

活禽业务景气复苏，冰鲜业务方兴未艾

华中地区家禽全产业链龙头公司，在冰鲜禽领域处于领先地位。公司在黄羽鸡领域深耕二十载，逐步覆盖养殖、屠宰、销售全产业链，2021年实现营收30.06亿元（同比+37.26%），归母净利润为0.26亿元（同比-85.28%）。冰鲜业务是公司发展重心，2021年冰鲜收入为18.26亿元（同比+15.04%）。

黄羽鸡行业正处在需求稳增和产能去化阶段，冰鲜化趋势明显。

①需求端：黄羽鸡肉消费量平稳增长，但仍有较大提升空间，预计未来需求市场将稳健扩容。②供给端：近期中国祖代和父母代种鸡存栏量呈下降趋势，产能去化明显，商品代肉鸡出栏量和雏鸡销量也接连下滑，市场供给有所收缩。③冰鲜黄羽鸡 2021 年市场规模测算约为 219.6 亿元，未来发展前景广阔。

四大竞争优势筑建高壁深垒，驱动公司业务长期稳定发展。

①供应链优势：公司覆盖生产端到销售端的全产业链，食品质量全程管控可追溯。②生产优势：公司大力发展“公司+基地+农户”模式，有助于公司扩大规模、降本增效。③渠道优势：公司积极建设商超渠道，长期合作的客户众多，形成了一套成熟的冰鲜产品商超营销体系。④物流优势：公司建立完善的冷链物流配送体系，产品供应高效稳定，2021年冰鲜销售网络覆盖28个省市。

活禽和冰鲜业务齐头并进，新业务有序扩张，公司未来成长可期。

对于现有业务，公司一方面陆续募集资金扩充黄羽鸡养殖产能；另一方面稳步拓宽冰鲜渠道，扩大销售网络覆盖面。对于新业务，公司有序开拓生猪、商品蛋和熟食及预制菜板块。

投资建议：公司活禽业务将迎来改善，冰鲜业务有望延续高速增长趋势，商品蛋及其他主营业务保持稳健增长。综合考虑，我们预计公司 2022-2024 年实现营收 39.90/46.63/52.88 亿元，归母净利润 1.18/1.80/2.46 亿元，EPS 分别为 1.15/1.77/2.41 元/股，对应 PE 分别为 33.4x/21.8x/16.0x，维持“买入”评级。

风险提示：鸡价持续低迷的风险，出栏不及预期的风险等。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,190	3,006	3,990	4,663	5,288
增长率(%)	16.6	37.3	32.7	16.9	13.4
净利润(百万元)	174	26	118	180	246
增长率(%)	-23.2	-85.3	358.2	53.3	36.2
ROE(%)	10.4	1.7	6.7	9.4	11.5
EPS(元/股, 摊薄)	1.71	0.25	1.15	1.77	2.41
P/E(倍)	22.5	152.9	33.4	21.8	16.0
P/B(倍)	2.5	2.5	2.3	2.1	1.9

湘佳股份 (002982)

维持

买入

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

SAC 执证编号: S1440521100007

发布日期: 2022年08月08日

当前股价: 38.53 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-9.55/-5.73	12.46/4.95	6.85/13.54
12 月最高/最低价 (元)			59.0/32.67
总股本 (万股)			10,188.0
流通 A 股 (万股)			4,718.75
总市值 (亿元)			39.25
流通市值 (亿元)			18.18
近 3 月日均成交量 (万股)			184.17
主要股东			
喻自文			22.58%

股价表现



相关研究报告

- 22.04.28 【中信建投农林牧渔】湘佳股份 (002982):活禽业务受困成本上涨,冰鲜业务持续盈利
- 22.03.23 【中信建投农林牧渔】湘佳股份 (002982):鲜业务多元发展,黄鸡养殖景气回升,业绩未来可期
- 22.01.26 【中信建投农林牧渔】湘佳股份 (002982):活禽销售拖累短期业绩,行业景气回升有望带来业绩弹性

目录

1 黄羽鸡全产业链公司，聚焦冰鲜鸡领域	1
1.1 以禽养殖起家，逐步覆盖全产业链	1
1.2 股权结构集中，管理层稳定	2
1.3 业务以冰鲜为主，活禽为辅	3
1.4 营收保持高速增长，盈利能力相对稳定.....	6
2 黄羽鸡行业：需求稳增供给收缩，冰鲜化发展趋势明显.....	8
2.1 需求端平稳增长，存在较大提升空间.....	8
2.2 行业产能持续去化，供给端收缩明显.....	10
2.3 冰鲜化为大势所趋，未来发展前景广阔.....	13
3 四大竞争优势筑建高壁深垒，驱动公司长期稳定发展.....	14
3.1 全产业链覆盖，保障食品安全和质量.....	14
3.2 行业先进生产模式，助力扩大规模降本提效.....	15
3.3 商超渠道系统成熟，构建冰鲜业务护城河.....	17
3.4 冷链配送体系健全，销售网络覆盖全国.....	19
4 未来发展：活禽冰鲜齐头并进，新业务有序扩张.....	21
4.1 黄羽鸡行业景气回升，活禽业务量价齐升.....	21
4.2 冰鲜渠道稳步拓宽，全国化布局加速推进.....	22
4.3 新业务板块有序拓展，实施多元化发展战略.....	23
5 盈利预测与投资建议	24
6 风险提示	26
7 报表预测	27

图表目录

图表 1: 公司发展历程	2
图表 2: 公司股权结构 (截至 2022Q1)	3
图表 3: 公司核心管理人员稳定	3
图表 4: 2021 年公司收入结构	4
图表 5: 2012-2021 年公司冰鲜收入占比持续提升	4
图表 6: 公司活禽类产品	4
图表 7: 公司冰鲜类产品	5
图表 8: 公司冰鲜业务的毛利率远高于活禽业务	6
图表 9: 2017-2021 年公司营收及增速	6
图表 10: 2017-2021 年公司归母净利润及增速	6
图表 11: 公司毛利率高于行业可比公司 (%)	7
图表 12: 公司净利率相对平稳 (%)	7
图表 13: 公司存货周转率稳中有升	7
图表 14: 公司 ROE 处于行业中等偏上水平 (%)	7
图表 15: 黄羽鸡和白羽鸡对比	8
图表 16: 2012-2021 年中国鸡肉产量和消费量平稳上升	9
图表 17: 2016-2021 年我国人均禽肉消费量稳步增长	9
图表 18: 中国人均禽肉消费量处于较低水平	9
图表 19: 2021 年黄羽鸡肉消费占比为 27%	10
图表 20: 黄羽鸡肉产量和消费量稳步增长	10
图表 21: 黄羽鸡行业上下游产业链	10
图表 22: 2018-2022 年中国在产祖代周度存栏量 (万套)	11
图表 23: 2018-2022 年中国后备祖代周度存栏量 (万套)	11
图表 24: 2018-2022 年中国在产父母代周度存栏量 (万套)	11
图表 25: 2018-2022 年中国后备父母代周度存栏量 (万套)	11
图表 26: 2012-2021 年中国商品代黄羽肉鸡出栏量变化	12
图表 27: 2018-2022 年中国商品代雏鸡销售量 (万只)	12
图表 28: 黄羽鸡行业呈现“一超一强”的竞争格局	12
图表 29: 2021-2024 年冰鲜黄羽鸡市场规模测算	13
图表 30: 公司覆盖从生产到销售的全产业链	15
图表 31: 代养模式具体操作流程	16
图表 32: 标准化自养模式具体操作流程	16
图表 33: 2017-2021 年公司代养规模不断扩大	16
图表 34: 2017-2021 年公司活禽产能和出栏量稳步上升	16
图表 35: 2021 年公司商超渠道占冰鲜收入比重为 70.47%	17
图表 36: 公司与众多客户建立了稳定合作关系	18
图表 37: 2017-2021 年超市门店数量逐年增加	18
图表 38: 2017-2021 年冰鲜业务快速增长	18
图表 39: 2017-2021 年冰鲜营销费用率呈下降趋势	19

图表 40: 公司冰鲜产品运输流程	20
图表 41: 公司冷链配送专用车	20
图表 42: 2021 年公司冰鲜业务收入各区域占比	20
图表 43: 2017-2021 年湖南省内和省外冰鲜销售占比	20
图表 44: 2020-2022 年黄羽鸡价格走势	21
图表 45: 2020-2022 年公司活禽销售均价变化	21
图表 46: 公司在建黄羽鸡养殖项目	22
图表 47: 公司的销售网络已覆盖 28 个省份	22
图表 48: 公司在建生猪养殖和屠宰项目	23
图表 49: 公司核心业务预测	24
图表 50: 可比公司估值	25

1 黄羽鸡全产业链公司，聚焦冰鲜鸡领域

华中地区家禽全产业链龙头公司，在冰鲜禽领域处于领先地位。湖南湘佳牧业股份有限公司成立于 2003 年 4 月，2020 年 4 月于深交所上市，是华中地区最大的优质家禽供应商之一。公司在黄羽鸡领域深耕二十载，逐步覆盖养殖、屠宰、食品加工、销售全产业链，主营业务包括饲料生产、生物肥生产、种禽繁育、商品代家禽饲养、禽类屠宰加工及销售。2021 年公司实现营业收入 30.06 亿元，同比增长 37.26%，归母净利润为 0.26 亿元，其中冰鲜业务增长迅猛，2021 年冰鲜销量为 7.61 万吨，冰鲜收入达 18.26 亿元，是冰鲜黄羽鸡领域的佼佼者。

1.1 以禽养殖起家，逐步覆盖全产业链

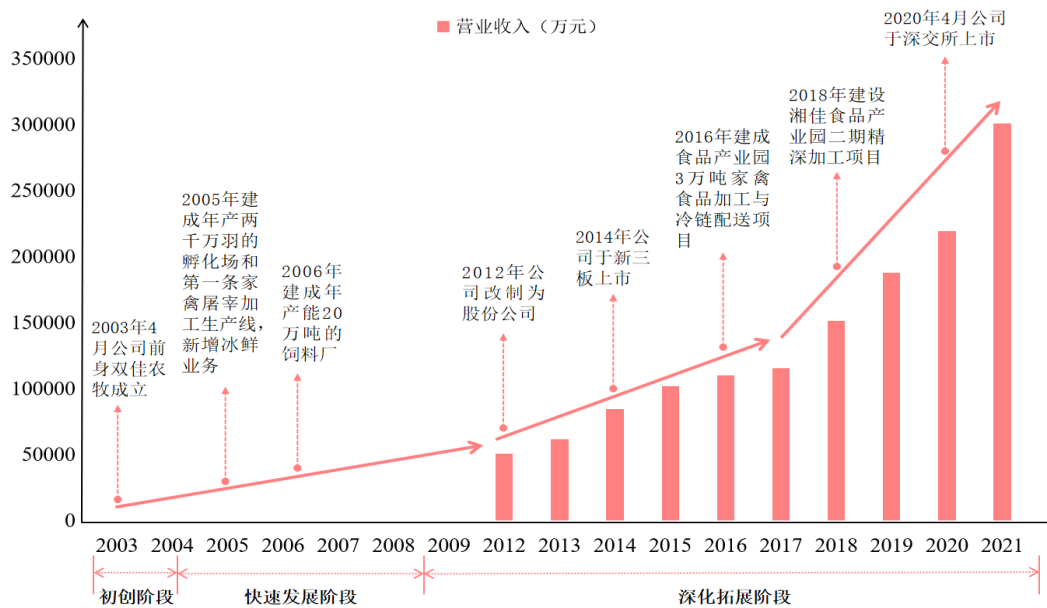
湘佳股份在发展历程中可分为以下几个阶段：

1) 初创阶段（2003 年）：2001 年创始人喻自文和邢卫民分别创立亚飞农牧和宝峰禽业，两家公司于 2003 年 4 月进行合并寻求生存发展之道，由此公司前身双佳农牧成立。早期公司专注于养殖业务，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，所需鸡苗、饲料全部外购。

2) 快速发展阶段（2004-2008 年）：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，先后建立 8 个代养种禽场，建成第一条家禽屠宰加工生产线，产业链向下延伸至肉鸡屠宰、加工环节，新增冰鲜业务，自建年产 20 万吨饲料厂实现自给自足。截至 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。

3) 深化拓展阶段（2009 年至今）：公司通过不断延伸产业链，逐步形成了从种禽养殖到屠宰销售的一体化经营模式，养殖模式也从“公司+农户”升级为“公司+基地+农户（或家庭农场）”，先后建成了 25 个标准化养殖场和 6 个种鸡场。公司将冰鲜业务作为发展重点，冰鲜禽肉产品先后进入 20 多座大中城市，收入占比逐年提升。截至 2021 年末公司商品鸡鸭代养户共计 1,176 户，2021 年活禽销量 3,637.02 万羽，冰鲜产品销量达 7.61 万吨。

图表1：公司发展历程

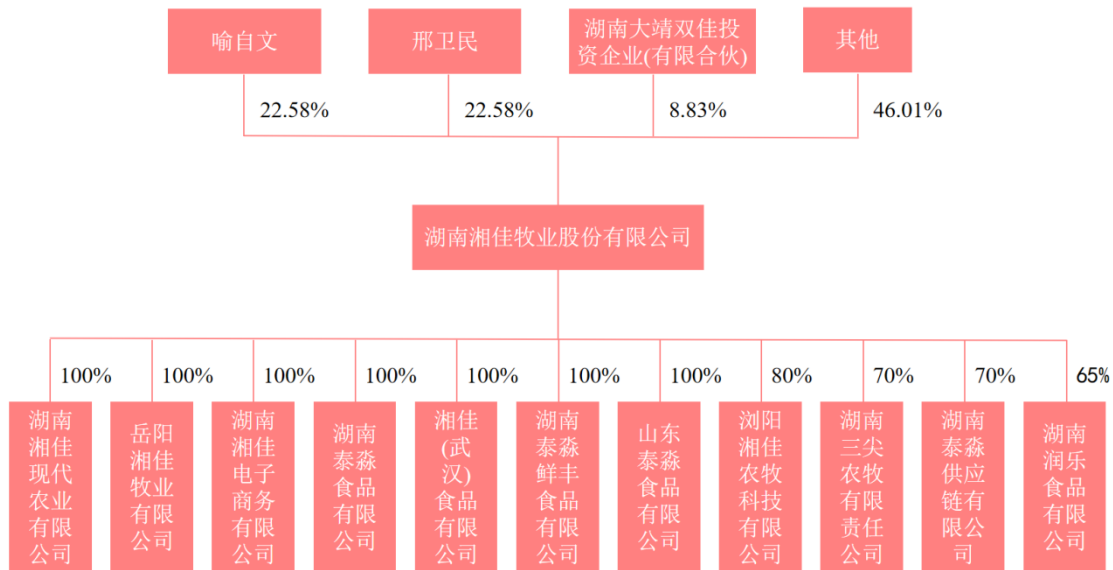


资料来源：公司官网，Wind，中信建投

1.2 股权结构集中，管理层稳定

公司股权结构相对集中，经营决策效率高。公司实控人为喻自文和邢卫民，截至 2022Q1 两人分别持有 22.58% 的股份，合计持有 45.16% 股权构成了对公司的共同控制，两人合作关系密切稳定，控制权相对集中，经营决策效率较高。

子公司众多，与母公司形成协同效应。公司拥有现代农业、岳阳湘佳、湘佳电商、泰淼食品、湘佳（武汉）食品、泰淼鲜丰、山东泰淼、湘佳美食心动电商 8 家全资子公司，以及浏阳农牧、三尖农牧、泰淼供应链、润乐食品、晟泓祥物流、橘友农业（孙公司）、玮霖晟贸易、湖南湘佳美食心动食品、长沙湘佳美食心动食品 9 家控股子公司，业务覆盖饲料肥料、养殖、屠宰、食品加工、物流电商等，与母公司湘佳股份形成良好的协同效应。

图表2： 公司股权结构（截至 2022Q1）


资料来源: Wind, 中信建投

高级管理层结构稳定，持有股权绑定核心利益。从 2012 年 6 月至今，喻自文担任董事长兼总经理，邢卫民担任副董事长，同时何业春、唐善初和吴志刚等人也自 2012 年起一直担任副总经理或财务总监等重要职务，高级管理层结构稳定，未发生重大变动，核心团队与企业共同成长。此外，包括喻自文和邢卫民在内的多位高级领导人持有一定数量的公司股份，深度绑定核心利益，提高管理人员的积极性，齐心促进公司发展。

图表3： 公司核心管理人员稳定

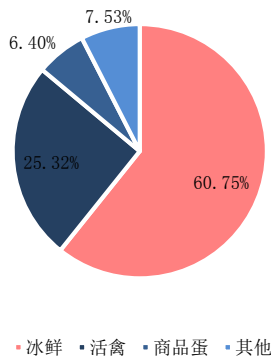
姓名	职务	任职日期	持股数（万股）
喻自文	董事、董事长、总经理	2012 年 6 月 12 日	2,300
邢卫民	董事、副董事长	2012 年 6 月 12 日	2,300
何业春	董事、董事会秘书、副总经理	2012 年 6 月 12 日	59.1
唐善初	董事、财务总监	2012 年 6 月 12 日	18
吴志刚	董事、副总经理	2012 年 9 月 28 日	100
饶天玉	监事会主席	2012 年 6 月 12 日	39.42
杨文菊	副总经理	2012 年 9 月 28 日	0

资料来源: Wind, 中信建投

1.3 业务以冰鲜为主，活禽为辅

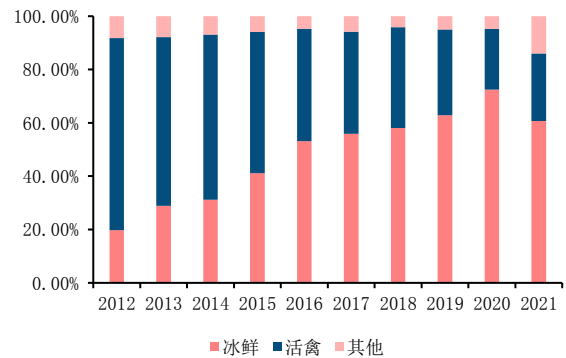
活禽和冰鲜为公司的主营业务，其中冰鲜收入占比不断提升。根据公司 2021 年报，冰鲜业务是其最主要的收入来源，占比为 60.75%，其次是活禽业务，贡献了 25.32%的收入，公司 2021 年 2 月收购三尖农牧布局禽蛋领域，商品蛋成为新的收入来源，2021 年收入占比达 6.4%。自冰鲜业务成为战略发展方向后，公司的冰鲜收入占比持续提升，从 2012 年的 19.74% 上升至 2020 年的 72.48%，2021 年占比略有下降，相应地活禽收入比重则呈逐年下降趋势。

图表4： 2021 年公司收入结构



资料来源: Wind, 中信建投

图表5： 2012-2021 年公司冰鲜收入占比持续提升



资料来源: Wind, 中信建投

公司活禽类产品主要为中国地方优质家禽系列黄羽肉鸡和少量肉鸭。黄羽肉鸡的主要品种为麻鸡、青脚鸡、竹丝鸡、黑土鸡、土三黄、石门土鸡等，肉鸭则是以番鸭、樱桃谷肉鸭为主。出栏的活禽一方面用于屠宰，供应冰鲜产品销售，另一方面可直接对外销售活禽，销售渠道以家禽批发市场和农贸市场为主、以酒店和食堂餐饮为辅。活禽主要在公司所在的湖南、湖北等周边区域城市销售，当出栏量大于周边区域市场需求时，为了不影响公司主销区活禽价格，也向广东、江西等地客户以相对较低的价格销售。

图表6： 公司活禽类产品



资料来源: 公司官网, 中信建投

公司冰鲜禽肉产品主要为冰鲜鸡、冰鲜鸭、冰鲜鸡鸭分割品以及部分冻品等。冰鲜产品的销售渠道为大超市、企事业单位、食堂和酒店等，面向终端消费者。公司向超市销售的冰鲜产品以整鸡鸭为主，超市的营销人员会根据客户要求要求进行分割销售；对企业、学校、酒店、电商平台销售的主要为整鸡。冰鲜产品销售网络更广，覆盖湖南、湖北、重庆、北京、上海、广东等 28 省市。

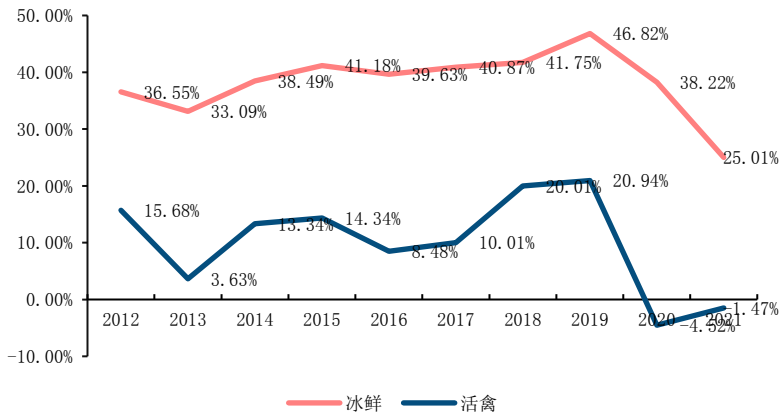
图表7： 公司冰鲜类产品



资料来源：公司官网，中信建投

冰鲜业务相较于活禽业务盈利水平更高且更加稳定，故公司大力发展冰鲜业务。2012-2021 年期间公司冰鲜业务毛利率基本维持在 30%-40% 的区间，远高于活禽业务的毛利率水平（低于 20%）。此外，冰鲜业务因价格相对稳定并且不易受到鸡周期的影响，盈利波动更小；而活禽业务的毛利率呈现明显的周期性波动，尤其在 2020 和 2021 年受到鸡价低迷影响成本与市场价倒挂导致负毛利率。因此公司在冰鲜禽领域进行积极开拓和探索，将冰鲜业务作为发展重心并不断增强竞争壁垒，目前已成为冰鲜黄羽鸡龙头企业，冰鲜业务对于支撑稳定公司整体利润起到了积极作用。

图8： 公司冰鲜业务的毛利率远高于活禽业务

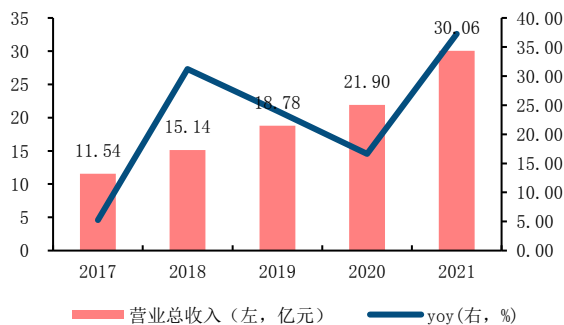


资料来源: Wind, 中信建投

1.4 营收保持高速增长，盈利能力相对稳定

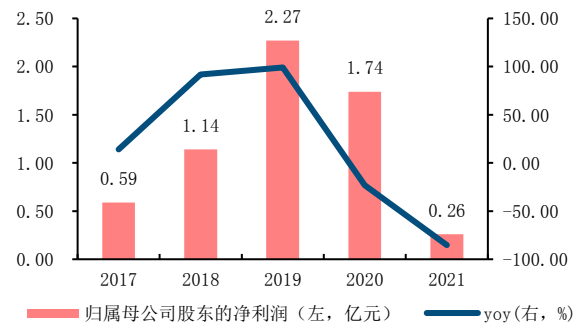
公司收入稳定高速增长，净利润呈现周期性波动。2017-2021 年公司营业收入保持快速增长，从 11.54 亿元上升至 30.06 亿元，CAGR 高达 27.04%，主要得益于公司持续提升养殖规模和积极开拓冰鲜产品市场。公司的归母净利润呈现出明显的周期性波动，2017-2019 年增长迅猛，从 0.59 亿元上升至 2.27 亿元，CAGR 接近 100%，但 2020 年和 2021 年净利润经历连续下滑，主要系期间活禽市场价格持续低迷叠加 2021 年原材料成本上行。2022 年鸡价回暖迹象明显，预计公司盈利水平将边际改善。

图9： 2017-2021 年公司营收及增速



资料来源: Wind, 中信建投

图10： 2017-2021 年公司归母净利润及增速

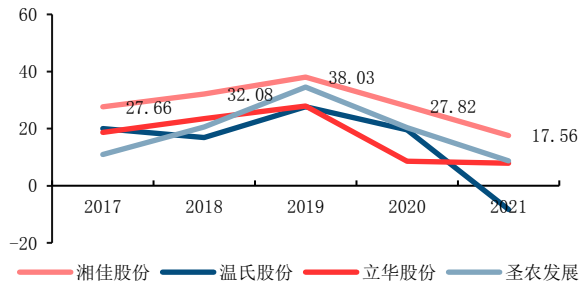


资料来源: Wind, 中信建投

盈利能力基本保持平稳，优于行业平均。2017-2021 年公司毛利率呈现先上升后下降的走势，2017-2019 年因盈利水平较高的冰鲜业务快速扩张从而拉高整体毛利率，而 2020-2021 年受鸡价低迷和原材料价格上涨影响毛利率有所下滑，但公司的毛利率明显优于行业可比公司。公司的净利率水平同样呈现先高后低的走势，除了

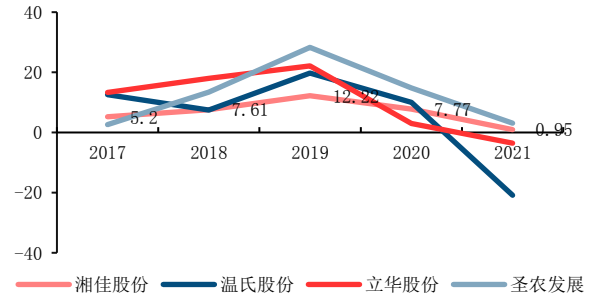
周期性影响，2021 年公司开拓冰鲜产品新市场、新渠道过程中相关费用和促销活动支出增加导致净利率大幅下滑，与行业内其他公司相比，公司的净利率处于中间水平，不过波动程度较小，盈利能力相对稳定。

图表11： 公司毛利率高于行业可比公司（%）



资料来源: Wind, 中信建投

图表12： 公司净利率相对平稳（%）

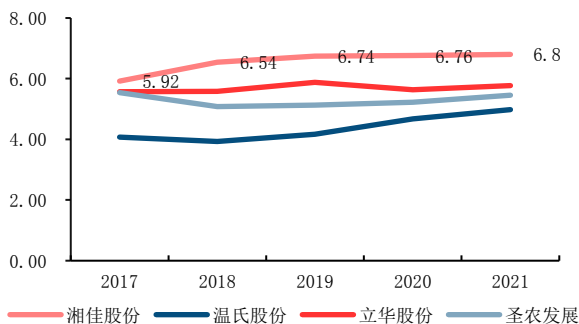


资料来源: Wind, 中信建投

存货管理效率日益提高，营运能力稳步攀升。近年来公司的存货周转率平稳上升，从 2017 年的 5.92 增长至 2021 年的 6.8，并且在行业中一直位于前列，这是因为公司的冰鲜产品占比较高，冰鲜产品从屠宰到销售一般仅需一周时间左右，而活禽养殖到销售的时间一般在两个月以上，存货周转加快能保证冰鲜产品的新鲜度、降低商品的损耗率，从而提高盈利水平。

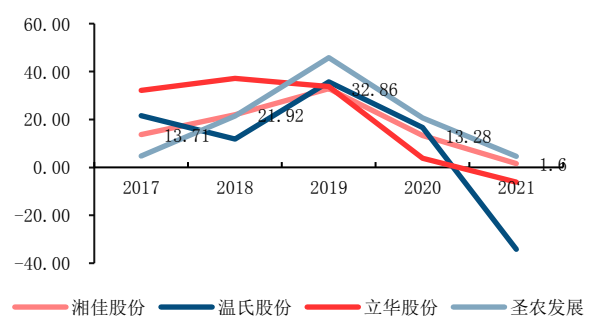
ROE 在 2019 年达到顶峰，之后有所回落，总体处于行业中上水平。2017-2019 年公司 ROE 持续走高，从 13.71% 上升至 32.86%，提升幅度为 19.15pcts，主要由销售净利率大幅提高驱动。2020-2021 年由于净利率和资产周转率持续下跌，导致 ROE 大幅下降至 1.6%，行业内其他公司的 ROE 也同样出现大幅回落，公司 ROE 在行业中仍处于中等偏上水平。

图表13： 公司存货周转率稳中有升



资料来源: Wind, 中信建投

图表14： 公司 ROE 处于行业中等偏上水平（%）



资料来源: Wind, 中信建投

2 黄羽鸡行业：需求稳增供给收缩，冰鲜化发展趋势明显

中国肉鸡行业主要包括黄羽肉鸡和白羽肉鸡两大类。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%，地域特征比较强，具有体重较小、生长周期长、抗病能力强、肉质鲜美、价格偏高等特点，体型外貌符合我国消费者的喜好及消费习惯，特别适用于中式烹饪，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。白羽肉鸡则全部为进口品种，由养殖企业从国外引进祖代肉种鸡苗，繁育父母代肉种鸡苗，父母代肉种鸡产蛋孵化出商品代雏鸡，商品代肉鸡经屠宰加工后成为鸡肉产品，与黄羽肉鸡相比，其特点是生长速度快、料肉比较低、产肉量多、口感欠佳、价格较低，适合工业化规模化生产，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。

图表15：黄羽鸡和白羽鸡对比

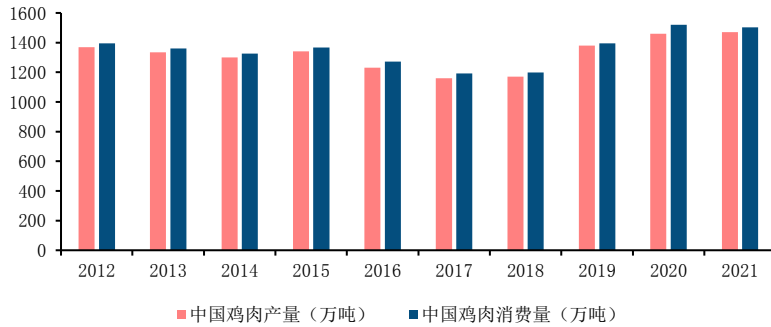
	黄羽鸡	白羽鸡
原产地	中国南方，尤其广东和广西地区发展比较早	从国外引进祖代肉种鸡苗
出栏时间	生长周期长，可分为快速型（53 天）、中速型（80 天）和慢速型（95 天）	生长速度快，约 38-42 天，属于快大型肉鸡
价格	较高	较低
特点	料肉比高、体重较小、抗病能力强、肉质鲜美	料肉比较低、产肉量多、口感欠佳，适合工业化规模化生产
客户群体	家庭消费、企事业单位食堂和酒店	肯德基、麦当劳等快餐连锁及分割产品出口
烹饪方式	煲汤、红烧、白切	油炸、烧烤、煎炒
交易方式	活禽、冰鲜鸡为主	冻品、分割品

资料来源：湘佳股份招股说明书，中信建投

2.1 需求端平稳增长，存在较大提升空间

中国鸡肉消费需求保持平稳增长，与猪肉需求替代效应明显。根据美国农业部数据，2012-2021 年我国鸡肉产量和消费量呈波折式上升趋势，CAGR 分别为 0.79%/0.83%。2018-2019 年受非洲猪瘟影响，猪肉市场需求低迷，部分猪肉消费需求转向鸡肉，因而 2019 年鸡肉消费量上升至 1,395 万吨，同比增长 16.5%。2020 年我国猪瘟影响逐渐消退，但猪价高位运行抑制了猪肉需求复苏，鸡肉作为替代品其消费量进一步攀升至 1,521 万吨。2021 年生猪产能逐渐释放，猪价大幅下降带动猪肉需求回暖，鸡肉的替代效应有所缓和，因此 2021 年鸡肉产量和消费量小幅下降，分别为 1,470/1,503 万吨。

