

益生股份 (002458.SZ)

2021 年净利短期承压，种鸡与种猪双驱战略稳步推进

买入

核心观点

2021 年白羽鸡产能仍处高位叠加饲料粮成本增加，短期业绩依旧承压。公司 2021 年实现营收 20.90 亿元，同比+19.35%，归母净利 2845.35 万元，同比-69.07%。分业务来看，公司鸡板块实现收入 18.77 亿元，同比+30.75%，占总营收 89.82%，2021 年共销售鸡苗 4.69 亿只，销售收入 15.82 亿元，销售均价 3.37 元/只，分别同比变动-3.41%、21.72%、26.02%。虽然销售均价上涨导致营收规模扩张明显，但受玉米、豆粕等原料价格上涨影响，鸡板块原材料成本同比上涨 32.84%，使公司整体盈利能力下滑。另外，公司猪、牛奶、农牧设备分别实现收入 0.42 亿元、0.66 亿、0.80 亿元，占比仍较小。

公司是国内白羽种鸡龙头，“种鸡+种猪”双轮驱动战略稳步推进。鸡业务方面，公司已覆盖祖代肉种鸡的引进与饲养、父母代及商品代肉鸡雏鸡的生产与销售等核心环节，近年在保持祖代白鸡龙头地位的基础上，持续扩大父母代种鸡饲养量及商品肉雏鸡产量，目前已成为我国外销白羽鸡苗数量最多的公司。猪业务方面，公司 2021 年从丹麦引进 1300 头纯种母猪，2020 年分别以 496 万元、1558 万元收购河北双鸽钰农畜牧科技及灵寿县育博养殖的 100% 股权，2021 年以 1360 万元收购河北润源养殖 100% 股权，目前公司已有 4 个种猪场投入使用。公司还先后成立威海益生种猪繁育有限公司、山西益生种猪繁育有限公司和双鸭山益生种猪科技有限公司，且拟通过发行可转债大力发展种猪产业，公司已以自有资金进行了先期投入，产能将逐步释放。

育种业务品种优势显著，周期回暖或将带来利润改善。公司深耕肉种鸡产业三十余年，在品种方面拥有显著优势，一方面其引进的利丰新品系白羽肉鸡在产蛋率、料肉比、抗病力强和成活率方面均表现较好，具备较强的市场竞争力。另一方面，公司自主培育的“益生 909”小型白羽肉鸡配套系获得国家畜禽新品种认定，其在增重、料肉比、出栏时间、胴体出肉率等各项指标上优势明显。益生 909 适合平养、笼养多种饲养方式，既可以走活鸡杀白条鸡，也适合屠宰分割，特别适合在关闭活禽市场后替代三黄鸡进行屠宰加工，在消费场景上和白羽肉鸡存在差异，未来有望成为公司新的业绩增长点。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。

公司是国内白羽种鸡行业龙头，掌握白鸡产业链核心的上游养殖盈利环节，有望受益猪价反转后带来的白鸡需求增长。另外公司种猪业务快速推进，有望成为业绩第二增长曲线。预计公司 22-24 年归母净利为 2.16/8.11/17.27 亿元，对应当前股价 PE 为 44.3/11.8/5.6 X，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,751	2,090	2,355	2,930	3,557
(+/-%)	-51.1%	19.4%	12.7%	24.4%	21.4%
净利润(百万元)	92	28	216	811	1727
(+/-%)	-95.8%	-69.1%	660.6%	274.7%	113.0%
每股收益(元)	0.09	0.03	0.22	0.82	1.74
EBIT Margin	2.3%	4.2%	7.9%	19.8%	31.3%
净资产收益率 (ROE)	2.9%	0.9%	7.1%	23.6%	37.6%
市盈率 (PE)	104.2	337.1	44.3	11.8	5.6
EV/EBITDA	66.2	41.8	23.1	13.1	8.1
市净率 (PB)	3.05	3.03	3.14	2.79	2.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

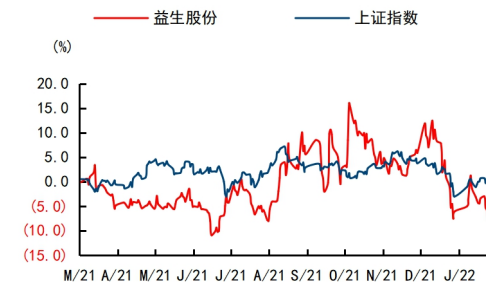
农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞 **联系人：李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn lirui@guosen.com.cn
 S0980520110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	9.55 元
总市值/流通市值	9483/6456 百万元
52 周最高价/最低价	12.36/9.11 元
近 3 个月日均成交额	152.01 百万元

市场走势



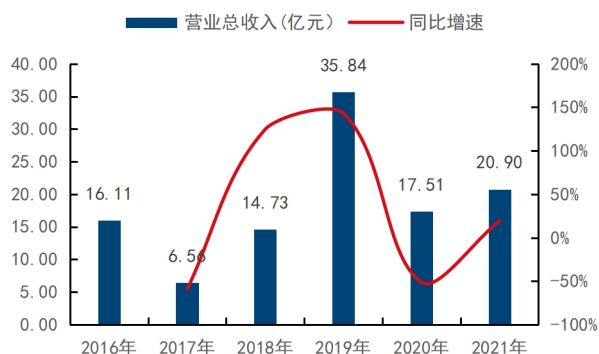
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《益生股份-002458-2013 年半年报点评：肉价周期反转，弹性标的》——2013-08-28

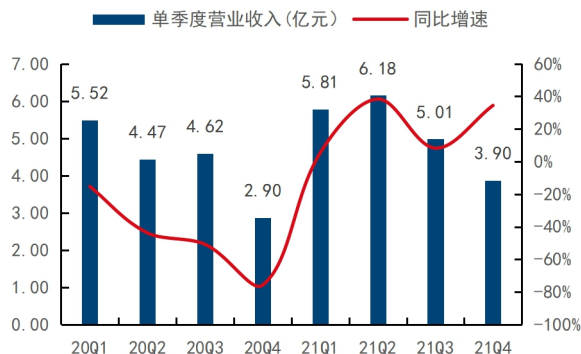
2021 年粮价上涨带来养殖成本增加，短期业绩依旧承压。根据公司发布的 2021 年年度报告，公司 2021 年实现营业收入 20.90 亿元，较上年增长 19.35%，实现归属于母公司所有者的净利润 2845.35 万元，较上年减少 69.07%。分业务来看，公司鸡板块共实现收入 18.77 亿元，同比增长 30.75%，于总收入中占比为 89.82%，其中 2021 年共销售鸡苗 4.69 亿只，销售收入 15.82 亿元，销售均价 3.37 元/只，分别同比变动-3.41%、21.72%、26.02%。虽然销售均价上涨导致营收规模扩张明显，但受玉米、豆粕等原料价格上涨影响，鸡板块原材料成本同比上涨 32.84%，使得公司整体盈利能力下滑明显。另外，公司猪、牛奶、农牧设备及其他板块分别实现收入 0.42 亿元、0.66 亿、0.80 亿元和 0.25 亿元，占比仍较小。

图1：益生股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



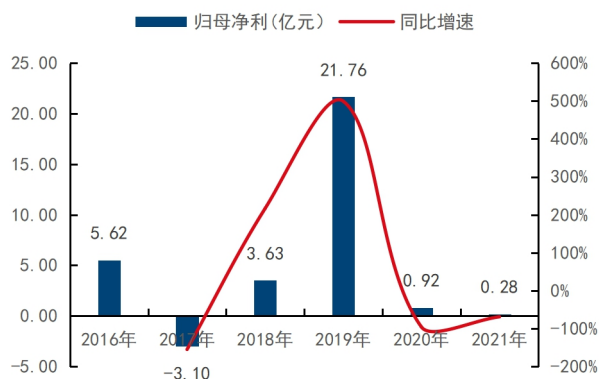
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：益生股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



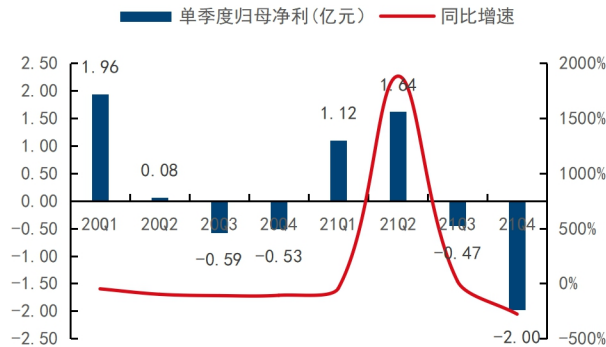
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：益生股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

