

湘佳股份 (002982.SZ)

2022 半年报点评：活禽业务依旧承压，冷鲜业务表现优异

买入

核心观点

受益黄鸡价格复苏，公司上半年业绩同比回升明显。公司 2022H1 实现营业收入 16.28 亿元，较上年同期+16.71%，实现归属于母公司所有者的净利润 487.61 万元，较上年同期+196.54%，业绩同比回暖明显主要系黄鸡价格相较上年同比上涨明显。具体来看，公司 2022H1 共销售商品鸡 1814.85 万羽，较上年同期增加 10.99%，同时受益产能去化，二季度商品鸡销售均价开启环比回暖，其中 4、5、6 月份销售均价相较上年同期分别上涨 10.9%/34.38%/45.85%，但受饲料原料价格大幅上涨带来的成本端压力影响，公司 2022Q2 盈利依旧承压。

黄羽鸡产能去化加速，行业盈利有望持续回暖。截止 2022 年 7 月 31 日，国内祖代鸡存栏（在产+后备）268 万套，同比增加 3.98%；父母代存栏（在产+后备）2279 万套，同比下降 4.28%，在产父母代存栏比 2019 年同期相比下降 5.12%，黄羽肉鸡市场在经历一年多价格低迷行情后，目前父母代种鸡存栏正处于三年内新低水平。进一步从公司活禽业务表现来看，受上半年粮价再度上涨影响，黄羽鸡养殖端盈利依旧承压明显，公司活禽业务毛利率相较上年同期下降 8.91pct 至-5.01%，毛利同比减少 261.54%至-2052.57 万元。综上所述我们认为，盈利承压有望推动行业产能去化延续，预计 2022 年起黄羽鸡养殖的盈利或持续好转，看好公司全年业绩表现。

冰鲜业务盈利能力逐渐得到验证，看好冰鲜化趋势下公司成长空间。2022H1 公司冷鲜业务实现收入 9.80 亿元，同比增长 16.95%，于总收入中占比为 60.20%，在活禽业务依旧承压的情况下，冷鲜业务毛利率较去年同期增加 3.92pct 至 26.52%，毛利同比增加 37.57%至 2.60 亿元，公司“冰鲜+C 端”业务模式的弱周期、高毛利属性得到逐步验证。考虑到国内黄鸡消费的冰鲜占比低，未来在限制活禽交易的政策推动和消费升级等因素驱动下成长空间充足，且公司已通过“渠道+物流+全产业链经营”建立核心护城河，未来有望充分受益黄羽鸡冰鲜化趋势带来的成长红利。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：公司是深耕冰鲜、聚集 C 端的优质黄羽鸡标的，短期看好鸡价回暖带来的贝塔行情，中长期看好黄羽鸡冰鲜化趋势下公司的成长空间，维持“买入”评级。考虑到上半年粮价上涨令公司成本端承压明显，我们下调公司 22-23 年归母净利润预测至 0.48/1.50 亿元（原为 1.53/2.43 亿元），预计公司 24 年归母净利润为 2.17 亿元，22-24 年对应 EPS 为 0.47/1.47/2.13 元，对应当前股价 PE 为 88.7/28.3/19.6X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,190	3,006	3,988	4,727	5,081
(+/-%)	16.6%	37.3%	32.7%	18.5%	7.5%
净利润(百万元)	174	26	48	150	217
(+/-%)	-23.2%	-85.3%	86.3%	213.1%	44.6%
每股收益(元)	1.71	0.25	0.47	1.47	2.13
EBIT Margin	7.9%	1.1%	1.8%	3.9%	5.0%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	1.6%	2.9%	8.4%	11.0%
市盈率 (PE)	24.3	165.3	88.7	28.3	19.6
EV/EBITDA	20.1	32.4	26.9	16.3	13.2
市净率 (PB)	2.65	2.64	2.57	2.37	2.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

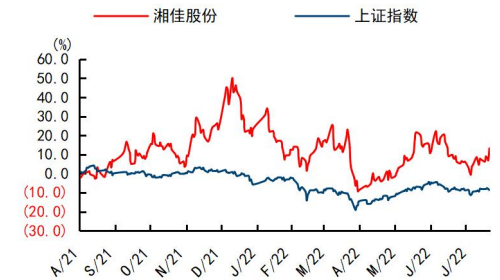
农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002
联系人：李瑞楠 021-60893308
lirui@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	41.66 元
总市值/流通市值	4249/1958 百万元
52 周最高价/最低价	59.00/32.67 元
近 3 个月日均成交额	73.92 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《湘佳股份(002982.SZ)-2月销售均价上行趋势不减，看好2022年黄鸡景气回暖》——2022-03-10
- 《湘佳股份-002982-重大事件快评：2021年净利增速承压，主业规模加速扩张》——2022-01-26
- 《湘佳股份-002982-重大事件快评：2021上半年营收增速超预期，加速扩张布局成长》——2021-07-15
- 《湘佳股份-002982-深度报告：冰鲜黄鸡领军者，农业稀缺成长股》——2021-03-19

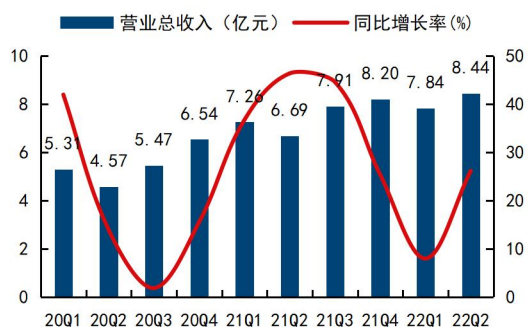
受益黄鸡价格复苏，公司上半年业绩同比回升明显。根据公司发布的2022年半年度报告，公司2022H1实现营业收入16.28亿元，较上年同期增加16.71%，实现归属于母公司所有者的净利润487.61万元，较上年同期增加196.54%，业绩同比回暖主要系黄鸡价格较上年同比上涨明显。具体来看，公司2022H1共销售商品鸡1814.85万羽，较上年同期增加10.99%，同时受益产能去化，二季度商品鸡销售均价开启环比回暖，其中4、5、6月份销售均价较上年同期分别上涨10.9%/34.38%/45.85%，但受饲料原料价格大幅上涨影响，公司2022Q2盈利依旧承压。分板块来看：**(1) 冷鲜业务：**共实现收入9.80亿元，同比增长16.95%，于总收入中占比为60.20%，受益黄羽鸡售价回暖，毛利率较上年同期增加3.92pct，毛利同比增加37.57%至2.60亿元。**(2) 活禽业务：**共实现收入4.30亿元，同比增加20.94%，于总收入中占比为25.18%，但受粮食上涨带来的成本端压力影响，活禽业务2022H1盈利表现依旧承压，毛利率较上年同期下降8.91pct至-5.01%，毛利同比减少261.54%至-2052.57万元。

图1：湘佳股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：湘佳股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



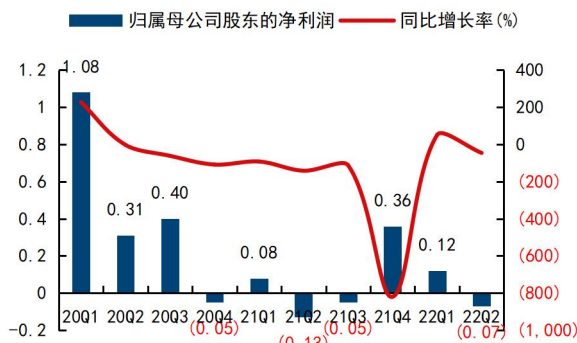
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：湘佳股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

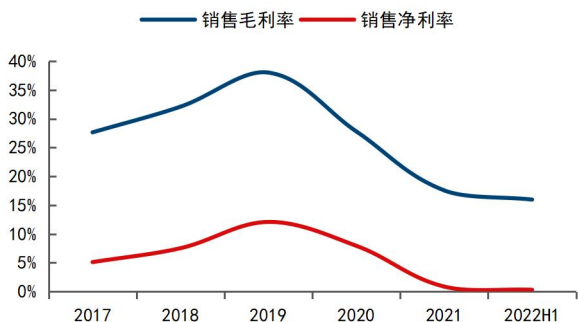
图4：湘佳股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

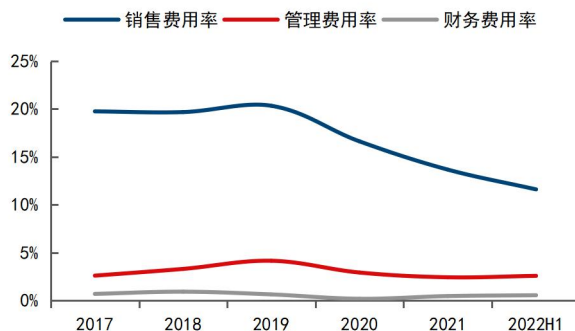
毛利率同比下降，销售费用优化明显。公司2022H1销售毛利率15.97%，较上年同期减少1.31pct；销售净利率0.31%，较上年同期增加0.72pct，毛利率细化主要系粮价大幅上涨令成本端承压。销售费用率11.61%（-2.56pct），管理费用率2.58%（-0.10pct），财务费用率0.55%（+0.25pct）。三项费用率合计14.74%，同比下降2.41pct，主要2022H1销售费用占比优化明显。另外公司研发投入同比增加80.12%至1369.98万元，主要系公司加大了种禽自有品种研发。

图5: 湘佳股份毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

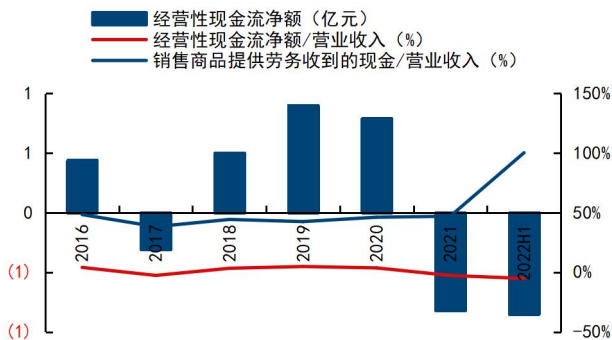
图6: 湘佳股份三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

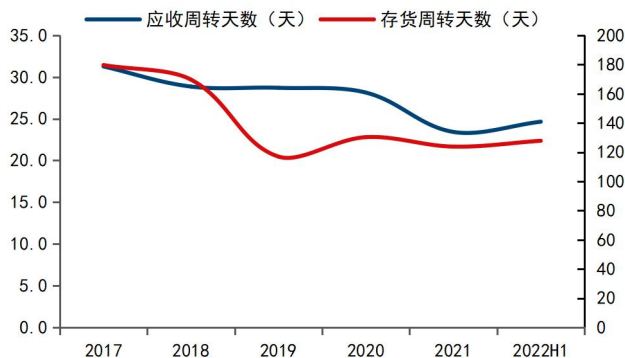
短期经营性现金流依旧承压，存货周转天数有所提升。2022H1 经营性现金流净额 -0.85 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为 -5.22% (+0.66%)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 100.12% (-1.08%)，现金流状况受原材料涨价影响依旧承压。在主要流动资产周转方面，2022H1 公司应收周转天数达 24.65 天 (+7.15%)，存货周转天数达 127.80 天 (-11.28%)，存货周转效率有所提升。

图7: 湘佳股份经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 湘佳股份主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。公司是深耕冰鲜、聚集 C 端的优质黄羽鸡标的，短期看好鸡价回暖带来的贝塔行情，中长期看好黄羽鸡冰鲜化趋势下公司的成长空间。考虑到上半年粮价上涨令公司成本端承压明显，我们下调公司 22-23 年归母净利润预测至 0.48/1.50 亿元（原为 1.53/2.43 亿元），预计公司 24 年归母净利润为 2.17 亿元，22-24 年对应 EPS 为 0.47/1.47/2.13 元，对应当前股价 PE 为 88.7/28.3/19.6X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			投资评级
			亿元	21E	22E	23E	21E	22E	23E		
300761	立华股份	44.51	179.77	-0.98	1.41	3.59	-45	32	12	买入	
300498	温氏股份	24.34	1,593.36	-2.11	-0.62	1.58	-12	-39	15	买入	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	662	298	368	295	509	营业收入	2190	3006	3988	4727	5081
应收款项	201	235	328	401	429	营业成本	1581	2478	3097	3598	3837
存货净额	282	447	530	613	651	营业税金及附加	5	6	8	10	10
其他流动资产	41	55	24	57	56	销售费用	364	411	625	724	757
流动资产合计	1187	1036	1249	1366	1644	管理费用	64	73	178	202	215
固定资产	972	1536	1553	1531	1422	研发费用	5	5	9	10	10
无形资产及其他	102	134	130	125	121	财务费用	4	14	18	12	3
投资性房地产	117	162	162	162	162	投资收益	3	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	(6)	(6)	(6)	资产减值及公允价值变动	3	4	0	0	0
资产总计	2378	2868	3089	3179	3343	其他收入	3	3	(9)	(10)	(10)
短期借款及交易性金融负债	193	301	500	300	200	营业利润	181	32	56	174	251
应付款项	132	227	219	284	323	营业外净收支	(4)	(1)	0	0	0
其他流动负债	244	250	453	530	559	利润总额	177	31	56	174	251
流动负债合计	569	778	1173	1114	1082	所得税费用	7	2	3	7	10
长期借款及应付债券	99	271	41	41	41	少数股东损益	(4)	3	5	17	24
其他长期负债	77	141	146	146	146	归属于母公司净利润	174	26	48	150	217
长期负债合计	176	411	186	186	186	现金流量表 (百万元)					
负债合计	744	1189	1359	1300	1269	净利润	174	26	48	150	217
少数股东权益	29	71	76	91	112	资产减值准备	3	(0)	2	0	(0)
股东权益	1604	1608	1654	1789	1962	折旧摊销	77	136	136	157	166
负债和股东权益总计	2378	2868	3089	3179	3343	公允价值变动损失	(3)	(4)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	4	14	18	12	3
每股收益	1.71	0.25	0.47	1.47	2.13	营运资本变动	(77)	(93)	58	(49)	4
每股红利	0.31	0.39	0.02	0.15	0.43	其它	(6)	(1)	3	15	22
每股净资产	15.75	15.79	16.23	17.56	19.26	经营活动现金流	167	62	247	274	408
ROIC	12%	2%	4%	9%	12%	资本开支	0	(698)	(151)	(131)	(51)
ROE	11%	2%	3%	8%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	28%	18%	22%	24%	24%	投资活动现金流	0	(698)	(145)	(131)	(51)
EBIT Margin	8%	1%	2%	4%	5%	权益性融资	0	14	0	0	0
EBITDA Margin	11%	6%	5%	7%	8%	负债净变化	1	172	(230)	0	0
收入增长	17%	37%	33%	19%	7%	支付股利、利息	(31)	(40)	(2)	(15)	(43)
净利润增长率	-23%	-85%	86%	213%	45%	其它融资现金流	363	(7)	199	(200)	(100)
资产负债率	33%	44%	46%	44%	41%	融资活动现金流	303	271	(33)	(215)	(143)
息率	0.7%	0.9%	0.1%	0.4%	1.0%	现金净变动	471	(364)	69	(72)	214
P/E	24.3	165.3	88.7	28.3	19.6	货币资金的期初余额	192	662	298	368	295
P/B	2.6	2.6	2.6	2.4	2.2	货币资金的期末余额	662	298	368	295	509
EV/EBITDA	20.1	32.4	26.9	16.3	13.2	企业自由现金流	0	(626)	112	154	361
						权益自由现金流	0	(461)	65	(58)	258

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032