



投资评级 优于大市 维持

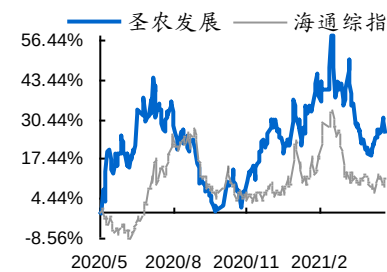
股票数据

05月10日收盘价(元)	25.19
52周股价波动(元)	21.35-34.10
总股本/流通A股(百万股)	1244/1108
总市值/流通市值(百万元)	31347/27921

相关研究

- 《鸡肉吨盈利仍保持良好水平，食品业务明年高增在望》2020.10.20
- 《鸡肉吨盈利保持较高水平，C端有望带动食品业务实现全年高增》2020.07.23
- 《鸡肉单羽盈利创历史新高，食品业务驶入成长快车道》2020.03.29

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-0.6	-8.2	-5.1
相对涨幅 (%)	-1.2	-4.2	-0.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:丁频

Tel:(021)23219405

Email:dingpin@htsec.com

证书:S0850511050001

分析师:陈阳

Tel:(021)23212041

Email:cy10867@htsec.com

证书:S0850517020002

联系人:孟亚琦

Tel:(021)23154396

Email:myq12354@htsec.com

鸡肉业务持续彰显行业优势地位，食品业务C端布局加速

投资要点:

- 发布 2020 年报:** 公司实现营业收入 137.45 亿元 (-5.59%)，归母净利润 20.41 亿元 (-50.12%)。基本每股收益为 1.64 元，加权 ROE 20.66%，同比减少 25.1 个百分点。**利润分配预案:** 公司 2020 年前三季度以 12.45 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 10 元 (含税)，送红股 0 股 (含税)，不以公积金转增股本。
- 发布 2021 年一季报:** 公司实现营业收入 30.87 亿元 (+3.39%)，归母净利润 0.80 亿元 (-88.56%)。基本每股收益为 0.06 元，加权 ROE 0.84%，同比减少 6.4 个百分点。
- 鸡肉业务: 鸡肉销量显著增长，2020 年单羽盈利仍维持相对高位。** 2020 年公司鸡肉销量为 97.9 万吨，同比增长 10.6%，我们测算肉鸡屠宰量近 5 亿只。尽管 2020 年禽链行情低迷，受益于公司鸡肉产品良好的客户结构与品牌溢价，我们测算公司全年鸡肉销售均价约为 11036 元/吨，相较于行业平均水平仍有逾 1000 元/吨的溢价。成本方面，在玉米和豆粕等大宗原料价格明显上涨的不利背景下，通过推进各环节精细化管理和自有种源替代，公司全年鸡肉完全成本约为 9200 元/吨，同比基本持平。2020 年公司鸡肉业务吨盈利约为 1840 元/吨，羽均盈利约为 3.7 元/羽，尽管同比有较大幅度下降，但仍处于相对良好水平；公司鸡肉业务全年贡献净利润约 18 亿元。

21Q1 公司鸡肉销量为 21.9 万吨，同比增长约 16%；主要受行情因素影响，销售均价约为 11140 元/吨，同比下降约 15%。在大宗原料价格进一步上涨的不利背景下，21Q1 公司鸡肉完全成本大幅上升至 10800 元/吨以上的高位。相较于去年同期，销售均价下降叠加完全成本上升，我们测算 21Q1 公司鸡肉吨盈利约为 300 元/吨，羽均盈利仅为 0.6 元/羽。

展望 2021 年，我们预计公司屠宰量将稳步上升至 5.5 亿羽；禽链行情磨底震荡背景下销售均价约为 10800 元/吨。成本方面，我们判断大宗原料价格难以再现一季度的高位，叠加公司继续推进工业 4.0 建设和改善养殖模式，自有种鸡的应用也有望进一步降本增效，二季度开始公司鸡肉完全成本预计下行，全年平均水平为 9700 元/吨左右，相较于 2020 年仍有 500 元/吨左右的同比增幅。基于以上假设，我们测算 2021 年公司鸡肉吨盈利约为 1100 元/吨，羽均盈利约为 2.2 元/羽，贡献净利润约 12 亿元。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14558	13745	16525	19186	23650
(+/-)YoY(%)	26.1%	-5.6%	20.2%	16.1%	23.3%
净利润(百万元)	4093	2041	1256	2357	3935
(+/-)YoY(%)	171.8%	-50.1%	-38.5%	87.7%	66.9%
全面摊薄 EPS(元)	3.29	1.64	1.01	1.89	3.16
毛利率(%)	34.5%	20.3%	14.7%	19.6%	23.9%
净资产收益率(%)	38.8%	21.4%	12.5%	21.8%	30.8%

资料来源：公司年报 (2019-2020)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **食品业务：熟食业务营收占比持续提升，C端布局加速。**公司食品业务主要定位为 To B 端的餐饮客户中央厨房与 To C 端的家庭便捷美食专家；随着鸡肉制品行业规模的不断扩张以及餐饮、商超新零售等销售渠道的带动，近年来圣农食品营业收入和净利润均实现快速增长。2015-2020 年，圣农食品营业收入由 11.8 亿元增长至 47.6 亿元，年均复合增速达 32%；净利润则由 0.6 亿元增长至 2.1 亿元，年均复合增速达 28%。

2020 年圣农食品营业收入约为 47.6 亿元，在圣农发展合并营收当中所占的比重已达到 35%；其中公司通过加强 To C 端全方位渠道布局，C 端渠道占食品业务整体营收的比重已达 16.1%，同比大幅上升 7.4pct。2020 年公司食品销量 19.2 万吨，同比上升 5.7%，除鸡肉深加工制品之外还开发了以牛肉和猪肉为原料的系列产品。

中长期来看，我们预计公司食品业务仍将保持高速发展态势，主要有以下三方面原因：

- 1) **产能方面**，公司目前食品业务已建和在建工厂合计产能超过 43.3 万吨，随着食品八厂和九厂的陆续投产，今年开始食品产能掣肘的局面将会得到缓解，熟食转化率有望进一步提升；我们预计 2021 年公司食品销量有望突破 25 万吨，明后年继续保持 30%左右的较高同比增速。
 - 2) **研发方面**，公司先后在光泽、福州和上海等地成立三大研发中心，并在杭州设立营销创新中心，拥有 100 多人的专业研发团队，具有较强的产品研发能力。具体来看，公司未来将持续加大牛羊肉和猪肉等其他原料类产品的开发，重点突破牛肉类产品；此外也将尝试突破中餐品类结构，实现西餐向中餐的拓展。
 - 3) **渠道方面**，公司目前已经建立了以福建为核心，以华东、华南为区域中心，并向华北、西北拓展的市场区域布局体系。此外，公司拟大幅增加 C 端品牌宣传预算，并通过微信、抖音和今日头条等新兴媒体进行品牌宣传升级，积极开展品牌建设。公司还将面向低线城市打造 BC 超市、菜市场和大卖场联动的品牌样板市场，扩大业务增量。
- **盈利预测与投资建议。**基于 2021-2023 年内鸡屠宰量分别为 5.5/6.0/7.0 亿羽的假设（暂不考虑中盛农牧未来资产注入与其他并购），我们预计公司归母净利润分别为 12.6/23.6/39.4 亿元，对应 EPS 分别为 1.01/1.89/3.16 元。公司未来两年肉鸡出栏量有望实现突破，完全成本进一步下降；食品业务处于高速成长期，C 端有望实现转型发展。我们认为公司理应享受一定估值溢价，给予公司 2021 年 30~35 倍 PE 估值，合理价值区间为 30.30~35.35 元，对应 2021 年 PB 为 3.74~4.36 倍，维持“优于大市”评级。
 - **风险提示。**白羽鸡价格大幅下跌；禽流感等疫情；食品业务增长不及预期。

表 1 可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE (X)			PB (X)
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2021E
002458.SZ	益生股份	9.81	97.4	0.09	0.27	0.36	109.0	36.3	27.3	2.9
002234.SZ	民和股份	14.22	49.6	0.19	1.87	2.22	74.8	7.6	6.4	1.6
002746.SZ	仙坛股份	10.48	60.1	0.61	0.28	0.70	17.2	37.4	15.0	1.3
603345.SH	安井食品	215.48	526.7	2.47	3.46	4.57	87.2	62.3	47.2	11.6
平均值							72.1	35.9	24.0	4.4

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收盘价为 2021 年 5 月 10 日数据，盈利预测来源于 wind 一致预期，EPS 全部以最新总股本摊薄。

公司分项收入预测核心假设:

1) 鸡肉业务: 2021-2023 年公司肉鸡屠宰量保持稳步增长, 分别为 5.5/6.0/7.0 亿羽; 2021-2022 年禽链行情仍处低位, 2023 年有望回暖, 鸡肉销售均价分别为 10800/10800/11400 元/吨。

2) 食品业务: 2021-2023 年公司食品业务稳步增长, 销售量分别为 25/33/42 万吨; 随着 C 端占比提高, 销售均价稳定提升, 2021-2023 年分别为 21000/22000/23000 元/吨。

表 2 圣农发展分项收入预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
鸡肉					
肉鸡屠宰量 (万羽)	44251	48926	55000	60000	70000
销量 (万吨)	88.50	97.85	110.14	120.15	140.18
收入 (百万元)	11616	10799	11895	12976	15980
成本 (百万元)	7731	8778	10683	10814	12237
毛利率	33.45%	18.71%	10.19%	16.67%	23.42%
食品					
销量 (万吨)	18.14	19.18	25.00	33.00	42.00
收入 (百万元)	3946	4080	5250	7260	9660
成本 (百万元)	3251	3473	4305	5990	8114
毛利率	17.63%	14.00%	18.00%	17.50%	16.00%
内部抵消					
收入 (百万元)	-2085	-1929	-2120	-2850	-3990
成本 (百万元)	-2066	-2007	-2099	-2822	-3950
毛利率	0.89%	-4.07%	1.00%	1.00%	1.00%
其他					
收入 (百万元)	1081	795	1500	1800	2000
成本 (百万元)	613	711	1200	1440	1600
毛利率	43.25%	10.66%	20.00%	20.00%	20.00%
总计					
总收入 (百万元)	14558	13745	16525	19186	23650
总成本 (百万元)	9529	10954	14090	15422	18002
毛利率	34.55%	20.30%	14.74%	19.62%	23.88%

资料来源: 圣农发展年报 (2019-2020), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标（元）					营业总收入	13745	16525	19186	23650
每股收益	1.64	1.01	1.89	3.16	营业成本	10954	14090	15422	18002
每股净资产	7.65	8.10	8.71	10.26	毛利率%	20.3%	14.7%	19.6%	23.9%
每股经营现金流	2.60	1.98	2.85	4.18	营业税金及附加	29	38	42	52
每股股利	0.00	0.56	1.29	1.61	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估（倍）					营业费用	216	578	681	840
P/E	15.77	25.63	13.66	8.18	营业费用率%	1.6%	3.5%	3.6%	3.6%
P/B	3.38	3.20	2.97	2.52	管理费用	226	314	384	473
P/S	2.34	1.95	1.68	1.36	管理费用率%	1.6%	1.9%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	10.79	13.97	9.09	5.89	EBIT	2246	1372	2504	4095
股息率%	0.0%	2.2%	5.0%	6.2%	财务费用	112	47	27	-13
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.8%	0.3%	0.1%	-0.1%
毛利率	20.3%	14.7%	19.6%	23.9%	资产减值损失	-32	-10	-10	-10
净利率	14.9%	7.6%	12.3%	16.6%	投资收益	9	7	6	7
净资产收益率	21.4%	12.5%	21.8%	30.8%	营业利润	2168	1363	2521	4164
资产回报率	13.7%	7.8%	13.6%	21.2%	营业外收支	-51	-55	-65	-65
投资回报率	18.9%	11.3%	19.3%	30.3%	利润总额	2117	1308	2456	4099
盈利增长（%）					EBITDA	3212	2381	3613	5304
营业收入增长率	-5.6%	20.2%	16.1%	23.3%	所得税	76	52	98	164
EBIT 增长率	-48.7%	-38.9%	82.5%	63.5%	有效所得税率%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润增长率	-50.1%	-38.5%	87.7%	66.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2041	1256	2357	3935
资产负债率	36.2%	37.3%	37.4%	31.3%					
流动比率	0.66	0.78	0.87	1.14	资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.20	0.25	0.33	0.44	货币资金	305	500	1000	1161
现金比率	0.06	0.09	0.16	0.20	应收账款及应收票据	745	896	1040	1282
经营效率指标					存货	2318	2981	3263	3809
应收账款周转天数	19.42	19.42	19.42	19.42	其它流动资产	125	179	194	223
存货周转天数	77.22	77.22	77.22	77.22	流动资产合计	3493	4555	5497	6475
总资产周转率	0.92	1.03	1.11	1.27	长期股权投资	48	68	78	90
固定资产周转率	1.37	1.64	1.89	2.31	固定资产	10057	10057	10157	10257
					在建工程	420	520	720	920
					无形资产	219	210	201	192
					非流动资产合计	11436	11511	11812	12115
现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	14929	16066	17308	18590
净利润	2041	1256	2357	3935	短期借款	1744	1370	1445	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	1476	1899	2078	2426
非现金支出	999	1019	1119	1219	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	155	112	117	88	其它流动负债	2056	2586	2816	3260
营运资金变动	42	75	-42	-36	流动负债合计	5276	5854	6339	5685
经营活动现金流	3238	2462	3551	5206	长期借款	17	20	20	20
资产	-1220	-1119	-1465	-1565	其它长期负债	115	115	115	115
投资	0	-20	-10	-12	非流动负债合计	131	135	135	135
其他	15	7	6	7	负债总计	5408	5989	6474	5820
投资活动现金流	-1205	-1132	-1469	-1570	实收资本	1244	1244	1244	1244
债权募资	4631	-372	75	-1445	归属于母公司所有者权益	9520	10076	10833	12768
股权募资	60	0	0	0	少数股东权益	1	1	1	1
其他	-7586	-763	-1657	-2030	负债和所有者权益合计	14929	16066	17308	18590
融资活动现金流	-2896	-1135	-1582	-3475					
现金净流量	-866	195	500	161					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 10 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2020），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频 农林牧渔行业
陈阳 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 新希望,生物股份,科前生物,傲农生物,湘佳股份,海大集团,中牧股份,仙坛股份,民和股份,天邦股份,晓鸣股份,大北农,通威股份,隆平高科,温氏股份,圣农发展,禾丰股份,立华股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。