

2024年01月07日  
 圣农发展(002299.SZ)

SDIC


**公司深度分析**

证券研究报告

农林牧渔

## 产能扩张支撑成长,降本增效静待周期

**白羽鸡行业:** 周期拐点将近, 产能逐步下行。供应: 产能仍处于高位, 供应端减量趋势已有体现, 协会监测企业在产父母代存栏量自10月底始已持续5周有所降低, 目前产能已减少9.10%。消费: 进入Q4, 毛鸡价格持续低迷, 消费端疲软, 屠宰端库容率较高, 经销商走货情绪一般。我们预计2024年3月在产父母代存栏将降至3765万套, 相对2023年8月的存栏高位减少20%, 周期有望于2024年Q1迎来反转。近期受行业停苗停孵影响, 鸡苗价格在停苗期后或有更好行情。

**养殖业务:** 业绩稳中有升支撑成长, 周期底部逆势扩张。2013-2022年养殖板块鸡肉销量从41.92万吨提升至114.11万吨, CAGR为11.77%。2023年H1实现营收51.28亿元, 同比+10.41%。受益于全产业链布局优势, 公司通过多环节降本增效, 不断降低养殖成本, 同时由于品质优良, 享有溢价优势。近年来, 公司通过新建工厂与兼并收购, 不断加速扩张步伐, 目前年产能已增长到超过7亿羽, 计划2025年实现10亿羽产能目标, 稳坐白鸡龙头。

**食品业务:** “产品+渠道”齐发力, 第二增长曲线成果显著。2017-2022年, 公司食品加工业务营收自21.67亿增长至49.90亿, CAGR达18.16%。B端业务: 经过三十多年的行业积累, 已经发展为公司的优势领域, 2023年H1公司食品板块B端营收同比增长超40%, 大客户渠道营收同比增长近50%。C端业务: 公司精准定位品牌消费人群, 与线上平台达成合作关系, 同时不断推进线下销售渠道建设。C端收入占比已由2019年的7%左右提升至2022年23%以上。

**种鸡业务:** 父母代种鸡销售符合预期, 市占率稳步提升。2022年公司销售父母代鸡苗655万套, 预计2023年可销售约1000万套, 目前“圣泽901”在父母代鸡苗市场份额中占比约为14.84%。公司“十四五”规划, “圣泽901”市占率预计将于2025年达到40%。当前祖代鸡海外引种虽已恢复, 但仅有俄州可对外供种, 整体形势依旧不明朗。白鸡种源的国产替代进程已经进入关键时期, 公司有望充分获益, 看好种鸡业成为公司第三增长曲线。

**投资建议:** 我们预计行业有望于2024年Q1迎来反转, 公司作为国内白羽鸡龙头, 有望充分受益。我们预计公司2023-2025年分别实现营收183.2/234.5/262.9亿元, 同比增速9.0%/28.0%/12.1%, 实现净利润9.2/28.0/25.9亿元, 同比增速123.5%/204.9%/-7.4%。参考可比公司wind一致预期, 给予养殖业务10倍PE, 食品业务16倍PE, 合计对应2024年目标市值(养殖+食品)共310.3亿元, 对应6个月目标价24.96元。维持“买入-A”评级。

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价

24.96元

股价(2024-01-05)

16.64元

交易数据

总市值(百万元) 20,690.18

流通市值(百万元) 20,478.99

总股本(百万股) 1,243.40

流通股本(百万股) 1,230.71

12个月价格区间 16.35/25.58元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.5	-3.6	-11.8
绝对收益	-6.4	-13.3	-27.9

冯永坤

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523090001

fengyk@essence.com.cn

相关报告

产能稳步扩张, 食品业务延续高增长 2023-10-26

目 **风险提示**：原材料价格波动风险；禽类疫病暴发风险；鸡肉消费不及预期风险；食品端拓展不及预期；食品安全风险；周期测算及假设不及预期。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	14,478.2	16,817.1	18,324.4	23,453.7	26,288.9
净利润	448.2	410.9	918.3	2,800.3	2,594.1
每股收益(元)	0.36	0.33	0.74	2.25	2.09
每股净资产(元)	7.97	7.99	8.37	9.27	10.10

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	46.9	51.2	22.9	7.5	8.1
市净率(倍)	2.1	2.1	2.0	1.8	1.7
净利润率	3.1%	2.4%	5.0%	11.9%	9.9%
净资产收益率	4.5%	4.1%	8.8%	24.3%	20.6%
股息收益率	1.8%	1.2%	2.6%	8.0%	7.4%
ROIC	5.4%	4.8%	8.6%	20.8%	17.7%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 目 录

1. 公司简介：全产业链白羽鸡龙头	5
1.1. 发展历程：深耕白鸡行业 40 年，产业链日趋完善	5
1.2. 股权结构：股权集中，管理层稳定	5
1.3. 财务表现：营收规模稳步增长，利润端受周期波动影响	6
2. 行业分析：白羽鸡拐点将近，产能已逐步下行	7
2.1. 周期逻辑：海外引种受阻，上行周期到来在即	7
2.1.1. 祖代更新短缺已逐步传导至父母代鸡苗	8
2.1.2. 美国禽流感再起，海外引种形势仍不明朗	10
2.2. 产能去化已开始，鸡苗供应有望下行	10
2.2.1. 产能现状：在产父母代存栏已从高位逐步下降，但短期内鸡苗供应偏充足	10
2.2.2. 产能走势：预计将于 24 年 Q1 去化到位，较 23 年存栏高点去化 20%	11
2.3. 消费：看好长期禽肉消费空间，预制菜行业崛起或带动白鸡消费腾飞	12
2.3.1. 消费复苏不及预期，短期内难以支撑鸡价大幅上涨	12
2.3.2. 看好长期禽肉消费空间，预制菜行业崛起或带动白鸡消费腾飞	14
3. 公司分析：“养殖+食品”双轮驱动，种鸡业务接棒成长	15
3.1. 全产业链布局优势凸显，盈利能力行业领先	15
3.2. 家禽养殖业务：传统业务支撑成长，周期底部逆势扩张	17
3.3. 种鸡业务：“圣泽 901”表现出色，市占率稳步提升	19
3.4. 食品加工业务：“产品+渠道”齐发力，打造第二发展曲线	20
3.4.1. 深耕食品业务二十载，产能扩张驱动业绩释放	20
3.4.2. 产品矩阵多元化发展，发力预制菜	21
3.4.3. 全渠道销售布局，品牌影响力不断提升	23
4. 盈利预测与估值	25
4.1. 盈利预测	25
4.2. 估值	26
5. 风险提示	27

## 目 录

图 1. 公司历史沿革	5
图 2. 公司股权结构稳定	5
图 3. 公司营业收入随周期波动趋势	6
图 4. 公司归母净利润随周期变化	6
图 5. 公司各业务收入占比	7
图 6. 公司各业务毛利率	7
图 7. 公司三项费用率（单位：%）	7
图 8. 公司整体毛利率和净利率（单位：%）	7
图 9. 白羽肉鸡周期传导逻辑	8
图 10. 2021-2022 年美国本土 H5 亚型禽流感分布（截至 2022 年 11 月 27 日）	8
图 11. 2022 年祖代鸡更新量同比-24.5%（单位：万套）	9
图 12. 2023 年在产祖代存栏大幅下滑（单位：万套）	9
图 13. 2021-2023 年 9 月祖代鸡强制换羽量年度累计值（单位：万套）	9
图 14. 父母代鸡苗价格高位持续多月（单位：元/套）	10
图 15. 2023 年在产父母代存栏高位运行（单位：万套）	11
图 16. 协会监测企业产能下降显著（单位：万套）	11

图 17. 商品代鸡苗销量走势（单位：亿只）	11
图 18. 商品代鸡苗价格走势（单位：元/只）	11
图 19. 在产父母代存栏量理论值（单位：万套）	12
图 20. 预测至 2024 年 3 月在产父母代存栏减少 20%（浅色为预测值，单位：万套）	12
图 21. 2023 年初-至今白羽肉鸡均价（单位：元/公斤）	13
图 22. 我国白鸡销售渠道	13
图 23. 餐饮端收入回暖	13
图 24. 全国工业产能利用率有所下滑	13
图 25. 全国工程开工量下滑明显	13
图 26. 2013-2021 年我国人均禽类消费量以及增速	14
图 27. 白羽肉鸡产量&出栏数保持高增速	14
图 28. 预制菜行业总体市场规模及预测	14
图 29. 肉禽预制菜行业市场规模及预测	14
图 30. 公司全产业链布局	15
图 31. 公司整体毛利率行业领先	16
图 32. 四家上市公司生鸡肉业务毛利率对比	16
图 33. 四家上市公司食品加工业务毛利率对比	16
图 34. 公司家禽饲养板块销量稳步增长	17
图 35. 公司家禽饲养板块营收稳步增长	17
图 36. 公司养殖成本有一定优势（单位：元/吨）	17
图 37. 饲料价格上行压缩养殖利润（单位：元/吨）	17
图 38. 公司生鸡肉产品溢价明显（单位：元/吨）	18
图 39. 2017 - 1-3Q23 公司资本性支出（单位：亿元）	19
图 40. “圣泽 901”研发历程	19
图 41. 2023 年 1-11 月各品种祖代鸡更新量占比	20
图 42. 2023 年 1-11 月各品种父母代种鸡销量占比	20
图 43. 食品加工业务产品销量高速增长	21
图 44. 食品加工业务收入高速增长	21
图 45. 公司产品展示	22
图 46. 公司在 2022 年中国预制菜品牌百强榜排名第五	22
图 47. 圣农食品产品销售渠道	23
图 48. 公司销售费用及销售费用率	24
图 49. 公司持续加码品牌建设	24
图 50. 公司“双十一”创造佳绩	24
表 1: 公司核心高管背景	6
表 2: 近期美国禽流感疫情	10
表 3: 部分公司 2023H1 禽肉预制菜业务业绩及增速	15
表 4: 公司参与的重大活动和大型合作伙伴	18
表 5: 各种源父母代性能对比	20
表 6: 公司食品加工厂产能情况	21
表 7: 公司深加工产品矩阵	22
表 8: 公司分板块拆分及盈利预测	25
表 9: 养殖板块可比公司估值水平	26
表 10: 食品板块可比公司估值水平	26

## 1. 公司简介：全产业链白羽鸡龙头

### 1.1. 发展历程：深耕白鸡行业 40 年，产业链日趋完善

持续发展四十载，力求成为国内最重要的优质肉鸡供应商。公司成立于 1983 年，由创始人傅光明建立的个人养鸡场起家；1994 年公司与肯德基建立长期供销伙伴关系；2003 年成为母公司圣农集团的下设子公司；2009 年公司在深交所成功上市。2021 年公司自主繁育的“圣泽 901”通过国家品种审定，打破境外种源垄断。近年来，公司以“圣农十四五”发展目标为纲，持续完善产业链布局，加速产能扩张步伐，白鸡养殖产能已超 7 亿羽，是国内最大的集自主育种、种鸡养殖、种蛋孵化、饲料加工、肉鸡养殖、肉鸡加工、食品深加工、产品销售为一体的白羽肉鸡企业。

图1. 公司历史沿革

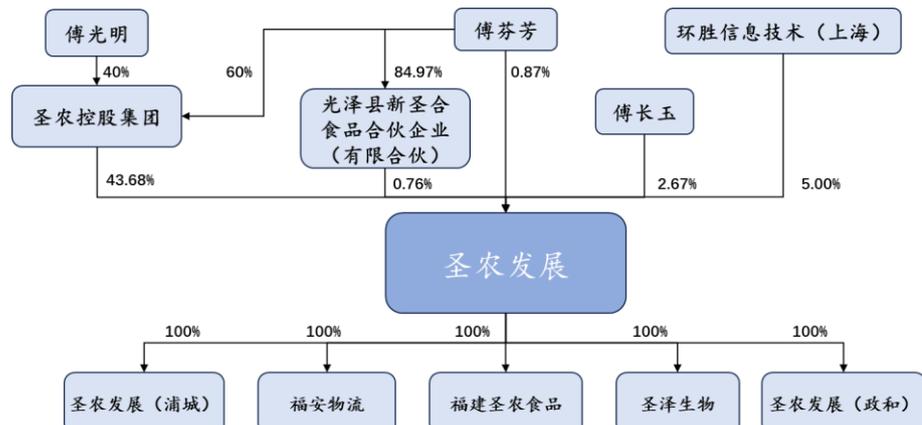


资料来源：公司官网，国投证券研究中心

### 1.2. 股权结构：股权集中，管理层稳定

大股东股权集中稳定，核心子公司分工明确。公司控股股东为福建圣农控股集团有限公司，持有公司 43.68% 的股份，公司实控人为傅光明、傅长玉夫妇及其长女傅芬芳，三人合计持有公司约 48% 的股份。核心子公司职能划分有序，共同服务于公司白鸡产业链。圣农（浦城）和圣农（政和）均为拥有饲料生产、父母代种鸡繁育、肉鸡饲养、鸡肉产品初加工和销售的一体化企业；福建圣农食品负责食品深加工业务；福安物流负责产品仓储及物流服务；圣泽生物公司负责肉鸡育种及种鸡销售。

图2. 公司股权结构稳定



资料来源：wind，国投证券研究中心

**核心管理层经验充足。**傅芬芳女士于2003年进入圣农集团工作，2007年担任圣农食品董事长，2018年开始担任公司总经理，并出任集团副董事长。任职期间，积极拓展公司的战略布局，开拓物流、酒店、能源等多项业务，并前瞻性地深入发展食品深加工业务，拓宽C端渠道，奠定了公司目前“养殖+食品”双轮驱动的经营模式。

**表1：公司核心高管背景**

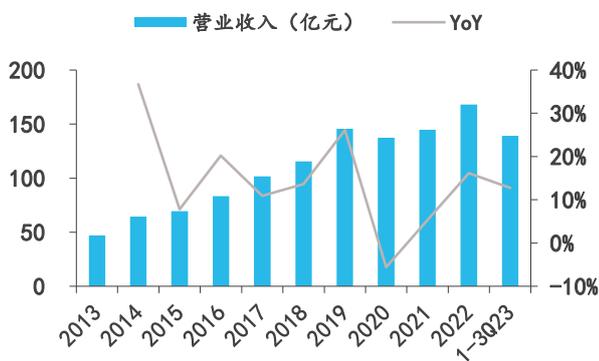
姓名	职位	学历	背景
傅光明	董事长	—	1953年出生，中国国籍，无境外永久居留权。傅光明是公司创始人，曾任中国人民政治协商会议第八届福建省委员会委员。
丁晓	董事	硕士	1986年出生，中国香港籍，工商管理硕士学位。丁晓先生于2019年加入百胜中国，现任百胜中国首席投资官一职。
傅芬芳	董事、总经理	硕士	1980年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。傅芬芳女士现任中华全国工商业联合会农业产业商会副会长。
周红	董事、审计委员会委员	本科	1963年出生，中国国籍，无境外永久居留权。本科学历。
席军	董事	本科	1980年出生，中国国籍，大学本科学历，无境外永久居留权。现任政协抚州市第五届委员会委员。
廖俊杰	董事、副总经理、董事会秘书	硕士	1986年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。取得深交所颁发的董事会秘书资格证书。
林奇清	财务总监	—	1969年出生，中共党员，中级职称，中国国籍，无境外永久居留权。

资料来源：wind，国投证券研究中心

### 1.3. 财务表现：营收规模稳步增长，利润端受周期波动影响

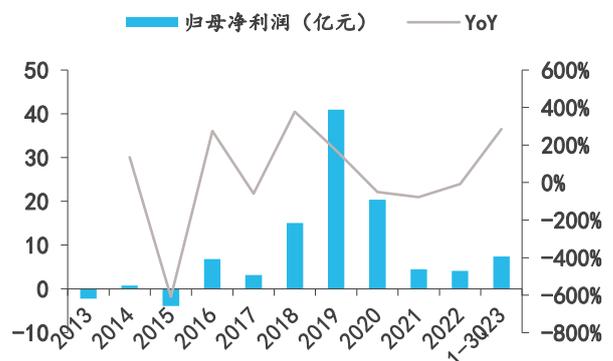
**公司营收稳步增长。**随着产能的不断扩增，公司营业收入呈现逐年上升趋势，2013-2022年间CAGR高达15.19%。2022年公司实现营收168.17亿元，同比+16.15%；2023年前三季度实现营收139.27亿元，同比+12.74%。**受白羽鸡周期波动影响，公司利润水平存在波动。**2019年，行业处于白鸡上行周期，叠加非洲猪瘟影响下，猪肉消费缺口增大，鸡肉迎来历史最佳周期，公司利润大幅增长。2020年后，鸡肉价格下行，行业进入磨底3年期，同时玉米、豆粕等饲料原材料价格上涨导致养殖成本增加，公司利润水平被压缩；但依靠食品深加工业务的日益成熟，仍保持盈利。2022年公司实现归母净利润4.11亿元，同比-8.33%，2023年前三季度实现归母净利润7.40亿元，同比+284.73%。

**图3. 公司营业收入随周期波动趋势**



资料来源：ifind，国投证券研究中心

**图4. 公司归母净利润随周期变化**



资料来源：ifind，国投证券研究中心

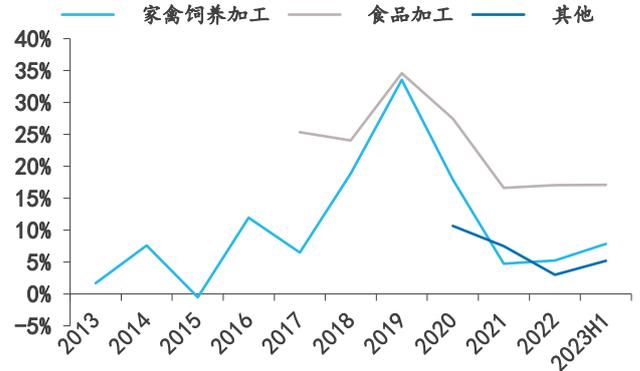
**食品板块占比提升，第二业绩曲线稳步兑现。**家禽饲养加工仍为公司第一大业务板块，2022/2023H1 营收占比分别为 62.10%/56.48%。由于传统养殖公司转型食品端具有显著的成本优势和供应链基础，自2017年圣农食品并表后，公司持续加码食品板块，营收占比稳步提升，2022/2023H1 营收占比分别为 29.67%/33.43%。**分业务毛利率：**2022/2023H1 养殖板块毛利率为 5.25%/7.83%，食品板块毛利率为 17.07%/17.08%。食品板块毛利率高于养殖板块，且保持相对稳定，在周期相对底部时更为明显，一定程度上缓解了鸡周期波动对于公司的影响。

图5. 公司各业务收入占比



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

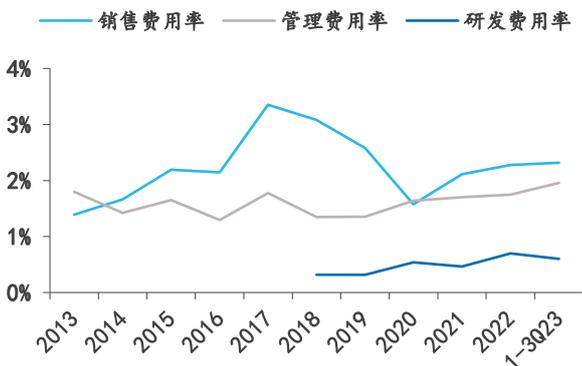
图6. 公司各业务毛利率



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

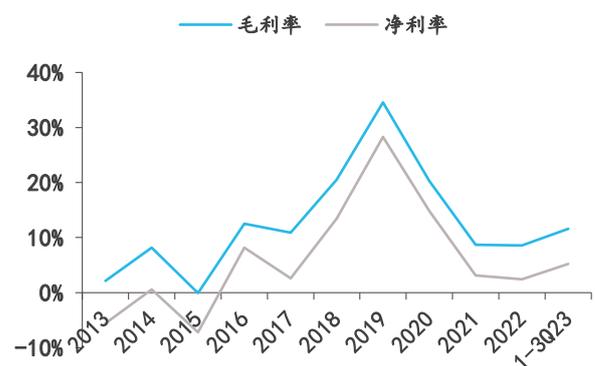
费用端控制良好, 盈利能力回暖。公司 2022/1-3Q23 公司销售费用率为 2.28%/2.31%, 管理费用率为 1.75%/1.96%, 研发费用率为 0.70%/0.60%, 费用端整体保持稳定。受益于 2023H1 的白鸡行情, 公司盈利能力有所回暖, 2022/1-3Q23 毛利率为 8.57%/11.61%, 对应净利率为 2.41%/5.22%。

图7. 公司三项费用率 (单位: %)



资料来源: ifind, 国投证券研究中心

图8. 公司整体毛利率和净利率 (单位: %)



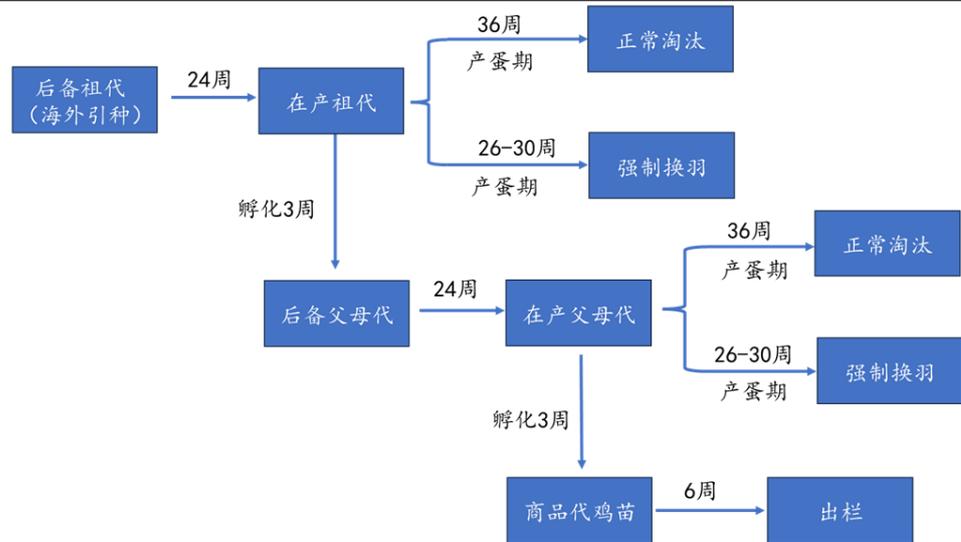
资料来源: ifind, 国投证券研究中心

## 2. 行业分析: 白羽鸡拐点将近, 产能已逐步下行

### 2.1. 周期逻辑: 海外引种受阻, 上行周期到来在即

白羽肉鸡周期传导需经历 3 个代际传导到消费端, 代际间传导周期为 7-8 个月。祖代肉种鸡在经过 24 周的后备阶段后转为在产, 开始产种蛋, 父母代种蛋经历 3 周孵化期后出壳, 转为后备父母代。父母代同样经历 24 周后备时间后, 向下传导至商品代。商品代鸡苗经历 6 周的育成期后出栏。种鸡在开产后 1 个月进入产蛋高峰期, 因此相邻代际之间的传导周期约为 7-8 个月, 祖代传导至商品代鸡苗约为 14-15 个月。祖代鸡的扩繁系数为 1: 45, 父母代扩繁系数为 1: 110, 其扩繁属性导致我国白羽肉鸡价格呈现周期性波动。

图9. 白羽肉鸡周期传导逻辑

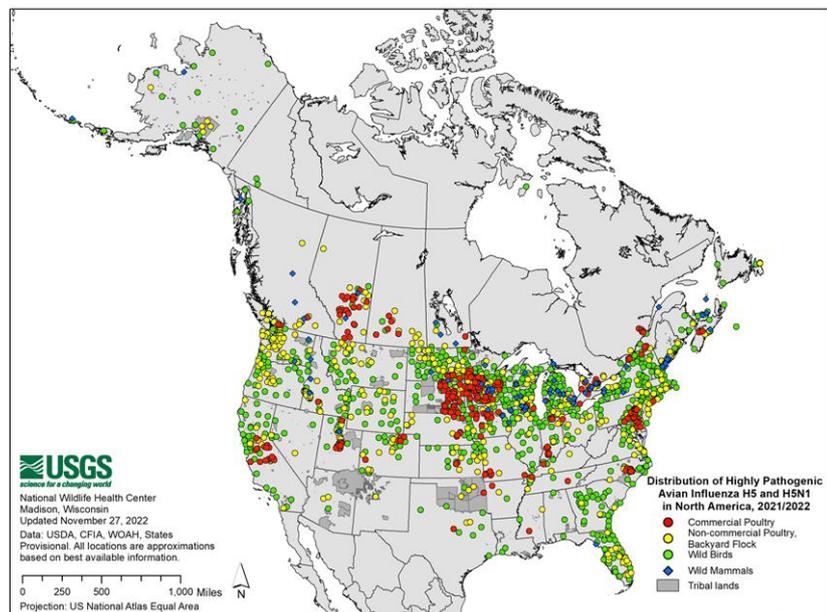


资料来源：益生股份招股书，民和股份招股书，国投证券研究中心

### 2.1.1. 祖代更新短缺已逐步传导至父母代鸡苗

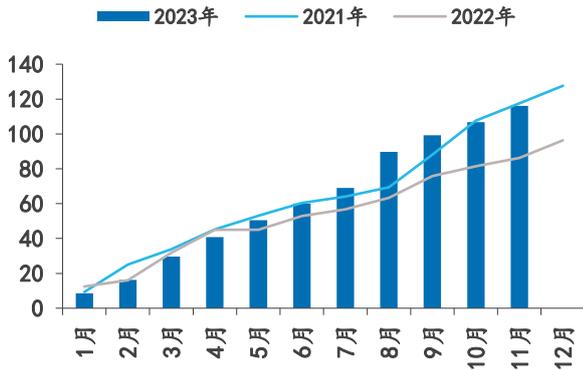
海外禽流感频发，引种成为“难题”。2022年4月以来美国、欧洲等多个国家接连暴发禽流感，同时跨国航班受到影响，导致海外祖代鸡引种断档，祖代鸡正常更新换代受到影响。

图10. 2021-2022年美国本土H5亚型禽流感分布（截至2022年11月27日）

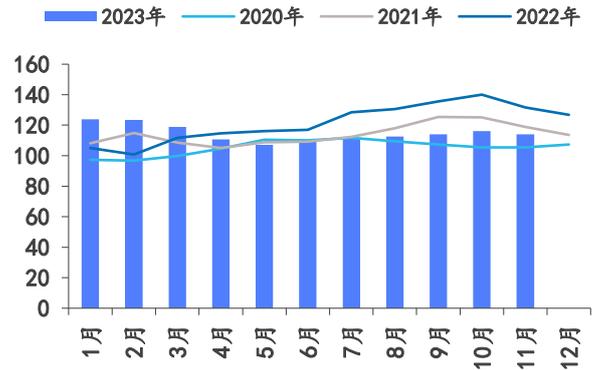


资料来源：USGS，国投证券研究中心

2022年低引种量导致2023年在产祖代鸡存栏量大幅下滑。据中国畜牧业协会数据统计，2022年全年更新量为仅为96.34万套，同比-24.51%。截至2023年第49周数据（12.04-12.10），全国在产祖代种鸡存栏量为108.93万套，同比-12.79%。引种断档至2022年底有所恢复，2023年1-11月祖代更新量为116.09万套，同比+34.66%。

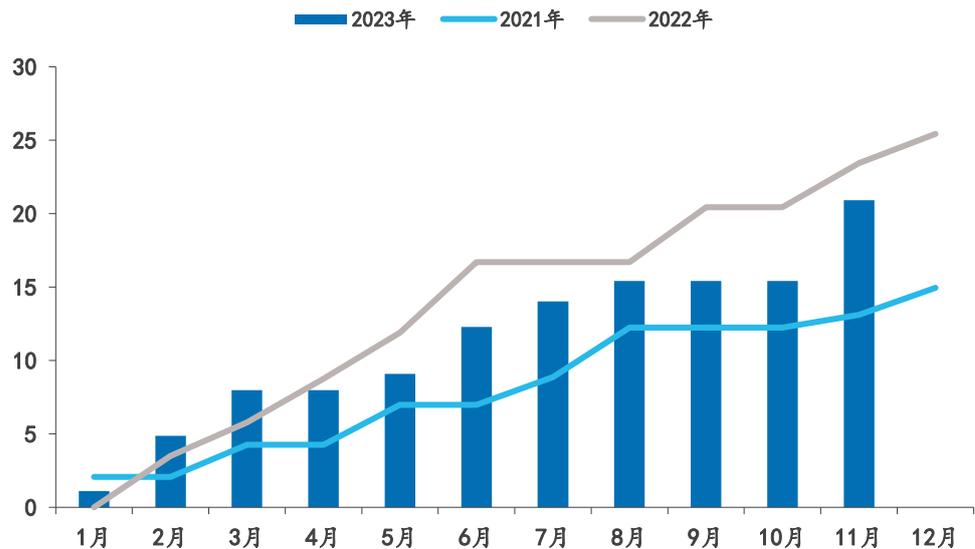
**图11. 2022 年祖代鸡更新量同比-24.5% (单位: 万套)**


资料来源: 中国畜牧业协会, 国投证券研究中心

**图12. 2023 年在产祖代存栏大幅下滑 (单位: 万套)**


资料来源: 中国畜牧业协会, 国投证券研究中心

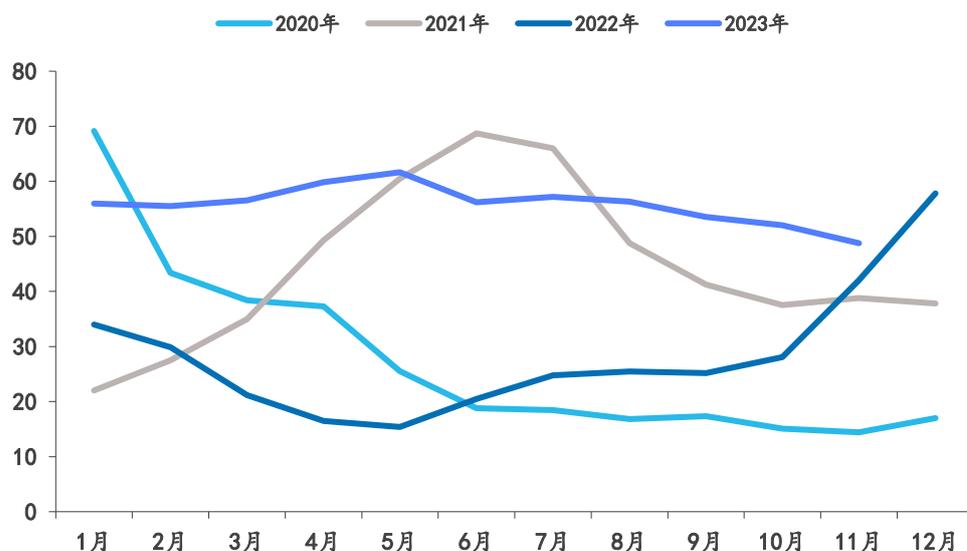
祖代鸡供应紧缺催化祖代换羽量增加。2022 年全国祖代强制换羽量为 25.43 万套, 同比 +70.10%, 2023 年 1-11 月全国祖代强制换羽量为 20.92 万套, 虽然同比 2022 年同期减少约 2.7 万套, 但已超过 2021 年全年换羽量。

**图13. 2021-2023 年 9 月祖代鸡强制换羽量年度累计值 (单位: 万套)**


资料来源: 中国畜牧业协会, 国投证券研究中心

父母代鸡苗行情已开启多月, 进入 Q4 降幅明显。据中国畜牧业协会数据显示, 父母代鸡苗价格自 2022 年第 51 周 (12.19-12.25) 到达 62.34 元/套以来, 维持在 50+元/套的高位已长达 10 个月。自 2020 年 10 月开始的本轮周期中, 仅 2021 年 5-7 月父母代鸡苗价格超过 50 元/套。进入 Q4 以来, 商品代鸡苗价格持续下滑, 悲观情绪传导至父母代环节; 此外父母代鸡苗供应紧缩局面有所缓解, 共同导致父母代鸡苗价格下调。截至 2023 年第 49 周 (12.04-12.10), 父母代鸡苗最新价格为 40.22 元/套, 已有明显降幅。

图14. 父母代鸡苗价格高位持续多月（单位：元/套）



资料来源：中国畜牧业协会，国投证券研究中心

### 2.1.2. 美国禽流感再起，海外引种形势仍不明朗

美国唯一引种地现禽流感，祖代引种再成难题。我国目前仅从美国引入 AA+、罗斯 308 及利丰等品种，从新西兰引入科宝种鸡。2023 年 10 月起美国陆续发生多起禽流感事件，其中阿拉巴马州于 10 月 27 日暴发禽流感疫情，根据中美种禽协议书，该州将会实施贸易限制，原 11 月 3 日从该州引种祖代鸡的计划已被终止。

表2：近期美国禽流感疫情

时间	地区	扑杀数量
10月4日	南达科他州	共计 19 万只火鸡被扑杀
10月6日	犹他州	
10月23日	爱荷华州	10 万只家禽被扑杀
10月	明尼苏达州	10 月共有 11 个疫情通报，33 万只被扑杀
10月27日	明尼苏达州、俄勒冈州、艾奥瓦州、南达科他州	共 8 起，14 万只鸡被扑杀
10月27日	阿拉巴马州	涉及家禽数量 29.65 万只
11月6日	明尼苏达州	100 万只蛋鸡被扑杀

资料来源：广东省畜牧兽医学会，新禽况，国投证券研究中心

此前封禁的俄克拉荷马州目前已恢复对国内供应种鸡，但俄州产能有限，未来优质种鸡供应仍偏紧缺，整体形势依旧阴霾重重。白鸡种源的国产替代进程已经进入关键时期，国产品种有望通过低价让利竞争的方式，进一步获取更高的市场份额。

## 2.2. 产能去化已开始，鸡苗供应有望下行

### 2.2.1. 产能现状：在产父母代存栏已从高位逐步下降，但短期内鸡苗供应偏充足

在产父母代存栏量高位运行，产能已有明显减量。2023 年上半年在产父母代存栏量走高，于 8 月升至最高点 4728.68 万套，同比+23.48%，处于历史最高位。9-10 月在产父母代存栏量震荡调整，自 11 月初始，供应端减量趋势已有体现，协会监测企业在产父母代存栏量已持续 5

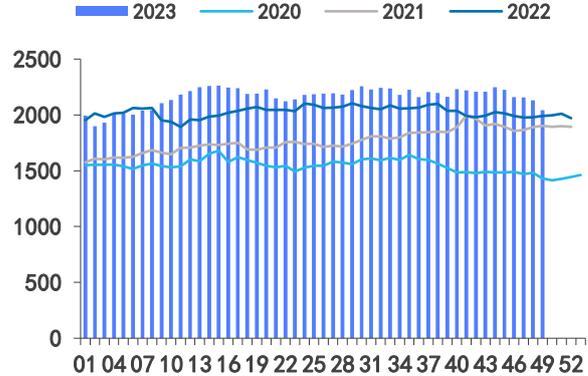
周有所降低，截至第 49 周（12.04-12.10）数据，在产父母代存栏量为 2043.37 万套，相比第 44 周减少 9.10%。

图15. 2023 年在产父母代存栏高位运行（单位：万套）



资料来源：中国禽业协会，国投证券研究中心

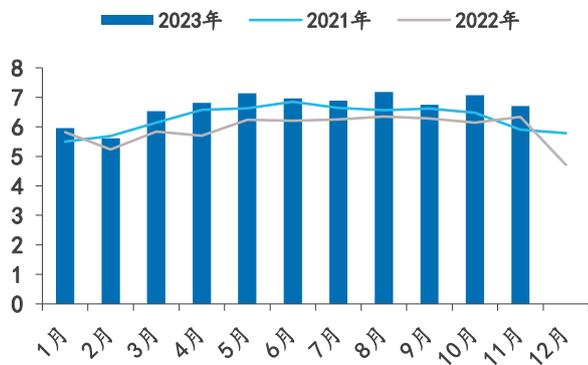
图16. 协会监测企业产能下降显著（单位：万套）



资料来源：中国禽业协会，国投证券研究中心

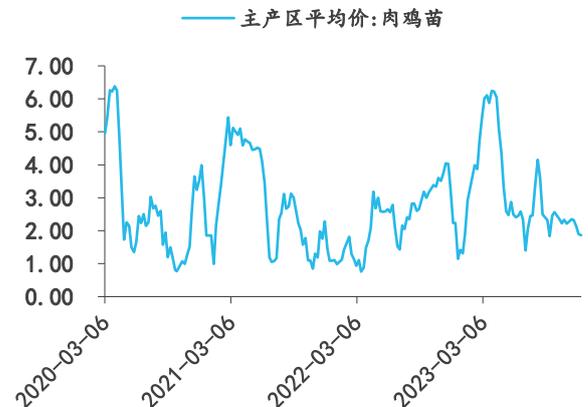
商品代鸡苗销量走高，供应偏充足。供应端：协会数据显示，2023 年 11 月商品代鸡苗销量为 6.70 亿只，环比-5.23%。2023 年 1-11 月商品代鸡苗累计销量为 73.60 亿只，同比+10.84%，整体供应量有所缩紧，但仍偏充足。价格端：目前鸡苗价格维持低位，主要由目前市场供强需弱的关系导致，养殖户补栏积极性低迷。截至 2023 年 12 月 15 日，肉鸡苗售价为 1.87 元/只，预计后市仍以低位震荡为主。

图17. 商品代鸡苗销量走势（单位：亿只）



资料来源：中国畜牧业协会，国投证券研究中心

图18. 商品代鸡苗价格走势（单位：元/只）



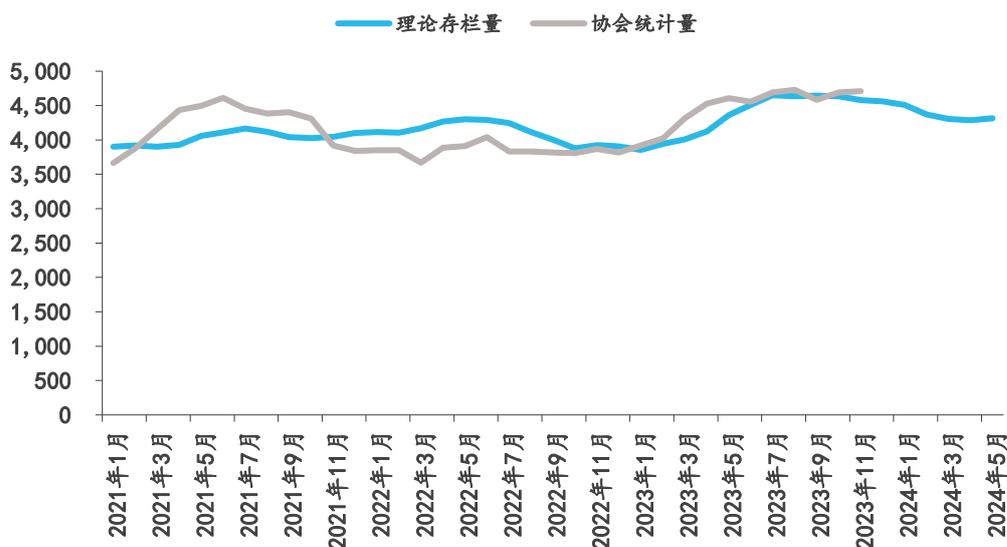
资料来源：wind，国投证券研究中心

### 2.2.2. 产能走势：预计将于 24 年 Q1 去化到位，较 23 年存栏高点去化 20%

换羽延缓周期传导进程，父母代种鸡换羽量约为 13%。目前行业内，普遍认同 5 月父母代种鸡出现了一批集中换羽，但换羽量仍未有明确统计值。我们测算 2023 年上半年父母代种鸡理论换羽量大约在 622 万套左右，相对 5 月在产父母代存栏量 4607.72 万套而言，换羽比例为 13%左右。

根据种鸡生产周期规律，并结合历史数据和产能发展趋势，可预测理论状态下的在产父母代存栏量。通过计算我们可以得出，理论情况下，在产父母代种鸡于 2023 年 7 月到达最高点，并于 2023 年 8 月开始下行，至 2024 年 3 月，在产父母代存栏量为 4307 万套，相对 2023 年 7 月减产 7.4%。

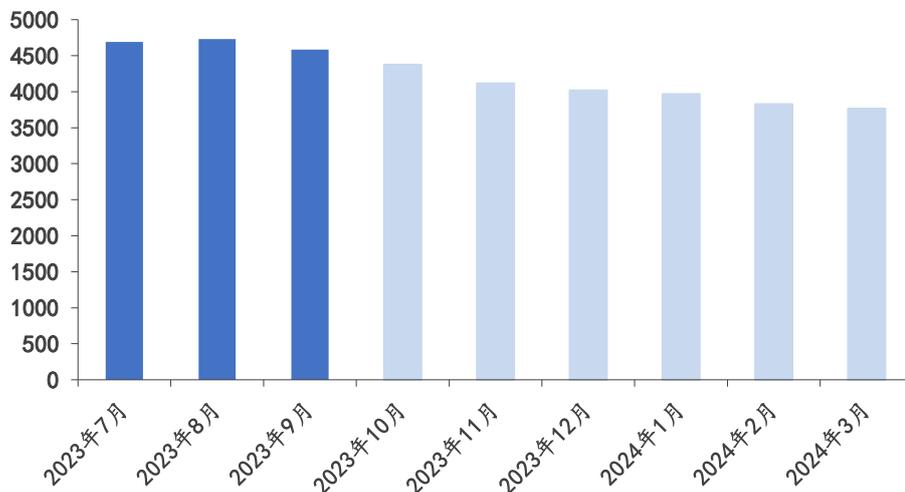
图19. 在产父母代存栏量理论值（单位：万套）



资料来源：中国畜牧业协会，国投证券研究中心

换羽量不可忽视，预计产能将去化 20%。由于 5 月行业内存在大量换羽，因此需要考虑换羽量对于后续产能的影响。通过测算，我们预测在产父母代存栏量已于 2023 年 9 月开始下行，预计 2024 年 3 月在产父母代存栏量将降至 3765 万套，相对 2023 年 8 月在产父母代 4729 万套的存栏量，减少 20%。

图20. 预测至 2024 年 3 月在产父母代存栏减少 20%（浅色为预测值，单位：万套）



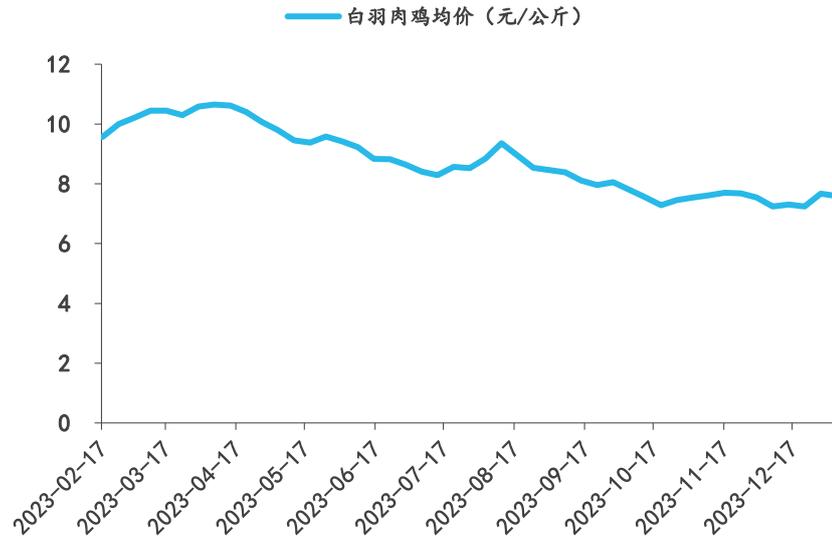
资料来源：中国畜牧业协会，国投证券研究中心

## 2.3. 消费：看好长期禽肉消费空间，预制菜行业崛起或带动白鸡消费腾飞

### 2.3.1. 消费复苏不及预期，短期内难以支撑鸡价大幅上涨

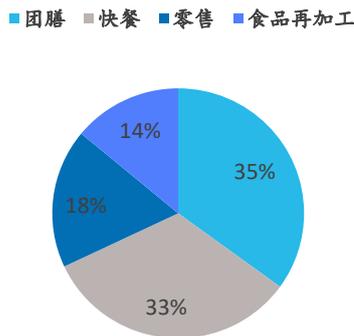
鸡苗供应低位回升，鸡价先升后降。升：鸡肉价格于 2023 年初开始上行，主要由于 2022 年末国内疫情放开，工人先后染疫，导致养殖场运转受影响，且年末处于季节性停苗期，出苗量降至低点，推动鸡价上行；春节后，餐饮端有所回暖显著，短期需求陡增，抬升养殖户对于后市预期，积极补栏，鸡价于 4 月上旬登顶到达 10.65 元/公斤。

图21. 2023 年初-至今白羽肉鸡均价（单位：元/公斤）



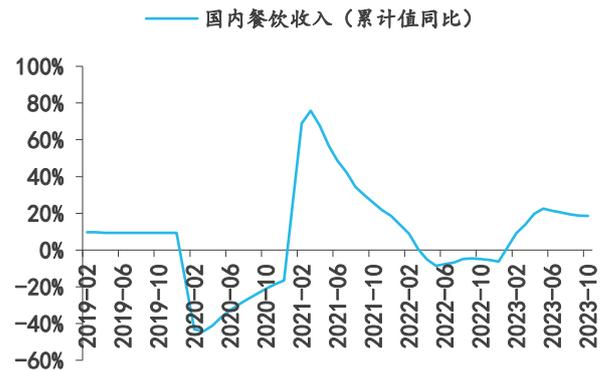
资料来源：wind，国投证券研究中心

图22. 我国白鸡销售渠道



资料来源：饲料技术汇，卓创资讯，国投证券研究中心

图23. 餐饮端收入回暖



资料来源：wind，国投证券研究中心

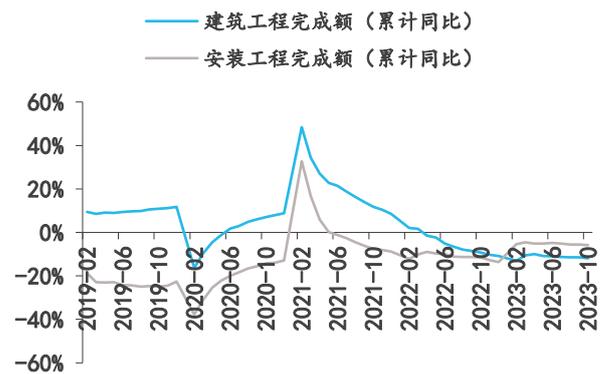
降：随新开产父母代种鸡数量增加，鸡苗供应量升至高位；叠加国内宏观经济环境影响，工厂开工率下降，建筑工程项目减少，食堂团膳端消费受影响，拖累整体白鸡消费水平。鸡价于4月下旬开始持续下滑。截至2024年01月05日，白羽肉鸡均价为7.59元/公斤，仍处于相对低点。

图24. 全国工业产能利用率有所下滑



资料来源：wind，国投证券研究中心

图25. 全国工程开工量下滑明显

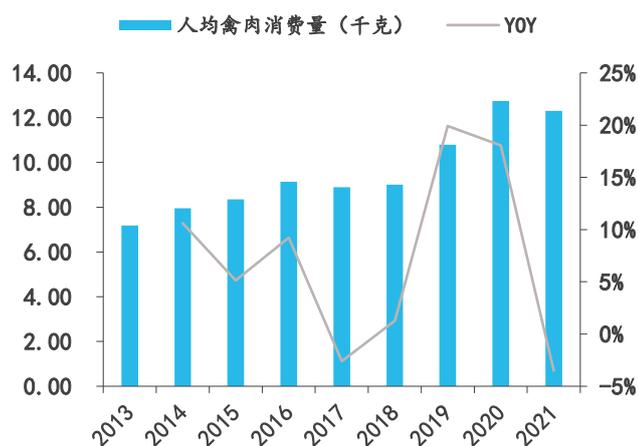


资料来源：wind，国投证券研究中心

### 2.3.2. 看好长期禽肉消费空间，预制菜行业崛起或带动白鸡消费腾飞

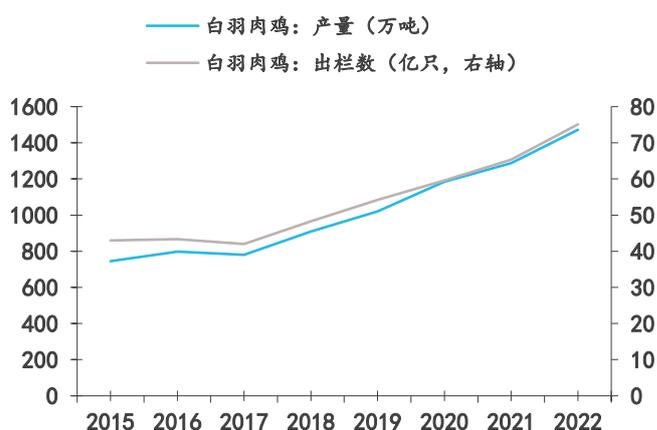
国内禽肉消费量逐年提升，带动白鸡出栏加速。随着国民饮食的多元化发展，且鸡肉具有高蛋白、低脂肪的属性，相比红肉更加健康，人们更偏向选择鸡肉作为蛋白质来源，人均禽肉消费量稳步提升，2013-2021年人均禽肉消费量CAGR为6.94%。需求不断扩大，带动我国白羽鸡养殖量高增，2022年我国白羽肉鸡出栏75.1亿只，同比+15.01%，年产量达1472万吨，同比+14.29%。

图26. 2013-2021年我国人均禽类消费量以及增速



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图27. 白羽肉鸡产量&出栏数保持高增速



资料来源: 钢联数据, 国投证券研究中心

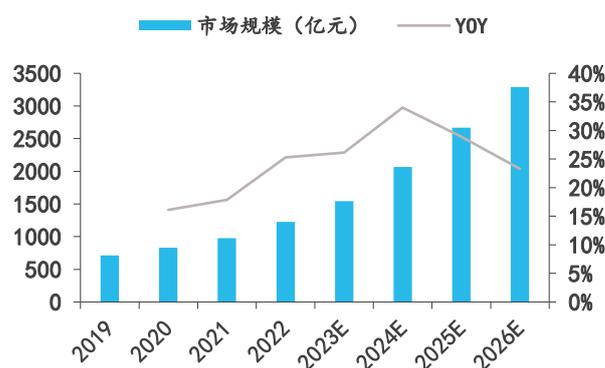
预制食品行业飞速发展，白鸡消费空间扩大。预制菜行业蓬勃发展，带动我国白鸡消费增加。据艾媒咨询发布的《2022年中国预制菜产业发展白皮书》数据显示，2022年我国肉禽预制菜市场规模为1224亿元，同比+25%，占预制菜行业总体市场规模的29.17%，同比提升0.93pct。

图28. 预制菜行业总体市场规模及预测



资料来源: 艾媒咨询, 国投证券研究中心

图29. 肉禽预制菜行业市场规模及预测



资料来源: 艾媒咨询, 国投证券研究中心

头部企业持续扩张，奠定白鸡消费基础。我们统计了行业内部分预制菜企业 2023 年上半年的销售情况，头部企业禽肉类业务仍保持较高的增速，与白羽鸡整体消费偏低迷的局面形成反差，我们持续看好预制菜行业的增量市场，承接更大量的白羽鸡消费空间。

表3：部分公司 2023H1 禽肉预制菜业务业绩及增速

公司	对应指标及单位	2022H1	2023H1	YOY
味知香	家禽类收入（万元）	5690.9	6553.5	15%
春雪食品	鸡肉调理品销量（万吨）	2.6	2.9	11%
双汇发展	生鲜禽产品销量（万吨）	7.0	11.4	64%
百盛中国	肯德基餐厅收入（亿美元）	35.6	41.2	16%
圣农发展	食品加工行业收入（亿元）	22.8	30.4	33%
仙坛股份	预制菜品收入（万元）	6955.5	9985.7	44%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

### 3. 公司分析：“养殖+食品”双轮驱动，种鸡业务接棒成长

#### 3.1. 全产业链布局优势凸显，盈利能力行业领先

以养殖业务为核心，实现白鸡产业一条龙覆盖。公司以养殖起家，逐步完善配套的饲料、防疫体系，并不断向上下游延伸，向上突破种禽育种业务，向下拓展鸡肉深加工业务。公司已建立了集饲料加工、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、熟食深加工等环节于一体的肉鸡产业链，是目前全球白羽肉鸡行业配套最完整的企业，公司在白羽肉鸡全产业链企业排名中名列亚洲第一、世界第七。

图30. 公司全产业链布局



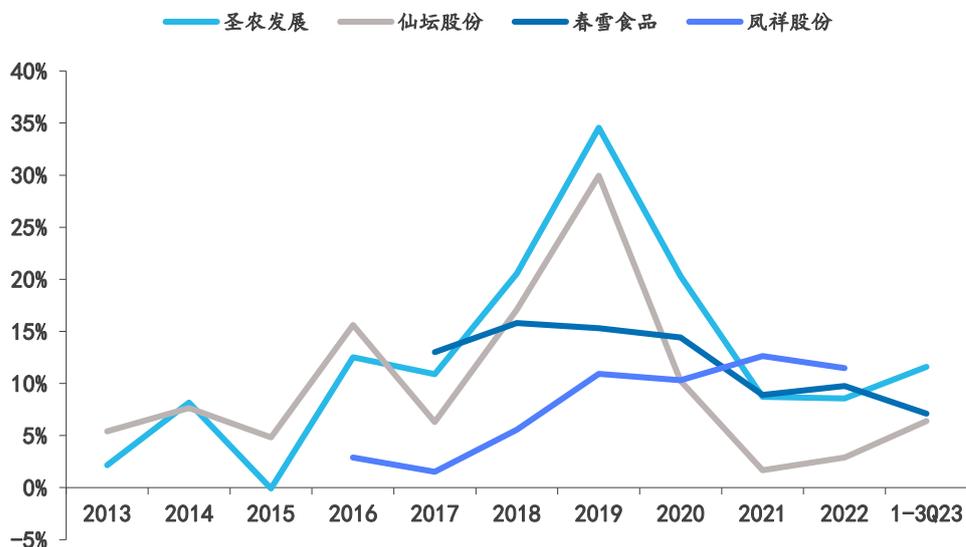
资料来源：公司官网，国投证券研究中心

全产业链布局带来四项优势，公司盈利能力行业领先。

- 全产业链有效熨平行业周期波动，降低盈利的波动性：全产业链覆盖与单一环节相比，更有助于公司按计划对各个环节的成本进行把控，增强公司抵抗周期性风险的能力，减少市场波动对整体盈利的影响；
- 全产业链实现产品“优质、可控、可靠、可追溯”，带来品质红利：公司建立了可靠的全程食品安全追溯体系，优异的鸡肉品质与有保障的食品安全，为公司与优质客户开展长期合作提供可靠基础；

- 全产业链保障了生产的稳定性：依靠自繁自养全配套全产业链，公司内部的各生产环节环环相扣、均衡生产、计划性强，确保供应链和生产稳定；
- 全产业链闭环管理有效实现疫病防控：公司在产业链的大部分环节均采取了闭环管理，能有效阻绝外部因素的影响，确保公司防疫体系安全有效。

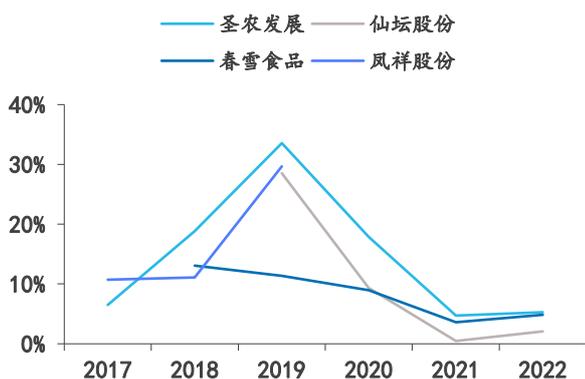
图31. 公司整体毛利率行业领先



资料来源: wind, 国投证券研究中心

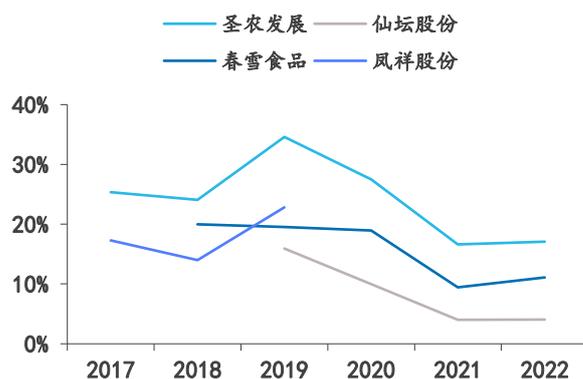
分业务来看：公司生鸡肉业务、食品加工业务在 4 家同类型公司中均保持领先地位，其中食品深加工业务表现出色，优势明显，2022 年公司食品加工业务毛利率为 17.07%，领先春雪食品近 6pct。

图32. 四家上市公司生鸡肉业务毛利率对比



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图33. 四家上市公司食品加工业务毛利率对比

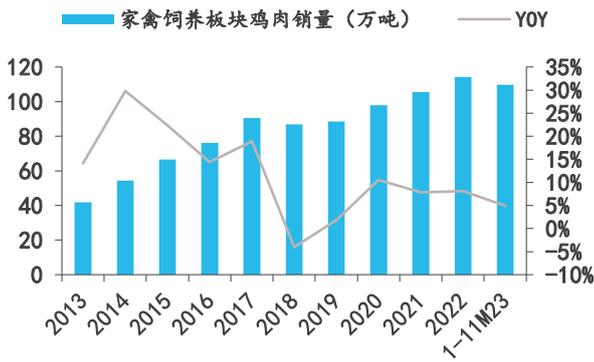


资料来源: wind, 国投证券研究中心

### 3.2. 家禽养殖业务：传统业务支撑成长，周期底部逆势扩张

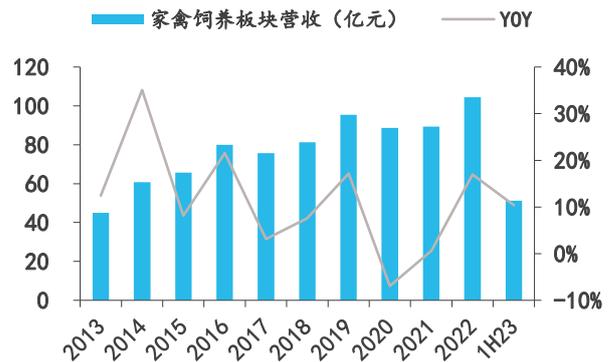
传统养殖业务稳中有升。2013-2022 年家禽饲养加工板块鸡肉销量从 41.92 万吨提升至 114.11 万吨，CAGR 为 11.77%；对应我国鸡肉年产量的占比由 5.72%提升至 7.75%，市占率提升约 2pct。2023 年 1-11 月公司累计销售生鸡肉产品 109.73 万吨，同比+4.92%；2023 年 H1 家禽饲养加工板块实现营收 51.28 亿元，同比+10.41%，整体稳中有升。

图34. 公司家禽饲养板块销量稳步增长



资料来源: wind, 国投证券研究中心

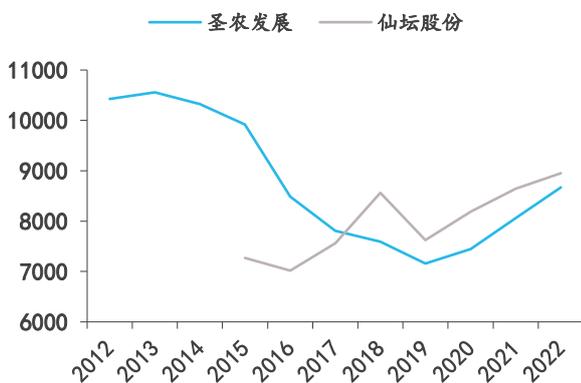
图35. 公司家禽饲养板块营收稳步增长



资料来源: wind, 国投证券研究中心

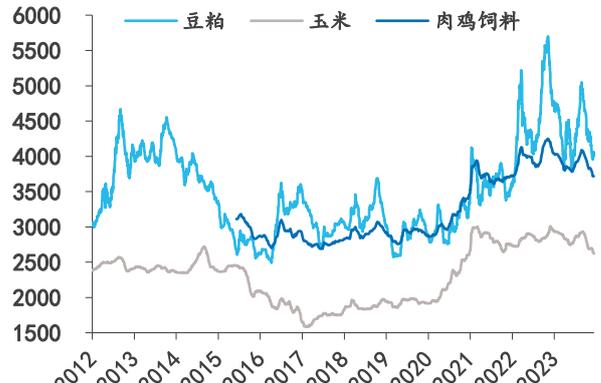
养殖成本随饲料价格波动，全环节降本增效成果显著。2020 年始，受玉米、豆粕等饲料原材料价格上行影响，公司养殖成本逐年走高，2022 年公司肉鸡养殖单位成本为 8672.61 元/吨，仙坛股份为 8951.13 元/吨，相比同行仍有优势。主要因为公司不断加强成本管理，多举措降本增效，尽力减少原材料价格波动对公司利润的影响。**饲料端**：积极推动大宗原料的替代，优化饲料配方以应对饲料原料价格波动。**养殖端**：加强一线养殖人员的培训与交流，不断优化种鸡性能、提升肉鸡生产效益。**屠宰端**：不断优化人员、流程、能耗管理，结合技术改造，在降低屠宰成本的同时提高屠宰效率。若剔除饲料价格波动的影响，公司鸡苗成本、肉鸡养殖成本持续降低，欧洲效益指数同比实现增长。

图36. 公司养殖成本有一定优势 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图37. 饲料价格上行压缩养殖利润 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 国投证券研究中心

品牌持续曝光，溢价能力提升。得益于出色稳定的产品品质以及强大的供应能力，公司多次参与重要国际活动支持工作，为各类大型活动提供鸡肉制品。同时与快餐零售食品加工巨头如百胜中国、麦当劳、德克士、沃尔玛等保持稳定的合作关系，品牌曝光度大幅提高。优质的产品品质及广泛的品牌影响力，赋予了公司产品较高的溢价能力。2023 年 11 月，公司生

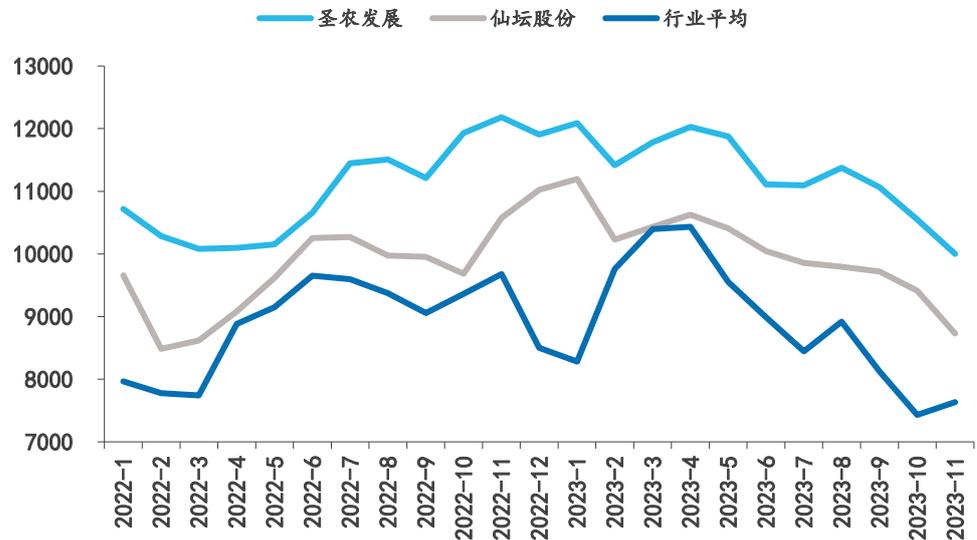
鸡肉产品均价达到 10.00 元/公斤，远高于 7.64 元/公斤的行业均价；相较其他上市公司，也有约 1.27 元/公斤的优势。

表4：公司参与的重大活动和大型合作伙伴

重大国际活动	合作巨头
2008 年北京奥运会	百胜中国
2010 年上海世博会	麦当劳
2011 年深圳大运会	德克士
2015 年福州青运会	沃尔玛
2016 年杭州 G20 峰会	YumChina
2017 年厦门金砖会议	麦当劳
	dicos
	Walmart

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图38. 公司生鸡肉产品溢价明显（单位：元/吨）

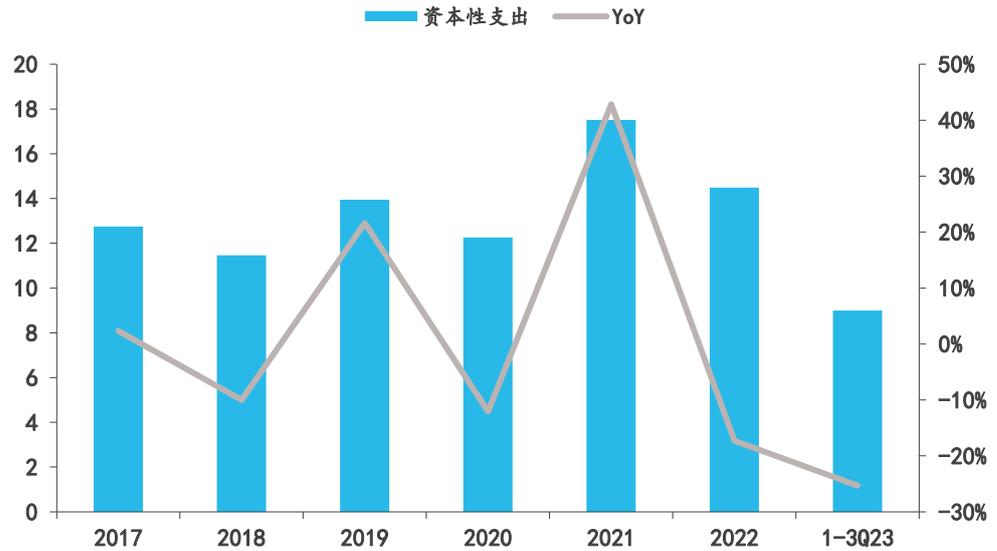


资料来源：公司公告，wind，国投证券研究中心

周期底部逆势扩张，不断靠近 10 亿出栏目标。近年来，公司加速扩张步伐，通过新建工厂与兼并收购，年产能由 2012 年的不到 2 亿羽，已增长到目前的超过 7 亿羽。2023 年在白鸡周期相对底部的节点，公司延续产能扩张趋势，实现对圣越农牧的控制，并计划收购太阳谷食品，2023 年前三季度公司资本性支出达 9.00 亿元。此外，与养殖相关的配套屠宰加工产能也在不断跟进扩张，以实现“十四五”规划的 2025 年 10 亿羽产能目标。

- 2021 年，公司投资蒲城圣农、政和圣农种肉鸡新增工程项目、浦城食品食品八厂、九厂等项目；
- 2022 年，公司新建多座祖代、父母代种鸡、商品代肉鸡养殖场，光泽基地肉鸡加工六厂以及政和基地食品九厂正式投产，为公司增加 9000 万羽年屠宰产能以及 4.8 万吨的食品深加工产能；
- 2023 年，公司继续按照“圣农十四五”规划进行了产能扩建，全资子公司政和圣农正在新建肉鸡工程和配套设施，同时食品十厂和种肉鸡场在进行修缮；
- 2023 年 9 月 28 日，公司实现对圣越农牧的控制，其后续规划年产能将达到 1.2 亿羽，至此公司产能规模将扩增至超 7 亿羽，位列全国第一；
- 2023 年 11 月 13 日，公司公告计划收购太阳谷食品，其肉鸡年产能为 6500 万羽，年屠宰量达 6500 万羽，食品深加工能力达到 7 万吨。

图39. 2017 - 1-3Q23 公司资本性支出 (单位: 亿元)

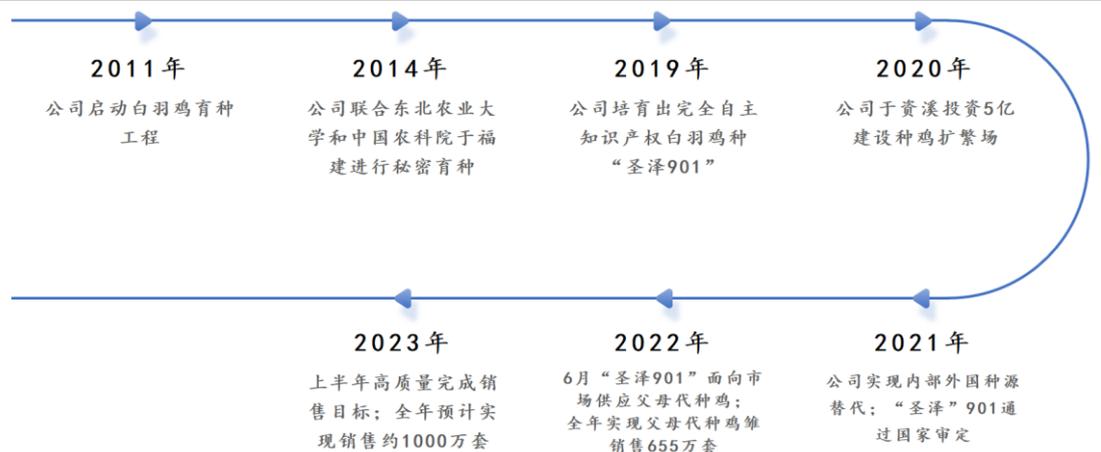


资料来源: wind, 国投证券研究中心

### 3.3. 种鸡业务：“圣泽 901”表现出色，市占率稳步提升

多年潜心研发培育，引领国内白羽鸡育种。公司 2011 年起开始布局推动白羽鸡的育种工程；2014 年开始与高校展开育种科研合作进行秘密育种；2020 年公司在资溪投资超 5 亿元建设祖代鸡种鸡扩繁场，期间公司在企业内部实现了进口替代，并于 2021 年创造了公司的历史最佳养殖成绩。2021 年 12 月，国内首批自主培育的 3 个白羽肉鸡品种通过审定，标志着国内拥有完全自供白鸡种源的能力，打破了海外公司对于白羽鸡种源的垄断，有望实现白羽鸡种源的国产替代。其中，由公司自主研发的白羽肉鸡品种“圣泽 901”于 2022 年 6 月成功面向市场销售，开始供应父母代种鸡。

图40. “圣泽 901”研发历程



资料来源: 新京报, 光明网, 国投证券研究中心

性能方面：“圣泽 901”各项指标不输国外品种。自有种源改善了进口种源性能上的局限性，“圣泽 901”本土适应性强，父母代在产蛋率、料蛋比、出栏日龄等众多指标和抗病能力上均体现出明显稳定的优势，综合性能优于国外进口品种，进一步改善公司养殖环节成本。此外公司高度重视市场反馈，不断追踪养殖近况，及时扩大选育规模，通过常规选育加基因选育等多种手段对种鸡的配套性能进行改善，以更好匹配市场需求。

**表5：各种源父母代性能对比**

父母代	圣泽 901	广明 2 号	沃德 188	利丰	罗斯 308	科宝
入舍母鸡累计产蛋数(个)	180-190	180	195	185.1	185.2	183.4
入舍母鸡总产健雏数(个)	150-160	148.7	152	150.3	152.2	150
孵化率(%)	94-96%	87%	94.0%	84.5%	85.3%	84.4%
高峰产蛋率(%)	85%	85%	89.5%	88.4%	86.9%	86.0%
育雏育成期死淘率(%)	4%	3%	3-4%	≤4%	4-5%	-
产蛋期死淘率(%)	6%	8%	7-8%	≤8%	8%	6.8%

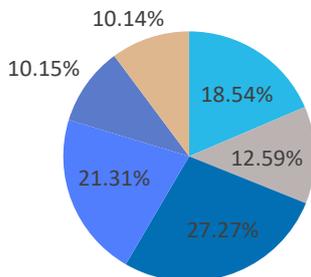
资料来源：新禽况，圣泽宣传册，沃德 188 推介材料，广明 2 号手册，利丰手册，大风家禽官网，国投证券研究中心

**销售方面：父母代种鸡销售顺利，销量符合预期。**自取得销售许可后，“圣泽 901”凭借其不输海外种鸡的性能，2022 年销售父母代鸡苗 655 万套，其中内部销售 510 万套，对外销售 145 万套；预计 2023 年可销售约 1000 万套，其中内销和外销各约 500 万套，并且已经高质量完成了 2023 年上半年销售目标。根据公司“十四五”规划，“圣泽 901”国内市场份额预计将于 2025 年达到 40%，有望成为公司第三业绩增长点。

**祖代及父母代市占率领先其他国产品种。**祖代鸡更新量方面，2021 年“圣泽 901”的占比约为 5%，截至 11 月底，占比已提升到超过 21%，远超其他 2 个国产品种。父母代销量方面，2023 年“圣泽 901”在父母代鸡苗市场中销量占比为 14.84%，领先优势较祖代层面更为显著。

**图41. 2023 年 1-11 月各品种祖代鸡更新量占比**

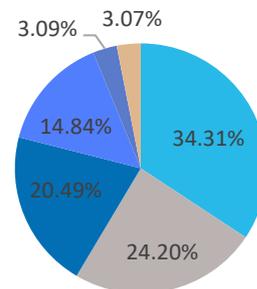
■ AA+、罗斯308 ■ 利丰 ■ 科宝 ■ 圣泽901 ■ 广明2号 ■ 沃德188



资料来源：钢联数据，国投证券研究中心

**图42. 2023 年 1-11 月各品种父母代种鸡销量占比**

■ AA+/罗斯308 ■ 利丰 ■ 科宝 ■ 圣泽901 ■ 沃德188 ■ 广明2号



资料来源：钢联数据，国投证券研究中心

结合当前祖代鸡海外引种数量受限的行业大背景，我们认为白鸡种源的国产替代进程已经进入关键时期，国产品种在不断扩大市占率的同时，还需坚持提升种鸡品质。公司作为国内最大的白鸡养殖上市公司，资金充足，能够支撑销售父母代鸡苗过程的让利，并不断提升“圣泽 901”生产性能，有望充分获益。

### 3.4. 食品加工业务：“产品+渠道”齐发力，打造第二发展曲线

#### 3.4.1. 深耕食品业务二十载，产能扩张驱动业绩释放

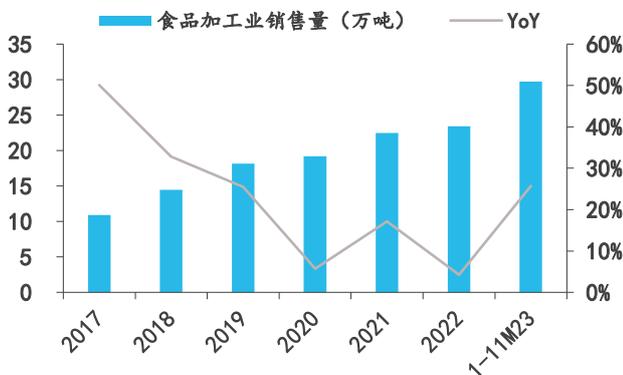
**产能扩张稳步推进。**2003 年，圣农集团正式进军食品业务，开始从原料供应企业向食品深加工企业转型。2009 年，集团成为百盛中国战略合作伙伴。2017 年 10 月，集团将圣农食品纳入公司合并范围，同年 11 月公司正式完成收购圣农食品 100% 股权，开启“养殖+食品”双轮驱动发展。公司 2023 年中报披露，已建及在建食品深加工产能合计超过 43.32 万吨，覆盖油炸、蒸烤、灌肠、调料包等多种工艺，产线设计灵活，可以满足客户的多样化食品加工需求。预计食品十厂将于 2024 年上半年投产，将提供 5 万吨产能，主要生产牛羊肉加工项目，进一步拓宽公司产品矩阵。

**表6: 公司食品加工厂产能情况**

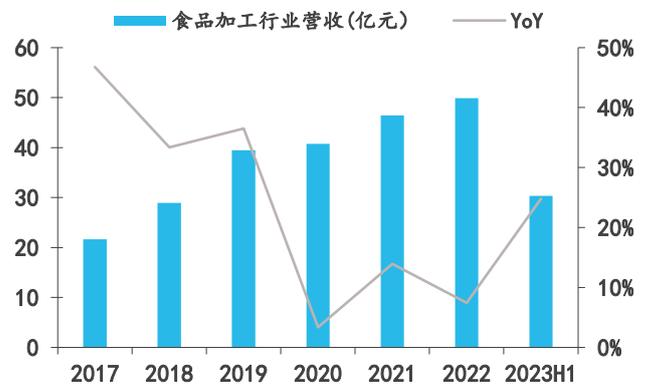
工厂	投产时间	设计产能 (万吨)	产品种类
食品加工一厂	2003年	-	对日热加工禽肉
食品加工二厂	2010年	3	成型油炸/灌肠/裹粉/丸子/调理产品, 以及水晶包/挞皮等面点产品
食品加工三厂	2013年	3.6	油炸/蒸烤/炭烤类产品
食品加工四厂	2013年	3.6	油炸/蒸烤/炭烤/裹粉/调理品/调理包类产品
食品加工五厂	2015年	3.12	熟食品加工
食品加工六厂	2016年	4.8	油炸类、蒸烤类、裹粉油炸类产品
福建圣农华上食品有限公司	2017年	-	鸡肉培根产品
食品加工七厂	2020年	3.12	新建中式调理包和裹粉油炸类生产
食品加工八厂	2021年	3	全熟类产品
食品加工九厂	2022年	4.8	生产成型油炸类、裹粉油炸类、冷冻调理类、成型肉饼类产品
食品加工十厂	预计2024年	5	牛羊肉加工项目
食品加工十一厂	-	-	-

资料来源: wind, 公司官网, 国投证券研究中心

业绩保持高速增长。2017-2022年, 公司食品加工业务飞速发展, 销售量自 10.89 万吨增长至 23.41 万吨, CAGR 达 16.55%; 营收自 21.67 亿增长至 49.90 亿, CAGR 达 18.16%。在 2023 年消费弱复苏的背景下, 公司进一步增加客户销量及数量, 提升产能利用率, 实现逆势增长。2023 年 1-11 月, 公司共销售深加工肉制品 29.73 万吨, 同比+25.71%; 2023 年 H1 食品加工业务实现营收 30.36 亿元, 同比+24.77%。

**图43. 食品加工业务产品销量高速增长**


资料来源: wind, 国投证券研究中心

**图44. 食品加工业务收入高速增长**


资料来源: wind, 国投证券研究中心

### 3.4.2. 产品矩阵多元化发展, 发力预制菜

“生品+熟品”全面发展, 产品矩阵日趋完整。公司产品可分为生制品和熟制品, 除传统鸡肉产品外, 公司积极拓展其他肉类制品, 目前可生产鸡、牛、羊、猪等多种肉制品。生制品主要包括空气炸锅系列、香煎系列、微波叮叮系列、油炸系列和安佰牧场系列, 包括炸鸡、嘟嘟翅、鸡块、牛排等产品; 熟制品主要为四度全系列, 包括四度鸡胸肉、四度香烤鸡胸肉条、双麦鸡肉饼等产品。

表7: 公司深加工产品矩阵

产品系列	产品类型	产品名称
空气炸锅系列	速冻生制调制肉食	脆皮炸鸡、嘟嘟翅、脆皮炸翅、鸡肉洋葱圈、肉多多鸡块、鸡米花、烤鸡、脆骨香肠串、台式盐酥鸡等
香煎系列	菜肴制品(速冻生制品)	香煎鸡胸肉、香煎鸡腿肉、家庭西冷牛排、家庭上脑牛排、家庭眼肉牛排、德式黑椒肠、法式欧芹肠、美式脆皮肠等
微波叮叮系列	菜肴制品(速冻生制品)	霸气手枪腿、香烤鸡胸肉条、虎皮大凤爪
油炸系列	速冻生制调制肉食	脆皮炸鸡、原味鸡块、黑椒鸡块、鸡肉洋葱圈、鸡米花、热狗红肠、香烤翅中、川香鸡柳、地道脆骨串
安佰牧场产品	菜肴制品(速冻生制品)	手工慢腌西冷牛排、手工慢腌眼肉牛排
四度-全系列	菜肴制品(速冻熟制品)	四度鸡胸肉、四度香烤鸡胸肉条、双麦鸡肉饼

资料来源: 圣农食品官网, 国投证券研究中心

图45. 公司产品展示



资料来源: 圣农食品官网, 国投证券研究中心

乘预制菜行业东风, 公司站稳龙头优势。近年来, 预制菜行业发展迅猛, 公司产品以西式预制菜为主, 并坚持做深做透西式预制菜品类, 产品受到广泛欢迎, 已成为家喻户晓的食品加工企业。在艾媒咨询公布的《2022年中国预制菜品牌百强榜》中公司位列5, 已经成为国内规模最大的鸡肉预制菜企业。

图46. 公司在2022年中国预制菜品牌百强榜排名第五

排名	品牌	总部	预制菜分类	金榜指数
1	聪厨	湖南浏阳	即烹	83.14
2	海底捞	四川简阳	即热	79.19
3	御鲜锋	广东佛山	即烹	79.10
4	麦子妈	浙江杭州	即烹	78.94
5	圣农	福建南平	即配	78.79
6	安井	福建厦门	即热	78.38
7	天海藏	山东青岛	即烹	78.26
8	国联水产	广东湛江	即配	78.25
9	温氏食品	广东云浮	即烹	78.17
10	叮叮懒人菜	北京	即烹	78.12

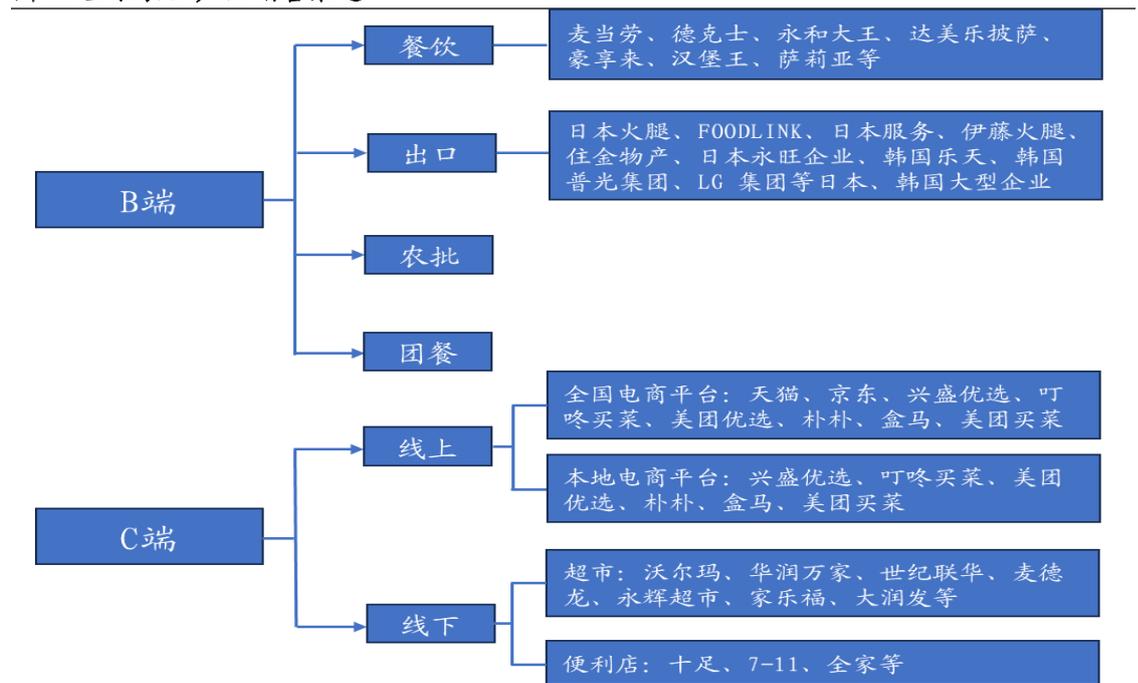
资料来源: 艾媒咨询, 国投证券研究中心

### 3.4.3. 全渠道销售布局，品牌影响力不断提升

**B端优势稳固，C端布局加速。**公司依托全产业链优势及多年业务积累，已经建立起覆盖B端和C端，线下和线上，国内和国外的多元化销售网络，与餐饮店、商超、便利店、生鲜销售平台等达成紧密的合作关系。

- **B端持续巩固，发展传统优势。**B端业务主要面向大餐饮系统、出口、农批市场、加工企业、团餐和小餐饮等渠道。经过三十多年的行业积累，B端已经发展为公司的优势领域，公司陆续与百胜中国、麦当劳、德克士等餐饮企业建立起长期战略合作关系。出口方面，公司与日本火腿、FOODLINK、住金物产、日本永旺企业、韩国乐天等企业达成合作关系。2023年H1公司食品板块B端营收同比增长超40%，大客户渠道营收同比增长近50%，月销售额屡破新高。
- **C端不断优化，开拓新兴渠道。**C端业务主要面向个人终端客户，公司精准定位C端品牌消费人群，制定了从品牌定位到包装设计、推广方式等新的标准和规范。公司与线上电商平台和线下商超等达成合作关系，不断推进C端线下销售渠道建设，针对城市圈进行重点突破。2022年公司食品C端业务含税收入突破14亿元，同比增长64%，C端收入占食品业务的比重，由2019年的7%左右提升至2022年23%以上。

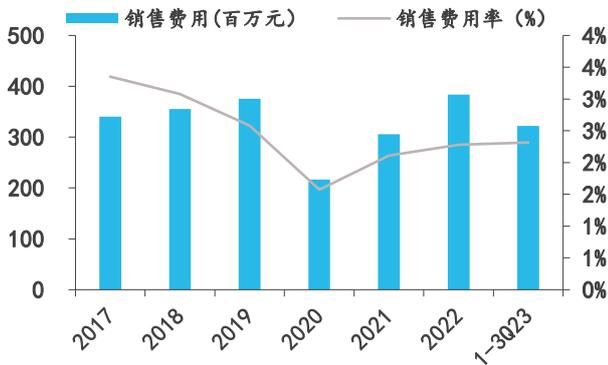
图47. 圣农食品产品销售渠道



资料来源: wind, 公司官网, 国投证券研究中心

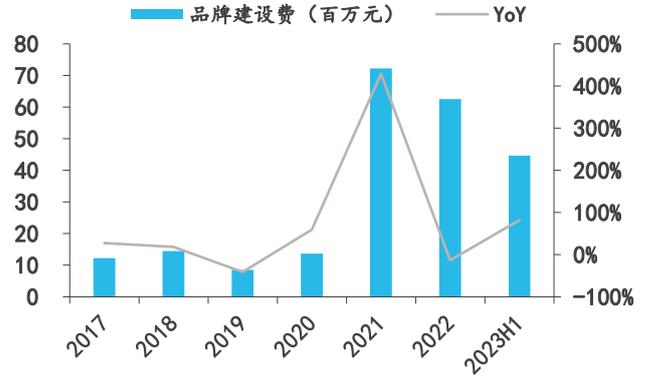
**持续推进“品牌化”战略，强化品牌形象。**随着销售规模的扩大和销售渠道的深耕，公司不断加大产品促销、品牌建设和销售服务等方面的投入，以提高品牌影响力和终端销售规模。2023年前三季度公司支出销售费用3.22亿元，销售费用率为2.32%，保持稳定，略有增长。品牌建设方面，公司在高铁站、楼宇间等投放广告，同时在小红书、抖音等社交媒体通过软文、达人种草等方式加强品牌曝光度，2023年H1公司品牌建设费达4463.86万元，同比+81.98%。

图48. 公司销售费用及销售费用率



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图49. 公司持续加码品牌建设



资料来源: wind, 国投证券研究中心

紧抓熟食机遇，打造核心单品。2021年，公司围绕“炸鸡行家，圣农到家”的宣传主题，加大品牌宣传，巩固爆品销售，成功打造出“嘟嘟翅”、“脆皮炸鸡”两款月销售破千万的零售大单品。2022年“嘟嘟翅”爆款单品等持续上量，“脆皮炸鸡”年销售额突破2亿元；2023年H1爆款新品手枪腿连续6月销售额破千万，同时多款产品不断上新；2023年11月天猫“双十一”期间，公司产品屡创佳绩，脆皮炸鸡等产品在生鸡肉好评榜、回购榜和热销榜上均居于前列。

图50. 公司“双十一”创造佳绩



资料来源: 天猫, 国投证券研究中心

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

**家禽饲养加工业务：**随着公司养殖产能的不断扩增，新收购产能有望于 2024 年贡献业绩；考虑到 2024 年白羽肉鸡行业有望迎来上行周期，抬升毛鸡价格；公司全产业链持续完善升级，各环节降本增效，促进成本端改善。我们预计 2023-2025 年家禽饲养加工业务销售生鸡肉 119.8/141.4/169.7 万吨，对应营收 104.6/140.8/154.4 亿元，预计毛利率为 7.7%/20.3%/15.7%。

**食品深加工业务：**公司食品深加工产能稳步推进，C 端渠道建设逐步完善；同时预制菜行业发展较快，公司有望借行业东风，扩大销售规模。我们预计 2023-2025 年食品深加工业务销售肉制品 29.3/35.1/40.4 万吨，对应营收 64.1/76.6/88.2 亿元，预计毛利率为 20.3%/20.6%/20.8%。

**整体来看：**我们预计 2023-2025 年公司可实现营收 183.2/234.5/262.9 亿元，对应业绩增速为 9.0%/28.0%/12.1%，预计毛利率为 11.9%/19.3%/16.6%。

表8：公司分板块拆分及盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	14478.2	16817.1	18324.4	23453.7	26288.9
YOY	5.3%	16.2%	9.0%	28.0%	12.1%
毛利率	8.7%	8.6%	11.9%	19.3%	16.6%
家禽饲养加工					
营业收入（百万元）	8927.9	10443.0	10463.0	14082.9	15444.4
收入 YOY	0.6%	17.0%	0.2%	34.6%	9.7%
销量（万吨）	105.5	114.1	119.8	141.4	169.7
毛利率	4.7%	5.2%	7.7%	20.3%	15.7%
食品深加工					
营业收入（百万元）	4645.6	4990.0	6408.1	7655.9	8820.9
收入 YOY	13.9%	7.4%	28.4%	19.5%	15.2%
销量（万吨）	22.5	23.4	29.3	35.1	40.4
毛利率	16.6%	17.1%	20.3%	20.6%	20.8%
其他业务					
营业收入（百万元）	904.8	1384.1	1453.3	1714.9	2023.6
收入 YOY	13.8%	53.0%	5.0%	18.0%	18.0%
毛利率	5.2%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：wind，国投证券研究中心

## 4.2. 估值

**养殖板块估值：**考虑到 2024 年鸡肉景气度较高，公司养殖规模增大，产品溢价优势显著。我们预计 2023-2025 年公司养殖板块分别取得净利润 7.3/23.0/18.5 亿元，参考可比白鸡养殖公司 2024 年 wind 一致预期 9 倍 PE，给予 2024 年公司养殖板块 10 倍 PE，对应目标市值 229.6 亿元。

表9：养殖板块可比公司估值水平

公司代码	公司简称	收盘价(元)	EPS			PE			总市值(亿元)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
002234.SZ	民和股份	12.0	0.5	1.5	1.2	22.9	8.2	10.3	41.9
002458.SZ	益生股份	10.4	0.9	1.3	0.6	11.9	7.8	16.7	114.8
002746.SZ	仙坛股份	6.9	0.4	0.6	0.6	17.4	11.2	10.7	59.5
平均 PE						17.4	9.1	12.5	

资料来源：wind，国投证券研究中心（表中盈利预测数据来自 wind 一致预期，数据截至 2024 年 01 月 04 日）

**食品板块估值：**可比食品加工公司 2024 年 wind 一致预期 16 倍 PE，但公司不断完善巩固 B 端渠道优势，同时 C 端渠道建设成果已逐步显现，随产品曝光度提高，C 端销售费用支出较多对于净利润的影响有望缓解。我们预计 2023-2025 年公司食品板块分别取得净利润 1.9/5.0/7.4 亿元，给予 2024 年公司食品板块 16 倍 PE，对应目标市值 80.8 亿元。

表10：食品板块可比公司估值水平

公司代码	公司简称	收盘价(元)	EPS			PE			总市值(亿元)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
000895.SZ	双汇发展	26.6	1.7	1.9	2.0	15.4	14.2	13.1	922.6
603345.SH	安井食品	98.3	5.3	6.4	7.9	18.4	15.3	12.5	288.3
603517.SH	绝味食品	25.2	1.0	1.6	2.0	26.3	16.0	12.9	158.8
605567.SH	春雪食品	12.6	0.3	0.7	1.0	41.1	17.0	12.1	25.2
平均 PE						25.3	15.6	12.7	

资料来源：wind，国投证券研究中心（表中盈利预测数据来自 wind 一致预期，数据截至 2024 年 01 月 04 日）

综合来看，我们预计 2023-2025 年公司可实现净利润 9.2/28.0/25.9 亿元，2024 年公司合计目标市值为（养殖+食品）共 310.3 亿元，对应 6 个月目标价 24.96 元。维持“买入-A”评级。

## 5. 风险提示

**原材料价格波动风险：**如果饲料原材料价格上涨，将公司养殖端成本上行，将压缩公司利润水平；

**禽类疫病暴发风险：**若禽类疾病暴发，影响养殖端正常出栏，同时降低大众禽肉消费欲望；

**鸡肉消费不及预期风险：**公司利润受鸡周期波动影响，若鸡肉消费端复苏若不及预期，鸡肉价格维持低位，影响公司业绩水平；

**新品研发不及预期：**公司食品业务需要不断推出新品、爆品来维持客户黏性，如果公司未能及时推出新品，可能拉低公司食品业务业绩增速；

**食品安全风险：**食品业务为公司重要业务，如果发生食品安全问题，将损害公司声誉，进一步影响公司产品销售。

**周期测算及假设不及预期：**文中对于周期的推演及测算基于一定假设，若假设条件发生巨大变更，会影响对于周期的预判结果。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	14,478.2	16,817.1	18,324.4	23,453.7	26,288.9	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	13,217.3	15,376.0	16,150.4	18,930.3	21,927.0	营业收入增长率	5.3%	16.2%	9.0%	28.0%	12.1%
营业税费	40.0	35.4	38.5	46.9	52.6	营业利润增长率	-75.8%	-7.0%	118.5%	197.0%	-7.5%
销售费用	305.7	383.4	421.5	539.4	578.4	净利润增长率	-78.0%	-8.3%	123.5%	204.9%	-7.4%
管理费用	246.1	294.0	311.5	398.7	446.9	EBITDA 增长率	-49.3%	8.9%	55.2%	84.5%	-1.0%
研发费用	67.1	117.4	109.9	140.7	157.7	EBIT 增长率	-74.5%	1.4%	122.0%	166.9%	-7.4%
财务费用	138.2	169.8	207.1	231.7	216.9	NOPLAT 增长率	-73.3%	-3.3%	102.1%	166.9%	-7.4%
加: 资产/信用减值损失	-67.4	-73.2	-90.4	-32.8	-56.3	投资资本增长率	10.6%	11.1%	10.8%	8.6%	-3.9%
公允价值变动收益	-2.9	-25.7	16.5	-27.9	13.1	净资产增长率	4.2%	0.2%	4.6%	11.1%	9.3%
投资和汇兑收益	34.0	61.6	54.8	62.0	64.7						
<b>营业利润</b>	524.7	488.0	1,066.4	3,167.2	2,930.9	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-13.2	-17.3	-62.1	-18.0	-13.5	毛利率	8.7%	8.6%	11.9%	19.3%	16.6%
<b>利润总额</b>	511.5	470.8	1,004.3	3,149.3	2,917.4	营业利润率	3.6%	2.9%	5.8%	13.5%	11.1%
减: 所得税	59.2	65.1	100.4	314.9	291.7	净利润率	3.1%	2.4%	5.0%	11.9%	9.9%
<b>净利润</b>	448.2	410.9	918.3	2,800.3	2,594.1	EBITDA/营业收入	11.2%	10.5%	14.9%	21.5%	19.0%
						EBIT/营业收入	3.9%	3.4%	6.9%	14.5%	12.0%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	261	237	241	201	181
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	10	31	34	32	32
货币资金	494.8	683.3	733.0	938.1	1,051.6	流动资产周转天数	96	109	120	107	105
交易性金融资产	13.0	63.8	80.3	52.4	65.5	应收账款周转天数	20	19	19	19	18
应收账款	882.3	904.8	1,063.0	1,355.3	1,250.2	存货周转天数	60	63	62	55	58
应收票据	16.2	18.0	18.6	28.3	24.3	总资产周转天数	397	385	391	333	310
预付账款	198.7	369.4	153.0	430.8	301.1	投资资本周转天数	282	270	275	235	214
存货	2,525.2	3,349.3	2,969.1	4,222.4	4,206.1						
其他流动资产	88.3	555.1	1,274.4	639.2	822.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	4.5%	4.1%	8.8%	24.3%	20.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.7%	2.1%	4.3%	12.6%	11.6%
长期股权投资	66.9	81.1	102.6	113.1	126.3	ROIC	5.4%	4.8%	8.6%	20.8%	17.7%
投资性房地产	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	<b>费用率</b>					
固定资产	10,655.5	11,499.5	13,060.1	13,173.6	13,238.4	销售费用率	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%
在建工程	678.6	125.1	346.2	406.5	481.0	管理费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
无形资产	294.7	301.5	282.3	263.1	243.9	研发费用率	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
其他非流动资产	1,127.1	975.4	789.5	916.8	859.3	财务费用率	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%	0.8%
<b>资产总额</b>	17,043.6	18,928.3	20,873.9	22,541.3	22,672.0	四费/营业收入	5.2%	5.7%	5.7%	5.6%	5.3%
短期债务	3,508.9	4,595.5	4,808.3	5,985.1	4,534.0	<b>偿债能力</b>					
应付账款	2,045.8	1,833.2	3,077.2	2,839.5	3,511.1	资产负债率	41.8%	47.5%	50.2%	48.7%	44.3%
应付票据	385.9	994.3	331.1	678.2	667.1	负债权益比	71.8%	90.4%	100.7%	95.1%	79.6%
其他流动负债	370.8	635.2	1,427.9	802.5	677.5	流动比率	0.67	0.74	0.65	0.74	0.82
长期借款	60.6	174.0	289.1	-	-	速动比率	0.27	0.32	0.34	0.33	0.37
其他非流动负债	748.3	753.2	538.7	680.1	657.3	利息保障倍数	4.09	3.38	6.15	14.67	14.51
<b>负债总额</b>	7,120.3	8,985.4	10,472.2	10,985.4	10,047.0	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	14.4	10.7	-3.8	30.2	61.7	DPS(元)	0.30	0.20	0.44	1.35	1.25
股本	1,244.0	1,243.6	1,243.6	1,243.6	1,243.6	分红比率	82.9%	60.4%	60.0%	60.0%	60.0%
留存收益	8,790.1	8,794.5	9,161.8	10,281.9	11,319.6	股息收益率	1.8%	1.2%	2.6%	8.0%	7.4%
<b>股东权益</b>	9,923.3	9,942.9	10,401.7	11,555.8	12,625.0						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	452.4	405.7	918.3	2,800.3	2,594.1
						加: 折旧和摊销	1,051.7	1,188.8	1,457.6	1,640.3	1,838.8
						资产减值准备	59.4	71.6	-	-	-
						公允价值变动损失	2.9	25.7	16.5	-27.9	13.1
						财务费用	140.6	183.4	207.1	231.7	216.9
						投资收益	-34.0	-61.6	-54.8	-62.0	-64.7
						少数股东损益	4.1	-5.2	-14.5	34.0	31.5
						营运资金的变动	1,222.7	-878.8	486.8	-1,255.5	788.7
						<b>经营活动产生现金流量</b>	1,842.6	1,347.9	3,016.9	3,360.9	5,418.5
						投资活动产生现金流量	-1,781.6	-1,970.4	-3,197.4	-1,676.5	-1,919.9
						融资活动产生现金流量	118.8	819.4	230.2	-1,479.2	-3,385.2
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.36	0.33	0.74	2.25	2.09
						BVPS(元)	7.97	7.99	8.37	9.27	10.10
						PE(X)	46.9	51.2	22.9	7.5	8.1
						PB(X)	2.1	2.1	2.0	1.8	1.7
						P/FCF	22.4	39.2	58.2	10.7	13.1
						P/S	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8
						EV/EBITDA	19.9	18.6	9.3	5.1	4.8
						CAGR(%)	84.4%	86.4%	-23.8%	84.4%	86.4%
						PEG	0.6	0.6	-1.0	0.1	0.1
						ROIC/WACC	0.6	0.5	1.0	2.3	2.0
						REP	4.5	4.7	1.8	0.7	0.8

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034