

圣农发展 (002299)

证券研究报告

2024年01月16日

白鸡龙头 40 载，“不惑之年”再腾飞！

1、白羽鸡行业：率先实现规模化，集中度有望进一步提升

1) 我国白鸡行业已实现规模化养殖，行业集中度高，对标美国，预计仍有提升空间。2022 年，我国白鸡行业 CR10 达 45%（屠宰量为参控股合计），集中度较高。考虑到近几年饲料、人工成本高昂、土地资源紧缺等因素，中小户扩产难，而头部企业具备资金、管理及资源优势，行业集中度有望进一步提升（对比美国，2019 年 CR10 已达约 70%-80%）。

2) 本轮周期特质：①底部磨底时间足够长，叠加结构性缺口已现，产业景气度有望提升。复盘白鸡产业过去十年变化可发现，依靠产业自身主动去产能难以迎来强景气周期。祖代引种受限带来的产能被动去化、叠加行业换羽带来的产能自主调节会导致一轮周期的持续时间不规律，且振幅放大。本轮周期海外引种减量明显，国内品种推广初期，结构性缺口有望迎产业景气向上！②行业洗牌加速，进入头部整合阶段。近两年白鸡行业收购动作频繁，2022 年底太盟投资收购凤翔股份，2023 年圣农发展收购嘉吉中国白鸡业务、中牧集团收购新希望白鸡板块，行业或迎来头部整合加速阶段。③种源国产替代：2021 年底，我国推出 3 个自主培育的品种“sz901”、“广明 2 号”、“沃德 188”，2022 年中开始推广父母代，打破白羽鸡种源长期被“卡脖子”的困局。

2、圣农发展：白鸡龙头 40 载，“不惑之年”再腾飞！

1) 养殖板块收购加速，第一增长曲线陡升。2023 年公司连续 2 次收购，新增产能近 2 亿羽，市占率实现加速提升。收购完成后，我们预计公司现有产能已达约 8 亿羽，2025 年目标 10 亿羽达成可期。我们预计公司将在周期景气向上趋势中，实现 β 、 α 共振。

2) 坚定提升单羽价值，上下游塑造第二、第三成长曲线。①向上种鸡突破：公司自主育种唯一上市标的，海外引种受限背景下，一方面为公司产能扩张奠定基础，另一方面有望打造新的业绩增长点。2023 年 sz901 规划外销量约 500 万套，我们预计 2024 年有望达到 800-1000 万套。②向下食品发力：B 端有望携手肯、麦扩张超预期增长。2023 年 1-8 月，公司大 B 渠道已接近去年全年收入体量。2023 年 9 月，百胜中国官宣启动 RGM2.0 战略，通过提高低线城市门店渗透率，将 2023 年净新增门店目标从之前的 1100-1300 家提高至 1400-1600 家，规划 2026 年达 20000 家门店目标迈进（截止 2023 年 9 月为 14102 家）。圣农作为百胜中国的头部鸡肉供应商，大 B 渠道有望迎来快速增长。C 端成长性显著，有望逐步贡献利润。2022 年 C 端含税收入超 14 亿元，同比增长 64%，占食品深加工板块收入的比重由 2019 年的 7%左右提升至 2022 年 23%以上。多款爆品验证研发实力，“脆皮炸鸡”和“嘟嘟翅”两款爆品年销售收入破亿元，香煎鸡胸肉、手枪腿、脆皮炸翅等新爆品持续上量。

3、估值历史相对低位，圣农发展有望再次腾飞！

1) 目标市值：我们认为公司目标市值或应达 347 亿元。截止 2024 年 1 月 15 日，公司市值仅 200 亿元；对应 2024 年业绩，当前 PE 仅 9x，PB 仅 1.8x，处于历史相对底部。①养殖板块：在鸡肉价格中性假设下，只考虑公司自身量的成长性以及成本端改善，我们预计 2024 年圣农养殖板块单羽盈利 2.5 元/羽（根据测算，估计景气度较高的 2019 年单羽盈利 7.9 元/羽，2020 年 3.8 元/羽，景气度较差的 2022 年单羽盈利 0.4 元/羽），养殖板块利润 17 亿元，给予 15xPE，目标市值 255 亿元。②食品板块：我们预计 2024/2025 年食品板块收入 101/123 亿元，净利率分别为 4.0%/5.0%，食品板块贡献利润 4.0/6.1 亿元。参考干味央厨、宝立食品等百胜供应链公司，对应 2024 年 PE 分别为 22x、20x。中性条件下，我们给予圣农食品 15xPE，食品板块目标市值 60 亿元。若考虑圣农食品在百胜、麦当劳内供应链重要地位，以及 C 端体量，我们认为或应值得更高估值。③种鸡板块：目前处于推广期，公司部分让利下游。参考行业水平，我们预计 2024 年公司种鸡售价 30 元/套，外销量 800 万套，贡献 1.6 亿盈利，给予 20xPE，目标市值约 32 亿元。

2) 投资建议：重视周期景气向上趋势中，白鸡龙头的自身成长性及估值相对低位！成长性方面，公司收购加速，市占率持续提升。单羽价值量方面，公司向上突破种鸡，打造新的业绩增长点；向下发力食品，BC 有望共振。估值方面，历史相对低位，重点推荐，维持“买入”评级。

风险提示：鸡肉价格波动的风险；消费恢复不及预期；食品 C 端开拓不及预期；大宗农产品价格波动；禽流感疫病风险

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 14,478.20 | 16,817.09 | 18,970.78 | 24,466.53 | 27,732.11 |
| 增长率(%) | 5.34 | 16.15 | 12.81 | 28.97 | 13.35 |
| EBITDA(百万元) | 1,809.00 | 2,021.71 | 2,409.13 | 4,228.61 | 4,588.99 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 448.24 | 410.90 | 701.09 | 2,338.36 | 2,516.31 |
| 增长率(%) | (78.04) | (8.33) | 70.62 | 233.53 | 7.61 |
| EPS(元/股) | 0.36 | 0.33 | 0.56 | 1.88 | 2.02 |
| 市盈率(P/E) | 44.66 | 48.72 | 28.55 | 8.56 | 7.96 |
| 市净率(P/B) | 2.02 | 2.02 | 1.96 | 1.80 | 1.65 |
| 市销率(P/S) | 1.38 | 1.19 | 1.06 | 0.82 | 0.72 |
| EV/EBITDA | 17.54 | 16.01 | 8.83 | 5.34 | 4.65 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 农林牧渔/养殖业 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 16.1 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 1,243.40 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,230.71 |
| A 股总市值(百万元) | 20,018.74 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 19,814.41 |
| 每股净资产(元) | 8.35 |
| 资产负债率(%) | 53.59 |
| 一年内最高/最低(元) | 26.21/15.92 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 吴立 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110517010002 | |
| wuli1@tfzq.com | |
| 陈潇 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110519070002 | |
| chenx@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《圣农发展-公司点评:白鸡龙头并购再发力，步步为营!》2023-11-14
- 《圣农发展-公司点评:6 亿到 10 亿，一个小目标有望落地，重视白鸡龙头成长性!》2023-07-25
- 《圣农发展-年报点评报告:重视缺鸡行情下的公司弹性及育种优势!》2023-04-05

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 白鸡行业：率先实现规模化，集中度有望进一步提升 | 4 |
| 1.1. 行业特性：我国白鸡行业已实现规模化养殖，预计仍有提升空间 | 4 |
| 1.2. 本轮周期特质：磨底时间足够长、头部加速整合、种源国产替代 | 4 |
| 1.2.1. 磨底时间足够长：产业持续微利已接近四年 | 4 |
| 1.2.2. 头部加速整合：近两年行业洗牌加速，头部企业收并购动作频繁 | 5 |
| 1.2.3. 种源国产替代：国内三个品种通过审定，目前处于市场推广期 | 6 |
| 1.3. 景气判断：海外引种减量明显，国内品种推广初期，结构缺口有望迎景气向上 | 6 |
| 1.3.1. 历史复盘：产业规模化程度高，大周期依赖海外引种受限带来的被动去化 | 7 |
| 1.3.2. 供给端：祖代进口持续受限+国内品种接受度提升需时间，缺口已成 | 8 |
| 1.3.3. 需求端：短期受益消费降级；长期符合健康趋势，需求或稳步提升 | 9 |
| 2. 圣农发展：白鸡龙头 40 载，“不惑之年”再腾飞！ | 9 |
| 2.1. 复盘圣农发展历史成长阶段 | 9 |
| 2.2. 传统养殖板块收并购加速，第一增长曲线陡升 | 10 |
| 2.2.1. 量：底部逆势扩张，成长性明显，2025 年 10 亿羽产能目标可期 | 10 |
| 2.2.2. 价：周期景气向上+公司溢价优势，鸡肉价格向上弹性较充分 | 11 |
| 2.2.3. 利：持续精细管理，全成本存在较大的下降空间 | 12 |
| 2.3. 坚定提升单羽价值，上下游塑造第二、第三成长曲线 | 13 |
| 2.3.1. 种鸡板块：公司自主育种唯一上市标的，有望打造新的业绩增长点 | 13 |
| 2.3.2. 食品板块：B 端携手肯、麦扩张快速发力；C 端品牌力逐步打造 | 14 |
| 3. 估值历史相对低位，圣农发展有望再次腾飞！ | 16 |
| 3.1. 历史投资阶段复盘 | 16 |
| 3.2. 公司价值再讨论 | 17 |
| 3.2.1. 养殖板块：公司并购整合加速，成长性突出 | 17 |
| 3.2.2. 食品板块：B 端-百胜集团、麦当劳重要供应商，有望提速发展；C 端-收入体量已达 10+亿元，利润率释放可期 | 19 |
| 3.2.3. 种鸡板块：市场推广期，公司部分让利下游，接受度有望逐步提升 | 20 |
| 3.3. 盈利预测与估值 | 21 |
| 4. 风险提示 | 22 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|---|
| 图 1：2008-2023 年，玉米、豆粕价格走势（元/吨） | 4 |
| 图 2：2018-2023 年产业各环节价格走势 | 5 |
| 图 3：2018-2023 年产业各环节利润情况 | 5 |
| 图 4：2011 年至今，毛鸡价格（元/公斤）及鸡苗价格（元/羽）情况 | 7 |
| 图 5：2010-2022 年祖代更新量（万套） | 8 |
| 图 6：2011-2023 年毛鸡价格（元/公斤）和鸡苗价格（元/羽）走势 | 8 |
| 图 7：2021、2022、2023 年 1-11 月祖代各品种占比 | 9 |
| 图 8：2023 年 1-11 月各品种父母代情况占比 | 9 |

| | |
|---|----|
| 图 9: 各品类蛋白消费占比情况..... | 9 |
| 图 10: 白鸡料肉比占据优势, 具有更高生产效率和饲料转化效率..... | 9 |
| 图 11: 圣农发展营收及归母增速 (营收 yoy 左侧, 归母 yoy 右轴, 以下同) | 10 |
| 图 12: 2016-2022 年商品代肉鸡屠宰量 (亿羽) 及 YOY..... | 11 |
| 图 13: 2016-2023 年前三季度资本性支出 (亿元) 及 YOY | 11 |
| 图 14: 圣越农牧并购前后股权结构穿透 | 11 |
| 图 15: 太阳谷并购前后股权结构穿透 | 11 |
| 图 16: 2019-2023 年 10 月行业鸡肉及公司单价 (元/吨) | 12 |
| 图 17: 2020-2023 年 10 月公司鸡肉产品溢价 (元/吨) | 12 |
| 图 18: 畜禽饲料价格与大宗原材料价格呈现强相关性 (元/吨) | 13 |
| 图 19: 2016-2023H1 公司鸡肉及肉制品营业收入 (亿元) | 14 |
| 图 20: 2016-2023H1 公司鸡肉及肉制品占比情况 (%) | 14 |
| 图 21: 圣农发展 B 端部分产品矩阵 | 15 |
| 图 22: 圣农发展 C 端部分产品矩阵 | 15 |
| 图 23: 百胜中国会员客单价 (美元/人) 及 yoy..... | 16 |
| 图 24: 肯德基及麦当劳门店数量增量 (家) | 16 |
| 图 25: 2017-2023H1 品牌建设费用 (亿元, 左轴) 及 YOY (%, 右轴) | 16 |
| 图 26: 圣农发展股价、行业指数及产业价格复盘 | 17 |
| 图 27: 圣农发展总市值 (亿元) | 18 |
| 图 28: 圣农发展出栏量 (亿羽) | 18 |
| 图 29: 圣农发展 PB 处于历史相对低位 | 18 |
| 图 30: 圣农发展第一、第二大客户收入情况 (亿元) | 19 |
| 图 31: 圣农发展第一、第二大客户收入占比 | 19 |
| 图 32: 圣农食品子公司收入及利润情况 | 20 |
| 图 33: 圣农食品 C 端发展情况 | 20 |
| 图 34: 2017-2023 年行业父母代鸡苗价格 (元/套) | 21 |
| 图 35: 2023 年白羽鸡父母代各品种报价及成交价 (元/套) | 21 |
| 图 36: 公司各板块业务盈利拆分 (百万元, %) | 21 |
| 图 37: 圣农发展总市值 (亿元) | 22 |
| | |
| 表 1: 2022 年白鸡 CR10=45% (此处统计口径为控参股合计) | 4 |
| 表 2: 近两年白鸡板块收并购动作频繁 | 6 |
| 表 3: 国内三个自主品种情况 | 6 |
| 表 4: 鸡价周期分析 | 7 |
| 表 5: 2015 年至今祖代鸡更新渠道 | 8 |
| 表 6: 圣农发展单吨鸡肉成本拆分 (元/吨) | 12 |
| 表 7: 仙坛食品单吨鸡肉成本拆分 (元/吨) | 12 |
| 表 8: 圣农种鸡 VS 进口品种 | 14 |
| 表 9: 圣农食品子公司情况 | 14 |
| 表 10: 2023 年以来, 白鸡板块收并购情况 | 18 |
| 表 11: 百胜供应链公司业绩预测及估值 | 20 |

