

益生股份(002458)

报告日期: 2023年07月12日

畜禽种源龙头，景气周期临近

——益生股份深度报告

投资要点

- **国内白羽鸡种禽企业龙头。**公司自1990年开始从美国引种，三十余年聚焦于畜禽种源的核心竞争力打造，目前已成长为国内规模最大的祖代养殖企业，2022年公司销售鸡苗6.51亿羽，商品代鸡苗销量市占率近1/10。
- **祖代引种受限，供给收紧周期将至。**自2021年全球再次爆发禽流感大流行，祖代生产基地包括欧洲、美国和新西兰，其中欧洲在2015年禽流感爆发封关后至今未予复关，美国47个州均受到禽流感侵袭，4个主要祖代生产州目前仅剩阿拉巴马州可对外供种，新西兰方面，新西兰安伟捷暂时无法对外供种，仅科宝可引进，预计祖代引种受限问题短期内无法缓解。国内自2022年5月至今，海外引种同比大幅减少，根据协会数据，2022年国内祖代种鸡更新量约96万套，同比减少约25%，且海外品种仅占比35%，祖代更新的品种结构问题将加剧产业链的供应短缺。**从产能周期来看，在产祖代存栏在2022年10月出现拐点**，在产祖代从2022年初至10月份一直处于增长趋势，随后开始进入产能去化，截至2023年5月末，在产祖代存栏为112万套，相较于高点已去化20.6%，且引种断档后祖代后备存栏一直处于较低水平，预计祖代在产还将继续下降。**而在产父母代存栏也在2023年5月出现拐点**，根据协会数据，父母代在产存栏在4月份达到2261万套的高点后开始逐渐去化。
- **公司深耕畜禽种源领域，壁垒深厚。**公司与国际育种巨头保持战略合作关系，能获得稳定的优质种源，公司种鸡生产性能和市场竞争力获得市场认可，自主研发的优质小白鸡益生909也逐步打开市场。公司鸡苗销量从2018年的3.08亿羽增至2022年6.51亿羽，年复合增长率为20.6%，商品代鸡苗市场占有率达到1/10左右。
- **盈利预测与估值**
公司已成长为国内白羽鸡苗销售量最大的企业，祖代引种受限导致的供给缺口短期难以恢复，行业景气周期有望到来，公司作为产业链上游的龙头企业，将最先受益于行业的景气复苏，实现丰厚业绩。从成长性来看，2022年公司鸡苗销量相比2019年景气周期时已增加了73.6%。
- 根据上述预测，预计公司2023/24/25年EPS分别为1.14/1.92/1.21元/股。公司在2019-2020年景气周期的PE在8-12X，同时参考2024年预计可比公司行业的平均估值为11.88X，因此给予公司2024年PE为10X估值，目标价为19.2元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示**
(1) 动物疫病风险；(2) 鸡苗价格大幅波动风险；(3) 饲料原料价格波动风险。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2112	4007	5218	4268
(+/-) (%)	1.04%	89.77%	30.21%	-18.21%
归母净利润	-367	1137	1910	1199
(+/-) (%)	/	/	68.05%	-37.21%
每股收益(元)	-0.37	1.14	1.92	1.21
P/E	-35.79	11.56	6.88	10.95

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(首次)

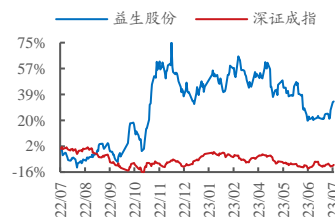
分析师: 孟维肖
 执业证书号: S1230521120002
 mengweixiao@stocke.com.cn

研究助理: 王琪
 wangqi02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥13.23
总市值(百万元)	13,136.20
总股本(百万股)	992.91

股票走势图



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 预计公司 2023/24/25 年分别实现营业收入 40.07 亿元、52.18 亿元、42.68 亿元，同比增长 89.77%/30.21%/-18.21%；实现归母净利润为 11.37 亿元、19.10 亿元、11.99 亿元，同比增长-168.05%/-37.21%。

2) 预计公司 2023/24/25 年 EPS 分别为 1.14 /1.92 /1.21 元/股。公司在 2019-2020 年上一轮景气周期的 PE 在 8-12X，同时参考 2024 年预计可比公司行业的平均估值为 11.88X，因此给予公司 2024 年 PE 为 10X 估值，目标价为 19.2 元/股，给予“买入”评级。

● 关键假设

1) 父母代鸡:

销售量: 由于 2022 年引种受限，公司祖代引种量降低，父母代鸡苗销量保持稳定，预计 23/24/25 年销售父母代鸡苗 1300、1300、1400 万套。

销售价格: 2022 年 5 月至今海外祖代引种持续受限，祖代供给偏紧，目前父母代持续处于高位，在祖代引种未恢复常态情况下，父母代苗价有望持续保持高位，预计 2023-2025 年父母代鸡苗销售均价 60、55、45 元/套。

2) 商品代鸡苗:

销售量: 由于公司近两年无大规模新建产能，未来商品代鸡苗销量保持 5%的增速增加。

销售价格: 根据白羽鸡生产周期的传导，祖代供给短缺向下游传导稍滞后于父母代，预计 2023-2025 年商品代鸡苗销售均价 4.45、6.0、4.5 元/羽。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为虽然海外引种减少，但国产祖代在一定程度上弥补了缺口，目前在产父母代处于高位，鸡苗供应充足，超预期景气周期难以出现。但我们认为虽然祖代引种更新从总量上看缺口不大，但从结构上，2022 年更新量中科宝和国产品种合计占比达到 60%以上，而优质的安伟捷占比不足 20%，整体祖代的质量下降将加深祖代供应短缺矛盾，另外目前父母代在产存栏处于高位正是 2022 年 Q4 父母代鸡苗销量增长的合理传导，且存栏拐点已现，随着 2022 年 5 月以来祖代引种断档向下游传导节点临近，我们认为白羽鸡行业周期渐行渐近。

● 股价上涨的催化因素

1) 鸡苗价格超预期上涨；2) 祖代引种持续受限。

● 风险提示

(1) 动物疫病风险；(2) 鸡苗价格大幅波动风险；(3) 饲料原料价格波动风险。

正文目录

1 公司概况：30 余载聚焦育种，国内种畜禽龙头	6
1.1 发展历程：聚焦种畜禽，成就行业龙头	6
1.2 股权较为集中，适时推出员工持股	7
1.3 周期明显，营收及利润波动较大	7
2 行业：引种受限，供需缺口推升行业景气度	9
2.1 产肉效率突出，白羽鸡行业规模稳步增长	9
2.2 产业上的皇冠，白羽鸡育种壁垒逐渐打破	11
2.3 引种受限，白羽鸡行业进入新周期	15
3 公司：夯实种源壁垒，受益景气提升	20
3.1 专注种源，夯实壁垒	20
3.2 自育品种益生 909，瞄准 20 亿羽肉杂鸡市场	23
3.3 发力培育种猪业务，打造新增长极	24
4 盈利预测	25
4.1 关键假设与盈利预测	25
4.2 估值与投资建议	27
5 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司主要业务.....	6
图 3: 公司股权结构 (截至 23Q1)	7
图 4: 公司收入随周期波动明显 (亿元)	8
图 5: 公司净利润随周期波动明显 (亿元)	8
图 6: 鸡苗业务贡献主要营收 (亿元)	8
图 7: 鸡苗业务贡献主要毛利润 (亿元)	8
图 8: 公司费用率较为稳定.....	9
图 9: 公司研发费用率远高于同行.....	9
图 10: 全国白羽鸡出栏量持续增长 (亿羽)	9
图 11: 白羽鸡上市量增长高于其他肉鸡品种 (亿羽)	9
图 12: 国内肉类消费结构.....	10
图 13: 国内禽肉人均消费低于发达国家 (2018-2020 年均估算)	10
图 14: 各类畜禽料肉比参考值 (2016)	10
图 15: 禽肉生产过程排放温室气体较少 (2018)	10
图 16: 国内 2018 年肉类消费结构.....	11
图 17: 预计国内 2030 年肉类消费结构.....	11
图 18: 全球主要白羽鸡育种企业.....	12
图 19: 各育种公司父母代全球市场份额.....	12
图 20: 国际白羽鸡育种双寡头发展历程.....	12
图 21: 安伟捷全球生产基地.....	12
图 22: 科宝全球生产基地.....	12
图 23: 国产白羽鸡育种发展历程.....	13
图 24: 国产蛋种鸡逐步替代进口祖代.....	14
图 25: 鸡苗价格复盘 (元/羽)	15
图 26: 白羽鸡生产的代际与扩繁系数.....	16
图 27: 禽流感在全球最新发生情况.....	17
图 28: 美国各州爆发禽流感情况.....	17
图 29: 全球候鸟迁徙路线.....	17
图 30: 北美候鸟迁徙路线及安伟捷美国生产基地.....	17
图 31: 各主要白羽鸡祖代生产国产能情况 (2018)	18
图 32: 各主要祖代生产地的封关情况.....	18
图 33: 2010-2023Q1 国内祖代引种及更新情况 (万套)	18
图 34: 引种更新品种结构 (2018)	19
图 35: 引种更新品种结构 (2022)	19
图 36: 祖代存栏情况.....	19
图 37: 父母代存栏情况.....	19
图 38: 父母代鸡苗价格 (元/套)	20
图 39: 商品代鸡苗价格 (元/羽)	20
图 40: 公司业务模式.....	20
图 41: 益生股份所处产业链环节.....	21
图 42: 公司鸡苗收入 (亿元)	22

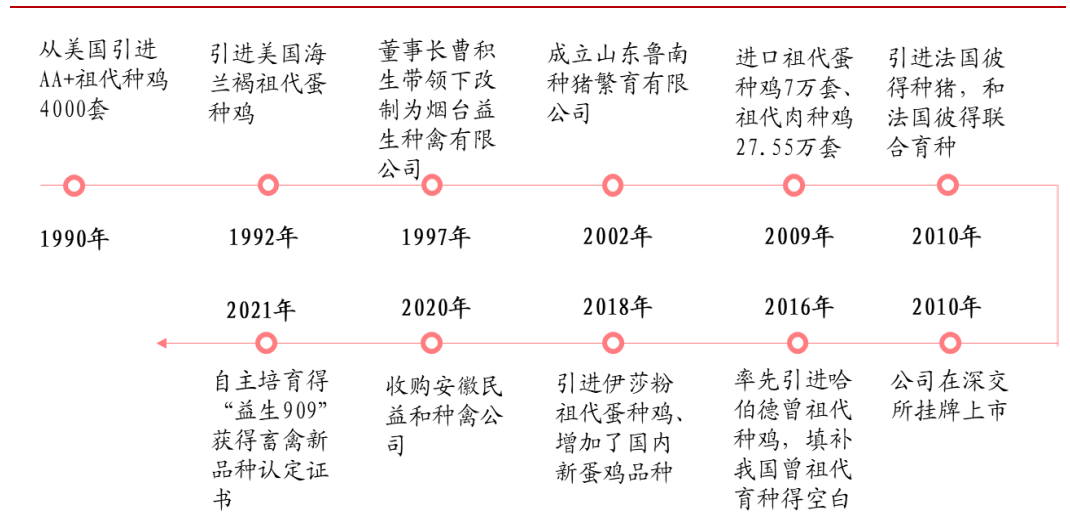
图 43: 公司鸡苗销量 (亿羽)	22
图 44: 公司父母代鸡苗销量 (万套)	22
图 45: 公司父母代鸡苗售价 (元/套)	22
图 46: 公司商品代鸡苗售价高于市场价 (元/羽)	23
图 47: 肉杂鸡年上市量近 20 亿羽	23
图 48: 2022 年肉杂鸡占肉鸡市场达到 16%	23
图 49: 公司益生 909 月度销量逐步提升 (万羽)	24
图 50: 益生 909 优质优价 (元/羽)	24
图 51: 公司种猪收入 (亿元)	25
图 52: 种猪销量及均价 (万头、元/头)	25
图 53: 公司盈利预测 (百万元)	26
图 54: 公司历史 PE 估值	27
表 1: 2022 年员工持股计划	7
表 2: 各类品种鸡指标对比	14
表 3: 2023 年 1-5 月白羽鸡父母代各品种实际成交价 (元/套)	14
表 4: 安伟捷在美生产基地州禽流感发生情况	18
表 5: 817、WOD168 和 YS909 指标对比	24
表 6: 2022 年定增募集资金投向种猪项目	25
表 7: 公司与可比公司估值 (2023.7.11)	27
表附录: 三大报表预测值	29

1 公司概况：30 余载聚焦育种，国内种畜禽龙头

1.1 发展历程：聚焦种畜禽，成就行业龙头

益生股份成立于 1989 年，主要业务为父母代肉种鸡雏鸡以及商品代肉鸡雏鸡的生产与销售、种猪和商品猪的繁育与销售。公司最早于 1990 年开始从美国引入 AA+祖代种鸡，开始涉足白羽鸡育种行业，1992 年引入海兰褐祖代蛋种鸡，公司在 2016 年率先引入哈伯德品种的曾祖代种鸡，填补我国曾祖代的空白，2021 年公司自主研发的“益生 909”小型白羽肉鸡配套系获得国家畜禽新品种认定。2022 年公司销售鸡苗 6.51 亿羽，商品代鸡苗销量市占率近 1/10。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

公司核心业务主要有：祖代肉种鸡的引进和繁育饲养、父母代肉种鸡雏鸡以及商品代肉鸡雏鸡的生产与销售、种猪和商品猪的繁育与销售；此外公司围绕种源为核心，布局了农牧设备、乳制品、有机肥、饲料等业务。

图2：公司主要业务



商品代鸡苗



父母代种鸡



种猪



奶牛



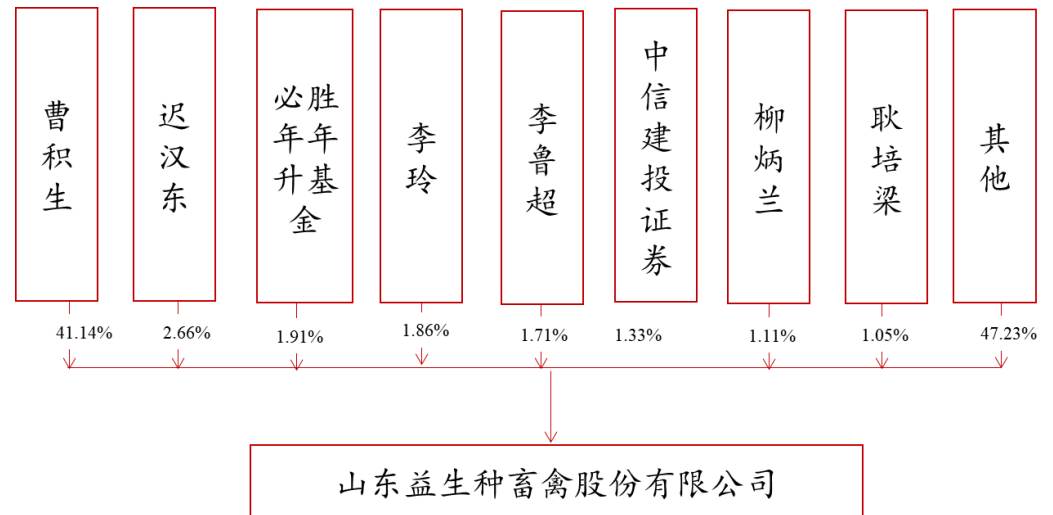
畜牧设备

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

1.2 股权较为集中，适时推出员工持股

公司股权结构相对稳定。截止 2023 年 Q1，董事长曹积生先生持有股权占比 41.14%，为公司实际控制人。迟汉东与李玲夫妇共持有 4.52%的股权，耿培梁与柳炳兰共计持有 2.2%的股权。

图3：公司股权结构（截至 23Q1）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2022 年推出员工持股计划，为公司发展注入信心。公司 2022 年推出员工持股计划，主要授予包括董监高、中层管理人员、核心技术（业务骨干）人员共 650 人，共授予股份 120.46 万股，占公司总股本的 0.12%，成交均价为 9.29 元/股，锁定期为 2022 年 04 月 26 日至 2023 年 04 月 26 日，本次员工持股计划有助于提高公司员工动力，为公司未来发展注入强大信心。

表1：2022 年员工持股计划

项目	2022 年员工持股计划主要内容
授予对象	高管团队 10 人，中层及核心技术（业务骨干）约 640 人
资金来源	向本员工持股计划持有人发放的激励基金
成交股数及均价	成交 120.46 万股，占公司总股本 0.12%，成交均价为 9.29 元/股
锁定期	2022 年 04 月 26 日至 2023 年 04 月 26 日

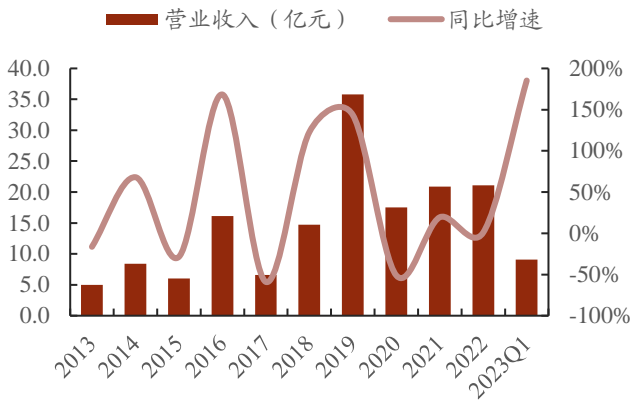
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3 周期明显，营收及利润波动较大

种鸡业务周期明显，公司营收及利润周期波动较大。公司鸡苗销量的不断增长仍然是公司营收及利润规模增长的核心驱动力，但因鸡苗价格周期性波动较大，导致公司营收及利润的波动也呈较强的周期性。截至 2022 年，公司实现营收 21.1 亿元，近十年复合增长率为 17.3%，2019 年因鸡苗价格创历史新高，实现营收 35.8 亿元，同比增长 143.5%。2023 年 Q1 实现营收 9.1 亿，同比增长 185.3%。盈利方面，2022 年产业链景气度较低，尤其上半年商品代价格极度低迷，导致公司全年归母净利润亏损 3.7 亿元，2019 年公司在高景气下净利润实现 21.8 亿元，整体来看公司盈利受周期影响较大，盈亏不一。2023Q1 因父母

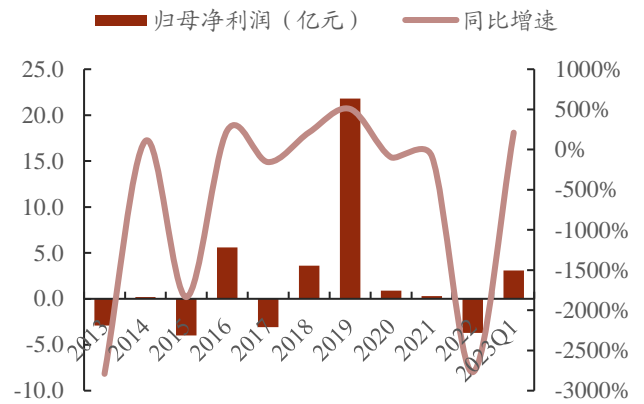
代鸡苗涨至较高，以及年后商品代鸡苗价格的持续回暖，公司实现归母净利润 3.1 亿元，同比增长 210.7%。

图4： 公司收入随周期波动明显（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

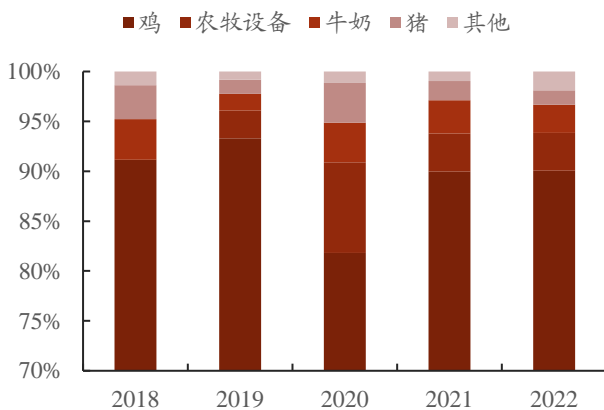
图5： 公司净利润随周期波动明显（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

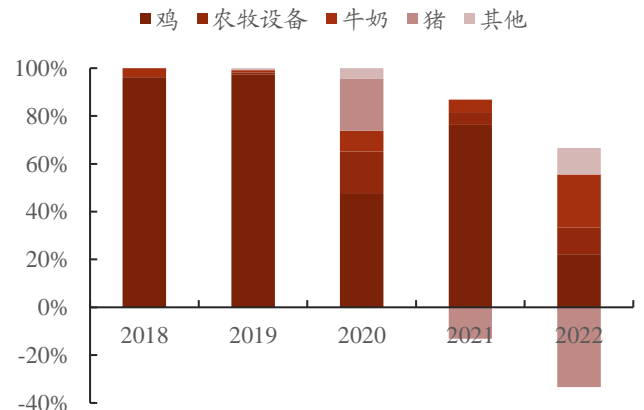
鸡苗业务贡献主要营收和毛利。从公司主营结构来看，目前公司收入和毛利润贡献仍以鸡苗业务为主，主要为销售父母代和商品代鸡苗。鸡销售收入占比基本保持在 90%左右，另外公司还有农牧设备、牛奶、猪等业务创造收入来源，随着未来公司投建种猪项目的达产，未来种猪业务的占比有望继续提高。毛利润贡献方面，当鸡苗价格景气时能贡献主要毛利润来源。

图6： 鸡苗业务贡献主要营收（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

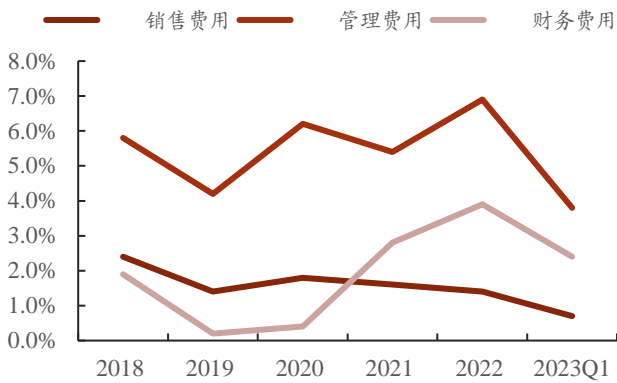
图7： 鸡苗业务贡献主要毛利润（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

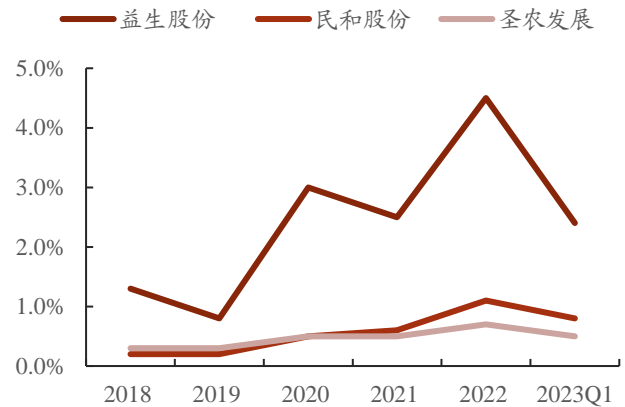
公司费用控制适中。公司整体费用使用控制较为合理，但因收入波动原因，各项费用率也随之变化，2018-2021年公司管理费用在1亿元左右，2019因当年高额利润计提奖金，管理费用增长至1.5亿元，近两年因规模的增长，管理费用提高到1.5亿元。2021年公司财务费用增长至0.6亿元，主要是因为大幅增加了流动资金贷款，利息支出增加所致。

图8: 公司费用率较为稳定



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图9: 公司研发费用率远高于同行



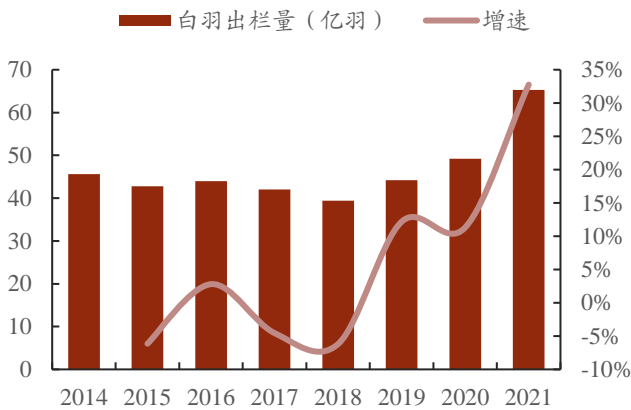
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

2 行业: 引种受限, 供需缺口推升行业景气度

2.1 产肉效率突出, 白羽鸡行业规模稳步增长

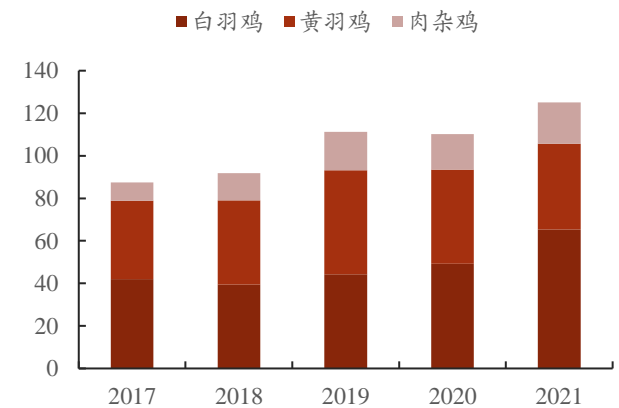
优质且高效的蛋白来源。国内肉鸡主要分为白羽鸡、黄羽鸡和肉杂鸡。白羽鸡行业整体规模在非瘟疫情后增量明显, 截至2021年全国上市白羽肉鸡达到65.32亿羽, 同比增长了32.76%。

图10: 全国白羽鸡出栏量持续增长(亿羽)



资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

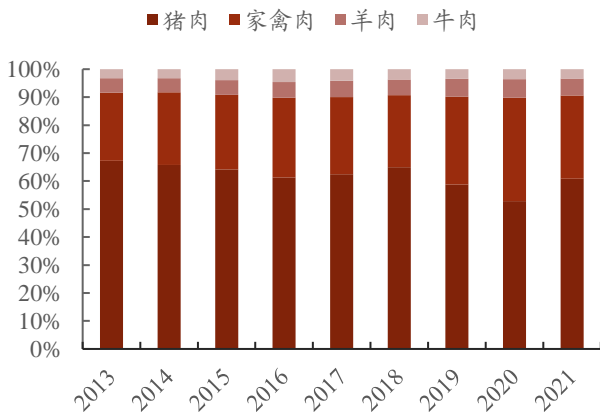
图11: 白羽鸡上市量增长高于其他肉鸡品种(亿羽)



资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

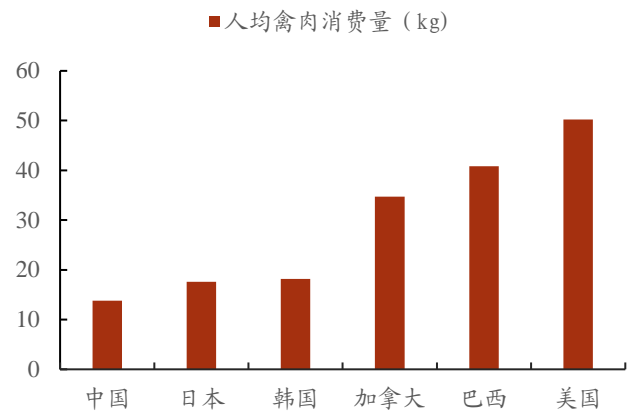
国内人均鸡肉消费量还较低, 目前仍以猪肉消费为主。国内肉食消费长期呈现猪肉“一家独大”的局面, 近10年猪肉消费占比逐步减少, 尤其是近三年受非洲猪瘟影响, 禽肉的替代性消费需求大幅增长, 禽肉消费占比得到较快提升。2013-2021年期间, 国内居民猪肉消费占比从67.2%下降至60.9%, 禽肉消费占比从24.4%上升至29.7%, 禽肉人均消费量从7.19kg增长至12.30kg。即便如此, 目前国内人均禽肉消费在肉类消费中的比例仍不足发达国家的1/3, 人均禽肉消费量还有较大提升空间, 猪肉仍是最主要的肉类消费品。

图12: 国内肉类消费结构



资料来源: wind、浙商证券研究所

图13: 国内禽肉人均消费量低于发达国家 (2018-2020 年均估算)

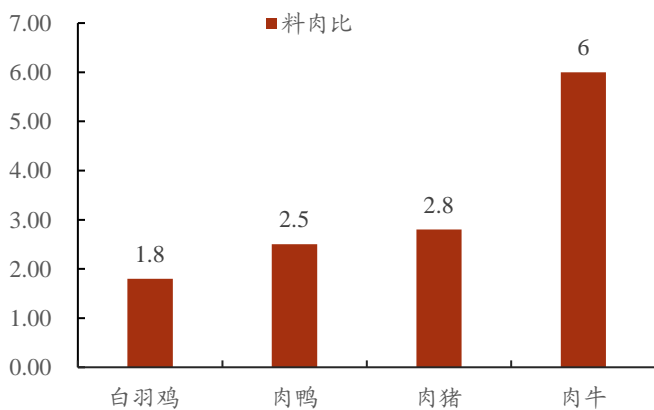


资料来源: OECD-FAO 农业展望报告 2021-2030、浙商证券研究所

从长期来看,我们认为国内白羽鸡消费量还有较大增量空间。核心逻辑在于:(1)白羽鸡极低的料肉比、较为稳定的生长周期更符合现代社会工业化饲养需求;(2)人均 GDP 水平提高进而引致消费升级趋势是全球性的普遍规律,未来随经济发展仍有较大提升空间;(3)禽肉能够快速补充市场肉类供给缺口,非瘟背景下,国内肉类消费市场有望加速形成双极化格局;(4)快餐和外卖业迅速发展为鸡肉消费解锁新场景。

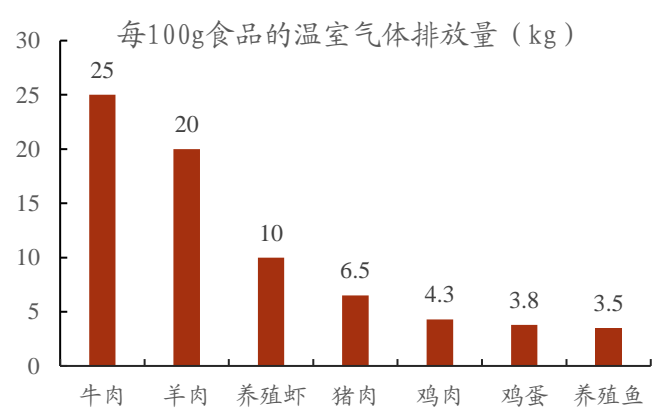
白羽鸡对供需双方来讲都极具性价比。从消费端来看,相较于猪肉,鸡肉具有高蛋白质、低脂肪、低热量、低胆固醇的“一高三低”的营养优势,是最具经济优势的动物蛋白来源。从生产端来看,与黄羽鸡、猪肉、牛肉相比,白羽鸡的料肉比极低、饲料转化率高、生长周期短且稳定,符合现代社会工业化养殖需求和国家低碳战略发展需要,而以活禽交易为主、生长周期不一致的黄羽肉鸡难以形成标准化规模养殖,因此,白羽鸡市场份额预计还会继续提高。

图14: 各类畜禽料肉比参考值 (2016)



资料来源: 国际畜牧网、浙商证券研究所

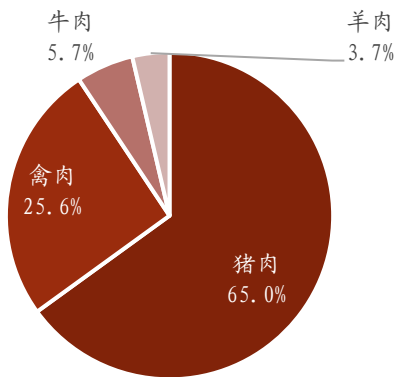
图15: 禽肉生产过程排放温室气体较少 (2018)



资料来源: 科学杂志、浙商证券研究所

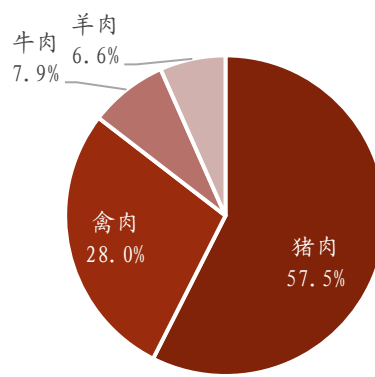
国内居民肉类消费结构有望重塑。非洲猪瘟加速改变国内居民蛋白消费结构,2018 年猪肉消费占比达到 65.0%,肉类消费单极化结构明显。2020 年居民消费习惯受非洲猪瘟影响,猪肉消费占比一度降至 52.8%,2021 年以来伴随猪价的持续回落,禽肉替代猪肉的性价比有所降低,猪肉消费量逐渐回升。但居民的消费习惯一旦形成在短期内是难以改变的,因此我们认为未来国内居民猪肉消费占比将逐步回升,但难以回到非瘟前的消费水平,预计国内 2030 年居民猪肉消费占比降至 57.5%,禽肉消费占比提升至 28%。

图16: 国内 2018 年肉类消费结构



资料来源: wind、浙商证券研究所

图17: 预计国内 2030 年肉类消费结构



资料来源: OECD-FAO 农业展望报告 2021-2030、浙商证券研究所

2.2 产业上的皇冠，白羽鸡育种壁垒逐渐打破

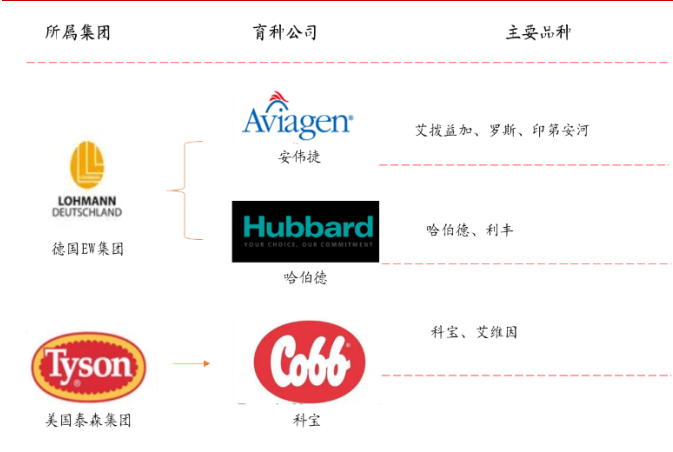
百年育种史，国际育种巨头的前世今生。白羽肉鸡产业从 20 世纪 20 年代起步的，1945 年，当时美国最大的零售商 A&P 联合美国农业部组织了名为“明日之鸡”的全国性竞赛，要决选出生长更快、体型更大、鸡胸肉和腿肉更多的优良肉鸡品种。最终获得冠军的是科尼什(Cornish)与新罕布夏红鸡的杂交鸡，主要因为这种杂交鸡既有非常高的胴体重，又有不错的饲料转化率，成立于 1917 年的爱拔益加 (Arbor Acres) 公司培育的白洛克鸡 (White Plymouth Rock) 则屈居第二。这次史无前例的全美肉鸡比赛，奠定了肉鸡育种的基础。

1940 年，爱拔益加公司首次培育出肉用的白洛克鸡，随后科宝等公司也推出了自己的白洛克鸡品种。研究表明，白洛克鸡之所以大受欢迎，主要因为其表现出比其他羽色洛克鸡更高的产蛋、产肉和繁殖性能，不过其胸部偏窄，胸肌重量选育提高的潜力较小。

从“明日之鸡”比赛开始，肉鸡育种从个人和农场育种为主向公司化育种转变，肉鸡育种公司不断发展壮大，通过兼并重组后，**截至 2017 年已形成了德国安伟捷 (Aviagen) 公司和美国科宝 (Cobb) 公司两强争霸的局面。**这两家公司都有百年的肉鸡育种历史，其中安伟捷公司成立于 1923 年，经过并购重组，已拥有爱拔益加 (Arbor Acres)、印第安河 (IndianRiver)、罗斯 (Ross) 和哈伯德 (Hubbard) 等白羽肉鸡品牌，约占全球白羽肉鸡市场的 55% 左右，而科宝公司成立于 1916 年，拥有科宝系列、艾维因 (Avian) 等白羽肉鸡品种，约占全球白羽鸡肉市场的 40% 左右。

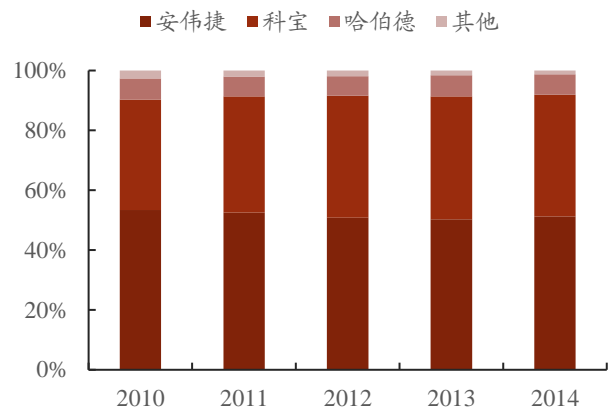
国际肉鸡育种公司一般只出售祖代种鸡给养殖场，自己则牢牢控制着曾祖代种鸡和纯系原种鸡，也就牢牢控制了肉鸡产业的命脉。因为育种公司销售的祖代种鸡各个配套品系都是单性别的，而且祖代种鸡有一定使用寿命，因此没有育种能力的肉鸡养殖企业必须重新购买祖代种鸡来补充，周而复始，将会长期依赖这些肉鸡育种公司供种。

图18: 全球主要白羽鸡育种企业



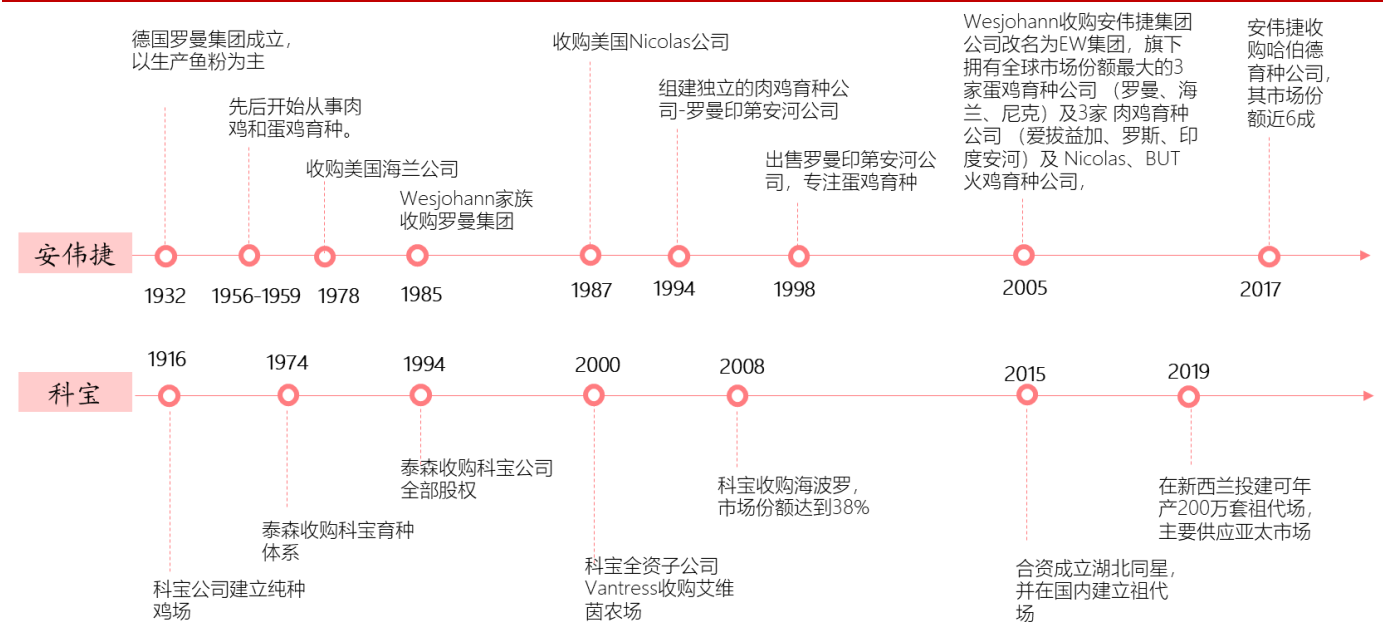
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图19: 各育种公司父母代全球市场份额



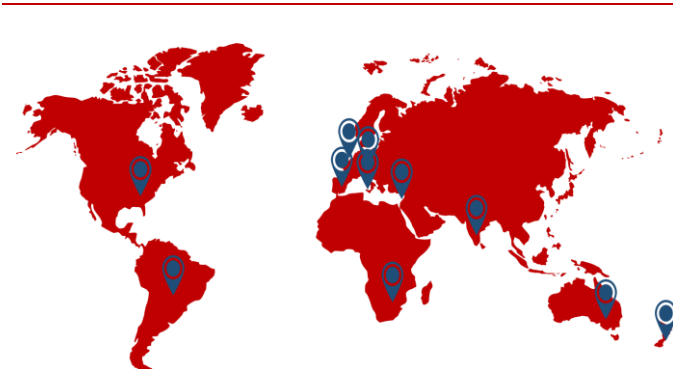
资料来源: 安伟捷官网、浙商证券研究所

图20: 国际白羽鸡育种双寡头发展历程



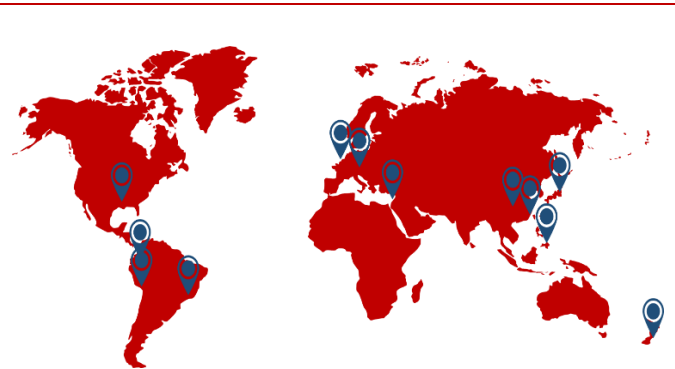
资料来源: 艾格农业、中国畜牧业、浙商证券研究所

图21: 安伟捷全球生产基地



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图22: 科宝全球生产基地



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

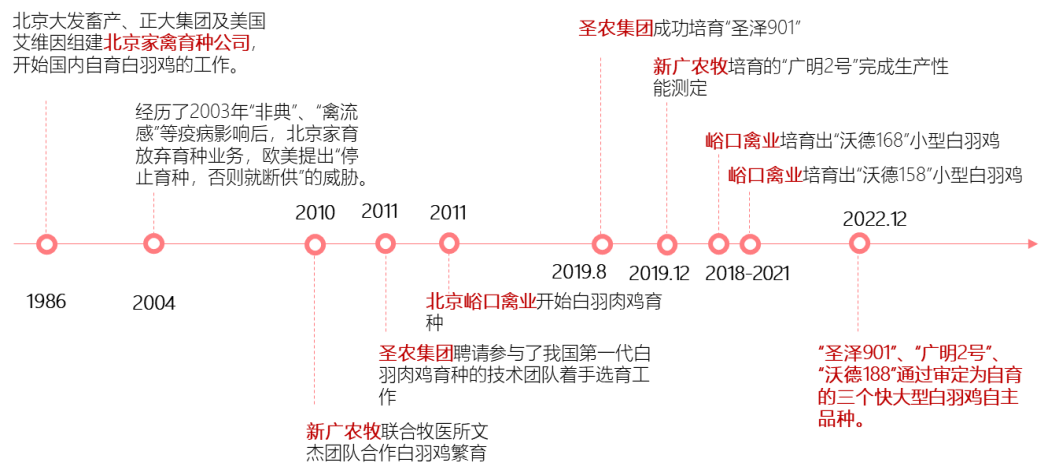
国产祖代育种历程：守得云开见月明。1986年10月，北京大发畜产、正大集团与美国艾维茵国际家禽公司联合成立北京家禽育种公司，从美国引进多个白羽肉鸡品系，开始白羽鸡自主培育的工作。

1988年，国家家禽育种中心在天津武清成立，“中心占地2000亩，建有44栋鸡舍，包括资源场、育种场和曾祖代场，设计规模饲养种鸡8.86万只，年提供祖代种蛋428万个。到2002年，我国培育的白羽肉鸡国内市场份额一度达到55%以上。但之后因疫病等多种因素影响，2004年放弃了育种。此后我国白羽肉鸡祖代种鸡全部依靠进口，从而也失去了市场议价能力。

2009年，原农业部倡导和推动重启白羽肉鸡育种攻关工作。国内一批企业重启白羽肉鸡自主育种：2010年，国内实力较强的黄羽肉鸡繁育企业广东新广农牧，开始自主培育白羽肉鸡，并与牧医所文杰团队合作加快新品种培育速度；一年后，圣农集团聘请参与了我国第一代白羽肉鸡育种的技术团队着手选育工作，又投资7亿元建设国内标准最高的育种场，同时与东北农业大学李辉团队开展合作；2012年，国内最大的蛋鸡育种公司，北京峪口禽业开始肉鸡育种工作。

2019年，培育的第一个成果“圣泽901”诞生，被送往农业农村部家禽品质监督检验测试中心进行性能测定。2019年8月，“广明2号”完成生产性能测定，2021年12月1日，“圣泽901”“广明2号”“沃德188”三个快大型白羽肉鸡自主培育品种通过审定。

图23：国产白羽鸡育种发展历程



资料来源：吉林省畜牧业管理局、浙商证券研究所

仍有差距，国产替代道阻且长。三大国产品种打破国际种源垄断，部分指标达到或超过国际水平。2021年12月3日，国家畜禽遗传资源委员会审定通过“圣泽901”“广明2号”“沃德188”3个快大型白羽肉鸡品种，标志着我国拥有自主培育的白羽肉鸡品种，打破了种源方面的国际垄断。肉鸡养殖而言，经济效益直接体现为料肉比，从三个品种的实验组来看，仅广明2号料肉比1.441低于国际对照组的1.518，圣泽901和沃德188组均高于国际品种，这意味着海外品种的饲养成本会更低。

性能差异反应在父母代价格上。从目前各品种的父母代鸡苗价格上差异较大，以2023年1-5月的成交价来看，海外品种价格明显高于国产品种，尤其是罗斯308/AA+仍是首选品种，价格远优于三大国产品种，另外，目前各项指标均为田间测试所得，还未实现大规模及多批次养殖检验。

表2: 各类品种鸡指标对比

指标	圣泽 901 组			广明 2 号组		沃德 188 组	
	圣泽 901	AA+/Ross308	Cobb500	广明 2 号	国际品种对照组	沃德 188	AA+
饲养天数(天)	42	42	42	40	40	42	42
成活率	97%	97.20%	97.10%	94.02%	94.73%	97.61%	97.27%
平均体重(克)	2965	2918	2952	2435	2519	3112	3069
料肉比	1.615	1.611	1.61	1.441	1.518	1.56	1.51

资料来源: 雏慧禽报室、浙商证券研究所

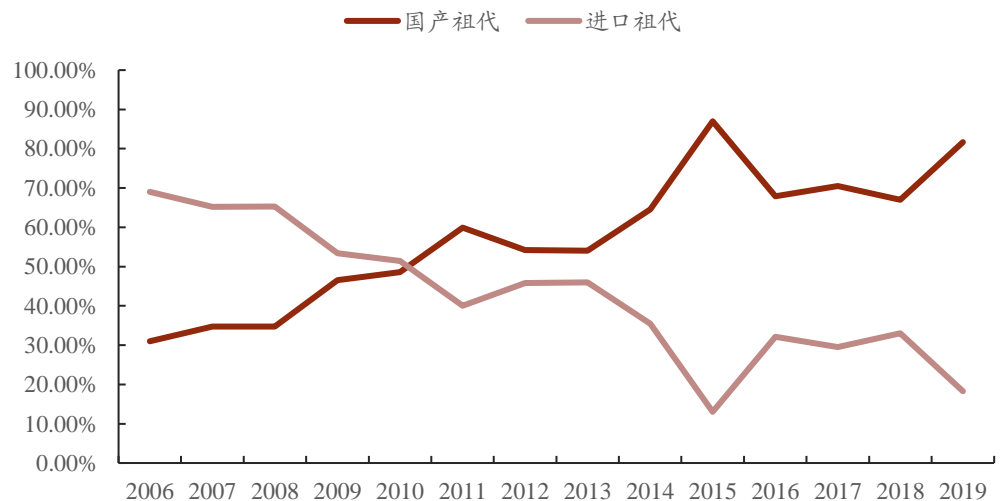
表3: 2023 年 1-5 月白羽鸡父母代各品种实际成交价(元/套)

	AA+/罗斯 308	利丰	科宝	圣泽 901	广明 2 号	沃德 188
1 月	60-70	52-55	40-50	30-35	30-35	20-22
2 月	55-70	52-55	40-60	30	35-40	20-22
3 月	65-75	60	40-55	25-30	35-40	23-25
4 月	75-80	65-68	50-65	35-38	35-40	27
5 月	75-78	63-68	65	35	40	25

资料来源: 上海钢联、浙商证券研究所

未来白羽肉鸡国产育种走向何方? 以蛋种鸡国产化历程来看, 虽然国产祖代鸡品种有着较高市占率, 但产能效率比较低, 终端商品代鸡的占比仍相对较低。反观国外引进品种, 尽管祖代存栏数因封关限制, 数量减少, 但由于品牌优势明显, 市场认可度高, 祖代和父母代蛋种鸡的产能利用率很高, 终端商品代鸡的占比较高, 引进品种仍然是中国规模化蛋鸡养殖企业的主流品种。在产蛋性能、垂直传播疾病净化水平等主要方面, 国外引进品种优于国产品种, 市场认可度更高, 引进后产能利用率显著高于国产品种。

图24: 国产蛋种鸡逐步替代进口祖代



资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

2.3 引种受限，白羽鸡行业进入新周期

鸡苗价格周期复盘：引种与疫病是周期起伏的核心变量。复盘 2009 至今白羽鸡行业已经历 4 轮周期。

第一轮：(2009-2013)。经济的快速增长刺激肉类消费的提升，前期引种量不足不足以满足商品代鸡苗养殖的需求，2009 至 2011 迎来周期上行。高景气刺激祖代企业大幅引种积极性，2012 和 2013 年引种量达到 136、151 万套，引种量远超需求量。消费方面，因“速生鸡”事件和禽流感的爆发，导致消费者对白羽鸡肉消费恐慌，需求大跌，产业走向低迷。

第二轮：(2014-2017)。随着禽流感疫病的逐步消退，速生鸡事件也淡化，持续低迷行情淘汰产能，2015 年白羽鸡联盟成立开始约束行业的引种量，叠加海外禽流感爆发，2015 年的引种量下降至 70 万套，鸡苗价格从 2016 年开始快速上涨至 5 元/羽以上。但随后行业开始大面积的强制换羽和延迟淘汰，使得商品代鸡苗供应迅速补齐缺口，2016 年中就进入周期下行阶段。

第三轮：(2018-2022)。2015-2016 年持续的低量引种，强制换羽的种鸡群基础不复存在，产能缺口开始真正显现，另外 2019 年生猪行业爆发非瘟疫情，替代猪肉缺口导致鸡肉需求大幅增长，行业迎来历史级别周期，鸡苗价格一度涨至 10 元以上。2019 年海外禽流感减弱，引种封关解除，引种量逐步恢复，另外 2020 年后猪价开始大幅回调，带动鸡肉价格也大幅下滑，另外 2020 年后鸡肉消费逐步低迷，周期低迷持续时间远超以往周期。

第四轮：(2023-)。随着近两年时间的超长行业低迷，产能逐步出清，2021 年末欧美国开始爆发禽流感，另外国际航班熔断导致 2022 年 5 月以来引种量大幅下滑，行业逐渐开启新一轮周期。

图25：鸡苗价格复盘（元/羽）

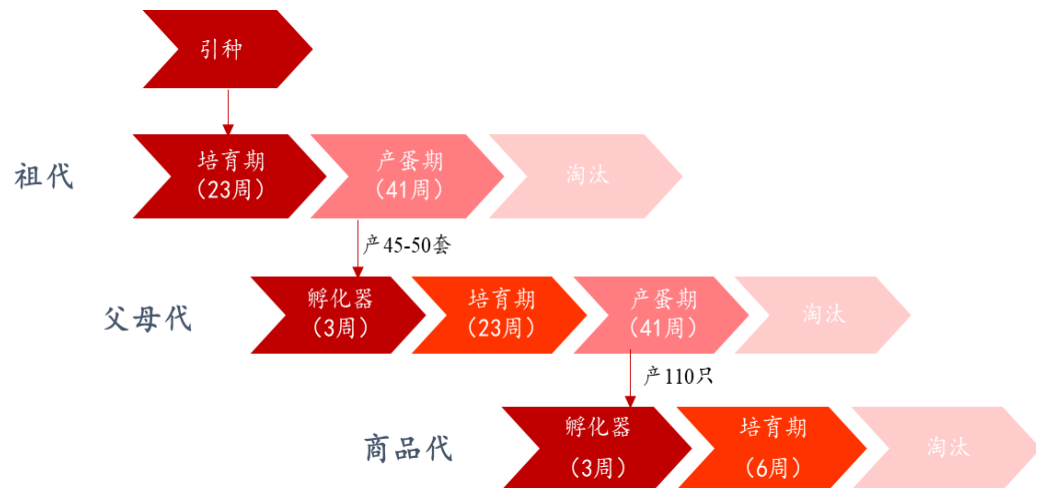


资料来源：wind、浙商证券研究所

代际传导：三年一周期的底层逻辑。国内白羽肉鸡生产周期包含三个代际，即祖代-父母代-商品代。国内祖代肉种鸡养殖企业主要从国外公司引进祖代肉种鸡雏鸡，繁育父母

代肉种鸡雏鸡出售给下游父母代肉种鸡养殖企业，父母代肉种鸡产蛋孵化出商品雏鸡销售给养殖户，商品肉鸡经屠宰加工后成为鸡肉产品。祖代鸡苗引进后最短需要 60 周（14 个月）左右的时间实现第一批商品代肉鸡的出栏。一般来说，一套祖代种鸡可以扩繁出 45-50 套父母代种鸡，一套父母代鸡可扩繁出 110 只商品代鸡苗，每只商品肉鸡在 42 天内即可出栏。

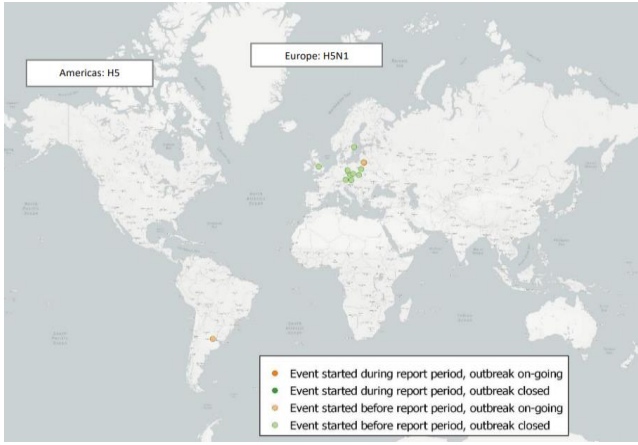
图26：白羽鸡生产的代际与扩繁系数



资料来源：山东凤翔招股书、国际畜牧网、浙商证券研究所

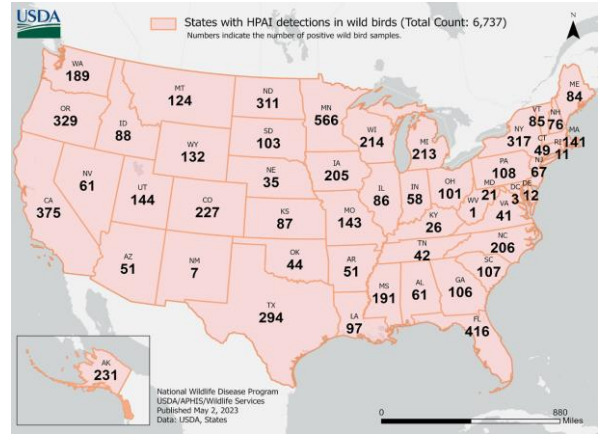
禽流感大流行，引种大幅下滑。2021 年以来，H5N8 禽流感疫情形势严峻，印度、匈牙利、立陶宛、英国、法国、捷克、意大利等国也相继向 OIE 报告了 H5N8 疫情情况，我国邻国日本、韩国、越南、俄罗斯等国家也有 H5N8 疫情的爆发，给世界养禽业造成了巨大的经济损失，同时也给我国的禽流感防控带来更大的压力。美国自 2022 年开始也出现高致病性疫情的爆发，已有 47 个州出现家禽感染疫情，截至 23 年 4 月 3 日，美国在本轮禽流感疫情中已发生 323 例商业养殖场、495 例家庭养殖场 HPAI、扑杀禽类数量达到 5865 万只，相较上一轮禽流感疫情在更短的时间内产生了更大的影响范围与扑杀数量。疫情在南美洲继续扩大传播，因疫情影响阿根廷已将暂停禽类产品出口，南美洲疫情发展或影响全球鸡肉供应，可能进一步加大种源紧缺程度。

图27: 禽流感在全球最新发生情况



资料来源: WHO、浙商证券研究所

图28: 美国各州爆发禽流感情况



资料来源: USDA、浙商证券研究所

全球主要祖代基地均受禽流感影响，引种受限持续时间有望超预期。欧洲方面：我国海关总署于10月28日发布《禁止从动物疫病流行国家地区输入的动物及其产品一览表》，禁止从欧洲的32个国家地区进口禽类及其相关产品，包括法国、波兰、西班牙等白羽鸡引种国。而根据海关总署的《进口法国种禽种蛋检测和卫生要求》公告，法国动物卫生状况要求需要达到世界动物卫生组织《陆生动物卫生法典》的HPAI国家无疫状态要求。作为再次申请的无疫区，法国虽仅需保持28d（一个禽流感潜伏期）的无疫情爆发即可再次申请恢复无疫状态，但国内发布相关进口禁令一般需要经过现场考察、疫情风险分析才会解除禁令。而我国对法国的禽类进口禁令自21年1月6日发布后也一直未解除。另外对于首次申请无疫区状态的国家，WOAH《陆生动物卫生法典》要求保持12个月无疫情爆发，因此近期HPAI疫情的爆发将使得这类国家至少1年左右不能满足引种的无疫区条件。美国方面：美国自2022年开始出现高致病性疫情，已有47个州出现家禽感染疫情，目前主要的4个供种州仅剩阿拉巴马州可供种。新西兰方面：目前新西兰科宝是可以正常引种，但科宝品种整体接受度低于安伟捷且国内有科宝基地，新西兰安伟捷方面则暂时无法放开引种。

图29: 全球候鸟迁徙路线



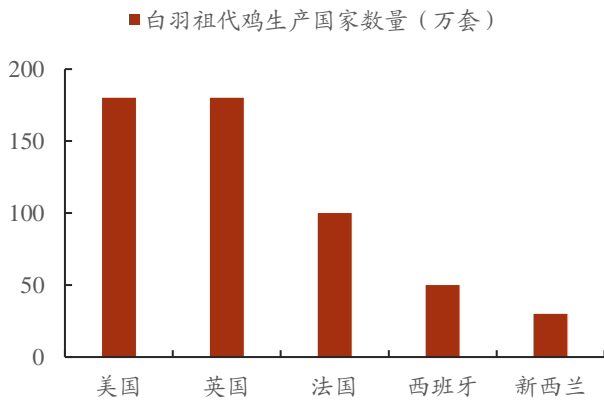
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图30: 北美候鸟迁徙路线及安伟捷美国生产基地



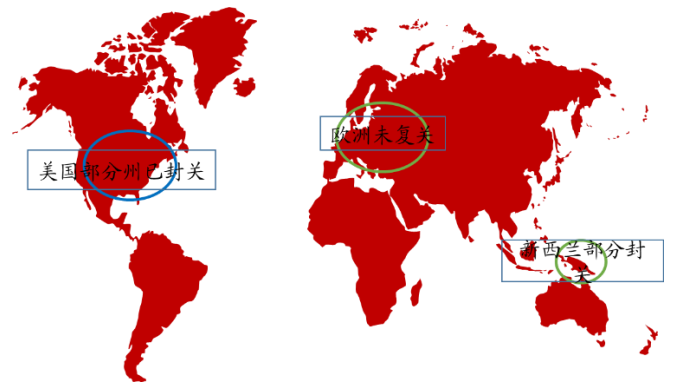
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图31: 各主要白羽鸡祖代生产国产能情况 (2018)



资料来源: 网易新闻、浙商证券研究所

图32: 各主要祖代生产地的封关情况



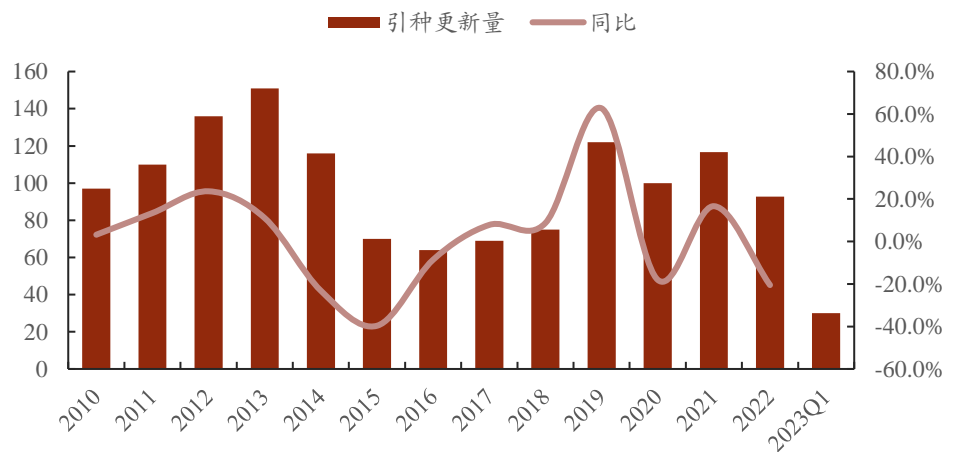
资料来源: 海关总署、浙商证券研究所

表4: 安伟捷在美生产基地州禽流感发生情况

时间	州	郡县	受损情况 (只)
2023/4/18	New York	Kings	1400
2023/3/23	Mississippi	Monroe	30
2023/1/20	Tennessee	Weakley	267800
2022/11/3	South carolina	Beaufort	170
2022/8/22	Georgia	Henry	80
2022/12/5	Alabama	Laerence	460

资料来源: USDA、浙商证券研究所

图33: 2010-2023Q1 国内祖代引种及更新情况 (万套)

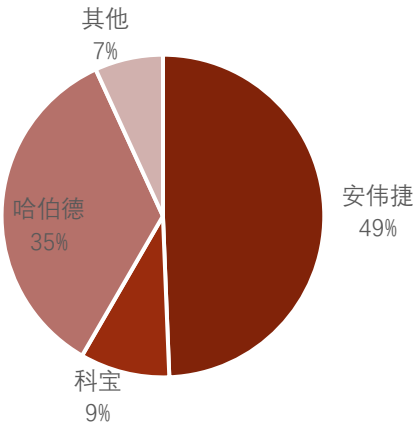


资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

引种更新结构的变化加剧产能缺口。随着海外引种的受限, 国产品种逐步替代祖代更新的份额, 2018年优质品种AA+&罗斯308的占比为49.0%, Hubbard和Cobb品种分别为35.0%和9.0%, 三大海外品种合计为93.0%, 而到2022年, 更新量占比第一为Cobb品

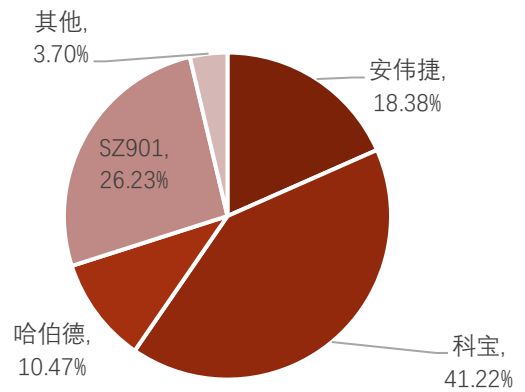
种, 达到 41.22%, AA+&罗斯 308 以及 Hubbard 分别占比 18.38%、10.47%, 国产品种 SZ901 达到 26.23%, 优质品种占比大幅下降加剧产能的供给短缺。

图34: 引种更新品种结构 (2018)



资料来源: 博亚和讯、浙商证券研究所

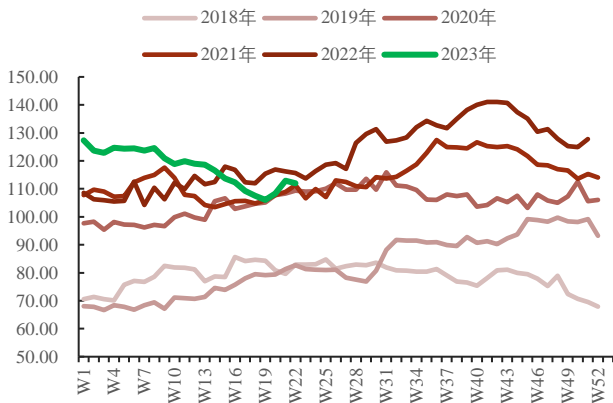
图35: 引种更新品种结构 (2022)



资料来源: 博亚和讯、浙商证券研究所

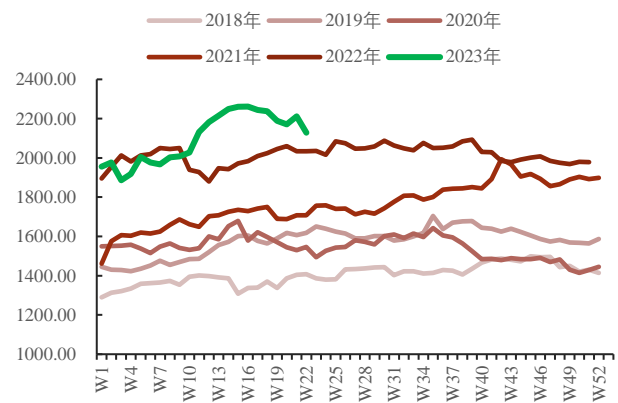
引种缺口逐步显现, 景气周期已开启。在产祖代存栏在 2022 年 10 月出现了拐点, 在产祖代从 2022 年初至 10 月份一直处于增长趋势, 随后开始进入产能去化, 截至 2023 年 5 月末, 在产祖代存栏为 112 万套, 相较于高点已去化 20.6%, 且引种断档后祖代后备存栏一直处于较低水平, 预计祖代在产还将继续下降。根据代际传导, 父母代在产存栏将惯性增加至 5 月份, 根据协会数据, 父母代在产存栏在 4 月份达到 2261 万套的高点后开始逐渐去化, 主要因 4 月后商品代鸡苗价开始快速下降, 种鸡场淘汰种鸡所致。

图36: 祖代存栏情况



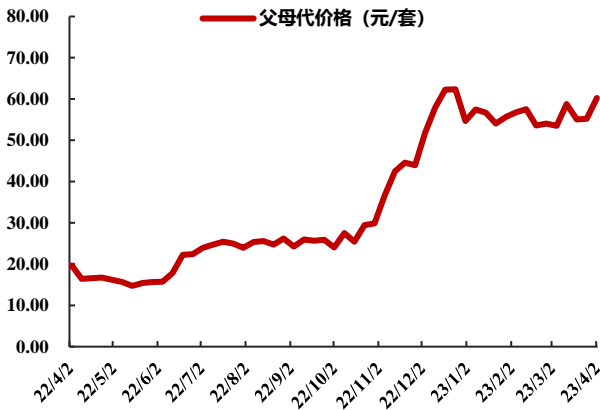
资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

图37: 父母代存栏情况



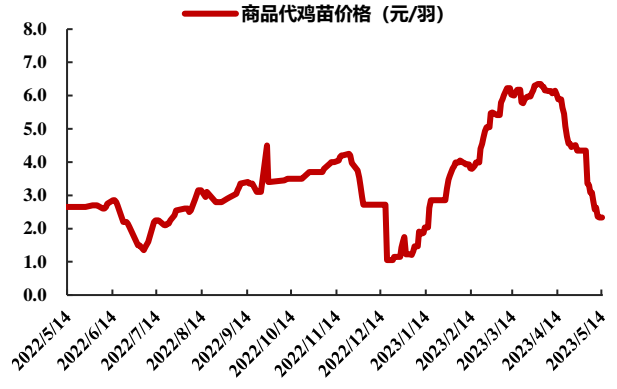
资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

图38: 父母代鸡苗价格 (元/套)



资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

图39: 商品代鸡苗价格 (元/羽)



资料来源: 博亚和讯、浙商证券研究所

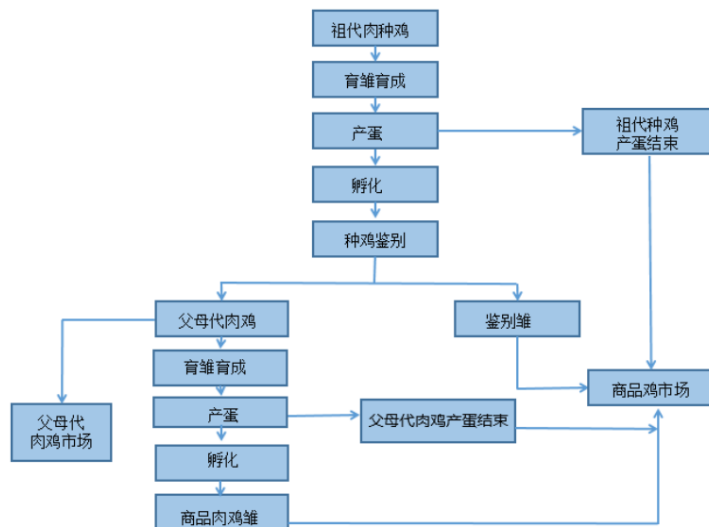
3 公司: 夯实种源壁垒, 受益景气提升

3.1 专注种源, 夯实壁垒

深耕畜禽种源环节, 鸡苗龙头。益生股份主要生产高代次畜禽种源, 在行业内率先引进曾祖代白羽肉种鸡, 公司主要饲养祖代白羽肉种鸡和父母代白羽肉种鸡, 处于白羽鸡产业链的上游环节。近年来, 公司持续扩大父母代种鸡饲养量, 商品肉雏鸡产量不断扩大, 已成为我国外销白羽肉鸡苗数量最多的公司。

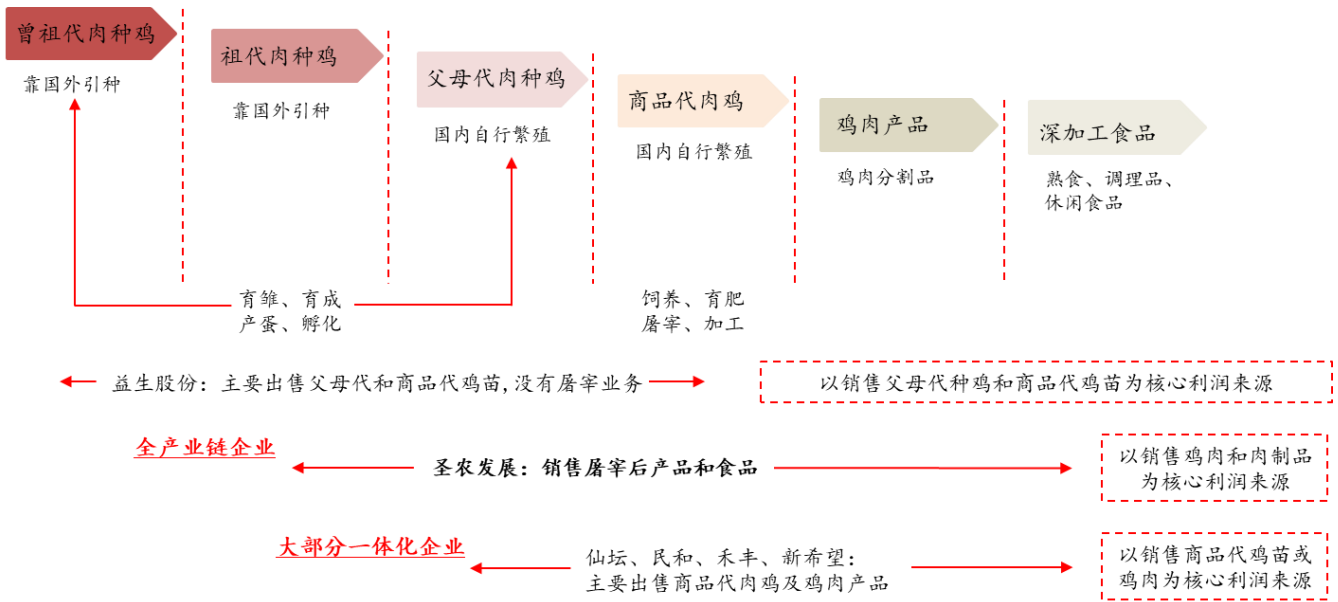
公司从国外引进祖代肉种鸡, 用于生产和销售父母代种鸡和商品代肉雏鸡, 主要生产流程及产业链环节如下图所示:

图40: 公司业务模式



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

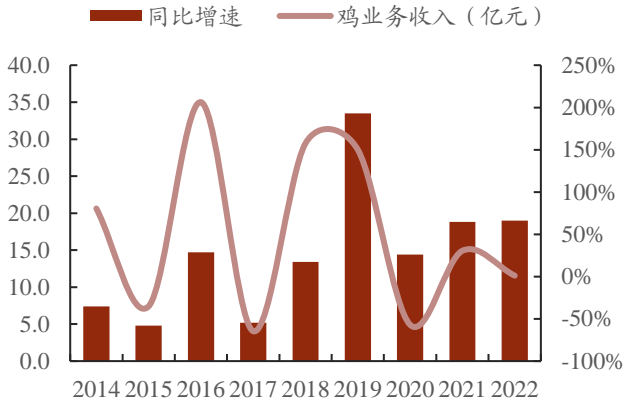
图41: 益生股份所处产业链环节



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

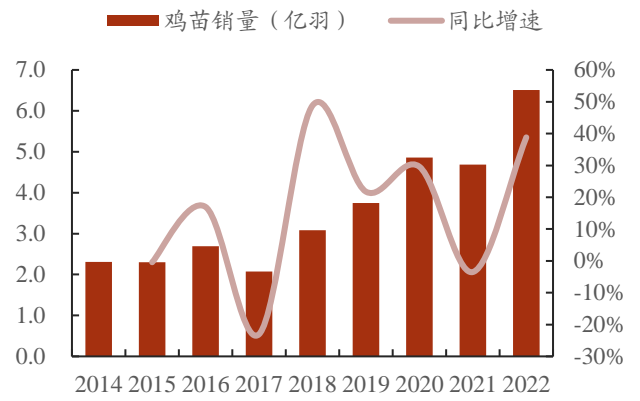
长期与国际育种巨头保持引种关系。益生股份最早自1990年开始从美国引进罗斯308和爱拔益加(AA+)祖代肉种鸡。2015年初因美国爆发禽流感被封关，中国暂停了从美国引种，转向从主要育种公司在其他国家的育种基地引种。因其他国家育种基地的供种能力有限，尤其是单一品种产能更为有限，为满足公司的引种需求，益生股份选择增加引进世界四大肉鸡品牌之一的哈伯德祖代肉种鸡。2015年4月开始从法国引进哈伯德祖代肉种鸡。因哈伯德肉鸡生长快，饲料效率高、养殖成本低，其自身卓越的健康水平和平衡生产性能，被市场认可与好评。2016年益生股份增加了哈伯德祖代肉种鸡的引进比例，并与法国哈伯德公司深入合作，**2016年11月，公司率先引进哈伯德曾祖代肉种鸡**，降低了因主要种鸡出口国封关而造成种源中断或严重短缺的风险，结束了我国祖代白羽肉鸡全部依赖进口的历史，填补了我国曾祖代白羽肉鸡育种的空白。自此益生股份进口及自产的哈伯德祖代肉种鸡已能够完全满足公司的引种需求。益生股份2018年末开始引进哈伯德利丰新品系，哈伯德利丰新品系为哈伯德家禽育种公司研发的一种新品系白羽肉鸡，具有净化好、抗病力强、成活率高、料肉比低、出栏体重大等优势。哈伯德利丰新品系的引进提升了公司市场竞争力，巩固公司在行业中的优势地位。

图42: 公司鸡苗收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

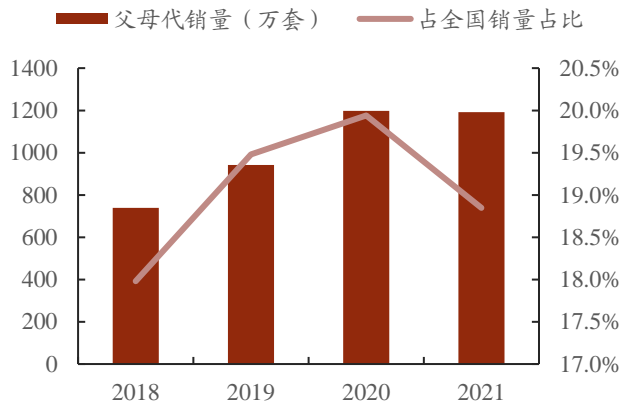
图43: 公司鸡苗销量 (亿羽)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

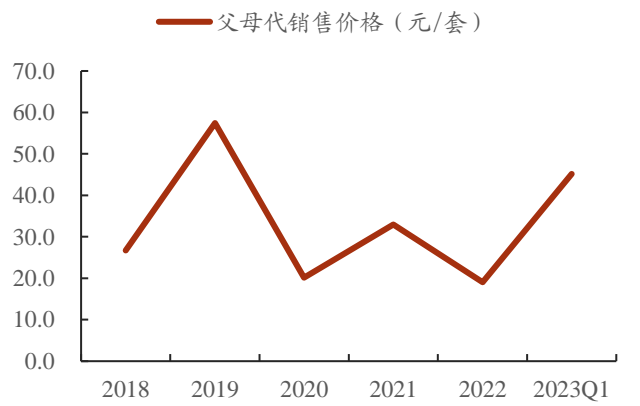
父母代鸡苗销量占比 1/5, 优质且优价。公司父母代鸡苗销量在 2018-2021 年期间从 738.99 万套增长至 1191.26 万套, 年复合增长率为 17.25%, 市占率也从 2018 年的 17.98% 提升至 2020 年的 19.94%。公司作为规模大厂, 鸡苗品质得到养殖户青睐, 售价相较于市场存在溢价。

图44: 公司父母代鸡苗销量 (万套)



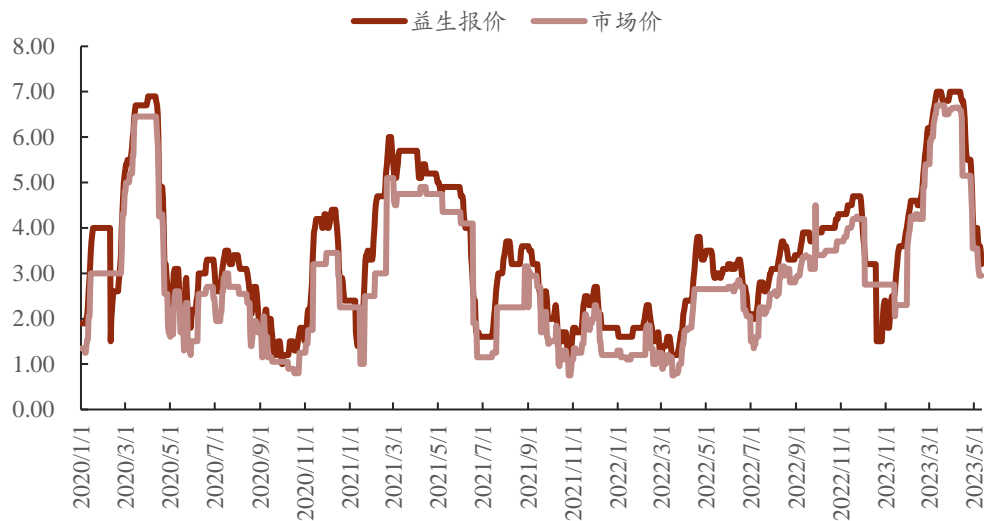
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图45: 公司父母代鸡苗售价 (元/套)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图46: 公司商品代鸡苗售价高于市场价(元/羽)

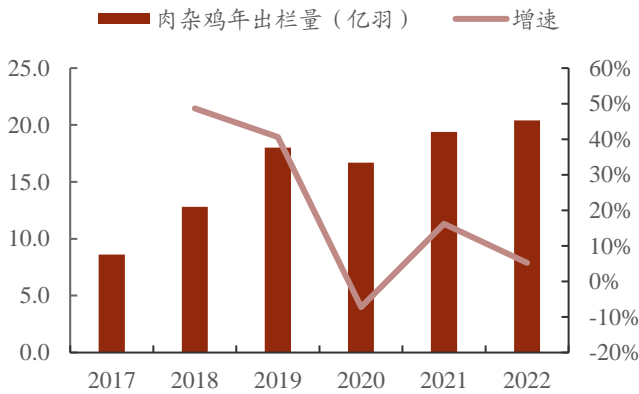


资料来源: wind、公司官网、浙商证券研究所

3.2 自育品种益生 909, 瞄准 20 亿羽肉杂鸡市场

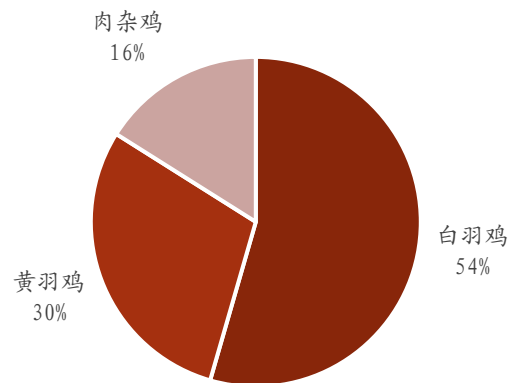
肉杂鸡市场持续增长, 已呈三足鼎立格局。相较于白鸡和黄羽鸡的“此消彼长式”竞争, 817 肉鸡市场则始终保持增加趋势, 具有独特的竞争优势。2022 年 817 肉毛鸡共计出栏 20.41 亿羽, 发展势头良好, 截至 2022 年肉杂鸡已占肉鸡市场 16% 的市场份额。

图47: 肉杂鸡年上市量近 20 亿羽



资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

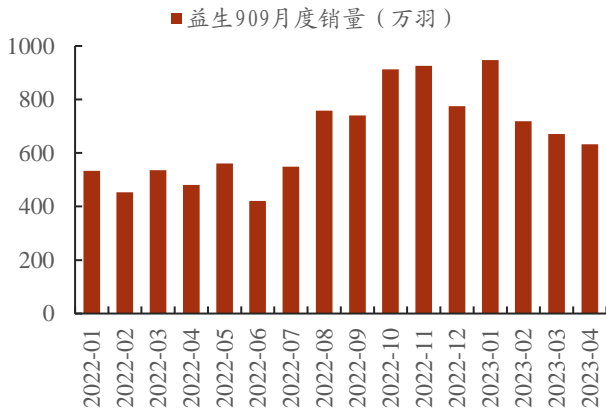
图48: 2022 年肉杂鸡占肉鸡市场达到 16%



资料来源: 禽业协会、浙商证券研究所

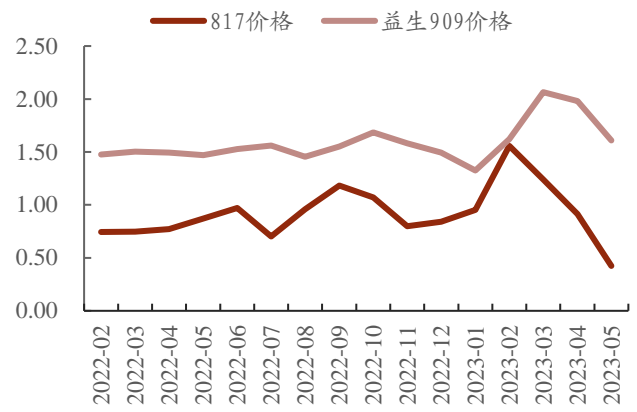
自育益生 909 品种, 品质优秀有望成为肉杂鸡主流品种。益生 909 于 2021 年 12 月获得国家禽畜新品种认定, 成为山东省首个通过国家认证的小型白羽肉鸡品种, 有利于打破种源垄断, 实现种源自主研发、安全可控。益生 909 由本土自主培育而成, 是纯种纯系配套, 且公司大力实施种源净化战略, 对种鸡饲养过程采取无抗管理, 具有种源纯正、疫病净化好、抗病力强等优点。益生 909 小型白羽肉鸡具有产肉率高、肉品好、抗病力强、成活率高等性能优势。该品系的推出有助于公司提高产品质量, 降低饲养成本。

图49: 公司益生 909 月度销量逐步提升 (万羽)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图50: 益生 909 优质优价 (元/羽)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表5: 817、WOD168 和 YS909 指标对比

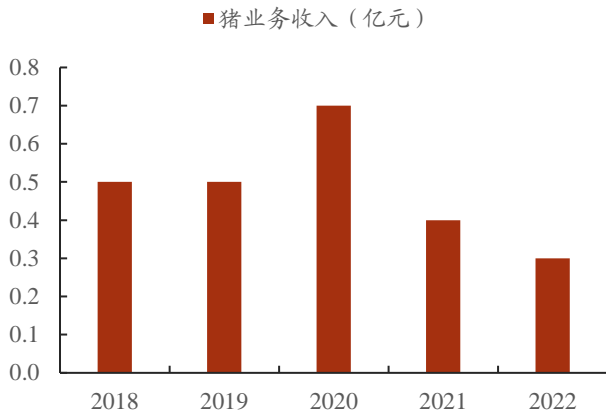
	817		沃德 168		益生 909	
	体重	料肉比	体重	料肉比	体重	料肉比
7 日龄	124~132	1.18~1.24	113~135	0.87	134	0.79
14 日龄	276~295	1.40~1.48	259~305	1.17	281	1.04
21 日龄	484~506	1.68~1.86	459~561	1.27	477	1.23
28 日龄	728~775	1.78~1.90	686~844	1.39	749	1.37
35 日龄	1037~1108	1.95~2.03	979~1177	1.57	1120	1.48
42 日龄	1351~1519	2.06~2.22	1249~1523	1.69	1512	1.61

资料来源: 家禽信息 PIB、浙商证券研究所

3.3 发力培育种猪业务, 打造新增长极

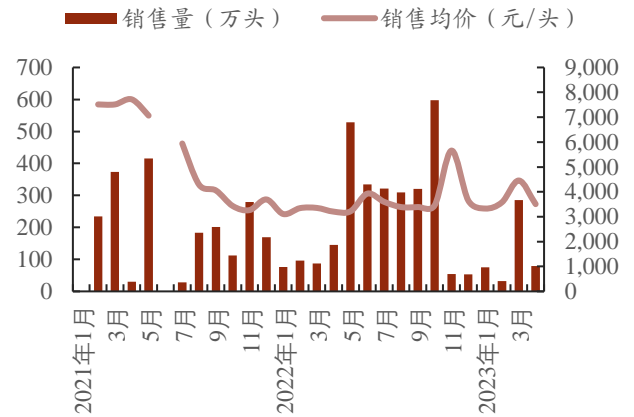
公司自 2000 年开始建立原种猪场, 在原种猪养殖方面, 已积累了二十多年的丰富经验。公司原种猪场于 2013 年被认证为国家生猪核心育种场, 饲养的种猪在山东省种猪测试中, 连续多次获得第一和第二的好成绩。育种工作由中国农业科学院动物遗传育种专家主持, 联合中国农科院、山东农业大学同步推进企业集团和科研院校联合育种, 持续开展种猪选育, 加强生产性能测定, 提升生猪种业自主创新能力, 培育“华系”杜长大种猪品牌。

图51: 公司种猪收入(亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图52: 种猪销量及均价(万头、元/头)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

定增募资投向种猪，产能继续扩张。2022年9月29日公司发布公告称，公司拟非公开发行股票募资不超11.6亿元，投入种猪养殖项目、种鸡孵化场项目及用于补充流动资金和偿还银行贷款。定增发行对象为包含公司实控人曹积生在内的不超过35名特定对象，公司实控人曹积生承诺认购此次非公开发行的股份数量比例不低于30%，彰显对公司未来发展的信心和决心。募集资金主要投入种猪养殖项目，包括“黑龙江省双鸭山市宝清县益生种猪科技有限公司祖代种猪场建设项目”、“山西3600头能繁原种母猪场和100种公猪站项目”和“威海益生种猪繁育有限公司新建猪场建设项目”，三个项目合计将为公司带来4.86万头原种猪、7.2万头二元种猪、20.4万头商品猪以及9万头仔猪的产能增量。

表6: 2022年定增募集资金投向种猪项目

项目名称	总投资金额	建设周期	达成产能
双鸭山益生种猪科技有限公司祖代种猪场建设项目	43,799.27	24个月	年销售二元种猪7.2万头、商品肥猪16.8万头
3,600头能繁原种母猪场和100种公猪站项目	20,099.06	24个月	年销售原种猪2.43万头、商品肥猪1.8万头、仔猪4.5万头
威海益生种猪繁育有限公司新建猪场建设项目	20,200.00	24个月	销售原种猪2.43万头、商品肥猪1.8万头、仔猪4.5万头

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

4 盈利预测

4.1 关键假设与盈利预测

1) 父母代鸡:

销售量: 由于2022年引种受限,公司祖代引种量降低,父母代销量保持稳定,预计23/24/25年销售父母代鸡苗1300、1300、1400万套。

销售价格: 2022年5月至今海外祖代引种持续受限,祖代供给偏紧,目前父母代持续处于高位,在祖代引种未恢复常态情况下,父母代苗价有望持续保持高位,预计2023-2025年父母代鸡苗销售均价60、55、45元/套。

2) 商品代鸡苗:

销售量: 由于公司近两年无大规模新建产能, 未来商品代鸡苗销量保持 5% 的增速增加。

销售价格: 根据白羽鸡生产周期的传导, 祖代供给短缺向下游传导稍滞后父母代, 预计 2023-2025 年商品代鸡苗销售均价 4.45、6.0、4.5 元/羽。

3) 其他业务

公司种猪产能投产, 种猪销量快速增长, 预计 23-25 年保持 25% 的增速, 另外、牛奶、农牧设备等业务维持稳定增长, 预计年增速保持在 10%。

综上, 经过测算合计, 预计公司 2023/24/25 年分别实现营业收入 40.07 亿元、52.18 亿元、42.68 亿元, 同比增长 89.77%/30.21%/-18.21%; 实现归母净利润为 11.37 亿元、19.10 亿元、11.99 亿元, 同比增长-68.05%/-37.21%。

图53: 公司盈利预测(百万元)

	分类	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	鸡苗	1,877	1,896	3,765	4,945	3,960
	种猪	42	35	43	54	68
	牛奶	66	64	70	77	85
	设备	80	76	84	92	101
	其他	25	41	45	49	54
	合计	2,090	2,112	4,007	5,218	4,268
营业成本	鸡苗	1,584	1,881	1,896	1,978	2,084
	种猪	88	64	41	41	44
	牛奶	43	48	46	50	55
	设备	60	71	63	69	76
	其他	23	33	36	39	43
	合计	1,798	2,097	2,081	2,177	2,302
毛利率	鸡苗	15.6%	0.8%	49.6%	60.0%	47.4%
	种猪	-108.3%	-84.4%	5.0%	25.0%	35.0%
	牛奶	34.1%	24.0%	35.0%	35.0%	35.0%
	设备	25.5%	6.7%	25.0%	25.0%	25.0%
	其他	6.3%	19.7%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利额	鸡苗	293	16	1,869	2,967	1,876
	种猪	-46	-29	2	14	24
	牛奶	22	15	25	27	30
	设备	20	5	21	23	25
	其他	2	8	9	10	11
	合计	292	15	1,926	3,041	1,965

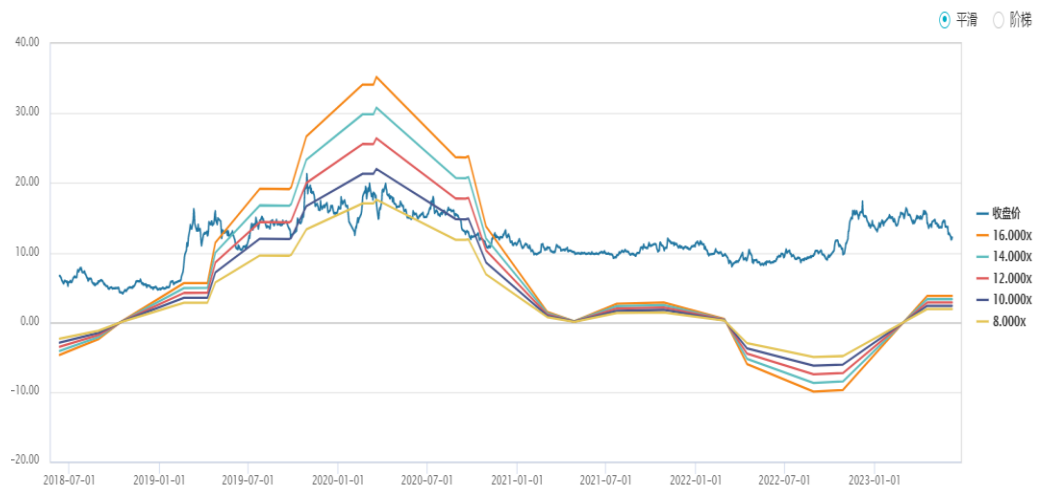
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

公司已成长为国内白羽鸡苗销售量最大的企业，祖代引种受限导致的供给缺口短期难以恢复，行业景气周期有望到来，公司作为产业链上游的龙头企业，将最先受益于行业的景气复苏，实现丰厚业绩。从成长性来看，2022年公司鸡苗销量相比2019年景气周期时已增加了73.6%。

根据上述预测，预计公司2023/24/25年EPS分别为1.4/1.92/1.21元/股。公司在2019-2020年上一轮景气周期的PE在8-12X，同时参考2024年预计可比公司行业的平均估值为11.88X，因此给予公司2024年PE为10X估值，目标价为19.2元/股，给予“买入”评级。

图54：公司历史PE估值



资料来源：wind、浙商证券研究所

表7：公司与可比公司估值（2023.7.11）

公司简称	最新价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
民和股份	18.99	66.27	-0.61	1.42	1.89	0.91	-31.21	14.05	9.33	17.61
圣农发展	19.68	244.75	0.45	1.43	2.17	2.03	43.27	13.73	9.08	9.70
仙坛股份	8.67	74.61	0.66	2.07	3.13	2.93	28.25	21.07	17.23	17.91
均值			0.17	1.64	2.40	1.96	13.43	16.28	11.88	15.07
益生股份	13.23	131.36	-0.37	1.14	1.92	1.21	-35.79	11.56	6.88	10.95

资料来源：wind、浙商证券研究所、其他公司盈利预测来自wind一致预期

5 风险提示

- （1） 动物疫病风险。**若国内动物疫病大范围爆发，将会对白羽鸡养殖行业产生重大影响，一是疫病的发生将导致鸡群的死亡；二是疫病的大规模发生与流

行，易影响消费者心理，导致市场需求萎缩、产品价格下降，对鸡肉销售产生不利影响。公司经营因此面临挑战。

- (2) **鸡苗价格大幅波动风险。**鸡苗市场价格的周期性波动导致公司的毛利率呈现周期性波动。若鸡苗销售价格出现大幅下降并持续低于公司成本，公司业绩将会难以维持增长，甚至出现亏损。
- (3) **饲料原料价格波动风险。**饲料成本占公司营业成本较高，饲料原料的价格直接影响到公司盈利水平。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	935	1065	3114	4224
现金	449	497	2498	3623
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	58	106	134	103
其它应收款	29	54	71	58
预付账款	33	50	43	46
存货	343	335	348	372
其他	22	23	20	22
非流动资产	5000	5448	5702	5939
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	285	313	305	301
固定资产	3301	3848	4046	4354
无形资产	138	159	180	190
在建工程	483	379	346	303
其他	792	750	825	791
资产总计	5934	6513	8816	10163
流动负债	2578	2119	2358	2419
短期借款	1280	1095	1168	1168
应付款项	771	605	663	739
预收账款	0	0	1	1
其他	527	418	526	511
非流动负债	504	344	392	413
长期借款	167	167	167	167
其他	337	177	225	246
负债合计	3083	2463	2750	2832
少数股东权益	110	173	277	343
归属母公司股东权益	2741	3878	5788	6988
负债和股东权益	5934	6513	8816	10163

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	90	1226	2487	1728
净利润	(387)	1199	2015	1265
折旧摊销	260	240	274	307
财务费用	81	87	69	47
投资损失	31	31	31	31
营运资金变动	463	(297)	107	84
其它	(357)	(33)	(9)	(6)
投资活动现金流	(298)	(714)	(528)	(594)
资本支出	(210)	(628)	(477)	(548)
长期投资	26	(23)	7	3
其他	(113)	(63)	(58)	(49)
筹资活动现金流	179	(464)	42	(9)
短期借款	113	(185)	72	0
长期借款	(203)	0	0	0
其他	269	(279)	(30)	(9)
现金净增加额	(29)	48	2001	1125

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2112	4007	5218	4268
营业成本	2097	2081	2177	2302
营业税金及附加	6	9	12	11
营业费用	30	62	79	64
管理费用	146	252	331	274
研发费用	96	144	195	163
财务费用	81	87	69	47
资产减值损失	17	4	5	4
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(31)	(31)	(31)	(31)
其他经营收益	5	5	5	5
营业利润	(387)	1343	2325	1377
营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	(388)	1342	2325	1376
所得税	(1)	143	309	111
净利润	(387)	1199	2015	1265
少数股东损益	(20)	62	105	66
归属母公司净利润	(367)	1137	1910	1199
EBITDA	(61)	1664	2662	1724
EPS (最新摊薄)	(0.37)	1.14	1.92	1.21

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	1.04%	89.77%	30.21%	-18.21%
营业利润	-1934.44%	446.65%	73.14%	-40.80%
归属母公司净利润	-	-	68.05%	-37.21%
获利能力				
毛利率	0.71%	48.06%	58.27%	46.05%
净利率	-18.34%	29.92%	38.62%	29.65%
ROE	-12.06%	32.94%	37.77%	17.91%
ROIC	-6.64%	23.48%	27.65%	14.90%
偿债能力				
资产负债率	51.95%	37.81%	31.20%	27.87%
净负债比率	57.37%	56.52%	54.64%	54.41%
流动比率	0.36	0.50	1.32	1.75
速动比率	0.23	0.34	1.17	1.59
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.64	0.68	0.45
应收账款周转率	39.65	47.81	41.29	32.85
应付账款周转率	5.19	4.49	5.03	4.89
每股指标(元)				
每股收益	(0.37)	1.14	1.92	1.21
每股经营现金	0.09	1.23	2.50	1.74
每股净资产	2.76	3.91	5.83	7.04
估值比率				
P/E	(35.79)	11.56	6.88	10.95
P/B	4.79	3.39	2.27	1.88
EV/EBITDA	(255.11)	8.62	4.74	6.74

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>