

湘佳股份 (002982)

证券研究报告

2020 年 07 月 13 日

湘佳股份：处于高速增长期的区域冰鲜鸡龙头！

1、湘佳股份：黄羽肉鸡冰鲜禽肉领域龙头企业

公司专注于黄羽肉鸡产业链，通过不断延伸产业链，目前已经实现了从“养殖到屠宰到渠道销售”的一体化经营，持续提升产品附加价值。公司的营业收入主要来自活禽、生鲜禽肉等。公司主要产品包括活鸡、活鸭等活禽系列，冰鲜鸡肉、冰鲜鸭肉等生鲜系列以及饲料、有机肥等，其中冷鲜产品和活禽是公司主要的收入来源。2019 年公司活禽销量 2,776.29 万羽，冰鲜产品销量 43,373.79 吨。2019 年公司冷鲜业务和活禽业务营收在总营收中占比分别为 62.82% 和 32.16%。

2、黄鸡行业：发展前景广阔，转型升级成必然

黄羽肉鸡总量较大，是肉鸡中第二大品种，仅次于白羽肉鸡，近 2 年黄羽肉鸡产业发展迅速，出栏量大幅上升。2019 年黄羽肉鸡出栏量为 49 亿羽，同比增加 10 亿只，增幅大约为 24%，超过白羽肉鸡出栏量。黄羽肉鸡是本土品种，有比较强的地域特征，大规模养殖场多分布在南方地区，价格较白羽肉鸡偏高，而竞争主要来自国内其他区域，受国际影响较小。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”，完全依赖活禽交易的黄羽肉鸡产业开始转型，龙头企业逐渐加大对冰鲜鸡的开发力度。2020 年新冠疫情爆发，多地活禽交易市场关闭，进一步引发消费者从“活禽”到“冰鲜”消费习惯的转变。

3、黄鸡冰鲜龙头，有何优势？

公司竞争优势的形成源于一体化经营的全产业链：1) 生产端：依托规模化优势，建立成熟的“公司+基地+农户”生产模式，养殖产能和屠宰产能持续提升。截止 2019 年，活禽产能为 5000 万羽，冰鲜禽肉产能达 3 万吨。公司未来三年将继续增加养殖规模，到 2022 年底预计实现 1 亿羽的优质家禽养殖规模。2) 销售端：公司冰鲜禽肉产品销售网络现已覆盖全国 20 省市，在行业内树立了养殖高标准化、生鲜及冷链物流行业领先、食品安全有保障的市场形象，品牌优势逐步凸显未来三年公司将进一步巩固冰鲜市场在黄羽肉鸡行业中的领先地位，加速终端销售网络建设，力争实现黄羽肉鸡冰鲜产品及调理品年销售收入 25 亿元。

4、投资建议：我们预计公司 2020-2022 年实现营收总规模可达 24.32/30.59/39.36 亿元；实现归母净利润 2.97/3.62/4.37 亿元，同增 31%/22%/21%。考虑到 1) 公司 2019 年生鲜食品业务营收已占到公司总营收的 63%，且未来有望进一步提升；2) 公司外部与永辉超市等大型超市集团以及盒马鲜生、7FRESH 等新零售连锁超市建立合作关系，消费属性较强。参考可比公司估值，给予 2021 年公司业绩 45x 估值，则公司总体目标市值 163 亿，随公司产能和销量扩张，公司目标市值有望进一步提升。

风险提示：养殖疫病；生鲜渠道开拓不达预期；产能扩张不达预期；价格波动

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,514.12	1,877.86	2,431.97	3,058.99	3,936.46
增长率(%)	31.19	24.02	29.51	25.78	28.68
EBITDA(百万元)	188.26	313.92	438.38	617.08	819.73
净利润(百万元)	114.07	227.10	296.82	361.54	437.10
增长率(%)	91.80	99.09	30.70	21.80	20.90
EPS(元/股)	1.12	2.23	2.91	3.55	4.29
市盈率(P/E)	99.85	50.15	38.37	31.50	26.06
市净率(P/B)	19.72	14.16	10.38	8.01	6.27
市销率(P/S)	7.52	6.07	4.68	3.72	2.89
EV/EBITDA	0.00	0.00	26.34	19.45	14.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/畜禽养殖
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	111.8 元
目标价格	160 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	101.88
流通 A 股股本(百万股)	25.63
A 股总市值(百万元)	11,390.18
流通 A 股市值(百万元)	2,865.43
每股净资产(元)	11.97
资产负债率(%)	39.02
一年内最高/最低(元)	123.49/35.56

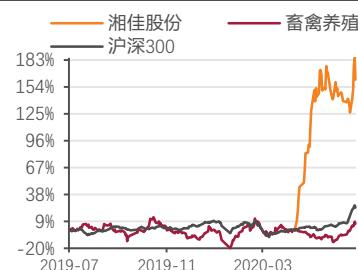
作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

王聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080001
wcong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 发展历程：专注于黄羽肉鸡产业链，不断提升高附加值产品占比	4
1.2. 股权结构：喻自文和邢卫民为公司实际控制人	4
1.3. 经营情况：业绩稳步增长，盈利能力企稳上升	5
2. 黄羽肉鸡行业发展前景广阔，转型升级成必然	7
2.1. 供给端：黄羽肉鸡养殖产业发展迅速，集中度逐步提升	7
2.1.1. 行业规模扩大，黄羽肉鸡迎来发展机遇	7
2.1.2. 行业集中度逐步提升	8
2.2. 消费端：居民蛋白结构转变，鸡肉需求有望进一步提升	9
2.2.1. 中国鸡肉人均鸡肉消费仍有提升空间	9
2.2.2. 冰鲜替代活禽销售成为大趋势	11
3. 打造全产业链一体化经营，成就有品牌的区域龙头	12
3.1. “从农场到餐桌” 打造全产业链一体化经营	12
3.2. 养殖端：养殖模式不断优化，产能持续提升	12
3.3. 销售端：营销网络强大，品牌优势突出	13
4. 盈利预测与投资建议	16

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 3：2019 年公司营收结构	5
图 4：公司营业收入（百万元）及增长情况	5
图 5：归母净利润（百万元）及增长情况	5
图 6：公司盈利能力与收益指标情况	6
图 7：冷鲜&活禽毛利率对比	6
图 8：2017 年不同种类肉鸡产量占比情况	7
图 9：2011-2019 年黄羽肉鸡&白羽肉鸡出栏量（亿羽）	7
图 10：2019 年黄羽肉鸡市场价格走势	8
图 11：世界鸡肉产量及消费量走势图（单位：万吨）	9
图 12：2018 年世界主要鸡肉生产国占比	10
图 13：2018 年世界主要鸡肉消费国占比	10
图 14：世界鸡肉产销大国人均鸡肉消费量对比图（单位：公斤/年）	10
图 15：近三年公司活禽和冰鲜禽肉产品销量	11
图 16：2012-2019 年活禽和冷鲜销售收入占总营收比	11
图 17：“从农场到餐桌” 一体化经营的全产业链模式	12
图 18：公司近三代养户数量和出栏量变化情况	13
图 19：冷鲜逐渐代替活禽成为公司的主营业务	14
图 20：冰鲜禽肉产品 2019 年不同销售渠道营收占比	14

图 21：公司冰鲜禽肉产品销售区域分布情况	15
图 22：2018 年主要公司黄羽肉鸡市场份额	16
表 1：公司主要产品	5
表 2：家禽饲养行业相关法规政策	7
表 3：2013-2016 年我国肉鸡规模养殖场数量分布对比情况	8
表 4：近三年公司产能情况	13
表 5：营业收入毛利细分	16
表 6：可比食品加工行业估值情况（2020/7/10）	17

1. 公司简介

湖南湘佳牧业股份有限公司是由双佳农牧于 2012 年 6 月 18 日整体变更设立的股份有限公司，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。控股或参股公司达 10 余家，集团拥有 5000 多名员工。

1.1. 发展历程：专注于黄羽肉鸡产业链，不断提升高附加值产品占比

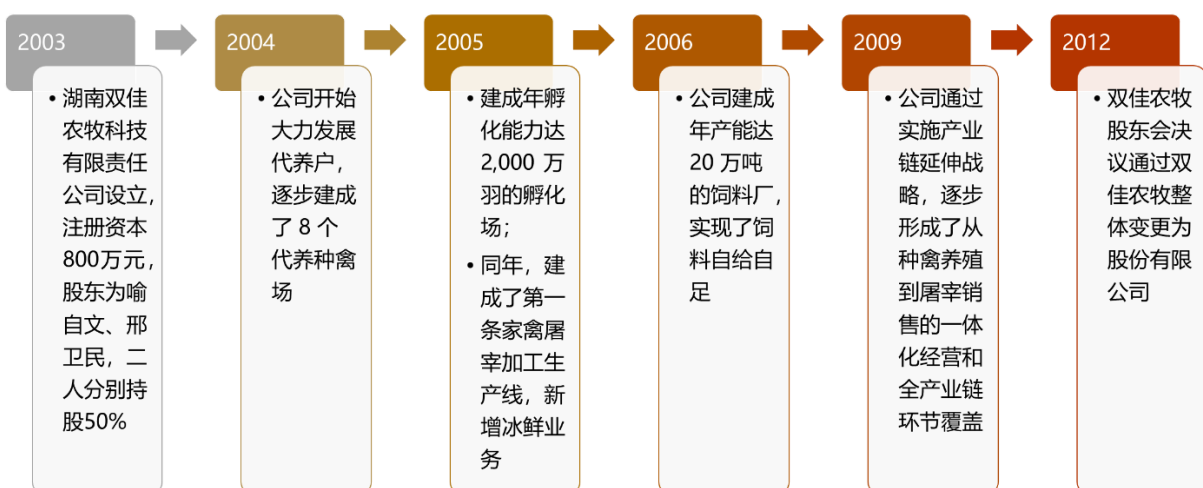
逐步扩大规模，提高养殖效益：

- 2003 年 4 月，公司前身双佳农牧成立。成立初期双佳农牧业务结构单一，仅从事黄羽肉鸡养殖业务，采用“公司+农户”的养殖模式。
- 2004 年起，公司开始大力发展代养户，扩大饲养规模，提高养殖效益，逐步建成了 8 个代养种禽场。
- 2005 年，公司建成年孵化能力达 2,000 万羽的孵化场。
- 2006 年，公司建成年产能达 20 万吨的饲料厂，实现了饲料自给自足。
- 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 1,500 万羽，冰鲜产品销量约达 500 吨，饲料产量 6.9 万吨。

产业链纵向高度整合，进行全产业链经营，转变养殖模式：

- 2009 年，随着冰鲜禽肉产品销售逐步进入大中城市，公司通过实施产业链延伸战略，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环节覆盖。
- 2012 年公司改制为股份公司，先后建成了 19 个标准化养殖场和 5 个种鸡场，公司养殖模式逐步从“公司+农户”升级为“公司+基地+农户（或家庭农场）”。
- 根据中国畜牧业协会提供的资料，公司为国内黄羽肉鸡主要生产企业，其黄羽肉鸡出栏量位居华中地区第一名。
- 2019 年度，公司活禽销量 2,776.29 万羽，冰鲜产品销量 43,373.79 吨。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 股权结构：喻自文和邢卫民为公司实际控制人

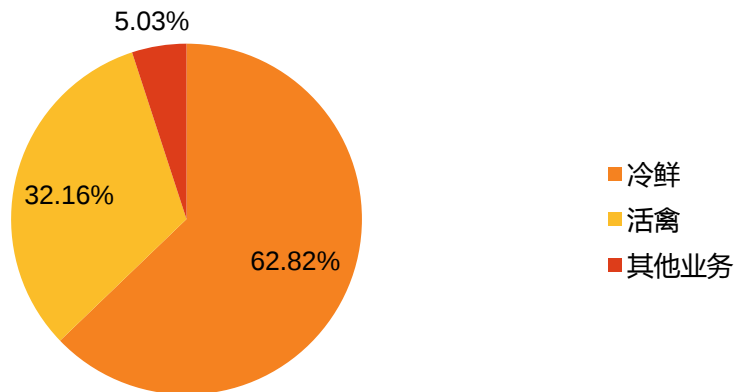
喻自文和邢卫民为公司实际控制人，喻自文担任公司董事长兼总经理，邢卫民担任公司副董事长。从股权结构来看，截止 4 月 24 日，喻自文和邢卫民同为公司第一大股东，持股比例均为 22.58%，其他大股东分别为大靖双佳、新疆唯通，其持股比例分别为 9.82% 和 2.45%。

公司拥有岳阳湘佳等 7 家全资子公司，浏阳农牧等 3 家控股子公司及湖南石门农村商业银行股份有限公司等 2 家参股公司。

1.3. 经营情况：业绩稳步增长，盈利能力企稳上升

公司的营业收入主要来自活禽、生鲜禽肉等。公司主要产品包括活鸡、活鸭等活禽系列，冰鲜鸡肉、冰鲜鸭肉等生鲜系列以及饲料、有机肥等，其中冷鲜产品和活禽是公司主要的收入来源。2019 年公司冷鲜业务和活禽业务营收在总营收中占比分别为 62.82%和 32.16%，冷鲜业务收入几乎是活禽的 2 倍。

图 2：2019 年公司营收结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司主要产品

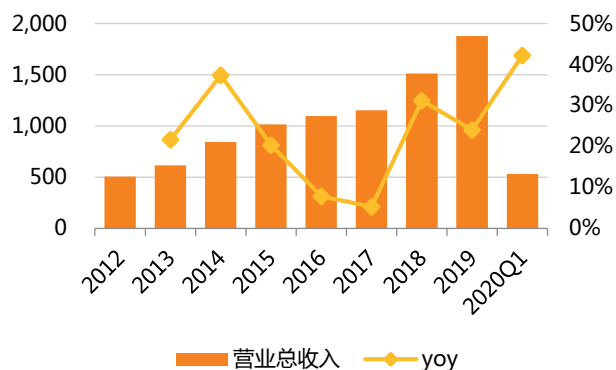
产品类别	销售渠道或客户群
活鸡	主要销往农贸市场的批发商，食堂、酒店等餐饮机构为辅
活鸭	主要销往农贸市场的批发商，食堂、酒店等餐饮机构为辅
冰鲜鸡肉	商场超市终端消费者为主
冰鲜鸭肉	商场超市终端消费者为主
饲料	公司附近的散养户及养殖企业
有机肥	种植农户

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

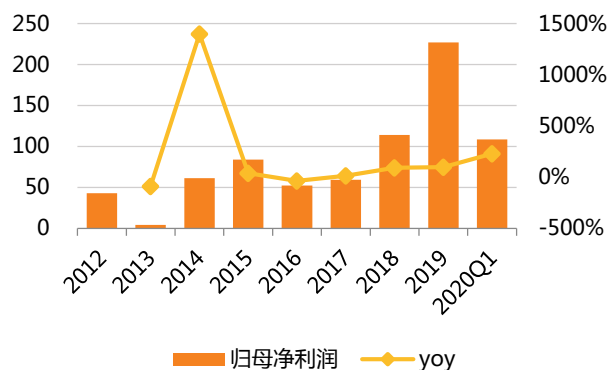
营收利润稳步增长，盈利能力稳步上升。2019 年公司营收达 18.78 亿元，同比增长 24.02%，归母净利润达 2.27 亿元，同比增长 99.09%。2020Q1 公司营收达 5.31 亿元，同比增长 42.22%，归母净利润达 1.08 亿元，同比增长 230.70%。

图 3：公司营业收入（百万元）及增长情况

图 4：归母净利润（百万元）及增长情况



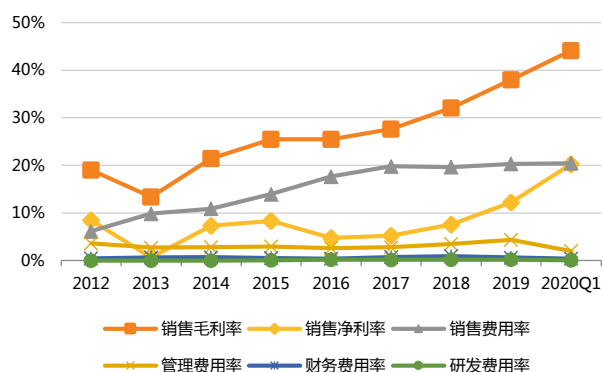
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

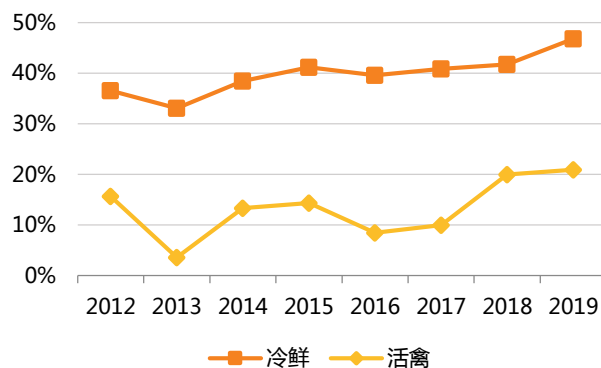
公司毛利率和净利率持续上升, 2019 年公司毛利率和净利率分别为 38.03%和 12.21%; 冷鲜业务的毛利率高于活禽, 2019 年活禽业务的毛利率为 20.94%, 冷鲜业务的毛利率为 46.82% 超过活禽业务的 2 倍; 费用方面销售费用率逐年上升, 2019 年公司销售费用率为 20.33%, 主要系公司对构建营销网络, 完善销售渠道的重视。

图 5: 公司盈利能力与收益指标情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 冷鲜&活禽毛利率对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 黄羽肉鸡行业发展前景广阔，转型升级成必然

我国家禽饲养行业是畜牧业中极为重要的一部分，根据公司的《招股说明书》，禽业是一个涉及 3,700 多万养殖户的民生行业。从上世纪 90 年代起，我国家禽饲养业中的肉鸡产业发展迅速，品种、饲料均有创新突破，提高饲养效率并扩大了饲养规模，其产业化程度在全国畜牧业中名列前茅。

我国已建立起以《中华人民共和国进出境动植物检疫法》、《中华人民共和国畜牧法》等法律为基础的较为完善的法律法规体系。经过多年的立法建设，行业法律法规的逐步健全和完善为行业的有序发展提供了基础性保障，有利的政策环境进一步促进了畜牧业的稳健发展。

表 2：家禽饲养行业相关法规政策

法规政策	内容
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	将“畜禽标准化规模养殖技术开发与应用”、“动植物（含野生）优良品种选育、繁育、保种和开发”、“农牧渔产品无公害、绿色生产技术开发与应用”、“农林牧渔产品储运、保鲜、加工与综合利用”列为鼓励类产业；将“年屠宰活禽 1,000 万只及以下的屠宰建设项目”列为限制类产业等。
2018 年中央一号文件：《中共中央、国务院关于“加快发	“加快发展现代农作物、畜禽、水产、林木种业，提升自主创新能力”、“优化实施乡村振兴战略的意见》（2018 年 2 月）
2017 年中央一号文件：《中共中央、国务院关于“发展规模高效养殖业”、“进一步优化农业区域布局……制定特色农产品优势	“发展规模高效养殖业”、“进一步优化农业区域布局……制定特色农产品优势
深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农	区建设规划，建立评价标准和技术支撑体系，鼓励各地争创园艺产品、畜产品、
村发展新动能的若干意见》（2017 年 2 月）	水产品、林特产品等特色农产品优势区”、“全面提升农产品质量和食品安全水平”。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

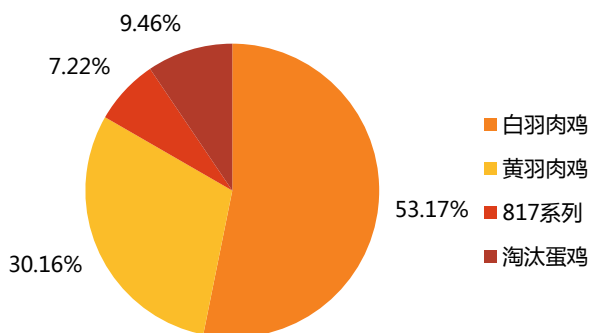
2.1. 供给端：黄羽肉鸡养殖产业发展迅速，集中度逐步提升

2.1.1. 行业规模扩大，黄羽肉鸡迎来发展机遇

肉鸡产业是一个由若干密切相关的以纵向血缘关系为纽带的多元的代际畜禽产业，从曾祖代肉种鸡、祖代肉种鸡、父母代肉种鸡、商品代肉种鸡到鸡肉产品是一个完整、系统的代次繁育流程。我国肉鸡包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡、肉杂鸡（817 系列）和淘汰蛋、种鸡等，其中白羽肉鸡和黄羽肉鸡是最主要的肉鸡品种。

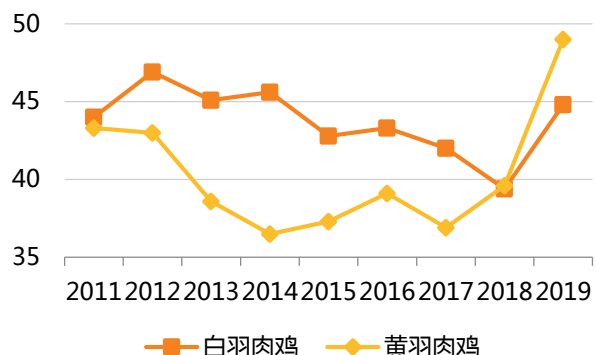
黄羽肉鸡总量较大，是肉鸡中第二大品种，仅次于白羽肉鸡，近 2 年黄羽肉鸡发展迅速，出栏量大幅上升，2019 年超越白羽肉鸡。2019 年黄羽肉鸡出栏量为 49 亿羽，同比增加 10 亿只，增幅大约为 24%，超过白羽肉鸡出栏量。

图 7：2017 年不同种类肉鸡产量占比情况



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

图 8：2011-2019 年黄羽肉鸡 & 白羽肉鸡出栏量（亿羽）



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

黄羽肉鸡是本土品种，有比较强的地域特征，大规模养殖场多分布在南方地区，价格较白

羽肉鸡偏高，黄羽肉鸡养殖企业的竞争来自国内其他区域。而白羽肉鸡则全部为进口品种，在北方生产规模较大，价格较低，养殖企业受国际市场竞争影响较大。

根据中国饲料行业信息网数据，年禽肉产量排名前五位的省份分别是山东、广东、辽宁、广西、江苏，占全国总量的 44%。东部地区产量占全国的 48.9%，中部地区占 30.3%，西部地区占 20.8%，呈现由西向东依次增强的趋势，与经济发展趋势相吻合。北方地区的白羽肉鸡养殖规模较大，其产量占总量的 50.5%；南方地区多养殖黄羽肉鸡，占总量的 49.5%，其中安徽、江苏等省较为特殊，两种鸡均有一定饲养规模。

黄羽肉鸡的生产和消费分布区域性特征明显。华南地区尤其是广东和广西是我国黄羽肉鸡生产的主产省份，也是主要的消费地区；其次，江苏、浙江等长江中下游地区也有较大的生产和消费市场；我国北方区域由于文化传统、消费习惯等原因，黄羽鸡消费量相对较少，消费习惯有待进一步引导。

近年来，黄羽肉鸡市场向长江中上游等华中方向延伸的速度持续加快。湖北、湖南等地黄羽肉鸡的生产能力和消费水平不断提高，黄羽肉鸡消费市场逐步扩大。黄羽肉鸡生产企业不断开发选育自主品种，提高生产效率，同时，北方市场受到黄羽鸡养殖龙头企业重视，开始在山东等省份进行市场拓展，如温氏股份在山东、河南等地设立子公司，积极开发适应北方养殖环境的品种，引导当地消费者消费习惯，提高产品知名度。

2.1.2. 行业集中度逐步提升

中国肉鸡行业的市场化程度高，竞争较激烈，同时行业集中程度相对较低，大量散养户的“价高进入，价贱退出”意识不利于市场供给量的长期稳定性，加之易受疫情影响，行业供需匹配呈现出较大的周期性波动，使产品价格相应波动。

2019 年黄羽肉鸡市场价格起伏波动较大。受市场供求关系影响，第一季度价格较为低迷，自 3 月份以来，价格开始回升，并且于第三季度大幅上涨，于 9 月初达到顶峰。第三季度价格上涨主要受两方面因素的影响：一方面，受非洲猪瘟疫情影响，部分猪肉消费需求逐步转移作用至黄羽肉鸡行业，进一步增加了黄羽肉鸡市场需求；另一方面，随着生猪养殖产业去产能，市场供给减少，猪肉价格迎来上涨周期，对鸡肉价格也起到了一定的支撑作用。自 9 月份起，在市场调节作用下，活禽市场价格自高处开始逐渐回落至正常水平，但仍处于较高区间。2019 年全年公司活禽销售单价较 2018 年增长 6.80%。

图 9：2019 年黄羽肉鸡市场价格走势



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

我国肉鸡养殖行业集中化程度相对较低，规模化养殖场数量相对较少。2013 年、2014 年、2015 年、2016 年养殖规模在 100 万套以上养殖场数量占比不足 0.01%。

表 3：2013-2016 年我国肉鸡规模养殖场数量分布对比情况

	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年		
养殖规模 (套)	养殖场数量 (个)	养殖场数量占比 (%)	养殖场数量 (个)	养殖场数量占比 (%)	养殖场数量 (个)	养殖场数量占比 (%)	养殖场数量 (个)	养殖场数量占比 (%)	养殖场数量 (个)	养殖场数量占比 (%)	养殖场数量 (个)	养殖场数量占比 (%)
1-1999	23172092	98.0986	21644679	98.0933	20814808	98.1005	20148867	98.2168				
2000-99	280290	1.1866	258379	1.171	240841	1.1351	214150	1.0439				
10000-49999	140772	0.596	132780	0.6018	134246	0.6327	121433	0.5919				
50000-99999	20061	0.0849	21183	0.06	19532	0.0921	20940	0.1021				
100000-499999	6644	0.0281	6911	0.0313	6695	0.0316	7419	0.0362				
500000-999999	911	0.0039	912	0.0041	931	0.0044	938	0.0026				
100 万以上	449	0.0019	564	0.0026	789	0.0037	928	0.0045				
合计	23621219	100	22065408	100	21217842	100	20514675	100				

资料来源: Wind, 立鼎产业研究中心, 新牧网, 天风证券研究所

对于黄羽肉鸡行业而言, 由于国家对食品加工行业趋于严格的产品质量和安全监管, 更为注重动物疫病防疫和产品质量卫生, 黄羽肉鸡行业规范化和集中化程度随之增加。大量中小型企业由于市场波动等原因被迫退出行业竞争, 同时大企业利用高效的养殖模式如“公司+农户 (或家庭农场)”或者“公司+基地+农户 (或家庭农场)”等进行扩张、延伸产业链以及加强大企业间的强强联合, 会进一步提高行业集中度, 进而提升区域龙头企业市场份额。

2.2. 消费端: 居民蛋白结构转变, 鸡肉需求有望进一步提升

鸡肉制品的生产与消费在人类生活中有极为重要的地位。鸡肉具有高蛋白、低胆固醇、低脂肪和低热量等特点。与猪、牛相比, 肉鸡在饲养周期、料肉比等方面优势明显, 同时因发展历史悠久以及工业化进程加快, 肉鸡的饲养及加工自动化程度也在不断提高, 养殖生产效率加快, 成为最经济的动物蛋白质来源。

2.2.1. 中国鸡肉人均鸡肉消费仍有提升空间

近年来, 鸡肉产量和销量上升趋势明显。根据美国农业部统计数据, 2006 年-2018 年世界鸡肉生产量保持稳定持续增长, 从 2006 年的 6,544.40 万吨, 增长到 2018 年的 9,247.00 万吨, 年均复合增长率为 2.92%。世界鸡肉消费量从 2006 年的 7,184.80 万吨, 增长到 2018 年的 10,148.60 万吨, 年均复合增长率为 2.92%。

图 10: 世界鸡肉产量及消费量走势图 (单位: 万吨)

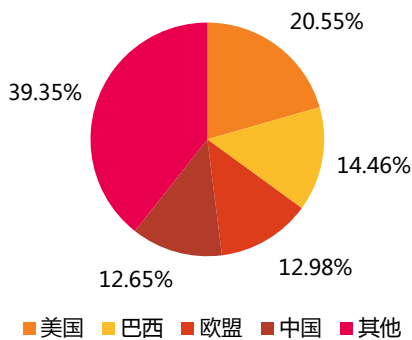


资料来源: Wind, 天风证券研究所

美国、巴西和中国的鸡肉生产和消费量约占据一半的世界生产和消费总量。美国为世界鸡肉第一大生产国和消费国。根据美国农业部数据统计，2018 年美国鸡肉生产量达 1,900.40 万吨，占全球鸡肉生产量的 20.55%；巴西鸡肉生产量达 1,337.50 万吨，占全球鸡肉生产量的 14.46%；中国鸡肉生产量达 1,170.00 万吨，占全球鸡肉生产量的 12.65%。2016 年，巴西鸡肉产量超过中国，成为全球第二大鸡肉生产国。

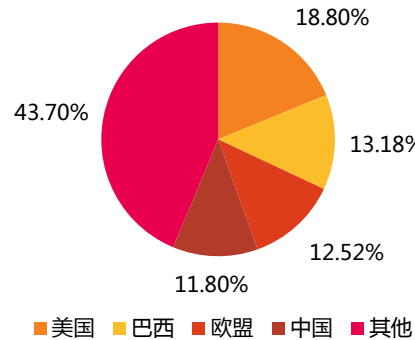
2018 年，美国、中国和巴西的鸡肉消费量分别为 1,907.50 万吨、1,197.50 万吨和 1,337.70 万吨，占全球鸡肉总消费量的 18.80%、11.80%、13.18%。

图 11：2018 年世界主要鸡肉生产国占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

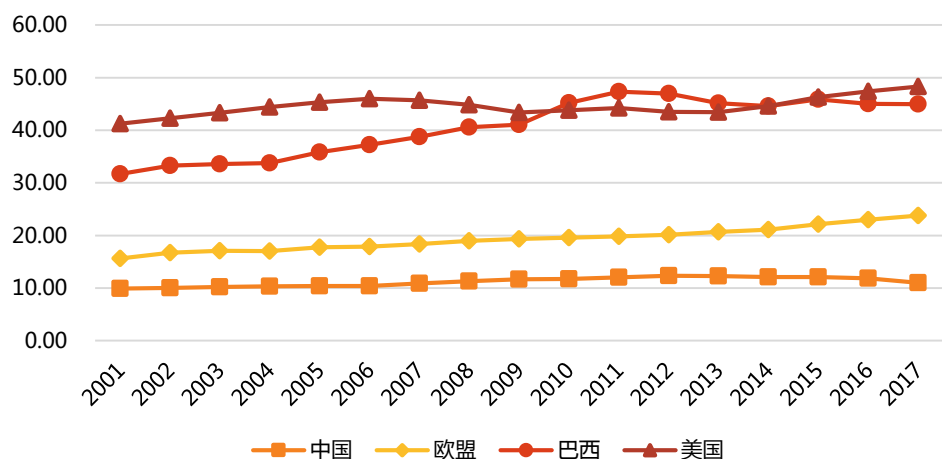
图 12：2018 年世界主要鸡肉消费国占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

根据公司的招股说明书，我国鸡肉消费总量位列世界前三，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为 10 公斤左右，而与大陆居民饮食结构最接近的中国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，远高于我国人均鸡肉消费量水平，预计我国未来鸡肉市场有较大增长空间。

图 13：世界鸡肉产销大国人均鸡肉消费量对比图（单位：公斤/年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

同时，我国居民收入增长对于国内鸡肉消费增长有促进作用。中国经济增长速度居于世界前列的同时保持持续健康增长。根据国家统计局数据，2018 年，中国国内生产总值（GDP）900309 亿元，人均 GDP 约为 64520.7 元，全国居民人均可支配收入 28228 元，比 2017 年增长 6.5%。其中，城镇居民人均可支配收入 39251 元，增长 5.6%；农村居民人均可支配收入 14617 元，增长 6.6%。随着经济快速发展和居民收入持续增加，国内消费者将更加注重肉类消费。因此，鸡肉作为国内主要的肉类消费品之一，经济增长、居民收入提高、肉类消费需求提升等因素会对鸡肉市场规模扩大产生正向影响。2011 年-2018 年，为了满足不断增长的消费需求，中国家禽出栏量呈波动上升趋势，行业规模不断扩大。

另外，消费者饮食理念的转变对鸡肉消费量增长起到推动作用。国内居民收入水平不断提升，居民生活质量和生活水平得到改善，根据马斯洛需求原理，居民生活理念尤其是饮食理念将有所改变。健康食品成为消费者对于食物的更优选择。黄羽鸡肉历来是我国民众公认的传统美味食材，相对于猪肉、牛肉等红肉食品，具有高蛋白、低脂肪、低胆固醇、低热量的特点。随着居民的饮食理念逐渐注重健康饮食，鸡肉作为主流健康型肉类消费品之一，其市场份额仍将进一步提升。

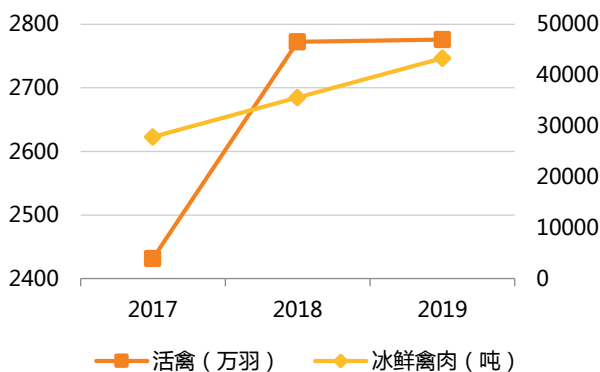
2.2.2. 冰鲜替代活禽销售成为大趋势

行业周期波动性较大，国家政策相继出台，推动行业从活禽销售逐步转向冰鲜产品加工。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。由于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。

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。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。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，以增加新的盈利增长点和增强抗风险能力。

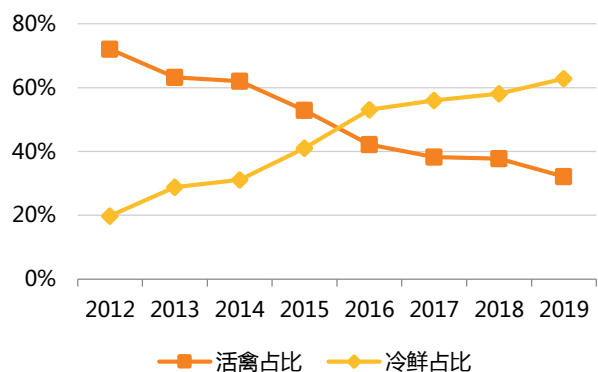
湘佳股份作为黄羽肉鸡行业规模化企业的代表，顺应行业发展趋势，主营业务重点逐渐由活禽销售转向冰鲜禽肉产品销售。2019 年，公司冰鲜禽肉产品销量实现 43373.79 吨，同比增加 21.73%，销售收入实现 11.80 亿元，同比增长 34.09%；活禽销量为 2776.29 万羽，同比增加 0.13%，销售收入实现 6.04 亿元，同比增长 5.78%。

图 14：近三年公司活禽和冰鲜禽肉产品销量



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 15：2012-2019 年活禽和冷鲜销售收入占总营收比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

随着新冠影响的消退，活禽市场逐步开放。新冠肺炎疫情发生后，全国超 9 成活禽市场关闭，5 亿只活禽滞销，养殖户和活禽经营业主损失惨重。同时消费者全面转向商超购物，商超冰鲜禽肉产品供不应求，销售价格同比大幅上涨。3 月 7 日，农业农村部召开会议指出，要着力解决家禽业产销不畅的突出问题，推动活禽交易市场分类管理，有序开放活禽市场；加快家禽屠宰加工企业全面复工复产；探索建设应急集中屠宰点，确保活禽适时屠宰、不压栏；加大产销对接力度，发展线上线下销售。继 3 月初广东、江西、安徽、甘肃等地开放活禽市场之后，全国各省陆续开放活禽市场。

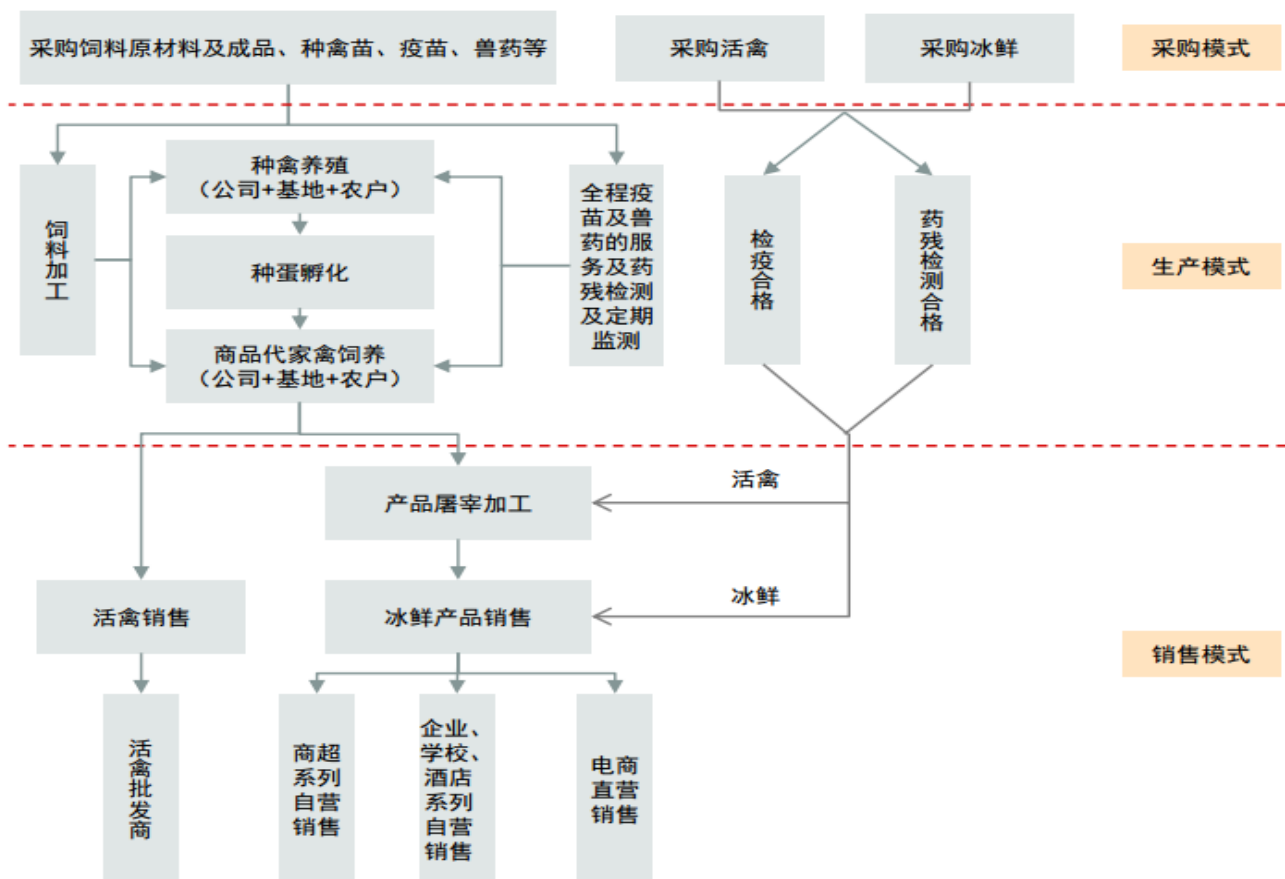
3. 打造全产业链一体化经营，成就有品牌的区域龙头

历经十余载，公司逐步成就黄羽肉鸡冰鲜禽肉领域的龙头地位。主要系公司多方位竞争优势的形成，养殖方面打造一体化经营的全产业链，重视产能扩张；销售方面营销网络几乎覆盖全国，打通多条销售渠道，逐步形成品牌优势。

3.1. “从农场到餐桌” 打造全产业链一体化经营

公司着力打造“从农场到餐桌”一体化经营的全产业链。公司建立了从饲料生产及销售、种禽繁育、家禽饲养及销售，到禽类屠宰加工及销售、生物肥生产及销售的全产业链，实现产、供、销一体化，形成“从农场到餐桌”的全程管控。公司通过全方位保障体系，对产业链的每一个环节都实行严格的监控和检验，以保证消费者的安全。在生产环节，公司严控原辅料的采购质量，通过使用自主研发和生产的饲料喂养家禽以及利用高效的“公司+基地+农户”生产模式从源头上保证鸡只的质量；在加工环节，通过完善宰前检疫节点控制、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；在销售运输环节，通过建立冷链物流配送体系，从设备和工艺上保证冰鲜禽肉产品的营养和品质。

图 16：“从农场到餐桌”一体化经营的全产业链模式



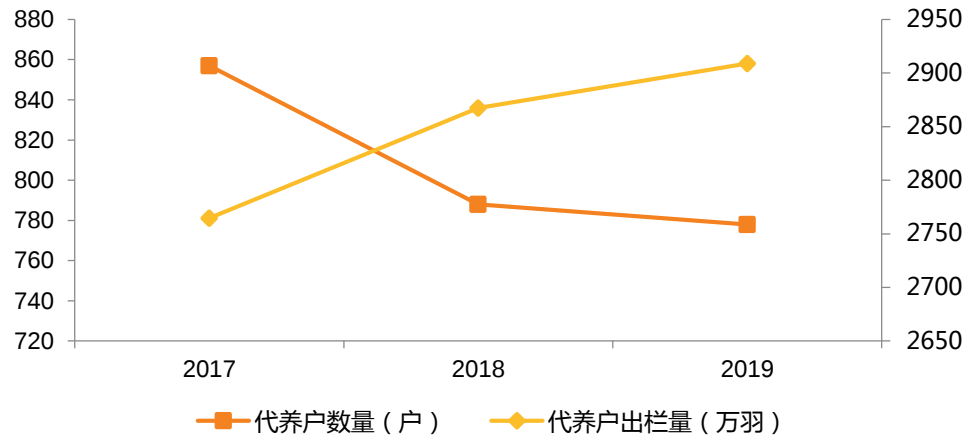
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 养殖端：养殖模式不断优化，产能持续提升

公司在生产环节依托规模化优势，建立成熟的“公司+基地+农户”生产模式。一方面，公司顺应行业发展的规模化趋势，实行“五统一、一分散”的“公司+农户”代养管理模式；另一方面，公司为解决“公司+农户”模式存在的违约问题和管控体制存在漏洞的缺陷，建立了自己的养殖基地，形成“公司+基地+农户”的生产模式。截止 2019 年末，公司自有养殖场 24 个，其中养鸡场 5 个、标准化养殖基地 19 个。公司代养户数量逐年下降，

但代养户出栏量逐年增加，系公司自有养殖规模扩大及优化代养户结构，优先发展单批规模达到 1 万羽以上的长期合作代养户，控制新增小型代养户数量所致。截止 2019 年末，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，同比下降 10 户，代养户商品肉鸡出栏量实现 2908.80 万羽，同比上升 1.45%，自养商品肉鸡出栏量实现 1576.02 万羽。根据公司的《招股说明书》，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。

图 17：公司近三年代养户数量和出栏量变化情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在产能方面，公司养殖产能和屠宰产能持续提升。截止 2019 年，活禽产能为 5000 万羽，相比 2017 年提升 500 万羽，公司产能利用率逐步提高；冰鲜禽肉产能达 3 万吨，产能利用率为 95.84%，同比 2018 年提高 14%。公司未来三年将继续推动“公司+基地+农户（或家庭农场）”的经营模式，以“公司+基地”为主、“公司+农户（或家庭农场）”为辅，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 1,500 万羽、扩大标准化基地自养规模 3,500 万羽，到 2022 年底，公司预计实现 1 亿羽的优质家禽养殖规模。

表 4：近三年公司产能情况

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
活禽	产能 (万羽)	5,000.00	4,500.00
	产量 (万羽)	4,484.82	3,774.42
	销量 (万羽)	2,776.29	2,431.29
	屠宰 (万羽)	1,661.48	1,310.85
	产销率 (%)	99.59	99.14
	产能利用率 (%)	89.70	83.88
冰鲜禽肉产品	屠宰产能 (吨)	30,000.00	22,500.00
	屠宰产量 (吨)	28,752.98	22,931.29
	销量 (吨)	43,373.79	27,834.26
	产能利用率 (%)	95.84	101.92

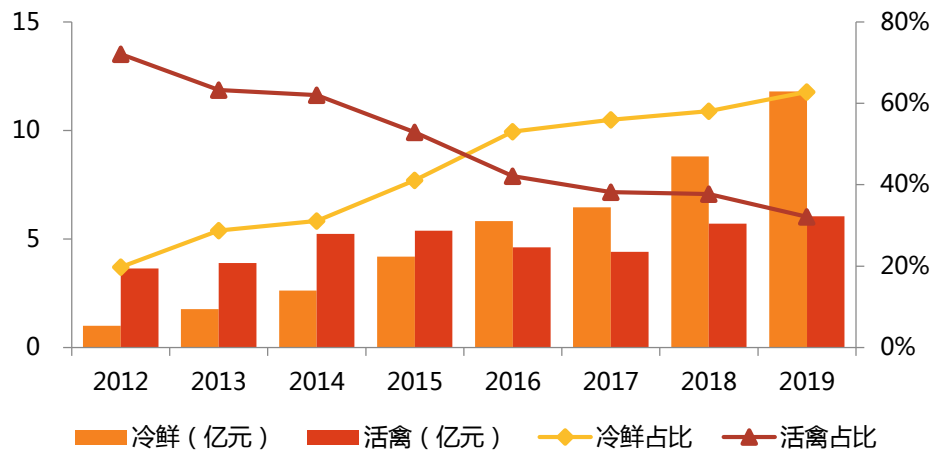
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 销售端：营销网络强大，品牌优势突出

随着社会的发展，活禽消费逐渐被冰鲜或屠宰分割品消费所替代。公司凭借超前的战略眼光，顺应这一替代趋势，从 2007 年便开始探索冰鲜禽肉营销模式，经过多年努力，冷鲜

逐渐代替活禽成为公司的主要收入来源。2019 年，公司冰鲜禽肉产品销量为 4.34 万吨，同比增长 21.73%，2017-2019 年年均复合增长率为 24.83%；公司冷鲜产品收入为 11.8 亿元，同比增长 34.1%，在总营收中占比为 62.83%。

图 18：冷鲜逐渐代替活禽成为公司的主营业务

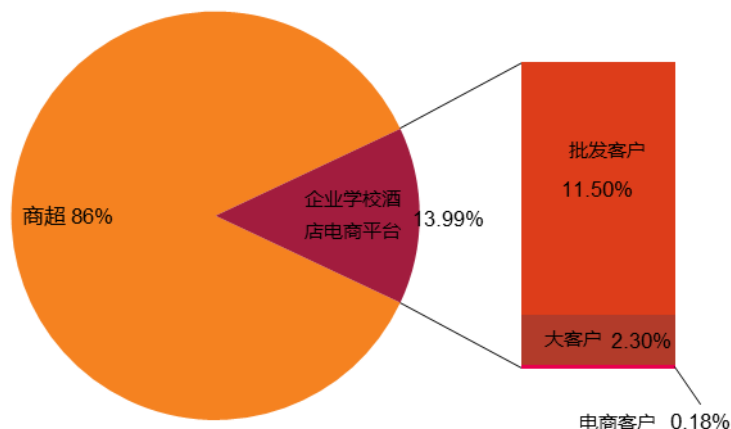


资料来源：Wind，天风证券研究所

销售渠道内外兼修，构建完善的营销模式。2007 年起，公司开始研究冰鲜禽肉营销模式，在屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营、电商直营等环节中形成了一套成熟的冰鲜禽肉商超系统营销模式，积累了丰富的运营经验。

- **外部与永辉超市、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合作关系。**2019 年，公司冰鲜产品已进入的超市数量达到 2733 家，商超渠道销售收入为 101462.1 万元，占比达 86.01%。
- **内部设立子公司湘佳电商，打造新型“互联网+畜牧业”销售模式，**以石门土鸡、壶瓶山土鸡等高端土鸡为载体，主营冰鲜家禽及其它农产品的互联网新媒体的营销、软件开发、网络平台运营、信息技术咨询服务等业务。2019 年公司电商渠道销售收入仅有 209.65 万元，占比 0.18%，发展空间有待开拓。
- **为了满足大中城市高端消费人群对生态土鸡的消费需求，打造“从农场到餐桌”的 O2O 直营模式，**公司将湖南武陵山片区、壶瓶山高海拔地区生产的天然、绿色、无污染的散养纯生态土鸡，通过屠宰加工、冷链物流、电子商务直接送达到消费者手中，公司建立微信公众平台，开发壶瓶山土鸡提货券，通过微信二维码提货、网上提货、电话提货等方式，方便高端消费者快速便捷提货。

图 19：冰鲜禽肉产品 2019 年不同销售渠道营收占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

在区域布局上，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。公司经历多年发展已经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。公司规划未来将进一步开拓全国市场，促进公司的长远发展。未来三年公司将进一步巩固冰鲜市场在黄羽肉鸡行业中的领先地位，加速对黄羽肉鸡冰鲜产品、调理品等的终端销售网络建设，预计于 2022 年完成除中国台湾、东三省、内蒙、宁夏、青海、西藏、新疆和海南以外的全国市场销售网络布局，力争实现黄羽肉鸡冰鲜产品及调理品年销售收入 25 亿元。

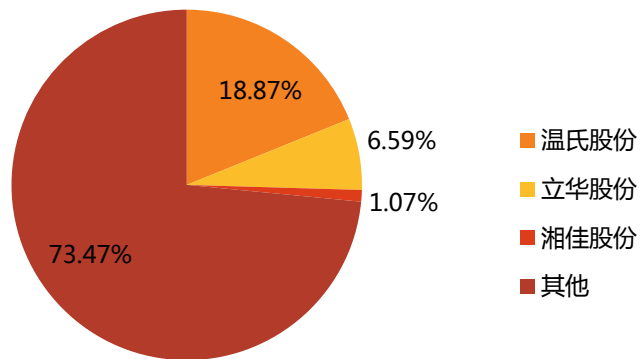
图 20：公司冰鲜禽肉产品销售区域分布情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

全产业链一体化经营，凸显公司品牌优势。经过多年的市场积累和规模化、标准化养殖模式的实践，公司已在行业内树立了养殖高标准、生鲜及冷链物流行业领先、食品安全有保障的市场形象，与一系列客户建立了较为稳定的合作关系，在下游客户中享有良好的声誉，保有稳定的市场份额。2018 年公司商品代黄羽肉鸡出栏量约为 4227.69 万羽，约占全国商品代黄羽肉鸡出栏量 39.63 亿羽的 1.07%，未来的市场空间较大。根据中国畜牧业协会提供的资料，公司为国内黄羽肉鸡主要生产企业，其黄羽肉鸡出栏量位居华中地区第一名，目前为黄羽肉鸡行业最具综合实力及竞争力的企业之一。

图 21：2018 年主要公司黄羽肉鸡市场份额



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

公司主营主要来自禽生鲜销售收入及活禽销售收入，我们预计公司 2020-2022 年实现营收总规模可达 24.32/30.59/39.36 亿元；实现归母净利润 2.97/3.62/4.37 亿元。

表 5：营业收入毛利细分

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	1154.16	1514.12	1877.86	2431.97	3058.99	3936.46
yoy	5.25%	31.19%	24.02%	29.51%	25.78%	28.68%
营业成本（百万元）	834.90	1028.43	1163.73	1496.82	1862.68	2401.90
总毛利（百万元）	319.26	485.69	714.13	935.15	1196.31	1534.55
毛利率%	27.66%	32.08%	38.03%	38.45%	39.11%	38.98%
冷鲜						
总屠宰量（万羽）	1534.31	1662.82	1895.89	2530.00	3480.00	4770.00
yoy		8.38%	14.02%	33.45%	37.55%	37.07%
销量（万吨）	2.783426	3.56297	4.337379	5.96068	8.19888	11.23812
yoy		28.01%	21.73%	37.43%	37.55%	37.07%
收入（百万元）	645.69	879.89	1179.60	1603.42	2172.70	2966.86
yoy	0.11	0.36	0.34	0.36	0.36	0.37
成本（百万元）	381.78	512.57	627.29	856.23	1173.26	1616.94
毛利（百万元）	263.91	367.33	552.31	747.20	999.44	1349.92
毛利率(%)	40.87%	41.75%	46.82%	46.60%	46.00%	45.50%
业务收入比例(%)	56%	58%	63%	66%	71%	75%
活禽						
养殖产能（万羽）	4500	5000	5000	7000	8500	10000
外销量（万羽）	2431.29	2772.57	2776.29	3373.47	3714.29	4408.16
yoy		14.04%	0.13%	21.51%	10.10%	18.68%
收入（百万元）	441.14	571.19	603.88	718.55	776.29	859.59
成本（百万元）	396.96	456.87	477.43	569.09	617.92	713.46
毛利（百万元）	44.18	114.31	126.45	149.46	158.36	146.13
毛利率(%)	10.01%	20.01%	20.94%	20.80%	20.40%	17.00%
其他业务						

收入（百万元）	67.33	63.04	94.38	110.00	110.00	110.00
成本（百万元）	56.16	58.99	59.01	71.50	71.50	71.50
毛利（百万元）	11.17	4.05	35.37	38.50	38.50	38.50
毛利率(%)	17%	6%	37%	35%	35%	35%

资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

考虑到 1) 公司 2019 年生鲜食品业务营收已占到公司总营收的 63%，且未来有望进一步提升；2) 公司外部与永辉超市、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合作关系，消费属性较强。因此参照主流的食品加工类企业对公司进行估值。

选取可比公司，从归母净利润增速来看，自 2018 年开始公司连续实现净利润同增 90%以上，远超其他三家可比公司 29.6%、54.9%的增速，且从公司 ROE 来看，2018、2019 年也均处于平均水平以上。参考食品加工行业对比企业平均 PE（TTM）为 53.0x，综合考虑公司业务结构、成长性及盈利能力，给予 2021 年公司业绩 45x 估值；我们预计 2021 年公司实现归母净利润 3.62 亿，则公司总体目标市值 163 亿，随公司产能和销量扩张，公司目标市值有望进一步提升。

表 6：可比食品加工行业估值情况（2020/7/10）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE(TTM)	归母净利润增速			ROE		
				2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
000895.SZ	双汇发展	1,631.8	29.0	-1.9%	13.8%	10.6%	30.0	35.6	36.9
603345.SH	安井食品	312.0	78.7	14.1%	33.5%	38.1%	15.0	14.4	15.6
002216.SZ	三全食品	227.0	51.9	82.5%	41.5%	115.9%	3.7	5.0	10.3
平均			53.2	31.5%	29.6%	54.9%	16.2	18.3	20.9
002982.SZ	湘佳股份	113.9	37.6	13.9%	91.8%	99.1%	13.7	21.9	32.9

资料来源：wind，天风证券研究所

风险提示：

养殖疫病：公司目前业务中存在活禽养殖业务，若行业发生禽流感等疫情，一方面可能影响消费者食用禽肉的需求，进而影响公司销售；另一方面，若公司部分公司+农户发生疫情，也可能直接对公司活禽养殖带来损失。

生鲜渠道开拓不达预期：目前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。公司规划未来将进一步开拓全国市场，促进公司的长远发展。在其他区域开拓市场过程中，存在一定新市场进入不确定性。

产能扩张不达预期：公司招股书指出活禽养殖产能预计 2022 年扩张至 1 亿羽，在实际施工过程中，可能会因特殊情况（如新冠疫情影响施工节奏等）带来项目进度不达预期，进而使得产能扩张不达预期。

价格波动：农产品价格波动，公司主营产品中包括冰鲜禽肉和活禽，活禽价格波动较大，可能会影响公司营收和利润。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	112.18	191.94	248.58	312.67	402.36
应收票据及应收账款	142.51	157.01	231.90	256.64	372.45
预付账款	3.75	7.73	5.42	11.95	9.80
存货	159.37	185.77	265.13	291.65	429.10
其他	10.44	20.52	19.48	22.20	26.98
流动资产合计	428.25	562.97	770.51	895.11	1,240.69
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	548.74	528.47	867.73	1,407.01	1,948.20
在建工程	12.88	91.02	245.51	422.75	511.38
无形资产	76.36	75.52	72.98	70.45	67.91
其他	37.32	75.99	48.10	60.38	52.58
非流动资产合计	675.30	771.00	1,234.33	1,960.59	2,580.06
资产总计	1,103.55	1,333.97	2,004.84	2,855.70	3,820.75
短期借款	61.00	57.00	160.94	384.17	586.57
应付票据及应付账款	81.56	71.51	150.93	109.99	236.71
其他	222.81	205.98	238.13	271.66	359.66
流动负债合计	365.37	334.50	550.00	765.82	1,182.94
长期借款	72.95	97.86	260.96	565.22	716.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	60.22	67.23	63.72	65.48	64.60
非流动负债合计	133.17	165.09	324.68	630.70	780.82
负债合计	498.54	499.59	874.68	1,396.51	1,963.75
少数股东权益	27.50	29.77	32.77	36.42	40.84
股本	76.25	76.25	101.88	101.88	101.88
资本公积	106.18	106.18	106.18	106.18	106.18
留存收益	501.26	728.36	995.50	1,320.89	1,714.28
其他	(106.18)	(106.18)	(106.18)	(106.18)	(106.18)
股东权益合计	605.01	834.39	1,130.16	1,459.19	1,856.99
负债和股东权益总	1,103.55	1,333.97	2,004.84	2,855.70	3,820.75

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	115.25	229.38	296.82	361.54	437.10
折旧摊销	57.87	61.09	108.79	186.02	272.73
财务费用	13.99	12.45	22.95	56.68	93.98
投资损失	(1.35)	(1.62)	(1.50)	(1.50)	(1.50)
营运资金变动	(10.11)	(45.53)	(7.92)	(78.46)	(34.24)
其它	7.43	46.69	3.00	3.65	4.42
经营活动现金流	183.09	302.46	422.14	527.93	772.48
资本支出	91.75	110.14	603.50	898.25	900.88
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(184.79)	(272.52)	(1,202.00)	(1,796.75)	(1,799.38)
投资活动现金流	(93.04)	(162.38)	(598.50)	(898.50)	(898.50)
债权融资	206.44	161.89	421.89	949.38	1,302.78
股权融资	(14.40)	(12.01)	2.68	(56.68)	(93.98)
其他	(247.97)	(210.21)	(191.58)	(458.05)	(993.09)
筹资活动现金流	(55.93)	(60.32)	232.99	434.66	215.71
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	34.12	79.76	56.64	64.09	89.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,514.12	1,877.86	2,431.97	3,058.99	3,936.46
营业成本	1,028.43	1,163.73	1,496.82	1,862.68	2,401.90
营业税金及附加	3.54	3.70	4.86	6.12	7.87
营业费用	297.64	381.71	498.55	636.27	826.66
管理费用	49.86	78.25	97.28	116.24	145.65
研发费用	253.92	3.78	4.86	6.12	7.87
财务费用	14.40	12.01	22.95	56.68	93.98
资产减值损失	4.36	(1.72)	1.50	2.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.35	1.62	1.50	1.50	1.50
其他	(260.11)	(9.32)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营业利润	120.73	244.12	306.64	374.38	453.03
营业外收入	0.69	0.61	0.50	0.50	0.50
营业外支出	3.35	12.17	3.00	3.00	3.00
利润总额	118.07	232.55	304.14	371.88	450.53
所得税	2.82	3.17	4.32	6.69	9.01
净利润	115.25	229.38	299.82	365.19	441.51
少数股东损益	1.18	2.28	3.00	3.65	4.42
归属于母公司净利润	114.07	227.10	296.82	361.54	437.10
每股收益（元）	1.12	2.23	2.91	3.55	4.29

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	31.19%	24.02%	29.51%	25.78%	28.68%
营业利润	116.91%	102.20%	25.61%	22.09%	21.01%
归属于母公司净利润	91.80%	99.09%	30.70%	21.80%	20.90%
获利能力					
毛利率	32.08%	38.03%	38.45%	39.11%	38.98%
净利率	7.53%	12.09%	12.20%	11.82%	11.10%
ROE	19.75%	28.23%	27.05%	25.41%	24.07%
ROIC	21.87%	38.16%	44.61%	33.72%	26.34%
偿债能力					
资产负债率	45.18%	37.45%	43.63%	48.90%	51.40%
净负债率	15.58%	-3.60%	15.34%	43.63%	48.49%
流动比率	1.17	1.68	1.40	1.17	1.05
速动比率	0.74	1.13	0.92	0.79	0.69
营运能力					
应收账款周转率	12.47	12.54	12.51	12.52	12.51
存货周转率	9.63	10.88	10.79	10.99	10.92
总资产周转率	1.44	1.54	1.46	1.26	1.18
每股指标（元）					
每股收益	1.12	2.23	2.91	3.55	4.29
每股经营现金流	1.80	2.97	4.14	5.18	7.58
每股净资产	5.67	7.90	10.77	13.97	17.83
估值比率					
市盈率	99.85	50.15	38.37	31.50	26.06
市净率	19.72	14.16	10.38	8.01	6.27
EV/EBITDA	0.00	0.00	26.34	19.45	14.98
EV/EBIT	0.00	0.00	33.12	26.38	21.29

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com