

# 圣农发展 (002299.SZ)

## 2022 半年报点评：业绩短期承压明显，看好全链纵深发展

### 核心观点

**价格低迷叠加原料涨价，公司业绩短期承压明显。**公司 2022H1 实现营业收入 75.27 亿元，较上年同期+11.16%，实现归属于母公司所有者的净利润-0.99 亿元，较上年同期-135.96%，盈利承压主要受上半年鸡价低迷和原料涨价影响。分业务来看，家禽饲养加工板块共实现收入 46.45 亿元，同比+7.23%，于总收入中占比为 61.70%，共实现鸡肉销量 53.54 万吨，同比+8.53%。食品加工板块共实现收入 22.84 亿元，同比+7.53%，于总收入中占比为 30.34%，共实现肉制品销量 11.99 万吨，同比+1.78%。

**白羽鸡产能去化加速，下半年行业盈利有望改善。**白羽鸡供给端目前面临两方面压力，一方面由鸡价低迷、原料涨价导致的养殖亏损正在推动父母代产能去化明显，2022H1 国内父母代鸡苗产量同比减少 5.08%，在产父母代种鸡平均存栏量同比下降 9.29%，商品代鸡苗销量同比下降 3.67%，商品代肉鸡出栏量同比下降 2.63%；另一方面祖代引种受阻，受海外禽流感影响，国内 1-7 月累计引种量约 46.85 万套，同比上年同期下降 26.95%，在国产替代尚需时间验证的情况下，祖代鸡供给面临压力。综合来看，供给端明显趋紧叠加猪价上行、疫后餐饮修复可能带来的需求边际改善，我们认为白羽鸡行业盈利下半年有望回暖，公司作为白鸡龙头有望充分受益。

**向下看好 C 端业务推进，向上看好种鸡国产替代。**在 C 端肉制品业务方面，公司稳步发力，22 年上半年营收同比增长 18.69%，并在养殖端承压的情况下实现盈利。同时公司爆款策略开始兑现成果，脆皮炸鸡、嘟嘟翅、鸡排等爆款上半年销售额占 C 端整体销售额比例大幅提升。考虑到公司在 B 端积淀深厚，我们认为其有望依靠经验转嫁和成本优势开拓新增长曲线。在种鸡业务方面，公司自研种源“圣泽 901”白羽肉鸡配套系于 2021 年 12 月正式通过国家畜禽遗传资源委员会审定、鉴定，目前已经已经开始对外出售，如果种鸡性能后续逐步得到验证认可，公司有望引领种鸡国产替代。

**风险提示：**突发大规模不可控疫病；业务规模扩张不及预期风险。

**投资建议：**圣农发展作为白羽鸡全产业链龙头企业，成本和议价优势不断凸显，短期看好白鸡价格回暖带来的贝塔行情，中长期看好 C 端业务发力、种鸡国产替代带来的业绩新增量，维持“买入”评级。考虑到上半年鸡价低迷和粮价上涨带来的业绩冲击，我们下调公司 22-23 年归母净利润预测至 0.16/11.77 亿元（原为 16.72/33.41 亿元），预计公司 24 年归母净利润为 12.84 亿元，22-24 年对应 EPS 为 0.01/0.95/1.03 元，对应当前股价 PE 为 1590.4/21.3/19.5X。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E   | 2024E  |
|--------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 13,745 | 14,478 | 15,244 | 17,052  | 17,665 |
| (+/-%)       | -5.6%  | 5.3%   | 5.3%   | 11.9%   | 3.6%   |
| 净利润(百万元)     | 2041   | 448    | 16     | 1177    | 1284   |
| (+/-%)       | -50.1% | -78.0% | -96.5% | 7354.3% | 9.1%   |
| 每股收益(元)      | 1.64   | 0.36   | 0.01   | 0.95    | 1.03   |
| EBIT Margin  | 16.3%  | 4.2%   | 2.1%   | 8.4%    | 8.5%   |
| 净资产收益率 (ROE) | 21.4%  | 4.5%   | 0.2%   | 11.2%   | 11.3%  |
| 市盈率 (PE)     | 12.3   | 56.0   | 1590.4 | 21.3    | 19.5   |
| EV/EBITDA    | 9.5    | 19.5   | 23.4   | 12.4    | 11.2   |
| 市净率 (PB)     | 2.64   | 2.53   | 2.53   | 2.39    | 2.20   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 农林牧渔·养殖业

证券分析师：**鲁家瑞** 联系人：**李瑞楠**  
 021-61761016 021-60893308  
 lujiarui@guosen.com.cn lirui@guosen.com.cn  
 S0980520110002

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 20.32 元         |
| 总市值/流通市值    | 25278/24994 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 24.64/15.82 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 150.90 百万元      |

#### 市场走势



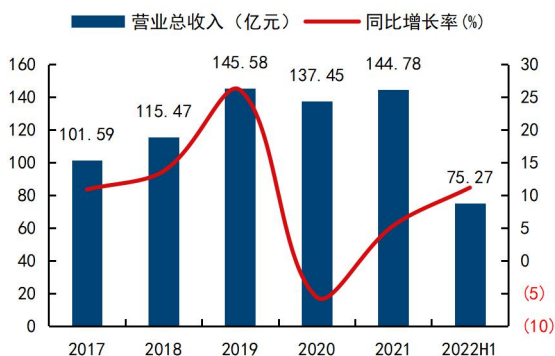
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《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》——2022-03-23
- 《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
- 《圣农发展-002299-重大事件快评：KKR 参股，财务和管理经营提升》——2014-08-27
- 《圣农发展-002299-2014 年中报点评：盈利领先复苏，二季度业绩已超市场预期》——2014-07-31

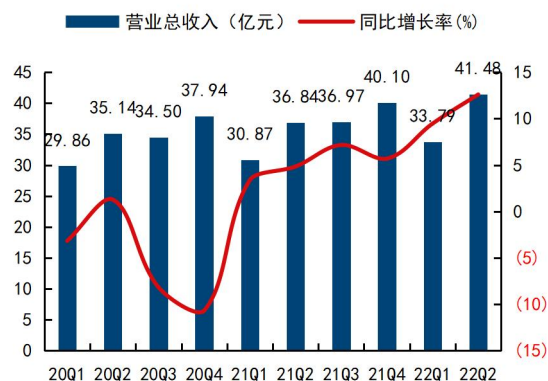
**价格低迷叠加原料涨价，公司业绩短期承压明显。**根据公司发布的2022年半年度报告，公司2022H1实现营业收入75.27亿元，较上年同期增加11.16%，实现归属于母公司所有者的净利润-0.99亿元，较上年同期减少135.96%，盈利承压主要受上半年鸡价低迷和原料涨价影响。具体分板块来看：（1）**家禽饲养加工板块：**共实现收入46.45亿元，同比增长7.23%，于总收入中占比为61.70%，共实现鸡肉销量53.54万吨，同比变动+8.53%。在收入成本两端承压的情况下，毛利率相较上年同期减少5.68pct，毛利同比减少90.05%至0.24亿元。（2）**食品加工板块：**共实现收入22.84亿元，同比增加7.53%，于总收入中占比为30.34%，共实现肉制品销量11.99万吨，同比变动+1.78%。毛利率相对较为稳定，相较上年下降1.37pct至15.27%，毛利同比减少1.13%至3.49亿元。

图1: 圣农发展营业收入及增速（单位：亿元、%）



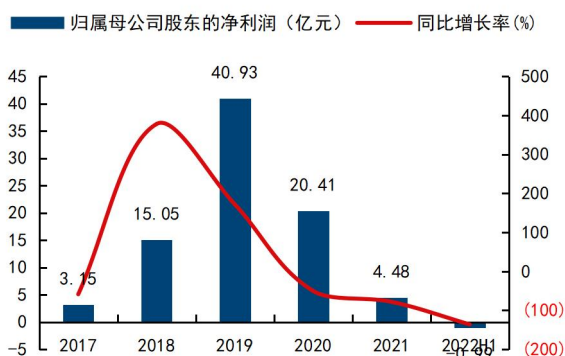
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 圣农发展单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 圣农发展归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

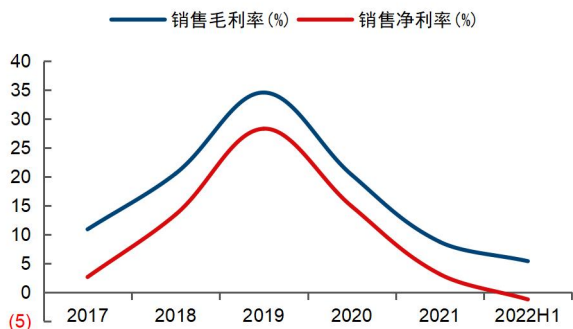
图4: 圣农发展单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

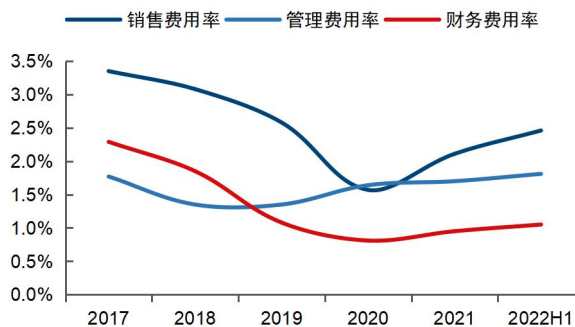
**盈利率下降明显，费用率有所上升。**公司2022H1销售毛利率5.36%，较上年同期下降4.12pct；销售净利率-1.26%，较上年同期下降5.32pct，盈利能力下降明显主要系公司面临鸡价低迷、粮价上涨双重压力。销售费用率2.46%（+0.65pct），管理费用率1.81%（+0.10pct），财务费用率1.05%（+0.12pct）。三项费用率合计5.32%，同比上升0.87pct，主要系2022H1公司加强产品推广力度导致销售费用投入增加明显。

图5: 圣农发展毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

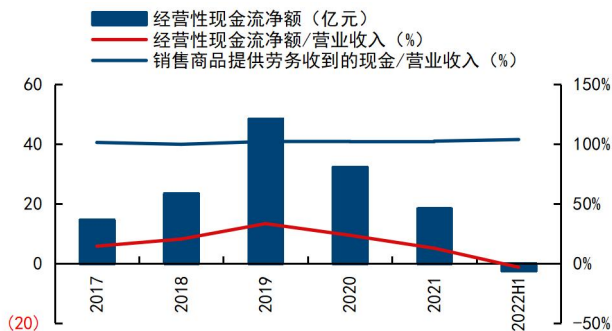
图6: 圣农发展三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

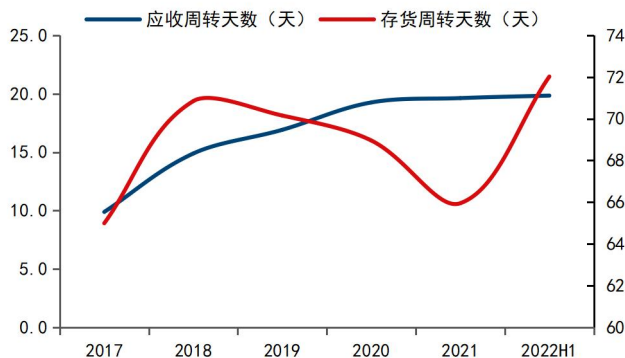
**短期经营性现金流承压明显, 存货周转天数小幅上升。**2022H1 经营性现金流净额 -2.42 亿元, 经营性现金流净额占营业收入比例为 -3.22% (+2.66%), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 103.84% (+2.84%), 现金流状况受鸡价低迷和原材料涨价影响而承压明显。在主要流动资产周转方面, 2022H1 公司应收周转天数达 19.84 天 (-8.44%), 存货周转天数达 72.02 天 (+4.34%), 存货周转效率小幅下降。

图7: 湘佳股份经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 湘佳股份主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 圣农发展作为白羽鸡全产业链龙头企业, 成本和议价优势不断凸显, 短期看好白鸡价格回暖带来的贝塔行情, 中长期看好 C 端业务发力、种鸡国产替代带来的业绩新增量, 维持“买入”评级。考虑到上半年鸡价低迷和粮价上涨带来的业绩冲击, 我们下调公司 22-23 年归母净利润预测至 0.16/11.77 亿元 (原为 16.72/33.41 亿元), 预计公司 24 年归母净利润为 12.84 亿元, 22-24 年对应 EPS 为 0.01/0.95/1.03 元, 对应当前股价 PE 为 1590.4/21.3/19.5X。

表1: 可比公司估值表

| 代码     | 公司简称 | 股价   | 总市值   | EPS  |      |      | PE  |     |     | 投资评级 |
|--------|------|------|-------|------|------|------|-----|-----|-----|------|
|        |      |      | 亿元    | 21E  | 22E  | 23E  | 21E | 22E | 23E |      |
| 002458 | 益生股份 | 9.32 | 92.54 | 0.03 | 0.22 | 0.82 | 311 | 42  | 11  | 买入   |
| 002746 | 仙坛股份 | 9.46 | 81.41 | 0.1  | 0.69 | 0.18 | 95  | 14  | 53  | 买入   |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              |              | 利润表 (百万元)          |               |               |               |               |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |                    | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
| 现金及现金等价物         | 305          | 495          | 1200         | 800          | 500          | 营业收入               | 13745         | 14478         | 15244         | 17052         | 17665         |
| 应收款项             | 756          | 899          | 859          | 960          | 994          | 营业成本               | 10954         | 13217         | 14222         | 14848         | 15405         |
| 存货净额             | 2318         | 2525         | 2868         | 2978         | 3079         | 营业税金及附加            | 29            | 40            | 38            | 43            | 35            |
| 其他流动资产           | 113          | 287          | 457          | 495          | 495          | 销售费用               | 216           | 306           | 335           | 358           | 371           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3493</b>  | <b>4219</b>  | <b>5397</b>  | <b>5246</b>  | <b>5080</b>  | 管理费用               | 226           | 246           | 256           | 285           | 277           |
| 固定资产             | 10477        | 11029        | 11273        | 11267        | 10793        | 研发费用               | 74            | 67            | 67            | 82            | 81            |
| 无形资产及其他          | 219          | 295          | 284          | 273          | 262          | 财务费用               | 112           | 138           | 156           | 143           | 85            |
| 投资性房地产           | 692          | 1435         | 1435         | 1435         | 1435         | 投资收益               | 9             | 34            | 7             | 8             | 12            |
| 长期股权投资           | 48           | 67           | 67           | 67           | 67           | 资产减值及公允价值变动        | 31            | 57            | (150)         | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>14929</b> | <b>17044</b> | <b>18456</b> | <b>18288</b> | <b>17637</b> | 其他收入               | (79)          | (97)          | (67)          | (82)          | (81)          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1931         | 3526         | 4220         | 3124         | 1252         | 营业利润               | 2168          | 525           | 27            | 1301          | 1422          |
| 应付款项             | 1476         | 2214         | 1979         | 2054         | 2122         | 营业外净收支             | (51)          | (13)          | (10)          | (35)          | (27)          |
| 其他流动负债           | 1869         | 571          | 1301         | 1341         | 1372         | <b>利润总额</b>        | <b>2117</b>   | <b>512</b>    | <b>17</b>     | <b>1266</b>   | <b>1395</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5276</b>  | <b>6311</b>  | <b>7500</b>  | <b>6519</b>  | <b>4746</b>  | 所得税费用              | 76            | 59            | 1             | 79            | 100           |
| 长期借款及应付债券        | 17           | 61           | 61           | 61           | 61           | 少数股东损益             | 0             | 4             | 0             | 10            | 11            |
| 其他长期负债           | 115          | 748          | 966          | 1182         | 1398         | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>2041</b>   | <b>448</b>    | <b>16</b>     | <b>1177</b>   | <b>1284</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>131</b>   | <b>809</b>   | <b>1026</b>  | <b>1243</b>  | <b>1458</b>  | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2020</b>   | <b>2021</b>   | <b>2022E</b>  | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>5408</b>  | <b>7120</b>  | <b>8526</b>  | <b>7762</b>  | <b>6204</b>  | 净利润                | 2041          | 448           | 16            | 1177          | 1284          |
| 少数股东权益           | 1            | 14           | 14           | 22           | 31           | 资产减值准备             | 22            | 27            | 4             | (0)           | (2)           |
| 股东权益             | 9520         | 9909         | 9915         | 10504        | 11402        | 折旧摊销               | 964           | 1049          | 1113          | 1218          | 1288          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>14929</b> | <b>17044</b> | <b>18456</b> | <b>18288</b> | <b>17637</b> | 公允价值变动损失           | (31)          | (57)          | 150           | 0             | 0             |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用               | 112           | 138           | 156           | 143           | 85            |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2020</b>  | <b>2021</b>  | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 营运资本变动             | 1540          | (1165)        | 243           | 83            | 177           |
| 每股收益             | 1.64         | 0.36         | 0.01         | 0.95         | 1.03         | 其它                 | (22)          | (36)          | (4)           | 8             | 11            |
| 每股红利             | 1.58         | 1.10         | 0.01         | 0.47         | 0.31         | <b>经营活动现金流</b>     | <b>4516</b>   | <b>268</b>    | <b>1522</b>   | <b>2485</b>   | <b>2758</b>   |
| 每股净资产            | 7.65         | 7.97         | 7.97         | 8.44         | 9.17         | 资本开支               | 0             | (1673)        | (1501)        | (1201)        | (801)         |
| ROIC             | 19%          | 5%           | 3%           | 10%          | 11%          | 其它投资现金流            | (1)           | (12)          | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 21%          | 5%           | 0%           | 11%          | 11%          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>2</b>      | <b>(1703)</b> | <b>(1501)</b> | <b>(1201)</b> | <b>(801)</b>  |
| 毛利率              | 20%          | 9%           | 7%           | 13%          | 13%          | 权益性融资              | (3)           | 9             | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 16%          | 4%           | 2%           | 8%           | 8%           | 负债净变化              | (201)         | 44            | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 23%          | 11%          | 9%           | 16%          | 16%          | 支付股利、利息            | (1972)        | (1369)        | (9)           | (588)         | (385)         |
| 收入增长             | -6%          | 5%           | 5%           | 12%          | 4%           | 其它融资现金流            | (1063)        | 4266          | 694           | (1096)        | (1872)        |
| 净利润增长率           | -50%         | -78%         | -96%         | 7354%        | 9%           | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(5412)</b> | <b>1625</b>   | <b>685</b>    | <b>(1684)</b> | <b>(2257)</b> |
| 资产负债率            | 36%          | 42%          | 46%          | 43%          | 35%          | <b>现金净变动</b>       | <b>(894)</b>  | <b>190</b>    | <b>705</b>    | <b>(400)</b>  | <b>(300)</b>  |
| 息率               | 7.9%         | 5.5%         | 0.0%         | 2.3%         | 1.5%         | 货币资金的期初余额          | 1199          | 305           | 495           | 1200          | 800           |
| P/E              | 12.3         | 56.0         | 1590.4       | 21.3         | 19.5         | 货币资金的期末余额          | 305           | 495           | 1200          | 800           | 500           |
| P/B              | 2.6          | 2.5          | 2.5          | 2.4          | 2.2          | 企业自由现金流            | 0             | (1255)        | 169           | 1447          | 2054          |
| EV/EBITDA        | 9.5          | 19.5         | 23.4         | 12.4         | 11.2         | 权益自由现金流            | 0             | 3055          | 712           | 217           | 102           |

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<br>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<br>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提及的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