



用“芯”打造白羽肉鸡龙头

— 圣农发展 (002299.SZ)

农林牧渔/动物保健

投资摘要:

推荐逻辑

- **行业:** 2022年白羽鸡祖代引种受阻,白羽鸡价格拐点将至;疫后复苏消费修复逻辑;鸡肉市场具有增长空间。
- **公司:** 上游“圣泽901”市占率提高,有望逐步实现白羽鸡种鸡国产化替代,父母代种鸡2023年有望放量;中游养殖产能持续扩张;下游加工产能扩张,需求端消费复苏,有望迎来量价齐升。

养殖食品齐发力 增长曲线优化

圣农发展是我国最大的肉鸡养殖一体化企业,已完成集饲料加工、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。

- **“圣泽901”打造国产白羽鸡之“芯”。**自有种源“圣泽901”市占率快速提升,销售首年,公司祖代鸡补充及更新量已超过全国总量的20%,按照公司计划“十四五”期间“圣泽901”市占率达到40%。
- **产能建设步履不停。**公司白羽鸡养殖产能已接近6亿羽,位列亚洲第一,世界第七。公司在国内白羽鸡屠宰市场市占率达8.12%,位列第二。据公司“十四五”规划,公司将持续进行产能扩建,包括新建多个祖代及父母代种鸡场、肉鸡场、配套的饲料厂以及食品深加工工厂,同时对现有生产设施进行修缮技改。未来公司上游肉鸡养殖产能将提升至10亿羽。
- **养殖效率显著提升。**借助“圣泽901”品质的优势,公司养殖水平较再创新高,各环节生产指标提升明显,成本控制能力优秀。

白羽鸡行业拐点将至

- **内部驱动: 产能下降, 缺口较大。**2022年5月祖代引种量开始下降,意味着父母代后备存栏将于2022年12月-2023年2月开始下降,则在产父母代存栏将于2023年6-8月下降,商品代肉鸡出栏将于2023年8-10月开始下行。综合考虑祖代引种下降(20%左右的缺口)、祖代扩繁能力下降(5%)、强制换羽增加产能(3-5%)等因素的影响,我们认为2023年白羽鸡供给缺口或在20%左右。
- **外部因素: 消费好转, 鸡猪共振。**鸡肉产品具有高蛋白质、低脂肪、低胆固醇和低热量等优势,加之肉鸡生产周期短、饲料转化率高,经济效益显著,或成为未来畜牧业的发展主线,长期来看未来鸡肉在我国肉类消费的占比仍将不断提升。短期来看2023年下游消费意愿好转,我们预计2023年猪价从底部回升,将带动鸡价积极回暖。

投资建议:

我们预计公司2022-2024年分别实现归母净利润5.1亿元、17.6亿元、29.8亿元,同比变化14.5%、243%、68.8%,EPS分别为0.41、1.42、2.39元/股,对应PE分别为58.5、17、10.1倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 鸡价反转不及预期;下游消费反转不及预期;渠道拓展不畅

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,744.6	14,478.20	16,652.90	19,469.17	22,288.50
增长率(%)	-5.59%	5.34%	15.02%	16.91%	14.48%
归母净利润(百万元)	2,041.44	448.24	513.38	1,763.11	2,976.34
增长率(%)	-50.12%	-78.04%	14.53%	243.43%	68.81%
净资产收益率(%)	21.44%	4.52%	5.07%	16.92%	27.23%
每股收益(元)	1.64	0.36	0.41	1.42	2.39
PE	14.70	66.76	58.54	17.05	10.10
PB	3.16	3.03	2.97	2.88	2.75

资料来源: Wind, 申港证券研究所

评级

买入(首次)

2023年02月09日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号: S1660519040001

戴一爽

研究助理

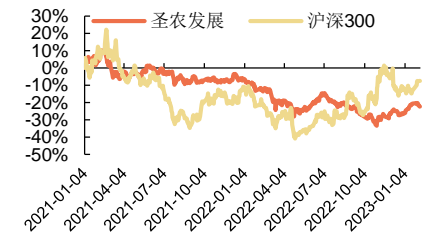
SAC执业证书编号: S1660121120021

交易数据

时间 2023.02.09

总市值/流通市值(亿元)	301/304
总股本(万股)	124,363.97
资产负债率(%)	49.39
每股净资产(元)	7.80
收盘价(元)	24.16
一年内最低价/最高价(元)	15.55/27.65

公司股价表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 圣农发展：全产业链布局的白羽鸡龙头	4
1.1 专注养鸡 40 年 打造白羽鸡全产业链.....	4
1.2 股权集中 治理体系完善.....	5
1.3 主营稳健增长 成本费用控制良好.....	6
2. 养殖食品齐发力 增长曲线优化	7
2.1 养殖端产销稳健持续积累优势.....	8
2.1.1 养殖屠宰产能稳步提升.....	8
2.1.2 “圣泽 901”打造国产白羽鸡之“芯”.....	9
2.1.3 养殖效率持续优化.....	12
2.2 食品端高速增长 带动公司利润高增.....	12
2.2.1 产品矩阵丰富 大单品策略不断出新.....	13
2.2.2 渠道布局兼顾广度与深度.....	16
3. 白羽鸡行业拐点将至	17
3.1 供给端：引种断代 鸡苗价格上涨.....	17
3.1.1 引种受阻 祖代鸡存栏下行在即.....	18
3.1.2 产能的干扰因素.....	22
3.2 需求端：白羽鸡需求逐年增长.....	23
3.2.1 鸡肉市场空间大 白羽鸡市占率提升.....	23
3.2.2 鸡猪共振行情可期.....	24
4. 盈利预测	24
4.1 业绩预测.....	24
4.1.1 销量.....	24
4.1.2 价格.....	25
4.1.3 成本.....	25
4.2 估值与投资建议.....	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：圣农集团架构.....	4
图 2：公司发展历程.....	4
图 3：圣农发展股权结构.....	5
图 4：公司营收稳步增长（亿元）.....	6
图 5：公司利润随周期波动增长（亿元）.....	6
图 6：主营业务稳健增长（亿元）.....	6
图 7：公司历年各项业务毛利率（%）.....	7
图 8：公司各项费用率边际下降.....	7
图 9：公司销售费用位于行业中位.....	7
图 10：公司管理费用较低.....	7
图 11：公司财务费用位于行业中位.....	7
图 12：可比公司销售毛利率情况（%）.....	8
图 13：可比公司销售净利率情况（%）.....	8
图 14：2021 年中国白羽鸡屠宰市场分布.....	8
图 15：公司鸡肉产品销量稳健增长（吨）.....	8
图 16：我国白羽鸡祖代更新来源.....	9
图 17：“圣泽 901”配套体系建设.....	10
图 18：全国白羽鸡父母代鸡苗销量统计.....	11
图 19：2021 年白羽鸡祖代更新品种结构.....	11
图 20：2022 年白羽鸡祖代更新品种结构.....	11
图 21：公司养殖板块成本变化（元/kg）.....	12
图 22：公司单位原材料成本上涨幅度较小.....	12
图 23：公司食品加工板块销量持续高速增长（吨）.....	13
图 24：公司养殖加工产品.....	13
图 25：圣农鸡肉产品溢价（元/kg）.....	14
图 26：圣农食品深加工产品矩阵.....	14
图 27：全球空气炸锅市场规模增长.....	15
图 28：我国空气炸锅成交金额高增.....	15
图 29：中国健身人数逐年增加.....	15
图 30：中国健身人口渗透率持续提高.....	15
图 31：圣农食品销售渠道.....	16
图 32：白羽鸡价格波动周期回顾.....	17

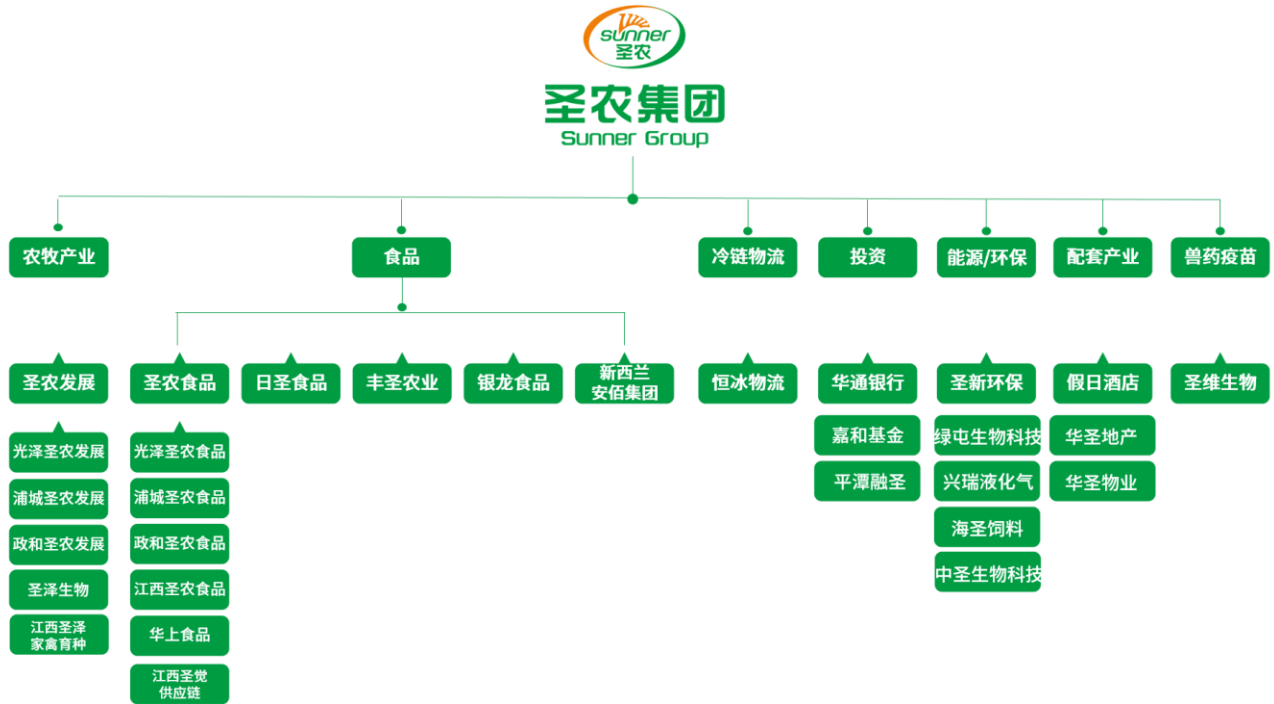
图 33: 肉鸡产业链.....	18
图 34: 2022 年我国种用鸡进口数量显著低于往年 (只)	19
图 35: 我国祖代鸡引种量-月度 (万套)	19
图 36: 我国祖代鸡引种量-年度 (万套)	19
图 37: 白羽鸡祖代存栏仍处于高位.....	20
图 38: 在产祖代鸡存栏处于高位 (万套)	20
图 39: 后备祖代鸡存栏开始下降 (万套)	20
图 40: 在产祖代鸡存栏与引种量变动的相关关系 (万套)	20
图 41: 后备祖代鸡存栏与引种量变动的相关关系 (万套)	20
图 42: 罗斯 308 祖代鸡产蛋率曲线	21
图 43: 父母代后备存栏处于历史高位	21
图 44: 父母代在产存栏仍较高	21
图 45: 祖代鸡产能下行 (套)	22
图 46: 白羽鸡料肉比优势显著	23
图 47: 我国禽类消费总量整体上行 (千吨)	23
图 48: 白羽肉鸡占我国鸡肉总产量近六成 (万吨)	23
图 49: 历史上常出现鸡猪共振行情	24
图 50: 全国人均肉类消费量 (kg)	24
图 51: 全国肉类消费总量 (千吨)	24
表 1: 2020-2021 年白羽肉鸡产业链全自养屠宰企业排名	8
表 2: 2020-2021 年白羽肉鸡产业链企业综合屠宰排名	9
表 3: 国内配套种鸡性能对比	10
表 4: 圣农食品加工产能	13
表 5: 白羽肉鸡扩繁能力	18
表 6: 白羽肉鸡各环节价格及产业链利润	21
表 7: 全国白羽鸡祖代鸡强制换羽数据 (万套)	23
表 8: 公司业绩预测	25
表 9: 可比公司估值	26
表 10: 财务和估值数据摘要	27
表 11: 公司盈利预测表	28

1. 圣农发展：全产业链布局的白羽鸡龙头

1.1 专注养鸡 40 年 打造白羽鸡全产业链

圣农发展是我国最大的肉鸡养殖一体化企业。公司已完成集饲料加工、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，是目前全球白羽肉鸡行业最完整的产业集群。

图1：圣农集团架构



资料来源：公司官网，申港证券研究所

公司始建于 1983 年，创始人傅光明赴光泽县开办个体养鸡场，后于 1992 年成立福建省光泽鸡业有限公司，为圣农发展前身。2009 年，圣农发展在深圳交易所 A 股成功上市。2017 年，圣农发展收购圣农食品，进军下游食品板块，形成从饲料生产、祖代种鸡养殖到食品加工的产业一体化经营格局。2021 年，公司自主研发的白羽肉鸡配套系“圣泽 901”经过审定，取得对外销售资格，成为集自主育种、孵化、饲料加工、种肉鸡养殖、肉鸡加工、食品深加工、余料转化、产品销售、冷链物流于一体中国白羽肉鸡行业产业链最完整的企业。

图2：公司发展历程

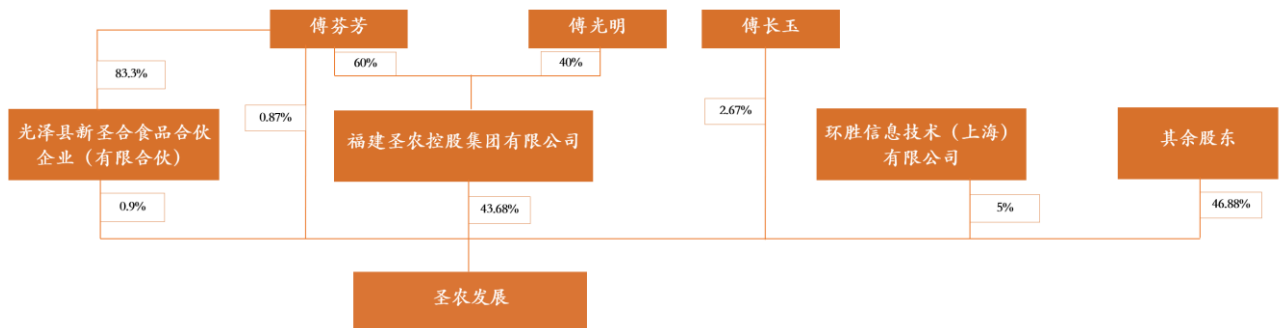


资料来源：公司官网，申港证券研究所

1.2 股权集中 治理体系完善

公司股权集中，股东结构稳定。自成立以来，公司股权结构稳定，创始人家族集中控股。圣农发展的公司实际控制人为傅光明、其配偶傅长玉和女儿傅芬芳，三人合计持有公司约48%的股份。环胜信息技术（上海）有限公司持有公司5%的股权，环胜信息为百胜中国的全资子公司。

图3：圣农发展股权结构



资料来源：企查查，Wind，申港证券研究所

接班人承前启后，谱写公司发展新篇章。2018年，傅光明之女傅芬芳出任公司总经理，转变延伸产业链突破发展瓶颈的思路，瞄准B端客户，打入国际市场，提高了圣农发展在其他大客户供应体系中的占比。2021年，圣农提出“十四五规划”扩增养殖产能

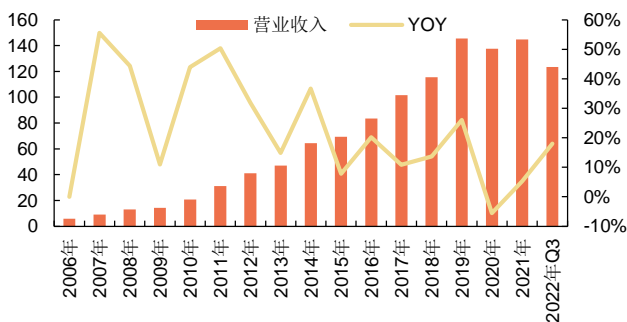
及深加工产能，继续加强育种工作的同时确保产能产量的稳定增长。

1.3 主营稳健增长 成本费用控制良好

自上市以来，公司营业收入稳步增长，2006-2021年营收CAGR达24%。除2020年由于疫情原因同比下滑之外，其余年份均实现正增长，2021年，公司营收增速回正，全年营收144.8亿元。

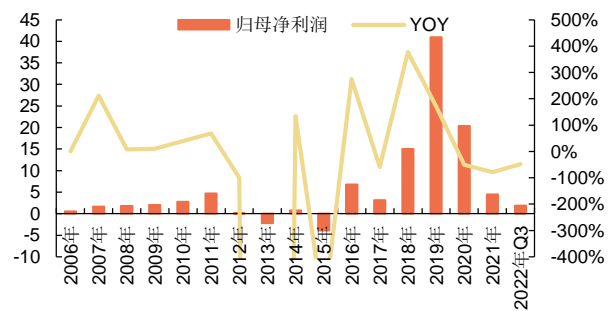
公司利润受鸡肉价格周期波动影响，波动较大，但整体增长势头强劲，2006-2021年归母净利润CAGR为15%。2021年，肉鸡养殖行业处于周期低谷，公司实现归母净利润4.48亿元。2022年上半年延续低迷，Q3业绩反转，单季度实现归母净利润2.9亿元。

图4：公司营收稳步增长（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

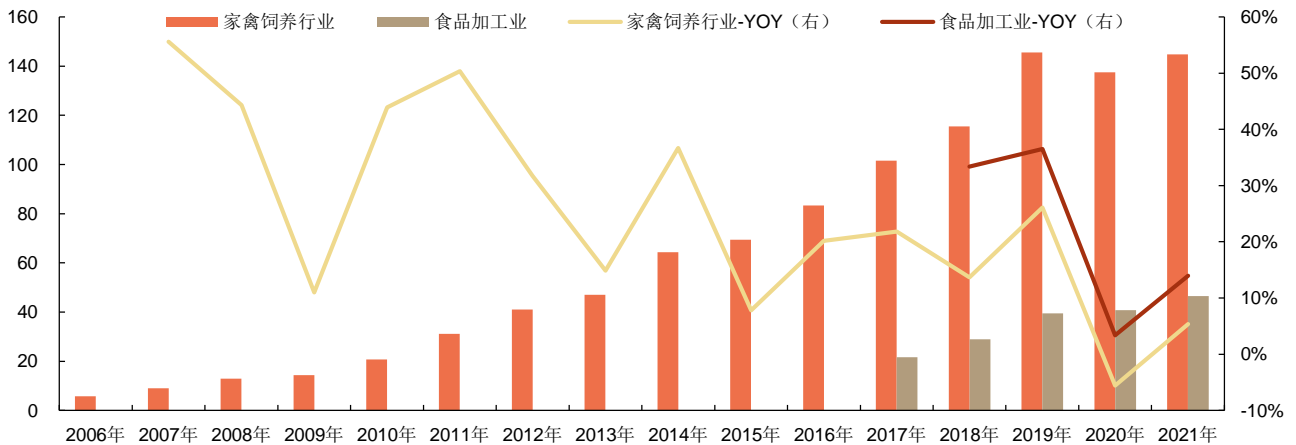
图5：公司利润随周期波动增长（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

按产品拆分公司业绩，食品加工（肉制品）营收占公司总营收比重逐年提升。公司家禽饲养行业营收稳健增长，从2006年至2021年，营收从5.8亿元增长至144.8亿元。CAGR约24%；食品加工业务收入从2018年开始独立披露，业绩高速增长，2017-2021年，食品加工营收从21.7亿元增长至46.5亿元，CAGR达21%。

图6：主营业务稳健增长（亿元）

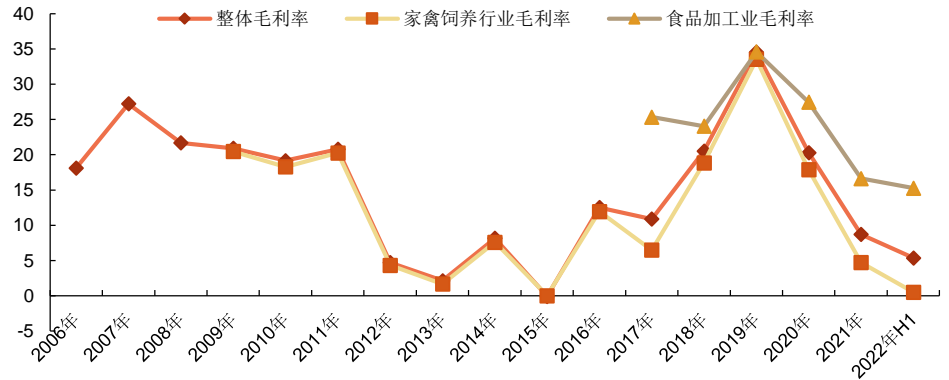


资料来源：Wind，申港证券研究所

由于白羽肉鸡市场价格具有较强的周期性，公司毛利率呈现周期性波动的特点。按产品拆分，家禽饲养业毛利率偏低且波动较大；食品加工业毛利率更高，且波

动相对较小，利润更加稳定。

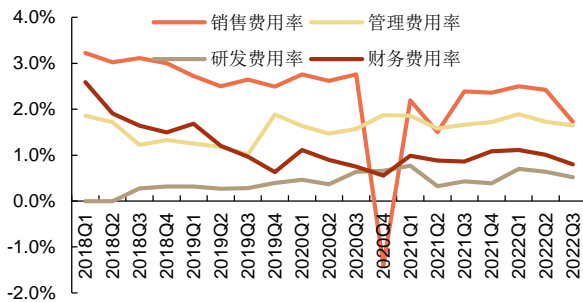
图7：公司历年各项业务毛利率 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

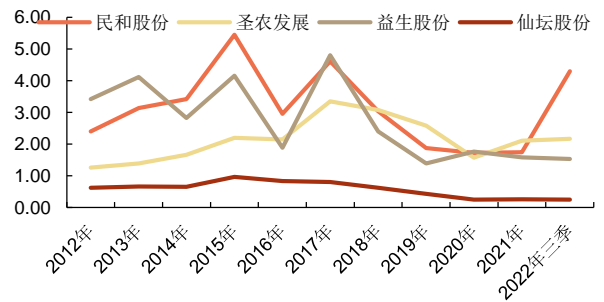
公司费用控制水平优秀。公司推行精细化管理，2022年各项费用率逐季度出现边际改善。公司销售费用率与财务费用率均处于行业中位水平，管理费用率处于行业低位，体现了公司优秀的管理能力。

图8：公司各项费用率边际下降



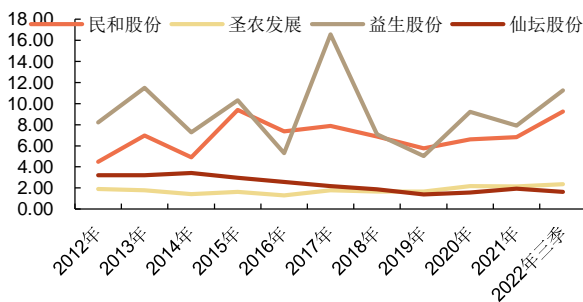
资料来源：Wind，申港证券研究所

图9：公司销售费用位于行业中位



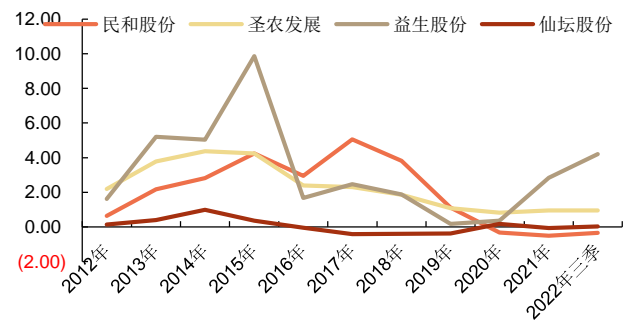
资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：公司管理费用较低



资料来源：Wind，申港证券研究所

图11：公司财务费用位于行业中位



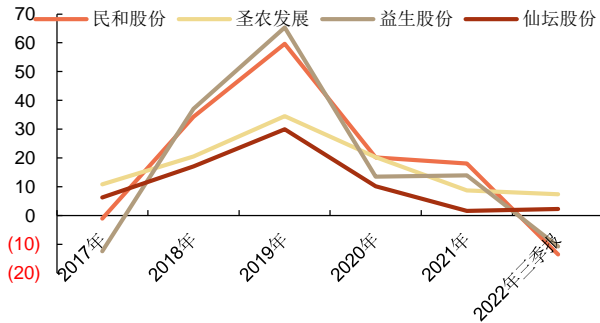
资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 养殖食品齐发力 增长曲线优化

公司一体化布局平滑周期波动，全产业链发展增强抗风险能力。圣农发展已完成从肉鸡种源到终端消费全环节的布局，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。全产业

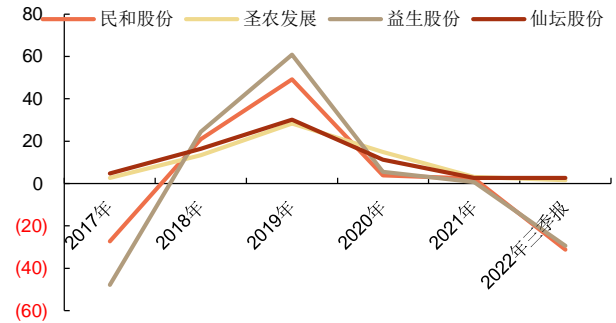
链覆盖可有效减少单一环节市场波动对整体盈利的影响, 有利于实现公司按计划对各个环节成本的把控, 增强公司抵抗周期性风险的能力, 公司盈利能力与同行业其他公司相比更加稳定。

图12: 可比公司销售毛利率情况 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图13: 可比公司销售净利率情况 (%)



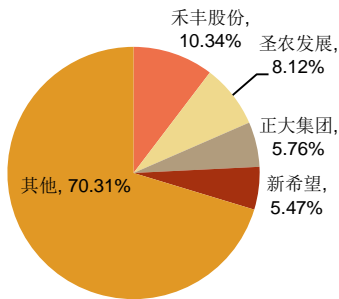
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.1 养殖端产销稳健持续积累优势

2.1.1 养殖屠宰产能稳步提升

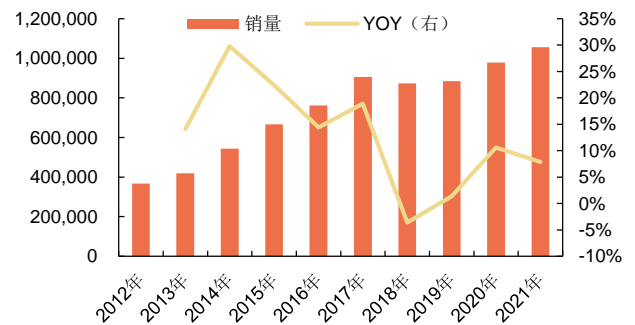
白羽鸡全产业链自养龙头, 产能建设步履不停。据公司公告, 公司白羽鸡养殖产能已接近6亿羽, 位列亚洲第一, 世界第七。公司在国内白羽鸡屠宰市场市占率达8.12%, 位列第二。据公司“十四五”规划, 公司将持续进行产能扩建, 包括新建多个祖代及父母代种鸡场、肉鸡场、配套的饲料厂以及食品深加工厂, 同时对现有生产设施进行修缮技改。未来公司上游肉鸡养殖产能将提升至10亿羽。公司产能规模处于行业领先地位, 规模化生产有助于公司降低采购和生产成本, 并且能够随时满足大客户临时性增产需求, 在开发和服务优质大客户时具有绝对优势。

图14: 2021年中国白羽鸡屠宰市场分布



资料来源: 广东省畜牧兽医学会, 智研咨询, 申港证券研究所

图15: 公司鸡肉产品销量稳健增长 (吨)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

表1: 2020-2021年白羽肉鸡产业链全自养屠宰企业排名

企业名称	2021年		2020年	
	排名	屠宰量 (万羽)	排名	屠宰量 (万羽)
福建圣农发展股份有限公司	1	55 000	1	51 000
青岛九联集团股份有限公司	2	15 000	2	15 000
山东凤祥股份有限公司	3	12 000	3	12 000
江苏泰森食品有限公司	4		4	6 000
嘉吉动物蛋白(安徽)有限公司	5	1亿羽以下	5	4 900
北大荒宝泉岭农牧发展有限公司	6		6	4 600
沃森氏(威海)农牧发展有限公司	7		7	4 200

资料来源: 《畜牧产业》, 申港证券研究所

表2：2020-2021 年白羽肉鸡产业链企业综合屠宰排名

企业名称	2021 年		2020 年	
	排名	屠宰量 (万羽)	排名	屠宰量 (万羽)
辽宁禾丰牧业股份有限公司	1	70 000	1	62 500
福建圣农发展股份有限公司	2	55 000	2	51 000
正大畜牧投资(北京)有限公司	3	39 000	4	36 000
新希望六和股份有限公司	4	37 000	3	37 000
沈阳市耘垦牧业有限公司	5	23 000	5	19 000
江苏益客食品集团股份有限公司	6	21 800	-	-
山西大象农牧集团有限公司	7	16 000	6	15 000
青岛九联集团股份有限公司	8	15 000	6	15 000
山东仙坛股份有限公司	9	14 000	7	12 000
北票市宏发食品有限公司	10	13 000	8	10 000
山东凤祥股份有限公司	11	12 000	7	12 000
中红三融集团有限公司	12	11 000	9	9 000
沈阳市昊明禽业有限公司	13	9 500	9	9 000
山东亚太中慧集团有限公司	14	9 200	11	8 500
大成食品(亚洲)有限公司	15	8 390	10	8 600
河北玖兴农牧发展有限公司	16	6 300	19	4 000
大连成三畜牧业有限公司	17	6 000	15	5 000
江苏泰森食品有限公司		6 000	13	6 000
春雪食品集团股份有限公司	18	5 000	14	5 100
山东新和盛绘集团有限责任公司		5 000	14	5 100
诸城外贸有限公司		5 000	12	7 000
嘉吉动物蛋白(安徽)有限公司		5 000	16	4 900
北大荒宝泉岭农牧发展有限公司	19	4 800	17	4 600
沃森氏(威海)农牧发展有限公司	20	3 100	18	4 200
山东民和牧业股份有限公司	21	3 000	20	3 000
北京首农股份有限公司	22	2 600	21	2 300
山东硕昌食品有限公司	23	2 100	22	2 050
吉林德翔牧业有限公司	24	2 067	21	2 300
河北美客多食品集团有限公司	25	2 000	23	2 000

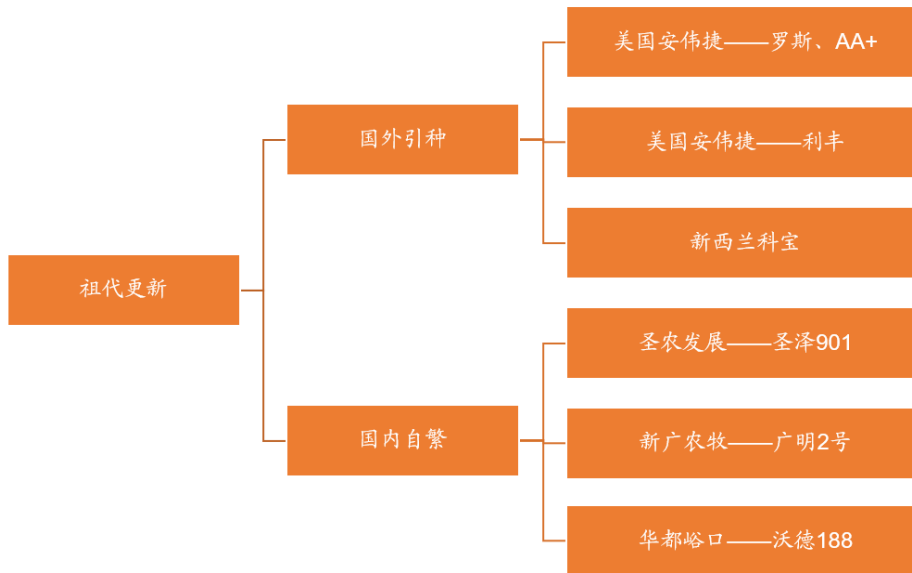
资料来源：《畜牧产业》，申港证券研究所

2.1.2 “圣泽 901” 打造国产白羽鸡之“芯”

我国祖代白羽肉鸡仍依赖进口。畜禽良种是各国畜牧业的核心竞争力。白羽肉鸡良种是肉鸡产业发展的基础，白羽肉鸡育种工作是一项长期的、庞大而复杂的育种工程，要兼顾生长速度、饲料利用效率、产肉率和抗病性、种群的一致性、遗传的稳定性等方面因素。

纯系白羽原种鸡、曾祖代白羽肉种鸡的育种是育种工作的核心环节，目前仍主要被国外育种公司所垄断，祖代白羽肉种鸡主要仍依赖进口。我国白羽鸡种源主要来自于美国、新西兰、加拿大等国家进口。2014 年美国暴发禽流感以前，我国白羽肉鸡祖代种鸡进口量绝大多数上来自美国。此后，随着世界各地禽流感疫情的发展和我国海关进口政策的调整，我国先后从英国、法国、西班牙、波兰、新西兰等国引进了白羽肉鸡祖代种鸡。

图16：我国白羽鸡祖代更新来源



资料来源：我的钢铁网，农业农村部，申港证券研究所

圣农自主种源体系保障上游供应。公司花费多年时间，培育出“圣泽901”白羽肉鸡配套系，自2019年初开始，圣农停止向国外购买祖代种鸡，完成祖代种鸡100%自给自足，完成了全产业链的闭环。

- ◆ “圣泽901”是国内第一批具有自主知识产权的白羽鸡品种。“圣泽901”经国家畜禽遗传资源委员会审定、鉴定通过，并于2021年末获得农业农村部批准，取得对外销售资格，是我国第一批具有自主知识产权的白羽鸡品种，打破国际垄断，具有突破性意义。
- ◆ “圣泽901”各项指标优秀，市场认可度高。“圣泽901”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”抗病能力强，市场的认可度较高。白羽肉鸡育种重点关注5项关键指标，包括出栏体重（42日龄）、饲料转化率、存活率、胸肌率和腿肌率等。业内通常用欧洲效益指数（欧指，EPI）来作为衡量肉鸡综合养殖效率的标杆，涵盖了对肉鸡出栏体重、成活率、料重比等单一生产指标的综合评价。据国内客户反映，圣泽901配套品种欧指达到400以上。

表3：国内配套种鸡性能对比

	父母代产蛋数	平均体重	料肉比	存活率 (%)	胸肌率 (%)
《全国肉鸡遗传改良计划 (2021-2035)》	170	42日龄大于2.8kg	小于1.6	大于95	大于23
圣泽901	168	37日龄达2.5kg	1.5	大于95	-
广明2号	180	42日龄2.8kg	1.6-1.65	94-95.5	24
沃德188	-	42日龄2.8kg	小于1.6	大于96	-

资料来源：国际畜牧网，新广农牧官网，科技日报，申港证券研究所

- ◆ 公司将加快新品种的推广，布局上游白羽肉鸡种鸡市场。自2019年成功研发出“圣泽901”后，圣农着手建设父母代种鸡商业化扩繁体系。截至2021年底，圣农累积推广“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%。截至2022年末，公司具备1750万套父母代种鸡的年供种能力。

图17：“圣泽901”配套体系建设



中国鸡·状元白

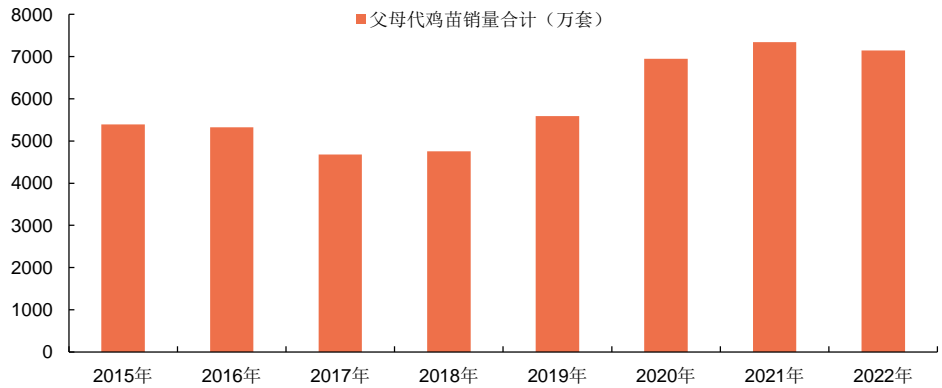


- ★ **圣泽901**——中国白羽肉鸡配套系通过国家农业农村部审定并颁发牌照
- ★ **3座**现代化孵化厂
- ★ **19座**原种研发育种场
- ★ **21座**祖代种鸡场
- ★ 原种场**总饲养面积113,448m²**
- ★ 高精尖研发和技术人员占比**17%**
- ★ 累计拥有**16项**专利，其中**发明型专利5项，实用型专利10项，计算机软件著作权1项**

资料来源：公司官网，申港证券研究所

- ◆ **我国白羽肉鸡国产化的替代可期。**《全国肉鸡遗传改良计划（2021—2035年）》提出，到2035年，自主培育白羽肉鸡品种市场占有率达到60%以上，打造具有国际竞争力的种业企业和品种品牌。按照圣农计划，“十四五”期间，公司父母代种鸡将完全满足国内市场需求，规划至2025年能够达到40%的市占率。

图18：全国白羽鸡父母代鸡苗销量统计

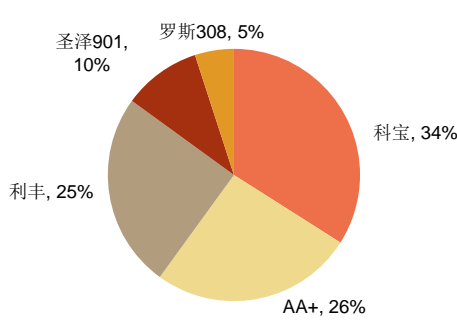


资料来源：钢联数据，申港证券研究所

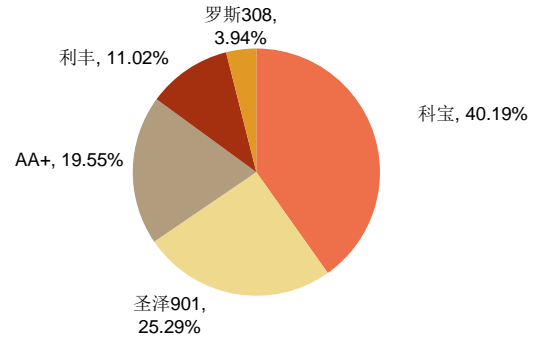
- ◆ **“圣泽901”祖代市占率快速提升。**自有种源“圣泽901”销售首年，公司祖代鸡补充及更新量已超过全国总量的20%，为2023年父母代种鸡销售增量奠定了坚实的基础。据钢联数据，2022年白羽祖代引种数量中，科宝占比40.2%，依然位居第一；圣泽901品种占比达到25.3%，位居第二，较2021年提升15pct；由于美国引种困难，AA+、罗斯308、利丰的引种占比均较2021年有所下降。

图19：2021年白羽鸡祖代更新品种结构

图20：2022年白羽鸡祖代更新品种结构



资料来源: 我的钢铁网, 申港证券研究所



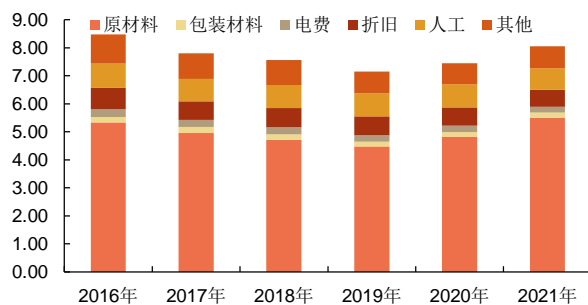
资料来源: 我的钢铁网, 申港证券研究所

2.1.3 养殖效率持续优化

借助“圣泽 901”品质的优势，公司养殖水平较再创新高，各环节生产指标提升明显，据董事长傅光明介绍：

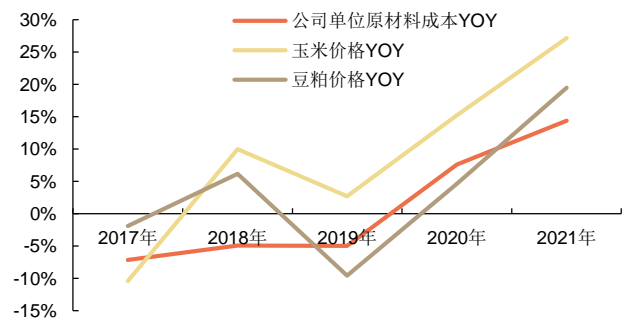
- ◆ 在种鸡养殖环节，公司种鸡生产性能进一步提升，雏鸡成本远低于行业平均水平。2021 年，每套种鸡产合格种蛋 168 枚，料蛋比进一步优化，较 2020 年节料 4099 万元，雏鸡成本低于行业标准成本。
- ◆ 在肉鸡养殖环节，肉鸡饲养效率进一步提升，出栏成活率及料肉比均改善。2021 年，公司单羽养殖成本同比下降 0.09 元，欧洲效益指数同比提升 23.2，同比提升超过 5%，2022 年公司综合养殖效率持续攀升，全年欧指同比提升近 2%。
- ◆ 在肉鸡加工环节，通过工序工艺的梳理以及工艺设备的优化，鸡肉产出增加。每吨产品生产成本同比下降 6.42 元，出成率同比提升 0.39%，订单达成率提升 1.38%。
- ◆ 在采购及饲料生产环节不断进行饲料配方的优化，使用替代原料，从一定程度上降低了原料涨价的影响等。并逐步推进信息化、数字化建设，通过大数据管理系统协助公司对生产经营过程中的指标进行有效追踪及分析，为实施精细化管理提供有效帮助。

图21: 公司养殖板块成本变化 (元/kg)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

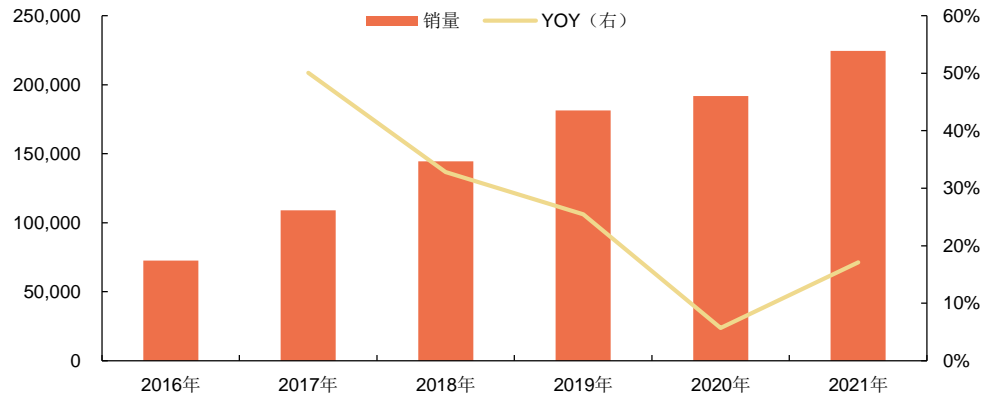
图22: 公司单位原材料成本上涨幅度较小



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.2 食品端高速增长 带动公司利润高增

公司食品加工板块销量持续高速增长。2021 年销量已达到 22.5 万吨，近 5 年复合增速达到 25%。

图23：公司食品加工板块销量持续高速增长（吨）


资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司食品加工规模化扩产持续推进，发展食品深加工第二发展曲线。公司将主营产品由单一的冻鸡肉初加工制品，进一步延伸产业链至深加工鸡肉制品，并向猪肉及牛肉深加工领域拓展。目前公司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。根据公司“十四五”规划，未来下游食品深加工产能将超 50 万吨，销售额超过 130 亿。规模化生产有助于公司降低采购和生产成本，公司领先的产能规模，能够随时满足大客户临时性增产需求，在开发和服务优质大客户时具有绝对优势。

表4：圣农食品加工产能

食品工厂	地点	投产日期	设计产能	主要加工产品
圣农食品一厂	光泽县	2003年	未披露	热加工禽肉
圣农食品二厂	光泽县	2010年	3万吨	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	光泽县	2013年	3.6万吨	油炸/蒸烤/炭烤类产品
圣农食品四厂	资溪县	2013年	3.6万吨	油炸/蒸烤/炭烤/裹粉/调理品/调理包类产品
圣农食品五厂	光泽县	2015年	3.12万吨	灌肠类产品
圣农食品六厂	光泽县	2017年	4.8万吨	油炸类/蒸烤类/裹粉油炸类
圣农食品七厂	浦城县	2020年	3.12万吨	中式调理包/腌制调理产品/油炸蒸烤产品
圣农食品八厂	浦城县	2021年	3.6万吨	油炸/蒸煮/蒸烤等全熟类产品
圣农食品九厂	政和县	2022年	4.8万吨	成型油炸类/裹粉油炸类/冷冻调理类/成型肉饼类产品
圣农食品十厂	资溪县	预计2023年	5万吨	牛羊肉加工项目
圣农食品十一厂	-	-	3万吨	-
合计（除一厂）			37.64万吨	

资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

2.2.1 产品矩阵丰富 大单品策略不断出新

公司产品矩阵主要包括上游肉禽养殖冰鲜产品和下游深加工食品。

- 上游以为冻、鲜分割生鸡肉为主，包括鸡腿、鸡翅、鸡爪等鲜品。由于公司产业链一体化布局，生物安全具有高度保障，产品质量受到客户信赖，公司产品价格比市场同类产品具有一定的溢价。

图24：公司养殖加工产品



鸡腿



翅中



翅根



鸡爪



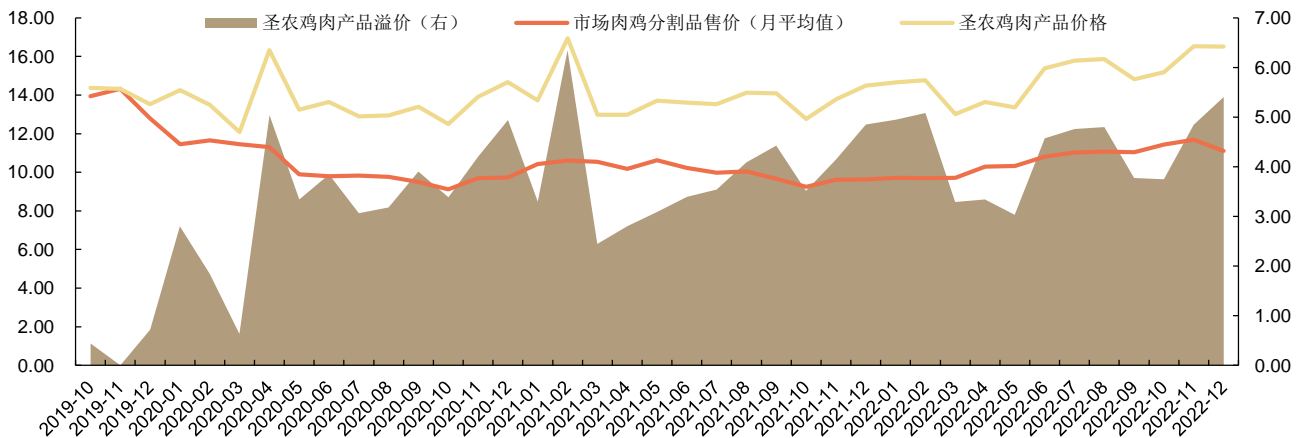
胸肉



鸡胗

资料来源：公司公告，申港证券研究所

图25：圣农鸡肉产品溢价（元/kg）



资料来源：Wind，钢联数据，申港证券研究所

- ◆ 下游食品深加工板块的主要产品包括鸡、牛、羊、猪等深加工肉制品，主要面向 B 端大客户以及 C 端消费者。下游深加工以鸡肉为主原料，拓展牛羊肉制品，先后开发灌肠类、水煮类、碳烤类、腌制调理类、油炸类、蒸烤类、酱卤类、组合类 8 大系列千余种产品。面向 B 端快餐公司生鲜超市等大客户的产品以半成品熟食为主，面向 C 端消费者的产品以即食、即热的空气炸锅系列、香煎系列、微波叮叮系列、油炸系列、安佰牧场产品、四度-全系列六大系列为主。

图26：圣农食品深加工产品矩阵

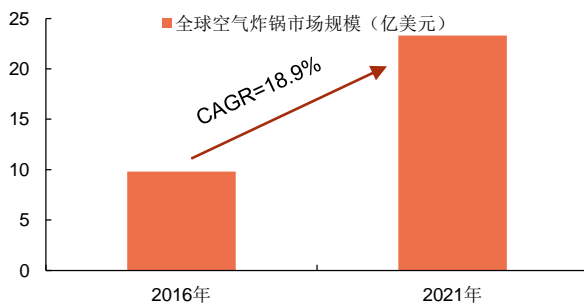


资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

圣农洞察到下游消费者习惯变化, 顺应市场推出新品, 打造月销千万大爆品。

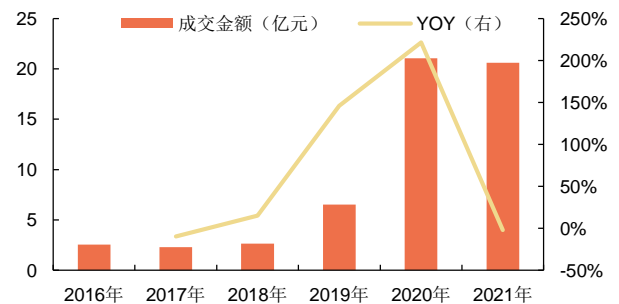
- ◆ 我国空气炸锅市场规模扩大, 渗透率快速提升。据华经情报网数据, 2021 年全球空气炸锅市场规模为 23.3 亿美元, 2016 至 2021 年 CAGR 达 18.9%。我国空气炸锅成交金额自 2016 年的 2.56 亿元, 至 2021 年增长至 20.61 亿元, CAGR 高达 52%。随着空气炸锅的普及率提高, 公司推出空气炸锅系列产品。公司空气炸锅系列产品包括脆皮炸鸡、嘟嘟翅、脆皮炸翅、鸡肉洋葱圈、鸡米花、烤鸡、脆骨香肠串、台式盐酥鸡等。其中, “脆皮炸鸡”和“嘟嘟翅”两款产品均已成为月销售破千万的零售大单品。未来公司还会继续延续聚焦大单品策略, 打造千万级单品, 如烤鸡、手枪腿等。

图27: 全球空气炸锅市场规模增长



资料来源: 华经情报网, 申港证券研究所

图28: 我国空气炸锅成交金额高增

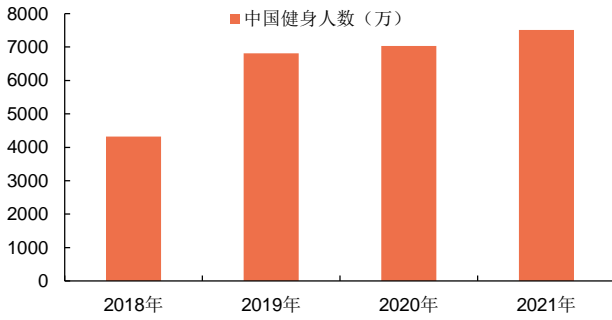


资料来源: 华经情报网, 申港证券研究所

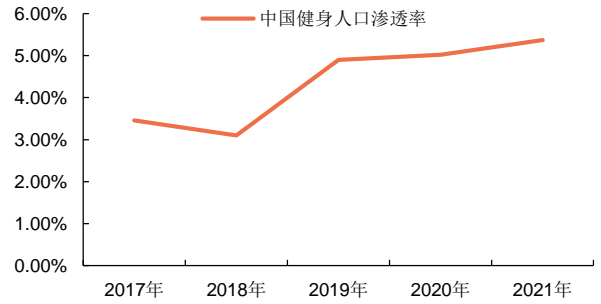
- ◆ 我国健身人群数量增长迅速, 圣农顺势推出轻卡低脂低碳水的鸡胸肉产品。据《2021 中国健身行业数据报告》, 截至 2021 年 12 月, 全国健身会员达到 7513 万人, 健身人口渗透率从 2017 年的 3.46% 增长至 2021 年的 5.37%。相比美国的 15.2% 有着约 3 倍的差距, 还有很大的增长空间。健身人群主要以增肌肉和减脂为主, 随着健康饮食观念的深入, 鸡肉产品凭借其高蛋白质、低脂肪、低胆固醇和低热量的特性, 深受健身人群钟爱, 健身人群的增长以及健康意识水平的提高将成为鸡肉消费增长的重要动力。

图29: 中国健身人数逐年增加

图30: 中国健身人口渗透率持续提高



资料来源:《中国健身行业数据报告》, 申港证券研究所

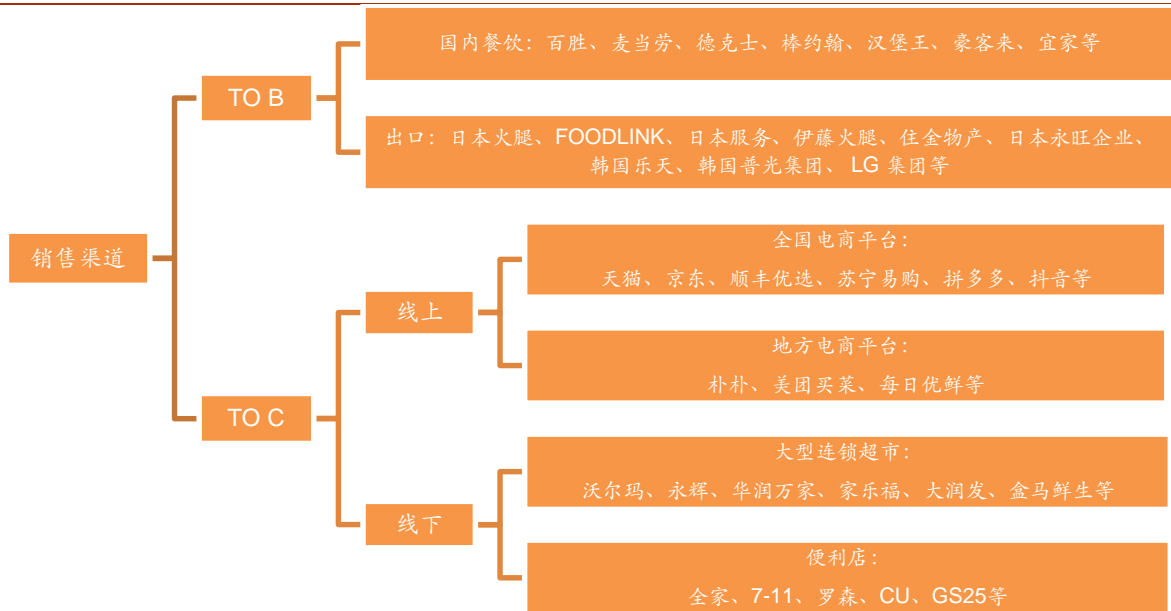


资料来源:《中国健身行业数据报告》, 申港证券研究所

2.2.2 渠道布局兼顾广度与深度

公司深加工食品销售渠道以餐饮和家庭消费为主, 已经实现了 B 端和 C 端全面覆盖, 在巩固 B 端优势的同时, 公司近年发力 C 端渠道建设。

图31: 圣农食品销售渠道



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

B 端优势持续巩固, 大客户潜在提升空间大, 下沉渠道体系布局即将打通。

- ◆ B 端大客户是圣农发展传统优势领域。经过 30 余年长期积累, 公司与多家国内外知名客户建立了长期的战略合作关系, 为食品加工业务带来稳定的毛利润基础, 现拥有百胜、麦当劳、德克士、宜家等国内外餐饮巨头的客户群体。公司与客户合作进行新品研发, 加深合作关系, 共同实现大单品突破。
- ◆ 根据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》, 2018-2020 年我国餐饮连锁化率从 12.8% 增长至 15.0%, 行业连锁化率在逐年提升。然而, 目前我国餐饮连锁化率仍远低于美国的 54% 和日本的 49%, 未来有较大幅度的提升空间。
- ◆ 下一步公司将深挖非全国性连锁、地方性超市, 如新华、物美等。通过搭建经销商体系, 下沉到县级小超市。

C 端高速发展结构不断优化。

- ◆ 2019 年至 2021 年，圣农 C 端渠道结构不断优化，线下渠道销售额以超过 25% 的年复合增速稳步扩张，线上平台和新零售平台分别以超过 250% 和超过 300% 的年复合增速大幅增长。
- ◆ 2021 年圣农发展 C 端业务收入占深加工板块收入的比重已经超过 15%。2022 年，公司 C 端爆品策略效果显著，上半年 C 端整体销售额同比去年提升超过 60%，双十一活动期间，C 端线上及爆品收入均实现同比翻番。

3. 白羽鸡行业拐点将至

复盘近十年来白羽鸡市场可见，鸡肉价格具有一定的周期性，但每一轮鸡周期持续时间长度不一，驱动因素比较复杂。

- ◆ 2013-2015 年：受行业集约化、禽流感疫情消退利好，鸡价在 2013-2014 年中迎来一年多的上涨。然而由于 2013 年引种量大幅增加，导致 14 年中旬之后商品鸡供给过剩，价格下跌。
- ◆ 2016-2017 年：2014-2016 年引种量下降，带来 2015 年末至 2016 年初的鸡价短期上涨；然而 2016 年，H7N9 禽流感再次爆发，消费端需求疲弱，肉鸡市场量价齐跌。此外，由于美国、法国和波兰等国相继暴发高致病性禽流感，我国对上述国家的禽类进口采取封关措施，白羽肉鸡引种严重受阻。
- ◆ 2018-2020 年：2018—2019 年国内肉鸡产业摆脱 H7N9 疫情冲击，并因非洲猪瘟疫情导致生猪产量下降而获得更多发展空间，此外，前期引种受阻导致供给短缺，鸡价上涨，肉鸡产业全产业链实现高水平盈利。
- ◆ 2021-2022 年：2019—2021 年连续 3 年白羽肉鸡祖代更新数量居高位，伴随着高位产能的持续释放，2020—2021 年白羽肉鸡出栏量大幅增长，产能过剩问题再次凸显并愈加突出。供大于求引致市场价格低迷，全产业链利润受损。

图32：白羽鸡价格波动周期回顾



资料来源：Wind，申港证券研究所

3.1 供给端：引种断代 鸡苗价格上涨

白羽鸡养殖产能的变化，是白羽鸡市场价格周期的内在驱动因素。

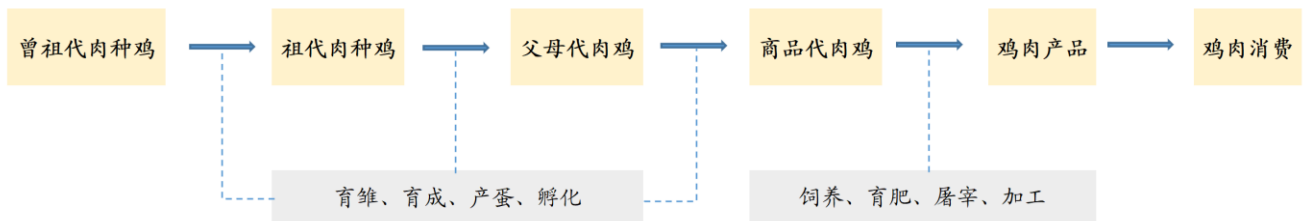
- ◆ 从产业链完整周期来看，白羽鸡从祖代鸡苗引种到商品代毛鸡出栏需要 15 个月的时间，因此白羽肉鸡价格呈现 2-3 年的长周期性变化特点。
- ◆ 但产能从父母代种鸡开始具有一定灵活调整的空间。商品代养殖周期较短（6 周左右），可通过提前淘汰或换羽父母代种鸡来调节短期内商品代市场的产能，因此白羽鸡肉价格会出现 1 年左右短周期的变化。

3.1.1 引种受阻 祖代鸡存栏下行在即

从供给周期来看，祖代种鸡引种到商品代肉鸡出栏最短需要耗时约 60 周。一个完整的白羽肉鸡产业体系包括：纯系白羽原种鸡-曾祖代白羽肉种鸡-祖代白羽肉种鸡-父母代白羽肉种鸡-商品代白羽肉鸡。

- ◆ 祖代种鸡通常在 1 日龄引种，经过 6 周的育雏期（第 1-6 周）和 18 周的育成期（第 7-24 周），方可开始产蛋，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 周的育雏和育成，进入产蛋环节，3 周后孵化得到商品代鸡苗。
- ◆ 商品代鸡苗经过 6 周的育肥后即可出栏进入屠宰、加工环节，流向鸡肉消费市场。

图33：肉鸡产业链



资料来源：仙坛股份公司公告，申港证券研究所

引种量对产量的影响巨大。据钢联数据，近年来我国年引进白羽鸡祖代种鸡 60~125 万套。从数量上看，我国每年祖代肉种鸡的引种量绝对值不大，但由于种鸡具有强大的繁殖扩大作用，祖代鸡的供给变化对鸡肉产量的影响是巨大的。按照肉鸡生产的一般标准，每套祖代肉种鸡可生产约 50 套父母代肉种鸡，每套父母代肉种鸡可生产约 130 只商品肉鸡，每只商品肉鸡可长成约 2.8 千克的成品肉鸡，成品肉鸡的屠宰率约为 85%，据此计算，一套祖代肉种鸡最终可以提供约 15.5 吨的鸡肉产品。据钢联数据，我国 2021 年鸡肉消费量约为 1503 万吨，按此标准计算静态计算每年约需要 97 万套祖代种鸡。

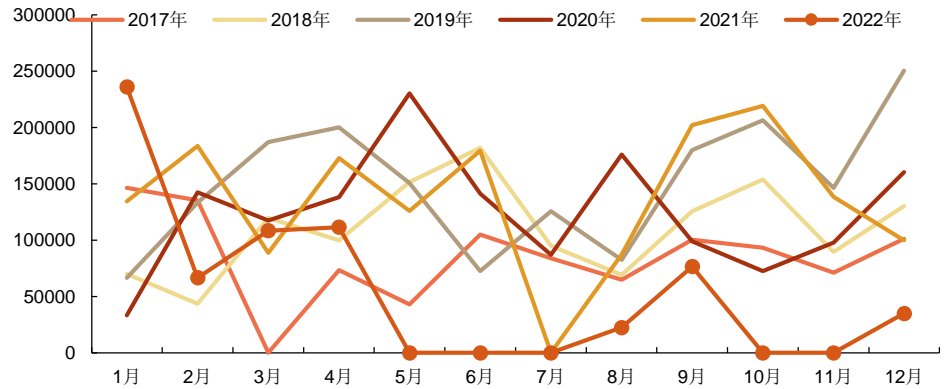
表5：白羽肉鸡扩繁能力

指标	单位	数据
祖代扩繁系数	-	50
父母代扩繁系数	-	130
单套祖代鸡可提供商品代肉鸡数量	只	6500
单只商品肉鸡重量	kg	2.8
屠宰率	%	85%
单套祖代鸡可提供鸡肉产品重量	kg	15470

资料来源：益生股份招股说明书，申港证券研究所

2022年，在欧美禽流感爆发的背景下，中国白羽祖代引种受阻。我国《进出境动植物检疫法》规定，禁止动植物疫情流行的国家和地区的有关动植物、动植物产品和其他检疫物进境。若我国因美国高致病性禽流感而禁止进口美国禽类产品，将导致2022年国内祖代白羽肉鸡供应减少。海关总署公开数据显示，截至2022年底，我国今年的种用鸡进口量累计为65.6万只，同比-60%，仅为过去5年平均水平的45%。

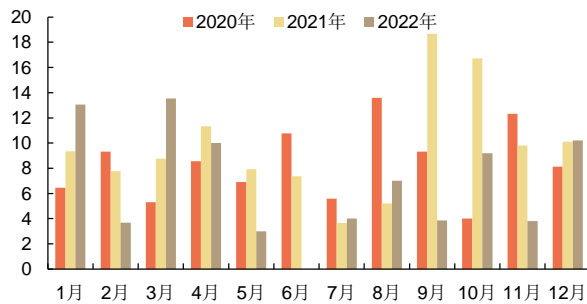
图34：2022年我国种用鸡进口数量显著低于往年（只）



资料来源：海关总署，申港证券研究所

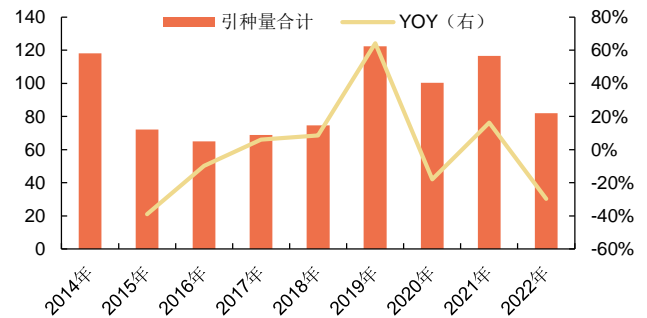
我国祖代鸡海外引种从2022年5月份开始受阻，出现断崖式下跌，直至当前仍暂未出现好转迹象。据钢联数据，2022年，祖代鸡累计引种量（覆盖国内15家祖代种鸡场的祖代鸡苗的引种及自繁数据）仅为81.3万套，较2021年同比-30%。假设均衡引种量为100万套，则当前祖代产能缺口达19%。

图35：我国祖代鸡引种量-月度（万套）



资料来源：钢联数据，申港证券研究所

图36：我国祖代鸡引种量-年度（万套）



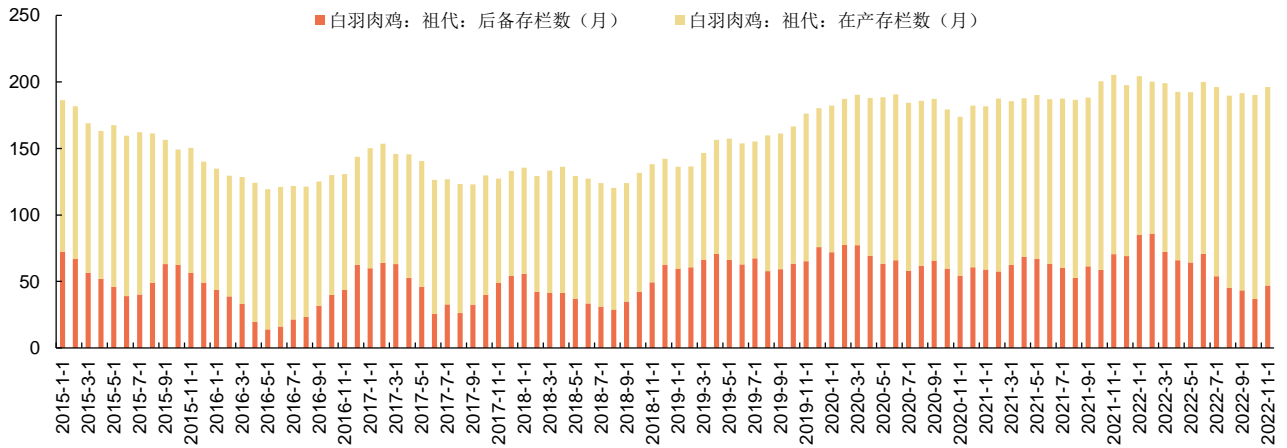
资料来源：钢联数据，申港证券研究所

从祖代鸡存栏来看，总体存栏仍处于高位，预计2023H1存栏将下降。当前，在产种鸡存栏处于高位，后备存栏量已显著下降。

- 在产种鸡存栏的变动，主要受两个方面因素影响，一是后备转正带来的增量，二是在产淘汰带来的减量。理论上可以直接去看前置24周（约6个月）的祖代引种量，与前置65（约16个月）周的引种量之差。当前的存栏高位主要由2022年上半年的大量引种造成。从目前已公布的数据来看，2022年5月-2022年11月引种量已经大幅下降，我们判断2022年11月-2023年5月的在产种鸡存栏将会逐步下滑。
- 后备种鸡存栏的变动，则取决于引种带来的增量，和后备转正带来的减量。理

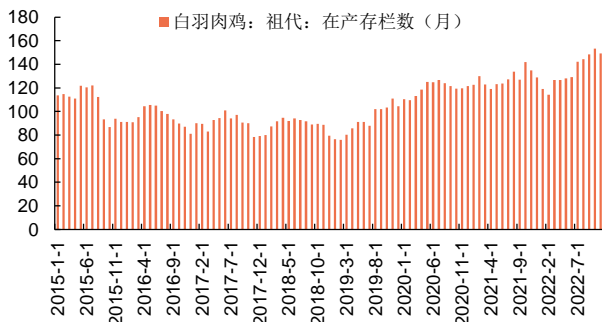
论上后备存栏的变动即为当前引种量，与 24 周（约 6 个月）之前的引种量的差值。未来后备种鸡存栏变动很大程度取决于未来的引种数量变化，进一步地，取决于美国禽流感影响程度与国产种鸡替代进度（以圣泽 901 为主）。

图37：白羽鸡祖代存栏仍处于高位



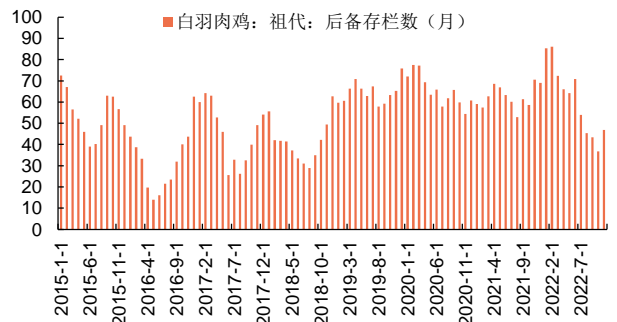
资料来源：钢联数据，申港证券研究所

图38：在产祖代鸡存栏处于高位（万套）



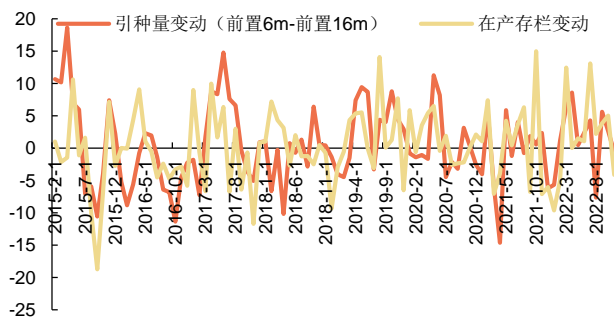
资料来源：钢联数据，申港证券研究所

图39：后备祖代鸡存栏开始下降（万套）



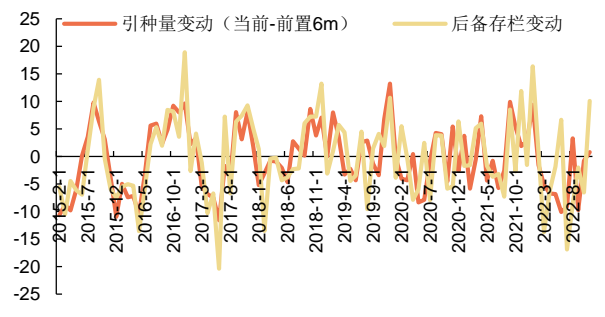
资料来源：钢联数据，申港证券研究所

图40：在产祖代鸡存栏与引种量变动的相关关系（万套）



资料来源：钢联数据，申港证券研究所

图41：后备祖代鸡存栏与引种量变动的相关关系（万套）



资料来源：钢联数据，申港证券研究所

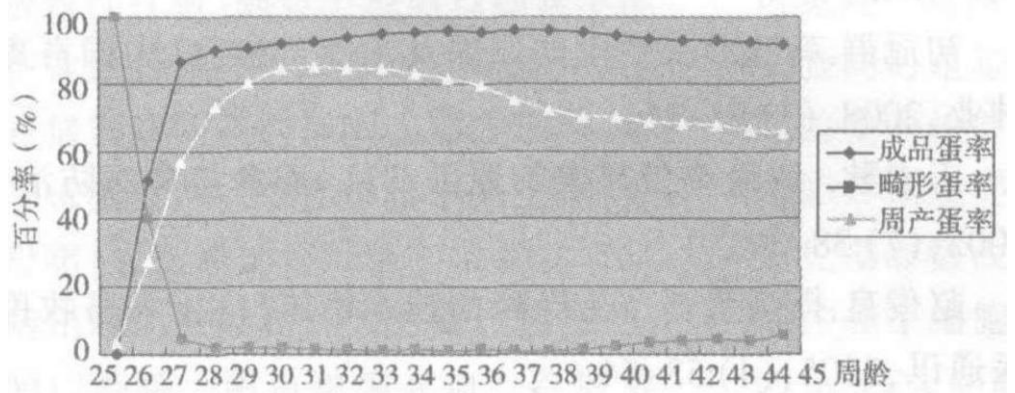
父母代存栏是观察白羽鸡周期的核心指标。父母代种鸡在产存栏量是反映商品代肉鸡数量的先行指标。商品代白羽鸡生长周期为 42 天，从父母代种鸡在产存栏量传导到商品代肉鸡数量，大约需要 2 个月的时间。

本期父母代种鸡在产存栏量=上期在产存栏量+本期后备种鸡转在产数量+本期换羽后新开产的数量-本期正常死淘-本期适龄淘汰种鸡（提前淘汰、正常淘汰、延

迟淘汰)

- ◆ **父母代后备存栏的增加**，来源于祖代的生产。通常，祖代鸡在引进后第 25 周开始生产，第 27 周（约第 7 个月）开始进入产蛋高峰期，第 66 周（约第 15 个月）结束生产淘汰。当祖代存栏数量减少，则父母代后备存栏的增量将在 7 个月后将开始减少。父母代后备存栏的减少，来源于后备存栏转在产存栏，通常需要 24 周的时间。
- ◆ **父母代在产存栏的增加**，主要来源于后备存栏转在产。父母代种鸡的产蛋周期同样为第 25-66 周。因此，本期后备转在产的数量，理论上等于 25 周之前父母代后备存栏的增量。父母代在产存栏的减少，主要取决于父母代种鸡的淘汰。本期在产存栏的减少量，在不考虑换羽和死淘的情况下，理论上等于 66 周之前父母代后备存栏的增量。

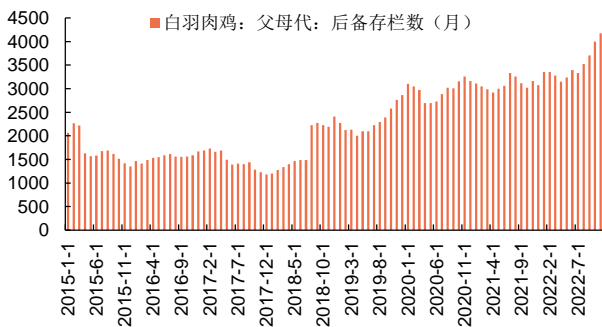
图42：罗斯 308 祖代鸡产蛋率曲线



资料来源：《罗斯 308 祖代肉种鸡产蛋性能的监测》，申港证券研究所

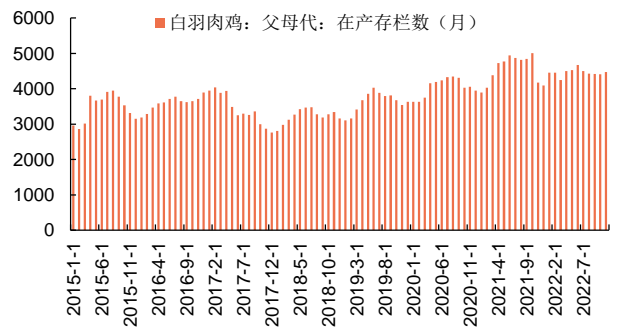
商品代毛鸡出栏量是价格的直接决定因素。1 日龄后备父母代种鸡需经历约 34 周（约 8-9 个月）时间传导至商品代毛鸡出栏，即后备父母代种鸡存栏量能反映 8-9 个月后商品代毛鸡的出栏量水平。当前，父母代后备存栏仍处于高位。2022 年 5 月祖代引种量开始下降，意味着父母代后备存栏将于 2022 年 12 月-2023 年 2 月开始下降，据此推算，在产父母代存栏将于 2023 年 6-8 月下降，商品代肉鸡出栏量将于 2023 年 8-10 月开始下行。

