

公司深度报告

2022年11月15日

東亞前海證券有限公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

占据上游高地，领跑种鸡赛道

——益生股份（002458.SZ）首次覆盖报告

核心观点

33年深耕肉鸡种业，成就禽畜种源龙头。益生股份成立于1989年，以种鸡业务起家，主要引进、繁育世界优质禽畜良种，生产销售父母代鸡苗、商品代鸡苗以及种猪。公司以禽畜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连续十多年雄踞全国第一，约占国内市场1/3的份额。2022年前三季度公司父母代鸡苗销量市占率约为24%，商品代鸡苗销量市占率约为9%。“十四五”规划下，公司2025年商品代鸡苗销量有望达7亿羽（2022-2025年CAGR预计达9.04%）。

海外禽流感疫情持续恶化，周期拐点有望在2023年中旬加速到来。

(1) 本轮周期底部持续时间更长，祖代产能震荡去化9.24%。2020年至今行业已持续低迷22个月，低迷时间超过以往，行业产能震荡去化。截至2022年第43周，祖代存栏量较年内高点下滑9.24%。考虑到协会数据样本点中大型养殖场占比比较大，行业产能实际去化程度或高于官方统计。(2) 海外禽流感疫情持续恶化，祖代引种受限持续时长或超预期。受制于祖代供给国暴发禽流感、航班熔断等原因，2022年1-10月祖代更新量为70万套左右，同比下降33%左右。近期海外禽流感疫情持续恶化，美国祖代鸡主要供种州均发生禽流感疫情；欧洲正在经历史上最大规模禽流感疫情；邻国日本、印度相继暴发禽流感，全球已进入禽流感疫情高发期，预计祖代引种受限问题持续时间超预期。根据白鸡生产周期，5-10月存在的引种缺口将作用于2023年下半年的肉鸡供给减量，叠加种鸡质量不佳，生产效率或下降20-30%，周期拐点有望于2023年中旬加速到来。

占据上游高地，公司业绩弹性值得期待。(1) 父母代/商品代鸡苗销量稳步增长，市占率居于全国第一。利丰新品系生产性能优异，祖代和父母代产能较哈伯德老品种提升20%和10%左右，进一步助力公司产能扩张。2022年前三季度公司父母代鸡苗外销1100万套（同比+15.24%），市占率达24.11%；实现商品代鸡苗外销4.30亿只（同比+33.52%），市占率达9.31%，居于国内第一。(2) 受益于种鸡高盈利性以及苗价高波动性，周期反转有望带来业绩高弹性增长。在行业景气上行时，产业链上游父母代种鸡养殖利润普遍高于中下游环节。2018-2019年行业父母代种鸡养殖利润平均为3.32元/只，高于白羽肉鸡养殖利润（1.81元/只）和白羽肉鸡屠宰利润（0.36元/只）。公司占据产业链上游高地，领跑种鸡赛道。当行业景气提升时，公司业绩极具弹性。2019年行业高景气时期，公司实现毛利率65.37%（同比+28.32pct），实现归母净利润21.76亿元（同比+499.73%），同比增速处于产业链较高水平。(3) 强溢价能力叠加产能高速扩张，益生909有望成为利润新增长点。公司自研品种益生909已开始上市销售。相比817肉杂鸡，益生909重点性能指标全面提升，产品享有溢价。2022年10月益生909平均售价为1.58元/只，高出主产区817肉鸡苗0.48元/只。2022年益生909预计销售7000万只，目前供不应求。公司未来将通过兼并收购等方式增加产能，目标于2025年达3亿只，2022-2025年销量CAGR预计达62.43%。

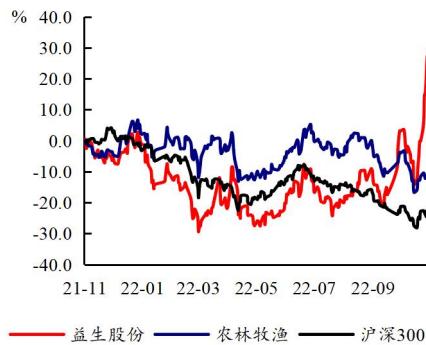
发力种猪业务，完善上游禽畜种源布局。公司立足种鸡核心业务，发力种猪业务。公司引进丹系等高繁殖性能种猪，窝均产仔数达到15-16头，PSY达31左右，性能出众。2022年公司定增拟募资近11.6亿元，其中64%的资金投入种猪养殖项目，种猪产能有望进一步扩张。布局种

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
联系人 赵雅斐
电子邮箱 zhaoyf707@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	992.91
流通A股/B股(百万股)	992.91/0.00
资产负债率(%)	50.66
每股净资产(元)	2.79
市净率(倍)	5.38
净资产收益率(加权)	-13.53
12个月内最高/最低价	15.00/8.01

相关研究

猪业务在完善上游禽畜种源布局的同时，有望提高公司抵御风险和盈利能力。

投资建议

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 22.13/41.24/46.76 亿元，归母净利润分别为 -1.41/13.44/16.71 亿元，当前股价对应 2023-2024 年 PE 分别为 11.08/8.92 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

原材料价格波动的风险、发生疫病的风险、鸡肉价格下行的风险。

盈利预测

项目(单位: 百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2089.92	2212.68	4124.21	4676.27
增长率 (%)	19.35	5.87	86.39	13.39
归母净利润	28.45	-141.21	1344.30	1670.54
增长率 (%)	-69.07	-596.27	1052.01	24.27
EPS (元/股)	0.03	-0.14	1.35	1.68
市盈率 (P/E)	377.00	—	11.08	8.92
市净率 (P/B)	3.54	4.92	3.41	2.46

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测（基于 11 月 14 日股价 15 元）

正文目录

1. 33年深耕肉鸡种业，成就禽畜种源龙头	5
1.1. 种鸡养殖龙头企业，市占率居于国内第一	5
1.2. 股权结构稳定，员工持股彰显发展信心	6
1.3. 营收呈增长趋势，净利润随周期波动	7
2. 海外引种受阻，周期拐点有望加速到来	9
2.1. 白羽肉鸡生产含三个代际，跨度最短需14个月	9
2.2. 从历史复盘，看鸡价演绎	10
2.3. 供给来源“祖代种鸡”依赖进口，多引自美国	13
2.4. 如何看待本轮周期？	15
2.4.1. 周期底部持续时间更长	15
2.4.2. 近期鸡苗价格触底反弹，前期去化效果兑现	17
2.4.3. 种鸡质量较差，强制换羽能力受限	19
2.4.4. 种源去化，供给缺口短期无法弥补	20
2.5. 拐点有望在2023年中旬左右到来，景气有望贯穿2024年全年	23
3. 种鸡品系更新换代，新增产能潜力值得期待	23
3.1. 利丰品系竞争优势明显，稳固种禽龙头地位	23
3.2. 自研品种“益生909”上市，有望打造利润新增点	27
3.3. 苗价波动性大，周期反转有望助力业绩高弹性增长	30
4. 发力种猪业务，定增助力产能扩张	32
4.1. 种猪性能优异，养殖经验丰富	32
4.2. 募投项目布局种猪，产能进一步扩张	33
5. 盈利预测	33
6. 风险提示	34

图表目录

图表 1. 公司发展历程	5
图表 2. 公司主要产品	6
图表 3. 股权结构（截至2022年三季报）	6
图表 4. 员工持股计划概况	7
图表 5. 公司营业收入呈增长趋势	7
图表 6. 公司归母净利润随周期波动	7
图表 7. 公司营业收入主要来自种鸡业务	8
图表 8. 公司种鸡、种猪业务毛利率波动性较大	8
图表 9. 公司销售、管理、财务费用率情况	9
图表 10. 白羽肉鸡生产周期	10
图表 11. 2012年以来我国共经历了4轮完整的鸡周期	10
图表 12. 2012年以来4轮完整鸡周期概况	11
图表 13. 改良种用鸡来源国占比	13
图表 14. 各品种引种占比	14
图表 15. 白羽肉鸡祖代品种情况	14
图表 16. 历年祖代引种情况	15
图表 17. 各引种国历史及目前封关情况	15
图表 18. 祖代种鸡总存栏量（万套）	16
图表 19. 部分父母代种鸡总存栏量（万套）	16
图表 20. 父母代鸡苗销量（万套）	16

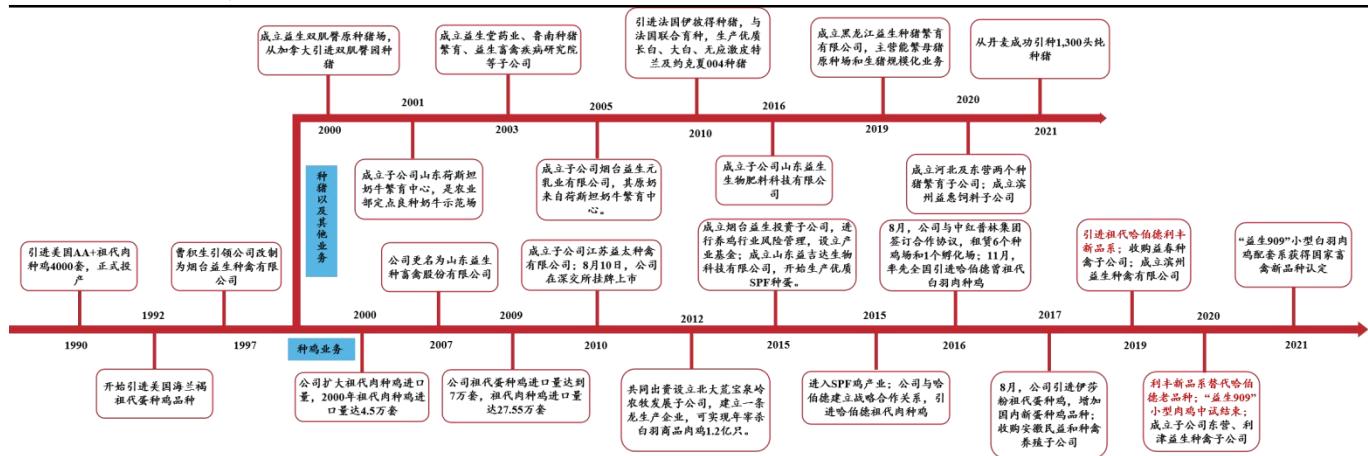
图表 21. 2020 年以来行业整体利润水平较低	17
图表 22. 产业链相关公司单季度归母净利润情况	17
图表 23. 父母代鸡苗销量周平均 (万套)	18
图表 24. 商品代鸡苗和商品代鸡价格走势	18
图表 25. 2023 年父母代鸡苗销量预计大幅下降	19
图表 26. 父母代鸡苗价格近期持续上涨	19
图表 27. 白羽肉鸡在产祖代种鸡生产效率	20
图表 28. 白羽肉鸡父母代种鸡实际利用率	20
图表 29. 美国肉鸡生产区域	21
图表 30. 美国已有 46 个州出现禽流感疫情 (截至 2022 年 11 月 5 日)	21
图表 31. 高致病性禽流感传播具有季节性	21
图表 32. 近期全球海外禽流感疫情事件	22
图表 33. 2022 年 1-10 月美国禽流感发生情况	22
图表 34. 2022 年 1-10 月祖代更新量同比大幅下滑	22
图表 35. 哈伯德利丰和其他几大品系父母代和商品代生产指标对比	24
图表 36. 利丰父母代种鸡苗产量可提升超过 20%	24
图表 37. 利丰商品代鸡苗产量可提升近 10%	24
图表 38. 父母代鸡苗销量呈增长趋势	25
图表 39. 公司父母代鸡苗销量不同品种占比	25
图表 40. 公司父母代鸡苗市占率逐步提升	26
图表 41. 协会与公司父母代鸡苗价差成缩小趋势	26
图表 42. 公司商品代鸡苗销量呈稳步增长趋势	27
图表 43. 公司商品代鸡苗销量不同品种占比	27
图表 44. 公司商品代鸡苗与行业价差呈减小趋势	27
图表 45. 益生股份商品代鸡苗市占率	27
图表 46. 公司研发费用整体呈现增长态势	28
图表 47. 益生 909 新品系通过国家审定	28
图表 48. 益生 909 销量情况	29
图表 49. 益生 909 销售收入和销售单价情况	29
图表 50. 益生 909 销售单价以及 817 肉鸡苗均价对比	29
图表 51. 2022 年和 2025E 益生 909 产能	30
图表 52. 益生 909 在 2025 年市占率有望达 9.05%	30
图表 53. 产业链各端价格弹性	31
图表 54. 益生股份毛利率波动弹性大	31
图表 55. 行业高景气时期产业链上游父母代种鸡养殖利润更为丰厚	31
图表 56. 行业高景气时期业绩弹性较大	31
图表 57. 公司股价弹性较大	32
图表 58. 公司种猪销量呈增长趋势	32
图表 59. 公司种猪销售收入和销售单价	32
图表 60. 2022 年非公开发行股票募投项目	33
图表 61. 各项业务盈利预测	34

1. 33 年深耕肉鸡种业，成就禽畜种源龙头

1.1. 种鸡养殖龙头企业，市占率居于国内第一

立足种鸡业务核心领域，市占率雄踞国内第一。益生股份成立于 1989 年，公司立足种鸡业务核心领域，发力种猪业务，同时涉及奶牛、农牧设备等业务领域。目前公司从事的主要业务包括：祖代肉种鸡的引进与饲养、父母代肉种鸡鸡苗以及商品代肉鸡鸡苗的生产与销售、种猪和商品猪的饲养和销售、农牧设备的生产与销售、奶牛的饲养与牛奶销售等。公司以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连续十多年雄踞全国第一，约占国内市场 1/3 的份额。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司主营父母代鸡苗以及商品代鸡苗，处于产业链上游位置。公司深耕肉种鸡产业三十余年，具有丰富繁育经验。父母代鸡苗方面，公司按照配套比例，从国外引进四个级别的祖代肉种鸡，经过育雏期（1-6 周）和育成期（7-24 周），产出的种蛋通过 21 天的孵化成为父母代种母鸡和种公鸡，主要出售给下游种鸡饲养企业。商品代鸡苗的生产过程相似，合格商品代鸡苗出售后的商品肉鸡在宰杀加工后会成为市场上常见鸡肉消费品。根据父母代鸡苗及商品代鸡苗的生产过程，可以判断公司处于整体行业产业链上游，公司直接下游为种鸡养殖场，直接上游主要是国外种源供应商。2016 年 11 月，公司在行业内率先引进哈伯德曾祖代白羽肉种鸡，成为国内唯一一家引进曾祖代肉种鸡公司。公司通过和哈伯德公司长期合作，2018 年末引进哈伯德新品系“利丰”祖代鸡，随后“利丰”新品系逐渐替代哈伯德老品种，公司种鸡生产性能明显提升。

发力种猪业务，完善上游禽畜种源布局。为增强抵御周期性风险的能力，公司在壮大肉鸡产业的基础上大力发展种猪产业。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。公司饲养的种猪在连续 7 年的山东省种猪测试中，获得 5 次第一和 2 次第二的好

成绩。2021年，公司从丹麦成功引种1300头纯种猪，加快公司种猪产业发展的步伐。布局种猪业务能偶为公司带来业绩新增量，增强发展韧性。

图表2. 公司主要产品

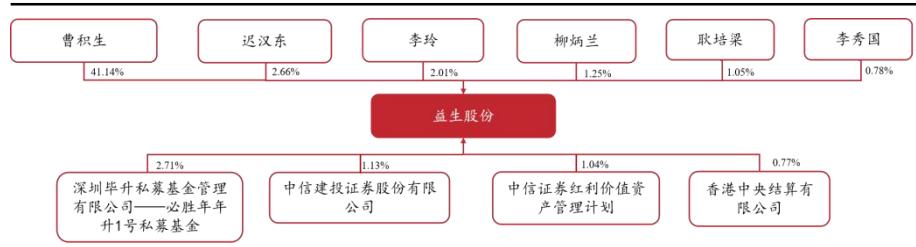
产品类别	主要品种	用途	主要消费群体
父母代肉种鸡鸡苗	利丰	生产商品代肉鸡鸡苗	父母代肉种鸡场
商品代肉鸡鸡苗	利丰	饲养后提供给屠宰厂生产鸡肉产品	商品代肉鸡场
原种猪	大约克、长白、杜洛克等	纯种之间配种生产原种猪，杂交繁殖生产二元种猪	种猪场
农牧设备	鸡笼养设备、兔笼养设备、猪养殖设备、环控设备、自动控制系统	用于鸡猪兔养殖，孵化厅生产	鸡猪兔行业大型养殖公司
乳品	巴氏杀菌乳、发酵乳等	销售给大众消费者	胶东地区的消费者
有机肥	益生有机肥、益生全水溶有机肥	改良土壤、提高地力、增加作物产量、提高农产品品质、提高肥料利用率	瓜果蔬菜花卉种植户和种植基地

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 股权结构稳定，员工持股彰显发展信心

股权结构集中、稳定，管理层有专业经验。自上市以来，公司创始人、董事长兼总裁曹积生先生为公司实际控制人。截止2022年三季度，曹积生持有41.14%股权，迟汉东与李玲夫妇共计持有4.67%，耿培梁与柳炳兰夫妇共持有2.30%股权。曹积生先生于1982年毕业于山东农学院牧医系兽医专业，系相关专业出身，公司高层有专业经验。

图表3. 股权结构（截至2022年三季报）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

实施员工持股计划，深度绑定公司高层以及员工。2022年3月22日，公司发行最新一期员工持股计划，其中董监高等高层共10人，出资额占比为12.91%，普通员工人数近640人，出资额占比为87.10%。2022年员工持股计划的发布进一步将公司利益与员工绑定，提高员工工作积极性，助力公司经营目标的达成。

图表 4. 员工持股计划概况

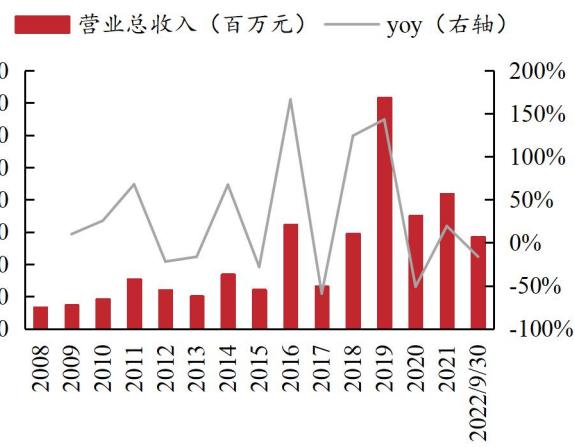
2022 年员工持股计划		
激励对象 (人数及持股占比)	董监高	10 人, 12.91%
	其他员工	≤640 人, ≤87.10%
成交价格	9.29 元/股	
授予股份	120.46 万股	
解禁期/预计解禁期		2023 年 04 月 26 日

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 营收呈增长趋势，净利润随周期波动

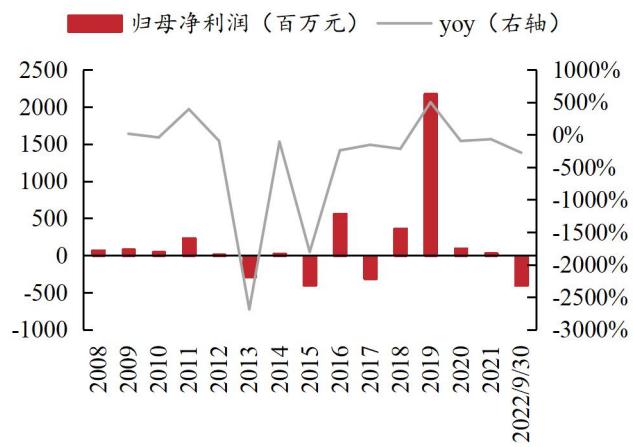
公司营收呈现增长趋势，利润随周期波动。营业收入方面，2021 年公司实现营业收入 20.90 亿元（同比+19.35%），2008-2021 年营收 CAGR 为 15.19%；2022 年三季度公司营业收入为 14.23 亿元（同比-16.31%），主要系 2022 年上半年鸡苗价格整体低迷，鸡苗销售收入同比下降。归母净利润方面，2021 年公司实现归母净利润 0.28 亿元（同比-69.07%），2022 年三季度公司归母净利润为-4.02 亿元（同比-276.06%），主要系鸡苗价格下行叠加养殖成本上涨，公司种鸡业务经营承压。2022 年随白羽鸡行业景气回升，鸡苗价格逐渐回暖，公司 2022 年单三季度经营有所改善。2022Q3 公司实现营业收入 5.68 亿元（环比 Q2+6.14%），实现归母净利润-0.32 亿元，亏损环比大幅收窄。整体来看，公司营收呈现增长趋势，净利润随周期波动较明显，往往在白羽鸡行业高景气时期（2011 年、2016 年、2019 年）获得业绩的高弹性增长。

图表 5. 公司营业收入呈增长趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 6. 公司归母净利润随周期波动



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

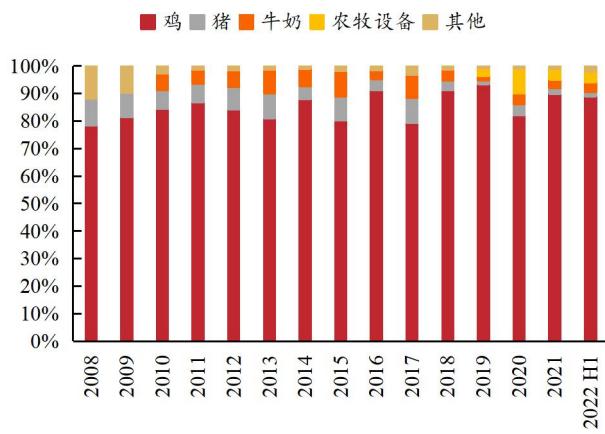
公司营收主要来源为鸡苗业务，种猪业务占比有望提升。2021 年公司鸡苗业务、种猪业务、牛奶以及农牧设备营业收入占总营收比例分别为 89.82%、2.03% 和 6.96%，同比+7.83pct/-2.14pct/-0.63pct。2022H1 公司鸡苗

业务收入占比为 88.94%，占比稳定在 90%左右；公司种猪业务收入占比 1.55%，较 2021 年下降 0.48pct。公司立足种鸡核心业务，未来将发力种猪业务，种猪产能稳步释放叠加猪价处于上行周期，预计种猪业务营收占比将逐渐提升。

鸡苗和种猪业务毛利率波动大，牛奶业务毛利率相对稳定。2022H1 公司鸡苗业务毛利率为-27.52%，同比-61.98pct；种猪业务毛利率为-142.80%，同比-162.76pct；牛奶业务毛利率为 26.41%，同比-11.08pct。公司 2022 年鸡苗和种猪业务毛利率大幅下降主要系 2022 年上半年白羽鸡以及生猪养殖行业景气度均较低，产品价格低迷叠加养殖成本高涨，鸡苗、种猪业务陷入亏损。整体来看，公司牛奶业务毛利率较稳定，一定程度上可以平滑行业周期波动的影响。

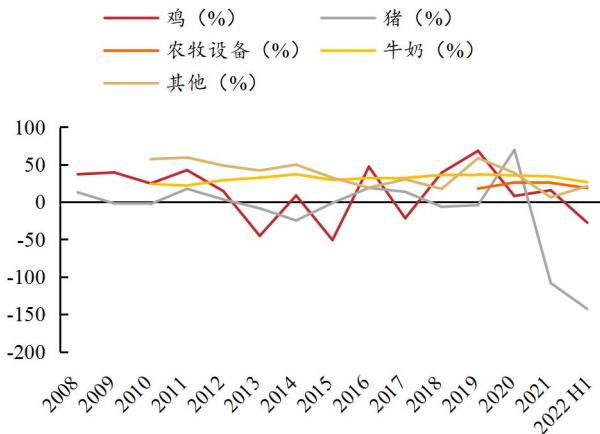
销售费用率保持稳定，管理和财务费用率有所提升。2022 年前三季度，公司销售/管理/财务费用分别为 1.53%/6.78%/4.20%，较 2021 年分别-0.05pct/+1.40pct/+1.36pct。其中财务费用率 2021-2022 年明显提升，主要系公司规模扩大，导致资金贷款增加，利息支出增加；管理费用率有所增长主要系公司折旧及摊销增加所致。

图表 7. 公司营业收入主要来自种鸡业务



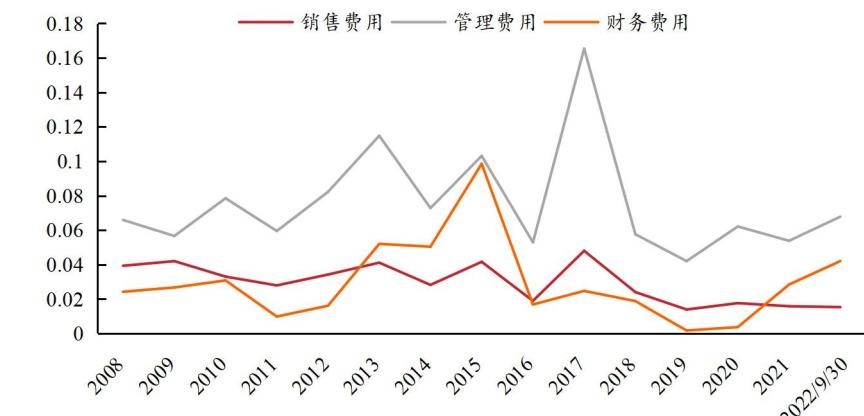
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 8. 公司种鸡、种猪业务毛利率波动性较大



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 9. 公司销售、管理、财务费用率情况



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 海外引种受阻，周期拐点有望加速到来

2.1. 白羽肉鸡生产含三个代际，跨度最短需 14 个月

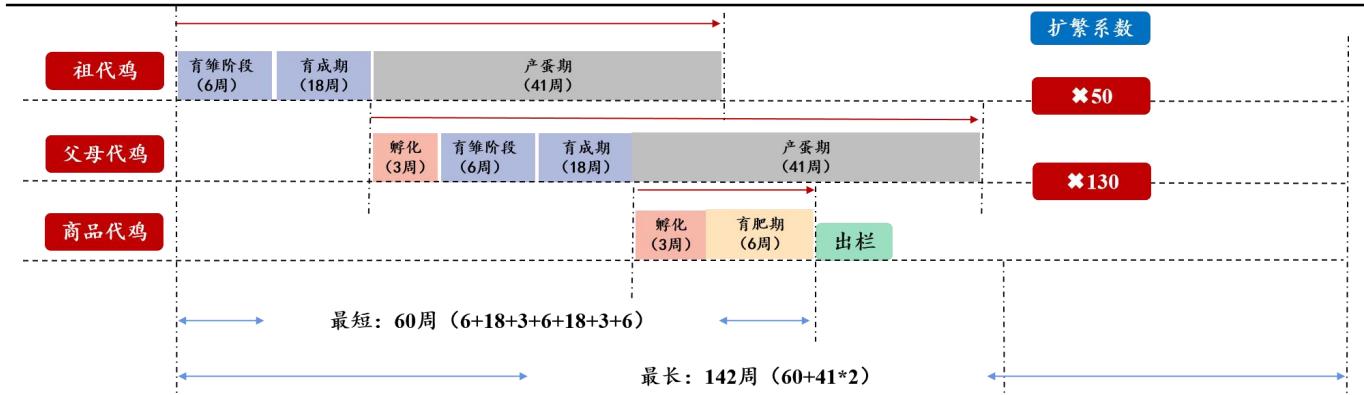
白羽肉鸡产业链跨越三个代际，养殖周期最短需 14 个月。国内白羽肉鸡繁育包含三个代际。第一代是祖代种鸡，是指育雏育成后，按照设计的品种间进行杂交、产蛋，用于孵化繁育父母代种鸡。第二代是父母代种鸡，是指经过育雏育成后，按照设计的品系间进行杂交、产蛋，用于孵化繁育商品鸡。第三代是商品代肉鸡，是指经屠宰提供鸡肉的商品鸡。祖代种鸡引入后经过育雏期（6 周）、育成期（18 周）后进入产蛋期（41 周），之后养殖场对其实施人工授精技术。祖代种鸡产下的种蛋经过 3 周时间孵化出父母代鸡苗。父母代鸡苗经过相似的过程产生商品代鸡苗，商品代鸡苗经过 6 周育肥成为商品代肉鸡。国内养殖链条大多从引进种源开始，祖代鸡引进后最短需要 60 周（14 个月）左右的时间出栏。考虑到种鸡进入产蛋期后在第二个月进入产蛋高峰，祖代/父母代引种到父母代/商品代鸡苗明显增量需要 9 个月左右的时间。

