

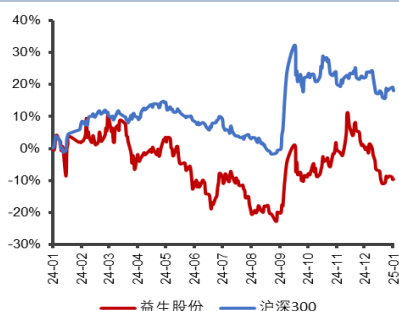
鸡苗业务值得期待，种猪销售步入释放期

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-1-23

收盘价(元)	8.76
近12个月最高/最低(元)	11.05/7.39
总股本(百万股)	1106
流通股本(百万股)	749
流通股比例(%)	67.68
总市值(亿元)	97
流通市值(亿元)	66

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

无。

主要观点：

● 全国最大白羽祖代肉种鸡养殖企业，2024年二元种猪上市

公司成立于1989年，以高代次畜禽种源供应为核心竞争力，祖代肉种鸡饲养规模近20年位居全国第一，约占进口白羽肉鸡市场1/3份额，商品代鸡苗的销量也已位居全国第一。白羽肉鸡苗业务一直是公司主要的收入和利润来源，2015-2023年白羽肉鸡苗业务占公司总收入79%-93%，1H2024白羽肉鸡苗业务收入占比88%，1H2024公司实现毛利3.8亿元，其中，白羽肉鸡苗毛利3.6亿元。公司在发展种鸡业务的同时，大力扩展种猪产业，原种猪产能已于2023年底释放，2024年二元种猪开始上市销售。

● 多因素推升鸡苗价格，公司鸡苗业务稳步扩张

2023-2024年，我国白羽肉鸡祖代更新量维持高位，与之背离的是，父母代鸡苗价格、商品代鸡苗价格稳步上行，我们认为，这与祖代引种量持续偏低、安伟捷种鸡快慢羽引发的种鸡性能下降问题、以及白羽鸡需求量提升直接相关。我们判断，2025年种鸡性能下降的问题将延续，鸭疫传播会支撑鸡产品价格，并进一步抬升鸡苗价格，美国、新西兰封关则将利好中期白羽鸡产业链的价格，白羽肉鸡产业链有望持续受益。

公司专注肉种鸡产业三十余年，也是我国唯一一家引种并繁育哈伯德的白羽肉种鸡企业，2024年，公司哈伯德祖代更新量23万套，占全国祖代更新量的15.3%，占全国祖代引种量的35%。公司鸡苗业务稳步发展：2019-2024年，公司父母代和商品代鸡苗销量从3.73亿只震荡上行至5.86亿只；2022-2024年，公司909小型白羽肉鸡苗销量从7644万只上升至8299万只；2023-2024年，公司哈伯德祖代更新量同比分别增长76%、48%，我们预计2025年公司鸡苗销量同比稳步增长。

● 原种猪养殖经验丰富，种猪销售步入释放期

公司在原种猪养殖方面，已积累二十多年的丰富经验，在疾病防疫、研发育种、生产管理、现代化猪舍及自动化养殖、规模及品系等方面具备一定优势。2021-2024年，公司种猪销量从0.2亿头上升至3亿头，年复合增长率145.5%，公司种猪收入从1141万元上升至7522万元，年复合增长率87.5%，2025年公司规划种猪出栏量15万头，满产后种猪销量可达到20万头。公司现阶段种猪销售主要采用直销方式，直接对接客户，与规模化养殖场采购人员洽谈，并由种畜营销部为种猪销售提供育种及疾病防控等相关服务。未来随着种猪业务规模的增加，公司将采取直销与经销相结合的模式，以进一步拓宽市场渠道。

● 投资建议

公司是我国最大的祖代肉种鸡养殖企业，祖代肉种鸡饲养规模约占进口白羽肉鸡市场1/3份额，公司商品代鸡苗销量也居于全国首位，将充分受益鸡苗价格的上涨。我们预计2024-2026年公司实现主营业务收入32.6亿元、50.56亿元、55.0亿元，同比分别增长1.1%、55.1%、8.8%，对应归母净利润5.59亿元、13.79亿元、14.39亿元，同比分别增长3.3%、

146.8%、4.4%，对应 EPS 分别为 0.51 元、1.25 元、1.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

疫情、原材料价格波动风险、畜禽产品价格波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3225	3260	5056	5500
收入同比 (%)	52.7%	1.1%	55.1%	8.8%
归属母公司净利润	541	559	1379	1439
净利润同比 (%)	247.3%	3.3%	146.8%	4.4%
毛利率 (%)	31.6%	27.7%	34.7%	33.2%
ROE (%)	12.2%	11.2%	21.7%	18.5%
每股收益 (元)	0.54	0.51	1.25	1.30
P/E	22.01	17.25	6.99	6.70
P/B	2.69	1.94	1.52	1.24
EV/EBITDA	11.92	10.98	4.60	3.60

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 全国最大白羽祖代肉种鸡养殖企业.....5

2 多因素推升鸡苗价格，公司鸡苗业务稳步扩张.....6

 2.1 2024 年祖代更新量再升，种鸡自繁比重逾 50%.....6

 2.2 种鸡存栏、父母代销量处 2019 年以来同期高位.....8

 2.3 白羽鸡苗价格与祖代更新量背离.....9

 2.3.1 父母代、商品代鸡苗价格处近年高位.....9

 2.3.2 多重因素推升鸡苗价格.....10

 2.4 2025 年产业链价格获支撑.....12

 2.5 种鸡业务精益求精，鸡苗销售稳步发展.....12

3 原种猪养殖经验丰富，种猪销售步入释放期.....13

4 盈利预测、估值及投资评级.....15

 4.1 盈利预测.....15

 4.2 投资建议.....18

风险提示:18

财务报表与盈利预测.....19

图表目录

图表 1	公司主要产品及用途	5
图表 2	公司收入及各类别收入走势图，亿元	6
图表 3	公司各类别收入占比对照图	6
图表 4	公司毛利及净利走势图，亿元	6
图表 5	公司各品类毛利对照图，亿元	6
图表 6	白羽祖代肉种鸡引种及更新走势图	7
图表 7	2020-2023 年全国祖代白羽分品种更新量，万套	7
图表 8	05-23 年全国祖代白羽肉雏鸡分品种更新量占比，%	7
图表 9	在产祖代种鸡存栏量走势图，万套	8
图表 10	后备祖代种鸡存栏量走势图，万套	8
图表 11	在产父母代种鸡存栏量走势图，万套	8
图表 12	后备父母代种鸡存栏量走势图，万套	8
图表 13	父母代种鸡苗月均销量对照图（月），万套	9
图表 14	父母代种鸡苗周销量对照图（周），万套	9
图表 15	父母代鸡苗年度均价对照图，元/套	9
图表 16	2018-2024 年父母代鸡苗价格对照图，元/套	9
图表 17	商品代鸡苗年度均价对照图，元/羽	10
图表 18	2018-2024 年商品代鸡苗价格对照图，元/羽	10
图表 19	全国父母代鸡苗均价周数据对照图，元/套	10
图表 20	全国部分商品代鸡苗均价周数据对照图，元/只	10
图表 21	安伟捷+科宝祖代引种量，万套	11
图表 22	安伟捷祖代引种量，万套	11
图表 23	白羽肉鸡表观消费量，万吨	11
图表 24	中国白羽肉鸡出栏量，亿羽	11
图表 25	2023 年不同白羽肉鸡品种的祖代更新企业列表	12
图表 26	2014-2024 年哈伯德更新量走势图，万套	13
图表 27	2014-2024 年哈伯德更新量占比图	13
图表 28	公司鸡苗销量及增速走势图	13
图表 29	公司 909 小型白羽肉鸡苗销量走势图	13
图表 30	公司种猪业务核心竞争力	14
图表 31	公司种猪销量走势图	15
图表 32	公司种猪销售收入走势图	15
图表 33	公司种猪生产性生物资产走势图，百万元	15
图表 34	公司种猪销售均价，元/头	15
图表 35	公司收入成本预测表	16

1 全国最大白羽祖代肉种鸡养殖企业

公司成立于 1989 年，主要引进、繁育世界优质畜禽良种，向社会推广种鸡、种猪及商品肉雏鸡。公司以高代次畜禽种源供应为核心竞争力，是我国乃至亚洲最大的祖代肉种鸡养殖企业，祖代肉种鸡饲养规模近 20 年位居全国第一，约占进口白羽肉鸡市场 1/3 份额，公司商品代鸡苗的销量也位居全国第一。

公司主要产品包括父母代和商品代肉雏鸡、种猪、农牧设备、乳品。公司种鸡业务主要分布在山东、江苏、黑龙江、河北、安徽等地；种猪业务主要分布在黑龙江、山东等地。为确保种源健康，多年来公司始终把疫病净化作为提升种鸡质量的总抓手，大力实施种源净化战略，持续在祖代种鸡场、父母代种鸡场开展禽白血病、鸡白痢、鸡滑液囊支原体、鸡败血支原体的疫病净化工作，先后获得了首家白羽肉鸡国家级禽白血病净化场、首批家禽疫病净化示范区建设企业、首批白羽肉鸡国家肉鸡良种扩繁推广基地、国家重点研发计划项目示范种禽场等荣誉称号。

公司在发展种鸡业务的同时，大力扩展种猪产业，公司自 2000 年开始建立原种猪场，公司有二十多年的种猪饲养管理经验，种猪场先后获得“国家生猪核心育种场”“国家级猪伪狂犬疫病净化创建场”等荣誉称号，公司原种猪产能已于 2023 年底释放，2024 年公司二元种猪开始上市销售，可满足集团化、规模化大型养殖场对高健康度、高生产性能种猪的一次性大规模引种需求。

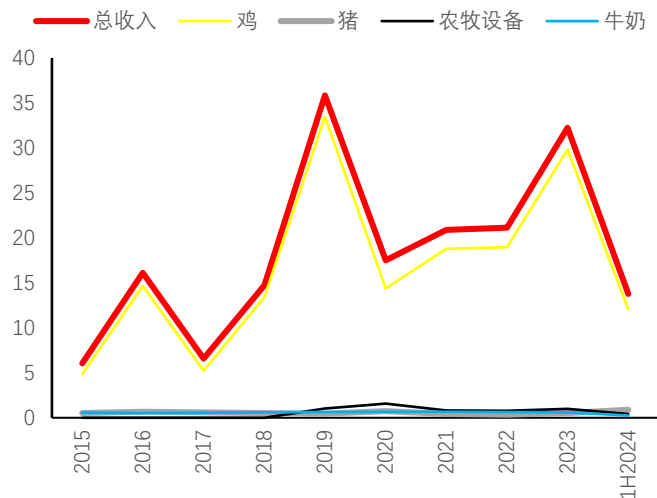
图表 1 公司主要产品及用途

产品类别	主要品种	用途	主要消费群体
父母代肉种鸡雏鸡	利丰	生产商品代肉鸡雏鸡	肉种鸡养殖企业
商品代肉鸡雏鸡	利丰	用于商品肉鸡的饲养	肉鸡养殖企业、养殖户
种猪	大约克、长白、杜洛克等	纯种之间配种生产原种猪，杂交繁殖生产二元种猪	猪养殖企业
农牧设备	家禽养殖设备、家畜养殖设备、家兔养殖设备、孵化厅设备	用于家禽、家畜、家兔养殖；孵化厅各种设备生产	家禽、家畜、家兔行业大中型养殖公司
乳品	原奶：巴氏杀菌乳、发酵乳等成品奶	原奶主要用于深加工，巴氏杀菌乳、发酵乳等成品奶直接销售给大众消费者	奶制品加工企业以及胶东地区的消费者

资料来源：公司公告，华安证券研究所

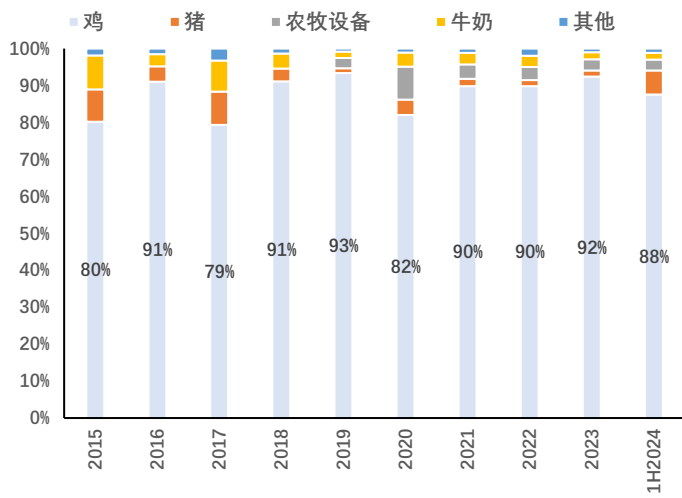
白羽肉鸡苗业务一直是公司主要的收入和利润来源。2015-2023 年，白羽肉鸡苗业务占公司总收入的 79%-93%，1H2024 白羽肉鸡苗业务收入占比 88%；2015-2023 年，种猪业务占公司收入比重从 8.8%降至 1.6%，随着种猪产能的逐步释放，1H2024 种猪业务收入占比回升至 6.5%。公司利润主要受白羽肉鸡苗业务影响，1H2024 公司实现毛利 3.8 亿元，其中，白羽肉鸡苗业务实现毛利 3.6 亿元。

图表 2 公司收入及各类别收入走势图, 亿元



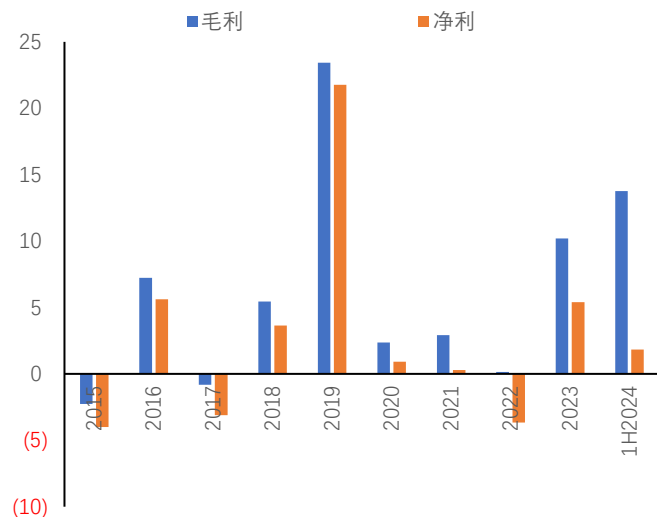
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司各类别收入占比对照图



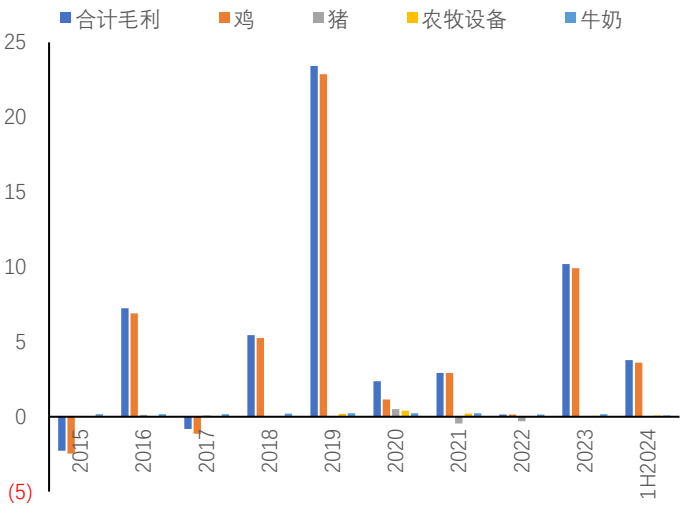
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司毛利及净利走势图, 亿元



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 5 公司各品类毛利对照图, 亿元



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2 多因素推升鸡苗价格, 公司鸡苗业务稳步扩张

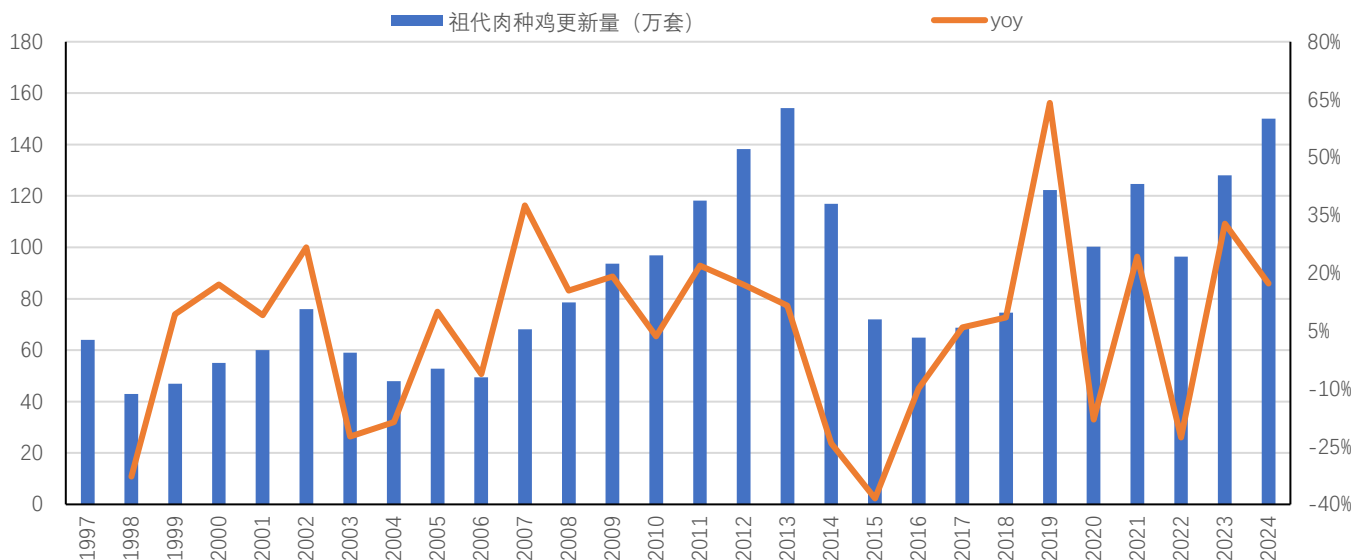
2.1 2024 年祖代更新量再升, 种鸡自繁比重逾 50%

2014 年 1 月我国成立白羽肉鸡联盟, 加强行业源头祖代鸡引种管理, 改变了行业引种的无序状态, 引种量由历史高峰 2013 年 154 万套降至 2014 年 118 万套。2015 年, 美国、法国相继爆发禽流感, 我国对两国实施了祖代鸡引种禁令, 引种量进一步锐减至 72 万套。2017 年初, 波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感, 导致我国引种禁令再度升级, 全年祖代肉种鸡引种及自繁量降至 68.71 万套。

2018 年我国祖代肉种鸡更新量上升至 74.54 万套, 2019 年大幅攀升至 122.35 万套, 祖代供过于求。2020 年我国祖代肉种鸡更新量 100.28 万套, 同比下降 18%, 祖代供需平

衡；2021 年我国祖代肉种鸡更新量 124.62 万套，同比增长 24.3%；2022 年因欧美爆发高致病性禽流感，全国白羽祖代更新量下降 22.7%至 96.34 万套；2023 年我国祖代更新量 127.99 万套，同比增长 32.9%，祖代再次供过于求。2024 年，我国祖代更新量 150.07 万套，处于 2014 年以来最高水平。

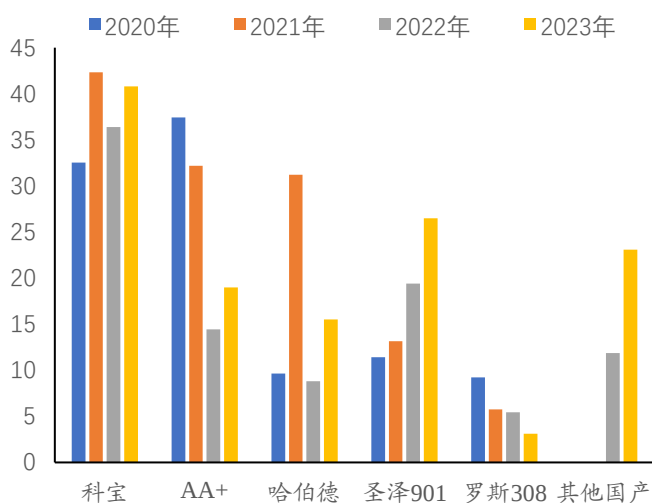
图表 6 白羽祖代肉种鸡引种及更新走势图



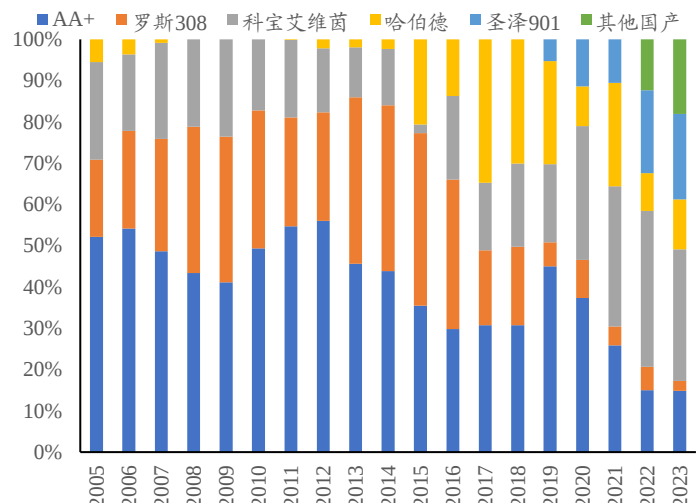
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

白羽肉鸡的种源垄断已被打破，国产自繁已逐步成为重要供种源。进口品种方面，AA、罗斯、哈伯德利丰引自美国，科宝引自新西兰；国产品种包括，圣泽 901、广明 2 号、沃德 188。国产种鸡占比从 2019 年 5%（圣泽 901 占比 5%）上升至 2023 年 39%（圣泽 901 占比 21%）。2024 年，祖代更新中，进口 67 万套，占比 45%，自繁 83 万套，占比 55%。

图表 7 2020-2023 年全国祖代白羽分品种更新量，万套



图表 8 05-23 年全国祖代白羽肉雏鸡分品种更新量占比，%



资料来源：中国禽业发展报告，华安证券研究所

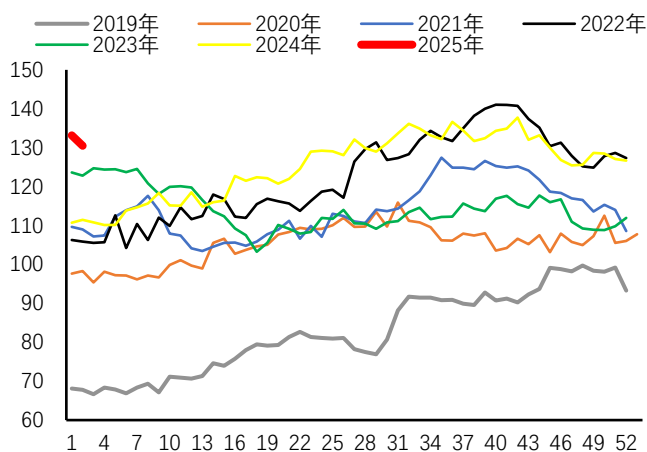
资料来源：中国禽业发展报告，华安证券研究所

2.2 种鸡存栏、父母代销量处 2019 年以来同期高位

2025 年第 2 周（1 月 6 日-1 月 12 日），在产祖代种鸡存栏量 130.49 万套，后备祖代种鸡存栏量 84.82 万套，在产父母代种鸡存栏量 2216.36 万套，均处于 2019 年以来同期最高水平，后备父母代种鸡存栏量 1571.97 万套，均处于 2019 年以来同期相对高位。

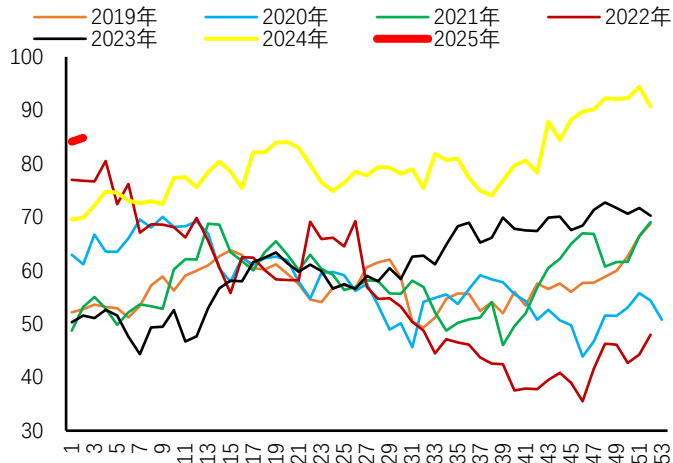
从月度数据看，2024 年 1-12 月，父母代鸡苗销量处于 2016 年以来同期高位；从周度数据看，2025 年第 2 周（1 月 6 日-1 月 12 日），父母代鸡苗销量 146.29 万套，处于 2019 年以来同期最高。

图表 9 在产祖代种鸡存栏量走势图，万套



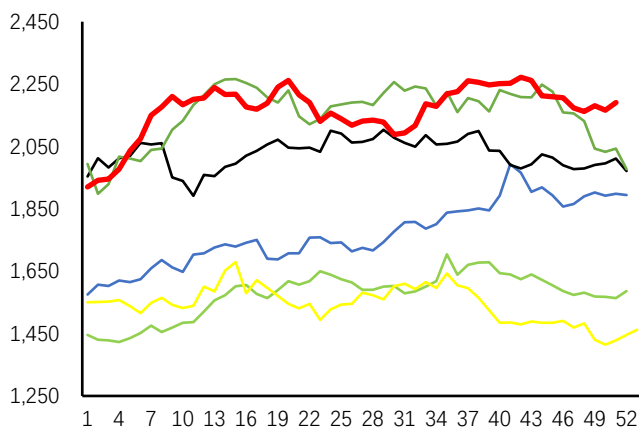
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 10 后备祖代种鸡存栏量走势图，万套



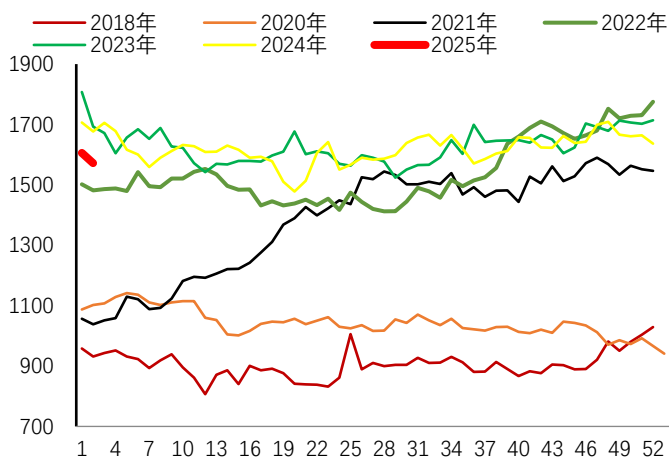
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 11 在产父母代种鸡存栏量走势图，万套



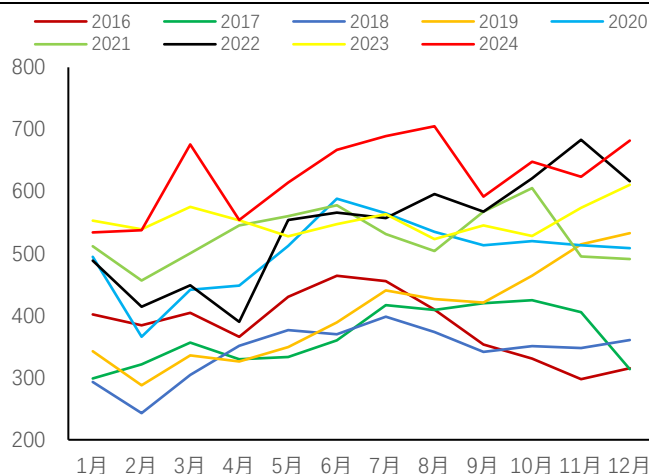
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 12 后备父母代种鸡存栏量走势图，万套



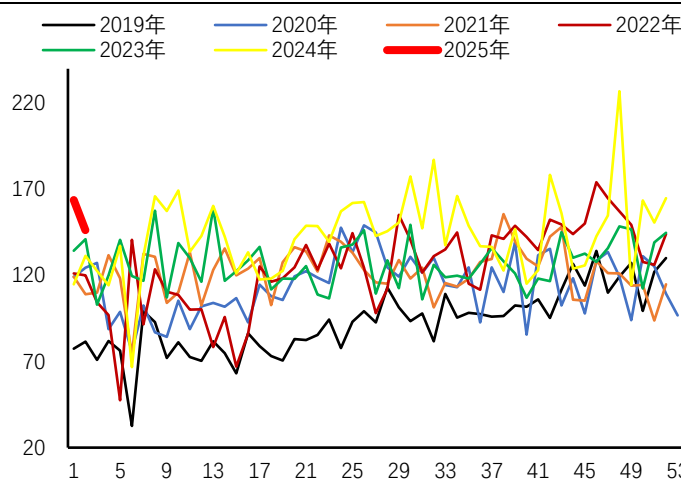
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 13 父母代种鸡苗月均销量对照图（月），万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 14 父母代种鸡苗周销量对照图（周），万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

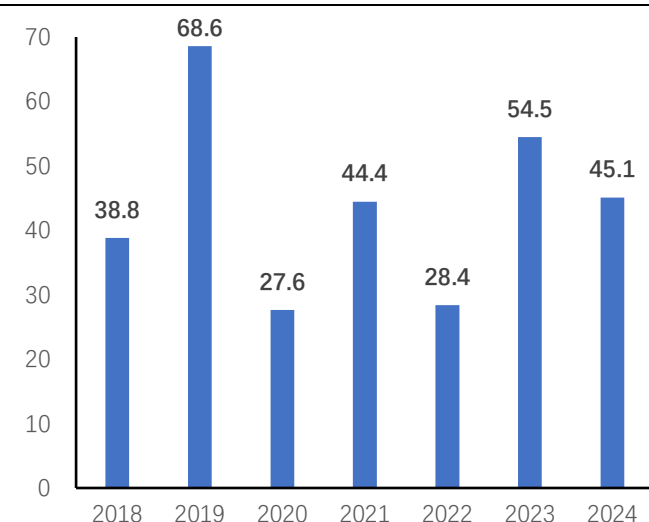
2.3 白羽鸡苗价格与祖代更新量背离

2.3.1 父母代、商品代鸡苗价格处近年高位

2024 年 5 月开始父母代鸡苗价格震荡上行，2024 年父母代鸡苗均价 45.1 元/套，处于 2018 年以来偏高水平。2025 年第 2 周（1 月 6 日-1 月 12 日），父母代鸡苗价格 53.99 元/套，同比增长 41.4%。

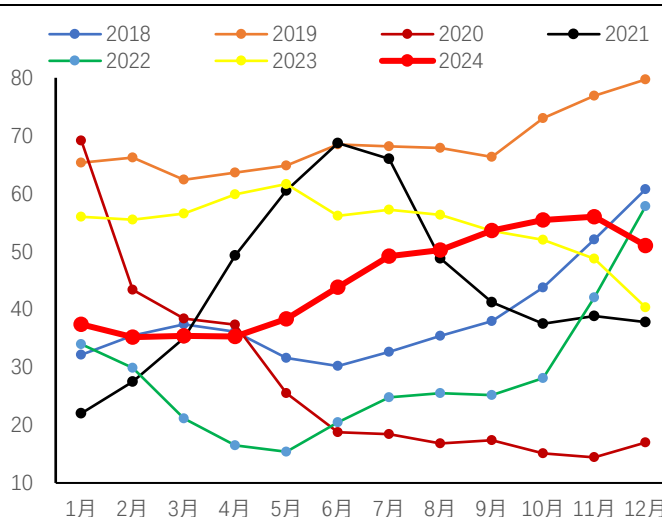
2024 年 7 月商品代鸡苗价格开始上行，2024 年商品代鸡苗均价 2.9 元/羽，处于 2018 年以来偏高水平。2025 年第 2 周（1 月 6 日-1 月 12 日），商品代鸡苗价格 2.25 元/羽，同比虽下降 9%，但仍处于 2019 年以来偏高水平。

图表 15 父母代鸡苗年度均价对照图，元/套



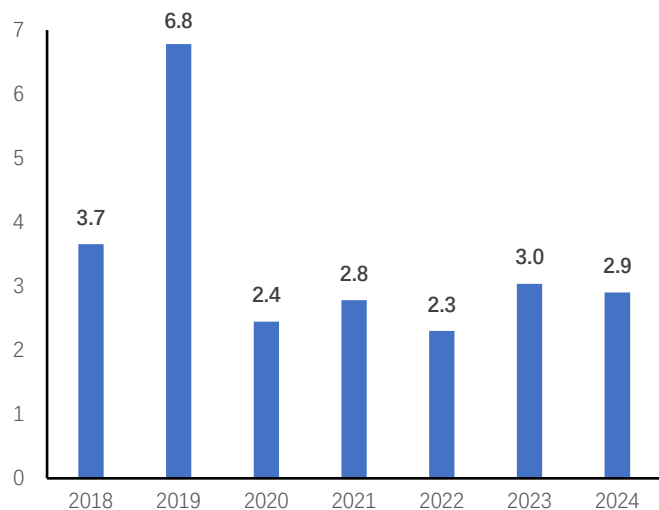
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 16 2018-2024 年父母代鸡苗价格对照图，元/套



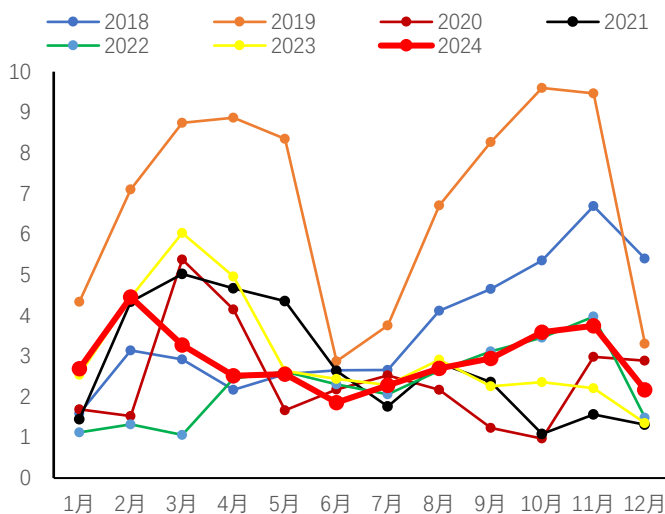
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 17 商品代鸡苗年度均价对照图, 元/羽



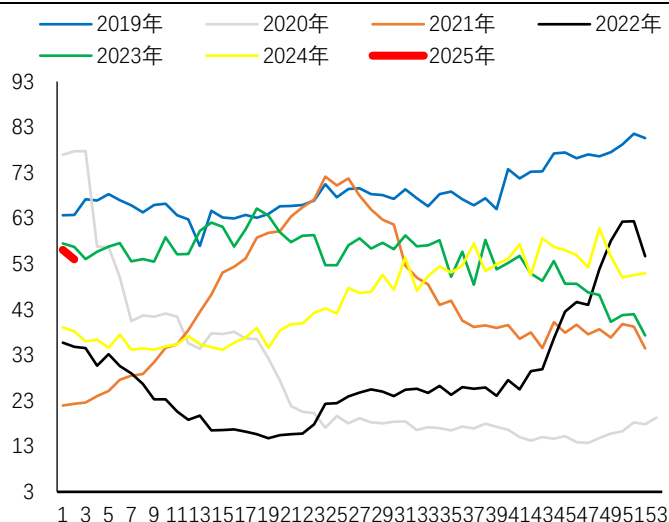
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 华安证券研究所

图表 18 2018-2024 年商品代鸡苗价格对照图, 元/羽



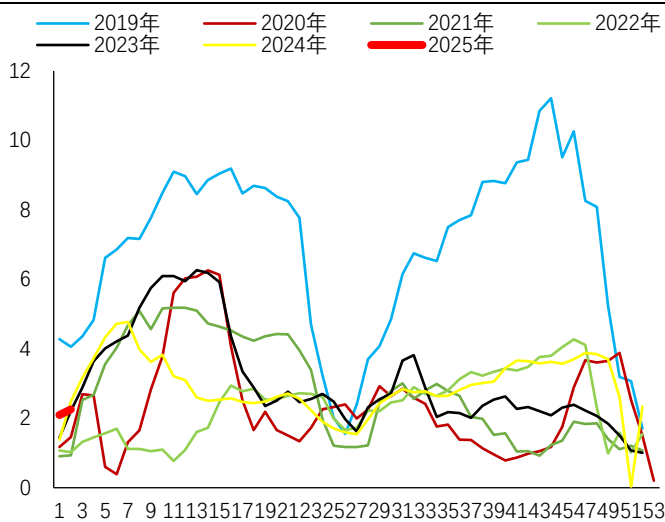
资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 华安证券研究所

图表 19 全国父母代鸡苗均价周数据对照图, 元/套



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 华安证券研究所

图表 20 全国部分商品代鸡苗均价周数据对照图, 元/只



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.3.2 多重因素推升鸡苗价格

我们认为, 2024 年下半年以来, 父母代鸡苗价格、商品代鸡苗价格持续走高, 主要是因为海外引种量维持低位, 海外种鸡快慢羽问题, 以及近年来下游需求提升。

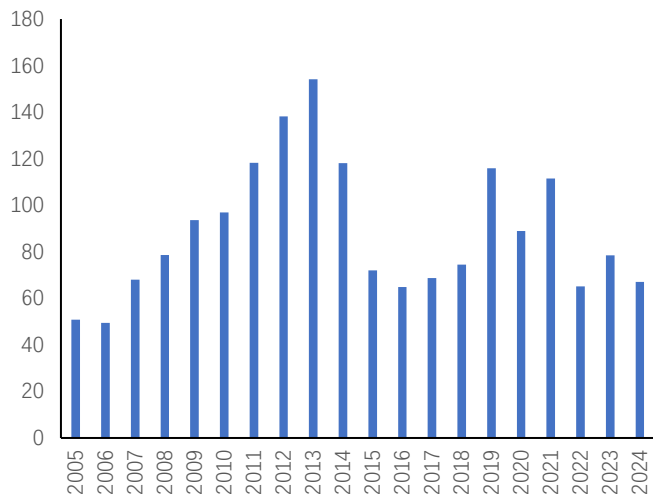
1、我国祖代引种量持续低位

祖代更新量数据, 2022 年 96.34 万套、2023 年 127.99 万套、2024 年 1-11 月 138.24 万套, 处于供给充足的状态。若看祖代引种量, 2022 年 65.07 万套、2023 年 78.4 万套、2024 年 67 万套, 处于 2008 年以来低位; 2022 年、2023 年我国安伟捷祖代引种量分别为 28.67 万套、37.6 万套, 更是处于 2005 年以来最低水平, 由此造成的频繁换羽也拉低了种鸡生产性能。

截止目前, 国产种鸡的扩繁系数明显低于海外引种, 父母代鸡苗销售价格也整体低

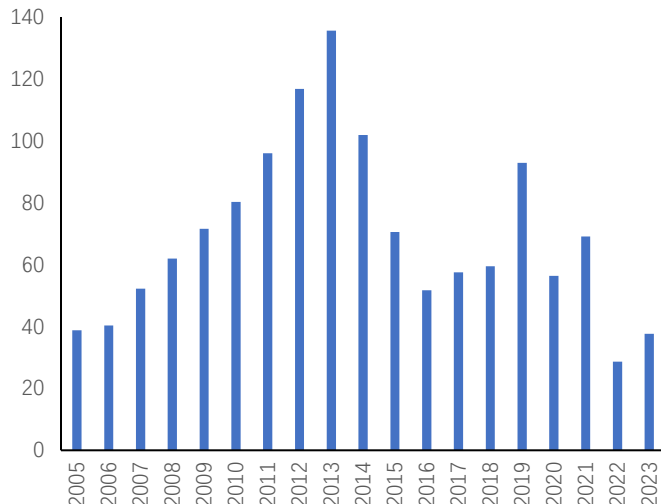
于海外品种。目前，安伟捷体系 AA、罗斯父母代鸡苗价格 70-80 元/套，利丰、科宝父母代鸡苗价格 40-50 元/套，圣农 901 父母代鸡苗价格约 30 元/套，其他国产自繁品种父母代鸡苗价格约 20 元/套。

图表 21 安伟捷+科宝祖代引种量，万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

图表 22 安伟捷祖代引种量，万套



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，华安证券研究所

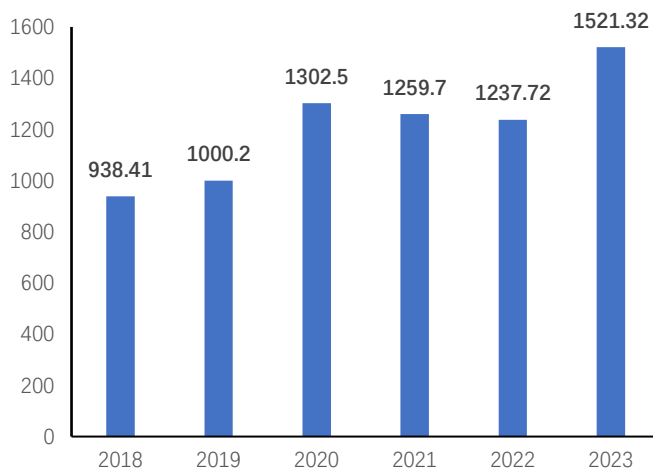
2、安伟捷种鸡快慢羽问题

2023 年之前引进的安伟捷祖代种鸡多为慢羽，产出父母代是快羽，父母代产蛋率高 10%-15%；2023 年之后引进的安伟捷祖代种鸡多为快羽，产出父母代是慢羽，父母代产蛋率低 10%-15%。根据传导周期，快羽鸡问题从 2024 年中期后开始逐步显现，由于 2025 年快羽鸡占比将超过 2024 年，快慢羽问题将延续。

3、我国白羽鸡需求量提升

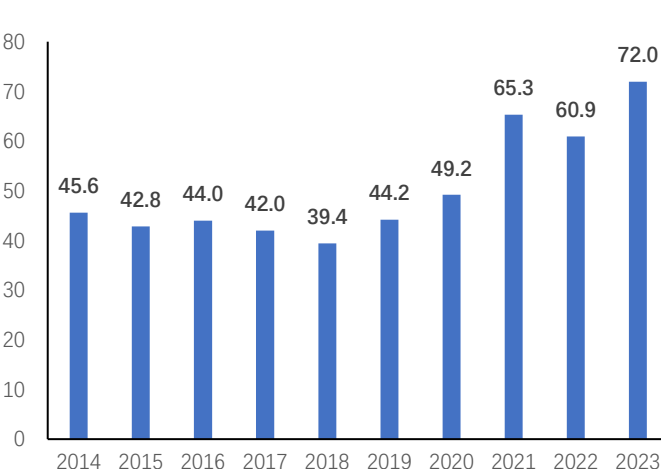
我国白羽鸡需求量震荡上行。中国畜牧业协会数据，2014-2023 年，我国白羽肉鸡出栏量从 45.6 亿羽上升至 72.0 亿羽，累计增幅 57.9%；我的农产品网数据，2018-2023 年，我国白羽肉鸡表观消费量从 938.41 万吨上升至 1521.32 万吨，累计增幅 62.1%。

图表 23 白羽肉鸡表观消费量，万吨



资料来源：我的农产品网，华安证券研究所

图表 24 中国白羽肉鸡出栏量，亿羽



资料来源：中国畜牧业协会，华安证券研究所

2.4 2025 年产业链价格获支撑

2024 年，我国白羽肉鸡祖代更新量 150.07 万套，达 2014 年以来最高水平，祖代种鸡存栏、父母代存栏、父母代鸡苗销量均处于近年高位。与之背离的是，父母代鸡苗价格、商品代鸡苗价格稳步上行，我们认为，这与祖代引种量持续偏低、安伟捷种鸡快慢羽引发的种鸡性能下降问题、以及白羽鸡需求量提升直接相关。

国际方面，2024 年 12 月初，美国俄克拉荷马州种鸡群、新西兰农场相继发生高致病性禽流感，中国对美国、新西兰白羽引种实施封关，2025 年我国白羽鸡引种影响仍需观察；国内方面，2024 年 12 月，山东、辽宁、河南、江苏等多地白羽鸡养殖场出现鸭疫感染，截止目前，鸭疫控制难度大，且产生原因不明，暂无特效药，本次鸭疫对种鸡性能、商品代成活率及出栏体重均有不同程度影响。

我们判断，2025 年种鸡性能下降的问题将延续，鸭疫传播会支撑鸡产品价格，并进一步抬升鸡苗价格；美国、新西兰封关则将利好中期白羽鸡产业链的价格。

2.5 种鸡业务精益求精，鸡苗销售稳步发展

公司专注肉种鸡产业三十余年，通过将白羽肉鸡产业链向上延伸，率先从国外引入了曾祖代白羽肉种鸡，繁育祖代白羽肉种鸡，确定了公司在中国白羽肉鸡行业种源供应方面的行业地位。规模优势使得公司单批次祖代种鸡可以在短期内产出大批次的父母代种鸡雏鸡，能最大限度地满足下游大型生产企业对雏鸡同质化的需求，在大客户资源中占有绝对优势。

公司是我国唯一一家引种并繁育哈伯德的白羽肉种鸡企业，2014-2024 年公司哈伯德祖代引种量大幅波动，主要是受海外高致病性禽流感疫情影响。2024 年，公司哈伯德祖代更新量 23 万套，占全国祖代更新量的 15.3%，占全国祖代引种量的 35%。

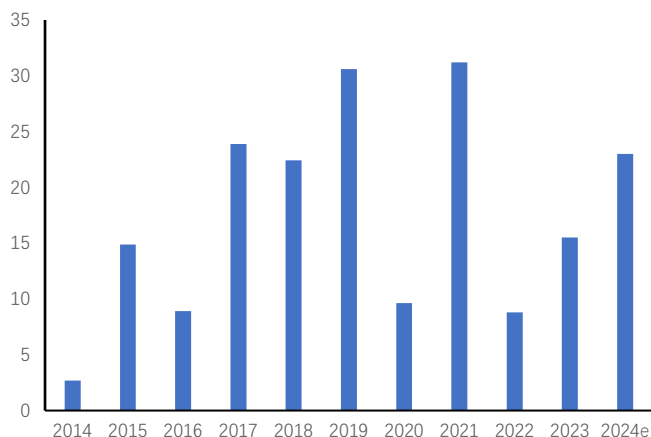
公司鸡苗业务稳步发展。2019-2024 年，公司父母代和商品代鸡苗销量从 3.73 亿只震荡上行至 5.86 亿只；2022-2024 年，公司 909 小型白羽肉鸡苗销量从 7644 万只上升至 8299 万只。2023-2024 年，公司哈伯德祖代更新量同比分别增长 76%、48%，我们预计 2025 年公司鸡苗销量同比稳步增长。

图表 25 2023 年不同白羽肉鸡品种的祖代更新企业列表

育种公司	品种	祖代更新企业
美国安伟捷育种公司	AA+	黑龙江鹏达、北京家育、诸城外贸、江苏京海、吉林兴华、长春吉星、鑫鑫树芽、爱拔益加、河北三兴、河南汤阴、瑞益丰
	罗斯 308	河北飞龙、北京大风
美国科宝公司	科宝爱维茵	滨县伟昌、北京家育、湖北科宝
法国哈伯德公司	哈伯德	山东益生
中国圣农发展	圣泽 901	福建圣农
佛山兴广	广明 2 号	佛山兴广
北京峪口	沃德 188	北京峪口

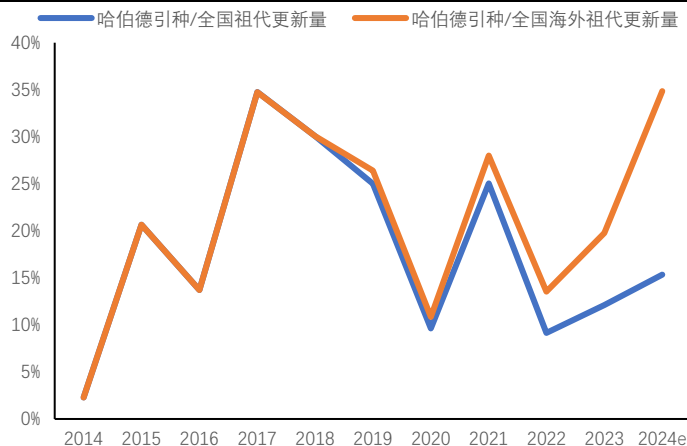
资料来源：中国禽业发展报告（2023），华安证券研究所

图表 26 2014-2024 年哈伯德更新量走势图，万套



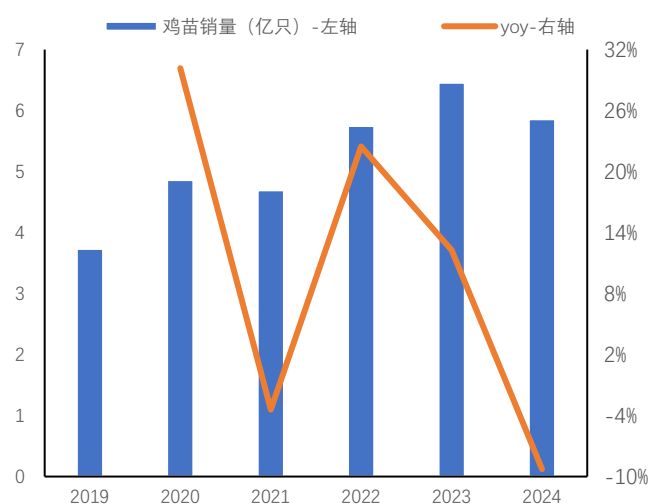
资料来源：中国禽业发展报告，华安证券研究所

图表 27 2014-2024 年哈伯德更新量占比图



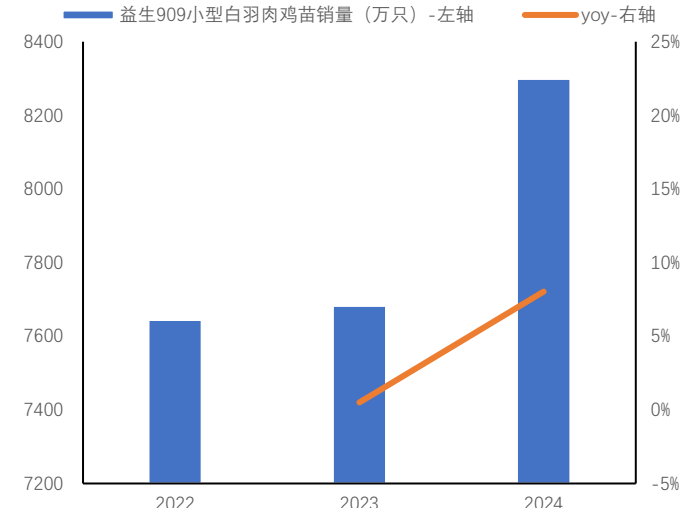
资料来源：中国禽业发展报告，华安证券研究所

图表 28 公司鸡苗销量及增速走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 29 公司 909 小型白羽肉鸡苗销量走势图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3 原种猪养殖经验丰富，种猪销售步入释放期

公司在原种猪养殖方面，已积累二十多年的丰富经验，在疾病防疫、研发育种、生产管理、现代化猪舍及自动化养殖、规模及品系等方面具备一定优势。2021-2024 年，公司种猪销量从 0.2 亿头上升至 3 亿头，年复合增长率 145.5%，公司种猪收入从 1141 万元上升至 7522 万元，年复合增长率 87.5%，2025 年公司规划种猪出栏量 15 万头，满产后种猪销量可达到 20 万头。

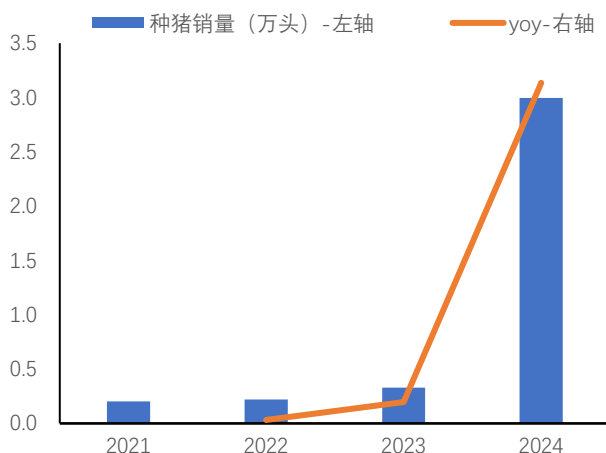
公司现阶段种猪销售主要采用直销方式，直接对接客户，与规模化养殖场采购人员洽谈，并由种畜营销部为种猪销售提供育种及疾病防控等相关服务。未来随着种猪业务规模的增加，公司将采取直销与经销相结合的模式，以进一步拓宽市场渠道。

图表 30 公司种猪业务核心竞争力

类别	内容
疾病防疫	种猪场选址及内部结构规划时，充分考虑了疫病传播特性、种猪的生长特性、区域气候环境、场内通风设备等因素，公司建立健全了一整套疫病防控管理体系，形成公司独特的猪病生物安全防护优势
	种猪场内外部道路规划方面，严格区分净道和污道，外来运料车辆通过场内中转饲料车或场外中转饲料料塔来承接。外来客户接猪车通过场内运猪车运至对外中转台进行交接，配套车辆配备车辆洗消和烘干中心等
	种猪场生产区进行规模标准化设计，分生产线建设，不同的功能区区间有满足有效隔离的防疫距离。猪舍单元化设计，利于猪群进行批次化生产和全进全出健康管理，防止了病原微生物在不同批次之间的传播，有效减少了猪群疾病的发生，大大降低了生物安全风险
	公司的猪料为自产，严把原料源头关，确保给种猪创造良好的生长繁育条件，防止疫病的交叉感染和外界病原的侵入
研发育种	公司种猪以“良种繁育”为核心，以“高健康、高繁育、快生长”为主要选择指标，与国际顶尖基因育种公司达成战略合作，开展全基因组育种，逐步形成以“丹系、法系种猪”为主要育种素材的种猪繁育体系。育种工作由中国农业科学院动物遗传育种专家主持，联合中国农科院、山东农业大学同步推进企业集团和科研院所联合育种，持续开展种猪选育，加强生产性能测定，提升生猪种业自主创新能力，培育“华系”杜长大种猪品牌。公司原种猪一场 2013 年被农业部评定为国家级生猪核心育种场，2018 年和 2023 年续评为国家生猪核心育种场，该核心育种场与海波尔（法国）公司联合育种、技术共享，保持着种猪遗传进展和生产成绩与国际同步。2019 年公司被评为山东省猪伪狂犬疫病净化创建场，2021 年被评为国家级猪伪狂犬疫病净化创建场。公司繁育的种猪具有很高的繁殖性能、很快的生长速度等优点，在山东省种猪性能连续多年的测试评定中均获得优异成绩
生产管理	针对国内养猪生产现状和面临的挑战，全面实践公司特有的生产操作模式和方法，养猪生产按照批次生产，增加母猪窝活产仔数、提高猪群健康水平和仔猪存活率，增加母猪年断奶仔猪数。建立 ISO 质量管理体系文件，严格按照体系文件操作，并结合运营管理系统，进行猪场数据的分析和管控。公司对猪场生产数据进行持续分析，找出效率影响关键点，提出弱项改进方案和技术方法，不断改进养猪生产效率和水平
现代化猪舍及自动化养殖	公司建立高标准的现代化猪舍，积极践行“集约化、自动化、标准化、智能化”的发展思路，联合中国农业大学科研攻关，有机配置智慧育种、智慧防疫、绿色饲料、智慧装备、智慧环控研发成果，打造智慧养殖的“益生标准”和稳定的模块化技术体系与装备体系，建立现代智慧、顶级防疫的种猪繁育体系，真正把握优良种猪的源头，提高优良种猪的质量和数量，提升批量优良种猪的供应能力，向社会提供更健康和更优良的种源产品
规模及品系	在政府相继出台相关政策稳定生猪生产，加快构建现代化生猪养殖体系，促进国内养猪行业从传统的低水平、散养为主向集约化、自动化、标准化、智能化转型的背景下，有实力的生猪养殖企业不断加大投资力度，兴建规模化养殖基地，生猪养殖规模化和规范化水平的快速提升对种猪品质和种猪出栏量提出了更高要求。我国专注种猪生产的企业中，普遍规模处于中小型，育种素材少，多数没有建立专业化的基因库和专门的育种实验室，影响育种进展。公司新建的原种猪场规模大，直接从国外进口丹系、法系种猪，可满足大型规模化养殖场对种猪数量和品种的需求，也为公司的分子育种工作提供了更多的育种素材

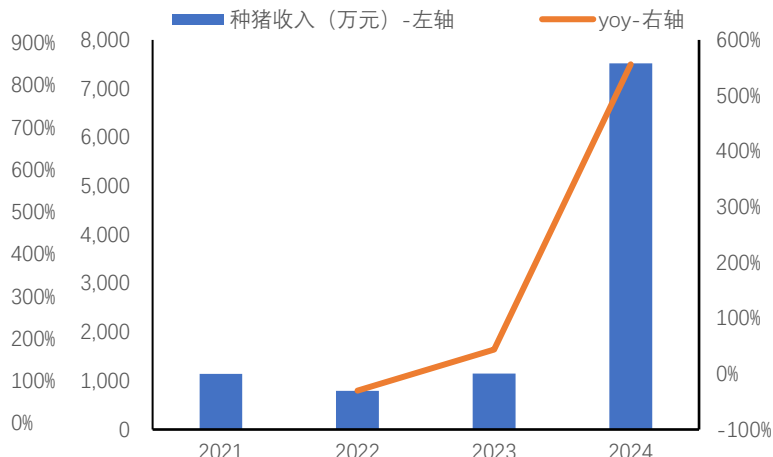
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 31 公司种猪销量走势图



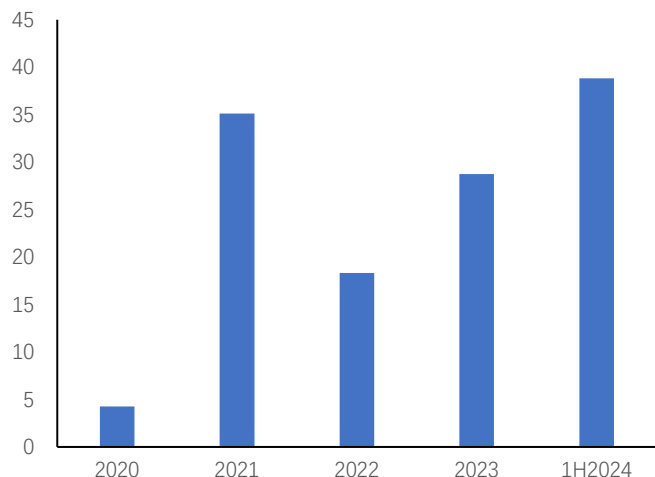
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 32 公司种猪销售收入走势图



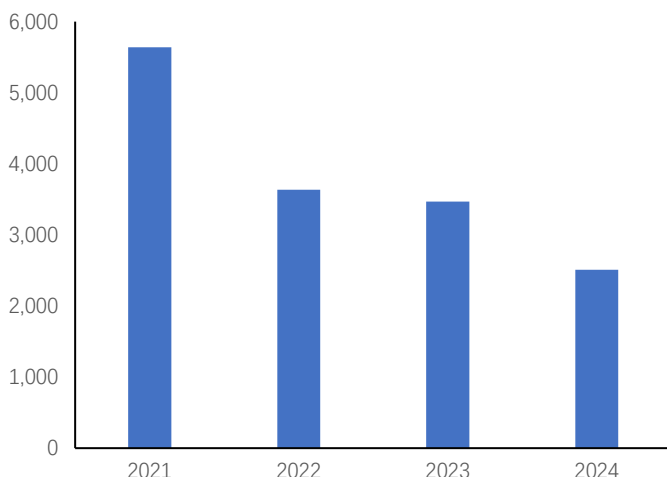
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 公司种猪生产性生物资产走势图，百万元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34 公司种猪销售均价，元/头



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 盈利预测、估值及投资评级

4.1 盈利预测

我们假设：

- 1、2024-2026 年公司父母代鸡苗销量分别为 1200 万套、1300 万套、1300 万套，父母代鸡苗销售价格分别为 40 元/套、45 元/套、45 元/套；
- 2、2024-2026 年公司商品代鸡苗销量分别为 5.74 亿羽、6.5 亿羽、6.5 亿羽，商品代鸡苗销售价格分别为 3.3 元/羽、4 元/羽、4 元/羽；
- 3、2024-2026 年公司种猪销量分别为 3.0 万头、15 万头、20 万头，种猪销售价格分别为 2511 元/头、2400 元/头、2400 元/头。

图表 35 公司收入成本预测表

合计	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入	1,751	2,090	2,112	3,225	3,260	5,056	5,500
+/- %	-51.1%	19.4%	1.0%	52.7%	1.1%	55.1%	8.8%
主营成本	1,514	1,798	2,097	2,206	2,358	3,304	3,673
毛利率	13.5%	14.0%	0.7%	31.6%	27.7%	34.7%	33.2%
主营利润	237	292	15	1,019	902	1,753	1,828
+/- %	-89.9%	23.0%	-94.9%	6687.2%	-11.5%	94.4%	4.3%
一、鸡产品合计	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	1,436	1,877	1,896	2,980	2,721	3,542	3,549
+/- %	-57.1%	30.7%	1.0%	57.1%	-8.7%	30.2%	0.2%
主营成本	1,321	1,584	1,881	1,989	1,867	1,989	1,989
毛利率	8.0%	15.6%	0.8%	33.3%	31.4%	43.8%	44.0%
主营利润	115	293	16	991	854	1,553	1,560
+/- %	-95.0%	155.5%	-94.6%	6151.9%	-13.8%	81.8%	0.4%
1、父母代肉种雏鸡	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售量 (万套)	1,000	1,000	1,600	1,500	1,200	1,300	1,300
销售均价 (元/套)	45	29	25	45	40	45	45
主营收入(百万元)	135	295	400	675	480	585	585
+/- %							
主营成本	106	363	288	255	216	234	234
毛利率	62.2%						
主营利润	29	-69	112	420	264	351	351
+/- %							
2、商品代肉雏鸡	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售量 (万只)	48,592	46,935	55,886	63,037	57,355	65,000	65,000
销售均价 (元/只)	2.7	3.4	2.1	3.1	3.3	4.0	4.0
主营收入(百万元)	1300.4	1,582	1,192	1,964	1,905	2,600	2,600
+/- %							
主营成本	1,215	1,220	1,509	1,639	1,549	1,755	1,755
毛利率							
单位成本	2.5	2.6	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7
主营利润	86	362	-317	325	356	845	845
+/- %							

3、益生 909 小型白羽肉鸡苗	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售量(万只)			7,644	7,682	8,299	8,714	9,150
销售均价(元/只)			1.5	1.5	1.3	1.5	1.5
主营业务收入(百万元)			116	114	110	131	137
+/- %							
主营成本(百万元)			92	92	100	105	110
毛利率							
主营利润(百万元)			24	22	10	26	27
+/- %							
二、猪类产品	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入(百万元)	73	42	35	53	301	1,260	1,680
+/- %	61.5%	-41.8%	0.0%	10.0%	466%	319%	33%
主营成本(百万元)	22	88	64	51	270	1,093	1,445
毛利率	69.6%	-108.3%	10.0%	20.0%	425%	305%	32%
主营利润(百万元)	51	-46	-29	2	31	168	235
+/- %	-2776.1%	-190.7%	-36.4%	-106.4%	1565%	436%	40%
种猪销量(头)		2,024	2,191	3,306	29,956	150,000	200,000
三、牛奶	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入(百万元)	66	66	64	61	52	52	52
+/- %	5.3%	-0.5%	-3.1%	-3.8%	-15%	0%	0%
主营成本	43	43	48	45	34	34	34
毛利率	35.4%	34.1%	24.0%	26.9%	35%	35%	35%
主营利润	23	22	15	16	18	18	18
+/- %	1.1%	-4.3%	-31.8%	7.7%	11%	0%	0%
四、农牧设备	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入(百万元)	158	80	76	99	149	164	180
+/- %	55.3%	-49.3%	-4.6%	30.2%	50%	10%	10%
主营成本	117	60	71	93	140	154	169
毛利率	25.9%	25.5%	6.7%	6.1%	6%	6%	6%
主营利润	41	20	5	6	9	10	11
+/- %	125.5%	-50.1%	-74.8%	18.6%	50%	10%	10%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.2 投资建议

2023-2024 年，我国白羽肉鸡祖代更新量维持高位，与之背离的是，父母代鸡苗价格、商品代鸡苗价格稳步上行，我们认为，这与祖代引种量持续偏低、安伟捷种鸡快慢羽引发的种鸡性能下降问题、以及白羽鸡需求量提升直接相关。我们判断，2025 年种鸡性能下降的问题将延续，鸭疫传播会支撑鸡产品价格，并进一步抬升鸡苗价格，美国、新西兰封关则将利好中期白羽鸡产业链的价格，白羽肉鸡产业链有望持续受益。

公司是我国最大的祖代肉种鸡养殖企业，祖代肉种鸡饲养规模约占进口白羽肉鸡市场 1/3 份额，公司商品代鸡苗销量也居于全国首位，将充分受益鸡苗价格的上涨。我们预计 2024-2026 年公司实现主营业务收入 32.6 亿元、50.56 亿元、55.0 亿元，同比分别增长 1.1%、55.1%、8.8%，对应归母净利润 5.59 亿元、13.79 亿元、14.39 亿元，同比分别增长 3.3%、146.8%、4.4%，对应 EPS 分别为 0.51 元、1.25 元、1.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

疫情、原材料价格波动风险、畜禽产品价格波动风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E					
流动资产	1456	2168	3925	5500	营业收入	3225	3260	5056	5500
现金	909	1629	3160	4653	营业成本	2206	2358	3304	3673
应收账款	41	54	83	90	营业税金及附加	7	10	15	17
其他应收款	24	27	42	45	销售费用	34	36	38	39
预付账款	50	54	76	84	管理费用	164	164	181	199
存货	415	388	543	604	财务费用	69	13	4	-15
其他流动资产	17	17	21	22	资产减值损失	-33	0	0	0
非流动资产	5119	5102	5136	5170	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	235	235	235	235	投资净收益	-46	0	0	0
固定资产	3579	3829	3879	3929	营业利润	551	564	1393	1454
无形资产	133	127	120	114	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	1172	912	902	892	营业外支出	8	0	0	0
资产总计	6575	7270	9061	10670	利润总额	543	564	1393	1454
流动负债	1710	1841	2239	2394	所得税	-5	0	0	0
短期借款	674	674	674	674	净利润	548	564	1393	1454
应付账款	445	517	724	805	少数股东损益	7	6	14	15
其他流动负债	592	651	841	915	归属母公司净利润	541	559	1379	1439
非流动负债	326	326	326	326	EBITDA	1012	826	1642	1682
长期借款	101	101	101	101	EPS (元)	0.54	0.51	1.25	1.30
其他非流动负债	225	225	225	225					
负债合计	2037	2168	2565	2720	主要财务比率				
少数股东权益	117	123	137	151	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1106	1106	1106	1106	成长能力				
资本公积	1549	1549	1549	1549	营业收入	52.7%	1.1%	55.1%	8.8%
留存收益	1766	2325	3704	5143	营业利润	242.1%	2.5%	146.8%	4.4%
归属母公司股东权	4421	4980	6359	7798	归属于母公司净利	247.3%	3.3%	146.8%	4.4%
负债和股东权益	6575	7270	9061	10670	获利能力				
					毛利率 (%)	31.6%	27.7%	34.7%	33.2%
					净利率 (%)	16.8%	17.1%	27.3%	26.2%
					ROE (%)	12.2%	11.2%	21.7%	18.5%
					ROIC (%)	12.7%	9.2%	18.3%	15.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	31.0%	29.8%	28.3%	25.5%
					净负债比率 (%)	44.9%	42.5%	39.5%	34.2%
					流动比率	0.85	1.18	1.75	2.30
					速动比率	0.58	0.94	1.47	2.01
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.45	0.56	0.52
					应收账款周转率	79.42	60.83	60.83	60.83
					应付账款周转率	4.96	4.56	4.56	4.56
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.54	0.51	1.25	1.30
					每股经营现金流薄)	0.91	0.89	1.67	1.63
					每股净资产	4.00	4.50	5.75	7.05
					估值比率				
					P/E	22.01	17.25	6.99	6.70
					P/B	2.69	1.94	1.52	1.24
					EV/EBITDA	11.92	10.98	4.60	3.60

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E					
经营活动现金流	1004	984	1846	1808					
净利润	541	559	1379	1439					
折旧摊销	308	256	256	256					
财务费用	71	25	25	25					
投资损失	46	0	0	0					
营运资金变动	-14	139	172	74					
其他经营现金流	607	426	1221	1380					
投资活动现金流	-557	-240	-290	-290					
资本支出	-558	-250	-300	-300					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	0	10	10	10					
筹资活动现金流	90	-25	-25	-25					
短期借款	-607	0	0	0					
长期借款	-66	0	0	0					
普通股增加	114	0	0	0					
资本公积增加	1026	0	0	0					
其他筹资现金流	-376	-25	-25	-25					
现金净增加额	537	720	1531	1494					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 2013 年金牛奖评选农业行业入围, 2018 年天眼农业最佳分析师, 2019 年上半年东方财富最佳分析师第二名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖, 2021 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名, 2022 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第二名, 2023 年 WIND 金牌分析师农林牧渔行业第五名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。