸡产能持续稳步扩张	26
图表 49. 2008-2021 年公司屠宰量持续增长	27
图表 50. 2014-2021 年公司鸡肉产品产销量持续增长	27
图表 51. 圣农鸡肉产品享有溢价	28
图表 52. 2014-2021 年公司鸡肉业务成本拆分（万元）	29
图表 53. 2021 年公司鸡肉业务营业成本组成（原材料和人工为主要组成部分）	29
图表 54. 近期饲料主要原料玉米、豆粕价格呈下降走势	29
图表 55. 公司部分肉制品产品系列	30
图表 56. 公司食品加工厂概况	31
图表 57. 公司研发费用和研发人员数量持续增长	32
图表 58. 公司产品研发成果显著	32
图表 59. 圣农食品品牌广受社会各界认可	32
图表 60. 公司品牌建设费用大幅增长	33
图表 61. 公司销售人员逐年增长	33

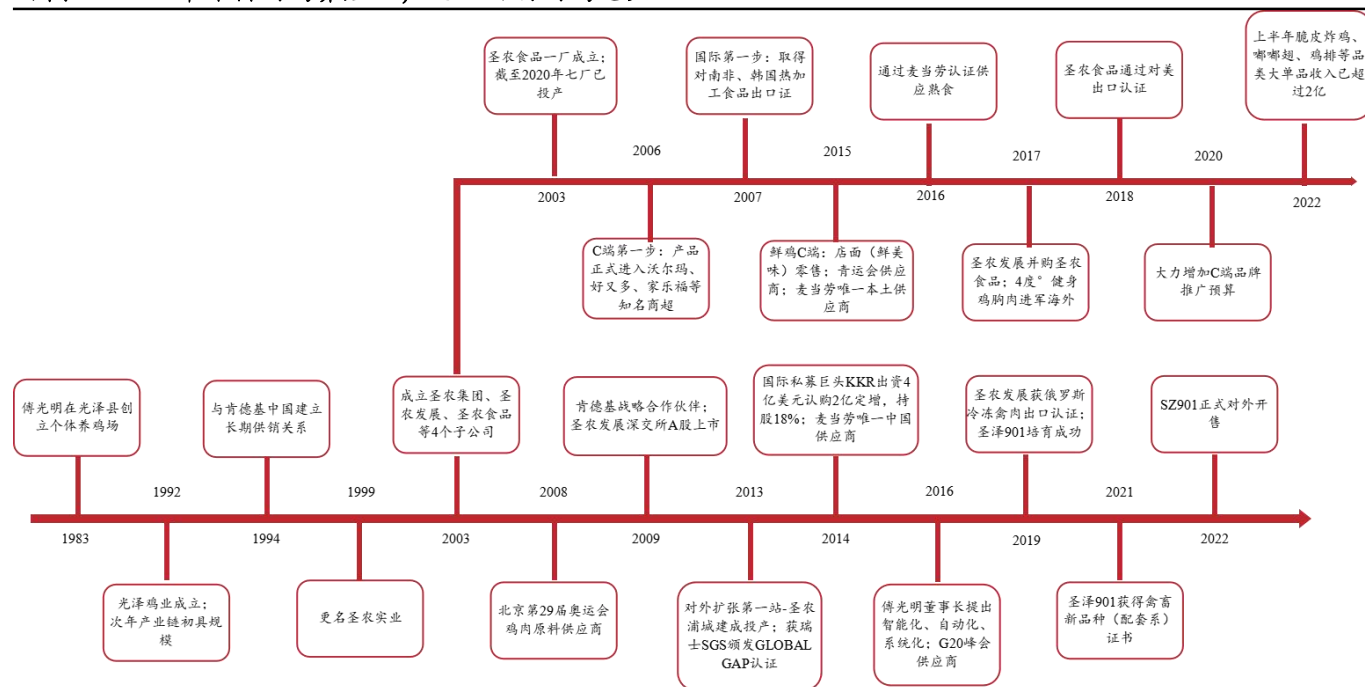
图表 62. 圣农食品产能扩张历程	33
图表 63. 2015-2025（E）年食品深加工产能不断增长	34
图表 64. 2016-2021 年公司肉制品产销量稳步增长	34
图表 65. 公司食品深加工板块渠道多层次、全方位覆盖	35
图表 66. 公司主要合作伙伴	35
图表 67. 圣农淘宝、京东旗舰店	36
图表 68. C 端收入占食品深加工板块收入比重增长	36
图表 69. 公司各业务拆分预测	37
图表 70. 可比公司估值表	38

1. 白羽肉鸡龙头，全产业链布局

1.1. 上下游延伸全产业链，产能扩张稳步推进

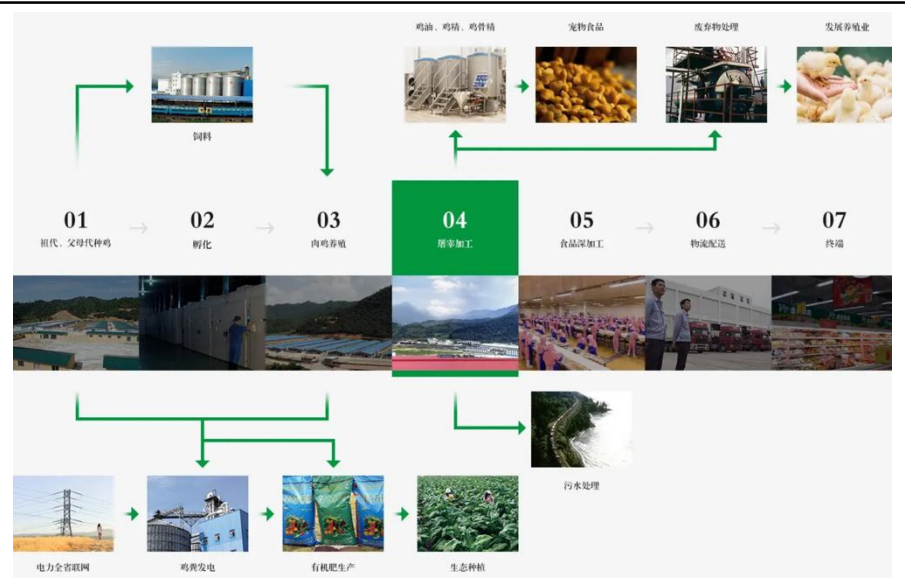
种源、食品打通产业链上下游，持续推进产能布局。圣农发展创建于1983年，目前公司已完全覆盖了白羽肉鸡自研种源、自繁自孵自养、自宰、鸡肉深加工等垂直生产环节以及饲料生产、物流运输等配套环节。2017年公司开始进军食品深加工业务板块；2019年公司成功自研种源“圣泽901”，打破了种源的国际垄断，2021年末获得农业农村部批准，获得对外销售资格。目前公司白羽鸡养殖产能已接近6亿羽，已建及在建食品深加工产能合计超过43.32万吨，位列全国第一。公司制定了“十四五”规划，2025年上游肉鸡养殖产能预计提升至10亿羽；下游食品深加工产能预计超50万吨，销售额预计超过130亿，其中B端有望达100亿元，C端有望达30亿。

图表 1. 39 年深耕肉鸡养殖业，造就白羽肉鸡龙头



资料来源：公司公告、公司官网，东亚前海证券研究所

图表 2. 圣农发展一体化产业链



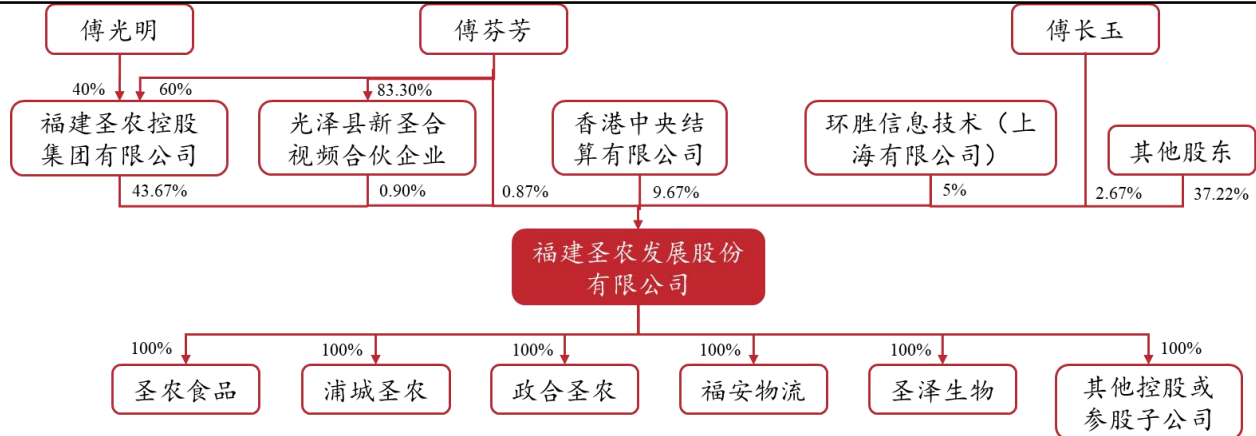
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

1.2. 接班人深挖管理、开拓食品业务，不断提升产业链价值

公司股权结构稳定，圣农控股为控股股东。公司实际控制人为傅光明先生、傅长玉女士及傅芬芳女士，其中傅光明先生与傅长玉女士系配偶关系，傅芬芳女士系二人之女。截至 2022 年一季报，公司控股股东为福建圣农控股集团有限公司，持有公司股权 43.67%。傅光明先生、傅长玉女士及傅芬芳女士三位合计持有圣农发展 47.96% 的股权。

新一代接班，多措并举打造公司新发展曲线。2018 年 1 月，傅光明先生正式卸任总经理一职，由傅芬芳女士接任。新一代接班后，公司持续发力食品业务，提出“十四五规划”扩增养殖产能及深加工产能，积极开展精细化管理，实施降本增效举措。傅芬芳女士带领公司以跨越式的速度向前发展，2017-2021 年食品板块营收 CAGR 达 24%；剔除变动因素后，公司 2021 全年从管理提升上取得利润约 2.80 亿元，不断实现产业链到价值链的提升。

图表 3. 傅光明先生、傅长玉女士及傅芬芳女士为实际控制人（截至 2022 年一季报）



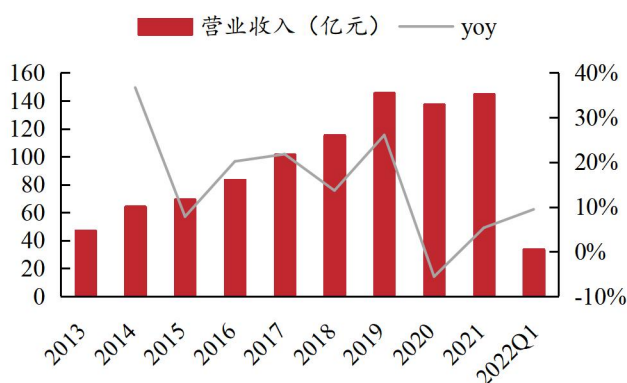
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

员工持股计划绑定个人利益与公司发展，有望提高员工工作积极性。2022 年 6 月公司发布第一期员工持股计划草案，参加对象为公司部分董事、监事、高级管理人员及公司或控股子公司中层管理人员及其他核心员工。在个人绩效考核方面，公司根据持有人的绩效考核结果确定其当期的归属比例，持有人可以在各个归属期内变现股票，有望激发员工工作的积极性。

1.3. 营收稳步增长，食品业务有望增强业绩稳定性

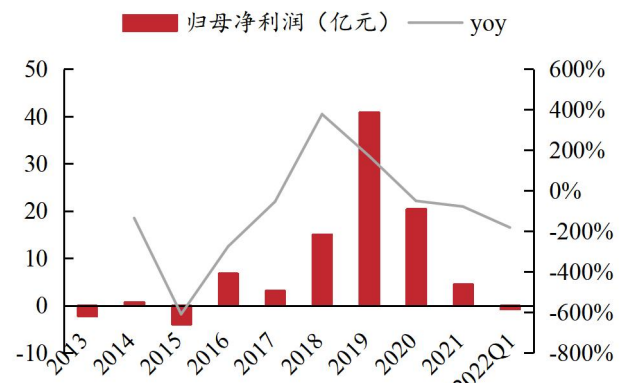
营收稳步上行，利润随周期波动。营收方面，2021 年公司实现营业收入 144.78 亿元，同比增长 5.34%，2013-2021 年营收 CAGR 为 15.08%。2022Q1 实现营收 33.79 亿元，同比增长 9.45%。2021 年以来，多点爆发的疫情在一定程度上抑制了消费的复苏，国内鸡肉价格持续探底并创年内新低，公司以量补价，2021 年仍然实现了营收的正增长。净利润方面，2021 年公司实现归母净利润 4.48 亿元，同比减少 78.04%。2022Q1 归母净利润亏损 0.65 亿元，2022Q2 预亏 0.25 亿至 0.55 亿元，主要系鸡价持续低迷，饲料成本大幅上涨。未来随终端消费需求逐渐恢复，鸡价上行，养殖成本逐步降低，公司经营有望持续改善。

图表 4. 2013-2022Q1 营收稳步上行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

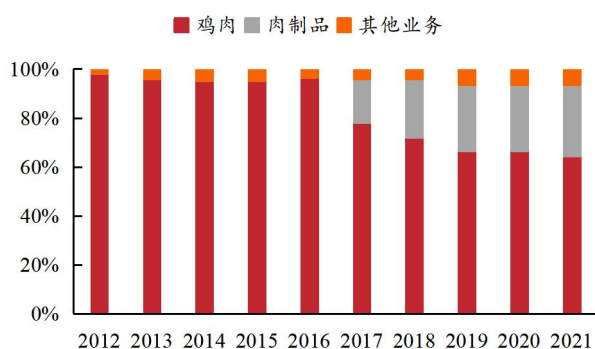
图表 5. 2013-2022Q1 归母净利润波动上行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

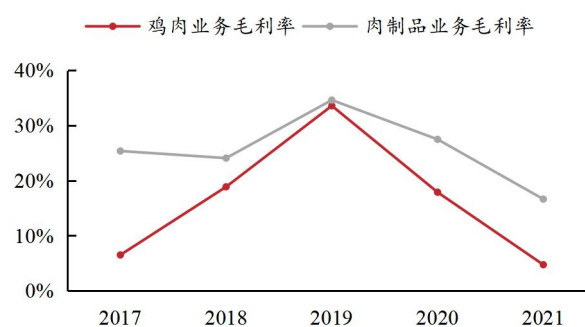
食品业务占比持续提升，抗周期性风险能力逐渐增强。2017 年公司收购圣农食品后开始引入肉制品业务。2021 年公司鸡肉和肉制品业务营业收入分别为 85.07 亿元和 38.73 亿元。2017-2021 年肉制品业务营收占比从 17.87% 增至 29.30%，鸡肉业务营收占比从 78.11% 降至 64.36%。2017-2021 年，鸡肉和肉制品业务毛利率均值分别为 16.30% 和 25.62%。未来公司将继续做大食品业务板块，肉制品业务占比有望持续提升。肉制品业务有望凭借其高毛利率以及低波动性优势有效提升公司平均盈利水平，熨平周期波动对业绩的影响，增强盈利的稳定性。

图表 6. 肉制品业务占比不断提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 7. 肉制品业务毛利率高且波动性小



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

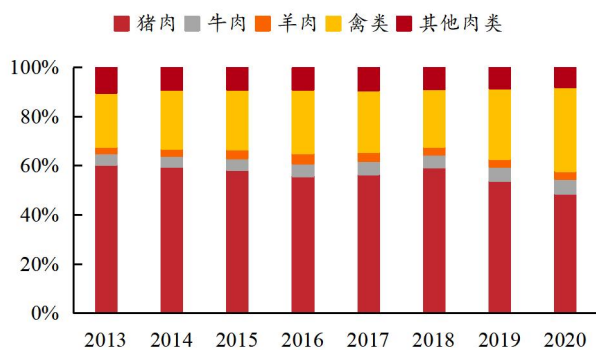
2. 行业处于周期底部，鸡价拐点即将到来

2.1. 供给：第二大肉类品种，供给规模不断扩大

2.1.1. 第二大鸡肉生产国，鸡肉产量整体呈增长趋势

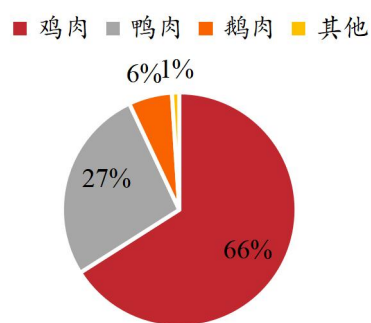
禽类消费占比不断提升，禽类消费以鸡肉消费为主。随着社会的发展，人们饮食健康已从“食饱”、“食好”升级至“营养”，鸡肉产品凭借其高蛋白质、低脂肪、低胆固醇和低热量的特性，深受人们的喜爱，驱动鸡肉消费增长。目前鸡肉是我国居民消费的第二大肉类，仅次于猪肉。根据中国统计年鉴最新数据，2020 年我国禽类人均消费量为 12.75 千克/人，相比 2013 年的 7.20 千克/人增长了 5.55 千克/人；2013-2020 年禽类消费占比也不断提升，由 17% 增至 25%。而在禽肉消费市场中，鸡肉消费比重较大，2021 年达 66%。

图表 8. 2013-2020 年我国居民人均肉类消费结构



资料来源：中国统计年鉴，东亚前海证券研究所

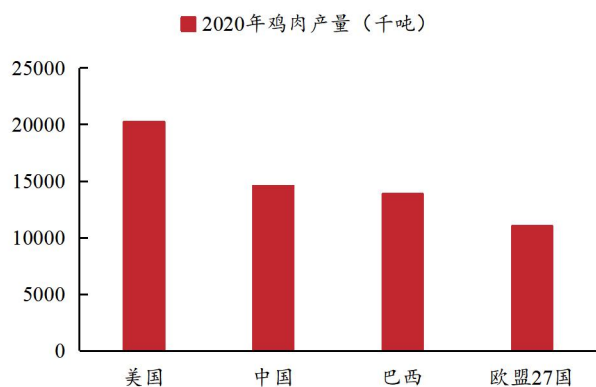
图表 9. 2021 年鸡肉占禽肉消费 66%



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东亚前海证券研究所

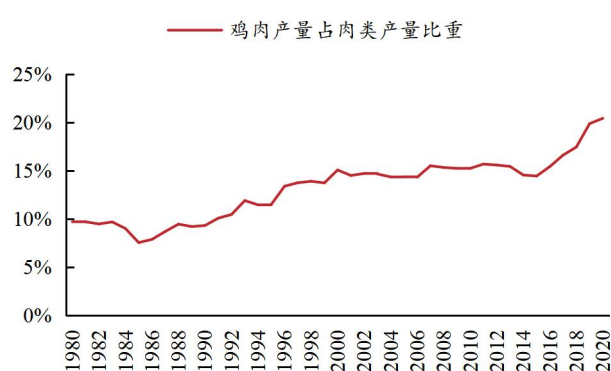
中国为世界第二大鸡肉生产国，国内鸡肉产量整体呈增长趋势。目前，中国已成为世界第二大鸡肉生产国、亚洲第一鸡肉生产国，鸡肉产量从 1999 年的 8653 千吨增长至 2021 年的 14700 千吨，1999-2021 年产量 CAGR 达 1.78%。鸡肉产量占肉类产量的比重也不断提升，由 2000 年的 15.07% 增至 2020 年的 20.42%。2013-2017 年我国鸡肉产量和消费量持续下降主要系国外禽流感疫情相继暴发影响，我国白羽肉鸡引种量持续下滑，叠加“速生鸡”、“药鸡门”等舆情事件影响下消费需求下跌。2018 年鸡肉产量和消费量开始恢复增长，主要系疫情等负面影响消退。2019 年受到非洲猪瘟的影响，猪肉产能出现大幅缺口，鸡肉的替代效应增强，产量大幅增长，2019 年产量同比增长 17.95%。2021 年鸡肉产量小幅增长但消费量有所下滑，主要系猪价下行，鸡肉替代效应减弱，导致鸡肉消费量有所下滑。

图表 10. 中国为世界第二大鸡肉生产国



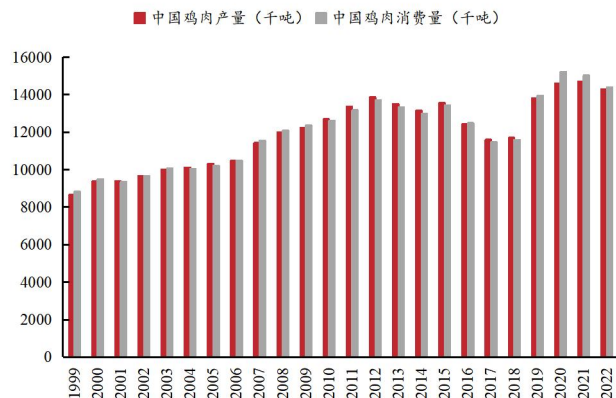
资料来源：USDA、FAO，东亚前海证券研究所

图表 11. 中国鸡肉产量占肉类产量比重不断提升



资料来源：联合国粮农组织、国家统计局，东亚前海证券研究所

图表 12. 国内鸡肉生产量和消费量呈现增长趋势

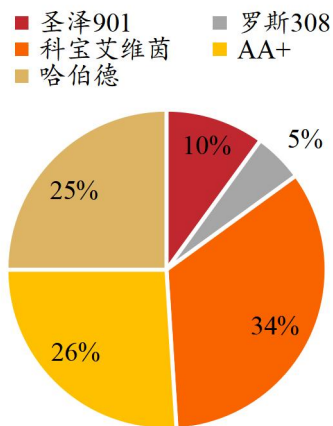


资料来源：USDA，东亚前海证券研究所

2.1.2. 白羽祖代鸡海外引种量较大，未来有望逐步实现“进口替代”

白羽鸡种源主要来自于进口，其中科宝艾维茵占比最高。中国白羽肉鸡产业始于上世纪七十年代，白羽肉鸡种源主要来自于进口，主要引入品种有 AA+、罗斯 308、科宝艾维茵、哈伯德，主要引种国为美国、新西兰等。我国年引进种鸡 80-120 万套，其中科宝艾维茵占比最高，2021 年达 34%。

图表 13. 2021 年全国祖代白羽肉雏鸡以科宝艾维茵为主



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

图表 14. 白羽肉鸡祖代品种及来源国

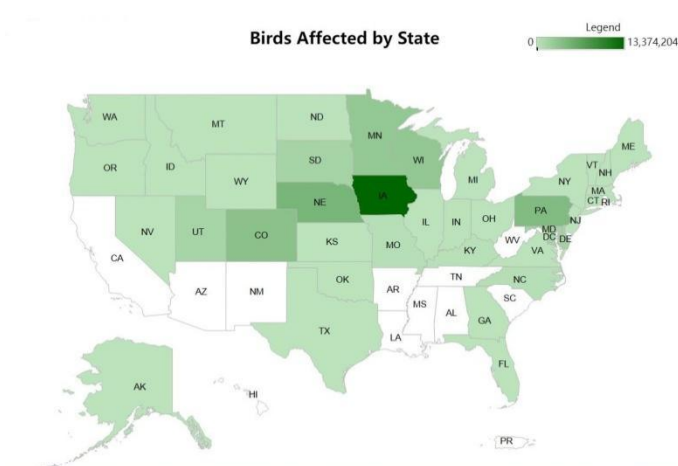
祖代品种	来源国
罗斯 308	新西兰
AA+	美国
科宝艾维茵	新西兰
哈伯德	波兰
圣泽 901	中国

资料来源：各公司公告，东亚前海证券研究所

白羽肉鸡引种量受国际禽流感等疫情影响波动较大。2014-2015 年美国 and 法国禽流感相继暴发，我国对美国和法国采取封关措施，白羽鸡祖代引种量大幅下滑。随国际禽流感疫情情况好转，鸡价持续上涨提高祖代种鸡场引种积极性，同时非洲猪瘟蔓延导致鸡肉替代性需求增大，2017-2019 年白羽肉鸡祖代引种量整体呈上升趋势。2020 年波兰暴发禽流感，同时新冠疫情暴发多国处于封锁状态，航班受限，加大了种鸡运输的难度，2020 年

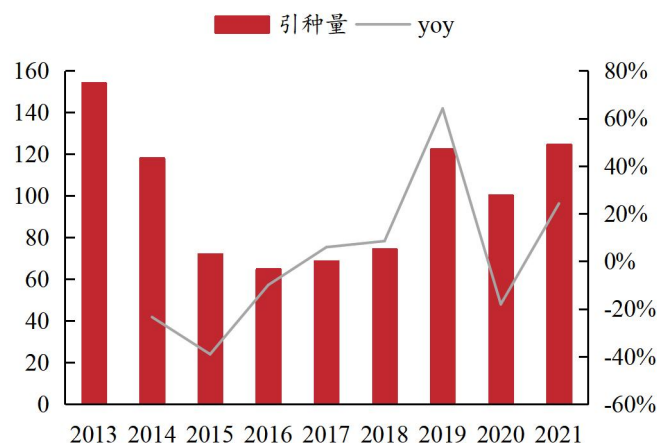
引种量下滑至 100.28 万套，同比减少 18.03%。2021 年疫情好转，9 月恢复美国祖代鸡引种，2021 年引种量达到 124.61 万套，同比增长 24.26%。2022 年受禽流感疫情影响，2022 年 5-6 月我国未进口祖代白羽肉种鸡，1-6 月累计引种量约 47 万套，同比下滑 22.5%。

图表 15. 2022 年美国多地现禽流感疫情（截至 8 月 5 日）



资料来源：USDA，东亚前海证券研究所

图表 16. 白羽肉鸡祖代引种量整体波动较大



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

国产品种通过审定，自主育种将构筑企业的核心竞争力。2021 年 12 月 3 日，国家畜禽遗传资源委员会审定通过“圣泽 901”“广明 2 号”“沃德 188”等 3 个快大型白羽肉鸡品种，标志着我国拥有自主培育的白羽肉鸡品种，打破了种源方面的国际垄断。其中，据公开报道显示，“圣泽 901”在 2-3 年内可实现年产 40 万套祖代白羽肉鸡，“广明 2 号”以及“沃德 188”则可实现年产 20 万套祖代白羽肉鸡。随着国产品种的上市、销售，我国白羽鸡种源将逐步实现进口替代，对外依存度将逐渐改善。能够实现自主育种的企业则可以获得自主可控的种鸡来源，造就自身的核心竞争力的同时打破了产业发展的瓶颈，具有产业内划时代的战略意义。

图表 17. 三个国产白羽鸡品种可提供祖代白羽肉鸡规模

国产品种	可提供祖代白羽肉鸡规模
圣泽 901	40 万套/年（2-3 年内实现）
广明 2 号	20 万套/年
沃德 188	20 万套/年

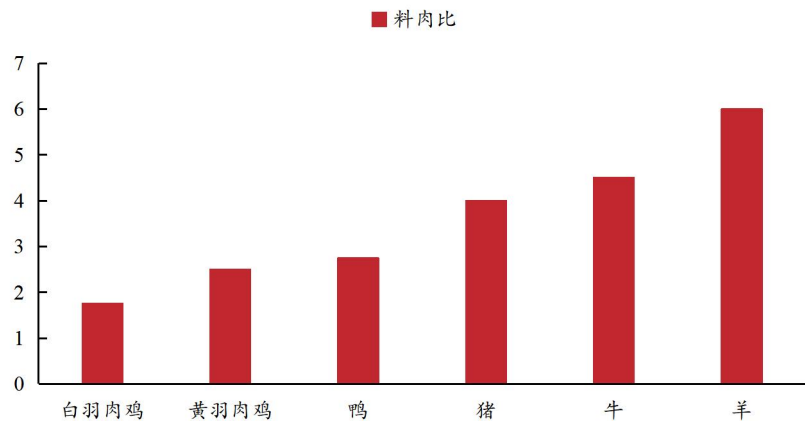
资料来源：新禽况，东亚前海证券研究所

2.2. 需求：餐饮规模扩增叠加饮食新诉求，看好中长期鸡肉需求增长

2.2.1. 白羽肉鸡养殖效益高，适合工业规模化养殖

相较其他鸡种，白羽肉鸡的养殖性价比较高。目前我国鸡肉供给来源包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、817 杂交鸡和淘汰蛋鸡等，其中白羽肉鸡、黄羽肉鸡为主要来源。黄羽肉鸡是我国本土品种，通常含有地方鸡种血统，有较强的地域特征，虽然出栏日龄较长、料肉比较高，但由于肉质鲜美，价格也较白羽肉鸡偏高。而白羽肉鸡属于快大型肉鸡，虽然抗病能力较弱、售价较低，但生长快且体型较大。同时，白羽肉鸡在肉类中料肉比最低，为 1.75：1，低于黄羽肉鸡的 2.5：1 以及猪的 4：1，养殖效益很高，适合工业规模化生产，对接的 B 端客户主要为大型连锁餐饮，如肯德基、麦当劳等。

图表 18. 相较其他肉类，白羽肉鸡料肉比处于较低水平



资料来源：益生股份招股说明书、民和股份招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 19. 白羽肉鸡适合工业规模化养殖

	品种来源	特点	出栏天数	养殖模式	目标客户
白羽肉鸡	进口品种	生长速度快、料肉比较低、产肉量多	40-50 天	适合工业规模化养殖，肉鸡屠宰加工企业的主要原料	肯德基、麦当劳等快餐消费及分割产品出口
黄羽肉鸡	由我国优良的地方品种杂交培育而成，国产率近 100%	体重较小、生长周期长、抗病能力强、肉质鲜美	快速鸡 (42-55 天) 中速鸡 (65-95 天) 慢速鸡 (95+天)	散养较多，适合活鸡销售，适用于中式烹饪	家庭消费、企事业单位食堂和酒店

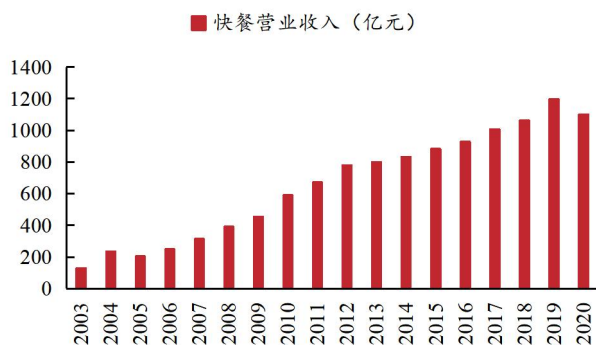
资料来源：湘佳股份招股说明书，东亚前海证券研究所

2.2.2. 快餐、外卖崛起，驱动鸡肉需求不断增长

快餐服务营收、门店数量规模化快速增长。2020 年我国快餐服务营业收入为 1102.29 亿元，同比减少 8.06%，主要系 2020 年新冠疫情冲击下，餐饮停摆；2003-2020 年营收 CAGR 为 13.41%。2020 年快餐服务门店总数达到 20504 家，同比增长 9.50%，2003-2020 年门店数量 CAGR 为 13.80%。在 2020-2021 年度排名前十的全国快餐店中，共有 5 家快餐店以肉鸡类食品为主，鸡肉快餐店的扩张将驱动对鸡肉产品和深加工产品的需求不断增长。

外卖行业强劲发展，Z 世代成为消费主力军。2020 年中国外卖餐饮市场规模达到 6646 亿元，同比增长 15%，2011-2020 年市场规模年均复合增长率 CAGR 为 46.26%。在疫情逐渐常态化防控的今天，外卖餐饮有望持续快速发展。Z 世代一般泛指 95 后以及 00 后，目前线上用户规模已达 3.2 亿，他们更喜欢线上点单，逐渐成为餐饮外卖消费的主力军。外卖规模的不断扩张使得产品更容易触达消费者，Z 世代乐于接受新鲜食物，追求低卡即食食品和健康餐，进一步激发消费者对鸡肉及鸡肉深加工产品的需求。

图表 20. 中国快餐服务营业收入不断增长



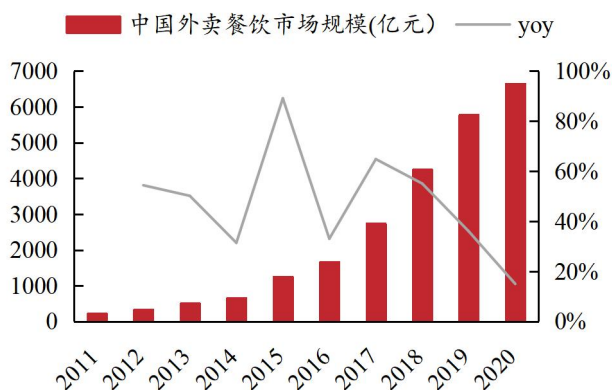
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 21. 中国快餐服务门店总数快速增加



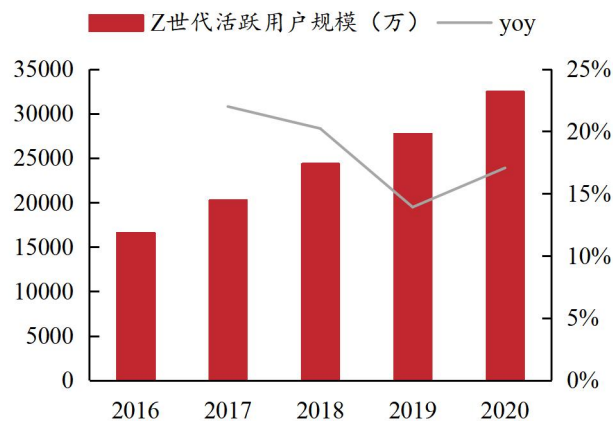
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 22. 中国外卖餐饮市场规模快速扩张



资料来源：《2021 年中国餐饮行业报告》，东亚前海证券研究所

图表 23. Z 世代活跃用户规模不断增长



资料来源：《2021 年中国餐饮行业报告》，东亚前海证券研究所

2.2.3. 肉质低脂高蛋白，满足饮食新诉求

鸡肉具有高蛋白、低脂肪、低热量、高微量元素等特点。相对于猪牛羊鸭肉，在每100克肉类中，鸡肉蛋白质含量最高，为23.3克，是羊肉的两倍有余，比猪肉和鸭肉高近40%。同时鸡肉的脂肪含量最低，每100克中仅含1.2克，是猪肉和羊肉的近三十分之一，牛肉的十分之一。与此同时，鸡胸肉的热量也是五种肉类中最低，每100克仅摄入104千卡的热量，仅为猪肉和羊肉的三分之一。随着人均收入提高，生活质量改善，饮食结构升级，健康饮食成为我国居民的新诉求，居民饮食结构中鸡肉所占的比例有较大的上升空间。

图表 24. 鸡肉具有高蛋白、低脂肪的特点

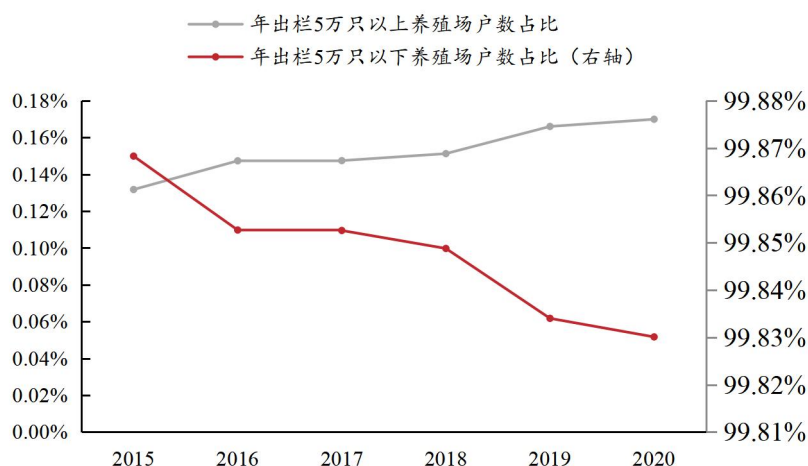
种类	蛋白质	脂肪 克/100 克	无机盐	钙	磷 毫克/100 克	铁	热量 千卡/100 克
鸡肉	23.3	1.2	1.1	11	190	1.5	104
猪肉	16.9	29.2	0.9	11	170	0.4	335
牛肉	20.1	10.2	1.1	7	170	0.9	172
羊肉	11.1	28.8	0.9	11	129	2.0	306
鸭肉	16.5	7.5	0.9	11	145	4.1	134

资料来源：圣农发展 2016 年度第三期超短期融资券募集说明书，东亚前海证券研究所

2.3. 竞争格局：行业分散，龙头企业成长空间广阔

行业较为分散，整合空间大，规模化为大势所趋。我国肉鸡养殖行业以散户为主，2015-2020 年养殖规模为 1-1999 只的养殖场户数占比维持在 98%以上，行业十分分散。这样的行业结构中，散户往往较为短视，会根据当下的鸡价来增减产能，由于肉鸡生长需要较长时间，散户增减的产能往往落后于价格的变化，从而加剧了鸡周期价格的波动。在鸡价大起大落的行业环境中，散户因资金、管理、技术等综合实力较弱而无法穿透周期，从而加速退出市场。此外，环保政策趋严抬升了禽畜养殖业的技术门槛，对养殖场装备设施、技术、管理等提出了更高的要求；禽流感等动物疫病也提高了养殖场的防疫成本。多因素驱动下，肉鸡养殖规模化程度有所提升，2015-2020 年全国年出栏 5 万只以上养殖场户数由 2015 年的 789 家增至 2020 年的 1456 家。

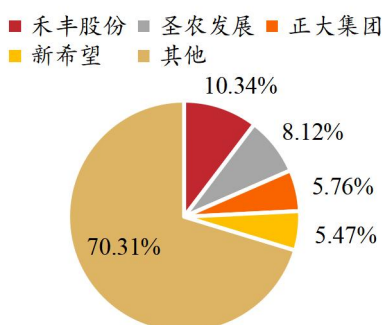
图表 25. 年出栏 5 万只以上养殖场户数占比不断提升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

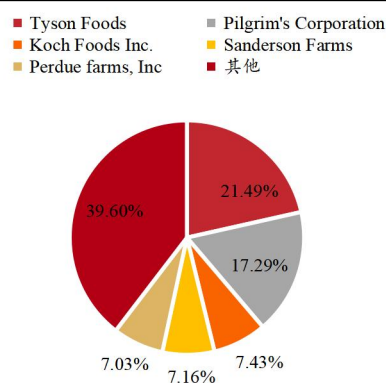
我国白羽肉鸡行业的集中度仍有提升空间，龙头企业发展空间广阔。国内方面，2021 年我国累计白羽肉鸡屠宰 67.7 亿羽，前四大白羽肉鸡企业分别为禾丰股份、圣农发展、正大集团以及新希望，年屠宰量分别达到 7 亿羽、5.5 亿羽、3.9 亿羽以及 3.7 亿羽，CR4 为 29.69%。国外方面，根据周屠宰量计算，2020 年美国肉鸡养殖行业 CR4 高达 53.38%。我国肉鸡养殖市场集中度远低于美国，未来有较大提升空间。

图表 26. 2021 年全国白羽肉鸡龙头企业市占率



资料来源: 白羽肉鸡联盟, 东亚前海证券研究所 注: 按照屠宰量计算市占率

图表 27. 2020 年美国肉鸡行业龙头企业市占率



资料来源: wattpoultry, 东亚前海证券研究所

图表 28. 2021 年圣农在产业链全自养屠宰排名中位列第一

屠宰 梯度	排名	企业名称	屠宰量 (万羽)
1 亿羽以上	1	福建圣农发展股份有限公司	55000
	2	青岛九联集团股份有限公司	15000
	3	山东凤祥股份有限公司	12000
1 亿羽以下	1	江苏泰森食品有限公司	
	2	嘉吉动物蛋白(安徽)有限公司	
	3	北大荒宝泉岭农牧发展有限公司	
	4	沃森氏(威海)农牧发展有限公司	

资料来源：白羽肉鸡联盟，东亚前海证券研究所

图表 29. 2021 年圣农在产业链综合屠宰排名中位列第二

屠宰 梯度	排名	企业名称	屠宰量(万羽)
1 亿羽以上	1	禾丰食品股份有限公司	70000
	2	福建圣农发展股份有限公司	55000
	3	正大畜牧投资(北京)有限公司	39000
2 亿羽以上	4	新希望六和股份有限公司	37000
	5	沈阳市耕垦牧业有限公司	23000
	6	江苏益客食品集团股份有限公司	21800

