



公司研究 | 深度报告 | 圣农发展 (002299.SZ)

圣农发展深度报告：本固枝荣，攻守兼备

报告要点

圣农发展为白羽肉鸡行业稀有的自种源至深加工全打通企业，结合自身闭环式养殖体系，公司持续推进精细化管理、种源迭代优化，逐渐打磨出了自身养殖板块的成本竞争力，结合长期稳固的鸡肉产品溢价，公司鸡肉产品相对行业取得超额利润的确定性强。在此基础上，公司坚定通过向下游深加工、上游种鸡端延伸以增厚单羽价值，其中，深加工 B 端深度绑定优质客户，利润稳健增长，深加工 C 端及父母代种鸡业务市场拓展迅猛，2024 年均取得 20%+收入增长，后续有望进一步贡献利润。公司单羽价值相对行业优势逐步凸显，看好中长期发展，重点推荐。

分析师及联系人



陈佳

SAC: S0490513080003

SFC: BQT624



顾焯乾

SAC: S0490519060003



王煜坤

圣农发展 (002299.SZ)

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

圣农发展深度报告：本固枝荣，攻守兼备

圣农发展为白羽肉鸡行业稀有的自种源至深加工全打通企业，结合自身闭环式养殖体系，公司持续推进精细化管理、种源迭代优化，逐渐打磨出了自身养殖板块的成本竞争力，结合长期稳固的鸡肉产品溢价，公司鸡肉产品相对行业取得超额利润的确定性强。在此基础上，公司坚定通过向下游深加工、上游种鸡端延伸以增厚单羽价值，其中，深加工 B 端深度绑定优质客户，利润稳健增长，深加工 C 端及父母代种鸡业务市场拓展迅猛，2024 年均取得 20%+收入增长，后续有望进一步贡献利润。公司单羽价值相对行业优势逐步凸显，看好中长期发展，重点推荐。

纵横延伸，白羽鸡一体化集大成者

公司深耕白羽肉鸡行业，上市以来可分为三个发展阶段：(1) 2009 年-2015 年，公司快速扩张养殖+屠宰规模，但鸡肉成本偏高。(2) 2016-2020 年，公司逐渐认识到快速扩张带来的管理和成本等问题，持续加强内部管控，并正式将产业链延伸至上游育种和下游肉制品领域，鸡肉内供加工比例由 2016 年的 8%快速提升至 2020 年的 20%。(3) 2021 年至今，公司自身成本竞争力不断稳固，全产业链齐头并进，深加工带动公司单羽附加值提升，获取了更丰厚也更稳定的利润，与行业相对优势不断扩大。2024 年公司白羽肉鸡养殖+屠宰量（外加收购太阳谷）共计 7.2 亿羽，在全国白羽肉鸡养殖+屠宰端的市占率约 8%。

养殖板块：全产业链一体化优势显著

公司鸡肉单吨毛利、单吨净利相对行业优势明显。价格端，公司全产业链一体化生产下，食品安全可追溯、供应量可控性强等特点能够绑定下游优质餐饮大客户，鸡肉溢价优势稳固，历史数据来看，2021-2024 年公司鸡肉产品平均相对行业溢价 470 元/吨，2024 年溢价 489 元/吨。成本端，公司自研种源能够完全自给，在规避海外品种引种和价格波动的同时，长期的研发能力积淀与庞大的自养样本量，助力公司种鸡性能持续提升，降低生产成本的同时有望中长期提升自身在行业种鸡端市占率水平，增厚利润，2024 年公司外销父母代种鸡 470 万套以上，同比增长 34%。此外，生产过程中的精细化与数字化管理助力公司从养殖环境、饲喂效率、运营周转方面持续精进鸡肉生产成本，长期来看，剔除原材料波动后，公司鸡肉单吨成本依旧显著下降，逐步取得了相对行业的鸡肉成本优势，公司鸡肉产品相对行业取得超额利润的确定性强。

深加工板块：B 端绑定优质客户共成长，C 端收入体量持续高增

B、C 端双轮驱动下，公司深加工业务体量持续增长，2016-2024 年公司食品加工板块外销收入从 15 亿元提升至 82 亿元，CAGR 达 24%。B 端来看，2024 年肯德基、麦当劳门店数量同比均增长 15%左右，公司在其供应链体系内的占有率较为稳固，后续跟随肯德基、麦当劳开店规划，西式重客收入有望稳健增长。此外，在当前餐饮客单价下行背景下，餐饮企业普遍有通过白羽鸡替代高价蛋白的菜单调整需求，公司以丰富的餐饮服务经验、强大的食品研发能力及规模化供应能力，2024 年在在重客以外的 B 端收入快速增长。C 端来看，公司收入持续高速增长，近三年收入 CAGR 达 20%，2024 年收入突破 20 亿元。公司前期打造 C 端品牌影响力费用端投放较多，限制盈利水平，目前品牌露出度逐步体现，预计 C 端利润率有望逐步提升。

风险提示

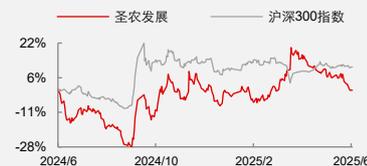
- 1、鸡肉价格波动风险；2、饲料原材料价格波动风险；
- 3、禽流感疫病风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

公司基础数据

当前股价(元)	14.16
总股本(万股)	124,340
流通A股/B股(万股)	124,333/0
每股净资产(元)	8.52
近12月最高/最低价(元)	17.98/10.49

注：股价为 2025 年 6 月 23 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



目录

圣农发展：本固枝荣，攻守兼备	6
横纵延伸，白羽鸡一体化集大成者	6
2009 年-2015 年：养殖+屠宰规模快速增长	8
2016 年-2020 年：夯实养殖实力，打通全产业链	10
2021 至今：全产业链齐头并进，盈利穿越周期	11
养殖板块：全产业链一体化优势显著	13
养殖规模持续提升，鸡肉溢价优势稳固	13
精细化管理持续推进，降本增效显著	15
自给种源持续迭代，降本同时中长期有望增厚利润	17
深加工板块：B 端绑定优质客户共成长，C 端收入体量持续高增	19
风险提示	24

图表目录

图 1：圣农发展形成了集饲料加工、种源培育、种鸡养殖、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工、调理品加工为一体的完整白羽肉鸡产业链	6
图 2：圣农发展一体化发展后，单羽价值受鸡价影响减弱	7
图 3：2006-2024 年圣农发展鸡肉销量（万吨）	7
图 4：2016-2024 年圣农发展深加工产品销量（万吨）	7
图 5：2009-2023 年圣农发展营业总收入（亿元）	8
图 6：2009-2023 年圣农发展归母净利润（亿元）	8
图 7：2009-2015 年间圣农养殖、屠宰产能快速扩张	8
图 8：2009-2017 年间圣农发展资产负债率维持 50%左右	8
图 9：2009-2015 年圣农发展累计资本开支近 100 亿元	9
图 10：2009-2017 年间圣农直接融资金额为 67.9 亿元	9
图 11：2012-2015 年圣农的鸡肉平均吨毛利较仙坛低 262 元左右	9
图 12：2012-2015 年圣农鸡肉吨净利较仙坛低 651 元	9
图 13：2014-2017 年公司鸡肉成本相对仙坛股份均较高（元/吨）	10
图 14：2014-2017 年公司财务费用率与销售费用率较高	10
图 15：公司鸡肉单吨毛利于 2016 年反超仙坛股份	11
图 16：公司鸡肉单吨净利于 2018 年反超仙坛股份	11
图 17：2016-2020 年，公司向圣农食品的鸡肉内销营收占比快速提升	11
图 18：2016-2024 年饲养加工及食品加工分布外销收入情况	12
图 19：公司食品加工收入占比稳步提升	12
图 20：2021 年以来公司饲养加工及食品加工毛利润稳步增厚	12
图 21：2021 年以来公司饲养加工及食品加工净利润稳步增厚	12
图 22：2021 年以来公司盈利相对鸡价更加稳定	12
图 23：公司鸡肉产品相对行业溢价明显，2021-2024 年平均溢价 470 元/吨	14
图 24：2023 年全国 1 亿羽以上白羽鸡屠宰企业市占率约 60%	14

图 25: 2023 年全国 1 亿羽以上白羽鸡自养屠宰企业市占率不足 20%	14
图 26: 公司前五大客户销售收入 2021-2024 年 CAGR 将近 10%	15
图 27: 公司前五大客户销售收入占比公司总收入 30%-40%的水平	15
图 28: 剔除饲料原材料波动对饲料成本的影响后, 公司鸡肉不断取得了降本成果 (元/吨)	16
图 29: 公司鸡肉的单吨原材料成本 2018 年后持续低于仙坛	17
图 30: 剔除原材料以外, 公司鸡肉单吨成本逐渐降至仙坛之下	17
图 31: 公司白羽鸡育种历史悠久, 产学研协作解决种源难题	17
图 32: 2024 年中国白羽鸡祖代鸡更新结构	18
图 33: 2025 年公司外销父母代种鸡目标 650 万套以上	18
图 34: 圣农发展食品加工分布外销收入情况	19
图 35: 圣农发展的食品加工产品产销量 (万吨)	19
图 36: 2017-2024 年公司食品板块盈利情况	20
图 37: 2021 年后公司 C 端品牌建设投入增长较多	20
图 38: 公司研发投入近年来维持在 1 亿元以上	20
图 39: 2015-2024 年公司研发人员数量	20
图 40: 公司积累了丰富的、经历过市场检验的成熟产品库	21
图 41: 公司从 B 端、C 端客户需求出发建立了丰富的即烹和即配产品矩阵	21
图 42: 2024 年中国社零餐饮收入同比增长 5.3%	22
图 43: 2024 年公司 B+F 端收入环比较为稳定	22
图 44: 公司 2024 年重客端收入持平微增 (亿元)	22
图 45: 肯德基、麦当劳 2024 年门店数同比增长 15%左右 (家)	22
图 46: 公司 C 端业务持续增长, 近三年收入 CAGR 达 20% (亿元)	23
图 47: 公司 2021 年 4 月至今打造 4 个过亿大单品	23
表 1: 2016-2019 年间圣农推出了一系列提高生产效率、优化管理和考核激励体系的措施	10
表 2: 2022 年至今白羽鸡行业并购情况	13
表 3: 圣农发展 2014-2024 年鸡肉单吨毛成本构成 (元/吨)	16
表 4: 仙坛股份 2014-2024 年鸡肉单吨毛成本构成 (元/吨)	16
表 5: 种鸡生产指标对比	18
表 6: 圣农发展的食品加工产品产销量 (万吨)	19
表 7: 餐饮客单价水平承压, 肯德基、麦当劳 2024 年客单价水平有所下降 (元/人次)	22
表 8: 公司天猫双十一生鲜类排名 2024 年有所提升	23
表 9: 公司收入和利润的敏感性分析 (亿元)	24

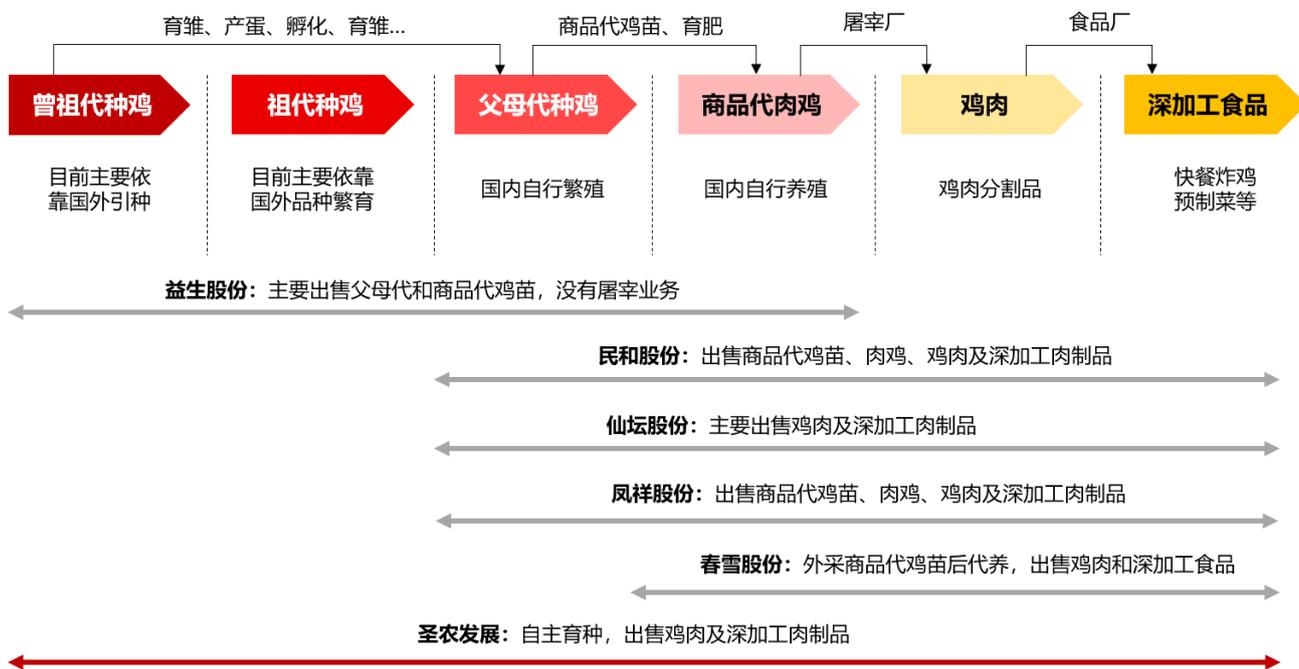
圣农发展：本固枝荣，攻守兼备

圣农发展为白羽肉鸡行业稀有的自种源至深加工全打通企业，结合自身闭环式养殖体系，公司持续推进精细化管理、种源迭代优化，逐渐打磨出了自身养殖板块的成本竞争力，结合长期稳固的鸡肉产品溢价，公司鸡肉产品相对行业取得超额利润的确定性强。在此基础上，公司坚定通过向下游深加工、上游种鸡端延伸以增厚单羽价值，其中，深加工 B 端深度绑定优质客户，利润稳健增长，深加工 C 端及父母代种鸡业务市场拓展迅猛，2024 年均取得 20%+ 收入增长，后续有望逐步贡献利润。公司单羽价值相对行业优势逐步凸显，看好其中长期发展，重点推荐。

纵横延伸，白羽鸡一体化集大成者

圣农发展创立以来深耕白羽鸡产业，现已发展为亚洲第一大真正实现白羽鸡产业链全打通的一体化企业。圣农发展现已形成了集饲料加工、种源培育、种鸡养殖、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工、调理品加工为一体的完整白羽肉鸡产业链。截至 2024 年底，圣农发展养殖产能超过 7 亿羽，鸡肉深加工产能超过 50 万吨，2024 年公司白羽肉鸡养殖+屠宰量（外加收购太阳谷）共计 7.2 亿羽，在全国白羽肉鸡自养+屠宰端的市占率约 8%。且公司养殖端所需种鸡、下游屠宰、食品端鸡源完全自给。

图 1：圣农发展形成了集饲料加工、种源培育、种鸡养殖、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工、调理品加工为一体的完整白羽肉鸡产业链



资料来源：公司公告，长江证券研究所

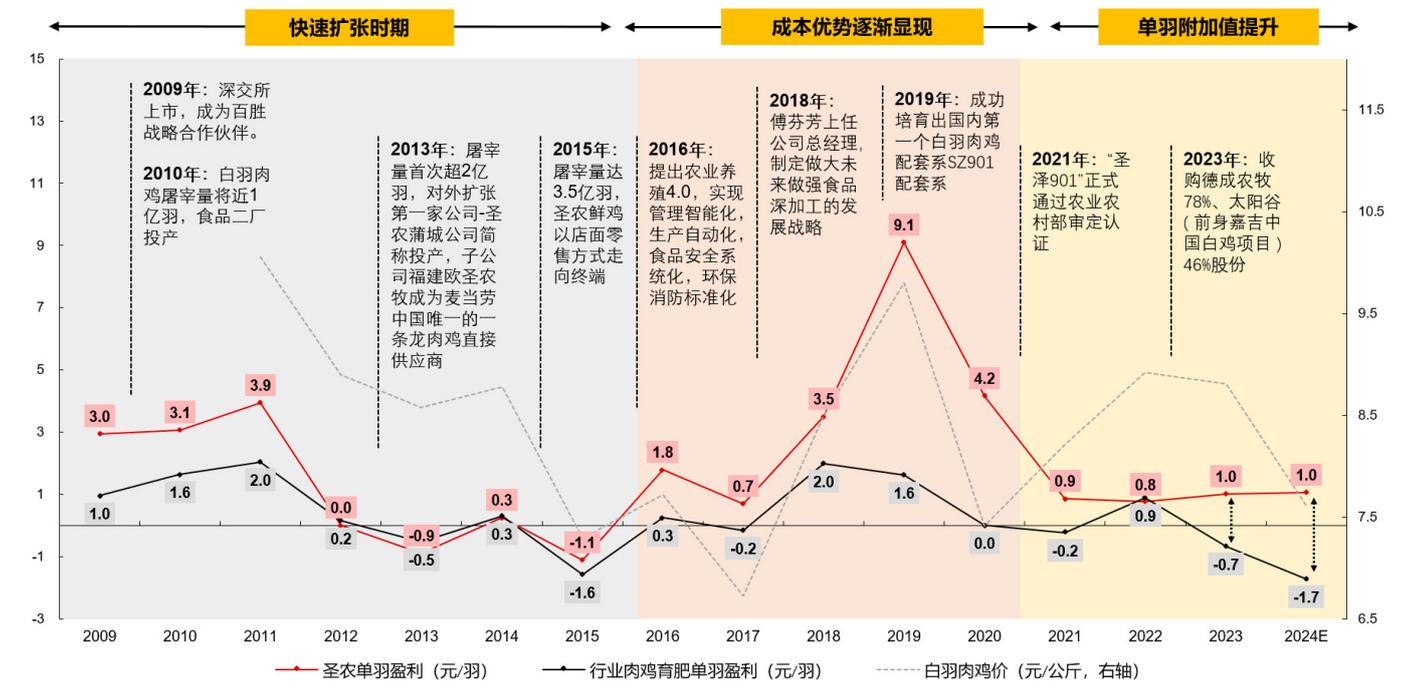
在公司生产精细化、产业链一体化布局的推进下，公司盈利水平更加稳定，且相对行业单羽价值优势明显。公司上市以来发展可分为三个阶段：

1) 2009 年-2015 年，养殖+屠宰规模快速增长。公司在上市后借助资本市场加大直接融资力度并保持着较高的资产负债率用来扩充产能，但鸡肉产品的成本偏高。

(2) 2016-2020 年，夯实养殖实力，打通全产业链。该阶段公司逐渐认识到快速扩张带来的管理和成本等问题，持续加强内部管控，并正式将产业链延伸至上游育种和下游肉制品领域，期间圣泽 901 研发持续推进，鸡肉内供加工比例快速提升。

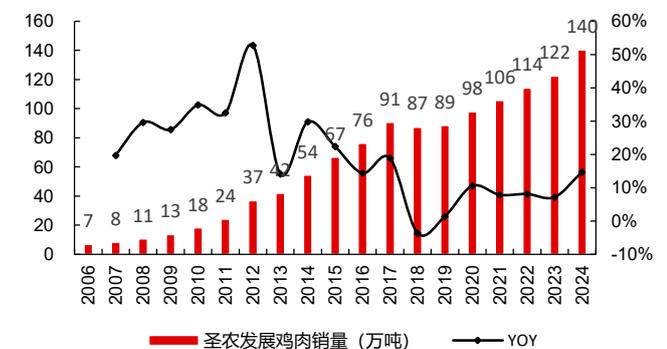
(3) 2021 年至今，全产业链齐头并进，单羽价值优势凸显。公司于 2021 年提出圣农集团“十四五”发展目标，围绕养殖规模提升、强化食品战略、实现国内市场种鸡进口替代、做优圣农品牌、打造数字圣农、做大产业集群等战略规划，全产业链齐头并进，虽然该阶段、尤其是 2022 年以来，白羽鸡行业内部竞争激烈，价格磨底持续时间长，但圣农发展依靠自身核心竞争力，单羽附加值提升，获取了更丰厚也更稳定的利润，与行业的相对优势不断扩大。

图 2：圣农发展一体化发展后，单羽价值受鸡价影响减弱



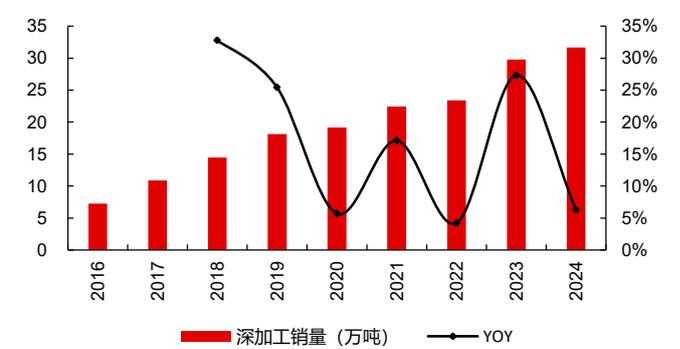
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2006-2024 年圣农发展鸡肉销量 (万吨)



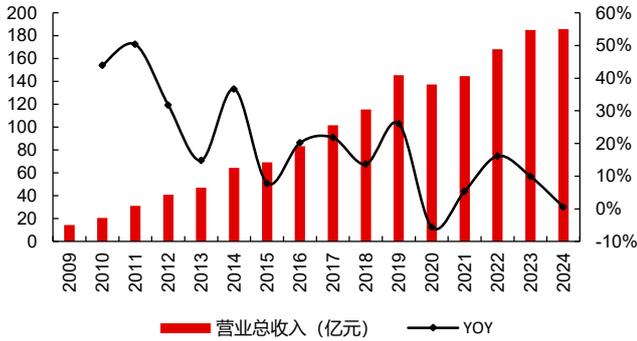
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 4：2016-2024 年圣农发展深加工产品销量 (万吨)



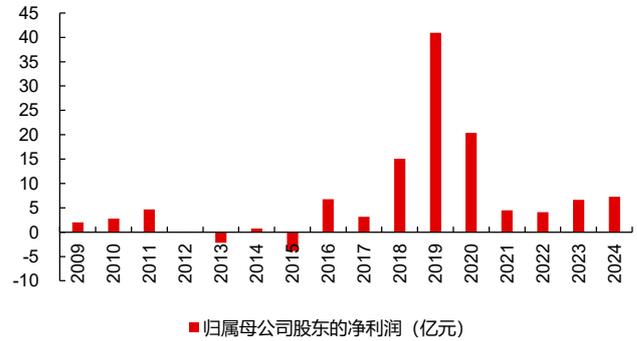
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5：2009-2023 年圣农发展营业总收入（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2009-2023 年圣农发展归母净利润（亿元）

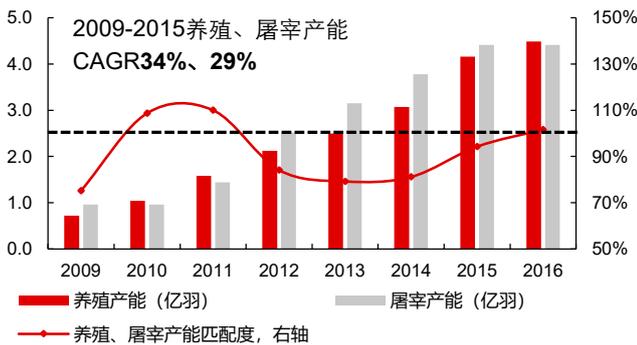


资料来源：Wind，长江证券研究所

2009 年-2015 年：养殖+屠宰规模快速增长

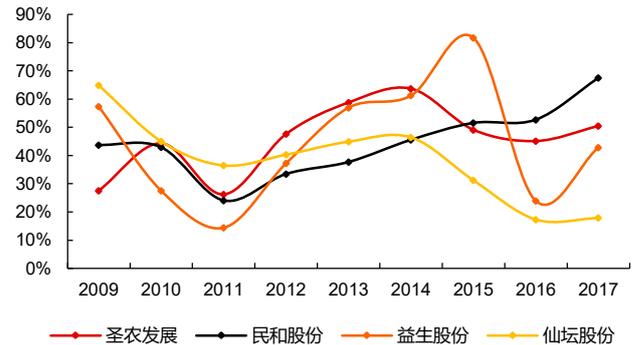
圣农发展在上市后借助资本市场加大直接融资力度并保持着较高的资产负债率，2009-2015 年间公司养殖、屠宰产能快速扩张，期间 CAGR 分别达 34%、29%。在上市前，圣农融资渠道较为有限，在自繁自养的重资产模式下公司规模扩张较为缓慢，上市之后，公司加大融资力度。2009-2017 年间圣农一方面通过直接融资方式（首发+股权再融资）共募集资金 67.9 亿元，另一方面公司也保持着行业内较高的资产负债率（50%左右）。2009-2015 年间圣农在加大融资力度的同时也加大了资本开支力度，累计资本开支近 100 亿元，尽管鸡价仍在周期波动，但公司每年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金金额持续增长，且基本每隔一两年即启动一个新产能建设项目，2009-2015 年间公司在扩充光泽基地的同时，异地扩张至浦城和政和，并与美国莱吉士公司和欧喜投资（中国）成立了两家合资子公司，经过 7 年的建设，公司完成了 5 亿羽商品肉鸡养殖和屠宰产能的布局。

图 7：2009-2015 年间圣农养殖、屠宰产能快速扩张



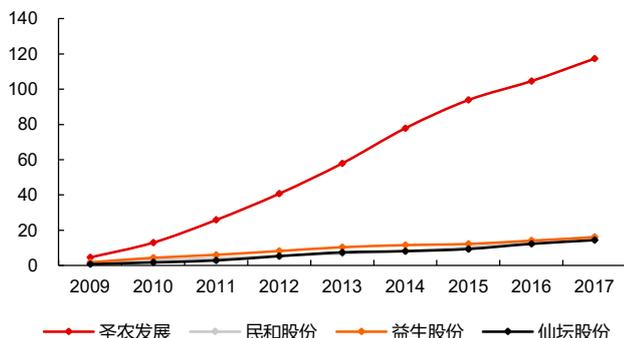
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：2009-2017 年间圣农发展资产负债率维持 50%左右



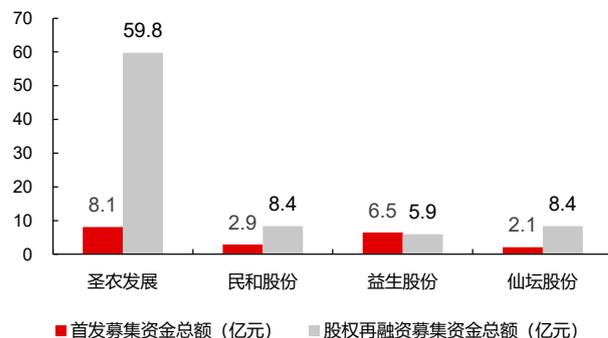
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9: 2009-2015 年圣农发展累计资本开支近 100 亿元



资料来源: Wind, 长江证券研究所

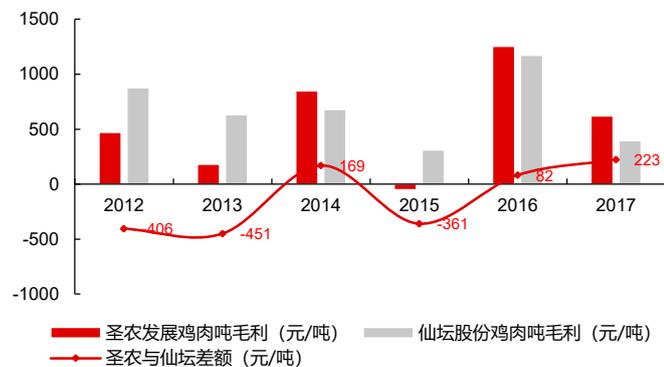
图 10: 2009-2017 年间圣农直接融资金额为 67.9 亿元



资料来源: Wind, 长江证券研究所

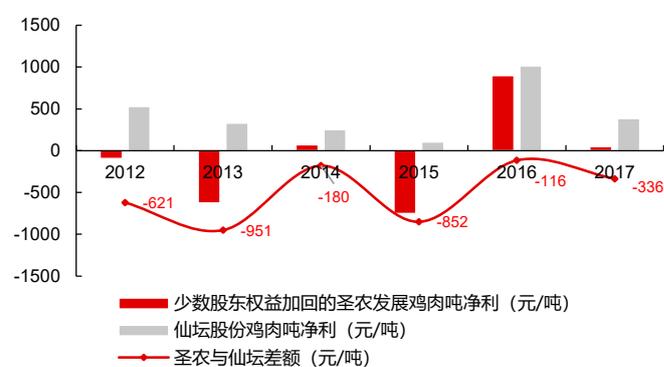
公司该阶段产能与鸡肉产量快速增长, 但鸡肉盈利能力优势还不明显。虽然圣农发展鸡肉端餐饮大客户占比较高、客户结构更优, 销售价格相对行业存在一定溢价, 但该阶段公司吨成本相对行业更高, 导致其盈利优势不明显, 鸡肉单吨毛利和吨净利均低于仙坛股份。单吨营业成本层面, 饲料原材料、人工工资和折旧这三项偏高共同导致了圣农鸡肉单位营业成本相对较高, 其中饲料原材料成本较高主要是由公司平养模式造成的, 而人工工资和折旧较高与公司采用自繁自养的重资产模式有关, 2012-2015 年圣农的鸡肉平均吨毛利较仙坛低 262 元左右。单吨费用层面, 公司在这期间为加快产能扩张, 借款较多, 资产负债率处于高位, 财务费用率高于仙坛股份, 而销售费用率偏高与公司餐饮大客户占比较高的销售结构有关, 餐饮大客户的销售价格更高的同时, 销售费用也比普通批发商更高, 将少数股东权益加回后 2012-2015 年圣农鸡肉吨净利较仙坛低 651 元。

图 11: 2012-2015 年圣农的鸡肉平均吨毛利较仙坛低 262 元左右¹



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 12: 2012-2015 年圣农鸡肉吨净利较仙坛低 651 元²

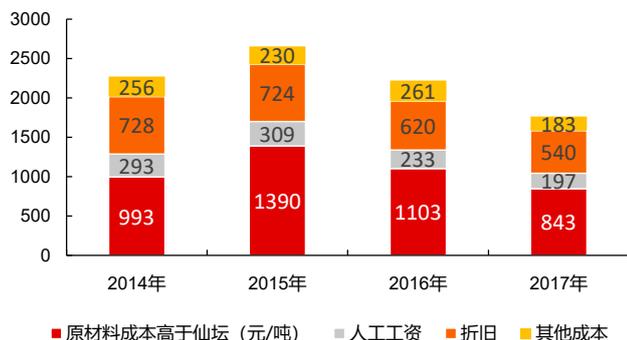


资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

¹ 2017 年公司将圣农食品并入上市公司体内, 鸡肉产生了内部交易和内部抵消的情况, 2017 年及以后圣农鸡肉的吨毛利根据分部部分家禽饲养分部的主营业务收入和主营业务成本计算得出

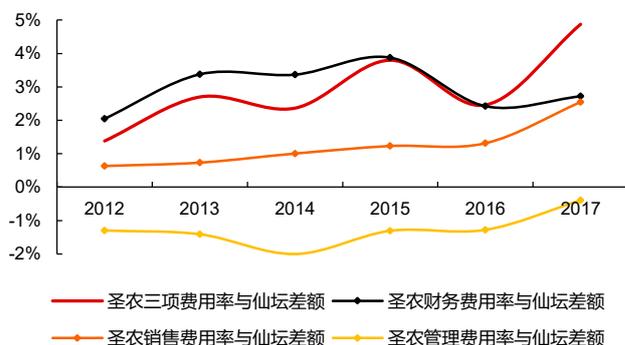
² 2017 年以前将圣农的归母净利润除以当年鸡肉销量作为鸡肉吨净利, 2017 年及以后将圣农的归母净利润扣除圣农食品的净利润后除以当年鸡肉销量作为鸡肉吨净利

图 13：2014-2017 年公司鸡肉成本相对仙坛股份均较高（元/吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 14：2014-2017 年公司财务费用率与销售费用率较高



资料来源：Wind，长江证券研究所

2016 年-2020 年：夯实养殖实力，打通全产业链

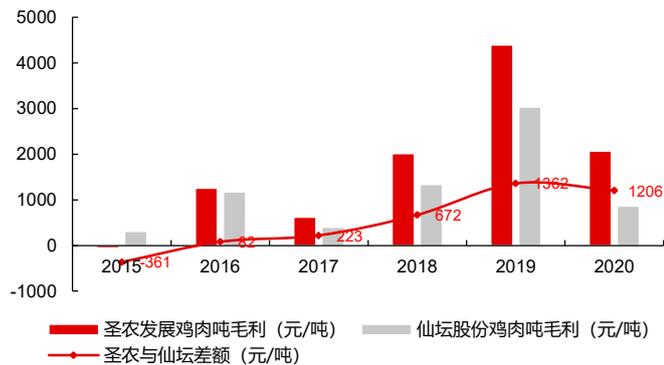
该阶段公司逐渐认识到快速扩张带来的管理和成本等问题，从生产效率和人员管理两方面入手，不断建立自身成本竞争力，鸡肉吨毛利与吨净利相对行业优势显著提升。生产效率方面，2016 年，公司正式提出养殖 4.0 战略规划，不断推进管理智能化，生产自动化，食品安全系统化，环保、消防标准化，并从产品包装等细微处寻找降本入手点，鸡肉单吨毛利于 2016 年反超仙坛股份，且在 2017-2020 年优势进一步扩大。人员管理方面，2018 年傅芬芳总裁上任后，对公司的管理流程和考核机制进行了梳理，推出了一系列提高管理效率、优化员工考核和激励的措施，取得了良好的效果，鸡肉单吨费用下降明显，鸡肉单吨净利于 2018 年反超仙坛股份。

表 1：2016-2019 年间圣农推出了一系列提高生产效率、优化管理和考核激励体系的措施

优化目标	年份	具体举措
提高生产效率	2016 年	率先在行业中开启农业养殖 4.0 战略规划，即全面实现管理智能化，生产自动化，食品安全系统化，环保、消防标准化
	2017 年	以各个管理系统进行基础支撑，建立庞大的养殖大数据分析平台和智能化管理系统，促进智能化装备和系统的深入应用
	2018 年	提倡全员共学习、齐创新，从细微处查找关键点，2018 年公司成功实施纸箱包装改进、五金配件采购改革等方案
优化管理体系	2018 年	持续优化内部管理，并制定了关键部门 KPI 指标，构建切实可行的管理核算体系。
	2019 年	成了员工的三层立体式薪酬体系的构建（包括基础保障，绩效考核及经营分享三个层次），进一步完善了总监级 KPI 考核体系，并将其进一步下层推广至经理级 首次推出限制性股票激励

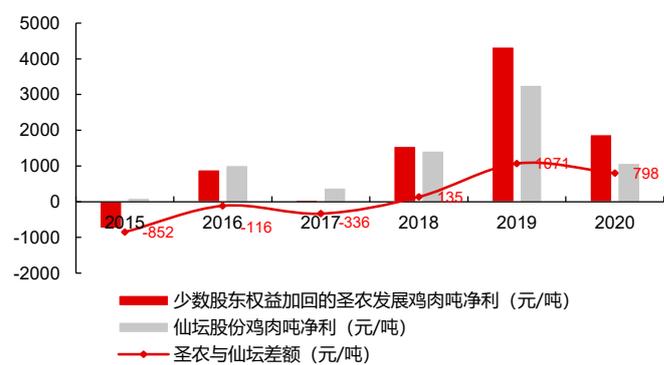
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 15: 公司鸡肉单吨毛利于 2016 年反超仙坛股份



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 16: 公司鸡肉单吨净利于 2018 年反超仙坛股份



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

在夯实自身生产端成本竞争力的同时，公司该阶段向上游育种和下游食品端的延伸加速推进。上游育种方面，公司于 2016 年启动白羽肉鸡育种，并于 2019 年注册成立福建圣泽生物科技发展有限公司专门从事白羽肉鸡育种工作。下游食品方面，公司该阶段不断推进鸡肉肉食转调理、调理转熟食的战略，2017 年收购圣农食品，推动公司对资源的整合及销售渠道的拓宽，极大丰富了公司产品品类，推动了公司产业链从上游的养殖、屠宰延伸至肉制品深加工领域，公司生产鸡肉内销圣农食品的比例快速由 2016 年的 8% 提升至 2020 年的 20%。

图 17: 2016-2020 年，公司向圣农食品的鸡肉内销营收占比快速提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

2021 至今：全产业链齐头并进，盈利穿越周期

在种源至食品端全产业链打通后，圣农发展持续成长，饲养加工、食品加工分部贡献毛利润、净利润 2021 年以来均稳步增长，且伴随公司食品加工收入占比进一步提升至 40% 以上，公司整体盈利相对鸡价更加稳定，穿越周期。公司于 2021 年提出圣农集团“十四五”发展目标，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，全产业链齐头并进，饲养加工分部分外销收入较为稳定，内销收入不断提升，食品加工分部分外销收入由 2021 年的 56 亿元增长至 2024 年的 83 亿元，CAGR 达 14%，食品加工分部收入占比在 2016-2020 年快速增长至 40% 左右的基础上稳步提升。从毛利润和净利润来看，公司饲养加工、食品

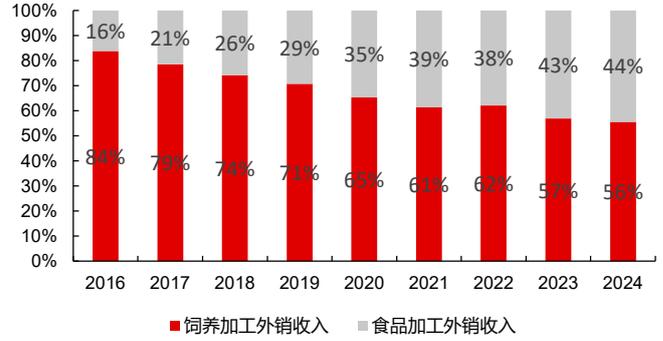
加工分部贡献毛利润和净利润利润体量 2021 年以来持续增长，虽然该阶段、尤其是 2023 年以来，白羽鸡行业内部竞争激烈，价格磨底持续时间长，但圣农发展依靠自身全产业链布局及业务核心竞争力，单羽附加值提升，获取了更丰厚也更稳定的利润，与行业的相对优势不断扩大。

图 18: 2016-2024 年饲养加工及食品加工分布外销收入情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 19: 公司食品加工收入占比稳步提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 20: 2021 年以来公司饲养加工及食品加工毛利润稳步增厚



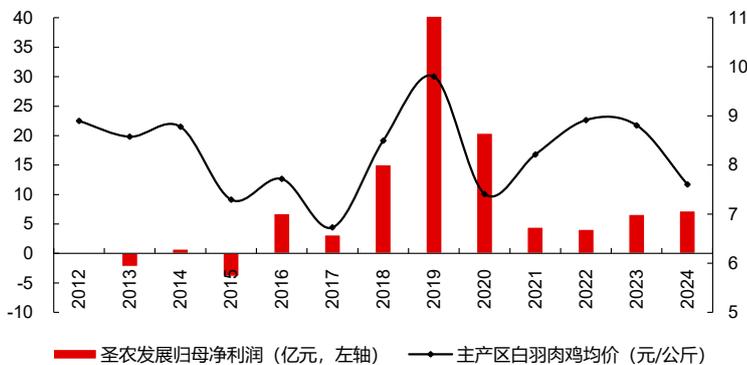
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 21: 2021 年以来公司饲养加工及食品加工净利润稳步增厚



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 22: 2021 年以来公司盈利相对鸡价更加稳定



资料来源：Wind，长江证券研究所

养殖板块：全产业链一体化优势显著

公司结合自身种源到屠宰全闭环的一体化养殖体系，在餐饮客户端取得鸡肉产品溢价的同时，不断通过种源迭代、精细化与数字化管理降低鸡肉单吨成本，鸡肉单吨毛利、单吨净利相对行业优势明显。价格端，公司全产业链一体化生产下，食品安全可追溯、供应量可控性强等特点能够绑定下游优质餐饮大客户，鸡肉溢价优势稳固，2021-2024年平均相对行业溢价 470 元/吨，2024 年溢价 489 元/吨。成本端，公司自研种源能够完全自给，在规避海外品种价格波动的同时，长期的研发能力积淀与庞大的自养样本量，助力公司种鸡性能持续提升，降本同时有望中长期提升自身在行业种鸡端市占率水平，增厚利润。此外，生产过程的精细化与数字化管理助力公司从养殖环境、饲喂效率、运营周转方面持续精进成本，长期来看，剔除原材料波动后公司成本依旧显著下降，逐渐取得了相对行业的鸡肉成本优势。

养殖规模持续提升，鸡肉溢价优势稳固

并购增量明显，公司自繁自养规模持续提升。公司现有白羽肉鸡养殖产能超 7 亿羽，主要分布在福建、江西和甘肃，2023 年以来公司并购产能进度加快，并明确后续主要通过并购进行产能及养殖规模的扩张，中长期展望 10 亿羽的自繁自养规模。公司 2023 年以来收购节奏加快，于 2023 年连续收购德成农牧 78% 股权、太阳谷 46% 股权，其中德成农牧持有甘肃圣越 60% 股权，产业链涵盖饲料加工、父母代养殖、商品代养殖、屠宰等，拥有白羽鸡产能近 1 亿羽，2025 年目标产能 1.2 亿羽。2024 年 12 月，公司公告拟在太阳谷 2024 年归母净利润不低于 1.7 亿元的前提下，以不高于 11.3 亿元的价款进一步收购太阳谷 54.0% 股权，收购完成后对太阳谷的持股比例将由 46% 增至 100%；太阳谷业务覆盖饲料生产、种鸡繁育、雏鸡孵化、肉鸡养殖、屠宰初加工、深加工，拥有肉鸡年产能 6500 万羽。

表 2：2022 年至今白羽鸡行业并购情况

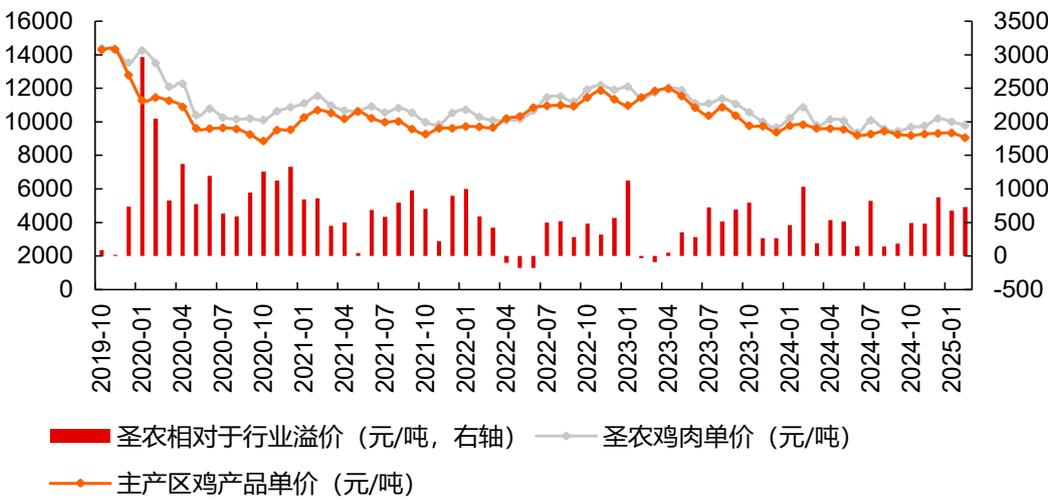
收购方	标的资产	标的产能	收购价格（亿元）
2022 年 10 月	PAG 凤翔股份 70.92% 的股权	2022 年屠宰量 1.4 亿羽	13.7
2023 年 7 月	圣农发展 德成农牧 78% 的股权	2023 年产能近 1 亿羽，规划 2025 年达 1.2 亿羽	1.8
2023 年 12 月	中牧集团 中新食品（新希望禽白羽肉禽板块）51% 的股权	2022 年屠宰量 3.1 亿羽	27.0
2023 年 11 月	圣农发展 太阳谷（前身嘉吉中国白鸡项目）46% 的股权	2024 年肉鸡年产能达到 6500 万羽，食品加工能力达到 9 万吨/年，2024 年盈利超 1.7 亿，主要来源于食品	2.5
2024 年 12 月	圣农发展 太阳谷（前身嘉吉中国白鸡项目）54% 的股权		11.3

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司从种源到屠宰端的全封闭生产模式在行业内具备较强稀缺性，其食品安全可追溯、供应量可控性强等特点使公司鸡肉溢价优势稳固，2024 年公司鸡肉产品相对行业溢价 489 元/吨。白羽鸡行业屠宰端集中度高，2023 年 1 亿羽以上屠宰企业市占率已达 60%，但是公司这样从种源到屠宰端完全自主可控的企业仍非常稀缺，2023 年 1 亿羽以上自

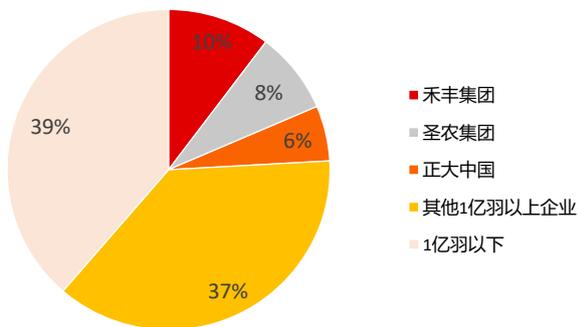
养+屠宰的企业市占率不足 20%，公司市占率约 8%。公司从种源到屠宰端的全封闭生产模式让公司能够绑定下游优质餐饮大客户，并使其对公司鸡肉产品支付溢价，原因主要包括（1）全产业链一体化养殖可追溯性强，能够最大程度控制生产中的食品安全风险，也能更好满足动物福利等品牌要求；（2）公司种源自给，在养殖量的控制上完全自主，不受引种和苗价波动的影响，对市场需求的反应力强，不容易出现断供情况；（3）公司食品研发能力强，能够通过市场洞察、趋势分析和新品研发促成与食品大客户的交易，因此公司前五大客户销售收入持续增长，剔除内销圣农食品的部分，公司前五大客户销售收入 2021-2024 年 CAGR 将近 10%，前五大客户销售收入占比公司总收入稳定在 30%-40%的水平，历史上看，公司鸡肉产品相对行业溢价明显，2021-2024 年平均相对行业溢价 470 元/吨，2024 年溢价 489 元/吨。

图 23：公司鸡肉产品相对行业溢价明显，2021-2024 年平均溢价 470 元/吨



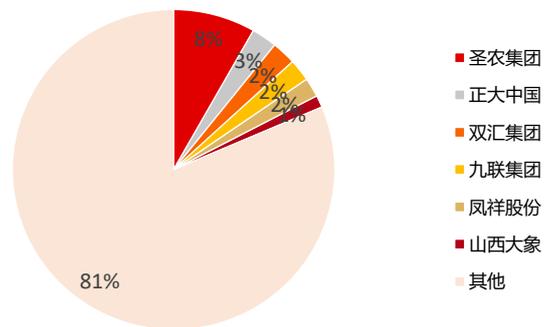
资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 24：2023 年全国 1 亿羽以上白羽鸡屠宰企业市占率约 60%



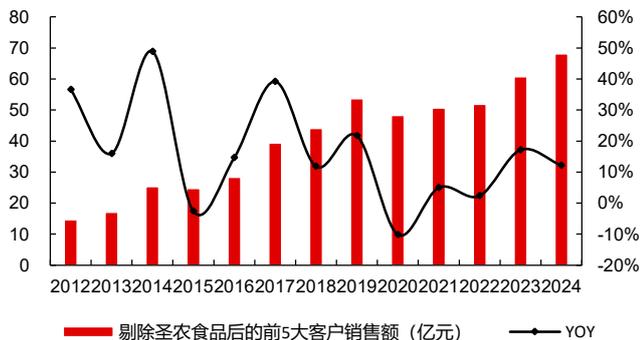
资料来源：中国畜牧业协会，长江证券研究所

图 25：2023 年全国 1 亿羽以上白羽鸡自养屠宰企业市占率不足 20%



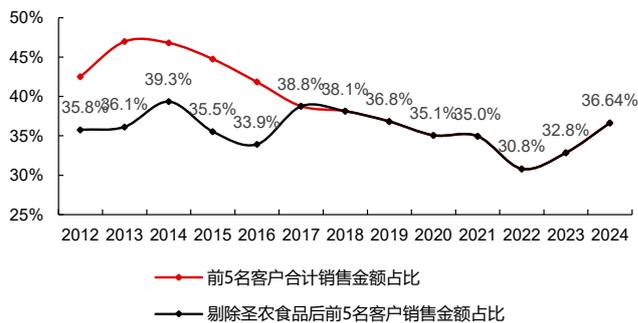
资料来源：中国畜牧业协会，长江证券研究所

图 26：公司前五大客户销售收入 2021-2024 年 CAGR 将近 10%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：公司前五大客户销售收入占比公司总收入 30%-40%的水平



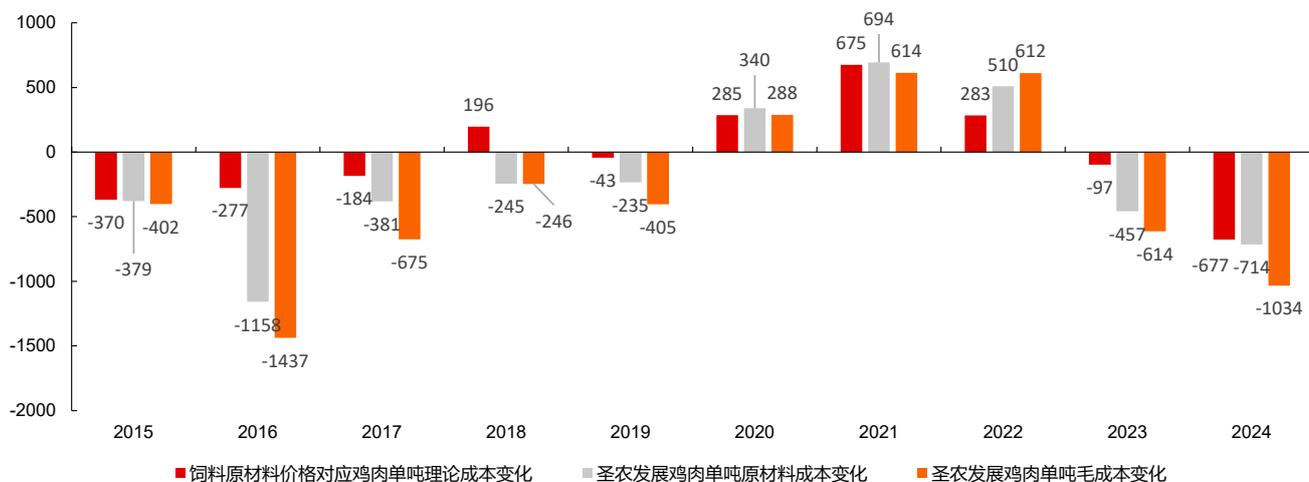
资料来源：公司公告，长江证券研究所

精细化管理持续推进，降本增效显著

生产端的精细化与数字化管理助力公司从养殖环境、饲喂效率、运营周转方面持续精进成本，长期来看，剔除原材料波动后公司成本依旧显著下降，逐渐取得了相对行业的鸡肉成本优势。公司结合自身全产业链封闭养殖模式，搭建了体系化的闭环管理，通过数字化技术持续降低生产成本，2023 年 3 月，圣农集团启动“SAP+MTC 智慧农场”试点，以光泽基地为起点，打造全产业链数字化管理模板。项目依托 SAP S/4HANA 系统，整合财务、采购、生产、销售等核心模块，并联动饲料配方管理、智慧农场监控等 18 个外围系统，实现种源培育、饲料供应、畜禽养殖到食品加工的全链条数据贯通，从种鸡的抗病品系选育，到养殖过程中的环境控制、动态饲喂、智能排产，有效降低生产中的能耗与损耗，取得了实际的降本增效。

经测算，剔除饲料原材料价格波动对养殖成本的理论影响后，公司鸡肉仍长期取得了显著的降本成果，当前公司鸡肉单吨成本中原材料成本已多年领先仙坛股份，其他细分成本也逐渐降至与仙坛持平。由于鸡肉生产毛成本中饲料占比 60%-70%，为了剔除饲料原材料价格波动的影响，我们假设禽料中玉米用量占比 60%、豆粕用量占比 20%，全程料肉比 1.4，并对比公司每年的单吨鸡肉毛成本变化，例如 2024 年饲料原材料玉米豆粕价格大幅下降，理论上可以通过降低饲料生产成本降低 677 元的单吨成本，而公司单吨毛成本相对 2023 年下降 1034 元，其中单吨原材料成本相对 2023 年下降 714 元，均高于原材料价格变化下的利润成本降幅，鸡肉单吨原材料成本的超额下降体现了公司种源效率优化、动态饲喂等的降本作用，总成本的超额下降则体现了公司数字化管理、生产流程效率优化的降本作用。对比来看，公司鸡肉的单吨原材料成本 2018 年后持续低于仙坛，剔除原材料以外，公司鸡肉单吨成本也逐渐降至仙坛之下。

图 28: 剔除饲料原材料波动对饲料成本的影响后, 公司鸡肉不断取得了降本成果 (元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 3: 圣农发展 2014-2024 年鸡肉单吨毛成本构成 (元/吨)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
原材料	6875	6496	5338	4957	4712	4477	4817	5512	6021	5564	4850
人工	935	947	872	793	817	821	821	761	763	729	636
折旧	794	793	750	671	690	673	658	613	657	649	566
电费	318	312	290	247	247	235	230	208	226	203	177
包装	224	204	185	219	203	169	169	172	159	129	112
其他	1177	1168	1047	921	893	782	751	794	845	784	683

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

表 4: 仙坛股份 2014-2024 年鸡肉单吨毛成本构成 (元/吨)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
原材料	5882	5107	4708	4825	4729	4924	5653	6438	6903	7200	6197
人工	642	637	716	711	664	767	807	859	818	836	894
折旧	65	70	196	227	224	224	254	253	227	236	246
电费	213	218	151	184	159	157	184	192	208	200	218
其他	1250	1236	1246	1220	1450	1645	1654	1248	1116	1131	1106

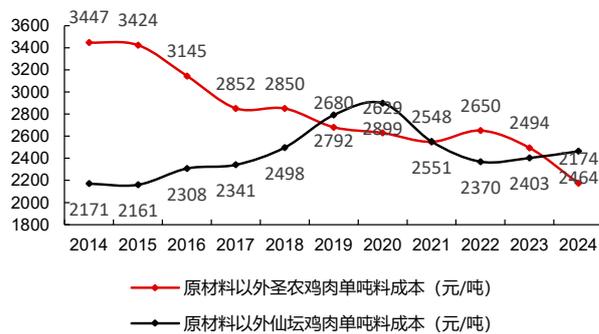
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 29：公司鸡肉的单吨原材料成本 2018 年后持续低于仙坛



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：剔除原材料以外，公司鸡肉单吨成本逐渐降至仙坛之下



资料来源：公司公告，长江证券研究所

自给种源持续迭代，降本同时中长期有望增厚利润

公司育种历史悠久，拥有行业最庞大的自养种群规模，自研种鸡性能持续迭代优化。公司早在 2011 年就开始了白羽肉鸡育种相关的准备工作。在“圣泽 901”的培育过程中，公司先后与东北农大、哈兽研等高校与科研机构签订合作协议。育种工作始终由实力公司、顶尖高校和研究单位等多方牵头，来自不同领域的高精尖人才分工合作，紧密配合，达成产学研的紧密协作。2019 年，公司研发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”，并于 2021 年底获得农业农村部审定认证，取得对外销售资格，成为全球白羽肉鸡育种竞技场上的有力竞争者。

图 31：公司白羽鸡育种历史悠久，产学研协作解决种源难题

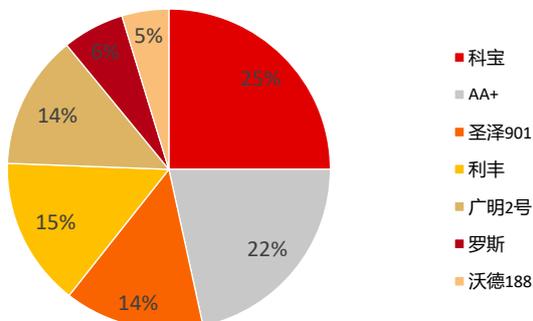


资料来源：圣泽 901 微信公众号，长江证券研究所

当前自研种鸡品种圣泽 901+全阶段养殖成本不逊色于国外安伟捷系列种鸡。2019 年公司开始在内部用圣泽 901 替代进口种鸡，目前已经实现进口品种的完全国产替代。公司持续推进遗传改良工作，每年投入 1 亿元以上用于育种研究，不断优化“圣泽 901”配套系综合性能。2024 年公司育种攻关取得新突破，利用基因组测定和表型数据相结合的模式，进行精准选育，推进遗传改良，进一步优化“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。中美贸易不确定性加强白羽鸡对美引种难度，公司自研种鸡圣泽系列或受益于海外引种份额缩减。2024 年年底以来，对美白羽鸡种鸡引种中断，对应全年祖代鸡 20%以上的更新量，利好公司圣泽 901 自

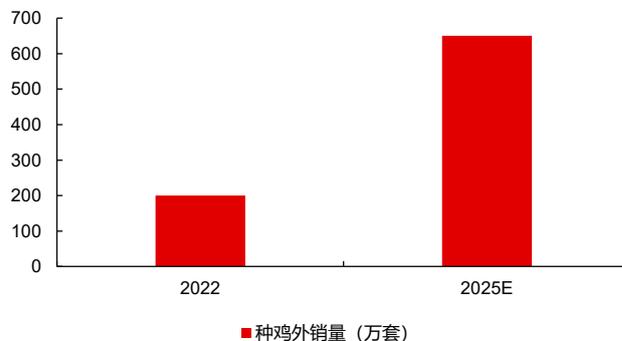
研种鸡外销量提升，2024 年公司祖代更新量占比全国 15%，2025 年公司外销父母代种鸡目标 650 万套以上。

图 32：2024 年中国白羽鸡祖代鸡更新结构



资料来源：博亚和讯，长江证券研究所

图 33：2025 年公司外销父母代种鸡目标 650 万套以上



资料来源：圣泽 901 公众号，长江证券研究所

表 5：种鸡生产指标对比

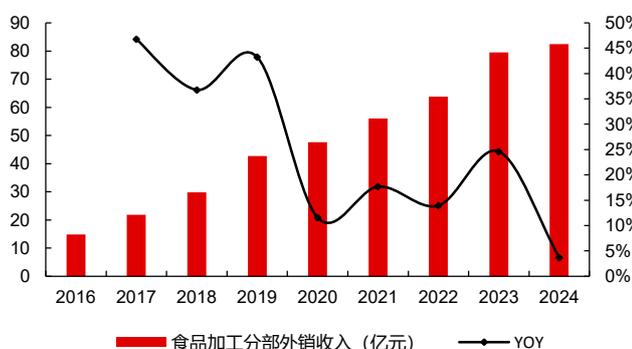
项目	圣泽 901	广明 2 号	沃德 188	AA+ 肉鸡	科宝肉鸡
父母代					
高峰产蛋率%	85	84	86.8	87	86
65 周产蛋数	180-190	187	182	185	183.4
65 周入舍母鸡累计产合格蛋数	180	187	182	178	177
产苗数	150-160	155	146	159	150
商品代					
料肉比	1.45-1.65	1.44-1.6	1.45-1.6	1.49-1.55	1.49-1.65
42 日混养出栏重/克	3125	2650-3050	3112	2793	3278
饲料转化效率	1.55	1.6-1.65	1.55	1.7	1.55
存活率	95.5-96.5	94-95.5	97	98	97.1
出栏日龄	39-42	39-41	39-42	39-41	39-42
出栏体重/克	2450-2600	2380-2550	2550-3000	2440-2600	2260-2570

资料来源：圣泽 901 微信公众号，安伟捷，科宝，长江证券研究所

深加工板块：B 端绑定优质客户共成长，C 端收入体量持续高增

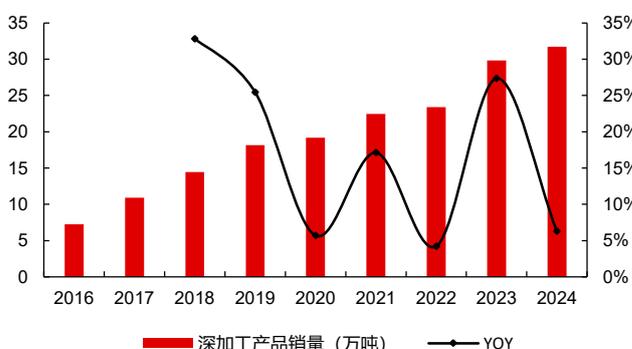
B、C 端双轮驱动下，公司深加工作业体量持续增长。2003 年，圣农实业成立专门从事调理品加工业务的圣农食品，同年食品一厂建成投产，主要进行国内市场开发；2007 年，圣农食品取得对南非、韩国的热加工食品出口证，开始进入国际市场；2017 年，圣农食品 100% 股权被圣农发展收购，圣农发展产业链与产品线也正式从养殖、屠宰加工延伸至调理品深加工领域。2016~2024 年，圣农肉制品销量从 7.3 万吨增长至 31.7 万吨、年复合增长率约 20%。同时，圣农持续落实“品牌化、鲜品化、熟食化”的发展战略，推动调理品深加工业务不断发展。截至 2024 年报，圣农深加工产品销量 31.7 万吨，同比+6%，食品加工收入 82 亿元，同比+4%，已建及在建食品深加工产能超过 50 万吨，覆盖中式调理包、冷冻调理线、油炸、炭烤、烟熏、灌肠等多种工艺。

图 34：圣农发展食品加工分布外销收入情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 35：圣农发展的食品加工产品产销量（万吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 6：圣农发展的食品加工产品产销量（万吨）

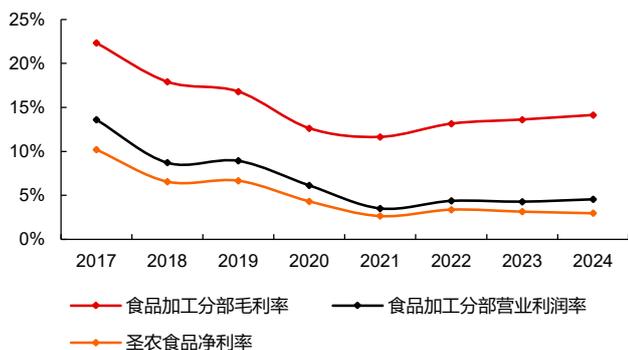
工厂	投产时间	设计产能 (万吨)	产品种类
圣农食品一厂	2003	-	热加工禽肉
圣农食品二厂	2010	3.0	成型油炸/灌肠/裹粉/丸子/调理产品，以及水晶包/挞皮等
圣农食品三厂	2013	3.6	油炸/蒸烤/炭烤类产品
圣农食品四厂	2013	3.6	油炸/蒸烤/炭烤/裹粉/调理品/调理包类产品
圣农食品五厂	2015	3.1	灌肠类产品
圣农食品六厂	2017	4.8	油炸类、蒸烤类、裹粉油炸类
圣农食品七厂	2020	7.9	蒸煮/油炸类、中式调理包方便食品、裹粉油炸食品
圣农食品八厂	2021		油炸/蒸煮/蒸烤等全熟类产品
圣农食品九厂	2022	4.8	成型油炸类、裹粉油炸类、冷冻调理类、成型肉饼类产品
圣农食品十厂	2024	6.0	牛羊肉加工项目

资料来源：公司公告，公司官网，长江证券研究所

当前公司深加工板块 B 端业务利润水平较为稳定，C 端业务仍处市场拓展期，后续利润释放可期。2016-2024 年，公司食品加工板块外销收入从 15 亿元提升至 82 亿元，CAGR 达 24%，但公司深加工板块盈利水平有所下滑，2024 年公司食品加工分布营业利润率 4.6%，圣农食品子公司净利率 3.0%，公司 2021 年后食品加工分布营业利润率、圣农

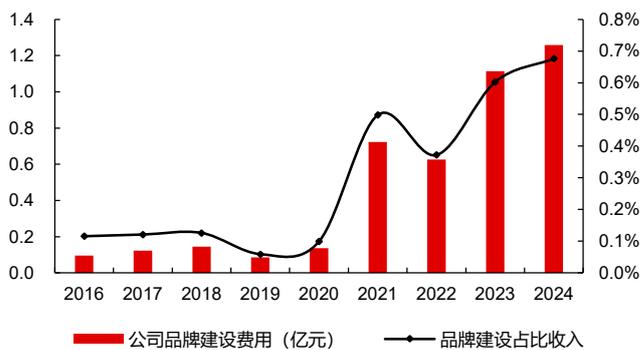
食品子公司净利率均低于 2017-2020 年水平主要系：(1) C 端业务收入体量快速增加，且需要投入较多品牌建设费用，2024 年达 1.26 亿元，2020 年及以前仅不足 2 千万；(2) 牛肉贸易亏损对整体利润有所拖累，但预计随着食品十厂于 2024 年内竣工投产，为公司新增食品深加工年产能约 6 万吨，有望推动牛肉贸易更多向深加工环节转化，带动牛肉业务扭亏。

图 36：2017-2024 年公司食品板块盈利情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 37：2021 年后公司 C 端品牌建设投入增长较多



资料来源：公司公告，长江证券研究所

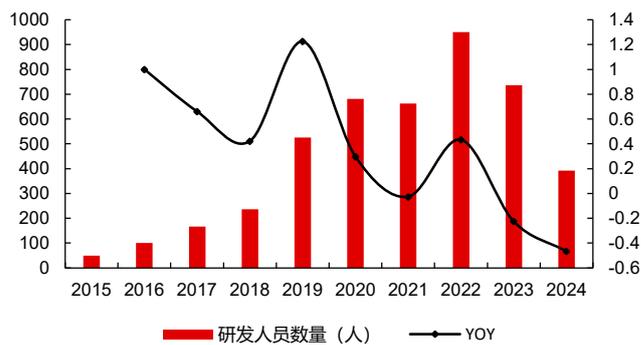
产品：圣农食品端研发实力强，从 B 端餐饮消费趋势、C 端消费者场景出发，建立了丰富的即烹和即配产品矩阵。公司食品端研发积淀深厚先后在福州、上海、光泽成立了三大研发中心，为不同的销售渠道匹配不同的研发团队，实现高效开发，研发投入近年来维持在 1 亿元以上。公司与 B 端客户合作历史悠久，积累了丰富的、经历过 B 端客户市场检验的成熟产品库，并不断扩容，在深入分析各类零售场景下的用户画像后，围绕消费者多元化、个性化需求，打造了契合场景特征的产品组合，实现产品对多消费场景的全面覆盖。

图 38：公司研发投入近年来维持在 1 亿元以上



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：2015-2024 年公司研发人员数量



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：公司积累了丰富的、经历过市场检验的成熟产品库



资料来源：公司公告，长江证券研究所

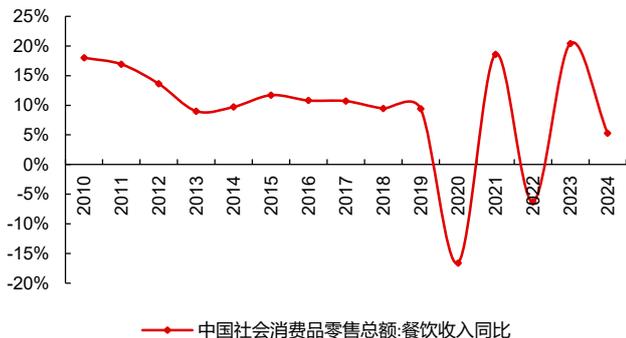
图 41：公司从 B 端、C 端客户需求出发建立了丰富的即烹和即配产品矩阵



资料来源：长江证券研究所

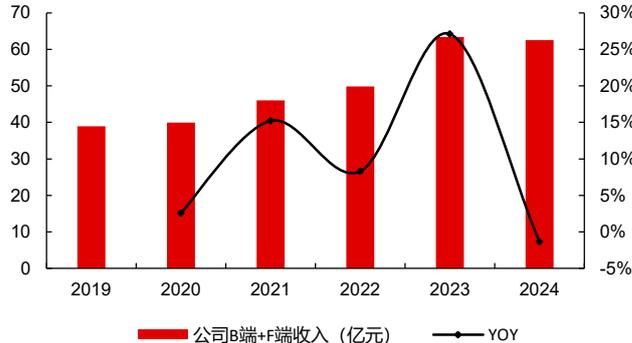
B 端渠道：西式重客合作稳固，持续挖掘餐饮结构性增量。2024 年中国社零餐饮同比增长 5.3%，餐饮终端客单价出现一定程度的下滑，公司 B+F 端收入环比较为稳定。**西式重客（百胜中国、麦当劳）**方面，虽然肯德基、麦当劳 2024 年开店速度较快，同比增长 15%左右，但客单价有一定压力，公司 2024 年重客端收入持平微增，我们认为，对于百胜中国、麦当劳等连锁餐饮企业，其供应商往往需要通过长期的合作建立起战略合作关系，新进企业从取得客户信任、资质审核到正式供应所需周期长、难度大。圣农食品凭借全产业链、稳定供应、高品质优势较早与肯德基、麦当劳形成了稳定合作关系，当前在其供应链体系内的占有率较为稳固，后续跟随肯德基、麦当劳开店规划，重客收入有望稳健增长。此外，公司持续发掘腰部及长尾客户，进一步扩大市场份额，在当前餐饮客单价下行背景下，餐饮企业有通过白羽鸡替代高价蛋白的菜单调整需求，公司产品上从深耕的西式餐饮渠道逐步向中式餐饮渠道渗透，以丰富的餐饮服务经验、强大的食品研发能力及规模化供应能力，重新定义白羽鸡在中餐行业运用的大单品标准，打开了白羽肉鸡在国内中餐行业的广阔市场，当前收入占比有限，中长期有望带动公司 B 端收入增长。

图 42: 2024 年中国社零餐饮收入同比增长 5.3%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 43: 2024 年公司 B+F 端收入环比较为稳定



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 44: 公司 2024 年重客端收入持平微增 (亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 45: 肯德基、麦当劳 2024 年门店数同比增长 15% 左右 (家)



资料来源: 百胜中国, 麦当劳, 长江证券研究所

表 7: 餐饮客单价水平承压, 肯德基、麦当劳 2024 年客单价水平有所下降 (元/人/次)

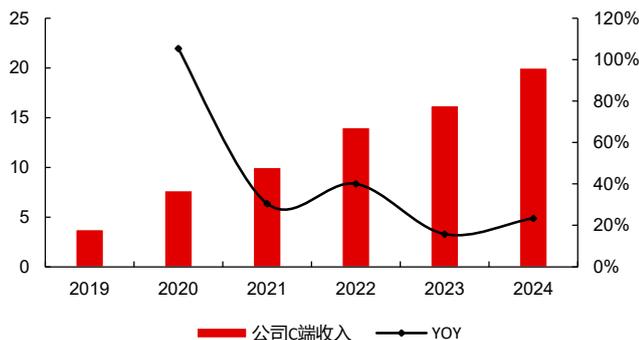
品类	品牌	2022-05	2023-02	2024-04	2024-10	2025-03
西式快餐	肯德基	35	36	34	34	31
	麦当劳	27	29	28	28	28
	德克士	31	31	29	29	28
	汉堡王	30	31	30	30	28
	塔可贝尔	39	37	34	33	32
	达美乐	58	59	58	58	58
中式快餐炒	必胜客	78	77	69	68	58
	老乡鸡	25	25	25	25	24
	乡村基	20	21	22	22	21
菜类	真功夫	27	27	27	27	26
	大米先生	21	23	22	23	23
正餐	太二酸菜鱼	92	89	79	78	76
	全聚德	128	132	131	132	118
	九毛九西北菜	64	64	61	58	56
	上海小南国	206	225	223	195	155

新荣记	827	838	860	859	801
新白鹿餐厅	66	70	74	72	69
西贝莜面村	99	100	99	96	87

资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

C 端渠道：公司 C 端收入持续高速增长，近三年收入 CAGR 达 20%，2024 年收入突破 20 亿元。线上方面，公司传统电商领域话语权持续提升，2021-2023 年，公司陆续打造了脆皮炸鸡、嘟嘟翅、霸气手枪腿、香煎鸡胸肉 4 个亿元级大单品，公司天猫双十一生鲜类排名 2024 年有所提升。**线下方面**，公司紧抓零售行业结构性变化机遇，全面覆盖会员店、零食店、内容电商等高增长渠道，加大渠道渗透率。在产品策略上深入分析各类零售场景下的用户画像，围绕消费者多元化、个性化需求，打造契合场景特征的产品组合，实现产品对多消费场景的全面覆盖，提升消费者触达率与转化率。实现零售端线上线下双轮驱动，推动 C 端业务持续增长，2024 年公司 C 端业务收入同比增长 23.4%，收入突破 20 亿元。我们认为，公司前期打造 C 端品牌影响力，费用端投放较多，盈利能力较弱，目前品牌露出度已逐步体现，预计 C 端利润率有望逐步提升。

图 46：公司 C 端业务持续增长，近三年收入 CAGR 达 20%（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 47：公司 2021 年 4 月至今打造 4 个过亿大单品



资料来源：圣农集团公众号，长江证券研究所

表 8：公司天猫双十一生鲜类排名 2024 年有所提升

	生鲜店铺销售榜		水产肉禽蛋销售榜	
	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年
1	悦鲜活旗舰店	悦鲜活旗舰店	久年旗舰店	圣农旗舰店
2	久年旗舰店	圣农旗舰店	官栈旗舰店	官栈官方旗舰店
3	官栈旗舰店	大希地旗舰店	圣农旗舰店	久年旗舰店
4	圣农旗舰店	褚橙官方旗舰店	官参堂旗舰店	大希地旗舰店
5	数乡宝藏旗舰店	官栈官方旗舰店	晓芹旗舰店	官参堂旗舰店
6	东方甄选旗舰店	每日鲜语旗舰店	大希地旗舰店	晓芹旗舰店
7	官参堂旗舰店	久年旗舰店	棒棰岛旗舰店	横中蟹王旗舰店
8	大希地旗舰店	尚巧厨旗舰店	黄天鹅旗舰店	黄天鹅旗舰店
9	褚橙官方旗舰店	官参堂旗舰店	潮庭旗舰店	棒棰岛旗舰店
10	晓芹旗舰店	黄天鹅旗舰店	东方甄选旗舰店	御牛满地旗舰店

资料来源：天猫，长江证券研究所

风险提示

- 1、鸡肉价格波动风险。公司盈利水平与白羽肉鸡鸡产品价格高度相关，鸡价受到海外引种量、行业种鸡性能、行业换羽生产行为、终端餐饮景气度等因素影响较大。
- 2、饲料原材料价格波动风险。公司鸡产品中饲料原材料为最主要的成本项目，饲料原材料如玉米、豆粕价格波动会引发公司成本端变化。
- 3、禽流感疫病风险。当人感染禽流感高发、尤其致死率高企时，消费者往往会选择不食用鸡肉，从而在短期内对鸡肉需求形成明显冲击。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时,我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司鸡肉深加工比例提升、外销种鸡量增长，公司收入有望实现内生增长，种源端持续迭代也有望降低公司生产成本。预计公司 2025、2026 年营收 209 亿元、227 亿元，增速 12.32%、8.67%；归母净利润 10.86 亿元、20.93 亿元，增速 49.94%、92.72%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于饲料原料成本上升，或者终端消费表现及鸡肉、鸡产品价格不及预期。极端悲观假设下，公司未来收入/业绩可能增长有限，假设极端悲观情况下，2025、2026 年毛利率分别降低至 8.98%、9.44%则对应测算归母净利润增速分别为 11.61%、27.26%。

表 9：公司收入和利润的敏感性分析（亿元）

	基准情形			悲观情形		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入	185.9	208.7	226.8	185.9	206.5	212.0
——YOY	0.53%	12.32%	8.67%	0.53%	11.13%	2.65%
毛利率	11.12%	10.39%	14.21%	11.12%	8.98%	9.44%
归母净利润	7.24	10.86	20.93	7.24	8.08	10.29
——YOY	9.03%	49.94%	92.72%	9.03%	11.61%	27.26%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。