1. 白鸡行业：率先实现规模化，集中度有望进一步提升

1.1. 行业特性：我国白鸡行业已实现规模化养殖，预计仍有提升空间

我国白鸡行业已实现规模化养殖，行业集中度高，对标美国，预计仍有提升空间。2022年，我国白鸡行业 CR10 达 45% (屠宰量为参控股合计)，集中度较高。考虑到近几年饲料、人工成本高昂、土地资源紧缺等因素，中小户扩产难，而头部企业具备资金、管理及资源优势，行业集中度有望进一步提升 (对比美国，2019 年 CR10 已达约 70%-80%)。

表 1：2022 年白鸡 CR10=45% (此处统计口径为控参股合计)

| 序号 | 企业名称 | 2022 屠宰量 (亿只) | 2022 年市占率 |
|----------------------|---------|---------------|-----------|
| 1 | 禾丰集团 | 7.51 | 10% |
| 2 | 圣农集团 | 6.1 | 8% |
| 3 | 正大 (中国) | 4.6 | 6% |
| 4 | 新希望六和 | 3.1 | 4% |
| 5 | 山东太和集团 | 2.7 | 4% |
| 6 | 耘垦集团 | 2.4 | 3% |
| 7 | 益客集团 | 2.4 | 3% |
| 8 | 仙坛集团 | 2 | 3% |
| 9 | 山东超合集团 | 1.9 | 3% |
| 10 | 凤祥集团 | 1.4 | 2% |
| 2022 年全国白鸡屠宰量 | | 75.16 | |

资料来源：禽报网公众号，天风证券研究所

图 1：2008-2023 年，玉米、豆粕价格走势 (元/吨)



资料来源：wind，天风证券研究所

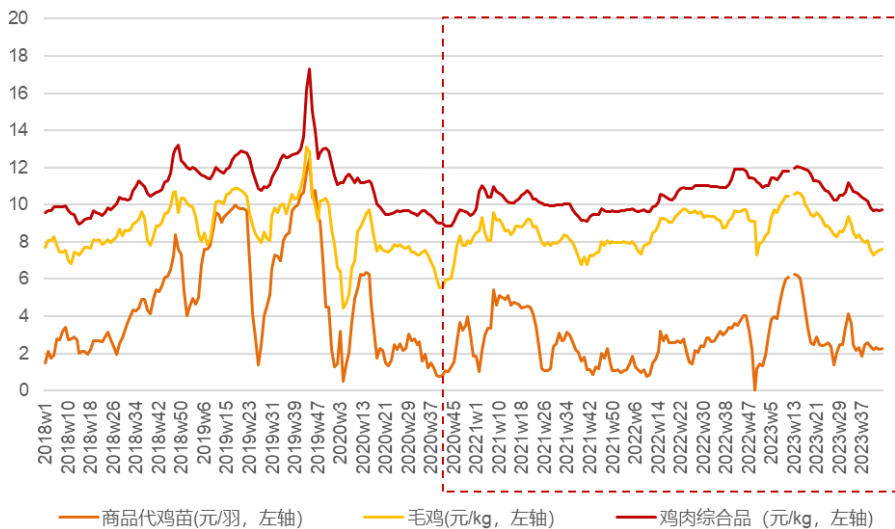
1.2. 本轮周期特质：磨底时间足够长、头部加速整合、种源国产替代

1.2.1. 磨底时间足够长：产业持续微利已接近四年

本轮周期自 2019 年见顶后，进入下行通道，产业链持续磨底已接近四年。2019 年供给不

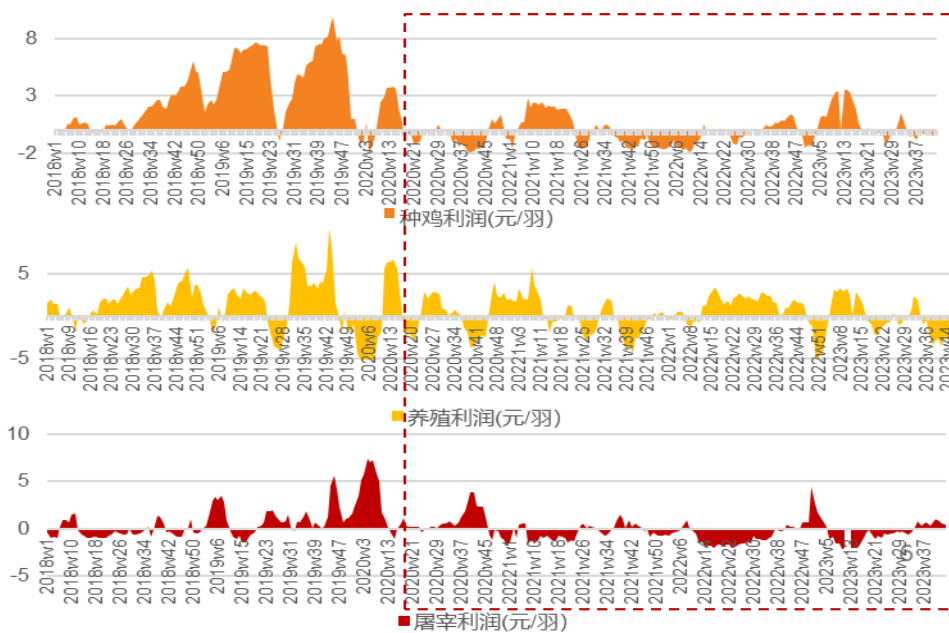
足+非洲猪瘟产生较大的蛋白缺口，形成白羽鸡超级景气周期，刺激行业快速扩产。此外，2020年开始大宗原材料价格大幅上涨，带动养殖成本上行，进一步压缩行业利润。行业微利，进入漫长的磨底和产能去化阶段。

图 2：2018-2023 年产业各环节价格走势



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

图 3：2018-2023 年产业各环节利润情况



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

注：种鸡/养殖/屠宰利润分别指父母代场/养殖场/屠宰场利润

1.2.2. 头部加速整合：近两年行业洗牌加速，头部企业收并购动作频繁

行业洗牌加速，进入头部整合阶段。近两年白鸡行业收并购动作频繁，2022 年底太盟投资收购凤翔股份，2023 年圣农发展收购嘉吉中国白鸡业务、中牧集团收购新希望白鸡板块，行业或迎来头部整合加速阶段。

表 2：近两年白鸡板块收购并购动作频繁

| | 收购方 | 标的资产 | 标的产能 | 收购价格 |
|-------------|---------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|----------|
| 2022 年 10 月 | PAG 旗下投资公司 Falcon Holding LP | 凤翔股份 70.92%的股权 | 2022 年屠宰量 1.4 亿羽 | 13.72 亿元 |
| 2023 年 7 月 | 圣农发展 | 德成农牧 78.4%的股权 | 2023 年产能近 1 亿羽，规划 2025 年 达 1.2 亿羽 | 1.76 亿元 |
| 2023 年 11 月 | 圣农发展 | 太阳谷(前身嘉吉中国白鸡 项目) 46%的股权 | 2023 年产能达 6500 万羽 | 2.45 亿元 |
| 2023 年 12 月 | 中牧集团 | 中新食品(新希望禽白羽肉 禽板块) 51%的股权 | 2022 年屠宰量 3.1 亿羽 | 27.00 亿元 |

资料来源：各公司公告，wind，禽报网公众号，天风证券研究所

1.2.3. 种源国产替代：国内三个品种通过审定，目前处于市场推广期

国内育种突破，打破海外引种“卡脖子”。2021 年 12 月国家畜禽遗传资源委员会审定通过“SZ901”“广明 2 号”和“沃德 188”3 个快大型白羽肉鸡配套系品种，标志我国肉鸡市场拥有自主培育的白羽肉鸡品种。

国内品种 VS 进口品种：国内品种综合效率指标表现优秀，但料肉比等指标仍有待提升。

- **国内品种更注重本土特色。**①饲养模式方面，国内多采用笼养，海外多采用平养，将品种选育和饲养方式结合，可实现更加高效的生产效率；②消费方面，国内消费者偏好鸡翅、鸡胗、鸡腿、鸡爪，而国外偏好鸡胸肉。因此，要提高肉鸡的终端整体利用率，需在育种上适当提高偏好部位的比例，比如国内品种的腿肌率明显高于国外品种。
- **考虑到国内品种 2022 年开始逐步推广，整体样本数据量不大，市场推广仍需要时间和数据验证。**从祖代、父母代、商品代到加工屠宰环环相扣，国内企业对于饲养海外品种有非常成熟的经验；更换国内品种，对于父母代场-养殖场-屠宰场-终端消费都是全新的过程，需要技术团队跟进指导以及时间、数据验证。以蛋鸡品种为例，20 多年前被进口品种垄断，国产新品种通过加强疾病净化和市场推广服务体系的建设，摆脱了对外国蛋鸡种源的依赖。

表 3：国内三个自主品种情况

| 品种 | 简介 | 性状 | 优点 |
|--------|---|------------------------------------|---|
| SZ901 | 圣农集团自主研发出国内第一个白羽肉鸡原种鸡配套系 | 白羽毛、体型饱满、体质健壮 | 本土适应性强、抗病能力强；成活率高、增重速度快、出肉率高、饲料转化率高，经济性能强；具有高蛋白、高维生素、低脂肪、低热量、低胆固醇等优点，品质优；鸡肉鲜嫩多汁，营养成份上又与土鸡完全一样 |
| 广明 2 号 | 中国农科院北京畜牧兽医研究所和广东省佛山新广农牧有限公司联合培育的白羽肉鸡 | 全身羽毛白色，冠、肉垂鲜红色，单冠直立，皮肤白色，喙、胫、趾呈浅黄色 | 生产性能与国际同类品种持平，饲料转化效率和肉品质具有一定优势 |
| 沃德 188 | 北京市华都峪口禽业有限责任公司、中国农业大学和思玛特(北京)食品有限公司联合培育的白羽肉鸡 | 白羽毛，体型大，腿、爪、胫的比例高 | 具有品种纯正、肉质鲜美、成活率高、成本低廉、无抗养殖几大特点，适合我国饲养环境的优秀品种 |

资料来源：中国农科院，中国农业大学，中国畜牧业协会，南方网，天风证券研究所

1.3. 景气判断：海外引种减量明显，国内品种推广初期，结构缺口有望迎景

气向上

1.3.1. 历史复盘：产业规模化程度高，大周期依赖海外引种受限带来的被动去化

复盘白鸡产业过去十年周期变化，可以发现祖代引种受限带来的产能被动去化、叠加行业换羽带来的产能自主调节会导致一轮周期的持续时间不规律，且振幅放大。

周期持续时间：一轮完整的白鸡价格周期基本维持在 1.5-3 年，小于猪价周期 3-4 年。主要系白鸡养殖周期短，在祖代引种不受限制的环境下，白鸡价格上涨→父母代鸡苗补栏增加→7 个月（27 周）后商品鸡苗增加→1.5 个月（6 周）后毛鸡出栏增加。在祖代引种因海外禽流感被动收缩的情况下，父母代鸡苗补栏受限，理论上白鸡价格周期会拉长。但行业存在换羽、延迟淘汰等自发的产能调节行为，可能会使得行业短期供给急剧增加、长期供给减少，使得周期波动时间不规律。典型如 2015 年 10 月-2017 年 2 月和 2017 年 2 月-2020 年 3 月两轮周期：2015 年祖代引种受限带来供给收缩，2015 年 10 月-2016 年 3 月行业景气向上，持续约 6 个月；但随之行业大量换羽带来供给急速增加，行情急转向下，在 2017 年 2 月因禽流感影响需求，价格跌至冰点，本轮周期持续仅 1.5 年（上涨时间半年）。2017 年 2 月-2022 年 3 月，祖代引种持续受限叠加非洲猪瘟提振整体肉类蛋白价格，完整价格波动周期持续 3 年以上（上涨时间 2.5 年以上）。

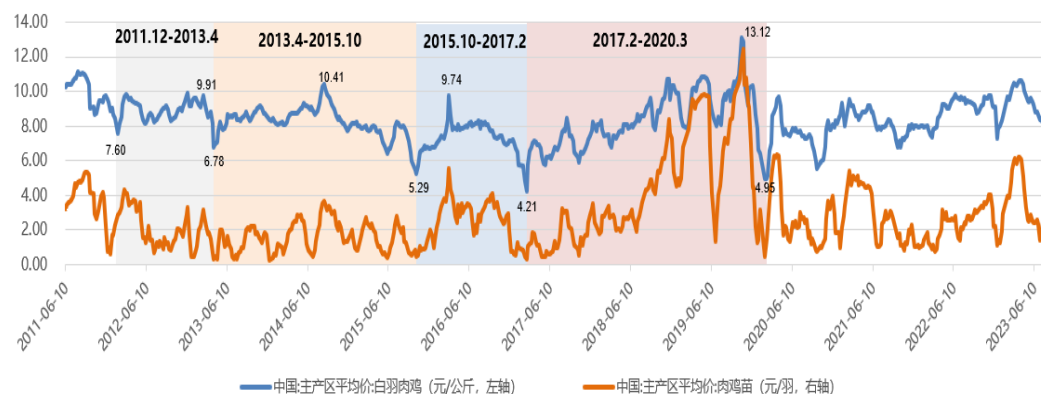
周期振幅：白鸡养殖规模化程度高，依靠产业自身主动去产能难以迎来强景气周期。2015 年 10 月-2017 年 2 月和 2017 年 2 月-2020 年 3 月两轮周期，我们认为主要系祖代引种受限带来的被动去化，上涨幅度分别为 84%和 212%（2017 年 2 月-2020 年 3 月周期叠加猪瘟影响），大于前两轮主动去化期间 30%、54%的涨幅。

表 4：鸡价周期分析

| 周期起始时间 | 周期阶段 | 期间 | 月数 | 毛鸡价格（元/公斤） | | 波动价差（元/公斤） | 波动幅度 |
|------------------------|------|------------------------|----|------------|-------|------------|------|
| | | | | min | max | | |
| 2011 年 12 月-2013 年 4 月 | 上涨期 | 2012 年 2 月-2012 年 12 月 | 11 | 7.60 | 9.91 | 2.31 | 30% |
| | 下跌期 | 2012 年 12 月-2013 年 4 月 | 5 | 6.78 | 9.91 | 3.13 | -32% |
| 2013 年 4 月-2015 年 10 月 | 上涨期 | 2013 年 4 月-2014 年 8 月 | 17 | 6.78 | 10.41 | 3.63 | 54% |
| | 下跌期 | 2014 年 8 月-2015 年 10 月 | 15 | 5.29 | 10.41 | 5.12 | -49% |
| 2015 年 10 月-2017 年 2 月 | 上涨期 | 2015 年 10 月-2016 年 3 月 | 6 | 5.29 | 9.74 | 4.45 | 84% |
| | 下跌期 | 2016 年 3 月-2017 年 2 月 | 12 | 4.21 | 9.74 | 5.53 | -57% |
| 2017 年 2 月-2020 年 3 月 | 上涨期 | 2017 年 2 月-2019 年 10 月 | 33 | 4.21 | 13.12 | 8.91 | 212% |
| | 下跌期 | 2019 年 10 月-2020 年 3 月 | 6 | 4.95 | 13.12 | 8.17 | -62% |

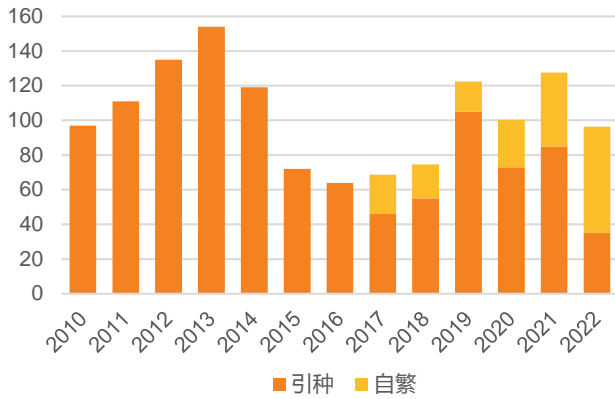
资料来源：wind,天风证券研究所

图 4：2011 年至今，毛鸡价格（元/公斤）及鸡苗价格（元/羽）情况



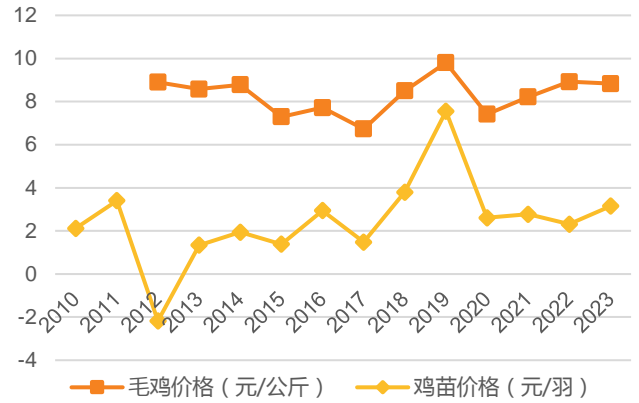
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2010-2022 年祖代更新量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图 6：2011-2023 年毛鸡价格（元/公斤）和鸡苗价格（元/羽）走势



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3.2. 供给端：祖代进口持续受限+国内品种接受度提升需时间，缺口已成

- **海外引种：2022 年 5 月以来，因海外禽流感问题，祖代引种量处于历史最低区间，且持续受限已超过 1 年半。**2022 年 5 月-2023 年 1 月，引种量仅 4-5 万套；2023 年至今，合计引种量约 38 万套，与正常年份（如 2019-2021 年）70-100 万套的引种量相比大幅缩减。我们预计 2024 年引种节奏和 2023 年相差不大，全年 40 万套左右。
- **国内自繁品种：需关注其祖代实际传导情况。**2022 年至今，国外进口品种包括美国的 AA+/罗斯 308、利丰以及少量新西兰科宝；国内自繁品种包括国内的科宝、国内自主育种（圣泽 901、广明 2 号及沃德 188）。其中，国内自主育种的祖代更新总量（2022 年占比 26%；2023 年 1-11 月占比 38%）并不等同于实际有效产能（即能传导为商品代鸡苗的祖代），需观察其父母代实际销售进程。2021、2022 年科宝祖代占比分别为 34%、42%，国内自育品种占比为 13%、26%；对应到 2023 年 1-11 月父母代销售，科宝、国内自育品种占比分别仅 21%、21%，明显小于其祖代比例。

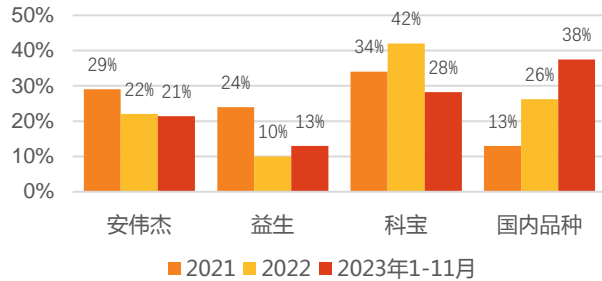
表 5：2015 年至今祖代鸡更新渠道

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------|------|-------------|------------|------|-------|-------------|------------|-----------|---|
| 美国 | 封关 | | | | | 7 月恢复引种 | 恢复美国安伟捷引种 | 5 月开始引种受限 | 持续受限，仅一个州可供种。（1-10 月为阿拉巴马，11 月封关；12 月放开俄克拉荷马） |
| 新西兰 | | 新渠道（科宝、安伟捷） | 间断进口 | 主要渠道 | 主要渠道 | | 暂停新西兰安伟捷引种 | | 少量新西兰科宝引种 |
| 西班牙 | | 新渠道 | 封关 | | | | | | |
| 波兰 | | 新渠道 | 封关（11 月解封） | 少量 | 主要渠道 | 封关 | | | |
| 法国 | 封关 | | | | | 9 月开，11 月封关 | | | |
| 祖代渠道 | | 新西兰、 | 新西兰 | 新西兰 | 新西兰+波 | 新西兰 | 美国+新 | 美国+新 | 美国+新西兰+自繁 |

西班牙、波兰 兰+自繁 +美国+自繁 西兰+自繁 西兰+自繁

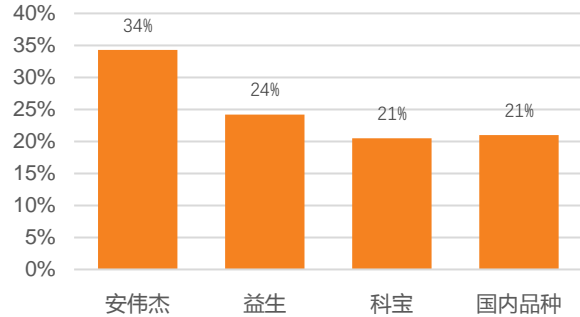
资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

图 7：2021、2022、2023 年 1-11 月祖代各品种占比



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

图 8：2023 年 1-11 月各品种父母代情况占比

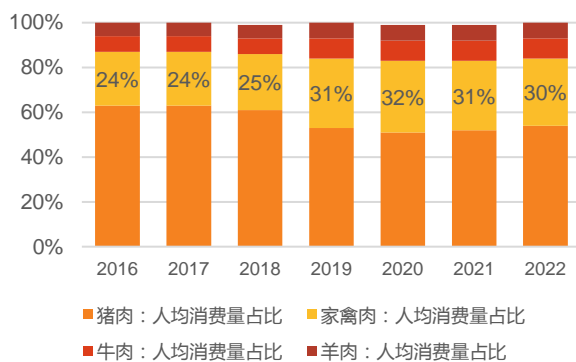


资料来源：Mysteel，天风证券研究所

1.3.3. 需求端：短期受益消费降级；长期符合健康趋势，需求或稳步提升

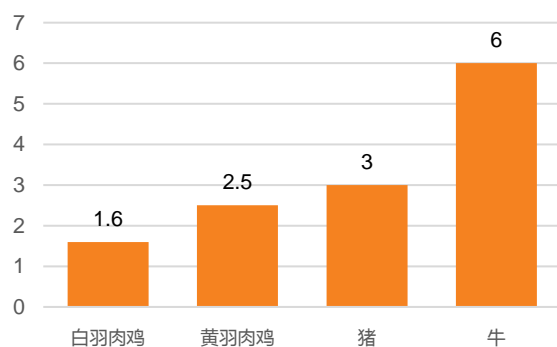
- 近几年白鸡需求稳定增长。非瘟期间，白鸡对猪肉的替代需求大幅提升。非瘟后虽有部分回补，但消费渠道已形成，随着消费群体年轻化、外卖餐饮打开市场、对健康高蛋白需求增加等趋势，白鸡需求保持稳定增长，从 2019 年之前的 40 亿羽左右提升至 2021 年的 65 亿羽。
- 粮食安全重要性日益突出，白鸡料肉比低，蛋白转化率高，造肉成本优势明显，有望获得加速推广。二十大报告中，明确强调“确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全”。保耕地、节约用粮的大背景下，白羽肉鸡料肉比较低，单位肉类蛋白的饲料用量较少，减少饲料主成分玉米、豆粕的消耗。白羽肉鸡凭借低料肉比占据核心成本优势，或挤压其他蛋白消费份额。

图 9：各品类蛋白消费占比情况



资料来源：成都禽养殖大会，天风证券研究所

图 10：白鸡料肉比占据优势，具有更高生产效率和饲料转化效率

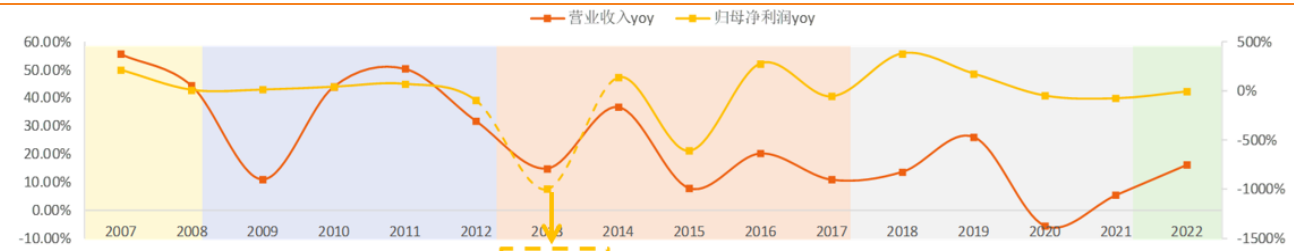


资料来源：Ontario，重庆市农业农村委员会，天风证券研究所

2. 圣农发展：白鸡龙头 40 载，“不惑之年”再腾飞！

2.1. 复盘圣农发展历史成长阶段

图 11: 圣农发展营收及归母增速 (营收 yoy 左侧, 归母 yoy 右轴, 以下同)



1983-2002: 起步阶段

关键词: 聚焦肉鸡饲养, 逐步发展屠宰加工。

2003-2007: 准备阶段

关键词: 成立福建省圣农集团有限公司, “一主两副”的循环经济产业链、变更设立福建圣农发展股份有限公司。

2008-2012: 快速增长

关键词: 上市、量增快速、肯德基战略合作伙伴。

2013-2017: 阵痛中蜕变

关键词: 黑天鹅事件多发(禽流感、福喜事件等)、行业亏损剩者为王; 圣农内秀; KKR进入; 圣农食品并表; 傅芬芳总逐步接班。

2018-2020: 历史性牛市中思考新增长点

关键词: 非洲猪瘟; 新冠疫情; 深化内部管理、降本增效; 食品业务前瞻布局; 成功培育SZ901配套系。

2021-2025: 有质量的高增长

关键词: 10亿羽? 种鸡外销市占率40%? 食品130亿营收? 成本继续下降?

总结来看, 圣农发展从简单的量增已经在向单羽附加价值更高的有质量的量增发力

资料来源: wind, 天风证券研究所

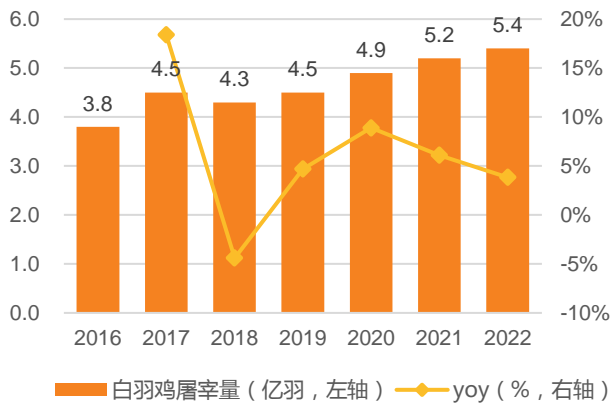
2.2. 传统养殖板块收并购加速, 第一增长曲线陡升

2.2.1. 量: 底部逆势扩张, 成长性明显, 2025 年 10 亿羽产能目标可期

公司现有白羽鸡养殖产能约 8 亿羽 (自建 6+亿羽), 规划通过自建+收并购的方式逐步扩张, 规划 2025 年白羽鸡养殖产能 10 亿羽。

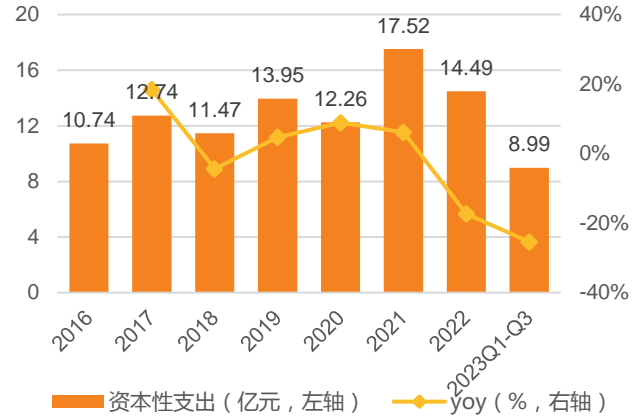
- **自建:** 2022 年公司逆势扩建产能, 资本性支出 14.5 亿元, 在产业链各环节持续有规划地进行固定资产建设, 新建多座祖代、父母代种鸡、商品代肉鸡养殖场, 光泽基地肉鸡加工六厂正式投产, 为公司增加 9000 万羽年屠宰产能。截至 2022 年末, 公司自建白鸡养殖产能已超 6 亿羽。
- **2023 年收购步伐加速, 连续 2 次收购, 新增产能近 2 亿羽。** 1) **圣越农牧:** 2023 年 7 月 24 日和 26 日, 公司发布公告, 拟以自有资金 1.76 亿元收购德成农牧 78.4% 的合伙份额。收购完成后, 2023 年 9 月起德成农牧及其子公司甘肃圣越农牧 (白鸡一体化优质标的, 德成农牧持股 60%) 将纳入合并报表。此次并购标的圣越农牧产业链涵盖了白羽肉鸡父母代养殖、孵化、饲料加工、商品代养殖、屠宰及产品销售等环节, 现有白鸡年产能近 1 亿羽, 2025 年目标产能 1.2 亿羽。根据公告折算, 本次收购价格约 3.1 元/只, 明显低于 2009 年 18.6 元/羽的自建成本 (招股书), 性价比高。2) **太阳谷:** 2023 年 11 月 13 日, 公司发布公告, 公司、董秘廖俊杰分别拟以 2.45 亿元、0.16 亿元的自有资金收购太阳谷公司 46%、3% 的股权。此次并购标的太阳谷覆盖饲料、种鸡、养殖、屠宰和深加工白羽鸡全产业链, 目前年屠宰量 6500 万羽。据公告折算, 本次收购价格约 8 元/只, 性价比高; 此外, 标的公司客户结构优秀, 前身归属美国嘉吉, 拥有诸多知名品牌快餐连锁、电商、商超客户, 有助于进一步赋能公司, 拓展新渠道。

图 12：2016-2022 年商品代肉鸡屠宰量（亿羽）及 YOY



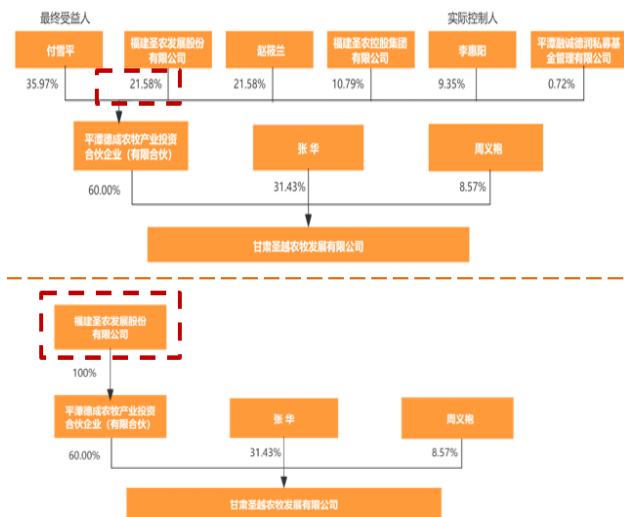
资料来源：圣农发展业绩发布会材料，天风证券研究所

图 13：2016-2023 年前三季度资本性支出（亿元）及 YOY



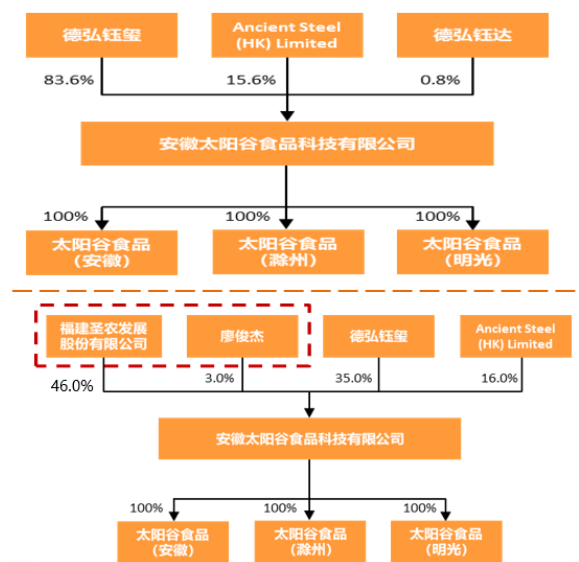
资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：圣越农牧并购前后股权结构穿透



资料来源：企查查，圣农发展公告，天风证券研究所

图 15：太阳谷并购前后股权结构穿透



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.2. 价：周期景气向上+公司溢价优势，鸡肉价格向上弹性较充分

公司拥有优质客户资源，产品相比行业溢价明显。公司拥有国际知名客户资源，曾是 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、广州亚运会、2011 年深圳大运会、2015 年福州青运会、杭州 G20 会议、2017 年厦门金砖会议的鸡肉原料供应商，2021 年与宜家打造全球首例“better chicken”，落地宜家全国 34 家门店。对比公司和市场鸡肉价格来看，圣农鸡肉价格溢价明显，基本保持在 500 元/吨左右的溢价空间。随着祖代引种缺口传导及下游消费逐步恢复，我们预计行业鸡肉价格有望迎来反转；叠加公司自身产品溢价优势，有望充分受益。

图 16：2019-2023 年 10 月行业鸡肉及公司单价（元/吨）

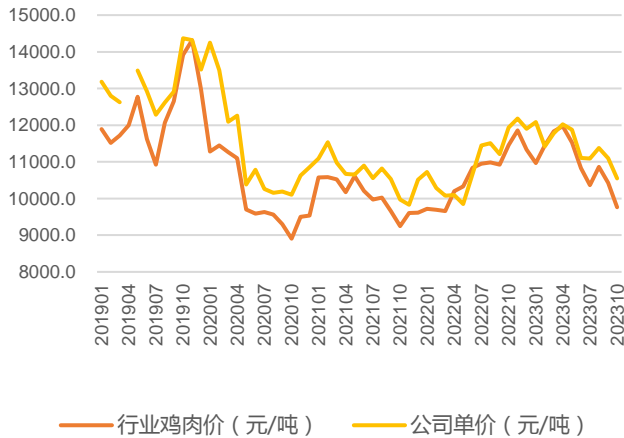
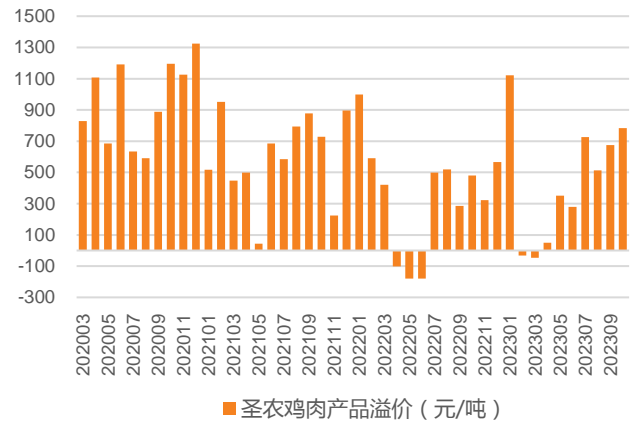


图 17：2020-2023 年 10 月公司鸡肉产品溢价（元/吨）



资料来源：博亚和讯，公司公告，天风证券研究所

资料来源：博亚和讯，公司公告，天风证券研究所

2.2.3. 利：持续精细管理，全成本存在较大的下降空间

对比自身：公司在内部管理上获得明显的效益提升，过去十年成本呈明显下降趋势。随着公司夯实内部管理、积极调整日粮配方，公司鸡肉全成本未来仍有较大的下降空间。2012-2022 年，圣农成本呈下降趋势，从 2012 年 10426 元/吨的单吨生产成本逐步下降至 2019 年 7183 元/吨；2020-2022 年受大宗原材料明显上涨影响，成本有所上升，2022 年生产成本达 8668 元/吨。若剔除原材料成本影响，可发现公司吨成本下降趋势更为明显，侧面反映公司管理效率持续精进；对比仙坛，剔除原材料后的全成本仍有 300-500 元/吨的优化空间。

对比同行：2019 年以来，公司整体吨成本明显优于仙坛，且优势来源主要来自原材料。我们认为主要系：①饲料配方优化；②养殖效率提升；③加强原材料周转及管理效率提升。

表 6：圣农发展单吨鸡肉成本拆分（元/吨）

| 圣农发展 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 原材料 | 6924.40 | 7170.36 | 6723.32 | 6314.31 | 5418.66 | 4920.03 | 4770.09 | 4493.47 | 4800.33 | 5468.01 | 6018.47 |
| 人工 | 841.00 | 875.54 | 914.21 | 920.35 | 885.20 | 787.41 | 827.39 | 824.24 | 818.42 | 754.84 | 762.59 |
| 折旧 | 761.34 | 729.36 | 776.12 | 770.92 | 761.49 | 665.91 | 698.70 | 675.17 | 655.18 | 607.81 | 656.85 |
| 电费 | 338.51 | 331.54 | 310.96 | 302.79 | 294.65 | 245.54 | 249.90 | 235.51 | 229.63 | 206.59 | 226.05 |
| 包装材料 | 258.14 | 213.88 | 218.94 | 198.39 | 187.69 | 217.04 | 205.41 | 169.95 | 168.24 | 170.74 | 159.30 |
| 其他 | 1302.55 | 1235.03 | 1150.83 | 1135.36 | 1063.13 | 914.23 | 903.61 | 785.13 | 748.02 | 788.05 | 844.29 |
| 主营业务成本合计 | 10425.94 | 10555.71 | 10094.37 | 9642.12 | 8610.81 | 7750.16 | 7655.10 | 7183.46 | 7419.83 | 7996.04 | 8667.55 |
| 剔除原材料成本影响 | 3501.53 | 3385.35 | 3371.05 | 3327.81 | 3192.15 | 2830.13 | 2885.01 | 2689.99 | 2619.49 | 2528.02 | 2649.08 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：仙坛食品单吨鸡肉成本拆分（元/吨）

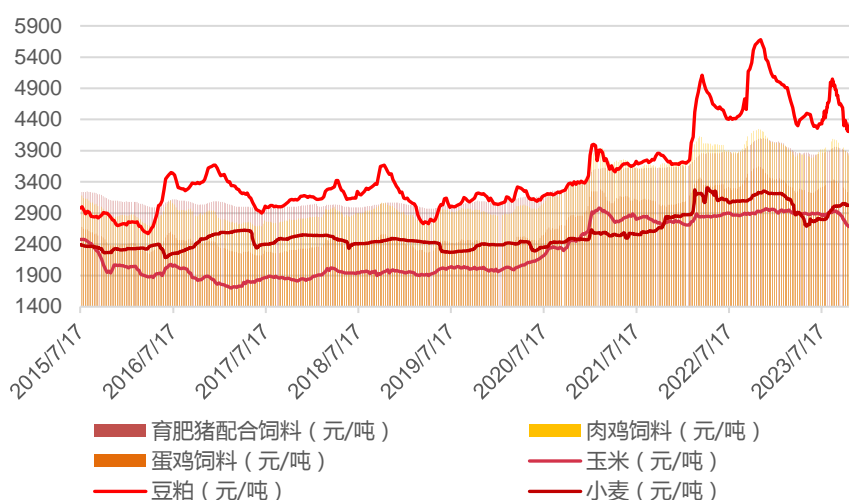
| 仙坛食品 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 原材料 | 5880.5 | 5106.8 | 4708.4 | 4825.2 | 4728.5 | 5021.7 | 5653.2 | 6437.5 | 6903.5 |
| 人工 | 641.8 | 637.5 | 715.8 | 710.6 | 664.5 | 781.7 | 807.1 | 858.7 | 818.4 |
| 能源 | 212.7 | 217.6 | 150.6 | 183.8 | 159.3 | 159.7 | 183.7 | 192.4 | 207.9 |

| | | | | | | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 折旧 | 65.4 | 69.6 | 196.1 | 227.0 | 224.3 | 228.4 | 254.1 | 252.6 | 227.1 |
| 其他费用 | 1250.0 | 1236.2 | 1245.7 | 1219.8 | 1449.9 | 1677.3 | 1654.2 | 1247.5 | 1116.4 |
| 主营业务成本合计 | 8050.4 | 7267.7 | 7016.6 | 7166.5 | 7226.5 | 7868.9 | 8552.3 | 8988.8 | 9273.2 |
| 剔除原材料成本影响 | 2169.9 | 2160.9 | 2308.2 | 2341.3 | 2498.0 | 2847.1 | 2899.1 | 2551.3 | 2369.7 |

资料来源：仙坛食品公司公告，天风证券研究所

此外，甘肃圣越农牧包含部分笼养模式，成本及效率优于本部平养。顺利并表后，后续有望带动公司整体全成本下降。圣越农牧包含笼养模式（圣农发展主要采用平养模式；一般而言，行业笼养的效率及成本优于平养模式），预计随着产量增长（根据公告，2023/2024年预计圣越农牧屠宰量 6500+w/8000+w 羽），产能利用率提升，成本或逐步下降，进一步改善上市公司养殖成本。

图 18：畜禽饲料价格与大宗原材料价格呈现强相关性（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 坚定提升单羽价值，上下游塑造第二、第三成长曲线

2.3.1. 种鸡板块：公司自主育种唯一上市标的，有望打造新的业绩增长点

圣农种鸡突破，一方面为公司产能扩张奠定基础，2025 年 10 亿羽目标达成可期；另一方面，海外引种受限利好 sz901 的市场推广，有望形成新的利润点。

- **性能指标：**与进口品种相比，“圣泽 901”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。此外，考虑到无需支付高昂的祖代引种费用，我们认为公司在父母代推广初期存在较大的让利空间。
- **养殖数据的可验证性：**与“广明 2 号”、“沃德 188”，比“圣泽 901”已实现圣农自用，2022 年 5-6 亿只商品鸡出栏数据，经得起验证，引种受限环境下，有望快速实现市场推广。
- **产能规划：**2022 年，圣农江西资溪祖代场完成整体建设，具备 1750 万套父母代种鸡苗的年供种能力；2025 年公司父母代种鸡国内市场份额有望提高到 40%。
- **销售推广：**2022 年 6 月，“圣泽 901 父母代种鸡雏首发仪式”成功举办，实现国产种源首次批量供应；2022 年全年销售父母代种鸡雏 655 万套，其中内部销售 510 万套，面向市场销售 145 万套，客户涵盖国内多家大型养殖企业。2023 年公司规划外销父母代 500 万套左右；截止 2023 年 6 月，已基本完成全年一半的销售任务，市场推广稳步推进。

表 8：圣农种鸡 VS 进口品种

| | 指标 (枚/只、只/只, 天) | 圣泽 901 | AA+/ROSS308 | Cobb500 |
|-----|-----------------|--------|-------------|---------|
| 父母代 | 0-24 周龄成活率 | 96% | 95%-96% | 96% |
| | 65 周入舍母鸡累计产合格蛋数 | 180 | 178 | 177 |
| | 65 周入舍母鸡累计产健雏数 | 152 | 151 | 150 |
| 商品代 | 出栏日龄 | 42 | 42 | 42 |
| | 成活率 | 97% | 97.2% | 97.1% |
| | 胸肉率 | 25.1% | 24.9% | 25.4% |
| | 腿肉率 | 23.8% | 23.3% | 23.4% |

资料来源：白羽肉鸡新品种产业化推进对接活动 (vzan.com)，天风证券研究所

2.3.2. 食品板块：B 端携手肯、麦扩张快速发力；C 端品牌力逐步打造

圣农深加工产品（自 2017 年圣农食品并表后至 2021 年）占比逐年提升。2022 年受餐饮消费低迷影响，占比略有小幅下降。截止 2023H1，圣农深加工产品占比达到 40%以上。

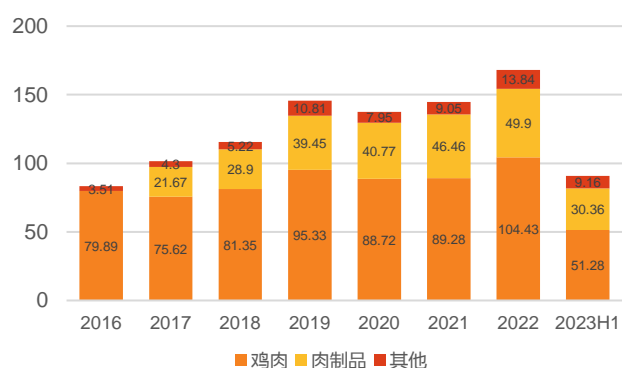
看圣农食品分部情况：2017-2022 年，圣农食品子公司收入从 22 亿元提升至 64 亿元，CAGR 达 24%；净利率有所下滑，从 2017 年 10%下降至 2022 年 3%，主要系：①C 端业务收入体量增加，但短期利润率偏低；②牛肉贸易亏损对整体利润有所拖累（我们认为主要系为牛肉加工业务做铺垫）。

表 9：圣农食品子公司情况

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入 (亿元) | 21.8 | 29.8 | 42.7 | 47.6 | 56.1 | 63.9 |
| 销量 (万吨) | 10.9 | 14.5 | 18.1 | 19.2 | 22.5 | 23.4 |
| 售价 (万元/吨) | 200.2 | 206.2 | 235.3 | 248.3 | 249.6 | 272.9 |
| 营业成本 (亿元) | 16.9 | 24.5 | 35.5 | 41.6 | 49.5 | 55.5 |
| 毛利率 | 22% | 18% | 17% | 13% | 12% | 13% |
| 营业费用 (亿元) | 1.9 | 2.7 | 3.4 | 3.1 | 4.6 | 5.6 |
| 营业利润 (亿元) | 3.0 | 2.6 | 3.8 | 2.9 | 2.0 | 2.79 |
| 净利润 (亿元) | 2.2 | 1.96 | 2.8 | 2.1 | 1.5 | 2.2 |
| 净利率 | 10% | 7% | 7% | 4% | 3% | 3% |

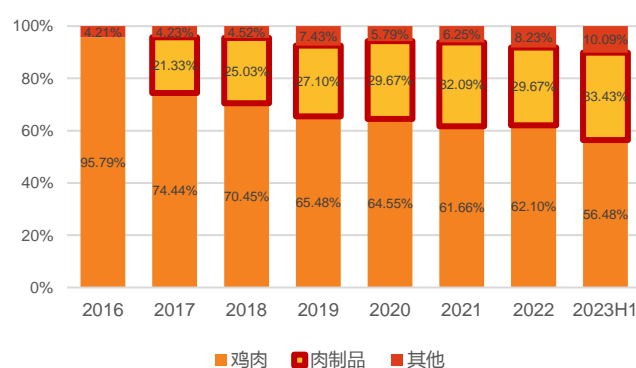
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 19：2016-2023H1 公司鸡肉及肉制品营业收入 (亿元)



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 20：2016-2023H1 公司鸡肉及肉制品占比情况 (%)



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

公司产品矩阵多元，优势品种逐步细化突出。主要产品包括鸡肉、牛肉等深加工肉制品。

- **研发能力突出：**公司先后在光泽、福州、上海成立三大食品研发中心，研发中心配备经验丰富的研发团队，截止 2023H1，有 120 余人的研发团队，成员均有高级中/西餐厅、米其林餐厅、五星酒店的从业经历，具备深度洞悉客户需求、迅速推新的能力，2019-2022 年新品销售额年复合增长率达 13%。此外，大单品逐步推出验证公司具备产品推广和爆品打造实力。2021 年新推出的“脆皮炸鸡”和“嘟嘟翅”两产品均为亿元级大单品；2022 年推出的手枪腿、脆皮炸翅等产品，有望成为新的爆款。
- **扩产有序推进：**2022 年，公司已建及在建工厂产能合计超过 43.32 万吨，位列全国第一。目前的生产线覆盖中式调理包、冷冻调理线、油炸、蒸煮、碳烤、烟熏、灌肠等多种工艺，生产线设计灵活，不断提升的自动化生产能力，可以生产各种中式、西式产品，并且可以随时满足客户临时性波动需求。据公司公告，预计 2024 年食品深加工十厂建设完成并投产，主要为牛肉加工项目。

