

买入

圣农发展 (002299.SZ)

外资 RWC 增持为持股 5%以上大股东，看好公司长期发展

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 农林牧渔 · 养殖业

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 鲁家瑞 021-61761016 lujiarui@guosen.com.cn
联系人： 李瑞楠 021-60893308 liruinan@guosen.com.cn

执证编码：S0980520110002

事项：

公司公告：圣农发展于 2022 年 3 月 18 日收到股东 RWC Asset Advisors (US) LLC（以下简称“RWC”）出具的《简式权益变动报告书》，2022 年 3 月 16 日，RWC 通过深圳证券交易所集中交易方式增持公司股份 1,697,100 股，占股本总额的 0.136%。本次权益变动后，RWC 共持有圣农发展 63,848,323 股，持股比例达 5.133%。

国信农业观点：1) 圣农发展是白羽肉鸡行业的优质标的，主要体现在：一，其作为行业龙头，具备产业链一体化和规模优势，单位成本不断下降；二，白羽鸡养殖行业已迈入成熟期，行业盈利中心向下游下沉的背景下，公司提前布局并加速向下游食品深加工板块延伸，渠道多元增长可期。公司本次获得外资 RWC 增持举牌，亦彰显其对公司未来长期发展的看好。2) 当前白羽肉鸡行业处于周期底部，我们认为白鸡行情底部反转的时点或将临近，主要系在饲料成本抬升及价格行情低迷的双重挤压下，鸡苗、商品鸡等各养殖环节均处于深度亏损状态，鸡苗成本 2.5 元/只，但鸡苗价格仅约 1 元/只，行业换羽延迟淘汰的行为已经在减少，产能淘汰趋势有望加速，同时我们预计 2023 年猪周期大概率实现反转行情，届时有望提振白羽肉鸡需求。另外，从投资角度看，低估值背景下，圣农发展的安全边际足够，建议重点关注布局。3) 风险提示：突发大规模不可控疫病；规模扩张不及预期风险。4) 投资建议：圣农发展作为白羽鸡全产业链龙头企业，养殖业务方面，全产业链竞争壁垒深厚，成本优势和议价优势逐步凸显，即使在行业周期底部也能保持盈利韧性；食品业务方面，公司食品业务快速增长，产品品类丰富，研发能力较强，渠道多层次覆盖，在保持 B 端传统优势的基础上，公司 C 端渠道也将重点发力，迎来爆发期，为公司开启新增长。综上，我们认为公司作为白羽鸡产业链一体化龙头，其食品业务占比不断提升，一方面将显著提高公司抗周期的能力，盈利中枢将稳步上移，另一方面，或有望引领全行业向食品深加工下沉，打造中国领先的鸡肉消费品牌。预计公司 21-23 年归母净利为 4.59/16.72/33.41 亿元，每股收益 0.37/1.34/2.68 元，利润增速分别为-77.5%/264%/100%，维持“买入”评级。

评论：

◆ 获外资 RWC Asset Advisors (US) LLC 增持，彰显对公司长期发展信心

根据公司公告，RWC Asset Advisors (US) LLC 于 3 月 16 日增持公司股份 1,697,100 股，占股本总额的 0.136%。本次权益变动后，股东 RWC 共持有圣农发展 63,848,323 股，持股比例达 5.133%，成为公司第二大股东。另外，据 RWC 披露，其在 3 月 16 日之前的 6 个月便通过集中交易方式开始逐步增持圣农发展，2021 年 9 月-2022 年 3 月每个月合计买入净额占当前持股总额的比例分别为 0.37%、54.38%、22.90%、11.97%、1.00%、1.02%、5.27%，之前 6 个月内合计持股数的净增长值占其当前持有股数总比例为 97.7%，RWC 对圣农发展的稳步持股布局彰显出其对公司长期发展充满信心。

表1: 除 3 月 16 日权益变动外的前 6 个月内, RWC 买卖圣农发展股票的具体情况

交易方式	增持时间	买入/卖出	价格区间（元/股）	股数（股）
集中交易	2021 年 9 月	买入	19.25-19.66	238,000
		卖出	-	-
集中交易	2021 年 10 月	买入	21.44-22.89	34,718,384
		卖出	-	-
集中交易	2021 年 11 月	买入	21.86-24.05	14,660,776
		卖出	22.47-23.00	40,900
集中交易	2021 年 12 月	买入	21.71-24.18	7,971,730
		卖出	21.22-22.51	327,900
集中交易	2022 年 1 月	买入	21.14-24.03	720,033
		卖出	21.10-22.50	78,800
集中交易	2022 年 2 月	买入	19.63-22.04	821,300
		卖出	21.60-21.99	168,300
集中交易	2022 年 3 月	买入	17.96-18.87	3,276,900
		卖出	17.30-20.28	62,500
持股数净增长合计				62,407,123

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 本次增持完成后, RWC Asset Advisors (US) LLC 成为圣农发展第二大股东

股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
福建圣农控股集团有限公司	543,269,848	43.67%
RWC Asset Advisors (US) LLC	63,848,323	5.1326%
环胜信息技术(上海)有限公司	62,220,500	5.00%
合计	669,338,671	53.8026%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 养殖业务壁垒深厚, 食品业务开拓空间

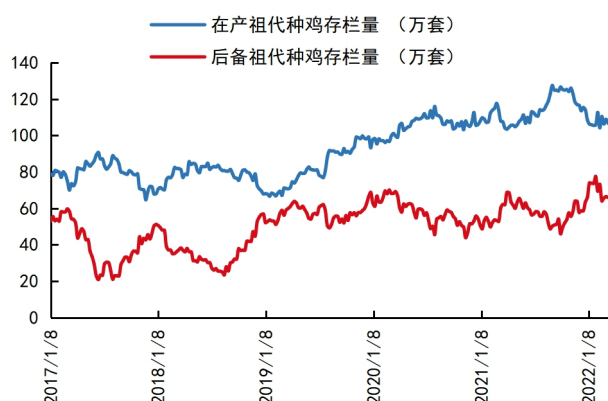
我们认为圣农发展全球最完整的白羽肉鸡产业链, 并加速向下游食品深加工板块延伸, 有望迎来迎来蜕变新时期。一方面, 公司拥有产业链一体化和规模优势, 单位成本不断下降。2009-2019 年, 公司白羽肉鸡年产能从 0.96 亿羽增长至 5 亿羽, 增长了 4.2 倍。得益于规模优势, 公司单位成本不断下降, 2021 年 Q3 以来, 行业内企业频频亏损, 公司养殖板块实现底部盈利。此外, 2019 年底公司已实现祖代种鸡全部自给有余, 摆脱了国外种源供给的限制, 龙头优势进一步凸显, 同时公司历经十年育种布局, 成功锻造出“圣泽 901”白羽肉鸡配套系, 并于 2021 年 12 月正式取得了国家畜禽遗传资源委员会颁发的《畜禽新品种(配套系)证书》, 为公司未来提供了新的利润增长点。另一方面, 公司产业链加速向下游食品深加工板块延伸, 渠道多元增长可期。公司品类丰富, 各个工厂差异化定位, 基于优异的产品研发能力, 有效满足客户多元化需求, 备受优质大客户青睐。另外, 公司致力于打造中央厨房和家庭便捷美食专家, 考虑到央厨及预制菜正处于市场风口期, 2B 和 2C 端市场空间广阔, 未来两端业务均有望迎来高增长。

◆ 白羽肉鸡产能或迎加速淘汰, 板块估值处于底部位置

从行业来看, 养殖端, 2019 年受益非洲猪瘟带来的动物蛋白高价格周期, 白羽鸡行业全年处于历史盈利高点。盈利驱动产能扩张, 根据禽业分会数据, 行业自 2019 年以来, 产能快速恢复, 截止 2022 年 3 月 13 日, 祖代鸡存栏(在产+后备)172.65 万套, 父母代存栏(在产+后备)3087.80 万套, 祖代与父母代种鸡存栏均处于历史高位; 商品代鸡苗价格为 1.08 元/只, 父母代鸡苗价格为 23.28 元/套, 均处于历史低位水平。展望未来行业供给端发展趋势, 我们预计白羽鸡行业产能或迎加速淘汰, 主要系当前全行业鸡苗养殖、商品鸡终端养殖等环节均处于深度亏损状态, 以鸡苗养殖为例, 鸡苗成本约 2.5 元/只, 而鸡苗销售价格却接近 1 元/只, 单只鸡苗深度亏损接近 1.5 元, 且受到上游饲料原材料价格抬升及下游销售价格行情低迷的双重挤压影响, 亏损趋势正在进一步加剧, 因此我们预判白羽肉鸡养殖行业采用换羽延迟种鸡淘汰的行为将大幅减少, 同时部分亏损严重的养殖群体主动淘汰产能的情况或将增加。另外, 从行业需求

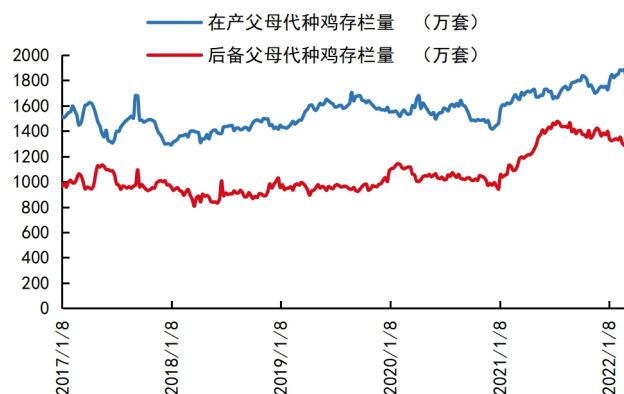
端来看,我们预计猪周期大概率在 2023 年实现反转,有望提振白羽肉鸡行情。当前猪粮比价格已达到 4.24,处于历史最低水平,仔猪和育肥猪均处于历史最严重的亏损水平,行业淘汰三元母猪势必会加快,同时,2022 上半年猪价压力较大,或出现二次探底,散户有望集中出清产能,周期提前反转。由于白羽肉鸡是猪肉的主要替代品之一,其消费需求将受益于猪周期反转。综合来看,我们认为,白羽肉鸡行业在产能加速淘汰及需求提振的趋势下,有望迎来底部反转行情,同时考虑到前期白鸡板块整体回调幅度较大,低估值背景下,可给予头部标的重点关注。

图1: 白羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产+后备)



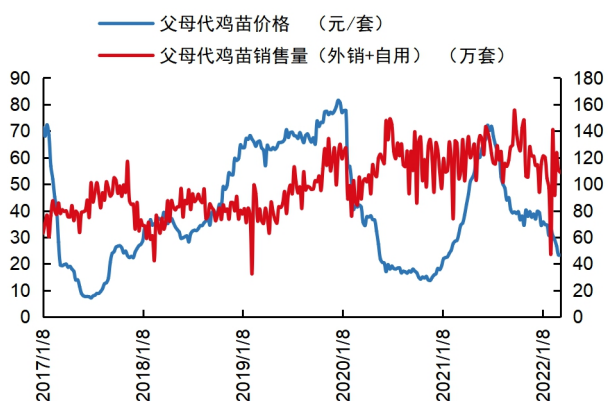
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图2: 白羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产+后备)



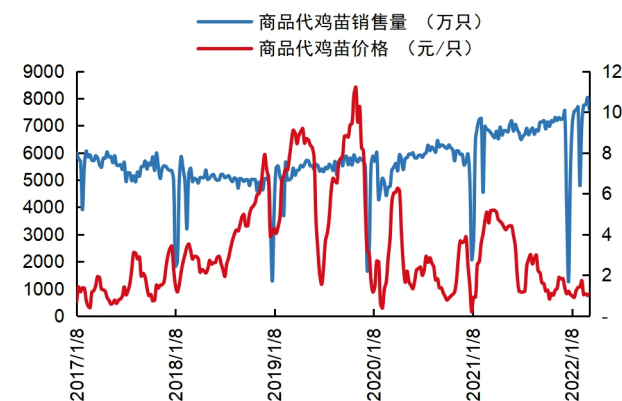
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图3: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图4: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

食品业务方面,白鸡养殖供给端模式成熟,行业盈利中心向下游深加工下沉。从供给端来看,白羽鸡养殖行业已迈入成熟期,白鸡行业盈利中心向下游下沉: 1) 我国白羽肉鸡的祖代种鸡主要依赖海外引种,引进品种较为同质化,养殖技术差异不大; 2) 由于头部白羽鸡养殖企业在上轮亏损后,开始自发向下游食品深加工延伸,以平滑利润周期波动,提升盈利稳定性。从消费角度来看,中央厨房业务发展潜力巨大,有望打开白羽鸡养殖企业的成长新空间: 1) 白羽鸡更适合工业规模化生产,拥有发展中央厨房业务的先天优势。且中央厨房采取集中采购的模式,需要养殖体量大、货源稳定的专业原材料生产厂家。2) 央厨需求增长迅速,将为公司连接更多优质客户。中央厨房通过集中采购、加工与配送能够有效降低原材料成本,2018 年我国中央厨房市场规模已达到 2758 亿元,5 年复合增速为 23.2%。且央厨业务以 B 端客户为主,有利于发展稳定的供应合作关系,管理优秀的白鸡企业的成本优势有望进一步放大。

◆ 投资建议：白鸡产业链一体化龙头，食品业务快速发展，维持“买入”评级

圣农发展作为白羽鸡全产业链龙头企业，养殖业务方面，全产业链竞争壁垒深厚，成本优势和议价优势逐步凸显，即使在行业周期底部也能保持盈利韧性；食品业务方面，公司食品业务快速增长，产品品类丰富，研发能力较强，渠道多层次覆盖，在保持 B 端传统优势的基础上，公司 C 端渠道也将重点发力，迎来爆发期，为公司开启新增长。综上，我们认为公司作为白羽鸡产业链一体化龙头，其食品业务占比不断提升，一方面将显著提高公司抗周期的能力，盈利中枢将稳步上移，另一方面，或有望引领全行业向食品深加工下沉，打造中国领先的鸡肉消费品牌。预计公司 21-23 年归母净利为 4.59/16.72/33.41 亿元，每股收益 0.37/1.34/2.68 元，利润增速分别为-77.5%/264%/100%，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

突发大规模不可控疫病；规模扩张不及预期风险。

相关研究报告：

《圣农发展-002299-重大事件快评：周期底部净利增速承压，养殖食品产能双扩张》——2022-02-08
《圣农发展-002299-深度报告：白羽鸡全产业链龙头，迎来蜕变新时期》——2021-08-16

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1199	305	1200	800	690	营业收入	14558	13745	14359	15675	17610
应收款项	756	756	786	857	963	营业成本	9529	10954	12909	13059	13323
存货净额	1879	2318	2638	2648	2687	营业税金及附加	32	29	36	39	35
其他流动资产	318	113	431	455	493	销售费用	376	216	375	368	361
流动资产合计	4152	3493	5055	4760	4834	管理费用	197	226	238	260	273
固定资产	10143	10477	10760	10799	10370	研发费用	46	74	56	65	79
无形资产及其他	218	219	211	203	196	财务费用	157	112	116	131	51
投资性房地产	715	692	692	692	692	投资收益	11	9	7	8	12
长期股权投资	51	48	48	48	48	资产减值及公允价值变动	10	31	(150)	0	0
资产总计	15279	14929	16766	16503	16140	其他收入	(24)	(79)	(56)	(65)	(79)
短期借款及交易性金融负债	2774	1931	4002	2892	150	营业利润	4265	2168	486	1760	3500
应付款项	1067	1476	1593	1598	1620	营业外净收支	(68)	(51)	(10)	(36)	(41)
其他流动负债	562	1869	1323	1318	1326	利润总额	4197	2117	476	1724	3459
流动负债合计	4403	5276	6918	5807	3096	所得税费用	78	76	17	52	118
长期借款及应付债券	218	17	17	17	17	少数股东损益	27	0	0	0	0
其他长期负债	101	115	126	137	147	归属于母公司净利润	4093	2041	459	1672	3341
长期负债合计	318	131	143	154	164	现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	4721	5408	7061	5962	3260	净利润	4093	2041	459	1672	3341
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	(10)	22	2	(0)	(1)
股东权益	10556	9520	9704	10540	12879	折旧摊销	871	964	1075	1170	1238
负债和股东权益总计	15279	14929	16766	16503	16140	公允价值变动损失	(10)	(31)	150	0	0
关键财务与估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务费用	157	112	116	131	51
每股收益	3.30	1.64	0.37	1.34	2.68	营运资本变动	(564)	1540	(1083)	(94)	(144)
每股红利	1.13	1.58	0.22	0.67	0.81	其它	28	(22)	(2)	0	1
每股净资产	8.52	7.65	7.80	8.47	10.35	经营活动现金流	4407	4516	601	2747	4436
ROIC	33%	19%	7%	14%	27%	资本开支	0	(1342)	(1501)	(1201)	(801)
ROE	39%	21%	5%	16%	26%	其它投资现金流	0	(1)	0	0	0
毛利率	35%	20%	10%	17%	24%	投资活动现金流	(12)	(1340)	(1501)	(1201)	(801)
EBIT Margin	30%	16%	5%	12%	20%	权益性融资	3	60	0	0	0
EBITDA Margin	36%	23%	13%	19%	27%	负债净变化	(211)	(201)	0	0	0
收入增长	26%	-6%	4%	9%	12%	支付股利、利息	(1405)	(1972)	(275)	(836)	(1002)
净利润增长率	172%	-50%	-78%	264%	100%	其它融资现金流	(1409)	215	2071	(1110)	(2742)
资产负债率	31%	36%	42%	36%	20%	融资活动现金流	(4637)	(4070)	1796	(1946)	(3744)
息率	6.1%	8.5%	1.2%	3.6%	4.3%	现金净变动	(242)	(894)	895	(400)	(110)
P/E	5.6	11.3	50.4	13.8	6.9	货币资金的期初余额	1441	1199	305	1200	800
P/B	2.2	2.4	2.4	2.2	1.8	货币资金的期末余额	1199	305	1200	800	690
EV/EBITDA	5.3	8.9	16.6	9.5	5.5	企业自由现金流	0	3329	(791)	1701	3712
						权益自由现金流	0	3343	1168	463	921

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032