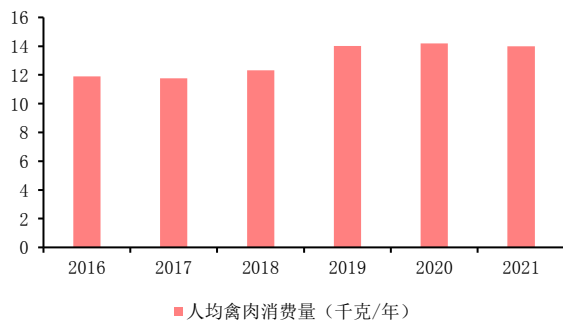
图表16： 2012-2021 年中国鸡肉产量和消费量平稳上升



资料来源: Wind, 中信建投

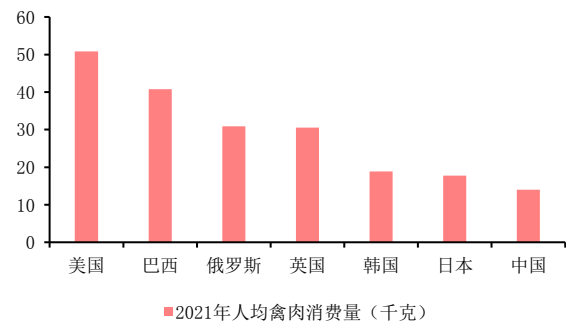
我国人均禽肉消费量逐年增长，但与发达国家相比仍有较大提升空间。根据 OECD 数据，2016-2021 年我国人均禽肉（鸡鸭鹅等）消费量呈稳步增长态势，从 11.9 千克/年上升为 14.0 千克/年，其中鸡肉消费量占比最高约 66%。但与海外发达国家相比我国人均禽肉消费量仍处于较低水平，2021 年美国与巴西的人均禽肉消费量分别为 50.8/40.8 千克，与中国饮食习惯相似的韩国和日本人均禽肉消费量也达到 18.8/17.8 千克，因此我国禽（鸡）肉消费量还存在较大的提升空间。

图表17： 2016-2021 年我国人均禽肉消费量稳步增长



资料来源: OECD, 中信建投

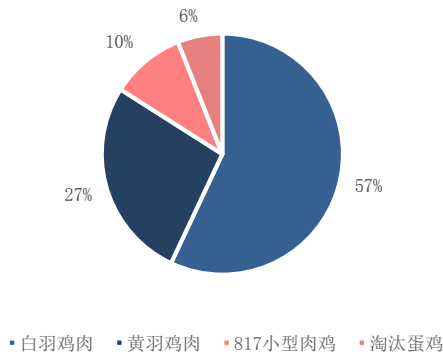
图表18： 中国人均禽肉消费量处于较低水平



资料来源: OECD, 中信建投

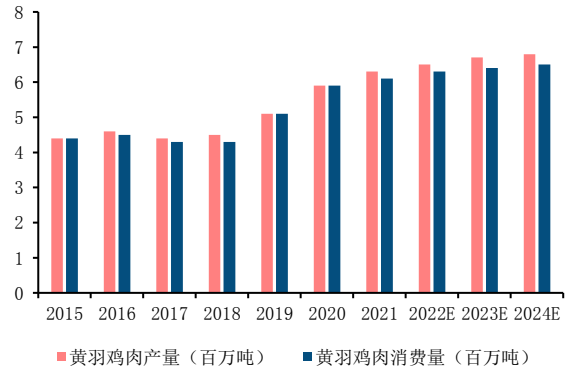
黄羽鸡肉消费量及产量平稳上升，市场稳健扩容。2021 年鸡肉消费市场中黄羽鸡肉占 27%，仅次于白羽鸡肉。根据弗若斯特沙利文，2015-2021 年黄羽鸡肉产量和消费量呈平稳上升走势，2021 年分别达到了 630/610 万吨，预计未来黄羽鸡肉市场依然保持稳健扩容趋势，2024 年产量和消费量分别达到 680/650 万吨，2021-2024 年的 CAGR 为 2.58%/2.14%，远高于整体鸡肉市场增速。

图表19： 2021 年黄羽鸡肉消费占比为 27%



资料来源：观研天下，中信建投

图表20： 黄羽鸡肉产量和消费量稳步增长

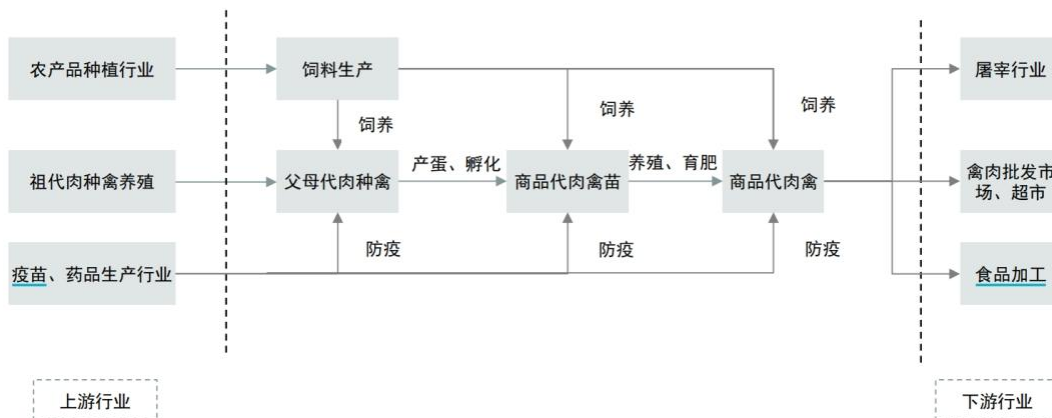


资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投

2.2 行业产能持续去化，供给端收缩明显

黄羽鸡养殖产业向上连接种植业，向下连接屠宰行业。黄羽肉鸡行业上游是农产品种植行业、育种行业和疫苗药品生产行业等，下游行业主要为屠宰行业、食品加工行业、农贸市场及超市等，而黄羽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、商品代肉鸡到鸡肉产品是一个完整、系统的代次繁育流程。

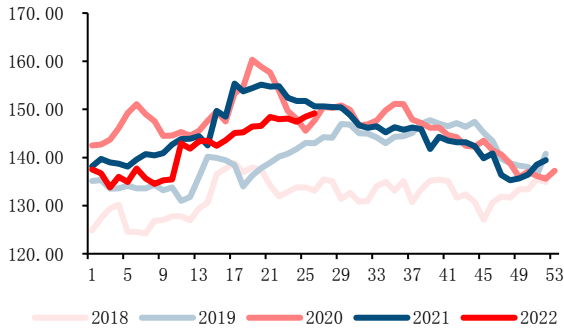
图表21： 黄羽鸡行业上下游产业链



资料来源：公司公告，中信建投

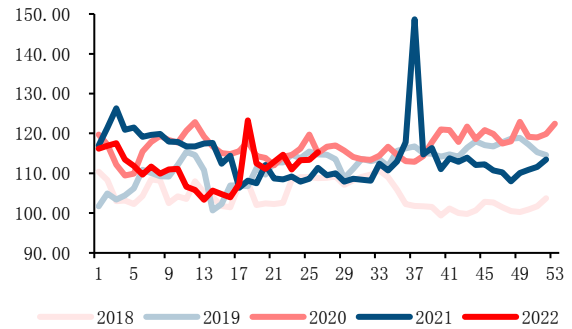
2022 年在产和后备祖代黄羽肉种鸡存栏量从高位回落。根据中国畜牧业协会数据，中国在产祖代和后备祖代黄羽肉种鸡存栏量在 2020-2021 年处于历史较高水平，2022 年才有所回落，截至 7 月 3 日当周，在产祖代和后备祖代黄羽肉种鸡存栏量分别为 149.19/115.33 万套，同比分别为-0.93%/+3.58%。

图表22： 2018-2022 年中国在产祖代周度存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中信建投

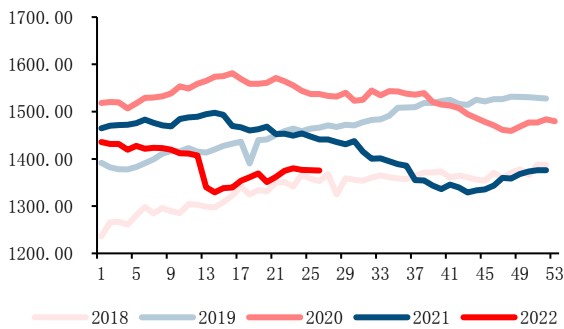
图表23： 2018-2022 年中国后备祖代周度存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中信建投

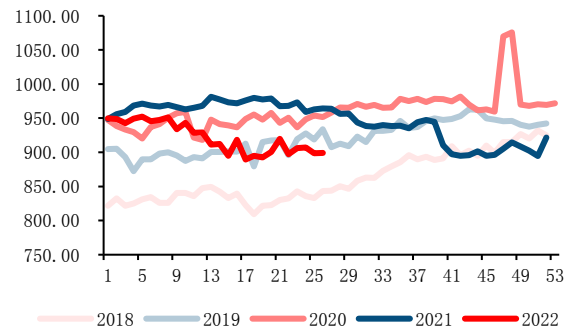
2021-2022 年在产和后备父母代黄羽肉种鸡存栏量持续下降，目前跌至历史较低水平，产能去化明显。根据中国畜牧业协会禽业数据，国内在产父母代和后备父母代黄羽肉种鸡存栏量自 2018 年起进入上行通道，于 2020 年达到历史最高点，2021 年存栏量有所回落，2022 年进一步下跌，截至 7 月 3 日当周，在产父母代和后备父母代黄羽肉种鸡存栏量分别为 1,375.46/899.10 万套，同比下降 4.56%/6.75%，较 2020 年同期分别减少 10.53%/5.54%，产能去化明显，处于近三年最低水平。

图表24： 2018-2022 年中国在产父母代周度存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中信建投

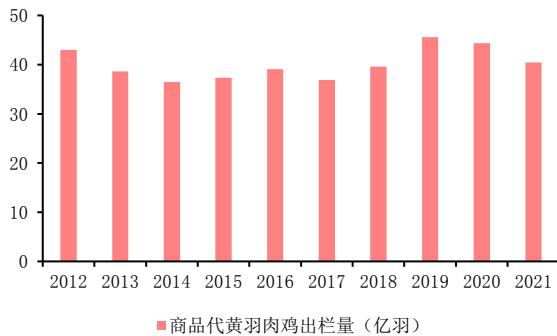
图表25： 2018-2022 年中国后备父母代周度存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中信建投

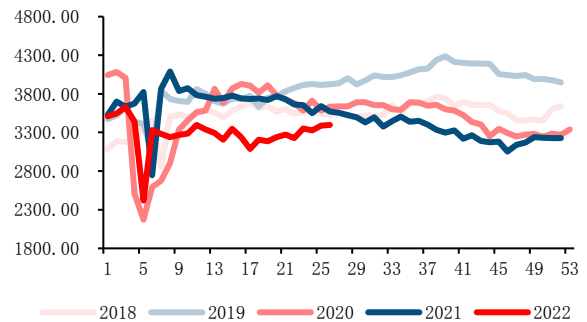
商品代雏鸡销售量和商品代黄羽肉鸡出栏量皆呈下降趋势，市场供给收缩迹象明显。中国畜牧业协会禽业分会数据显示，全国商品代黄羽肉鸡出栏量在 2019 年到达顶峰后逐年下滑，2021 年黄羽肉鸡出栏量为 40.42 亿羽，同比下降 8.8%，供给略有收缩。2021-2022 年商品代雏鸡销售量也在父母代种鸡持续去产能的带动下经历接连下滑，截至 2022 年 7 月 3 日当周，规模样本企业商品代雏鸡销售量为 3,398.28 万只，同比减少 4.89%，2022 年上半年雏鸡总销量为 8.55 亿只，同比降幅为 11.07%，市场整体供给呈收缩状态。