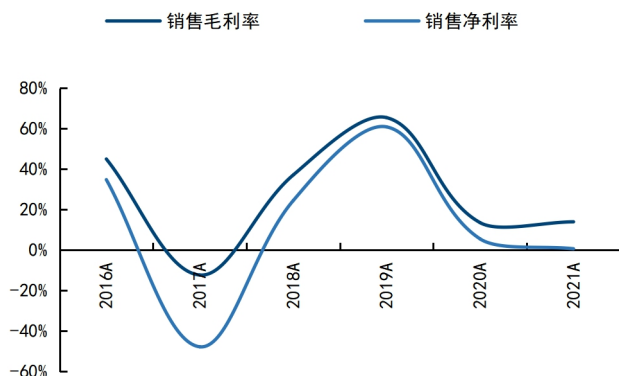
图4：益生股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

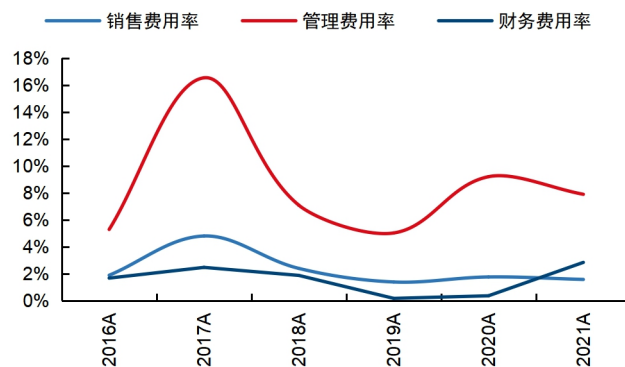
毛利率随白鸡价格周期波动，销售、管理、财务费用率平稳。2021 年销售毛利率 13.96%，同比微增 3.08pct；销售净利率 0.65%，同比减少 88.26pct。销售费用率 1.58%（-10.49pct），管理费用率 7.90%（-14.20pct），财务费用率 2.84%（+678.40pp）。三项费用率合计 12.32%，同比提升 8.71pct，主要系 2021 年为补充流动资金，公司贷款增加，因此利息支出有所增加。

图5: 益生股份毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

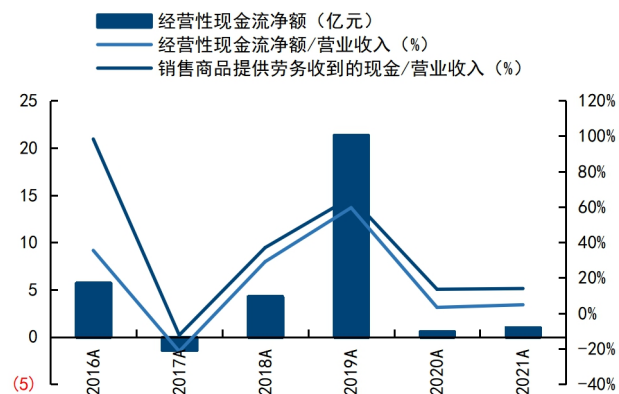
图6: 益生股份三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

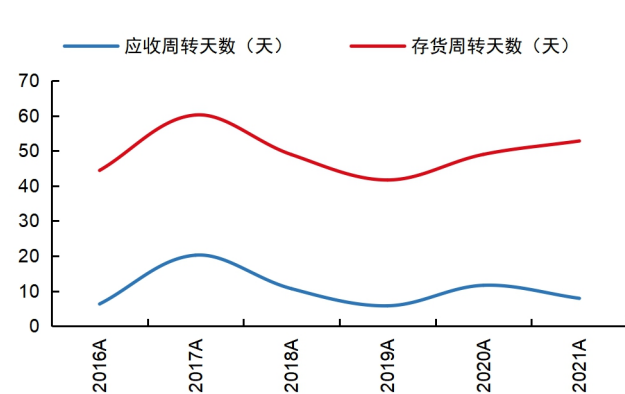
经营性现金流保持同步增长，应收及存货周转率保持稳定。2021 年经营性现金流净额 1.00 亿元(+72.57%)，经营性现金流净额占营业收入比例为 4.80%(+44.58%)，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 13.96%(+3.09%)，现金流状况整体表现良好。在主要流动资产周转方面，2021 年公司应收周转天数达 7.9 天(-31.96%)，存货周转天数达 52.8 天(+7.81%)，周转效率仍保持在较好水平。

图7: 益生股份经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 益生股份主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司是国内白羽种鸡龙头，“种鸡+种猪”双轮驱动战略稳步推进。公司目前实行“种鸡+种猪”双轮驱动的核心战略定位，即在将肉鸡产业做细、做精、做强，把肉鸡产业的种源体系建立的更加完整、更加壮大的基础上，大力发展种猪产业，进而提高公司抵御风险和盈利的能力。鸡业务方面，公司已覆盖祖代肉种鸡的引进与饲养、父母代肉种鸡雏鸡的生产与销售、商品代肉种鸡雏鸡的生产与销售三大核心环节，近年来在保持祖代白羽肉鸡行业龙头地位的基础上，持续扩大父母代种鸡饲养量，商品肉雏鸡产量不断扩大，目前已成为我国外销白羽肉鸡苗数量最多的公司。猪业务方面，公司于2021 年从丹麦引进 1300 头纯种母猪，2020 年公司以 496 万元收购河北双鸽钰农畜牧科技有限公司 100%的股权；以 1558 万元收购灵寿县育博养殖有限公司 100%的股权，2021 年公司以 1360 万元收购河北润源养殖有限公司 100%股权，目前公司已有 4 个种猪场投入使用，产能将逐步释放。

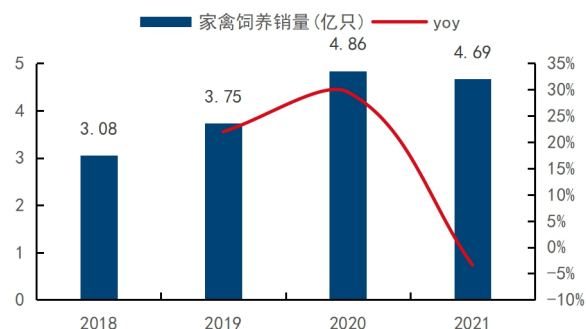
公司还先后成立威海益生种猪繁育有限公司、山西益生种猪繁育有限公司和双鸭山益生种猪科技有限公司，且拟通过发行可转债来大力发展种猪产业，公司已以自有资金进行了先期投入。

表1：公司主营产品包括种鸡、种猪、农牧设备、乳品及有机肥

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	父母代肉种鸡场
商品代肉鸡雏鸡	利丰	饲养后提供给屠宰厂生产鸡肉产品	商品代肉鸡场
原种猪	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	种猪场
农牧设备	鸡笼养设备、兔笼养设备、猪养殖设备、环控设备、自动控制系统	用于鸡猪兔养殖, 孵化厅生产	鸡猪兔行业大中型养殖公司
乳品	巴氏杀菌乳、发酵乳等	销售给大众消费者	胶东地区的消费者
有机肥	益生有机肥、益生全水溶有机肥	改良土壤、提高地力、增加作物产量、提高农产品品质、提高肥料利用率	瓜果蔬菜花卉种植户和种植基地

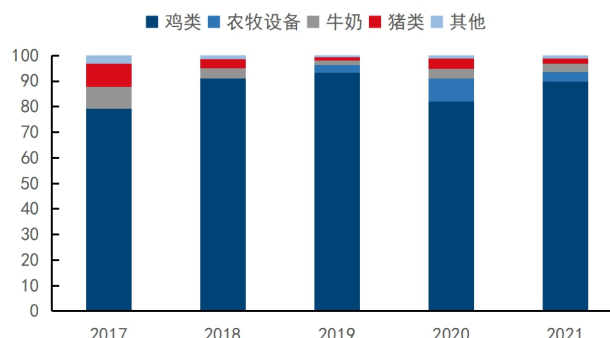
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：近年来公司鸡苗销售量扩张明显



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：鸡类业务贡献了公司的主要收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司育种业务品种优势显著，周期回暖或将带来利润改善。公司深耕肉种鸡产业三十余年，其在品种方面拥有显著优势，一方面其引进的利丰新品系白羽肉鸡在产蛋率、料肉比、抗病力强和成活率方面均表现较好，因此具备较强的市场竞争力。另一方面，公司自主培育的“益生909”小型白羽肉鸡配套系获得国家畜禽新品种认定，其在增重、料肉比、出栏时间、胴体出肉率等各项指标上优势明显。益生909适合平养、笼养多种饲养方式，既可以走活鸡杀白条鸡，也适合屠宰分割，特别适合在关闭活禽市场后替代三黄鸡进行屠宰加工，在消费场景上和白羽肉鸡存在差异，未来有望成为公司新的业绩增长点。

在“种鸡+种猪”双轮驱动的战略定位下，公司种猪业务布局也正在稳步推进，公司早在2000年便开始建立原种猪场，并于2013年被认证为国家生猪核心育种场。在二十余年的发展过程中，公司在猪场建设、种猪繁育和疫病防控方面积累了深厚的经验，通过与法国育种公司开展联合育种合作，公司种猪性状表现优秀，旗下饲养的新法系种猪具有大体型、生长快和节料等诸多优点，未来随新进产能落地并释放，种猪业务的占比有望进一步提升，进而为扩大公司总体收入规模。

投资建议：公司作为国内白羽种鸡行业龙头，掌握白羽肉鸡产业链核心的养殖盈利环节，有望受益猪价反转后带来的白鸡需求增长。另外，公司种猪业务布局正

在快速推进，届时亦有望分享猪周期反转带来的量价齐升红利，成为公司业绩的第二增长曲线。预计公司 22-24 年归母净利润为 2.16/8.11/17.27 亿元，对应当前股价 PE 为 44.3/11.8/5.6 X，给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	21A	22E	23E	21A	22E	23E	
002458	益生股份	9.66	95.92	0.03	0.28	0.55	322	34	17	买入
002299	圣农发展	19.71	245.19	0.37	0.49	1.11	53	40	18	买入
002746	仙坛股份	9.30	80.03	0.23	0.44	0.78	40	21	12	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	630	413	413	413	413	营业收入	1751	2090	2355	2930	3557
应收款项	67	77	88	109	133	营业成本	1514	1798	1936	2050	2105
存货净额	250	277	278	285	285	营业税金及附加	4	6	5	7	8
其他流动资产	79	50	68	96	101	销售费用	31	33	37	48	55
流动资产合计	1034	817	848	902	932	管理费用	109	112	126	165	187
固定资产	2628	3529	4042	4687	5115	研发费用	52	53	65	81	89
无形资产及其他	84	144	138	132	126	财务费用	6	59	79	104	108
投资性房地产	587	865	865	865	865	投资收益	17	(18)	33	19	20
长期股权投资	336	317	366	380	395	资产减值及公允价值变动	0	(0)	0	0	0
资产总计	4668	5672	6259	6967	7434	其他收入	3	(42)	(65)	(81)	(89)
短期借款及交易性金融负债	731	1221	1885	2316	2080	营业利润	107	21	141	495	1023
应付款项	378	459	433	452	454	营业外净收支	(7)	(2)	0	0	0
其他流动负债	153	222	200	210	221	利润总额	99	19	141	495	1023
流动负债合计	1262	1902	2518	2978	2756	所得税费用	3	6	34	70	94
长期借款及应付债券	158	370	370	370	370	少数股东损益	5	(15)	(110)	(386)	(798)
其他长期负债	31	162	191	239	308	归属于母公司净利润	92	28	216	811	1727
长期负债合计	189	532	560	609	678	现金流量表（百万元）					
负债合计	1452	2434	3079	3587	3434	净利润	92	28	216	811	1727
少数股东权益	79	68	126	(54)	(587)	资产减值准备	6	1	(0)	(0)	(0)
股东权益	3138	3170	3055	3434	4588	折旧摊销	126	200	362	427	488
负债和股东权益总计	4668	5672	6259	6967	7434	公允价值变动损失	(0)	0	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	6	59	79	104	108
每股收益	0.09	0.03	0.22	0.82	1.74	营运资本变动	(120)	(6)	(50)	23	53
每股红利	0.69	0.06	0.33	0.43	0.58	其它	(36)	15	58	(180)	(533)
每股净资产	3.16	3.19	3.08	3.46	4.62	经营活动现金流	67	238	587	1080	1735
ROIC	3%	2%	4%	11%	19%	资本开支	0	(1097)	(870)	(1065)	(910)
ROE	3%	1%	7%	24%	38%	其它投资现金流	(8)	8	0	0	0
毛利率	14%	14%	18%	30%	41%	投资活动现金流	(19)	(1069)	(920)	(1079)	(925)
EBIT Margin	2%	4%	8%	20%	31%	权益性融资	0	29	0	0	0
EBITDA Margin	10%	14%	23%	34%	45%	负债净变化	158	212	0	0	0
收入增长	-51%	19%	13%	24%	21%	支付股利、利息	(688)	(58)	(332)	(431)	(574)
净利润增长率	-96%	-69%	661%	275%	113%	其它融资现金流	237	277	665	431	(236)
资产负债率	33%	44%	51%	51%	38%	融资活动现金流	(823)	613	333	(1)	(810)
息率	7.2%	0.6%	3.5%	4.5%	6.0%	现金净变动	(775)	(218)	0	0	0
P/E	104.2	337.1	44.3	11.8	5.6	货币资金的期初余额	1405	630	413	413	413
P/B	3.1	3.0	3.1	2.8	2.1	货币资金的期末余额	630	413	413	413	413
EV/EBITDA	66.2	41.8	23.1	13.1	8.1	企业自由现金流	0	(840)	(416)	(118)	640
						权益自由现金流	0	(351)	188	224	306

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032