

圣农发展 (002299.SZ)

聚焦全环节提升的白羽肉鸡一体化自养龙头

优于大市

核心观点

白羽肉鸡一体化自养龙头，深耕行业近40年。圣农发展主营白羽肉鸡饲养及加工业务，主要产品包括分割的冰鲜/冷冻鸡肉和油炸类、碳烤类等深加工鸡肉制品，此外公司还销售牛羊肉类产品。公司生产基地主要分布在福建、江西和甘肃，已建立了集饲料加工、种源培育、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，白羽鸡养殖产能超7亿羽，是目前全球白羽肉鸡行业配套最完整的企业，在白羽肉鸡全产业链企业排名中位列亚洲第一、世界第五。

白羽肉鸡行业盈利边际向好，品牌拓展加速。周期方面，供给侧受海外禽流感疫情影响而维持偏紧，截至6月16日，国内父母代种鸡总存栏同比减少1%；需求侧生猪价格受前期产能去化和疫情扰动影响，目前已经进入右侧上行趋势，后续有望同步带动鸡肉需求和价格。综合来看，白羽肉鸡行业景气有望自下半年迎来向上修复。产业层面，国内白羽肉鸡产业进入下半场，头部白鸡企业基于高效率养殖的品牌化业务拓展持续加速，行业消费属性不断增强，未来有望孕育大型品牌鸡肉食品公司。

公司全环节持续精进，铸就单羽超额收益。（1）**育种环节：**公司自主培育“圣泽901”于2021年通过审定，打破白鸡进口种源垄断，目前已实现100%自用种鸡替换且开始对外大量销售父母代种鸡，各项养殖指标表现达到世界领先水平。目前公司正致力推进迭代品种应用，未来自用养殖效率和外销竞争力有望持续提升。（2）**养殖环节：**公司扩产降本并进。产能方面，公司2025年计划打造10亿羽白羽肉鸡产能；成本方面，自涉足白羽肉鸡行业以来，公司立足产业链高度一体化运作，依靠自研种苗和自有产能双加持，实现了成本环节高度可控，养殖成本领先同行。

（3）**加工环节：**得益于一体化规模经营，公司鲜品/冻品业务供货能力强，质量有保障，产品具备溢价能力，与百胜等大客户建立稳固合作关系；肉制品及调理品业务品类丰富，B端客户基础扎实，C端业务近年加速拓展，产品矩阵不断丰富，已实现从0到1品牌打造，爆款单品销售收入领先，未来有望持续贡献单羽收益增量，提升公司盈利能力。

盈利预测与估值：预计公司2024-2026年收入为205/230/251亿元，归母净利润为6.0/10.5/12.1亿元，EPS为0.5/0.9/1.0元。通过多角度估值，预计公司合理估值15.3-16.3元/股，给予“优于大市”评级。

风险提示：发生禽类疫病风险，原料价格波动风险，食品安全风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,817	18,487	20,528	22,975	25,051
(+/-%)	16.2%	9.9%	11.0%	11.9%	9.0%
净利润(百万元)	411	664	595	1051	1209
(+/-%)	-8.3%	61.7%	-10.5%	76.7%	15.1%
每股收益(元)	0.33	0.53	0.48	0.85	0.97
EBIT Margin	3.6%	5.1%	4.8%	6.4%	6.5%
净资产收益率 (ROE)	4.1%	6.4%	5.6%	9.3%	9.8%
市盈率 (PE)	39.0	24.1	27.0	15.3	13.3
EV/EBITDA	13.9	12.6	12.7	10.7	10.4
市净率 (PB)	1.61	1.55	1.51	1.41	1.30

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

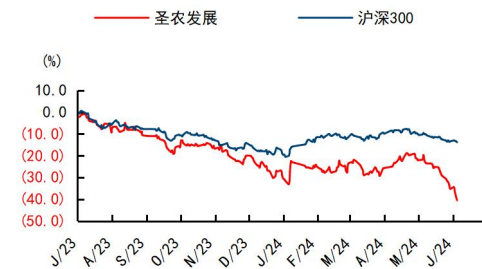
证券分析师：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn
S0980523030001

联系人：江海航
010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 15.30 - 16.30元
收盘价 12.54元
总市值/流通市值 15592/15366百万元
52周最高价/最低价 21.57/12.40元
近3个月日均成交额 143.92百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《圣农发展(002299.SZ)-2023年报及2024一季报点评：鸡肉价格偏弱运行，短期业绩表现承压》——2024-04-29

《圣农发展(002299.SZ)-受益白羽肉鸡景气，2023H1归母净利润预计同比增长500%以上》——2023-07-14

《圣农发展(002299.SZ)-2022年报点评：Q4盈利同比+174%，一体化经营稳步扩张》——2023-03-30

《圣农发展(002299.SZ)-2022半年报点评：业绩短期承压明显，看好全链纵深发展》——2022-08-25

内容目录

公司简介：国内白羽肉鸡一体化自养龙头	6
公司介绍：专注白羽肉鸡产业链，深耕行业近 40 年	6
公司治理：股权结构清晰，注重员工激励	7
经营分析：业务体量稳步扩张，肉制品业务不断发力	8
行业分析：盈利边际向好，品牌拓展加速	13
周期视角：猪周期进入右侧，有望同步带动白羽肉鸡产业景气	13
产业视角：鸡肉消费具备扩容空间，看好终端品牌拓展	15
公司看点：全环节持续精进铸就单羽超额收益	22
育种环节：实现自有种源突破，助力养殖效率提升	22
养殖环节：扩张降本并进，养殖成本领先	25
加工环节：B 端绑定优质客户，C 端市场拓展提速	27
盈利预测	34
假设前提	34
未来 3 年业绩预测	35
盈利预测的敏感性分析	35
绝对估值：15.6-16.2 元	36
相对估值：15.3-16.3 元	37
投资建议	38
风险提示	39
附表：财务预测与估值	40

图表目录

图 1: 公司主要产品包括分割的冰鲜/冷冻鸡肉和油炸类、碳烤类等深加工鸡肉制品	6
图 2: 公司已建立集饲料、种源、孵化、饲养、加工等环节于一体的肉鸡产业链	6
图 3: 公司深耕白羽肉鸡行业 40 年	7
图 4: 公司实控人为傅芬芳、傅光明和傅长玉, 三者合计持有公司约 48% 股权	8
图 5: 2013-2023 年公司营收复合增速为 14.66%	9
图 6: 公司归母净利润随鸡价周期波动	9
图 7: 2023 年公司鸡肉收入占比 56.89%, 肉制品及基础调理品收入占比 34.58%	9
图 8: 2023 年公司鸡肉毛利占比 34.04%, 肉制品及基础调理品毛利占比 61.11%	9
图 9: 公司鸡肉业务销量 2013-2023 年复合增速为 11.30%	10
图 10: 公司鸡肉业务收入增速周期波动明显	10
图 11: 公司鸡肉业务销售单价周期波动明显	10
图 12: 公司鸡肉业务盈利周期性波动较大	10
图 13: 公司肉制品及基础调理品销量 2015-2023 年复合增速为 22.63%	10
图 14: 公司肉制品及基础调理品收入 2016-2023 年复合增速为 23.29%	10
图 15: 公司肉制品及基础调理品销售单价较鸡肉业务更高且更稳定	11
图 16: 公司鸡肉业务盈利周期性波动较大	11
图 17: 近年白鸡行情低迷但公司利润率始终维持正值	11
图 18: 公司三费支出近年维持平稳	11
图 19: 白羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)	13
图 20: 白羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)	13
图 21: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量	13
图 22: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量	13
图 23: 禽肉是国内第二大消费肉类	14
图 24: 2019-2020 年在高蛋白缺口和高猪价驱动下, 替代消费需求转向鸡肉	14
图 25: 白羽肉鸡价格和生猪价格拥有较高的景气关联度	14
图 26: 截至近 5 月末, 能繁母猪已自高点累计去化约 9%	15
图 27: 国内猪料销量整体呈减量趋势	15
图 28: 新生仔猪数量自 2023 年 9 月以来呈环比减少趋势	15
图 29: 生猪价格近期淡季不淡, 快速上行	15
图 30: 肉鸡养殖料肉比明显低于商品猪和肉牛	16
图 31: 肉鸡养殖天数明显低于商品猪和肉牛	16
图 32: 美国鸡肉消费量在 1990s 末已超过牛肉消费量	16
图 33: 鸡肉已成为日本国内第一大肉类消费品种 (单位: 千克)	16
图 34: 禽肉在国内城镇居民肉类消费中的占比已提升至近 40%	17
图 35: 国内人均禽肉消费量维持增长趋势但仍明显低于猪肉	17
图 36: 鸡肉具备低脂高蛋白特性 (单位: 克)	17
图 37: 美国超 50% 的鸡肉消费需求来自餐饮服务业	17

图 38: 2021 年我国人均肉用鸡肉消费量明显低于其他国家或地区 (单位: 千克/人)	17
图 39: 2025 年国内餐饮行业市场规模有望突破 5 万亿元	17
图 40: 美国肉鸡养殖产业集约化特征明显	18
图 41: 美国前十大肉鸡企业鸡肉产量占国内总产量的近 70%	18
图 42: 美国白羽肉鸡产业组织形式和商业模式发展大致可以分为四个阶段	19
图 43: 美国白羽肉鸡产业现已形成从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式	19
图 44: 美国肉鸡养殖指标在 1980s 后趋于平稳	19
图 45: 美国销售端深加工鸡肉占比自 1980s 开始快速提高	19
图 46: 国内白羽肉鸡产业围绕屠宰环节已形成较为成熟的格局	20
图 47: 近两年泰森旗下多款旗舰鸡肉调理的品销售额在我国实现了爆发增长	20
图 48: 海外引种极易受禽流感等突发事件的影响而出现受阻甚至中断情况	22
图 49: 全国祖代白羽肉种鸡更新结构 (按品种)	23
图 50: 全国祖代白羽肉种鸡更新结构 (按引进方式)	23
图 51: 公司已建立集饲料、种源、孵化、饲养、加工等环节于一体的肉鸡产业链	23
图 52: 2021 年, 圣泽 901” 正式通过农业农村部审定认证	24
图 53: 圣泽生物科技目前拥有 3 座现代孵化场、19 座原种场、21 座现代种鸡场	24
图 54: 公司计划 2025 年将白羽肉鸡产能扩充至 10 亿羽/年	25
图 55: 公司近三年资本开支规模明显领先于上市同行 (亿元)	25
图 56: 圣农发展每公斤总成本近年持续低于仙坛股份 (单位: 元/kg)	27
图 57: 圣农发展每公斤原材料成本近年持续低于仙坛股份 (单位: 元/kg)	27
图 58: 圣农发展每公斤折旧成本明显高于仙坛股份 (单位: 元/kg)	27
图 59: 圣农发展每公斤人工成本近年持续低于仙坛股份 (单位: 元/kg)	27
图 60: 公司鸡肉产量稳步增长, 2023 年已达 122 万吨	28
图 61: 国内主要餐饮品类的连锁化率近年正快速提升	28
图 62: 2020 年公司前五大客户销售额为 61 亿元, 占比 33%	28
图 63: 圣农发展白羽肉鸡均价高于仙坛股和行业平均	28
图 64: 2017 圣农食品并入公司, 公司下游食品业务发展步入新阶段	29
图 65: 圣农食品产品品类丰富	30
图 66: 公司近年研发投入及研发人员数量近年增加明显	31
图 67: 公司肉制品及调理品业务产品矩阵不断丰富	31
图 68: 2025 年国内餐饮行业市场规模有望突破 5 万亿元	32
图 69: 国内主要餐饮品类的连锁化率近年正快速提升	32
图 70: 主要西式连锁餐饮品牌的单月开店数近年迎来新一轮扩张	32
图 71: 公司肉制品及调理品业务产品矩阵不断丰富	33
图 72: 公司 C 端品牌实现从 0 到 1 的打造	33
图 73: 圣农旗下多款旗舰鸡肉调理品线上销售额近年实现了爆发增长	33

表 1: 2019 年 11 月公司推出首个限制性股票激励计划	8
表 2: 公司盈利能力领先同行	12
表 3: 国内多数白羽肉鸡上市企业已涉足品牌鸡肉深加工业务	20
表 4: 国内头部白羽肉鸡企业主要养殖模式	21
表 5: 海外主要白羽肉鸡品种一览	22
表 6: 公司已实现 SZ901 对自用国外品种的全替代	24
表 7: 自有种鸡替换期间, 圣农发展白羽肉鸡养殖效率稳步提升, 出栏规模维持扩张	25
表 8: SZ901 商品代肉鸡各项生产指标达到国际领先水平	25
表 9: 仙坛股份与圣农发展家禽饲养加工板块成本拆分	26
表 10: 圣农发展品牌和质量获得广泛认可	28
表 11: 公司持续扩张多元化产能, 已建及在建食品深加工产能合计超 50 万吨	30
表 12: 公司销售渠道多层次布局	31
表 13: 圣农发展业务拆分	34
表 14: 未来 3 年盈利预测表	35
表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	35
表 16: 公司盈利预测假设条件 (%)	36
表 17: 资本成本假设	36
表 18: 圣农发展 FCFF 预测表	36
表 19: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	37
表 20: 圣农发展同类公司估值比较	37