图表26： 2012-2021 年中国商品代黄羽肉鸡出栏量变化



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中信建投

图表27： 2018-2022 年中国商品代雏鸡销售量 (万只)

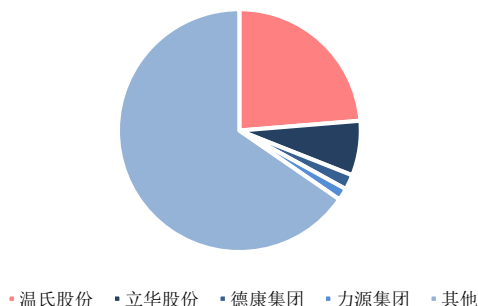


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中信建投

当前黄羽鸡行业呈现“一超一强”的竞争格局。中国黄羽鸡养殖行业较为分散，多为区域型公司，规模化黄羽鸡养殖企业数量较少。根据新牧网数据，2020年黄羽鸡行业前四大公司分别为温氏股份、立华股份、德康集团和力源集团，占据了34.6%的市场份额，其中两大龙头温氏股份和立华股份市占率分别为23.7%/7.3%，呈现出“一超一强”的竞争格局。2021年温氏股份和立华股份出栏量分别为11/3.7亿只，市占率提升至27.2%/9.2%。

未来黄羽鸡行业集中度有望提升，头部企业将深度受益。随着国家对食品加工行业的产品质量和安全监管逐渐加强，对动物疫病防疫、产品质量卫生的要求日益严格，黄羽肉鸡由活禽销售转向屠宰加工，亦趋向规范化和集中化。随着盈利波动过程中大量中小型企业或者小养殖户被迫退出行业竞争，以及大企业利用“公司+农户”或者“公司+基地+农户”等模式扩张、延伸产业链以及加强大企业间的强强联合，因而行业集中度提高的趋势明显，区域龙头企业市场份额越来越大。

图表28： 黄羽鸡行业呈现“一超一强”的竞争格局



资料来源：新牧网，中信建投

2.3 冰鲜化为大势所趋，未来发展前景广阔

政策导向、经济发展、技术进步等多方面因素推动黄羽鸡往冰鲜化方向发展：

1) **政策层面：**2014 年以来国家及地方层面加大推进“规模养殖、集中屠宰、冷链配送、冰鲜上市”16 字方针；2020 年 2 月，国务院应对新冠肺炎疫情联防联控机制发布的《关于压实“菜篮子”市长负责制做好农产品稳产保供工作的通知》强调推行冰鲜和冷冻肉类上市。政府对活禽市场的管控日趋严格，禽类定点屠宰、白条禽肉上市制度在全国逐步推行。

2) **经济社会层面：**随着国民教育水平和人均收入提高，国内居民消费者健康和安全消费意识不断增强，而市面上的冰鲜鸡都经过正规严格的检疫流程，产品质量安全与卫生能得到保证，因此消费者对于优质的冰鲜产品接受度逐渐提高。

3) **技术层面：**冷链保鲜技术的发展使得冰鲜鸡的储存时间大幅延长，并且速冻设备和冷链运输车辆的推广极大降低了企业物流配送成本，企业的辐射范围扩大，产品配送效率提升，在保障食品安全的同时扩大市场覆盖面，为行业转型升级提供了技术保障。

2021 年冰鲜黄羽鸡市场规模估算为 219.6 亿元，未来增长可期。根据中国畜牧业协会，2015 年冰鲜黄羽鸡占比仅为 5%，而近几年迅速上升，据卓创农业调研数据，2021 年冰鲜鸡的渗透率约为 15%，根据弗若斯特沙利文的数据，2021 年黄羽鸡消费量约为 610 万吨，参考冰鲜鸡龙头企业湘佳股份的销售价格，2021 年冰鲜鸡均价为 24 元/公斤，由此可以推断出 2021 年冰鲜黄羽鸡市场规模约为 219.6 亿元。我们保守假设 2022-2024 年冰鲜鸡渗透率以每年 1% 递增，预计 2024 年能达到 304.2 亿元，2021-2024 年的 CAGR 高达 11.47%。目前我国冰鲜鸡行业还处在发展初期，反观美国、英国、加拿大、日本等发达国家冰鲜鸡占比均在 50% 以上，随着我国冰鲜鸡渗透率加速提升，未来行业规模有望持续增长。

图表 29： 2021-2024 年冰鲜黄羽鸡市场规模测算

	黄羽鸡消费量（万吨）	冰鲜鸡占比	冰鲜鸡价格（元/公斤）	冰鲜黄羽鸡市场规模（亿元）
2021	610	15%	24	219.6
2022E	630	16%	25	252.0
2023E	640	17%	25	272.0
2024E	650	18%	26	304.2

资料来源：弗若斯特沙利文，卓创农业，湘佳股份公司公告，中信建投

3 四大竞争优势筑建高壁深垒，驱动公司长期稳定发展

3.1 全产业链覆盖，保障食品安全和质量

公司覆盖从生产端到销售端的全产业链，食品质量全程管控可追溯。公司依托规模化优势和技术优势不断延伸产业链，建立了从饲料生产、种禽繁育、家禽饲养、禽类屠宰、食品加工、产品配送销售的产、供、销一体化经营模式，形成了“从农场到餐桌”的全程管控：

1) 饲料生产环节：构建完善的饲料品控体系，严格监控饲料质量，从源头保障家禽产品的安全。公司设置饲料生产部进行统一管理，种禽和家禽所需饲养主要源自公司自主研发生产的饲料，对饲料原料品质的挑选、添加剂的使用、加工设备的选择等多方面进行严格把关，对饲料营养成分、安全水平、环保情况等品质进行跟踪监测，饲料生产已通过 ISO9001:2008 质量管理体系认证。

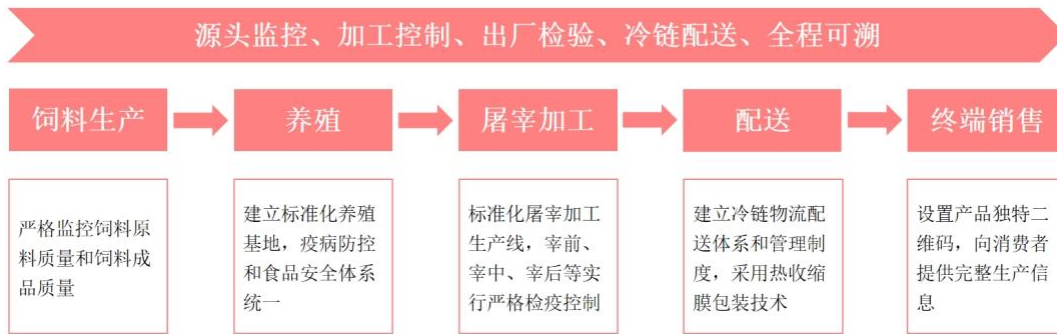
2) 养殖环节：高标准、全封闭的标准化养殖基地提升鸡只品质。公司的标准化养殖基地由自养部管理，标准化养殖是目前肉鸡养殖业最先进的生产方式之一，具有改善养殖条件、提高生产性能、降低疫病发病率、提升产品质量等优势。在标准化养殖模式下疫病防控和食品安全体系统一，不仅提升了禽类产品的生产效率，同时完善的全程质量控制和监控体系保障了鸡肉产品品质和食品安全。

3) 屠宰加工环节：标准化屠宰加工生产线确保产品质量稳定。公司通过电麻、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，确保肉质与食品安全的稳定性，并且宰前、宰中、宰后、预冷、金属探测等节点实施了严格的检疫控制，有效保证冰鲜产品的品质与安全。公司拥有三大屠宰加工厂——食品产业园（3万吨/年）、润乐食品（2万吨/年）和山东泰森（3万吨/年），总产能可达8万吨/年，屠宰加工已获得质量管理体系、食品安全管理体系认证、环境管理体系认证。

4) 配送环节：建立冷链物流配送体系，从设备和工艺上保证冰鲜产品的营养和品质。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 摄氏度，确保产品质量。此外，公司积极采用国际流行的热收缩膜包装技术，经收缩包装后的产品具有外观精美、包装成本低、密封、防尘、防潮等优点，可进一步延长冰鲜鸡的保质期。

5) 销售环节：公司向消费者提供产品的完整生产信息，保证产品质量全程可溯源。公司在每份冰鲜产品的包装上附带产品特有的二维码，消费者可扫码获取产品名称、生产地、生产日期、保质期、负责人、屠宰单位、储存条件、物流节点等重要信息，不仅提高产品的透明度，减少信息不对称，获得消费者认可和信任，还有助于提升品牌形象。

图表30： 公司覆盖从生产到销售的全产业链



资料来源：公司公告，中信建投

3.2 行业先进生产模式，助力扩大规模降本提效

公司在“公司+农户”模式的基础上进行改良，发展出“公司+基地+农户”的运营模式。目前行业内大部分企业采用“公司+农户（或家庭农场）”模式，即企业凭借自身资金和技术优势，为农户提供雏鸡、饲料、防疫、药品及技术支持，黄羽肉鸡出栏后由企业以统一价格进行回收，而农户只需要搭建鸡舍和缴纳部分押金即可。该模式的特点是能充分发挥合作双方优势，可较大程度杜绝疫病的传播。然而近年来，该模式也暴露出一些问题，在市场行情出现较大波动时，容易出现合作一方违约的现象，导致企业或农户损失，从而产生纠纷；同时，在食品安全日益受到重视的情况下，企业对农户养鸡的过程控制也存在一定的隐患。因此公司大力发展“公司+基地+农户（或家庭农场）”的运营模式，即通过农户代养和自有标准化养殖基地养殖的合作养殖模式，能有效弥补和降低单一的“公司+农户”模式中存在的缺陷和风险。

“公司+基地+农户”模式能结合代养模式和自养模式各自的优点，并有效降低风险：

1) 代养模式：公司在推进现代化农业发展进程中，对农户实行“五统一、一分散”的代养管理模式，五统一即公司“统一提供鸡苗、统一提供饲料、统一提供疫苗药品、统一提供技术服务、统一产品销售”；一分散即“代养户分散养殖，获取代养费用”。通过上述模式，可以有效地将产业链中各生产要素组织起来，按照国家农产品生产的要求进行标准化、规范化的全过程监督管理。

