

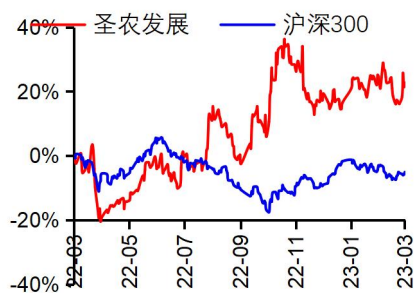
鸡肉、食品双轮驱动，圣泽 901 力保种源供应

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-3-30

收盘价（元）	24.37
近 12 个月最高/最低（元）	25.66/15.55
总股本（百万股）	1,244
流通股本（百万股）	1,230
流通股比例（%）	98.9
总市值（亿元）	305
流通市值（亿元）	302

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1. 圣农发展 (002299) 点评：Q3 单季扭亏为盈，静待鸡价上行周期 2022-12-7
2. 圣农发展 (002299) 季报点评：原料价格高企拖累业绩，食品养殖双板块稳步增长 2021-10-17
3. 圣农发展 (002299) 点评：食品业务销量高速增长，回购突显管理层信心 2021-08-13

主要观点：

● 2022 年公司实现归母净利 4.1 亿元，同比下降 8.3%

公司发布 2022 年报：实现营业收入 168.2 亿元，同比增长 16.2%，实现归母净利润 4.1 亿元，同比下降 8.3%，公司全年业绩下降与原材料价格提升，且需求低迷直接相关。单季度看，Q4 公司实现营业收入 44.64 亿元，同比增长 11.3%，归母净利润 2.19 亿元，同比增长 173.8%，继 Q3 后再次实现单季盈利。

● 鸡肉板块稳步增长，2023Q1 鸡肉业务盈利能力有望继续改善

公司鸡肉板块稳步增长，2022 年实现鸡肉收入 104.4 亿元，同比增长 17%，实现鸡肉销量 114.1 万吨，同比增长 8.1%。目前，公司自有白羽鸡养殖产能已超过 6 亿羽，计划 2025 年白羽鸡养殖产能提升至 10 亿羽，并配套相应的食品深加工产能。2023 年 1-2 月，公司鸡肉销量 16.27 万吨，同比增长 14.7%，鸡肉销售收入 19 亿元，同比增长 27.1%，1-2 月鸡肉销售均价 12089 元/吨、11417 元/吨，同比分别增长 12.8%、11.0%，2023Q1 公司鸡肉业务盈利能力有望继续改善。

● 食品板块保持快速增长，2022 年 C 端销售额突破 14 亿元

公司食品板块保持快速增长，2022 年含税收入逾 73 亿元，近 5 年复合增长率 22%，其中，自有品牌收入占比已提升至 30%。公司不断加强精细化管理，通过精简 SKU、增强研发能力、提升营运效率等举措，食品板块盈利能力不断增强。在食品 C 端建设上，一方面，聚焦“圣农炸鸡”定位，多层次、全方位塑造品牌形象，提升品牌力；另一方面，与渠道方展开深度合作，整合相关资源，持续加强渠道建设，成功打造年销售额破亿大单品“嘟嘟翅”、“脆皮炸鸡”，香煎鸡胸肉、手枪腿、脆皮炸翅等新持续上量；2022 年公司食品 C 端销售额突破 14 亿元，同比增长 64%，单品“脆皮炸鸡”年销售额突破 2 亿元。2023 年 1-2 月，公司食品加工销量 4.67 万吨，同比增长 13.9%，食品加工收入 14.15 亿元，同比增长 55%，食品板块各渠道增长态势良好，尤其是 C 端渠道增速明显，公司聚焦炸鸡这一品类，塑造“圣农炸鸡”品牌形象。

● 圣泽 901 全年父母代外销 145 万套，力争 2025 年占据国内 40% 份额

公司自主研发的“圣泽 901”于 2022 年 6 月成功向市场销售父母代种鸡，公司成为首批批量供应国产父母代种鸡雏的国内企业，2022 年圣泽 901 父母代种鸡雏累计外销量近 145 万套。2023 年公司将继续专注种鸡性能优化、加大市场推广力度，力争 2025 年圣泽 901 占有国内 40% 市场份额。此外，江西资溪祖代场完成整体建设，已具备 1750 万套父母代种鸡雏年供种能力，在欧美高致病性禽流感频发的情况下，圣泽 901 为行业和公司提供了稳定的种源供应。

● 白羽肉鸡商品代价格上行周期或于 2023 年底开启

从祖代角度看，2021 年我国祖代更新量 124.62 万套，处于历史相对高位，对应 2023 年商品代毛鸡和鸡产品价格应相对偏弱，2022 年祖代更新量降至 96.34 万套，对应 2024 年商品代毛鸡和鸡产品价格有望明显

回升。从父母代角度看，2022 年 5 月-2023 年 1 月父母代鸡苗销量处于历史高位，对应 2023 年 3-10 月商品代毛鸡和鸡产品价格或维持相对低位，我们暂维持此前判断，商品代价格上行周期或于 2023 年底启动。值得注意的是，种鸡整体性能明显下降，或致商品代价格提前上涨：1、种鸡性能明显下降。目前全国种鸡基本都是慢羽，产蛋系数降至 150 左右，死淘率自 2022 年开始也明显提高，最高达到 20%；2、不同品种的种鸡性能差异大。目前，一线养殖对性能的认可度从高到低排列：AA 或 308、利丰、科宝、国产，但种鸡性能会动态变化，近期 AA 性能开始下降，此外，国产种鸡处于调试阶段，存在提升空间。

● 投资建议

我们预计，2023-2025 年公司肉鸡出栏量 6.0 亿羽、6.48 亿羽、7.0 亿羽，实现收入 189.53 亿元、211.93 亿元、229.88 亿元，同比分别增长 12.7%、11.8%、8.5%，对应归母净利 20.91 亿元、30.62 亿元、33.03 亿元，同比分别增长 408.8%、46.5%、7.9%，归母净利润前值 2023 年 10.1 亿元、2024 年 22.43 亿元，本次调整幅度较大的原因是，修正了 2023-2024 年白羽肉鸡均价预期。据我们判断，商品代价格上行周期有望于 2023 年底启动，但种鸡性能下降或致商品代价格提前上涨。公司作为我国第一大白羽肉鸡养殖企业，自研种源“圣泽 901”的父母代种鸡已对外销售，公司有望充分受益白羽鸡产业链价格回暖，维持公司“买入”评级不变。

风险提示

疫情；鸡价上涨晚于预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16817	18953	21193	22988
收入同比（%）	16.2%	12.7%	11.8%	8.5%
归属母公司净利润	411	2091	3062	3303
净利润同比（%）	-8.3%	408.8%	46.5%	7.9%
毛利率（%）	8.6%	17.1%	21.3%	21.6%
ROE（%）	4.1%	17.4%	20.3%	18.0%
每股收益（元）	0.33	1.68	2.46	2.66
P/E	71.33	14.34	9.79	9.07
P/B	2.97	2.49	1.99	1.63
EV/EBITDA	18.80	9.95	6.87	5.71

资料来源：wind，华安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	5944	7439	10723	13673	
现金	683	2722	4886	8201	
应收账款	895	1068	1127	1254	
其他应收款	10	43	16	48	
预付账款	369	314	334	360	
存货	3349	2652	3719	3166	
其他流动资产	637	639	641	643	
非流动资产	12985	13382	13732	14033	
长期投资	81	96	111	126	
固定资产	11073	11165	11210	11206	
无形资产	302	307	312	317	
其他非流动资产	1530	1815	2100	2385	
资产总计	18928	20822	24456	27707	
流动负债	8058	7862	8434	8382	
短期借款	4596	4596	4596	4596	
应付账款	1569	1922	1784	2221	
其他流动负债	1894	1345	2054	1566	
非流动负债	927	927	927	927	
长期借款	174	174	174	174	
其他非流动负债	753	753	753	753	
负债合计	8985	8789	9361	9309	
少数股东权益	11	11	11	11	
股本	1244	1244	1244	1244	
资本公积	4235	4234	4234	4234	
留存收益	4454	6544	9607	12909	
归属母公司股东权益	9932	12022	15084	18387	
负债和股东权益	18928	20822	24456	27707	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1348	3318	3436	4581	
净利润	406	2091	3062	3303	
折旧摊销	1203	937	985	1034	
财务费用	183	0	0	0	
投资损失	-62	-57	-64	-69	
营运资金变动	-505	347	-549	314	
其他经营现金流	1033	1743	3611	2989	
投资活动现金流	-1970	-1278	-1271	-1266	
资本支出	-1448	-1320	-1320	-1320	
长期投资	-22	-15	-15	-15	
其他投资现金流	-500	57	64	69	
筹资活动现金流	819	-1	0	0	
短期借款	1087	0	0	0	
长期借款	113	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-35	-1	0	0	
其他筹资现金流	-345	0	0	0	
现金净增加额	195	2039	2164	3315	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	16817	18953	21193	22988	
营业成本	15376	15708	16676	18021	
营业税金及附加	35	40	45	48	
销售费用	383	460	552	662	
管理费用	294	338	389	447	
财务费用	170	0	0	0	
资产减值损失	-72	0	0	0	
公允价值变动收益	-26	0	0	0	
投资净收益	62	57	64	69	
营业利润	488	2426	3554	3832	
营业外收入	7	0	0	0	
营业外支出	24	0	0	0	
利润总额	471	2426	3554	3832	
所得税	65	335	491	530	
净利润	406	2091	3062	3303	
少数股东损益	-5	0	0	0	
归属母公司净利润	411	2091	3062	3303	
EBITDA	1831	3306	4475	4797	
EPS (元)	0.33	1.68	2.46	2.66	

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长能力					
营业收入	16.2%	12.7%	11.8%	8.5%	
营业利润	-7.0%	397.0%	46.5%	7.9%	
归属于母公司净利	-8.3%	408.8%	46.5%	7.9%	
获利能力					
毛利率 (%)	8.6%	17.1%	21.3%	21.6%	
净利率 (%)	2.4%	11.0%	14.4%	14.4%	
ROE (%)	4.1%	17.4%	20.3%	18.0%	
ROIC (%)	3.5%	11.6%	14.5%	13.5%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.5%	42.2%	38.3%	33.6%	
净负债比率 (%)	90.4%	73.0%	62.0%	50.6%	
流动比率	0.74	0.95	1.27	1.63	
速动比率	0.21	0.50	0.73	1.14	
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.95	0.94	0.88	
应收账款周转率	19.30	19.30	19.30	19.30	
应付账款周转率	9.05	9.00	9.00	9.00	
每股指标 (元)					
每股收益	0.33	1.68	2.46	2.66	
每股经营现金流薄)	1.08	2.67	2.76	3.68	
每股净资产	7.99	9.67	12.13	14.78	
估值比率					
P/E	71.33	14.34	9.79	9.07	
P/B	2.97	2.49	1.99	1.63	
EV/EBITDA	18.80	9.95	6.87	5.71	

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，2013 年金牛奖评选农业行业入围，2018 年天眼农业最佳分析师，2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。