

## 禽流感下种源紧张或持续，静待养殖链下游拐点到来

### ——“读懂鸡周期”系列报告一

#### 核心观点

- **白羽鸡行业祖代产能收缩，养殖链传导中** 22年祖代更新量96.34万套，同比-31.28万套；23H1祖代更新量59.96万套，同比+13.35%，海外引种占比约35%。上游拐点已现，预计23Q4传导至商品代。23年7月9日，祖代总存栏167.64万套，其中后备约56.26万套，年度均值处21年以来相对低位，叠加上轮强制换羽影响下的祖代鸡生产性能下降，后续产能供应有边际下行的可能，静待父母代拐点到来。鸡价方面，父母代盈利能力较强，7月中旬商品代价格在季节性因素驱动下由底部上行。出栏量方面，父母代、商品代鸡苗销量暂未现拐点走势。
- **23年禽流感疫情规模缩小，关注巴西疫情进展** 2022.1-2023.6，全球77个国家报告超15600起病例，进入23年疫情规模缩小。22年我国引种国仅剩美国和新西兰，而美国三大引种州中目前仅剩阿拉巴马州可引种，其余两州短期内有开放难度，美国渠道依旧受影响。23年5月疫情蔓延至世界最大鸡肉出口国巴西。截至7月19日，巴西（22年鸡肉出口量占全球总量的33%，居世界第一）共计报告1例家禽、63例野鸟感染病例，暂未对其肉禽出口产生较大影响，但不排除后续疫情向商业养殖场扩散的可能，或对世界鸡肉供应产生影响。
- **上市白羽鸡企业养殖、食品加工产销量呈增长状态** 18年以来上市鸡企养殖产能、销量稳增长，排序为禾丰股份>圣农发展>益生股份>民和股份>仙坛股份>新希望>春雪食品。月度来看，6月上市鸡企鸡苗销量、价格均环比下行，鸡肉销量同比上行、价格涨跌互现。季度来看，出栏量基本呈现“二三季度高于一四季度”的季节性规律。23Q2上市鸡企鸡苗、鸡肉销量均环比上行，Q3餐饮需求提振利好销量增长。
- **上市白羽鸡企业盈利随周期波动，强调经营管理能力** 上市白羽鸡企业的禽业毛利率、净利率水平随鸡周期波动，其中布局下游食品加工的企业（如春雪食品、圣农发展、禾丰股份、仙坛股份）平抑周期的能力较强。细分来看，养殖毛利率随鸡周期波动幅度较大，益生、民和的业绩高弹性源于商品代鸡苗价格的高弹性；食品加工板块，熟食的盈利能力和平抑鸡周期波动的能力均强于生食，圣农发展的食品加工板块利润率居行业领先。在鸡周期低位背景下，公司经营管理能力重要性提升，其中仙坛股份、禾丰股份、春雪食品、圣农发展以较低的资产负债率和费用率占优。
- **投资建议** 养殖链上游祖代鸡供给拐点已现；父母代供给高位，静待拐点到来，或可于23Q4传导至商品代，鸡价走势可期。23H2消费端存年内季节性改善预期，综合利好鸡价潜在走势。禽流感背景下的种源紧张格局或延续。从估值角度看，23年7月21日SW肉鸡养殖PB(LYR)为2.54倍，处于历史底部区间，可板块性关注，包括民和股份(002234.SZ)、圣农发展(002299.SZ)、禾丰股份(603609.SH)、益生股份(002458.SZ)、仙坛股份(002746.SZ)等。
- **风险提示** 鸡价走势不达预期的风险；疫病的风险；原材料价格波动的风险；自然灾害的风险等。

## 农林牧渔行业

### 推荐 (维持评级)

#### 分析师

谢芝优

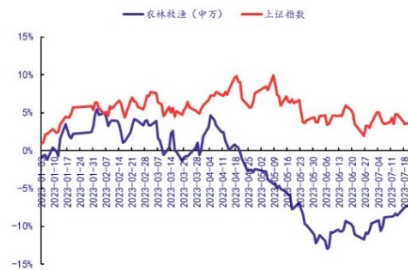
☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

#### 行业数据

2023.07.20



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 相关研究

## 目 录

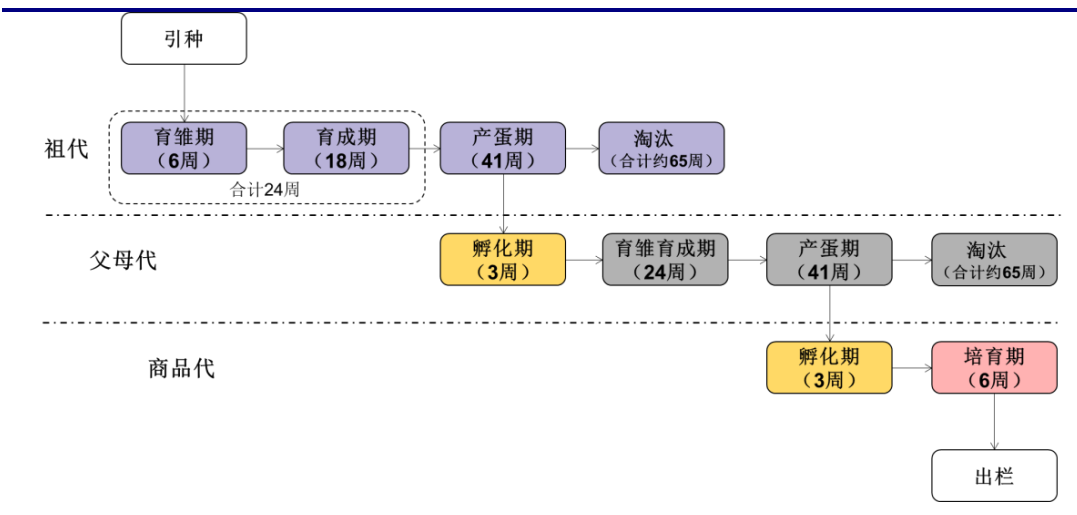
一、白羽鸡行业祖代产能收缩，养殖链传导中.....	2
1. 23H1 祖代更新量同比+13%，海外引种占比约 35%.....	2
2. 祖代存栏相对低位+生产性能下降，后续产能供应有望下行，静待拐点到来.....	3
3. 父母代盈利能力较强，受季节性因素驱动 7 月商品代鸡苗价格上行.....	4
4. 23H1 父母代、商品代鸡苗销量同比+15%、+2%，暂未现显著拐点走势.....	6
二、23 年禽流感疫情规模缩小，关注巴西疫情进展.....	7
三、上市白羽鸡企业养殖、食品加工产销量呈增长状态.....	9
1. 6 月上市鸡企鸡苗销量、价格均环比下行，鸡肉销量同比上行、价格涨跌互现.....	10
2. Q2 上市鸡企鸡苗、鸡肉销量环比上行，Q3 餐饮需求提振利好销量增长.....	11
四、上市白羽鸡企业盈利随周期波动，强调经营管理能力.....	12
1. 公司盈利能力随鸡周期波动，产业链向下游延申有助于平抑周期.....	12
2. 在鸡周期低位背景下，公司经营管理能力重要性提升.....	15
五、投资建议.....	15
六、风险提示.....	16

## 一、白羽鸡行业祖代产能收缩，养殖链传导中

### 1. 23H1 祖代更新量同比+13%，海外引种占比约 35%

白羽鸡养殖行业从供给端到商品代的传导，需要经过曾祖代-祖代-父母代-商品代四个代际，核心群遗传进展一般需要 4~5 年传递到商品代。目前我国养殖链通常从祖代引种开始，传导至商品代毛鸡出栏通常需要 60 周（14 个月）左右。同时，白羽鸡的扩繁系数较高。1 套祖代种鸡可以扩繁约 50 套父母代种鸡，而 1 套父母代种鸡可以扩繁 120-130 只商品代鸡苗，即祖代到商品代的扩繁系数高达 6000-6500。

图 1：白羽鸡养殖周期

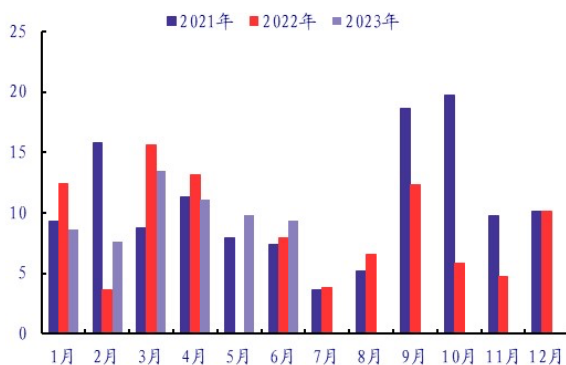


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

**白羽鸡祖代引种收缩，上游拐点已现，预计 23Q4 传导至商品代。**22 年受美国禽流感爆发的影响，我国祖代引种更新量大幅下降至 96.34 万套，同比-31.28 万套。其中，5-7 月海外引种暂停，6-7 月的更新量均为国内自繁，8 月恢复进口，但受限于航班因素，8-9 月引种量降低，此后 10-11 月再次暂停海外引种，直到 12 月益生股份重新恢复美国引种 2 万套利丰祖代鸡。

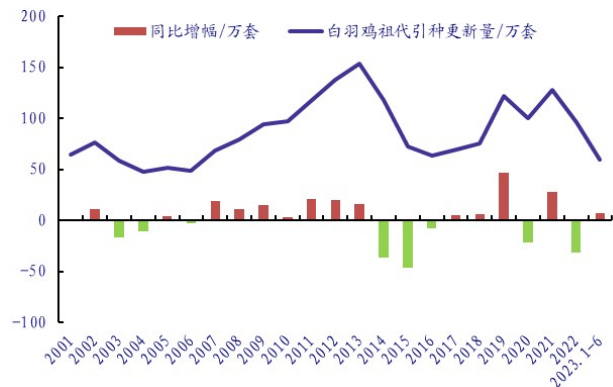
进入 2023 年，禽流感对祖代鸡海外引种造成的困难仍然存在。**23H1 我国祖代更新量为 59.96 万套，同比增长 13.35%，其中 65% 为国内自繁，仅 35% 为海外引种。**具体来看，1 月无海外引种，2-4 月引种量为 18.6 万套（其中 14.60 万套引自美国，4 万套引自新西兰），5 月仅益生股份引种 1 万套，6 月引种量约 1.4 万套。我们认为上游供给缺口已经出现，根据养殖周期推算，23Q4 有望出现商品代拐点。

图 2：2021-23 年至今月度白羽鸡祖代引种更新量情况



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 3：2001-23 年至今白羽鸡祖代引种更新量情况



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

## 2. 祖代存栏相对低位+生产性能下降，后续产能供应有望下行，静待拐点到来

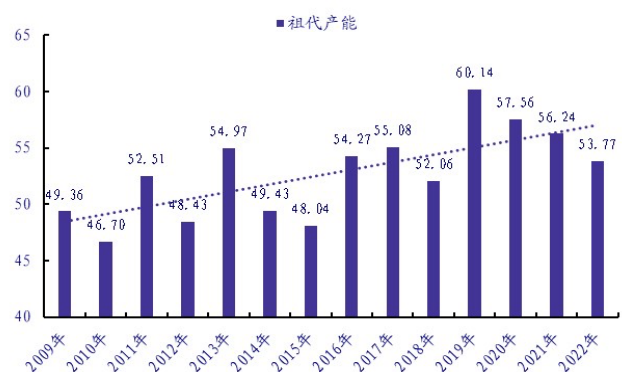
白羽鸡祖代存栏高位，后备存栏相对低位，叠加祖代鸡生产性能下降，后续产能供应有望边际下行。根据协会数据，23 年 7 月 9 日，祖代鸡总存栏量（在产+后备）约 167.64 万套，低于年度均值 170.41 万套，环比-1.70%。其中在产约 111.38 万套，低于年度均值 115.57 万套，环比-2.28%；后备约 56.26 万套，年度均值处于 21 年以来的相对低位，一定程度上意味着后续产能供应有望边际下行的可能。此外，受上轮强制换羽等因素的影响，祖代产能自 2019 年起逐年下降，22 年已降至 53.77 水平，较 2019 年高点跌去 10.59%。祖代鸡生产性能下降，换羽能力受限，一定程度上加剧了供给缩减的趋势。

图 4：17 年至今白羽鸡祖代存栏情况（在产、后备）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 5：2009-2022 年白羽鸡祖代产能



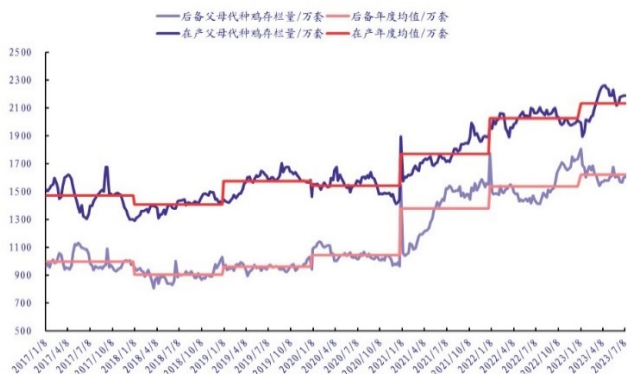
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

白羽鸡父母代存栏历史高位，静待拐点到来。根据协会数据，23 年 7 月 9 日父母代鸡总存栏量（在产+后备）约 3796.24 万套，环比+0.21%，其中在产约 2190.50 万套，后备约 1605.74 万套，均处于历史高位区间。随着祖代存栏的下行，父母代存栏亦将迎来产能拐点。由于从父母代到商品代鸡苗通常需要经历 3 周孵化期，因此在产父母代种鸡存栏量（领先 3 周）与商品代鸡苗价格存在一定的负相关。23 年 7 月 9 日在产父母代存栏量环比+0.01%，在没有季节性



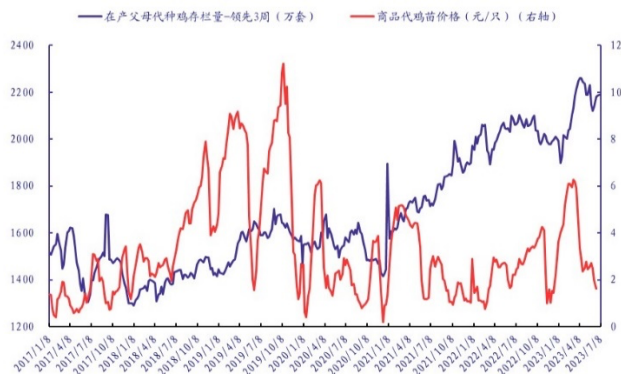
因素等其他变量影响的情况下，预计8月初商品代鸡苗价格在短期内或将较为平稳。

图 6：17 年至今白羽鸡父母代存栏情况（在产、后备）



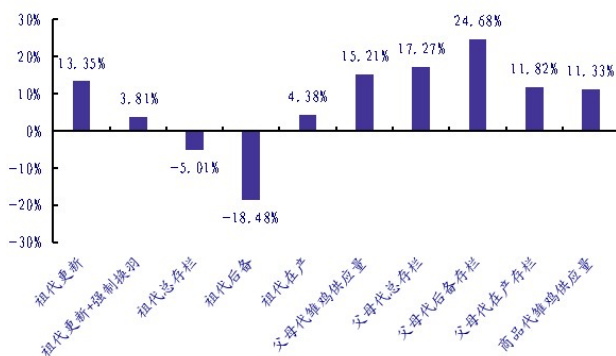
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 7：在产父母代存栏（领先 3w）与商品代鸡苗价格的关系



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 8：2023 年 1-6 月白羽鸡行业产能一览



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

### 3. 父母代盈利能力较强，受季节性因素驱动 7 月商品代鸡苗价格上行

6 月父母代鸡苗养殖利润下行，7 月上旬父母代鸡苗价格出现回暖，整体盈利能力较强。根据协会数据，价格方面，6 月父母代鸡苗均价为 56.18 元/套，较 5 月均价 61.65 元/套下跌 8.87%；成本方面，6 月父母代鸡苗平均成本为 22.02 元/套，较 5 月成本 21.86 元/套上涨 0.73%。综合来看，6 月受季节性因素影响，父母代鸡苗价格下跌，叠加成本上行，导致养殖利润有所降低。从高频数据来看，23 年 7 月 9 日父母代鸡苗价格为 58.61 元/套，环比+2.76%；价格在高位区间震荡，整体盈利能力较强。

图 9：17 年至今白羽鸡父母代鸡苗价格



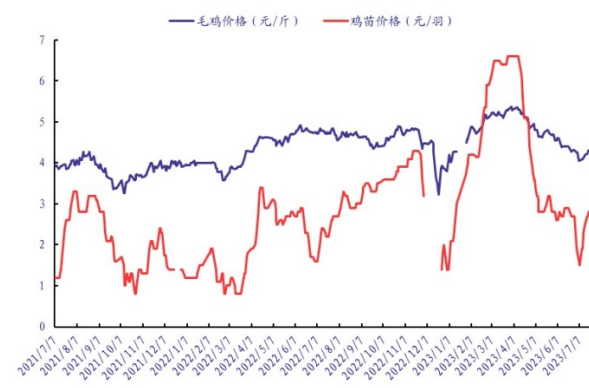
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

7 月中旬受季节性因素影响，商品代鸡苗价格由底部上行。经历 2019 年商品代鸡苗价格大幅上涨行情（年度均值 6.88 元/只，年内高点 11.21 元/只）后，2020 年开启亏损行情，20-22 年年度均值分别跌至 2.39、2.78、2.29 元/只（协会数据），连续三年处于相对低位。2023 年年初以来，受养殖节奏、春节、停孵期等影响，鸡苗价格持续上行，4 月达到年内高点 6.6 元/羽，为近两年高位区间。此后随着供给端的充沛，鸡苗价格震荡下行，23 年 7 月 7 日跌至低点 1.5 元/羽。23H1（前 26 周）商品代鸡苗均价为 3.87 元/只，同比+113.86%。

23 年 6 月，鸡苗均价为 2.44 元/只，环比-7.22%；成本为 2.72 元/只，环比-6.21%；只均亏损 0.28 元，较上月亏损幅度扩大 0.01 元/只。但由于商品代鸡苗价格通常呈现季节性规律（通常二三季度出栏量高于一四季度，二季度鸡苗价格季节性下跌，三季度价格季节性上涨），因此 7 月中旬以来鸡苗价格出现上涨，至 7 月 18 日达到 2.7 元/羽（博亚和讯数据）。

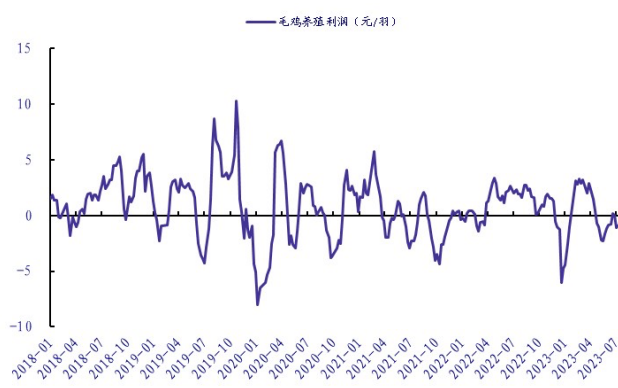
商品代毛鸡价格与鸡苗价格通常呈同向变动。根据协会数据，6 月毛鸡均价为 9.07 元/kg，较上月-0.7 元/kg。根据博亚和讯高频数据，进入 7 月，毛鸡价格在季节性因素的驱动下出现上行，自 7 月 6 日的 8.1 元/kg 上涨至 7 月 20 日的 8.6 元/kg。

图 10：2021.7 至今白羽鸡苗与毛鸡价格（截至 2023.7.20）



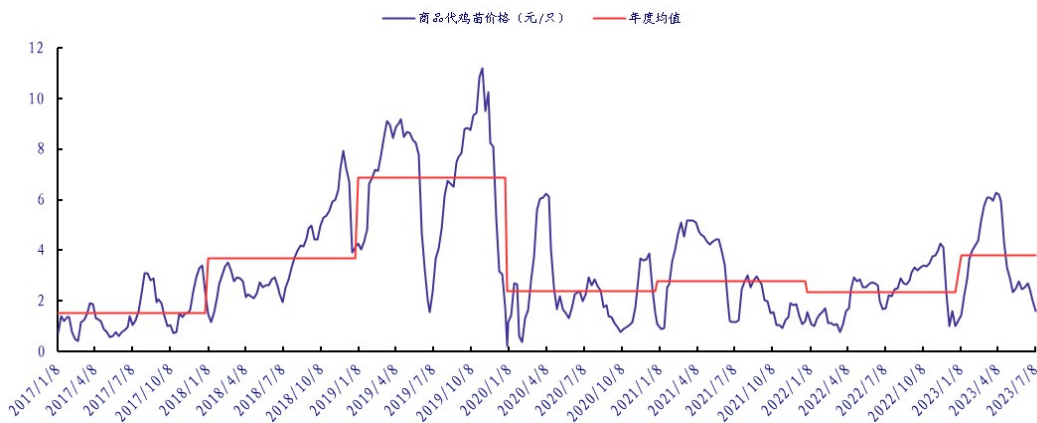
资料来源：博亚和讯，中国银河证券研究院

图 11：18 年至今毛鸡养殖利润



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12: 17 年至今白羽鸡商品代鸡苗价格

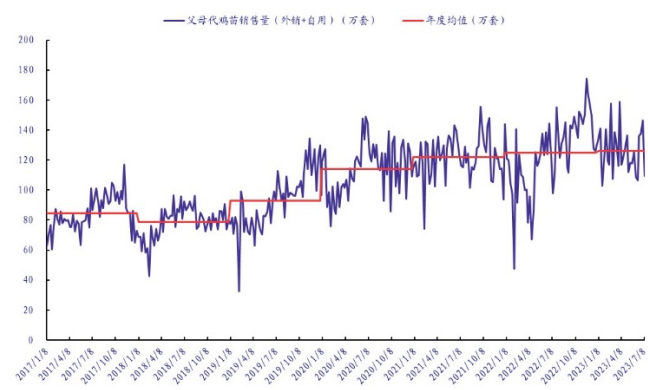


资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

#### 4. 23H1 父母代、商品代鸡苗销量同比+15%、+2%，暂未现显著拐点走势

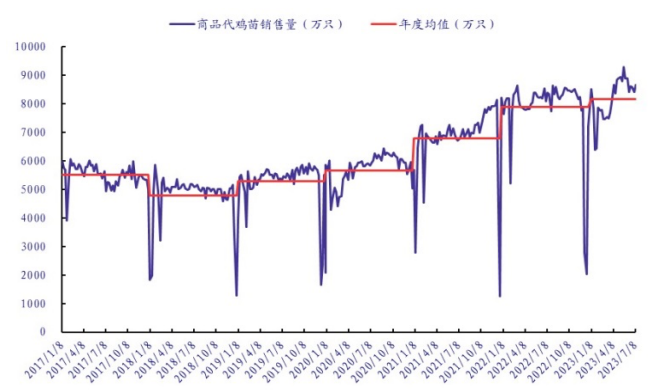
父母代、商品代鸡苗销量尚未现显著拐点走势。鸡苗出栏量呈季节性规律。春节期间毛鸡停止出栏，意味着 12 月进入停孵期，因此通常二、三季度的鸡苗出栏量高于一、四季度。18 年以来我国父母代、商品代鸡苗出栏量整体呈增长趋势，暂未现显著拐点走势。2023H1，父母代鸡苗累计销售 3296.50 万套，同比增加 15.21%；商品代鸡苗销售量约 21.2 亿只，同比增加 1.96%。从协会周度高频数据来看，23 年第 27 周（7.3-7.9）父母代、商品代销量分别为 109.51 万套、8683.50 万只，环比-25.13%、+3.19%。

图 13: 2017-2023 年父母代鸡苗销售量（外销+自用）情况



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

图 14: 2017-2023 年商品代鸡苗销售量情况

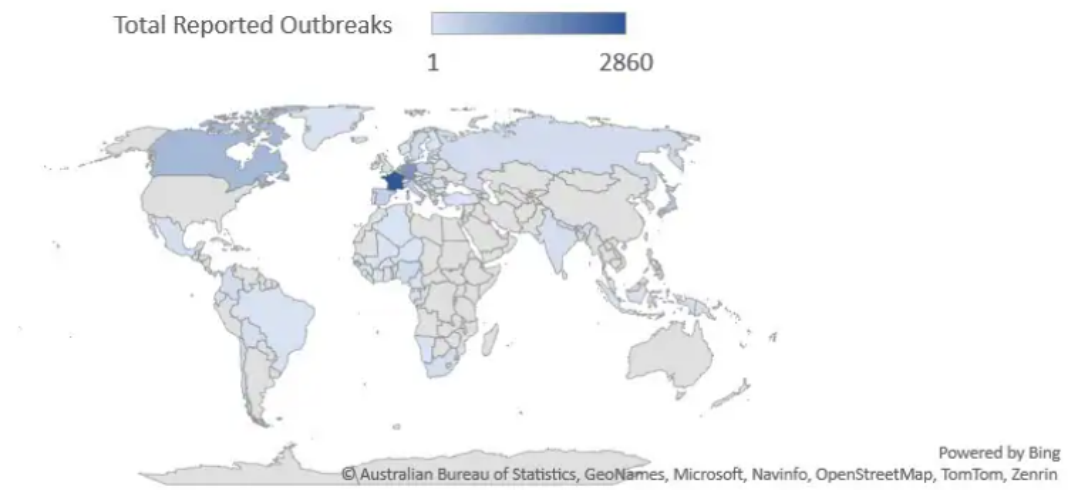


资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 中国银河证券研究院

## 二、23 年禽流感疫情规模缩小，关注巴西疫情进展

高致病性禽流感 HPAI A(H5N1) 毒株于 2020 年出现，于 21 年年末传入北美，22 年 2 月美国印第安纳州首次在家禽中发现病例，此后疫情逐渐传播到非洲、亚洲、欧洲等地。2022.1-2023.6 期间，全球已有 77 个国家报告了超过 15600 起病例。

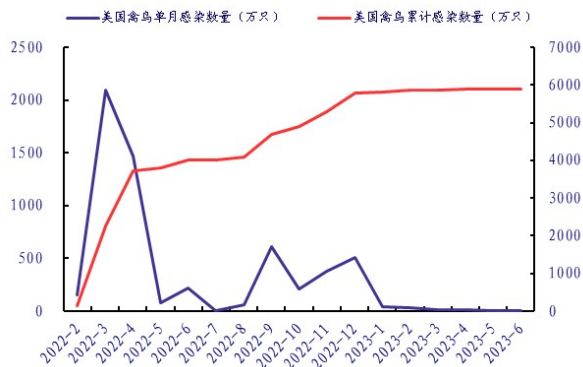
图 15：2022.1-2023.6 全球禽流感地图



资料来源：CDC，中国银河证券研究院

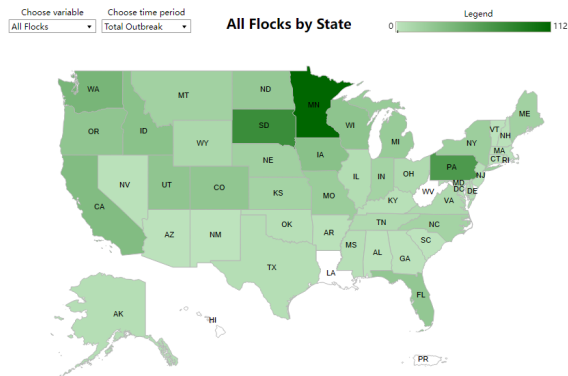
美国在本轮禽流感中累计损失家禽 5879 万只，23 年以来疫情规模缩小。2022.1-2023.6 期间，美国 50 个州报告了超过 7000 起野鸟病例，47 个州报告了 836 起家禽病例，规模超 2015 年疫情。从单月感染数量趋势来看，22 年 3-4 月为感染高峰，单月感染数量为 2096 万只、1469 万只，此后在 5-8 月进入感染低谷，于 9-12 月再次小规模爆发，进入 23 年疫情规模缩小，美国商业养殖场、非商业养殖场分别在 4 月 19 日和 5 月 18 日以来未再检测出病例。

图 16：2022.2-2023.6 美国禽类感染数量（万只）



资料来源：USDA，中国银河证券研究院

图 17：2022.2 至今美国禽类感染地图（截至 2023.7.14）



资料来源：USDA，中国银河证券研究院



美国三大引种州仅剩一个可引种，短期内有开放难度，美国渠道依旧受影响。自2017年西班牙引种封关，2020年法国、波兰引种封关后，我国祖代白羽鸡引种国仅剩新西兰和美国。2022年我国祖代鸡更新量96.34万套中，65%为国内自繁，29%为美国引种，6%为新西兰引种（新西兰只可引种科宝品种）。从美国渠道来看，我国的主要引种州为阿拉巴马州、密西西比州、田纳西州。其中，密西西比州和田纳西州的最新病例发生时间分别为2023年3月16日（非商业）和2023年1月20日（商业）。而根据我国海关总署规定，当一国或地区发生禽流感疫情，我国禁止直接或间接从该地进口禽类及产品入境。根据行业经验，涉疫区3-6个月无新增病例才可能恢复引种，短期内暂无密西西比州和田纳西州开放引种的明确消息，目前美国引种渠道仅剩阿拉巴马州（最新病例发生时间为2022年12月5日），因此美国渠道的祖代引种量仅维持每月3-4万左右。

表 1：美国三大供种州禽流感最新病例情况（截至 2023.7.14）

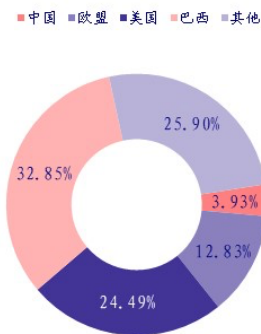
State	County	Outbreak Date	Flock Type	Birds Affected
Alabama	Lawrence	2022/12/5	WOAH Non-Poultry	460
	Monroe	2023/3/16	WOAH Non-Poultry	30
	Copiah	2023/2/17	WOAH Poultry	50
Mississippi	Leake	2023/2/7	Commercial Broiler Production	89800
	Lowndes	2022/11/14	WOAH Non-Poultry	8
	Lawrence	2022/11/4	Commercial Broiler Breeder	34400
	Weakley	2023/1/20	Commercial Broiler Production	267800
	Weakley	2022/12/28	Commercial Broiler Breeder	43600
	Weakley	2022/12/28	Commercial Broiler Breeder	19000
	Weakley	2022/12/21	WOAH Poultry	28800
Tennessee	Weakley	2022/12/14	WOAH Poultry	37900
	Davidson	2022/11/23	WOAH Non-Poultry	10
	Bledsoe	2022/11/15	Commercial Broiler Breeder	20900
	Tipton	2022/10/31	WOAH Non-Poultry	90
	Obion	2022/9/15	WOAH Poultry	130

数据来源：USDA，中国银河证券研究院

23年5月起，禽流感向世界最大鸡肉出口国巴西蔓延。目前尚未对世界鸡肉贸易产生较大影响，后续需持续关注疫情扩散情况。2022年巴西鸡肉出口量约444.70万吨，占全球鸡肉出口总量的32.85%，居世界第一，在世界鸡肉供应格局中起重要作用。2023年5月15日，巴西报告首例野鸟HPAI A(H5N1)病例；2023年6月27日，巴西报告首例家禽（非商业）感染病例。截至7月19日，巴西共计报告1例家禽、63例野鸟感染病例。巴西该例家禽感染病例尚未对其肉禽出口产生较大影响。一方面，根据WOAH对涉疫区的认定标准，该例家禽感染病例由于出现在不对外销售的非商业自给农场，并不改变该区域是否涉疫的认定；另一方面，

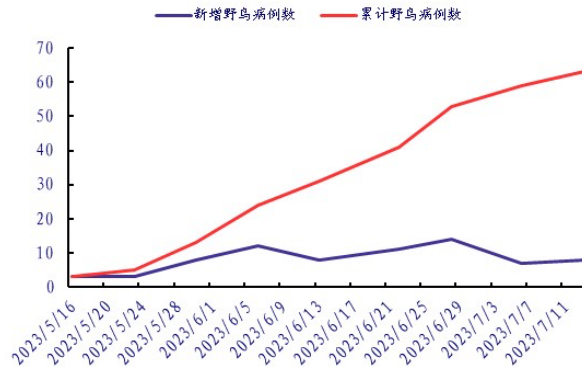
该例家禽病例出现在圣埃斯皮里图州，而该州 22 年肉禽出口量仅占巴西总出口量的 0.19%，不是主要产区。目前仅日本叫停圣埃斯皮里图州鸡肉进口，但不排除后续禽流感有向巴西商业养殖场蔓延的可能性，或将对世界鸡肉供应格局产生影响。

图 18：2022 年巴西鸡肉出口量占全球 32.85%，居世界第一



资料来源：USDA，中国银河证券研究院

图 19：2023.5.15 至今巴西野鸟感染数量

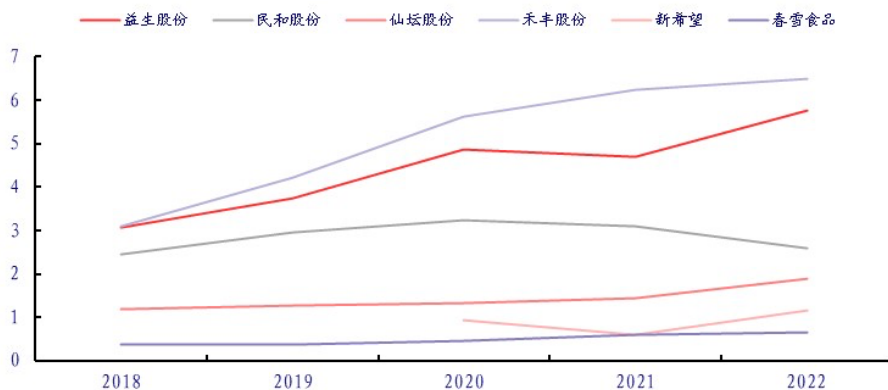


资料来源：WOAH，中国银河证券研究院

### 三、上市白羽鸡企业养殖、食品加工产销量呈增长状态

18 年以来上市白羽鸡企业养殖产能、销量稳增长。我国 A 股上市白鸡企业共 7 家，根据养殖产能排序为：禾丰股份（总产能第一，22 年参控股公司合计养殖 6.48 亿羽，同比+3.90%）> 圣农发展（自养产能第一，22 年产能超 6 亿羽）> 益生股份（22 年鸡苗销量 5.75 亿羽，同比+22.48%）> 民和股份（22 年鸡苗销量 2.59 亿羽，同比-16.26%）> 仙坛股份（22 年毛鸡产量 1.88 亿羽，同比+30.25%）> 新希望（22 年毛鸡销量约 1.17 亿羽，预计未来白鸡养殖规模将保持稳定）> 春雪食品（22 年毛鸡出栏量 0.65 亿羽，同比+10.59%）。

图 20：2018-2022 年上市白鸡企业出栏量（亿只）

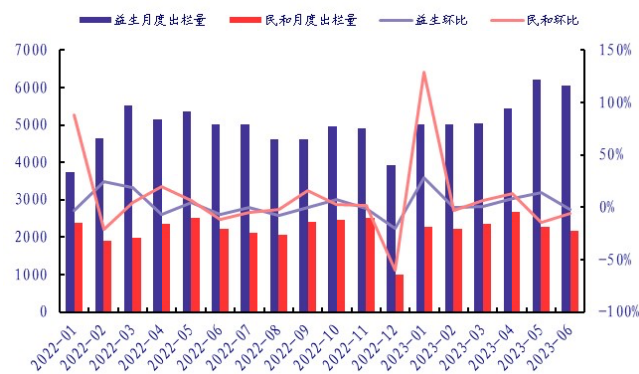


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 1.6 月上市鸡企鸡苗销量、价格均环比下行，鸡肉销量同比上行、价格涨跌互现

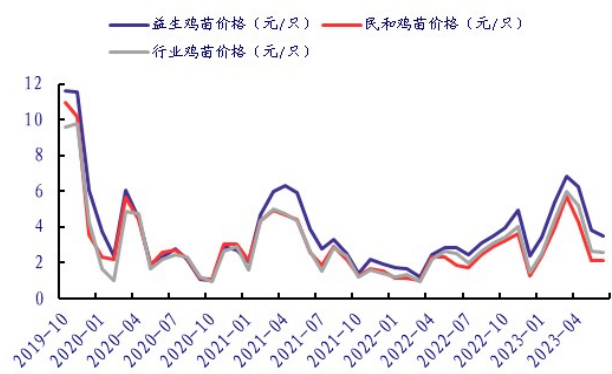
6 月上市鸡企鸡苗销量、价格均环比下行。从月度鸡苗出栏量来看，23 年 6 月，益生股份、民和股份分别出栏 6063.20 万只、2160.24 万只，环比-2.40%、-5.58%，同比+21.03%、-2.66%。从价格层面看，23 年 6 月协会行业均价约 2.55 元/只，环比-3.04%，同比+1.67%。6 月民和股份鸡苗价格为 2.1 元/只，环比-1.90%，同比+11.18%，低于行业均价约 0.45 元/只。而益生股份由于父母代鸡苗价格拉高其整体均价，一般高于行业均价；6 月其鸡苗均价约 3.51 元/只，环比-0.34 元/只（-8.93%），同比+23.06%。

图 21: 2022.1-2023.6 益生、民和月度鸡苗出栏量（万只）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

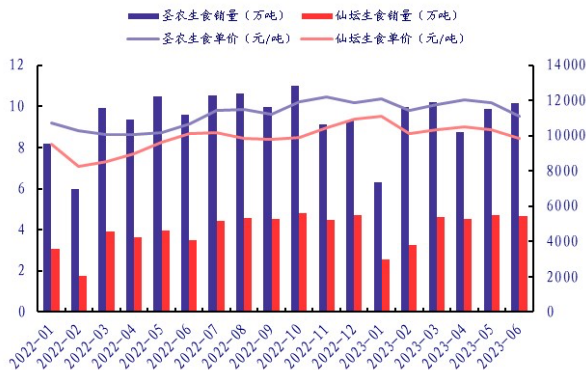
图 22: 19.10-23.6 益生、民和股份鸡苗价格与行业均价走势



资料来源：公司公告，中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

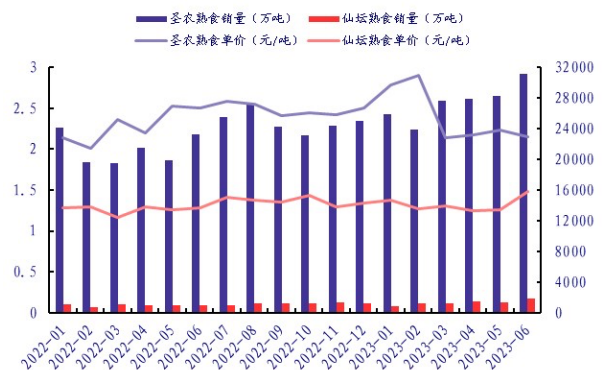
6 月上市鸡企鸡肉销量同比上行，价格涨跌互现。（1）家禽饲养加工方面（生食），22 年以来，圣农、仙坛的家禽饲养加工板块鸡肉销量均呈现整体上行趋势。23 年 6 月，圣农实现鸡肉销量 10.17 万吨，环比+3.14%，同比+6.27%；仙坛实现鸡肉销量 4.68 万吨，环比-1.06%，同比+34.10%。从单价来看，圣农和仙坛的鸡肉售价变化趋势基本相同，6 月均价分别为 11111.11 元/吨、9858.15 元/吨，环比-6.44%、-4.53%，同比+4.25%、-2.71%；圣农的售价比仙坛高 12~14% 左右。（2）深加工肉制品方面（熟食），22 年以来，圣农、仙坛的深加工肉制品销量同样呈现整体上行趋势，仙坛的加工板块占比仍然较低。23 年 6 月，圣农实现深加工肉制品销量 2.92 万吨，环比+10.19%，同比+33.94%；仙坛实现销量 0.17 万吨，环比+30.77%，同比+88.0%。从单价来看，不同公司的深加工肉制品价格走势相关性较弱，圣农的售价大幅高于仙坛。6 月圣农、仙坛均价分别为 22979.45 元/吨、15839.24 元/吨，环比-3.34%、+18.03%，同比-13.78%、+15.59%。

图 23: 2022.1-2023.6 圣农、仙坛月度家禽饲养板块鸡肉（生食）销量与单价变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 24: 2022.1-2023.6 圣农、仙坛月度深加工肉制品（熟食）销量与单价变化

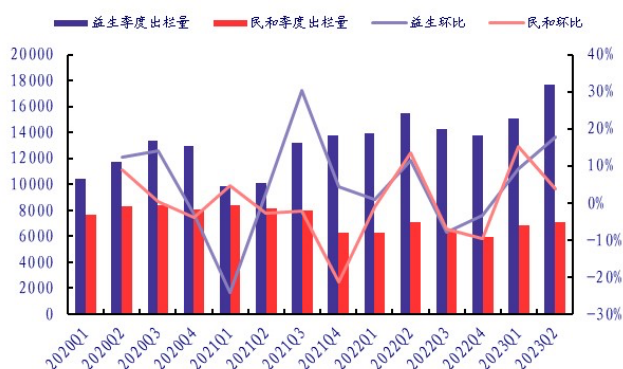


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 2. Q2 上市鸡企鸡苗、鸡肉销量环比上行，Q3 餐饮需求提振利好销量增长

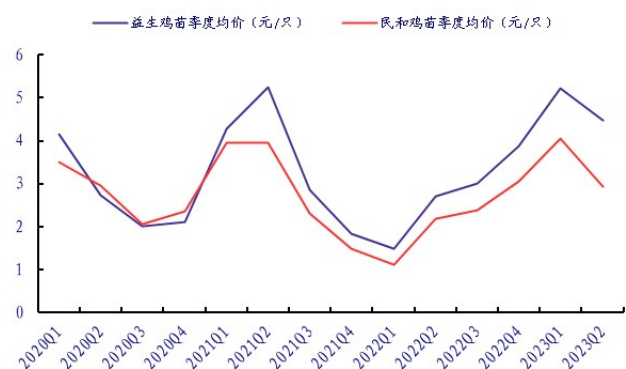
上市白羽鸡企业季度鸡苗出栏量基本符合“二三季度高于一四季度”的季节性规律。由于春节期间毛鸡停止出栏，12月进入停孵期，通常二三季度的鸡苗出栏量高于一四季度。2020年以来益生、民和的季度鸡苗出栏量也基本符合上述规律。23Q2，益生鸡苗出栏量约17725.01万只，环比+17.66%，同比+14.31%；民和鸡苗出栏量约7122.43万只，环比+3.67%，同比+0.39%。从季度均价来看，23Q2益生、民和鸡苗价格分别为4.46元/只、2.93元/只，环比-14.59%、-27.75%，同比+64.62%、+33.89%。

图 25: 2020Q1-2023Q2 益生、民和季度鸡苗出栏量（万只）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 26: 2020Q1-2023Q2 益生、民和股份鸡苗季度均价



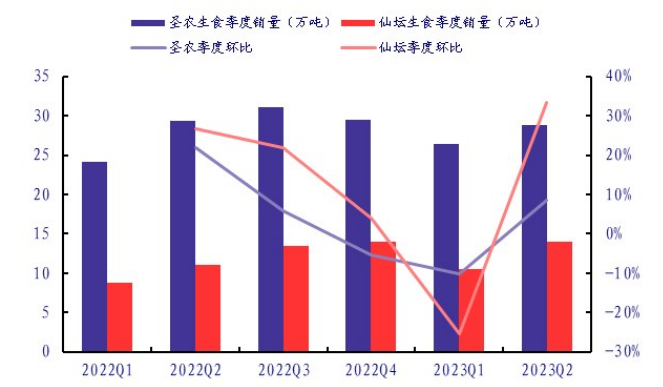
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

食品加工板块销量受餐饮需求变化的影响较为明显。餐饮消费具有季节性。通常上半年是需求淡季，下半年在节假日的带动下有好转预期，进而带动鸡肉分割品和预制菜需求的提升。从圣农和仙坛的生食、熟食季度销量变化来看，基本符合下半年销量高于上半年的规律。23Q2，圣农实现生食、熟食销量28.77万吨、8.18万吨，季度环比+8.65%、+12.67%；仙坛实现生食、熟食销量13.95万吨、0.44万吨，季度环比+33.37%、+44.94%。23年6月，我国社会消费品



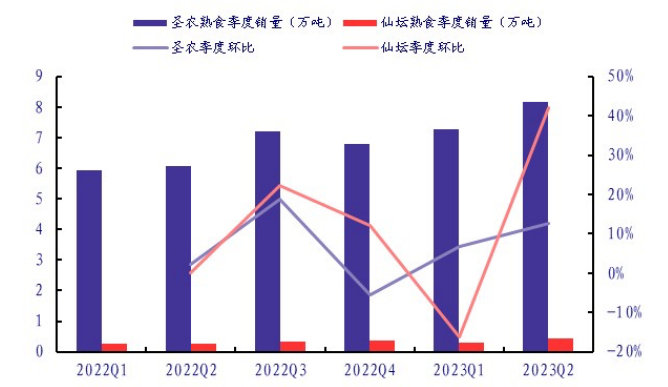
零售总额中餐饮收入为 4371 亿元，环比+7.40%，同比+16.10%；23Q2，我国社会消费品零售总额中餐饮收入为 12192.5 亿元，季度环比+22.90%，季度同比+29.89%。随着 Q3 节假日的逐渐临近，餐饮消费需求的提振将利好上市白羽鸡企业整体销量。

图 27：2022Q1-2023Q2 圣农、仙坛季度生食销量



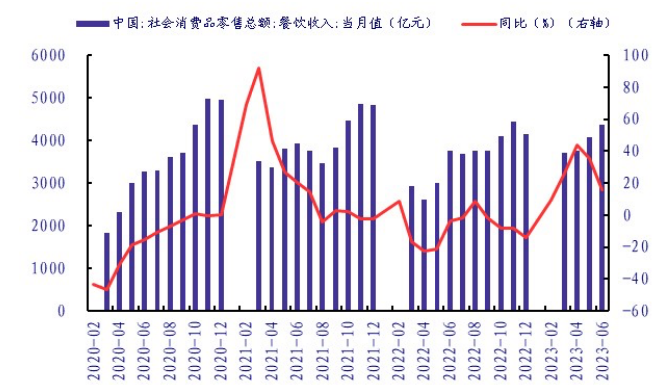
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 28：2022Q1-2023Q2 圣农、仙坛季度熟食销量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 29：餐饮消费需求具有季节性



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

## 四、上市白羽鸡企业盈利随周期波动，强调经营管理能力

### 1. 公司盈利能力随鸡周期波动，产业链向下游延申有助于平抑周期

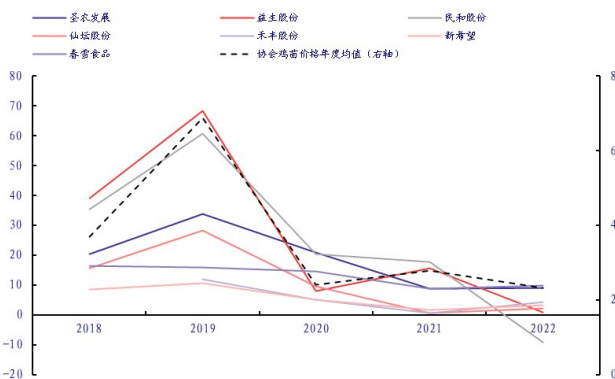
上市鸡企盈利能力随鸡周期波动。（1）价格方面，上市鸡企的禽业毛利率、公司净利率水平随鸡价呈现同向变动。2018 年以来鸡价波动剧烈，其中 2019 年呈现大幅上涨行情，此后 2020 年开启亏损行情，商品代价格已连续三年处于相对低位区间。结合图 30、31 中的价格与利润率走势来看，上市鸡企的利润率水平与鸡价基本呈同向变动趋势。

（2）成本方面，饲料原材料价格对肉鸡养殖利润有较大影响。肉鸡养殖成本中饲料成本一般约占 60-70%。2021-2022Q3，受气候、俄乌危机等方面的影响，饲料主要原材料玉米、豆

粕等价格震荡上行，带动肉鸡饲料价格持续上涨，期间饲料价格+16%，养殖成本+22.37%。2022Q4 以来，原材料价格震荡下行，23 年 7 月 20 日玉米现货价 2869.96 元/吨，距最高点下行 4.60%。肉鸡饲料价格随之下行，23 年 7 月 12 日肉鸡饲料平均价为 3.92 元/kg，距最高点下行 7.76%。

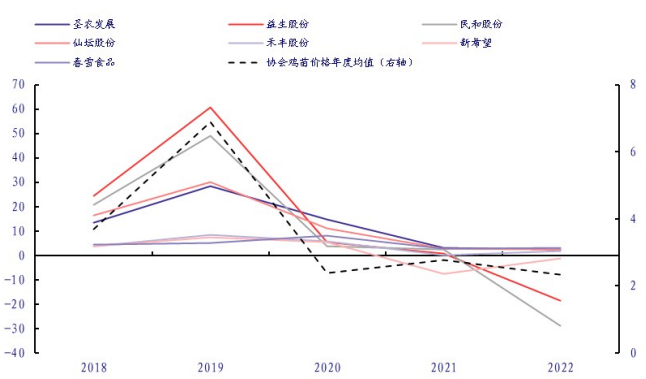
相关公司中，布局下游食品加工的企业平抑周期的能力较强。从 18 年以来上市鸡企的利润率情况来看，其中盈利能力相对占优的是春雪食品、圣农发展、禾丰股份、仙坛股份，22 年禽业毛利率分别为 9.65%、9.07%、4.29%、2.23%，同比增加+0.92pct、+0.28pct、+3.66pct、+1.58pct。由此可见，积极向产业链下游布局的企业能更好地平抑鸡周期的波动。一方面，在鸡价下行时，屠宰深加工业务受影响相对较小，从而提高公司的抗风险能力；另一方面，产业链向下延申有助于公司减少交易成本，提高效率，获得价值链上各个环节增值的利润。

图 30：2018-2022 年上市白鸡企业禽业毛利率 (%)



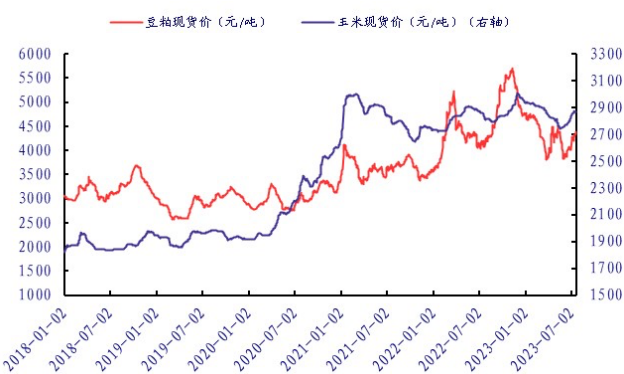
资料来源：Wind，中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 31：2018-2022 年上市白鸡企业净利率 (%)



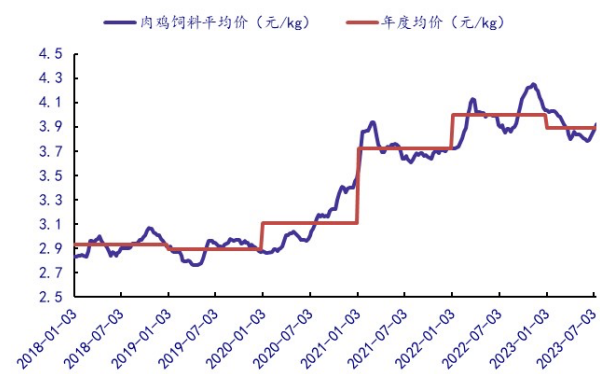
资料来源：Wind，中国畜牧业协会禽业分会，中国银河证券研究院

图 32：21 年以来肉鸡饲料原材料价格处于高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 33：23 年至今肉鸡饲料均价同比 22 年全年均值-2.53%



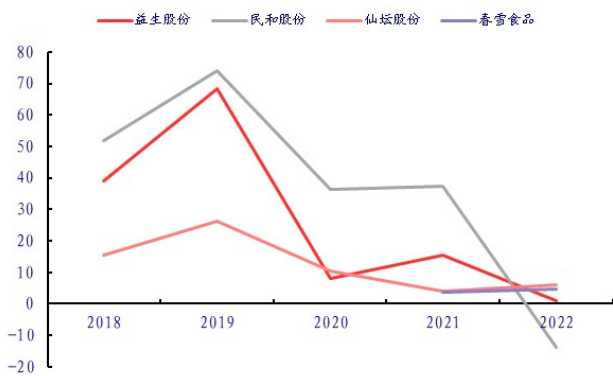
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

细分来看，(1) 白羽鸡养殖：养殖毛利率随鸡周期波动幅度较大，益生、民和的业绩高弹性源于鸡苗价格的高弹性。具体来看，养殖板块随鸡周期波动的毛利率波动幅度显著高于食品加工板块；而可比公司中，益生、民和的毛利率波动水平又显著高于其他公司。原因在于商品代鸡苗是益生、民和的主要产品，而商品代鸡苗由于养殖周期较短，从鸡苗到毛鸡出栏仅

需经历 6 周培育期，因此养殖端可以根据下游需求快速灵活调节供给水平，导致商品代鸡苗的价格弹性最大。因此在行业景气时期，2018-19 年，益生实现 39.09%、68.34% 的高毛利水平，民和的商品代鸡苗养殖毛利率也达到 51.94%、74.12%；而在行业低景气时期（如 20-22 年），益生、民和的养殖毛利率降幅也大于其他公司。

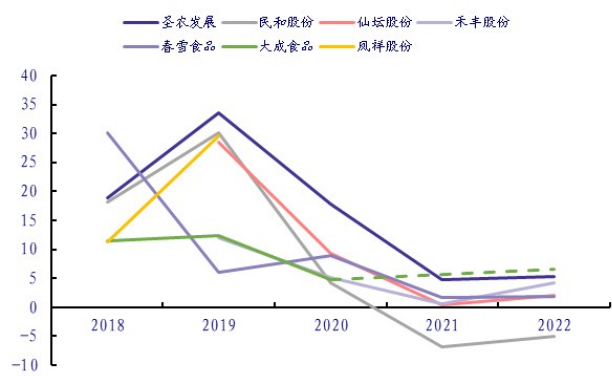
**(2) 食品加工：熟食板块的盈利能力、平抑鸡周期波动的能力均强于生食，圣农发展的食品加工板块利润率居行业领先水平。**受益于终端售价的相对稳定，熟食加工板块对鸡周期波动有更好的平抑作用，同时高附加值产品更利于公司获得利润，因此相关公司在鸡价低位的时期（如 20-22 年）也均能在熟食加工板块实现正毛利润。2022 年，圣农发展在生食、熟食板块分别实现 5.25%、17.07% 的毛利率水平，均处于行业领先地位。另外，春雪食品在熟食加工板块上，B 端、C 端与线上齐发力，22 年毛利率 16.6%，接近第一梯队盈利水平，表现较为亮眼。民和股份也在积极向熟食深加工板块拓展，23Q1 已将熟食并表，虽暂未在熟食板块实现盈利，但预计于 2024 年 6 月 30 日民和食品 3 万吨熟食制品加工项目将建成投产，未来有望给公司带来较大的业绩增量。

图 34：2018-2022 年上市白鸡企业白鸡养殖毛利率 (%)



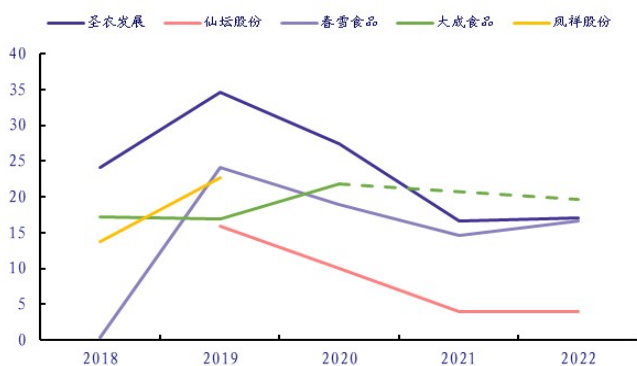
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 35：2018-2022 年上市白鸡企业生食毛利率 (%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 36：2018-2022 年上市白鸡企业熟食毛利率 (%)

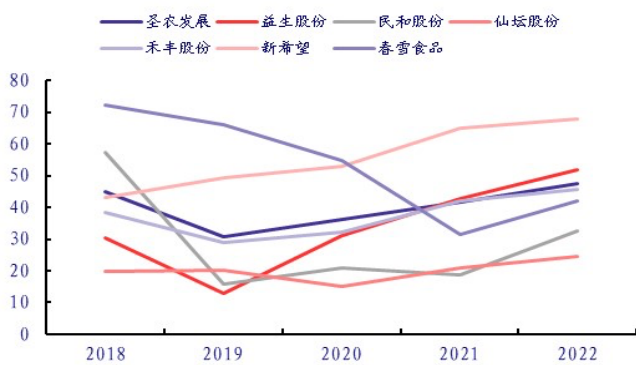


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 2. 在鸡周期低位背景下，公司经营管理能力重要性提升

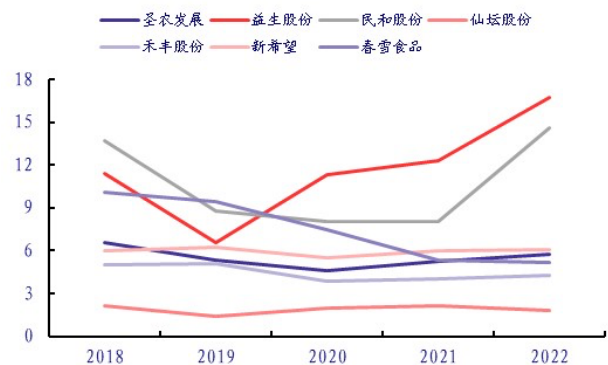
经营管理能力方面，仙坛股份、禾丰股份、春雪食品、圣农发展以较低的资产负债率和费用率占优。2020 年以来，由于可比公司经营规模的增长，叠加鸡周期低位的不利影响，多数上市白羽鸡公司（除春雪食品）的资产负债率呈上行趋势，对公司的流动性管理和财务风险管理能力提出了新要求。2022 年，仙坛股份、禾丰股份、春雪食品、圣农发展的资产负债率分别为 24.47%、45.71%、41.92%、47.47%，期间费用率分别为 1.82%、4.29%、5.19%、5.73%，均处于行业相对低位，在经营管理能力方面具备竞争优势。

图 37：2018-2022 年上市白鸡企业资产负债率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 38：2018-2022 年上市白鸡企业期间费用率（%）

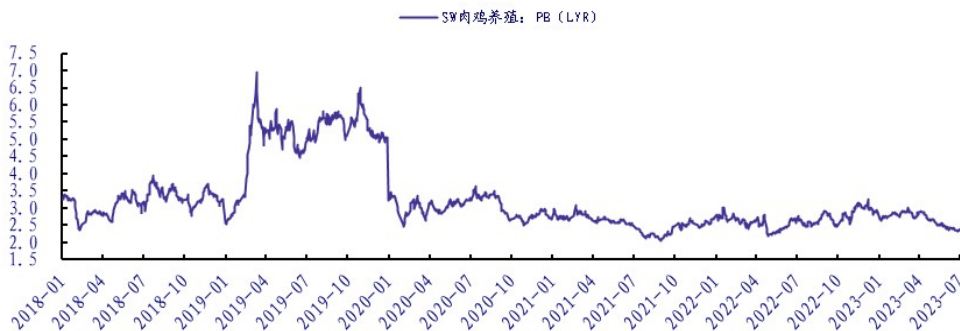


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 五、投资建议

养殖链上游祖代鸡供给拐点已现；父母代供给高位，静待拐点到来，或可于 23Q4 传导至商品代，鸡价走势可期。23H2 消费端存年内季节性改善预期，综合利好鸡价潜在走势。全球禽流感最新进展方面，美国仅剩一个引种州，其余两州短期内开放难度较大，后续需关注巴西疫情蔓延情况，种源紧张格局或延续。从估值角度看，23 年 7 月 21 日 SW 肉鸡养殖 PB(LYR) 为 2.54 倍，处历史底部区间，可板块性关注，包括民和股份(002234.SZ)、圣农发展(002299.SZ)、禾丰股份(603609.SH)、益生股份(002458.SZ)、仙坛股份(002746.SZ)等。

图 39：2018 年至今 SW 肉鸡养殖 PB (LYR) 情况（截至 2023.7.21）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院



## 六、风险提示

**1、鸡价走势不达预期的风险：**毛鸡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，使得鸡价呈现周期性波动。若鸡价走势不达预期，将直接影响行业的盈利水平。

**2、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。鸡在饲养过程中可能会发生禽流感或其它类似疫病，对鸡的存活率、出肉率等方面可能造成较大影响，从而影响行业业绩表现。若禽流感疫情大规模爆发，或者新冠疫情持续反复，或将造成消费恐慌与抑制，将对鸡价波动性带来不可预测的情况，同时给养殖户带来较大的养殖压力进而影响收益率情况。

**3、原材料价格波动的风险：**玉米、豆粕等为禽饲料的主要原料。如果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，将直接影响营业成本，从而对行业盈利能力产生影响。

**4、自然灾害的风险：**极端灾害天气（洪水、酷暑、干旱等）会对生物资产、养殖场所、生产设备等造成巨大负面影响，从而导致行业遭受不可预估的损失。同时，若国内主要粮食产区遭受自然灾害，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。

## 插图目录

图 1: 白羽鸡养殖周期 .....	2
图 2: 2021-23 年至今月度白羽鸡祖代引种更新量情况 .....	3
图 3: 2001-23 年至今白羽鸡祖代引种更新量情况 .....	3
图 4: 17 年至今白羽鸡祖代存栏情况 (在产、后备) .....	3
图 5: 2009-2022 年白羽鸡祖代产能 .....	3
图 6: 17 年至今白羽鸡父母代存栏情况 (在产、后备) .....	4
图 7: 在产父母代存栏 (领先 3w) 与商品代鸡苗价格的关系 .....	4
图 8: 2023 年 1-6 月白羽鸡行业产能一览 .....	4
图 9: 17 年至今白羽鸡父母代鸡苗价格 .....	5
图 10: 2021.7 至今白羽鸡苗与毛鸡价格 (截至 2023.7.20) .....	5
图 11: 18 年至今毛鸡养殖利润 .....	5
图 12: 17 年至今白羽鸡商品代鸡苗价格 .....	6
图 13: 2017-2023 年父母代鸡苗销售量 (外销+自用) 情况 .....	6
图 14: 2017-2023 年商品代鸡苗销售量情况 .....	6
图 15: 2022.1-2023.6 全球禽流感地图 .....	7
图 16: 2022.2-2023.6 美国禽类感染数量 (万只) .....	7
图 17: 2022.2 至今美国禽类感染地图 (截至 2023.7.14) .....	7
图 18: 2022 年巴西鸡肉出口量占全球 32.85%, 居世界第一 .....	9
图 19: 2023.5.15 至今巴西野鸟感染数量 .....	9
图 20: 2018-2022 年上市白鸡企业出栏量 (亿只) .....	9
图 21: 2022.1-2023.6 益生、民和月度鸡苗出栏量 (万只) .....	10
图 22: 19.10-23.6 益生、民和股份鸡苗价格与行业均价走势 .....	10
图 23: 2022.1-2023.6 圣农、仙坛月度家禽饲养板块鸡肉 (生食) 销量与单价变化 .....	11
图 24: 2022.1-2023.6 圣农、仙坛月度深加工肉制品 (熟食) 销量与单价变化 .....	11
图 25: 2020Q1-2023Q2 益生、民和季度鸡苗出栏量 (万只) .....	11
图 26: 2020Q1-2023Q2 益生、民和股份鸡苗季度均价 .....	11
图 27: 2022Q1-2023Q2 圣农、仙坛季度生食销量 .....	12
图 28: 2022Q1-2023Q2 圣农、仙坛季度熟食销量 .....	12
图 29: 餐饮消费需求具有季节性 .....	12
图 30: 2018-2022 年上市白鸡企业禽业毛利率 (%) .....	13
图 31: 2018-2022 年上市白鸡企业净利率 (%) .....	13
图 32: 21 年以来肉鸡饲料原材料价格处于高位 .....	13
图 33: 23 年至今肉鸡饲料均价同比 22 年全年均值-2.53% .....	13
图 34: 2018-2022 年上市白鸡企业白鸡养殖毛利率 (%) .....	14
图 35: 2018-2022 年上市白鸡企业生食毛利率 (%) .....	14
图 36: 2018-2022 年上市白鸡企业熟食毛利率 (%) .....	14
图 37: 2018-2022 年上市白鸡企业资产负债率 (%) .....	15
图 38: 2018-2022 年上市白鸡企业期间费用率 (%) .....	15
图 39: 2018 年至今 SW 肉鸡养殖 PB (LYR) 情况 (截至 2023.7.21) .....	15

## 表格目录

表 1: 美国三大供种州禽流感最新病例情况 (截至 2023.7.14) .....8

## 分析师简介及承诺

分析师：**谢芝优 首席分析师**

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。8 年多证券行业研究经验，深入研究畜禽周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。2022 年第十届 Choice 最佳农林牧渔行业分析师、最佳农林牧渔行业分析师团队。2016 年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。

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。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 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）向其客户提供。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。

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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 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

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn