湘佳股份（002982）

公司研究/点评报告

Q3 业绩短期承压，不改冰鲜长期成长逻辑

—湘佳股份（002982）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 10 月 26 日

一、事件概述

10 月 25 日，公司发布 2020 年三季报。报告期内，公司实现营收 15.35 亿元，同比+17.06%；实现归母净利润 1.8 亿元，同比+5.73%。20Q3 单季度实现营收 5.47 亿元，同比+1.84%，实现归母净利润 0.40 亿元，同比-61.91%。

二、分析与判断

➢ Q3 业绩短期承压，活禽业务表现疲弱，但冰鲜业务仍稳定增长

收入端：20 年前三季度公司实现营收 15.35 亿元，同比+17.06%；折合 20Q3 单季度实现营收 5.47 亿元，同比+1.84%。总体看，Q3 收入增幅较小主因鸡价大跌导致活禽业务表现疲弱，收入/价格/销量分别同比-27%/-28%/+2%。但 Q3 冰鲜及其他业务仍然稳中有增，收入同比+14%，判断主要系冰鲜销量保持高速增长同时价格表现坚挺。**利润端：**20 年前三季度公司实现归母净利润 1.8 亿元，同比+5.73%；折合 20Q3 单季度实现归母净利润 0.40 亿元，同比-61.91%。利润增速与收入增速差距悬殊，原因在于 Q3 鸡价同比大跌导致毛利率明显下滑，同时疫情后公司开店速度加快并新开发山东公司导致费用率明显上升。

➢ Q3 鸡价大跌拖累毛利率，外埠市场拓展推动费用率高企

毛利率：20Q3 单季度毛利率 30.73%，同比-12.49ppt，主要系活禽价格同比大跌而成本相对刚性导致。但 20Q3 毛利率环比+0.33ppt，反映三季度鸡价边际改善。**净利率：**20Q3 归母净利率 7.29%，同比-12.20ppt，原因除毛利率大幅下降之外还与费用率提升相关。20Q3 公司销售费用率同比+2.55ppt，判断主因疫情后公司加快开店速度导致销售人员工资等支出加大；管理费用率同比+1.23ppt，主要系新开发的山东等公司费用增加所致。此外，研发费用率/财务费用率波动较小，分别同比-0.14ppt/-0.44ppt。

➢ Q4 基本面或环比改善，长期仍看好公司冰鲜成长逻辑

短期看，预计 20Q4 基本面环比好转，原因在于随着 Q4 鸡价同比跌幅收窄，收入端增速将环比提高，而毛利率也有望环比改善，最终利润增速止跌回升。**长期看，**产能加码+渠道下沉+区域扩张+品类延展，公司未来成长仍然可期。产能方面，公司 IPO 后养殖与屠宰产能均上一个台阶，支撑冰鲜业务继续扩张；渠道方面，公司在商超渠道下沉，扩大门店数量，同时大力开拓 B 端食堂餐饮，贡献第二增长曲线；区域方面，华东、华北、西南黄鸡消费市场容量大，竞争对手弱，是公司全国化的最佳路径；品类方面，公司布局冷鲜猪肉与禽蛋，利用现有的商超渠道优势，以较低的费用杠杆撬起较大的业绩弹性。

三、投资建议

预计 20-22 年公司实现收入 22.43/28.73/35.81 亿元，同比+19.4%/+28.1%/+24.6%；归母净利润 2.86/3.52/4.30 亿元，同比+25.9%/23.1%/22.3%，对应 EPS 为 2.80/3.44/4.21 元，目前股价对应 PE 为 31/25/21 倍。20 年可比公司平均估值 43 倍，高于公司估值水平。考虑到公司享受行业高增速红利，同时自养+商超的模式具备长期竞争优势，叠加产能、渠道、区域与品类扩张贡献业绩弹性，维持公司“推荐”评级。

四、风险提示

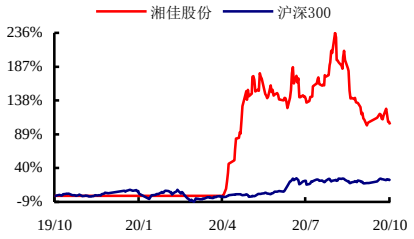
肉鸡价格继续下跌，冰鲜上市政策推进不及预期，禽流感、自然灾害等不可抗事件。

推荐　维持评级

当前价格： 86.64 元

交易数据	2020-10-23
近 12 个月最高/最低(元)	142.95/42.67
总股本（百万股）	102
流通股本（百万股）	26
流通股比例（%）	25.16
总市值（亿元）	88
流通市值（亿元）	22

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

电话：021-60876735

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1.湘佳股份（002982）深度报告：稀缺的冰鲜鸡标的，不止周期更有成长

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,878	2,243	2,873	3,581
增长率（%）	24.0	19.4	28.1	24.6
归属母公司股东净利润（百万元）	227	286	352	430
增长率（%）	99.1	25.9	23.1	22.3
每股收益（元）	2.98	2.80	3.44	4.21
PE（现价）	29.1	31.0	25.2	20.6
PB	8.2	8.0	6.1	4.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**1,878**	**2,243**	**2,873**	**3,581**
营业成本	1,164	1,391	1,862	2,331
营业税金及附加	4	5	6	7
销售费用	382	460	546	680
管理费用	78	83	86	107
研发费用	4	4	6	7
EBIT	247	300	367	447
财务费用	12	6	6	5
资产减值损失	(2)	0	0	0
投资收益	2	1	1	2
营业利润	**244**	**295**	**363**	**444**
营业外收支	(12)	0	0	0
利润总额	**233**	**295**	**363**	**444**
所得税	3	7	7	9
净利润	229	289	355	435
归属于母公司净利润	**227**	**286**	**352**	**430**
EBITDA	**308**	**362**	**436**	**519**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	192	351	708	1101
应收账款及票据	157	198	255	311
预付款项	8	7	10	13
存货	186	250	318	393
其他流动资产	14	14	14	14
流动资产合计	**563**	**825**	**1314**	**1842**
长期股权投资	0	1	3	4
固定资产	548	635	668	702
无形资产	76	81	82	82
非流动资产合计	**771**	**819**	**812**	**813**
资产合计	**1334**	**1644**	**2127**	**2655**
短期借款	57	57	57	57
应付账款及票据	72	115	138	170
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**334**	**340**	**467**	**560**
长期借款	98	98	98	98
其他长期负债	55	55	55	55
非流动负债合计	**165**	**165**	**165**	**165**
负债合计	**500**	**505**	**632**	**726**
股本	76	102	102	102
少数股东权益	30	33	36	41
股东权益合计	**834**	**1139**	**1495**	**1930**
负债和股东权益合计	**1334**	**1644**	**2127**	**2655**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	24.0	19.4	28.1	24.6
EBIT 增长率	87.6	21.8	22.3	21.8
净利润增长率	99.1	25.9	23.1	22.3
盈利能力				
毛利率	38.0	38.0	35.2	34.9
净利润率	12.1	12.7	12.2	12.0
总资产收益率 ROA	17.0	17.4	16.5	16.2
净资产收益率 ROE	28.2	25.8	24.1	22.8
偿债能力				
流动比率	1.7	2.4	2.8	3.3
速动比率	1.1	1.7	2.1	2.6
现金比率	0.6	1.0	1.5	2.0
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	28.7	28.6	28.7	28.7
存货周转天数	53.4	56.4	55.0	54.9
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标（元）				
每股收益	3.0	2.8	3.4	4.2
每股净资产	10.6	10.8	14.3	18.5
每股经营现金流	3.9	2.5	4.1	4.6
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	29.1	31.0	25.2	20.6
PB	8.2	8.0	6.1	4.7
EV/EBITDA	28.2	23.6	18.8	15.0
股息收益率	0.2	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	229	289	355	435
折旧和摊销	63	61	68	72
营运资金变动	(11)	(97)	(6)	(41)
经营活动现金流	**301**	**258**	**423**	**471**
资本开支	164	92	60	71
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	**(162)**	**(92)**	**(60)**	**(71)**
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(33)	0	0	0
筹资活动现金流	**(60)**	**(7)**	**(7)**	**(7)**
现金净流量	**78**	**159**	**357**	**393**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。