



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

# 白羽鸡系列报告一： 看周期之势，观前行之潮

## 报告作者

作者姓名  
资格证书  
电子邮箱  
联系人  
电子邮箱

汪玲  
S1710521070001  
wangl665@easec.com.cn  
赵雅斐  
zhaoyf707@easec.com.cn

**理性投资 专业融资**

RATIONAL INVESTMENT PROFESSIONAL FINANCING

2022年10月27日



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

# 目录

CONTENTS

## 本报告创新点

1. 为何本轮白羽鸡周期存在产能去化却迟迟未兑现?
2. 本轮周期与以往周期差异?
3. 如何从短期和中长期视角看待鸡价演绎?
4. 全球禽流感暴发, 引种受阻到供给端如何传导?
5. 国产品种性能表现及推广进度如何?
6. 2025年国产品种推广格局演变及展望

1/从三个代际看白羽鸡产业链 .....	P1
2/怎样看历史周期、价格及盈利水平? .....	P17
3/本轮周期与以往有何不同? .....	P34
3.1 周期底部持续时间更长.....	P35
3.2 种鸡质量较差, 强制换羽能力受限.....	P38
3.3 种源去化, 供给缺口短期无法弥补.....	P39
3.4 拐点有望在2023年中旬到来, 景气有望持续至2024年...	P40
4/如何看待“国鸡崛起”趋势? .....	P41
4.1 三大品种指标表现优异, 性能达国际先进水平.....	P42
4.2 政策东风起, 国产白鸡有望加速推广.....	P43
4.3 2025年格局预测”圣泽901“有望占比领先 .....	P44
5/产业链企业主营业务分化, 建议按照周期进程布局.....	P45
6/风险提示.....	P56

## 一. 如何看待本轮周期?

### 1. 为何2020-2021年存在产能去化, 但本轮周期却迟迟未兑现?

(1) 前期行业盈利丰厚, 本轮周期持续震荡磨底近两年。2018年和2019年, 上游父母代种鸡养殖利润分别为1.55元/羽和5.06元/羽, 中游白羽肉鸡养殖利润分别为2元/羽和1.62元/羽, 养殖盈利均较为可观。养殖端连续两年的全面盈利使得养殖户积累了充沛的现金流, 养殖户承受亏损的能力较强, 产能去化不彻底, 因此周期磨底时间拉长。

(2) 行业低迷强制换羽量加大, 造成短期供给增加。行业内存在强制换羽、延后淘汰等多种方式调节产能, 而强制换羽后祖代产能可增长20%-30%。2020年由于新冠疫情暴发, 航班受限导致海外引种数量下降, 行业内祖代强制换羽数量增多至18.75万套(同比+105.59%), 一定程度上造成供给增加从而延后了行情的启动。

### 2. 本轮周期与以往周期差异?

(1) 本轮周期底部持续时间更长, 祖代产能震荡去化近8%。2020年新冠疫情暴发后至今, 行业已持续低迷22个月, 低迷时间超过以往。行情低迷期间祖代、父母代产能震荡去化, 根据协会数据: 父母代种鸡存栏从2021年10月至12月下滑2.62%, 2022年2月到4月下滑3.78%; 祖代种鸡存栏自2021年11月底即开始呈下降趋势, 震荡去化至2022年9月, 截至2022年第41周, 祖代存栏量较年内高点下滑7.75%。考虑到协会数据样本点中大型养殖场占比较大, 行业产能实际去化程度或高于官方统计。

(2) 种鸡质量不佳, 生产效率或下降20%-30%。受祖代种鸡携带疾病及上轮强制换羽等因素影响, 种鸡目前存在肝破裂、瘫腿等疾病, 父母代种鸡质量不佳。种鸡质量问题造成鸡群成活率下降进而使得养殖效率下滑20%-30%。根据协会数据统计, 在产祖代种鸡产能利用率2019年至2021年持续下降, 在产父母代种鸡产能利用率2020-2021年有所下行。因此即使数据显示目前祖代及父母代产能处于历史高位, 行业实际供给能力仍有一定程度下滑。

(3) 换羽能力受限, 人为调节产能空间缩窄。由于行业内种鸡存在质量问题、生产性能下降, 目前仅部分品种适合换羽。鸡群不具备以往年份大幅换羽的能力, 人为调节产能空间缩窄, 进一步缩减供给。

(4) 海外引种受阻+国产品种放量仍需时日, 供给缺口短期难以弥补。

a. 美国供种不确定性加强, 1-9月祖代更新量同比下滑约22%。2022年3月美国暴发自2015年以来最严重的禽流感疫情, 5月-7月我国未从美国引种, 8-9月我国从美国引进少量祖代鸡, 但仍远低于行业需求。2022年1-9月我国白羽鸡祖代更新量累计为68.6万套, 同比下滑22.05%。近期美国又现禽流感疫情, 9月15日, 美国农业部证实田纳西州(祖代育种公司“安伟捷”次供种州)暴发高致病性禽流感, 目前美国安伟捷对我国下一次供种仍未确定。在当前中美关系、禽流感以及新冠疫情影响下, 美国供种仍有较强的不确定性。

b. 欧洲禽流感暴发, 引种受限进一步加剧。欧洲食品安全局发布的数据显示, 2022年6-8月在家禽中共爆发了2467起高致病性禽流感疫情, 扑杀了4800万只家禽, 是欧洲有史以来最大规模的禽流感疫情。欧洲禽流感疫情的暴发关闭了我国从欧洲引种的通道, 引种受限进一步加剧。

c. 国产品种市场推广仍需时日, 海外引种缺口短期难以弥补。2021年12月3日, 我国自主培育的圣泽901、广明2号、沃德1883个快大型白羽肉鸡品种通过审定, 成功打破了种源方面的国际垄断。然而, 国产三大品种的配套设施均需完善, 市场推广需要大量的养殖成绩、技术经验作为支撑, 因此国产品种市场推广需要时间, 目前仍难以弥补海外引种的缺口。

### 3. 价格判断：短期看好2022Q4鸡价，本轮周期拐点有望在2023年中旬到来，未来鸡价高景气有望贯穿2024年全年。

(1) 短期鸡价表现预计如何？ 2022年1-4月父母代鸡苗周均销量同比下降近14%，对应下半年肉鸡供给明显减量，同时10月后昼夜温差大，养殖效率下降，将进一步缩减供给。四季度供给减量叠加消费旺季来临，我们看好2022Q4白鸡行情景气向上。

(2) 长期鸡价如何演绎？ 本轮周期受到引种受限被动去化、生产效率下降、行业长期磨底等多因素影响，预计拐将于2023年中旬到来，鸡价涨幅高，同时延续时间长。

a. 被动去化推导： 海外禽流感疫情导致2022年4月起引种连续受阻，预计2022年祖代更新量全年为85万套，以较高的扩繁系数1:65推算，2023年父母代种鸡销量较2021年下滑13.12%。根据产业链传导，预计2023Q2反映出父母代鸡苗供给明显下降、2023年底反映出肉鸡出栏明显减量，供给出现显著收缩。

b. 主动去化推导： 春节后需求往往低迷，若2023年2-3月养殖户产能集中去化，对应Q3供给减量，同时因前期换羽等因素生产效率下降20-30%，行情拐点有望提前，在2023年中旬左右前到来。本轮引种去化预计持续至年底，持续时间较长，白鸡供给紧张趋势有望延续至2024年。

## 二. 如何看待“国鸡崛起”未来趋势？

1. “国产芯”打破国际种源垄断，生产指标达到国际先进水平。 我国白羽鸡种源依赖海外进口，2022年1月-8月进口种源占比78%。2021年“圣泽901”、“广明2号”、“沃德188”三个白羽肉鸡品种通过农业农村部审定，三大品种生产指标表现优异，部分指标达到或超过国际水平。目前玖兴农牧、民和股份、仙坛股份等多家企业已经开始对“圣泽901”做试验，多家企业反馈“圣泽901”各项生产指标良好，种鸡产蛋性能和存活率超过国外品种，肉鸡分割屠宰率和出肉率也有较大提升。我们认为“海外引种受阻+国产替代政策支持”情况下，国产品种有望迎来历史发展机遇。

2. 国产新品种实际推广进度如何？ 2022年我国自研品种加速推进，1-7月圣泽/广明/沃德已实际推广12/10/5万套祖代雏鸡、326/22/10万套父母代雏鸡以及3.59亿/51万/50万只商品代雏鸡，三大品种实际推广量占2022年1-7月祖代存栏量周均值15.45%，占1-7月父母代种鸡累计销量7.41%，占1-7月商品代鸡苗累计销量11.46%。2022年8月农业农村部就加快自主培育白羽肉鸡品种推广应用作出部署，提出2030年白鸡国产新品种市占率超50%的目标，政策东风下白羽肉鸡新品种产业化有望提速。

3. 未来假设以及2025格局预测： 我们预计2025年白羽肉鸡父母代市场中三大国产品种市占率预计达到35%左右，其中圣泽901占比领先。

三. 投资建议： 截至10月27日，圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份和春雪食品PB值分别为2.81、3.63、3.31、1.91、1.84和2.57，均低于自上市以来PB历史数值的15%分位数，安全边际凸显，迎来左侧布局良机。建议关注全产业链布局、股价稳健标的：【圣农发展】（上游“圣泽901”加速渗透，中游养殖快速扩张，下游食品业务带动产品结构优化）；建议关注产业链上游高弹性标的：【益生股份】（自研品种“益生909”进一步增强高代次种禽供应力；受益于“行情拐点降至+产能稳步增加”，鸡苗销售业绩有望高增）、【民和股份】（商品代鸡苗销售有望随“白鸡周期反转+商品代鸡苗价格高弹性”迎来量价齐增，发力下游食品端进一步打开盈利空间）。建议关注产业链受益标的：【仙坛股份】（新增商品代肉鸡产能逐步释放，产能2024年有望翻倍；布局预制菜，产品结构进一步优化）、【春雪食品】（预制菜布局强调C端逻辑，结构优化有望提振盈利）。



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

PART 01

1

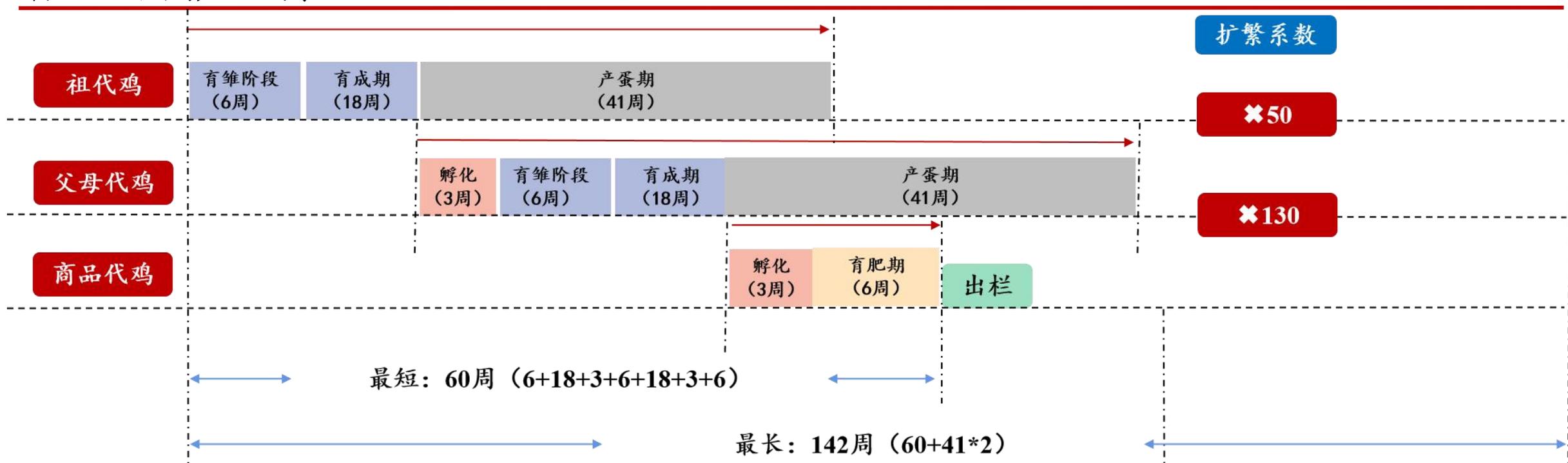
## 从三个代际看白羽鸡产业链



# 1.1 白羽鸡产业链传导：三个代际，跨度最短需14个月

- 国内白羽肉鸡繁育包含三个代际。第一代是祖代种鸡（祖代存栏为供给源头），是指育雏育成后，按照设计的品种间进行杂交、产蛋，用于孵化繁育父母代种鸡。第二代是父母代种鸡（父母代存栏为核心指标），是指经过育雏育成后，按照设计的品系间进行杂交、产蛋，用于孵化繁育商品鸡。第三代是商品代肉鸡（商品代鸡苗销量反映直接供给），是指经屠宰提供鸡肉的商品鸡。国内祖代肉种鸡养殖企业主要从国外公司引进祖代肉种鸡雏鸡，繁育父母代肉种鸡雏鸡出售给下游父母代肉种鸡养殖企业，父母代肉种鸡产蛋孵化出商品雏鸡销售给养殖户，商品肉鸡经屠宰加工后成为鸡肉产品。国内养殖链条大多从引进种源开始，引进后最短需要60周（14个月）左右的时间出栏。
- 白羽肉鸡养殖扩繁系数较高，1套祖代肉种鸡最终可提供约15.5吨鸡肉产品。我国对祖代种鸡的引进量的总量不大，但是由于种鸡的扩繁系数较高，最终产出商品代鸡数量较大。1套祖代种鸡可以扩繁出50套父母代种鸡，1套父母代鸡可扩繁出130只商品代鸡苗，每只商品肉鸡在45天内可长成重达2.8千克的成品肉鸡。因此，从祖代到商品代扩繁系数可达6500（=50\*130），一套祖代肉种鸡最终可以提供约15.47吨（=6500\*2.8\*85%/1000）的鸡肉产品。（假设屠宰率为85%）

图表1：白羽肉鸡产业链传导



资料来源：益生股份招股说明书，东亚前海证券研究所（注：“一套鸡”常用以表示种鸡的数量，通常指一只母鸡及与之相应配比的公鸡）

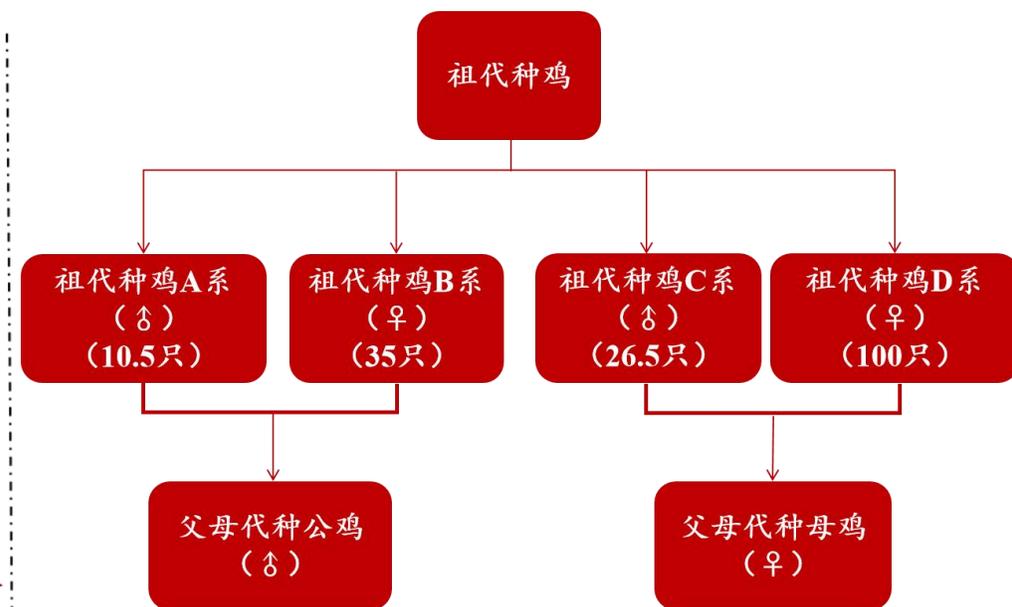
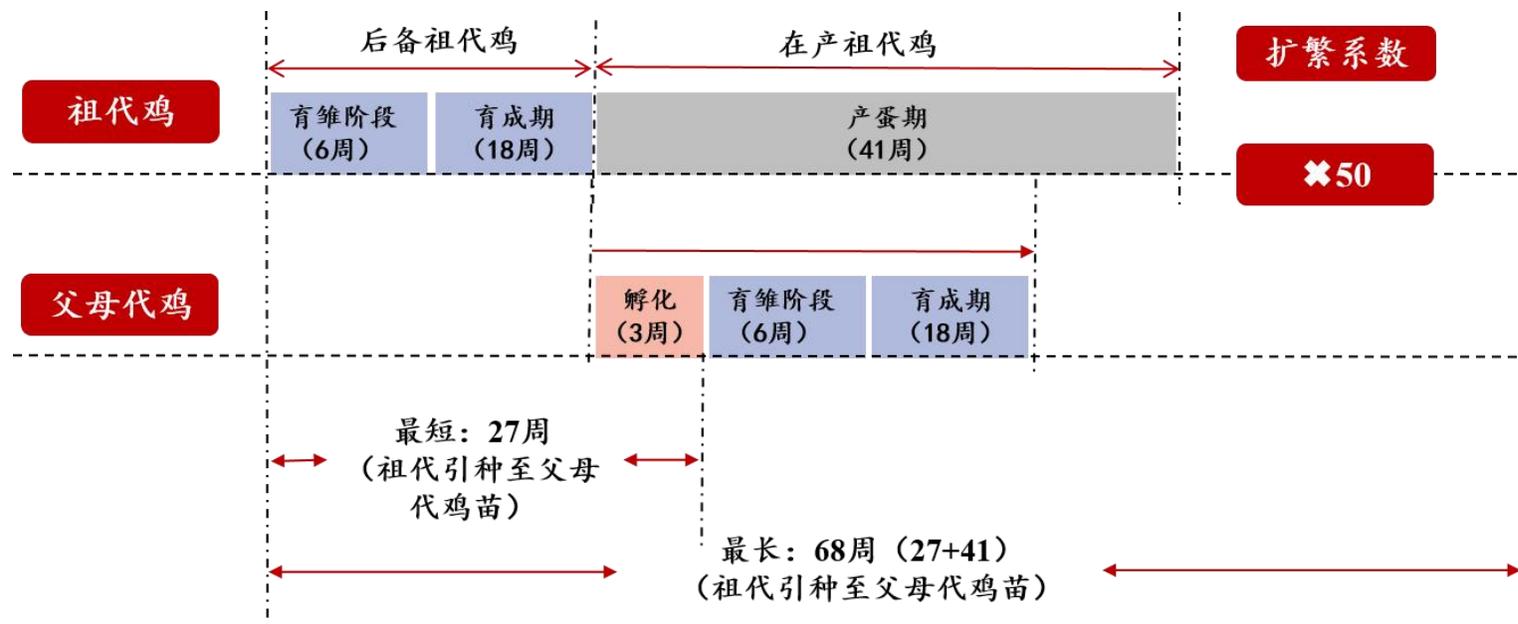
## 1.2 白羽鸡供给源头——祖代种鸡

### 1.2.1 祖代引种到父母代最短需7个月，明显增量需9个月

- 祖代引种到父母代鸡苗最短需7M。我国进口的祖代肉种鸡品种有A♂（公）、B♀（母）、C♂（公）、D♀（母）四个系，每100只D系母鸡配套26.5只C系公鸡，每35只B系母鸡配套10.5只A系公鸡。祖代种鸡引入后经过育雏期（6周）、育成期（18周）后进入产蛋期（41周），之后养殖场对其实施人工授精技术。祖代种鸡产下的种蛋经过3周时间孵化出父母代鸡苗。养殖场对父母代鸡苗进行鉴别，挑选C系公鸡和D系母鸡后代中的母鸡，挑选A系公鸡和B系母鸡后代中的公鸡，并按100只C\*D母鸡和15只A\*B公鸡配套，即为100套父母代肉种鸡。因此理论上，从祖代引种到父母代鸡苗最短需7个月的时间（27周），考虑到种鸡进入产蛋期后在第二个月进入产蛋高峰，祖代引种到父母代鸡苗明显增量需要9个月左右的时间。
- 在产、后备祖代种鸡：曾祖代引种后即成为后备祖代种鸡，后备祖代种鸡经过24周育雏育成后成为在产祖代种鸡。

图表2：祖代引种到父母代种鸡需要7个月左右的时间

图表3：祖代种鸡到父母代种鸡的繁育过程



## 1.2 白羽鸡供给源头——祖代种鸡

### 1.2.2 种源依赖进口，美国为主要供种国

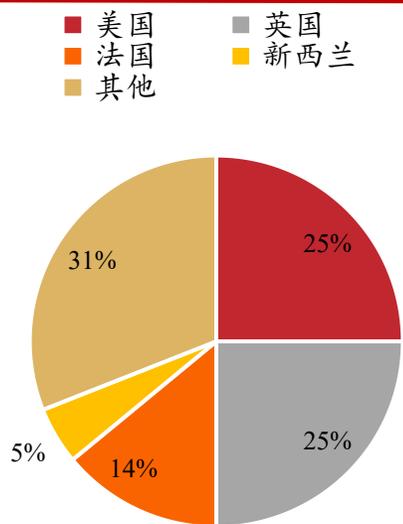
- 分国别来看，全球祖代种鸡产能主要来自欧美国家。以2017年为例，英国、美国、法国三国白羽祖代种鸡产能分别为180、180、100万套，在全球祖代种鸡市场中市占率超60%；新西兰祖代种鸡产能占比达5%。
- 分公司来看，美国科宝和安伟捷市占率达90%以上。目前全球每年生产白羽肉鸡祖代种鸡约1160万套，这些祖代种鸡90%以上来自美国科宝公司以及美国安伟捷育种公司。

(1) 科宝育种公司总部位于美国阿肯色州，全球占比约30%。科宝在美国建有研发型农场、孵化场和分支机构；在英国、荷兰、巴西、菲律宾及中国等地区设有孵化场以及农场，其生产的种禽产品已销往全球90多个国家。

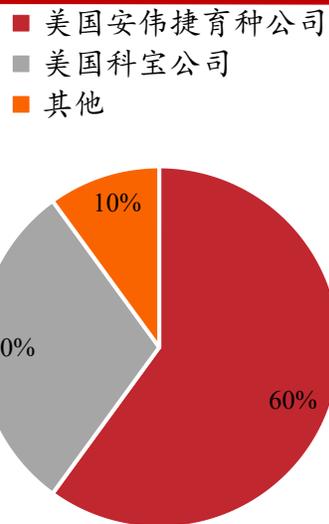
(2) 安伟捷集团公司总部位于美国阿拉巴马州，全球占比约60%。公司在美国阿拉巴马州、乔治亚州、纽约州、俄克拉荷马州、南卡罗来纳州和田纳西州设有业务(农场、孵化场、实验室等)，其中俄克拉何马州为主供种州，田纳西州为次供种州。安伟捷向全球100个国家提供种禽产品。

- 美国为我国种鸡主要供种国，2022年1-9月引种占比近80%。根据海关总署数据，2020年6月美国恢复引种后，其引种占比逐年提升，2020年美国改良种用鸡引进数量占比为12.81%，2021年增至58.34%（同比+45.53pct），2022年1-9月美国占比达79.88%。2021年新西兰引种占比仅为1.63%（同比-71.16pct），新西兰引种大幅下降主要系2021年3月底新西兰安伟捷引种的祖代种鸡检测出种源鸡病问题，我国暂停新西兰安伟捷的引种，至今仍未恢复。

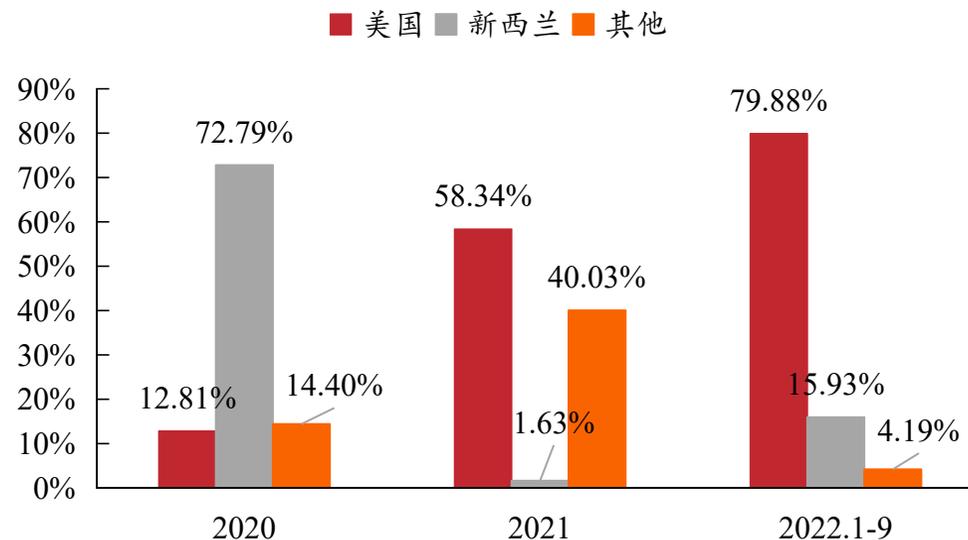
图表4：全球白羽肉鸡产能分布情况



图表5：全球白鸡祖代种鸡育种公司市占率



图表6：我国改良种用鸡引入国数量占比



## 1.2 白羽鸡供给源头——祖代种鸡

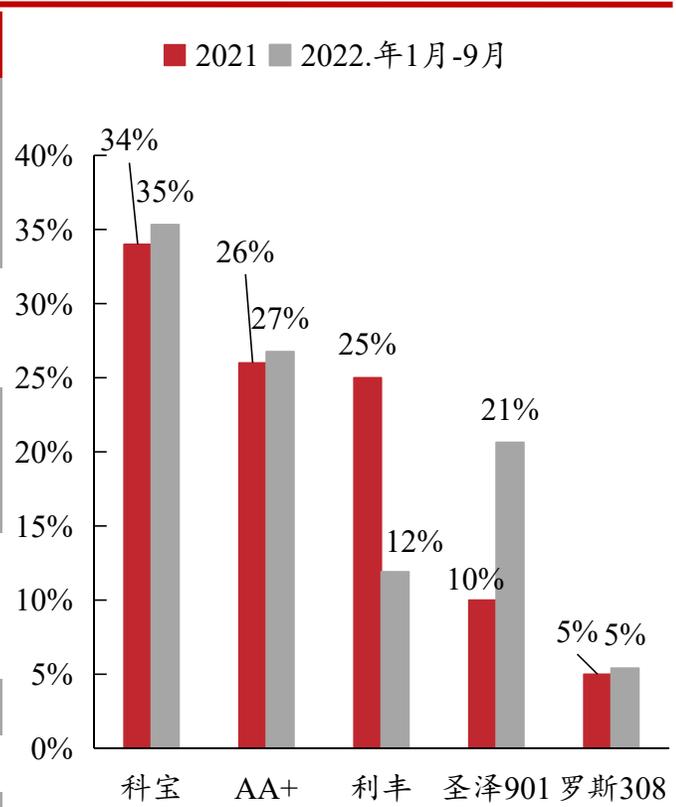
### 1.2.3 科宝为祖代种鸡第一大品种，2022年国产品种占比明显提升

- 我国白羽肉鸡祖代品种主要包括哈伯德利丰、罗斯、AA+、科宝以及圣泽901。哈伯德、罗斯、AA+均来自美国安伟捷育种公司，其中哈伯德利丰引自美国、罗斯和AA+则来自美国以及新西兰。
- 科宝为白鸡祖代种鸡第一大品种，2022年国产品种占比明显提升。2021年我国祖代种鸡更新量中科宝占比达34%，圣泽901占比达10%。2022年1-9月祖代更新量种科宝占比达35%，较2021年占比提升1pct；圣泽901占比达21%，较2021年占比提升11pct。目前科宝仍为祖代种鸡第一大品种。2022年国产品种圣泽901占比明显提升，主要系圣泽901今年开始对外销售、祖代种鸡推广进程加快。哈伯德利丰品系2022年1-9月占比下降明显主要系2022年4-8月美国航班问题影响下利丰引种受阻。

图表7：白羽肉鸡祖代品种情况

品种	来源公司	来源国	国内供种公司	特点
哈伯德	法国哈伯德育种公司	美国	山东益生	种鸡的产蛋性能高，孵化率高，易于管理，生产成本低；商品代生长速度快、出肉率高，尤其适宜深加工和生产高附加值产品，由于其体型不过分大，也适合整鸡市场的需要。
罗斯	美国安伟捷育种公司	美国、新西兰	河北飞龙、北京大风	种鸡受精率高、孵化率高、健雏率高；商品代体质健壮，成活率高，增重速度快，出肉率高。
AA+	美国安伟捷育种公司	美国、新西兰	哈尔滨鹏达、北京家育、诸城外贸、江苏京海、长春吉星、鑫鑫树芽	商品代生产性能稳定、增重快、胸肉产肉率高、成活率高、饲料报酬高、抗逆性强。
科宝	新西兰科宝公司供种、中国湖北同星自繁	新西兰	滨县伟昌、北京大风、北京家育、湖北科宝	商品代生长快，均匀度好，饲料报酬高，适应性与抗病力较强，全期成活率高，肉鸡肌肉丰满，肉质鲜美。
圣泽901	中国圣农发展	中国	福建圣农	/
广明2号	中国新广农牧	中国	广东新广农牧	/
沃德188	中国峪口禽业	中国	北京峪口	/

图表8：2021-2022年圣泽901占比明显提升



资料来源：河南牧业经济学院、青岛市畜牧局、中国禽业发展报告、钢联数据，东亚前海证券研究所

## 1.2 白羽鸡供给源头——祖代种鸡

### 1.2.4 受禽流感疫情影响，祖代引种量波动幅度较大

➢ 我国祖代种鸡进口渠道主要包括美国、新西兰、西班牙、法国等国家，历史上由于海外禽流感疫情暴发，引种量出现较大波动。

(1) **2015年祖代引种量大幅下降**：2015年美国暴发禽流感，1月我国宣布对美国封关，随后我国转向法国引种，2015年11月法国相继暴发了高致病性禽流感，我国进而宣布对法国封关。在此背景下，2015年我国祖代种鸡引种量大幅下滑至72.02万套，同比减少39%。

(2) **2016-2018年祖代引种量处于低位**：2016年我国主要从新西兰、西班牙和波兰引种，2017年西班牙和波兰相继因发生禽流感而封关。2017-2018年我国祖代种鸡主要引种国为新西兰。

(3) **2019年祖代引种量大幅增加**：2019年受非洲猪瘟影响，猪价高涨带动鸡价迎来高景气，丰厚利润驱动下，祖代引种量大幅增加。2019年我国祖代引种量为120.34万套，同比增长64.13%，主要引自新西兰以及波兰。2020年2月15日美国封关禁令解除。

➢ **2020-2022年我国祖代种鸡主要来源为美国、新西兰以及国内自繁**。2022年4月份以来多个国家发生禽流感，4月2日海关总署发布《禁止从动物疫病流行国家地区输入的动物及其产品一览表》，其中进口禽类及其产品禁止国家包括：加拿大、法国、西班牙、荷兰、意大利、英国、德国等国家。截至10月24日，上述国家仍在禁止进口名单范围内，供种国法国、西班牙、波兰仍处于封关状态。2020-2022年我国祖代种鸡主要来源为美国、新西兰以及国内自繁。

图表9：历史祖代引种情况



图表10：各引种国历史及目前封关情况（更新至2022年10月24日）

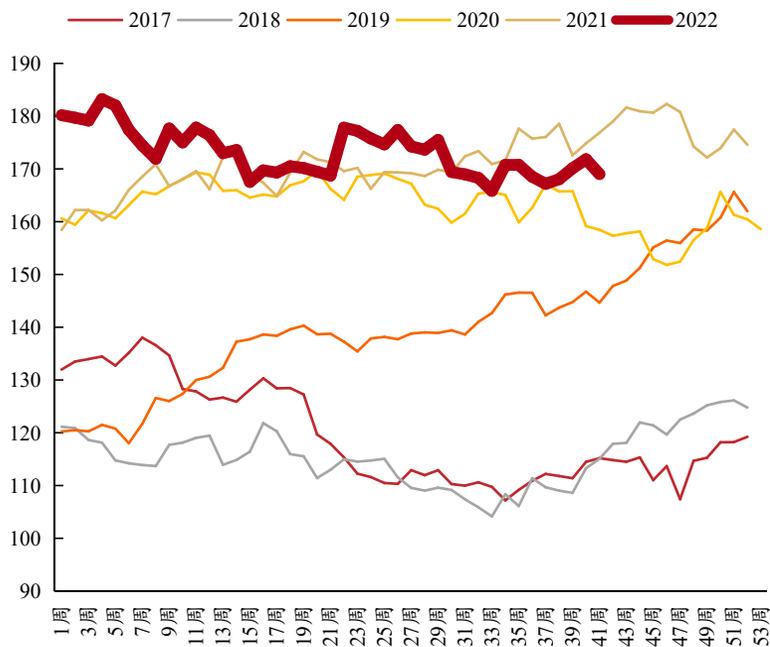
	封关时间	结束封关时间	封关持续时间 (月数)	目前是否处于封关状态
美国	2015/1/9	2020/2/15	61	否
新西兰	/	/	/	否
法国	2015/12/17 2021/1/5	2019/3/27 /	39 /	是
西班牙	2016/11/30 2022/1/29	2019/10/31 /	35 /	是
波兰	2016/11/30 2020/1/21	2017/11/27 /	11 /	是

## 1.2 白羽鸡供给源头——祖代种鸡

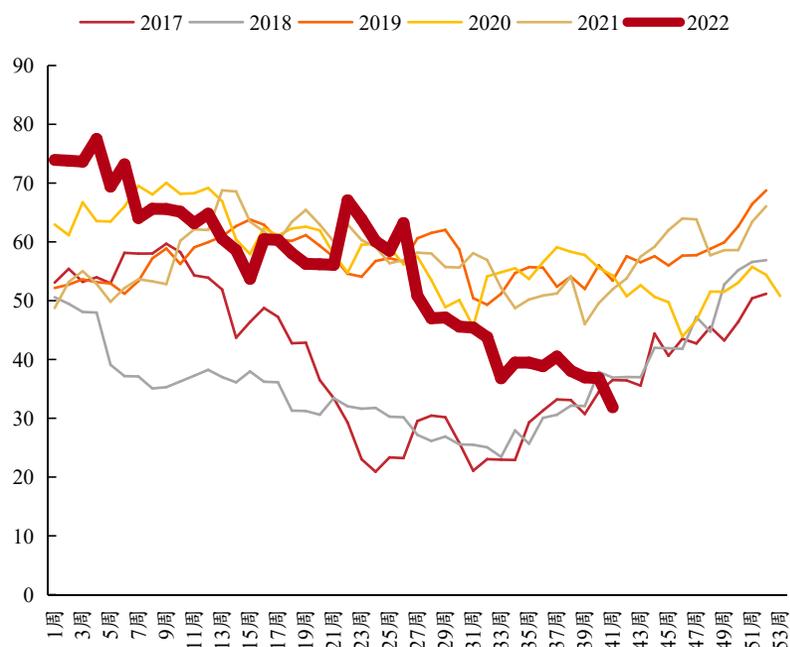
### 1.2.5 祖代存栏处于历史高位，预计未来存栏呈下降态势

- 受2020年和2021年引种高位影响，祖代存栏处于历史较高水平。根据畜牧业协会数据，截至2022年第41周，祖代总存栏量（在产+后备）为169.02万套，同比-4.43%，环比-1.63%；后备祖代种鸡存栏量为31.87万套，同比-38.66%，环比-13.43%；在产祖代种鸡存栏量为137.15万套，同比+9.80%，环比+1.59%。2020年和2021年我国祖代引种量分别为100.28万套和124.61万套，引种量处于较高水平，导致祖代总存栏处于历史高位。2022年后备祖代存栏持续下降主要系一方面，2022年3月起美国等多个国家暴发禽流感，国内祖代种鸡场暂停从美国引种，5-7月我国海外引种量为0；另一方面，虽然8月我国已从美国引进少量祖代鸡，但9月欧洲、美国禽流感疫情再现，国内祖代种鸡场引种积极性下降。2022年在产祖代存栏呈增长态势主要系父母代鸡苗价格向好，祖代场养殖盈利增加，淘鸡的意向降低，同时补栏动作增多。
- 海外引种受阻，未来祖代种鸡存栏量呈下降趋势。考虑到近期欧美禽流感疫情再现，国际货运航班紧缺状况未有明显改善，祖代种鸡引种难度仍较大，预计未来祖代种鸡总存栏量呈现下降态势。

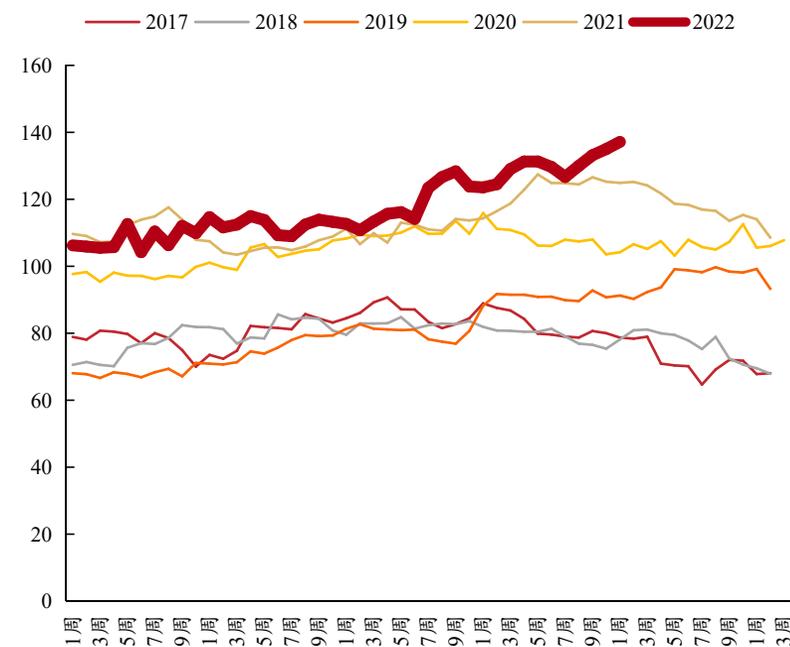
图表11：全国祖代种鸡存栏量（在产+后备，万套）



图表12：全国后备祖代种鸡存栏量（万套）



图表13：全国在产祖代种鸡存栏量（万套）

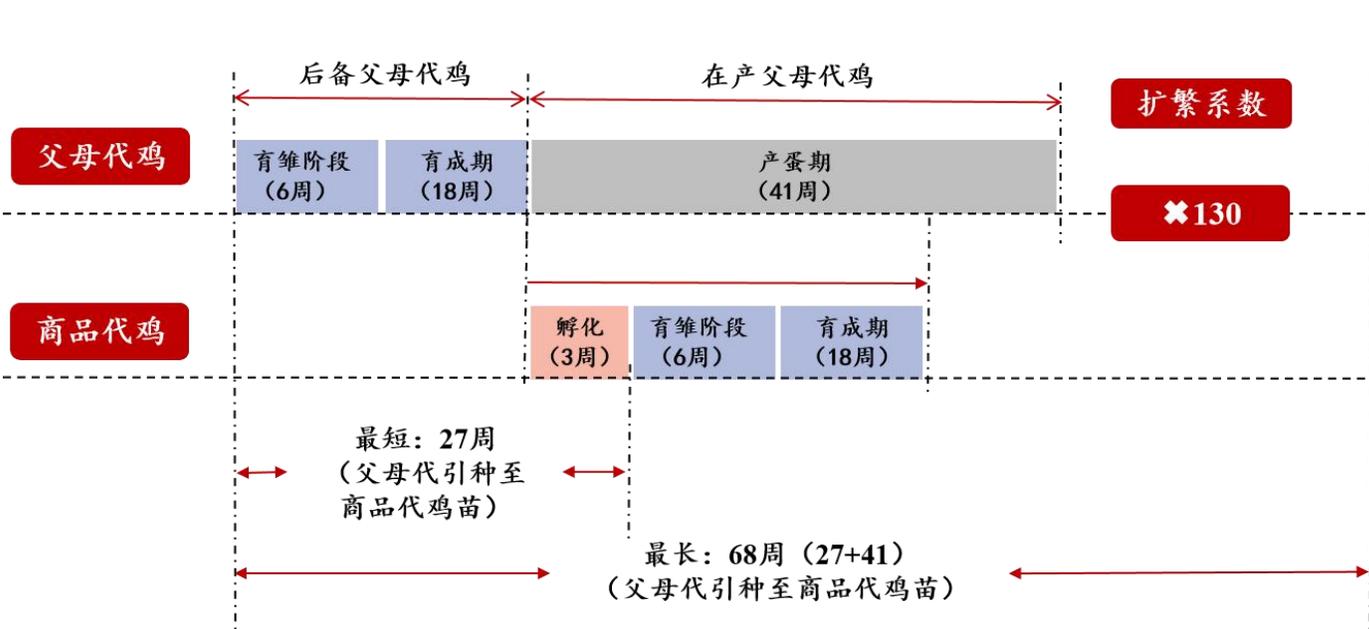


# 1.3 白羽鸡核心指标——父母代存栏

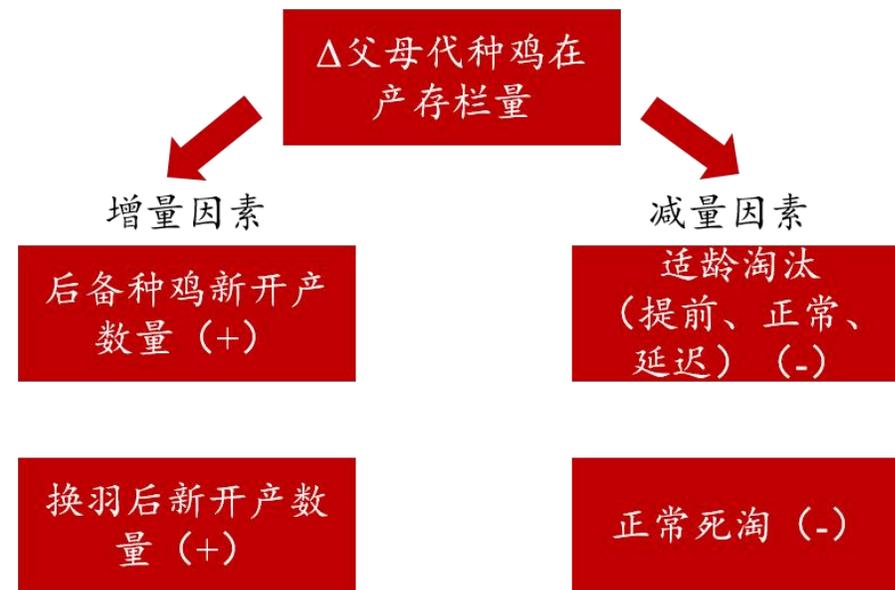
## 1.3.1 父母代引种到商品代鸡苗最短需7个月，明显增量需9个月

- 从父母代引种到产第一只商品鸡苗最短需7个月，到商品代鸡苗明显增量需9个月。养殖场选择100只母鸡配套15只公鸡作为后备父母代种鸡，经过育雏期（6周）和育成期（18周），进入产蛋期（41周）成为在产父母代种鸡；产蛋期种鸡自然交配，产生的种蛋经过3周孵化出商品代鸡苗；商品代鸡苗经过6周育肥成为肉鸡出栏，肉鸡进入屠宰场宰杀加工为鸡肉供应市场。因此理论上从父母代引种到产出商品代肉鸡苗最短需要27周（约7个月）的时间，考虑到种鸡进入产蛋期后在第二个月进入产蛋高峰，父母代引种到商品代鸡苗明显增量需要9个月左右的时间。
- 在产父母代存栏为反映市场供给的先行指标，由新开产种鸡数量，以及淘汰种鸡数量所决定。养殖过程中，在产父母代存栏量决定种蛋产量，进而决定商品代鸡苗产量以及最终肉鸡供给。在产父母代存栏量为距离商品代肉鸡出栏时间最短的上游产能指标，因此在产父母代存栏量为反映市场供给的先行指标。当鸡苗价格较高，父母代种鸡场养殖盈利，养殖场则会延迟淘汰父母代种鸡，同时增大父母代种鸡换羽量，使得在产父母代存栏数量增加。

图表14：父母代种鸡引种到商品代肉鸡出栏需7个月



图表15：在产父母代存栏的决定因素



# 1.3 白羽鸡核心指标——父母代存栏

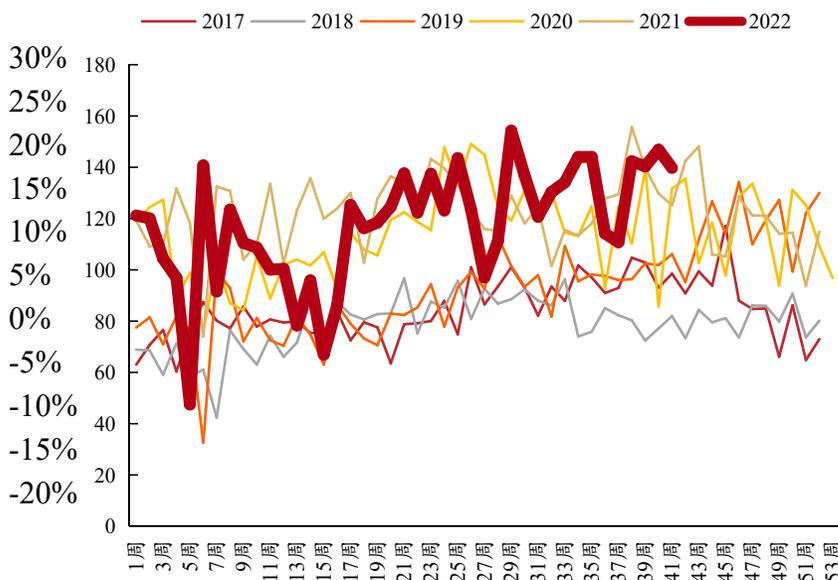
## 1.3.2 父母代种鸡销量为父母代关注指标

- ▶ **父母代种鸡销量连接祖代产能与父母代产能，是产业链研究的关键指标。**受祖代引种连续四年维持低位影响，2015-2018年父母代鸡苗销量处于较低水平；随引种逐渐恢复，2018-2021年父母代种鸡销量持续增长。2018、2019年受非洲猪瘟影响，行业迎来最高景气，父母代种鸡销量高速增长，2018和2019年分别为5947万套（同比+17.82%）和4826万套（同比+23.23%）。2020年由于行业内强制换羽行为增多，出现了祖代更新量下降而父母代种鸡销量增加的现象，2021年父母代种鸡销量为6340万套，同比+6.61%，主要系2021年祖代更新量增加，产能释放所致。2022年1-41周，父母代种鸡销量合计为4831.6万套，同比-3.94%，主要系2021年下半年行业集中去产能影响。
- ▶ **父母代鸡苗价格整体低迷，2022年6月起止跌反弹。**受前期产能高位影响，2022年父母代鸡苗销量整体处于历史高位，对应父母代鸡苗价格处于历史较低水平。2022年6月起父母代鸡苗价格开始上调，主要系：（1）美国祖代鸡引种难度加大，5-7月我国未从海外引种，8-9月虽从美国少量引种，但引种难度仍然较大，父母代鸡苗供应紧张的预期下，父母代鸡苗的价格随之上涨。据Mysteel农产品市场调研，2022年11月份父母代苗价环比上一月报价涨幅高达45.00%。（2）4月以来肉鸡养殖端持续盈利，叠加养殖户为在春节前出栏三批鸡对应当前时点补栏商品代鸡苗，市场目前集中补栏意愿强烈，推高商品代鸡苗价格，进而带动了父母代鸡苗价格的上涨。

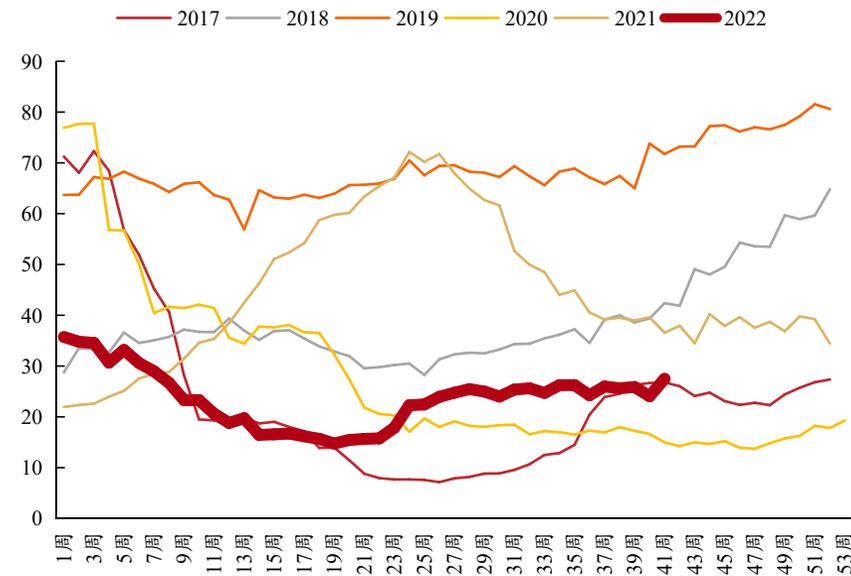
图表16：年度父母代鸡苗销量



图表17：周度父母代鸡苗销量 (万套)



图表18：周度父母代鸡苗价格 (元/羽)



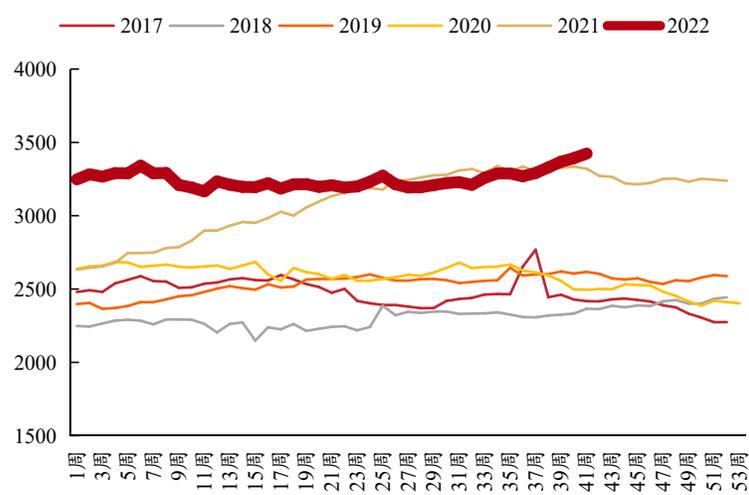
资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所整理

# 1.3 白羽鸡核心指标——父母代存栏

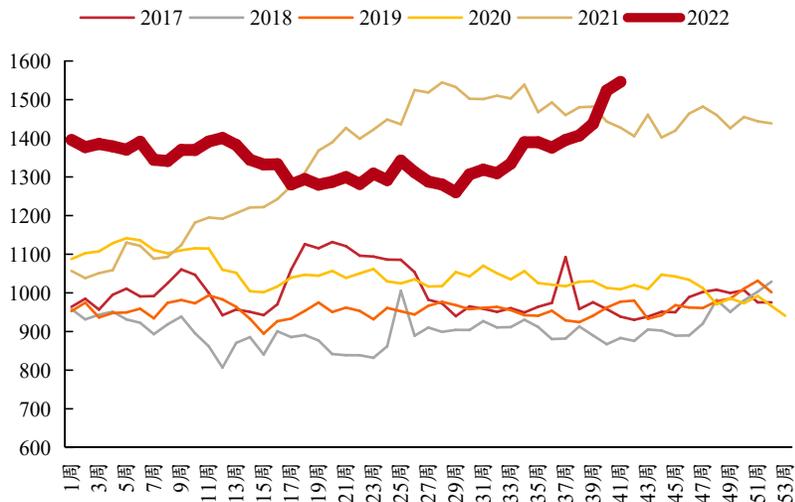
## 1.3.3 在产父母代存栏震荡去化，产能去化驱动景气回暖

▶ 父母代存栏处于历史高位，在产父母代存栏震荡去化。根据畜牧业协会数据，截至2022年第41周，父母代总存栏量（在产+后备）为3423.74万套，同比+3.10%，环比+0.92%；后备父母代种鸡存栏量为1546.07万套，同比+8.30%，环比+1.48%；在产祖代种鸡存栏量为1877.67万套，同比-0.83%，环比+0.47%。整体来看，父母代种鸡存栏处于历史高位，主要系2020-2021年祖代更新量上行，产能释放所致。2022年2月到3月在产父母代存栏由高点1949.73万套降至1774.32万套，降幅达9.00%，主要系春节后新冠疫情多地频发，物流运输受阻，物流费用增加，叠加2月后肉鸡饲料价格连续上涨，父母代养殖场持续亏损，种禽企业淘汰种鸡意愿强烈从而主动去化产能。2022年3月到5月在产父母代存栏有所回升，主要系商品鸡养殖端持续盈利，刺激养殖场补栏商品代鸡苗意愿增强，商品代鸡苗价格上涨进而促进在产父母代存栏的增加。近期在产父母代存栏总体稳中有降，截至2022年第41周，在产父母代存栏量为1877.67万套，较年内高点下滑3.71%。在产父母代存栏震荡去化有望驱动行业景气回暖。

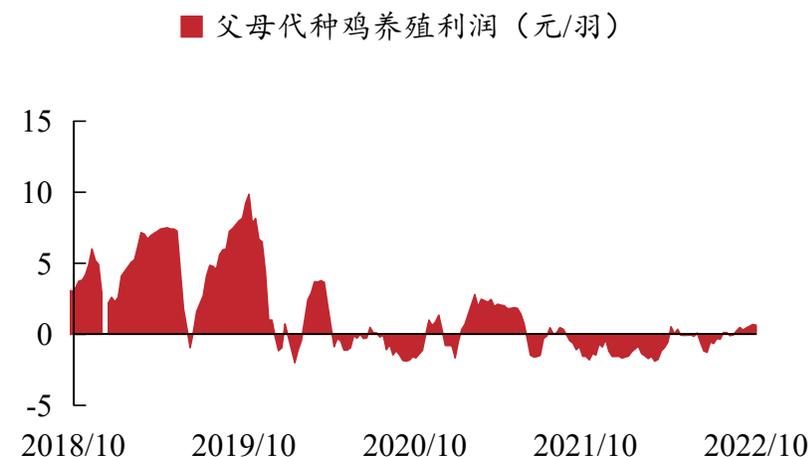
图表19：全国部分父母代种鸡存栏量（万套）



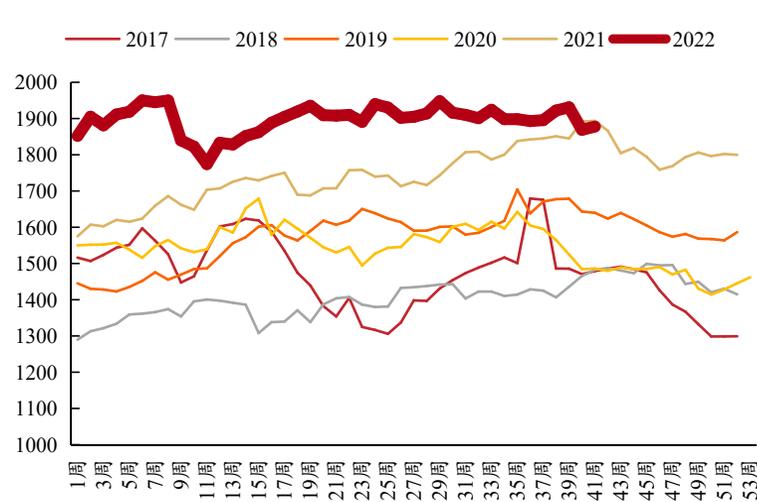
图表20：全国部分后备父母代种鸡存栏量（万套）



图表22：2022年父母代养殖多处于亏损状态



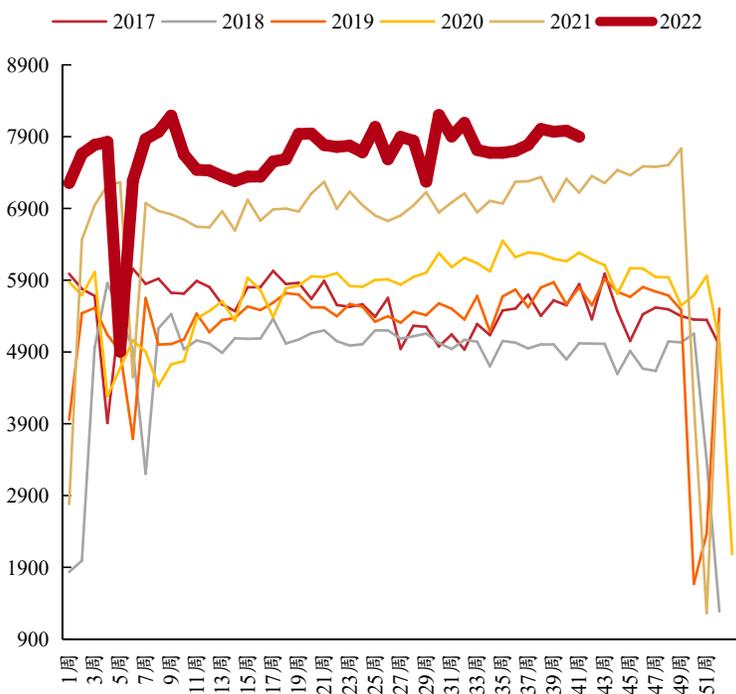
图表21：全国部分在产父母代种鸡存栏量（万套）



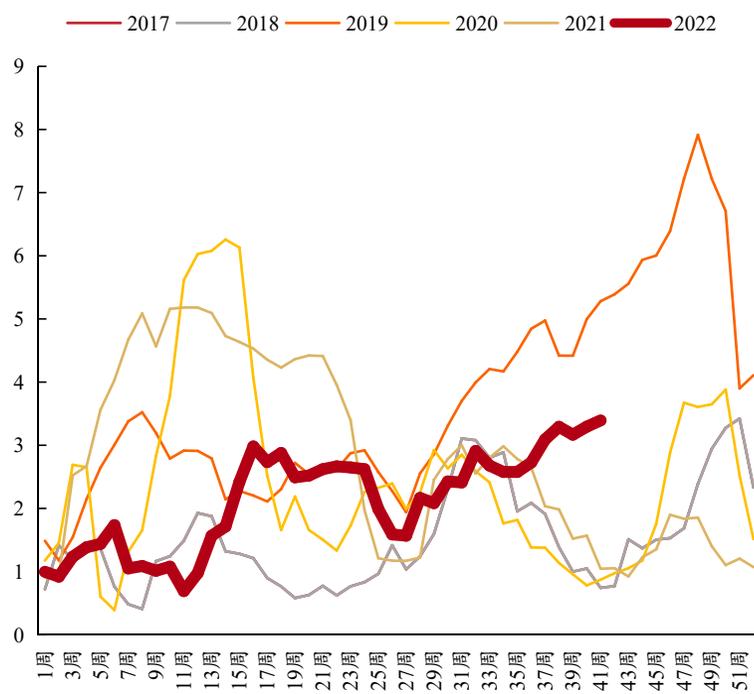
## 1.4 白羽鸡直接监测指标——商品代鸡苗销量

➤ 商品代鸡苗供给处于历史高位，随产能去化以及消费旺季带动，鸡苗价格有望上行。根据白羽肉鸡生产周期，商品代鸡苗到肉鸡出栏仅需6周左右的时间，因此商品代鸡苗销量直接反映市场近期肉鸡供给。根据畜牧业协会数据，2022年第41周，商品代鸡苗销售量为7898.84万只，同比+10.94%，环比-1.05%；商品代鸡苗价格为3.39元/只，同比+224.83%，环比+3.02%；鸡产品价格为10.79元/公斤，同比+15.83%，环比+0.26%。整体来看，2022年商品代鸡苗销量较大，主要系2020-2021年引种量较高，导致市场上鸡苗供给增多；2022年商品代鸡苗价格虽有起伏波动，但整体处于较低水平，主要系市场鸡苗供给充足叠加新冠疫情影响下消费低迷，终端鸡肉产品价格较低。随产能去化效应显现以及四季度消费旺季带动，鸡产品、鸡苗价格有望上行。

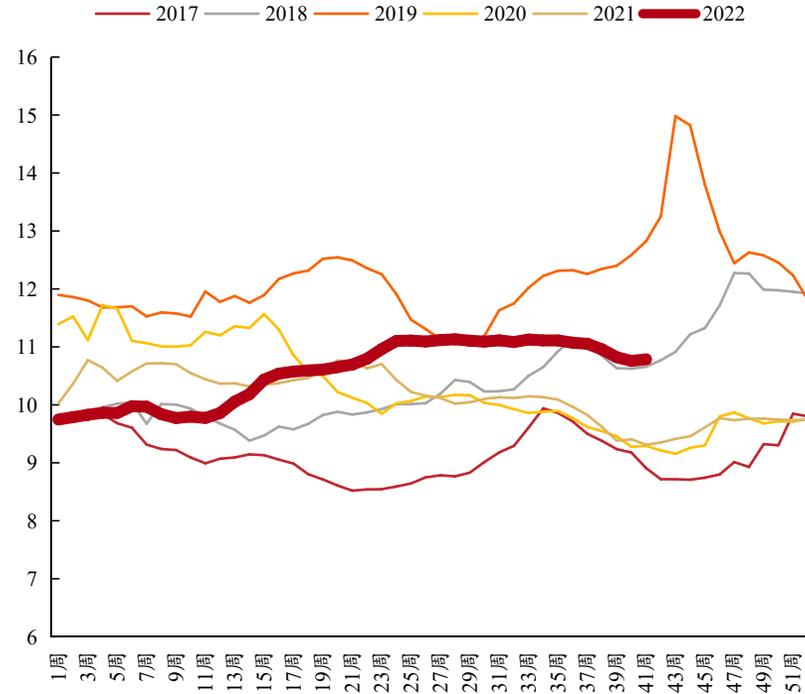
图表23：商品代鸡苗销售量（万只）



图表24：商品代鸡苗价格（元/只）



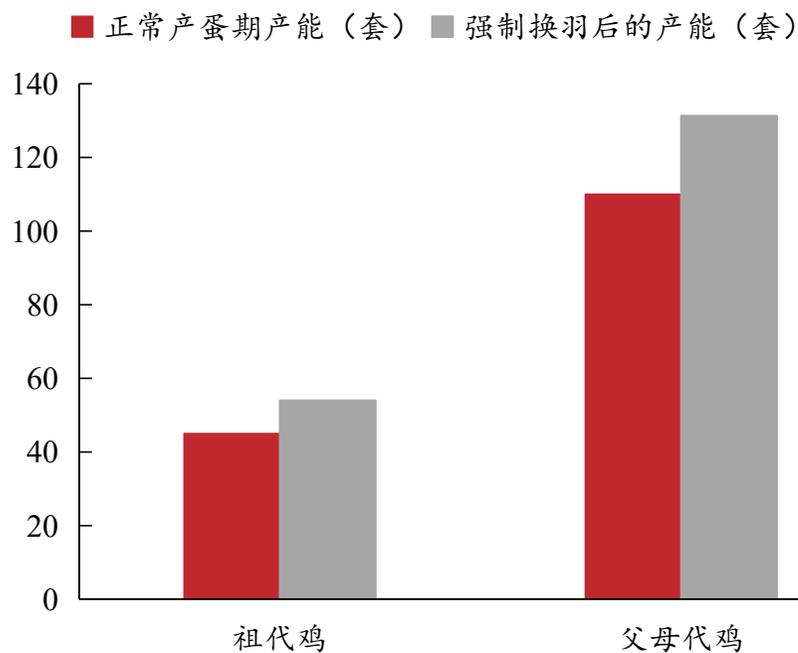
图表25：全产全销（鸡产品）价格（元/公斤）



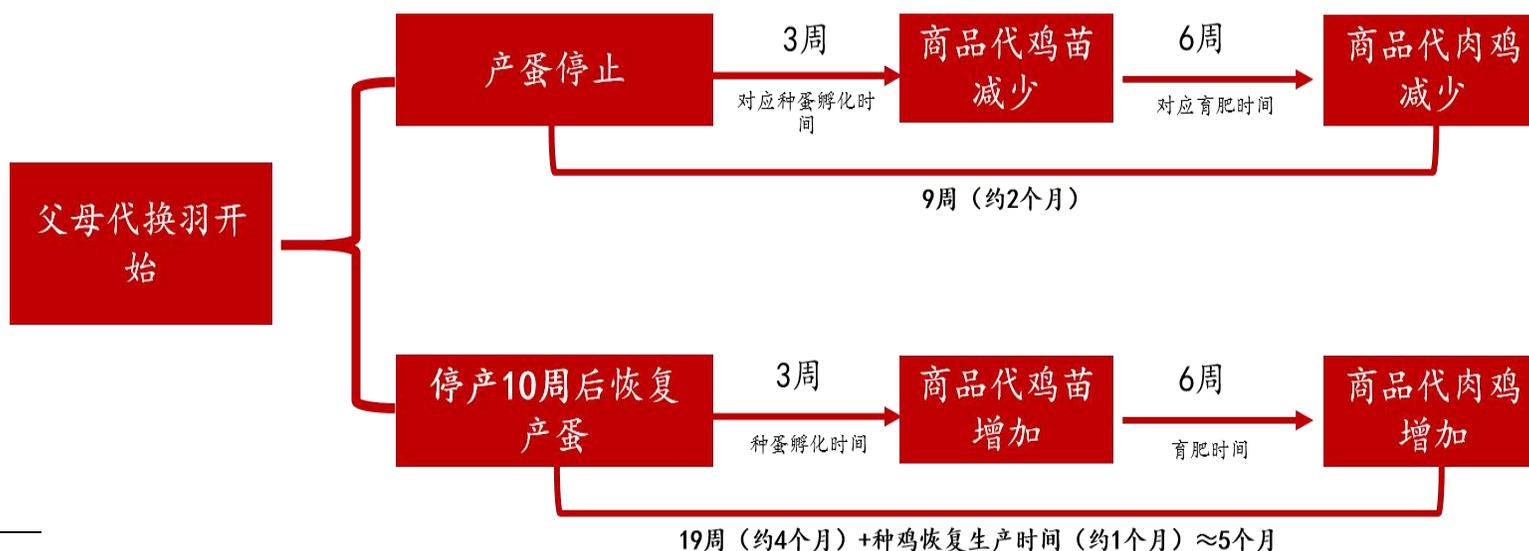
## 1.5 白羽鸡供给其他影响因素：周期内养殖户可通过换羽等多种方式调节产能

- 养殖户根据当下盈亏情况，可以采取多种方式调节产能。高盈利下养殖户可通过强制换羽（停产10周+延长产蛋期30周）、延迟淘汰、压栏等方式增加产能、高亏损下养殖户可通过强制换羽（鸡群在短期内停产以避免价格低谷）、提前淘鸡、毁鸡苗、托毛蛋等措施避开价格低迷时期。因此，祖代/父母代种鸡的数量只能在一定程度上决定父母代/商品代种鸡的数量。
- 强制换羽可增加产能20%-30%，对应5个月后的商品代鸡增量。强制换羽是指通过断水、断料、缩短光照人为施加应激因素，使得鸡群在短期内停止产蛋，换羽然后恢复产蛋，目的在于改善产蛋品质、延长种鸡的经济寿命、增加收益。强制换羽一般从产蛋期（共41周）的第五周开始，停产10周，可使产蛋期延长30周。产能方面，强制换羽后祖代、父母代产能可增长20%-30%。时间方面，以父母代强制换羽为例，父母代换羽开始，产蛋停止，对应9周后商品代肉鸡减量；10周后种鸡恢复产蛋，对应5个月后商品代肉鸡增量。但需要关注的是强制换羽只能改变短期供给，不能改变长期趋势。

图表26：强制换羽可增加祖代、父母代产能20%-30%



图表27：强制换羽对肉鸡增减量影响的作用时间（以父母代为例）





EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

PART 02

2

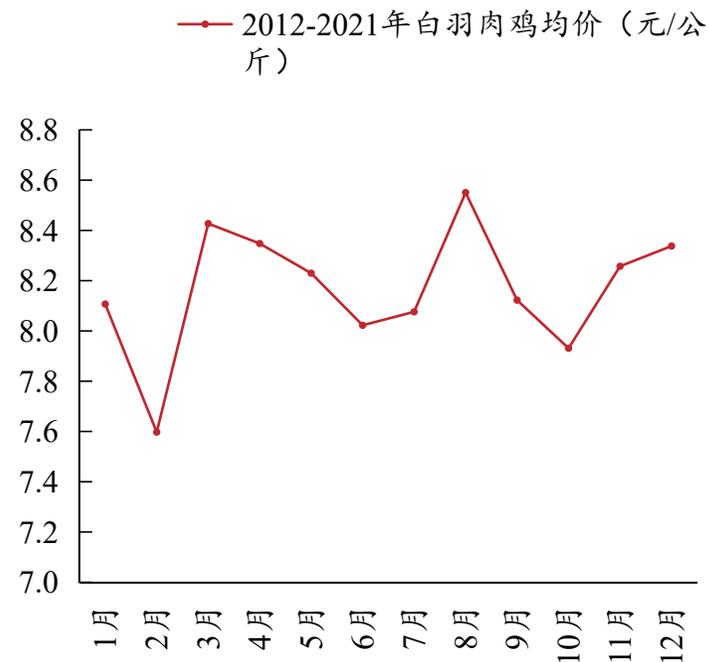
**怎样看历史周期、价格及盈利水平？**



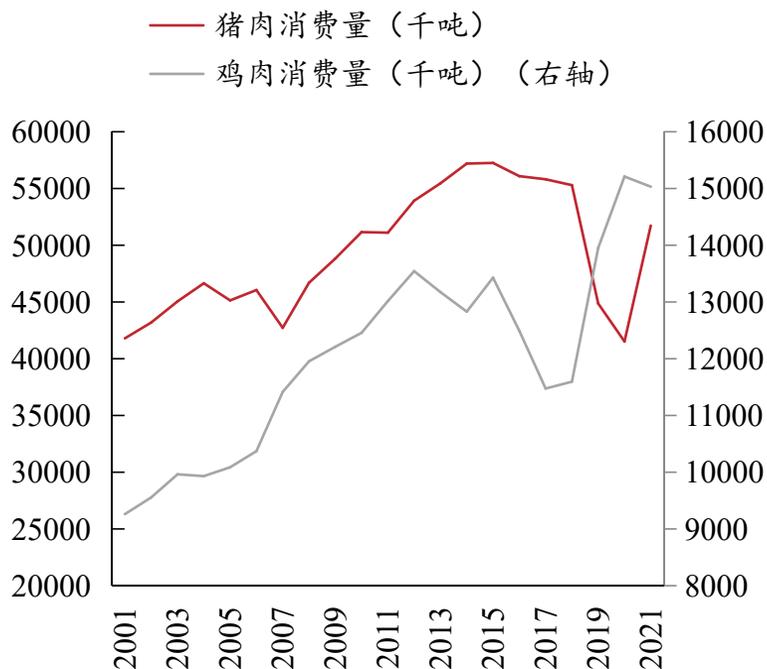
## 2.1 短期：鸡价年内季节性波动，与猪价呈明显协同趋势

- ▶ 年内鸡价存在季节性波动特征，二季度季节性下跌，三季度季节性上涨。1-2月由于春节期间屠宰场停工，鸡价呈现季节性回落；2-3月因春节后复工、开学带动鸡肉消费需求提升；二季度4-6月为消费淡季，鸡价回落；三季度7-9月受到烧烤季、学校开学、中秋国庆节提前备货等利好推动，鸡肉市场将迎来传统消费旺季，利于肉鸡价格上行，但中秋、国庆双节后需求回落，9-10月鸡价维持较低水平；随后春节前12-1月鸡肉消费增多，鸡价维持较高水平。
- ▶ 鸡、猪消费具有一定替代性，猪价上行有望提振鸡肉消费需求。猪肉和鸡肉分别为我国第一大和第二大肉类消费品，鸡肉为猪肉的主要消费替代品。当猪价高涨时，消费者会转向其他性价比更高的肉类消费，驱动鸡肉消费增多。此外，当猪价上涨时，鸡价同样改善的预期下，经销商往往会加大采购量，进一步驱动鸡肉需求增加，从而使得鸡价上行。

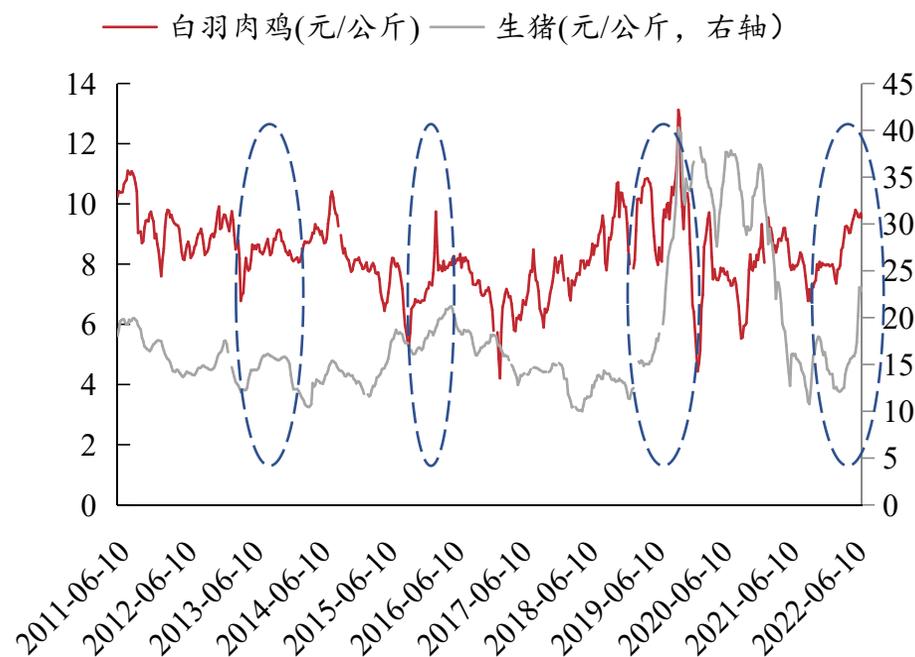
图表28：肉鸡月度均价变化



图表29：猪肉与鸡肉消费量有一定替代关系



图表30：猪鸡价格具有一定的协同性

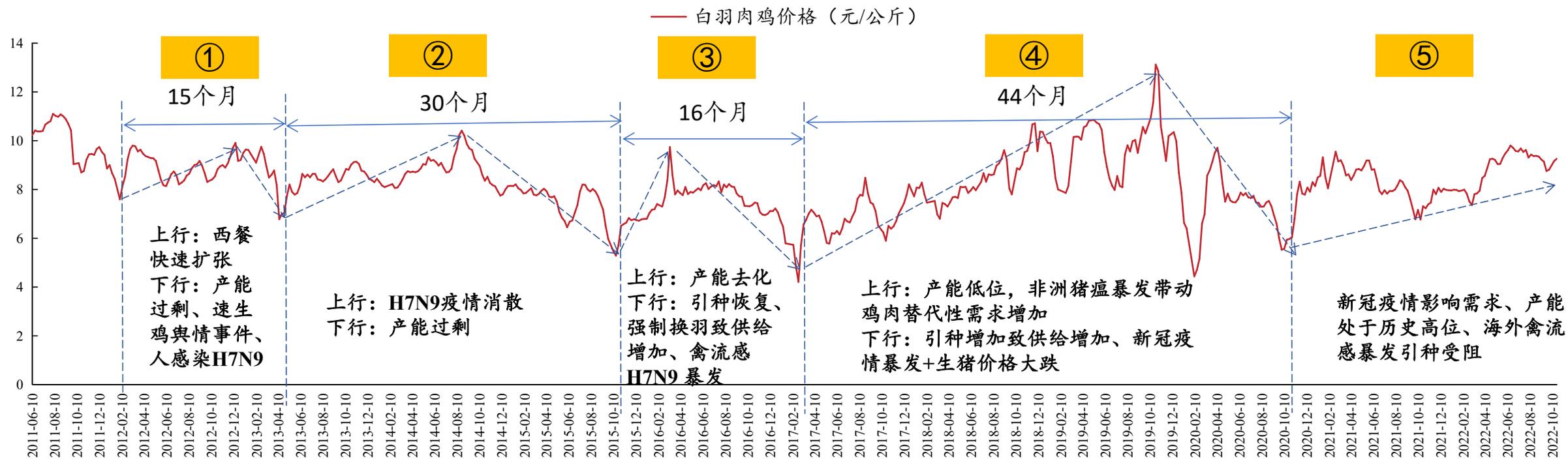


## 2.2 中期：生产的周期性导致鸡周期形成，外部因素冲击驱动周期拐点到来

### 2.2.1 生产的周期性导致鸡周期形成，禽流感、舆情事件等外部因素冲击驱动鸡价拐点到来

- 生产的周期性导致供需失衡，从而引起鸡价周期性波动。当鸡价上升时，由于供给的增加具有一定的滞后效应，供不应求情况持续，因此鸡价的上涨会持续一段时间；当鸡价下降时，由于供给的减少同样具有滞后性，供给过剩情况持续，因此鸡价的低位会持续一段时间。在鸡价回落至低点时，养殖户/企业出现亏损或微利状态，于是逐步减少养殖量，最终导致供不应求，鸡价再次进入上涨周期，这样的变动周而复始形成了鸡周期。
- 外部因素加剧供需矛盾，驱动鸡价拐点到来。历次鸡周期中，周期上行驱动因素包括海外禽流感暴发造成的引种量下滑、西餐快速扩张、猪价高涨带动鸡肉替代性需求增加等；周期下行驱动因素包括产能过剩、“速生鸡、药鸡门”等舆情事件发生、新冠疫情以及猪价下行压制鸡肉需求等。

图表31：2012年以来我国共经历了4轮完整的鸡周期





## 2.2 中期：生产的周期性导致鸡周期形成，外部因素冲击驱动周期拐点到来

### 2.2.2 白羽肉鸡周期平均长度为26个月，各轮周期时间长度差异较大

► 2012年以来我国共经历4轮鸡周期，各轮周期时间长度差异较大。白羽肉鸡价格周期最短持续时间约15个月，最长持续时间约44个月；目前行业处于第五轮鸡周期底部，2020年至今鸡价已持续低迷近2年，多因素影响下第五轮周期拐点有望加速到来。

图表32：2012年以来至今鸡周期概况

周期	趋势	驱动因素	周期时间	持续时间	时间合计	白鸡价格Min (元/公斤)	白鸡价格Max (元/公斤)	变动幅度
第一轮	上行	西式快餐在国内扩张快速，需求提升	2012.2-2013.1	12个月	15个月	7.60	9.91	30.39%
	下行	产能过剩；“速生鸡、药鸡门”等舆情事件；人感染H7N9事件	2013.1-2013.4	3个月		6.78	9.75	-30.46%
第二轮	上行	疫情消散；2014.7.9起对美国进口鸡肉双反政策	2013.5-2014.8	15个月	30个月	7.90	9.97	26.27%
	下行	产能过剩	2014.8-2015.10	15个月		5.75	9.61	-40.16%
第三轮	上行	产能去化，供给收缩	2015.10-2016.3	5个月	16个月	6.70	8.62	28.74%
	下行	西班牙、波兰恢复引种；2015-2016强制换羽导致产能增加；禽流感H7N9暴发	2016.3-2017.2	11个月		4.93	8.16	-39.52%
第四轮	上行	引种量降低，产能处于低位；非洲猪瘟暴发，鸡肉替代性需求大幅增加	2017.2-2019.10	32个月	44个月	6.02	11.87	97.12%
	下行	2019-2020年引种量上涨，白羽鸡产能增加，供给增加；新冠疫情暴发+生猪价格大跌，鸡肉需求减少	2019.10-2020.10	12个月		5.22	10.54	-50.45%
第五轮	拐点有望加速到来	新冠疫情影响终端需求、海外禽流感疫情暴发致祖代更新量下降	2020.10-至今	22个月	/	7.69	9.22	19.83%

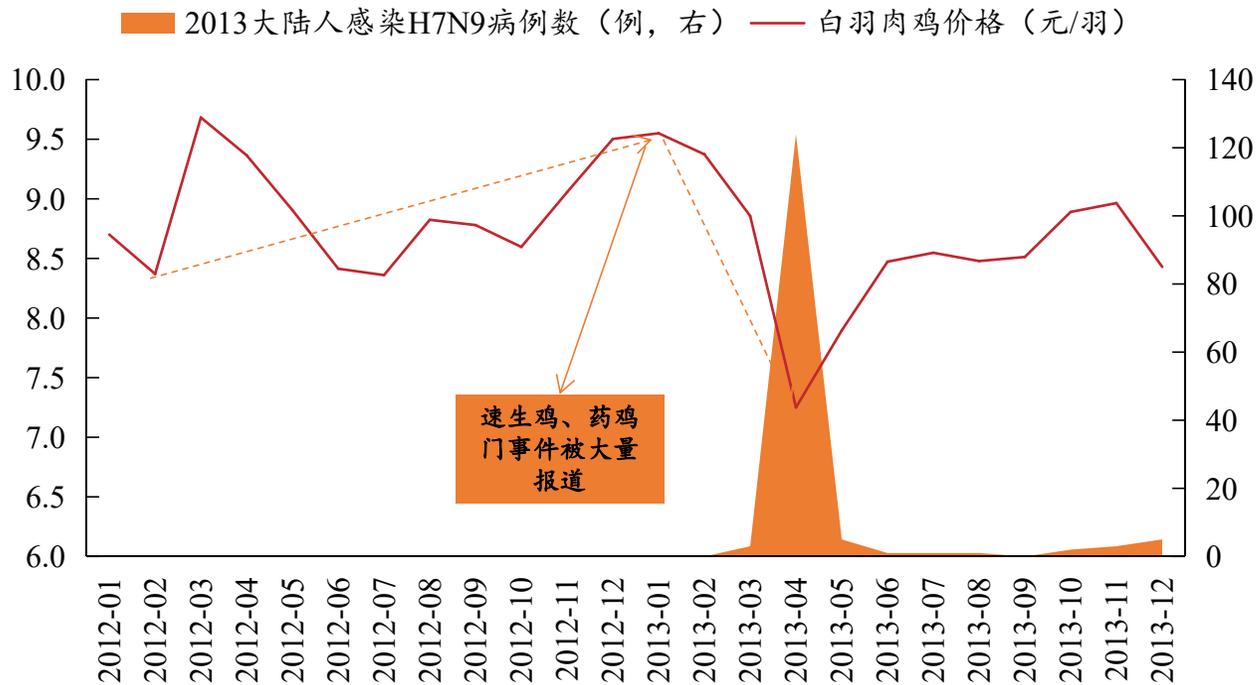
■ 资料来源：博亚和讯，东亚前海证券研究所

# 复盘：2012-2013年：需求扩张带动鸡价上行，舆情事件、禽流感加速鸡价筑底

## 鸡价：西餐扩张拉动鸡肉需求，供应过剩格局下鸡价下跌

- 西餐扩张带动鸡价上行，产能过剩、禽流感和速生鸡事件致使鸡价下行。2012-2013年西式快餐在国内扩张快速，餐饮企业对鸡肉和鸡肉深加工产品需求增长，驱动鸡价上行。2011-2012年鸡价高景气，高养殖盈利驱动养殖户增加产能，祖代引种量大幅增加，2012和2013年白羽鸡祖代引种量分别为121、132万套，远超过行业需求，祖代种鸡引种到商品代肉鸡出栏需要14个月左右的时间，产能过剩导致2013年鸡价下行。同时使用违禁药物催肥“速成鸡”和饲料添加多种抗生素和激素类药品“药鸡门”舆情事件在2012年12月被大量报道，消费者对鸡肉需求大幅下滑。2013年3月，中国报告全球首例人感染禽流感H7N9病例，我国禽流感疫情肆虐，进一步削弱消费需求，加速鸡价筑底。此轮周期，白羽肉鸡价格由7.60元/公斤低点涨至9.91元/公斤高点，随后又降至6.78元/公斤，期间涨幅和跌幅分别为30.39%和-30.46%。

图表33：第一轮周期内白鸡价格变动



图表34：2012年12月部分“速生鸡”、“药鸡门”报道

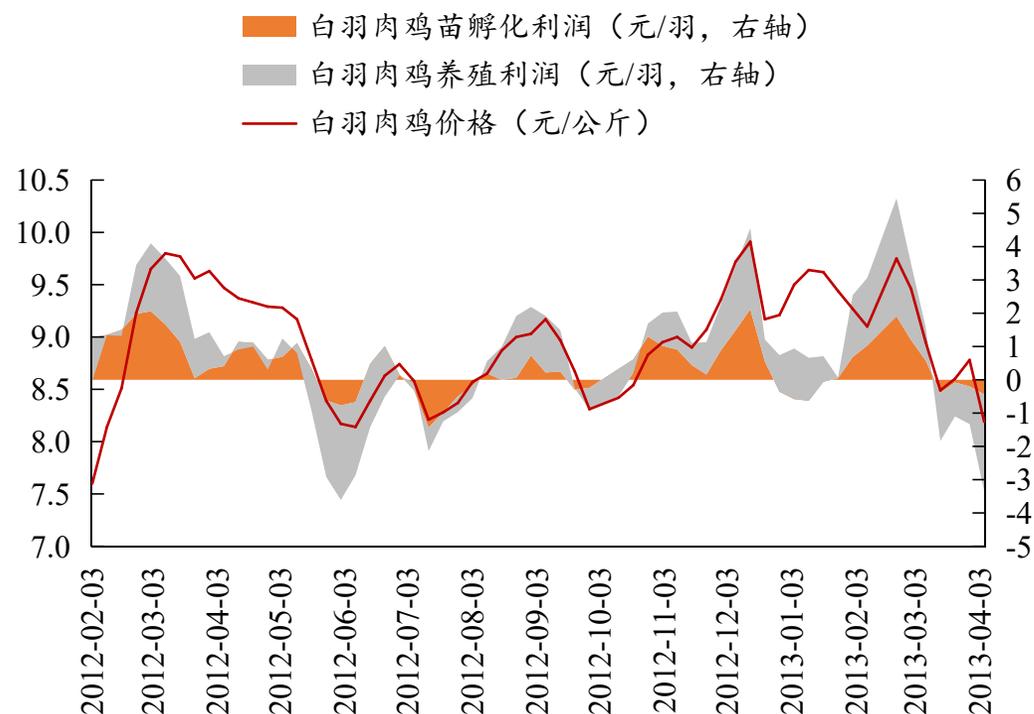


## 复盘：2012-2013年：需求扩张带动鸡价上行，舆情事件、禽流感加速鸡价筑底

盈利：白羽肉鸡养殖环节持续盈利8个月时间，单羽盈利最高达5.12元/羽

- 白羽肉鸡养殖/肉鸡苗孵化环节持续盈利8/9个月时间，单羽盈利最高达5.12/1.61元/羽。
- 1) 商品代肉鸡苗：肉鸡苗孵化利润盈利状态持续41周（约9个月），单羽盈利最高为1.61元/羽，单羽盈利最低为-1.44元/羽，2012年单羽盈利均值为0.16元/羽。
- 2) 白羽肉鸡：白羽肉鸡养殖盈利状态持续35周（约8个月），单羽盈利最高为5.12元/羽，单羽盈利最低为-6.01元/羽，2012年单羽盈利均值为0.48元/羽。

图表35：2012-2013年周期白羽肉鸡和肉鸡苗价格及养殖利润



图表36：2012-2013年周期白羽肉鸡和肉鸡苗价格及单羽盈利水平

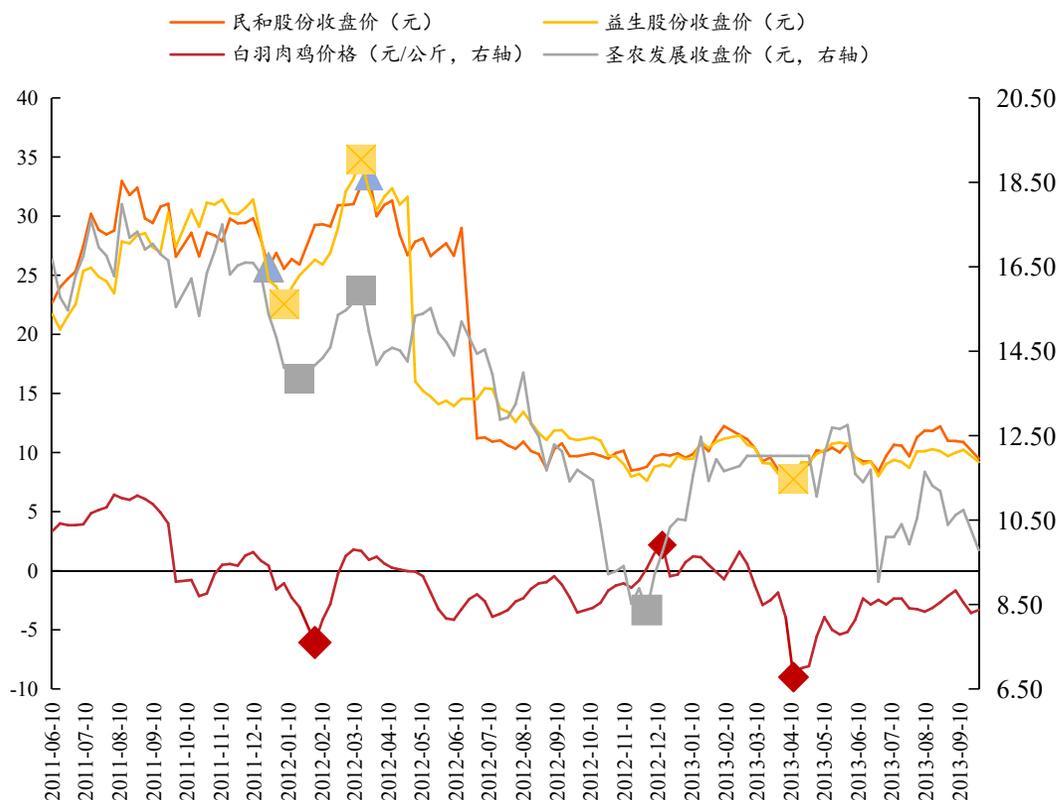
2012-2013年周期							
类别	周期内均价	高点价格	低点价格	周期内盈利状态持续时间(周)	单羽盈利最高	单羽盈利最低	2012年单羽盈利均值
肉鸡苗	2.04 元/羽	4.31元/羽	0.32元/羽	41	1.61 元/羽	-1.44 元/羽	0.16元/羽
白羽肉鸡	8.92元/公斤	9.91元/公斤	6.78元/公斤	35	5.12 元/羽	-6.01 元/羽	0.48 元/羽

# 复盘：2012-2013年：需求扩张带动鸡价上行，輿情事件、禽流感加速鸡价筑底

## 股价：鸡价上涨，业绩预期向好驱动股价上行

➤ 周期内各企业股价反弹后持续下滑。本轮周期中，股价期初随鸡价上涨而有所提振，2012年3月至2013年由于2011-2013年祖代引种量大幅增加造成产能过剩，叠加“速生鸡”等輿情事件被大量报道，下游鸡肉消费萎靡不振，周期内股价整体呈下行趋势。周期内益生股份股价涨幅最大(+54.32%)，其次为民和股份(+30.10%)和圣农发展(+15.02%)。

图表37：2012-2013年周期内股价与鸡价变动



图表38：2012-2013年周期内股价变动情况

2012-2013年鸡周期									
	鸡价启动时点	鸡价高点	股价启动时点	股价高点时点	股价上涨持续时长(月数)	股价提前启动时间(天)	期间股价低点(元)	期间股价高点(元)	期间股价最高涨幅
益生股份	2012/2/3	2012/12/14	2012/1/6	2012/3/16	2	28	22.55	34.80	54.32%
民和股份	2012/2/3	2012/12/14	2011/12/23	2012/3/23	3	42	25.68	33.41	30.10%
圣农发展	2012/2/3	2012/12/14	2012/1/20	2012/3/16	1	14	13.85	15.93	15.02%

资料来源：Wind、博亚和讯，东亚前海证券研究所

# 复盘：2013-2015年：疫情好转驱动消费回暖，产能过剩导致鸡价下行

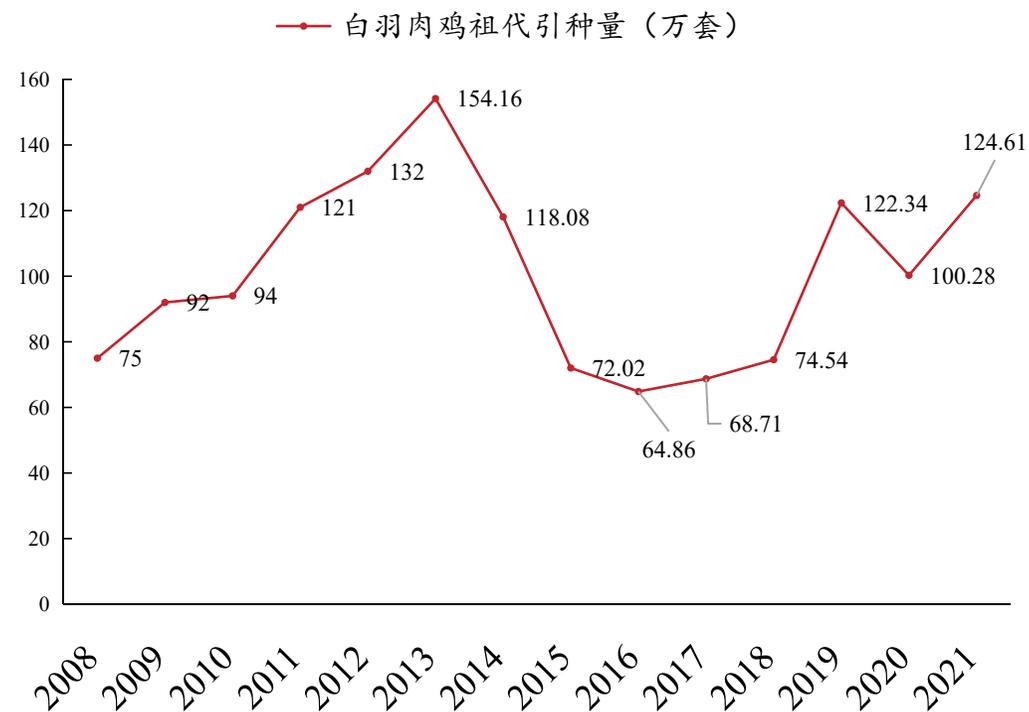
## 鸡价：禽流感疫情好转叠加双反政策颁布，需求回暖带动鸡价上涨

➤ 禽流感疫情好转和双反政策驱动国内鸡肉消费增加，13年引种历史高位造成14-15年产能过剩。2013年5-6月，我国人感染H7N9禽流感确诊病例明显下降，疫情影响逐步消散，消费需求有所回暖；2014年中国商务部自7月9日起对美国进口的白羽肉鸡产品征收反倾销、反补贴税，利好国内白羽肉鸡需求。2013年祖代种鸡总的引种量为154万套，达历史最高点，带来14个月后的肉鸡供给过剩，驱动2014-2015年鸡价下行。此轮周期，白羽肉鸡价格由7.90元/公斤低点涨至9.97元/公斤高点，随后又降至5.75元/公斤，期间涨幅和跌幅分别为26.27%和-40.16%。

图表39：第二轮周期鸡价变动趋势



图表40：白羽肉鸡祖代引种在2013年达到历史高峰

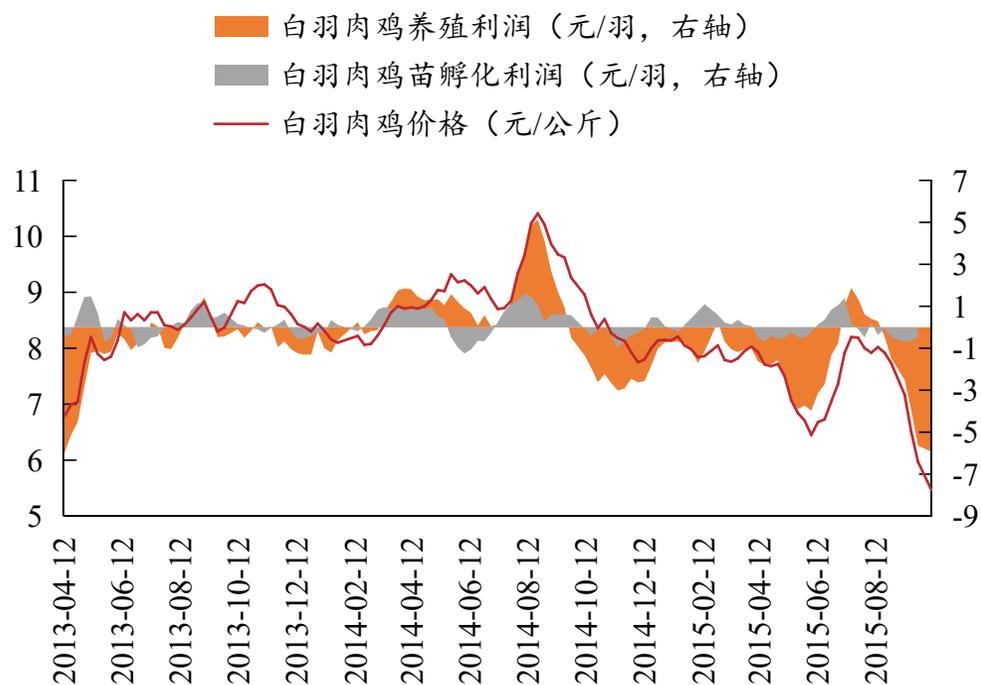


# 复盘：2013-2015年：疫情好转驱动消费回暖，产能过剩导致鸡价下行

## 盈利：白羽肉鸡养殖环节持续盈利10个月时间，单羽盈利最高达3.54元/羽

- 白羽肉鸡养殖/肉鸡苗孵化环节持续盈利10/15个月时间，单羽盈利最高达3.54/2.12元/羽。
- 1) 白羽肉鸡苗：肉鸡苗孵化盈利状态持续67周（约15个月），单羽盈利最高点为2.12元/羽，单羽盈利最低点为-1.44元/羽，周期内2014年单羽盈利均值最高（0.22元/羽）。
- 2) 白羽肉鸡：白羽肉鸡养殖盈利状态持续45周（约10个月），单羽盈利最高点为3.54元/羽，单羽盈利最低点为-6.01元/羽，周期内2014年单羽盈利均值最高（0.31元/羽）。

图表41：2013-2015年周期白羽肉鸡和肉鸡苗价格及盈利水平



图表42：2013-2015年周期白羽肉鸡和肉鸡苗价格及单羽盈利水平

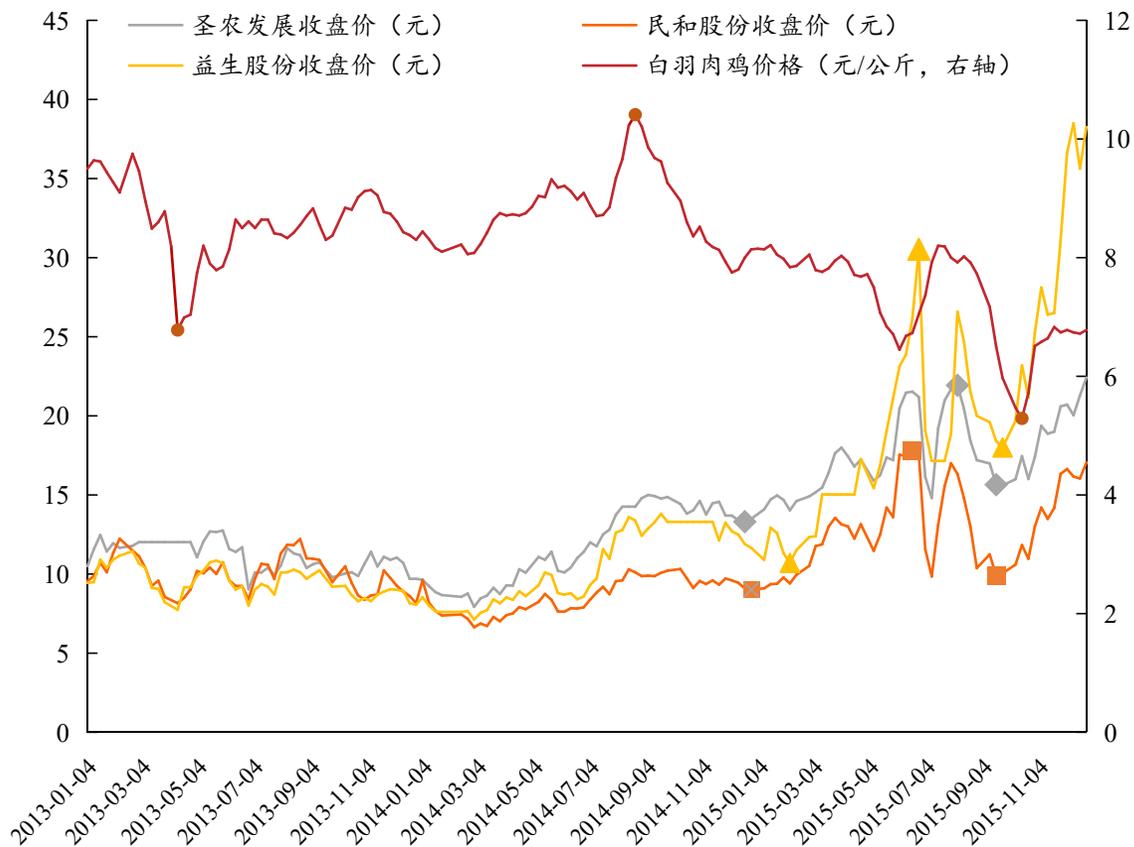
2013-2015年周期									
类别	周期内均价	高点价格	低点价格	周期内盈利状态持续时间(周)	高点时期单羽盈利	低点时期单羽盈利	2013年单羽盈利均值	2014年单羽盈利均值	2015年单羽盈利均值
肉鸡苗	1.59元/羽	3.66元/羽	0.28元/羽	67	2.12元/羽	-1.44元/羽	0.13元/羽	0.22元/羽	0.00元/羽
白羽肉鸡	8.29元/公斤	10.41元/公斤	5.47元/公斤	45	3.54元/羽	-6.01元/羽	-0.51元/羽	0.31元/羽	-1.56元/羽

# 复盘：2013-2015年：疫情好转驱动消费回暖，产能过剩导致鸡价下行

## 股价：美国封关、供给缩减逻辑驱动股价回升

- 周期内股价前期低位运行，产能去化驱动股价回升。2011-2013年引种量高位造成供给充沛，叠加2013-2014年我国禽流感疫情的暴发影响下游鸡肉消费需求，2013-2014年股价整体低位运行。2015年1月美国暴发禽流感疫情，我国对美国采取封关措施，在产能缩减预期下，股价有所上行；期间益生股份涨幅最大（+185.33%），其次为圣农发展（+97.56%）、民和股份（64.76%）。

图表43：2013-2015年周期内股价与鸡价变动



图表44：2013-2015年周期内股价变动情况

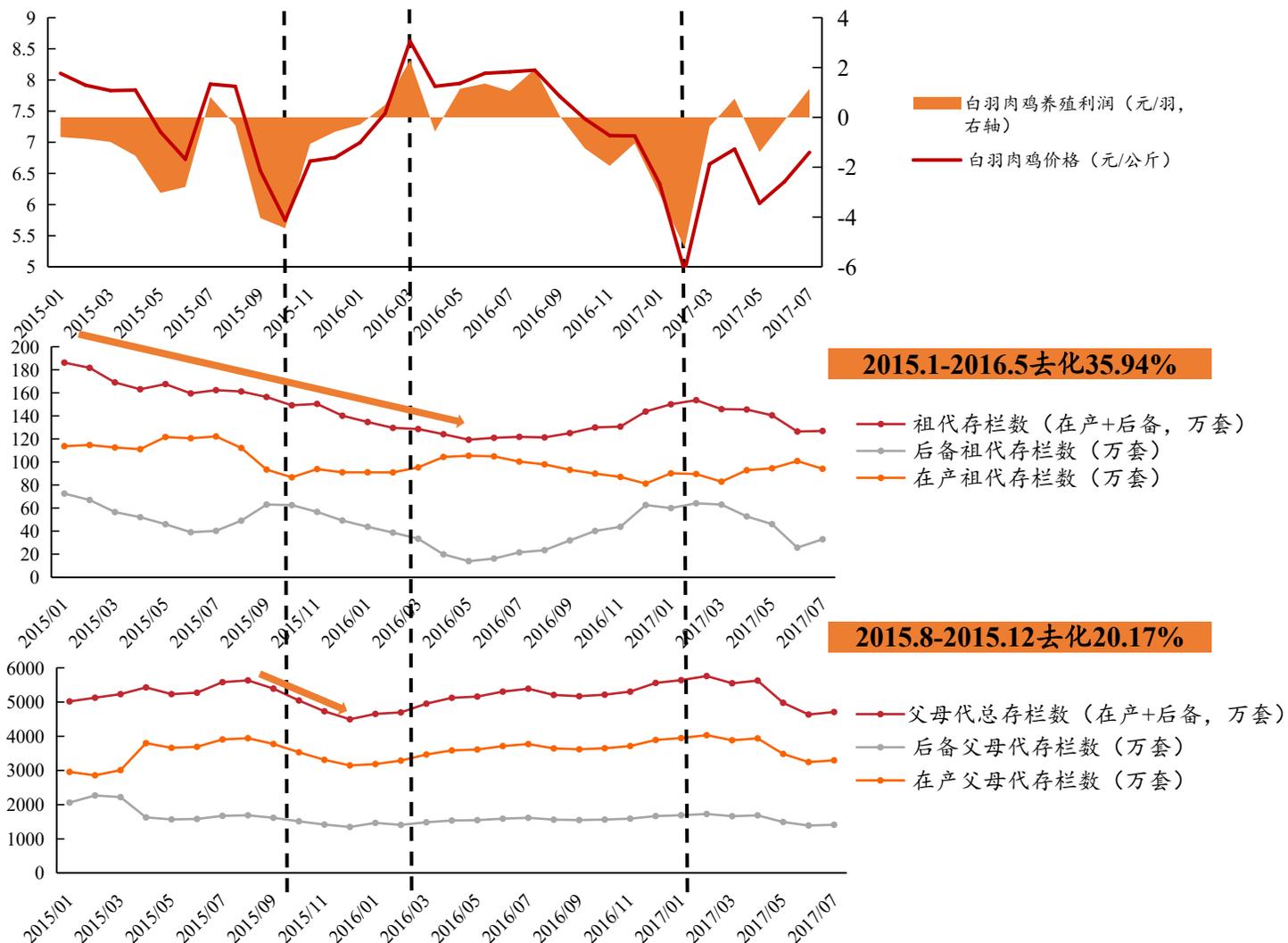
2013-2015年鸡周期								
	鸡价 启动时点	鸡价 高点时点	股价 启动时点	股价 高点时点	股价 上涨 持续 时长 (月)	期间股 价低 点 (元)	期间 股价 高 点 (元)	期间最 高 涨 幅
益生股份	2013/4/12	2014/8/22	2015/2/6	2015/6/26	4	10.70	30.53	185.33%
民和股份	2013/4/12	2014/8/22	2014/12/26	2015/6/19	4	9.01	17.80	97.56%
圣农发展	2013/4/12	2014/8/22	2014/12/19	2015/8/7	6	13.31	21.93	64.76%

# 复盘：2015-2017年：产能去化驱动鸡价上行，禽流感疫情再现致鸡价下跌

## 鸡价：产能主动、被动去化并进，驱动鸡价上行（第三轮周期上行阶段）

- 产能主动去化+被动缩减，驱动白羽鸡价格上涨。
- (1) 养殖亏损驱动养殖户主动去产能。2014年10月至2016年1月商品鸡养殖利润持续为负，较大的亏损压力驱动养殖户主动去化产能。
- (2) 白羽肉鸡联盟成立，祖代种鸡引种监管加强，2014年引种量下降。由于2014年H7N9疫情肆虐以及前期无序引种造成产能过剩，鸡价低迷，中国白羽肉鸡产业造成的直接经济损失超过600亿元，为促进行业健康发展，2014年1月白羽肉鸡联盟成立，加强行业源头祖代引种管理，引种量从2013年154万套下降至2014年117万套，降幅达24.03%。
- (3) 美法相继因暴发禽流感而封关，2015年海外引种量大幅下滑。2015年1月美国暴发禽流感封关进入被动去产能阶段，随后引种主要来自法国；2015年11月法国暴发禽流感封关，2015年祖代引种量降至72万套，同比下降39.01%。
- 此轮周期上行阶段主导因素为供给缩减，2015年1月到2016年3月，祖代总存栏累计去化幅度达35.94%；父母代总存栏去化幅度达20.17%，期间鸡价由5.75元/公斤上涨至8.62元/公斤，涨幅达50.02%。

图表45：第三轮鸡周期上行阶段鸡价、利润和产能情况



# 复盘：2015-2017年：产能去化驱动鸡价上行，禽流感疫情再现致鸡价下跌

## 鸡价：强制换羽增加供给，禽流感疫情再现致需求受挫（第三轮周期下行阶段）

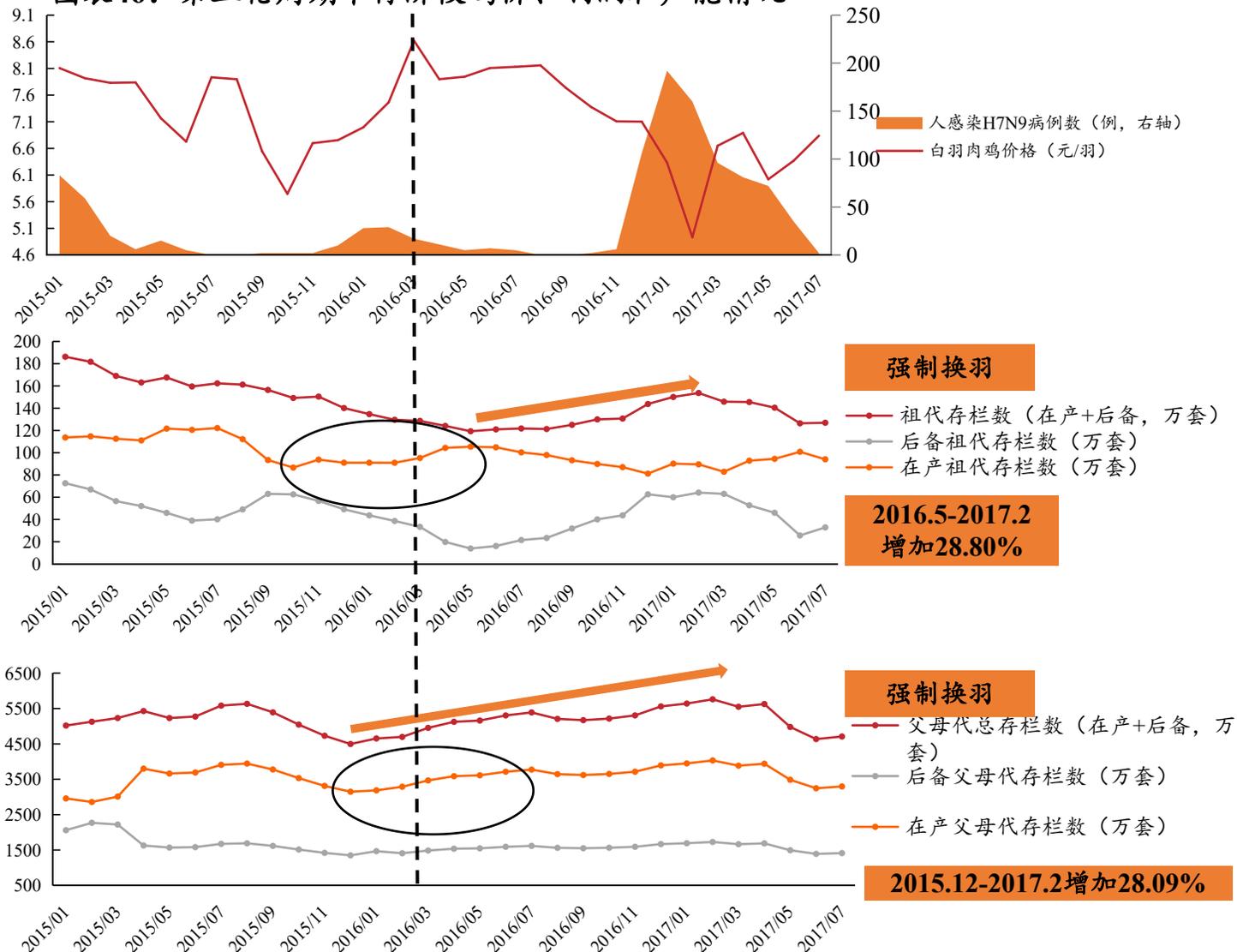
➤ 2016年祖代、父母代强制换羽增加供给，2017禽流感疫情致使鸡肉需求大幅缩减。

➤ (1) 强制换羽造成供给增加。从下图可看出，2015年1月至2016年5月祖代总存栏持续下降，然而在2015年10月至2016年5月在产祖代存栏却呈上升趋势，主要系2015-2016年行业乐观预期下，祖代种鸡大量强制换羽，导致在产祖代存栏自2015年10月起大幅增加，考虑到生产上高峰时间，对应后备父母代存栏2015年12月开始呈上升趋势。此外，2015-2016年行业内父母代种鸡本身强制换羽的大量发生也使得2015年12月至2017年5月在产父母代存栏大幅增加，造成2016年市场供应增加。

➤ (2) 禽流感疫情再现致需求下行。2016年年底以及2017年禽流感H7N9再次暴发，根据国家卫计委数据，2017年人感染H7N9病例发病人数达589人，H7N9禽流感的肆虐使得鸡肉需求相应大幅下滑。

➤ 供给增加、需求大幅下跌情形下，鸡价大幅下滑，由8.16元/公斤下降至4.93元/公斤，降幅达65.35%。

图表46：第三轮周期下行阶段鸡价、利润和产能情况

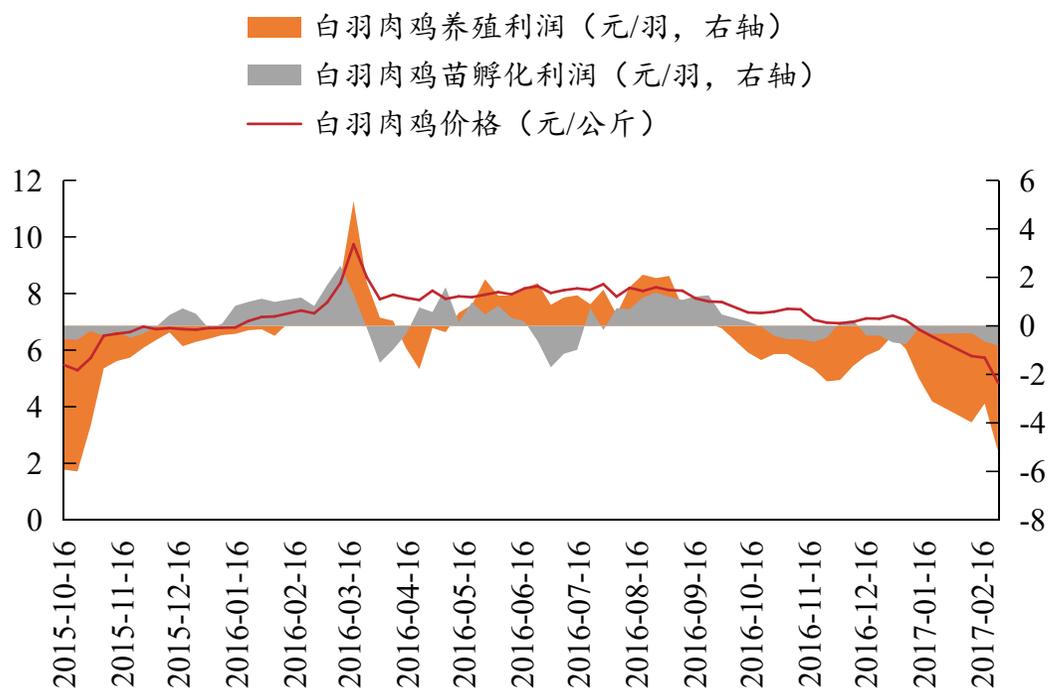


# 复盘：2015-2017年：产能去化驱动鸡价上行，禽流感疫情再现致鸡价下跌

## 盈利：白羽肉鸡养殖环节持续盈利7个月时间，单羽盈利最高达5.14元/羽

- 白羽肉鸡养殖/肉鸡苗孵化环节持续盈利7/8个月时间，单羽盈利最高达5.14/2.48元/羽。
- 1) 商品代肉鸡苗：肉鸡苗孵化盈利状态持续35周（约8个月），单羽盈利最高点为2.48元/羽，单羽盈利最低点为-1.71元/羽，周期内2016年单羽盈利均值最高（0.31元/羽）。
- 2) 白羽肉鸡：白羽肉鸡养殖盈利状态持续28周（约7个月），单羽盈利最高点为5.14元/羽，单羽盈利最低点为-7.34元/羽，周期内2016年单羽盈利均值最高（0.25元/羽）。

图表47：2015-2017年周期白羽肉鸡和肉鸡苗价格及盈利水平



图表48：2015-2017年周期白羽肉鸡和肉鸡苗价格及单羽盈利水平

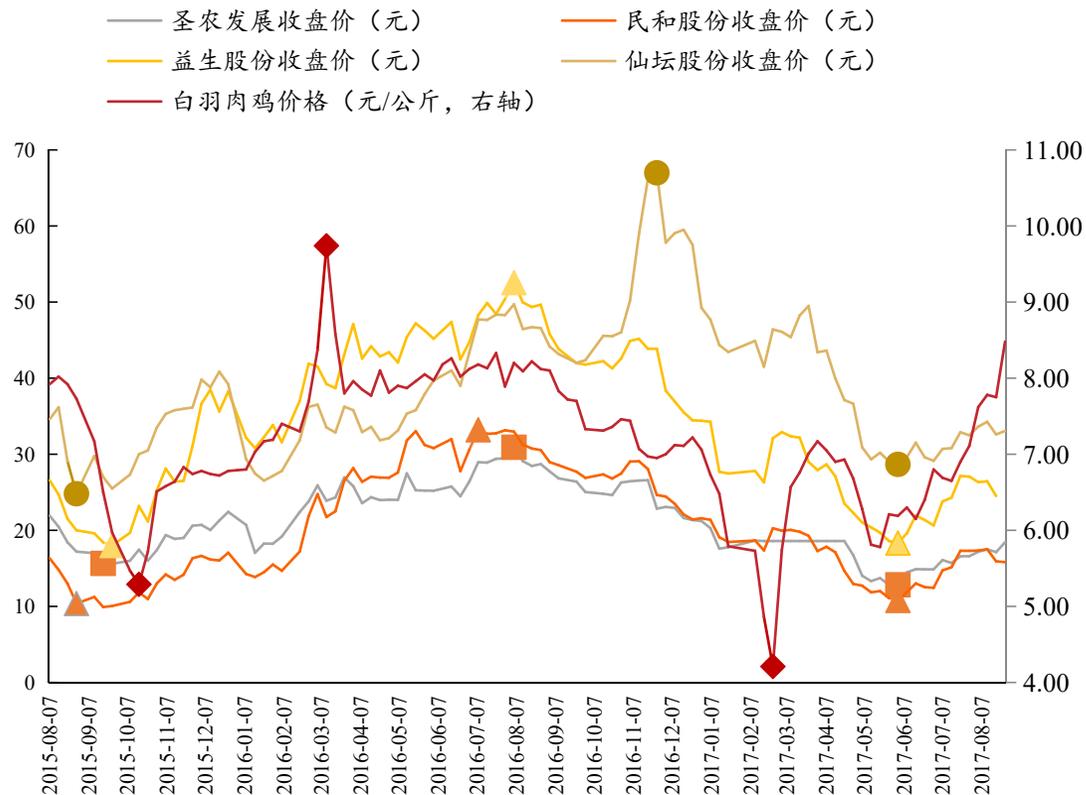
2015-2017年周期									
类别	周期内均价	高点价格	低点价格	高点价格距低点涨幅	周期内盈利状态持续时间(周)	高点时期单羽盈利	低点时期单羽盈利	2016年单羽盈利均值	2017年单羽盈利均值
肉鸡苗	2.46元/羽	5.54元/羽	0.33元/羽	1578.79%	35	2.48元/羽	-1.71元/羽	0.31元/羽	0.12元/羽
白羽肉鸡	7.33元/公斤	9.74元/公斤	4.21元/公斤	131.35%	28	5.14元/羽	-7.34元/羽	0.25元/羽	-0.15元/羽

# 复盘：2015-2017年：产能去化驱动鸡价上行，禽流感疫情再现致鸡价下跌

## 股价：产能缩减预期不断强化为驱动本轮股价持续上涨的主要因素

▶ 海外禽流感疫情多次暴发，产能去化驱动股价大幅上涨。2015年初美国封关后，我国转向法国引种，2015年11月法国相继暴发禽流感封关，产能去化逻辑进一步加强，股价大幅上涨。2016年3月鸡苗价格暴涨带动肉鸡价格跟涨，股价受此带动继续上涨；2016年7月美国再次发生禽流感疫情，使得祖代鸡复关时间推迟，产能持续去化，股价在供给缩减预期不断加强的逻辑下持续上涨。本轮周期，民和股份涨幅最大（+219.94%）、其次为益生股份（191.94%）、仙坛股份（170.01%）。

图表49：2015-2017年周期内股价与鸡价变动



图表50：2015-2017年周期内股价变动情况

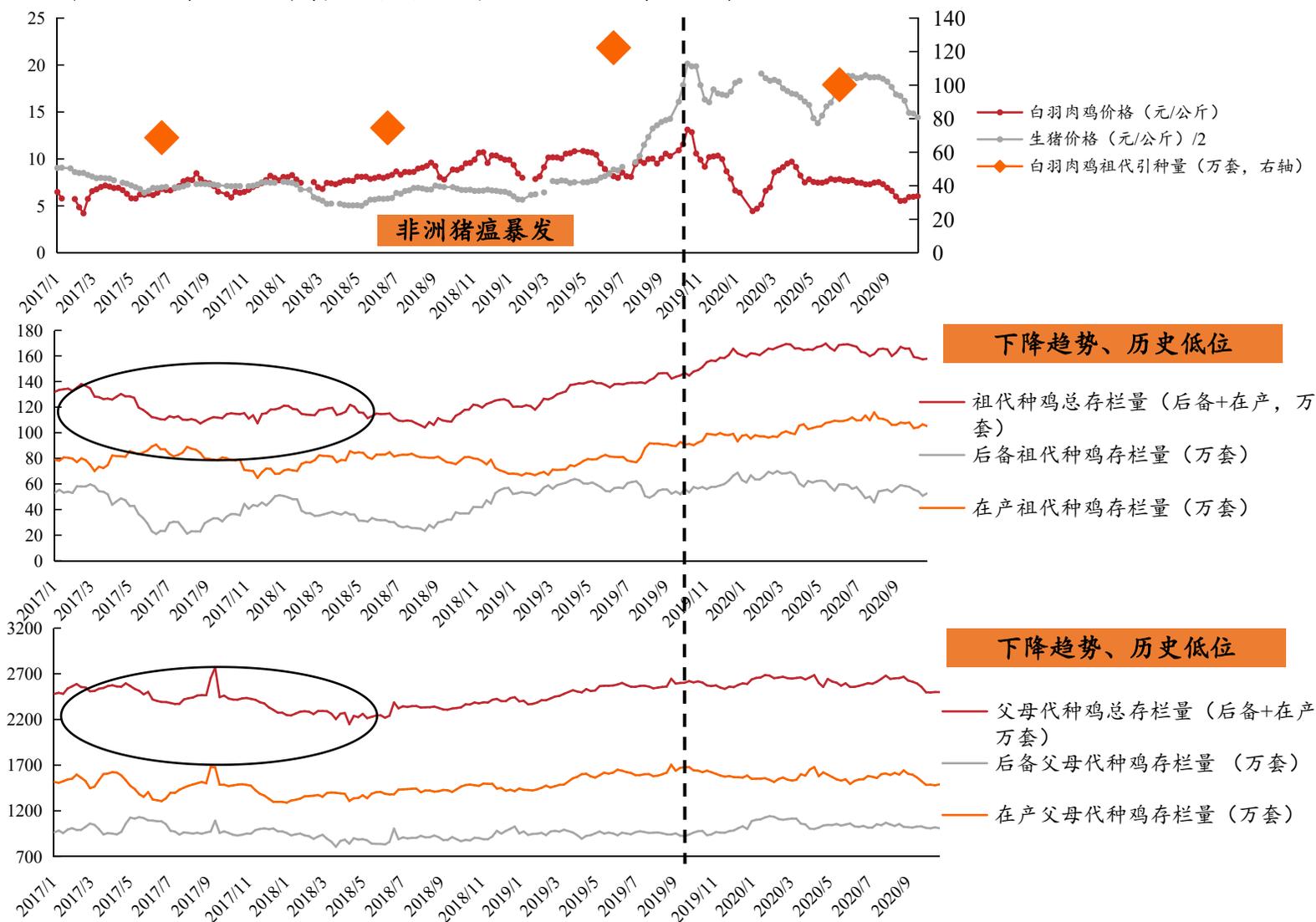
2015-2017年鸡周期									
	鸡价启动时点	鸡价高点时点	股价启动时点	股价高点时点	股价上涨持续时长 (月数)	股价提前启动时间 (天)	期间股价低点 (元)	期间股价高点 (元)	期间最高涨幅
益生股份	2015/10/16	2016/3/11	2015/9/25	2016/8/5	10	21	18.00	52.55	191.94%
民和股份	2015/10/16	2016/3/11	2015/8/28	2016/7/8	10	49	10.38	33.21	219.94%
圣农发展	2015/10/16	2016/3/11	2015/9/18	2016/8/5	10	28	15.65	30.92	97.57%
仙坛股份	2015/10/16	2016/3/11	2015/8/28	2016/11/25	14	49	24.81	66.99	170.01%

# 复盘：2017-2020年：“供给短缺+非瘟疫情”影响下的超级鸡周期

## 鸡价：供给短缺+非瘟疫情，白鸡迎来最高景气（第四轮周期上行阶段）

- 鸡价超预期上涨，白羽鸡景气度持续走高。
- (1) 祖代引种连续四年处于低位，供给处于短缺状态。2015-2018年我国祖代白羽鸡引种量分别为72.02、64.86、68.71和74.54万套，低于行业供需平衡所需的80-100万套，连续四年处于低位。引种低位传导下，2017-2018年全国父母代和祖代存栏均处于历史较低水平，2018年祖代/父母代存栏周度均值为115.52万套/2310.43万套，同比2017年下降3.41%/6.46%。此外，公鸡数量不足导致强制换羽受限以及种鸡质量下滑等因素影响下，供给进一步缩减。
- (2) 非洲猪瘟暴发，鸡肉替代性需求大幅提升。2018年非洲猪瘟暴发，生猪产能受重创，生猪产能大幅去化，鸡肉替代性需求大幅增加。供给处于低位叠加需求大幅提升，鸡价持续上涨。
- 鸡价涨幅近100%，高景气驱动行业产能大幅增长。2017年2月到2019年10月，白羽鸡价由6.02元/公斤的低点涨至11.87元/公斤，涨幅高达97.12%。2018-2019年高盈利驱动下养殖户开始增加产能，祖代和父母代产能均大幅增长。

图表51：第四轮周期上行阶段鸡价、利润和产能情况

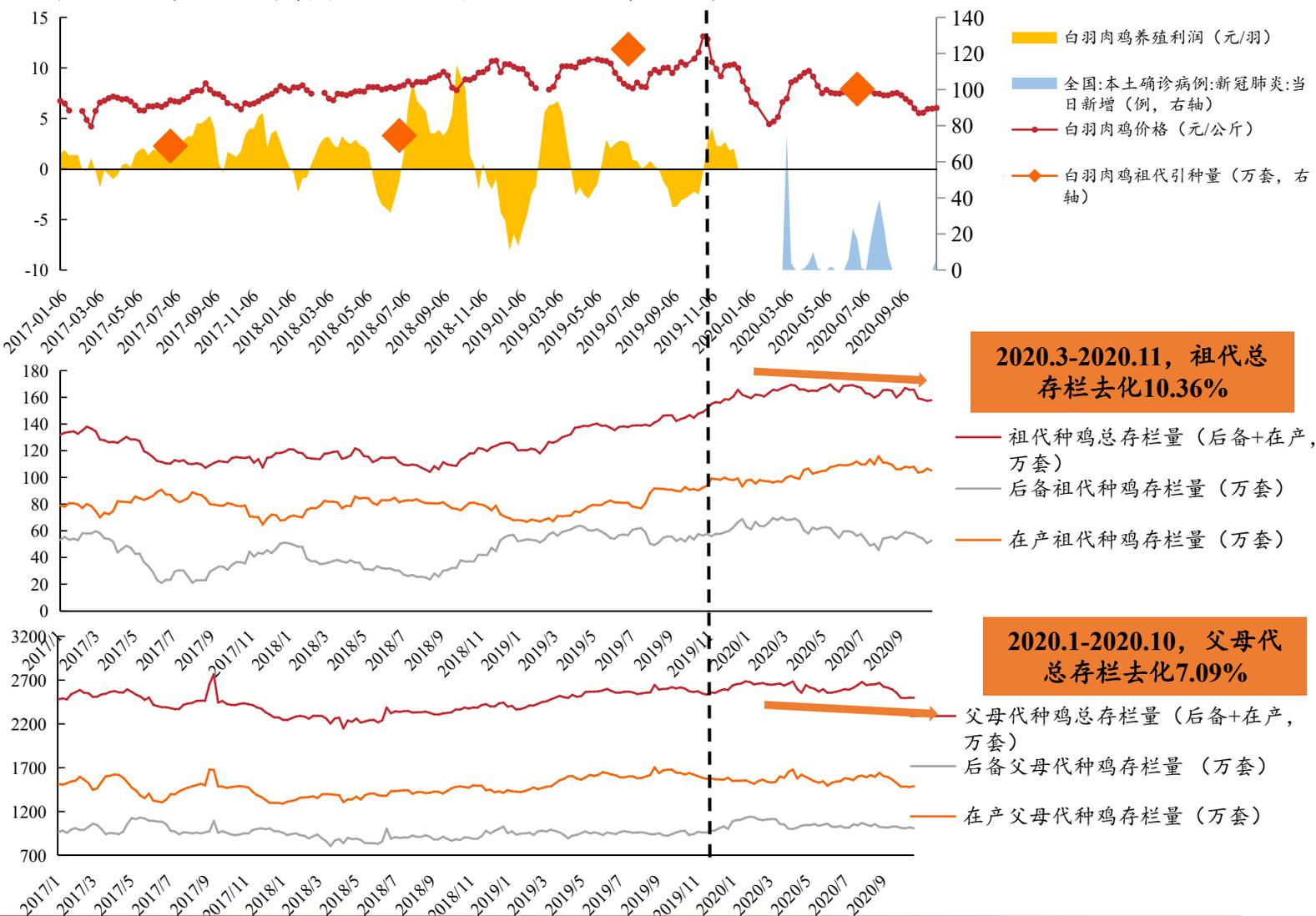


# 复盘：2017-2020年：非瘟疫情影响下的超级鸡周期

## 鸡价：引种增加致供给过剩，新冠疫情加速鸡价下跌（第四轮周期下行阶段）

- 产能恢复致供给过剩，新冠疫情暴发削弱鸡肉消费需求。
- (1) 前期高盈利影响下海外引种量大幅增长，造成2020年市场供给过剩。前期高盈利驱动下，养殖场增加产能意愿增强，叠加2019年11月美国引种恢复，2019年我国白羽鸡祖代引种量大幅提升，2020年引种量仍处高位。2019、2020年我国祖代引种量分别为122.34和100.28万套。引种量的恢复对应2019-2020年祖代存栏以及父母代存栏大幅上涨，2020年市场供给过剩。
- (2) 新冠疫情暴发削弱鸡肉消费需求。2020年2月新冠疫情暴发，餐馆停业、旅游景点关闭、工厂停工、学校延迟开学，均大幅削弱鸡肉消费需求。
- 供给过剩叠加需求受挫，鸡价进入下行区间。
- 鸡价下行阶段，养殖端多亏损，产能主动去化行为波动发生。2020年3月15日至2020年11月15日，祖代总存栏去化10.36%；2020年1月26日至2020年10月11日，父母代总存栏震荡去化7.09%。

图表52：第四轮周期下行阶段鸡价、利润和产能情况



## 复盘：2017-2020年：非瘟疫情影响下的超级鸡周期

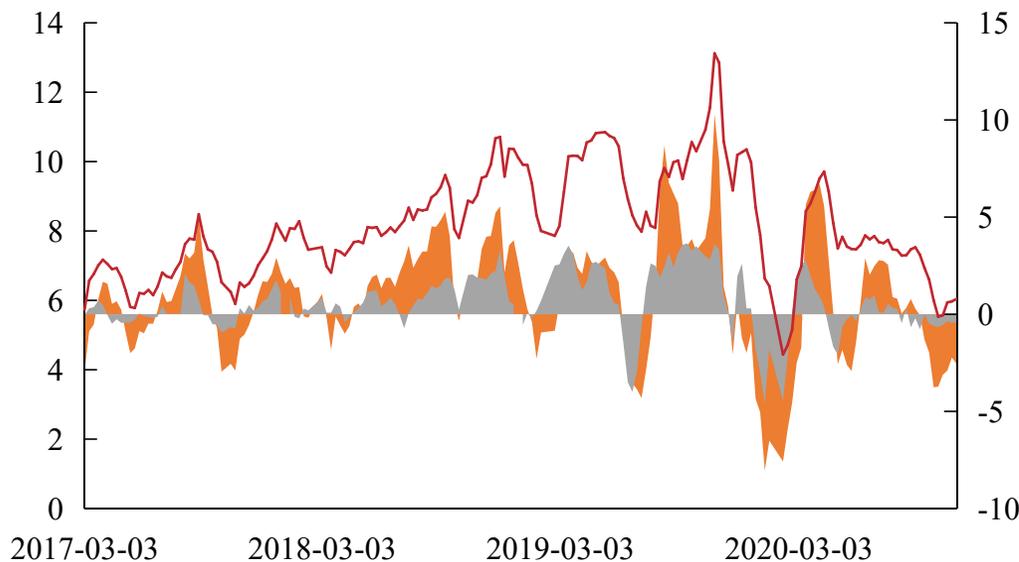
盈利：白羽肉鸡养殖环节持续盈利2年零3个月时间，单羽盈利最高达10.30元/羽

- 白羽肉鸡养殖/肉鸡苗孵化环节持续盈利10/15个月时间，单羽盈利最高达10.30/3.65元/羽。
- 1) 商品代肉鸡苗：肉鸡苗孵化盈利状态持续122周（约2年零4个月），单羽盈利最高点为3.65元/羽，单羽盈利最低点为-4.60元/羽，周期内2019年单羽盈利均值最高（1.38元/羽）。
- 2) 白羽肉鸡：白羽肉鸡养殖盈利状态持续117周（约2年零3个月），单羽盈利最高点为10.30元/羽，单羽盈利最低点为-8.05元/羽，周期内2018年单羽盈利均值最高（2.00元/羽）。

图表53：2017-2020年周期白羽肉鸡和肉鸡苗价格及盈利水平

图表54：2017-2020年周期白羽肉鸡和肉鸡苗价格及单羽盈利水平

■ 白羽肉鸡养殖利润（元/羽，右轴）  
■ 白羽肉鸡苗孵化利润（元/羽，右轴）  
— 白羽肉鸡价格（元/公斤）



2017-2020年周期

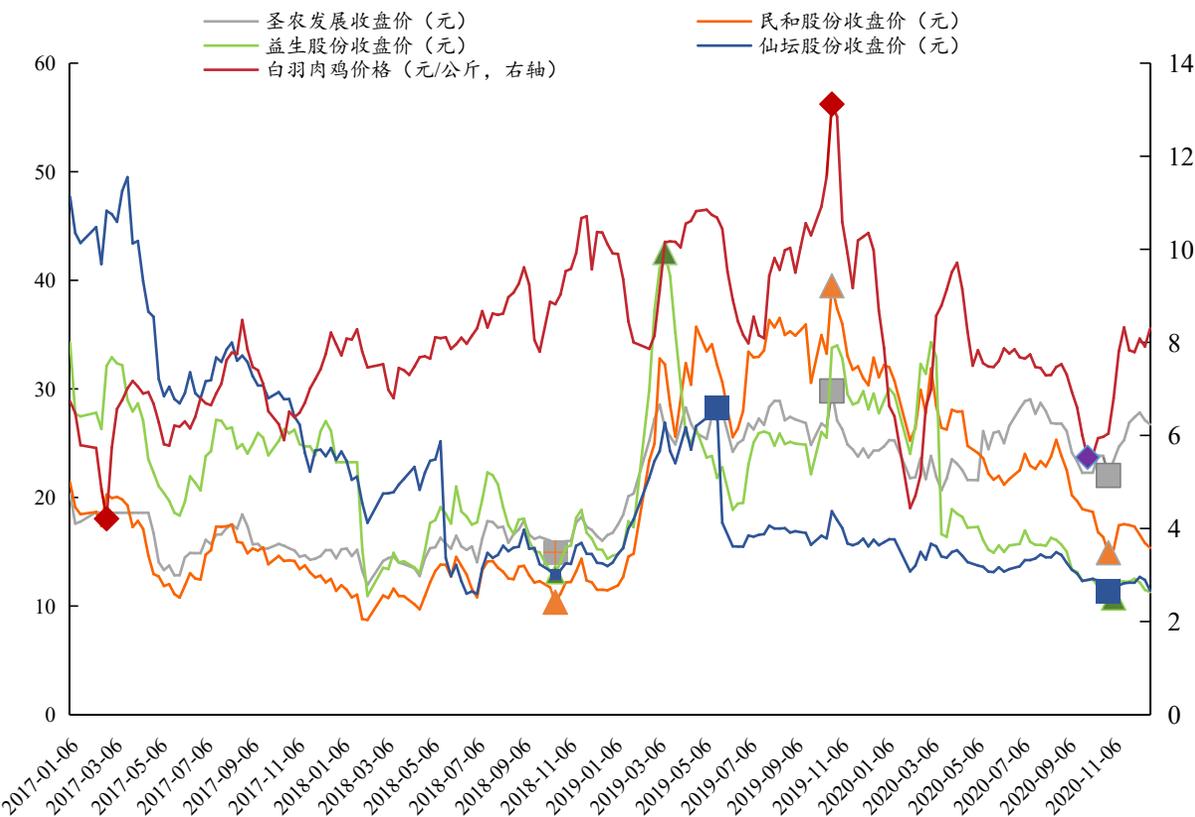
类别	周期内 均价	高点价格	低点价格	周期内 盈利状 态持续 时间 (周)	高点时 期单羽 盈利	低点 时期 单羽 盈利	2017年 单羽盈 利均值	2018年 单羽盈 利均值	2019年 单羽盈 利均值	2020年 单羽盈 利均值
肉鸡苗	3.97 元/羽	12.45 元/羽	0.45 元/羽	122	3.65 元/羽	-4.60 元/羽	0.12 元/羽	0.89 元/羽	1.38 元/羽	-0.08 元/羽
白羽肉 鸡	8.17 元/公斤	13.12 元/公斤	4.44 元/公斤	117	10.30 元/羽	-8.05 元/羽	-0.15 元/羽	2.00 元/羽	1.62 元/羽	-0.10 元/羽
父母代 种鸡	/	/	/	/	9.85 元/羽	-2.00 元/羽	/	1.55 元/羽	5.06 元/羽	0.00 元/羽

# 复盘：2017-2020年：非瘟疫情影响下的超级鸡周期

## 股价：非洲猪瘟暴发，需求提振逻辑驱动股价大幅上涨

➤ 非洲猪瘟暴发，鸡肉替代性需求提振驱动股价大幅上涨。2018年8月中国沈阳报道了第一起非洲猪瘟病例，鸡肉替代性需求随非洲猪瘟的蔓延大幅提升，股价在需求提振的逻辑下大幅上涨。本轮周期，民和股份、益生股份、仙坛股份、圣农发展股价涨幅依次最大，分别为281.27%、229.33%、119.27%和99.40%。

图表55：第一轮周期内白鸡价格变动



图表56：2017-2020年周期内股价变动情况

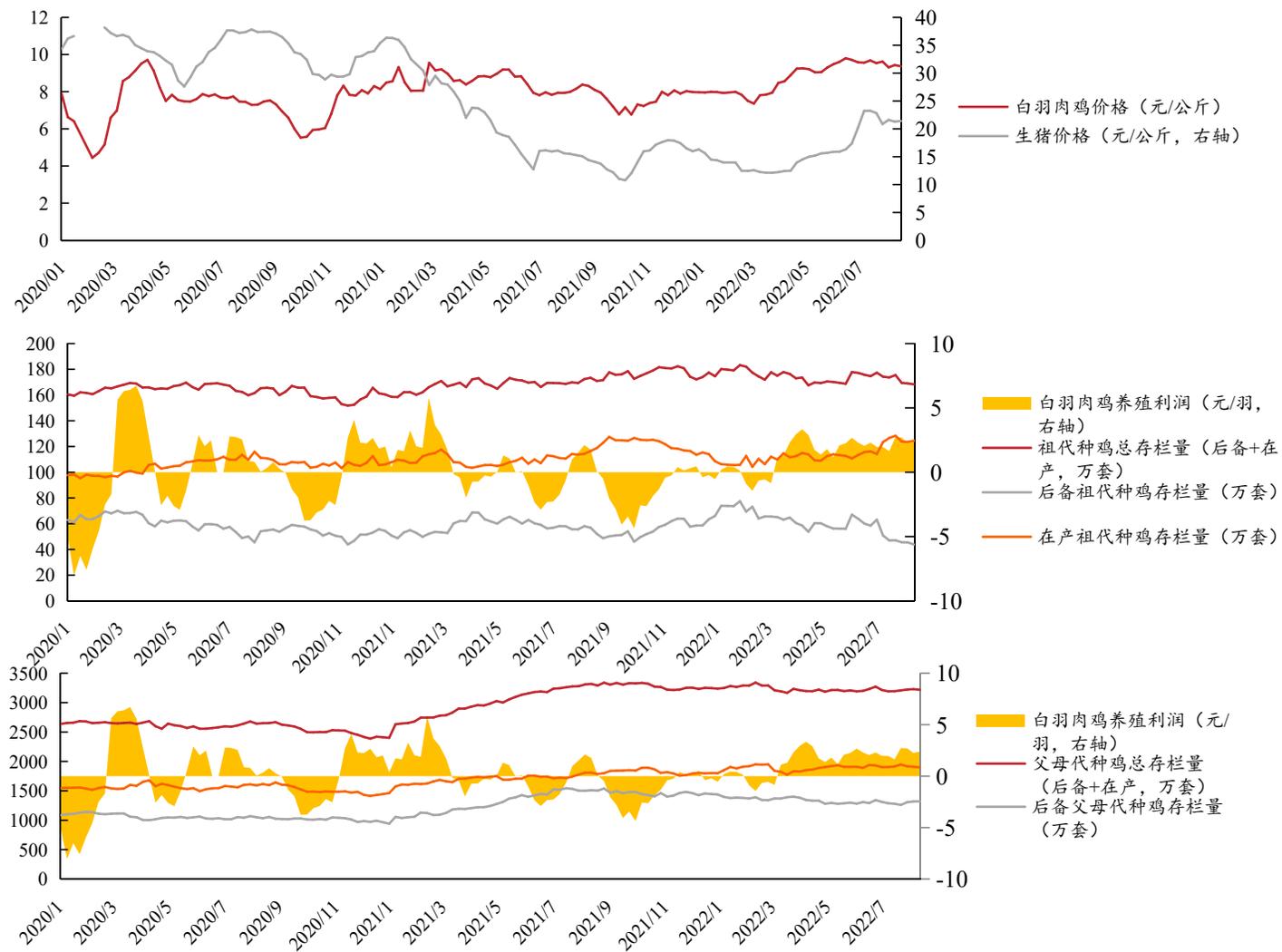
2017-2020年鸡周期								
	鸡价启动时点	鸡价高点时点	股价启动时点	股价高点时点	股价上涨持续时长(月数)	期间股价低点(元)	期间股价高点(元)	期间最高涨幅
益生股份	2017/2/24	2019/10/25	2018/10/19	2019/3/15	4	12.92	42.55	229.33%
民和股份	2017/2/24	2019/10/25	2018/10/19	2019/10/25	12	10.36	39.50	281.27%
圣农发展	2017/2/24	2019/10/25	2018/10/19	2019/10/25	12	14.95	29.81	99.40%
仙坛股份	2017/2/24	2019/10/25	2018/10/19	2019/5/24	7	12.87	28.22	119.27%

# 复盘：2020.10至今：行业处于周期底部，已持续低迷近2年

## 鸡价：新冠疫情叠加猪价下行压制鸡价，行业景气低迷

- 新冠疫情影响下游需求，猪价下行对鸡价形成一定压制，白鸡行业景气度较低。
- (1) 猪价下行，对鸡价形成压制。2021年起生猪产能持续恢复，猪肉供给过剩，庞大的猪肉供给对鸡肉消费产生了较大压制。
- (2) 新冠疫情反复，餐饮经营低迷削弱鸡肉消费。新冠疫情影响下，大型聚餐、会议、婚宴等堂食活动受到严格限制，餐饮业萎靡不振，消费的低迷使得鸡肉消费增长乏力。
- 多重因素影响下，行业自2020年开始已持续低迷近2年。2020、2021年白羽肉鸡均价分别为7.34元/公斤和8.21元/公斤，相比2019年分别下跌25.11%和16.22%。加之饲料原料玉米、豆粕等价格持续高位运行，养殖成本不断抬升，养殖端波动亏损，行业产能随之震荡去化。截至2022年第41周，祖代种鸡存栏为169.02万套，较年内高点累计去化近8%。

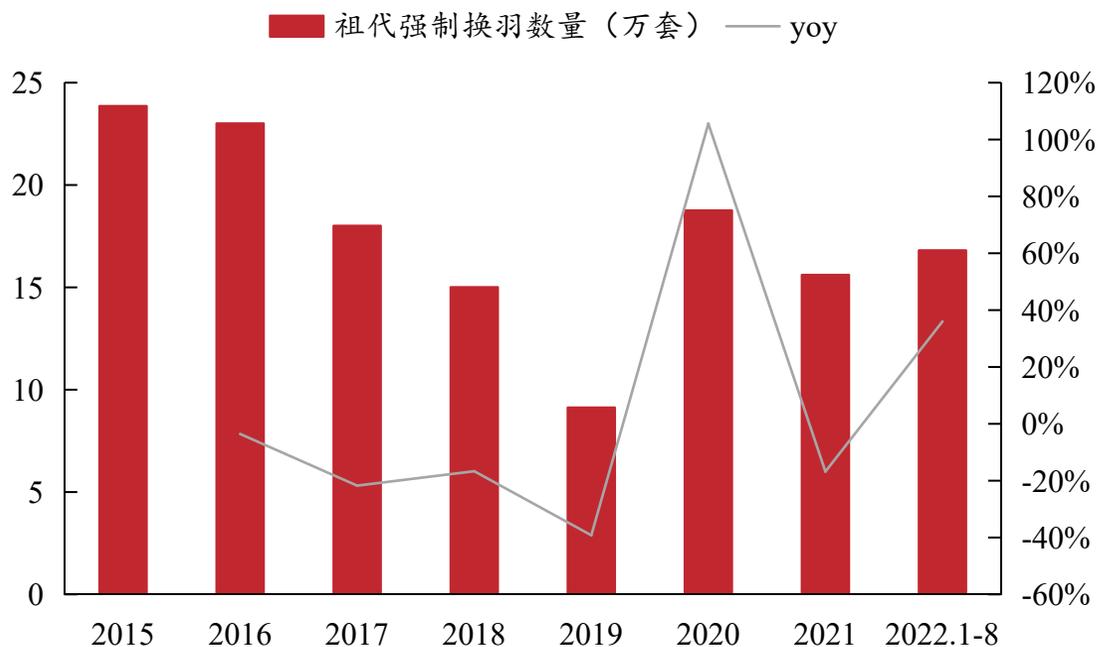
图表57：第五轮周期下行阶段鸡价、利润和产能情况



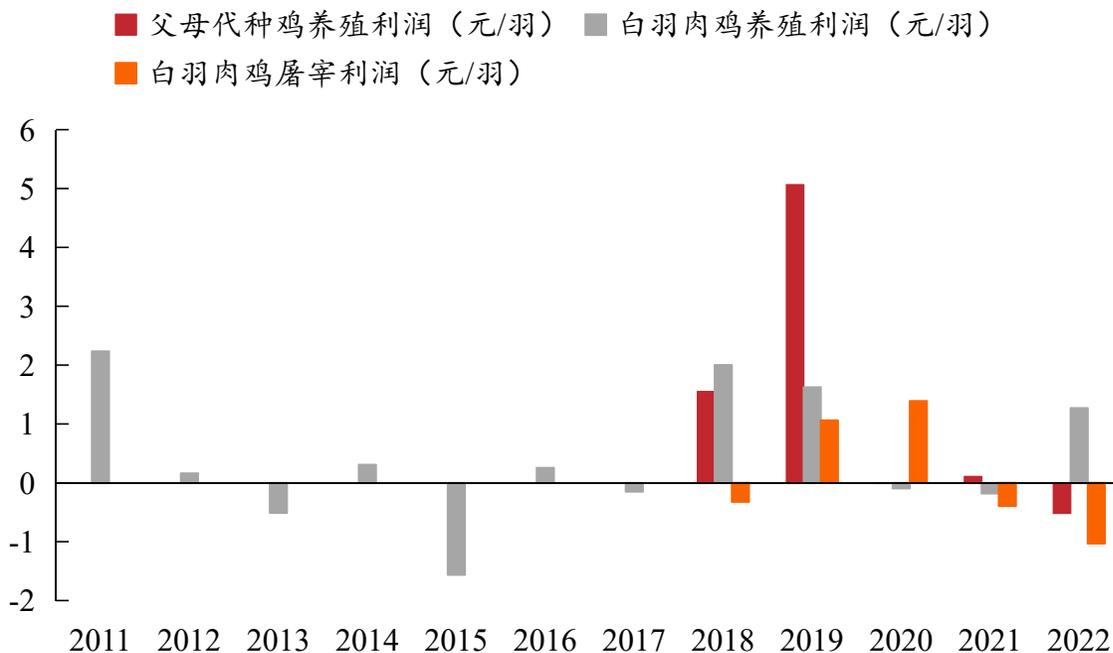
## 复盘：为何本轮白羽鸡周期存在产能去化，但周期却迟迟未兑现？

- **原因一：前期行业盈利丰厚，本轮周期持续震荡磨底近两年。**2018-2019年，上游父母代种鸡养殖利润分别为1.55元/羽和5.06元/羽，中游白羽肉鸡养殖利润分别为2元/羽和1.62元/羽，养殖盈利均较为可观。养殖端连续两年的全面盈利使得养殖户积累了充沛的现金流，养殖户去产能积极性有所下降，行业出现产能去化不彻底的现象，因此周期磨底时间拉长。
- **原因二：2020年行业低迷强制换羽量加大，造成短期供给增加。**行业内存在强制换羽、延后淘汰等多种方式调节产能，而强制换羽后祖代产能可增长20%-30%。2020年由于新冠疫情暴发，航班受限导致海外引种数量下降，行业内祖代强制换羽数量增多至18.75万套（同比+105.59%），一定程度上造成供给增加从而延后了行情的启动。强制换羽对应5个月后的商品代肉鸡增量，因此2020年强制换羽造成市场供给增加的效应于2021年中旬前消失。

图表58：2020年祖代强制换羽数量较多



图表59：2018-2019年白羽肉鸡产业链出现超高利润



资料来源：Wind、中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

## 2.3 长期：需求扩容未来可期，鸡价中枢有望上移

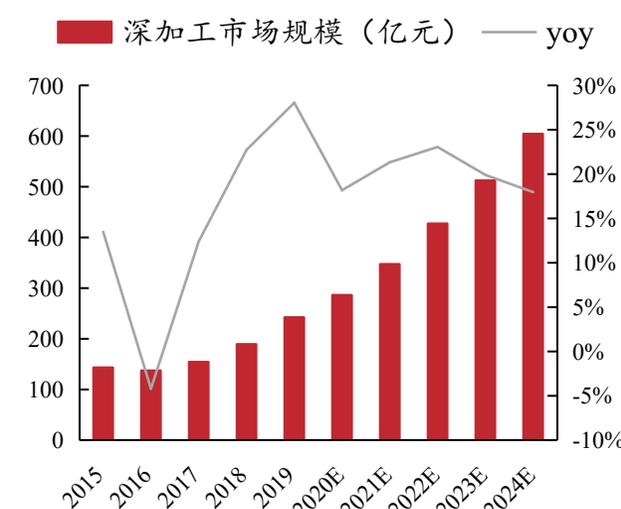
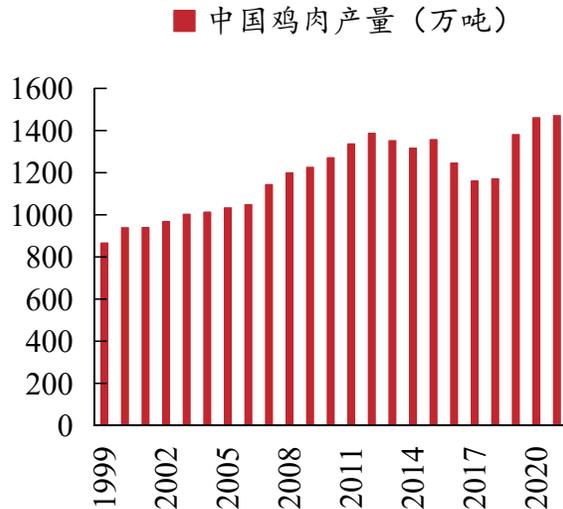
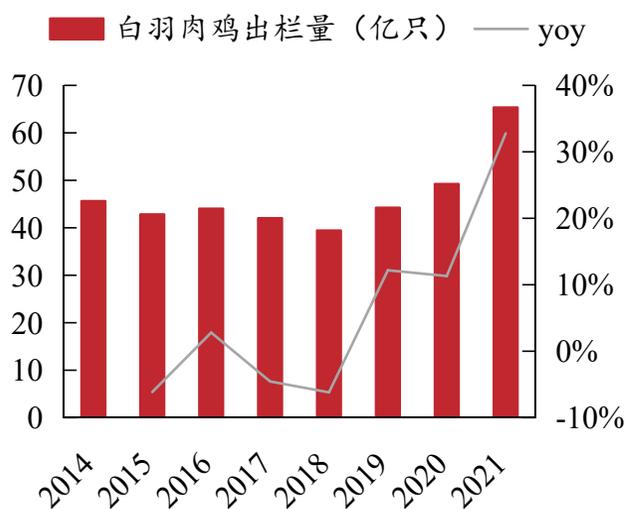
- **供给端：供给规模有望呈增长趋势。**目前，中国已成为世界第二大鸡肉生产国、亚洲第一鸡肉生产国，鸡肉产量2021年为1470万吨，同比+0.68%。根据圣农发展年报资料，白羽鸡肉产量在我国鸡肉产量中占比超50%。2021年全国白羽肉鸡出栏量为65.32亿只，同比+32.76%，预计未来白羽肉鸡供给有望呈增长趋势。
- **需求端：连锁餐饮规模扩张+即食食品受青睐，白羽肉鸡消费需求空间广阔。**1) **B端：连锁餐饮快速扩张带动白羽鸡消费需求持续增长。**2020年我国连锁快餐服务营业收入为1102.29亿元，2003-2020年营收CAGR为13.41%；2020年快餐服务门店总数达到20504家，2003-2020年门店数量CAGR为13.80%。连锁餐饮规模持续扩大提振了标准化食材需求，而白羽肉鸡生长速度快、料肉比低，适合工业化规模养殖，其消费需求随之提高。2) **C端：新时代、新诉求，深加工市场带动白鸡需求扩容。**随着年轻一代步入厨房，生活节奏加快，便捷烹饪的即食产品越来越受消费者欢迎；叠加禽流感的全球暴发打击了国内活禽市场的整体需求，更多消费者转向深加工白羽鸡肉制品。根据Frost & Sullivan预测，2019-2024年中国深加工鸡肉制品市场规模将以近20.1%的CAGR增长。中国深加工鸡肉制品仅占全国鸡肉消费总额的约14%，远远低于发达国家40-70%的平均水平，中国的深加工鸡肉市场具有巨大的发展潜力，也将进一步带动白羽肉鸡需求扩容。
- **考虑到白羽鸡肉供给有望呈增长趋势，同时鸡肉需求有望迎来高增长并消化上游供给增加，叠加白羽鸡养殖成本的不断提高，我们预计长期来看，未来鸡价中枢有望上行。**

图表60：白鸡出栏量变化情况

图表61：中国鸡肉产量变化情况

图表62：中国白羽鸡肉深加工市场规模快速扩张

图表63：白羽肉鸡饲料成本持续增长





EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.



**本轮周期与以往有何不同?**

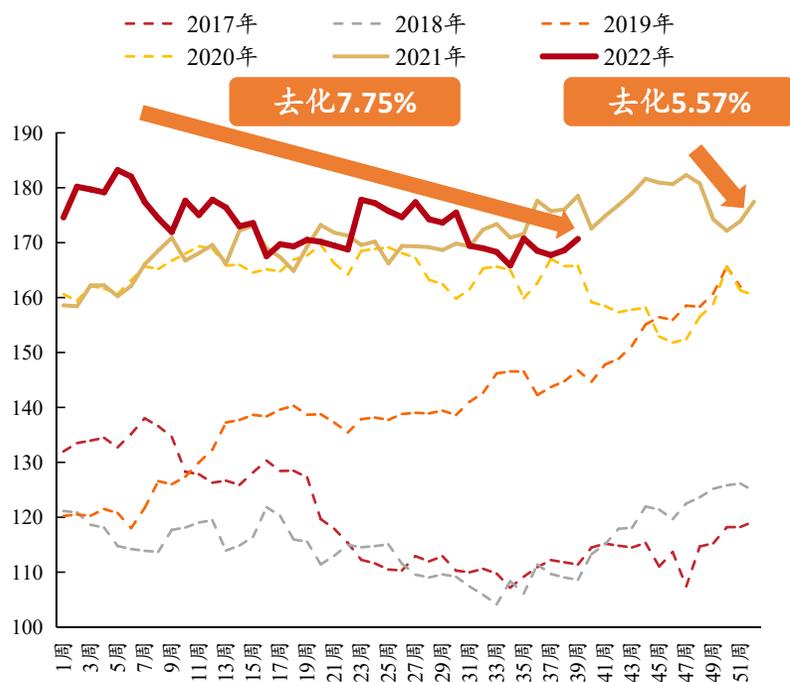


## 3.1 周期底部持续时间更长

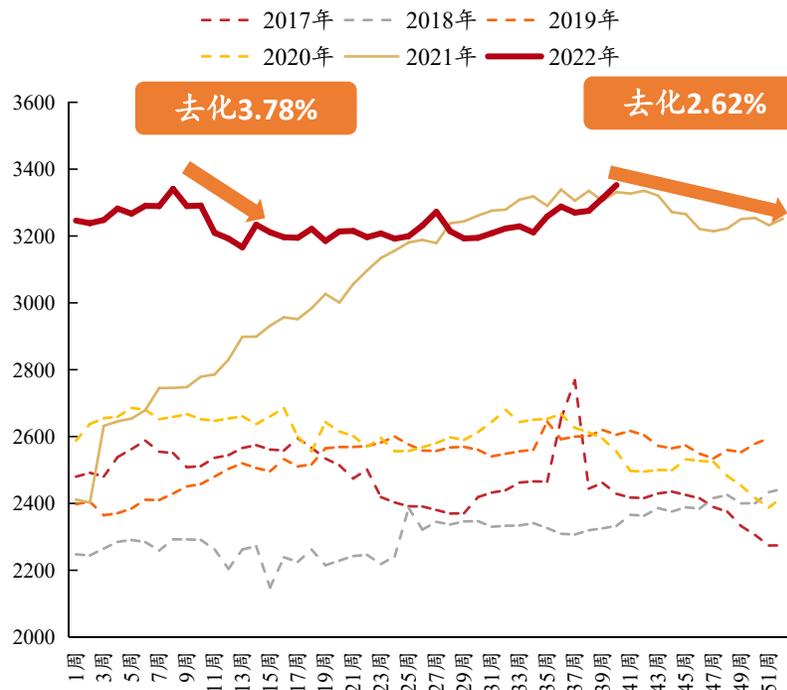
### 3.1.1 产能端：祖代产能震荡去化近8%

- 白鸡行情低迷持续时间更长，行业产能震荡去化近8%。2020年新冠疫情暴发后至今，行业已持续低迷22个月，低迷时间超过以往周期。根据协会数据：**a. 祖代存栏**：祖代种鸡存栏自2021年11月底即开始呈下降趋势，震荡去化至2022年9月，其中2021年11月至12月下月下滑5.57%。截至2022年第41周，祖代种鸡存栏为169.02 万套，较年内高点累计去化7.75%。**b. 父母代鸡苗**：对应祖代产能去化，父母代鸡苗销量自2021年10月起波动下降，其中2021年10月至2022年2月中旬累计下降69.47%，2022年2月底至4月累计下降45.78%，截至2022年第41周，父母代鸡苗销量为139.74 万套，较年内高点下降9.40%。**c. 父母代存栏**：2021年10月至12月父母代种鸡存栏下滑2.62%，2022年2月到4月下月下滑3.78%。截至2022年第41周，父母代种鸡存栏为3423.74 万套，较年初回升5.41%。
- 考虑到协会数据样本点中大型养殖场占比较高，行业产能实际去化幅度或高于官方统计。

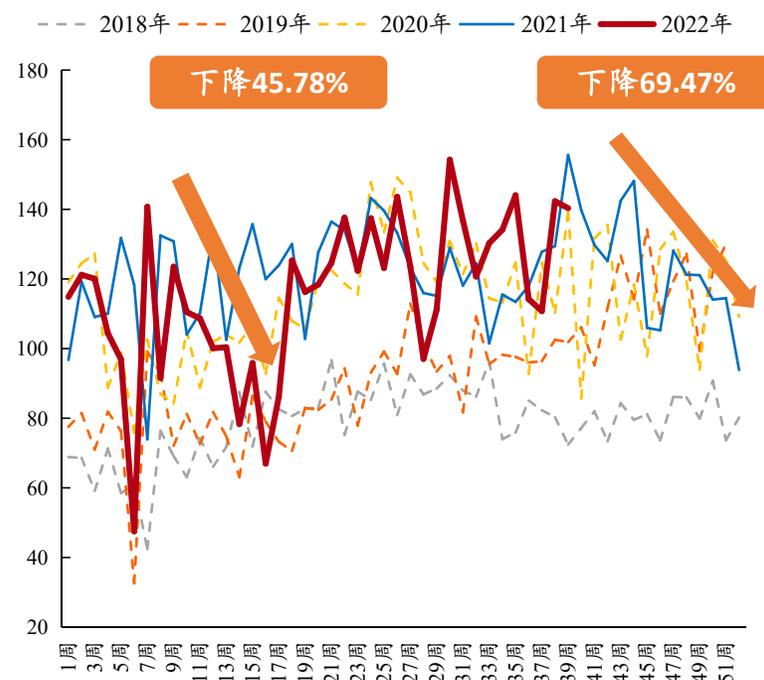
图表64：祖代种鸡总存栏量（万套）



图表65：部分父母代种鸡总存栏量（万套）



图表66：父母代鸡苗销量（万套）

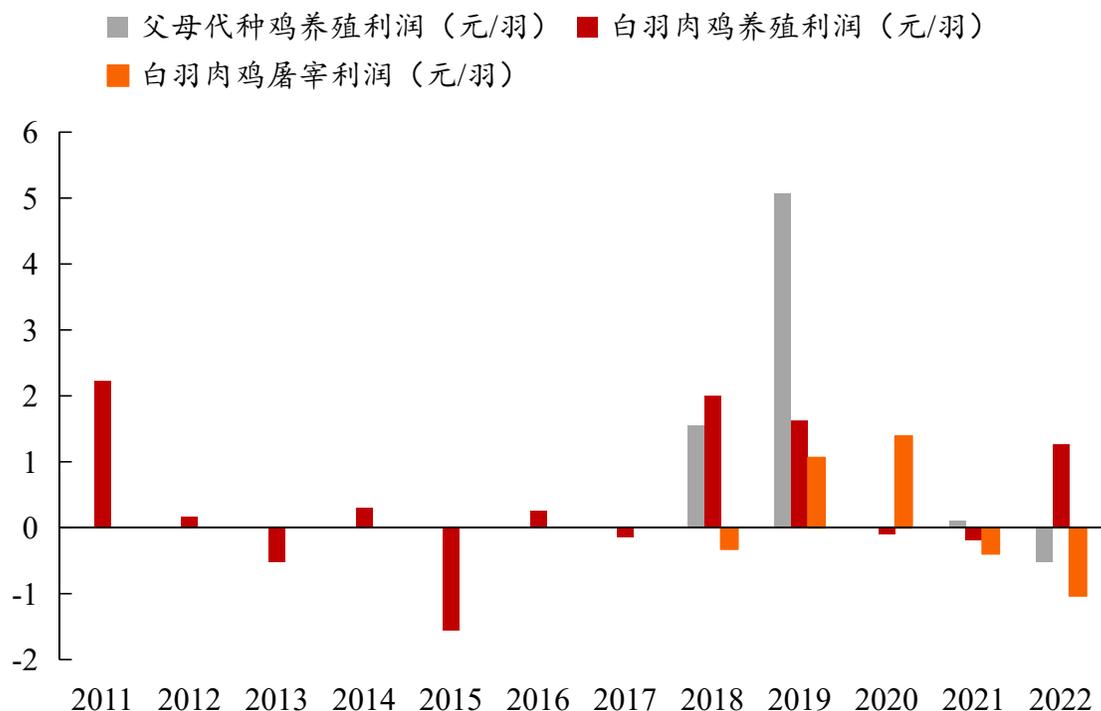


## 3.1 周期底部持续时间更长

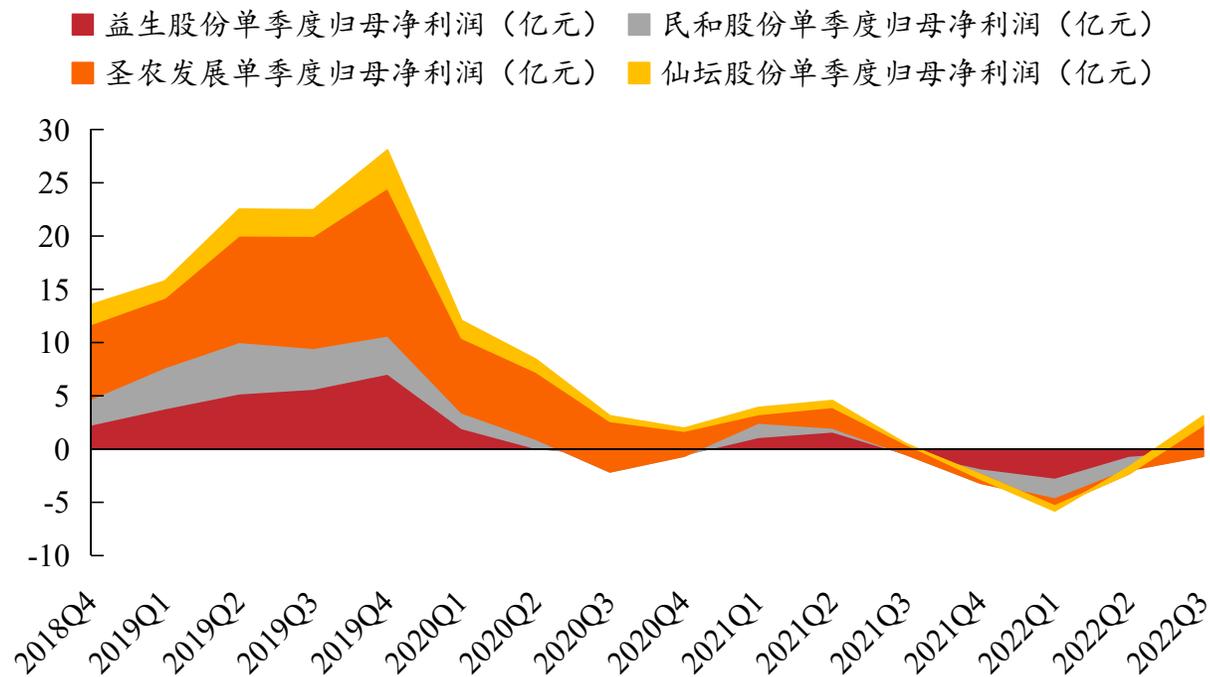
### 3.1.2 行业经历长时间亏损，产业各端经营承压

- 行业经历近2年时间亏损，种鸡端、养殖端、屠宰端利润水平连续承压。2020年受新冠疫情以及产能过剩影响，鸡价大幅下跌，行情低迷已持续近2年。父母代养殖2020年整体盈亏平衡，2021年小幅盈利0.11元/羽，2022年1-10月亏损1.03元/羽。白羽肉鸡养殖2020-2021年利润水平持续承压，2020年亏损0.10元/羽，2021年亏损加深至0.18元/羽。屠宰端2021-2022年深度亏损，2021年亏损0.39元/羽，2022年1-10月亏损扩大至1.03元/羽。
- 上市企业普遍陷入亏损状态，产业链上游企业亏损一年有余，益生股份和民和股份2020年下半年经历过持续亏损后，于2021年三季度再次陷入亏损状态，2021Q3单季度归母净利润分别为-0.47亿元和-0.04亿元，环比分别下降128.83%和110.40%。益生和民和单季度净利润亏损由2021Q3持续至2022Q3，已连续亏损1年左右。圣农发展和仙坛股份单季净利润分别于2022Q1-2022Q2以及2021Q4-2022Q1处于亏损状态。

图表67：2020年以来行业整体利润水平较低



图表68：近3年1-9月白鸡产业链各端利润情况 (元/羽)

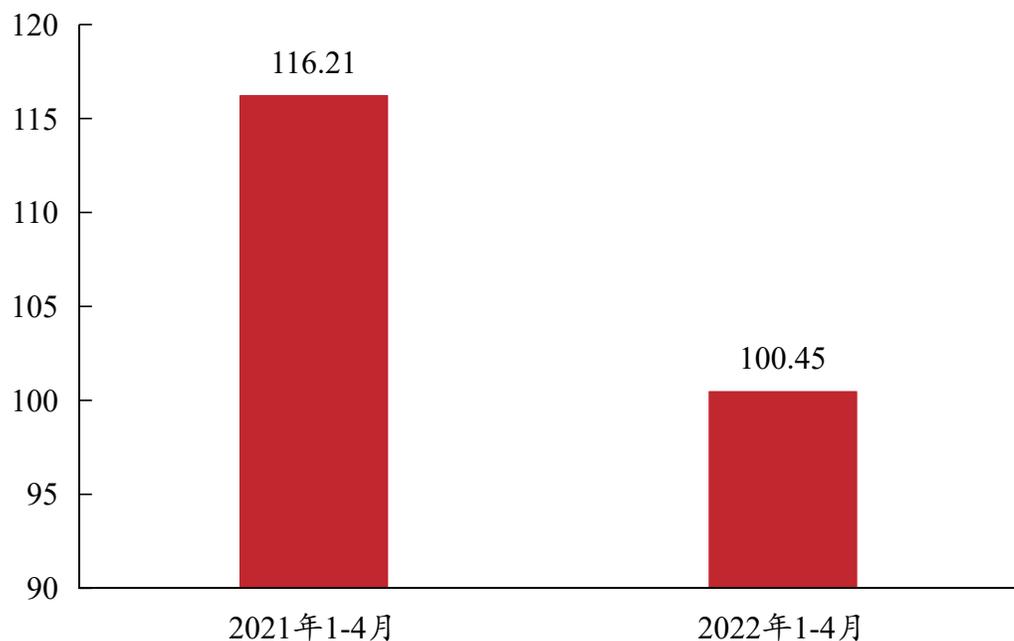


## 3.1 周期底部持续时间更长

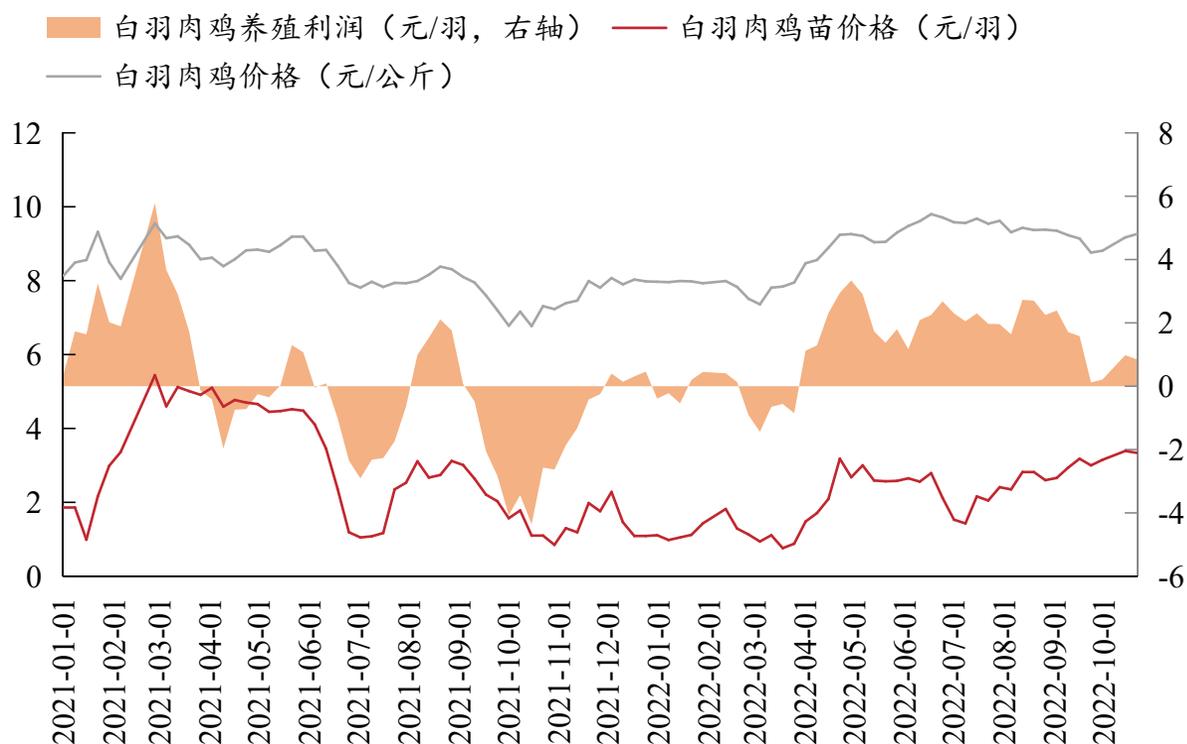
### 3.1.2 近期鸡苗价格触底反弹，前期去化效果兑现

- **鸡苗价格触底反弹，前期去化效果兑现。**由于前期引种量较大导致行业总体供给过剩，商品代鸡苗价格整体低迷（2022年1-9月白羽肉鸡苗销售均价为2.16元/羽，同比-28.77%）。今年1-4月父母代鸡苗周均销量同比下降13.56%，传导至7-10月商品代鸡苗减量，叠加商品代养殖持续盈利。养殖户补栏意愿增强，三季度商品代鸡苗价格持续上行，2022年10月21日已涨至3.34元/羽（同比+203.64%）。
- **短期鸡苗价格或有支撑，长期有望高位震荡。**短期来看，四季度消费旺季有望提振商品鸡价格，养殖端有望维持盈利状态，进而对后期鸡苗需求形成一定支撑。长期来看，考虑到当前父母代种鸡质量不高，生产效率下降，商品代鸡苗供给有望下降，支撑商品代鸡苗价格维持高位。

图表69：父母代鸡苗销量周平均（万套）



图表70：2021-2022年商品代鸡苗和商品代鸡价格走势



## 3.2 种鸡质量较差，强制换羽能力受限

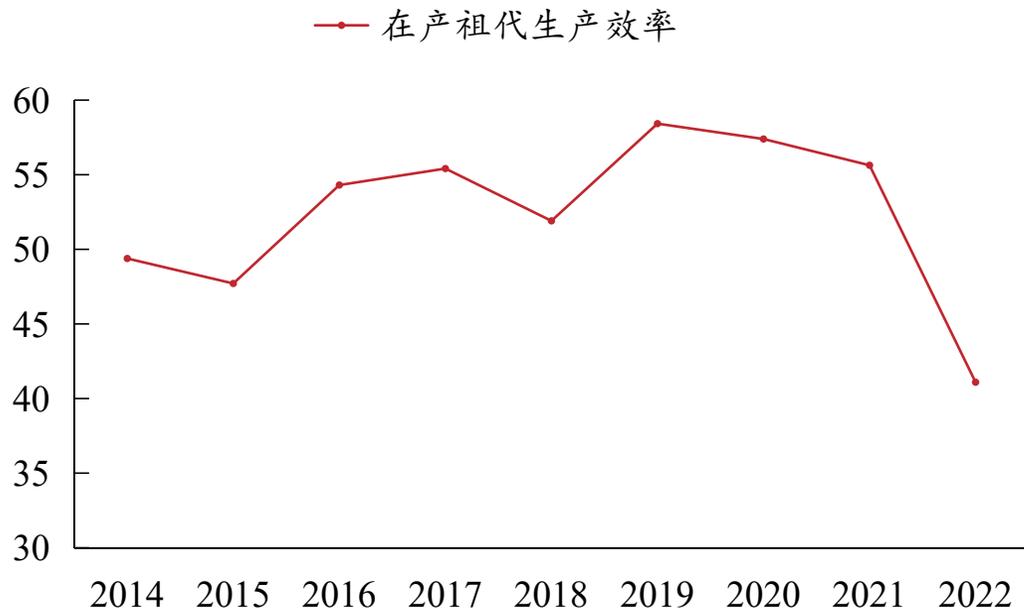
➤ 目前种鸡的质量不佳，实际供给或下降20%-30%。

(1) 受祖代种鸡携带疾病及上轮强制换羽等因素影响下，行业父母代种鸡质量不佳。a. 肝破裂、马利克、瘫腿等疾病存在。b. 鸡群因抗病和抗应激能力下降而出现死淘率高的问题。种鸡的质量问题将影响鸡群的生产性能，同时有质量问题的种鸡繁殖的商品代鸡苗也会面临养殖难度大的问题，这会一定程度限制鸡群的生产弹性，减少市场供给。

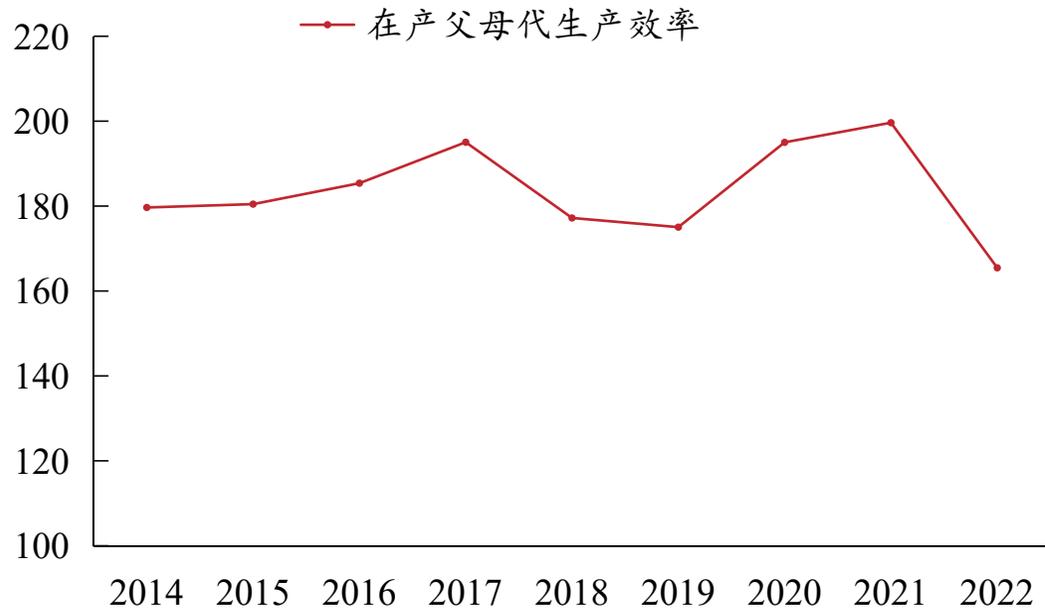
(2) 行业目前存在的父母代种鸡质量问题造成生产效率下降20%-30%。根据协会数据计算种鸡实际利用率，可以看到2019年以来在产祖代种鸡产能利用率持续下降，在产父母代种鸡产能利用率2020-2021年有所下行。因此即使数据显示目前白鸡祖代及父母代产能处于历史高位，行业实际供给能力或有一定程度的下降。

(3) 大幅换羽能力受限，人为调节产能空间缩窄。在我们对以往周期的复盘，2016-2017年种鸡质量较好，养户对种鸡大幅换羽，使得在产父母代存栏持续增加，市场供给增加，从而缩短鸡价上行时间区间。目前种鸡质量问题影响下，仅有部分品种适合换羽，鸡群不具备以往年份大幅换羽的能力，人为调节产能空间缩窄，进一步缩减供给。

图表71：白羽肉鸡在产祖代种鸡生产效率（2022为2022年1-41周）



图表72：白羽肉鸡父母代种鸡实际利用率2022为2022年1-41周）



### 3.3 种源去化，供给缺口短期无法弥补

➤ 海外禽流感形势严峻，国际供种不确定性强，行业未来高景气持续可期。

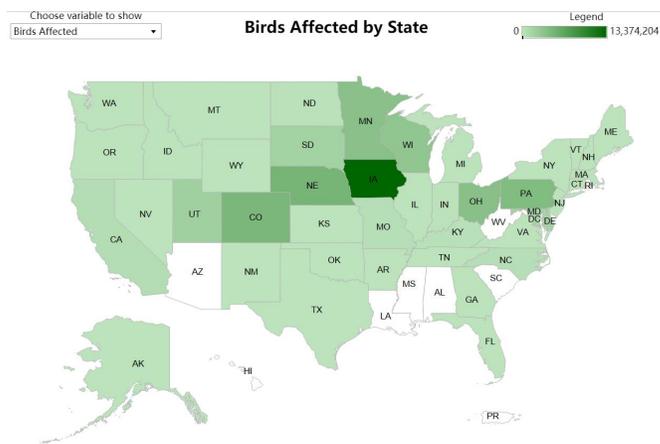
(1) 美国禽流感疫情恶化，美国供种不确定性加强。美国是我国祖代白羽肉鸡的主要引种国，2022年3月美国暴发自2015年以来最严重的禽流感疫情，5月-7月我国未从美国进口祖代白羽肉鸡。8-9月我国从美国引进少量祖代鸡（8月北京大风引种1.35万套，9月江苏京海引种1.35万套），共引种2.7万套，但仍远低于行业需求。综合考虑引种及自繁，9月我国白羽鸡祖代更新量为12.4万套，同比减少33.80%；2022年1-9月我国白羽鸡祖代更新量累计为68.6万套，同比下滑22.05%。近期美国又现禽流感疫情，9月15日，美国农业部证实田纳西州（安伟捷次供种州）暴发高致病性禽流感。目前美国安伟捷对我国下一次供种仍未确定。在当前中美关系、禽流感以及新冠疫情形势下，美国供种仍有较强的不确定性。根据涌益资讯，2022年全年白羽鸡祖代更新量预计为80-85万套，为2017年以来的新低。

(2) 2021年3月新西兰安伟捷引种暂停，至今仍未恢复。2021年3月底新西兰安伟捷引种的祖代种鸡检测出种源鸡病问题，我国暂停新西兰安伟捷（AA+，罗斯）的引种，至今仍未恢复，目前从新西兰引进的品种仅为科宝。

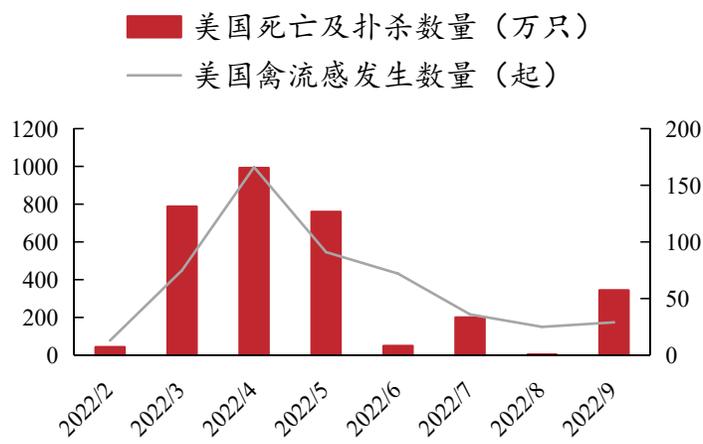
(3) 欧洲禽流感暴发，国内祖代鸡供种空间进一步缩窄。欧洲食品安全局等机构于10月3日发布的数据显示，2022年6-8月在家禽中共爆发了2467起高致病性禽流感疫情，扑杀了4800万只家禽，是欧洲有史以来最大规模的禽流感疫情。欧洲禽流感疫情的暴发关闭了我国从欧洲引种的通道，全球祖代鸡紧缺进一步加剧。

(4) 国产品种配套设施仍需完善，推广需要时间。目前我国拥有三个自主研发的白羽肉鸡品种，分别是圣泽901、广明2号以及沃德188，圣泽901今年已实现对外销售，是我国自有种源种商业化进程最快、规模最大的。然而，三大品种的配套设施均需完善，同时市场推广需要大量的养殖成绩、技术经验作为支撑，因此国产品种放量仍需时日，目前仍无法弥补海外引种的缺口。

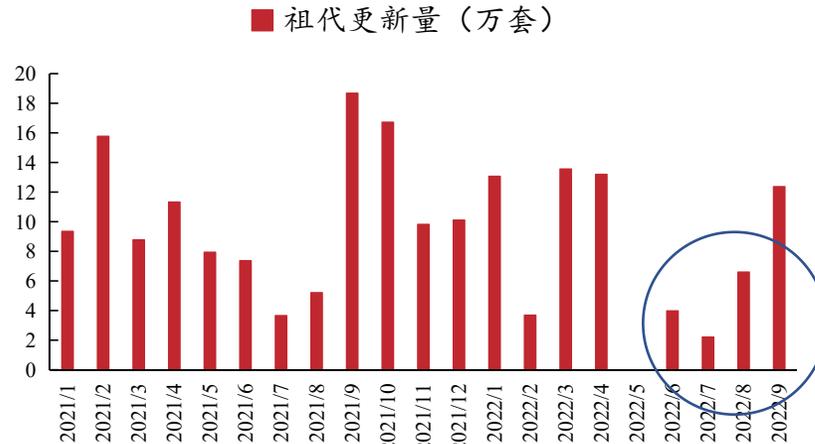
图表73：美国禽流感已蔓延至42个州（截至10.27）



图表74：2022年美国禽流感发生情况



图表75：2022年1-9月祖代引种量同比大幅下滑



资料来源：海关总署、博亚和讯，东亚前海证券研究所

### 3.4 总结及价格判断：行情拐点有望在2023年中旬左右到来，景气有望持续至2024年

- 总结：本轮周期已磨底近2年，行业经历长时间亏损，产业各端经营承压，祖代产能震荡去化近8%。同时行业目前种鸡质量不佳，造成生产效率下降20%-30%，行业实际供给能力有较大幅度的下滑。此外种鸡质量问题限制了鸡群强制换羽能力，进一步缩减人为调节产能空间。2022年海外禽流感疫情肆虐导致我国祖代鸡引种受阻，近期欧美禽流感疫情恶化使得海外引种不确定性加剧，而国产品种市场推广仍需时日。多重因素作用下，祖代产能收缩或加剧，驱动周期拐点加速到来。
- 未来引种假设：截至2022年9月，我国白羽鸡祖代更新量累计为68.6万套，预测2022年祖代更新量全年为80-85万套。
- 2022Q4行情预计向上。供给端：（1）年初父母代鸡苗下降对应四季度肉鸡供给偏紧：2021年10月-2022年4月父母代鸡苗销量整体开始持续下滑。2022年1-4月，父母代鸡苗销量周平均量为100.45万套，同比下降13.56%。考虑到种鸡生产上高峰的时间，父母代鸡苗到肉鸡出栏需要9个月左右时间，因此年初父母代鸡苗销量下降预计导致四季度肉鸡供给偏紧。（2）四季度养殖效率下降，供给进一步减量：10月后昼夜温差变大，在种源质量不佳的情况下，养殖效率下降导致肉鸡体重减量，进一步缩减供给。需求端：四季度消费旺季拉动鸡肉需求。四季度元旦、春节经销商备货拉动鸡肉需求增长。因此供紧需宽态势下，今年四季度白鸡行情有望上行。
- 本轮周期拐点有望在2023年中旬到来，未来鸡价高景气有望贯穿2024年全年。本轮周期受到引种受限被动去化、生产效率下降、行业长期磨底等多因素影响，预计拐点于2023年中旬到来，鸡价涨幅高，同时延续时间长。

（1）被动去化推导：由于海外禽流感导致从2022年4月起连续引种受阻，预计2022年内祖代更新量为85万套（2022年祖代更新量预测区间上限），假设扩繁系数为1:65（较高水平），根据白羽肉鸡生产周期，2022年的祖代更新量对应2023年父母代种鸡销量5525万套（ $5525=85*65$ ），对应2024年商品代肉鸡出栏。与2021年6360万套父母代种鸡销量相比，2023年的父母代种鸡销量预计下滑13.12%，因此2024年白羽肉鸡供给预计出现显著收缩，驱动鸡价行情上行。

（2）主动去化推导：2023年，春节后需求往往低迷，若2-3月养殖户产能集中去化，对应Q3供给减量，同时因前期换羽等因素生产效率下降20-30%，行情拐点有望提前，在2023年中旬左右前到来。



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

PART 05

4

如何看待“国鸡崛起”未来趋势？



## 4.1 “国产芯”性能是否达国际水平？三大品种指标表现优异，性能达国际先进水平

- 三大国产品种打破国际种源垄断，部分指标达到或超过国际水平。2021年12月3日，国家畜禽遗传资源委员会审定通过“圣泽901”“广明2号”“沃德188”3个快大型白羽肉鸡品种，标志着我国拥有自主培育的白羽肉鸡品种，打破了种源方面的国际垄断。此外，国产三大品种生产指标表现优异，部分指标达到或超过国际水平。

图表76：广明2号、圣泽901以及沃德188培育公司及相关指标对比

指标	圣泽901	广明2号	沃德188	AA+/罗斯308	科宝500
培育公司	福建圣泽生物科技发展有限公司、东北农业大学和福建圣农发展股份有限公司	中国农业科学院北京畜牧兽医研究所和广东佛山市新广农牧有限公司	北京市华都峪口禽业有限责任公司、中国农业大学和思玛特（北京）食品有限公司	美国安伟捷育种公司	美国科宝公司
0-24周存活率（%）	96	97	98	95-96	96
25-65周存活率（%）	/	92	97	/	/
产蛋期（25-65周）死淘率（%）	8	/	/	/	/
父母代生产性能					
高峰产蛋率（%）	85	84	/	/	/
种蛋合格率（%）	95-97	/	/	/	/
65周种蛋合格率（%）	/	95	/	/	/
65周入舍母鸡累计产健雏数（只/只）	152	/	146	151	150
65周入舍母鸡累计产合格蛋数（枚/只）	180	187	182	178	177
商品代生产性能					
出栏体重(g)	公鸡 2900-3230 母鸡 2500-2700	公鸡 2980 母鸡 2680	公鸡 3300 母鸡 2800	/	/
料重比	/	1.45-1.58	1.49-1.61	/	/
饲料转化效率	1.59-1.63	/	/	1.52	1.57
成活率%	97	96-97	95.5	96.5	98.5
				98.5	97.2
					97.1

资料来源：农业农村部、中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

## 4.2 推广进程及政策扶持：政策东风起，国产白鸡有望加速推广

- 农业农村部就加快自主培育白羽肉鸡品种推广应用作出部署，2030年白鸡国产新品种市占率有望超50%。2022年8月26日，农业农村部印发《关于加快自主培育白羽肉鸡品种推广应用工作的通知》，提出五大措施加快“圣泽901”“广明2号”“沃德188”等3个新品种的推广应用，引导资源、技术、人才、资本等要素向优势企业集聚。力争到2030年，白羽肉鸡新品种在国内市场占有率超过50%。
- 2022年我国自研品种加速推进。2022年1-7月圣泽/广明/沃德已实际推广12/10/5万套祖代雏鸡、326/22/10万套父母代雏鸡以及3.59亿/51万/50万只商品代雏鸡，可以看出圣泽901实际推广速度更快。三大品种实际推广占2022年1-7月祖代存栏量周均值（174.76万套）15.45%，占1-7月父母代鸡苗累计销量（4831.60万套）7.41%，占1-7月商品代鸡苗累计销量（31.38亿只）11.46%。

图表77：广明2号、圣泽901以及沃德188应用情况

指标	品种	祖代鸡苗（万套）	父母代鸡苗（万套）	商品代鸡苗（万只）
已建产能	圣泽901	130	1750	73612
	广明2号	20	100	100
	沃德188	20	300	500
2022年推广计划	圣泽901	23	750	57750
	广明2号	10	80	100
	沃德188	5	100	200
2022年实际推广（1-7月）	圣泽901	12（全部自用），52.20%	326（自用264+外销62），43.50%	35879（自用34461+外销1418），62.10%
	广明2号	10（全部自用），100%	22（自用4+外销18），27.50%	51（自用6+外销45），51%
	沃德188	5（全部自用），100%	10（全部自用），10%	50（自用30+外销20），25%
当前产能利用率	圣泽901	9.20%	18.70%	48.70%
	广明2号	50%	22%	51%
	沃德188	25%	3.30%	10%

## 4.3 2025年格局预测：“圣泽901”有望在父母代市场中占比领先

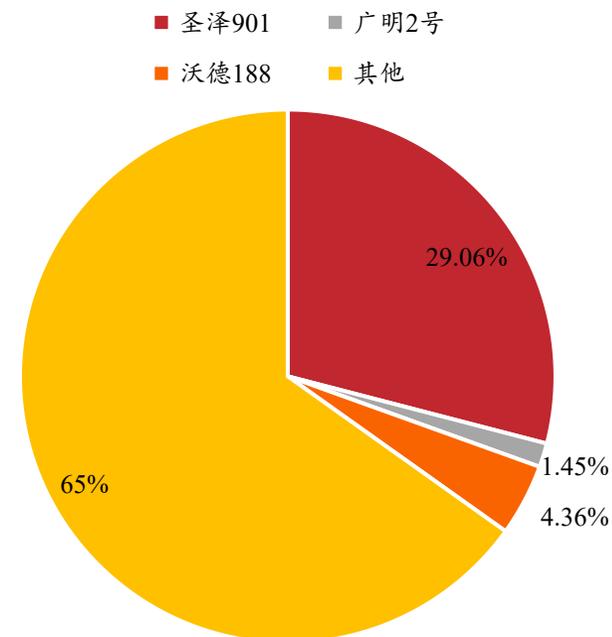
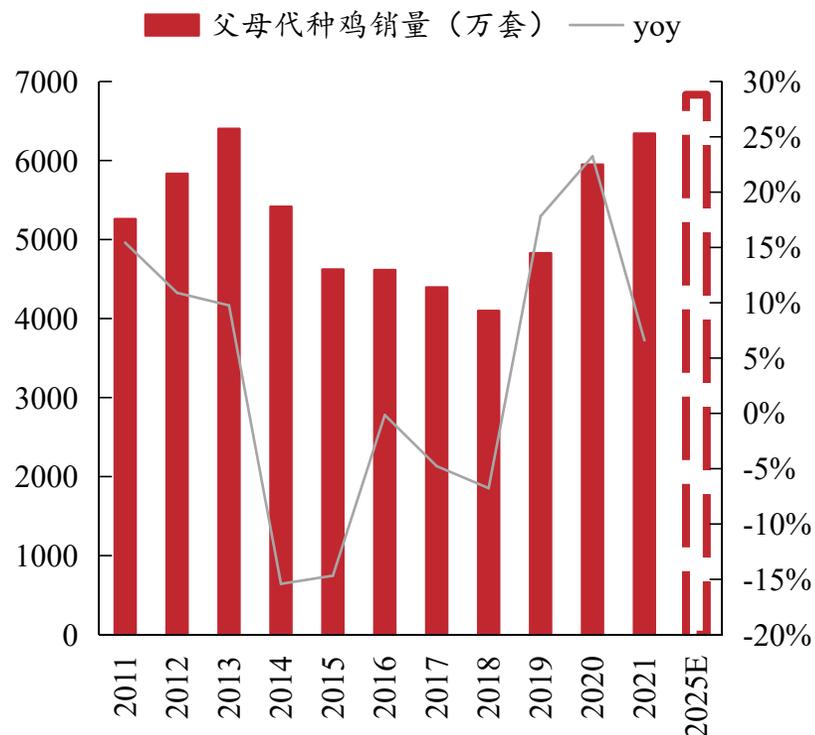
- **假设1:** 2021到2025年我国白羽肉鸡父母代种鸡销量以1.89%的CAGR增长，预计2025年我国父母代种鸡销量为6833万套。（2021年我国白羽肉鸡父母代种鸡销量为5340万套，2011-2021年父母代存栏量CAGR为1.89%）
- **假设2:** 2025年圣泽901父母代实际推广：2000万套；广明2号父母代实际推广：100万套；沃德188父母代实际推广：300万套。
- 根据以上假设，2025年圣泽901、广明2号、沃德188市占率预计分别达29%、1.5%和4.4%，合计35%。
- 考虑到圣泽901拥有接近6亿羽的养殖成绩作支撑，叠加配套设施愈加完善以及技术经验逐渐丰富，圣泽901未来有望在父母代市场中占比领先。

图表78：三大国产品种产能规划

图表79：我国白羽肉鸡父母代存栏整体增长

图表80：2025E白羽肉鸡父母代市场格局

品种	产能目标/规划
圣泽901	2022年底，江西圣泽将建成年生产750万套“圣泽901”父母代种苗的祖代场与之配套的孵化场；建成后圣泽公司将具备年生产1750万套“圣泽901”父母代种鸡的供种能力。2025年父母代种鸡市占率预计达40%。
广明2号	2022年3月动工建设新广高明白羽肉鸡育种扩繁基地，第一期的孵化场、饲料厂和祖代场已经动工，2023年可以投入生产，全部完工后每年可向市场提供40-50万套祖代和1200万套父母代。2023年父母代产能400万套左右；未来3-5年广明系列市占率预计达10-25%。
沃德188	在现有核心育种场、祖代场、肉种鸡产业园的基础上，新建肉鸡核心育种场、性能测定场、屠宰基地、肉种鸡产业园以及家禽种业核心研发区、全部完工后预计每年可向市场提供60万套祖代和2400万套父母代。





EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

PART 05

5

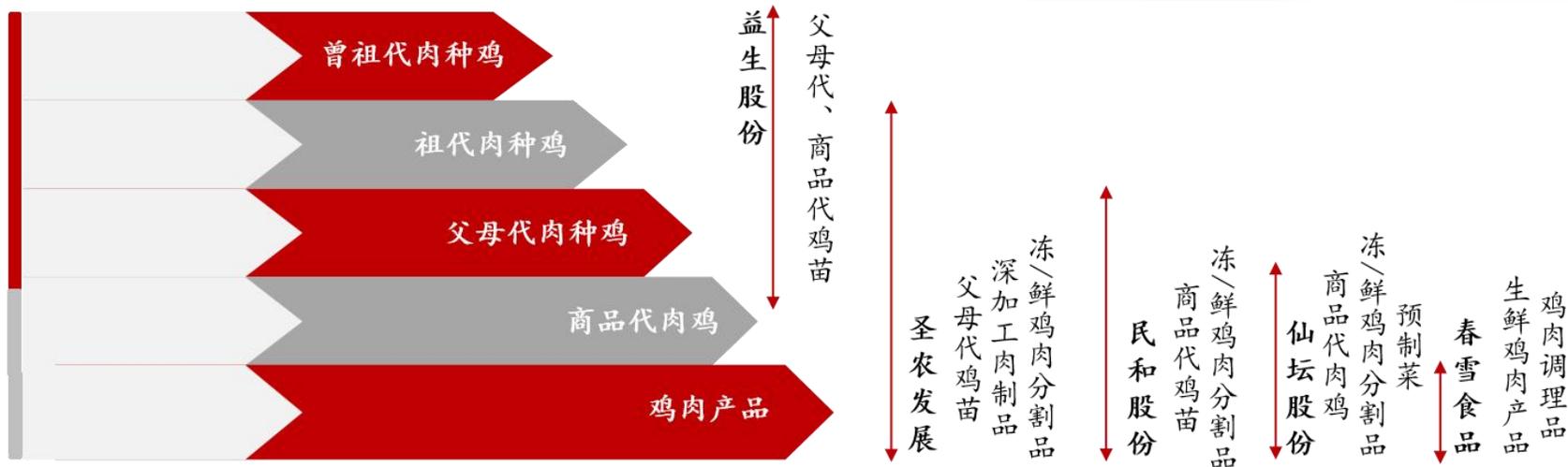
**产业链企业主营业务分化，建议按照周期进程布局**



## 5.1 行业内公司处于产业链不同位置，主营业务分化

- 白羽肉鸡行业上市公司处于产业链不同位置，依次为益生股份（上游）、民和股份（中上游）、仙坛股份（中下游）、春雪食品（下游）、圣农发展（闭环全产业链）等。其中益生股份主营父母代鸡苗和商品代鸡苗，民和股份主营商品代鸡苗，处于产业链前端。仙坛股份和春雪食品主营鸡肉产品生产销售，处于产业链后端；圣农发展则通过上游成功选育自研种源、中游加大养殖产能布局、下游发力食品加工业务，打通了产业链上下游，拥有闭环全产业链。

图表81：白羽肉鸡产业链企业分布



图表82：白羽肉鸡产业链企业产能情况

产能	
圣农发展	2021年公司白羽鸡养殖产能接近6亿羽，公司已建及在建食品深加工产能合计超过43.32万吨。2021年圣农实现鸡肉销量为105.33万吨，肉制品销量为24.9万吨。
益生股份	2021年实现父母代鸡苗外销1191.26万套；实现商品代鸡苗销量45743.63万羽。
民和股份	2021年商品代鸡苗产能超过3亿羽。2021年公司销售商品代鸡苗3.09亿羽，鸡肉产品6.93万吨。
仙坛股份	2021年实现鸡肉产品产量36.35万吨，预制菜产品产量0.97万吨。
春雪食品	2021年公司生产鸡肉调理品54,983吨，鸡肉生鲜品113,690吨。2022年度，公司鸡肉调理品现有设计产能72,400吨，在建产能40,000吨，鸡肉生鲜品现有设计产能120,000吨，在建产能120,000吨。

## 5.2 估值均处于历史低位，投资安全边际较高

➤ 截至10月27日，圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份和春雪食品PB值分别为2.81、3.63、3.31、1.91、1.84和2.57，均低于自上市以来PB历史数值的15%分位数，处于历史低位，安全边际凸显。

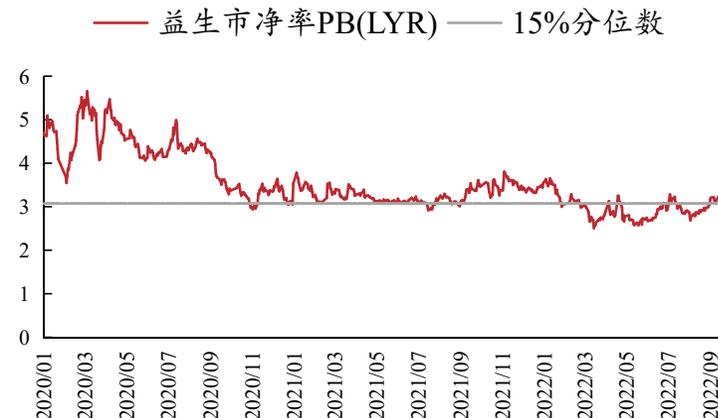
图表83：圣农发展估值处于低位



图表84：民和股份估值处于低位



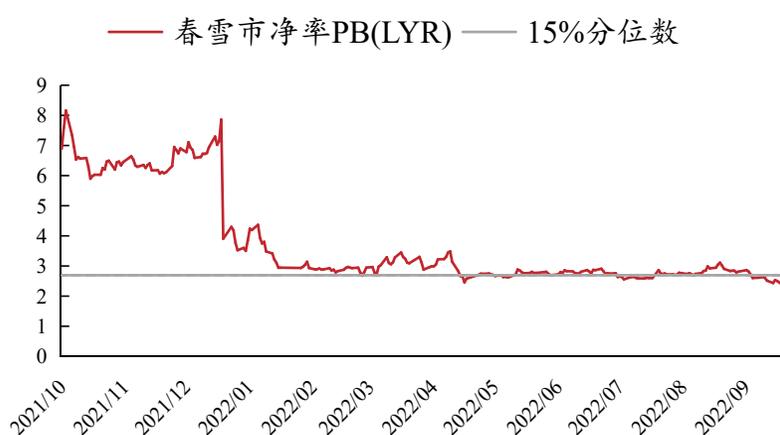
图表85：益生股份估值处于低位



图表86：仙坛股份估值处于低位



图表87：春雪食品估值处于低位



## 5.3 产业链上游企业股价弹性更大，产业链下游企业股价表现稳健

- 上游企业股价弹性大。父母代鸡苗和商品代鸡苗价格波动性均高于鸡产品，2015-2017年以及2017-2020年鸡周期中，益生股份股价受益于父母代鸡苗价格较大的波动性，股价涨幅最高达281.27%，民和股份受益于商品代鸡苗价格高波动性，2018-2019年鸡周期期间股价涨幅最高达229.33%。
- 下游、全产业链企业股价表现稳健。圣农发展实现闭环全产业链，仙坛股份处于产业链中后端位置，二者周期内股价表现较为稳健，2018-2019年鸡周期中，圣农和仙坛股价最高涨幅分别为99.40%和119.27%。

图表88：各轮鸡周期股价涨幅

2015-2017年鸡周期						2017-2020年鸡周期						
股价启动时点	股价高点时点	持续时长(月数)	期间股价低点(元)	期间股价高点(元)	期间最高涨幅	股价启动时点	股价高点时点	持续时长(月数)	期间股价低点(元)	期间股价高点(元)	期间最高涨幅	
益生股份	2015/9/25	2016/8/5	10	18.00	52.55	191.94%	2018/10/19	2019/3/15	4	12.92	42.55	229.33%
民和股份	2015/8/28	2016/7/8	10	10.38	33.21	219.94%	2018/10/19	2019/10/25	12	10.36	39.50	281.27%
圣农发展	2015/9/18	2016/8/5	10	15.65	30.92	97.57%	2018/10/19	2019/10/25	12	14.95	29.81	99.40%
仙坛股份	2015/8/28	2016/11/25	14	24.81	66.99	170.01%	2018/10/19	2019/5/24	7	12.87	28.22	119.27%

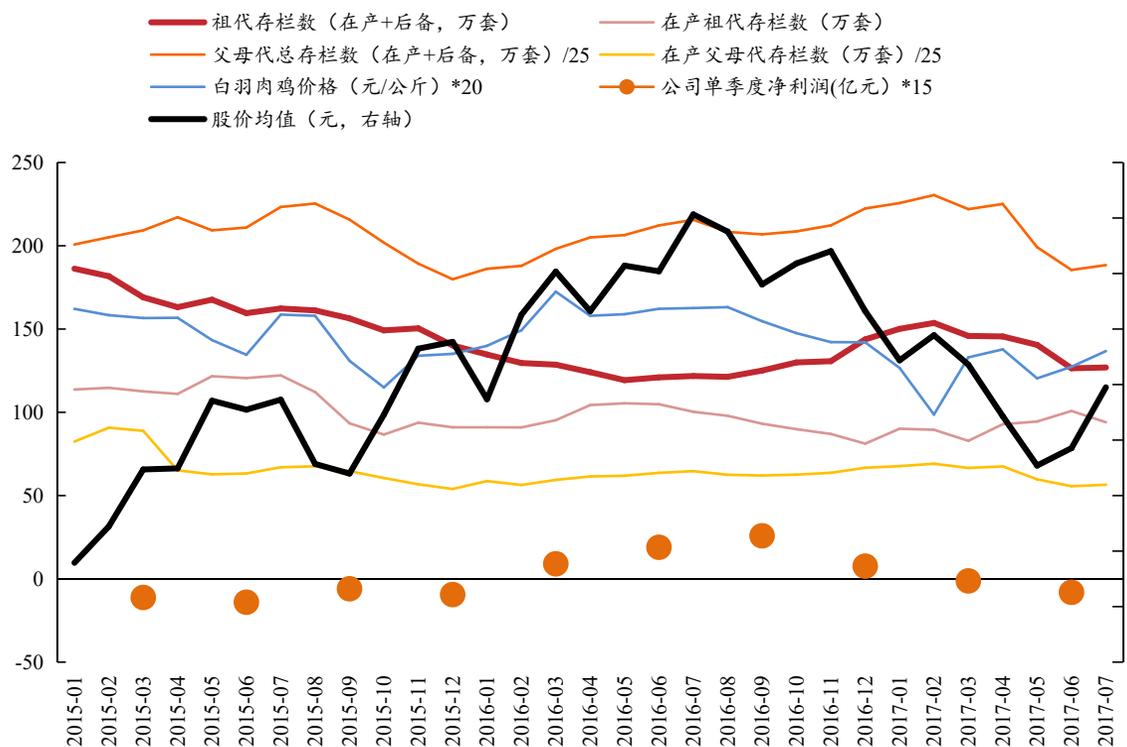
图表89：鸡苗价格波动性大



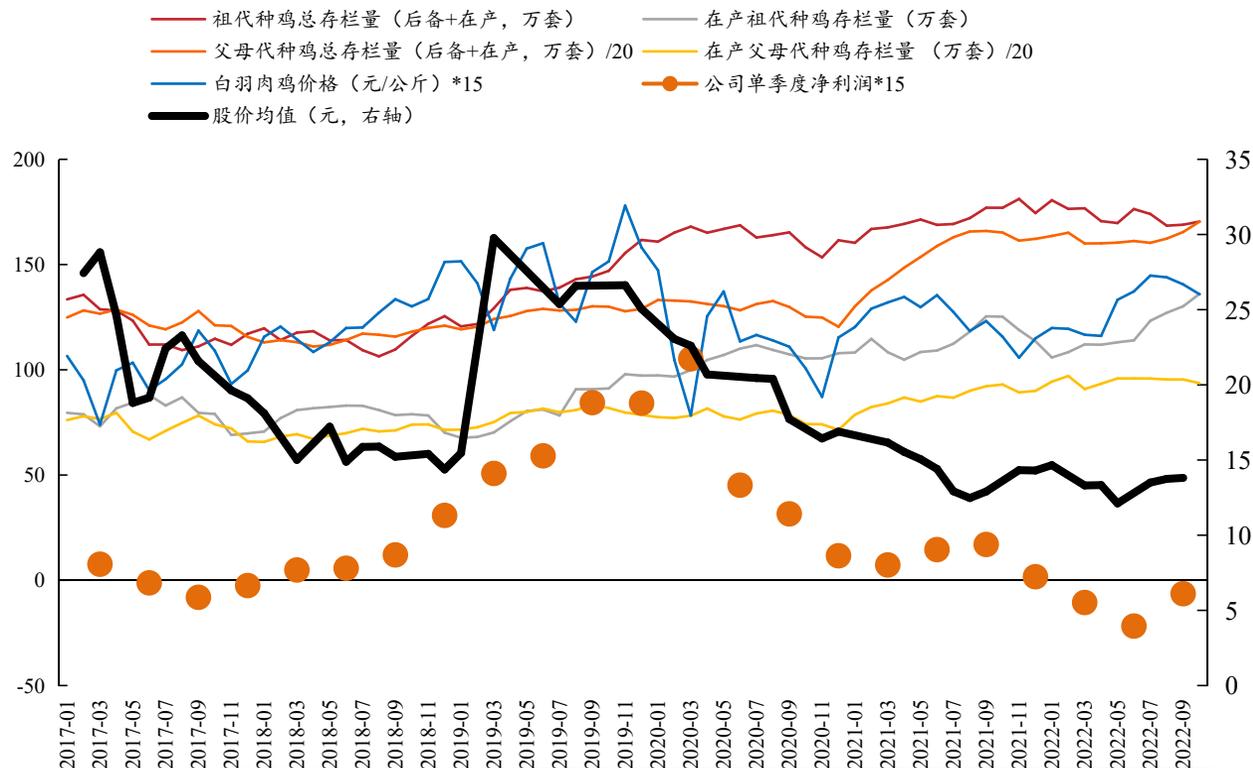
## 5.4 产能去化、外部事件催化、盈利改善等因素催化股价上涨

- 2015-2017年周期催化此轮股价持续上涨且高点晚于鸡价高点出现的主要因素为：产能去化确定性的不断加强。2015年1月我国对美国封关，随后转向法国引种；2015年11月法国相继暴发禽流感，2015年12月我国对法国封关；2016年2-3月美法禽流感疫情再现，导致2016年上半年复关无望。海外禽流感疫情肆虐导致祖代引种持续断档为驱动此轮股价持续上涨的核心因素。股价上涨期间：2015年7月至10月在产祖代存栏量月均值由122.17万套降至86.64万套，降幅达29.08%；2015年8月至12月，在产父母代存栏量月均值由67.61万套降至53.97万套，降幅达20.17%。
- 2017-2020年周期催化股价大幅上涨的主要因素为：外部事件的催化以及上市公司盈利的确定性上涨。此轮周期中，鸡价于2017年2月即进入了上行区间，然而股价却于2018年10月开始止跌并大幅上涨。股价大幅上涨的驱动因素为：1. 2018年8月到9月非洲猪瘟暴发下，鸡肉替代性需求的确定性上涨；2. 鸡价持续上涨，上市公司业绩盈利向好。

图表90：2015-2017年鸡周期股价以及产能变动情况



图表91：2017-2020年鸡周期股价以及产能变动情况

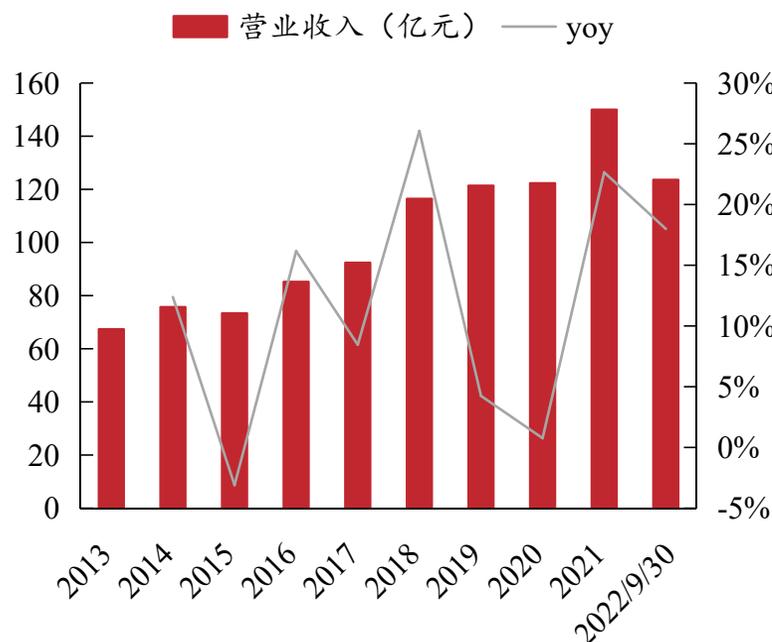


资料来源：钢联数据、中国畜牧业协会，Wind，东亚前海证券研究所（注：为使得图表显示更加直观，对部分数据乘以了一定系数）

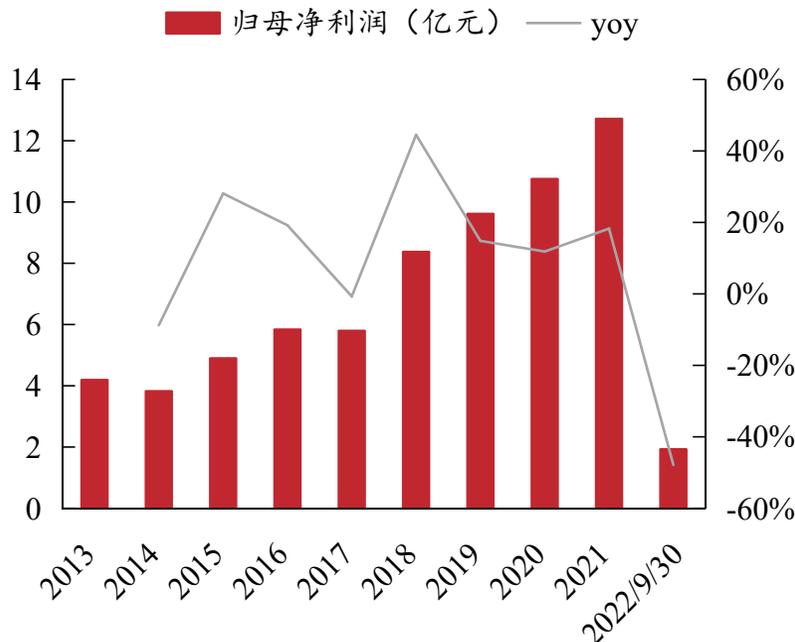
## 5.5 圣农发展：白鸡龙头，蓄势腾飞

- **白鸡龙头，39年打造闭环全产业链。**圣农发展为我国白羽肉鸡养殖业的龙头企业。公司立足传统养殖链，向上自研种源，向下发力食品业务，已完全覆盖了种源、自繁自孵自养、自宰、鸡肉深加工等垂直生产环节以及饲料生产、物流运输等配套环节。目前公司白羽鸡养殖产能接近6亿羽，2022年市占率预计超10%，在产业链全自养企业中排名第一。营收方面，2021年公司实现营业收入144.78亿元，同比增长5.34%，2013-2021年营收CAGR为15.08%；2022年前三季度实现营收123.53亿元，同比增长18.00%。净利润方面，2021年公司实现归母净利润4.48亿元，同比减少78.04%；公司2022年前三季度实现归母净利润1.92亿元，同比减少47.83%。2022年公司净利润承压主要系饲料成本上涨影响。随终端消费需求逐渐恢复，鸡价上行，公司7-9月份经营业绩提升显著，有效弥补了上半年的大部分亏损。公司2022Q3实现归母净利润2.91亿元，环比扭亏为盈。
- **食品业务占比持续提升，抗周期性风险能力逐渐增强。**2017年公司收购圣农食品后开始引入肉制品业务。2017-2022H1年肉制品业务营收占比从21.33%增至30.34%，鸡肉业务营收占比从74.44%降至61.7%。未来肉制品业务占比有望持续提升。肉制品业务有望凭借其高毛利率以及低波动性优势有效提升公司平均盈利水平，熨平周期波动对业绩的影响，增强盈利的稳定性。

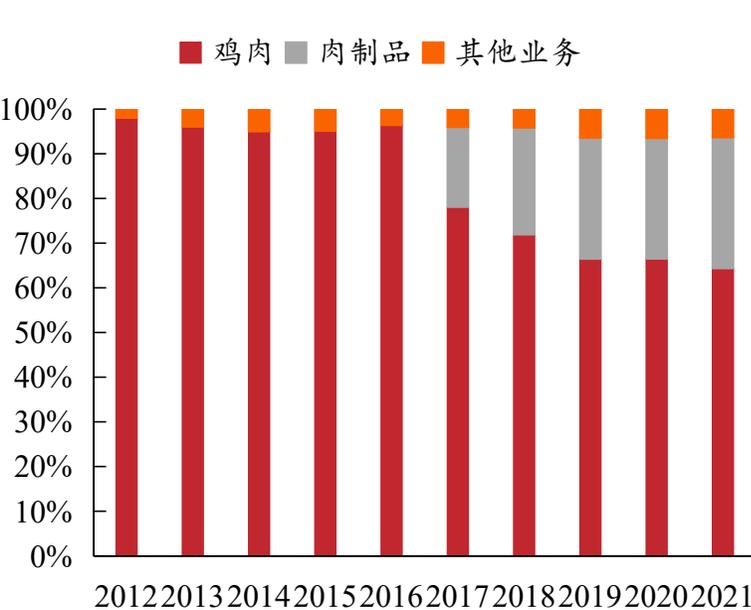
图表92：圣农发展营业收入稳步上行



图表93：圣农发展归母净利润波动上行



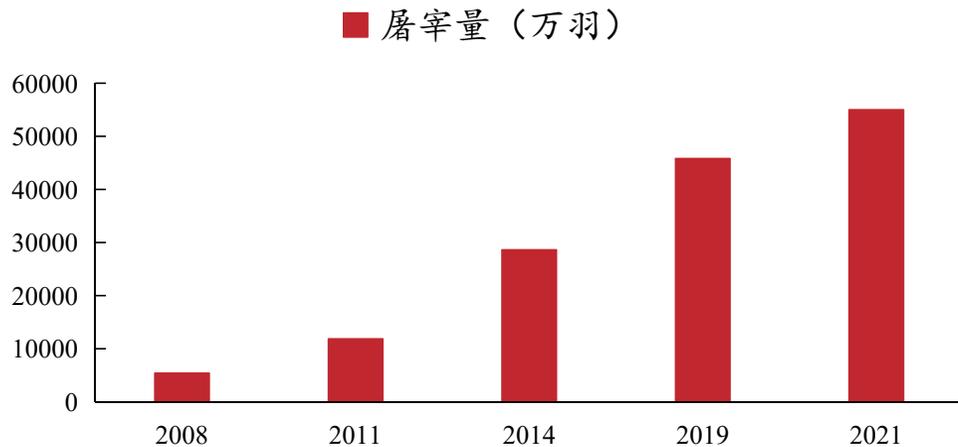
图表94：圣农发展肉制品业务占比逐渐提升



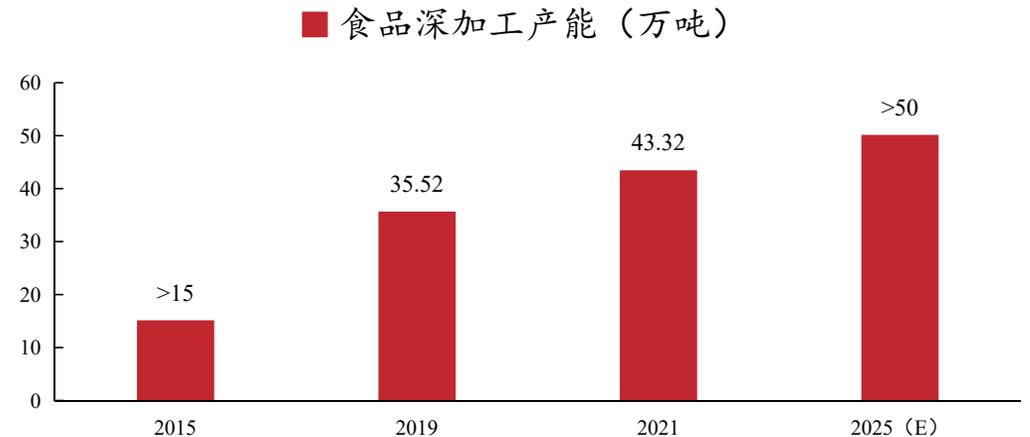
## 5.5 圣农发展：白鸡龙头，蓄势腾飞

- **全产业链优势叠加快速扩张下，公司护城河不断拓宽。**2021年公司白羽肉鸡养殖产能已经接近6亿羽，未来向2025年达到10亿羽养殖规模目标奋力迈进。同时，与养殖配套的屠宰产能也稳步增长，从2008年的0.54亿羽增至2021年的5.5亿羽，实现近10倍增长。自2017年开展食品业务以来，整体销售收入近三年复合增速为20%左右，其中C端销售收入增速达70%左右，公司已建及在建食品深加工产能合计超过43.32万吨。“十四五”规划下，2025年养殖产能目标达到10亿羽（2021-2025年预计CAGR达13.62%）；食品深加工产能超50万吨（2021-2025预计CAGR达3.65%）；销售额超130亿元（B端100亿元+C端30亿元）。
- **全产业链业务协同，白羽肉鸡龙头蓄势待发。**1) **上游：打破白羽鸡种源困境，“中国智造”创新突围。**公司自研品种“圣泽901”父母代种鸡雏已于今年6月正式批量供应市场，2025年市占率预计达40%。2) **中游：养殖产能稳步扩张，高溢价助力业绩持续增长。**2022H1养殖板块营收达57.48亿元（同比+3.07%），鸡肉销量53.54万吨（同比+8.53%）；同时，公司推动精细化管理，2022H1肉鸡养殖的欧洲效益指数同比+2.75%，2021年公司从管理提升上取得利润约2.80亿元。未来公司养殖产能有望稳步增长。成本端有望随饲料原料价格的回落而不断改善。收入端凭借优质的渠道和高质量的产品，产品价格享有溢价。3) **下游：重视食品业务C端发展，打造第二发展曲线。**2022H1食品板块实现营收29.28亿元，同比+18.69%；肉制品销量为11.99万吨（同比+1.78%）。公司在夯实B端的同时大力发展C端，2022H1C端销售额同比增长超过60%，脆皮炸鸡、嘟嘟翅等品类大单品收入贡献额已超2亿元。食品深加工九厂已在2022年8月22日竣工投产，设计年产能4.8万吨，此外食品十厂也在加快建设，食品深加工板块年设计产能达44万吨。未来随公司渠道结构不断优化同时产能稳步增长，三大业务利润贡献有望实现高增长。

图表95：2008-2021年圣农发展屠宰量持续增长



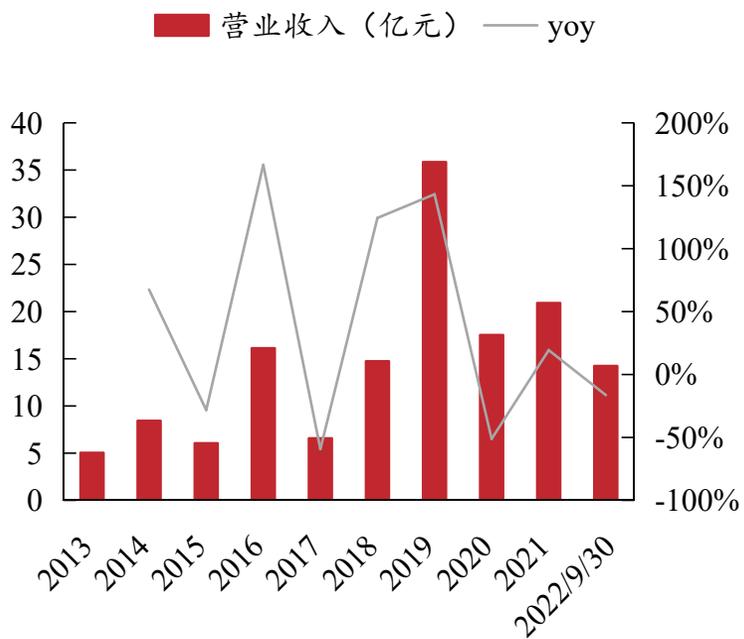
图表96：2015-2025 (E) 年圣农发展食品深加工产能有望持续增长



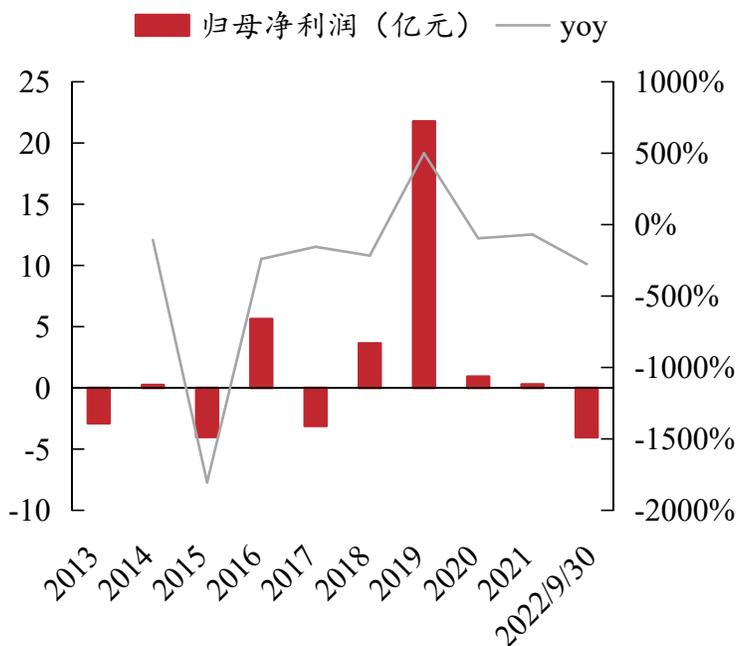
## 5.6 益生股份：种禽供应核心优势显著，迎接行业景气向上

- **2022年业绩承压，三季度亏损环比大幅缩窄。**益生股份主要饲养祖代白羽肉种鸡和父母代白羽肉种鸡，销售父母代白羽肉鸡苗与商品代肉鸡苗，处于产业链的上游环节。目前公司已成为我国外销白羽肉鸡苗数量最多的公司。受新冠疫情等因素影响，市场对雏鸡需求下降，叠加饲料原料成本上升，公司前三季度业绩承压，2022年前三季度公司实现营业收入14.23亿元，同比减少16.31%；实现归母净利润-4.02亿元，同比减少276.05%。行业产能持续去化，肉鸡苗供给收缩，3月下旬后商品代鸡苗价格开始回暖，公司三季度亏损（-0.32亿元）环比二季度（-0.82亿元）大幅缩窄。
- **高代次畜禽种源供应力优势加强，有望随周期反转迎来量价齐增。**公司自主培育的“益生909”已通过国家的新品种认定并开始上市销售，在产肉率、抗病力、成活率等多个生产指标上表现优异，进一步增强了公司高代次畜禽种源供应力。2022年1-9月公司白羽肉鸡苗销售数量累计4.37亿只，同比增长31.73%，实现销售收入10.58亿元；益生909小型白羽肉鸡苗销量累计5030.87万只，实现销售收入7706.26万元。在行业产能持续去化、海外引种受阻情况下，白鸡拐点有望在2023年中旬到来，父母代鸡苗价格未来有望随周期反转进入上行区间，同时随公司鸡苗产能逐步增加（十四五规划2025年鸡苗出栏10亿羽，2021-2025年CAGR20.82%），公司有望迎来量价齐增。

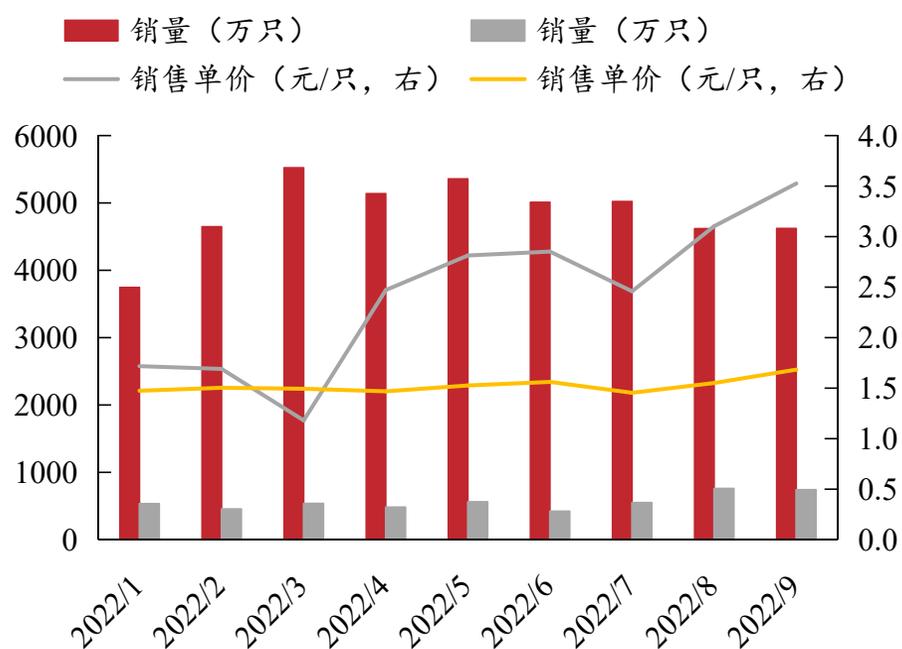
图表97：益生股份营业收入波动上行



图表98：益生股份归母净利润随周期波动



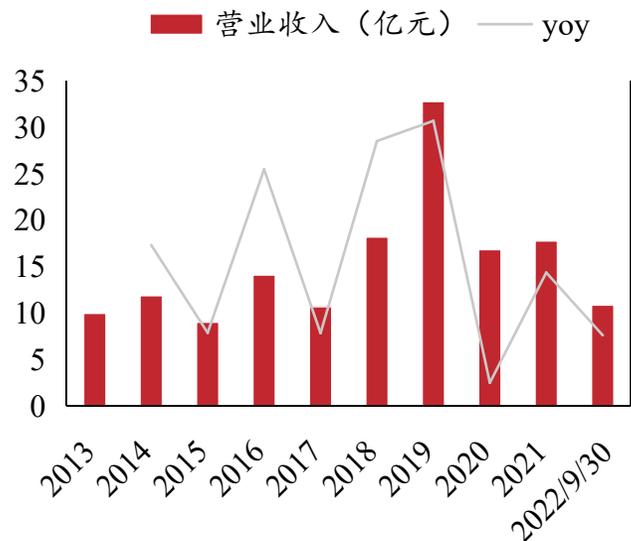
图表99：益生股份肉鸡苗销量



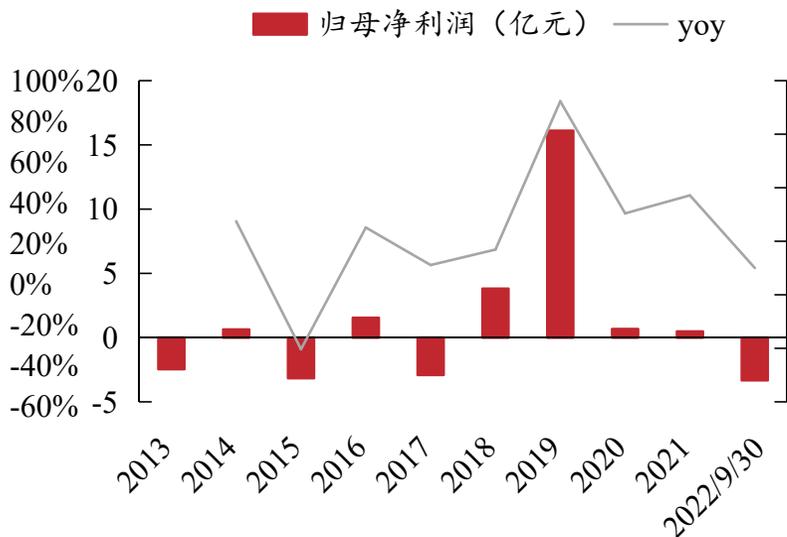
## 5.7 民和股份：发力食品终端，盈利有望迎来新增量

- 行情低迷，公司盈利能力承压。民和股份以父母代肉种鸡饲养、商品代肉鸡苗生产销售为核心，已建成集肉鸡养殖、屠宰加工等为一体的循环产业链，并逐步向下游深加工拓展。2021年公司销售商品代鸡苗3.09亿羽（同比减少4.58%）；2022年1-9月公司销售商品代鸡苗1.99亿羽，同比下降19.00%，主要系白羽肉鸡市场行情较差，公司适当降低商品代鸡苗产量。2021年公司销售鸡肉制品6.9万吨，同比增长2.03%；2022H1公司销售鸡肉制品3.04万吨，同比减少0.93%。整体行情低迷情况下，公司2022年前三季度实现营业收入10.85亿元，同比减少25.28%；实现归母净利润-3.32亿元，同比减少299.53%。
- 养殖产能稳步扩张，食品端发力有望进一步打开盈利空间。截至2022H1，公司商品代雏鸡产能超过3亿羽，通过非公开募集资金建设项目将新增1亿羽/年商品代雏鸡的产能；公司“年存栏80万套父母代肉种鸡养殖园区项目”建设工作进展顺利，部分厂房已建设完毕，预计下半年将开始逐步饲养种鸡。未来产能将逐步释放，公司商品代鸡苗业务有望随“白鸡行业周期反转+商品代鸡苗价格高弹性”迎来量价齐增。此外，公司熟食工厂项目目前已经正式生产运营，线上线下销售推广工作已经展开；通过非公开募集资金建设项目将新增肉制品产能合计6万吨。公司养殖业务产能的扩张有望进一步带动公司业绩的增长；同时延伸产业链至下游食品深加工则能在提升公司盈利水平的同时，增强抵抗周期性风险的能力。

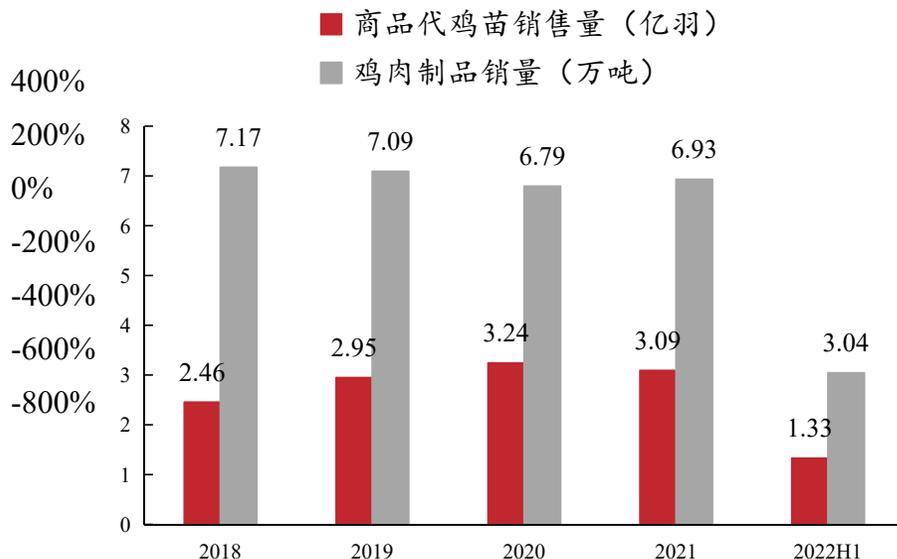
图表100：民和股份营业收入波动上行



图表101：民和股份归母净利润随周期波动



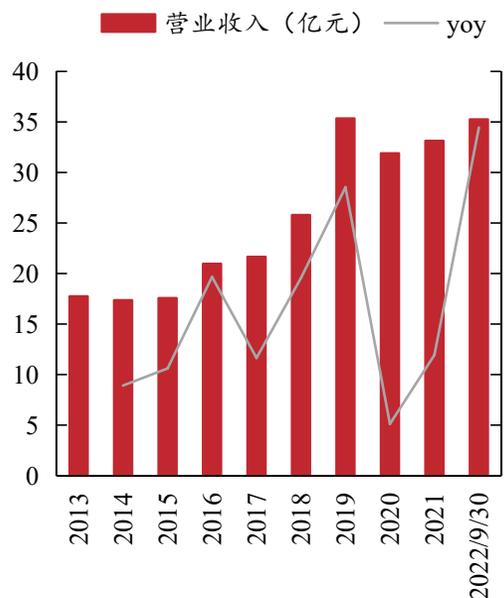
图表102：民和股份商品代鸡苗和鸡肉制品销量



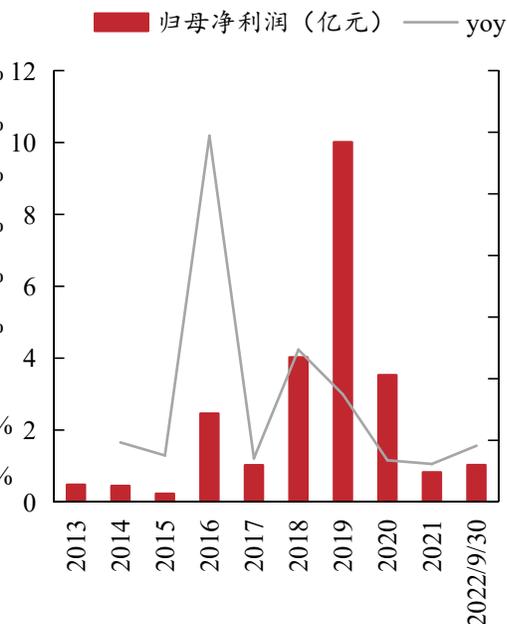
## 5.8 仙坛股份：产能扩充提供增长动力，看好预制菜长期布局

- **新增产能逐步释放，Q3业绩持续改善。**仙坛股份主要产品是商品代肉鸡及鸡肉产品，其中鸡肉产品主要以分割冻鸡肉产品、冰鲜鸡肉产品和预制菜的形式销售。2022年前三季度公司家禽饲养加工行业销售鸡肉产品33.28万吨，同比+43.45%，对应销售收入31.71亿元，同比+48.96%；2022前三季度公司食品加工行业销售鸡肉产品0.87万吨，同比+22.54%，对应销售收入1.21亿元，同比+26.92%。整体来看，受益于2022年诸城食品和仙坛清食品的产能逐步释放，商品鸡出栏数量逐步增加，鸡肉销售数量和销售收入也随之增加，公司2022年前三季度实现营业收入35.24亿元，同比+48.87%；实现归母净利润1.02亿元，同比-17.70%，主要系上半年白羽鸡价格整体低迷叠加饲料原材料价格的上行，公司盈利能力有所下降。三季度白羽肉鸡行情回暖，公司Q3实现归母净利润0.85亿元，环比Q2（0.61亿元）盈利能力继续扩大。
- **诸城项目将带动公司产能翻倍，公司布局预制菜进一步打开盈利空间。**随诸城项目2024年全部建成投产后，公司将实现父母代、商品代的全配套，肉鸡宰杀量将达到2.5-2.7亿只、肉食加工能力达60万吨、预制菜产能15万吨，公司产能将翻倍。2022年7月，公司与青岛澳柯玛冷链集成有限公司、阿赛浦经贸发展有限公司三方共同签署了《战略合作协议》，搭建完善的预制菜冷链物流贸易体系，将继续壮大资产及盈利规模。产能扩张叠加产品结构持续优化，公司有望进一步打开成长空间。

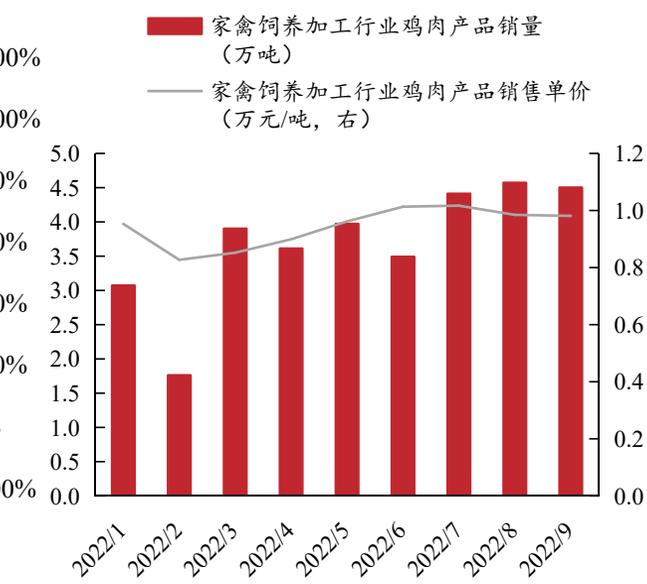
图表103：仙坛营业收入



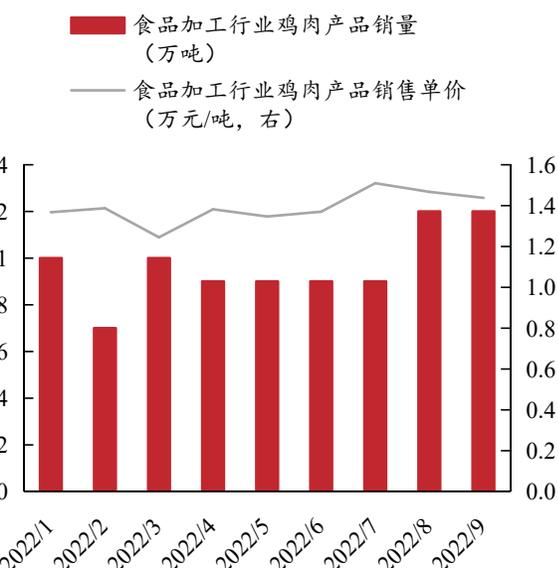
图表104：仙坛归母净利润



图表105：仙坛家禽饲养加工业鸡肉产品销量和单价



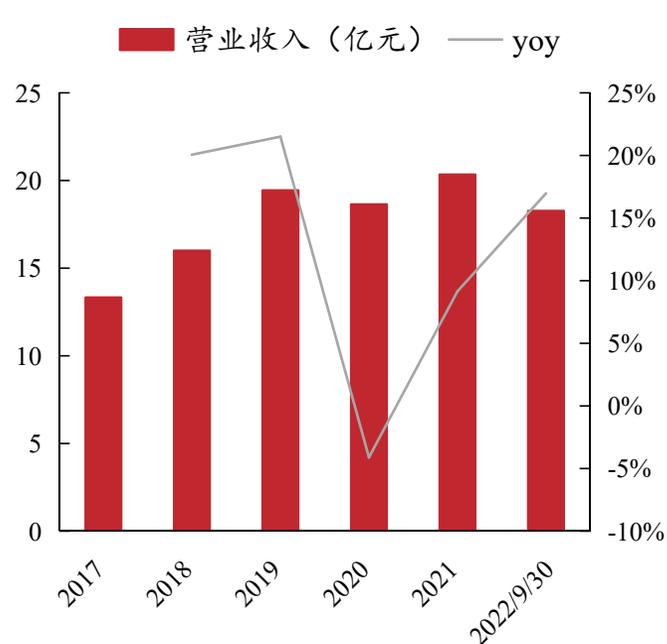
图表106：仙坛股份肉制品销量及单价



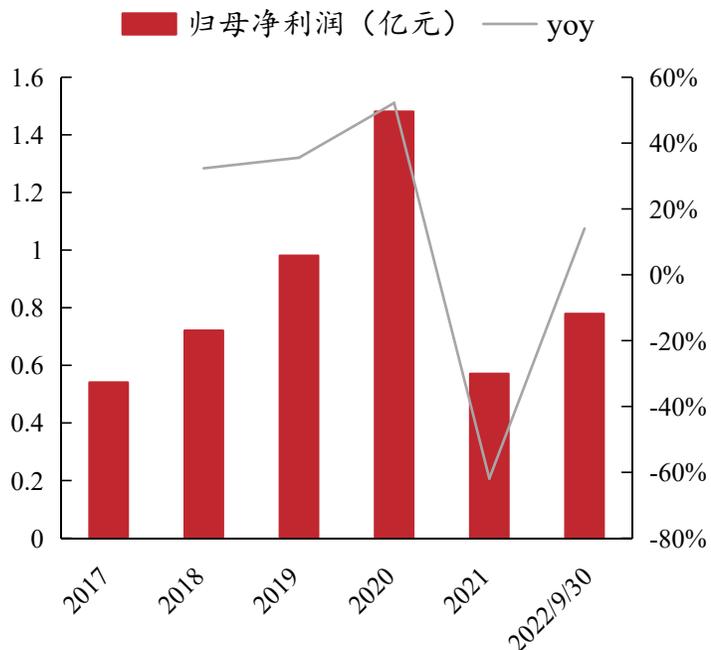
## 5.9 春雪食品：预制菜布局强调C端逻辑，结构优化有望提振盈利

- 国内领先的鸡肉调理品企业，2022年前三季度营收、净利双增长。春雪食品是国内少有的主营调理品的大型鸡肉食品企业，主要从事白羽鸡鸡肉产品的研发、生产和销售业务，主要产品为鸡肉调理品（预制菜）和鸡肉生鲜品。公司推出众多鸡肉调理品品类，并与京东展开线上合作，建立了较高的市场知名度、美誉度，“上鲜”品牌连续五年位于京东鸡肉生鲜类销量第一名。2022年前三季度公司实现营收18.26亿元，同比增长16.97%；实现归母净利润0.78亿元，同比增长14.03%。Q3鸡肉价格环比有所回暖，公司Q3实现归母净利润0.35亿元，环比增长12.90%。
- 预制菜新品持续推出，发力C端有望进一步优化产品结构。受新冠疫情等因素影响，我国预制菜行业目前处于高速增长的起点。公司预制菜销售保持稳定增长，连续三年在全部食品营收销售占比达50%以上，2022H1达到61%，持续领先同行业。公司持续推出新品：继5月份线上发布12款中西餐新产品后，陆续推出12款非油炸类预制菜、双蛋白鸡肉能量堡、冷藏哑铃鸡胸肉、植物基面点等新产品，并形成产能与销量。此外，公司积极进行品牌建设，布局全国商超和电商渠道。截至2022年6月底，公司已进入60%以上的国内零售百货及线上零售渠道，商超门店覆盖数超过5000家，覆盖全国70%以上的大中城市。“新品层出+渠道扩张”，公司C端产品市场有望加速拓宽，进一步提升盈利水平。

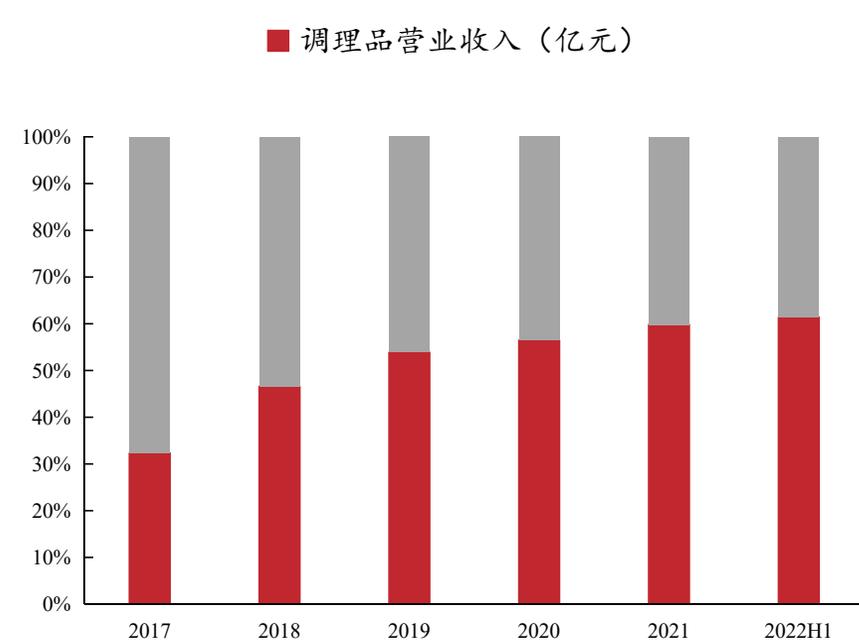
图表107：春雪食品营业收入波动上行



图表108：春雪食品归母净利润



图表109：春雪食品调理品业务营收占比逐年提升





EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

PART 04

6

风险提示



## 6. 风险提示

- **原材料价格波动的风险：**养殖成本中最主要的是饲料成本，饲料主要原材料为玉米、豆粕等农产品。由于农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，价格变化波动较难预测。若未来主要原材料价格大幅波动，将会在一定程度上影响行业盈利水平。
- **发生疫病的风险：**鸡只在饲养过程中会发生禽流感或其它类似疫病。禽流感等疫病在爆发期间，会导致鸡只的死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩。
- **鸡肉下行的风险：**鸡肉价格呈现周期性波动，若鸡价上涨幅度不及预期，将直接影响行业的盈利能力。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**汪玲**，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海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。东亚前海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，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>



EAS 東亞前海證券

東亞前海證券有限責任公司

East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.



THANK YOU!

**理性投资 专业融资**

RATIONAL INVESTMENT PROFESSIONAL FINANCING