图 21：圣农发展 B 端部分产品矩阵



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 22：圣农发展 C 端部分产品矩阵

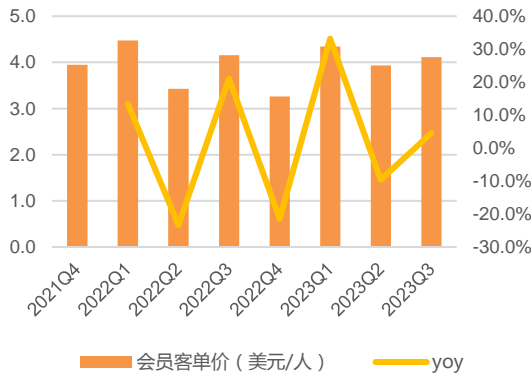


资料来源：公司年报，天风证券研究所

圣农致力于巩固 B 端优势。细拆来看，B 端渠道主要包括大型餐饮连锁企业、农贸批发市场、食品加工厂、连锁超市等。其中最主要的 2 个细分渠道为大餐饮渠道和出口渠道。

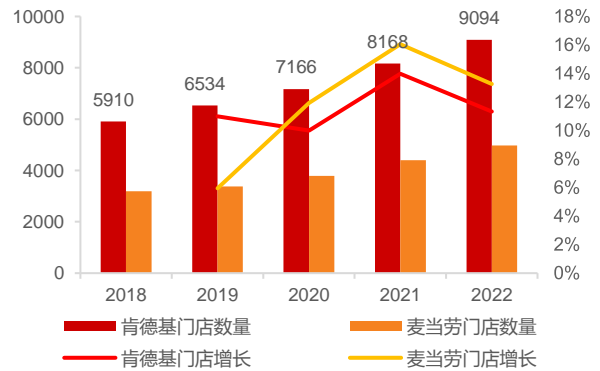
- **大餐饮渠道：**为公司主要渠道，有望随下游快餐客户发力快速增长。2023 年 1-8 月，公司大 B 渠道已接近去年全年收入体量。消费降级环境下，快餐渠道满足人们高质中价的需求，2023 年率先迎来恢复性增长。2023 年 9 月，百胜中国官宣启动 RGM2.0 战略，通过提高低线城市门店渗透率，将 2023 年净新增门店目标从之前的 1100-1300 家提高至 1400-1600 家，规划 2026 年达 20000 家门店目标(截止 2023 年 9 月为 14102 家)。圣农作为百胜中国的头部鸡肉供应商，大 B 渠道有望迎来快速增长。
- **出口渠道：**公司主要出口日韩，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 集团等日韩大型企业建立了深度合作关系。2017-2022 年，公司海外营收从 3.81 亿元增长至 5.23 亿元，复合增速 6.5%。

图 23：百胜中国会员客单价（美元/人）及 yoy



资料来源：wind，百胜中国公司公告，天风证券研究所

图 24：肯德基及麦当劳门店数量增量（家）

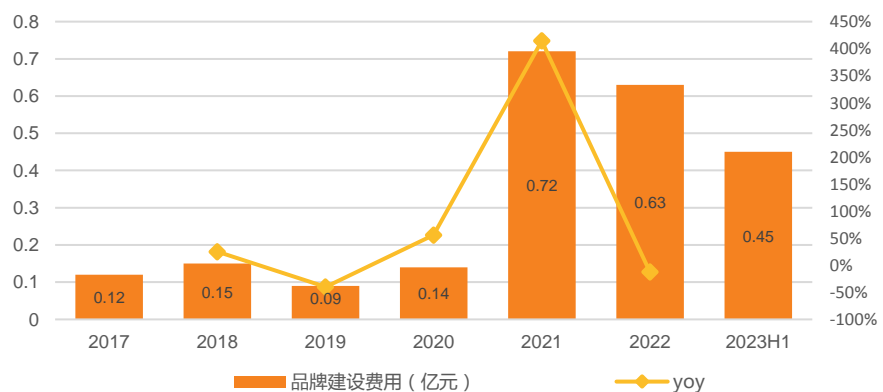


资料来源：百胜中国公司年报，麦当劳年报，投资界公众号，红餐网公众号等，天风证券研究所

C 端成长性显著，多款爆品验证研发实力；未来有望逐步贡献利润。2022 年 C 端含税收入超 14 亿元，同比增长 64%，占食品深加工板块收入的比重由 2019 年的 7%左右提升至 2022 年 23%以上。

- C 端渠道主要包括线上、新零售和线下平台。公司注重与渠道平台深度合作，整合各方资源，适时开展联合视频推广，增加平台广告曝光，配合活动产品促销。2022 年线上渠道销售收入同比增长 143.86%，其中平台电商、社区团购渠道的业绩成长尤为迅速，在 C 端各销售渠道中销售收入占比从不到 10%提升至 60%以上。
- C 端渠道的高速增长反映了公司品牌影响力逐步凸显，消费者认可度快速提升。公司 2022 年投入品牌建设费用超 6000 万元，投放渠道主要包括高铁、小红书及抖音等，逐渐成为“消费者身边的企业”。公司爆品打造能力已有体现，“脆皮炸鸡”和“嘟嘟翅”两款爆品的单月销售收入破千万、年销售收入破亿元，香煎鸡胸肉、手枪腿、脆皮炸翅等新爆品持续上量。

图 25：2017-2023H1 品牌建设费用（亿元，左轴）及 YOY（%，右轴）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3. 估值历史相对低位，圣农发展有望再次腾飞！

3.1. 历史投资阶段复盘

复盘产业过去十年的投资机会，可以发现，白鸡板块主要基于两条投资主线：一是引种收缩，市场预期后续周期反转，该主线下市场不关注产业当下基本面，更多关注引种受限/

放开的时间节点，主要为消息面催化（2015年）。二是周期景气向上阶段，有可能是前期引种收缩、被动去化带来的周期反转（如2016年1-8月）；也有可能是产能主动出清带来的周期反转（如2014年3月-8月），但由于白鸡规模化程度高，主动出清带来的周期涨幅不明显。

复盘圣农过去十年投资机会，可以发现，2017年之前（2017年圣农食品并表），圣农发展和白鸡行业指数走势基本一致，属于纯周期风格；2020年公司股价和板块走势出现过一次较大的背离，圣农股价走势显著强于白鸡板块，主要系市场挖掘被低估的食品标的，重塑圣农食品业务价值，公司股价明显上涨。

图 26：圣农发展股价、行业指数及产业价格复盘



资料来源：wind，天风证券研究所

注：此处白羽鸡行业指数=（益生市值+民和市值+仙坛市值）/（各公司股本之和）

3.2. 公司价值再讨论

3.2.1. 养殖板块：公司并购整合加速，成长性突出

对比圣农发展自身历史：我们选取 2014 年底公司市值及出栏量作为参考市值。选择该时点的理由在于：①届时圣农食品尚未并表，市值只反映市场对周期板块的定价；②2014 年初国内爆发禽流感，股票超跌，年底回归相对合理水平；③2014 年底产业价格低迷，且尚不存在 2015 年的海外引种对股价的催化，处于产业、股价双低点，与当下时点存在一定的可比性。

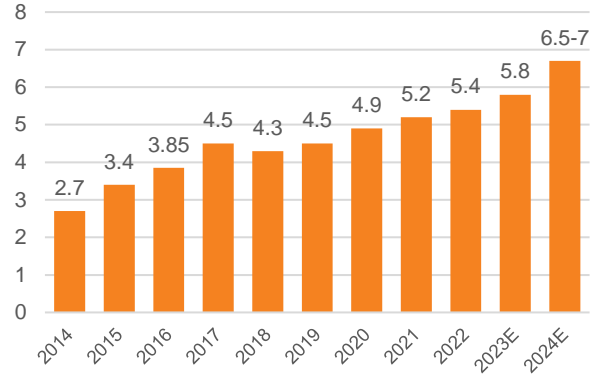
养殖板块目标市值：2015-2024 年，我们预计出栏量由 3.4 亿羽扩张至 6.5-7 亿羽。若只线性考虑量增，目前养殖板块市值或应达 220 亿元（以 6.5 亿羽出栏量计）；若考虑公司管理效率提升带来的成本端持续改善（如前文所述，剔除原材料影响，2015-2022 年成本端改善 679 元/吨，单羽盈利可增厚约 1.5 元），公司的合理市值或应更高。在鸡肉价格中性假设下，只考虑公司自身量的成长性以及成本端改善，我们预计 2024 年圣农养殖板块单羽盈利 2.5 元/羽（根据测算，估计景气度较高的 2019 年单羽盈利 7.9 元/羽，2020 年 3.8 元/羽，景气度较差的 2022 年单羽盈利 0.4 元/羽），养殖板块利润 17 亿元，给予 15xPE，目标市值 255 亿元。

图 27：圣农发展总市值（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：圣农发展出栏量（亿羽）



资料来源：wind，天风证券研究所

估值方面，公司 PB 处于历史相对低位；横向看，对比近期白羽鸡行业收并购情况，公司 PB 亦具有性价比：

- 公司 PB 处于过去十年历史最低位。过去十年公司 PB 主要分布区间为 2.7-4.2；截止 2023 年 12 月 27 日，圣农发展整体 PB 估值仅为 2.1（此处包含圣农食品），处于历史最低区间。
- 2023 年以来，行业发生多起白羽鸡收并购案例，标的 PB 估值分布在 1-6.4 之间。圣农 PB 估值处于偏低水平，考虑到食品标的 PB 一般高于养殖，剔除圣农食品后，圣农发展养殖板块 PB 或更低。且圣农本部盈利能力明显高于行业被并购标的（2023H1，家禽分部实现收入 67.7 亿元，营业利润 3.5 亿元），我们认为或应获得更高 PB 估值。

图 29：圣农发展 PB 处于历史相对低位



资料来源：wind，天风证券研究所

表 10：2023 年以来，白鸡板块收并购情况

| 公告时间 | 收购方 | 收购标的 | 交易价格 | 标的盈利能力 | 资产负债率 | 净资产 | PB 估值 |
|-------------|------|------------------------|---------|--|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 2023 年 7 月 | 圣农发展 | 德成农牧 78.4% 的股权 | 1.76 亿元 | 2023 年 1-5 月，收入 23.5 亿元，净利润-214 万元 | 98.5% (截止 2023 年 5 月 31 日) | 0.35 亿元 (截止 2023 年 5 月 31 日) | 6.4 (截止 2023 年 5 月 31 日) |
| 2023 年 11 月 | 圣农发展 | 太阳谷(前身嘉吉中国白鸡项目) 46%的股权 | 2.45 亿元 | 2023 年 1-7 月，收入 15.0 亿元，净利润-3.3 亿元，扣非净利润-187 万元。 | 45.5% (截止 2023 年 7 月 31 日) | 5.0 亿元 (截止 2023 年 7 月 31 日) | 1.0 (截止 2023 年 7 月 31 日) |

| | | | | | | | |
|-------------|------|-------------------------|----------|---------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 2023 年 12 月 | 中牧集团 | 中新食品(新希望禽白羽肉禽板块) 51%的股权 | 27.00 亿元 | 2023 年 1-8 月, 收入 136.3 亿元, 净利润 584 万元 | 82.6% (截止 2023 年 8 月 31 日) | 15.9 亿元 (截止 2023 年 8 月 31 日) | 3.3 (截止 2023 年 8 月 31 日) |
|-------------|------|-------------------------|----------|---------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|

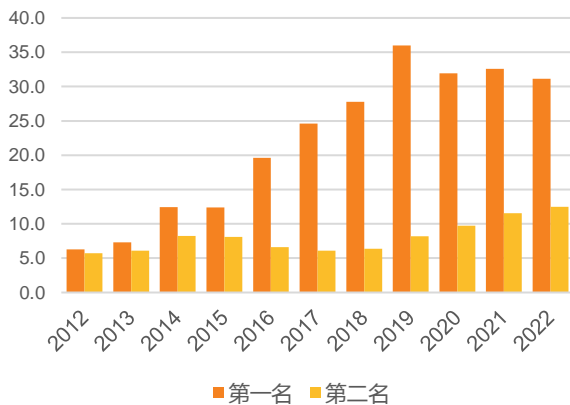
资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2.2. 食品板块: B 端-百胜集团、麦当劳重要供应商, 有望提速发展; C 端-收入体量已达 10+亿元, 利润率释放可期

圣农发展: 百胜集团背后的重要生产商, 双方已实现深度捆绑。自 1994 年起, 百胜中国和圣农发展就达成合作关系。截止目前, 圣农的生鲜、熟食大量供应百胜中国旗下餐厅, 百胜中国也成为圣农最大的客户之一。

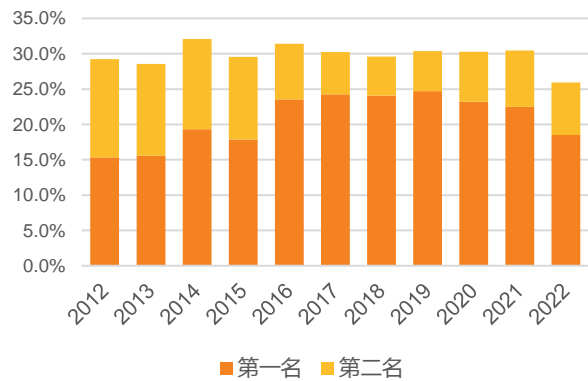
圣农于百胜的重要性: 2021 年 3 月, 百胜中国曾举牌圣农发展, 其全资子公司环胜公司通过大宗交易方式, 以每股 26.5 元, 总对价 6.6 亿元受让圣农发展控股股东圣农集团、实控人傅芬芳所持公司合计 2488.78 万股, 占公司届时总股本的 2%, 成为公司第二大股东, 充分反映圣农作为国内第一大白羽鸡肉供应商, 在百胜餐饮链中的重要地位。

图 30: 圣农发展第一、第二大客户收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 31: 圣农发展第一、第二大客户收入占比



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

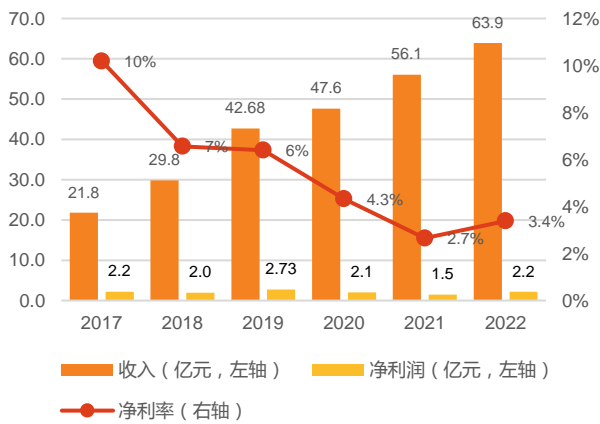
圣农食品端业绩表现: 近年来, 圣农食品收入端增速明显, 2017-2022 年收入从 22 亿元增长至 64 亿元, CAGR 增速达 24%; 净利率有所下滑, 主要系: 牛肉贸易业务亏损拖累 (我们主要系为牛肉加工做原材料渠道铺设); C 端收入快速增长, 但短期不贡献利润。

- **收入端: 大 B 渠道或超预期提速。**结合当下消费环境和消费趋势, 快餐渠道发力迅速, 尤其百胜集团、麦当劳等重要餐饮客户均提出了快速扩店目标 (百胜中国提出: 2023-2026 年从 1.4 万家门店扩至 2 万家)。圣农作为国内百胜头部鸡肉供应商、麦当劳重要鸡肉供应商, 有望实现快速增长。我们预计, 2023 年公司大 B 渠道同比增长超 40%。
- **利润端: 未来利润率有望逐步修复。**随着上游种鸡国产化替代大趋势, 行业产能因海外引种受限导致被动去化的可能性大幅下降, 预计白鸡产业链利润逐步趋于稳定且向下游食品板块集中。公司食品板块利润率修复的可能性: 1) 牛肉贸易拖累减少。据公司公告, 2024 年食品加工十厂建成逐步投产, 该厂以牛肉加工等深加工产品为主, 我们预计公司牛肉业务将从境内外价差风险较大的简单贸易转向牛肉深加工业务, 亏损有望逐步减少转向稳定盈利; 2) C 端利润率有望逐步提升。考虑到前期打造 C 端品牌影响力, 费用端投放较多, C 端盈利能力较差。目前品牌露出度已逐步体现, 截止 2022 年末, 公司食品板块 C 端收入体量已超 10 亿元, 我们预计 C 端利润率有望逐步提升。

- **合理利润中枢：**参考公司大举发力 C 端之前，整体利润率维持在 7-10%。考虑到近年下游 B 端餐饮降本增效、压缩供应链利润，预计近几年公司 B 端利润率或有一定程度下降，但估计整体相对稳定在 5%以上。结合公司 C 端利润率改善、牛肉贸易业务拖累减少，我们认为未来圣农食品合理利润率中枢或维持在 5-8%。

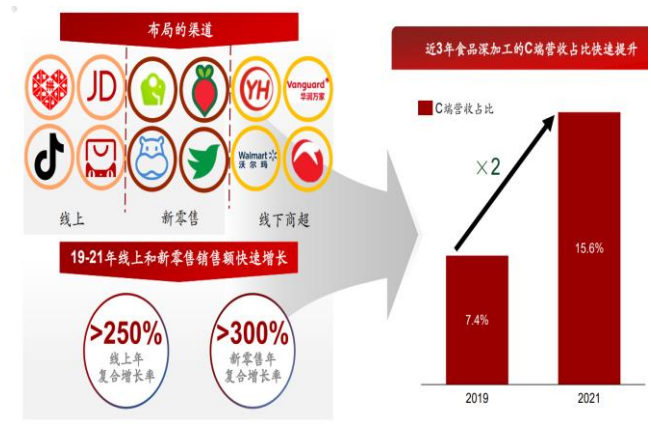
食品板块目标市值：我们预计 2024/2025 年食品板块收入 101/123 亿元，净利率分别为 4.0%/5.0%，食品板块贡献利润 4.0/6.1 亿元。参考干味央厨、宝立食品等百胜供应链公司，根据 wind 一致预期，对应 2024 年 PE 分别为 22x、20x。中性条件下我们给予圣农食品 15xPE，食品板块目标市值或应达 60 亿元。若考虑圣农食品在百胜、麦当劳内供应链重要地位，以及 C 端体量，我们认为或应值得更高估值。

图 32：圣农食品子公司收入及利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 33：圣农食品 C 端发展情况



资料来源：圣农发展业绩发布会材料，天风证券研究所

表 11：百胜供应链公司业绩预测及估值

| | 收入 (亿元) | | | | | 归母净利润 (亿元) | | | | | PE | |
|------|---------|-------|-------|-------|-----------------|------------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|
| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022-2025E CAGR | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022-2025E CAGR | 2024E | 2025E |
| 干味央厨 | 14.9 | 19.3 | 23.9 | 29.0 | 25% | 1.0 | 1.5 | 2.0 | 2.5 | 36% | 22 | 17 |
| 宝立食品 | 20.4 | 24.6 | 29.7 | 35.2 | 20% | 2.2 | 3.0 | 3.4 | 4.2 | 24% | 20 | 16 |

资料来源：wind，天风证券研究所（盈利预测数据来自 wind 一致预期，时间截止 2024 年 1 月 3 日）

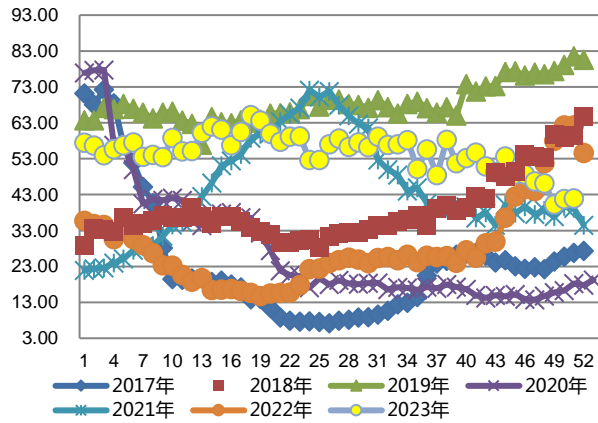
3.2.3. 种鸡板块：市场推广期，公司部分让利下游，接受度有望逐步提升

行业情况：父母代鸡苗行业价格波动较大。行业景气度较高时，父母代鸡苗均价达 70-80 元/套；景气度较低时，均价维持在 10-20 元/套。

国内自主育种仍处于市场推广早期，公司部分让利下游；随着品种接受度提升，价格有望逐步提升。2021 年底国产品种通过审定，2022-2023 年为市场推广早期阶段，部分让利下游。据 Mysteel，2023 年进口品种价格 60-80 元/套，国产品种价格 20-30 元/套。

种鸡板块目标市值：结合行业整体处于景气向上通道+公司品种接受度提升，我们预计 2024 年公司种鸡售价 30 元/套，外销量 800 万套，贡献 1.6 亿盈利。考虑到公司为国内自主育种唯一上市标的，种鸡业务成长性可期，给予 20xPE，目标市值 32 亿元。

图 34：2017-2023 年行业父母代鸡苗价格（元/套）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图 35：2023 年白羽鸡父母代各品种报价及成交价（元/套）

| 白羽父母代各品种市场报价及实际成交价 | | | | | | | | | | |
|--------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|---------|
| 日期/品种 | AA+罗斯308 | | 科丰 | | 科宝 | | 圣泽901 | | 沃德188 | |
| | 报价 | 成交价 | 报价 | 成交价 | 报价 | 成交价 | 报价 | 成交价 | 报价 | 成交价 |
| 2022年 | | | | | | | | | | |
| 5月 | | 15-18 | | 12-15 | | 12-15 | | | | |
| 6月 | | 35-38 | | 15-25 | | 12-15 | | | | |
| 7月 | | 35-40 | | 25 | | 8-10 | | | | |
| 8月 | | | | | | | | | | |
| 9月 | | | | | | | | | | |
| 10月 | 40 | 35-40 | 30 | 25-30 | 15-30 | 10-30 | 12-15 | 10-15 | | |
| 11月 | 55-58 | 55-58 | 40 | 35-38 | 20-40 | 15-35 | 12-15-20 | 12-15 | | |
| 12月 | 80 | 65-78 | 70 | 62-68 | 40-65 | 35-55 | 50 | 35-38 | | |
| 2023年 | | | | | | | | | | |
| 1月 | 70-80 | 60-70 | 70 | 52-55 | 40-65 | 40-50 | 50 | 30-35 | 25 | 20-22 |
| 2月 | 70-75 | 55-70 | 70 | 52-55 | 40-60 | 35-45 | 40 | 30 | 25 | 20-22 |
| 3月 | 70-75 | 65-75 | 70 | 60 | 40-55 | 35-45 | 35 | 25-30 | 30 | 23-25 |
| 4月 | 80 | 75-80 | 80 | 65-68 | 50-65 | 45-55 | 45 | 35-38 | 30 | 27 |
| 5月 | 80 | 75-80 | 80 | 63-68 | 65 | 55-60 | 40 | 35 | 35 | 25 |
| 6月 | 75-80 | 70-78 | 70-80 | 55-63 | 40-65 | 50左右 | 35 | 30左右 | 28 | 20左右 |
| 7月 | 70-80 | 70-78 | 65-70 | 50-63 | 40-65 | 40-50 | 35 | 30左右 | 27 | 预计24-25 |

资料来源：Mysteel，天风证券研究所

3.3. 盈利预测与估值

图 36：公司各板块业务盈利拆分（百万元，%）

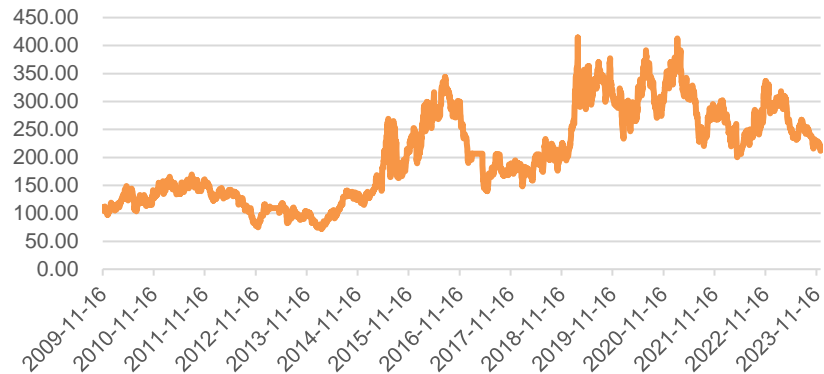
| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 合计 | 营业总收入（百万元） | 14558.44 | 13744.60 | 14478.20 | 16817.09 | 18970.78 | 24466.53 | 27732.11 |
| | yoy | 26.1% | -5.6% | 5.3% | 16.2% | 12.8% | 28.9% | 13.3% |
| | 毛利润（百万元） | 5029.94 | 2790.15 | 1261.05 | 1441.1 | 1998.9 | 3884.4 | 4282.4 |
| | 毛利率 | 34.6% | 20.3% | 8.7% | 8.6% | 10.5% | 15.9% | 15.4% |
| 家禽养殖板块 | 屠宰量（亿羽） | 4.5 | 4.9 | 5.2 | 5.4 | 5.8 | 7.0 | 7.7 |
| | 销量（万吨） | 88.5 | 97.9 | 105.5 | 114.1 | 124.6 | 150.3 | 166.5 |
| | 鸡内售价（元/吨） | 13125 | 11036 | 10599 | 11047 | 11095 | 11750 | 11500 |
| | 鸡内生产成本（元/吨） | 8722 | 9063 | 10099 | 10467 | 10400 | 10300 | 10200 |
| | 销售收入（百万元） | 9532.85 | 8871.90 | 8927.88 | 10442.96 | 10828 | 14133 | 15122 |
| | 毛利（百万元） | 3198.06 | 1585.68 | 421.21 | 548.26 | 678.27 | 1744.13 | 1709.45 |
| 投资收益 | 屠宰量（亿羽） 持股比例 | | | | | | 0.65 | 0.70 |
| | 投资收益（百万元） | | | | | | 46% | 46% |
| 父母代 | 销售收入（百万元） | | | | | 112.50 | 240.00 | 300.00 |
| | 外销量（万套） | | | | 145.00 | 500.00 | 800.00 | 1000.00 |
| | 销售均价（元/套） | | | | | 22.50 | 30.00 | 30.00 |
| | 生产成本（元/套） | | | | | 10.00 | 8.00 | 8.00 |
| | 毛利（百万元） | | | | | 62.50 | 176.00 | 220.00 |
| 熟食板块 | 销售收入（百万元） | 3944.62 | 4077.37 | 4645.56 | 4990.03 | 6487.03 | 8108.79 | 9730.55 |
| | yoy | 36.5% | 3.4% | 13.9% | 7.4% | 30% | 25% | 20% |
| | 毛利润（百万元） | 1364.33 | 1119.68 | 772.08 | 851.8 | 1265.0 | 1865.0 | 2043.4 |
| | 毛利率 | 34.6% | 27.5% | 16.6% | 17% | 20% | 23% | 21% |
| 本部其他业务 | 销售收入（百万元） | 1080.96 | 795.33 | 904.76 | 1384.10 | 1550.19 | 1984.25 | 2579.52 |
| | yoy | 107.0% | -26.4% | 13.8% | 53.0% | 12% | 28% | 30% |
| | 毛利润（百万元） | 467.56 | 84.79 | 67.77 | 41.06 | 0.00 | 99.21 | 309.54 |
| | 毛利率 | 43.3% | 10.7% | 7.5% | 3.0% | 0% | 5% | 12% |

资料来源：wind，天风证券研究所

我们预计公司 2023/2024/2025 年实现营收 189.7/244.7/277.3 亿元，同比增长 12.8%/28.9%/13.4%；实现归母净利润 7.0/23.4/25.2 亿元，同比增长 70.6%/233.5%/7.6%。

目标市值：结合前文分析，我们认为公司目标市值或应 347 亿元。截止 2024 年 1 月 15 日，公司市值仅 200 亿元。重视周期景气向上趋势中，白鸡龙头的自身成长性及估值相对低位！成长性方面，公司收并购加速，市占率持续提升。单羽价值量方面，公司向上突破种鸡，打造新的业绩增长点；向下发力食品，BC 有望共振。估值方面，公司处于历史相对低位，重点推荐，维持“买入”评级。

图 37：圣农发展总市值（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 风险提示

- 1) **鸡肉价格波动的风险**：公司利润总额对鸡肉销售价格和销售数量敏感性较高，若鸡肉销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，公司业绩将受到不利影响。
- 2) **消费恢复不及预期**：公司作为多家餐饮企业（如肯德基、麦当劳等）的供应商，若未来国内整体餐饮消费疲软，公司鸡肉销量增长将受到影响。
- 3) **食品 C 端开拓不及预期**：公司食品板块 C 端发展较快，公司未来也将进一步加大食品 C 端的投入，考虑到新渠道开拓，有可能存在开拓不及预期的情况。
- 4) **大宗农产品价格波动**：公司养殖成本受大宗原材料豆粕、玉米价格影响明显，若大宗农产品价格上涨明显，将明显抬升公司养殖成本，压缩公司利润。
- 5) **禽流感疫病风险**：海外禽流感形势严峻，若国内出现禽流感疫病，将对鸡肉消费造成冲击。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 494.84 | 683.29 | 1,894.33 | 836.76 | 3,712.74 | 营业收入 | 14,478.20 | 16,817.09 | 18,970.78 | 24,466.53 | 27,732.11 |
| 应收票据及应收账款 | 863.45 | 913.09 | 1,036.68 | 1,382.79 | 1,313.39 | 营业成本 | 13,217.34 | 15,375.97 | 16,971.88 | 20,582.16 | 23,449.71 |
| 预付账款 | 198.71 | 369.38 | 179.61 | 455.19 | 327.54 | 营业税金及附加 | 39.98 | 35.37 | 56.91 | 68.51 | 77.65 |
| 存货 | 2,525.19 | 3,349.34 | 3,052.20 | 4,670.52 | 4,197.06 | 销售费用 | 305.68 | 383.38 | 436.33 | 550.50 | 618.43 |
| 其他 | 136.37 | 628.59 | 278.44 | 351.89 | 435.34 | 管理费用 | 246.06 | 293.98 | 360.44 | 428.16 | 485.31 |
| 流动资产合计 | 4,218.57 | 5,943.70 | 6,441.26 | 7,697.14 | 9,986.06 | 研发费用 | 67.11 | 117.38 | 129.00 | 159.03 | 180.26 |
| 长期股权投资 | 66.91 | 81.06 | 96.06 | 126.06 | 176.06 | 财务费用 | 138.16 | 169.85 | 180.69 | 178.73 | 213.12 |
| 固定资产 | 10,289.53 | 11,072.54 | 10,902.11 | 11,135.24 | 11,549.19 | 资产/信用减值损失 | (67.37) | (73.20) | (78.54) | (79.38) | (80.00) |
| 在建工程 | 739.02 | 126.97 | 263.49 | 638.09 | 802.86 | 公允价值变动收益 | (2.87) | (25.70) | (37.86) | 8.31 | 7.08 |
| 无形资产 | 294.66 | 301.52 | 319.66 | 339.80 | 356.94 | 投资净收益 | 33.99 | 61.60 | 50.00 | 50.00 | 40.00 |
| 其他 | 1,434.87 | 1,402.53 | 1,149.98 | 1,288.35 | 1,204.34 | 其他 | (24.59) | (9.59) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 12,824.99 | 12,984.62 | 12,731.30 | 13,527.54 | 14,089.39 | 营业利润 | 524.70 | 488.04 | 769.14 | 2,478.36 | 2,674.72 |
| 资产总计 | 17,043.55 | 18,928.33 | 19,172.57 | 21,224.68 | 24,075.45 | 营业外收入 | 5.98 | 7.18 | 5.00 | 8.00 | 8.00 |
| 短期借款 | 3,508.86 | 4,595.55 | 4,000.00 | 4,440.11 | 6,000.00 | 营业外支出 | 19.14 | 24.45 | 20.00 | 20.00 | 30.00 |
| 应付票据及应付账款 | 2,214.41 | 2,563.36 | 2,087.54 | 3,839.98 | 2,982.00 | 利润总额 | 511.54 | 470.76 | 754.14 | 2,466.36 | 2,652.72 |
| 其他 | 474.70 | 794.20 | 2,134.57 | 928.97 | 2,087.11 | 所得税 | 59.18 | 65.06 | 45.25 | 123.32 | 132.64 |
| 流动负债合计 | 6,197.97 | 7,953.10 | 8,222.11 | 9,209.06 | 11,069.11 | 净利润 | 452.36 | 405.70 | 708.89 | 2,343.04 | 2,520.09 |
| 长期借款 | 60.63 | 174.00 | 175.00 | 175.00 | 175.00 | 少数股东损益 | 4.13 | (5.20) | 7.80 | 4.69 | 3.78 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 448.24 | 410.90 | 701.09 | 2,338.36 | 2,516.31 |
| 其他 | 748.35 | 753.17 | 538.68 | 680.07 | 657.30 | 每股收益(元) | 0.36 | 0.33 | 0.56 | 1.88 | 2.02 |
| 非流动负债合计 | 808.98 | 927.17 | 713.68 | 855.07 | 832.30 | | | | | | |
| 负债合计 | 7,120.30 | 8,985.39 | 8,935.79 | 10,064.13 | 11,901.41 | 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 少数股东权益 | 14.36 | 10.69 | 13.81 | 15.68 | 17.20 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 1,243.97 | 1,243.64 | 1,243.40 | 1,243.40 | 1,243.40 | 营业收入 | 5.34% | 16.15% | 12.81% | 28.97% | 13.35% |
| 资本公积 | 4,269.85 | 4,234.90 | 4,234.90 | 4,234.90 | 4,234.90 | 营业利润 | -75.80% | -6.99% | 57.60% | 222.23% | 7.92% |
| 留存收益 | 4,520.22 | 4,559.59 | 4,840.02 | 5,775.37 | 6,781.89 | 归属于母公司净利润 | -78.04% | -8.33% | 70.62% | 233.53% | 7.61% |
| 其他 | (125.15) | (105.88) | (95.35) | (108.79) | (103.34) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 9,923.26 | 9,942.94 | 10,236.78 | 11,160.55 | 12,174.04 | 毛利率 | 8.71% | 8.57% | 10.54% | 15.88% | 15.44% |
| 负债和股东权益总计 | 17,043.55 | 18,928.33 | 19,172.57 | 21,224.68 | 24,075.45 | 净利率 | 3.10% | 2.44% | 3.70% | 9.56% | 9.07% |
| | | | | | | ROE | 4.52% | 4.14% | 6.86% | 20.98% | 20.70% |
| | | | | | | ROIC | 5.58% | 4.90% | 6.96% | 21.98% | 19.99% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产负债率 | 41.78% | 47.47% | 46.61% | 47.42% | 49.43% |
| 净利润 | 452.36 | 405.70 | 701.09 | 2,338.36 | 2,516.31 | 净负债率 | 31.15% | 43.84% | 23.83% | 35.20% | 21.82% |
| 折旧摊销 | 1,051.65 | 1,188.81 | 1,305.77 | 1,417.13 | 1,549.15 | 流动比率 | 0.67 | 0.74 | 0.78 | 0.84 | 0.90 |
| 财务费用 | 140.56 | 183.41 | 180.69 | 178.73 | 213.12 | 速动比率 | 0.27 | 0.32 | 0.41 | 0.33 | 0.52 |
| 投资损失 | (33.99) | (61.60) | (50.00) | (50.00) | (40.00) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (118.97) | (931.54) | 1,572.06 | (1,776.17) | 861.10 | 应收账款周转率 | 18.00 | 18.93 | 19.46 | 20.22 | 20.57 |
| 其它 | 350.94 | 563.11 | (30.06) | 13.00 | 10.86 | 存货周转率 | 5.98 | 5.73 | 5.93 | 6.34 | 6.25 |
| 经营活动现金流 | 1,842.56 | 1,347.89 | 3,679.55 | 2,121.05 | 5,110.53 | 总资产周转率 | 0.91 | 0.94 | 1.00 | 1.21 | 1.22 |
| 资本支出 | 1,025.02 | 1,373.04 | 1,504.50 | 1,903.61 | 2,167.76 | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 18.55 | 14.14 | 15.00 | 30.00 | 50.00 | 每股收益 | 0.36 | 0.33 | 0.56 | 1.88 | 2.02 |
| 其他 | (2,825.15) | (3,357.55) | (2,683.59) | (3,945.04) | (4,336.73) | 每股经营现金流 | 1.48 | 1.08 | 2.96 | 1.71 | 4.11 |
| 投资活动现金流 | (1,781.58) | (1,970.37) | (1,164.09) | (2,011.43) | (2,118.97) | 每股净资产 | 7.97 | 7.99 | 8.22 | 8.96 | 9.78 |
| 债权融资 | 1,500.03 | 1,286.39 | (889.38) | 252.08 | 1,391.02 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | (431.05) | (264.03) | (415.05) | (1,419.27) | (1,506.60) | 市盈率 | 44.66 | 48.72 | 28.55 | 8.56 | 7.96 |
| 其他 | (950.19) | (203.01) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 市净率 | 2.02 | 2.02 | 1.96 | 1.80 | 1.65 |
| 筹资活动现金流 | 118.80 | 819.36 | (1,304.43) | (1,167.19) | (115.58) | EV/EBITDA | 17.54 | 16.01 | 8.83 | 5.34 | 4.65 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBIT | 41.76 | 38.72 | 19.29 | 8.04 | 7.02 |
| 现金净增加额 | 179.78 | 196.88 | 1,211.03 | (1,057.57) | 2,875.98 | | | | | | |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |