

圣农发展 (002299.SZ) 一体化成本优势显著，熟食营收占比提升

2021年04月20日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

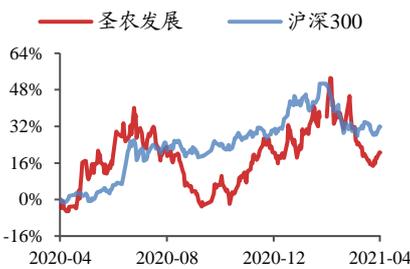
陈雪丽 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

日期	2021/4/20
当前股价(元)	26.10
一年最高最低(元)	34.10/20.60
总市值(亿元)	324.79
流通市值(亿元)	289.30
总股本(亿股)	12.44
流通股本(亿股)	11.08
近3个月换手率(%)	98.13

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-熟食+生食双曲线发展，品牌宣传投入有望增加》 - 2020.10.19

《公司信息更新报告-食品业务步入快车道，平抑公司业绩周期性》 - 2020.7.21

● 一体化成本优势显著，熟食营收占比提升，维持“买入”评级

圣农发展发布 2020 年度报告: 公司全年实现营业收入 137.45 亿元 (-5.59%), 归母净利润 20.41 亿元 (-50.12%); 2020Q4 公司实现营业收入 37.94 亿元 (-10.67%), 归母净利润 2.35 亿元 (-83.06%)。公司全年肉鸡屠宰量超 5 亿只, 熟食及生食两板块产销规模同增, 全年鸡肉销量 97.85 万吨 (+10.56%), 深加工肉制品销量 19.18 万吨 (+5.70%), 鸡肉及深加工肉制品分别贡献营收 88.72/40.77 亿元, 同比分别变动-6.93%/3.37%。2021 年我国生猪存栏规模恢复提速, 原材料价格维持高位, 加之消费端相对萎靡, 供需两端进一步挤压禽企利润, 中小规模养殖企业或于 2021 年产能加速出清。我们预计, 2022 年禽价或完成磨底实现阶段反弹。基于此, 我们下调 2021 年预测, 小幅上调 2022 预测, 并增加 2023 年预测, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 12.71/22.30/31.15 亿元 (2021-2022 年前预测值为 22.31/21.65 亿元), 对应 EPS 分别为 1.02/1.79/2.50 元, 当前股价对应 PE 为 25.5/14.6/10.4 倍。维持“买入”评级。

● 行业龙头一体化优势显著，生产成本低，溢价能力强

公司作为我国最大的白羽肉鸡养殖加工企业, 全产业链配置一体化优势明显, 根据公司月度销售数据统计, 公司 2020 年鸡肉销售均价 (抵消前) 约 11050 元/吨, 全年鸡肉完全成本约 9200 元/吨, 公司成本控制能力及产品溢价能力凸显。

● 熟食制品价格稳定性高，公司 C 端收入占比快速提升

2020 年公司深加工肉制品业务营收占比提升至 29.67% (+2.57pct)。得益于公司食品业务收入占比提升, 禽价下行周期公司承压能力持续加强。根据公司销售数据统计, 2020 年公司深加工鸡肉制品销售均价约为 23500 元/吨, 同比 2019 年稳定。此外近年公司在 B 端优势的基础上加快 C 端渠道布局, 2020 年公司零售端收入大幅增长, C 端收入占比升至 16.10% (同比+7.35pct)。

● **风险提示:** 疫病风险; 生猪产能回升过快; 白羽肉鸡行业产能超预期扩张等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,558	13,745	13,688	15,046	17,197
YOY(%)	26.1	-5.6	-0.4	9.9	14.3
归母净利润(百万元)	4,093	2,041	1,271	2,230	3,115
YOY(%)	171.8	-50.1	-37.7	75.4	39.7
毛利率(%)	34.5	20.3	14.1	19.3	22.9
净利率(%)	28.1	14.9	9.3	14.8	18.1
ROE(%)	39.0	21.4	11.9	21.3	28.0
EPS(摊薄/元)	3.29	1.64	1.02	1.79	2.50
P/E(倍)	7.9	15.9	25.5	14.6	10.4
P/B(倍)	3.1	3.4	3.0	3.1	2.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4152	3493	4816	5262	5951
现金	1199	305	1580	1737	1985
应收票据及应收账款	747	745	741	892	974
其他应收款	9	11	9	13	12
预付账款	295	108	294	148	357
存货	1879	2318	2187	2466	2617
其他流动资产	23	6	6	6	6
非流动资产	11127	11436	11367	11551	11827
长期投资	51	48	98	108	118
固定资产	10147	10336	10408	10594	10749
无形资产	218	255	245	236	226
其他非流动资产	711	796	616	612	734
资产总计	15279	14929	16184	16813	17778
流动负债	4403	5276	5259	6139	6453
短期借款	2656	1744	3166	2630	3916
应付票据及应付账款	1067	1476	1254	1566	1514
其他流动负债	680	2056	840	1943	1023
非流动负债	318	131	123	114	115
长期借款	218	17	8	-0	0
其他非流动负债	101	115	115	115	115
负债合计	4721	5408	5382	6254	6568
少数股东权益	1	1	10	26	51
股本	1239	1244	1244	1244	1244
资本公积	4183	4259	4259	4259	4259
留存收益	5134	4072	5001	7041	9799
归属母公司股东权益	10556	9520	10791	10533	11159
负债和股东权益	15279	14929	16184	16813	17778

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4850	3238	963	4442	2910
净利润	4119	2042	1280	2246	3141
折旧摊销	871	966	879	963	1056
财务费用	157	112	124	119	129
投资损失	-11	-9	-12	-11	-12
营运资金变动	-323	21	-1308	1126	-1405
其他经营现金流	36	106	-0	0	0
投资活动现金流	-1414	-1205	-798	-1134	-1321
资本支出	1395	1226	-82	173	266
长期投资	-35	0	-50	-10	-10
其他投资现金流	-54	21	-930	-971	-1065
筹资活动现金流	-3689	-2896	545	-2616	-2626
短期借款	-1431	-912	856	0	0
长期借款	-211	-201	-9	-8	0
普通股增加	0	5	0	0	0
资本公积增加	-50	76	0	0	0
其他筹资现金流	-1997	-1864	-302	-2607	-2627
现金净增加额	-249	-866	710	692	-1037

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14558	13745	13688	15046	17197
营业成本	9529	10954	11758	12145	13268
营业税金及附加	32	29	29	31	36
营业费用	376	216	284	275	336
管理费用	197	226	192	211	241
研发费用	46	74	41	45	52
财务费用	157	112	124	119	129
资产减值损失	-10	-32	-20	-29	-29
其他收益	40	57	51	51	52
公允价值变动收益	-0	-1	-0	-0	-0
投资净收益	11	9	12	11	12
资产处置收益	9	2	-1	0	0
营业利润	4265	2168	1343	2312	3229
营业外收入	7	5	12	5	5
营业外支出	75	56	45	20	20
利润总额	4197	2117	1310	2297	3214
所得税	78	76	30	51	74
净利润	4119	2042	1280	2246	3141
少数股东损益	27	0	9	16	25
归母净利润	4093	2041	1271	2230	3115
EBITDA	5130	3134	2243	3303	4320
EPS(元)	3.29	1.64	1.02	1.79	2.50

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	26.1	-5.6	-0.4	9.9	14.3
营业利润(%)	164.3	-49.2	-38.0	72.1	39.7
归属于母公司净利润(%)	171.8	-50.1	-37.7	75.4	39.7
获利能力					
毛利率(%)	34.5	20.3	14.1	19.3	22.9
净利率(%)	28.1	14.9	9.3	14.8	18.1
ROE(%)	39.0	21.4	11.9	21.3	28.0
ROIC(%)	30.6	18.1	9.5	17.2	21.0
偿债能力					
资产负债率(%)	30.9	36.2	33.3	37.2	36.9
净负债比率(%)	17.9	18.4	15.9	9.6	18.2
流动比率	0.9	0.7	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.2	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	20.8	18.4	18.4	18.4	18.4
应付账款周转率	8.8	8.6	8.6	8.6	8.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.29	1.64	1.02	1.79	2.50
每股经营现金流(最新摊薄)	3.90	2.60	0.77	3.57	2.34
每股净资产(最新摊薄)	8.48	7.65	8.67	8.46	8.97
估值比率					
P/E	7.9	15.9	25.5	14.6	10.4
P/B	3.1	3.4	3.0	3.1	2.9
EV/EBITDA	6.7	10.9	15.2	10.1	8.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn