湘佳股份（002982）

公司研究/深度报告

稀缺的冰鲜鸡标的，不止周期更有成长

深度研究报告/食品饮料　　2020 年 10 月 21 日

报告摘要：

- **2大行业逻辑：冰鲜黄鸡成长空间广阔，5年有望再造一个350亿市场**

（1）我们认为“生鲜赛道”成长空间广阔，本轮疫情后肉鸡冰鲜化正在加速，在政策加码、冷链水平提高、消费者意识改变的共同推动下，未来 5 年复合增速约 20%，有望再创一个 350 亿的市场增量。（2）从格局来看，冰鲜鸡市场竞争态势较为分散，龙头温氏市占率 25%，湘佳市占率 9%，我们认为随着传统养殖厂商加快向冰鲜转型，未来竞争格局或加剧，但以湘佳为代表的全产业类型企业更具竞争力。

- **2大竞争逻辑：自养生产+商超直营，公司商业模式具备长期竞争优势**

在行业冰鲜化的趋势下，我们认为公司商业模式具备长期竞争力：（1）生产端，标准化自养，单位成本更低，生产效率更高，资金足够时便能快速扩产能来抢占市场，同时鸡肉品质比代养更安全，顺应冰鲜时代对品质高要求的趋势；（2）销售端，通过商超直营获取产品溢价，与大型商超深度合作，构筑渠道与冷链的壁垒。

- **4条成长逻辑：产能加码、渠道下沉、区域与品类扩张，公司业绩弹性可期**

（1）从产能来看，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；（2）从渠道来看，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；（3）从区域来看，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；（4）从品类来看，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。

- **估值辨析：消费品的确定性与成长性支撑公司估值长期向肉制品板块收敛**

我们认为市场对湘佳存在认知差，即周期股与消费股的博弈。长期来看，确定性与成长性支撑公司估值长期向肉制品板块收敛；短期来看，20Q3 是基本面与市场情绪的低点，我们认为随着市场对于 21 年基本面修复的预期，20Q4 将率先修复估值。

- **盈利预测与投资建议**

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 33/27/22 倍。20 年可比公司平均估值 37 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、区域扩张贡献业绩弹性，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

- **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。

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）	30.9	32.9	26.7	21.9
PB	8.7	8.5	6.5	5.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格： 92.00 元

交易数据	2020-10-20
近 12 个月最高/最低（元）	140.21/42.67
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）	94
流通市值（亿元）	24

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

目录

一、公司概况：冰鲜黄鸡市场的开拓者 3
（一）历程：养殖起家，冰鲜成长 3
（二）股权：创始人持有 45%，典型家族企业 4
（三）业务：冰鲜黄鸡全产业链布局 5
二、冰鲜黄鸡：下一个 350 亿市场，全产业链型企业胜出 8
（一）空间：疫情加快黄鸡冰鲜化趋势，规模有望达到 350 亿 8
（二）格局：竞争格局分散，全产业链型企业胜出 13
三、竞争逻辑：自养生产+商超直营，构筑冰鲜护城河 16
（一）生产端：标准化自养，成本节约与品质安全 16
（二）渠道端：商超直营，产品溢价与市场培育扩张 18
（三）冰鲜护城河：渠道壁垒与冷链管理，优势难以被复制 21
四、成长逻辑：产能加码+渠道下沉+品类扩张，全国化持续推进 22
（一）产能：养殖与屠宰加码，支撑市场扩张 22
（二）渠道：C 端商超下沉，B 端食堂餐饮成为第二增长曲线 22
（三）区域拓展：西南、华北与华东大有可为 25
（四）品类扩充：猪肉+鸡蛋，开拓大生鲜市场 26
五、估值辨析：消费成长股 OR 农业周期股？ 27
（一）比较：湘佳估值水平接近肉制品板块 27
（二）估值支撑点一：向消费品的确定性要溢价 27
（三）估值支撑点二：向高盈利能力要溢价 28
（四）估值支撑点三：向高成长性要溢价 29
六、盈利预测与估值 30
（一）盈利预测 30
（二）估值分析 31
七、风险提示 32
插图目录 34
表格目录 35

一、公司概况：冰鲜黄鸡市场的开拓者

（一）历程：养殖起家，冰鲜成长

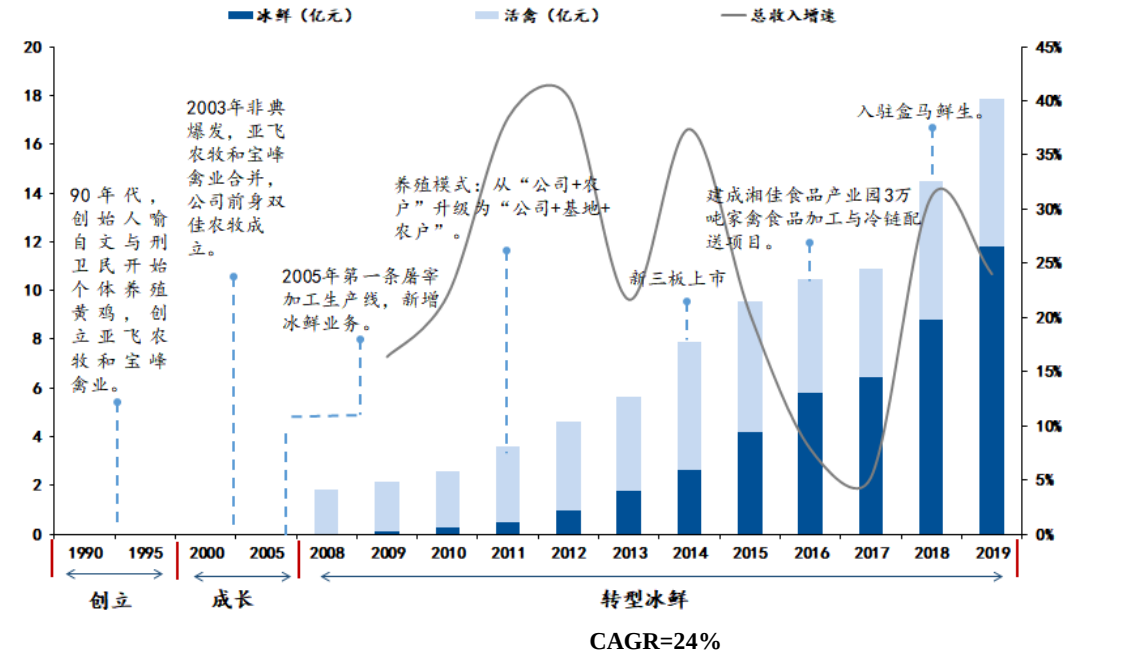
湘佳股份成立于 2003 年，是湖南最大的禽类养殖企业之一，也是国内冰鲜黄鸡销售规模第二的企业。公司从湖南走向全国共历经十七载，从最开始专营黄鸡养殖，到被温氏等龙头挤压，不得不转型冰鲜业务，最终成为国内冰鲜黄鸡行业的开拓者。

①创立：个体户起家，非典与巨头竞争倒逼公司成立（1990-2003 年）：湘佳创始人喻自文与邢卫民为同乡，早在 30 年前便各自养殖黄鸡，形成规模后分别创立亚飞农牧、宝峰禽业。2003 年，非典对黄鸡养殖业造成巨大打击，同时温氏进军湖南市场，2 家为求生存进行合并，创立双佳农牧（后改名湘佳牧业）。

②成长：以代养模式扩规模，探索冰鲜业务（2004-2008 年）：2004 年，湘佳为实现规模扩张，采取农户代养为主的生产模式，快速成长为湖南本土最大的禽类养殖企业之一。同时，为实现差异化竞争，湘佳于 2005 年建成屠宰加工生产线，探索冰鲜黄鸡市场。

③转型：全产业链经营，提升自养比重，重心转向冰鲜（2009 年至今）：2009 年以来，湘佳借鉴圣农与泰森的经验，全产业链商业模式已日渐成熟，生产端加大自养比重，保障产品品质安全，产品端加大冰鲜加工比重，跟随商超一起成长。2019 年湘佳黄鸡产量位居国内前十，冰鲜黄鸡则位居大陆市场前二。展望未来，公司致力于成为生鲜赛道上的肉类领先企业，打造以冰鲜鸡为主，生鲜猪肉+禽蛋为辅的产品结构，通过 C 端商超门店+B 端餐饮食堂的共同发力，目标 2025 年实现百亿规模。

图1：公司发展历程分为三个阶段

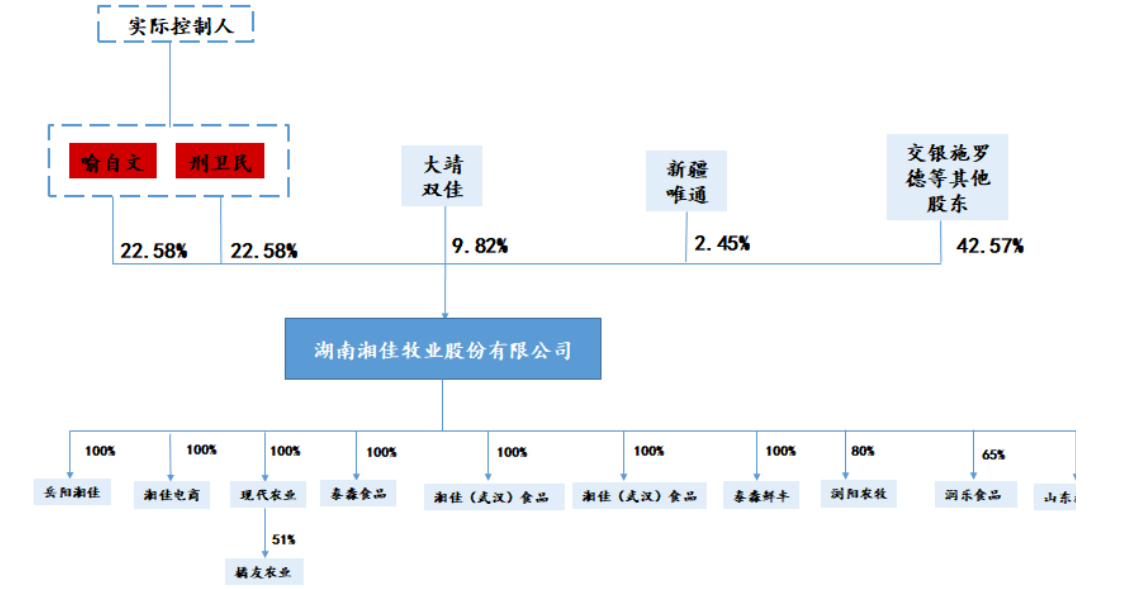


资料来源：公司调研，公司招股书，公司官网，民生证券研究院整理

（二）股权：创始人持有 45%，典型家族企业

股权结构清晰且集中，2 名创始人共持有 45%股份。截至 2020 年中报，创始人兼董事长喻自文持有 22.5%的股份，另一创始人刑卫民同样持有 22.5%股份，二人合计 45%。

图2：公司股权结构图



资料来源：公司招股书，公司公告，民生证券研究院

民营家族企业，喻自文家族与刑卫民家族合计持有 72%股份。具体来看，截至 2020 年 4 月，喻自文及其子女亲戚共 6 人，在公司担任董事、副总经理、养鸡副场长等职务，合计持有 37%股份。刑卫民及其子女亲戚共 5 人，在公司担任普通员工，合计持有 35%股份。

表 1：公司二大家族持股情况（截至 2020 年 4 月）

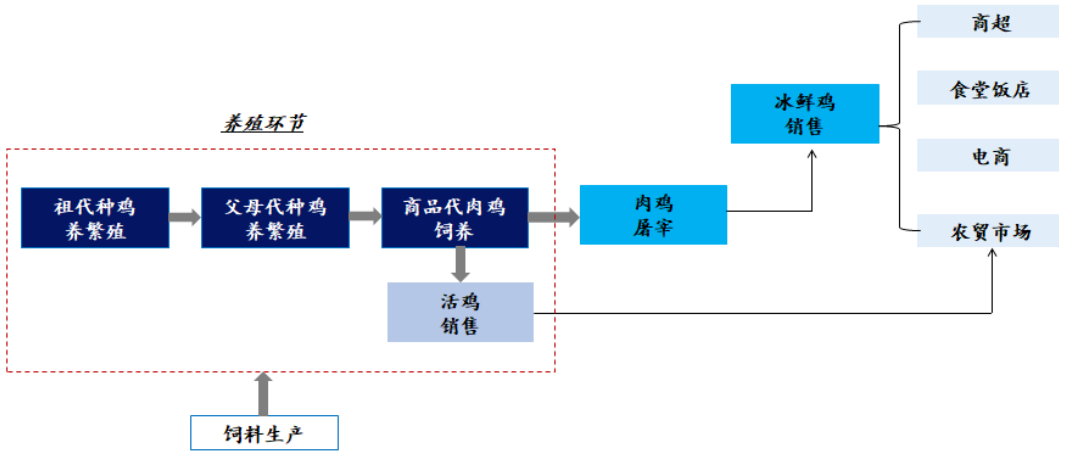
喻自文家族				邢卫民家族			
姓名	岗位	关系	持股比例	姓名	岗位	关系	持股比例
喻自文	创始人 董事长	本人	30.16%	邢卫民	创始人 副董事长	本人	30.16%
喻薇融	员工	女儿	2.62%	邢成男	员工	女儿	2.62%
吴志刚	董事 副总经理	外甥女婿	1.31%	杨文峰	员工	妻姐	1.18%
喻自云	-	兄弟	0.16%	杨明辉	-	妹夫	1.02%
杨全珍	种鸡一场 副场长	妻妹	1.31%	喻自军	-	妻子表兄	0.11%
杨要珍	-	妻姐	1.05%	-	-	-	-
合计	-		**36.61%**	-	-	-	**35.09%**

