

证券研究报告—深度报告

农林牧渔

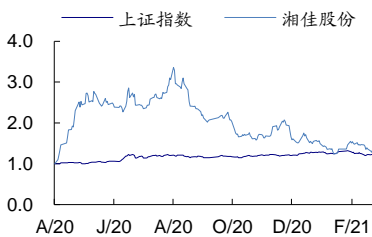
畜牧业

湘佳股份(002982)
买入

合理估值: 73-76 元 昨收盘: 56.32 元 (首次评级)

2021年03月19日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	102/26
总市值/流通(百万元)	5,738/1,443
上证综指/深圳成指	3,463/13,964
12个月最高/最低(元)	

证券分析师: 鲁家瑞

电话: 021-61761016

E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110002

深度报告

冰鲜黄鸡领军者，农业稀缺成长股

● 公司简介: 冰鲜黄鸡消费龙头，业绩不惧周期波动

公司产品涵盖黄羽鸡活禽及其冰鲜产品，2020年冰鲜销量6.39万吨，同比增近40%，收入占比72.5%。目前，公司冰鲜禽肉品牌营销模式成熟；此外，公司还积极外延猪肉与鸡蛋，欲打造未来国内高端蛋白食品供应商。

● 行业内核: 禽链核心在消费，黄鸡消费看冰鲜

首先，我们认为禽链的盈利中心在食品消费端，逻辑如下：1) 禽规模养殖程度高，而且饲料转化率高，因此养殖难有超额收益，难出成长股；2) 禽肉食品消费还处于品牌空白，依附低成本的原材料，食品消费未来大有可为。其次，黄羽鸡消费在冰鲜产品，逻辑如下：1) 国内黄鸡消费的冰鲜占比低，长期有五倍以上成长空间；2) 未来在限制活禽交易的政策推动和消费升级等因素驱动下，我国冰鲜黄鸡市场规模的上涨动力将更为充足，行业迎来黄金发展期；3) 冰鲜鸡具备消费品属性，价格弱周期性，毛利率显著高于活禽，随着品牌优势的积累，品牌溢价也有望为公司持续带来可观收益。

● 公司优势: 渠道+物流+全产业链经营持续拓宽公司核心护城河

我们认为公司在冰鲜黄鸡行业的护城河深厚，短期内难以被逾越。首先，公司在商超渠道通过优先占据下游客户资源、形成成熟营销体系、掌握消费者偏好形成明显的领先优势，未来仍将通过单店增长+门店扩张持续获得业绩高增。其次，公司已在20个省市构建了24小时冷链配送圈，未来还将通过渠道下沉和销售半径扩大持续扩大规模，有望成为全国性的冰鲜鸡龙头。最后，公司是业内少有的拥有完整的“从农场到餐桌”一体化经营的企业，并通过“商品二维码”实现冰鲜产品全程可追溯，能有效保证食品安全，大幅提振消费者信心。

● 风险提示: 突发大规模不可控疫病；募投项目投产进度不及预期。
● 给予“买入”评级

我们预计公司2021-2023年EPS分别为2.16/3.01/4.25元，2021年3月17日收盘价对应PE分别25.2/18.1/12.8倍。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,190	2,699	3,286	3,954
(+/-%)	16.6%	23.3%	21.7%	20.3%
净利润(百万元)	174	220	306	433
(+/-%)	-23.2%	26.1%	39.3%	41.5%
摊薄每股收益(元)	1.71	2.16	3.01	4.25
EBIT Margin	8.1%	9.1%	10.3%	11.9%
净资产收益率(ROE)	10.9%	12.1%	14.7%	17.8%
市盈率(PE)	31.7	25.2	18.1	12.8
EV/EBITDA	24.8	18.7	14.1	10.7
市净率(PB)	3.45	3.05	2.65	2.27

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

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

我们认为湘佳股份是农牧行业成长股，主要原因在于：短期，公司作为冰鲜黄羽鸡行业的领军者，凭借渠道、物流、全产业链经营等优势，将充分受益冰鲜鸡行业扩容，再加上募投项目投产后产能大幅扩张，冰鲜禽产品业绩增长的确定性极强；长期，公司管理层优势显著，以成为中国的高端动物蛋白消费供应商为愿景，重视食品安全与质量，并通过布局禽蛋、猪肉食品等新业务，带来进一步成长储备，未来成长性十足。我们预计公司 2021-2023 年每股收益 2.16/3.01/4.25 元，利润增速分别为 26.1%/39.3%/41.5%，未来一年合理估值区间 73-74 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，冰鲜黄羽鸡行业受益冰鲜上市政策持续扩容，公司作为华中地区冰鲜黄羽鸡龙头，渠道营销及物流护城河深厚，龙头优势明显，市占率有望持续提升。此外，IPO 募投项目投产后，公司产能扩张，业绩有望迎来高增长。

第二，湘佳股份以成为“高端动物蛋白消费供应商”为己任，积极扩建禽蛋及生猪养殖屠宰加工项目，公司管理层优秀，具备发展多元化业务的能力，有望打开业绩成长新空间。

与市场的差异之处

由于目前禽周期整体下行，市场较少关注禽养殖板块的公司。我们与市场的不同点在于：我们认为公司是大农业领域的稀缺成长股，而不是周期股。一方面，湘佳股份虽然发家于禽养殖，但其冰鲜黄羽鸡产品收入近年来稳步提升，2020 占营收比例达 70%以上，冰鲜黄羽鸡具备消费品属性，盈利水平受禽周期影响较小，且未来有望通过品牌溢价进一步提升盈利水平。另一方面，冰鲜黄羽鸡行业受益各地冰鲜上市政策进入快速增长期，公司作为冰鲜黄羽鸡的区域型龙头，是行业扩容的最佳受益者，有望迎来业绩黄金发展期。

股价变化的催化因素

第一，公司冰鲜鸡作为核心产品，收入占比持续提升，在禽养殖整体下行的阶段，公司 2021 年业绩表现有望超预期。

第二，公司在以冰鲜禽业务为主导的成长过程中，积极布局禽蛋、生猪养殖屠宰一体化等项目，项目落地后有望为公司储备新的成长点。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，突发大规模不可控禽流感等重大疫病。

第二，公司养殖及加工募投项目投产进度不及预期。

内容目录

估值与投资建议.....	6
绝对估值: 73.8-74.2 元	6
相对法估值: 73.4-75.6 元	7
投资建议	7
公司简介: 冰鲜黄鸡区域型龙头, 业绩不惧周期波动.....	8
发展历程: 发家于禽养殖, 逐步完善以冰鲜鸡为主导的禽产业链布局	8
公司治理: 管理层产业积淀深厚, 公司未来发展看好	9
主营业务: 盈利指标表现优异, 冰鲜业务稳步提升	10
行业情况: 潜在市场空间巨大, 冰鲜业务大有可为	11
禽业: 整体周期下行, 长期发展有潜力	11
冰鲜黄鸡: 快速成长中的优质赛道	13
渠道+物流+全产业链经营持续拓宽公司核心护城河.....	19
商超渠道布局先发优势明显, 单店增长+门店扩张将持续贡献业绩增速	19
24 小时冷链配送圈持续优化, “渠道下沉+销售半径扩大”助力规模扩张	20
全产业链布局提升经营稳定性, 食品安全有保证	22
未来发展: “高端蛋白消费供应商”前景看好.....	22
现有业务: IPO 及可转债募投助力, 规模扩张与成本下降并行	22
新增业务: 禽蛋及生猪协同发展, 有望共享渠道与品牌优势	23
盈利预测	25
假设前提	25
未来 3 年盈利预测	25
盈利预测的敏感性分析	26
风险提示	27
附表: 财务预测与估值.....	28
国信证券投资评级	29
分析师承诺	29
风险提示	29
证券投资咨询业务的说明	29

图表目录

图 1: 湘佳股份主要产品涵盖活禽产品及冰鲜产品	8
图 2: 湘佳股份发展历程	9
图 3: 湘佳股份股东结构图 (截止 2020 年年报)	9
图 4: 公司 2012 年至 2020 营业总收入持续增长	10
图 5: 近三年归母净利润水平大幅提升	10
图 6: 2020 年营业收入构成 (按产品分类)	10
图 7: 冰鲜产品收入占比稳步提升	10
图 8: 整体毛利率水平逐步提升至 35% 以上	11
图 9: 冷鲜产品毛利率显著高于活禽	11
图 10: 白羽鸡与黄羽鸡价格较为低迷 (元/公斤)	11
图 11: 全国种鸡存栏量处于历史高位	11
图 12: 我国黄羽鸡出栏量及白羽鸡出栏量统计	12
图 14: 2019 年各国鸡肉消费量占比 (%)	13
图 15: 2019 年各国鸡肉生产量占比 (%)	13
图 16: 禽肉消费量在我国肉类消费中排名第二	13
图 17: 2019 年各国鸡肉人均消费量 (公斤)	13
图 18: 我国冰鲜禽消费占比约 5%	14
图 19: 我国冰鲜黄鸡市场规模保持高速增长	14
图 20: 我国黄羽鸡养殖行业格局呈现两超多强局面, 2019 年排名前二的温氏、立华市 占率分别为 24%、7%	15
图 21: 湘佳股份的冰鲜禽产量位居行业前列, 市占率约 7.6%	15
图 22: 我国实施肉禽“冰鲜上市”并限制活禽交易的城市数量 2020 年起迅速增加	15
图 23: 我国冷库容量快速增长	16
图 24: 我国冷链运输车保有量迅速增加	16
图 25: 我国生鲜消费渠道由农贸向商超及生鲜电商迁移	17
图 26: 我国生鲜电商市场规模快速发展	17
图 27: 湘佳冷鲜业务盈利水平基本不受活鸡市场周期变动影响	18
图 28: 湘佳冰鲜禽产品价格增速在 2013 年及 2017 年实现逆市上扬	18
图 29: 湘佳股份冰鲜禽产品价格波动性上升, 预计品牌溢价效应有望进一步加强	18
图 30: 超市渠道收入占比达公司冰鲜产品收入 85% 以上	19
图 31: 湘佳冰鲜产品进驻的超市门店数量持续增加	20
图 32: 近三年超市渠道的单店销售收入持续改善	20
图 33: 公司冰鲜禽肉产品销售网络现已覆盖 22 个省市	21
图 34: 公司门店数量在不同地区的分布占比情况	21
图 35: 湘佳股份加强非成熟市场开发力度, 湖南省及华东以外地区市场的冰鲜产品收入 占比保持增长态势	21
图 36: 公司商品禽自养比例仍有较大提升空间	23
图 37: 自养单位人工显著低于代养单位人工费用	23
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6

表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 湘佳股份同类公司估值比较.....	7
表 5: 黄羽肉鸡与白羽肉鸡对比.....	12
表 6: 中国冰鲜黄鸡市场规模测算, 远期规模有望达 731 亿元.....	14
表 7: 2020 年新冠疫情后多地政府推出限制活禽交易政策, 2021 年初受禽流感影响防 控进一步加强	16
表 8: “农改超”政策在新冠疫情防控力度加大后加速推进.....	17
表 9: 湘佳通过盒马鲜生销售的冰鲜禽产品品类多元, 溢价空间大	19
表 10: 公司 IPO 募投建设家禽养殖及屠宰项目	22
表 11: 公司拟发行可转债募集不超过 6.4 亿元资金建设家禽养殖及种猪养殖项目	23
表 12: 公司业务销量及盈利估算.....	25
表 13: 未来 3 年利润表预测	25
表 14: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	26

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：73.8-74.2 元

从公司角度考虑，湘佳股份以其在渠道、物流、产品的综合竞争力，将在冰鲜黄羽鸡市场获得较好的持续市场份额提升。一方面，冰鲜黄羽鸡行业容量持续扩大，公司的龙头优势明显，充分受益行业增长红利。另一方面，在 IPO 募投及可转债募投助力下，公司产能持续扩张，业绩有望迎来高增长。同时，公司向禽蛋及生猪食品业务逐步延伸，将与公司现有的冰鲜鸡业务共享品牌及渠道优势，带来进一步的成长储备。我们预期公司在 2021-2023 年收入增速达到 18-20%，毛利率因产品结构优化及产能利用率提升而有小幅上升趋势，费用率保持稳定。

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	31.19%	24.02%	16.60%	23.26%	21.74%	20.33%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利率	32.08%	38.03%	27.82%	35.61%	37.90%	39.07%	38.00%	37.70%	38.50%
管理费用/营业收入	3.18%	4.03%	2.73%	4.40%	4.20%	4.15%	4.30%	4.00%	4.10%
销售费用/销售收入	19.66%	20.33%	16.63%	21.50%	22.60%	22.30%	20.00%	20.10%	20.20%
营业税及附加/营业收入	0.23%	0.20%	0.21%	0.50%	0.70%	0.60%	0.36%	0.35%	0.34%
所得税税率	2.39%	1.36%	4.04%	15.00%	15.30%	15.00%	14.90%	15.00%	15.10%
股利分配比率	9.69%	4.54%	17.93%	5.00%	10.00%	20.00%	15.00%	13.00%	18.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.98	Ka	9.26%
无风险利率	2.50%	有杠杆 Beta	1.04
股票风险溢价	6.90%	Ke	9.64%
公司股价 (元)	54.36	E/(D+E)	93.75%
发行在外股数 (百万)	102	D/(D+E)	6.25%
股票市值(E, 百万元)	5538	WACC	9.32%
债务总额(D, 百万元)	369	永续增长率 (10 年后)	2.0%
Kd	5.30%	FCFE 每股价值 (元)	74.20
T	15.00%	FCFF 每股价值 (元)	73.80

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 73.8-74.2 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.4%	9.5%	9.64%	9.7%	9.8%
永续 增 长 率 变 化	2.3%	78.09	76.86	75.66	74.49	73.35
	2.2%	77.41	76.20	75.02	73.87	72.76
	2.1%	76.74	75.55	74.39	73.27	72.17
	2.0%	76.09	74.92	73.79	72.68	71.61
	1.9%	75.45	74.31	73.19	72.11	71.05
	1.8%	74.83	73.71	72.62	71.55	70.52
	1.7%	74.23	73.13	72.06	71.01	69.99

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 73.4-75.6 元

业绩方面, 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.16/3.01/4.25 元。估值方面, 选取与公司相近的家禽养殖及速冻食品行业的国内公司做比较, 选取公司主要为:

- 1) 温氏股份、立华股份: 两家公司均以肉鸡养殖为主业, 与公司活禽业务一致, 有一定可比性。
- 2) 安井食品、三全食品、海欣食品: 三家公司主要业务为速冻食品生产和销售, 其销售渠道与公司冰鲜禽肉的渠道类似。

采用 PE 法估值: 与可比公司相比, 考虑到公司成长性, 应该享有估值溢价, 逻辑如下: 1) 公司现有冰鲜黄羽鸡业务的龙头优势显著, 在公司产能扩张及行业扩容的共同助力下, 公司未来业绩提升空间大, 成长性足; 2) 公司管理层具备业务扩展能力, 未来公司业务朝禽蛋及猪肉等板块多元化发展的确定性高, 属于成长性与确定性兼顾的标的, 应该具备估值溢价。

综合考虑, 我们给公司 2021 年 34-35 倍 PE, 对应 2021 年合理价格区间分别为 73.4-75.6 元。

表 4: 湘佳股份同类公司估值比较

代码	简称	股价 (3月17日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
300498	温氏股份	17.36	1.16	2.10	1.54	15.68	8.28	11.25	生猪、家禽 养殖
300761	立华股份	40.22	0.63	2.96	3.51	66.51	13.58	11.47	家禽养殖
603345	安井食品	197.68	2.41	3.24	4.13	81.94	61.09	47.84	速冻食品
002216	三全食品	22.93	0.90	0.93	1.07	23.76	23.04	20.03	速冻食品
002702	海欣食品	6.86	0.12	0.22	0.28	57.88	31.95	24.39	速冻食品
均值							27.59		

资料来源: WIND、国信证券经济研究所 (盈利预测采用万德一致预测)

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 73-76 元之间, 相对于公司目前股价有 30%-40%溢价空间。我们认为, 公司具有稳定的经营能力、持续的成长性, 给予“买入”评级。

公司简介：冰鲜黄鸡区域型龙头，业绩不惧周期波动

湘佳股份是我国黄羽肉鸡主要生产企业，其黄羽肉鸡出栏量位居华中地区第一名，是湖南省最大的优质家禽养殖、屠宰、销售全产业链供应商之一。公司以做国际一流的、健康的、绿色的家禽食品供应商为目标，主要产品涵盖活禽及鸡鸭肉冰鲜产品，2020年的收入占比分别为22.8%及72.5%。公司从2007年开始探索冰鲜禽肉营销模式，形成了一套成熟的冰鲜禽肉商超系统营销模式，冰鲜产品竞争力持续加强，2020年公司实现冰鲜产品销量6.22万吨，已成为华中地区最大的冰鲜黄羽鸡产品供应商，是我国冰鲜黄羽肉鸡行业的佼佼者。

图 1：湘佳股份主要产品涵盖活禽产品及冰鲜产品



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

发展历程：发家于禽养殖，逐步完善以冰鲜鸡为主导的禽产业链布局

湘佳股份的发展可分为三个阶段：1) 初步发展阶段(2003年)：2003年4月，公司前身双佳农牧成立，公司创立之初专注于禽养殖业务，采用“公司+农户”的养殖模式，实现禽养殖规模700多万羽；2) 快速发展阶段(2004-2008年)：在这一阶段公司通过大力发展代养户，持续壮大养殖规模，2008年实现禽养殖规模1500万羽，同时，公司布局禽屠宰加工及饲料业务，不但新增冰鲜产品，而且建成年产能达20万吨的饲料厂，实现饲料自给自足；3) 全产业链经营阶段(2009年至今)：公司逐步完备了从种禽养殖到屠宰销售的一体化经营和全产业链环节，尤其是，公司冰鲜禽肉产品实力不断增强，先后进入湖南、湖北、重庆、北京、上海、广东等20省市，并开拓了电商业务，成为我国冰鲜黄羽鸡行业的领军者。

图 2: 湘佳股份发展历程

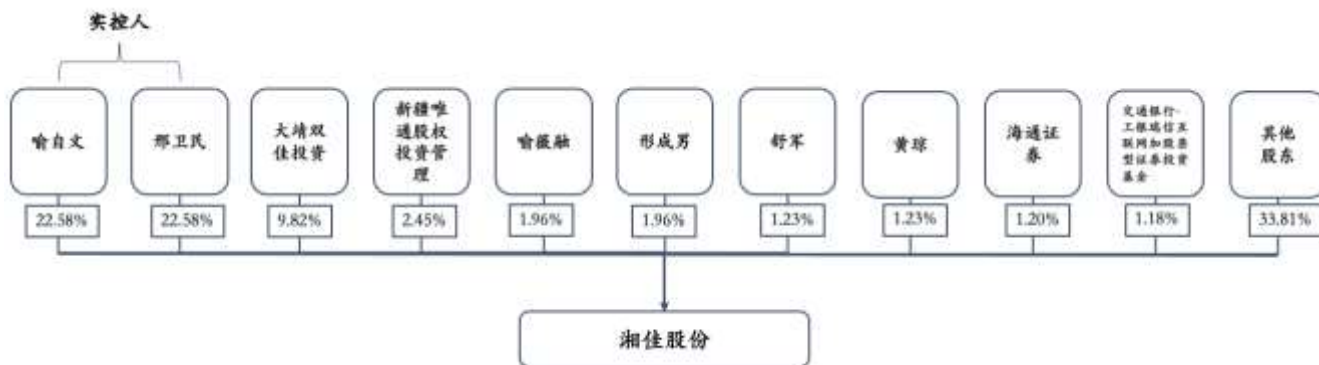


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司治理: 管理层产业积淀深厚, 公司未来发展看好

公司股权结构较为集中, 喻自文及邢卫民为公司创始人及实际控制人, 均持有公司 22.58% 的股份, 二人合计持有公司 45.16% 的股份, 并列第一大股东。二人深耕禽养殖行业近二十年, 共同创立湘佳股份后, 均在公司管理层担任重要职位, 其中, 2012 年 6 月至今, 喻自文担任公司董事长兼总经理, 邢卫民担任公司副董事长。

图 3: 湘佳股份股东结构图 (截止 2020 年年报)



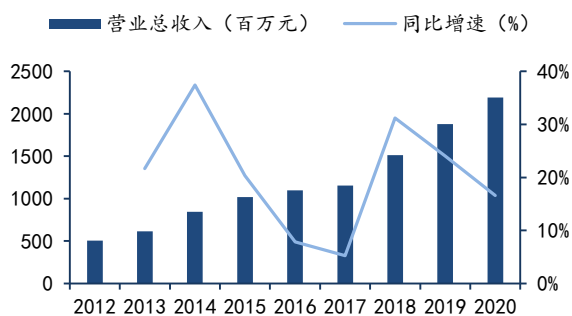
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

主营业务：盈利指标表现优异，冰鲜业务稳步提升

营业收入持续增长，近三年净利润水平大幅提升。2020年公司营业收入达21.9亿元，同比增长16.60%，近五年复合增速为17%；归母净利润达1.74亿元，较2019年减少23.19%，近三年复合增速为43%。

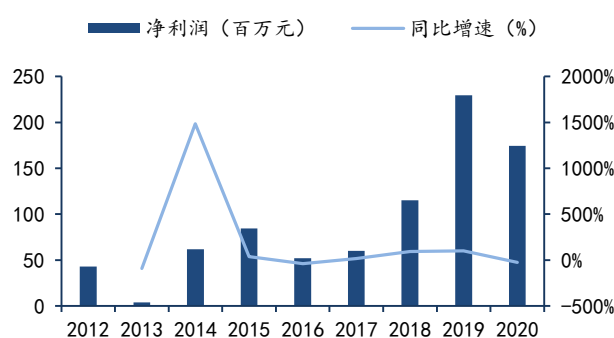
冰鲜业务飞速发展，毛利率水平改善明显。按产品品类来看，冰鲜禽肉业务近年来逐步发展成为公司的支柱业务，2017-2020年冰鲜禽肉销量年均复合增速达30.77%，其占公司总营收比例也持续增长，2020占比达72.5%；活禽业务的表现较为稳定，销量增长速度较缓，2017-2020年均复合增速达3.22%。毛利率方面，公司整体毛利率水平改善明显，由2012年的19%提升至2020年的28%，主要系冰鲜业务的毛利率水平显著高于活禽业务，2020年冰鲜业务及活禽业务毛利率分别为38.22%及-4.52%，公司盈利水平也随业务重心向冰鲜业务转移而实现大幅提升。

图 4：公司 2012 年至 2020 营业总收入持续增长



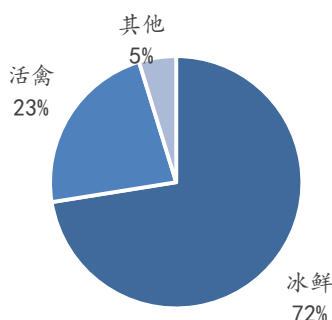
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：近三年归母净利润水平大幅提升



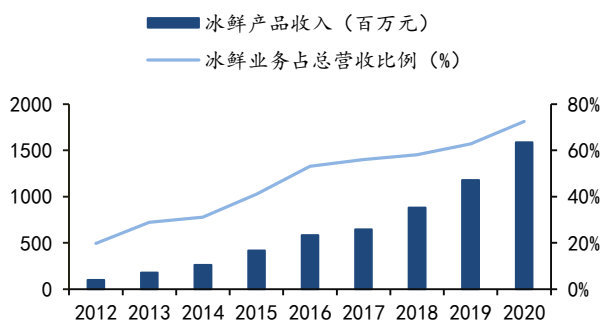
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：2020 年营业收入构成（按产品分类）



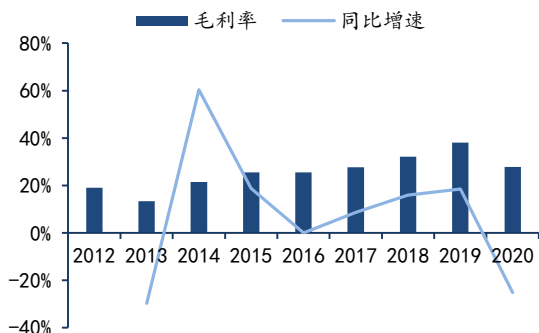
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：冰鲜产品收入占比稳步提升



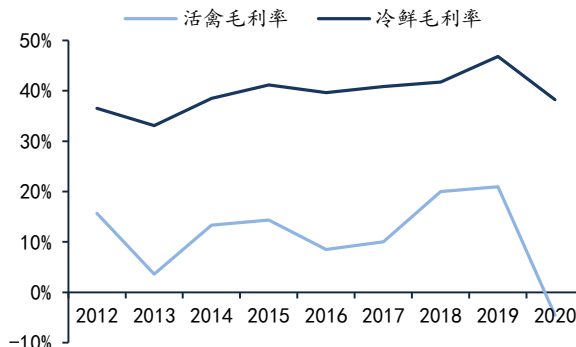
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 整体毛利率水平逐步提升至 35% 以上



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 冷鲜产品毛利率显著高于活禽



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

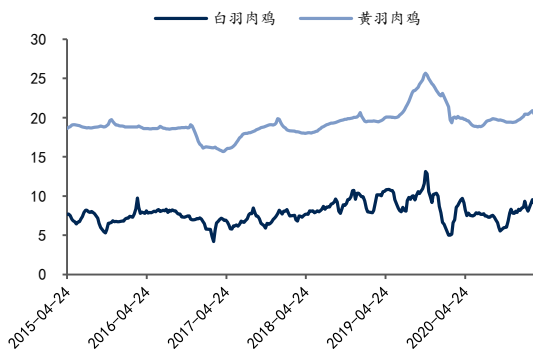
行业情况: 潜在市场空间巨大, 冰鲜业务大有可为

禽业: 整体周期下行, 长期发展有潜力

禽业产能处于高位, 活鸡价格低迷

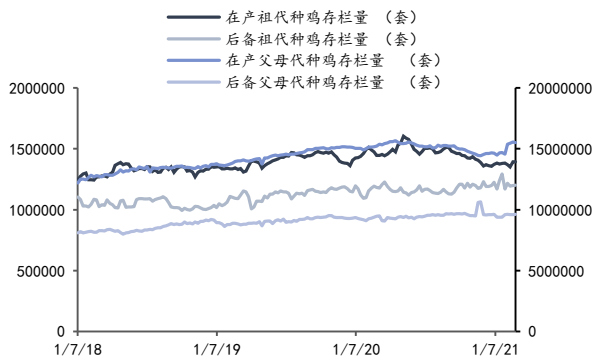
从禽业分会监测数据来看, 行业自 2019 年以来, 产能快速恢复。白羽肉鸡方面, 截止 2021 年 1 月 24 日, 祖代鸡存栏 (在产+后备) 163 万套, 父母代存栏 (在产+后备) 2490 万套, 祖代与父母代种鸡存栏均处于历史高位, 预计短期内高存栏的趋势将继续保持。黄羽肉鸡方面, 截止 2021 年 1 月 24 日, 国内祖代鸡存栏 (在产+后备) 268 万套, 父母代存栏 (在产+后备) 2407 万套, 数据均处于历史较高水平。据中国饲料工业协会统计数据显示, 全国 2020 年全年蛋禽饲料产量 3351.9 万吨, 同比增长 7.5%; 肉禽饲料产量 9175.8 万吨, 同比增长 8.4%, 均创历史新高, 从侧面也反映出禽产业产能处于高位。我们判断, 白羽鸡与黄羽鸡供给能力充足, 面临产能过剩的风险, 未来整体禽业周期下行, 2021-2022 年有望企稳。

图 10: 白羽鸡与黄羽鸡价格较为低迷 (元/公斤)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 全国种鸡存栏量处于历史高位



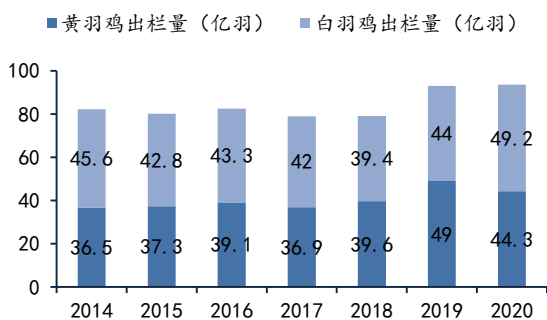
资料来源: 禽业分会、国信证券经济研究所整理

黄羽鸡以家庭消费为主，市场正由南方地区向北延伸

我国肉鸡主要包括黄羽肉鸡和白羽肉鸡两大类。白羽肉鸡属于快大型肉鸡，与黄羽肉鸡相比，其特点是生长速度快、料肉比较低、产肉量多，适合工业化生产，但是口感欠佳。而黄羽肉鸡具有体重较小、生长周期长、抗病能力强、肉质鲜美等特点，体型外貌符合我国消费者的喜好及消费习惯，比较适合活鸡销售，特别适用于中式烹饪，目标客户主要是家庭消费、企事业单位食堂和酒店。

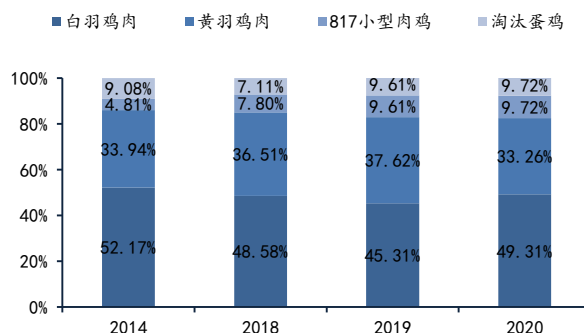
黄羽肉鸡生产加工代表企业主要集中在南方，代表企业有温氏股份、立华股份、湘佳牧业等，此前受限于物流及渠道等因素，黄羽肉鸡的消费市场也主要集中在我国南方和港澳地区，但随着电商、物流行业的快速发展，目前其市场向北延伸和扩展的势头已有所显现。

图 12: 我国黄羽鸡出栏量及白羽鸡出栏量统计



资料来源：禽业分会、国信证券经济研究所整理

图 13: 我国各类鸡肉占比中 (%)，黄羽鸡占 30%以上



资料来源：禽业分会、国信证券经济研究所整理

表 5: 黄羽肉鸡与白羽肉鸡对比

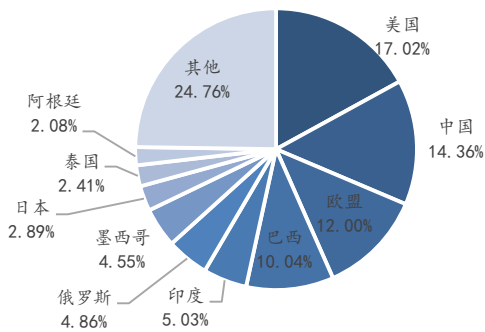
	黄羽肉鸡	白羽肉鸡
品种来源	由我国优良的地方品种杂交培育而成的优质肉鸡品类，国产率近 100%	全部为进口品种
品种特性	体重较小、生长周期长、抗病能力强、肉质鲜美，体型外貌符合我国消费者的喜好及消费习惯，比较适合活鸡销售，特别适用于中式烹饪	生长速度快、料肉比较低、产肉量多，适合工业化生产，但是口感欠佳
流通形式	主要在农贸市场以活鸡形式流通	主要经屠宰分割为鸡胸肉、鸡腿肉和鸡翅等形式冷冻销售
目标客户	家庭消费、企事业单位食堂和酒店	肯德基、麦当劳等快餐消费及分割产品出口

资料来源：国信证券经济研究所整理

我国人均鸡肉消费量低，仍有较大提升空间

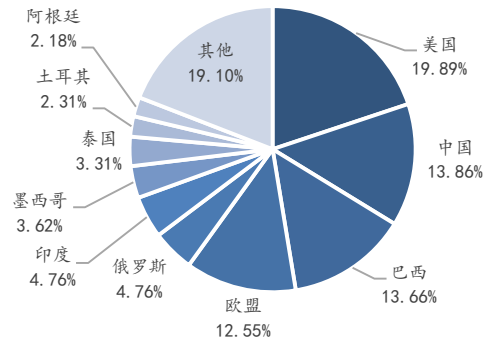
我国鸡肉消费总量排名世界第二，但人均消费量相比其它鸡肉消费大国仍有较大差距，中国人均鸡肉消费量每年仅 10 公斤左右，而与大陆居民饮食结构最接近的台湾地区的人均鸡肉消费量已达 28 公斤左右，美国、巴西人均鸡肉消费量超过每年 40 公斤，预计我国未来鸡肉市场有较大增长空间。

图 14: 2019 年各国鸡肉消费量占比 (%)



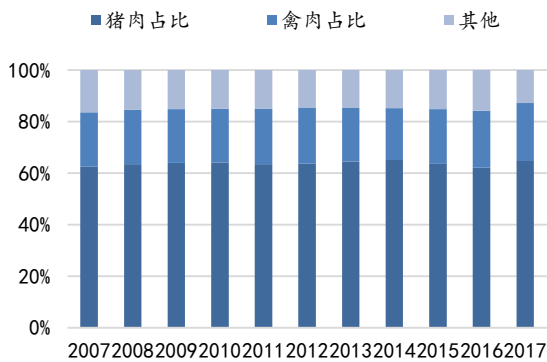
资料来源: USDA、国信证券经济研究所整理

图 15: 2019 年各国鸡肉生产量占比 (%)



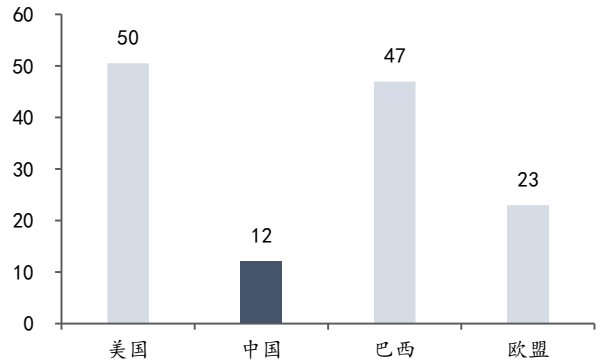
资料来源: USDA、国信证券经济研究所整理

图 16: 禽肉消费量在我国肉类消费中排名第二



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 2019 年各国鸡肉人均消费量 (公斤)



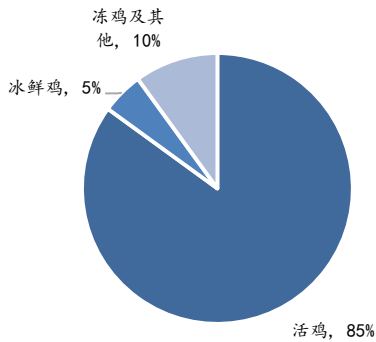
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

冰鲜黄鸡: 快速成长中的优质赛道

潜在规模大, 竞争格局优

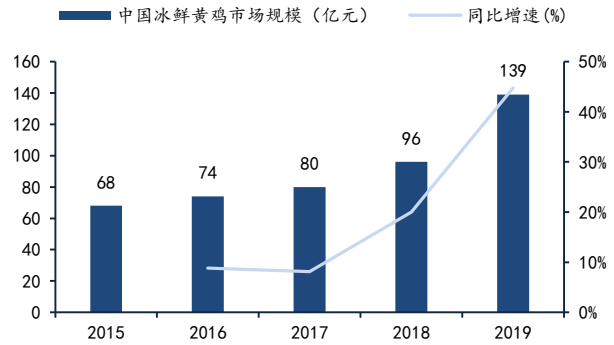
黄鸡冰鲜品类的消费占比仍有较大提升空间, 冰鲜业务正处于发展快车道。据中国禽业发展报告(2014)统计, 我国的黄羽肉鸡以活禽交易为主, 占比达 85%, 而冰鲜品类的消费占比低, 仅 5% 左右。近几年, 冰鲜黄鸡市场快速发展, 据 Sullivan 测算, 2019 年冰鲜黄鸡市场规模达 139 亿元, 同比增速达 45%。预计未来在限制活禽交易的政策推动、冷链物流发展、生鲜渠道由农贸向商超迁移、消费升级等众多因素的影响下, 我国冰鲜黄鸡市场规模的上涨动力将更为充足, 行业迎来黄金发展期。

图 18: 我国冰鲜禽消费占比约 5%



资料来源: 中国禽业发展报告 (2014)、国信证券经济研究所整理

图 19: 我国冰鲜黄鸡市场规模保持高速增长



资料来源: Sullivan、国信证券经济研究所整理

我国冰鲜黄羽鸡市场空间远期有望达 731 亿元，潜在规模巨大。目前香港地区的冰鲜消费占比已达到禽肉消费占比的 90% 以上，但由于我国城镇化率水平约 60%，广阔的农村市场缺乏消费冰鲜鸡的冷柜、冷链配送等硬件设施，以及群众对活禽消费的依赖度较高，我们合理预计从长远角度看，我国冰鲜消费有望达香港市场冰鲜消费占比的 60%，即冰鲜消费占比约 50%。在此基础上，我们中国冰鲜黄鸡的远期市场规模进行测算，考虑到 2019、2020 年全国商品代黄羽肉鸡出栏量分别为 49、44.32 亿羽，合理假设未来黄羽肉鸡出栏量为 50 亿羽，我们测算得出我国冰鲜黄羽鸡市场远期规模有望达 731 亿元，行业发展潜力巨大。

表 6: 中国冰鲜黄鸡市场规模测算，远期规模有望达 731 亿元

	2018	2019	2020	远期水平 (冰鲜占 50%)
全国商品代黄羽肉鸡出栏量 (亿羽)	39.63	49	44.32	50
平均出栏体重 (公斤)	1.8	1.8	1.8	1.8
全净膛率	65%	65%	65%	65%
全净膛重的产品重量 (万吨)	464	573	519	585
冰鲜品类消费占比	9%	10%	11%	50%
冰鲜鸡的产品重量 (万吨)	41.7	57.3	57.0	292.5
销售单价 (元/公斤)	23	24	25	25
市场规模 (亿元)	96	138	143	731

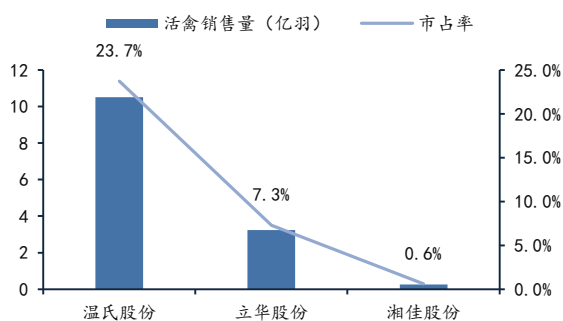
资料来源: 公司公告、禽业分会、国信证券经济研究所整理及预测

冰鲜鸡行业集中度低，公司作为先行者有望成为全国性布局的行业龙头。我国冰鲜鸡经营者大多由已有的黄羽鸡养殖企业向下游屠宰加工业务延伸而来。从我国黄羽鸡养殖行业来看，行业集中度较低，呈现以温氏股份和立华股份两大头部公司为主的“两超多强”的局面，2019 年全国黄羽鸡 CR10 市占率合计约 45%，出栏量前 2 名的温氏股份与立华股份市占率分别为 24%、7%，出栏量分别为 10.51 亿羽、3.23 亿羽。相应地，温氏、立华也成为冰鲜鸡行业的主要参与者，2019 年湘佳股份冰鲜鸡的销量达 4.34 万吨，市占率约 7.6%，位居行业第二，而温氏股份和立华股份市占率分别达 28.7%、3.3%，分列第一及第三。

其中，由于温氏股份的黄羽鸡出栏规模较为庞大，在发展禽加工产品上，温氏主要以餐饮连锁、配餐公司等 B 端订单客户为主，面向 C 端的冰鲜产品业务收入较少，因此暂不与湘佳股份构成直接竞争关系。而立华股份虽然在 2020 年

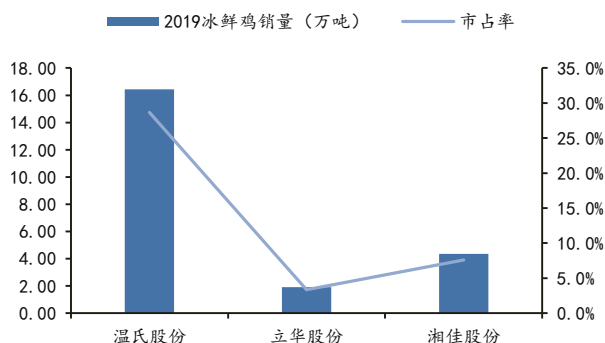
加快了冰鲜鸡业务的布局，在扬州、合肥、安庆、泰安、安顺、徐州、潍坊、自贡新成立 8 家冰鲜鸡屠宰加工子公司，但由于起步较晚，2019 年冰鲜产品销量仅 1.9 万吨，同湘佳股份（4.3 万吨）仍有较大差距。因此，在面向 C 端销售的冰鲜鸡业务领域，湘佳股份凭借先发优势和深厚的渠道及物流壁垒拥有绝对的市场领先性。考虑到目前尚未出现全国性的冰鲜鸡企业，且湘佳股份作为黄羽鸡行业的先行者，正在持续推进冰鲜营销网络的全国性布局，其未来有望成为冰鲜鸡行业的全国性龙头企业。

图 20：我国黄羽鸡养殖行业格局呈现两超多强局面，2019 年排名前二的温氏、立华市占率分别为 24%、7%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21：湘佳股份的冰鲜禽产量位居行业前列，市占率约 7.6%

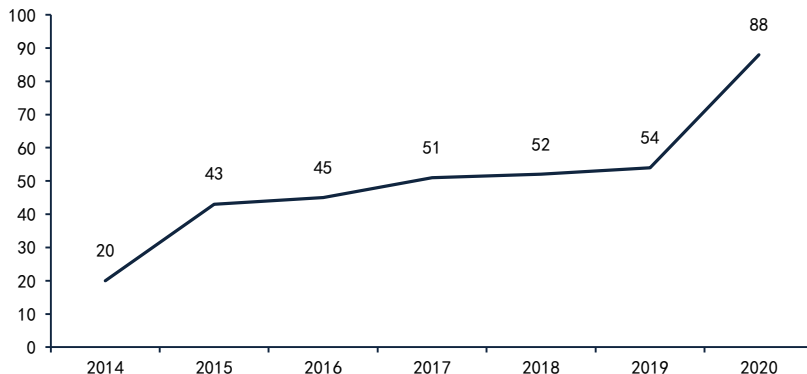


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

政策推动+冷链发展+渠道迁移助力冰鲜黄鸡市场快速发展

禽流感叠加新冠疫情防控力度加大，多地政府力推禽产品冰鲜上市。2021 年 2 月 1 日及 2 月 5 日农业农村部分别公布了 2 例 H5N8 亚型高致病性禽流感疫情，引起各地高度重视，再加上春节期间新冠疫情防控力度加大，多省多地加强了活禽市场管理，陆续有城市推出禁售活禽交易政策，我国推进定点屠宰及生鲜上市的步伐加快，利好我国冰鲜黄羽肉鸡市场的发展。

图 22：我国实施肉禽“冰鲜上市”并限制活禽交易的城市数量 2020 年起迅速增加



资料来源：新牧网、国信证券经济研究所整理

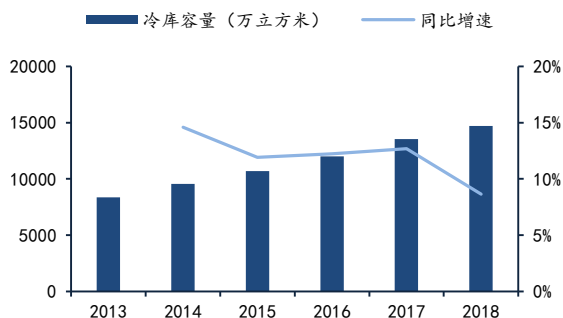
表 7: 2020 年新冠疫情后多地政府推出限制活禽交易政策, 2021 年初受禽流感疫情影响防控进一步加强

地区	事件
上海	2013 年 6 月 16 日, 上海公布并施行《上海市活禽交易管理办法》, 其中规定本市活禽批发市场、活禽零售交易点实行规划定点交易, 以及中心城区不得设立活禽批发市场。
浙江	2014 年 5 月 30 日, 浙江省发布《浙江省活禽交易管理办法》, 11 个地级市主城区将永久关闭活禽交易市场, 供应杀白禽。
贵阳	2017 年 6 月 1 日起施行《贵阳市禽类交易管理办法》, 其中对本市行政区域内的禽类交易、屠宰及禽产品经营等相关活动进行了规范, 划定了贵阳市禁止活禽交易的区域。
扬州	2017 年 11 月 14 日, 扬州市政府常务会议原则通过《市区活禽交易屠宰达标提升实施方案》, 方案明确, 到今年年底, 市区人口密集区域活禽将按照“四隔离、清洁化”标准, 在 8 个市场实行集中定点宰杀, 防控疫病在交易、屠宰加工环节传播。
重庆	2020 年 1 月 25 日重庆市江津区政府发布《关于在全区范围内暂停活禽交易和宰杀的通告》, 要求我区全面禁止农贸市场、超市、活禽专卖店、餐饮店进行野生动物交易、活禽交易及宰杀行为。
太仓	2020 年 4 月 13 日, 太仓市发布《太仓市人民政府关于加强和规范活禽交易的通告》, 明确活禽交易范围, 加强市场外活禽交易经营行为监管和强化疫情防控及禽流感监测等。
深圳	为有效遏制市场内活禽交易的违规行为, 进一步加大对活禽交易行为的整治力度, 坚决消除活禽相关疫病传播隐患, 有效保障人民群众身体健康和生命安全, 深圳市市场监管局于 2020 年 12 月 30 日至 2021 年 2 月 10 日期间每周开展一次拂晓突击检查行动。
蚌埠	2021 年 1 月 29 日开始试行《蚌埠市区禽类交易管理办法》, 规定本市活禽交易限制区, 限制区内禽类交易实行集中屠宰、冷链配送、冰鲜上市。
济南	2021 年 2 月 1 日开始施行《济南市活禽交易管理办法》, 规定在本市绕城高速公路环线以内的区域禁止从事活禽交易行为, 农业农村部门应当对活禽交易场所是否符合动物防疫条件进行监督检查。
福州	2021 年 2 月 8 日, 福州市政府出台《福州市活禽定点屠宰管理实施方案》, 将逐步关闭全市活禽交易, 到 2025 年底前, 全市活禽规模化集中屠宰加工比例将达到 85% 以上。

资料来源: 各级政府官网、国信证券经济研究所整理

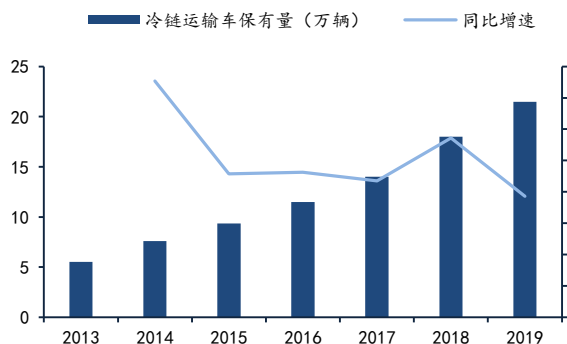
近几年冷链物流等基础设施迅速发展, 冰鲜禽产品的销售半径有望进一步扩大。按照国家食品卫生监管标准, 冰鲜产品在生产、储存、运输、销售等各个环节中需采用冷链温控保证食材品质。目前, 相比英美韩等其他发达国家, 我国人均冷库容量水平较低, 正处于快速发展阶段。近几年我国冷库容量及冷链车保有量增速明显, 我国冷链物流系统的进一步完善为冰鲜禽产品扩大销售半径提供了技术基础。

图 23: 我国冷库容量快速增长



资料来源: 中国物流与采购联合会、国信证券经济研究所整理

图 24: 我国冷链运输车保有量迅速增加

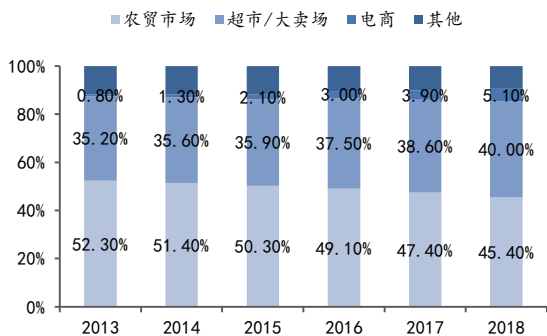


资料来源: 中国物流与采购联合会、国信证券经济研究所整理

生鲜消费渠道由农贸向商超迁移, 冰鲜鸡消费受益超市及电商渠道拓宽。活禽消费主要以农贸市场渠道为主, 冰鲜鸡消费则以超市及生鲜电商渠道为主。据 Euromonitor 统计, 我国生鲜消费渠道正逐步由农贸市场向超市/大卖场及电商迁移, 农贸市场占比由 2013 年的 52.3% 持续下降到 2018 年的 45.4%, 同时,

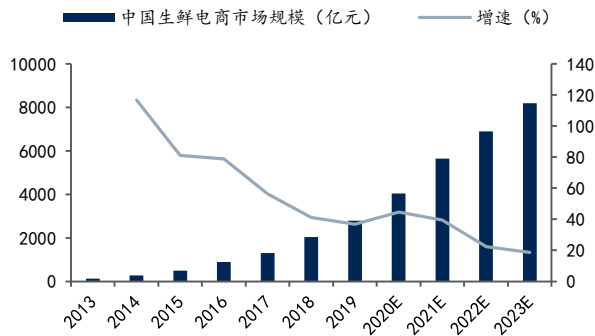
超市及电商占比持续增长，2018年占比分别达40%及5.1%。我们预计未来在生鲜品类消费中，超市渠道及电商渠道有望持续壮大，一方面，“农改超”政策持续推进，尤其是2020年新冠疫情爆发后，多地政府进一步加强对农贸市场的管理，完善生鲜超市和农贸市场布局，继续推进“农改超”工作；另一方面，生鲜电商市场在疫情期间也因其便利性与无接触配送的安全性得到快速发展，渗透率加速提升，对消费者的生鲜消费习惯影响深远。超市及电商渠道的持续拓宽也将为冰鲜鸡的销售提供优质土壤。

图 25: 我国生鲜消费渠道由农贸向商超及生鲜电商迁移



资料来源: Euromonitor、国信证券经济研究所整理

图 26: 我国生鲜电商市场规模快速发展



资料来源: 艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

表 8: “农改超”政策在新冠疫情防控力度加大后加速推进

地区	事件
武汉	2005年，武汉武汉市商业局要求各区“大力发展生鲜食品超市，推进农产品市场改造升级”，以此全面启动该市“农改超”工程，并且市财政拿出5000万元补贴“农改超”，以稳定菜价。
杭州	2008年，杭州市政府通过“农改超”、“农加超”等模式，安排1000万元专项资金，用三年时间逐步完成市区和部分中心镇、中心村农贸市场的改造提升工作，努力为广大市民营造舒适、放心、安全的“菜篮子”消费环境。
福州	2014年发布《福州市推进菜市场建设工作的实施意见》，计划三年内完成菜市场（含农贸市场、生鲜超市，下同）建设、改造，新社区以新建生鲜超市为主，老社区以改造提升、完善配套为主，逐步建立以标准化菜市场为主要载体的生鲜零售网络体系。
重庆	2020年新冠疫情爆发后，重庆市政府3月常务会议提出要加强农贸市场、水产品市场环境整治，推进主城区“农改超”。
厦门	2021年2月，厦门市出台《厦门市农贸市场改造提升工作三年实施方案》，力争用2-3年时间，将厦门入市在内的46个农贸市场进行改造提升，使全市农贸市场成为“食品安全卫生、环境清洁有序、市场管理精细、商户经营文明”的百姓放心市场。
海口	2021年2月，海口市政府工作报告提出要推动“菜篮子”公益性批发市场三期建设，完善生鲜超市和农贸市场布局，继续推进“农改超”工作，加密平价菜销售网点。

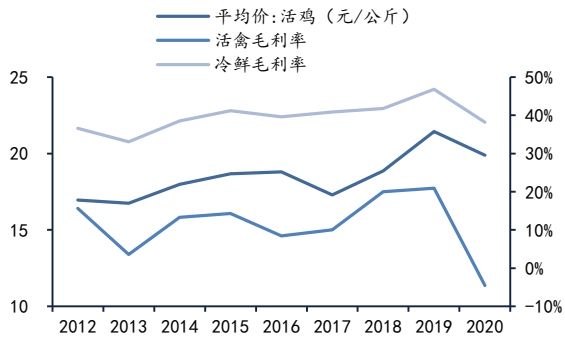
资料来源: 各级政府官网、国信证券经济研究所整理

冰鲜鸡具备消费品属性，品牌溢价有望带来可观收益

冰鲜鸡价格具备弱周期性，毛利率显著高于活禽。活禽产品由于散户养殖者较多，价格受供需影响较大，存在周期性，价格起伏波动的范围较大，在周期下行阶段活禽经营者的利润也承压。冰鲜产品方面，销售渠道以商超门店为主，需求在短期内相对稳定，并且因为超市对备案价格制度的管控，不允许供应商随意调整价格，使得公司冰鲜价格在活禽价格短期变动时能够保持相对稳定。从湘佳股份的经营数据来看，公司活禽产品毛利率和市场活鸡平均价的关联性较强，而冰鲜产品毛利率却和市场活鸡平均价关联性较弱，冰鲜产品价格亦在2013年及2017年的活禽价格低迷期实现逆市上扬。此外，冰鲜产品由于品牌溢价等效应，利润较活禽产品更为可观，毛利率显著高于活禽，以湘佳股份为例，其冷鲜产品毛利率最高可达52%，而活禽产品毛利率最高时仅为21%。此

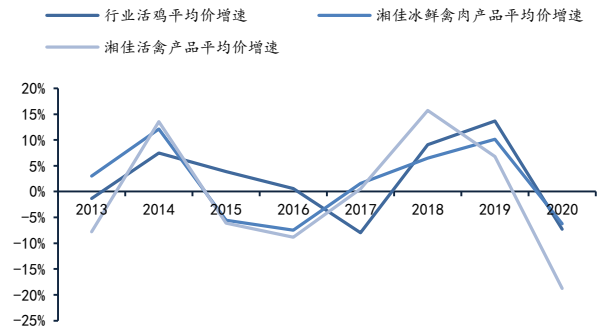
外，湘佳股份的冷鲜产品价格呈波动性上涨态势，预计未来随着高端产品的占比提升及品牌知名度的打开，价格有望继续上涨。

图 27: 湘佳冷鲜业务盈利水平基本不受活鸡市场周期变动影响



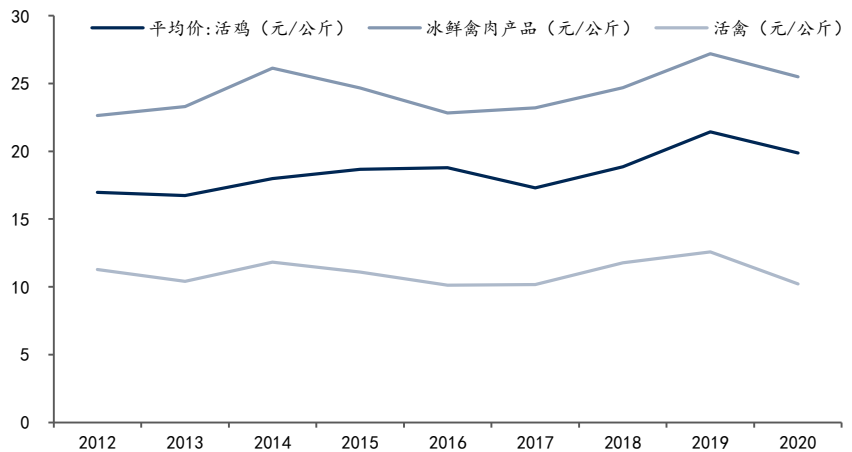
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 28: 湘佳冰鲜禽产品价格增速在 2013 年及 2017 年实现逆市上扬



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 29: 湘佳股份冰鲜禽产品价格波动性上升，预计品牌溢价效应有望进一步加强



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 9: 湘佳通过盒马鲜生销售的冰鲜禽产品品类多元, 溢价空间大

品名	重量	单价 (元/公斤)
湘佳冰鲜红烧鲜鸡块	600g	39.7
湘佳冰鲜麻鸭	500g	47.6
湘佳冰鲜青脚鸡(半只)	500g	47.6
湘佳冰鲜鸡杂	400g	57.3
湘佳冰鲜丝乌鸡(半鸡)	500g	59.6
湘佳冰鲜黄油母鸡	500g	73.8
【火锅】湘佳鸭三鲜	300g	109.7
湘佳冰鲜散养石门土鸡	500g	119.6
湘佳老水鸭整只盒装	900g	131.1

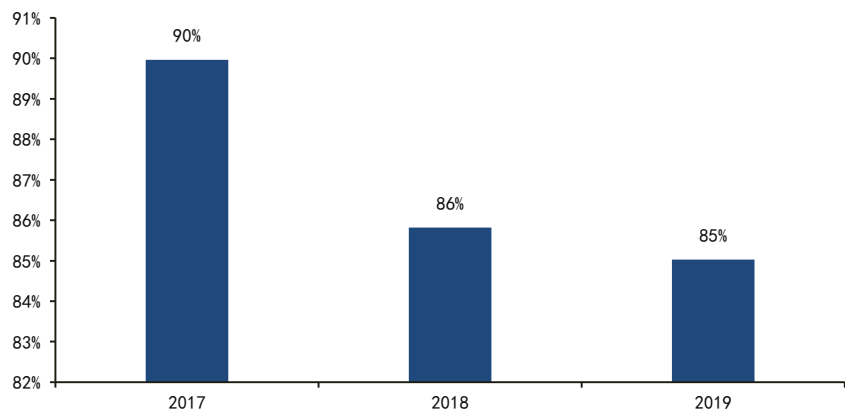
资料来源: 盒马鲜生 APP、国信证券经济研究所整理

渠道+物流+全产业链经营持续拓宽公司核心护城河

商超渠道布局先发优势明显, 单店增长+门店扩张将持续贡献业绩增速

十余年耕耘, 铸就深厚商超渠道壁垒。由于冰鲜禽肉产品需要在冰柜里存放以保证食品新鲜度, 因此超市是冰鲜禽肉产品最重要的销售渠道, 公司从 2007 年开始探索冰鲜禽肉营销模式, 通过多年努力已经形成了一套成熟的冰鲜禽肉商超系统营销模式, 积累了屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营、电商直营等多环节丰富的运营经验, 巩固了黄羽肉鸡冰鲜禽肉领域内的行业龙头地位。从湘佳股份的经营数据来看, 2017-2019 年超市渠道收入占比达公司冰鲜产品收入 85% 以上, 因此商超渠道壁垒的建立对于公司而言至关重要。

图 30: 超市渠道收入占比达公司冰鲜产品收入 85% 以上



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

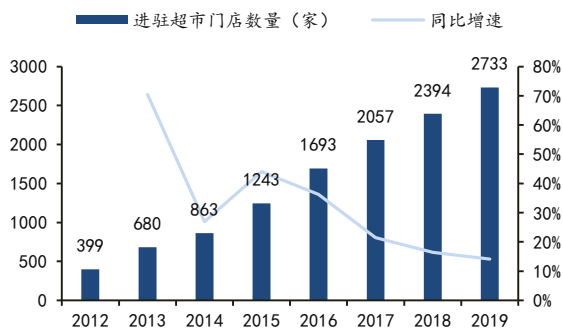
我们认为公司在商超渠道的先发优势主要在于三个方面, 1) 优先占据下游客户资源: 公司是国内较早开始冰鲜禽肉经营的企业, 经过多年的经营, 与众多超市客户间已经形成了稳定、良好的合作关系, 如永辉超市、家乐福、欧尚、大润发、沃尔玛、华润万家、中百仓储等大型超市集团以及盒马鲜生、7FRESH、叮咚买菜、福建朴朴等新零售行业巨头, 考虑到公司作为冰鲜黄羽鸡领军者, 产品质量和品牌已得到固有客户的认可, 后来者再入局的困难度要更高, 因而

公司凭借先发优势积累了较为深厚的商超渠道壁垒；2) **优先形成成熟营销体系**：由于当前冰鲜鸡的市场渗透率仍较低，消费者仍需要经过市场教育从而实现活禽消费到冰鲜鸡消费的转变，因而成熟的营销体系对于冰鲜鸡经营者不可或缺，湘佳一直致力于完善营销体系，通过在各大超市建立冰鲜自营柜台，并配备 1 名以上营销人员在各超市门店，在终端和消费者实现面对面沟通，同时建立了以销售收入、利润率为主要考核指标的商超系统销售人员考核体系，充分发挥了销售人员的主观能动性，截止 2020 年底公司已经拥有销售人员 4584 人，同比增长 25%，占员工总人数 67.4%，我们认为成熟营销体系需要长时间的积淀与打磨，公司的营销优势短期内难以被同行逾越；3) **优先掌握消费者偏好**：黄羽鸡品种众多，全国各地对于鸡肉消费的大小、及口感偏好也各不相同，湘佳股份通过长期经营积累了大量消费数据，能较好地把握各地对黄羽鸡产品及口味偏好，从而针对不同区域的消费者实行差异化产品销售策略，并在此基础上加强产品品质，做好品牌推广，相较于其他竞争者后续新店开拓的成功率也因此更高。

单店增长+门店扩张将持续贡献业绩增速。一方面，公司冰鲜产品进驻超市的门店数量稳步扩张，从 2012 年的 399 家增长至 2019 年的 2733 家，年复合增速达 31.6%，展现出公司强大的渠道扩张能力。另一方面，近年来公司单店盈利情况改善明显，2019 年超市门店的单店年收入达 36.7 万元，同比增长 16%。我们认为公司已形成成熟的单店经营模式，未来复制推广成功的可能性较大，公司业绩将在门店数量增加，以及单店盈利提升的双重作用下获得持续的高增长。

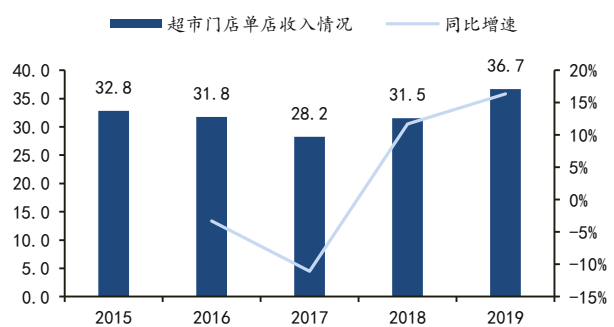
此外，除商超系统外，公司设立了子公司湘佳电商，主要向电商、团购大客户和新兴线上销售平台销售冰鲜产品，对商超销售渠道进行补充和完善，凭借在商超渠道形成的广泛的品牌影响力，我们预计公司在新兴渠道的开拓也有望顺利推进。

图 31：湘佳冰鲜产品进驻的超市门店数量持续增加



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 32：近三年超市渠道的单店销售收入持续改善



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

24 小时冷链配送圈持续优化，“渠道下沉+销售半径扩大”助力规模扩张

强大的冷链配送体系短期内难以被超越。冷链物流配送体系是进入冰鲜行业的主要壁垒之一，决定着产品的销售半径。公司冰鲜禽肉产品销售网络现已覆盖北京、上海、湖南、广东、重庆、江苏、福建、陕西等 22 个省市，形成了从上海到成都的长江沿线大中城市的冷链物流配送体系，以及京珠高速大动脉沿线的冰鲜网络布局，同时，公司通过子公司山东泰森食品有限公司加大山东产业基地的建设，未来将形成南北呼应的两个配送中心，对北方市场的配送时效、网点的下沉以及品类的丰富起到一个重要的作用。我们认为，当前我国的冷链

物流资源有限，且企业自建物流体系需要大量人力物力，难度较大，虽然湘佳的冷链物流均由第三方完成，但业务线路、物流过程（包括GPS、温控等）受公司控制，不允许运输第三方公司的产品，具有排他性。公司强大的冷链物流配送体系短期内难以被逾越，同时公司也持续优化配送时效并扩大配送半径，目前公司对已覆盖的20个省市可实现24小时的冷链配送到达，今后随着山东公司产业链的逐渐完善，公司的运输半径将会下降到12小时达，当公司发展相当规模后，预计全产业链布局华东、西南，会下降到6小时达。

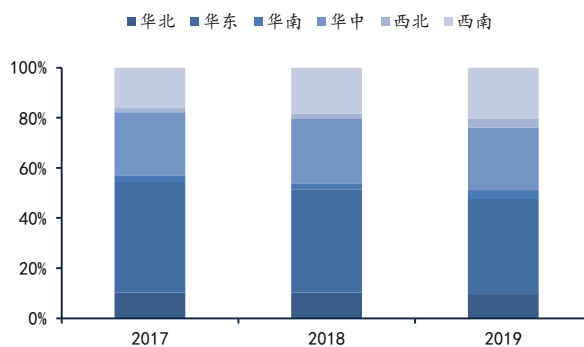
“渠道下沉+销售半径扩大”助力规模扩张。公司的生产总部坐落于湖南省，考虑到销售半径的限制，公司冰鲜业务的开拓以湖南为中心逐步向周边地区辐射，从湖南、湖北向东开发江西、江苏、上海、浙江市场，向西开发重庆、四川市场，向南开发福建、广东市场，向北开拓北京、山东、河南等地市场。从公司超市门店在不同地区的分布情况来看，相较于已发展为较成熟市场的湖南省及华中、华东部分区域，公司在非成熟市场区域（华北、西南）的门店数量及收入仍有较大提升空间。此外，在成熟地区，公司也计划将冰鲜销售网络向二线城市下沉，目前在部分省份，如湖南湖北，已经开拓了地县级城市，渠道下沉有望打开公司成长新空间。

图 33: 公司冰鲜禽肉产品销售网络现已覆盖 22 个省市



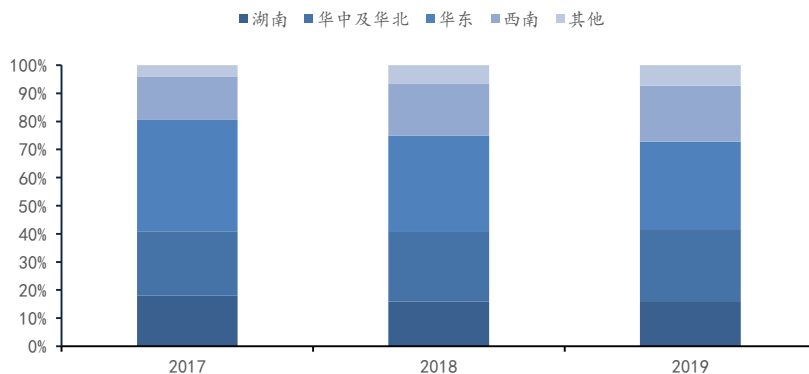
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 34: 公司门店数量在不同地区的分布占比情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 35: 湘佳股份加强非成熟市场开发力度，湖南省及华东以外地区市场的冰鲜产品收入占比保持增长态势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

全产业链布局提升经营稳定性，食品安全有保证

公司拥有完整的“从农场到餐桌”一体化经营的全产业链优势，得以保证食品安全。公司持续加大质量控制的检测力度，在生产环节中，公司严控原辅料的采购质量，通过使用自主研发和生产的饲料喂养家禽，从源头上保证了鸡肉的品质，并通过向供应商派驻质检员等手段来保证食品安全；在养殖端，通过利用高效的“公司+基地+农户(或家庭农场)”的生产模式以及“五统一、一分散”的代养管理模式对代养户严格管理，保证了鸡只的质量；在屠宰加工环节，通过宰前检疫节点控制、宰中检疫节点控制、宰后检验节点控制、预冷节点控制、金属探测节点控制，保证冰鲜禽肉产品的品质与安全；在配送端，通过建立冷链物流配送体系，从设备和工艺上保证冰鲜禽肉产品的营养和品质。

“全产业链经营+商品二维码”实现冰鲜产品全程可追溯，大幅提振消费者信心。得益于“种禽-养殖-屠宰-运输”的一体化经营模式，公司实现冰鲜鸡从出生到养成到加工成为肉制品并运输至终端渠道的全环节把控，真正做到每份冰鲜鸡产品的来源都可追溯，成为大众信赖的“放心鸡”。同时，在销售端，公司通过产品二维码的形式与消费者加强互联，在上海、杭州等地区超市销售的冰鲜鸡只带有二维码的脚环，通过扫描二维码，消费者可以知道产品的生产日期、代养户信息、品种名称、保质期、发货时间等信息，该二维码的设计有助于提升消费者对产品质量的认可度、信任度及对品牌的好感度，食品安全追溯制度的建立对促进公司产品销售大有裨益。

未来发展：“高端蛋白消费供应商”前景看好

现有业务：IPO 及可转债募投助力，规模扩张与成本下降并行

IPO 及可转债募投项目补足资金，助推公司养殖与屠宰规模扩张。公司 IPO 募投拟分别投资 2.7 亿元及 1.36 亿元资金建设 1250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目及年屠宰 3000 万羽优质鸡加工厂项目（一期），将为公司分别新增 1250 万羽家禽养殖及 1200 万羽家禽屠宰年产能。此外，公司于 2021 年 1 月发布公开发行可转换债券预案，拟募集资金总额不超过 6.40 亿元投资建设 1349 万羽优质鸡标准化养殖基地项目及 1 万头种猪养殖基地项目。考虑到 2019 年公司的活禽及冰鲜禽肉产品的产能利用率分别为 90%及 96%，产量即将达到产能上限，预计随着募投项目投产，公司养殖及屠宰规模将进一步扩张，为未来产品销量高增奠定生产基础。

表 10：公司 IPO 募投建设家禽养殖及屠宰项目

项目名称	总投资额（万元）	建设期	新增产能
1250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目	26980.00	1.5 年	1250 万羽
年屠宰 3000 万羽优质鸡加工厂项目（一期）	13583.57	2 年	1200 万羽

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

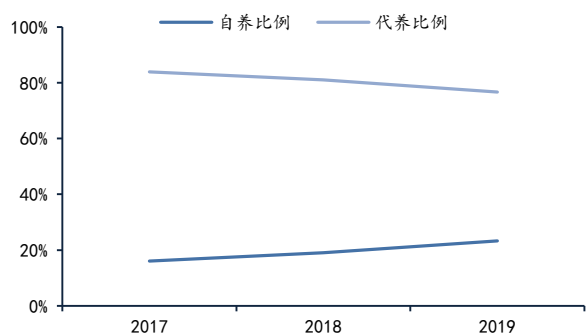
表 11: 公司拟发行可转债募集不超过 6.4 亿元资金建设家禽养殖及种猪养殖项目

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
一、1,349 万羽优质鸡标准化养殖基地项目			
1	新铺镇千斤塔二分场鸡场	10792	10600
2	夹山镇汉丰村占家湾鸡场	7500	7400
3	夹山镇栗山村张家山鸡场	6000	5950
4	夹山镇浮坪村鸡场	6000	5950
小计		30292	29900
二、1 万头种猪养殖基地项目			
1	太平镇滚子坪种猪养殖场	10000	9700
2	太平镇天心园种猪养殖场	10000	9500
小计		20000	19200
三、补充流动资金		14900	14900
合计		65192	64000

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

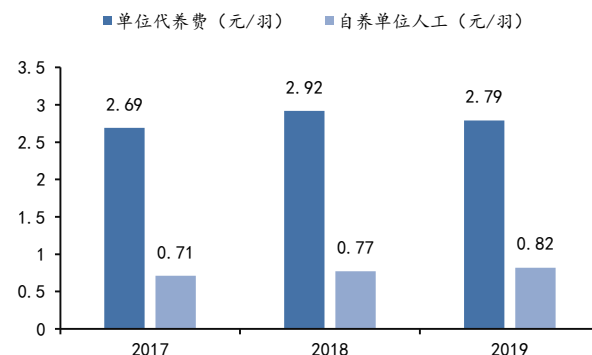
随自养比例提升, 单位养殖成本有望下行。公司黄羽肉鸡养殖模式分为农户(或家庭农场)代养和标准化基地自养。其中, 公司种鸡养殖约 25%为农户(或家庭农场)代养, 约 75%为标准化基地自养; 公司商品鸡养殖约 70%为农户(或家庭农场)代养, 约 30%为标准化基地自养; 鸭全部为农户(或家庭农场)代养。公司通过募投项目大力发展商品鸡自养, 未来随公司投建的优质鸡养殖场产能利用率提升, 公司自养比例也将随之增加, 考虑到相比于代养模式, 自养模式更能发挥规模效应的优势, 且无需向农户支付代养费, 因农户违约而带来的损失也会降低, 因此未来随自养比例提升, 公司的单位养殖成本也有望下行, 盈利水平将进一步提升。此外, 冰鲜产品业务方面, 随着公司规模的扩大、网点的密集化, 公司的配送成本及人员成本也会有一定的下降空间。

图 36: 公司商品禽自养比例仍有较大提升空间



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 37: 自养单位人工显著低于代养单位人工费用



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新增业务: 禽蛋及生猪协同发展, 有望共享渠道与品牌优势

公司以“做中国高端蛋白消费供应商”为己任, 上市后积极布局禽蛋及猪肉等食品板块。猪肉、鸡肉、禽蛋在我国动物蛋白饮食结构中的地位举足轻重, 也是公司想要发展成高端蛋白供应商的必争之地, 蛋鸡及生猪板块有望作为冰鲜品类的补充, 成为公司未来业绩的新增长点。

一方面,公司于2020年8月收购蛋鸡公司三尖农牧70%的股权开拓鸡蛋业务。三尖农牧是集饲料加工、蛋鸡养殖为一体的湖南省农业产业化龙头企业,其拥有3个中鸡育雏场(年育雏300万羽)、10个蛋鸡养殖场(养殖规模100万羽),年产值达4亿元。此外,三尖农牧和湘佳股份注重食品安全与品质的经营理念不谋而合,三尖于2010年就获得农业部授牌“蛋鸡标准化示范场”,多年来持续从选择优良品种、严格卫生管理、强化疫病防查、科学使用饲料四个方面下功夫,加强了对蛋品生产全过程的质量控制,使得“三尖”牌鲜鸡蛋荣获第四届、第五届中国湖南畜牧渔业暨饲料工业博览会“金奖”,并通过“无公害食品”、“绿色食品”认证。我们认为三尖农牧为公司未来发展禽蛋业务奠定了良好的生产基础及品牌基础,未来在湘佳品牌影响力及渠道优势的加持下,禽蛋业务有望成为公司打开新的成长空间。

另一方面,公司上市后即在2020年4月通过全资子公司湖南泰淼鲜丰食品有限公司投资2.02亿元建设年屠宰100万头生猪及肉制品深加工项目,项目建成后可实现年屠宰生猪100万头,能同时对猪肉进行深加工,产出白条肉、分割小包装肉、深加工肉制品,该项目建设期为15个月。同时,为配套上述100万头生猪养殖项目,公司于2020年5月顺势发展种猪及商品猪养殖业务,分别投资1.3亿元及1亿元建设1万头种猪养殖及20万头商品猪养殖场项目,项目建设期分别为12个月及18个月。通过生猪一体化项目的投资建设,预计公司在2021年底有望实现猪肉产品上市,完成猪肉、禽肉、鸡蛋三大动物蛋白产品的布局。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

活禽业务: 从公司历史数据来看, 公司活禽业务的销量基本保持稳定, 我们预计 2021-2023 年公司活禽业务仍将保持较低增速, 总销量合计达到 2807 万羽、2891 万羽和 3180 万羽。

冰鲜业务: 考虑到公司新建的屠宰加工项目将达产且产能利用率有望提升, 预计未来 2021-2023 年公司冰鲜禽销量会稳步提升, 分别为 79056 万吨、98820 万吨和 118584 万吨。

表 12: 公司业务销量及盈利估算

	2021E	2022E	2023E
活禽总收入 (百万元)	519.3	520.4	604.3
yoy	4%	0%	16%
活禽总销量 (万羽)	2807.1	2891.3	3180.4
yoy	5%	3%	10%
活禽均价 (元/羽)	18.5	18.0	19.0
毛利率 (%)	10.0%	15.0%	19.0%
毛利 (百万元)	51.9	78.1	114.8
冰鲜禽总收入 (百万元)	2055.5	2618.7	3178.1
yoy	30%	27%	21%
冰鲜禽总销量 (吨)	79056.2	98820.3	118584.3
yoy	27%	25%	20%
冰鲜产品均价 (元/公斤)	26.0	26.5	26.8
毛利率 (%)	42.00%	42.50%	43.00%
毛利 (百万元)	863.3	1113.0	1366.6

资料来源: 国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

表 13: 未来 3 年利润表预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2190	2699	3286	3954
营业成本	1581	1738	2040	2409
营业税金及附加	5	13	23	24
销售费用	364	580	743	882
管理费用	64	123	142	168
财务费用	4	(5)	(12)	(23)
投资收益	3	2	2	2
资产减值及公允价值变动	3	0	0	0
其他收入	3	0	0	0
营业利润	181	252	352	496
营业外净收支	(4)	0	0	0
利润总额	177	252	352	496
所得税费用	7	38	54	74
少数股东损益	(4)	(6)	(9)	(12)
归属于母公司净利润	174	220	306	433

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件,我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.20/3.06/4.33 亿元, EPS 分别为 2.16/3.01/4.25 元。

盈利预测的敏感性分析

盈利预测情景分析

表 14: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,878	2,190	2,701	3,292	3,964
(+/-%)	24.0%	16.6%	23.4%	21.8%	20.4%
净利润(百万元)	227	174	231	320	451
(+/-%)	99.1%	-23.2%	32.5%	38.6%	40.7%
摊薄 EPS	2.98	1.71	2.27	3.15	4.43
中性预测					
营业收入(百万元)	1,878	2,190	2,699	3,286	3,954
(+/-%)	24.0%	16.6%	23.3%	21.7%	20.3%
净利润(百万元)	227	174	220	306	433
(+/-%)	99.1%	-23.2%	26.1%	39.3%	41.5%
摊薄 EPS(元)	2.98	1.71	2.16	3.01	4.25
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,878	2,190	2,696	3,280	3,943
(+/-%)	24.0%	16.6%	23.1%	21.6%	20.2%
净利润(百万元)	227	174	209	293	416
(+/-%)	99.1%	-23.2%	19.7%	40.1%	42.3%
摊薄 EPS	2.98	1.71	2.05	2.87	4.09
总股本(百万股)	76	102	102	102	102

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 73-76 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期，可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年饲料业务增速的预测、微生态制剂业务营收增速的预测、生猪养殖产能的假定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司活禽业务的毛利率估计偏乐观，导致未来活禽业务利润增速值偏高，从而导致盈利偏乐观的风险；
- 2、可能由于对公司冰鲜业务的市占率提升估计偏乐观，导致未来冰鲜业务收入增速值偏高，从而导致盈利偏乐观的风险。

不可控疫情等系统性风险

若爆发大规模不可控禽流感等禽疫病，会影响公司活禽及冰鲜业务的经营，导致公司盈利受损。

经营风险

生猪养殖场的建设会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	662	922	936	1220	营业收入	2190	2699	3286	3954
应收款项	201	222	279	334	营业成本	1581	1738	2040	2409
存货净额	282	295	347	409	营业税金及附加	5	13	23	24
其他流动资产	41	16	39	43	销售费用	364	580	743	882
流动资产合计	1187	1456	1601	2007	管理费用	64	123	142	168
固定资产	972	1027	1051	989	财务费用	4	(5)	(12)	(23)
无形资产及其他	102	99	96	93	投资收益	3	2	2	2
投资性房地产	117	117	117	117	资产减值及公允价值变动	3	0	0	0
长期股权投资	0	(6)	(6)	(6)	其他收入	3	0	0	0
资产总计	2378	2693	2860	3200	营业利润	181	252	352	496
短期借款及交易性金融负债	193	500	300	200	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	132	122	161	203	利润总额	177	252	352	496
其他流动负债	244	283	343	404	所得税费用	7	38	54	74
流动负债合计	569	906	804	808	少数股东损益	(4)	(6)	(9)	(12)
长期借款及应付债券	99	(131)	(131)	(131)	归属于母公司净利润	174	220	306	433
其他长期负债	77	82	82	82					
长期负债合计	176	(49)	(49)	(49)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	744	856	755	758	净利润	174	220	306	433
少数股东权益	29	24	16	5	资产减值准备	3	1	0	(0)
股东权益	1604	1813	2089	2436	折旧摊销	77	98	110	117
负债和股东权益总计	2378	2693	2860	3200	公允价值变动损失	(3)	0	0	0
					财务费用	4	(5)	(12)	(23)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(77)	27	(33)	(18)
每股收益	1.71	2.16	3.01	4.25	其它	(6)	(6)	(8)	(10)
每股红利	0.31	0.11	0.30	0.85	经营活动现金流	167	339	375	522
每股净资产	15.75	17.80	20.51	23.91	资本开支	(430)	(151)	(131)	(51)
ROIC	12%	12%	19%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	11%	12%	15%	18%	投资活动现金流	(430)	(145)	(131)	(51)
毛利率	28%	36%	38%	39%	权益性融资	681	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	10%	12%	负债净变化	1	(230)	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(31)	(11)	(31)	(87)
收入增长	17%	23%	22%	20%	其它融资现金流	113	307	(200)	(100)
净利润增长率	-23%	26%	39%	41%	融资活动现金流	734	66	(231)	(187)
资产负债率	33%	33%	27%	24%	现金净变动	471	260	14	284
息率	0.6%	0.2%	0.6%	1.6%	货币资金的期初余额	192	662	922	936
P/E	31.7	25.2	18.1	12.8	货币资金的期末余额	662	922	936	1220
P/B	3.5	3.1	2.7	2.3	企业自由现金流	(261)	182	231	449
EV/EBITDA	24.8	18.7	14.1	10.7	权益自由现金流	(147)	263	42	368

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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