

华中黄鸡龙头，冰鲜禽肉脱颖而出

湘佳股份 (002982.SZ)

推荐 (首次评级)

核心观点：

- **以黄羽肉鸡为基础，做冰鲜禽肉产品龙头** 公司主要产品为黄羽鸡活禽及冰鲜禽肉，是行业中较早布局黄羽肉鸡冰鲜业务的企业。2020年公司冰鲜禽肉产品销售6.39万吨，同比+47.38%，该业务收入占总收入的比重约72.48%，为公司最主要的收入来源。公司销售活禽2673.43万只，销售收入4.98亿元，销售均价10.21元/公斤。同时，公司积极布局生猪养殖与肉制品加工。
- **历经价格过山车，黄羽鸡价格或重回均值** 黄羽鸡行业受突发疫情影响较大，历史上大致有5次疫情经历。疫情属于突发事件，对黄羽鸡价格产生较大影响，基本呈现“大幅下跌—大幅回升”的规律。基于历史走势和数据判断，我们觉得一是价格跌到成本线以下并持续一段时间后，部分产能会出清，供给压力下降，推动价格上行；二是新冠、禽流感等疫情带来的极端行情会被修复，如17、18年的情况，我们认为21年会是价格恢复正常区间的时期，预计带来15%左右的价格上涨。
- **多渠道带动冰鲜禽肉快速发展** 2019-20年 公司活禽产量分别为4484.82、5342.96万羽。到22年底，预计实现1亿羽养殖规模，为冰鲜肉禽规模扩张奠定基础。商超是公司冰鲜禽肉最重要的销售渠道，占冰鲜收入比例高达85%，占总营收的比例也达到53%（19年数据）。截至19年底公司已布局159家超市，门店数量达2733家，以华东、华中、西南地区为主，持续开发广西、陕西、辽宁市场。另外，19年公司冰鲜2B端收入1.65亿元，同比+32%，占冰鲜收入约14%。2020年公司着重发展2B端的品牌餐饮以及社区团购，实现规模的有序扩张。
- **以冰鲜视角在行业内脱颖而出** 20年公司活禽单位养殖成本约10.7元/kg，在饲料、人工、代养费方面均具备明显优势。公司以冰鲜禽肉为核心，渠道建设依托人才培养，公司加大营销人员队伍，推动市场持续开发。受益于公司冰鲜禽肉的销售模式，2020年公司大部分指标均优于偏活禽销售类公司，在价格下行趋势中冰鲜产品可平抑部分业绩波动。
- **投资建议** 公司黄羽鸡出栏稳健增长，冰鲜禽肉销量快速增长，冰鲜禽肉占比提升至72.5%，终端渠道布局逐步丰富。2020年黄羽鸡行业经历供给出清，价格回落过程，我们认为2021年将迎来均值回归之年，黄羽鸡价格回升将带动公司盈利能力提升，未来业绩可期。我们预计21-22年公司EPS为2.76元、4.5元，对应2021年3月17日收盘价的PE为21倍、13倍，基于“推荐”评级。
- **风险提示** 动物疫病的风险，自然灾害的风险，产品价格波动的风险，原材料供应及价格波动的风险等。

分析师

谢芝优

☎：021-68597609

✉：xiezhuyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

白雪妍

☎：010-80927633

✉：baixueyan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520090002

行业数据

2021-03-17



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河农业】立华股份 (300761.SZ)：黄鸡价格低位致业绩下行，21年迎来回归

【银河农业】猪价预期上调，黄羽鸡行业可关注

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

公司黄羽鸡出栏稳健增长，冰鲜禽肉销量快速增长，冰鲜禽肉占比提升至 72.5%，终端渠道布局逐步丰富。2020 年黄羽鸡行业经历供给出清，价格回落过程，我们认为 2021 年将迎来均值回归之年，黄羽鸡价格回升将带动公司盈利能力提升，未来业绩可期。我们预计 21-22 年公司营收为 29.26 亿元、35.1 亿元，同比+33.65%、+19.94%；毛利率为 31.87%、35.08%，归母净利润为 2.81 亿元、4.59 亿元，同比+61.21%、+63.11%；EPS 为 2.76 元、4.5 元，对应 2021 年 3 月 17 日收盘价的 PE 为 21 倍、13 倍。

我们与市场不同的观点：

市场认为黄鸡价格与猪价、白鸡价格联动，而后两者处于周期下行通道中，因此不看好黄鸡价格未来走势。我们认为三者价格确实存在一定联系，但又具备各自的周期属性。第一，猪周期处于下行通道中，但受非瘟疫情、其他疫病在秋冬的超预期情况，21 年全年猪价预期上调，部分利好肉禽价格的走势。第二，黄羽鸡经历 20 年供给出清过程，我们认为供需关系更加健康；且每当有疫情出现，肉禽价格会加剧波动，但这种波动会回归，我们看好 21 年是黄鸡行情回归均值的年份。

估值与投资建议：

公司主营业务是以黄羽鸡养殖为基础，因此我们选取肉禽养殖板块企业进行相对估值。根据 Wind 申万行业统计，肉禽养殖板块共 6 家公司，其中益生股份、民和股份业务围绕父母代鸡苗、商品代鸡苗为主，故我们不将其作为对比对象。以 2021 年 3 月 16 日收盘价为基础，可比公司（合计 4 家）2021 年 PE 均值为 16.79 倍。

另外，公司主营以黄羽鸡养殖为基础，但对外销售以冰鲜禽肉为主且销售渠道以 C 端为主（占冰鲜禽肉的 85%左右），冰鲜禽肉毛利率在 40%左右，远高于同行业水平。因此，我们认为单纯以肉禽养殖板块为基础进行估值并不全面，我们又选取食品加工与肉类企业（双汇、安井、三全、海欣）进行对比。以 2021 年 3 月 16 日收盘价为基础，可比公司（合计 4 家）2021 年 PE 均值为 33.26 倍。

综合肉禽养殖以及食品加工板块估值情况来看，我们给予公司 2021 年 25 倍 PE，对应内含价值约为 69 元，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

黄羽鸡价格上涨，黄羽鸡需求量提高，黄羽鸡供给量持续减少，猪肉等其他肉类供应下行，禽类疫病爆发、疫情反复等因素。

主要风险因素：

动物疫病的风险，自然灾害的风险，产品价格波动的风险，原材料供应及价格波动的风险等。

目 录

一、以黄羽肉鸡为基础，做冰鲜禽肉产品龙头.....	4
二、历经价格过山车，黄羽鸡价格或重回均值.....	5
三、多渠道带动冰鲜禽肉快速发展.....	7
（一）活禽与冰鲜两手抓，推动规模扩张.....	7
（二）以商超为核心渠道，持续拓展冰鲜规模.....	11
（三）2B 端业务成长中，三年复合增速 55%.....	14
四、以冰鲜视角在行业内脱颖而出.....	15
（一）养殖成本控制优秀.....	15
（二）营销网络持续拓展.....	17
（三）ROE 表现逆势而上.....	18
五、投资建议.....	19
六、风险提示.....	21

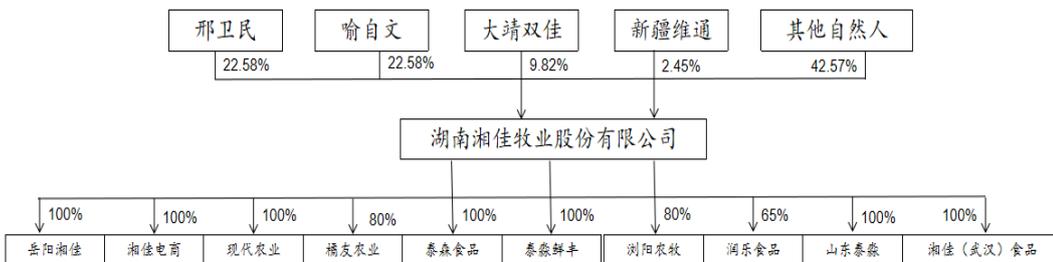
一、以黄羽肉鸡为基础，做冰鲜禽肉产品龙头

公司成立于2003年，主营业务是种禽繁育、家禽饲养及销售、禽类屠宰加工及销售、饲料和生物肥生产及销售，主要产品是活禽及鸡鸭肉冰鲜。其中，活禽主要销往家禽批发市场、农贸市场；冰鲜禽肉主要销往各大超市、企事业单位、食堂和酒店等。

公司是行业中较早布局黄羽肉鸡冰鲜业务的企业，目前已成长为行业领先的黄羽肉鸡冰鲜产品龙头，黄羽肉鸡出栏量位居华中地区第一名。公司控股公司有10家，其中畜禽养殖公司4家、肉类屠宰销售公司1家。

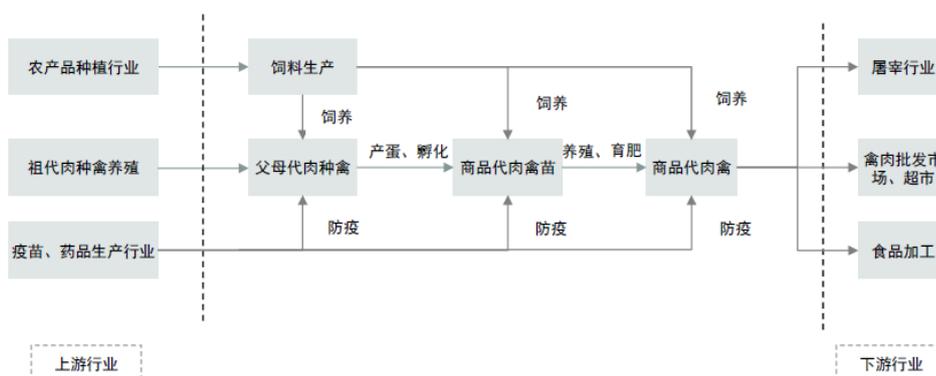
截至2020年末，喻自文和邢卫民各持有公司22.58%股份，为公司实际控制人。湖南大靖双佳投资企业、新疆唯通股权投资管理合伙企业分别持有公司股份9.82%、2.45%。

图1：公司股权架构及主要控股公司



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图2：公司主营业务所处产业链情况



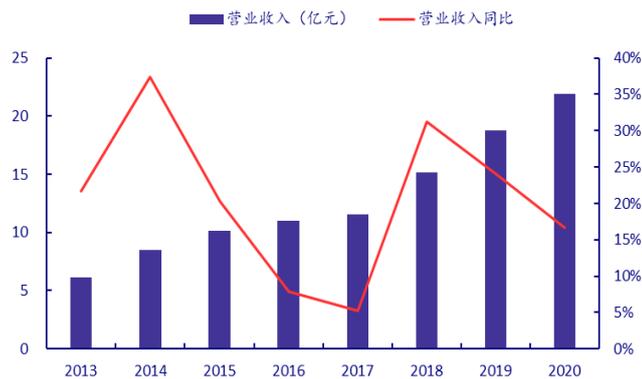
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

2020年，公司实现营业收入21.9亿元，同比+16.6%；归母净利润1.74亿元，同比-23.19%。公司冰鲜禽肉产品销售6.39万吨，同比+47.38%；销售收入15.87亿元，同比+34.55%。20年受新冠肺炎疫情影响，公司冰鲜禽肉产品销量大增，同时新开发了陕西、广西、辽宁等市场。冰鲜板块销售收入占总收入的比重约72.48%，为公司最主要的收入来源。2020年，公司销售

活禽 2673.43 万只, 销售收入 4.98 亿元, 销售均价 10.21 元/公斤, 同比变动分别为 -3.7%、-17.5%、-18.77%。受制于活禽市场关闭、供需矛盾突出等问题, 20 年活禽价格低迷。

此外, 20 年公司积极布局生猪养殖与肉制品加工, 公司子公司湖南泰森鲜丰食品有限公司拟建设 1 万头种猪养殖项目、20 万头商品猪养殖场项目及年屠宰 100 万头生猪及肉制品深加工项目。预计 2021 年底会有猪肉产品上市。

图 3: 2020 年公司营收 21.9 亿元, 同比+16.6%



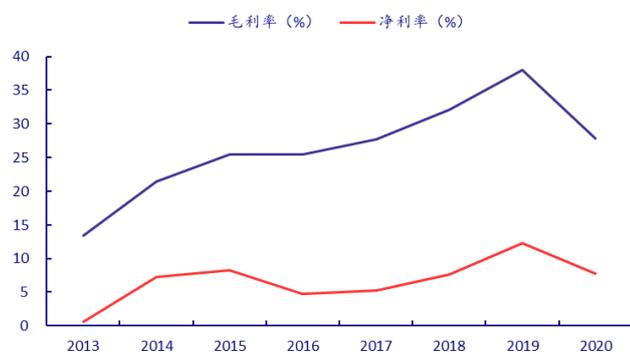
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 4: 2020 年公司归母净利润 1.74 亿元, 同比-23.19%



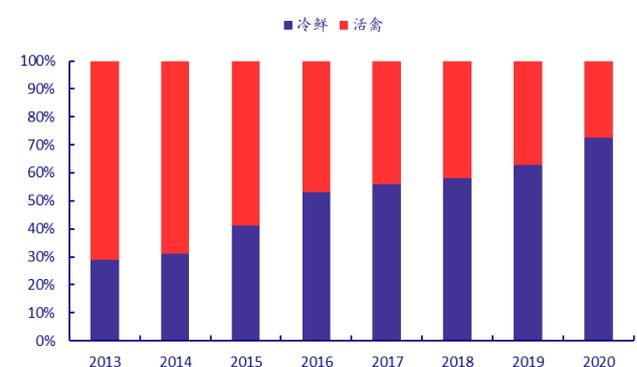
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 5: 2020 年公司毛利率 35.27%, 净利率 11.52%



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 6: 2020 年公司冷鲜产品收入占比增长至 72.48%



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、历经价格过山车, 黄羽鸡价格或重回均值

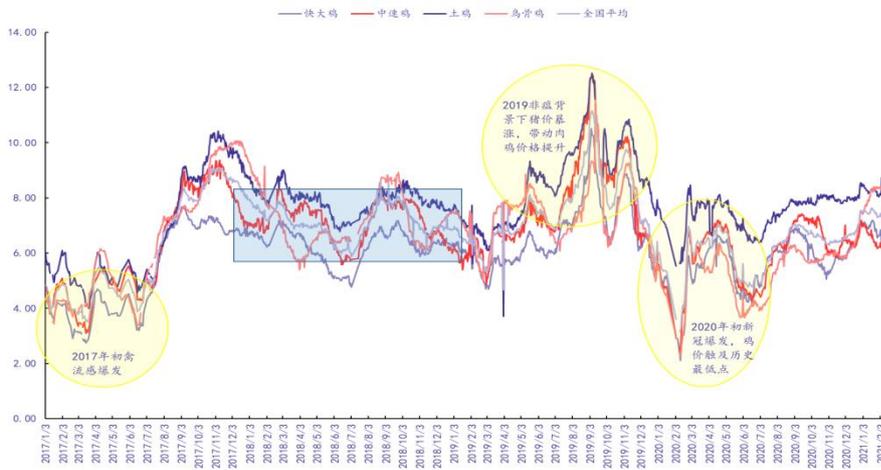
黄羽鸡行业受突发疫情影响较大, 历史上大致有 5 次疫情经历, 分别是 2003 年的非典、2005 年和 2008 年的 H5N1 疫情、2013 年和 2016 年的 H7N9 疫情。从短期来看, 疫情属于突发事件, 对黄羽鸡价格产生较大影响, 基本呈现“大幅下跌—大幅回升”的规律。但从长期来看, 疫情已是活禽养殖行业的常态化事件。

2019 年, 猪周期猪价持续新高背景下, 肉禽价格亦创新高。根据新牧网统计, 2019 年 9 月上旬, 快大鸡、中速鸡价格达到 10.5 元/kg、12.47 元/kg, 创历史新高, 此后逐步回落。与

此同时，盈利丰厚吸引产能快速扩张。但 2020 年初新冠疫情爆发，活禽市场关闭，物流受阻，供给端压力极大；同时活禽消费需求降至冰点，供需错位背景下导致黄鸡价格暴跌，20 年 2 月 10 日左右，快大鸡、中速鸡价格跌至 2.1 元/kg、2.44 元/kg。短短 5 个月时间，黄鸡价格经历冰火两重天。2020 年 12 月，黄鸡价格出现稳定迹象，在历史正常区间波动（6-8 元/kg）。2020 年全年黄鸡均价为 6 元/kg，同比约-20%。

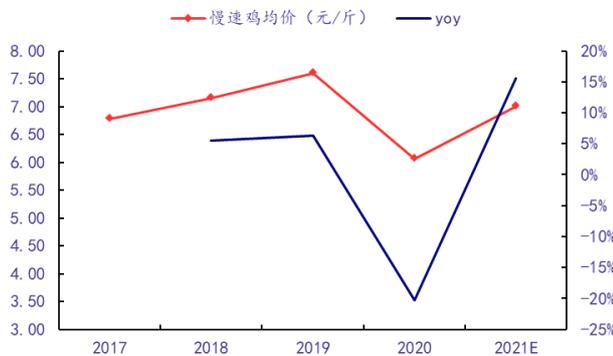
基于历史走势和数据判断，我们觉得一是价格跌到成本线以下并持续一段时间后，部分产能会逐步出清，供给压力下降，推动价格逐步上行；二是新冠、禽流感等疫情带来的极端行情会被修复，比如 17、18 年的情况，我们认为 21 年会是价格恢复正常区间的时期，预计带来 15% 左右的价格上涨。

图 7：2017 年至今黄羽鸡价格走势情况



资料来源：新牧网，中国银河证券研究院

图 8：2017-2021E 慢速鸡均价情况



资料来源：新牧网，中国银河证券研究院

三、多渠道带动冰鲜禽肉快速发展

(一) 活禽与冰鲜两手抓，推动规模扩张

1、活禽养殖为基础，22 年实现亿羽规模

公司主要产品为黄羽肉鸡，包括快、中、慢速鸡三大类，适合不同地区的消费偏好。在养殖模式方面，公司采用“公司+基地+农户（或家庭农场）”生产模式，一方面保障肉鸡稳定供应，另一方面通过持续扩大标准化基地，自养超过代养保障肉鸡质量。2019-20 年，公司活禽产量分别为 4484.82 万羽、5342.96 万羽，约 75% 种鸡为标准化基地自养，70% 商品鸡为农户代养。

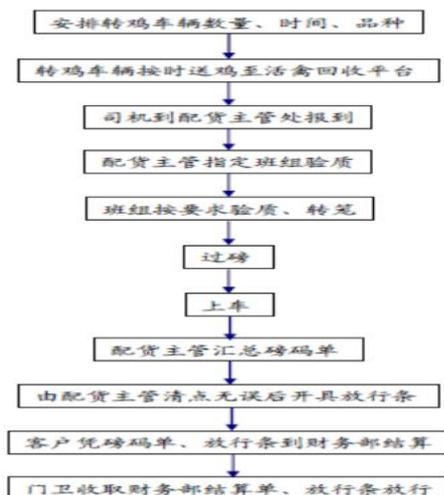
在产能方面，2019 年公司活禽养殖产能为 5000 万羽，与 18 年持平。未来，公司将扩大代养户养殖规模 1500 万羽，扩大标准化基地自养规模 3500 万羽，到 2022 年底，预计实现 1 亿羽的优质家禽养殖规模。

表 1：白羽肉鸡、黄羽肉鸡对比

	白羽肉鸡	黄羽肉鸡
主要特点	生长周期短，祖代种鸡从国外引进	生长周期长、料肉比高、价格偏高
目标客户	快餐企业、学校等	家庭、企事业单位和酒店等
交易形式	屠宰分割品为主	活禽为主

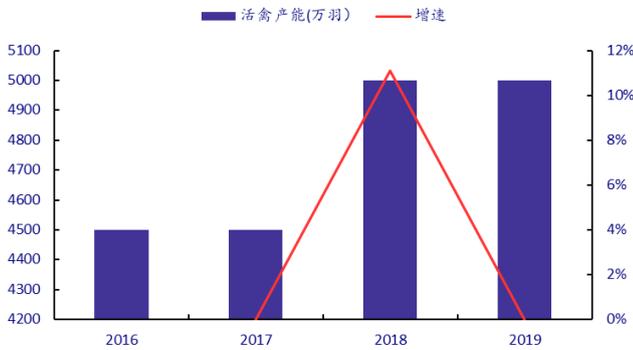
资料来源：根据招股说明书等资料整理，中国银河证券研究院

图 9：公司活禽销售流程



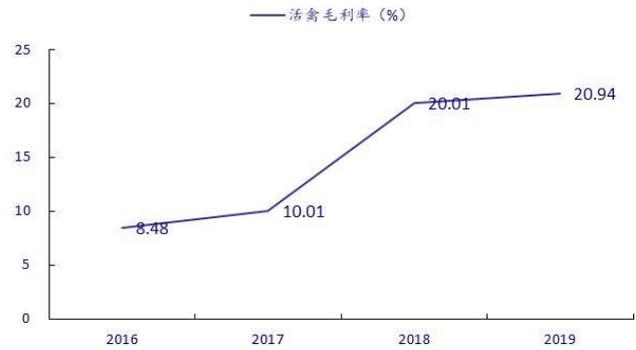
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

图 10: 2016-19 年公司活禽养殖产能情况



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究院

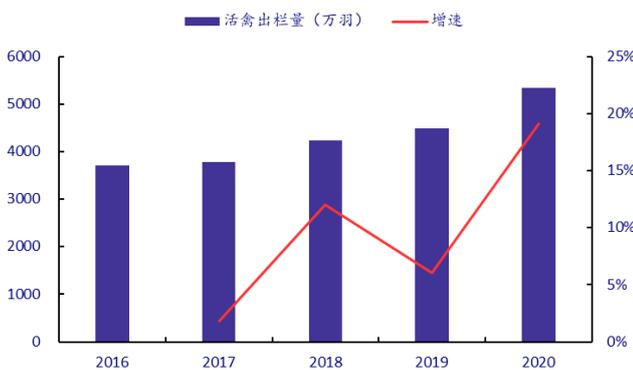
图 11: 2016-19 年公司活禽业务毛利率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

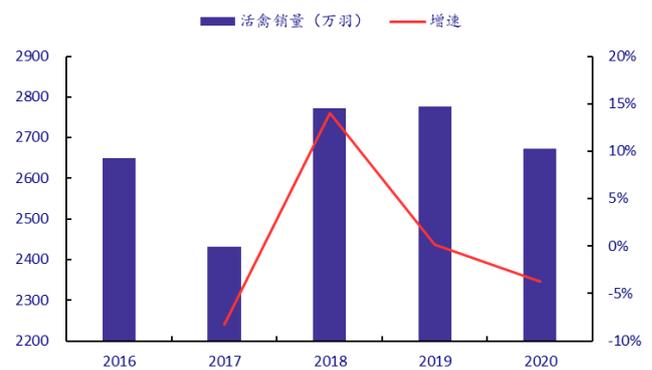
在产品形式方面, 公司主要包括黄羽鸡的冰鲜产品和活禽产品。一般来说, 黄羽鸡交易形式以活禽为主, 销售渠道依赖各级家禽批发市场、农贸市场。公司活禽产品主要销往湖南、湖北、河南、广东等 10 省市。2020 年公司活禽出栏量为 5342.96, 同比+19.13%; 销量为 2673.43 万羽, 同比-3.7%, 两者比例约为 50.04%。在毛利率方面, 受活禽价格波动影响, 活禽毛利率呈现不稳定状态, 2020 年该业务亏损。

图 12: 2016-20 年公司活禽出栏量及增速



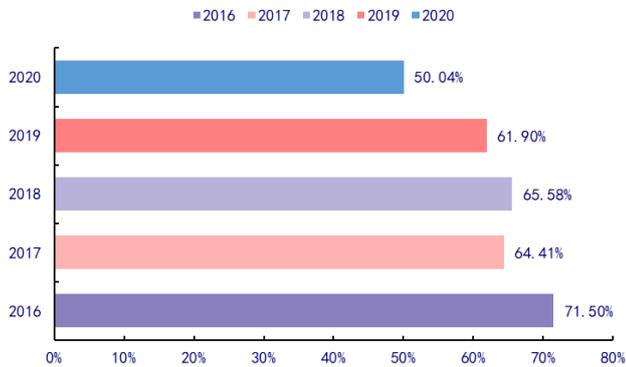
资料来源: 招股说明书、公司年报等, 中国银河证券研究院

图 13: 2016-20 年公司活禽销量及增速



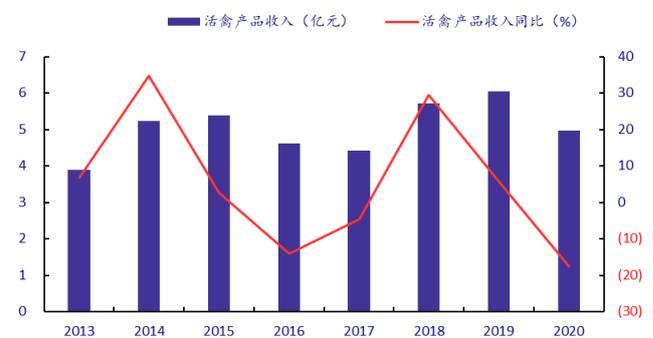
资料来源: 招股说明书、公司年报等, 中国银河证券研究院

图 14：2016-2020 年公司活禽对外销售比例



资料来源：招股说明书、公司年报等，中国银河证券研究院

图 15：2013-2020 年公司活禽产品收入及增速



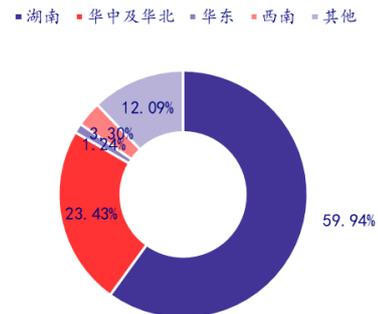
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16：2019 年公司活禽品种比例



资料来源：招股说明书、公司年报等，中国银河证券研究院

图 17：2019 年公司活禽销售区域情况



资料来源：招股说明书、公司年报等，中国银河证券研究院

2、冰鲜禽肉为突破，毛利率渐次创新高

随着禽类定点屠宰、白条禽肉上市制度在全国的逐步推行，国家对食品加工行业的产品质量和安全监管逐渐加强，居民环保和食品安全意识不断提高，部分大中城市关闭活禽市场，超市冰鲜产品的销售将成为趋势，**黄羽鸡逐步由活禽销售转向屠宰加工。**

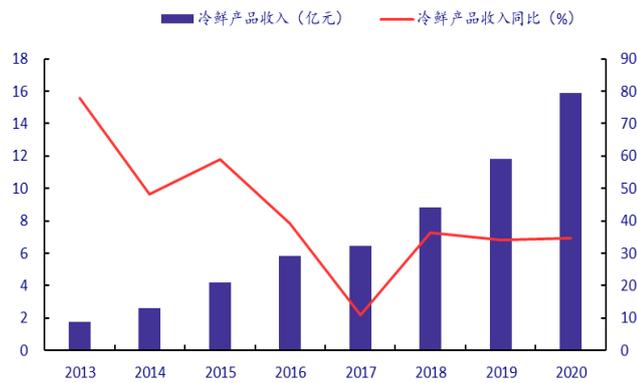
2007 年开始，公司探索冰鲜禽肉营销模式，积累了屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营、电商直营等多环节丰富的运营经验，逐步成为黄羽鸡冰鲜禽肉领域内的行业龙头。另外，在产品方面，公司肉禽相关产品种类不断丰富。于 2006 年开始，公司持续改良石门土鸡，作为高档黄羽肉鸡产品的重要品系。于 2020 年 8 月与湖南三尖农牧签署《股份收购意向协议》，增加蛋类供应。

成熟的禽肉供应链是公司 2B 端一大亮点。在冷链物流方面，公司冰鲜产品配送时长控制在 24 个小时以内，**配送半径可达 1000 公里**。公司建立了宰前活禽初检、宰后鲜品复检、脚标扫码溯源等六大质量管控体系，为 B 端客户提供放心可靠的冰鲜产品。目前，公司已形成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。

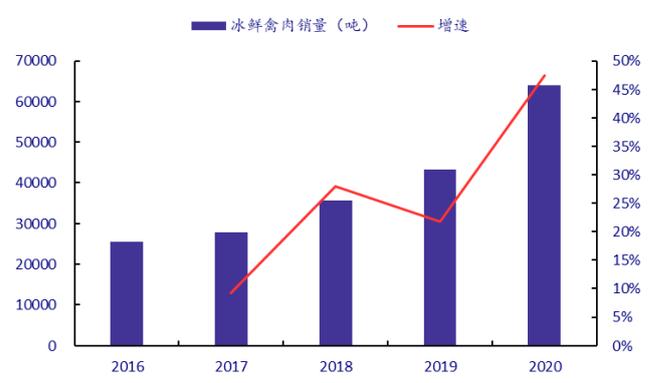
2013 年至今，公司冰鲜产品收入持续上升，16 年同比增速放缓过后，至 2020 年呈现回升趋势。2020 年公司冰鲜禽肉收入 15.87 亿元，同比+34.55%，冰鲜禽肉销量达到 6.39 万吨，同比+47.38%。该业务毛利率呈现逐上行趋势，20H1 毛利率约为 51.63%，同比+5.64pct；20 年全年毛利率为 38.22%，同比-8.6pct。2019 年公司冰鲜肉禽屠宰产能为 3 万吨，20Q3 公司长沙、山东屠宰工厂已投产，产能实现大幅提升。

图 18：2013-2020 年公司冰鲜产品收入及增速



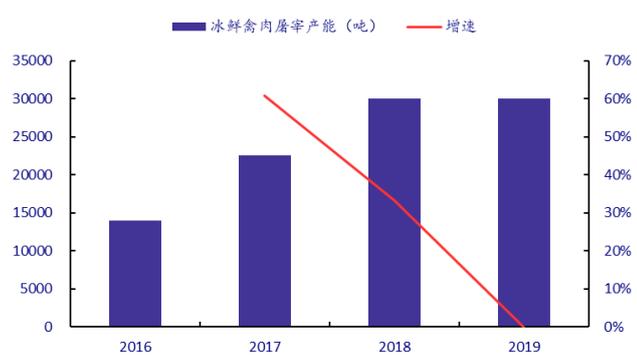
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 19：2016-2020 年公司冰鲜禽肉销量及增速



资料来源：招股说明书、公司年报等，中国银河证券研究院

图 20：公司冰鲜肉禽屠宰产能情况



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图 21：公司冰鲜肉禽业务毛利率情况



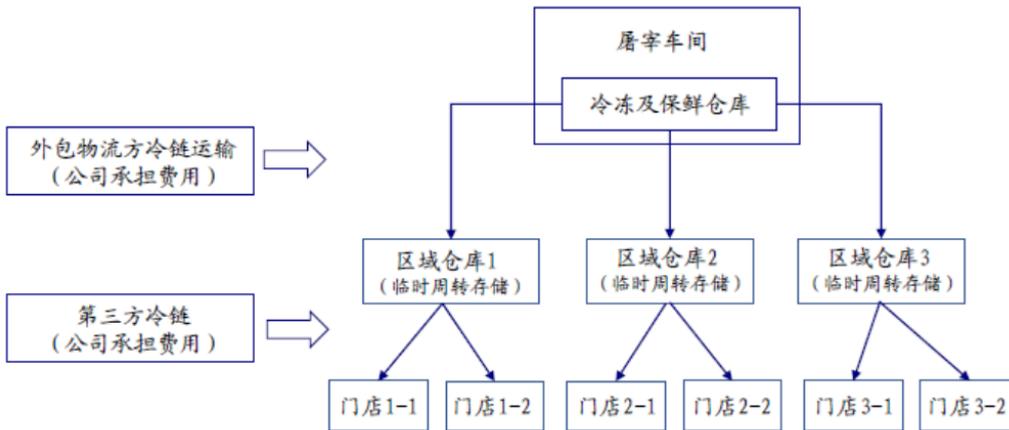
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 22：公司冰鲜禽肉销售区域分布情况



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

图 23：公司冷链物流情况



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

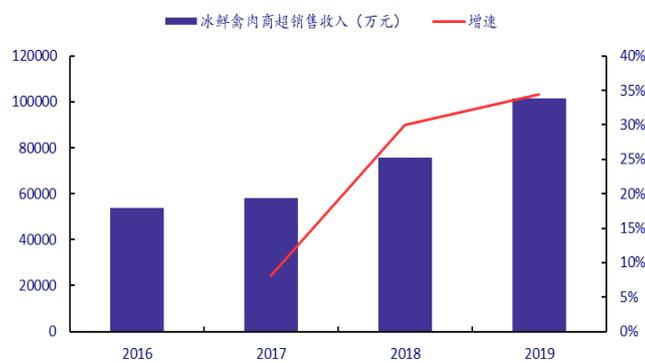
(二) 以商超为核心渠道，持续拓展冰鲜规模

目前商场超市是公司冰鲜禽肉最重要的销售渠道，主要提供产品为整鸡。公司冰鲜产品已进入家乐福、永辉超市、欧尚、大润发等大型超市集团，同时与盒马鲜生、7FRESH等新零售

连锁超市、钱大妈等电商平台建立了合作关系。销售网络已覆盖两湖、重庆、北京、上海、广东等 20 省市。

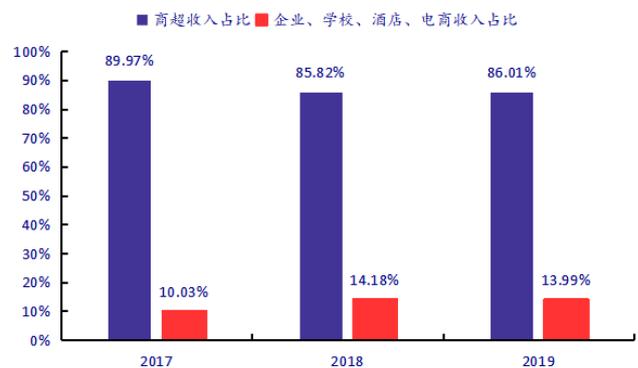
截至 2019 年底，公司已布局 159 家超市，门店数量达 2733 家，同比+14.16%。其中，以华东、华中、西南地区门店为主。2019 年公司冰鲜禽肉商超渠道收入为 10.15 亿元，同比+34.37%，三年复合增速 23.59%。公司超市渠道收入占冰鲜收入比例高达 85.03%，占总营收的比例也达到 53.42%。公司继续致力于该市场的开拓，加快门店开发速度，开发广西、陕西、辽宁市场。

图 24：2016 年至今冰鲜禽肉商超渠道收入及增速



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

图 25：公司冰鲜产品销售以商超渠道为主



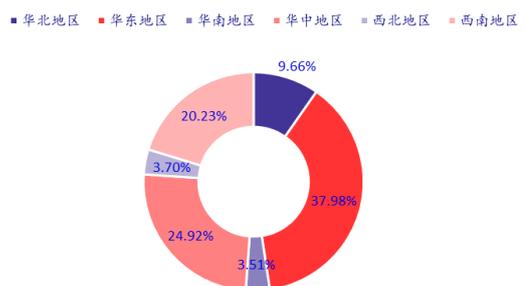
资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

图 26：2016-19 年公司覆盖超市门店数及增速



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

图 27：2019 年公司覆盖门店数分布情况



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

图 28：2019 年我国大型超市数量为 5341 家，占比约 19.84%，同比增速+12.21%

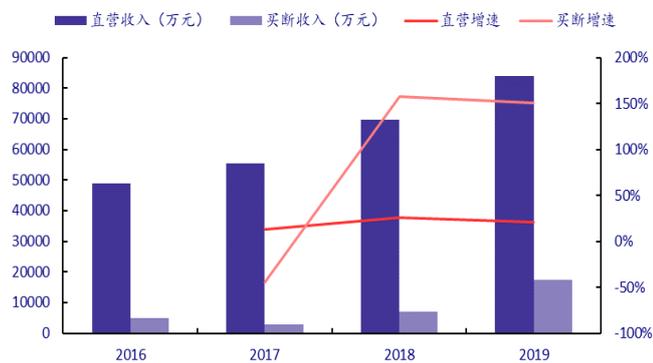


资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

在销售模式方面，公司对各大超市的销售以直营模式为主，占超市渠道总收入的 85%，其余为买断模式。关于直营模式，公司在合作超市门店建立冰鲜自营柜台，派驻营销人员销售，公司承担商品损耗，自主制定零售价格。直营模式涉及的费用主要包括驻场人员工资、进场费、后台扣点以及其他管理费用。

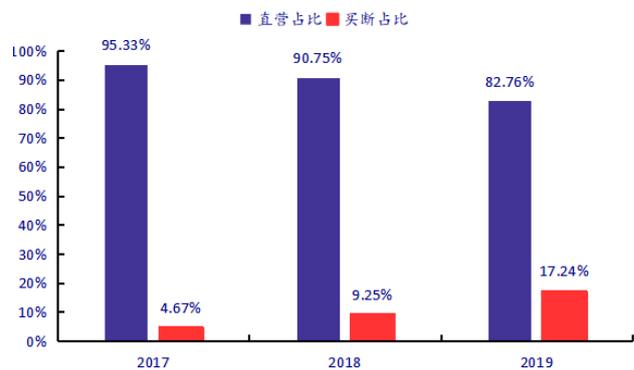
2017-2019 年，公司冰鲜禽肉的商超渠道中，直营模式收入占比逐年降低，分别为 95.33%/90.75%/82.76%；买断模式有增长趋势。2017-19 年商超渠道中买断模式收入分别为 2713/6983/17487 万元，增速分别为-44.6%/+157.4%/+150.2%，因为本身基数较低，增速较快。

图 29：商超渠道收入中直营与买断收入及增速情况



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

图 30：公司冰鲜产品商超渠道中直营模式收入占比逐年降低



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

(三) 2B 端业务成长中，三年复合增速 55%

公司冰鲜肉禽 2B 端客户主要包括企业、学校、酒店以及电商平台等，主要采取买断模式。公司根据订单供货，制定供货价格。公司亦不断探索新模式，于 2014 年 12 月设立湘佳电商，以石门土鸡、壶瓶山土鸡等高端土鸡为载体，涉足冰鲜家禽及其他农产品的互联网营销，打造新型“互联网+畜牧业”。2019 年，企业、学校、酒店、电商等 B 端收入为 1.65 亿元，同比+32.19%，占冰鲜产品收入比约为 13.99%。未来，在餐饮连锁化的趋势下，以及电商平台的持续扩张背景下，公司 B 端客户冰鲜收入或将保持扩张态势。

在 B 端客户拓展方面，公司凭借“国家级农业产业化重点龙头企业”等多项荣誉及良好声誉，以及自身产品品质优秀等优势，实现 B 端客户不断壮大。公司冰鲜产品已进入徐记海鲜、九芝堂等企业供应链。同时，成立专门的餐饮团购渠道，着力拓展 B 端客户冰鲜业务。2019 年 3 月，公司成功通过海底捞国际控股有限公司的新供应商准入审核。另外，2020 年公司着重发展 2B 端的品牌餐饮以及社区团购，实现规模的有序扩张。

表 2：公司 2B 端客户分类情况

客户分类	具体描述
批发客户	城区农贸市场商贩等
大客户	企业食堂、学校食堂、酒店后厨等
电商客户	国内大型电商平台，如每日优鲜等

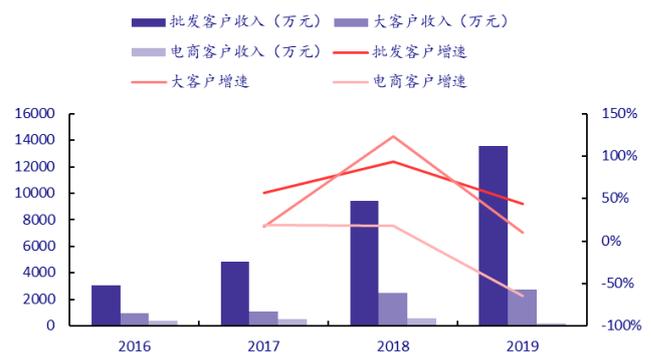
资料来源：根据招股说明书等资料整理，中国银河证券研究院

图 31：2019 年公司 B 端客户收入占冰鲜产品收入比 14%



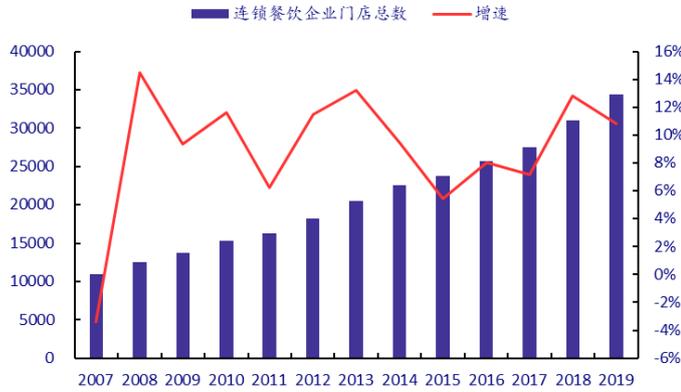
资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图 32：16-19 年批发客户、大客户、电商客户收入及增速



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究院

图 33：我国连锁餐饮企业门店数呈持续增长状态



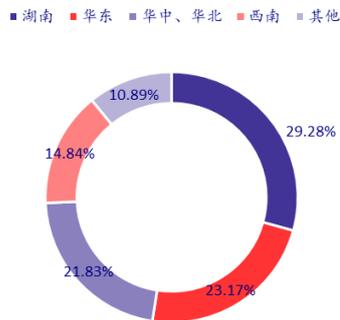
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

四、以冰鲜视角在行业内脱颖而出

（一）养殖成本控制优秀

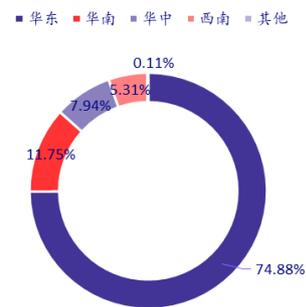
公司活禽产品毛利率稳步上升，2019 年活禽毛利率为 20.95%，同比+2.5pct；同时期温氏股份、立华股份对应产品毛利率分别为 26.31%、30.05%，与之相比公司毛利率存在一定差距。部分原因是销售区域不同、产品品种结构存在差异，最终表现在价格端的差异。在冰鲜禽肉产品方面，目前无可比上市公司，温氏股份、立华股份冰鲜产品占比较小。因而，成本比对这块，我们主要针对活禽产品。

图 34：湘佳股份 2020 年收入地区分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 35：立华股份 2020 年收入地区分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 3：各企业活禽产品毛利率比较

企业	2020 年		2019 年		2018 年		2017 年
	毛利率	变动百分比	毛利率	变动百分比	毛利率	变动百分比	毛利率
湘佳股份	亏损	-	20.94%	+2.50pct	20.01%	+10pct	10.01%
温氏股份	-	-	26.31%	+3.03pct	23.28%	+12.11pct	11.17%
立华股份	8.39%	-21.66pct	30.05%	+4.60pct	25.45%	+8.98pct	17.66%

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

根据公司公告数据计算，我们得出 2019 年公司黄鸡只均成本为 17.02 元，温氏、立华分别为 20.73 元、19.25 元。因为湘佳每羽鸡平均重量约为 1.7kg，低于其他两家，因此从只均成本的角度看，公司成本较低。我们剔除重量因素，从单位成本看，2019 年湘佳、温氏、立华成本分别为 10.01 元/kg、10.91 元/kg、9.62 元/kg，公司的成本优势主要在于职工薪酬和委托养殖费用部分（1.2 元/kg）显著低于其他两家；饲料成本略有优势。

2020 年，湘佳股份、立华股份活禽单位养殖成本分别为 10.7 元/kg、10.36 元/kg，整体成本差距缩小。其中，湘佳在饲料、人工、代养费方面均具备明显优势。

表 4：2020 年湘佳股份、立华股份活禽产品成本拆解

指标	湘佳股份	指标	立华股份
饲料原料（元/kg）	7.47	饲料原料（元/kg）	7.74
直接人工（元/kg）	0.16	直接人工（元/kg）	0.19
制造费用（元/kg）	0.39	制造费用（元/kg）	0.40
药品及疫苗（元/kg）	0.45	药品及疫苗（元/kg）	0.44
农户代养费（元/kg）	1.24	农户代养费（元/kg）	1.59
其他（元/kg）	1.00	其他（元/kg）	0.01
单只均重/kg	1.82	单只均重/kg	1.99
单位养殖成本（元/kg）	10.7	单位养殖成本（元/kg）	10.36

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

表 5：2019 年湘佳股份、温氏股份、立华股份活禽产品成本拆解

指标	湘佳股份	指标	温氏股份	指标	立华股份
鸡均重/千克	1.70	鸡销量/亿只	9.15	鸡销量/亿只	3.23
鸡苗（元/只）	1.89	饲料原料（元/只）	13.65	饲料原料（元/只）	13.58
饲料（元/只）	11.39	职工薪酬（元/只）	0.83	直接人工（元/只）	0.53
药品（元/只）	0.90	委托养殖费用（元/只）	4.30	农户养殖费用（元/只）	3.50
人工及代养费（元/只）	2.04	药物及疫苗（元/只）	0.80	药品及疫苗（元/只）	0.81
制造费用（元/只）	0.78	固定资产折旧及摊销（元/只）	0.26	制造费用（元/只）	0.83
其他（元/只）	0.02	其他（元/只）	0.89	其他（元/只）	0.01

只均养殖成本/元	17.02	只均养殖成本/元	20.73	只均养殖成本/元	19.25
单位养殖成本 (元/kg)	10.01	单位养殖成本 (元/kg)	10.91	单位养殖成本 (元/kg)	9.62

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图 36：湘佳股份 2019 年活禽生产成本结构



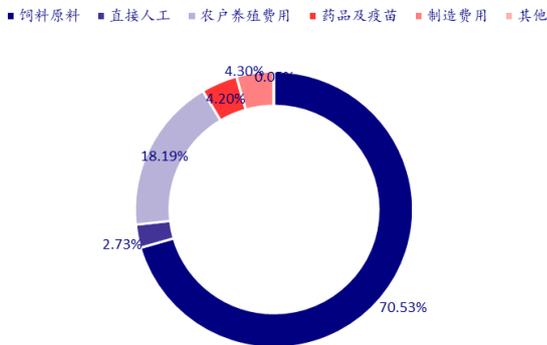
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图 37：湘佳股份 2020 年活禽生产成本结构



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图 38：立华股份 2019 年活禽生产成本结构



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图 39：温氏股份 2019 年活禽生产成本结构



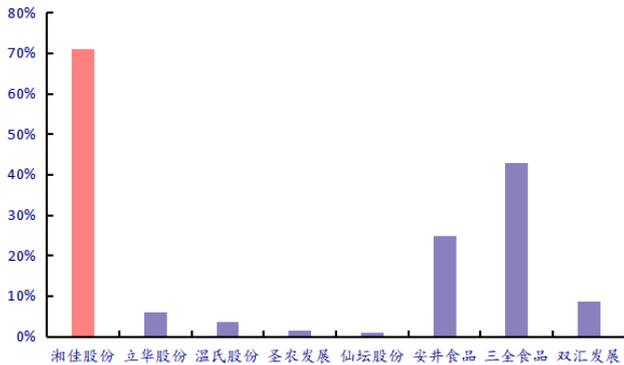
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

（二）营销网络持续拓展

公司重视人才培养及市场开发，推动公司营销建设不断发展。2019 年公司 4853 名员工中销售人员数量高达 3441 名，占比 71%，远高于行业 5% 的平均水平。销售人员与消费者面对面沟通、指导消费，形成优质的企业服务形象。从销售费用占收入比例来看，公司与安井、三圈、海欣处于相同区间内，源于冰鲜产品销售费用较高，主要包括员工工资、运输配送费以及超市相关管理费。根据公司招股说明书，冰鲜产品销售费用中，人工成本占其比例基本在 60% 左右；而业务人员工资占冰鲜产品收入的 21% 左右，较高的人工费用保障了良好的营销效果。

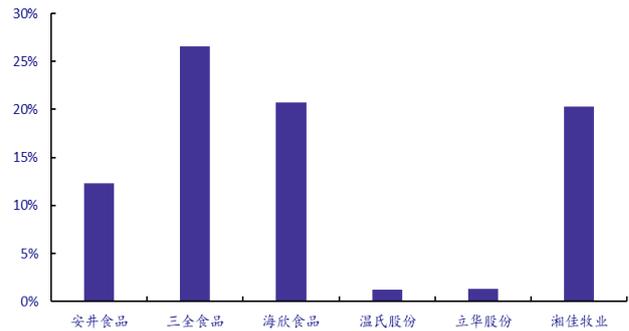
公司持续投入研发，多年来研发费用占收入比在 0.20% 左右。公司与中国科学院、中国农业大学等多家科研院所进行技术交流，针对黄羽肉鸡研发调理品、半成品等适应年轻一代的餐饮产品和休闲食品，不断发掘准消费者需求，以产品研发助力企业营销。未来，公司将加快地级市场开发、县级市场辐射的销售网络建设，预计于 2022 年完成除台湾等部分省份以外的全国市场销售网络布局，力争实现黄羽肉鸡冰鲜产品及调理品年销售收入 25 亿元。

图 40：2019 年公司销售人员占比 71%，高于行业平均水平



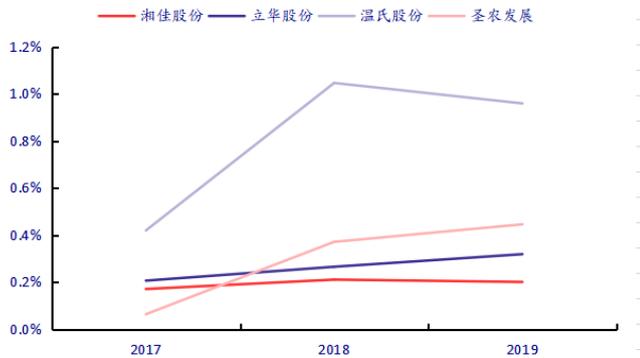
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

图 41：2019 年同行业公司销售费用率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 42：公司研发费用占收入比较稳定



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

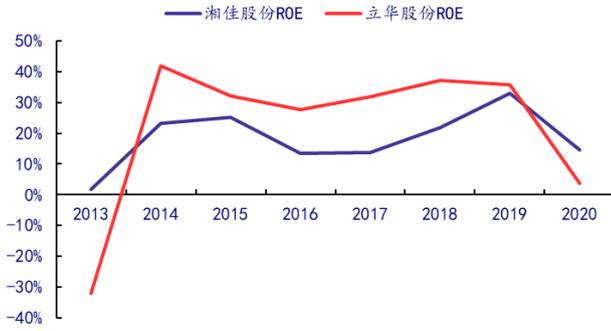
(三) ROE 表现逆势而上

2019 年公司净资产收益率 32.86%，呈现稳步上升趋势。但受 2020 年新冠疫情影响、以及黄羽鸡本身供给过剩等因素作用，20 年全年黄羽鸡价格大幅下行（同比约-20%），公司盈利能力亦受到影响。2020 年公司净资产收益率下降至 14.48%。但相比于同行业公司，公司受益于冰鲜禽肉产品的波动平抑及缓冲作用，整体下降幅度可控（同期立华股份由 2019 年的 35.8% 降至 20 年的 3.76%）。

细分来看，受益于公司冰鲜禽肉的销售模式，2020 年公司大部分指标均优于偏活禽销售类公司。其中，销售费用较高影响，19 年公司销售净利率 12.21%，与立华股份存在 9.93pct

的差距；但 20 年公司销售净利率 7.77%，高于立华股份 4.82pct，主要源于在价格下行趋势中公司冰鲜产品可平抑部分业绩波动。

图 43：2020 年湘佳股份净资产收益率为 14.48%



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 44：2020 年湘佳股份销售净利率 7.77%



资料来源：wind，中国银河证券研究院

表 6：2020 年湘佳股份、立华股份杜邦分析

企业	杜邦分析			
	净资产收益率 (%)	销售净利率 (%)	资产周转率 (次)	权益乘数
湘佳股份	14.48	7.79	1.18	1.54
立华股份	3.76	2.95	0.97	1.32

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议

公司黄羽鸡出栏稳健增长，冰鲜禽肉销量快速增长，冰鲜禽肉占比提升至 72.5%，终端渠道布局逐步丰富。2020 年黄羽鸡行业经历供给出清，价格回落过程，我们认为 2021 年将迎来均值回归之年，黄羽鸡价格回升将带动公司盈利能力提升，未来业绩可期。我们预计 21-22 年公司营收为 29.26 亿元、35.1 亿元，同比+33.65%、+19.94%；毛利率为 31.87%、35.08%，归母净利润为 2.81 亿元、4.59 亿元，同比+61.21%、+63.11%；EPS 为 2.76 元、4.5 元，对应 2021 年 3 月 17 日收盘价的 PE 为 21 倍、13 倍。

公司主营业务是以黄羽鸡养殖为基础，因此我们选取肉禽养殖板块企业进行相对估值。根据 Wind 申万行业统计，肉禽养殖板块共 6 家公司，其中益生股份、民和股份业务围绕父母代鸡苗、商品代鸡苗为主，故我们不将其作为对比对象。以 2021 年 3 月 16 日收盘价为基准，可比公司（合计 4 家）2021 年 PE 均值为 16.79 倍。

另外，公司主营以黄羽鸡养殖为基础，但对外销售以冰鲜禽肉为主且销售渠道以 C 端为主（占冰鲜禽肉的 85%左右），冰鲜禽肉毛利率在 40%左右，远高于同行业水平。因此，我们认为单纯以肉禽养殖板块为基础进行估值并不全面，我们又选取食品加工与肉类企业（双汇、

安井、三全、海欣)进行对比。以2021年3月16日收盘价为基础,可比公司(合计4家)2021年PE均值为33.26倍。

综合肉禽养殖以及食品加工板块估值情况来看,我们给予公司2021年25倍PE,对应内含价值约为69元,给予“推荐”评级。

表7: 盈利预测

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
合计				
营业收入(百万元)	21.90	29.27	35.11	39.98
Yoy	16.61%	33.65%	19.94%	13.88%
营业成本(百万元)	15.81	19.94	22.79	25.72
毛利率	27.82%	31.87%	35.08%	35.68%
冰鲜肉禽				
收入(百万元)	15.87	22.79	28.23	32.93
Yoy	34.49%	43.63%	23.85%	16.63%
成本(百万元)	9.80	14.09	16.73	19.41
毛利率	38.22%	38.19%	40.73%	41.06%
活禽				
收入(百万元)	4.98	6.47	6.88	7.05
Yoy	-17.55%	30.01%	6.20%	2.58%
成本(百万元)	5.21	5.85	6.06	6.31
毛利率	-4.62%	9.60%	11.90%	10.57%

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

表8: 主要财务指标

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2189.59	2926.35	3509.93	3997.15
增长率%	16.60%	33.65%	19.94%	13.88%
净利润(百万元)	174.44	281.22	458.70	554.87
增长率%	-23.19%	61.21%	63.11%	20.97%
每股收益EPS(元)	1.71	2.76	4.50	5.45
净资产收益率ROE	10.42%	14.79%	19.85%	20.04%
PE	33	21	13	11

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

表9: 肉禽养殖可比公司估值情况(收盘价为2021年3月16日)

公司名称	代码	收盘价	盈利预测(EPS)		PE	
			2021E	2022E	2021E	2022E
立华股份	300761.SZ	40.59	2.96	3.51	13.70	11.58

湘佳股份	002982.SZ	54.36	2.98	4.03	18.24	13.47
圣农发展	002299.SZ	31.45	1.78	2.33	17.64	13.47
仙坛股份	002746.SZ	10.25	0.58	0.60	17.58	17.00
均值					16.79	13.88

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 2021、2022 年 EPS 为 wind 一致预测)

表 10: 肉禽养殖可比公司估值情况 (收盘价为 2021 年 3 月 16 日)

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)		PE	
			2021E	2022E	2021E	2022E
海欣食品	002702.SZ	6.84	0.22	0.28	31.59	24.12
双汇发展	000895.SZ	40.67	2.16	2.46	18.85	16.54
安井食品	603345.SH	193.26	3.24	4.13	59.73	46.77
三全食品	002216.SZ	21.35	0.93	1.07	22.88	19.89
均值					33.26	26.83

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 2021、2022 年 EPS 为 wind 一致预测)

六、风险提示

动物疫病的风险: 动物疫病是畜牧业企业生产经营中所面临的主要风险之一。黄羽鸡在饲养过程中可能会发生禽流感或其它类似疫病。禽流感等疫病在爆发期间,会导致鸡只的死亡,并对广大民众的消费心理有较大负面影响,导致市场需求萎缩。同时疫情期间,活禽销售会受到影响,综合作用下来企业盈利能力将受影响。

自然灾害的风险: 当前公司黄羽鸡养殖业务横跨华东、华南、华中、西南等多个省份,部分养殖场所有可能遭遇洪水、冰雪、酷暑等恶劣气候,致使公司的生物资产、养殖场所及生产设备可能遭受损失;同时,若国内主要粮食产区遭受自然灾害,公司饲料生产所需原料价格也有可能出现上涨,导致畜禽生产的成本上升。

产品价格波动的风险: 黄羽鸡的供求关系决定着价格的变化,同时其价格的涨跌也同样影响市场供应量,使得黄羽鸡价格呈现周期性波动。且由于我国黄羽鸡集中度水平仍相对较低,大量散户及小规模养殖企业存在“价高进入、价低退出”的经营现象,容易造成市场供给水平的大幅波动,因此产品价格波动较大,影响公司的盈利水平。

原材料供应及价格波动的风险: 玉米、豆粕、小麦等为公司黄羽鸡饲料的主要原料。如果玉米、豆粕、小麦等饲料原料因国内外种植面积变化、自然条件等导致产量波动,或受国家粮食政策、市场供求关系等因素影响,最终导致饲料原料价格发生波动,将直接影响公司营业成本,从而对公司盈利能力产生影响。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：**谢芝优**，南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。五年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。

分析师：**白雪妍**，北京大学法学学士、早稻田大学文学学士，新加坡南洋理工大学理学硕士。曾就职于农民日报及会计师事务所，证券从业时间3年，2018年加入银河证券研究院。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-80928023 gengyouyou@ChinaStock.com.cn