

投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

### 相关研究

《农业 2020 年报及 2021 年一季报总结：后周期板块投资价值凸显，关注高成长性优质个股》2021.05.06

《周观点（0425）：分区防控实施在即，猪价有望企稳回升》2021.04.25

《周观点（0418）：生猪生产延续恢复势头，猪企业绩分化加剧》2021.04.18

分析师:丁频

Tel:(021)23219405

Email:dingpin@htsec.com

证书:S0850511050001

分析师:陈阳

Tel:(021)23212041

Email:cy10867@htsec.com

证书:S0850517020002

联系人:孟亚琦

Tel:(021)23154396

Email:myq12354@htsec.com

## 从暮霭沉沉，到楚天辽阔——全球视野下的我国鸡肉消费再启航

### 投资要点:

● **暮霭沉沉楚天阔，我国鸡肉消费有望再次扬帆起航。** 鉴于我国鸡肉消费长期以来的增长停滞状态，产业界和投研圈对其未来发展趋势众说纷纭、莫衷一是。为展望我国鸡肉消费未来的发展趋势，本报告从西方和东方各挑选了一个鸡肉消费水平较为成熟的老牌发达国家——美国和日本——作为研究对象，回顾其各自鸡肉消费的历史变化情况并深入探究背后原因，进而为我国提供有益镜鉴。我们坚定地认为暮霭沉沉已经过去，即将迎来楚天辽阔；不仅人均鸡肉消费有望提速，白羽熟食化和黄羽冰鲜化亦为大势所趋。建议重点关注具有一体化全产业链优势并且向下游食品业务积极进行转型开拓的禽链上市企业：圣农发展（002299.SZ）、凤祥股份（9977.HK）。

● **健康与便利需求释放叠加供给效率改善，鸡肉消费增长为全球普遍规律。** 基于全球视野下的横向研究以及历史视角下的纵向研究，我们认为我国需求端和供给端均已具备鸡肉消费腾飞的条件，有望再次扬帆启航：

1) **需求端方面**，我国人均 GDP、城市化率和人均人数三大宏观指标已到达美国与日本鸡肉消费释放时期的同等水平，消费升级关口或已来临，消费者的健康与便利需求将逐渐加速释放。通过结合城镇化比例、健身房会员渗透率等因素进行测算，我们认为未来 10 年我国人均鸡肉消费量有望从 2014-2020 年的停滞震荡期中走出并进入新一轮快速增长期，CAGR 或达 6%。随着 B 端餐饮业为了节约成本和提升效率而加大对鸡肉深加工品的采购力度，以及 C 端消费者逐渐增加对便利食品的需求，将会推动白羽鸡肉“熟食化”；而随着活禽交易市场逐步关闭和生鲜新零售业态快速发展，黄羽鸡肉“冰鲜化”也是大势所趋。

2) **供给端方面**，上世纪美国和日本肉鸡育种与养殖技术都有所改进，并伴随着一体化经营程度的提高；这些供给侧变革因素都大幅提升了当时的鸡肉供应能力，为鸡肉消费增长提供了坚实基础。就目前而言，我国肉鸡行业 CR4 已经达到 38% 左右的较高水平，白羽肉鸡种源国产化也有望进一步弱化行业周期性，并提升肉鸡供应能力。

● **鸡肉消费升级趋势利好向食品业务转型的禽链上市企业。** 美国和日本肉类的龙头企业泰森食品（Tyson Foods Inc.）和日本火腿（Nippon Meat Packers Inc.）均完成了全产业链一体化整合，在国内消费升级节点来临之际也都及时切入和加强下游预制食品业务，并且持续强化品牌建设。

我们认为，国内鸡肉消费升级趋势将利好向食品业务转型的禽链上市企业。建议重点关注：① **圣农发展（002299.SZ）**，公司拥有明显的产业链一体化优势和产能规模优势，食品业务亦驶入成长快车道；② **凤祥股份（9977.HK）**，公司零售端鸡肉制品业务先发优势明显，品牌建设卓有成效，另外白羽鸡肉出口规模亦为国内第一。

● **风险提示。** 鸡肉消费增长不达预期；饲料价格大幅上涨；疫病大面积流行。

## 目 录

1. 起底我国禽肉消费概况：鸡肉为主，上升空间巨大.....	10
1.1 我国居民饮食结构逐渐丰富，通过肉类摄入卡路里占比为 15-17% .....	10
1.2 高蛋白叠加低脂肪，禽肉较好满足健康和美食的平衡需求 .....	10
1.3 我国禽肉消费以鸡肉为主，白羽黄羽为中坚消费品种 .....	11
1.4 回顾历史：经济发展叠加餐饮企业扩张驱动我国禽肉消费增长.....	13
1.5 我国人均禽肉消费量和禽肉消费比例均处于世界较低水平 .....	14
2. 美国：便利需求与健康需求共同驱动禽肉消费增长.....	16
2.1 美国禽肉消费以鸡肉为主，鸡胸肉为主要消费品类 .....	16
2.2 便利需求渐盛，叠加渠道扩张驱动鸡肉消费增长 .....	17
2.2.1 人均禽肉年消费量持续增长至超 50kg，深加工制品比例不断提升.....	17
2.2.2 探究需求端：妇女就业潮爆发，便利需求旺盛 .....	17
2.2.3 探究供给端：技术进步大幅提升肉鸡生产效率 .....	21
2.3 拥抱产业转型机遇的国际农牧食品巨头——泰森食品 .....	22
2.3.1 泰森食品：聚焦肉蛋白，打造食品品牌矩阵.....	22
2.3.2 泰森食品传奇发展史：以并购为刃剑指未来.....	23
2.3.3 经营现状：预制食品利润贡献度上升，整体盈利能力显著提升 .....	27
3. 日本：冷链系统保障鸡肉消费的典范 .....	29
3.1 日本鸡肉家庭消费占比近半，冷链系统保障零售端鲜品销售 .....	29
3.2 健康需求渐盛，叠加冷链系统保障储运驱动鸡肉消费增长.....	31
3.2.1 日本人均鸡肉消费量稳定增长，家庭消费先降后升 .....	31
3.2.2 探究需求端：人口老龄化严重，健康需求旺盛 .....	32
3.2.3 探究供给端：肉鸡工业化生产提升供应能力.....	36
3.3 依托鲜肉产能拓展食品业务的日本肉类巨头——日本火腿.....	36
3.3.1 日本火腿：垂直一体化体系成熟，聚焦鲜肉和食品业务 .....	36
3.3.2 日本火腿发展史：延展上下游产业链，依托鲜肉产能拓展食品业务...38	
3.3.3 经营现状：鲜肉业务贡献主要利润，食品加工业务利润率较稳定.....	40
4. 美日珠玉在前，我国禽肉消费有望迎来黄金发展期.....	42
4.1 我国已迎来禽肉消费升级关口 .....	42
4.1.1 需求端：经济增长与社会进步持续释放健康需求与便利需求 .....	42

4.1.2	供给端：行业市场集中度提升，白鸡种源国产化在即 .....	47
4.1.3	生鲜新零售与冷链物流为禽肉消费腾飞保驾护航 .....	47
4.2	中国未来禽肉消费展望 .....	49
4.2.1	2030 年人均鸡肉消费量有望提升至 17.5kg .....	49
4.2.2	鸡肉产品变革趋势：“熟食化”、“冰鲜化” .....	51
5.	禽肉消费升级趋势利好向产业链下游转型的禽链企业 .....	55
5.1	食品业务驶入成长快车道——圣农发展（002299.SZ） .....	55
5.1.1	圣农发展：国内白羽肉鸡行业全产业链一体化龙头企业 .....	55
5.1.2	依托供应链优势，公司食品业务有望进入高速扩张期 .....	57
5.1.3	肉制品业务未来有望平滑公司整体盈利波动性 .....	59
5.2	白羽鸡肉制品零售赛道领跑者——凤祥股份（9977.HK） .....	61
5.2.1	凤祥股份：国内大型一体化白羽肉鸡生产企业 .....	61
5.2.2	公司新零售业务表现亮眼，转型升级与行业共成长 .....	64
5.2.3	深加工肉制品业务驱动营收规模稳步增长 .....	65
6.	风险提示 .....	66

## 图目录

图 1	1961-2017 年中国大陆人均各类食物日摄入量 .....	10
图 2	1961-2017 年中国大陆人均各肉类日摄入量 .....	10
图 3	世界各国鸡肉主要烹饪方法 .....	11
图 4	2019 年我国各类禽肉产量占比 .....	12
图 5	2010-2018 年我国鸡肉消费总量（万吨） .....	12
图 6	2019 年我国白羽肉鸡消费渠道结构 .....	12
图 7	2012-2016 年我国禽肉零售销量与同比增速 .....	12
图 8	2019 年我国各类鸡肉产量占比 .....	13
图 9	2015-2019 年我国白羽肉鸡和黄羽肉鸡消费量（万吨） .....	13
图 10	1985-2017 年我国人均 GDP 与人均禽肉消费量 .....	13
图 11	2010-2019 年我国人均 GDP 和人均可支配收入 .....	14
图 12	2017 年部分国家及地区人均禽肉年消费量&禽肉总消费量 CAGR .....	15
图 13	1961-2017 年全球人均各肉类日摄入量（千卡路里） .....	15
图 14	2019 年部分国家及地区主要肉类摄入重量比例（%） .....	15
图 15	1966-2017 年美国禽肉消费量（万吨） .....	16
图 16	2019 年美国各切割方式的鸡肉销量占比 .....	16
图 17	1970-2010 年美国鸡肉消费渠道占比（%） .....	16
图 18	1966-2017 年美国人均禽肉年消费量（kg） .....	17
图 19	1966-2008 年美国各消费形式肉鸡人均消费量 .....	17
图 20	1960-2017 年美国人均 GDP（美元） .....	18
图 21	1960-2017 年美国城市化率（%） .....	18
图 22	经济增长与社会发展导致人均鸡肉消费量和鸡肉深加工品比例提升示意图 .....	18
图 23	1967-2018 年美国户均人数（人） .....	19
图 24	1948.1-2019.12 美国适龄女性及整体就业率（%） .....	19
图 25	1980 年和 2000 年美国家庭结构 .....	19
图 26	1963-2019 年美国不同类型就餐支出占比（%） .....	20
图 27	1961-1984 年美国鸡肉熟食品 B 端销量与同比增速 .....	20
图 28	1960-1984 年美国冷冻鸡肉制品消费量（百万磅） .....	20
图 29	1960-1984 年美国鸡肉熟食品 C 端销量与同比增速 .....	20
图 30	美国超市中所售即食烤鸡 .....	21

图 31	1992-2019 年美国超市与杂货店总销售额与同比增速 .....	21
图 32	泰森食品业务结构图 .....	22
图 33	2019 年泰森食品在美国三大肉类市场占有率 (%) .....	22
图 34	2018 年 5 月-2019 年 5 月泰森预制食品品牌市占率 .....	23
图 35	泰森食品发展历程 .....	24
图 36	1960-1987 年美国肉鸡屠宰市场行业集中度 (%) .....	25
图 37	泰森鸡肉饼 .....	26
图 38	泰森童子鸡 .....	26
图 39	泰森食品收购 Keystone 和 BRF 后的全球业务分布图 (除美国外) .....	27
图 40	2016-2019 年美国各州蛋白质替代食品 3 年复合增长率 .....	27
图 41	2001-2020 年泰森食品分部门营收 (百万美元) .....	28
图 42	2001-2020 年泰森食品分部门营业利润 (百万美元) .....	28
图 43	2002-2020 年泰森食品三大利润率 (%) .....	28
图 44	2002-2020 年泰森食品分部门营业利润率 (%) .....	28
图 45	泰森食品市盈率与市净率 .....	28
图 46	泰森食品股价 (美元) 与大盘指数 .....	28
图 47	2016 年日本鸡肉自给率与国内生产所用鸡种比例 .....	29
图 48	2016-2019 年日本鸡肉零售端分品类销售重量占比 .....	29
图 49	2018 年全球前十大冷库容量国家 (百万立方米) .....	30
图 50	2016-2021E 年日本冷链物流市场规模 .....	30
图 51	2019 年日本主要都市冷库出库品类重量占比 .....	30
图 52	2019 年底日本各等级冷库容量占比 .....	30
图 53	日本冷库温度带划分标准 .....	31
图 54	1960-2018 年日本鸡肉消费量 .....	31
图 55	1960-2018 年日本人均鸡肉年消费量 (kg) .....	31
图 56	1975-2018 年日本鸡肉消费渠道结构 (%) .....	32
图 57	1990-2018 年日本人均鸡肉家庭消费量 (kg) .....	32
图 58	1960-2019 年日本人均 GDP (美元) .....	32
图 59	1960-2019 年日本城市化率 (%) .....	32
图 60	1950-2015 年日本人口结构占比 .....	33
图 61	日本各年龄段单人户主的月均鸡肉支出 (日元/户) .....	33
图 62	1960-2015 年日本户均人数 (人) .....	33
图 63	1975-2019 年日本餐饮市场规模 .....	33

图 64	肯德基日本圣诞节推广产品 .....	34
图 65	1975-2006 年日本麦当劳总营业收入（亿日元） .....	34
图 66	2008-2018 年日本便利店行业年收入与零售行业占比 .....	34
图 67	2008-2018 年日本便利店数量与同比增速 .....	34
图 68	2014-2018 年日本罗森各品类销售收入占比 .....	35
图 69	2013-2018 年日本便利店行业加工食品销售额 .....	35
图 70	1968-2019 年日本冷藏食品消费量与相关家电渗透率 .....	35
图 71	1985-2019 年日本冷藏仓库容积与同比增速 .....	35
图 72	1980-2019 日本鸡肉国内产量和进口量（万吨） .....	36
图 73	1960-2010 年日本肉鸡 49 日龄均重与户均出栏量 .....	36
图 74	日本火腿垂直一体化运营体系 .....	36
图 75	2020FY 日本火腿主要业务分部营业收入占比以及产品展示 .....	37
图 76	2020FY 日本火腿分产品营业收入结构 .....	37
图 77	2019FY 日本火腿鲜肉分品类市占率 .....	37
图 78	日本火腿加工食品分部产品矩阵图 .....	38
图 79	日本火腿发展历程 .....	38
图 80	日本火腿的“超薄切片火腿”产品 .....	39
图 81	日本火腿的“SCHAU ESSEN”产品 .....	39
图 82	日本火腿全球业务布局 .....	40
图 83	FY2010-FY2020 日本火腿营业收入（亿日元） .....	40
图 84	FY2010-FY2020 日本火腿营业利润（亿日元） .....	40
图 85	FY2010-FY2020 日本火腿毛利率与归母净利率（%） .....	41
图 86	FY2010-FY2020 日本火腿分部营业利润率 .....	41
图 87	日本火腿市盈率与市净率 .....	41
图 88	日本火腿股价（日元）与大盘指数 .....	41
图 89	1961-2017 年全球 167 个国家人均禽肉消费量与人均 GDP 统计模型图示 .....	42
图 90	1960-2019 年中国、日本、美国人均 GDP（美元） .....	43
图 91	1950-2018 年中国、日本、美国城市化率（%） .....	43
图 92	2013-2019 年我国两类地区人均猪肉年消费量（kg） .....	43
图 93	2013-2019 年我国两类地区人均禽肉年消费量（kg） .....	43
图 94	1967-2018 年中国、日本、美国户均人数（人） .....	43
图 95	1961-2017 年中国、日本、美国人均禽肉年消费量（kg） .....	43
图 96	2010-2017 年我国健身俱乐部数量及密度 .....	44



图 97	1977-2002 年美国健身俱乐部数量及密度 .....	44
图 98	2017 年全球部分国家人均禽肉消费量与健身房会员渗透率 .....	44
图 99	2010-2019 年我国餐饮行业营业收入与同比增速 .....	45
图 100	2010-2019 年中美两国人均餐饮消费额（元/人） .....	45
图 101	我国限额以上连锁快餐企业门店总数与同比增速 .....	45
图 102	2018 年品牌热搜榜前十名 .....	45
图 103	2017 年部分餐饮业态门店数量相对增速（%） .....	46
图 104	中国 KFC 总门店数和总营业收入 .....	46
图 105	2017 年我国餐饮门店数量分布图 .....	47
图 106	2020 年日本餐饮门店数量分布图 .....	47
图 107	2004-2017 我国肉鸡饲养规模场（户）数（场/户） .....	47
图 108	2020 年我国前五大白羽肉鸡一体化企业市场份额 .....	47
图 109	2013-2019 年生鲜不同品类零售额占比（%） .....	48
图 110	2012-2018 年我国亿元以上肉蛋禽市场情况 .....	48
图 111	2014-2018.8“懒”人群各细分用户规模（万人） .....	48
图 112	2018 年 11 月新中产移动购物活跃渗透率与 TGI .....	48
图 113	2013-2018 年我国冷链物流行业市场规模 .....	49
图 114	2014-2018 年我国冷藏车保有量与同比增速 .....	49
图 115	2014-2018 年我国冷库容量与同比增速 .....	49
图 116	2018 年我国冷链物流费用不同消费业态占比 .....	49
图 117	2014-2023E 年我国白羽鸡肉和肉制品市场规模 .....	52
图 118	四大一线城市商铺平均租金（元/日/平米） .....	52
图 119	农村外出务工劳动力月均收入（元） .....	52
图 120	2015-2018.8“懒”人群整体用户规模 .....	53
图 121	2019.5 和 2020.5 生鲜电商月活跃用户规模（万人） .....	53
图 122	2018 年 11 月新中产移动购物活跃渗透率与 TGI .....	53
图 123	2018 年美国鸡肉零售端销售重量占比 .....	53
图 124	2018 年中国台湾鸡肉零售端销售重量占比 .....	53
图 125	圣农发展全产业链一体化优势 .....	56
图 126	2017-2020 年圣农发展分业务收入占比（%） .....	56
图 127	2017-2020 年圣农发展分业务毛利占比（%） .....	56
图 128	圣农发展三大发展阶段 .....	57
图 129	2015-2020 年圣农食品营业收入&净利润与同比增速 .....	57

图 130	圣农食品业务产业链 .....	58
图 131	圣农食品线上六大产品系列 .....	59
图 132	2015-2020 年圣农发展营业收入与同比增速 .....	60
图 133	2015-2020 年圣农发展归母净利润与同比增速 .....	60
图 134	2017-2020 年圣农发展分业务毛利率（%） .....	60
图 135	2017-2020 年圣农发展 ROE 和 ROA（%） .....	60
图 136	圣农发展市盈率与市净率 .....	61
图 137	圣农发展股价（人民币）与大盘指数 .....	61
图 138	凤祥股份一体化产业链图示 .....	61
图 139	2020 年凤祥股份分业务营业收入以及占比 .....	62
图 140	2019-2020 年凤祥股份分产品销量（万吨） .....	62
图 141	凤祥股份三大发展阶段 .....	62
图 142	凤祥股份下游销售渠道图示 .....	63
图 143	凤祥股份三大品牌系列产品示意图 .....	64
图 144	2020 年优形“双十一战报” .....	65
图 145	2020 年凤祥食品“双十一战报” .....	65
图 146	2016-2020 年凤祥股份新零售渠道收入与占比 .....	65
图 147	2016-2020 年凤祥股份营业收入与同比增速 .....	66
图 148	2016-2020 年凤祥股份归母净利润与同比增速 .....	66
图 149	2016-2019 年凤祥股份分业务毛利率（%） .....	66
图 150	2016-2020 年凤祥股份费用率（%） .....	66
图 151	凤祥股份市盈率与市净率 .....	66
图 152	凤祥股份股价与大盘指数 .....	66



## 表目录

表 1	100g 生肉中主要营养物质的含量 .....	11
表 2	我国白羽肉鸡和黄羽肉鸡主要特点对比 .....	12
表 3	麦当劳和肯德基在我国的发展历程时间表 .....	14
表 4	1977 年美国膳食营养摄入状况和目标 .....	18
表 5	美国部分快餐品牌发展历史 .....	20
表 6	1935-1995 年美国肉鸡生产效率变化情况 .....	21
表 7	2020 财年泰森食品营收构成 (%) .....	23
表 8	泰森食品历年跨界相关事件 .....	26
表 9	冰冻鸡肉与冰鲜鸡肉主要区别 .....	30
表 10	1961-2017 年全球 167 个国家人均禽肉消费量与人均 GDP 统计模型结果 .....	42
表 11	国内部分西式快餐品牌门店数量 .....	46
表 12	2020-2030 年我国鸡肉消费测算表 .....	51
表 13	冰鲜黄羽鸡市场规模测算 .....	54
表 14	我国禽产业链上市公司三大类指标数据概览表 .....	55
表 15	圣农食品销售渠道 .....	58
表 16	凤祥股份产能扩张目标 .....	63

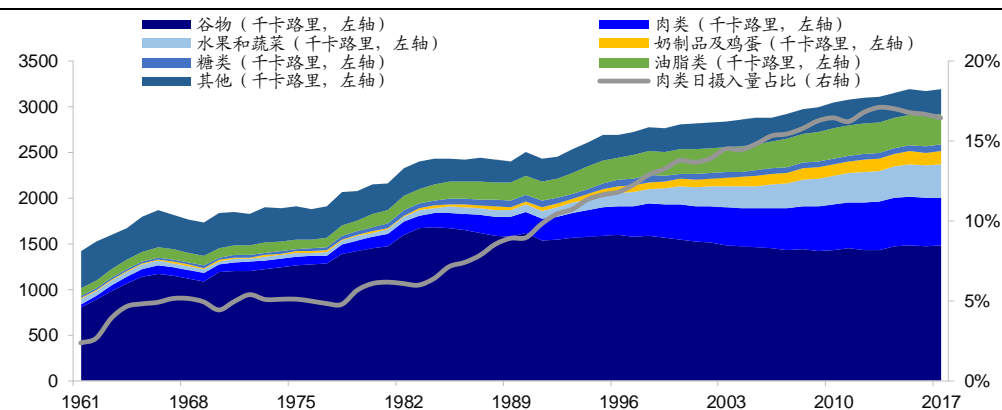
# 1. 起底我国禽肉消费概况：鸡肉为主，上升空间巨大

## 1.1 我国居民饮食结构逐渐丰富，通过肉类摄入卡路里占比为 15-17%

人体需要从食物中摄入热量以维持生命活动，而卡路里（Calorie）是一种热量计量单位，被广泛应用于营养计量；我们认为，通过对比一个人日常所摄入热量的食物来源，便可以分析其日常饮食结构。改革开放以来，我国居民不仅基本解决了温饱问题，饮食结构也逐渐开始变得多元化。在原先以谷物为主要能量来源的基础上，我国居民开始增加摄入肉类（包括畜禽肉类、鱼类、海鲜等）、水果和蔬菜、奶制品及鸡蛋等，人均谷物日卡路里摄入量占比开始降低，饮食结构逐渐丰富。

2007-2017 年，中国大陆人均肉类日卡路里摄入量占比维持在 15-17% 的区间，其余各类食物日卡路里摄入量占比皆趋于稳定，我们认为我国居民历史悠久的饮食习惯限制了肉类摄入量占比的持续上升。因此，未来我国人均禽肉摄入量的变化大概率将不是由整体的肉类摄入量变化所带动，而是由肉类摄入内部结构的转变所带动的。

图1 1961-2017 年中国大陆人均各类食物日摄入量

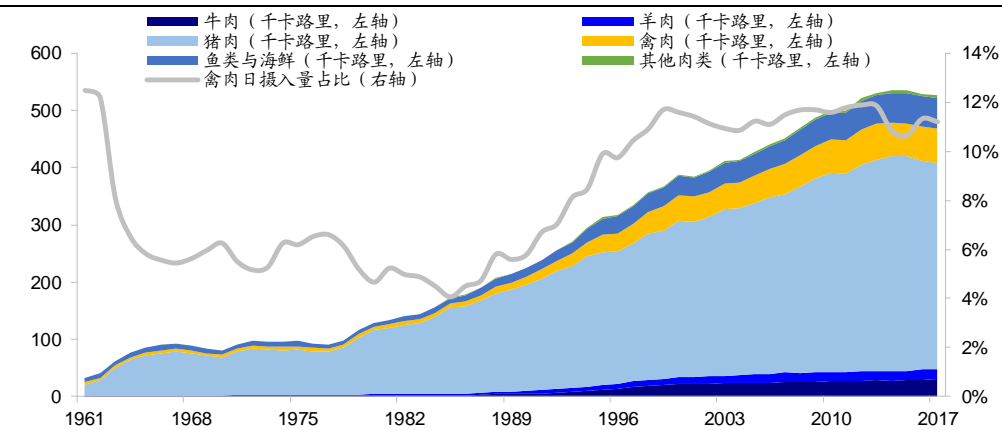


资料来源：FAO，海通证券研究所

## 1.2 高蛋白叠加低脂肪，禽肉较好满足健康和美食的平衡需求

根据 FAO 数据，2017 年我国人均禽肉日摄入量为 59 千卡，占总肉类（猪肉、牛肉、羊肉、禽肉、鱼类与海鲜和其他肉类）摄入量的 11.2%，为摄入量第二大的肉类。根据 OECD 数据，按重量计算，2019 年我国禽肉摄入量在猪肉、牛肉、羊肉和禽肉四种肉类合计总摄入量中所占的比重为 30.7%，仅次于猪肉的 53.3%。

图2 1961-2017 年中国大陆人均各肉类日摄入量



资料来源：FAO，海通证券研究所

常见的肉类主要包括畜肉、禽肉两大类，畜肉主要包括猪、牛、羊、兔肉等，禽肉主要包括鸡、鸭、鹅肉等。肉类营养物质成分相仿，均含有丰富的蛋白质、脂肪和矿物质，是人类重要的营养来源。但在营养物质含量方面，畜禽肉存在一定差异，每 100g 生肉中，禽肉的脂肪、钙、锌和硒的含量明显低于畜肉，胆固醇和维生素的含量高于畜肉。其中，鸡肉具有高蛋白质、低脂肪的特点，可以较好地满足人们对于健康和美食的平衡需求，其高蛋白质和低脂肪的特点尤其适合老龄人群和健身人群。

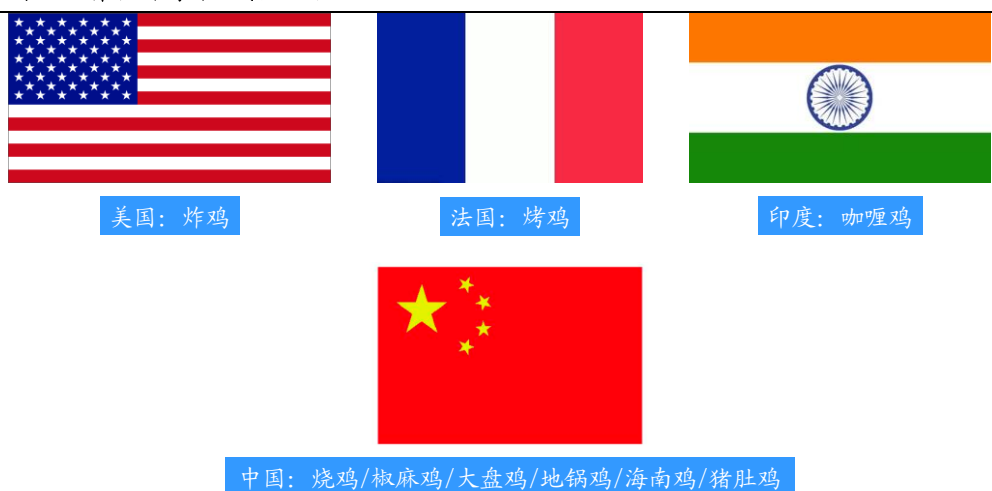
表 1 100g 生肉中主要营养物质的含量

名称	畜肉				禽肉			
	猪肉	牛肉	羊肉	平均值±标准差	鸡肉	鸭肉	鹅肉	平均值±标准差
蛋白质/g	13.2	19.9	19.0	17.4±3.0	19.3	15.5	17.9	17.6±1.57
脂肪/g	37.0	4.2	14.1	18.4±13.7	9.4	19.7	19.9	16.3±4.9
胆固醇/mg	80	84	92	85.3±5.0	106	94	74	91.3±13.2
维生素 A/μgRE	18	7	22	15.7±6.3	48	52	42	47.3±4.1
钙/mg	6	23	6	11.7±8.0	9	6	4	6.3±2.1
铁/mg	1.6	3.3	2.3	2.4±0.7	1.4	2.2	3.8	2.5±1.0
锌/mg	2.06	4.73	3.22	3.34±1.09	1.09	1.33	1.36	1.26±0.12
硒/μg	11.97	6.40	32.20	16.86±11.09	11.75	12.25	17.68	13.89±2.69

资料来源：《畜、禽肉影响人类健康的异同性分析》（刘永峰等），海通证券研究所

我们认为，与畜肉相比，禽肉味道寡淡，可以搭配许多调味料及香料以适应消费者的各种口味，因此禽肉拥有大量烹饪方法。禽肉可直接烹制进入餐桌，包括中餐和西餐，或是经过深加工后制成开袋即食的食物，减少食物准备时间。以鸡肉为例，鸡肉拥有炸、烤、烧、煮、蒸等多种烹饪方式；与西方国家相比，我国鸡肉的烹饪方式也更加多元。

图3 世界各国鸡肉主要烹饪方法

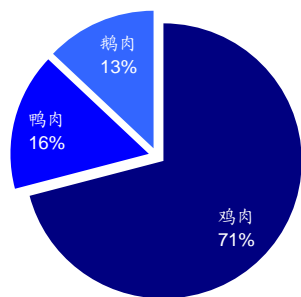


资料来源：海通证券研究所

### 1.3 我国禽肉消费以鸡肉为主，白羽黄羽为中坚消费品种

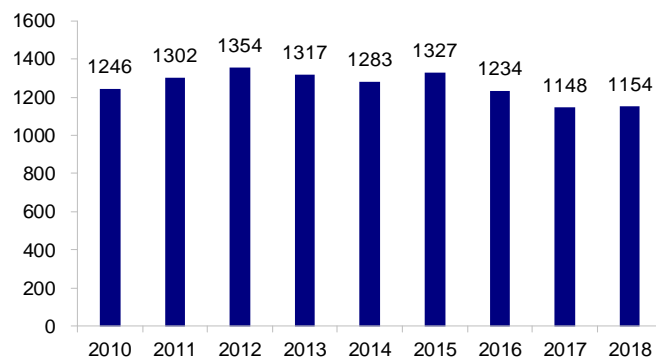
我国禽肉消费以鸡肉为主，近年来鸡肉消费总量稳定。我们认为，与其他禽类养殖相比，我国肉鸡养殖起步较早、养殖规模更大。根据 FAO 数据，2019 年我国家禽肉类以鸡肉为主，产量占比高达 71%；其次是鸭肉，产量占比约为 16%。近年来，我国鸡肉年消费量维持在约为 1150-1350 万吨的稳定区间范围之内。

图4 2019年我国各类禽肉产量占比



资料来源：FAO，海通证券研究所

图5 2010-2018年我国鸡肉消费总量（万吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

我国肉鸡养殖品种主要为白羽肉鸡和黄羽肉鸡，养殖模式和消费渠道各有特点。白羽肉鸡是从国外引进的“快大白鸡”，而黄羽肉鸡则源自我国本土。与黄羽肉鸡相比，白羽肉鸡养殖时间更短，拥有更低的料肉比，相应地具有较低的养殖成本，因此也更加适合工业化大规模生产；黄羽肉鸡生长时间长，风味物质沉淀较多，口感略胜一筹。

表2 我国白羽肉鸡和黄羽肉鸡主要特点对比

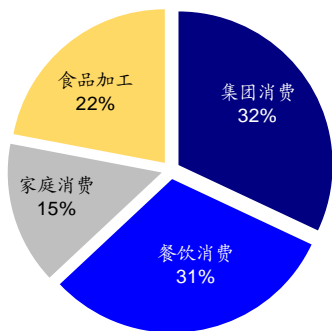
	白羽肉鸡	黄羽肉鸡
平均生长时间	40天	90天
平均重量（羽）	2.2-2.7kg	1.5-1.9kg
料肉比	1.7-1.8	2.5
主要销售方式	分割销售或加工为熟食	活禽流通
主要消费渠道	餐饮、团膳、食品加工等	传统菜市场、超市等

资料来源：USDA，海通证券研究所

白羽肉鸡主要经屠宰分割为鸡胸肉、鸡腿肉等分割品或加工为熟食后上市销售，主要消费渠道为快餐店、饭店、团膳和食品加工等B端渠道；而黄羽肉鸡主要以活禽形式流通，主要消费渠道为传统菜市场 and 超市等C端渠道。

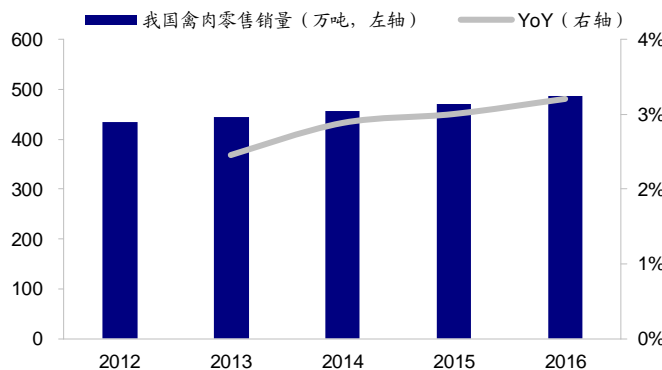
根据USDA，2019年我国白羽肉鸡约32%由学校、企业等集团消费，约31%由餐饮企业消费，用于食品加工和家庭消费的比例分别为22%、15%；黄羽肉鸡则估计有70%以上直接用于家庭消费。整体而言，我国禽肉消费的零售渠道占比仍然偏低；根据加拿大政府官网援引Euromonitor数据，2016年我国肉类零售端销售占比约为50%，而禽肉的零售渠道销售占比仅为34.6%。

图6 2019年我国白羽肉鸡消费渠道结构



资料来源：USDA，海通证券研究所

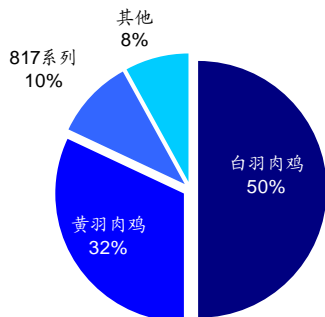
图7 2012-2016年我国禽肉零售销量与同比增速



资料来源：Euromonitor，加拿大政府官网，海通证券研究所

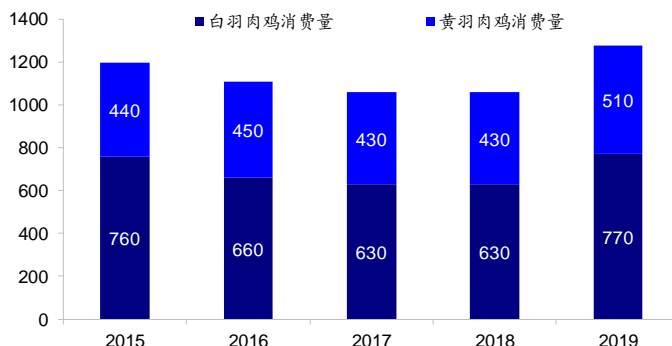
2015-2018 年我国黄羽肉鸡年消费量大体稳定，维持在 430-450 万吨的区间范围；而我国白羽肉鸡多从国外进行引种，受到 2014 年底美国爆发高致病性禽流感的影响，消费者顾虑导致白羽肉鸡年消费量从 2015 年的 760 万吨下降至 2018 年的 630 万吨。2019 年，受非洲猪瘟疫情影响，鸡肉替代效应凸显，白羽肉鸡和黄羽肉鸡消费量均出现明显抬升。

图8 2019 年我国各类鸡肉产量占比



资料来源：USDA，海通证券研究所

图9 2015-2019 年我国白羽肉鸡和黄羽肉鸡消费量（万吨）

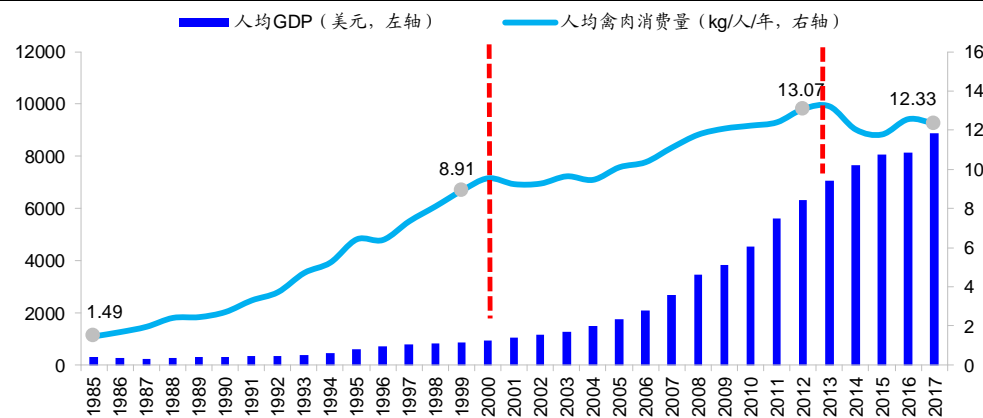


资料来源：凤祥股份招股说明书，海通证券研究所

#### 1.4 回顾历史：经济发展叠加餐饮企业扩张驱动我国禽肉消费增长

根据 FAO 数据，我国禽肉人均年消费量由 1985 年的 1.49kg 增长至 2017 年的 12.33kg。我们认为，一方面我国居民收入大幅提高导致肉类消费需求增加，另一方面餐饮企业不断推出新的禽肉产品以培育消费市场，共同驱动我国人均禽肉消费量增长。

图10 1985-2017 年我国人均 GDP 与人均禽肉消费量



资料来源：FAO，Wind，海通证券研究所

我们认为，1985-2017 年我国人均禽肉消费量可分为三大发展阶段：

**第一阶段（1985-2000 年）快速增长期：**根据央视网援引世界银行和联合国粮农组织的调查分析，当一国的人均收入低于 5000 美元时，收入增加和肉类消费增长呈现出强烈的正相关关系。而该阶段我国正处于改革开放的高速发展时期，人均 GDP 由 294 美元提升至 959 美元。此外，肯德基和麦当劳先后于 1987 年和 1990 年进入我国市场；我们认为，西式快餐店的兴起成为驱动我国禽肉消费大幅增长的一股重要力量。1985-2000 年我国禽肉人均年消费量由 1.49kg 增长至 9.54kg，CAGR 高达 13.2%。

**第二阶段（2001-2013 年）平稳增长期：**2001-2013 年我国人均 GDP 维持中高速增长态势，由 1053 美元提升为 7051 美元。该阶段我国人均 GDP 跨过 5000 美元大关，由收入驱动的禽肉消费增速放缓。该时期麦当劳和肯德基等西式快餐店继续稳步扩张，绝味食品、正新食品于 2005 年和 2006 年先后成立，以正新鸡排、绝味鸭脖为代表的的外带连锁企业不断发展壮大。这一阶段我国禽肉消费经历第二轮增长，人均禽肉年消费量由 2001 年的 9.24kg 增长至 2013 年的 13.20kg，CAGR 仅为 3.0%，增速明显放缓。

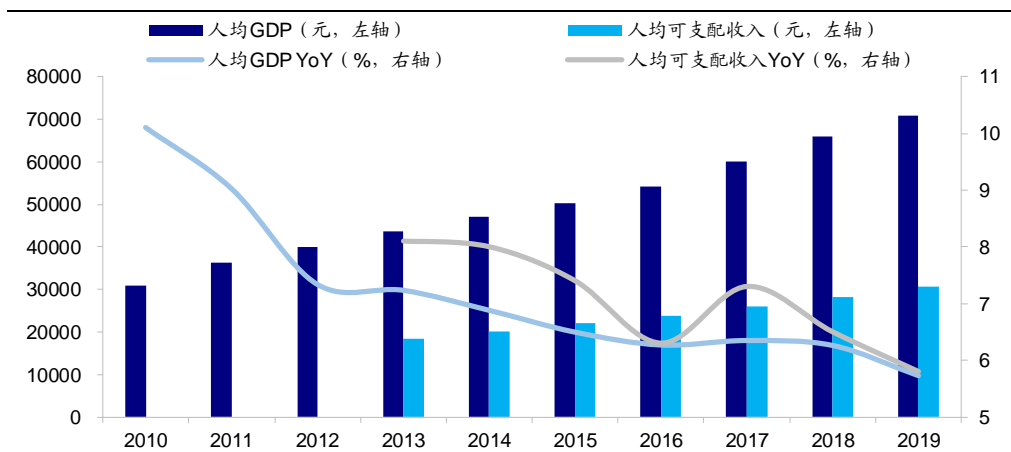
表 3 麦当劳和肯德基在我国的发展历程时间表

阶段	时间	肯德基中国门店数 (个)	年平均开店数 (个)	麦当劳中国门店数 (个)	年平均开店数 (个)
进入期	1987.11-1992	1-10	2	1-5	2.5
成长初期	1993-1995	11-100	30	6-80	25
成长中期	1996-2000	101-400	60	81-300	44
发展初期	2001-2003	401-1000	200	301-600	100
发展中期	2004-2007.9	1001-1847	226	601-732	35

资料来源：《麦当劳和肯德基在中国的发展战略比较研究》（李燕），海通证券研究所

**第三阶段（2014 年至今）停滞震荡期：**2013 年我国爆发禽流感疫情，我们认为由于消费端对禽肉存在一定顾虑，导致禽肉消费增长暂时停滞。2014 年以来，我国人均 GDP 和人均可支配收入增速均持续放缓。受此影响，2014-2015 年我国禽肉人均年消费量连续下滑，2016 年才出现小幅回升。2017 年我国禽肉人均年消费量为 12.33kg，仅与 2011 年水平相当。

图 11 2010-2019 年我国人均 GDP 和人均可支配收入



资料来源：Wind，海通证券研究所

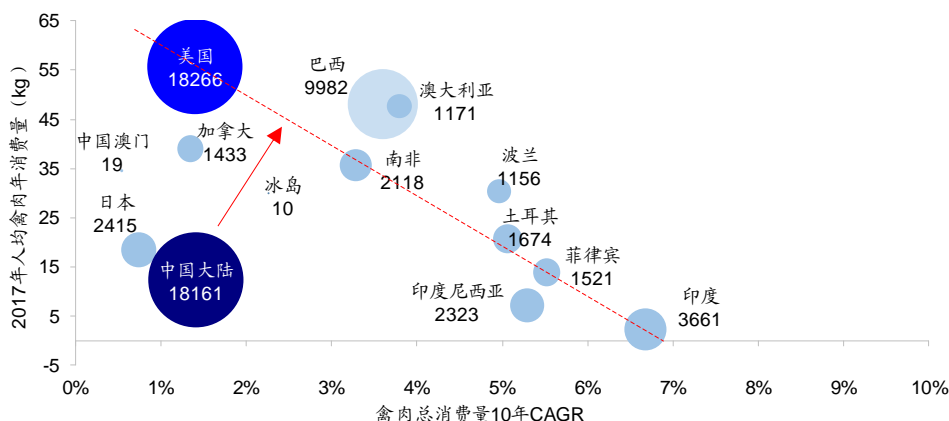
## 1.5 我国人均禽肉消费量和禽肉消费比例均处于世界较低水平

尽管通过回顾历史我们已发现我国禽肉消费量经历过快速增长阶段，但还缺少我国当前禽肉消费水平在世界范围内的横向对比结果。因此，我们选取了人均禽肉消费量、禽肉总消费量增速以及禽肉在全部肉类中的消费比例这三大指标进行全球范围内的横向比较，不难发现我国禽肉消费与全球平均水平仍然存在较大的差距。

通过观察世界部分国家 2017 年人均年禽肉消费量和近 10 年的禽肉消费量复合增长率，不难发现 2017 年人均禽肉消费量越低的国家往往其近 10 年的禽肉消费量复合增长率越高。而我国大陆地区不仅 2017 年人均禽肉消费量处于世界低位，近 10 年禽肉消费量复合增长率亦远低于主要国家。我们认为，我国禽肉总消费量 CAGR 及人均禽肉消费量双低的特殊情况是由我国长期以来偏好猪肉的饮食习惯所导致的。



图12 2017年部分国家及地区人均禽肉年消费量&禽肉总消费量 CAGR

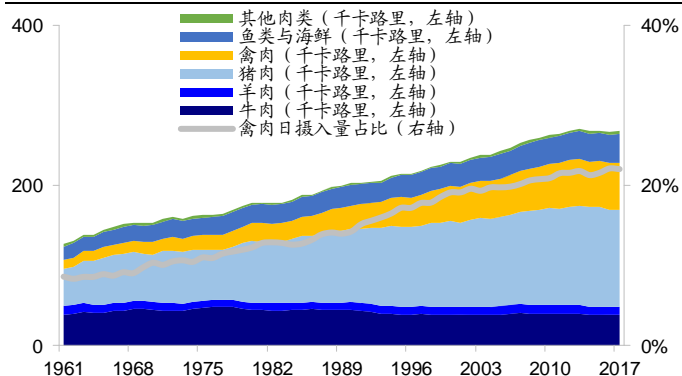


资料来源：FAO，海通证券研究所

注：气泡大小代表该国或地区 2017 年禽肉总消费量，单位为万吨

从禽肉占肉类消费比例的角度进行横向比较，我国相较于世界部分国家亦处于较低水平。1961年以来，全球禽肉摄入量以及其占肉类总摄入量的比例均持续提升；而与世界平均水平相比，我国目前禽肉摄入量占比仍较低。根据 OECD 数据，2019 年美国、英国、加拿大、俄罗斯、澳大利亚、新西兰等国人均禽肉占主要肉类总摄入量的比例均为 50% 左右；亚洲国家当中，日本、泰国、菲律宾等国的这一比例均在 40% 以上，而我国仅为 31%，与越南基本相当。

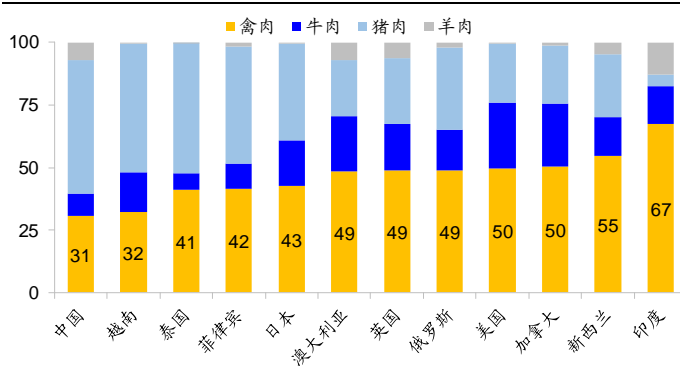
图13 1961-2017 年全球人均各肉类日摄入量（千卡路里）



资料来源：FAO，海通证券研究所

注：禽肉日摄入量占比是指禽肉占肉类日摄入量的比例

图14 2019 年部分国家及地区主要肉类摄入量比重比例 (%)



资料来源：OECD，海通证券研究所

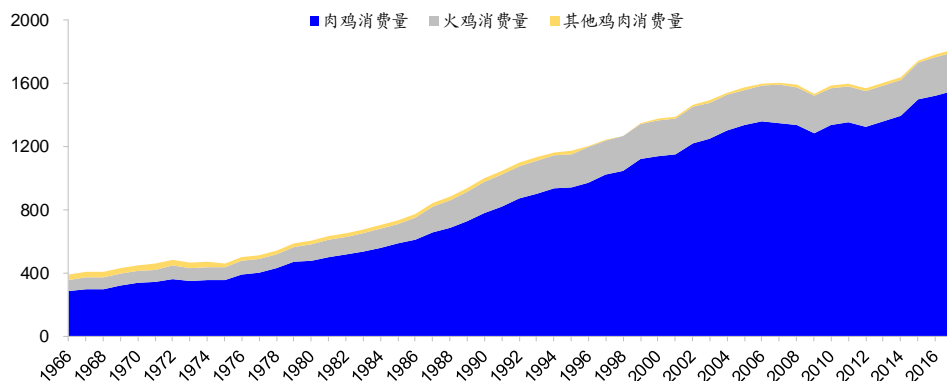
我们认为，通过全球范围的横向对比不难发现，我国禽肉消费目前仍然处于相对较低水平，与发达国家更是相差甚远。与我国不同的是，发达国家一般以鸡肉消费为主，那么这些国家的鸡肉消费水平为何如此之高？我国鸡肉消费未来能否达到同等水平？促进消费变革的驱动力量和核心渠道又是怎样的？为解开上述疑惑，本篇报告从西方和东方各挑选了一个鸡肉消费水平较成熟的老牌发达国家——美国和日本——作为研究对象，回顾其鸡肉消费发展历史，总结鸡肉消费增长的普遍规律，进而为预测我国鸡肉消费未来发展提供有益镜鉴。

## 2. 美国：便利需求与健康需求共同驱动禽肉消费增长

### 2.1 美国禽肉消费以鸡肉为主，鸡胸肉为主要消费品类

根据 USDA 数据，2017 年美国人均禽肉消费量达 55.7kg，消费总量达 1812 万吨，其中肉鸡消费量为 1553 万吨，约占美国禽肉消费总量的 85.7%；火鸡消费量为 242 万吨，约占美国禽肉消费总量的 13.4%。美国肉鸡均为白羽肉鸡，具有生长速度快、料肉比低、环境友好等特点，是美国禽肉消费的中坚品种。

图15 1966-2017 年美国禽肉消费量（万吨）

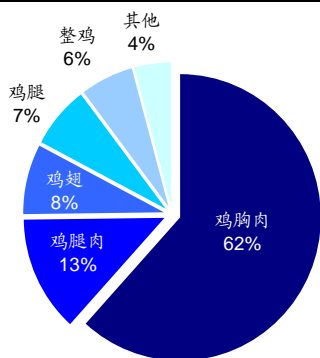


资料来源：USDA，海通证券研究所

根据 Statista 数据，按切割方式划分，2019 年美国销售的鸡肉中约 62% 为鸡胸肉，鸡胸肉以其低脂肪、低热量和高蛋白的特点闻名，是美国鸡肉的主要消费品类；以整鸡方式销售的鸡肉占比仅为 6%。

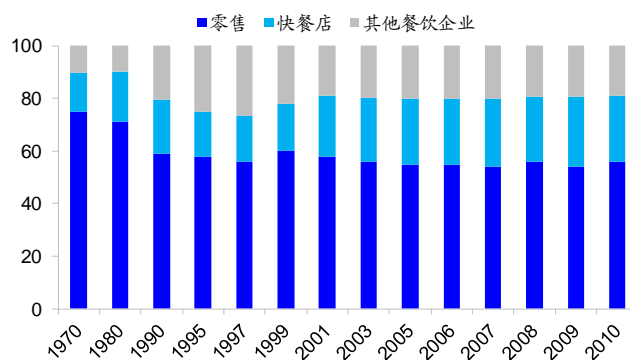
消费渠道方面，零售渠道为美国鸡肉消费的主要渠道。根据 NCC 数据，1970 年美国鸡肉消费的零售渠道占比高达 75%，餐饮渠道占比仅 25%；而 2010 年餐饮渠道占比已提升至 44%，其中快餐店渠道占比达 25%。即使美国的餐饮业发展多年并且已较为成熟，但仍有过半的鸡肉通过零售渠道被消费，由此可见零售渠道的重要性。

图16 2019 年美国各切割方式的鸡肉销量占比



资料来源：Statista，海通证券研究所

图17 1970-2010 年美国鸡肉消费渠道占比 (%)



资料来源：NCC，海通证券研究所

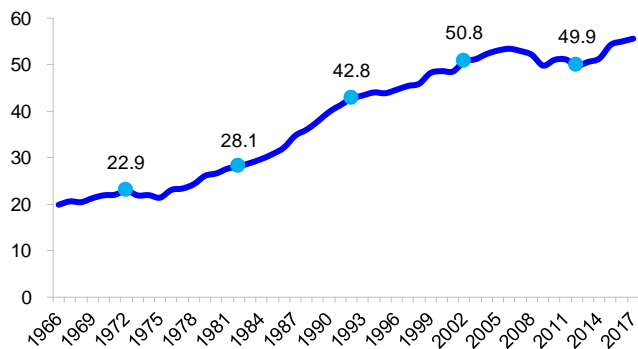
## 2.2 便利需求渐盛，叠加渠道扩张驱动鸡肉消费增长

### 2.2.1 人均禽肉年消费量持续增长至超 50kg，深加工制品比例不断提升

美国人均禽肉消费量增长主要发生在 1970-2000 年。根据 USDA 数据，1970 年美国人均禽肉年消费量仅为 21.9kg，2000 年则达到 48.7kg，CAGR 达 2.6%。受 2008 年经济危机影响，2008-2012 年美国人均禽肉消费量出现下降，2013 年开始有所回升，并于 2017 年达到 55.7kg。另据 OECD 数据，2019 年美国人均禽肉消费量约为 50.1kg，较 2017 年有所下降。我们认为，目前美国人均禽肉消费量或已触及天花板。

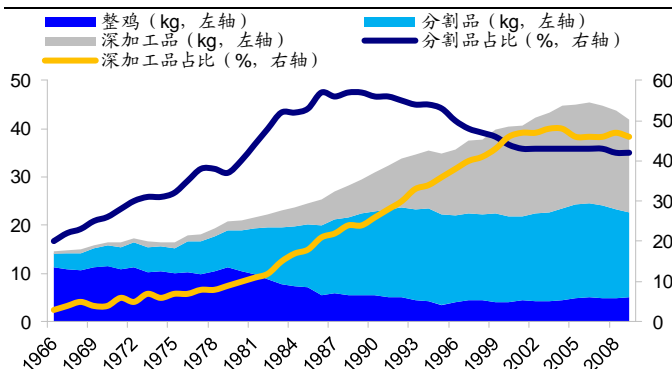
与美国人均禽肉消费量增长时段相重合，美国鸡肉分割品和深加工产品所占比例先后大幅上升。鸡肉分割品所占比例在 1960s 开始上升，由 1962 年的 15% 上升至 1986 年的 57%；鸡肉深加工品所占比例则在 1980s 开始大幅上升，由 1980 年的 10% 上升至 2000 年的 46%，与分割品共同成为美国鸡肉消费的两大重要组成部分。与传统的整鸡、分割品等低附加值的消费形式不同，深加工鸡肉制品需要更多加工步骤，对食品加工技艺有更高的要求，也拥有更高的附加值，是近年来驱动美国鸡肉消费的核心力量。

图18 1966-2017 年美国人均禽肉年消费量 (kg)



资料来源：USDA，海通证券研究所

图19 1966-2008 年美国各消费形式肉鸡人均消费量



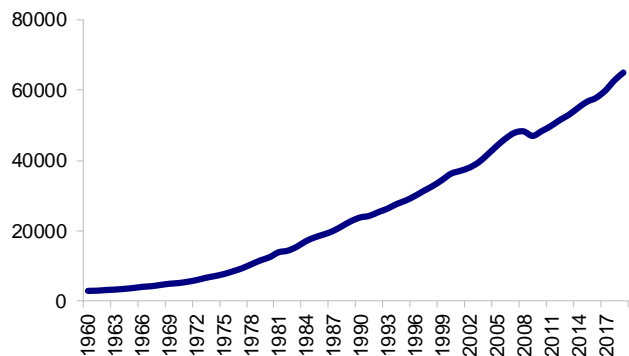
资料来源：NCC，USDA，海通证券研究所

### 2.2.2 探究需求端：妇女就业潮爆发，便利需求旺盛

我们认为，经济增长与社会文明进步是美国鸡肉消费需求增长的根本原因。一方面，随着美国经济增长以及由此带来的人均收入提高，消费者满足了基本的温饱需求后会更加注重自身健康，从而增加购买健康食品的意愿。由于鸡肉具有低脂肪、高蛋白的特点，恰好满足了人们的健康需求。

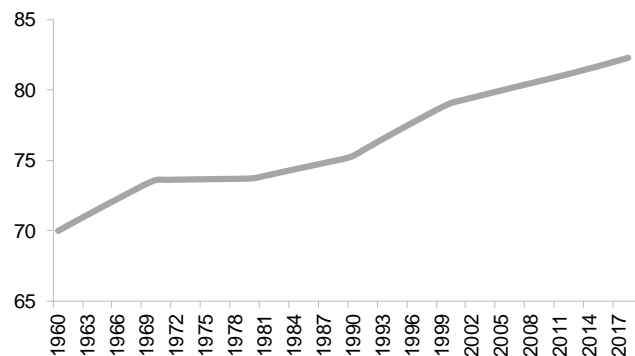
另一方面，城市化率不断提升，导致人口流动加速、人均寿命延长，社会文化亦有所改变，最终造成妇女就业潮、户均人数下降以及家庭架构改变，进而导致消费者对就餐的便利需求增加，从而体现为餐饮和便利食品行业的繁荣发展。鸡肉作为快餐行业的重要餐品以及家庭就餐的便捷食材，由此借助快速扩张的渠道迎来了消费量的持续快速增长。此外，随着 B 端的餐饮业增加采购深加工鸡肉制品，以及 C 端销售的鸡肉深加工产品因其便利性更加受到消费者的青睐，鸡肉深加工制品所占比例也开始上升。

图20 1960-2017 年美国人均 GDP（美元）



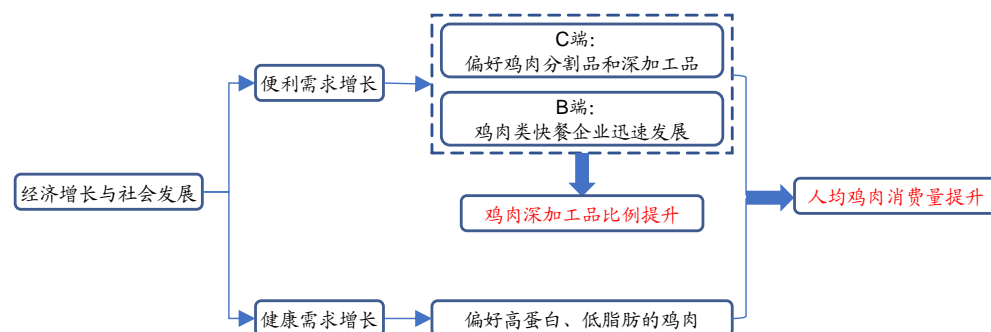
资料来源：Wind，海通证券研究所

图21 1960-2017 年美国城市化率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图22 经济增长与社会发展导致人均鸡肉消费量和鸡肉深加工品比例提升示意图



资料来源：海通证券研究所

1977 年美国政府对国民健康的考虑，呼吁民众增加食用禽肉。1977 年 2 月，美国政府发布了首份美国膳食目标文件，并在该文件中指出，过多的脂肪摄入容易导致肥胖，而脂肪中饱和脂肪酸容易最终引致心血管疾病。鸡肉与畜肉相比脂肪含量更低，并且脂肪酸中的饱和脂肪酸也较低，因此美国政府在该文件中面向国民提出了“减少食用畜肉，增加食用禽肉”的建议。

表 4 1977 年美国膳食营养摄入状况和目标

1977 年美国膳食营养摄入状况					
营养素名称	脂肪		蛋白质	碳水化合物	
	饱和脂肪酸	不饱和脂肪酸		复合碳水化合物	糖
卡路里摄入比例	16%	26%	12%	22%	24%

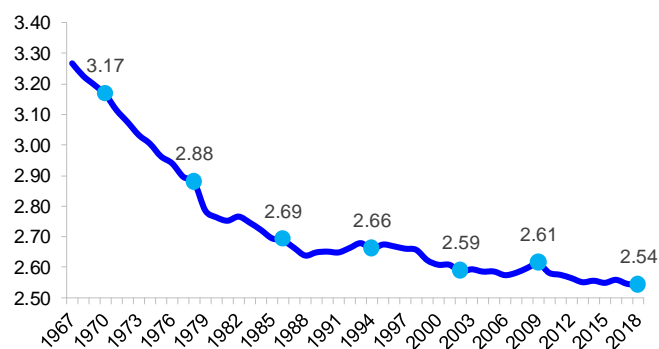
  

1977 年美国膳食营养目标					
营养素名称	脂肪		蛋白质	碳水化合物	
	饱和脂肪酸	不饱和脂肪酸		复合碳水化合物	糖
卡路里摄入比例	10%	20%	12%	40-45%	15%

资料来源：1977 年美国膳食目标文件，海通证券研究所

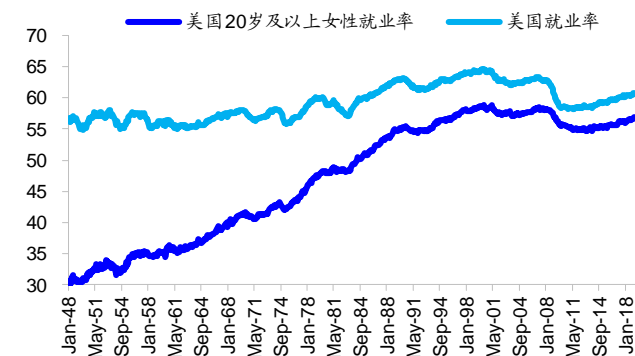
1970s-1990s 美国户均人数下降与妇女就业潮兴起催生便利就餐需求。1967 年以来美国户均人数呈现持续下降趋势。1967 年美国户均人数为 3.27 人，此后受生育率下降等因素影响户均人数持续下降，2000 年后美国户均人数基本稳定在 2.5-2.6 人的水平。同期美国爆发妇女就业潮，许多全职家庭妇女走进职场，20 岁及以上女性就业率持续上升，由 1970 年 1 月的 41.5% 上升至 2000 年 12 月的 58.5%，推动同时期美国整体就业率由 58.0% 上升至 64.4%。

图23 1967-2018 年美国户均人数 (人)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

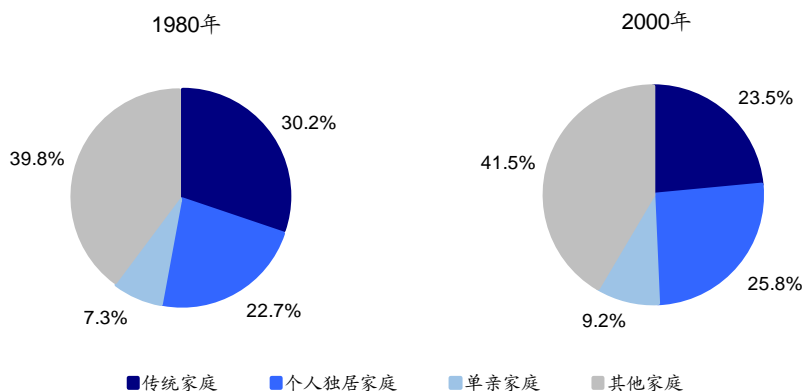
图24 1948.1-2019.12 美国适龄女性及整体就业率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

随着户均人数下降和更多妇女外出就业,美国的家庭结构也相应发生了变化。根据 USDA, 1980-2000 年美国传统家庭 (一对父母与其若干子女组成) 比例从 30.2% 下降至 23.5%, 个人独居的比例则由 22.7% 上升至 25.8%。家庭结构对家庭购买和准备食物的方式具有较大的影响, 传统家庭往往偏向于购买基础食材并自行烹饪, 而个人独居家庭等其他家庭因为人数少等缘故, 在就餐方面往往具有更高的便利性需求。

图25 1980 年和 2000 年美国家庭结构



资料来源: USDA, 海通证券研究所

我们认为, To B 端, 餐饮企业部分承担了家庭原有提供膳食的职能, 由此得以迅速发展; To C 端, 更为便利的鸡肉分割品和深加工品消费量也先后顺应需求开始增长。B 端和 C 端渠道共同驱动美国鸡肉消费量快速增长, 并推动鸡肉深加工品所占比例上升。

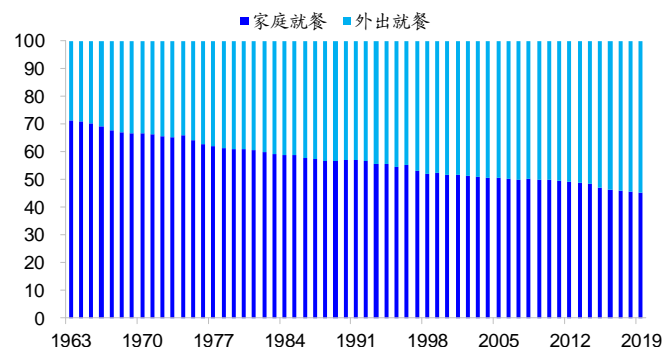
**To B 端:** 快餐业蓬勃发展, 驱动整体鸡肉消费量增长并推升深加工比例。根据 USDA, 1984 年美国有 75% 的晚餐在家中准备, 2014 年下降至不到 60%, 越来越多的美国家庭选择外出就餐。就餐支出方面, 1963 年美国仅 28.6% 的食物支出在外出就餐时发生, 2019 年这一比例已达到 54.8%。

作为餐饮行业的重要组成部分, 快餐行业在同期也迎来了蓬勃发展。美国当今有售鸡肉产品的领先快餐品牌几乎均于上世纪 50-60 年代左右成立, 并在 70-90 年代迅速发展, 门店数量快速扩张; 此外, 鸡肉高蛋白、低脂肪和价格低等特点也使其广泛应用于其他类型餐饮企业。我们认为, 餐饮业尤其是以鸡肉类产品为主的快餐行业的快速发展, 驱动美国鸡肉消费量大幅增长。

我们认为, 出于缩短门店为顾客准备餐品的时间以及节省人工成本等因素考虑, 以连锁快餐业为代表的餐饮业开始大幅增加对深加工鸡肉制品的购买, 进而推动鸡肉深加工品所占比例上升。根据 USDA, 1961-1984 年美国 B 端渠道对鸡肉熟食品的采购迅猛增长, 鸡肉熟食品的 B 端销量从 700 万磅大幅增长至 3.71 亿磅。

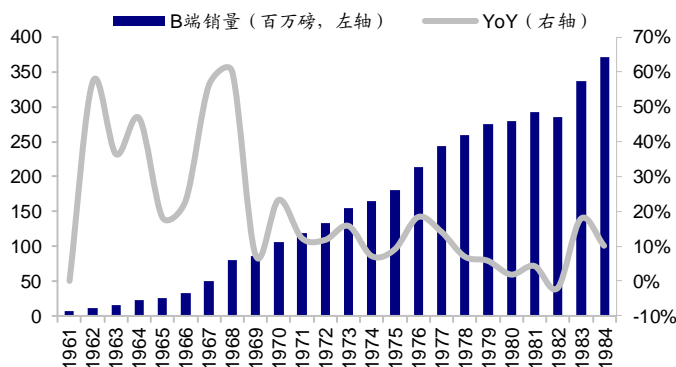


图26 1963-2019 年美国不同类型就餐支出占比 (%)



资料来源：USDA，海通证券研究所

图27 1961-1984 年美国鸡肉熟食品 B 端销量与同比增速



资料来源：USDA，海通证券研究所

注：To B 端包括餐馆、快餐店、酒店、医院、学校等

表 5 美国部分快餐品牌发展历史

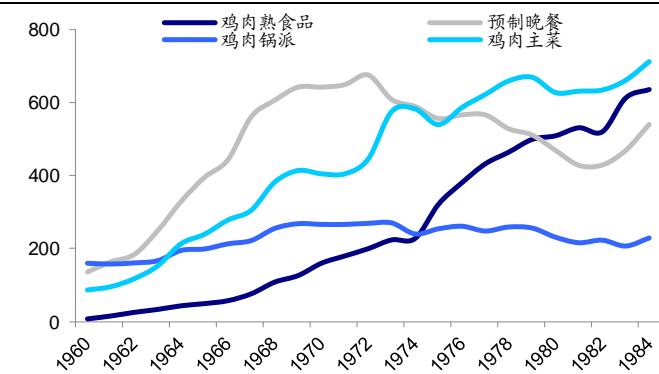
快餐品牌	发展历史	代表性鸡肉产品
McDonalds	1940 年创立，1959 年扩张至 101 家门店。公司于 1965 年上市，至 1968 年拥有 1000 家门店。1983 年，麦当劳推出麦乐鸡块，并于当年年底成为世界上第二大鸡肉零售商。	麦乐鸡块
KFC	1955 年创立，1963 年在美国和加拿大已拥有 600 多家门店。1983 年公司在美门店数量已扩张至 4500 家，并于 1994 年达到 5149 家。	炸鸡
Taco Bell	1962 年创立，1967 年扩张至 12 家自营门店和 325 家加盟门店。1983 年，公司已拥有门店 1600 家；1986 年，公司门店数量达到 2400 家，并于 1990 年达到 3273 家。	墨西哥鸡肉卷饼
Subway	1965 年创立，1974 年扩张至 16 家自营门店，并转为加盟制度，开始急速扩张。公司于 1984 年进入国际市场，1995 年已在全球拥有 11000 家门店，并于 2002 年超越麦当劳成为美国第一大连锁餐厅。	鸡胸肉 (三明治配菜)

资料来源：各公司官网，Encyclopedia，Wikipedia，海通证券研究所

**To C 端：**分割品与深加工品先后发力，带动整体鸡肉消费量上升。我们认为，相较于整鸡分割品无须家庭自行分割，因具有更高的便利性而更受消费者青睐。1960s 开始整鸡销售逐渐向分割品销售转化，便利的鸡肉分割品也带动了鸡肉消费量上升。

深加工方面，随着便利需求的进一步增长，以鸡肉为主要原材料的便利食品在 1970s 末开始逐渐盛行，推动生鸡肉逐渐转化为鸡肉深加工品。根据 USDA 数据，1960 年美国鸡肉熟食品、预制晚餐、鸡肉锅派、鸡肉主菜 4 种冷冻鸡肉制品的合计销量仅为 3.9 亿磅，至 1984 年已达到 21.2 亿磅，CAGR 为 7.3%。其中，鸡肉熟食品在 To C 端的消费量于 1975 年开始呈现出爆发式增长。

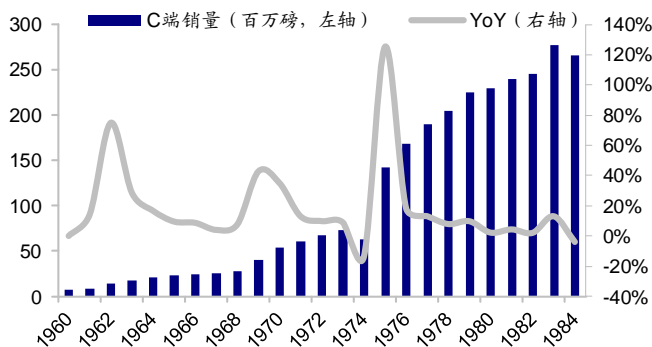
图28 1960-1984 年美国冷冻鸡肉制品消费量 (百万磅)



资料来源：USDA，海通证券研究所

注：预制晚餐至少 18% 为禽肉

图29 1960-1984 年美国鸡肉熟食品 C 端销量与同比增速



资料来源：USDA，海通证券研究所



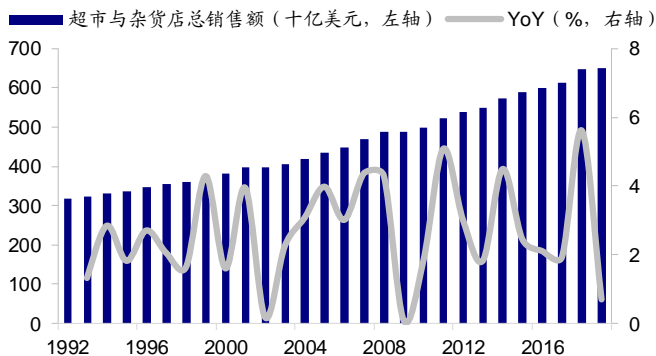
例如，上世纪 60 年代美国的商超等零售渠道已经开始出售即食烤鸡，消费者可以购买即食烤鸡充当晚餐，商家则以此吸引客流。我们认为，日益发展壮大的零售渠道亦使得即食烤鸡触及更多的消费者，助推了鸡肉消费增长。

图30 美国超市中所售即食烤鸡



资料来源：U.S. Poultry & Egg Association，海通证券研究所

图31 1992-2019 年美国超市与杂货店总销售额与同比增速



资料来源：Statista，海通证券研究所

### 2.2.3 探究供给端：技术进步大幅提升肉鸡生产效率

肉鸡供应能力增强保障美国鸡肉消费量腾飞。美国肉鸡行业先是于 1940s 在饲料营养健康和育种方面取得技术突破，之后随着无窗鸡舍等新技术的运用以及一体化经营的普及，生产效率有了极大的飞跃。1935-1995 年，美国肉鸡出栏均重提高了 68%，养殖天数缩短了 58%；饲料转化率只经过 10 年就从 1945 年的 3.8 下降至 1955 年的 2.9，1995 年进一步下降至 1.9。我们认为，肉鸡生产效率的提高不仅极大地降低了生产成本，也促进了养殖规模的扩容，进而为美国鸡肉消费量腾飞提供了绝佳的供应保障。

表 6 1935-1995 年美国肉鸡生产效率变化情况

指标名称	1935	1945	1955	1965	1975	1985	1995
出栏均重 (磅)	2.8	3.0	3.1	3.5	3.8	4.2	4.7
养殖天数 (天)	112	95	73	-	56	-	47
饲料转化率	4.4	3.8	2.9	2.5	2.1	2.0	1.9

资料来源：Making Meat: Science, Technology, and American Poultry Production (William Boyd)，海通证券研究所

肉鸡企业改变鸡肉产品形式并提升广告营销支出。随着屠宰加工自动化设施的使用，企业对鸡肉的分割能力有所提高，推动了鸡肉分割品销售量占比的提升。根据 NCC 数据，1962 年美国 83% 的鸡肉产品为整鸡，分割品仅占 15%。1990 年，整鸡占比大幅下降至 18%，分割品占比则上升至 56%。相比整鸡，分割品无须家庭购买后自行分割，极大地满足了消费者的便利性就餐需求。

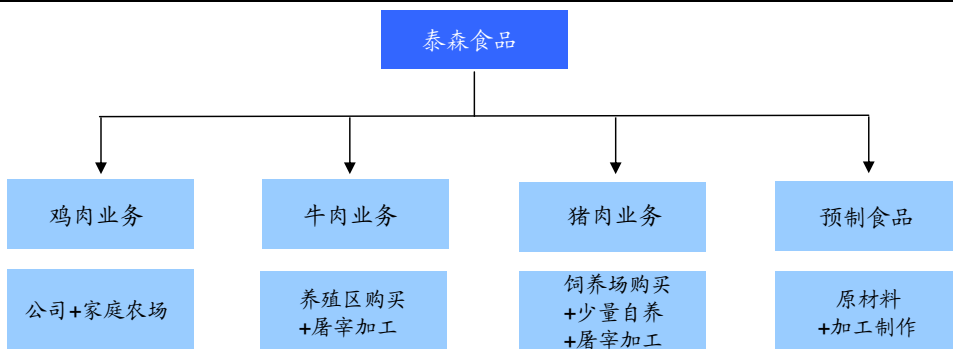
我们认为，大量的广告营销可以教育消费者，将品牌与品质、健康等属性进行捆绑，对鸡肉消费增长的刺激作用不容小觑。根据 *The Impacts of Brand and Advertising Generic on Meat Demand* (Gary W. Brester and Ted C. Schroeder) 一文的研究统计，1970 年禽产业所有品牌的广告支出不到 2000 万美元，随着广告费用逐年上升，1985 年已经接近 8000 万美元。

## 2.3 拥抱产业转型机遇的国际农牧食品巨头——泰森食品

### 2.3.1 泰森食品：聚焦肉蛋白，打造食品品牌矩阵

泰森食品（Tyson Foods）于 1935 年在美国成立，是世界上最大的肉类公司之一。公司主要经营业务为鸡肉、牛肉、猪肉以及预制食品，并在鸡肉板块形成了完整的一体化产业链。公司拥有多个肉类品牌，包括 Tyson®、Jimmy Dean®、Hillshire Farm®等。2020 年，公司的总营业额达到 431.85 亿美元，归母净利润为 21.40 亿美元。

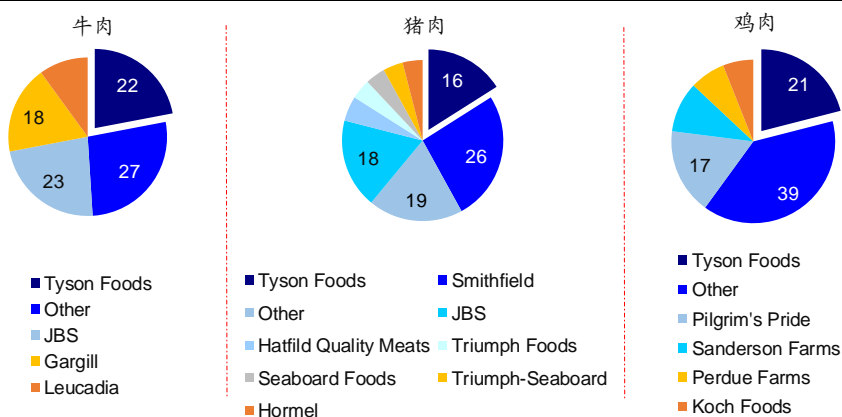
图32 泰森食品业务结构图



资料来源：泰森食品年报（2019），公司官网，海通证券研究所

**传统肉类业务成熟发达。**公司的鸡肉业务完成产业链纵向一体化已久，2001 年又通过收购 IBP 成功跨界进入猪肉和牛肉屠宰加工业务，将业务核心从鸡肉扩展到综合肉类。如今，泰森食品已在美国的牛肉、猪肉和鸡肉市场占据了举足轻重的地位；2019 年泰森食品在美国牛肉、猪肉、鸡肉三大肉类市场的占有率已分别达到 22%、16%和 21%，均位于行业前三位。

图33 2019 年泰森食品在美国三大肉类市场占有率（%）



资料来源：Tyson Investor Fact Book 2019，海通证券研究所

**预制食品已成为重要的利润增长引擎。**制作预制食品的主要原料来自于公司其它部门的原材料（鸡肉、牛肉、猪肉等）和购买其他所需的厨房调料。相较于传统的养殖和屠宰加工业务，预制食品业务拥有更强的盈利能力并且受上下游周期性波动的影响较小，同时也可以和公司其它肉类部门发挥协同作用。随着公司内生发展和外延收购，2020 年公司的预制食品业务已经占据整体营收的 20.6%，拥有 3 个销售额达十亿美元的品牌 Tyson®、Jimmy Dean®和 Hillshire Farm®，以及其他 5 个标志性品牌和 5 个新兴品牌。

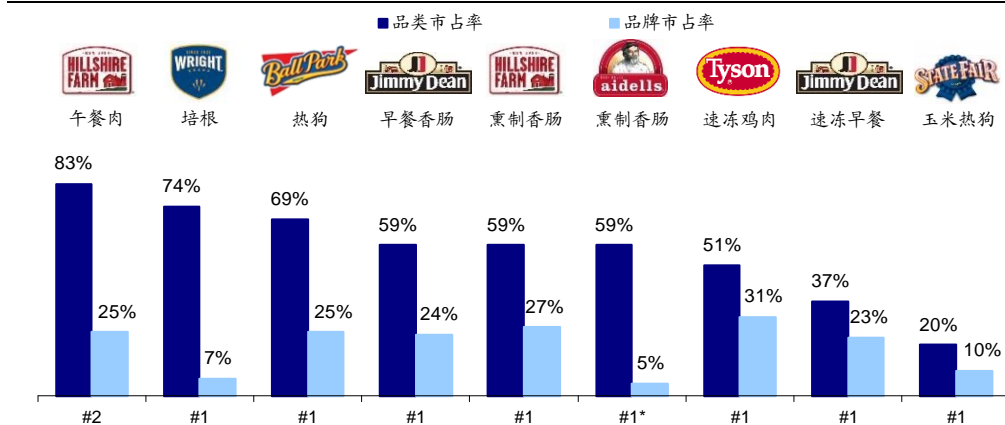
表 7 2020 财年泰森食品营收构成 (%)

部门	C 端渠道	餐饮与 团膳渠道	国际与 出口渠道	食品加工商 及其他渠道	合计
牛肉	19.7	8.9	5.3	3.3	37.1
猪肉	3.8	1.0	2.5	3.0	10.3
鸡肉	14.4	11.8	1.6	4.1	31.9
预制食品	12.4	7.5	0.3	0.4	20.6
合计	50.4	29.2	9.6	10.8	100.0

资料来源：泰森食品年报（2020），海通证券研究所

根据泰森食品 2019 年投资者关系日报告，2018 财年公司核心业务线销售额增速在 10 大品牌食品企业中排行首位；2018 年 5 月-2019 年 5 月，在午餐肉、培根、热狗等 9 大核心细分市场当中，泰森食品的品牌市占率均位于前 2 位。

图34 2018 年 5 月-2019 年 5 月泰森预制食品品牌市占率



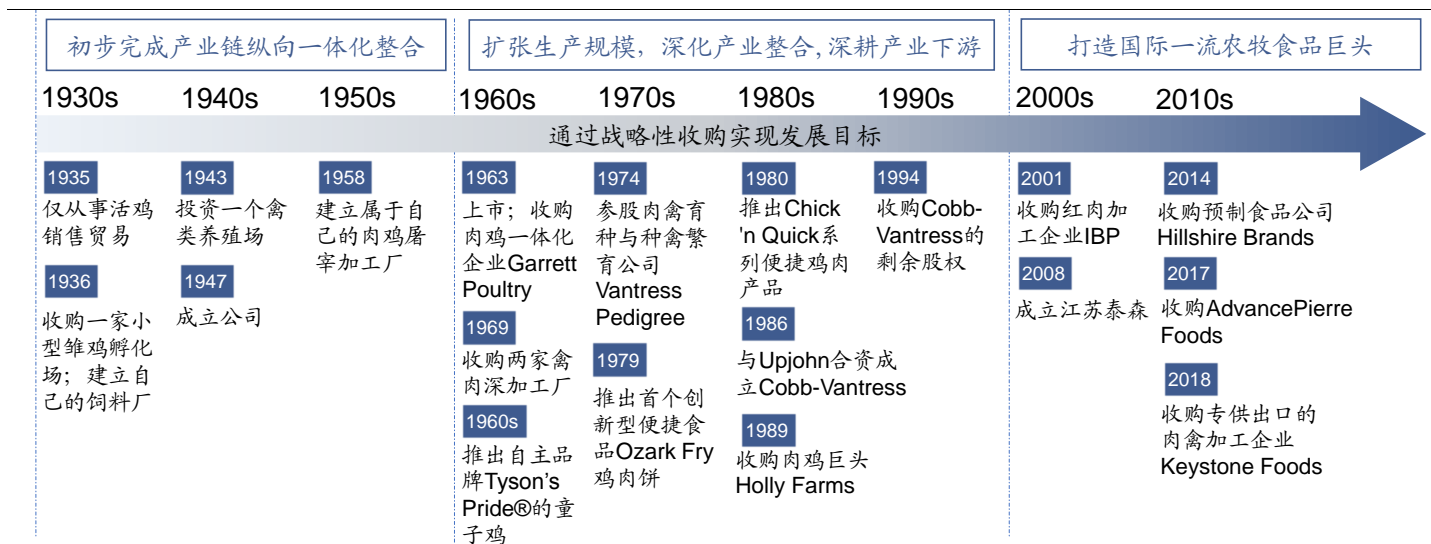
资料来源：泰森食品 2019 年投资者关系日报告，海通证券研究所

注：#代表品牌市占率名次；\*熏制香肠中的优质熏制香肠细分品类第一

### 2.3.2 泰森食品传奇发展史：以并购为刃剑指未来

泰森食品的创始人 John W. Tyson 在上世纪 30 年代初仅从事活鸡销售贸易，后于 1947 年成立公司，50 年代末期初步完成产业链纵向一体化。进入 20 世纪 60 年代，公司在创始人之子 Don Tyson 的带领下，进入真正意义上的扩张之路，通过战略性收购扩张生产规模、深化产业整合并深耕产业链下游。2000s 至今，泰森食品在创始人之孙 John H. Tyson 的领导下将并购标的集中于预制食品领域，并进行全球化扩张，进而逐渐成长为国际一流的农牧食品企业。

图35 泰森食品发展历程



资料来源：公司官网，Tyson Investor Fact Book 2019，*Chicken: The Dangerous Transformation of America's Favorite Food* (Steve Striffler)，海通证券研究所

### 1930s-1950s：初步完成产业链纵向一体化整合

起初仅从事活鸡销售贸易，为解决发展困境迈向产业链纵向一体化。1935年，泰森食品创始人John W. Tyson于美国南部的阿肯色州与当地的许多企业家一同经营活鸡销售贸易，将阿肯色州的活鸡运送至堪萨斯和圣路易斯进行销售。John W. Tyson随后发明了一种可以让活鸡在运输途中饮水进食的装置，延长了活鸡运输的路程。随着活鸡运输半径的扩大，John W. Tyson可以将活鸡运输到更多的市场，但也遇到了货源紧张的问题。为了解决供给问题，John W. Tyson收购了一家小型雏鸡孵化场，并建立了自己的饲料厂，开始了产业链纵向一体化整合之路。

二战期间迎来发展机遇，战后坚定整合扩张，初步完成养殖—屠宰—销售一体化。在第二次世界大战期间（1939-1945年），由于美国政府对食物采取配给管控，同时号召国内民众食用鸡肉，将牛肉和猪肉优先提供给军队食用，泰森食品迎来了绝佳的发展机遇。根据阿肯色州CALS百科记载，John W. Tyson于1943年投资了一个禽类养殖场，以应对激增的鸡肉消费需求，并进一步整合肉鸡产业链。

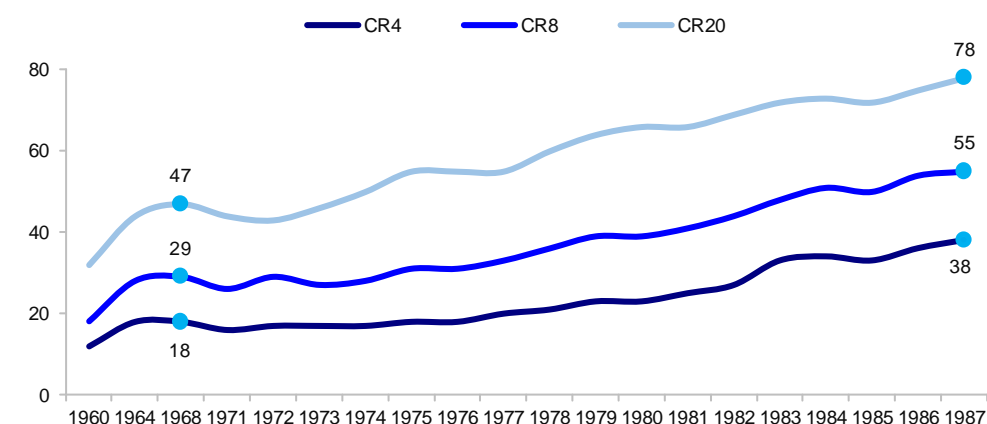
战后，疫病以及经济衰退使得行业不确定性增加，John W. Tyson拒绝其他大公司收购的同时，也开始吞并当地的竞争者，并于1947年成立了公司。1958年，泰森建立了自己的肉鸡屠宰加工厂，初步完成了产业链纵向一体化整合，并首次引入了冰鲜加工生产线，不仅提高了产品竞争力，也为企业后续转型升级奠定了良好基础。

### 1960s-1990s：扩张生产规模，深化产业整合，深耕产业下游

通过并购快速扩张生产规模，深化产业纵向整合，支撑企业业务发展。虽然1960s肉鸡产业已经完成纵向一体化，但行业集中度仍然较低。泰森食品于1963年上市，并于同年收购了一家肉鸡一体化企业Garrett Poultry；随后，泰森食品依靠其不断发展壮大的业务，持续收购其他企业扩大自身生产规模，进而支撑公司业务进一步扩张。1989年，由于快餐业的迅速发展，泰森食品急需提升肉鸡供应能力，因此斥资12.9亿美元收购了当时另一家肉鸡巨头企业Holly Farms。

随着行业并购浪潮的进行，美国肉鸡屠宰市场集中度逐渐提升。根据USDA数据，1960年美国肉鸡屠宰行业CR4仅为12%，1968年小幅上升至18%，1987年已经达到了38%的较高水平，头部企业已经占领了全国三分之一的市场份额。

图36 1960-1987年美国肉鸡屠宰市场行业集中度(%)



资料来源: USDA, 海通证券研究所

同时,泰森食品亦坚定深化产业链纵向整合。泰森食品于1974年参股了一家肉禽育种与种禽繁育公司 Vantress Pedigree,于1986年与 Upjohn 合资成立 Cobb-Vantress,建立国际一流肉禽育种企业,并于1994年收购了 Cobb-Vantress 的剩余股权,实现了从育种-养殖-屠宰-深加工的一体化产业链,从而更好地控制产品质量与供应的稳定。

**深耕产业下游,大力发展深加工业务。**1960s 中期,肉鸡行业已经大体上完成了纵向一体化整合,并且大多数一体化企业多由饲料公司掌控。但是纵向一体化所带来的收益是有限度的,加之生产效率的提升使得肉鸡产量不断上升,肉鸡价格不断下降,企业利润被压缩。恰逢此时美国妇女就业潮爆发及户均人数下降造成了方便食品的需求激增,消费升级趋势逐渐显现。为了谋求企业未来的发展,泰森食品在创始人之子 Don Tyson 的领导下开始深耕产业下游,通过产品创新、打造品牌等手段提高产品附加值。

一方面,泰森食品看中了餐饮业崛起以及由此带来的鸡肉制品需求激增的机会,于后续几十年不断进行并购以及产品创新,在发展自身的同时亦引领了行业的转型升级。泰森食品于1969收购了两家禽肉深加工工厂,其中包括了 Prospect Farms,一家专注于为餐饮业提供鸡肉深加工制品的工厂。随后,泰森食品又先后收购了 Krispy Kitchens、Ocoma Foods 等禽肉深加工企业,并于1976年出了首个创新型便捷食品——Ozark Fry 鸡肉饼,满足了许多餐饮企业的需求。根据 FundingUniverse 记载,1979年泰森食品开发的产品品类已有24种,包括鸡肉饼、鸡肉热狗和鸡肉腊肠等,又于1980年推出了包含各种便捷鸡肉制品的 Chick 'n Quick 系列产品。1982年,随着麦当劳的“麦乐鸡”炸鸡块火爆美国,泰森食品作为麦当劳的供应商之一,成为了世界500强企业之一。

另一方面,针对零售端市场,泰森食品不仅依靠新产品开拓市场,还通过打造品牌提升产品溢价。虽然1960s餐饮业开始起步发展,但泰森食品的销售渠道仍以零售为主。根据 FundingUniverse 数据,1969年公司70%的收入来自于零售,因此深耕零售渠道也尤为重要。1960s泰森食品在超市推出了包装上印有自主品牌 Tyson's Pride®的童子鸡,是当时最早的禽肉品牌之一。根据泰森食品年报(2001)记载,泰森已经是美国唯一的全国性鸡肉品牌。一项 CRI 跟踪研究显示,当消费者被要求说出一个鸡肉品牌时,51%的受访者会首次说出“泰森”,意味着泰森已经成为美国领先食品饮料品牌之一。



图37 泰森鸡肉饼



资料来源：泰森食品官网，海通证券研究所

图38 泰森童子鸡



资料来源：泰森食品官网，海通证券研究所

### 2000s 至今：打造国际一流农牧食品巨头

泰森食品早在 20 世纪末就已经尝试过通过并购等方式从鸡肉行业跨界进入牛肉、猪肉和水产行业，但经营业绩不佳，甚至于 1999 年出售了旗下的海鲜业务。Don Tyson 将跨界经营定义为失败的战略，而其子 John H. Tyson 则认为此前的跨界失败是因为规模不够，只有形成足够的规模才可以有效地为客户服务。

跨界并购，打造综合肉制品巨头。在 2000 年已是泰森食品董事长的 John H. Tyson 接任公司 CEO 职位，将公司重新定义为多元化肉类生产企业，像其父一样带领公司进入新的急速扩张期，并于 2001 年以 1.6 倍的市净率估值收购了比自身规模大一倍的红肉加工企业 IBP，该公司为当时世界上最大的优质牛肉和猪肉产品供应商，同时亦拥有自己的预制食品品牌；此项并购使得泰森食品一举成为世界上最大的鸡肉、猪肉和牛肉综合供应商。公司亦继续积极发展预制食品业务，2014 年 8 月以 16.7 倍的 EV/EBITDA 估值，花费 85.5 亿美元收购了预制食品公司 Hillshire Brands；2017 年 6 月又以 2.7 倍的 EV/EBITDA 估值，花费 42 亿美元收购了 AdvancePierre Foods。

表 8 泰森食品历年跨界相关事件

相关行业	时间	事件
猪肉	1977 年	收购 First Colony Farms 旗下的生猪加工厂
	1989 年	收购猪肉深加工企业 Henry House
	1992 年	收购密苏里州的一家生猪屠宰厂
	2001 年	收购红肉加工企业 IBP
牛肉	1989 年	收购 Quik-to-Fix 和 Harker 的牛肉部门
	1994 年	收购牛肉加工与深加工企业 Gorges Foodservice
	1997 年	出售 Gorges 和 Quik-to-Fix 的牛肉加工厂
	2001 年	收购红肉加工企业 IBP
	2007 年	与 Cactus Feeders 在阿根廷合资成立首家牛肉一体化公司
	2012 年	退出在阿根廷的一体化牛肉合资公司
海鲜	1992 年	收购 Arctic Alaska 渔业公司和 Louis Kemp 海鲜公司
	1995 年	收购 Multifoods Seafood 海鲜公司
	1999 年	出售泰森海鲜业务

资料来源：Tyson Investor Fact Book 2019，海通证券研究所



布局海外，与全球蛋白质消费市场共成长。根据泰森 2019 年投资者关系日报告援引 Euromonitor 数据，98% 的全球蛋白质消费增量将出现在美国市场之外，其中 70% 的增量将来自于亚洲。泰森食品于 2001 年就在上海成立办事处，并于山东诸城建立鸡肉加工厂，又先后成立江苏泰森和全资收购山东泰森。2018-2019 年，泰森食品又收购了专供出口的肉禽加工企业 Keystone Foods 以及 BRF S.A. 的泰国和欧洲部门。

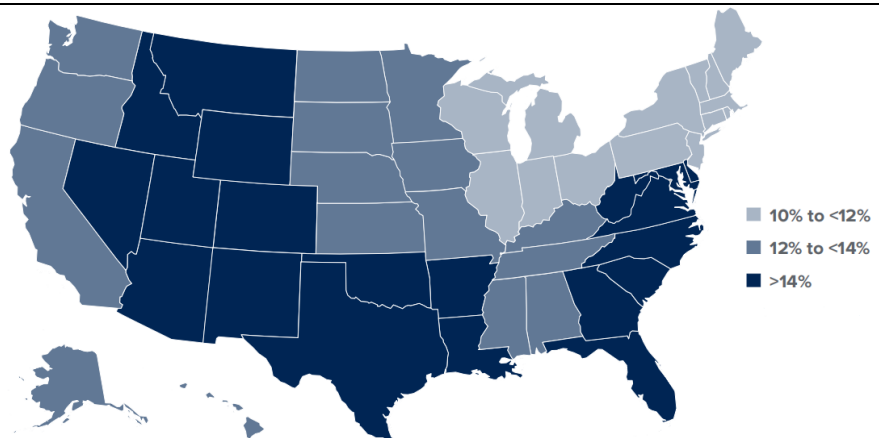
图39 泰森食品收购 Keystone 和 BRF 后的全球业务分布图（除美国外）



资料来源：泰森食品 2019 年投资者关系日报告，海通证券研究所

布局新兴食品领域，紧追时代浪潮。2016 年泰森食品投资 1.5 亿美元成立了泰森风险投资基金，用于投资有发展前景的初创企业。我们认为，一方面这些初创企业可以受益于泰森食品的规模得以更好地发展，另一方面泰森食品也可以捕捉到产业发展的前沿技术与趋势。鉴于蛋白质替代性食品的崛起，泰森食品于 2016 年投资植物源蛋白质生产企业 Beyond Meat，获得其 5% 的股权，之后又于 2018 年投资了细胞培养人造肉企业 Memphis Meats。

图40 2016-2019 年美国各州蛋白质替代食品 3 年复合增长率

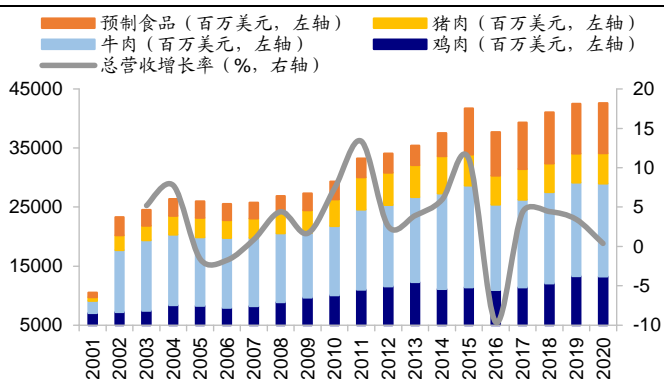


资料来源：泰森食品 2019 年投资者关系日报告，海通证券研究所

### 2.3.3 经营现状：预制食品利润贡献度上升，整体盈利能力显著提升

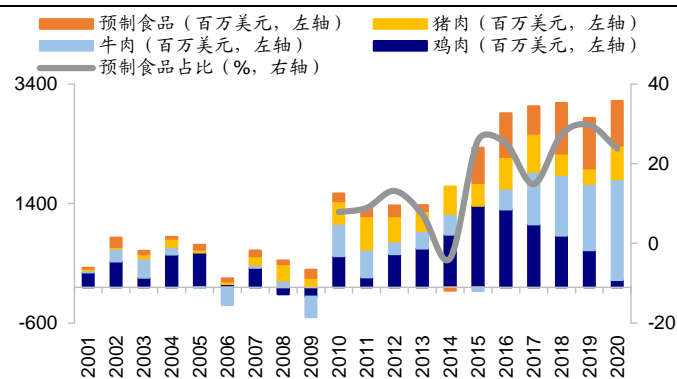
2001-2020 年，通过收购 IBP 及往后的大型并购事件，公司总营收由 105.63 亿美元增长至 431.85 亿美元，年复合增长率达 7.7%；预制食品业务营收规模则从 8.18 亿美元增长至 85.32 亿美元，年复合增长率达 13.1%。营业利润方面，2001-2020 年公司总营业利润从 3.16 亿美元增长至 31.14 亿美元；自 2014 年收购 Hillshire Brands 后，预制食品业务营业利润由 2010 年的 1.24 亿美元上升至 2020 年的 7.43 亿美元，占比相应地由 7.9% 提升至 23.8%，目前已成为公司第二大利润来源。

图41 2001-2020 年泰森食品分部门营收 (百万美元)



资料来源：泰森食品年报（2001-2020），海通证券研究所

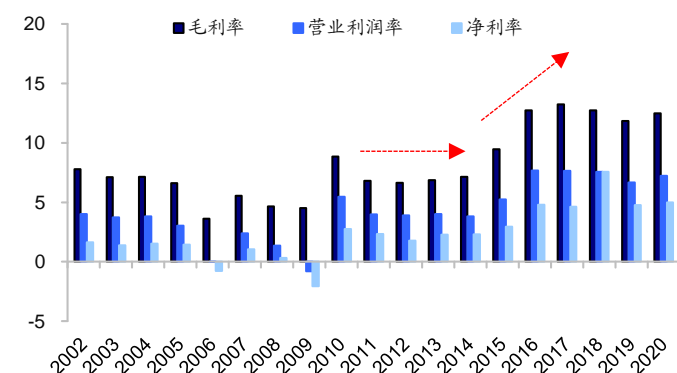
图42 2001-2020 年泰森食品分部门营业利润 (百万美元)



资料来源：泰森食品年报（2001-2020），海通证券研究所

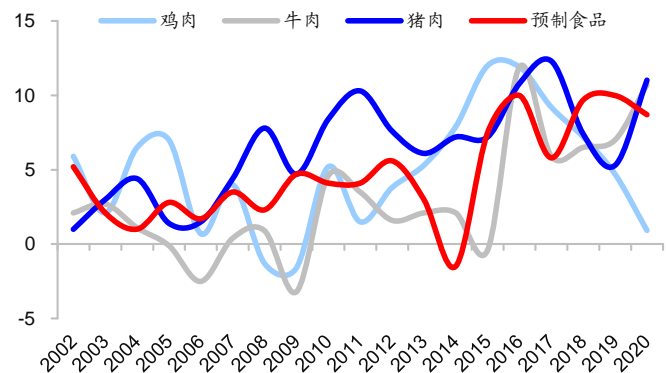
自2014年收购Hillshire Brands后，公司整体盈利能力提升显著。2014-2019年，公司毛利率由7.1%持续提升至11.8%，上升4.7个百分点；净利率则由2.3%提升至4.8%，上升2.5个百分点。2020年，虽然鸡肉业务对盈利能力有所拖累，但依靠牛肉和猪肉业务稳中有升的营业利润率以及预制食品相对稳定的营业利润率，公司整体营业利润率和净利率仍分别录得7.2%、5.0%。

图43 2002-2020 年泰森食品三大利润率 (%)



资料来源：泰森食品年报（2002-2020），海通证券研究所

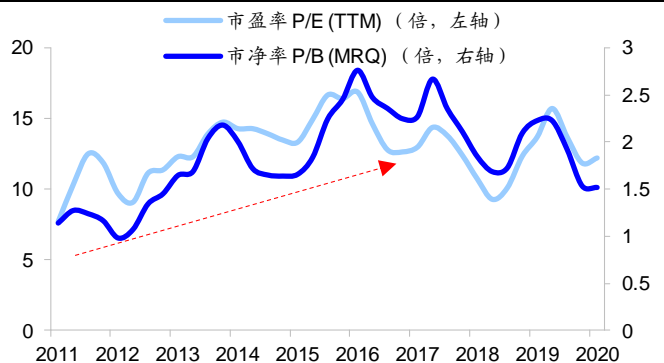
图44 2002-2020 年泰森食品分部门营业利润率 (%)



资料来源：泰森食品年报（2002-2020），海通证券研究所

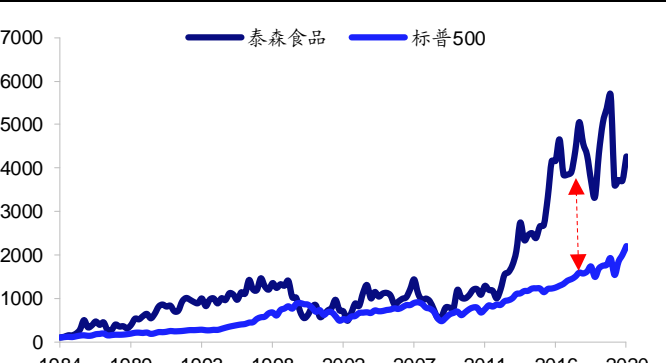
从资本市场的反应来看，投资者对于公司过去几年预制食品业务利润贡献度和盈利能力的提升表现出了积极的态度。2011-2017年，公司P/E和P/B估值水平均有较大幅度的提升，同时期公司股价涨幅远好于大盘。

图45 泰森食品市盈率与市净率



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图46 泰森食品股价 (美元) 与大盘指数



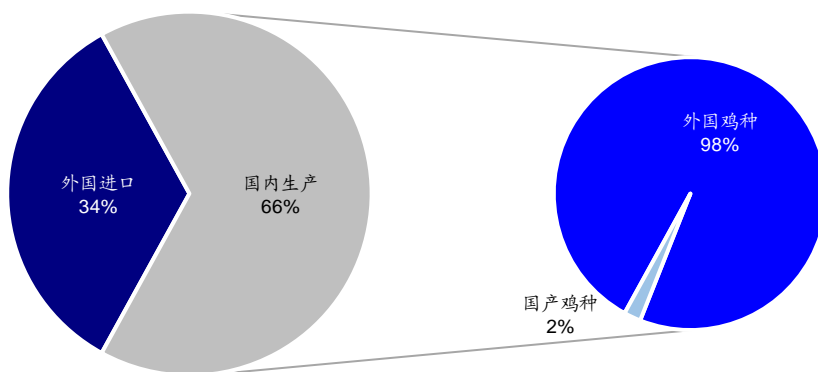
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所；注：设1984年为基准值100

### 3. 日本：冷链系统保障鸡肉消费的典范

#### 3.1 日本鸡肉家庭消费占比近半，冷链系统保障零售端鲜品销售

2018 年日本人均鸡肉消费量为 19.5kg。根据 MAFF 数据，2018 年日本鸡肉消费量为 251 万吨，人均消费鸡肉 19.5kg；2016 年日本鸡肉自给率约为 66%，其中国内生产所用鸡种 98%为外国鸡种。国产鸡种称为“名牌鸡”或“地鸡”，与注重生产效率的肉鸡相比，更重视味道与口感，在用料和养殖方法等方面也有所不同。

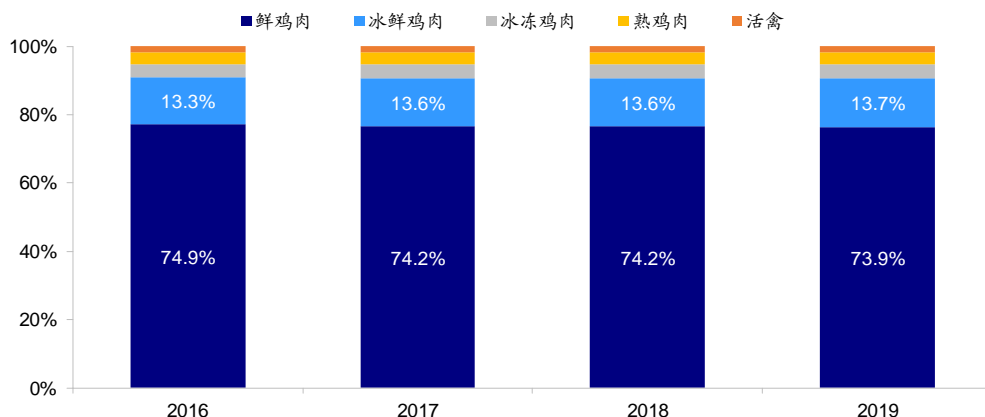
图47 2016 年日本鸡肉自给率与国内生产所用鸡种比例



资料来源：MAFF，海通证券研究所

日本鸡肉家庭消费渠道占比高达 40%，零售端消费产品以鲜鸡肉和冰鲜鸡肉为主。家庭消费是日本鸡肉消费的重要渠道，根据 MAFF 数据，2018 年日本人均鸡肉年家庭消费占比为 40%。零售端方面，根据加拿大政府官网援引 Global Data 数据，日本鸡肉 C 端消费品类可分为鲜鸡肉、冰鲜鸡肉、冰冻鸡肉、熟鸡肉和活禽，2019 年鲜鸡肉销量占比高达 74%，是日本鸡肉零售端最主要的消费品类；熟鸡肉和活禽占比较低，合计约 5%。日本低温鸡肉制品主要为冰鲜鸡肉，2019 年冰鲜鸡肉销量占比约为 14%，远高于冰冻鸡肉销量占比的 4%。

图48 2016-2019 年日本鸡肉零售端分品类销售重量占比



资料来源：GlobalData，加拿大政府官网，海通证券研究所

冷冻鸡肉利用的是传统的冷库冷冻技术，把经过屠宰的鸡快速降温使其冻结，然后在低于 -18℃ 条件下进行存储。冰鲜鸡肉则是把屠宰后的鸡通过冰水冷却、风冷等方式降至 0℃~4℃，在后续的包装、加工、流通和零售过程中始终保持 0℃~4℃ 的温控条件。

与冰冻鸡肉相比，冰鲜鸡肉是一种更为高级的消费形式，在日本冰鲜鸡肉比冰冻鸡肉更受欢迎。由于无须经过冷冻和解冻过程，冰鲜鸡肉中重要的营养成分如蛋白质、矿物质、维生素等大部分保留，冰鲜鸡在冷链状态下还能在肉体表面形成一层干燥膜，减缓肉体水分挥发。因此，保质期内的冰鲜鸡肉色泽鲜艳，肉质更为柔软，口感更佳。但冰鲜鸡肉的保鲜期比冷冻食品要短，需要尽快从生产地运达目的地，甚至还需要空运，因此物流成本较高，价格也比冰冻鸡肉更贵。而鲜鸡肉虽然无须像冰鲜鸡肉一样冷却至 0℃~4℃，但在较低温度下储存运输，也能够抑制细菌繁殖，延缓食材新鲜度的流逝。

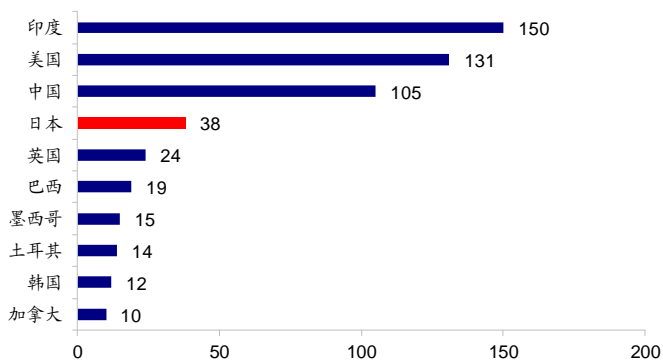
表 9 冰冻鸡肉与冰鲜鸡肉主要区别

	冰冻鸡肉	冰鲜鸡肉
储存温度	<-18℃	0~4℃
保鲜期	9~12 月	1~2 天
物流成本	较低	较高
口感	冰冻肉质变性，口感劣化	色泽鲜艳，肉质柔软，口感佳
营养成分	部分细胞组织遭到破坏	大部分营养成分保留

资料来源：USDA，《冰鲜鸡肉、冷冻鸡肉、生鲜鸡肉的保鲜度营养成分有区别吗》（刘宇），海通证券研究所

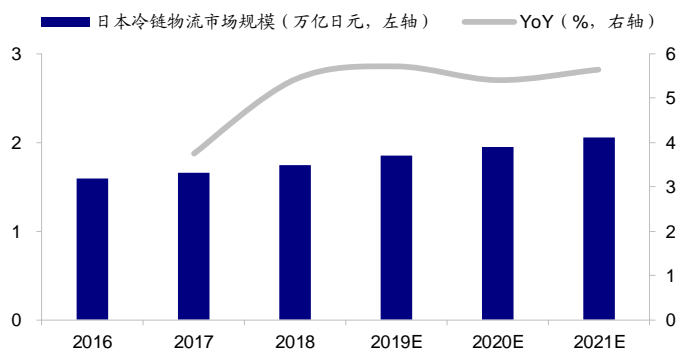
日本发达的冷链系统保障餐饮端和零售端鸡肉消费。日本如今已构建起贯穿生产端和消费端的完整冷链物流系统，在技术、设备系统、运营管理、市场成熟度等各方面均居于世界领先水平，农产品、水产品、畜禽产品等基本上实现了 100%冷链运输。

图49 2018 年全球前十大冷库容量国家（百万立方米）



资料来源：Statista，海通证券研究所

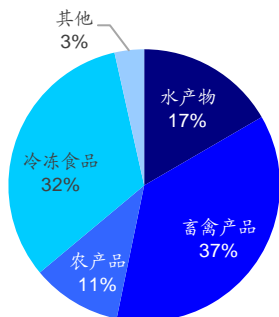
图50 2016-2021E 年日本冷链物流市场规模



资料来源：Statista，海通证券研究所

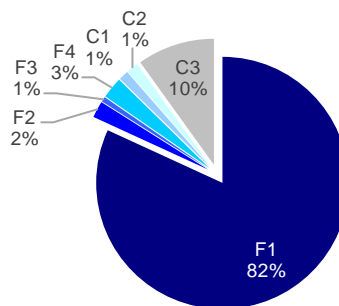
根据日本冷藏仓库协会，2019 年日本主要都市的冷库出库 895 万吨食品，其中畜禽产品 328 万吨，达到总出库重量的 37%。《日本冷库法》将冷库划分为 7 等级温度带，而包括鸡肉制品在内的肉类主要集中在 -30℃~+10℃ 范围内进行储存和运输。目前，日本 C 级冷库中以 C3 级冷库居多，为冰鲜鸡肉提供了较好的储运基础。

图51 2019 年日本主要都市冷库出库品类重量占比



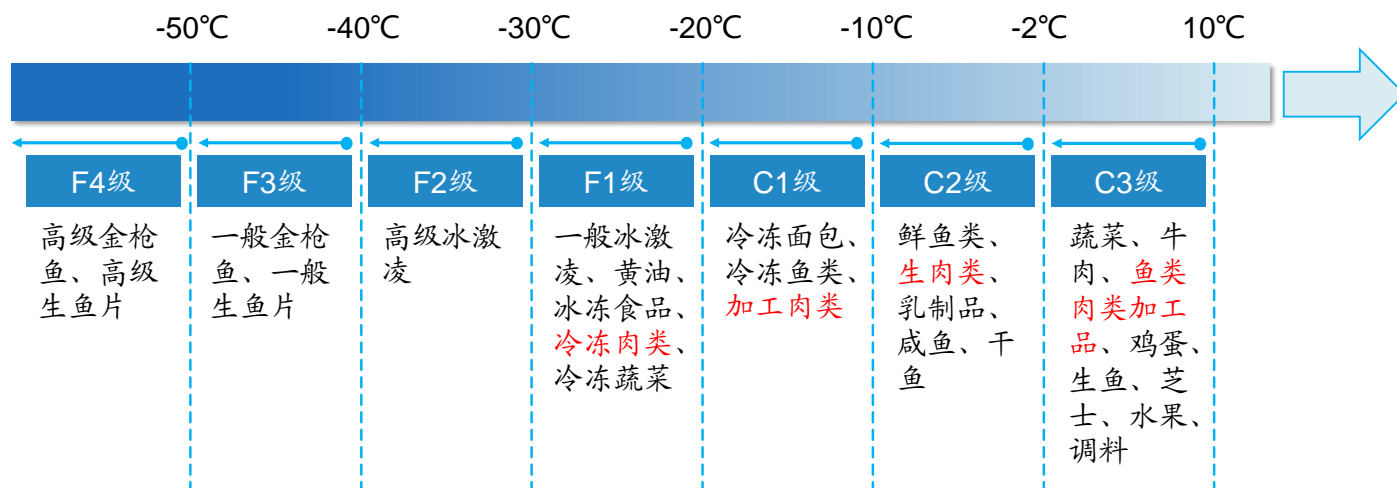
资料来源：日本冷藏仓库协会，海通证券研究所

图52 2019 年底日本各等级冷库容量占比



资料来源：日本冷藏仓库协会，海通证券研究所

图53 日本冷库温度带划分标准



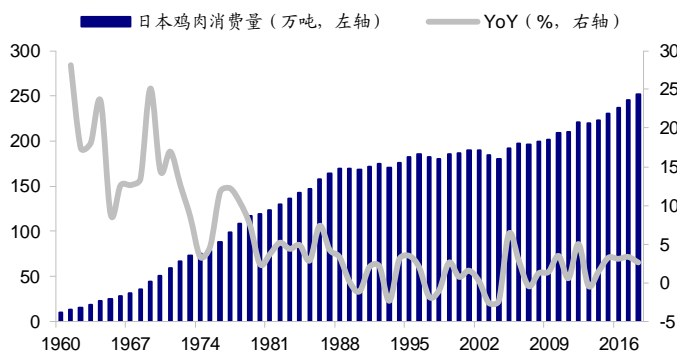
资料来源：中物联冷链委，中国冷链物流发展报告 2018，海通证券研究所

### 3.2 健康需求渐盛，叠加冷链系统保障储运驱动鸡肉消费增长

#### 3.2.1 日本人均鸡肉消费量稳定增长，家庭消费先降后升

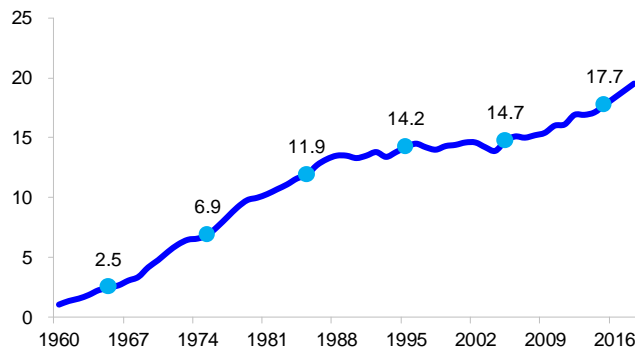
根据 MAFF 数据，1960-1990 年日本鸡肉消费经历了第一轮大幅增长，消费总量由 1960 年的 10 万吨增长至 1990 年的 168 万吨，人均鸡肉年消费量也相应地由 1.1kg 增长至 13.3kg，CAGR 分别高达 9.7% 和 8.7%。此后从 1990 年至 21 世纪初日本受到经济危机困扰，人均鸡肉消费量增长基本陷入停滞。2005-2018 年，日本迎来新一轮鸡肉消费增长长期，消费总量从 192 万吨增长至 251 万吨，人均鸡肉年消费量也从 14.7kg 上升至 19.5kg，CAGR 分别为 2.1% 和 2.2%。

图54 1960-2018 年日本鸡肉消费量



资料来源：MAFF，海通证券研究所

图55 1960-2018 年日本人均鸡肉年消费量 (kg)

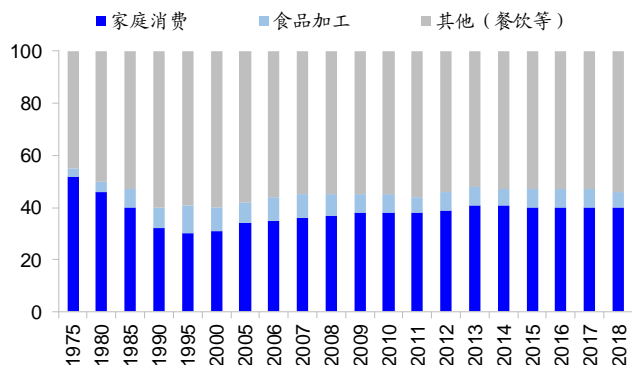


资料来源：MAFF，海通证券研究所

受餐饮业的迅速发展影响，上世纪 70 年代末开始日本鸡肉家庭消费占比逐年下降。根据 MAFF 数据，该比例由 1975 年的 52% 下降至 1995 年的 30%。但作为日本鸡肉的重要消费渠道，进入 20 世纪后，鸡肉的家庭消费占比开始回升，近 10 年来一直维持在 40% 左右的较高水平。与此同时，根据 ALIC 数据，日本人均鸡肉年家庭消费量由 2005 年的 3.69kg 上升至 2018 年的 5.73kg，是同期日本鸡肉消费上升的重要驱动因素之一。

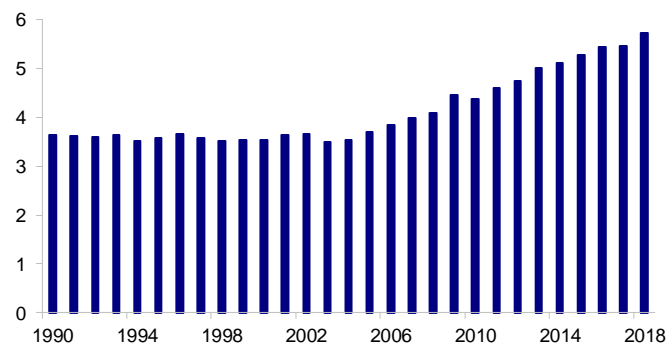


图56 1975-2018 年日本鸡肉消费渠道结构 (%)



资料来源：MAFF，海通证券研究所

图57 1990-2018 年日本人均鸡肉家庭消费量 (kg)



资料来源：ALIC，海通证券研究所

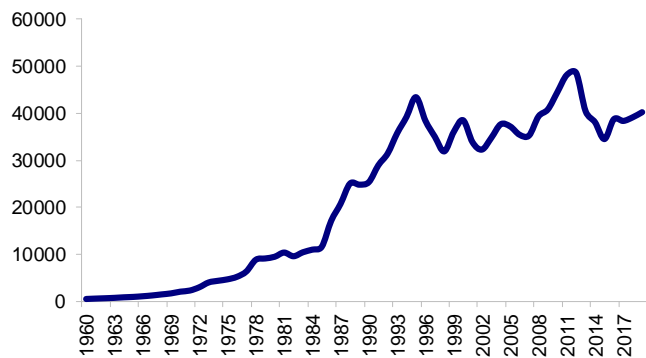
### 3.2.2 探究需求端：人口老龄化严重，健康需求旺盛

我们认为，日本鸡肉消费需求增长的根本原因同样是经济增长与社会文明进步；除此之外，发达的冷链物流系统、餐饮与便利店等销售渠道以及冰箱、微波炉等家电的覆盖均为日本鸡肉消费增长提供了保障。

与美国类似，一方面，随着日本经济增长，消费者的健康需求会增长，从而增加购买相对畜肉更加健康的鸡肉。另外，由于日本医疗、生活水平的提高和晚婚晚育进一步发展，使得人均寿命延长，死亡率与出生率降低，最终导致了严重的人口老龄化。中老年群体拥有相较于年轻群体更强的健康需求，对日本鸡肉消费有不容忽视的促进作用。

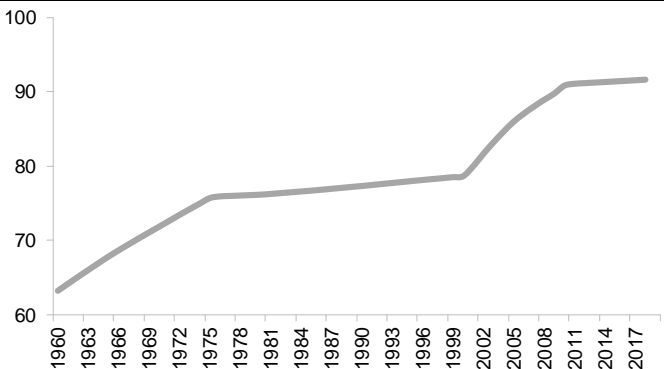
另一方面，日本的户均人数下降也直接导致了消费者对就餐的便利需求增加，而日益风靡的西式快餐、便捷的便利店系统和冰箱、微波炉等家电的覆盖帮助鸡肉产品更好地触及消费者，以解决其便利就餐需求，从而保障了鸡肉消费持续增长。

图58 1960-2019 年日本人均 GDP (美元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图59 1960-2019 年日本城市化率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

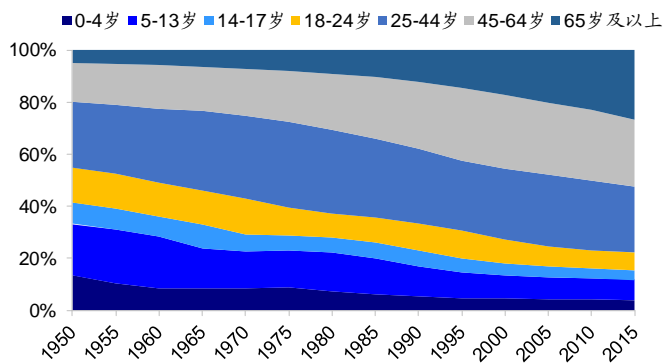
日本人口老龄化压力逐渐显现，中老年群体的健康需求促进鸡肉消费增长。作为老牌发达国家，近年来日本人口老龄化问题不断加重。1960-1990 年日本中老年人口比例显著提升，45 岁以上人口比例从 22.4% 上升至 37.7%，超过总人口的三分之一。2015 年的人口普查数据显示，日本 65 岁以上人口比例达到 26.6%，与之相对应的是 24 岁以下人口比例仅占总人口的 22.2%。

老年人出于健康考虑需要摄入更多蛋白质，而鸡肉作为低脂肪、高蛋白的肉类更受老年群体青睐。根据论文《老年人的蛋白质摄入量和骨病》，蛋白质摄入不足是导致老年人骨质疏松的重要原因。蛋白质营养不良导致老年人骨量减少，而且会通过改变肌肉功能导致骨质疏松性骨折的发生；而补充蛋白质可明显减少住院患者康复治疗的时间。



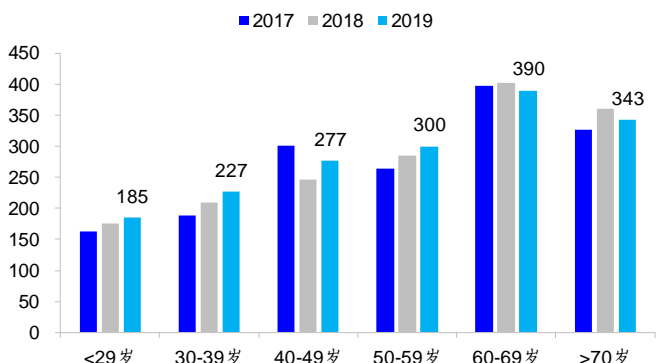
根据日本政府统计门户网站 e-Stat 数据，2019 年 60-69 岁的日本单人户主月均支出 390 日元用于鸡肉消费，70 岁以上则月均支出 343 日元，皆高于其他年龄群体的户主。与此同时，2017-2019 年 29 岁以下、30-39 岁和 50-59 岁这三个年龄段的月均鸡肉支出都呈现出小幅上升趋势。我们认为，在日本老年群体比重不断上升的大背景下，由于鸡肉具有较强的健康属性并且柔软易食，老年人逐渐成为了日本鸡肉的重要消费群体，其他年龄段群体逐渐增长的健康需求也推动了鸡肉消费需求增长。

图60 1950-2015 年日本人口结构占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

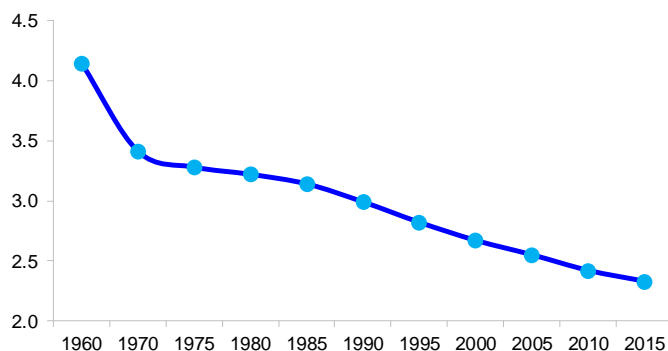
图61 日本各年龄段单人户主的月均鸡肉支出（日元/户）



资料来源：e-Stat，海通证券研究所

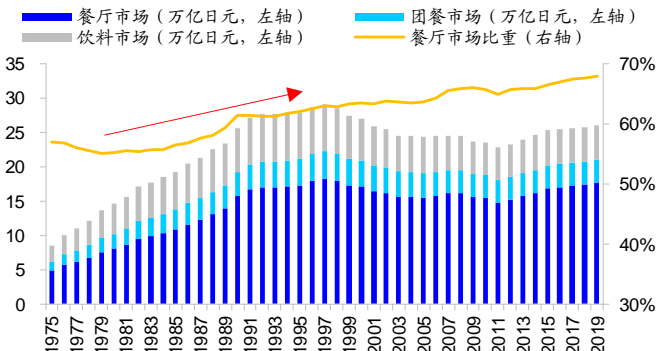
**便利需求增长催化餐饮市场规模迅速扩大，禽肉消费增长提速。**上世纪 70-80 年代日本经济高速发展，伴随户均人数急速下降，居民便利就餐需求迅速增长，国内餐饮市场同步扩大。日本外食协会将日本餐饮市场划分为营业给食（餐厅）、集团给食（团餐）、料饮部门（饮料）三大部分，上世纪 70-80 年代三大市场规模均录得高增，而餐厅市场增长速度最快，在三大市场中的占比持续上升。2019 年，日本餐厅市场规模达到 17.7 万亿日元，占三大市场合计规模比重达到 68%，已经成为日本餐饮行业的核心组成部分。

图62 1960-2015 年日本户均人数（人）



资料来源：日本统计局，海通证券研究所

图63 1975-2019 年日本餐饮市场规模



资料来源：日本外食协会，海通证券研究所

在这些餐厅中，西式快餐如肯德基、麦当劳等品牌与鸡肉消费关系最为密切。我们认为，于 1970s 兴起的日本西式快餐极大地促进了日本鸡肉消费的快速增长。西式快餐巨头肯德基于 1970 年进入日本市场，当时 1970 年大阪世博会刚刚召开，叠加日本经济腾飞后对外开放提速，时代气息开始向“西洋化”转变，特别是“美利坚文化”在当时被看作是走在时代前沿的潮流象征，开始融入日本人的正常生活。日本肯德基抓住这一机遇，1974 年推出“Kentucky for Christmas”的口号，通过品牌推广将西式快餐与圣诞节联系在一起。此后日本肯德基每年都会进行大规模的圣诞宣传推广和促销活动。

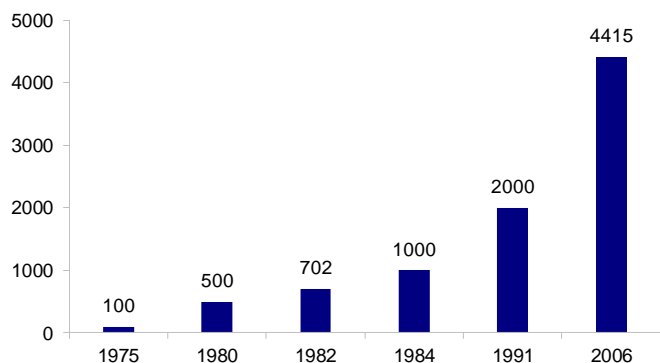
另一西式快餐巨头麦当劳于 1971 年进入日本市场，并开设“汉堡大学”培育人才，在之后的 30 年间也发展迅猛。1975 年日本麦当劳的营业收入仅 100 亿日元左右，1982 年已增长至 702 亿日元，成为日本快餐行业的销售额冠军。2006 年日本麦当劳总营收达到 4415 亿日元，刷新了 5 年内的最高纪录，助推日本进入新一轮鸡肉消费增长期。

图64 肯德基日本圣诞节推广产品



资料来源：KFC Holdings Japan Ltd.，海通证券研究所

图65 1975-2006 年日本麦当劳总营业收入（亿日元）

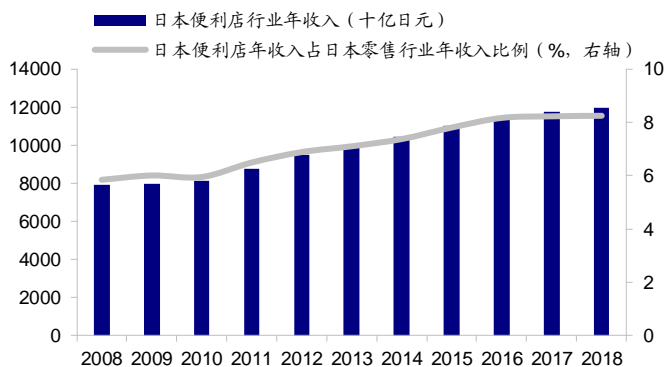


资料来源：麦当劳（日本）官网，海通证券研究所

日本便捷的便利店系统可大量销售加工食品，助推鸡肉 C 端消费。我们认为，便利店不同于超市，多建立在社区的一隅、街角，是最贴近住宅区域的场所。作为老牌发达国家，日本居民对生活品质有较高的要求，而便利店系统是离家最近的生活必需品补给站，这些特点赋予日本便利店广阔的成长空间。日本成熟的冷链系统也很好解决了由于贴近生活区域带来的运输方面的难题，便利店系统在日本得以快速成长。

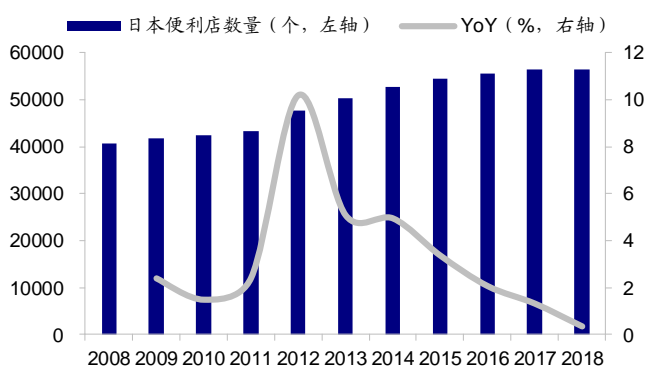
根据 LAWSON INTEGRATED REPORT 2019 数据，2018 年日本便利店收入达到 11.98 万亿日元；便利店行业总收入在当年日本零售行业总收入当中所占的比重约为 8.3%；全日本则拥有逾 56500 家便利店。

图66 2008-2018 年日本便利店行业年收入与零售行业占比



资料来源：LAWSON INTEGRATED REPORT 2019，海通证券研究所

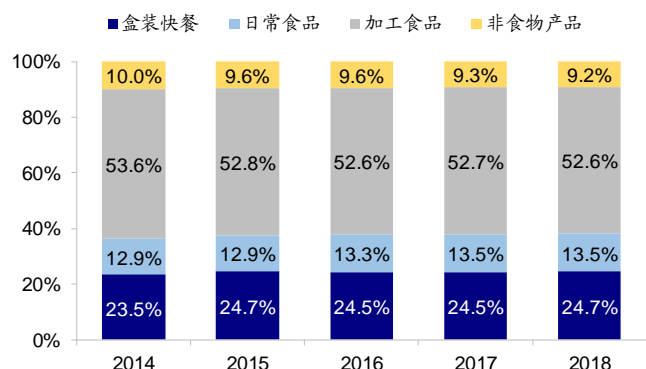
图67 2008-2018 年日本便利店数量与同比增速



资料来源：LAWSON INTEGRATED REPORT 2019，海通证券研究所

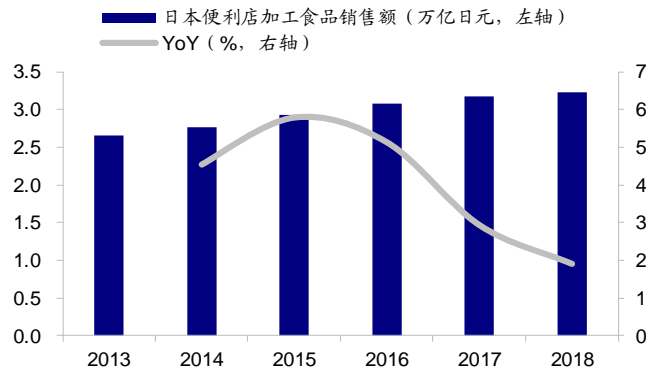
加工食品则因其便捷的特性在便利店广泛销售，根据 LAWSON INTEGRATED REPORT 2019 数据，2018 年日本罗森有 52.6% 的销售收入来自加工食品。日本成熟的便利店系统为鸡肉 C 端消费提供天然的场所，罗森主要销售品类盒装快餐、日常食品和加工食品当中均包含鸡肉产品。我们认为，日本成熟的便利店系统帮助便利和健康的鸡肉 C 端产品更好地触及消费群体，是驱动人均鸡肉消费量持续增长的重要因素。

图68 2014-2018 年日本罗森各品类销售收入占比



资料来源：LAWSON INTEGRATED REPORT 2019，海通证券研究所

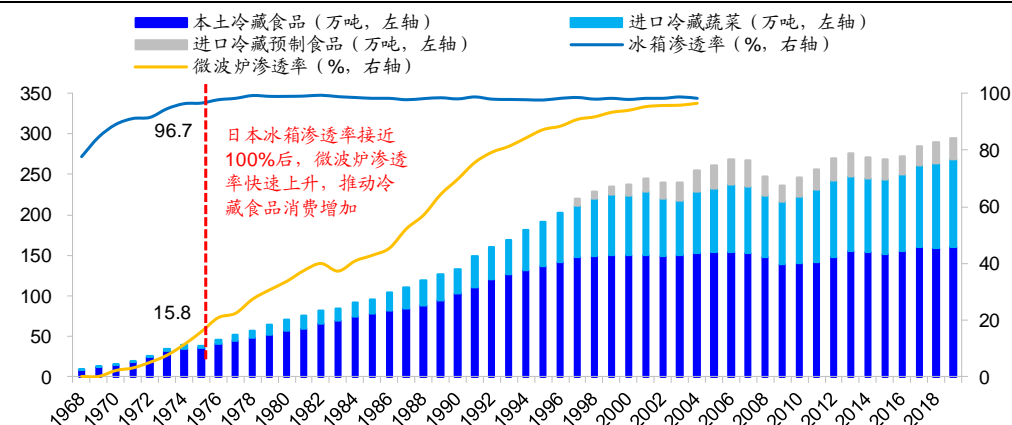
图69 2013-2018 年日本便利店行业加工食品销售额



资料来源：Statista，海通证券研究所

日本家庭家电普及与冷库容量增长助推冷藏食品和低温肉制品消费量大幅增加。根据日本内阁府数据，1975 年日本冰箱渗透率达到 96.7%；微波炉普及率也在上世纪 70-80 年代快速上升，由 1970 年的 2.1% 上升至 1990 年的 69.7%，同期日本国内冷藏食品消费量大幅增加。

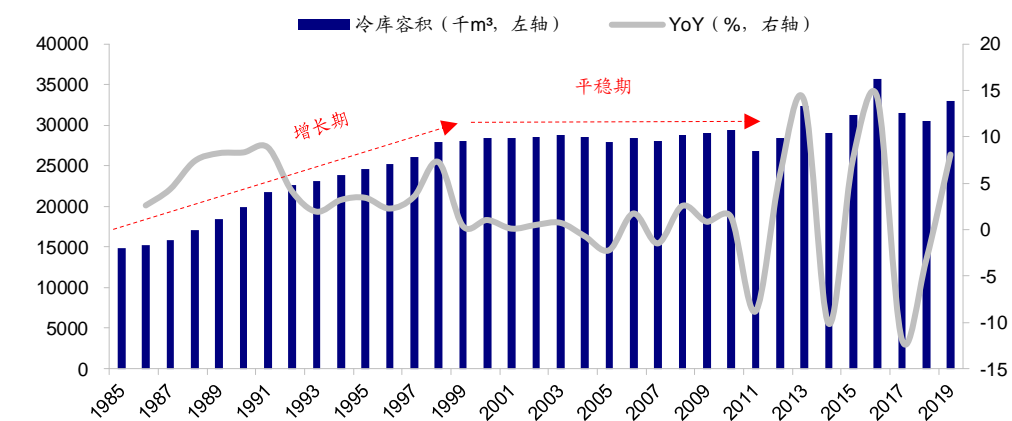
图70 1968-2019 年日本冷藏食品消费量与相关家电渗透率



资料来源：日本冷冻食品协会，日本内阁府，海通证券研究所

日本冷库的全面建成也保障了低温肉制品的消费。根据日本国土交通省数据，日本全国冷藏仓库容量自上世纪 80 年代开启稳步增长，由 1985 年的 1479.7 万立方米增长至 2000 年的 2837.8 万立方米，CAGR 可达 4.4%。

图71 1985-2019 年日本冷藏仓库容积与同比增速

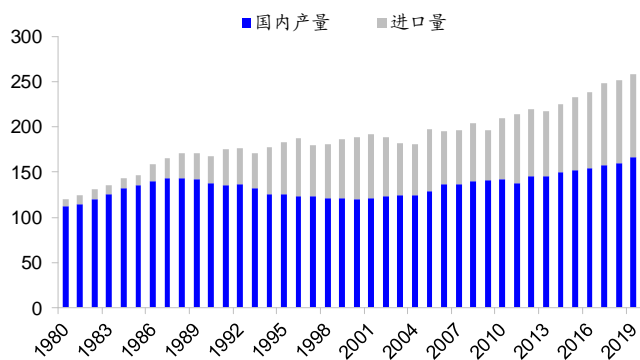


资料来源：日本国土交通省，海通证券研究所

### 3.2.3 探究供给端：肉鸡工业化生产提升供应能力

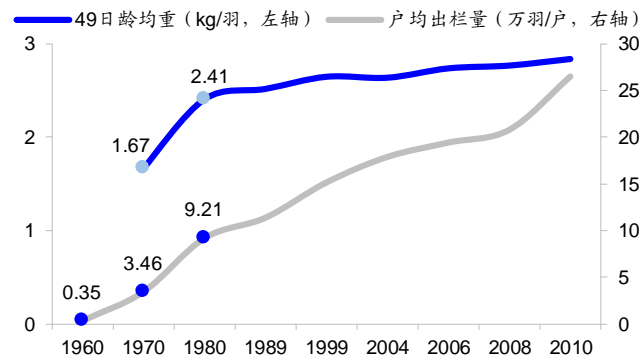
在二战刚结束后不久，日本的禽养殖模式仍以农村家庭自养用于产蛋为主，所用饲料也是价格低廉甚至免费的。随着 1950s 开始从美国进口廉价粮食、1960s 早期从美国引进最新的肉鸡品种、以及 1970s 肉鸡企业借鉴美国行业经验开始全产业链一体化整合，日本国内的肉鸡生产效率和供应能力得到大幅提升。根据 MAFF 数据，1970-1980 年，日本肉鸡的 49 日龄均重从 1.67kg 大幅提升至 2.41kg；户均出栏量也从每户 3.46 万羽攀升至 9.21 万羽。根据 MAFF 数据，1987 年日本鸡肉产量已达到 140 万吨，2019 年又突破了 160 万吨。

图72 1980-2019 日本鸡肉国内产量和进口量（万吨）



资料来源：MAFF，海通证券研究所

图73 1960-2010 年日本肉鸡 49 日龄均重与户均出栏量



资料来源：MAFF，海通证券研究所

## 3.3 依托鲜肉产能拓展食品业务的日本肉类巨头——日本火腿

### 3.3.1 日本火腿：垂直一体化体系成熟，聚焦鲜肉和食品业务

日本火腿是一家集鲜肉、加工食品、水产品、乳制品、天然调味品和保健食品为一体的大型食品企业。日本火腿的前身为 1942 年建立的德岛肉食加工厂，公司在近 80 年的成长历程中，通过拓展上游养殖业务以及丰富下游食品业务品类，逐渐成为日本首屈一指的肉类企业。2020 财年，公司在日本猪肉、牛肉、鸡肉的销售数量均处于第一位，营业收入和归母净利润分别达到 1.23 万亿日元、189.33 亿日元。

公司已经形成了从农场到餐桌的垂直一体化运营体系。在日本和海外，公司从生产、养殖到包装加工各环节均拥有自己的农场和工厂，同时涉及寄售、分销环节，致力于销售安全、优质的新鲜肉类。从育种到终端销售的垂直一体化管理保障公司高品质鲜肉的生产；在保证肉类稳定供应的同时，还可以降低牲畜疾病等风险。

图74 日本火腿垂直一体化运营体系

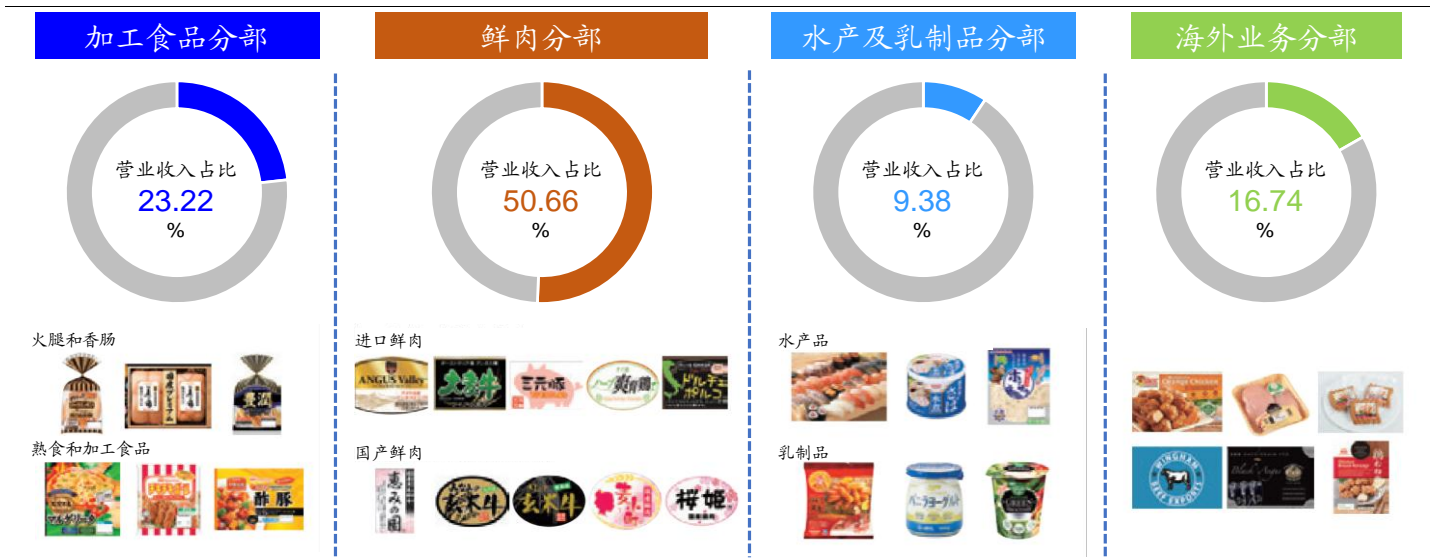


资料来源：NH Foods Group Integrated Report 2019，海通证券研究所



**鲜肉业务为公司支柱业务。**2020 财年，公司有 50.66%的营业收入来源于鲜肉分部，主要产品包括进口鲜肉和国产鲜肉；23.22%的营业收入来源于加工食品分部，主要产品包括火腿、香肠及其他熟食和加工食品。

图75 2020FY 日本火腿主要业务分部营业收入占比以及产品展示

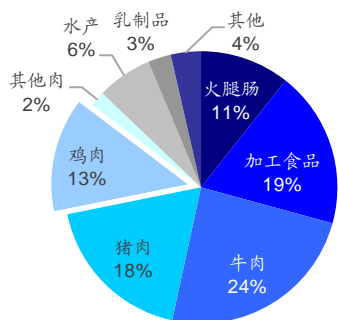


资料来源：日本火腿官网，NH Foods Group Integrated Report 2018，海通证券研究所；注：未计入抵消调整分部

公司鲜肉业务在日本处于领先地位，有望借助渠道扩展进一步提升市占率。2019 财年公司鲜肉产品占据国内 20.1%的市场份额，牛肉、猪肉、鸡肉三大细分品类市占率均为国内第一，其中鸡肉约 48%来源于外购。2020 财年，公司的国内鲜肉市场占有率进一步提升至 20.8%。

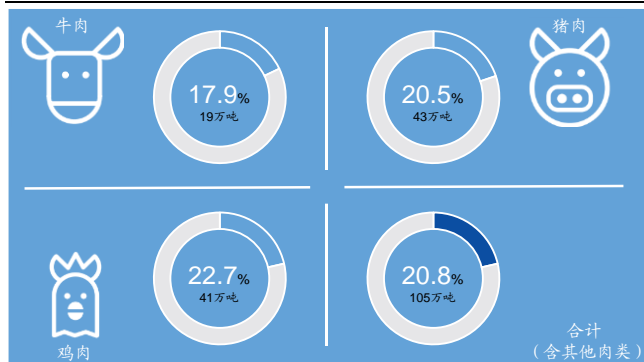
公司在 NH Foods Group Integrated Report 2019 中透露，在日本消费的约 500 万吨鲜肉中，估计约 60%由大型批发商和食品加工企业消费，公司在相关渠道占比可达 26%；剩余的 40%由便利店、餐饮企业等消费，公司目前占比仍较低。公司长期目标是通过探索便利店、餐饮企业等具备较大成长空间的渠道，占据国内 25%的鲜肉销售份额。

图76 2020FY 日本火腿分产品营业收入结构



资料来源：2020FY 日本火腿决算说明资料，海通证券研究所

图77 2019FY 日本火腿鲜肉分品类市占率



资料来源：NH Foods Group Integrated Report 2019，海通证券研究所

公司加工食品分部拥有三大业务板块，向顾客传递“吃的乐趣”。2020 年 4 月，公司水产品业务、乳制品业务以及肉类提取和初级加工业务并入加工食品分部。从此加工食品分部拥有“火腿和香肠”、“加工食品”、“乳制品、水产品、肉类提取物和初加工食品”三大业务板块，并且各业务板块均有针对 B 端和 C 端客户的产品。

图78 日本火腿加工食品分部产品矩阵图

	火腿和香肠	加工食品	乳制品、海产品 肉类提取物、初级加工产品
C端	 <p>香肠 辣肠 火腿 火腿礼品套装</p>	 <p>中华名菜®系列 石垣工房®系列 鸡骨 鸡肉煎蛋饭 中国四川烧卖 大家的餐桌®系列</p>	 <p>酸奶 鲑鱼碗 烟熏奶酪</p>
B端	 <p>商用肉饼 猪肉香肠</p>	 <p>汉堡牛排 猪排</p>	 <p>海鲜寿司 烤牛肉</p>

资料来源：日本火腿 Fact Book 2020，海通证券研究所

公司加工食品分部主张从顾客的角度开发产品，响应时代的需求并创造出引领时代的食品文化，从而履行该分部的使命——为顾客传递“吃的乐趣”。展望未来，该分部希望通过结合各产品线的产品研发优势充分发挥协同效应，丰富公司所传递的“乐趣”。

### 3.3.2 日本火腿发展史：延展上下游产业链，依托鲜肉产能拓展食品业务

日本火腿在上世纪 40 年代初成立时仅从事火腿和香肠业务，60 年代末开始向产业链上游延展，建立农场开始拓展养殖事业。乘日本消费升级之东风，上世纪 80 年代公司不断推出新的食品品类，部分品牌成为爆款，奠定了公司在日本肉类行业领军者的地位。新千年以来，日本火腿着力于提高产品附加值、提升用户粘性，并开辟奶酪、海外事业等新的业务分部，目前已成为日本首屈一指的农牧食品企业。

图79 日本火腿发展历程

步步为营，上游产能稳步扩大			进军食品业务，丰富产品矩阵		积极拓展相关业务，开展全球化布局	
1950s	1960s	1970s	1980s	1990s	2000s	2010s
通过产业链延展实现发展目标						
<b>1942</b> 建立Tokushima加工工厂，开始生产火腿和香肠  <b>1951</b> 资本金150万日元，组织变更为德岛火腿（株）	<b>1962</b> 于东京证券交易所上市 <b>1963</b> 与鸟清火腿株式会社合并，改名“日本火腿株式会社” <b>1968</b> 建立Nippon肉鸡公司，即现在的White农场，开始农场事业	<b>1973</b> 建立Nippon猪肉公司（现Nippon Food Packer Kagoshima, Inc.） <b>1979</b> 成立日本火腿食品（株），正式开展加工食品事业	<b>1981</b> 进入水产业务；推出超薄切片火腿 <b>1985</b> 推出粗磨猪肉香肠 <b>1987</b> 推出鸡肉居家食用预制品 CHIKICHIKI Bone®	<b>1991</b> 在Tsukuba建立研发中心 <b>1993</b> 进入酸奶业务；建立鲜肉运输系统；开始鲜肉品牌推广 <b>1994</b> 推出预制中餐 <b>1995</b> 建立 Nippon Pure Food, Inc., 进入调味品市场	<b>2002</b> 建立Nippon Logistics Center, Inc., 通过大型物流中心开始运送鲜肉；推出本土鸡肉品牌 Sakurahime® <b>2003</b> 通过并购进入奶酪业务	<b>2013</b> 推出预制早餐 <b>2016</b> 推出即食汉堡 <b>2017</b> 收购乌拉圭育种与包装股份有限公司，扩展海外牛肉供应商

资料来源：日本火腿官网，NH Foods Group Integrated Report 2018，海通证券研究所



### 1950s-1970s: 步步为营，上游产能稳步扩大

公司在成立初期主营火腿和香肠业务。1942 年 3 月，日本火腿创始人冈崎骏（Yoshinori Okoso）在德岛建立了德岛肉类加工厂，主要从事火腿和香肠的生产和销售业务。在生产火腿和香肠七年之后，冈崎骏创立了德岛火腿公司，即为日本火腿的前身。当时日本处于战后经济重建时期，猪肉供应不足，公司经常用兔肉和鱼肉制作火腿和香肠，产品仍然供不应求。公司的火腿和香肠业务在 1950 年代保持稳定增长，1960 年成功在大阪证券交易所发行股票。两年后，该公司股票出现在东京证券交易所的第二板块，1967 年，该公司股票被提升至东京和大阪交易所的第一板块。

公司在 60 年代开始拓展上游养殖产能。为了掌控食品加工原料的供应，日本火腿于 1968 年成立了日本肉鸡公司（Nippon Bottines company），这是一家养殖生猪和肉鸡的工厂。此后，该公司陆续建立数个农场，开始从事农场养殖事业，产能稳步扩大。

### 1980s-1990s: 进军食品业务，丰富产品矩阵

日本经济发展为食品消费升级提供客观条件。随着经济水平不断提高，上世纪 70 年代日本人均 GDP 突破一万美元大关；收入稳步提高的日本民众不再满足于传统的肉类品类，冰箱、微波炉等电器的普及也在客观上为日本食品行业发展提供了条件。在当时日本消费升级的大趋势之下，鉴于食品业务蕴含着巨大的发展潜力，1979 年日本火腿食品株式会社顺势而生，公司正式开展食品业务。

公司陆续推出爆款产品，丰富食品业务矩阵。1981 年，日本火腿推出超薄切片火腿；根据 Reference for Business，该产品只有半毫米厚，成为该公司在火腿市场上最畅销的产品之一，甚至于 1982 年获得《日本经济新闻》（Nihon Keizai Shimbun）颁发的“年度最佳产品”奖。通过增加加工设备和引进新的食品生产线，该公司继续丰富产品矩阵，1985 年推出粗磨猪肉香肠、1987 年推出鸡肉预制食品品牌 CHIKICHIKI Bone®。

在日本饮食菜单中引入新的肉制食品，使得日本火腿在上世纪 90 年代成为日本最大的食品生产商之一。此后，公司一直保持着行业领先地位。公司在消费升级的关键节点进入食品业务，抢先布局完善产品矩阵，与日本国内鸡肉消费共同成长。

图80 日本火腿的“超薄切片火腿”产品



资料来源：日本火腿官网，海通证券研究所

图81 日本火腿的“SCHAU ESSEN”产品



资料来源：日本火腿官网，海通证券研究所

### 2000s 至今: 积极拓展相关业务，开展全球化布局

新千年后，公司深耕原有鲜肉业务并积极拓展其他相关业务。公司通过较早布局食品业务已获得较高市占率；进入 21 世纪，公司着力于提高产品附加值、提升用户粘性。2002 年，公司推出本土鲜鸡肉品牌 Sakurahime®, 即樱花牌鸡肉，实现鲜鸡肉品牌化。品牌化鲜肉可与普通鲜肉形成差异，有助于公司品牌力的提升。此外，公司开始积极拓展其他农牧食品相关业务。2003 年公司通过并购进入奶酪业务，业务多元化程度不断加深；2017 年公司收购乌拉圭育种公司，扩展海外牛肉产能。

公司全球化布局已现雏形。根据日本火腿 Fact Book 2020，公司已在海外 18 个国家和地区开展业务，主营鲜肉、水产品和加工食品等业务。公司的产品通过严格的质量控制体系进行生产和加工，在当地销售并运送到日本和世界其他国家的餐桌上。

图82 日本火腿全球业务布局

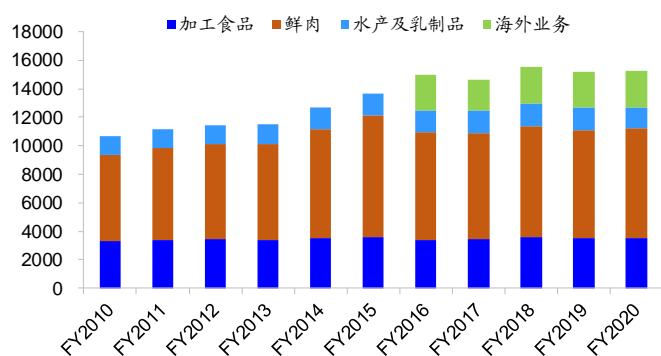


资料来源：日本火腿 Fact Book 2020，海通证券研究所

### 3.3.3 经营现状：鲜肉业务贡献主要利润，食品加工业务利润率较稳定

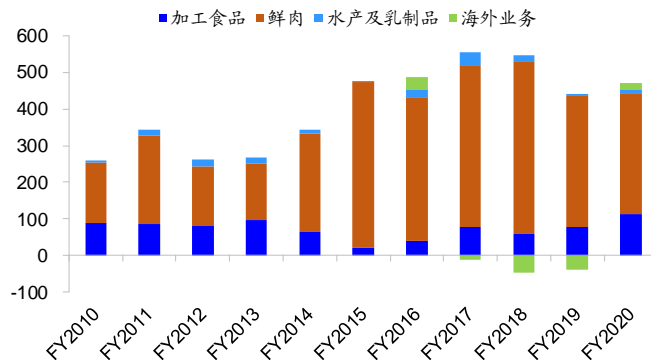
2010-2020 财年，公司整体营收规模从 9536 亿日元增长至 1.23 万亿日元，营业利润则维持在大约 250-540 亿日元的区间范围。公司加工食品业务营收规模维持在 3500 亿日元左右，鲜肉业务营收规模波动相对较大，在 6000-8500 亿日元上下浮动。2010 财年到 2020 财年，公司鲜肉业务贡献营业利润占比均维持在 58%以上（不考虑抵消调整分部）。

图83 FY2010-FY2020 日本火腿营业收入（亿日元）



资料来源：日本火腿官网，海通证券研究所；注：未计入抵消调整分部

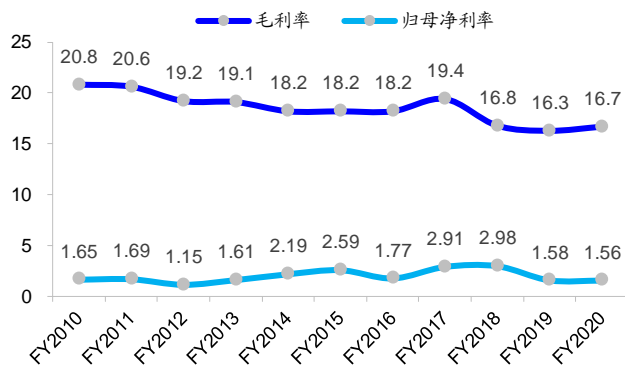
图84 FY2010-FY2020 日本火腿营业利润（亿日元）



资料来源：日本火腿官网，海通证券研究所；注：未计入抵消调整分部

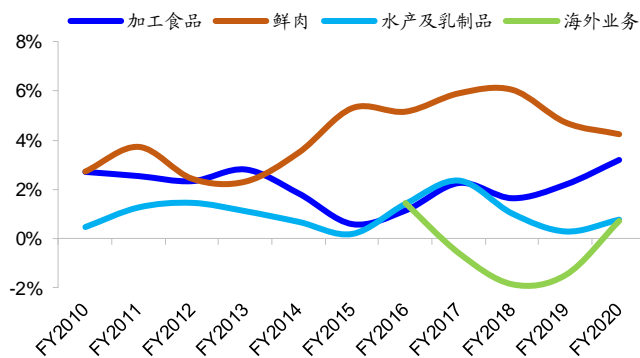
近十年来公司整体毛利率有所下降，从 2010 财年的 20.8%下降至 2020 财年的 16.7%；但归母净利率颇为稳定，除了 2012 财年跌至 1.15%，其余年份均位于 1.5-3.0% 的区间。相较于鲜肉业务，加工食品业务受价格周期影响较小，一定程度上起到利润稳定剂的作用。2010-2020 财年，公司鲜肉业务营业利润率波动幅度较大，而加工食品业务营业利润率波动率相对较小，一般维持在 1.5-3.5%之间。

图85 FY2010-FY2020 日本火腿毛利率与归母净利率 (%)



资料来源：日本火腿官网，海通证券研究所

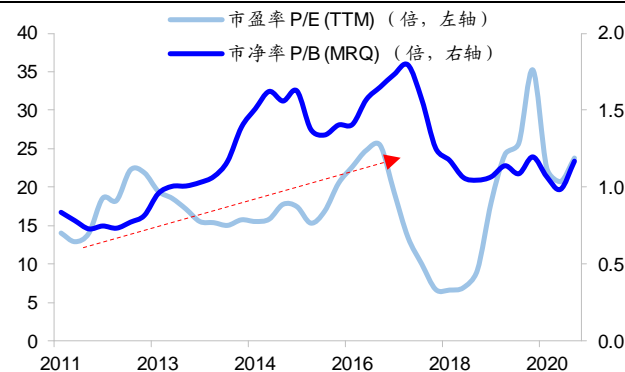
图86 FY2010-FY2020 日本火腿分部营业利润率



资料来源：日本火腿官网，海通证券研究所

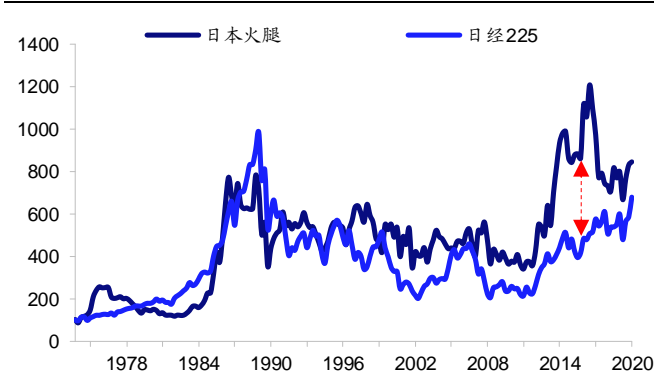
2011-2017 年受鲜肉业务利润大幅增长影响，公司净利率呈现上升趋势，公司 P/E 估值水平明显提升，股价涨幅好于大盘。但由于加工食品业务利润贡献度不高，此外 2018 年开始公司整体盈利有所下滑，公司估值水平出现了较大波动。

图87 日本火腿市盈率与市净率



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图88 日本火腿股价（日元）与大盘指数



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所；注：设 1984 年为基准值 100

## 4. 美日珠玉在前，我国禽肉消费有望迎来黄金发展期

### 4.1 我国已迎来禽肉消费升级关口

#### 4.1.1 需求端：经济增长与社会进步持续释放健康需求与便利需求

禽肉消费与经济发展水平密切相关，消费升级或将引致人均鸡肉消费量开启增长。通过对美国与日本禽肉消费历史变化的回顾和探究，我们认为经济增长在人均禽肉消费量增长当中扮演了十分重要的角色。为印证经济增长与禽肉消费增长之间的关系，我们进一步使用 167 个国家 1961-2017 年的人均禽肉年消费量与人均 GDP 数据进行分析，发现两者相关系数可达 0.47。我们对数据进行处理后回归，结果显示一国人均 GDP 每增长 1%，人均禽肉年消费量将增长 0.51%。回归模型如下：

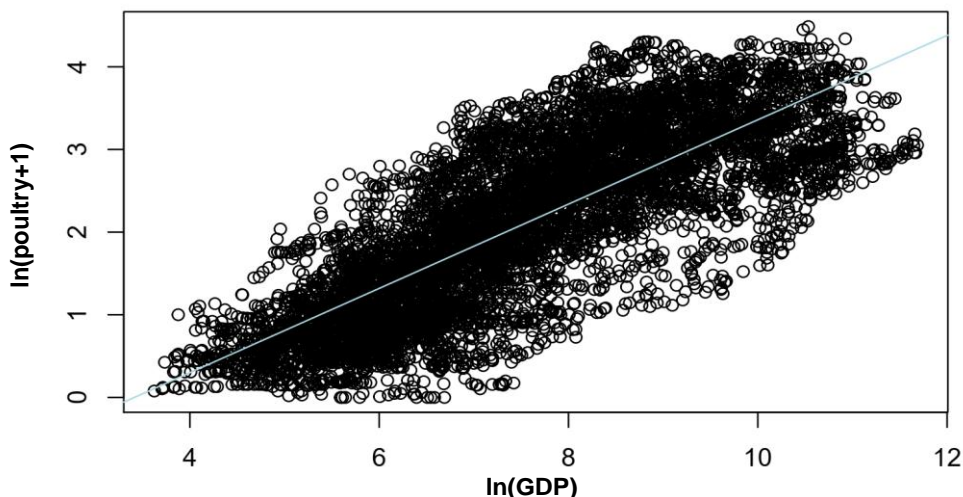
$$\ln(\text{poultry}+1)=-1.7470+0.5112\ln(\text{GDP})$$

表 10 1961-2017 年全球 167 个国家人均禽肉消费量与人均 GDP 统计模型结果

	估计值	2.5%	97.5%	标准差	t 值	显著性水平
截距	-1.7470	-1.8129	-1.6810	0.0337	-51.9	***
ln(GDP)	<u>0.5112</u>	0.5027	0.5198	0.0044	117.1	***

资料来源：世界银行，FAO，海通证券研究所；注：\*\*\*表示显著性水平为 0.001；R<sup>2</sup>=0.642

图89 1961-2017 年全球 167 个国家人均禽肉消费量与人均 GDP 统计模型图示



资料来源：世界银行，FAO，海通证券研究所

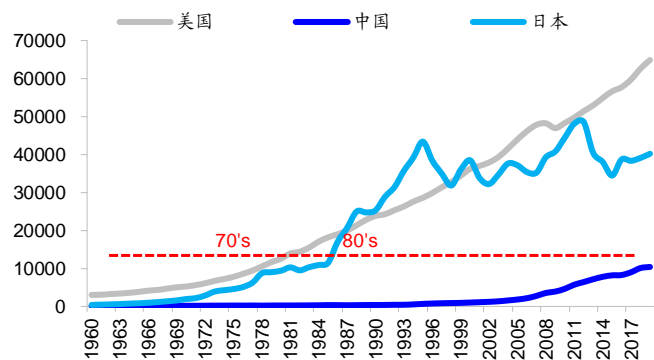
我国人均 GDP、城市化率以及户均人数三大宏观指标已到达美国与日本鸡肉消费释放时期的同等水平，消费升级关口或已来临，我国鸡肉消费增长有望提速：

从人均 GDP 来看，2019 年我国人均 GDP 达 10261 美元，首次超过 10000 美元。横向比较来看，美国和日本人均 GDP 分别于上世纪 70 年代末和 80 年代初突破 1 万美元大关，而彼时两国均曾迎来人均禽肉消费量的快速增长。我们认为，人均 GDP 达到一定体量进而引致消费升级趋势是全球性的普遍规律，而鸡肉“一高三低”的特点代表了健康与品质生活的理念，有望在消费升级的大背景下受到更多消费者的青睐。

从城市化比率来看，我国 2018 年城市化比率为 59.2%，仅处于美日 50 年代的水平，相较于美日等发达国家仍具有较大差距。近年来我国农村居民和城镇居民人均猪肉消费量已基本持平，而人均禽肉消费量仍然具有一定差距；随着城市化进程不断推进，我们判断我国人均鸡肉消费量将会迎来较为广阔的提升空间。

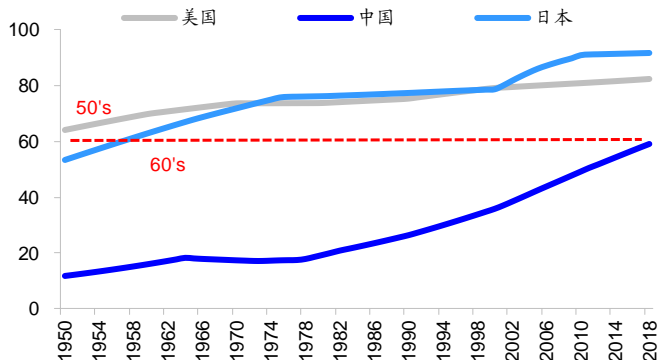


图90 1960-2019 年中国、日本、美国人均 GDP (美元)



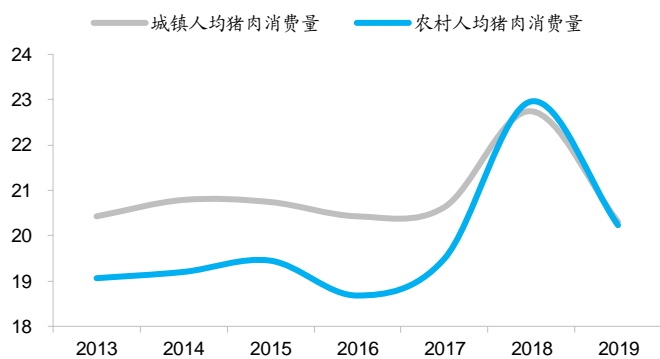
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图91 1950-2018 年中国、日本、美国城市化率 (%)



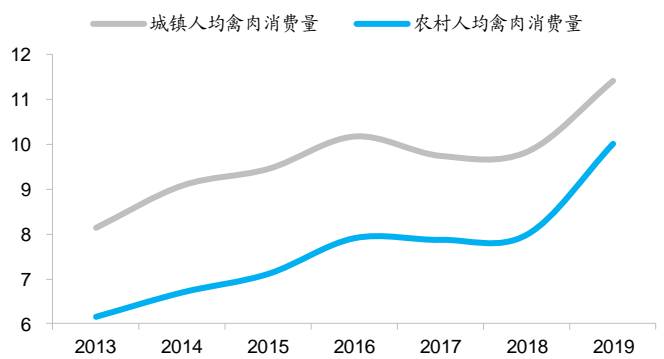
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图92 2013-2019 年我国两类地区人均猪肉年消费量 (kg)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图93 2013-2019 年我国两类地区人均禽肉年消费量 (kg)

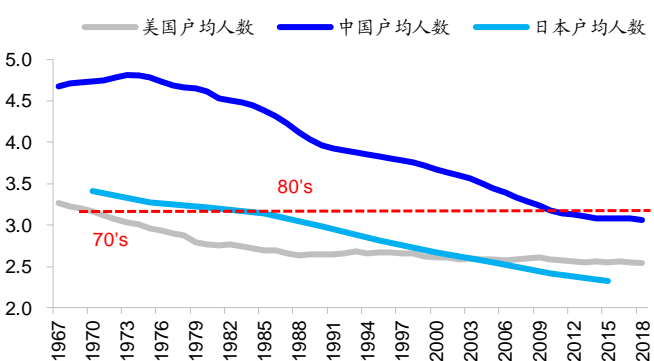


资料来源: Wind, 海通证券研究所

从户均人口来看,近年来我国户均人口也处于下降通道,2018 年我国户均人口为 3.06 人,与美日两国 70-80 年代水平相当。伴随着我国人民对生活质量要求的不断提高,生育观念逐渐转变,我们认为未来数年内我国户均人口仍有下降空间。户均人口减少背景下,消费者要求更加便捷的生活方式,由此便利需求增长。

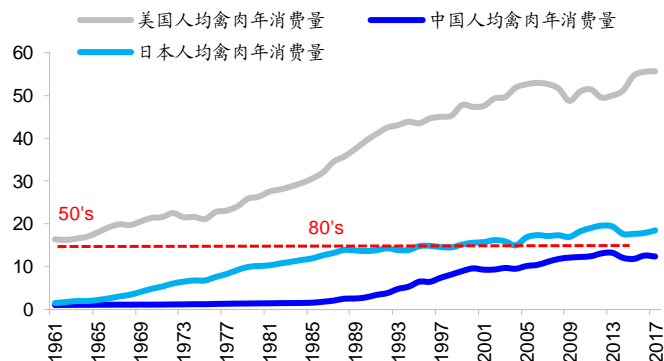
我们认为,消费升级总体上是对健康和便捷两大属性的追求。一方面,鸡肉“一高三低”的特点符合健康生活的理念,有望受到更多消费者的青睐;另一方面,代表鸡肉 B 端消费的快餐店、C 端消费的深加工品均将受益于消费者对便捷生活的追求。回顾美日数据可以发现,美日两国均于上世纪 70-80 年代迎来消费升级以及人均禽肉消费量的大幅增长;我们认为我国当下也处于消费升级的关键节点,人均鸡肉消费量增长在未来数年有望提速。

图94 1967-2018 年中国、日本、美国户均人数 (人)



资料来源: Wind, 日本统计局, 海通证券研究所

图95 1961-2017 年中国、日本、美国人均禽肉年消费量 (kg)



资料来源: FAO, 海通证券研究所

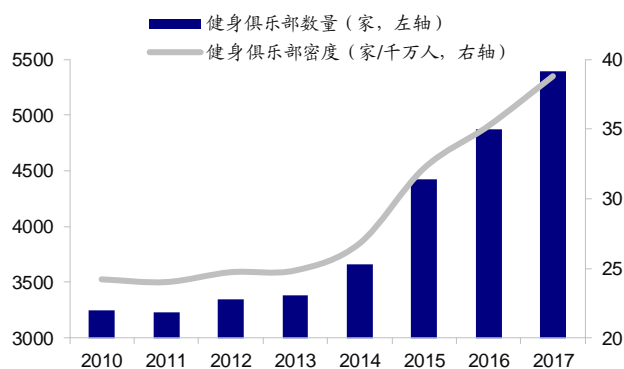


健康需求催动健身热潮席卷全国，鸡胸肉“变废为宝”引领鸡肉消费浪潮。2014年以来，健身俱乐部数量呈现高速增长态势。2019年7月15日，国务院印发《国务院关于印发健康中国行动的意见》，该行动目标包括到2030年全民健康素养水平大幅提升，将经常参加体育锻炼人数比例从2014年的33.9%提升到40.0%以上。

相比缺乏运动的普通人群，经常进行力量训练等体育锻炼的人群每日需要摄入更多的蛋白质。根据《初级健美运动饮食研究》（高鑫、曹景川）一文的研究结果，初级健身爱好者日均每千克体重的蛋白质推荐摄入量为1.2-1.7克，高于美国和加拿大推荐的成年人0.8克的摄入量。由于鸡肉相较于其他肉类具有“一高三低”的特点，是健身人群所偏好的蛋白质来源。

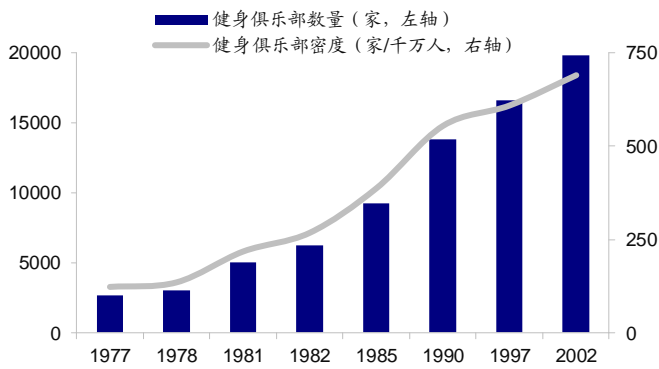
观察美国的数据，在上世纪70年代末美国健身俱乐部数量开始快速上升，而当时美国正值人均鸡肉消费量快速增长期。我们认为，美国健身俱乐部的发展在一定程度上推动了人均鸡肉消费量的增长。我国目前的健身俱乐部密度与美国相比还存在巨大的差距，未来发展空间较大。我们认为，随着健身俱乐部数量的提升以及健身文化的普及，健身人群的扩大有望推动鸡肉消费增长。

图96 2010-2017年我国健身俱乐部数量及密度



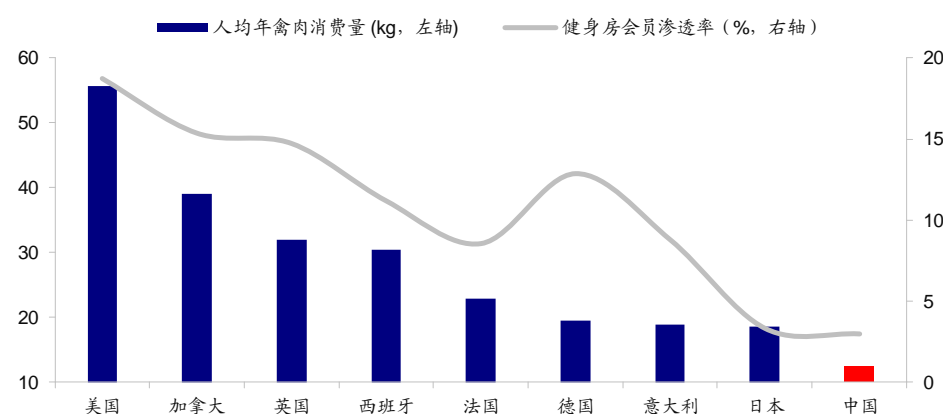
资料来源：中商产业研究院，Wind，海通证券研究所

图97 1977-2002年美国健身俱乐部数量及密度



资料来源：The Fitness Movement and the Fitness Center Industry (Marc Stern)，Wind，海通证券研究所

图98 2017年全球部分国家人均禽肉消费量与健身房会员渗透率

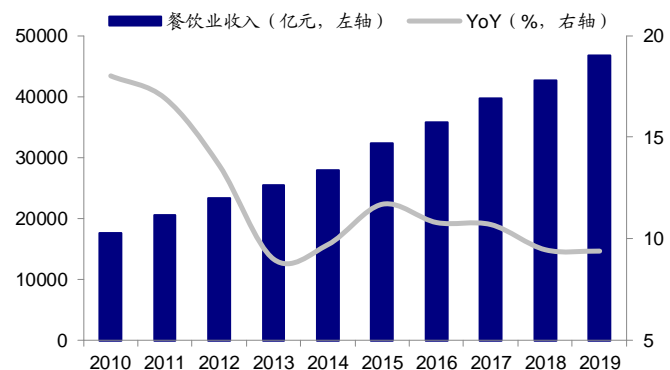


资料来源：IHRSA，FAO，Wind，海通证券研究所

便利需求带动餐饮行业快速发展，西式快餐与中式餐饮均蕴含鸡肉消费增长潜力。在国民经济增长与人均可支配收入快速增加的大背景下，我国餐饮行业目前仍然处于较快发展期。2010-2019年，我国餐饮行业收入从1.76万亿元增长至4.67万亿元，年均复合增速约为11%。2013年以来，随着经济增速放缓与行业体量规模的扩张，尽管年收入增速有一定幅度的下降，但仍保持在10%左右的较高水平。

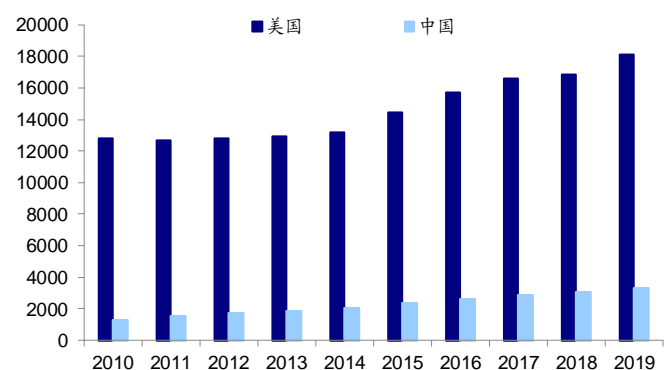
从人均消费量的角度来看，2019 年中国餐饮行业人均年消费额约为 3337 元；根据美国餐饮协会和 Statista 的数据统计，2019 年美国餐饮行业收入折合人民币约为 6 万亿元，人均年消费额则为 1.8 万元左右。我国餐饮行业人均年消费额仅为美国的 1/5 左右，我们认为未来仍然具有较为广阔的发展空间。

图99 2010-2019 年我国餐饮行业营业收入与同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

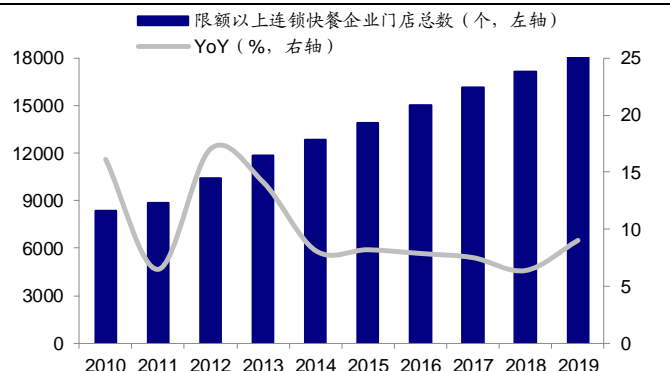
图100 2010-2019 年中美两国人均餐饮消费额（元/人）



资料来源：Wind，美国餐饮协会，Statista，海通证券研究所

连锁快餐企业的快速扩张是我国餐饮行业持续增长的重要力量。根据中国餐饮报告统计，2018 年我国餐饮连锁门店增长率高达 23%，是餐饮行业整体增长率的 3 倍；2010-2019 年限额以上快餐连锁企业门店由 8350 个增长至 1.8 万个，其中鸡肉类快餐连锁品牌的规模扩张贡献了重要力量。根据中国餐饮报告公布的 2018 年餐饮品牌热搜榜，前十名中的肯德基、华莱士、麦当劳、必胜客、正新鸡排、德克士、汉堡王等均为鸡肉类快餐品牌。我们认为，鸡肉类快餐连锁企业由于产品标准化程度较高，可复制性较强，可以广泛适应各线城市的餐饮消费市场。

图101 我国限额以上连锁快餐企业门店总数与同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图102 2018 年品牌热搜榜前十名



资料来源：中国餐饮报告 2019，各公司官网，海通证券研究所

一方面，作为鸡肉在 B 端的重要消费渠道之一，西式快餐连锁大举扩张，开拓三四线城市市场空间，有望驱动鸡肉消费快速增长。2019 年我国鸡肉产量 50% 为白羽肉鸡，而白羽肉鸡约 31% 由餐饮企业消费；餐饮业中，又以肯德基、麦当劳为代表的西式快餐业使用白羽肉鸡较多，具体产品形式包括炸鸡块、鸡米花等。虽然西式快餐自上世纪 90 年代左右已经进入中国多年，但仍有较大的发展空间。

我们认为，西式餐饮的持续扩张，尤其是在三四线城市的扩张，有望带动白羽肉鸡消费增长。虽然相比一二线城市，低线城市人口密度较低，但经济腹地十分广阔；随着经济不断发展，消费升级趋势逐渐下沉至三四线城市，广大低线城市市场潜力不可小觑。

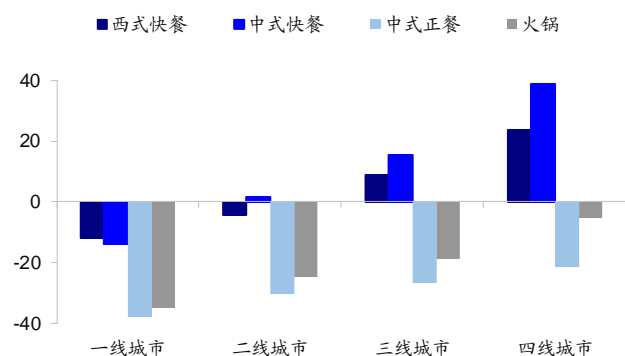
鸡肉类大型西式餐饮连锁企业近年来纷纷加速渠道下沉布局，通过抢占低线城市餐饮市场力求实现规模化扩张计划。例如，2017 年麦当劳就在未来五年发展规划中提出，开设新餐厅的速度将从 2017 年的每年约 250 家逐步提升至 2022 年的每年约 500 家；届时大约 45% 的麦当劳餐厅将位于三四线城市，进而实现 2022 年全国总门店数达到 4500 家的目标。2017-2019 年肯德基的全国总门店数同比增长率由 5.1% 上升至 10.6%，门店扩张速度逐渐上升；汉堡王也提出了在 2022 年门店数量达到 2000 家的规划。

表 11 国内部分西式快餐品牌门店数量

品牌	覆盖城市数量 (个)	门店数量 (家)	数据日期
肯德基	315	7174	2020 年 9 月 3 日
麦当劳	261	3501	2020 年 9 月 2 日
必胜客	283	2102	2020 年 9 月 5 日
德克士	296	2079	2020 年 9 月 4 日
汉堡王	156	1329	2020 年 9 月 3 日

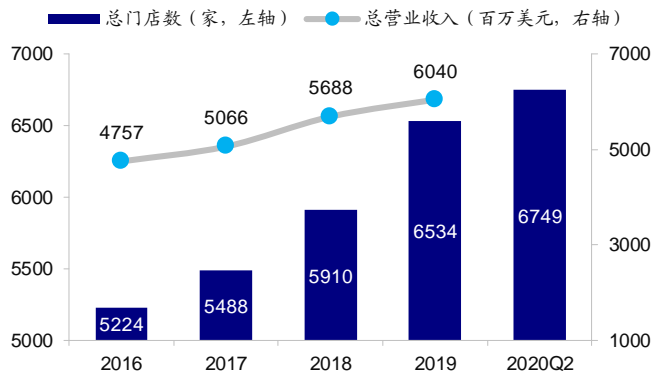
资料来源：极海，海通证券研究所

图103 2017 年部分餐饮业态门店数量相对增速 (%)



资料来源：辰智餐饮数据库，199it，各地方统计局，海通证券研究所

图104 中国 KFC 总门店数和总营业收入

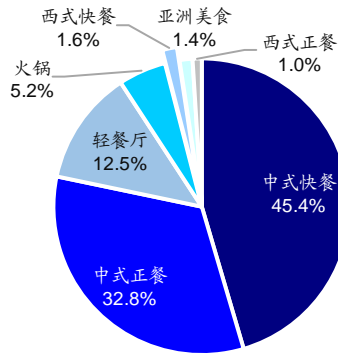


资料来源：百胜中国 2016Q4-2020Q2 业绩公告，海通证券研究所

另一方面，随着中式餐饮连锁化经营程度提升，中餐禽肉消费潜力有望释放。与日本西式快餐门店数量占比较高的情况不同，我国餐饮业主体仍然为中式餐饮，体量远大于西式快餐。2017 年我国餐饮门店超过 75% 为中式餐饮，西式快餐门店仅占 1.6%；而 2020 年日本西式快餐门店数量占比已达到 16% 左右。

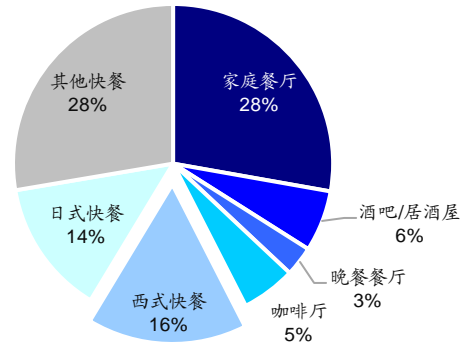
不同于高度连锁经营化的西式快餐，连锁经营程度较低的中式餐饮行业因整体的采购标准化程度较低，对上游鸡肉等食材供应商的选择较为分散。我们认为，未来随着蜀海等餐饮供应链企业的发展，以及餐饮行业对食材品质和安全性的重视度提高，中式餐饮的采购标准化程度有望逐渐提高。中式餐饮渠道的鸡肉市场份额也会由此向具有上游养殖环节优势的禽养殖头部企业集中。

图105 2017年我国餐饮门店数量分布图



资料来源：辰智餐饮数据库，199it，海通证券研究所

图106 2020年日本餐饮门店数量分布图

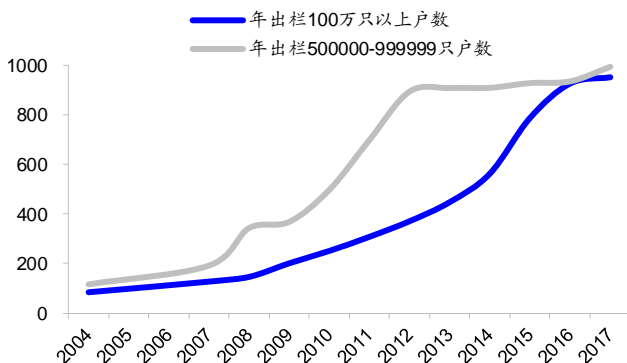


资料来源：日本外食协会，海通证券研究所

#### 4.1.2 供给端：行业市场集中度提升，白鸡种源国产化在即

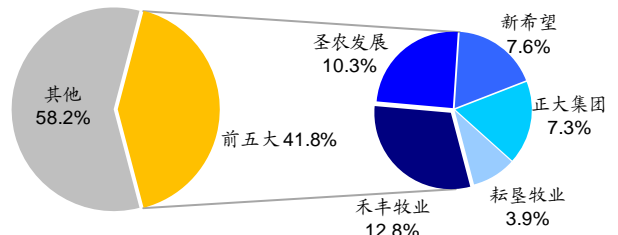
我国肉鸡行业市场集中度持续提升，产业链一体化趋势明显。2004-2017年我国肉鸡年出栏50万只以上的养殖场数从200余场扩大至近2000场，并且已经趋于稳定。2020年我国白羽肉鸡行业CR4约为38%，已经达到美国20世纪80年代末期的水平；我们认为，行业集中度的提升意味着头部企业对行业的掌控力度逐步增强，也有利于更好地带领行业进行转型升级。此外，越来越多的公司开展产业链一体化运营，也有利于稳定行业供应量，优化市场供应格局。

图107 2004-2017我国肉鸡饲养规模场（户）数（场/户）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图108 2020年我国前五大白羽肉鸡一体化企业市场份额



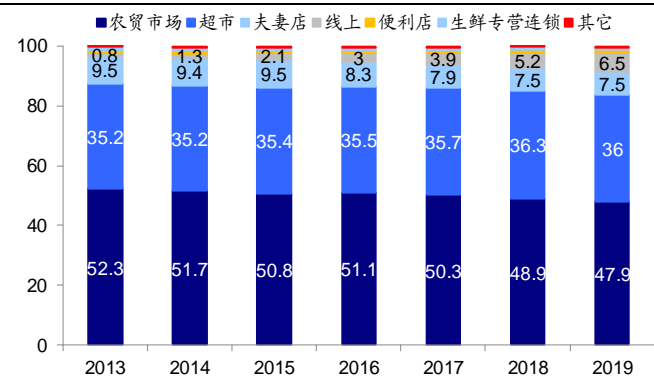
资料来源：白羽肉鸡联盟，博亚和讯，搜狐网，海通证券研究所；注：禾丰牧业鸡肉屠宰量是参控股企业合计值

白羽肉鸡种源国产化在即，有望进一步弱化行业周期性并提升肉鸡供应能力。我国食用鸡肉品种主要为黄羽鸡和白羽鸡，而多年来白羽鸡的上游供给极度依赖外国引种。目前我国白羽肉鸡龙头企业圣农发展已成功培育出性能优异的国内首个白羽肉鸡配套系——SZ901，并已实现自给。当前，该品系认定正处于国家测定中心测定和中试实验阶段，根据测定及实验情况来看，圣农发展自主研发的白羽肉鸡新品种所产出的种鸡、肉鸡主要性能指标均优于国外进口品种。我们认为，随着白羽肉鸡种源的国产化，我国白羽肉鸡行业上游供给极度依赖外国引种的困局有望得到根本性转变，降低发生产能大幅波动情况的可能性，最终推动整个行业迈入良性健康发展的轨道。

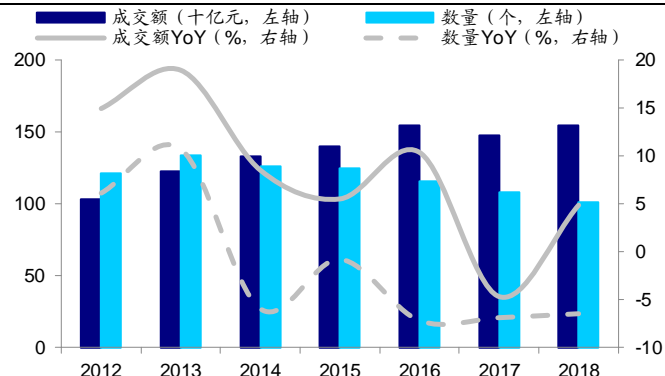
#### 4.1.3 生鲜新零售与冷链物流为禽肉消费腾飞保驾护航

我们认为，生鲜新零售业态的不断发展能够帮助优质的禽肉产品更便捷地触及消费群体，从而有望为禽肉C端消费提供新的增长动力。另外，规模逐渐扩张的冷链物流系统能够促进生鲜产品在零售和餐饮渠道的流通，并支撑商超、便利店和生鲜电商等生鲜零售渠道以及中西餐饮渠道的扩张，进而促进禽肉消费增长。

**生鲜零售渠道升级，新零售业态迅猛生长。**我国生鲜零售主要渠道包括农贸市场、超市便利店、夫妻店、线上、生鲜专营连锁等。其中，农贸市场历来是我国消费者采购生鲜产品最为重要的消费渠道，销售额占比高达 50% 左右，然而农贸市场环境“脏、乱、差”的特质使其越来越无法满足普通消费者的消费升级需求，这一渠道的零售额占比也由 2013 年的 52.3% 下降至 2019 年的 47.9%。具体到肉类消费领域，近年来我国亿元以上肉蛋禽市场成交额和数量均呈现萎缩态势。与之形成鲜明对比的是，近年来线上渠道迅速扩张，零售额占比由 2013 年 0.8% 逐年提升至 2019 年的 6.5%，成长势头强劲。

**图109 2013-2019 年生鲜不同品类零售额占比 (%)**


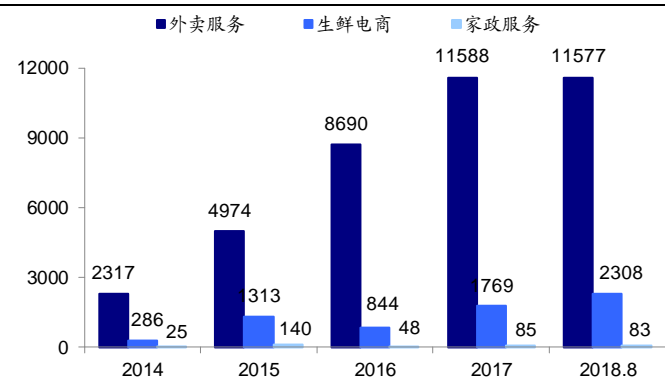
资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

**图110 2012-2018 年我国亿元以上肉蛋禽市场情况**


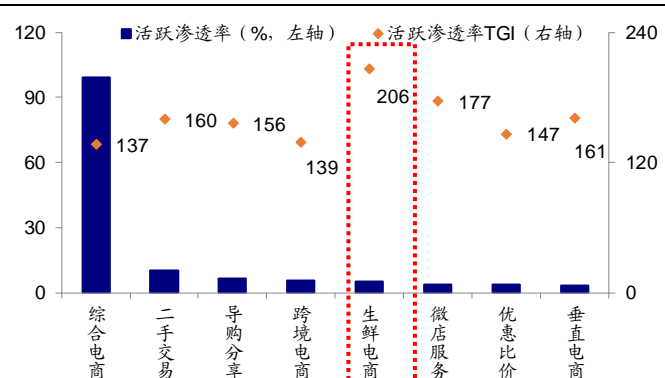
资料来源：Wind，海通证券研究所

随着我国民众对生活质量要求的不断提高，生育观念逐渐转变，户均人口呈现下降趋势。2018 年我国户均人口约为 3.06 人，与美日上世纪 70-80 年代的水平相当。我们认为，户均人数减少叠加消费观念的革新，是导致“懒”人群用户规模上升的重要原因。“懒”人群是指用手机指挥千万商家为其上门服务的人群。生鲜到家服务则是“懒”人群的典型需求之一。在“懒”人群细分用户规模方面，近两年外卖服务用户规模趋于饱和，而生鲜电商用户规模仍处于迅速提升期。截至 2018 年 8 月份，生鲜电商用户规模可达 2300 万人，是 2014 年的 8 倍。在新中产的移动购物中，虽然生鲜电商渗透率较低，但 TGI 为各类电商中最高，对优质生鲜需求旺盛。

我们认为，相较于传统农贸市场，生鲜新零售渠道的购物环境更佳、购物体验更便捷，能适应消费升级趋势下消费者对优质购物渠道的要求。随着生鲜消费升级的进行，生鲜新零售渠道迅猛发展，覆盖率逐渐提升，能够帮助优质的禽肉产品更便捷地触及更多的消费者，从而促进 To C 端禽肉消费的增长。

**图111 2014-2018.8 “懒”人群各细分用户规模 (万人)**


资料来源：Questmobile，海通证券研究所

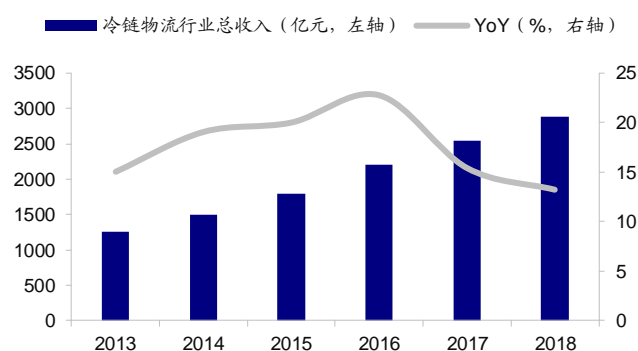
**图112 2018 年 11 月新中产移动购物活跃渗透率与 TGI**


资料来源：Questmobile，海通证券研究所

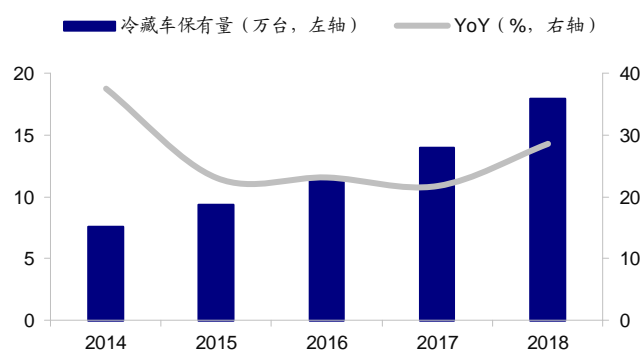


**我国冷链物流规模提升可保障餐饮零售生鲜运输，助力生鲜禽肉消费。**随着人们健康需求的增长和生活方式的转变，以生鲜、速冻、乳制品等为代表的冷链物流产品逐渐受到消费者青睐，进而驱动我国冷链物流行业市场规模持续增长。根据中物联冷链委数据，我国冷链物流行业总收入已从 2013 年的 1260 亿元提升至 2018 年的 2886 亿元，CAGR 可达 14.8%。与此同时，我国冷链基础设施设备水平亦在不断提升，2018 年全国冷藏车保有量突破 18 万辆，同比增长 28.6%；全国冷库容量达到 5238 万吨，同比增长 10.3%。然而我国冷链物流设施设备水平与发达国家相比还有较大差距，具有较大发展空间；2018 年美国人均冷库拥有量约为我国 4 倍，日本人均冷库拥有量为我国 3 倍。

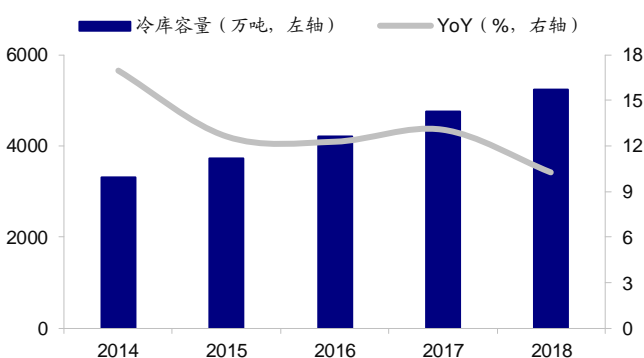
2018 年由生鲜电商、超市及便利店产生的冷链物流费用合计占冷链物流总费用的 68%；由餐饮产生的冷链物流费用合计占冷链物流总费用的 26%。我们认为，规模不断提升的冷链物流系统能够保障生鲜产品在线上&线下零售渠道以及餐饮渠道的流通，一方面使生鲜产品以新鲜状态及时抵达消费者手中，满足消费者对健康、便捷的需求；另一方面也可以反向支撑零售和餐饮渠道稳步扩张，从而助力生鲜禽肉消费量持续增长。

**图113 2013-2018 年我国冷链物流行业市场规模**


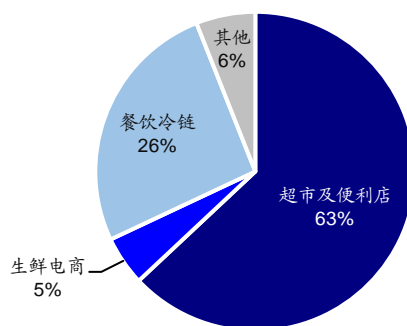
资料来源：中物联冷链委，中国冷链物流发展报告 2019，海通证券研究所

**图114 2014-2018 年我国冷藏车保有量与同比增速**


资料来源：中物联冷链委，中国冷链物流发展报告 2019，海通证券研究所

**图115 2014-2018 年我国冷库容量与同比增速**


资料来源：中物联冷链委，中国冷链物流发展报告 2019，海通证券研究所

**图116 2018 年我国冷链物流费用不同消费业态占比**


资料来源：中国冷链物流发展报告 2019，智传咨询，通证券研究所

## 4.2 中国未来禽肉消费展望

### 4.2.1 2030 年人均鸡肉消费量有望提升至 17.5kg

我们从蛋白质摄入量的角度对我国鸡肉消费进行测算，主要假设如下：

①**人口结构假设：**假设 2020-2030 年我国人口增速维持缓慢下降的趋势；假设同期我国城镇化率（按人口计算）延续此前增长趋势，到 2030 年城市化比率达到 71.6%；根据 IHSA 数据，2017 年我国健身会员渗透率为 2.98%，为简化模型我们假设健身会员均为城镇人口，到 2030 年我国健身会员渗透率将达到 7.8%。

②**蛋白质摄入量假设：**《中国食物与营养发展纲要（2014—2020）》中提出的人均每日蛋白质摄入量78g，但根据论文《居民膳食蛋白质供需平衡分析》，2016年我国城镇和农村居民人均日蛋白质摄入量分别为82.11和63.77g。我们假设我国城镇非健身人口的人均日蛋白质摄入量为80g；农村人口的人均日蛋白质摄入量在2020年为75g，并于2021-2030年维持在80g。而根据《初级健美运动饮食研究》一文的研究结果，初级健身爱好者每日每千克体重的蛋白质推荐摄入量为1.2-1.7克，约为正常成年人每日每千克体重摄入量的1.5-2倍，考虑到深度健身爱好者或将摄入更多蛋白质，我们假设健身人群人均日蛋白质摄入量为120g。

③**蛋白质摄入结构假设：**根据论文《我国居民家庭膳食蛋白质和脂肪摄入量比较》引用国家统计局数据，2015年我国城镇和农村居民的蛋白质摄入量分别有约24.38%和19.12%来源于畜禽肉类，我们假设2020-2030年该比率在城镇为25%，在农村则由22%逐步上升至25%。

根据FAO数据，按消费重量计算，2017年我国禽肉消费占畜禽肉类总体消费比率达20%，同时根据蛋鸡公社搜狐号援引中国畜牧业协会数据，鸡肉消费量占禽肉消费量的63%左右，由此可推算出鸡肉占畜禽肉类消费总量的13%左右。因此，我们假设2020年我国城镇非健身居民和农村居民依靠鸡肉摄入的蛋白质占畜禽肉类蛋白质摄入总量的14%和12%，随着健康需求和便利需求的增长，到2030年该比例均逐步达到20%；2020年健身居民依靠鸡肉摄入的蛋白质占畜禽肉类蛋白质摄入总量的45%，随着与健身相关的鸡肉制品品类不断丰富，到2030年该比例达到60%。

④**鸡肉消费假设：**根据《畜、禽肉影响人类健康的异同性分析》（刘永峰、申倩）一文当中援引的中国食物成分表相关数据，每100g生鸡肉中含有19.3g蛋白质，我们根据这一比例计算出生鸡肉的消费数量。同时，生鸡肉是屠宰加工后的产品，屠宰过程存在一定损耗，我们假设生鸡肉的重量占鸡肉屠宰重量的55%。

⑤**计算公式：**鸡肉消费量=蛋白质摄入量\*蛋白质摄入来源于肉禽比例\*蛋白质摄入来源于鸡肉比例÷每100g生鸡肉蛋白质含量÷55%

基于鸡肉高蛋白、低脂肪以及易于烹饪加工的特点，再综合考虑我国经济和社会各方面不断发展引致的消费者健康与便利需求的日渐增长，以及消费渠道和冷链系统等各方面助力因素；我们的测算结果显示：2030年我国鸡肉消费总量将达到2500万吨，人均鸡肉消费量可达17.51kg，CAGR约为5.8%，其中健身人群消费鸡肉占比近30%。

表 12 2020-2030 年我国鸡肉消费测算表

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
总人口（万人）	140,425	140,818	141,184	141,523	141,835	142,118	142,374	142,602	142,801	142,973	143,116
总人口 YoY	0.30%	0.28%	0.26%	0.24%	0.22%	0.20%	0.18%	0.16%	0.14%	0.12%	0.10%
城镇化率	61.60%	62.60%	63.60%	64.60%	65.60%	66.60%	67.60%	68.60%	69.60%	70.60%	71.60%
健身会员渗透率	3.80%	4.20%	4.60%	5.00%	5.40%	5.80%	6.20%	6.60%	7.00%	7.40%	7.80%
城镇非健身居民数量（万人）	81166	82238	83299	84348	85384	86408	87418	88413	89394	90359	91308
蛋白质日摄入量（克）	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
畜禽肉类提供蛋白比例	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
畜禽肉类蛋白年需求（万吨）	593	600	608	616	623	631	638	645	653	660	667
鸡肉提供畜禽肉蛋白比例	14.0%	14.5%	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	18.5%	19.0%	19.5%	20.0%	20.0%
鸡肉年提供蛋白（万吨）	83	87	91	99	106	114	118	123	127	132	133
鸡肉年消费数量（可食部，万吨）	430	451	473	510	549	588	612	635	659	684	691
城镇健身居民数量（万人）	5336	5914	6494	7076	7659	8243	8827	9412	9996	10580	11163
蛋白质日摄入量（克）	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
畜禽肉类提供蛋白比例	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
畜禽肉类蛋白年需求（万吨）	58	65	71	77	84	90	97	103	109	116	122
鸡肉提供畜禽肉蛋白比例	45%	46%	48%	50%	52%	54%	56%	57%	58%	59%	60%
鸡肉年提供蛋白（万吨）	26	30	34	39	44	49	54	59	63	68	73
鸡肉年消费数量（可食部，万吨）	136	154	177	201	226	253	280	304	329	354	380
农村居民数量（万人）	53923	52666	51391	50099	48791	47467	46129	44777	43412	42034	40645
蛋白质日摄入量（克）	75	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
畜禽肉类提供蛋白比例	22.0%	22.3%	22.6%	22.9%	23.2%	23.5%	23.8%	24.1%	24.4%	24.7%	25.0%
畜禽肉类蛋白年需求（万吨）	325	343	339	335	331	326	321	315	309	303	297
鸡肉提供畜禽肉蛋白比例	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%	18.5%	19.0%	19.5%	20.0%
鸡肉年提供蛋白（万吨）	39	45	47	50	53	55	58	58	59	59	59
鸡肉年消费数量（可食部，万吨）	202	231	246	260	274	287	299	302	304	306	307
全国鸡肉年消费量（可食部，万吨）	768	836	895	972	1049	1128	1191	1242	1293	1344	1378
全国鸡肉年消费量（屠宰，万吨）	1396	1521	1628	1766	1907	2050	2166	2258	2350	2444	2506
人均鸡肉年消费量（千克）	9.94	10.80	11.53	12.48	13.45	14.43	15.21	15.83	16.46	17.09	17.51

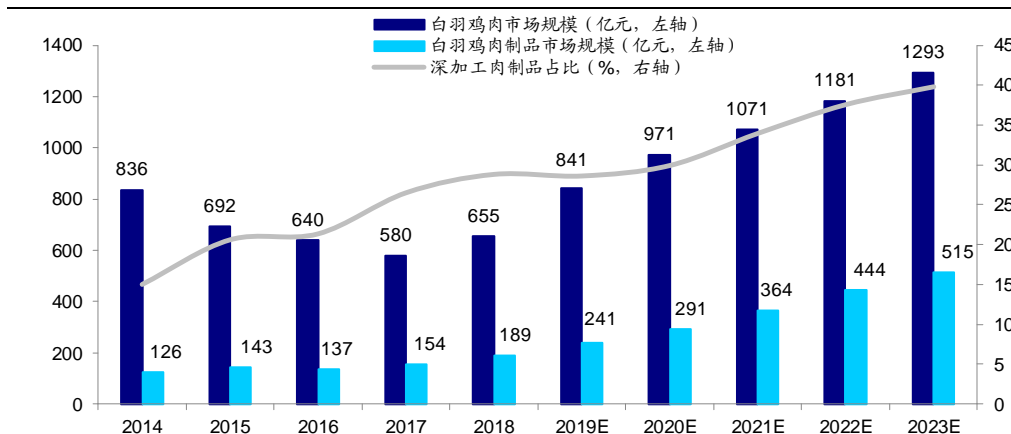
资料来源：Wind，《中国食物与营养发展纲要（2014—2020）》，《居民膳食蛋白质供需平衡分析》（罗洁霞），《初级健美运动饮食研究》（高鑫、曹景川），《我国居民家庭膳食蛋白质和脂肪摄入量比较》（罗洁霞、徐克），《畜、禽肉影响人类健康的异同性分析》（刘永峰、申倩），海通证券研究所测算

## 4.2.2 鸡肉产品变革趋势：“熟食化”、“冰鲜化”

渠道变革助力鸡肉深加工制品占比提升。作为鸡肉消费的主要销售渠道，To B 端的餐饮渠道和 To C 端的商超新零售渠道是推动鸡肉行业市场规模不断扩张的重要力量；而随着餐饮供应链食材标准化前置和商超经营业态升级，鸡肉加工制品在鸡肉总产量中的占比有望逐渐提升，鸡肉制品行业的规模扩张速度将会更快。

参考美国的发展经验，1962-2009 年整鸡销售占比由 83%持续下降至 12%，分割品销售占比先升后降，深加工销售占比则由 2%逐渐上升至 46%。山东凤祥招股说明书援引 Frost&Sullivan 的数据则显示，2014-2018 年我国白羽鸡肉和肉制品市场规模 CAGR 分别为-5.9%、10.8%，2018-2023 年两者的 CAGR 预计分别将达 14.6%、22.2%；也即意味着 2014-2023 年白羽鸡肉制品的市场规模占比有望从 15%大幅提升至 40%。

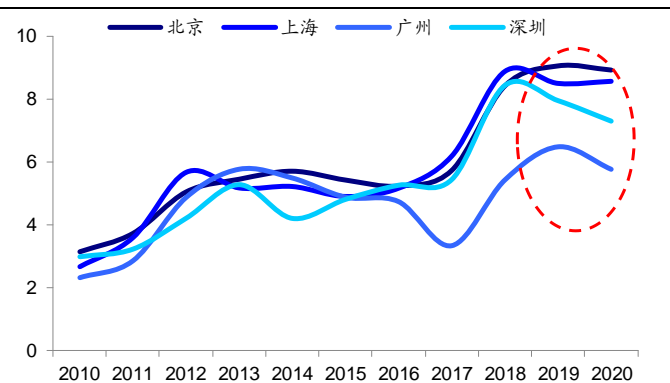
图117 2014-2023E 年我国白羽鸡肉和肉制品市场规模



资料来源：凤祥股份招股说明书，海通证券研究所

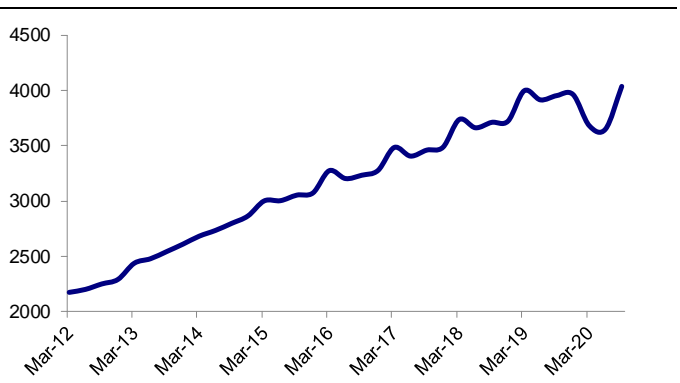
**To B 端：供应链条紧箍咒，对鸡肉制品采购力增强。**随着商业竞争日益激烈以及劳动力流动趋缓下的人口红利消失，餐饮企业目前普遍都面临门店租金成本和人工成本不断上升的挑战，餐饮企业亟需成品和半成品菜肴制品以节约成本和提升效率。我们预计随着专业化分工的不断推进，食品加工环节将逐渐从流通环节中分离出来，在肉类产品标准化前置的趋势之下，中央厨房型餐饮供应链企业将更受市场青睐，进而推动鸡肉制品实现快速增长。

图118 四大一线城市商铺平均租金（元/日/平米）



资料来源：Wind，海通证券研究所

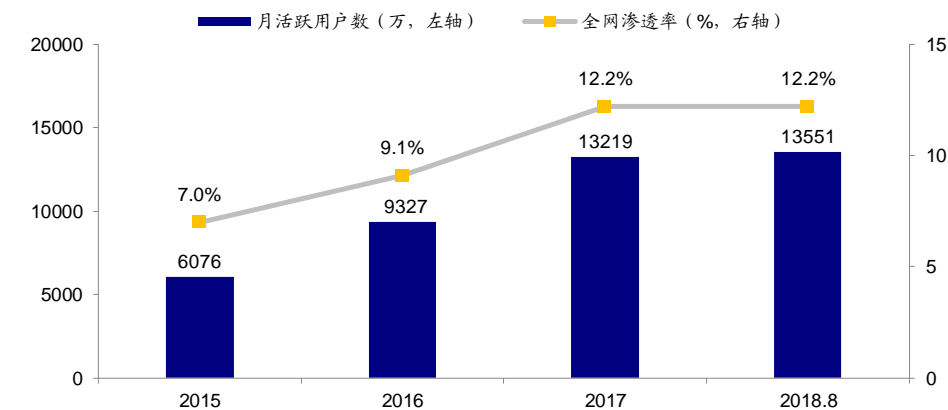
图119 农村外出务工劳动力月均收入（元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

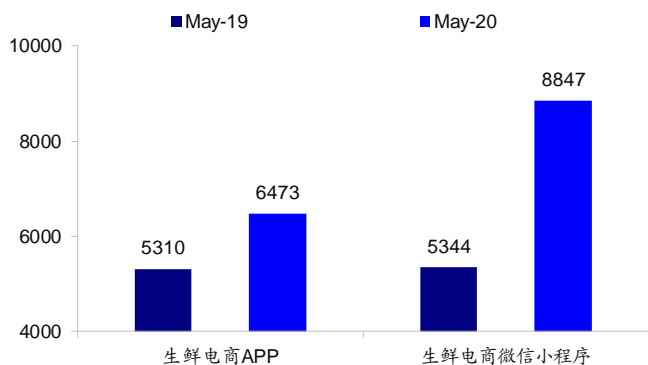
**To C 端：消费者群像重塑，对鸡肉制品需求提升。**截至2018年8月份，“懒”人群月活跃用户数已达1.4亿人，较2015年增长了123%。我们认为，户均人数减少和“懒”人群规模上升导致了C端消费者群像的重塑，在肉类消费领域主要体现为便利性需求的快速提升。产品方面，消费者更加青睐方便食品，导致加工半成品和肉制品消费占比处于较快的上升趋势；渠道方面，商超和新零售渠道占比逐渐提高。2020年以来的新冠疫情则加速了方便食品和到家业务对消费者习惯的培育及渗透，我们预计产品和渠道的双升级亦有望产生良好的协同效应。

图120 2015-2018.8 “懒”人群整体用户规模



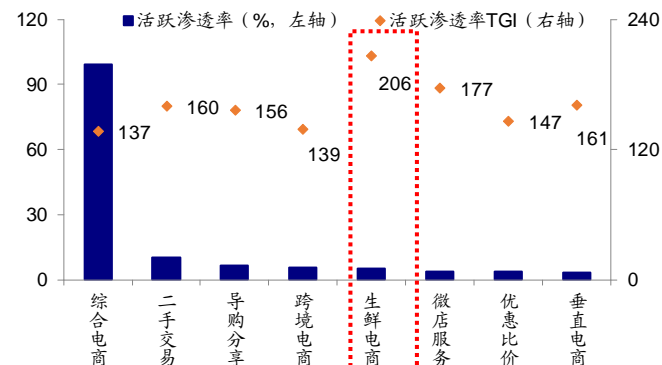
资料来源: Questmobile, 海通证券研究所

图121 2019.5 和 2020.5 生鲜电商月活跃用户规模 (万人)



资料来源: Questmobile, 海通证券研究所

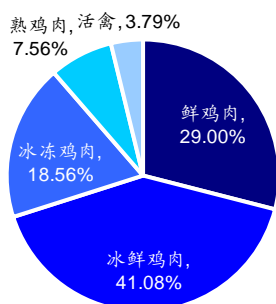
图122 2018 年 11 月新中产移动购物活跃渗透率与 TGI



资料来源: Questmobile, 海通证券研究所

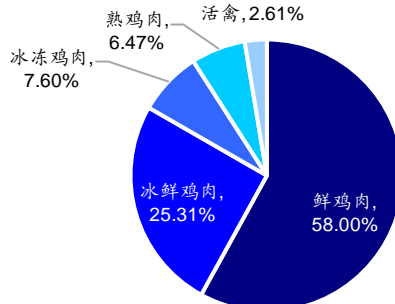
**黄羽活禽转为冰鲜乃大势所趋。**根据 GlobalData, 2018 年美国、日本和中国台湾的鸡肉零售端销售形式均以鲜肉和冰鲜为主, 在总销售重量当中所占的比重均在 70% 以上。而目前我国在零售端所售黄羽鸡多以活禽为主, 冰鲜化程度较低; 根据湘佳股份招股书援引《中国禽业发展报告 (2014 年度)》, 活禽仍是黄羽鸡的主要销售模式, 占比达 85% 左右, 冰鲜鸡产品销售占比仅为 5% 左右。

图123 2018 年美国鸡肉零售端销售重量占比



资料来源: 加拿大政府官网, 海通证券研究所

图124 2018 年中国台湾鸡肉零售端销售重量占比



资料来源: 加拿大政府官网, 海通证券研究所



我们认为，随着我国居民对食物品质和卫生的要求日益趋严，原黄羽活禽的产品形态将逐步转为冰鲜。一方面，近年来的 H7N9 流感事件暴露出活鸡在流通销售过程中存在大量安全问题，国家及地方政府也出台了各项政策以积极引导销售模式转变。新冠疫情发生后，各地方政府均采取了一系列管控措施，其中便包括严厉打击野生动物违法交易与暂时性关闭活禽交易市场。2020 年 7 月 3 日，国务院联防联控机制举行发布会，提出将限制活禽交易和宰杀，逐步取消活禽市场交易。另一方面，在消费升级背景下，居民食品安全意识不断增强，冰鲜鸡具有安全、卫生、健康、方便快捷等优点，或将逐渐吸引消费者从活鸡和冻品消费转为冰鲜鸡消费。

我们预计未来我国冰鲜黄羽鸡市场规模仍有较为广阔的发展空间。假设 5 年后冰鲜黄羽鸡占比提升至 15%，2024 年冰鲜黄羽鸡产量预计为 111.3 万吨。按照 1% 的通货膨胀率计算，预计 5 年后冰鲜黄羽鸡价格为 24.7 元/千克，则 2024 年冰鲜黄羽鸡的市场规模预计约为 275 亿元，5 年 CAGR 可达 21.7%。

表 13 冰鲜黄羽鸡市场规模测算

	2019 年	2024 年（预测）	CAGR
黄羽鸡出栏量（亿羽）	49.0	58.2	3.5%
冰鲜黄羽鸡占比	7.0%	15.0%	/
冰鲜黄羽鸡产量（万吨）	43.7	111.3	20.6%
冰鲜黄羽鸡价格（元/千克）	23.5	24.7	1.0%
冰鲜黄羽鸡市场规模（亿元）	102.8	274.9	21.7%

资料来源：中国畜牧协会，海通证券研究所预测

## 5. 禽肉消费升级趋势利好向产业链下游转型的禽链企业

我国主要有 7 家上市公司业已形成较为成熟的禽产业链一体化经营模式；其中，白羽禽链的企业主要包括圣农发展、禾丰股份、凤祥股份和仙坛股份；黄羽禽链的企业主要包括湘佳股份、立华股份和温氏股份。

在上述公司当中，我们观察到圣农发展、凤祥股份和湘佳股份等 3 家公司先行一步，积极顺应禽肉消费升级趋势，向产业链下游的食品业务进行转型开拓，并且均已产品品牌化和渠道拓展等维度形成较强的竞争优势。其中，圣农发展拥有明显的产业链一体化优势和产能规模优势，食品业务亦驶入成长快车道；凤祥股份零售端鸡肉制品业务先优势明显，品牌建设卓有成效，另外白羽鸡肉出口规模亦为国内第一。

表 14 我国禽产业链上市公司三大类指标数据概览表

	财务指标			经营指标			估值指标		
	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	净利率 (%)	分割品销量 (万吨)	出栏量 (亿羽)	食品销量 (万吨)	总市值 (亿元)	PE (倍) (TTM)	PB (倍) (MRQ)
白羽禽链									
圣农发展	137.4	20.4	14.9	82.5	5.0	19.2	330	10.3	3.1
禾丰股份	238.2	12.4	5.7	168.3	5.6	2.6	109	7.7	1.7
凤祥股份	39.0	1.5	3.9	18.7	1.2	8.5	50	7.1	1.8
仙坛股份	31.9	3.5	11.2	32.8	1.3	-	66	9.7	1.9
黄羽禽链									
湘佳股份	21.9	1.7	7.8	-	0.5	6.2	67	28.1	4.1
立华股份	86.2	2.5	2.9	-	3.2	-	125	15.4	1.9
温氏股份	749.4	74.3	10.0	-	10.4	-	1162	7.2	2.5

资料来源：各公司年报（2020），Wind，海通证券研究所

注：各项财务指标与经营指标均为 2020 年数据；禾丰股份分割品销量、出栏量与食品销量均为参控股公司合计值；各公司分割品销量均为外销口径，出栏量均为内外销合计口径；总市值和估值日期均采用 2020 年 12 月 31 日数据。

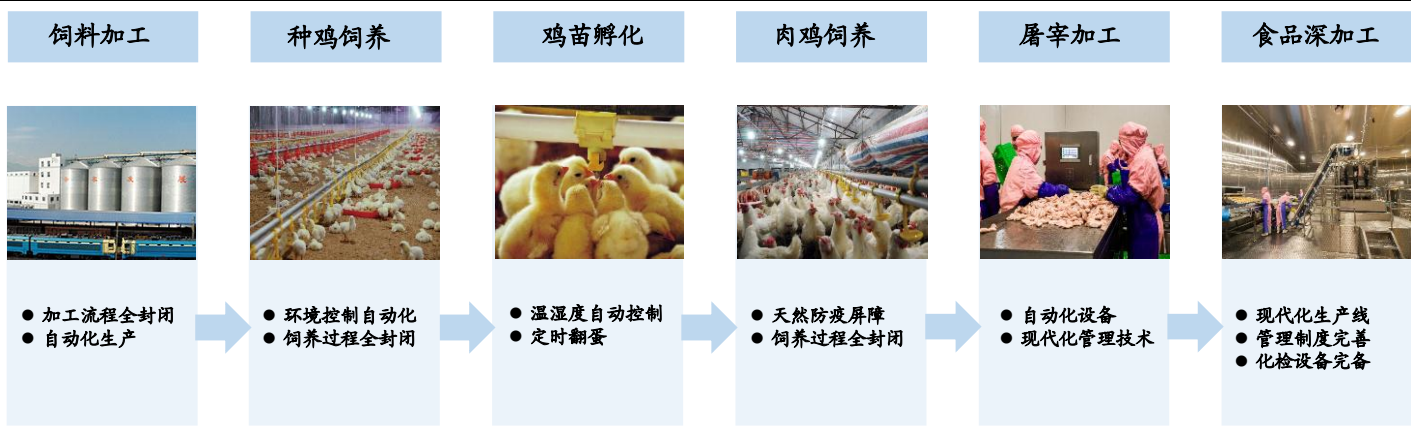
### 5.1 食品业务驶入成长快车道——圣农发展（002299.SZ）

#### 5.1.1 圣农发展：国内白羽肉鸡行业全产业链一体化龙头企业

圣农发展是国内白羽肉鸡行业龙头企业，拥有完整配套的白羽肉鸡全产业链。公司的主要产品是分割的冷冻鸡肉以及深加工肉制品。2020 年公司销售鸡肉 97.9 万吨，在我国白羽肉鸡行业当中的市场占有率约为 10% 左右，位列全行业第一。

公司已经形成了“饲料加工-种鸡饲养-鸡苗孵化-肉鸡饲养-屠宰加工-食品深加工”各个环节的全产业链一体化经营模式。近年来，公司一方面通过收购圣农食品，开拓产业链下游的食品板块；另一方面致力于白羽鸡的育种研发，培育出国内首个白羽肉鸡配套系——SZ901，成功进军产业链最上游的育种环节，打破了我国白羽肉鸡种源完全依赖进口的局面，有望逐步推动我国白羽肉鸡种源国产化。

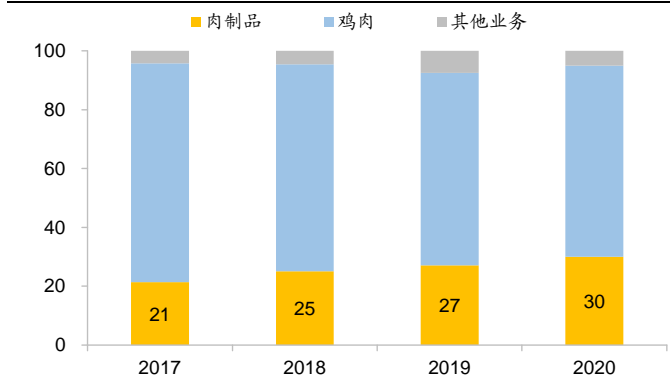
图125 圣农发展全产业链一体化优势



资料来源：圣农食品官网，海通证券研究所

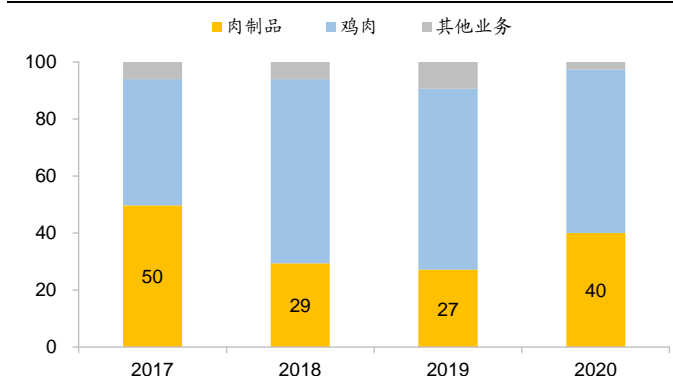
生鸡肉为公司收入及毛利的主要来源。目前公司的主营业务仍为生鸡肉板块，2020年公司生鸡肉板块营业收入在总营业收入当中所占的比重高达 65%，毛利占比则约为 57%。食品业务方面，2017 年圣农食品并入上市公司体内之后，公司肉制品板块营业收入占比持续提升，由 2017 年的 21% 上升至 2020 年的 30%；2020 年公司肉制品板块毛利占比则达到了 40% 的较高水平。

图126 2017-2020 年圣农发展分业务收入占比 (%)



资料来源：圣农发展年报（2017-2020），海通证券研究所

图127 2017-2020 年圣农发展分业务毛利占比 (%)



资料来源：圣农发展年报（2017-2020），海通证券研究所

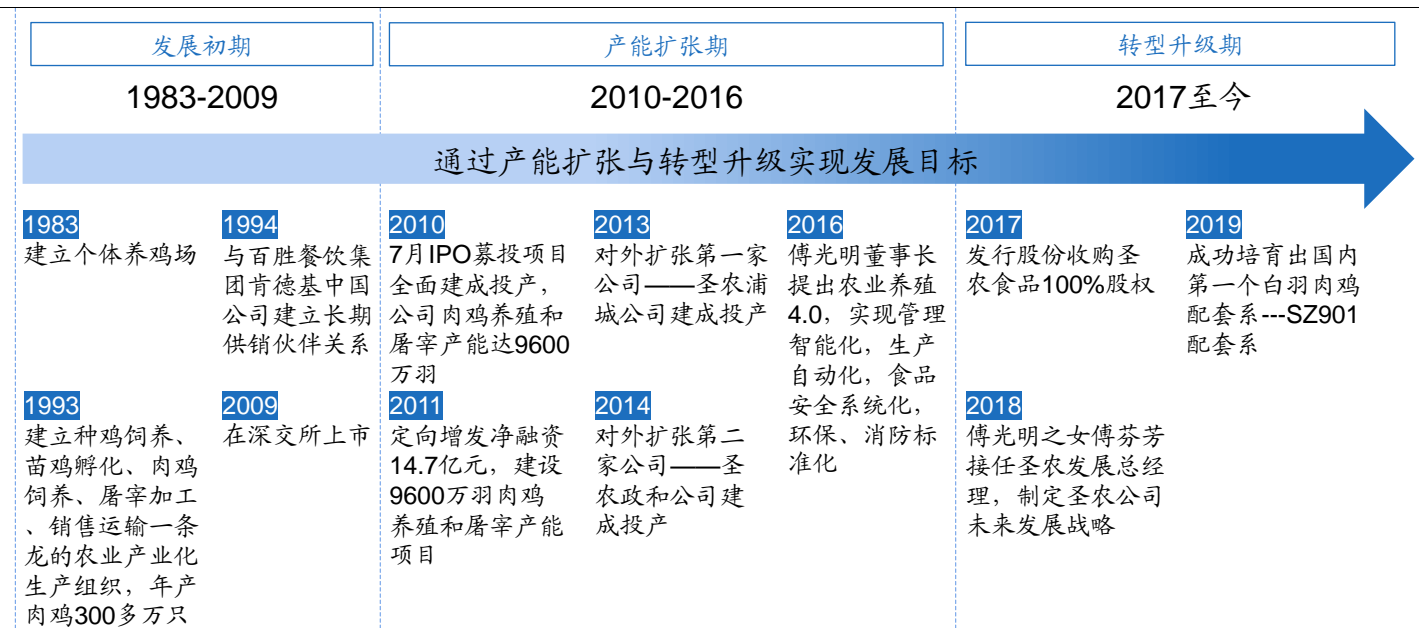
圣农发展的发展历程主要可以分为以下三大阶段：

**发展初期（1983-2009 年）：**初步完成打造白羽肉鸡一体化产业链。圣农发展成立于 1983 年，由一个个体养鸡场起家，经过长达 10 年的积累与发展，1993 年已初步形成了种鸡饲养、苗鸡孵化、肉鸡饲养、屠宰加工、销售运输一条龙的全产业链一体化经营模式。随着公司一体化自养自宰产业链的不断壮大和完善，2009 年公司在深圳证券交易所成功上市。

**产能扩张期（2010-2016 年）：**产能规模迅速扩张。公司上市后先是利用 IPO 募集资金将养殖产能提升至 9600 万羽/年，使其与屠宰产能实现充分匹配，之后于 2011 年通过定向增发募集资金将产能扩张至 1.92 亿羽/年。2012-2016 年，公司产能继续保持高速增长，鸡肉产量从 37.3 万吨上升至 75.1 万吨，CAGR 可达 19.1%。

**转型升级期（2017 年至今）：**拓展下游食品加工业务，完善壮大上游产业链。2017 年公司通过收购圣农食品 100% 的股权成功切入下游食品与深加工领域，从而实现了公司在禽产业链当中的完全一体化布局。另外，公司也着力于继续完善壮大上游育种环节。2019 年公司成功培育出国内第一个白羽肉鸡配套系——SZ901，目前已实现自给。

图128 圣农发展三大发展阶段

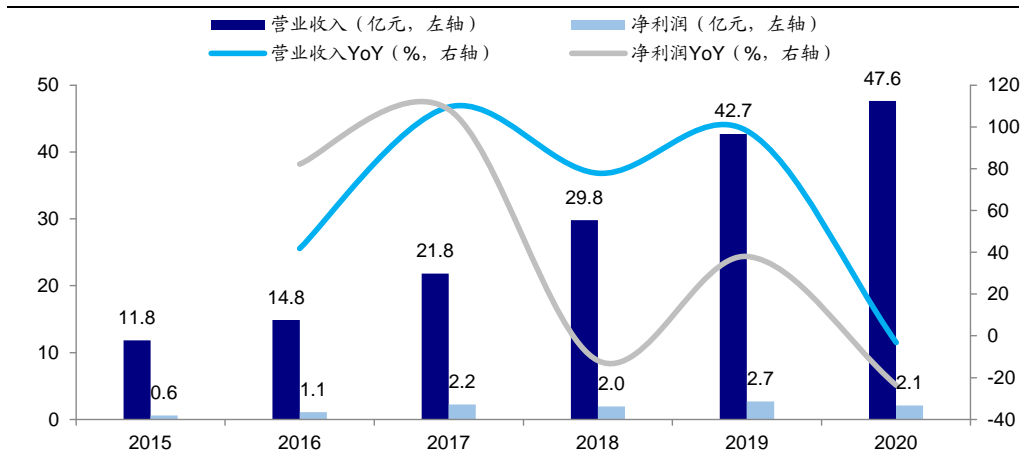


资料来源：圣农发展官网，海通证券研究所

### 5.1.2 依托供应链优势，公司食品业务有望进入高速扩张期

2003年，圣农实业为提高鸡肉产品的附加值，成立了专门从事熟食加工业务的福建圣农食品有限公司。随着食品加工产能的快速扩张和供货能力的不断提升，近年来圣农食品的营收规模稳步扩大。2015-2020年，公司营业收入由11.8亿元逐年提升至47.6亿元，年均复合增速高达32%；净利润由0.6亿元提升至2.1亿元，年均复合增速达28%。

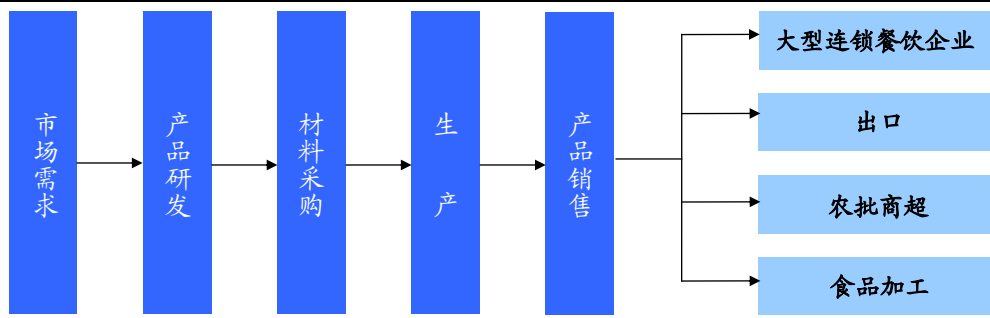
图129 2015-2020年圣农食品营业收入&amp;净利润与同比增速



资料来源：圣农发展发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿），公司年报（2017-2020），海通证券研究所

圣农食品拥有三大研发中心和多层次渠道销售网络。圣农食品先后在光泽、福州和上海成立了三大研发中心，并斥资数千万元购置各类实验设备40多台套，涵盖了肉类加工的各个环节。

图 130 圣农食品业务产业链



资料来源：圣农发展发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿），海通证券研究所

圣农食品的多层次销售渠道可以分为 To B 业务和 To C 业务。To B 业务以中西连锁餐饮企业为主，其中肯德基、麦当劳、德克士、汉堡王、永和大王等大型连锁快餐品牌均为圣农食品的重要客户；To C 业务则主要面向商超便利店和电商新零售企业，主要包括沃尔玛、家乐福、永辉超市、叮咚买菜和朴朴等。

表 15 圣农食品销售渠道

业务属性	渠道类型	具体渠道介绍
To B 业务	西式餐饮企业	百胜中国（肯德基、必胜客）、麦当劳、德克士、汉堡王、棒约翰、宜家餐厅等
	中式餐饮企业	永和大王等
	主要通过经销方式	食品加工企业
	主要通过经销方式	农贸批发市场
	主要通过经销方式	团购
To C 业务	出口	主要以日本为主，通过日本贸易、日本食品、Crestrade 等贸易公司向日本便利连锁系统终端市场（7-11、罗森等）供应熟食产品
	商超便利店	沃尔玛、家乐福、永辉超市、世纪联华、华润万家等
	电商新零售	天猫、京东、永辉到家、沃尔玛配送、叮咚买菜、朴朴等
	终端连锁店	圣农鲜美味

资料来源：圣农发展发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿），海通证券研究所

**To B 业务：依托供应链优势，打造餐饮企业的“中央厨房”。**我们认为，餐饮行业的竞争力过去主要集中在前端经营环节，未来后端供应链管理的重要性将日益凸显，主要包括产品稳定供应、食材标准化控制与食品安全、成本管控和效率提升、产品设计与研发、物流配送体系等诸多方面；而能够顺应餐饮行业后端供应链能力提升需求的企业有望突出重围，借力行业红利实现高速增长。

圣农食品背靠的圣农发展是国内白羽肉鸡行业龙头企业，一方面拥有极为稳定的鸡肉食材供货能力，能够充足保障对各餐饮企业的食材供应；另一方面业已形成了“饲料加工-种鸡饲养-鸡苗孵化-肉鸡饲养-屠宰加工-食品深加工”各个环节的全产业链一体化布局，其中种鸡和商品代鸡养殖过程均处于全封闭控制状态，鸡肉加工制品实现全程可追溯，契合了餐饮企业谋求食品安全可控的需要。

此外，圣农食品作为统一的加工和配送中心，有助于简化餐厅的店内厨房加工环节，使得店内厨房缩小和节约人工，并且提升连锁餐饮企业的标准化和规模化水平，进而帮助其节约成本和提升效率。在提供常规成熟产品的同时，圣农食品还会根据大型餐饮客户的需要进行定制化产品开发；而圣农食品的研发团队拥有专业的中西餐厨房人员，厨师均有高级中/西餐厅、米其林餐厅、五星酒店的从业经历，定制的菜品能够满足终端消费者的不同口味，为圣农食品下游餐饮客户提供强有力菜品的研发支持，协助其推出不断满足市场需求的新型产品，从而致力于成为各类餐饮连锁企业的中央厨房。



**To C 业务：渠道扩展叠加品牌构筑，打造家庭便捷美食专家。**在强大的研发体系支持下，圣农食品已开发出多种适合家庭烹饪的便捷美食，并已在线上和线下的零售渠道进行销售。目前圣农食品的线上产品主要分为六大系列：1) 安佰牧场系列，产品包括牛排、肥牛卷及羊肉卷；2) 生鲜食材系列，产品为分割的各部位鸡肉；3) 方便菜系列，产品类型为生制调制肉食；4) 4度°系列，产品为速冻鸡胸肉生制品；5) 休闲小食系列，产品包括鸡肉串、鸡米花等；6) 早餐肠系列，产品为以鸡肉和猪肉配比而成的低温香肠制品。公司丰富的产品可覆盖不同类型消费人群和消费场景的多元化需求。

图131 圣农食品线上六大产品系列



资料来源：圣农食品官网，天猫圣农食品旗舰店，海通证券研究所

2020 年公司 C 端渠道含税收入历史性地突破 8 亿元，较上年增加逾 4 亿元；C 端占食品深加工板块收入的比重由 2019 年的 8.8%大幅提升至 16.1%。公司 C 端的线上渠道布局已较为全面，不仅在天猫、京东、拼多多等全国头部电商深耕已久，而且已经开始布局新兴的社区团购电商，如兴盛优选、同程生活、美团优选、橙心优选、多多买菜等，公司预计 2020 年直营和客营的社区团购渠道销售额将突破 1 亿元。

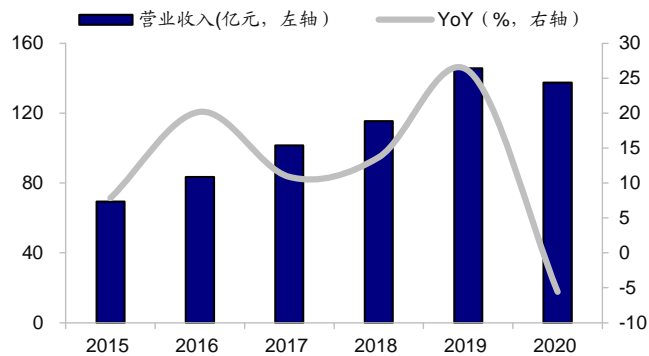
另外，公司拟大幅增加 C 端的品牌宣传预算，开展多样式品牌推广策略，让消费者熟知圣农品牌、优享圣农产品，进而帮助公司成为家庭消费者心中的家庭便捷美食专家。

我们认为，随着餐饮端西式快餐企业的不断壮大和中式餐饮企业的需求逐步释放，以及零售端消费者对方便食品的需求增加以及考虑健康需求逐步倾向于食用鸡肉，公司的食品业务有望凭借其供应链优势和未来不断优化的产品矩阵进入高速扩张期。

### 5.1.3 肉制品业务未来有望平滑公司整体盈利波动性

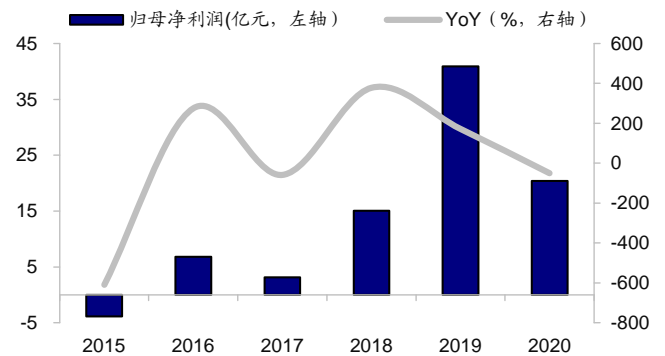
**整体盈利受行情影响波动较大，肉制品业务占比提高平滑盈利波动。**随着养殖规模的不断提升，公司营业收入呈持续增长趋势；但由于白羽肉鸡属于典型的周期性行业，公司利润亦随行业周期呈现出较大的波动性。2015-2020 年公司营业收入整体为上升趋势，从 2015 年的 69.40 亿元增长至 2020 年的 137.45 亿元，CAGR 高达 18.6%；但由于公司主要利润来源于分割冷冻鸡肉，归母净利润受行情影响波动起伏较大。

图132 2015-2020 年圣农发展营业收入与同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

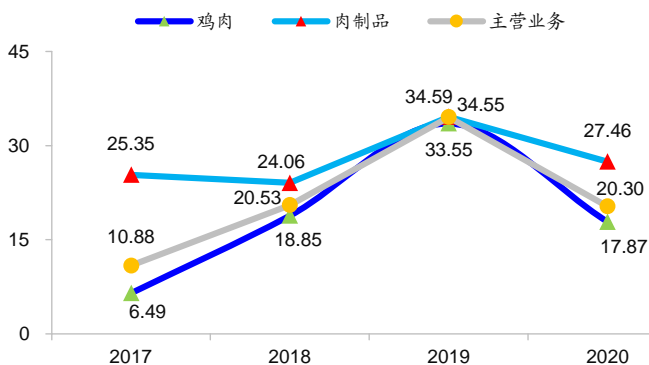
图133 2015-2020 年圣农发展归母净利润与同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

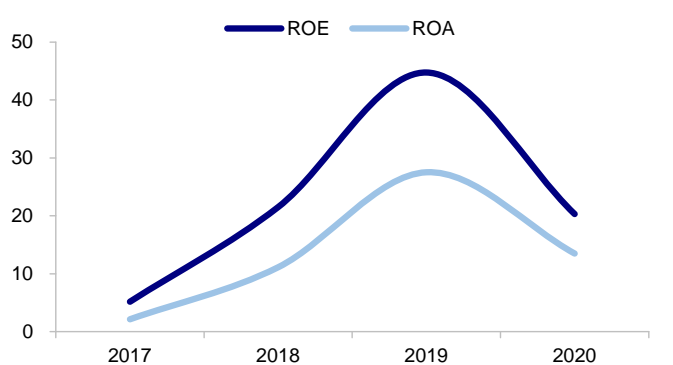
2017 年公司完成圣农食品的资产置入，产业链进一步打通至肉制品加工领域；2018 年肉制品收入在总收入当中所占比重已达到 25%，2020 年进一步提升至 30%。2017-2020 公司肉制品业务的毛利率相比于鸡肉业务更高并且稳定性更强，在有效提升整体主营业务毛利率的同时也有利于平滑其波动性。2017-2019 年公司 ROE 和 ROA 亦大幅提升，2020 年则受行情影响有所回落。我们认为，未来随着公司肉制品业务占比持续提升，公司盈利稳定性有望进一步增强。

图134 2017-2020 年圣农发展分业务毛利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图135 2017-2020 年圣农发展 ROE 和 ROA (%)

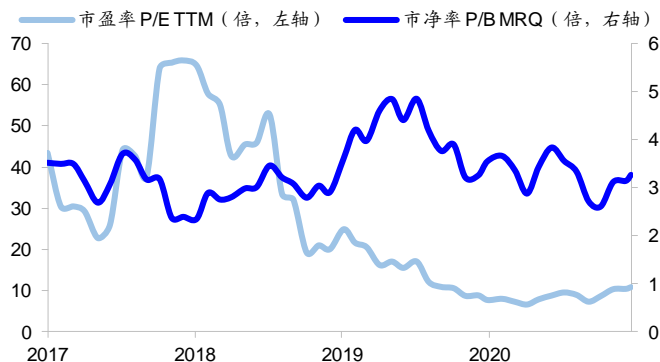


资料来源：Wind，海通证券研究所

食品业务占比提升有望带来估值重塑。2019 年以来公司 PE 估值一般在 20 倍以下的相对低位区间运行。参照泰森食品的发展历史，随着预制食品业务占比的不断提升，泰森食品的估值水平曾经历一段显著上升期。我们认为，未来随着公司食品业务持续高增以及由此带来的占比提升，公司的估值水平亦有望得到重塑。

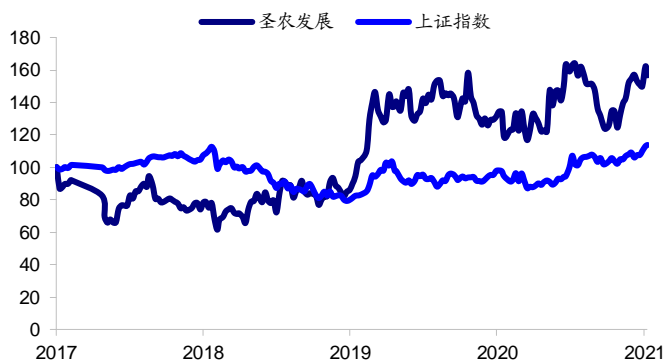
（风险提示：鸡肉价格大幅下跌；出栏量扩张不及预期；食品业务发展不及预期）

图136 圣农发展市盈率与市净率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图137 圣农发展股价（人民币）与大盘指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

注：设2017年首个交易日为基准值100

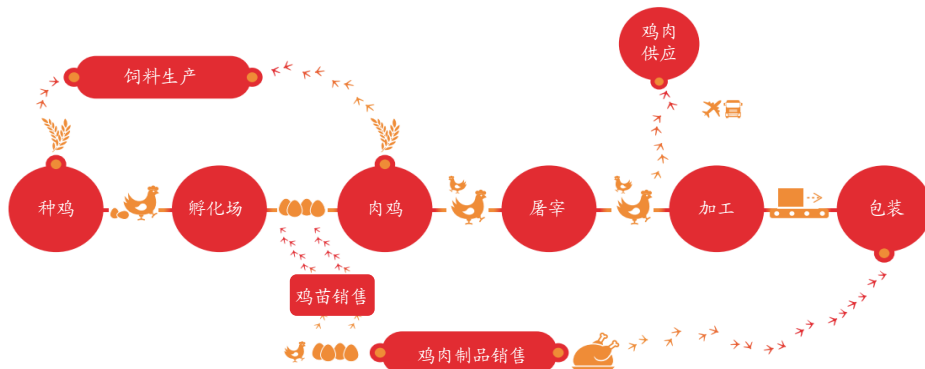
## 5.2 白羽鸡肉制品零售赛道领跑者——凤祥股份（9977.HK）

### 5.2.1 凤祥股份：国内大型一体化白羽肉鸡生产企业

凤祥股份是国内大型一体化白羽肉鸡生产企业。凤祥股份是中国第二大的肉鸡生产商、最大的白羽鸡肉出口商以及领先的鸡肉食品零售企业，主要产品包括生鸡肉制品、深加工鸡肉制品和鸡苗等。2019年公司销售生鸡肉16万吨，市场份额为3.1%；2018年公司的出口收入以及出口量市场份额分别为8.6%和10.4%。

公司的纵向一体化业务模式覆盖了整个白羽肉鸡产业链，包括饲料生产、肉鸡养殖、屠宰加工以及禽肉制品的分销及销售，使得公司能够控制家禽生命周期的每个阶段，从而有效地管理鸡肉全产业链生产及销售流程的质量与成本。

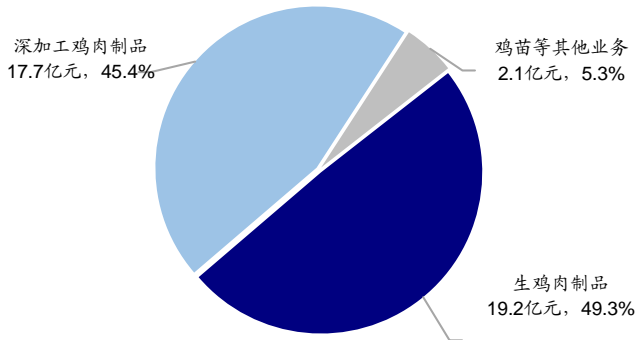
图138 凤祥股份一体化产业链图示



资料来源：凤祥股份招股说明书，海通证券研究所

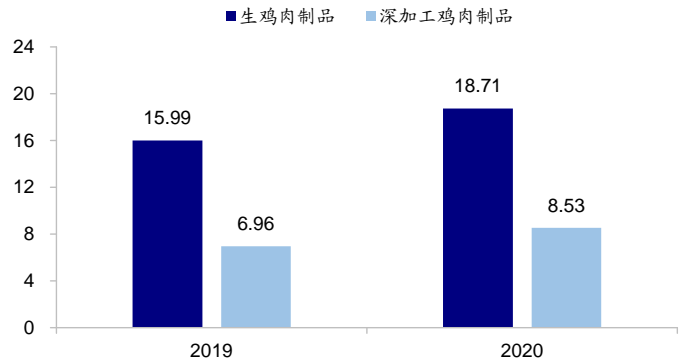
深加工鸡肉制品业务收入占比较高。2020年公司销售生鸡肉制品18.7万吨，营业收入占比约为49%；销售深加工鸡肉制品8.5万吨，营业收入占比约为45%。虽然深加工鸡肉制品的销量不及生鸡肉制品的一半，但由于销售均价较高，肉制品板块的营业收入占比已经达到近半的较高水平。

图139 2020年凤祥股份分业务营业收入以及占比



资料来源：凤祥股份年报（2020），海通证券研究所

图140 2019-2020年凤祥股份分产品销量（万吨）



资料来源：凤祥股份年报（2020），海通证券研究所

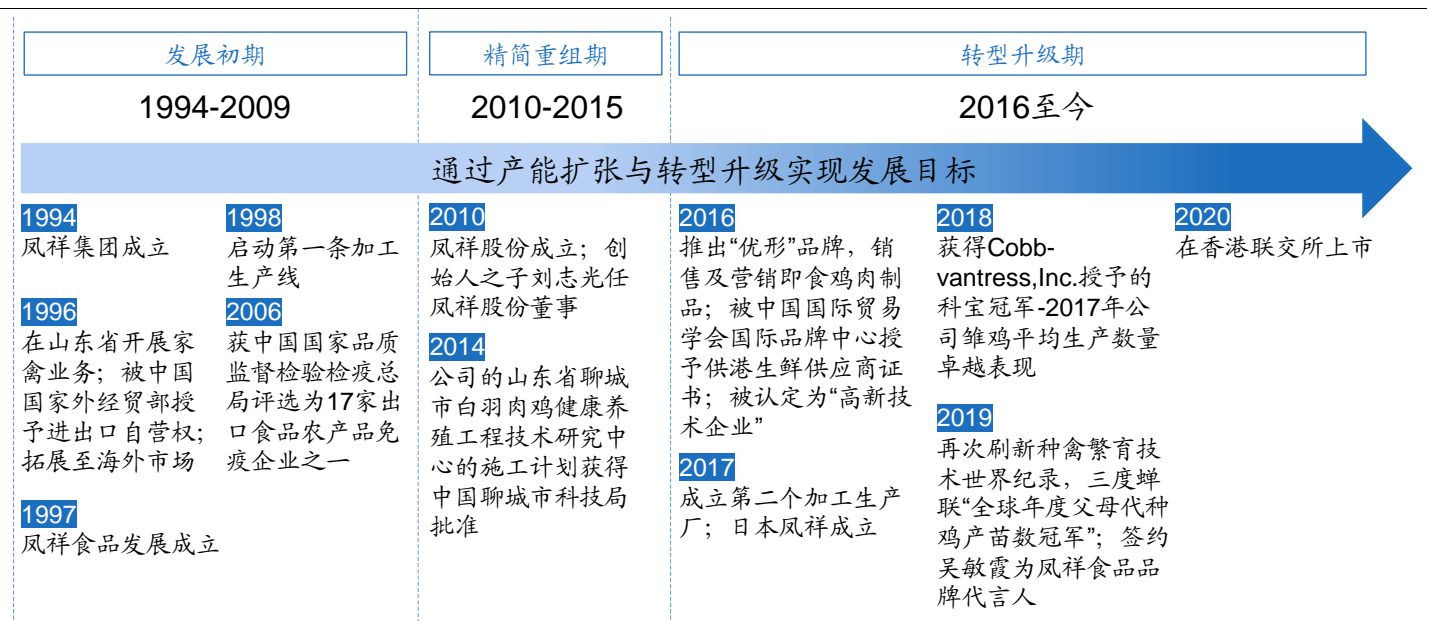
### 凤祥股份的发展历程主要可以分为以下三大阶段：

**发展初期（1994-2009年）：**以发展出口业务为主。凤祥股份的创始人刘学景于1994年成立凤祥集团，并于1996年在山东省开展家禽业务，并且获得了进出口自营权，将市场扩展至海外。2006年，公司被评选为17家出口食品农产品免疫企业之一。

**精简重组期（2010-2015年）：**精简业务，建设一体化肉鸡养殖产业链。2010年，创始人刘学景为了精简凤祥集团的养鸡、屠宰以及鸡肉制品加工业务，成立了凤祥股份，并重组家禽业务。同年，创始人之子刘志光加入凤祥股份，获委任为公司董事。

**转型升级期（2016年至今）：**向C端转型升级，上市融资扩张产能。2016年1月，公司推出“优形（ishape）”品牌，生产并销售即食鸡肉制品，开始切入C端消费食品领域。2018年11月，创始人之子刘志光获委任为董事会主席，正式接班带领公司进行转型。2020年7月，公司成功在香港联交所上市。

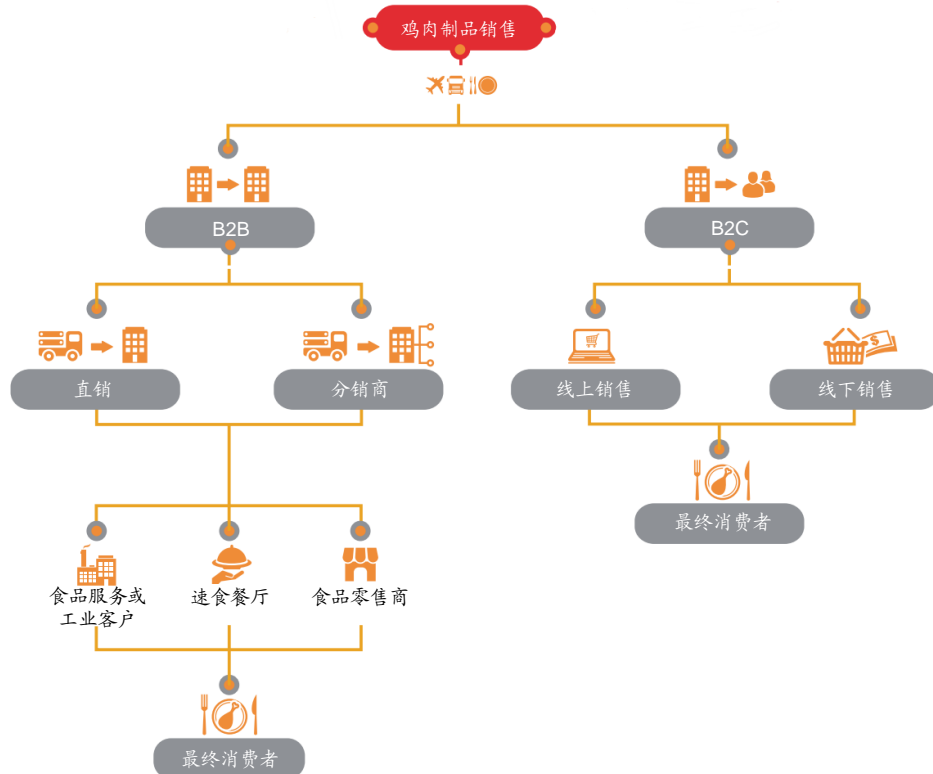
图141 凤祥股份三大发展阶段



资料来源：凤祥股份官网，凤祥股份招股说明书，海通证券研究所

**确定转型升级战略，上市融资推动战略实施。**近3年以来，公司为转型升级实施了“123”发展战略，即“一个基础”、“两大市场”、“三驾马车”。“一个基础”：强化公司纵向一体化业务模式优势扩展至全产业链，有效管控供应链，奠定坚实的产品品质基础；“两大市场”：同步发展国内与国际市场；“三驾马车”：线上线下协力重点发展**新零售业务**，面向餐饮行业与便利店系统开拓**新集采业务**，同时通过优化产品与渠道构建**新出口业务**。通过新战略的实施，公司有望实现国内市场与国际市场间的相互促进，新零售、新集采和新出口业务间的高效协同，并以多年服务全球顶级餐饮巨头的品质与标准为亿万家庭提供优质产品，创造中国领先的鸡肉品牌。

图142 凤祥股份下游销售渠道图示



资料来源：凤祥股份招股说明书，海通证券研究所

截至2019年12月31日，公司拥有45个肉鸡养殖场，肉鸡饲养产能为每年1.13亿羽。随着需求的不断增长以及公司从第三方供应商采购生鸡肉的成本不断提高，公司扩张产能已迫在眉睫。公司拟将IPO融资净额的45%（约627.8百万港元或572.3百万人民币）投资于白羽肉鸡的饲养及产能扩张，预计在上市后26个月内完成扩张，养殖产能将较2019年12月31日提升约63.6%，进而强化“123”战略中的“一个基础”。

表16 凤祥股份产能扩张目标

生产设施	所涉生产设施数量	年设计产能	预计投资成本总额 (人民币百万元)	动用IPO融资净额 (人民币百万元)
种鸡场	10	2.6百万套	228.8	100.4
孵化场	1	2.30亿只	40.7	26.0
肉鸡场	25	1.94亿只	743.0	314.6
屠宰加工设施	1	2.00亿只	246.9	27.8
饲料加工厂	1	83万吨	94.8	56.4
有机肥料厂	1	14万吨	104.1	47.1
合计	-	-	1458.3	572.3

资料来源：凤祥股份招股说明书，海通证券研究所



## 5.2.2 公司新零售业务表现亮眼，转型升级与行业共成长

依托以市场为导向的产品研发能力，打造聚焦目标消费人群的产品组合。公司在东京、上海、山东各拥有一个研发中心，其中东京为引领消费和前沿技术中心，上海为产品创新中心，山东为工艺转化中心，以市场需求为驱动和导向加速新品开发和转化。例如，“凤祥食品”品牌旗下的产品“咸蛋黄嫩骨鸡”从2019年12月底启动概念发想后仅3个月就实现上架销售，并获得多位知名网络主播的合作“带货”意愿。

目前，公司在深加工鸡肉制品方面拥有“优形”、“凤祥食品”和“五更炉”三大主品牌系列。其中，“优形”旗下产品以营养低脂、高蛋白、即食便捷的鸡肉制品为主，面向中高端收入人群，主张向往美好、倡导健康的消费理念，主要产品为沙拉鸡胸肉、蛋白棒等；“凤祥食品”旗下产品分为调味鸡肉熟食制品、调味生鸡肉制品和生鲜冷冻鸡肉制品三大系列，面向家庭与个人消费场景，主打安心美味、突出品质，主要产品为咸蛋黄嫩骨鸡、乐享鸡块等；“五更炉”旗下产品以全鸡产品为主，以向消费者提供传统美味为目的，适合家庭聚餐、节庆送礼、外出郊游等多种场景，主要产品为熏鸡等。

图143 凤祥股份三大品牌系列产品示意图



资料来源：凤祥股份官网，天猫凤祥食品旗舰店，海通证券研究所

线上线下渠道齐发力，新零售业务表现亮眼。线上渠道方面，公司已实现天猫、京东、每日优鲜、叮咚买菜、美团买菜等头部电商全覆盖，以及与头部内容电商、社交电商的深度合作。2020年“双十一”期间，“优形”天猫旗舰店销售额同比增长705%；“凤祥食品”天猫旗舰店销售额同比增长548%；全年旗舰店销售额同比大幅增长527%。此外，公司在每日优鲜、叮咚买菜等平台已成为主要的鸡肉食品供应商之一，并且已启动抖音、快手等新型社交电商平台的渠道铺设与维护计划。

线下渠道方面，公司“优形”系列已实现近80个重点城市包括罗森、全家、7-11等多家品牌在内约30000家优质便利店和精品商超的终端覆盖。另外，公司在生产基地聊城率先试验成功品牌化运营模式，未来拟在聊城周边八个城市复制运营此模式；通过构建全品类进场和全场景营销，特别下沉至社区小店和夫妻小店。

图144 2020年优形“双十一战报”



资料来源：凤祥股份官网，海通证券研究所

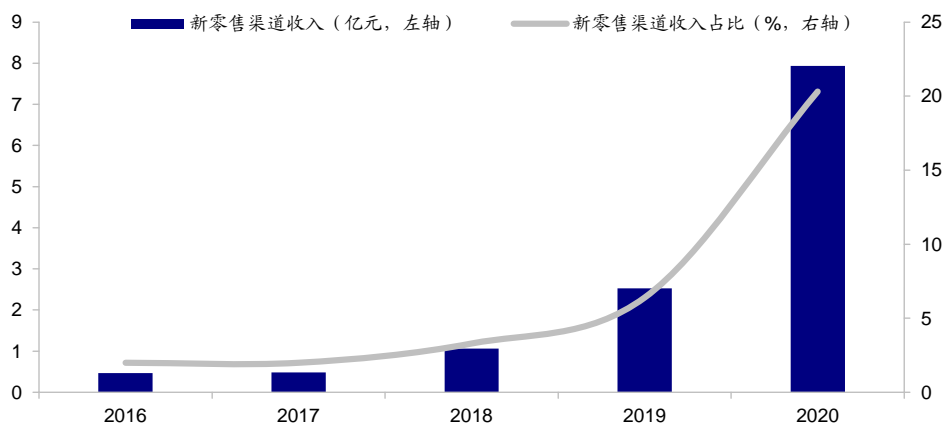
图145 2020年凤祥食品“双十一战报”



资料来源：凤祥股份官网，海通证券研究所

在线上和线下渠道的共同驱动下，公司C端业务的营收占比持续提升。2016-2020年公司C端业务收入由0.47亿元提升至7.93亿元，CAGR高达100%以上；2020年线上销售收入同比增长186%，线下收入亦同比增长271%，整体C端收入同比大幅增长214%，在总收入当中的占比则同比上升近14个百分点。

图146 2016-2020年凤祥股份新零售渠道收入与占比



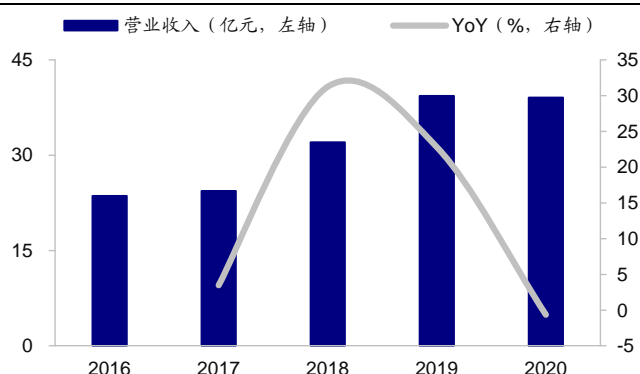
资料来源：凤祥股份招股说明书，凤祥股份年报（2020），海通证券研究所

### 5.2.3 深加工肉制品业务驱动营收规模稳步增长

**深加工肉制品业务驱动营收规模稳步增长。**受深加工肉制品业务所驱动，2016-2020年公司营业收入整体呈现上升趋势，从23.56亿元增长至39.05亿元，CAGR可达13.5%。其中生鸡肉制品业务从14.69亿元增长至19.23亿元，CAGR为7.0%；深加工肉制品业务收入增长较为迅猛，从6.28亿元增长至17.73亿元，CAGR高达29.6%，增速远高于生鸡肉制品；鸡苗业务则从1.49亿元下降至0.85亿元。

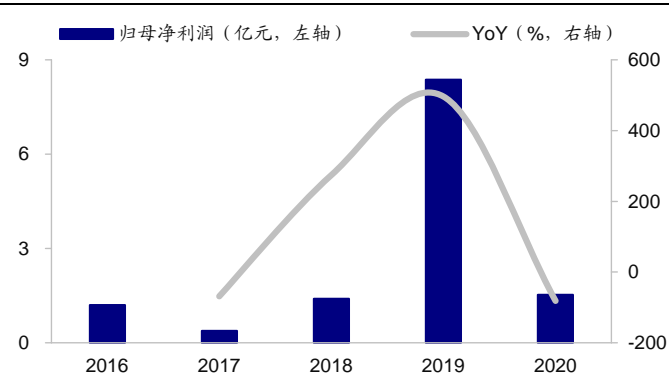
**归母净利润受行业周期性影响较大。**2017-2020年公司约一半的营业收入来源于生鸡肉制品业务，因而公司整体利润受行业周期的影响较大。2019年禽链行情迎来历史性高位，公司归母净利润录得8.4亿元，同比大幅上升497%；2020年禽链行情低迷，叠加原料价格大幅上升，公司归母净利润录得1.53亿元，同比下降82%。

图147 2016-2020 年凤祥股份营业收入与同比增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图148 2016-2020 年凤祥股份归母净利润与同比增速

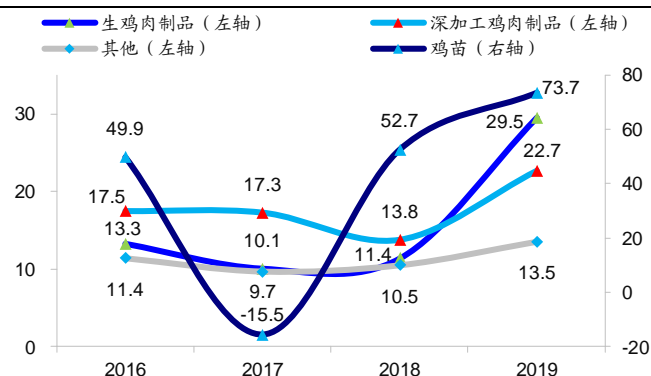


资料来源: Wind, 海通证券研究所

盈利能力逐渐改善, 管理费用率与财务费用率整体呈现下降趋势。毛利率方面, 2016-2019 年公司深加工鸡肉制品业务的毛利率相较于生鸡肉制品业务更加平稳。费用率方面, 2016-2020 年公司管理费用率和财务费用率呈现下降趋势; 2020 年由于公司在新零售业务方面投入较多资源, 销售费用率大幅攀升。

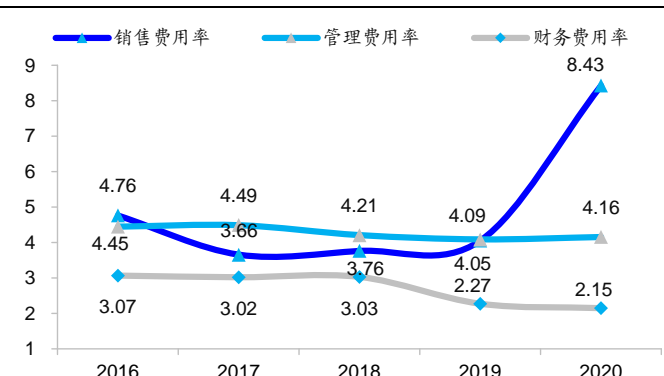
(风险提示: 鸡肉价格大幅下跌; 产能扩张不及预期; 新产品市场认可度不及预期)

图149 2016-2019 年凤祥股份分业务毛利率 (%)



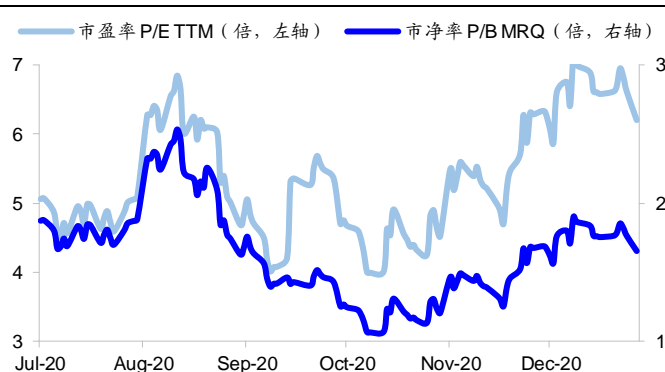
资料来源: 凤祥股份招股说明书, 海通证券研究所

图150 2016-2020 年凤祥股份费用率 (%)



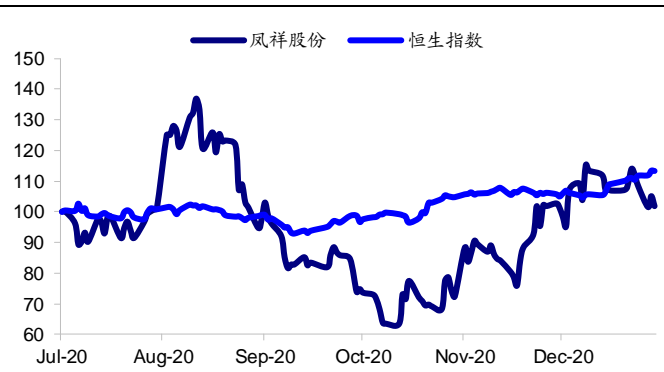
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图151 凤祥股份市盈率与市净率



资料来源: 凤祥股份招股说明书, 海通证券研究所

图152 凤祥股份股价与大盘指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 6. 风险提示

鸡肉消费增长不达预期; 饲料价格大幅上涨; 疫病大面积流行。

# 信息披露

## 分析师声明

丁频 农林牧渔行业  
陈阳 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：新希望,生物股份,科前生物,傲农生物,湘佳股份,海大集团,中牧股份,仙坛股份,民和股份,天邦股份,晓鸣股份,大北农,通威股份,隆平高科,温氏股份,圣农发展,禾丰股份,立华股份

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓 勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
联系人  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com  
李 俊(021)23154149 lj13766@htsec.com

金融工程研究团队  
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队  
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
邵 飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com  
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com

策略研究团队  
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子涵(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
联系人  
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com  
杨 锦(021)23154504

中小市值团队  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队  
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业  
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业  
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
彭 婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业  
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com  
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com  
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

批发和零售贸易行业  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高 瑞(021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

互联网及传媒  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
联系人  
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业  
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉毅(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业  
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com



**电子行业**

周旭辉 zxh12382@htsec.com  
 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
 联系人  
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

**煤炭行业**

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com  
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

**电力设备及新能源行业**

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com  
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com  
 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

**基础化工行业**

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com  
 联系人  
 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张峰青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com  
 联系人  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

**非银行金融行业**

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
 联系人  
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

**交通运输行业**

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com  
 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

**纺织服装行业**

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 周 丹 zd12213@htsec.com  
 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com  
 赵玥玮(021)23219814 zyw13208@htsec.com  
 联系人  
 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

**建筑工程行业**

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

**军工行业**

张恒昶 zhx10170@htsec.com  
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
 联系人  
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

**银行行业**

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com  
 联系人  
 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com  
 联系人  
 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

**造纸轻工行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com  
 联系人  
 柳文韬(021)23219389 lw13065@htsec.com

## 研究所销售团队

**深广地区销售团队**

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

**上海地区销售团队**

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com  
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 郭金奎(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
 张钧博 zjb13446@htsec.com  
 高 瑞 gr13547@htsec.com  
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话：(021) 23219000

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com