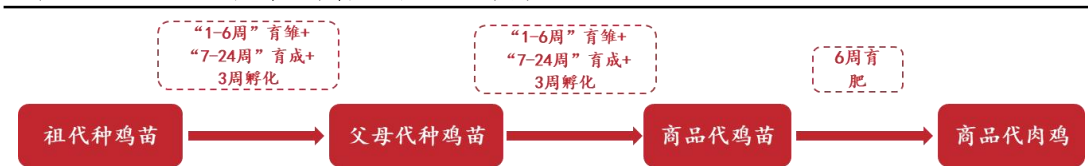
资料来源：白羽肉鸡联盟，东亚前海证券研究所

2.4. 价格：行业持续低迷近 2 年，鸡价拐点即将到来

2.4.1. 复盘鸡周期，行业处于周期底部

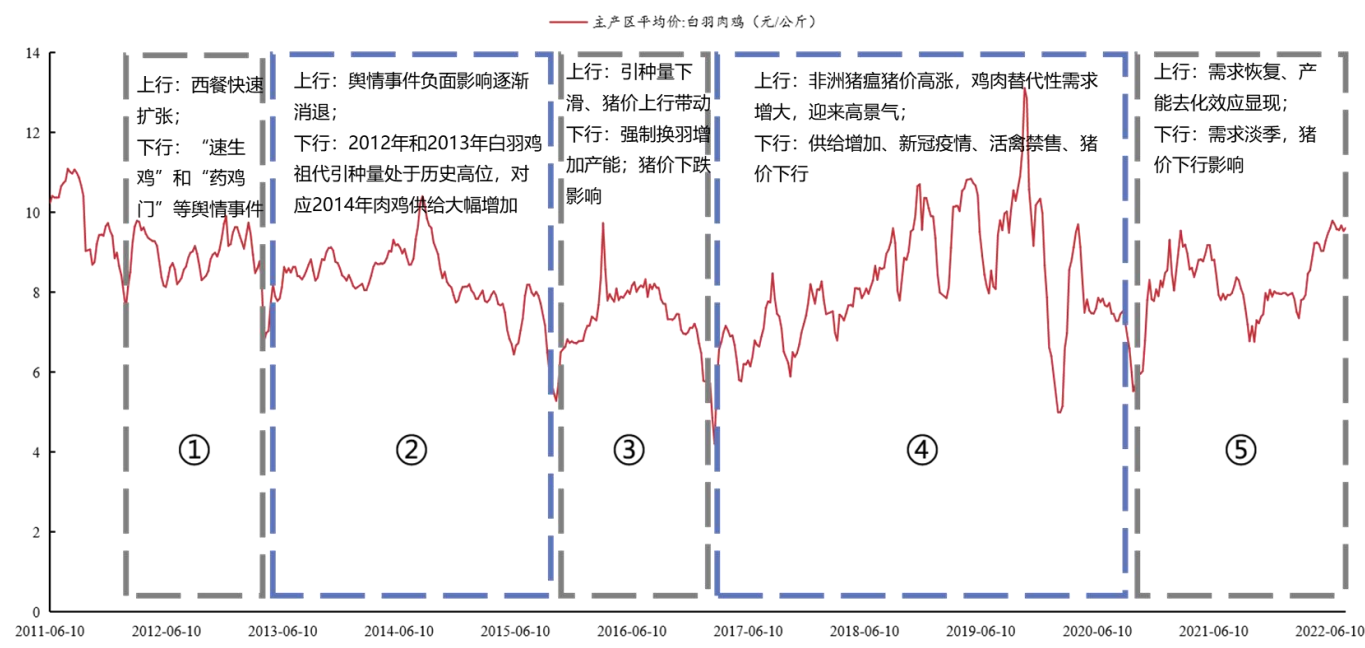
祖代种鸡到商品代肉鸡需要 14 个月。白羽肉鸡的生产以祖代种鸡到商品代肉鸡为一个完整周期，祖代种鸡引种到商品代肉鸡出栏共耗时约 60 周（14 个月），其中祖代种鸡引种需要经过第 1-6 周的育雏期，以及第 7-24 周的育成期，育成后进入产蛋期（第 25-66 周），产蛋后需要 3 周左右时间孵化出父母代种鸡；父母代种鸡同样需要经过 24 周的育雏、育成、产蛋，随后 3 周孵化，得到商品代鸡苗；商品代鸡苗经过 6 周的育肥后可出栏进入屠宰、消费环节。因此白羽肉鸡供给通常与 14 个月前的祖代种鸡情况、8 个月前的父母代种鸡情况有关。

图表 30. 白羽肉鸡生产周期耗时约 14 个月



资料来源：益生股份招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 31. 2012 年以来我国共经历 5 轮鸡周期



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2012 年至今, 我国共经历五轮鸡周期:

第一轮为 2012 年 2 月至 2013 年 4 月, 持续约 15 个月: 上行周期主要系 2012 年肯德基、麦当劳等西餐快速扩张, 对白羽鸡需求旺盛驱动鸡价上行。下行周期主要系 2012 年底“速生鸡”和 2013 年初“药鸡门”舆情事件、2013 年 3-4 月人感染 H7N9 流感病毒等重大不利事件的相继发生, 人们对鸡肉消费意愿跌落谷底, 需求大幅下滑造成了市场价格的急剧下跌。

第二轮为 2013 年 4 月至 2015 年 10 月, 持续约 31 个月: 上行周期主要系舆情事件负面影响逐渐消退, 消费心理逐渐回归理性, 鸡肉消费需求回暖。鸡价自 2014 年 8 月开始进入下行通道, 主要系 2012 年和 2013 年白羽鸡祖代引种量处于历史高位, 祖代白羽鸡种苗处于高位对应 14 个月后的商品肉鸡供给增加, 供过于求, 鸡价持续下行。

第三轮为 2015 年 10 月至 2017 年 2 月, 持续约 16 个月: 2013 年白羽鸡祖代引种量达到历史最高水平, 此后 2014-2016 年引种量持续下滑并保持低位, 对应 14 个月后即 2015 年后肉鸡供给偏紧, 驱动鸡价上行; 同时猪价 2015-2016 年上行也一定程度上拉动了鸡价的上涨。鸡价持续上涨, 养殖户为增加产能进行强制换羽, 白羽肉鸡供应增加, 自 2016 年 3 月起鸡价回落。同时猪价下跌, 鸡肉替代性需求减弱, 则加速了鸡价的下行。

第四轮为 2017 年 2 月至 2020 年 10 月, 持续约 44 个月: 2018 年非洲猪瘟暴发, 生猪产能受到重创, 猪价高涨, 消费者转向其他蛋白质进行消费, 鸡肉替代性需求大幅增长, 景气度回升, 鸡价进入快速上升通道。该

上行周期从2017年2月延续至2019年10月，持续时间长达32个月，鸡价突破历史高位。2019年10月后，随超高利润下前期增加的产能兑现，肉鸡供给增加，鸡价开始下降。同时猪价在2021年春节后开启下行通道，鸡肉替代需求逐渐减小；以及2020年新冠疫情暴发，全国多个城市发布活禽禁售政策，均加速了鸡价的下跌。

第五轮周期为2020年10月至今：2020年猪价高位震荡，一定程度拉动鸡价上涨。2020年进入四季度后迎来消费旺季，需求增长继续带动价格回升。2021年春节过后消费需求回落同时叠加猪价步入下行通道，鸡价持续下降，行情低迷。2022年2月起鸡价不断刷新年内高点，主要系前期在产父母代存栏产能去化效应显现以及消费需求逐步复苏。

2.4.2. 近期鸡价回暖，海外引种受阻加速行业景气到来

随需求逐步恢复以及前期产能去化兑现，近期鸡价上涨回暖。近期鸡价回升主要系前期在产父母代存栏的下降以及餐饮消费逐步恢复。根据钢联数据，2021年下半年在产父母代存栏量整体呈下降趋势，从2021年6月的4941.71万套降至2021年12月的4091.35万套，累计去化17.21%；在产父母代存栏到商品鸡需要8个月左右的时间，对应目前商品鸡供给或呈下降趋势，驱动鸡价上涨。此外，随疫情好转，各地解封，餐饮消费需求逐步复苏，禽类屠宰场的开工率也在逐步提升，8月5日屠宰场开工率为77%，周度环比上涨1pct，较年初上涨10pct。双重因素影响下，鸡价近期持续上涨，8月5日主产区白羽肉鸡价格为9.31元/公斤，较年初上涨16.96%，同比上涨16.52%。

图表 32. 近期白羽鸡价格有所回暖

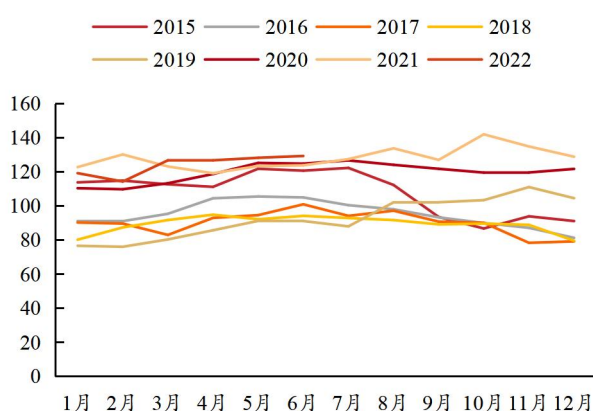


资料来源：博亚和讯，东亚前海证券研究所

产能仍处于历史高位，但科宝种源自身携带疾病，实际产能或低于官方数据。根据钢联数据，2022年6月白羽肉鸡父母代存栏量为8070.71万套，月度环比增加3.99%，同比增加0.85%；其中，在产父母代存栏量为

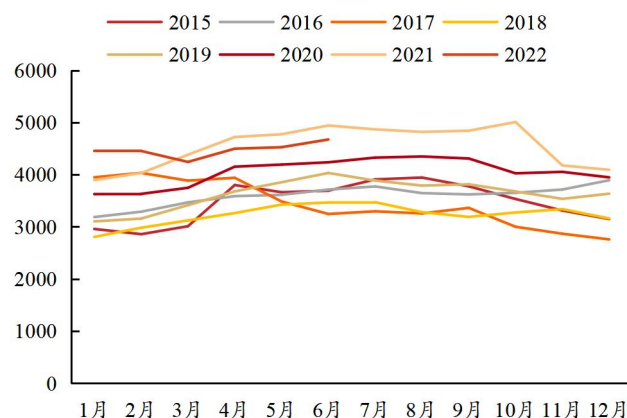
4673.42 万套，月度环比增加 3.27%，同比减少 5.43%。2022 年 6 月白羽肉鸡祖代总存栏量为 200.04 万套，月度环比增加 4.03%，同比增加 7.02%；其中，在产祖代存栏量为 129.18 万套，环比增加 0.84%，同比增加 4.46%。近期鸡价持续上涨，父母代种鸡养殖亏损有所缩窄，在盈亏平衡线附近波动；毛鸡养殖利润已经实现盈利。盈利有所好转叠加未来价格上涨的预期，产能去化速度有所放缓。但根据《禽病诊治原色图谱》（陈鹏举（等））和科宝艾维茵祖代鸡饲养手册，艾维茵鸡禽白血病的易感性比罗斯等其他品种更高，在预防措施下依旧会发生。而科宝品种占我国引进祖代品种超过 30%，行业目前种鸡生产能力或有下降，实际产能水平或低于官方数据。

图表 33. 白羽肉鸡在产祖代存栏处于历史高位（万套）



资料来源：钢联数据，东亚前海证券研究所

图表 34. 白羽肉鸡在产父母代存栏处于历史高位（万套）



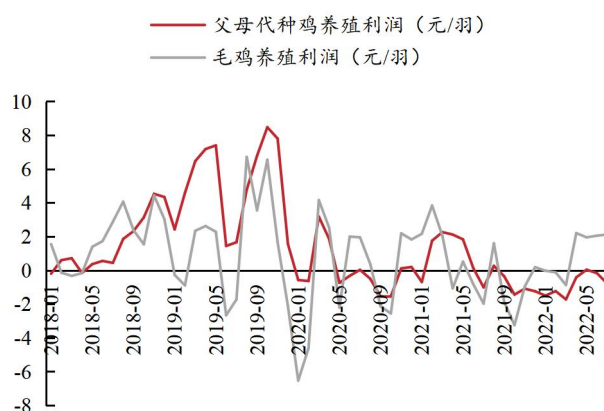
资料来源：钢联数据，东亚前海证券研究所

图表 35. 近期禽类屠宰场开工率持续回升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 36. 父母代种鸡养殖利润位于盈亏平衡线附近



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

上半年引种量大幅下滑，有望加速鸡价上行阶段到来。2022 年上半年美国暴发禽流感，白羽鸡引种量大幅下滑。根据钢联数据，2022 年上半年父母代雏鸡供应量同比下降 9.4%，商品代雏鸡供应量同比下降 12.0%，供

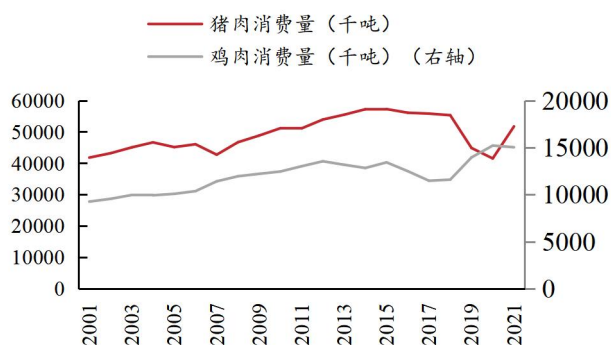
给明显减少；同时 2022 年上半年共引种白羽肉鸡祖代约 47 万套，同比下滑 22.5%，其中 5-6 月引种量为 0。因此，考虑到祖代引种量受限情形下，未来祖代种鸡或供应不足，后续父母代和商品代鸡苗供应量相应减少，驱动鸡价上涨，鸡价拐点有望加速到来。

