

白羽鸡全产业链龙头企业，养殖及食品业务协同发力

证券研究报告
2024年03月20日

圣农发展（002299.SZ）首次覆盖报告

核心结论

行业景气度触底，静待周期上行。供给方面，24年祖代鸡更新量相对充足，但难言过剩，同时考虑到美国禽流感疫情时有发生，短期祖代鸡供种仍有可能受到干扰。需求方面，我国鸡肉消费总量及家禽肉人均消费量仍有提升空间，白羽鸡出栏量稳步增长，并一定程度对黄羽鸡形成消费替代。价格方面，父母代鸡苗价格进一步下行空间有限，优质种鸡仍然紧俏。此外，商品代鸡苗供应24年5月后有望减量，未来下游需求恢复将利好毛鸡价格。

深耕行业四十载，白羽鸡龙头地位稳固。公司已实现集自育、自繁、自养、自宰、深加工为一体的全产业链布局。1) 种源优势：公司自主培育“圣泽901”，一方面保障公司具备稳定的种源供应；另一方面自研种源有助于公司控制养殖成本。2) 溢价优势：凭借优质的产品质量和品牌影响力，公司的鸡肉售价始终较市场价格（主产区均价）高出约0.5元/公斤，溢价优势稳固。3) 规模优势：公司目前具备白羽肉鸡行业较为完整的上下游产业链一体化布局，产业规模及产业链完整度在全球同类企业中名列前茅，龙头地位稳固。公司养殖产能已超过7亿羽，正积极通过收购等方式实现25年10亿羽的产能目标。

食品加工业务BC双轮驱动，打造公司第二增长曲线。公司已建成9家食品加工工厂，已建和在建产能合计超过43.32万吨。公司深耕B端30年，和百胜中国、麦当劳、德克士等知名客户建立了长期稳定的合作关系。C端品牌建设稳步推进，爆品策略效果显著，2023年爆品收入同比增长40%以上。

投资建议：预计公司23-25年收入分别为186.87/218.88/248.00亿元，同比分别+11.1%/+17.1%/+13.3%；预计实现归母净利润分别为6.97/19.59/24.26亿元，同比分别+69.6%/+181.1%/+23.8%。公司已实现白羽鸡全产业链布局，具备较强成本优势和规模优势，龙头地位稳固。同时，随着24年白羽肉鸡价格触底反弹，公司利润存在较大的上涨弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：鸡肉价格大幅下跌，饲料成本大幅上涨，禽流感爆发，食品安全等

核心数据

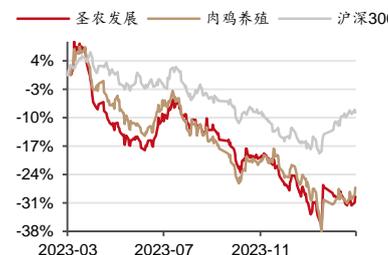
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14,478	16,817	18,687	21,888	24,800
增长率	5.3%	16.2%	11.1%	17.1%	13.3%
归母净利润（百万元）	448	411	697	1,959	2,426
增长率	-78.0%	-8.3%	69.6%	181.1%	23.8%
每股收益（EPS）	0.36	0.33	0.56	1.58	1.95
市盈率（P/E）	44.4	48.4	28.6	10.2	8.2
市净率（P/B）	2.0	2.0	1.9	1.6	1.4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级	买入
股票代码	002299.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	16.01

近一年股价走势



分析师

熊航 S0800522050002
13316501817
xionghang@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
圣农发展核心指标概览	6
一、 公司介绍：布局全产业链的白羽肉鸡龙头	7
1.1 深耕行业四十载，造就白鸡产业链一体化龙头	7
1.2 食品加工收入占比逐年增加，抗周期能力得到加强	7
1.3 股权结构集中，核心管理团队经验丰富	9
二、 行业展望：景气度触底，静待周期上行	11
2.1 我国鸡肉消费量仍有提升空间，白羽鸡市场规模持续攀升	11
2.2 父母代种鸡价格下行幅度有限，商品苗及毛鸡景气度有望触底反弹	12
2.2.1 24年祖代鸡更新量相对充足，祖代鸡进口仍可能受禽流感干扰	12
2.2.2 父母代鸡苗价格进一步下行空间有限，优质种鸡仍然紧俏	12
2.2.3 商品代鸡苗供应24年5月后有望减量，下游需求恢复将利好毛鸡价格	13
三、 种鸡：自主培育“圣泽901”，商业化育种快速推广	14
3.1 种源垄断被打破，国内自繁种源占比大幅提升	14
3.2 自主培育“圣泽901”，性能指标达国际先进水平	14
四、 肉鸡：并购助力产能扩增，产品享受溢价优势	17
4.1 资本扩张战略保驾产能增长目标	17
4.2 产销量逐年增长，产品享受溢价优势	18
五、 食品：BC双轮驱动，打造公司第二增长曲线	19
5.1 食品加工业务持续发力，打造公司第二增长曲线	19
5.2 BC双轮驱动，打造产品矩阵	20
5.3 全渠道布局，B端优势显著，C端增长迅速	20
六、 盈利预测与投资建议	22
6.1 关键假设与盈利预测	22
6.2 估值与投资建议	23
七、 风险提示	24

图表目录

图 1：圣农发展核心指标概览图	6
-----------------------	---

图 2: 公司发展历程图	7
图 3: 公司已实现一体化的全产业链布局	7
图 4: 2017 年-2023 年前三季度公司营收及增速	8
图 5: 2017 年-2023 年前三季度公司归母净利润及增速	8
图 6: 公司肉制品收入占比逐年提升	8
图 7: 2017-2023H1 公司各业务收入规模	8
图 8: 公司各地区收入占比	9
图 9: 公司各业务毛利率变动情况	9
图 10: 公司股权结构图 (截至 2023 年三季报)	9
图 11: 中国鸡肉消费量稳步上行	11
图 12: 世界各主要经济体家禽肉消费量	11
图 13: 白羽鸡及黄羽鸡产量	11
图 14: 白羽鸡及黄羽鸡出栏量	11
图 15: 白羽鸡祖代更新量 (年度, 万套)	12
图 16: 白羽鸡祖代更新量 (月度, 万套)	12
图 17: 在产祖代种鸡存栏量 (万套)	13
图 18: 父母代鸡苗成交均价 (元/套)	13
图 19: 商品代鸡苗及毛鸡价格	13
图 20: 在产父母代种鸡存栏量 (万套)	13
图 21: 2023 年白羽肉鸡祖代更新占比 (分国家)	14
图 22: 各品种父母代种鸡实际成交价 (元/套)	14
图 23: “圣泽 901”研发历程	15
图 24: 2023 年白羽肉鸡祖代更新占比	16
图 25: 2023 年白羽肉鸡父母代销量占比	16
图 26: 圣农发展鸡肉产销量	18
图 27: 圣农发展饲养板块溢价优势	18
图 28: 圣农发展深加工业务月度销量和收入情况	19
图 29: 公司食品深加工业务产品矩阵	20
图 30: 公司食品深加工业务销售渠道	21
图 31: 2022 年公司前五大客户销售额	21
图 32: 2022 年公司前五大客户销售收入占比	21
图 33: 圣农发展 PB Band	24
表 1: 公司董事会成员介绍 (部分)	9
表 2: 公司股权激励及员工持股计划情况	10
表 3: 种鸡生产指标对比	15
表 4: 养殖基地产能情况及产能规划	17
表 5: 资本扩张战略布局	18

表 6: 食品加工厂产能布局情况.....	19
表 7: 圣农发展收入拆分.....	22
表 8: 可比公司估值.....	23
表 9: 食品加工业务可比公司估值.....	23

投资要点

关键假设

针对 2023-2025 年公司的主要业务，我们做如下假设：

(1) 鸡肉业务：公司养殖产能逐年提升，随着产能释放，预计公司鸡肉销量呈稳步增长态势。同时，24-25 年白羽肉鸡价格有望触底反弹，公司鸡肉售价将得到提升。预计公司 23-25 年鸡肉业务收入为 111.69/126.75/138.60 亿元，同比+6.95%/+13.48%/+9.35%。随着公司种源优势和规模优势的释放，叠加原材料价格稳步下行，预计公司鸡肉业务毛利率得以提升，23-25 年毛利率分别为 6.61%/14.87%/15.66%。

(2) 肉制品业务：公司肉制品业务仍处于快于发展阶段，B、C 两端均具有较大增长潜力。随着百胜、麦当劳等连锁餐饮客户在国内快速拓店，预计公司 B 端业务体量实现快速增长。同时，公司品牌建设工作稳步推进，已具备一定的终端品牌知名度，爆品策略取得较好成效，C 端核心单品有望快速放量。预计 23-25 年公司肉制品业务收入 60.18/76.13/92.40 亿元，同比+20.59%/+26.51%/+21.38%。随着公司全产业链一体化布局的优势充分发挥，肉制品业务毛利率有望抬升，预计 23-25 年毛利率为 17.11%/19.54%/20.00%。

(3) 其他业务：预计 23-25 年公司其他业务收入 15.00/16.00/17.00 亿元，同比+8.37%/+6.67%/+6.25%，预计毛利率分别为 6.00%/6.00%/6.00%。

区别于市场的观点

市场普遍认为白羽肉鸡价格或持续疲软态势运行。我们认为：父母代鸡苗价格进一步下行空间有限，优质种鸡仍然紧俏。商品代鸡苗供应 24 年 5 月后有望减量，叠加下游需求恢复，预计 24H2 商品代鸡苗、白羽肉鸡价格将触底反弹。

股价上涨催化剂

行业景气度回升。商品代鸡苗供应 24 年 5 月后有望减量，叠加下游需求恢复，预计 24H2 白羽肉鸡价格将触底反弹，公司有望凭借自主种源优势、规模优势、全产业链一体化布局优势充分受益于行业景气度提升，利润存在较大的上涨弹性。

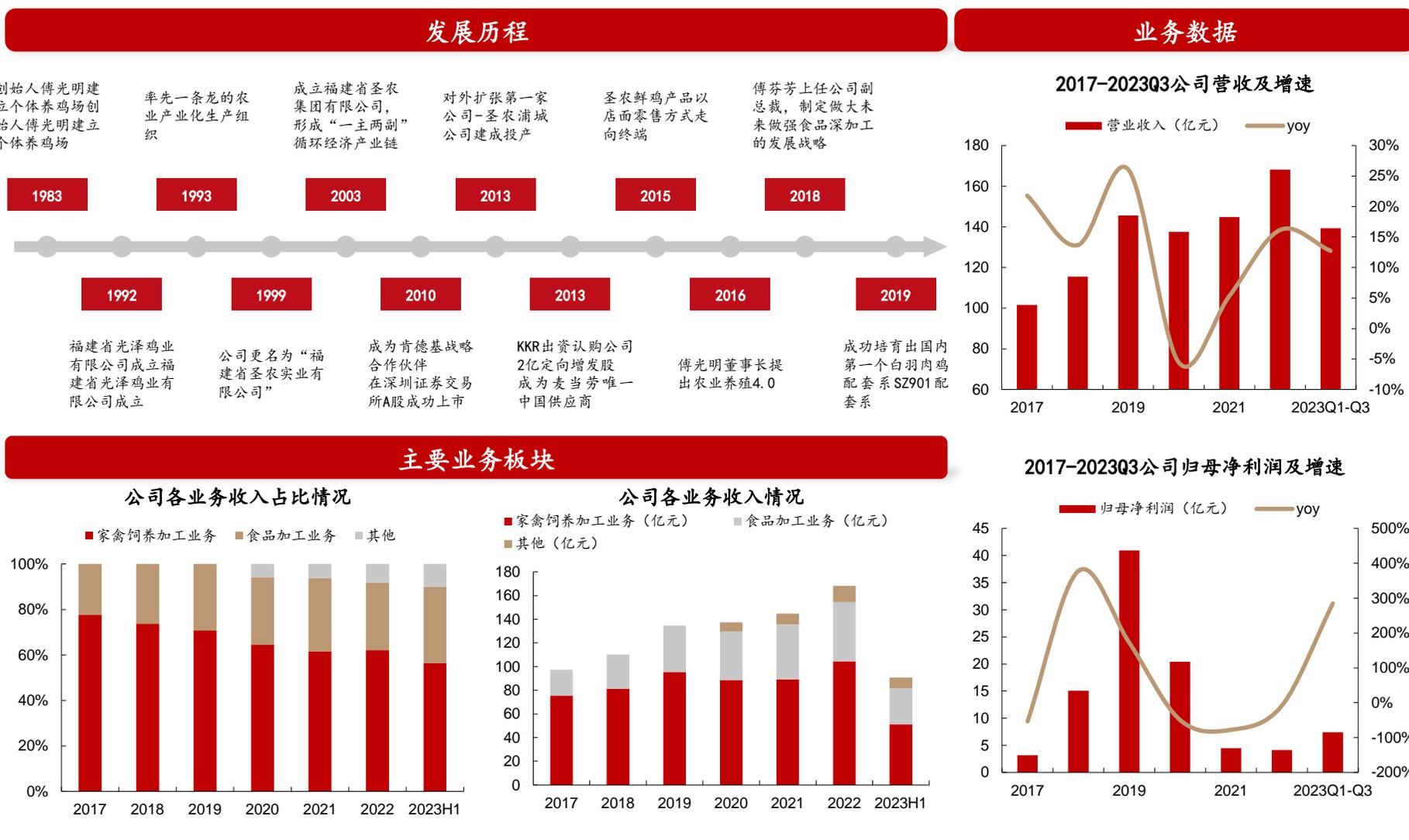
食品加工业务快速增长。在 B 端，公司已与百胜中国、麦当劳、德克士等国内外知名客户建立了长期稳定的合作关系，业务规模有望随着下游餐饮客户的扩张实现快速增长，2023 年 1-8 月，公司大餐饮渠道营收已接近 2022 年全年水平。在 C 端，公司品牌建设工作稳步推进，爆品策略效果显著，2023 年爆品收入同比增长 40%以上。

估值与目标价

预计公司 23-25 年收入分别为 186.87/218.88/248.00 亿元，同比分别 +11.1%/+17.1%/+13.3%；预计实现归母净利润分别为 6.97/19.59/24.26 亿元，同比分别 +69.6%/+181.1%/+23.8%。公司已实现白羽鸡全产业链布局，具备较强成本优势和规模优势，龙头地位稳固。同时，随着 24 年白羽肉鸡价格触底反弹，公司利润存在较大的上涨弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

圣农发展核心指标概览

图1：圣农发展核心指标概览图



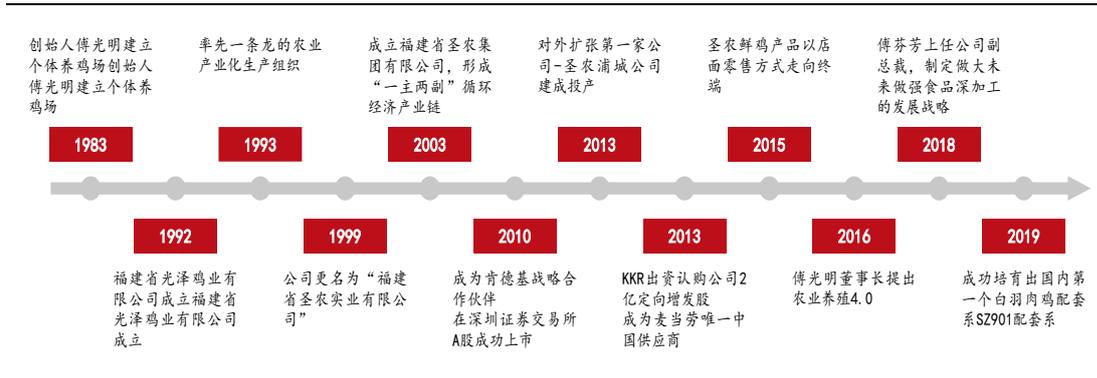
资料来源：公司官网，Iifind，西部证券研发中心

一、公司介绍：布局全产业链的白羽肉鸡龙头

1.1 深耕行业四十载，造就白鸡产业链一体化龙头

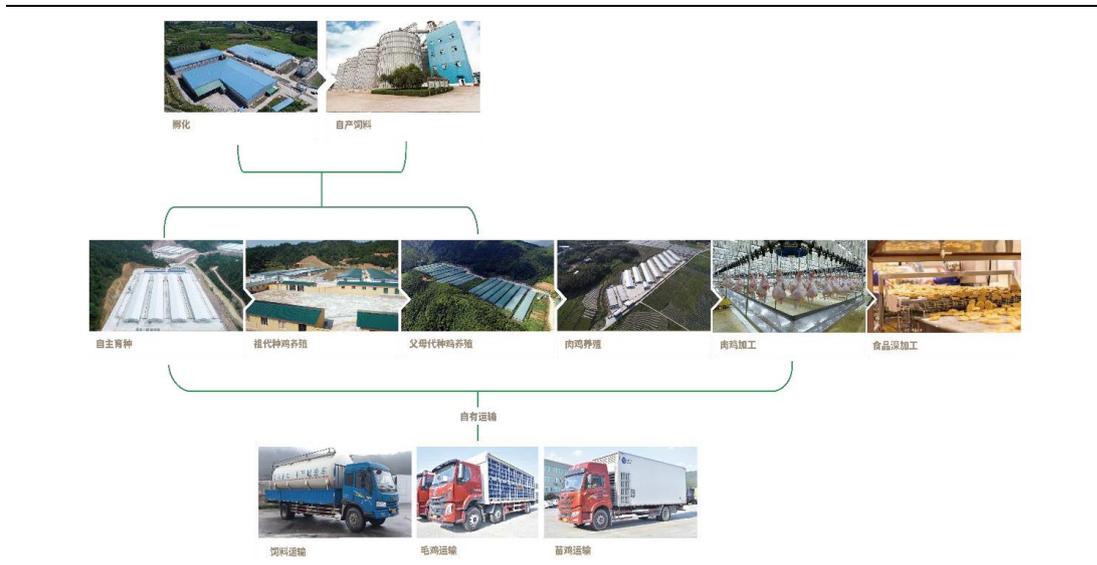
圣农集团创始于1983年，在创始人傅光明的带领下专注于白羽肉鸡行业，深耕近四十载，成就显著。目前公司已成功打破国际种源供给的垄断以及我国白羽肉鸡种源完全依赖进口的局面，推动实现我国白羽肉鸡种源国产化，并建立了集饲料加工、种源培育、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工、熟食加工等环节于一体的肉鸡产业链布局。公司目前具备白羽肉鸡行业较为完整的上下游产业链一体化布局，产业规模及产业链完整度在全球同类企业中名列前茅，龙头地位稳固。

图2：公司发展历程图



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

图3：公司已实现一体化的全产业链布局



资料来源：公司2023年半年报，西部证券研发中心

1.2 食品加工收入占比逐年增加，抗周期能力得到加强

公司营收增长稳健，净利润受行业周期性波动影响较大。2022年，公司实现营业总收入168.17亿元，同比+16.15%；实现归母净利润4.11亿元，同比-8.33%。公司营收呈稳健增长态势，营业收入由2017年的101.6亿元增长至2022年的168.2亿元，CAGR为10.6%。公司净利润受行业周期性波动影响较大，2020-2022年由于白鸡行业处于周期性高位后的筑底阶段，鸡价低迷，叠加玉米、豆粕等饲料价格上涨，公司净利润在2020-2022年出现下滑。2023年，随着下游餐饮业需求回暖和精细化管理下养殖成本明显下降，公司

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/308050142131006047>