

圣农发展 (002299)

证券研究报告

2021年04月13日

养殖成本增长，但仍有盈利；食品端增长显著！

事件 1: 2020 年业绩快报发布，公司实现总营收 137.45 亿元，同降 5.59%；实现归母净利润 20.44 亿元，同降 50.06%。据此计算，公司 2020 年第四季度实现营收 37.94 亿元，同降 10.66%；实现归母净利润 2.37 亿元，同降 82.88%。

事件 2: 2021 一季报业绩预告发布，公司预计实现归母净利润 7800-8200 万元，同比下降 88.87%-88.30%。

1、饲料原材料涨价明显，养殖成本上升超 10%背景下，仍有盈利。

2020 全年: 根据公司销售月报及业绩快报折算，全年公司共屠宰白鸡约 5 亿羽，销售鸡肉 97.6 万吨（抵消前），实现营收 107.95 亿元，估计公司实现鸡肉综合售价约 11000 元/吨，养殖全成本 9200-9400 元/吨，全年平均单羽盈利 3-4 元，养殖端实现盈利约 18 亿元。

2021Q1: 截止 2021Q1，公司屠宰量约为 1.1 亿羽；在饲料原材料价格相比 2020Q1 提升 10% 的情况下，养殖全成本提升至 10500-11000 元/吨，但公司溢价仍然显著，单羽盈利预计 0.5-1 元。我们预计未来公司养殖成本有望季度改善，叠加公司鸡肉溢价优势显著，公司跨越周期能力强。

2、食品端布局不断加快，B 端稳健增长，C 端有望快速打开。

2020 全年: 公司夯实 B 端优势，逐步摸索推进 C 端布局，全年实现食品端销量约 20.4 万吨，含税收入超 50 亿元，其中 C 端收入超 8 亿；推算预估公司食品端实现净利约 2 亿元。

2021Q1: 报告期内，一方面，百胜中国旗下子公司举牌圣农发展，B 端客户战略合作有望开启新篇章；另一方面，公司加大品牌提升规划，目前已在全国大部分机场、高铁站密集覆盖广告宣传，费用摊销增加，公司目前已基本完成 C 端产品架构梳理、视觉呈现优化和口味提升等工作，Q1 实现食品销售 5.57 万吨，推算同比增幅超 50%，实现营收 11.77 亿元，推算同比增幅在 30%。预计公司 4 月开始将陆续推出全新的 C 端产品并同步匹配品牌宣传，食品端增长有望提速，全年食品端含税收入有望突破 65 亿元。

3、投资建议: 1) **龙头地位继续强化**，考虑到公司作为白羽肉鸡龙头其养殖量或将从 5 亿只增加到 10 亿只，市占率不断提升，若未来 SZ901 新品种放开，则市占率有望加速提升；2) **养殖优势有望进一步提升**，中短期受饲料原材料涨价影响，公司成本自 2020Q4 以来有显著提升，在全行业成本提升背景下，公司饲料配方、育种优势、内部管控优势将逐渐凸显，预期未来成本优势将越发显著，并存在边际改善空间；3) **食品深加工业务不断扩大，熟食化率持续提升**，有望实现跨越周期成长，公司长期 ROE 的提升，随着熟食占比不断提升，公司估值体系有望重塑。我们调整公司 2020-2022 年的收入 146.84/158.02/218.89 亿元到 137.51/151.25/196.82 亿元，同比增长-5.55%/10.00%/30.13%；调整归母净利润 22.42/20.46/39.22 亿元到 20.43/14.83/29.63 亿元，同比-50.08%/-27.39%/99.71%，对应 EPS 为 1.64/1.19/2.38 元，给予买入评级。

风险提示: 业绩快报、业绩预告仅为初步测算数据，请以年报、一季报披露数据为准；食品端拓展不达预期；养殖疫病；鸡价下行；新冠疫情。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,547.23	14,558.44	13,750.50	15,125.31	19,682.29
增长率(%)	13.67	26.08	(5.55)	10.00	30.13
EBITDA(百万元)	2,650.69	5,315.95	3,253.61	2,888.88	4,454.76
净利润(百万元)	1,505.49	4,092.61	2,043.03	1,483.45	2,962.54
增长率(%)	377.79	171.85	(50.08)	(27.39)	99.71
EPS(元/股)	1.21	3.29	1.64	1.19	2.38
市盈率(P/E)	20.66	7.60	15.23	20.97	10.50
市净率(P/B)	4.01	2.95	2.71	2.51	2.25
市销率(P/S)	2.69	2.14	2.26	2.06	1.58
EV/EBITDA	8.83	5.82	9.45	10.73	6.65

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/畜禽养殖
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	25.3 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,244.41
流通 A 股股本(百万股)	1,108.42
A 股总市值(百万元)	30,898.59
流通 A 股市值(百万元)	27,522.00
每股净资产(元)	8.45
资产负债率(%)	29.36
一年内最高/最低(元)	34.10/20.60

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070002
chenx@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《圣农发展-首次覆盖报告:白羽肉鸡养殖龙头蓄势转型，从“幕后”走向“台前”！》 2020-12-12
- 2 《圣农发展-季报点评:2019Q1 业绩点评:白羽肉鸡行业景气，公司业绩大幅增长！》 2019-04-16
- 3 《圣农发展-年报点评报告:受益行业景气向上，白羽肉鸡龙头业绩高速增长！》 2019-03-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,441.22	1,199.11	1,132.56	1,245.80	1,621.13
应收票据及应收账款	653.24	746.94	398.93	861.51	669.33
预付账款	129.24	295.46	147.05	230.68	293.45
存货	1,834.71	1,879.00	2,128.06	2,552.03	3,669.35
其他	20.17	31.34	28.25	28.13	34.03
流动资产合计	4,078.57	4,151.84	3,834.84	4,918.15	6,287.30
长期股权投资	39.18	51.12	51.12	51.12	51.12
固定资产	9,213.72	9,869.46	10,045.18	10,161.05	10,204.33
在建工程	451.53	273.27	343.96	386.38	411.83
无形资产	223.15	218.08	224.21	229.77	234.77
其他	649.63	715.03	539.52	581.53	611.24
非流动资产合计	10,577.21	11,126.96	11,204.00	11,409.85	11,513.29
资产总计	14,655.79	15,278.80	15,038.84	16,328.00	17,800.58
短期借款	4,087.00	2,656.13	618.90	1,036.65	10.37
应付票据及应付账款	1,109.67	1,067.15	1,240.99	1,477.96	1,920.70
其他	842.45	679.98	1,082.75	801.72	1,334.50
流动负债合计	6,039.12	4,403.26	2,942.64	3,316.32	3,265.57
长期借款	428.08	217.52	500.00	500.00	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	96.16	100.50	91.82	96.16	96.16
非流动负债合计	524.24	318.02	591.82	596.16	596.16
负债合计	6,563.36	4,721.29	3,534.45	3,912.48	3,861.73
少数股东权益	338.48	1.14	23.86	44.92	86.99
股本	1,239.48	1,239.48	1,244.41	1,244.41	1,244.41
资本公积	4,232.74	4,182.59	4,182.59	4,182.59	4,182.59
留存收益	6,514.36	9,316.76	10,236.12	11,126.19	12,607.46
其他	(4,232.64)	(4,182.46)	(4,182.59)	(4,182.59)	(4,182.59)
股东权益合计	8,092.43	10,557.51	11,504.39	12,415.52	13,938.85
负债和股东权益总计	14,655.79	15,278.80	15,038.84	16,328.00	17,800.58

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,551.23	4,119.12	2,043.03	1,483.45	2,962.54
折旧摊销	840.16	871.38	862.45	951.16	1,041.27
财务费用	214.84	161.43	223.61	290.69	223.69
投资损失	(4.77)	(10.65)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(273.55)	(542.83)	958.25	(1,037.25)	(45.82)
其它	28.44	251.16	22.71	21.05	42.08
经营活动现金流	2,356.35	4,849.61	4,109.05	1,708.09	4,222.77
资本支出	969.50	1,350.70	1,123.68	1,110.66	1,115.00
长期投资	(1.60)	11.94	0.00	0.00	0.00
其他	(2,115.30)	(2,776.20)	(2,237.77)	(2,224.60)	(2,229.01)
投资活动现金流	(1,147.40)	(1,413.56)	(1,114.09)	(1,113.94)	(1,114.01)
债权融资	4,660.51	2,991.38	1,272.36	1,675.52	647.06
股权融资	(213.57)	(206.90)	(218.82)	(290.69)	(223.69)
其他	(4,825.60)	(6,472.99)	(4,115.05)	(1,865.74)	(3,156.80)
筹资活动现金流	(378.66)	(3,688.51)	(3,061.50)	(480.91)	(2,733.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	830.29	(252.46)	(66.55)	113.24	375.34

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,547.23	14,558.44	13,750.50	15,125.31	19,682.29
营业成本	9,177.03	9,528.58	10,504.29	12,053.74	15,133.08
营业税金及附加	31.24	31.82	61.88	69.58	88.57
营业费用	355.69	375.58	440.02	680.64	688.88
管理费用	155.84	197.46	229.63	223.85	255.87
研发费用	36.63	46.33	55.00	90.75	98.41
财务费用	213.88	156.78	223.61	290.69	223.69
资产减值损失	19.81	(9.70)	69.50	70.00	5.00
公允价值变动收益	(0.14)	(0.09)	(0.02)	(0.02)	0.02
投资净收益	4.77	10.65	1.00	1.00	1.00
其他	(60.80)	(43.54)	(1.96)	(1.96)	(2.04)
营业利润	1,613.29	4,264.57	2,167.55	1,647.04	3,189.80
营业外收入	2.19	7.46	10.00	10.00	10.00
营业外支出	17.33	75.12	61.00	70.00	70.00
利润总额	1,598.14	4,196.91	2,116.55	1,587.04	3,129.80
所得税	46.91	77.79	50.80	82.53	125.19
净利润	1,551.23	4,119.12	2,065.75	1,504.51	3,004.61
少数股东损益	45.75	26.51	22.72	21.06	42.06
归属于母公司净利润	1,505.49	4,092.61	2,043.03	1,483.45	2,962.54
每股收益(元)	1.21	3.29	1.64	1.19	2.38

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	13.67%	26.08%	-5.55%	10.00%	30.13%
营业利润	369.98%	164.34%	-49.17%	-24.01%	93.67%
归属于母公司净利润	377.79%	171.85%	-50.08%	-27.39%	99.71%
获利能力					
毛利率	20.53%	34.55%	23.61%	20.31%	23.11%
净利率	13.04%	28.11%	14.86%	9.81%	15.05%
ROE	19.42%	38.77%	17.80%	11.99%	21.39%
ROIC	17.30%	40.70%	20.06%	16.54%	26.72%
偿债能力					
资产负债率	44.78%	30.90%	23.50%	23.96%	21.69%
净负债率	39.78%	16.98%	1.22%	3.46%	-6.99%
流动比率	0.68	0.94	1.30	1.48	1.93
速动比率	0.37	0.52	0.58	0.71	0.80
营运能力					
应收账款周转率	22.52	20.80	24.00	24.00	25.71
存货周转率	6.39	7.84	6.86	6.46	6.33
总资产周转率	0.83	0.97	0.91	0.96	1.15
每股指标(元)					
每股收益	1.21	3.29	1.64	1.19	2.38
每股经营现金流	1.89	3.90	3.30	1.37	3.39
每股净资产	6.23	8.48	9.23	9.94	11.13
估值比率					
市盈率	20.66	7.60	15.23	20.97	10.50
市净率	4.01	2.95	2.71	2.51	2.25
EV/EBITDA	8.83	5.82	9.45	10.73	6.65
EV/EBIT	12.92	6.96	12.85	16.00	8.67

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com