2.4.3. 猪价回升，有望进一步拉动鸡价景气上行

猪肉和鸡肉的消费具有替代效应。肉制品之间存在一定的替代关系，当猪价高涨时，消费者会转向其他性价比更高的肉类消费。2018 年非洲猪瘟下国内生猪供给大幅下降，猪价持续上涨；猪肉消费量 2018-2019 年有所下降，鸡肉消费量有所增多，驱动鸡价上涨。

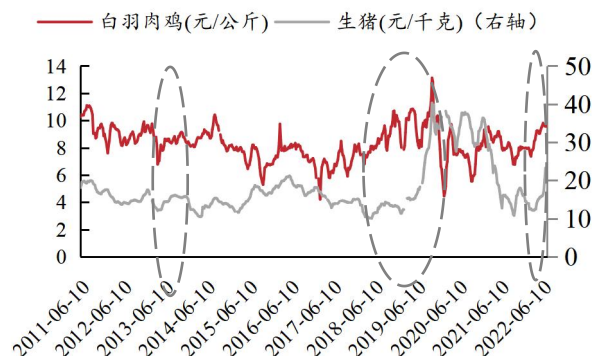
猪价下半年或震荡偏强运行，有望进一步带动鸡价上涨。2021 年 7 月至 2022 年 4 月能繁殖母猪存栏累计去化 8.47%。能繁母猪存栏对应 10 个月后的生猪供给，随前期产能去化效应逐渐显现，2022 年下半年生猪供给或呈下降趋势，推动猪价上涨。四季度进入传统消费旺季，叠加前期压栏惜售、二次育肥生猪上市，或一定程度上增加猪肉供给，供需两旺形势下预计猪价震荡偏强运行，有望进一步拉动鸡价上涨。

图表 37. 猪肉与鸡肉消费量有一定替代关系



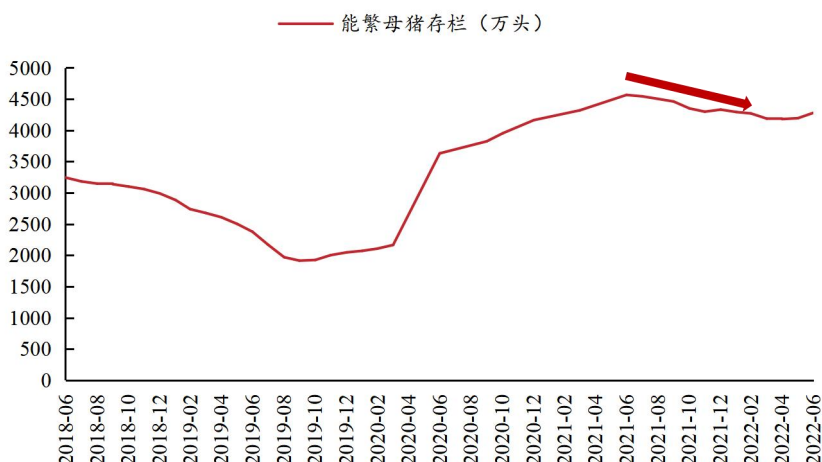
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 38. 生猪价格与白羽肉鸡价格有一定协同性



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 39. 2021.7-2022.4 能繁母猪存栏累计去化 8.47%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

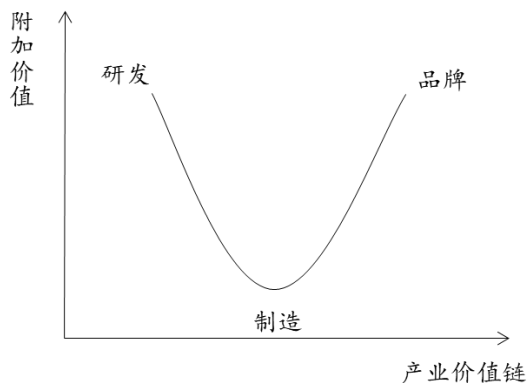
3. 白羽肉鸡研发打破国际垄断，全产业链一体化优势显著

3.1. 全产业链布局，盈利能力优于同行

公司建立了集饲料加工、种源培育、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工、熟食加工等环节于一体的肉鸡产业链布局。

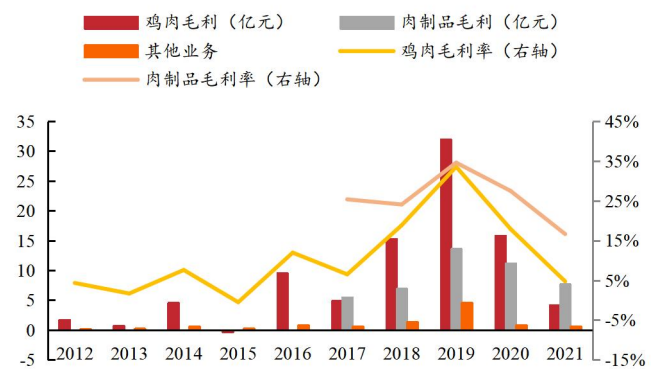
全产业链协同有望熨平周期的波动性，从而提升公司盈利能力的稳定性。根据产业链微笑曲线，对应白羽肉鸡养殖，上游育种与下游深加工销售环节产业附加值更高。对应公司业务板块，肉制品业务毛利率高于鸡肉业务，2017-2021 年，鸡肉业务毛利率均值为 16.30%；肉制品业务毛利率均值为 25.62%，肉制品业务的加入有效能够提升平均盈利水平。同时，肉制品业务盈利波动性小于鸡肉业务。2020 年鸡价大幅下降，2021 年鸡价整体处于低位，白羽肉鸡行情低迷影响下，公司鸡肉和肉制品的毛利均出现下滑，2020 年和 2021 年公司鸡肉业务毛利分别同比下降 50.41%和 73.46%。2020 年和 2021 年肉制品业务毛利分别同比下降 17.89%和 31.07%，下降幅度显著小于鸡肉业务。在公司“熟食+生食”双曲线同步发展战略的推进下，未来公司将大力发展食品加工行业。随肉制品业务占比不断提升，公司整体盈利水平有望更加稳定。

图表 40. 产业链微笑曲线



资料来源：百度，东亚前海证券研究所

图表 41. 公司肉制品业务毛利率高于鸡肉业务



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 42. 圣农绿色循环经济产业链



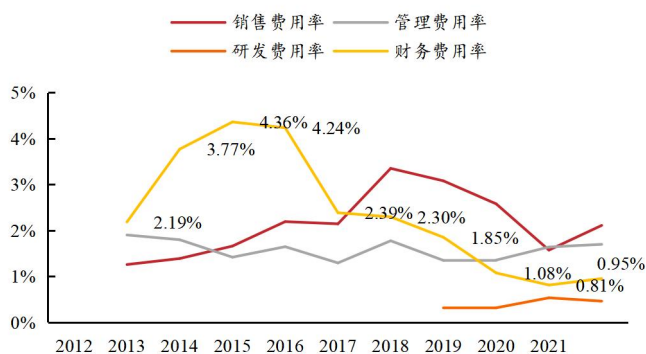
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司致力于产业链各环节精细化管理，成效显著。近些年公司在产业链各环节均实现了一定突破，在上游养殖板块，种鸡孵化生产性能和肉鸡饲养效率持续提升、肉鸡加工效率明显提升；饲料生产环节通过优化饲料配方减小原材料价格上涨对饲料成本的影响；销售环节终端客户开发效果显著。在下游食品深加工板块，则积极通过多方位的协同和对接实现产业链到价值链的转化，例如，在生产环节，通过与上游肉鸡加工厂的联动，有效提升产品综合利用程度。公司的精细化管理举措成效显著，2021 年剔除市场波动及数量增长等变动因素下，公司全年从管理提升上取得利润约 2.80 亿元。

精细化运营下，公司期间费用率处于行业内较低水平。其中财务费用率整体呈现下降趋势，主要系公司近些年积极控制负债率水平、加大还款力度，有息负债率水平大幅降低，同时业绩大幅改善，资金需求减少，财务费用下降较多。随公司经营管理效率的稳步提升，其余各项费用也得到

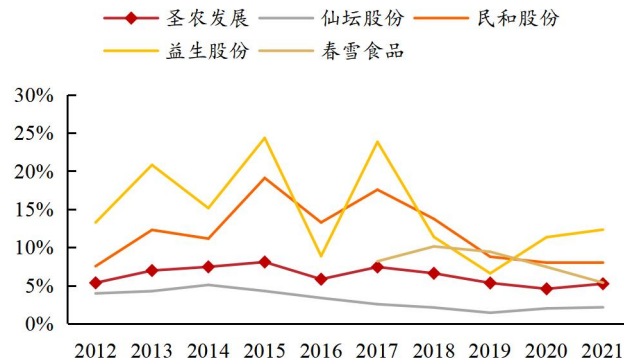
较好的控制；管理费用率 2012-2021 年在 1.29%和 1.90%之间波动，10 年平均水平为 1.59%；销售费用率整体呈现上升趋势，主要系为提升品牌推广，品牌建设费增加。

图表 43. 公司财务费用率呈下降趋势



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

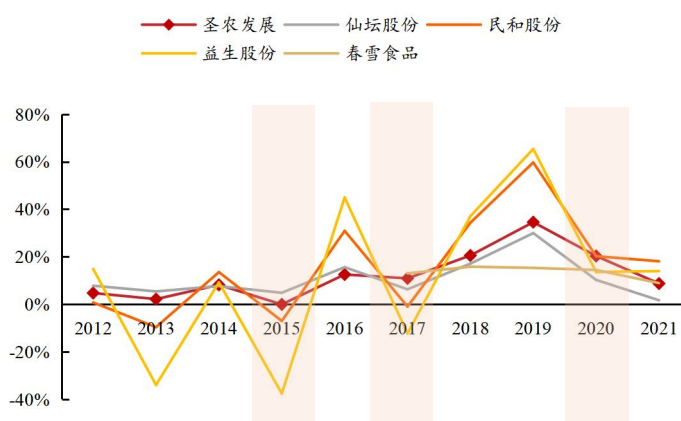
图表 44. 公司销售期间费用率低于同行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

盈利水平有相对优势，展现抗周期性风险能力。养殖成本端优势叠加收入端相对高价，公司盈利能力处于行业上游水平。2017 年，圣农毛利率实现了对仙坛的超越，盈利优势在 2020、2021 年周期底部有所扩大。2020 年鸡价不断走低，益生股份和民和股份主营鸡苗销售本身毛利率水平较高，但公司凭借成本优势以及全产业链优势，2020 年毛利率高于其余主要可比公司，体现出较强的抵抗周期性风险的能力。

图表 45. 2012-2021 年各公司销售毛利率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.2. 上游：打破白羽鸡种源困境，“中国智造”创新突围

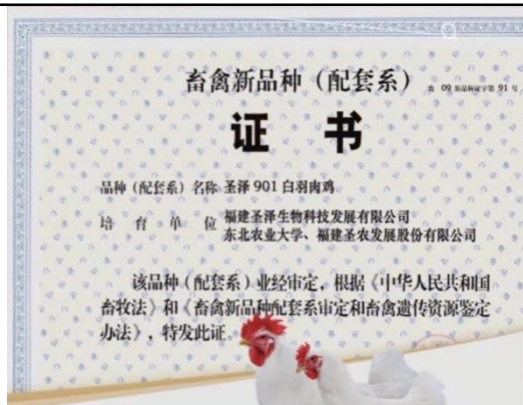
十余年潜心探索，成功锻造“圣泽 901”。30 年以来我国白羽肉鸡种源完全依赖进口，长期受制于人。在此背景下，2017 年农业农村部印发了《全国肉鸡遗传改良计划（2014—2025）》，总体目标为到 2025 年培育肉

鸡新品种 40 个以上，自主培育品种商品代市场占有率超过 60%。2021 年 2 月中央一号文件正式发布，文件提出加强农业种质资源保护开发利用，加快第三次农作物种质资源、畜禽种质资源调查收集，加强国家作物、畜禽和海洋渔业生物种质资源库建设，深入实施农作物和畜禽良种联合攻关。种业是农业的“芯片”，公司十余年潜心研究白羽肉鸡育种工作，经过多年科研攻关，累计投资超 10 亿元；2019 年公司突破欧美企业对白羽鸡种源的垄断，培育出 10 多个具有不同遗传背景的原种新品系，成功培育出国内第一个拥有完全自主知识产权的白羽肉鸡配套系——“圣泽 901”。2021 年 12 月，“圣泽 901”获得农业农村部批准，取得对外销售资格。

集团内祖代种鸡 100%自给自足，2021 年养殖水平创下历史佳绩。“圣泽 901”各项生产指标表现优异，其产出的父母代种鸡及商品代肉鸡在产蛋率、料蛋比、出栏日龄等众多指标均体现了明显且稳定的优势，同时“圣泽 901”完成了多种垂直性传播疾病的净化，鸡群干净、本土适应性强。2019 年 3 月，公司开始使用“圣泽 901”替代进口品种。根据公司公众号信息，截至 2021 年年底，公司已累积推广“圣泽 901”父母代种鸡 1000 万套，商品代肉鸡 10 亿羽，国内市场占有率达 10%。2021 年公司创下历史最高养殖水平，种鸡养殖、肉鸡养殖、肉鸡加工各环节在养殖成本和效率方面均显著提高。

“圣泽 901”父母代种鸡雏 6 月正式批量供应市场，上游市场迎来新增量。2022 年 6 月 10 日，公司举办了“圣泽 901 父母代种鸡雏首发仪式”。根据公司投资者关系活动记录表披露，“圣泽 901”对外销售至今，收获大量好评，三季度计划产出的父母代鸡苗均已被预订完，目前销售订货已排期至四季度。随着“圣泽 901”销量逐步增大，公司在上游市场份额将逐渐提升，2025 年目标市占率达到 40%，同时产业链上游产品享有更高毛利率，将助力公司进一步增厚业绩。

图表 46. 畜禽新品种（配套系）证书



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表 47. 2021 年公司各环节养殖水平历史最佳

种鸡养殖	肉鸡养殖	肉鸡加工
每套种鸡产合格种蛋 168 枚，料蛋比创造历史最好水平，较 2020 年节料 4099 万元，雏鸡成本低于行业标准成本	单羽养殖成本同比下降 0.09 元，欧洲效率指数同比提升 23.2；	每吨产品生产成本同比下降 6.42 元，出成率同比提升 0.39%，订单达成率提升 1.38%。

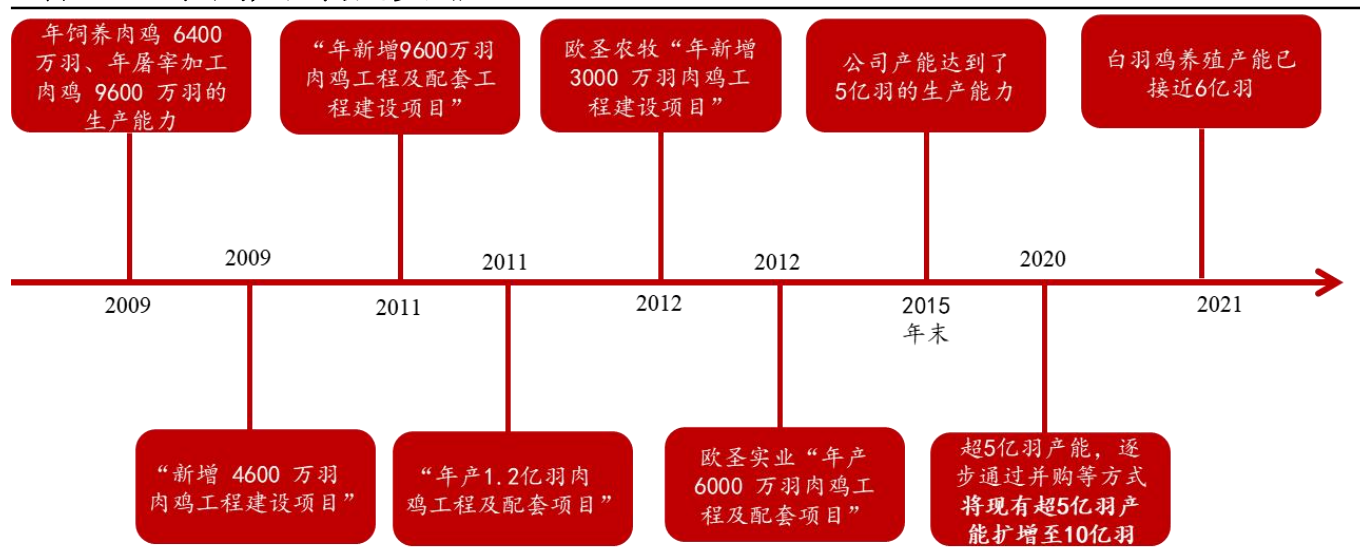
资料来源：圣农发展公众号，东亚前海证券研究所

3.3. 中游：养殖产能稳步扩张，鸡肉产品享有溢价

3.3.1. 产能持续扩张，打开成长空间

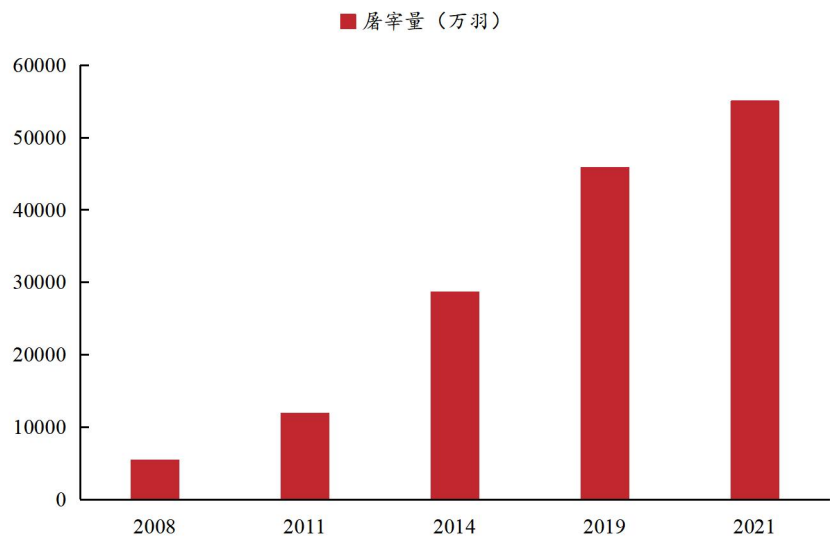
养殖产能稳步扩张，未来向 10 亿羽养殖规模迈进。2009 年圣农发展上市，公司在其招股说明书中表示已成年饲养肉鸡 6400 万羽、年屠宰加工肉鸡 9600 万羽的生产能力；同时上市发行的募集资金用于“新增 4600 万羽肉鸡工程建设项目”。2011 年公司非公开发行股票募资，用于“年新增 9600 万羽肉鸡工程及配套工程建设项目”。同年，公司在异地投资建设年产 1.2 亿羽肉鸡工程及配套项目，产能投资持续加大。随各项目建成投产，2020 年公司在年报中披露已经达到了 5 亿羽的生产能力，同时提出了公司“十四五”规划，主要内容包括实现食品深加工板块的大幅增长、提高满足熟食化战略需求的上游产能、实现国内白羽肉鸡原种的国产化替代、做优圣农品牌以及打造数字圣农。其中，“十四五”期间，为匹配“熟食化”战略的需求，公司计划将肉鸡出栏量从 5 亿羽通过兼并收购等方式提升到 10 亿羽。2021 年公司在其年报中披露，白羽肉鸡养殖产能已经接近 6 亿羽。2009-2021 年产能稳健扩张，公司白羽肉鸡养殖产能由 6400 万逐渐扩大 9 倍至 6 亿羽，未来向 2025 年达到 10 亿羽养殖规模目标奋力迈进。同时，与养殖配套的屠宰产能也稳步增长，从 2008 年的 0.54 亿羽增至 2021 年的 5.5 亿羽，实现近 10 倍增长。

图表 48. 公司肉鸡产能持续稳步扩张



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

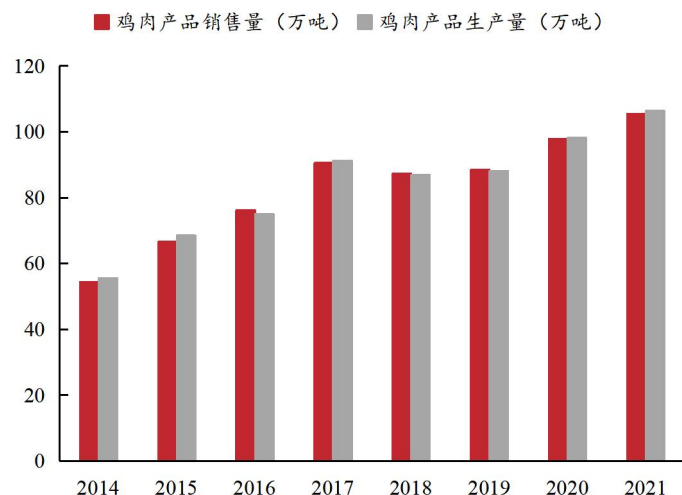
图表 49. 2008-2021 年公司屠宰量持续增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

鸡肉产品产销量均持续增长。2014-2021 年，公司鸡肉产品产量由 55.64 万吨增至 106.39 万吨，2014-2021 年 CAGR 为 9.70%，产销率平均为 99.42%。

图表 50. 2014-2021 年公司鸡肉产品产销量持续增长



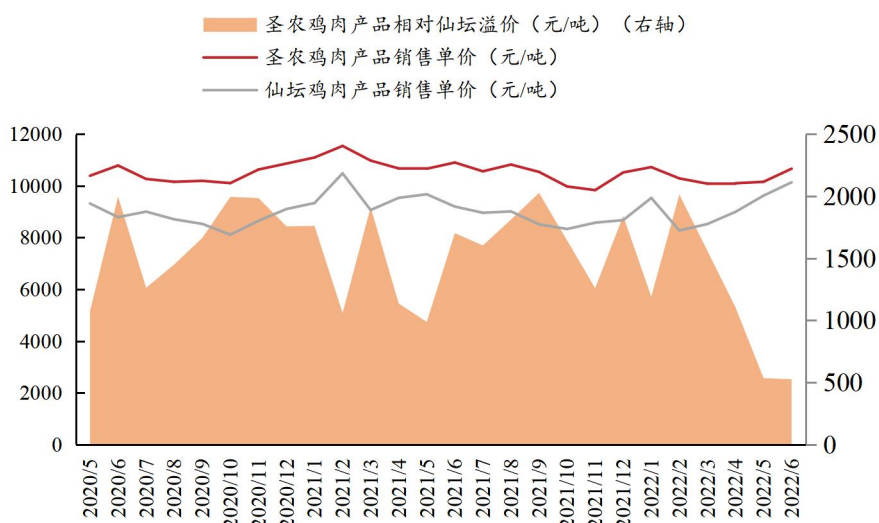
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3.2. 优质产品叠加品牌影响力，鸡肉价格享有溢价

一体化产业链优势下，鸡肉产品价格享有溢价。公司是肉鸡养殖业的龙头公司，依靠全产业链布局建立了安全可靠的食品安全追溯体系，提供优异品质的鸡肉同时可以保证食品安全。公司和大客户的深度绑定，已与麦当劳、肯德基、沃尔玛、永辉等国内外知名客户形成了长期合作的战略关系，提升了品牌的影响力。优质的产品和品牌影响力下，公司的产品在

行业内享有一定溢价。根据各公司发布的销售简报数据计算各公司鸡肉产品的销售单价，2020年5月到2022年6月，圣农发展的鸡肉产品销售单价均高于仙坛股份，显著高于行业平均水平，和仙坛鸡肉产品的溢价在525.20元/吨和2025.40元/吨之间波动，圣农鸡肉产品销售单价平均高出仙坛17%左右。此外，和行业平均鸡肉价格相比，2020年5月到2022年6月圣农鸡肉产品价格高于行业平均价格约570元/吨。

图表 51. 圣农鸡肉产品享有溢价

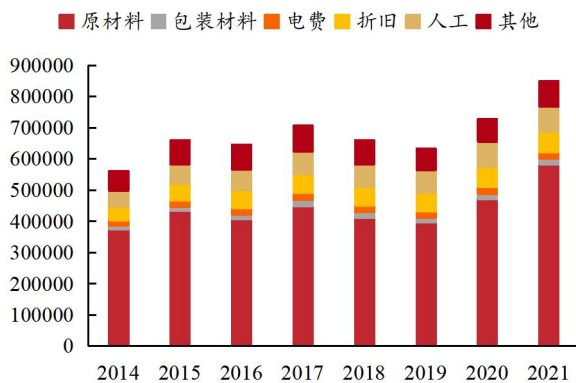


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所（注：各公司鸡肉产品销售单价=月销售收入/月销售量）

3.3.3. 随饲料原料价格回落，养殖成本有望逐渐改善

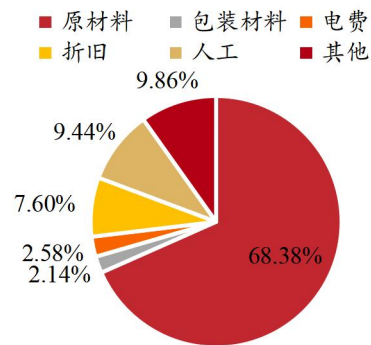
饲料原料价格逐渐回落，下半年养殖成本有望逐步改善。公司鸡肉业务营业成本中原材料、折旧、人工占比较大，2021年三项合计占比约90%。2014-2017年鸡肉业务单吨营业成本下降主要来源于玉米、豆粕价格整体下行。2020-2021年受玉米、豆粕等原料价格大幅上涨影响，单吨营业成本有所上升，但公司通过使用替代原料、优化配方，一定程度减弱了原料价格上涨的冲击。近期受美联储加息全球流动性紧缩以及乌克兰粮食出口恢复下粮食危机紧张情绪有所缓解影响，国际粮价大跌。受国际粮价影响，国内粮价也逐渐下跌，未来随饲料原料价格不断回落，养殖成本有望逐渐改善。

图表 52. 2014-2021 公司鸡肉业务成本拆分 (万元)



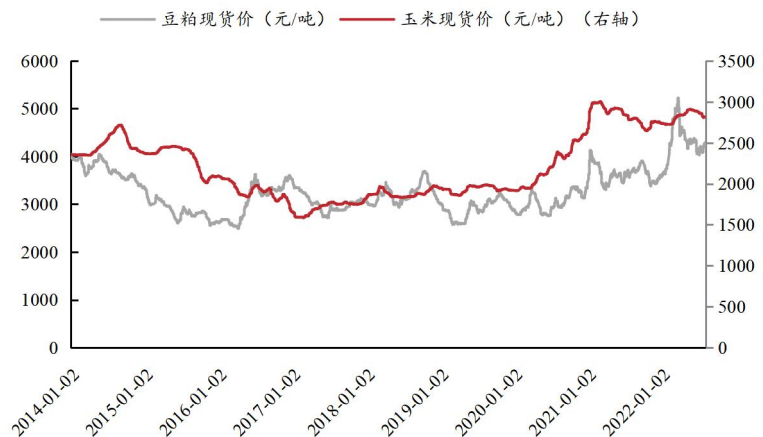
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 53. 2021 年公司鸡肉业务营业成本组成 (原材料和人工为主要组成部分)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 54. 近期饲料主要原料玉米、豆粕价格呈下降走势



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.4. 下游：重视食品业务 C 端发展，打造第二发展曲线

3.4.1. 多品类布局，产品矩阵丰富

深加工业务延伸多领域，产品矩阵丰富。截至 2021 年年报披露日，公司已建及在建食品深加工产能合计超过 43.32 万吨。根据公司官网，公司拥有 10 座食品加工厂，冻库容量仓储能力达 5.9 万吨。公司从鸡肉深加工业务逐步延伸至猪肉、牛肉等领域，丰富的产品品类能够满足不同消费者的需求同时增强对鸡周期价格大幅波动的抗风险能力。公司产品目前包含油炸系列、空气炸锅、香煎系列、微波系列、高端系列以及轻食系列。公司旗下产品品牌主要包括圣农、4 度°以及安栢农场，其中“圣农”品牌产品主要为空气炸锅系列，2021 年新推出的“脆皮炸鸡”和“嘟嘟翅”两款爆品成功实现单月销售额破千万；“4 度°”则为致力于服务健身人群的产品子品牌，

产品主要包括低脂鸡胸肉；“安栢农场”则为公司旗下的牛羊肉品牌。

图表 55. 公司部分肉制品产品系列



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

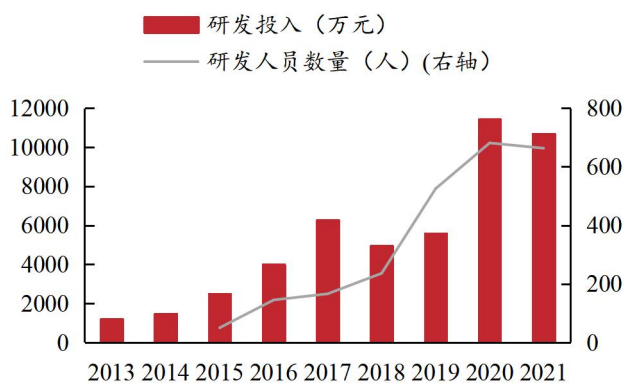
图表 56. 公司食品加工厂概况

食品厂	客户	产品种类	产能情况	建设情况
食品加工一厂	对日出口和少部分大客户	热加工禽肉	/	建成
食品加工二厂	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	2010 年投产, 设计产能 3 万吨/年	
食品加工三厂	出口	油炸/蒸烤/炭烤类产品	2013 年投产, 设计产能 3.6 万吨/年	
食品加工四厂	大客户	油炸/蒸烤/炭烤/裹粉/调理品/调理包类产品	2013 年投产, 设计产能 3.6 万吨/年	
食品加工五厂	/	熟食品加工	2015 年投产, 设计产能 3.12 万吨/年	
食品加工六厂	国内高端餐饮连锁客户	油炸类、蒸烤类、裹粉油炸类产品	2016 年投产, 设计产能 4.8 万吨/年	在建
福建圣农华上食品有限公司	/	鸡肉培根产品	/	
食品加工七厂、八厂	大型连锁商超、便利店及餐饮行业	中式调理包, 腌制调理产品、油炸蒸烤产品	设计产能 7.92 万吨/年; 七厂 2020 年 10 月 26 日正式投产;	
政和: 食品加工九厂	肯德基、麦当劳和国内餐饮渠道	成型油炸类、裹粉油炸类、冷冻调理类、成型肉饼类产品	设计年产能 4.8 万吨, 将在 2022 年内建设完成并投产	
食品加工十厂	/	牛羊肉加工	/	

资料来源: 公司官网, 东亚前海证券研究所

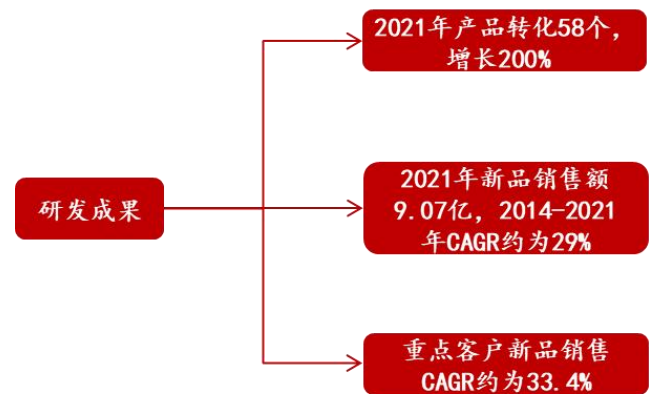
产品研发不断推进, 研发成果显著。公司先后在福州、上海、光泽成立了三大研发中心, 为不同的销售渠道匹配不同的研发团队, 加强各渠道之间的协同, 实现高效开发。2014-2021 年为各类客户定制化研发新品近 350 款。此外, 公司加强产教融合、协同发展, 与福州大学、福建农林大学等高校学院进行产学研合作。公司研发投入快速增长, 2021 年研发投入为 10682.77 万元, 2013-2021 年研发投入 CAGR 为 31.30%; 研发人员数量不断增长, 从 2015 年的 50 人增至 2021 年的 663 人。同时优秀的科研成果源源不断地为公司带来更多收益, 2021 年新品销售额达 9.07 亿, 研发成果显著。

图表 57. 公司研发费用和研发人员数量持续增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 58. 公司产品研发成果显著



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.4.2. 大力投入品牌建设，积极打造圣农品牌

不负信赖 39 年，品牌广受认可。公司在肉鸡养殖行业深耕多年，凭借优质的产品和有保障的食品安全，公司品牌影响力逐渐提升，受到越来越多客户的青睐和信任，深受社会各界广泛认可。2016 年 9 月，圣农成为杭州 G20 峰会鸡肉供应商；2017 年 9 月，圣农成为金砖国家领导人厦门峰会鸡肉供应商；2019 年 11 月，圣农成为中国烹饪协会全球战略合作伙伴。

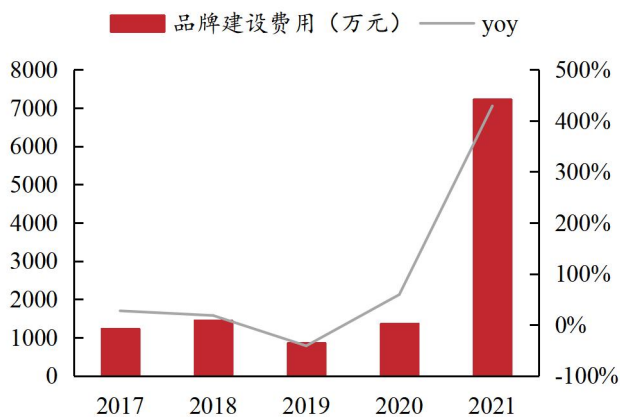
图表 59. 圣农食品品牌广受社会各界认可

时间	事件
2009.12	圣农成为百胜战略合作伙伴
2015.5	圣农成为麦当劳唯一的中国本土蛋白质供应商
2016.9	圣农成为杭州 G20 峰会鸡肉供应商
2016.12	首次登中国品牌价值评价信息榜单
2017.9	圣农成为金砖国家领导人厦门峰会鸡肉供应商
2018.5	2018 年中国品牌价值出炉，圣农食品品牌价值翻番
2018.11	荣获沃尔玛中国 2018 年度最佳供应商称号
2019.5	2019 年品牌价值近 20 亿元，上涨 83%
2019.11	圣农成为中国烹饪协会全球战略合作伙伴

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

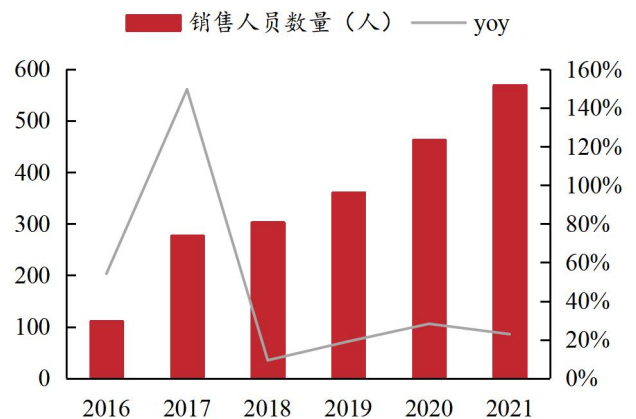
增加销售人员配置与品牌建设投入，坚定发力终端消费领域。近年来，公司销售人员和销售费用显著增长。2021 年公司品牌建设投入 7221.05 万元，同比增加 428.84%，占销售费用比重达 23.62%；2021 年，公司销售人员增至 569 名，同比增加 22.89%。公司在“十四五”规划中提出了打造圣农品牌的战略部署，十四五期间公司将加大品牌建设和运营，提升品牌知名度，让“好鸡肉，选圣农”的品牌形象深入人心。

图表 60. 公司品牌建设费用大幅增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 61. 公司销售人员逐年增长



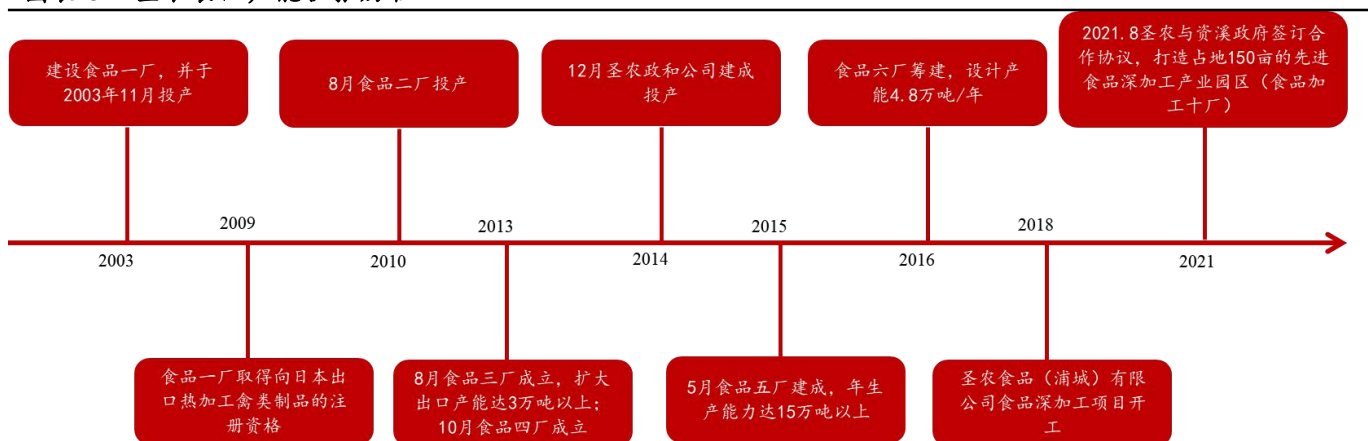
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.4.3. 深加工产能不断扩张，产品产量大幅增长

2017 年收购“圣农食品”，深加工产能扩张步履不停。2017 年公司完成了对圣农食品的收购，延伸产业链至下游深加工环节。圣农食品于 2003 年创立，同年食品一厂创立，随后食品二厂、食品三厂、圣农政和公司、食品五厂、食品六厂陆续建成投产，2015 年圣农食品年生产能力已达 15 万吨以上。2019 年九个食品工厂合计产能超过 35.52 万吨；2021 年已建及在建食品深加工产能合计超过 43.32 万吨；根据公司“十四五”规划，未来（到 2025 年）下游食品深加工产能将超 50 万吨。

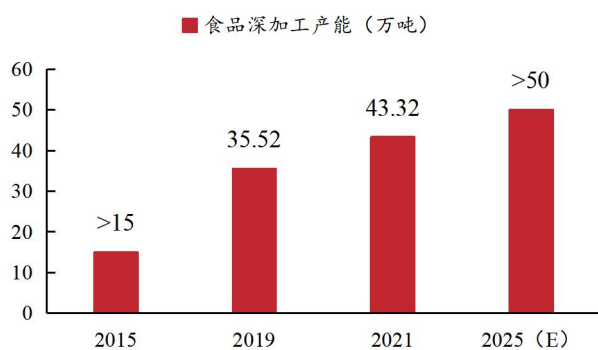
肉制品产销量持续增长。2016-2021 年公司肉制品产量由 7.69 万吨增至 23.53 万吨，2016-2021 年 CAGR 为 25.07%，产销率平均为 97.40%。

图表 62. 圣农食品产能扩张历程



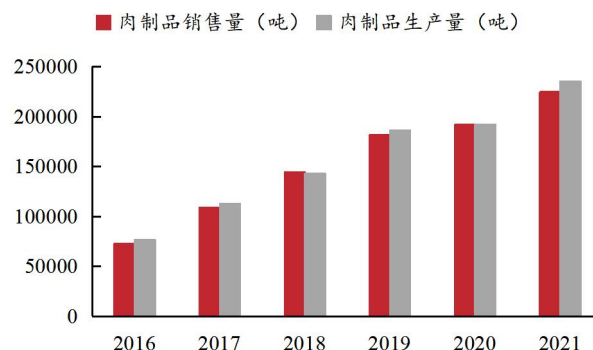
资料来源：圣农食品公司官网，东亚前海证券研究所

图表 63. 2015-2025 (E) 年食品深加工产能不断增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 64. 2016-2021 年公司肉制品产销量稳步增长



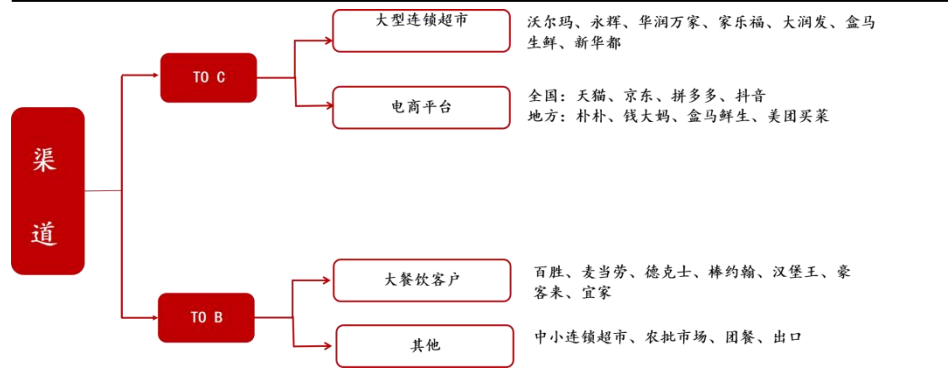
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.4.4. 渠道扩张持续发力，驱动业绩提速增长

公司鸡肉产品销售渠道主要为 B 端。其中主要包括大餐饮（肯德基、麦当劳等）、食品深加工企业（双汇、友友等）和农批，三大渠道各自占比约为 1/3。未来公司将不断巩固 B 端优势，围绕新品的开发与整合、重点大单品的打造、重点客户增长及新渠道拓展等方面开展工作。

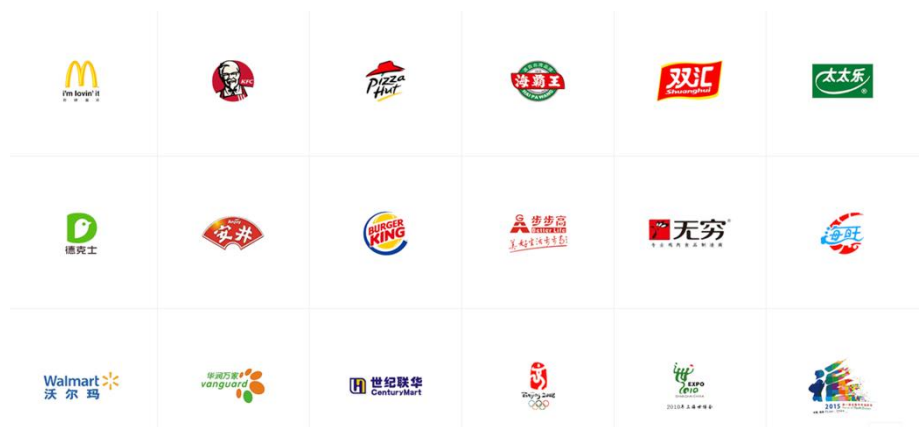
公司食品深加工板块销售渠道主要包含 B、C 两端。1) B 端，公司拥有大餐饮系统、中小连锁超市、农批市场、团餐和出口等多个渠道。大餐饮系统中拥有百胜、麦当劳、德克士、棒约翰、汉堡王、豪客来、宜家等国内外餐饮巨头的优质客户群体，并与日本火腿、FOODLINK、日本服务、伊藤火腿、住金物产、日本永旺企业、韩国乐天、韩国普光集团、LG 集团等日本、韩国大型企业建立了深度合作关系。出口方面，圣农产品远销日本、韩国、南非、中东、东南亚、美国等国家和地区。2) C 端，线上线下相结合，持续开拓新兴渠道。公司在传统的国内外大型连锁超市（沃尔玛、永辉、华润万家等）基础上，持续延展新兴新零售平台，入驻天猫、京东、拼多多、抖音等全国电商平台，以及朴朴、钱大妈、盒马鲜生、美团买菜等主要本地电商平台。此外，公司还通过微信、抖音、今日头条等媒体积极进行产品、品牌宣传，借助新兴媒体的高流量将品牌信息送达终端消费者，2021 年下半年至今，圣农各个平台直播流量环比、同比均有所提升。

图表 65. 公司食品深加工板块渠道多层次、全方位覆盖



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 66. 公司主要合作伙伴



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

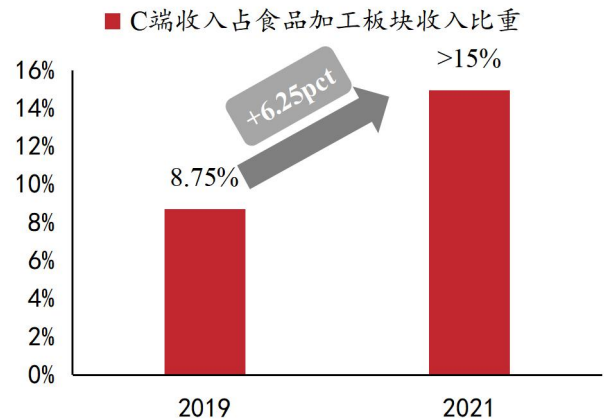
C 端渠道、销售结构优化，利润贡献有望实现高增。C 端占食品深加工板块收入比重不断提升。2019 年，C 端占食品深加工板块收入的比重为 8.75%，2021 年占比已经超过 15%。C 端渠道内线上和新零售占比不断提升。2019-2021 年线下渠道销售额稳步扩张，2019-2021 年销售额 CAGR 超过 25%，同时线上平台和新零售平台销售额大幅增长，同期 CAGR 分别为 250% 以上和 300% 以上。2021 年线上和新零售的销售收入占 C 端比重超过 50%。其中线上和新零售平台中增长最为迅速的是抖音、盒马鲜生、拼多多、美团买菜四个渠道。C 端大单品销售额占比将提升。公司将围绕“炸鸡行家，圣农到家”的宣传主题，巩固并加大已有爆品的销售、打造新的大单品，预计 2022 年大单品销售额占 C 端销售额比重将从 2021 年的不到 15% 提升至 30% 以上。

图表 67. 圣农淘宝、京东旗舰店



资料来源：淘宝、京东，东亚前海证券研究所

图表 68. C 端收入占食品深加工板块收入比重增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 主营业务盈利预测

我们假设：

（1）家禽饲养加工业务：预计 2022-2024 年销量同比增速为 7.80%/5.00%/14.00%；预测单吨均价同比增速分别为-0.20%/10.90%/5.00%。

（2）食品加工业务：预计 2022-2024 年销量同比增速为 8.10%/12.00%/24.00%；预测单吨均价同比增速分别为 16.00%/7.50%/5.00%。

（3）父母代鸡苗外销业务：预计 2022-2024 年销量分别 350.00/1347.50/1509.20 万套,2023/2024 年同比增速分别为 285.00%/12.00%；预测售价分别为 20/30/31.50 元/套,2023/2024 同比增速分别为 50.00%/5.00%。

图表 69. 公司各业务拆分预测

年份	2021A	2022E	2023E	2024E
家禽饲养加工				
销售量(吨)	1055426.37	1137749.63	1194637.11	1361886.30
售价(万元/吨)	1.10	1.10	1.21	1.28
销售收入(万元)	1158462.74	1246325.19	1451283.37	1737186.19
增长率	3.33%	7.58%	16.45%	19.70%
毛利率	5.14%	2.21%	10.94%	13.49%
食品加工				
销售量(吨)	224598.70	242791.19	271926.14	337188.41
售价(万元/吨)	2.50	2.90	3.11	3.27
销售收入(万元)	560590.01	702957.45	846360.76	1101961.72
增长率	17.72%	25.40%	20.40%	30.20%
毛利率	11.64%	16.98%	16.59%	8.65%
父母代鸡苗外销				
销售量(万套)	/	350.00	1347.50	1509.20
售价(元/套)	/	20.00	30.00	31.50
销售收入(万元)	/	7000.00	40425.00	47539.80
增长率	/	/	477.50%	17.60%
毛利率	/	27.50%	52.33%	54.60%
其他业务(万元)	90476.39	99524.03	109476.43	120424.07
合计				
营业总收入(百万元)	1447819.65	1708661.64	2021119.34	2440885.22
增长率	5.34%	18.02%	18.29%	20.77%
平均毛利率	8.71%	7.93%	14.68%	14.80%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.2. 相对估值

我们选取湘佳股份、民和股份、益生股份、仙坛股份 4 家国内领先的养殖企业作为可比公司。2022-2024 年行业平均 PE 分别为 102.41/23.03/15.02 倍，公司 2022-2024 年估值为 44.53/12.66/10.73 倍，低于行业平均估值，有较大提升空间。

图表 70. 可比公司估值表

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	收盘价 (元)		EPS (元)			PE (X)		
			2022.8.9	22E	23E	24E	22E	23E	24E	
湘佳股份	002982.SZ	40.04	39.30	1.44	2.72	3.05	27.25	14.44	12.90	
民和股份	002234.SZ	55.59	15.93	0.17	1.52	1.64	95.84	10.51	9.70	
益生股份	002458.SZ	88.37	8.90	0.13	0.53	0.96	68.72	16.67	9.25	
仙坛股份	002746.SZ	76.24	8.86	0.04	0.18	0.31	217.84	50.49	28.24	
			平均值				102.41	23.03	15.02	
圣农发展	002299.SZ	235.11	18.90	0.42	1.49	1.76	44.53	12.66	10.73	

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（注：可比公司 EPS 以及 PE 采用的是 wind 的一致预期）

5. 风险提示

禽类疫病发生的风险：禽流感等动物疫病的发生会导致鸡只的大量死亡，降低公司肉鸡的出栏量，并大幅降低消费者的消费意愿影响终端需求，从而直接影响到企业的经营业绩。

原材料价格波动：饲料的成本为养殖成本的主要组成部分，饲料的原材料主要为玉米和豆粕，国际冲突以及极端天气的频频出现为粮食供给增添了更多的不确定性，其价格的波动将对公司的业绩产生较大影响。

鸡价波动的风险：鸡价的周期性波动会导致行业毛利率出现周期性波动，公司的毛利率也会受周期影响而波动。未来如果鸡价大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，则公司业绩难以持续增长。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14478.20	17086.62	20211.19	24408.85
%同比增速	5.34%	18.02%	18.29%	20.77%
营业成本	13217.34	15730.91	17243.31	20797.17
毛利	1260.86	1355.71	2967.88	3611.68
%营业收入	8.71%	7.93%	14.68%	14.80%
税金及附加	39.98	40.04	48.43	61.03
%营业收入	0.28%	0.23%	0.24%	0.25%
销售费用	305.68	350.28	394.12	573.61
%营业收入	2.11%	2.05%	1.95%	2.35%
管理费用	246.06	264.84	339.55	414.95
%营业收入	1.70%	1.55%	1.68%	1.70%
研发费用	67.11	76.89	111.16	126.93
%营业收入	0.46%	0.45%	0.55%	0.52%
财务费用	138.16	150.00	180.00	200.00
%营业收入	0.95%	0.88%	0.89%	0.82%
资产减值损失	-59.41	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-7.96	0.00	0.00	0.00
其他收益	97.10	77.46	103.75	133.22
投资收益	33.99	21.19	28.50	40.67
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-2.87	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.01	4.31	2.87	3.21
营业利润	524.70	576.62	2029.74	2412.26
%营业收入	3.62%	3.37%	10.04%	9.88%
营业外收支	-13.16	-14.00	-24.00	-14.00
利润总额	511.54	562.62	2005.74	2398.26
%营业收入	3.53%	3.29%	9.92%	9.83%
所得税费用	59.18	31.89	139.20	193.28
净利润	452.36	530.73	1866.55	2204.98
%营业收入	3.12%	3.11%	9.24%	9.03%
归属于母公司的净利润	448.24	527.97	1857.61	2190.93
%同比增速	-78.04%	17.79%	251.84%	17.94%
少数股东损益	4.13	2.76	8.94	14.05
EPS (元/股)	0.36	0.42	1.49	1.76

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.36	0.42	1.49	1.76
BVPS	7.96	7.93	9.43	11.19
PE	66.79	44.53	12.66	10.73
PEG	—	2.50	0.05	0.60
PB	3.04	2.38	2.00	1.69
EV/EBITDA	19.89	18.60	8.60	7.32
ROE	4.52%	5.35%	15.84%	15.74%
ROIC	3.95%	4.38%	11.53%	11.29%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	495	685	3211	4984
交易性金融资产	13	13	13	13
应收账款及应收票据	863	935	1254	1388
存货	2525	2981	2959	3974
预付账款	199	293	250	334
其他流动资产	123	210	220	231
流动资产合计	4219	5117	7907	10924
长期股权投资	67	76	85	97
投资性房地产	2	2	2	2
固定资产合计	10290	10473	10534	10576
无形资产	295	318	352	396
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	32	32	32	32
其他非流动资产	2140	2539	3053	3674
资产总计	17044	18558	21964	25700
短期借款	3509	4509	5126	6254
应付票据及应付账款	2214	1941	2517	3042
预收账款	0	64	25	41
应付职工薪酬	191	269	286	334
应交税费	47	54	66	79
其他流动负债	349	1025	1381	1183
流动负债合计	6311	7861	9401	10932
长期借款	61	61	61	61
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	9	9	9	9
其他非流动负债	739	739	739	739
负债合计	7120	8670	10210	11741
归属于母公司的所有者权益	9909	9870	11728	13919
少数股东权益	14	17	26	40
股东权益	9923	9887	11754	13959
负债及股东权益	17044	18558	21964	25700

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1843	1267	3496	2392
投资	1	-12	-11	-15
资本性支出	-1751	-1419	-1485	-1630
其他	-32	21	29	41
投资活动现金流净额	-1782	-1410	-1467	-1604
债券融资	-3583	0	0	0
股权融资	9	-195	0	0
银行贷款增加(减少)	5225	1000	618	1127
筹资成本	-1369	-472	-120	-142
其他	-164	0	0	0
筹资活动现金流净额	119	333	497	985
现金净流量	178	190	2526	1773

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>