白羽肉鸡养殖扩繁系数较高，1 套祖代肉种鸡最终可提供约 15.5 吨鸡肉产品。我国对祖代种鸡的引进量的总量不大，但是由于种鸡的扩繁系数较高，最终产出商品代鸡数量较大。1 套祖代种鸡可以扩繁出 50 套父母代种鸡，1 套父母代鸡可扩繁出 130 只商品代鸡苗，每只商品肉鸡在 45 天内可长成重达 2.8 千克的成品肉鸡。因此，从祖代到商品代扩繁系数可达 6500 ($=50*130$)，一套祖代肉种鸡最终可以提供约 15.47 吨 ($=6500*2.8*85%/1000$) 的鸡肉产品。（假设屠宰率为 85%）

生产的周期性导致供需失衡，从而引起鸡价周期性波动。当鸡价上升时，由于供给的增加具有一定的滞后效应，供不应求情况持续，因此鸡价的上涨会持续一段时间；当鸡价下降时，由于供给的减少同样具有滞后性，

供给过剩情况持续，因此鸡价的低位会持续一段时间。在鸡价回落至低点时，养殖户/企业出现亏损或微利状态，于是逐步减少养殖量，最终导致供不应求，鸡价再次进入上涨周期，这样的变动周而复始形成了鸡周期。

图表 10. 白羽肉鸡生产周期



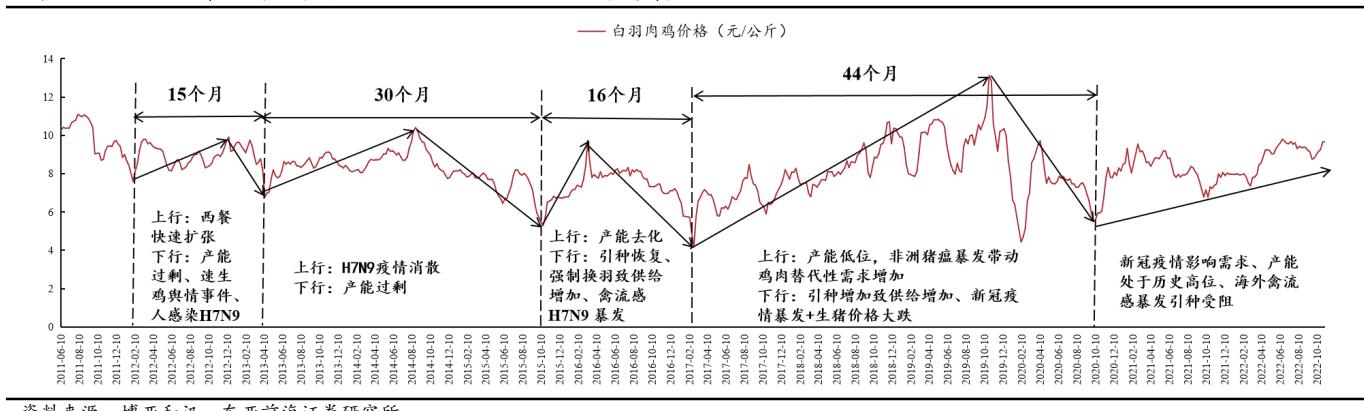
资料来源：益生股份招股说明书，东亚前海证券研究所

2.2. 从历史复盘，看鸡价演绎

外部因素加剧供需矛盾，驱动鸡价拐点到来。历次鸡周期中，周期上行驱动因素包括海外禽流感暴发造成的引种量下滑、西餐快速扩张、猪价高涨带动鸡肉替代性需求增加等；周期下行驱动因素包括产能过剩、“速生鸡、药鸡门”等舆情事件发生、新冠疫情以及猪价下行压制鸡肉需求等。

2012 年以来我国共经历 4 轮鸡周期，各轮周期时间长度差异较大。白羽肉鸡价格周期最短持续时间约 15 个月，最长持续时间约 44 个月；目前行业处于第五轮鸡周期底部，2020 年至今鸡价已持续低迷近 2 年，多因素影响下第五轮周期拐点有望加速到来。

图表 11. 2012 年以来我国共经历了 4 轮完整的鸡周期



资料来源：博亚和讯，东亚前海证券研究所

图表 12. 2012 年以来 4 轮完整鸡周期概况

周期	趋势	驱动因素	周期时间	持续时间	时间合计 (月)	白羽肉鸡价格 最小值 (元/公斤)	白羽肉鸡价格 最大值 (元/公斤)	变动幅度
第一轮周期	上行	西式快餐在国内扩张快速，需求提升	2012.2-2013.1	12个月	15	7.60	9.91	30.39%
	下行	产能过剩；速生鸡、药鸡门等舆情事件；人感染H7N9事件	2013.1-2013.4	3个月		6.78	9.75	-30.46%
第二轮周期	上行	疫情消散；2014.7.9起对美国进口鸡肉双反政策	2013.5-2014.8	15个月	30	7.90	9.97	26.27%
	下行	产能过剩；GDP增速整体呈下行态势	2014.8-2015.10	15个月		5.75	9.61	-40.16%
第三轮周期	上行	产能去化，供给收缩 西班牙、波兰恢复引种；	2015.10-2016.3	4个月	16	6.70	8.62	28.74%
	下行	2015-2016强制换羽导致产能增加；禽流感H7N9暴发 引种量降低，产能处于低位；非洲猪瘟暴发，鸡肉替代性需求大幅增加	2016.3-2017.2	12个月		4.93	8.16	-39.52%
第四轮周期	上行	2017.2-2019.10 2019-2020引种量上涨，白羽鸡产能增加，供给增加；新冠疫情影响+生猪价格大跌，鸡肉需求减少	2017.2-2019.10	31个月	44	6.02	11.87	97.12%
	下行	2019.11-2020.10	13个月	5.22		10.54	-50.45%	
第五轮周期	拐点有望加速到来	新冠疫情影响终端需求；海外禽流感疫情暴发致祖代更新量下降	2020.10-至今	25个月	/	7.69	9.64	25.36%

资料来源：博亚和讯，东亚前海证券研究所

2012-2013 年为第一轮周期：西餐扩张带动鸡价上行，产能过剩、禽流感和速生鸡事件致使鸡价下行。（1）上行阶段：2012-2013 年西式快餐在国内扩张快速，餐饮企业对鸡肉和鸡肉深加工产品需求增长，驱动鸡价上行。（2）下行阶段：2011-2012 年鸡价高景气，高养殖盈利驱动养殖户增加产能，祖代引种量大幅增加，2012 和 2013 年白羽鸡祖代引种量分别为 121、132 万套，远超过行业需求，祖代种鸡引种到商品代肉鸡出栏需要 14 个月左右的时间，产能过剩导致 2013 年鸡价下行。同时使用违禁药物催肥“速成鸡”和饲料添加多种抗生素和激素类药品“药鸡门”舆情事件在 2012 年 12 月被大量报道，消费者对鸡肉需求大幅下滑。2013 年 3 月，中国报告全球首例人感染禽流感 H7N9 病例，我国禽流感疫情肆虐，进一步削弱消费需求，加速鸡价筑底。

2013-2015 年为第二轮周期：禽流感疫情好转和双反政策驱动国内鸡肉消费增加，2013 年引种历史高位造成 2014-2015 年产能过剩。（1）上行阶段：2013 年 5-6 月，我国人感染 H7N9 禽流感确诊病例明显下降，疫情影响逐步消散，消费需求有所回暖；2014 年中国商务部自 7 月 9 日起对美国进口的白羽肉鸡产品征收反倾销、反补贴税，利好国内白羽肉鸡需求。（2）下行阶段：2013 年祖代种鸡总的引种量为 154 万套，达历史最高点，带来 14 个月后的肉鸡供给过剩，驱动 2014-2015 年鸡价下行。

2015-2017 年为第三轮周期：产能主动去化+被动缩减，驱动白羽鸡价格上涨。（1）上行阶段：a. 养殖亏损驱动养殖户主动去产能。2014 年 10

月至 2016 年 1 月商品鸡养殖利润持续为负，较大的亏损压力驱动养殖户主动去化产能。**b. 白羽肉鸡联盟成立，祖代种鸡引种监管加强，2014 年引种量下降。**由于 2014 年 H7N9 疫情肆虐以及前期无序引种造成产能过剩，鸡价低迷，中国白羽肉鸡产业造成的直接经济损失超过 600 亿元，为促进行业健康发展，2014 年 1 月白羽肉鸡联盟成立，加强行业源头祖代引种管理，引种量从 2013 年 154 万套下降至 2014 年 117 万套，降幅达 24.03%。**c. 美法相继因暴发禽流感而封关，2015 年海外引种量大幅下滑。**2015 年 1 月美国暴发禽流感封关进入被动去产能阶段，随后引种主要来自法国；2015 年 11 月法国暴发禽流感封关，2015 年祖代引种量降至 72 万套，同比下降 39.01%。此轮周期上行阶段主导因素为供给缩减。**(2) 下行阶段：**2016 年祖代、父母代强制换羽增加供给，2017 禽流感疫情致使鸡肉需求大幅缩减。**a. 强制换羽造成供给增加。**2015-2016 年行业乐观预期下，祖代、父母代种鸡大量强制换羽造成供给增加。**b. 禽流感疫情再现致需求下行。**2016 年年底以及 2017 年禽流感 H7N9 再次暴发，根据国家卫健委数据，2017 年人感染 H7N9 病例发病人数达 589 人，H7N9 禽流感的肆虐使得鸡肉需求相应大幅下滑。供给增加、需求大幅下跌情形下，鸡价大幅下滑。

2017-2020 年为第四轮周期。 **(1) 上行阶段：**鸡价超预期上涨，白羽鸡景气度持续走高。**a. 祖代引种连续四年处于低位，供给处于短缺状态。**2015-2018 年我国祖代白羽鸡引种量分别为 72.02、64.86、68.71 和 74.54 万套，低于行业供需平衡所需的 80-100 万套，连续四年处于低位。此外，公鸡数量不足导致强制换羽受限以及种鸡质量下滑等因素影响下，供给进一步缩减。**b. 非洲猪瘟暴发，鸡肉替代性需求大幅提升。**2018 年非洲猪瘟暴发，生猪产能受重创，生猪产能大幅去化，鸡肉替代性需求大幅增加。供给处于低位叠加需求大幅提升，鸡价持续上涨，2017 年 2 月到 2019 年 10 月，白羽鸡价由 6.02 元/公斤的低点涨至 11.87 元/公斤，涨幅高达 97.12%。

(2) 下行阶段：产能恢复致供给过剩，新冠疫情暴发削弱鸡肉消费需求。**a. 前期高盈利影响下海外引种量大幅增长，造成 2020 年市场供给过剩。**前期高盈利驱动下，养殖场增加产能意愿增强，叠加 2019 年 11 月美国引种恢复，2019 年我国白羽鸡祖代引种量大幅提升，2020 年引种量仍处高位。2019 年和 2020 年我国祖代引种量分别为 122.34 和 100.28 万套。引种量的恢复对应 2019-2020 年祖代存栏以及父母代存栏大幅上涨，2020 年市场供给过剩。**b. 新冠疫情暴发削弱鸡肉消费需求。**2020 年 2 月新冠疫情暴发，餐馆停业、旅游景点关闭、工厂停工、学校延迟开学，均大幅削弱鸡肉消费需求。供给过剩叠加需求受挫，鸡价进入下行区间。

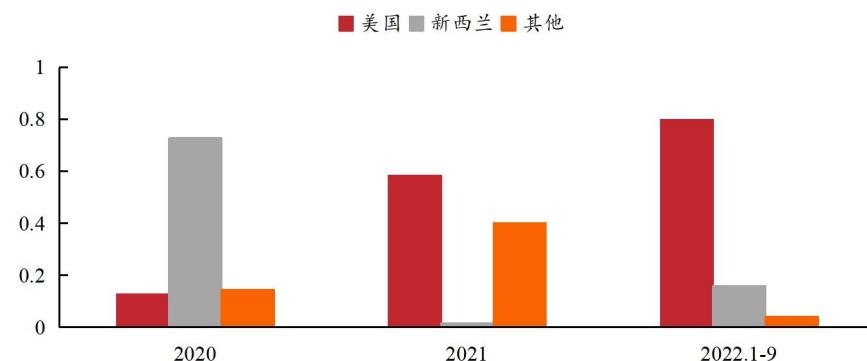
2020 年 10 月至今为第五轮周期：新冠疫情影影响下游需求，猪价下行对鸡价形成一定压制，白鸡行业景气度较低。 **(1) 猪价下行，对鸡价形成压制。**2021 年起生猪产能持续恢复，猪肉供给过剩，庞大的猪肉供给对鸡肉消费产生了较大压制。**(2) 新冠疫情反复，餐饮经营低迷削弱鸡肉消费。**

新冠疫情影下，大型聚餐、会议、婚宴等堂食活动受到严格限制，餐饮业萎靡不振，消费的低迷使得鸡肉消费增长乏力。多重因素影响下，行业自2020年开始已持续低迷近2年。

2.3. 供给来源“祖代种鸡”依赖进口，多引自美国

美国为我国种鸡主要供种国，2022年1-9月引种占比近80%。根据海关总署数据，2020年6月美国恢复引种后，美国引种占比逐年提升，2020年美国改良种用鸡引进数量占比为12.81%，2021年增至58.34%（同比+45.53pct），2022年1-9月美国占比达79.88%。2021年新西兰引种占比仅为1.63%（同比-71.16pct），新西兰引种大幅下降主要系2021年3月底新西兰安伟捷引种的祖代种鸡检测出种源鸡病问题，我国暂停新西兰安伟捷的引种，至今仍未恢复。

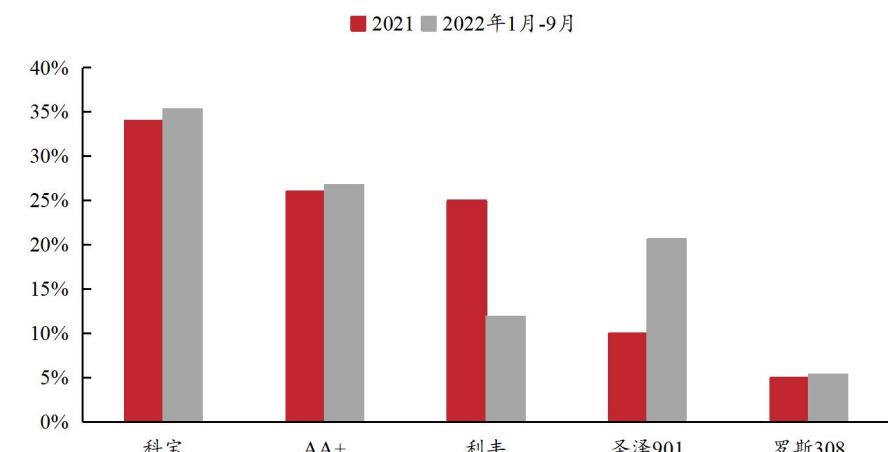
图表 13. 改良种用鸡来源国占比



资料来源：海关总署，东亚前海证券研究所

我国白羽肉鸡祖代品种主要包括哈伯德利丰、罗斯、AA+、科宝以及圣泽901。哈伯德、罗斯、AA+均来自美国安伟捷育种公司，其中哈伯德利丰引自美国，罗斯和AA+则来自美国或新西兰。2021年我国祖代种鸡更新量中科宝占比达34%，圣泽901占比达10%。2022年1-9月祖代更新量中科宝占比达35%，较2021年占比提升1pct；圣泽901占比达21%，较2021年占比提升11pct。目前科宝仍为祖代种鸡第一大品种。2022年国产品种圣泽901占比明显提升，主要系圣泽901今年开始对外销售、祖代种鸡推广进程加快。

图表 14. 各品种引种占比



资料来源：钢联数据，东亚前海证券研究所

图表 15. 白羽肉鸡祖代品种情况

品种	来源公司	来源国	国内供种公司	特点
哈伯德	法国哈伯德育种公司	美国	山东益生	种鸡的产蛋性能高，孵化率高，易于管理，生产成本低；商品代生长速度快、出肉率高，尤其适宜深加工和生产高附加值产品，由于其体型不过分大，也适合整鸡市场的需要。
罗斯	美国安伟捷育种公司	美国、新西兰	河北飞龙、北京大风	种鸡受精率高、孵化率高、健雏率高；商品代体质健壮，成活率高，增重速度快，出肉率高。
AA+	美国安伟捷育种公司	美国、新西兰	哈尔滨鹏达、北京家育、诸城外贸、江苏京海、长春吉星、鑫鑫树芽	商品代生产性能稳定、增重快、胸肉产肉率高、成活率高、饲料报酬高、抗逆性强。
科宝	新西兰科宝公司 供种、中国湖北 同星自繁	新西兰	滨县伟昌、北京大风、北京家育、商品代生长快，均匀度好，饲料报酬高，适应性与抗病力较强，全期成活率高，肉鸡肌肉丰满，肉质鲜美。	
圣泽 901	中国圣农发展	中国	福建圣农	/
广明 2 号	中国新广农牧	中国	广东新广农牧	/
沃德 188	中国峪口禽业	中国	北京峪口	/

资料来源：河南牧业经济学院、青岛市畜牧局、中国禽业发展报告、钢联数据，东亚前海证券研究所

我国祖代种鸡进口渠道主要包括美国、新西兰、西班牙、法国等国家，历史上由于海外禽流感疫情暴发，引种量出现较大波动。（1）2015年祖代引种量大幅下降：2015年美国暴发禽流感，1月我国宣布对美国封关，随后我国转向法国引种，2015年11月法国相继暴发了高致病性禽流感，我国进而宣布对法国封关。在此背景下，2015年我国祖代种鸡引种量大幅下滑

至 72.02 万套，同比减少 39%。（2）2016-2018 年祖代引种量处于低位：2016 年我国主要从新西兰、西班牙和波兰引种，2017 年西班牙和波兰相继因发生禽流感而封关。2017-2018 年我国祖代种鸡主要引种国为新西兰。（3）2019 年祖代引种量大幅增加：2019 年受非洲猪瘟影响，猪价高涨带动鸡价迎来高景气，丰厚利润驱动下，祖代引种量大幅增加。2019 年我国祖代引种量为 120.34 万套，同比增长 64.13%，主要引自新西兰以及波兰。2020 年 2 月 15 日美国封关禁令解除。2020-2022 年我国祖代种鸡主要来源为美国、新西兰以及国内自繁。2022 年 4 月份以来多个国家发生禽流感，4 月 2 日海关总署发布《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》，其中进口禽类及其产品禁止国家包括：加拿大、法国、西班牙、荷兰、意大利、英国、德国等国家。截至 11 月 11 日，上述国家仍在禁止进口名单范围内，供种国法国、西班牙、波兰仍处于封关状态。2020-2022 年我国祖代种鸡主要来源为美国、新西兰以及国内自繁。

图表 16. 历年祖代引种情况



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

图表 17. 各引种国历史及目前封关情况

	封关时间	结束封关时间	封关持续时间 (月数)	目前是否处于封关状态
美国	2015/1/9	2020/2/15	61	否
新西兰	/	/	/	否
法国	2015/12/17	2019/3/27	39	是
	2021/1/5	/	/	
西班牙	2016/11/30	2019/10/31	35	是
	2022/1/29	/	/	
波兰	2016/11/30	2017/11/27	11	是
	2020/1/21	/	/	

资料来源：海关总署，东亚前海证券研究所

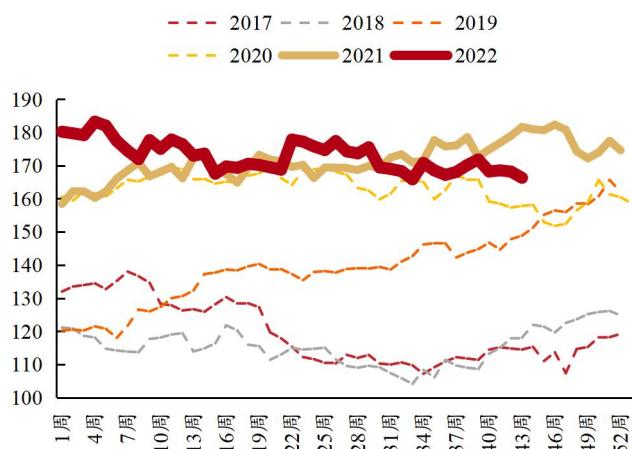
2.4. 如何看待本轮周期？

2.4.1. 周期底部持续时间更长

产能端：行业低迷近两年，祖代产能震荡去化 9.24%。2020 年新冠疫情暴发后至今，行业已持续低迷 22 个月，低迷时间超过以往周期。根据协会数据：a. 祖代存栏：祖代种鸡存栏自 2021 年 11 月底即开始呈下降趋势，

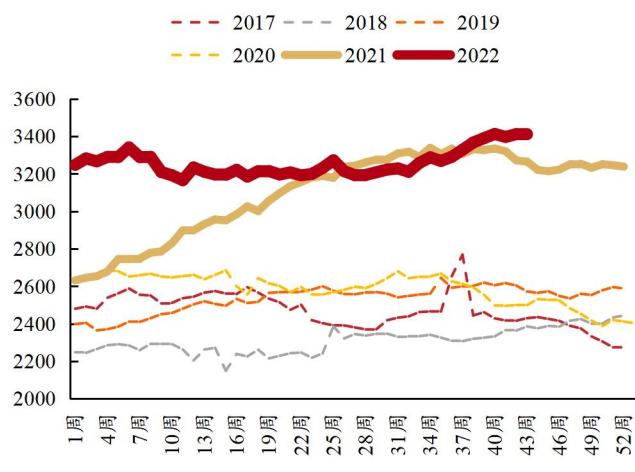
震荡去化至2022年9月，其中2021年11月至12月下滑5.57%。截至2022年第43周，祖代种鸡存栏为166.28万套，较年内高点累计去化9.24%。b. 父母代鸡苗：对应祖代产能去化，父母代鸡苗销量自2021年10月起波动下降，其中2021年10月至2022年2月中旬累计下降69.47%，2022年2月底至4月累计下降45.78%，截至2022年第43周，父母代鸡苗销量为149.57万套，较年内高点下降3.03%。c. 父母代存栏：2021年10月至12月父母代种鸡存栏下滑2.62%，2022年2月到4月下滑3.78%。截至2022年第43周，父母代种鸡存栏为3410.13万套，较年内高点下降0.08%。考虑到协会数据样本点中大型养殖场占比较高，行业产能实际去化幅度或高于官方统计。

图表 18. 祖代种鸡总存栏量（万套）



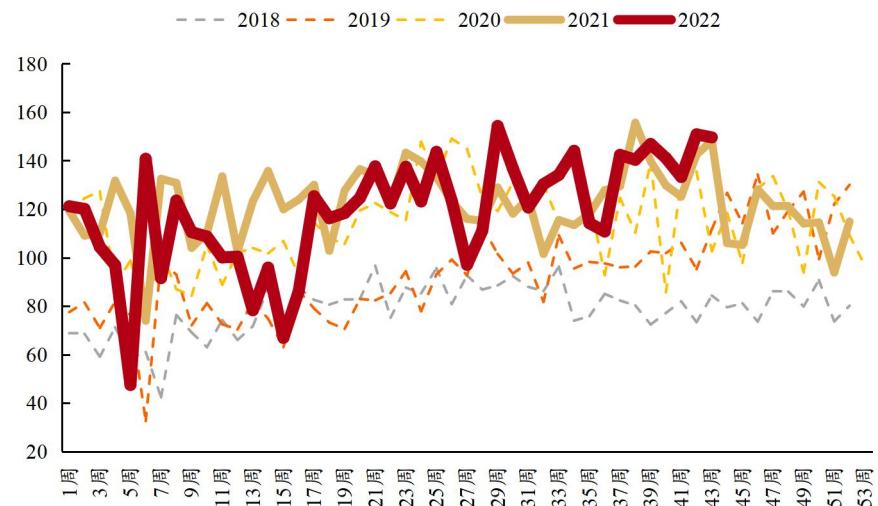
资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

图表 19. 部分父母代种鸡总存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

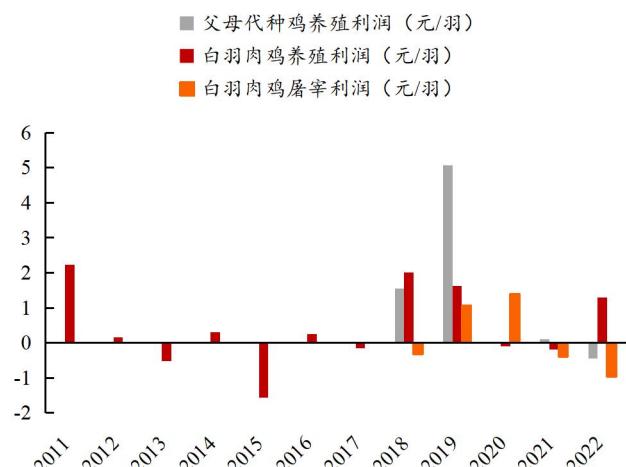
图表 20. 父母代鸡苗销量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

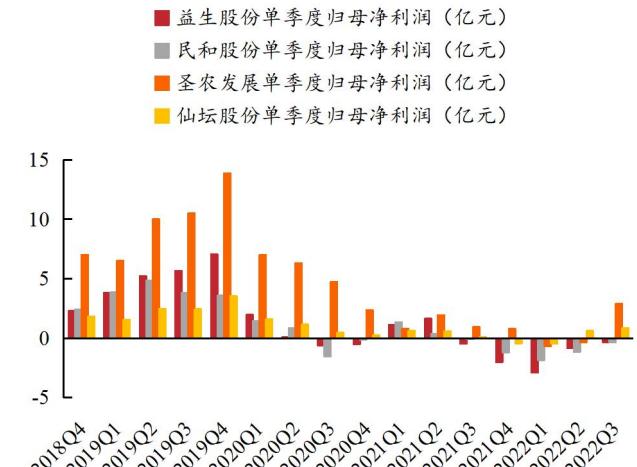
行业经历长时间亏损，产业各端经营承压。**(1) 行业经历近2年时间亏损，种鸡端、养殖端、屠宰端利润水平连续承压。**2020年受新冠疫情以及产能过剩影响，鸡价大幅下跌，行情低迷已持续近2年。父母代养殖2020年整体盈亏平衡，2021年小幅盈利0.11元/只，2022年1-10月亏损1.03元/只。白羽肉鸡养殖2020-2021年利润水平持续承压，2020年亏损0.10元/只，2021年亏损加深至0.18元/只。屠宰端2021-2022年深度亏损，2021年亏损0.39元/只，2022年1-10月亏损扩大至1.03元/只。**(2) 上市企业普遍陷入亏损状态，产业链上游企业亏损一年有余。**益生股份和民和股份2020年下半年经历过持续亏损后短暂恢复盈利，于2021年单三季度再次陷入亏损状态，2021Q3单季度归母净利润分别为-0.47亿元和-0.04亿元，环比分别下降128.83%和110.40%。益生股份和民和股份单季度净利润亏损由2021Q3持续至2022Q3，已连续亏损1年左右。圣农发展和仙坛股份单季净利润分别于2022Q1-2022Q2以及2021Q4-2022Q1处于亏损状态。

图表 21. 2020年以来行业整体利润水平较低



资料来源：博亚和讯，东亚前海证券研究所

图表 22. 产业链相关公司单季度归母净利润情况

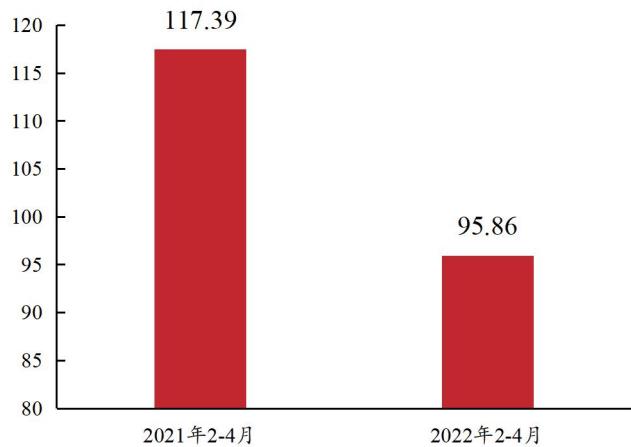


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.4.2. 近期鸡苗价格触底反弹，前期去化效果兑现

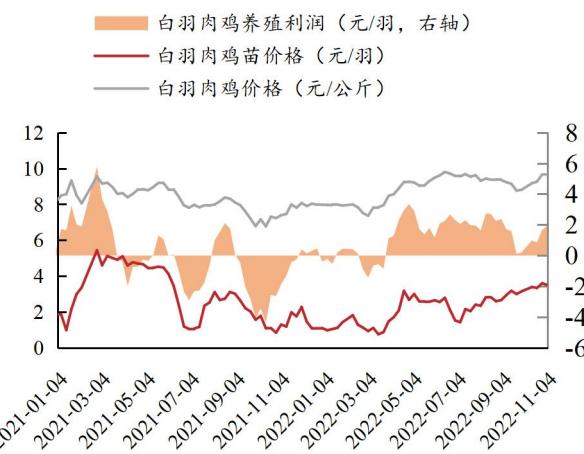
商品代鸡苗价格触底反弹，前期去化效果兑现。由于前期引种量较大导致行业总体供给过剩，商品代鸡苗价格整体低迷（2022年1-10月白羽肉鸡苗销售均价为2.19元/只，同比-27.61%）。今年2-4月父母代鸡苗周均销售量同比下降18.34%，传导至7-10月商品代鸡苗减量，叠加商品代养殖持续盈利，养殖户补栏意愿增强，三季度商品代鸡苗价格持续上行，2022年11月4日已涨至3.51元/只（同比+170.00%）。短期来看，四季度消费旺季有望提振商品鸡价格，商品代养殖利润有望持续增高，进而对后期鸡苗需求形成一定支撑。长期来看，考虑到当前父母代种鸡质量不高，生产效率下降，商品代鸡苗供给有望下降，支撑商品代鸡苗价格维持高位。

图表 23. 父母代鸡苗销量周平均 (万套)



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

图表 24. 商品代鸡苗和商品代鸡价格走势



资料来源：博亚和讯，东亚前海证券研究所

2023年父母代鸡苗销量预计大幅下降，父母代鸡苗价格高涨已出现。

(1) 2022年祖代更新量预计同比下降30%左右，对应2023年父母代鸡苗销量下滑13%。受行业主动去化产能以及海外引种受阻影响，2022年1-10月祖代更新量约为70万套左右，同比下降33%左右，预计2022年全年祖代更新量为80-85万套。假设2022年内祖代更新量为85万套(2022年祖代更新量预测区间上限)，假设扩繁系数为1:65(较高水平)，根据白羽肉鸡生产周期，2022年的祖代更新量对应2023年父母代种鸡销量5525万套($5525=85*65$)，与2021年6360万套父母代种鸡销量相比，2023年的父母代种鸡销量预计下滑13.12%。(2) 当下父母代鸡苗价格已翻倍，12月或涨至50-60元/套，有望继续上涨。根据畜牧业协会数据，2022年第43周，父母代鸡苗价格为29.89元/套，较年内低点已上涨102.57%。据Mysteel农产品市场调研，2022年11月份白羽肉鸡父母代种鸡苗报价如下：AA+和罗斯报价55-58元/套，实际成交预计50-58元/套；科宝报价20-40元/套不等(分厂家)，利丰报价不低于40元/套，圣泽901报价15-20元/套。11月份父母代苗价环比上月报价涨幅高达45.00%。供给减少的预期下，父母代鸡苗价格有望继续冲高。

图表 25. 2023 年父母代鸡苗销量预计大幅下降



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

图表 26. 父母代鸡苗价格近期持续上涨



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

2.4.3. 种鸡质量较差，强制换羽能力受限

目前种鸡的质量不佳，实际供给或下降 20%-30%。（1）受祖代种鸡携带疾病及上轮强制换羽等因素影响下，行业父母代种鸡质量不佳。a. 肝破裂、马利克、瘫腿等疾病存在。b. 鸡群因抗病和抗应激能力下降而出现死淘率高的问题。种鸡的质量问题将影响鸡群的生产性能，同时有质量问题的种鸡繁殖的商品代鸡苗也会面临养殖难度大的问题，这会一定程度限制鸡群的生产弹性，减少市场供给。（2）行业目前存在的父母代种鸡质量问题造成生产效率下降 20%-30%。根据协会数据计算种鸡实际利用率，可以看到 2019 年以来在产祖代种鸡产能利用率持续下降，在产父母代种鸡产能利用率 2020-2021 年有所下行。因此即使数据显示目前白鸡祖代及父母代产能处于历史高位，行业实际供给能力或有一定程度的下降。（3）大幅换羽能力受限，人为调节产能空间缩窄。在我们对以往周期的复盘中，2016-2017 年种鸡质量较好，养户对种鸡大幅换羽，使得在产父母代存栏持续增加，市场供给增加，从而缩短鸡价上行时间区间。目前种鸡质量问题影响下，仅有部分品种适合换羽，鸡群不具备以往年份大幅换羽的能力，人为调节产能空间缩窄，进一步缩减供给。

图表 27. 白羽肉鸡在产祖代种鸡生产效率



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所（注：在产祖代生产效率=（父母代鸡苗外销+自用总量）/在产祖代种鸡平均存栏量）

图表 28. 白羽肉鸡父母代种鸡实际利用率



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所（注：在产父母代生产效率=（商品代鸡苗外销+自用总量）/在产父母代种鸡平均存栏量）

2.4.4. 种源去化，供给缺口短期无法弥补

海外禽流感形势严峻，国际供种不确定性强，行业未来高景气持续可期。

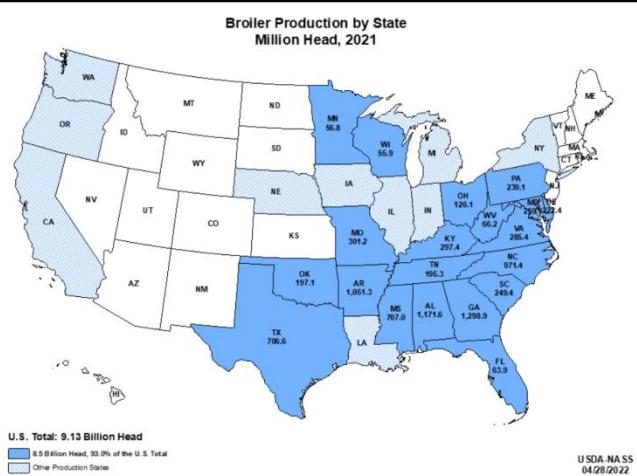
（1）全球禽流感疫情迎来高发期，祖代引种不确定性加剧。

a. 美国：

受航班熔断以及美国禽流感疫情暴发影响，2022年1-10月祖代更新量同比下降30%左右。美国是我国祖代白羽肉鸡的主要引种国。2022年3月美国暴发自2015年以来最严重的禽流感疫情，叠加航班熔断问题，5月-7月我国未从美国进口祖代白羽肉鸡。8-9月我国从美国引进少量祖代鸡，但仍远低于行业需求。综合考虑引种及自繁，2022年1-10月我国白羽鸡祖代更新量累计约70万套，同比下滑33%左右。

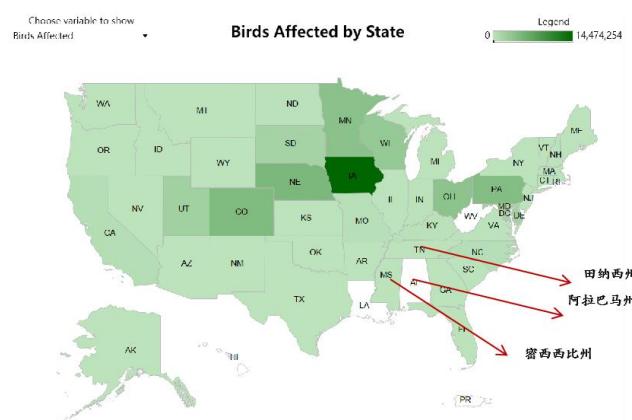
美国禽流感疫情持续恶化，祖代引种受限问题进一步加剧。美国主要供种地包括田纳西州、密西西比州和阿拉巴马州。可以看到美国绝大部分肉鸡生产区域目前均发生禽流感疫情。9月15日，美国农业部证实田纳西州暴发高致病性禽流感，11月5日美国农业部证实密西西比州的鸡群中发现禽流感。目前，我国祖代种鸡的主要引种州中仅有阿拉巴马州未发生禽流感疫情，而阿拉巴马州处在密西西比和田纳西州之间，处于两面夹击的态势，出现禽流感疫情的风险加大。此外，10月21、26日，美国发生63起高致病性禽流感，34.4万家禽被扑杀；10月31日，美国艾奥瓦州（美国火鸡出栏量在全美排第七）一商业养殖场确认发生禽流感疫情，超100万只禽类或被扑杀。由此可见，目前美国禽流感疫情态势较为严峻。

图表 29. 美国肉鸡生产区域



资料来源：USDA, 东亚前海证券研究所

图表 30. 美国已有 46 个州出现禽流感疫情（截至 2022 年 11 月 5 日）



资料来源：USDA, 东亚前海证券研究所

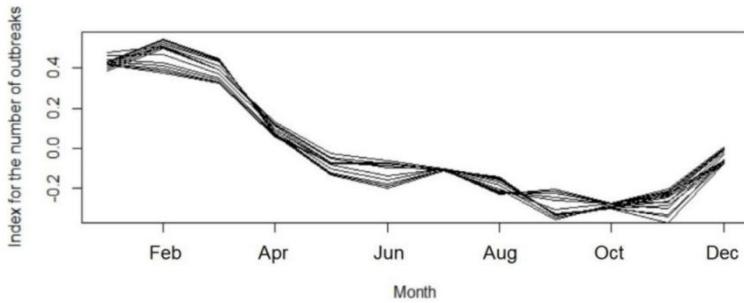
b. 欧洲以及亚太：

欧洲禽流感暴发，国内祖代鸡供种空间进一步缩窄。欧洲食品安全局等机构于 10 月 3 日发布的数据显示，2022 年 6-8 月在家禽中共爆发了 2467 起高致病性禽流感疫情，扑杀了 4800 万只家禽，是欧洲有史以来最大规模的禽流感疫情。10 月 28 日，法国和英国共发生 30 起家禽高致病性禽流感疫情，共 153.8 万家禽被扑杀。欧洲禽流感疫情的暴发关闭了我国从欧洲引种的通道，引种受限进一步加剧。

全球进入禽流感疫病高发期，邻国日本、印度暴发禽流感。日本两处养鸡场 10 月 28 日确认发现高致病性禽流感毒株，两处养鸡场供扑杀大约 34 万只鸡。10 月 28 日印度南部喀拉拉邦阿拉布扎地区暴发禽流感疫情。

小结：高致病性禽流感传播具有季节性，其中 9 月传播最低，10 月开始上升，次年 2 月达到高峰。目前海外禽流感疫情仍在蔓延并进入高发期，预计祖代引种受限问题持续时间更长。根据涌益资讯预测，2022 年全年白羽鸡祖代更新量预计为 80-85 万套，为 2017 年以来的新低。

图表 31. 高致病性禽流感传播具有季节性



资料来源：WAHIS, 东亚前海证券研究所

(2) 2021年3月新西兰安伟捷引种暂停，至今仍未恢复。2021年3月底新西兰安伟捷引种的祖代种鸡检测出种源鸡病问题，我国暂停新西兰安伟捷(AA+, 罗斯)的引种，至今仍未恢复，目前从新西兰引进的品种仅为科宝。

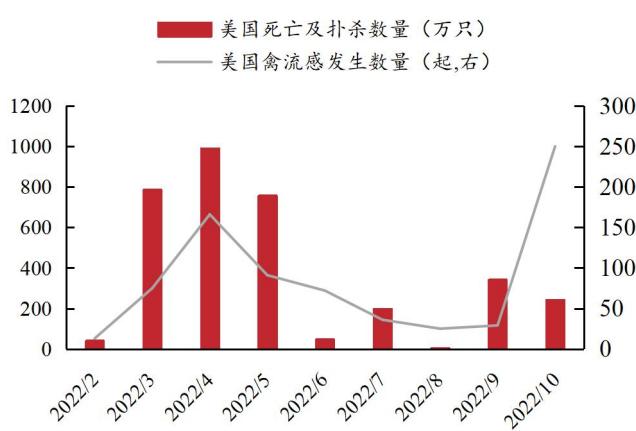
(3) 国产品种推广需要时间，海外引种缺口无法弥补。目前我国拥有三个自主研发的白羽肉鸡品种，分别是圣泽901、广明2号以及沃德188，圣泽901今年已实现对外销售，是我国自有种源商业化进程最快、规模最大的。然而，三大品种的配套设施均需完善，同时市场推广需要大量的养殖成绩、技术经验作为支撑，因此国产品种放量仍需时日，目前仍无法弥补海外引种的缺口。

图表 32. 近期全球海外禽流感疫情事件

国家	时间	家禽禽流感事件	禽流感类型	死亡数(只)	扑杀数(只)
美国	10月28日	美国通报弗吉尼亚州等7地发生42起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	543	607
	10月21、26日	美国通报内华达州等10地发生63起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	455	344,000
	10月21日	美国通报蒙大拿州发生1起家禽禽流感疫情	H5N4亚型(高致病性)	/	2,610
	10月15日	美国通报肯塔基州等10地发生28起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	128,000	1,417,000
	10月8日	美国通报宾夕法尼亚州等10地发生151起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	4,223	547,000
法国	10月28日	法国通报卢瓦尔省等8地发生5起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	605	30,000
	10月21日	法国通报卢瓦尔谢尔省等6地发生8起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	1,085	137,000
	10月14、17日	法国通报曼恩卢瓦尔省等10地发生12起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	1,334	105,000
欧洲	10月28日	英国通报英格兰发生25起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	24,000	1,508,000
	10月21日	英国通报英格兰发生10起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	13,000	335,000
	10月15日	英国通报英格兰发生15起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	12,000	456,000
英国	10月10、11日	英国通报英格兰发生8起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	26	96
	10月10日	荷兰通报格罗宁根省等4地发生8起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	386	515,000
韩国	10月28日	韩国通报忠清北道等2地发生2起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	27	50,000
	10月20日	韩国通报庆尚北道发生1起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	11	9,515
亚洲	日本 10月27日和11月1日	日本通报宫城县等3地发生2起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	160	342,000
	越南 10月27日	越南通报南定省等8地发生16起家禽禽流感疫情	H5N1亚型(高致病性)	6,361	14,000

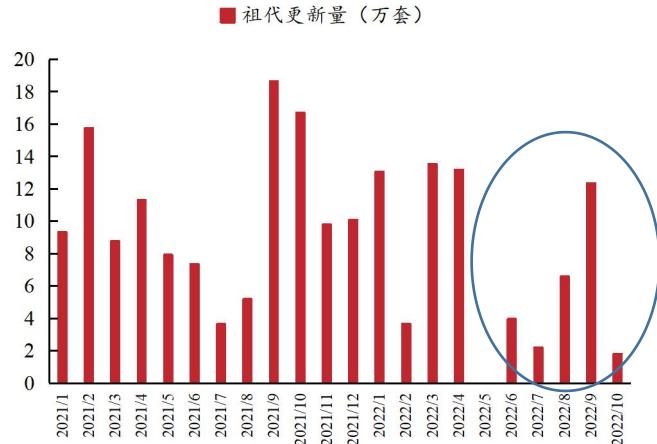
资料来源：农业农村部，东亚前海证券研究所

图表 33. 2022年1-10月美国禽流感发生情况



资料来源：农业农村部，东亚前海证券研究所

图表 34. 2022年1-10月祖代更新量同比大幅下滑



资料来源：中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

2.5. 拐点有望在 2023 年中旬左右到来，景气有望贯穿 2024 年全年

未来引种假设：截至 2022 年 10 月，我国白羽鸡祖代更新量累计为 70 万套左右，预测 2022 年祖代更新量全年为 80-85 万套。

2022Q4 行情预计向上。供给端：（1）年初父母代鸡苗下降对应四季度肉鸡供给偏紧：2021 年 10 月-2022 年 4 月父母代鸡苗销量整体开始持续下滑。2022 年 1-4 月，父母代鸡苗销量周平均量为 100.45 万套，同比下降 13.56%。考虑到种鸡生产上高峰的时间，父母代鸡苗到肉鸡出栏需要 9 个月左右时间，因此年初父母代鸡苗销量下降预计导致四季度肉鸡供给偏紧。

（2）四季度养殖效率下降，供给进一步减量：10 月后昼夜温差变大，在种源质量不佳的情况下，养殖效率下降导致肉鸡体重减量，进一步缩减供给。需求端：四季度消费旺季拉动鸡肉需求。四季度元旦、春节经销商备货拉动鸡肉需求增长。因此供紧需宽态势下，今年四季度白鸡行情有望上行。

本轮周期拐点有望在 2023 年中旬到来，未来鸡价高景气有望贯穿 2024 年全年。本轮周期受到引种受限被动去化、生产效率下降、行业长期磨底等多因素影响，预计拐点于 2023 年中旬到来，鸡价涨幅高，同时延续时间长。（1）被动去化推导：由于海外禽流感导致从 2022 年 4 月起连续引种受阻，预计 2022 年内祖代更新量为 85 万套。根据前期推导，2022 年的祖代更新量对应 2023 年父母代种鸡销量 5525 万套（ $5525=85*65$ ），对应 2024 年商品代肉鸡出栏。与 2021 年 6360 万套父母代种鸡销量相比，2023 年的父母代种鸡销量预计下滑 13.12%，因此 2024 年白羽肉鸡供给预计出现显著收缩，驱动鸡价行情上行。（2）主动去化推导：2023 年，春节后需求往往低迷，若 2-3 月养殖户产能集中去化，对应 Q3 供给减量，同时因前期换羽等因素生产效率下降 20-30%，行情拐点有望提前，在 2023 年中旬左右到来。

3. 种鸡品系更新换代，新增产能潜力值得期待

3.1. 利丰品系竞争优势明显，稳固种禽龙头地位

低料肉比，高产蛋率，强抗病力，利丰品系优势明显。公司自 2018 年 12 月起引入哈伯德利丰新品系祖代种鸡。哈伯德利丰品系父母代种鸡和商品代肉鸡生产性能优势明显：父母代方面，哈伯德利丰品系 25 周产蛋率高达 5%，28 周进入高峰，周产蛋率高者达 88-89%，产蛋高峰持续时间较长。和其他品种对比，利丰高峰产蛋率达 88.4%，高于罗斯快羽。商品代方面，哈伯德利丰品系总体平均欧洲指数高达 412.37，盈利能力极强，其中料肉比仅为 1.52，成活率则高达 96.7%。利丰品系商品代肉鸡出栏体重大，175 日龄体重达 3140g，高于罗斯以及 AA+。腿肉和翅肉出肉率高，抗病力和抗应激能力也较其他品系商品代更强，性能优势尤为明显。

图表 35. 哈伯德利丰和其他几大品系父母代和商品代生产指标对比

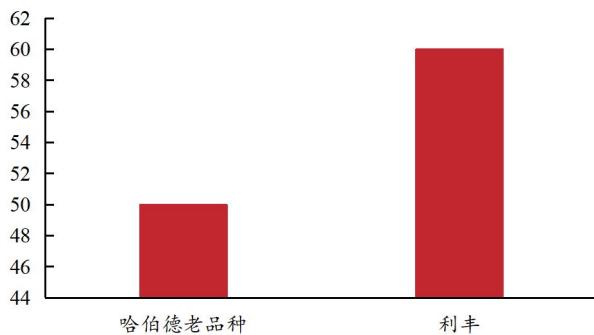
父母代	罗斯 308 快羽	AA+	哈伯德利丰	科宝 500 快羽
淘汰时间 (日龄)	448	448	448	455
(周龄)	64	64	64	65
入舍母鸡产蛋总数*	185.2	189.6	185.1	181.3
入舍母鸡产合格种蛋数*	178.5	180.6	177.8	174.8
175 日龄 (25 周龄) 入舍母鸡产雏数	152.2	154.6	150.3	149.6
孵化率%	85.3	85.6	84.5	85.6
5%产蛋率 (日龄)	175	175	175	/
(周龄)	25	25	25	/
高峰产蛋率%	86.9	88.5	88.4	/
175 日龄 (25 周龄) 体重	2970-3085g	2970-3090g	3140g	/
淘汰时体重	4085-4205g	4100-4215g	4120g	/
成活率% (育雏育成期)	95-96	95-96	≥96	/
成活率% (产蛋期)	92	92	≥92	/

资料来源：安伟捷公司官网、科宝公司官网，东亚前海证券研究所

利丰品系全面升级，父母代商品代均明显增产。相较哈伯德老品种，利丰品系父母代种鸡和商品代肉鸡均有明显增产。父母代种鸡方面，单套利丰品系祖代种鸡可产出超过 60 套父母代种鸡，较哈伯德老品种提升了超过 20%：商品代肉鸡苗方面，笼养条件下，单套利丰品系父母代种鸡每年可产出 120 只商品代鸡苗，平养条件下每年可产出超过 110 只，相较哈伯德老品种提升近 10%。

图表 36. 利丰父母代种鸡苗产量可提升超过 20%

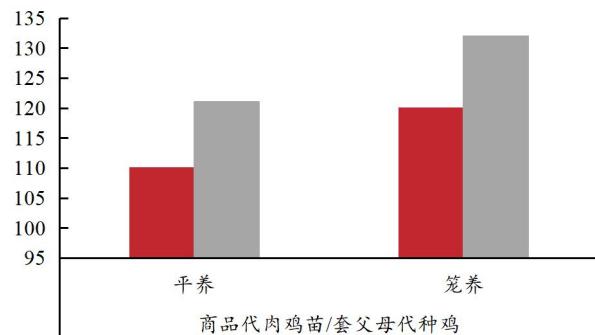
■ 父母代种鸡/套祖代种鸡



资料来源：东亚前海证券研究所

图表 37. 利丰商品代鸡苗产量可提升近 10%

■ 哈伯德老品种 ■ 利丰

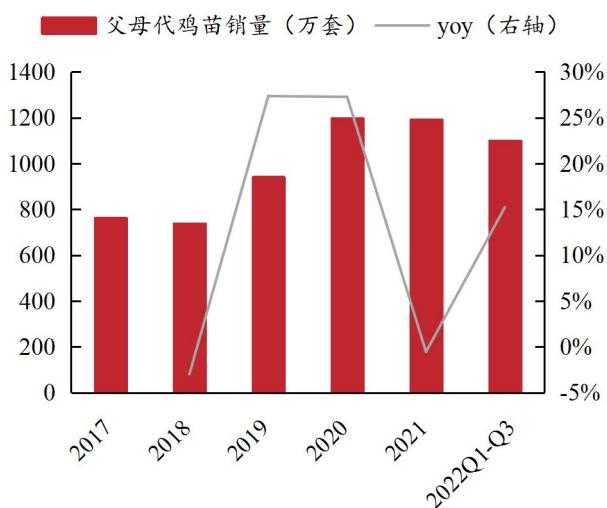


资料来源：东亚前海证券研究所

父母代鸡苗仍处于市场推广阶段，与行业平均水平价差逐渐缩小。a. 销量方面：利丰品系逐渐替代老品种，2022 年前三季度父母代鸡苗市占率大幅提升。2019 年 7 月，首批利丰品系父母代肉种鸡鸡苗上市，利丰新品系父母代鸡苗销售量占公司父母代鸡苗总销售量比例由 2019 年的 28.80% 增至 2021 年的 100%。2021 年在白羽肉鸡行业低迷的大背景下，利丰品系父

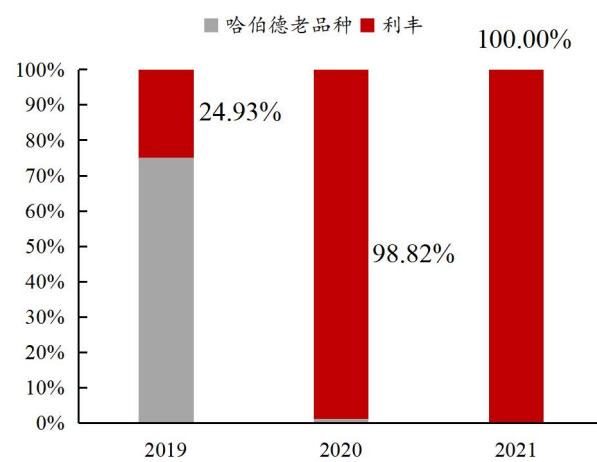
母代鸡苗销量依旧保持稳定，2021年公司实现父母代鸡苗外销1191万套，同比小幅增长0.64%。随行业景气度有所回暖，2022年前三季度公司已实现父母代鸡苗外销1100万套（同比增长15.24%），市占率达24.11%，较2021年增长5.39pct。b. 价格方面：父母代鸡苗仍处于市场推广阶段，与行业平均价差逐渐缩窄。因父母代鸡苗饲养周期较长，客户取得养殖数据的时间较长，公司利丰父母代鸡苗仍处于市场推广阶段，因此产品售价低于行业平均水平。为提升种鸡质量，公司严格执行不换羽，并持续大力实施种源净化战略，在祖代和父母代种鸡场开展包括禽白血病、鸡白痢、鸡滑液囊支原体、鸡败血支原体等疫病的净化工作。此外，公司还提供优质技术服务，引入国外最先进的技术和管理经验，消化后通过公司的服务体系传递到国内的父母代种鸡场客户，提高客户的管理水平。随着利丰种鸡生产性能显现，生产成绩得到充分认证，公司父母代鸡苗受到越来越多客户的选择和认可，其售价与行业平均价差也在逐步缩窄。2022年3月公司父母代鸡苗售价为11.79元/套，低于行业平均水平9.39元/套；2022年第三季度公司父母代鸡苗售价16-17元/套，低于行业平均水平7.15-8.15元/套；2022年11月公司父母代鸡苗报价40元/套左右，12月预计报价50-60元/套，预计11-12月份公司父母代鸡苗价格将与行业平均水平齐平。

图表 38. 父母代鸡苗销量呈增长趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 39. 公司父母代鸡苗销量不同品种占比



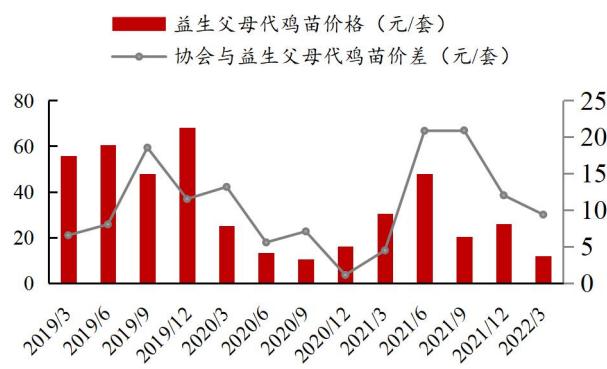
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 40. 公司父母代鸡苗市占率逐步提升



资料来源：公司公告、中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

图表 41. 协会与公司父母代鸡苗价差缩小趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

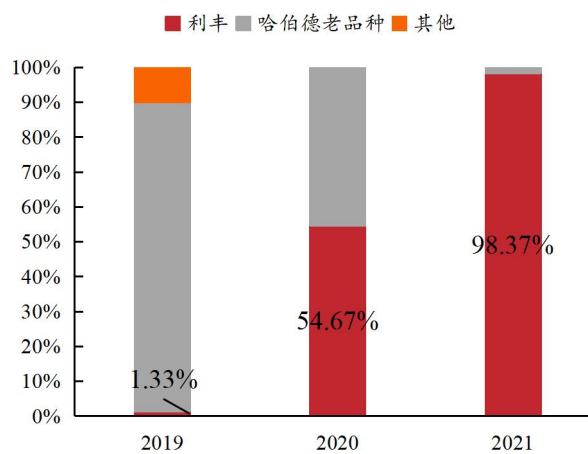
商品代鸡苗销量稳步增长，市占率居于全国第一。**(1) 利丰品系逐渐替代老品种，商品代鸡苗销量快速增长。**2020年2月，利丰品系商品代肉鸡苗正式投放市场。2020年公司利丰商品代鸡苗销量占当年商品代鸡苗总销售量的1.33%，随产能不断释放，2020年和2021年该比例分别增至54.67%和98.37%。2021年公司实现商品代鸡苗外销4.57亿只，2017-2021年复合年均增速(CAGR)为24.01%。2022年前三季度公司商品代鸡苗销量达4.3亿只，同比大幅增长33.52%，预计2022年全年销量可达5.4亿只。“十四五”规划下，公司商品代鸡苗销量有望在2025年达到7亿只，2022-2025年商品代鸡苗销量CAGR预计可达9.04%。**(2) 利丰商品代鸡苗认可度提升，价格与行业平均水平差异较小。**商品代鸡苗饲养周期较短，客户取得养殖数据的时间较短。利丰新品系净化好、抗病力强、成活率高、料肉比低、出栏体重大等优势逐渐显现，同时公司制定了利丰商品鸡的饲养手册，通过到场到户的精准服务理念保证产品养殖效果，逐步得到客户的高度认可。公司商品代鸡苗价格与民和股份以及行业平均水平商品代鸡苗价格的差异较小。**(3) 产能稳步释放，公司商品代鸡苗市占率稳居国内首位。**公司把握市场机遇稳步扩大养殖规模。2019年公司并购了烟台益春种禽有限公司，2020年公司与仙坛股份合资成立了山东益仙种禽有限公司，公司又投资新建了东营益生种禽有限公司和利津益生种禽有限公司等公司。上述新公司的项目建成投入使用提升了公司商品代鸡苗的产能，公司商品代鸡苗市占率逐步提升，2022年1-9月公司商品代鸡苗销量占全国商品代鸡苗销量的9.31%。

图表 42. 公司商品代鸡苗销量呈稳步增长趋势



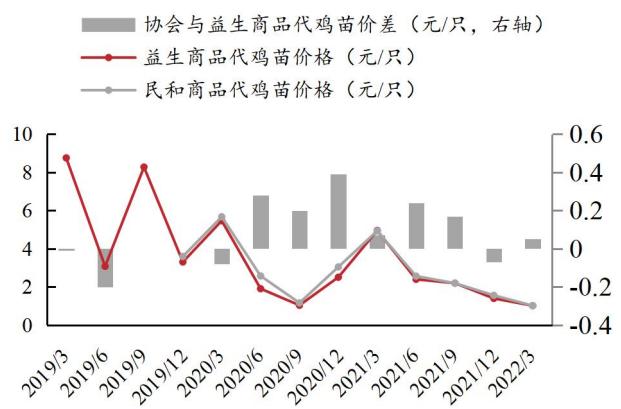
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 43. 公司商品代鸡苗销量不同品种占比



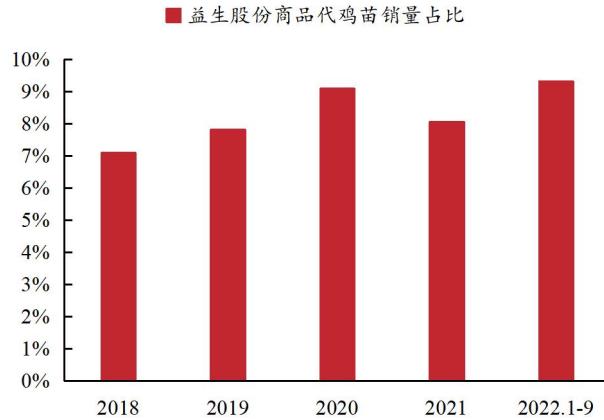
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 44. 公司商品代鸡苗与行业价差呈减小趋势



资料来源：公司公告、中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所（注：协会与益生商品代鸡苗价差=协会商品代鸡苗价格-益生商品代鸡苗价格）

图表 45. 益生股份商品代鸡苗市占率



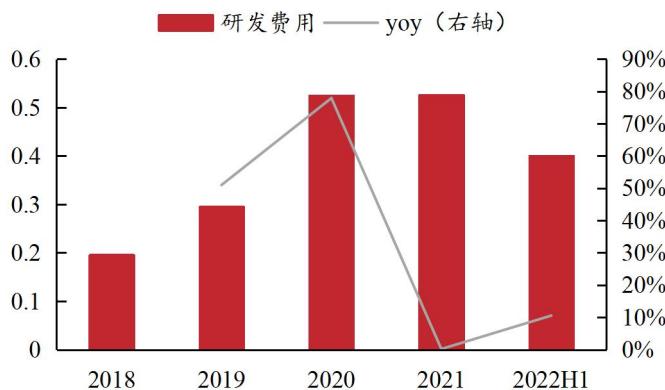
资料来源：公司公告、中国畜牧业协会，东亚前海证券研究所

3.2. 自研品种“益生 909”上市，有望打造利润新增点

持续强化科研投入，研发优势强劲。公司重视科学研发，积极引领行业发展。公司牵头承担的科技部“十三五”重点研发计划、“我国主要优质肉鸡品种全程绿色养殖模式的集成、优化与示范”项目顺利通过国家验收。公司牵头组织了中国农业科学院饲料研究所、中国农业大学等 14 家高校、科研院所，以及民和股份、仙坛股份等 12 家相关企业联合技术攻关，并取得丰硕成果。公司牵头承担的山东省重点研发计划（重大科技创新工程）《肉禽新品种育繁推一体化关键技术研究》项目已顺利启动，将助力后续开展肉禽产业良种化、标准化、智能化的系统解决方案。公司持续加大研发投入，由 2018 年的 0.2 亿元增至 2021 年的 0.53 亿元，2022H1 公司研发费用为 0.40 亿元（同比+10.53%）。

成功打造“益生 909”，打破白羽肉鸡种源垄断。公司 2015 年组建育种研发团队开始肉鸡新品种培育。经过多年探索，益生 909 在 2018 年基本成型，2021 年 12 月获得国家禽畜新品种认定。受益于公司持续的种源净化战略，益生 909 从种源上实现了主要疾病净化，养殖端肉鸡的遗传品质和健康状况得到有效保障，对全国肉鸡产业打破种源垄断，实现种源自主可控具有重要意义。

图表 46. 公司研发费用整体呈现增长态势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 47. 益生 909 新品种通过国家审定



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

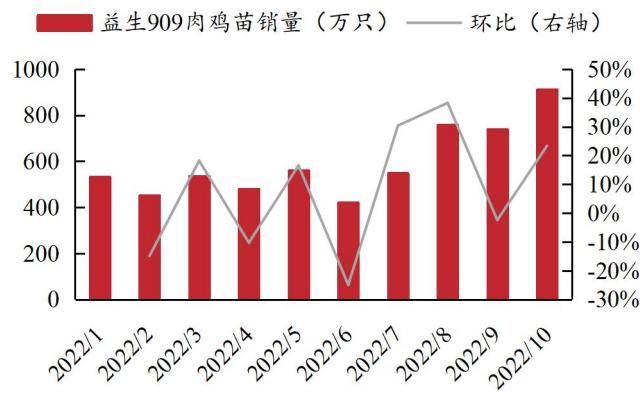
益生 909 生产性能优异，产品溢价能力较强。益生 909 由三系配套而来。通过选育、育种可以不断优化性能，优异的性能可得以稳定地遗传给后代。益生 909 已获得国家畜禽新品种认定，成为山东省首个通过国家认证的小型白羽肉鸡品种。益生 909 克服了传统 817 小型肉鸡的多项缺点，在成活率、饲料效率、产肉率等重点性能指标全面提升，适合平养、笼养多种饲养方式。益生 909 介于白羽肉鸡与黄羽肉鸡之间，既可以像黄羽肉鸡一样销售活禽，也可以像白羽肉鸡一样屠宰分割为鸡肉产品销售，特别适合在关闭活禽市场后替代三黄鸡进行屠宰加工。相比 817 肉杂鸡，益生 909 达到相同的体重，可提前三到五天出栏。由于益生 909 显著的经济效益，其鸡苗售价高于 817 肉杂鸡苗。2022 年 10 月益生 909 平均售价为 1.58 元/只，相比 817 肉鸡苗高 0.48 元/只。

益生 909 走入市场，产能有望高速增长。2022 年 1-10 月公司益生 909 销售 5943.78 万只，主要客户为温氏股份和海大集团，2022 年全年预计实现销量 7000 万只，目前供不应求。为扩大益生 909 养殖规模，公司已建成 1.5 亿羽孵化场，并在 10 月 30 日发布公告参与滨州益生种禽有限公司增资 2000 万以扩大益生 909 养殖规模，未来计划通过租赁或收购等方式继续增加益生 909 产能，目标产销量于 2025 年达到 3 亿只，2022-2025 年益生 909 销量 CAGR 预计达 62.43%。

小型肉鸡市场增长空间大，益生 909 发展空间广阔。根据公司披露信息，目前国内 817 小型肉鸡市场规模已达 20 亿只，年均增长 18.33%，在国

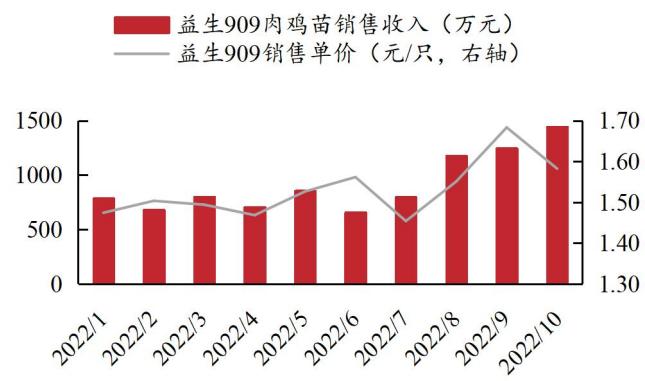
家活禽交易限制愈发严格的情况下，小型白羽肉鸡因其产品特性，未来市场增长空间很大。2022年益生909全年预计销售量占国内小型肉鸡市场规模3.50%。十四五规划下，2025年益生909销量（3亿只）预计占2025年小型肉鸡市场规模的9.05%。随公司产能逐步落地，益生909市场份额有望加速提升。产品享有溢价叠加产能高速扩张，益生909有望打造公司利润新增长点。

图表 48. 益生 909 销量情况



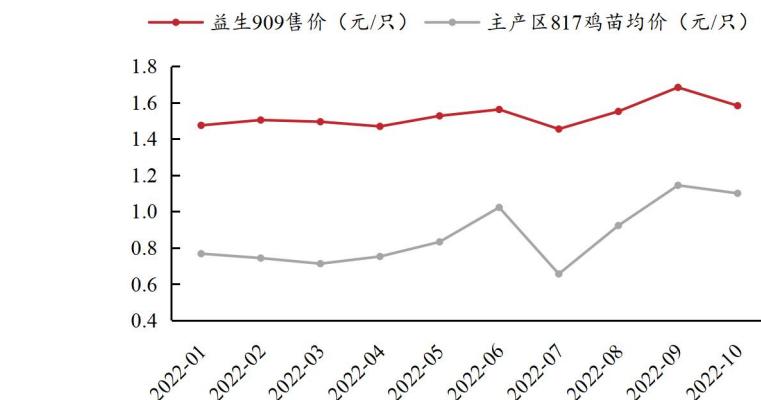
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 49. 益生 909 销售收入和销售单价情况



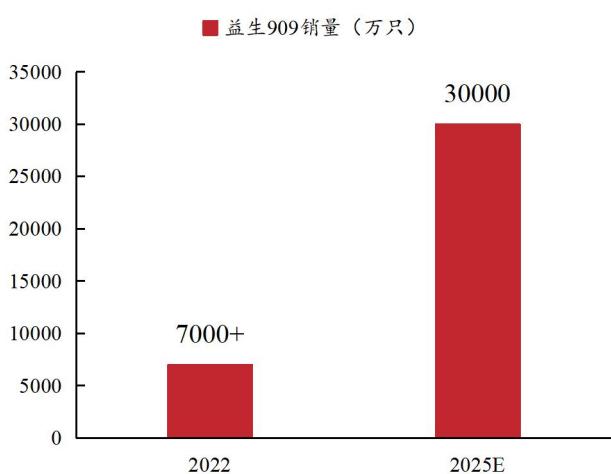
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 50. 益生 909 销售单价以及 817 肉鸡苗均价对比



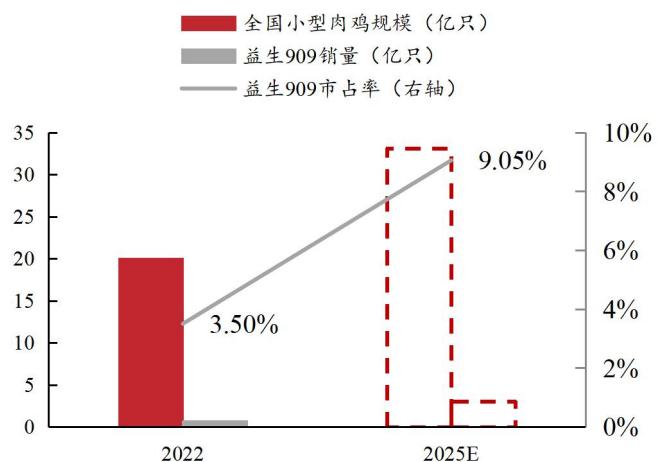
资料来源：公司公告、博亚和讯，东亚前海证券研究所

图表 51. 2022 年和 2025E 益生 909 产能



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 52. 益生 909 在 2025 年市占率有望达 9.05%

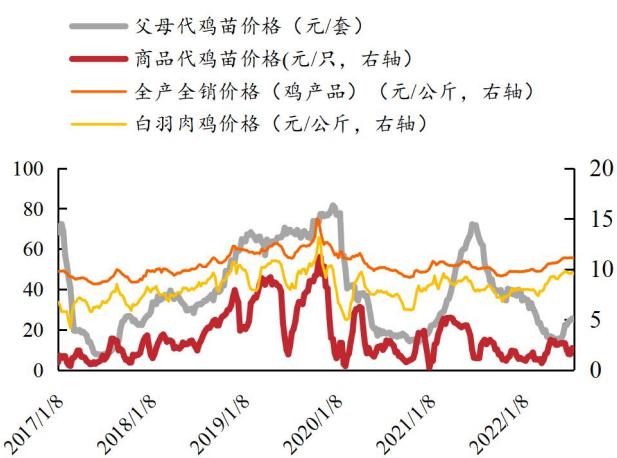


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所（注：假设小型肉鸡市场规模以 18.33% 年均增速增长）

3.3. 苗价波动性大，周期反转有望助力业绩高弹性增长

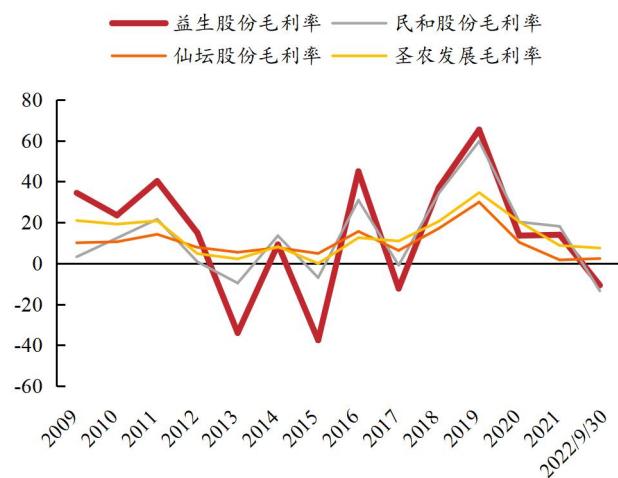
受益于苗价高波动性以及种鸡高盈利性，公司业绩极具弹性。价格弹性方面，行业内父母代鸡苗和商品代鸡苗价格波动性显著高于终端鸡产品价格。盈利水平方面，行业景气上行时期，产业链上游父母代种鸡养殖利润多高于中游白羽肉鸡养殖以及下游白羽肉鸡屠宰。2018-2019 年行业父母代种鸡养殖利润平均为 3.32 元/只，高于白羽肉鸡养殖利润（1.81 元/只）、白羽肉鸡屠宰利润（0.36 元/只）。公司业绩方面，2019 年公司实现毛利率 65.37%（同比+28.32pct），高于民和股份（59.68%）、仙坛股份（29.94%）和圣农发展（34.55%）；2019 年公司实现归母净利润 21.76 亿元，同比增速高达 499.73%，高于同行业可比公司民和股份（+322.95%）、仙坛股份（+148.95%）和圣农发展（+171.85%）。股价方面，公司股价弹性处于产业链较高水平，2015-2017 年益生股价涨幅高达 391.12%，高于同业公司民和股份（289.79%）、圣农发展（108.78%）；2018-2019 年益生股价涨幅达 229.33%，处于较高水平。公司占领上游高地，领跑种鸡赛道，市占率居于全国前列，鸡苗主业有望充分受益于白鸡周期反转迎来量利齐增，实现业绩的高弹性增长。

图表 53. 产业链各端价格弹性



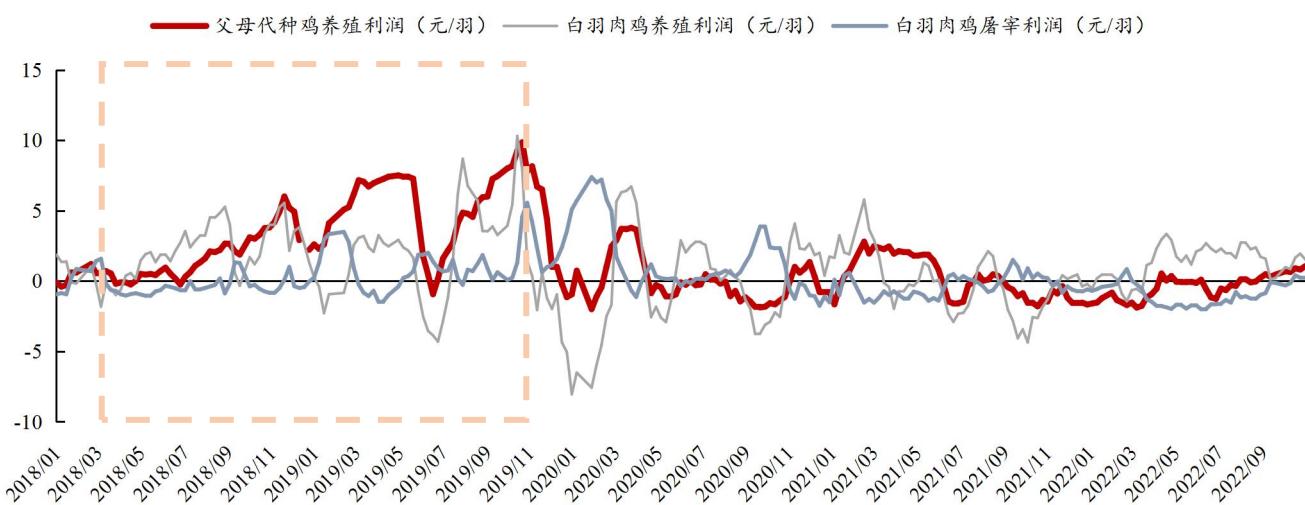
资料来源：博亚和讯，东亚前海证券研究所

图表 54. 益生股份毛利率波动弹性大



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 55. 行业高景气时期产业链上游父母代种鸡养殖利润更为丰厚



资料来源：博亚和讯，东亚前海证券研究所

图表 56. 行业高景气时期业绩弹性较大

	2011年归母净利润(亿元)	2011年净利润同比增速	2016年归母净利润(亿元)	2016年净利润同比增速	2019年归母净利润(亿元)	2019年净利润同比增速
益生股份	2.34	393.43%	5.62	240.32%	21.76	499.73%
民和股份	1.87	320.79%	1.54	148.74%	16.10	322.95%
仙坛股份	1.98	83.23%	2.46	988.41%	10.01	148.95%
圣农发展	4.68	68.46%	6.79	275.03%	40.93	171.85%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 57. 公司股价弹性较大

2012-2013 年				2015-2017 年				2018-2019 年	
期间股价	期间股价	股价最高	期间股价	期间股价	期间最高	期间股价	期间股价	股价最高	
低点 (元)	高点 (元)	涨幅	低点 (元)	高点 (元)	涨幅	低点 (元)	高点 (元)	涨幅	
益生股份	22.55	34.8	54.32%	10.7	52.55	391.12%	12.92	42.55	229.33%
民和股份	25.55	33.41	30.76%	8.52	33.21	289.79%	10.36	39.5	281.27%
仙坛股份	/	/	/	/	/	/	14.95	29.81	99.40%
圣农发展	14.05	15.65	11.39%	14.81	30.92	108.78%	12.87	28.22	119.27%

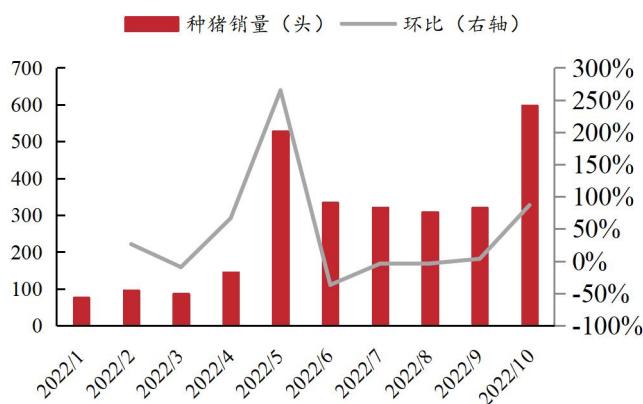
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 发力种猪业务，定增助力产能扩张

4.1. 种猪性能优异，养殖经验丰富

引种 1300 头纯种猪，种猪产业发展步伐加快。公司自 2001 年开始从加拿大引进双肌臀原种猪，至今已有 20 多年的饲养管理经验，在连续多年的山东省种猪质量检测中心种猪质量评比中，5 次获得一等奖，2 次获得二等奖，2013 年已获得“国家生猪核心育种场”等荣誉称号，2018 年续评为国家生猪核心育种场，是我国 89 家核心育种场之一。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。2021 年，公司从丹麦成功引种 1,300 头纯种猪，加快公司种猪产业发展的步伐，公司的引进丹系与法系等高繁殖性能种猪，窝均产仔数能达到 15-16 头，PSY 达 31 左右，性能非常出众。2022 年 1-10 月公司已累计销售种猪 2815 头（同比+92.28%），累计实现销售收入 968.50 万元（同比+2.04%），种猪销量同比增长主要系公司种猪产能逐步释放，销售收入同比增幅较小主要系 2022 年上半年猪价整体低迷。

图表 58. 公司种猪销量呈增长趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 59. 公司种猪销售收入和销售单价



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.2. 募投项目布局种猪，产能进一步扩张

募投项目布局种猪，产能进一步扩张。目前公司位于黑龙江和山东烟台等地的原种猪场已投入使用。未来计划成为国内种猪头部企业。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。募集资金中将近64%的资金投入种猪养殖项目，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头种公猪站项目”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5.4万头原种猪、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。

图表 60. 2022 年非公开发行股票募投项目

序号	项目名称	建设内容	主要产品	原种猪（曾祖代种猪和祖代种猪，头）	二元种猪（父母代种猪，头）	商品肥猪（头）	仔猪	建设期	经营期
1	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建设项目	扩繁育种场(祖代猪场)	二元种猪，商品肥猪	/	72000	168000	/	2年	13年
2	山西3600头能繁原种母猪场和100头种公猪站项目	核心育种场(曾祖代猪场)	原种猪、商品肥猪和仔猪	27000 (自用2700头，外售24300头)	/	18000	45000	2年	13年
3	威海益生种猪繁育有限公司新建猪场建设项目	核心育种场(曾祖代猪场)	原种猪、商品肥猪和仔猪	27000 (自用2700头，外售24300头)	/	18000	45000	2年	13年
合计				54000	72000	204000	90000	/	/

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

5. 盈利预测

(1) 父母代鸡苗业务：预计2022/2023/2024年父母代鸡苗销量为1500/1500/1500万套，2022/2023/2024年父母代鸡苗售价为25.07/50.00/50.00元/套，2022/2023/2024年销售收入为3.76/7.50/7.80亿元。

(2) 商品代鸡苗业务：预计2022/2023/2024年商品代鸡苗销量为5.4/5.6/5.8亿只，2022/2023/2024年商品代鸡苗售价为2.70/5.00/5.50元/只，2022/2023/2024年销售收入为14.58/28.00/31.90亿元。

(3) 益生909小型肉鸡苗业务：预计2022/2023/2024年益生909销量

为 0.70/1.13/1.83 亿只，2022/2023/2024 年益生 909 售价为 1.54/1.55/1.55 元/只，2022/2023/2024 年销售收入为 1.01/1.76/2.84 亿元。

(4) 种猪业务：预计 2022/2023/2024 年种猪（包含原种猪、育肥猪、淘汰猪、仔猪）销量为 6785/9332/10940 头，2022/2023/2024 年售价为 0.27/0.28/0.26 万元/头，2022/2023/2024 年销售收入为 0.18/0.26/0.29 亿元。

图表 61. 各项业务盈利预测

年份	2021A	2022E	2023E	2024E
父母代鸡苗				
销售量（万套）	1,191.26	1,500.00	1,500.00	1,500.00
售价（元/套）	32.96	25.07	50.00	52.00
销售收入(万元)	39,263.93	37,600.00	75,000.00	78,000.00
毛利率	45.39%	28.19%	64.00%	65.38%
商品代鸡苗				
销售量（万只）	45,743.63	54,000.00	56,000.00	58,000.00
售价（万元/吨）	2.60	2.70	5.00	5.50
销售收入(万元)	118,933.44	145,800.00	280,000.00	319,000.00
毛利率	-11.92%	-3.70%	44.00%	49.09%
益生 909 小型肉鸡苗				
销售量（万只）	/	7,030.00	11,340.00	18,340.00
售价（万元/只）	/	1.54	1.55	1.55
销售收入(万元)	/	10,806.00	17,577.00	28,427.00
毛利率	/	14.13%	12.26%	9.68%
种猪业务				
销售量（头）	18,370.53	6,785.00	9,332.00	10,940.00
售价（万元/头）	0.23	0.27	0.28	0.26
销售收入(万元)	4247.00	1802.05	2624.07	2870.25
毛利率	1.19%	32.23%	35.99%	31.39%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

6. 风险提示

原材料价格波动的风险：养殖成本中最主要的是饲料成本，饲料主要原材料为玉米、豆粕等农产品。由于农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，价格变化波动较难预测。若未来主要原材料价格大幅波动，将会在一定程度上影响行业盈利水平。

发生疫病的风险：鸡只在饲养过程中会发生禽流感或其它类似疫病。禽流感等疫病在爆发期间，会导致鸡只的死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩。

鸡肉价格下行的风险：鸡肉价格呈现周期性波动，若鸡价上涨幅度不及预期，将直接影响行业的盈利能力。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2089.92	2212.68	4124.21	4676.27
%同比增速	19.35%	5.87%	86.39%	13.39%
营业成本	1798.20	2068.88	2277.01	2453.63
毛利	291.72	143.80	1847.21	2222.64
%营业收入	13.96%	6.50%	44.79%	47.53%
税金及附加	5.96	4.87	10.24	11.75
%营业收入	0.29%	0.22%	0.25%	0.25%
销售费用	32.97	24.34	61.86	74.82
%营业收入	1.58%	1.10%	1.50%	1.60%
管理费用	112.45	110.63	206.21	229.14
%营业收入	5.38%	5.00%	5.00%	4.90%
研发费用	52.59	66.38	103.11	116.91
%营业收入	2.52%	3.00%	2.50%	2.50%
财务费用	59.43	69.76	73.46	61.77
%营业收入	2.84%	3.15%	1.78%	1.32%
资产减值损失	0.07	0.91	-0.12	-0.17
信用减值损失	-0.02	0.00	0.00	0.00
其他收益	5.05	3.32	4.12	4.68
投资收益	-17.90	-19.91	11.38	13.09
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	5.54	0.00	0.00	0.00
营业利润	21.07	-147.87	1407.71	1745.86
%营业收入	1.01%	-6.68%	34.13%	37.33%
营业外收支	-1.94	1.20	-3.00	-2.00
利润总额	19.13	-146.67	1404.71	1743.86
%营业收入	0.92%	-6.63%	34.06%	37.29%
所得税费用	5.58	0.15	7.02	6.98
净利润	13.55	-146.82	1397.69	1736.89
%营业收入	0.65%	-6.64%	33.89%	37.14%
归属于母公司的净利润	28.45	-141.21	1344.30	1670.54
%同比增速	-69.07%	-596.27%	1052.01%	24.27%
少数股东损益	-14.91	-5.61	53.39	66.35
EPS (元/股)	0.03	-0.14	1.35	1.68

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.03	-0.14	1.35	1.68
BVPS	3.19	3.05	4.40	6.09
PE	377.00	—	11.08	8.92
PEG	—	—	0.01	0.37
PB	3.54	4.92	3.41	2.46
EV/EBITDA	39.39	94.69	8.85	6.70
ROE	1%	-5%	31%	28%
ROIC	1%	-1%	22%	22%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	413	528	1112	2377
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	49	50	134	74
存货	277	309	324	358
预付账款	35	53	62	59
其他流动资产	44	133	193	159
流动资产合计	817	1072	1824	3026
长期股权投资	317	317	314	334
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	3226	3072	3585	4071
无形资产	144	161	193	229
商誉	18	24	32	38
递延所得税资产	4	4	4	4
其他非流动资产	1146	1281	1365	1490
资产总计	5672	5932	7317	9192
短期借款	1168	1368	1368	1368
应付票据及应付账款	459	553	512	651
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	47	39	66	61
应交税费	4	7	17	14
其他流动负债	224	242	234	242
流动负债合计	1902	2209	2197	2335
长期借款	370	370	370	370
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	162	262	262	262
负债合计	2434	2841	2829	2967
归属于母公司的所有者权益	3170	3029	4373	6044
少数股东权益	68	62	115	182
股东权益	3238	3091	4489	6226
负债及股东权益	5672	5932	7317	9192

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量净额	100	148	1608	2386
投资	-9	0	3	-20
资本性支出	-778	-235	-954	-1030
其他	0	-20	11	13
投资活动现金流量净额	-786	-255	-940	-1037
债权融资	-777	100	0	0
股权融资	29	0	0	0
银行贷款增加(减少)	1486	200	0	0
筹资成本	-58	-78	-84	-84
其他	16	0	0	0
筹资活动现金流量净额	696	222	-84	-84
现金净流量	10	115	584	1265

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%~-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 A 座二层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道 1788 号陆家嘴金控广场 1 号 27 楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场第一座第 23 层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>