

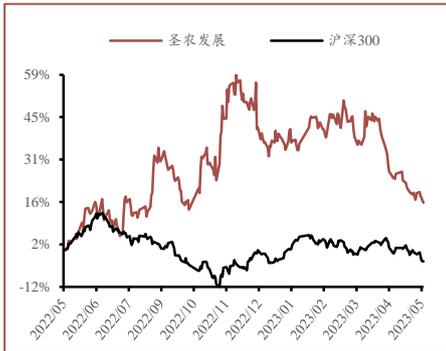
白羽鸡全产业链龙头，种源与食品齐发力

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-05-26
收盘价(元)	19.58
流通股本(亿股)	12.31
每股净资产(元)	8.07
总股本(亿股)	12.44

最近 12 月市场表现



分析师 余剑秋

SAC 证书编号: S0160522050003

yujq01@ctsec.com

相关报告

1. 《种源优势持续加强，C端发力快速增长，静待鸡周期上行》 2023-03-29

核心观点

- ❖ **公司作为白羽鸡养殖龙头，全产业链发展：**公司深耕肉鸡养殖领域 40 年，在自主育种-种鸡养殖-肉鸡养殖-肉鸡屠宰-食品深加工产业链全环节基本实现规模化生产。公司鸡肉业务稳步增长，2017-2022 年收入 CAGR 为 6.7%；肉制品业务较快增长，2017-2022 年收入 CAGR 为 18.2%。受禽养殖周期影响，公司 2022 年实现营业收入 168.17 亿元（同比+16.15%），归母净利润 4.11 亿元（同比-8.33%）。2022 年，公司白羽鸡养殖产能超 6 亿羽，已建及在建食品深加工产能合计超过 43.32 万吨，位列全国第一。
- ❖ **行业需求长期向好，祖代鸡引种受阻传导，静待周期上行。**需求方面，餐饮连锁化率提升及健康饮食需求增加，禽类消费中长期仍具备较大增长空间。供给方面，2022 年海外爆发高致病性禽流感疫情，国内祖代白羽肉鸡引种受阻，全年祖代白羽种鸡引种量为 96.34 万套，同比-24.5%。引种受阻影响已传导至父母代，预计商品代价格上行有望于 2023 年底开启。
- ❖ **公司成本优势稳固，种源优势加强，食品持续发力：**1) **降本增效成果显著：**公司通过优化饲料成本、提升生产效率、精细化运营等方面举措，稳固成本优势；2) **种源优势加强：**海外引种恢复时间和程度仍存不确定性，公司自研品种“圣泽 901”的销售有望快速推进，种苗销售有望成为公司业务新增长点。“圣泽 901”父母代种鸡雏 2022 年销售 655 万套，目前具备 1750 万套的年供种能力。根据钢联统计，2022 年祖代鸡更新量圣泽 901 占比 25.29%，公司目标 2025 年市占率达到 40%。3) **食品业务持续发力：**2022 年公司 C 端业务含税收入突破 14 亿元，同比增长 64%，公司在产品研发、渠道开发、运营管理等多点发力，多层次深化渠道营销，提升品牌影响力。
- ❖ **投资建议：**公司产能建设稳步推进，为持续发展奠定基础；同时种源优势进一步加强，降本增效成效显著，食品业务持续发力，我们预计公司有望充分受益于行业景气上行，预计公司 2023-2025 年实现营业收入 180.2/195.5/206.5 亿元，归母净利润 16.6/22.7/24.1 亿元，5 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 14.7/10.7/10.1 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**鸡肉价格波动风险，动物疾病风险，食品安全风险，饲料原料价格波动风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14478	16817	18016	19548	20649
收入增长率(%)	5.34	16.15	7.13	8.50	5.64
归母净利润(百万元)	448	411	1661	2274	2414
净利润增长率(%)	-78.04	-8.33	304.20	36.94	6.12
EPS(元/股)	0.36	0.33	1.34	1.83	1.94
PE	66.79	71.33	14.66	10.71	10.09
ROE(%)	4.52	4.14	15.25	19.17	19.03
PB	3.04	2.97	2.24	2.05	1.92

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	白羽肉鸡龙头企业，全产业链发展.....	5
2	行业：引种断档加速周期反转，长期需求向好.....	8
2.1	产业链：肉鸡养殖仍以散户为主，各环节盈利存差异.....	8
2.2	周期分析：需求增长空间可期，静待周期上行.....	10
2.2.1	周期复盘：我国经历 5 轮白羽肉鸡周期.....	10
2.2.2	供给：祖代引种断档加速周期反转.....	11
2.2.3	需求：鸡肉消费仍有较大增长空间.....	14
3	公司：种源优势加强，食品持续发力，成本优势巩固.....	15
3.1	持续降本增效，盈利能力较强.....	15
3.2	食品 BC 双轮驱动，品牌价值不断提升.....	17
3.3	自主培育“圣泽 901”快速推进，综合性能优秀.....	19
3.4	产能稳步增长，为持续成长奠定基础.....	20
4	盈利预测.....	22
5	风险提示.....	24

图表目录

图 1.	公司业务覆盖白羽肉鸡全产业链.....	5
图 2.	公司发展历程.....	5
图 3.	公司股权结构及全资子公司.....	6
图 4.	公司营业总收入整体呈增长趋势.....	6
图 5.	公司盈利受周期影响波动明显.....	6
图 6.	公司肉制品业务营业收入占比逐渐提升.....	7
图 7.	公司主要市场是华东地区.....	7
图 8.	公司盈利能力受周期影响波动较大.....	7
图 9.	公司费用率整体较为平稳.....	7
图 10.	公司肉制品业务毛利润占比有所提升.....	8
图 11.	公司肉制品业务相对鸡肉业务毛利率（单位：%）波动较小.....	8
图 12.	全国不同年出栏数肉鸡饲养规模场（户）数占比.....	8
图 13.	2017-2021 年全国白羽肉鸡产量持续增长.....	8

图 14. 大规模养殖成本整体具备优势.....	9
图 15. 中规模养殖净利润整体具备优势.....	9
图 16. 白羽肉鸡产业链.....	9
图 17. 白羽肉鸡产业链各环节盈利差异较大.....	10
图 18. 2021 年以来饲料原料价格基本处于高位.....	10
图 19. 主产区白羽肉鸡平均价格.....	11
图 20. 祖代鸡品种更新量（单位：万套）分布调整显著.....	12
图 21. 2022 年祖代鸡更新量科宝品种占比最大.....	12
图 22. 2022 年全国祖代鸡更新数量出现断档.....	12
图 23. 2023 年全国祖代种鸡存栏量（在产+后备）有所下行.....	12
图 24. 2022 年全国祖代鸡强制换羽数量有所增加.....	13
图 25. 强制换羽数量和引种量反向变动.....	13
图 26. 2023 年父母代种鸡存栏量（后备+在产）进入下行通道.....	13
图 27. 祖代白羽肉鸡后备存栏量(lag 7m)与全国父母代雏鸡产销量.....	13
图 28. 2023 年父母代鸡苗价格维持高位.....	13
图 29. 父母代鸡苗价格与父母代种鸡养殖利润呈正向关系.....	13
图 30. 父母代鸡苗销售量（lag 10m）与商品代雏鸡销售价格.....	14
图 31. 商品代鸡苗销售量季节性波动较明显.....	14
图 32. 全国年居民人均禽类消费量整体上行趋势.....	15
图 33. 2021 年禽肉消费占比 27%.....	15
图 34. 2022 年禽肉产量为 2443 万吨.....	15
图 35. 猪肉及鸡肉价格有一定相关性.....	15
图 36. 公司鸡肉价格存在相对溢价.....	16
图 37. 公司 2022 年前 5 大客户占比 31%.....	16
图 38. 2021-2022 年公司鸡肉业务原材料成本上行明显.....	17
图 39. 2019-2022 年公司鸡肉业务原材料成本涨幅小于原材料价格涨幅.....	17
图 40. 公司销售毛利率波动相对行业其他可比公司较小.....	17
图 41. 公司 ROE 波动相对行业其他可比公司较小.....	17
图 42. 公司肉制品销量持续增长.....	18
图 43. 公司肉制品毛利率高于行业可比公司.....	18
图 44. 公司部分 B 端产品.....	18
图 45. 公司部分 C 端产品.....	18
图 46. 近年来公司品牌建设费用增长明显.....	19

图 47. 2022 年公司屠宰量占全国样本企业屠宰总量的 8.12%.....	21
图 48. 公司鸡肉屠宰量持续增长.....	21
图 49. 公司稳定进行资本开支.....	21
图 50. 2023Q1 年公司在建工程为 1.65 亿元.....	21
图 51. 公司生产性生物资产基本持续增长.....	22
图 52. 2023Q1 公司固定资产为 109.4 亿元.....	22
图 53. 公司市值与 PE.....	23
表 1. 圣泽 901 与其他主流祖代鸡品种特征.....	20
表 2. 主要品种生产指标对比.....	20
表 3. 公司屠宰量位列全自养屠宰企业第一.....	20
表 4. 公司肉制品业务产能及产品布局.....	22
表 5. 公司业务概况.....	23
表 6. 可比公司估值（截至 2023/5/26，盈利预测均采用 wind 一致预期）.....	24

1 白羽肉鸡龙头企业，全产业链发展

圣农发展是集自主育种、种鸡养殖、种蛋孵化、饲料加工、肉鸡养殖、肉鸡加工、食品深加工、产品销售为一体的白羽肉鸡养殖一体化企业。公司深耕肉鸡养殖领域40年，采用先进的生产设备和生产工艺，在产业链全环节已基本实现规模化生产。公司发展历程可分为以下三个阶段：

(1) 1983-2009 为起步阶段。公司始建于1983年，2003年圣农集团成立，下设圣农发展等子公司；2009年圣农发展成为肯德基战略合作伙伴，并成功上市。

(2) 2010-2016 为发展扩张阶段。2009年上市后，公司产能迅速扩张，新设浦城圣农、政和圣农等子公司，2014年成为麦当劳唯一中国供应商。

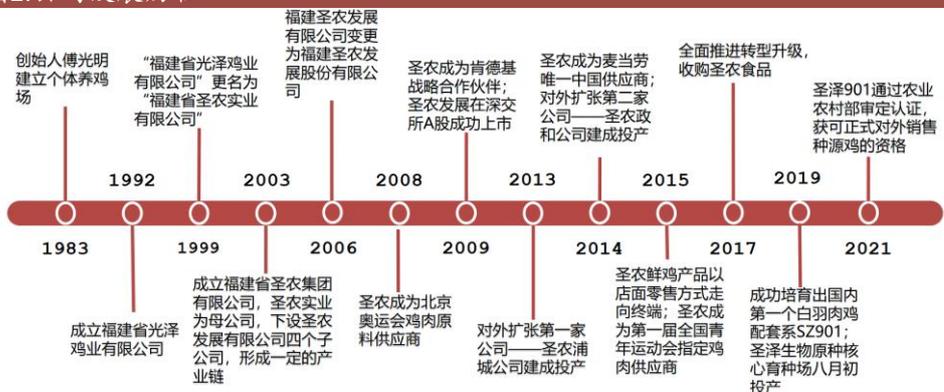
(3) 2017 至今为转型升级阶段。公司2017年收购圣农食品，拓展食品业务，向产业链下游延伸。2019年，公司成功培育出国内第一个白羽肉鸡配套系——圣泽901 (SZ901)，完成全产业链闭环，打破国外种源垄断；2021年，圣泽901通过国家农业农村部审定认证，获可正式对外销售种源鸡的资格。

图1.公司业务覆盖白羽肉鸡全产业链



数据来源：公司官网，财通证券研究所

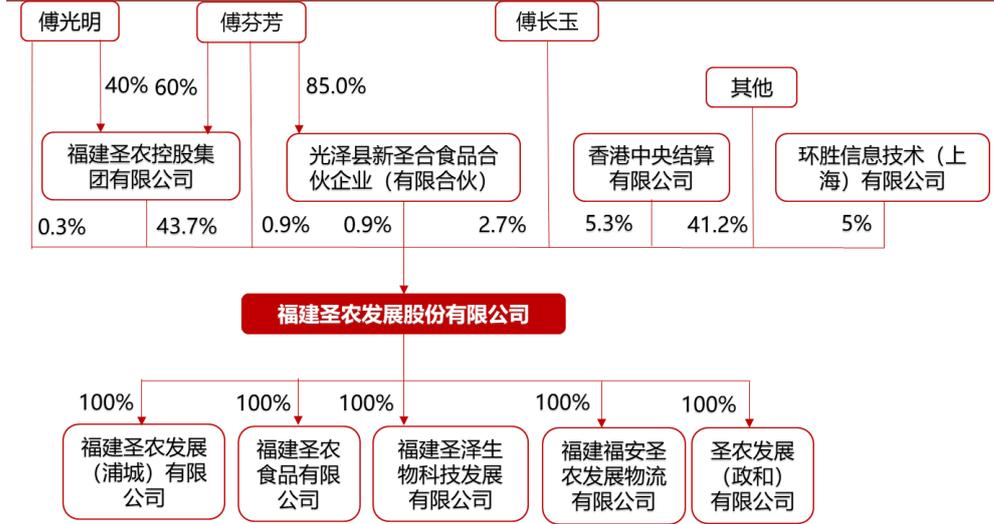
图2.公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，财通证券研究所

公司股权较为集中。公司实际控制人为傅光明、傅长玉夫妇及其长女傅芬芳，三人合计持有公司 48.26% 的股份。百胜中国的全资子公司环胜信息持有公司 5% 的股权。傅芬芳女士 2018 年正式接任公司总经理职位，持续开展精细化管理，实施降本增效举措，发力深加工业务渠道建设，拓展养殖及深加工产能。

图3.公司股权结构及全资子公司



数据来源: Wind, 财通证券研究所
注: 股权结构及子公司信息截至 2022 年 12 月

公司营业总收入整体呈增长趋势，盈利受周期影响明显。公司营业总收入自 2013 年 47.1 亿元增长至 2022 年 168.2 亿元，CAGR 为 15.2%；2022/2023Q1 公司营业总收入分别+16.2%/34.3%至 168.2/45.4 亿元。公司净利润受白羽鸡价格和大宗原料价格波动影响，周期性明显，公司 2022/2023Q1 年实现净利润 4.1/0.9 亿元。

图4.公司营业总收入整体呈增长趋势



数据来源: Wind, 公司公告, 财通证券研究所

图5.公司盈利受周期影响波动明显

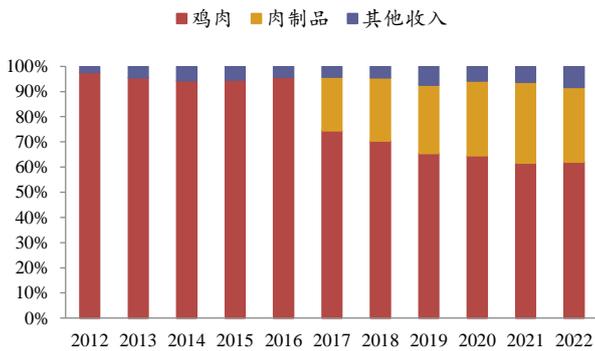


数据来源: Wind, 公司公告, 财通证券研究所

公司肉制品业务营业收入占比逐渐提升。公司鸡肉业务稳定增长，2017-2022年自75.6亿元增长至104.4亿元，CAGR为6.7%；2017年收购圣农食品后，公司肉制品业务营业收入较快增长，2017-2022年自21.7亿元增长至49.9亿元，CAGR为18.2%。2022年，鸡肉业务营业收入占比为62.1%，肉制品业务占比为29.7%。

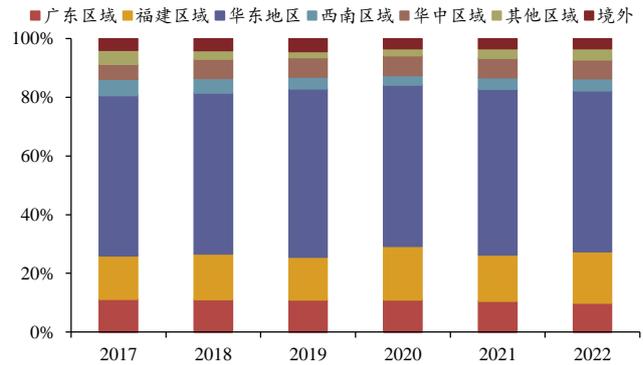
公司主要销售区域是华东地区。公司生产基地主要分部在福建和江西，创新营销中心和产品研发中心设立在浙江及上海。2022年，华东地区营业收入占比为50.3%，福建地区营业收入占比为16.1%。

图6.公司肉制品业务营业收入占比逐渐提升



数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

图7.公司主要市场是华东地区

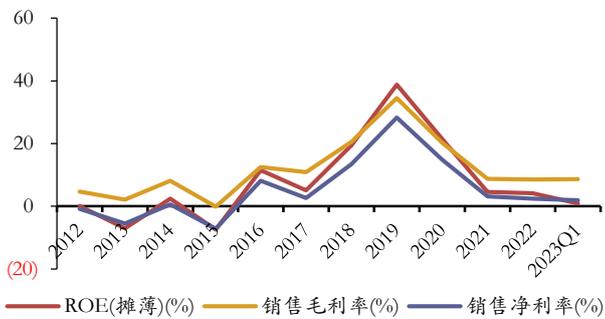


数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

公司盈利能力受周期影响波动较大。2020至2022H1，由于白羽鸡周期下行、饲料原料价格快速上行，公司毛利率及净利率下行明显；2022H2，行业逐渐走出周期底部。公司2022年毛利率8.57%，同比下行0.14pct。公司费用率整体较为平稳，2022年，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.28%、2.45%、1.01%。

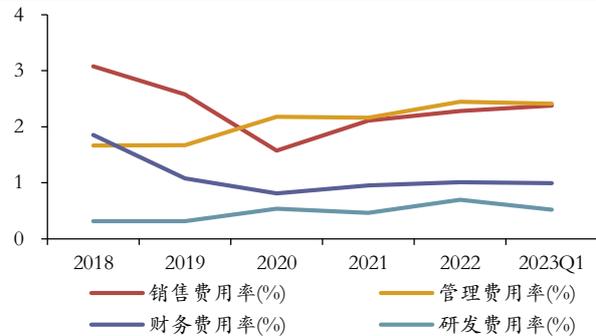
肉制品业务毛利率相对鸡肉业务波动较小。2022年鸡肉/肉制品的毛利润占比分别为38.0%/59.1%。由于肉制品业务的产品附加值较高，公司肉制品业务毛利率相对鸡肉业务波动较小，在白羽鸡价格下行阶段能够贡献较多毛利润。

图8.公司盈利能力受周期影响波动较大



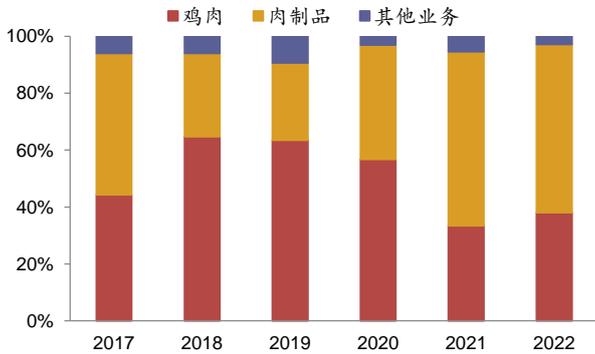
数据来源：Wind，财通证券研究所

图9.公司费用率整体较为平稳



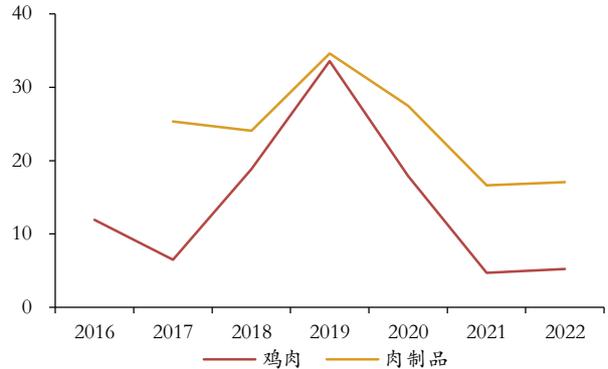
数据来源：Wind，财通证券研究所

图10.公司肉制品业务毛利润占比有所提升



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图11.公司肉制品业务相对鸡肉业务毛利率(单位:%)波动较小



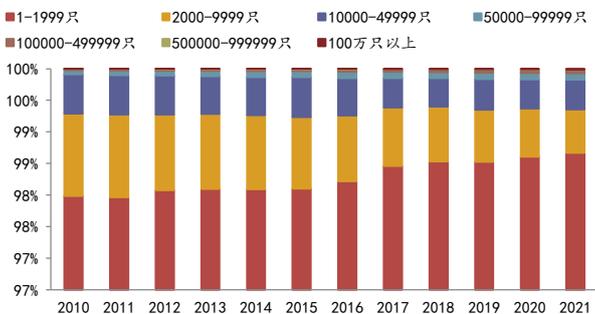
数据来源: Wind, 财通证券研究所

2 行业: 引种断档加速周期反转, 长期需求向好

2.1 产业链: 肉鸡养殖仍以散户为主, 各环节盈利存差异

白羽肉鸡产量持续增长, 肉鸡养殖仍以散户为主。白羽肉鸡产量近年来持续增长, 依据我的农产品网, 2016-2021 年从 798 万吨增长至 1288 万吨, CAGR 为 10.1%。我国肉鸡养殖仍以散户为主, 2021 年年出栏数在 2000 只以下的养殖场(户)数占比为 98.7%。由于环保政策的出台进一步提高畜禽养殖门槛, 活禽交易市场的关闭限制散户销售, 肉鸡养殖行业呈现规模化趋势, 2021 年, 年出栏数在 2000 只以下的养殖场(户)数同比-0.4%至 1802 万户, 年出栏数 10-50 万的养殖场(户)数同比+9.2%至 1.05 万户, 年出栏数 50-100 万的养殖场(户)数同比+4.7%至 1443 户, 年出栏数 100 万以上的养殖场(户)数同比+23.1%至 1792 户。大规模养殖场因资金、技术、管理等方面的能力更为突出, 表现出较强综合成本优势, 据全国农产品成本收益资料汇编数据, 2021 年肉鸡大规模养殖的总成本为 12.2 元/kg。

图12.全国不同年出栏数肉鸡饲养规模场(户)数占比



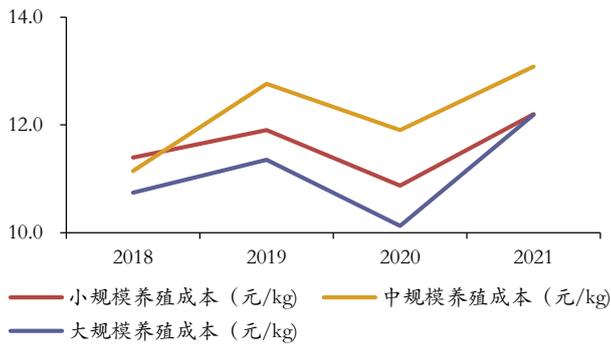
数据来源: Wind, 《中国畜牧兽医年鉴》, 农业农村部, 财通证券研究所

图13.2017-2021 年全国白羽肉鸡产量持续增长



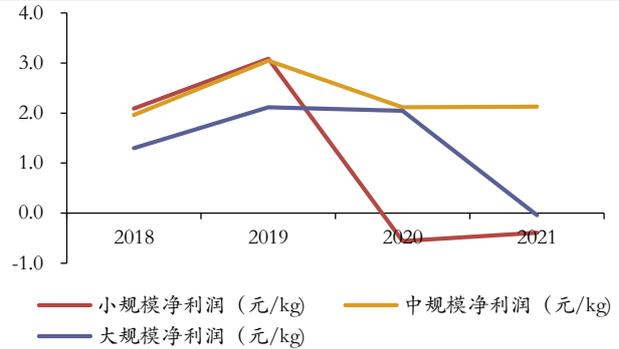
数据来源: Mysteel, 我的农产品网, 财通证券研究所

图14.大规模养殖成本整体具备优势



数据来源: Wind,《全国农产品成本收益资料汇编》,国家发改委,财通证券研究所

图15.中规模养殖净利润整体具备优势



数据来源: Wind,《全国农产品成本收益资料汇编》,国家发改委,财通证券研究所

白羽肉鸡的养殖要经过祖代、父母代与商品代三个代际进程,形成祖代肉种鸡、父母代肉种鸡、商品肉鸡和鸡肉产品等多种产品。每套祖代鸡大约可生产45套父母代肉鸡,而每套父母代肉鸡约可生产110套商品代鸡苗。从祖代引种到商品代出栏至少需要60周时间。

白羽肉鸡产业链包含育种、养殖、屠宰、深加工等多个环节,不同公司在不同环节上有所侧重。近些年来,多数企业都开始进行产业链延伸,主要原因包括进行养殖业务的布局能够在对上游采购时具备更强的溢价能力、进行食品端业务布局可以对抗一定的周期影响等。

图16.白羽肉鸡产业链



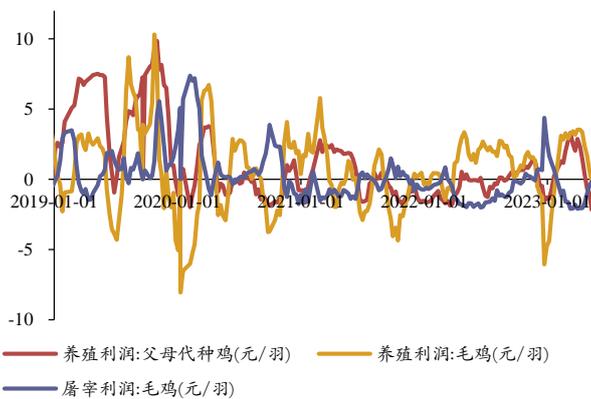
数据来源: 各公司公告, 财通证券研究所

白羽肉鸡全产业链利润可分为父母代雏鸡销售利润、父母代种鸡养殖利润、商品代肉鸡养殖和屠宰利润、鸡肉产品销售利润等。其中,毛鸡屠宰利润与养殖利润基本成反向关系,父母代种鸡和毛鸡养殖利润基本成同向关系。由于鸡价下行,

2021Q3 至 2022Q1 养殖端基本处于亏损状态；2022Q2 开始，伴随行业景气回升，养殖利润改善显著；2022Q4 由于消费场景受限，养殖短期再次转为亏损状态；2023Q1 由于祖代产能缺口传导至父母代，父母代养殖利润显著上行，毛鸡养殖利润亦有所改善。

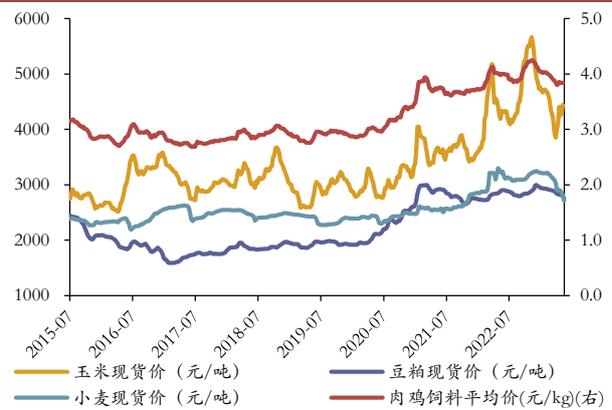
饲料原料价格对于养殖利润影响较大。2021 年至 2022Q1，伴随原材料玉米、豆粕价格的上涨，肉鸡饲料价格从显著上行，主产区白羽肉鸡均价亦处于下行通道养殖环节持续亏损。2022 年 Q4 起，原料价格逐步进入下行通道，预计后续养殖企业饲料成本压力有所缓解。

图17.白羽肉鸡产业链各环节盈利差异较大



数据来源：Wind，财通证券研究所

图18.2021 年以来饲料原料价格基本处于高位



数据来源：Wind，中国汇易，国家发改委，财通证券研究所

2.2 周期分析：需求增长空间可期，静待周期上行

2.2.1 周期复盘：我国经历 5 轮白羽肉鸡周期

我国白羽肉鸡行业具有一定的周期性，驱动因素和涨跌时长各不相同。过往 5 轮周期分别为：

(1) 2012.2-2013.4，共 14 个月。上涨由餐饮消费需求持续升温推动，下跌由 2013 年禽流感推动。

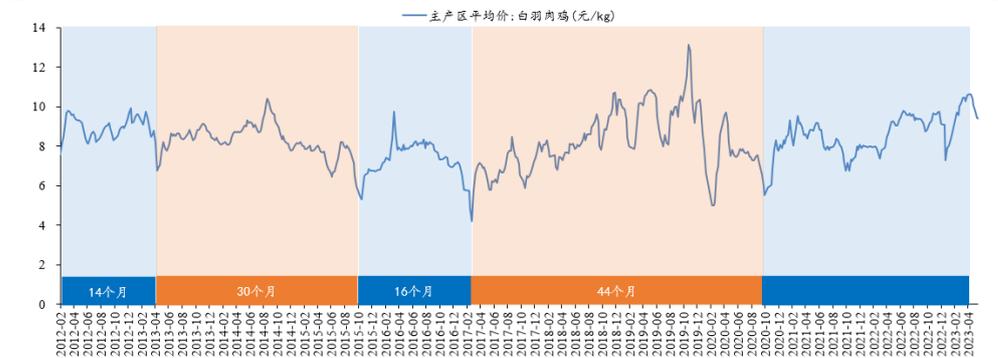
(2) 2013.4-2015.10，共 30 个月。禽流感疫情影响消退，鸡价进入上行阶段；2013 年行业引种量增长明显，2014-2015 年商品鸡供过于求，鸡价回落。

(3) 2015.10-2017.2，共 16 个月。2015 年引种量减少，2016 年商品鸡供应量减少，鸡价上行；2017 年国内爆发禽流感，鸡价回落。

(4) 2017.2-2020.10，共 44 个月。2017 年由于行业强制换羽，价格未明显上涨；2018 年-2019 年产能持续去化传导，鸡价显著上行，叠加 2018 年底非洲猪瘟爆发导致猪价快速上行，鸡价升至历史高点。

(5) 2020.10 至今，2019-2021 年我国祖代鸡引种连续三年超过 100 万套，产能过剩，同时疫情影响消费需求，价格长时间磨底。随着产能去化传导，需求持续增长，2022 年 3 月价格出现上涨。

图19.主产区白羽肉鸡平均价格



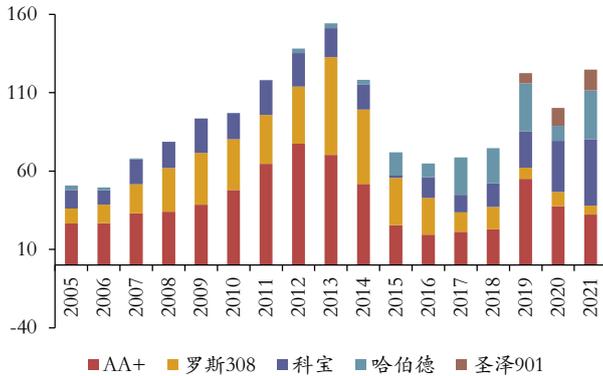
数据来源：Wind，财通证券研究所

2.2.2 供给：祖代引种断档加速周期反转

祖代鸡养殖产能的变化，是白羽鸡价格周期的重要驱动因素：1) 2013-2016 年，受美国爆发禽流感及产能过剩的影响，在引种调控和封关的双重影响下，祖代种鸡规模处于下行通道。2) 2019-2021 年，祖代白羽肉种鸡祖代更新量连续三年处于高位（分别为 122/100/124 万套），2021 年祖代存栏处于较高水平。3) 2021 年 3 月底，新西兰安伟捷引种至国内的祖代种鸡在海关检测出鸡病问题，我国暂停新西兰安伟捷（AA+、罗斯 308）的引种。4) 2022 年 Q1 以来，欧美高致病性禽流感（HPAI）爆发，叠加新冠疫情影响下运输不畅，2022 年 5-7 月、10-11 月引种量为 0，其余月份引种量亦较少。根据中国畜牧业协会，2022 年白羽鸡祖代鸡苗更新量为 96.3 万套，同比-24.5%。

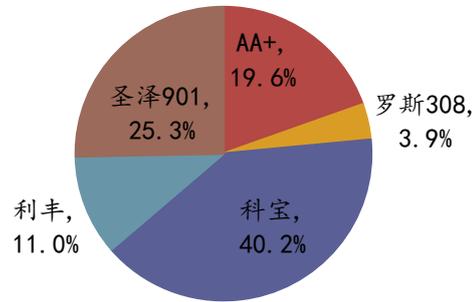
祖代引种品种分布出现明显调整。2014 年及以前，祖代白羽肉雏鸡主要引种品种是 AA+，其次是罗斯 308 及科宝。近年来，随着哈伯德的引进以及国内自主培育的白羽肉鸡通过审批，祖代白羽肉雏鸡品种分布调整显著。2005 至 2021 年，AA+ 占比由 52.16%下行至 25.82%，罗斯 308 由 18.7%下行至 4.61%；2021 年科宝的国内引种占比增长至 33.97%，超过 AA+成为祖代肉种鸡更新量最大的品种。2022 年，由于美国禽流感疫情爆发，AA+及罗斯 308 引种持续受阻，国内自主培育品种较快发展，AA+/罗斯 308/科宝/哈伯德/圣泽 901 更新量占比分别为 19.6%/ 3.9%/ 40.2%/ 11.0%/ 25.3%。

图20.祖代鸡品种更新量（单位：万套）分布调整显著



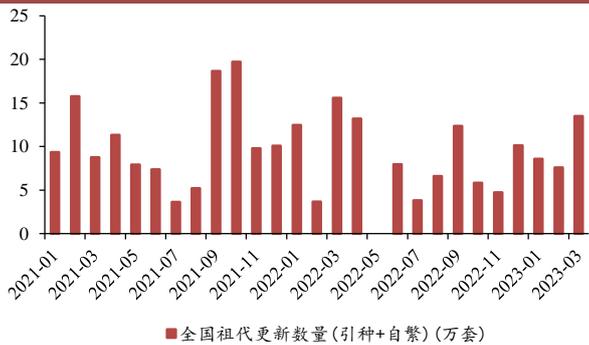
数据来源：《2021年中国禽业发展报告》，中国畜牧业协会禽业分会，财通证券研究所

图21.2022年祖代鸡更新量科宝品种占比最大



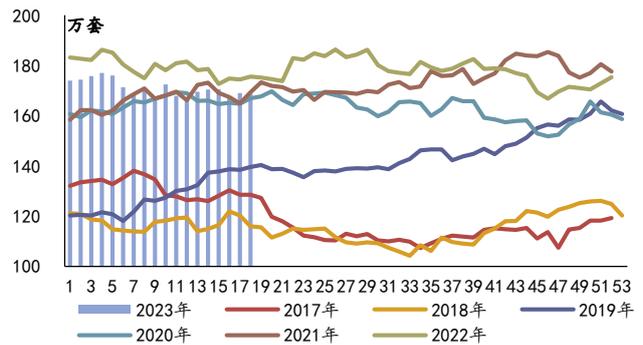
数据来源：Mysteel，财通证券研究所

图22.2022年全国祖代鸡更新数量出现断档



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

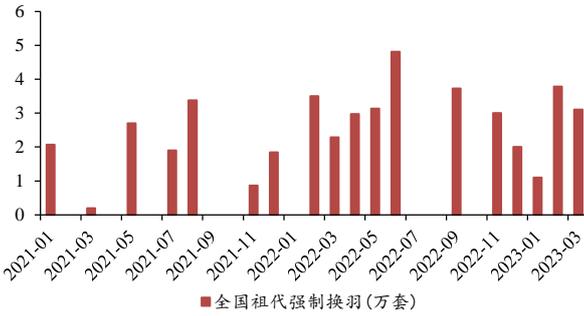
图23.2023年全国祖代种鸡存栏量（在产+后备）有所下行



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

2022年强制换羽数量有所增加。强制换羽即通过停料、控水和降光等措施，促使种鸡羽毛的更替与生殖系统的重新发育，过程一般持续8-10周。当引种量减少时，养殖户对鸡价上行的预期增加，采取强制换羽以延长种鸡利用期限的行为增多，因此2022年强制换羽数量有所增加，依据中国畜牧业协会数据，2021年祖代强制换羽12.95万套，2022年祖代强制换羽25.43万套。由于目前祖代种鸡整体质量不佳，若进行强制换羽，生产效率较低，死淘率提升，因此预计此轮强制换羽整体带来的供给增长有限。

图24.2022年全国祖代鸡强制换羽数量有所增加



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

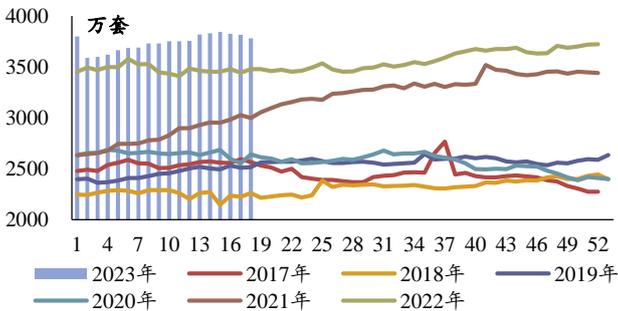
图25.强制换羽数量和引种量反向变动



数据来源：《2021年中国禽业发展报告》，中国畜牧业协会禽业分会，财通证券研究所

父母代鸡苗供给收缩，需求上行。受 H7N9 冲击，2017-2018 年，全国父母代种鸡总存栏量下降至较低水平。后续伴随养殖利润提升，父母代鸡苗补栏意愿增强，2018-2021 年，父母代种鸡存栏量持续增加。祖代鸡更新量影响约 7 个月之后的父母代鸡苗供应量和价格，祖代鸡引种受限，已于 2022 年底及 2023Q1 传导至父母代鸡苗供应量，同时 2022Q4 养殖利润上升趋势刺激养殖户补栏，父母代鸡苗价格 2022Q3 以来上行明显。

图26.2023年父母代种鸡存栏量(后备+在产)进入下行通道



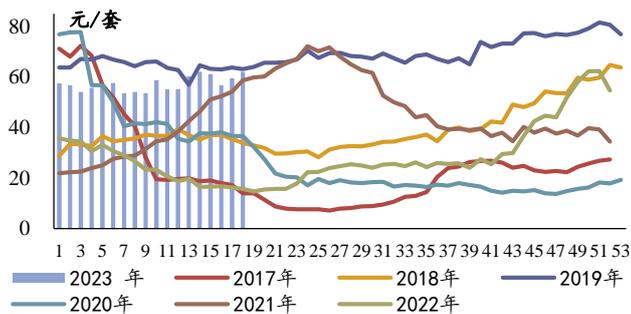
数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

图27.祖代白羽肉鸡后备存栏量(lag 7m)与全国父母代雏鸡产销量



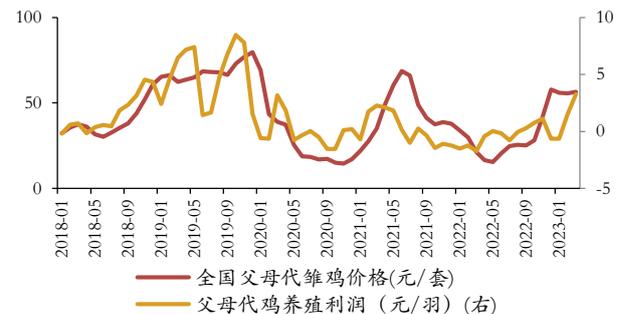
数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

图28.2023年父母代鸡苗价格维持高位



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

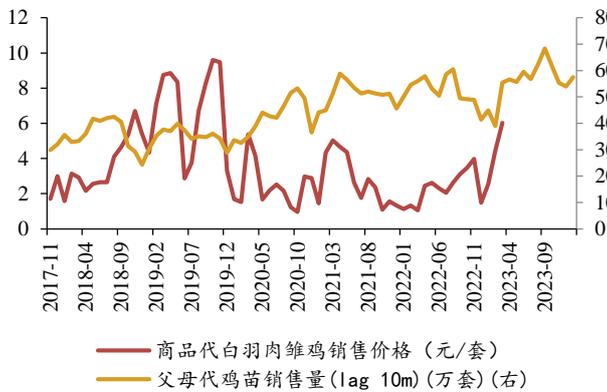
图29.父母代鸡苗价格与父母代种鸡养殖利润呈正向关系



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

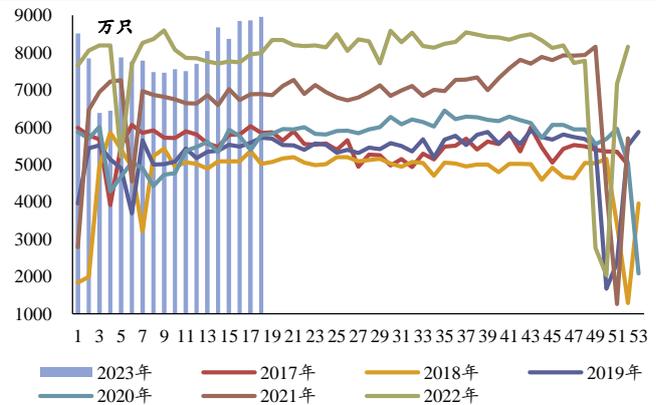
预计 2023Q4 引种断档传导至商品代。商品代肉鸡苗销售呈现季节性规律，销量通常第二、第三季度高于第一、第四季度，主要由于春节期间毛鸡停止出栏，父母代在产将在 12 月进入 10-20 天停孵期。2023 年 1-2 月，由于成本推动、停孵期及需求持续恢复，商品代鸡苗价格短期快速上行。父母代鸡苗销量影响约 10 个月后的商品代鸡苗供应量和价格，预计祖代鸡引种受限将于 2023 年四季度传导至商品代鸡苗销售；考虑到生产效率的降低和强制换羽的损耗，价格反转时间点或有所提前。

图30.父母代鸡苗销售量 (lag 10m) 与商品代雏鸡销售价格



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

图31.商品代鸡苗销售量季节性波动较明显



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

2.2.3 需求：鸡肉消费仍有较大增长空间

国内鸡肉消费量仍有较大提升空间。我国人均禽类消费量继续增长，从 2013 年 7.2kg 提升到 2021 年 12.3kg；禽肉产量亦从 2012 年 1823 万吨提升至 2022 年 2443 万吨，CAGR 为 3.0%。鸡肉是禽肉消费的主要部分，2021 年鸡肉产量占禽肉的 66%，白羽肉鸡占鸡肉产量的 57%。鸡肉消费量仅次于猪肉，其消费渠道主要包括团膳消费、餐饮消费、食品加工、居民消费。伴随餐饮连锁化趋势、健身消费以及健康饮食需求持续增加（白羽鸡作为典型白肉，具有高蛋白质、低脂肪、低胆固醇和低热量的特征），禽类消费有望持续扩容。据《OECD-FAO 农业展望报告 2021-2030》预测，到 2030 年，禽肉将占肉类来源的全部蛋白质的 41%，比基准期（2018-2020 年）占比均值增加 2%，相比而言国内禽肉消费具备较大增长空间。

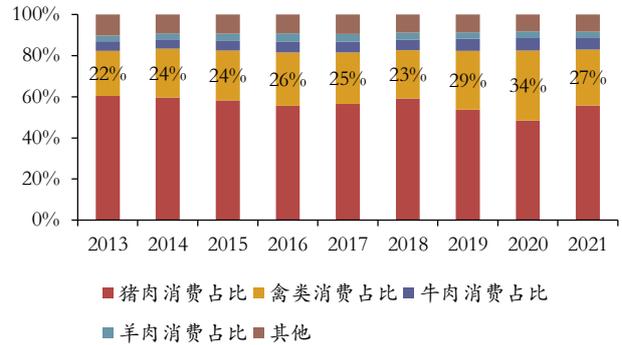
鸡肉对猪肉具备一定替代性。鸡肉与牛羊肉作为优质蛋白的优先选择，在价格上一直具有较强的相关性；白羽鸡肉由于和猪肉在消费场景上存在重合，价格也具有一定可比性，当猪肉价格处在较高位置时，猪肉价格和鸡肉价格的相关性显著增强。

图32.全国年居民人均禽类消费量整体上行趋势



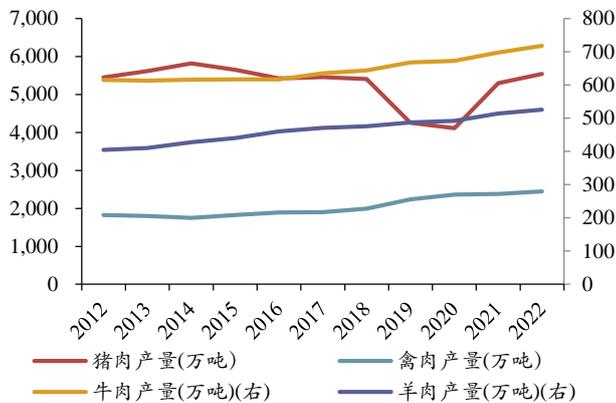
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图33.2021年禽肉消费占比27%



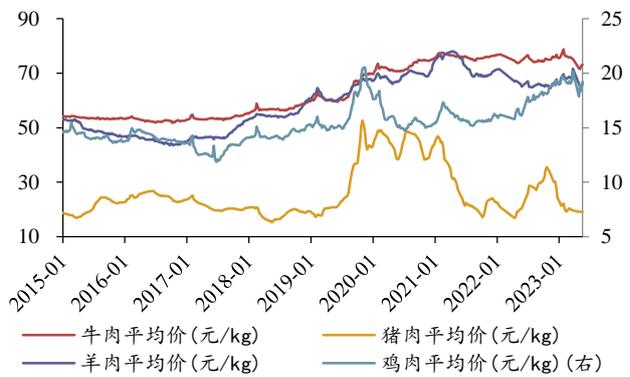
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图34.2022年禽肉产量为2443万吨



数据来源: Wind, 国家统计局, 财通证券研究所

图35.猪肉及鸡肉价格有一定相关性



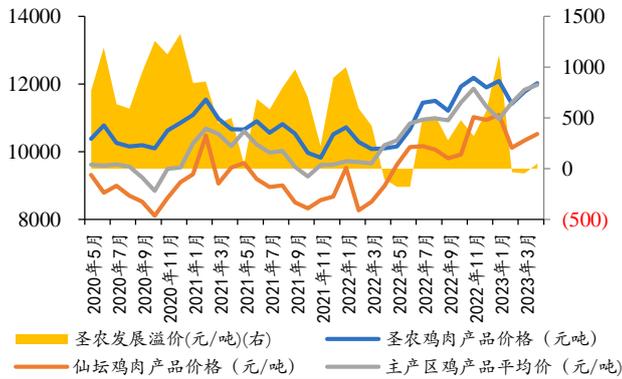
数据来源: Wind, 财通证券研究所

3 公司：种源优势加强，食品持续发力，成本优势巩固

3.1 持续降本增效，盈利能力较强

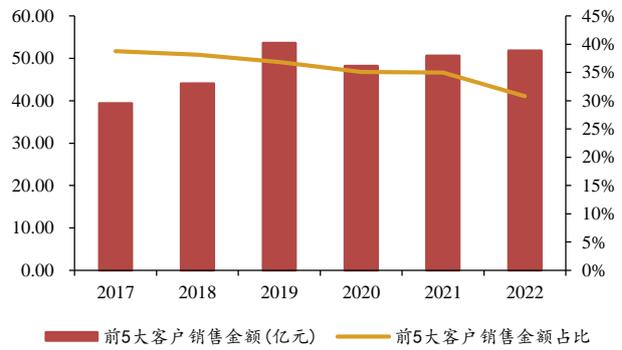
公司产品具备较高议价能力。公司鸡肉产品相对于行业均价表现出 500 元/吨左右的溢价，主要由于公司的全产业链规模化生产布局、优秀的产品品质、可靠的食物安全追溯体系、高效的信息化数字化管理体系等方面优势。公司与优质大客户深度绑定合作关系，2022 年前 5 大客户销售额达到 51.8 亿元，占比 31%。

图36.公司鸡肉价格存在相对溢价



数据来源: 各公司公告, Wind, 财通证券研究所

图37.公司 2022 年前 5 大客户占比 31%



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

公司多举措降本增效，养殖效率持续提升。由于饲料原料价格上行以及公司在建产能转固，公司 2020-2022 年毛利率承受一定压力。公司通过产业链一体化协同以及其他多种举措来实现降本增效，整体成本依然处于较低水平。公司降本增效途径包括：

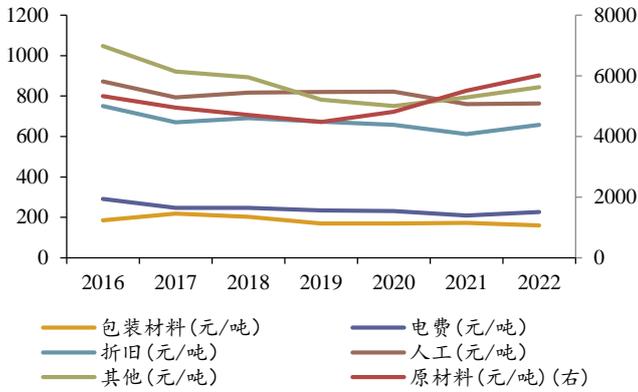
1) 采购及饲料环节：进行饲料成本优化，推进大宗原料替代、优化饲料配方来应对大宗原料高价的冲击。2019 年以来，公司鸡肉业务单吨原材料成本上行幅度小于主要原材料玉米及豆粕价格上行幅度。

2) 管理环节：推进生产自动化和管理智能化，通过大数据管理系统协助追踪与分析各项指标，开展系统性精细化管理，人效提升明显。公司鸡肉业务成本中，人工成本自 2020 年 821 元/吨降至 2022 年 763 元/吨。

3) 养殖及食品加工环节：**种鸡养殖环节**，持续优化种鸡性能，伴随圣泽 901 稳定性提升，采购成本进一步降低；**肉鸡养殖环节**，提升养殖效率，将料肉比、蛋料比、产蛋量等关键生产指标改善放在首要位置，采取扩大选育规模、加强选育强度、基因选种等多种措施持续改进料肉比；**屠宰环节**，以流程优化、人员优化、能耗管理作为管理落脚点；**肉鸡加工销售环节**，加强跨产业链环节、跨部门的合作，挖掘部门内部管理潜能，公司 2022 年自有品牌订单履约率同比提升 7%，外仓周转天数同比下降 30%。

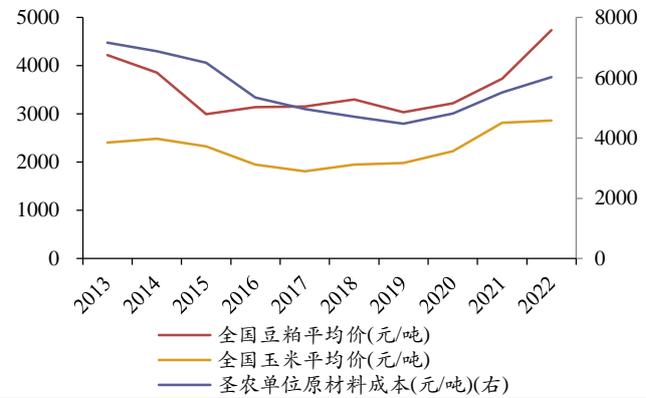
4) 其他：伴随公司产能利用率提升，单位折旧成本和燃料成本有望下行。

图38.2021-2022 年公司鸡肉业务原材料成本上行明显



数据来源：公司公告，财通证券研究所

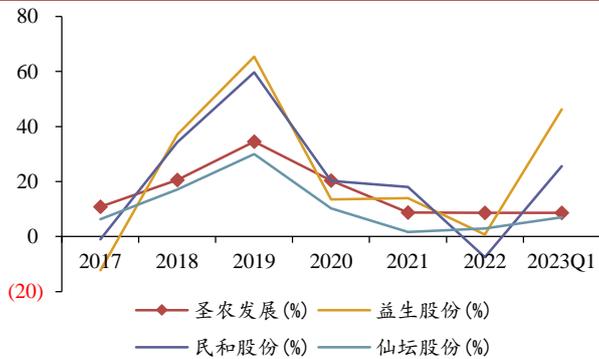
图39.2019-2022 年公司鸡肉业务原材料成本涨幅小于原材料价格涨幅



数据来源：公司公告，Wind，财通证券研究所

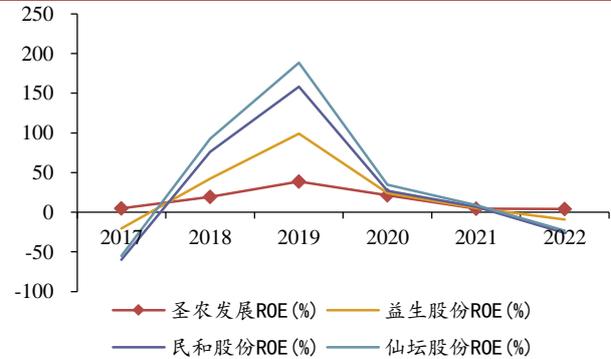
公司全产业链布局减小周期波动。公司整体盈利情况相对可比公司更加稳健，一是因为公司通过全产业链布局，公司有效整合上下游资源，根据市场波动实现对各个环节生产管理流程的管控，提升整体运营效率；二是公司的深加工肉制品产品能够提供相对高的附加值，且盈利能力较为稳定。2022 年公司毛利率/ROE 分别为 8.6%/4.14%，高于行业其他可比公司。

图40.公司销售毛利率波动相对行业其他可比公司较小



数据来源：Wind，各公司公告，财通证券研究所

图41.公司 ROE 波动相对行业其他可比公司较小

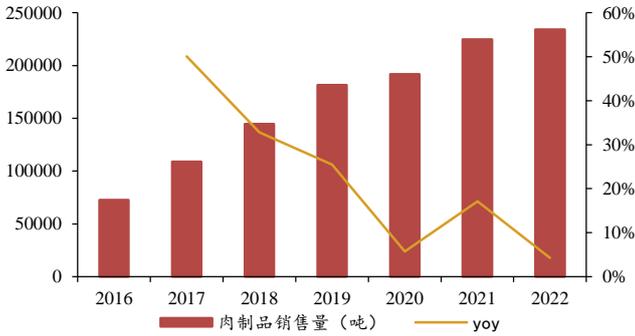


数据来源：Wind，各公司公告，财通证券研究所

3.2 食品 BC 双轮驱动，品牌价值不断提升

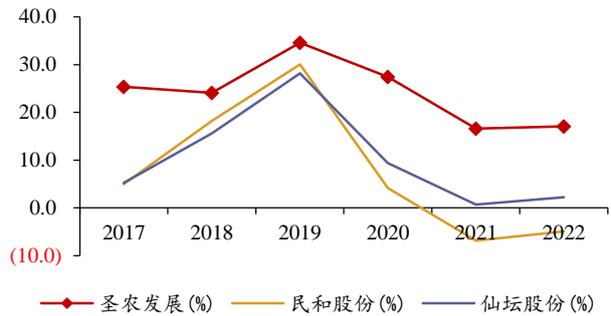
公司肉制品业务销量较快增长，盈利能力具备优势。2017-2022 年，肉制品业务营业收入自 21.7 亿元增长至 49.9 亿元，CAGR 18.2%；销量自 108875 吨增长至 234142 吨，CAGR 为 16.5%。2021-2022 年，由于养殖成本上行，肉制品毛利率有所承压。公司充分发挥产业链一体化协同优势，肉制品毛利率高于同行业其他公司，且波动较小。

图42.公司肉制品销量持续增长



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图43.公司肉制品毛利率高于行业可比公司



数据来源：各公司公告，财通证券研究所

备注：民和股份采用鸡肉制品毛利率，仙坛股份采用食品加工毛利率

公司肉制品业务产品矩阵不断完善，品牌价值不断提升。公司2017年并入圣农食品后，肉制品业务快速发展，产品矩阵不断完善。公司产品涵盖牛、羊、猪等深加工肉制品，C端先后开发空气炸锅系列、香煎系列、微波叮叮系列、油炸系列、佰牧场系列、四度-全系列等六大系列产品，“脆皮炸鸡”和“嘟嘟翅”等大单品；B端与麦当劳合作研发“麦麦脆汁鸡”等爆品。公司品牌价值不断提升，公司2022年食品板块实现含税收入超73亿元，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30%。

公司产品研发能力强，及时洞察需求，推出新品及打造大单品。公司先后在光泽、福州、上海三地成立食品研发中心，研发团队经验丰富，120余位团队成员均有高级中/西餐厅、米其林餐厅、五星酒店的从业经历。公司持续推动不同业务和地区间产品资源和渠道资源协同，依据终端消费者需求研发及改善产品，以此提升单品销售量。2022年改良产品23个、转化产品37个，2019-2022年新品销售额年复合增长率达13%，手枪腿、脆皮炸翅等新产品持续放量。

图44.公司部分B端产品



数据来源：公司年报，财通证券研究所

图45.公司部分C端产品



数据来源：公司官网，财通证券研究所

公司持续深耕 B 端渠道。公司 B 端渠道覆盖百胜中国、麦当劳、德克士等大型连锁餐饮企业，农贸批发以及团餐。公司持续提升产品质量，丰富产品品类，与客户共同进行新品研发，从而加深与重点客户的合作，实现持续增长。公司亦在进一步挖掘中式餐饮、连锁超市的发展机会。

公司 C 端渠道业务较快发展。公司 C 端渠道覆盖美团买菜、盒马、叮咚买菜等新零售平台，抖音、天猫等线上电商，线下商超便利店等。公司 C 端业务较快发展，2022 年 C 端含税收入突破 14 亿元，同比增长 64%，占食品深加工板块收入比例由 2019 年的 7%左右提升至 2022 年 23%以上。公司坚持大单品战略，爆款单品“脆皮炸鸡”2021 年单月销售额破千，2022 年年销售额突破 2 亿；成立专业品牌及营销团队，推动“品牌活动+内容传达+媒体传播”落地，拓展销售渠道（2022 年线上渠道销售收入同比+143.9%），提升品牌影响力，公司 2021 及 2022 年品牌建设费用增长明显。

图46.近年来公司品牌建设费用增长明显



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.3 自主培育“圣泽 901”快速推进，综合性能优秀

公司自主培育“圣泽 901”白羽肉鸡配套系，有望贡献新增长点。“圣泽 901”于 2019 年成功组织生产，于 2021 年 12 月获得农业农村部批准，取得对外销售资格，打破国际垄断；于 2022 年 6 月首批批量供应。2022 年，共销售 655 万套父母代种鸡雏，其中对外销售 145 万套；江西资溪祖代场完成整体建设，具备 1750 万套父母代种鸡雏的年供种能力。根据钢联统计，2022 年祖代鸡更新量中“圣泽 901”占比 25.29%，公司目标 2025 年市占率达到 40%，预计祖代引种量处于低位将有利于圣泽 901 的进一步推广，鸡苗销售有望成为公司业绩新增长点。

圣泽 901 在综合性能上表现优秀，有望快速推广。2021 年农业农村部印发《全国肉鸡遗传改良计划(2021—2035 年)》，提出培育白羽肉鸡新品种、配套系 4-6 个，自主培育白羽肉鸡品种商品代市场占有率达到 60%以上的目标，并对白羽肉鸡育种提出核心指标要求。2022 年 8 月，农业农村部印发《关于加快自主培育白羽肉

鸡品种推广应用工作的通知》，强调白羽肉鸡在我国肉鸡产业发展中地位十分重要，3个自主培育白羽肉鸡品种性能与国际先进水平不相上下；并明确各地要把自主培育白羽肉鸡品种推广应用作为实施种业振兴行动的重要任务，结合实际出台针对性扶持政策。综合来看，“圣泽901”在抗病能力、种鸡性能（产蛋率、种蛋合格率、孵化率等）、死淘率、本土适应力上具备优势，同时相比海外育种公司，种源供应更加稳定，在相关政策支持下有望快速推广。

表1.圣泽901与其他主流祖代鸡品种特征

	品种	特征
美国安伟捷育种公司	罗斯308	体质健壮，成活率高，增重速度块，出肉率高和饲料转化率高
	艾拔益加(AA+)	体型大，生长发育快，饲料转化率高，耐粗饲，适应性和抗病能力强
美国科宝公司	科宝	生长快，适应性与抗病能力较强，全期成活率高
美国安伟捷-哈伯德育种公司	哈伯德	前期生产速度块，料肉低，出成率高；抗应激能力弱，后期料肉高
	利丰	抗应激能力强，抗病力强，成活率高，蛋重稳定，全程产雏数多，腿、翅出肉率高
圣农发展	圣泽901	本土适应性强、遗传稳定，父母代种鸡产蛋率、种蛋合格率、受精率和孵化率高，商品代肉鸡增重快、产肉多、饲料转化效率高

数据来源：公司年报，中国畜牧业协会禽业分会，财通证券研究所

表2.主要品种生产指标对比

	项目	广明2号	圣泽901	《全国肉鸡遗传改良计划(2021—2035年)》核心指标要求
父母代	66周龄产蛋数	180	/	>170
	42日龄体重(g)	2650-3050	37日龄2500	>2800
商品鸡	料重比	1.6-1.65	1.58	<1.6
	存活率%	94-95.5	>95	>95
	胸肌率%	22.1-25.7		>23

数据来源：国际畜牧网，新广农牧官网，农业农村部，财通证券研究所

3.4 产能稳步增长，为持续成长奠定基础

公司鸡肉在屠宰量上保持增长趋势。依据中国畜牧协会禽业分会，公司2022年屠宰量为6.1亿羽，相比2021年+10.9%，占全国样本企业屠宰总量的比例为8.12%，位列全自养屠宰企业第一、综合屠宰企业第二。

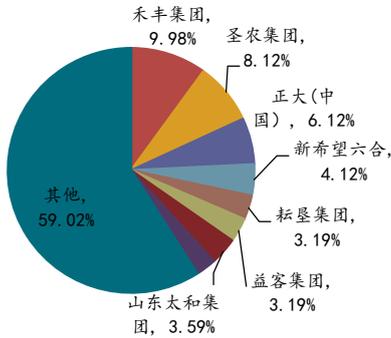
表3.公司屠宰量位列全自养屠宰企业第一

	企业	2022屠宰量(亿羽)	2021屠宰量(亿羽)	2020屠宰量(亿羽)
产业链全自养屠宰 (1亿羽以上)	福建圣农发展有限公司	6.10	5.50	5.10
	青岛九联集团股份有限公司	1.24	1.50	1.50
	山东凤祥股份有限公司	1.40	1.20	1.20
产业链综合屠宰 (2亿羽以上)	禾丰集团	7.50	7.00	6.25
	圣农集团	6.10	5.50	5.10
	正大(中国)	4.60	3.90	3.60
	新希望六合	3.10	3.70	3.70
	耘垦集团	2.40	2.30	1.90
	益客集团	2.40	2.18	
	山东太和集团	2.70		
	仙坛集团	2.00		
	山东超合集团	1.90		
凤祥集团	1.40			

数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，财通证券研究所

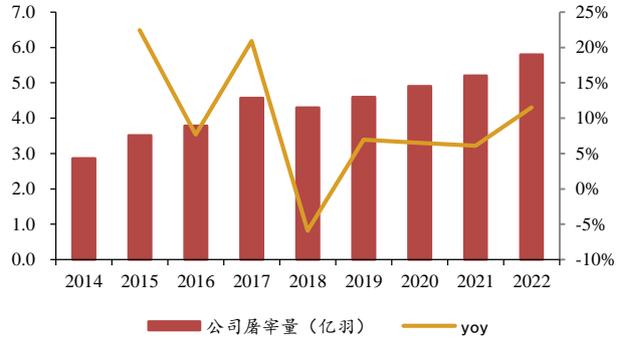
注：全自养屠宰的商品鸡100%来自于自养，综合屠宰的商品鸡来自于自养和契约养殖（大合同）两种模式。

图47.2022 年公司屠宰量占全国样本企业屠宰总量的 8.12%



数据来源：中国畜牧业协会禽业分会，财通证券研究所

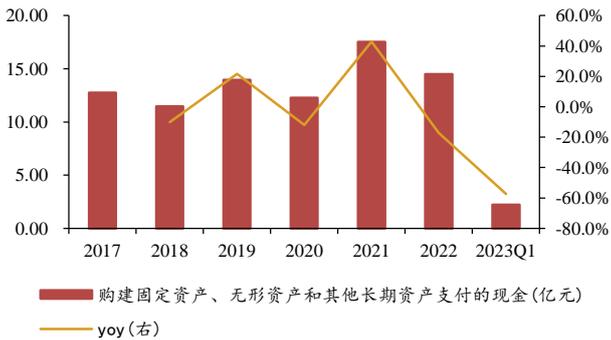
图48.公司鸡肉屠宰量持续增长



数据来源：公司年报，财通证券研究所

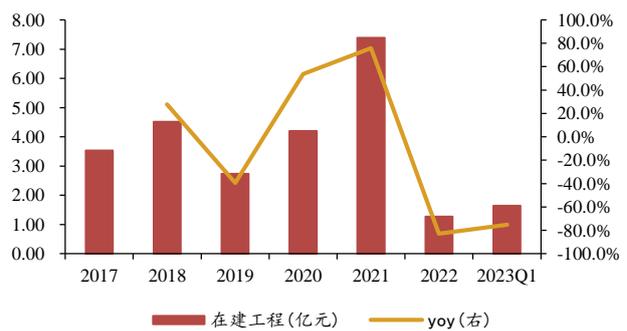
公司按照规划稳健推进产能建设。公司产能基地主要分布在福建和江西，截至2022年白羽鸡养殖产能超过6亿羽，已建及在建食品深加工产能合计超过43.32万吨。公司预计2025年，养殖产能将提升至10亿羽，下游深加工产能将提升至50万吨以上。2022年公司实现资本支出13.1亿元，新建产能包括祖代父母代种鸡及商品代肉鸡养殖场、肉鸡加工厂及食品厂。2022年，由于肉鸡加工六厂、光泽、政和年底新建1个种鸡场、4个肉鸡场、(江西圣泽)6个祖代鸡场、(政和食品)食品九厂工程项目完工转固，公司2022年在建工程-82.8%至1.27亿元，固定资产+7.6%至110.7亿元。公司生产性生物资产(包括非成熟种鸡及成熟产蛋种鸡)基本持续增长，2022/2023Q1分别+16.7%/18.2%至4.3/4.7亿元。

图49.公司稳定进行资本开支

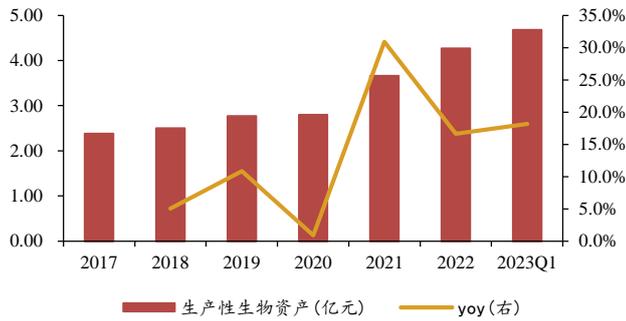


数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

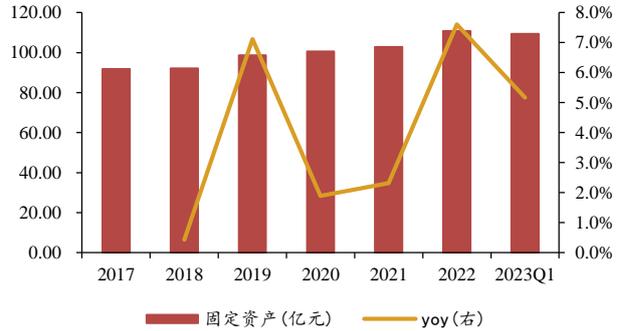
图50.2023Q1 年公司在建工程为 1.65 亿元



数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

图51.公司生产性生物资产基本持续增长


数据来源: Wind, 公司公告, 财通证券研究所

图52.2023Q1 公司固定资产为 109.4 亿元


数据来源: Wind, 公司公告, 财通证券研究所

公司肉制品业务产能持续扩张，产品种类多样化。公司目前已经建成投产 9 家加工厂，覆盖腌制调理、油炸、中式调理包、蒸煮等多种生产工艺，禽肉加工、面点产品、牛羊肉加工等多种业务，能够更灵活和及时地满足客户多样化需求。2022 年，食品深加工九厂已正式投产，年设计产能 4.8 万吨，主要服务于国内餐饮、商超渠道；公司预计食品深加工十厂 2024 年建设完成并投产。

表4.公司肉制品业务产能及产品布局

厂区	渠道	产品	投产时间	年产能 (万吨)
食品加工一厂	对日出口、大客户	加工禽肉	2003	1.8
食品加工二厂	大客户、国内批发、商超	成型油炸/灌肠/裹粉/丸子/调理产品, 水晶包/挞皮等面点产品	2010	3
食品加工三厂	出口	油炸/蒸烤/炭烤类产品	2013	3.6
食品加工四厂	餐饮大客户	油炸/蒸烤/炭烤/裹粉/调理品/调理包类产品	2013	3.6
食品加工五厂	/	熟食品加工	2015	3.12
食品加工六厂	/	油炸类、蒸烤类、裹粉油炸类产品	2016	4.8
福建圣农华上食品有限公司	/	鸡肉培根产品	2017	/
浦城食品加工七、八厂	/	中式调理包, 腌制调理产品、油炸蒸烤产品	2021	7.92
政和食品加工九厂	国内餐饮、商超	成型油炸类、裹粉油炸类、冷冻调理类、成型肉饼类产品	2022投产	4.8
食品加工十厂	/	牛羊肉加工	2024投产	/

数据来源: 公司官网, 公司年报, 财通证券研究所

4 盈利预测

我们对公司 2023-2025 年主要业务业绩作出如下预测:

(1) 鸡肉业务: 公司鸡肉业务的销售量伴随产能扩张稳步增长, 同时受益于白鸡景气上行, 公司的销售均价 2023-2024 年有望有所提升, 我们预计 2023-2025 年鸡肉业务营业收入同比+7.1%/+8.1%/+4.9%至 111.8/120.9/126.9 亿元。由于公司持续推进降本增效的举措, 同时原料价格逐渐进入下行通道, 我们预计鸡肉业务毛利率有所改善, 2023-2025 年毛利率分别为 13.7%/16.6%/16.2%。

(2) 肉制品业务: 公司肉制品业务伴随渠道拓展和单品放量, 仍处于较快增长时期, 我们预计 2023-2025 年肉制品营业收入同比+4.6%/ +9.1%/ +9.1%至 52.2/ 57.0/ 62.1 亿元。我们预计随产能利用率提升, 肉制品业务毛利率有所提升, 2023-2025 年毛利率为 20.7%/22.3%/23.0%。

综合测算，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 180.2/195.5/206.5 亿元，增速分别为 7.1%/8.5%/5.6%。公司费用支出方面较为稳定，综合考虑我们预计公司归母净利润分别为 16.6/22.7/24.1 亿元。

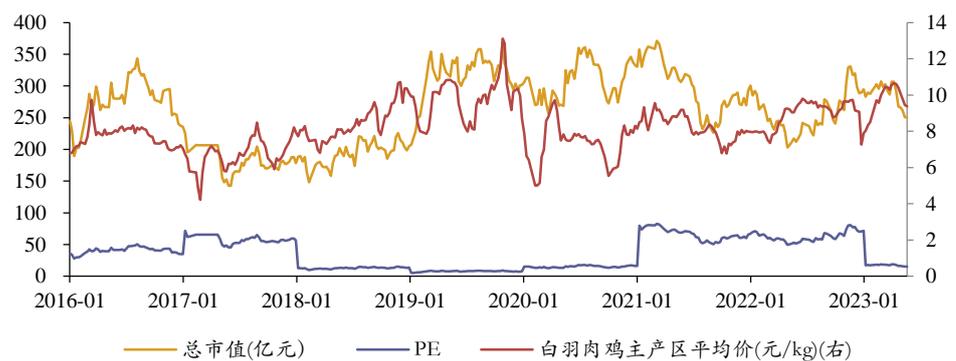
表5.公司业务概况

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
鸡肉	收入(亿元)	88.7	89.3	104.4	111.8	120.9	126.9
	YOY(%)	-6.9%	0.6%	17.0%	7.1%	8.1%	4.9%
	毛利率	17.9%	4.7%	5.2%	13.7%	16.6%	16.2%
肉制品	收入(亿元)	40.8	46.5	49.9	52.2	57.0	62.1
	YOY(%)	3.4%	13.9%	7.4%	4.6%	9.1%	9.1%
	毛利率	27.5%	16.6%	17.1%	20.7%	22.3%	23.0%
其他业务	收入(亿元)	8.0	9.0	13.8	16.1	17.6	17.5
	YOY(%)	-26.4%	13.8%	53.0%	16.6%	9.3%	-0.7%
	毛利率	10.7%	7.5%	3.0%	4.0%	5.0%	5.0%
合计	收入(亿元)	137.4	144.8	168.2	180.2	195.5	206.5
	YOY(%)	-5.6%	5.3%	16.2%	7.1%	8.5%	5.6%
	毛利率	20.3%	8.7%	8.6%	14.8%	17.2%	17.3%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

估值分析：

从 PE 角度，我们预计，2023-2025 年公司 EPS 为 1.34/1.83/1.94 元，参考 5 月 26 日收盘价，对应 PE 为 14.7/10.7/10.1 倍，公司 2023 年 PE 处于历史中值偏下水平。选取益生股份、民和股份、仙坛生物作为可比公司，参考 2023 年 PE，公司估值处于行业中等水平。考虑到公司作为白羽肉鸡全产业链龙头，预计有望充分受益于行业景气上行，同时公司种源优势进一步加强，食品业务持续发力，我们维持公司“增持”评级。

图53.公司市值与 PE


数据来源：Wind，财通证券研究所

表6.可比公司估值（截至 2023/5/26，盈利预测均采用 wind 一致预期）

证券名称	收盘价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE			PB(TTM)
			2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
益生股份	13.77	136.72	-0.37	1.34	1.42	0.56	10.28	9.71	24.62	4.48
民和股份	18.75	65.43	-1.30	1.44	1.89	0.91	13.02	9.92	20.58	2.40
仙坛股份	8.38	72.11	0.15	0.41	0.51	0.47	20.40	16.30	17.92	1.59

数据来源：Wind，财通证券研究所

5 风险提示

鸡肉价格波动风险。公司以白羽鸡养殖业务为主，利润受周期波动影响较大。因此鸡肉价格出现较大波动时，公司业绩将受到较大影响。

动物疾病风险。若发生禽流感等动物疾病，将对肉鸡存栏量和鸡肉消费产生负面影响，从而对公司业绩产生影响。

食品安全风险。如果发生重大食品安全事故，将对公司的品牌和口碑产生较大损害，甚至导致企业被诉讼或受到处罚，从而对公司的收入和业绩产生明显不利影响。

饲料原料价格波动风险。饲料原料价格波动的风险中长期存在。如果全球大宗农产品的供应持续偏紧，价格进一步上行或维持高位，将进一步推高公司饲料原料成本，间接推高公司养殖业务成本，对公司业绩产生不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14478.20	16817.09	18015.60	19547.52	20649.31	成长性					
减:营业成本	13217.34	15375.97	15342.64	16181.23	17074.83	营业收入增长率	5.3%	16.2%	7.1%	8.5%	5.6%
营业税费	39.98	35.37	37.83	41.05	43.36	营业利润增长率	-75.8%	-7.0%	290.1%	37.0%	6.1%
销售费用	305.68	383.38	378.33	410.50	433.64	净利润增长率	-78.0%	-8.3%	304.2%	36.9%	6.1%
管理费用	246.06	293.98	305.59	322.53	340.71	EBITDA 增长率	-47.5%	7.8%	57.5%	24.0%	6.1%
研发费用	67.11	117.38	90.08	97.74	103.25	EBIT 增长率	-72.2%	-0.6%	210.8%	32.9%	6.3%
财务费用	138.16	169.85	71.22	41.62	49.53	NOPLAT 增长率	-74.5%	-3.2%	213.8%	32.9%	6.3%
资产减值损失	-59.41	-71.55	-30.00	0.00	0.00	投资资本增长率	23.2%	10.3%	6.2%	5.9%	4.6%
加:公允价值变动收益	-2.87	-25.70	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	4.2%	0.2%	9.7%	8.9%	6.8%
投资和汇兑收益	33.99	61.60	54.05	58.64	61.95	利润率					
营业利润	524.70	488.04	1904.03	2609.23	2769.18	毛利率	8.7%	8.6%	14.8%	17.2%	17.3%
加:营业外净收支	-13.16	-17.27	5.00	5.00	5.00	营业利润率	3.6%	2.9%	10.6%	13.3%	13.4%
利润总额	511.54	470.76	1909.03	2614.23	2774.18	净利润率	3.1%	2.4%	9.2%	11.6%	11.7%
减:所得税	59.18	65.06	248.17	339.85	360.64	EBITDA/营业收入	11.7%	10.9%	16.0%	18.3%	18.4%
净利润	448.23	410.90	1660.86	2274.38	2413.54	EBIT/营业收入	4.4%	3.7%	10.8%	13.3%	13.4%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	494.84	683.29	2163.44	1767.73	3702.32	固定资产周转天数	259	240	227	210	200
交易性金融资产	13.00	63.79	63.79	63.79	63.79	流动营业资本周转天数	23	39	23	44	20
应收帐款	847.21	895.09	956.51	1052.54	1069.75	流动资产周转天数	106	129	129	138	147
应收票据	16.24	18.00	19.03	21.15	21.30	应收帐款周转天数	20	19	19	19	19
预付帐款	198.71	369.38	306.85	242.72	256.12	存货周转天数	66	69	66	66	66
存货	2525.19	3349.34	2246.29	3656.82	2603.95	总资产周转天数	398	385	384	370	369
其他流动资产	88.30	555.05	555.05	555.05	555.05	投资资本周转天数	356	338	335	327	324
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	4.5%	4.1%	15.2%	19.2%	19.0%
长期股权投资	66.91	81.06	81.06	81.06	81.06	ROA	2.6%	2.2%	8.5%	11.0%	11.1%
投资性房地产	2.20	2.01	2.01	2.01	2.01	ROIC	4.0%	3.5%	10.3%	12.9%	13.1%
固定资产	10289.53	11072.54	11182.65	11260.63	11297.35	费用率					
在建工程	739.02	126.97	113.49	131.74	140.87	销售费用率	2.1%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%
无形资产	294.66	301.52	318.52	333.52	346.52	管理费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
其他非流动资产	230.30	138.35	138.35	138.35	138.35	财务费用率	1.0%	1.0%	0.4%	0.2%	0.2%
资产总额	17044.49	18928.33	19483.43	20651.12	21685.71	三费/营业收入	4.8%	5.0%	4.2%	4.0%	4.0%
短期债务	3508.86	4595.55	4595.55	4595.55	4595.55	偿债能力					
应付帐款	1828.54	1569.10	1840.37	1755.46	2038.95	资产负债率	41.8%	47.5%	44.0%	42.5%	41.5%
应付票据	385.87	994.26	284.30	524.76	423.84	资产负债比	71.8%	90.4%	78.7%	73.9%	70.9%
其他流动负债	1.78	2.55	2.55	2.55	2.55	流动比率	0.67	0.74	0.83	0.94	1.03
长期借款	60.63	174.00	174.00	174.00	174.00	速动比率	0.22	0.21	0.42	0.37	0.61
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	4.65	3.46	22.99	30.54	32.48
负债总额	7121.24	8985.39	8580.86	8774.17	8995.22	分红指标					
少数股东权益	14.36	10.69	10.69	10.69	10.69	DPS(元)	0.30	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1243.97	1243.64	1243.53	1243.53	1243.53	分红比率					
留存收益	4520.22	4559.59	5520.45	6494.83	7308.37	股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	9923.26	9942.94	10902.57	11876.95	12690.49	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.36	0.33	1.34	1.83	1.94
净利润	448.23	410.90	1660.86	2274.38	2413.54	BVPS(元)	7.96	7.99	8.76	9.54	10.20
加:折旧和摊销	1066.71	1202.82	932.46	984.85	1037.24	PE(X)	66.8	71.3	14.7	10.7	10.1
资产减值准备	67.37	73.20	30.00	0.00	0.00	PB(X)	3.0	3.0	2.2	2.1	1.9
公允价值变动损失	2.87	25.70	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	140.56	183.41	84.89	84.89	84.89	P/S	2.1	1.8	1.4	1.2	1.2
投资收益	-33.99	-61.60	-54.05	-58.64	-61.95	EV/EBITDA	19.9	18.8	9.7	7.9	6.9
少数股东损益	4.13	-5.20	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	129.78	-504.78	638.04	-1224.93	1213.81	PEG	—	—	0.0	0.3	1.6
经营活动产生现金流量	1842.56	1347.89	3287.20	2055.54	4682.53	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1781.58	-1970.37	-1020.95	-1066.36	-1063.05	REP					
融资活动产生现金流量	118.80	819.36	-786.11	-1384.89	-1684.89						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

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。

● 行业评级

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。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。