公司简介：国内白羽肉鸡一体化自养龙头

公司介绍：专注白羽肉鸡产业链，深耕行业近 40 年

◆ 公司主营白羽肉鸡饲养及加工业务

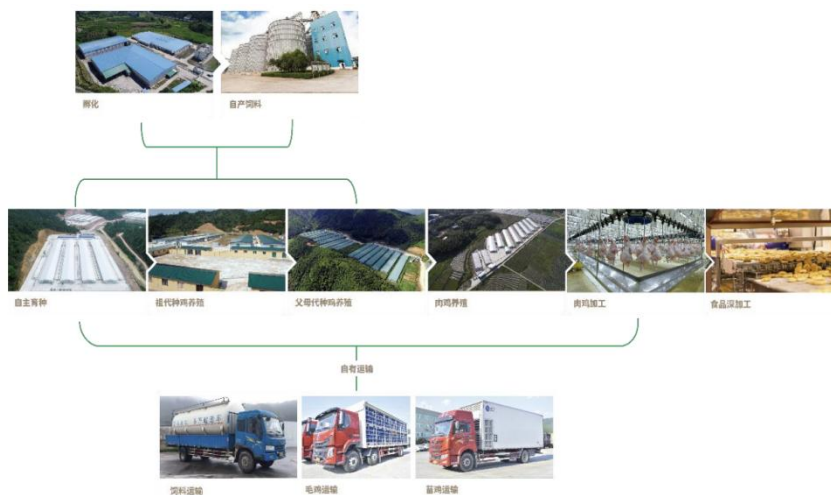
圣农发展主营白羽肉鸡饲养及加工业务，主要产品包括分割的冰鲜/冷冻鸡肉和油炸类、碳烤类等深加工鸡肉制品，此外公司还销售牛羊肉类产品。公司下游客户既包括百胜中国、麦当劳、德克士等知名连锁餐饮企业，也包括沃尔玛、永辉等大型商超和便利店，以及天猫、京东等线上零售平台；此外公司鸡肉产品还出口韩国、日本。公司生产基地主要分布在福建、江西和甘肃，已建立了集饲料加工、种源培育、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工、熟食深加工等环节于一体的肉鸡产业链，白羽鸡养殖产能超 7 亿羽，是目前全球白羽肉鸡行业配套最完整的企业，在白羽肉鸡全产业链企业排名中位列亚洲第一、世界第五。

图 1：公司主要产品包括分割的冰鲜/冷冻鸡肉和油炸类、碳烤类等深加工鸡肉制品

业务板块	产品类型	主要产品	主要客户	例图
鸡肉业务	冻、鲜分割生鸡肉产品	主要产品为冻、鲜分割生鸡肉	主要面向餐饮企业、肉制品加工企业（B端）以及个人终端客户（C端）等	
肉制品业务	基础调味品	主要包括鸡肉、牛肉、羊肉、猪肉等于腌制车间直接加工的腌制调味品	主要面向大型餐饮企业（B端）等	
	深加工产品	主要包括鸡肉、牛肉、羊肉、猪肉等经过预处理、调味及油炸等工艺深度加工的食品	主要面向大型餐饮企业、连锁超市（B端）以及个人消费者（C端）等	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：公司已建立集饲料、种源、孵化、饲养、加工等环节于一体的肉鸡产业链

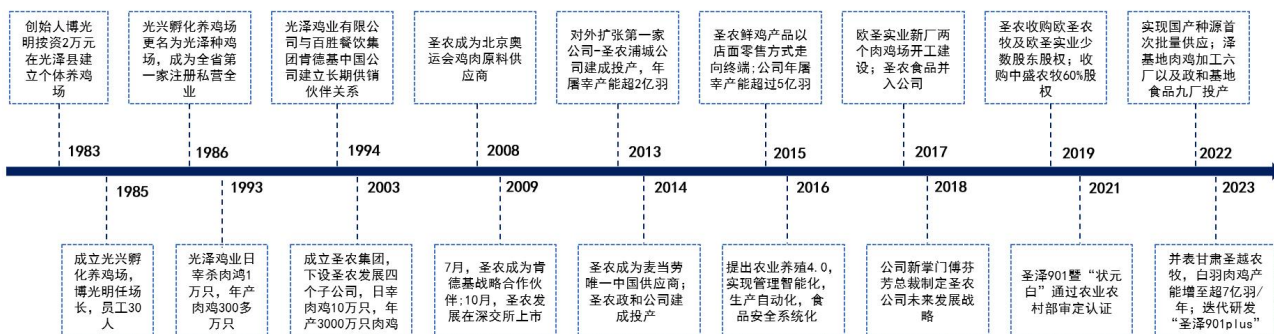


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 发展历程：公司深耕白羽肉鸡行业 40 年

公司 1983 年起源于福建省光泽县的一家个体养鸡场，创始人为傅光明先生。1992 年，从养鸡场发展而来的光泽鸡业有限公司正式成立，1993 年，公司种鸡饲养、苗鸡孵化、肉鸡饲养、屠宰加工、销售运输一条龙的养鸡产业链初具雏形，年产肉鸡 300 多万羽。2003 年，圣农集团正式成立，圣农发展为下设四个子公司之一，年产白羽肉鸡达到 3000 万羽。2009 年，公司成功在深圳证券交易所 A 股上市，同年还成为肯德基的战略合作伙伴。2011 年，公司通过定增募集的 0.96 亿羽肉鸡项目逐步投产，2013-2014 年，公司将产能从光泽县扩张至福建蒲城县和政和县，随着异地扩张项目逐步落地，公司 2013 年年屠宰产能超过 2 亿羽，2015 年超过 5 亿羽，成为了全国最大的全产业链肉鸡饲养加工企业。2017 年，圣农食品并入公司，公司由鸡肉业务主导变为鸡肉和食品业务双轮驱动，产业链进一步延长，公司迎来蜕变新时期。2018 年公司设立肉鸡产业并购基金，旨在协助公司做强做大，2023 年公司完成对肉鸡产业并购基金 77.70% 份额的收购，进而实现对甘肃圣越农牧的并表，白羽肉鸡产能扩增至超 7 亿羽/年。未来公司计划通过并购进一步扩大规模，巩固行业龙头地位。

图3：公司深耕白羽肉鸡行业 40 年



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司治理：股权结构清晰，注重员工激励

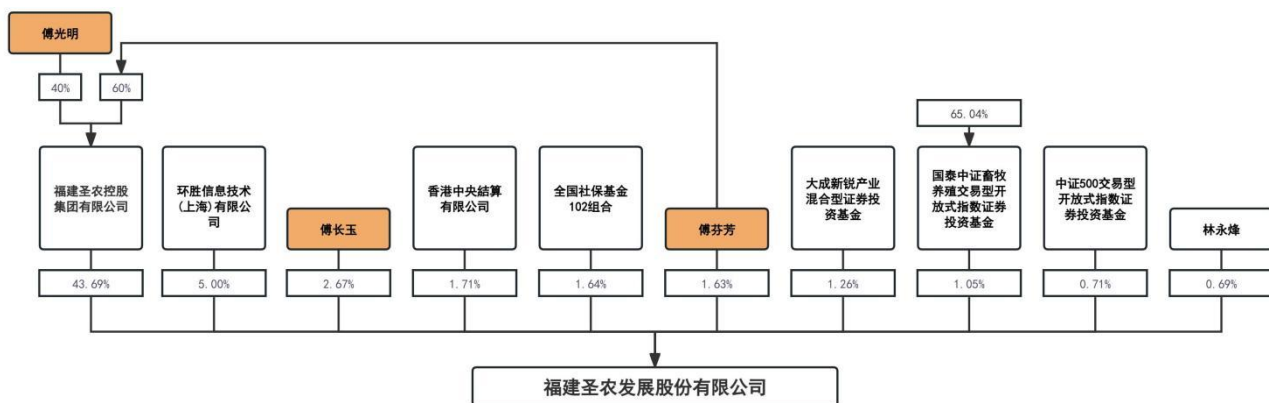
◆ 实控人持股比例较高，百胜中国战略入股

公司控股股东为福建圣农控股集团有限公司，圣农集团持有公司 43.69% 的股权，傅芬芳和傅光明分别持有圣农集团 60% 和 40% 股权。公司实际控制人为傅芬芳、傅光明和傅长玉，三者分别持有公司 27.84%、17.48% 和 2.67% 的股权，其中傅芬芳为傅光明之女，傅长玉为傅光明之妻。

2021 年 3 月，基于对公司发展及管理团队的认可，亦是为进一步加强与公司的战略合作关系，深化产品开发和创新等领域的合作，百胜中国通过间接全资子公司环胜信息技术(上海)有限公司以大宗交易方式购买圣农集团及傅芬芳所持有的圣

农发展 2%股份，持股比例升至 5%。百胜中国系中国最大的餐饮企业，餐饮网络包括旗舰品牌肯德基及必胜客，以及小肥羊、黄记煌等新兴品牌，二者合作加深有望为公司鸡肉及肉制品业务持续赋能。

图4：公司实控人为傅芬芳、傅光明和傅长玉，三者合计持有公司约 48%股权



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司重视人才激励，激励体系完善。

薪酬激励方面，公司制定了常规奖金包、战略专项奖金包、创新奖金包等多种激励方式，将短期激励和中长期激励相结合，充分调动员工在实际工作中创新进步的积极性。股权激励方面，2019年11月公司推出了首个限制性股票激励计划，面向公司董事、高管及核心技术人员授予限制性股票数量 545.10 万股，占公司当时总股本 0.44%；2022年6月公司推出第一期员工持股计划，共 208 名参加对象（包括公司部分董事、监事、高级管理人员及公司或控股子公司中层管理人员及其他核心员工）认购公司 511.71 万股股份，占公司总股本的 0.41%。公司股权激励机制不断完善，有利于实现管理层利益与公司价值绑定，激发内生动力，让员工与公司共成长。

表1：2019年11月公司推出首个限制性股票激励计划

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告时股本总额的比例
1	陈榕	董事、副总经理	11.05	2.03%	0.01%
2	陈剑华	董事、副总经理	11.05	2.03%	0.01%
3	周红	董事	11.05	2.03%	0.01%
4	林奇清	财务总监	5.9	1.08%	0.01%
5	廖俊杰	董事会秘书、副总经理	5.9	1.08%	0.01%
中层管理人员及核心技术（业务）人员（229人）			445.53	81.73%	0.36%
预留部分			54.62	10.02%	0.04%
合计			545.1	100.00%	0.44%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营分析：业务体量稳步扩张，肉制品业务不断发力

◆ 收入利润：销量稳步扩张，盈利随鸡价周期波动

公司经营规模稳步扩张，2013-2023 年收入复合增速 14.66%，至 2023 年达到

184.87 亿元；归母净利润 2023 年为 6.64 亿元，同比增加 61.66%，白羽肉鸡养殖行业具备周期性，公司归母净利润波动较大。2012-2013 年、2015 年、2017 年、2021-2022 年分别受到“速生鸡事件”、“H7N9 事件”以及行业产能过剩等因素的影响，公司归母净利增速出现急剧下滑。2023 年受行情回暖影响，公司归母净利润有所修复但仍处于底部，后续受猪价回暖、肉制品业务发力带动，公司归母净利润仍有提升空间。

图5：2013-2023 年公司营收复合增速为 14.66%



图6：公司归母净利润随鸡价周期波动



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 分业务情况：鸡肉业务盈利波动明显，肉制品业务占比不断提升

2017 年收购圣农食品后，公司形成了鸡肉和肉制品两大主业。2023 年公司鸡肉收入占比 56.89%，肉制品及基础调理品收入占比 34.58%；2023 年公司鸡肉毛利占比 34.04%，肉制品及基础调理品毛利占比 61.11%。

图7：2023 年公司鸡肉收入占比 56.89%，肉制品及基础调理品收入占比 34.58%

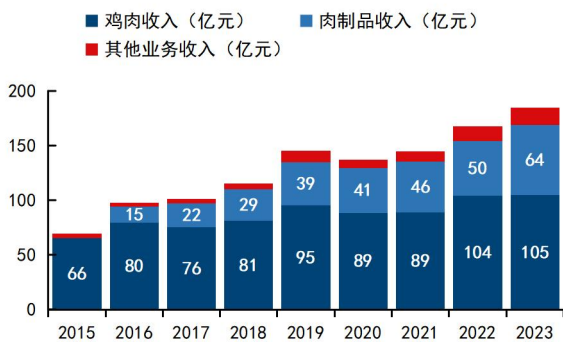
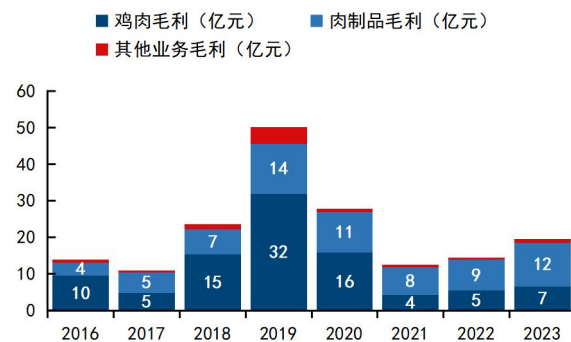


图8：2023 年公司鸡肉毛利占比 34.04%，肉制品及基础调理品毛利占比 61.11%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

(1) 鸡肉业务：销售规模稳步扩张，盈利周期性波动较大。销量方面，依靠持续外延并购，公司白羽肉鸡产能稳步扩张，至 2023 年已达 7 亿羽以上，进而带动公司鸡肉业务销量稳步扩张，2023 年已达 122 万吨，2013-2023 年复合增速为 11.30%。收入方面，2023 年公司鸡肉业务收入为 105.17 亿元，同比增速为 0.71%，由于鸡肉单价随行业景气波动，公司鸡肉业务收入增速周期波动明显。盈利方面，2021 年以来，受供给恢复、猪肉等替代品价格疲软影响，公司鸡肉销售单价底部震荡，叠加饲料原料价格上涨，公司毛利率处于历史偏低水平，2021-2023 年平均毛利率为 5.43%。

图9：公司鸡肉业务销量 2013-2023 年复合增速为 11.30%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司鸡肉业务收入增速周期波动明显



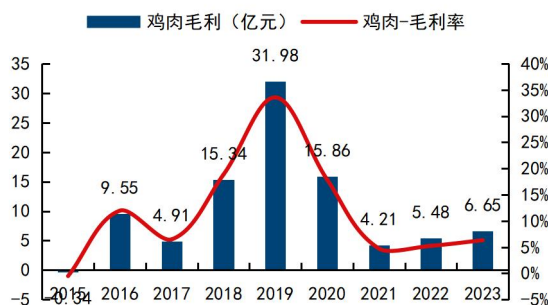
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司鸡肉业务销售单价周期波动明显



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司鸡肉业务盈利周期性波动较大



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

（2）肉制品业务：近年快速发力，毛利率相比鸡肉业务更高且更稳定。销量方面，公司发力C端肉制品业务，拓展B端调理品及熟食销售，带动业务销量维持快速扩张，2023年已达29.81万吨，2015-2023年复合增速为22.63%。收入方面，相较冰鲜/冷冻鸡肉产品，肉制品及基础调理品单价更高且更为稳定，公司肉制品及基础调理品收入2023年已达63.94亿元，2016-2023年复合增速为23.29%。盈利方面，更高且更稳定的单价使得肉制品及基础调理品业务的毛利率相比鸡肉业务且更稳定，2021-2023年平均毛利率为17.45%。

图13：公司肉制品及基础调理品销量 2015-2023 年复合增速为 22.63%



图14：公司肉制品及基础调理品收入 2016-2023 年复合增速为 23.29%

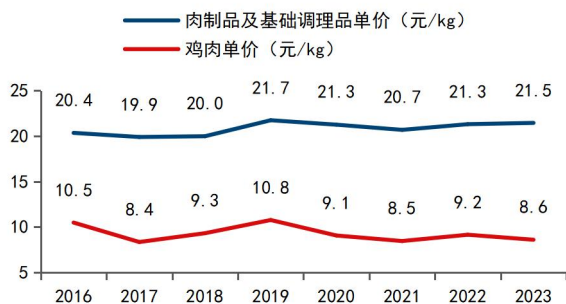


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 15：公司肉制品及基础调味品销售单价较鸡肉业务更高且更稳定

图 16：公司鸡肉业务盈利周期性波动较大



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

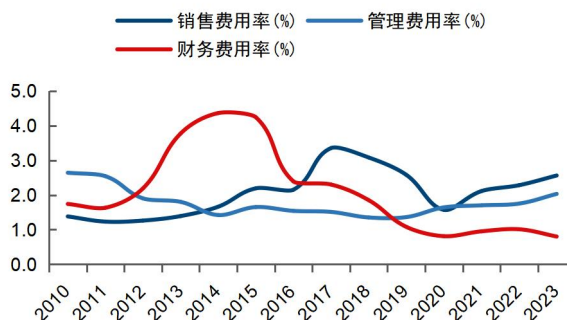
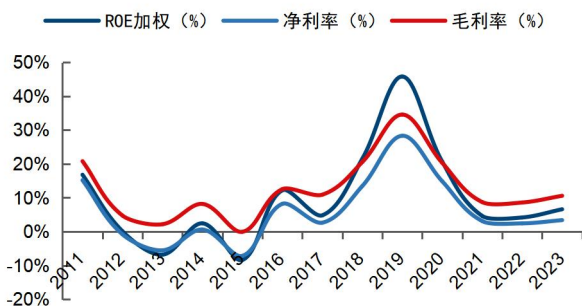
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 一体化运营抵抗周期波动，公司盈利能力领先同行

公司利润率及 ROE 表现随周期波动特征明显，然而相比以往周期，公司本轮行情中利润率及 ROE 虽有回落但始终维持正值，且明显优于其他上市同行。导致上述情况出现的主要原因系公司围绕高度一体化的运作模式，不断推进种苗研发和养殖精进，持续聚焦肉制品业务拓展，实现了单羽成本的高度可控和单羽收入的持续提升。从具体数据来看，公司 2021-2023 年平均毛利率为 10.56%，仅次于益生股份，较上市同行平均水平高 1.90pct；2021-2023 年平均 ROE 为 5.11%，位居首位，较上市同行平均水平高 4.40pct。

图 17：近年白鸡行情低迷但公司利润率始终维持正值

图 18：公司三费支出近年维持平稳



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司盈利能力领先同行

证券代码	证券名称	毛利率 (%)				ROE (%)			
		2021	2022	2023	三年平均	2021	2022	2023	三年平均
002299.SZ	圣农发展	8.7087	8.5693	10.5638	9.2806	4.6141	4.1419	6.5638	5.1066
002234.SZ	民和股份	18.0742	-7.4640	3.2788	4.6297	1.6565	-15.5899	-15.5740	-9.8358
002458.SZ	益生股份	13.9585	0.7111	31.6051	15.4249	0.9021	-12.4181	15.1003	1.1948
002746.SZ	仙坛股份	1.6686	2.8987	3.8482	2.8052	1.8465	2.9010	5.0021	3.2499
605567.SH	春雪食品	8.8951	9.7655	5.1903	7.9503	7.1482	7.0758	-3.1315	3.6975
603609.SH	禾丰股份	5.3230	6.0115	3.9759	5.1035	1.7936	7.4963	-6.5780	0.9040
301116.SZ	益客食品	3.5477	2.9595	2.2128	2.9067	8.1017	3.0097	-9.2111	0.6334

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

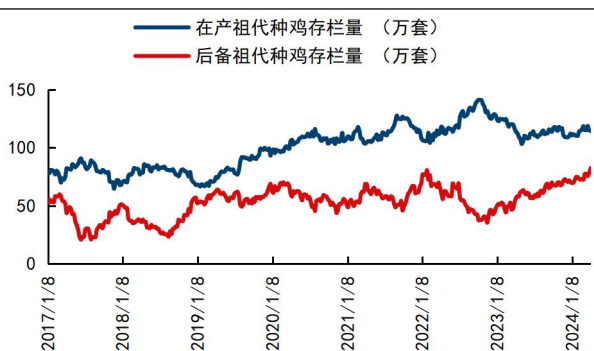
行业分析：盈利边际向好，品牌拓展加速

周期视角：猪周期进入右侧，有望同步带动白羽肉鸡产业景气

◆ 受海外疫情扰动影响，国内禽供给整体偏紧

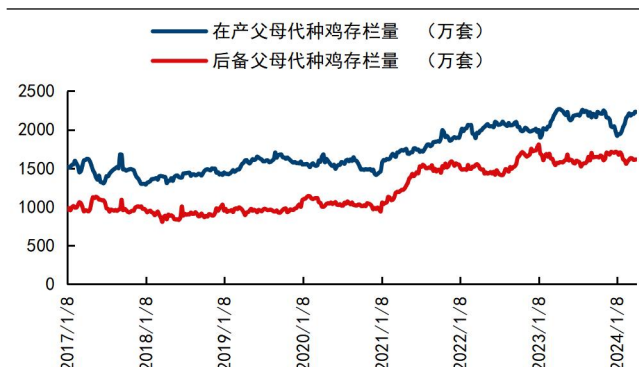
截至5月12日国内父母代种鸡（在产+后备）存栏量为3766万套，较去年同比-0.9%，考虑到品种结构调整和前期换羽影响，行业实际供雏能力可能同比下降更加明显。

图19：白羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



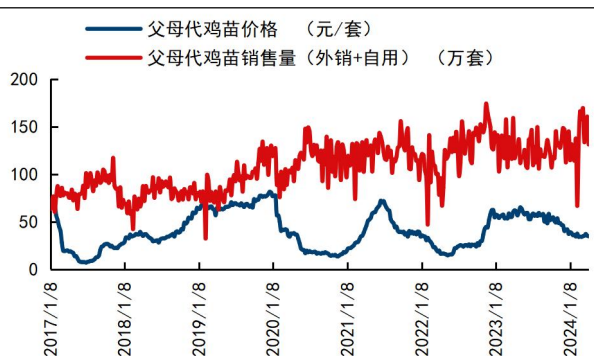
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图20：白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



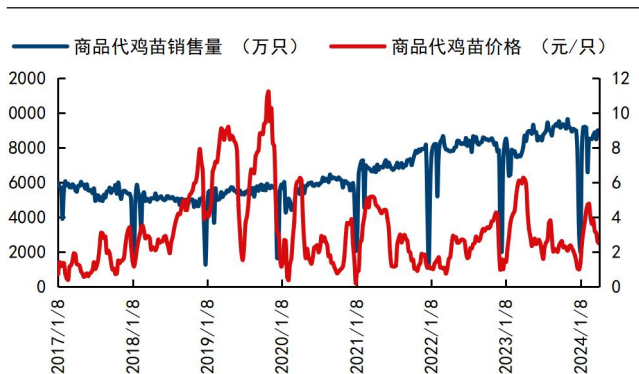
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图21：白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图22：白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量

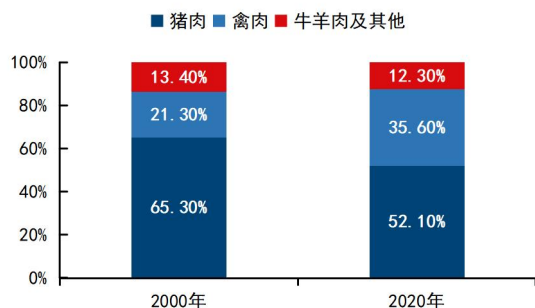


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

◆ 禽肉作为第二大消费肉类，价格景气受猪周期影响较大

禽肉作为国内第二大消费肉类，具备较强的猪肉消费替代属性。目前我国禽肉消费规模呈现出持续扩张趋势。从肉类消费结构来看，国内城镇居民肉类消费中的禽肉占比已由2000年的21.30%提升至2020年的35.60%，乡村居民肉类消费中的禽肉占比已由2000年的16.30%提升至2020年的39.00%。从产量口径来看，鸡肉贡献禽肉主要规模，其中近60%供给来自白羽肉鸡。从替代表现上来看，禽肉和生猪消费体现为较强的替代关系，这在上一轮非瘟驱动的猪肉价格周期中体现得尤为明显。消费量方面，受猪肉缺口驱动，鸡肉消费量均在2019年后实现明显增长；价格方面，白羽肉鸡价格2019年以来与猪肉价格存在明显正向联动关系。

图23：禽肉是国内第二大消费肉类



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图24：2019-2020年在高蛋白缺口和高猪价驱动下，替代消费需求转向鸡肉



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图25：白羽肉鸡价格和生猪价格拥有较高的景气关联度

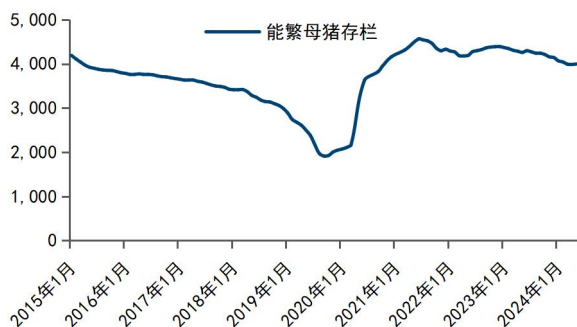


资料来源：博亚和讯，国信证券经济研究所整理

◆ 当前猪周期步入右侧，有望同步带动白羽肉鸡产业景气

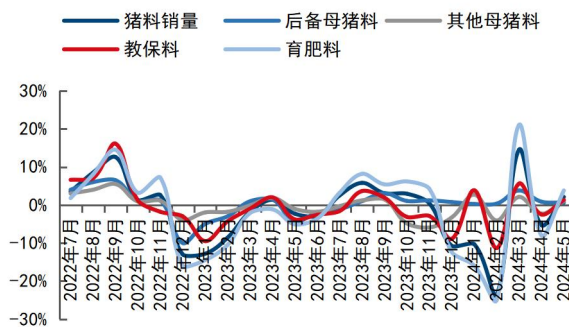
产能方面，2022年12月以来，受猪价持续低迷影响，养殖环节持续亏损，叠加疫病扰动，能繁母猪存栏持续调减。截至2024年5月末，国内能繁母猪存栏数量为3996万头，较2022年12月高点累计调减约9%。价格方面，受产能调减和2023年末北方疫病影响，生猪价格在春节后呈现淡季不淡特征，基于产能去化情况判断，我们认为后续猪价有望保持涨势，后续有望同步带动白羽肉鸡消费量和价格提升。

图26: 截至近5月末, 能繁母猪已自高点累计去化约9%



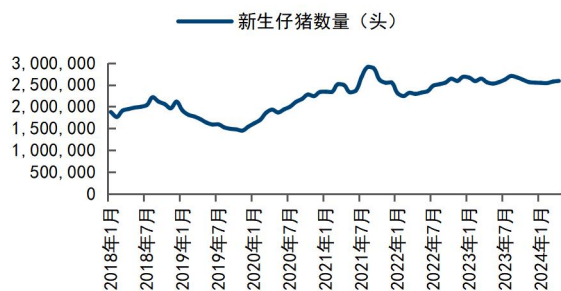
资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图27: 国内猪料销量整体呈减量趋势



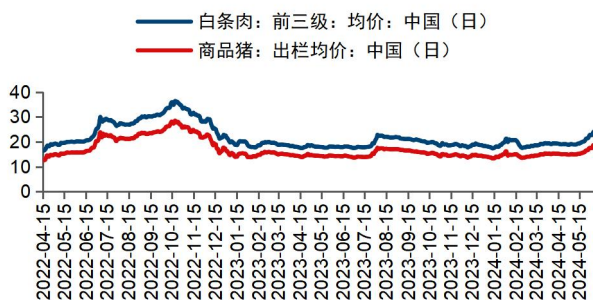
资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

图28: 新生仔猪数量自2023年9月以来呈环比减少趋势



资料来源: 中国畜牧业协会, 国信证券经济研究所整理

图29: 生猪价格近期淡季不淡, 快速上行



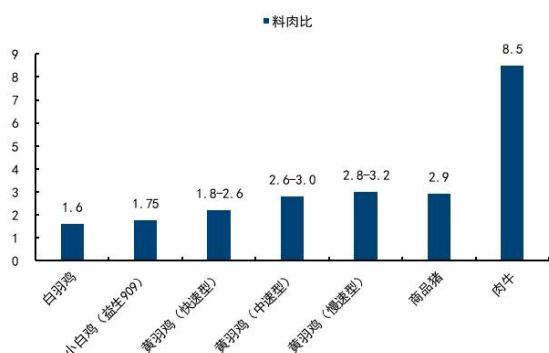
资料来源: 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

产业视角: 鸡肉消费具备扩容空间, 看好终端品牌拓展

◆ 肉类消费具备向低成本肉类靠拢倾向

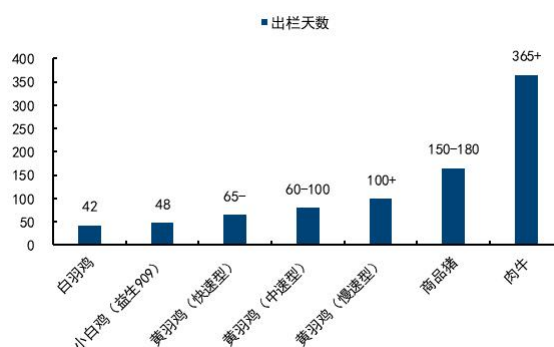
而从生产效率来看, 常规白羽肉鸡和小白羽肉鸡的料肉比和出栏天数均要明显低于黄羽鸡、肉猪和肉牛。参考海外经验, 随餐饮和食品加工行业发展, 在低成本驱动下, 肉类消费具备向低成本肉类靠拢倾向。美国鸡肉消费量在上世纪80年代末已超过猪肉消费量, 并在上世纪90年代进而超过牛肉, 成为美国的第一大肉类消费品种。而日本作为东亚传统小农国家, 其饮食结构曾和中国具有较大相似性, 即肉类消费早期被猪肉主导, 但目前鸡肉已经取代猪肉地位, 成为了日本国内第一大肉类消费品种。

图 30: 肉鸡养殖料肉比明显低于商品猪和肉牛



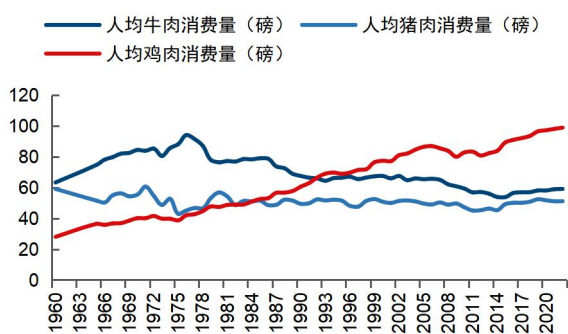
资料来源: 公司公告, 华经产业研究院, 优顶特研究院, 国信证券经济研究所整理

图 31: 肉鸡养殖天数明显低于商品猪和肉牛



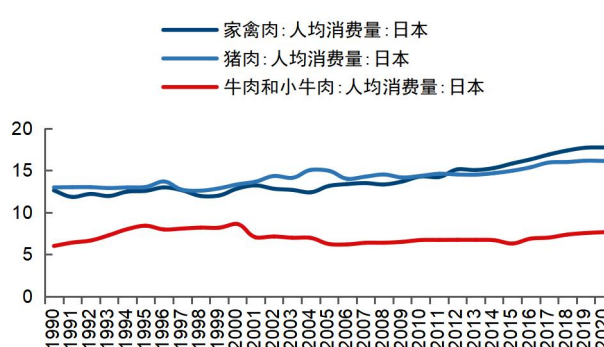
资料来源: 公司公告, 麦迪森生物数据中心, 人民网, 国信证券经济研究所整理

图 32: 美国鸡肉消费量在 1990s 末已超过牛肉消费量



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图 33: 鸡肉已成为日本国内第一大肉类消费品种 (单位: 千克)

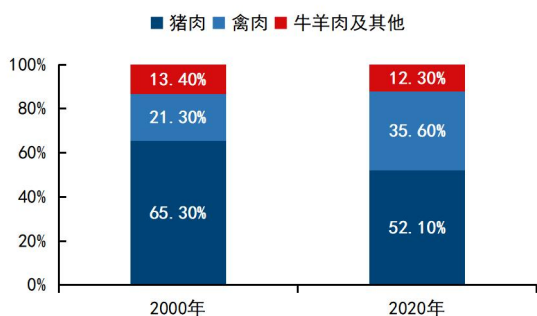


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

◆ 国内白鸡消费有望持续增加

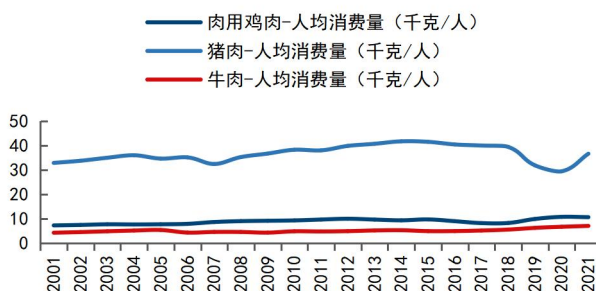
相较美国, 我国白羽肉鸡产业起步较晚, 近年鸡肉消费规模呈现出持续扩张趋势。从肉类消费结构来看, 国内城镇居民肉类消费中的禽肉占比已由 2000 年的 21.30% 提升至 2020 年的 35.60%, 乡村居民肉类消费中的禽肉占比已由 2000 年的 16.30% 提升至 2020 年的 39.00%; 从人均消费量来看, 国内人均肉用鸡肉消费量已从 2001 年的 7.28 千克/人增长到 10.64 千克/人。

图34：禽肉在国内城镇居民肉类消费中的占比已提升至近40%



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

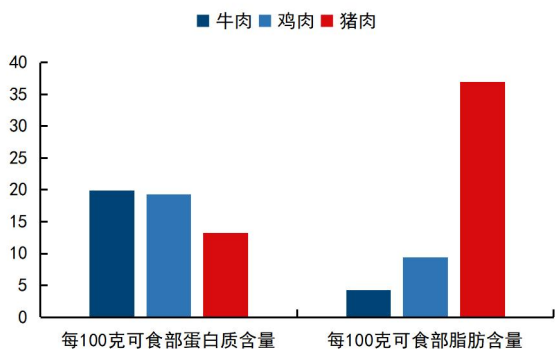
图35：国内人均禽肉消费量维持增长趋势但仍明显低于猪肉



资料来源：USDA，国家统计局，国信证券经济研究所整理

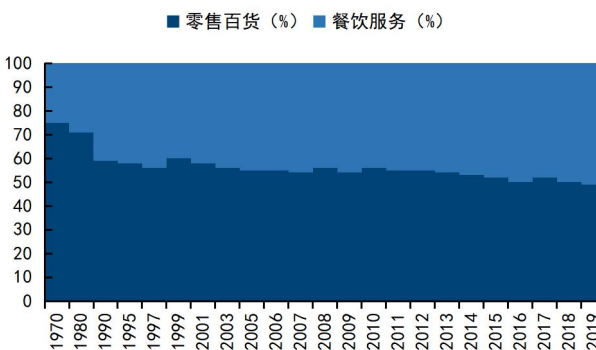
目前国内肉用鸡肉的人均消费量仍处于偏低水平，而参考美国发展经验，随餐饮行业逐渐成熟以及居民健康消费理念兴起，低成本、高营养的鸡肉或逐渐发展为核​​心肉类消费品种，因此我们认为国内白羽肉鸡消费仍具备较大扩张空间，养殖及加工企业长期有望受益产业扩容。

图36：鸡肉具备低脂高蛋白特性（单位：克）



资料来源：生命时报，国信证券经济研究所整理

图37：美国超50%的鸡肉消费需求来自餐饮服务业



资料来源：National Chicken Council，国信证券经济研究所整理

图38：2021年我国人均肉用鸡肉消费量明显低于其他国家或地区（单位：千克/人）

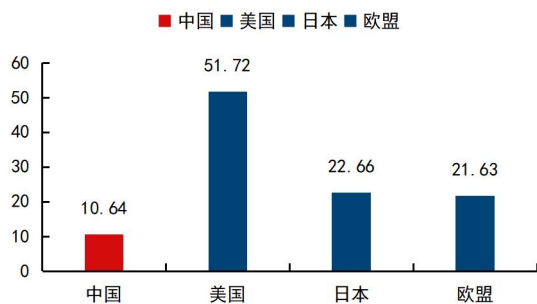


图39：2025年国内餐饮行业市场规模有望突破5万亿元



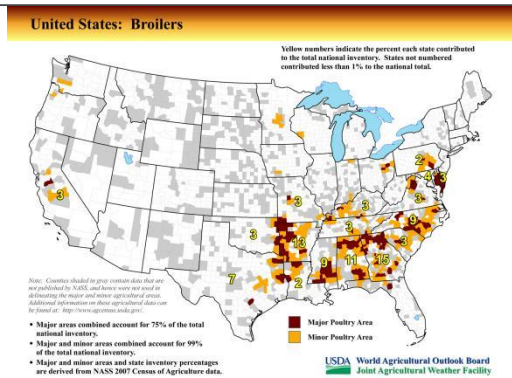
资料来源：USDA，世界银行，国信证券经济研究所整理

资料来源：国家统计局，艾媒数据中心，国信证券经济研究所整理

◆ 海外映射：基于高效率养殖的品牌竞争成为美国白鸡产业主线

根据新希望六和禽产业研究院许毅等人所著的《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》介绍，美国白羽肉鸡产业呈现出三个明显特征：（1）**集约化程度高**：美国近 95%的肉鸡产量来自 17 个州，超 70%的肉鸡产量来自前十大肉鸡企业，而且这些企业几乎全是垂直化一条龙企业，集种禽、饲料、养殖、屠宰、食品各业务板块于一体。（2）**工业化程度高**：工业化养殖模式在美国肉鸡养殖规模中的占比高达近 98%，肉鸡企业建立了以屠宰场为核心的一条龙养殖体系，种禽场、孵化场、饲料厂均围绕在屠宰场周边形成集群建筑，养殖场则分布在屠宰场周边 100-150 公里以内，以保证出栏肉鸡及时转运至屠宰场进行分割加工。（3）**机械化程度高**：养殖场中每位工人能够实现 2-3 万只鸡的管理。

图40：美国肉鸡养殖产业集约化特征明显



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图41：美国前十大肉鸡企业鸡肉产量占国内总产量的近 70%



资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

美国白羽肉鸡产业的组织形式和商业模式发展大致可以分为四个阶段：

（1940s-1960s）饲料企业降本扩销动机催生产业一体化雏形：在此期间，美国肉鸡的商业化养殖开始兴起，养殖规模化程度不断提高，专业饲料的效率价值开始凸显，成为产业链中的重要盈利中心。然而随着行业竞争加剧，饲料企业受降本扩销动机驱动开始绕过经销商与规模养殖场建立合同养殖关系，即饲料厂承担饲料赊销和毛鸡代销双重角色，成为了产业链中原料、资金和毛鸡的中转枢纽，产业链一体化联接初具雏形。

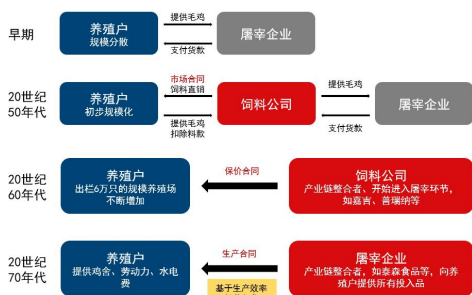
（1960s-1980s）风险平抑与走量摊费动机推动产业链垂直整合：随着养殖场规模不断扩大、饲料行业竞争持续加剧，早期赊销合同开始逐渐转为保价合同，饲料厂为抵御价格波动带来的风险开始向下游屠宰拓展，屠宰环节逐步成为成为产业链的主导环节。在此期间，嘉吉、普瑞纳等饲料公司开始逐步发展屠宰板块，同时以泰森食品为代表的大型屠宰企业出于走量摊费需求，开始涉足饲料生产、禽苗孵化等上游环节，来为合同养殖户提供所有投入品，进而实现养殖环节的把握，行业垂直一体化整合快速发展。

（1980s-2000s）基于效率的代养合同兴起，竞争由成本转向产品渠道：一体化组织模式成型后，养殖、饲料和屠宰环节的竞争逐渐充分，此前的保价合同也逐步转变为基于养殖效率支付代养费的委托养殖合同，行业技术管理水平趋于成熟，料肉比、死亡率等养殖指标趋于平稳，成本端优化空间不断缩小，头部肉鸡养殖屠宰企业为提升利润，开始逐渐在产品开发和渠道拓展方面寻求突破，行业竞争

从上游成本转向下游产品渠道。

（2000s-至今）基于高效率养殖的品牌化食品业务快速发展：进入 21 世纪后，为进一步寻求价值端突破，提升产品附加值和利润水平，头部屠宰企业开始向下游食品加工拓展，以食品直接接触渠道和终端，从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式正式成型。然而相比于依赖技术提升、管理优化的养殖业务，食品业务更依赖于产品研发和品牌建设，需要持续投入和创新才能实现利润的兑现，基于高效率养殖的品牌化消费产品竞争成为美国白羽肉鸡产业当前的发展主线。

图 42：美国白羽肉鸡产业组织形式和商业模式发展大致可以分为四个阶段



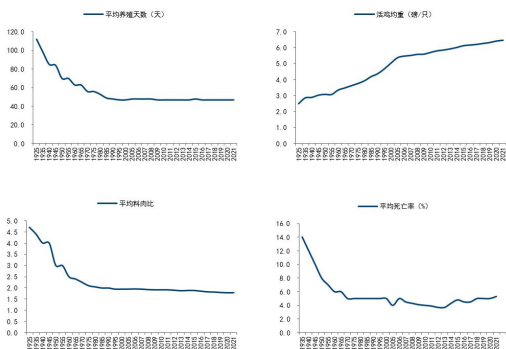
资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

图 43：美国白羽肉鸡产业现已形成从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式



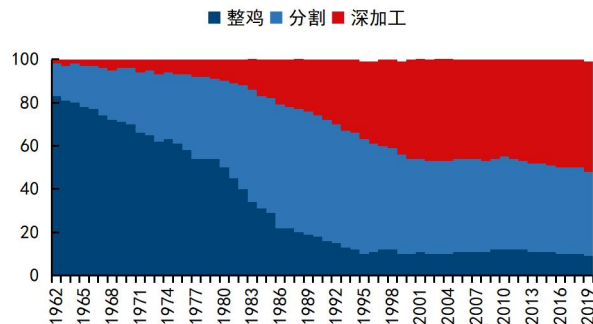
资料来源：NCC，国信证券经济研究所整理

图 44：美国肉鸡养殖指标在 1980s 后趋于平稳



资料来源：NCC，国信证券经济研究所整理

图 45：美国销售端深加工鸡肉占比自 1980s 开始快速提高

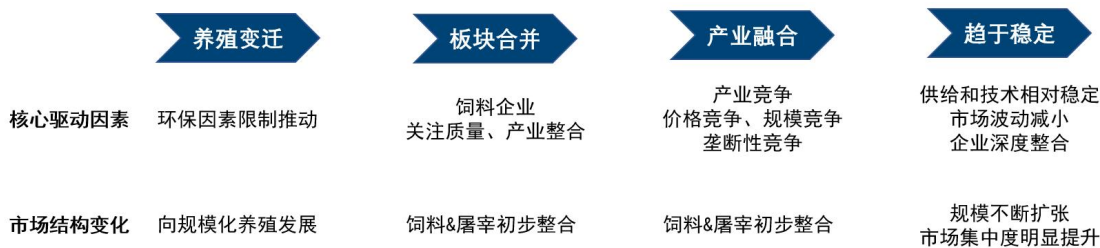


资料来源：NCC，国信证券经济研究所整理

◆ 国内现状：行业盈利中心呈下移趋势，看好头部企业品牌拓展

我国白羽肉鸡产业也经历了从养殖规模化到产业链整合的发展过程，目前上游养殖环节的技术和管理水平已较为稳定成熟，屠宰环节随着竞争充分，盈利能力逐渐降至低位，拓展盈利能力更强且更稳定的品牌鸡肉产品业务，进而平抑周期风险、提升盈利能力，正在成为各家头部企业的发展主线。

图46: 国内白羽肉鸡产业围绕屠宰环节已形成较为成熟的格局



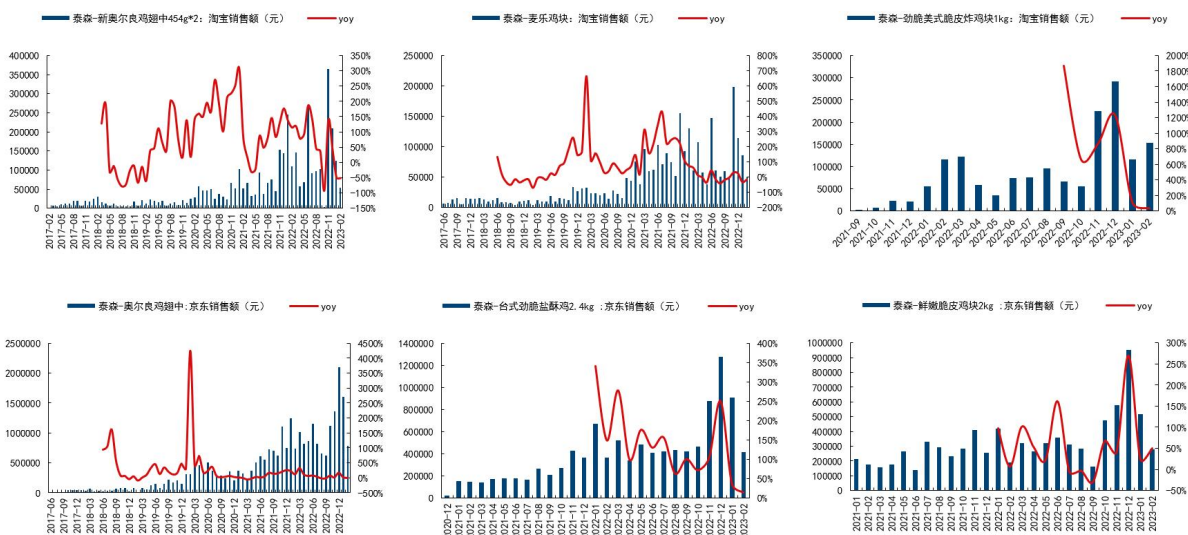
资料来源: 许毅、王冲、李晶, 新希望六和禽产业研究院, 《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》, 国信证券经济研究所整理

表3: 国内多数白羽肉鸡上市企业已涉足品牌鸡肉深加工业务

公司名称	曾祖代养殖	祖代鸡苗销售	祖代引种	祖代养·殖	父母代鸡苗销售	父母代养殖	商品代鸡苗销售	商品代养殖	肉鸡屠宰	鸡肉深加工
圣农发展	X	X		X	X	X		X	X	X
益生股份			X	X	X	X	X			
民和股份						X	X	X	X	X
仙坛股份						X		X	X	X
春雪食品								X	X	X
禾丰股份						X		X	X	X
益客食品						X	X		X	X

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图47: 近两年泰森旗下多款旗舰鸡肉调理的品销售额在我国实现了爆发增长



资料来源: 魔镜, 国信证券经济研究所整理

从养殖模式来看, 长期来看一体化更具有优势。国内多数头部白鸡企业采用合同养殖模式, 核心优势在于可实现较为快速的轻资产扩张, 缺点则在于规模扩大后养殖管理、质量把控难度加大。相比其他企业, 服务大B端客户起家的圣农发展

则基于高效养殖、稳定供给、质量保证等动机，以自主运营的方式开展一体化自养，虽然前期资本开支较大、对土地和资金要求较高，但具备高度标准化、高度可控优势，养殖成本长期来看更具优势。

表4: 国内头部白羽肉鸡企业主要养殖模式

养殖模式	一体化自养	公司+农户	公司+基地+农场
代表企业	圣农发展	新希望六和、益客食品	仙坛股份、春雪食品、禾丰股份
主要特点	商品代肉鸡养殖全部由企业自主运营，最终由公司自主屠宰并出售鸡肉	企业向农户提供或出售商品代鸡苗、鸭苗，由农户进行育成，最终由企业组织回收养成的毛鸡、毛鸭交付屠宰	公司筛选大农场开展合作，负责提供商品代鸡苗、饲料、疫苗、养殖全程监控、肉鸡回收、屠宰和深加工等，做到“九统一”；农场负责基础设施建设、维护和肉鸡日常养殖
优点	产量稳定、疫病可防控、食品安全可控、作业标准化和规模化	资金占用少、土地限制少、利于分散和转嫁风险、利于规模快速扩张	方便控制产业链各环节，统一养殖、防疫管理，提高资金利用率，利于轻资产扩张
缺点	土地和资金要求高、资金占用量大、疫病风险集中、规模扩张较慢	对农户控制力较弱、产量不稳定、质量缺乏保证、食品安全不可控	随着规模扩大，管理难度增加；食品安全风险相对一体化模式较大
食品安全性	最高	最低	中等
资金要求	最高	最低	中等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司看点：全环节持续精进铸就单羽超额收益

育种环节：实现自有种源突破，助力养殖效率提升

◆ 国内白羽肉鸡产业目前仍存在海外种源依赖

全球主流白羽肉鸡品种多是由白洛克鸡和科尼什鸡杂交选育而来，其中母系白洛克鸡最早由美国爱拔益加公司在 1940 年培育出来（美国科宝公司等公司后来也相继培育出自己的白洛克鸡品种），父系科尼什鸡则源自英国。目前海外已有 80 余年的白羽肉鸡育种历史，育种技术较为成熟，全球已形成由美国安伟捷公司、美国科宝公司主导的双寡头市场。根据中国畜牧业协会禽业分会统计，当前全球祖代白羽肉种鸡 90%以上的产能来自美国安伟捷公司、美国科宝公司。

表5：海外主要白羽肉鸡品种一览

名称	培育公司	特征
AA+	美国安伟捷集团	体型大，生长发育快，饲料转化率高，适应性强，育成历史较长，肉用性能优良
罗斯 308	美国安伟捷集团	体质健壮，成活率高，增重速度快，出肉率高。
科宝艾维茵	美国科宝公司	生长快，饲料报酬高，适应性与抗病力较强，全期成活率高
哈伯德利丰	法国哈伯德公司（2018 年被美国安伟捷集团收购）	产蛋数及出雏数较高；肉鸡生长强健，料肉比低；鸡的体型较好；鸡肉产出率高；父母代种鸡与商品代肉鸡均易于饲养。

资料来源：百度百科，哈伯德官网，国信证券经济研究所整理

国内祖代白羽肉种鸡更新经历了从“祖代进口”到“海外品种祖代进口+海外品种曾祖代进口自繁”再到“海外品种祖代进口+海外品种曾祖代进口自繁+国产品种自繁”的演变。在白羽肉鸡产业发展初期，国内祖代白羽肉种鸡全部来自海外进口。然而海外引种极易受禽流感等突发事件的影响而出现受阻甚至中断情况，为了维持白羽肉鸡产业链的稳定，国内尝试引进海外品种的曾祖代白羽肉种鸡，目前美国科宝公司旗下品种已经在国内实现曾祖代白羽肉种鸡饲养。2021 年，国产新品种圣泽 901、广明 2 号、沃德 188 通过审定后，国内白羽肉鸡产业迎来国产种源补充，国产种源在祖代白羽肉种鸡更新量中的占比目前正快速提升。参考中国畜牧业协会禽业分会和上海钢联统计数据，2023 年我国祖代白羽肉种鸡更新量为 128 万羽，其中国产品种（圣泽 901+广明 2 号+沃德 188）合计占比已达 42%。

图 48：海外引种极易受禽流感等突发事件的影响而出现受阻甚至中断情况



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

图49：全国祖代白羽肉种鸡更新结构（按品种）

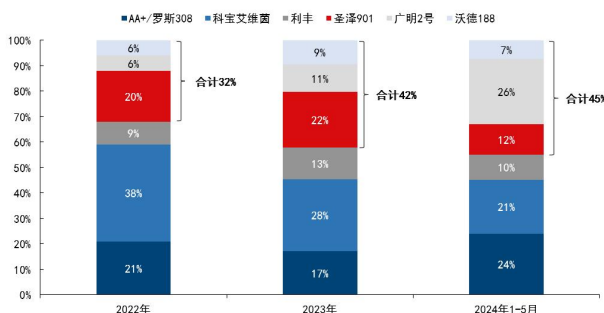
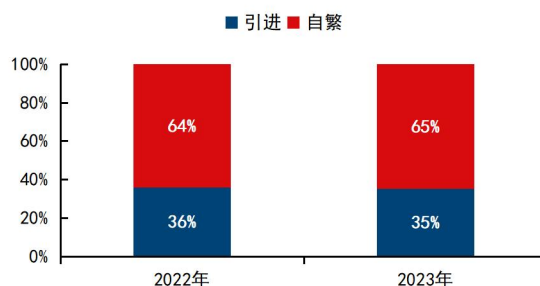


图50：全国祖代白羽肉种鸡更新结构（按引进方式）



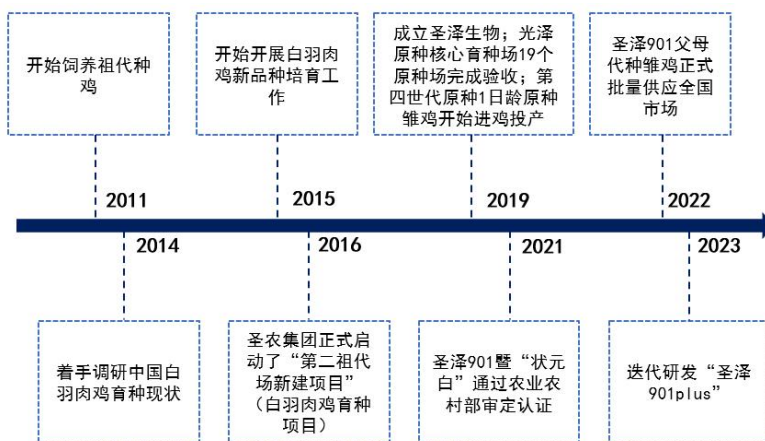
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

◆ 公司自主培育“圣泽901”，打破进口种源垄断

圣农发展白羽肉鸡育种研发起步于2011年，此后经过调研论证，公司于2015年正式立项白羽肉鸡配套系育种工作。2019年，公司“圣泽901”（以下简称“SZ901”）研发取得突破进展，在当年3月国外育种共公司断供之后，公司开始以SZ901逐步替代自用的进口祖代种鸡，并成立全资子公司-福建圣泽生物科技发展有限公司（简称“圣泽生物科技”）统筹运营育种开发推广工作。2021年，SZ901正式通过农业农村部审定认证，并于2022年正式批量供应父母代雏鸡。截至2022年末，公司累计应用SZ901的63.3万套祖代种鸡，1500万套父母代种鸡，超15亿羽商品代肉鸡。同时公司已成功培育出10多个具有不同遗传背景的品系，各品系遗传特征明显，性状遗传稳定，为今后培育不同性能特点、满足市场不同需求的配套系打下坚实基础。

图51：公司已建立集饲料、种源、孵化、饲养、加工等环节于一体的肉鸡产业链



资料来源：圣泽生物科技，《圣农白羽肉鸡自主育种研发与成果展示》，公司公告，国信证券经济研究所整理

图52: 2021年, 圣泽901”正式通过农业农村部审定认证



图53: 圣泽生物科技目前拥有3座现代孵化场、19座原种场、21座现代种鸡场



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

◆ SZ901 生产性能表现优秀, 欧指达到国际领先水平

具体从生产指标来看, SZ901 已经达到国际领先水平。自用方面, 公司自 2019 年开始使用 SZ901 替代自用国外品种, 2022 年实现全替代。替换期间, 公司养殖规模和效率不降反增, 父母代种鸡存栏规模、产雏数量稳步增加, 成活率、产蛋率、受精率等各项指标稳步提升, 商品代肉鸡出栏稳步增加, 欧指表现不断提升。外销方面, 公司 2022-2023 年已累计外销 SZ901 父母代种鸡根据圣泽生物提供样本数据显示, 2023Q1 的三批次出栏中, SZ901 无论在成活率还是料肉比方面均已达到进口成熟品种水平, 欧指表现处于领先水平。(注: 欧指全称为“欧洲效益指数”, 计算公式为: [成活率*体重(kg)] / (料肉比*出栏天数)*10000, 主要用于评定肉鸡养殖效益。)

2023 年, 公司在“圣泽 901”基础上成功迭代研发了“圣泽 901plus”, 性能方面获得大幅提升, 料肉比、产蛋率、生长速度、抗病 4 项指标上全部达到国际领先水平。按棚前称重口径计算, “圣泽 901plus”平养条件下料肉比达 1.42, 料肉比较之前实现 0.05 的改善。目前公司正逐步提升“圣泽 901Plus”的使用占比, 未来有望进一步提升公司养殖效率, 增强公司自产父母代种苗外销竞争力。

表6: 公司已实现 SZ901 对自用国外品种的全替代

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
自用国外品种占比	95%	74%	62%	0%
圣泽 901 占比	5%	26%	38%	100%
父母代年平均代存栏 (万套)	499.2	536.6	583.5	580
父母代生产种蛋数量 (亿枚)	5.87	6.76	7.36	7.4
商品代雏鸡数量 (亿羽)	4.79	5.51	6	6.03
年平均生产指标				
25 周入舍母鸡成活率	94.20%	94.40%	94.50%	94.60%
入舍母鸡 65 周产合格种蛋(枚/只)	168	180	182	188
平均受精率	83.20%	84.70%	85.40%	88.20%
入舍母鸡 66 周生产健雏(只)	132	144	146.5	156

资料来源: 圣泽生物科技, 《圣农白羽肉鸡自主育种研发与成果展示》, 国信证券经济研究所整理

表7：自有种鸡替换期间，圣农发展白羽肉鸡养殖效率稳步提升，出栏规模维持扩张

年份	出栏日龄（天）	出栏量（万羽）	成活率（%）	料肉比	出栏体重（公斤）	欧指
2017	39.6	47586	93.39%	1.706	2.34	324
2018	39.82	43194	95.00%	1.646	2.405	349
2019	40.41	46334	94.70%	1.661	2.44	344
2020	40.08	51316	93.99%	1.654	2.425	344
2021	38.8	54830	95.25%	1.627	2.445	369
2022	37.52	57391	95.22%	1.591	2.45	391

资料来源：圣泽生物科技，《圣农白羽肉鸡自主育种研发与成果展示》，国信证券经济研究所整理

表8：SZ901 商品代肉鸡各项生产指标达到国际领先水平

客户	出栏时间	品种	日龄	成活率	体重（kg）	料肉比	欧指
客户 A	2023 年 3 月	进口 A	39	94.90%	2.39	1.57	372
		进口 B	39	95.40%	2.28	1.59	352
		进口 C	39	94.00%	2.24	1.6	339
客户 B	2023 年 1-3 月	SZ901	40	95.20%	2.37	1.56	368
		进口 A	39	94.10%	2.41	1.57	371
		进口 B	39	95.50%	2.33	1.58	358
		进口 C	39	93.70%	2.32	1.59	350
客户 C	2023 年 3 月	SZ901	39	95.40%	2.35	1.55	369
		品种					
		进口 A	43.7	94.94%	2.8	1.538	395.37
		SZ901	42.8	97.34%	2.75	1.523	406.3

资料来源：圣泽生物科技，《圣农白羽肉鸡自主育种研发与成果展示》，国信证券经济研究所整理

养殖环节：扩张降本并进，养殖成本领先

◆ 立足 10 亿羽年产能目标，内生外延推动产能持续扩张

2021 年，公司提出“十四五”规划，以“打造圣农千亿产业集群，成为一流的世界级食品企业”为核心目标，其中要求 2025 年配套肉鸡养殖出栏量提升至 10 亿羽/年。从具体实施来看，公司一是对内加大资本开支力度，扩张自有基地产能，计划 2025 年将光泽/浦城/政和/甘肃四大基地年产能分别扩张至 3.7/2.0/0.8/1.0 亿羽；二是计划通过并购等其他方式实现约 2.5 亿羽产能扩张，其中 2023 年公司已成功并表甘肃圣越农牧，将白羽肉鸡产能由 6 亿羽/年扩张至 7 亿羽/年以上。

图 54：公司计划 2025 年将白羽肉鸡产能扩充至 10 亿羽/年

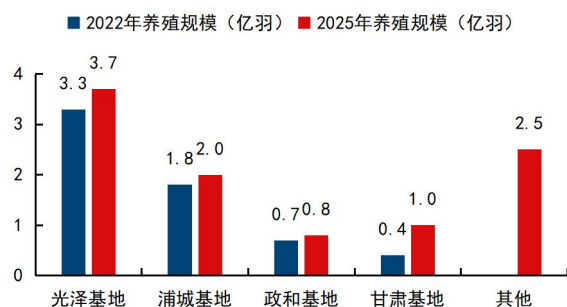
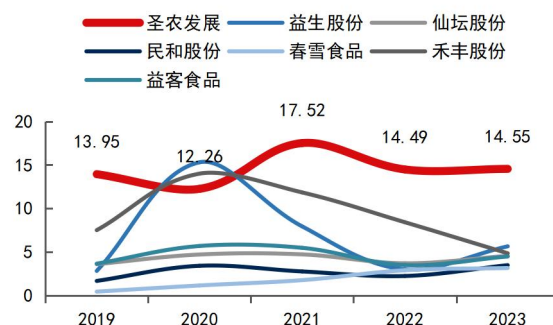


图 55：公司近三年资本开支规模明显领先于上市同行（亿元）



资料来源：圣泽生物科技，《圣农白羽肉鸡自主育种研发与成果展示》，国信证券经济研究所整理
 资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 公司养殖成本领先同行，深挖内潜、降本增效持续推进

自涉足白羽肉鸡养殖行业以来，公司立足高度一体化的运作模式，不断推进种苗研发和养殖精进，依靠自研种苗和自有产能双加持，公司进而实现了成本环节的高度可控，养殖成本持续领先同行。

(1) 生产方面：公司孵化环节种鸡效率持续提升，育成率、受精率、出雏率等各项指标不断优化；养殖环节成活率不断提升，并通过加密养殖、水暖改造、人员优化实现进一步降本；屠宰环节则通过设备改造、人员优化、能耗管控等方式降低运营成本。**(2) 饲料方面：**公司近几年通过配方优化、原料替代、工艺调整有效改善了单吨饲料成本表现。**(3) 运营方面：**公司正全面推进数字化战略，SAP+智慧农场项目于2024年1月正式上线，后续将打通饲料、养殖、屠宰、深加工到销售的全产业链管理，建立覆盖全产业链标准的成本管理体系。

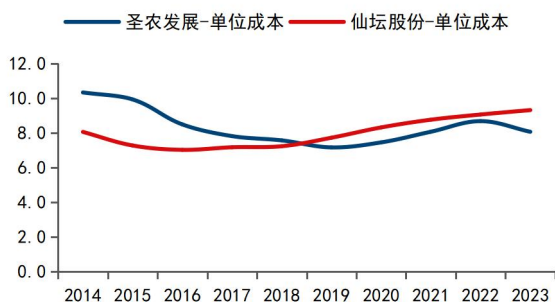
具体对比圣农发展和仙坛股份财务信息可见，圣农发展自养业务的扩张前期依赖于高额的资本开支，同时较高的固定资产和人力投入导致其前期的折旧摊销和人工成本明显高于仙坛股份。然而随业务放量、管理效率优化以及上游种源突破，圣农发展一体化自养模式的成本优势开始体现，公司单吨饲料成本近年已明显低于仙坛股份，前期固定资产和人力投入带来的成本压力也逐渐被摊薄，最终体现为总成本的领先。

表9：仙坛股份与圣农发展家禽饲养加工板块成本拆分

仙坛股份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
鸡肉产品销量（万吨）	17.79	22.05	24.27	26.53	28.34	30.68	32.78	36.23
单公斤原材料成本	5.88	5.11	4.71	4.83	4.73	4.92	5.49	6.27
单公斤直接人工成本	0.64	0.64	0.72	0.71	0.66	0.77	0.78	0.84
单公斤能源成本	0.21	0.22	0.15	0.18	0.16	0.16	0.18	0.19
单公斤折旧成本	0.07	0.07	0.20	0.23	0.22	0.22	0.25	0.25
单公斤其他费用	1.25	1.24	1.25	1.22	1.45	1.64	1.61	1.21
单公斤总成本	8.05	7.27	7.02	7.17	7.23	7.72	8.31	8.75
圣农发展	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
鸡肉产品销量（万吨）	54.41	66.59	76.18	90.56	87.29	88.50	97.85	105.54
单公斤原材料成本	6.88	6.50	5.34	4.96	4.71	4.48	4.82	5.51
单公斤包材成本	0.22	0.20	0.19	0.22	0.20	0.17	0.17	0.17
单公斤能源成本	0.32	0.31	0.29	0.25	0.25	0.24	0.23	0.21
单公斤折旧成本	0.79	0.79	0.75	0.67	0.69	0.67	0.66	0.61
单公斤人工成本	0.94	0.95	0.87	0.79	0.82	0.82	0.82	0.76
单公斤其他费用	1.18	1.17	1.05	0.92	0.89	0.78	0.75	0.79
单公斤总成本	10.32	9.92	8.48	7.81	7.56	7.16	7.45	8.06

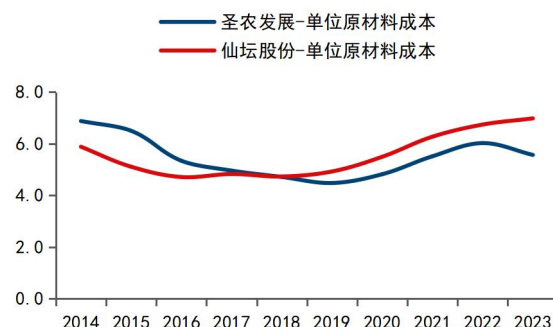
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图56: 圣农发展单公斤总成本近年持续低于仙坛股份(单位: 元/kg)



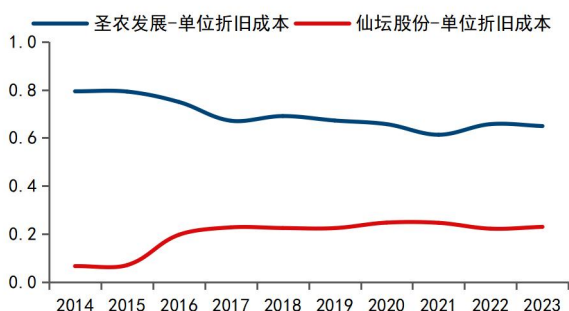
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图57: 圣农发展单公斤原材料成本近年持续低于仙坛股份(单位: 元/kg)



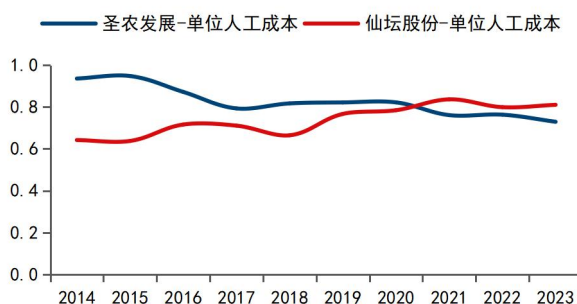
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图58: 圣农发展单公斤折旧成本明显高于仙坛股份(单位: 元/kg)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图59: 圣农发展单公斤人工成本近年持续低于仙坛股份(单位: 元/kg)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

加工环节: B端绑定优质客户, C端市场拓展提速

◆ 鲜品/冻品: 具备规模、质量等多重优势, 实现优质客户绑定

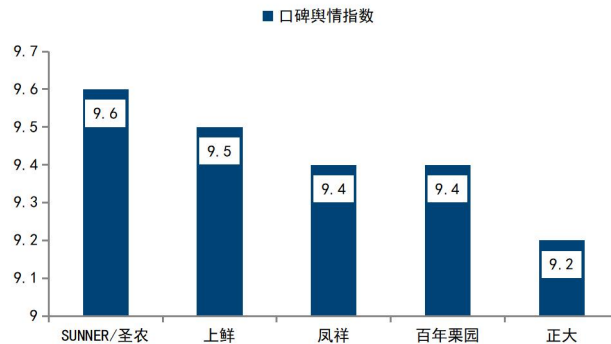
得益于规模化经营以及一体化自养自宰的经营模式, 公司产品供货能力强, 产量均衡稳定, 有助于为公司赢得大客户的青睐。公司鸡肉产量稳步增长, 2023年已达122万吨, 2013-2023年复合增速为11.09%。此外, 公司鸡肉产品质量好, 品质有保障, 由于“一体化自养模式”, 公司每一批鸡从种蛋到孵化、从饲料到养殖、从宰杀到加工的整个生产过程都可实现追溯, 从而确保了食品安全性。据“食安舆情”口碑好评排行榜, 公司的生鲜鸡翅中产品口碑舆情指数在同类产品中位居第一位, 圣农的产品质量获得终端消费者高度认可。

图60: 公司鸡肉产量稳步增长, 2023年已达122万吨



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

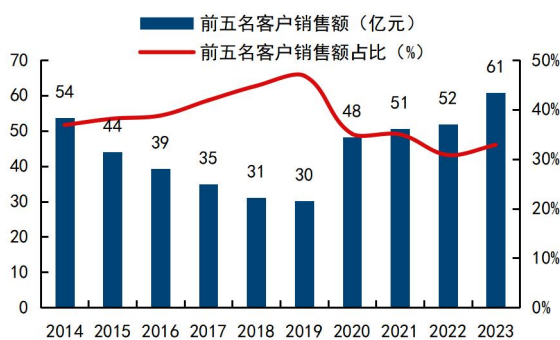
图61: 国内主要餐饮品类的连锁化率近年正快速提升



资料来源: 中国食品安全网、国信证券经济研究所整理

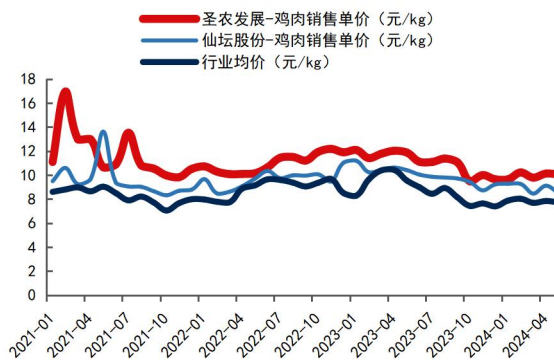
由于供货能力强, 产品质量优势明显, 公司与一系列大客户建立了长期而稳定的合作关系, 在下游客户中享有良好的品牌声誉, 保有稳定的市场份额。公司是肯德基、麦当劳的长期合作伙伴, 也是双汇和太太乐等的重要供应商, 2023年公司前五名大客户销售额达60.71亿元, 占比32.84%。此外, 公司还是2008北京奥运会、2010上海世博会和2015杭州G20峰会等的鸡肉原料供应商, 公司鸡肉产品在行业内树立了高端品质形象。稳定的大客户以及优秀的产品质量给公司带来了较高的产品溢价, 2021-2023年, 公司鸡肉产品均价为11.27元/kg, 远高于仙坛股份(9.73元/kg)和行业平均(8.64元/kg)。因此, 叠加低成本优势, 公司鸡肉产品具备攫取超额利润的能力, 有助于抵抗行业周期波动风险。

图62: 2020年公司前五大客户销售额为61亿元, 占比33%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图63: 圣农发展白羽肉鸡平均价高于仙坛股和行业平均



资料来源: 中国食品安全网、国信证券经济研究所整理

表10: 圣农发展品牌和质量获得广泛认可

时间	荣誉奖项
2021.11	圣农集团荣获中国首家人道农场动物关怀组织 (HFAC) 肉鸡动物福利认证
2021.9	“圣农”品牌荣获“2021中国肉类食品行业最具价值品牌”
2021.6	参与联合国生物多样性公约-商业与生物多样性论坛, 与雀巢、华为、联合利华等企业共同探讨企业可持续发展、可持续供应链的相应举措
2020	2020年中国品牌价值发布 圣农发展品牌价值31亿元
2019	安佰牧场将助力中国烹饪队征战世界奥林匹克烹饪大赛
2019.2	圣农顺利通过对俄罗斯出口认证
2019.2	圣农斩获麦当劳“质量领导力大奖”、“飞跃进步大奖”、“杰出系统贡献奖”
2019.4	圣农再获百胜中国“精诚合作奖”、“百胜中国质量奖”、“卓越供应链奖”

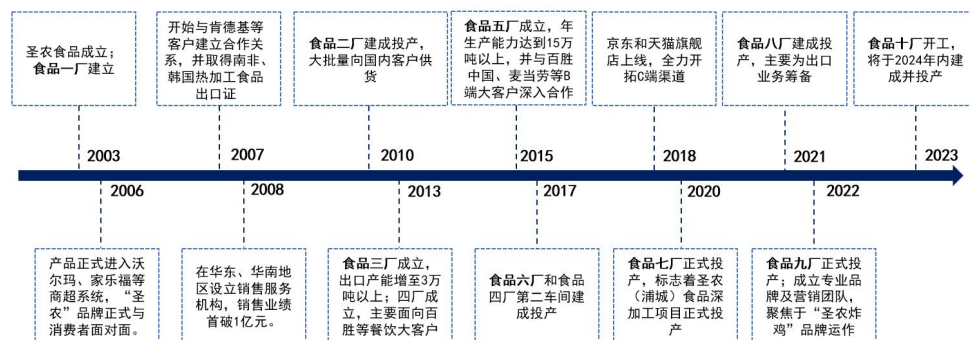
2019.5	2019 中国品牌价值评价榜单出炉，圣农发展品牌价值达 27.59 亿元，圣农食品品牌价值达 19.98 亿元
2018.2	荣获“麦当劳中国杰出品质领导力 A 级供应商”百胜中国“最佳上游安全绩效奖”
2018.11	八次荣获“中国食品安全十强企业”，圣农食品获沃尔玛中国 2018 年度最佳供应商称号
2017	圣农获得 2017 百胜中国“卓越供应链奖”、“百胜中国质量奖”、“百胜中国研发金锅奖”
2017.6	圣农食品荣获中国调理食材产业“领创品牌”称号
2017.9	圣农食品成为 2017 金砖会议食品供应商
2017.12	圣农发展荣登“2017 年度中国肉制品十大品牌”榜单
2016.9	圣农成为 G20 峰会指定鸡肉供应商
2015.6	圣农成为第一届全国青年运动会指定鸡肉供应商
2014.9	圣农成为麦当劳唯一中国供应商
2013	圣农成为中国首家获得瑞士 SGS 所颁发的 GLOBAL GAP (全球良好农业操作规范) 认证的企业
2012	2012 年度中国禽业影响力十佳肉鸡企业
2010	上海世博会指定鸡肉供应商
2009.12	正式取得对日热加工产品出口资质
2008	北京奥运会指定鸡肉供应商
2007.3	分别取得对南非、韩国热加工食品出口证，标志着圣农食品开始进入国际市场

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 肉制品及调理品：产品矩阵丰富，C 端品牌鸡肉制品加速拓展

公司肉制品及调理品业务品类丰富，能满足客户多样化需求。公司肉制品及调理品业务主要通过子公司圣农食品开展，2017 年 10 月圣农食品并入公司后，公司下游食品业务快速发展步入新阶段。产品方面，圣农食品以鸡肉为主原料，拓展牛羊肉制品，先后开发有灌肠类、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，可以满足连锁餐饮、商超、便利店以及对外出口等渠道的多样化需求。凭借多元化的产品，圣农食品 B 端业务与百胜等大型连锁餐饮企业形成了长期合作关系，C 端产品受到国内线上线下消费者的青睐。

图 64：2017 圣农食品并入公司，公司下游食品业务发展步入新阶段



资料来源：圣农食品官网，国信证券经济研究所整理

图65: 圣农食品产品品类丰富



资料来源: 发行股份购买资产暨关联交易报告书、国信证券经济研究所整理

持续扩张多元化产能，已建及在建食品深加工产能合计超 50 万吨。2021 年，公司于“十四五规划”中提出了进一步推进“熟食化”发展的战略，期间将致力于扩大食品深加工业务，提升产品的熟食化比率。基于战略目标出发，公司继续加大食品产能建设，2021 年以来食品七厂、食品八厂、食品九厂已相继投产运营，食品十厂则预计将于 2024 年投产，目前已建及在建食品深加工产能合计已超 50 万吨，位居国内第一。公司各个工厂差异化定位，分别生产不同的产品，供应不同的渠道，且自动化程度较高，从德国、美国、荷兰等发达国家引进现代化食品生产线，采用严格的品质管理制度、先进检验设备及技术，未来将为公司食品深加工业务持续拓展提供坚实基础。

表 11: 公司持续扩张多元化产能，已建及在建食品深加工产能合计超 50 万吨

工厂名称	所在地	设计产能(万吨)	主要产品类型	对接渠道
食品一厂	光泽县	1.2	热加工禽肉	对接日本出口和少部分大客户
食品二厂	光泽县	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	肯德基等大客户、以及国内批发和商超
食品三厂	光泽县	3.6	油炸/蒸烤/炭烤类产品	主要对接出口
食品四厂	江西省资溪县	3.6	油炸/蒸烤/炭烤/裹粉/调理品/调理包类产品	肯德基、麦当劳等餐饮大客户
食品五厂	光泽县王家际圣农食品产业园	3.12	熟食品	国内商超和农批渠道
食品六厂	光泽县和顺工业园	4.8	油炸类、蒸烤类、裹粉油炸类产品	肯德基、麦当劳等餐饮大客户
食品七厂、八厂	浦城县万安乡	7.92	中式调理包,腌制调理产品、油炸蒸烤产品	国内餐饮、便利店
食品九厂	政和经济开发区	4.8	成型油炸类、裹粉油炸类、冷冻调理类、成型肉饼类产品	主要服务肯德基、麦当劳和国内餐饮渠道
食品十厂	资溪县	5	采用油炸、蒸煮、蒸烤等工艺生产加工牛、羊肉类熟制品	

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

研发投入不断提升，助力构建多品牌、多系列产品矩阵。团队方面，公司先后在光泽、上海成立两大食品研发中心，拥有 110 多人的专业研发队伍，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，定制的菜品能够满足终端消费者的不同口味，为下游餐饮客户提供强有力菜品的研发支持。投入方面，公司研发投入近年不断增加，2015-2023 年，公司研发人员数量从 50 人增加至 736 人，研发支出从 2494 万元增加至 1.19 亿元。在研发端支持下，公司拓展熟食、发力 C 端战略得以快速推进，肉制品及调理品

业务产品矩阵不断丰富，其中 C 端业务已形成“圣农”、“安佰牧场”、“4 度”三大品牌系列，产品囊括空气炸锅、香煎、微波叮叮、油炸等多个系列。

图 66: 公司近年研发投入及研发人员数量近年增加明显



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 67: 公司肉制品及调味品业务产品矩阵不断丰富



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司致力全渠道布局，掌握优质大客户，C 端业务快速发展。公司建立了多元化的销售渠道，包括餐饮渠道、海外出口渠道、农贸批发渠道、商超渠道以及食品加工渠道，各个渠道协同发展，推动公司肉制品及调味品销量持续增长，市占率不断提升。

表 12: 公司销售渠道多层次布局

业务属性	渠道类型	销售模式及主要客户
To B 业务	西式餐饮企业	百胜中国（肯德基、必胜客）、麦当劳、德克士、汉堡王、棒约翰、宜家餐厅等
	中式餐饮企业	永和大王等
	食品加工	主要通过经销方式
	农贸批发	主要通过经销方式，全国累计开发经销商超过 500 各，分销商 3500 个
	团餐	主要通过经销方式，与蜀海、中快建立了合作
To C 业务	出口	主要以日本为主，通过日本贸易、日本食品、Crestrade 等贸易公司向日本便利连锁系统终端市场（7-11、罗森等）供应熟食产品
	商超便利店	沃尔玛、家乐福、永辉超市、世纪联华、华润万家、三江购物、步步高、罗森、7-11、全家
	电商新零售	天猫、京东、苏宁易购、拼多多、兴盛优选、易果生鲜、朴朴、上海叮咚、美团买菜、盒马生鲜、每日优鲜等

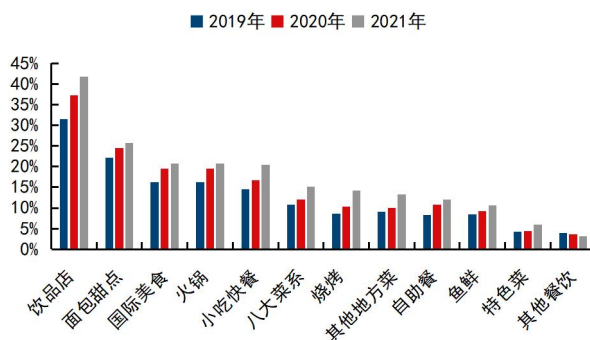
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

(1) B 端业务方面: 公司深耕餐饮渠道多年，优秀的产品质量和稳定的供货能力使得公司赢得了一批稳定的大客户，其中包括肯德基、麦当劳、德克士、棒约翰、宜家餐厅等大型连锁餐饮企业以及中快、蜀海等团餐头部团餐企业。目前公司正在将食品 B 端渠道进行重新划分为重客渠道、系统餐饮渠道、熟食流通渠道及出口渠道，通过研究分析 B 端餐饮市场发展趋势，紧抓客户需求，不断拓展增量客户，扩大市场份额，另一方面加大新市场新赛道开发力度，充分利用产能优势，推进生熟食销售一体化，以多元化产品组合、研发创新能力为 B 端客户提供一揽子解决方案。目前国内餐饮行业规模正快速扩张且锁化率近年正在快速提升，其中在饮品、面包甜点、西餐、火锅、快餐等易复制扩张品类中的进程尤为迅速，未来公司依靠扎实的头部客户基础和不断拓展的增量客户，公司肉制品及调味品业务有望充分受益下游需求扩张机遇，销量有望持续提升，市占率有望保持领先。

图 68：2025 年国内餐饮行业市场规模有望突破 5 万亿元



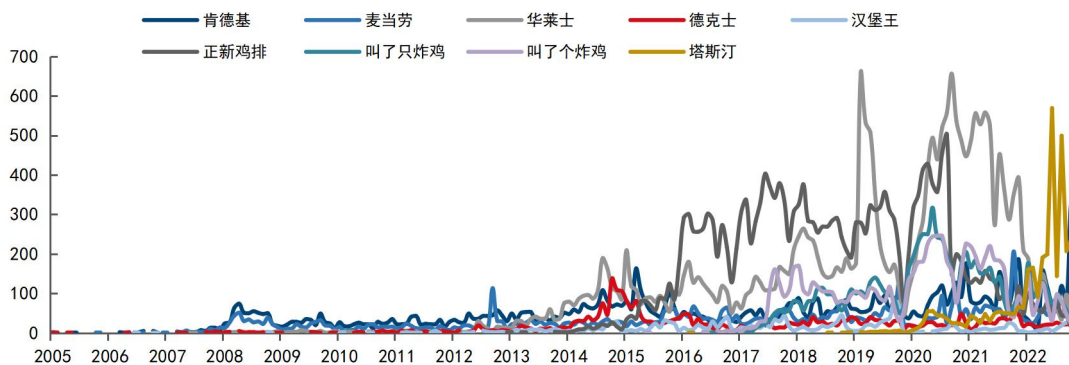
图 69：国内主要餐饮品类的连锁化率近年正快速提升



资料来源：国家统计局，艾媒数据中心，国信证券经济研究所整理

资料来源：《2022 年中国连锁餐饮行业报告》，国信证券经济研究所整理

图 70：主要西式连锁餐饮品牌的单月开店数近年迎来新一轮扩张



资料来源：窄门宽眼，国信证券经济研究所整理

(2) C 端业务方面：公司产品不仅进驻沃尔玛、家乐福、华润万家等大型连锁商超，近年还积极拓展线上及新零售渠道，与天猫、京东等主要全国电商平台以及美团买菜等本地电商平台开展合作，品牌影响力延伸至终端消费领域。产品开发方面，公司明确“精致生活家”的目标消费人群定位，聚焦核心单品打造，“嘟嘟翅”、“脆皮炸鸡”、“霸气手枪腿”等亿元单品在各大线上平台均取得市占第一的佳绩，完成了品牌力从 0 到 1 的打造，“圣农炸鸡”品牌深入人心。营销方面，公司实现了包括对梯媒、地铁广告、社交媒体等全域营销的覆盖并在重点城市完成轰炸式覆盖，2023 年广告总曝光量突破 5 亿次。未来随家庭消费场景不断丰富拓展，便捷预制美食发展空间广阔，公司有望依靠强大的品牌实力、完整的产品矩阵和不断的营销投入在国内终端鸡肉食品领域占据领先份额。

图 71：公司肉制品及调理品业务产品矩阵不断丰富



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 72：公司 C 端品牌实现从 0 到 1 的打造



资料来源：圣农天猫旗舰店、国信证券经济研究所整理

图 73：圣农旗下多款旗舰鸡肉调理品线上销售额近年实现了爆发增长



资料来源：魔镜，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年归母净利润分别为6/11/12亿元，利润增速为-10.5%/76.7%/15.1%，EPS为0.48/0.85/0.97元。

鸡肉业务：销量方面，公司养殖产能和销售渠道持续扩张，2024-2026年鸡肉销量预计维持增长，同比增速预计为13.5%/14.5%/10.1%。毛利率方面，2024年上半年饲料成本虽下降但下游分割品消费偏弱，价格维持低迷，公司鸡肉毛利率预计承压，进而拖累全年盈利表现。后续受猪价上行带动，鸡肉价格有望自2024Q3开启修复，同时公司育种及养殖环节正持续精进，成本或维持改善趋势，因此公司2025-2026年毛利率或有所改善。综合上述分析，我们预计公司鸡肉业务2024-2026年营业收入分别为110.65/121.10/133.30亿元，同比增长13.5%/14.5%/10.1%；2024-2026年毛利率预计分别为6.8%/9.8%/9.5%。

调味品及肉制品业务：销量方面，B端大客户开店数量扩张叠加增量客户拓展，销量预计维持增长；C端品牌打造初见成效，爆款策略不断得到验证，后续依靠研发、品牌、渠道等多重优势，预计维持较快增长。毛利率方面，中枢有望随C端高品牌溢价产品占比提升而保持上行趋势。综合上述分析，我们预计2024-2026年公司调味品及肉制品业务销量增速分别为9.0%/7.5%/7.5%，对应营收分别为85.78/92.91/99.88亿元，同比增长7.8%/8.3%/7.5%；2024-2026年毛利率预计分别为14.0%/13.9%/14.3%。

综上所述，预计未来3年公司营业总收入分别为205/230/251亿元，分别同比+11.0%/11.9%/9.0%，毛利率分别为9.8%/11.4%/11.4%，对应毛利分别为20/26/29亿元。

表13: 圣农发展业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
鸡肉业务						
收入(亿元)	83.04	90.69	92.47	110.65	121.10	133.30
增速	5.3%	16.2%	9.9%	13.5%	14.5%	10.1%
毛利(亿元)	6.13	6.08	8.76	8.17	13.37	14.25
毛利率	6.9%	5.8%	8.3%	6.8%	9.8%	9.5%
调味品及肉制品业务						
收入(亿元)	56.01	63.83	79.55	85.78	92.91	99.88
增速	25.4%	14.0%	24.6%	7.8%	8.3%	7.5%
毛利(亿元)	6.48	8.33	10.77	12.02	12.90	14.28
毛利率	11.6%	13.1%	13.5%	14.0%	13.9%	14.3%
合计						
营业总收入(亿元)	144.8	168.2	184.9	205.3	229.8	250.5
增速	5.3%	16.2%	9.9%	11.0%	11.9%	9.0%
毛利(亿元)	12.6	14.4	19.2	20.2	26.3	28.5
毛利率	8.7%	8.6%	10.4%	9.8%	11.4%	11.4%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表 14: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	18487	20528	22975	25051
营业成本	16534	18509	20349	22198
销售费用	472	513	551	576
管理费用	376	350	427	452
研发费用	121	123	133	143
财务费用	148	330	330	313
营业利润	759	666	1146	1323
利润总额	700	636	1116	1289
归属于母公司净利润	664	595	1051	1209
EPS	0.53	0.48	0.85	0.97
ROE	6.44%	5.61%	9.27%	9.78%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设, 我们预计公司 2024-2026 年收入为 205/230/251 亿元, 归母净利润 6.0/10.5/12.1 亿元, 利润增速为-10.5%/+76.7%/+15.1%, EPS 为 0.48/0.85/0.97 元。

盈利预测的敏感性分析

表 15: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	16,817	18,487	20,579	23,093	25,232
(+/-%)	16.2%	9.9%	11.3%	12.2%	9.3%
净利润(百万元)	411	664	1060	1579	1796
(+/-%)	-8.3%	61.7%	59.6%	49.0%	13.7%
摊薄 EPS	0.33	0.53	0.85	1.27	1.44
中性预测					
营业收入(百万元)	16,817	18,487	20,528	22,975	25,051
(+/-%)	16.2%	9.9%	11.0%	11.9%	9.0%
净利润(百万元)	411	664	595	1051	1209
(+/-%)	-8.3%	61.7%	-10.5%	76.7%	15.1%
摊薄 EPS(元)	0.33	0.53	0.48	0.85	0.97
悲观的预测					
营业收入(百万元)	16,817	18,487	20,477	22,857	24,870
(+/-%)	16.2%	9.9%	10.8%	11.6%	8.8%
净利润(百万元)	411	664	135	530	634
(+/-%)	-8.3%	61.7%	-79.8%	294.2%	19.5%
摊薄 EPS	0.33	0.53	0.11	0.43	0.51
总股本(百万股)	1,244	1,243	1,243	1,243	1,243

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 15.3-16.3 元，给予“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：15.6-16.2 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表 16：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	5.34%	16.15%	9.93%	11.04%	11.92%	9.03%	9.03%	5.00%
营业成本/营业收入	91.29%	91.43%	89.44%	90.16%	88.57%	88.61%	88.61%	85.00%
管理费用/营业收入	1.61%	1.64%	1.91%	1.64%	1.80%	1.75%	1.73%	1.76%
研发费用/销售收入	0.46%	0.70%	0.65%	0.60%	0.58%	0.57%	0.58%	0.58%
销售费用/销售收入	2.11%	2.28%	2.56%	2.50%	2.40%	2.30%	2.35%	2.33%
营业税及附加/营业收入	0.28%	0.21%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
所得税税率	11.57%	13.82%	11.09%	12.45%	11.77%	12.11%	11.94%	12.03%
股利分配比率	305.40%	130.57%	62.18%	50.00%	30.00%	15.00%	30.00%	20.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表 17：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.5	T	12.45%
无风险利率	2.20%	Ka	12.33%
股票风险溢价	6.75%	有杠杆 Beta	2.18
公司股价（元）	12.89	Ke	16.89%
发行在外股数（百万）	1243	E/(D+E)	66.01%
股票市值（E，百万元）	16027	D/(D+E)	33.99%
债务总额（D，百万元）	8253	WACC	12.73%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 15.55-16.24 元/股。

表 18：圣农发展 FCFF 预测表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBIT	987.9	1,464.0	1,627.2	1,763.5	2,888.5
所得税税率	12.45%	11.77%	12.11%	11.94%	12.03%
EBIT*(1-所得税税率)	864.9	1,291.7	1,430.1	1,552.9	2,541.1
折旧与摊销	1,338.2	1,417.8	1,468.9	1,509.3	1,539.2
营运资金的净变动	(177.0)	(243.4)	(197.3)	(278.8)	(199.8)
资本性投资	(1,201.0)	(801.0)	(601.0)	(501.0)	(301.0)
FCFF	825.1	1,665.1	2,100.8	2,282.4	3,579.5
PV(FCFF)	732.0	1,310.3	1,466.6	1,413.5	1,966.6
核心企业价值	26,975.8				
减：净债务	7,219.6				
股票价值	19,756.2				
每股价值	15.89				

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 19: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		12.5%	12.6%	12.73%	12.8%	12.9%
永续 增长 率变 化	2.2%	16.59	16.34	16.10	15.85	15.62
	2.1%	16.48	16.24	15.99	15.75	15.52
	2.0%	16.38	16.13	15.89	15.65	15.42
	1.9%	16.27	16.03	15.79	15.55	15.32
	1.8%	16.17	15.93	15.69	15.46	15.23

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值: 15.3-16.3 元

我们预计圣农发展 2024-2026 年 EPS 分别为 0.66/1.03/0.80 元, 主要选取与公司同行业公司进行比较, 分别为仙坛股份、益生股份、民和股份, 采用 PE 法估值:

(1) **仙坛股份**: 公司主要从事饲料生产、父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、商品代肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工销售。2023 年, 公司鸡肉产品收入为 55.82 亿元, 于总收入中占比为 96.56%, 与圣农发展的业务类似, 可比性较高。

(2) **益生股份**: 公司业务覆盖白羽肉鸡产业链“曾祖代—祖代—父母代—商品代鸡苗”的养殖环节, 具有参照性。

(3) **民和股份**: 公司主要从事父母代肉种鸡养殖、商品代雏鸡孵化销售、商品代肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工销售。2023 年, 公司雏鸡/鸡肉制品收入分别为 7.49/11.15 亿元, 于总收入中占比分别为 36.10%/53.75%, 与圣农发展业务具有参照性。

上述可比公司 2024 年 PE 平均值为 11x。考虑到圣农发展为国内育种养殖加工一体化行业龙头, 具备成本与规模优势且品牌食品业务正快速拓展, 消费属性不断凸显, 我们认为圣农发展相较可比公司成长性更强, 预计应享有估值溢价。综合考虑, 我们预计圣农发展 2024 年 PE 水平应为 32-34x, 对应公司股票合理估值区间为 15.30-16.26 元。

表 20: 圣农发展同类公司估值比较

代码	简称	收盘价 (7月3日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002746.SZ	仙坛股份	5.75	0.71	0.83	0.81	8	7	7	白羽肉鸡养殖、屠宰加工等
002458.SZ	益生股份	8.77	0.91	0.77	0.64	10	11	14	畜禽种苗销售等
002234.SZ	民和股份	9.50	0.64	1.03	0.69	15	9	14	白羽肉鸡种苗销售、养殖、屠宰加工等
	平均值					11			
002299.SZ	圣农发展	12.89	0.48	0.85	0.97	27	15	13	白羽肉鸡育种、养殖、屠宰加工等

资料来源: WIND、国信证券经济研究所 (注: 仙坛股份、民和股份盈利预测参考 Wind 一致预测)

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 15.3-16.3 元之间,相对于公司目前股价有约 20%-30%溢价空间,给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 15.3-16.3 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.2%、风险溢价 6.8%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年鸡肉销量及价格、肉制品业务拓展的假定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司鸡肉业务收入过于乐观,从而导致盈利偏乐观的风险。
- 2、公司肉制品业务如果出现销售推广不及预期,利润可能会受费用和折旧摊销拖累,进而可能会整体拖累业绩表现。

经营风险

◆ 发生禽类疫病风险

禽流感等疫病在暴发期间,可能导致公司养殖肉禽大量死亡,进而令公司鸡肉销量短期出现大幅下滑。同时禽流感暴发也会对广大民众的消费心理有较大负面影响,导致市场需求萎缩,从而影响公司的收入和利润。

◆ 饲料原材料价格大幅波动风险

玉米、豆粕等饲料原料是公司鸡肉业务成本的核心构成项目,如果受国内外供给紧张和极端天气影响存在价格大幅上涨情况,会冲击当期利润。

◆ 食品安全风险

公司主要生产销售白羽肉鸡分割品及深加工产品,如果出现食品安全问题,将对公司信誉和品牌形象造成严重影响,进而使公司销量下降,利润下滑。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	683	738	1713	3666	6062	营业收入	16817	18487	20528	22975	25051
应收款项	923	928	1030	1152	1255	营业成本	15376	16534	18509	20349	22198
存货净额	3349	3336	3754	4133	4520	营业税金及附加	35	41	44	50	54
其他流动资产	988	1835	2017	2234	2411	销售费用	383	472	513	551	576
流动资产合计	5944	6847	8523	11196	14259	管理费用	294	376	350	427	452
固定资产	11200	13046	12919	12322	11478	研发费用	117	121	123	133	143
无形资产及其他	302	343	330	318	305	财务费用	170	148	330	330	313
投资性房地产	1403	2166	2166	2166	2166	投资收益	62	48	8	12	9
长期股权投资	81	111	111	111	111	资产减值及公允价值变动	46	173	0	0	0
资产总计	18928	22513	24050	26113	28318	其他收入	(178)	(378)	(123)	(133)	(143)
短期借款及交易性金融负债	4869	6756	7502	8396	9154	营业利润	488	759	666	1146	1323
应付款项	2563	2316	2604	2866	3132	营业外净收支	(17)	(59)	(30)	(30)	(34)
其他流动负债	626	1548	1718	1877	2029	利润总额	471	700	636	1116	1289
流动负债合计	8058	10619	11824	13138	14315	所得税费用	65	78	79	131	156
长期借款及应付债券	174	752	752	752	752	少数股东损益	(5)	(42)	(38)	(66)	(76)
其他长期负债	753	818	881	943	1005	归属于母公司净利润	411	664	595	1051	1209
长期负债合计	927	1569	1633	1695	1756	现金流量表（百万元）					
负债合计	8985	12188	13456	14833	16072	净利润	411	664	595	1051	1209
少数股东权益	11	16	(12)	(62)	(123)	资产减值准备	12	99	3	(7)	(11)
股东权益	9932	10308	10605	11341	12369	折旧摊销	1186	1303	1338	1418	1469
负债和股东权益总计	18928	22513	24050	26113	28318	公允价值变动损失	(46)	(173)	0	0	0
						财务费用	170	148	330	330	313
						营运资本变动	(1083)	(764)	(177)	(243)	(197)
						其它	(11)	(115)	(31)	(42)	(51)
关键财务与估值指标						经营活动现金流	469	1014	1728	2175	2420
每股收益	0.33	0.53	0.48	0.85	0.97	资本开支	0	(3400)	(1201)	(801)	(601)
每股红利	0.43	0.33	0.24	0.25	0.15	其它投资现金流	0	(10)	0	0	0
每股净资产	7.99	8.29	8.53	9.12	9.95	投资活动现金流	(14)	(3440)	(1201)	(801)	(601)
ROIC	2.80%	4.45%	3%	6%	7%	权益性融资	(2)	1	0	0	0
ROE	4.14%	6.44%	5.61%	9.27%	9.78%	负债净变化	113	578	0	0	0
毛利率	9%	11%	10%	11%	11%	支付股利、利息	(536)	(413)	(297)	(315)	(181)
EBIT Margin	4%	5%	5%	6%	6%	其它融资现金流	582	2150	746	894	759
EBITDA Margin	11%	12%	11%	13%	12%	融资活动现金流	(267)	2480	449	579	577
收入增长	16%	10%	11%	12%	9%	现金净变动	188	54	975	1953	2396
净利润增长率	-8%	62%	-10%	77%	15%	货币资金的期初余额	495	683	738	1713	3666
资产负债率	48%	54%	56%	57%	56%	货币资金的期末余额	683	738	1713	3666	6062
股息率	3.3%	2.6%	1.9%	2.0%	1.1%	企业自由现金流	0	(2023)	825	1665	2101
P/E	39.0	24.1	27.0	15.3	13.3	权益自由现金流	0	705	1282	2268	2584
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3						
EV/EBITDA	13.9	12.6	12.7	10.7	10.4						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032