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

（三）业务：冰鲜黄鸡全产业链布局

公司是黄鸡产业链纵向一体化企业，涉及种禽繁育、家禽饲养、屠宰加工，饲料与生物肥生产，产品主要包括冰鲜鸡与活禽。

图3：公司布局黄羽鸡全产业链



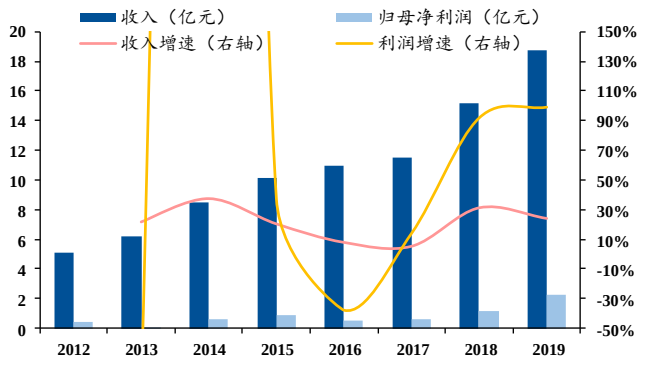
资料来源：公司招股书，民生证券研究院整理

1、业务拆分：业绩高增长，冰鲜占比不断提升

公司受鸡周期影响，业绩存在一定波动性，但不改快速增长趋势。从收入来看，2012至2019年间，公司收入从5亿元增长至19亿元，虽然一直保持正增长，但是增速在16与17年受H7N9影响有较大下滑。从业绩来看，2012至2019年间，公司归母净利润从0.43亿元增加至2.27亿元，同样是16与17年出现负增长。

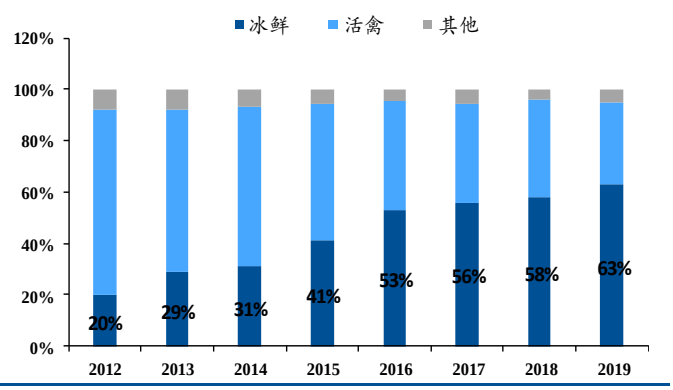
从结构来看，冰鲜业务占比上升至63%，活禽占比下降至32%。随着黄鸡冰鲜化的趋势越来越明显，公司冰鲜鸡业务收入占比不断提升，从2012年的20%提升至2019年的63%，已成为公司最核心业务。与之对应的是，活禽业务占比不断下降，2019年只占收入的32%。

图4：公司业绩保持高增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：冰鲜业务占比不断提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、冰鲜业务：高增长+高毛利+波动小

公司冰鲜产品呈现出明显的多样化、品牌化、中高端化特征。从品牌来看，“湘佳”品牌面向中端消费群体，而“石门土鸡”品牌作为中国国家地理标志产品，主要面向高端消费群体。从价格来看，公司产品售价明显偏高，形成二大价格带：10-30 元/500g、30-50 元/500g。从品种来看，可分为丝乌鸡、黄油母鸡、青脚鸡、麻鸭、老水鸭等。

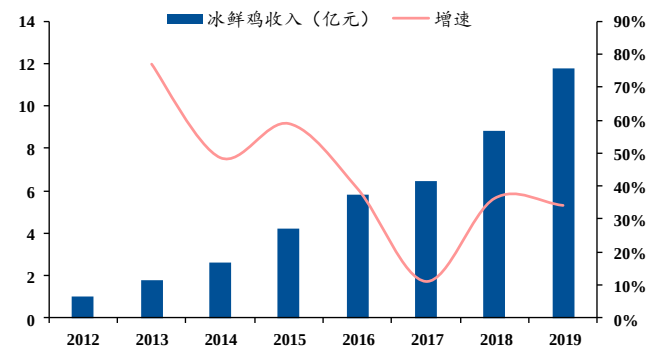
图6：冰鲜产品呈现品牌化与中高端化

冰鲜鸡				
	品牌	湘佳	湘佳	湘佳-石门土鸡
	产品	丝乌鸡	黄油母鸡	石门土鸡
	价格（元/500g）	29.8	36.9	49.8
				
	品牌	湘佳	湘佳	
	产品	红烧鲜鸡块	青脚鸡	
	价格（元/500g）	17.4	24.8	
冰鲜鸭				
	品牌	湘佳	湘佳	
	产品	麻鸭	老水鸭	
	价格（元/500g）	23.9	65.6	

资料来源：盒马鲜生，民生证券研究院整理

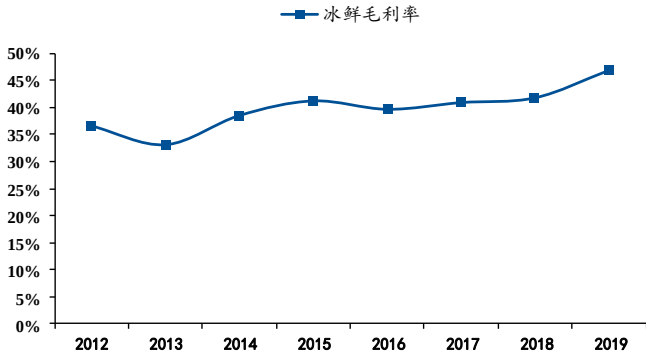
从成长性来看，冰鲜鸡业务增速高，2012-2019 年收入 CAGR 高达 42%。**从盈利能力来看，**冰鲜业务具有明显的消费品属性，毛利率高且波动较小，处于逐年稳步提升态势，由 2012 年 36%上升至 2019 年 47%。

图7：冰鲜产品收入增速高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：冰鲜产品毛利率持续提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、活禽业务：低增长+低毛利+波动大

公司活禽产品包括黄羽肉鸡和少量肉鸭。其中，黄羽肉鸡主要品种为土著黑母鸡、土著黄母鸡、丝乌鸡、土著黑公鸡、土著黄公鸡等，肉鸭包括番鸭、樱桃谷肉鸭。

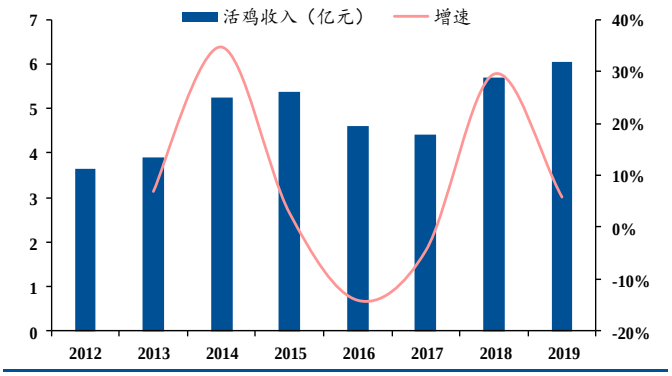
图9：活鸡产品矩阵



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

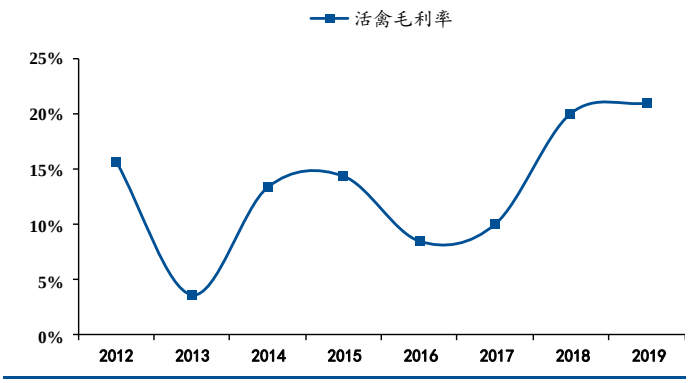
活禽业务受鸡周期影响成长性与盈利能力均相对较弱，2012-2019 年收入 CAGR 约为 8%，毛利率低于 20%，且常年有较大幅度波动。

图 10：活禽收入变动有明显的周期性



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：活禽毛利率低且波动大



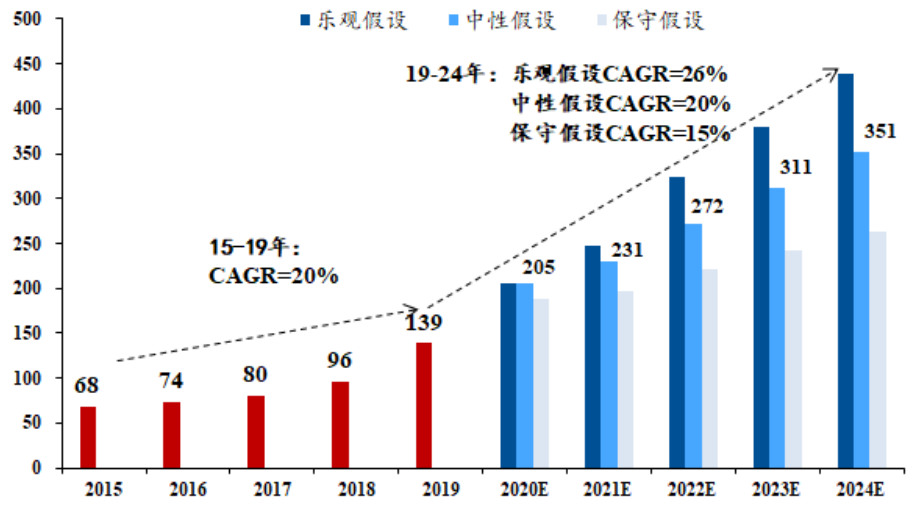
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、冰鲜黄鸡：下一个 350 亿市场，全产业链型企业胜出

（一）空间：疫情加快黄鸡冰鲜化趋势，规模有望达到 350 亿

我们认为冰鲜黄鸡市场成长的空间还很大，看好黄鸡冰鲜化的长期趋势与短期变化，主要逻辑在于疫情后政策愈加严格，冷链约束得以缓解。同时，中国香港、新加坡的成功经验也证明了黄鸡冰鲜化的可行性。基于对黄羽鸡消费量持续增加，冰鲜占比提升的假设，中性假设下预计 19-24 年冰鲜黄鸡市场规模 CAGR 为 20%，即 2024 年达到 351 亿元。具体测算与逻辑展开见下文。

图 12：中性假设下冰鲜黄鸡市场规模在 2024 年达到 351 亿元



资料来源：Frost & Sullivan，中国畜牧业禽业分会，公司招股书，民生证券研究院整理

表 2：冰鲜黄鸡市场规模测算模型

项目	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	-	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
黄羽鸡消费量（万吨）	440	450	430	430	510		590	610	630	640	650
增速	-	2%	-4%	0%	19%		16%	3%	3%	2%	2%
冰鲜占比	-	-	-	-	-	乐观假设	12%	15%	19%	22%	25%
	7%	8%	8%	9%	10%	中性假设	12%	14%	16%	18%	20%
	-	-	-	-	-	保守假设	11%	12%	13%	14%	15%
冰鲜黄鸡消费量（万吨）	-	-	-	-	-	乐观假设	71	92	120	141	163
	31	34	34	39	51	中性假设	71	85	101	115	130
	-	-	-	-	-	保守假设	65	73	82	90	98
冰鲜黄鸡价格*（元/吨）	22000	21792	23200	24700	27200	中性假设	29000	27000	27000	27000	27000
冰鲜黄鸡消费规模（亿元）	-	-	-	-	-	乐观假设	205	247	323	380	439
	68	74	80	96	139	中性假设	205	231	272	311	351
	-	-	-	-	-	保守假设	188	198	221	242	263

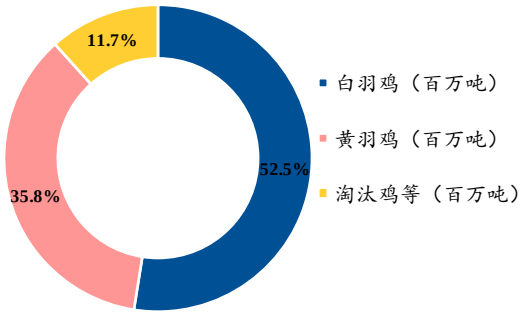
资料来源： Frost & Sullivan，中国畜牧业禽业分会，公司招股书，民生证券研究院整理（冰鲜黄鸡价格采用了湘佳的销售数据）

1、黄鸡整体消费量 510 万吨，未来仍有成长空间

从消费结构来看，中国鸡肉消费市场以白羽肉鸡和黄羽肉鸡为主，2018 年消费量占比分别为 53%、36%。**从增速来看，**黄鸡行业在 2015-2018 年间发展缓慢，消费量稳定在 440 万吨左右。2019 年，受猪肉涨价带来的替代效应，黄鸡消费量增加 19%，达到 510 万吨。

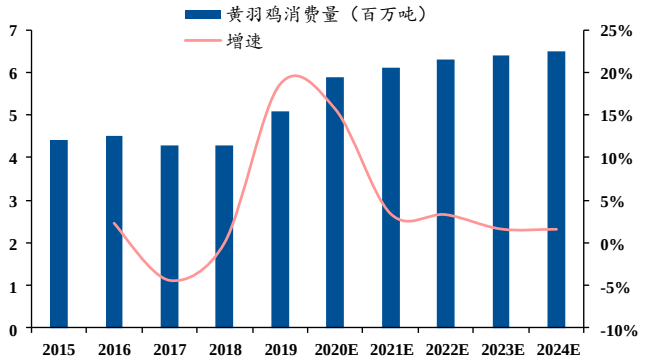
我们认为黄鸡市场还有成长空间，在鸡肉对猪肉的替代作用下， 20-24 年黄鸡消费量 CAGR 有望达到 5%（Frost & Sullivan 预测）。横向比较，国内鸡肉人均消费量偏低，低于消费习惯接近的日本、中国台湾，也低于美国与欧盟。我们认为原因在于中国历史长期处于小农社会，生猪对饲料、环境的要求低，并且粪便肥力强，导致国内养殖结构长期以生猪为主，进而形成以喜食猪肉的消费习惯。但随着经济的发展，家庭养殖生猪数量减少，并且城市化进程下年轻一代消费习惯改变，预计未来猪肉消费占比下降，相较之下鸡肉占比提升。

图 13：中国鸡肉消费结构（2018 年）



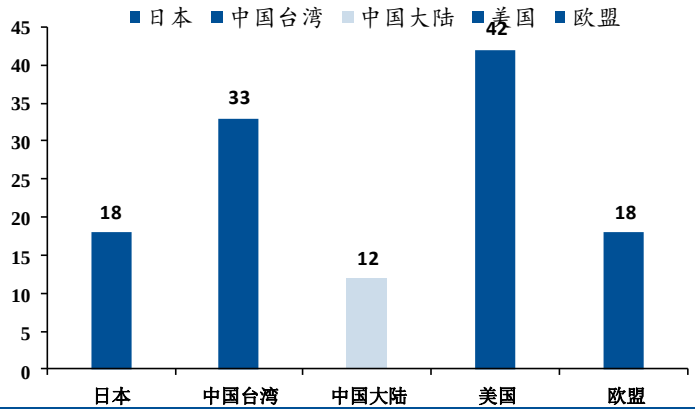
资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图 14：黄鸡消费量变化与预测



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图 15：2016 中国鸡肉人均消费量低（单位：千克/人）

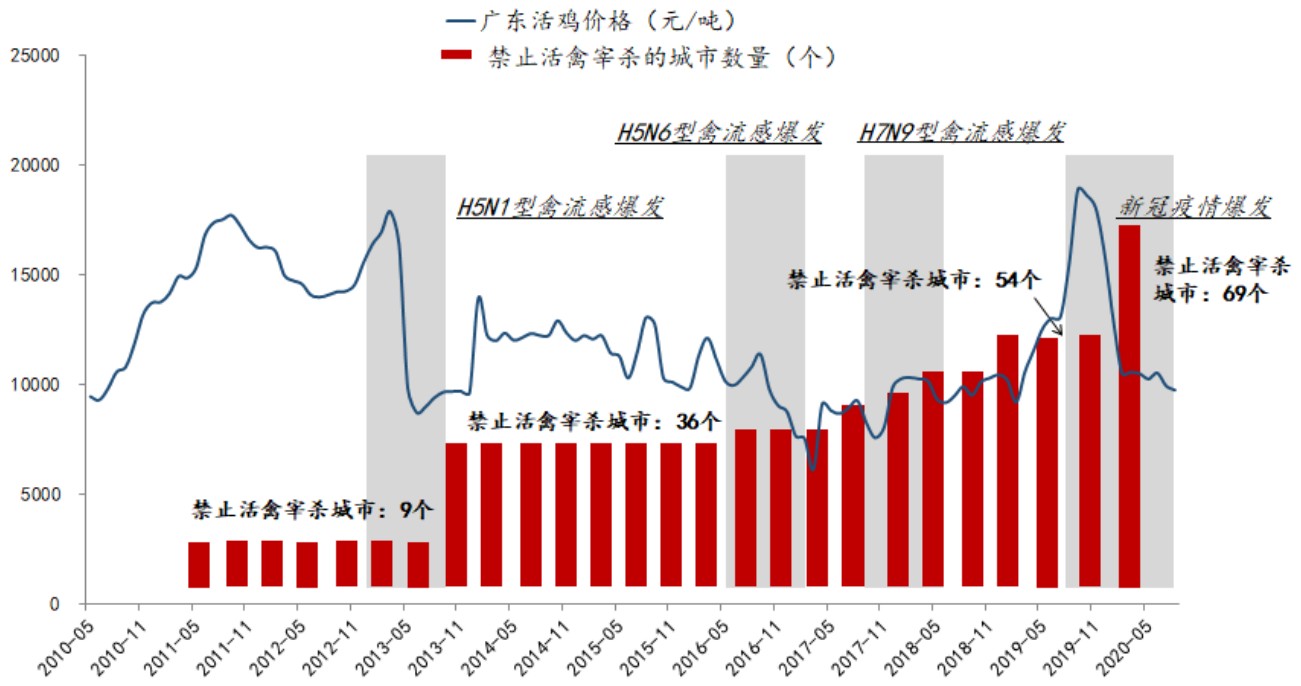


资料来源：Wind，USDA，民生证券研究院

2、冰鲜化逻辑一：政策推动禽类冰鲜上市，疫情后力度加大

长期来看，每次禽流感后政策都会加快禽类冰鲜化。2006 年，政策便鼓励禽类冰鲜上市，但当时活鸡的消费习惯固化，冷链建设水平也较差，同时政策推行力度并不坚决，冰鲜鸡并未取得大的发展。2014 年，因 H7N9 爆发，广东加大力度推行禁止禽类冰鲜上市，但只限于省内地区，因此在全国范围内影响有限。

图 16：历史上每次禽流感后政策均会加快推进禽类冰鲜上市



资料来源：国家粮油信息中心，新牧网，民生证券研究院整理

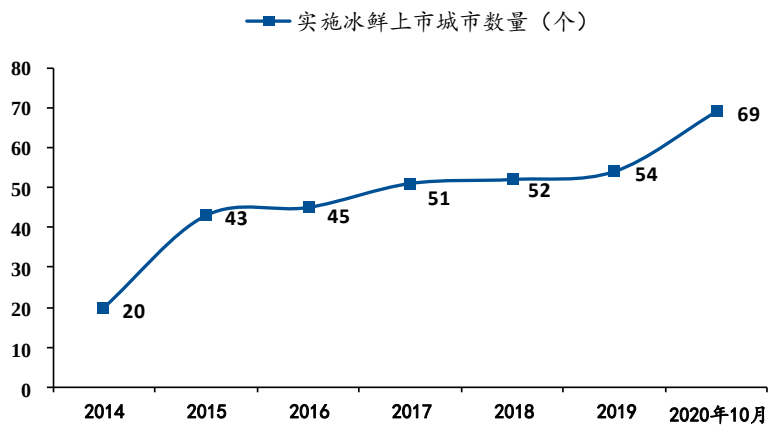
短期来看，新冠疫情冲击将加快禽类冰鲜化，不仅是政策趋严还有消费者观念改变。一方面，截至 2020 年 8 月初，全国已有福建、重庆、湖南、安徽、广东等省份禁止活禽屠宰，近 66 个城市实现冰鲜上市，疫情后冰鲜进程明显加快。另一方面，我们认为此次新冠疫情的影响程度比之前数次的禽流感更大，对整个消费市场都有较大的边际变化，逻辑在于本次新冠疫情的封闭式管理，对于消费者有着直接的冲击，消费习惯与认知发生了较大的改变。

表 3：2020 年疫情后进一步禁止活禽宰杀的地区与政策

地区	部门/城市	政策执行时间	政策内容
全国	国务院	2020 年 2 月 12 日	加强活禽交易市场分类管理。建立“点对点”活禽销售通道，帮助养殖场户解决活禽屠宰上市问题……**推行冰鲜和冷冻肉类上市**，保障居民消费。
福建	省政府	2020 年 3 月 27 日	推动冰鲜销售转型。福州、厦门要全面推行禽产品冰鲜上市，逐步取消活禽交易；其他地区要逐步提升冰鲜禽产品的市场份额。到 **2025 年，全省城区以上市场冰鲜、冷冻禽产品供应占比到 30%以上。**
重庆	市政府	2020 年 3 月 26 日	在做好集中屠宰、冰鲜供应等配套保障的前提下，**禁止区域内主城各区现有的活禽交易和商业性宰杀点原则上在 1 个月内完成取缔**，其他区县在今年内完成取缔，同时要建立长效机制，坚决防止反弹。
安徽	马鞍山	2021 年 2 月 12 日	即日起，市区和县城**全面关闭各类活禽交易市场，禽肉产品全面实现冰鲜上市，**鼓励有条件的乡镇同步实施。全市域范围内全面关闭各类活禽交易市场，禽肉产品全面实现冰鲜上市。
贵州	兴义	2020 年 2 月 1 日	城区十个街道办事处辖区**永久禁止活禽交易和活禽宰杀行为，**乡镇休市结束时间根据疫情监 测情况另行通知。
四川	眉山	2020 年 2 月 10 日	彭山区，**全面禁止中心城区农贸市场内及市场外活禽（指鸡、鸭、鹅、肉鸽、鹌鹑等）宰杀，全部转型为白条禽或禽产品销售。**
河南	信阳	2020 年 3 月 5 日	中心城区**全面禁止活禽活畜交易及宰杀，**将采用堵疏结合的方式，安排从业人员转岗就业。

资料来源：国务院，各地政府新闻网站，民生证券研究院整理

图 17：2020 年疫情以来推行黄鸡冰鲜化的城市数量快速增加

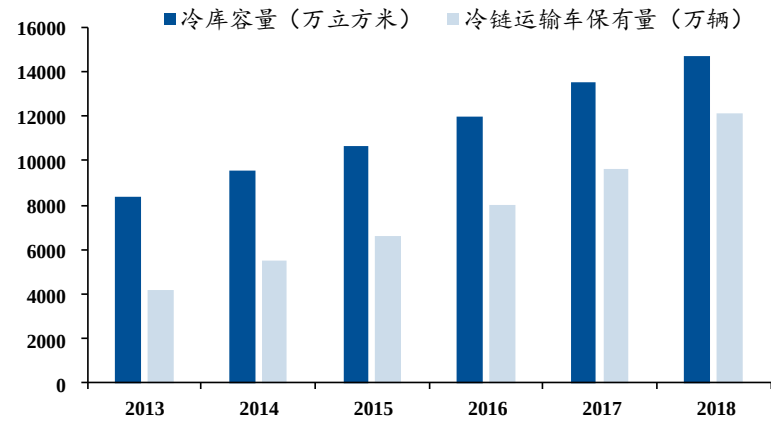


资料来源：新牧网，民生证券研究院

3、冰鲜化逻辑二：冷链物流水平较大幅度提高

冷链物流水平大幅提高，制约禽类冰鲜化的约束得以解决。2013 年之后国内冷链物流建设速度提升，相较之下 2018 年冷库容量、冷链运输车保有量分别提升 0.8 倍、1.9 倍。基于政策的大力支持，我们预计未来冷链物流水平还将继续提高。

图 18：中国冷链物流水平不断提升



资料来源：中国物流与采购联合会，民生证券研究院

表 4：中央一号文件对冷链物流建设的政策支持

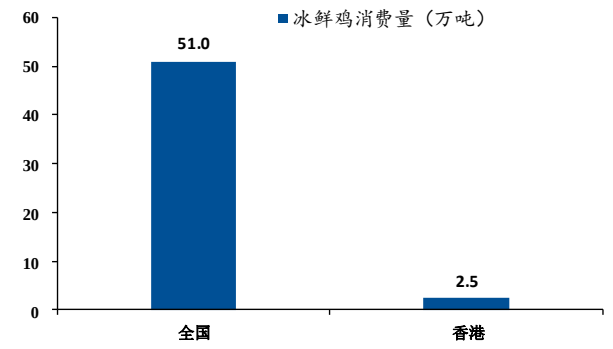
年份	内容
2017 年	加强农产品产地预冷等冷链物流基础设施网络建设，完善鲜活农产品直供直销体系。
2018 年	加强农产品产后分级、包装、营销，建设现代化农产品冷链仓储物流体系。
2019 年	统筹农产品产地、集散地、销地批发市场建设，加强农产品物流骨干网络和冷链物流体 系建设。
2020 年	启动农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程。加强农产品冷链物流统筹规划、分级布局 和标准制定。安排中央预算内投资，支持建设一批骨干冷链物流基地。

资料来源：国务院，民生证券研究院整理

4、冰鲜化逻辑三：中国香港、新加坡的成功经验

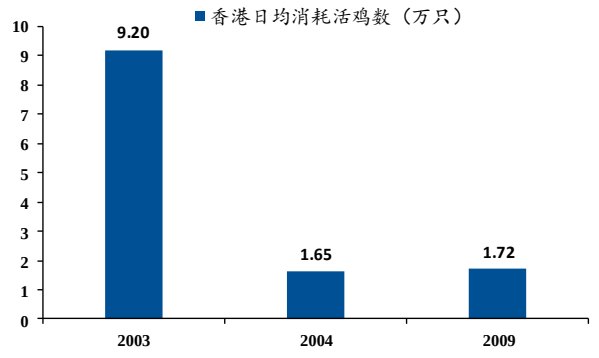
参考与大陆消费习惯相同的香港、新加坡，政策倒逼肉鸡冰鲜上市是可行的。1990 年，新加坡开始推行肉鸡冰鲜化，但以冰鲜白鸡为主，随着中国黄鸡产业的发展，新加坡冰鲜黄鸡消费也逐渐增多。2003 年之后，香港学习新加坡经验禁止活禽屠宰，2004 年消耗活鸡数大大下降。2019 年香港冰鲜鸡消费量约 2.5 万吨，占所有黄鸡比重为 80%。

图 19：2019 年香港冰鲜鸡消费量约占大陆 5%



资料来源：新华社广州分社，中国畜牧业协会，民生证券研究院

图 20：政策推行后香港活鸡消费量大幅下降

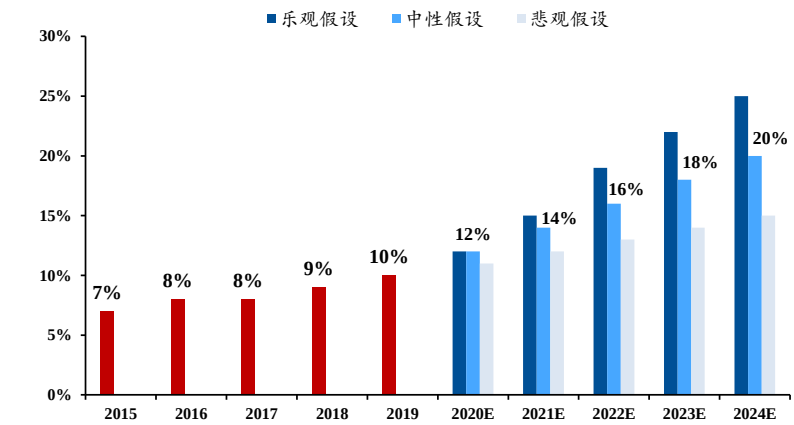


资料来源：鸡病专业网，民生证券研究院

5、2024 年冰鲜黄鸡占比有望提升至 20%

根据中国畜牧业协会禽业分会数据，2010 年黄鸡冰鲜占比约 5%，2014 年广东等地区实行禁止活禽屠宰政策，黄鸡冰鲜占比 2015 年提升至 7%，2019 年提升至 10%。我们认为疫情后政策加大了推行冰鲜上市的力度，同时冷链水平大大提高，年轻一代的居民消费意识偏好冰鲜产品，因此未来冰鲜化趋势将会加快。**结合 2020 年福建省政府的目标：“2025 年全省城区冰鲜产品供应占比到 30%以上”，**乐观假设下 2025 年全国黄鸡冰鲜占比将达到 25%，中性假设下达到 20%，悲观假设达到 15%。

图 21：中性假设下 2024 年冰鲜黄鸡占比有望提升至 20%



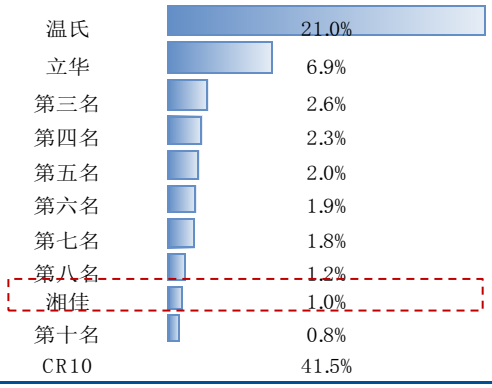
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院整理

（二）格局：竞争格局分散，全产业链型企业胜出

1、现状：集中度较低，温氏与湘佳暂时领先

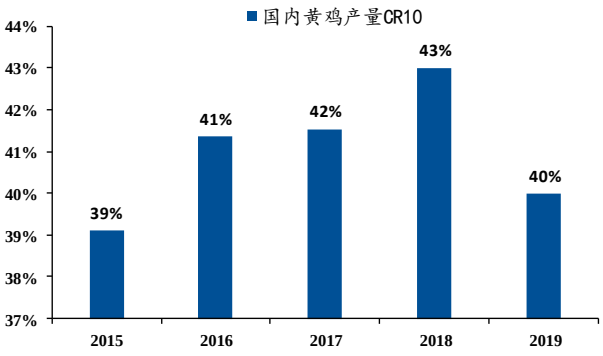
黄鸡市场 CR10 为 42%，温氏、立华具备较强竞争力，湘佳排名靠后。根据中国畜牧业协会数据，2017 年国内黄鸡产量共 36.9 亿只，龙头温氏占 21%，龙二立华占 7%，远高于后来竞争者。湘佳市场排名第九，黄鸡产量 0.37 亿只，市场份额仅 1%。

图 22：黄鸡竞争格局（2017 年销量口径）



资料来源：中国畜牧业协会，民生证券研究院

图 23：黄鸡集中度有所提升



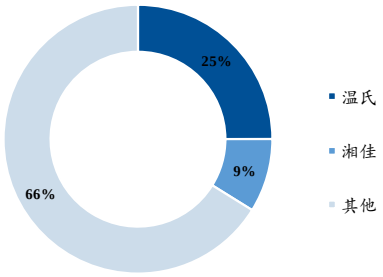
资料来源：中国畜牧业协会，民生证券研究院

冰鲜黄鸡市场 CR2 为 32%，其中龙头温氏占据 24%，第二名湘佳占据 8%。冰鲜市场处于发展初期，因此规模不大且竞争者较少。目前国内冰鲜市场分为港澳市场与内地市场两部分。

港澳市场，经过十余年发展已经较为成熟。我们测算 2019 年市场销量约 2.5 万吨，竞争格局呈现寡头垄断，温氏占据 30%份额，其余厂商均为广东黄羽鸡企业，主要包括天农、江丰等。

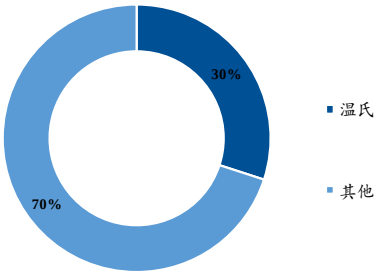
内地市场，尚处于成长初期，其中广东地区由于政策原因发展较快。根据我们测算，2019 年内地冰鲜鸡销量约 48.5 万吨，竞争格局呈现双寡头，温氏市占率 25%，湘佳市占率 9%，其余则是如广西凤翔、广东江丰、山东南洋食品等地方中小企业。

图 24：内地冰鲜黄鸡竞争格局（2019 年销量）



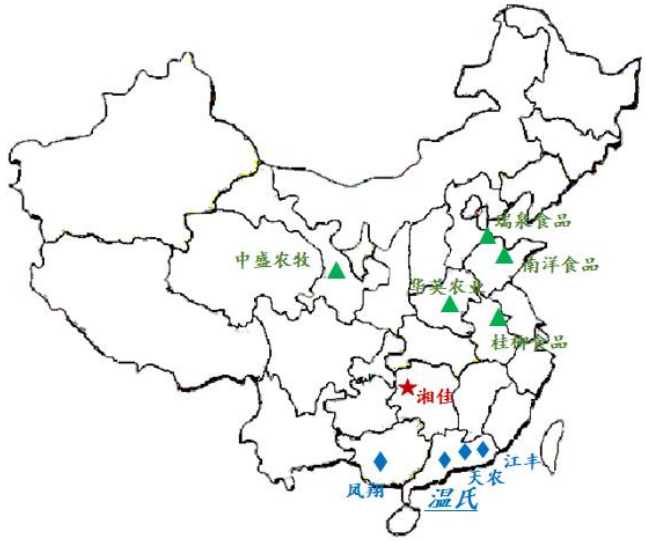
资料来源：温氏股份年报，湘佳招股份股书，民生证券研究院整理

图 25：港澳冰鲜黄鸡竞争格局（2019 年销量）



资料来源：新华社广州分社，民生证券研究院整理

图 26：冰鲜黄鸡厂商分布情况



资料来源：公司招股书，民生证券研究院整理

2、未来：传统养殖商布局冰鲜，全产业链型企业胜出

随着冰鲜化的趋势越来越明显，各大黄鸡厂商均加快布局冰鲜市场。温氏自 2004 年便开始向香港供应冰鲜黄鸡，拥有非常成熟的经验，2015 年以来通过生鲜门店模式在广东等内地市场开拓冰鲜业务。立华一直是传统的黄鸡养殖厂商，虽然之前对冰鲜黄鸡市场较为保守，但 2020 年以来也逐渐加以重视。

此外，白鸡厂商也可能会对冰鲜市场造成较大的冲击。海外冰鲜白鸡商业模式已经非常成熟，此前国内圣农等白鸡厂商主要面向餐饮等 2B 客户，2020 年也开始转向商超等 2C 端。我们认为，白鸡由于价格优势可能更容易打入低端 2C 消费市场，产品品类包括生鲜鸡腿肉、鸡胸肉等，抢占一部分冰鲜黄鸡的份额。

表 5：各大传统黄鸡企业布局冰鲜市场

厂商	市场	冰鲜战略
温氏	黄鸡	设立温氏佳润子公司，2015 年 10 月起以“公司+店主”模式探索生鲜门店，布局销售终端，通过生鲜门店直接向消费者销售冰鲜黄鸡。计划未来产品结构：**30%冰鲜鸡、20%熟食、50%活鸡。**
立华	黄鸡	冰鲜鸡年加工能力为 1500 万羽，销售范围覆盖上海、杭州、苏州等长三角大中城市。冰鲜鸡经下游批发商、商超或公司直营生鲜门店销售。2020 年将在各地推进数家黄羽鸡屠宰加工，**预计 2023-2025 年冰鲜鸡占比达到 30%-50%。**
圣农	白鸡	公司生产分割的冰鲜鸡肉，已经与沃尔玛、永辉等建立长期的战略合作关系，并在天猫、京东等电商平台建立自主的销售渠道。未来发展规划：**鲜品化、品牌化、熟食化。**
新希望	白鸡	从 2014 年起大力推动**“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”**的战略转型，一方面加大近距离鲜品销售力度，加大对下游食品加工企业、连锁商超、连锁餐饮等多种新兴渠道对接。

资料来源：各公司公告，民生证券研究院整理

关于未来格局判断，我们认为全产业链型的企业更有竞争力，即育苗+自养+屠宰+销售一体化。黄鸡冰鲜化的趋势成立→冰鲜化的速度加快→引起产业链话语权发生 2 大改变：1）活鸡时代养殖企业主导，商业模式简单，只要把活鸡养大卖给经销商，但在冰鲜时代，政策强制要求集中屠宰，屠宰企业成为主导；2）另一个趋势是冰鲜时代，品质安全与产能效率更为重要，这将倒逼养殖模式改革，由代养为主变为自养为主。**因此，我们判断未来湘佳、圣农的商业模式更具竞争力。**

图 27：产业链分割型 VS 全产业链型



资料来源：各公司公告，民生证券研究院整理

三、竞争逻辑：自养生产+商超直营，构筑冰鲜护城河

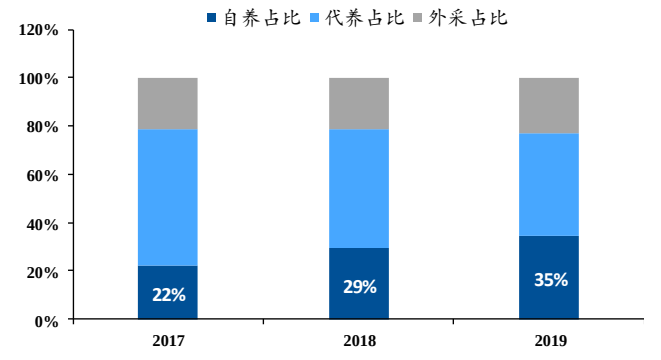
基于前文的逻辑，黄鸡行业将要步入冰鲜化时代，企业的竞争逻辑在产能扩张速度、成本控制能力、食品安全控制能力。我们认为湘佳商业模式有别于温氏与立华，在生产端，自繁自养，虽然前期资金投入较高但是单位成本降低，生产效率更高效，只要资金足够就可以快速扩产能来抢占市场，同时鸡肉品质比代养更安全，符合冰鲜时代的趋势。在销售端，湘佳通过商超直销，一方面拥有产品溢价效应，另一方面抢占先发优势，获取了大型连锁超市的认可，构筑起渠道壁垒。

（一）生产端：标准化自养，成本节约与品质安全

1、自养占比不断提升

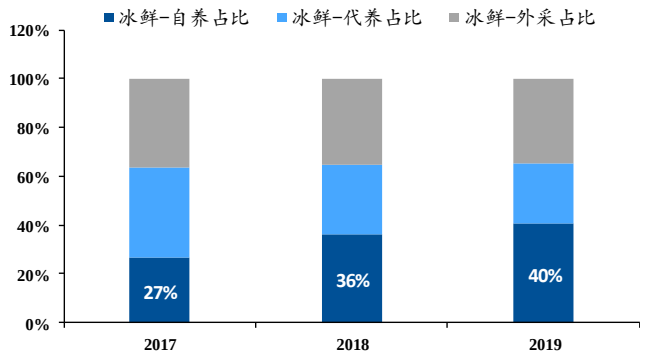
参考白鸡龙头圣农发展的经验，为更好地协调养殖-屠宰的产能均衡，湘佳加大了标准化自养基地的建设。2017 至 2019 年间，公司全部业务中自养的比重从 22%增加至 35%，冰鲜业务中自养的比重提升更为明显，从 27%增加至 40%。

图 28：全部业务中自养收入占比提升至 35%



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 29：冰鲜业务中自养收入占比提升至 40%



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

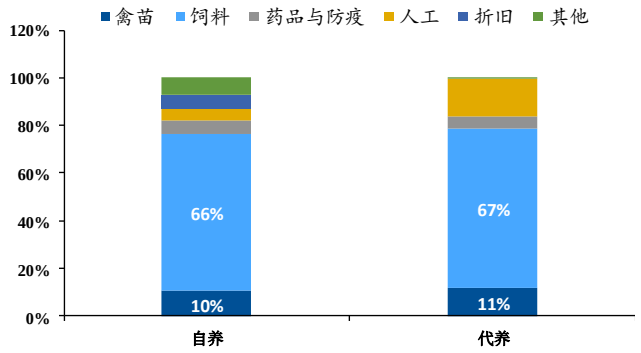
2、“公司+基地+农户”模式解析

湘佳自养占比不断提升，但同时保留一定代养，形成“公司+基地+农户”的生产模式。

自养部分（基地）：公司建设标准化养殖基地，目前共有 19 个全自动、全封闭的基地。养殖基地集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、屠宰加工、产品销售为一体，整个生产过程由公司统一控制，疫病防控和食品安全体系统一、产量稳定。因此，自养模式的特征是前期较高的设备、栏舍投入。

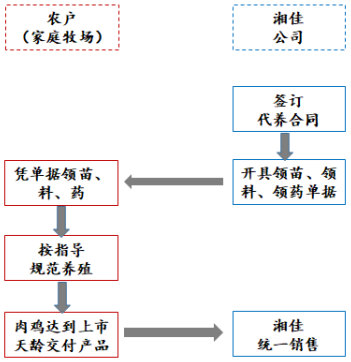
代养部分（农户）：公司也采用业内普遍的“公司+农户”模式，拥有合作农户 778 户。具体地，公司与农户签订代养合同，公司统一提供禽苗、饲料、疫苗药品、技术服务和统一活禽回收，农户提供保证金、栏舍设备和劳动力等资源。价格结算方面，公司按照约定绩效考核指标，对代养户的养殖成果扣除物料消耗及领用的生产物资，核算出代养户的代养费用，具体考核方式如下图所示。因此，代养的特征是无设备、栏舍投入，但是人工费用高。

图 30：湘佳自养模式与代养模式的成本拆分



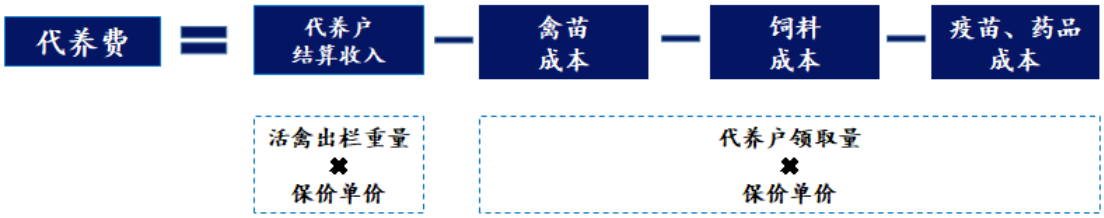
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 31：湘佳代养商业模式



资料来源：公司招股书，民生证券研究院整理

图 32：代养费计算公式



资料来源：公司招股书，民生证券研究院整理

3、标准化自养的优势：成本节约与品质安全

横向对比，我们发现鸡产业链的生产模式主要包括 3 类：自养模式、代养模式、散养模式。目前业内仍然以代养模式为主，包括温氏、立华、新希望六和、凤翔等。采用自养生产模式的厂商并不多，包括圣农、凤祥、湘佳。散养模式主要是个体养殖户采用，在大型企业中非常少见。实际上，采用代养模式的新希望六和等已经逐渐向自养转型。

图 33：自养模式公司 VS 代养模式公司

主要生产模式	行业	公司	2019业务规模（亿元）
自养	白羽鸡	圣农	146
	白羽鸡	凤祥	39
代养→自养	黄羽鸡	湘佳	19
代养	白羽鸡	新希望六和	213
	黄羽鸡	温氏	268
	黄羽鸡	立华	89
	黄羽鸡	凤翔	9
散养	黄羽鸡	个体养殖户、小型养殖企业	-

资料来源：各公司公告，民生证券研究院整理

我们认为相较于代养模式，湘佳的自养模式在未来的行业竞争中更具优势，逻辑在于其品质安全、成本节约、效率提高的优点。

优势一，品质安全。行业未来的发展趋势是活禽冰鲜化、产品深加工化，各大养殖、屠宰厂商均向下游食品端延伸。在食品端，无论是 C 端的个人消费者，还是 B 端的餐饮酒店均对产品安全最为重视。湘佳的标准化自养，利于建立完善的全程质量控制和食品安全监控体系，保障鸡肉品质安全。而代养模式下公司无法时刻监视农户，后者可能出于经济利益而放大安全风险。

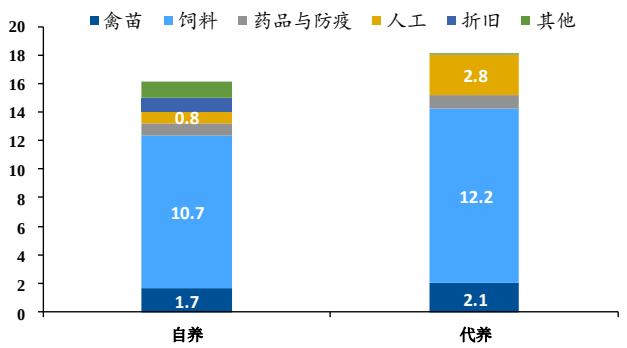
优势二，低成本与高效率。首先，湘佳的自养单位成本明显低于代养单位成本，原因在于自养实现更大规模化养殖，并且利用自动化设施，提高了单位劳动力效率，大幅降低了人工费用。其次，自养模式进一步确保肉制品的原材料供应，实现产销均衡。

图 34：自养模式严格控制产品品质安全



资料来源：公司调研，民生证券研究院

图 35：自养模式拥有更低的单位成本（元/只）



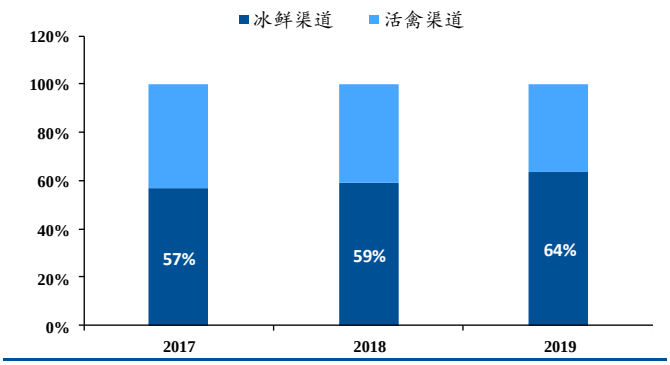
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

（二）渠道端：商超直营，产品溢价与市场培育扩张

1、商超直营占冰鲜业务 69%

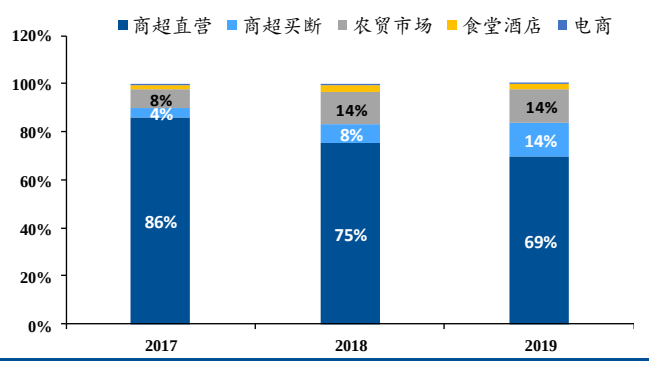
2019 年，公司冰鲜业务占比 64%，其中商超直营占 69%，商超买断占 14%。相较之下，2019 年活鸡业务仍然沿用传统模式，主要在农贸市场销售给个人。

图 36：冰鲜业务渠道占比提升至 64%



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 37：商超直营在冰鲜渠道中占比最高



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

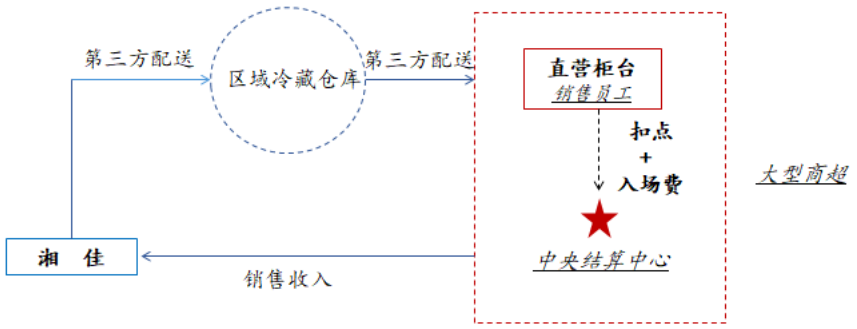
2、商超直营模式解析

商超直营模式下，湘佳在各大超市门店建立冰鲜自营柜台，派驻营销人员在柜台销售，通过超市收银系统统一结算销售额，超市再根据销售额一定比例提取扣点。因此，**湘佳的商超直营模式具有高物流费、高销售费、多销售员工的特征**，具体如下。

①运输环节：湘佳在屠宰车间建有冷冻及保鲜仓库，在各个区域建有临时周转的区域仓库。第一步，活禽屠宰后由第三方物流通过冷链配送到各个区域办事处，进行临时周转；第二步，区域办事处再运输到区域内各门店。因此，物流费用包括配送费与区域运输费，由湘佳完全承担。

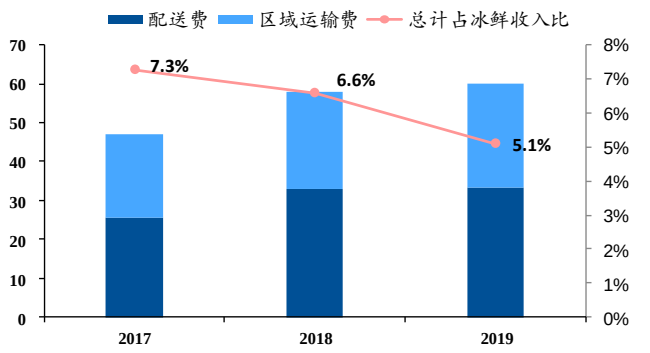
②销售环节：湘佳根据每日销售情况合理下达订单，向各门店供货，承担商品损耗，自主制定零售价格，控制毛利率。在这一过程中，销售人员较为重要，承担了推销产品、分割鸡肉等任务。因此，超市费用包括销售员工资、进场费、后台扣点以及其他管理费用，由湘佳完全承担。

图 38：湘佳商超直营商业模式



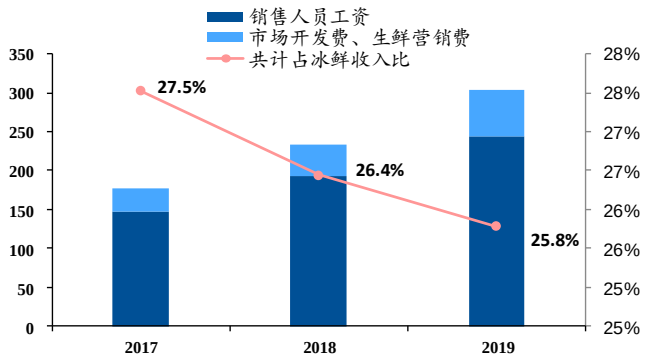
资料来源：公司招股书，民生证券研究院整理

图 39：冰鲜产品的运输费用拆分（百万元）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 40：冰鲜产品的市场销售费用拆分（百万元）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3、商超直营的优势：产品溢价与市场培育扩张

渠道是消费品公司的核心竞争力，在生鲜市场，唯独湘佳的渠道是以商超直营为主。横向对比肉鸡产业链，凤翔、温氏的冰鲜鸡渠道有很大部分 C 端，但主要场景是生鲜店与专卖店，商超占比小。立华、圣农等以 2B 端渠道为主，包括农贸市场、餐饮等。而主营生鲜猪肉的双汇，渠道主要是特约店与商超。

表 6：各厂商渠道结构对比

	活黄鸡	冰鲜黄鸡	白鸡	生鲜猪肉
湘佳	农贸经销市场	商超 85%	无	无
温氏	农贸经销市场	直营生鲜店、供港为主，商超、电商为辅	无	直营生鲜店
凤翔	农贸经销市场	商超直销、团体食堂直销、专卖店经销	无	商超直销、团体食堂直销、专卖店经销
立华	农贸经销市场	基本忽略	无	无
圣农	无	无	餐饮 67%、商超直销 6%	无
双汇	自用	无	无	特约店 40%、商超 30%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院整理

我们认为商超直营具备 2 点优势，最适合发展初期的冰鲜鸡市场：

优势一，市场培育扩张。首先，我们认为市场还处于活鸡向冰鲜鸡过渡的阶段，消费者的接受程度有限，湘佳通过商超直营可以培养消费习惯：通过销售人员向消费者普及冰鲜黄鸡的知识，同时宣传“湘佳”品牌。其次，黄鸡产品主要面向 C 端，而目前适合黄鸡冰鲜化的最大 C 端渠道便是商超，同时国内商超发展逐渐壮大，湘佳通过渠道下沉与渗透，跟随大型商超企业一起成长扩张。

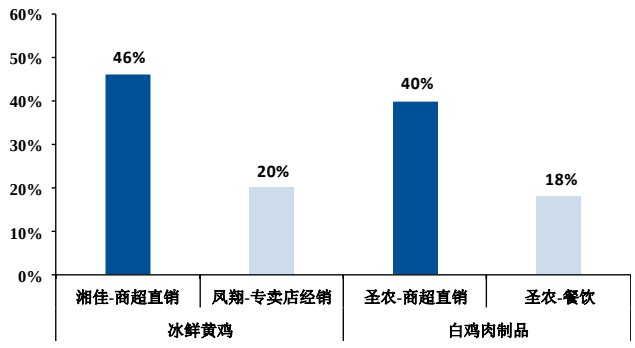
优势二，产品溢价。商超直营渠道最能直接面向 C 端消费者，议价能力明显强于餐饮、食堂等 B 端。2019 年，湘佳冰鲜鸡在商超渠道的毛利率约 46%，而采取专卖店经销的凤翔冰鲜鸡毛利率仅 20%。

图 41：商超直营有利于市场培育扩张



资料来源：公司官方微信号，民生证券研究院

图 42：商超渠道产品毛利率高（圣农为 2016 年数据）



资料来源：湘佳、凤翔招股书，圣农公司公告，民生证券研究院

（三）护城河：渠道壁垒与冷链管理，优势难以被复制

市场担心随着鸡肉冰鲜化的趋势越来越明显，其较高的毛利率和行业增速会吸引大量外来竞争者，湘佳的竞争优势将不在。对此我们认为不必过于担忧，一方面是行业处于高速成长期，空间足够容纳更多企业，另一方面是湘佳的渠道、冷链构筑了护城河，即便是圣农这样的白鸡龙头短期也较难复制。

1、商超渠道壁垒较深厚

国内大型商超渠道存在合作壁垒，即为了维护供应商的利益，商超往往会限制供应商的数量。因此，湘佳目前已经与永辉、大润发、沃尔玛达成合作，已经建立起较好的合作关系。对于后来者，若非实力强大的企业想要打入商超渠道较为困难。

2、冷链建设有难度

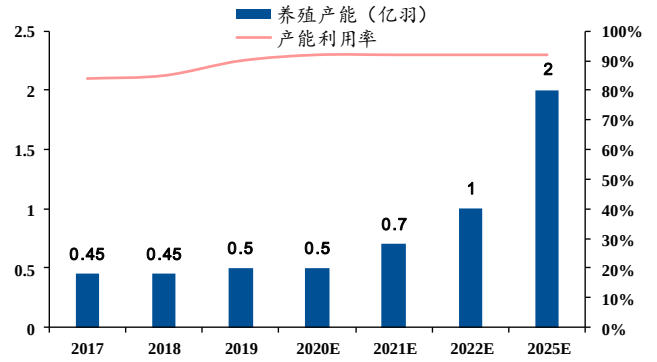
我们认为冷链运输存在较高的门槛，不仅是冷链基础设施建设，更存在于冷链精细化管控经验。经过十余年的积累，湘佳冷链网络已覆盖湖南、湖北、重庆、北京、上海、广东等 20 省市。此外，为保证运输时效性，公司目前将配送时长控制在 24 小时以内，未来将缩短至 12 小时以内，在运输速度上领先对手。公司冷链包括两部分：第一，冰鲜产品自公司园区出库后运送至各省市的区域办事处，进行临时的周转。冰鲜产品自区域办事处发往其配送范围内的各商超门店或客户处，此阶段发生的运输、配送和装卸费用计入销售费用。

四、成长逻辑：产能加码+渠道下沉+品类扩张，全国化持续推进

（一）产能：养殖与屠宰加码，支撑市场扩张

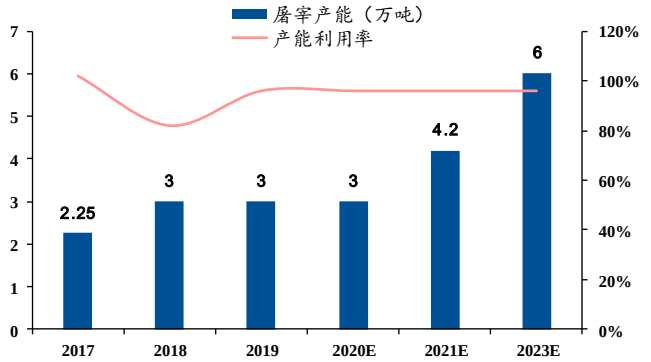
黄鸡产能加码，养殖与屠宰均上一个台阶。养殖方面，湘佳 20 年产能为 5000 万羽，计划 21 年达到 7000 万羽，同比增长 40%，22 年达到 1 亿羽。由于新增养殖产能中自养占比提高，预计产能利用率能够上升至 92%。屠宰方面，湘佳 20 年产能为 3 万吨，计划 21 至 22 年达到 4.2 万吨，同比增长 40%，23 年之后达到 6 万吨。因冰鲜业务需求旺盛，预计产能利用率将保持在 90%。

图 43：黄鸡养殖产能扩张计划



资料来源：公司招股书，公司调研，民生证券研究院

图 44：黄鸡屠宰产能扩张计划

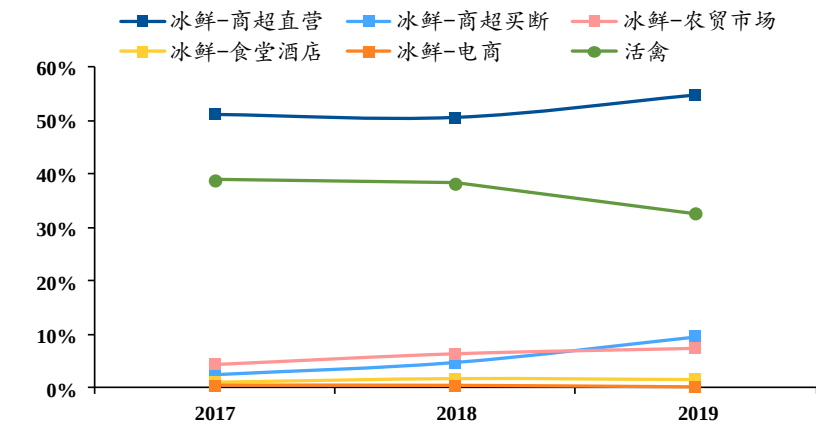


资料来源：公司招股书，公司公告，民生证券研究院

（二）渠道：C 端商超下沉，B 端食堂餐饮成为第二增长曲线

湘佳渠道较为多元化，其中占比最高的是商超，我们认为商超未来仍然是公司最重要的收入来源。此外，食堂酒店等 B 端近年来需求旺盛，预计是未来三年业绩新的增长点，可能会有超预期的表现。

图 45：湘佳各渠道占比变化情况



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

1. 商超：未来门店扩张 1200 家，单店收入每年增长 14%

商超仍然是公司未来最重要的成长来源。我们预计 20 至 22 年湘佳商超渠道收入增速分别为 35%、22%、23%。其中，入驻门店数量每年增加 400 家，同店收入 CAGR 约为 14%。

表 7：湘佳商超渠道预测

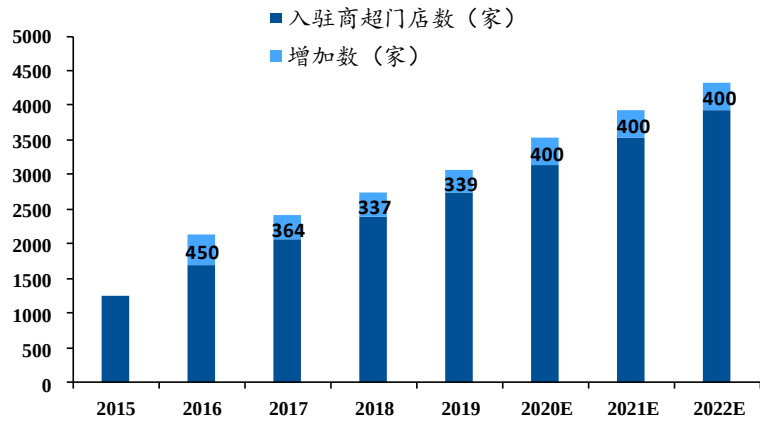
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
商超收入（百万元）	**580.9**	**755.1**	**1014.6**	**1369.2**	**1670.6**	**2045.7**
增长率（YoY）	-	30.0%	34.4%	34.9%	22.0%	22.5%
门店数量（家）	2057	2394	2733	3133	3533	3933
增加数量（家）	-	337	339	400	400	400
同店收入（万元）	28.2	31.5	37.1	43.7	47.3	52.0
增长率（YoY）	-	11.7%	17.7%	17.7%	8.2%	10.0%
单店销量（吨）	11.8	12.1	13.0	14.3	15.8	17.3
增长率（YoY）	-	3.1%	7.4%	10.0%	10.0%	10.0%
价格（元/千克）	24	26	28.5	30.5	30	30
增长率（YoY）	-	8.3%	9.6%	7.0%	-1.6%	0.0%

资料来源：公司招股书，民生证券研究院整理

（1）门店数量：预计每年新增入驻约 400 家，即 2022 年达到 3933 家

2019 年，湘佳入驻 2733 家商超门店，当年新增数量为 339 家，相比前期有所减少。公司主要商超渠道为华润万家+永辉+大润发+沃尔玛+盒马鲜生+家乐福+欧尚，占收入比重达到 50%以上。上述 7 家商超门店总数为 6090 家，而湘佳的商超入驻数量为 2733 家，因此静态来看还有 3357 家的增量空间。

图 46：湘佳入驻商超门店数量预计 2022 年达到 3933 家



资料来源：公司招股书，公司调研，民生证券研究院

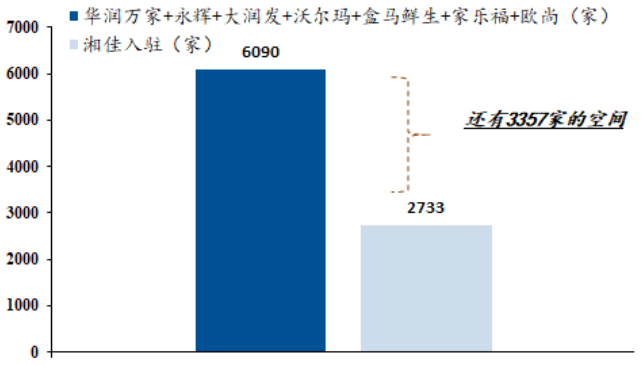
我们认为门店数量增加的逻辑在于渠道下沉。湘佳主要的门店在一线城市，尤其是在家乐福的门店数量近 60%分布于北京、上海、广东。我们判断，湘佳未来在省会城市与地级市还有很大的扩张空间。

图 47：湘佳主要商超渠道收入占比变化

	2017		2018		2019	
1	永辉	24%	永辉	23%	永辉	21%
2	家乐福	11%	家乐福	8%	大润发	10%
3	大润发	8%	大润发	7%	盒马鲜生	6%
4	欧尚	6%	欧尚	5%	家乐福	6%
5	华润万家	5%	沃尔玛	4%	沃尔玛	4%
6	其他	46%	其他	53%	其他	53%

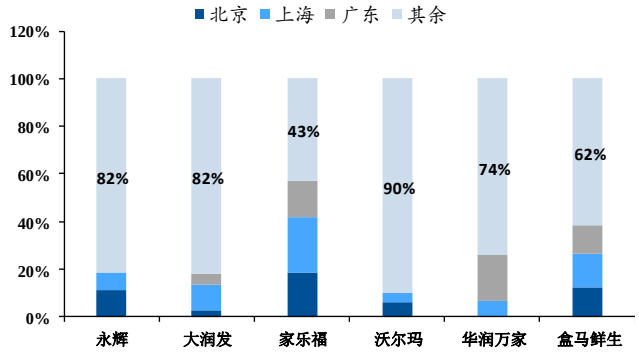
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 48：商超渠道渗透空间仍然较大



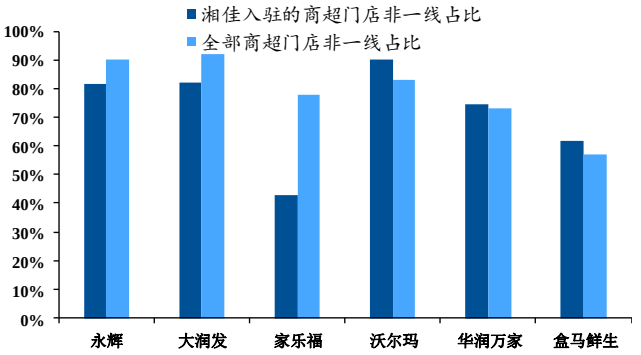
资料来源：公司招股书，中国连锁店经营协会，民生证券研究院

图 49：湘佳商超门店数量的分布



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 50：湘佳商超渠道下沉仍然有空间

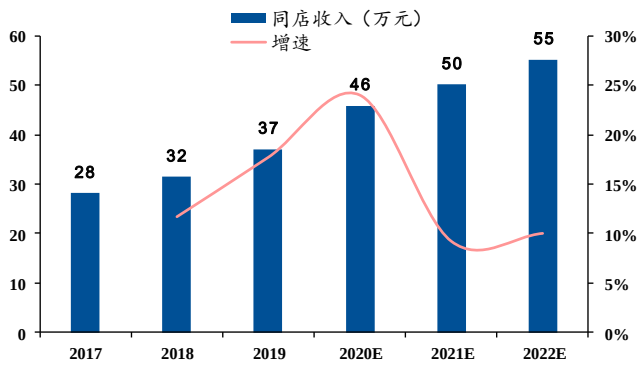


资料来源：公司招股书，各公司网站，民生证券研究院

（2）单店收入：预计未来 CAGR 为 14%，即 2022 年达到 55 万元

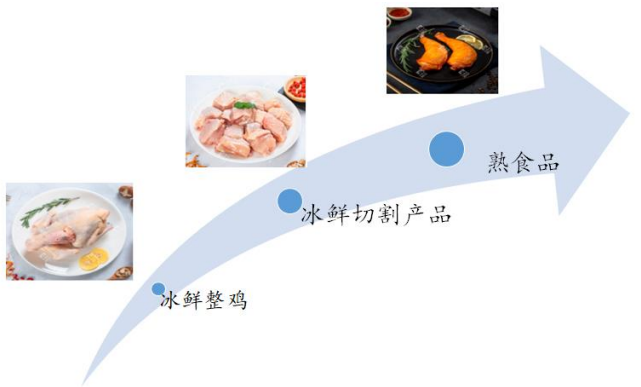
2019 年，湘佳同店收入为 37 万元，同比增速为 16%。我们认为湘佳经过与各大商超 5 年的合作，其冰鲜黄鸡的商业模式得到了市场的初步认可。随着人均鸡肉消费量的增加，以及冰鲜黄鸡渗透率提升与品类的创新，预计未来 3 年同店收入将保持 14%的年均复合增速。

图 51：商业模式得到市场认可后同店业务年均增长 14%



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 52：湘佳品类创新：种类繁多的熟食品



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

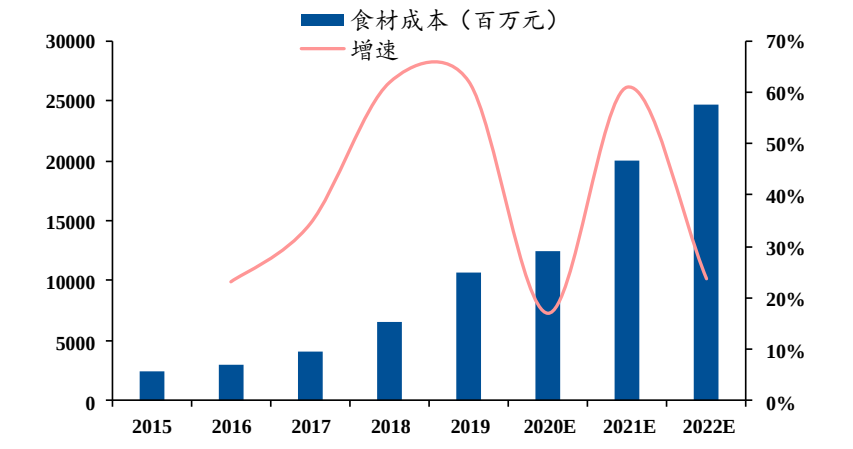
2. 餐饮食堂：第二增长曲线，跟随餐饮巨头一起成长

我们预计湘佳将加大在食堂餐饮的拓展力度。2019 年湘佳在食堂餐饮等 2b 端的收入为 2718 万元，仅占冰鲜业务的 2%，预计未来将来保持高增速，原因如下。

餐饮方面，预计湘佳在中式餐饮有较大机会。黄鸡比白鸡口感、肉制更佳，烹饪场景更加多样精致，因此符合中高端的中式饭店需求。目前湘佳已经进入**海底捞、云海肴**供应链，并且 20 年开始初步供货，预计未来将跟随 2B 端大企业快速成长。

食堂方面，预计湘佳将主要以学校为拓展对象。因学校属于强监管市场，学生的食品安全最重要，利好湘佳，而工厂食堂属于弱监管市场，利好活鸡经销商。2020 年 8 月 7 日，湖南常德已有 185 家学校食堂采购湘佳鲜禽。

图 53：海底捞食材成本高速增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院（预测值为 wind 一致预期）

（三）区域拓展：西南、华北与华东大有可为

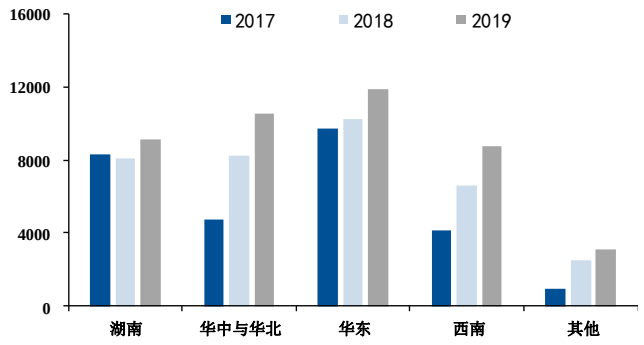
2020 年，公司相继在广东、北京、上海、四川设立地区公司，全国化持续推进。我们认为公司在湖南冰鲜市占率已经达到 35%，并且湖南市场容量有限，未来成长大概率依靠外埠区域扩张。结合市场空间、市占率与竞争程度，我们认为华东、华北、西南是未来拓展的主要方向，而华南市场虽然容量大，但存在温氏、天农等有力竞争者，湘佳进入困难：

①华东市场：我们测算华东冰鲜黄鸡消费量约 18 万吨，湘佳市占率约 7%，并且公司与该区域商超已有合作经验，未来业务拓展预计较为顺利。

②华中与华北市场：我们测算消费量约 15 万吨，湘佳市占率约 6%，该地区多消费白羽鸡肉，但是优势是不存在强大竞争者，因此有利于湘佳的渗透。

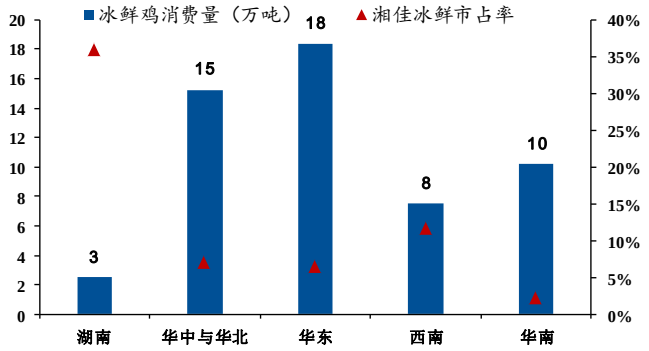
③西南市场：我们测算消费量约 8 万吨，湘佳市占率约 12%，当地消费者喜食黄鸡，并且无有力竞争对手。

图 54：湘佳冰鲜鸡在各地区的销售量（吨）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图 55：华东、华北、西南市场渗透空间仍然很大



资料来源：《2018 国鸡产业白皮书》，Wind，民生证券研究院整理

图 56：公司全国化扩张持续推进



资料来源：公司招股书，公司公告，民生证券研究院

（四）品类扩充：猪肉+禽蛋，开拓大生鲜市场

我们认为猪肉与鸡蛋是对冰鲜鸡业务很好的补充：(1) 有利于打造完善的生鲜产品结构，增强客户的消费粘性；(2) 有利于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。

冷鲜猪肉：根据 20 年半年报，公司开始布局生猪产业，子公司湖南泰淼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 21 年下半年开始投产。

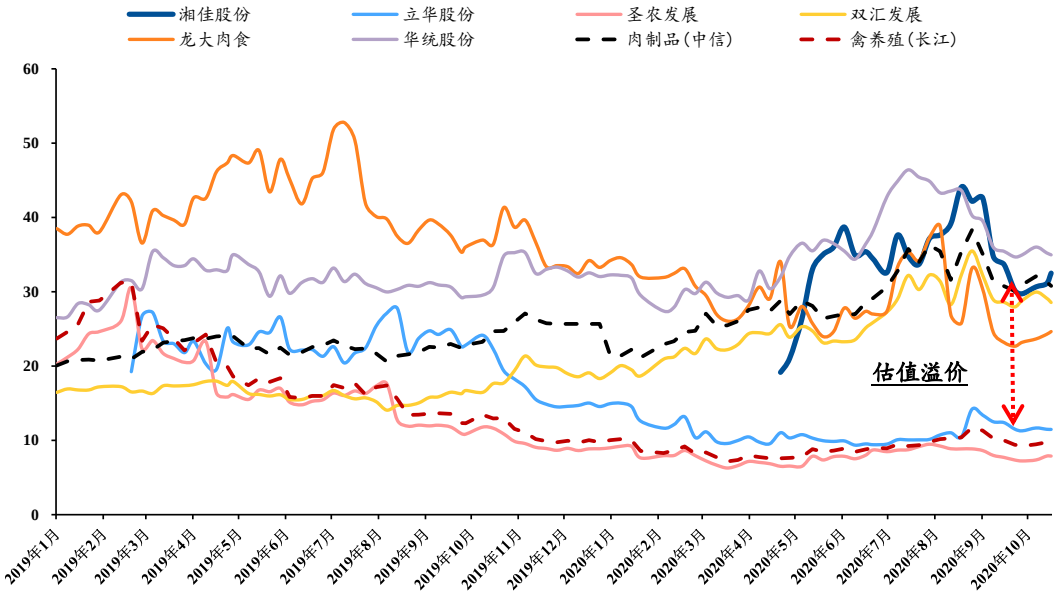
禽蛋：根据 2020 年 8 月公告，公司拟收购三尖农牧 70%股份，被收购标的是禽蛋全产业链企业，在湖南市场拥有较强竞争力，目前该并购尚处于计划阶段。

五、估值辨析：消费成长股 or 农业周期股？

（一）比较：湘佳估值水平接近肉制品板块

自上市至今，公司 PE(TTM)均值为 34 倍，接近同期肉制品板块（31 倍），明显高于禽养殖板块（10 倍）。而在刚发行上市之时，公司估值仍然高于立华上市初期水平（24 倍）。我们认为目前估值水平反映了市场对于公司消费成长股的定位，类消费品的确定性与成长性有力支撑了公司目前的估值水平。

图 57：湘佳 PE（TTM）明显高于禽类板块



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）估值支撑点一：向消费品的确定性要溢价

1、从生意本质看湘佳的消费品属性

我们认为湘佳冰鲜鸡的商业模式与传统肉鸡有较大差异，不应完全以农业周期品的投资眼光来审视，从产品属性、消费场景、渠道结构来看，其消费品属性更加明显。

从产品属性来看，冰鲜黄鸡的口感与肉质更佳，并且种类多样，适合做个性化产品，能够满足 C 端消费者的各种需求。相较之下白鸡肉多但口感差，更像是标准的工业化产品。

从消费场景来看，冰鲜黄鸡更适合中式餐饮，如以整只煲汤、红烧、做白斩鸡等，且以个人消费者为主。

从渠道结构来看，湘佳冰鲜鸡渠道以商超为主，直接面向终端消费者，具备高议价能力与刚性需求的特点，十分接近大众消费品的渠道特征。

表 8：三种鸡肉生意的属性对比

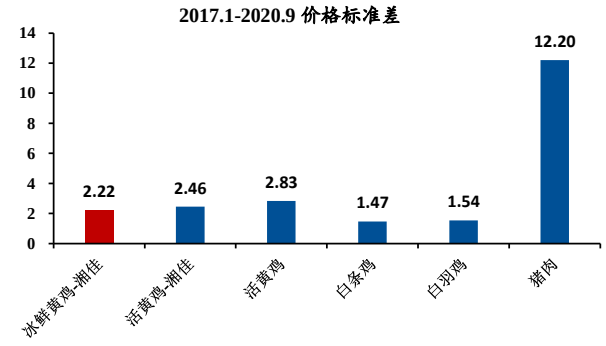
	冰鲜黄鸡	活黄鸡	白鸡
消费需求特征	新鲜、整只最重要，因此偏好活鸡	新鲜、整只最重要，因此偏好活鸡	偏好肉多，新鲜是其次，因此可以冷链
消费场景与渠道	2c 为主，包括商超、个人饭店、中高端酒店	2c 为主，农贸市场、个人饭店、中高端酒店	2b 连锁餐饮、快餐、食堂；2c 很少
产品形态	冷鲜整鸡、冷鲜分割	活鸡	冷鲜分割、冻品，熟食品
产品属性	出肉率一般，周期较长，口感佳，风味好，品种丰富多样	出肉率一般，周期较长，口感佳，风味好，品种丰富多样	出肉率高，周期短，口感欠佳，品种单一
商业模式	全产业链一体化	养殖-经销-终端的分割	全产业链一体化

资料来源：民生证券研究院整理

2、熨平周期波动

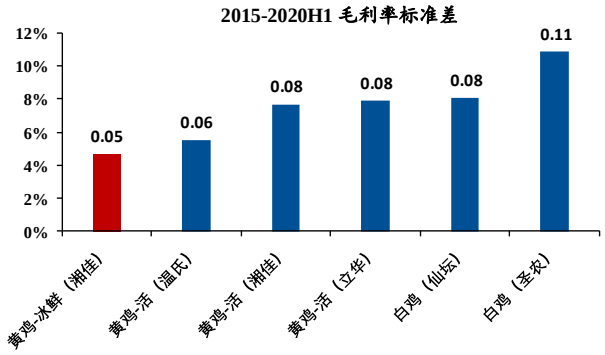
湘佳无论是价格还是毛利率的波动都明显更小，有力说明了公司穿越周期的能力。从价格波动来看，17 年 1 月至 20 年 9 月，湘佳冰鲜产品价格标准差为 2.22，明显小于活黄鸡与猪肉。从毛利率波动来看，15 年至 20 年上半年，湘佳冰鲜产品毛利率标准差为 0.05，明显低于温氏、圣农等禽养殖企业。

图 58：湘佳冰鲜产品的价格波动较小



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 59：湘佳冰鲜产品的毛利率波动最小

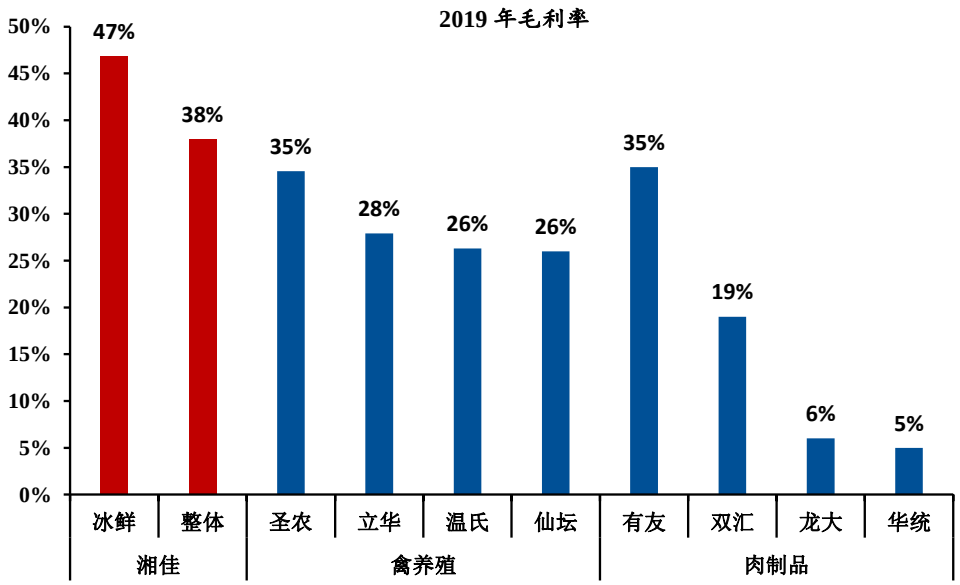


资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）估值支撑点二：向高盈利能力要溢价

湘佳冰鲜产品毛利率整体保持在 40%至 45%区间，明显高于同期禽养殖、肉制品企业，这主要得益于其商超直营+标准自养商业模式带来的议价能力与成本优势。我们认为由于商业模式的可持续性，这种突出的盈利能力将在未来长期保持，是支撑目前估值水平的基本盘。

图 60：湘佳冰鲜产品的毛利率明显更高

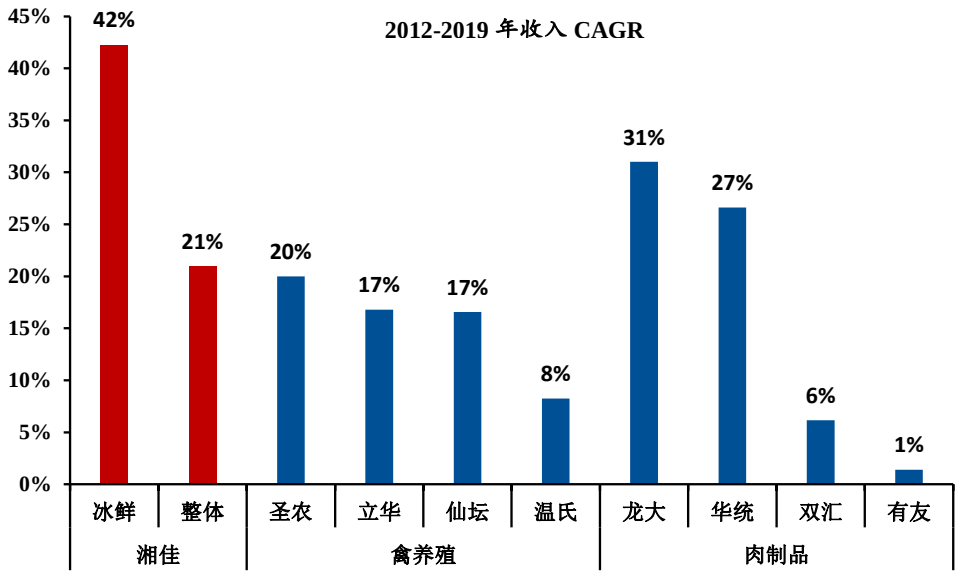


资料来源：Wind，民生证券研究院（温氏为肉鸡业务毛利率，有友为肉制品业务毛利率）

（四）估值支撑点三：向高成长性要溢价

湘佳成长性领先，2012 至 2019 年，冰鲜产品平均复合增速为 42%，明显高于同期禽养殖企业与肉制品企业，而整体收入增速也处于前列。展望未来，冰鲜黄鸡处于成长初期，预计未来 3 年 CAGR 达到 20%，公司成长性无忧，将有力支撑公司目前的估值水平。

图 61：湘佳冰鲜产品的平均增速明显更高



资料来源：Wind，民生证券研究院（温氏为肉鸡业务增速，有友为肉制品业务增速）

六、盈利预测与估值

（一）盈利预测

我们认为黄鸡冰鲜化的趋势正在加快，公司在产能加码+渠道下沉+区域扩张的驱动之下，未来业绩弹性较大。预计 20-22 年公司实现营业收入 22.43/28.73/35.81 亿元，同比+19.4%/+28.1%/+24.6%；归母净利润分别为 2.86/3.52/4.30 亿元，同比+25.9%/23.1%/22.3%，核心假设如下：

1.收入

（1）冰鲜鸡业务：20H1 公司冰鲜业务受益于疫情，销量大增且单价表现坚挺，收入同比+58%。短期来看，我们认为 20H2 销量仍然会保持较高的增速，单价总体稳定但小幅下滑，因此预计收入稳定增长。长期来看，受益于冰鲜化的消费趋势加快，以及公司渠道下沉、区域扩张的共同发力，公司冰鲜业务将延续高增长。预计 20-22 年收入增速分别为+42.0%/26.5%/25.9%。

（2）活禽业务：20H1 公司活禽业务受疫情冲击较大，农贸市场关闭导致销量与单价均大幅下滑，收入同比-25%。短期来看，我们认为 20H2 鸡价环比有所上升，但同比仍下降，收入增速难以转正。长期来看，活禽具有较强的波动性，并非公司主要经营方向，将定位于冰鲜业务的润滑剂。预计 20-22 年收入增速分别为-23.1%/+37.9%/+23.1%。

表 9：冰鲜业务拆分与预测（百万元）

业务	项目	2019A	2020E	2021E	2022E
冰鲜鸡	销售收入	1179.6	1675.4	2120.0	2668.7
	增长率（YOY）	34.1%	42.0%	26.5%	25.9%
其中：商超	销售收入	1015	1437	1770	2168
	增长率（YOY）	34.4%	41.7%	23.2%	22.5%
农贸市场	销售收入	135.7	176.4	229.3	298.1
	增长率（YOY）	44.2%	30.0%	30.0%	30.0%
食堂餐饮	销售收入	27.2	57.1	114.2	194.2
	增长率（YOY）	9.7%	110.0%	100.0%	70.0%
电商	销售收入	2.1	4.41	6.174	8.6436
	增长率（YOY）	-64.4%	110.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 10：活禽业务拆分与预测（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	603.9	464.4	640.2	788.3
增长率（YoY）	5.7%	-23.1%	37.9%	23.1%
销量（吨）	48032.9	42822.6	55669.4	66803.3
增长率（YoY）	-1.0%	-10.8%	30.0%	20.0%
价格（元/千克）	12.57	11	11.5	11.8
增长率（YoY）	6.8%	-12.5%	4.5%	2.6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.毛利率

（1）冰鲜业务：短期看，疫情影响下冰鲜鸡价格坚挺，售价下降幅度小于成本（活禽）的下降幅度，因此预计 20 年毛利率同比上升；但长期看，市场终将回归正常轨道，预计 21 年之后毛利率小幅下跌。此外，考虑到低毛利的餐饮食堂渠道放量，将拖累公司整体毛利率。综上所述，预计冰鲜业务毛利率 20-22 年分别为 47.2%/43.7%/43.1%。

（2）活禽业务：黄羽鸡价格处于下行周期，难以回到 19 年高位，因此判断活禽业务毛利率下滑，预计 20-22 年分别为 8.0%/9.0%/9.0%。

表 11：公司收入拆分与预测（百万元）

业务	项目	2019A	2020E	2021E	2022E
冰鲜鸡业务	销售收入	1179.6	1675.4	2120.0	2668.7
	增长率（YOY）	34.1%	42.0%	26.5%	25.9%
	毛利率	46.8%	47.2%	43.7%	43.1%
活禽业务	销售收入	603.9	464.4	640.2	788.3
	增长率（YOY）	5.7%	-23.1%	37.9%	23.1%
	毛利率	20.9%	8.0%	9.0%	9.0%
其他主营业务	销售收入	67.5	75.1	83.3	92.5
	增长率（YOY）	66.6%	11.3%	11.0%	11.0%
	毛利率	38.5%	24.0%	24.0%	24.0%
其他业务	销售收入	26.9	28.3	29.8	31.4
	增长率（YOY）	19.4%	5.3%	5.3%	5.3%
	毛利率	34.9%	20.0%	20.0%	20.0%
总计	销售收入小计	1877.9	2243.1	2873.4	3580.9
	增长率（YOY）	24.0%	19.5%	28.1%	24.6%
	平均毛利率	38.0%	38.0%	35.2%	34.9%

资料来源：公司招股书，公司公告，民生证券研究院

（二）估值分析

预计 20-22 年公司实现营业收入 22.43/28.73/35.81 亿元，同比+19.4%/+28.1%/+24.6%；归母净利润分别为 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 33/27/22 倍。

我们选取双汇发展、龙大肉食、华统股份、三全食品、安井食品等 5 家企业作为可比公司，原因在于双汇、龙大、华统均为肉制品公司，产品与湘佳接近，而三元与安井的渠道以商超为主，渠道结构与湘佳相似。以 Wind 一致盈利预期来看，如按算数平均法，上述 5 家公司 2020 年平均 PE 约为 37X；公司 2020 年预期 PE 约为 33X，低于可比公司平均水平。

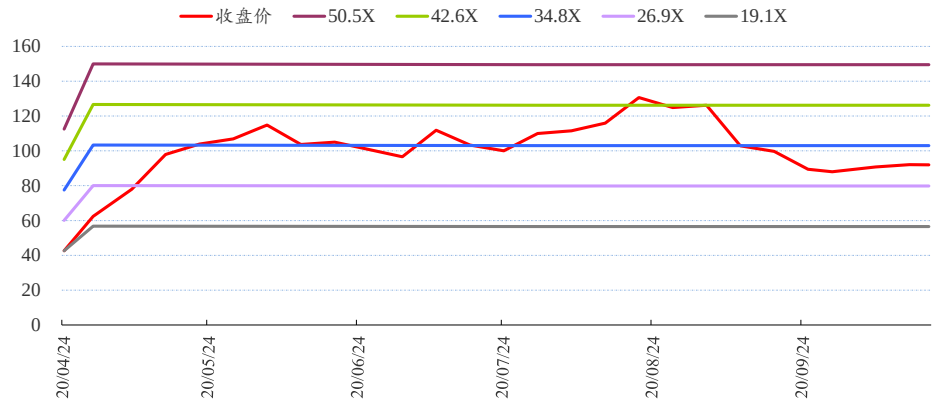
考虑到冰鲜黄鸡行业处于成长初期，公司享受行业高增速的红利，同时通过自养+商超自营的商业模式构筑长期竞争的护城河，叠加产能加码+渠道下沉+区域扩张贡献业绩弹性。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

表 12：对标公司估值水平

证券简称	业务类型	渠道模式	2020PE
双汇发展*	生鲜肉、肉制品	特约店、商超、经销商	28X
龙大肉食*	生鲜肉、肉制品	批发商、商超、餐饮加工	14X
华统股份*	生鲜肉、肉制品	商超、经销商	23X
三全食品*	速冻米面	商超为主	41X
安井食品*	速冻食品	商超为主	81X

资料来源：Wind，民生证券研究院，标*表示盈利数据取自 Wind 一致预测

图 62：湘佳股份 PE-Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

七、风险提示

1.肉鸡价格下跌：公司主要销售冰鲜鸡与活鸡，产品售价与成本受肉鸡价格波动较大。目前种鸡存栏量处于历史高位，供给端的压力较大，预计鸡价大概率将在历史低位徘徊，并且不排除进一步下探的可能性。

2.黄鸡冰鲜化不及预期：疫情后各个省份陆续出台禽肉冰鲜上市的政策，但在执行过程中可能存在消费者抵制等诸多问题，因此存在政府放宽政策的风险，这将导致黄鸡冰鲜化进度放缓。

3.自然灾害：禽流感、洪水等不可抗事件爆发，将导致禽类产量大幅度减少，对企业经营产生不利影响。

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**	**2126**	**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	30.9	32.9	26.7	21.9
PB	8.7	8.5	6.5	5.0
EV/EBITDA	30.0	25.1	20.0	16.0
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

插图目录

图 1： 公司发展历程分为三个阶段 3
图 2： 公司股权结构图 4
图 3： 公司布局黄羽鸡全产业链 5
图 4： 公司业绩保持高增长 5
图 5： 冰鲜业务占比不断提升 5
图 6： 冰鲜产品呈现品牌化与中高端化 6
图 7： 冰鲜产品收入增速高 6
图 8： 冰鲜产品毛利率持续提升 6
图 9： 活鸡产品矩阵 7
图 10：活禽收入变动有明显的周期性 7
图 11：活禽毛利率低且波动大 7
图 12：中性假设下冰鲜黄鸡市场规模在 2024 年达到 351 亿元 8
图 13：中国鸡肉消费结构（2018 年） 9
图 14：黄鸡消费量变化与预测 9
图 15：中国鸡肉人均消费量低（2016 年） 9
图 16：历史上每次禽流感后政策均会加快推进禽类冰鲜上市 10
图 17：2020 年疫情以来推行黄鸡冰鲜化的城市数量快速增加 11
图 18：中国冷链物流水平不断提升 11
图 19：2019 年香港冰鲜鸡消费量约占大陆 5% 12
图 20：政策推行后香港活鸡消费量大幅下降 12
图 21：中性假设下 2024 年冰鲜黄鸡占比有望提升至 20% 12
图 22：黄鸡竞争格局（2017 年销量口径） 13
图 23：黄鸡集中度有所提升 13
图 24：内地冰鲜黄鸡竞争格局（2019 年销量） 13
图 25：港澳冰鲜黄鸡竞争格局（2019 年销量） 13
图 26：冰鲜黄鸡厂商分布情况 14
图 27：产业链分割型 VS 全产业链型 15
图 28：全部业务中自养收入占比提升至 35% 16
图 29：冰鲜业务中自养收入占比提升至 40% 16
图 30：湘佳自养模式与代养模式的成本拆分 17
图 31：湘佳代养商业模式 17
图 32：代养费计算公式 17
图 33：自养模式公司 VS 代养模式公司 17
图 34：自养模式严格控制产品品质安全 18
图 35：自养模式拥有更低的单位成本（元/只） 18
图 36：冰鲜业务渠道占比提升至 64% 18
图 37：商超直营在冰鲜渠道中占比最高 18
图 38：湘佳商超直营商业模式 19
图 39：冰鲜产品的运输费用拆分（百万元） 19
图 40：冰鲜产品的市场销售费用拆分（百万元） 19
图 41：商超直营有利于市场培育扩张 20
图 42：商超渠道产品毛利率高（圣农为 2016 年数据） 20
图 43：黄鸡养殖产能扩张计划 22
图 44：黄鸡屠宰产能扩张计划 22
图 45：湘佳各渠道占比变化情况 22
图 46：湘佳入驻商超门店数量预计 2022 年达到 3933 家 23
图 47：湘佳主要商超渠道收入占比变化 24
图 48：商超渠道渗透空间仍然较大 24
图 49：湘佳商超门店数量的分布 24
图 50：湘佳商超渠道下沉仍然有空间 24
图 51：商业模式得到市场认可后同店业务年均增长 14% 24

图 52：湘佳品类创新：种类繁多的熟食品.....24
图 53：海底捞食材成本高速增长.....25
图 54：湘佳冰鲜鸡在各地区的销售量（吨）.....26
图 55：华东、华北、西南市场渗透空间仍然很大.....26
图 56：公司全国化扩张持续推进.....26
图 57：湘佳 PE（TTM）明显高于禽类板块.....27
图 58：湘佳冰鲜产品的价格波动较小.....28
图 59：湘佳冰鲜产品的毛利率波动最小.....28
图 60：湘佳冰鲜产品的毛利率明显更高.....29
图 61：湘佳冰鲜产品的平均增速明显更高.....29
图 62：湘佳股份 PE-Band.....32

表格目录

表 1：公司二大家族持股情况（截至 2020 年 4 月）.....4
表 2：冰鲜黄鸡市场规模测算模型.....8
表 3：2020 年疫情后进一步禁止活禽宰杀的地区与政策.....10
表 4：中央一号文件对冷链物流建设的政策支持.....11
表 5：各大传统黄鸡企业布局冰鲜市场.....14
表 6：各厂商渠道结构对比.....20
表 7：湘佳商超渠道预测.....23
表 8：三种鸡肉生意的属性对比.....28
表 9：冰鲜业务拆分与预测（百万元）.....30
表 10：活禽业务拆分与预测（百万元）.....30
表 11：公司收入拆分与预测（百万元）.....31
表 12：对标公司估值水平.....32

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。