

圣农发展 (002299.SZ)

2022 年报点评：Q4 盈利同比+174%，一体化经营稳步扩张

买入

核心观点

受益行业景气回升，Q4 归母净利同比+174%。公司 2022 年实现营业收入 168.17 亿元，较上年同期+16.15%，实现归属于母公司所有者的净利润 4.11 亿元，较上年同期-8.33%，全年盈利减少主要系公司上年销售费用、研发费用分别同比增加 7769.83 万元、5026.73 万元。分季度来看，受益鸡价边际回暖，公司 22Q4 营业收入同比+11.32%至 44.64 亿元，归母净利润同比+173.75%至 2.19 亿元。分业务来看，2022 年公司两大主业销量延续增长，家禽饲养加工板块共实现收入 104.43 亿元，同比+16.97%，于总收入中占比为 62.10%，共实现鸡肉销量 114.11 万吨，同比+8.12%。食品加工板块共实现收入 49.90 亿元，同比+7.42%，于总收入中占比为 29.67%，共实现肉制品销量 23.41 万吨，同比+4.25%。

海外引种受阻或推动供给趋紧，消费中枢趋势上移或支撑独立周期，2023 年板块有望开启高景气。受 2022 年 5 月以来的海外祖代引种收缩影响，父母代鸡苗供给已于 2022 年末开始减少，2023 年 Q3 起行业商品代鸡苗及毛鸡供给或趋紧，同时近年来白鸡进入家庭消费，消费中枢趋势上移或支撑板块开启独立周期，因此我们认为 2023 年白鸡板块有望开启高景气。圣农发展作为全链布局的白鸡养殖龙头，有望全面受益板块盈利回暖。

向上布局种苗，向下扩张产能，公司一体化经营稳步推进。种苗方面，公司自研品种“圣泽 901”2022 年全年父母代种鸡雏内销 510 万套，外销 145 万套，在自主国产种源中市场份额占据第一；屠宰加工方面，公司 C 端业务延伸加速，2022 年含税收入首度突破 14 亿元，同比增速达 64%，同时光泽基地肉鸡加工六厂、政和基地食品九厂于 2022 年正式投产，预计新增 9000 万羽年屠宰产能以及 4.8 万吨食品深加工产能，有望支撑后续持续扩张。我们认为，国内白鸡消费市场仍有较大扩容空间且行业盈利中心正趋势下移，未来有望孕育大型品牌鸡肉公司，而圣农发展作为一体化自养龙头，拥有成本、议价双重优势，单品及品牌运作能力正得到验证，未来或具备相应潜力。

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，外部有望受益行业景气回暖，内部看好 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。考虑目前行业景气较高，我们上调公司 23-24 年归母净利润预测至 16.74/19.60 亿元（原为 11.7/12.84 亿元），预计公司 25 年归母净利润为 19.61 亿元，23-25 年对应 EPS 为 1.35/1.58/1.58 元，对应当前股价 PE 为 18.5/15.8/15.8X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,478	16,817	17,187	18,160	18,668
(+/-%)	5.3%	16.2%	2.2%	5.7%	2.8%
净利润(百万元)	448	411	1674	1960	1961
(+/-%)	-78.0%	-8.3%	307.4%	17.1%	0.1%
每股收益(元)	0.36	0.33	1.35	1.58	1.58
EBIT Margin	4.2%	3.6%	12.3%	13.1%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	4.5%	4.1%	15.5%	16.1%	14.2%
市盈率 (PE)	69.3	75.5	18.5	15.8	15.8
EV/EBITDA	23.1	22.3	11.9	10.3	9.9
市净率 (PB)	3.13	3.13	2.88	2.56	2.25

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** 021-61761016
 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn
 010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

联系人：**江海航**

010-88005306
 jianghaihang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	24.10 元
总市值/流通市值	29972/29667 百万元
52 周最高价/最低价	27.65/15.82 元
近 3 个月日均成交额	254.55 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

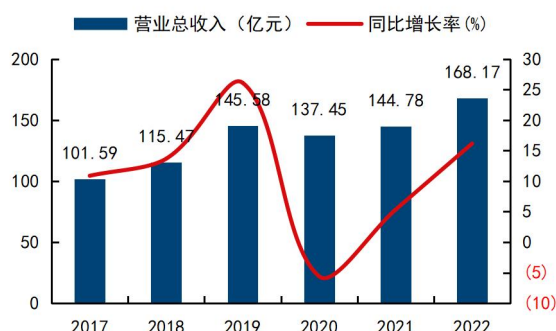
相关研究报告

《圣农发展 (002299.SZ) - 2022 半年报点评：业绩短期承压明显，看好全链纵深发展》——2022-08-25
 《圣农发展 (002299.SZ) - 外资 RWG 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

受益行业景气回升，Q4 归母净利润同比+174%。公司 2022 年实现营业收入 168.17 亿元，较上年同期+16.15%，实现归属于母公司所有者的净利润 4.11 亿元，较上年同期-8.33%，一方面系公司加大了在产品促销、品牌建设和销售服务等方面的投入，销售费用同比增加 7769.83 万元，增幅 25.42%；另一方面系随着圣泽生物原种鸡育种项目的进展，公司相关研发投入增加，研发费用较上年增加 5026.73 万元，增幅 74.90%。从单季度表现来看，受益鸡价回暖，公司 22Q4 业绩同比回升明显，营业收入同比+11.32%至 44.64 亿元，归母净利润同比+173.75%至 2.19 亿元。

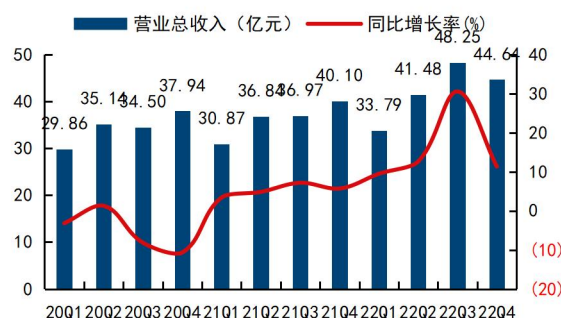
分板块来看，受下半年鸡价回暖影响，公司主业均实现同比回暖：**（1）家禽饲养加工板块：**共实现收入 104.43 亿元，同比+16.97%，于总收入中占比为 62.10%，共实现鸡肉销量 114.11 万吨，同比+8.12%，对应销售均价同比+9.06%至 9.15 元/kg。受益下半年鸡价回暖，2022 年全年毛利率相较上年同期+0.53pcts 至 5.25%，毛利同比+30.17%至 5.48 亿元。**（2）食品加工板块：**共实现收入 49.90 亿元，同比+7.42%，于总收入中占比为 29.67%，共实现肉制品销量 23.41 万吨，同比+4.25%，对应销售均价同比+3.05%至 21.32 元/kg。毛利率相对较为稳定，相较上年同期+0.45pct 至 17.07%，毛利同比增加 10.36%至 8.52 亿元。

图1：圣农发展营业收入及增速（单位：亿元、%）



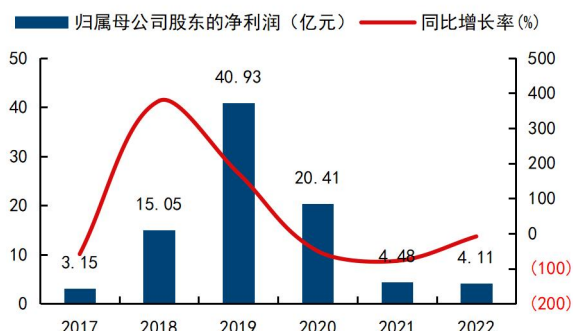
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：圣农发展单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



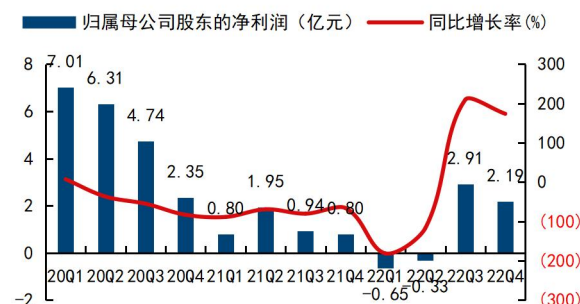
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%）

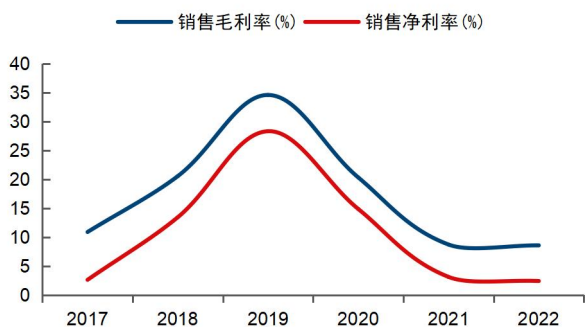


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力小幅下降，费用率有所上升。公司 2022 年销售毛利率 8.57%，相较上年同期基本持平；销售净利率 2.41%，相较上年同期下降 0.71pcts，主要受销售费用率和研发费用增加影响。销售费用率 2.28%（+0.17pcts），管理费用率 1.75%

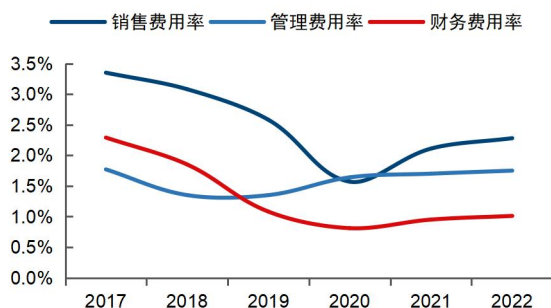
(+0.05pcts)，财务费用率 1.01% (+0.06pcts)。三项费用率合计 5.04%，同比上升 0.28pcts，主要系 2022 年公司加大了在产品促销、品牌建设和销售服务等方面的投入导致销售费用增加明显。

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

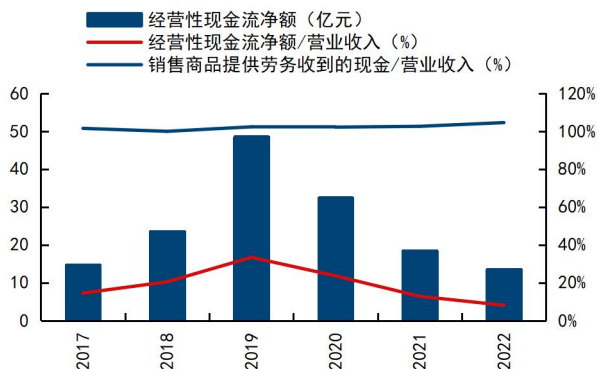
图6: 圣农发展三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

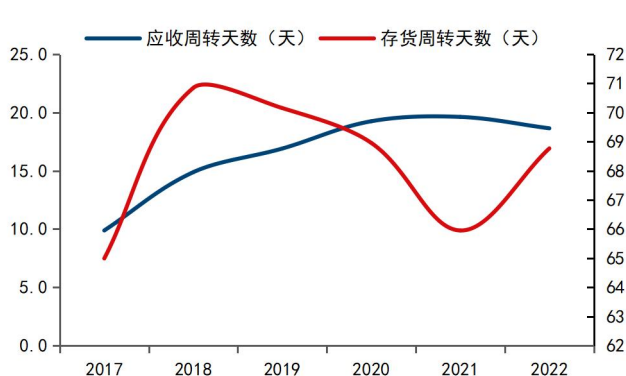
资金周转相对平稳，存货周转小幅放缓。2022 年经营性现金流净额 13.48 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为 8.02% (+4.71pcts)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 104.45% (+1.96pcts)，现金流整体平稳。在主要流动资产周转方面，2022 年公司应收周转天数达 18.65 天 (-4.98%)，存货周转天数达 68.77 天 (+4.27%)，存货周转效率小幅下降。

图7: 圣农发展经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 圣农发展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，外部有望受益行业景气回暖，内部看好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。考虑目前行业景气较高，我们上调公司23-24年归母净利润预测至16.74/19.60亿元（原为11.7/12.84亿元），预计公司25年归母净利润为19.61亿元，23-25年对应EPS为1.35/1.58/1.58元，对应当前股价PE为18.5/15.8/15.8X。

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	21A	22E	23E	21A	22E	23E		
002458	益生股份	14.93	92.54	0.03	0.22	0.82	498	68	18	买入	
002746	仙坛股份	8.70	81.41	0.1	0.69	0.18	87	13	48	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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	495	683	800	500	900	营业收入	14478	16817	17187	18160	18668
应收款项	899	923	943	996	1023	营业成本	13217	15376	14177	14864	15425
存货净额	2525	3349	3068	3210	3326	营业税金及附加	40	35	40	43	42
其他流动资产	300	988	993	1031	1041	销售费用	306	383	412	425	442
流动资产合计	4219	5944	5803	5737	6290	管理费用	246	294	304	312	322
固定资产	11029	11200	11244	10825	10158	研发费用	67	117	146	145	146
无形资产及其他	295	302	290	279	268	财务费用	138	170	195	138	51
投资性房地产	1435	1403	1403	1403	1403	投资收益	34	62	8	12	9
长期股权投资	67	81	81	81	81	资产减值及公允价值变动	57	46	0	0	0
资产总计	17044	18928	18822	18325	18200	其他收入	(97)	(178)	(146)	(145)	(146)
短期借款及交易性金融负债	3526	4869	4215	2241	373	营业利润	525	488	1921	2244	2249
应付款项	2214	2563	2347	2455	2543	营业外净收支	(13)	(17)	(27)	(27)	(21)
其他流动负债	571	626	565	577	583	利润总额	512	471	1893	2217	2228
流动负债合计	6311	8058	7126	5273	3499	所得税费用	59	65	240	281	291
长期借款及应付债券	61	174	174	174	174	少数股东损益	4	(5)	(21)	(24)	(25)
其他长期负债	748	753	757	760	762	归属于母公司净利润	448	411	1674	1960	1961
长期负债合计	809	927	931	934	936	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	7120	8985	8057	6207	4435	净利润	448	411	1674	1960	1961
少数股东权益	14	11	(5)	(23)	(43)	资产减值准备	27	12	0	(3)	(4)
股东权益	9909	9932	10769	12141	13808	折旧摊销	1049	1186	1167	1234	1283
负债和股东权益总计	17044	18928	18822	18325	18200	公允价值变动损失	(57)	(46)	0	0	0
						财务费用	138	170	195	138	51
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1177)	(1083)	(16)	(113)	(61)
每股收益	0.36	0.33	1.35	1.58	1.58	其它	(36)	(11)	(16)	(16)	(16)
每股红利	1.10	0.43	0.67	0.47	0.24	经营活动现金流	256	469	2809	3063	3163
每股净资产	7.97	7.99	8.66	9.76	11.10	资本开支	0	(1396)	(1201)	(801)	(601)
ROIC	3.39%	2.80%	11%	13%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	4.52%	4.14%	15.54%	16.14%	14.20%	投资活动现金流	(19)	(1410)	(1201)	(801)	(601)
毛利率	9%	9%	18%	18%	17%	权益性融资	(2)	53	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	12%	13%	12%	负债净变化	44	113	0	0	0
EBITDA Margin	11%	11%	19%	20%	19%	支付股利、利息	(1369)	(536)	(837)	(588)	(294)
收入增长	5%	16%	2%	6%	3%	其它融资现金流	2605	1923	(654)	(1974)	(1868)
净利润增长率	-78%	-8%	307%	17%	0%	融资活动现金流	(47)	1129	(1491)	(2562)	(2162)
资产负债率	42%	48%	43%	34%	24%	现金净变动	190	188	117	(300)	400
股息率	4.4%	1.7%	2.7%	1.9%	0.9%	货币资金的期初余额	305	495	683	800	500
P/E	69.3	75.5	18.5	15.8	15.8	货币资金的期末余额	495	683	800	500	900
P/B	3.1	3.1	2.9	2.6	2.2	企业自由现金流	0	(767)	1789	2389	2612
EV/EBITDA	23.1	22.3	11.9	10.3	9.9	权益自由现金流	0	1269	965	295	700

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 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 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