

白羽肉鸡行业投资框架

2025年版

行业研究 · 深度报告
农林牧渔 · 肉鸡养殖

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

◆关键结论

(1) **行业属性**：国内白鸡产业养殖端已较成熟但仍存在海外引种依赖，海外禽流感等突发事件对供给侧的扰动仍在。同时，在鸡肉消费尚未超过猪肉消费前，国内猪价表现也会为白鸡中短期行情的斜率提供重要催化，历史上爆发力最强的行情往往来自“猪鸡共振”。(2) **行业变化**：国内人均鸡肉消费水平仍偏低，而长期看白鸡具备成本及营养优势，未来白鸡消费存在扩容空间。同时随养殖环节成熟，白鸡产业盈利中心或趋势下移，未来有望孕育大型品牌鸡肉食品企业。

◆选股思路

(1) **周期角度**：行业景气上行时，种苗端企业的业绩和股价弹性明显大于屠宰加工端企业。(2) **成长角度**：国内白鸡消费存在扩容空间且产业盈利中心趋势下移，长期看好基于高效率养殖的品牌化经营企业。

◆股价驱动因素

一是海外禽流感等突发事件扰动供给；二是国内生猪行情上行带动白鸡需求。

◆风险因素

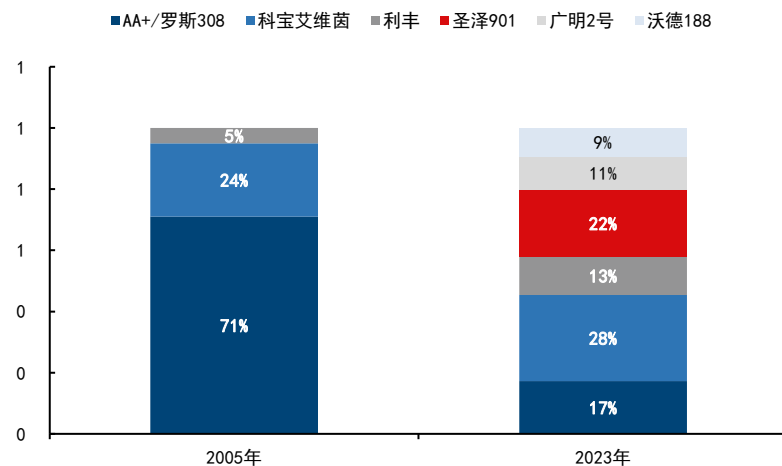
不可控动物疫情引发的潜在风险；行情不及预期的风险；食品安全风险等。

- [01] 白羽肉鸡行业：周期机遇与品牌拓展
- [02] 周期视角：把握禽流感与猪周期的边际变化
- [03] 成长视角：消费具备扩容空间，看好终端品牌拓展
- [04] 回顾展望：产能存在结构变化，消费有望修复
- [05] 行业标的梳理

国内白鸡产业种源自主可控强化，但仍存在部分进口种源依赖

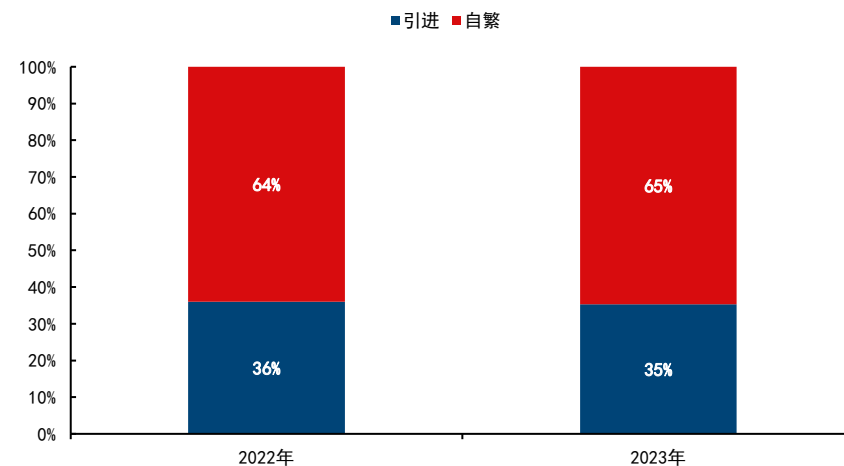
- ◆ 海外已有80余年的白羽肉鸡育种历史，育种技术较为成熟，全球已形成由美国安伟捷、美国科宝主导的双寡头市场，祖代白羽肉种鸡约90%以上的产能来自美国安伟捷、美国科宝这两家公司。
- ◆ 国内白羽肉鸡产业目前仍存在海外种源依赖，祖代白羽肉种鸡更新经历了从“祖代进口”到“海外品种祖代进口+海外品种曾祖代进口自繁”再到“海外品种祖代进口+海外品种曾祖代进口自繁+国产品种自繁”的演变。
- ◆ 根据中国畜牧业协会禽业分会统计，2023年全国祖代白羽肉种鸡更新量中65%来自自繁（即上述海外品种曾祖代进口自繁和国产品种自繁），35%来自引进（即上述海外品种祖代进口）。

图：全国祖代白羽肉种鸡更新结构（按品种）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，钢联数据，国信证券经济研究所整理

图：全国祖代白羽肉种鸡更新结构（按引进方式）



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

- ◆ **产区高度集约化：**国内白羽肉鸡产业具备高度集约化特征，山东作为国内白羽肉鸡第一大产区，白羽肉鸡年屠宰量约占全国的近50%，前三大产区（山东、辽宁、福建）的白羽肉鸡合计年屠宰量约占全国的70%。
- ◆ **养殖高度规模化：**国内白羽肉鸡产业各环节已具备较高规模化程度且各环节集中度呈现为倒金字塔结构，即规模化程度自上及下递减。在上游种苗环节中，龙头企业益生股份目前在国内祖代白羽肉种鸡进口引种市场占据约1/3份额，在国内进口父母代白羽肉雏鸡市场的市占率约为20%。在下游屠宰加工环节中，2023年龙头企业禾丰股份的市占率已达10%，行业CR12已在50%以上。

表：前三大产区（山东、辽宁、福建）的白羽肉鸡合计年屠宰量约占全国的70%

序号	省份	2022年屠宰量（亿羽）	2022年市占率	2023年屠宰量（亿羽）	2023年市占率
1	山东	34.69	46%	35.40	43%
2	辽宁	13.51	18%	16.40	20%
3	福建	6.20	8%	6.70	8%
4	河北	4.21	6%	4.50	5%
5	河南	2.57	3%	4.20	5%
6	江苏	3.60	5%	3.80	5%
7	吉林	3.20	4%	3.40	4%
8	山西	2.68	4%	2.90	4%
9	黑龙江	1.59	2%	1.80	2%
10	其他	2.91	4%	3.40	4%
全国合计		75.16	100%	82.50	100%

资料来源：中国白羽肉鸡联盟，国信证券经济研究所整理

表：2023年，国内白羽肉鸡屠宰口径CR12已超50%

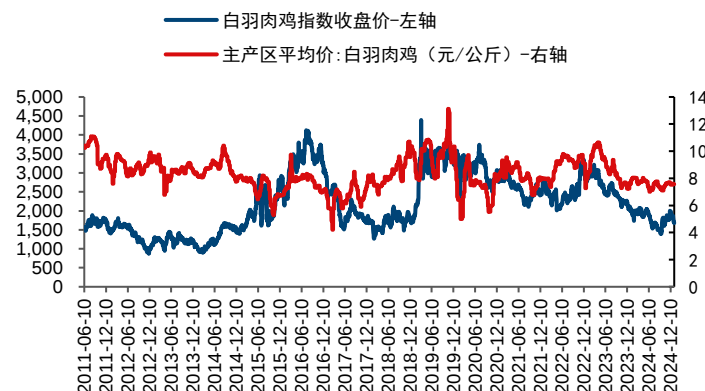
序号	企业名称	2023年屠宰量（亿羽）	2023年市占率
1	禾丰集团	8.50	10.3%
2	圣农集团	6.80	8.2%
3	正大（中国）	4.60	5.6%
行业CR3		24.1%	
屠宰量2-3.5亿只的9家集团		3.10	4.1%
4	山东新盛、新希望六和、山东太和、益客、耘垦、山东超合、仙坛、山西大象、河南双汇	2.70	3.6%
行业CR12		52.1%	

资料来源：中国白羽肉鸡联盟，国信证券经济研究所整理

行业投资主线一：把握禽流感与猪周期的边际变化

- 行业层面：白羽肉鸡板块大行情受海外禽流感导致的祖代引种中断驱动，同时猪价表现也会为白鸡中短期需求表现提供重要催化，爆发力最强的行情往往来自“猪鸡共振”。
- 公司层面：上游种苗端具备技术壁垒，市场集中度高，叠加即产即销属性，鸡苗价格弹性也明显大于商品代肉鸡和鸡肉产品，所以在每一轮景气周期中，种苗生产销售企业的业绩和股价弹性明显大于屠宰加工企业。

图：白羽肉鸡板块长贝塔行情依附于祖代引种周期



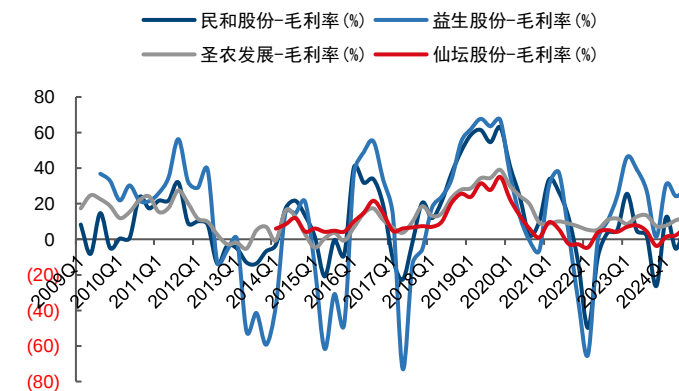
资料来源：博亚和讯，iFinD，国信证券经济研究所整理

图：爆发力最强的行情往往来自“猪鸡共振”



资料来源：iFinD，中国种猪信息网，钢联数据，国信证券经济研究所整理

图：种苗企业的业绩弹性明显大于屠宰加工企业

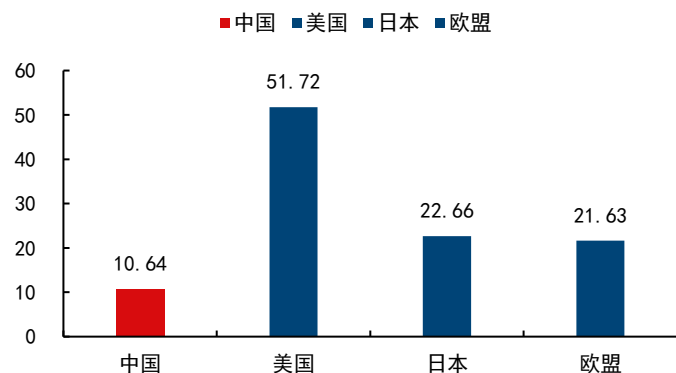


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

行业投资主线二：消费具备扩容空间，看好终端品牌业务拓展

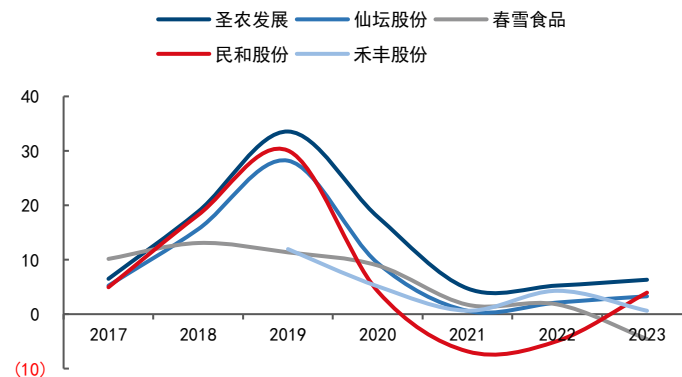
- 白鸡消费具备扩容空间：国内人均鸡肉消费水平仍偏低，而长期看白鸡具备成本及营养优势，未来白鸡消费存在扩容空间。
- 看好终端品牌业务拓展：我国白羽肉鸡产业也经历了从养殖规模化到产业链整合的发展过程，目前上游养殖环节的技术和管理水平已较为稳定成熟，屠宰环节随着竞争充分，盈利能力逐渐降至低位。目前拓展盈利能力更强且更稳定的品牌鸡肉产品业务，进而平抑周期风险、提升盈利能力，正在成为各家头部企业的发展主线，未来产业有望孕育大型品牌鸡肉食品企业。

图：国内人均鸡肉消费量仍明显低于美国等发达国家



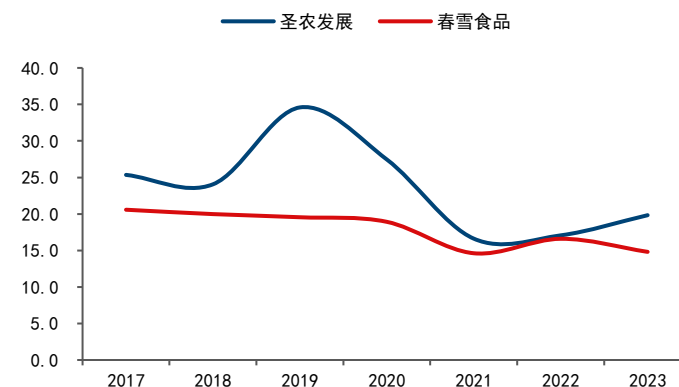
资料来源：美国农业部，世界银行，国信证券经济研究所整理

图：肉鸡屠宰企业的鲜品业务毛利率近年处于低位（单位：%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：肉制品业务毛利率通常更高且更稳定



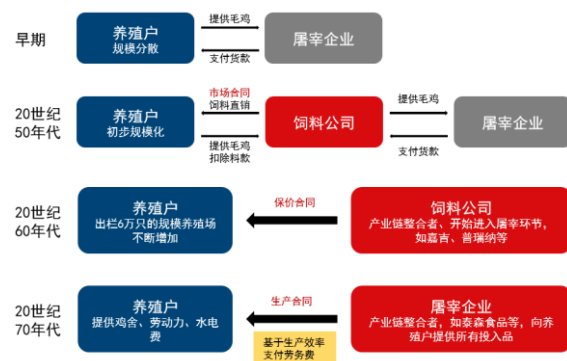
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

海外映射：基于高效率养殖的品牌竞争成为美国白鸡产业主线

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：

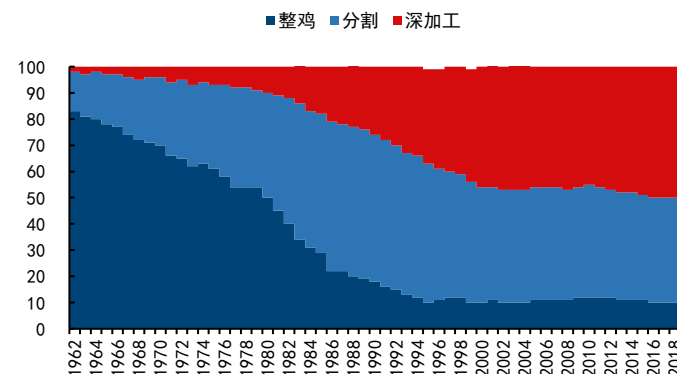
- **（1940s-1960s）饲料企业降本扩销动机催生产业一体化雏形：**在此期间美国肉鸡的商业化养殖开始兴起，养殖规模化程度提高，专业饲料价值凸显，成为产业链重要盈利中心。此后饲料企业开始绕过经销商与规模养殖场建立合同养殖关系，成为了产业链中原料、资金和毛鸡的中转枢纽，一体化模式初具雏形。
- **（1960s-1980s）风险平抑与走量摊费动机推动产业链垂直整合：**早期赊销合同开始逐渐转为保价合同，饲料厂为抵御价格波动带来的风险开始向下游屠宰拓展，屠宰环节逐步成为成为产业链的主导环节，行业垂直一体化整合快速发展。
- **（1980s-2000s）基于效率的代养合同兴起，竞争由成本转向产品渠道：**养殖、饲料和屠宰环节的竞争逐渐充分，保价合同逐步转变为基于养殖效率支付代养费的委托养殖合同，行业成本端优化空间不断缩小，头部肉鸡养殖屠宰企业开始逐渐在产品 and 渠道端寻求突破，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，头部屠宰企业开始向下游食品加工拓展，从原料到养殖再到食品的垂直一体化模式正式成型，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：美国白鸡产业组织形式和商业模式发展大致分为四个阶段



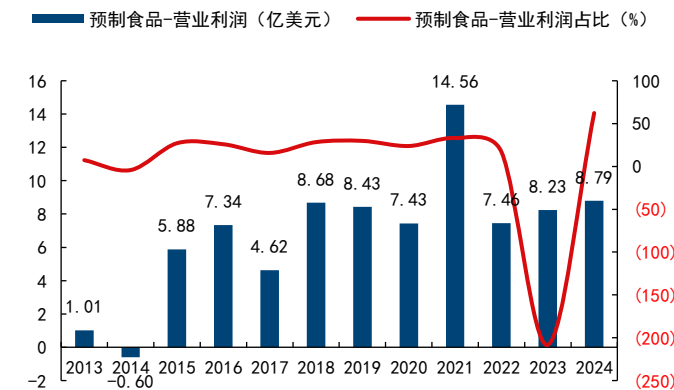
资料来源：许毅、王冲、李晶，新希望六和禽产业研究院，《美国白羽肉鸡产业发展的历史与借鉴》，国信证券经济研究所整理

图：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

图：预制食品业务是泰森食品的重要利润中心之一



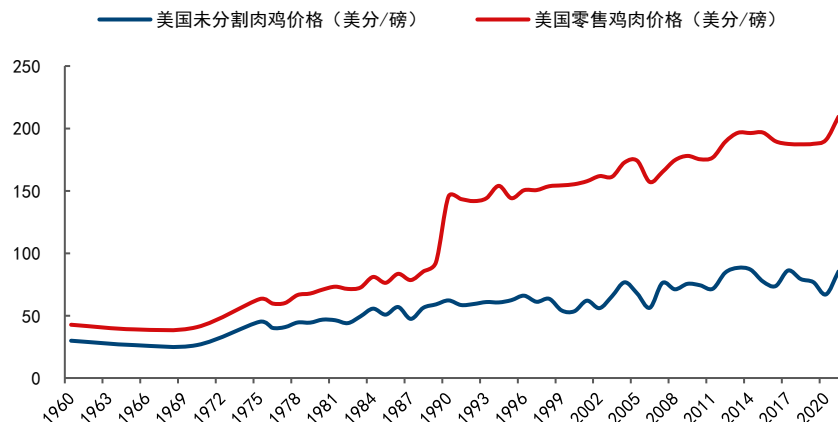
资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理（注：2023年公司预制食品盈利但整体亏损，导致占比数据异常）

海外映射：美国鸡价波动目前仍在，一体化具备优势

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：

- 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。
- 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：美国肉鸡产业在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：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



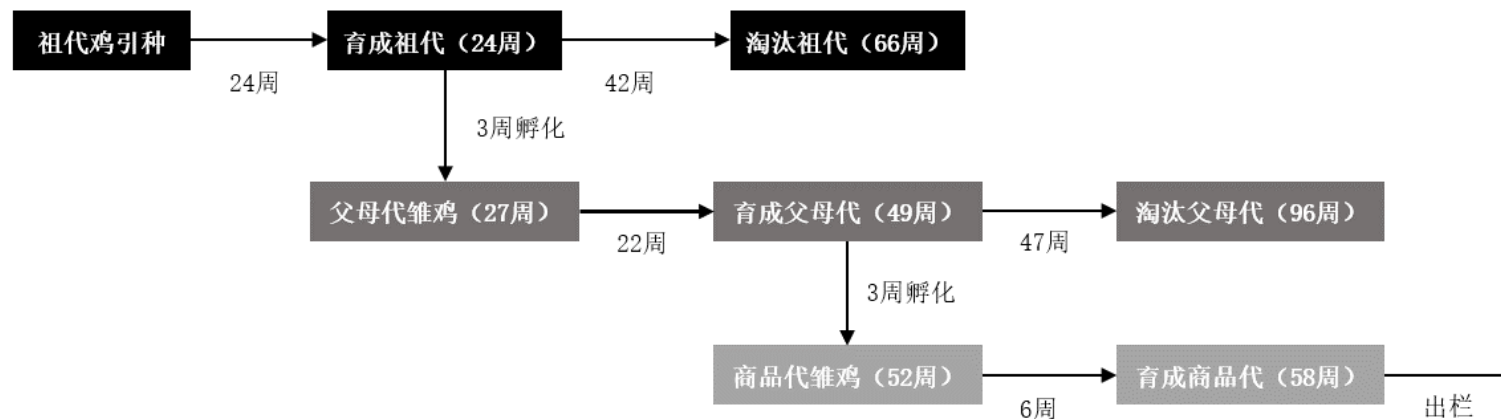
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 白羽肉鸡行业：周期机遇与品牌拓展
- 【 02 】 周期视角：把握禽流感与猪周期的边际变化
- 【 03 】 成长视角：消费具备扩容空间，看好终端品牌拓展
- 【 04 】 回顾展望：产能存在结构变化，消费有望修复
- 【 05 】 行业标的梳理

当期祖代引种会影响1年后肉鸡出栏量并持续约2年

- 从祖代白羽肉种鸡引种到第一批商品代白羽肉鸡出栏的时间通常为58周左右。白羽肉鸡从祖代白羽肉种鸡引种到首次产蛋的时间通常为24周，父母代种蛋经过3周孵化即可育得首批父母代白羽肉雏鸡，经过22周育雏便可产得首批商品代种蛋，此后经过3周孵化和6周养殖即可实现首批商品代白羽肉鸡出栏，因此从祖代白羽肉种鸡引种到第一批商品代白羽肉鸡出栏的时间通常为58周左右。
- 不考虑强制换羽操作，从祖代白羽肉种鸡引种到最后一批商品代白羽肉鸡出栏的时间为147周左右。祖代白羽肉种鸡产蛋期通常为42周，期间可以扩繁约60套父母代白羽肉种鸡，父母代白羽肉种鸡的产蛋期通常为47周，期间可以繁育约120羽商品代白羽肉鸡，所以每套祖代白羽肉种鸡可以累计繁育约7200羽商品代白羽肉鸡，即扩繁系数为1:7200。

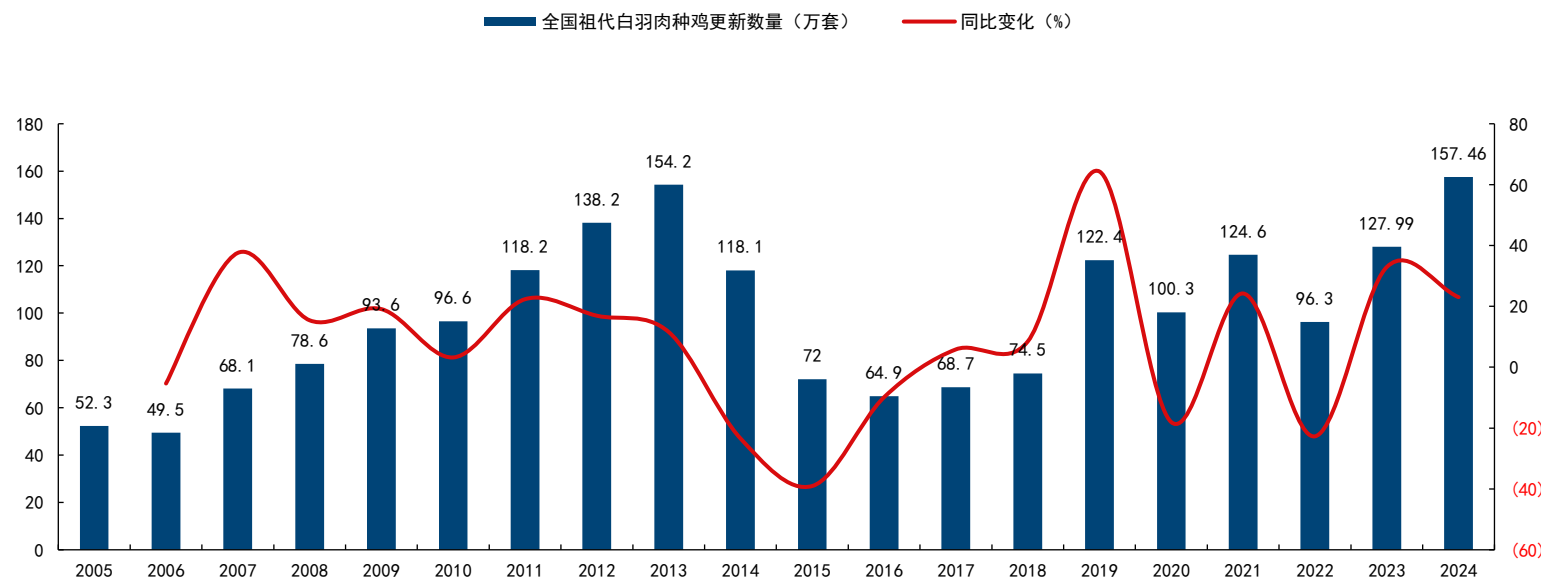
图：白羽肉鸡产能传递图



育种端仍存在进口依赖，禽流感是重要扰动因子

- 国内白羽肉鸡产业目前仍存在海外种源依赖，然而海外引种极易受禽流感等突发事件的影响而出现受阻甚至中断。
- 2015年1月份，美国禽流感暴发，中国质检总局与农业部随后禁止直接或间接从美国输入禽类及相关产品，此后法国等地也相继出现禽流感暴发情况，国内祖代白羽肉种鸡更新严重受阻，2015–2018年国内引种量维持在80万套以下。
- 2022年2月9日，美国商业鸡群发现高致病性禽流感H5N1，此后田纳西州、俄克拉荷马州、阿拉巴马州等祖代白羽鸡重要引种地陆续出现商业鸡群感染，相关祖代引种进而中断。截至目前，我国仅可从俄克拉荷马州引种，受此影响国内海外祖代引种量自2022年持续位于低位。
- 2024年12月初，美国俄克拉荷马州和新西兰鸡场相继发现高致病性禽流感，目前自两国的祖代引种已全部被迫中断，2025年上半年国内祖代引种或再度趋紧，但考虑到欧洲关口放开及国内自繁上量，这次对总体产能影响预计小于2022年。

图：育种端存在进口依赖，禽流感是重要扰动因子

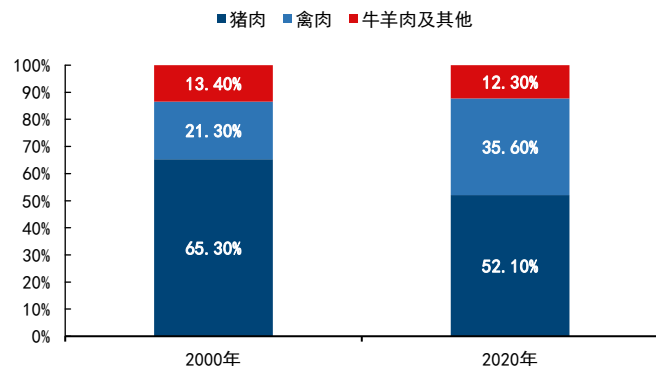


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，钢联数据，国信证券经济研究所整理

鸡肉消费未超猪肉前，猪价波动会对鸡肉消费量产生重要影响

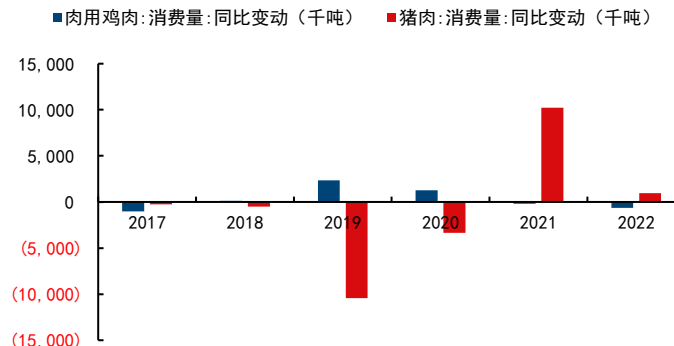
- 鸡肉作为国内第二大消费肉类，具备较强的猪肉消费替代属性，在鸡肉消费真正超过猪肉消费前，大周期往往体现为猪鸡联动。
- 2019-2020年，受非洲猪瘟暴发影响，国内生猪供给短期大幅减少，生猪价格高点触及40元/公斤以上。在高蛋白缺口和高猪价驱动下，替代消费需求转向鸡肉，进而推动白羽肉鸡毛鸡价格在2019年触及13元/公斤以上的历史高点，并在2019-2020年间随猪价维持高位震荡。此后，在产能充裕情况下，白羽肉鸡价格和生猪价格依然表现出较高的景气关联度。

图：鸡肉是国内第二大消费肉类



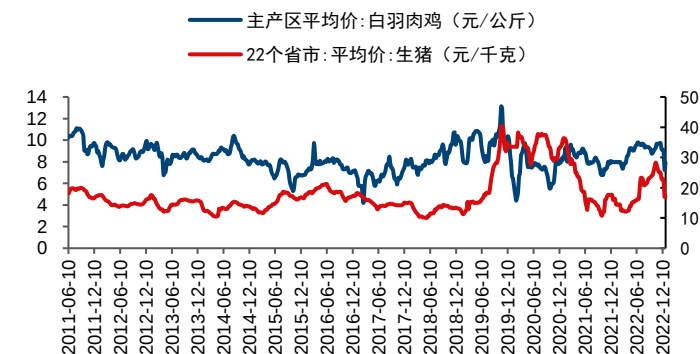
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图：2019-2020年在高蛋白缺口和高猪价驱动下，替代消费需求转向鸡肉



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

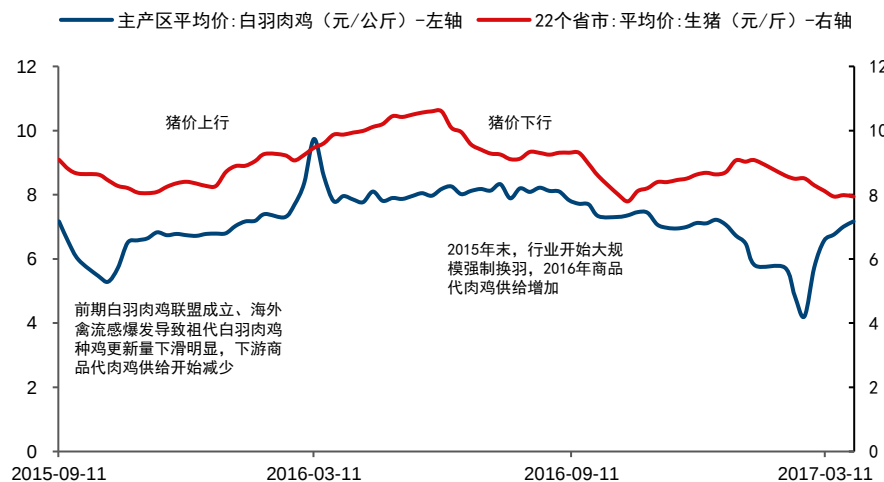
图：白羽肉鸡价格和生猪价格拥有较高的景气关联度



资料来源：博亚和讯，中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

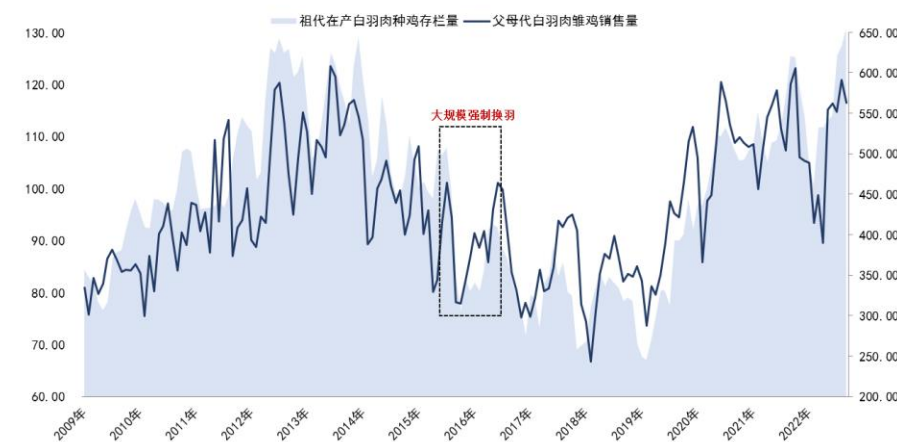
- （2015年10月-2017年2月）：本轮周期的上行阶段主要由产能调减和猪价反转共同驱动。2014年白羽肉鸡联盟成立，祖代更新量迎来拐点，此后美国、法国等地相继出现禽流感暴发，国内祖代白羽肉种鸡更新严重受阻，叠加生猪价格反转带来的支撑，白羽肉鸡价格在2015年10月开启上行走势。然后由于种鸡养殖企业针对未来引种收缩进行了大规模换羽，导致2016年行业整体产能回弹明显，叠加猪价下行，白羽肉鸡价格持续下行。

图：2015-2017年国内白羽肉鸡及生猪价格复盘



资料来源：博亚和讯、中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

图：2015年大规模换羽导致短期供给偏紧但2016年供给大幅增加

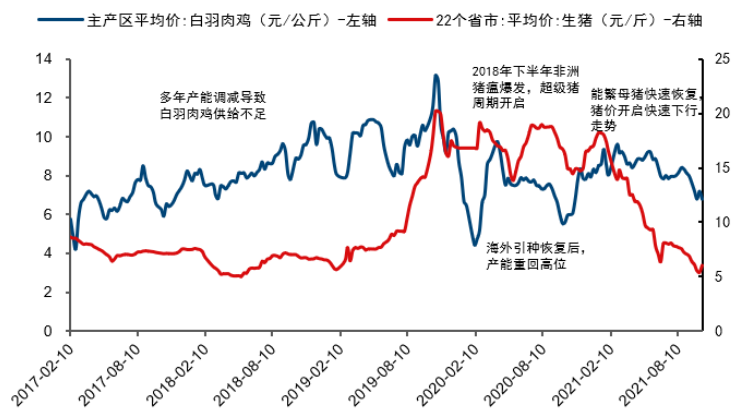


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

周期复盘：禽流感 and 猪价是核心驱动

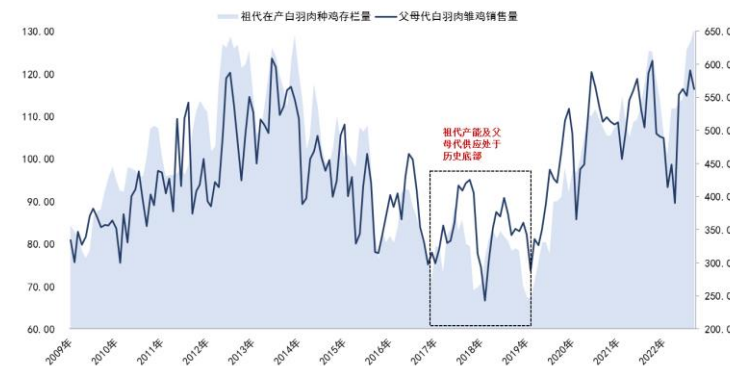
- （2017年2月-2021年10月）受非洲猪瘟导致的超级猪周期驱动，本轮白羽肉鸡价格周期强度空前，持续时间也长达57个月。供给侧受2015-2018年海外禽流感反复影响，白鸡行业产能始终处于低位，支撑价格在2017-2018年期间持续走强；需求侧2019年受非洲猪瘟暴发导致的大规模产能去化影响，国内猪价快速走高，进而为白羽肉鸡价格提供了强支撑，白羽肉鸡价格在2019年-2021年初期间保持高位震荡。此后随供给恢复，猪价快速回落，白羽肉鸡价格再度回落。

图：2017-2021年国内白羽肉鸡及生猪价格复盘



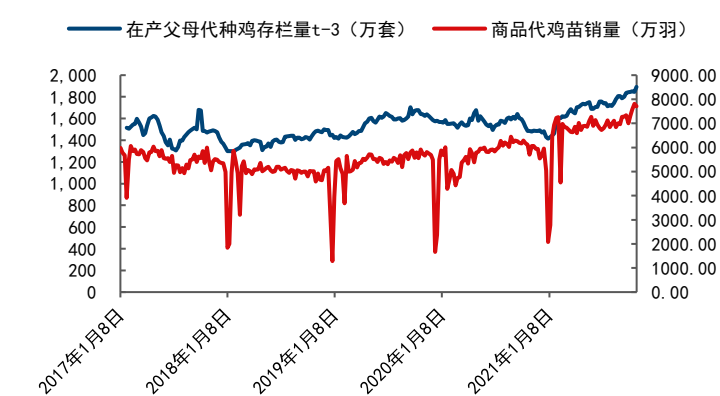
资料来源：博亚和讯、中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

图：2017-2018年期间，祖代产能及父母代供应处于历史底部



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

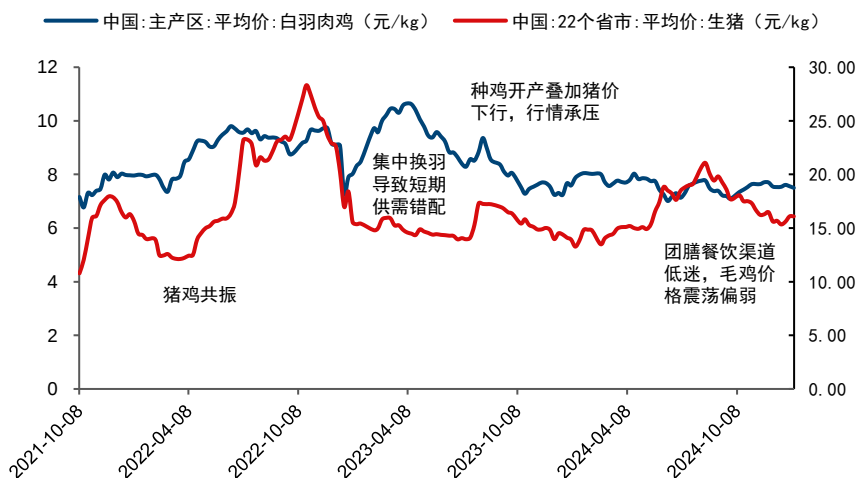
图：2017-2018年国内父母代种鸡产能调减，出苗量持续减少



资料来源：博亚和讯、中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理
(注：参考白羽肉鸡繁殖周期，表中父母代种鸡存栏为3周前存栏)

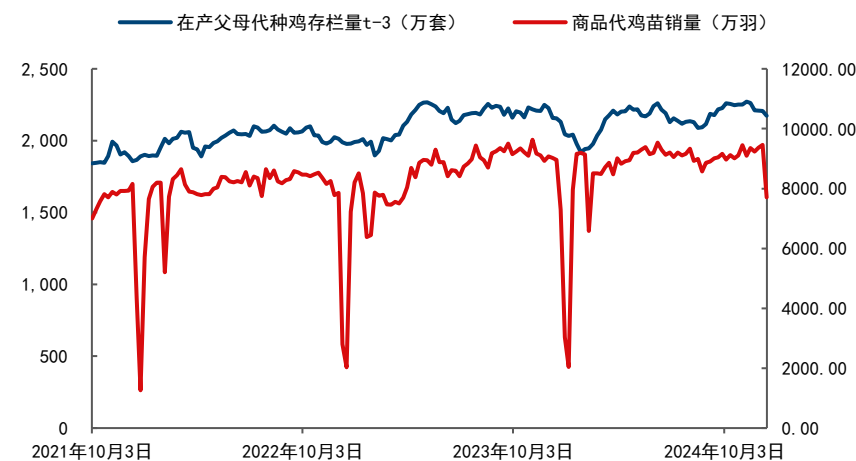
- （2021年10月-至今）：本轮周期的上行阶段主要由猪价回暖驱动。受前期产能去化及存栏出清驱动，生猪价格在自2021年10月份开始触底反弹，并在2022年Q2后快速上行，进而同步带动肉鸡景气。此后受2022年海外引种断档影响，2023年国内种鸡存栏虽偏紧张，但被行业通过换羽对冲，且2023年猪价持续弱势运行，畜禽景气同步下行。2024年，生猪价格前期受非瘟疫情以及产能去化影响，于春节后持续回暖，但白羽肉鸡价格因下游餐饮及团膳需求低迷，维持底部震荡。

图：2015-2017年国内白羽肉鸡及生猪价格复盘



资料来源：博亚和讯、中国种猪信息网，钢联数据，国信证券经济研究所整理

图：受2022年引种断档影响，2021年10月至今在产父母代存栏整体变化不大



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

综合分析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：

- 祖代引种变动主导鸡苗和肉鸡价格长期变动趋势，禽流感是主要触发因子，价格拐点大约出现在引种下滑或扩张的后一年，同时受种鸡强制换羽、终端需求波动等因素影响，大周期中通常嵌套多个小周期。
- 鸡肉作为国内第二大消费肉类，具备较强的猪肉消费替代属性，在鸡肉消费真正超过猪肉消费前，大周期往往体现为猪鸡联动。

表：白羽肉鸡近四轮价格周期概况

时间区间	时间长度	波峰价格 (元/公斤)	波谷价格 (元/公斤)	核心驱动因素
2012年2月-2013年4月	约15个月	9.91	6.78	(1) 上行阶段：西餐快餐发展； (2) 下行阶段：速生鸡事件+H7N9疫情暴发。
2013年4月-2015年10月	约31个月	10.41	5.29	(1) 上行阶段：H7N9疫情防控成功； (2) 下行阶段：产能过剩&经济增速放缓。
2015年10月-2017年2月	约17个月	9.74	4.21	(1) 上行阶段：白羽肉鸡联盟成立&海外禽流感暴发&猪价反转上行； (2) 下行阶段：大规模强制换羽&猪价持续下行。
2017年2月-2021年10月	约57个月	13.12	6.77	(1) 上行阶段：海外禽流感&超级猪周期； (2) 下行阶段：产能恢复&猪价快速下行。
2021年10月至今	尚未反转	10.65	6.77	(1) 上行阶段：生猪景气回暖； (2) 下行阶段：宏观经济承压。

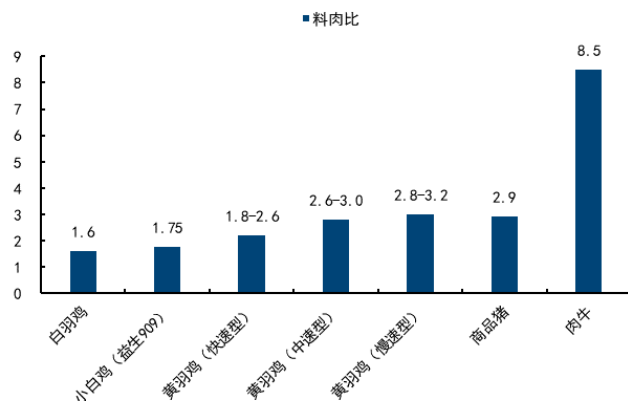
资料来源：博亚和讯，国信证券经济研究所整理（注：波峰、波谷价格为主产区白羽肉鸡平均价格）

- [01] 白羽肉鸡行业：周期机遇与品牌拓展
- [02] 周期视角：把握禽流感与猪周期的边际变化
- [03] 成长视角：消费具备扩容空间，看好终端品牌拓展
- [04] 回顾展望：产能存在结构变化，消费有望修复
- [05] 行业标的梳理

肉类消费长期具备向低成本品种靠拢倾向

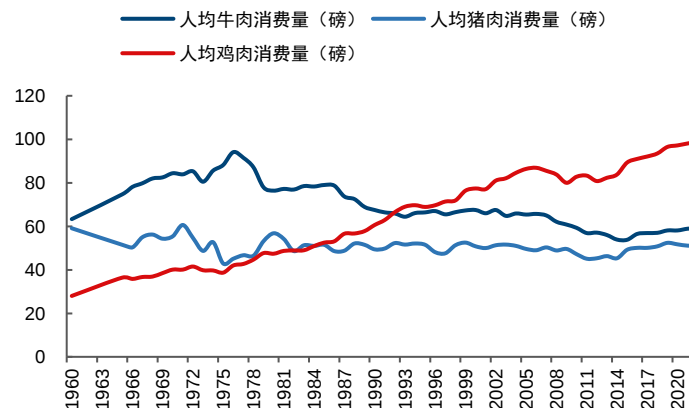
- 从生产效率来看，常规白羽肉鸡和小白羽肉鸡的料肉比和出栏天数均要明显低于黄羽鸡、肉猪和肉牛。参考海外经验，随餐饮和食品加工行业发展，在低成本诉求驱动下，肉类消费具备向低成本品种靠拢倾向。
- 美国鸡肉消费量在上世纪80年代末已超过猪肉消费量，并在上世纪90年代进而超过牛肉，成为美国的第一大肉类消费品种。
- 日本作为东亚传统小农国家，其饮食结构曾和中国具有较大相似性，即肉类消费早期被猪肉主导，但进入21世纪以来，鸡肉已经取代猪肉地位，成为了日本国内第一大肉类消费品种。

图：白鸡养殖料肉比明显低于商品猪和肉牛



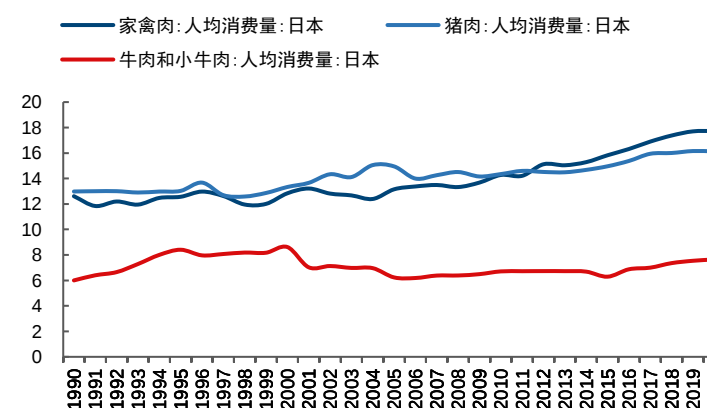
资料来源：公司公告，华经产业研究院，优顶特研究院，国信证券经济研究所整理

图：美国鸡肉消费量在上世纪80年代末已超过猪肉消费量



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图：鸡肉已成为日本国内第一大肉类消费品种

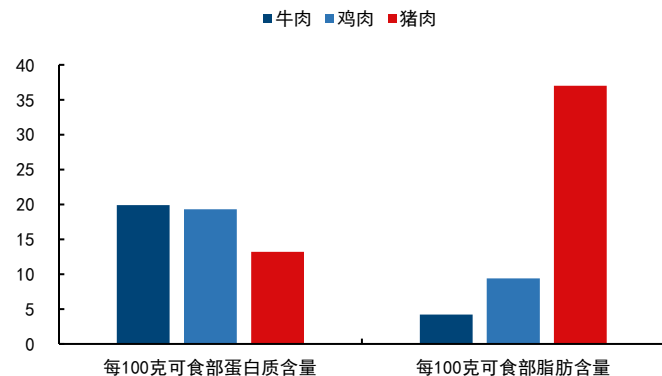


资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

健康消费理念转变正在推动鸡肉食品需求增长

- 根据尼尔森调查，Z世代（通常指1995–2009年期间出生的群体）目前正将“健康”作为食品饮料消费首要考虑因素，近四成参访者将“吃得健康”作为食品饮料消费核心价值主张，近三成参访者愿意为“低脂/低卡/低糖”产品支付更多费用，超三成参访者重视食品饮料品牌的健康形象。因此我们认为，在年轻一代的健康消费理念驱动下，肉类消费市场将为低脂高蛋白品种留出更多增量空间，鸡肉有望成为高性价比首选。

图：鸡肉具备明显的低脂高蛋白特性（单位：克）



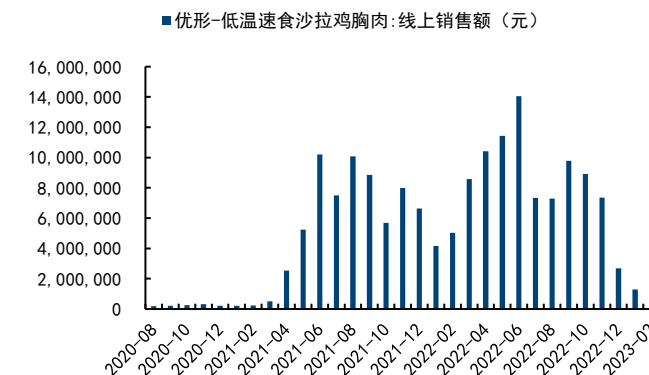
资料来源：生命时报，国信证券经济研究所整理

图：美国鸡肉消费量在上世纪80年代末已超过猪肉消费量



资料来源：尼尔森，国信证券经济研究所整理

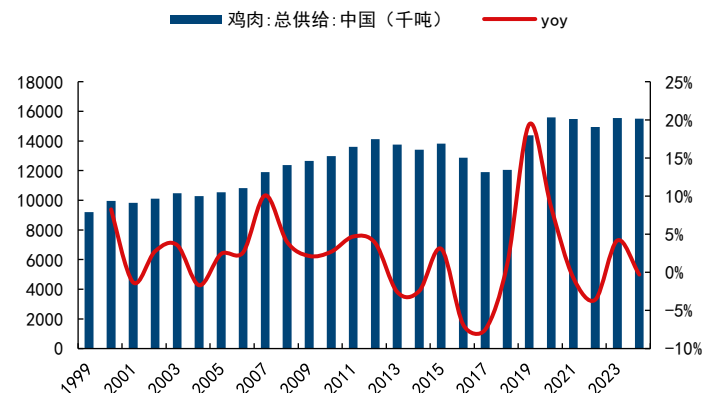
图：国内速食鸡胸肉产品近年放量明显



资料来源：魔镜，国信证券经济研究所整理

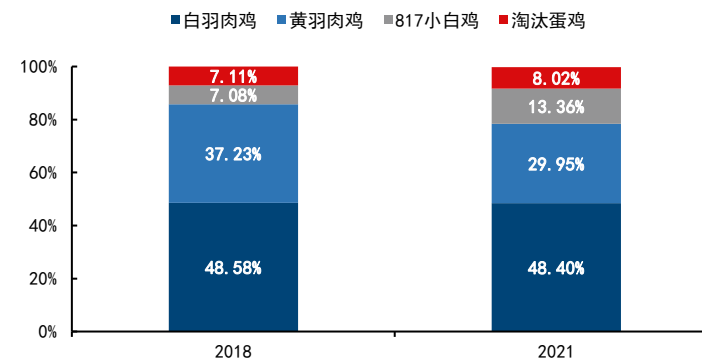
- 国内白鸡消费目前仍具备较大扩容空间。目前我国人均肉类消费水平较低，随着经济发展，餐饮业发展，肉类仍存在较大增量空间，然而肉类增量消费正与饲用粮供应瓶颈形成内在矛盾，肉类消费存在效率诉求，鸡肉消费有望自上而下受益。
- 国产小白鸡和预制菜会加快禽低成本的迭代速度。以817肉杂鸡为代表的小白鸡品种近年正在快速发展，其最初凭借体型小、肉质优在扒鸡等传统中式餐饮中得到广泛应用，但近年在冰鲜化发展趋势下，小白鸡品种正凭借既可活杀又可走白条屠宰的优势替代部分黄羽快速鸡需求。除传统817肉杂鸡品种外，益生股份自研“益生909”小型白羽肉鸡配套系正凭借产肉率高、肉品好、抗病力强、成活率高等性能优势快速推向市场，年出苗量规模已接近8000万羽。

图：2004-2024年，国内鸡肉总供给的CAGR为2.07%



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理（注：总供给=产量+进口）

图：817小白鸡于鸡肉总产量中的近年占比提升明显



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：2025年国内餐饮行业市场规模有望突破5万亿元



资料来源：国家统计局，艾媒数据中心，国信证券经济研究所整理

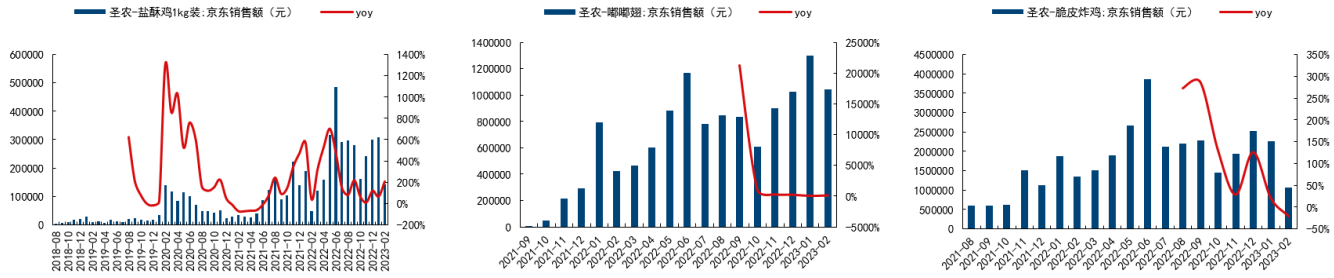
- 上游养殖：模式各有千秋，长期来看自繁自养更具有优势。国内多数头部白鸡企业采用合同养殖模式，核心优势在于可实现较为快速的轻资产扩张，缺点则在于规模扩大后养殖管理、质量把控难度加大。相比其他企业，服务大B端客户起家的圣农发展则基于高效养殖、稳定供给、质量保证等动机，以自主运营的方式开展一体化自养，虽然前期资本开支较大、对土地和资金要求较高，但具备高度标准化、高度可控优势，养殖成本长期来看更具优势。
- 下游加工：品牌食品业务拓展加速。我国白羽肉鸡产业屠宰初加工环节竞争逐步充分，屠宰环节盈利表现近年维持低位，而头部企业基于高效率养殖的品牌业务延伸正在加速，未来有望增厚加工环节盈利，孕育大型品牌食品企业。

表：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

图：圣农发展C端肉制品线上销售额在2021-2022年实现爆发增长



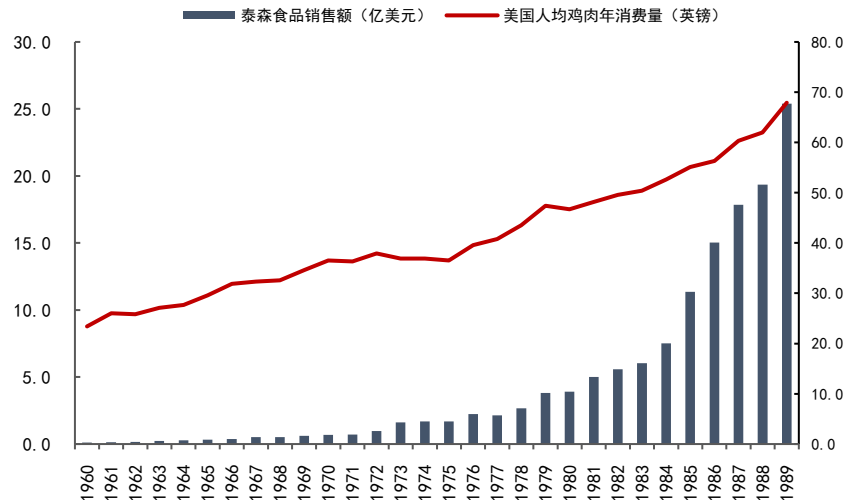
资料来源：魔镜，国信证券经济研究所整理

泰森食品复盘：成功穿越周期的全球养殖-屠宰-肉制品全产业链巨头

泰森食品简介：纵向产业链整合，横向多品类扩张

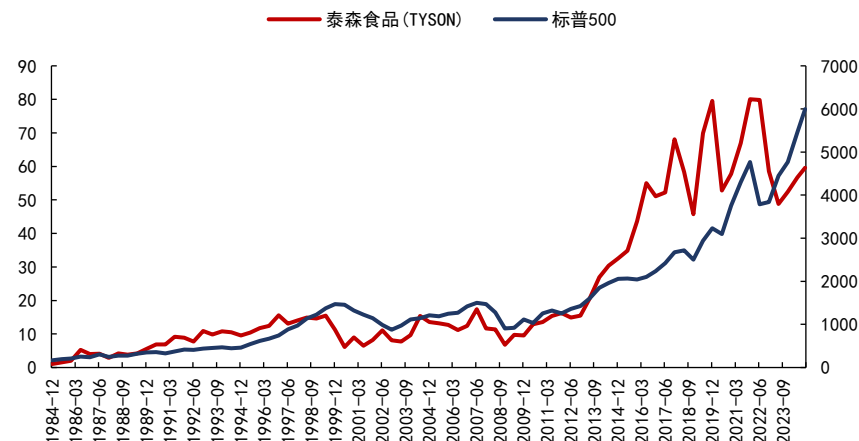
- 泰森食品成立于1935年，目前已成为全球最大的肉制品供应商之一，主营鸡肉、牛肉、猪肉和预制食品业务，2024财年公司总销售额达到533亿美元。根据其官网披露，泰森食品在美国鸡肉、牛肉和猪肉的市场份额分别达到21%、22%和16%，位居第一、第一和第三。回顾公司发展历程，其从肉鸡配送业务起家，此后不断纵向拓展和延伸白羽肉鸡全产业链，到20世纪90年代就形成了从种鸡繁育、饲料生产、肉鸡养殖、屠宰加工到物流运输、食品加工的完整白羽肉鸡产业链，成功从受养殖周期波动影响较大的养殖企业转型为以深加工产品利润为主导的产业链一体化企业。

图：泰森食品销售额伴随美国鸡肉消费趋势高速增长



资料来源：泰森食品公告，USDA，国信证券经济研究所整理

图：泰森食品与标普500前复权行情表现对比

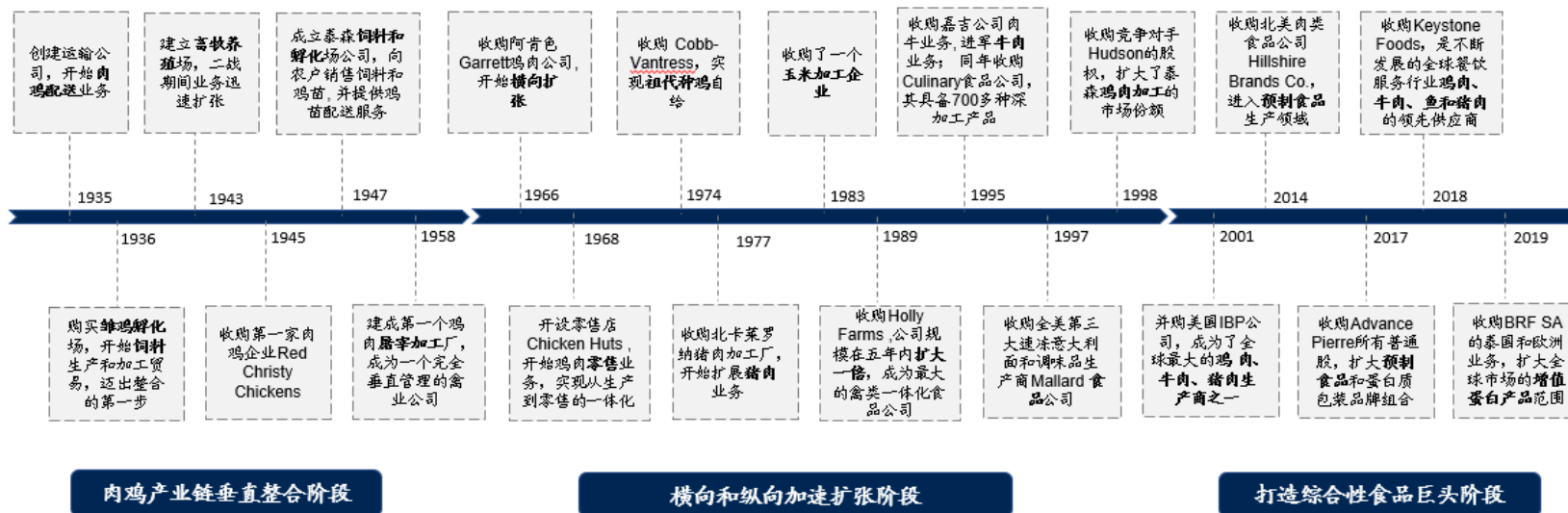


资料来源：泰森食品公告，国信证券经济研究所整理

泰森食品复盘：成功穿越周期的全球养殖-屠宰-肉制品全产业链巨头

泰森食品的肉制品巨头之路并非一蹴而就，具体可分为3个阶段：

- 1) 第一阶段：肉鸡产业链垂直整合阶段（1930s-1950s）。在这个阶段，公司从活鸡配送逐步拓展到饲料生产、雏鸡孵化、肉鸡养殖和屠宰加工业务，通过自建形成了完整的白羽肉鸡垂直产业链。
- 2) 第二阶段：横向和纵向加速扩张阶段（1960s-1990s）。1966年泰森收购了第一家同行业的鸡肉公司，开启横向扩张，1989和1998年又相继收购了竞争对手Holly Farms和Hudson，迅速成为全美第一大禽类一体化企业。纵向扩张方面，公司1968年开设了第一家鸡肉零售店，实现了从生产到零售的一体化；1974年收购了科宝公司，实现了祖代种鸡自给，将种源培育纳入公司产业链；1995年收购了Culinary食品公司，开始向食品深加工业务延伸。此外，公司还通过收购相继进入猪肉和牛肉领域，开启多元化发展。
- 3) 第三阶段：打造综合性食品巨头阶段（2001至今）。在这个阶段，泰森继续通过并购方式从禽类一体化龙头向综合性食品巨头迈进。2001年泰森并购了世界最大的红肉屠宰加工企业IBP，成为了全球最大的鸡肉、牛肉和猪肉供应商；2014和2017年又并购了大型食品制造商Hillshire 和Advance pierre，进入预制食品领域，真正打造成了从禽畜养殖到餐桌食品的综合性的食品航母。



泰森食品复盘：成功穿越周期的全球养殖-屠宰-肉制品全产业链巨头

泰森食品经验：逆周期稳步并购，践行产业一体化与品类多元化战略

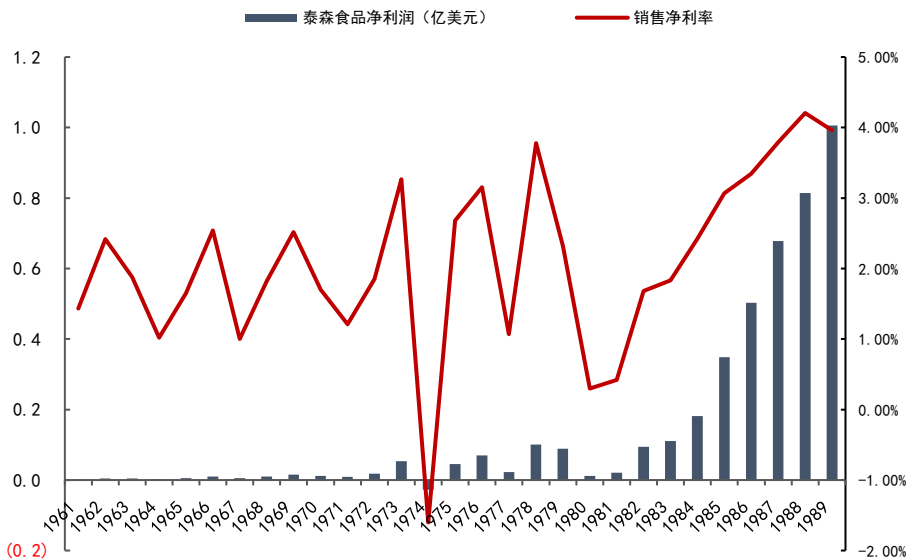
- 经验一：保持财务稳健是泰森得以穿越周期之本，而周期底部勇于逆势扩张的策略进一步增厚了其在上行期的盈利。据USDA统计，美国肉鸡总产值从1964年的14亿美元增加至1984年的43亿美元，但周期带来的盈利波动也导致行业落后产能在持续退出，美国全行业家禽公司数量从1964年的201家减少至1984年的134家，加工生产商数量从1964年的320家减少至1984年的238家。在产业规模加速集中的大背景下，泰森正是通过周期顶部稳健经营、底部加大扩张的经营策略，作为引领产业整合的龙头企业成功穿越周期，净利规模稳步壮大。

表：泰森食品在1970s通过逆周期收购，践行产品多元化战略

时间	收购标的	标的主营	收购效用
1969	Prospect Farms	预制冷冻炸鸡	开拓餐饮业务，Prospect Farms 1922年开业，拥有400多家餐厅客户和500万美元的年销售额，该收购使得泰森将产业链条向末端高附加值的鸡肉深加工产品延伸
1972	Krispy Kitchens	鸡肉加工	新增了去骨鸡胸肉产品线
1972	Ocoma Food	食品加工工厂	公司规模翻番，增加了一个全国性的销售团队，大约1500名新员工、3500万美元的年销售额
1974	Vantress Pedigree, Inc	家禽育种公司	提升肉鸡育种效率，单位生产成本的小幅提升，在泰森庞大的养殖规模基础上，给公司整体带来了可观的利润提升
1977	北卡罗来纳州的生猪养殖场	生猪养殖	生猪与家禽业务组合，平滑了肉鸡业务的盈利波动，比如在1982年的肉禽周期底部，生猪业务带来每股税后净收益增加50-75美分，几乎贡献全部收益增长
1978	威尔逊食品公司的肉鸡部门	高附加值深加工肉鸡产品	泰森从传统肉鸡加工转换成加工价格更高的细分品种Rock Cornish hens，售价是普通鸡肉两倍。该收购后，泰森在市场空间达1亿美元的Rock Cornish hens这一细分品类市场中拥有60%以上的市场份额

资料来源：泰森食品官网，国信证券经济研究所整理

图：泰森通过周期顶部稳健经营、底部加大扩张的经营策略，成功穿越周期，净利规模稳步壮大

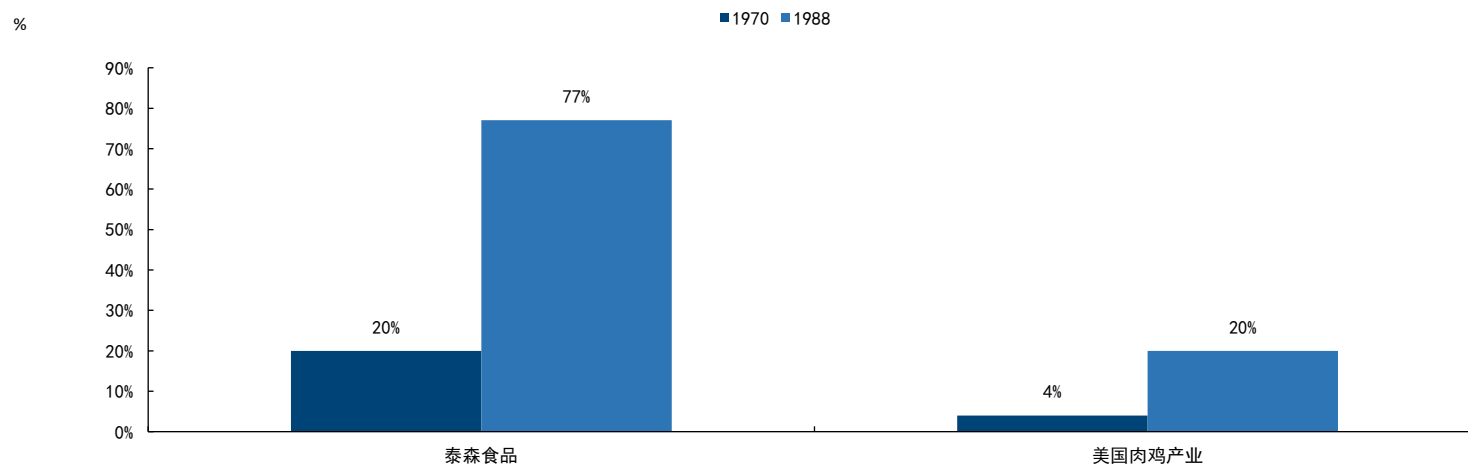


资料来源：泰森食品公告，国信证券经济研究所整理

泰森食品经验：逆周期稳步并购，践行产业一体化与品类多元化战略

- 经验二：前瞻性布局产业趋势确保了泰森的行业领先地位，持续引领商业模式与产品方向变革。泰森在1987年度报告里指出，企业整体战略是“细分、集中、主导”，致力于找到可以做的细分业务领域，并专注于它，向成为行业第一的目标努力。（1）为了应对上游养殖的周期价格波动带来的风险，泰森食品在1960s创新性提出了“远期定价”的销售策略。该策略降低了市场波动风险，在成本控制和利润最大化之间找到平衡，使其能够在市场低迷时期保持盈利；同时也为客户提供了可预测的采购成本，达成双向共赢。（2）泰森在深加工肉制产品的布局也展现了其管理层更领先于行业的远见。从鸡肉深加工产品市场的发展来看，其占美国鸡肉市场的份额从1970年的4%上升到1988年约20%。而泰森食品公司的深加工产品销售占1988年总销售额的77%。前瞻的布局也使得泰森公司在1988年相较行业4倍集中于深加工赛道，在产业发展中获得了先发优势。

图：泰森食品与肉鸡产业的深加工产品销售占比情况对比

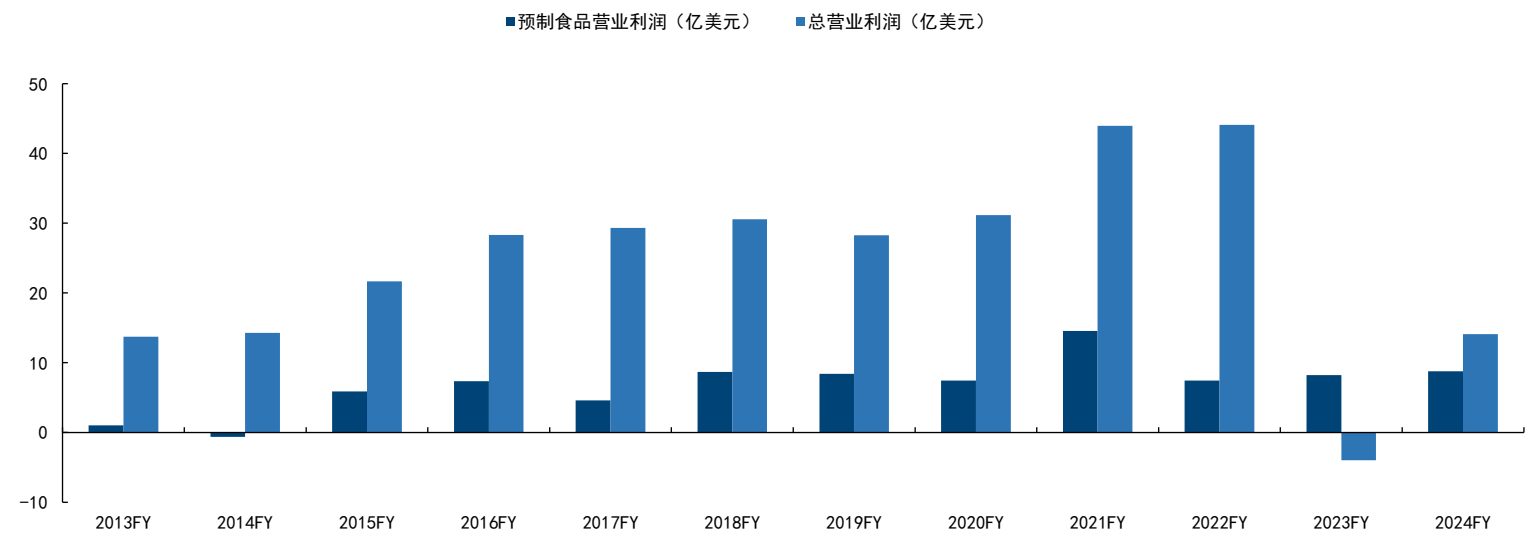


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

泰森食品经验：逆周期稳步并购，践行产业一体化与品类多元化战略

- 经验三：通过客户需求导向、以及灵活变通的产品开发及经营策略，泰森成功推出多款爆款产品。泰森在食品业务开拓上制定了较为灵活的开发策略，以积极响应客户需求为首要纲领。（1）**新产品开发是少数泰森公司内部不用严格预算控制的环节**。管理层对员工的高度信任突破了决策流程反馈的时间瓶颈，公司众多新品的开发时间非常短，因此泰森也保持间隔引入新产品的节奏，任何时候都有几十个潜在产品处于不同的开发阶段。（2）**泰森的产品开发策略展现了其适应产业趋势变化的能力**。比如泰森最初设计的鸡肉饼是为了满足油炸的烹饪需求，但在学校厨房操作员的反馈和需求下，泰森灵活调整产品特性，成功将其改良为适合传统烤箱烹制的版本。泰森也敏锐地捕捉到了餐饮连锁店和特许经营餐厅的兴起趋势，这些餐厅需要为其所有分店提供一致的、易于烹饪的标准化产品。

图：预制食品业务已成为泰森食品的重要利润中心之一



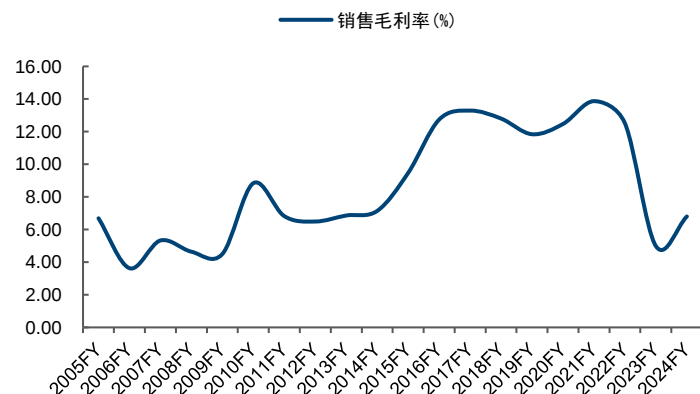
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

泰森食品复盘：成功穿越周期的全球养殖-屠宰-肉制品全产业链巨头

泰森经营表现：多元化战略有效提升盈利能力，近年ROE总体保持可观水平

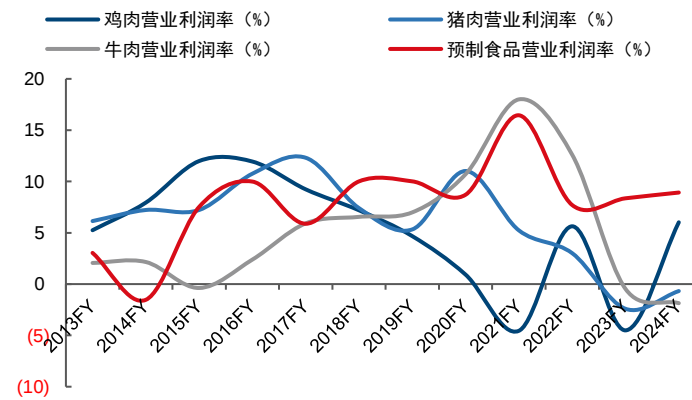
- 通过肉类产品多元化布局，泰森食品成功提高了盈利中枢并降低了波动。自2000财年至2024财年，泰森食品总营收从73亿美元增长至533亿美元，年均复合增速为9%，且仍处于稳步上升通道中。泰森食品肉类产品多元化发展，2024财年牛肉、鸡肉、猪肉和预制食品收入分别占比38%、31%、11%和18%，由于牛、鸡、猪等品种周期波动各有差异，因此肉类产品多元化战略使得公司得以在不同市场周期中保持更稳定的盈利能力，总体净利润表现较单一肉类业务净利润波动明显平滑，此外，预制食品营业利润率也明显更加平稳，高附加值产品的持续发展也带动公司盈利水平不断提高。
- 泰森食品近20年平均ROE达10%，与同行表现相比拥有较为更强的资产周转效率、更稳健的盈利能力及较低的业绩波动性。我们选取可比公司PILGRIMS PRIDE（全球第二大鸡肉生产与销售企业，家禽收入占比接近90%）、Conagra（美国第二大零售食品供给商，覆盖冷冻食品、零食等包装食品多领域）与泰森食品进行对比，从2005财年至2024财年，泰森、PILGRIMS PRIDE、Conagra的平均ROE表现依次为9.6%、-9.2%、10.7%。相较于PILGRIMS PRIDE更集中于经营鸡肉业务，泰森的多元化肉类业务布局展现出更强的业绩稳定性。根据杜邦分析，泰森资产周转率表现突出，企业资产从投入到产出的流转速度较快；拥有较同行更低的资产负债率水平；同时销售净利率的波动相对较小，总体展现出更强的经营稳健性。

图：泰森食品的销售毛利率中枢受益多元化业务发展明显上移



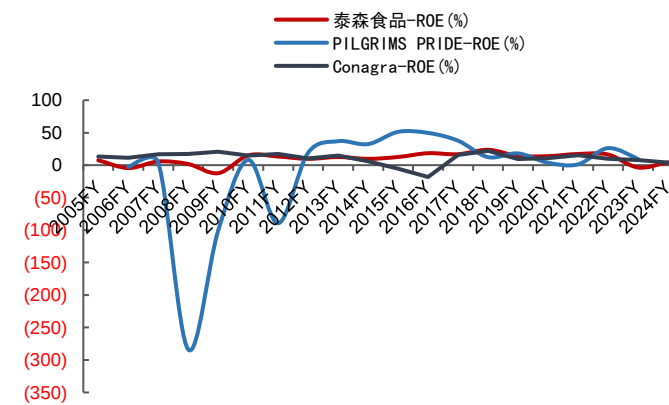
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：泰森食品的预制食品营业利润率明显更加稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：预制食品业务已成为泰森食品的重要利润中心之一



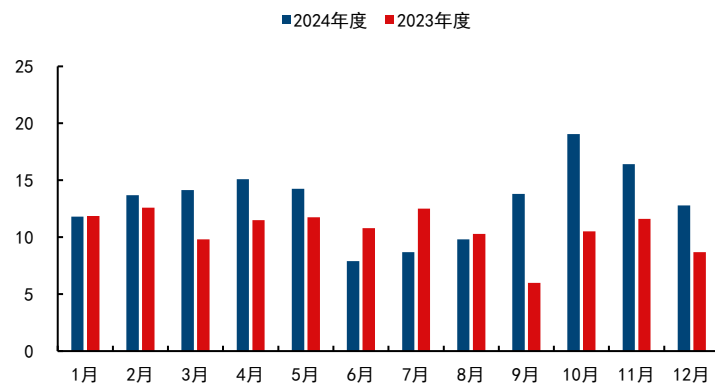
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 白羽肉鸡行业：周期机遇与品牌拓展
- [02] 周期视角：把握禽流感与猪周期的边际变化
- [03] 成长视角：消费具备扩容空间，看好终端品牌拓展
- [04] 回顾展望：产能存在结构变化，看好消费中枢上移
- [05] 行业标的梳理

行情回顾展望：祖代更新延续恢复，国产品种占比提升

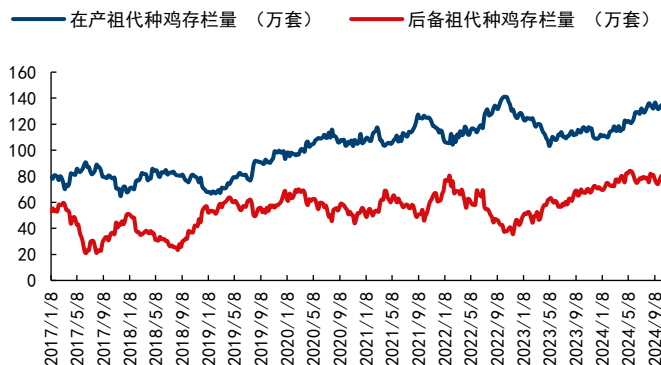
- 2024年海外引种同比修复，祖代引种更新总量同比扩张明显。据钢联数据统计，2024年国内祖代白羽肉鸡引种更新总量达157.46万套，同比增幅达23.13%，创历史新高。结构方面，AA+/罗斯308、科宝、利丰、广明2号、圣泽901、沃德188于引种更新总量中的占比分别为29%、26%、15%、14%、12%、5%；数量方面，海外引种同比修复明显，AA+、罗斯308、利丰引种量分别同比增加86.17%、230.00%、43.75%，合计同比增幅为79.68%。在引种恢复驱动下，2024年国内在产祖代种鸡平均存栏同比增加近10%。
- 在产父母代数量同比持平，但国产品种占比提升明显。据畜牧业协会统计，截至2024年12月15日，国内在产父母代年均存栏为2166万套，基本持平于2023年。从结构来看，国内父母代种鸡存栏正在发生变化。据钢联数据统计，2024年国内父母代累计销量为7029.95万套，同比增加7.68%，其中美国品种、新西兰品种、国产品种销量占比分别为55.65%、25.97%、18.38%。考虑到目前国产种鸡利用率偏低，短期国内商品代实际供苗增量预计仍将有限。

图：2024年祖代白羽肉鸡引种更新总量同比+23%



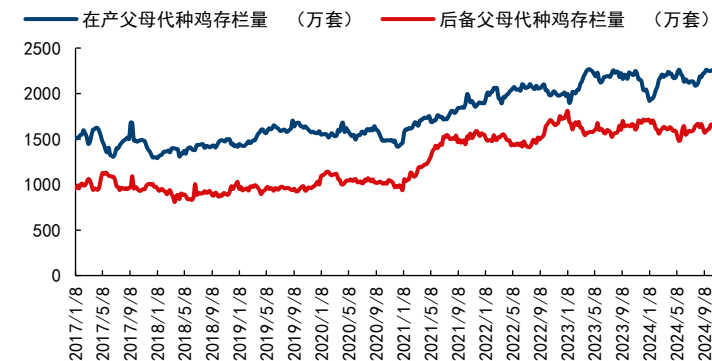
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图：2024年在产祖代种鸡平均存栏同比增加9.20%



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：2024年在产父母代种鸡平均存栏同比增加0.29%



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

行情回顾展望：父母代减量支撑苗价，未来关注需求端积极变化

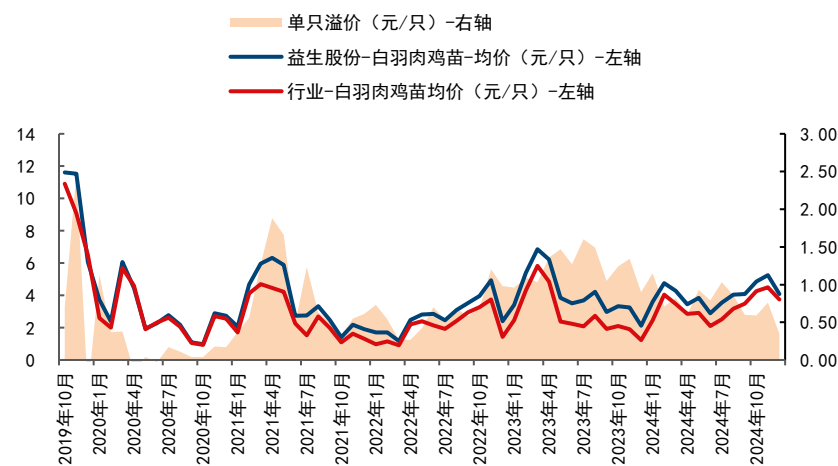
- 2024年鸡苗价格表现较好，毛鸡价格震荡偏弱。（1）在种苗环节：受进口品种父母代种鸡减量，国产品种父母代种鸡利用率偏低影响，国内鸡苗供应偏紧，同时受饲料原料价格下降影响，养殖端补栏积极性尚可，因此2024年国内鸡苗价格，尤其是大厂的进口品种鸡苗价格维持较好表现。据钢联数据统计，2024年国内商品代鸡苗销售均价3.29元/羽，同比+16%。（2）在养殖加工环节：生猪价格年内回暖明显但对白羽肉鸡价格带动有限，主要原因系国内餐饮及团膳需求景气短期承压，鸡肉分割品走货不畅导致屠宰端持续压价，毛鸡价格全年维持偏弱震荡走势。据钢联数据统计，2024年国内毛鸡成交均价7.32元/公斤，同比-13%。
- 2025年父母代减量预计仍将支撑苗价，下游需求修复有望带动毛鸡价格表现。2025年白羽肉鸡供给侧预计向上恢复但仍存在结构变化，进口品种种苗价格预计维持较好表现；同时白羽肉鸡需求侧有望受益内需刺激政策及宏观景气改善，毛鸡价格或有修复空间。

图：2024年白羽肉毛鸡价格维持震荡偏弱走势（元/斤，元/羽）



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图：2024年头部企业品种维持较高溢价

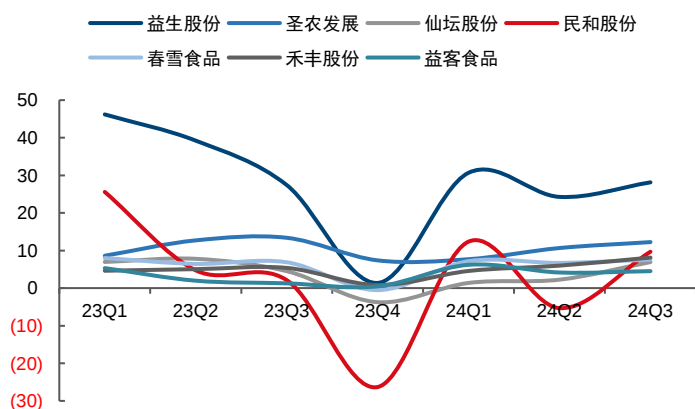


资料来源：益生股份销售月报，钢联数据，国信证券经济研究所整理

行情回顾展望：头部企业有望维持较好盈利

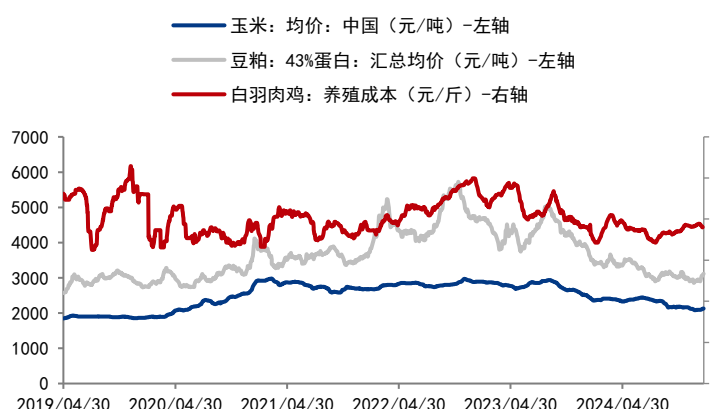
- **业绩方面：头部白羽肉鸡上市公司盈利有所改善。**2024年，虽然毛鸡价格偏弱运行，但养殖端饲料原料成本下降明显，圣农发展、仙坛股份、禾丰股份等头部养殖加工企业盈利表现维持改善，其中圣农发展依靠种苗自给、管理优势实现了明显优于上述同行的利润率。另外受益于苗价景气，益生股份利润明显领先于其他上市公司，民和股份利润率自Q3开始也有所恢复。展望2025年，我们预计头部优质白羽肉鸡企业有望依靠种苗优势以及管理优势保持较好盈利。
- **股价方面：内需短期承压，板块整体与大盘共振。**回顾2024年，白羽肉鸡板块在9月底之前整体呈下跌走势，一是因为市场预期行业中期供给将随引种更新增长而恢复，二是内需低迷压制终端售价，板块最终与大盘指数同步下行。进入10月份以来，受国内宏观刺激政策陆续出台影响，内需预期有所修复，白羽肉鸡板块随大盘共振上行。展望2025年，当前板块估值处于历史底部，业绩短期有望受益内需修复，中长期预计受益消费中枢上移，因此看好头部优质白羽肉鸡标的中长期布局价值。

图：2024年白羽肉鸡企业盈利整体有所改善



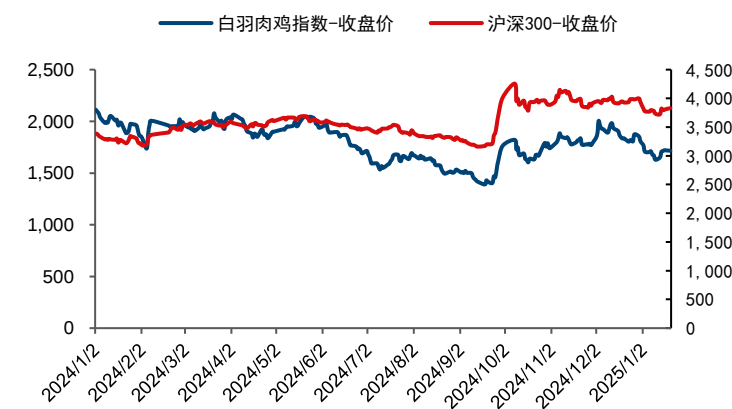
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2024年国内饲料原料价格下跌明显，肉鸡养殖成本同步下降



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图：2024年至今白羽肉鸡板块行情走势



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理（注：以上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，合成为白羽肉鸡指数）

- 【 01 】 白羽肉鸡行业：周期机遇与品牌拓展
- 【 02 】 周期视角：把握禽流感与猪周期的边际变化
- 【 03 】 成长视角：消费具备扩容空间，看好终端品牌拓展
- 【 04 】 回顾展望：产能存在结构变化，消费有望修复
- 【 05 】 行业标的梳理

- 1、周期角度：行业景气上行时，种苗端企业的业绩和股价弹性明显大于屠宰加工端企业。
- 2、成长角度：国内白鸡消费存在扩容空间且产业盈利中心趋势下移，长期看好基于高效率养殖的品牌化经营企业。

图：上市白鸡企业主要经营指标一览

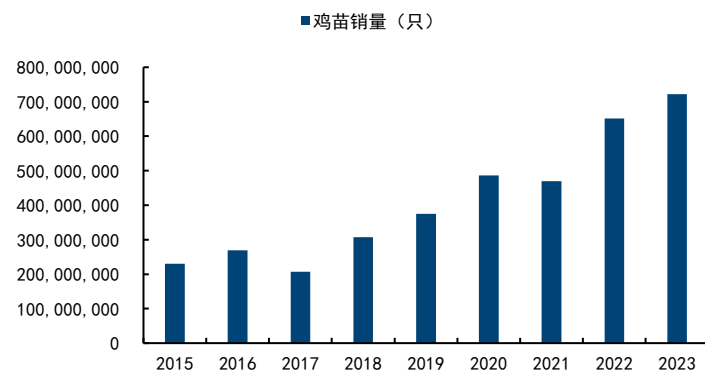
细分行业	证券代码	证券名称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			ROE (%)		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
种苗	002458.SZ	益生股份	20.90	21.12	32.25	0.28	-3.67	5.41	0.90	-13.39	12.23
	002234.SZ	民和股份	17.75	16.09	20.74	0.48	-4.52	-3.86	1.52	-16.91	-16.89
屠宰加工	002299.SZ	圣农发展	144.78	168.17	184.87	4.48	4.11	6.64	4.52	4.14	6.44
	603609.SH	禾丰股份	294.69	328.12	359.70	1.19	5.14	-4.57	1.83	7.10	-6.86
	301116.SZ	益客食品	164.14	187.15	218.88	1.17	0.52	-1.71	7.90	2.65	-9.73
	002746.SZ	仙坛股份	33.12	51.02	57.81	0.82	1.28	2.26	1.87	2.89	4.92
	605567.SH	春雪食品	20.33	24.95	27.96	0.57	0.79	-0.35	5.19	6.89	-3.25

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

益生股份：国内白羽肉鸡种苗龙头

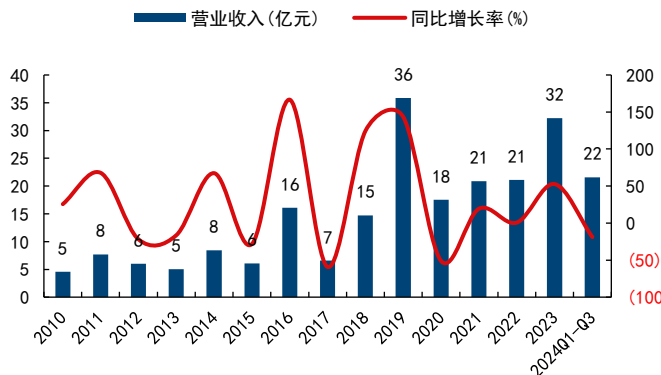
- 公司九成收入来自鸡苗，销量位居国内首位。公司当前核心主业为白羽肉鸡的祖代肉种鸡引进与饲养、父母代肉种鸡饲养、父母代肉种鸡雏鸡生产与销售、商品代肉鸡雏鸡生产与销售，业务覆盖山东、江苏、黑龙江、河北、安徽等地。2023年公司鸡苗销售收入为29.80亿元，占总收入的92%，鸡苗总销量为7.22亿羽（其中白羽肉鸡鸡苗销量为6.45亿羽，益生909销量为7682万羽），同比+11%。
- 聚焦高代次畜禽种源，品种优势明显。品种方面，公司主要引进、繁育海外优质畜禽良种，其中白羽肉鸡品种哈伯德旗下的利丰种鸡，具有抗病力强，产雏数多、单批次供种能力大、后代均匀度好、饲料转化率高明显竞争优势。规模方面，公司是我国乃至亚洲最大的祖代肉种鸡养殖企业，进口祖代肉种鸡饲养规模连续十多年位居全国第一，约占国内进口祖代引种1/3份额，公司父母代及商品代鸡苗的销量在国内同样处于领先地位。

图：益生股份是国内最大的白鸡商品代鸡苗销量企业



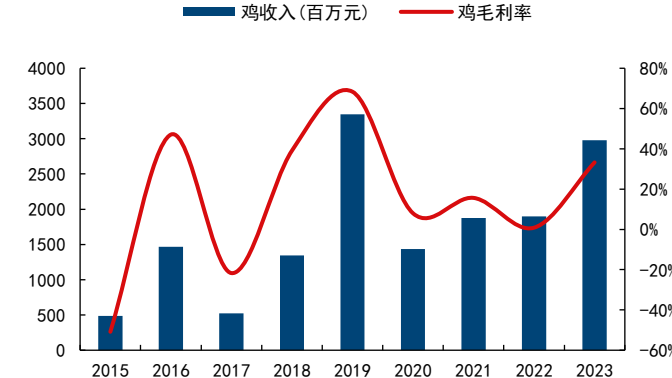
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：益生股份营业收入情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：益生股份鸡苗收入及毛利率情况

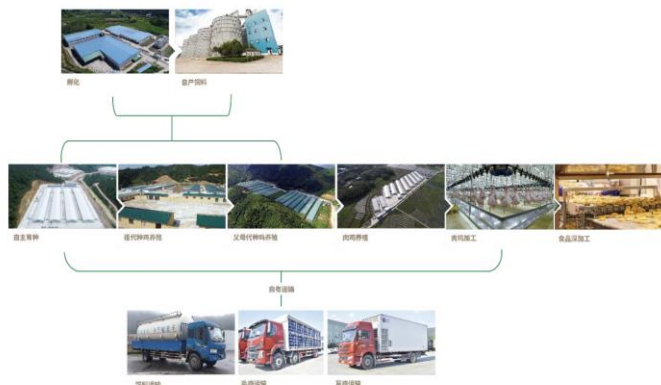


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

圣农发展：国内一体化白鸡自养龙头

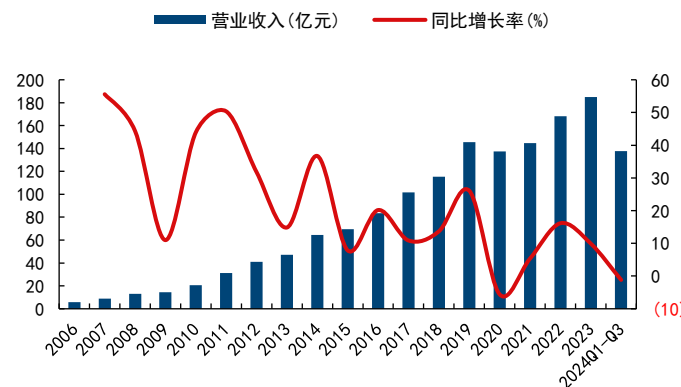
- **专注白羽肉鸡产业链，深耕行业近40年。**圣农发展主营白羽肉鸡饲养及加工业务，生产基地主要分部在福建、江西和甘肃，目前已建立集饲料加工、种源培育、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工、熟食深加工等环节于一体的肉鸡产业链，目前公司白羽鸡养殖产能超7亿羽，已建及在建食品深加工产能合计超过50万吨，是目前全球白羽肉鸡行业配套最完整的企业，规模名列亚洲第一、世界第五。
- **向上布局种苗，向下扩张产能，公司一体化经营稳步推进。**种苗方面，公司自研品种“圣泽901”市场认可度不断提升，2023年全年销售父母代种鸡雏901万套客户涵盖国内多家大型养殖企业，父母代种鸡雏在自主国产种源中市场份额持续占据第一；屠宰加工方面，公司在B端已与百胜中国、麦当劳、德克士、沃尔玛、永辉等国内外知名客户建立了长期的战略合作关系，充分融入全球先进的食品供应链体系；C端完成了品牌力0-1的打造，聚焦核心单品打造，2023年成功打造了第四支年销售额破亿大单品“霸气手枪腿”，爆品销售收入同比增速超40%。

图：圣农发展是目前全球白羽肉鸡行业配套最完整的企业



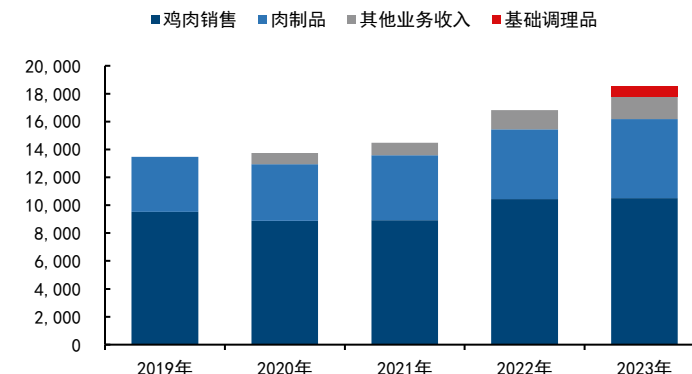
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：圣农发展营业收入及增速情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：圣农发展主营业务构成情况（单位：百万元）

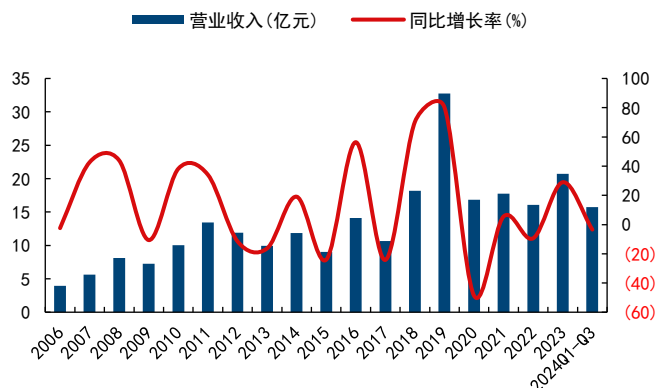


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

民和股份：头部鸡苗销售企业，积极推进下游布局

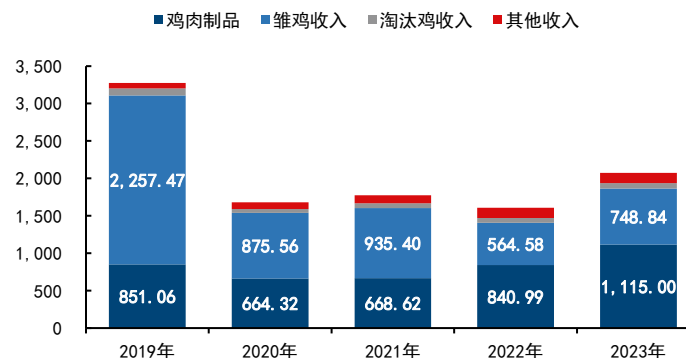
- 公司以父母代种鸡养殖、商品鸡屠宰和深加工为主要业务，其中商品代鸡苗是主要利润来源。公司已形成了以父母代肉种鸡饲养和商品代肉雏鸡生产销售，肉鸡饲养、屠宰加工、鸡肉熟食和调理品生产销售为核心，有机废弃物资源化开发利用为辅助的经营模式。2023年，公司鸡苗销售商品代鸡苗2.67亿羽，鸡肉制品销量8.48万吨，实现营业收入20.74亿元，同比增长28.96%。
- 公司正积极推进规模扩张、产业链完善。规模扩张方面，目前公司商品代雏鸡产能超过3亿羽，未来通过非公开募集资金建设项目将新增1亿羽/年商品代雏鸡的产能。产业链完善方面，公司正致力于补齐产业中下游薄弱环节，其中深加工业务未来将通过非公开募集资金建设项目新增鸡肉熟食制品合计6万吨。

图：民和股份营业收入及增速情况



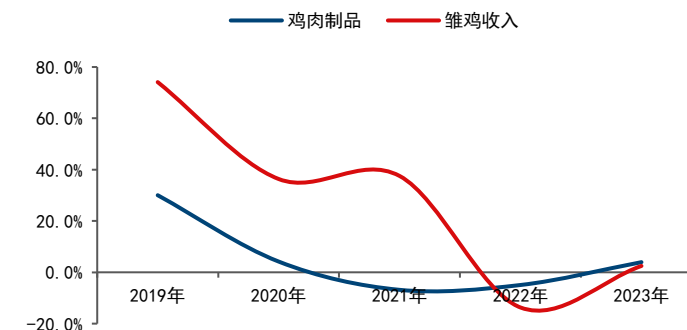
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：民和股份主营业务构成情况（单位：百万元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：民和股份主业毛利率情况

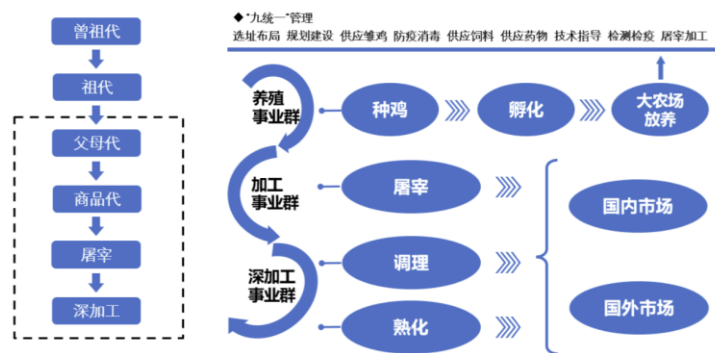


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

禾丰股份：东北饲料龙头，白鸡屠宰规模领先

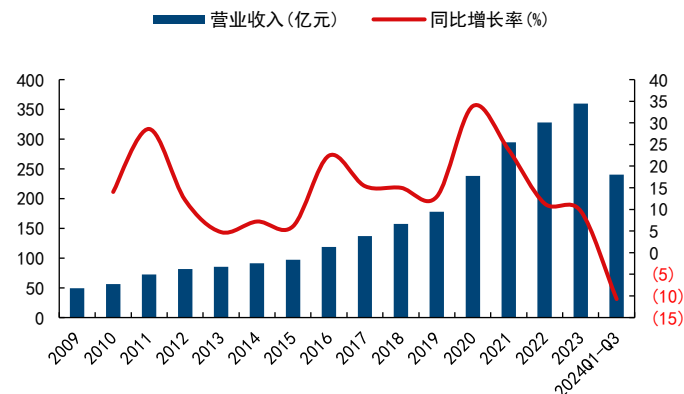
- 公司主要业务包括饲料及饲料原料贸易业务、肉禽业务、生猪业务。饲料业务方面，公司产品包括猪、禽、反刍等动物饲料，产品覆盖全国29个省级行政区并在海外建有饲料厂，2023年实现销量430.52万吨，同比+8%，实现收入164.70亿元，占比46%；肉禽业务方面，公司产能主要分布于东北三省、河北、河南、山东等地，产业链涵盖肉种鸡养殖、孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰加工、调理品与熟食深加工等业务环节，参控股企业年屠宰能力合计超过11亿羽，屠宰量国内领先，2023年实现收入112.12，占比31%。
- 公司白鸡产能具备区位优势。公司白羽肉鸡事业主要布局于东北三省、河南、河北和山东，这些地区饲料原料的粮食及其副产品种类丰富、性价比高、物流便捷，同时白羽肉鸡生产量约占全国白羽肉鸡总量的75%以上，是中国最主要的几个白羽肉鸡产业发展区域，具有良好的白羽肉鸡养殖基础和较为成熟的市场销售体系，进而有利于公司形成产业规模优势，提高运营效率，降低物流成本。

图：禾丰股份白羽肉鸡产业链布局



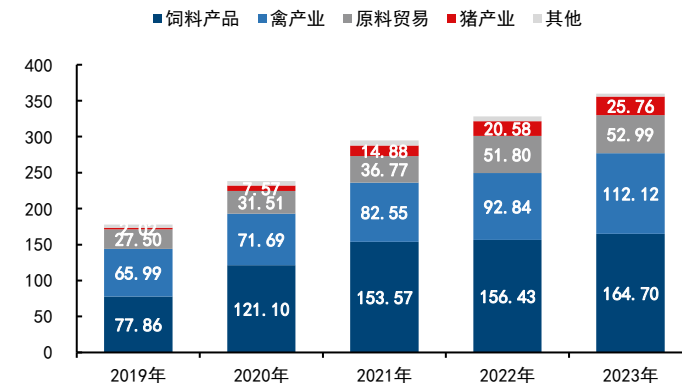
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：禾丰股份营业收入及增速情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：禾丰股份主营业务构成情况（单位：亿元）

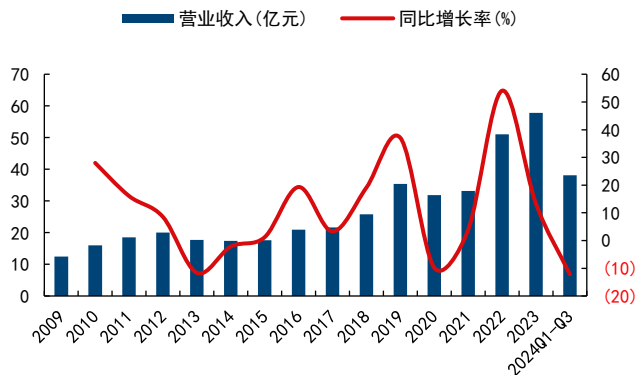


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

仙坛股份：立足山东的头部白鸡养殖屠宰企业

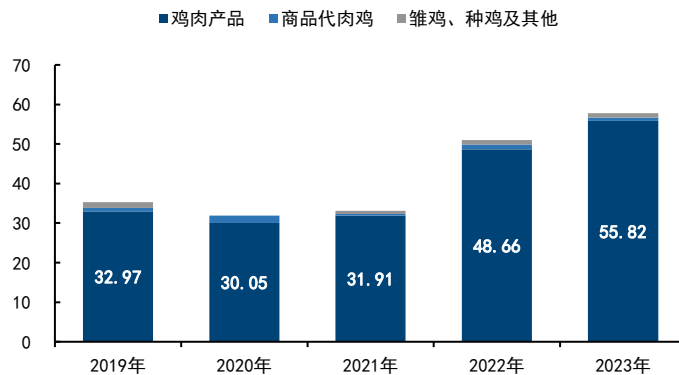
- 公司主要产品为白鸡的商品代肉鸡及鸡肉产品，其中鸡肉产品主要以分割冻鸡肉产品、冰鲜鸡肉产品和预制菜品的形式销售。养殖模式方面，商品代肉鸡养殖业务由自有养殖场和合作养殖场两类养殖基地实施，其中合作养殖场贡献主要产量，养殖场出栏商品代肉鸡主要供应仙坛食品、仙坛仙食品、仙润食品、仙坛清食品，经屠宰加工形成鸡肉产品对外销售。2023年公司鸡肉产品实现收入53.19亿元，同比+13%；预制菜品实现收入2.63亿元，同比+53%。
- 诸城项目逐步投产，经营规模稳步扩张。公司近年正聚焦打造诸城年产1.2亿羽肉鸡产业生态项目，截至2024年6月末一期工程建设配套的屠宰加工厂、饲料厂和21个养殖场已经全部投入生产，二期工程的屠宰场及8个养殖场预计将于2024年10月投产。2024年上半年公司诸城项目商品代肉鸡的出栏量已达2411.08万羽，未来全部投产后将实现父母代、商品代的全配套，公司肉鸡年宰杀量将达到2.5-2.7亿只、年肉食加工能力达70万吨，公司产能将翻倍，有望推动公司经营规模稳步扩张。

图：仙坛股份营业收入及增速情况



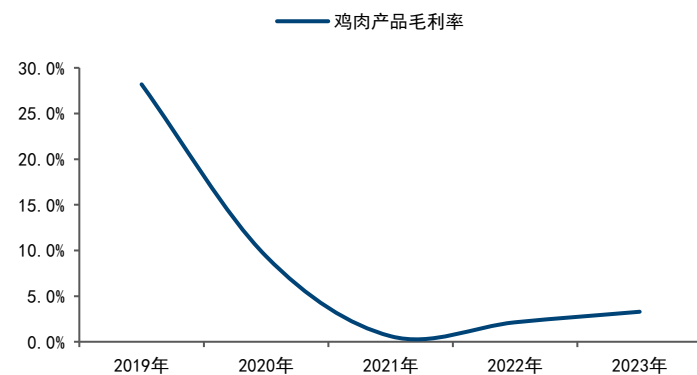
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：仙坛股份收入结构情况（单位：亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：仙坛股份主业毛利率情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

益客食品：肉鸡、肉鸭双产业链布局，屠宰规模国内领先

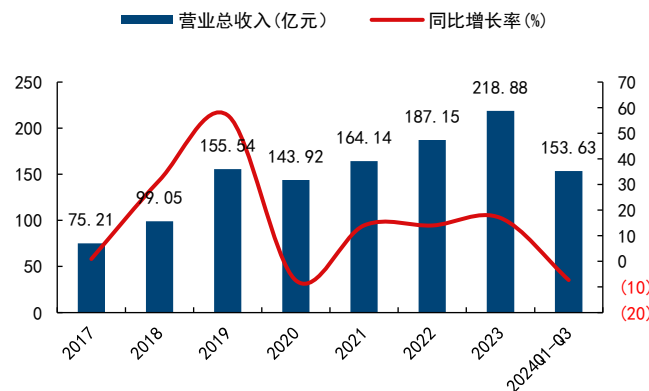
- 公司实现肉鸡、肉鸭双产业链布局。公司生产基地主要分布在江苏、山东、河北，建立了集饲料加工、种鸭原种培育、父母代种鸭/鸡养殖、商品鸭/鸡苗孵化、肉鸭/鸡屠宰加工、调理品/熟食深加工等业务环节于一体的肉鸭、肉鸡双产业链，目前肉鸭、肉鸡屠宰加工规模均处于行业领先地位，主要产品涵盖分割品、调理品和深加工熟食。2023年，公司鸡产品实现收入67.12亿元，占比31%，鸭产品实现收入92亿元，占比42%。
- 致力“冻转鲜”、调熟业务发展。初加工产品方面，公司“冻转鲜”战略模式探索成果初现，通过产业互联网模式服务近万名小B客户；调熟产品方面，公司组建调熟运营中心，实现“研、供、产、销”的一体化管理，不断强化产品研发，深耕核心市场，与行业部分头部客户达成了合作，调理品2023年销量增速近30%，另外公司建立爱鸭熟食电商运营中心，以严选产品、新品研发及兴趣电商为切入点，开启公司在锁鲜、预包装食品线上销售领域的探索。

图：益客食品实现肉鸡、肉鸭双产业链布局



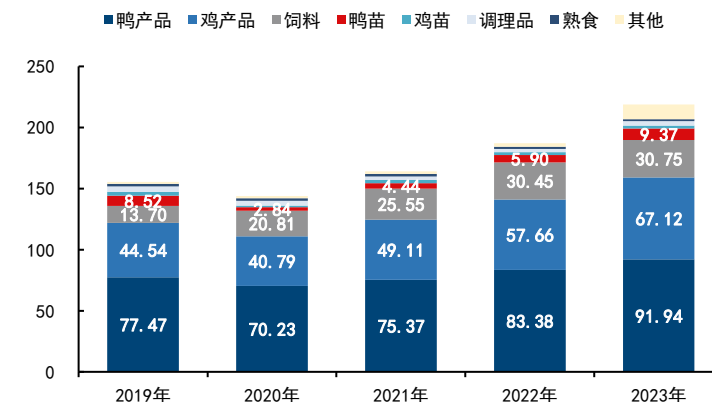
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：益客食品营业收入及增速情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：益客食品收入构成情况（单位：亿元）

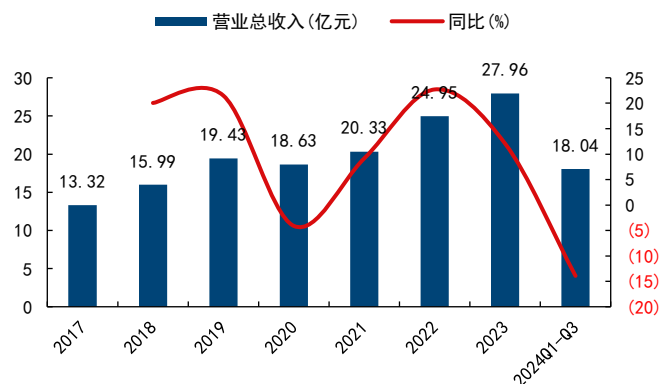


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

春雪食品：优质鸡肉生产商，发力鸡肉调理品

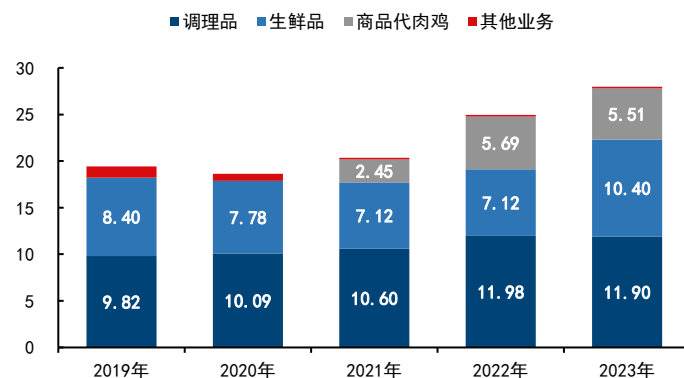
- 春雪食品主要从事白羽鸡鸡肉产品的研发、生产加工和销售业务。公司主营的鸡肉产品分为调理品和生鲜品两大部分，二者于公司2023年营收中的占比分别为43%和37%。是国内少有的主营调理品的大型鸡肉企业。公司的鸡肉调理品为白羽肉鸡的深加工产品，其品种繁多，包含中式料理包、西式油炸裹粉、火锅制品、鸡肉烤串、健身、儿童等多个系列，可满足市场消费者多种消费需求。生鲜品主要为白羽肉鸡的初加工产品，即经屠宰、初步分割后生鲜鸡肉产品，主要包括鸡胸、鸡小腿、鸡翅根、鸡翅中、鸡腿排、鸡爪、鸡腿等产品。
- B端业务基础扎实，C端品牌业务不断拓展。公司从事肉鸡养殖加工30年，产品畅销国内外，B端公司产品已经入驻国内80%的TOP20商超系统，并且与多个快餐、便利店等餐饮大客户形成紧密合作关系，拥有伊藤忠商事、德克士快餐、家家悦超市、全家便利店、嘉吉动物蛋白等众多知名客户；C端品牌形象不断提升，2023年网络销售产品数量达到537个，总销售量达到487万件，线上销售额达到1.4亿元，其与京东联合打造的“上鲜”品牌截至2024年6月末已连续六年在京东禽肉类目排名TOP1，粉丝数超过2800万人，会员数超过1760万人。

图：春雪食品营业收入及增速情况



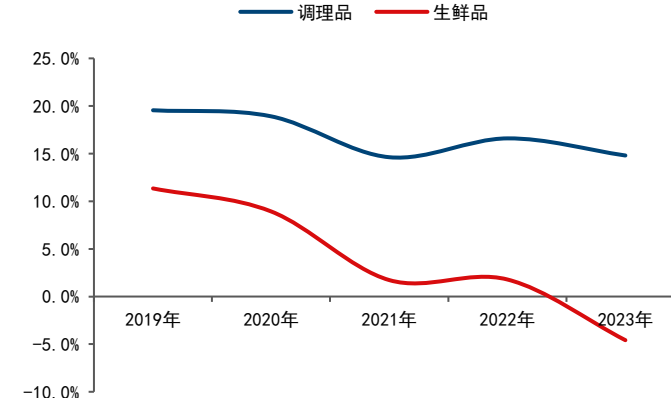
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：春雪食品收入结构情况（单位：百万元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图：春雪食品主业毛利率情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

一、不可控动物疫情引发的潜在风险。目前海外多国暴发大范围高致病性禽流感，如果国内白羽肉鸡养殖企业也暴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。

二、行情不及预期的风险。如果后续出现引种继续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。

三、食品安全风险。多数白鸡企业主做屠宰加工，如果出现食品安全问题，将对公司信誉和品牌形象造成严重影响，进而使公司销量下降，利润下滑。

免责声明

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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