

公司研究

鸡苗价格上涨助推业绩改善，产能释放加速可期

——益生股份（002458.SZ）2021 年中报点评

要点

事件：

公司发布 2021 年中报，实现营业收入 12 亿元，同比增长 20.1%；归属于母公司所有者净利润 2.76 亿元，同比增长 35.2%。受益于上半年鸡苗价格上涨，公司业绩改善。

产品价格上涨助推业绩改善，产能释放将加速

上半年公司鸡苗销量近 2 亿羽，同比下降 10%；公司鸡产品收入 10.78 亿，同比上涨 32.4%，毛利率较去年同期提升 10.38 个百分点。2021 年上半年公司业绩超我们此前预期，主因鸡苗价格表现较好。

预计下半年公司产能将加快释放。公司规划 2021 年全年出栏鸡苗 5.5 亿羽，较 2020 年提升 13.2%。虽然鸡苗价格上涨空间有限，但产能提升将有助于公司平滑行业周期波动的影响。

鸡苗价格低位反弹，进一步上涨受限

2021 年上半年白羽肉鸡产业链盈利分化。因 2020 年下半年白羽肉鸡行情疲软，行业自主去化产能；而 2021 年上半年，一体化白羽肉鸡企业扩产，对鸡苗的需求旺盛，带动鸡苗价格上涨。2021 年上半年山东烟台鸡苗出场均价 4.06 元/羽，同比上涨 11.85%，单羽盈利 1.3-1.5 元。同时由于对猪肉的替代作用减弱，毛鸡及鸡肉价格低迷，2021 年上半年山东烟台肉毛鸡均价 4.38 元/斤，养殖企业微利。

虽然上半年行业产能扩张提振鸡苗需求，但鸡肉对猪肉的替代作用逐步减弱，鸡肉消费低迷将制约鸡苗价格上涨空间，且中长期看，我们预计鸡苗价格有一定下行压力。

盈利预测、估值与评级：

公司产能扩张速度超我们此前预期，故我们上调公司 21-22 年归母净利预测至 3.86 亿元、3.03 亿元（上调 140%、115%），同时新增 23 年归母净利预测为 2.56 亿元，公司 21-23 年 EPS 分别为 0.39/0.31/0.26 元，当前股价对应 21-23 年 PE 为 25/32/37 倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，需求不及预期风险，发生疫情风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,584	1,751	2,321	2,337	2,369
营业收入增长率	143.26%	-51.14%	32.53%	0.71%	1.38%
净利润（百万元）	2,176	92	386	303	256
净利润增长率	499.73%	-95.77%	319.98%	-21.61%	-15.32%
EPS（元）	3.77	0.09	0.39	0.31	0.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	60.43%	2.93%	10.96%	7.91%	6.28%
P/E	3	104	25	32	37
P/B	1.5	3.0	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-07-26

注：公司 2019 年末总股本为 5.77 亿股，20 年末为 9.92 亿股，当前为 9.93 亿股。

增持（维持）

当前价：9.65 元

作者

分析师：王琦

执业证书编号：S0930517120001

021-52523836

wangqi16@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.93
总市值(亿元):	95.82
一年最低/最高(元):	9.18/16.78
近 3 月换手率:	33.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.35	-8.31	-49.46
绝对	-7.26	-8.00	-39.68

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,584	1,751	2,321	2,337	2,369
营业成本	1,241	1,514	1,747	1,846	1,913
折旧和摊销	104	126	120	144	163
税金及附加	3	4	2	2	2
销售费用	50	31	34	42	47
管理费用	151	109	104	100	95
研发费用	30	52	70	70	71
财务费用	6	6	-12	-19	-19
投资收益	74	17	12	10	0
营业利润	2,187	107	396	312	266
利润总额	2,179	99	389	306	259
所得税	1	3	0	0	0
净利润	2,179	97	389	306	259
少数股东损益	3	5	3	3	3
归属母公司净利润	2,176	92	386	303	256
EPS(元)	3.77	0.09	0.39	0.31	0.26

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,135	58	419	484	427
净利润	2,176	92	386	303	256
折旧摊销	104	126	120	144	163
净营运资金增加	-151	-15	85	-62	-22
其他	7	-145	-173	99	29
投资活动产生现金流	-335	-1,489	-188	-168	-150
净资本支出	-284	-1,465	-200	-180	-150
长期投资变化	325	336	0	0	0
其他资产变化	-375	-360	12	12	0
融资活动现金流	-564	370	-703	20	19
股本变化	240	415	1	0	0
债务净变化	-339	860	-718	0	0
无息负债变化	167	58	-24	93	32
净现金流	1,236	-1,061	-472	335	295

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	65.4%	13.5%	24.7%	21.0%	19.3%
EBITDA 率	62.3%	10.5%	21.1%	18.2%	17.3%
EBIT 率	59.0%	2.6%	15.9%	12.1%	10.4%
税前净利润率	60.8%	5.7%	16.8%	13.1%	11.0%
归母净利润率	60.7%	5.3%	16.6%	13.0%	10.8%
ROA	52.6%	2.1%	9.0%	6.5%	5.2%
ROE (摊薄)	60.4%	2.9%	11.0%	7.9%	6.3%
经营性 ROIC	106.8%	1.4%	11.1%	8.5%	7.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	13%	31%	16%	17%	17%
流动比率	3.50	0.82	1.17	1.59	1.99
速动比率	3.17	0.62	0.66	1.14	1.54
归母权益/有息债务	121.73	3.53	20.59	22.35	23.85
有形资产/有息债务	135.34	5.04	24.18	26.55	28.27

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末总股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	4,141	4,668	4,316	4,714	5,006
货币资金	1,405	630	158	493	789
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	70	43	66	70	67
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	10	23	35	47	47
存货	162	250	262	277	287
其他流动资产	38	20	20	20	20
流动资产合计	1,710	1,034	605	971	1,275
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	325	336	336	336	336
固定资产	1,413	1,936	2,175	2,331	2,409
在建工程	135	692	527	402	307
无形资产	64	84	80	76	72
商誉	0	16	16	16	16
其他非流动资产	14	125	137	137	137
非流动资产合计	2,431	3,634	3,711	3,744	3,730
总负债	534	1,452	710	802	834
短期借款	0	718	0	0	0
应付账款	246	301	332	342	363
应付票据	56	77	0	92	96
预收账款	43	0	46	35	36
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	488	1,262	518	610	642
长期借款	0	158	158	158	158
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	32	31	34	34	34
非流动负债合计	45	189	192	192	192
股东权益	3,607	3,217	3,606	3,912	4,172
股本	577	992	993	993	993
公积金	1,125	843	881	912	937
未分配利润	1,898	1,302	1,650	1,923	2,153
归属母公司权益	3,601	3,138	3,524	3,827	4,084
少数股东权益	7	79	82	85	88

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.39%	1.76%	1.45%	1.80%	2.00%
管理费用率	4.20%	6.21%	4.50%	4.30%	4.00%
财务费用率	0.17%	0.37%	-0.53%	-0.83%	-0.79%
研发费用率	0.82%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	0%	3%	0%	0%	0%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	3.70	0.06	0.42	0.49	0.43
每股净资产	6.24	3.16	3.55	3.85	4.11
每股销售收入	6.21	1.76	2.34	2.35	2.39

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	2	101	24	31	36
PB	1.5	2.9	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	1.7	54.7	18.7	20.7	20.8
股息率	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE