

# 圣农发展 (002299)

证券研究报告

2023年04月05日

## 重视缺鸡行情下的公司弹性及育种优势!

**事件:** 2022年,公司实现营业总收入168.2亿元,同比+16.2%;实现归母净利润4.1亿元,同比-8.3%。单q4看,公司实现营业总收入44.6亿元,同比11.3%;实现归母净利润2.2亿元,同比+174.1%。

### 1、养殖板块:传统养殖板块拐点或将至;种鸡业务有望逐步贡献新的增长点

**【量上】量增显著。**2022年公司鸡肉销量114.11万吨,同比+8%。2022年公司新建多座养殖场、加工厂,新增9000w羽屠宰产能,随着生产效率提升+收并购推进,2025年屠宰量达10亿羽达成可期。

**【单价上】溢价明显。**2022年鸡肉售价11047元/吨,同比+4%,相比行业溢价366元/吨(2022博亚价格约10681元/吨);单q4,价格回暖明显,鸡肉均价12001元/吨,环比+5.4%,同比+18.8%。展望后市,引种缺口已成+消费复苏,鸡肉价格存在较大的向上弹性,2023年有望迎来周期反转。

**【成本上】大宗原材料价格高位震荡,精细化管理增厚利润。**2022年估计全成本10800元/吨出头;单q4,豆粕价格大幅冲高,叠加疫苗、保温等季节性费用压力下,公司全成本估计11200元/吨出头,上涨幅度较小,显著超预期。随着公司夯实内部管理、积极调整日粮配方,有望缓解成本压力,增厚利润。

**【种鸡】自有种鸡“SZ901”突破,保证自身产能扩张免受海外引种制约的同时,父母代陆续外销有望为公司提供新的利润增长点。**目前公司已具备1750万套的父母代供种能力,2022年全年外销量145万套、自用510万套,预计2023年外销量可达500-600万套,按中性假设单套盈利20-30元计,我们预计可贡献1-2亿的利润。

我们认为,2022年q4以来,鸡肉产品的行业价格已出现明显回暖。展望2023年,行业周期反转+公司溢价显著+管理持续优化+种鸡贡献,公司业绩弹性有望进一步释放。

### 2、食品板块:品牌优势和渠道建设成效显著;BC双轮驱动,持续高增长

**【收入端】**2022年食品板块全年实现含税超73亿,近5年复合增长率22%;不含税收入64亿元,同比增速约14%;销量23.41万吨,同比+4.3%。其中,其中C端含税收入突破14亿元,同比增长64%,占食品深加工板块收入的比重由2019年的7%左右提升至2022年23%以上。展望2023年,疫情影响减弱,B端有望高速增长;C端大单品策略成效显著,2022年已有脆皮炸鸡破2亿元,香煎鸡胸肉、手枪腿、脆皮炸翅等新品持续上量。

**【利润端】**2022年公司食品板块实现利润2.2亿元,随着B端快速恢复、C端持续放量,食品盈利能力有望持续改善。

**3、投资建议:**原先我们预计公司2023/2024年实现营收209.3/267.0亿元;归母净利润28.8/53.1亿元。考虑到白鸡引种持续受限,公司业绩弹性或更大。现调整为:我们预计公司2023/2024/2025年实现营收225.5/276.8/342.1亿元,同比增长34.1%/22.8%/23.6%;实现归母净利润29.4/53.7/55.0亿元,同比增长615.7%/82.6%/2.5%。引种缺口已成,自主可控、粮食安全等大背景下,公司作为国内自主育种唯一上市公司标的,有望充分受益,2023年有望实现周期、食品共振,维持“买入”评级。

**风险提示:**禽流感等疫病爆发,新冠疫情影响下游消费,食品C端开拓不及预期

| 财务数据和估值       | 2021      | 2022      | 2023E     | 2024E     | 2025E     |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 14,478.20 | 16,817.09 | 22,546.88 | 27,682.12 | 34,212.64 |
| 增长率(%)        | 5.34      | 16.15     | 34.07     | 22.78     | 23.59     |
| EBITDA(百万元)   | 1,809.00  | 2,021.71  | 4,639.82  | 7,154.93  | 7,594.63  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 448.24    | 410.90    | 2,940.62  | 5,369.16  | 5,501.27  |
| 增长率(%)        | (78.04)   | (8.33)    | 615.66    | 82.59     | 2.46      |
| EPS(元/股)      | 0.36      | 0.33      | 2.36      | 4.32      | 4.42      |
| 市盈率(P/E)      | 67.86     | 74.03     | 10.34     | 5.67      | 5.53      |
| 市净率(P/B)      | 3.07      | 3.06      | 2.74      | 2.30      | 1.97      |
| 市销率(P/S)      | 2.10      | 1.81      | 1.35      | 1.10      | 0.89      |
| EV/EBITDA     | 17.54     | 16.01     | 6.70      | 4.20      | 3.73      |

资料来源:wind, 天风证券研究所

### 投资评级

|       |          |
|-------|----------|
| 行业    | 农林牧渔/养殖业 |
| 6个月评级 | 买入(维持评级) |
| 当前价格  | 24.84元   |
| 目标价格  | 元        |

### 基本数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股)  | 1,243.64    |
| 流通A股股本(百万股) | 1,231.00    |
| A股总市值(百万元)  | 30,892.01   |
| 流通A股市值(百万元) | 30,578.03   |
| 每股净资产(元)    | 7.99        |
| 资产负债率(%)    | 47.47       |
| 一年内最高/最低(元) | 27.65/15.82 |

### 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:聚源数据

### 相关报告

- 《圣农发展-公司点评:引种缺口已成,继续重点推荐白鸡龙头!》2023-01-19
- 《圣农发展-公司深度研究:白鸡产业龙头有望迎业绩拐点!》2022-08-25
- 《圣农发展-公司点评:养殖成本增长,但仍有盈利;食品端增长显著!》2021-04-13

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2021             | 2022             | 2023E            | 2024E            | 2025E            | 利润表(百万元)         | 2021          | 2022          | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 494.84           | 683.29           | 771.10           | 3,944.85         | 6,957.31         | 营业收入             | 14,478.20     | 16,817.09     | 22,546.88       | 27,682.12       | 34,212.64       |
| 应收票据及应收账款        | 863.45           | 913.09           | 1,404.22         | 1,333.23         | 1,993.00         | 营业成本             | 13,217.34     | 15,375.97     | 18,169.45       | 20,653.16       | 26,507.91       |
| 预付账款             | 198.71           | 369.38           | 218.35           | 418.64           | 466.17           | 营业税金及附加          | 39.98         | 35.37         | 67.64           | 69.21           | 95.80           |
| 存货               | 2,525.19         | 3,349.34         | 3,503.91         | 4,245.45         | 5,778.59         | 销售费用             | 305.68        | 383.38        | 473.48          | 581.32          | 752.68          |
| 其他               | 136.37           | 628.59           | 287.13           | 352.08           | 452.13           | 管理费用             | 246.06        | 293.98        | 360.75          | 470.60          | 598.72          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4,218.57</b>  | <b>5,943.70</b>  | <b>6,184.72</b>  | <b>10,294.24</b> | <b>15,647.19</b> | 研发费用             | 67.11         | 117.38        | 153.32          | 193.77          | 256.59          |
| 长期股权投资           | 66.91            | 81.06            | 85.06            | 95.06            | 105.06           | 财务费用             | 138.16        | 169.85        | 149.21          | 129.94          | 178.85          |
| 固定资产             | 10,289.53        | 11,072.54        | 10,855.45        | 10,724.50        | 11,056.62        | 资产/信用减值损失        | (67.37)       | (73.20)       | (23.54)         | (19.38)         | (65.00)         |
| 在建工程             | 739.02           | 126.97           | 263.49           | 331.74           | 415.87           | 公允价值变动收益         | (2.87)        | (25.70)       | (37.86)         | 8.31            | 7.08            |
| 无形资产             | 294.66           | 301.52           | 319.66           | 339.80           | 356.94           | 投资净收益            | 33.99         | 61.60         | 33.00           | 30.00           | 15.00           |
| 其他               | 1,434.87         | 1,402.53         | 1,160.98         | 1,319.35         | 1,275.34         | 其他               | (24.59)       | (9.59)        | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>12,824.99</b> | <b>12,984.62</b> | <b>12,684.64</b> | <b>12,810.45</b> | <b>13,209.83</b> | <b>营业利润</b>      | <b>524.70</b> | <b>488.04</b> | <b>3,144.62</b> | <b>5,603.05</b> | <b>5,779.17</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>17,043.55</b> | <b>18,928.33</b> | <b>18,869.36</b> | <b>23,104.69</b> | <b>28,857.02</b> | 营业外收入            | 5.98          | 7.18          | 7.00            | 7.00            | 5.00            |
| 短期借款             | 3,508.86         | 4,595.55         | 2,454.38         | 4,800.00         | 6,000.00         | 营业外支出            | 19.14         | 24.45         | 21.80           | 35.00           | 57.00           |
| 应付票据及应付账款        | 2,214.41         | 2,563.36         | 2,415.72         | 3,532.25         | 4,179.42         | <b>利润总额</b>      | <b>511.54</b> | <b>470.76</b> | <b>3,129.82</b> | <b>5,575.05</b> | <b>5,727.17</b> |
| 其他               | 474.70           | 794.20           | 2,317.78         | 811.05           | 2,529.71         | 所得税              | 59.18         | 65.06         | 156.49          | 195.13          | 217.63          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>6,197.97</b>  | <b>7,953.10</b>  | <b>7,187.88</b>  | <b>9,143.30</b>  | <b>12,709.13</b> | <b>净利润</b>       | <b>452.36</b> | <b>405.70</b> | <b>2,973.33</b> | <b>5,379.92</b> | <b>5,509.54</b> |
| 长期借款             | 60.63            | 174.00           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 少数股东损益           | 4.13          | (5.20)        | 32.71           | 10.76           | 8.26            |
| 应付债券             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>448.24</b> | <b>410.90</b> | <b>2,940.62</b> | <b>5,369.16</b> | <b>5,501.27</b> |
| 其他               | 748.35           | 753.17           | 538.68           | 680.07           | 657.30           | 每股收益(元)          | 0.36          | 0.33          | 2.36            | 4.32            | 4.42            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>808.98</b>    | <b>927.17</b>    | <b>538.68</b>    | <b>680.07</b>    | <b>657.30</b>    |                  |               |               |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,120.30</b>  | <b>8,985.39</b>  | <b>7,726.56</b>  | <b>9,823.37</b>  | <b>13,366.43</b> | <b>主要财务比率</b>    | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023E</b>    | <b>2024E</b>    | <b>2025E</b>    |
| 少数股东权益           | 14.36            | 10.69            | 23.77            | 28.08            | 31.38            | <b>成长能力</b>      |               |               |                 |                 |                 |
| 股本               | 1,243.97         | 1,243.64         | 1,243.64         | 1,243.64         | 1,243.64         | 营业收入             | 5.34%         | 16.15%        | 34.07%          | 22.78%          | 23.59%          |
| 资本公积             | 4,269.85         | 4,234.90         | 4,234.90         | 4,234.90         | 4,234.90         | 营业利润             | -75.80%       | -6.99%        | 544.34%         | 78.18%          | 3.14%           |
| 留存收益             | 4,520.22         | 4,559.59         | 5,735.84         | 7,883.51         | 10,084.01        | 归属于母公司净利润        | -78.04%       | -8.33%        | 615.66%         | 82.59%          | 2.46%           |
| 其他               | (125.15)         | (105.88)         | (95.35)          | (108.79)         | (103.34)         | <b>获利能力</b>      |               |               |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>9,923.26</b>  | <b>9,942.94</b>  | <b>11,142.80</b> | <b>13,281.32</b> | <b>15,490.59</b> | 毛利率              | 8.71%         | 8.57%         | 19.41%          | 25.39%          | 22.52%          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>17,043.55</b> | <b>18,928.33</b> | <b>18,869.36</b> | <b>23,104.69</b> | <b>28,857.02</b> | 净利率              | 3.10%         | 2.44%         | 13.04%          | 19.40%          | 16.08%          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | ROE              | 4.52%         | 4.14%         | 26.45%          | 40.51%          | 35.59%          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | ROIC             | 5.58%         | 4.90%         | 24.38%          | 46.91%          | 44.37%          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>偿债能力</b>      |               |               |                 |                 |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 资产负债率            | 41.78%        | 47.47%        | 40.95%          | 42.52%          | 46.32%          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 净负债率             | 31.15%        | 43.84%        | 16.53%          | 7.57%           | -4.93%          |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 流动比率             | 0.67          | 0.74          | 0.86            | 1.13            | 1.23            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 速动比率             | 0.27          | 0.32          | 0.37            | 0.66            | 0.78            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>营运能力</b>      |               |               |                 |                 |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 应收账款周转率          | 18.00         | 18.93         | 19.46           | 20.22           | 20.57           |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 存货周转率            | 5.98          | 5.73          | 6.58            | 7.14            | 6.83            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 总资产周转率           | 0.91          | 0.94          | 1.19            | 1.32            | 1.32            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |                 |                 |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股收益             | 0.36          | 0.33          | 2.36            | 4.32            | 4.42            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股经营现金流          | 1.48          | 1.08          | 4.48            | 4.45            | 5.78            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 每股净资产            | 7.97          | 7.99          | 8.94            | 10.66           | 12.43           |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | <b>估值比率</b>      |               |               |                 |                 |                 |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 市盈率              | 67.86         | 74.03         | 10.34           | 5.67            | 5.53            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | 市净率              | 3.07          | 3.06          | 2.74            | 2.30            | 1.97            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | EV/EBITDA        | 17.54         | 16.01         | 6.70            | 4.20            | 3.73            |
|                  |                  |                  |                  |                  |                  | EV/EBIT          | 41.76         | 38.72         | 9.32            | 5.22            | 4.66            |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2021              | 2022              | 2023E             | 2024E             | 2025E             |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 452.36            | 405.70            | 2,940.62          | 5,369.16          | 5,501.27          |
| 折旧摊销           | 1,051.65          | 1,188.81          | 1,302.44          | 1,387.55          | 1,511.61          |
| 财务费用           | 140.56            | 183.41            | 149.21            | 129.94            | 178.85            |
| 投资损失           | (33.99)           | (61.60)           | (33.00)           | (30.00)           | (15.00)           |
| 营运资金变动         | (118.97)          | (931.54)          | 1,216.78          | (1,335.55)        | (0.77)            |
| 其它             | 350.94            | 563.11            | (5.15)            | 19.07             | 15.34             |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,842.56</b>   | <b>1,347.89</b>   | <b>5,570.90</b>   | <b>5,540.18</b>   | <b>7,191.30</b>   |
| 资本支出           | 1,025.02          | 1,373.04          | 1,454.50          | 1,203.61          | 1,967.76          |
| 长期投资           | 18.55             | 14.14             | 4.00              | 10.00             | 10.00             |
| 其他             | (2,825.15)        | (3,357.55)        | (2,589.59)        | (2,545.04)        | (3,921.73)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,781.58)</b> | <b>(1,970.37)</b> | <b>(1,131.09)</b> | <b>(1,331.43)</b> | <b>(1,943.97)</b> |
| 债权融资           | 1,500.03          | 1,286.39          | (2,578.53)        | 2,206.39          | 1,065.40          |
| 股权融资           | (431.05)          | (16.02)           | (1,773.47)        | (3,241.40)        | (3,300.27)        |
| 其他             | (950.19)          | (451.01)          | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>118.80</b>     | <b>819.36</b>     | <b>(4,352.00)</b> | <b>(1,035.01)</b> | <b>(2,234.87)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>179.78</b>     | <b>196.88</b>     | <b>87.81</b>      | <b>3,173.74</b>   | <b>3,012.46</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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   | 海口  | 上海  | 深圳   |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房<br>邮编：570102<br>电话：(0898)-65365390<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层<br>邮编：200086<br>电话：(8621)-65055515<br>传真：(8621)-61069806<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |