

# 湘佳股份 (002982.SZ) 10 年磨一剑，冰鲜禽肉龙头厚积薄发

2020 年 06 月 15 日

——公司首次覆盖报告

**投资评级：买入（首次）**
**陈雪丽（分析师）**
**关雪（联系人）**

chenxueli@kysec.cn

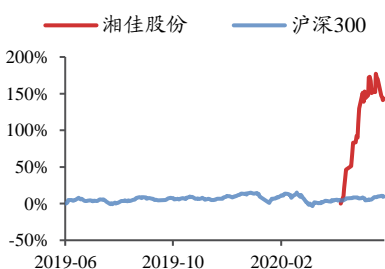
guanxue@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790120030042

日期	2020/6/12
当前股价(元)	103.80
一年最高最低(元)	121.90/35.56
总市值(亿元)	105.75
流通市值(亿元)	26.60
总股本(亿股)	1.02
流通股本(亿股)	0.26
近 3 个月换手率(%)	792.16

## 股价走势图



数据来源：贝格数据

### ● 黄羽鸡全产业链龙头，冰鲜加工一马当先

公司是国内领先的黄羽肉鸡养殖及冰鲜加工企业，黄羽肉鸡出栏量及冰鲜禽肉业务全国排名前列。产业链涵盖黄羽肉鸡养殖、屠宰加工到终端零售，主营产品为活禽及冰鲜禽肉。2019 年公司实现营业收入及归母净利润为 18.78 及 2.27 亿元，产品结构中冰鲜产品营业收入占比较高，业绩稳定性较强。公司经过 10 多年的市场积累和标准化养殖模式实践，积累了养殖、生鲜加工及冷链物流环节的运营管理经验，铸就自身产品护城河。未来公司继续扩张标准化养殖产能，在冰鲜取代活禽的大趋势下，不断拓宽优化销售渠道，经营规模不断扩大。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.78/3.24/4.52 亿元，EPS 分别为 2.73/3.18/4.44 元（以最新股本全面摊薄），当前股价对应 PE 分别为 38.0/32.7/23.4 倍。可比公司估值方面，公司 PE 略高于行业平均水平，由于公司冰鲜产品对接消费者端，业绩稳定性强，成长性高，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 立足现有特色种源，标准化养殖扩张产能

公司主要采取标准化基地自养和农户代养两种养殖模式，养殖品种包含慢、中、快速黄羽肉鸡，特有品种石门土鸡主要开拓高端消费市场。未来三年公司将扩大代养户养殖规模 1500 万羽、标准化基地自养规模 3500 万羽，2022 年底实现 1 亿羽黄羽肉鸡养殖规模。

### ● 冰鲜市场赛道优质，公司渠道优势明显

2020 年新冠疫情使得公共卫生再次受到国家重视，活禽交易市场受到冲击，冰鲜消费逐步代替活禽。公司提早布局冰鲜业务，2009 年冰鲜禽肉产品销售逐步进入大中城市，以商超直营模式为主，2019 年公司冰鲜产品销量 4.34 万吨，未来随着销售渠道向三四线城市下沉，公司冰鲜业务有望快速放量。

● **风险提示：**黄羽鸡行业景气度下行，公司养殖产能、冰鲜产品销售不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,514	1,878	2,173	2,721	3,604
YOY(%)	31.2	24.0	15.7	25.2	32.4
归母净利润(百万元)	114	227	278	324	452
YOY(%)	91.8	99.1	22.5	16.3	39.8
毛利率(%)	32.1	38.0	36.0	35.9	37.2
净利率(%)	7.5	12.1	12.8	11.9	12.6
ROE(%)	19.0	27.5	25.5	26.7	30.9
EPS(摊薄/元)	1.12	2.23	2.73	3.18	4.44
P/E(倍)	92.7	46.6	38.0	32.7	23.4
P/B(倍)	18.3	13.1	9.9	8.9	7.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 黄羽鸡全产业链龙头，冰鲜加工一马当先 .....	4
2、 营收规模不断扩大，盈利稳定性逐年显现 .....	5
2.1、 业绩受行业周期性影响小，营收利润稳步增长.....	5
2.2、 冰鲜业务营收逐年增长，有效平抑业绩波动.....	7
3、 向标准化养殖转型，自养基地逐步进入产能释放期.....	9
3.1、 黄羽肉鸡符合国内消费习惯，规模化养殖提升空间较大.....	9
3.2、 公司立足现有特色种源，标准化养殖产能扩张.....	10
4、 冰鲜禽肉市场赛道优质，渠道成熟水到渠成 .....	12
4.1、 公共卫生受到国家重视，冰鲜取代活禽大势所趋.....	12
4.2、 全国销售网络初具雏形，未来城市下沉潜力无限.....	13
4.3、 商超直营模式优势明显，新零售业态下有望率先受益.....	15
5、 盈利预测与投资建议 .....	17
6、 风险提示 .....	18
附：财务预测摘要.....	19

## 图表目录

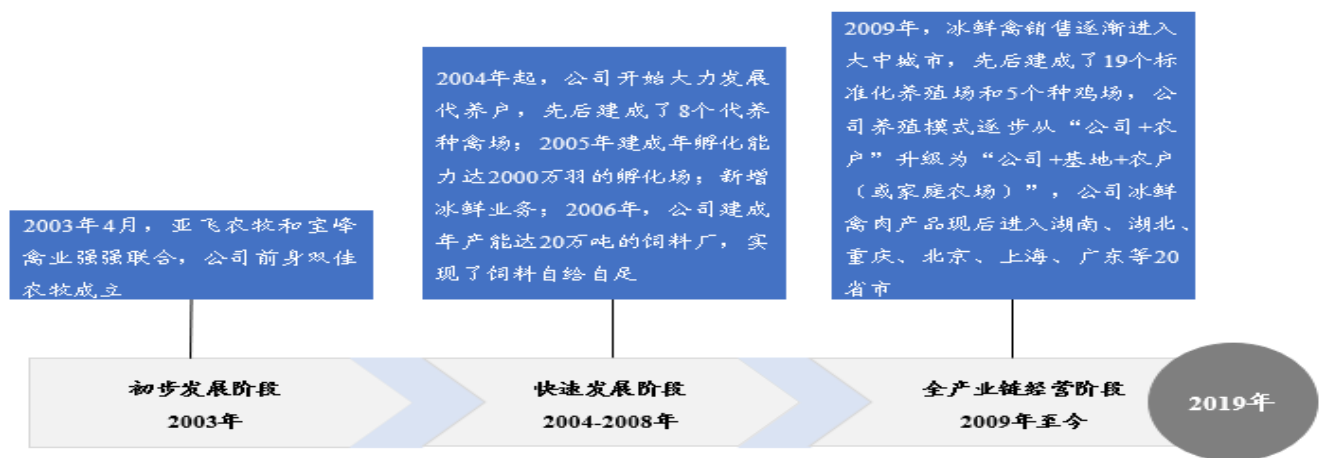
图 1： 公司 2009 年开始逐步发展冰鲜业务，进入全产业链经营阶段.....	4
图 2： 公司全产业链涵盖种禽养殖至零售端 .....	4
图 3： 公司控股股东及实际控制人为喻自文、邢卫民，分别持有公司 30.16%股权.....	5
图 4： 公司营业收入逐年增长 .....	6
图 5： 公司归母净利润受疫情影响较小 .....	6
图 6： 公司资产负债率水平稳步下降 .....	6
图 7： 公司固定资产占总资产的比例较高 .....	7
图 8： 公司主要产品以活禽（鸡、鸭）及冰鲜禽肉（鸡、鸭）为主.....	7
图 9： 冰鲜业务收入占比逐年增加 .....	8
图 10： 冰鲜业务毛利率高于活禽业务毛利率 .....	8
图 11： 2019 年活禽销量及销售单价分别为 2776.29 万羽及 12.57 元/公斤.....	8
图 12： 公司活禽销售品种丰富，涵盖慢、中、快速型鸡及肉鸭品种.....	9
图 13： 冰鲜业务销量稳步增长 .....	9
图 14： 冰鲜禽肉销售单价远高于活禽销售均价 .....	9
图 15： 2018 年国内黄羽肉鸡养殖规模与白羽肉鸡相当.....	10
图 16： 温氏股份出栏量最高 .....	10
图 17： 2019 年黄羽肉鸡 CR3 出栏占比为 25.69%.....	10
图 18： 种鸡自养比例为 75%.....	11
图 19： 商品鸡自养比例为 30%.....	11
图 20： 2019 年期末生产性生物资产为 1932.80 万元 .....	12
图 21： 2019 年期末消耗性生物资产为 8258.41 万元 .....	12
图 22： 黄羽肉鸡消费中活鸡消费占比较高 .....	13
图 23： 实施生鲜上市城市数量突破 60 个 .....	13
图 24： 市场及销售占比超过 70%.....	13
图 25： 冰鲜销售人员工资占收入比例超过 20%.....	13

图 26: 公司销售网络以湖南为起点辐射全国 .....	14
图 27: 西南地区冰鲜产品营业收入增速快 .....	14
图 28: 2019 年二线城市 GDP 增速快于一线城市 GDP 增速 .....	14
图 29: 商超客户营业收入占比第一 .....	15
图 30: 商超模式以直营为主 .....	15
图 31: 主要渠道 2018 及 2019 年营业收入同比增长较快 .....	15
图 32: 公司每年新增商超门店数量超过 300 家 .....	16
图 33: 新型生鲜电商模式蓬勃发展 .....	16
图 34: 生鲜电商市场交易规模不断增加 .....	16
图 35: 新募投项目有望增加屠宰加工产能 .....	17
表 1: 公司现有活禽产品涵盖慢、中、快速型黄羽肉鸡 .....	11
表 2: 冰鲜禽肉具备安全性较高、营养性好、口味鲜嫩、保质期长于热鲜肉等优势 .....	12
表 3: 可比公司估值: 公司冰鲜产品对接消费者端, 业绩稳定性强, 成长性高, PE 估值略高于行业平均水平 .....	18

## 1、黄羽鸡全产业链龙头，冰鲜加工一马当先

公司是国内领先的黄羽肉鸡养殖及冰鲜加工企业，黄羽肉鸡出栏量及冰鲜禽肉业务全国排名前列。公司前身为 2003 年 4 月成立的双佳农牧，成立初期仅从事养殖业务，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 年开始公司进入快速发展阶段，大力发展代养户。2008 年，公司父母代种鸡年存栏规模达到 30 万套，代养户发展到 700 多户，畜禽养殖规模达到 1500 万羽，冰鲜产品销量约达 500 吨，饲料产量 6.9 万吨。2009 年冰鲜禽肉产品销售逐步进入大中城市，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。2019 年公司商品鸡鸭代养户共计 778 户，活禽销量 2776.29 万羽，屠宰量 1895.89 万羽，冰鲜产品销量 4.34 万吨。

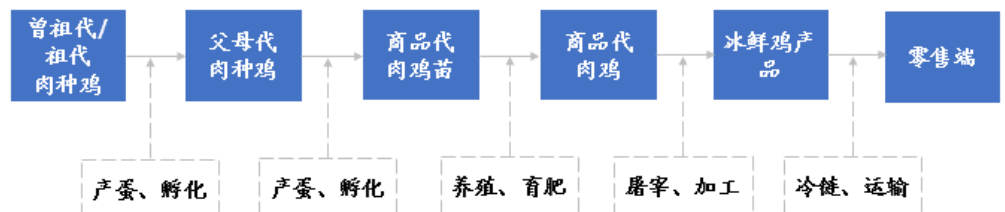
图1：公司 2009 年开始逐步发展冰鲜业务，进入全产业链经营阶段



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司产业链由种禽养殖延伸至零售端。公司全产业链涵盖养殖环节、屠宰加工环节及零售环节，其中养殖环节包含祖代鸡、父母代及商品代鸡养殖，屠宰加工环节产品主要为冰鲜鸡。经过多年市场积累和规模化、标准化的养殖模式实践，公司在养殖、生鲜加工及冷链物流环节，运营管理经验丰富，与下游客户建立了稳定的合作关系。

图2：公司全产业链涵盖种禽养殖至零售端

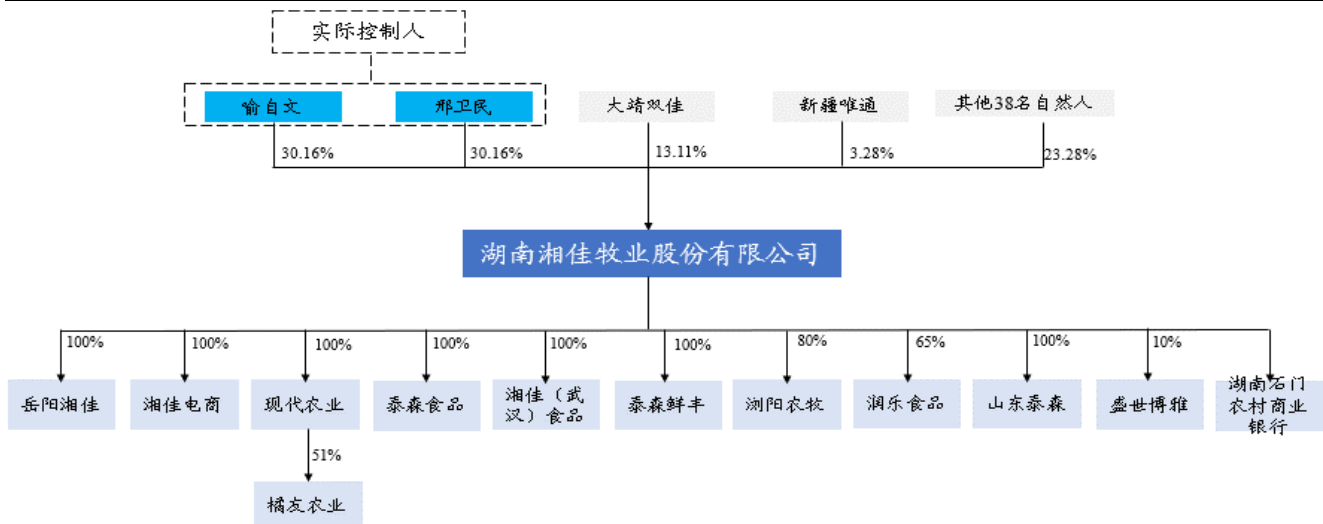


资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司股权较为集中，双实控人合作密切稳定。公司控股股东及实际控制人为自

然人喻自文、邢卫民，两人分别持有公司 30.16%的股权，并列为公司第一大股东。两人一直密切合作，在股权关系上构成了对公司的共同控制。参股及控股公司方面，公司拥有岳阳湘佳、湘佳电商、现代农业、泰森食品、湘佳（武汉）食品、泰森鲜丰、山东泰森 7 家全资子公司，浏阳农牧、润乐食品、橘友农业（孙公司）3 家控股子公司及湖南石门农村商业银行股份有限公司、盛世博雅 2 家参股公司。

**图3：公司控股股东及实际控制人为喻自文、邢卫民，分别持有公司 30.16%股权**



资料来源：公司公告、开源证券研究所

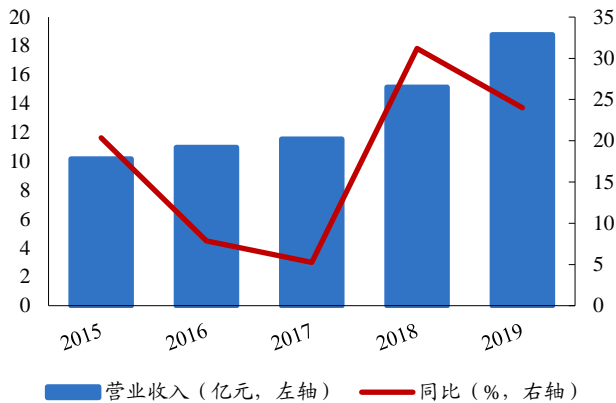
注：湖南石门农村商业银行参股比例未披露

## 2、营收规模不断扩大，盈利稳定性逐年显现

### 2.1、业绩受行业周期性影响小，营收利润稳步增长

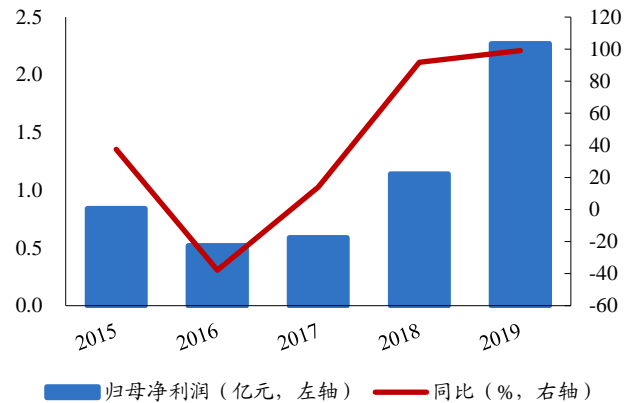
公司 2015 年到 2019 年营业收入逐年增长，即使在 2016 年行业不景气和 2017 年遭受 H7N9 疫情的影响下，公司营业收入仍维持小幅增长。2019 年随行业景气度逐步恢复，疫情影响消化，公司营业收入增至 18.78 亿元，近 5 年年复合增速为 16.57%。利润方面，由于公司自 2007 年开始布局生鲜业务，利润表现相对行业更为稳定，仅在 2016 年受行业整体价格不景气影响，归母净利润同比大幅下降 37.88%。2017 年虽行业遭遇 H7N9 突发疫情，公司凭借自身产品结构优势，实现归母净利润同比增长 13.94%。2015 年至 2019 年期间归母净利润年复合增速为 28.21%。

图4: 公司营业收入逐年增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

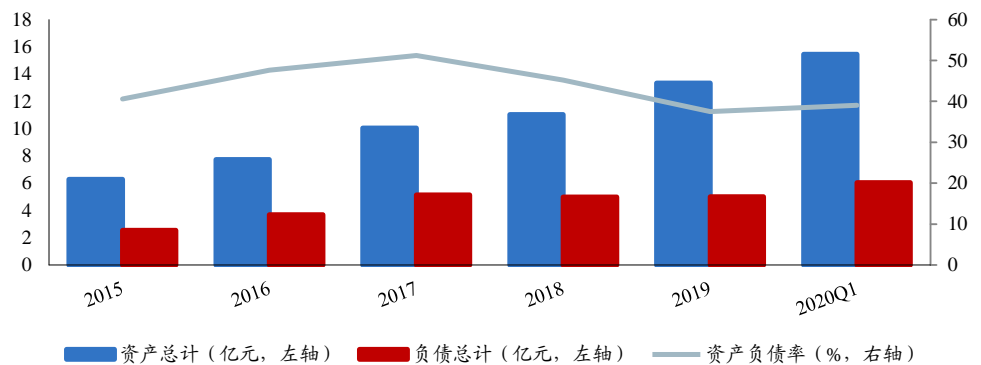
图5: 公司归母净利润受疫情影响较小



数据来源: Wind、开源证券研究所

**资产规模持续扩大，资产负债率维持稳定水平。**随着公司活禽及冰鲜禽肉业务销售体量不断增长，公司资产稳步增加，总资产由2015年的6.28亿元上升至2019年的13.34亿元，年复合增速为20.73%。2020年公司首次公开发行股票进行融资，资产负债率稳步下降，维持良好水平，2019年及2020年资产负债率均低于40%。

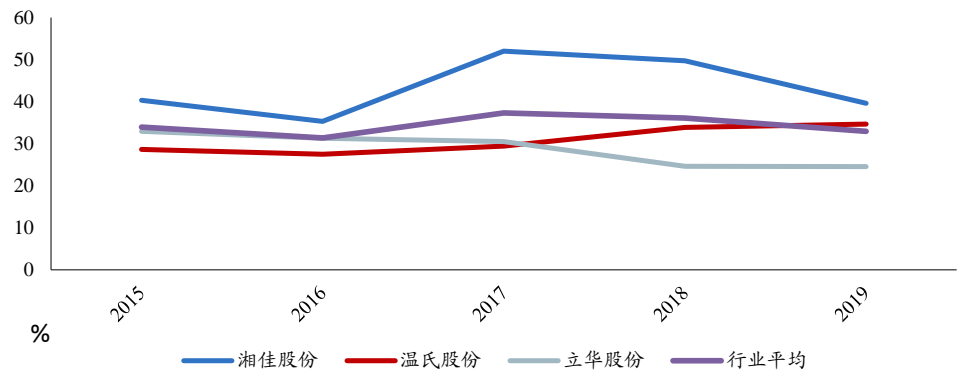
图6: 公司资产负债率水平稳步下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**养殖及冰鲜业务模式带来较高的固定资产投入。**公司养殖端采取自有基地养殖加农户代养两种模式，资产投入高于传统“公司+农户”模式。同时公司不断向冷鲜屠宰及下游销售渠道方向延伸，拥有屠宰产能及冷链运输环节资产。因此公司固定资产占总资产比例高于同行业黄羽肉鸡养殖企业。



**图7：公司固定资产占总资产的比例较高**


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

## 2.2、冰鲜业务营收逐年增长，有效平抑业绩波动

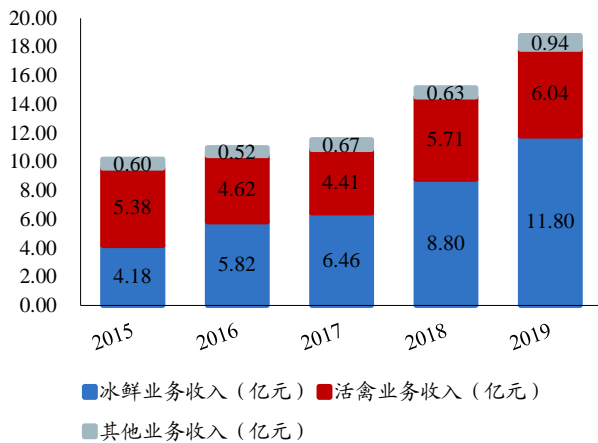
公司主要产品以活禽及冰鲜禽肉为主。公司活禽业务以活鸡销售为主，活鸭为辅，主要销往农贸市场批发商、食堂、酒店等。冰鲜业务以冰鲜黄羽肉鸡为主，冰鲜鸭肉为辅，主要销往商超及终端消费者。其他业务主要包含养殖过程所需要的饲料产品以及养殖后粪便转化成的有机肥产品。

**图8：公司主要产品以活禽（鸡、鸭）及冰鲜禽肉（鸡、鸭）为主**

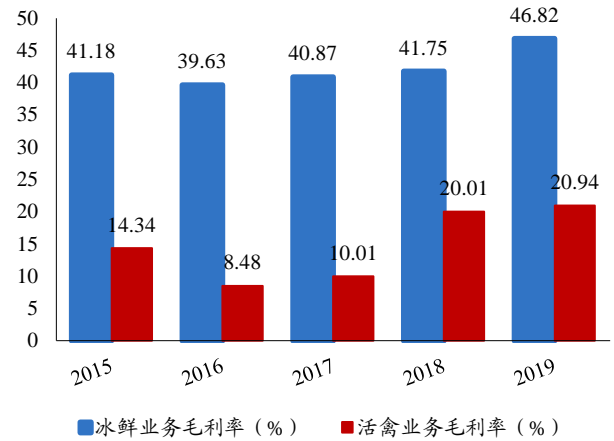
产品类别	客户或消费群体	产品图片	产品类别	客户或消费群体	产品图片
活鸡	主要销往农贸市场批发商、食堂、酒店等餐饮机构为辅		冰鲜鸡肉	商场超市终端消费者为主	
活鸭	主要销往农贸市场批发商、食堂、酒店等餐饮机构为辅		冰鲜鸭肉	商场超市终端消费者为主	
饲料	公司附近的散养户及养殖企		有机肥	种植农户	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

冰鲜禽肉业务毛利率远超活禽业务，营业收入占比逐年增加。公司招股说明书数据显示，2015年后公司冰鲜业务收入占比超过活禽业务收入占比，2019年冰鲜业务收入为11.80亿元，活禽业务收入为6.04亿元，占比分别为62.83%及32.16%。毛利率方面，活禽业务毛利率波动较大，最高值也远低于冰鲜业务毛利率，冰鲜业务毛利率较高，整体维持在40%左右。

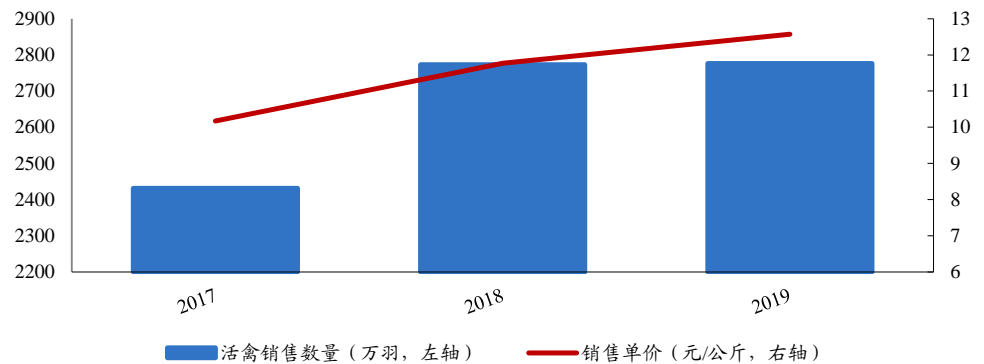
**图9：冰鲜业务收入占比逐年增加**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图10：冰鲜业务毛利率高于活禽业务毛利率**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

活禽业务受突发疫情影响较大，销售单价呈周期性波动。2017年受H7N9疫情影响，公司活禽销量仅为2431.29万羽，疫情影响消退后，2018年活禽销量恢复至2700万羽以上。销售单价方面，活禽销售单价随禽养殖行业景气度呈现周期性波动，2018年及2019年禽养殖景气度较高，销售单价分别为11.77及12.57元/公斤。

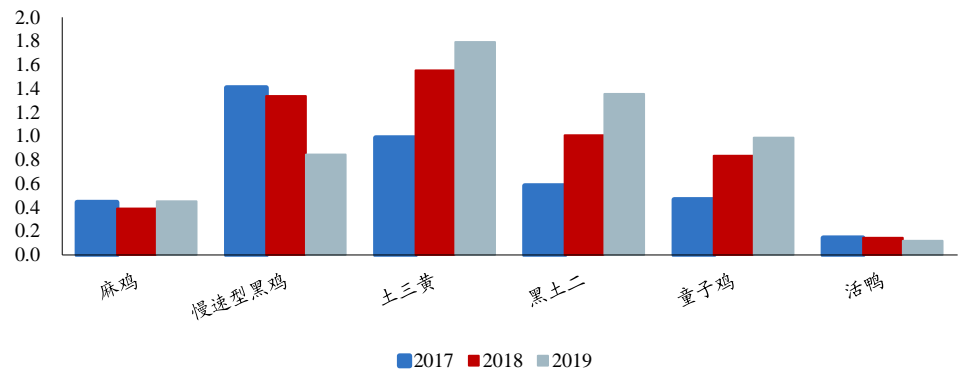
**图11：2019年活禽销量及销售单价分别为2776.29万羽及12.57元/公斤**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

活禽销售主要以慢速型黑鸡、土三黄、黑土二及童子鸡为主。2019年公司活禽业务中，销售收入最高的品种为土三黄。近3年土三黄、黑土二及童子鸡销售收入逐年增加，成为公司活禽销售的主要品种。



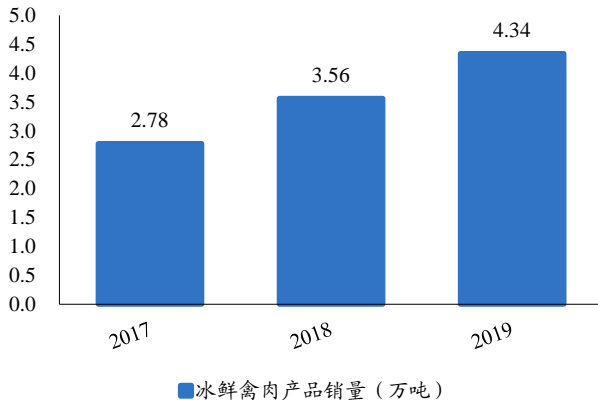
图12: 公司活禽销售品种丰富, 涵盖慢、中、快速型鸡及肉鸭品种



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

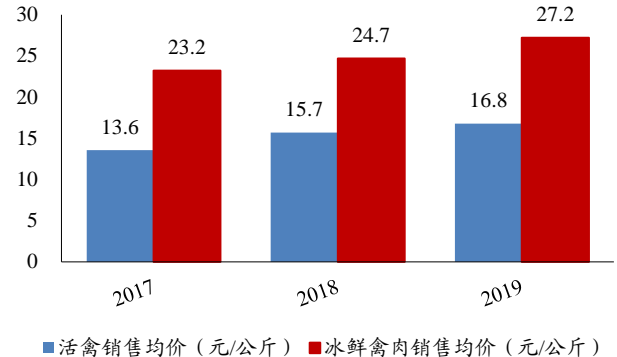
**提早布局冰鲜产品, 营业收入稳步增长。**公司从 2007 年开始探索冰鲜禽肉环节, 在黄羽肉鸡行业中具有较强的先发优势。2017 年至 2019 年公司冰鲜禽肉产品销量分别为 2.78 万吨、3.56 万吨和 4.34 万吨, 年均复合增长率为 24.83%。销售收入从 2017 年的 6.46 亿元增加到 2019 年的 11.80 亿元, 年复合增长率为 35.16%。销售单价方面, 冰鲜禽肉直接对接消费端, 销售单价较高, 价格波动较小, 增强了公司盈利能力的稳定性。

图13: 冰鲜业务销量稳步增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图14: 冰鲜禽肉销售单价远高于活禽销售均价



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 活禽均价按 75%全净膛率折算

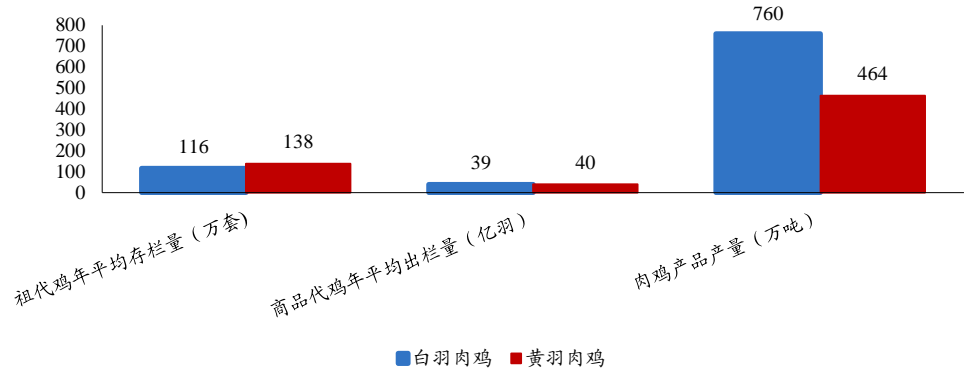
### 3、向标准化养殖转型, 自养基地逐步进入产能释放期

#### 3.1、黄羽肉鸡符合国内消费习惯, 规模化养殖提升空间较大

**黄羽肉鸡为我国特色养殖品种, 具备食用风味好的特质。**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%。养殖规模上, 国内黄羽肉鸡养殖体量与白羽肉鸡相当, 2018 年及 2019 年全国商品代黄羽肉鸡出栏量分别为 40 亿羽及 49 亿羽, 白羽肉鸡出栏量分别为 39 亿羽及 44 亿羽。主要特征方面, 与白羽肉鸡相比, 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，体型外貌符合国内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。消费区域及渠道方面，黄羽肉鸡的主要市场集中在我国南方和港澳地区，客户主要以家庭消费、企事业单位食堂和酒店为主。

图15：2018年国内黄羽肉鸡养殖规模与白羽肉鸡相当

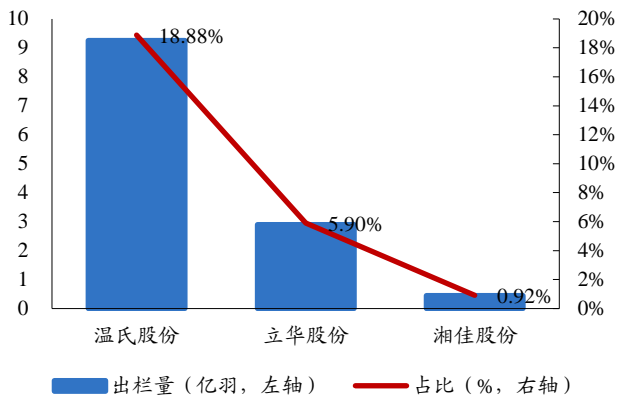


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：产量均按全净膛率 75% 折算，黄羽肉鸡单羽重量为 1.8 公斤/羽

**行业集中度有待提高，规模化养殖空间大。**2019 年温氏股份黄羽肉鸡出栏量 9.25 亿羽，约占全国比重为 18.88%，立华股份 2019 年黄羽肉鸡出栏量 2.89 亿羽，约占全国比重为 5.90%。公司 2019 年出栏量 0.45 亿羽，占全国比重为 0.92%。前三大黄羽肉鸡养殖企业共占全国黄羽肉鸡出栏量的 25.69%。类比美国鸡肉产业，据 WATT 数据显示，2019 年仅泰森食品的鸡肉产量就占全美国比重 21%。我国黄羽肉鸡养殖集中度提高空间较大。

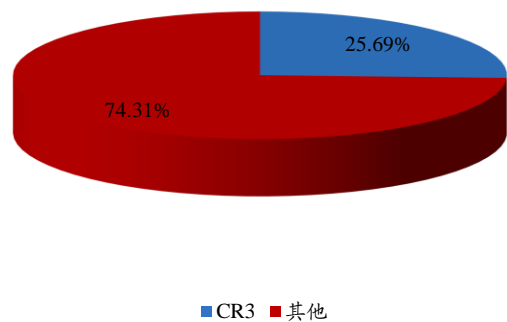
图16：温氏股份出栏量最高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：按 2018 年数据计算系行业出栏量数据仅更新至 2018 年

图17：2019年黄羽肉鸡 CR3 出栏占比为 25.69%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、公司立足现有特色种源，标准化养殖产能扩张

**慢速型黄羽肉鸡未来前景广阔，公司发力打造石门土鸡品牌。**黄羽肉鸡肉质的感官性状（主要指色泽、风味、口感等方面）强于白羽肉鸡，饲养时间越长肉质风味越好。随着人们生活水平的提高，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，慢速型黄羽肉鸡市场前景较好。公司慢速型黄羽肉鸡品种为石门土鸡，是公司特有品种。同时石门土鸡是国家地理标志保护产品，属于高端产

品，风味明显优于其他品种。公司未来将立足于自身特色品种，在消费升级的大背景下，持续打造以石门土鸡为主的高端黄羽肉鸡品牌。

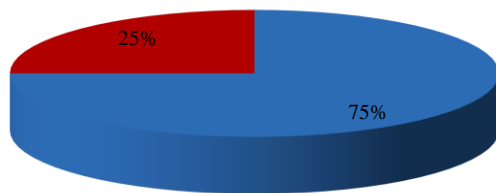
**表1: 公司现有活禽产品涵盖慢、中、快速型黄羽肉鸡**

类型	出栏日龄（平均日龄）	平均体重（公斤）	料肉比	主要区域	公司对应产品
快速型	42-65（53）	1.25-1.50（1.40）	1.80-2.60:1.00	广东、广西	麻鸡、青脚鸡
中速型	65-95（80）	1.25-1.50（1.40）	2.60-3.00:1.00	云贵川	土三黄、丝乌鸡、黑土二
慢速型	95+（95）	1.25-1.50（1.41）	2.80-3.20:1.00	华东	石门土鸡

资料来源：公司公告、开源证券研究所

拥有成熟的“公司+基地+农户”养殖模式，“五统一”保障标准化执行。公司主要采取标准化基地自养和农户代养两种养殖模式，整体来看，种鸡自养比例占比较高，高达 75%，商品代鸡标准化自养占比较低为 30%。分品种来看，自养品种主要以种鸡及快速型鸡（麻鸡、青脚鸡、童子鸡）为主。代养品种以中速型、慢速型为主。公司的代养管理模式为“五统一、一分散”。五统一即公司统一提供鸡苗、统一提供饲料、统一提供疫苗药品、统一提供技术服务、统一产品销售。一分散即代养户分散养殖，获取代养费用。该模式有效地将产业链中各生产要素组织起来，进行标准化、规范化的全过程监督管理。

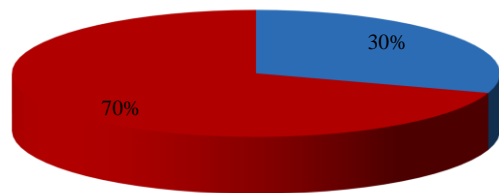
**图18: 种鸡自养比例为 75%**



■ 种鸡标准化自养 ■ 种鸡农户代养

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图19: 商品鸡自养比例为 30%**

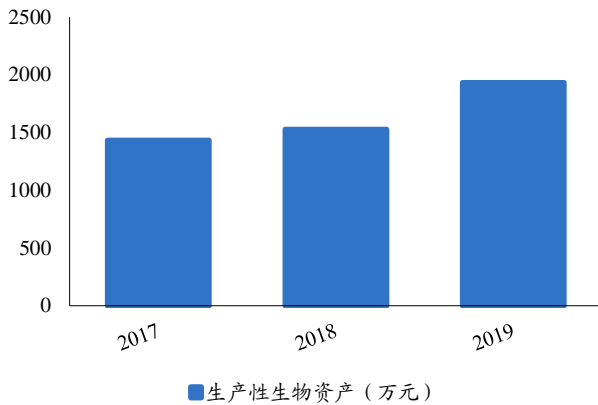


■ 商品代鸡标准化自养 ■ 商品代鸡农户代养

数据来源：公司公告、开源证券研究所

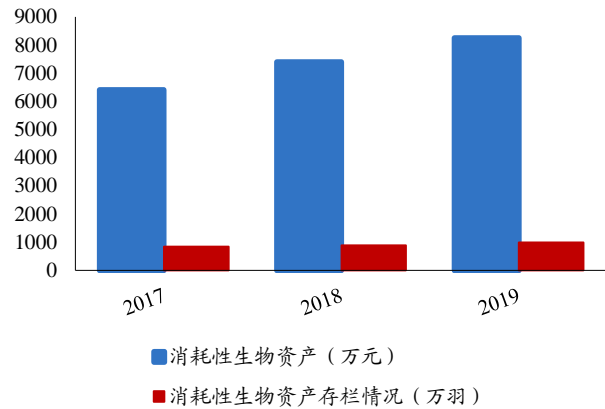
公司标准化养殖积淀多年，养殖效率及食品安全性提高。公司陆续建立了高标准、全封闭的标准化养殖基地。标准化养殖基地具备改善养殖条件、提高生产性能、降低疫病发病率、提升产品质量等优势，同时能够有效降低料肉比。在质量控制方面，标准化养殖基地有利于养殖各环节把控，保证食品的安全性。公司近 3 年持续进行资本性投入，自建种禽场和标准化养殖场，生产性生物资产和消耗性生物资产不断增加。2019 年公司自有养殖场 24 个，其中，种鸡场 5 个、标准化养殖基地 19 个。

图20: 2019 年期末生产性生物资产为 1932.80 万元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图21: 2019 年期末消耗性生物资产为 8258.41 万元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**黄羽肉鸡养殖向规模化转型, 新募投项目产能释放有望加快。**黄羽肉鸡是我国特有品种, 呈现出小区域及小规模特征, 标准化程度低。随着食品安全及环境保护日益受到关注, 迫切要求黄羽肉鸡养殖业转型升级, 实施标准化饲养。公司首次公开发行募集资金, 其中一部分资金拟投入建设 1250 万羽黄羽肉鸡标准化养殖基地建设项目, 该项目包含 4 个规模化商品鸡场, 新增产能 1250 万羽。未来三年公司将继续推动“公司+基地+农户”的经营模式, 以现有标准化基地自养规模和农户代养规模为基础, 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, 2022 年底公司预计实现 1 亿羽的黄羽肉鸡养殖规模。

## 4、冰鲜禽肉市场赛道优质, 渠道成熟水到渠成

### 4.1、公共卫生受到国家重视, 冰鲜取代活禽大势所趋

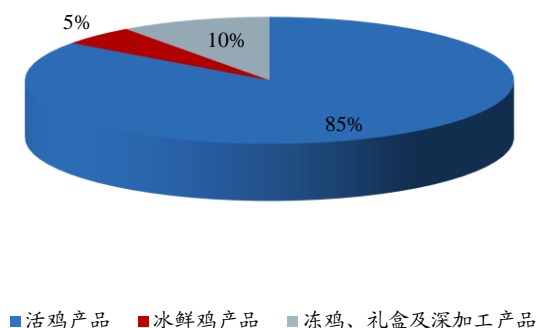
**冰鲜禽肉各方优势突出, 消费升级下需求有望增加。**目前市场禽肉主要分为冷冻禽肉, 活禽及冰鲜禽肉三种消费渠道。冷冻禽肉的特征主要是保质期较长、肉制干硬, 营养成分部分流失。活禽的主要特征是易污染、保质期短, 但在口味上略好于冷冻禽肉。冰鲜禽肉主要是指严格执行检疫制度屠宰后的禽胴体, 在 0-4℃ 的条件下, 迅速进行冷却处理, 使胴体温度 24 小时内由 38℃ 左右降至 0-4℃, 并在后续的加工、流通和分销过程中始终保持在 0-4℃ 冷藏范围内。主要特性方面, 冰鲜禽肉在安全性、营养性、口味及保质期上都优于冷冻禽肉和活禽。随着居民对食品质量安全要求的提高, 冰鲜禽肉需求有望大幅增长。

表2: 冰鲜禽肉具备安全性较高、营养性好、口味鲜嫩、保质期长于热鲜肉等优势

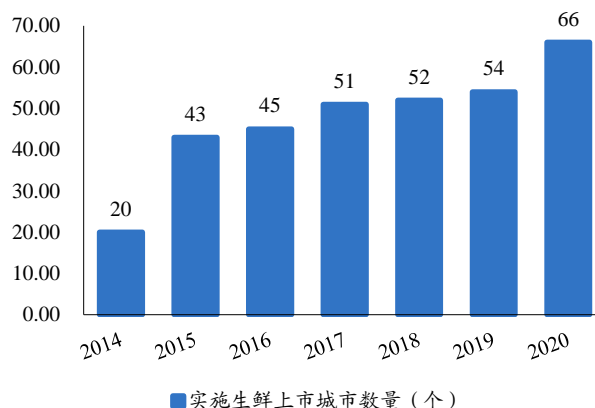
项目	冷冻禽肉	活禽	冰鲜禽肉
安全性	宰杀后的禽畜肉经预冷后, 在-18℃速冻, 是深层温度达-6℃一下, 有害物质被抑制	有害物质得不到控制, 易污染	0-4℃内无菌加工、运输、销售, 安全性较高
营养性	冰晶破坏猪肉组织, 导致营养成分大量流失	没有经过排酸处理, 尚未成熟, 不利于人体吸收, 营养成分较少	保留肉质绝大部分营养成分, 能被人体充分吸收
口味	肉质干硬、香味淡、不够鲜美	肉质较硬、香味较淡	鲜嫩多汁、易咀嚼、汤清、肉鲜
保质期	-18℃以下, 12 个月以上	常温下半天甚至更短	0-4℃保存 3-7 天

资料来源: 老唐话生鲜公众号、开源证券研究所

黄羽肉鸡以活禽消费为主，未来产品加工比例提升空间仍大。根据《中国禽业发展报告（2014 年度）》统计，黄羽肉鸡消费中活鸡产品占主导地位，占比达 85% 左右，冰鲜鸡产品占 5% 左右，其余 10% 为冻鸡、礼盒及深加工类产品。肉鸡养殖企业经营业绩易受到宏观经济形势、行业周期性供需变化、动物疫病、产业政策等因素影响而呈现较大波动，例如 2013 年 4 月至 2014 年初，2017 年上半年受 H7N9 疫情及 2020 年新冠肺炎疫情等影响，活禽交易均受到重大影响。国家重视公共卫生安全，活禽交易卫生环境难以保证，多数省市出于公共卫生角度考虑，推行实施生鲜上市。新牧网数据显示，截至 2020 年 5 月实施生鲜上市的城市个数已达到 66 个。随着国家大力推行冰鲜上市的发展趋势及人们消费观念转变，未来黄羽肉鸡产品加工比例有望上升，活禽消费逐步向冰鲜产品转换，冰鲜禽肉未来市场空间较大。

**图22：黄羽肉鸡消费中活鸡消费占比较高**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

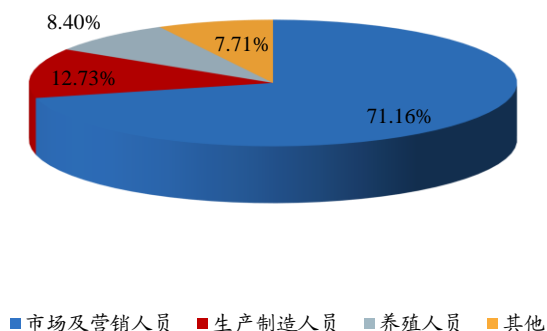
**图23：实施生鲜上市城市数量突破 60 个**


数据来源：新牧网、开源证券研究所

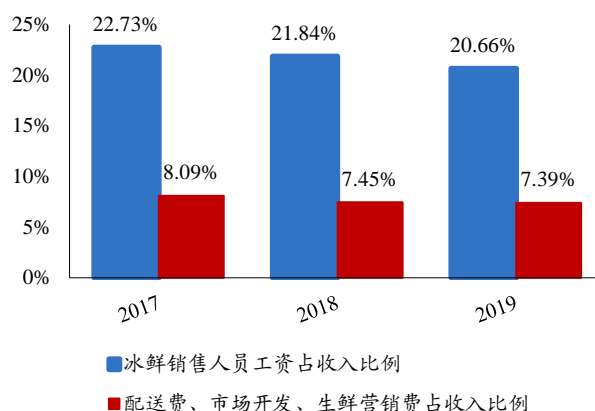
注：统计数据截至 2020 年 5 月

## 4.2、全国销售网络初具雏形，未来城市下沉潜力无限

公司注重营销投入，销售人员投入占比高。公司潜心多年布局冰鲜销售网络，在人员构成方面，2019 年市场及销售人员占比超过 70%。冰鲜产品业务上，销售人员工资收入占收入比例均超过 20%。

**图24：市场及销售人員占比超过 70%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图25：冰鲜销售人员工资占收入比例超过 20%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

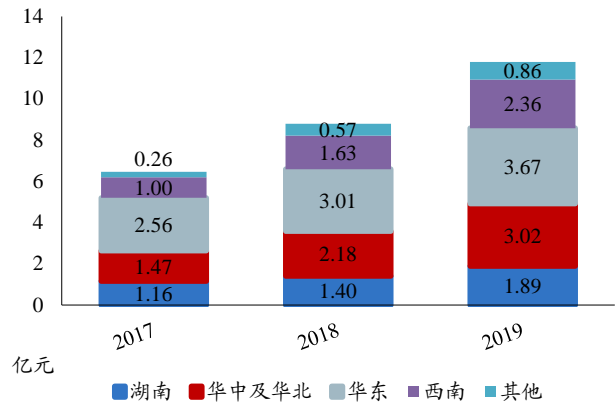


以湖南为起点，全国网络布局基本完成。公司冰鲜业务按照地区逐步开拓，从湖南、湖北向东开发江西、江苏、上海、浙江市场，向西开发重庆、四川市场，向南开发福建、广东市场，向北开拓北京、山东、河南等地市场。2019 年公司华东地区冰鲜产品营业收入为 3.67 亿元，位列第一。西南地区收入增速较快，2019 年实现营业收入 2.36 亿元，相比 2017 年的 1.00 亿元，增长超过 2 倍。

图26：公司销售网络以湖南为起点辐射全国



图27：西南地区冰鲜产品营业收入增速快

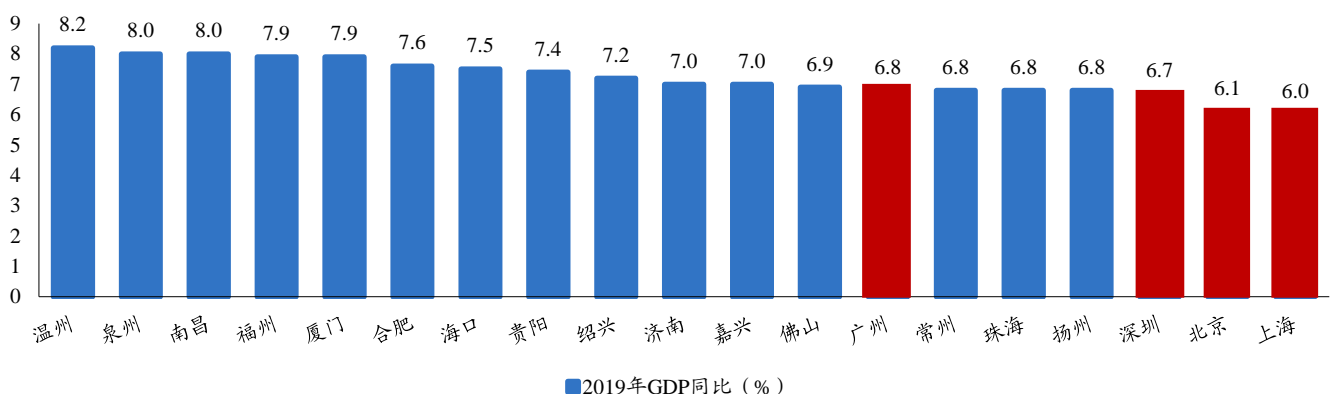


资料来源：公司公告

数据来源：公司公告、开源证券研究所

国内二三线城市活力无限，城市下沉带动公司规模。公司未来冰鲜业务发展将围绕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、以广州为中心的南部市场及港澳市场。国内二三线城市经济活力十足，2019 年共 3 个二线城市 GDP 同比增速超过 8%，公司顺势而为，加快推进省会城市的网点覆盖，同时将目标市场向地市级、县级城市渗透，不断提高自身经营规模。

图28：2019 年二线城市 GDP 增速快于一线城市 GDP 增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

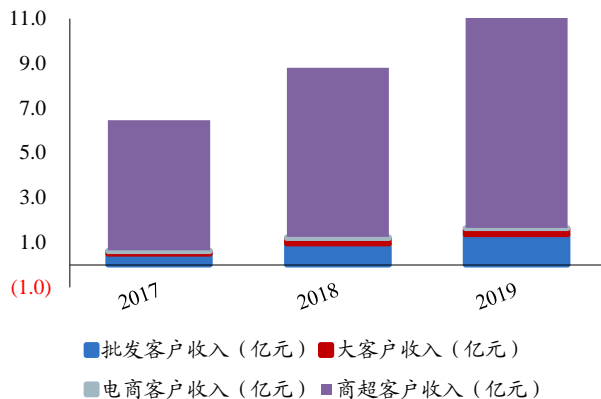
注：城市分类依据《第一财经》公布的排名，一线城市为北京、上海、广州、深圳；二线城市（共 30 个）选取 GDP 同比前 15 的城市进行比较



### 4.3、商超直营模式优势明显，新零售业态下有望率先受益

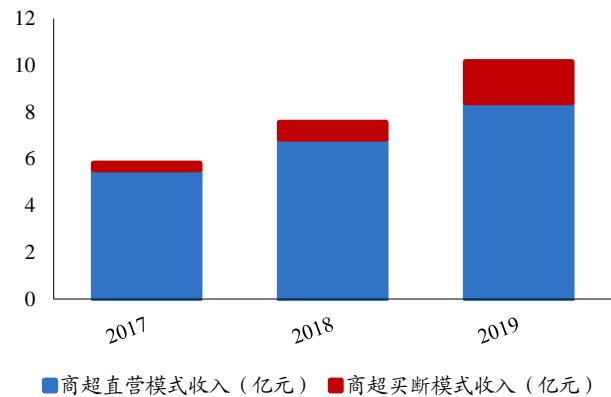
公司以商超直营模式为主，各销售渠道齐发力。公司经过 10 多年探索，拥有成熟的冰鲜禽肉营销模式，包含自营模式和买断模式。同时下游销售渠道丰富，包含商超、批发客户、大客户、电商客户等渠道，其中商超渠道营业收入占比最高，且超过 85% 的商超渠道通过直营模式进行销售，即公司在合作超市门店建立冰鲜自营柜台，派驻营销人员在超市门店进行销售，通过超市收银系统统一结算，超市根据销售金额提取一定比例的扣点，冷链运输由第三方承担。其余渠道基本上采取买断模式，即公司根据超市门店的订单供货，由超市进行销售。公司每月末根据发货签收单暂估应收账款和销售收入，次月根据送货回单与超市进行对账。

图29：商超客户营业收入占比第一



数据来源：公司公告、开源证券研究所

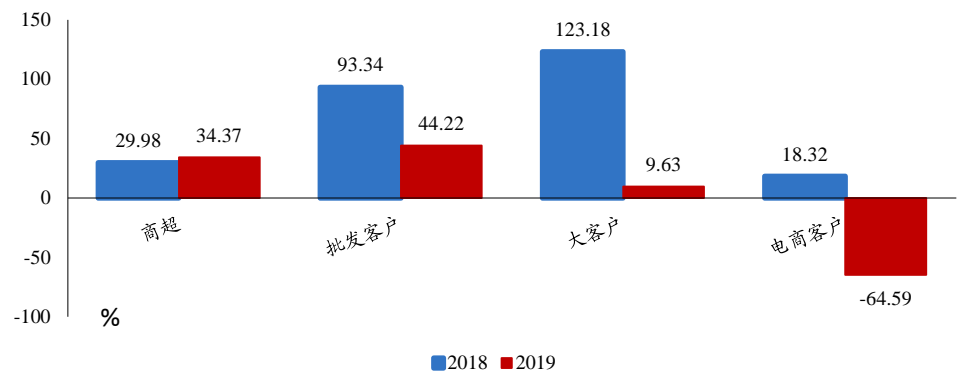
图30：商超模式以直营为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**深耕多年渠道成熟，主要渠道收入增长快。**公司冰鲜业务渠道收入占比较大的为商超渠道、批发商渠道及大客户渠道。商超渠道主要以永辉超市、盒马鲜生、大润发、家乐福及沃尔玛为主，批发商渠道主要为城区农贸市场商贩，大客户渠道主要为企业食堂、学校食堂、酒店后厨。公司数据显示，2018 年及 2019 年各主要渠道营业收入均实现同比增长，尤其商超模式，同比增幅由 2018 年的 29.98% 扩大至 2019 年的 34.37%。

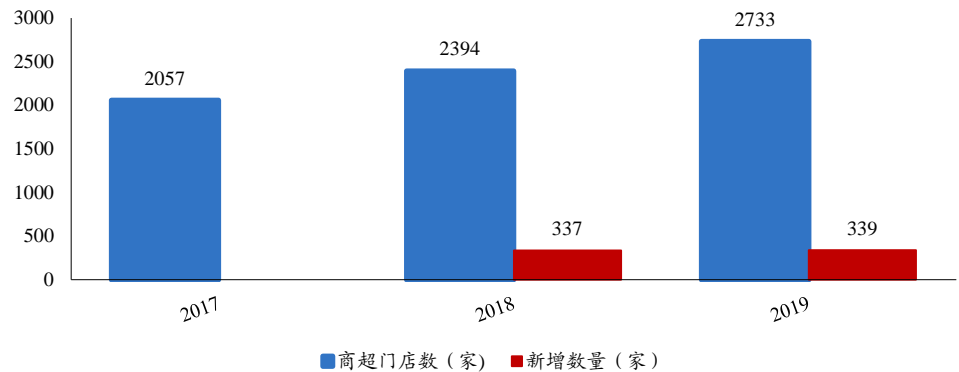
图31：主要渠道 2018 及 2019 年营业收入同比增长较快



数据来源：公司公告、开源证券研究所

商超直营门店每年新增超 300 家，市场知名度提高。公司 2007 年开始探索冰鲜禽肉营销模式，运营经验丰富，商超渠道地位稳固。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。2017 年至 2019 年公司商超门店数由 2057 家提升至 2733 家，每年新增门店数超过 300 家。通过在各大超市建立冰鲜自营柜台，公司获得客户及消费者认可，提高公司产品知名度。

图32：公司每年新增商超门店数量超过 300 家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

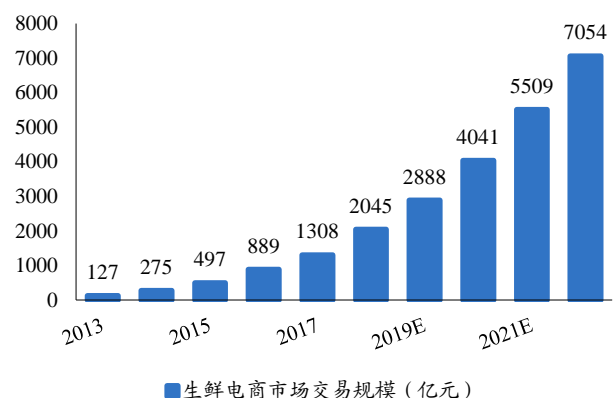
新零售生鲜电商发展壮大，冰鲜肉禽龙头有望率先受益。公司线下商超渠道稳步扩张，线上业务或受益于新零售生鲜电商行业的蓬勃发展。新型生鲜电商运营模式增多，其中包含每日优鲜、叮咚买菜为主的自营前置仓模式，美团、饿了么为主的平台模式，盒马、7FRESH 为主的“到店+到家”模式，兴盛优选、食享会为主的社区拼团模式。据艾瑞咨询数据显示，2022 年生鲜电商市场交易规模有望达 7054 亿元。公司作为冰鲜禽肉龙头，新型生鲜电商渠道有待深入开拓，未来将率先受益于行业规模扩张。

图33：新型生鲜电商模式蓬勃发展



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图34：生鲜电商市场交易规模不断增加

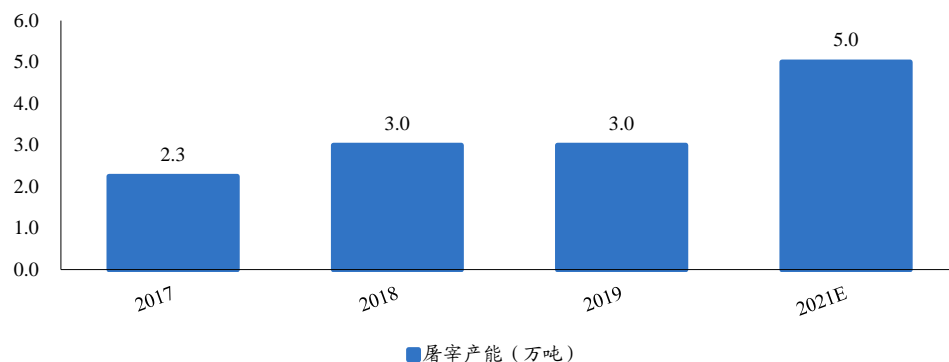


数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

纵向新增屠宰产能扩大冰鲜产品规模，横向进行品类扩展涉足生猪领域。2017 年公司为解决屠宰产能瓶颈问题，投资建设 6 万吨家禽食品加工与冷链物流配送项

目（一期），一期 2000 万羽于 2017 年下半年投产。2020 年公司首次发行股票募集资金中一部分用于屠宰产能扩张，公司子公司岳阳湘佳拟新建年屠宰 3000 万羽优质鸡加工厂项目（一期），建设工期 2 年，有望新增 1200 万羽黄羽鸡屠宰产能，合计约 2 万吨产能。在品类扩展方面，公司发布公告称，子公司泰森鲜丰拟建设 1 万头种猪及 20 万头商品猪养殖项目，丰富公司冷鲜肉类品类。

**图35：新募投项目有望增加屠宰加工产能**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：3000 万羽屠宰产能按单羽 1.7 公斤，全净膛率 75%进行换算。

## 5、盈利预测与投资建议

- 1) 活禽业务：**考虑公司规模养殖产能不断提升，我们假设 2020-2022 年公司活禽销量分别为 3250、3931、4630 万羽，销售单价分别为 11.00、10.50、10.50 元/公斤。
- 2) 冰鲜业务：**考虑公司屠宰加工产能不断扩张，我们假设 2020-2022 年公司冰鲜禽肉销量分别为 5.25、6.93、9.66 万吨，销售单价为 27.50、27.20、27.20 元/公斤。

未来公司继续扩张标准化养殖产能，在冰鲜取代活禽的大趋势下，不断拓宽优化销售渠道，经营规模不断扩大。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.78/3.24/4.52 亿元，EPS 分别为 2.73/3.18/4.44 元（以最新股本全面摊薄），当前股价对应 PE 分别为 38.0/32.7/23.4 倍。可比公司估值方面，公司 PE 略高于行业平均水平，由于公司冰鲜产品对接消费者端，业绩稳定性强，成长性高，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表3：可比公司估值：公司冰鲜产品对接消费者端，业绩稳定性强，成长性高，PE 估值略高于行业平均水平**

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002458.SZ	益生股份	14.98	147.01	3.77	1.71	1.32	1.11	3.97	8.76	11.35	13.50
002234.SZ	民和股份	21.18	63.97	5.33	3.29	2.78	2.08	3.97	6.44	7.62	10.18
002746.SZ	仙坛股份	13.17	61.07	2.16	2.56	1.72	0.86	6.10	5.15	7.65	15.25
002299.SZ	圣农发展	25.00	311.07	3.31	3.75	2.76	1.80	7.55	6.67	9.06	13.89
平均值								13.64	13.01	13.67	15.24
002982.SZ	湘佳股份	103.80	105.75	2.23	2.73	3.18	4.44	46.6	38.0	32.7	23.4

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：湘佳股份、仙坛股份、圣农发展数据为开源农业预测，其他公司 2019 年数据来自公司年报，2020 年-2022 年 EPS 均来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2020 年 6 月 14 日数据

## 6、风险提示

黄羽鸡行业景气度下行，公司养殖产能扩张不及预期，公司冰鲜产品销售不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	428	563	1637	1426	1270
现金	112	192	1194	855	521
应收票据及应收账款	143	157	190	244	330
其他应收款	6	7	8	11	14
预付账款	4	8	6	11	11
存货	159	186	227	291	381
其他流动资产	5	14	14	14	14
<b>非流动资产</b>	675	771	1246	1602	2218
长期投资	0	0	50	60	70
固定资产	564	548	718	1054	1604
无形资产	76	76	73	70	68
其他非流动资产	35	148	405	417	476
<b>资产总计</b>	1104	1334	2883	3028	3489
<b>流动负债</b>	365	334	1617	1691	1883
短期借款	61	57	1200	1200	1298
应付票据及应付账款	82	72	111	118	180
其他流动负债	223	206	305	373	405
<b>非流动负债</b>	133	165	141	89	106
长期借款	73	98	74	22	39
其他非流动负债	60	67	67	67	67
<b>负债合计</b>	499	500	1758	1780	1988
少数股东权益	27	30	32	35	39
股本	76	76	102	102	102
资本公积	106	106	106	106	106
留存收益	395	622	893	1207	1644
<b>归属母公司股东权益</b>	578	805	1093	1213	1462
负债和股东权益	1104	1334	2883	3028	3489

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	183	302	319	356	580
净利润	115	229	280	326	456
折旧摊销	58	61	63	93	143
财务费用	14	12	13	23	41
投资损失	-1	-2	-11	-12	-12
营运资金变动	-17	-21	-1	-75	-49
其他经营现金流	14	22	-26	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-93	-162	-501	-437	-748
资本支出	96	166	146	346	607
长期投资	0	0	-50	-10	-10
其他投资现金流	3	4	-405	-101	-152
<b>筹资活动现金流</b>	-56	-60	1184	-257	-264
短期借款	-40	-4	1143	0	0
长期借款	-33	25	-24	-52	17
普通股增加	0	0	26	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	17	-81	39	-205	-281
<b>现金净增加额</b>	34	80	1002	-338	-432

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1514	1878	2173	2721	3604
营业成本	1028	1164	1391	1745	2265
营业税金及附加	4	4	4	5	7
营业费用	298	382	419	533	709
管理费用	50	78	73	93	125
研发费用	3	4	7	8	11
财务费用	14	12	13	23	41
资产减值损失	-4	-2	-1	-2	-3
其他收益	7	10	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	11	12	12
资产处置收益	-1	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	121	244	288	336	470
营业外收入	1	1	4	3	3
营业外支出	3	12	6	6	7
<b>利润总额</b>	118	233	286	333	466
所得税	3	3	6	7	10
<b>净利润</b>	115	229	280	326	456
少数股东损益	1	2	2	3	4
<b>归母净利润</b>	114	227	278	324	452
EBITDA	178	294	352	435	630
EPS(元)	1.12	2.23	2.73	3.18	4.44

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	31.2	24.0	15.7	25.2	32.4
营业利润(%)	116.9	102.2	18.1	16.6	39.7
归属于母公司净利润(%)	91.8	99.1	22.5	16.3	39.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.1	38.0	36.0	35.9	37.2
净利率(%)	7.5	12.1	12.8	11.9	12.6
ROE(%)	19.0	27.5	25.5	26.7	30.9
ROIC(%)	13.9	22.2	11.4	13.0	16.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.2	37.5	61.0	58.8	57.0
净负债比率(%)	25.5	4.5	20.2	43.4	64.0
流动比率	1.2	1.7	1.0	0.8	0.7
速动比率	0.7	1.1	0.9	0.7	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.5	1.0	0.9	1.1
应收账款周转率	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
应付账款周转率	12.1	15.2	15.2	15.2	15.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.12	2.23	2.73	3.18	4.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.80	2.97	3.13	3.49	5.70
每股净资产(最新摊薄)	5.67	7.90	10.48	11.66	14.10
<b>估值比率</b>					
P/E	92.7	46.6	38.0	32.7	23.4
P/B	18.3	13.1	9.9	8.9	7.4
EV/EBITDA	60.5	36.2	30.8	25.6	18.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835