证券研究报告

行业报告 | 行业专题研究

2023年01月20日

农林牧渔

引种缺口已成，重视白鸡周期反转机会

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申明

摘要

1、本轮白羽肉鸡周期如何看？

1）供给端：产业链自身去化+引种限制+换羽扰动有限，供给加速收缩

- **产业磨底近3年，产能持续去化。**根据中国畜牧业协会数据，在行业磨底中，产能持续去化，与21年高点相比，在产+后备祖代鸡存栏去化5-10%。考虑到中国畜牧业协会样本数据主要为大企业，行业实际产能去化幅度或更高。
- **引种受限，后续不确定性强。**因美国部分州高致病性禽流感及航班问题，引种受限，据畜牧协会，2022年5-11月祖代更新量同比下降43%，缺口已成。2022年12月28日，田纳西州再次报道当地商业种禽区发生高致病性禽流感，短期或难以恢复。若引种压力持续，或导致行业供需平衡超预期紧缩，鸡周期反转有望提前，且弹性更大。
- **主客观条件均不具备大幅换羽基础，扰动有限。**主观上看，行业换羽意愿不强，主要系：1）行业长期低迷，资金压力明显；2）大宗价格持续高位震荡，挤压养殖户盈利空间，缺少明显的利润驱使；3）2016/2017 年大规模换羽导致后代质量明显下降，养殖疫病发生概率提升、养殖难度加大，市场对待换羽恢复相对理性。客观上看，目前行业整体鸡病严重，不具备大幅换羽的基础。

2）需求端：白鸡消费量稳步提升

- 非瘟期间，白鸡对猪肉的替代需求大幅提升。非瘟后虽有部分回补，但消费渠道已成形，随着消费群体年轻化、外卖餐饮打开市场、对健康高蛋白需求增加等因素下，白鸡需求保持稳定增长，从2019年之前的40亿羽左右提升至2021年的65亿羽。
- 大宗价格高位震荡，粮食安全重要性日益突出，白鸡料肉比低，蛋白转化率高，占据核心成本优势，养殖经济效益突出，或进一步挤压其他蛋白消费份额。

3）缺口测算：中性假设下，供需缺口近30%

- 考虑到祖代到毛鸡生长周期需15个月，加上3个月的产蛋高峰期，预计本轮周期祖代缺口对应到2023年下半年至24年毛鸡紧缺，保守/中性/乐观假设下出栏量为42亿/49亿/57亿羽，以中性假设下69亿羽的需求量为基，供需缺口近30%。若市场情绪发酵，经销商提前囤货带来需求阶段性提升，周期反转有望提前且弹性更大。

摘要

2、如何看鸡股当前位置及空间？

1）目前禽板块估值历史低位。以圣农发展为例，我们预计2023/2024年归母净利润为28.8/53.1亿元，对应到2023年1月20日总市值，PE为10x/5x。参考历史景气上行阶段，禽板块估值为 10-25x，向上空间明显。

2）基金超配比例处于低位，仍有一定的加配空间。以三季度的基金重仓数据看，除禾丰外，其他白鸡标的的超配比例均位于历史分位数的30%左右，存在一定的加配空间。

3）具体标的上，重点推荐：【圣农发展】白鸡龙头，突破白鸡育种“卡脖子”，国内引种问题+种鸡病问题，奠定sz901市占率快速提升基础；公司目前估值历史低位；**建议关注：**益生股份、民和股份、禾丰股份、仙坛股份等。

3、风险提示

价格上涨不及预期、禽流感等疫病发生、新冠疫情影响下游消费、测算具有一定的主观性，仅供参考。

一、复盘白羽鸡历史周期

二、本轮周期有何新变化？

三、如何看鸡股当前位置及空间？

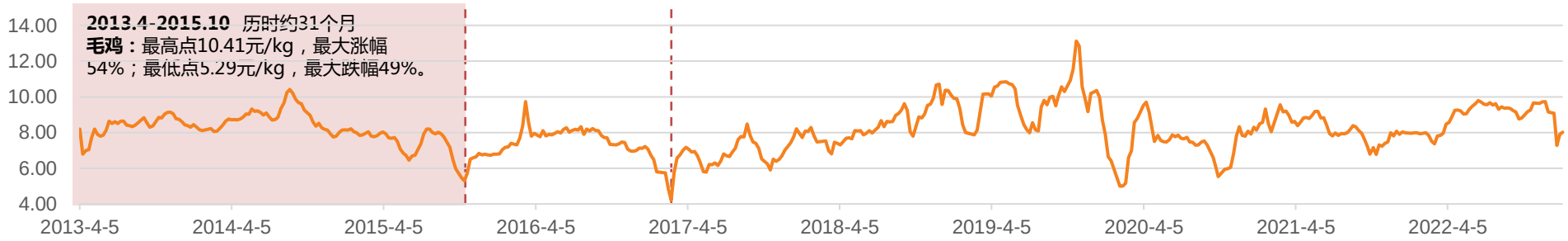
四、风险提示

一、复盘白羽鸡历史周期

1、行业周期复盘：白羽鸡价格走势复盘

2013.4-2015.10：历时约31个月，期间最高点10.41元/kg，最大涨幅54%

图：白羽肉鸡价格周期复盘（元/公斤）



资料来源：wind，天风证券研究所

①2012年第四季度**“速成鸡事件”**爆发，冲击肉鸡养殖行业和下游企业，鸡肉价格持续低迷，行业景气度回落冰点。

②2013年3月，**“H7N9事件”**爆发，伴随尚未平息的“速成鸡”风波，2013年国内肉鸡养殖行业亏损超过1000亿元。与此同时，国内宏观经济景气度下行及“三公消费”政策出台，还有祖代鸡供给的过剩也压制了鸡肉产品终端价格。

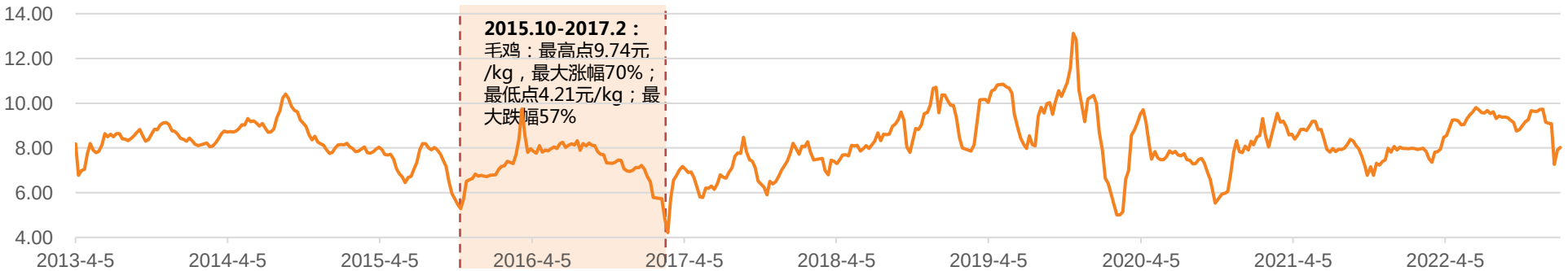
③2014年三季度在**季节性消费刺激**下，白羽鸡价格涨至高点10.41元/kg。

④2015年**宏观经济下行抑制消费**，叠加**2013年极速扩张的引种量**在15-16个月后反映到毛鸡供给，供需双压下，白羽肉鸡价格跌至最低点5.29元/kg。

1、行业周期复盘：白羽鸡价格走势复盘

2015.10-2017.2：历时约17个月，期间最高点9.74元/kg，最大涨幅70%

图：白羽肉鸡价格周期复盘（元/公斤）



资料来源：wind，天风证券研究所

①**行业开始主动去产能。**2014年，益生股份、民和股份、圣农发展等业内企业共同成立**白羽肉鸡联盟**，对**祖代鸡引种的数量**进行上限规定，抑制行业的不健康膨胀。当年祖代鸡更新量由2013年的154万套下降至2014年的119万套，同比下降23%。

②**禽流感封关加速行业被动去产。**2015年，我国主要引种国美法两国爆发禽流感导致封关，当年祖代鸡更新量仅72万套，同比下降39%。祖代鸡至少需15-16个月后反映到毛鸡供给，2016年3月白羽肉鸡价格上涨至最高点9.74元/kg。

③自2016年开始，为弥补引种不足带来的产能缺口，行业开始**强制换羽**，通过激发甚至透支本该淘汰的种鸡的生产潜能来增加产量。

④**2017年，H7N9禽流感爆发**，鸡肉消费低迷，价格下跌至最低点4.21元/kg。

1、行业周期复盘：白羽鸡价格走势复盘

2017.2-至今：2019年周期见顶后，磨底至今近3年

图：白羽肉鸡价格周期复盘（元/公斤）



资料来源：wind，天风证券研究所

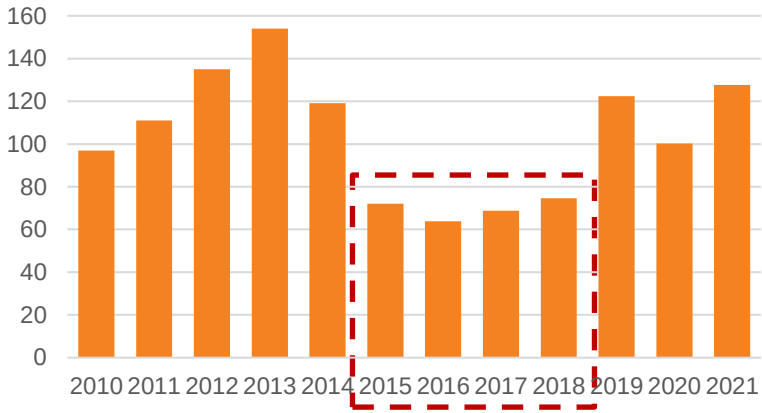
①2015-2018年，引种量持续低位，**消化前期行业快速扩张带来的过剩产能**。

②2017年初，**H7N9再发**，多地关闭活禽市场，全年价格低迷。

③2019年，**非瘟影响下**，生猪大幅去产能，**猪鸡替代效应**使得鸡肉需求大幅增长，价格急速上涨。

④2020年2月，受**新冠影响**，下游餐饮消费低迷，白羽鸡价格急速下跌至5元/kg。

图：祖代鸡更新量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

1、行业周期复盘：白羽鸡价格走势复盘

2017.2-至今：2019年周期见顶后，磨底至今近3年

图：白羽肉鸡价格周期复盘（元/公斤）



资料来源：wind，天风证券研究所

①2019-2021年，**祖代鸡更新量**保持高位，行业产能充足；叠加**猪价回落**，白羽鸡替代需求有所下降。供需偏松的环境下，白羽肉鸡价格低迷。

②2021年12月，“圣泽 901”“广明 2 号”和“沃德 188”3 个快大型白羽肉鸡配套系品种通过品种审定，标志着我国肉鸡市场将拥有**自主培育的白羽肉鸡品种**。

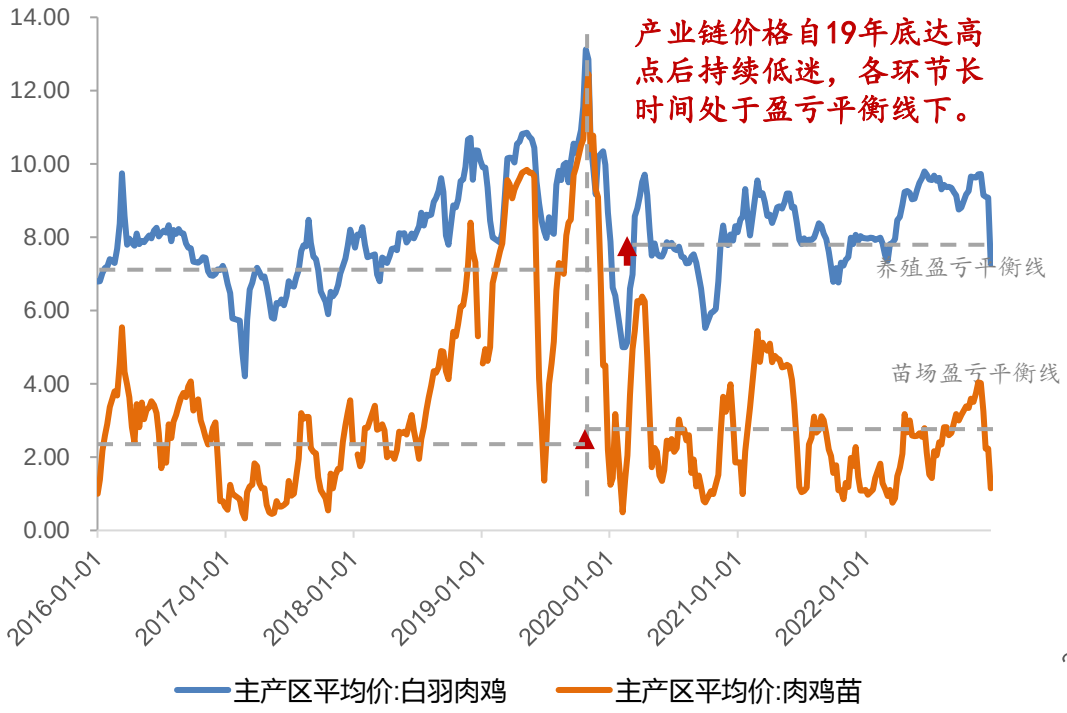
③2022年5月以来，**因欧美禽流感及航班问题，祖代鸡引种持续受限，且后续不确定性较强。**我们预计全年更新量不足100万套，缺口已成。另，行业鸡病严重，效率需打折扣。若引种受限持续，或导致行业供需平衡超预期紧缩，鸡周期反转有望提前，且弹性更大。

二、本轮周期有何新变化？

1）供给端：产业链各环节价格连续磨底近3年，波动去化

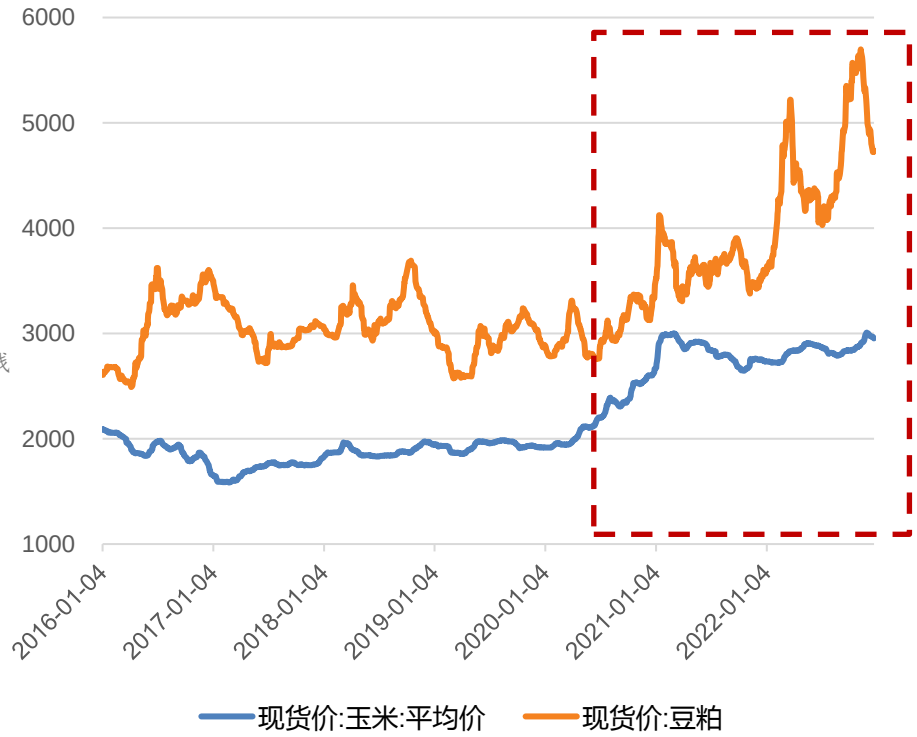
本轮周期自2019年见顶后，进入下行通道，截至2022年底已波动性去化近3年，2023年有望实现反转。2019年供给不足+非洲猪瘟产生较大的蛋白缺口，形成白羽鸡超级景气周期，刺激行业快速扩产，祖代鸡数量连续三年激增。此外，2020年开始大宗原材料价格大幅上涨，带动养殖成本上行，进一步压缩行业利润，行业进入漫长的磨底和产能去化阶段。

图：19年底见顶后，产业链各环节低迷，长期位于盈亏平衡线以下



资料来源：博亚和讯，wind，天风证券研究所

图：2020年以来，大宗原材料价格上升带动养殖成本增加

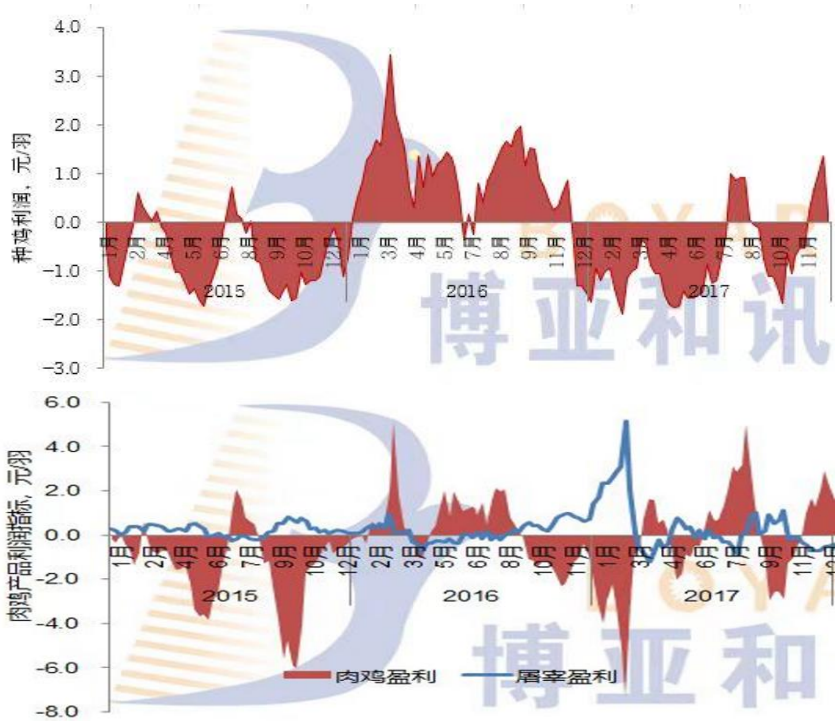


资料来源：wind，天风证券研究所

1）供给端：产业链各环节价格连续磨底近3年，波动去化

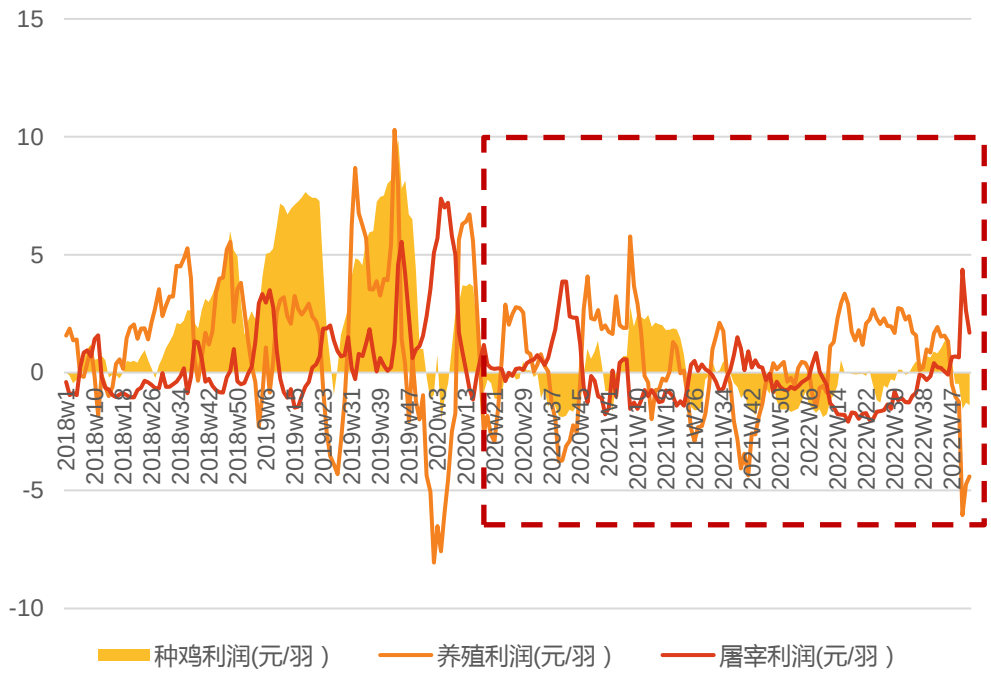
从利润分配的角度看，产业链各环节的利润分配不均衡。本轮周期中，上游种鸡场、下游屠宰场保持较长时间的亏损，资金端压力更为明显。主要系：1）祖代鸡更新量连续三年高位，上游种鸡供应充足；2）下游屠宰场存在大量过剩产能，竞争格局差，不得不通过快速走货保证开工率，议价能力弱。

图：2015-2017年白羽鸡产业链各环节利润分配情况（元/羽）



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

图：2018-2022年白羽肉鸡产业链各环节利润分配情况（元/羽）

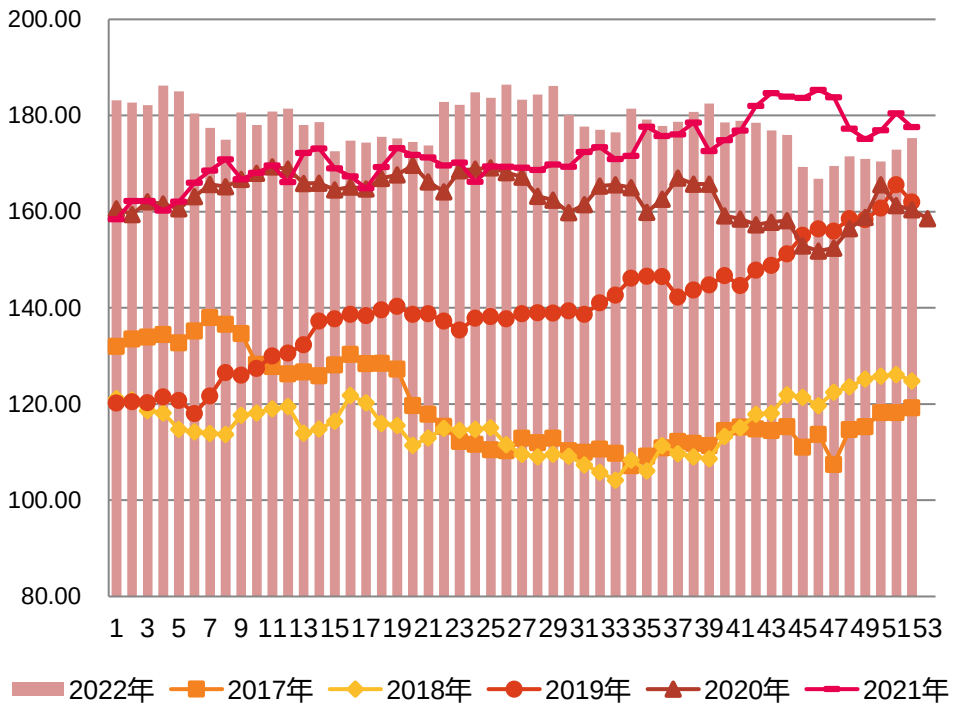


资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

注：养殖利润指41-43天出栏欧洲生产指数在360左右的规模养殖场盈利水平。屠宰场利润（特指收购市场鸡屠宰场利润）；种鸡利润为父母代种鸡场利润，仅算自产种蛋孵化鸡苗的盈利情况（粗略计算利润，体现市场趋势）。分析不含土地、利息费用。饲养毛鸡（辽宁肉鸡出栏重6.0斤，其他地区出栏重5.2斤，实际生产中会有小幅调整）。

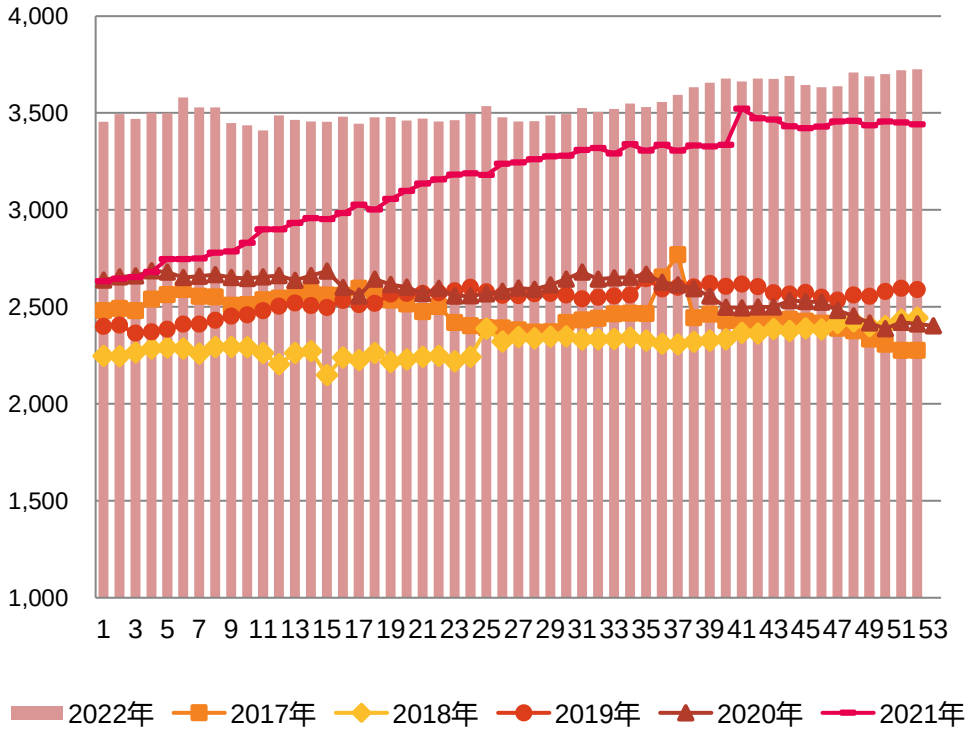
1）供给端：产业链各环节价格连续磨底近3年，波动去化

图：全国部分在产+后备祖代种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图：全国部分在产+后备父母代种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

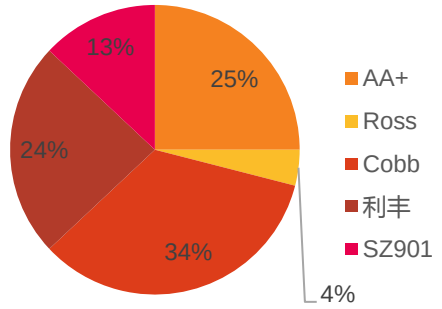
截至2022年52周，全国祖代鸡存栏量（在产+后备）约175.29万套，较2021年存栏高点185.32万套，去化幅度超5%。父母代种鸡仍处于相对高位，**考虑到中国畜牧业协会样本数据主要为大企业，行业实际产能去化幅度或更高。**

1）供给端：禽流感+航班因素导致引种受限，后续不确定性强

祖代更新量（引种+自繁）是供给源头，我国祖代高度依赖进口。根据博亚和讯，2021年我国祖代鸡更新量的品种结构中，海外品种达87%。

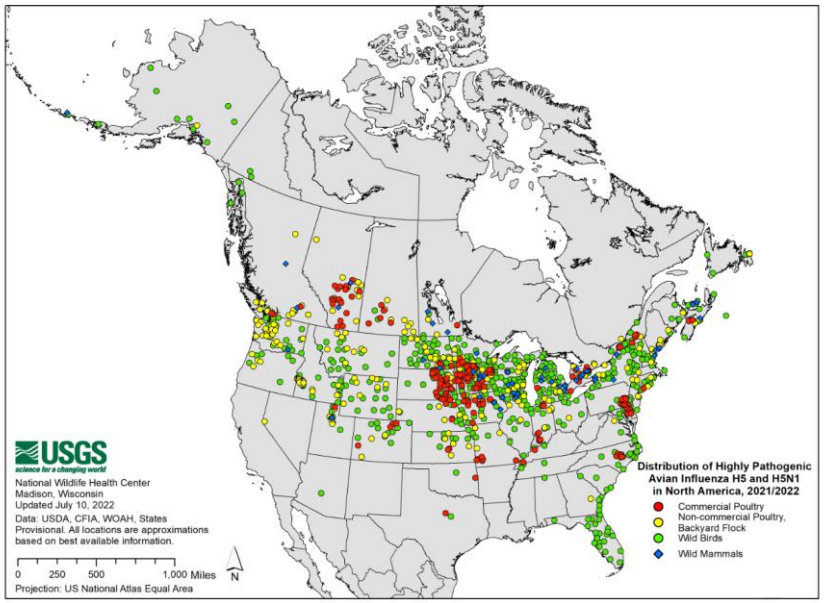
近月祖代鸡引种受阻，缺口已成，为后续供给收缩提供强支撑。因美国部分州高致病性禽流感及航班问题，海外引种严峻，据畜牧协会，5-11月祖代更新量同比下降43%，缺口已成。2022年12月28日，田纳西州再次报道当地商业种禽区发生高致病性禽流感，短期或难以恢复。若引种压力持续，或导致行业供需平衡超预期紧缩，鸡周期反转有望提前，且弹性更大。

图：2021年祖代鸡品种结构中，海外品种份额达87%



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

图：近期美国禽流感疫情爆发情况



资料来源：USGS，天风证券研究所

表：白羽肉鸡祖代鸡月度更新量（万套）

	2021年		2022年	
	单月	累计	单月	累计
1月	9.34	9.34	12.46	12.46
2月	15.76	25.10	3.68	16.14
3月	8.77	33.87	15.60	31.74
4月	11.32	45.19	13.19	44.93
5月	7.93	53.12	0.00	44.93
6月	7.36	60.48	7.97	52.90
7月	3.65	64.13	3.84	56.74
8月	5.20	69.33	6.59	63.33
9月	18.67	88.00	12.36	75.69
10月	19.71	107.71	5.82	81.51
11月	9.81	117.52	4.70	86.21
12月	10.10	127.62		

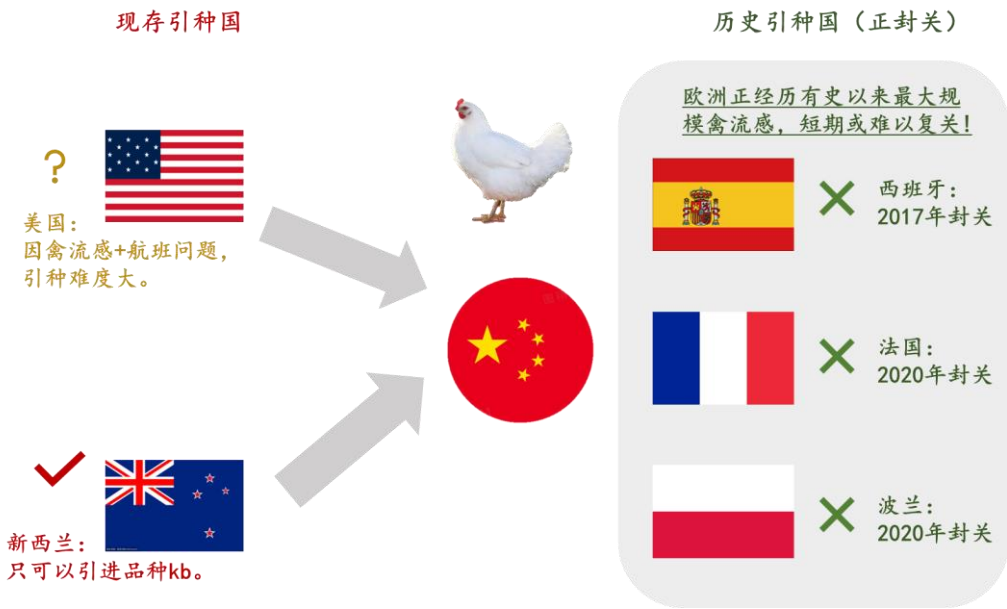
资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

1）供给端：禽流感+航班因素导致引种受限，后续不确定性强

复盘历史引种情况可以发现，我国祖代鸡更新渠道主要包括美国、新西兰、波兰、西班牙、法国等国家，2017年我国对西班牙封关，2020年对波兰、法国封关，2021年暂停从新西兰安伟捷引种。**种源安全至关重要，美国为我国目前主要的引种来源，尚未封关，但禽流感走势仍给我国祖代鸡引种带来较大的不确定性。**

全球禽流感风险升高，祖代鸡引种短期或难以恢复。据欧洲疾病预防与控制中心（ECDC），欧洲正在经历有记录以来最大规模的高致病性禽流感疫情，病例数量和地理分布范围都创下历史纪录。禽流感风险加剧引种不确定性，一方面，欧洲的主要引种国波兰、法国短时间内或难以复关；另一方面，病毒已在美国等地引发严重疫情，进一步增加引种难度。此外，考虑到美、英、法是祖代鸡主要的供种国，禽流感对全球禽类产能造成较大压力，美国、新西兰或难以为中国提供超额供给。

图：多国处于引种封关状态，祖代鸡短期引种不确定性高



资料来源：博亚和讯，Mysteel，天风证券研究所

1）供给端：自主育种契机，但市场推广仍需时间，短期难补缺口

- **国内育种有所突破，打破了依赖海外育种的局面。**2021年12月国家畜禽遗传资源委员会审定通过“SZ901” “广明2号”和“沃德188”3个快大型白羽肉鸡配套系品种，标志着我国肉鸡市场拥有自主培育的白羽肉鸡品种。
- **引种受限环境下，国内种鸡有望加快市场推广进度，但仍需时间。**父母代养殖时间长，新品种的推广需要大量的时间和数据验证。以益生股份为例，原先引种哈伯德品系，18年底引种“利丰”，后经过2年左右的时间才逐步实现大量推广。
- **国内品种外销量短期难补缺口。**其中，“SZ901”已实现圣农自用，有数据支撑，推广相对迅速，但整体量依然不足，预计2023年公司父母代外销量规划进一步增加；“广明2号”22年计划推广父母代30万套/商品代1000万只，23年父母代规划产能400万套左右，具体销量仍需市场验证。

图：农村部加快自主培育白羽鸡品种推广应用

品种	简介	性状	优点
SZ901	圣农集团自主研发出国内第一个白羽肉鸡原种鸡配套系	白羽毛、体型饱满、体质健壮	本土适应性强、抗病能力强；成活率高、增重速度快、出肉率高、饲料转化率高，经济性能强；具有高蛋白、高维生素、低脂肪、低热量、低胆固醇等优点，品质优；鸡肉鲜嫩多汁，营养成份上又与土鸡完全一样
广明2号	中国农科院北京畜牧兽医研究所和广东省佛山新广农牧有限公司联合培育的白羽肉鸡	全身羽毛白色，冠、肉垂鲜红色，单冠直立，皮肤白色，喙、胫、趾呈浅黄色	生产性能与国际同类品种持平，饲料转化效率和肉品质具有一定优势
沃德188	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）食品有限公司联合培育的白羽肉鸡	白羽毛，体型大，腿、爪、肫的比例高	具有品种纯正、肉质鲜美、成活率高、成本低廉、无抗养殖几大特点，适合我国饲养环境的优秀品种

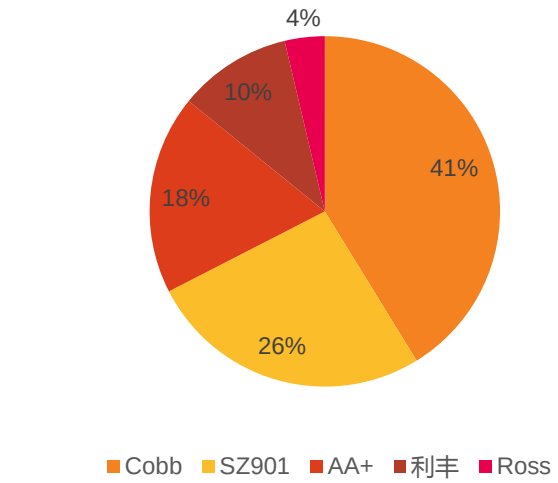
资料来源：中国农科院，中国农业大学，中国畜牧业协会，南方网，天风证券研究所

1）供给端：主客观条件均不具备大幅换羽基础，扰动有限

主观条件上看，行业换羽意愿不强，主要系：1）行业经过长期低迷，资金压力明显，通过大量换羽去对赌后市行情的可能性不高；2）饲料端压力明显，大宗价格持续高位震荡，10月豆粕价格大幅冲高，进一步挤压养殖户盈利空间，缺少明显的利润驱使；3）2016/2017 年大规模换羽导致后代质量明显下降，养殖疫病发生概率提升、养殖难度加大，使得购买换羽鸡的下游养殖户养殖成本上升效益下降，倒逼养殖户选择质量更优的未换羽鸡苗，使得换羽鸡无市场或者只能折价销售。这一市场机制使得下换羽行为有所受限，市场恢复相对理性。

客观条件上看，可供换羽的种鸡数量及质量有限：估计2022年祖代更新总量明显下降，考虑到行业整体鸡病严重，我们认为暂不具备大幅换羽的基础。

图：2022年全年祖代鸡更新量品种结构



资料来源：博亚和讯，天风证券研究所

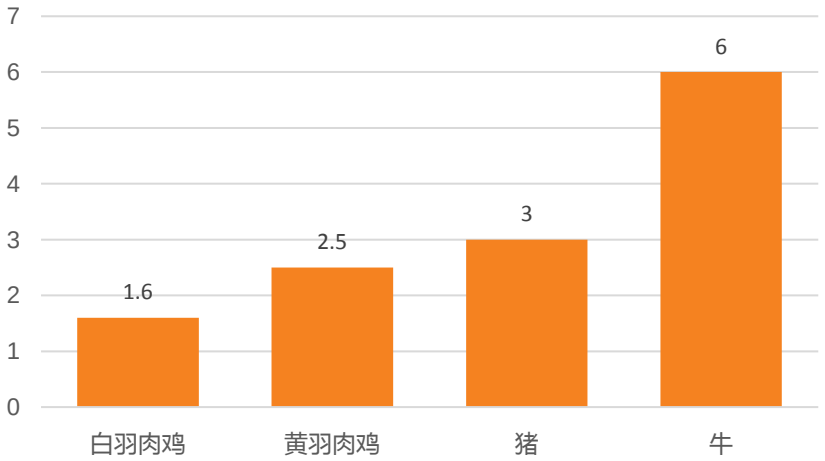
2）需求端：近年来稳步提升，想象空间较大

粮食安全大环境下，白羽鸡有望获得加速推广

粮食安全重要性日益突出，白鸡料肉比低，蛋白转化率高，有望获得加速推广。二十大报告中，明确强调“确保粮食、能源资源、重要产业链供应链安全”。保耕地、节约用粮的大背景下，白羽肉鸡料肉比较低，单位肉类蛋白的饲料用量较少，减少饲料主成分玉米、豆粕的消耗。

大宗原材料价格高位，白羽肉鸡凭借低料肉比占据核心成本优势，或挤压其他蛋白消费份额。白羽肉鸡料肉比较低、出肉率较高，根据测算，生猪、白羽肉鸡、黄羽肉鸡的单位造肉所需饲料成本分别为16.5元/kg、7.9元/kg和12.4元/kg，白羽肉鸡造肉成本优势较为明显，养殖经济效益较高。

图：白鸡料肉比占据优势，具有更高生产效率和饲料转化效率



资料来源：Ontario，重庆市农业农村委员会，天风证券研究所

图：白羽鸡造肉成本具备明显优势

	料肉比	饲料价格（元/公斤）	出肉率（%）	单位造肉所需饲料成本（元/公斤）
生猪	3	3.84	70%	16.5
白羽肉鸡	1.6	4.22	85%	7.9
黄羽肉鸡	2.5	4.22	85%	12.4

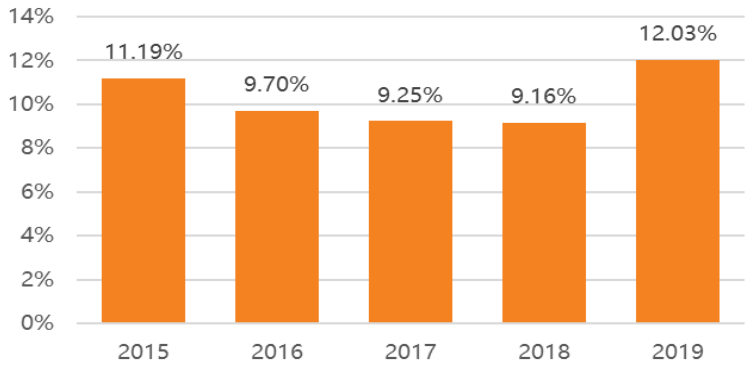
注：1）单位造肉所需饲料成本=料肉比*饲料价格/出肉率；2）猪饲料价格截止于22年10月19日，鸡饲料价格截至于10月12日；3）出肉率数据为根据猪友之家、火车网相关报道取约数。

资料来源：国家发改委，重庆市农业农村委员会，卓创资讯， Ontario，猪友之家，火车网，天风证券研究所

2）需求端：近年来稳步提升，想象空间较大

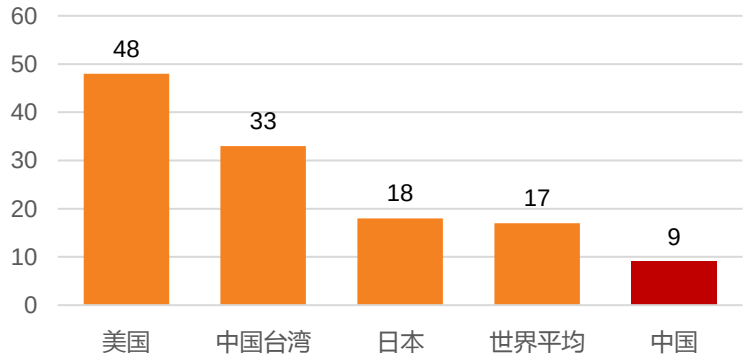
我国人均白羽肉鸡消费量仍然偏低，未来有较大提升空间

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，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：2020 年我国大陆鸡肉人均消费量 9kg/人，仍有较大的提升空间



资料来源：圣农发展业绩会材料，天风证券研究所

- **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，其想象空间较大。
- **从人均消费量来看，我国人均白羽鸡消费量仍然不足，显著低于海外国家。**根据圣农业绩发布会材料援引灼识咨询数据，2020年我国大陆地区人均鸡肉消费量仅为 9kg，而同期的美国人均消费在 45kg 以上；和饮食习惯相近的日本、中国台湾等地区相比，具有很大的提升空间。主要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物廉价美的鸡肉消费所占据。

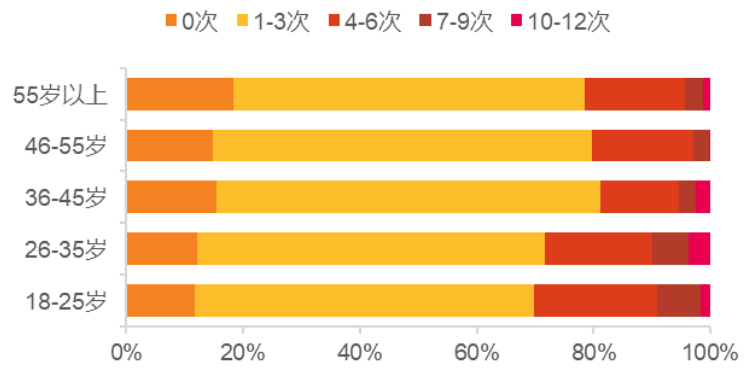
2）需求端：近年来稳步提升，想象空间较大

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的组成部分。**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高营养价值。**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

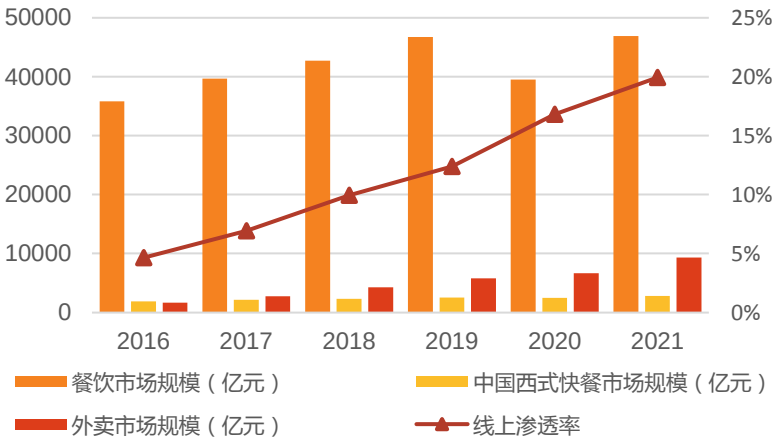
2）需求端：近年来稳步提升，想象空间较大

外卖打开白鸡消费新场景

- **餐饮连锁化与外卖打开白鸡消费新场景。餐饮连锁化与线上外卖的发展将进一步带动白羽鸡需求提升。**近年来，随着中国经济快速发展，生产能力和人民收入水平的不断提高，我国餐饮行业市场规模持续壮大，尤其以肉鸡类食品为主的西式快餐店门店数量迅速扩张。根据艾媒咨询，2022 年 3 月，前 8 家西式快餐店共达约 4.5 万家，其中华莱士、肯德基、麦当劳等门店数量分别达 22076 家、6984 家和 4257 家。截止 2021 年，中国西式快餐市场规模为 2800.7 亿元。

- **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。**根据智研咨询，截止 2021 年，线上外卖渗透率达约 20%，随着城市居民的生活习惯节奏变快，西式快餐市场与外卖市场在国内仍有较大的发展空间和潜力，并将进一步提升肉鸡消费市场的想象空间。

图：2016-2021 年餐饮业市场规模（亿元）与外卖渗透率（%）



资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，艾媒咨询，天风证券研究所（注：外卖渗透率=外卖市场规模/餐饮市场规模）

表：中国西式快餐品牌门店数量（家）

排名	品牌	数量（家）
1	华莱士	22076
2	肯德基	6984
3	麦当劳	4257
4	德克士	3388
5	必胜客	2473
6	贝克汉堡	2461
7	派乐汉堡	2321
8	快乐星汉堡	1230

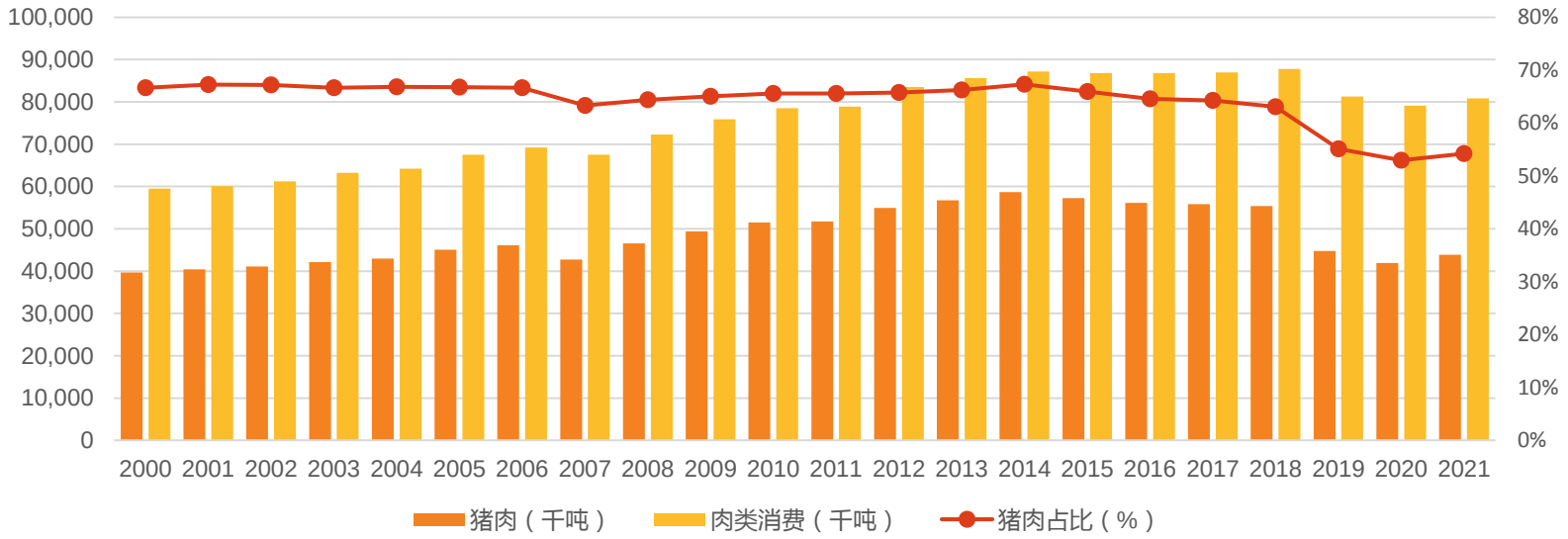
资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所（注：数据截止至2022年3月）

2）需求端：近年来稳步提升，想象空间较大

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。

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：OECD，天风证券研究所

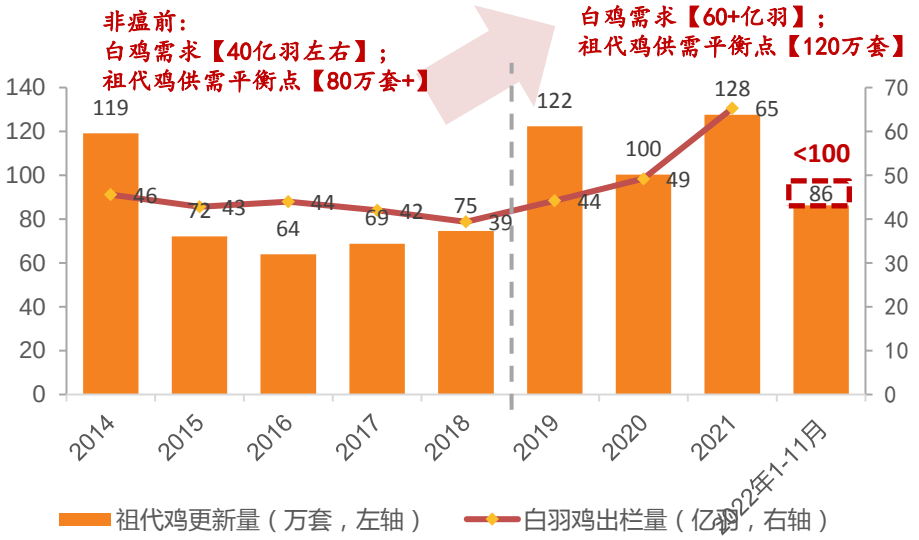
3）缺口测算：中性假设下，供需缺口近30%

祖代更新量：2022年1-11月，祖代鸡更新量合计86.21万套（11月公布的数据口径有调整）。考虑到海外禽流感严重，引种不确定性仍然较强，我们估计2022年全年祖代更新量不到100万套，同比下滑约20%+。此外，行业整体鸡病严重，效率需打折扣。

白鸡需求量：非瘟期间，白鸡对猪肉的替代需求大幅提升。非瘟后虽有部分回补，但消费渠道已成形，随着消费群体年轻化、外卖餐饮打开市场、对健康高蛋白需求增加等因素下，白鸡需求保持稳定增长，从2019年之前的40亿羽左右提升至2021年的65亿羽。考虑到疫情冲击餐饮消费，中性假设下给予22/23/24年2%/4%/5%的同比增速，估计需求67/69/73亿羽。

缺口测算：考虑到祖代到毛鸡生长周期需15个月，加上3个月的产蛋高峰期，预计本轮周期祖代缺口对应到2023年下半年至2024年毛鸡紧缺，保守/中性/乐观假设下出栏量为42亿/49亿/57亿羽，以69亿羽的需求量为基，中性假设下供需缺口近30%。若市场情绪发酵，经销商提前囤货带来需求阶段性提升，周期反转有望提前且弹性更大。

图：祖代鸡更新量供需平衡点上移



资料来源：中国畜牧业协会，新牧网公众号，天风证券研究所

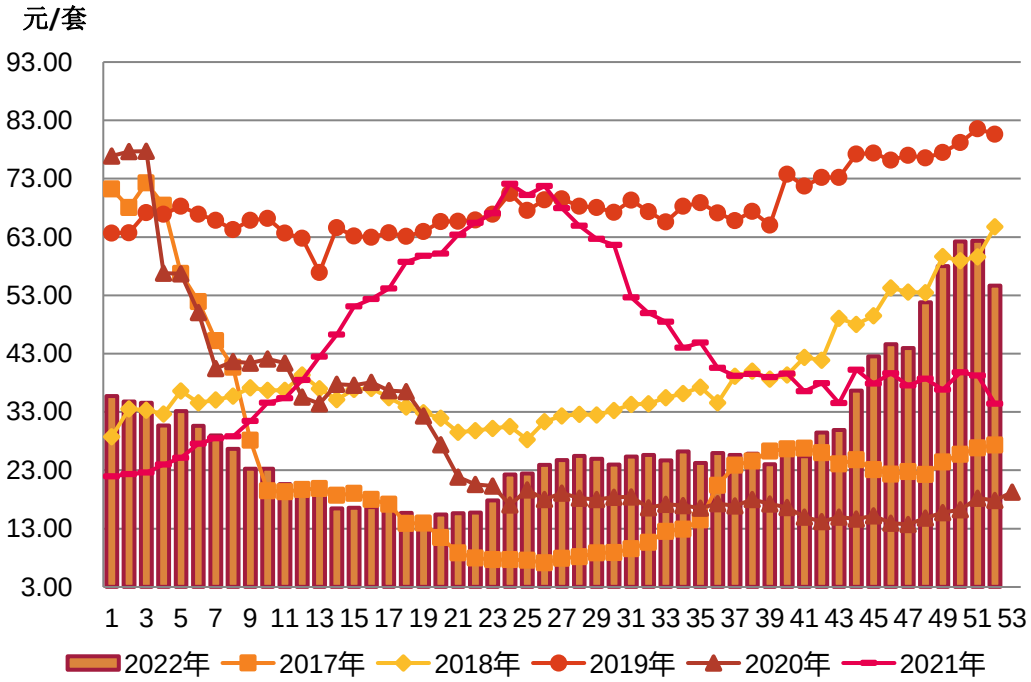
表：供需缺口测算

	保守	中性	乐观
2022祖代更新量（万套）	90	95	100
祖代扩繁系数	45	47	50
父母代扩繁系数	110	115	120
商品代次存活率	95%	95%	95%
商品代出栏量（亿羽）	42.3	48.8	57.0

资料来源：中国畜牧业协会，金融情报网，天风证券研究所测算

4）价格走势：父母代价格已出现明显提振，商品代鸡苗仍受需求端压制

图：2022年



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

父母代鸡苗：2022年11月起价格已出现明显上涨。据Mysteel，11月AA+、罗斯父母代报价55-58元/套（10月为40元/套），12月报价已提升至为80元/套。据了解，23年1月报价仍维持12月报价，但实际成交价小幅回落。

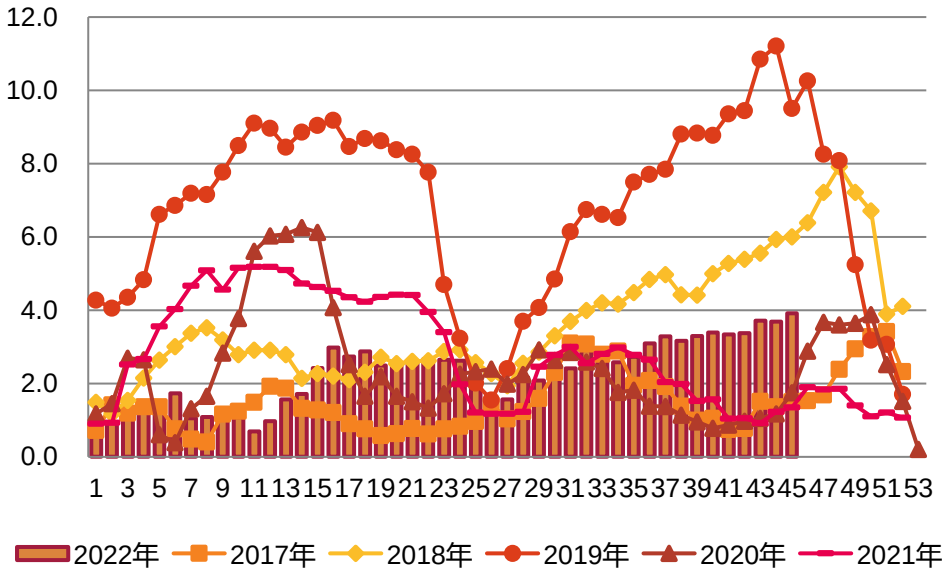
目前祖代存栏量仍然处于相对高位，但整体生产效率受种鸡病及周龄等因素影响，估计父母代供给依然紧张。2022年11月以来父母代鸡苗价格大幅上涨，主要系引种持续受限，2023年父母代鸡苗供给紧缩确定性较强，行业盈利预期改善，增加父母代鸡苗需求。

按正常生长周期计，2022年5月以来的祖代紧缩对应到23Q1的父母代价格行情启动，但引种持续受限或催化市场囤积情绪，周期行情或有所提前。

4）价格走势：父母代价格已出现明显提振，商品代鸡苗仍受需求端压制

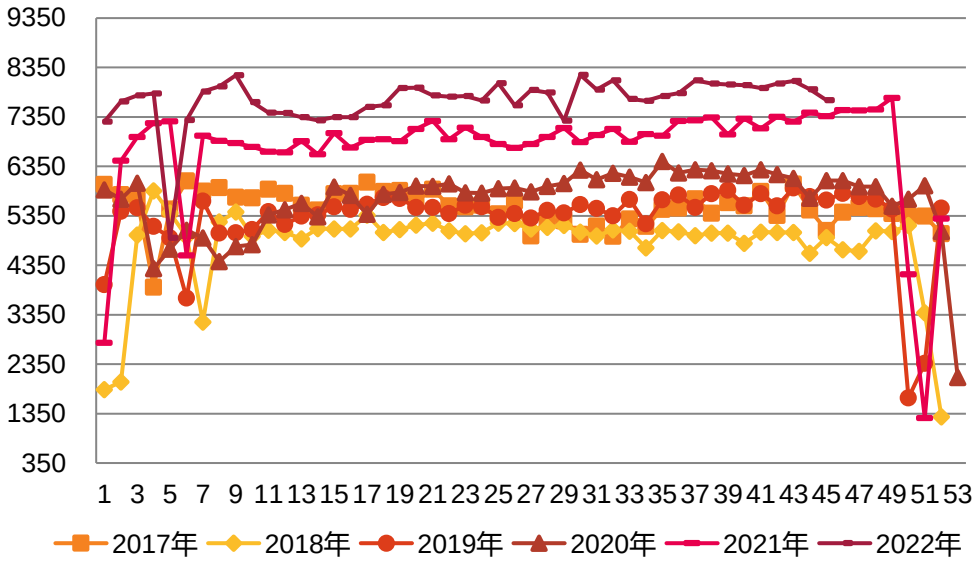
商品代鸡苗：2022年10月以来价格逐步回暖，但饲料价格高位挤压养殖户利润，苗价短期仍受需求压制。2022年10月以来商品代鸡苗价格逐步回暖，主要系2-4月父母代销量下滑，对应到10-11月商品代供给减量。12月进入停苗期，鸡苗实际成交量小，无价无市。12月下旬鸡苗逐步恢复报价，但跨年鸡补栏情绪低迷，价格较低，局部地区有抽毛蛋现象。近期毛鸡价格回暖，补栏情绪有所好转，叠加苗量供给减少，苗价止跌。**我们预计，2023下半年供给紧缩压力下，或支撑价格出现明显反转。**

图：近期商品代鸡苗价格逐步回暖（元/羽）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图：近期商品代鸡苗销售量（羽）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

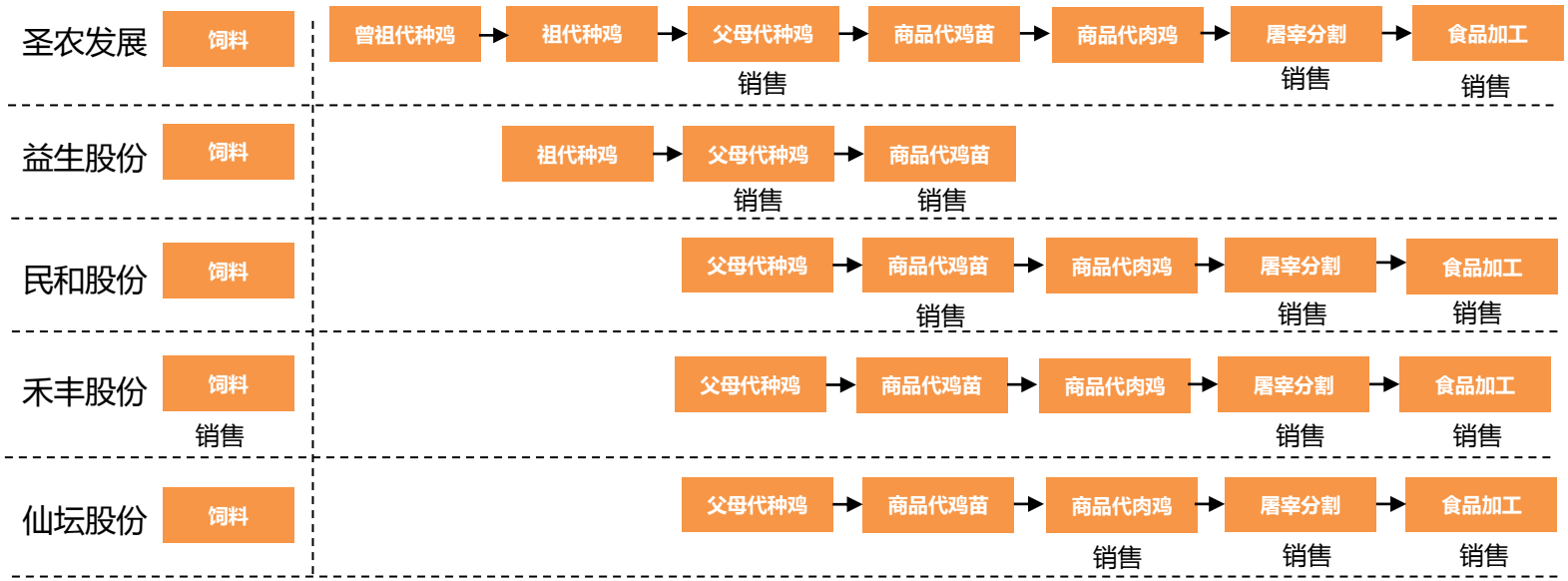
三、如何看鸡股当前位置及空间？

1）如何看鸡股当前位置及空间？

白鸡板块估值历史相对低位，存在一定的加配空间

目前白鸡产业链主要标的包括圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份、禾丰股份等。其中，圣农发展作为全产业链公司，上延突破种鸡，下延突破食品，单羽价值量持续提升。其中，益生、民和主要布局上游鸡苗业务，仙坛、禾丰为半条龙企业，主要布局在屠宰及食品板块。

图：国内主要的白羽肉鸡企业产业链环节



资料来源：各公司公告，公司官网，天风证券研究所

1）如何看鸡股当前位置及空间？

白鸡板块估值历史相对低位，存在一定的加配空间

目前禽板块估值历史低位。以圣农发展为例，我们预计2023/2024年归母净利润为28.8/53.1亿元，对应到2023年1月20日总市值，PE为10x/5x。参考历史景气上行阶段，禽板块估值为 10-25x，向上空间明显。

2）目前基金超配比例处于低位，存在一定的加配空间。以三季度的基金重仓数据看，除禾丰外，其他白鸡标的的超配比例均位于历史分位数的30%左右，存在一定的加配空间。

图：2022Q4，白鸡标的涨幅明显

		2022Q2	2022Q3	2022Q4
002299.SZ	圣农发展	-1.5%	0.9%	22.4%
002458.SZ	益生股份	3.2%	0.0%	48.3%
002234.SZ	民和股份	-4.3%	-8.0%	31.8%
002746.SZ	仙坛股份	-3.1%	-10.8%	12.3%
603609.SH	禾丰股份	0.5%	-2.9%	26.6%

资料来源：wind，天风证券研究所

图：白鸡板块，2022Q3基金重仓持股情况

基金重仓2022Q3	重仓基金个数（个）	环比（个）	重仓持股数数量（万股）	环比（万股）	重仓持股市值（万元）	环比（万元）	超配比例	超配走势(2014Q1~2022Q3)	历史分位数
圣农发展	13	9	4587	4236	88813	82071	0.00%		34%
益生股份	3	0	252	0	2364	0	-0.01%		29%
民和股份	0	0	0	0	0	0	-0.01%		26%
仙坛股份	0	0	0	0	0	0	-0.01%		32%
禾丰股份	0	-1	0	-62	0	-601	-0.01%		61%

资料来源：wind，天风证券研究所

2）个股情况

首推【圣农发展】：引种缺口已成，国内自主育种唯一上市标的，有望充分受益

（1）传统养殖板块：产品溢价+成本优势，量、价、利齐升可期

从量上看：养殖产能内伸外延，10亿羽鸡目标可期。公司拥有400余座养殖/孵化/饲料厂，21年公司白羽鸡养殖产能已接近6亿羽，25年战略目标10亿只鸡，届时市占率有望进一步提升。

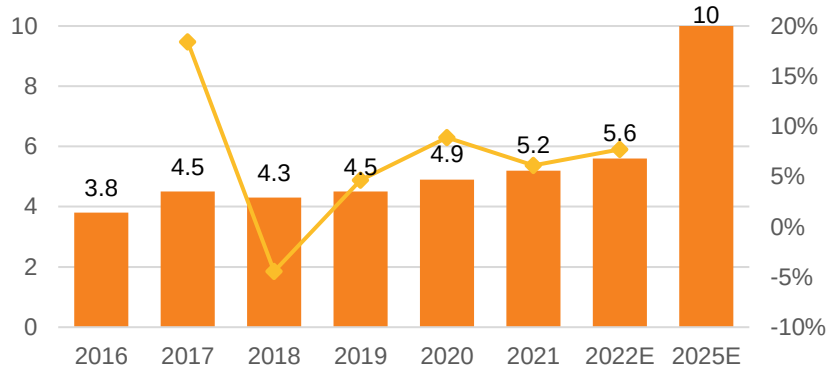
从价上看：公司产品质量高，鸡肉价格溢价显著。公司拥有国际知名客户资源，与行业相比基本保持在500元/吨左右的溢价空间。

成本上看：大宗涨价带来一定压力，精细管理降本增效。回溯历史看，我们测算公司鸡肉综合成本低点仅 9000 元/吨左右，原材料涨价下公司目前全成本 1w 元/吨出头，下降空间显著。此外，随着公司夯实内部管理、积极调整日粮配方，有望进一步增厚利润。

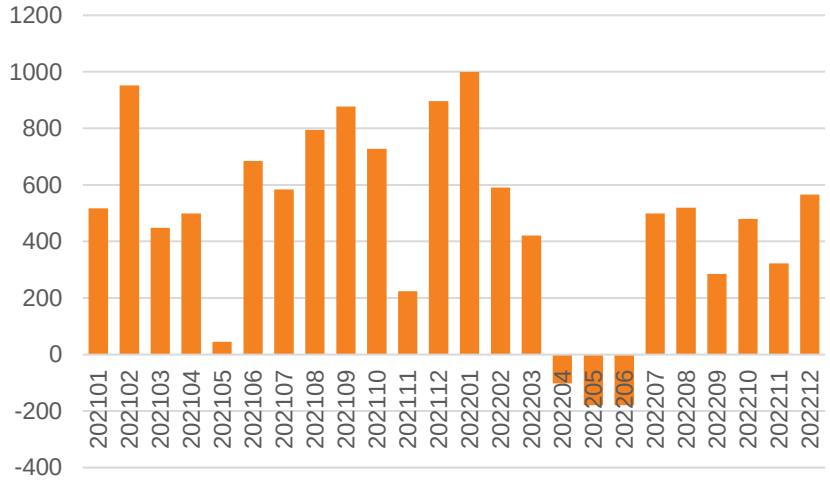
（2）种鸡板块：突破海外育种卡脖子，有望获加速推广

2021 年底公司“SZ901”通过品种审定，突破国内祖代鸡引种的“卡脖子”问题，保证公司自身产能扩张不受海外引种制约的同时，有望形成新的利润增长点。2022年以来 SZ901 父母代销售获大量好评，我们预计2023年白羽肉鸡父母代外销量有望进一步提升。

图：2016年以来，商品代肉鸡屠宰量（亿羽）



图：圣农发展溢价明显（元/吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2）个股情况

首推【圣农发展】：引种缺口已成，国内自主育种唯一上市标的，有望充分受益

（3）食品板块：产品渠道双轮驱动；B端稳定增长，C端有望加速

B 端为公司优势渠道，深度绑定大客户。2021 年 B 端贡献营收 47.3 亿元，在深加工板块占比 84.4%。公司已与国内外知名客户，如百胜中国、麦当劳、德克士、沃尔玛、永辉等企业建立了长期的战略合作关系，估计 2021 年深加工板块大 B 客户贡献收入超 20 亿元。

爆品策略+品牌建设+新兴渠道布局，C 端有望加速。公司研发实力强劲，多款大单品推出验证爆品打造实力。2021 年新推出的“脆皮炸鸡”和“嘟嘟翅”两产品成功实现单月销售额破千万。

（4）估值历史低位，重点关注

①养殖板块：考虑到鸡价上行+大宗跌势，估计本轮周期单羽盈利高点有望达 5 元/羽，届时屠宰量约 7.5 亿羽，给予养殖板块 10x 估值，目标市值近 375 亿元。

②食品板块：本轮周期中，估计食品板块收入 2024 年可做到 100 亿元左右，公司肉制品盈利能力与养殖景气度正相关且弹性较大，假设净利率提升至 5%，估计食品盈利约 5 亿，参考安井等可比公司给予 30x，目标市值达 150 亿元。**合计525亿元，重点关注。**

风险提示：禽流感等疫病爆发；新冠疫情影响下游消费，食品 C 端开拓不及预期

2）个股情况

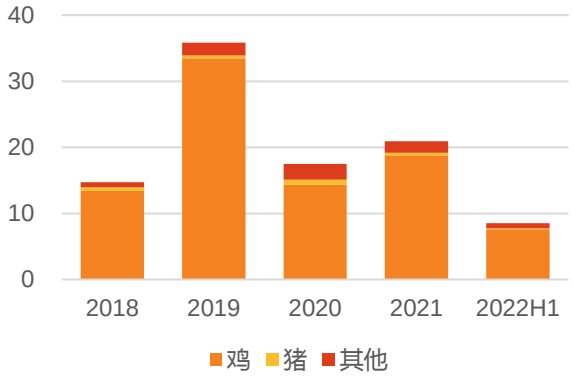
关注【益生股份】：布局上游种源，价格弹性较充分，周期反转早期即可受益

公司鸡板块是主要的收入和利润来源。2018年至今，公司的鸡板块销售收入占比基本保持在90%左右，毛利润贡献除2020年外，均保持在95%以上。

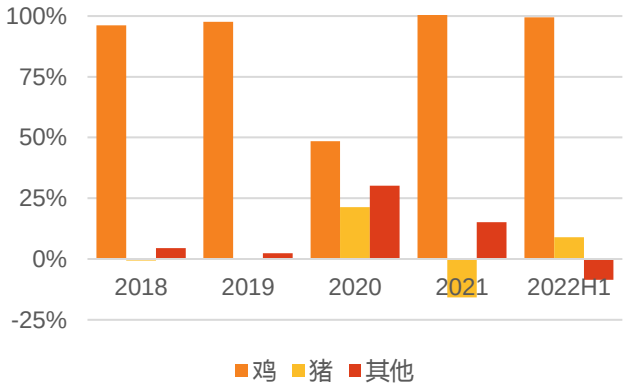
公司业绩受禽周期波动影响明显。2018-2019年，鸡周期景气，公司归母净利润分别为3.6亿/21.8亿元，同比+217%/500%，实现大幅增长。2020年以来，行业低迷，公司业绩降幅明显。

鸡板块以父母代和商品代苗销售为主，益生909未来有望逐步贡献增量。2022年商品代苗估计销量达5.4亿余羽。未来小型白羽鸡益生909或贡献更多增量，定价主要参考817鸡苗，公司预计2022年销量7000多万羽，规划2025年达3亿羽。

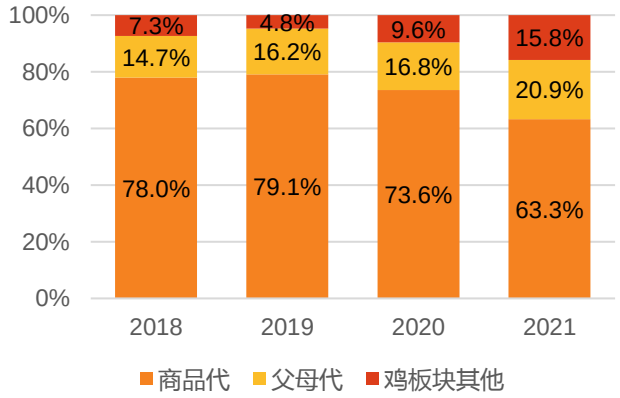
图：2018-2022H1各板块收入（亿元）



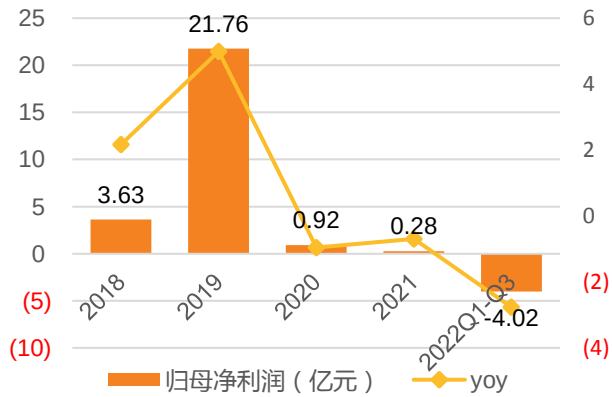
图：2018-2022H1各板块毛利润占比（%）



图：2018-2021年鸡板块收入分布



图：2018-2022Q1-Q3归母净利润及YOY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2）个股情况

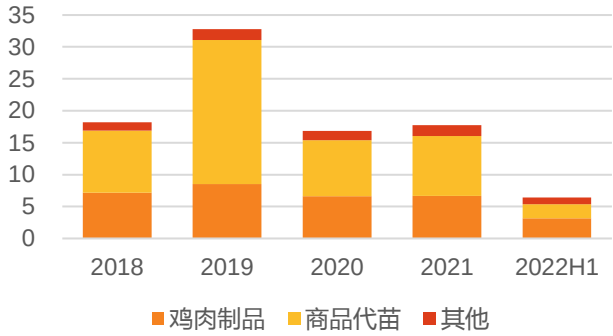
关注【民和股份】：布局上游商品代鸡苗，业绩弹性较大

公司主营业务包括商品代苗和鸡肉制品，其中商品代苗是主要的利润来源。从毛利润占比情况看，2018-2021年商品代苗毛利润占比超80%，2022年上半年受苗价低位影响，占比有所下滑。

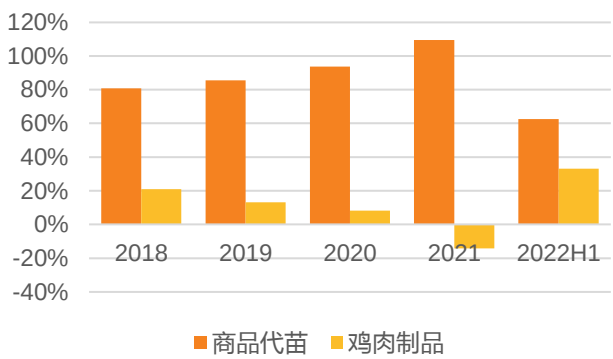
公司业绩受禽周期波动影响明显。2018-2019年，鸡周期景气，公司归母净利润分别为3.8亿/16.1亿元，同比+231%/323%，实现大幅增长。2020年以来，行业低迷，公司业绩降幅明显。

白鸡周期反转，上游商品代苗价逐步回暖，加上产能放量，公司业绩弹性明显。2022年苗价较低，公司缩减出苗量，估计商品代苗出栏约3亿羽。80 万套父母代种鸡养殖在建项目2023年上半出苗，完全达产后有望新增1亿羽商品代鸡苗产能，产能有望合计达 5 亿羽。

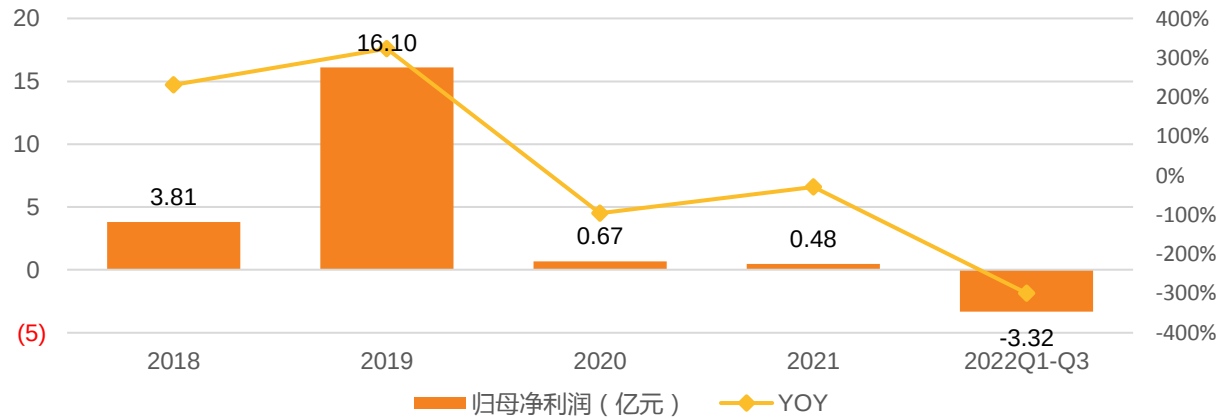
图：2018-2022H1各板块收入（亿元）



图：2018-2022H1各板块毛利润占比（%）



图： 2018-2022Q1-Q3归母净利润及YOY



资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

2）个股情况

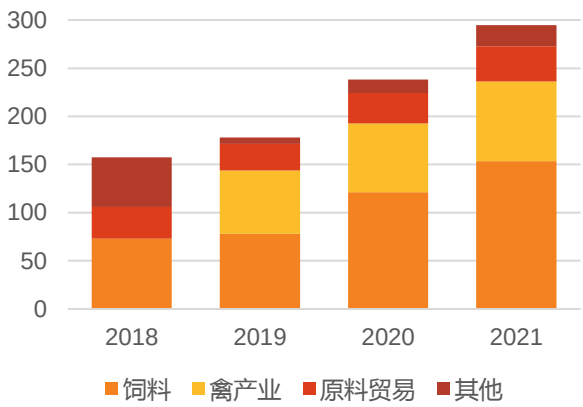
关注【禾丰股份】：饲料需求改善，白鸡周期反转，多板块业务有望共振

近年来饲料业务是公司第一主业，禽板块紧跟其后。公司饲料业务为其主业，也是公司营收和毛利的主要来源，18年至今毛利贡献基本保持在50%以上；禽产业收入占比在25%以上，但2019年至今毛利占比呈下滑趋势，主要系白羽肉鸡行业受新冠疫情“扩散全球化、存续持久化”等负面局势影响所致。

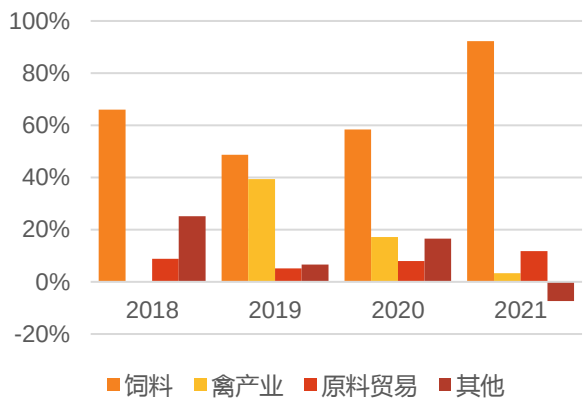
合理规划产能布局，日益完善白鸡养殖屠宰配套，预计2022年实现控参股合计屠宰量7.3亿羽。公司未来三年将会稳健发展白羽肉鸡一体化业务，放缓扩张速度，提升养殖与屠宰的产能配比。截止2022年中，以控参股公司合计产量算，年屠宰能力超过10亿羽，种鸡端与养殖端的产能配比约为50%，养殖端与屠宰端的产能配比约为90%，未来有望进一步优化。

下游养殖景气度回升带动饲料需求回暖，叠加白鸡周期反转、量价齐升，公司有望多板块共振，业绩明显改善。

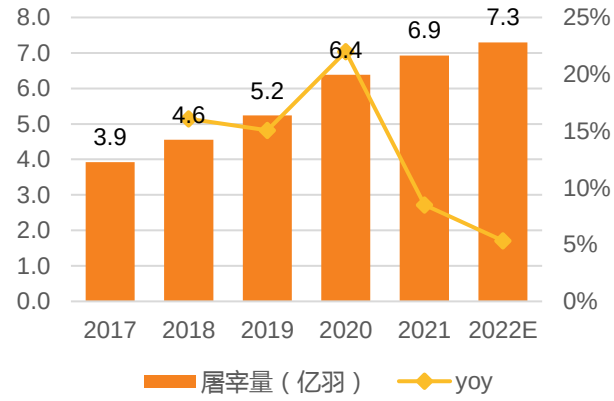
图：2018-2021板块收入（亿元）



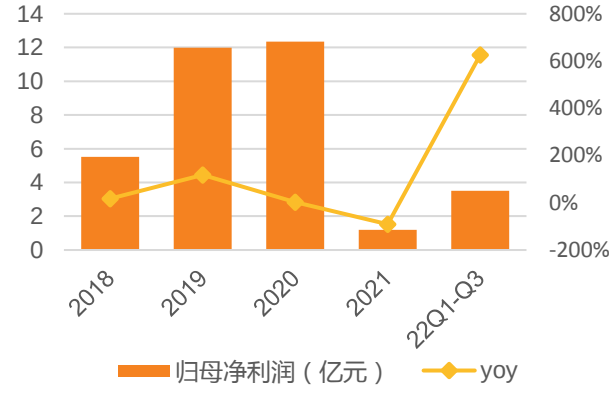
图：2018-2022H1各板块毛利润占比（%）



图：2017-2022E年屠宰量及YOY



图：2018-2022Q1-Q3归母净利润及YOY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2）个股情况

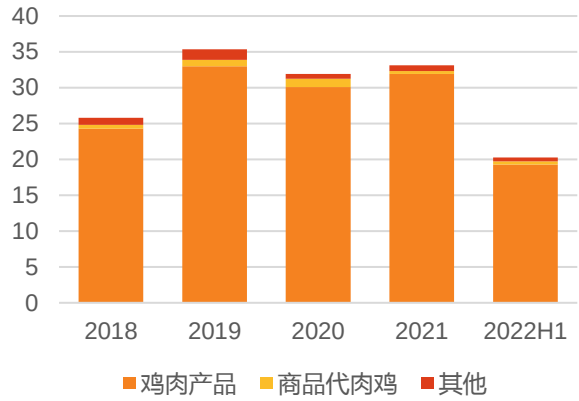
关注【仙坛股份】：产能释放叠加周期反转，鸡肉销量有望量价齐升

公司鸡肉产品是公司第一主业，为公司主要的收入和利润来源。2018年至今，公司的鸡肉产品板块销售收入占比基本保持在95%左右，毛利润贡献亦均保持在90%以上。

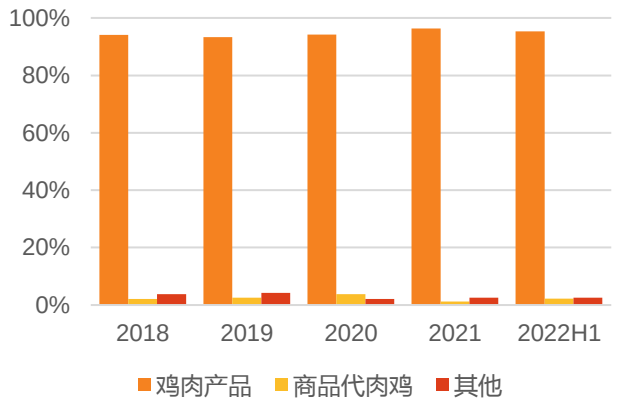
公司业绩受禽周期波动影响明显。2018-2019年，鸡周期景气，公司归母净利润分别为4.02亿/10.01亿元，同比+294%/149%，实现大幅增长。2020年以来，行业低迷，公司业绩降幅明显。

产能逐步释放助推产品销量，未来产能翻倍或将实现二次腾飞。随着公司22年诸城食品和仙坛清食品的生产产能逐步得到释放，商品鸡出栏数量逐步增加，销售数量和销售收入也随之增加。未来随着公司“诸城年产1.2亿羽肉鸡产业生态项目”2024年全部建成投产后，公司将实现父母代、商品代的全配套，公司的肉鸡宰杀量将达到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，实现二次腾飞。

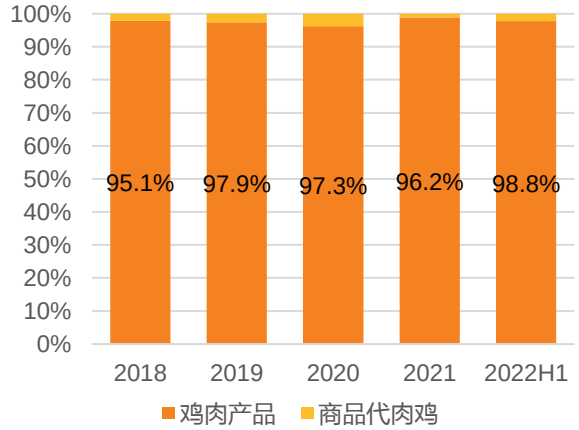
图：2018-2022H1各板块收入（亿元）



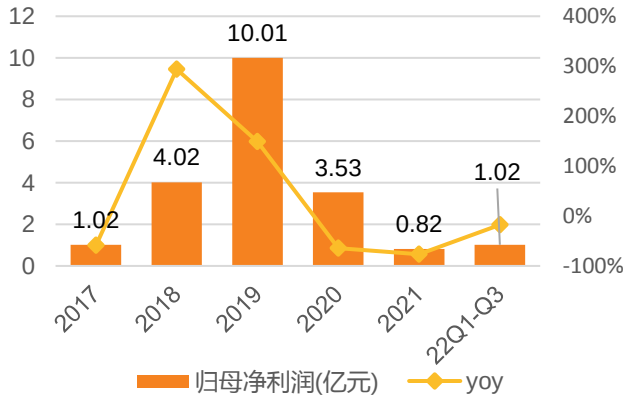
图：2018-2022H1各板块毛利润占比（%）



图：2018-2021年鸡板块收入分布



图：2018-2022Q1-Q3归母净利润及YOY



资料来源：公司公告，天风证券研究所

四、风险提示

风险提示

1、价格上涨不及预期：禽行业价格波动明显，若产能去化不足或换羽量较大等因素导致供需偏松，存在价格上涨不及预期或回落的风险。

2、禽流感等疫病发生：近期海外禽流感严重，若传导至国内，可能会影响消费者的禽肉消费质量，减少对禽肉需求。

3、新冠疫情影响下游消费：新冠疫情防控政策调整后，面临多轮感染高峰期，短期或冲击国内餐饮消费，进而可能影响白羽鸡消费需求。

4、测算具有一定的主观性，仅供参考。

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/或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/或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