

白羽肉鸡行业深度报告

板块盈利或边际向好，一体化延伸孕育新机

超配

核心观点

白鸡企业现阶段超额收益主要来自供给周期和终端附加值。目前国内白羽肉鸡行业育种技术成熟且规模化程度较高，基于效率优化带来的收益提升空间已相对有限，未来企业的超额收益或将主要来自周期和附加值两个方面。从周期视角来看，供给侧市场化主动去产能所带来的鸡价波动正不断被弱化，被动去产能事件成为主要关注，同时猪鸡替代效应也在加强。从附加值视角来看，产业盈利中心趋势下移，基于高效率养殖向下提升终端附加值的一体化运作模式正成为头部白鸡企业发展主线。

周期复盘：引种决定趋势，猪价催化斜率。通过复盘鸡价和股价，我们发现：

(1) 白羽肉鸡板块长贝塔行情依附于祖代引种周期，同时猪价表现也会为其中短期斜率表现提供重要催化，爆发力最强的行情往往来自“猪鸡共振”

(2) 开展白羽肉鸡的供给周期分析，行业换羽能力和换羽意愿同样重要，两者是盈利预期饱和时尤为重要的风险因素，完美行情需要在产种鸡存栏的配合。

具体到个股层面，鸡苗受即产即销属性影响，其价格弹性明显大于毛鸡和鸡肉，因此从周期视角出发，种苗销售企业的业绩和股价弹性明显大于屠宰加工企业，在景气上行的长贝塔行情中可以给予种苗销售企业更高仓位。

展望-周期视角：板块盈利或边际向好，预期存在大起大落可能。国内父母代鸡苗销量已于2022年末开始下降，预计将影响约三个季度后的商品代鸡苗和肉鸡供应，供给侧压力有望于2023Q3迎来边际改善，叠加下半年猪价回暖预期，我们预计板块届时有望迎来供需双振，盈利或边际向好。另外从长周期视角来看，美国引种目前尚未完全中断，海外引种受阻的持续时间和强度存在不确定性，同时国内种鸡周龄整体偏年轻，后续板块盈利或驱动行业大规模换羽，商品代供给短期可能快速修复，因此板块预期存在大起大落可能。

展望-产业视角：行业存在扩容空间，看好一体化经营模式。国内人均鸡肉消费水平目前仍相对偏低，长期来看白羽肉鸡具备成本和营养优势，行业有望继续扩容。同时随养殖环节趋于成熟，我国白羽肉鸡产业发展正逐渐步入后半场，产业盈利中心趋势下移，未来有望孕育大型品牌鸡肉食品企业，核心看好基于高效率养殖的一体化经营模式。

风险提示：不可控的禽类疫情风险；企业养殖规模扩张不及预期的风险。

投资建议：板块景气向好，把握核心优质标的。核心推荐高弹性种苗龙头益生股份和一体化自养龙头圣农发展，建议关注春雪食品、民和股份、仙坛股份、禾丰股份、益客食品。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002458	益生股份	买入	15.68	15,568.83	0.22	0.82	71	19
002299	圣农发展	买入	24.69	30,705.46	0.01	0.95	2469	26
605567	春雪食品	买入	15.24	3,048.00	0.66	0.72	23	21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

农林牧渔·养殖业

超配·首次评级

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002
联系人：李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
联系人：江海航 010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《行业点评系列报告：猪周期有望提前反转，布局Q4生猪绝地反击》——2021-10-13
《农产品研究跟踪系列报告（60）-本周全国生猪均价环比上涨4.73%，仔猪均价环比上涨9.55%》——2023-02-19
《农产品研究跟踪系列报告（59）-本周全国生猪均价环比上涨2.16%，仔猪均价环比上涨2.78%》——2023-02-12
《农产品研究跟踪系列报告（58）-本周全国生猪均价环比下跌7.41%，仔猪均价环比上涨7.49%》——2023-02-05
《农林牧渔2023年2月投资策略-聚焦生猪成长布局，关注种业变革机遇》——2023-01-30

内容目录

白鸡产业链：养殖技术成熟，规模化程度高	6
白羽肉鸡简介：生长快产肉多，消费主要来自 B 端	6
产业链特征：上游育种技术成熟，养殖规模化程度高	7
复盘：上游产能韧性较强，核心关注引种周期	11
繁育周期：当期祖代引种会影响 1 年后肉鸡出栏并持续约 2 年	11
鸡价复盘：引种决定趋势，猪价催化斜率	12
板块复盘：引种周期和猪价周期是主线	13
个股复盘：种苗弹性优于屠宰加工	17
展望：盈利或边际向好，看好一体化经营	19
周期视角：板块盈利有望边际向好，预期存在大起大落可能	19
产业视角：行业具备较大扩容空间，看好一体化经营模式	26
投资建议：板块景气向好，把握核心优质标的	36
风险提示	37
免责声明	39

图表目录

图 1: 白羽肉鸡具备体型大、生长快、产肉多、产蛋量大特征。	6
图 2: 国内白羽肉鸡 2021 年出栏量已达 65 亿羽	6
图 3: 白羽肉鸡贡献国内五成鸡肉产量（2020 年）	6
图 4: 国内近 70% 的白羽肉鸡种禽产能位于山东和辽宁	7
图 5: 国内 64% 的白羽肉鸡屠宰量来自山东和辽宁	7
图 6: 白羽肉鸡终端消费主要来自 B 端	7
图 7: 国内目前已实现白羽肉鸡全产业链覆盖	8
图 8: 2021 年，引种量前三品种均来自海外，合计占比接近 85%	8
图 9: 圣泽 901 和罗斯 308、AA+ 的均重、料肉比指标相近	9
图 10: 2022 年，圣泽 901 于国内祖代引种中的占比已达 25%	9
图 11: 2021 年，国内白羽肉鸡屠宰口径 CR6 已接近 40%	9
图 12: 年出栏 10 万羽以上的规模肉鸡养殖场数不断增加	10
图 13: 年出栏 1 万羽以下的中小肉鸡养殖场数不断减少	10
图 14: 祖代引种对下游出栏的理论滞后影响持续约两年	11
图 15: 种鸡换羽操作使得白羽肉鸡行业产能具备较强韧性	11
图 16: 2006 年以来我国祖代白羽肉鸡引种量情况	12
图 17: 在产祖代存栏和祖代引种量变动趋势基本一致，但受换羽等因素影响，中短期会有明显波动	12
图 18: 祖代引种情况决定肉价和苗价的长期变动趋势	12
图 19: 猪价波动催化鸡价变动的斜率表现	13
图 20: 白鸡肉鸡价格具备季节波动特征	13
图 21: 白羽鸡指数收盘价与国内白羽肉鸡价格情况	13
图 22: 2014. 2-2016. 7，引种断档叠加猪价上涨，白羽鸡指数自低点上涨约 350%	14
图 23: 2016. 7-2018. 2，引种断档叠加猪价下行，白羽鸡指数自高点下跌约 70%	15
图 24: 2016. 7-2018. 2 换羽难抵产能不足叠加猪价强催化，白羽鸡板块期间自低点上涨约 250%	16
图 25: 2017 年下半年的在产祖代大规模换羽并未令后续在产祖代存栏出现明显增长	16
图 26: 2017 年下半年的在产父母代换羽并未令后续在产父母代存栏出现明显增长	16
图 27: 圣农发展、仙坛股份的鸡肉产品收入占比较高	17
图 28: 益生股份的鸡苗收入占比较高	17
图 29: 鸡苗价格波动幅度明显高于肉鸡价格	17
图 30: 种苗企业毛利率波动幅度明显高于屠宰加工企业	17
图 31: 种苗企业股价弹性明显大于屠宰加工企业	18
图 32: 2022 年美国多地出现禽流感疫情	19
图 33: 美国目前几乎所有州鸟类已出现 H5N1 禽流感	19
图 34: 欧洲禽流感疫情影响范围和感染数量在 2021/2022 年间再创新高	21
图 35: 2022 年 1-11 月，国内祖代白羽肉鸡累计引种量较上年同期减少 25%	22
图 36: 截至 2022 年 12 月 8 日，国内后备祖代种鸡存栏量较上年同期减少 34%	22
图 37: 2022 年 4-11 月，国内父母代鸡苗销售量价齐升	22

图 38: 2022 年 3 月以来, 商品代鸡苗价格上涨明显	22
图 39: 2022 年 4 月 27 日以来, 白羽鸡指数自底部的最大涨幅已达 66.62%	23
图 40: 国内在产祖代种鸡存栏量近期有所减少	24
图 41: 国内父母代种鸡存栏有望于 2023 年 Q1 迎来拐点	24
图 42: 国内商品代肉鸡供给预计将于 2023Q3 开始边际减少	24
图 43: 22Q4 末能繁母猪存栏较 22Q3 末环比增加 0.6%	25
图 44: 近期国内猪价已下跌至亏损区间	25
图 45: 2022 年 5 月起全国 50kg 以下小猪存栏及环比情况	25
图 46: 2022 年 5 月起全国 50kg-80kg 中猪存栏及环比情况	25
图 47: 美国鸡肉后期主导国内肉类消费	26
图 48: 禽肉在国内城镇居民肉类消费中的占比已提升至近 40%	26
图 49: 国内人均禽肉消费量维持增长趋势但仍明显低于猪肉	26
图 50: 鸡肉相较猪肉, 具有低脂高蛋白特点	27
图 51: 美国超 50% 的鸡肉消费需求来自餐饮服务业	27
图 52: 2021 年我国人均肉用鸡肉消费量明显低于其他国家或地区 (单位: 千克/人)	27
图 53: 国内连锁快餐企业营业额目前仍保持较快增长趋势	27
图 54: 美国肉鸡养殖产业集约化特征明显	28
图 55: 美国前十大肉鸡企业鸡肉产量占国内总产量的近 70%	28
图 56: 美国白羽肉鸡产业组织形式和商业模式发展大致可以分为四个阶段	29
图 57: 美国白羽肉鸡产业现已形成从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式	29
图 58: 美国肉鸡养殖指标在 1980s 后趋于平稳	29
图 59: 美国销售端深加工鸡肉占比自 1980s 开始快速提高	29
图 60: 肉鸡产业在 1980s 步入成熟后, 鸡价周期仍在且零售端附加值增厚明显	30
图 61: 泰森食品的归母净利润近年稳步扩张	30
图 62: 泰森食品的销售毛利率近年稳定在较高位置	30
图 63: 泰森食品的预制食品营业利润率明显更加稳定	31
图 64: 预制食品业务已成为泰森食品的重要利润中心之一	31
图 65: 周期与成长并进成为美国白羽肉鸡产业后半场的重要投资主线	31
图 66: 国内白羽肉鸡产业围绕屠宰环节已形成较为成熟的格局	31
图 67: 国内肉鸡屠宰企业的鲜品业务毛利率近年处于低位	32
图 68: 肉制品业务毛利率通常更高且更稳定	32
图 69: 圣农发展前期资本开支水平明显高于仙坛股份	33
图 70: 圣农发展单吨鸡肉销量对应固定资产高于仙坛股份	33
图 71: 白羽肉鸡上市企业 2021 年收入结构 (单位: %)	34

表1：海外主要白羽肉鸡品种一览	8
表2：2021 年 12 月，国内首批自主培育白羽肉鸡品种通过审定	9
表3：美国已有 26 州的商业鸡群出现禽流感疫情	20
表4：受当地禽流感影响，多国禽类及相关产品仍被禁止出口至我国（2022 年 11 月 14 日更新）	21
表5：2022. 4. 27-2022. 12. 08 期间，涉及白羽肉鸡业务公司股价区间涨跌幅	23
表6：国内头部白羽肉鸡企业主要养殖模式	32
表7：仙坛股份与圣农发展家禽饲养加工板块成本拆分	33
表8：多数白羽肉鸡上市企业已涉足鸡肉深加工业务	35
表9：民和股份投资 5.18 亿元在山东潍坊和蓬莱新建肉制品加工项目	35
表10：春雪食品拟投资 3.6 亿元新建肉鸡屠宰及调理品加工项目	35
表11：禾丰股份拟投资 3 亿元新建年产 3 万吨的鸡肉熟食及调理品项目	35

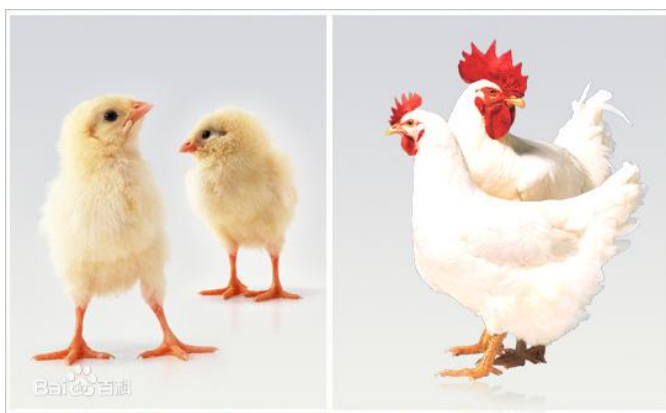
白鸡产业链：养殖技术成熟，规模化程度高

白羽肉鸡简介：生长快产肉多，消费主要来自 B 端

◆ 白羽肉鸡具备体型大、生长快、产肉多、产蛋量大特征。

根据百度百科介绍，国内外现阶段饲养的白羽肉鸡多是由白洛克鸡和科尼什鸡进行杂交选育而来，其中白洛克鸡最早由美国的爱拔益加公司在 1940 年培育出来（科宝等公司后来也相继培育出自己的白洛克鸡品种），此后人们以科尼什鸡作为父本，白羽洛克鸡作为母本进行杂交育种，选育出了一系列体型大、生长快速、产肉多、产蛋量也较高的白羽肉鸡品种。

图 1：白羽肉鸡具备体型大、生长快、产肉多、产蛋量大特征。



资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

◆ 白羽肉鸡贡献国内五成鸡肉产量，山东、辽宁是核心产区

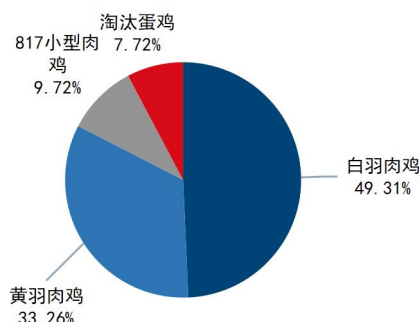
2021 年，国内白羽肉鸡出栏已达 65.32 亿羽，同比增长 32.76%，按屠宰率 89% 计算的肉重为 1528.56 万吨，同比增长 8.8%。根据 2020 年数据，白羽肉鸡目前贡献了国内近 50% 的鸡肉产量。

图 2：国内白羽肉鸡 2021 年出栏量已达 65 亿羽



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 3：白羽肉鸡贡献国内五成鸡肉产量（2020 年）



资料来源：观研报告网，国信证券经济研究所整理

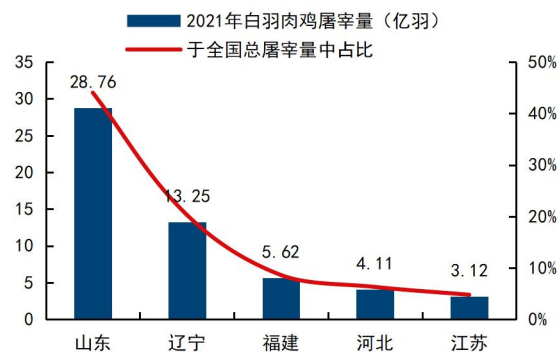
国内白羽肉鸡产业区域分布较为集中，其中近 69% 的种禽产能位于山东和辽宁，64% 的屠宰量来自山东。另外圣农发展所在的福建省在国内白羽肉鸡产业中也占据重要地位，种禽产能占比和屠宰量占比分别均位居国内第三，分别为 7%、6%。

图4：国内近 70% 的白羽肉鸡种禽产能位于山东和辽宁



资料来源：mysteel，国信证券经济研究所整理

图5：国内 64% 的白羽肉鸡屠宰量来自山东和辽宁

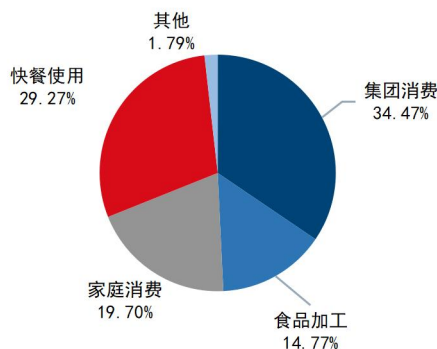


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

◆ 白羽肉鸡终端消费主要从 B 端到 C 端

由于白羽肉鸡具备品种统一、生长快、产肉多特征，所以更加适合标准化屠宰加工，屠宰成品主要供应集团消费、食品加工和快餐使用，三者进而成为链接 C 端消费的主要场景，目前三类场景在国内白羽鸡消费量中的合计占比高达 78.51%。

图6：白羽肉鸡终端消费主要来自 B 端

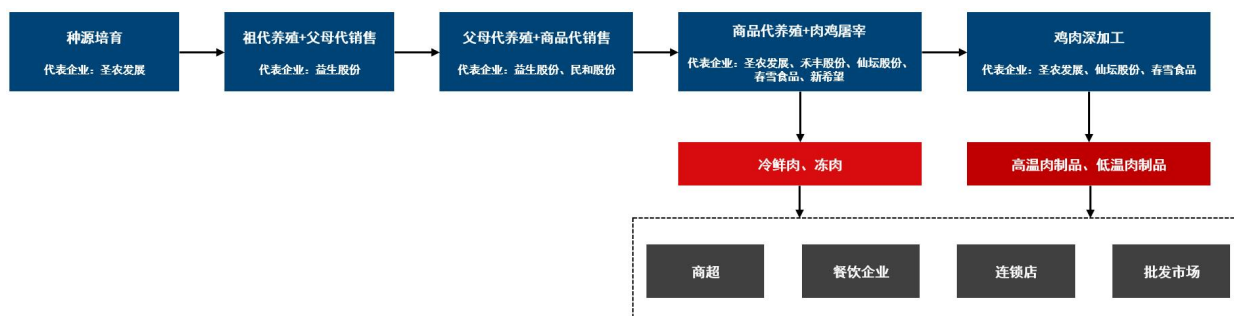


资料来源：观研报告网，国信证券经济研究所整理

产业链特征：上游育种技术成熟，养殖规模化程度高

国内目前已实现白羽肉鸡全产业链覆盖，且已完成专业分工，上游种苗企业包括益生股份、民和股份、圣农发展（2022 年已开始外销圣泽 901 父母代雏鸡）等，下游屠宰及深加工企业包括圣农发展、仙坛股份、春雪食品等。

图7：国内目前已实现白羽肉鸡全产业链覆盖



资料来源：国信证券经济研究所整理

◆ 国内种鸡目前主要来自海外品种，国产品种替代正在加速

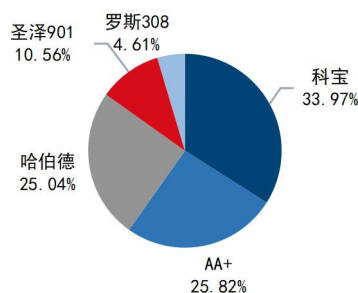
海外白羽肉鸡育种已有 80 余年历史，育种技术较为成熟，AA+、罗斯 308、科宝等品种在成活率、出肉率等关键指标上均有领先表现，在国内外白羽鸡市场占有重要地位。从国内祖代引种结构来看，在未受禽流感干扰的 2021 年，引种量前三的品种（科宝、AA+、哈伯德）均来自海外，三者合计占比接近 85%。

表1：海外主要白羽肉鸡品种一览

名称	培育公司	特征
AA+	美国安伟捷集团	体型大，生长发育快，饲料转化率高，适应性强，育成历史较长，肉用性能优良
罗斯 308	美国安伟捷集团	体质健壮，成活率高，增重速度快，出肉率高。
科宝	美国科宝公司	生长快，饲料报酬高，适应性与抗病力较强，全期成活率高
哈伯德利丰	法国哈伯德公司（2018 年被安伟捷收购）	产种蛋数及出雏数较高；肉鸡生长强健，料肉比低；鸡的体型较好；鸡肉产出率高；父母代种鸡与商品代肉鸡均易于饲养。

资料来源：百度百科，哈伯德官网，国信证券经济研究所整理

图8：2021 年，引种量前三品种均来自海外，合计占比接近 85%



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

2021 年 12 月，国内首批自主培育白羽肉鸡品种通过审定，包括圣泽 901、广明 2 号、沃德 188 三个品种，具备体型大、生长速度快、饲料转化率高，适合生产分割鸡肉，方便制作快餐、团餐及深加工制品。上述三个品种中，目前发展最快的是圣泽 901，其早在 2019 年便在圣农发展内部实现自给有余，通过品种审定准许外销后，2022 年 6 月公司首批 9.6 万套父母代种鸡雏实现外销，成为首批批量供应市场的国产父母代种鸡雏。圣泽 901 在均重、料肉比等关键指标上和罗斯 308、

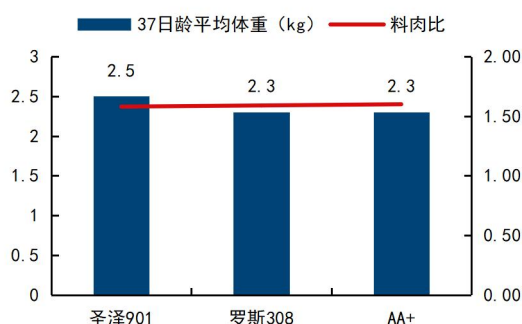
AA+等头部品种均较为接近，具备较强市场竞争力。根据 myteel 统计，受海外引种受阻影响，2022 年圣泽 901 在国内祖代引种市场中的占有率已经升至 25%。

表2: 2021 年 12 月，国内首批自主培育白羽肉鸡品种通过审定

品种名称	培育单位
圣泽 901	福建圣泽生物科技发展有限公司、东北农业大学、福建圣农发展股份有限公司
广明 2 号	中国农业科学院北京畜牧兽医研究所、广东佛山市新广农牧有限公司
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

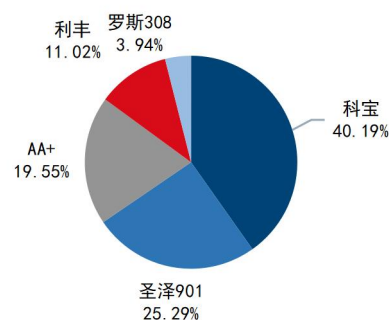
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图9: 圣泽 901 和罗斯 308、AA+的均重、料肉比指标相近



资料来源：圣农集团，养殖宝，国信证券经济研究所整理

图10: 2022 年，圣泽 901 于国内祖代引种中的占比已达 25%

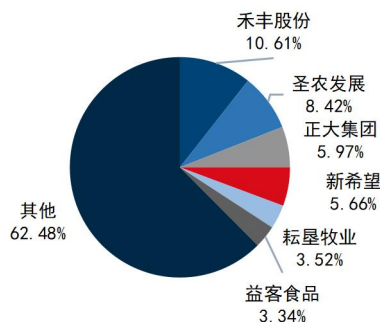


资料来源：myteel，国信证券经济研究所整理

◆ 白羽肉鸡养殖规模化程度较高，屠宰口径 CR6 已接近 40%

白羽肉鸡产业目前已具备较高的规模化程度且呈现为金字塔结构，即规模化程度自上及下递减。种苗环节中，龙头企业益生股份目前在国内祖代引种市场的市占率高达约 30%，在国内父母代鸡苗市场的市占率则约为 20%；屠宰加工环节中，龙头企业禾丰股份、圣农发展的市占率则分别为 10%左右。从趋势上看，白羽肉鸡养殖环节集约化进程仍未停止，10 万羽以上的规模肉鸡养殖场数量不断增加，未来下游商品代养殖及屠宰加工环节规模化程度仍有望继续不断提升。

图11: 2021 年，国内白羽肉鸡屠宰口径 CR6 已接近 40%



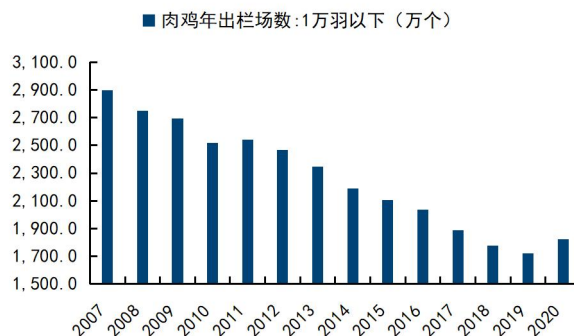
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 12: 年出栏 10 万羽以上的规模肉鸡养殖场数不断增加



资料来源: 中国畜牧业统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

图 13: 年出栏 1 万羽以下的中小肉鸡养殖场数不断减少



资料来源: 中国畜牧业统计年鉴, 国信证券经济研究所整理

总的来看, 国内白羽肉鸡行业目前已具备育种技术成熟、养殖集约化水平高、B 端需求主导的特征, 据此我们可以得出两个结论: (1) 从供给侧出发, 市场化主动去产能所带来的鸡价波动将不断被弱化, 被动去产能事件将成为主要关注。(2) 从需求侧出发, 作为 B 端企业重要成本构成, 猪肉、禽肉替代关系较强, 猪价波动可以对鸡价产生重要催化。这将为下文周期复盘及预判提供重要指导。

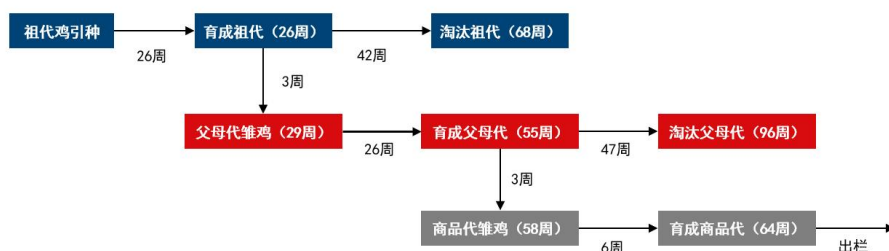
复盘：上游产能韧性强，核心关注引种周期

繁育周期：当期祖代引种会影响 1 年后肉鸡出栏并持续约 2 年

◆ 祖代引种是分析供给侧长期趋势的核心关注。

不考虑换羽操作，白羽肉鸡从祖代引种到商品代初次出栏的时间通常为 60 周左右，到商品代最后一次出栏的时间通常为 150 周左右，因此当期祖代引种量理论上会影响 1 年后的商品代肉鸡出栏量并持续约 2 年时间。

图 14：祖代引种对下游出栏的理论滞后影响持续约两年



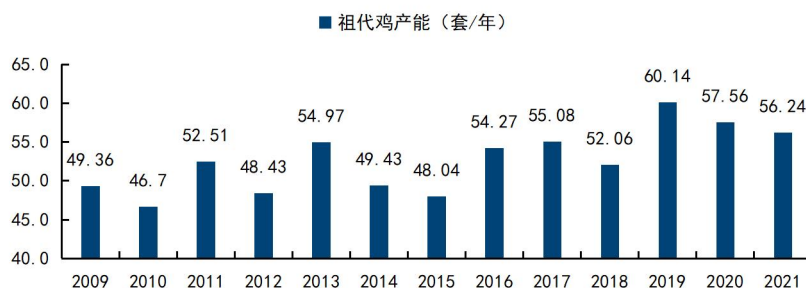
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 换羽操作提升产能韧性，实际在产种鸡存栏影响趋势兑现程度

换羽操作是指人为给种鸡施加应激因素，使其停止产蛋、体重下降、羽毛脱落从而更换新羽，其可以延长种鸡产蛋时间，进而增加种鸡产蛋量、提升扩繁系数。参考民和股份公告介绍，目前国内祖代白羽肉鸡理论扩繁系数大概在 1:7000 左右，即一套祖代肉鸡可以扩繁约 50 套父母代种鸡，一套父母代种鸡可以扩繁约 140 羽商品代肉鸡。但如果养殖户对 50-60 周的老龄种鸡进行强制换羽操作，其经过一段时间停产后，性能可能会降低但可以再继续产蛋半年左右，因此换羽操作可以从时间和空间两个维度上扰动行业出苗和出栏节奏。

实际养殖过程中，换羽操作取决于能力和意愿，其中能力受品种结构和平均周龄等因素影响，意愿受盈利预期等因素影响，但上述因素现阶段缺少可量化且高频的前瞻指标，我们只可通过在产祖代存栏量（影响 6-7 个月后的在产父母代存栏量）和在产父母代存栏量（影响 2 个多月后的商品代肉鸡出栏情况）的短期变动来观测结果，其导致祖代引种滞后影响的实际兑现程度存在不确定性。

图 15：种鸡换羽操作使得白羽肉鸡行业产能具备较强韧性



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理（注：祖代鸡产能指单套祖代肉鸡每年可

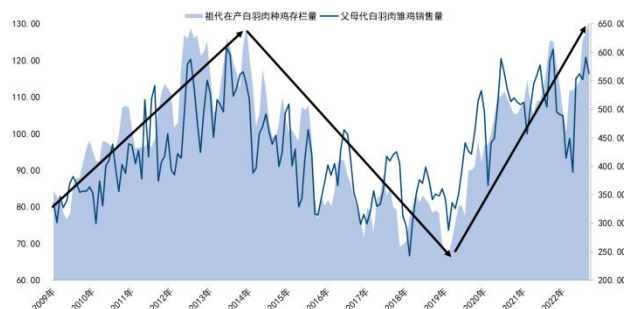
以扩繁的父母代种鸡套数)

图16: 2006年以来我国祖代白羽肉鸡引种量情况



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图17: 在产祖代存栏和祖代引种量变动趋势基本一致，但受换羽等因素影响，中短期会有明显波动



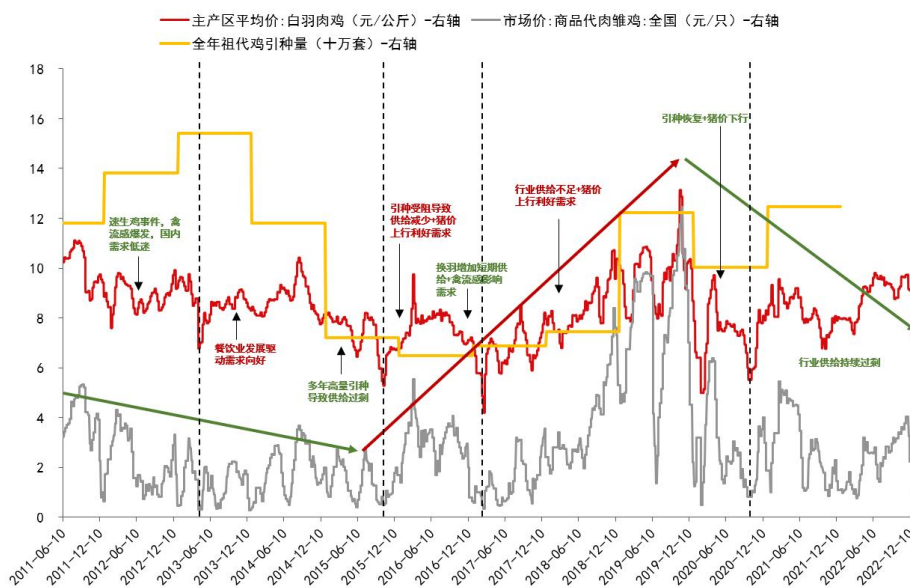
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

鸡价复盘：引种决定趋势，猪价催化斜率

◆ 祖代引种决定鸡价长期趋势。

回顾 2011 年以来的商品代肉鸡和鸡苗价格，我们可以发现两个重要规律：（1）肉鸡和鸡苗价格变动趋势基本一致，但鸡苗受即产即销属性影响，波动幅度明显大于肉鸡。（2）祖代引种变动主导鸡苗和肉鸡价格长期变动趋势，拐点大约出现在引种下滑或扩张的后一年，同时受种鸡换羽、需求侧变动等因素影响，大周期中通常嵌套多个小周期，这与我们上文所述推论基本一致。

图18: 祖代引种情况决定肉价和苗价的长期变动趋势

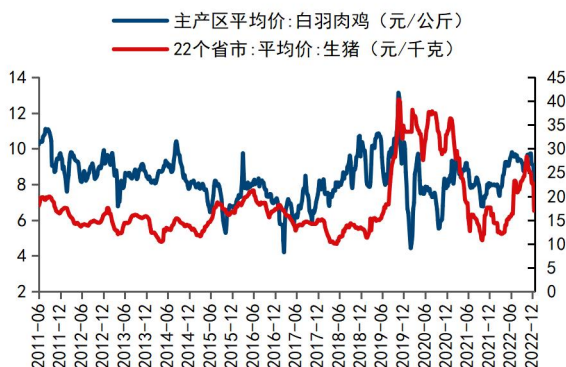


资料来源：博亚和讯，农业农村部，中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

◆ 猪价波动催化鸡价斜率表现。

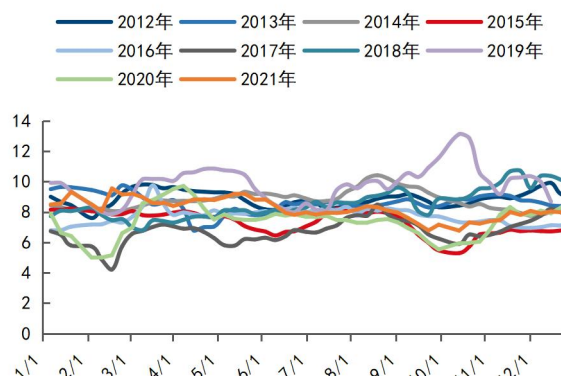
虽然猪肉始终为国内第一大消费肉类，但随着国内鸡肉消费水平提高，鸡肉对猪肉的替代效应也在加强，因此国内猪价涨跌通常可以对中短期鸡价变动产生重要催化，即猪价上行提振鸡价表现，猪价下行压制鸡价表现。另外，国内鸡肉消费受春节、清明、中秋等假期因素影响，还呈现出明显的季节波动特征，其也会对短期鸡价表现产生一定影响。

图 19: 猪价波动催化鸡价变动的斜率表现



资料来源：博亚和讯，农业农村部，中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 20: 白鸡肉鸡价格具备季节波动特征

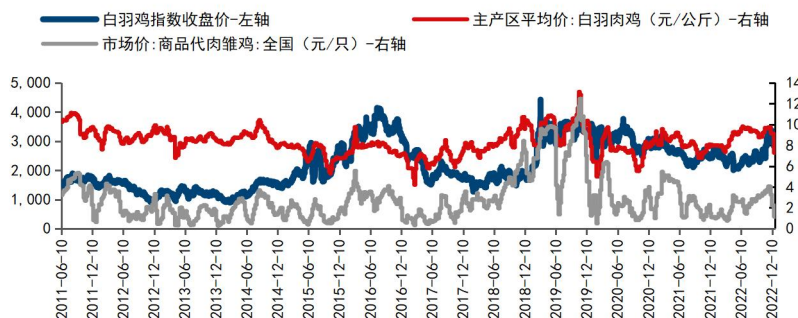


资料来源：博亚和讯，农业农村部，国信证券经济研究所整理

板块复盘：引种周期和猪价周期是主线

我们以上市公司中主营白羽肉鸡业务的圣农发展、益生股份、民和股份、仙坛股份为成分股，以总股本为权数，以 2009 年 1 月 1 日作为基期，合成为白羽鸡指数。

图 21: 白羽鸡指数收盘价与国内白羽肉鸡价格情况



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

白羽鸡指数并非紧随鸡价涨跌，其主要基于祖代引种量反映盈利预期，我们将上一轮白羽肉鸡投资周期划分为“预期构建→预期破坏→预期兑现→景气下行”四个阶段，其中每个阶段都为我们提供了重要的经验参考。

◆（2014.2-2016.7）预期构建：引种断档催生反转预期，板块爆发上涨

2014年1月，中国白羽肉鸡联盟成立，旨在通过行业自律组织对此前较高的祖代引种数量进行约束以推动行业良性发展，国内祖代引种量迎来拐点，供给压制得到改善，叠加猪价回暖带来的替代需求，板块在2014年内实现持续上涨。

2015年1月，美国禽流感爆发，中国质检总局与农业部联合发布公告，要求禁止直接或间接从美国输入禽类及相关产品，国内祖代引种量大幅减少，供给侧反转预期正式确立，白羽鸡指数快速上涨。2015年年中，受股灾影响，指数跟随大盘剧烈波动，但11月法国禽流感的爆发再度强化被动去产能预期，股价于年底迅速回升至此前高点。

2015年末，行业年轻种鸡存栏仍较充裕，行业具备较强换羽能力，且养殖户在强预期下的换羽意愿也较强，换羽行为开始对下游鸡苗和肉鸡价格产能明显压制，两者维持底部震荡，白羽鸡指数也在2016年初出现明显回撤。然而海外引种的持续受阻和春节后猪价上涨提高了市场对鸡价回落、祖代换羽的容忍度，白羽鸡指数在2016年7月攀升至本阶段高点，自低点实现约350%的涨幅。

图22：2014.2-2016.7，引种断档叠加猪价上涨，白羽鸡指数自低点上涨约350%



资料来源：ifind，博亚和讯，农业农村部，中国畜牧业协会禽业分会，中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

◆（2016.7-2018.2）预期破坏：反转预期频遭破坏，板块大幅下跌

白羽鸡指数在容忍鸡价较低、祖代换羽现状并在2016年7月达到高点的过程中，供给端反转预期和需求端高猪价催化效应逐渐达到饱和，板块下跌势能不断积蓄。2016年7月，西班牙引种复关，供给侧反转预期开始遭到破坏，白羽鸡指数迎来首轮下挫，并在当年11月益生股份宣布引进哈伯德曾祖代种鸡后进一步大幅下跌。2016年末，协会公布次年引种计划，祖代引种量预计迎来大幅修复，短期预期破坏基本见顶。然而白羽鸡指数的下跌并未结束，因为此轮下跌除了受供给侧反转预期破坏影响外，猪价低迷、大规模换羽导致出栏变奏进而重挫2016年下半年鸡价表现也是推动指数下跌的重要因素。在此前预期构建过程中，市场低估了种鸡换羽对肉鸡出栏的影响，经历此轮误判重挫后，市场信心陷入低迷，2017年

初的鸡价反弹也未能挽回指数跌势。

2017 年年中，欧洲法国、英国等地禽流感再度爆发进而导致 2017 年祖代实际引种数量远低于此前预期，但该阶段内，鸡价和股价却呈现出分化走势，我们认为这是市场基于悲观情绪的又一次误判。（1）**鸡价方面**：在产祖代存栏和父母代雏鸡销售量维持低位开始为商品代肉鸡和鸡苗价格提供支撑，两者早在 2017 年 3 月便确认低点并保持上行趋势，期间受换羽影响虽有波动但趋势不改，因为多年引种受阻已经对行业换羽能力产生实质破坏，换羽意愿难抵产能不足，供给侧迎来实质反转。（2）**股价方面**：受引种修复预期以及猪价低迷、换羽扰动等因素影响，白羽鸡指数在 2017 年内与鸡价呈现相反走势，年中鸡价反弹对其虽有提振但后续仍维持下跌趋势并在 2018 年初达到本阶段低点，但回头来看，此时换羽能力不足已经成为主要矛盾，换羽意愿、猪价低迷难抵产能不足。

图 23：2016. 7-2018. 2，引种断档叠加猪价下行，白羽鸡指数自高点下跌约 70%



资料来源：ifind，博亚和讯，农业农村部，中国畜牧业协会禽业分会，中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

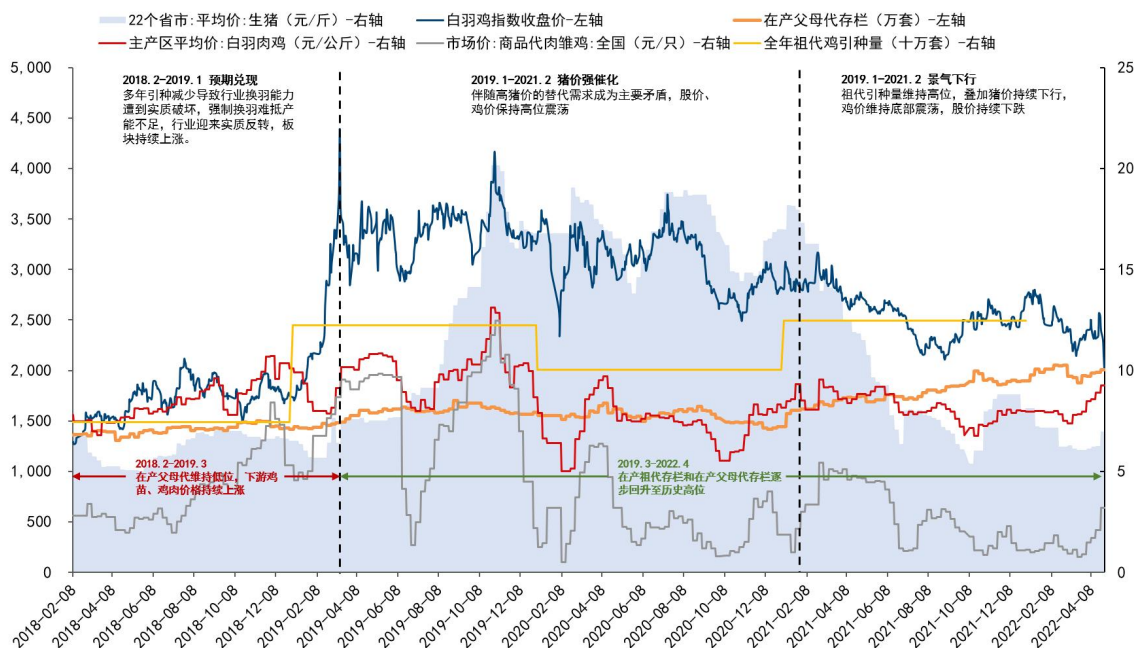
◆（2018. 2-2019. 3）预期兑现：换羽难抵产能不足，板块反转终至

在换羽能力较低的情况下，2017 下半年的祖代换羽并没有令 2018 年初父母代鸡苗销量出现大幅增加，在产父母代存栏维持低位，供给不足得到正式确认，然而受低迷猪价压制，白羽鸡指数和鸡价持续上行但涨幅相对温和。

2019 年年初，在产祖代存栏量持续探底，同时受 2018 年下半年非瘟爆发导致的被动去产能影响，国内猪价在 2019 年春节后快速走高，进而为鸡价和股价表现提供了强催化，白羽鸡指数在 2019 年 3 月升至本轮引种周期的最高点。此后肉鸡供给虽边际增加，但高猪价成为主导因素，为股价和鸡价提供重要支撑，白羽鸡指数在 2019 年 1 月-2021 年 2 月期间保持高位震荡。

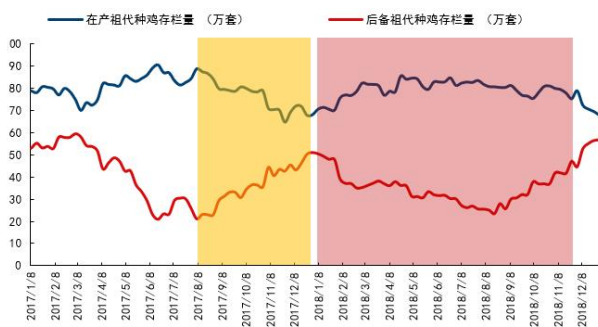
2021 年 2 月后，供给修复叠加猪价下行，白羽鸡行业景气下行，期间鸡价虽有反弹但白羽鸡指数逐步回落到低点。

图24: 2016. 7-2018. 2 换羽难抵产能不足叠加猪价强催化, 白羽鸡板块期间自低点上涨约 250%



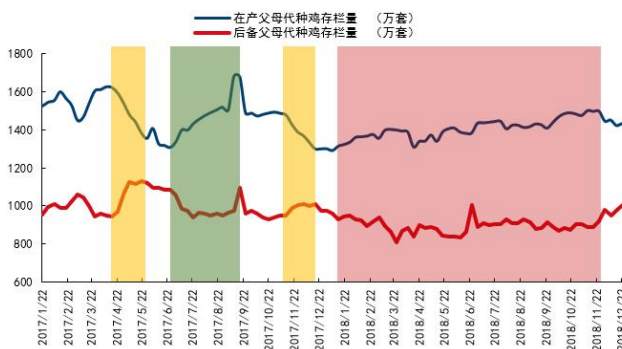
资料来源: ifind, 博亚和讯, 农业农村部, 中国畜牧业协会禽业分会, 中国种猪信息网, 国信证券经济研究所整理

图25: 2017 年下半年的在产祖代大规模换羽并未令后续在产祖代存栏出现明显增长



资料来源: 博亚和讯, 农业农村部, 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图26: 2017 年下半年的在产父母代换羽并未令后续在产父母代存栏出现明显增长



资料来源: 博亚和讯, 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

基于板块复盘, 我们可以得出以下两个重要结论:

(1) 白羽肉鸡板块的长贝塔行情依附于祖代引种周期, 同时猪价表现也会为其中短期斜率表现提供重要催化, 爆发力最强的行情往往来自“猪鸡共振”。

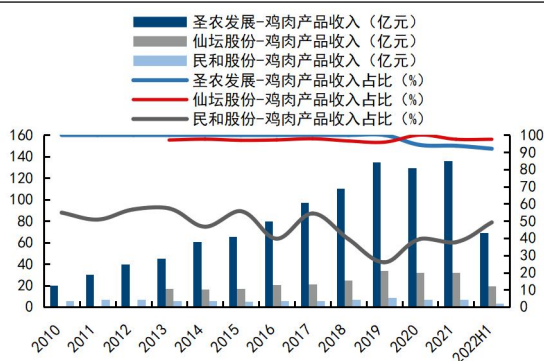
(2) 开展白羽肉鸡的供给周期分析, 行业换羽能力和换羽意愿同样重要, 两者是盈利预期饱和时尤为重要的风险因素, 完美行情需要在产种鸡存栏的配合。

个股复盘：种苗弹性优于屠宰加工

我们进一步分析白羽鸡指数中的代表个股表现，来为白羽肉鸡板块下的选股提供参考。在白羽鸡指数的成分股中，圣农发展、仙坛股份盈利中心位于屠宰及深加工业务，益生股份、民和股份的盈利中心位于父母代或商品代鸡苗销售业务。在上文的分析中，我们得出了鸡苗价格波动幅度往往大于肉鸡价格的结论，这在上轮投资周期的各阶段中也得到了印证，因此我们可以看到以益生股份为代表的鸡苗销售企业的毛利率波动幅度要明显大于以圣农发展为代表的屠宰加工企业。

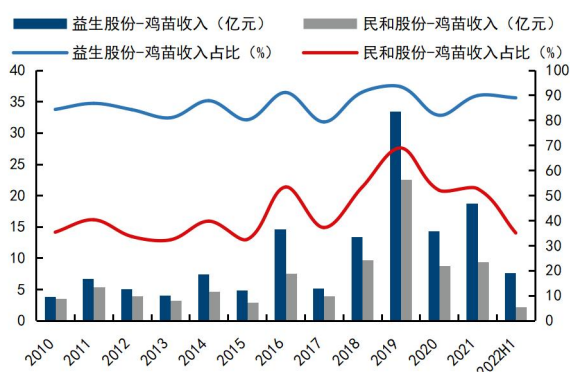
据此出发，我们进一步复盘上述个股在近几轮投资周期中的涨跌幅情况，可以得出以下结论：**从周期视角出发，种苗销售企业的业绩和股价弹性明显大于屠宰加工企业，在景气上行的长贝塔行情中可以给予种苗销售企业更高仓位。**

图27：圣农发展、仙坛股份的鸡肉产品收入占比较高



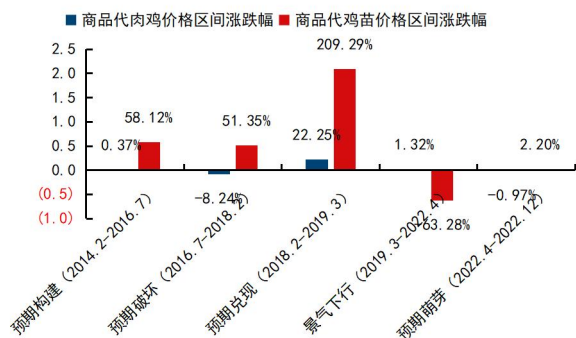
资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理（注：此处鸡肉产品包括宰前毛鸡、宰后鲜鸡、鸡肉制品）

图28：益生股份的鸡苗收入占比较高



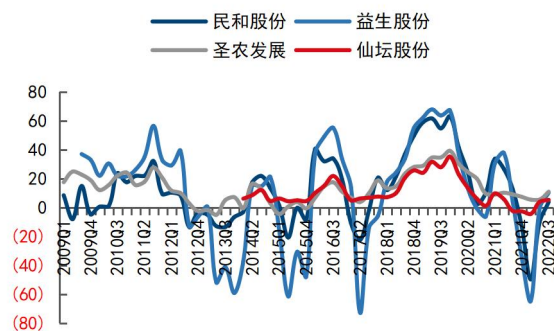
资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理（注：此处鸡苗包括父母代雏鸡和商品代雏鸡）

图29：鸡苗价格波动幅度明显高于肉鸡价格



资料来源：博亚和讯，农业农村部，国信证券经济研究所整理

图30：种苗企业毛利率波动幅度明显高于屠宰加工企业



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图 31：种苗企业股价弹性明显大于屠宰加工企业

公司名称	指标名称	预期构建（2014. 2-2016. 7）	预期破坏（2016. 7-2018. 2）	预期兑现（2018. 2-2019. 3）	景气下行（2019. 3-2022. 4）
益生股份	自最低点最大涨幅	695.16%	9.42%	426.73%	40.21%
	自最高点最大跌幅	-9.30%	-81.40%	-17.85%	-64.01%
圣农发展	自最低点最大涨幅	303.62%	3.31%	202.80%	6.22%
	自最高点最大跌幅	-4.46%	-61.06%	-15.76%	-53.31%
民和股份	自最低点最大涨幅	470.37%	11.08%	405.29%	76.57%
	自最高点最大跌幅	-7.52%	-77.54%	-17.40%	-70.49%
仙坛股份	自最低点最大涨幅		6.49%	223.29%	87.30%
	自最高点最大跌幅		-75.69%	-13.31%	-52.93%

公司名称	指标名称	预期构建（2014. 2-2016. 7）	预期破坏（2016. 7-2018. 2）	预期兑现（2018. 2-2019. 3）	景气下行（2019. 3-2022. 4）
益生股份	区间涨跌幅	1005.44%	-83.72%	450.43%	-45.02%
圣农发展	区间涨跌幅	569.71%	-68.47%	206.88%	-44.06%
民和股份	区间涨跌幅	449.76%	-77.33%	331.67%	-60.59%
仙坛股份	区间涨跌幅		-70.10%	217.55%	-32.65%

资料来源：ifind，博亚和讯，农业农村部，中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

展望：盈利或边际向好，看好一体化经营

畜禽养殖超额收益主要来自三个方面，分别为效率、周期、附加值。目前国内白羽肉鸡行业育种技术成熟且规模化程度较高，基于效率优化带来的收益提升空间已相对有限，未来企业的超额收益或将主要来自周期和附加值两个方面。

周期视角：板块盈利有望边际向好，预期存在大起大落可能

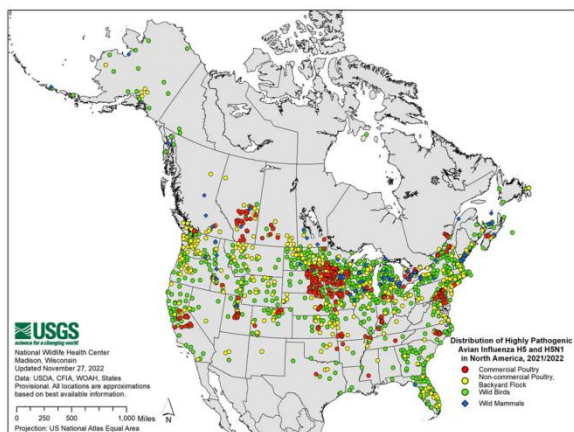
◆ 欧美爆发高致病性禽流感，美国已有 26 州商业鸡群出现疫情

2021 年 12 月，高致病性禽流感 H5N1 在加拿大、纽芬兰等地检出，成为北美洲本轮禽流感疫情的起点。2022 年 1 月，美国农业部证实在国内多地的野生鸟群中发现高致病性禽流感，2022 年 2 月 9 日，美国印第安纳州杜布瓦县的一个商业火鸡群中发现了高致病性禽流感 H5N1，这是 2020 年以来美国禽类中首次出现高致病性禽流感，此后美国禽流感疫情在国内野生鸟群、商业鸡群、庭院鸡群中快速扩散。

据 USGS 统计，截至 2022 年 12 月 27 日，美国已有 49 州出现禽流感疫情，其中有 26 州的商业鸡群出现感染情况，这里面包括祖代白羽鸡重要引种地田纳西州和俄克拉荷马州。根据中美协定，商业鸡群报告高致病性禽流感的州需 3 个月不再发生疫情后才可恢复引种，这意味着我国自上述各州的祖代白羽肉鸡引种均已受阻且短期难以恢复。

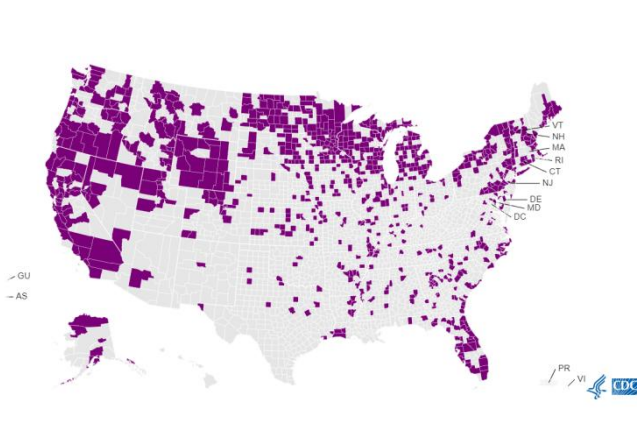
与此同时，欧洲作为我国祖代引种的重要替代产区，其禽流感疫情自 2019 年以来始终没有停息，而且疫情影响范围和感染数量在 2021/2022 年间再创新高，受此影响我国目前仍禁止从法国、西班牙、波兰等重要祖代种鸡产区引进禽类及其相关产品。

图 32：2022 年美国多地出现禽流感疫情



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图 33：美国目前几乎所有州鸟类已出现 H5N1 禽流感



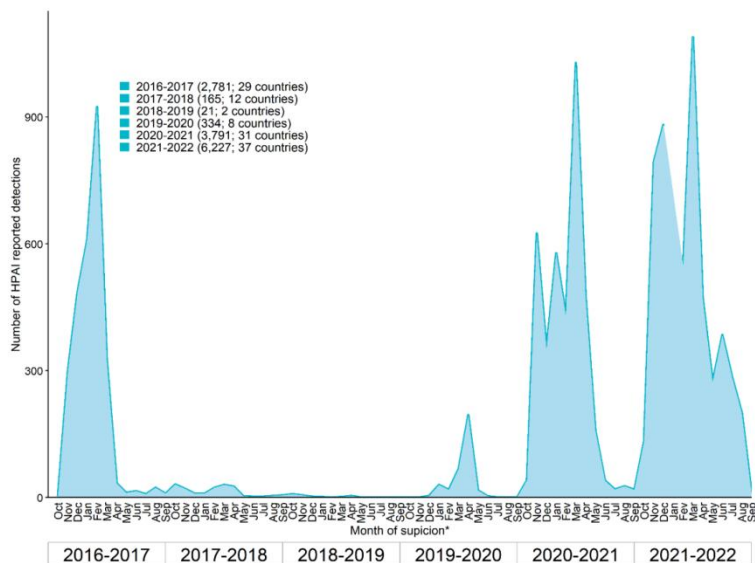
资料来源：EFSA，国信证券经济研究所整理

表3: 美国已有 26 州的商业鸡群出现禽流感疫情

州	商业鸡群	庭院鸡群	野生鸟类	野生哺乳动物
阿拉巴马州			X	
阿拉斯加州		X	X	X
亚利桑那州		X	X	
阿肯色州	X	X	X	
加州	X	X	X	
科罗拉多州	X	X	X	
康涅狄格州		X	X	
特拉华州	X	X	X	
哥伦比亚特区			X	
佛罗里达州		X	X	X
乔治亚州		X	X	
爱达荷州	X	X	X	X
伊利诺斯州		X	X	
印第安纳州	X	X	X	
爱荷华州	X	X	X	X
堪萨斯州	X	X	X	
肯塔基州	X	X	X	
路易斯安那州			X	
缅因州		X	X	X
马里兰州	X	X	X	
马萨诸塞州		X	X	
密歇根州	X	X	X	X
明尼苏达州	X	X	X	X
密西西比州	X	X	X	
密苏里州	X	X	X	
蒙大纳州		X	X	
内布拉斯加州	X	X	X	
内华达州		X	X	
新罕布什尔州		X	X	
新泽西州		X	X	
新墨西哥州		X		
纽约	X	X	X	X
北卡罗来纳州	X	X	X	
北达科他州	X	X	X	X
俄亥俄州	X	X	X	
俄克拉荷马州	X	X	X	
俄勒冈州		X	X	
宾西法尼亚	X	X	X	
罗德岛州		X	X	
南卡罗来纳州		X	X	
南达科塔州	X	X	X	
田纳西州	X	X	X	
德克萨斯州	X	X	X	
犹他州	X	X	X	X
佛蒙特州		X	X	
维吉尼亚州		X	X	
华盛顿州		X	X	X
威斯康辛州	X	X	X	X
怀俄明州		X	X	

资料来源: USGS, 国信证券经济研究所整理

图 34: 欧洲禽流感疫情影响范围和感染数量在 2021/2022 年间再创新高



资料来源: efsa, 《Avian influenza overview June–September 2022》, 国信证券经济研究所整理

表 4: 受当地禽流感影响, 多国禽类及相关产品仍被禁止出口至我国 (2022 年 11 月 14 日更新)

大洲	国家
亚洲	阿富汗、缅甸、巴基斯坦、不丹、老挝、印度尼西亚、尼泊尔、孟加拉国、印度、越南、朝鲜、柬埔寨、巴林、以色列、马来西亚、约旦、伊朗、伊拉克、菲律宾、哈萨克斯坦、日本、蒙古国、阿塞拜疆、沙特阿拉伯、韩国、立陶宛、爱沙尼亚、意大利、马耳他、西班牙、克罗地亚、保加利亚、英国、荷兰、比利时、挪威、瑞典、法国、丹麦、塞尔维亚、爱尔兰、德国、捷克、俄罗斯、乌克兰、斯洛伐克、斯洛文尼亚、奥地利、匈牙利、波黑、芬兰、罗马尼亚、希腊、阿尔巴尼亚、波兰
美洲	墨西哥、加拿大、多米尼加
大洋洲	澳大利亚

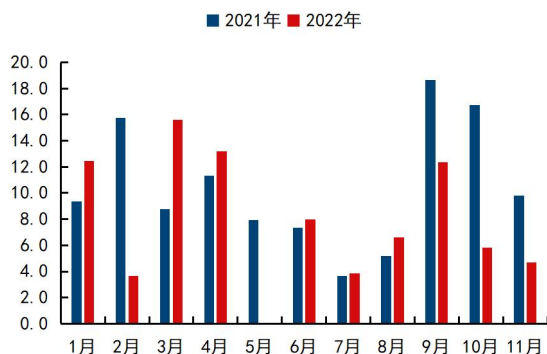
资料来源: 海关总署, 国信证券经济研究所整理

◆ 海外祖代引种明显受阻, 供给反转预期再度发酵

根据益生股份投资者关系活动记录表介绍, 目前国内祖代肉种鸡的引种国只有美国和新西兰, 其中美国主要向我国出口安伟捷集团旗下的 AA+、罗斯 308 和哈伯德利丰种鸡, 三个品种 2021 年在国内祖代引种市场中份额合计超过 65%, 而新西兰则主要向我国出口科宝种鸡。

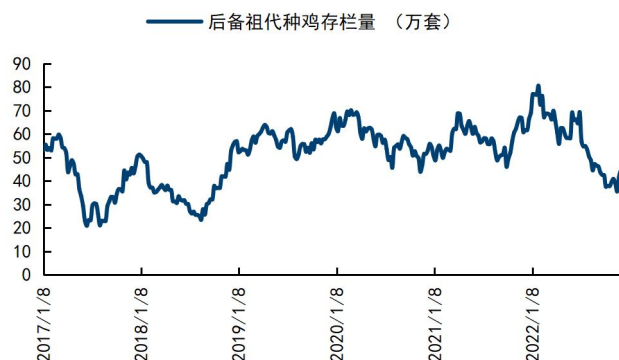
受 2022 年的高致病性禽流感爆发影响, 美国安伟捷集团的三大祖代白羽肉鸡产地阿拉巴马州、田纳西州、俄克拉荷马州均已出现疫情, 其中田纳西州、俄克拉荷马州已出现商业鸡群感染情况, 按照中美引种协定已被禁止向我国出口祖代白羽肉鸡, 所以目前只有第一大产区阿拉巴马州可以向我国出口祖代白羽肉鸡。上述影响叠加年中新冠疫情导致中美航班受阻, 国内 2022 年 5-7 月、10-11 月完全没有祖代鸡苗进口, 2022 年 1-11 月祖代白羽肉鸡引种量较上年同期减少 24.72% 至 86.21 万套, 截至 2022 年 12 月 18 日的后备祖代种鸡存栏量较上年同期减少 33.97% 至 40.68 万套, 已接近历史低位。

图35: 2022年1-11月,国内祖代白羽肉鸡累计引种量较上年同期减少25%



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

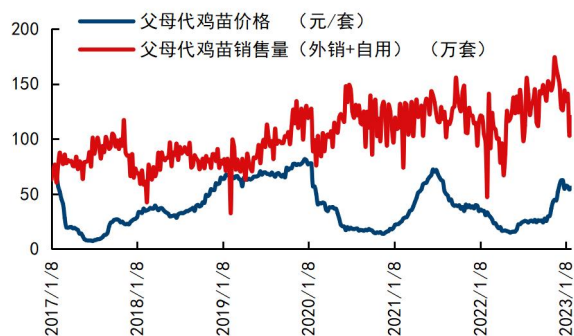
图36: 截至2022年12月8日,国内后备祖代种鸡存栏量较上年同期减少34%



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

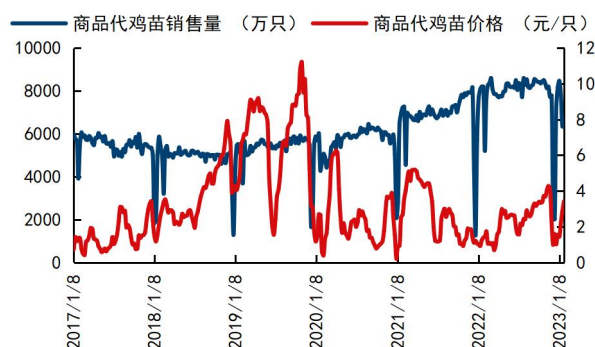
受海外祖代引种被动下滑影响,国内供给反转预期再度发酵:(1)行业层面:受乐观预期驱动,国内父母代鸡苗自2022年4月份以来呈现量价齐增趋势,截至12月18日父母代鸡苗价格已从年内低点累计上涨321.92%,单羽均价已高达62.26元/羽。相比之下,受限于当期在产种鸡存栏充裕,商品代鸡苗价格主要仍受猪价主导,期间虽受猪价上行提振,但年末受猪价快速下行、终端需求低迷影响,商品代鸡苗价格截至12月18日已重回历史低位。(2)股价层面:受供给侧反转预期推动以及猪价反转上行催化,白羽鸡指数在2022年12月8日达到阶段高点,自年内低点的涨幅为66.62%。具体从个股来看,涉及白羽肉鸡业务的上市公司中,益生股份/禾丰股份超额收益明显,同期涨幅分别为80.00%/70.41%,另外圣农发展/民和股份/仙坛股份分别上涨49.63%/39.25%/24.71%。

图37: 2022年4-11月,国内父母代鸡苗销售量价齐升



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图38: 2022年3月以来,商品代鸡苗价格上涨明显



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图 39: 2022 年 4 月 27 日以来, 白羽鸡指数自底部的最大涨幅已达 66.62%



资料来源: ifind, 中国畜牧业协会禽业分会, 博亚和讯, 中国种猪信息网, 国信证券经济研究所整理

表 5: 2022. 4. 27-2022. 12. 08 期间, 涉及白羽肉鸡业务公司股价区间涨跌幅

股票代码	公司简称	区间涨跌幅
002458. SZ	益生股份	81.00%
603609. SH	禾丰股份	70.41%
002299. SZ	圣农发展	49.63%
002234. SZ	民和股份	39.25%
002746. SZ	仙坛股份	24.71%
605567. SH	春雪食品	5.76%
000876. SZ	新希望	-3.29%

资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

◆ 板块盈利下半年有望边际向好, 预期存在大起大落可能

我们认为, 国内商品代鸡苗和肉鸡价格有望在 2023Q3 迎来供需双振:

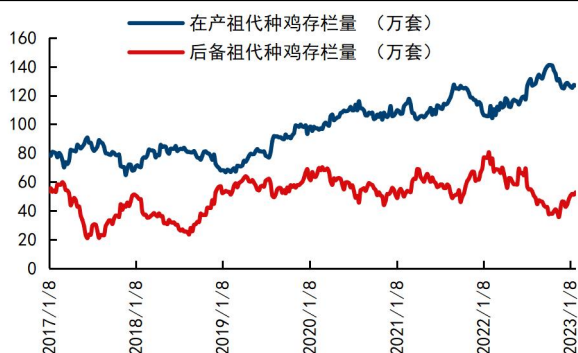
(1) 引种断档影响或于下半年开始体现: 短期来看, 受节前停孵、消费复苏等因素共振, 春节后商品代鸡苗和肉鸡价格上涨明显, 但考虑到 2022 年下半年持续增加的父母代鸡苗销量预计导致 2023 年上半年商品代鸡苗和肉鸡供应充裕, 价格短期上涨或难再续。中期来看, 2022 年 1-4 月新进祖代种鸡预计在 2022Q4 开始步入老龄, 自 5 月份开始的引种断档或开始逐步体现, 国内父母代鸡苗销量已于 2022 年末开始下降, 其预计将影响约三个季度后的商品代鸡苗和肉鸡供应, 供给侧压力有望在 2023Q3 迎来边际改善, 叠加疫后主要消费场景持续复苏, 板块景气向好或有支撑。

(2) 国产品种中短期仍旧难起颠覆作用: 根据钢联数据调研统计, 2022 年圣泽 901 在国内祖代引种市场的份额已经达 25%, 且目前安伟捷旗下的 AA+、罗斯 908 父母代鸡苗已经较科宝和圣泽 901 出现较大价差, 这为国产祖代种鸡的推广提供了有利条件。然而考虑到圣泽 901 此前规划 2022 年底的父母代鸡苗产能为 1750 万羽且另外两个过审品种尚未开展大规模父母代外销, 我们认为国产品种短期仍难实现大规模替代, 因此其在本轮行情中更多的是起到压制作用而非颠覆作用。

(3) 猪价 2023 下半年有望回暖：生猪行业供给端短期仍面临较大去重压力，且自去年 Q2 调增的能繁母猪产能或导致行业 2023 年上半年持续面临供应压力，猪价短期预计维持低位，考虑到当前行业资产负债表尚未完全修复，我们认为亏损可能推动行业产能再去化，板块供给侧压力或在下半年得到缓解，叠加疫后消费复苏，猪价有望再度上行，届时“猪鸡共振”存在可能。

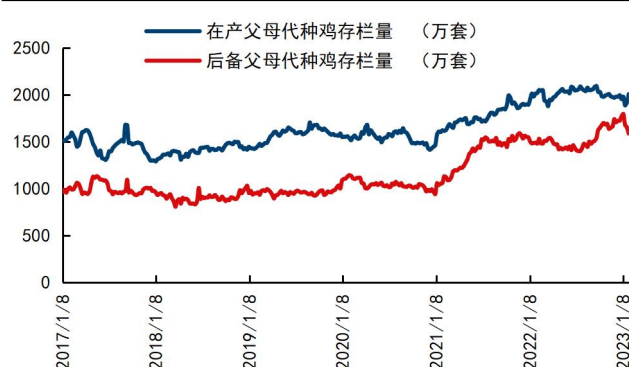
然而从长周期视角来看，我们认为板块预期目前仍存在大起大落可能。一方面由于第一大引种州阿拉巴马州并未出现商业鸡群感染，美国引种目前尚未完全中断，海外引种受阻的持续时间和强度存在不确定性；另一方面受长期高量引种影响，国内种鸡周龄目前整体偏低，后续板块如果盈利可能驱动较大规模换羽行为，届时有望快速修复行业商品代肉鸡供给，鸡价可能大起大落。随着此轮长贝塔行情演绎逐渐由预期构建过渡至短期求证，板块在上述因素影响下存在大起大落可能。

图 40：国内在产祖代种鸡存栏量近期有所减少



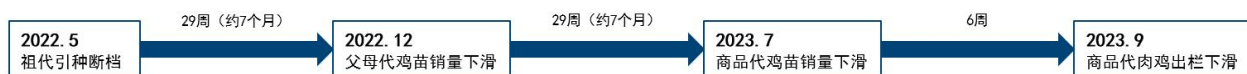
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 41：国内父母代种鸡存栏有望于 2023 年 Q1 迎来拐点



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 42：国内商品代肉鸡供给预计将于 2023Q3 开始边际减少



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，公司公告，国信证券经济研究所整理

图43: 22Q4 末能繁母猪存栏较 22Q3 末环比增加 0.6%



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图44: 近期国内猪价已下跌至亏损区间



资料来源：mysteel，国信证券经济研究所整理

图45: 2022 年 5 月起全国 50kg 以下小猪存栏及环比情况



资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

图46: 2022 年 5 月起全国 50kg-80kg 中猪存栏及环比情况



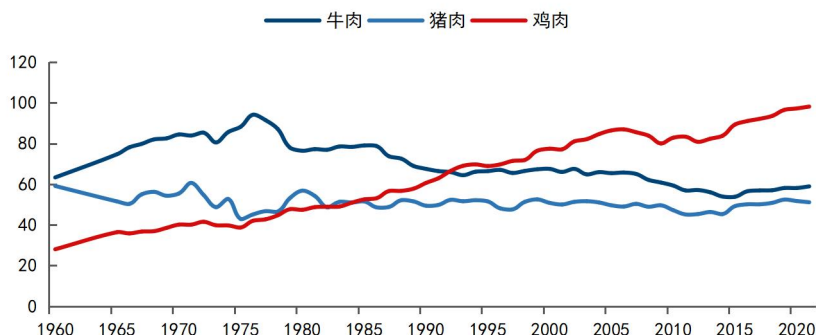
资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

产业视角：行业具备较大扩容空间，看好一体化经营模式

◆ 美国鸡肉后期主导肉类消费，相比之下我国仍具备较大扩容空间

美国肉鸡消费最初兴于上世纪二三十年代，由于不受当时的战时配额管制，需求增长迅速，此后随育种技术和管理水平不断提升，低料肉比且低脂高蛋白的白鸡鸡肉自上而下地受到食品加工业和下游消费者青睐，进而推动美国鸡肉消费量持续扩张，并在上世纪 80 年代超过牛肉，成为了美国第一大肉类消费品种。

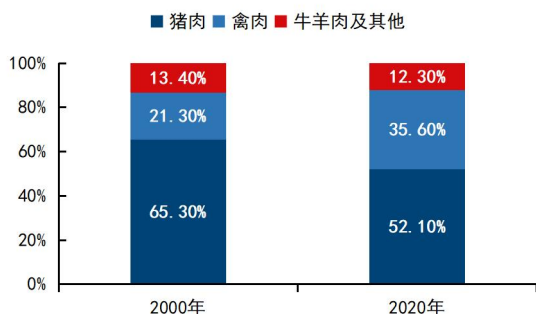
图 47：美国鸡肉后期主导国内肉类消费



资料来源：ifind，中国畜牧业协会禽业分会，博亚和讯，中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

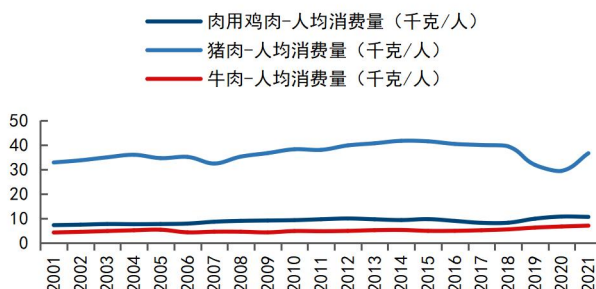
相较美国，我国白羽肉鸡产业起步较晚，近年鸡肉消费规模呈现出持续扩张趋势。从肉类消费结构来看，国内城镇居民肉类消费中的禽肉占比已由 2000 年的 21.30% 提升至 2020 年的 35.60%，乡村居民肉类消费中的禽肉占比已由 2000 年的 16.30% 提升至 2020 年的 39.00%；从人均消费量来看，国内人均肉用鸡肉消费量已从 2001 年的 7.28 千克/人增长到 10.64 千克/人。

图 48：禽肉在国内城镇居民肉类消费中的占比已提升至近 40%



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图 49：国内人均禽肉消费量维持增长趋势但仍明显低于猪肉

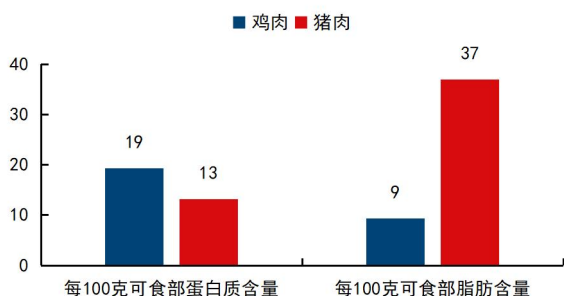


资料来源：USDA，国家统计局，国信证券经济研究所整理

目前国内肉用鸡肉的人均消费量仍处于偏低水平，而参考美国发展经验，随餐饮行业逐渐成熟以及居民健康消费理念兴起，低成本、高营养的鸡肉或逐渐发展为核心肉类消费品种，因此我们认为国内白羽肉鸡消费仍具备较大扩张空间，养殖

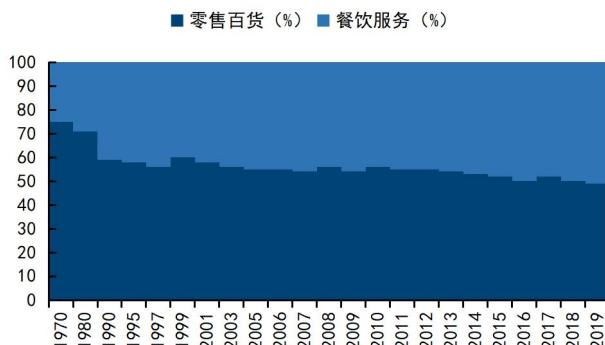
及加工企业长期有望受益产业扩容。

图 50: 鸡肉相较猪肉, 具有低脂高蛋白特点



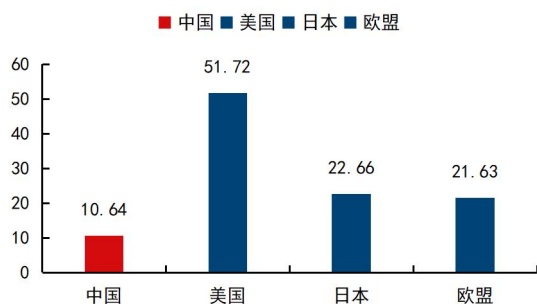
资料来源: USDA, 世界银行, 国信证券经济研究所整理

图 51: 美国超 50% 的鸡肉消费需求来自餐饮服务业



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 52: 2021 年我国人均肉用鸡肉消费量明显低于其他国家或地区 (单位: 千克/人)



资料来源: USDA, 世界银行, 国信证券经济研究所整理

图 53: 国内连锁快餐企业营业额目前仍保持较快增长趋势

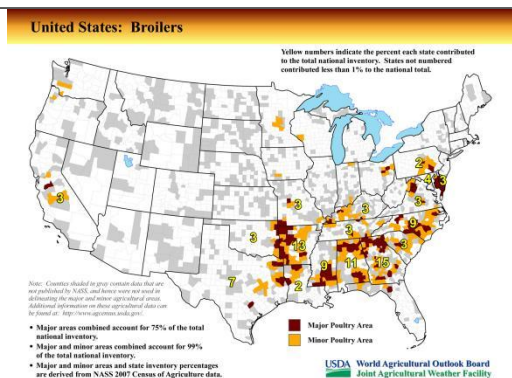


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

◆ 美国肉鸡产业: 从分散到一体化, 从上游成本竞争到产品渠道竞争

根据新希望六和禽产业研究院许毅等人所著的《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》介绍, 美国白羽肉鸡产业呈现出三个明显特征: (1) **集约化程度高**: 美国近 95% 的肉鸡产量来自 17 个州, 超 70% 的肉鸡产量来自前十大肉鸡企业, 而且这些企业几乎全是垂直化一条龙企业, 集种禽、饲料、养殖、屠宰、食品各业务板块于一体。(2) **工业化程度高**: 工业化养殖模式在美国肉鸡养殖规模中的占比高达近 98%, 肉鸡企业建立了以屠宰场为核心的一条龙养殖体系, 种禽场、孵化场、饲料厂均围绕在屠宰场周边形成集群建筑, 养殖场则分布在屠宰场周边 100-150 公里以内, 以保证出栏肉鸡及时转运至屠宰场进行分割加工。(3) **机械化程度高**: 养殖场中每位工人能够实现 2-3 万只鸡的管理。

图 54：美国肉鸡养殖产业集约化特征明显



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图 55：美国前十大肉鸡企业鸡肉产量占国内总产量的近 70%



资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

美国白羽肉鸡产业的组织形式和商业模式发展大致可以分为四个阶段：

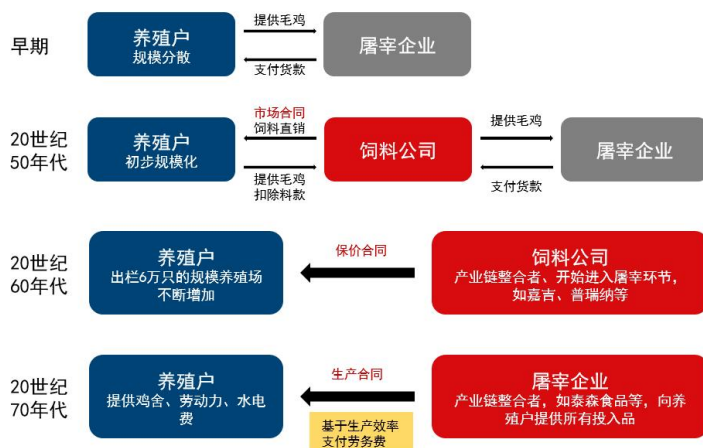
（1940s-1960s）饲料企业降本扩销动机催生产业一体化雏形：在此期间，美国肉鸡的商业化养殖开始兴起，养殖规模化程度不断提高，专业饲料的效率价值开始凸显，成为产业链中的重要盈利中心。然而随着行业竞争加剧，饲料企业受降本扩销动机驱动开始绕过经销商与规模养殖场建立合同养殖关系，即饲料厂承担饲料赊销和毛鸡代销双重角色，成为了产业链中原料、资金和毛鸡的中转枢纽，产业链一体化联接初具雏形。

（1960s-1980s）风险平抑与走量摊费动机推动产业链垂直整合：随着养殖场规模不断扩大、饲料行业竞争持续加剧，早期赊销合同开始逐渐转为保价合同，饲料厂为抵御价格波动带来的风险开始向下游屠宰拓展，屠宰环节逐步成为成为产业链的主导环节。在此期间，嘉吉、普瑞纳等饲料公司开始逐步发展屠宰板块，同时以泰森食品为代表的大型屠宰企业出于走量摊费需求，开始涉足饲料生产、禽苗孵化等上游环节，来为合同养殖户提供所有投入品，进而实现养殖环节的把握，行业垂直一体化整合快速发展。

（1980s-2000s）基于效率的代养合同兴起，竞争由成本转向产品渠道：一体化组织模式成型后，养殖、饲料和屠宰环节的竞争逐渐充分，此前的保价合同也逐步转变为基于养殖效率支付代养费的委托养殖合同，行业技术管理水平趋于成熟，料肉比、死亡率等养殖指标趋于平稳，成本端优化空间不断缩小，头部肉鸡养殖屠宰企业为提升利润，开始逐渐在产品开发和渠道拓展方面寻求突破，行业竞争从上游成本转向下游产品渠道。

（2000s-至今）基于高效率养殖的品牌化食品业务快速发展：进入 21 世纪后，为进一步寻求价值端突破，提升产品附加值和利润水平，头部屠宰企业开始向下游食品加工拓展，以食品直接触达渠道和终端，从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式正式成型。然而相比于依赖技术提升、管理优化的养殖业务，食品业务更依赖于产品研发和品牌建设，需要持续投入和创新才能实现利润的兑现，基于高效率养殖的品牌化消费产品竞争成为美国白羽肉鸡产业当前的发展主线。

图 56: 美国白羽肉鸡产业组织形式和商业模式发展大致可以分为四个阶段



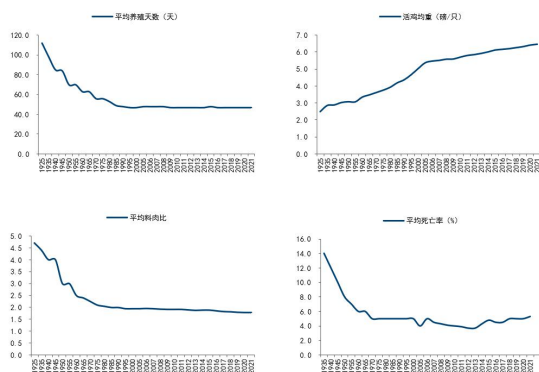
资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

图 57: 美国白羽肉鸡产业现已形成从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式



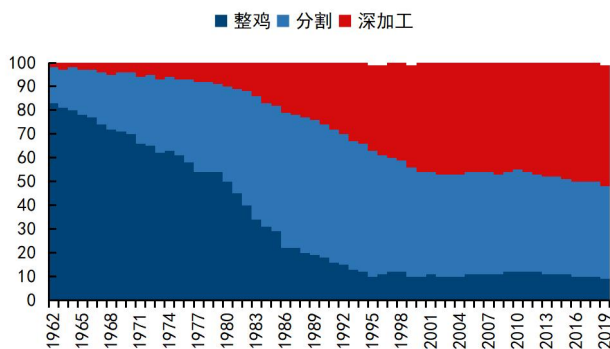
资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

图 58: 美国肉鸡养殖指标在 1980s 后趋于平稳



资料来源：NCC，国信证券经济研究所整理

图 59: 美国销售端深加工鸡肉占比自 1980s 开始快速提高



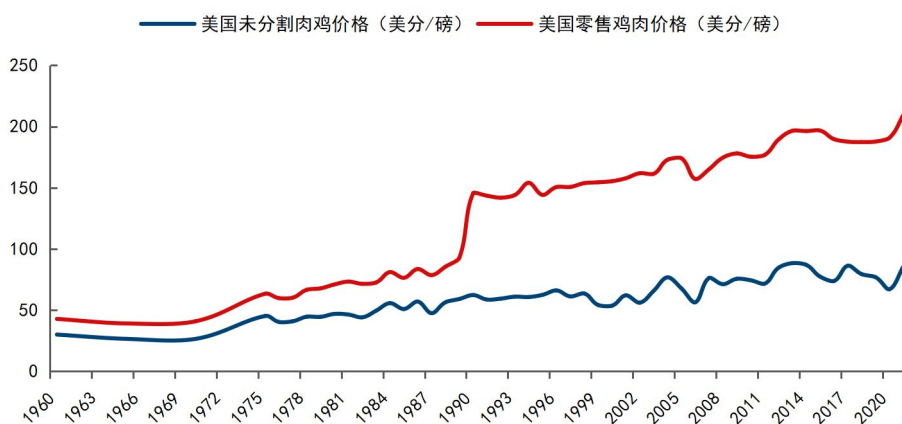
资料来源：NCC，国信证券经济研究所整理

总的来看，美国肉鸡产业链呈现为“从分散到一体化、从成本竞争到产品渠道竞争”的发展路径，期间产业盈利中心按照“饲料→屠宰→食品”路径逐步下移，最终产业呈现为以下两个特征：

(1) **鸡价波动仍在**：虽然产业技术和管理水平高度成熟，但受疫病、需求等中短期催化因素影响，终端鸡价的周期波动特征并未消失，周期投资仍是板块重要主线。

(2) **一体化具备优势**：鸡价波动风险虽在，但在头部企业的垂直一体化运作模式下，相关风险逐渐被下游品牌食品溢价平抑，以泰森食品为代表的头部肉鸡企业基于高效率肉鸡养殖和品牌化食品销售实现了更高且更稳定的利润表现。

图 60：肉鸡产业在 1980s 步入成熟后，鸡价周期仍在且零售端附加值增厚明显



资料来源：NCC，国信证券经济研究所整理

图 61：泰森食品的归母净利润近年稳步扩张



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图 62：泰森食品的销售毛利率近年稳定在较高位置



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图 63: 泰森食品的预制食品营业利润率明显更加稳定



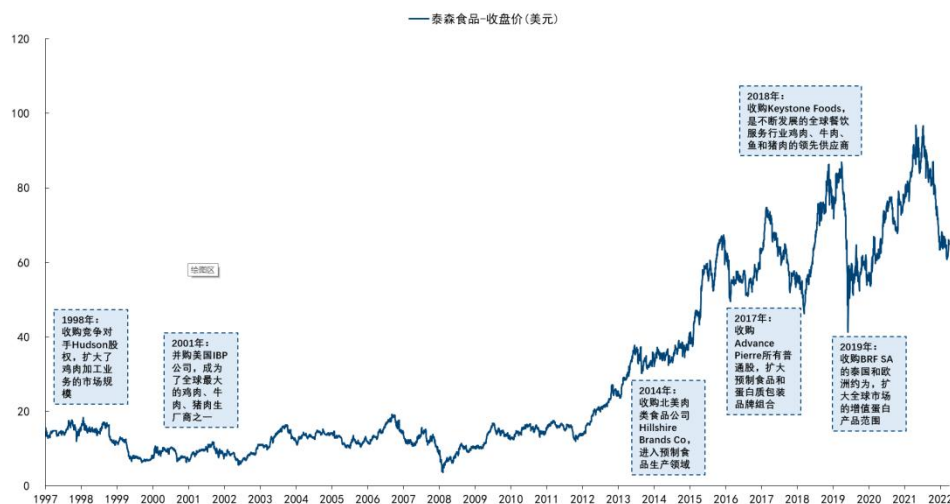
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图 64: 预制食品业务已成为泰森食品的重要利润中心之一



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图 65: 周期与成长并进成为美国白羽肉鸡产业后半场的重要投资主线

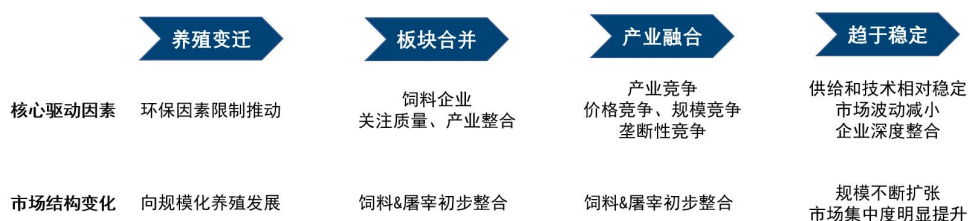


资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

◆ 国内现状: 一体化养殖优势正得到验证, 行业盈利中心呈下移趋势

与美国类似, 我国白羽肉鸡产业也经历了从养殖规模化到产业链整合的发展过程, 目前上游养殖环节的技术和管理水平已较为稳定成熟, 屠宰环节随着竞争充分, 盈利能力逐渐降至低位, 拓展盈利能力更强且更稳定的品牌鸡肉产品业务, 进而平抑周期风险、提升盈利能力, 正在成为各家头部企业的发展主线。

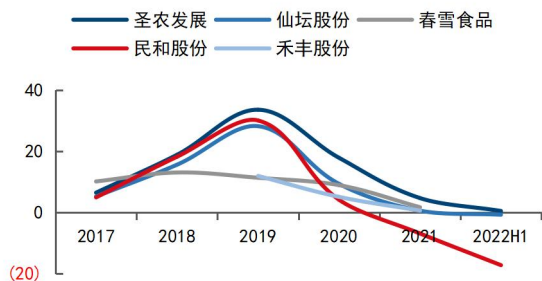
图 66: 国内白羽肉鸡产业围绕屠宰环节已形成较为成熟的格局



资料来源: 许毅、王冲、李晶, 新希望六和禽产业研究院, 《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》, 国

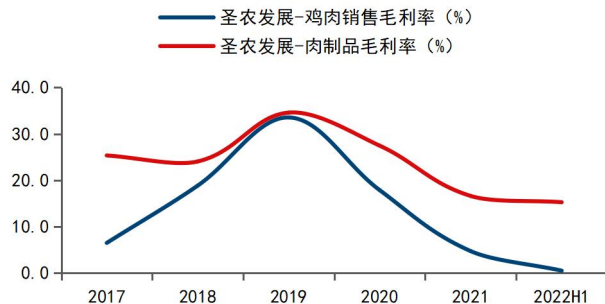
信证券经济研究所整理

图 67: 国内肉鸡屠宰企业的鲜品业务毛利率近年处于低位



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图 68: 肉制品业务毛利率通常更高且更稳定



资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

养殖端一体化优势得到印证。

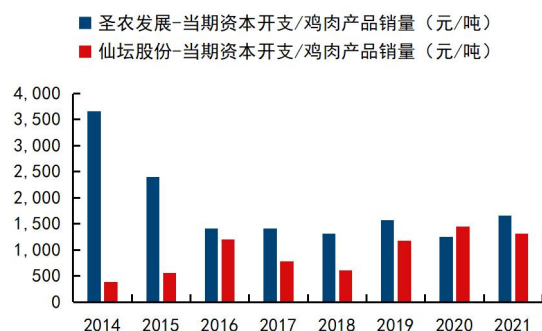
国内多数头部白鸡企业采用合同养殖模式，核心优势在于可实现较为快速的轻资产扩张，缺点则在于规模扩大后养殖管理、质量把控难度加大。相比其他企业，服务大 B 端客户起家的圣农发展则基于高效养殖、稳定供给、质量保证等动机，以自主运营的方式开展一体化自养，优点在于高度标准化、高度可控，缺点在于资本开支较大，对土地和资金要求较高。

进一步对比圣农发展和仙坛股份财务信息可见，圣农发展自养业务的扩张前期依赖于高额的资本开支，同时较高的固定资产和人力投入导致其前期的折旧摊销和人工成本明显高于仙坛股份。然而随业务放量、管理效率优化以及上游种源突破，圣农发展一体化自养模式的成本优势开始体现，公司单吨饲料成本近年已明显低于仙坛股份，前期固定资产和人力投入带来的成本压力也逐渐被摊薄，最终体现总成本的领先。

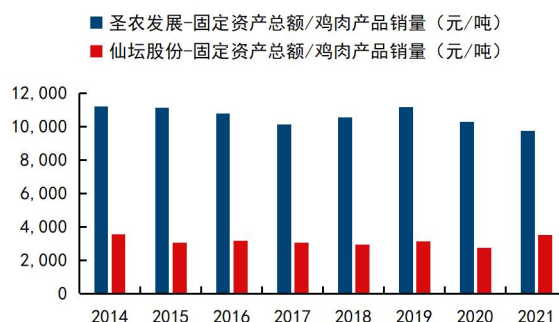
表 6: 国内头部白羽肉鸡企业主要养殖模式

养殖模式	一体化自养	公司+农户	公司+基地+农场
代表企业	圣农发展	新希望六和	春雪食品、仙坛股份、禾丰股份
主要特点	商品代肉鸡养殖全部由企业自主运营，最终由公司自主屠宰并出售鸡肉	企业向农户提供或出售商品代鸡苗、鸭苗，由农户进行育成，最终由企业组织回收养成的毛鸡、毛鸭交付屠宰	公司筛选大农场开展合作，负责提供商品代鸡苗、饲料、疫苗、养殖全程监控、肉鸡回收、屠宰和深加工等，做到“九统一”；农场负责基础设施建设、维护和肉鸡日常养殖
优点	产量稳定、疫病可防控、食品安全可控、作业标准化和规模化	资金占用少、土地限制少、利于分散和转嫁风险、利于规模快速扩张	方便控制产业链各环节，统一养殖、防疫管理，提高资金利用率，利于轻资产扩张
缺点	土地和资金要求高、资金占用量大、疫病风险集中、规模扩张较慢	对农户控制力较弱、产量不稳定、质量缺乏保证、食品安全不可控	随着规模扩大，管理难度增加；食品安全风险相对一体化模式较大
食品安全性	最高	最低	中等
资金要求	最高	最低	中等

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 69：圣农发展前期资本开支水平明显高于仙坛股份


资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图 70：圣农发展单吨鸡肉销量对应固定资产高于仙坛股份


资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

表 7：仙坛股份与圣农发展家禽饲养加工板块成本拆分

仙坛股份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
鸡肉产品销量（万吨）	17.79	22.05	24.27	26.53	28.34	30.68	32.78	36.23
单公斤原材料成本	5.88	5.11	4.71	4.83	4.73	4.92	5.49	6.27
单公斤直接人工成本	0.64	0.64	0.72	0.71	0.66	0.77	0.78	0.84
单公斤能源成本	0.21	0.22	0.15	0.18	0.16	0.16	0.18	0.19
单公斤折旧成本	0.07	0.07	0.20	0.23	0.22	0.22	0.25	0.25
单公斤其他费用	1.25	1.24	1.25	1.22	1.45	1.64	1.61	1.21
单公斤总成本	8.05	7.27	7.02	7.17	7.23	7.72	8.31	8.75
圣农发展	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
鸡肉产品销量（万吨）	54.41	66.59	76.18	90.56	87.29	88.50	97.85	105.54
单公斤原材料成本	6.88	6.50	5.34	4.96	4.71	4.48	4.82	5.51
单公斤包材成本	0.22	0.20	0.19	0.22	0.20	0.17	0.17	0.17
单公斤能源成本	0.32	0.31	0.29	0.25	0.25	0.24	0.23	0.21
单公斤折旧成本	0.79	0.79	0.75	0.67	0.69	0.67	0.66	0.61
单公斤人工成本	0.94	0.95	0.87	0.79	0.82	0.82	0.82	0.76
单公斤其他费用	1.18	1.17	1.05	0.92	0.89	0.78	0.75	0.79
单公斤总成本	10.32	9.92	8.48	7.81	7.56	7.16	7.45	8.06

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产品端基于高效率养殖的业务延伸正在加速，未来有望孕育大型品牌食品企业。

（1）圣农发展：已实现从上游种苗到下游深加工的垂直一体化布局，2021 年约 30%收入、约 60%毛利来自肉制品业务，2022 年实现鸡肉鲜品销量 114.11 万吨、鸡肉制品销量 25.99 万吨。未来公司将继续开展产业链垂直整合，计划逐步通过并购等方式将中游商品代养殖环节的超 5 亿羽产能扩增至 10 亿羽，公司业务规模有望自上而下持续扩张。

（2）春雪食品：主做肉鸡养殖及屠宰加工，2021 年的鸡肉生鲜品和调理品的销量分别为 11.37 万吨、5.40 万吨，未来公司计划投资 3.6 亿元新增 5000 万羽屠宰产能和 4 万吨鸡肉调理品产能。

（3）益生股份：仍主做白羽肉鸡的父母代鸡苗和商品代鸡苗销售，公司每年的祖代引种量约为 30 万套，当前父母代存栏量在 500 万套以上，2022 年鸡苗总销量 5.75 亿羽，2023 年鸡苗总销量预计为 5.8 亿羽。

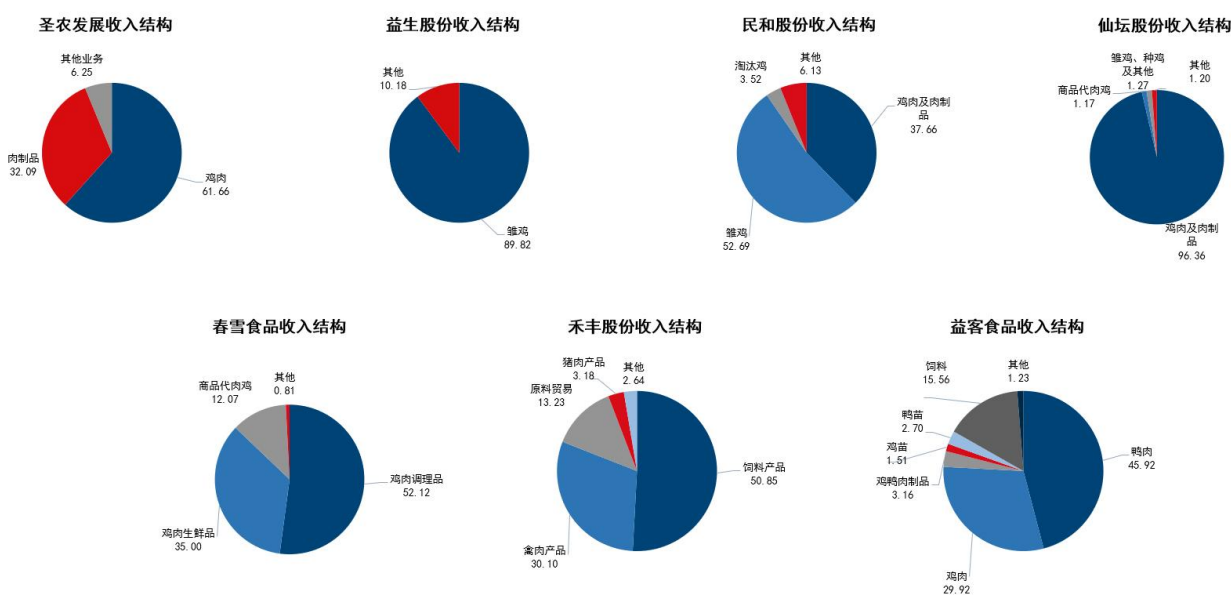
(4) **民和股份**：主做白羽肉鸡的商品代鸡苗销售，目前父母代存栏量约为 320 万套，2022 年商品代鸡苗销量为 2.59 亿羽，未来公司计划再新增 0.8-1.0 亿羽商品代鸡苗产能。另外，公司近年也在加快向下游屠宰和深加工业务的布局，2022 年肉鸡屠宰量约为 3000 万羽，未来计划新增 4500 万羽肉鸡屠宰产能和 6 万吨鸡肉制品加工产能。

(5) **仙坛股份**：主做肉鸡养殖及屠宰加工，2022 年鸡肉产品产量为 48.84 万吨（鲜品占 97%），公司此前投资 28 亿元新建的“年产 1.2 亿羽肉鸡产业生态项目”一期工程建设配套的屠宰加工厂、饲料厂和 20 个养殖场已经投入生产，2023 年和 2024 年预计实现出栏量 2000 万羽、4000 万羽，公司长期规划肉鸡屠宰产能将达到 2.5-2.7 亿只/年、肉食加工能力将达 60 万吨/年，预制菜产能 15 万吨/年。

(6) **禾丰股份**：业务分为饲料、禽产业和生猪产业三大核心板块。禽产业方面，公司拥有 16 家控股或参股屠宰企业，年屠宰产能 9 亿羽，2021 年公司控股及参股公司白羽肉鸡合计屠宰量为 6.93 亿羽，位居国内第一，生鲜品、调理品销量分别为 180 万吨、2.8 万吨，未来计划投资 3 亿元新建年产 3 万吨鸡肉熟食及调理品项目。

(7) **益客食品**：主做肉鸭、肉鸡的养殖屠宰加工，2021 年公司肉鸡屠宰量为 2.18 亿羽，鸡产品销售量同比增加 13.43%至 50.16 万吨，鸡苗销售量同比增加 59.09%至 8593.61 万羽。公司近年正加速向下游深加工业务延伸，2022 年 IPO 募资 2.00 亿元扩充调理熟食产能，相关项目已于近期投产。

图 71：白羽肉鸡上市企业 2021 年收入结构（单位：%）



资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

表8：多数白羽肉鸡上市企业已涉足鸡肉深加工业务

公司名称	曾祖代养殖	祖代鸡苗销售	祖代引种	祖代养殖	父母代鸡苗销售	父母代养殖	商品代鸡苗销售	商品代养殖	肉鸡屠宰	鸡肉深加工
圣农发展	X	X		X	X	X		X	X	X
益生股份			X	X	X	X	X			
民和股份						X	X	X	X	X
仙坛股份						X		X	X	X
春雪食品								X	X	X
禾丰股份						X		X	X	X
益客食品						X	X	X	X	X

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表9：民和股份投资 5.18 亿元在山东潍坊和蓬莱新建肉制品加工项目

项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）	项目规划及进展
年存栏 80 万套父母代肉种鸡养殖园区项目	24920	22,500	2021 年定增项目中的 80 万套扩产项目已经开始投入使用，但并没有满产，计划在 2023 年建设完工，预计 2023 年能新增部分商品代鸡苗产能，2024 年能够满产，产能在 8000 万-1 亿只鸡苗
年孵化 1 亿只商品代肉雏鸡孵化厂建设项目	9470	8,000	2022 年年底开始动工，预计 2023 年能建成，与种鸡新增产能相匹配，在产能增加以后能够实现孵化能力的扩张。
肉制品加工项目	26539	17,250	通过控股子公司潍坊民和食品有限公司实施，设计规模为 3 万吨，将容纳四条线，现在已引进两条线，后续生食销售达到预期，会再把每个厂剩余两条线利用起来
熟食制品加工项目	25228	17,250	通过全资子公司蓬莱民和食品有限公司实施，设计规模为 3 万吨，将容纳四条线，现在已引进两条线，后续生食销售达到预期，会再把每个厂剩余两条线利用起来

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表10：春雪食品拟投资 3.6 亿元新建肉鸡屠宰及调理品加工项目

拟投资项目名称	使用募集资金总额（万元）	项目规划及进展
年宰杀 5,000 万只肉鸡智慧工厂建设项目	16,000	已于今年 8 月 26 日试投产
年产 4 万吨鸡肉调理品智慧工厂建设项目	20,000	2022 年底完成厂房及基础设施建设，预计达到预定可使用状态时间为 2023 年 9 月
肉鸡养殖示范场建设项目	4,000	预计达到预定可使用状态时延后至 2023 年 12 月
营销网络及品牌建设推广项目	2,111	预计达到预定可使用状态时延后至 2024 年 12 月
信息化及智能化建设项目	2,000	ERP 部分计划于 2023 年 1 月 1 日上线运行，其他项目按照计划逐步推进
永久补充流动资金	10,000	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表11：禾丰股份拟投资 3 亿元新建年产 3 万吨的鸡肉熟食及调理品项目

项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
沈阳农大禾丰饲料有限公司年产 30 万吨全价饲料项目	10,300	8400
安徽禾丰牧业有限公司年产 30 万吨猪饲料和 15 万吨反刍饲料项目	13994.87	11400
黑龙江禾丰牧业有限公司年产 10 万吨教保饲料项目	5,000	3900
阜新禾丰农牧有限公司年产 15 万头仔猪育繁推一体化项目	20000	17400
凌源禾丰农牧有限公司 1 万头原种猪场项目	29,300	25700
安徽禾丰食品有限责任公司年屠宰 100 万头生猪及 12 万吨肉制品深加工与冷链物流产业化建设项目	19000	14400
平原禾丰食品加工有限公司年产 3 万吨熟食和调理品项目	30,000	23800
补充流动资金	45000	45000

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：板块景气向好，把握核心优质标的

从周期视角出发，下游当前虽承压，但去年海外引种断档的影响已开始和父母代体现，下游供给预计或于今年 Q3 开始趋紧，叠加猪价回暖预期，我们预计板块整体盈利可能于今年下半年边际向好。从产业视角出发，国内白鸡消费仍存较大扩容空间，产业盈利中心趋势下移背景下有望孕育大型品牌食品企业。核心推荐高弹性种苗龙头益生股份和一体化自养龙头圣农发展，建议关注春雪食品、民和股份、仙坛股份、禾丰股份、益客食品。

风险提示

发生禽类疫病的风险

目前海外多国爆发大范围高致病性禽流感，如果国内白羽肉鸡养殖企业也爆发禽流感等禽类疫病，可能导致鸡只大量死亡并影响终端需求，相关企业可能出现收入利润大幅下滑情况。

养殖规模化进程不及预期的风险

如果白羽肉鸡屠宰加工企业养殖规模扩张不及预期，不能对终端食品业务增长形成有效配套，则其食品业务会面临发展瓶颈，造成利润率下降，业绩增速下滑。

鸡价大幅波动的风险

2022 年国内鸡苗呈量价齐增趋势，如果后续出现引种增加或下游肉鸡价格维持低位情况，市场信心可能受挫，鸡苗价格可能大幅回落进而导致相关企业收入利润大幅下滑。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	2023 年 2 月 24 日 收盘价	EPS			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002458.SZ	益生股份	买入	15.68	0.03	0.22	0.82	522.67	71.27	19.12
002299.SZ	圣农发展	买入	24.69	0.36	0.01	0.95	68.22	2469.00	25.99
605567.SH	春雪食品	买入	15.24	0.35	0.66	0.72	43.54	23.09	21.09
002234.SZ	民和股份	未评级	22.30	0.14	-0.84	1.43	159.29	-26.44	15.63
002746.SZ	仙坛股份	买入	9.41	0.10	0.69	0.18	94.10	13.64	53.65
603609.SH	禾丰股份	未评级	12.53	0.13	0.64	1.18	96.38	19.47	10.60
301116.SZ	益客食品	未评级	17.76	0.29	-	-	61.24	-	-

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测（未评级公司盈利预测采用万得一致预期）

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032