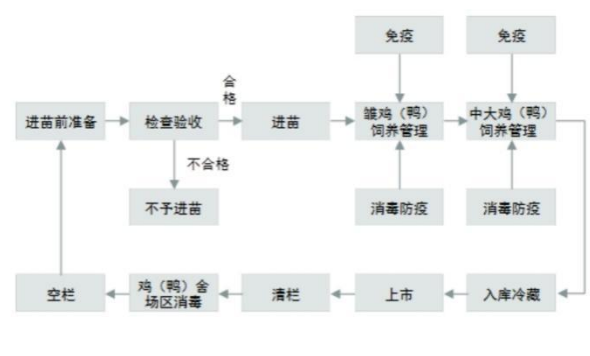
2) 标准化基地自养模式：标准化自养模式是公司在多年黄羽鸡养殖历程中探索借鉴的先进经验和创新模式，很好地结合了公司自身具有的饲料加工、种禽繁育、禽蛋孵化及肉鸡饲养等环节丰富的经验和完善的销售渠道。公司商品代黄羽肉鸡养殖基地主要是地面垫料平养，由公司自建饲养场饲养，集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、屠宰加工、产品销售为一体，整个生产过程由自养部统一管理控制。

图表31：代养模式具体操作流程



资料来源：公司公告，中信建投

图表32：标准化自养模式具体操作流程

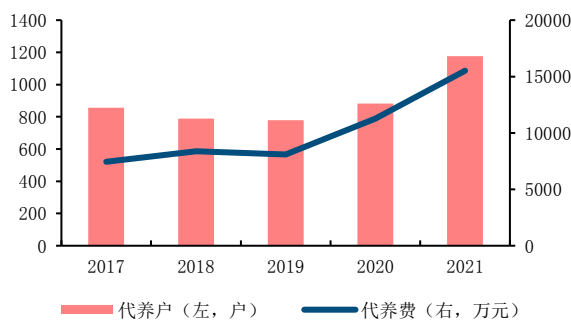


资料来源：公司公告，中信建投

标准化养殖有助于公司扩大生产规模、降本增效，是产业发展的必然选择。标准化自养能实现规模化养殖，提高产业自动化水平，不断扩大养殖规模，而后发挥规模效应，进而降低成本。同时标准化养殖还能提高生产效率，改善养殖条件，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。目前行业养殖模式面临转型，随着养殖规模的扩大，标准化、集约化养殖模式将迅速发展，未来标准化养殖将成为禽类养殖产业发展的必然趋势。

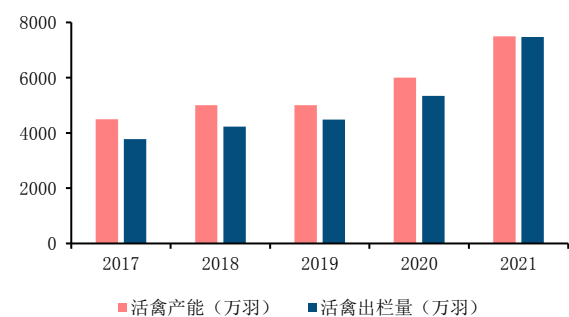
近年来公司不断扩大代养规模、积极建设标准化基地，活禽产能和出栏量快速增长。2021 年公司代养户数量为 1,176 户，较上年底增加 293 户，代养费 15,518.34 万元，同比增加 37.55%，代养对公司扩大规模提供了有力支持。公司从 2011 年开始投资建设高标准、全自动、全封闭的标准化养殖基地，截至 2021 年公司的标准化基地已达到 25 个，分布在石门、临澧、岳阳、湘阴等地区。目前公司种鸡养殖约 25% 为农户代养，约 75% 为标准化基地自养；公司商品鸡养殖约 70% 为农户代养，约 30% 为标准化基地自养；鸭全部为农户代养。公司自养活禽以快速型为主，代养活禽以中速型和慢速型为主。标准化养殖场的陆续投产以及代养规模的扩大，带动公司养殖规模不断壮大，2021 年活禽产能为 7,500 万羽，出栏量达 7,474.46 万羽，同比分别增长 25%/39.89%。

图表33：2017-2021 年公司代养规模不断扩大



资料来源：公司公告，中信建投

图表34：2017-2021 年公司活禽产能和出栏量稳步上升



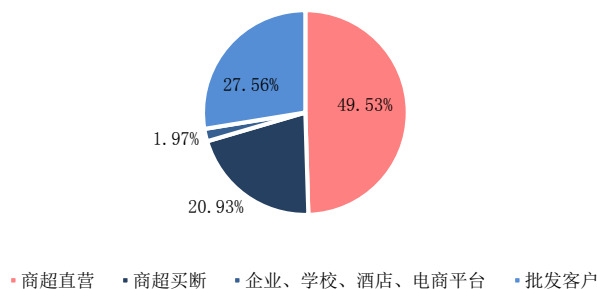
资料来源：公司公告，中信建投

3.3 商超渠道系统成熟，构建冰鲜业务护城河

公司较早开拓冰鲜业务，具备先发优势，目前处于行业领先地位。多年来黄羽鸡的主要交易方式为活禽，在家禽批发市场、农贸市场流通，冰鲜形式销售占比不超过 10%，然而随着越来越多的城市关闭活禽市场，因而销售渠道逐渐转向超市，以商超为主要渠道的冰鲜产品成为发展趋势。公司早在 2007 年开始探索冰鲜产品经营模式，远早于温氏股份、立华股份等竞争对手，在屠宰加工、冷链物流、冰鲜自营、电商直营等多个环节积累了丰富经验，形成了较高竞争壁垒，目前已成为冰鲜黄羽鸡领域内的龙头。

公司大力推动冰鲜产品渠道建设，在商超领域独具优势。商超是冰鲜产品的主要销售渠道，因此公司积极建设商超渠道，长期合作的客户众多，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，形成了一套成熟的冰鲜产品营销体系，在商超渠道具有绝对的竞争优势，2021 年商超渠道销售收入为 12.86 亿元，占冰鲜收入比重为 70.47%，其中商超直营占比最高，接近 50%。此外公司还拓展了电商和新零售渠道，陆续与徐记海鲜、蒸浏记、钱大妈等电商，盒马鲜生、7FRESH、叮咚买菜、福建朴朴等新零售行业巨头建立战略合作关系。

图表35： 2021 年公司商超渠道占冰鲜收入比重为 70.47%



资料来源：公司公告，中信建投

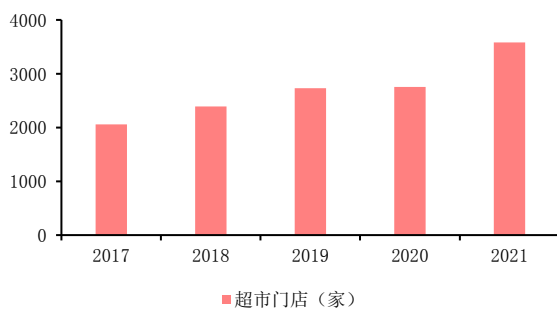
图表36： 公司与众多客户建立了稳定合作关系



资料来源：公司官网，中信建投

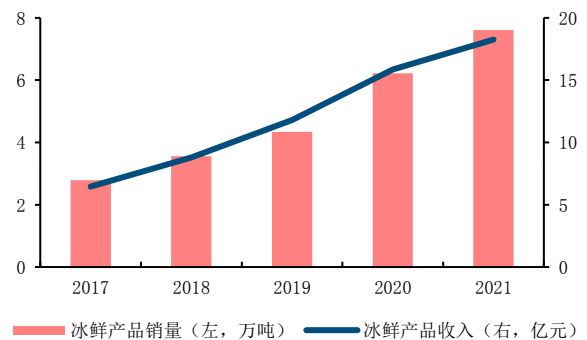
超市门店与日俱增，冰鲜产品迅速放量。公司门店数量自 2017 年以来加速上升，截至 2021 年末已有 3,584 家超市门店，较 2020 年底增加 829 家。商超门店快速扩张大幅拉升冰鲜产品销量，2021 年全年共销售冰鲜产品 7.61 万吨，同比增长 22.22%，冰鲜销售额同样实现高速增长，2021 年达 18.26 亿元，同比上升 15.04%，2017-2021 年冰鲜产品销量和销售额的 CAGR 分别为 28.58%/29.67%。

图表37： 2017-2021 年超市门店数量逐年增加



资料来源：公司公告，中信建投

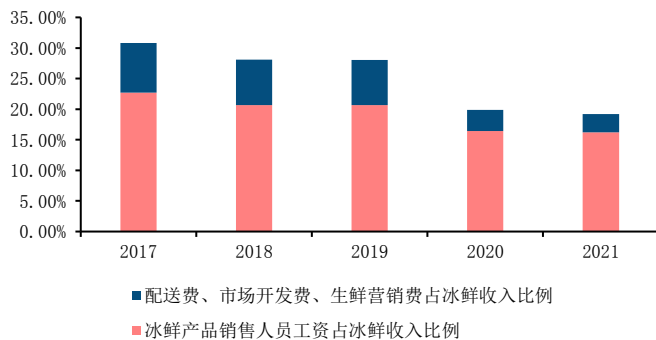
图表38： 2017-2021 年冰鲜业务快速增长



资料来源：公司公告，中信建投

冰鲜营销费用率逐年降低，成本控制效果显著。近几年公司大力开拓冰鲜市场，在冰鲜业务快速突破的同时也伴随着市场营销费用的增加，2017-2021 年冰鲜产品销售人员工资总支出的 CAGR 为 19.18%，配送费、市场开发费和生鲜营销费的 CAGR 为 1.11%，但营销费用率却逐年下降，2021 年冰鲜产品销售人员工资占比以及配送费、市场开发费和生鲜营销费占比分别为 16.22%/2.99%，较 2017 年下降了 6.51/5.10pcts，这主要得益于公司在市场营销工作中有效控制成本，增强销售人员专业程度，提高营销效率，因而单位投入获得的增长更高。

图表39： 2017-2021 年冰鲜营销费用率呈下降趋势



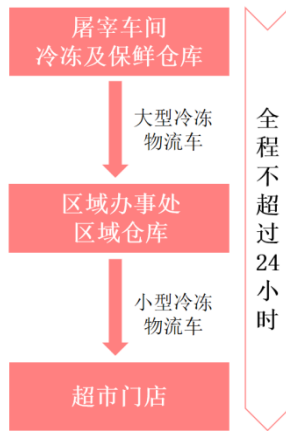
资料来源：公司公告，中信建投

3.4 冷链配送体系健全，销售网络覆盖全国

完善的冷链物流配送体系满足冰鲜产品对于时效性和新鲜度的要求。冰鲜产品的保质期一般在 7 天以内，其加工、流通和零售过程中需保存在低温环境，并且终端消费者主要是各大超市、卖场，消费区域分布零散，对于物流配送的产品保鲜、运输时效性的要求极高。对此公司建立冷链物流配送体系，制订冷链物流管理制度，从屠宰出库到终端销售全程冷链保存，保证每个环节的温度维持在 0-4 度，并在冷链运输车上面装备温度监控系统，实时对运输过程中的温度进行监控和记录，发现温度异常情况则立马通知负责人，及时处理异常情况，避免造成产品损失，全力保证冰鲜产品的新鲜程度。

