

证券研究报告

2021年03月17日

行业报告 | 行业专题研究

农林牧渔

禽链专题深度：三维解剖白鸡企业消费转型的竞争力

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 陈潇 SAC执业证书编号：S1110519070002



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

1、白羽肉鸡行业空间大，千亿赛道足够支持大市值公司。我国人均白鸡消费量远低于发达国家，健康理念、外卖场景打开，预计未来白羽肉鸡消费仍将继续提升，特别是白羽肉鸡深加工类食品；**重点推荐圣农发展**，其次建议关注凤祥股份。

2、本报告聚焦圣农、凤祥、春雪的鸡肉及相关产品研究，从产品、品牌、渠道三大维度进行分析，我们认为：

●圣农自育自繁自养一体化模式，在**鸡肉的安全可追溯、成本控制方面，均有显著优势，毛利率高且弹性较大**，这为公司在食品B端的强化和C端的突破奠定基础；**圣农在餐饮客户渠道中优势显著**，特别是百胜中国、麦当劳等大B客户，公司未来将与优质B端客户共同成长，实现产业链价值更为合理分配，在B端餐饮类客户的联合研发和市场尽调中，不断推出新品，并优化消费者定位，为C端爆品培育和新品推出试水；圣农在消费终端品牌影响力目前比较有限，**今年年初公司品牌建设战略及计划逐步落地，目前高铁机场等广告铺设已就位，未来公司将依托新媒体渠道着力打造“消费者身边”的鸡肉品牌。**

●凤祥股份**“优形”品牌有一定市场知名度**，在打造即食鸡肉细分赛道拔得头筹，实现爆品打造；从产品力本身来看，即食类鸡肉制品门槛并不算高，匹配关注度较高的代言人、直播带货等营销模式才是“优形”打开市场的关键，这需要公司持续的销售费用投入，从历史看在白羽肉鸡价格下行周期中，凤祥生鸡肉和深加工制品的毛利率均会呈现下降，相较于圣农，养殖端的优势并不明显，生鸡肉端利润或受周期影响，重点关注肉制品端销售费用的持续投入。

●春雪食品加工属性强，为保障鸡肉安全性，通过公司+基地/农户的模式外购鸡苗进行毛鸡供应，相较于凤祥的自建养殖、圣农的一体化，成本均会受到鸡苗周期的较强波动；春雪批零渠道为主，如家家悦等，C端品牌塑造主要在京东线上生鲜“上鲜”的打造，在新零售浪潮中，重点关注春雪的渠道升级。

风险提示：食品端拓展不达预期；新冠疫情；养殖疫病；鸡价下行；原材料价格波动。

一、白羽肉鸡市场空间有多大？

二、三维解剖白鸡企业消费转型的竞争力

三、投资建议：重点推荐圣农发展

四、风险提示

一、白羽肉鸡市场空间有多大？

1、白羽肉鸡 vs 黄羽肉鸡

(1) 白羽肉鸡相比黄羽肉鸡，存在一定优势

■ 与黄羽鸡相比，白羽鸡从多维度上有着其得天独厚的优势：

1) 从养殖方面看，白羽鸡具生产效率高和成本优势突出等特点。根据2020年益生股份招股说明书披露的数据看，白羽肉鸡料肉比为1.75：1，远低于黄羽肉鸡的2.5：1，从而使白羽肉鸡以其更高生产效率和饲料转化率而深得养殖企业的喜爱。在目前人畜矛盾越发尖锐的情况下，大力发展白羽鸡可能成为其政策导向；

2) 从屠宰加工方面看，白羽鸡比黄羽鸡更适合屠宰、切割、冰鲜或冷冻储存，以及大规模的生产、加工，具有较强的工业性能，目前来看，白羽鸡消费主要的流通渠道还是集中在快餐店、学校、公司餐厅或进一步深加工成鸡肉调理品出售；

3) 从营养方面看，白羽肉鸡是典型的白肉，具有高蛋白、低脂肪、低能量和低胆固醇的营养优势，鸡肉中的蛋白质含量达22%以上，而脂肪低于5%，营养要素高于其他肉类。据《健康中国2030规划纲要》提出，要在2030年实现“超重、肥胖人口增长速度明显放缓”的目标。截止到2019年，我国肥胖人口规模已经高达3.25亿。而以白羽肉鸡为代表的白肉消费由于具有一高三低的特点势必会成为未来消费主流，使国人由“吃饱、吃好”向“吃得更健康”转变。



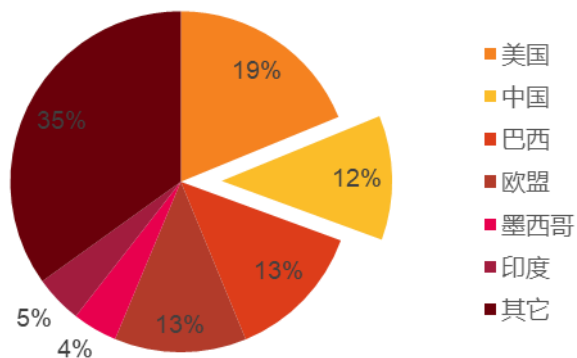
资料来源：观察者，天风证券研究所

1、白羽肉鸡 vs 黄羽肉鸡

(2) 白羽肉鸡较黄羽肉鸡消费量更多

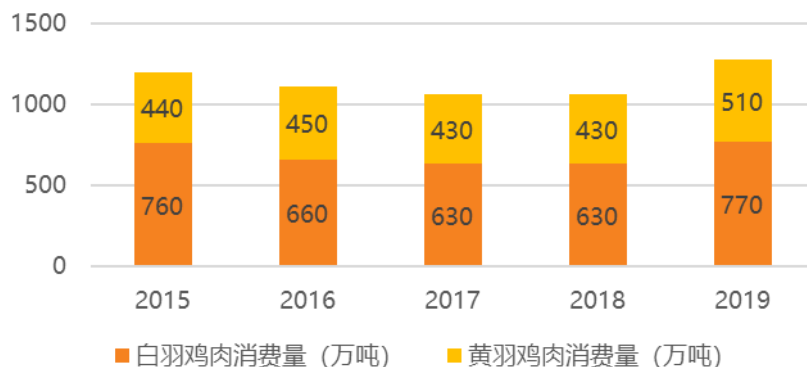
- 在我国，肉鸡主要包括白羽鸡和黄羽鸡两大类。国外消费主要以白羽鸡和相关鸡肉食品为主，在国内，由于不同人群的饮食习惯不同，白羽鸡和黄羽鸡均在市场上占据一定的份额。
- 我国白羽肉鸡产业起步于上世纪 80 年代，通过引进国外优良品种，经过30多年的发展，我国已成为全球三大白羽肉鸡生产国之一，其鸡肉消费占全球的 12%，但其人均消费量仍然不高。
- 18-19年，受非洲猪瘟疫情影响，鸡肉作为其可替代产品的属性显现，部分猪肉消费需求向鸡肉转移，首先作用于市场规模大、单价较低的白羽肉鸡，导致白羽肉鸡行业供给需求关系变化，价格上涨，白羽肉鸡养殖企业利润大幅上升。

图：我国鸡肉消费占比全球第三（截止2018年）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：白羽肉鸡、黄羽肉鸡历年历史规模

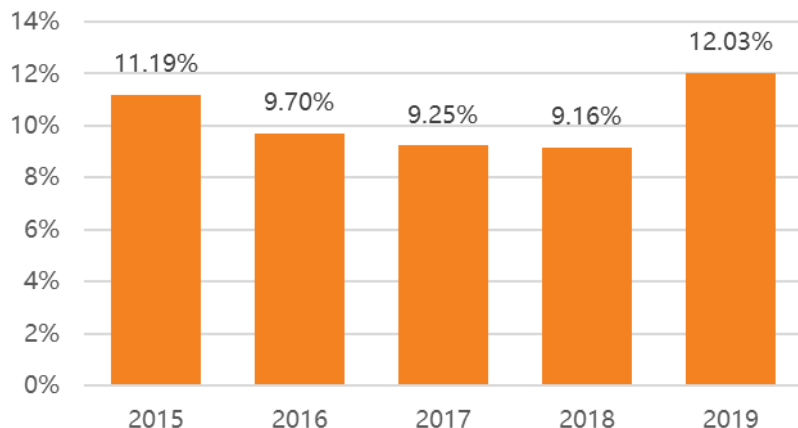


资料来源：山东凤祥招股说明书，天风证券研究所

2、白鸡消费市场想象空间有多大？

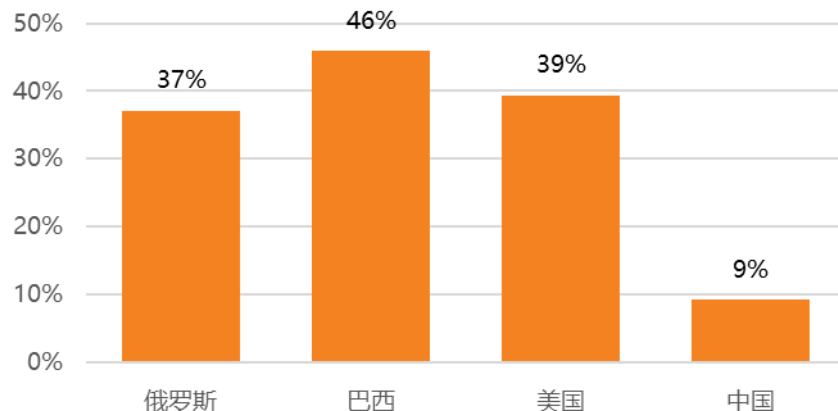
(1) 我国人均白羽肉鸡消费量仍然偏低，未来有较大提升空间

图：人均白羽鸡消费占总肉类蛋白消费比例变化趋势



资料来源：OECD，山东凤祥股份招股说明书，天风证券研究所；（计算方法：分子-人均白羽鸡消费：使用山东凤祥股份招股说明书白羽鸡每年的消费量除以中国人口；分母-人均蛋白消费量包括：猪肉、牛肉、禽类和羊肉）

图：中国人均白羽鸡消费占肉类蛋白消费比例与其他国家对比（2018年）



资料来源：OECD，山东凤祥股份招股说明书，天风证券研究所；注：蛋白消费包括：猪肉、牛肉、禽类和羊肉，且国外鸡肉消费主要泛指白羽鸡

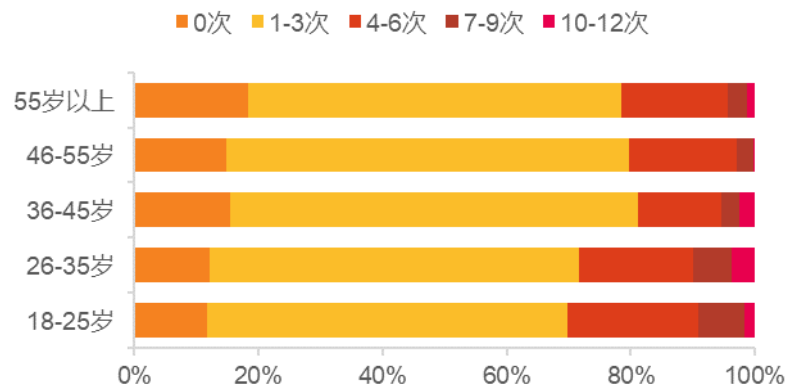
- **白羽鸡消费占我国肉类蛋白比例较低，未来有提升的可能性。**从白羽鸡占蛋白消费比例结构上分析，随着17年底关于白羽鸡负面影响（如H7N9事件、速生鸡等）逐渐恢复常态，白羽鸡消费占总肉类消费量的比例也在逐步回升，但目前消费量占比还处于低位，未来随着人们饮食结构的改变，其想象空间丰富。
- **与其他成熟市场相比，我国人均白羽鸡消费在蛋白消费的比例不足其他国家的1/3，**其人均白羽鸡消费量差距明显。导致其现象是受到我国传统饮食文化的影响，猪肉的消费量呈现出“一家独大”的局面。但从猪肉近几年的消费趋势上看，其消费占比正逐渐趋向于合理，而猪肉消费占比下降所腾出的市场空间预计大概率会被鸡肉消费所占据。

2、白鸡消费市场想象空间有多大？

(2) 消费人群年轻化带来新趋势

- **白羽肉鸡的消费群体向年轻化发展，未来年轻人是白羽鸡消费的重要组成部分。**根据中国畜牧业协会禽业分会白羽肉鸡联盟2014年进行的中国鸡肉消费者市场调查显示，18-25岁人群两周吃鸡高频次比例高于其他年龄组。18-25岁人群两周吃鸡4次以上比例为30.1%、其他年龄组均不超过30%，表明18-25岁人群是鸡肉消费的主力军。预计此结构将在未来长时间内保持稳定。
- 年轻人对肉食消费更偏向追求健康和营养价值。而白羽肉鸡是典型的白肉，具有高蛋白、低脂肪、低能量和低胆固醇的营养优势。鸡肉中的蛋白质含量达22%以上，而脂肪低于5%，营养要素高于其他肉类，能够满足年轻人对营养健康的日益需求。

图：我国不同年龄段消费者两周吃鸡频次比例对比



资料来源：国际畜牧网，天风证券研究所

表：我国不同年龄段消费者消费特点

年龄段	消费特点
36岁以上	购买活杀鸡人数比例超过7成
18-35岁	购买冷鲜鸡的人数明显高于其他年龄段，购买冷冻鸡肉的比例也在全年龄段中最高

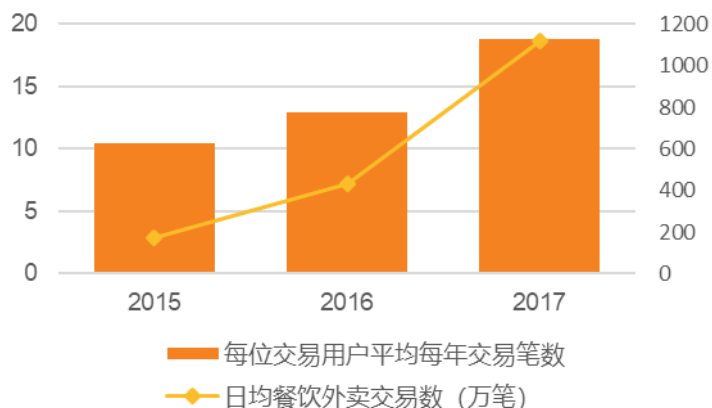
资料来源：国际畜牧网，天风证券研究所

2、白鸡消费市场想象空间有多大？

(3) 外卖打开白鸡消费新场景

- 外卖业务快速发展，推动白羽鸡需求增长。近五年来，移动互联网以及移动支付的普及促进了外卖行业的发展，饿了么以及美团外卖APP活跃用户数一直呈现上升的趋势。据美团官方数据显示，每位交易用户平均每年交易笔数从2015年的10.4笔逐步增加到了2017年的18.8笔；日均餐饮外卖交易笔数从2015年的170万笔逐步增加到了1120万笔。
- 据美团外卖产业研究报告，**2019年上半年TOP10美食外卖品牌中，以白羽鸡肉为主要原料的商家多达六家。**白羽鸡因其价格低、肉质多等特点成为饭店和快餐店鸡肉采购的首选，也已经成为外卖订单中不可或缺的部分，因此随着外卖行业的快速发展将推动白羽鸡需求的持续增长。

图：美团日均餐饮外卖交易总笔数和人均年均交易笔数（笔）



资料来源：美团点评招股说明书，天风证券研究所

表：美团2019年H1TOP10美食外卖品牌

美团2019年上半年TOP10美食外卖品牌	是否以鸡肉产品为主
肯德基	√
麦当劳	√
德克士	√
绝味鸭脖	
三米粥铺	
曼玲粥店	
华莱士	√
汉堡王	√
必胜客	
正新鸡排	√

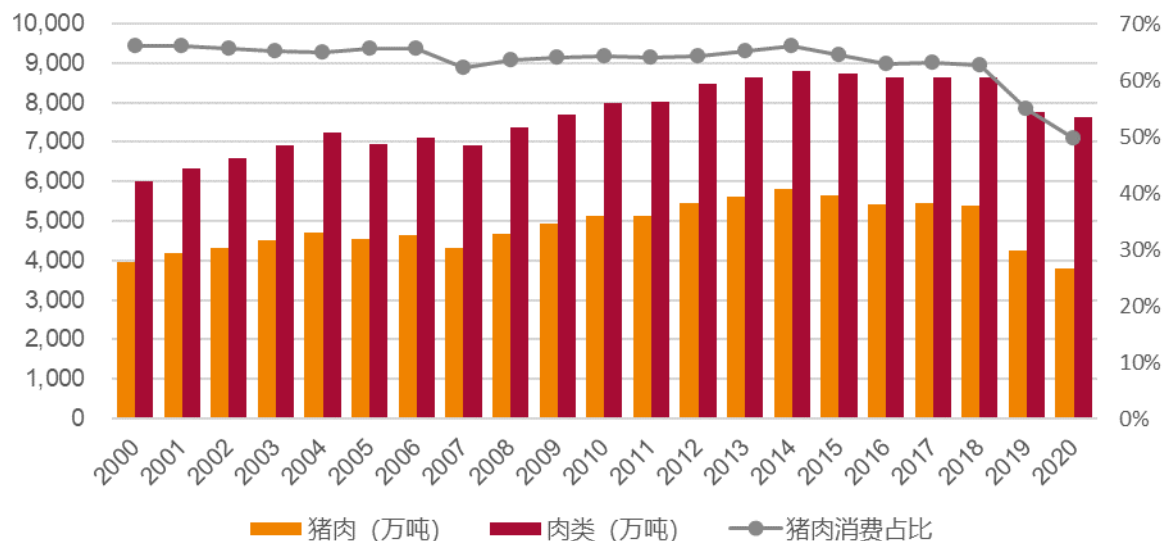
资料来源：美团研究院，天风证券研究所

2、白鸡消费市场想象空间有多大？

(4) 健康需求驱动白肉消费增长

- 肉类消费多元化，加之白羽肉鸡是典型的白肉，具有高蛋白、低脂肪、低能量和低胆固醇的营养优势（鸡肉中的蛋白质含量达22%以上，而脂肪低于5%，营养要素高于其他肉类），能够满足年轻人对营养健康的日益需求。**随着我国居民对于自身健康越来越重视，其以白羽鸡为主的白肉类消费势必会得到较大幅度的增长以均衡其居民的蛋白摄入，从而推动其白羽鸡消费量的提升，增厚白羽鸡企业的盈利。**年轻人对肉食消费更偏向追求健康和高营养价值。

图：猪肉消费占比逐年下降，但仍占中国居民消费绝大比例



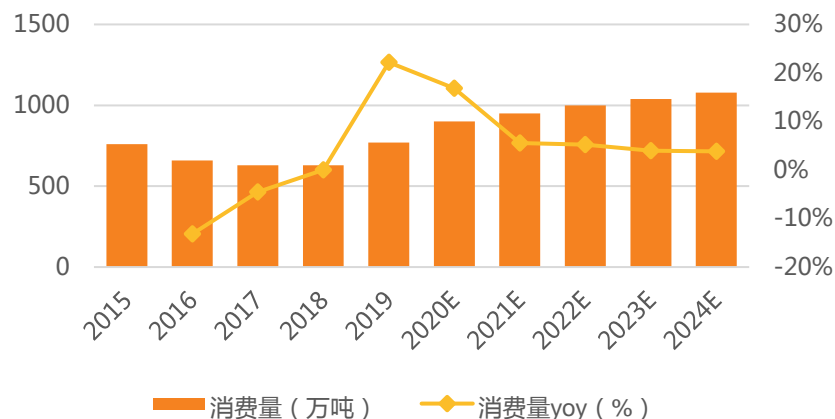
资料来源：wind，天风证券研究所

2、白鸡消费市场想象空间有多大？

(5) 白羽肉鸡消费市场空间大

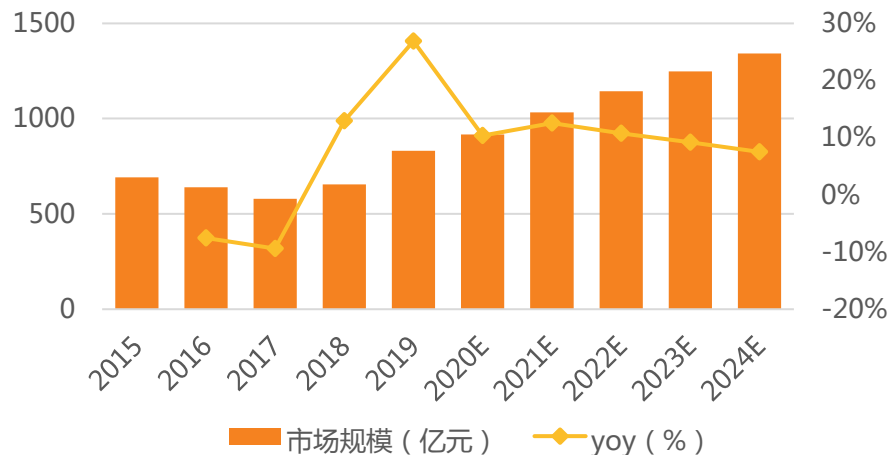
- 根据山东凤祥招股说明书对于行业数据的批露，我国历年来的白羽鸡消费量处在波动上升的通道中，其中18-19年受非洲猪瘟影响，白羽鸡作为猪肉消费的替代产品其消费量得以快速提升。在15-19年，白羽鸡消费量增长缓慢，其5年间白羽鸡的消费量仅仅增长了10万吨，年复合增速也仅为0.3%。预计随后的五年间，白羽鸡的消费量将会因国人对饮食结构的改变而得到快速的发展，**到2024年年底，中国白羽鸡消费量预计将达到1,080万吨，年复合增长率将提升到7.0%**。与19年相比消费量将增加310万吨，涨幅约为40%。
- 根据山东凤祥招股说明书对于行业数据的批露，我国历年来白羽鸡市场规模在不断壮大，15-19年间，其市场年复合增长率为4.7%，19年后，市场将以更快速度扩张，**预计年化复合增长率将提高到10.1%，到2024年白羽鸡市场规模将达到1,342亿元**，与19年数据相比，白羽鸡市场规模在未来五年间将增加511亿元。

图：白羽鸡消费量历史数据及趋势图（万吨）



资料来源：山东凤祥招股说明书，天风证券研究所

图：白羽鸡市场历年规模及预计市场规模趋势图（亿元）



资料来源：山东凤祥招股说明书，天风证券研究所

3、白羽肉鸡消费的变迁？

(1) 生鲜vs深加工

- 生鸡屠宰后的产品可以分为两大类——生鲜鸡肉和深加工鸡肉肉制品。目前，我国鸡肉制品多以生鲜鸡肉产品为主，深加工占总消费量的比例较低。中国目前深加工肉制品市场仍处在萌芽时期，深加工肉制品加工转化率只有3%—4%（年人均不到2公斤）远低于45%的世界平均水平。
- **生鲜鸡肉产品**：鲜肉产品是老百姓接触最多的一类肉类产品，一般以冷鲜肉、冷冻肉和热鲜肉的形态销售给零售客户。相比于冰冻肉和热鲜肉，冷鲜肉以其更营养、口感更好的特点更符合目前国人对于“吃得更健康”的需求。
- **深加工鸡肉制品**：深加工鸡肉肉制品是对生鲜肉的进一步加工，通过烟熏、腌制或添加化学防腐剂而保存的鸡肉，如鸡肉香肠、鸡肉火腿、鸡块、罐装鸡块等等。**深加工鸡肉产品分为半熟产品和即食产品**，随着生活节奏的加快，方便化的深加工鸡肉制品将解决加班族和单身群体目前的痛点。

表：生鲜产品不同肉类产品特点对比

	热鲜肉	冷鲜肉	冷冻肉
处理过程	现宰现吃，未经过降温处理	严格检疫，屠宰后迅速冷却，低温脱酸，后续0-4°C保存	屠宰后预冷排酸急冻，冻结状态储存、销售
安全质量	肉温高细菌易滋生运售过程易受污染	冷却后有效抑制微生物生产繁殖	冷冻后有效抑制微生物生长繁殖
营养价值	无排酸处理，不利于消化吸收	保留营养，易于人体吸收	解冻造成营养成分大量流失
口感	肉质僵硬，不易煮烂	肉质鲜美、口感滑腻	解冻使口感下降
价格	较低	较高	中等

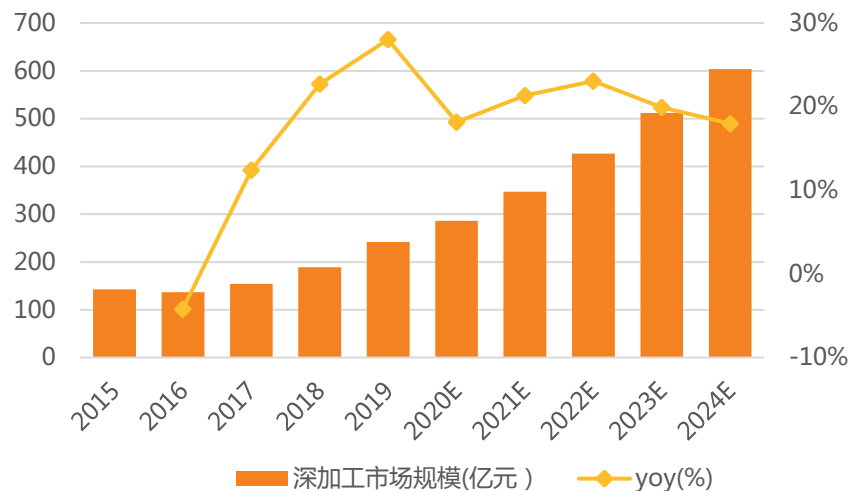
资料来源：养猪网、全球品牌畜牧网，天风证券研究所

3、白羽肉鸡消费的变迁？

(1) 生鲜vs深加工

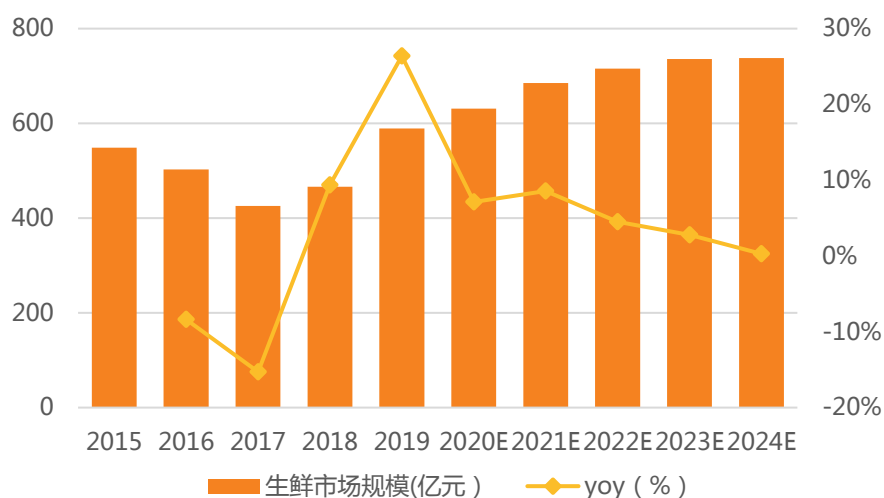
- 生鲜产品目前仍然是白羽鸡消费的主流。生鲜肉的消费量在15-19年中消费量受到多种因素而导致轻微下降，预计19-24年间会得益于猪肉消费结构趋于合理、居民对白肉消费的增加而使得生鲜鸡肉产品会有一个缓慢的抬升，预计相比于19年会有164.88万吨的增量，年复合增长率为3.82%。
- 从趋势上看，**生鲜肉产品未来五年的营收增长趋势可能将会非常平缓**，预计到2024年其市场营收规模会达到738亿元，年复合年增长率仅约为3.83%。
- 与之形成鲜明对比的是深加工肉制品行业，其深加工鸡肉产品从量、价维度都具有更大的想象空间。

图：白羽鸡深加工产品历年市场规模及未来市场规模预测趋势（亿元）



资料来源：山东凤祥招股说明书，天风证券研究所

图：白羽鸡生鲜产品历年市场规模及未来市场规模预测趋势（亿元）



资料来源：山东凤祥招股说明书，天风证券研究所推算

3、白羽肉鸡消费的变迁？

(2) 白羽鸡消费时代变迁

1.0 时代



- 时间：90年代之前
- 特点：以家庭消费为主
- 存在痛点：消费动力不足
- 代表企业或商业模式：无

2.0 时代



- 时间：1990-2012年
- 特点：以西式快餐消费为主
- 存在痛点：产品结构单一
- 代表企业：肯德基&麦当劳



3.0 时代



- 时间：2012-2018年
- 特点：小吃类场景打开
- 存在的痛点：油炸食品为主
- 代表企业：正新鸡排、豪大大鸡排



4.0 时代



- 时间：2019-至今
- 特点：品类多元化
- 存在痛点：非餐饮C端品牌力仍较弱
- 代表企业：???

3、白羽肉鸡消费的变迁？

(2) 白羽鸡消费时代变迁：1.0时代

- 白羽鸡的消费主要以家庭团膳为主，但消费动能不足。1978年改革开放后，我国开始大规模引进祖代白羽肉鸡进行繁殖生产，但由于白羽鸡更适合作为西式快餐食品原材料，不适合中国传统煲汤的饮食方式，因此在未引入西式快餐前，白羽鸡的消费量较少。未来随着城镇人口增加，预计团膳的白羽鸡消费有望提升。

图：不同品种主要的烹调方式



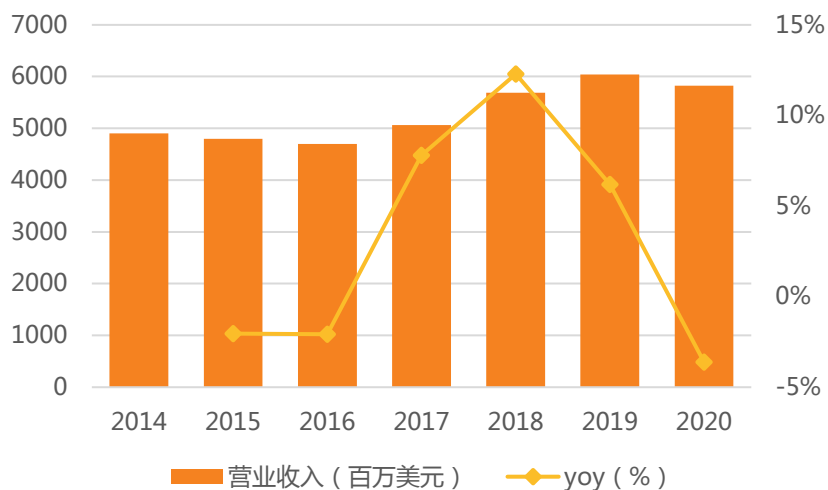
资料来源：观察者，天风证券研究所

3、白羽肉鸡消费的变迁？

(2) 白羽鸡消费时代变迁：2.0时代

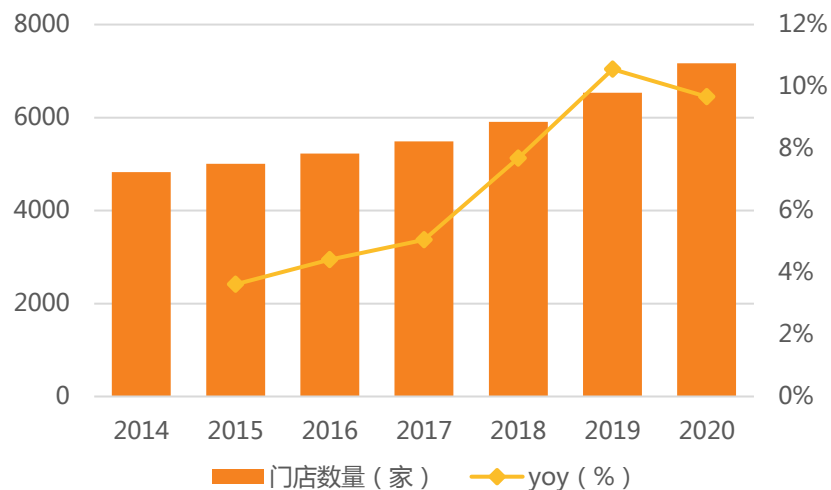
- 受益于西式快餐行业在中国的快速布局，白羽鸡消费进入快车道。
- 1987年、1990年肯德基和麦当劳分别在中国大陆开设门店，开始带动白羽鸡肉消费需求快速提升。肯德基在中国的门店数量从1996年的100家快速提升到2004年的1,000家，门店数量以10倍的速度增长，到2015年门店数量达到了5,000家，这反过来也会推动白羽鸡的消费需求。

图：肯德基营收变化（百万美元）



资料来源：百胜中国招股说明书，天风证券研究所

图：肯德基门店数量变化（家）



资料来源：百胜中国招股说明书，天风证券研究所

3、白羽肉鸡消费的变迁？

(2) 白羽鸡消费时代变迁：3.0时代

- **正新鸡排等中式街边小吃打开小吃类白羽鸡消费，使鸡排产品成为大单品，推动白羽鸡消费向更深、更新领域出发。**
- 相比于前一个时代发展主要得益于西式快餐的加速扩张，白羽鸡3.0时代的鸡肉产品消费向着街边小吃的大单品布局。2012年，街边鸡排店小终端开始扎堆出现并迅速扩张，如第一佳大鸡排、豪大大鸡排、大脸鸡排等，当年有的店面数量甚至达到了二三百家。相比于传统的西式快餐，这种中式街边快餐以更方便和更廉价等特点深受国人喜爱。
- **加盟模式的引入，推动街边小吃店的快速扩张。**根据中国饮品快报报道，正新鸡排、正大鸡排以及口水鸡排等公司皆在13、14年推出加盟模式，加盟模式的推出促进了各类鸡排门店的快速扩张，到16、17年，正新鸡排、正大鸡排以及口水鸡排三家门店的数量分别达到3000家、10058家以及500家，随后鸡排门店还在不断扩张，如正新鸡排在2020年6月，旗下的门店数量已翻一倍有余，达到22030家。门店数量的扩张预示着消费市场不断下沉，向更深更广的三四线城市布局，引领更多的居民消费白羽鸡，推动白羽鸡的消费增速。

图：各鸡排商家品牌logo



资料来源：正新鸡排官网、豪大大鸡排官网、第一佳鸡排官网、大脸鸡排官网，天风证券研究所

3、白羽肉鸡消费的变迁？

(2) 白羽鸡消费时代变迁：3.0时代

- 产品口味创新为白羽鸡消费提供持续动力。
- 相比于传统的西式快餐，炸鸡排这类街边小吃店能提供更多口味的供应，以满足不同消费群体的个性化需求。如正大鸡排推出的泰国榴莲口味、蜂蜜口味和芥菜口味酱料等多种创新口味，以及口水鸡排推出的黑色墨鱼鸡排皆受到年轻人的追捧。街边炸鸡排店通过不断的创新，助力白羽鸡消费的持续增长，也将白羽鸡3.0时代推向顶峰。

图：白羽鸡消费2.0及3.0时代部分产品



资料来源：肯德基官网、麦当劳官网、豪大大鸡排官网、正新鸡排官网、叫了个鸡官网、超级鸡车官网，天风证券研究所

3、白羽肉鸡消费的变迁？

(2) 白羽鸡消费时代变迁：4.0时代

- 相比于前两个阶段白羽鸡消费增长动力主要来自于油炸食品（如鸡米花、鸡排和炸鸡腿等产品）提供，白羽鸡4.0时代的消费真正开始迈入产品种类的多样性。
- 廖记棒棒鸡的快速发展推动白羽鸡消费多元化。相比于传统油炸鸡肉产品主要以脆为主要的口感，廖记棒棒鸡将白羽鸡的口感带领进入新的维度，将麻、辣、鲜、香等特点赋予肉鸡产品上，也相比于油炸食品，这类肉鸡产品会更健康，更符合现代人对于“吃得健康”的追求。此外，门店的不断扩张也给白羽鸡的消费拓宽了发展道路，增加了白羽鸡的消费目标人群。
- 老乡鸡、乡村基、真功夫等中式快餐店的崛起也助力白羽鸡消费增长。虽然这类快餐店不像西式快餐以鸡肉为主，但或多或少都提供有鸡肉类产品，通过对这类中式快餐店的渗透，**白羽鸡消费逐步渗透到多维度层面，从西式快餐到街边小吃再到中式快餐，多维度布局覆盖更多的消费者。**以老乡鸡为例，根据中国商报报道，截止到2020年，老乡鸡在全国共有800家直营店，分布在安徽、上海、南京、武汉等城市。老乡鸡董事长束从轩表示，未来，老乡鸡要在三年内门店数量突破1500家，五年内实现100亿元的销售规模。随着类似于老乡鸡等新型中式快餐的崛起，其有望推动白羽鸡消费在4.0时代快速增长的又一个引擎。

图：廖记棒棒鸡旗下的鸡肉产品



资料来源：廖记棒棒鸡官网，天风证券研究所

图：乡村基旗下鸡肉套餐产品



资料来源：乡村基官网，天风证券研究所

图：真功夫鸡肉



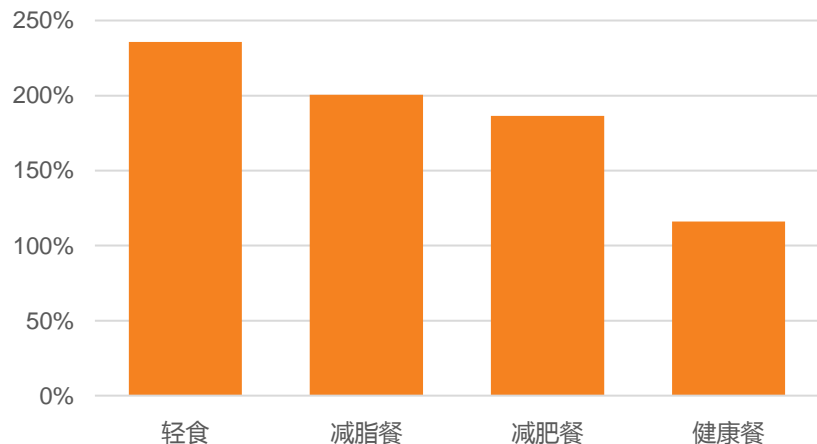
资料来源：真功夫官网，天风证券研究所

3、白羽肉鸡消费的变迁？

(2) 白羽鸡消费时代变迁：4.0时代

- 白羽鸡胸肉可以满足健身人群的营养需求。健身人群每天需要摄入的蛋白质含量大约是1.5g~2g/公斤体重。以凤祥旗下优形的速食鸡胸肉产品的营养成分表为例，每100g鸡胸肉的蛋白质含量在25g左右。与牛肉、鱼肉等其他高蛋白食物相比，鸡胸肉价格更低，作为白羽鸡的一大消费形态，逐渐成为主要的蛋白质来源。
- 互联网外卖平台的发展，以及人们消费结构的升级拉动健身餐市场的增长。美团公布的2016年我国餐饮消费趋势中，**健身餐成为外卖品类“黑马”，成为最受用户追捧的餐饮品类，2019年外卖关键词搜索情况中，轻食、减脂餐、减肥餐、健康餐均有大幅的增长。**截止到2019年，中国肥胖人口规模已经3.2亿人。近年来，随着人们健康意识的提升以及消费水平的提高，健身餐市场未来发展空间十分可观，健身餐的普及使得白羽鸡的消费多元化，将针对健身人群进一步打开白羽鸡的消费空间。

图：2019年美团外卖关键词搜索次数同比增长情况



资料来源：美团研究院，天风证券研究所

图：凤祥优形鸡胸肉营养成分表



资料来源：凤祥公司官网，天风证券研究所

二、三维解剖白鸡企业消费转型的竞争力

1. 企业基本情况

表：国内白羽鸡肉类企业基本情况

	圣农发展	凤祥股份	春雪食品	仙坛股份	益生股份	民和股份	大成食品	泰森食品 (TYSON FOODS)
证券代码	002299. SZ	9977. HK	A20643. SH	002746. SZ	002458. SZ	002234. SZ	3999. HK	TSN. N
成立日期	1999-12-21	2010-12-17	2012-11-16	2001-06-14	1997-04-22	1997-05-26	2007-05-18	1935
上市日期	2009-10-21	2020-07-16	已交IPO申报材料	2015-02-16	2010-08-10	2008-05-16	2007-10-04	1984-12-18
省份	福建省	山东省	山东省	山东省	山东省	山东省	北京	美国
总市值	366亿人民币	34.58亿港元	——	59亿人民币	101亿人民币	44亿人民币	8.8亿港元	275亿美元
控股股东及管理层介绍	<p>实控人为傅芬芳 (41岁)、傅光明 (68岁)、傅长玉, 其中傅芬芳为傅光明傅长玉夫妇之女; 董事长为傅光明, 总经理为傅芬芳, 已逐步完成二代接班。</p>	<p>实控人为刘氏家族 (刘学景、张秀英、刘志光和刘志明), 其中刘学景 (69岁) 与张秀英为夫妻, 并为刘志光与刘志明先生的父母; 董事长为刘志光 (41岁), 基本全面完成二代接班。</p>	<p>实控人为郑维新 (68岁), 直接/间接合计控制公司50.9%股份; 董事长为郑维新, 总经理为王克祝 (57岁), 副总经理郑钧 (40岁), 其中郑钧为董事长之子。</p>	<p>实控人为王寿纯 (59岁)、曲立荣夫妇; 董事长为王寿纯, 总裁为王寿恒 (50岁), 其中王寿恒为董事长之弟。</p>	<p>实控人为曹积生 (61岁); 董事长/总裁为曹积生</p>	<p>实控人为孙希氏 (73岁), 持股31.2%; 一致行动人孙宪法, 为孙希氏之子, 持股11.1%; 董事长为孙希氏, 总经理为孙宪法 (50岁)。</p>	<p>控股股东为大成长城企业股份有限公司; 董事会主席为韦俊贤 (63岁), 2021年3月1日新聘。</p>	<p>第一大股东为The Vanguard Group, 持股8.9%; 董事会主席为John H. Tyson (68岁), CEO为Dean Banks (48岁)。</p>
营收/利润	2020Q3营收99.5亿人民币, -3.5%; 归母净利润18.1亿人民币, -33.2%	2020H1营收19.0亿港元, +13.2%; 期内利润1.47亿港元, -55.7%	2020H1营收8.6亿人民币; 归母净利0.97亿人民币	2020Q3营收23.8亿人民币, -4.4%; 归母净利润3.3亿人民币, -49.3%	2020Q3营收14.6亿人民币, -38.8%; 归母净利润1.4亿人民币, -90.1%	2020Q3营收12.9亿人民币, -44.6%; 归母净利润0.8亿人民币, -93.7%	2020Q3营收66.9亿港元, +14.9%; 归母净利润1.6亿港元, 158.8%	——
主营业务情况	<p>鸡肉:63.8%; 肉制品:28.7%; 其他业务:7.5%</p>	<p>生鸡肉制品:50.6%; 深加工鸡肉制品:43.2%; 鸡苗:3.2%; 其他产品:3.0%</p>	<p>调味品:54.76%; 生鲜品:41.73%; 其他:2.95%; 其他业务:0.57%</p>	<p>鸡肉产品:94.86%; 商品代肉鸡:3.14%; 雏鸡、种鸡及其他:1.08%; 羽毛粉:0.92%</p>	<p>鸡 (父母代鸡苗+商品代鸡苗) 收入:81.52%; 农牧设备收入:10.89%; 猪收入:4.03%; 牛奶收入:2.9%; 其他:0.65%</p>	<p>雏鸡收入:57.11%; 鸡肉制品收入:35.09%; 种鸡淘汰收入:2.65%; 其他:2.31%; 有机肥料:1.47%; 发电收入:1.31%; 生物燃气:0.06%</p>	<p>禽畜饲料:59.16%; 加工食品:22.3772%; 鸡肉:18.45%</p>	<p>牛肉:36.01%; 鸡肉:30.82%; 调理食品:19.44%; 猪肉和猪肉制品:12.19%; 其他产品:4.4372%</p>

资料来源: wind, 各家公司公告, 天风证券研究所; 备注: 当前市值为截止2021年3月13日; A股公司股权结构数据为2020Q3, 营收利润为2020Q3, 主营业务结构为2020H1; 凤祥股份股权结构数据为2020H1, 营收利润为2020H1, 主营业务结构为2020H1, 且为生物资产公允价值调整前; 春雪食品股权结构数据为IPO资料申报时, 营收利润为2020H1, 主营业务结构为2020H1

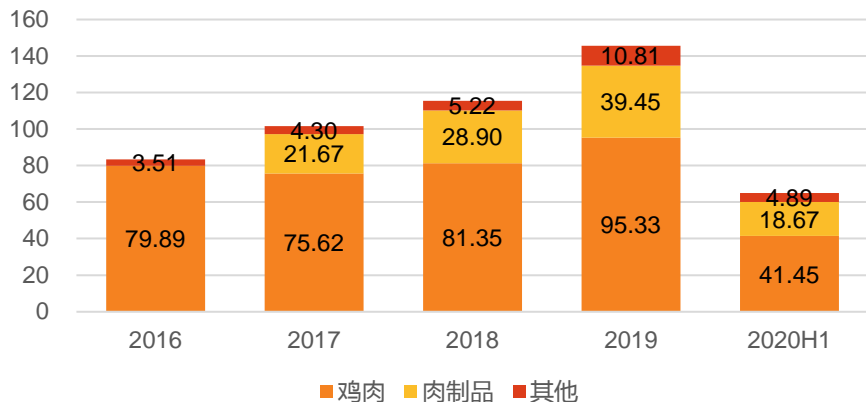
1. 企业基本情况

- **发展阶段？**国内白羽肉鸡相关企业，**圣农、益生、民和均成立于20世纪90年代**；仙坛、凤祥、大成食品、春雪则在2000年后陆续成立。多家企业，包括**圣农、益生、民和、大成食品均在2007-2010年IPO上市**，其中，圣农、益生、民和均在A股上市，开始融资扩张的道路。而凤祥上市时间则较晚，于2020年上市；春雪则于2020年底刚提交IPO资料。
- **“一代”情况？**圣农、凤祥、春雪的“一代”均为50后，且均为50年代初的国内白鸡企业第一批领军人物，包括圣农的傅光明、凤祥的刘学景、春雪的郑维新；民和的“一代”孙希民为40年代末出生；山东的仙坛和益生的“一代”王寿纯和曹积生，则均为60后。
- **谁来接班？**多家白羽肉鸡企业创始人基本为是典型的家族企业，且部分企业目前正在或已经基本完成二代全面接班。**民和、圣农、凤祥已基本完成或者逐步完成接班**：民和“二代”孙宪法，70后，现任民和总经理；凤祥“二代”刘志光，80后，现任凤祥董事长；圣农“二代”傅芬芳，80后，现任圣农总经理，两位80后二代均对公司食品端战略的发展有重要影响并负责现在及未来的战略落地。春雪“二代”郑钧现任公司副总经理，仙坛则为董事长之弟王寿恒作为总裁进行管理。
- **未来战略，养鸡or食品？**从各家公司的产业链及业务结构来看，我们认为益生股份、民和股份主要为白羽肉鸡上游鸡苗供应商，大成股份的营收主要来自饲料板块，泰森的牛肉占比较高，仙坛的收入主要来自养殖屠宰后的白羽肉鸡分割品。而**圣农、凤祥、春雪三家公司的产品包括屠宰分割品和深加工肉制品，且三家公司未来的食品战略目前看都较为坚定和清晰。因此本文主要通过对比分析圣农、凤祥、春雪三家公司作为白羽鸡肉及相关产品企业，来探讨白羽鸡肉企业的现状和未来发展。**

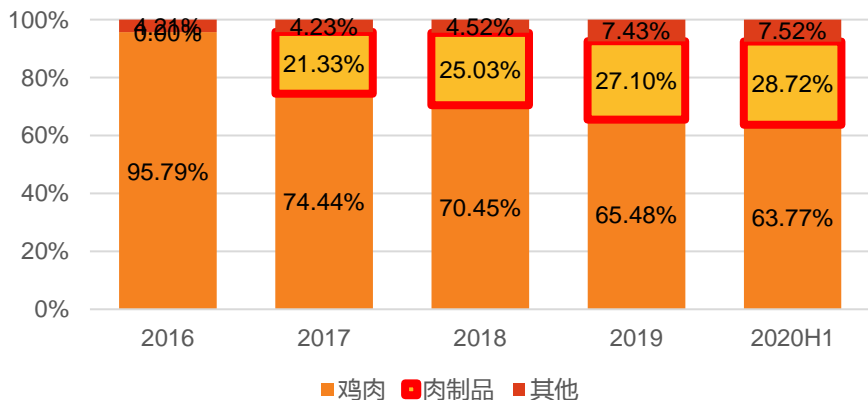
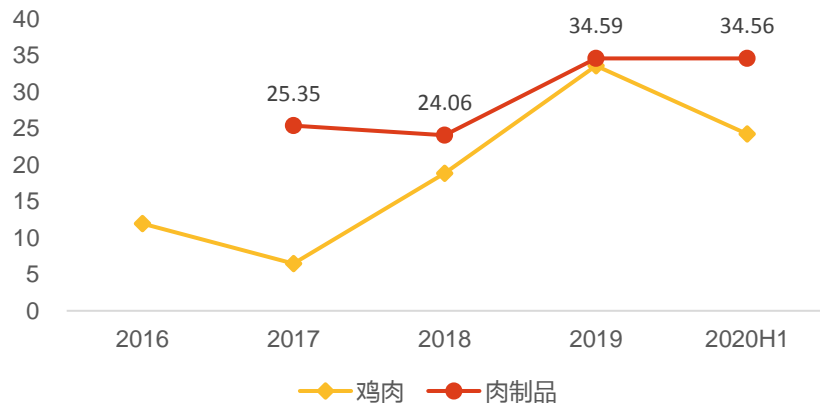
1、企业基本情况

(1) 圣农发展：深加工占比逐年提升，毛利率显著高于同行

图：深加工鸡肉制品收入占比在不断提升（单位：亿元；%）



图：毛利率情况



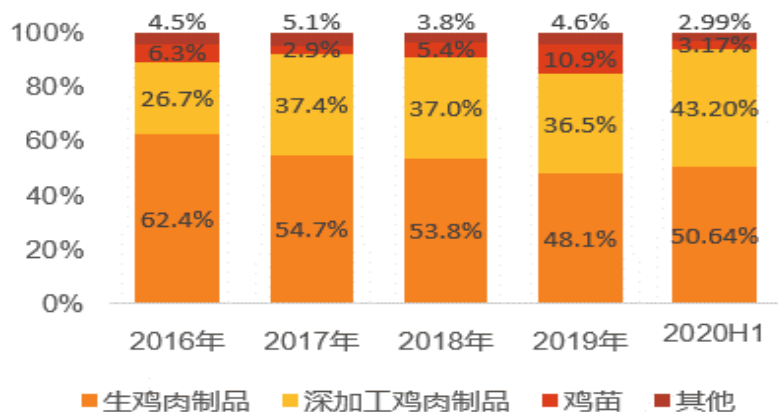
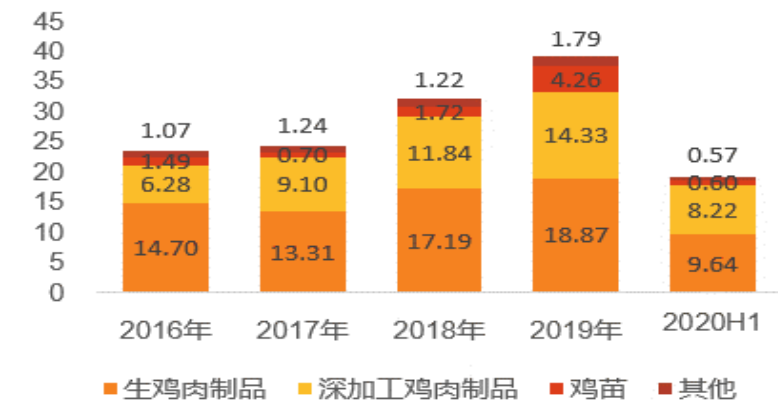
- 圣农深加工肉制品（自2017年圣农食品并表后）占比逐年提升，截止2020H1占比约29%；生鸡肉类产品占比64%
- 圣农深加工肉制品毛利率在24%以上，2019-2020H1提升至35%，该毛利率明显高于行业肉制品的情况（高于凤祥23%、春雪20%），主要系划分指标区别。为更为准确比较毛利率，我们使用圣农食品子公司的毛利率来看，从已有数据来看，圣农食品毛利率19.62%也要高于凤祥深加工毛利率17.5%

资料来源：wind，天风证券研究所

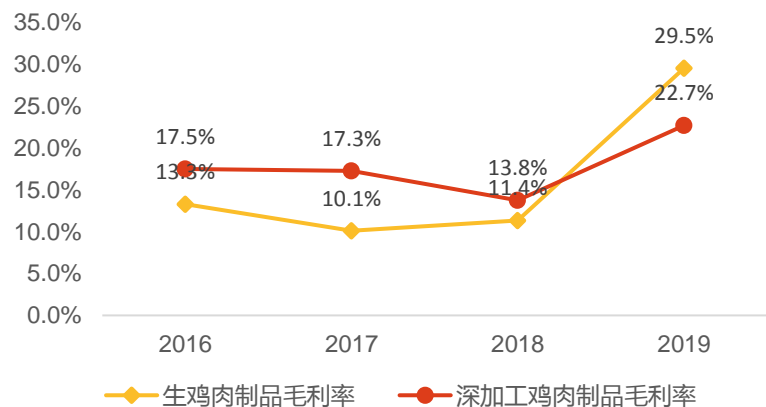
1、企业基本情况

(2) 凤祥股份：深加工占比较高，毛利率中等

图：深加工鸡肉制品收入占比在不断提升（单位：亿元；%）



图：毛利率情况



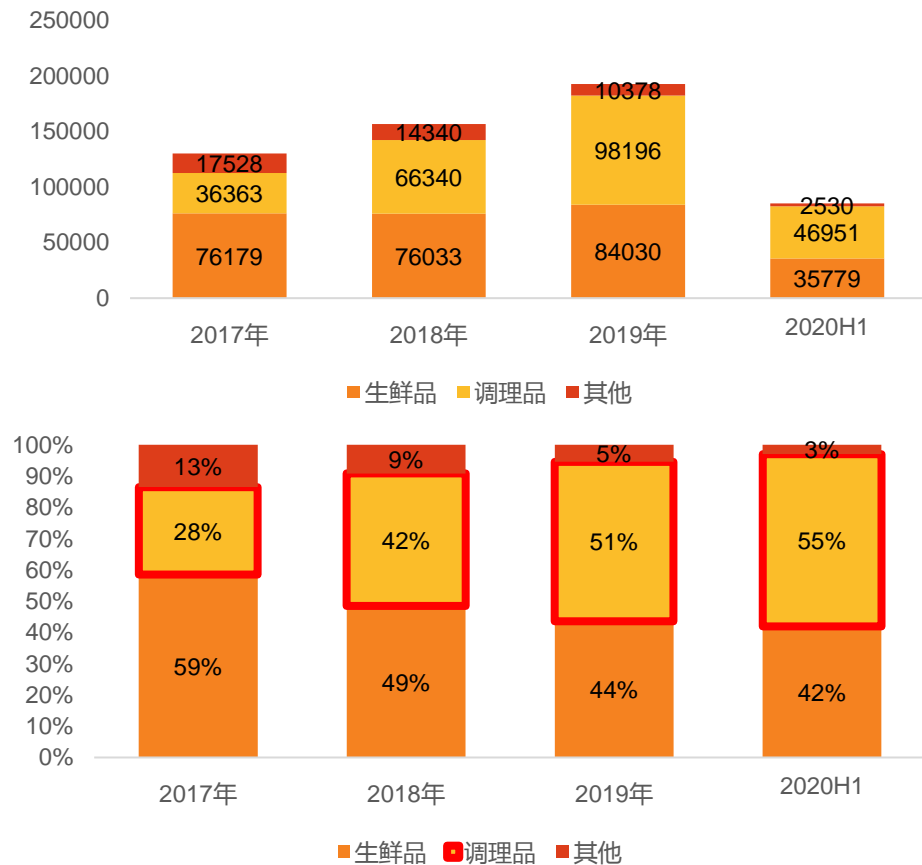
- 凤祥深加工鸡肉制品在2017-2019年稳中有降，在2020年H1随着C端市场的开拓，深加工占比快速提升，首次突破40%。
- 凤祥生鸡肉毛利率随着鸡肉综合品价格波动而波动，高点达到29.5%，低点为10.1%，由于2017-2018年行业景气度低，外购父母代鸡苗成本低于自繁自养一体化的成本，使得凤祥生鸡肉毛利率波动性小于圣农。

资料来源：凤祥股份公司公告，天风证券研究所

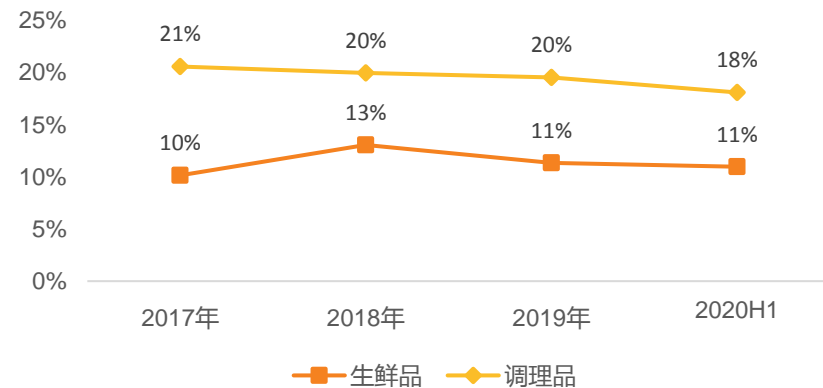
1、企业基本情况

(3) 春雪食品：深加工占比最高，毛利率较为稳定

图：深加工鸡肉制品收入占比在不断提升（单位：亿元；%）



图：毛利率情况



- 春雪深加工肉制品占比自2017年加速提升，截止2020H1占比约55%；生鸡肉类产品占比42%
- 春雪深加工肉制品稳定在18%-21%，生鲜品毛利率稳定在10%-13%，在行业景气时，如2019年，毛利率要低于同行。

资料来源：春雪食品公司公告，天风证券研究所

1、企业基本情况

小结：全产业链的圣农发展，肉品毛利率高且弹性大

图：三家公司基本情况对比

	深加工产品占比				深加工肉制品毛利率				生鸡肉毛利率			
	2017	2018	2019	2020H1	2017	2018	2019	2020H1	2017	2018	2019	2020H1
圣农发展	21.33%	25.03%	27.10%	28.72%	25.35%	24.06%	34.59%	34.56%	6.49%	18.85%	33.55%	24.23%
凤祥股份	37.4%	37.0%	36.5%	43.2%	17.3%	13.8%	22.7%		10.1%	11.4%	29.5%	
春雪食品	28%	42%	51%	55%	20.6%	20.0%	19.6%	18.1%	10.2%	13.1%	11.4%	11.0%
总结	<ul style="list-style-type: none"> 春雪深加工肉制品占比最大，其次凤祥，最后是圣农； 圣农深加工肉制品占比一直稳健提升，即使在2019年养殖行情非常景气的情况下； 凤祥在2020年上半年随着C端市场的开拓，占比提升较快。 				<ul style="list-style-type: none"> 圣农深加工肉制品毛利率最高，即使扣除会计核算的因素，仅考虑圣农食品子公司的毛利率，也处在较高水平； 春雪深加工毛利率最稳定，且与养殖行情成反向，而凤祥、圣农深加工板块的毛利率也与养殖行情成正向，这与产业链长度有关系。春雪部分鸡肉原材料均为外采，赚取制造企业毛利率。 				<ul style="list-style-type: none"> 圣农生鸡肉毛利率近年远高于凤祥和春雪，这与圣农养殖自繁自养一体化产品带来的产品优质，进而形成生鸡肉的产品溢价密切相关，再叠加公司养殖成本在逐步下降。 春雪毛利率稳定，更多是赚取屠宰环节利润，难以获得超额收益，圣农生鸡肉端毛利率弹性大，这与其产业链长度相关。 春雪所有雏鸡均需外采，由子公司莱阳春雪负责，且采用公司+基地方式代养，而凤祥自父母代鸡苗开始进行养殖，养殖环节更大，毛利率波动更大，圣农则产业链更长，突破育种，自祖代鸡开始，毛利率弹性大。 			

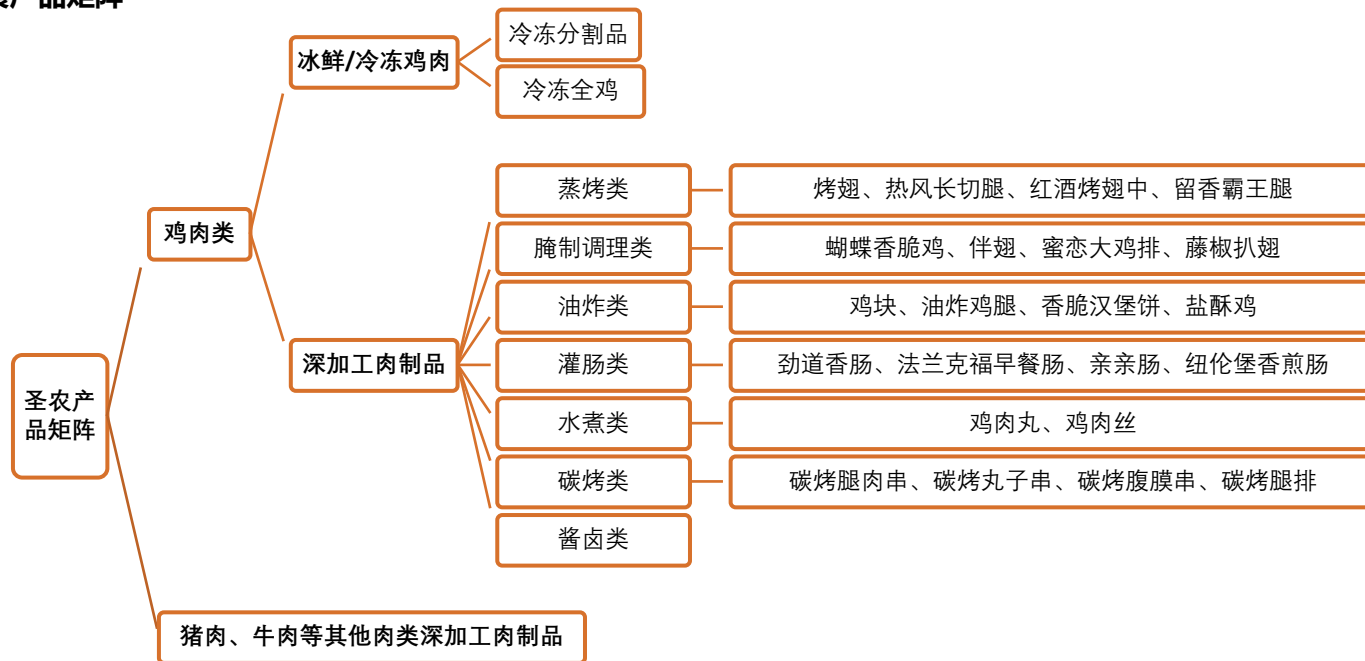
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2、产品力分析

(1) 圣农发展：产品矩阵多元，优势品种逐步细化突出

- 目前圣农发展的外销产品基本为白羽鸡肉类相关产品，占公司总营收的93%（2020H1）；此外，产品品类除了鸡肉外，还包括猪肉、牛肉等肉类的加工和销售生产业务，2019年即突破了牛羊肉制品和中餐产品，其中中餐产品销售突破1亿，储备开发的中餐产品多达107个。
- 圣农发展的白羽鸡肉类产品包括生鲜鸡肉和深加工肉制品，深加工肉制品主要通过圣农食品全资子公司进行销售。

图：圣农发展产品矩阵



资料来源：圣农发展公司公告，天风证券研究所

2、产品力分析

(1) 圣农发展：产品矩阵多元，优势品种逐步细化突出

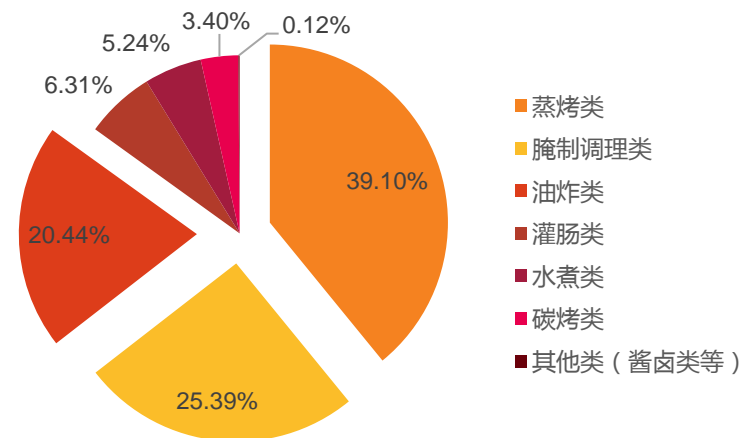
图：圣农食品产品矩阵

<p>蒸烤类</p> <p>占营收比例：39.1%</p> <p>产品特点：生产加工经过蒸烤工艺，肉质鲜嫩、口感爽滑、浓香四溢、产品基本半熟化或全熟化，食用方便，用途广</p>	<p>烤翅 热风长切腿 红酒烤翅中 留香霸王腿</p> 	<p>灌肠类</p> <p>占营收比例：6.31%</p> <p>产品特点：西方经典工艺与我国传统工艺结合，辅以天然香辛料，口味丰富、品质优异，脆香多汁</p>	<p>法兰克福早餐肠 劲道香肠 亲亲肠 纽伦堡香煎肠</p> 
<p>腌制调理类</p> <p>占营收比例：25.39%</p> <p>产品特点：搭配独家配方调制而成，肉质鲜嫩多汁，满口留香，口味独特，种类丰富</p>	<p>蝴蝶香脆鸡 伴翅 蜜恋大鸡排 藤椒扒翅</p> 	<p>水煮类</p> <p>占营收比例：5.24%</p> <p>产品特点：在生产加工过程中经过水浴加热漂烫，熟化后赋予产品新颖的外观</p>	<p>鸡肉丝 鸡肉丸</p> 
<p>油炸类</p> <p>占营收比例：20.44%</p> <p>产品特点：在生产加工过程中经过预炸工艺，产品外层金黄酥脆，内里鲜嫩多汁</p>	<p>鸡块 油炸鸡腿 盐酥鸡 香脆汉堡饼</p> 	<p>碳烤类</p> <p>占营收比例：3.40%</p> <p>产品特点：在生产加工过程中经过碳烤工艺，口味独特，炭香浓郁，色泽美观</p>	<p>碳烤丸子串 碳烤腿肉串 碳烤腹膜串 碳烤腿排</p> 
<p>资料来源：圣农发展公司公告，天风证券研究所</p>	<p>细拆圣农食品的产品矩阵，可以发现圣农食品深加工鸡肉类产品矩阵多元，在各类研发、加工工艺配合后，基本包含目前是市场上主要的品类，并为公司未来的中餐、电商等渠道的发展，做出产品品类的创新。</p>	<p>其他类(酱类、卤类等)</p> <p>占营收比例：0.12%</p> <p>产品特点：在生产加工过程中经过煮制工艺，再经过调味冷汤的泡制，最后经巴氏灭菌加工而成，口感独特，香而不腻</p>	<p>人参鸡汤 白云凤爪</p> 

2、产品力分析

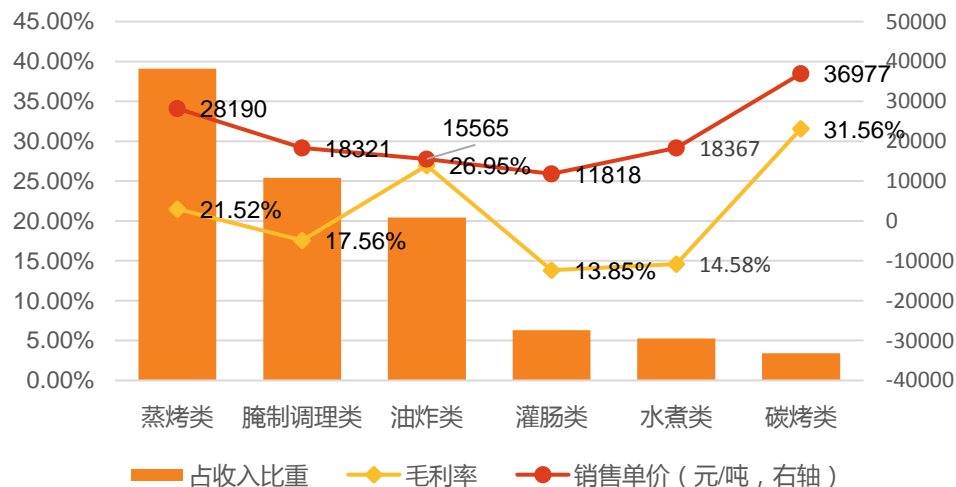
(1) 圣农发展：产品矩阵多元，优势品种逐步细化突出

图：圣农食品各品种占比情况



资料来源：圣农发展公司公告，天风证券研究所
备注：数据为2017年H1情况

图：圣农食品各品种占比情况



资料来源：圣农发展公司公告，天风证券研究所
备注：数据为2017年H1情况

圣农食品优势品类其实是比较明显的，蒸烤类、腌制调理类、油炸类销售额基本占到了圣农食品总营收的85%左右，根据2019年年报来看，圣农2019年全年销售超过5000万元的单品达到13个，其中2个单品销售额超过1亿元。优势品种和爆品的培育是公司食品端重要的矩阵布局方向。

2、产品力分析

(1) 圣农发展：产品矩阵多元，优势品种逐步细化突出

图：圣农食品品种聚焦方向

	占收入比重	毛利率	销售单价（元/吨，右轴）	增速	产能利用率	结论
蒸烤类	39%	22%	28190	Top3	56%	快速扩张性品类，较高毛利率、高单价
腌制调理类	25%	18%	18321	Top2	73%	较快增长，中等毛利率、中等价格
油炸类	20%	27%	15565	Top4	58%	稳健增长，高毛利率，中低等价格
灌肠类	6%	14%	11818	Top5	53%	低价低毛利率，增长较慢
水煮类	5%	15%	18367	Top1	95%	重点打造品类，产能快速扩张，产能不够
碳烤类	3%	32%	36977	Top6	17%	产能利用率一直较低，发展较慢

资料来源：圣农发展公司公告，天风证券研究所

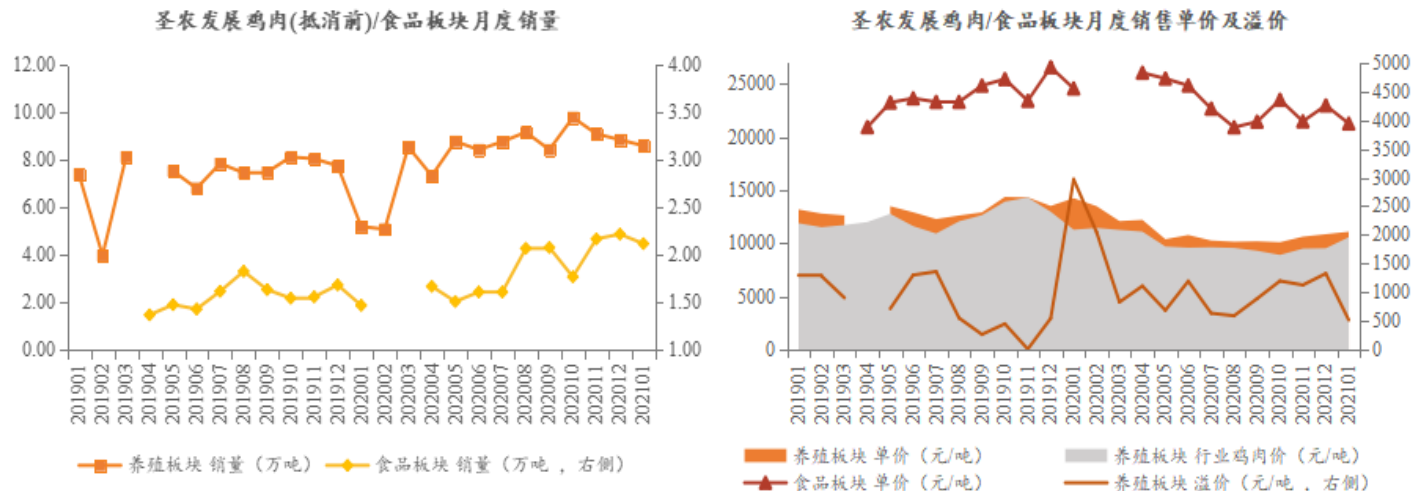
备注：数据为2017年H1情况

- 圣农食品重点发展的品类（蒸烤类、腌制调理类、油炸类）的基本特点是毛利率、单价为中等及中等以上，毛利率在18%以上，销售单价蒸烤类定价较高在28000元/吨，而腌制调理类和油炸类基本都在15000-18000元/吨。从当时的产能利用率也能看出来，这三类的产能利用率都是中等偏高。

2、产品力分析

(1) 圣农发展：养殖端优势，在食品安全及成本方面给食品端以支撑

图：圣农月度产品销售情况：鸡肉端溢价明显



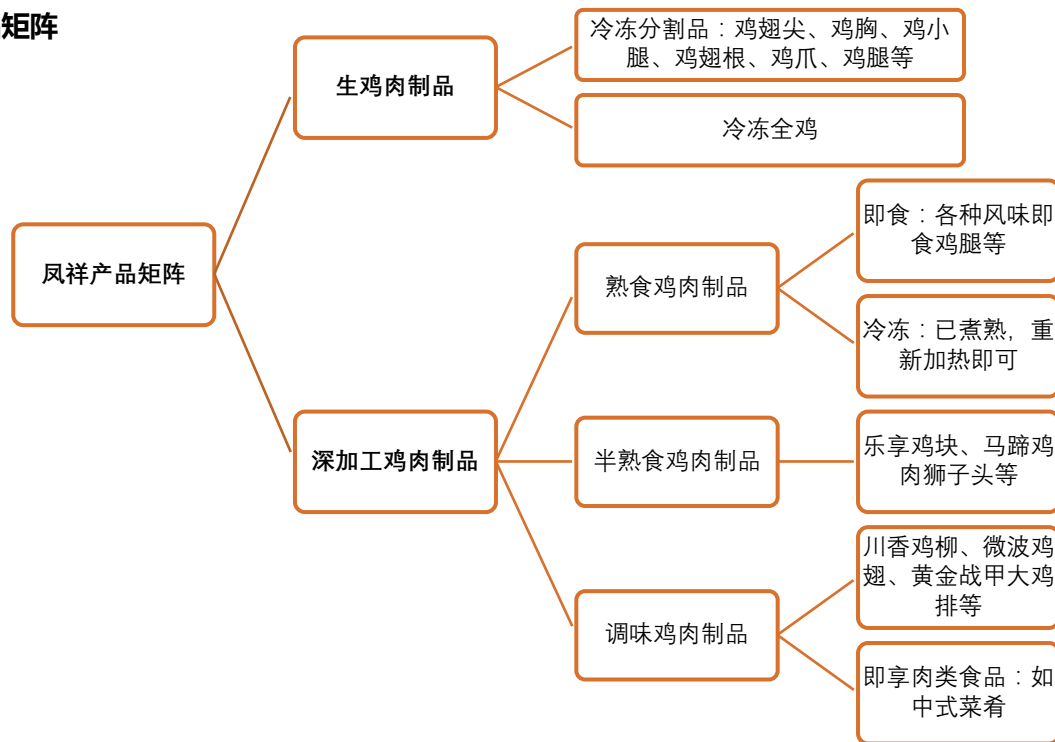
- **圣农在养殖端的优势，长期来看，是食品端持续增长的基础，包括自繁自养一体化带来的食品安全保障、包括成本溢价双优势给公司带来超额的利润，为食品端投入奠定基础。**根据2020年第三季度报告，我国的鸡肉价格已处于近10年以来的较低水平，同行业众多企业已步入亏损阶段，据农业农村部10月21日的消息，目前我国中小养鸡户更是已经普遍亏损，前三季度出栏一只肉鸡平均亏损3毛钱左右。在此背景下公司能实现强劲的盈利，主要受益于：
- **第一，成本持续下降、规模效应显著。第二，产品溢价愈发显著。**与行业鸡肉产品均价相比，公司鸡肉溢价程度逐年提升：一方面，公司一体化产业链在确保食品安全的同时也提升了公司的产品价值，尤其是拥有众多国内外的优质客户，这从很大程度上使公司销售价格较行业平均价格具有溢价。另一方面，随着公司熟食板块规模的不断扩大，将进一步强化公司产品价格优势，进而有效平滑白羽肉鸡行业的周期波动。

2、产品力分析

(2) 凤祥股份：即食类产品突出，包装+产品共同迭代

- **凤祥股份白羽鸡肉类产品包括生鲜鸡肉和深加工鸡肉制品**；生鸡肉制品主要以全鸡以及鸡的部位依据客户需求以冷冻或冷藏形式出售；深加工鸡肉制品主要包括熟食制品、半熟食制品以及调味制品为主，并以自有品牌“凤祥食品”、“优形”以及“五更炉”进行销售与推广，主要面向个人消费者。公司针对不同的品牌定位和调性销售对应的产品类型，通过多元化品牌矩阵战略公司在C端市场已建立了强有力的品牌形象。

图：凤祥股份产品矩阵



资料来源：凤祥股份公司公告，天风证券研究所

2、产品力分析：

(2) 凤祥股份：即食类产品突出，包装+产品共同迭代

图：凤祥股份产品矩阵

生鸡肉制品	<p>产品特点： 包括冷冻全鸡及鸡肉部位，如鸡翅尖、鸡胸、鸡小腿、鸡翅根、有骨鸡腿、无骨鸡柳、鸡头、鸡爪及鸡腿。届时将根据内部客户要求将鸡肉切成部分，并根据产品性质将其冷藏或冷冻。</p>	<p>鸡翅尖</p> 	<p>鸡翅根</p> 	<p>鸡小腿</p> 	<p>鸡胸</p> 		
	<p>占营收比例： 50.6%</p>						
深加工鸡肉制品	<p>鸡肉熟食制品</p> <p>产品特点： 包括即食鸡肉制品及冷冻鸡肉制品。鸡肉熟食制品已完全煮熟并消毒。待高温处理后，将被进行冷藏或冷冻及包装。最终消费者于食用前需根据包装上的指示重新加热冷冻鸡肉熟食制品。最终消费者可以随时食用即食鸡肉制品，无需进一步加工。</p>	<p>瓦伦西亚秘制飘香风味即食泰国空心柠檬风味即食鸡腿</p> 	<p>优形蒸鸡胸肉切片</p> 	<p>优形沙拉鸡胸肉迷你(黑胡椒味)</p> 			
	<p>鸡肉半熟食制品</p> <p>产品特点： 鸡肉半熟食制品已经加工。待加热处理后，将被进行冷藏或冷冻及包装。最终消费者于食用鸡肉半熟食制品前需根据包装上的指示进一步加工(包括清蒸、烤箱、烧烤或油炸)。</p>	<p>乐羊鸡块</p> 	<p>唐扬柚感鸡凤块</p> 	<p>盐酥鸡</p> 	<p>马蹄鸡肉狮子头</p> 		
	<p>占营收比例： 43.2%</p>						
	<p>调味鸡肉制品</p> <p>产品特点： 采用生鸡肉与若干原料或香料调制而成。</p>	<p>川香鸡柳</p> 	<p>徽徽鸡翅</p> 	<p>炭烤鸡腿肉</p> 	<p>黄金酥甲大鸡排</p> 	<p>香菇滑鸡</p> 	<p>即羊肉美食 咖喱鸡块</p> 

- 凤祥股份产品矩阵虽然分类与圣农有区别，但从深加工肉制品烹饪方式来看，也基本包含蒸烤、腌制调理、油炸、碳烤等方式。
- 凤祥即食类产品（如优形鸡胸肉切片、优形沙拉鸡胸肉）是其C端培育的重要产品类型。
- 除产品创新外，凤祥注重外包装的创新。

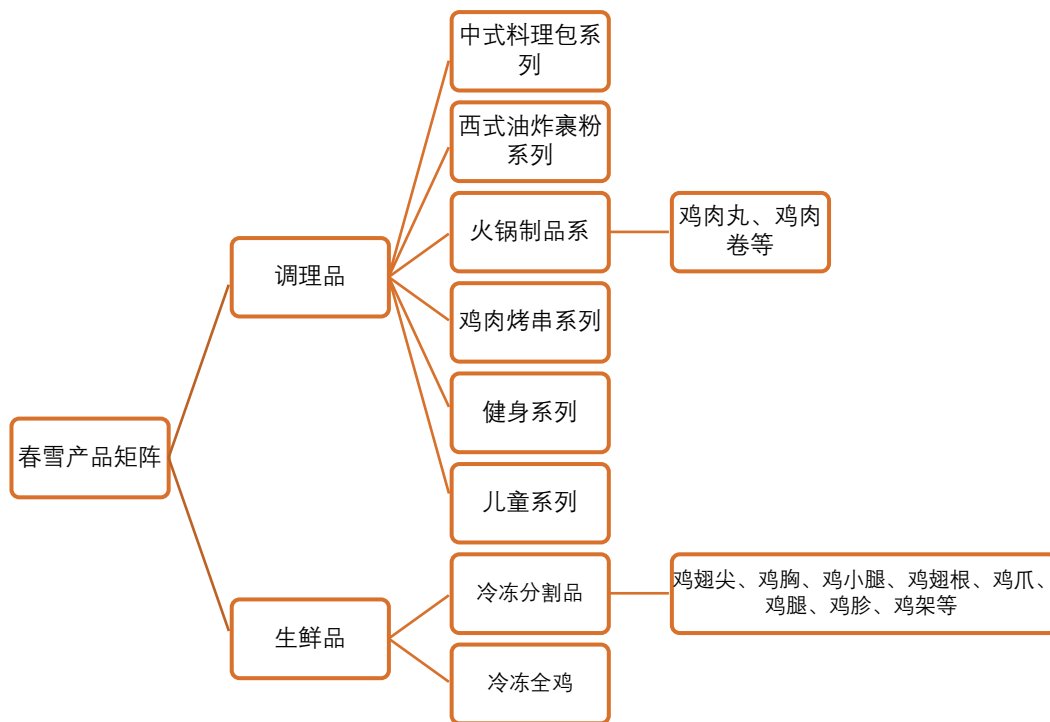
资料来源：凤祥股份公司公告，天风证券研究所；

2、产品力分析

(3) 春雪食品：大众品线成熟，产品差异化有待提升

- 公司鸡肉调理品目前种类齐全，产品系列较为完整，涵盖中式料理包系列、西式油炸裹粉系列、火锅制品系列（鸡肉丸、鸡肉卷等）、鸡肉烤串系列、健身系列、儿童系列等，且公司高度重视产品研发工作，产品研发由食品工程博士带领，具体负责公司调理品及食品安全方面的研究、开发、应用工作，通过不断研发创新开发出适应不同需求的产品。

图：春雪产品矩阵



资料来源：春雪公司公告，天风证券研究所

2、产品力分析

(3) 春雪食品：大众品线成熟，产品差异化有待提升

图：春雪产品矩阵



资料来源：春雪公司公告，天风证券研究所；数据为2020H1

- 公司的调理品生产线采用国际先进的自动化成套设备，如真空滚揉技术和设备的使用，使大块肉对腌制料的吸收更均匀，入味性更强，并且可以提高肉的结着力及产品的弹性，提高产品的口感；自动控温、控时等先进的油炸、炭烤、蒸烤等设备的使用使整个加工过程更为精准，以达到最佳烹煮时间；先进的悬浮单冻机等冷链设备的使用使食物瞬时锁鲜，提高了最终产品的鲜度；3D 成型、无焦油烟熏设备使公司产品保持差异化、独特性。先进的生产设备优势进一步保证了公司产品能达到高标准的要求，提高公司产品的市场竞争力。

2、产品力分析

小结：圣农在2B端产品力凸显（安全可追溯+成本）、凤祥在2C端爆品效应显著

产品矩阵：从产品种类来看，三家公司的产品基本全面覆盖生食和熟食。

- **生食方面**，目前来看，从产品本身的差异主要来自于**产品的安全性和可追溯**，从**产业链长度来看**，**圣农自育自繁自养一体化模式**，使得其在鸡肉产品端具有得天独厚的优势，这也是其存在明显溢价的原因。
- **熟食方面**，从产品矩阵来看，各家产品类型均较为齐全，但同质化相对严重，是典型的大众品产品思路，目前真正走出大众品到高端品，其实还有较长的路。各家企业也在发展中发现这一问题，并在近年逐步开始细化消费者，配合产品研发和渠道推广，进行差异化竞争。例如圣农推出的4度鸡胸肉，主打健康高端消费群体；凤祥推出的iShape优形品牌下的即食鸡胸肉和鸡腿肉，也把握住了食品C端发展的趋势：便利化、差异化、健康美味、包装精巧。

未来，我们认为**白羽鸡肉企业的产品力竞争将越发激烈**，**从粗放到精细化**，**研发+采购+生产+营销综合打造的产品力无论是在B端还是C端都是企业的核心竞争力**，综合B端和C端情况，我们认为，1)爆品打造、新品推陈出新；2)品牌力加持，特别是在C端；3)渠道影响力；其他还包括食品安全保障、优质成本控制（稳定的原材料供应）的能力。

3、品牌力分析

(1) 圣农发展：大幅增加C端品牌建设投入，塑造“好鸡肉，选圣农”形象

图：圣农广告渠道情况



根据最新公告，公司品牌建设，现如今公司已从多角度启动系统性品牌提升计划，并已开启以机场和高铁站为核心的线下品牌传播矩阵，提升消费者对“好鸡肉，选圣农”的认可度。后续，公司将结合新产品、新包装、新口味等方面，持续提升消费者对圣农产品识别度与认可度。



圣农发展大幅加大C端的品牌宣传预算，开展多样式品牌推广策略，让消费者熟悉圣农品牌，通过微信、抖音、今日头条等新兴媒体进行品牌宣传升级。



资料来源：圣农官网、公司公告、抖音、小红书，天风证券研究所

3、品牌力分析

(2) 凤祥股份：优形品牌打造成效显现，在即食鸡肉领域享有口碑

图：凤祥广告品牌情况



凤祥C端品牌的发力是三家中较为明显的，公司目前主推“**优形**”品牌（诞生于2016年，定位高蛋白、低脂肪的中高端健康鸡肉产品）、“**凤祥食品**”品牌（主打美味、好吃，适合家庭消费场景的鸡肉产品）、“**五更炉**”品牌（主打传统古法烹饪熏鸡、盐焗鸡产品）



其中优形在2020年通过代言人（万茜、许魏洲）、地铁广告、直播带货、便利店进驻等多维模式，在即食鸡肉领域已有不错口碑。



资料来源：凤祥官网、公司公告、抖音、小红书，天风证券研究所

3、品牌力分析

(3) 春雪食品：生鲜品牌“上鲜”领衔京东同品类销冠

图：春雪广告品牌情况



春雪在B端供应链中享有不错的品牌口碑，C端目前主要是生鲜端的品牌，目前与京东联手打造的鸡肉品牌“上鲜”已连续两年位居京东生鲜鸡肉类销量第一名，具有较高的品牌知名度。



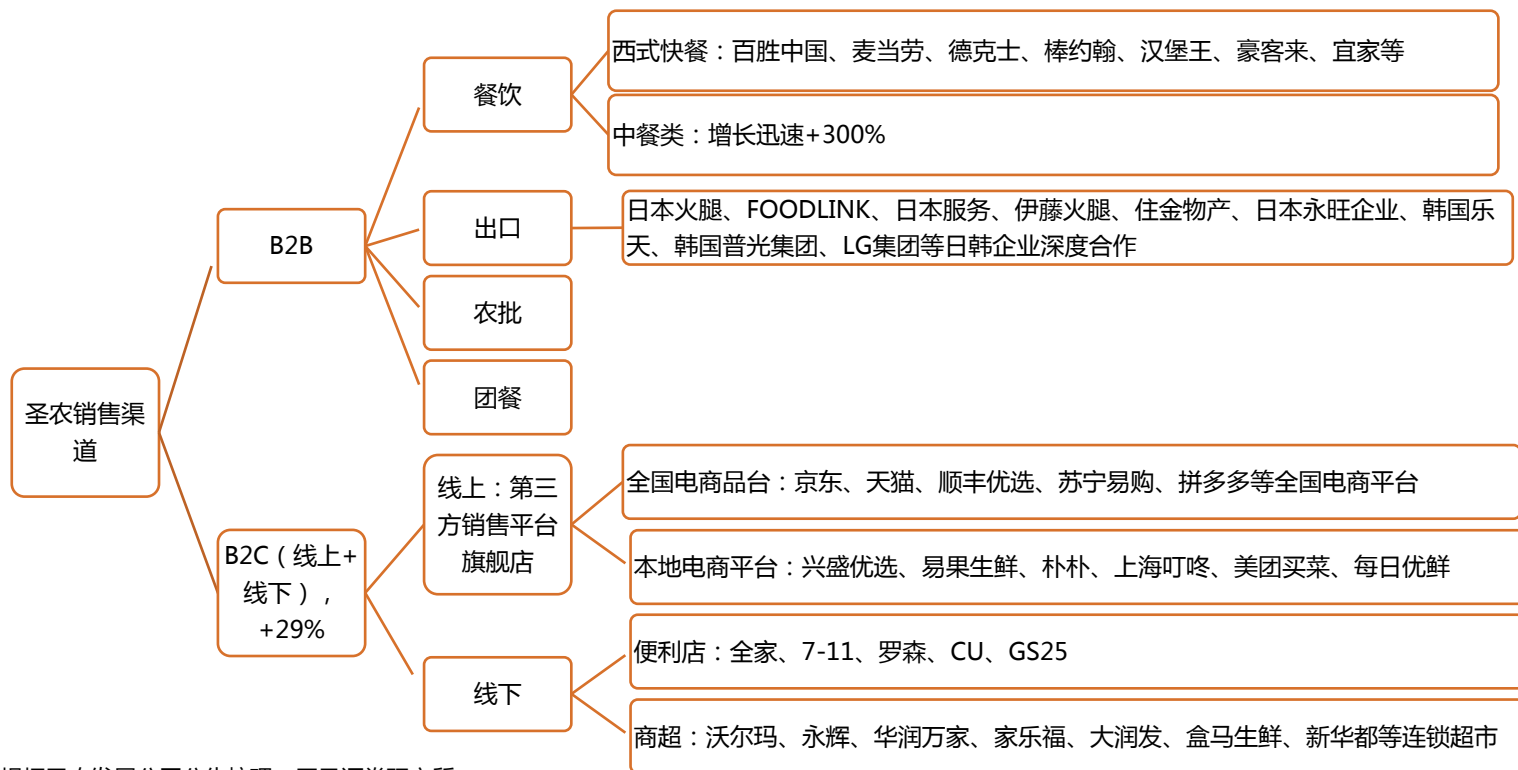
资料来源：春雪官网、公司公告、抖音、小红书，天风证券研究所

4、渠道力分析

(1) 圣农发展：优质B端客户强粘性、稳增长+升级C端渠道好品牌、高增长

圣农在销售渠道上，分为2B和2C两大类，目前以2B为主；以2020年圣农食品端营收情况来看，预计2B端占比84%、2C端占比16%：

图：圣农发展食品销售渠道



资料来源：根据圣农发展公司公告梳理，天风证券研究所

4、渠道力分析

(1) 圣农发展：优质B端客户强粘性、稳增长+升级C端渠道好品牌、高增长

2B端：一体化品质把控、研发水平、央厨能力强，市场地位高，是百胜中国、麦当劳等核心供应商，未来预计将稳健增长

做强B2B渠道（预计2019年圣农食品2B端销售收入38-39亿，预计2020年营收42-43亿，预计未来复合年均增长10%-15%）：

- 西式快餐渠道：与肯德基、麦当劳、汉堡王、必胜客等头部大餐饮系统进行深度合作，系统涵盖中西式、合作品项从鸡肉制品到牛肉制品全面拓展，这渠道仍然是目前圣农食品最主要的渠道。**2021年3月16日公司最新发布公告，百胜中国子公司增持圣农发展至5%，也表明百胜中国作为重要大餐饮客户对公司未来发展的认可。**
- 出口渠道：新拓展韩国市场，2019年出口渠道逆势增长32.53%。
- 团餐渠道：与团餐头部企业如味捷集团建立长期合作，共同加快推进新餐饮行业发展进程。
- 农贸批发等渠道

备注：以上渠道来源摘自圣农发展公司公告和年报等相关资料整理。

4、渠道力分析

(1) 圣农发展：优质B端客户强粘性、稳增长+升级C端渠道好品牌、高增长

2C端：线下+线上双管齐下，广告投入强化品牌力，从“消费者背后”走向“消费者身边”

开拓B2C渠道（2019年3-4亿，整体预计2020年营收7-8亿，预计未来复合年均增长30%以上），圣农在进驻许多国内外大型连锁超市、国内及地方电商平台的基础上，在2020年三季度报中明确表示“公司拟大幅增加C端的品牌宣传预算，开展多样性品牌推广策略，让消费者熟知圣农品牌，优享圣农产品”，将继续以广告等形式扩大品牌知名度。

- 全国连锁商超：目前是公司主要的C端平台，合作的商超包括沃尔玛等，未来将把沃尔玛的直营模板复制到永辉和家乐福等。
- 电商：预计未来将是公司重点战略开拓的平台，电商部分快速实现盈利，增速领跑行业，覆盖各大平台，如天猫、京东、苏宁易购等旗舰店，顺丰优选、盒马鲜生、食行生鲜等全国电商，朴朴、叮咚买菜、每日优鲜等本地生活类生鲜电商。
- 便利店：目前已经多家便利店品牌建立关系，包括7-11、全家、罗森等。
- 其他渠道：如社区团购等

备注：以上渠道来源摘自圣农发展公司公告和年报等相关资料整理。

4、渠道力分析

(1) 圣农发展：优质B端客户强粘性、稳增长+升级C端渠道好品牌、高增长

图：圣农食品各渠道情况

	占收入比重	毛利率	销售单价（元/吨，右轴）	增速排序	渠道特点
餐饮客户	67%	20%	21860	Top1	最核心的销售渠道，占比超过2/3，保持较快增速，销售单价较高，但毛利率中等
海外出口（日本）	18%	32%	26007	top6	重要的销售渠道，占比下滑明显，销售单价和毛利率都很高
农贸批发	9%	7%	9830	Top4	低端走量市场，增长随行就市，销售单价和毛利率都非常低
商超	4%	38%	20380	Top3	增长明显的渠道，但目前占比仍然不高，毛利率是所有渠道中最高的，销售单价也偏高
食品加工	3%	10%	16347	Top2	增长较快的渠道，毛利率和销售单价均较低
其他	1%	21%	13444	Top5	——

资料来源：圣农发展公司公告，天风证券研究所

备注：数据为2017年H1情况

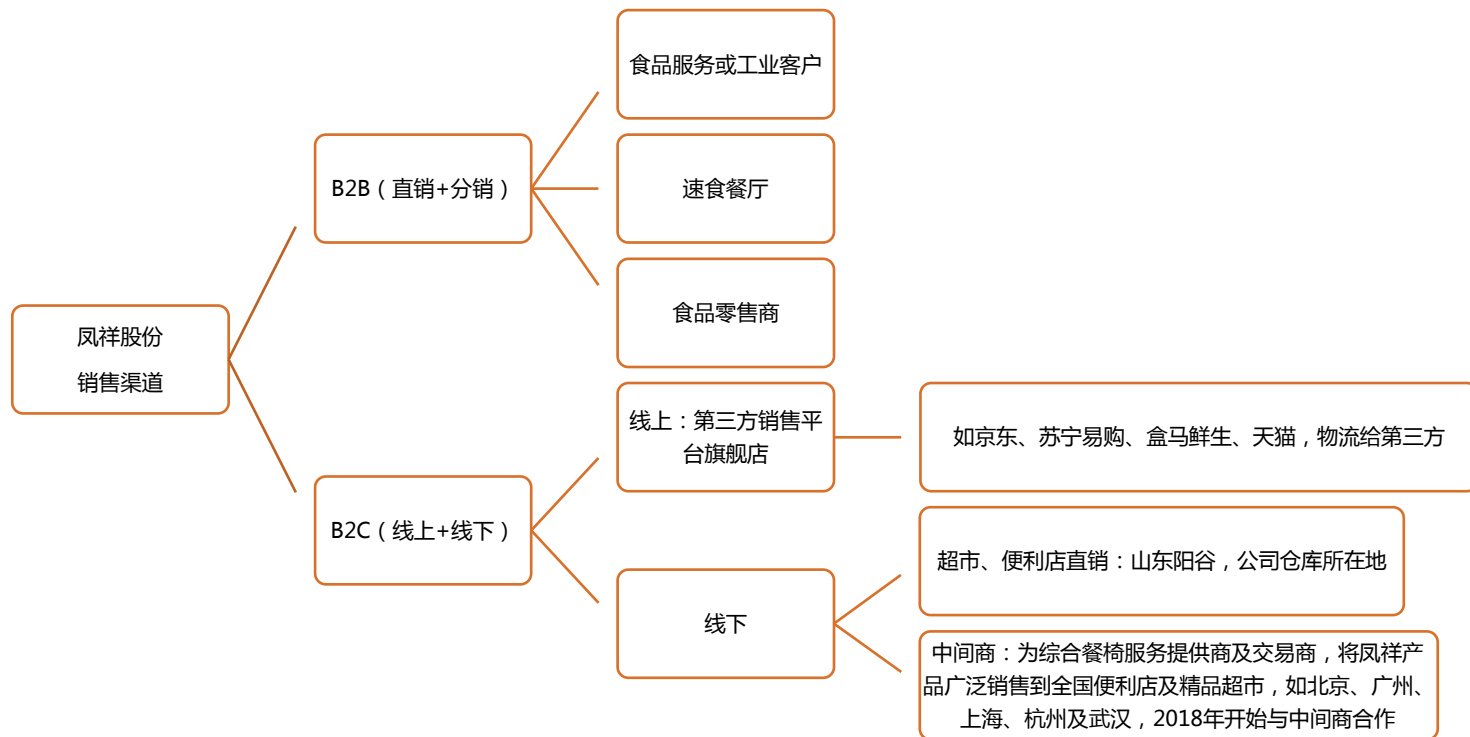
- 从收入占比角度看，圣农食品营收主要的销售渠道来自于餐饮客户端的销售，其占收入比高达67%，预计也是未来增速最快的一个渠道。该渠道的特点是销售价格较高，毛利率中等。从毛利率角度看，圣农食品毛利率最高的是商超渠道，但销售单价不及餐饮和出口渠道。食品加工是增速加快的渠道之一，但目前毛利率和销售单价均较低，预计未来有提升的空间。

4、渠道力分析

(2) 凤祥股份：C端高速扩张，线上渠道表现突出

凤祥通过直销分销模式打通B端客户，C端客户线上线下双管齐下，2020H1半年报显示B端与C端业务收入分别同比-5.05%、+431.48%，C端业务（新零售渠道）中线上增速532%，线下增速+289%。

图：凤祥食品销售渠道

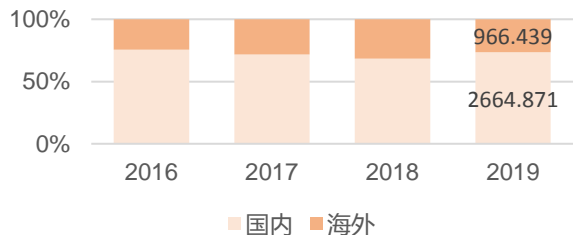
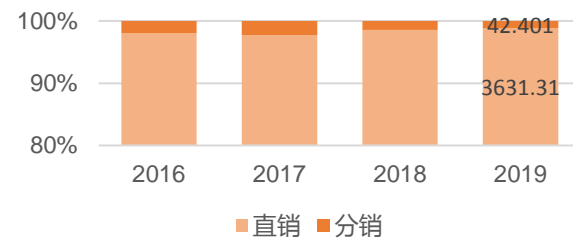
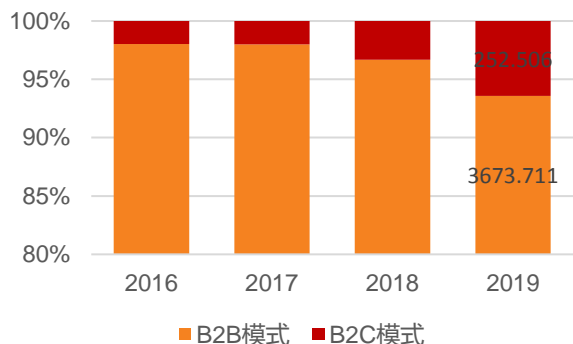


资料来源：根据凤祥公司公告梳理，天风证券研究所

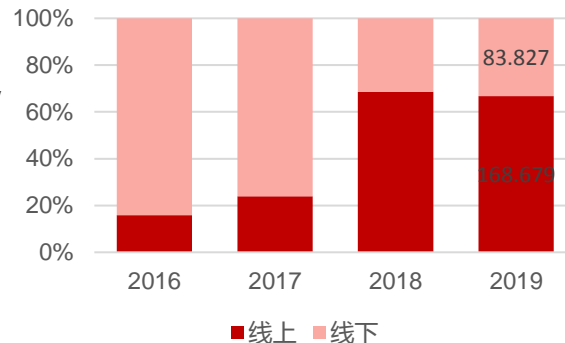
4、渠道力分析

(2) 凤祥股份：C端高速扩张，线上渠道表现突出

图：凤祥食品销售渠道占比情况



B2C模式：线上渠道已经远超线下渠道，是发展最为迅速的板块，其中新零售渠道增长迅猛。根据公司公告显示，ToC业务收入增速在2017年~2019年分别+4.51%、+118.45%以及+137.80%。



B2B模式：包括直销和分销两种模式，以直销为主，分销主要通过分销商方式进行，截止2019年底，公司拥有7名分销商，对分销商不保留所有权控制，公司与分销商为买卖关系，分销商可将产品转售至批发市场、超市、餐厅、食堂等。

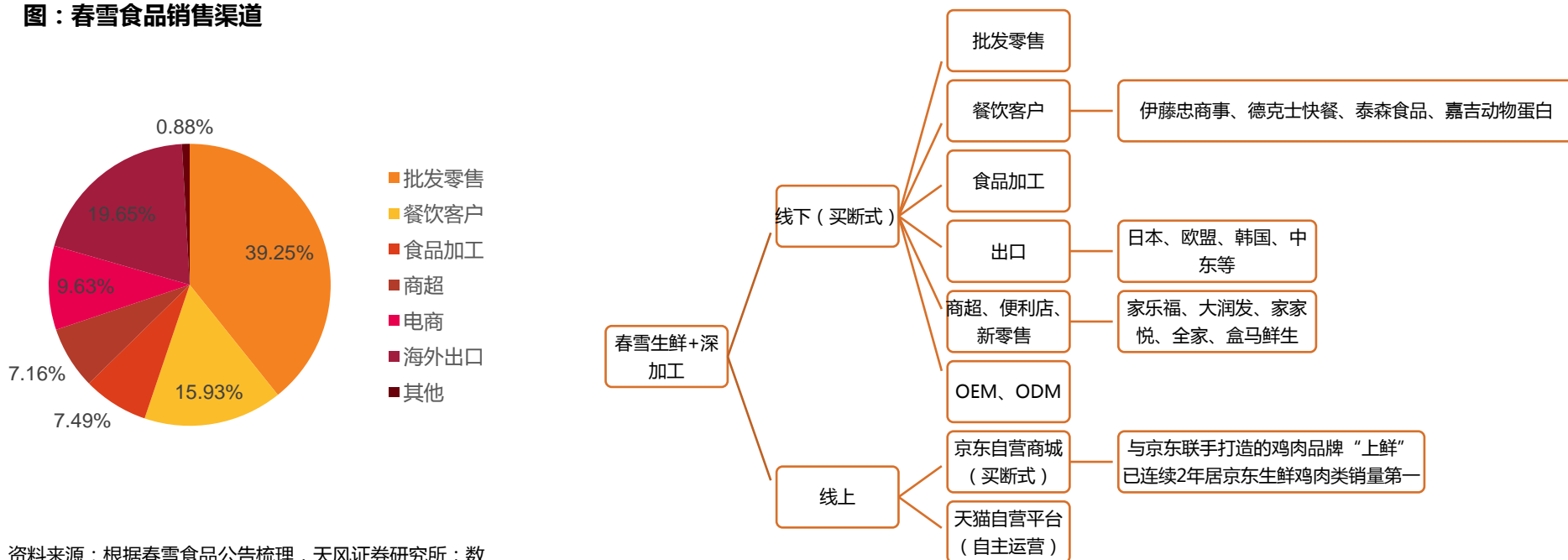
资料来源：根据凤祥公司公告梳理，天风证券研究所

4、渠道力分析

(3) 春雪食品：B端批发零售渠道为主，C端线上线下齐发力

春雪销售渠道包括线上、线下销售渠道，线下渠道主要包括批发零售渠道、餐饮客户渠道、食品加工渠道、商超、OEM、ODM 等，线上销售渠道包括京东商城和天猫自营，公司产品已经覆盖家乐福、大润发、家家悦、全家、盒马鲜生、京东商城、天猫商城等线下大型超市、新零售门店和线上主要网销平台，同时是德克士、泰森食品、嘉吉动物蛋白等国内外著名餐饮集团和食品企业的长期供应商。公司对线下渠道客户和京东自营商城均为买断式销售，即将货物交付给客户即完成销售，天猫自营平台由公司自主运营，直接面向网络客户销售。

图：春雪食品销售渠道

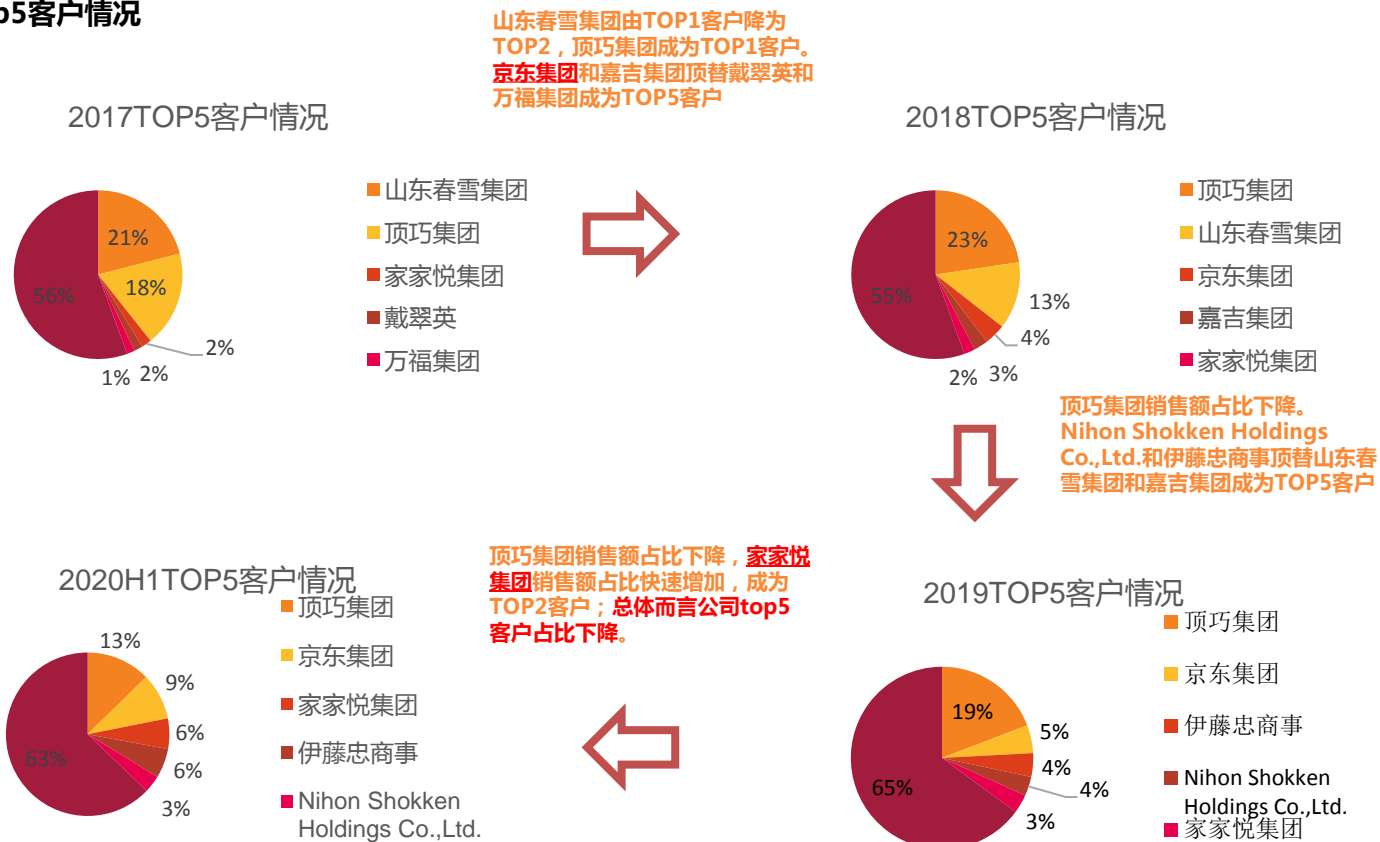


资料来源：根据春雪食品公告梳理，天风证券研究所；数据为2020H1

4、渠道力分析

(3) 春雪食品：B端批发零售渠道为主，top5大客户结构变化明显

图：春雪食品top5客户情况



资料来源：根据春雪食品公告梳理，天风证券研究所

4、渠道力分析

小结：圣农B端餐饮渠道强劲，出口依赖度较低；凤祥线上渠道快速抢跑；春雪批零为主

图：渠道力总结

	各销售渠道占比								top5客户占比
	2B端	餐饮客户	批发零售	食品加工	出口	2C端	商超	电商	
圣农食品	88.10%	55-65%	7-10%	2-5%	10-20%	11.90%	5-8%	2-5%	36.84%
凤祥股份	93.6%	——	——	——	24.6%	6.4%	2.1%	4.3%	28.9%
春雪食品	88%	22%	34%	16%	15%	10%	4.7%	5.2%	35.1%
总结	<ul style="list-style-type: none"> 三家企业销售目前均以B端客户为主；但各家的核心渠道完全不同。 圣农食品B端客户中以餐饮客户为主，包括百胜中国、麦当劳、德克士、宜家等长期合作客户，优质稳定的生产能力、食品安全把控能力、联合研发产品设计能力是餐饮类客户合作的重要基因； 凤祥股份不披露细分渠道，通过直销经销维度进行划分，其以直销为主； 春雪B端客户以批发零售为主，其次是餐饮客户； 出口方面，凤祥占比最大、春雪和圣农占比较小，在全球新冠背景下，出口渠道过度依赖或将影响公司增长。 					<ul style="list-style-type: none"> 三家企业C端占比来看，2019年凤祥占比略低，但估计在2020年C端发力后，其在2020年及之后C端占比提升较快。 商超和电商是C端销售的主要渠道，凤祥电商端占比较大，圣农和春雪线上线上基本平分。 未来预计三家企业C端开拓都将重点发力电商渠道。 			<ul style="list-style-type: none"> 圣农、春雪的top5客户占销售额比例在35%-37%，凤祥在29%左右

资料来源：公司公告，天风证券研究所预估

备注：各渠道占比为销售额占比而非销售量，由于各家公司披露的时间不同，圣农发展为天风农业对圣农发展食品端2019年全年情况的估计，若考虑圣农发展整体情况，估计餐饮客户比例会有所下降；凤祥股份为2019年情况；春雪食品为2019情况

三、投资建议

投资建议

1、白羽肉鸡行业空间大，千亿赛道足够支持大市值公司。我国人均白鸡消费量远低于发达国家，健康理念、外卖场景打开，预计未来白羽肉鸡消费仍将继续提升，特别是白羽肉鸡深加工类食品；**重点推荐圣农发展，建议关注凤祥股份。**

2、本报告聚焦圣农、凤祥、春雪的鸡肉及相关产品研究，从产品、品牌、渠道三大维度进行分析，我们认为：

- 圣农自育自繁自养一体化模式，在**鸡肉的安全可追溯、成本控制方面，均有显著优势，毛利率高且弹性较大**，这为公司在食品B端的强化和C端的突破奠定基础；**圣农在餐饮客户渠道中优势显著**，特别是百胜中国、麦当劳等大B客户，公司未来将与优质B端客户共同成长，实现产业链价值更为合理分配，在B端餐饮类客户的联合研发和市场尽调中，不断推出新品，并优化消费者定位，为C端爆品培育和新品推出试水；圣农在消费终端品牌影响力目前比较有限，**今年年初公司品牌建设战略及计划逐步落地，目前高铁机场等广告铺设已就位，未来公司将依托新媒体渠道着力打造“消费者身边”的鸡肉品牌。**
- 凤祥股份**“优形”品牌有一定市场知名度**，在打造即食鸡肉细分赛道拔得头筹，实现爆品打造；从产品力本身来看，即食类鸡肉制品门槛并不算高，匹配度较高的代言人、直播带货等营销模式才是“优形”打开市场的关键，这需要公司持续的销售费用投入，从历史看在白羽肉鸡价格下行周期中，凤祥生鸡肉和深加工制品的毛利率均会呈现下降，相较于圣农，养殖端的优势并不明显，生鸡肉端利润或受周期影响，重点关注肉制品端销售费用的持续投入。
- 春雪食品加工属性强，为保障鸡肉安全性，通过公司+基地/农户的模式外购鸡苗进行毛鸡供应，相较于凤祥的自建养殖、圣农的一体化，成本均会受到鸡苗周期的较强波动；春雪批零渠道为主，如家家悦等，C端品牌塑造主要在京东线上生鲜“上鲜”的打造，在新零售浪潮中，重点关注春雪的渠道升级。

四、风险提示

风险提示

- 1、食品端拓展不达预期：**相关公司虽然食品端已经有一定的研发、产品、渠道储备，白羽肉鸡食品端的营收体量已经在公司总的营收中占一定的体量，但其未来食品端，特别是食品2C端的销售仍将面临挑战。
- 2、新冠疫情：**虽然国内新冠疫情局势较为稳定，但若新冠疫情反复，将影响餐饮行业的消费，进而影响白羽肉鸡行业的消费及相关公司的增长。
- 3、养殖疫病：**作为禽养殖加工企业，仍然存在面临禽疫病发生的风险，如禽流感等疫病，若相关公司发生禽流感，一方面将影响公司正常生产流程，另一方面也将影响消费者对食品安全方面的担忧。
- 4、鸡价下行：**白羽肉鸡行业存在一定的周期波动，若鸡价下行可能会影响到相关公司的盈利水平。
- 5、原材料价格波动：**玉米、豆粕等大宗原材料是禽养殖所需饲料的主要原材料，若后续玉米、豆粕等价格持续增长，可能导致饲用成本增加，进而抬升相关公司成本。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS