

圣农发展(002299)深度研究报告

# 肉鸡产能稳步扩张,食品业务渠道产品双突破

**强推(维持)**

目标价: 35.2 元

当前价: 26.96 元

- ❖ **公司是白羽肉鸡全产业链龙头。**公司拥有全球最完整的白羽肉鸡全产业链,公司也是国内规模最大的白羽肉鸡食品企业。公司主营业务是肉鸡饲养及初加工、鸡肉产品深加工,主要产品是分割的冰鲜、冷冻鸡肉及深加工肉制品。2006-2019年,公司营业收入从5.8亿元增长至145.6亿元,年复合增长率28.2%,鸡肉销量从6.8万吨增长至88.5万吨,年复合增长率21.8%,圣农食品销量从2015年5.8万吨上升至2019年18.1万吨,年复合增长率高达32.8%。
- ❖ **肉类供给缺口大,白羽肉鸡价格或维持高位。**2019年、2020Q1我国父母代雏鸡销量同比分别增长17.5%、34.8%,目前我国在产、后备祖代种鸡存栏量均处于2017年以来同期高位,在产、后备父母代存栏均处于2017年以来同期偏高水平,根据白羽肉鸡产业自身供给周期,价格应处于下降通道。然而,据我们推算,在2019年肉类供应大幅下降的基础上,2020年我国肉类供应(不含进口)同比降幅或达822万吨,肉类供应(含进口)同比降幅或达535万吨,2020年我国肉类供应缺口巨大,白羽肉鸡价格或维持相对高位。
- ❖ **公司种源培养获历史性突破,肉鸡养殖屠宰产能稳步扩张。**公司是全国最大的白羽肉鸡生产企业,纵向一体化经营,为食品品质和食品安全实施源头控制奠定基础,公司鸡肉销售价格长期高于同业。2019年底公司成功筛选出性能优异的国内首个白羽肉鸡配套系——SZ901,实现了祖代鸡全部自给有余。2015年末公司肉鸡养殖屠宰产能已达到5亿羽,2019年公司完成欧圣农牧、欧圣实业的收购,与圣农集团等多方共同设立产业并购基金德成农牧,并完成对甘肃中盛农牧的收购,进一步推进产能扩张战略。
- ❖ **食品业务渠道、产品双突破,销量持续高增长或逐步熨平业绩周期波动。**圣农食品已在中高端鸡肉制品领域树立良好品牌形象:拥有百胜、麦当劳、德克士、棒约翰、汉堡王、豪客来、宜家等国内外餐饮巨头的优质客户群体;与日本火腿、FOODLINK、日本服务、伊藤火腿、住金物产、日本永旺企业、韩国乐天、韩国普光集团、LG集团等日、韩大型企业建立深度合作关系;供应链覆盖全家、7-11、罗森、CU、GS25等便利店;公司注重新兴渠道拓展,在产品进驻沃尔玛、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的同时,亦进驻全国、地方电商平台。圣农食品业务有望随着餐饮业、便利店、电商业务快速增长,以及在各渠道市占率不断提升,实现食品业务持续高增长。随着公司深加工业务不断扩大,业绩波动或逐步被熨平。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级**  
我们预计2020-2022年公司肉鸡屠宰量分别为5.3亿羽、5.6亿羽、6亿羽,肉制品销量分别为22.7万吨、28.3万吨、35.4万吨,实现销售收入163.8亿元、167.1亿元、173.3亿元,实现归母净利润43.8亿元、33.9亿元、23.7亿元(原值为44.3亿元、33.4元、23.3亿元),对应EPS3.52元、2.72元、1.90元(原值为3.56元、2.69元、1.87元)。公司全力做大食品业务,估值有望逐渐向食品公司靠拢,综合参考可比公司估值和公司历史估值水平,给予公司2020年10倍PE,上调目标价至35.2元,维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 禽流感,鸡价大幅下跌,食品安全问题。

## 主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	14,558	16,378	16,713	17,330
同比增速(%)	26.1%	12.5%	2.0%	3.7%
归母净利润(百万)	4,092	4,376	3,389	2,367
同比增速(%)	171.8%	6.9%	-22.5%	-30.2%
每股盈利(元)	3.29	3.52	2.72	1.90
市盈率(倍)	8	8	10	14
市净率(倍)	3	3	2	2

资料来源:公司公告,华创证券预测

注:股价为2020年06月03日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师: 王莺

电话: 021-20572510

邮箱: wangying@hcyjs.com

执业编号: S0360515100002

## 公司基本数据

总股本(万股)	124,430
已上市流通股(万股)	109,606
总市值(亿元)	335.46
流通市值(亿元)	295.5
资产负债率(%)	39.0
每股净资产(元)	7.6
12个月内最高/最低价	29.25/16.97

## 市场表现对比图(近12个月)



## 相关研究报告

《圣农发展(002299)2018年三季报点评:三季报符合预期,静待四季度鸡肉价格上调》

2018-10-25

《圣农发展(002299)跟踪快报:屠宰产能稳步攀升,有望充分受益鸡价大涨》

2019-05-15

《圣农发展(002299)2020年一季报点评:种源供给束缚已消,全产业链+内部管控推升盈利能力》

2020-04-24

## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告从整个肉类供应角度出发，对 2020 年肉类缺口进行测算，并对 2020 年白羽肉鸡价格做出基本判断。全文除详尽阐述了公司原有肉鸡业务的竞争力、种源突破及规模扩张进度之外，还对圣农食品的销售渠道、客户群体、以及发展前景做出展望，提出公司业绩波动将被逐步熨平的观点。

### 投资逻辑

公司是全国最大的白羽肉鸡生产企业，纵向一体化经营，为食品品质和食品安全实施源头控制奠定基础，公司鸡肉销售价格长期高于同业。2019 年底公司成功筛选出性能优异的国内首个白羽肉鸡配套系——SZ901，实现了祖代鸡全部自给有余。2015 年末公司肉鸡养殖屠宰产能已达到 5 亿羽，2019 年公司完成欧圣农牧、欧圣实业的收购，与圣农集团等多方共同设立产业并购基金德成农牧，并完成对甘肃中盛农牧的收购，进一步推进产能扩张战略。

圣农食品已在中高端鸡肉制品领域树立良好品牌形象：拥有百胜、麦当劳、德克士、棒约翰、汉堡王、豪客来、宜家等国内外餐饮巨头的优质客户群体；与日本火腿、FOODLINK、日本服务、伊藤火腿、住金物产、日本永旺企业、韩国乐天、韩国普光集团、LG 集团等日、韩大型企业建立深度合作关系；供应链覆盖全家、7-11、罗森、CU、GS25 等便利店；公司注重新兴渠道拓展，在产品进驻沃尔玛、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的同时，亦进驻全国、地方电商平台。圣农食品业务有望随着餐饮业、便利店稳步成长，电商业务高速增长，以及在各个渠道市占率的不断提升，实现肉制品业务持续高增长。随着公司深加工业务的不断扩大，业绩周期波动或逐步被熨平。

### 关键假设、估值与盈利预测

我们预计 2020-2022 年公司肉鸡屠宰量分别为 5.3 亿羽、5.6 亿羽、6 亿羽，肉制品销量分别为 22.7 万吨、28.3 万吨、35.4 万吨，实现销售收入 163.8 亿元、167.1 亿元、173.3 亿元，同实现归母净利润 43.8 亿元、33.9 亿元、23.7 亿元（原值为 44.3 亿元、33.4 元、23.3 亿元），对应 EPS3.52 元、2.72 元、1.90 元（原值为 3.56 亿元、2.69 亿元、1.87 亿元）。

我们选取肉鸡产业链 5 家上市公司：益生股份、民和股份、仙坛股份、湘佳股份、立华股份作为可比公司，2020-2022 年，5 家可比公司算术平均 PE 分别为 14.7 倍、14.5 倍、16.8 倍。其中，湘佳股份自 2007 年开始探索冰鲜禽肉营销模式，2019 年冰鲜禽肉产品收入占公司总收入比重已达到 63%，估值也在 5 家肉鸡公司中居于高位，2020-2022 年预期 PE 分别为 42.2 倍、33.7 倍、27.1 倍。圣农发展全力做大食品业务，估值有望逐渐向食品公司靠拢，综合参考可比公司估值和公司历史估值水平，给予公司 2020 年 10 倍 PE，上调目标价至 35.2 元，维持“强推”评级。

# 目录

一、白羽肉鸡全产业链龙头.....	6
（一）公司拥有全球最完整的白羽肉鸡全产业链.....	6
（二）实控人持股 50%，战投 KKR 持股 7%.....	6
二、肉类供给缺口大，白羽肉鸡价格或维持高位.....	7
（一）白羽肉鸡产业周期性强，扩繁系数高.....	7
（二）白羽肉鸡产能已回升，自身周期进入下行通道.....	8
1、2015-2018 年引种量维持低位，2019 年祖代更新量大增.....	8
2、2020 年祖代更新量存变数.....	8
3、祖代、父母代存栏均处 2017 年以来高位.....	9
4、我国父母代鸡苗销量快速增长.....	10
（三）猪鸡替代需求强，2020 年白羽肉鸡价格或维持相对高位.....	10
1、2020 年猪肉产量或同比下降 30%.....	10
2、肉类供给缺口巨大，2020 年白羽鸡价格或维持相对高位.....	11
三、一体化经营获客户青睐，深耕食品业务提升盈利能力.....	12
（一）公司长远规划：围绕三大战略，争做全球标杆白羽肉鸡食品企业.....	12
（二）鸡肉业务：种源培养获历史性突破，肉鸡养殖屠宰产能稳步扩张.....	13
1、2006-2019 年公司肉鸡屠宰量年复合增长率 22%.....	13
2、全国最大白羽鸡生产企业，出栏占全国比重 10%.....	13
3、一体化经营获优质客户青睐，鸡肉销售价格长期高于同业.....	14
4、种源培养获历史性突破，公司祖代鸡全部自给有余.....	15
5、肉鸡养殖屠宰产能稳步扩张.....	16
（三）食品业务渠道、产品双突破，销量持续高增长逐步熨平业绩周期波动.....	17
1、圣农食品 2003 年成立，2017 年注入上市公司.....	17
2、建成+在建产能逾 35 万吨，品类齐全、产品丰富.....	17
3、全渠道布局，树立中高端品牌形象.....	19
4、15-19 年销量年复合增长率 33%，渠道、产品双双突破.....	19
5、提升各渠道市占率，实现肉制品持续高增长.....	20
6、深加工业务占比持续提升，业绩周期波动料将逐步被熨平.....	22
（四）员工激励机制完善，4.0 项目取得实质进展.....	23
四、盈利预测、估值及投资评级.....	24
五、风险提示.....	25

# 图表目录

图表 1	公司产业链.....	6
图表 2	公司主营收入、净利润走势图.....	6
图表 3	公司鸡肉、食品销量走势图.....	6
图表 4	公司股权结构.....	7
图表 5	肉鸡养殖周期.....	7
图表 6	祖代肉种鸡引种量走势图.....	8
图表 7	2016-2020 年祖代肉鸡月度更新表.....	8
图表 8	全国在产祖代种鸡存栏量走势图（周数据）.....	9
图表 9	全国后备祖代种鸡存栏量走势图（周数据）.....	9
图表 10	全国部分在产父母代存栏量走势图（周数据）.....	9
图表 11	全国部分后备父母代存栏量走势图（周数据）.....	9
图表 12	2016-2020 年 3 月全国父母代雏鸡产销量，万套.....	10
图表 13	2013-2020 年 3 月全国祖代效益.....	10
图表 14	2020 年全国生猪出栏量测算表.....	10
图表 15	2020 年我国禽类出栏量测算表.....	11
图表 16	2020 年我国肉类供应预测表，万吨.....	12
图表 17	公司重要发展历程.....	12
图表 18	肉鸡出栏量走势图.....	13
图表 19	肉鸡收入及毛利率走势图.....	13
图表 20	公司肉鸡出栏量全国占比.....	13
图表 21	鸡肉价格行业对照图.....	14
图表 22	主要客户及重要会议列表.....	14
图表 23	公司与仙坛股份鸡肉价格对照图.....	14
图表 24	公司与仙坛股份鸡肉主营成本对照图.....	14
图表 25	公司与仙坛股份鸡肉毛利对照图.....	15
图表 26	公司与仙坛主营成本对照表.....	15
图表 27	白羽肉鸡上市企业主要业务对照表.....	16
图表 28	公司鸡肉产能扩张列表.....	16
图表 29	圣农食品发展历程图.....	17
图表 30	安佰牧场系列.....	18
图表 31	生鲜食材.....	18
图表 32	方便菜系列.....	18

图表 33	4 度系列 .....	18
图表 34	休闲小食系 .....	18
图表 35	早餐肠系列 .....	18
图表 36	圣农食品主要销售渠道对照表 .....	19
图表 37	2015-2019 年公司肉制品销量走势图 .....	20
图表 38	2015-2019 年公司肉制品收入走势图 .....	20
图表 39	2010-2019 年全国餐饮业收入走势图 .....	20
图表 40	连锁餐饮企业营业额走势图，亿元 .....	20
图表 41	连锁企业门店总数对照表 .....	21
图表 42	主要电商移动 APP 活跃用户数 .....	21
图表 43	圣农食品收入占公司收入比重 .....	22
图表 44	圣农食品净利与公司净利对照图 .....	22
图表 45	圣农食品与鸡肉吨价对照图，万元/吨 .....	22
图表 46	圣农食品与鸡肉吨成本对照图，万元/吨 .....	22
图表 47	圣农食品与鸡肉吨毛利对照图，元/吨 .....	23
图表 48	圣农食品吨净利走势图 .....	23
图表 49	公司单位主营成本走势图，万元/吨 .....	23
图表 50	公司管理费用及占比走势图 .....	23
图表 51	公司主要业务预测表 .....	24
图表 52	可比公司估值表 .....	25



## 一、白羽肉鸡全产业链龙头

### （一）公司拥有全球最完整的白羽肉鸡全产业链

公司拥有全球最完整的白羽肉鸡全产业链，涵盖饲料加工、原种培育、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、屠宰加工与销售、熟食加工与销售等多个环节，同时公司也是国内规模最大的白羽肉鸡食品企业。公司主营业务是肉鸡饲养及初加工、鸡肉产品深加工，主要产品是分割的冰鲜、冷冻鸡肉及深加工肉制品。

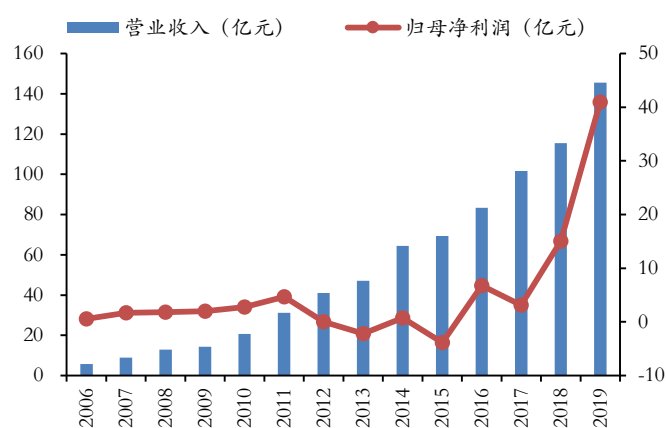
图表 1 公司产业链



资料来源：公司官网，华创证券

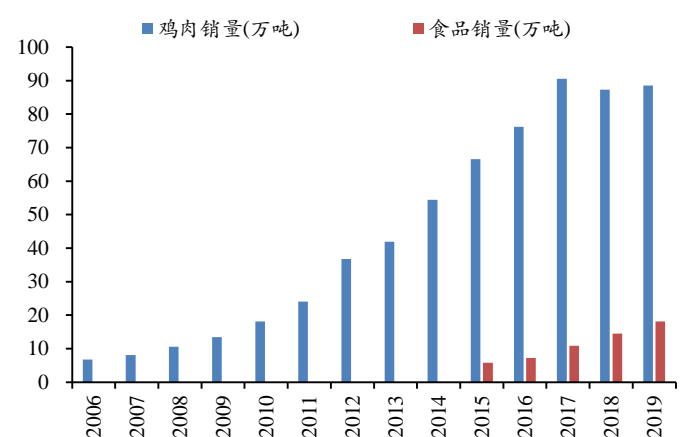
2006-2019 年，公司营业收入从 5.8 亿元增长至 145.6 亿元，年复合增长率 28.2%，归母净利润呈现周期性波动；鸡肉销量从 6.8 万吨增长至 88.5 万吨，年复合增长率 21.8%，圣农食品销量从 2015 年 5.8 万吨上升至 2019 年 18.1 万吨，年复合增长率高达 32.8%。

图表 2 公司主营收入、净利润走势图



资料来源：公司公告，华创证券

图表 3 公司鸡肉、食品销量走势图



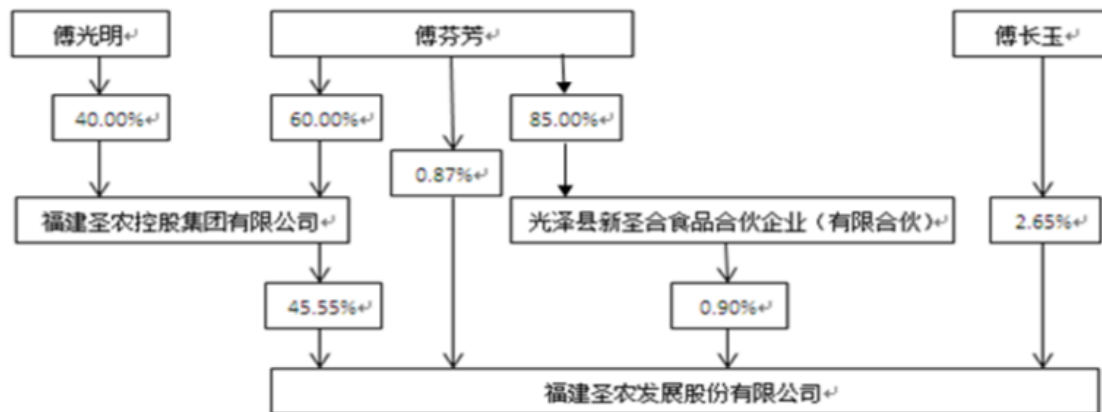
资料来源：公司公告，华创证券

### （二）实控人持股 50%，战投 KKR 持股 7%

福建圣农控股集团有限公司是公司控股股东，持有公司股权 45.37%，其中，傅芬芳、傅光明分别持有福建圣农控股 60%、40% 股权，分别间接持有公司 28.97%、18.22% 股权，此外，傅长玉持有公司 2.65% 股权。傅光明是公司创始

人&董事长；傅芬芳是傅光明女儿，担任总经理，傅长玉是傅光明妻子，因此，傅光明、傅长玉和傅芬芳三人是公司的实际控制人，共同持有公司 49.84% 股权。KKR 是公司第二大股东，截至目前持有公司 7.0581% 股权。

图表 4 公司股权结构



资料来源：公司公告，华创证券

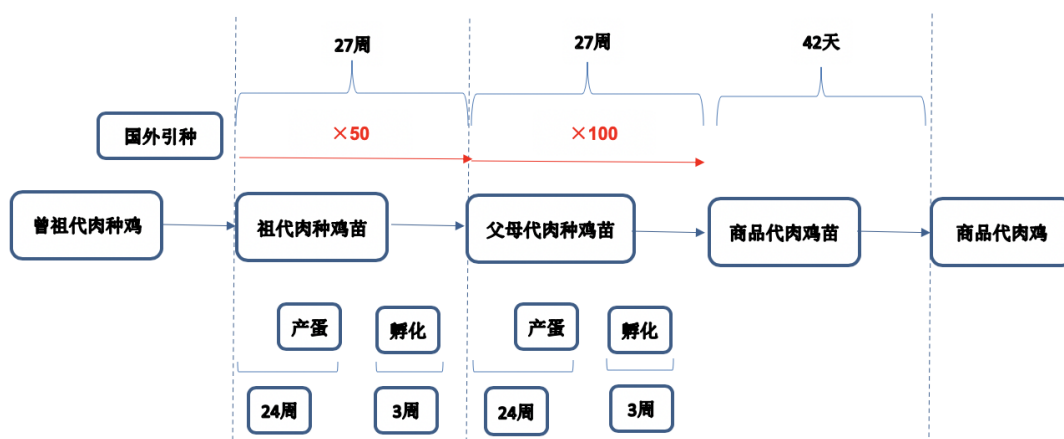
## 二、肉类供给缺口大，白羽肉鸡价格或维持高位

### （一）白羽肉鸡产业周期性强，扩繁系数高

白羽肉鸡生产具有很强的周期性。祖代鸡苗或父母代鸡苗经过 24 周进入产蛋期（25-66 周），从祖代鸡引种至商品代肉鸡出栏大约需要 14 个月。

白羽肉鸡生产扩繁系数高。1 套祖代肉种鸡可提供 50 套父母代肉种鸡，1 套父母代肉种鸡可提供 100-130 只商品代鸡苗，从祖代到商品代扩繁系数可高达 5000-6500 倍。

图表 5 肉鸡养殖周期



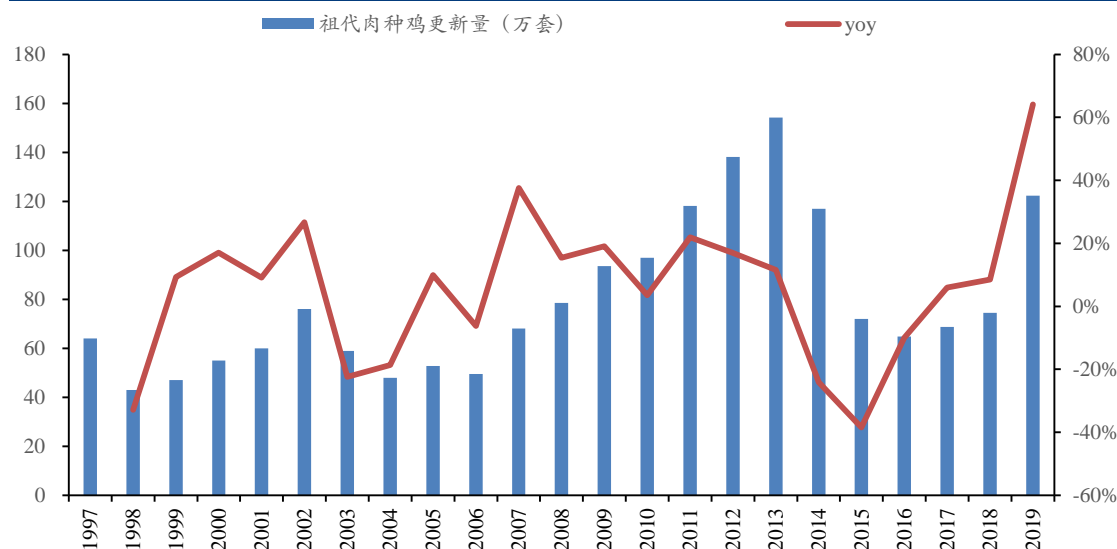
资料来源：中国禽业分会，华创证券整理

## （二）白羽肉鸡产能已回升，自身周期进入下行通道

### 1、2015-2018 年引种量维持低位，2019 年祖代更新量大增

白羽肉鸡行业供应量主要由祖代肉种鸡引种量决定。2013 年祖代肉种鸡引种量达到高点 154 万套，2014-2016 年连续三年下降，2015-2018 年引种量在 70 万套上下波动，2019 年引种量高达 122 万套，正常年份祖代需求量 100 万套。需要注意的是，圣农发展育种研发已处于中试阶段，一旦通过审定，将改变我国白羽肉鸡种源完全依赖进口的局面，目前圣农祖代鸡仅限于自用。

图表 6 祖代肉种鸡引种量走势图



资料来源：中国禽业分会，华创证券

### 2、2020 年祖代更新量存变数

2020 年 1-3 月，全国祖代鸡更新量分别为 1.5 万套、2.7 万套、5.3 万套，远低于 2019 年同期水平。今年一季度全国祖代鸡累计更新量 9.5 万套，同比大幅下降 62.6%；祖代鸡更新+强制换羽共计 14.06 万套，同比下降 47.4%；而新冠疫情爆发造成航空运受阻，2020 年祖代更新量存变数。

图表 7 2016-2020 年祖代肉鸡月度更新表

	单月					累计				
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
1 月	0	8.2	1.3	4	1.5	0	8.2	1.3	4	1.5
2 月	1.5	8.1	1	10.5	2.7	1.5	16.3	2.3	14.5	4.2
3 月	0.8	0	7.3	10.9	5.3	2.3	16.3	9.6	25.4	9.5
4 月	2	3.9	6.1	11.5		4.3	20.2	15.7	36.9	
5 月	1.7	0.9	6.9	8.5		6	21.1	22.7	45.4	
6 月	7	5.6	2.7	5.4		12.9	26.7	25.4	50.8	
7 月	6.5	6.5	4.1	6.6		19.4	33.2	29.4	57.4	
8 月	5	4.1	2.5	13.4		24.5	37.3	31.9	70.7	



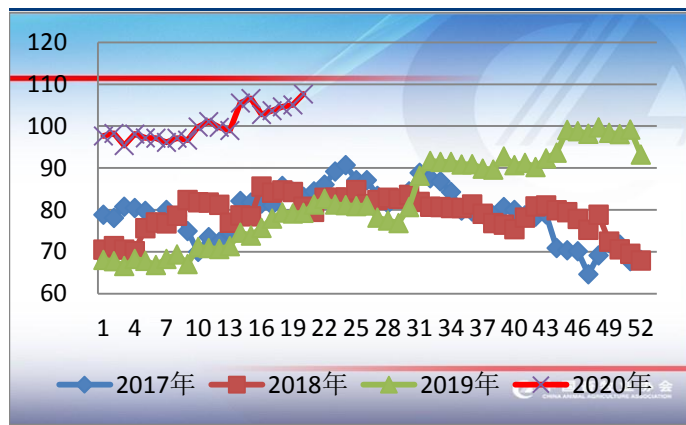
	单月					累计				
9月	6.2	8.1	7.4	9.6		30.7	45.4	39.3	80.4	
10月	9.2	7	14.8	8.1		39.9	52.4	54.1	88.5	
11月	6.8	9	10.7	15.2		46.7	61.3	64.8	103.7	
12月	17.2	7.4	9.7	18.6		63.9	68.7	74.5	122.4	

资料来源：中国禽业分会，华创证券

### 3、祖代、父母代存栏均处 2017 年以来高位

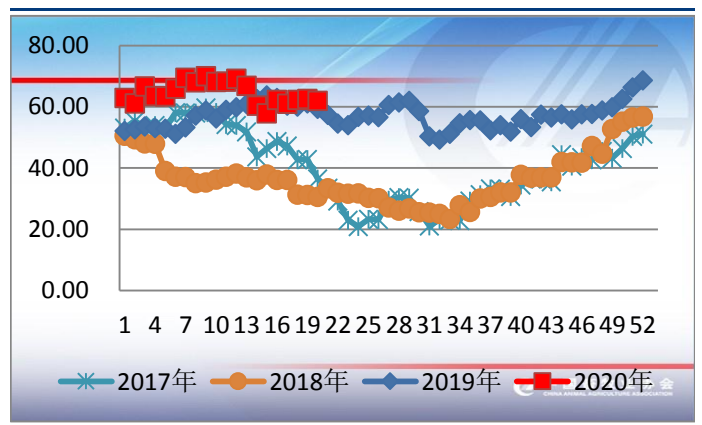
2020 年第 20 周（5 月 11 日-5 月 17 日），在产祖代种鸡存栏量 107.69 万套，后备祖代种鸡存栏量 61.96 万套，均处于 2017 年以来同期高位，在产父母代存栏 1544.85 万套，后备存栏 1056.75 万套，均处于 2017 年以来同期偏高水平。

图表 8 全国在产祖代种鸡存栏量走势图（周数据）



资料来源：中国禽业分会，华创证券

图表 9 全国后备祖代种鸡存栏量走势图（周数据）



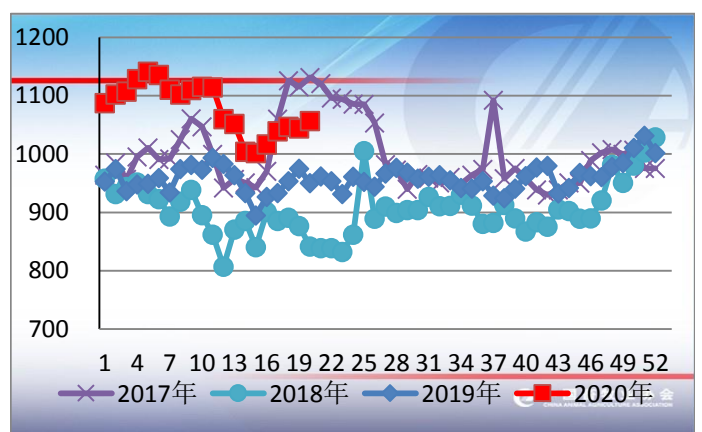
资料来源：中国禽业分会，华创证券

图表 10 全国部分在产父母代存栏量走势图（周数据）



资料来源：中国禽业分会，华创证券

图表 11 全国部分后备父母代存栏量走势图（周数据）

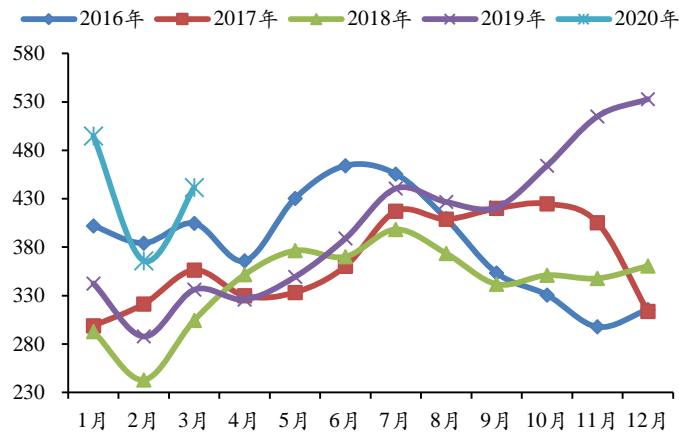


资料来源：中国禽业分会，华创证券

#### 4、我国父母代鸡苗销量快速增长

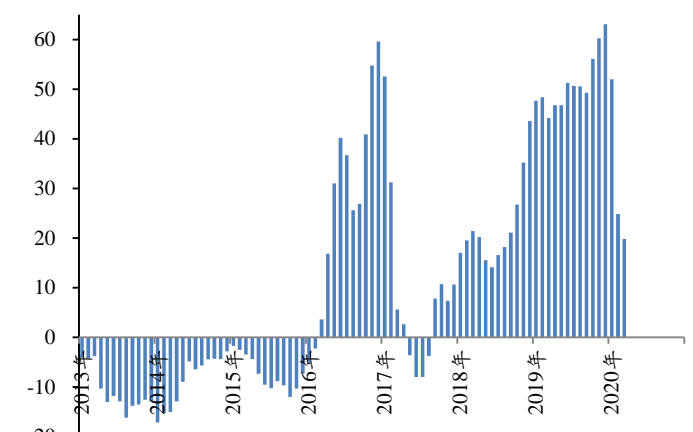
2019 年，我国父母代雏鸡销量 4830.87 万套，同比增长 17.5%。今年一季度，我国父母代雏鸡销量 1302.52 万套，同比增长 34.8%，其中，3 月父母代雏鸡销量 441.77 万套，同比增长 31.5%；3 月父母代鸡苗销售价格 38.37 元/套，持续获得丰厚盈利；根据白羽肉鸡自身供给周期，白羽肉鸡价格应处于下降通道。

图表 12 2016-2020 年 3 月全国父母代雏鸡产销量，万套



资料来源：中国禽业协会，华创证券

图表 13 2013-2020 年 3 月全国祖代效益



资料来源：中国禽业协会，华创证券

#### （三）猪鸡替代需求强，2020 年白羽肉鸡价格或维持相对高位

##### 1、2020 年猪肉产量或同比下降 30%

选用农业部 2019 年 1 月-2020 年 3 月能繁母猪存栏量，及 2019 年 1 季度-2020 年 1 季度生猪出栏量，推算 2018 年 1 季度-2020 年 1 季度 MSY。

假设 2020 年各季度 MSY 与 2019 年各季度 MSY 持平，则 2020 年全国生猪出栏量 3.75 亿头，对应猪肉产量 2933 万吨，同比分别下降 31.1%，同比减少猪肉产量 1322 万吨。

由于 2019 年下半年补栏母猪多以三元母猪为主，按照能繁母猪中 30%为三元母猪，母猪效率下降 60%，则对应 2020Q3MSY 和 2020Q4MSY 较 2019Q3 和 2019Q4 分别下降 18%，则 2020 年全国生猪出栏量 3.48 亿头，对应猪肉产量 2723 万吨，同比分别下降 36.0%，同比减少猪肉产量 1532 万吨。

图表 14 2020 年全国生猪出栏量测算表

	能繁母猪存栏 (万头)	情况 1		情况 2	
		单季度生猪出栏量 (万头)	单季度估算 MSY	单季度生猪出栏量 (万头)	单季度估算 MSY
2019-01	2,882	18,842	22.1	18,842	22.1
2019-02	2,738				
2019-03	2,675				
2019-04	2,608	12,504	15.2	12,504	15.2
2019-05	2,501				
2019-06	2,376				
2019-07	2,165	9,632	12.2	9,632	12.2

2019-08	1,968				
2019-09	1,913				
2019-10	1,924				
2019-11	2,001	13,441	17.6	13,441	17.6
2019-12	2,045				
2020-01	2,070				
2020-02	2,105	13,129	19.0	13,129	19.0
2020-03	2,164				
2020-04					
2020-05		9,458	15.2	9,458	15.2
2020-06					
2020-07					
2020-08		6,155	12.2	5,047	10.0
2020-09					
2020-10					
2020-11		8,775	17.6	7,196	14.5
2020-12					
2020 年合计出栏量（万头）		37,517		34,829	

资料来源：农业农村部，华创证券

## 2、肉类供给缺口巨大，2020 年白羽鸡价格或维持相对高位

我们在《养殖行业跟踪报告：双疫情冲击下的养殖行业》中假设：

- ① 2020 年禽类出栏量增速--白羽鸡 20%，黄羽鸡 15%，水禽 25%，其他 20%；
- ② 2020 年猪肉产量 3100 万吨（上文预测），牛、羊肉产量同比分别增长 5%；
- ③ 2020 年全球新增肉类出口 119 万吨，全部由中国采购。

由此推算，在 2019 年肉类供应大幅下降的基础上，2020 年我国肉类供应（不含进口）同比降幅 822 万吨，肉类供应（含进口）同比降幅 535 万吨；根据白羽肉鸡自身供给周期，价格应处于下降通道，然而，2020 年我国肉类供应缺口巨大，白羽肉鸡价格或维持相对高位。

图表 15 2020 年我国禽类出栏量测算表

	白羽鸡（亿羽）	黄羽肉鸡（亿羽）	水禽（亿羽）	其他	合计
2017	43	37	31		
2018	39	39	37		
2019	44	49	42	35	170
2020E	53	56	53	42	204

资料来源：Wind，华创证券

图表 16 2020 年我国肉类供应预测表，万吨

	猪肉	禽肉	牛肉	羊肉	进口	不含进口		含进口	
						合计	降幅	合计	降幅
2017	5,452	2,097	635	471	261	8,654		8,916	
2018	5,404	2,102	644	475	306	8,625	(30)	8,930	14
2019	4,255	2,239	667	488	484	7,649	(976)	8,133	(797)
2020E	2,933	2,682	700	512	603	6,827	(822)	7,430	(703)

资料来源：Wind，华创证券

### 三、一体化经营获客户青睐，深耕食品业务提升盈利能力

#### （一）公司长远规划：围绕三大战略，争做全球标杆白羽肉鸡食品企业

公司坚持一体化产业链发展方向不变，将围绕三大战略发展推动公司成为全球标杆白羽肉鸡食品企业：

- 1) 通过并购等方式将现有超 5 亿羽产能扩增至 10 亿羽，提升市场占有率与竞争力；
- 2) 提升深加工肉制品在公司的整体占比，丰富深加工肉制品产品品类，拓宽销售渠道；
- 3) 持续 4.0 项目建设，以实现管理智能化、生产自动化、食品安全系统化、环保&消防标准化，进一步提升公司生产、管理水平，增强抗风险能力，从公司内部管理要效益。

图表 17 公司重要发展历程

日期	内容
1985 年 3 月	成立兴光孵化养鸡场
1992 年 12 月	福建省光泽鸡业有限公司成立
1993 年 5 月	建立种鸡饲养、苗鸡孵化、肉鸡饲养、屠宰加工、销售运输一条龙农业产业化生产组织，日宰杀肉鸡 1 万只，年产肉鸡 300 多万只
1994 年 9 月	光泽鸡业有限公司与百胜餐饮集团肯德基中国公司建立长期供销伙伴关系
1999 年 12 月	“福建省光泽鸡业有限公司”更名为“福建省圣农实业有限公司”
2003 年 9 月	成立福建省圣农集团有限公司，福建圣农实业为母公司，下设福建圣农发展有限公司四个子公司，日宰肉鸡 10 万只，年产 3000 万只肉鸡，形成“一主两副”的循环经济产业链
2009 年 7 月 15 日	圣农成为肯德基战略合作伙伴
2013 年 12 月 20 日	对外扩张第一家公司--圣农浦城公司建成投产
2014 年 8 月 25 日	国际私募巨头 KKR 出资 4 亿美元，认购圣农发展 2 亿股定向增发股，占圣农发展 18% 的股份
2014 年 9 月 2 日	圣农成为麦当劳唯一中国供应商
2014 年 12 月 21 日	对外扩张第二家公司--圣农政和公司建成投产
2015 年 6 月 12 日	圣农鲜鸡产品以店面零售方式走向终端
2016 年 8 月	傅光明董事长提出农业养殖 4.0，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 8 月	欧圣实业（二期）新厂两个肉鸡场开工建设
2017 年 8 月	圣农发展发行股份购买资产获得证监会核准
2018 年 2 月 23 日	新掌门傅芬芳总裁制定圣农公司未来发展战略

日期	内容
2019年3月18日	圣农收购欧圣农牧、欧圣实业少数股东股权，欧圣农牧、欧圣实业成为圣农的全资子公司
2019年7月25日	圣农收购中盛农牧60%股权
2019年8月8日	圣泽生物成功培育出国内第一个白羽肉鸡配套系---SZ901 配套系。圣泽生物原种核心育种场八月初投产

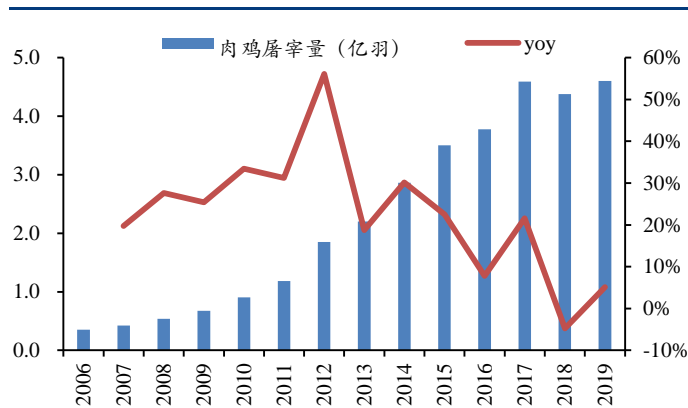
资料来源：公司公告，华创证券

## （二）鸡肉业务：种源培养获历史性突破，肉鸡养殖屠宰产能稳步扩张

### 1、2006-2019 年公司肉鸡屠宰量年复合增长率 22%

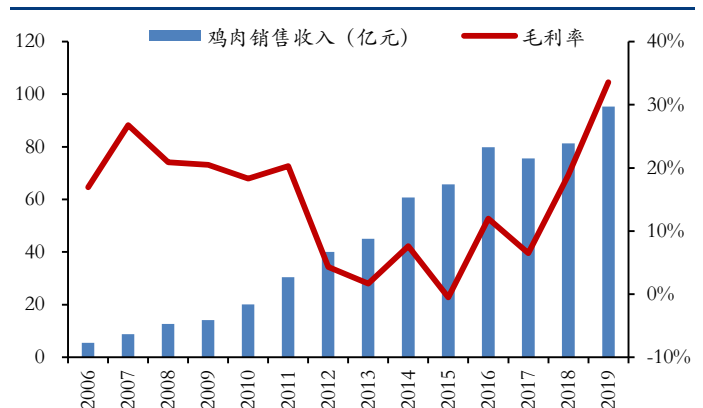
2006-2019 年，公司肉鸡屠宰量从 0.4 亿羽大幅攀升至 4.6 亿羽，年复合增长率 21.8%。鸡肉销售收入从 5.5 亿元大幅攀升至 95.33 亿元，年复合增长率 24.5%。由于鸡肉价格波动性大，2006-2019 年公司肉鸡业务毛利率在-0.5%和 33.5%之间波动，单鸡毛利在-0.1 元和 7 元之间波动。

图表 18 肉鸡出栏量走势图



资料来源：公司公告，华创证券

图表 19 肉鸡收入及毛利率走势图

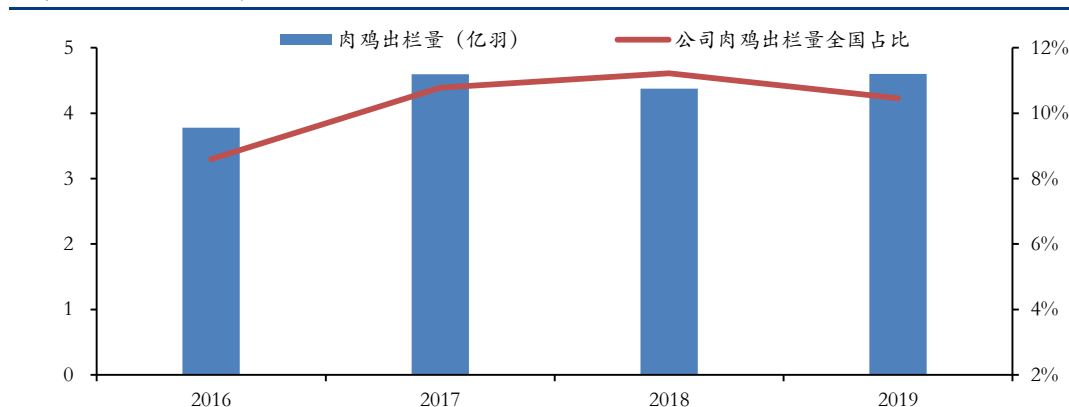


资料来源：公司公告，华创证券

### 2、全国最大白羽鸡生产企业，出栏占全国比重 10%

公司是全国最大的白羽肉鸡生产企业，2016-2019 年公司肉鸡出栏量占全国白羽肉鸡出栏量 10%左右。第二梯队的白羽肉鸡生产企业年出栏量在 1-2 亿羽，与公司规模差异大。

图表 20 公司肉鸡出栏量全国占比



资料来源：公司公告，华创证券



图表 21 鸡肉价格行业对照图

	主要白羽肉鸡生产企业	年屠宰量
第一梯队	圣农发展	5 亿羽左右
第二梯队	正大、六和、九联、凤翔、仙坛等	各超过 1 亿羽
第三梯队	大型白羽肉鸡企业	各超过 5000 万只

资料来源：公司公告，华创证券

### 3、一体化经营获优质客户青睐，鸡肉销售价格长期高于同业

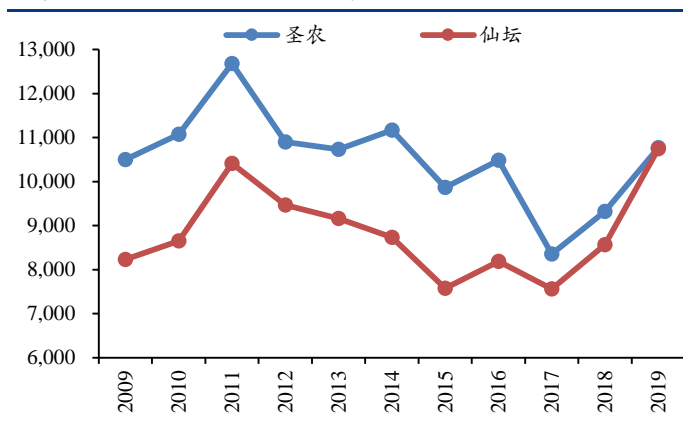
公司主要位于福建省光泽县，光泽森林覆盖率 76%，年平均气温 17-22 摄氏度，人口密度低，独特的生态养殖环境降低疫病风险，自公司设立以来从未发生禽流感；通过实行纵向一体化经营，内部的各生产环节环环相扣、均衡生产、计划性强，产品产量均匀稳定，为公司对食品品质和食品安全实施源头控制奠定了基础，能满足高端客户长期稳定的采购需求，有利于公司获得大型订单和优质客户；此外，优秀的食品安全防控能力，使得公司鸡肉销售价格长期高于同业可比公司，与此同时，自繁自养重资产模式也使得公司折旧成本会高于同业可比公司。

图表 22 主要客户及重要会议列表

类型	主要内容
长期合作伙伴	肯德基、麦当劳
重要供应商	双汇、太太乐
重要会议鸡肉原料供应商	2008 年北京奥林匹克运动会
	2010 年上海世博会
	2011 年深圳大运会的鸡肉原料供应商
	2015 年福州青运会
	杭州 G20 会议
	2017 年厦门金砖会议

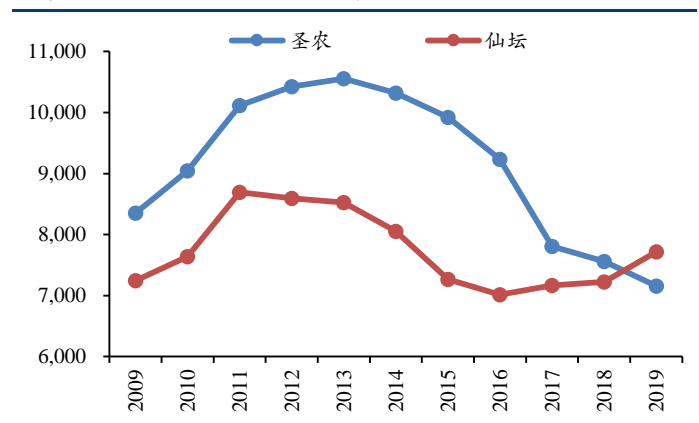
资料来源：公司公告，华创证券

图表 23 公司与仙坛股份鸡肉价格对照图



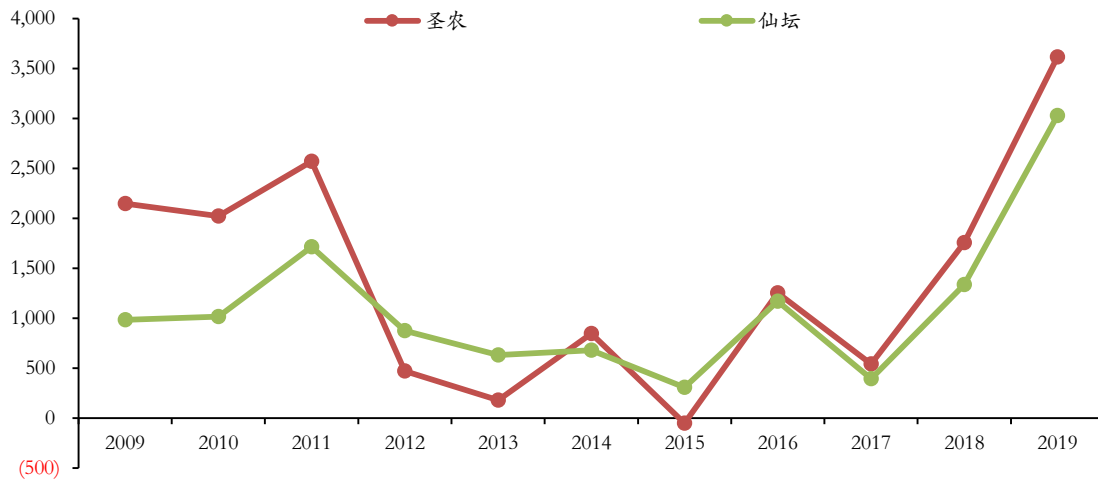
资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 公司与仙坛股份鸡肉主营成本对照图



资料来源：公司公告，华创证券

图表 25 公司与仙坛股份鸡肉毛利对照图



资料来源：公司公告，华创证券

图表 26 公司与仙坛主营成本对照表

主营成本	2019 年鸡肉吨成本（元）		2018 年鸡肉吨成本（元）	
	仙坛	圣农	仙坛	圣农
原材料	4,924	4,477	4,729	4,712
直接人工	767	821	664	817
能源	157	235	159	247
折旧	224	673	224	690
其他	1,645	952	1,450	1,096
合计	7,716	7,158	7,226	7,563

主营成本	2019 年各成本占比		2018 年各成本占比	
	仙坛	圣农	仙坛	圣农
原材料	64%	63%	65%	62%
直接人工	10%	11%	9%	11%
能源	2%	3%	2%	3%
折旧	3%	9%	3%	9%
其他	21%	13%	20%	14%

资料来源：公司公告，华创证券

#### 4、种源培养获历史性突破，公司祖代鸡全部自给有余

公司自 2016 年起开始白羽肉鸡种源的研发及繁育，截至 2019 年底，已成功培育出 11 个品系，并筛选出性能优异的国内首个白羽肉鸡配套系——SZ901，至此公司实现了祖代鸡全部自给有余。目前，公司白羽肉鸡新品系认定正处于国家测定中心测定和中试实验阶段，根据测定及实验情况来看，公司自主研发的白羽肉鸡新品种 25 项自主创新成果成绩卓著，所产出的种、肉鸡主要性能指标，如产蛋率、存活率、料肉比、体重等关键指标均优于国外进口品种。依靠公司自主培育的优良白羽肉鸡种源，将有利于打破我国白羽肉鸡种源完全依赖进口的局面，推动“进口依赖”向

“国产自主供应”转变，改变中国未来白羽肉鸡的供需格局，实现白羽肉鸡供给侧改革的蓝图目标，杜绝以往产能大幅波动情况的再次发生，最终推动公司乃至整个行业健康发展。

图表 27 白羽肉鸡上市企业主要业务对照表

	原种鸡	曾祖代	祖代	父母代	商品代鸡苗	商品代毛鸡	鸡肉	鸡肉深加工
益生股份		√	√	√	√			
民和股份				√	√	√		
仙坛股份				√	√	√	√	
圣农发展	√	√	√	√	√	√	√	√

资料来源：公司公告，华创证券

## 5、肉鸡养殖屠宰产能稳步扩张

2009 年公司通过 IPO 新增 4600 万羽肉鸡养殖屠宰产能，2010 年启动 9600 万羽肉鸡配套工程建设项目。2012 年以来，新增浦城圣农 1.2 亿羽肉鸡养殖屠宰产能、欧圣实业 0.6 亿羽产能，在行业低迷的三年里，公司管理层审时度势，进行大规模扩建产能的投资，2015 年末公司产能达到 5 亿羽。

2019 年公司完成了对欧圣农牧与欧圣实业的收购，实现 3000 万羽少数股东权益转为 100% 自有，同时加大对政和生产基地的投资建设，项目完成后，政和生产规模将较先前实际产量翻番，实现年产超过 7000 万羽。此外，公司与圣农集团等多方共同设立产业并购基金德成农牧，并完成对甘肃中盛农牧的收购，中盛农牧已于 2019 年内全面恢复生产，且已按既定计划展开新产能建设，公司将择机将其纳入，进一步实现产能扩张战略。

图表 28 公司鸡肉产能扩张列表

	产能	建成时间	出栏产能（亿羽）	屠宰产能（亿羽）
IPO 前	2007 年末肉鸡年出栏量 5000 万羽、年屠宰加工 9600 万羽产能规模		0.5	0.96
2009 年 IPO	新建 4600 万羽肉鸡工程建设项目	2010 年 7 月		0.96
2010 年	启动年新增 9600 万羽肉鸡工程配套工程建设项目	2012 年 8 月	0.96	0.96
	与美国莱吉士合资成立福建欧圣农牧发展有限公司，将是麦当劳在中国唯一的一条龙鸡肉直接供应商			
2012 年	自筹资金建设福建浦城圣农年产 1.2 亿羽肉鸡工程及配套项目	2015 年	1.92	1.92
2014 年	福建政和欧圣实业“年产 0.6 亿羽肉鸡全产业链”项目，分两期实施。第一期 0.3 亿羽已于 2014 年 3 月逐步投产，二期项目将择机启动	2016 年		
	浦城圣农“年产 1.2 亿羽全产业链项目”分两阶段建设。第一期 0.6 亿羽目前已正式投产，第二期将择机启动			
2015 年	在行业低迷的三年里，公司管理层审时度势，进行大规模扩建产能的投资，2015 年末公司产能达到 5 亿羽		5	5
2019 年	与欧喜投资（中国）签订股权转让协议，公司收购其持有的欧圣农牧、欧圣实业各 49% 股权，实现 3000 万羽少数股东权益转为 100% 自有			
	加大对政和生产基地建设，该项目完成后，政和年生产规模可超过 7000 万羽，较先前实际产量翻番			
	公司与圣农集团、福建融诚德润股权投资公司等多方共同设立		5.3	5.3

产业并购基金德成农牧，并完成对甘肃中盛农牧的收购。甘肃中盛农牧于 019 年全面恢复生产，并按计划开展新的产能建设，公司将择机将其纳入，从而实现公司产能扩张战略

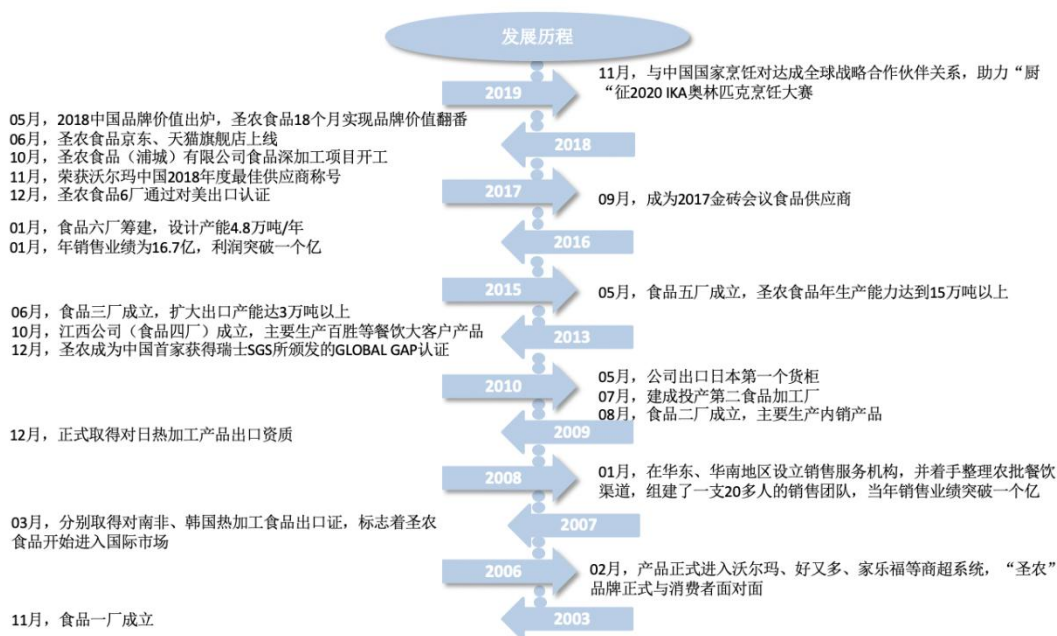
资料来源：公司公告，华创证券

### （三）食品业务渠道、产品双突破，销量持续高增长逐步熨平业绩周期波动

#### 1、圣农食品 2003 年成立，2017 年注入上市公司

圣农食品成立于 2003 年 8 月，主要通过采购分割冻鸡肉等原料进行深加工，公司于 2017 年 11 月正式完成圣农食品 100% 股权收购。收购完成前，公司主要以分割冻鸡肉的产品形式，销售给肯德基、麦当劳等知名企业；收购完成后，公司产品链从尚有养殖、屠宰加工延伸至肉制品深加工领域。

图表 29 圣农食品发展历程图



资料来源：公司官网，华创证券

#### 2、建成+在建产能逾 35 万吨，品类齐全、产品丰富

2019 年末，公司九个食品工厂（其中三个在建，在建产能约为 11.52 万吨）合计产能超过 35.52 万吨。公司在巩固鸡肉深加工业务的同时拓展了猪肉、牛肉等肉类产品的加工和销售生产业务，生产线覆盖中式调理包、冷冻调理线、油炸、蒸煮、碳烤、烟熏、灌肠等多种工艺。公司产品包括安柏牧场系列、生鲜食材、方便菜系列、4 度系列、休闲小食系、早餐肠系列。



图表 30 安佰牧场系列



资料来源：公司网站，华创证券

图表 31 生鲜食材



资料来源：公司网站，华创证券

图表 32 方便菜系列



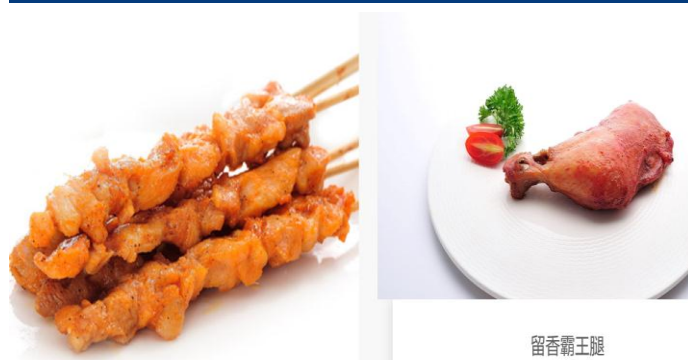
资料来源：公司网站，华创证券

图表 33 4度系列



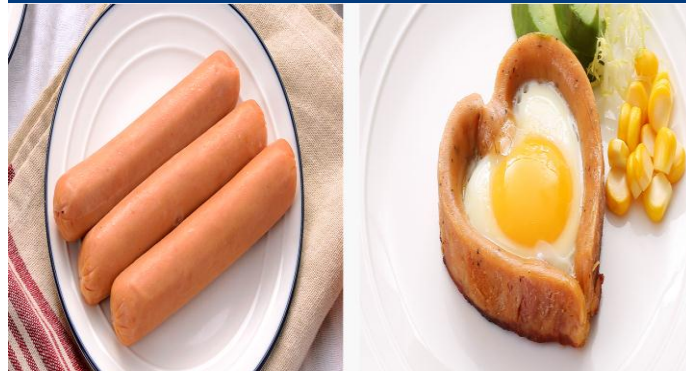
资料来源：公司网站，华创证券

图表 34 休闲小食系



资料来源：公司网站，华创证券

图表 35 早餐肠系列



资料来源：公司网站，华创证券



### 3、全渠道布局，树立中高端品牌形象

圣农食品已建立起以福建为核心，以华东、华南为区域中心，并向华北、西北拓展的市场区域布局体系。主要销售渠道包括餐饮、出口、商超、便利店、批发、电商、团餐等，是国内少数几个拥有多层次的客户群体、合理的市场网络和完善的储藏运输体系的公司之一。

圣农食品已在中高端鸡肉制品领域树立了良好的品牌形象。拥有百胜、麦当劳、德克士、棒约翰、汉堡王、豪客来、宜家等国内外餐饮巨头的优质客户群体；与日本火腿、FOODLINK、日本服务、伊藤火腿、住金物产、日本永旺企业、韩国乐天、韩国普光集团、LG 集团等日、韩大型企业建立深度合作关系；供应链覆盖全家、7-11、罗森、CU、GS25 等便利店。公司注重新兴渠道的拓展，在产品进驻沃尔玛、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的同时，亦进驻了全国、地方电商平台，将品牌影响力延伸至终端消费领域。

图表 36 圣农食品主要销售渠道对照表

	主要客户
餐饮	拥有了百胜、麦当劳、德克士、棒约翰、汉堡王、豪客来、宜家等国内外餐饮巨头的优质客户群体
出口	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
商超	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
便利店	全家、7-11、罗森、CU、GS25 等便利店
电商	涵盖天猫、京东、顺丰优选、苏宁易购、拼多多等主要全国电商平台
	兴盛优选、易果生鲜、朴朴、上海叮咚、美团买菜、每日优鲜等主要本地电商平台

资料来源：公司公告，华创证券

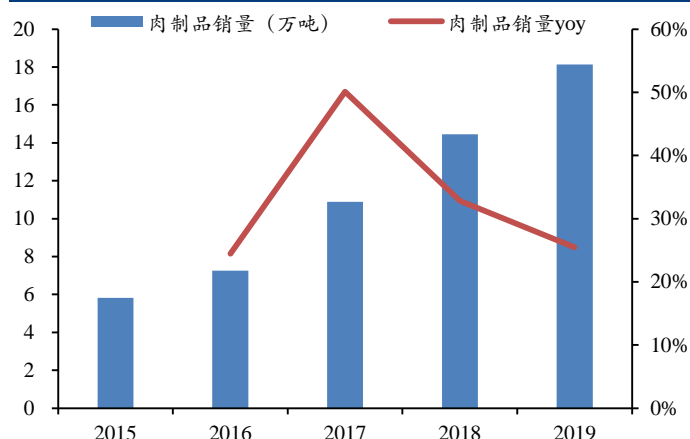
### 4、15-19 年销量年复合增长率 33%，渠道、产品双双突破

2015-2019 年公司肉制品销量从 5.8 万吨攀升至 18.1 万吨，年复合增长率 32.8%，公司肉制品收入从 11.77 亿元攀升至 39.45 亿元，年复合增长率 35.3%。2019 年圣农食品实现两大突破：

**渠道突破：**在稳固西餐渠道的同时积极拓展出口渠道，在突破中餐渠道的同时培育自我渠道，进一步完成全渠道战略布局。2019 年，全国鸡肉出口同比下滑，而圣农食品新拓展对韩国出口的渠道，整个出口渠道收入逆势增长 32.5%；餐饮渠道收入同比增长 40.6%，其中，中餐渠道同比增长约 300%；商超、便利店及电商渠道收入同比增长 29.5%，其中，便利店及电商渠道收入同比增长 88.5%。

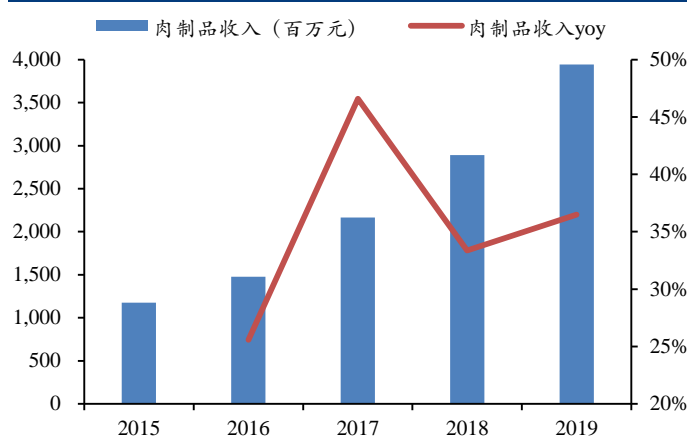
**产品突破：**圣农食品借助坚实的上游产业链基础进一步提升市场份额。2019 年销量占全国禽肉类调理品市场份额超过 5%，同时突破了牛羊肉制品和中餐产品，其中，中餐产品销售突破 1 亿，储备开发的中餐产品多达 107 个，销售超过 5000 万元的单品达到 13 个，其中 2 个单品销售超过 1 亿元。

图表 37 2015-2019 年公司肉制品销量走势图



资料来源：公司公告，华创证券

图表 38 2015-2019 年公司肉制品收入走势图



资料来源：公司公告，华创证券

## 5、提升各渠道市占率，实现肉制品持续高增长

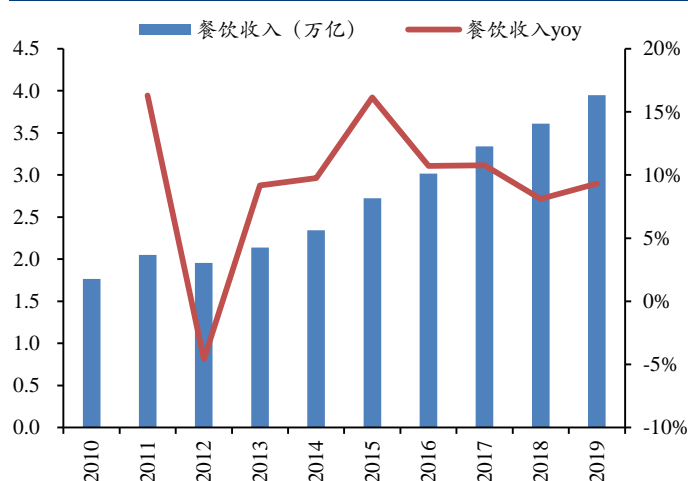
全国餐饮规模近 4 万亿。2010-2019 年全国餐饮业收入从 1.76 万亿攀升至 3.95 万亿，年复合增长率 9.4%；

连锁餐饮企业营业额、门店数量稳步增长。2006-2018 年内资、外资连锁餐饮企业营业额年复合增长率分别为 7.6%、9.8%；2007-2018 年内资、外资连锁餐饮企业门店数量年复合增长率分别为 5.3%、11.5%；

便利店门店数量稳步增长，主要电商活跃用户数高速增长。2007-2019 年便利店门店数量年复合增长率 6.9%，而超市、大型超市年复合增长率分别为 0.3%、-3.9%；拼多多、京东、淘宝 APP 活跃用户数高速增长，仅天猫在 2019、2020 年下滑；

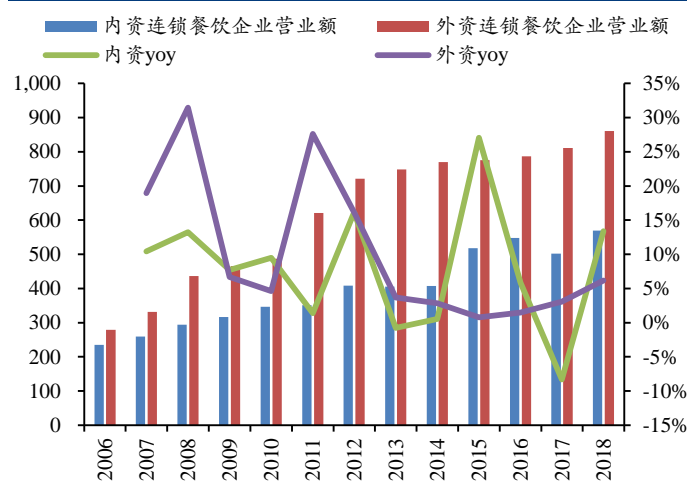
从中线角度看，圣农食品业务有望伴随着餐饮业、便利店稳步成长，电商业务高速增长，以及公司在各个渠道市占率的不断提升，实现肉制品业务的持续高增长。

图表 39 2010-2019 年全国餐饮业收入走势图



资料来源：wind，华创证券

图表 40 连锁餐饮企业营业额走势图，亿元



资料来源：wind，华创证券

图表 41 连锁企业门店总数对照表

门店总数（个）					
	内资连锁餐饮企业	外资连锁餐饮企业	便利店	超市	大型超市
2007	5,336	3,163	13,912	27,145	7,332
2008	5,789	3,877	16,196	30,240	8,072
2009	6,061	4,122	15,779	33,224	2,493
2010	6,447	5,326	14,202	32,818	6,322
2011	6,684	5,402	13,609	38,554	2,542
2012	7,248	6,741	13,277	31,016	11,947
2013	7,443	8,228	14,680	33,835	9,380
2014	7,491	8,764	16,832	33,202	9,481
2015	8,037	9,224	17,675	33,301	8,584
2016	8,339	9,869	18,588	33,372	8,452
2017	8,637	9,682	24,060	29,881	6,155
2018	9,455	10,434	28,895	28,164	4,760
门店总数年复合增长率					
	内资连锁餐饮企业	外资连锁餐饮企业	便利店	超市	大型超市
增长率	5.30%	11.50%	6.90%	0.30%	-3.90%

资料来源：wind，华创证券

图表 42 主要电商移动 APP 活跃用户数

移动 APP 活跃用户数（亿人）				
	拼多多	淘宝	天猫	京东
2014.12		1.2	0.2	0.2
2015.12		1.6	0.3	0.4
2016.12	0.1	3	0.4	0.7
2017.12	1	4.5	0.5	1.5
2018.12	1.4	5.4	0.7	2.2
2019.12	4.4	6.9	0.6	2.7
2020.4	4.7	7.2	0.4	2.8
移动 APP 活跃用户数 yoy				
2015.12		32.6%	96.8%	119.2%
2016.12		82.0%	17.7%	87.2%
2017.12	945.1%	50.4%	44.1%	121.6%
2018.12	43.9%	19.7%	24.7%	43.3%
2019.12	208.7%	28.1%	-17.7%	24.0%
2020.4	56.3%	41.2%	-20.6%	34.4%

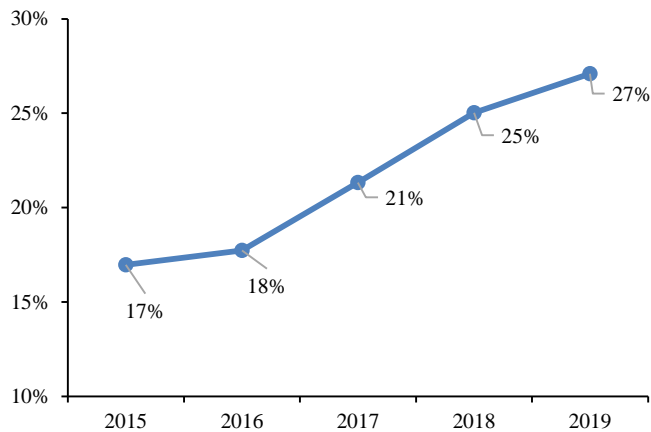
资料来源：wind，华创证券

## 6、深加工业务占比持续提升，业绩周期波动料将逐步被熨平

2015-2019 年，圣农食品肉制品较公司鸡肉溢价 0.99-1.17 万元/吨，圣农食品肉制品吨成本较公司鸡肉高出 1.03-1.46 万元，圣农食品肉制品吨毛利较公司鸡肉持续高出 2749 元至 3051 元；

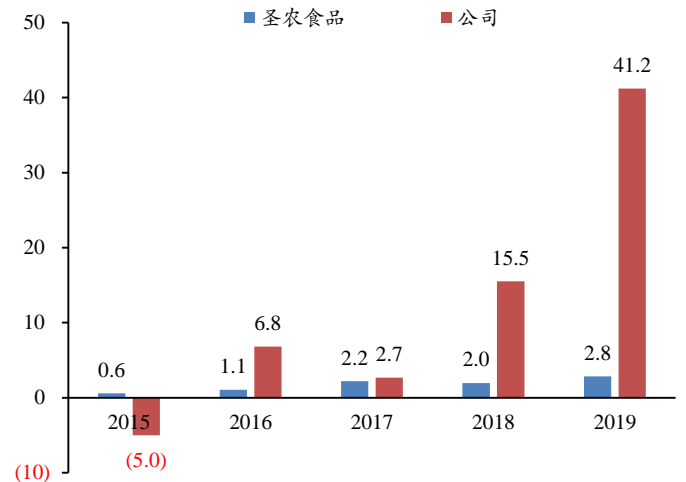
2015-2019 年，圣农食品收入占公司收入比重从 17% 上升至 27%，吨净利在 1004 元和 2022 元之间波动。随着公司深加工业务的不断扩大，业绩受周期波动的影响料将逐步被熨平。

图表 43 圣农食品收入占公司收入比重



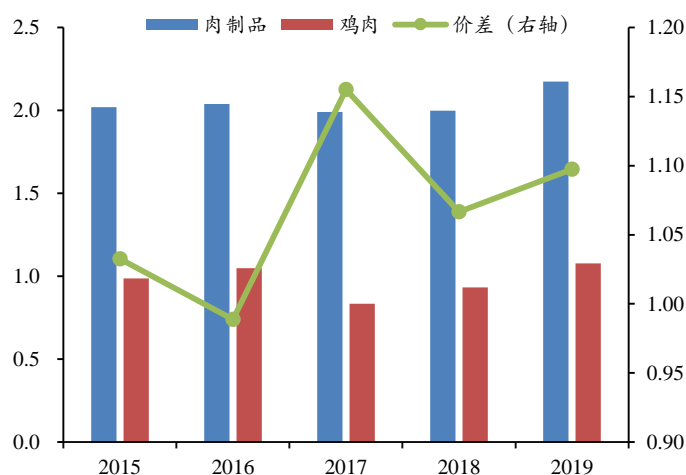
资料来源：公司公告，华创证券

图表 44 圣农食品净利与公司净利对照图



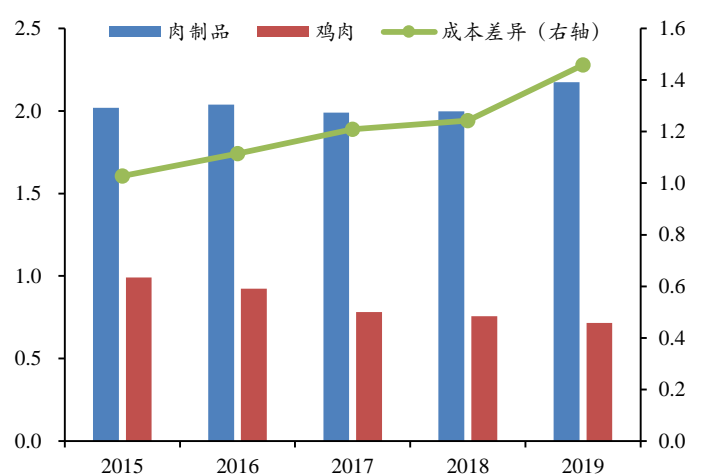
资料来源：公司公告，华创证券

图表 45 圣农食品与鸡肉吨价对照图，万元/吨



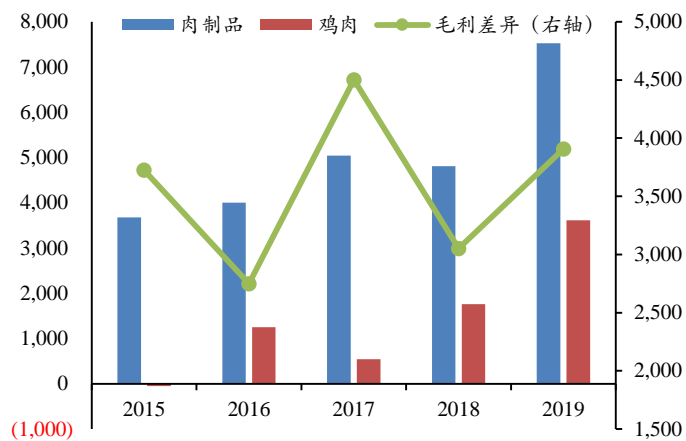
资料来源：公司公告，华创证券

图表 46 圣农食品与鸡肉吨成本对照图，万元/吨



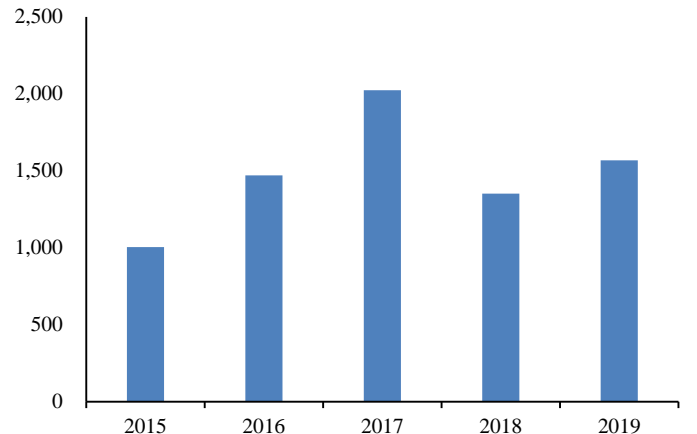
资料来源：公司公告，华创证券

图表 47 圣农食品与鸡肉吨毛利对照图，元/吨



资料来源：公司公告，华创证券

图表 48 圣农食品吨净利走势图



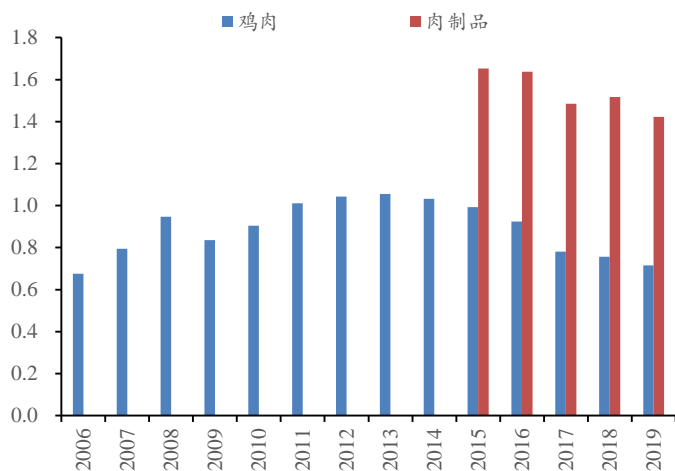
资料来源：公司公告，华创证券

#### （四）员工激励机制完善，4.0 项目取得实质进展

在傅芬芳总裁的带领下，公司持续深挖内部管理，4.0 项目取得实质进展——成本改善及产出增效效果显著。2019 年，公司完成了员工三层立体式薪酬体系构建（包括基础保障，绩效考核及经营分享三个层次），进一步完善总监级 KPI 考核体系，并将其进一步下层推广至经理级，此外，公司出台限制性股票激励机制，让员工与公司共同发展，共享企业经营成果；

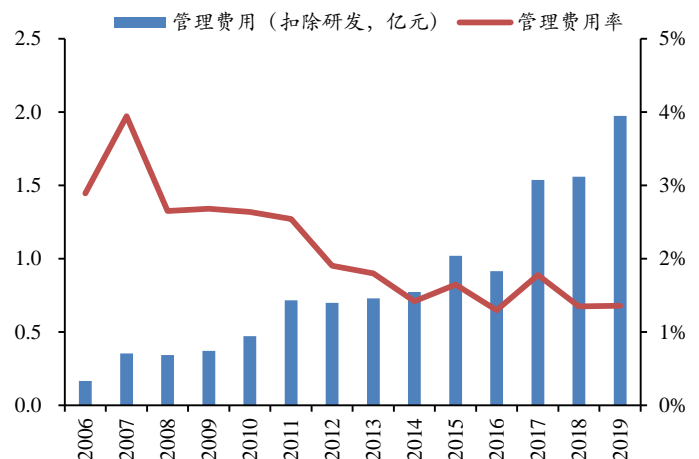
随着整体考核体系的完善，以及公司自动化程度的提升，公司成本及效率指标改善明显，为公司种鸡、肉鸡及屠宰环节带来了大量的增值效应。公司鸡肉单位营业成本已从 2013 年 1.06 万元/吨持续下降至 2019 年 0.72 万元/吨，肉制品单位营业成本已从 2015 年 1.65 万元/吨稳步下降至 2019 年 1.42 万元/吨，管理费用率稳步降低。

图表 49 公司单位主营成本走势图，万元/吨



资料来源：公司公告，华创证券

图表 50 公司管理费用及占比走势图



资料来源：公司公告，华创证券



#### 四、盈利预测、估值及投资评级

##### 1、盈利预测

我们假设：

- 1、2020-2022 年肉鸡屠宰量分别为 5.3 亿羽、5.6 亿羽、6 亿羽，销售吨价分别为 10,233 元、9,209 元、8,288 元；
  - 2、2020-2022 年肉制品销量分别为 22.7 万吨、28.3 万吨、35.4 万吨，吨价分别为 2.07 万元、1.86 万元、1.67 万元；
- 预计 2020-2022 年公司实现销售收入 163.8 亿元、167.1 亿元、173.3 亿元，同比增长 12.5%、2%、3.7%，实现归母净利润 43.8 亿元、33.9 亿元、23.7 亿元（原值为 44.3 亿元、33.4 元、23.3 亿元），同比增长 6.9%、-22.5%、-30.2%，对应 EPS3.52 元、2.72 元、1.90 元（原值为 3.56 亿元、2.69 亿元、1.87 亿元）。

图表 51 公司主要业务预测表

百万元，%	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
主营业务收入	6,940	8,340	10,159	11,547	14,558	16,378	16,713	17,330
销售收入增长率	7.8%	20.2%	21.8%	13.7%	26.1%	12.5%	2.0%	3.7%
主营业务成本	6,945	7,296	9,053	9,177	9,529	10,995	12,266	13,829
毛利率	-0.1%	12.5%	10.9%	20.5%	34.5%	32.9%	26.6%	20.2%
主营利润	-5	1,044	1,106	2,370	5,030	5,384	4,447	3,501
YOY	-101.0%	-19162.8%	5.9%	114.4%	112.2%	7.0%	-17.4%	-21.3%
<b>1、鸡肉</b>	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
鸡肉销售收入	6,572	7,989	7,562	8,135	9,533	10,397	9,887	9,534
YOY	8.1%	21.6%	-5.3%	7.6%	17.2%	9.1%	-4.9%	-3.6%
鸡肉销售成本	6,606	7,034	7,071	6,601	6,335	7,259	7,896	8,716
毛利率	-0.5%	12.0%	6.5%	18.9%	33.5%	30.2%	20.1%	8.6%
鸡肉销售利润	(34)	955	491	1,534	3,198	3,138	1,991	818
YOY	-107.4%	-2907.2%	-48.6%	212.4%	108.5%	-1.9%	-36.6%	-58.9%
肉鸡屠宰量(万羽)	35,052	37,783	45,934	43,760	46,000	53,000	56,000	60,000
yoy		7.8%	21.6%	-4.7%	5.1%	15.2%	5.7%	7.1%
单位价格(元/吨)	9,869	10,488	8,351	9,320	10,771	10,233	9,209	8,288
单位成本(元/吨)	9,920	9,234	7,809	7,563	7,158	7,144	7,355	7,577
单位利润(元/吨)	(51)	1,254	542	1,757	3,614	3,088	1,854	711
单鸡价格(元/羽)	18.7	21.1	16.5	18.6	20.7	19.6	17.7	15.9
单鸡成本(元/羽)	18.8	18.6	15.4	15.1	13.8	13.7	14.1	14.5
单鸡毛利(元/羽)	(0.1)	2.5	1.1	3.5	7.0	5.9	3.6	1.4
<b>2、肉制品</b>	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
主营业务收入	1,177	1,478	2,167	2,890	3,945	4,684	5,270	5,928
yoy		26%	47%	33%	36%	25%	25%	25%
主营业务成本	963	1,188	1,618	2,195	2,580	3,000	3,487	4,054
毛利率	18.2%	19.6%	25.3%	24.1%	34.6%	36.0%	33.8%	31.6%

百万元，%	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
主营业务利润	214	290	549	695	1,364	1,685	1,783	1,875
yoy		36%	89%	27%	96%	23%	6%	5%
销量（万吨）	5.8	7.3	10.9	14.5	18.1	22.7	28.3	35.4
yoy		24.4%	50.1%	32.8%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%
销售均价（万元/吨）	2.02	2.04	1.99	2.00	2.17	2.07	1.86	1.67
单位成本（万元/吨）	1.65	1.64	1.49	1.52	1.42	1.32	1.23	1.14
单位毛利（万元/吨）	0.37	0.40	0.50	0.48	0.75	0.74	0.63	0.53
销售均价 yoy		1%	-2%	0%	9%	-5%	-10%	-10%
净利润（亿元）	0.59	1.07	2.20	1.96	2.85			

资料来源：公司公告，华创证券预测

## 2、估值与投资建议

我们选取肉鸡产业链 5 家上市公司：益生股份、民和股份、仙坛股份、湘佳股份、立华股份作为可比公司，2020-2022 年，5 家可比公司算术平均 PE 分别为 14.7 倍、14.5 倍、16.8 倍。其中，湘佳股份自 2007 年开始探索冰鲜禽肉营销模式，2019 年冰鲜禽肉产品收入占公司总收入比重已达到 63%，估值也在 5 家肉鸡公司中居于高位，2020-2022 年 PE 分别为 42.2 倍、33.7 倍、27.1 倍。圣农发展全力做大食品业务，估值有望逐渐向食品公司靠拢，综合参考可比公司估值和公司历史估值水平，给予公司 2020 年 10 倍 PE，上调目标价至 35.2 元，维持“强推”评级。

图表 52 可比公司估值表

	收盘价	EPS				PE			
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
益生股份	15.80	3.77	1.71	1.32	1.11	4.19	9.24	11.97	14.23
民和股份	22.30	5.33	3.29	2.78	2.08	4.18	6.78	8.02	10.72
仙坛股份	13.45	2.16	1.95	1.57	1.13	6.23	6.90	8.57	11.90
湘佳股份	118.25	2.98	2.80	3.51	4.37	39.68	42.23	33.69	27.06
立华股份	41.05	4.86	4.84	3.92	2.04	8.45	8.48	10.47	20.12
AVG						12.55	14.73	14.54	16.81
圣农发展	26.96	3.30	3.52	2.72	1.90	8.17	7.66	9.91	14.19

资料来源：Wind，华创证券 注：5 家可比公司盈利预测使用 Wind 一致预期

## 五、风险提示

禽流感，鸡价大幅下跌，食品安全问题。

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,199	2,851	4,314	5,141
应收票据	8	9	9	10
应收账款	739	654	668	692
预付账款	295	341	380	429
存货	1,879	2,168	2,419	2,727
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	32	36	37	37
流动资产合计	4,152	6,059	7,827	9,036
其他长期投资	3	3	3	3
长期股权投资	51	51	51	51
固定资产	9,869	9,392	8,947	8,548
在建工程	273	323	373	423
无形资产	218	196	177	159
其他非流动资产	713	712	711	712
非流动资产合计	11,127	10,677	10,262	9,896
<b>资产合计</b>	<b>15,279</b>	<b>16,736</b>	<b>18,089</b>	<b>18,932</b>
短期借款	2,656	1,456	1,156	856
应付票据	44	51	57	64
应付账款	1,023	1,180	1,317	1,485
预收款项	164	185	189	196
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	180	180	180	180
一年内到期的非流动负债	118	118	118	118
其他流动负债	219	247	301	369
流动负债合计	4,404	3,417	3,318	3,268
长期借款	218	118	18	18
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	100	100	100	100
非流动负债合计	318	218	118	118
<b>负债合计</b>	<b>4,722</b>	<b>3,635</b>	<b>3,436</b>	<b>3,386</b>
归属母公司所有者权益	10,556	13,072	14,602	15,479
少数股东权益	1	29	51	67
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,557</b>	<b>13,101</b>	<b>14,653</b>	<b>15,546</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,279</b>	<b>16,736</b>	<b>18,089</b>	<b>18,932</b>

### 现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,850</b>	<b>5,455</b>	<b>4,315</b>	<b>3,198</b>
现金收益	5,147	5,535	4,484	3,410
存货影响	-44	-289	-251	-308
经营性应收影响	-250	17	-74	-95
经营性应付影响	-181	185	146	182
其他影响	178	8	10	9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,414</b>	<b>-465</b>	<b>-454</b>	<b>-459</b>
资本支出	-1,353	-465	-454	-459
股权投资	-12	0	0	0
其他长期资产变化	-49	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-3,689</b>	<b>-3,338</b>	<b>-2,398</b>	<b>-1,912</b>
借款增加	-1,669	-1,300	-400	-300
股利及利息支付	-1,405	-2,091	-1,709	-1,236
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-615	53	-289	-376

资料来源：公司公告，华创证券预测

### 利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>14,558</b>	<b>16,378</b>	<b>16,713</b>	<b>17,330</b>
营业成本	9,529	10,995	12,266	13,829
税金及附加	32	36	37	38
销售费用	376	398	422	447
管理费用	197	247	309	386
研发费用	46	52	53	55
财务费用	157	218	205	201
信用减值损失	-6	0	0	0
资产减值损失	-10	21	21	21
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	11	11	11	11
其他收益	40	47	47	47
<b>营业利润</b>	<b>4,265</b>	<b>4,515</b>	<b>3,504</b>	<b>2,456</b>
营业外收入	7	4	3	3
营业外支出	75	32	32	32
<b>利润总额</b>	<b>4,197</b>	<b>4,487</b>	<b>3,475</b>	<b>2,427</b>
所得税	78	83	64	45
<b>净利润</b>	<b>4,119</b>	<b>4,404</b>	<b>3,411</b>	<b>2,382</b>
少数股东损益	27	28	22	15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,092</b>	<b>4,376</b>	<b>3,389</b>	<b>2,367</b>
NOPLAT	4,273	4,617	3,612	2,580
EPS(摊薄) (元)	3.29	3.52	2.72	1.90

### 主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	26.1%	12.5%	2.0%	3.7%
EBIT 增长率	140.3%	8.1%	-21.8%	-28.6%
归母净利润增长率	171.8%	6.9%	-22.5%	-30.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	34.5%	32.9%	26.6%	20.2%
净利率	28.3%	26.9%	20.4%	13.7%
ROE	38.8%	33.4%	23.1%	15.2%
ROIC	33.3%	32.5%	23.5%	16.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.9%	21.7%	19.0%	17.9%
债务权益比	29.3%	13.7%	9.5%	7.0%
流动比率	94.3%	177.3%	235.9%	276.5%
速动比率	51.6%	113.9%	163.0%	193.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9
应收账款周转天数	17	15	14	14
应付账款周转天数	39	36	37	36
存货周转天数	70	66	67	67
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	3.29	3.52	2.72	1.90
每股经营现金流	3.90	4.38	3.47	2.57
每股净资产	8.48	10.51	11.74	12.44
<b>估值比率</b>				
P/E	8	8	10	14
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	7	7	8	11

## 农业组团队介绍

### 组长、首席分析师：王莺

英国布里斯托大学经济学硕士，CFA。曾任职于元大京华证券（香港）上海代表处、华泰柏瑞基金、民生证券。2015年加入华创证券研究所。2012年水晶球卖方分析师第五名。

### 助理研究员：陈鹏

中国人民大学经济学硕士。2019年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500