开源证券

圣农发展（002299.SZ）

2022 年 04 月 22 日

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/21
当前股价(元)	19.40
一年最高最低(元)	27.76/17.30
总市值(亿元)	241.33
流通市值(亿元)	238.58
总股本(亿股)	12.44
流通股本(亿股)	12.30
近 3 个月换手率(%)	40.24

股价走势图

数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-均价、成本双向压制 Q3 业绩，C 端爆品初见成效》-2021.10.18

《公司信息更新报告-养殖业务持续降本增效，食品业务向 C 端发力》-2021.8.8

肉鸡产业链一体化布局，同步夯实种源、产能、品牌优势

——公司信息更新报告

陈雪丽（分析师）
chenxueli@kysec.cn
证书编号：S0790520030001

李怡然（联系人）
liyiran@kysec.cn
证书编号：S0790121050058

● 肉鸡产业链一体化布局，同步夯实种源、产能、品牌优势，维持“买入”评级

圣农发展发布 2021 年年报：公司 2021 年实现营业收入 144.78 亿元（+5.34%），归母净利润 4.48 亿元（-78.04%）。主要系饲料原料价格抬高养殖成本，生猪价格处于历史低位抑制禽价上涨动力，叠加新冠疫情阶段性发生，影响消费需求复苏强度，基于此我们下调公司 2022-2023 年盈利预期；预计公司 2022-2024 年归母净利润为 5.95/15.02/17.49 亿元（2022-2023 前预测值为 14.63/26.46 亿元），对应 EPS 分别为 0.48/1.21/1.41 元，当前股价对应 PE 为 40.5/16.1/13.8 倍。公司有序推进肉鸡一体化产业链布局，筑牢种源、产能基础；食品深加工板业务方面，大力推进 C 端业务，提升品牌影响力，为增厚毛利提供动力，维持“买入”评级。

● 饲料价格高涨叠加终端价格低迷，公司业绩短暂承压

2021 年公司鸡肉销售量 105.54 万吨，同比增长 7.86%。受 2021 年玉米豆粕等原材料上涨幅度较大及鸡肉终端价格下行影响，全年利润水平承压。公司自研品种“圣泽 901”白羽肉鸡配套系于 2021 年 12 月正式通过品种审定，依托种源优势，公司养殖水平不断提升。公司光泽基地肉鸡加工厂已成功投产，每年可加工肉鸡 9000 万羽，生产产品 19.5 万吨。我们预计随猪价上涨带动禽价回暖，叠加公司养殖效率提升及产能有序扩张，业绩兑现水平将同步改善。

● 公司 C 端渠道扩张持续发力，品牌影响力与日俱增

2021 年公司肉制品销售量 22.46 万吨，同比增长 17.13%。公司深加工食品销售渠道以餐饮和家庭消费为主，已实现 B 端和 C 端全面覆盖。公司在 C 端渠道的积极布局，线上和新零售平台销售额分别实现超过 250%和 300%的年复合增速。“脆皮炸鸡”和“嘟嘟翅”两大爆品单月销售破千万水平。随着公司 C 端产品研发有序推进，C 端业务筑下的品牌优势将为公司营收增长提供更强劲的动力。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,745	14,478	15,425	17,749	19,637
YOY(%)	-5.6	5.3	6.5	15.1	10.6
归母净利润(百万元)	2,041	448	595	1,502	1,749
YOY(%)	-50.1	-78.0	32.8	152.3	16.4
毛利率(%)	20.3	8.7	9.1	13.9	14.2
净利率(%)	14.9	3.1	3.9	8.5	8.9
ROE(%)	21.4	4.6	5.9	13.4	13.7
EPS(摊薄/元)	1.64	0.36	0.48	1.21	1.41
P/E(倍)	11.8	53.8	40.5	16.1	13.8
P/B(倍)	2.5	2.4	2.4	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3493	4219	5374	5945	7378
现金	305	495	1670	1439	2850
应收票据及应收账款	745	863	850	1122	1060
其他应收款	11	35	14	42	20
预付账款	108	199	128	248	168
存货	2318	2525	2610	2992	3178
其他流动资产	6	101	101	101	101
非流动资产	11436	12825	12766	13666	14065
长期投资	48	67	95	124	154
固定资产	10336	10656	10692	11619	12040
无形资产	255	295	304	313	324
其他非流动资产	796	1808	1675	1610	1547
资产总计	14929	17044	18139	19611	21442
流动负债	5276	6311	7196	7560	7837
短期借款	1744	3509	3509	4235	3509
应付票据及应付账款	1476	2214	1699	2570	2132
其他流动负债	2056	588	1989	754	2197
非流动负债	131	809	795	795	784
长期借款	17	61	46	47	36
其他非流动负债	115	748	748	748	748
负债合计	5408	7120	7991	8355	8621
少数股东权益	1	14	17	27	38
股本	1244	1244	1244	1244	1244
资本公积	4259	4270	4270	4270	4270
留存收益	4072	4520	4871	5912	6986
归属母公司股东权益	9520	9909	10131	11229	12783
负债和股东权益	14929	17044	18139	19611	21442

