

湘佳股份(002982)深度研究报告

黄鸡冰鲜产品龙头，壁垒巩固助力成长

推荐(首次)

目标价区间: 133-152 元

当前价: 115.0 元

- ❖ **华中地区最大的黄羽肉鸡供应商，冰鲜产品龙头。**公司主营业务为销售黄羽肉鸡活禽及冰鲜产品，是行业中较早布局黄羽肉鸡冰鲜业务的企业，经过十余载努力，公司已成长为行业领先的黄羽肉鸡冰鲜产品龙头，2019 年实现冰鲜产品收入 11.8 亿元，占总营收比例超 6 成，并贡献了近 8 成毛利。
- ❖ **禽肉需求高景气，黄羽肉鸡消费加速向冰鲜品转型。**黄羽肉鸡是我国地方优质肉鸡品类，肉质鲜美，非常符合国内消费者的消费习惯和偏好，适用中式烹饪，过去主要以活禽交易方式（占比 85% 以上）进入家庭消费等场景，非瘟疫情导致的动物蛋白缺口推动黄羽肉鸡消费高景气度持续，横向对比我国人均鸡肉消费仍有较大提升空间，而新冠疫情、禽流感疫情等带来活禽市场关闭叠加冰鲜支持政策驱动黄羽肉鸡消费方式从活禽交易向冰鲜产品切换，黄羽肉鸡产业转型升级迎来重大契机。据新牧网统计，截至今年 5 月份，全国已有 26 个省级行政区推行冰鲜上市，实施冰鲜上市城市数量已达 66 个。
- ❖ **黄羽肉鸡冰鲜产品壁垒特点鲜明，口味&食品安全是消费者核心考量因素。**从消费者角度来看，禽肉生鲜品发展的最大障碍有两个：①口味；②食品安全。归因来看，口味保障主要对应育种、屠宰、加工、保藏等技术升级，而食品安全则对应行业监管政策、屠宰加工物流配送技术升级、安全可控的养殖模式等。总体来讲，严监管下的全产业链一体化经营更有助于肉品生产流通的过程管控与溯源，是赢得消费者信任的基础，辅之以持续的消费者教育，生鲜品的增长路径有望得到固化。
- ❖ **公司布局黄羽肉鸡冰鲜品十余载，渠道端优势明显，壁垒巩固。**公司通过直营方式深耕商超渠道（收入占营收比例超 5 成，占冰鲜业务收入更是高达 85% 以上）、庞大销售团队与消费者面对面塑造优质产品形象和品牌形象、强大的冷链物流配送体系保证快速稳定供应、自建养殖基地提升产品管控力等多重举措，发展成为行业领先的黄羽肉鸡冰鲜产品提供商，竞争优势突出、壁垒巩固。
- ❖ **营销举措升级叠加产能扩充奠定未来成长基石，黄鸡冰鲜龙头有望强者愈强。**未来有望通过巩固现有渠道、加强下沉渠道和团购客户开发力度等开拓新渠道、开发调理品等拓新品三大营销升级举措，巩固自身在黄羽肉鸡冰鲜市场的领先地位，实现业绩快速持续增长。按照规划，预计至 2022 年实现 1 亿羽优质家禽养殖规模、黄羽肉鸡冰鲜产品及调理品年销售收入达到 25 亿元，同时适时切入生猪产业链，布局年屠宰 100 万头生猪及肉制品深加工项目，有望充分发挥现有冷链物流体系和营销网络的协同效应，进一步丰富公司产品序列，完善湘佳食品产业布局，未来有望实现猪鸡双轮驱动，长期增长可期。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 2.85/3.87/4.53 亿元，对应 EPS 为 2.80/3.80/4.45 元/股，对应 PE 分别为 41 倍、30 倍、26 倍。选择与公司在产品特点与销售模式较为相近的桃李面包、三全食品、安井食品 3 家公司作为可比公司，2020-2022 年，3 家可比公司算术平均 PE 分别为 48 倍、39 倍、32 倍。综合参考业绩增速和可比公司估值，给予公司 2021 年 35-40 倍 PE，对应目标价 133-152 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**禽流感等疫情爆发导致需求大幅下滑；食品安全问题；渠道竞争加剧；猪肉供给恢复超预期等。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	1,878	2,361	2,887	3,490
同比增速(%)	24.0%	25.7%	22.3%	20.9%
归母净利润(百万)	227	285	387	453
同比增速(%)	99.1%	25.5%	35.8%	17.1%
每股盈利(元)	2.23	2.80	3.80	4.45
市盈率(倍)	39	41	30	26
市净率(倍)	11	11	8	6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 6 月 5 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：王莺

电话：021-20572510

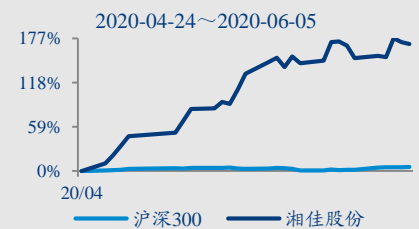
邮箱：wangying@hcyjs.com

执业编号：S0360515100002

公司基本数据

总股本(万股)	10,188
已上市流通股(万股)	2,563
总市值(亿元)	117.16
流通市值(亿元)	29.47
资产负债率(%)	39.0
每股净资产(元)	9.0
12 个月内最高/最低价	121.9/35.56

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

本篇报告从黄羽肉鸡本身品质特点出发，结合新冠肺炎等外部变量，分析判断冰鲜业务是行业未来的发展趋势，并从供给和需求两个维度分析了黄羽肉鸡行业未来的成长路径，并基于此详细论述了湘佳股份的核心竞争力来源：前瞻布局生鲜业务，打通下游渠道，壁垒突出，同时升级养殖模式，通过自建基地的方式开展全产业链一体化经营，有效地解决了食品安全问题、标准化问题等行业痛点。

投资逻辑

黄羽肉鸡是我国地方优质肉鸡品类，肉质鲜美，非常符合国内消费者的消费习惯和偏好，适用中式烹饪，过去主要以活禽交易方式（占比85%以上）进入家庭消费等场景，非瘟疫情导致的动物蛋白缺口推动黄羽肉鸡消费高景气度持续，横向对比我国人均鸡肉消费仍有较大提升空间，而新冠疫情、禽流感疫情等带来活禽市场关闭叠加冰鲜支持政策驱动黄羽肉鸡消费方式从活禽交易向冰鲜产品切换。

湘佳股份在行业中较早布局黄羽肉鸡冰鲜业务，经过十余载努力，通过直营方式深耕商超渠道（收入占营收比例超5成，占冰鲜业务收入更是高达85%以上）、庞大销售团队与消费者面对面塑造优质产品形象和品牌形象、强大的冷链物流配送体系保证快速稳定供应、自建养殖基地提升产品管控力等多重举措，发展成为行业领先的黄羽肉鸡冰鲜产品提供商，竞争优势突出、壁垒巩固。

未来有望通过巩固现有渠道、加强下沉渠道和团购客户开发力度等开拓新渠道、开发调理品等拓新品三大营销升级举措，巩固自身在黄羽肉鸡冰鲜市场的领先地位，实现业绩快速持续增长。按照规划，预计至2022年实现1亿羽优质家禽养殖规模、黄羽肉鸡冰鲜产品及调理品年销售收入达到25亿元，同时适时切入生猪产业链，布局年屠宰100万头生猪及肉制品深加工项目，有望充分发挥现有冷链物流体系和营销网络的协同效应，进一步丰富公司产品序列，完善湘佳食品产业布局，未来有望实现猪鸡双轮驱动，长期增长可期。

关键假设、估值与盈利预测

冰鲜业务：通过加大品牌推广力度、强化产品品质以及调理品等高附加值新品的开发推广等措施带动商超单店收入增长，通过持续向市县级下沉市场渗透带动合作门店数量增加，商超渠道收入有望迎来持续高增，预计带动公司冰鲜业务2020-2022年实现营收同比+27.4%、+28.8%、+29.0%，毛利率则有望高位维持，分别为45.7%、45.9%、46.3%。**活禽业务：**公司年产1250万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目投产后，养殖产能将增至6250万羽，按照公司规划，到2022年底预计实现1亿羽的优质家禽养殖规模。考虑屠宰产能扩充进度，未来三年公司仍会有部分出栏黄羽鸡通过活禽形式销售，我们预计2020-2022年公司活禽业务收入分别+25.4%、+11.1%、+3.5%，毛利率分别为20.8%、21.7%、14.3%。

综上，我们预计公司2020-2022年营收同比+25.7%/+22.3%/+20.9%，对应毛利率分别为37.2%、38.4%、37.8%，归母净利润同比+25.5%/+35.8%/+17.1%。选择与公司在产品特点与销售模式较为相近的桃李面包、三全食品、安井食品3家公司作为可比公司，2020-2022年，3家可比公司算术平均PE分别为48倍、39倍、32倍。预计公司2020-2022年实现归母净利润2.85/3.87/4.53亿元，对应EPS为2.80/3.80/4.45元/股，对应PE分别为41倍、30倍、26倍。参考业绩增速和可比公司估值，给予公司2021年35-40倍PE，对应目标价133-152元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、华中地区最大的黄羽肉鸡供应商.....	7
（一）公司主要经营活禽及禽肉冰鲜产品.....	7
（二）发展历程：从单一黄羽鸡养殖业务快速发展成为全产业链一体化经营.....	7
（三）公司实控人为董事长喻自文和副董事长邢卫民.....	8
（四）冰鲜业务带动公司业绩高增长，盈利能力持续提升.....	8
二、行业分析——禽肉需求高景气，黄羽肉鸡消费加速向冰鲜品转型.....	10
（一）黄羽肉鸡适合中式烹饪，深受国内消费者青睐.....	11
（二）供给端：猪鸡替代，2019 年黄羽肉鸡出栏量创新高，行业集中度较肉鸡整体略高.....	12
1、2020 年黄羽肉鸡出栏量有望同增 15%以上.....	13
2、黄羽肉鸡养殖规模化程度高，集中度仍较低.....	13
（三）需求端：人均鸡肉消费仍有较大提升空间，疫情+政策驱动消费方式从活禽交易向冰鲜产品切换.....	14
1、国内人均鸡肉消费水平远低于发达国家.....	14
2、黄羽肉鸡消费场景以活禽为主.....	15
3、未来黄羽肉鸡向冰鲜肉消费加速转型.....	16
三、公司核心竞争力分析——布局黄羽肉鸡冰鲜品十余载，龙头地位巩固.....	19
（一）前瞻布局屠宰及肉制品加工，行业领先的黄鸡加工商，壁垒突出.....	19
1、深耕商超渠道，收入占比高达 5 成以上，新零售及餐饮客户成未来业绩增长重要驱动力.....	20
2、庞大销售团队与消费者面对面，树立优质品牌形象.....	22
3、强大的冷链物流配送体系保证快速稳定供应.....	24
4、定位冰鲜禽肉产品六大目标市场，持续升级营销策略拉动未来增长.....	24
（二）“公司+基地+农户”模式提升自养比例，有效实现食品安全管控.....	25
1、石门土鸡为国家地理标志保护产品，公司探索持续品种改良.....	25
2、“公司+基地+农户”养殖模式提升品质管控能力与供应链稳定性.....	26
3、募投项目——产能扩充奠定未来增长基石.....	27
4、适时切入生猪产业链，有望嫁接现有冰鲜资源充分实现协同效应.....	27
四、盈利预测及估值探讨.....	28
（一）盈利预测：预计 2020-2022 年实现归母净利润同比+25.5%/+35.8%/+17.1%.....	28
（二）估值分析：业绩高增速，给予 2021 年 35-40 倍 PE，对应目标价 133-152 元.....	29
五、风险提示.....	30

图表目录

图表 1	公司主要经营产品为活禽及禽肉冰鲜产品	7
图表 2	公司从单一黄羽鸡养殖业务快速发展成为全产业链一体化经营	8
图表 3	公司股权结构与主要参控股公司	8
图表 4	公司 2012-2020Q1 营收及增速（亿元，%）	9
图表 5	公司 2012-2020Q1 净利润及增速（亿元，%）	9
图表 6	公司营收以冷鲜产品及活禽为主（亿元）	9
图表 7	公司毛利以冷鲜产品及活禽为主（亿元）	9
图表 8	公司 2012-2019 年分产品毛利率	10
图表 9	公司 2012-2020Q1 年盈利情况	10
图表 10	公司 2012-2020Q1 公司四费率	10
图表 11	公司 2012-2020Q1 资产负债率	10
图表 12	白羽肉鸡与黄羽肉鸡对比	11
图表 13	2019 年我国肉鸡出栏量（亿羽）	11
图表 14	2019 年我国肉鸡出栏结构	11
图表 15	黄羽肉鸡分类及主要性能参数	12
图表 16	黄羽肉鸡历年出栏量及增速	12
图表 17	广东快速型黄羽肉鸡价格走势	12
图表 18	快大鸡与中速鸡价格走势	13
图表 19	土鸡与乌骨鸡价格走势	13
图表 20	我国祖代黄羽肉种鸡存栏量及增速	13
图表 21	我国父母代黄羽肉种鸡存栏量及增速	13
图表 22	2014-2016 年我国肉鸡养殖规模结构	14
图表 23	我国黄羽鸡行业 CR10 约在 40% 左右	14
图表 24	2018 年主要黄羽肉鸡上市公司出栏量份额	14
图表 25	2018 年全球主要国家鸡肉消费量（万吨）	15
图表 26	全球主要国家历年来人均鸡肉消费量（公斤）	15
图表 27	黄羽肉鸡消费方式以活鸡为主	15
图表 28	佛山活禽销售“三分离”模式	15
图表 29	国鸡消费模式以家庭消费和餐饮、酒楼为主	16
图表 30	冰鲜肉、热鲜肉、冷冻肉对比	16
图表 31	近两年我国支持冷链物流建设相关政策措施统计	17
图表 32	亚过冷保鲜新技术大大提高生鲜保质期和产品货架期	18

图表 33 我国活禽冰鲜产品上市发展历程	18
图表 34 截至今年 5 月全国实行生鲜上市城市数量	18
图表 35 全国实施冰鲜上市城市数量趋势图	18
图表 36 冰鲜品消费者决定因素拆解为口味、食品安全和消费者教育三类	19
图表 37 公司近三年冰鲜产品销量及收入持续高增长	19
图表 38 公司部分合作伙伴	20
图表 39 公司冰鲜禽肉产品销售区域分布图	20
图表 40 公司合作超市数量及单店收入均快速增长	21
图表 41 公司超市渠道收入占总营收及冰鲜业务比例	21
图表 42 2019 年公司商超渠道销售收入分区域占比	21
图表 43 2019 年公司前五大超市客户收入占比高	21
图表 44 公司与超市合作以直营模式为主	21
图表 45 公司与电商等团体客户合作均为买断模式	21
图表 46 公司超市销售中直营与买断模式销售占比	22
图表 47 公司团体客户中不同类型销售占比	22
图表 48 公司通过专柜的形式进入到各大商超门店	22
图表 49 公司销售人员占比远高于同行	23
图表 50 公司派驻超市门店销售人员	23
图表 51 公司面对面促销	23
图表 52 “石门土鸡”受关注度持续提升	24
图表 53 公司冷链配送专用车合计 300 多辆	24
图表 54 公司建立健全质量管控体系	24
图表 55 公司冰鲜禽肉产品定位六大目标市场	25
图表 56 公司三大升级营销策略	25
图表 57 散养石门土鸡	25
图表 58 石门土鸡获得国家地理标志产品保护	25
图表 59 公司“公司+基地+农户”生产模式优势明显	26
图表 60 公司“五统一、一分散”代养管理模式	26
图表 61 公司代养户质量不断升级	26
图表 62 公司种鸡、商品鸡、鸭自养及代养比例	26
图表 63 公司募投资金用途	27
图表 64 公司冰鲜业务原料构成	27
图表 65 公司活禽业务收入主要品种结构	27
图表 66 公司生猪产业链相关布局	28

图表 67 公司主要业务拆分及预测（百万元，%）	29
图表 68 可比公司估值表.....	30

一、华中地区最大的黄羽肉鸡供应商

（一）公司主要经营活禽及禽肉冰鲜产品

公司位于湖南省常德市石门县，前身双佳农牧成立于 2003 年，由邢卫民、喻自文共同出资设立。2012 年，经股东会决议通过，公司整体变更为湖南湘佳牧业股份有限公司。公司主要业务为销售活禽及鸡鸭肉冰鲜产品，其中活禽主要为黄羽肉鸡及少量肉鸭，冰鲜产品主要为冰鲜鸡、冰鲜鸭、冰鲜鸡鸭分割品及少量冻品等。目前公司已经发展成为涵盖种禽繁育，家禽饲养及销售，禽类屠宰加工及销售，饲料、生物肥生产及销售的农牧全产业链一体化公司。根据中国畜牧业协会统计数据，公司为国内黄羽肉鸡主要生产企业，黄羽肉鸡出栏量位居华中地区第一名。

图表 1 公司主要经营产品为活禽及禽肉冰鲜产品

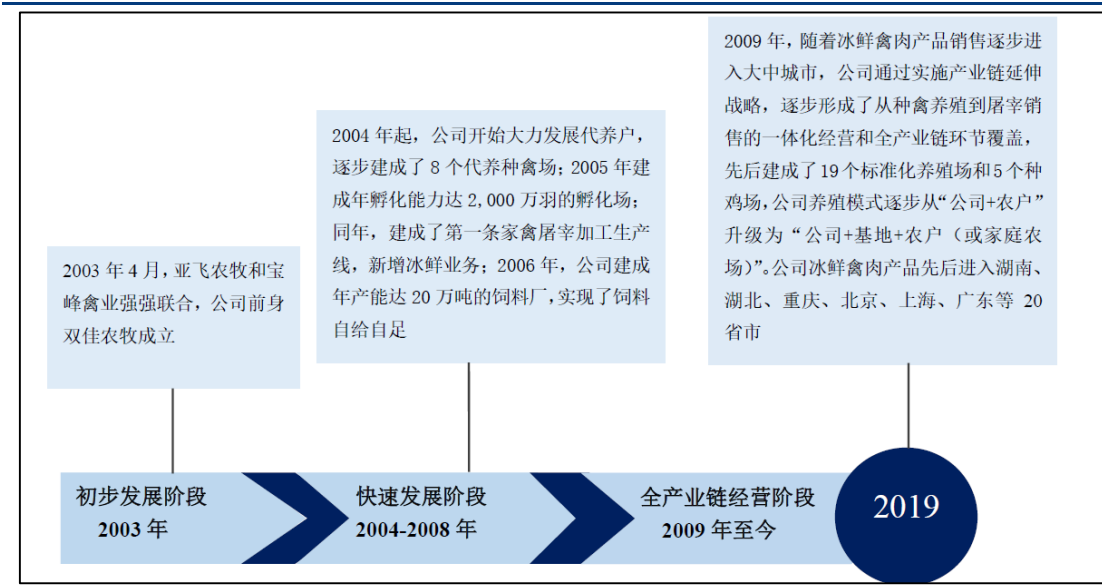
产品图片	产品类别	客户或消费群体
	活鸡	主要销往农贸市场的批发商，食堂、酒店等餐饮机构为辅
	活鸭	主要销往农贸市场的批发商，食堂、酒店等餐饮机构为辅
	冰鲜鸡肉	商场超市终端消费者为主
	冰鲜鸭肉	商场超市终端消费者为主
	饲料	公司附近的散养户及养殖企业
	有机肥	种植农户

资料来源：公司招股说明书，华创证券

（二）发展历程：从单一黄羽鸡养殖业务快速发展成为全产业链一体化经营

公司自成立之初先后经历了初步发展（2003 年）、快速发展（2004 年-2008 年）和全产业链经营（2009 年至今）三个阶段。在初步发展阶段，公司通过“公司+农户”模式从事黄羽肉鸡养殖业务，整体饲养规模约 700 万羽；2004 年开始，公司进入快速发展阶段，一方面大力发展代养户扩大饲养规模，并逐步向产业链上下游进行延伸，先后切入种禽饲养、肉鸡屠宰加工与冰鲜销售、饲料加工等业务，至 2008 年，公司畜禽养殖规模达到 1500 万羽，冰鲜产品销量约达 500 吨，父母代种鸡年存栏规模达 30 万套，饲料产量 6.9 万吨，实现饲料自给自足；2009 年随冰鲜禽肉产品销售逐步进入大中城市，公司逐渐形成了从种禽养殖到屠宰销售的一体化经营与全产业链环节覆盖，冰鲜禽肉产品进入到全国 20 余省市，2019 年公司销售活禽 2776 万羽，销售冰鲜产品 4.34 万吨。

图表 2 公司从单一黄羽鸡养殖业务快速发展成为全产业链一体化经营

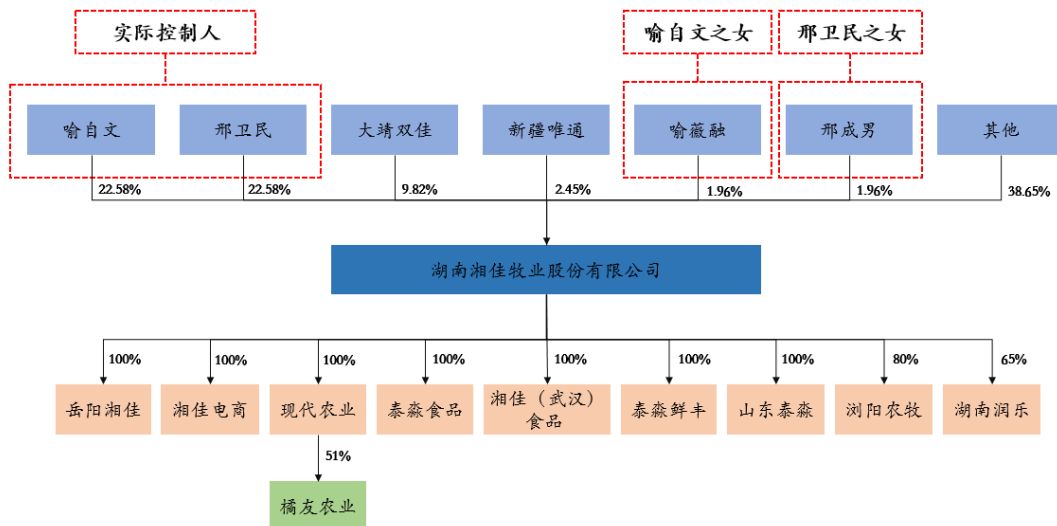


资料来源：公司招股说明书，华创证券

（三）公司实控人为董事长喻自文和副董事长邢卫民

公司实际控制人为董事长喻自文和副董事长邢卫民，两人持股比例均为22.58%，此外，喻自文之女喻薇融和邢卫民之女邢成男分别持股1.96%，两人都承诺不参与公司实际经营和决策，将所持股份所享有的表决权、提案权、提名权等委托给喻自文和邢卫民代为行使，因此两名实控人合计直接、间接持有及控制公司表决权比例为49.08%。

图表 3 公司股权结构与主要参控股公司



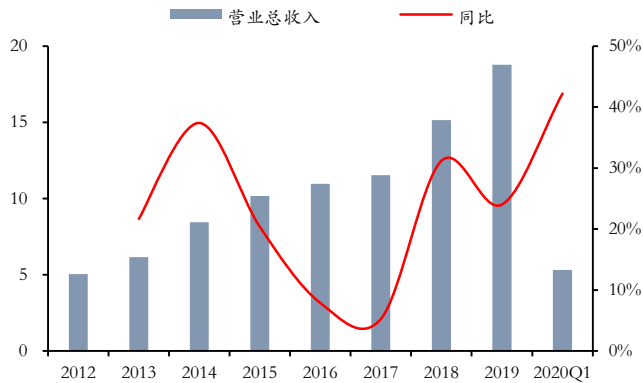
资料来源：公司公告，华创证券

（四）冰鲜业务带动公司业绩高增长，盈利能力持续提升

2012-2019年，公司营业收入从5.05亿元增至18.78亿元，年复合增速为20.64%；归母净利润从0.43亿元增至2.27亿元，年复合增速为26.83%。进入到2020年，受新冠肺炎疫情影响，活禽市场关闭导致全国范围内活禽交易几乎

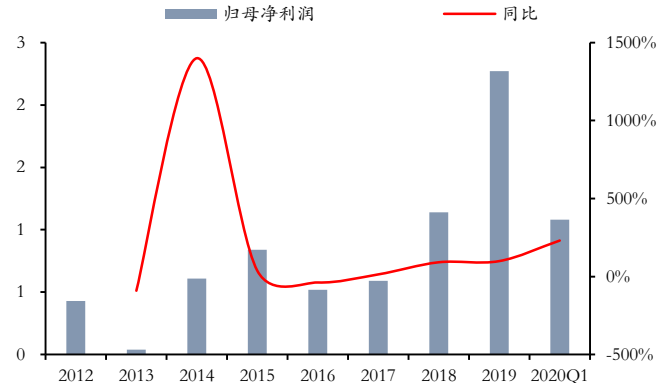
暂停，消费者全面转向商超采购，冰鲜禽肉产品供不应求，受此影响，公司冰鲜产品销售价格同比大幅上涨，带动公司业绩大增，2020Q1 公司实现营业收入 5.31 亿元，同增 42.2%，归母净利润 1.08 亿元，同比大增 230.7%。

图表 4 公司 2012-2020Q1 营收及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

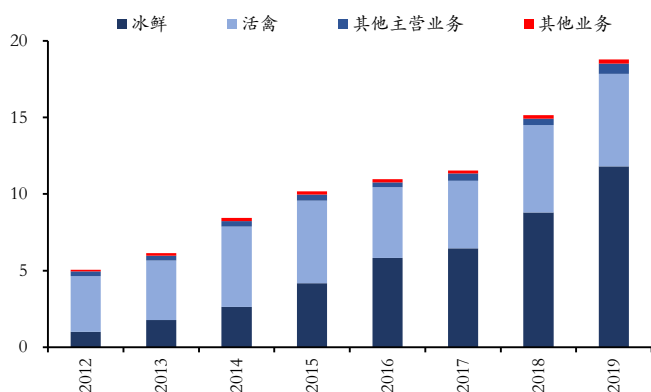
图表 5 公司 2012-2020Q1 净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

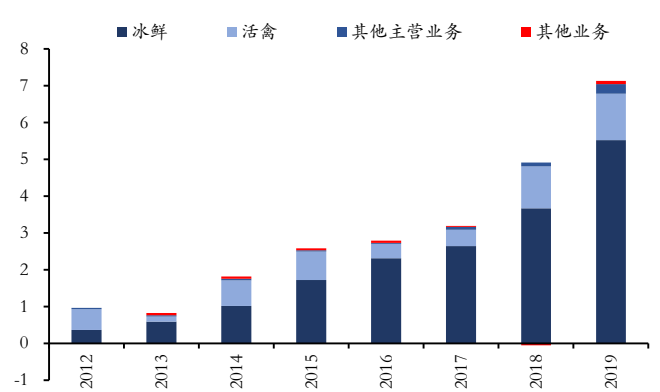
收入端来看，公司营收以冰鲜产品和活禽销售为主，2019 年，冰鲜产品和活禽销售收入分别为 11.8 亿元和 6.04 亿元，占比分别为 62.8%和 32.2%，合计占比达 85%。利润端来看，公司毛利主要由冰鲜产品和活禽贡献，2019 年冰鲜产品毛利 5.52 亿元，占比高达 77.34%，其次是活禽业务，实现毛利 1.26 亿元，占比 17.71%。

图表 6 公司营收以冷鲜产品及活禽为主（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

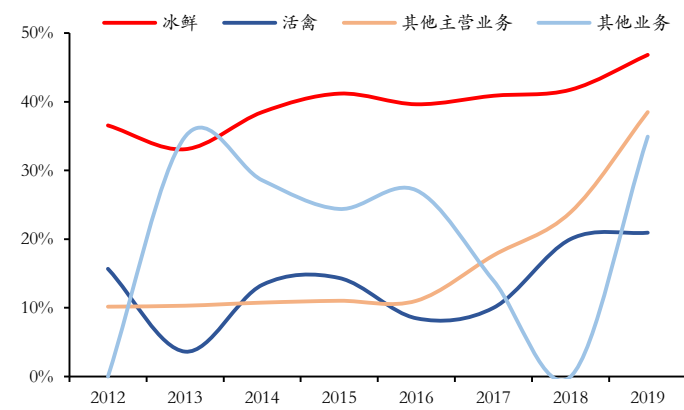
图表 7 公司毛利以冷鲜产品及活禽为主（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

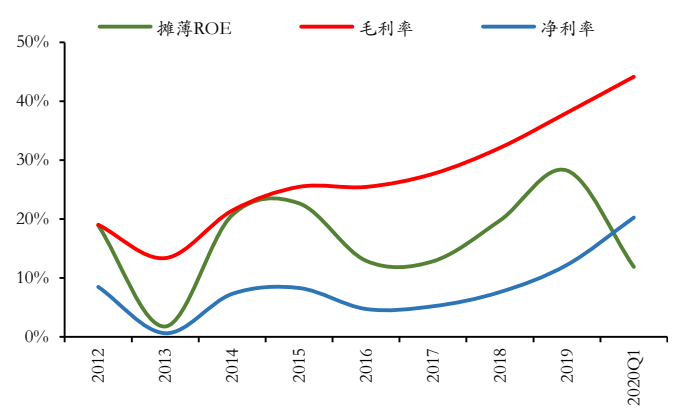
毛利率层面，冰鲜产品由于壁垒更高、附加值更大，毛利率显著高于活禽产品，2012-2019 年，公司冰鲜产品整体毛利率为 41.97%，显著高于同期活禽产品 13.9%的毛利率水平。而且，正是受益于高毛利的冰鲜产品收入占比持续提高，公司盈利能力不断提升，2019 年公司整体毛利率为 44.14%，过去 7 年复合增速为 10.40%；整体净利率为 20.25%，过去 7 年复合增速为 5.33%。

图表 8 公司 2012-2019 年分产品毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

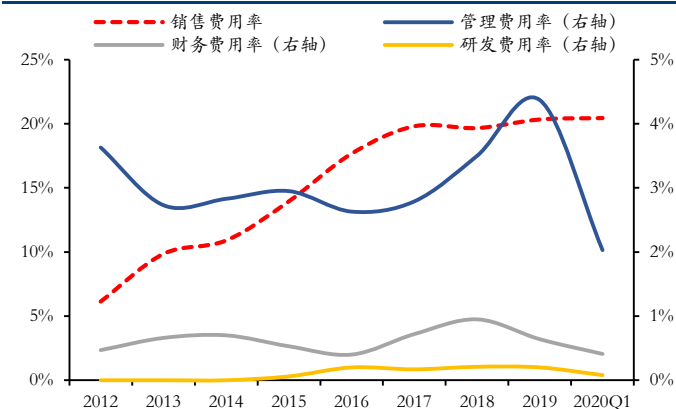
图表 9 公司 2012-2020Q1 年盈利情况



资料来源：公司公告，华创证券

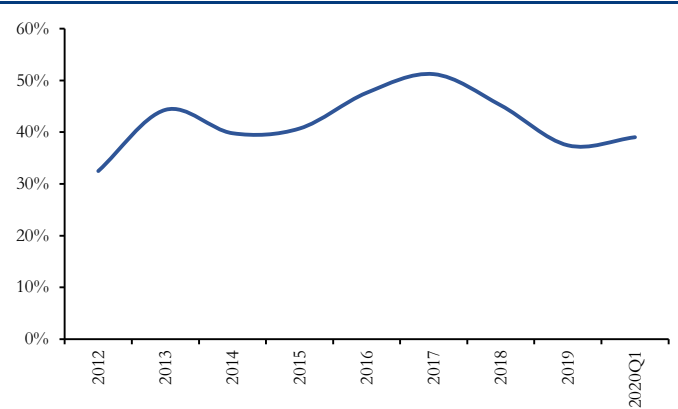
费用端层面，2012-2019 年，公司销售费用率从 6.14% 大幅提升至 20.33%，主要是受冰鲜产品销售费用较高所致，首先，公司活禽屠宰后的冰鲜产品销售均为自建销售网络并通过冷链物流配送，因此运输费用较高；其次，冰鲜产品全部通过商超销售，并通过公司自有业务员驻点直面消费者营销推广，因此人工成本同样较高，随着公司冰鲜业务营收占比逐年持续提升，公司销售费用率不断增长。

图表 10 公司 2012-2020Q1 公司四费费率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 公司 2012-2020Q1 资产负债率



资料来源：公司公告，华创证券

二、行业分析——禽肉需求高景气，黄羽肉鸡消费加速向冰鲜品转型

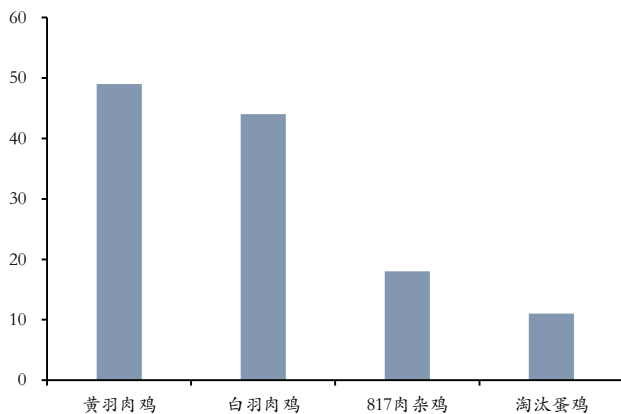
经过上世纪 90 年代以来的快速发展，我国肉鸡产业逐步形成品种优良化、饲料全价化、饲养规模化和产业化的格局，并成为国内畜牧业中产业化最迅速、最典型、市场化程度最高的子行业。从品种来看，我国肉鸡品类主要包括黄羽肉鸡、白羽肉鸡、817 肉杂鸡、淘汰蛋鸡等，其中黄羽肉鸡和白羽肉鸡是我国肉鸡消费最主要品种，2019 年合计出栏量为 93 亿羽，占肉鸡出栏总量的 76% 左右。其中黄羽肉鸡是我国地方有色羽鸡，亦称优质鸡，具有生长周期长等特点，主要适合中式烹饪；相比之下，白羽肉鸡主要是从国外引进，具有生长快、体型大、饲料报酬高等特点，主要品种有艾维茵、AA+、罗斯鸡、科宝等，主要适合西式烹饪方式。

图表 12 白羽肉鸡与黄羽肉鸡对比

	黄羽肉鸡	白羽肉鸡
外观		
类型	我国本土品种	进口品种
品种	快速、中速和慢速	快大型肉鸡
生长周期	长	短
料肉比	高	低
繁育体系	国内拥有完整的繁育体系	祖代种鸡以来从国外引种
目标客户	家庭消费、企事业单位和酒店	肯德基、麦当劳等快餐消费及分割产品出口
生产消费区域	主要集中在我国南方和港澳地区	北方为主
交易形式	活禽为主	屠宰分割品为主
价格	较高	较低
竞争环境	区域性竞争为主	国际市场竞争

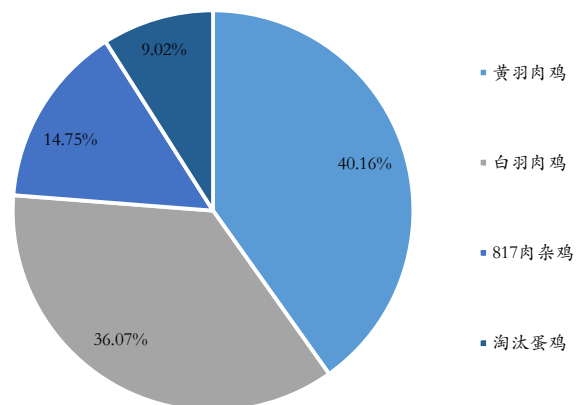
资料来源：公司招股说明书，公司官网，华创证券

图表 13 2019 年我国肉鸡出栏量（亿羽）



资料来源：中国禽业分会，华创证券

图表 14 2019 年我国肉鸡出栏结构



资料来源：中国禽业分会，华创证券

（一）黄羽肉鸡适合中式烹饪，深受国内消费者青睐

黄羽肉鸡是由我国优良的地方品种杂交培育而成的优质肉鸡品类，国产率接近 100%，主要包括黄羽、麻羽及其他有色羽。相比于白羽肉鸡，黄羽肉鸡具有体重小、生长周期长、抗病能力强、肉质鲜美等特点，非常符合国内消费者的消费习惯和偏好，销售方式主要以活禽市场上活鸡交易为主，适用中式烹饪。

按照生长速度快慢，黄羽肉鸡可分为快速型、中速型和慢速型。其中快速型黄羽肉鸡生长速度较快，平均出栏日龄

53 天，比白羽肉鸡长 10 天以上，但肉质口感等要强于白羽肉鸡，在我国华东地区以快速鸡为主；慢速型黄羽肉鸡生产速度最慢，平均出栏日龄 95 天以上，养殖模式以放养为主，肉质口感最好，消费场景主要是中高档餐厅，或以礼盒、活鸡等形式进入家庭消费，以两广地区为主；中速型黄羽肉鸡生产速度和肉质口感等则介于快速鸡和慢速鸡之间，平均出栏日龄为 80 天，由于胸腿肌较好，脚胫粗细适中、皮肤光亮，经过屠宰加工后胴体美观、肉质较好、冰鲜后风味口感下降程度较轻，一定程度上兼顾了生产性能和鸡肉品质，因此近年来成为冰鲜鸡市场的最佳选择，在我国以两广、云贵川等地为主。以公司产品为例，石门土鸡属于慢速型黄羽肉鸡，麻鸡、青脚等属于快速型黄羽肉鸡，土三黄、丝乌鸡、黑土二等属于中速型黄羽肉鸡。随着人民生活水平的不断提高，消费者对于鸡肉产品的肉质、口感、安全、健康等方面的要求越来越高，黄羽肉鸡尤其是慢速型黄鸡的市场需求有望迎来快速持续增长。

图表 15 黄羽肉鸡分类及主要性能参数

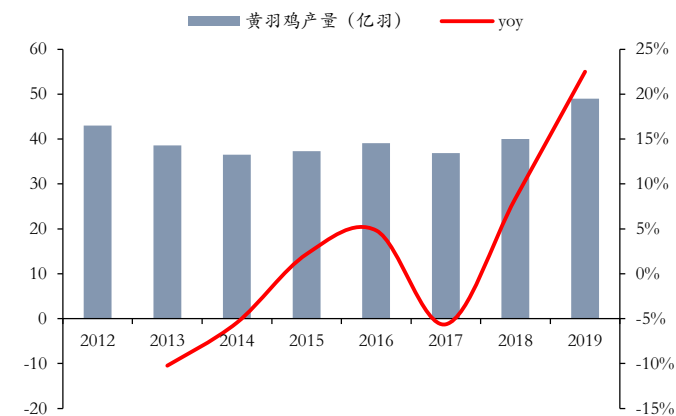
类型	出栏日龄（平均日龄）	平均体重（公斤）	料肉比	地域	消费场景	公司代表品种
快速型	42-65（53）	1.25-1.50（1.4）	1.8-2.6:1	华东地区	黄羽肉鸡低端消费群体	麻鸡、青脚
中速型	65-95（80）	1.25-1.50（1.4）	2.6-3.0:1	两广、云贵川	家庭消费和酒店等	土三黄、丝乌鸡、黑土二
慢速型	95+（95）	1.25-1.50（1.4）	2.8-3.2:1	两广地区	中高档餐厅，或以礼盒、活鸡等进入家庭消费	石门土鸡

资料来源：公司招股说明书，华创证券

（二）供给端：猪鸡替代，2019 年黄羽肉鸡出栏量创新高，行业集中度较肉鸡整体略高

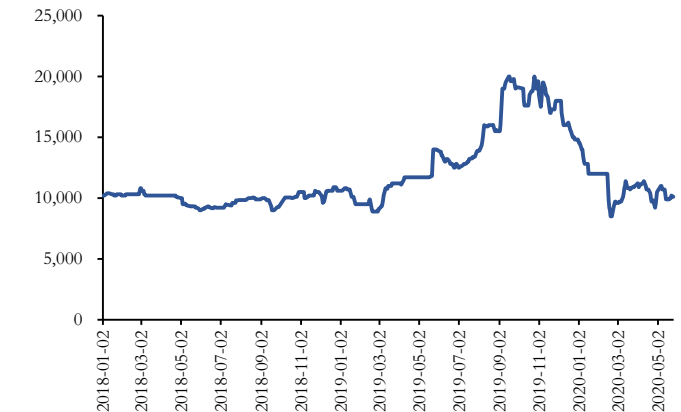
2019 年非洲猪瘟疫情影响下，猪肉供应量大幅下滑，对动物蛋白的需求部分转移到黄羽肉鸡消费上，2019 年我国黄羽肉鸡出栏 49 亿羽，同比大幅增加 22.5%，此外，猪肉价格的大幅上涨也带动相关肉类产品的涨价，据国家粮油信息中心统计，2019 年广东地区快速型黄鸡批发均价为 13.99 元/公斤，同比大幅增长 40.67%。

图表 16 黄羽肉鸡历年出栏量及增速



资料来源：中国禽业分会，华创证券

图表 17 广东快速型黄羽肉鸡价格走势



资料来源：中国禽业分会，华创证券

图表 18 快大鸡与中速鸡价格走势



资料来源：新牧网，华创证券

图表 19 土鸡与乌骨鸡价格走势

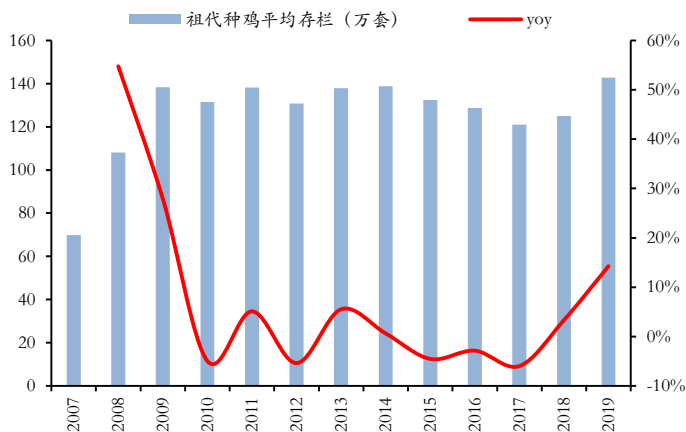


资料来源：新牧网，华创证券

1、2020 年黄羽肉鸡出栏量有望同增 15%以上

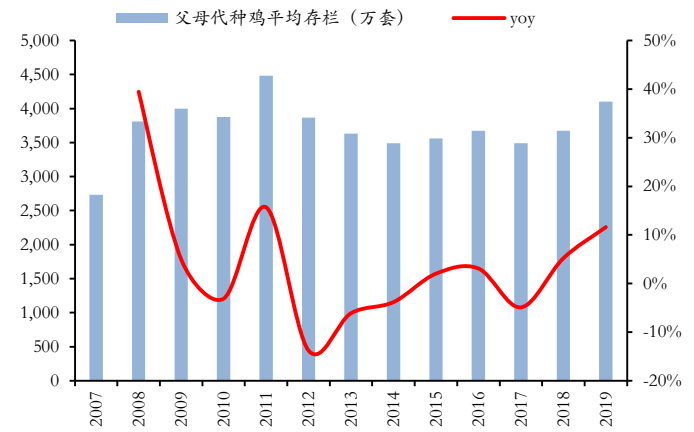
产能端来看，全国，我国祖代和父母代黄羽肉种鸡存栏量自 2017 年跌入低点后开启上行通道，2018 和 2019 年，全国祖代鸡存栏量同比分别增长 3.3%、14.3%，2019 年底存栏量达到 143 万套，为 2014 年以来新高；父母代种鸡存栏量同比分别增长 5.2%、11.6%，2019 年底存栏量达到 4100 万套，为 2012 年以来新高。进入到 2020 年，全国生猪存栏正处于缓慢恢复过程中，我们测算，今年全国猪肉产量或仍将下降 30% 以上，禽肉替代需求得以延续，黄鸡出栏量有望同增 15% 以上。

图表 20 我国祖代黄羽肉种鸡存栏量及增速



资料来源：中国禽业分会，华创证券

图表 21 我国父母代黄羽肉种鸡存栏量及增速



资料来源：中国禽业分会，华创证券

2、黄羽肉鸡养殖规模化程度高，集中度仍较低

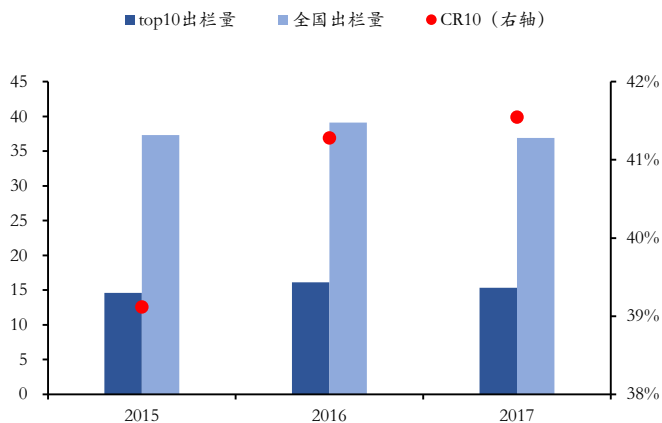
行业整体来看，我国商品代肉鸡养殖规模化比例不断提升，从 2003 年的 67% 提升至 2014 年的 90% 以上（注：规模化指的是年出栏 2000 羽以上），但市场集中度仍偏低，2014-2016 年养殖规模在 100 万套以上的养殖场数量占比不足 0.01%，2013 年超过 100 万羽的大规模养殖比例为 12%，前十大企业产量占比不足 25%。具体来看，黄羽肉鸡行业集中度略高，2015-2017 年，黄羽肉鸡前 10 大企业出栏量占比分别为 39%、41% 和 42%。其中 top2 企业中，温氏股份、立华股份 2018 年出栏占比分别为 18.87% 和 6.59%。

图表 22 2014-2016 年我国肉鸡养殖规模结构

养殖规模（套）	2016 年		2015 年		2014 年	
	养殖场数量（个）	占比	养殖场数量（个）	占比	养殖场数量（个）	占比
1-1999	20148867	98.217%	20814808	98.101%	21644679	98.093%
2000-9999	214150	1.044%	240841	1.135%	258379	1.171%
10000-49999	121433	0.592%	134246	0.633%	132780	0.602%
50000-99999	20940	0.102%	19532	0.092%	21183	0.096%
100000-499999	7419	0.036%	6695	0.032%	6911	0.031%
500000-999999	938	0.005%	931	0.004%	912	0.004%
100 万以上	928	0.005%	789	0.004%	564	0.003%
合计	20514675	100%	21217842	100%	22065408	100%

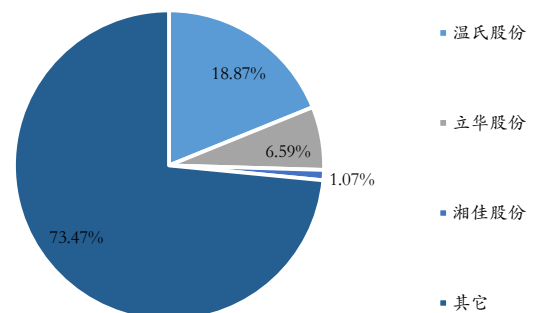
资料来源：中国畜牧业年鉴，中国畜牧兽医年鉴，华创证券

图表 23 我国黄羽鸡行业 CR10 约在 40%左右



资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 24 2018 年主要黄羽肉鸡上市公司出栏量份额



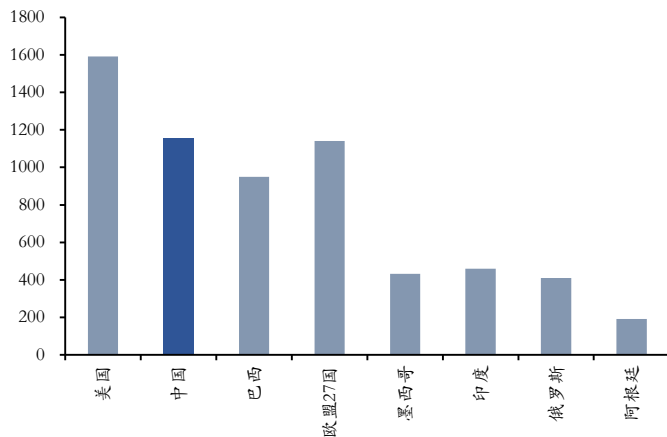
资料来源：公司招股说明书，华创证券

（三）需求端：人均鸡肉消费仍有较大提升空间，疫情+政策驱动消费方式从活禽交易向冰鲜产品切换

1、国内人均鸡肉消费水平远低于发达国家

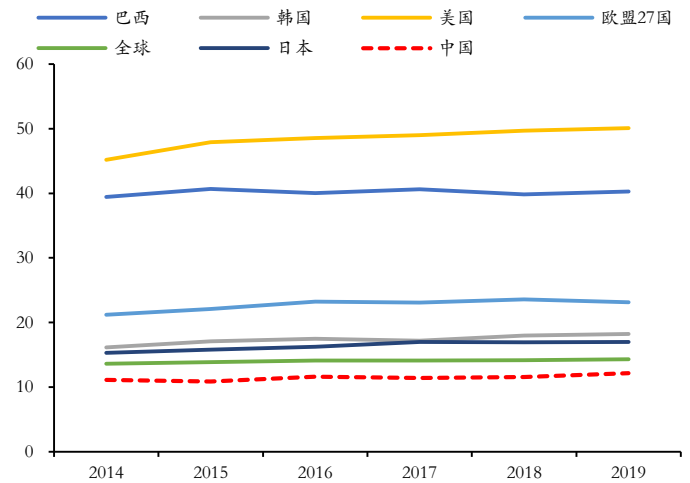
根据美国农业部统计，2018 年我国鸡肉国内消费总量为 1153.5 万吨，仅次于美国，位居全球第二。但从人均数据来看，我国仅为 12 公斤/年左右，与其他鸡肉消费大国比起来仍有不小差距，其中美国、巴西人均鸡肉消费量均超过 40 公斤/年，东亚区域内，日韩人均鸡肉消费量也在 17-18 公斤/年左右。而和大陆具有相类似饮食结构的我国台湾地区的人均鸡肉消费量更是高达 28 公斤/年，因此横向对标，未来国内鸡肉市场仍有较大增长空间。

图表 25 2018 年全球主要国家鸡肉消费量（万吨）



资料来源：USDA，华创证券

图表 26 全球主要国家历年来人均鸡肉消费量（公斤）

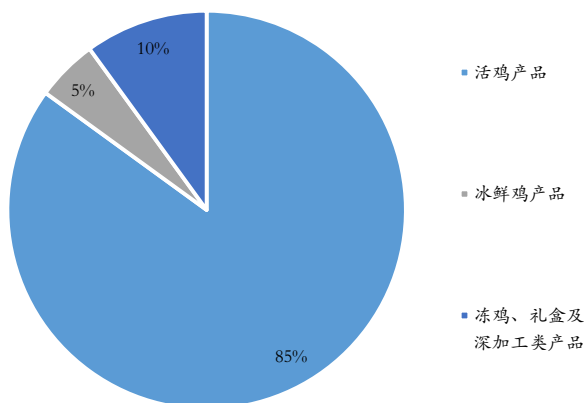


资料来源：OECD，华创证券

2、黄羽肉鸡消费场景以活禽为主

与白羽肉鸡主要通过屠宰后以白条或者分割品的形式进入到快餐消费、工矿企业食堂等不同，我国黄羽肉鸡加工比例较低，多通过活禽市场上活鸡交易进入到家庭消费等终端，据中国畜牧业协会统计，2014 年我国黄羽肉鸡消费中，活鸡产品消费占比约为 85%，而通过冰鲜鸡产品消费占比仅为 5%左右，其余通过冻鸡、礼盒及深加工等方式消费占比约为 10%。据新牧网新禽况统计，目前主要有温氏股份、老乡鸡、湘佳牧业、天农食品、江丰实业、春茂股份、华卫集团、唐顺兴、盈富农业等企业不同程度涉及屠宰冷链和终端，合计非活禽部分的产品数量在 2.5 亿只以上。

图表 27 黄羽肉鸡消费方式以活鸡为主



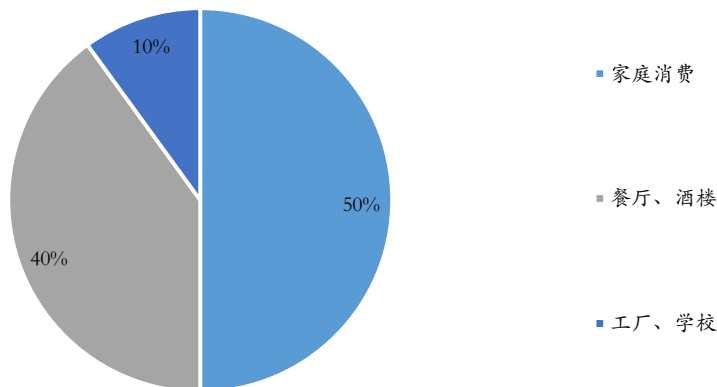
资料来源：中国畜牧业协会，华创证券

图表 28 佛山活禽销售“三分离”模式



资料来源：视觉佛山公众号

图表 29 国鸡消费模式以家庭消费和餐饮、酒楼为主



资料来源：新禽况公众号，华创证券 注：国鸡主要为黄羽肉鸡

3、未来黄羽肉鸡向冰鲜肉消费加速转型

冰鲜肉，即冷却排酸肉、冷鲜肉，是对屠宰后的畜禽胴体迅速进行冷却处理，使胴体温度在 24 小时内降为 0-4℃，并在后续加工、流通和销售过程中始终保持 0-4℃范围内的生鲜肉。经过冷却排酸，能有效抑制肉中有害细菌的生长，使肉中的有害物质充分排除，更加安全、卫生，既保存了肉的营养价值，又使肉质变得柔软多汁，滋味鲜美，通常在-2~5℃下可保存七天左右。

图表 30 冰鲜肉、热鲜肉、冷冻肉对比

	安全性	营养性	口味	保质期
热鲜肉	生产流通过程易受到空气、运输车和包装等污染	未经排酸处理，不利于人体吸收	肉质较硬、肉汤混、香味较淡	常温下半天甚至更短
冷冻肉	屠宰预冷后在-18℃速冻，有害物质被抑制	冰晶破坏猪肉组织，导致营养成分大量流失	肉质干硬、香味淡、不够鲜美	-18℃以下，12 个月以上
冰鲜肉	0-4℃无菌生产和流通，24-48 小时冷却排酸，安全性高	保留肉质绝大部分营养成分，能被人体充分吸收	鲜嫩多汁、易咀嚼、汤清、肉鲜	在-2~5℃可保存七天

资料来源：华创证券整理

首先，全球来看，冰鲜禽肉的发展是大势所趋。目前除了少数国家和地区还存在活禽交易外，全球多数地区只销售冰鲜禽肉。其次，禽流感疫情叠加新冠疫情的影响下，活禽市场的关闭严重打击了黄鸡养殖业，倒逼行业加快向冰鲜肉转型升级。实际上早在 2006 年，国务院办公厅下发《关于整顿和规范活禽经营市场秩序加强高致病性禽流感防控工作的意见》中就提出要求，率先在大城市逐步取消活禽的市场销售和宰杀，推行“禽类定点屠宰、白条禽上市”，同年，农业部也在印发的《农产品加工业“十一五”发展规划》中强调，“加强冷却肉、冰鲜禽肉、发酵肉制品、传统肉制品、功能性肉制品等产品精深加工与物流配送技术与研究开发”。自 2014 年以来，从中央到地方纷纷推进“规模养殖、集中屠宰、冷链配送、冷鲜上市”16 字方针，但受限于采购活禽的消费习惯需要培育，冰鲜鸡加工技术、冷链物流配送设施等不够完善，加上国内黄羽肉鸡养殖体量大，因此前几年产业转型速度缓慢。近几年禽流感等疫病流行趋势复杂化使得企业忧患意识增强、逐渐增加对冰鲜鸡开发力度，此外消费者对冰鲜鸡的接受程度和对禁售活禽政策的理解程度也在不断提升，加上电商物流、屠宰加工、保鲜等技术和设施的快速发展，黄羽肉鸡产业转型升级迎来重大契机。据新牧网统计，截至今年 5 月份，全国已有 26 个省级行政区推行冰鲜上市，实施冰鲜上市城市数量已达 66 个。

图表 31 近两年我国支持冷链物流建设相关政策措施统计

发布时间	部门	政策名称	概要
2018/2/5	农业农村部	2018 农产品质量安全重点工作要点	完善绿色农业标准体系，重点制定蔬菜水果和特色农产品的农药残留限量标准和畜禽屠宰、饲料卫生安全、冷链物流、畜禽粪污资源化利用、水产养殖尾水排放等国家标准和行业标准
2018/3/6	农业农村部	关于做好 2018 年屠宰行业管理工作的通知	开展标准化建设，主攻“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”
2018/3/22	商务部、国家标准化管理委员会	关于开展农产品冷链流通标准化示范工作的通知	在农产品冷链温度监控、全程冷链、农产品产地预冷等方面对试点城市和试点企业加强指导和服务
2018/8/15	商务部办公厅	关于做好农产品产销对接工作的通知	重点加强农产品冷链设施建设，补上冷链物流短板，提高农产品商品化处理能力和错峰销售能力。
2018/9/18	市场监督管理总局	关于加强冷藏冷冻食品经营监督管理的通知	对入库冷藏冷冻食品进行符合性验证和感官抽查，并查验运输冷藏车（厢）内温度的记录、测定食品的中心温度，经验收合格后的食品方可入库
2019/1/4	交通运输部等	关于加强城市绿色货运配送示范工程动态管理工作的通知	符合《保温车、冷藏车技术条件及试验方法》等要求，从事冷藏保温运输的城市配送车辆数占全部城市配送车辆保有量的比例应 $\geq 0.5\%$
2019/1/14	国务院	关于深入开展消费扶贫助力打赢脱贫攻坚战的指导意见	鼓励供销合作社、邮政和大型电商企业、商贸流通企业、农产品批发市场等整合产地物流设施资源，推动产地仓升级，增强仓储、分拣、包装、初加工、运输等综合服务能力，探索建立从产地到餐桌的冷链物流服务体系
2019/5/16	国务院	数字乡村发展战略纲要	加快推动农村地区水利、公路、电力、冷链物流、农业生产加工等基础设施的数字化、智能化转型
2019/5/20	国务院	关于深化改革加强食品安全工作的意见	建立覆盖基地贮藏、物流配送、市场批发、销售终端全链条的冷链配送系统，严格执行全过程温控标准和规范，落实食品运输在途监管责任
2019/6/13	发改委等部门	关于印发《绿色高效制冷行动方案》的通知	实施冷链物流绿色改造工程，在农产品、食品、医药等领域持冷链物流龙头企业集中更换绿色高效冰箱、冷藏陈列柜、商用冷柜、冷藏车、冷库等制冷设备和设施
2019/9/6	国务院	关于稳定生猪生产促进转型升级的意见	推行猪肉产品冷链调运，加快建立冷鲜肉品流通和配送体系，实现“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”
2019/9/19	国务院	交通强国建设纲要	加强冷链基础设施网络建设
2019/12/16	农业农村部、发改委等部门	关于实施“互联网+”农产品出村进城工程的指导意见	加强冷链物流集散中心建设，完善低温分拣加工、冷藏运输、冷库等设施设备，强化城市社区配送终端冷藏条件建设，做好销地与产地冷链衔接，构建覆盖农产品生产、加工、运输、储存、销售等环节的全程冷链物流体系

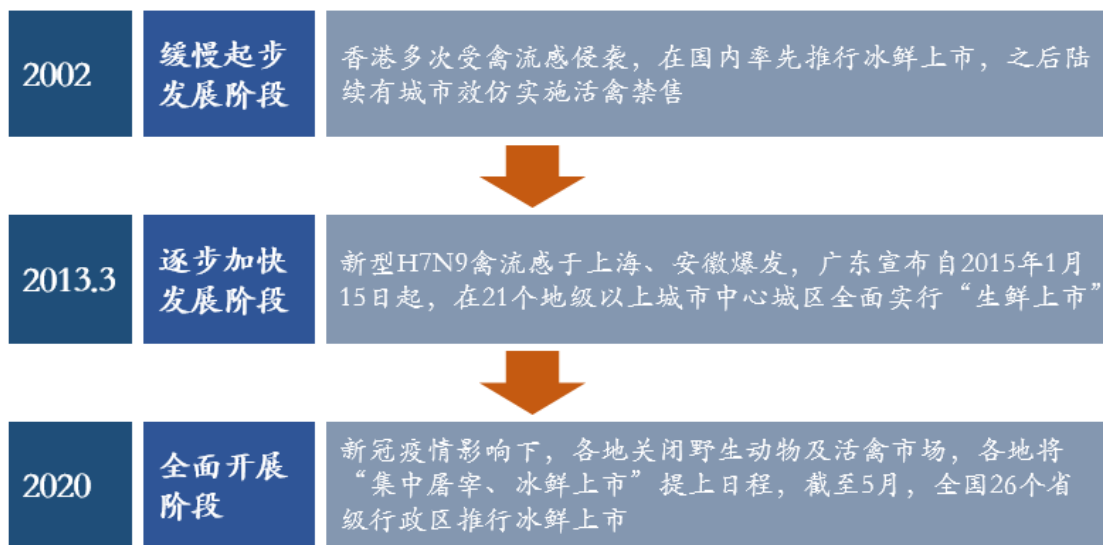
资料来源：中国政府网，农业农村部等，华创证券整理

图表 32 亚过冷保鲜新技术大大提高生鲜保质期和产品货架期

	温度	保鲜时长	品质风味
常规生鲜	0℃左右	3-5 天	好
冷冻	-18℃	超长	差
亚过冷保鲜新技术	-3 至-12℃	3 个月以上	好

资料来源：中国农科院，华创证券

图表 33 我国活禽冰鲜产品上市发展历程



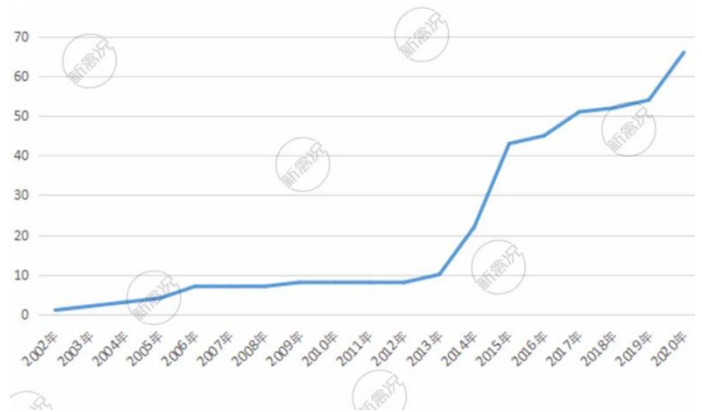
资料来源：新牧网，华创证券

图表 34 截至今年 5 月全国实行生鲜上市城市数量



资料来源：新禽况公众号

图表 35 全国实施冰鲜上市城市数量趋势图



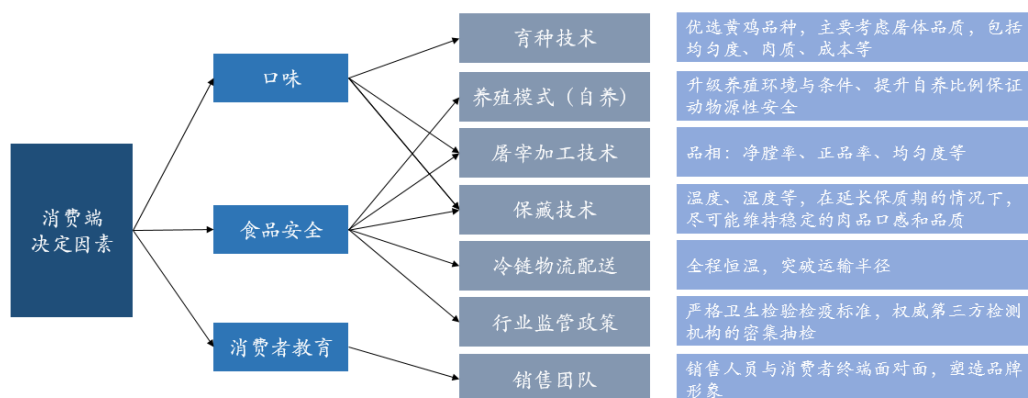
资料来源：新禽况公众号 注：数据截至 2020 年 5 月 18 日

三、公司核心竞争力分析——布局黄羽肉鸡冰鲜品十余载，龙头地位巩固

（一）前瞻布局屠宰及肉制品加工，行业领先的黄鸡加工商，壁垒突出

活禽交易向生鲜屠宰切换是必然，纵观历史经验，各类公共卫生安全事件（不单单是禽流感疫情，比如年初的新冠疫情）通常都会导致活禽市场关闭，从而对黄羽肉鸡养殖行业带来沉重打击。从消费者角度来看，禽肉生鲜品发展的最大障碍有两个：①口味；②食品安全。归因来看，口味保障主要对应育种、屠宰、加工、保藏等技术升级，而食品安全则对应行业监管政策、屠宰加工物流配送技术升级、安全可控的养殖模式等。总体来讲，严监管下的全产业链一体化经营更有助于肉品生产流通的过程管控与溯源，是赢得消费者信任的基础，辅之以持续的消费者教育，生鲜品的增长路径有望得到固化。

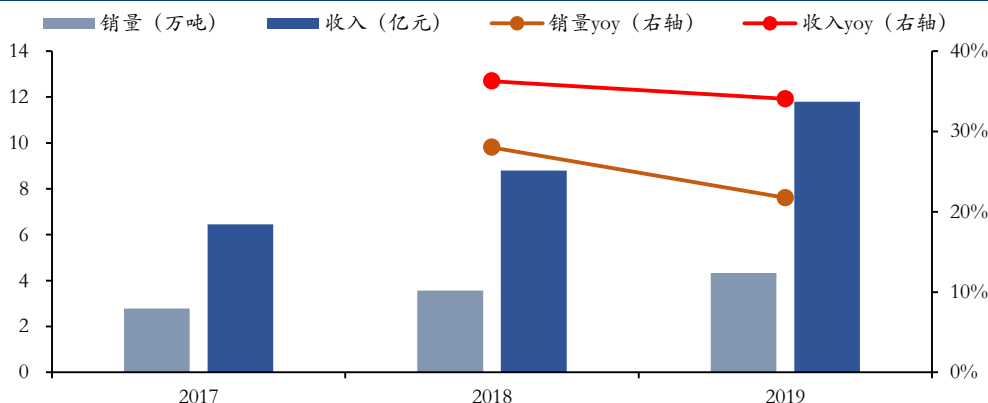
图表 36 冰鲜品消费者决定因素拆解为口味、食品安全和消费者教育三类



资料来源：新牧网，公司招股说明书等，华创证券整理

公司从 2007 年就开始探索对冰鲜禽肉的营销模式，经过十余年的积极开拓和持续探索，公司冰鲜产品已处于行业领先地位，2019 年公司冰鲜禽肉产品销售达 4.34 万吨，实现销售收入 11.8 亿元，过去 3 年冰鲜业务收入复合增速达 35%。目前，行业内不少企业已经认识到转型升级的重要性，开始大力发展冰鲜产品，希望藉此拓展新的业绩增长点、增强抗风险能力，但我们认为，公司凭借渠道端、供应链环节等前瞻布局下积累了较强的先发优势，壁垒突出。

图表 37 公司近三年冰鲜产品销量及收入持续高增长



资料来源：公司招股说明书，华创证券

1、深耕商超渠道，收入占比高达5成以上，新零售及餐饮客户成未来业绩增长重要驱动力

养殖企业切入 to C 业务相对比较困难，因此通过合作的形式切入商超等渠道，打通从养殖到冰鲜上市的产业链条是优选路径。公司加强渠道建设力度，逐步减小了对活禽市场消费的依赖和黄鸡周期的影响，目前公司冰鲜禽肉已经进入湖南、湖北、重庆、北京、上海、广东等 20 多个省市 100 多座大中城市，并与永辉、家乐福、沃尔玛、大润发、华润万家、中百仓储等大型商超集团建立起了长远的战略合作关系。截至 2019 年底，公司冰鲜产品已进入 159 家超市系统，门店数量达 2733 家。2019 年公司超市渠道收入占冰鲜收入比例高达 85.03%，占总营收的比例也达到 53.42%。

图表 38 公司部分合作伙伴



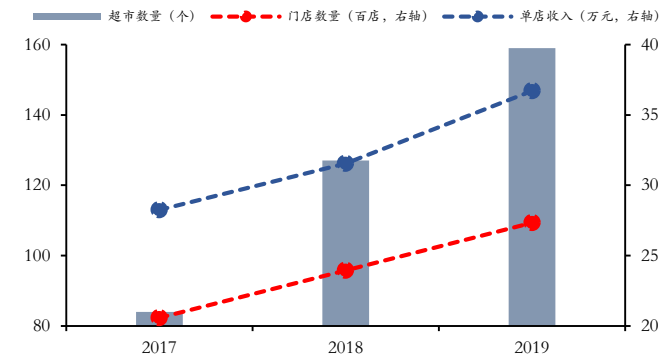
资料来源：公司官方公众号，华创证券

图表 39 公司冰鲜禽肉产品销售区域分布图



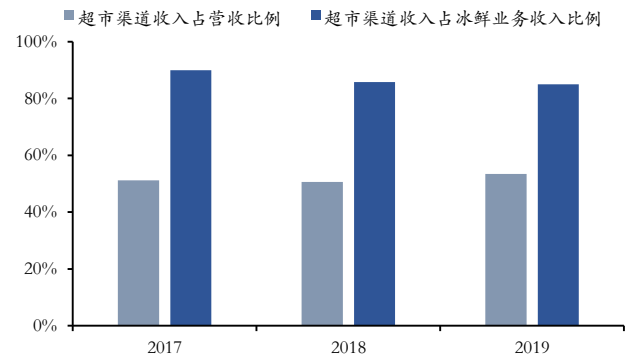
资料来源：公司招股说明书

图表 40 公司合作超市数量及单店收入均快速增长



资料来源：公司招股说明书，华创证券

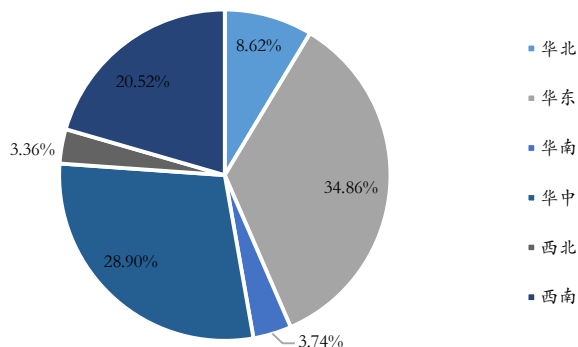
图表 41 公司超市渠道收入占总营收及冰鲜业务比例



资料来源：公司招股说明书，华创证券

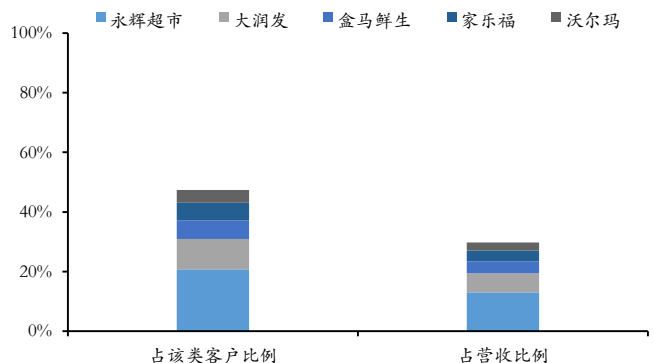
分区域来看，商超渠道销售收入中，华东地区占比最高，2019 年实现销售额 3.5 亿元，占比 34.9%，随后依次为华中地区、西南地区，分别占比 28.9%和 20.5%。分机构来看，永辉超市是公司第一大商超伙伴，2019 年销售额在商超渠道收入中占比高达 20.7%；2-5 名分别为大润发、盒马鲜生、家乐福和沃尔玛，各占商超渠道收入比重的 10.2%、6.3%、5.8%和 4.4%，TOP5 合计收入占比达高达 47.4%，在总营收中占比也达到 30.2%。

图表 42 2019 年公司商超渠道销售收入分区域占比



资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 43 2019 年公司前五大超市客户收入占比高



资料来源：公司招股说明书，华创证券

合作模式上，公司对各大超市的销售以直营模式为主，在合作门店设立冰鲜自营柜台，派驻营销人员在门店进行销售，自主定价、自主订货，合作超市根据销售金额提取固定扣点，直营模式占公司超市客户收入的 85%左右，其余少量采用买断模式，根据超市门店订单供货，由超市销售，公司制定供货价格，建议零售价格。此外，公司对企业、学校、酒店、电商等团体客户则均采用买断模式。

图表 44 公司与超市合作以直营模式为主

超市合作	直营模式	1、公司在合作超市门店建立冰鲜自营柜台，派驻营销人员在门店进行销售，通过超市收银系统统一结算，超市根据销售金额提取一定比例的扣点 2、公司承担商品损耗，自主制定零售价格，公司控制毛利率，自主订货 3、超市费用主要为驻场人员工资、进场费、后台扣点及其他管理费用
	买断模式	1、公司根据超市门店的订单供货，由超市进行销售，每月末根据发货签收单暂估应收账款和销售收入，次月根据送货回单与超市进行对账，对账后调整暂估收入和应收账款 2、公司制定供货价格，建议零售价格 3、公司在超市无销售人员，除物流费用外，不承担额外广告促销等费用

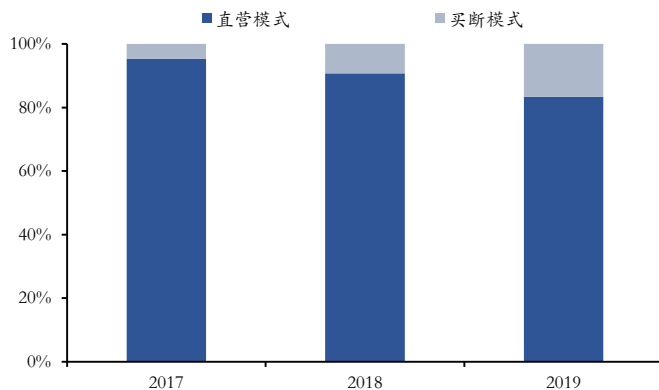
资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 45 公司与电商等团体客户合作均为买断模式

企业 学校 酒店 电商	买断模式	批发客户 城区农贸市场商贩
	买断模式	大客户 企业食堂、学校食堂、酒店后厨
	买断模式	电商客户 为国内大型电商平台如每日优鲜等

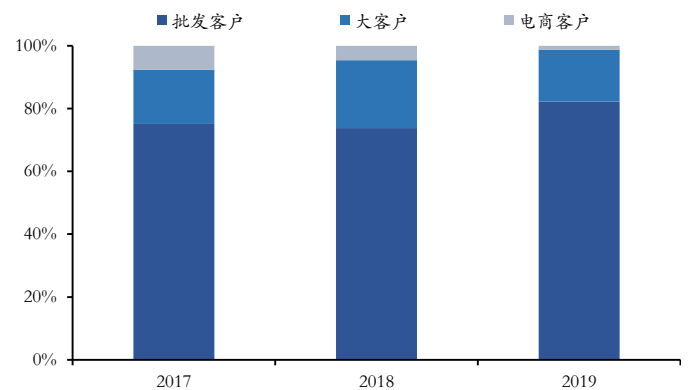
资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 46 公司超市销售中直营与买断模式销售占比



资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 47 公司团体客户中不同类型销售占比



资料来源：公司招股说明书，华创证券

公司通过与盒马鲜生、海底捞等的合作进一步打开未来成长空间。与 2019 年公司产品销售已基本覆盖盒马鲜生全国区域门店，同年 3 月，公司成功通过了海底捞新供应商准入审核。盒马鲜生和海底捞分别作为国内新零售商超和餐饮企业的典范代表，公司通过与其深度合作，能够持续提升自己冰鲜产品在全国范围内的品牌知名度，有望进一步打开传统商超之外新的增量空间，奠定未来业绩增长基础。目前公司已与叮咚买菜、京东 7FRESH 等新零售企业以及徐记海鲜、蒸浏记等知名餐饮企业建立了长远的战略合作关系。

图表 48 公司通过专柜的形式进入到各大商超门店

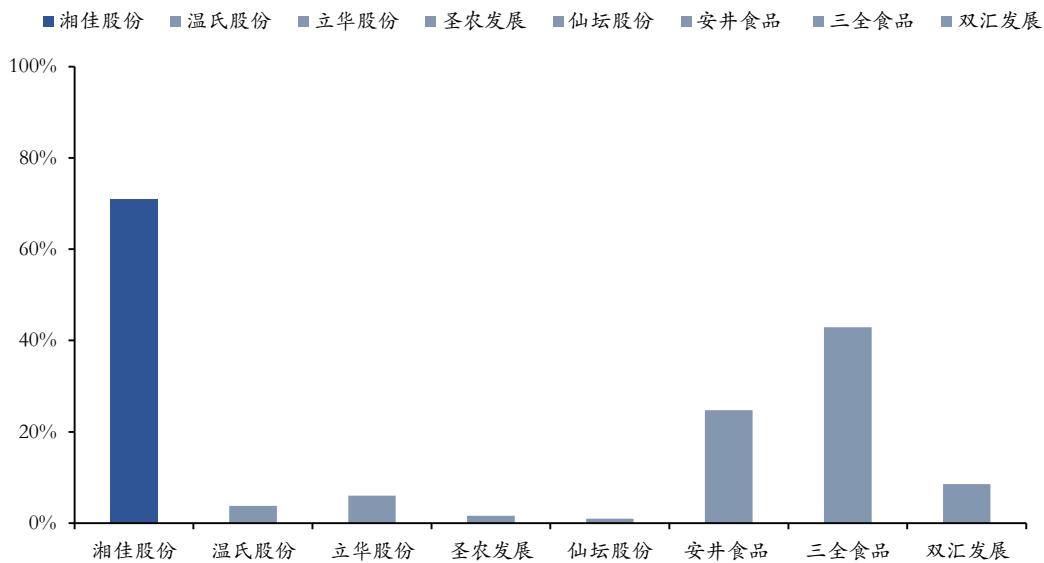


资料来源：石门土鸡公众号

2、庞大销售团队与消费者面对面，树立优质品牌形象

2019 年公司 4853 名员工中，销售人员数量高达 3441 名，即公司 70% 以上的员工从事销售工作，其中很多都是直接在商超一线与消费者面对面沟通，让普遍对生鲜鸡和国鸡还相对比较陌生的消费者能够识别国鸡特征，并指导消费者如何进行烹调，从而让湘佳品牌逐渐占领消费者心智，形成优质产品形象和品牌形象，在提供优质服务的基础上达到消费者教育的目的。

图表 49 公司销售人员占比远高于同行



资料来源：公司招股说明书，华创证券

这种“地毯式”的渗透模式在行业中非常罕见，也鲜有企业愿意如此持续地大手笔地投入。以 2019 年数据为例，行业中肉鸡养殖企业销售人员占比普遍在 5% 上下，肉制品龙头双汇发展也仅为 9%，即使是安井、三全等龙头食品企业，销售人员占比也分别只有 25% 和 43%。公司通过“人海战术”直面消费者，加强与终端的联系，既可以充分进行品牌宣传和消费引导，同时也能最快速及时地反馈消费需求，为产品创新与升级迭代提供最可靠的信息依据。“湘佳生鲜鸡”被评为中国最受消费者信赖的十大肉类品牌，“石门土鸡”荣登 2016 中国区域品牌/禽畜水产类价值榜单，品牌价值 45.94 亿元，被评为 2017 中国国际农产品交易会“金奖”。

图表 50 公司派驻超市门店销售人员



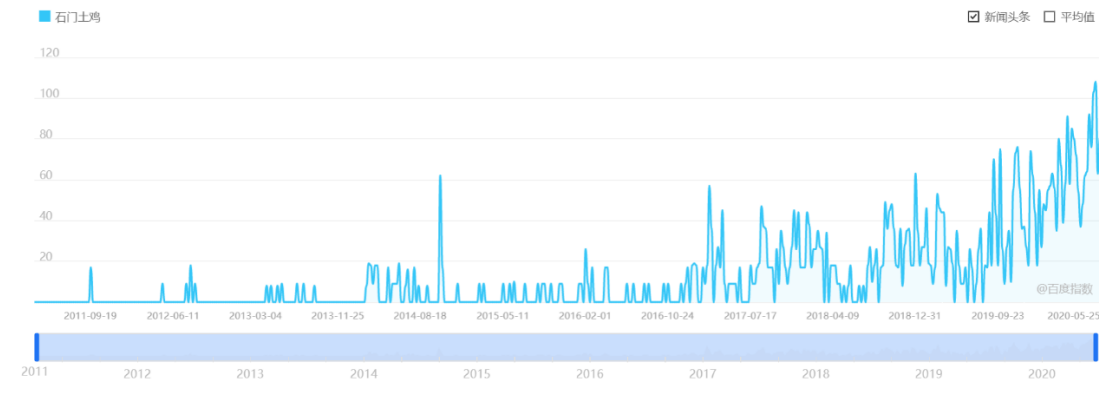
资料来源：石门土鸡公众号

图表 51 公司面对面促销



资料来源：石门土鸡公众号

图表 52 “石门土鸡”受关注度持续提升



资料来源：百度指数

3、强大的冷链物流配送体系保证快速稳定供应

冰鲜产品在后续加工、流通和零售过程中始终要保持 0-4℃ 的范围内，而且保质期一般较短，因此新进入者需要解决冷链物流建设以突破运输半径限制及在保鲜前提下延长食物的保质期等问题。公司经过多年持续投入和发展，目前已形成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。公司拥有 50 多辆大型冷链配送专用车，300 多辆小型冷链配送专用车，能够保证屠宰预冷风冷后的鲜禽产品全程保持 0-4℃ 的恒温配送，同时为保证运输时效性，公司将配送时长控制在 24 小时以内，确保冰鲜产品及时送达各商超门店等客户。

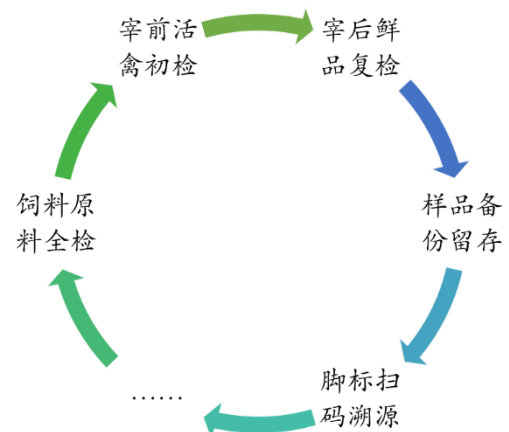
此外，公司还建立健全了饲料原料全检、宰前活禽初检、宰后鲜品复检、样品备份留存、脚标扫码溯源等六大质量管控体系，并接受全国各销售网点所在地监管机构的严格抽检，为消费者提供放心可靠的冰鲜产品。

图表 53 公司冷链配送专用车合计 300 多辆



资料来源：公司官网

图表 54 公司建立健全质量管控体系



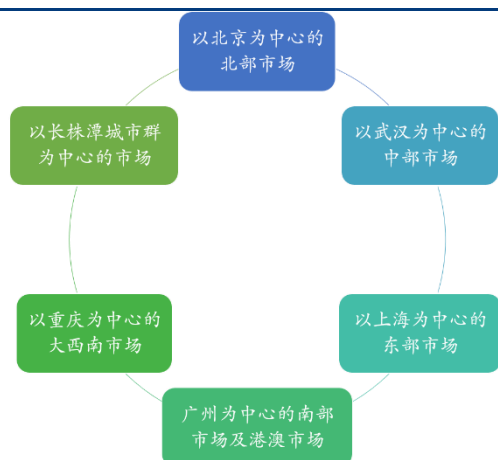
资料来源：新禽况，华创证券

4、定位冰鲜禽肉产品六大目标市场，持续升级营销策略拉动未来增长

结合地域和消费特征等的差异，公司在全国范围内划定冰鲜禽肉产品的 6 大目标市场，分别为以长株潭城市群为中心的市场、以重庆为中心的大西南市场、以武汉为中心的中部市场、以上海为中心的东部市场、以北京为中心的北部市场及以广州为中心的南部市场及港澳市场。在此基础上，公司计划通过巩固现有渠道、加强下沉渠道和团购客户开发力度等开拓新渠道、开发调理品等拓新品三大营销升级举措，巩固自身在黄羽肉鸡冰鲜市场的领先地位，预计至 2022 年完成除台湾、东三省、内蒙、宁夏、青海、西藏、新疆和海南以外的全国市场销售网络布局，力争黄羽

肉鸡冰鲜产品及调理品年销售收入达到 25 亿元。

图表 55 公司冰鲜禽肉产品定位六大目标市场



资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 56 公司三大升级营销策略

巩固现有渠道	加大对“湘佳”、“石门土鸡”的品牌推广力度，强化湘佳品牌在消费者心目中优质鸡生鲜禽肉的领先地位，继续在屠宰加工、冷链物流、柜台营销方面强化产品品质，作好“鲜”文章
拓展新渠道	依托现有冷链物流，将加快推进省会城市的网点覆盖，将目标市场向地市级、县级城市渗透，增加生鲜销售网点在商超体系的覆盖率；加强团购客户群体的开发力度
扩展新产品	依托优质禽肉开发系列新品，重点做好调理品的研发与推广，针对不同市场的口味作好调理品研发，借用现有生鲜产品渠道和冷链物流配送体系，推广高附加值产品

资料来源：公司招股说明书，华创证券

（二）“公司+基地+农户”模式提升自养比例，有效实现食品安全管控

1、石门土鸡为国家地理标志保护产品，公司探索持续品种改良

石门土鸡是湖南省常德市石门县特产，据《今县释名》记载，石门土鸡养殖源自南北朝置石门郡开始，距今已有 1400 余年历史，主要生长于石门县境内海拔 150-1200 米之间保护区内的天然草场、林间草场、果园草场等草地资源丰富等地区，以渫水、道水、澧水、沱水流域的山涧溪流为水源。石门土鸡个体健壮、爪细、羽毛有光泽且发亮、冠红且大，而且肉质细嫩、肉味鲜美、风味独特，富含蛋白质、矿物质、微量元素和维生素，有着高蛋白、低脂肪、低热量、低胆固醇的“一高三低”营养特点，2014 年原国家质检总局批准对“石门土鸡”实施地理标志产品保护。

原始石门土鸡以黑羽为主，部分为麻黄羽，经公司提纯，目前主要呈慢速型黑鸡特征，为公司培育的高端品种。公司从 2006 年开始就在国家级自然保护区壶瓶山麓探索石门土鸡散养模式，并持续探索石门土鸡品种改良，目前正投入研发土鸡一号配套系，正处在地方品种选育阶段。石门土鸡作为公司发展高档黄羽肉鸡产品的重要品系，为塑造优秀品牌形象起到重要支撑。

图表 57 散养石门土鸡



资料来源：石门土鸡公众号

图表 58 石门土鸡获得国家地理标志产品保护



资料来源：公司网站

2、“公司+基地+农户”养殖模式提升品质管控能力与供应链稳定性

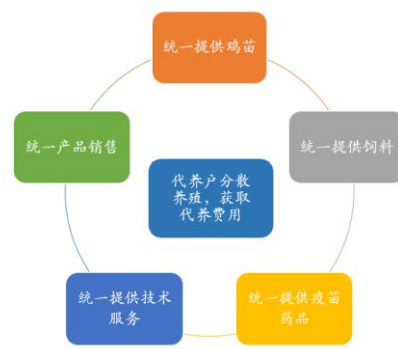
目前我国黄羽肉鸡养殖企业多采取“公司+农户（或家庭农场）”的生产模式，农户搭建棚舍、缴纳押金，由企业提供雏鸡、饲料、防疫、兽药及技术支持，等育成出栏时再由企业按照统一价格进行回收。该种模式促进了养殖企业以轻资产模式快速扩张，但也逐渐暴露出弊端：养殖效率相对较低、市场波动下带来违约风险以及农户在养殖过程控制上存在一定食品安全风险。公司一方面通过对农户实行“五统一、一分散”的代养管理模式，按照国家农产品生产的要求进行标准化、规范化的全过程监督管理；另一方面通过探索建立了自养基地，先后在石门、临澧、岳阳、湘阴等地投资建成了 19 个高标准、全自动、全封闭的标准化基地，通过效率更高、专业化程度更高、食品安全更有保障的“公司+基地+农户”的模式，采用平养方式，全程封闭式、自动化管理、不定期抽检，使得养殖过程可控可溯源，在改善养殖条件的基础上提高了生产性能和产品质量。

图表 59 公司“公司+基地+农户”生产模式优势明显

公司+农户	公司+基地+农户
易出现违约，影响供应稳定性	自动化程度高，封闭式管理
养殖过程控制弱	养殖过程可控可追溯
养殖效率低	养殖效率高
品质稳定性差	品质稳定性好
食品安全风险高	降低食品安全风险

资料来源：公司招股说明书，华创证券

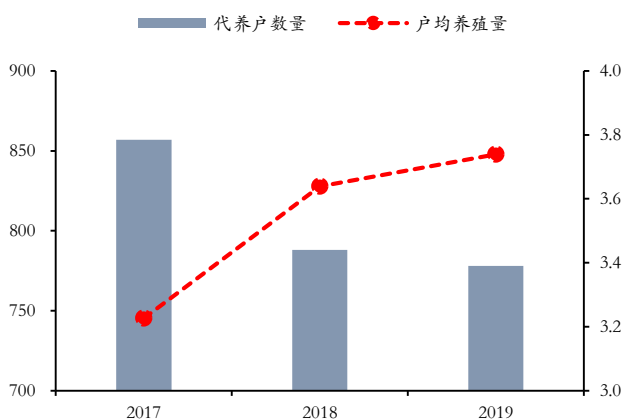
图表 60 公司“五统一、一分散”代养管理模式



资料来源：公司招股说明书，华创证券

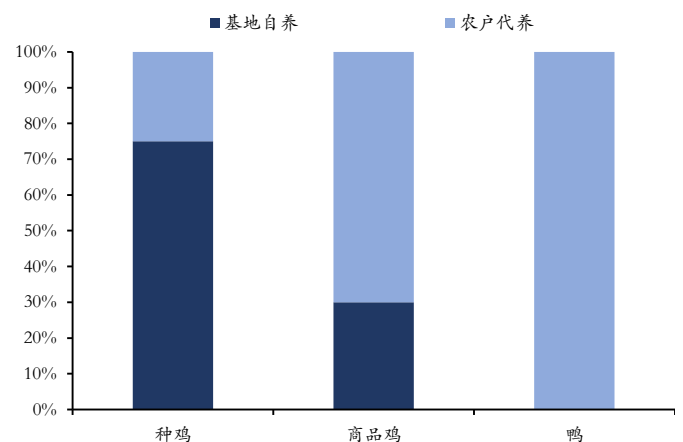
养殖场数量方面，2019 年底，公司自有养殖场 24 个，其中种鸡场 5 个，标准化养殖基地 19 个；代养种鸡场 4 个，代养种鸭场 1 个，商品代鸡鸭代养户共 778 户。此外，随着公司自有养殖规模不断扩大以及持续优化代养户结构，优先发展单批规模达到 1 万羽以上的长期合作代养户，因此整体代养户数量持续下降，从 2017 年的 857 户降至 2019 年的 778 户。**养殖结构方面**，种鸡中 25% 为农户代养，75% 为标准化基地自养；商品鸡中 70% 为农户代养，30% 为基地化自养；鸭则全部由农户代养。

图表 61 公司代养户质量不断升级



资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 62 公司种鸡、商品鸡、鸭自养及代养比例



资料来源：公司招股说明书，华创证券

持续扩大标准化基地自养规模。按照公司规划，未来三年公司继续推动“公司+基地+农户”的经营模式，扩大代养户养殖规模 1500 万羽，扩大标准化基地自养规模 3500 万羽，到 2022 年底，预计实现 1 亿羽的优质家禽养殖规模，

预计届时公司基地自养模式出栏量将持平或超过代养模式。

3、募投项目——产能扩充奠定未来增长基石

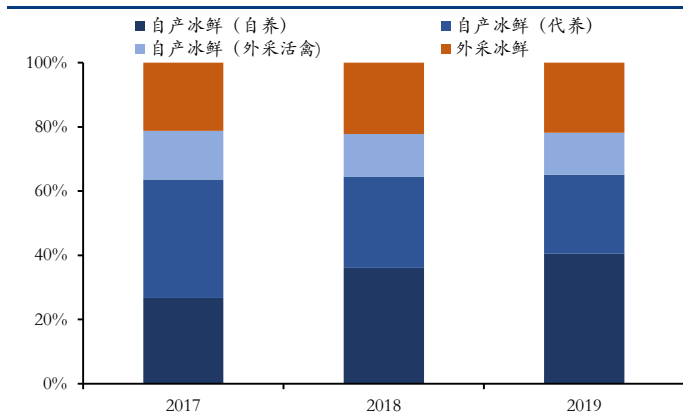
公司 IPO 募投资金主要拟用于建设 1250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目和年屠宰 3,000 万羽优质鸡加工厂项目（一期，年屠宰 1,200 万羽）。其中 1250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目为 4 个商品鸡场的建设，鸡场均采用笼养，实行全进全出制，保证鸡群健康、消除传染病，建成后每年将养殖 4 批左右，单批正常可养优质鸡 312 万羽。而年屠宰 3000 万羽优质鸡加工厂项目一期计划新增 1200 万羽屠宰加工产能。按照披露，公司当前养殖产能 5000 万羽，屠宰产能 3 万吨（若按照每羽鸡平均重量 1.7kg，全净膛出肉率 75%，对应约 2353 万羽屠宰产能，现有屠宰产能 << 养殖产能），此外，冰鲜禽肉加速对活禽替代的趋势有望加速，公司冰鲜业务有望持续高增速，公司现有屠宰产能无法满足冰鲜业务发展需要，过去 3 年平均活禽外销量 2660 万羽。因此，一期加工厂项目的投产，有助于实现屠宰产能的有效扩张，满足和匹配现有业务规模 and 市场需求，为公司未来增长奠定坚实基础。

图表 63 公司募投资金用途

募投项目名称	计划投资额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	建设期	项目简介	计划投产时间	投资回收期 (含建设期)
1,250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目	26,980.00	26,980.00	1.5 年	4 个商品鸡场	2020.4 竣工验收，投入使用	9.07 年
年屠宰 3,000 万羽优质鸡加工厂项目(一期)	13,583.57	13,583.57	2 年	屠宰加工基地、冷链物流两部分，一期新增 1200 万羽优质鸡屠宰加工产能		6.62 年
补充流动资金	7,000.00	7,000.00				
偿还银行贷款	17,000.00	17,000.00				
合计	64,563.57	64,563.57				

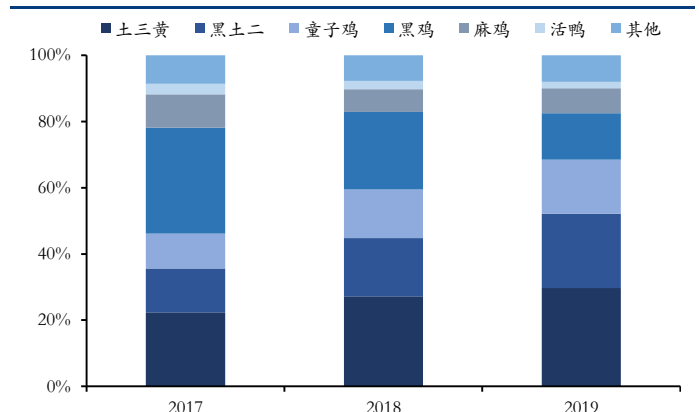
资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 64 公司冰鲜业务原料构成



资料来源：公司招股说明书，华创证券

图表 65 公司活禽业务收入主要品种结构



资料来源：公司招股说明书，华创证券

4、适时切入生猪产业链，有望嫁接现有冰鲜资源充分实现协同效应

公司 4 月 27 日发布公告，布局年屠宰 100 万头生猪及肉制品深加工项目，拟新建现代化全自动生猪屠宰生产线及冷链物流配送体系，年可屠宰生猪 100 万头，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。

根据规划，项目将于 2021 年全面建成投产，随后公司又陆续发布 1 万头种猪养殖项目、20 万头商品猪养殖场项目以及 100 万吨饲料加工项目（一期）等配套项目，以保证猪源数量和质量相对稳定。

公司家禽屠宰加工全产业链布局和发展日趋成熟，选择此时进军猪肉制品深加工行业，有望充分发挥现有冷链物流体系和营销网络的协同效应，进一步丰富公司产品序列，完善湘佳食品产业布局，未来有望实现猪鸡双轮驱动，长期增长可期。

图表 66 公司生猪产业链相关布局

项目名称	投资主体	地点	项目周期	项目投入	资金来源
100 万吨饲料加工项目（一期）	湘佳牧业	石门县工业园区	18 个月	1.5 亿元	自筹
20 万头商品猪养殖场项目	泰淼鲜丰	石门县新铺镇大柳树村雷公塔等 8 个项目地点	18 个月	1 亿元	自筹
1 万头种猪养殖项目	泰淼鲜丰	石门县太平镇穿山河社区滚子坪、石门县太平镇穿山河社区天心园	12 个月	1.3 亿元	自筹
年屠宰 100 万头生猪及肉制品深加工项目	泰淼鲜丰	湖南省石门县楚江街道荷花社区 2 组	15 个月	2.02 亿元	自筹

资料来源：公司公告，华创证券

四、盈利预测及估值探讨

（一）盈利预测：我们预计 2020-2022 年实现归母净利润同比+25.5%/+35.8%/+17.1%

1、冰鲜业务

①**商超渠道**。通过加大品牌推广力度、强化产品品质以及调理品等高附加值新品的开发推广等措施带动商超单店收入增长，通过持续向市县级下沉市场渗透带动合作门店数量增加，商超渠道收入有望迎来持续高增，我们预计 2020-2022 年商超渠道收入同比+28.8%、+28.8%、+28.8%。

②**批发客户**。新冠疫情导致各地活禽市场关闭，后续城区农贸市场商贩采购料将逐步由活禽向冰鲜产品切换，预计 2020-2022 年批发客户收入同比+30%、+30%、+30%。

③**大客户**。后疫情时期餐饮消费端逐步回暖，预计 2020-2022 年大客户收入同比+10%、+10%、+10%。

④**电商客户**。公司主要与国内大型电商平台进行合作，包括每日优鲜、叮咚买菜等，后续有望充分受益线上生鲜行业蓬勃发展的红利，预计 2020-2022 年电商客户收入同比+138.5%、+100%、+100%。

综上，我们预计公司冰鲜业务 2020-2022 年营收同比+27.4%、+28.8%、+29.0%，毛利率有望高位维持，分别为 45.7%、45.9%、46.3%。

2、活禽业务

公司年产 1250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目投产后，养殖产能将增至 6250 万羽，按照公司规划，到 2022 年底预计实现 1 亿羽的优质家禽养殖规模。考虑屠宰产能扩充进度，未来三年公司仍会有部分出栏黄羽鸡通过活禽形式销售，我们预计 2020-2022 年公司活禽业务收入分别+25.4%、+11.1%、+3.5%，毛利率分别为 20.8%、21.7%、14.3%。

综上，我们预计公司 2020-2022 年营收同比+25.7%/+22.3%/+20.9%，对应毛利率分别为 37.2%、38.4%、37.8%，归母净利润同比+25.5%/+35.8%/+17.1%。

图表 67 公司主要业务拆分及预测（百万元，%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
1、冰鲜业务						
收入	646	880	1,180	1,503	1,936	2,497
YOY	10.9%	36.3%	34.1%	27.4%	28.8%	29.0%
毛利率	40.9%	41.7%	46.8%	45.7%	45.9%	46.3%
1.1、商超渠道						
收入	581	755	1,003	1292	1664	2143
YOY		30.0%	32.8%	28.8%	28.8%	28.8%
1.2、批发客户						
收入	49	94	136	176	229	298
YOY		93.3%	44.2%	30.0%	30.0%	30.0%
1.3、大客户						
收入	11	25	27	30	33	36
YOY		123.2%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
1.4、电商客户						
收入	5	6	2	5	10	20
YOY		18.3%	-64.6%	138.5%	100.0%	100.0%
2、活禽业务						
收入	441	571	604	757	841	871
YOY	-4.6%	29.5%	5.7%	25.4%	11.1%	3.5%
毛利率	10.0%	20.0%	20.9%	20.8%	21.7%	14.3%
3、其他主营业务						
收入	48	41	67	67	67	67
YOY	55.6%	-15.8%	66.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.6%	23.9%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%
4、其他						
收入	19	23	27	33	42	54
YOY	-8.6%	17.3%	19.4%	22.3%	27.6%	28.6%
毛利率	14.0%	-25.0%	34.9%	25.0%	25.0%	25.0%
合计						
收入	1,154	1,514	1,878	2,361	2,887	3,490
YOY	5.3%	31.2%	24.0%	25.7%	22.3%	20.9%
毛利率	27.7%	32.1%	38.0%	37.2%	38.4%	37.8%

资料来源：公司招股说明书，华创证券预测

（二）估值分析：业绩高增速，给予 2021 年 35-40 倍 PE，对应目标价 133-152 元

选择与公司在产品特点与销售模式较为相近的桃李面包、三全食品、安井食品 3 家公司作为可比公司，2020-2022 年，

3 家可比公司算术平均 PE 分别为 48 倍、39 倍、32 倍。我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 2.85/3.87/4.53 亿元，对应 EPS 为 2.80/3.80/4.45 元/股，对应 PE 分别为 41 倍、30 倍、26 倍。参考业绩增速和可比公司估值，给予公司 2021 年 35-40 倍 PE，对应目标价 133-152 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 68 可比公司估值表

		EPS				PE			
	收盘价	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
桃李面包	50.32	1.04	1.25	1.47	1.74	48.51	40.26	34.23	28.92
安井食品	109.00	1.58	1.80	2.48	3.15	68.99	60.56	43.95	34.60
三全食品	22.27	0.28	0.52	0.58	0.66	79.54	42.83	38.40	33.74
AVG							47.88	38.86	32.42
湘佳股份	115.00	2.98	2.80	3.80	4.45	38.59	41.07	30.26	25.84

资料来源：Wind，华创证券 注：可比公司盈利预测参照 wind 一致预期，股价以 2020.6.5 收盘价为准

五、风险提示

禽流感等疫情爆发导致需求大幅下滑；食品安全问题；渠道竞争加剧；猪肉供给恢复超预期等。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	192	276	393	525
应收票据	0	0	0	0
应收账款	157	199	244	295
预付账款	8	10	12	14
存货	186	234	283	345
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	20	23	27	34
流动资产合计	563	742	959	1,213
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	528	672	1,050	1,288
在建工程	91	191	41	91
无形资产	76	68	61	55
其他非流动资产	76	85	95	104
非流动资产合计	771	1,016	1,247	1,538
资产合计	1,334	1,758	2,206	2,751
短期借款	57	57	57	57
应付票据	0	0	0	0
应付账款	72	101	121	148
预收款项	6	5	6	7
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	7	24	24	24
其他流动负债	192	232	279	338
流动负债合计	334	419	487	574
长期借款	98	123	148	173
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	67	67	67	67
非流动负债合计	165	190	215	240
负债合计	499	609	702	814
归属母公司所有者权益	805	1,116	1,467	1,896
少数股东权益	30	33	37	41
所有者权益合计	835	1,149	1,504	1,937
负债和股东权益	1,334	1,758	2,206	2,751

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	302	333	434	537
现金收益	302	362	480	587
存货影响	-26	-48	-49	-62
经营性应收影响	-17	-43	-46	-53
经营性应付影响	-7	28	21	28
其他影响	49	34	29	38
投资活动现金流	-162	-310	-310	-410
资本支出	-118	-301	-301	-400
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-44	-9	-9	-10
融资活动现金流	-60	61	-7	5
借款增加	-45	42	25	25
股利及利息支付	-10	-45	-34	-54
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-5	64	2	34

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,878	2,361	2,887	3,490
营业成本	1,164	1,482	1,779	2,170
税金及附加	4	5	6	7
销售费用	382	472	577	698
管理费用	78	94	113	133
研发费用	4	5	6	7
财务费用	12	9	10	11
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	-2	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1
其他收益	10	0	0	0
营业利润	244	293	398	466
营业外收入	1	5	5	5
营业外支出	12	4	4	4
利润总额	233	294	399	467
所得税	4	6	8	9
净利润	229	288	391	458
少数股东损益	2	3	4	5
归属母公司净利润	227	285	387	453
NOPLAT	241	297	400	468
EPS(摊薄) (元)	2.23	2.80	3.80	4.45

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	24.0%	25.7%	22.3%	20.9%
EBIT 增长率	84.6%	23.7%	35.0%	16.9%
归母净利润增长率	99.1%	25.5%	35.8%	17.1%
获利能力				
毛利率	38.0%	37.2%	38.4%	37.8%
净利率	12.2%	12.2%	13.5%	13.1%
ROE	27.2%	24.8%	25.7%	23.4%
ROIC	24.3%	21.6%	22.9%	21.3%
偿债能力				
资产负债率	37.5%	34.7%	31.9%	29.6%
债务权益比	27.5%	23.6%	19.7%	16.6%
流动比率	168.6%	177.1%	196.9%	211.3%
速动比率	112.9%	121.2%	138.8%	151.2%
营运能力				
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.3
应收账款周转天数	29	27	28	28
应付账款周转天数	24	21	22	22
存货周转天数	53	51	52	52
每股指标(元)				
每股收益	2.23	2.80	3.80	4.45
每股经营现金流	2.96	3.27	4.26	5.27
每股净资产	7.90	10.95	14.40	18.61
估值比率				
P/E	39	41	30	26
P/B	11	11	8	6
EV/EBITDA	36	30	23	19

资料来源：公司公告，华创证券预测

农业组团队介绍

组长、首席分析师：王莺

英国布里斯托大学经济学硕士，CFA。曾任职于元大京华证券（香港）上海代表处、华泰柏瑞基金、民生证券。2015年加入华创证券研究所。2012年水晶球卖方分析师第五名。

助理研究员：陈鹏

中国人民大学经济学硕士。2019年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500