

## 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: xiongxiu@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

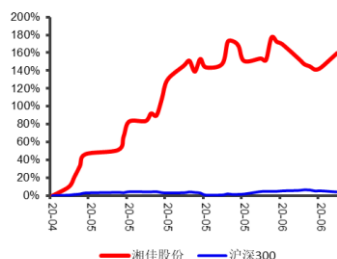
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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   |

备注：采用 2020 年 6 月 15 日收盘价

**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 .....       | - 4 -  |
| 实控人持股集中，高管激励充分 .....          | - 5 -  |
| 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 .....     | - 11 - |
| 冰鲜产品高速增长，持续开拓大型客户 .....       | - 11 - |
| 活禽销售短期向好，价格波动大于冰鲜产品 .....     | - 14 - |
| 冰鲜销售为主的模式，使公司销售费用率高于同行 .....  | - 15 - |
| 募投项目：加速扩张养殖和屠宰产能 .....        | - 17 - |
| 盈利预测 .....                    | - 19 - |
| 风险提示 .....                    | - 20 - |

## 图表目录

|                                 |        |
|---------------------------------|--------|
| 图表 1：湘佳股份主要产品 .....             | - 4 -  |
| 图表 2：湘佳股份主营业务发展情况及设立以来的变化 ..... | - 5 -  |
| 图表 3：湘佳股份收入及利润 .....            | - 5 -  |
| 图表 4：湘佳股份盈利能力 .....             | - 5 -  |
| 图表 5：实控人持有 45.16% 的股权 .....     | - 6 -  |
| 图表 6：2019 年公司高管薪酬与持股 .....      | - 6 -  |
| 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: 湘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。

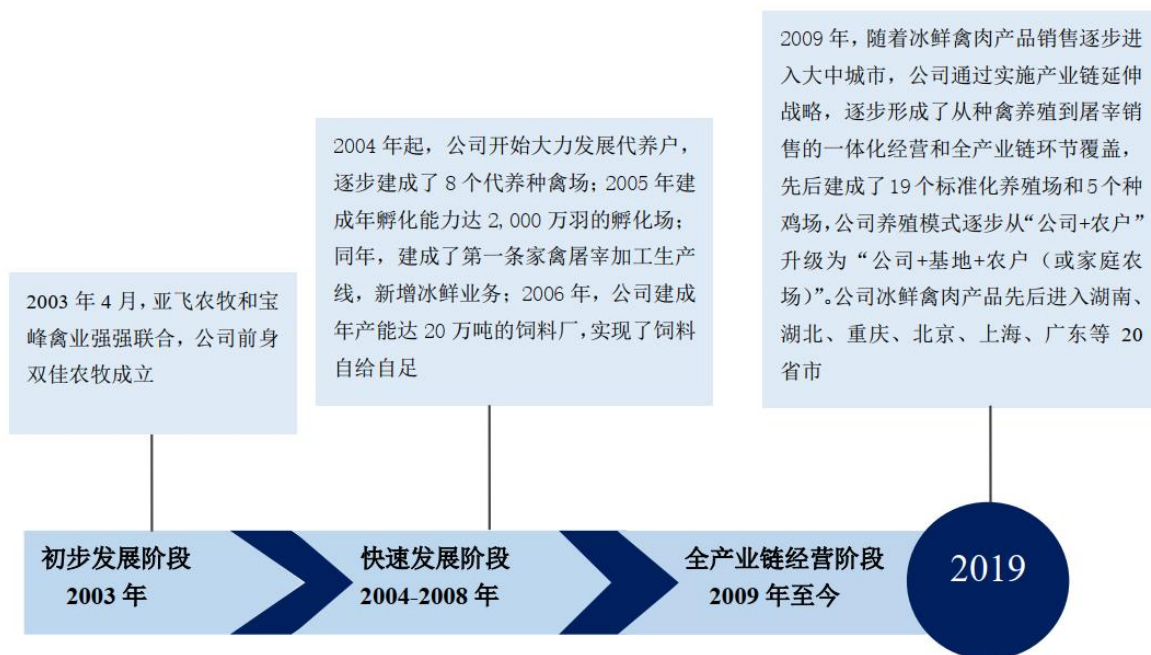
图表 1：湘佳股份主要产品

| 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。

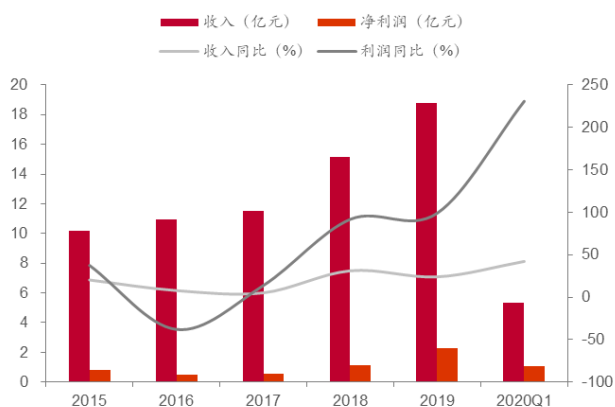
图表 2：湘佳股份主营业务发展情况及设立以来的变化



来源：中泰证券研究所，wind

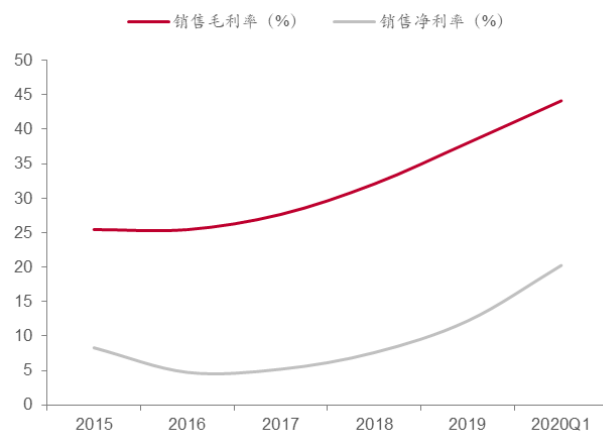
- 公司收入快速增长，冰鲜业务发展推动盈利能力大幅提升。2015-2019 年，公司收入从 10.17 亿元增长至 18.78 亿元，CAGR 为 16.57%；归母净利润从 0.84 亿元增长至 2.27 亿元，CAGR 为 28.21%。销售毛利率从 25.46% 上升至 38.03%，提升 12.57 个 pct；销售净利率从 8.30% 上升至 12.21%，提升 3.91 个 pct。冰鲜业务的快速发展大幅提升了公司的盈利能力。

图表 3：湘佳股份收入及利润



来源：wind、中泰证券研究所

图表 4：湘佳股份盈利能力



来源：wind、中泰证券研究所

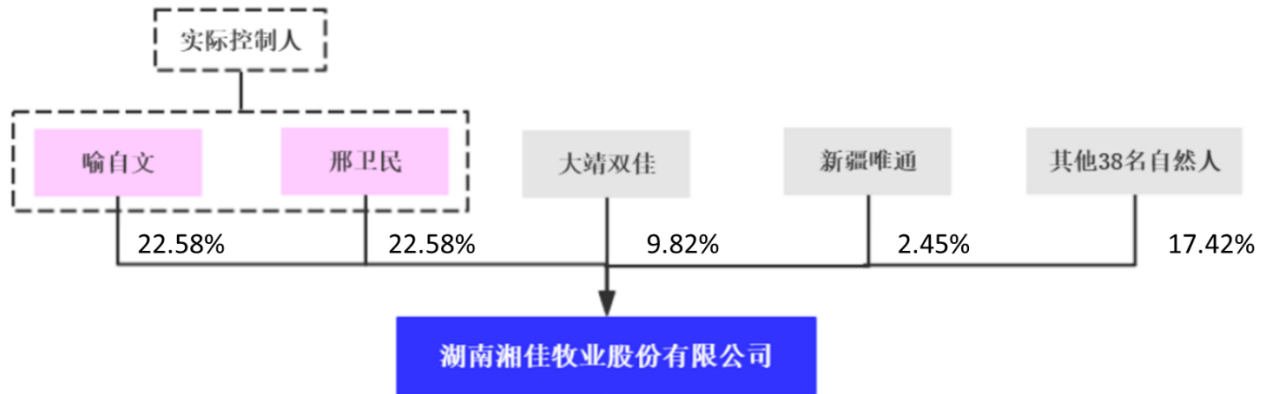
### 实控人持股集中，高管激励充分

- 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**

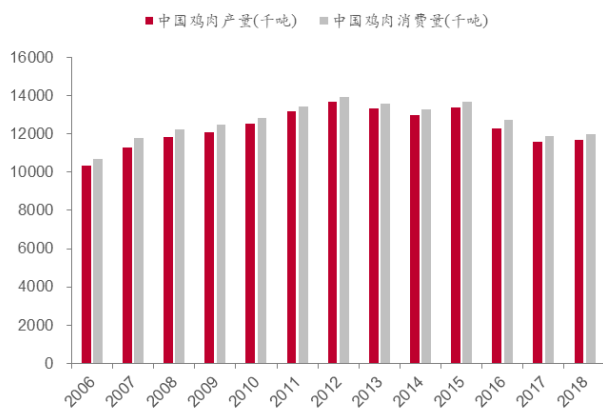
| 姓名  | 职务                   | 薪酬(万元) | 期末持股数(万股) |
|-----|----------------------|--------|-----------|
| 喻自文 | 董事长,总经理              | 111    | 2,300     |
| 邢卫民 | 副董事长                 | 96     | 2,300     |
| 吴志刚 | 董事,副总经理,食品产业园总经理     | 55     | 100       |
| 何业春 | 董事,副总经理,董事会秘书,核心技术人员 | 64     | 68        |
| 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

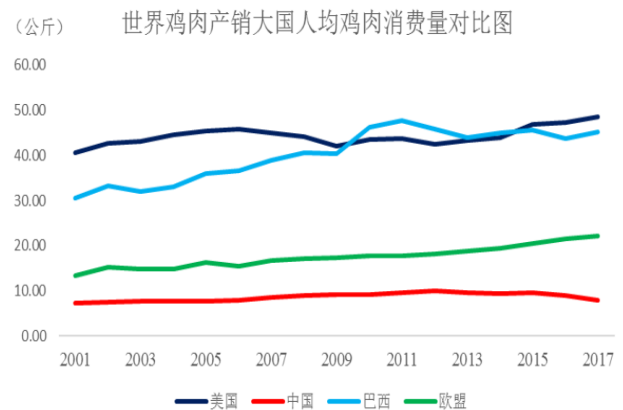
- 我国鸡肉产销量超过 1000 万吨，对比国外仍有提升空间。2006 年至 2012 年，我国鸡肉年产量及消费量持续增长，产量从 1035 增长至 1370 万吨，消费量从 1069 增长至 1395 万吨。2013 年以来受疫情等因素的影响，鸡肉年产销量略有下降，2018 年我国鸡肉产量为 1170 万吨，消费量为 1198 万吨。虽然我国鸡肉消费总量排名世界第三，但人均消费量相比其它鸡肉消费大国仍有较大差距。中国人均鸡肉消费量每年仅 10 公斤左右，而与大陆居民饮食结构最接近的台湾地区的人均鸡肉消费量已达 28 公斤左右，美国、巴西人均鸡肉消费量超过每年 40 公斤。

图表 7：我国鸡肉产量及消费量



来源：wind、中泰证券研究所

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

- 我国肉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消费。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具备较好的市场前景。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。

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

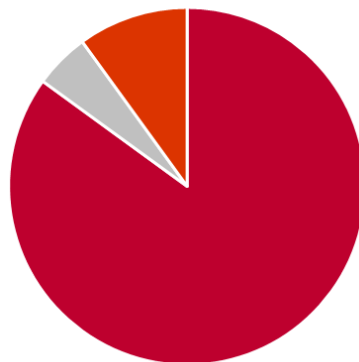
- **冰鲜鸡占比低，有望迎来快速增长。**黄羽肉鸡近年来已成为我国畜牧业发展中增长最快的产业之一。但是我国黄羽肉鸡产品加工比例较低，活鸡产品占主导地位，达 85% 左右，冰鲜鸡产品只占 5% 左右，其余 10% 为冻鸡、礼盒及深加工类产品。2018 年 4 月，农业部发布《中华人民共和国农业农村部公告第 2 号》，鼓励畜禽养殖、屠宰加工企业推行“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式，加快推进畜牧业转型升级，提升畜禽就近屠宰加工能力，建设畜禽产品冷链物流体系，减少畜禽长距离移动，降低动物疫病传播风险，维护养殖业生产安全和畜禽产品质量安全。该政策推动依赖活禽交易的黄羽肉鸡产业加速转型。一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



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：黄羽肉鸡按增长速度分类**

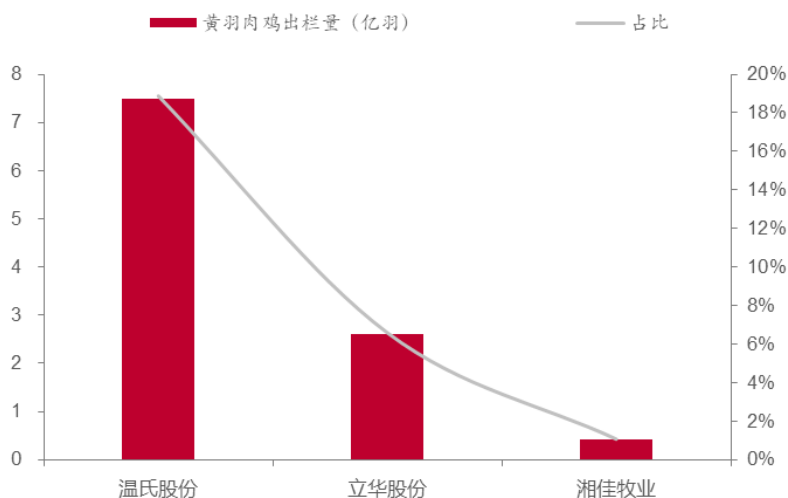
■ 活鸡产品 ■ 冰鲜鸡产品 ■ 冻鸡、礼盒及深加工类产品



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**



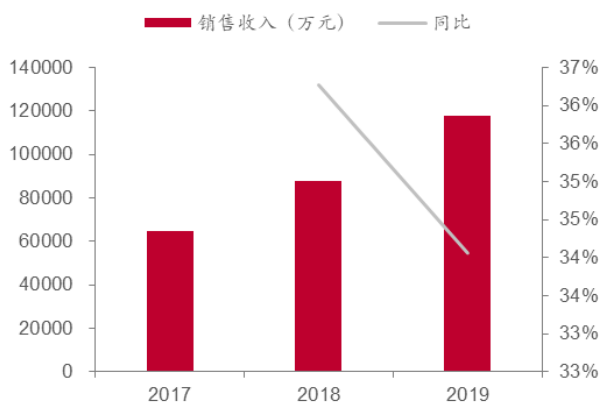
来源：wind、中泰证券研究所

## 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

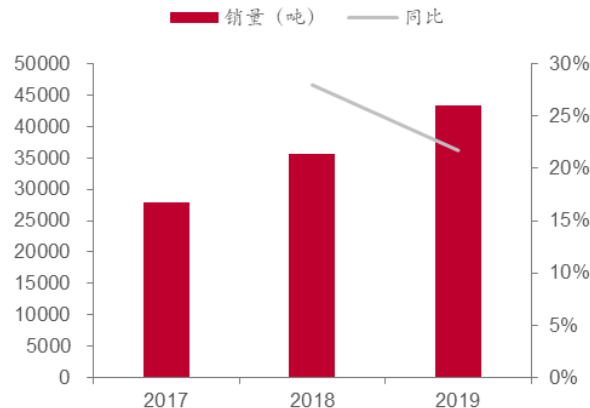
- **冰鲜产品快速放量，2019 年提价推动毛利率提升。**2017-2019 年公司冰鲜产品收入从 6.46 增长至 11.80 亿元，CAGR 为 35.16%，保持了快速增长的趋势。其中销量从 2.78 增长至 4.34 万吨，CAGR 为 24.83%；均价从 23.2 增长至 27.2 元/千克，CAGR 为 8.28%；毛利率从 40.87% 上升至 46.82%，提升 5.95 个 pct。由于活禽价格上涨，2018 年下半年公司调整提高冰鲜产品售价体系，因此 2019 年冰鲜产品单价和毛利率上升。同时，2019 年活禽单价为 12.57 元/千升，毛利率为 20.94%，冰鲜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



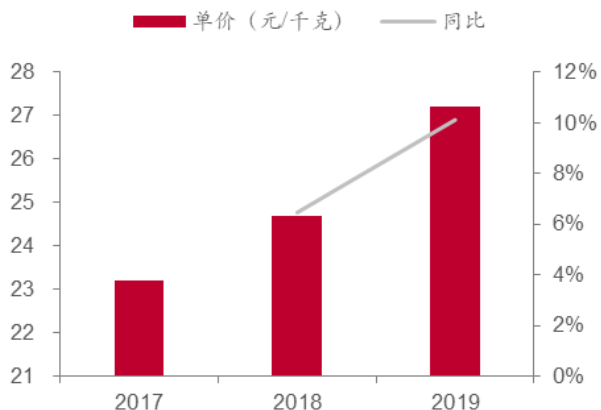
来源：wind、中泰证券研究所

图表 15：公司冰鲜产品销量



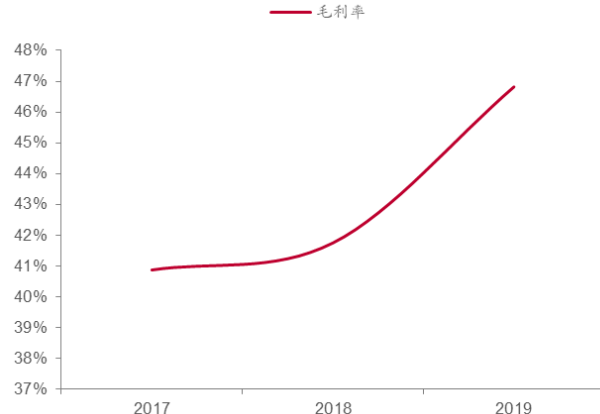
来源：wind、中泰证券研究所

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

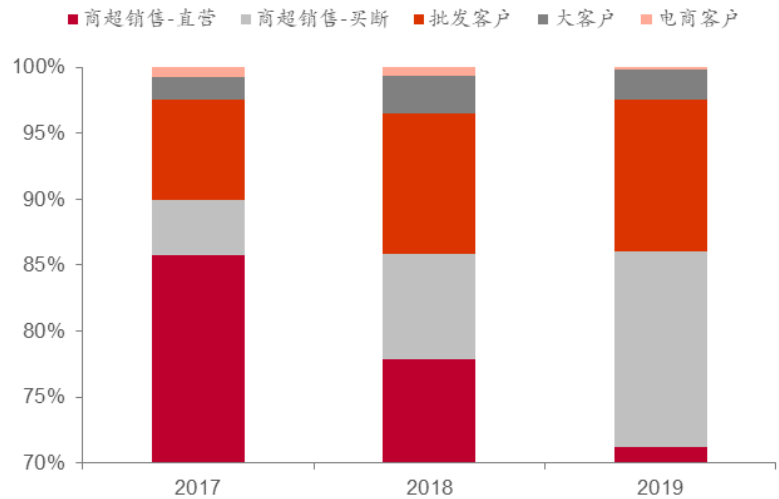


来源：wind、中泰证券研究所

- **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%。

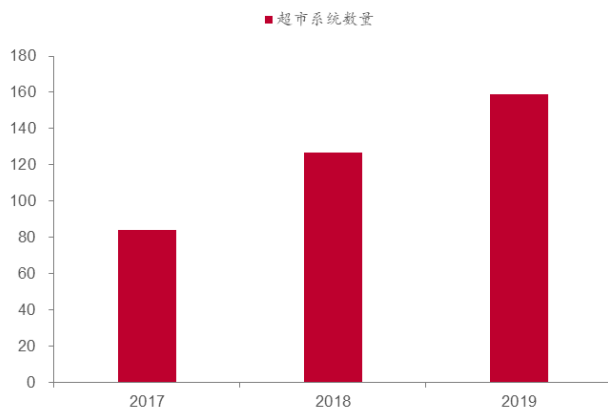
**图表 18：湘佳股份冰鲜产品销售主要来自商超客户**



来源：wind、中泰证券研究所

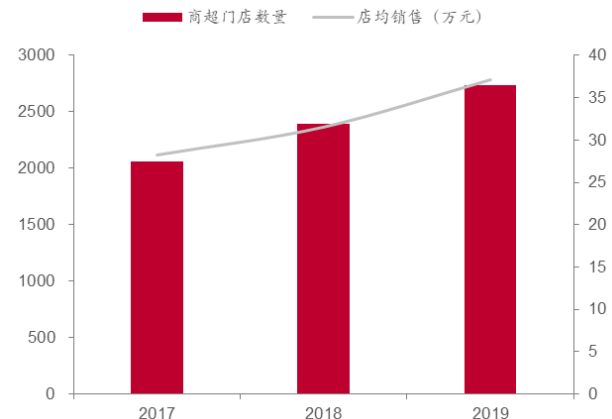
- **公司持续开拓商超渠道，单店收入稳步提升。**2017-2019 年，公司进入的商超系统分别为 84、127、159 家，进入的商超门店数量分别为 2057、2394、2733 家，商超渠道稳步开拓。同时受益于冰鲜鸡消费习惯的培育，单店收入从 28.24 万元提升至 37.12 万元。

**图表 19：公司进入的商超系统数量**



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**



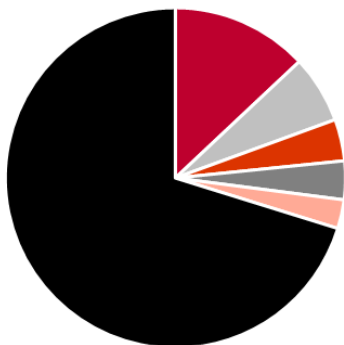
来源：wind、中泰证券研究所

- **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

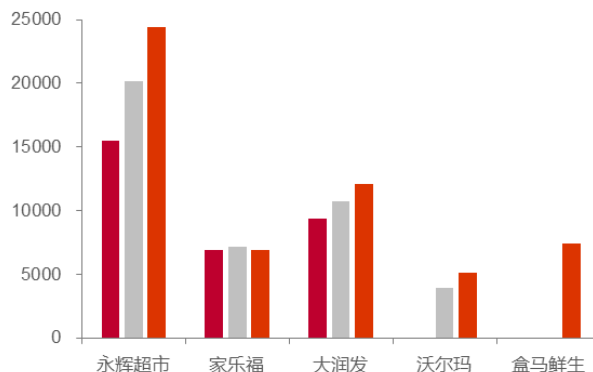
■ 永辉超市 ■ 大润发 ■ 盒马鲜生 ■ 家乐福 ■ 沃尔玛 ■ 其他



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）

■ 2017 ■ 2018 ■ 2019

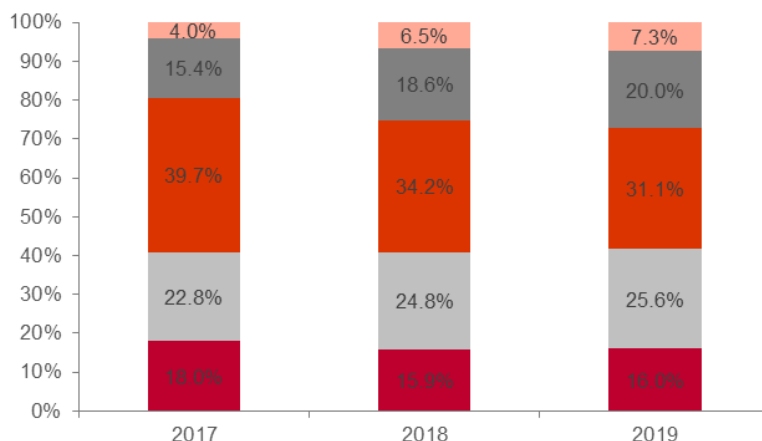


来源：wind、中泰证券研究所

- **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



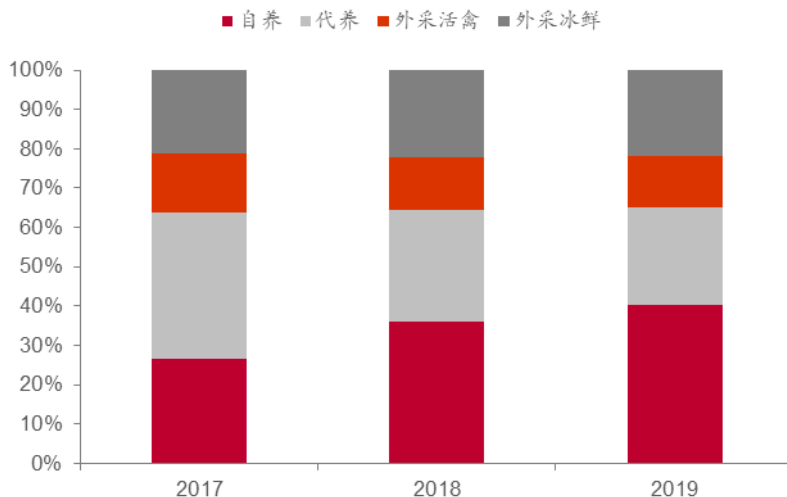
来源：wind、中泰证券研究所

- **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**

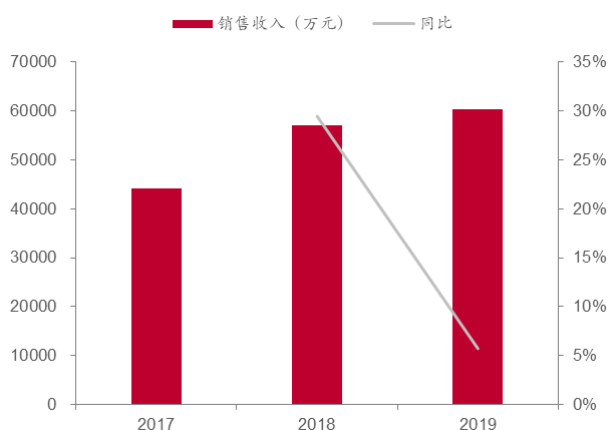


来源：wind、中泰证券研究所

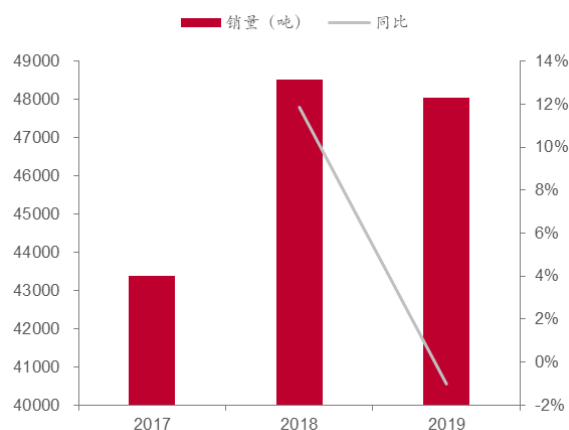
- **针对冰鲜禽肉产品的市场特征，公司未来将持续巩固龙头优势：（1）产品结构升级。**巩固现有销售网点成果，加大对“湘佳”、“石门土鸡”的品牌推广力度，强化湘佳品牌，继续在屠宰加工、冷链物流、柜台营销方面强化产品品质。（2）**拓展渠道广度和深度。**依托现有冷链物流，加快推进省会城市的网点覆盖，将目标市场向地市级、县级城市渗透，增加生鲜销售网点在商超体系的覆盖率；加强团购客户群体的开发力度。（3）**研究开发。**依托优质禽肉开发系列新品，重点做好调理品的研发与推广，针对不同市场的口味作好调理品研发，借用现有生鲜产品渠道和冷链物流配送体系，推广高附加值产品。

#### 活禽销售短期向好，价格波动大于冰鲜产品

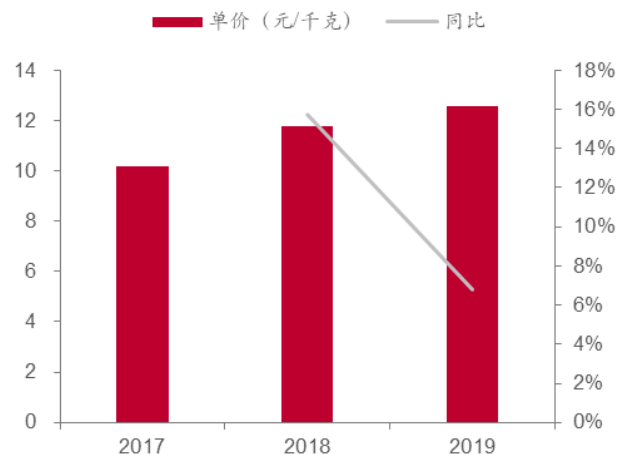
- **2018 年活禽销售大幅增长，2019 年持续向好。**2018 年随着 H7N9 疫情影响的消退，消费需求恢复，活禽销售单价大幅上升 15.73%，推动公司当年毛利率上升 8.4 个 pct。同时公司自有养殖场的逐步建成投产使得公司养殖产能大幅提升，销量增长 11.86%。2019 年活禽市场行情持续向好，公司活禽产品销售单价进一步提高，带动当年活禽销售收入增长 5.96%，毛利率提升 2.5 个 pct。相对冰鲜产品，活禽价格受市场供需影响波动较大。

**图表 25：公司活禽产品销售收入**


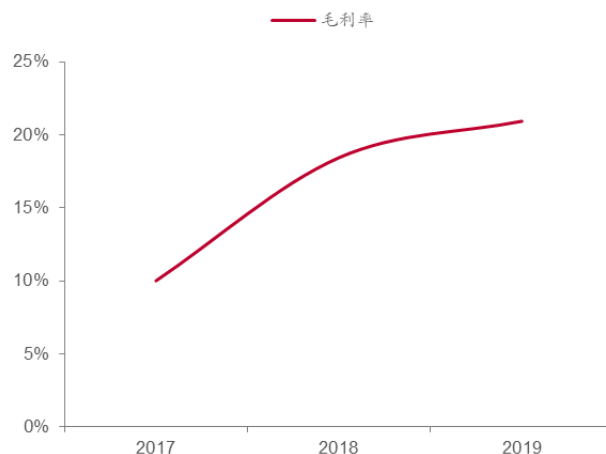
来源：wind、中泰证券研究所

**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

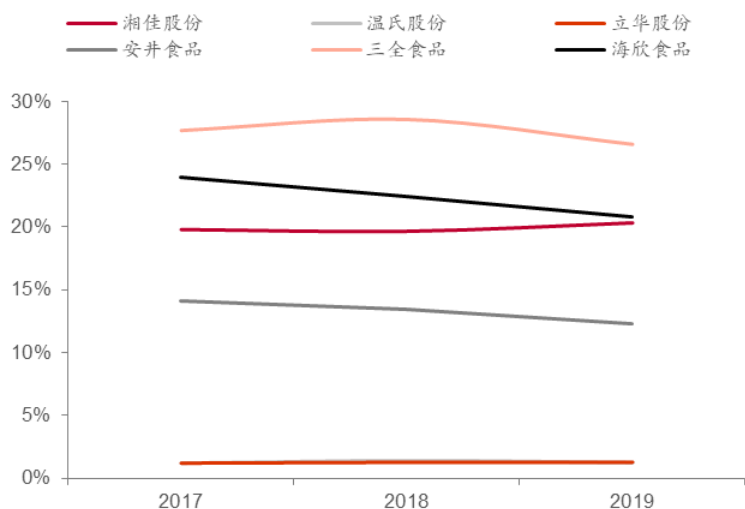
**图表 28：公司活禽产品毛利率**


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。

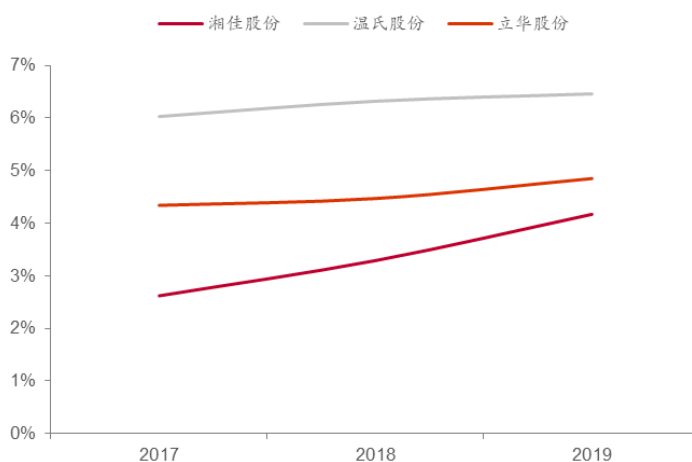
**图表 29: 可比公司销售费用率对比**



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。

**图表 30: 可比公司管理费用率对比**

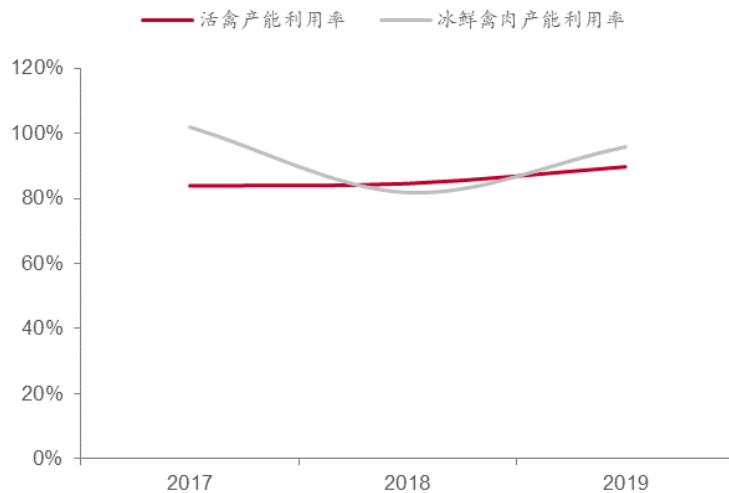


来源: wind、中泰证券研究所

## 募投项目：加速扩张养殖和屠宰产能

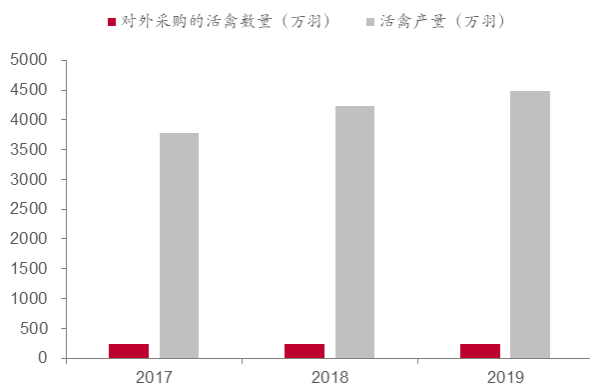
- **产能利用率饱和, 扩产减少外购依赖。**2019 年公司活禽产能接近 90%，冰鲜禽肉产能超过 95%。随着公司冰鲜业务快速增长，产能面临瓶颈。2019 年公司生产冰鲜产品，外购活禽 234 万羽，占公司活禽产量的 5%；外购冰鲜禽肉 1.22 万吨，占公司冰鲜禽肉销量的 28%。为减少对外购的依赖，加强品质和成本控制，公司募集了 6.46 亿元用于扩建年产 1250 万羽优质鸡的养殖基地及年屠宰 3000 万羽优质鸡的加工厂一期项目，此外剩余资金用于补充流动资金和偿还银行贷款。

**图表 31：公司产能利用率**



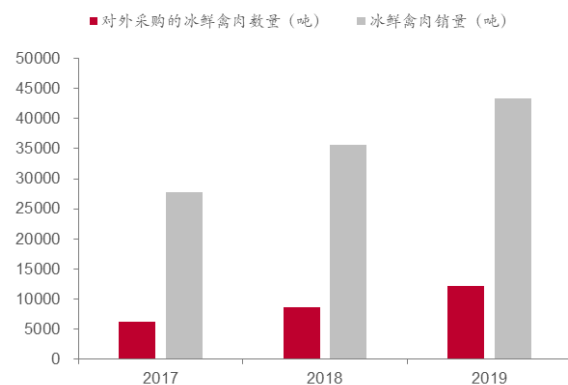
来源：wind、中泰证券研究所

**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，在同行业中转型早，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 (%) |        | 29.48%  | 5.72%    | -6.50%   | 20.75%   | 17.30%   |
| 成本(百万元) | 396.96 | 456.87  | 477.43   | 496.87   | 579.52   | 671.78   |
| YOY (%) |        | 15.09%  | 4.50%    | 4.07%    | 16.63%   | 15.92%   |
| 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 (%) |        | 36.27%  | 34.06%   | 39.05%   | 27.50%   | 22.40%   |
| 成本(百万元) | 381.78 | 512.57  | 627.29   | 852.93   | 1,077.02 | 1,305.48 |
| YOY (%) |        | 34.26%  | 22.38%   | 35.97%   | 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 (%) |        | -15.83% | 66.58%   | -20.00%  | 40.00%   | 20.00%   |
| 成本(百万元) | 39.63  | 30.81   | 41.50    | 35.08    | 45.34    | 54.41    |
| YOY (%) |        | -22.25% | 34.68%   | -15.46%  | 29.23%   | 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 (%) |        | 17.34%  | 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    |
| YOY (%) |        | 70.48%  | -37.84%  | 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 | 股价（元）  | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |        | 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长放缓**：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）**
**利润表（人民币百万元）**

|             | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入       | 1,514  | 1,878  | 2,290  | 2,884  | 3,491  |
| 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 |
| %销售收入       | 67.9%  | 62.0%  | 61.4%  | 59.8%  | 59.0%  |
| 毛利          | 486    | 714    | 885    | 1,159  | 1,433  |
| %销售收入       | 32.1%  | 38.0%  | 38.6%  | 40.2%  | 41.0%  |
| 营业税金及附加     | -4     | -4     | -5     | -6     | -7     |
| %销售收入       | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.2%   |
| 营业费用        | -298   | -382   | -481   | -606   | -733   |
| %销售收入       | 19.7%  | 20.3%  | 21.0%  | 21.0%  | 21.0%  |
| 管理费用        | -50    | -78    | -103   | -130   | -157   |
| %销售收入       | 3.3%   | 4.2%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.5%   |
| 息税前利润（EBIT） | 135    | 250    | 296    | 418    | 536    |
| %销售收入       | 8.9%   | 13.3%  | 12.9%  | 14.5%  | 15.3%  |
| 财务费用        | -14    | -12    | -4     | -2     | -2     |
| %销售收入       | 1.0%   | 0.6%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.1%   |
| 资产减值损失      | 4      | -2     | -5     | -2     | -2     |
| 公允价值变动收益    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益        | 1      | 2      | 1      | 1      | 2      |
| %税前利润       | 1.1%   | 0.7%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.3%   |
| 营业利润        | 126    | 238    | 288    | 416    | 533    |
| 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     |
| 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%   |
| 净利润         | 115    | 229    | 292    | 412    | 528    |
| 少数股东损益      | 1      | 2      | 3      | 4      | 5      |
| 归属于母公司的净利润  | 114    | 227    | 290    | 408    | 523    |
| 净利率         | 7.5%   | 12.1%  | 12.6%  | 14.1%  | 15.0%  |

**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：折旧和摊销  | 58    | 61    | 63    | 66    | 68    |
| 资产减值准备   | 4     | 3     | 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     |
| 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   |
| 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   |
| %总资产     | 61.2% | 57.8% | 45.1% | 40.9% | 36.1% |
| 资产总计     | 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    |
| 负债       | 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        |         |         |         |         |          |
| 每股收益(元)     | 1.12    | 2.23    | 2.84    | 4.00    | 5.13     |
| 每股净资产(元)    | 5.67    | 7.90    | 10.07   | 12.87   | 16.46    |
| 每股经营现金净流(元) | 1.80    | 2.97    | 3.20    | 3.55    | 5.60     |
| 每股股利(元)     | 0.00    | 0.00    | 0.85    | 1.20    | 1.54     |
| 回报率         |         |         |         |         |          |
| 净资产收益率      | 19.75%  | 28.23%  | 28.23%  | 31.12%  | 31.18%   |
| 总资产收益率      | 10.44%  | 17.20%  | 17.35%  | 21.45%  | 24.48%   |
| 投入资本收益率     | 21.36%  | 37.30%  | 39.95%  | 50.55%  | 56.49%   |
| 增长率         |         |         |         |         |          |
| 营业总收入增长率    | 31.19%  | 24.02%  | 21.94%  | 25.96%  | 21.04%   |
| EBIT增长率     | 125.47% | 92.81%  | 19.31%  | 39.20%  | 27.92%   |
| 净利润增长率      | 91.80%  | 99.09%  | 27.49%  | 40.90%  | 28.18%   |
| 总资产增长率      | 9.94%   | 20.88%  | 26.36%  | 13.99%  | 12.29%   |
| 资产管理能力      |         |         |         |         |          |
| 应收账款周转天数    | 28.9    | 28.7    | 28.8    | 28.7    | 28.8     |
| 存货周转天数      | 37.4    | 33.1    | 33.3    | 32.2    | 31.8     |
| 应付账款周转天数    | 29.8    | 23.7    | 26.7    | 25.2    | 26.0     |
| 固定资产周转天数    | 130.8   | 106.6   | 85.3    | 66.2    | 53.2     |
| 偿债能力        |         |         |         |         |          |
| 净负债/股东权益    | 2.40%   | -35.48% | -30.60% | -36.82% | -125.00% |
| EBIT利息保障倍数  | 9.1     | 21.1    | 69.6    | 234.1   | 299.4    |
| 资产负债率       | 45.18%  | 37.45%  | 37.22%  | 29.85%  | 20.32%   |

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  |
|  | 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。