图43：父母代后备存栏处于历史高位



资料来源：钢联数据，申港证券研究所

图44：父母代在产存栏仍较高



资料来源：钢联数据，申港证券研究所

表6：白羽肉鸡各环节价格及产业链利润

	父母代鸡苗 (元/套)	商品鸡苗 (元/只)	鸡肉 (元/kg)	产业链利润 (元/只)
2017 年	24	1.5	9.55	0.65

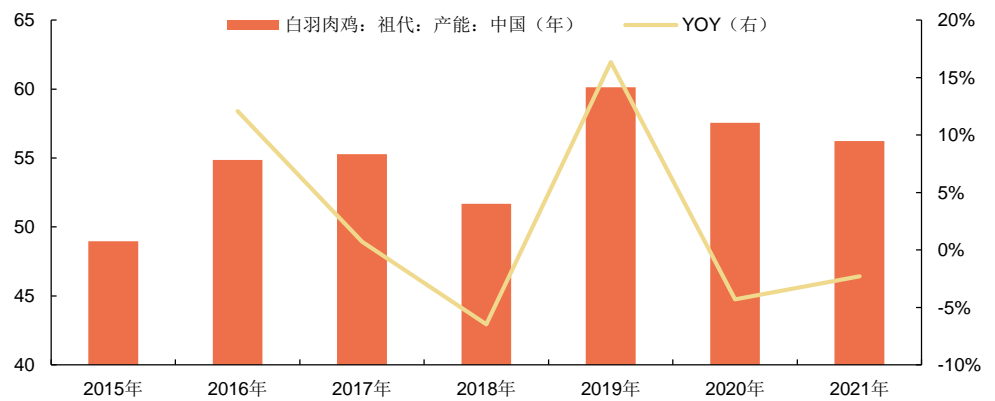
	父母代鸡苗 (元/套)	商品鸡苗 (元/只)	鸡肉 (元/kg)	产业链利润 (元/只)
2018 年	38.7	3.8	10.9	3.3
2019 年	69	7.3	12.2	6.1
2020 年	29	2.5	10.3	1.2
2021 年	49 (成本 22)	2.9 (成本 2.7)	10.15 (毛鸡 8.2)	-1
2022 年 1-6 月	28 (成本 22)	2.0 (成本 2.7)	10.3 (毛鸡 8.6)	亏损

资料来源:《畜牧产业》, 申港证券研究所

3.1.2 产能的干扰因素

祖代鸡产能下行。自 2020 年以来, 由于进口种鸡质量下降, 祖代鸡生产能力整体显著下行, 单套祖代鸡能够提供的父母代种鸡数量从 2019 年的 60 套, 下降至 2021 年的 56 套, 整体扩繁系数降幅 6.5%。

图45: 祖代鸡产能下行 (套)



资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

强制换羽增加产能。产能不足情况下, 养殖企业采取人工强制换羽增加产能。

- ◆ 禽类换羽是一种自然生理现象, 即羽毛周期性地脱落与更新。通常母鸡在经过长期的产蛋, 因产蛋量和蛋品质下降而发生换羽现象。自然换羽时间较长, 约 3-4 个月, 通常伴随食欲减退, 体重下降、产蛋停止, 繁殖系统的恢复。鸡群个体间的换羽时间和速度有很大差别, 一般高产鸡换羽晚, 旧羽毛脱落和新羽毛生长速度较快; 而低产鸡换羽早, 羽毛脱落和生长速度较慢。
- ◆ 由于换羽时间和速度的差别, 鸡群难以再现产蛋高峰期, 故自然换羽不符合生产的需要。为了促使鸡群同步换羽, 缩短换羽时间, 人们挖掘运用了强制换羽技术。强制换羽就是通过人为干预引起机体组织和系统发生特有的形态和机能的变化, 促使鸡群同步羽毛脱落和更换, 再次产蛋的过程。
- ◆ 强制换羽的目的是提高禽产蛋量和蛋品质, 延长利用期限, 提高生产能力。但由于种鸡生产过程跨度长, 受影响的因素多 (产蛋率、种蛋合格率、受精率、孵化率、孵化条件等等), 导致其换羽效果很难控制。因此, 在实际生产中种鸡强制换羽的应用并不十分广泛。
- ◆ 由于可预见未来产能将面临紧缺, 2022 年养殖户集中强制换羽, 全年换羽量 23.43 万套, 较去年同比增加 57%, 占当前祖代鸡在产存栏比重约 16%。假设强制换羽能够提升单套祖代鸡 20%-30%的生产能力, 则估算能够提升全行业产能 3%-5%。

表7: 全国白羽鸡祖代鸡强制换羽数据 (万套)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
2021年	2.07	0	2.2	0	2.7	0	1.9	3.38	0	0	0.86	1.84	14.95
2022年	0	3.5	2.29	2.97	3.13	4.81	0	0	3.73	0	3	-	23.43

资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 申港证券研究所

3.2 需求端: 白羽鸡需求逐年增长

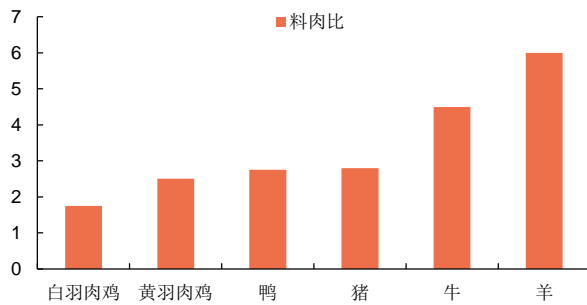
对白羽鸡价格影响的外部因素是需求端的驱动, 即下游对鸡肉需求的变化。

3.2.1 鸡肉市场空间大 白羽鸡市占率提升

白羽肉鸡生产周期短、饲料转化率高, 经济效益显著。白羽肉鸡相对于黄羽肉鸡、猪、牛的料肉比更低, 生产效率更高、更为节粮, 适合规模化养殖。

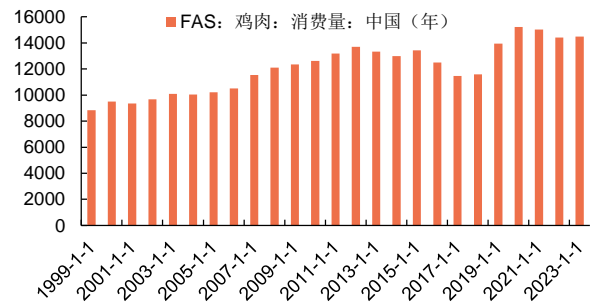
我国禽类消费量呈现增长趋势。2020年, 中央一号文件提出优化肉类消费结构, 因鸡肉产品具有高蛋白质、低脂肪、低胆固醇和低热量等优势。预计未来鸡肉在我国肉类消费的占比仍将不断提升。

图46: 白羽鸡料肉比优势显著



资料来源: 民和股份招股说明书, 益生股份招股说明书, 申港证券研究所

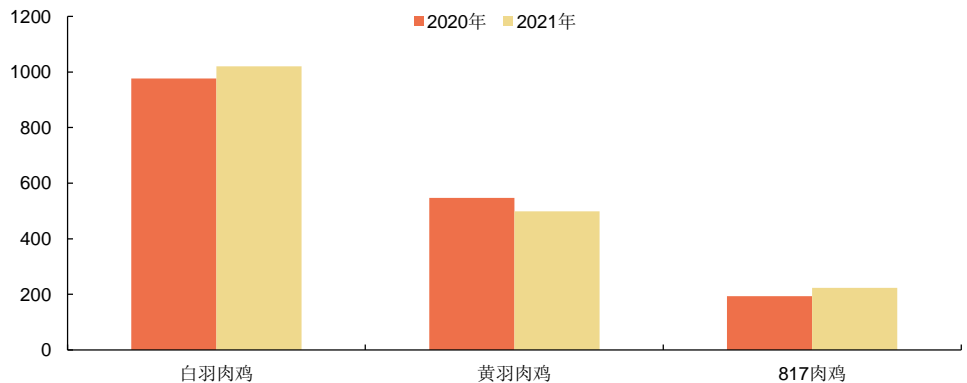
图47: 我国禽类消费总量整体上行 (千吨)



资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

白羽肉鸡占我国鸡肉总产量近六成。肉鸡产业是中国畜牧行业中产业化最迅速、市场化程度最高的行业之一。中国肉鸡品种主要包括白羽肉鸡和黄羽肉鸡两大类, 白羽肉鸡由于体型大、生长发育快、饲料转化率高、适应性强、肉用性能优良, 已成为中国规模化肉鸡生产的主要鸡种。2021年, 中国鸡肉产量约为1743万吨, 其中白羽肉鸡产量约1020万吨, 占比约60%, 黄羽肉鸡产量约499万吨, 817肉鸡产量约224万吨。

图48: 白羽肉鸡占我国鸡肉总产量近六成 (万吨)

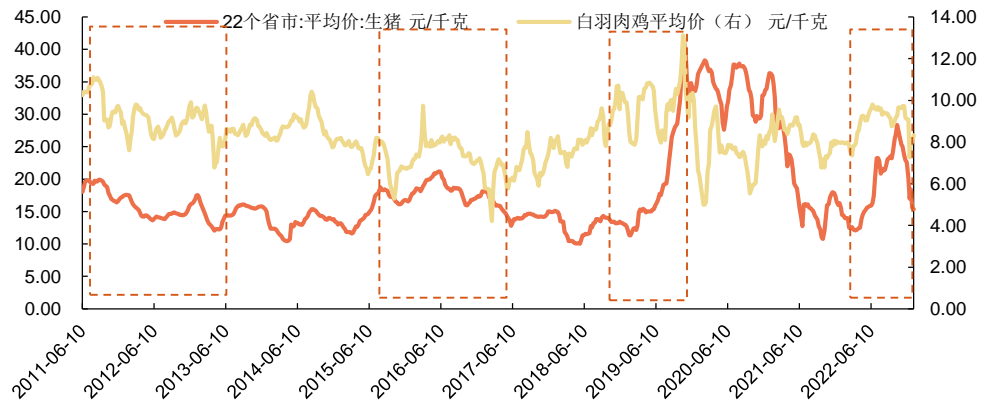


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

3.2.2 鸡猪共振行情可期

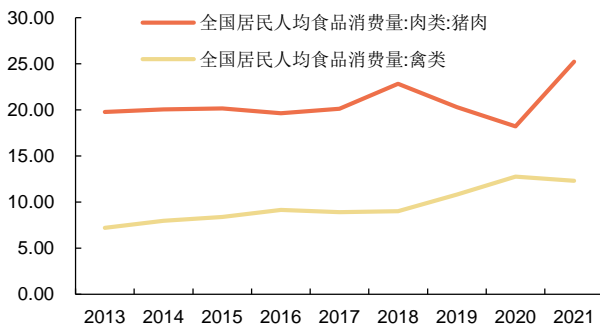
猪肉价格变化影响鸡肉需求。鸡肉和猪肉在一定程度上可以相互替代, 当生猪供给缺口较大, 或猪价较高时, 人们会减少猪肉消费, 转而增加鸡肉消费。如 2019 年, 非洲猪瘟疫情导致猪肉供给锐减, 同年鸡肉消费量大幅增加。我们预计 2023 年猪价从底部回升, 将带动鸡价积极回暖。

图49: 历史上常出现鸡猪共振行情



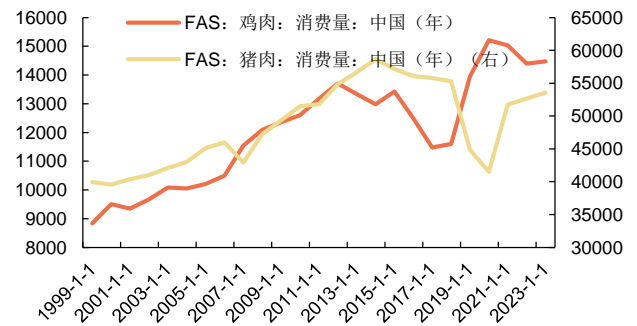
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图50: 全国人均肉类消费量 (kg)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图51: 全国肉类消费总量 (千吨)



资料来源: 钢联数据, 申港证券研究所

4. 盈利预测

4.1 业绩预测

我们从量、价、成本三个方面对公司未来业绩进行预测:

4.1.1 销量

养殖板块:

- ◆ 公司指引: 公司目前养殖产能 6 亿羽, 至 2025 年公司规划产能达到 10 亿羽, 复合年化增速 18.6%。
- ◆ 销量预估: 对于 2022 年销量, 我们采取公司月度销售数据中披露的全年深加工

销量增速 8.3% 作为估算依据。由于 2022 年疫情影响之下消费端疲弱，我们预期 2023-2024 年将迎来消费复苏，叠加公司产能提升，预计 2023-2024 年养殖板块销量增速分别为 8%、5%。

食品加工板块：

- ◆ 公司指引：据公司月度销售数据公告，2022 年深加工销售收入约 66 亿元，2025 年目标 130 亿元，则复合年化增速 25%。
- ◆ 销量预估：对于 2022 年销量，我们采取公司月度销售数据中披露的全年深加工销量增速 4% 作为估算依据。对于 2023-2024 年，我们认为在产能扩张、下游消费好转、消费习惯转变等多重有利因素影响下，预估 2023-2024 年销量增速分别为 15%、15%。

4.1.2 价格

我们判断鸡周期将于 2023 年 Q3 反转，公司 2023-2024 年产品价格有望提升。参考前几轮鸡周期年度鸡肉价格波动，我们预计养殖板块 2022-2024 年价格增速分别为 4%、10%、5%；食品板块 2022-2024 年价格增速分别为 14%、5%、3%。

4.1.3 成本

公司养殖和食品部门成本均以原材料占主要部分。通常在白羽鸡饲料配比中，玉米占比约 60%，豆粕占比约 35%。据公司招股说明书，公司玉米、豆粕的库存分别保持 15 天、7 天消耗量，过往年度公司原材料成本增幅与当年玉米、豆粕价格走势相近。因此，我们通过对粮食价格的走势研判来估算公司未来成本变化情况。

- ◆ 2022 年，玉米、豆粕价格分别同比上行 0.4% 和 26.8%，我们预计公司养殖单位成本增速为 8%。
- ◆ 对于 2023 年玉米、豆粕的价格，我们参考期货市场价格作为预测基准。目前从期货价格来看，市场一致预期 2023 年、2024 年玉米、豆粕价格从高位稍有回落。截至 2023 年 1 月 19 日，DCE 玉米 23 年合约的平均价格为 2838 元/吨，与 2022 年玉米现货平均价格（2846 元/吨）基本持平。24 年合约价格 2772 元/吨，较 2023E 小幅下滑 2.3%。DCE 豆粕 23 年合约平均价格为 3930 元/吨，而 2022 年豆粕现货均价 4607 元/吨，即市场预期 2023 年豆粕价格变动幅度为 -15%，2024 年 1 月合约价格为 3751 元/吨，较 23 年合约均价 -4.55%。
- ◆ 综上，我们预计 2022-2024 年公司养殖单位成本增速分别为 8%、0%、-2%；食品加工单位成本增速分别为 7%、-1%、-1%。

表8：公司业绩预测

	年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E	2025E
养殖板块	收入 (亿元)	75.62	81.35	95.33	88.72	89.28	100.63	119.55	131.80	143.77
	YOY		8%	17%	-7%	1%	12.72%	19%	10%	9%
	成本 (亿元)	71	66	63	73	85	98.46	107.09	113.23	122.29
	YOY		-7%	-4%	15%	17%	16%	9%	6%	8%
	销量 (万吨)	90.56	87.29	88.50	97.85	105.54	114.34	123.49	129.66	140.03
	YOY		-4%	1%	11%	8%	8.34%	8%	5%	8%
	单价 (元/kg)	8.35	9.32	10.77	9.07	8.46	8.80	9.68	10.17	10.27
	YOY		12%	16%	-16%	-7%	4%	10%	5%	1%

	单位成本 (元/kg)	7.81	7.56	7.16	7.45	8.06	8.61	8.67	8.73	8.73
	YOY		-3%	-5%	4%	8%	7%	1%	1%	0%
	毛利率	6.49%	18.85%	33.55%	17.87%	4.72%	2.16%	10.43%	14.09%	14.94%
食品板块	收入 (亿元)	21.67	28.90	39.45	40.77	46.46	55.04	66.46	78.72	91.44
	YOY		33%	36%	3%	14%	18.48%	21%	18%	16%
	成本 (亿元)	16	22	26	30	39	43.72	50.70	58.79	67.61
	YOY		36%	18%	15%	31%	13%	16%	16%	15%
	销量 (万吨)	10.89	14.46	18.14	19.18	22.46	23.44	26.96	31.00	35.65
	YOY		33%	25%	6%	17%	4.38%	15%	15%	15%
	单价 (元/kg)	19.90	19.99	21.74	21.26	20.68	23.48	24.65	25.39	25.65
	YOY		0%	9%	-2%	-3%	14%	5%	3%	1%
	单位成本 (元/kg)	14.86	15.18	14.22	15.42	17.25	18.65	18.81	18.96	18.96
	YOY		2%	-6%	8%	12%	8%	1%	1%	0%
	毛利率	25.35%	24.06%	34.59%	27.46%	16.62%	20.56%	23.71%	25.32%	26.06%
其他业务	收入 (亿元)	4.30	5.22	10.81	7.95	9.05	10.86	14.11	18.35	23.85
	YOY		22%	107%	-26%	14%	20.00%	30%	30%	30%
	毛利率	15.23%	27.03%	43.25%	10.66%	7.47%	5%	10%	10%	10%
	成本 (亿元)	3.64	3.81	6.13	7.11	8.37	10.31	12.70	16.51	21.47
合计	收入	101.59	115.47	145.58	137.45	144.78	166.53	200.13	228.88	259.06
	YOY		14%	26%	-6%	5%	15%	20%	14%	13%
	成本	90.53	91.77	95.29	109.54	132.17	152.50	170.49	188.54	211.37
	YOY		1%	4%	15%	21%	15%	12%	11%	12%
	毛利润	11.06	23.70	50.30	27.90	12.61	14.03	29.64	40.34	47.69
	YOY		114%	112%	-45%	-55%	11%	111%	36%	18%
	毛利率	10.88%	20.53%	34.55%	20.30%	8.71%	8.43%	14.81%	17.63%	18.41%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们选取同行业的立华股份、益生股份、仙坛股份、民和股份、湘佳股份、晓鸣股份作为可比公司进行估值。公司作为白羽鸡全产业链龙头企业，近年来发力食品端，未来增速可期，我们给予公司 2023 年 22 倍 PE，对应目标价 31.18 元。

表9: 可比公司估值

代码	证券简称	最新收盘价 (元)	总市值(亿元)	每股收益			市盈率 PE		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E
300761.SZ	立华股份	37.88	174.17	-0.98	2.49	3.58	-38.6	15.23	10.58
002458.SZ	益生股份	14.46	143.57	0.03	0.01	0.86	394.67	1,314.55	16.73
002746.SZ	仙坛股份	9.29	79.94	0.1	0.22	0.34	109.89	42.06	27.31
002234.SZ	民和股份	21.01	73.32	0.14	-0.84	1.42	125.78	-24.92	14.75
002982.SZ	湘佳股份	44.39	45.22	0.25	1.36	2.66	193.57	32.62	16.66
300967.SZ	晓鸣股份	17.44	33.17	0.48	0.27	0.57	61.08	63.6	30.42
	平均值	-	-	-	-	-	-	141.07	240.52
002299.SZ	圣农发展	24.16	300.46	0.36	0.41	1.42	66.76	58.54	17.05

资料来源: Wind, 申港证券研究所

注: 除圣农发展外, 其余公司盈利数据为 Wind 一致性预测值 (截至 2022 年 2 月 9 日)

我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 5.1 亿元、17.6 亿元、29.8 亿元，同比变化 14.5%、243%、68.8%，EPS 分别为 0.41、1.42、2.39 元/股，对应 PE 分别为 58.5、17、10.1 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

表10：财务和估值数据摘要

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	13,744.60	14,478.20	16,652.90	19,469.17	22,288.50
增长率 (%)	-5.59%	5.34%	15.02%	16.91%	14.48%
归母净利润 (百万元)	2,041.44	448.24	513.38	1,763.11	2,976.34
增长率 (%)	-50.12%	-78.04%	14.53%	243.43%	68.81%
净资产收益率 (%)	21.44%	4.52%	5.07%	16.92%	27.23%
每股收益(元)	1.64	0.36	0.41	1.42	2.39
PE	14.70	66.76	58.54	17.05	10.10
PB	3.16	3.03	2.97	2.88	2.75

资料来源：Wind，申港证券研究所

5. 风险提示

鸡价反转不及预期风险：虽然祖代产能即将下行，但养殖户可能存在集中强制换羽行为，可能减小产能缺口；2022 年下半年生猪产能小幅扩张，如若 2023 年猪价持续低迷，则鸡价也将面临压力。

下游消费反转不及预期风险：虽然疫情管控已经放开，但仍存在集中感染压制消费的可能性，若下游消费意愿及消费能力恢复不及预期，则公司产品销量提升幅度有限。

渠道拓展不畅风险：公司未来规划下沉地方商超渠道，由于公司产品定位高端路线，价格偏高，在拓展地方渠道时可能受阻，若渠道拓展不畅，或影响产品销量。

定量弹性分析：

- ◆ 价格弹性：如 2023 年养殖板块价格波动幅度较中性预期-1pct，则公司归母净利润减少 1 亿元，较中性预期-5.76%；如 2023 年食品板块价格波动幅度较中性预期-1pct，则公司归母净利润减少 0.6 亿元，较中性预期-3.36%。
- ◆ 销量弹性：如 2023 年养殖板块销量增幅较中性预期-1pct，则公司归母净利润减少 374 万元，较中性预期-0.21%。如 2023 年食品板块销量增幅较中性预期-1pct，则公司归母净利润减少 1219 万元，较中性预期-0.69%。

表11: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
营业收入	13745	14478	16653	19469	22289	流动资产合计	3493	4219	4760	5322	6407		
营业成本	10954	13217	15228	16634	18091	货币资金	305	495	569	665	1279		
营业税金及附加	29	40	46	54	62	应收账款	731	847	930	1088	1245		
营业费用	216	306	400	467	535	其他应收款	11	35	40	47	54		
管理费用	226	246	366	428	490	预付款项	108	199	190	207	225		
研发费用	74	67	87	101	116	存货	2318	2525	2909	3178	3456		
财务费用	112	138	150	150	150	其他流动资产	5	88	95	104	114		
资产减值损失	-32	-59	0	0	0	非流动资产合计	11436	12825	12463	12107	11669		
公允价值变动收益	-1	-3	20	9	14	长期股权投资	48	67	0	0	0		
投资净收益	9	34	30	35	38	固定资产	10057	10290	9920	9542	9150		
营业利润	2168	525	543	1814	3052	无形资产	219	295	282	271	259		
营业外收入	5	6	6	6	6	商誉	0	0	0	0	0		
营业外支出	56	19	25	22	24	其他非流动资产	158	230	228	266	305		
利润总额	2117	512	524	1797	3034	资产总计	14929	17044	17223	17429	18076		
所得税	76	59	6	18	30	流动负债合计	5276	6311	4473	4361	4472		
净利润	2042	452	518	1779	3004	短期借款	1744	3509	771	292	0		
少数股东损益	0	4	5	16	27	应付账款	1476	1829	2051	2240	2436		
归属母公司净利润	2041	448	513	1763	2976	预收款项	0	0	0	0	0		
EBITDA	3453	1994	1200	2476	3716	一年内到期的非流动负债	187	17	107	107	107		
EPS (元)	1.64	0.36	0.41	1.42	2.39	非流动负债合计	131	809	2609	2609	2609		
主要财务比率						长期借款	17	61	1861	1861	1861		
						应付债券	0	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	5408	7120	7082	6970	7081		
营业收入增长	-5.59%	5.34%	15.02%	16.91%	14.48%	少数股东权益	1	14	19	35	63		
营业利润增长	-49.16%	-75.80%	3.52%	233.89%	68.28%	实收资本(或股本)	1244	1244	1244	1244	1244		
归属于母公司净利润增长	-50.12%	-78.04%	14.53%	243.43%	68.81%	资本公积	4259	4270	4270	4270	4270		
获利能力						未分配利润	3260	3694	3764	4007	4417		
毛利率(%)	20.30%	8.71%	8.56%	14.56%	18.83%	归属母公司股东权益合计	9520	9909	10122	10423	10932		
净利率(%)	14.85%	3.12%	3.11%	9.14%	13.48%	负债和所有者权益	14929	17044	17223	17429	18076		
总资产净利润(%)	13.67%	2.63%	2.98%	10.12%	16.47%	现金流量表							
ROE(%)	21.44%	4.52%	5.07%	16.92%	27.23%	单位:百万元							
偿债能力						经营活动现金流	3238	1843	1047	2303	3546		
资产负债率(%)	36%	42%	41%	40%	39%	净利润	2042	452	518	1779	3004		
流动比率	0.66	0.67	1.06	1.22	1.43	折旧摊销	964	1049	507	512	514		
速动比率	0.22	0.27	0.41	0.49	0.66	财务费用	112	138	150	150	150		
营运能力						应付账款减少	8	-116	-83	-157	-158		
总资产周转率	0.91	0.91	0.97	1.12	1.26	预收账款增加	-164	0	0	0	0		
应收账款周转率	19	18	19	19	19	投资活动现金流	-1205	-1782	-90	-117	-23		
应付账款周转率	11.00	8.76	8.59	9.07	9.53	公允价值变动收益	-1	-3	20	9	14		
每股指标(元)						长期股权投资减少	3	-19	67	0	0		
每股收益(最新摊薄)	1.64	0.36	0.41	1.42	2.39	投资收益	9	34	30	35	38		
每股净现金流(最新摊薄)	-0.69	0.14	0.06	0.08	0.49	筹资活动现金流	-2896	119	-883	-2090	-2909		
每股净资产(最新摊薄)	7.65	7.97	8.14	8.38	8.79	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	-201	44	1800	0	0		
P/E	14.70	66.76	58.54	17.05	10.10	普通股增加	5	0	0	0	0		
P/B	3.16	3.03	2.97	2.88	2.75	资本公积增加	76	11	0	0	0		
EV/EBITDA	9.18	16.62	26.85	12.78	8.27	现金净增加额	-863	180	74	96	613		

资料来源: Wind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上