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3238	1843	2541	1498	4011
净利润	2042	452	598	1512	1759
折旧摊销	966	1052	890	1002	1136
财务费用	112	138	159	171	153
投资损失	-9	-34	-16	-20	-20
营运资金变动	21	114	910	-1169	981
其他经营现金流	106	120	1	2	1
投资活动现金流	-1205	-1782	-815	-1884	-1516
资本支出	1226	1752	-87	871	369
长期投资	0	1	-28	-31	-30
其他投资现金流	21	-29	-930	-1043	-1177
筹资活动现金流	-2896	119	-552	-571	-358
短期借款	-912	1764	0	0	0
长期借款	-201	44	-14	1	-11
普通股增加	5	-0	0	0	0
资本公积增加	76	11	0	0	0
其他筹资现金流	-1864	-1700	-537	-572	-347
现金净增加额	-866	178	1175	-957	2137

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13745	14478	15425	17749	19637
营业成本	10954	13217	14014	15289	16840
营业税金及附加	29	40	37	46	49
营业费用	216	306	463	532	589
管理费用	226	246	154	177	196
研发费用	74	67	77	89	98
财务费用	112	138	159	171	153
资产减值损失	-32	-59	-50	-65	-67
其他收益	57	97	77	87	82
公允价值变动收益	-1	-3	-2	-2	-2
投资净收益	9	34	16	20	20
资产处置收益	2	0	1	1	1
营业利润	2168	525	662	1614	1879
营业外收入	5	6	5	6	6
营业外支出	56	19	38	28	33
利润总额	2117	512	630	1592	1851
所得税	76	59	31	80	93
净利润	2042	452	598	1512	1759
少数股东损益	0	4	3	10	10
归母净利润	2041	448	595	1502	1749
EBITDA	3181	1765	1701	2784	3159
EPS(元)	1.64	0.36	0.48	1.21	1.41

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-5.6	5.3	6.5	15.1	10.6
营业利润(%)	-49.2	-75.8	26.2	143.9	16.4
归属于母公司净利润(%)	-50.1	-78.0	32.8	152.3	16.4
获利能力					
毛利率(%)	20.3	8.7	9.1	13.9	14.2
净利率(%)	14.9	3.1	3.9	8.5	8.9
ROE(%)	21.4	4.6	5.9	13.4	13.7
ROIC(%)	18.4	4.4	5.3	10.4	11.3
偿债能力					
资产负债率(%)	36.2	41.8	44.1	42.6	40.2
净负债比率(%)	18.4	38.6	26.0	32.0	11.3
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.2	0.2	0.4	0.3	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	18.4	18.0	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	8.6	7.2	7.2	7.2	7.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.64	0.36	0.48	1.21	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	1.48	2.04	1.20	3.22
每股净资产(最新摊薄)	7.65	7.97	8.14	9.03	10.28
估值比率					
P/E	11.8	53.8	40.5	16.1	13.8
P/B	2.5	2.4	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	8.1	15.8	15.7	10.0	8.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

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