高效稳定的产品供应是公司冰鲜业务的核心竞争力。公司拥有 50 多辆大型冷链配送专用车和 300 多辆小型冷链配送专用车负责运送冰鲜产品，先由屠宰车间运送至区域厂库进行临时周转，区域办事处接收后再及时配送到各超市门店。公司的三大屠宰工厂分布在湖南和山东地区，各司其职负责南方和北方区域，基本上可以实现 24 小时内甚至更短时间将冰鲜产品配送至全国各省。此外还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，覆盖重点城市区域，进一步提高产品新鲜度和控制损耗率。

图表40： 公司冰鲜产品运输流程



资料来源：公司公告，中信建投

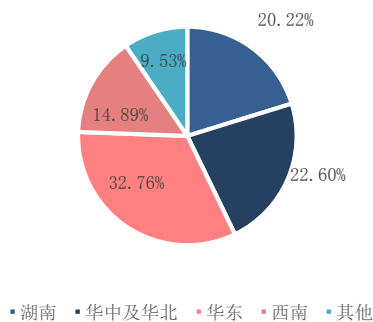
图表41： 公司冷链配送专用车



资料来源：公司官网，中信建投

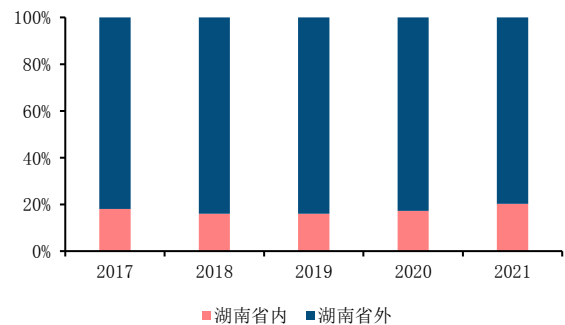
公司不断扩大冰鲜销售覆盖区域，加速全国化网络布局。公司的冰鲜业务销售区域从湖南湖北出发向四周发散，逐步开拓周边市场，向东开发江西、江苏、上海、浙江市场，向西开发重庆、四川市场，向南开发福建、广东市场，向北开拓北京、山东、河南等地市场，平均每年增加 1-4 个城市。2008-2019 年期间公司已开发了北京、上海、湖南、广东、重庆、江苏、福建、浙江等 20 个省市，2020-2021 年期间又新开发了广西、云南、东三省、陕西等区域，截至 2021 年公司冰鲜销售网络遍布 28 个省市，覆盖了全国 85% 以上的区域。湖南省是公司大本营，冰鲜业务拓展最为成熟，2021 年实现 3.69 亿元的冰鲜产品销售额，占比为 20.22%，而省外市场也遍地开花，冰鲜收入逐年增长。

图表42： 2021 年公司冰鲜业务收入各区域占比



资料来源：公司公告，中信建投

图表43： 2017-2021 年湖南省内和省外冰鲜销售占比

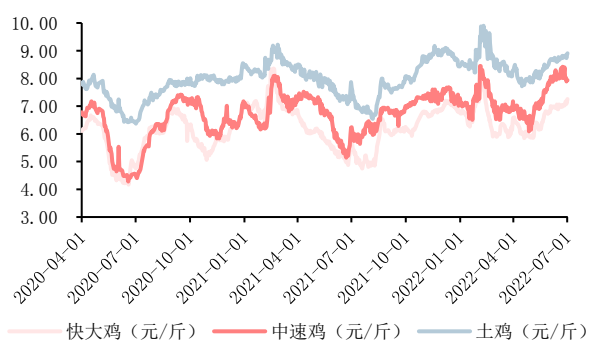


资料来源：公司公告，中信建投

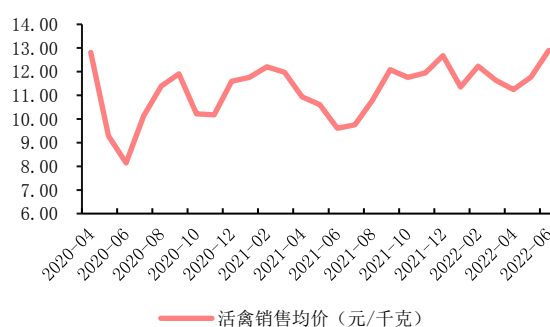
4 未来发展：活禽冰鲜齐头并进，新业务有序扩张

4.1 黄羽鸡行业景气回升，活禽业务量价齐升

黄羽鸡行业景气度有望回升，带动公司活禽销售均价上涨。当前黄羽鸡行业消费需求平稳增长，而在产祖代和父母代黄羽种鸡存栏量下降至历史较低水平，产能持续去化，供给收缩迹象明显，供求双方力量驱使黄羽鸡价格重回上行周期。根据新牧网数据，黄羽鸡价格自 2022 年 4 月起持续走高，7 月 1 日快大鸡、中速鸡和土鸡价格分别上升至 7.26/7.94/8.91 元/斤，相比去年同期增幅分别为 26.70%/27.24%/16.17%，公司活禽销售均价也在 2022Q2 连续上涨，6 月达 12.9 元/千克，同比上升 34.38%，展望后期，公司活禽价格将在黄羽鸡市场回暖的带动下进入上升通道。

图表44： 2020-2022 年黄羽鸡价格走势


资料来源：新牧网，中信建投

图表45： 2020-2022 年公司活禽销售均价变化


资料来源：Wind，中信建投

公司积极扩充养殖产能，为活禽出栏量稳步提升保驾护航。2020 年公司 IPO 募集 2.7 亿元建设 1,250 万羽优质鸡标准化养殖基地建设项目，该项目已陆续投产，仅剩新铺镇中河铺村养殖杨二分厂在建，预计 2022 年底投入使用，能新增 250 万羽的产能。2022 年公司又发行可转债筹资 3 亿元建设 1,350 万羽优质鸡标准化养殖基地，预计在 2023 年投产。此外公司还自筹资金建设养殖场，夹山镇双龙社区枚家湾养殖场项目预计在 2023 年完工后增加 100 万羽产能。随着养殖产能不断扩充，公司黄羽鸡的出栏量稳步提升，为活禽业务发展壮大奠定坚实基础。

图表46： 公司在建黄羽鸡养殖项目

项目名称	设计产能	总投资额（万元）	项目地点	预计投产时间
新铺镇中河铺村养殖场二分厂	250 万羽	5,396	湖南省常德市石门县	2022 年底
1,350 万羽优质鸡标准化养殖基地	1,350 万羽	30,292	湖南省常德市石门县	2023 年
夹山镇双龙社区枚家湾养殖场	100 万羽	3,000	湖南省常德市石门县	2023 年

资料来源：公司公告，中信建投

4.2 冰鲜渠道稳步拓宽，全国化布局加速推进

商超渠道持续扩张，新零售和社区团购渠道加强开拓。商超是冰鲜产品的主要渠道，公司通过与大型连锁商超合作来不断增强竞争壁垒，一方面沃尔玛、华润万家、大润发、永辉等现有客户的门店数量快速扩张，另一方面公司计划拓展新的商超客户，预计 2022 年商超门店将突破 4,000 家，是冰鲜业务成长的主要驱动力。此外公司还将发力新零售和社区团购等新渠道，加大对品牌餐饮团购、新零售客户的开拓力度，加强与生鲜社区团购的合作，预计新渠道的重要性将有所提升，分散单一渠道比重过高的风险。

冰鲜产品目标市场不断下沉，全国化进程加速。目前冰鲜禽肉产品市场主要集中在各省会城市和经济强市，例如长沙、株洲、湘潭、重庆、武汉、上海、北京、广州等，公司计划未来进一步强化冷链物流配送体系，以现有省市区市场为据点，加快地级市场开发进度，并向县级市场辐射。在全国化进度方面，目前公司的销售网络已经覆盖 28 个省份，新疆市场还处在建设阶段，仅剩西藏、内蒙古、台湾等区域有待开发，预计未来 2 年内公司的全国化进程将基本完成。

图表47： 公司的销售网络已覆盖 28 个省份


资料来源：公司公告，中信建投

4.3 新业务板块有序拓展，实施多元化发展战略

1) 生猪板块：2020年4月公司的全资子公司湖南泰森鲜丰食品有限公司投资2.02亿元建设年屠宰100万头生猪及肉制品深加工项目，创建现代化全自动生猪屠宰生产线及冷链物流配送体系，预计在2022年底完工，建成后可增加生猪屠宰产能100万头/年，还能进行猪肉深加工，产出白条肉、分割小包装肉、深加工肉制品；又在2020年5月投资1亿元及2亿元分别建设20万头商品猪养殖场项目及1万头种猪养殖项目，以此配套100万头生猪屠宰，两个项目预计在2023年建成。2021年底公司种猪存栏数量为1,700头，商品猪存栏数量为4,876头，随着项目陆续投产公司的生猪产业链将日臻完善。

图表48：公司在建生猪养殖和屠宰项目

项目名称	设计产能	总投资额（万元）	资金来源	建设周期	预计投产时间
年屠宰100万头生猪及肉制品深加工项目	100万头生猪	20,165	IPO	15个月	2022年下半年
20万头商品猪养殖场项目	20万头商品猪	10,000	自筹	18个月	2023年
1万头种猪养殖基地项目	8,000头原种猪、2,300头二元母猪	20,000	可转债	12个月	2023年

资料来源：公司公告，中信建投

基于公司丰富的黄羽鸡养殖经验和冰鲜商超渠道的优势，生猪板块将成为公司新的增长动力。生猪业务与黄羽鸡在采购、养殖、生产、销售模式等方面具有一定的相似性，公司在黄羽鸡养殖领域深耕多年，积累了丰富的规模化养殖场建设与养殖经验，以及一批具有资深经验的技术专家和管理队伍。此外公司的猪肉产品主要以冰鲜形式销售，销售渠道与冰鲜禽肉相同，待生猪项目陆续建成投产后，公司利用现有的冰鲜产品销售网络，借助商超领域的渠道优势，向商超、新零售等客户销售猪肉产品，预计未来生猪板块将助推公司打开新的成长空间。

2) 商品蛋板块：2021年2月公司决议以5600万元收购三尖农牧70%的股权开拓商品蛋业务，三尖农牧是集饲料加工、蛋鸡养殖为一体的湖南省农业产业化龙头企业，拥有一条饲料自动控制生产线（15万吨/年）、一条水产饲料生产线（5万吨/年）、3个中鸡育雏场（300万羽/年）、10个蛋鸡养殖场（100万羽规模），2021年商品蛋业务贡献1.92亿的收入。近两年三尖农牧积极扩建蛋鸡养殖场，打造三尖富硒蛋、无抗蛋、精品蛋等高品质产品，2020-2021年间先后建设70万羽蛋鸡养殖标准化示范场项目和存栏48万羽蛋鸡养殖场项目，朝着蛋鸡养殖300万羽、年产值10亿元的目标稳步前进，预计后续商品蛋板块的规模将不断提高。

3) 熟食及预制菜板块：2018年公司投资1.5亿元建设湘佳食品产业园二期精深加工项目，可年产麻辣鸡心、新黑胡椒手枪腿、香酥鸡块、孜然鸡胗、藤椒鸡翅根、新香辣鸡翅中、调理鸡胸肉片、调理烤鸡等调制鸡肉食品8千吨，旅游休闲禽肉食品1万吨。2021年8月公司出资设立了控股子公司湖南湘佳美食心动食品有限公司进军预制菜领域，在总部食品产业园建成一个预制菜加工车间，目前已研发产品包括盐焗、烧腊、蒸制、酱卤等一系列家禽类预制产品，计划打造家禽预制菜品牌；长沙的预制菜加工车间在2022年6月进入正常生产状态，产能持续爬坡；2022年下半年将启动特色食品产业园建设。预计2023年公司熟食及预制菜业务将会快速突破，成为除冰鲜业务之外的又一重点发展方向，助力公司转型升级。

5 盈利预测与投资建议

活禽业务有望回暖。随着在建黄羽鸡养殖项目陆续投产，公司活禽出栏量将稳步增长，预计 2022-2024 年活禽销售数量分别为 4,038/4,239/4,451 万羽，对应销售重量为 7,389/7,758/8,146 吨。黄羽鸡行业正经历需求平稳、供给收缩的阶段，因此预计今年黄羽鸡价格将会上涨，假设 2022 年活禽均价上升至 13.68 元/千克，2023/2024 年价格或将小幅下降，分别为 13.35/12.50 元/千克。2022 年饲料价格有所松动，鸡价相对高位运行叠加原材料成本下降，预计 2022-2024 年活禽毛利率回升至 5.70%/6.37%/6.80%。

冰鲜业务将保持高速增长。公司冰鲜渠道不断下沉，销售网络覆盖面持续扩大，推动冰鲜产品销量快速增长，假设 2022-2024 年销量为 91,293/109,552/129,271 吨。假设 2022 年冰鲜产品价格随黄羽鸡价格的带动下上升至 26.20 元/千克，2023-2024 年黄羽鸡供给增加，预计冰鲜产品价格将逐渐回落至 25.90/25.50 元/千克。随着公司的冰鲜业务规模扩大，规模效应凸显，单位成本有所下降，毛利率或将小幅提升，预计 2022-2024 年冰鲜业务毛利率分别为 25.57%/25.87%/25.88%。

图表49： 公司核心业务预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
活禽业务					
收入（百万元）	498.19	761.03	1010.76	1035.70	1018.24
yoy	-17.50%	52.76%	32.82%	2.47%	-1.69%
毛利率	-4.52%	-1.47%	5.70%	6.37%	6.80%
冰鲜业务					
收入（百万元）	1587.10	1825.74	2391.89	2837.40	3296.42
yoy	34.55%	15.04%	31.01%	18.63%	16.18%
毛利率	38.22%	25.01%	25.57%	25.87%	25.88%
商品蛋业务					
收入（百万元）	-	192.23	201.84	211.93	222.53
yoy	-	-	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	-	7.13%	7.10%	7.30%	7.30%
其他主营业务					
收入（百万元）	104.30	226.52	385.08	577.62	750.90
yoy	11%	117%	70.00%	50.00%	30.00%
毛利率	23.88%	30.28%	30.00%	30.50%	30.00%
合计					
收入（百万元）	2189.59	3005.51	3989.57	4662.65	5288.10
yoy	16.60%	37.26%	32.74%	16.87%	13.41%
毛利率	27.82%	17.56%	20.03%	21.27%	22.01%

资料来源：Wind，公司公告，中信建投

公司活禽业务迎来改善，冰鲜业务持续蓬勃发展。黄羽鸡行业景气度回升，鸡价重回上升周期，叠加公司活禽养殖产能陆续释放，活禽业务将迎来改善，冰鲜业务随着渠道拓宽下沉、销售覆盖面扩大有望延续高速增长趋势，商品蛋及其他主营业务业绩保持稳健增长。综合考虑，我们预计公司 2022-2024 年实现营收 39.90/46.63/52.88 亿元，归母净利润 1.18/1.80/2.46 亿元，EPS 分别为 1.15/1.77/2.41 元/股，对应 PE 分别为 33.4x/21.8x/16.0x，维持“买入”评级。

图表50：可比公司估值

	市盈率 PE			
	TTM	22E	23E	24E
湘佳股份	134.5	33.4	21.8	16.0
可比公司平均	16.5	-	12.9	12.3
立华股份	-18.8	23.7	11.8	13.4
温氏股份	-10.5	-92.2	11.6	10.6
圣农发展	78.7	43.4	15.2	12.8

资料来源: Wind, 中信建投 (湘佳股份 PE 为预测值, 可比公司 PE 取自 2022.08.05 收盘时 Wind 一致预期)

6 风险提示

鸡价持续低迷的风险及鸡价对业绩影响的敏感性分析。若黄羽鸡行业去产能程度不及预期，或需求平稳不如预期，将导致鸡价持续低迷，悲观假设 2022-2024 年鸡价约为 13.18/12.85/12.00 元/公斤，公司盈利能力受影响，营收预计较本盈利预测下降 0.93%/0.83%/0.77%，归母净利润较本盈利预测下降 24.85%/17.59%/14.14%。

黄羽鸡出栏不及预期的风险及出栏量对业绩影响的敏感性分析。若公司未来黄羽鸡出栏量增长不及预期，活禽销量将受到影响，悲观假设 2022-2024 年活禽销量为 3,800/3,900/4,000 万羽，营收预计较本盈利预测下降 1.49%/1.78%/1.95%，归母净利润较本盈利预测上升 6.18%/5.93%/5.38%。

冰鲜渠道拓展不及预期的风险。若公司未来渠道拓展不及预期，冰鲜产品销量增长受到影响，悲观假设 2022-2024 年冰鲜销量为 8/9/10 万吨，营收预计较本盈利预测下降 7.42%/10.86%/14.12%，归母净利润较本盈利预测下降 17.65%/19.05%/20.98%。

禽流感等疫情带来的风险。公司黄羽鸡养殖数量较大，若爆发禽流感，公司应对不及时可能会导致活禽业务受较大影响。

原材料价格上涨的风险。养殖业受成本影响较大，若原材料价格持续上涨，公司成本承压，盈利能力受影响，导致利润不及预期。

政策变动的风险。若土地政策、环保政策等发生变化，公司发展可能受到影响。

7 报表预测

资产负债表（百万元）

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1187	1036	1146	1353	1481
现金	662	298	566	661	750
应收票据及应收账款合计	185	206	0	0	0
其他应收款	16	29	31	39	40
预付账款	14	24	27	33	35
存货	282	447	492	588	625
其他流动资产	27	31	31	31	31
非流动资产	1191	1833	2100	2256	2373
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	878	1213	1566	1748	1880
无形资产	102	134	146	156	168
其他非流动资产	211	485	388	352	325
资产总计	2378	2868	3246	3609	3854
流动负债	569	778	1118	1346	1408
短期借款	178	230	706	956	921
应付票据及应付账款合计	132	227	0	0	0
其他流动负债	259	321	412	390	487
非流动负债	176	411	392	344	289
长期借款	99	271	251	204	149
其他非流动负债	77	141	141	141	141
负债合计	744	1189	1510	1690	1697
少数股东权益	29	71	74	79	88
股本	102	102	102	102	102
资本公积	726	726	726	726	726
留存收益	776	780	896	1071	1311
归属母公司股东权益	1604	1608	1663	1840	2069
负债和股东权益	2378	2868	3246	3609	3854

现金流量表（百万元）

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	161	114	304	261	537
净利润	170	29	121	186	254
折旧摊销	79	139	124	157	183
财务费用	4	14	31	51	50
投资损失	-3	-2	-2	-2	-2
经营性应收项目的减少	-60	-17	203	-6	-2
经营性应付项目的增加	52	17	-128	-26	94
其他经营现金流	-28	-49	-172	-124	53
投资活动现金流	-438	-685	-455	-311	-298
资本支出	421	673	810	406	82
长期投资	-20	0	0	0	0
其他投资现金流	-37	-12	355	95	-216
筹资活动现金流	747	207	-59	-105	-115
短期借款	121	52	0	0	0
长期借款	1	172	-20	-48	-55
普通股增加	26	0	0	0	0
资本公积增加	620	0	0	0	0
其他筹资现金流	-21	-16	-39	-57	-60
现金净增加额	471	-364	-209	-154	123

资料来源：公司公告，中信建投

利润表（百万元）

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2190	3006	3990	4663	5288
营业成本	1581	2478	3190	3671	4124
营业税金及附加	5	6	9	10	11
销售费用	364	411	543	629	709
管理费用	64	73	96	114	137
研发费用	5	5	8	9	10
财务费用	4	14	31	51	50
资产减值损失	-3	-4	0	-1	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	16	19	13	15	16
投资净收益	3	2	2	2	2
营业利润	181	32	130	200	272
营业外收入	1	3	1	1	2
营业外支出	6	4	6	7	6
利润总额	177	31	126	194	268
所得税	7	2	5	8	14
净利润	170	29	121	186	254
少数股东损益	-4	3	3	5	8
归属母公司净利润	174	26	118	180	246
EBITDA	254	193	273	390	492
EPS（元）	1.71	0.25	1.15	1.77	2.41

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	16.6	37.3	32.7	16.9	13.4
营业利润(%)	-25.7	-82.2	304.6	52.9	36.1
归属于母公司净利润(%)	-23.2	-85.3	358.2	53.3	36.2
获利能力					
毛利率(%)	27.8	17.6	20.0	21.3	22.0
净利率(%)	8.0	0.9	2.9	3.9	4.6
ROE(%)	10.4	1.7	6.7	9.4	11.5
ROIC(%)	14.2	2.6	6.6	9.0	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	31.3	41.5	46.5	46.8	44.0
净负债比率(%)	-22.3	17.5	26.4	29.7	18.5
流动比率	2.1	1.3	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.6	0.8	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	12.8	15.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	15.6	13.8	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.71	0.25	1.15	1.77	2.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	-0.10	2.99	2.56	5.27
每股净资产(最新摊薄)	15.59	15.63	16.79	18.46	20.75
估值比率					
P/E	22.5	152.9	33.4	21.8	16.0
P/B	2.5	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	14.2	22.3	16.4	11.8	9.0

分析师介绍

王明琦：中信建投证券农林牧渔&宠物消费行业首席分析师，上海交通大学硕士，深度覆盖养殖、动保、种业、饲料和宠物全产业链等细分赛道；2021 年加入中信建投证券研究发展部，曾任职于方正证券研究所，作为核心成员入围 2020 年卖方分析师水晶球奖公募榜单。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅 10%以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk