屠宰成本持续下降，食品成长值得期待

方正证券研究所证券研究报告

圣农发展(002299)　　公司研究

农林牧渔行业　　公司财报点评

2020.10.20/强烈推荐(维持)

农林牧渔分析师　　程一胜

执业证书编号：　S1220516090002

TEL：　021-50196810

E-mail　chengyisheng@foundersc

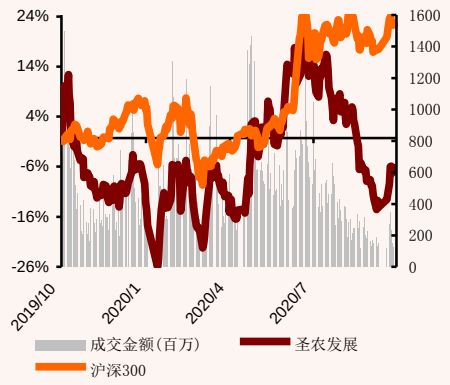
分析师：　　江娜

执业证书编号：　S1220520010002

TEL：

E-mail　jiangna@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《圣农发展（002299）中报点评：食品盈利能力提升，屠宰量增长提速》2020.07.22

《圣农发展(002299)：重新认识圣农——快速崛起的鸡肉食品商》2020.06.23

《5 月销售数据点评：鸡肉销量加快，食品稳定成长》2020.06.10

请务必阅读最后特别声明与免责条款

圣农发展公布三季报，前三季度实现营收 99.5 亿，同比下降 3.5%；归母净利润 18.1 亿，同比下降 33.2%；扣非后的净利润 17.8 亿，同比下降 34.2%。其中，Q3 营收 34.5 亿，同比下降 8.2%；归母净利润 4.74 亿，同比下降 54.9%；扣非后的净利润 4.57 亿，同比下降 57.2%。

屠宰成本进一步下降。三季度受益于养殖效益的改善，屠宰端综合成本降至 8600 元/吨，由于玉米和豆粕等原料价格持续上涨，或会阶段性造成成本改善放慢，但全年成本较去年仍有望改善，预计将会降至接近 9000 元/吨。未来通过技改等方式成本仍有改善空间。Q3 鸡肉屠宰量 26.4 万吨，同比增长 15.4%，增速较 Q2（11.5%）进一步提升，显示疫情过后屠宰业务已恢复快速增长。Q3 鸡肉均价 10201 元/吨，同比下降 19.7%，屠宰业务净利润 4.2 亿，吨净利润接近 1600 元。

食品业务保持较快成长。Q3 食品业务销量 5.76 万吨，同比增长 13.4%，增速较 Q2（12.1%）扩大。由于渠道和产品结构调整，收入端同比增长 2.9%。公司食品业务战略发生根本性变化，从过去侧重 2B 业务，逐步转变成 2C+2B 并重。公司积极布局 C 端销售渠道，线上线下多个渠道齐发力，上半年受益于疫情，2C 业务同比增长 137%，Q3 食品 C 端收入达到 2 亿以上。通过在全国销区设置前置仓，客单成本有大幅下降。预计后期将在产品设计和营销宣传上投入更多资源。2B 端出口业务在 11 月份开始有新的订单，预计将逐步恢复。

公司基本面持续改善，继续坚定推荐。尽管鸡肉价格持续下降，但成本下降+溢价让公司更好抵御下行风险，有望实现逆势扩张。食品业务在 2B 已取得市场领先后，积极拓展 2C 领域，有望加大 C 端在营销和品牌推广上的力度，鸡肉食品值得期待。我们预计 2020-2022 年，公司实现收入 153.8/176.8/217.6 亿元，归母净利润为 28.3/29.2/41.2 亿元，EPS 为 2.28/2.36/3.32，对应 PE 分别为 10.5/10.1/7.2x，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情对需求构成冲击；鸡价大幅波动的风险；饲料成本上升的风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14558.44	15384.33	17681.60	21755.82
(+/-)(%)	26.08	5.67	14.93	23.04
净利润	4092.61	2830.48	2922.19	4116.85
(+/-)(%)	171.85	-30.84	3.24	40.88
EPS(元)	3.29	2.28	2.36	3.32
P/E	6.61	10.46	10.13	7.19

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4151.84	3428.92	4086.12	6359.56
现金	1199.11	0.00	56.76	1520.39
应收账款	738.90	712.82	819.26	1008.04
其它应收款	8.82	8.58	9.86	12.13
预付账款	295.46	363.35	430.36	513.76
存货	1879.00	2263.55	2680.97	3200.54
其他	30.56	80.63	88.91	104.70
非流动资产	11126.96	10977.54	11226.93	11499.57
长期投资	239.69	250.34	260.99	271.63
固定资产	10419.82	10261.11	10499.85	10761.85
无形资产	219.43	218.08	218.08	218.08
其他	248.01	248.01	248.01	248.01
资产总计	15278.80	14406.46	15313.04	17859.13
流动负债	4403.26	2726.89	2439.63	2899.20
短期借款	2656.13	642.00	0.00	0.00
应付账款	1022.95	1238.44	1466.83	1751.10
其他	724.18	846.44	972.81	1148.10
非流动负债	318.02	318.02	318.02	318.02
长期借款	217.52	217.52	217.52	217.52
其他	100.50	100.50	100.50	100.50
负债合计	4721.29	3044.91	2757.66	3217.23
少数股东权益	1.14	19.85	39.16	66.37
股本	1239.48	1239.48	1239.48	1239.48
资本公积	4182.59	4182.59	4182.59	4182.59
留存收益	5134.16	5919.50	7094.02	9153.33
归属母公司股东权益	10556.37	11341.71	12516.22	14575.53
负债和股东权益	15278.80	14406.46	15313.04	17859.13

现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**4843.13**	**3718.36**	**3716.20**	**4896.51**
净利润	4119.12	2849.19	2941.50	4144.06
折旧摊销	871.38	918.71	991.26	1088.00
财务费用	161.43	84.54	24.78	10.33
投资损失	-10.65	-10.65	-10.65	-10.65
营运资金变动	-323.47	-156.82	-248.83	-354.71
其他	25.32	33.39	18.14	19.47
投资活动现金流	-1413.56	-773.65	-1245.00	-1365.00
资本支出	-1394.02	-773.65	-1245.00	-1365.00
长期投资	-35.02	0.00	0.00	0.00
其他	15.48	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-3688.51	-4143.82	-2414.44	-2067.87
短期借款	0.00	-2014.13	-642.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-3688.51	-2129.68	-1772.44	-2067.87
现金净增加额	-258.95	-1199.11	56.76	1463.64

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	14558.44	15384.33	17681.60	21755.82
营业成本	9528.58	11718.29	13879.27	16569.07
营业税金及附加	31.82	33.63	38.65	47.55
营业费用	375.58	430.76	495.08	609.16
管理费用	197.46	208.66	239.82	295.08
财务费用	156.78	71.95	24.18	-6.23
资产减值损失	-9.70	18.39	3.14	4.47
公允价值变动收益	-0.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.65	10.65	10.65	10.65
营业利润	4264.57	2922.33	3016.53	4243.63
营业外收入	7.46	0.00	0.00	0.00
营业外支出	75.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	4196.91	2907.33	3001.53	4228.63
所得税	77.79	58.15	60.03	84.57
净利润	4119.12	2849.19	2941.50	4144.06
少数股东损益	26.51	18.71	19.31	27.21
归属母公司净利润	4092.61	2830.48	2922.19	4116.85
EBITDA	5250.05	3880.94	3984.67	5279.44
EPS（元）	3.29	2.28	2.36	3.32

主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.26	0.06	0.15	0.23
营业利润	1.64	-0.31	0.03	0.41
归属母公司净利润	1.72	-0.31	0.03	0.41
获利能力				
毛利率	0.35	0.24	0.22	0.24
净利率	0.28	0.18	0.17	0.19
ROE	0.39	0.25	0.23	0.28
ROIC	0.35	0.24	0.23	0.31
偿债能力				
资产负债率	0.31	0.21	0.18	0.18
净负债比率	0.28	0.09	0.03	0.02
流动比率	0.94	1.26	1.67	2.19
速动比率	0.52	0.43	0.58	1.10
营运能力				
总资产周转率	0.97	1.04	1.19	1.31
应收账款周转率	21.29	21.19	23.08	23.81
应付账款周转率	14.26	13.61	13.07	13.52
每股指标(元)				
每股收益	3.29	2.28	2.36	3.32
每股经营现金	3.89	2.99	2.99	3.94
每股净资产	8.48	9.11	10.06	11.71
估值比率				
P/E	6.61	10.46	10.13	7.19
P/B	2.56	2.62	2.37	2.04
EV/EBITDA	5.47	0.25	0.07	-0.22

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com