

圣农发展 (002299.SZ)

业绩表现优于行业，竞争优势逐步凸显

核心观点:

- 鸡价下行拖累公司业绩，但整体表现显著优于行业。1-3 季度，公司实现营收 99.5 亿元 (yoy-3.5%)，归母净利润 18.06 亿元 (yoy-33.2%)，鸡价同比下跌拖累公司利润；扣非后净利润约 17.8 亿元，非经常性损益主要源于政府补贴等。Q3 单季度，公司实现营收 34.5 亿元 (yoy-8.2%)，归母净利润 4.74 亿元，环比下滑 24.9%，同比下滑 54.9%，受益公司成本下降及食品业务规模扩大，公司业绩下滑幅度明显小于行业。
- 成本下行叠加产品价格溢价，估算 3 季度单羽盈利超 3 元/羽。3 季度，公司家禽加工板块实现收入 26.93 亿元 (yoy-6.3%)，销量 26.4 万吨 (yoy+15.7%)，销售均价约 10200 元/吨 (yoy-19%)，估算公司单羽盈利超 3 元/羽。根据禽业协会数据，3 季度行业鸡肉均价约 9800 元/吨，优质大客户占比较高以及熟食业务规模扩大导致公司产品售价高于行业。
- 食品板块保持稳定发展，2C 端继续快速放量。公司立足于“品牌化、鲜品化、熟食化”战略，肉制品板块整体保持稳定发展态势。3 季度该板块实现销量 5.65 万吨，实现收入 12.44 亿元，1-3 季度累计收入占比达到 32.08%。同时 2C 端继续放量，8 月单月销售额达到 8000 万元，创历史单月销售最高水平。
- 投资建议：维持“增持”评级。公司全产业链布局趋于完善，下游拓展逐步平滑周期波动，竞争优势将逐步凸显。我们预计 2020-21 年公司 EPS 分别为 2.18/2.27 元，维持合理价值 33.36 元/股的观点不变，对应 21 年 PE 约 14.6 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：鸡价波动风险、疫病风险、食品安全等。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	11,547	14,558	15,625	17,494	20,115
增长率 (%)	13.7	26.1	7.3	12.0	15.0
EBITDA (百万元)	2,631	5,250	3,813	4,012	4,254
归母净利润 (百万元)	1,505	4,093	2,710	2,820	2,992
增长率 (%)	377.8	171.8	-33.8	4.1	6.1
EPS (元/股)	1.21	3.30	2.18	2.27	2.40
市盈率 (P/E)	13.62	7.29	10.96	10.53	9.93
ROE (%)	19.4	38.8	25.1	25.3	24.4
EV/EBITDA	9.02	6.03	8.06	7.65	7.02

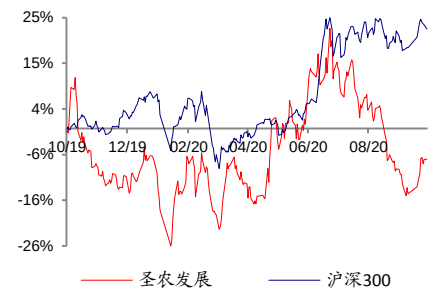
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	23.88 元
合理价值	33.36 元
前次评级	增持
报告日期	2020-10-19

相对市场表现



分析师:

王乾



SAC 执证号: S0260517120002



021-38003635



gfwangqian@gf.com.cn

分析师:

钱浩



SAC 执证号: S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

请注意，王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

圣农发展 (002299.SZ): 业绩 2020-07-22

基本符合预期，食品板块 2C

端增长靓丽

圣农发展 (002299.SZ): 2C 2020-04-19

渠道销量同比大增，产业链完

整抵御疫情冲击

圣农发展 (002299.SZ): 产业 2020-03-29

链趋于完整平滑周期，关注后

续行业引种计划

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	4,079	4,152	4,891	5,900	7,125	
货币资金	1,441	1,199	1,800	2,400	3,000	
应收及预付	782	1,042	744	836	1,019	
存货	1,835	1,879	2,315	2,632	3,072	
其他流动资产	20	31	31	32	34	
非流动资产	10,577	11,127	11,114	11,307	11,431	
长期股权投资	39	51	51	51	51	
固定资产	9,214	9,869	9,933	9,927	9,850	
在建工程	452	273	473	673	873	
无形资产	223	218	218	218	218	
其他长期资产	650	715	438	438	438	
资产总计	14,656	15,279	16,004	17,207	18,556	
流动负债	6,039	4,403	4,865	5,699	5,884	
短期借款	4,087	2,656	2,493	3,036	2,800	
应付及预收	1,217	1,232	1,479	1,679	1,957	
其他流动负债	735	516	893	984	1,127	
非流动负债	524	318	318	318	318	
长期借款	428	218	218	218	218	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	96	101	101	101	101	
负债合计	6,563	4,721	5,183	6,017	6,202	
股本	1,239	1,239	1,244	1,244	1,244	
资本公积	4,233	4,183	4,183	4,183	4,183	
留存收益	2,282	5,134	5,366	5,707	6,839	
归属母公司股东权益	7,754	10,556	10,792	11,133	12,266	
少数股东权益	338	1	29	57	87	
负债和股东权益	14,656	15,279	16,004	17,207	18,556	

利润表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	11,547	14,558	15,625	17,494	20,115	
营业成本	9,177	9,529	12,073	13,725	16,020	
营业税金及附加	31	32	38	42	48	
销售费用	356	376	375	429	533	
管理费用	156	197	212	237	273	
研发费用	37	46	50	56	64	
财务费用	214	157	108	106	101	
资产减值损失	-20	10	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	5	11	5	8	10	
营业利润	1,613	4,265	2,823	2,938	3,116	
营业外收支	-15	-68	-1	-1	-1	
利润总额	1,598	4,197	2,822	2,937	3,115	
所得税	47	78	85	88	93	
净利润	1,551	4,119	2,738	2,849	3,022	
少数股东损益	46	27	27	28	30	
归属母公司净利润	1,505	4,093	2,710	2,820	2,992	
EBITDA	2,631	5,250	3,813	4,012	4,254	
EPS (元)	1.21	3.30	2.18	2.27	2.40	

现金流量表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,356	4,850	4,295	3,877	4,041
净利润	1,551	4,119	2,738	2,849	3,022
折旧摊销	840	871	936	1,006	1,076
营运资金变动	-254	-323	487	-118	-203
其它	219	183	134	141	146
投资活动现金流	-1,147	-1,414	-919	-1,193	-1,191
资本支出	-1,146	-1,394	-924	-1,201	-1,201
投资变动	-1	-35	0	0	0
其他	-1	15	5	8	10
筹资活动现金流	-379	-3,689	-2,775	-2,084	-2,250
银行借款	-161	-1,673	-163	542	-236
股权融资	0	0	5	0	0
其他	-217	-2,016	-2,617	-2,627	-2,014
现金净增加额	830	-252	601	600	600
期初现金余额	567	1,401	1,199	1,800	2,400
期末现金余额	1,401	1,152	1,800	2,400	3,000

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	13.7%	26.1%	7.3%	12.0%	15.0%
营业利润增长	369.9%	164.3%	-33.8%	4.1%	6.1%
归母净利润增长	377.8%	171.8%	-33.8%	4.1%	6.1%
获利能力					
毛利率	20.5%	34.5%	22.7%	21.5%	20.4%
净利率	13.4%	28.3%	17.5%	16.3%	15.0%
ROE	19.4%	38.8%	25.1%	25.3%	24.4%
ROIC	15.6%	34.8%	23.5%	24.0%	24.7%
偿债能力					
资产负债率	44.8%	30.9%	32.4%	35.0%	33.4%
净负债比率	31.8%	19.6%	17.7%	19.6%	16.9%
流动比率	0.68	0.94	1.01	1.04	1.21
速动比率	0.35	0.45	0.50	0.54	0.66
营运能力					
总资产周转率	0.83	0.97	1.00	1.05	1.12
应收账款周转率	22.52	20.80	26.07	26.07	24.33
存货周转率	5.08	5.13	5.21	5.21	5.21
每股指标 (元)					
每股收益	1.21	3.30	2.18	2.27	2.40
每股经营现金流	1.90	3.91	3.45	3.12	3.25
每股净资产	6.26	8.52	8.67	8.95	9.86
估值比率					
P/E	13.62	7.29	10.96	10.53	9.93
P/B	2.64	2.83	2.75	2.67	2.42
EV/EBITDA	9.02	6.03	8.06	7.65	7.02

广发证券农林牧渔行业研究小组

王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

郑 颖欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

唐 翌：高级分析师，中国科学技术大学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。