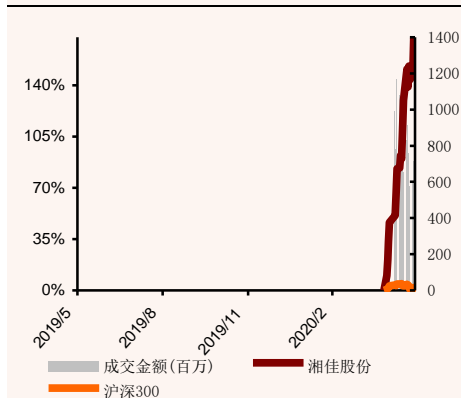


方正证券研究所证券研究报告

农林牧渔分析师 程一胜
 执业证书编号：S1220516090002
 TEL：021-50196810
 E-mail：chengyisheng@foundersec.com
 分析师：江娜
 执业证书编号：S1220520010002
 E-mail：jiangna@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

湘佳股份(002982)

公司研究

农林牧渔行业

公司深度报告

2020.06.01/推荐(首次)

核心观点：

1. 公司是集饲料-育种-家禽饲养及销售-屠宰加工和销售的全产业链企业，主要产品为活禽（32%）和其冰鲜产品（63%）。公司是冰鲜禽肉市场的龙头企业，2019年市场占有率约为15%。

2. 三个维度看公司：

1) 为何做冰鲜业务？

① 先天优势不足，夹缝中创造机遇。公司养殖基地不在黄鸡消费的优势区域，价格偏低，叠加养殖体量不大，公司开始谋求第三条路-往冰鲜方向发展。

② 冰鲜鸡市场由培育期进入快速发展期，行业有望迎来大发展。国内最早提出冰鲜鸡概念始于2002年，近年来随着疫情的不断爆发，国内冰鲜鸡市场有望加速推进，即将进入快速发展期。

③ 增强企业抗风险能力。黄羽肉鸡养殖企业的经营业绩容易受到行业周期、疫情和产业政策等因素的影响而呈现较大波动，发展冰鲜产品可以增强抗风险能力，并增加新的盈利增长点。

2) 当前做得怎么样？

① 依托“公司+基地+农户”模式快速崛起。公司冰鲜业务快速发展，2012-2019年，公司冰鲜禽肉收入占比从20%增加至63%，收入年复合增速高达42%。随着冰鲜禽肉占比的提升，公司毛利率水平稳步提升。

② 公司的冰鲜产品品类丰富，可满足消费者的不同需求。根据各地需求习惯，公司开发了自有的快、中、慢三种类型的品种。

③ 销售渠道布局全国，先发优势明显。公司冰鲜业务销售网络已经覆盖全国20省市，销售渠道分为商超（86%）和团餐、电商（14%），已进入全国159个超市系统，2733个门店。

④ 拥有高标准的屠宰和冷链物流系统。可以保障禽肉的口感以及安全性，也可以最大程度的减少生产过程中的损耗。

3) 公司未来的成长性如何？

我们认为公司的成长性：

一方面体现为冰鲜行业的持续扩容；2018年，我国冰鲜鸡的市场规模仅为62亿元，若以欧美国家90%的行业渗透率，我国冰鲜鸡市场规模有望达到1123亿元，行业空间巨大。我们预计未来三年我国冰鲜鸡市场有望保持15%-20%的年复合增速，而伴随着我国人民对食品安全的日益关注，未来冷鲜肉有望加速取代热鲜肉和冷冻肉，成为主要的消费趋势。

另一方面体现为公司自身渗透率的提高，表现为公司进入超市

门店数量的增加（预计 15% 年复合增速）和同店收入（预计 10% 以上的年复合增速）的提高，同时团购、电商渠道的发展也将为公司带来新的增长点，预计 2022 年公司市占率有望从当前的 15% 上升至 25% 以上。

3. 投资评级与估值：我们认为冰鲜行业正处于快速发展时期，公司作为该细分行业的龙头企业有望享受赛道红利，迎来快速增长，我们预计 2020-2022 年公司的销售收入为 24.12/30.38/39.40 亿元，归母净利润为 3.15/4.12/5.44 亿元，EPS 分别为 4.14/5.40/7.14，对应 PE 为 26x/20x/15x，给予“推荐”评级。

风险提示：原材料供应及采购价格波动的风险，冰鲜产品价格波动的风险，冰鲜业务的开发不及预期，食品安全的风险，市场同业竞争的风险。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1877.86	2411.92	3037.61	3940.34
(+/-) (%)	24.02	28.44	25.94	29.72
净利润	227.10	315.39	411.73	544.29
(+/-) (%)	99.09	38.87	30.55	32.20
EPS (元)	2.23	4.14	5.40	7.14
P/E	19.14	26.16	20.04	15.16

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	湘佳股份：黄羽鸡一体化龙头企业	6
1.1	养殖-屠宰-生鲜全产业链一体化经营	6
1.2	从“单一养殖业务”转型为“全产业链一体化”公司	6
1.3	管理层持股，与公司共谋发展	7
2	从默默无闻到冰鲜细分龙头	8
2.1	公司为何要做冰鲜？	8
2.1.1	新秀崛起之一：先天优势不足，夹缝中创造机遇	8
2.1.2	新秀崛起之二：冰鲜鸡市场由培育期进入快速发展期，行业有望迎来大发展	9
2.1.3	新秀崛起之三：黄羽鸡交易方式逐步走向冰鲜消费，增强企业抗风险能力	12
2.2	当前做得怎么样？	13
2.2.1	依托“公司+基地+农户”模式快速崛起	13
2.2.2	产品品类丰富，涵盖各种类型	15
2.2.3	冰鲜业务占比稳步提升，盈利水平快速提高	16
2.2.4	销售渠道布局全国，先发优势明显	18
2.2.5	拥有高标准的屠宰和冷链物流系统	22
2.3	公司未来的成长性如何？	23
2.3.1	国内冰鲜禽行业空间巨大	23
2.3.2	公司的市占率有望稳步提升	24
2.3.3	募集资金提高自养比例，增加屠宰产能	26
3	盈利预测与评级	27
4	风险提示	28

图表目录

图表 1	公司经营模式	6
图表 2	公司主要产品	6
图表 3	公司的发展史	7
图表 4	公司的股权结构	7
图表 5	公司主要股东持股及任职情况	8
图表 6	湖南价格相对偏低（元/公斤）	8
图表 7	公司活禽数量保持小幅增长	9
图表 8	公司养殖体量占比较小	9
图表 9	白羽鸡和黄羽鸡特征比较	9
图表 10	黄羽肉鸡分快速型、中速型和慢速型	9
图表 11	黄羽肉鸡	10
图表 12	白羽肉鸡	10
图表 13	国内冰鲜鸡市场由培育期进入快速发展期	10
图表 14	疫情之下，全国各地积极推进冰鲜上市相关举措	10
图表 15	冰鲜肉相比热鲜肉和冷冻肉有明显优势	11
图表 16	江苏中速鸡价格（元/公斤）	12
图表 17	广东中速鸡价格（元/公斤）	12
图表 18	政策不断整顿和规范活禽经营市场秩序	13
图表 19	活禽销量变化（万羽）	13
图表 20	冷鲜禽肉销量逐年增长（万吨）	13
图表 21	公司养殖场组织构成	14
图表 22	代养户数量（户）	14
图表 23	公司代养比例（%）	14
图表 24	代养户出栏量和单户出栏量	14
图表 25	养殖户收入保持上升	14
图表 26	自养比例逐步提高	15
图表 27	代养占比逐步降低（万羽）	15
图表 28	公司冰鲜禽产品	15
图表 29	公司活禽系列品种	15
图表 30	公司主要黄鸡品种	16
图表 31	公司冰鲜的销量快速增长（万吨）	16
图表 32	公司活禽销量整体稳定（万羽）	16
图表 33	公司冰鲜收入快速增长	17
图表 34	公司冰鲜禽肉占比快速提升	17
图表 35	冰鲜禽肉价格 VS. 活禽价格	17
图表 36	毛利率和净利率水平（%）	17
图表 37	公司与同行业毛利率水平对比	17
图表 38	12-19 年营收及其增速（亿元）	18
图表 39	12-19 年归母净利润及其增速（亿元）	18
图表 40	公司主要产品类别和消费群体	18
图表 41	公司销售渠道布局全国 20 省市	18
图表 42	公司冰鲜禽肉的来源占比	19
图表 43	2019 年公司销售渠道布局及渠道营收占比（%）	19
图表 44	公司商超合作伙伴	19
图表 45	新零售和电商合作伙伴	19
图表 46	公司冰鲜销售渠道以商超为主	20

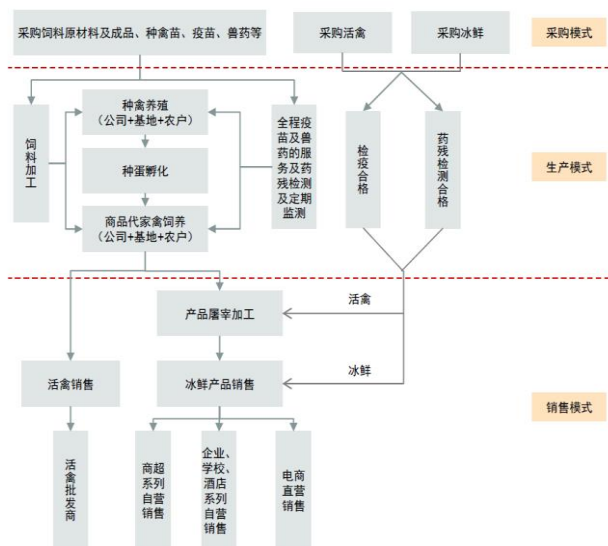
图表 47	2019 年前五大客户收入占比较高 (%)	20
图表 48	冷链超市收入保持快速增长	20
图表 49	公司冰鲜产品进入超市系统数量	21
图表 50	公司各地区门店数量分布	21
图表 51	公司门店数量保持增长 (个)	21
图表 52	公司各地区门店数量 (个)	21
图表 53	公司销售额和同店收入 (万元)	21
图表 54	公司各地区同店收入 (万元)	21
图表 55	公司的屠宰冲洗中心	22
图表 56	公司屠宰生产线	22
图表 57	公司的冷链运输车	22
图表 58	公司的冷链运输单位配送费呈下降趋势	23
图表 59	公司成长性较强	23
图表 60	冰鲜禽的占比将会逐步提高	24
图表 61	冰鲜禽市场规模不断提升	24
图表 62	公司冰鲜禽肉市占率稳步提升	24
图表 63	公司生鲜销售拓展区域轨迹 (红色为新增省市)	25
图表 64	公司超市销售额预测	26
图表 65	团购及电商渠道占比较小 (万元)	26
图表 66	公司屠宰产能接近饱和	27
图表 67	公司外购比例仍然较高	27
图表 68	公司募投资金拟投入项目	27
图表 69	公司分业务拆分	27
图表 70	可比公司估值	28

1 湘佳股份：黄羽鸡一体化龙头企业

1.1 养殖-屠宰-生鲜全产业链一体化经营

湘佳股份成立于 2003 年，公司位于湖南省常德市石门县，经过多年的发展，公司已经形成涵盖饲料生产及销售、种禽繁育、家禽饲养及销售、禽类屠宰加工及销售、生物肥生产及销售的全产业链企业。公司主要产品为活禽及其冰鲜产品。活禽主要为我国地方优质家禽系列黄羽肉鸡和少量肉鸭，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。公司拥有 10 余年黄羽肉鸡养殖经验，是湖南省最大的优质家禽养殖、屠宰、销售全产业链供应商之一。

图表1 公司经营模式



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

图表2 公司主要产品



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

1.2 从“单一养殖业务”转型为“全产业链一体化”公司

公司的发展分为三个阶段：

- 1) 发展初期，业务结构单一。**2003 年，公司成立初期，仅从事养殖业务，采用“公司+农户”模式，业务结构单一，且所需鸡苗和饲料需全外购，拥有代养户 400 多户，畜禽养殖规模 700 多万羽。
- 2) 快速发展期。**2004-2008 年是公司的快速发展期，在此期间，公司逐步建成了种禽场，并自建饲料厂，实现了饲料自给自足。2005 年，开始往下游延伸，建成第一条屠宰加工线，2007 年，开始进军生鲜业务。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。
- 3) 形成全产业链一体化经营。**2009 年开始，随着公司的冰鲜产品进入全国各大中城市，公司逐步形成了从种禽养殖到屠宰销售的一体化经营和全产业链覆盖。目前，公司共拥有 19 个标准养殖场和 5 个种鸡养殖场，2019 年，公司活禽销量 2,776 万羽，冰鲜产品销量 43,374 吨。

图表3 公司的发展史



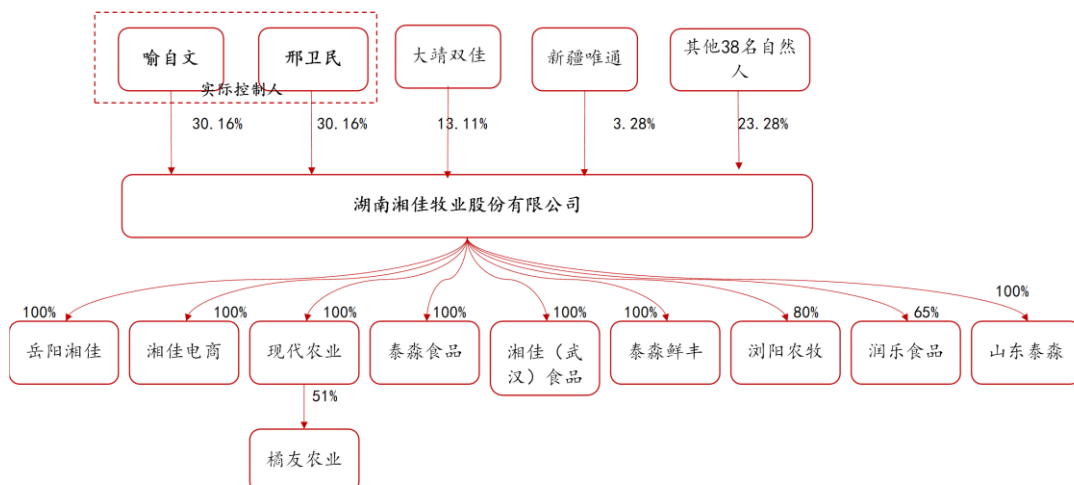
资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

1.3 管理层持股，与公司共谋发展

实际控制人喻自文、邢卫民各持股 30.16%。截至招股说明书签署日，公司股东喻自文和邢卫民各持有公司 2300 万股股份，合计占总股本 60.32%，加上二人女儿喻薇融、邢成男各自持有 200 万股，二人直接、间接控制表决权比例共计 65.57%，为公司实际控制人。自公司成立起，喻自文、邢卫民持股比例一直相同，二人并无亲属关系，基于共同的企业发展理念和共同签署的《一致行动协议书》对公司实施共同控制，共同参与公司经营决策。

主要管理层均持有公司股份，股权激励机制到位。公司董事长兼总经理喻自文持有公司 30.16%股权，副总经理兼董事会秘书何业春、副总经理吴志刚、财务总监唐善初、监事会主席饶天玉及核心技术人员郑泽敦分别持股 0.89%、1.31%、0.27%、0.69%和 0.16%，主要管理层与核心骨干均有持股，加强员工与公司的凝聚力。

图表4 公司的股权结构



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

图表5 公司主要股东持股及任职情况

股东	持股数量(万股)	持股占比(%)	任职情况
喻自文	2300	30.16	董事长、总经理
邢卫民	2300	30.16	副董事长
大靖双佳	1000	13.11	-
新疆唯通	250	3.28	-
邢成男	200	2.62	湘佳电商员工
喻薇融	200	2.62	湘佳牧业员工
杨全珍	100	1.31	种鸡一场副场长
吴志刚	100	1.31	董事、副总经理
杨文峰	90	1.18	湘佳牧业员工
杨要珍	80	1.05	种鸡一场场长
饶天玉	52.5	0.69	监事会主席
何业春	67.5	0.89	副总经理、董事会秘书
唐善初	20	0.27	财务总监
郑泽敦	12.5	0.16	肉禽事业部总经理

资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

2 从默默无闻到冰鲜细分龙头

公司从 2007 年开始转型进入冰鲜禽市场，近年来冰鲜业务得到快速发展，下面我们将从几个维度来分析公司的冰鲜业务：公司为何要做冰鲜业务，当前公司的冰鲜业务做得怎么样，公司未来的成长性如何。

2.1 公司为何要做冰鲜？

2.1.1 新秀崛起之一：先天优势不足，夹缝中创造机遇

公司养殖地集中在湖南省常德市石门县、临澧县，岳阳市云溪区、岳阳县、湘阴县和长沙地区浏阳市等地，多为山区、丘陵，养殖区域不在黄鸡消费的优势区，从历年的价格来看，活禽价格与主消费市场广东和江苏等地相比偏低。

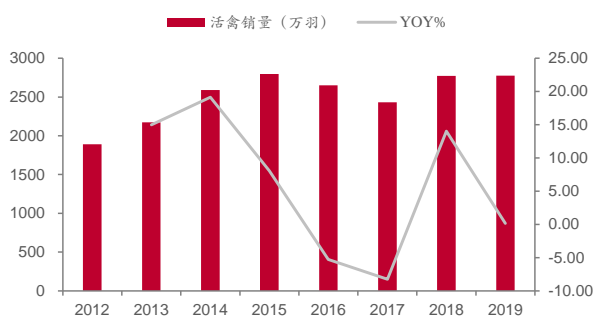
图表6 湖南价格相对偏低（元/公斤）



资料来源：新牧网，方正证券研究所

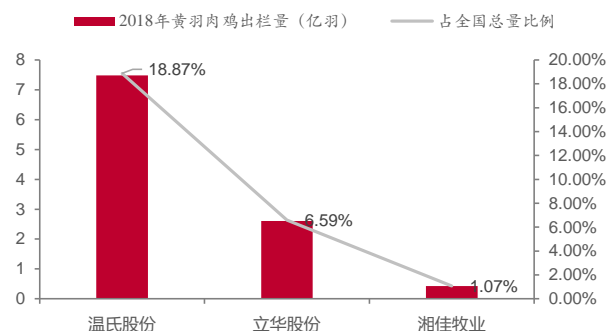
从养殖体量来看，与头部企业温氏股份和立华股份相比，公司整体黄羽鸡养殖体量不大，2018 年温氏黄羽鸡出栏量占比 19%，立华占比 7%，公司占比仅 1%。近年来，公司黄羽鸡养殖数量保持小幅增长，但与头部企业仍有差距。在销售价格和养殖体量均不占优势的背景下，公司开始谋求转型，从夹缝中创造机遇，往冰鲜方向发展。

图表7 公司活禽数量保持小幅增长



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

图表8 公司养殖体量占比较小



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

2.1.2 新秀崛起之二：冰鲜鸡市场由培育期进入快速发展期，行业有望迎来大发展

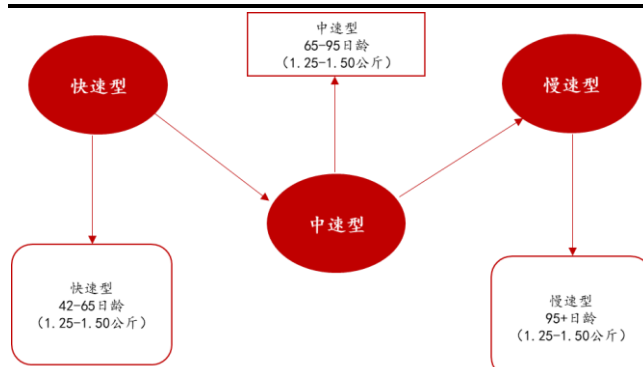
我国肉鸡主要包括两大类，黄羽肉鸡和白羽肉鸡。黄羽肉鸡是含有地方血统的本土品种，国产率近 100%，通常有比较强的地域特征，主要包含了黄羽、麻羽和其他有色羽的肉鸡。广东和广西地区的黄羽肉鸡发展时间较早，以慢速型和中速型的黄鸡为主，云贵川以中速鸡为主，华东地区则以快速鸡为主。黄羽肉鸡具有体重较小、生长周期长、抗病能力强和肉质鲜美的特点，在我国黄鸡通常以活禽的方式交易销售，适合家庭消费、企事业单位食堂和酒店。

图表9 白羽鸡和黄羽鸡特征比较

项目	白羽肉鸡	黄羽肉鸡
品种	单一（快大型）、国外引进品种	多品种（快速、中速、慢速）、国内地方品种、肉品优质
饲养日龄	28-40天	42-150天以上
上市体重	5-6斤	2.5-3斤
消费群体	快餐业、低端消费、分割出口欧美日	家庭消费、高端消费、供港澳
产业链特征	国外品种、国内扩繁、标准化养殖、分割、冻品、深加工	国内品种自繁自养、公司+农户散养、活禽销售、冰鲜品

资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表10 黄羽肉鸡分快速型、中速型和慢速型



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

白羽肉鸡属于快大型肉鸡，毛色多为白色，为进口品种。与黄羽肉鸡不同的是，白羽肉鸡生长速度快、料肉比低、产肉量多，适合工业化生产，养殖和屠宰的标准化比黄羽鸡要高，但是口感不如黄羽肉

鸡。白羽肉鸡的消费模式与黄羽肉鸡不同，主要是屠宰加工后以鸡肉冻品的方式进行流通，目标客户主要为麦当劳、肯德基等快餐消费以及分割产品出口。

图表11 黄羽肉鸡



资料来源：百度图库，方正证券研究所

图表12 白羽肉鸡



资料来源：百度图库，方正证券研究所

过去黄羽肉鸡交易以活鸡产品为主导。黄羽肉鸡行业是我国禽养殖中的特色产业，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，根据《中国禽业发展报告（2014 年度）》统计，活鸡产品始终占主导地位，占比达 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。

我国冰鲜鸡市场正由培育期进入快速发展期，有望迎来大发展。国内最早引出冰鲜上市概念始于 2002 年，由于我国香港地区多次受到禽流感疫情侵袭，其针对活禽饲养零售入口的管控逐步升级，冰鲜上市政策开始推行；2013 年 3 月底，H7N9 禽流感疫情在上海、安徽等地爆发，这让活禽禁售再次推向风口浪尖，促使国内冰鲜上市逐步加速；今年，由于受到新冠疫情的影响，多地政府再次提出“集中屠宰、冰鲜上市”政策。我们认为，疫情之下，国内冰鲜鸡市场有望加速推进，即将进入快速发展期。

图表13 国内冰鲜鸡市场由培育期进入快速发展期



资料来源：国际畜牧网，方正证券研究所

图表14 疫情之下，全国各地积极推进冰鲜上市相关举措

省市	推进冰鲜上市的政策或举措
安徽	2020年3月12日，马鞍山市发布《禽肉产品冰鲜上市实施办法》。即日起，市区和县城全面关闭各类活禽交易市场，禽肉产品全面实现冰鲜上市，鼓励有条件的乡镇同步实施。自2021年2月12日始，全市域范围内

	全面关闭各类活禽交易市场，禽肉产品全面实现冰鲜上市。
福建	自 2020 年 3 月 15 日开始，福建漳州市中心城区市场、摊位、商铺家禽（鸡、鸭、鹅、鸽子等家禽）交易将实施集中屠宰、集中检疫检验、白条配送上市的管理办法。2020 年 4 月 1 日，福建省发改委、农业农村厅、财政厅等九部门联合出台《关于促进家禽业高质量发展的实施方案》，提出厦门、福州要全面推行禽产品冰鲜上市，逐步取消活禽交易，力争到 2025 年，该省城区以上市场冷鲜、冷冻禽产品供应占比达到 30%以上。
贵州	2020 年 2 月 1 日零点开始。兴义市城区十个街道办事处辖区永久禁止活禽交易和活禽宰杀行为，乡镇休市结束时间根据疫情监测情况另行通知。
重庆	2020 年 2 月 29 日，重庆渝中区新型冠状病毒肺炎疫情防控工作指挥部发布了《关于在渝中区范围内禁止活禽活兔交易和宰杀的通告》，即日起，在渝中区范围内全面禁止活禽活兔的交易和宰杀，实行“冷链配送、冰鲜上市”的经营模式。 5 月 8 日起黔江区活禽实行“集中屠宰、统一检疫”，禽肉实行“冷链配送、冷鲜上市”。
四川	眉山市彭山区从 2020 年 2 月 10 日起，全面禁止中心城区农贸市场内及市场外活禽（指鸡、鸭、鹅、肉鸽、鹌鹑等）宰杀，全部转型为白条禽或禽产品销售。
河南	2020 年 3 月 5 日起，信阳市中心城区全面禁止活禽活畜交易及宰杀，将采用堵疏结合的方式，安排从业人员转岗就业。
湖南	郴州市近日发布通告，从 2020 年 3 月 20 日起，在郴州市中心城区实行家禽集中屠宰、宰销分离。禁止在农贸市场、超市等公共场所进行非法活禽交易和宰杀活禽。 从 2020 年 5 月 11 日起，永州市开展联合执法，依法集中整治中心城区活禽交易及屠宰经营行为，实行活禽“规范交易、定点屠宰、集中检疫、冷链配送、白条上市、宰销分离”。
云南	3 月 6 日，昆明市农业农村局代政府起草了《昆明市人民政府关于在主城区禁止活禽交易、宰杀及规范禽产品经营的通告（征求意见稿）》。自 2020 年 4 月 1 日 00:00 时起，我市主城五区滇池流域范围内的行政辖区内，一律禁止各类活禽的交易、宰杀行为（家庭自宰自食的除外）。
山东	2020 年 3 月 12 日，青岛市市场监管局起草了《青岛市限制活禽交易管理办法》（征求意见稿），草案中规定，市南、市北、李沧三区与崂山、黄岛、城阳区的城市建成区，禁止从事活禽交易。3 月 26 日，济南市市场监管局发布《济南市活禽交易管理办法》（征求意见稿），向社会公开征求意见建议。办法规定，济南市绕城高速公路环线以内禁止设立活禽交易场所。

资料来源：国际畜牧网，方正证券研究所

冰鲜肉是最符合科学要求的肉类，营养健康，越来越受到消费者青睐。
相较热鲜肉未经过排酸处理、不利于人体吸收的劣势和冷冻肉肉质较差的缺陷，冰鲜肉经过排酸成熟，肉质柔软有弹性、好熟易烂、味道鲜美、口感细嫩、营养卫生，是最符合科学要求的肉类。

图表15 冰鲜肉相比热鲜肉和冷冻肉有明显优势

	热鲜肉	冰鲜肉	冷冻肉
制作方式	新鲜肉是指凌晨宰杀，清早上市的“热鲜肉”，未经任何降温处理的畜肉。从加工到零售的过程中，受到空气、运输车和包装等方面污染，细菌大量繁殖	将宰杀后的畜胴体迅速冷却，排除体内的热量，使胴体温度将为 0-4℃，并在后续的加工流通和分销过程中始终保持 0-4℃ 冷藏的生鲜肉，目前世界上最安全的食用肉	宰杀后的禽畜肉经预冷后，在-18℃速冻，深层温度达-6℃
营养	没有经过排酸处理，不利于人体吸收，营养成分含量少	保留肉质绝大部分营养成分，能被人体充分吸收	冰冻破坏猪肉组织，导致营养成分大量流失
口味	肉质较硬、肉汤混、香味较淡	宰杀后的畜肉需要经过一段时间的“后熟”过程，鲜嫩多汁，易咀嚼，汤浓，肉鲜	肉质干硬、香味淡、不够鲜美
保质期	常温下半天甚至更短	0-4℃保存 3-7 天	-18℃以下，12 个月以上

资料来源：公司官网，方正证券研究所

2.1.3 新秀崛起之三：黄羽鸡交易方式逐步走向冰鲜消费，增强企业抗风险能力

黄羽鸡交易方式逐步走向冰鲜消费，助力企业增强抗风险能力。由于黄羽肉鸡养殖企业的经营业绩容易受到宏观经济形势、行业周期性供需变化、动物疫病、产业政策等因素的影响而呈现较大波动，特别是2013年4月至2014年初，以及2017年上半年受H7N9疫情等的影响，活鸡销售为主的黄羽肉鸡行业陷入深度困境，行业经过大幅缩减产量后黄羽肉鸡价格才有所回升。至此，业内较多企业已经认识到企业需要随着国家大力推行冰鲜上市的发展趋势以及人们消费观念的逐渐转变而顺势转型。因此，部分规模化企业借助电商快速发展的趋势，大力发展冰鲜产品，不断提高品质，努力打造业内冰鲜品牌，扩大影响力和知名度，希望通过发展冰鲜产品增加新的盈利增长点和增强抗风险能力。

图表16 江苏中速鸡价格（元/公斤）



资料来源：WIND, 方正证券研究所

图表17 广东中速鸡价格（元/公斤）



资料来源：WIND, 方正证券研究所

近年，政策不断整顿和规范活禽经营秩序，冰鲜鸡替代活禽交易趋势正加速推进。根据《中国禽业发展报告（2018年度）》，2014年以来国家及地方层面纷纷推进“规模养殖、集中屠宰、冷链配送、冷鲜上市”16字方针，完全依赖活禽交易的黄羽肉鸡产业开始转型。但由于国内黄羽肉鸡养殖体量大，冰鲜鸡加工技术有待完善，特别是喜欢采购活禽的消费习惯短期难以改变，因此在提出转型的前几年，产业转型速度缓慢。近几年，黄羽肉鸡产业逐渐发生积极变化，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。行业未来一方面是建立健全冰鲜鸡生产流程，另一方面是配备专业的冷链设施，通过商超、电商、批发、专卖店等多种方式，拓展冰鲜鸡营销。

图表18 政策不断整顿和规范活禽经营市场秩序

2006年11月

- 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》，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”制度。随着社会的发展，冰鲜产品和熟食产品的消费将逐渐代替活禽消费市场。传统企业的销售渠道主要依靠活禽市场，销售渠道单一，一旦出现疫情，销售渠道受到限制和堵塞。因此行业内规模化企业已通过各种方式与不同客户长期合作而建立多渠道销售途径，从而提高市场占有率并应对突发疫情。

2018年3月

- 农业农村部下发农业农村部公告第2号《加强畜禽移动监管有关事项的公告》，公告指出，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。限制易感畜禽从动物疫病高风险区向低风险区调运。发现畜禽染疫或疑似染疫的，应当立即向所在地畜牧兽医部门报告，并配合做好封锁、隔离、扑杀、销毁、消毒、无害化处理等强制性措施。对活畜禽移动监管的加强，有助于维护养殖业生产安全和畜禽产品质量安全，有效降低动物疫病传播风险。

资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

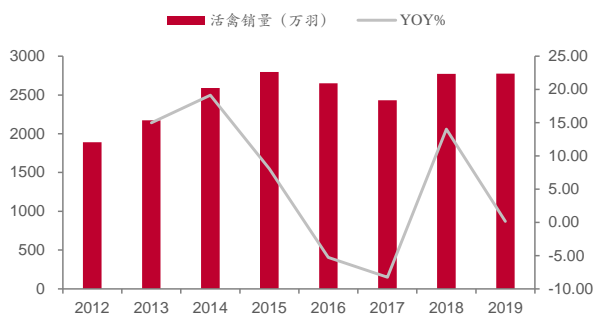
2.2 当前做得怎么样？

2.2.1 依托“公司+基地+农户”模式快速崛起

从“公司+农户”向“公司+基地+农户”的升级。公司成立初始，就采取了“公司+农户”的养殖模式，早期8年时间里一直沿用这一模式。这种模式奠定了公司早期的快速发展。随着公司规模的扩大和产业链的扩张，尤其是在2008年开始探索往下游冷鲜鸡业务的延伸过后，对食品安全和质量控制标准要求更高，传统的合作模式开始表现出一定的局限性。在此基础上，发展出了“公司+基地+农户”，实现了模式上的升级换代。截至去年底，公司自有养殖场24个，主要分布在石门、临澧、岳阳、湘阴等湖南各地，其中，种鸡场5个、标准化养殖基地19个。此外，公司有代养种鸡场4个、代养种鸭场1个、商品鸡鸭代养户共计778户。

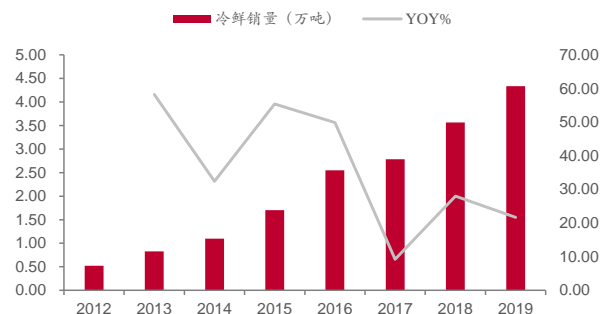
2012-2019年，公司冷鲜禽肉销量复合增速达到35.3%，活禽销量复合增速达到5.6%。

图表19 活禽销量变化（万羽）



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表20 冷鲜禽肉销量逐年增长（万吨）



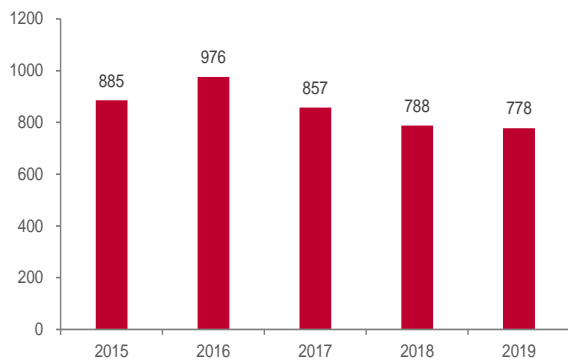
资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

图表21 公司养殖场组织构成

	数量	养殖类型
自有种鸡场	24	父母代种鸡、商品代
其中：种鸡场	5	父母代种鸡
标准化养殖基地	19	商品代
代养种鸡场	4	父母代种鸡
商品鸡鸭养殖户	778	商品代
代养种鸭场	1	父母代种鸭

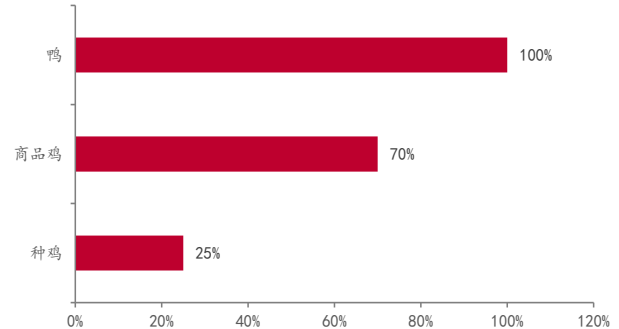
资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

图表22 代养户数量（户）



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

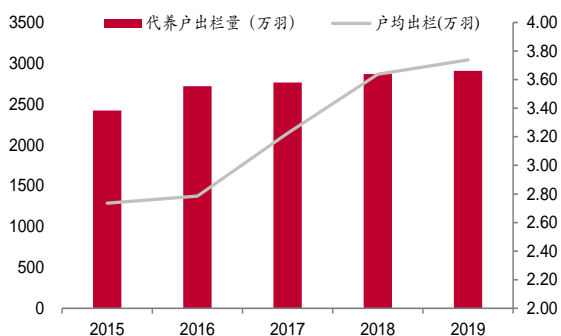
图表23 公司代养比例（%）



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

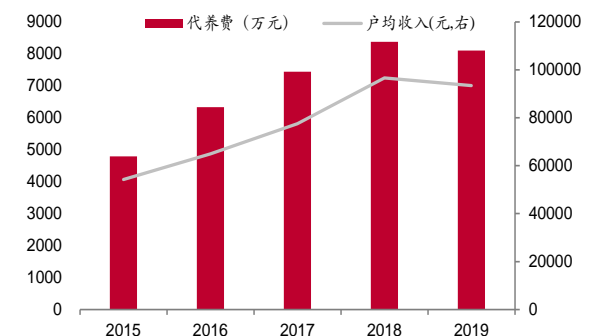
单户养殖规模扩大，户均收入稳定上升。当前，公司种鸡养殖约 25% 为农户或家庭农场代养，约 75% 为标准化基地自养；公司商品鸡养殖约 70% 为农户（或家庭农场）代养，约 30% 为标准化基地自养；鸭全部为农户（或家庭农场）代养。17 年之前，公司代养户数量保持增长态势，17 年以后，代养户数量出现一定下滑，主要由于国家环保要求趋严，水源附近的代养场因环保要求而关闭。公司通过对养殖户的考核，不断对其进行更新和淘汰，最近三年来公司淘汰养殖户分别达到 117、134、143 家，退出出栏占比分别为 5.65%，5.69% 和 7.33%，但是公司代养户总出栏量、户均出栏和户均收入保持着上升的趋势。在公司扩大出栏量和屠宰量的同时，养殖户实现了成长和收入的提升，双方取得共赢发展。

图表24 代养户出栏量和单户出栏量



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

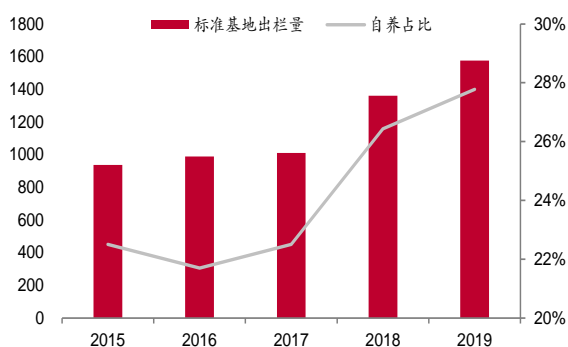
图表25 养殖户收入保持上升



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

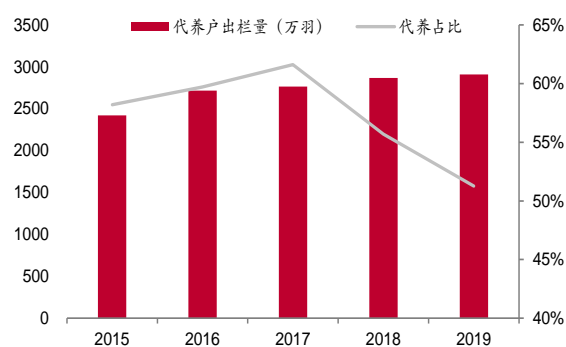
自有基地养殖扩大，从配套逐渐转变成主导。公司从 2011 年开始标准化养殖基地的建设，建成了高标准、全自动（自动供水、给料、通风、加热升温、湿帘降温等）、全封闭的 19 个标准化基地。公司的标准化养殖具有改善养殖条件、提高生产性能、提高产品质量等优势，可有效解决目前养殖业面临的环境污染严重和疫病多发等问题，实现了资源优化配置和企业高效运转。标准化养殖场的投产，以及代养规模的扩大，共同推动公司养殖规模的扩大。扩大公司自养规模具有历史因素，也具有现实因素：1）市场行情低迷时，代养方式容易出现合作一方违约而产生纠纷的现象；2）自养更能及时调整品种结构和养殖量，与下游生鲜业务形成协同；3）自养能够从源头起保障食品安全。公司未来将结合所处湖南山区、丘陵地带特有的黄羽鸡养殖资源，逐步形成以“公司+基地”为主、“公司+农户”为辅的养殖模式，根据**公司规划，未来三年将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 亿羽的家禽养殖规模。**

图表26 自养比例逐步提高



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

图表27 代养占比逐步降低 (万羽)



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

2.2.2 产品品类丰富，涵盖各种类型

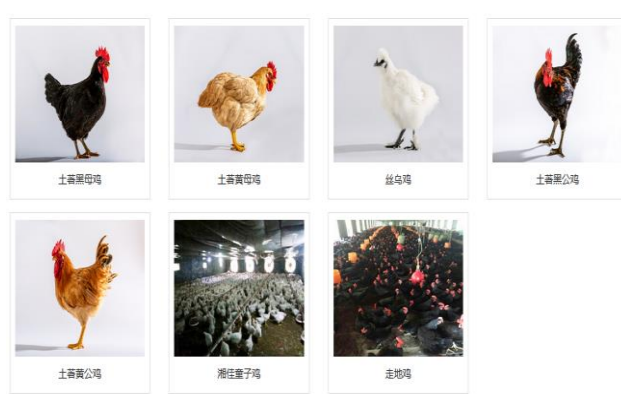
公司的冰鲜产品品类丰富，覆盖消费者的不同需求。公司冰鲜产品主要为冰鲜鸡、冰鲜鸭、冰鲜鸡鸭分割品以及少量冻品等。肉鸡主要品种为麻鸡、青脚鸡、竹丝鸡、黑土鸡、土三黄、石门土鸡等，肉鸭以番鸭、樱桃谷鸭为主。

图表28 公司冰鲜禽产品



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表29 公司活禽系列品种



资料来源：公司官网，方正证券研究所

黄羽肉鸡分为快、中和慢三个类型。快速型黄羽肉鸡的生长速度较快，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消费。以地域划分，广东广西地区以慢速型和中速型黄羽肉鸡为主，云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。根据各地需求习惯，公司开发了自有的快、中、慢三种类型的品种，公司生产的麻鸡、青脚为快速型黄羽肉鸡，土三黄、丝乌鸡、黑土二为中速型黄羽肉鸡，石门土鸡为慢速型黄羽肉鸡，覆盖了主要消费区域的需求类型。

图表30 公司主要黄鸡品种

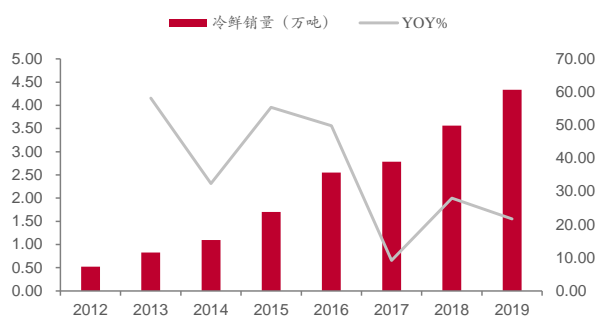
类型	出栏日龄（天）		料比		消费区域	公司代表品种
	湘佳	行业平均	湘佳	行业平均		
快速型	52-65	42-65	2.16	1.8-2.6	华东	麻鸡、青脚鸡
中速型	65-80	65-95	2.74	2.6-3	两广、云贵川	土三黄、丝乌鸡、黑土二
慢速型	80+	95+	2.95	2.8-3.2	两广	石门土鸡

资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

2.2.3 冰鲜业务占比稳步提升，盈利水平快速提高

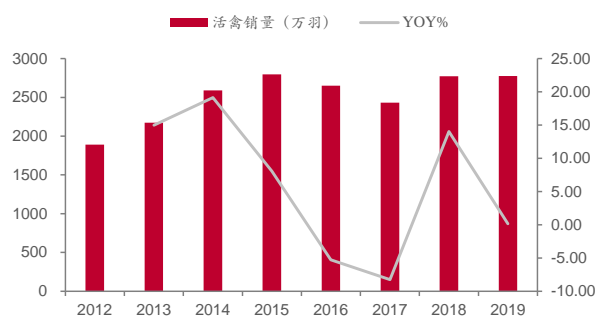
冰鲜业务增速较高。近年来，随着公司从活禽业务切换到冰鲜业务，冰鲜业务占据了公司重要地位，从收入端看，从2012年的1亿元增长至2019年的11.8亿元，复合增速高达42%；收入比重也从2012年的19.74%增长至2019年的62.82%。从销量来看，2012年公司的冰鲜销量仅0.52万吨，2019年达到4.34万吨，年复合增速高达35.3%。

图表31 公司冰鲜的销量快速增长（万吨）



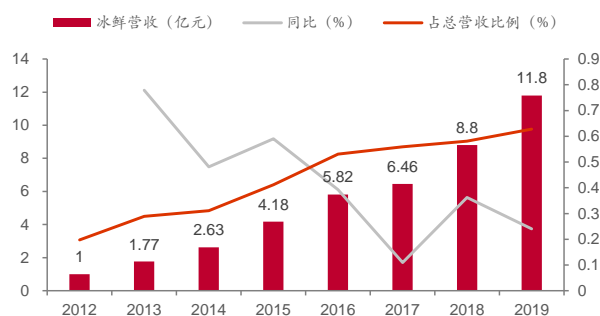
资料来源：WIND，方正证券研究所

图表32 公司活禽销量整体稳定（万羽）



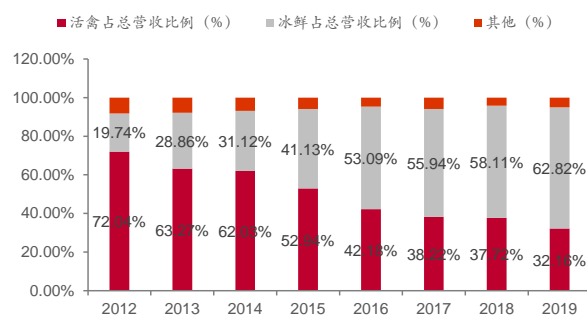
资料来源：WIND，方正证券研究所

图表33 公司冰鲜收入快速增长



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表34 公司冰鲜禽肉占比快速提升



资料来源：WIND，方正证券研究所

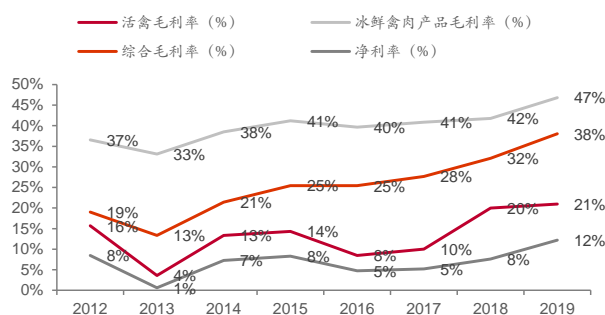
冰鲜业务毛利率高，盈利水平不断提升。对比 2012-2019 年公司的活禽和冰鲜销售单价，冰鲜产品由于附加值高且具备品牌溢价，单价基本在活禽的 2 倍以上，其毛利率较高、较为稳定，近年来在 40% 左右的水平，而活禽价格较低且波动较大，整体毛利率水平不高。随着公司近年来冰鲜业务占公司收入比重的不断提高，公司毛利率水平稳步提升。

图表35 冰鲜禽肉价格 VS. 活禽价格

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
活禽单价 (元/kg)	11.29	10.41	11.82	11.14	10.12	10.17	11.77	12.57
yoy%		-8%	14%	-6%	-9%	0%	16%	7%
冷鲜单价 (元/kg)	22.63	23.31	26.14	24.58	22.84	23.20	24.70	27.20
yoy%		3%	12%	-6%	-7%	2%	6%	10%
冷鲜/活禽	2.00	2.24	2.21	2.21	2.26	2.28	2.10	2.16

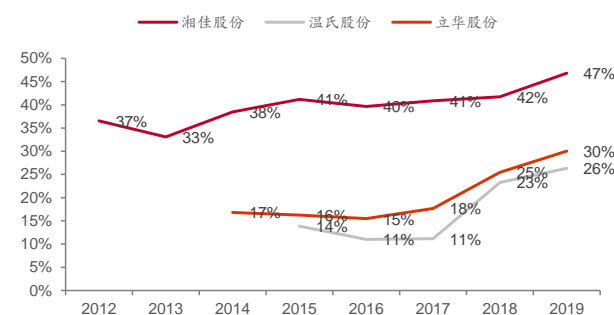
资料来源：WIND，方正证券研究所

图表36 毛利率和净利率水平 (%)



资料来源：WIND，方正证券研究所

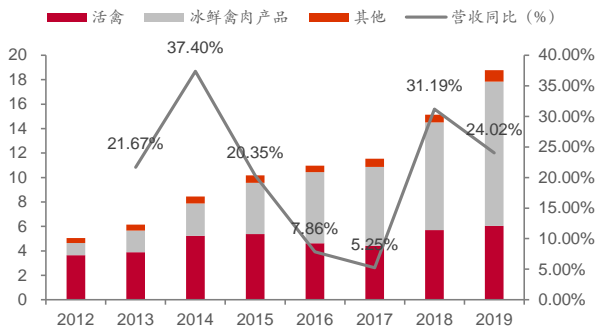
图表37 公司与同行业毛利率水平对比



资料来源：WIND，方正证券研究所

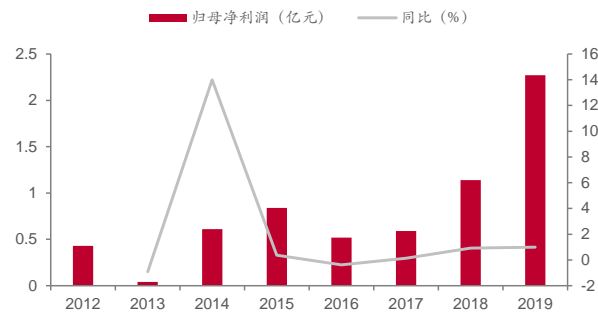
毛利率水平领先于行业。温氏股份和立华股份以销售活鸡为主，两者的毛利率近年来在 10%-30% 之间波动，湘佳以冰鲜业务为主，整体毛利率水平较高，近年来在 40% 以上，在行业中优势明显。

图表38 12-19 年营收及其增速（亿元）



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表39 12-19 年归母净利润及其增速（亿元）



资料来源：WIND，方正证券研究所

2.2.4 销售渠道布局全国，先发优势明显

公司生产的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。经过多年的发展，公司活禽产品销售网络覆盖湖南、湖北、河南、广东等 10 省市，冰鲜禽肉产品销售网络覆盖湖南、湖北、重庆、北京、上海、广东等 20 省市。

图表40 公司主要产品类别和消费群体

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

资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

图表41 公司销售渠道布局全国 20 省市



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

由于冰鲜禽肉的需求快速提升，公司自身拥有的活禽品种不能完全满足市场的需求，所以公司还外购少量活禽品种和冰鲜禽肉进行销售。

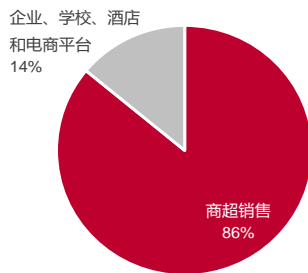
公司销售的冰鲜禽肉的来源主要有三个：

- 1) 自产活禽屠宰；
- 2) 外购活禽屠宰；
- 3) 外购冰鲜禽肉。

根据我们的测算，按照销售数量统计，2019 年三者占比分别为 61.5%、29.8%和 8.7%。

商超为公司主要销售渠道。2019 年商超渠道收入占冰鲜收入的 86%，公司入驻了永辉超市、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。2019 年公司前五大商超客户收入占冷鲜收入比重的 47.42%，分别为永辉超市（20.69%）、大润发（10.23%）、盒马鲜生（6.29%）、家乐福（5.84%）和沃尔玛（4.37%）。

图表46 公司冰鲜销售渠道以商超为主



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

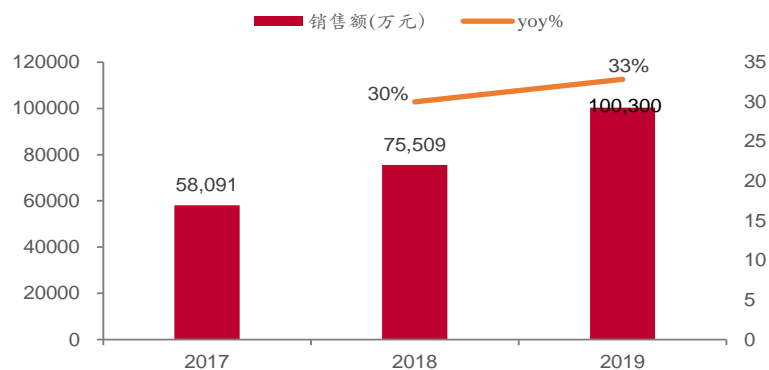
图表47 2019 年前五大客户收入占比较高（%）

	营业收入 (万元)	占总收入比 重 (%)	占冰鲜比重 (%)
永辉超市	24406.93	13.0%	20.7%
大润发	12065.83	6.4%	10.2%
盒马鲜生	7421.79	4.0%	6.3%
家乐福	6885.45	3.7%	5.8%
沃尔玛	5152.16	2.7%	4.4%

资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

商超渠道中以直营模式为主。直营模式占超市收入的 83%，剩下为买断模式。在直营模式下，公司在合作超市门店建立冰鲜自营的柜台，派营销人员在超市门店进行销售，公司制定零售价格，控制毛利率，直营模式下超市费用主要由驻场人员工资、进场费、后台扣点以及其他管理费用组成，传统的商超大多为直营模式。在买断模式下，公司根据超市门店的订单供货，制定供货价格，建议零售价格，由超市进行销售，公司在超市无销售人员，不承担额外的广告和促销费用，如盒马鲜生等新零售连锁超市为此销售模式。

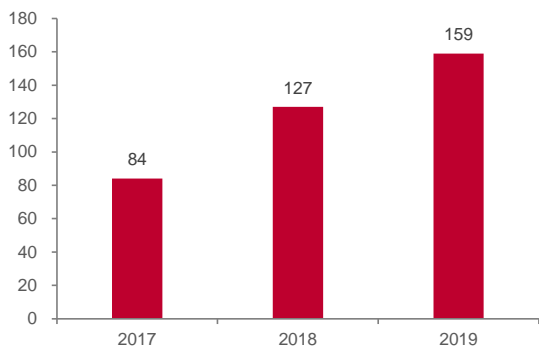
图表48 冷鲜超市收入保持快速增长



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

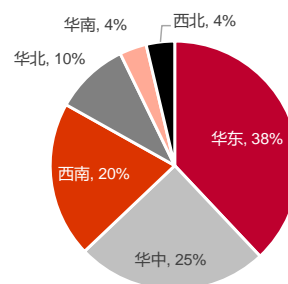
2017-2019 年公司冰鲜收入保持快速增长。近三年公司在超市的冰鲜收入分别为 5.8 亿元、7.6 亿元和 10 亿元，近两年的增速均在 30% 以上。销售收入的增长主要来源于门店数量的增长与同店收入的增加，2019 年的增速分别为 14% 和 16%。

图表49 公司冰鲜产品进入超市系统数量



资料来源: WIND, 方正证券研究所

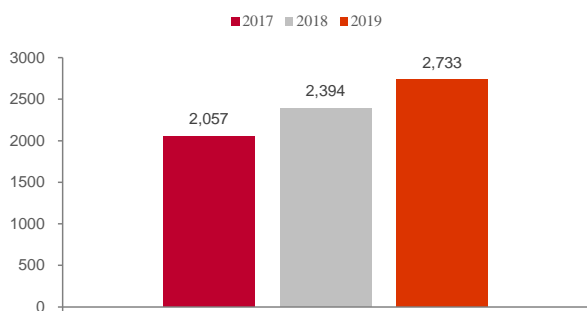
图表50 公司各地区门店数量分布



资料来源: WIND, 方正证券研究所

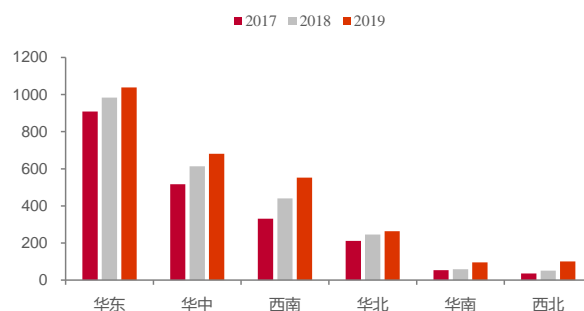
进入超市数量和门店数量保持增长。2017-2019 年, 公司冰鲜产品进入超市系统数量分别为 84 家、127 家和 159 家, 年复合增速为 37.6%。门店数量分别为 2057 家、2394 家和 2733 家, 年复合增速为 15.3%。从分布区域来看, 华东、华中和西南地区为公司的主要布局区域, 占比分别为 38%、25%和 20%。

图表51 公司门店数量保持增长 (个)



资料来源: WIND, 方正证券研究所

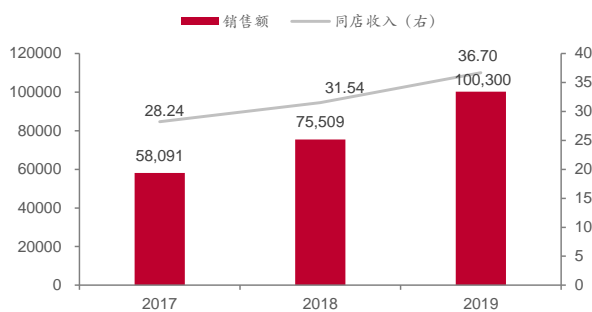
图表52 公司各地区门店数量 (个)



资料来源: WIND, 方正证券研究所

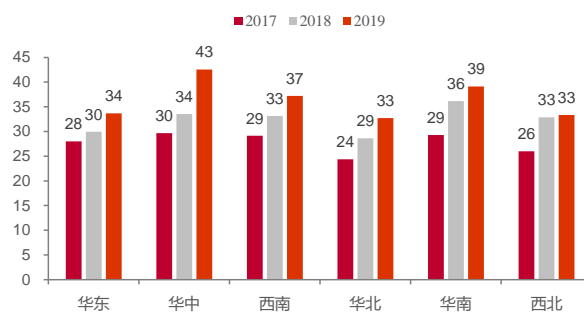
同店收入快速增长。2017-2019 年公司同店收入分别为 28.2 万元、31.5 万元和 36.7 万元, 分别同比增长 12%和 16%。

图表53 公司销售额和同店收入 (万元)



资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表54 公司各地区同店收入 (万元)



资料来源: WIND, 方正证券研究所

2.2.5 拥有高标准的屠宰和冷链物流系统

公司从 2007 年开始探索冰鲜禽肉的营销模式，已经形成了高标准化的屠宰和冷链物流系统，可以保障禽肉的口感以及安全性，也可以最大程度的减少生产过程中的损耗。

高标准化的屠宰加工环节，打造高品质禽肉品牌。公司当前拥有年产 3 万吨的标准家禽屠宰生产线，通过电麻、放血、浸烫、人工掏膛、内外冲洗、水冷、风冷系统等一系列标准化屠宰加工流程，禽肉的肉质与食品安全获得了有效保证。公司屠宰生产线在水冷工艺后增加了保鲜工艺，将在预冷机内水冷后的胴体上链，进入保鲜工艺处理 40 分钟，胴体中心温度下降到 0-4 度，使肉鸡冷却排酸，肉质更鲜嫩。同时，公司设置了宰中检疫节点控制、宰后检验节点控制、预冷节点控制、金属探测节点控制，保证冰鲜禽肉产品的品质与安全。

图表55 公司的屠宰冲洗中心



资料来源：公司调研，方正证券研究所

图表56 公司屠宰生产线



资料来源：公司调研，方正证券研究所

完善的冷链运输系统，保证禽肉的鲜度。公司冷链物流由第三方完成，活禽屠宰后通过冷链运输配送到各个区域办事处，进行临时的周转；区域办事处接收后再配送到各个门店。为保证运输时效性，公司将配送时长控制在 24 小时以内，运输半径可达 1000 多公里。公司制订冷链物流管理制度，从屠宰出库到销售做到全程冷链保存，从装卸车辆、运输、贮存每个环节温度都保证在 0-4 度，冷链运输车上面装有温度监控系统，实时对运输过程中的温度进行监控和记录，保证食品的绝对安全。

图表57 公司的冷链运输车



资料来源：公司调研，方正证券研究所

规模效应带来冷链运输成本下降。随着公司近年来冰鲜禽肉的销量的持续上升，每次出车的运载产品数量增加，单位配送费随着规模效应继续降低，运输支出占冰鲜产品收入的比例持续降低。

图表58 公司的冷链运输单位配送费呈下降趋势

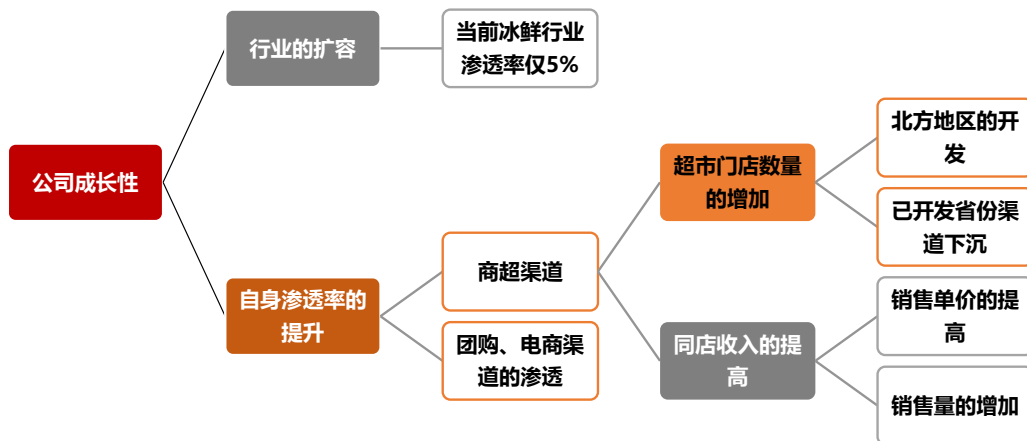
	2017	2018	2019
冰鲜产品收入（万元）	64569	87989	117960
运输支出（万元）	4695	5810	6018
运输支出占收入比（%）	7.3%	6.6%	5.1%
总销售量（吨）	27834	35630	43374
平均距离（公里）	706	759	764
单位配送费（元/吨/公里）	2.39	2.15	1.82

资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

2.3 公司未来的成长性如何？

我们认为公司的成长性一方面体现为冰鲜行业的持续扩容，另一方面体现为公司自身渗透率的提高，表现为公司进入超市门店数量的增加和同店收入的提高，同时团购、电商渠道的发展也将为公司带来新的利润增长点。

图表59 公司成长性较强

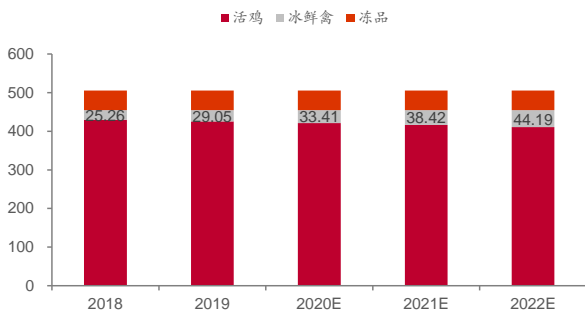


资料来源：方正证券研究所梳理

2.3.1 国内冰鲜禽行业空间巨大

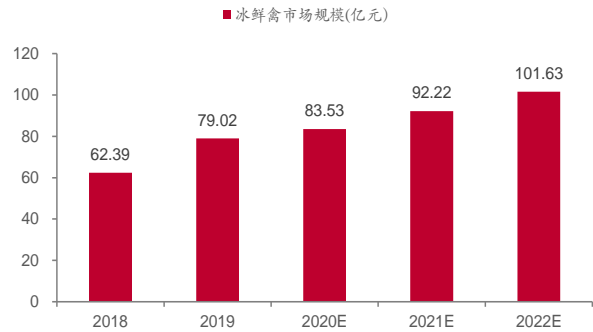
当前，我国黄羽鸡中，冰鲜鸡占比较低，仅为 5% 左右，其余 85% 为活鸡销售，10% 为冻鸡、礼盒及深加工类产品。而发达国家中，欧美日本等国冰鲜鸡的占比高达 90% 以上，我国仅处于起步阶段。根据我们的测算，2018 年，我国冰鲜鸡的市场规模仅为 62 亿元，若以欧美国家 90% 的行业渗透率，我国冰鲜鸡市场规模有望达到 1123 亿元，行业空间巨大。

图表60 冰鲜禽的占比将会逐步提高（万吨）



资料来源：方正证券研究所测算

图表61 冰鲜禽市场规模不断提升



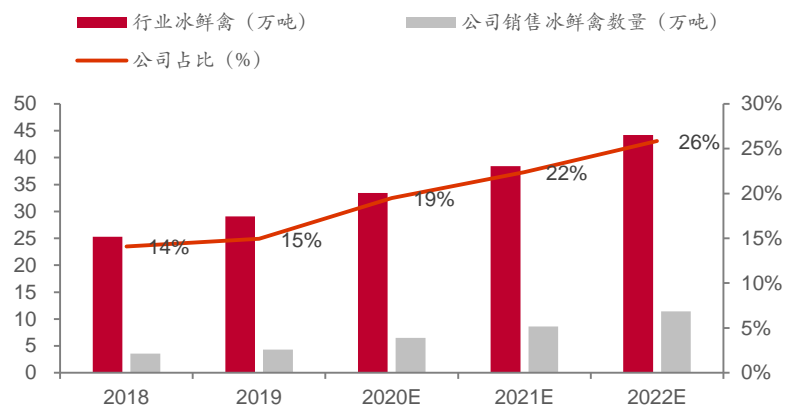
资料来源：方正证券研究所测算

2006，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》，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’制度”。伴随着疫情的不断发生，完全依赖活禽交易的黄羽肉鸡产业链开始转型，在提出转型的前几年，我国黄羽肉鸡产业的转型速度较慢，这主要由于我国黄羽肉鸡的养殖体量较大，冷链运输系统不够完善，消费习惯短期难以改变。近几年，我国黄羽肉鸡行业正在发生积极的转变，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；另一方面是我国的冷链运输系统以及销售渠道的发展也愈发的成熟。我们预计未来三年我国冰鲜鸡市场有望保持 15%-20% 的年复合增速，而伴随着我国人民对食品安全的日益关注，未来冷鲜肉有望加速取代热鲜肉和冷冻肉，成为主要的消费趋势。

2.3.2 公司的市占率有望稳步提升

公司虽是冰鲜禽肉行业的龙头企业，但是当前行业渗透率仍然偏低。2019 年公司销售冰鲜禽肉 11.8 亿元，约占冰鲜禽肉行业的 15% 左右。我们认为随着公司进入超市门店数量的增加、同店收入的增加以及电商及团购渠道的渗透，公司的行业市占率有望稳步提升，2022 年有望达到 25% 以上的市占率。

图表62 公司冰鲜禽肉市占率稳步提升



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所测算

公司门店数量的增加主要来源于北方地区市场的开发以及已开发省份的渠道下沉。当前，除了东北三省、内蒙古自治区、西北地区等地，公司冰鲜渠道销售网络几乎遍布全国各省。

- 1) 开发北方薄弱地区。公司在山东地区新建屠宰产能，山东单日屠宰量可达 10 万羽，预计今年 7-8 月可以进行投产，后续公司将配套冷链系统的布局，有效的解决运输半径不能到达东北的问题，加大北方地区的开发。
- 2) 公司已开发的省份的渠道主要集中在一线城市，未来将以现有的省市区市场为据点，加大地级市场开发进度，并向县级城市市场辐射，公司在每一个一线城市均有自己的营销团队和销售公司，对每一个下沉区域会做深入的调研，并进行详细的规划，当前，湖南地区的二线城市开发基本完毕，广东和江浙地区正在做二线下沉，未来将继续加大力度向其他区域布局。

2017-2019 年，公司的超市门店数量分别为 2057、2394 和 2733 家，同比增速分别为 16.4%和 14.2%，年复合增速为 15.3%，按照当前的开发速度，我们认为 2022 年公司门店数量有望达到 4166 家。

图表63 公司生鲜销售拓展区域轨迹（红色为新增省市）

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1 省	2 省	2 省	4 省	5 省	8 省	10 省	14 省	16 省	17 省	19 省	20 省
湖南	湖南	湖南	湖南	湖南	湖南	湖南	湖南	湖南	湖南	湖南	湖南
	湖北	湖北	湖北	湖北	湖北	湖北	湖北	湖北	湖北	湖北	湖北
			重庆	重庆	重庆	重庆	重庆	重庆	重庆	重庆	重庆
			江西	江西	江西	江西	江西	江西	江西	江西	江西
				上海	上海	上海	上海	上海	上海	上海	上海
					江苏	江苏	江苏	江苏	江苏	江苏	江苏
					四川	四川	四川	四川	四川	四川	四川
					浙江	浙江	浙江	浙江	浙江	浙江	浙江
					北京	北京	北京	北京	北京	北京	北京
					福建	福建	福建	福建	福建	福建	福建
						安徽	安徽	安徽	安徽	安徽	安徽
						河南	河南	河南	河南	河南	河南
						河北	河北	河北	河北	河北	河北
						陕西	陕西	陕西	陕西	陕西	陕西
							山东	山东	山东	山东	山东
							广东	广东	广东	广东	广东
								贵州	贵州	贵州	贵州
									天津	天津	天津
									云南	云南	云南
										甘肃	甘肃

资料来源：公司调研，方正证券研究所

公司同店收入的增长主要来源于销售价格以及销量的提高。公司对于不同的产品定位有不同的定价模式，中低端产品多以成本定价，高端产品会以品牌定价（如石门土鸡），有一定的溢价能力，目前公司高端产品销售占比较低，所以冰鲜鸡的销售价格主要与黄羽鸡价格周期相关。而销量的多少主要与公司的品牌力、产品的质量和认可度有关，

将直接决定消费者的选购以及后续的回购次数。未来公司将加大“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，培养消费者对于公司品牌的忠诚度。2017年-2019年公司的同店收入增速分别为11.7%和16.4%，我们预计未来同店收入的增速有望达到10%以上，考虑未来三年同店收入保持25%、15%和13%的增速，则2022年超市端销售额有望达到25亿元。

图表64 公司超市销售额预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
门店数量	2,057	2,394	2,733	3,150	3,623	4,166
yoy%		16.4%	14.2%	15%	15%	15%
同店收入(万元)	28.24	31.54	36.70	45.87	52.76	59.61
yoy%		11.7%	16.4%	25%	15%	13%
销售额(万元)	58,091	75,509	100,300	144,515	191,121	248,361
yoy%		30.0%	32.8%	45.87	52.76	59.61

资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所测算

电商以及餐饮渠道的开发。公司当前的冰鲜收入的主要来源为商超渠道，团购和电商客户占比较低，2019年占比仅为14%。近两年团购客户（批发客户和大客户）保持较高的增速，电商客户由于基数较低，增速表现不明显，公司将加大团购客户和电商客户的开发力度，未来将是公司利润新的增长点。

图表65 团购及电商渠道占比较小（万元）

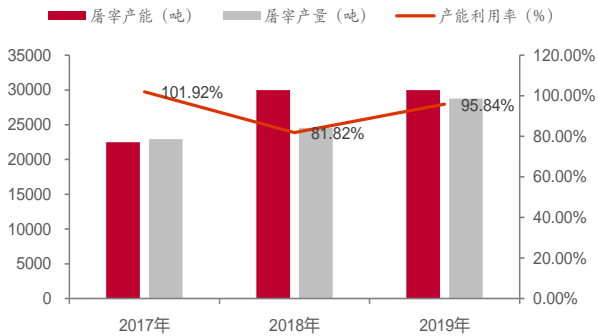
	2017	2018	2019
批发客户	4866.79	9409.62	13570.97
yoy%		93%	44%
大客户	1110.81	2479.09	2717.77
yoy%		123%	10%
电商客户	500.35	592	209.65
yoy%		18%	-65%
合计	6477.95	12480.71	16498.4
合计占比%	10%	14%	14%

资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

2.3.3 募集资金提高自养比例，增加屠宰产能

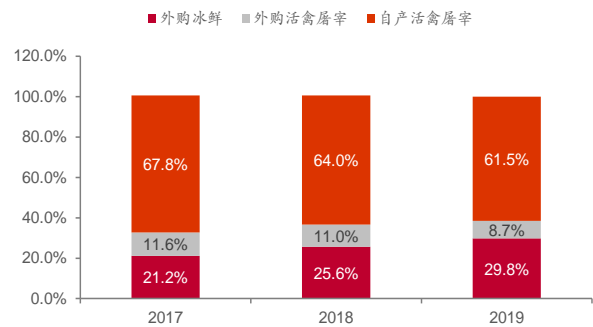
公司冰鲜销售网络发展迅猛，冰鲜禽肉产品需求持续快速增长，2017-2019年，公司冰鲜禽肉销量年复合增速高达24.83%，由于公司现有活禽品种不能完全满足公司冰鲜产品销售需求，因此外采部分活禽以及冰鲜禽肉进行销售，2019年冰鲜禽肉自供比例为61.5%，同时，屠宰产能也接近饱和，产能利用率达95.84%。

图表66 公司屠宰产能接近饱和



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

图表67 公司外购比例仍然较高



资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

公司首次公开发行股票拟募集资金不超过 6.46 亿元，拟投入 2.70 亿元用于建设 1250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目，投入 1.36 亿元用于建设年屠宰 3000 万羽优质鸡加工厂项目（一期）。1,250 万羽优质鸡标准化养殖基地规划产能为 1,250 万羽，该部分活禽产能将主要用于屠宰后作为冰鲜销售，满足当前不足的冰鲜产品销售需求。年屠宰 3,000 万羽优质鸡加工厂项目（一期）拟建设年屠宰 1,200 万羽流水线，项目建设地为岳阳农民台创园，届时将满足岳阳本地自养场及代养户生产活禽的屠宰需求。

图表68 公司募投资金拟投入项目

项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募投资金额 (万元)
1250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目	26980	26980
年屠宰 3000 万羽优质鸡加工厂项目（一期）	13583.57	13583.57
补充流动资金	7000	7000
偿还银行贷款	17000	17000
合计	64563.57	64563.57

资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

3 盈利预测与评级

我们认为冰鲜行业正处于快速发展时期，公司作为该细分行业的龙头企业有望享受赛道红利，迎来快速增长，我们预计 2020-2022 年公司的销售收入为 24.12/30.38/39.40 亿元，归母净利润为 3.15/4.12/5.44 亿元，EPS 分别为 4.14/5.40/7.14，对应 PE 为 26x/20x/15x，给予“推荐”评级。

图表69 公司分业务拆分

	2019	2020E	2021E	2022E
冷鲜肉				
销售收入 (百万)	1179.6	1773.5	2394.3	3248.1
增长率 (YOY)	34.1%	50.4%	35.0%	35.7%
毛利率 (%)	46.8%	49.0%	47.5%	46.5%
销售成本 (百万)	627.3	904.3	1257.4	1739.2

占总销售额比重 (%)	62.8%	73.5%	78.8%	82.4%
活禽				
销售收入 (百万)	603.9	539.3	539.3	583.0
增长率 (YOY)	5.7%	-10.7%	0.0%	8.1%
毛利率 (%)	20.9%	14.0%	13.5%	14.0%
销售成本 (百万)	477.4	463.8	466.5	501.4
占总销售额比重 (%)	32.2%	22.4%	17.8%	14.8%

资料来源：方正证券研究所

图表70 可比公司估值

证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值(亿元)	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
			TTM	20E	21E				
温氏股份	1,388.43	1,388.43	8.51	4.69	5.42	2.95	1,476.17	1.93	8.65
安井食品	267.44	267.44	67.49	62.75	45.56	9.00	272.39	5.03	44.41
三全食品	188.47	188.47	43.08	45.22	40.69	7.58	194.37	3.11	48.01
立华股份	162.84	162.84	9.81	8.33	10.30	2.46	165.46	1.89	7.53
海欣食品	30.67	30.67	197.55	--	--	3.79	31.17	2.24	52.04

资料来源：Wind 一致预期，方正证券研究所

4 风险提示

原材料供应及采购价格波动的风险，冰鲜产品价格波动的风险，冰鲜业务的开发不及预期，食品安全的风险，市场同业竞争的风险。

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	562.97	882.59	1364.95	2018.08	营业总收入	1877.86	2411.92	3037.61	3940.34
现金	191.94	446.63	822.16	1320.92	营业成本	1163.73	1457.25	1817.52	2338.94
应收账款	157.01	189.71	238.93	309.93	营业税金及附加	3.70	4.75	5.99	7.76
其它应收款	6.83	8.03	10.12	13.13	营业费用	381.71	513.74	656.12	855.05
预付账款	7.73	9.68	12.07	15.53	管理费用	78.25	103.71	133.65	177.32
存货	185.77	213.14	265.83	342.09	财务费用	12.01	-0.77	0.00	0.00
其他	13.69	15.39	15.83	16.47	资产减值损失	-1.72	10.24	2.66	3.83
非流动资产	771.00	784.81	804.70	825.79	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	15.86	15.86	15.86	15.86	投资净收益	1.62	0.00	0.00	0.00
固定资产	638.82	656.48	676.37	697.46	营业利润	244.12	323.00	421.67	557.43
无形资产	79.38	75.52	75.52	75.52	营业外收入	0.61	0.00	0.00	0.00
其他	36.95	36.95	36.95	36.95	营业外支出	12.17	0.00	0.00	0.00
资产总计	1333.97	1667.39	2169.65	2843.87	利润总额	232.55	323.00	421.67	557.43
流动负债	334.50	349.32	435.66	560.05	所得税	3.17	4.40	5.75	7.60
短期借款	57.00	0.00	0.00	0.00	净利润	229.38	318.59	415.92	549.83
应付账款	71.51	94.53	117.90	151.73	少数股东损益	2.28	3.21	4.19	5.53
其他	205.98	254.79	317.75	408.32	归属母公司净利润	227.10	315.39	411.73	544.29
非流动负债	165.09	165.09	165.09	165.09	EBITDA	307.78	392.81	492.43	638.17
长期借款	97.86	97.86	97.86	97.86	EPS（元）	2.23	4.14	5.40	7.14
其他	67.23	67.23	67.23	67.23					
负债合计	499.59	514.41	600.75	725.14	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	29.77	32.98	37.17	42.70	成长能力				
股本	76.25	76.25	76.25	76.25	营业收入	0.24	0.28	0.26	0.30
资本公积	106.18	106.18	106.18	106.18	营业利润	1.02	0.32	0.31	0.32
留存收益	622.18	937.57	1349.30	1893.60	归属母公司净利润	0.99	0.39	0.31	0.32
归属母公司股东权益	804.61	1120.00	1531.74	2076.03	获利能力				
负债和股东权益	1333.97	1667.39	2169.65	2843.87	毛利率	0.38	0.40	0.40	0.41
					净利率	0.12	0.13	0.14	0.14
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	0.28	0.28	0.27	0.26
经营活动现金流	302.46	391.76	468.18	601.40	ROIC	0.31	0.41	0.50	0.62
净利润	229.38	318.59	415.92	549.83	偿债能力				
折旧摊销	61.09	60.34	68.11	76.91	资产负债率	0.37	0.31	0.28	0.25
财务费用	12.45	5.93	4.65	4.65	净负债比率	0.20	0.09	0.07	0.05
投资损失	-1.62	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.68	2.53	3.13	3.60
营运资金变动	-10.69	-3.35	-23.15	-33.82	速动比率	1.13	1.92	2.52	2.99
其他	11.86	10.24	2.66	3.83	营运能力				
投资活动现金流	-162.38	-74.14	-88.00	-98.00	总资产周转率	1.54	1.61	1.58	1.57
资本支出	-164.00	-74.14	-88.00	-98.00	应收账款周转率	12.54	13.91	14.17	14.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	24.53	29.05	28.60	29.23
其他	1.62	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-60.32	-62.93	-4.65	-4.65	每股收益	2.23	4.14	5.40	7.14
短期借款	0.00	-57.00	0.00	0.00	每股经营现金	2.97	3.85	4.60	5.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	7.90	10.99	15.03	20.38
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	19.14	26.16	20.04	15.16
其他	-60.32	-5.93	-4.65	-4.65	P/B	5.40	9.84	7.20	5.31
现金净增加额	79.76	254.69	375.53	498.75	EV/EBITDA	10.47	-0.87	-1.46	-1.91

数据来源: wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com