

圣农发展 (002299.SZ)

买入 (首次评级)

“横到边、纵到底”，白鸡龙头稳健成长

投资要点：

➤ **40 余年深耕白羽肉鸡养殖，“横到边、纵到底”打通全产业链。**公司 2009 年上市，立足传统养殖链，上游打破种源垄断，下游发力食品业务，护城河持续巩固。在种源端公司成为国内首家打破国外企业垄断、批量供应国产父母代种鸡雏的企业，养殖屠宰端保持稳健的基本盘，通过自建和收并购等方式持续扩张产能，规模化优势显著。同时，公司积极推进“大食品”战略，BC 端双轮驱动，食品业务快速成长。目前，公司已建立“横到边、纵到底”的循环生态全产业链，涵盖饲料加工、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、食品深加工等环节。公司自有的白羽鸡养殖产能已超过 7 亿羽，已建成及在建的食品深加工产能超过 50 万吨，位居全国第一。

➤ **祖代引种受限加剧，上游景气周期有望延长。**1) **供给端**，“航班限制+禽流感”疫情影响下，2022 年祖代更新量同比下滑超 20%。去化逐级传导，供给减量已有体现，体现在 2024 年父母代价格景气上行、商品代鸡苗价格 2024Q3 超预期上涨。2024 年 12 月美国俄克拉荷马州、新西兰再现禽流感疫情，海外引种受阻加剧，进口品种父母代鸡苗供给直接受影响，预计引领短期内父母代价格维持高位，以“圣泽 901”为代表的国产品种推广进程有望加速。由于 2024 年行业在产父母代存栏有所恢复，2025 年商品代供给或较宽松，关注种鸡效率问题以及消费复苏情况。2) **需求端**，白羽肉鸡节粮节地，性价比突出。同时鸡肉具有“一高三低”的营养特点，符合健康的饮食理念，白羽肉鸡消费总量持续扩容。此外，2024 年下半年央行提出多项重磅政策支持经济稳增长，餐饮消费需求有望提升，对肉类食品的消费场景也将增多，有望支撑下游鸡肉、毛鸡价格回暖。

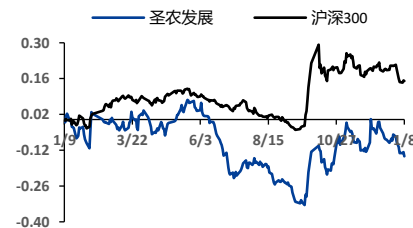
➤ **养殖主业发展稳健，种源、食品打开成长空间。**1) **种源：打破国际垄断，迭代升级步履不停。**公司自研品种“圣泽 901”父母代鸡苗 2022 年起对外销售，2022/2023 年内外销合计 655 万套/901 万套。2023 年公司进一步优化“圣泽 901”配套系综合性能，在料肉比、产蛋率、生长速度、抗病 4 项指标上全部达到国际领先水平，预计有效提升公司养殖效率。2024 年圣农进军非洲市场，已于非洲坦桑尼亚等达成合作，白羽“芯片”花开海外。2) **养殖：内生外延扩大产能版图，降本增效成果显著。**产能端，2021 年以来公司逆势扩张，2023 年公司先后完成对甘肃圣越农牧的控股，以及对安徽太阳谷食品的参股，目前养殖产能已超 7 亿羽，10 亿羽目标进程持续推进。随着肉鸡产能不断扩大，公司鸡肉销量持续增长，2023 年全年鸡肉产品销量 122.28 万吨，2014-2023 年 CAGR 为 9.41%。成本端，行业饲料价格回落，叠加管理持续优化，2024 年公司养殖端成本呈下降趋势，二季度以来养殖成本较一季度显著下降，9 月成本创下年内新低，在行业鸡肉价格低迷背景下，仍呈现出较强的业绩韧性。3) **食品：快速成长，打造新增长曲线。**2017 年进军食品行业以来，公司全面推进大食品战略，B 端发展稳健，C 端聚焦核心单品打造，成功打造年销售额破亿“嘟嘟翅”、“脆皮炸鸡”、“霸气手枪腿”等大单品。2024 年上半年，公司食品十厂正式竣工投产，为公司增加年产约 6 万吨的食品深加工产能，产业链扩张再下一城。2023 年食品板块全年含税收入超 80 亿，近 5 年复合增长率达 22%，其中自有品牌收入占比逐步提升至 27%。

➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司 2024/25/26 年营收分别为 188.89/208.63/232.94 亿元，归母净利润分别为 5.58/10.14/11.75 亿元。考虑到公司为白羽肉鸡全产业链龙头企业，规模化优势下成本管控优秀，且食品业务快速增长、C 端增长强劲，首次覆盖，给予“买入”评级。

基本数据

日期	2025-01-08
收盘价:	13.59 元
总股本/流通股(百万股)	1,243.40/1,225.23
流通 A 股市值(百万元)	16,650.82
每股净资产(元)	8.32
资产负债率(%)	52.79
一年内最高/最低价(元)	17.50/10.49

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 赵雅斐(S0210524050004)
 zyf30532@hfzq.com.cn
分析师： 申钰雯(S0210524090002)
 syw30557@hfzq.com.cn

相关报告



➤ 风险提示

鸡价波动、消费复苏不及预期、禽类疫病发生、原材料价格波动的风险

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	16,817	18,487	18,889	20,863	23,294
增长率	16%	10%	2%	10%	12%
净利润（百万元）	411	664	558	1,014	1,175
增长率	-8%	62%	-16%	82%	16%
EPS（元/股）	0.33	0.53	0.45	0.82	0.95
市盈率（P/E）	41.1	25.4	30.3	16.7	14.4
市净率（P/B）	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 全产业链白鸡龙头，深耕产业 40 余年	5
1.1 聚焦白羽肉鸡产业链，上下游延伸打开成长空间	5
1.2 股权结构稳定集中，实控人增持彰显信心	6
1.3 营收规模稳步增长，肉制品业务占比逐年提升	7
2 祖代引种受限加剧，上游景气周期有望延长	9
2.1 海外禽流感疫情再现，上游父母代结构性缺口或持续	9
2.2 白鸡消费总量持续扩容，消费占比有所提升	11
3 养殖主业发展稳健，种源、食品打开成长空间	13
3.1 种源打破国际垄断，迭代升级步履不停	13
3.2 养殖产能稳步扩张，降本增效成果显著	15
3.3 食品快速成长，打造新增长曲线	18
4 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 投资建议	23
5 风险提示	24

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司一体化产业链布局	6
图表 3: 公司股权结构 (截至 2024Q3)	6
图表 4: 公司营业收入及同比增速	7
图表 5: 公司归母净利润及行业鸡产品价格	7
图表 6: 公司各业务营收占比	8
图表 7: 公司鸡肉业务及肉制品业务毛利率	8
图表 8: 公司各项费用率	8
图表 9: 美国各引种州商业场禽流感发生日期	9
图表 10: 白鸡祖代月度更新量	9
图表 11: 全国祖代更新各品种占比	9
图表 12: 行业平均父母代鸡苗价格 (元/套)	10
图表 13: 各品种父母代鸡苗报价 (元/套)	10
图表 14: 全国部分在产父母代存栏 (万套)	11
图表 15: 全国商品代鸡苗出苗数量	11
图表 16: 白羽肉鸡及鸡苗价格走势	11
图表 17: 白羽肉鸡表观消费量	12
图表 18: 禽肉消费占比整体提升	12
图表 19: 2018 年以前祖代更新量各品种占比	13
图表 20: 圣农集团旗下圣泽生物产能情况	13
图表 21: 2024 年 1-10 月祖代更新品种占比	14
图表 22: 2024 年 1-10 月父母代鸡苗销量品种占比	14
图表 23: 不同品种父母代种鸡标准生产性能对比	14
图表 24: 不同品种商品代肉鸡标准生产性能比较 (35 日龄肉鸡性能)	15
图表 25: 不同品种商品代肉鸡标准生产性能比较 (42 日龄肉鸡性能)	15
图表 26: 公司白羽肉鸡养殖产能 (亿羽)	16
图表 27: 公司鸡肉产品销量 (万吨)	16
图表 28: 公司收购“圣越农牧、太阳谷”的基本情况	16
图表 29: 公司固定资产和资本开支	16
图表 30: 公司鸡肉产品销售单价长期高于行业平均水平	17
图表 31: 公司家禽饲养加工分部成本构成	17
图表 32: 2023 年以来行业玉米、豆粕价格整体下跌	17
图表 33: 公司鸡肉产品单吨成本 (万元/吨)	18



图表 34:	公司单季度归母净利润(亿元)	18
图表 35:	行业平均白羽肉鸡养殖、屠宰利润	18
图表 36:	公司各食品加工厂情况	19
图表 37:	公司食品加工行业产品销量(万吨)	19
图表 38:	公司食品深加工产能	19
图表 39:	公司食品加工行业收入	20
图表 40:	公司 C 端产品系列	20
图表 41:	公司前五大客户销售金额及占比	21
图表 42:	公司境外业务营收	21
图表 43:	公司 C 端收入在食品加工板块收入占比	21
图表 44:	公司下游产品合作伙伴	22
图表 45:	公司业绩拆分预测表	23
图表 46:	可比公司估值表	24
图表 47:	财务预测摘要	25

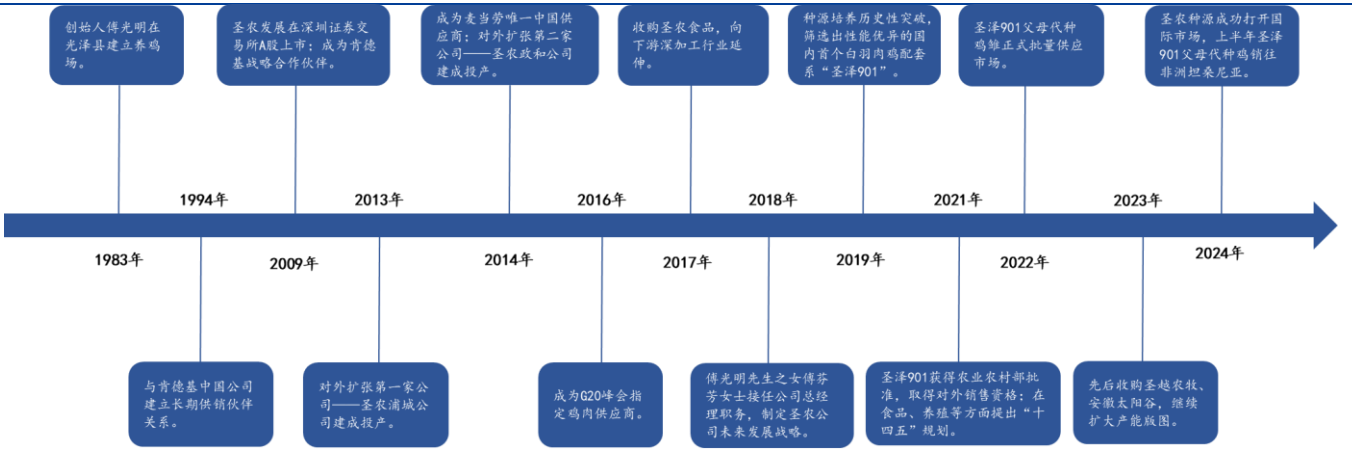


1 全产业链白鸡龙头，深耕产业 40 余年

1.1 聚焦白羽肉鸡产业链，上下游延伸打开成长空间

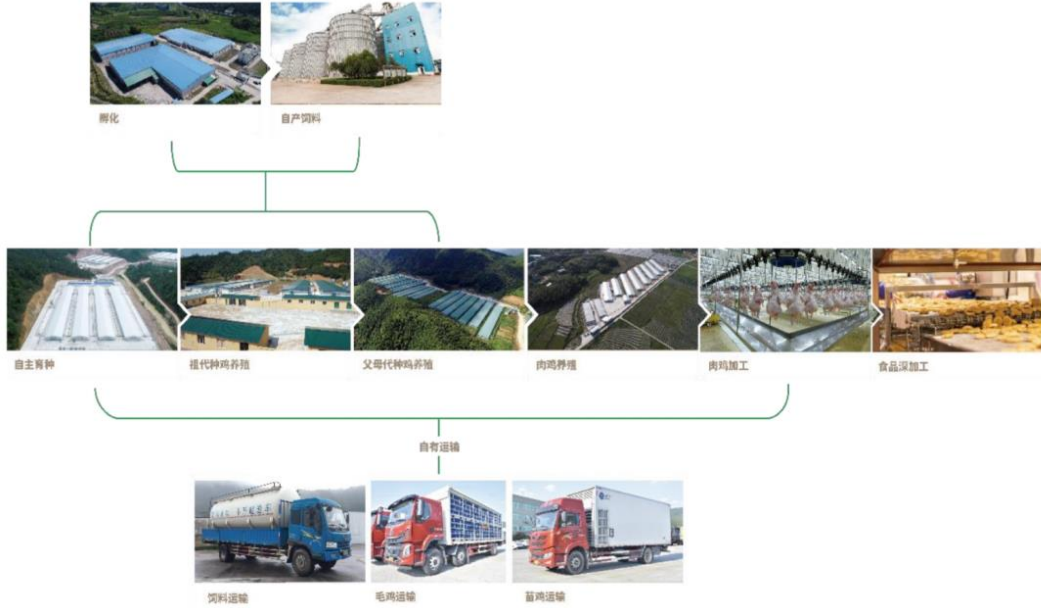
养殖屠宰起家，种源、食品布局全产业链。公司在行业内建立了大规模一体化自养自宰的肉鸡经营模式，发展初期聚焦肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工和鸡肉销售，鸡肉主要以分割的冻鸡肉产品形式销售。2009 年 IPO 上市时，公司已具备年饲养肉鸡 6,400 万羽、年屠宰 9,600 万羽的能力，随后通过定增、自筹、贷款等方式募资扩产，陆续新建多个祖代及父母代种鸡场、肉鸡场及配套的饲料厂，养殖、屠宰产能稳步扩张。2017 年公司收购圣农食品，产业进一步向下游熟食加工及销售延伸，2021 年制定“十四五”规划，提出将进一步推进“熟食化”的发展战略，继续提高产能及深耕肉类食品深加工，实现食品深加工板块的大幅增长。在向下延伸产业链的同时，公司也注重上游环节的发展。在种源环节，公司潜心研发育种，2019 年成功研发出性能优异的国内首个白羽肉鸡配套系——圣泽 901 (SZ901)，彻底改变我国白羽肉鸡种源完全依赖进口的局面，并于 2021 年获得农业农村部批准具备对外销售资格。历经 40 余年的发展历程，公司成为国内领先的集自主育种、孵化、饲料加工、种肉鸡养殖、肉鸡加工、食品深加工及销售于一体的综合性企业。截至 2023 年底，公司自有的白羽鸡养殖产能已超过 7 亿羽，已建成及在建的食品深加工产能超过 50 万吨，位居全国第一。

图表1：公司发展历程



数据来源：公司官网、公司公告，华福证券研究所

图表2：公司一体化产业链布局

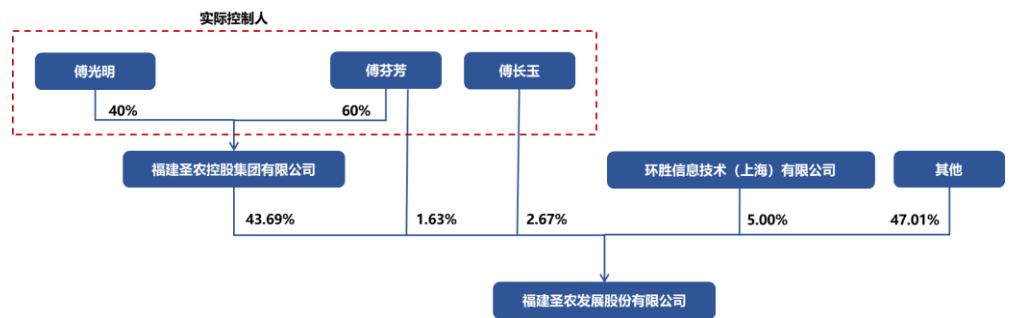


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 股权结构稳定集中，实控人增持彰显信心

股权结构稳定集中，创始人家族拥有主要控制权。公司实际控制人为创始人傅光明先生、其配偶傅长玉女士以及二人之女傅芬芳女士。截至 2024Q3，公司第一大股东“福建圣农控股集团有限公司”持有公司股权 43.69%（傅光明、傅芬芳分别持有圣农集团 40%、60%股权），此外傅芬芳女士、傅长玉女士直接持有公司 1.63%和 2.67% 股权。

图表3：公司股权结构（截至 2024Q3）



数据来源：iFind、公司公告，华福证券研究所

实控人增持，彰显对公司发展信心。近期公司发布关于控股股东及实际控制人的一致行动人增持计划实施完成的公告。2024 年 10 月 28-30 日，公司实际控制人的一致行动人傅露芳女士增持公司股份 1243.41 万股，加上圣农集团 11 月 1 日-12 日增持的 1228.48 万股，合计占公司股份总数比例为 1.99%。此轮增持完成后，圣农集团、实际控制人及其一致行动人合计持有公司股份总数比例已超过 50%，彰显公司管理层对未来发展信心及长期投资价值的认可，将有效促进公司持续、稳定、健康发展。



1.3 营收规模稳步增长，肉制品业务占比逐年提升

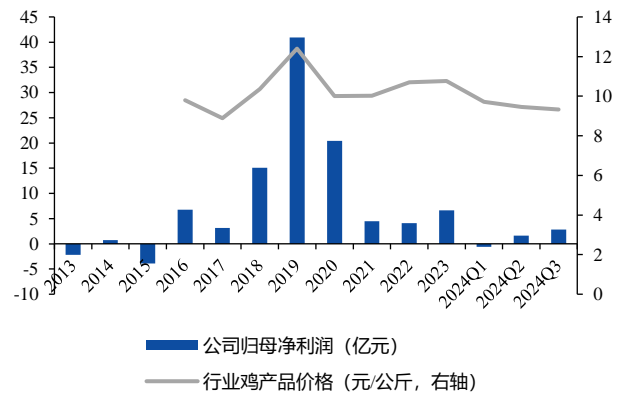
营收规模稳步增长，盈利韧性有所增强。公司近些年始终把把握高质量发展主线，稳定业绩底盘，营收规模连续多年保持稳健增长，2023 年公司实现营业收入 184.87 亿元，同比+9.93%，2013-2023 年年均复合增长率 CAGR 为 14.66%。2024 年受鸡产品价格同比下跌影响，前三季度营业收入同比微降，2024Q1-3 实现营业收入 137.62 亿元，同比-1.18%。利润端，公司盈利水平整体随鸡价周期波动，2019 年前几年持续的低数量引种导致行业白鸡供给短缺，叠加非洲猪瘟的爆发带动鸡肉替代性需求增长，鸡价高企，公司业绩大幅提升，全年实现归母净利润 40.93 亿元，同比+171.85%。2020-2022 年，白鸡价格下跌叠加玉米、豆粕等原料成本上涨，公司盈利水平较前期有所下滑。但随着公司紧密围绕成本领先和产品价值最大化两条主线提升精细化管理程度和执行力，盈利韧性不断增强。具体体现在，2023 年白鸡价格小幅上涨情况下利润实现大幅回升，全年实现归母净利润 6.64 亿元，同比+61.66%。2024Q1-3 白鸡价格逐季下跌，公司通过降本增效，利润仍录得逐季增长，2024Q3 实现归母净利润 2.81 亿元，季度环比+71.16%。

图表4：公司营业收入及同比增速



数据来源：iFind、公司公告，华福证券研究所

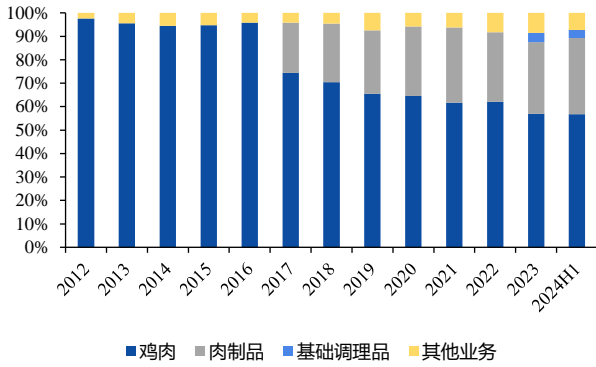
图表5：公司归母净利润及行业鸡产品价格



数据来源：iFind、公司公告，华福证券研究所

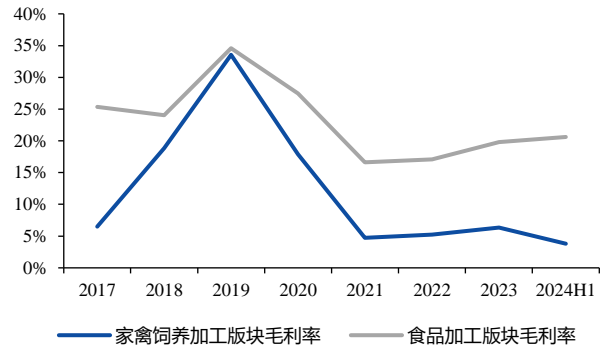
食品业务占比提升，抗周期风险能力有望增强。公司在 2017 年收购圣农食品，进军下游食品深加工业务板块。公司的肉制品业务营收从 2017 年的 21.67 亿元增长至 2023 年的 56.51 亿元，年均复合增长率 CAGR 为 17.32%；肉制品业务占比从 2017 年的 21.33% 增长至 2024H1 的 32.50%。从毛利率来看，2024H1 公司肉制品业务毛利率为 20.60%，高于鸡肉业务毛利率 3.80%。相较于比较单一的运作环节，布局下游食品业务可一定程度抵御市场价格波动导致经营压力及风险，提高盈利能力稳定性，进一步增强公司抵抗周期性风险的能力。

图表6：公司各业务营收占比



数据来源：iFind、公司公告，华福证券研究所

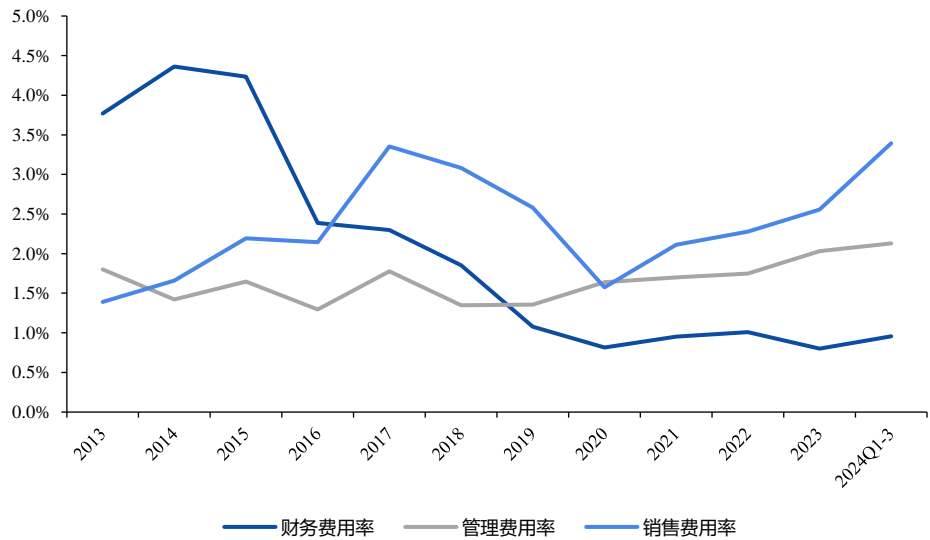
图表7：公司鸡肉业务及肉制品业务毛利率



数据来源：iFind、公司公告，华福证券研究所

品牌战略持续推进，销售费用率有所上升。随着公司“大食品”战略持续推进，公司加大了在产品促销、品牌建设和销售服务等方面的投入，销售费用率呈增长趋势，2024Q1-3 公司销售费用率为 3.39%。公司的管理费用率、财务费用率相对平稳，2024Q1-3 二者分别为 2.13%、0.96%。

图表8：公司各项费用率



数据来源：iFind、公司公告，华福证券研究所



2 祖代引种受限加剧，上游景气周期有望延长

2.1 海外禽流感疫情再现，上游父母代结构性缺口或持续

22 年祖代更新量大幅下滑，23 年至 24 年 11 月美国维持“仅一州可引种”状态。我国白羽肉鸡祖代种鸡依赖海外进口，近些年进口主要来源国及品种包括美国的安伟捷（AA+、罗斯、利丰），和新西兰的科宝。受美国禽流感 and 航班熔断影响，2022 年祖代引种大幅减少，2022 年全国祖代更新量同比下滑幅度超 20%。2023 年 1-10 月美国阿拉巴马州为唯一供种州，10 月底阿拉巴马州商业场因暴发禽流感疫情而封关，12 月开放俄克拉荷马州。2024 年海外引种量有所恢复，钢联数据显示 2024 年我国祖代更新量 157.46 万套，其中 1-10 月白鸡祖代更新量中美国安伟捷占比 42.93%。

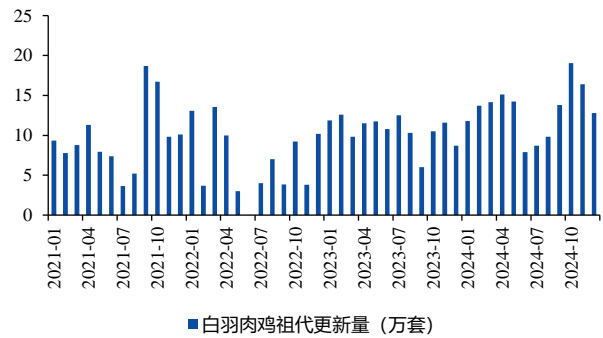
24 年美国俄州、新西兰再现禽流感疫情，引种受限再次加剧。根据 USDA，2024 年 12 月初美国俄克拉荷马州商业场暴发禽流感疫情。根据钢联数据，12 月 2 日，新西兰一家养鸡场检测发现高致病性禽流感，目前我国对新西兰禽类及相关产品的进口已经停止。自 2023 年起，美国俄克拉荷马州、新西兰为我国白鸡海外重要引种来源，此次两地商业养殖场相继暴发禽流感疫情，我国白鸡祖代种鸡海外引种受限加剧。

图表9：美国各引种州商业场禽流感发生日期

美国州名	最近一次商业场禽流感发生日期
Oklahoma	2024/12/3
Tennessee	2024/11/29
Alabama	2023/11/2
Mississippi	2023/2/7
Tennessee	2023/1/20

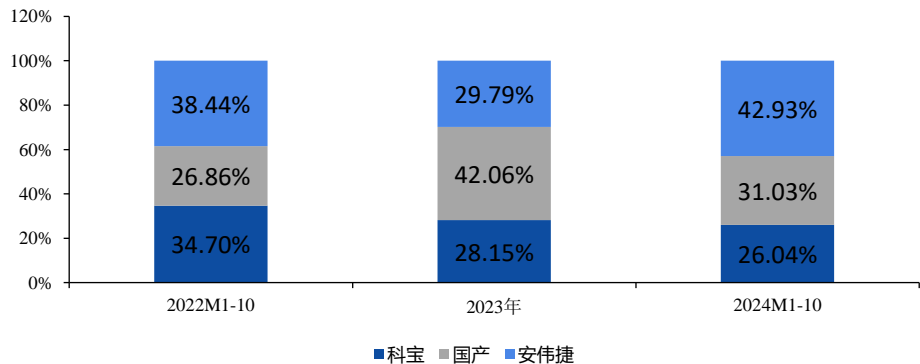
数据来源：USDA，华福证券研究所

图表10：白鸡祖代月度更新量



数据来源：钢联，华福证券研究所

图表11：全国祖代更新各品种占比



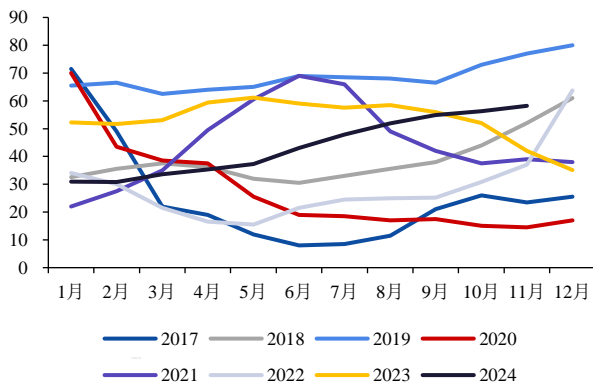
数据来源：钢联，华福证券研究所

进口父母代供给偏紧，结构性缺口驱动价格景气上行。今年以来父母代鸡苗价



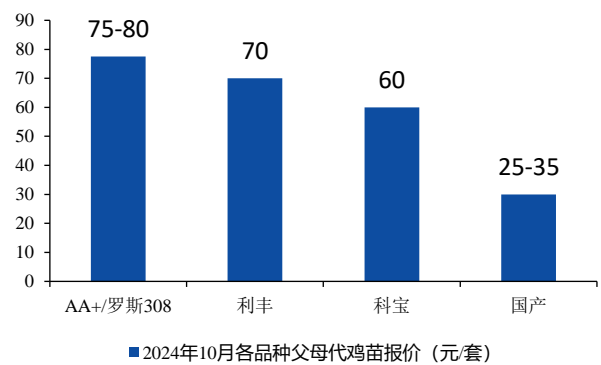
格整体呈现上涨趋势，主要原因系：1) 2023 年至今海外引种持续受限，进口品种父母代鸡苗偏紧。2023 年/2024 年 1-10 月祖代更新量中美国品种占 30%/43%、新西兰品种占 28%/26%、国产品种占 42%/31%。而在父母代鸡苗销量占比中，2024 年 1-10 月美国品种占比 56%、新西兰品种占比 26%、国产品种占比 18%。父母代鸡苗销售中海外品种仍占主导，体现出市场对于海外品种有较高需求，海外品种引领行业价格站上高位。2) 商品代鸡苗价格较为坚挺，加之饲料价格下降导致养殖成本降低，父母代种禽场盈利，补栏积极性提高，这也推动了父母代鸡苗价格的上涨。根据钢联数据，2024 年 11 月行业平均父母代鸡苗均价 58.21 元/套，较 1 月的 30.95 元/套上涨明显。海内外品种父母代鸡苗价差明显，2024 年 10 月“AA 和罗斯”品种报价在 75-80 元/套，利丰报价 70 元/套，科宝报价 60 元/套。国产品种由于仍在推广期，其报价在 25-35 元/套左右。

图表12：行业平均父母代鸡苗价格（元/套）



数据来源：钢联，华福证券研究所

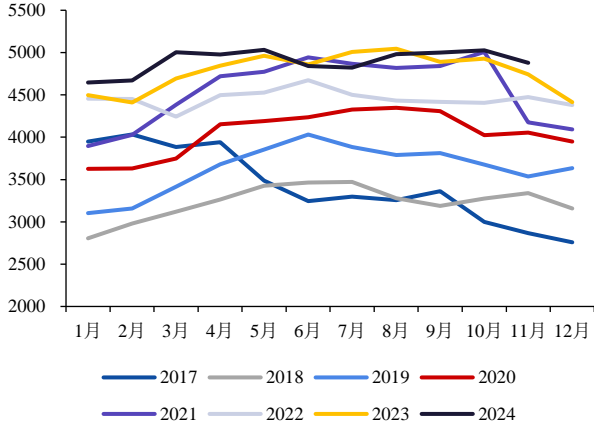
图表13：各品种父母代鸡苗报价（元/套）



数据来源：钢联，华福证券研究所

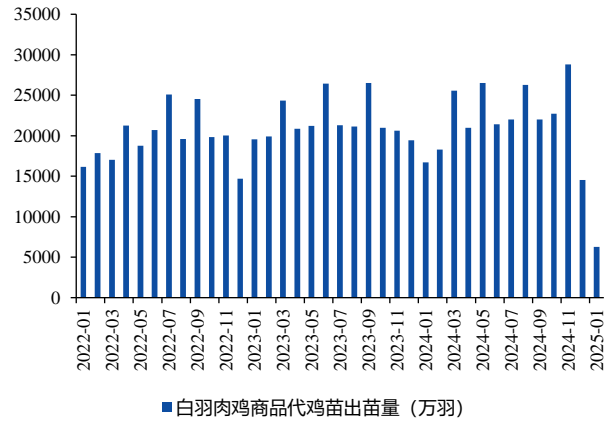
商品代供给减量有所体现，三季度苗价超预期上涨。供给端，23 年 11 月至 24 年初在产父母代存栏大幅下降。根据在产父母代到商品代苗传导周期(1 个月左右)，商品代鸡苗在 24Q1 减量，鸡苗价格 24 年 1-2 月快速上涨。3 月-6 月随苗量逐步恢复，苗价有所回调，但在毛鸡价格低迷的情况下，鸡苗价格仍高于 23 年全年均价，反映出 24 年鸡苗供需缺口的扩大。从样本企业验证，益生股份 24H1 鸡苗销量 2.77 亿羽，同比-15.55%。随在产父母代存栏回升，二三季度商品代鸡苗供给整体呈现增长趋势，根据钢联数据，24Q3 商品代鸡苗累计出苗量 7.03 亿羽，季度环比仅增 1.97%。**需求端**，从 9 月份至春节前可出栏“三批鸡”，养殖端存在季节性的补栏需求。供紧需宽，三季度在下游毛鸡价格低位震荡时，鸡苗价格持续攀升，从 7 月 5 日的 1.88 元/羽上涨至 11 月 22 日的 4.47 元/羽，涨幅达 138%。

图表14: 全国部分在产父母代存栏 (万套)



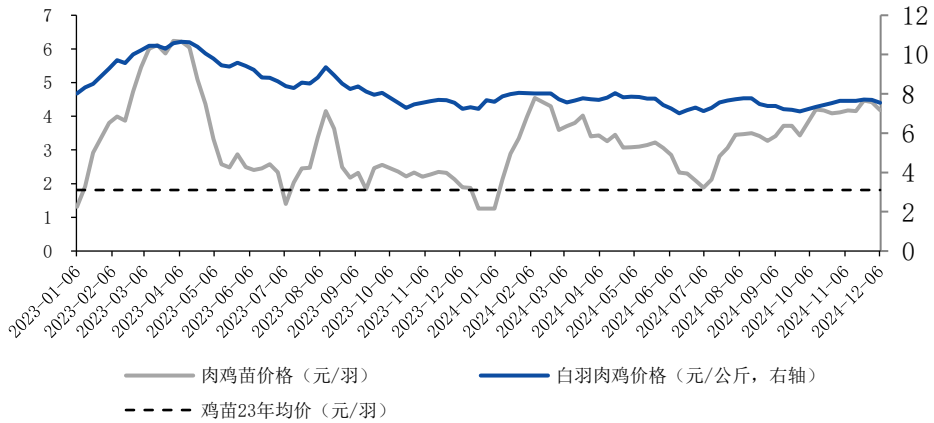
数据来源: 钢联, 华福证券研究所

图表15: 全国商品代鸡苗出苗数量



数据来源: 钢联, 华福证券研究所

图表16: 白羽肉鸡及鸡苗价格走势



数据来源: iFind, 华福证券研究所

展望 2025 年, 上游父母代结构性缺口仍存, 下游商品代供给或较为宽松。1) 父母代: 当前美国唯一引种州发生禽流感, 海外引种再次受限, 进口父母代供给或直接影响, 预计支撑短期内父母代价格维持高位, 上游景气周期有望延长, 后续需关注引种受限持续性。与此同时, 海外引种大幅受限, 也给予国产品种进一步推广机遇。2) 商品代: 由于 2024 年在产父母代存栏有所回升, 2025 年商品代鸡苗供给预计增多, 2025 年供给或较宽松。2024 年 9 月央行提出多项重磅政策, 支持经济稳增长, 随着社会消费整体稳步回升, 餐饮消费需求有望增长, 同时, 对肉类食品的消费场景也将增多, 若消费回升力度较大, 有望支撑鸡肉、毛鸡价格回暖。

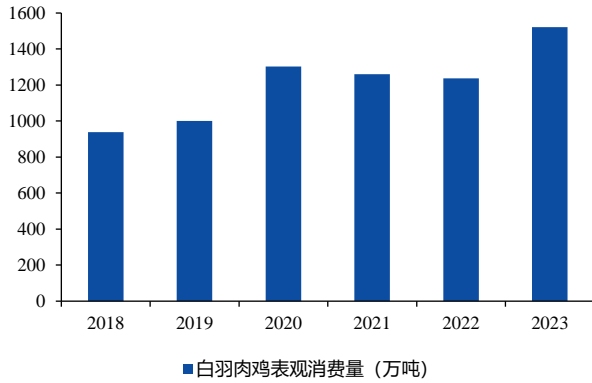
2.2 白鸡消费总量持续扩容, 消费占比有所提升

白羽肉鸡消费总量扩容, 消费占比提升。白羽肉鸡节粮节地优势突出, 是最具性价比的蛋白质源。与猪肉、牛肉和羊肉相比, 鸡肉具有较大的成本优势, 有望对其他肉类形成替代。同时鸡肉具有“一高三低”的营养特点, 符合健康的饮食理念, 随着



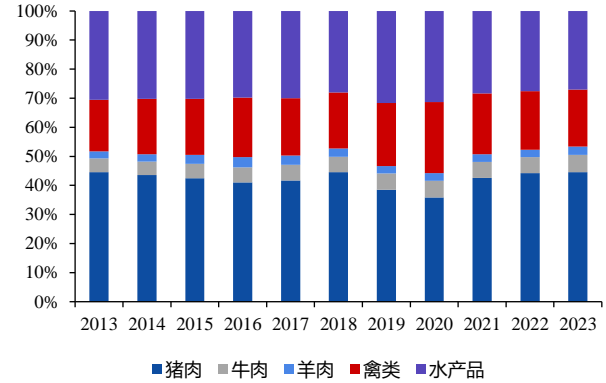
健康的消费理念日渐深入人心，鸡肉消费逐渐增长，养殖屠宰产能持续扩充。根据钢联数据，2023年我国白鸡表观消费量达1521.32万吨，同比+23%，较2018年+62%。从消费结构上来看，2013年至2023年，我国城镇居民人均主要肉类消费量中禽肉的比重由17.69%增至19.64%。

图表17：白羽肉鸡表观消费量



数据来源：钢联，华福研究所

图表18：禽肉消费占比整体提升



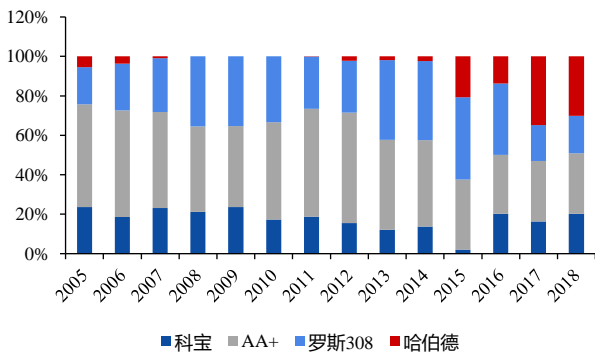
数据来源：iFind，华福研究所

3 养殖主业发展稳健，种源、食品打开成长空间

3.1 种源打破国际垄断，迭代升级步履不停

公司祖代种源自主可控。过去我国白羽肉鸡种源完全依赖进口，海外引进品种主要为美国安伟捷公司的 AA+、罗斯 308 和利丰品种，以及新西兰的科宝品种。根据《中国肉鸡产业供给侧结构性改革经济学研究》(欧阳儒彬)和湘佳股份招股说明书，2005-2018 年我国海外引种以美国安伟捷品系为主，2018 年美国的 AA+、罗斯 308 占比合计 49.75%。为保证种业安全，扭转种源长期受制于人的不利局面，2017 年农业农村部《全国肉鸡遗传改良计划（2014—2025）》提出到 2025 年培育肉鸡新品种 40 个以上，自主培育品种商品代市场占有率超过 60%。公司潜心研究白羽肉鸡育种工作，2014 年开始着手调研中国白羽肉鸡育种市场，2016 年启动白羽肉鸡育种工作，2019 年 5 月成立专门育种公司“福建圣泽生物科技发展有限公司”从事白羽肉鸡育种工作。经过多年科研攻关，2019 年公司培育出 10 多个具有不同遗传背景的原种新品系，成功培育出国内第一个拥有完全自主知识产权的白羽肉鸡配套系——“圣泽 901”，2021 年 12 月，“圣泽 901”获得农业农村部批准，取得对外销售资格。2022 年 6 月，“圣泽 901”父母代种鸡雏正式批量供应市场，2022、2023 年父母代种鸡雏内外销合计 655 万套（内销 510 万套、外销 145 万套）、901 万套。2024 年 1-10 月圣泽 901 在祖代更新量占比为 13.25%，同期圣泽 901 连同其他国产品种父母代鸡苗销量占比合计达 18.38%。此外，公司自研种源已经走出国门，2024 年 5 月圣泽 901 已出口至非洲坦桑尼亚，并取得不错反响，9 月公司与津巴布韦企业合作。

图表19：2018 年以前祖代更新量各品种占比

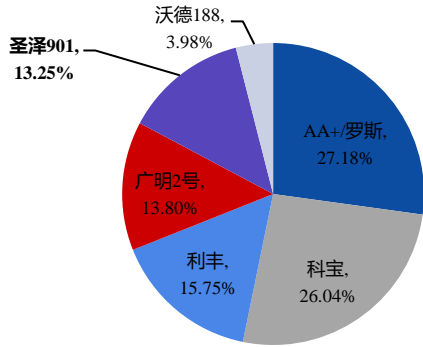


数据来源：《中国肉鸡产业供给侧结构性改革经济学研究》欧阳儒彬、湘佳股份招股说明书、《2017 年中国禽业发展报告》，华福证券研究所

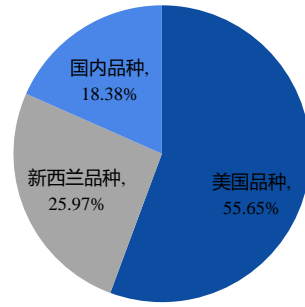
图表20：圣农集团旗下圣泽生物产能情况



数据来源：公司官网，华福证券研究所


图表21：2024年1-10月祖代更新品种占比


数据来源：钢联，华福证券研究所

图表22：2024年1-10月父母代鸡苗销量品种占比


数据来源：钢联，华福证券研究所（注：“国产品种”包括“圣泽901、沃德188、广明2号”）

“圣泽901”迭代升级，助力公司降本增效。种源技术的突破为公司带来了几大益处：它确保了上游供应稳定性，自主研发的种源还完成了多种垂直传播疾病的净化，提高了鸡群的健康水平和适应本土环境的能力。此外，自研品种的卓越性能也增强了公司在养殖成本控制方面的优势。公司圣泽901生产性能不逊于海外种源，尽管商品代肉鸡性能指标如“料肉比”与国外品种有一定差距，但“高峰期产蛋率、每只入舍母鸡产合格蛋数、全周期每产100只雏鸡耗料量”等父母代种鸡生产指标已优于海外品种（2023年7月数据）。公司持续优化“圣泽901”配套系综合性能，成功研发并推出了“圣泽901plus”，在保持父母代种鸡、商品代肉鸡性能和原种鸡疾病净化水平不变的情况下，降低料肉比，提升养殖综合效益。目前公司正逐步提升圣泽901Plus的使用占比，圣泽901Plus在料肉比、产蛋率、生长速度、抗病4项指标上全部达到国际领先水平，料肉比有所改善，圣泽901Plus的使用，能够有效提升公司养殖效率。

图表23：不同品种父母代种鸡标准生产性能对比

项目	SZ901	Ross308	AA+	Cobb500	Hubbard
育雏育雏期（0-24周龄）成活率（%）	96	95-96	95-96	-	96
产蛋期（25-64周龄）成活率（%）	92	92	92	93.3	92
高峰产蛋率（%）	89.2	86.9	88.5	86.0	86.8
每只入舍母鸡总产蛋数（枚）	191.5	185.2	189.6	180.1	185.1
每只入舍母鸡产合格蛋数（枚）	184.2	178.5	180.6	174.4	177.8
累计种蛋合格率（%）	96.2	96.4	95.3	96.8	96.1
累计种蛋孵化率（%）	86.6	85.3	85.6	84.6	84.5
每只入舍母鸡产雏数（只）	159.6	152.2	154.6	147.5	150.3
每只入舍母鸡产雏数差异（只）	0.0	-7.4	-5.0	-12.1	-9.3
25周龄体重（克）	3020	2970	2970	3220	3080
64周龄体重（克）	3935	4085	4100	4225	4100
全周期每产100只雏鸡耗料量（千克）	33.4	36.8	36.5	37.2	36.8
全周期每产100只雏鸡耗料量差异（千克）	0.0	3.4	3.1	3.8	3.4

数据来源：圣农发展、2023年家禽种业创新与发展大会论坛，华福证券研究所（数据截至2023年7月）


**图表24：不同品种商品代肉鸡标准生产性能比较
(35日龄肉鸡性能)**

项目	SZ901	Ross 308	AA+	Cobb500	Hubbard
体重(克)	2404	2296	2287	2521	2150
饲料转化率	1.418	1.399	1.416	1.441	1.370
净膛率(%)	75.28	72.65	72.63	75.20	-
胸肉率(%)	25.15	25.62	25.36	25.55	-
腿肉率(%)	22.83	23.13	23.13	22.88	-
翅膀率(%)	7.53	7.53	7.53	7.58	-

数据来源：圣农发展、2023年家禽种业创新与发展大会论坛，华福证券研究所（数据截至2023年7月）

**图表25：不同品种商品代肉鸡标准生产性能比较
(42日龄肉鸡性能)**

项目	SZ901	Ross 308	AA+	Cobb500	Hubbard
体重(克)	3144	2998	2981	3278	2832
饲料转化率	1.547	1.531	1.548	1.555	1.500
净膛率(%)	76.22	73.74	73.72	76.15	-
胸肉率(%)	26.72	26.96	26.69	26.93	-
腿肉率(%)	23.18	23.30	23.31	23.22	-
翅膀率(%)	7.51	7.48	7.48	7.58	-

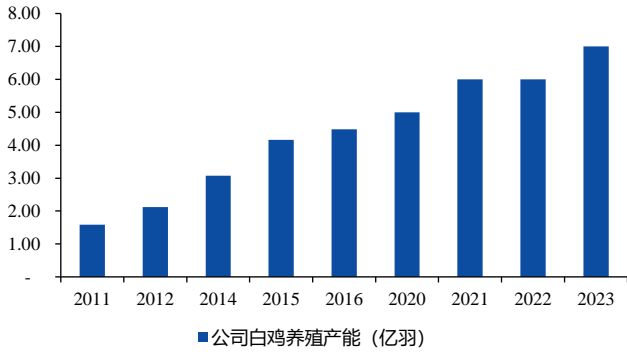
数据来源：圣农发展、2023年家禽种业创新与发展大会论坛，华福证券研究所（数据截至2023年7月）

3.2 养殖产能稳步扩张，降本增效成果显著

内生外延，养殖产能版图继续扩大。上市以来，公司通过资本市场融资、自筹、贷款等多种方式继续扩大生产规模，2009年IPO募集资金用于“新增4,600万羽肉鸡工程建设项目”，2011年非公开发行股票募资用于“年新增9,600万羽肉鸡工程及配套工程建设项目”，此外陆续新建多个祖代及父母代种鸡场、肉鸡场及配套的饲料厂，2020年公司白羽肉鸡养殖产能已达5亿羽左右。2021年1月公司提出“十四五”规划的战略目标，主要是围绕养殖规模提升、强化食品战略、实现国内市场种鸡进口替代、做优圣农品牌、打造数字圣农、做大产业集群等战略规划。在养殖规模方面，公司计划首先完成现有基地的全产业链扩产与改造，匹配肉鸡饲养规模，同步配套改扩建种鸡养殖、鸡苗孵化、饲料加工、肉鸡加工、食品深加工等项目；其次公司计划在2021-2025年期间将养殖规模翻番，通过收购兼并的方式将肉鸡出栏量从5亿羽提升到10亿羽。2021年以来，在新冠疫情爆发、大宗商品等成本大幅提升等错综复杂的背景下，公司持续向业务目标奋进，2021、2022年分别实现资本开支17.52、14.49亿元，继续在产能建设上进行投资，为公司的持续成长奠定基础，2022年公司白羽肉鸡养殖产能已超6亿羽。2023年公司先后完成两笔投资，包括对甘肃圣越农牧的控股，以及对安徽太阳谷食品的参股，目前养殖产能已超7亿羽，10亿羽目标进程持续推进。随着肉鸡产能不断扩大，依托于一体化产业链的品质和成本优势，公司鸡肉销量持续增长，2023年全年鸡肉产品销量122.28万吨，同比+7.16%，2014-2023年CAGR为9.41%。

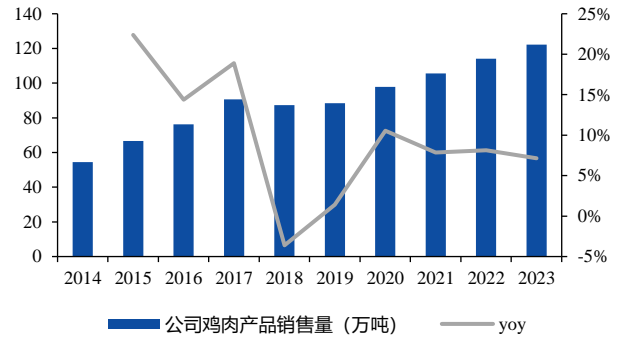


图表26: 公司白羽肉鸡养殖产能 (亿羽)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表27: 公司鸡肉产品销量 (万吨)



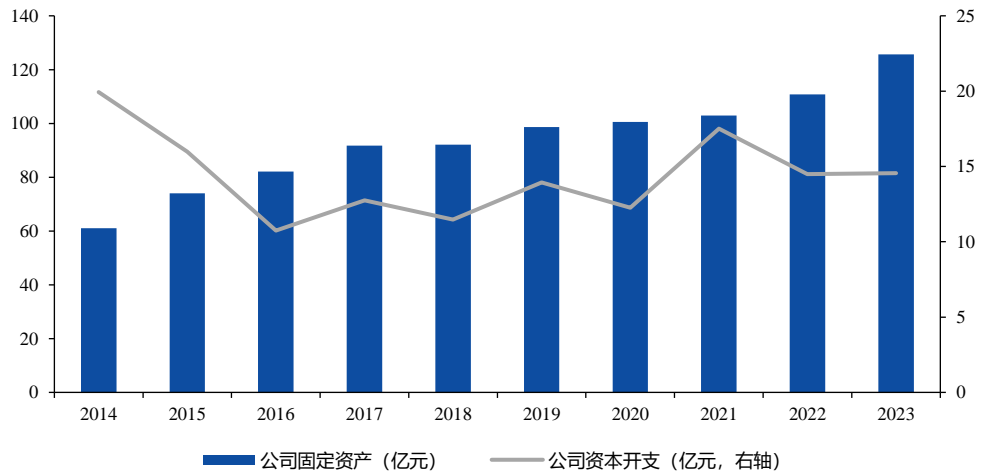
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所 (注: “鸡肉产品”口径为公司年报中的“家禽饲养加工行业鸡肉产品”)

图表28: 公司收购“圣越农牧、太阳谷”的基本情况

收购公告日期	标的	基本情况	2022年屠宰量 (亿羽)	2023E屠宰量 (亿羽)	2024E屠宰量 (亿羽)	圣农发展持股比例 (截至2024H1)
2023/07	平潭德成农牧的合伙份额	截至公告日, 德成农牧主要投资并持有甘肃圣越农牧60%股权。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, 截至2023年7月白羽肉鸡年产能接近1亿羽, 产能、产量持续处于爬升阶段, 并计划将在2025年建成年产能1.2亿羽的完整且配套白羽肉鸡产业链。	0.37 (圣越农牧屠宰量)	0.65 (圣越农牧屠宰量)	0.80 (圣越农牧屠宰量)	公司持有圣越农牧68.57%股权
2023/11	安徽太阳谷	安徽太阳谷及其全资子公司覆盖了集饲料生产、种鸡繁育、雏鸡孵化、肉鸡养殖、屠宰初加工和深加工为一体的白羽肉鸡全产业链, 肉鸡年产能达到6,500万只, 年屠宰量达6,500万羽, 食品深加工能力达到7万吨。	/	/	/	公司持有太阳谷46%股权

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表29: 公司固定资产和资本开支

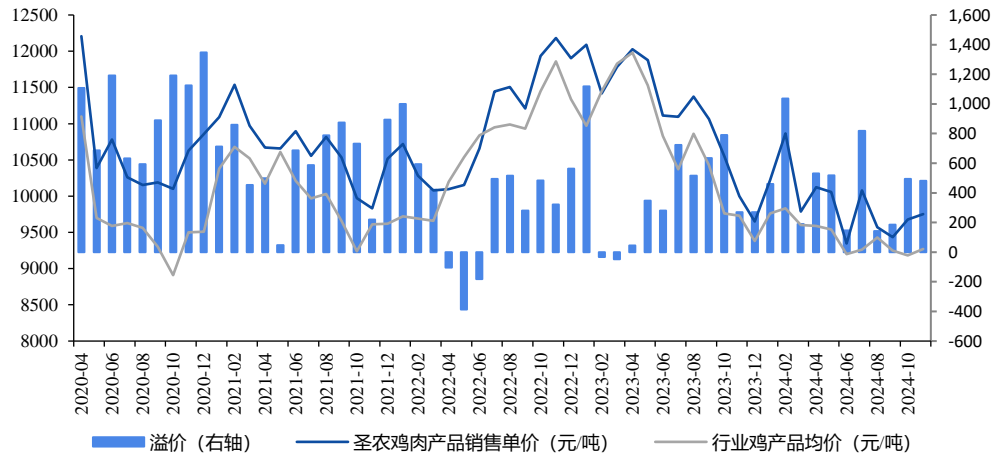


数据来源: iFind、公司公告, 华福证券研究所

鸡肉产品优质, 价格高于行业平均。公司大规模一体化的自养自宰模式确保了肉鸡生产的标准化和防疫能力, 公司自 2003 年以来成功抵御了几次大规模禽流感疫情的冲击。因此公司供货稳定, 产品质量有保障, 满足了肯德基等大型客户对高品质鸡肉的需求, 市场声誉显著提升, 产品价格也高于行业平均, 如 2024 年

1-11月公司鸡产品平均售价 9901.32 元/吨，超出行业平均水平 454.96 元/吨。

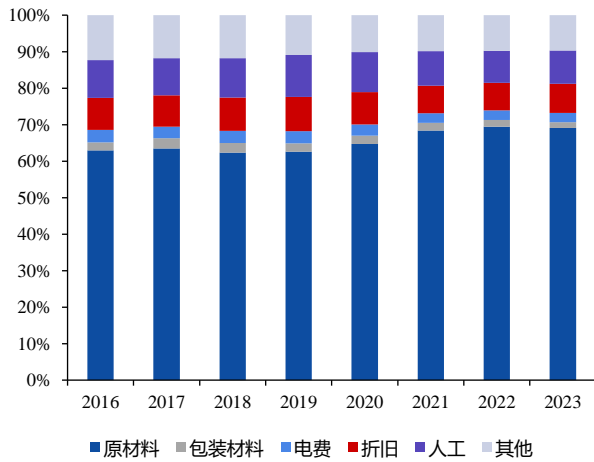
图表30：公司鸡肉产品销售单价长期高于行业平均水平



数据来源：iFind、公司公告，华福证券研究所

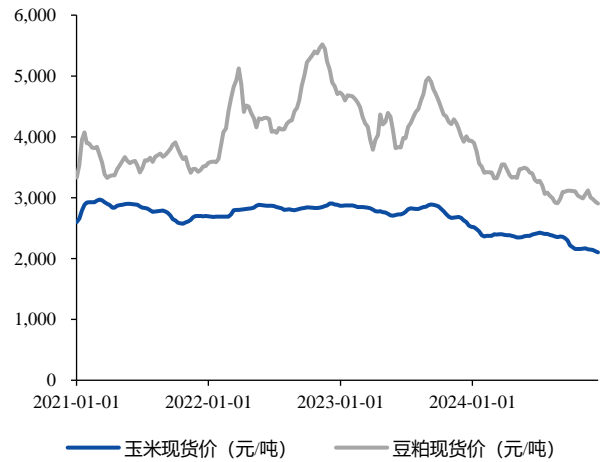
降本增效，业绩韧性增强。公司家禽饲养加工分部中，2023 年原材料成本占据了主营业务成本的 69%。得益于公司产能规模的行业领先地位，公司能够增强采购议价能力，并通过标准化养殖模式提升效率和产能利用率，降低单位成本。自 2023 年 9 月以来，随着饲料原材料价格的下跌和公司管理水平的提升，公司成本得到进一步优化，2023 年单吨鸡肉营业成本同比下降 7.08%至 0.81 万元/吨。进入 2024 年，尽管行业鸡肉价格低迷，公司通过降低养殖成本仍能保持盈利，展现出较强的业绩韧性。2024Q2 公司实现归母净利润 1.64 亿元，环比扭亏为盈，而同期行业养殖和屠宰利润分别处于亏损状态。得益于成本领先战略和管理优化，公司 9 月份养殖端单吨综合造肉成本降至年内新低，盈利能力达到前三季度最佳。2024Q3 公司归母净利润达到 2.81 亿元，环比+71.16%。

图表31：公司家禽饲养加工分部成本构成



数据来源：公司公告，华福证券研究所

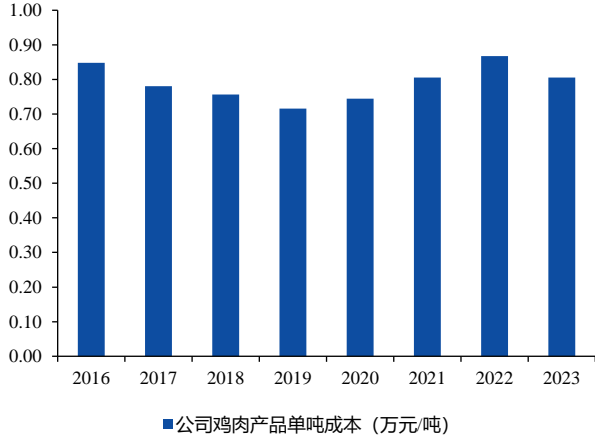
图表32：2023 年以来行业玉米、豆粕价格整体下跌



数据来源：iFind，华福证券研究所

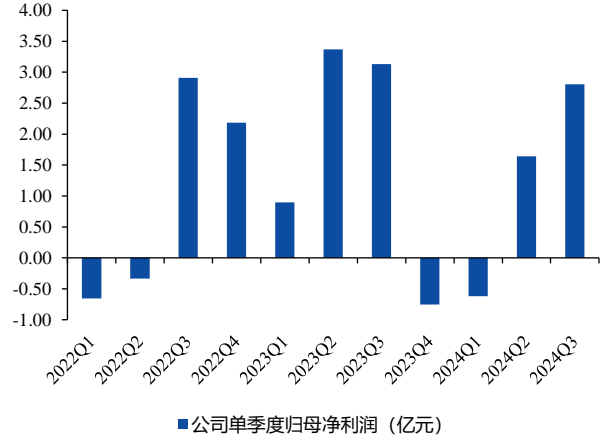


图表33: 公司鸡肉产品单吨成本 (万元/吨)



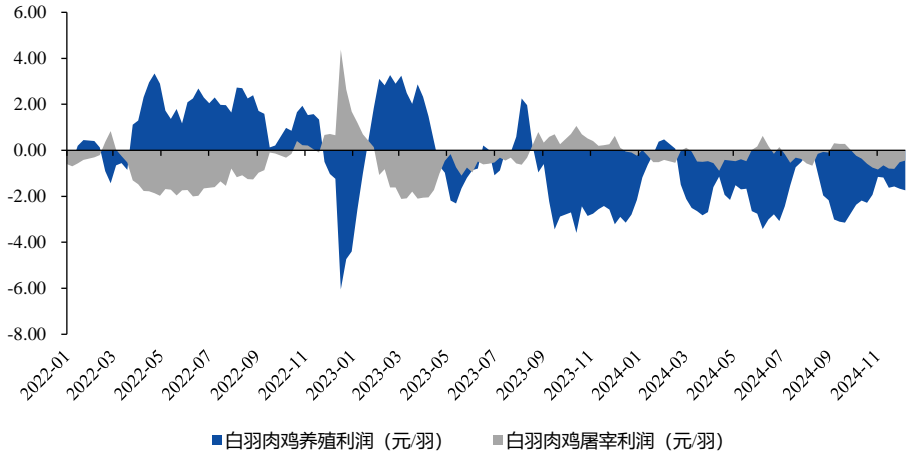
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表34: 公司单季度归母净利润 (亿元)



数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表35: 行业平均白羽肉鸡养殖、屠宰利润



数据来源: iFind, 华福证券研究所

3.3 食品快速成长, 打造新增长曲线

持续推进大食品战略, 食品产能位列全国第一。2017 年公司收购圣农食品, 上市公司产品系列由初级加工品扩展深加工品, 延伸产业链布局。2021 年 1 月公司提出“十四五”规划, 目标实现食品深加工板块的大幅增长, 将继续提高产能及深耕肉类食品深加工, 在以鸡肉原料为主的基础上加大牛羊肉等其它原料类产品的开发。2023 年, 公司食品九厂产能增加了 2 万吨, 并通过产线优化进一步提升了工厂产能, 公司已建及在建的食品深加工产能超过 50 万吨, 位于全国第一。2024 年上半年, 公司食品十厂正式竣工投产, 食品十厂拥有 10 条肉制品深加工产线, 项目覆盖油炸、蒸煮、蒸烤等生产工艺加工牛、鸡、猪等肉类熟食制品, 为公司增加年产约 6 万吨的食品深加工产能, 产业链扩张再下一城。公司深加工产品销量及收入均稳步增长, 2023 年公司食品加工行业产品销量 29.81 万吨, 同比+27.30%, 肉制品及基础调理品合计实现营业收入 63.94 亿元, 同比+28.14%。

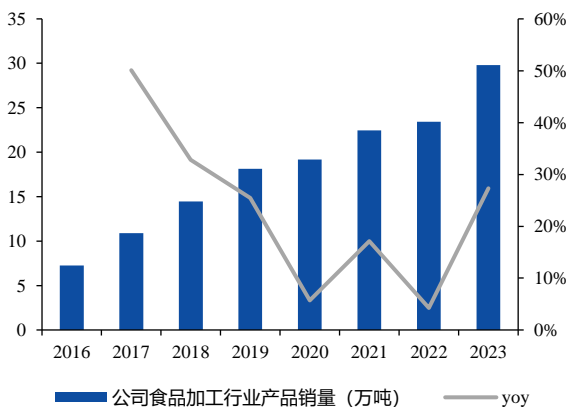


产品矩阵丰富，大单品销售增长快速。公司已在光泽和上海建立了两大食品研发中心，拥有 110 余人的研发团队，成员均具备高级中西餐厅、米其林餐厅和五星级酒店的工作经验。截至 2023 年底，公司仍有“低脂高蛋白鸡肉面条”、“营养低脂鸡胸肉”和“整切调理牛排”等多项食品在研项目，不断探索新的产品品类。公司旗下拥有“圣农”、“四度”和“安佰牧场”品牌，其中“圣农”品牌涵盖空气炸锅系列、香煎系列、微波叮叮系列和油炸系列；“四度”为公司旗下健康膳食子品牌，主要提供低脂鸡胸肉产品；“安佰农场”则是公司的牛羊肉品牌。公司专注于炸鸡这一核心品类，推出了嘟嘟翅、脆皮炸鸡和霸气手枪腿等热销产品，2022 年脆皮炸鸡和嘟嘟翅的年销售额突破亿元。2023 年公司霸气手枪腿的销售额也突破亿元，爆品销售收入同比增长超过 40%。

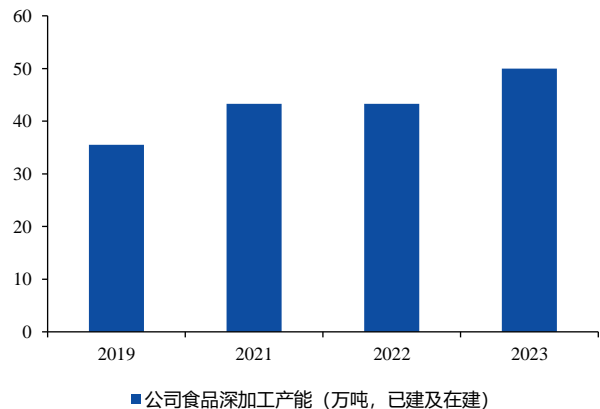
图表36：公司各食品加工厂情况

食品厂	客户	产品种类	产能情况
食品加工一厂	对日出口和少部分大客户	热加工禽肉	/
食品加工二厂	大客户、以及国内批发和商超渠道	成型油炸/灌肠/裹粉/丸子/调理产品，以及水晶包/挞皮等面点产品	设计产能 3 万吨/年
食品加工三厂	出口	油炸/烧烤/炭烤类产品	设计产能 3.6 万吨/年
食品加工四厂	餐饮大客户	油炸/烧烤/炭烤/裹粉/调理品/调理包类产品	设计产能 3.6 万吨/年
食品加工五厂	/	熟食品加工	设计产能 3.12 万吨/年
食品加工六厂	/	油炸类、蒸煮类、裹粉油炸类产品	设计产能 4.8 万吨/年
福建圣农华上食品有限公司	/	鸡肉培根产品	/
食品加工七厂、八厂	/	中式调理包，腌制调理产品、油炸烧烤产品	设计产能 7.92 万吨/年
食品加工九厂	肯德基、麦当劳和国内餐饮渠道	成型油炸类、裹粉油炸类、冷冻调理类、成型肉饼类产品	设计产能 4.8 万吨/年
食品加工十厂	国际、国内主流餐饮品牌	油炸、蒸煮、烧烤等生产工艺与牛羊肉类深加工业务	设计产能 6 万吨/年

数据来源：公司官网、公司公告，华福证券研究所

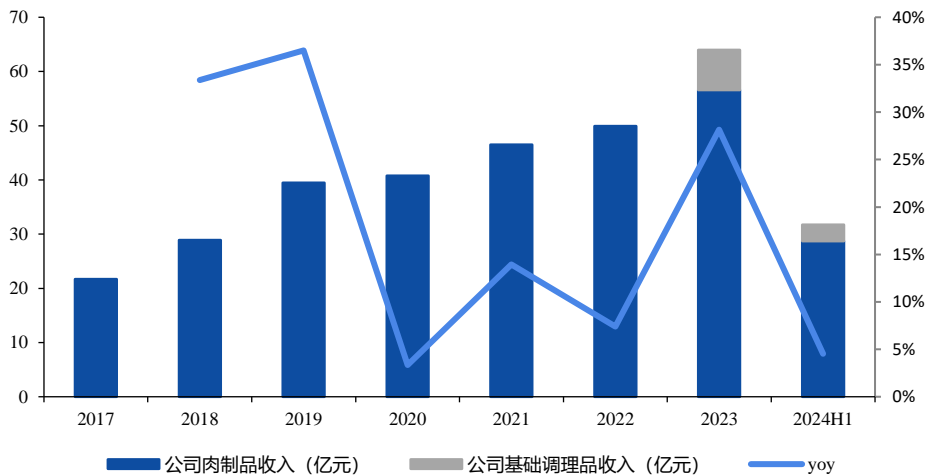
图表37：公司食品加工行业产品销量（万吨）


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表38：公司食品深加工产能


数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表39：公司食品加工行业收入



数据来源：iFind、公司公告，华福证券研究所

图表40：公司 C 端产品系列



数据来源：公司官网，华福证券研究所

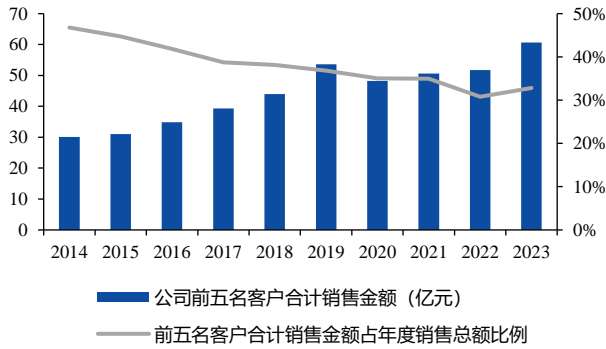
全渠道布局，各渠道稳定增长。公司基础调味品主要面向 B 端等销售，深加工品主要面向 B、C 端销售。

1) B 端方面，公司凭借领先的产能规模，不仅能够满足大客户的大批量订单需求，还能利用生产协同效应，迅速应对大客户在旺季时的临时订单增加，从而全方位确保下游客户供应链的稳定性，这使得公司在开发和服务优质大客户方面拥有显著优势。公司已与百胜中国、麦当劳、德克士、沃尔玛、永辉等国内外知名客户建立了长期的战略合作关系，主要客户销售收入持续增长。2023 年前五大客户合计销售金额达 60.71 亿元（在公司年度销售总额中占比 32.84%），同比+17.20%，2014-2023 年 CAGR 为 8.10%。出口方面，公司与日本火腿、FOODLINK、日本服务、伊藤火腿、住金物产、日本永旺企业、韩国乐天、韩国普光集团、LG 集团等日本、韩国大型企



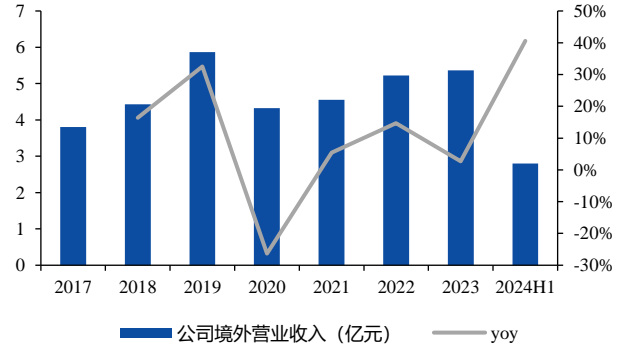
业建立了深度合作关系，2023 年公司境外营业收入达 5.37 亿元，同比+2.70%，2017-2023 年 CAGR 为 5.91%。连锁商超方面，公司产品已进驻沃尔玛、永辉、华润万家、家乐福、大润发、盒马生鲜、新华都等国内外大型连锁超市。2023 年为获取更高的渠道效率，为各渠道客户提供更高的价值，公司管理层将食品 B 端渠道进行重新调整和拆分，将食品 B 端渠道划分为重客渠道、系统餐饮渠道、熟食流通渠道及出口渠道。未来公司将一方面充分利用产能优势，推进生熟食销售一体化，以多元化产品组合、研发创新能力为 B 端客户提供一揽子解决方案，另一方面紧抓客户需求，不断拓展增量客户，扩大市场份额。

图表41：公司前五大客户销售金额及占比



数据来源：iFind、公司公告，华福证券研究所

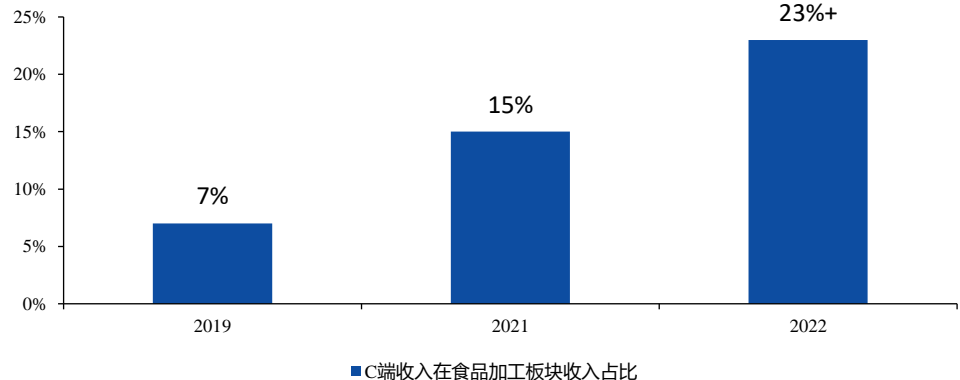
图表42：公司境外业务营收



数据来源：iFind、公司公告，华福证券研究所

2) C 端方面，公司已布局天猫、京东、拼多多、抖音等全国电商平台，以及朴朴、钱大妈、盒马鲜生、美团买菜等主要本地电商平台。2021 年公司成立了销售六部、杭州营销创新中心、上海创新研发部和创新品类企划组，从产品创新研发、传播营销等方面推动 C 端业务迅速成长，全方位进行 C 端渠道布局。此外在品牌建设方面，持续夯实“圣农=炸鸡”消费者品牌心智，加大自有品牌的营销力度。渠道建设和品牌建设双发力，公司的食品板块在零售领域实现了显著的收入增长。2021 年，公司面向 C 端的含税收入超过 10 亿元，而在食品深加工板块的收入占比也从 2019 年的大约 7%增长到 2021 年的超 15%。2023 年，公司自有品牌含税收入突破了 21 亿元，其在食品板块全年含税收入中的占比提升至超 27%。

图表43：公司 C 端收入在食品加工板块收入占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表44：公司下游产品合作伙伴



数据来源：公司官网，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

家禽饲养加工分部：销量方面，公司养殖产能版图持续扩张，内生外延向 25 年“养殖产能”10 亿羽目标奋进，鸡肉产品销量预计稳步增长。价格方面，24 年下半年央行发布利好政策，预计促进消费回暖，鸡肉消费有望受益，鸡肉价格有望缓慢上涨。叠加公司成本领先战略持续推进，成本有进一步下降空间，毛利率水平有望改善。预计 2024/25/26 年营业收入分别为 144.31/158.98/175.94 亿元，收入增速为 1.79%/10.16%/10.67%，毛利率分别为 5.60%/7.94%/7.85%。

食品加工业务分部：公司已建及在建食品深加工产能超 50 万吨，位列全国第一，BC 渠道双轮驱动叠加品牌建设推进，预计未来深加工产品销量仍可保持可观增速增长。此外公司自有品牌持续推广，持续推动大单品打造，拓需求“场景”，探索新品类，深加工产品价格亦有望提升，毛利率有望呈增长趋势。预计 2024/25/26 年营业收入分别为 79.59/90.18/102.64 亿元，收入增速为 -0.04%/13.30%/13.82%，毛利率为 16.51%/16.69%/18.24%。



图表45：公司业绩拆分预测表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
家禽饲养加工分部						
营业收入 (亿元)	115.85	131.18	141.78	144.31	158.98	175.94
yoy		13.23%	8.08%	1.79%	10.16%	10.67%
营业成本 (亿元)	109.89	125.24	133.19	136.23	146.36	162.13
yoy		13.97%	6.35%	2.28%	7.44%	10.77%
毛利率	5.14%	4.53%	6.06%	5.60%	7.94%	7.85%
食品加工分部						
营业收入 (亿元)	56.06	63.90	79.62	79.59	90.18	102.64
yoy		13.98%	24.61%	-0.04%	13.30%	13.82%
营业成本 (亿元)	49.53	55.50	68.78	66.45	75.13	83.91
yoy		12.04%	23.93%	-3.38%	13.06%	11.69%
毛利率	11.64%	13.15%	13.62%	16.51%	16.69%	18.24%
内部抵消						
营业收入 (亿元)	27.12	26.90	36.53	35.01	40.52	45.64
yoy		-0.81%	35.78%	-4.15%	15.73%	12.62%
营业成本 (亿元)	27.25	26.97	36.62	33.84	39.13	43.22
yoy		-1.00%	35.78%	-7.59%	15.63%	10.45%

数据来源：iFind、公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

我们选取同样布局白鸡产业链的仙坛股份、民和股份、益生股份作为可比公司。

仙坛股份：公司产业链涵盖饲料生产、父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰与加工、预制菜加工等环节。

民和股份：公司主要产品为商品代肉鸡苗，商品代鸡苗除自用外，主要销售给大型养殖公司、大中型养殖户和经销商用以进行商品鸡养殖；下属公司进行鸡肉制品的生产销售。

益生股份：公司主营业务为祖代肉种鸡的引进与饲养，父母代肉种鸡雏鸡、商品代肉鸡雏鸡的生产与销售。

预计公司 2024/25/26 年营收分别为 188.89/208.63/232.94 亿元，归母净利润分别为 5.58/10.14/11.75 亿元，截至 1 月 8 日收盘，PE 分别为 30.28/16.67/14.38 倍。考虑到公司为白羽肉鸡全产业链龙头企业，养殖屠宰产能领先全国，规模化优势下成本控制优秀，且食品业务快速增长、C 端增长强劲，品牌价值不断提升，应享有估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。



图表46: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002746	仙坛股份	48.96	5.69	0.26	0.25	0.48	0.47	21.67	22.76	11.85	12.11
002458	益生股份	98.47	8.90	0.49	0.49	0.60	0.60	18.21	18.07	14.75	14.74
002234	民和股份	28.65	8.21	-1.11	-0.77	0.59	0.42	/	-10.66	13.92	19.55
平均值								19.94	10.06	13.51	15.47
002299	圣农发展	168.98	13.59	0.53	0.45	0.82	0.95	25.44	30.28	16.67	14.38

数据来源: iFind, 华福证券研究所 (注: 可比公司盈利预测采用 iFind 一致预期, 采用 1 月 8 日收盘价)

5 风险提示

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

消费复苏不及预期: 若宏观经济和消费复苏不及预期, 可能对鸡肉需求造成不利影响, 影响鸡肉价格上涨。

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

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



图表47: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	738	754	833	930	营业收入	18,487	18,889	20,863	23,294
应收票据及账款	912	829	813	792	营业成本	16,534	16,884	18,235	20,282
预付账款	278	314	361	374	税金及附加	41	45	49	53
存货	3,336	3,437	3,787	4,144	销售费用	472	604	688	792
合同资产	0	0	0	0	管理费用	376	429	421	491
其他流动资产	1,582	810	1,151	1,423	研发费用	121	96	129	138
流动资产合计	6,847	6,144	6,945	7,662	财务费用	148	249	232	242
长期股权投资	111	467	467	467	信用减值损失	-6	0	-2	-3
固定资产	12,561	12,399	12,555	12,994	资产减值损失	-171	-143	-129	-148
在建工程	479	679	879	1,079	公允价值变动收益	2	10	-4	3
无形资产	343	324	326	331	投资收益	48	95	68	71
商誉	102	102	102	102	其他收益	91	91	91	91
其他非流动资产	2,069	2,086	2,089	2,091	营业利润	759	635	1,130	1,310
非流动资产合计	15,666	16,057	16,418	17,064	营业外收入	14	8	10	11
资产合计	22,513	22,201	23,363	24,726	营业外支出	73	42	46	54
短期借款	6,208	5,952	6,221	6,433	利润总额	700	602	1,093	1,267
应付票据及账款	2,316	2,669	2,826	3,063	所得税	78	65	118	137
预收款项	0	0	0	0	净利润	623	537	975	1,130
合同负债	171	147	162	192	少数股东损益	-42	-21	-39	-45
其他应付款	1,061	1,063	1,063	1,063	归属母公司净利润	664	558	1,014	1,175
其他流动负债	865	948	944	987	EPS (按最新股本摊薄)	0.53	0.45	0.82	0.95
流动负债合计	10,619	10,780	11,215	11,739					
长期借款	752	130	130	130					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	818	804	804	804					
非流动负债合计	1,569	934	934	934					
负债合计	12,188	11,713	12,149	12,673					
归属母公司所有者权益	10,308	10,493	11,258	12,143					
少数股东权益	16	-5	-44	-89					
所有者权益合计	10,324	10,488	11,214	12,054					
负债和股东权益	22,513	22,201	23,363	24,726					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,291	3,137	1,991	2,375
现金收益	2,078	2,186	2,588	2,770
存货影响	13	-100	-351	-357
经营性应收影响	263	190	98	156
经营性应付影响	549	356	156	238
其他影响	-611	506	-500	-432
投资活动现金流	-3,059	-1,672	-1,700	-1,959
资本支出	-3,192	-1,418	-1,739	-2,042
股权投资	-30	-356	0	0
其他长期资产变化	162	102	38	83
融资活动现金流	668	-1,449	-212	-319
借款增加	2,465	-826	269	212
股利及利息支付	-413	-509	-530	-553
股东融资	1	0	0	0
其他影响	-1,385	-114	49	22

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	9.9%	2.2%	10.5%	11.7%
EBIT 增长率	32.4%	0.3%	55.7%	13.8%
归母公司净利润增长率	61.7%	-16.0%	81.6%	15.9%
获利能力				
毛利率	10.6%	10.6%	12.6%	12.9%
净利率	3.4%	2.8%	4.7%	4.9%
ROE	6.4%	5.3%	9.0%	9.7%
ROIC	5.5%	5.8%	8.4%	8.9%
偿债能力				
资产负债率	54.1%	52.8%	52.0%	51.3%
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	18	17	14	12
存货周转天数	73	72	71	70
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.45	0.82	0.95
每股经营现金流	1.84	2.52	1.60	1.91
每股净资产	8.29	8.44	9.05	9.77
估值比率				
P/E	25	30	17	14
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	146	140	116	108

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn