

## 湘佳股份(002982)/食品加工

# 冰鲜黄羽鸡龙头,渠道优势助力高增长

#### 评级: 买入(首次覆盖)

市场价格: 110.80

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐

执业证书编号: S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

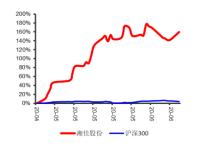
研究助理:房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

#### 基本状况

总股本(百万股)	101.88
流通股本(百万股)	25.63
市价(元)	110.80
市值(百万元)	11,288
流通市值(百万元)	2,611

# 股价与行业-市场走势对比



#### 相关报告

公司盈利预测及估值					
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,514	1,878	2,290	2,884	3,491
增长率 yoy%	31.19%	24.02%	21.94%	25.96%	21.04%
净利润	114	227	290	408	523
增长率 yoy%	91.80%	99.09%	27.49%	40.90%	28.18%
每股收益 (元)	1.12	2.23	2.84	4.00	5.13
每股现金流量	1.80	2.97	3.20	3.55	5.60
净资产收益率	19.75%	28.23%	28.23%	31.12%	31.18%
P/E	98.96	49.71	38.99	27.67	21.59
PEG	1.87	1.55	0.56	0.52	0.67
P/B	19.55	14.03	11.01	8.61	6.73
<u>备注: 采用 2020 年 6 月 15 日</u>	收盘价				

#### 投资要点

- 冰鲜禽肉产品龙头,盈利能力持续提升。(1) 大力开拓冰鲜业务,盈利能力显著提升。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。2019 年公司活禽销量 2776 万羽,冰鲜产品销量 4.34 万吨。2015-2019 年公司收入 CAGR 为 16.57%,归母净利润 CAGR 为 28.21%,销售毛利率/净利率分别提升 12.57/3.91 个 pct。(2)实控人持股集中,高管激励充分。喻自文和邢卫民分别持有公司 22.58%的股权,公司主要高管年薪均在 50-100 万元,核心中高层拥有股权。
- 人均鸡肉消费量具备提升空间,冰鲜产品是升级方向。中国人均鸡肉消费量每年仅10公斤,台湾地区达28公斤,美国、巴西量超过40公斤。黄羽鸡品质更优,但加工比例较低,冰鲜鸡产品只占5%,受益于消费升级冰鲜黄鸡有望实现快速增长。我国黄羽肉鸡养殖行业集中度较低,温氏和立华的出栏量市占率分别为19%和7%,湘佳股份是冰鲜黄鸡细分龙头。
- 冰鲜产品持续发力,依托大客户加速全国化。(1)冰鲜产品高速增长,持续开拓大型客户。2017-2019 年公司冰鲜产品销量 CAGR 为 24.83%,均价 CAGR 为 8.28%,毛利率提升 5.95 个 pct。商超渠道占公司冰鲜产品销售收入的 85%,2017-2019 年公司进入的商超门店数分别为 2057、2394、2733 家,单店收入从 28.24 提升至 37.12 万元。除传统商超外,以盒马鲜生为代表的新零售、以海底捞为代表的餐饮也将成为公司的增长点,持续推动冰鲜产品销售全国化。(2)活禽销售短期向好,价格波动大于冰鲜产品。2018 年活禽单价大幅上升 15.73%,推动毛利率上升 8.4 个 pct;同时公司养殖产能大幅提升,销量增长 11.86%;2019 年活禽业务持续向好。(3)冰鲜销售为主的模式,使公司销售费用率高于同行。公司销售费用率远高于同类企业,主要为冰鲜业务的销售人员工资、配送费、营销费等。
- **募投项目:加速扩张养殖和屠宰产能。**2019年公司活禽产能接近90%,冰鲜禽肉产能超过95%。公司募了6.46亿元,主要用于扩建年产1250万羽优质鸡的养殖基地及年屠宰3000万羽优质鸡的加工厂一期项目。
- **盈利预测**:公司作为冰鲜禽肉制品龙头,将持续受益消费升级带来的冰鲜黄羽鸡消费增长。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 22.90、28.84、34.91 亿元,归母净利润分别为 2.90、4.08、5.23 亿元,EPS 分别为 2.84、4.00、5.13 元,对应 PE 为 39 倍、28 倍、22 倍。考虑到冰鲜禽肉产品的发展空间及公司的龙头地位,首次覆盖,给予"买入"评级。
- 风险提示:全球疫情反复;禽类发生疫病的风险;产品价格波动风险。



# 内容目录

冰鲜禽肉产品龙头,盈利能力持续提升	4 -
大力开拓冰鲜业务,盈利能力显著提升	
实控人持股集中,高管激励充分	
人均鸡肉消费量具备提升空间,冰鲜产品是升级方向	7 -
冰鲜产品持续发力,依托大客户加速全国化	
冰鲜产品高速增长,持续开拓大型客户 活禽销售短期向好,价格波动大于冰鲜产品	
冰鲜销售为主的模式,使公司销售费用率高于同行	
募投项目:加速扩张养殖和屠宰产能	
盈利预测	
风险提示	
风险灰小	20 -
图表目录	
阿夫人 如从加入之本中已	
图表 1:湘佳股份主要产品	
图表 2: 湘佳股份主营业务发展情况及设立以来的变化	
图表 3: 湘佳股份收入及利润	
图表 4: 湘佳股份盈利能力	
图表 5:实控人持有 45.16%的股权	
图表 6:2019 年公司高管薪酬与持股	
图表 7:我国鸡肉产量及消费量	7 -
图表 8:我国鸡肉市场有较大增长空间	7 -
图表 9:黄羽肉鸡与白羽肉鸡对比	7 -
图表 10:黄羽肉鸡按生长速度分类	8 -
图表 11:黄羽肉鸡按生长速度分类	9 -
图表 12:黄羽肉鸡主要生产企业出栏量及占比	9 -
图表 13:湘佳股份冰鲜禽肉产品销售区域分布	10 -
图表 14: 公司冰鲜产品销售收入	11 -
图表 15:公司冰鲜产品销量	11 -
图表 16:公司冰鲜产品均价	11 -
图表 17:公司冰鲜产品毛利率	11 -
图表 18:湘佳股份冰鲜产品销售主要来自商超客户	12 -
图表 19:公司进入的商超系统数量	12 -



图表 20:	公司进入的商超门店数量及店均销售额	12 -
图表 21:	2019 年前五大商超收入占比	13 -
图表 22:	主要商超客户收入变化(万元)	13 -
图表 23:	湘佳股份冰鲜产品分区域收入占比	13 -
图表 24:	冰鲜产品中自养占比提升	14 -
图表 25:	公司活禽产品销售收入	15 -
图表 26:	公司活禽产品销量	15 -
图表 27:	公司活禽产品均价	15 -
图表 28:	公司活禽产品毛利率	15 -
图表 29:	可比公司销售费用率对比	16 -
图表 30:	可比公司管理费用率对比	16 -
图表 31:	公司产能利用率	17 -
图表 32:	公司活禽产量及外购量	17 -
图表 33:	公司冰鲜禽肉销量及外购量	17 -
图表 34:	募投项目及金额(万元)	18 -
图表 35:	湘佳股份业务拆分预测	19 -
图表 36:	湘佳股份盈利预测	20 -
图表 37:	可比公司估值表	20 -
图表 38.	湖佳股份三大财务报表预测(单位,百万元)	21 -



# 冰鲜禽肉产品龙头, 盈利能力持续提升

大力开拓冰鲜业务,盈利能力显著提升

■ 湘佳股份立足活禽销售,大力开拓冰鲜产品业务。公司主营业务为种禽繁育,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。其主要产品包括活禽及鸡鸭肉冰鲜产品,冰鲜产品主要为冰鲜鸡、冰鲜鸭、冰鲜鸡鸭分割品以及少量冻品。其中活禽主要销往家禽批发市场、农贸市场,冰鲜禽肉产品则主要销往各大超市、企事业单位、食堂和酒店等。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,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。公司与多家大型超市集团建立了合作关系,主要客户包括永辉超市、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等新零售连锁超市。公司冰鲜禽肉产品销售网络现已覆盖湖南、湖北、重庆、北京、上海、广东等 20 省市。

图表 1: 湘佳股份主要产品

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

来源: wind、中泰证券研究所

■ 湘佳股份从养殖向全产业链发展。2003年公司发展初期,业务结构单一, 仅从事养殖业务,采用"公司+农户"的养殖模式,拥有代养户400多户,畜禽养殖规模700多万羽,公司所需鸡苗、饲料全部外购。2004-2008年快速发展阶段,公司大力发展代养户,扩大饲养规模,提高养殖效益,并逐步建成了8个代养种禽场。2008年,公司代养户发展到700多户,畜禽养殖规模达到1,500万羽,冰鲜产品销量约达500吨,饲料产量6.9万吨。2009年开始公司进行全产业链经营,推动冰鲜禽肉产品销售逐步进入大中城市,形成了从种禽养殖到屠宰销售的一体化经营和全产业链环节覆盖。2019年公司活禽销量2776万羽,冰鲜产品销量4.34万吨。



### 图表 2: 湘佳股份主营业务发展情况及设立以来的变化



来源:中泰证券研究所, wind

■ 公司收入快速增长,冰鲜业务发展推动盈利能力大幅提升。2015-2019年,公司收入从10.17亿元增长至18.78亿元,CAGR为16.57%;归母净利润从0.84亿元增长至2.27亿元,CAGR为28.21%。销售毛利率从25.46%上升至38.03%,提升12.57个pct;销售净利率从8.30%上升至12.21%,提升3.91个pct。冰鲜业务的快速发展大幅提升了公司的盈利能力。



图表 4: 湘佳股份盈利能力 -- 销售毛利率 (%) —— 销售净利率 (%) 50 45 40 35 30 25 20 15 10 5 0 2015 2016 2017 2018 2020Q1

来源: wind、中泰证券研究所

来源: wind、中泰证券研究所

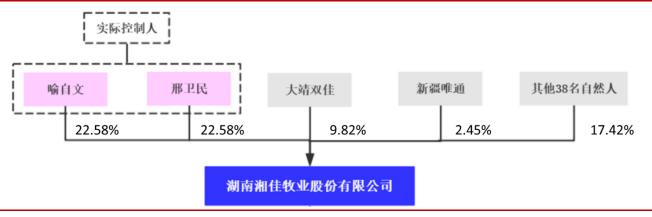
#### 实控人持股集中,高管激励充分

■ 喻自文和邢卫民是公司实际控制人。喻自文和邢卫民分别持有公司



22.58%的股权,合计持有 45.16%的股权,是公司的实际控制人。大靖双佳和新疆唯通是公司 2012年增资时引入的外部投资者,分别持有 9.82%和 2.45%的股权。其他 38 名自然人持有上市公司 17.42%的股权。公司上市发行 2563 万股,占比 25.16%。

图表 5: 实控人持有 45.16%的股权



来源:中泰证券研究所,wind

■ 高管团队大部分拥有股权,激励机制完善。2019年公司主要高管年薪均在 50-100 万元的区间,与公司所在地的收入水平相比具备吸引力。同时实控人外四位核心的中高层管理人员均拥有股权,根据 2020年 6月11日收盘价 102.89 元计算,目前持股市值均超过千万元。高管团队激励充分,并且利益与公司发展紧密绑定。

图表 6: 2019 年公司高管薪酬与持股

姓名	职务	薪酬(万元)	期末持股数(万股)
·····································	董事长,总经理	111	2,300
邢卫民	副董事长	96	2,300
吴志刚	董事,副总经理,食品产业园总经理	55	100
何业春	董事,副总经理,董事会秘书,核心技术人员	64	68
饶天玉	监事会主席,现代农业总经理	39	53
唐善初	董事,财务总监	53	20
杨文菊	副总经理	53	0
覃海鸥	副总经理,湘佳电商总经理,润乐食品董事	53	0

来源:中泰证券研究所, wind



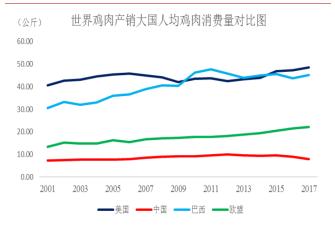
# 人均鸡肉消费量具备提升空间,冰鲜产品是升级方向

■ 我国鸡肉产销量超过 1000 万吨,对比国外仍有提升空间。2006 年至2012年,我国鸡肉年产量及消费量持续增长,产量从1035增长至1370万吨,消费量从1069增长至1395万吨。2013年以来受疫情等因素的影响,鸡肉年产销量略有下降,2018年我国鸡肉产量为1170万吨,消费量为1198万吨。虽然我国鸡肉消费总量排名世界第三,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。

#### 图表 7: 我国鸡肉产量及消费量



图表 8: 我国鸡肉市场有较大增长空间



来源: wind、中泰证券研究所

来源: wind、中泰证券研究所

- 我国内鸡主要包括黄羽肉鸡和白羽肉鸡。黄羽肉鸡是含有地方鸡种血统的本土品种,通常有比较强的地域特征,价格较白羽肉鸡偏高;白羽肉鸡则全部为进口品种,价格较低。湘佳股份养殖及销售的肉鸡品种主要为黄羽肉鸡,仅有少量白羽肉鸡屠宰后对外销售。
- 黄羽鸡品质更优,2018 年产量约 571 万吨。黄羽肉鸡基本为国产,对比白羽肉鸡,其具备体重较小、生长周期长、抗病能力强、肉质鲜美等特点,适合活鸡销售,特别适用于中式烹饪。相比于白羽肉鸡主要销售往肯德基、麦当劳等西式快餐,黄羽肉鸡通常在家庭、企事业单位食堂和酒店消费。2018 年我国黄羽肉鸡出栏量约为 39.63 亿羽,半净膛重的黄羽肉鸡产品重量约为 571 万吨;白羽肉鸡 39.41 亿只,产量约为 759.80 万吨。

图表 9: 黄羽肉鸡与白羽肉鸡对比



品种	黄羽肉鸡	白羽肉鸡
特点	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,国产率近100%。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,适合活鸡销售,特别适用于中式烹饪。	进口品种,属于快大型肉鸡,毛色多为白色。生长速度快、料肉比较低、产肉量多,适合工业规模化生产,但是口感欠佳,是肉鸡屠宰加工企业的主要原料。
目标客户	主要市场集中在我国南方和港澳地区,目标客户主要是家庭消费、企事业单位食堂和酒店。	目标客户主要是肯德基、麦当劳等快餐消费及分割产 品出口。
产量	2018年全国商品代黄羽肉鸡出栏量约为39.63亿羽,按照其平均出栏体重为1.8公斤/羽测算,全净膛重的产品重量为464万吨,半净膛重的黄羽肉鸡产品重量约为571万吨。	2018年,全国出栏商品代白羽肉鸡 39.41 亿只,年产白羽肉鸡产品产量约为(按全净膛率 75%折算) 759.80 万吨。

来源:中泰证券研究所,wind

■ 中速型黄羽肉鸡兼顾生长速度和肉质,适合生产冰鲜产品。快速型黄羽肉鸡的生长速度较快,肉质的感官性状(主要指色泽、风味、口感等方面)强于白羽肉鸡,因此近年来在我国发展速度较快;中速型黄羽肉鸡的生长速度和肉质感官性状介于快速型和慢速型黄羽肉鸡之间,由于其胸腿肌较好、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与鸡肉品质,因此近年来成为冰鲜鸡市场的最佳选择;慢速型黄羽肉鸡生长速度相对较慢,生产模式以放养为主,肉质最优,价格也高于其它类型的肉鸡,其主要市场为中高档餐厅,或以礼盒、活鸡等形式进入家庭、对费。随着人们生活水平的提高,广大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,因此慢速型黄羽肉鸡为主。公贵川以中速型黄羽肉鸡为主,华东地区以快速型黄羽肉鸡为主。

图表 10: 黄羽肉鸡按生长速度分类

类型	出栏日龄(平均日 龄)	平均体重 (公斤)	料肉比
快速型	42-65 (53)	1.25-1.50 (1.40)	1.80-2.60:1.00
中速型	65-95 (80)	1.25-1.50 (1.40)	2.60-3.00:1.00
慢速型	95+ (95)	1.25-1.50 (1.40)	2.80-3.20:1.00

来源: wind、中泰证券研究所

■ 冰鲜鸡占比低,有望迎来快速增长。黄羽肉鸡近年来已成为我国畜牧业发展中增长最快的产业之一。但是我国黄羽肉鸡产品加工比例较低,活鸡产品占主导地位,达85%左右,冰鲜鸡产品只占5%左右,其余10%为冻鸡、礼盒及深加工类产品。2018年4月,农业部发布《中华人民共和国农业农村部公告第2号》,鼓励畜禽养殖、屠宰加工企业推行"规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市"模式,加快推进畜牧业转型升级,提升畜禽就近屠宰加工能力,建设畜禽产品冷链物流体系,减少畜禽长距离移动,降低动物疫病传播风险,维护养殖业生产安全和畜禽产品质量安全。该政策推动依赖活禽交易的黄羽肉鸡产业加速转型。一方



面企业忧患意识增强,对于冰鲜鸡的开发力度逐渐增大,另一方面消费 者对于冰鲜鸡的接受程度和对禁售活禽政策的理解程度在逐年提升,冰 鲜鸡有望逐步替代活鸡实现快速增长。

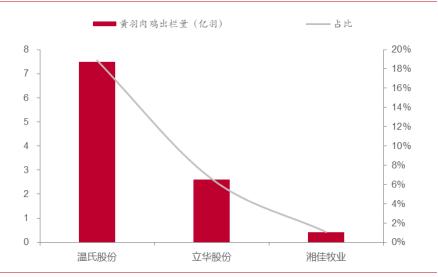
图表 11: 黄羽肉鸡按生长速度分类



来源: wind、中泰证券研究所

■ 黄羽肉鸡养殖集中度有望提升,龙头占据 19%的份额。我国肉鸡养殖行业集中度不高,单个企业商品肉鸡销售量占我国市场总量比例较低,且一般专一养殖白羽肉鸡或黄羽肉鸡。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。2018 年温氏股份黄羽肉鸡出栏量 7.48 亿羽,约占全国黄羽商品肉鸡出栏量的18.87%;立华股份 2018 年黄羽肉鸡出栏量 2.61 亿羽,约占全国黄羽商品肉鸡出栏量的6.59%;湘佳股份 2018 年黄羽肉鸡出栏量 0.42 亿羽,占全国黄羽商品肉鸡出栏量的1.07%。

图表 12: 黄羽肉鸡主要生产企业出栏量及占比



来源: wind、中泰证券研究所

■ **湘佳股份是黄羽肉鸡冰鲜产品行业龙头**。在黄羽肉鸡行业中,大部分企业依然主要依靠销售活鸡获得收入,并未涉足冰鲜领域,主要原因是冰



鲜产品的特性和企业技术实力不足。黄羽肉鸡行业面临着转型,冰鲜禽肉、熟食等是未来的转型方向,目前行业内公司多数已开始转型方向的探索,而湘佳股份在黄羽肉鸡冰鲜禽肉领域内位居行业龙头。公司从2007年开始探索冰鲜禽肉营销模式,目前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。同时,公司与永辉超市、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等新零售连锁超市建立了合作关系。通过在各大超市建立冰鲜自营柜台,提高公司产品知名度,开拓了黄羽肉鸡冰鲜市场。公司冰鲜禽肉产品销售网络现已覆盖湖南、湖北、重庆、北京、上海、广东等20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。

#### 图表 13: 湘佳股份冰鲜禽肉产品销售区域分布



来源: wind、中泰证券研究所



# 冰鲜产品持续发力,依托大客户加速全国化

### 冰鲜产品高速增长,持续开拓大型客户

■ 冰鲜产品快速放量,2019 年提价推动毛利率提升。2017-2019 年公司 冰鲜产品收入从 6.46 增长至 11.80 亿元,CAGR 为 35.16%,保持了快速增长的趋势。其中销量从 2.78 增长至 4.34 万吨,CAGR 为 24.83%; 均价从 23.2 增长至 27.2 元/千克,CAGR 为 8.28%; 毛利率从 40.87% 上升至 46.82%,提升 5.95 个 pct。由于活禽价格上涨,2018 年下半年公司调整提高冰鲜产品售价体系,因此 2019 年冰鲜产品单价和毛利率上升。同时,2019 年活禽单价为 12.57 元/千升,毛利率为 20.94%,冰鲜产品的均价和毛利率远高于活禽,其占比上升推动公司整体毛利率上升。

图表 14: 公司冰鲜产品销售收入



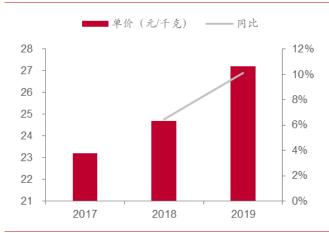
来源: wind、中泰证券研究所

图表 15: 公司冰鲜产品销量



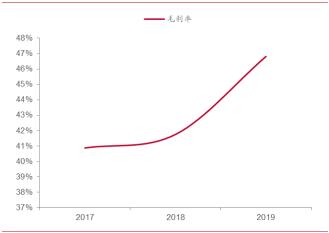
来源: wind、中泰证券研究所

#### 图表 16: 公司冰鲜产品均价



来源: wind、中泰证券研究所

### 图表 17: 公司冰鲜产品毛利率

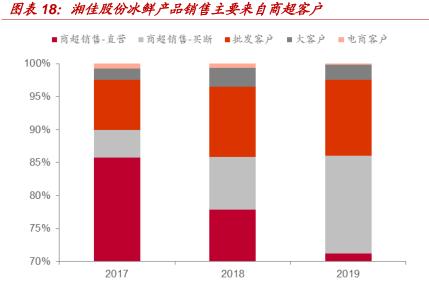


来源: wind、中泰证券研究所

■ **商超客户占公司冰鲜产品销售收入的85%左右。**2017-2019 年, 商超渠 道占公司冰鲜产品销售收入的85%-90%, 其中超过70%是直营模式, 余下小部分采用买断模式。商超以外约15%的收入来自企业、学校、酒



店、电商平台等,其中 2019 年批发客户占 11.5%,大客户占 2.3%,电商占 0.2%。



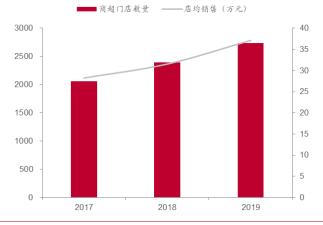
来源: wind、中泰证券研究所

■ 公司持续开拓商超渠道,单店收入稳步提升。2017-2019年,公司进入的商超系统分别为84、127、159家,进入的商超门店数量分别为2057、2394、2733家,商超渠道稳步开拓。同时受益于冰鲜鸡消费习惯的培育,单店收入从28.24万元提升至37.12万元。



来源: wind、中泰证券研究所

图表 20: 公司进入的商超门店数量及店均销售额



来源: wind、中泰证券研究所

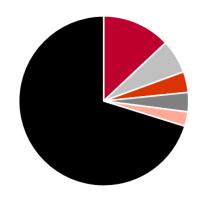
■ 前五大商超客户占 30%收入,深入发掘大型客户。2019 年前五大商超客户分别为永辉超市、大润发、盒马鲜生、家乐福、沃尔玛,分别占公司收入的 13.00%、6.43%、3.95%、3.67%、2.74%。2017-2019 年,永辉超市销售额从 1.55 增长至 2.44 亿元,大润发销售额从 0.93 增长至 1.21 亿元,2018 年以来进入前五大的沃尔玛保持 20%以上增长。除传统商超渠道外,以盒马鲜生为代表的新零售商超、以海底捞为代表的餐饮企业也将成为公司未来的增长点。2017 年公司与盒马鲜生开始建立起



合作关系,2019年公司产品销售已基本覆盖盒马鲜生全国区域门店,贡献收入0.74亿元。2019年3月,公司成功通过了海底捞国际控股有限公司的新供应商准入审核。

#### 图表 21: 2019 年前五大商超收入占比

■永辉超市 ■大润发 ■盒马鲜生 ■家乐福 ■沃尔玛 ■其他



来源: wind、中泰证券研究所

#### 图表 22: 主要商超客户收入变化(万元)

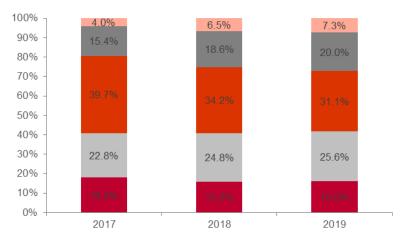


来源: wind、中泰证券研究所

■ 公司持续推动冰鲜产品销售全国化。2017-2019年,公司冰鲜产品湖南收入占比下滑 2 个 pct, 华东下滑 8.6 个 pct, 西南、华中及华北、其他地区分布上升 4.6、2.8、3.2 个 pct。公司冰鲜禽肉产品市场开发以点带面,主要发展大中城市市场,已经进入湖南全部地级以上城市、湖北武汉及周边城市,向东进入南昌、南京、杭州、苏州、无锡、上海等城市,向西进入重庆、成都,向北进入合肥、郑州、石家庄、西安、北京等城市,向南进入广州、深圳、福州等城市。

#### 图表 23: 湘佳股份冰鲜产品分区域收入占比

■湖南 ■华中及华北 ■华东 ■西南 ■其他

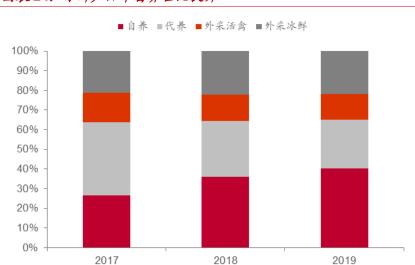


来源: wind、中泰证券研究所

■ 逐步提升自养占比,代养和外采活禽占比下降。公司自产冰鲜禽肉产品收入中自养收入占比从 2017 年的 27%提升至 2019 年的 40%。从 2017年9月开始,随着自养活禽养殖规模的扩大,快速鸡的活禽出栏量进一



步提高,公司增加了用于屠宰的快速鸡数量和比例,增强了品质的可控 性。同期, 代养和外采活禽占自产冰鲜禽肉产品收入的比例分别下降 12.3 个 pct 和 2 个 pct, 外采冰鲜保持稳定。



图表 24: 冰鲜产品中自养占比提升

来源: wind、中泰证券研究所

针对冰鲜禽肉产品的市场特征,公司未来将持续巩固龙头优势:(1)产 品结构升级。巩固现有销售网点成果,加大对"湘佳"、"石门土鸡"的 品牌推广力度,强化湘佳品牌,继续在屠宰加工、冷链物流、柜台营销 方面强化产品品质。(2)拓展渠道广度和深度。依托现有冷链物流,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。 (3)研究开发。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。

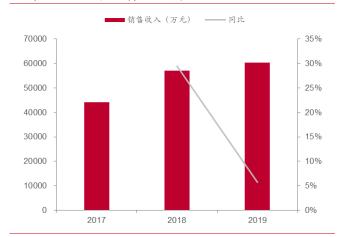
#### 活禽销售短期向好,价格波动大于冰鲜产品

- 14 -

2018 年活禽销售大幅增长, 2019 年持续向好。2018 年随着 H7N9 疫情 影响的消退,消费需求恢复,活禽销售单价大幅上升 15.73%,推动公 司当年毛利率上升 8.4 个 pct。同时公司自有养殖场的逐步建成投产使得 公司养殖产能大幅提升,销量增长11.86%。2019年活禽市场行情持续 向好,公司活禽产品销售单价进一步提高,带动当年活禽销售收入增长 5.96%, 毛利率提升 2.5 个 pct。相对冰鲜产品, 活禽价格受市场供需影 响波动较大。

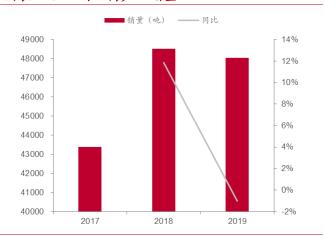


#### 图表 25: 公司活禽产品销售收入



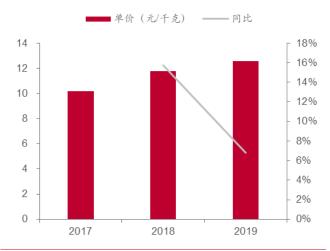
来源: wind、中泰证券研究所

#### 图表 26: 公司活禽产品销量



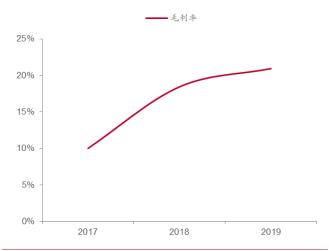
来源: wind、中泰证券研究所

### 图表 27: 公司活禽产品均价



来源: wind、中泰证券研究所

#### 图表 28: 公司活禽产品毛利率

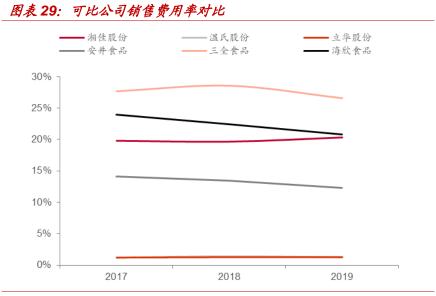


来源: wind、中泰证券研究所

#### 冰鲜销售为主的模式,使公司销售费用率高于同行

■ 公司销售费用率远高于禽类养殖企业,与速冻食品企业接近。公司销售费用主要为冰鲜业务所产生,主要包括销售人员工资、配送费、营销费等;活鸡业务主要为客户上门采购,客户自行负责运输,因此活鸡业务所产生的销售费用较低。公司产业链条较长,活禽屠宰后的冰鲜禽肉均是自建销售网络,需要专门的冷链配送,相关的运输费用较高;各个区域需要配备相关的管理人员进行管理协调,同时由于终端促销、推广、分割需要,每个门店均需配备业务人员,规模稍大的门店需要配备一名以上的业务员,目前公司有3,000多名业务人员,因此人工成本较高,人工成本占销售费用的比例基本在60%左右。同时由于公司冰鲜全部通过商超销售,相关的管理费、促销费、扣点等也是销售费用的主要组成部分。因此,公司的销售费用率达到20%左右,温氏股份、立华股份等单纯销售活禽的企业销售费用率不到2%,公司销售费用率与速冻食品企业相当。





来源: wind、中泰证券研究所

■ **管理费用率控制良好,低于同行。**2017-2019年,公司管理费用率分别 为 2.6%、3.3%、4.2%。同期温氏股份均高于 6%,立华股份均超过 4%, 反应了公司较强的费用控制能力。



来源: wind、中泰证券研究所



# 募投项目: 加速扩张养殖和屠宰产能

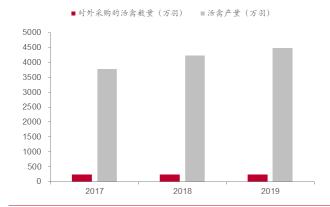
■ 产能利用率饱和,扩产减少外购依赖。2019年公司活禽产能接近90%, 冰鲜禽肉产能超过95%。随着公司冰鲜业务快速增长,产能面临瓶颈。 2019年公司为生产冰鲜产品,外购活禽234万羽,占公司活禽产量的 5%;外购冰鲜禽肉1.22万吨,占公司冰鲜禽肉销量的28%。为减少对 外购的依赖,加强品质和成本控制,公司募集了6.46亿元用于扩建年产 1250万羽优质鸡的养殖基地及年屠宰3000万羽优质鸡的加工厂一期项 目,此外剩余资金用于补充流动资金和偿还银行贷款。

## 图表 31: 公司产能利用率



来源: wind、中泰证券研究所

# 图表 32: 公司活禽产量及外购量



来源: wind、中泰证券研究所

#### 图表 33: 公司冰鲜禽肉销量及外购量



来源: wind、中泰证券研究所



图表 34: 募投项目及金额(万元)		
项目名称	总投资额	拟使用募集资金
1,250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目	26,980.00	26,980.00
年屠宰 3,000 万羽优质鸡加工厂项目 (一期)	13,583.57	13,583.57
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

来源: wind、中泰证券研究所



# 盈利预测

- 公司作为冰鲜禽肉制品龙头,将持续受益消费升级带来的冰鲜黄羽鸡消费增长。同时募集资金扩充养殖和屠宰产能,以支撑中长期稳步发展。公司 2004 年新增冰鲜业务,2009 年开始加速发展冰鲜产品销售,在同业中转型早,具备先发优势。2019 年公司冰鲜产品销售覆盖全国 159 家商超系统、2733 家商超门店,建立了行业领先的冰鲜产品供应链,并持续加固渠道壁垒。未来公司将持续开拓并深化大客户,推动销售全国化,实现冰鲜产品的快速放量。受益于冰鲜业务的高速增长及对比活禽业务的高盈利能力,公司收入有望保持快速增长,并且净利率持续提升。
- 我们的盈利预测基于以下假设:
- (1)活禽销量稳健增长,预计 2020-2022 年保持 10%-15%的增速;
- (2) 2020 年受疫情影响,预计活禽均价大幅下滑 10%以上,2021 和2022 年个位数回升,因此2020 年活禽毛利率下降,2021-2022 年逐年回暖;
- (3)公司冰鲜龙头地位稳固,2020年疫情因素下预计冰鲜产品销量增长30%以上,后续维持20%-30%的增长水平;
- (4)冰鲜产品吨价保持5%以内的稳步增长,推动毛利率提升。

图表 35: 湘佳股份业务拆分预测

活禽产品	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	441.14	571. 19	603. 88	564. 62	681.78	799. 73
YOY (%)		<i>29. 48%</i>	<i>5. 72%</i>	-6. <i>50%</i>	<i>20. 75%</i>	<i>17. 30%</i>
成本 (百万元)	396. 96	456. 87	477. 43	496. 87	579. 52	671. 78
YOY (%)		15. 09%	<i>4. 50%</i>	4. 07%	<i>16. 63%</i>	<i>15. 92%</i>
毛利(百万元)	44. 18	114. 31	126. 45	67. 75	102. 27	127. 96
毛利率	10. 01%	20. 01%	20. 94%	12. 00%	15. 00%	16. 00%
冰鲜产品	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	645. 69	879. 89	1, 179. 60	1, 640. 24	2, 091. 31	2, 559. 76
YOY (%)		<i>36. 27%</i>	<i>34. 06%</i>	<i>39. 05%</i>	<i>27. 50%</i>	22. 40%
成本 (百万元)	381. 78	512. 57	627. 29	852. 93	1, 077. 02	1, 305. 48
YOY (%)		<i>34. 26%</i>	<i>22. 38%</i>	<i>35. 97%</i>	26. 27%	21. 21%
毛利(百万元)	263. 91	367. 33	552. 31	787. 32	1, 014. 28	1, 254. 28
毛利率	40. 87%	41. 75%	46. 82%	48. 00%	48. 50%	49. 00%
其他主营业务	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	48. 12	40. 50	67. 47	53. 98	75. 57	90. 68
YOY (%)		<i>−15. 83%</i>	<i>66. 58%</i>	<i>−20. 00%</i>	40. 00%	20. 00%
成本 (百万元)	39. 63	30. 81	41.50	35. 08	45. 34	54. 41
		<i>−22. 25%</i>	<i>34. 68%</i>	<i>−15. 46%</i>	<i>29. 23%</i>	20. 00%
毛利(百万元)	8. 49	9. 69	25. 97	18. 89	30. 23	36. 27
毛利率	17. 64%	23. 92%	38. 49%	35. 00%	40. 00%	40. 00%
其他业务	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	19. 20	22. 54	26. 91	30. 95	35. 59	40. 93
YOY (%)		<i>17. 34%</i>	19. 41%	15. 00%	15. 00%	15. 00%
成本 (百万元)	16. 52	28. 17	17. 51	20. 12	23. 13	26. 60
		<i>70. 48%</i>	<i>−37. 84%</i>	14. 86%	15. 00%	15. 00%
毛利(百万元)	2. 68	-5. 64	9. 40	10. 83	12. 46	14. 32
毛利率	13. 95%	-25. 01%	34. 92%	35. 00%	35. 00%	35. 00%

来源:中泰证券研究所,wind



- 我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 22.90、28.84、34.91 亿元, 归 母净利润分别为 2.90、4.08、5.23 亿元, EPS 分别为 2.84、4.00、5.13 元, 对应 PE 为 39 倍、28 倍、22 倍。
- 公司从销售活禽向冰鲜产品转型,未来收入和利润的增长将主要依赖于冰鲜产品的放量。考虑到冰鲜禽肉产品的发展空间及高盈利能力,叠加公司的龙头地位,其估值理应高于传统活禽养殖销售企业。我们对比速冻食品上市公司估值,首次覆盖,给予"买入"评级。

图表 36: 湘佳股份	分盈利预测	,			
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元	1,514	1,878	2,290	2,884	3,491
增长率yoy%	31.19%	24.02%	21.94%	25.96%	21.04%
净利润	114	227	290	408	523
增长率yoy%	91.80%	99.09%	27.49%	40.90%	28.18%
每股收益 (元)	1.12	2.23	2.84	4.00	5.13
每股现金流量	1.80	2.97	3.20	3.55	5.60
净资产收益率	19.75%	28.23%	28.23%	31.12%	31.18%
P/E	98.96	49.71	38.99	27.67	21.59
PEG	1.87	1.55	0.56	0.52	0.67
P/B	19.55	14.03	11.01	8.61	6.73

来源: wind、中泰证券研究所

图表 37: 可比公司估值表

股票名称	加工为化 加从 / 二\		票名称 股价(元)			PE		
股条石孙	及が「九)	2020E	2021E	2020E	2020E	2021E	2020E	
安井食品	116.59	1.92	2.55	3.33	61	46	35	
三全食品	22.73	0.52	0.58	0.66	44	39	34	
温氏股份	21.02	4.66	4.02	2.84	5	5	7	
立华股份	38.79	4.84	3.92	2.04	8	10	19	

来源:中泰证券研究所,wind(采用 2020年6月15日收盘价)

### 风险提示

- **全球疫情反复及全球经济增速放缓**:新冠疫情向全球蔓延,可能导致全球经济增长放缓。
- **禽类发生疫病的风险**:公司主营业务包括黄羽肉鸡的养殖环节,而禽类 在饲养过程中可能受到新城疫、H7N9 疫情等疾病的侵扰。公司如未对 禽类感染疾病和发生疫情进行及时预防、监控,将导致产量减少,防疫 支出增加,市场需求及产品价格下降。
- 产品价格波动风险:公司对外销售产品主要为活禽及冰鲜禽肉,其价格直接影响公司盈利情况。受禽类产品供求关系、疫情、饲料成本等因素影响,公司主要产品价格自 2013 年以来呈现较大波动。未来,如果市场上禽类产品供大于求、疫情事件影响消费者购买心理等现象出现,禽类产品价格可能会面临下行风险,进而对公司盈利能力造成不利影响,公司的经营业绩将面临下降的风险。



# 图表 38: 湘佳股份三大财务报表预测(单位: 百万元)

書业总収入         1,514         1,7878         2,290         2,884         3,491           増生率         31.2%         24.0%         21.9%         26.0%         21.0%           管业成本         -1,028         -1,164         -1,405         -1,725         -2,058           %前聲校入         67.9%         62.0%         61.4%         59.8%         59.0%           毛利         486         714         885         1,159         1,433           %前聲校入         32.1%         38.0%         38.6%         40.2%         41.0%           营业费用         -4         -4         -5         -6         -7           %前聲校入         19.7%         20.3%         21.0%         21.0%           常時費用         -298         -382         -481         -606         -733           %前營校入         19.7%         20.3%         21.0%         21.0%         21.0%           考找資料         -50         -78         -103         -130         -157         %前營稅營稅         4.2%         -5         -2         -2         1.0%         会稅營營稅營稅         4.2%         -5         -2         -2         -2         -2         -4         -5         -5         -2         -2         <	利润表(人民币百万元)					
增长率 31.2% 24.0% 21.9% 26.0% 21.0% 营业成本 -1,028 -1,164 -1,405 -1,725 -2,058 % 64.0% 67.9% 62.0% 61.4% 59.8% 59.0% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 69.0% 61.4% 59.8% 59.0% 61.4% 59.8% 69.0% 61.4% 59.8% 69.0% 61.4% 59.8% 69.0% 61.4% 61.0% 61.4% 61.0% 61.4% 61.4% 61.4% 61.4% 61.4% 61.4% 61.4% 61.4% 61.4% 61.4% 61.4% 61.4% 61.4% 61.4% 61.53 61.4% 61.4% 61.5% 61.4% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.4% 61.5% 61.4% 61.4% 61.5% 61.4% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.4% 61.5% 61.5% 61.4% 61.5% 61.5% 61.4% 61.5% 6		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业成本         -1,028         -1,164         -1,405         -1,725         -2,058           %前替校入         67.9%         62.0%         61.4%         59.8%         59.0%           毛利         486         714         885         1,159         1,433           %前替校入         32.1%         38.0%         38.6%         40.2%         41.0%           营业费用         -288         -382         -481         -606         -733           %前替校入         19.7%         20.3%         21.0%         21.0%         21.0%           管理费用         -50         -78         -103         -130         -157         4.5%         4.4%	营业总收入	1,514	1,878	2,290	2,884	3,491
<ul> <li>労務曽校入</li> <li>長利</li> <li>486</li> <li>714</li> <li>885</li> <li>1,159</li> <li>1,433</li> <li>労務曽軽人</li> <li>32.1%</li> <li>38.0%</li> <li>38.6%</li> <li>40.2%</li> <li>41.0%</li> <li>营业税金及附加</li> <li>-4</li> <li>-4</li> <li>-5</li> <li>-6</li> <li>-7</li> <li>%務曽較入</li> <li>0.2%</li> <li>0.1%</li> <li>21.0%</li> <li>22.0%</li> <li>4.5%</li> <li>4.2%</li> <li>4.2%</li> <li>2.2%</li> <li>2.2%</li> <li>2.2</li> <li>2.2</li> <li>2.2</li> <li>2.2</li> <li>2.2</li> <li>2.2</li> <li>2.2<th>增长率</th><th>31.2%</th><th>24.0%</th><th>21.9%</th><th>26.0%</th><th>21.0%</th></li></ul>	增长率	31.2%	24.0%	21.9%	26.0%	21.0%
毛利   486	营业成本	-1,028	-1,164	-1,405	-1,725	-2,058
常前曽校入 32.1% 38.0% 38.6% 40.2% 41.0% 营业税金及附加 -4 -4 -5 -6 -7 -7 %前曽校入 0.2% 0.2% 0.2% 0.2% 0.2% 0.2% 0.2% 0.2%	%销售收入	67.9%	62.0%	61.4%	59.8%	59.0%
曹业税金及附加	毛利	486	714	885	1,159	1,433
*** **** *** *** *** *** ** ** ** ** *	%销售收入	32.1%	38.0%	38.6%	40.2%	41.0%
曹业費用	营业税金及附加	-4	-4	-5	-6	-7
密射管校入 19.7% 20.3% 21.0% 21.0% 21.0% 音理費用 -50 -78 -103 -130 -157	%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理費用	营业费用	-298	-382	-481	-606	-733
% 前曽收入   3.3%   4.2%   4.5%   4.5%   4.5%   4.5%   2.	%销售收入	19.7%	20.3%	21.0%	21.0%	21.0%
惠税前利润 (EBIT) 135 250 296 418 536 %請舊被入 8.9% 13.3% 12.9% 14.5% 15.3% 財务費用 -14 -12 -4 -2 -2 -2 公允价值变动收益 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	管理费用	-50	-78	-103	-130	-157
第前聲被入 8.9% 13.3% 12.9% 14.5% 15.3% 財务費用 -14 -12 -4 -2 -2 -2 9% 前舊收入 1.0% 0.6% 0.2% 0.1% 0.1% 資产減值損失 4 -2 -5 -2 -2 -2 公允价值变动收益 0 0 0 0 0 0 0 0 2 数 数 数 数 1.1% 0.7% 0.5% 0.4% 0.3% 营业利润率 1.1% 0.7% 0.5% 0.4% 0.3% 营业利润率 8.3% 12.7% 12.6% 14.4% 15.3% 营业利润率 8.3% 12.7% 12.6% 14.4% 15.3% 耐润润率 1.23 227 286 414 531 利润率 8.1% 12.1% 12.5% 14.3% 15.2% 所得税 -3 -3 -4 -6 -7 所得税率 2.3% 1.4% 1.4% 1.4% 1.4% 1.4% 1.4% 1.4% 1.4	%销售收入	3.3%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%
財务費用 1-14 -12 -4 -2 -2 -2	息税前利润 (EBIT)	135	250	296	418	536
9. 前曽校入	%销售收入	8.9%	13.3%	12.9%	14.5%	15.3%
黄产減値損失 4 -2 -5 -2 -2 への人价值変动收益 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	财务费用	-14	-12	-4	-2	-2
公允价值変动收益 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 2 2 2 2 2 2 2 2 2	%销售收入	1.0%	0.6%	0.2%	0.1%	0.1%
投資收益 1 2 1 1 2 2 3 4 5 3 3 4 5 音 音音音音音音音音音音音音音音音音音音音音音音音	资产减值损失	4	-2	-5	-2	-2
一多年の日本の日本の日本の日本の日本の日本の日本の日本の日本の日本の日本の日本の日本の	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
营业利润率     126     238     288     416     533       营业利润率     8.3%     12.7%     12.6%     14.4%     15.3%       营业利润率     8.3%     12.7%     12.6%     14.4%     15.3%       营业外收支     -3     -12     -2     -2     -2     -2       税前利润     123     227     286     414     531       利润率     8.1%     12.1%     12.5%     14.3%     15.2%       所得税率     -3     -3     -4     -6     -7       所得税率     2.3%     1.4%     1.4%     1.4%     1.4%     1.4%       净利润     115     229     292     412     528       少屬青于公司的學利润     114     227     290     408     523       少多     7.5%     12.1%     12.6%     14.1%     15.0%       现金流量表(人民币百万元)     2018A     2019A     2020E     2021E     2022E       净利润     115     229     292     412     528       加:新田和維持     58     61     63     66     68       資产減值准备     4     3     0     0     0     0       以介价值变动损失     0     0     0     0     0     0       财务费收益     -1	投资收益	1	2	1	1	2
营业利润率       8.3%       12.7%       12.6%       14.4%       15.3%         营业利润率       8.3%       12.7%       12.6%       14.4%       15.3%         营业利润率       8.1%       12.1%       12.5%       14.3%       15.2%         所得税       -3       -3       -4       -6       -7         所得税率       2.3%       1.4%       1.4%       1.4%       1.4%         净利润       115       229       292       412       528         少数股东损益       1       2       3       4       5         少数日素力率       7.5%       12.1%       12.6%       14.1%       15.0%         現金流量表(人民币百万元)       2018A       2019A       2020E       2021E       2022E         净利润       115       229       292       412       528         加: 折旧和摊销       58       61       63       66       68         资产减值准备       4       3       0       0       0       0         公允价值变动损失       0       0       0       0       0       0         公允价值变动损失       1       12       4       2       2         少数股东损益       1       1       2       3	%税前利润	1.1%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%
曹业外校支 1-3 -12 -2 -2 -2 -2	营业利润	126	238	288	416	533
税前利润 123 227 286 414 531 利润率 8.1% 12.1% 12.5% 14.3% 15.2% 所得税 -3 -3 -4 -6 -7 所得税率 2.3% 1.4% 1.4% 1.4% 1.4% 1.4% 沖利润 115 229 292 412 528 少数股东损益 1 2 72 290 408 523 净利率 7.5% 12.1% 12.6% 14.1% 15.0% 現金流量表 (人民币百万元)	营业利润率	8.3%	12.7%	12.6%	14.4%	15.3%
利润率     8.1%     12.1%     12.5%     14.3%     15.2%       所得税     -3     -3     -4     -6     -7       所得税率     2.3%     1.4%     1.4%     1.4%     528       净利润     115     229     292     412     528       少數股东损益     1     2     3     4     5       少期馬子母公司的净利润     114     227     290     408     523       净利率     7.5%     12.1%     12.6%     14.1%     15.0%       現金減量表(人民币百万元)     2018A     2019A     2020E     2021E     2022E       净利润     115     229     292     412     528       加:折旧和榫销     58     61     63     66     68       资产减值准备     4     3     0     0     0     0       公允价值变动损失     0     0     0     0     0     0       财务费用     14     12     4     2     2     2       投资收益     -1     -2     -1     -1     -2       安该省的变动     3     -28     -33     -117     -26       经营活为现金净流     183     302     326     361     571       固定资本投资     -25     -62     -80     -80     -	营业外收支	-3	-12	-2	-2	-2
所得税 2.3	税前利润	123	227	286	414	531
所得税率       2.3%       1.4%       1.4%       1.4%       1.4%       1.4%       1.4%       1.4%       2.4%       1.4%       1.4%       1.4%       1.4%       2.28       292       412       528       2.28       少數股东损益       1       2       3       4       5       523       少數股东损益       114       227       290       408       523       少多数       523       少多数       523       少多数       523       少多数       15.0%         現金流量東(人民币百万元)         2018A       2019A       2020E       2021E       2022E         學利润       115       229       292       412       528         加:折旧和摊销       58       61       63       66       68	利润率	8.1%	12.1%	12.5%	14.3%	15.2%
净利润     115     229     292     412     528       少數膜系模益 少利準     1     2     3     4     5       四属于母公司的净利润 净利率     114     227     290     408     523       理金流量表(人民市百万元)     2018A     2019A     2020E     2021E     2022E       净利润     115     229     292     412     528       加:折旧和摊销     58     61     63     66     68       资产减值准备     4     3     0     0     0     0       以免债值变动损失     0     0     0     0     0       财务费用     14     12     4     2     2       投资收益     -1     -2     -1     -1     -2       营运资金的变动     3     -28     -33     -117     -26       经营活分现金净流     183     302     326     361     571       固定资本投资     -25     -62     -80     -80     -70       投资活动现金净流     -93     -162     -78     -78     -68       服利分配     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       募責活动现金净流     -56     -60     18     -165     -371	所得税	-3	-3	-4	-6	-7
少数股东損益 少利率     1 114 7.5%     2 27 290 12.1%     408 408 523 14.1%     5 203 14.1%       現金流量表(人民币百万元)     2018A     2019A     2020E     2021E     2022E       净利润     115     229     292     412     528       か: 折旧和維销 资产減值准备     58     61     63     66     68       公允价值变动损失     0     0     0     0     0       财务费用     14     12     4     2     2       少数股东损益     -1     -2     -1     -1     -2       少数股东损益     1     2     3     4     5       营运资金的变动     3     -28     -33     -117     -26       佐营活动现金净流     183     302     326     361     571       因贵者和现金净流     -93     -162     -78     -8     -8       股利分配     0     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       筹資活动現金净流     -56     -60     18     -165     -371	所得税率	2.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
担属于母公司的導利润 連利率     114 7.5%     227 12.1%     290 12.6%     408 14.1%     523 15.0%       現金流量表 (人民币百万元)       導利润 加: 折旧和棒精 資产減值准备 公允价值变动损失 財务費用 14     2019A 158     2020E 61     2021E 63     2021E 66     68       60     63     66     68       60     63     66     68       60     64     3     0     0     0       0     0     0     0     0     0       202E     42     2     22     412     2       205     4     3     0     0     0     0       205     5     1     1     2     4     2     2       205     4     1     2     4     2     2     2       少数股东损益     1     2     3     4     5     5       营资者的支动     183     302     326     361     571       國費者教養     -25     -62     -80     -80     -70       投資者的     -93     -162     -78     -78     -68       股利分配     0     0     87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       4     5     -56	净利润	115	229	292	412	528
净利率     7.5%     12.1%     12.6%     14.1%     15.0%       現金流量表(人民币百万元)       2018A     2019A     2020E     2021E     2022E       净利润     115     229     292     412     528       加:折旧和摊销     58     61     63     66     68       资产减值准备     4     3     0     0     0     0       财务费用     14     12     4     2     2       少数股床损益     -1     -2     -1     -1     -2       少数股床损益     1     2     3     4     5       营运资金的变动     3     -28     -33     -117     -26       经营活动现金净流     183     302     326     361     571       租赁资本投资     -25     -62     -80     -80     -70       投资活动现金净流     -93     -162     -78     -78     -68       股利分配     0     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       筹資活动现金净流     -56     -60     18     -165     -371	少数股东损益	1	2	3	4	5
現金流量表 (人民币百万元)  2018A 2019A 2020E 2021E 2022E  净利润 115 229 292 412 528 加: 折旧和摊销 58 61 63 66 68 黄产减值准备 4 3 0 0 0 0 公允价值变动损失 0 0 0 0 0 财务费用 14 12 4 2 2 2 投资收益 -1 -2 -1 -1 -2 -1 -1 -2 少数股东损益 1 2 3 4 5 空资金的变动 3 -28 -33 -117 -26 整管活动现金净流 183 302 326 361 571 固定资本投资 -25 -62 -80 -80 -70 投資活动现金净流 93 -162 -78 -78 -68 股利分配 0 0 -87 -122 -157 共他 -56 -60 105 -42 -214 筹責活动现金净流 -56 -60 18 -165 -371	归属于母公司的净利润	114	227	290	408	523
夕利润     2018A     2019A     2020E     2021E     2022E       净利润     115     229     292     412     528       加: 折旧和褲销     58     61     63     66     68       资产减值准备     4     3     0     0     0     0       公允价值变动损失     0     0     0     0     0     0       财务费用     14     12     4     2     2       少数股东损益     1     2     3     4     5       营营资金的变动     3     -28     -33     -117     -26       经营活动现金净流     183     302     326     361     571       固定资本校资     -25     -62     -80     -80     -70       投資活动现金净流     -93     -162     -78     -78     -68       股利分配     0     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       等資活动现金净流     -56     -60     18     -165     -371	净利率	7.5%	12.1%	12.6%	14.1%	15.0%
夕利润     2018A     2019A     2020E     2021E     2022E       净利润     115     229     292     412     528       加: 折旧和褲销     58     61     63     66     68       资产减值准备     4     3     0     0     0     0       公允价值变动损失     0     0     0     0     0     0       财务费用     14     12     4     2     2       少数股东损益     1     2     3     4     5       营营资金的变动     3     -28     -33     -117     -26       经营活动现金净流     183     302     326     361     571       固定资本校资     -25     -62     -80     -80     -70       投資活动现金净流     -93     -162     -78     -78     -68       股利分配     0     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       等資活动现金净流     -56     -60     18     -165     -371	加入法里克()尼苏女工	= 1				
净利润     115     229     292     412     528       加:折旧和維销     58     61     63     66     68       黄产減值准备     4     3     0     0     0     0       公允价值变动损失     0     0     0     0     0     0       财务费用     14     12     4     2     2       投资收益     -1     -2     -1     -1     -2       少数股东损益     1     2     3     4     5       营运资金的变动     3     -28     -33     -117     -26       超营活动现金净流     183     302     326     361     571       固定资本投资     -25     62     -80     -80     -70       投資活动现金净流     -93     -162     -78     -78     -68       股利分配     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       募資活动现金净流     -56     -60     18     -165     -371	光金加重表 (人民中日力)		20104	2020E	2021E	2022E
か: 折旧和摊销 58 61 63 66 68 養产減值准备 4 3 0 0 0 0 公允价值变动损失 0 0 0 0 0 0 财务费用 14 12 4 2 2 投资收益 -1 -2 -1 -1 -2 -1 -1 -2 少数股东损益 1 2 3 4 5 5 5 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6	海利润					
资产减值准备 4 3 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0						
○ 公允价值变动损失     ○    ○    ○    ○    ○    ○    ○						
財务費用     14     12     4     2     2       投資收益     -1     -2     -1     -1     -2       少数股东损益     1     2     3     4     5       营运资金的变动     3     -28     -33     -117     -26       经营活动现金净流     183     302     326     361     571       固定资本投资     -25     -62     -80     -80     -70       投資活动现金净流     -93     -162     -78     -78     -68       股利分配     0     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       筹資活动现金净流     -56     -60     18     -165     -371	24.7	-	-			
投資收益     -1     -2     -1     -1     -2       少数股东损益     1     2     3     4     5       营运资金的变动     3     -28     -33     -117     -26       经营活动现金净流     183     302     326     361     571       固定资本投资     -25     -62     -80     -80     -70       投資活动现金净流     -93     -162     -78     -78     -68       股利分配     0     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       等資活动現金净流     -56     -60     18     -165     -371						
少数股东损益 运资金的变动     1     2     3     4     5       营运资金的变动     3     -28     -33     -117     -26       整管活动现金净流     183     302     326     361     571       固定资本投资     -25     -62     -80     -80     -70       投資活动现金净流     -93     -162     -78     -78     -68       股利分配     0     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       等資活动現金净流     -56     -60     18     -165     -371						
<ul> <li>普运资金的变动</li> <li>3 -28 -33 -117 -26</li> <li>数管活动现金净流</li> <li>183 302 326 361 571</li> <li>固定资本投资</li> <li>-25 -62 -80 -80 -70</li> <li>投資活动现金净流</li> <li>-93 -162 -78 -78 -68</li> <li>股利分配</li> <li>0 0 -87 -122 -157</li> <li>共也</li> <li>寿货活动现金净流</li> <li>-56 -60 105 -42 -214</li> <li>寿黄活动现金净流</li> </ul>						
経管活动現金净流 183 302 326 361 571 固定資本投資 -25 -62 -80 -80 -70 投資活动現金净流 -93 -162 -78 -78 -68 股外分配 0 0 -87 -122 -157 其他 56 -60 105 -42 -214 筹資活动現金净流 -56 -60 18 -165 -371						
固定資本投資     -25     -62     -80     -70       投資活动現金净流     -93     -162     -78     -78     -68       股利分配     0     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       專資活动現金净流     -56     -60     18     -165     -371						
投資活动現金净流     -93     -162     -78     -78     -68       股利分配     0     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       筹資活动現金净流     -56     -60     18     -165     -371						
股利分配     0     0     -87     -122     -157       其他     -56     -60     105     -42     -214       筹責活动現金净流     -56     -60     18     -165     -371						
其他     -56     -60     105     -42     -214       筹资活动现金净流     -56     -60     18     -165     -371						
筹资活动现金净流 -56 -60 18 -165 -371						
	现金净流量	34	80	266	119	132

资产负债表 (人民币百万元)						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
货币资金	112	192	458	577	709	
应收款项	143	157	209	251	306	
存货	159	186	237	278	339	
其他流动资产	14	28	20	29	24	
流动资产	428	563	925	1,136	1,379	
%总资产	38.8%	42.2%	54.9%	59.1%	63.9%	
长期投资	16	0	0	0	0	
固定资产	564	548	537	524	508	
%总资产	51.1%	41.1%	31.9%	27.2%	23.5%	
无形资产	76	76	72	69	65	
非流动资产	675	771	761	785	779	
	61.2%	57.8%	45.1%	40.9%	36.1%	
<u>资产总计</u>	1,104	1,334	1,686	1,921	2,157	
短期借款	61	57	155	213	0	
应付款项	84	78	140	114	198	
其他流动负债	220	200	170	181	176	
流动负债	365	334	466	508	374	
长期贷款	73	98	98	0	0	
其他长期负债	60	67	64	65	65	
	499	500	627	574	438	
普通股股东权益	578	805	1,025	1,311	1,677	
少数股东权益	27	30	33	37	42	
负债股东权益合计	1,104	1,334	1,686	1,921	2,157	
比率分析						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
每股指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
	2018A 1.12	2019A 2.23	2020E 2.84	2021E 4.00	2022E 5.13	
毎股指标						
<b>每股指标</b> 每股收益(元)	1.12	2.23	2.84	4.00	5.13	
每股指标 每股收益(元) 每股净资产(元)	1.12 5.67	2.23 7.90	2.84 10.07	4.00 12.87	5.13 16.46	
每股指标 每股收益(元) 每股净资产(元) 每股经营现金净流(元)	1.12 5.67 1.80	2.23 7.90 2.97	2.84 10.07 3.20	4.00 12.87 3.55	5.13 16.46 5.60	
春股指标 每股收益(元) 每股净资产(元) 每股经营现金净流(元) 每股股利(元)	1.12 5.67 1.80	2.23 7.90 2.97	2.84 10.07 3.20	4.00 12.87 3.55	5.13 16.46 5.60	
每股指标 每股收益(元) 每股净资产(元) 每股经营现金净流(元) 每股股利(元) 回报車	1.12 5.67 1.80 0.00	2.23 7.90 2.97 0.00	2.84 10.07 3.20 0.85	4.00 12.87 3.55 1.20	5.13 16.46 5.60 1.54	
每股指标 每股收益(元) 每股净资产(元) 每股经营现金净流(元) 每股股利(元) 四报单 净资产收益率	1.12 5.67 1.80 0.00	2.23 7.90 2.97 0.00	2.84 10.07 3.20 0.85	4.00 12.87 3.55 1.20	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18%	
每股指标 每股收益(元) 每股净资产(元) 每股经营现金净流(元) 每股股利(元) 四报单 净资产收益率 总资产收益率 港资产收益率 增长率	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36%	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30%	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95%	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 21.45% 50.55%	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49%	
每股指标 每股股益 (元) 每股份 资产 (元) 每股股利 (元) 每股股利 (元) 每股股利 (元) 每股股利 (元) 每股股利 (元) 每股股利 (元) 每股企业 净资产收益率 增长产收益率 增长率 营业总收入增长率	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19%	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30%	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94%	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 21.45% 50.55% 25.96%	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04%	
每股指标 每股收查(元) 每股收查产(元) 每股股利(元) 四股率 总资产收益率 投入资本收益率 提入收益率 增生率。 世生率 提出率。 提出率。 提出率。 提出率。 提出率。 提出率。 提出率。 提出率	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19% 125.47%	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30% 24.02% 92.81%	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94% 19.31%	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 21.45% 50.55% 25.96% 39.20%	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04% 27.92%	
每股指标 每股股净资产(元) 每股股净资产(元) 每股股利 净资产收益率 总资产收益率 总资入事 增生总收益率 增长惠收益率 营业总收益。 增长 管业总收益。 增长 管业总收益。	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19% 125.47% 91.80%	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30% 24.02% 92.81% 99.09%	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94% 19.31% 27.49%	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 21.45% 50.55% 25.96% 39.20% 40.90%	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04% 27.92% 28.18%	
每股指标 每股股净资现金(元) 每股及资产(元) 每股股利(元) 每股股利(元) 申资产产收益率 总资产资本 营产收益率率 增长业总域长率 性业型增长率 总资产资本 管型增长率 总资产的增长率	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19% 125.47%	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30% 24.02% 92.81%	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94% 19.31%	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 21.45% 50.55% 25.96% 39.20%	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04% 27.92%	
每股指标 每股股净资产(元) 每股股净资产(元) 每股股利(元) 每股股利 (元) 四净资产资本 超率 总资资资产收益率 增长业总收益率 增长业总增长率 各利润增增长率 净资产管理能力	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19% 125.47% 91.80% 9.94%	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30% 24.02% 92.81% 99.09% 20.88%	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94% 19.31% 27.49% 26.36%	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 21.45% 50.55% 25.96% 39.20% 40.90% 13.99%	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04% 27.92% 28.18% 12.29%	
每股 指标 每股股份 (元) 每股股份 (元) 每股股份 (元) 每股股份 (元) 每股股利 (元) 四净资产收本 投入 长率 投入 长率 整治 (五率 超 (五) 一个 一个 一个 一个 一个 一个 一个 一个 一个 一个 一个 一个 一个	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19% 125.47% 91.80% 9.94%	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30% 24.02% 92.81% 99.09% 20.88%	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94% 19.31% 27.49% 26.36%	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 21.45% 50.55% 25.96% 39.20% 40.90% 13.99%	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04% 27.92% 28.18% 12.29%	
每股股份 每股股份 每股股份 每股股份 每股股份 每股股份 一次 一次 一次 一次 一次 一次 一次 一次 一次 一次 一次 一次 一次	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19% 125.47% 91.80% 9.94% 28.9 37.4	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30% 24.02% 92.81% 99.09% 20.88%	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94% 19.31% 27.49% 26.36% 28.8 33.3	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 50.55% 25.96% 39.20% 40.90% 13.99% 28.7 32.2	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04% 27.92% 28.18% 12.29%	
每股指标 每每股份值(元) 每股股净管现(元) 每股股净管现(元) 每股股种 单遂资产收率 益益率 增管上的,在 一个资本 中的资产资本 等。 一个资本等 一个股份。 一个一个一个。 一个一个一个一个	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19% 125.47% 91.80% 9.94% 28.9 37.4 29.8	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30% 24.02% 92.81% 99.09% 20.88% 28.7 33.1 23.7	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94% 19.31% 27.49% 26.36% 28.8 33.3 26.7	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 21.45% 50.55% 25.96% 39.20% 40.90% 13.99% 28.7 32.2 25.2	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04% 27.92% 28.18% 12.29% 28.8 31.8 31.8	
每股股中等产品。 每股股中等的人。 每股股中等的人。 每股股中等的人。 每股股中等的人。 每股股中等的人。 在 在 在 在 在 在 在 在 在 在 在 在 在 在 在 在 在 在 在	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19% 125.47% 91.80% 9.94% 28.9 37.4	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30% 24.02% 92.81% 99.09% 20.88%	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94% 19.31% 27.49% 26.36% 28.8 33.3	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 50.55% 25.96% 39.20% 40.90% 13.99% 28.7 32.2	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04% 27.92% 28.18% 12.29%	
每股股净货位,(元) 每股股净货户,(元) 每股股净货户,(元) 每股股净货户,(元) 每股股净货户,(元) 每股股户 单产收收在 整营产资率 基础 基础 基础 基础 基础 基础 基础 基础 基础 基础	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19% 125.47% 91.80% 9.94% 28.9 37.4 29.8 130.8	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30% 24.02% 99.09% 20.88% 28.7 33.1 23.7 106.6	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94% 19.31% 27.49% 26.36% 28.8 33.3 26.7 85.3	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 50.55% 25.96% 39.20% 40.90% 13.99% 28.7 32.2 25.2 66.2	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04% 27.92% 28.18% 12.29% 28.8 31.8 26.0 53.2	
每每股股份 (元)	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19% 125.47% 91.80% 9.94% 28.9 37.4 29.8 130.8	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30% 24.02% 92.81% 99.09% 20.88% 28.7 33.1 23.7 106.6	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94% 19.31% 27.49% 26.36% 28.8 33.3 26.7 85.3	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 21.45% 50.55% 25.96% 39.20% 40.90% 13.99% 28.7 32.2 25.2 66.2	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04% 27.92% 28.18% 12.29% 28.8 31.8 26.0 53.2	
每股股净货位,(元) 每股股净货户,(元) 每股股净货户,(元) 每股股净货户,(元) 每股股净货户,(元) 每股股户 单产收收在 整营产资率 基础 基础 基础 基础 基础 基础 基础 基础 基础 基础	1.12 5.67 1.80 0.00 19.75% 10.44% 21.36% 31.19% 125.47% 91.80% 9.94% 28.9 37.4 29.8 130.8	2.23 7.90 2.97 0.00 28.23% 17.20% 37.30% 24.02% 99.09% 20.88% 28.7 33.1 23.7 106.6	2.84 10.07 3.20 0.85 28.23% 17.35% 39.95% 21.94% 19.31% 27.49% 26.36% 28.8 33.3 26.7 85.3	4.00 12.87 3.55 1.20 31.12% 50.55% 25.96% 39.20% 40.90% 13.99% 28.7 32.2 25.2 66.2	5.13 16.46 5.60 1.54 31.18% 24.48% 56.49% 21.04% 27.92% 28.18% 12.29% 28.8 31.8 26.0 53.2	

来源: 中泰证券研究所



#### 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
及示计级	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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;香港市场以摩根士丹利中国指数为基准,美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准(另有说明的除外)。

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司(以下简称"本公司")具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。

市场有风险,投资需谨慎。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。

投资者应注意,在法律允许的情况下,本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归"中泰证券股份有限公司"所有。未经事先本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为"中泰证券研究所",且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。