

2024年03月11日  
益生股份(002458.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

农林牧渔

## 商品代鸡苗景气可期，种鸡龙头有望释放业绩弹性

### 业绩概况：

公司发布 2023 年年度报告：2023 年公司实现营业收入 32.25 亿元，同比+52.71%，实现归母净利润 5.40 亿元，同比扭亏为盈，净利润大幅增长。其中 2023 年 Q4 公司实现营业收入 5.66 亿元，同比-17.76%，实现归母净利润-1.40 亿元，同比转亏。业绩波动的主要原因为 2023 年 H1 父母代鸡苗价格保持高位，商品代鸡苗价格上涨，但随后行业鸡苗供应量增加，商品代鸡苗价格下跌并于 11 月跌至谷底，影响公司 Q4 盈利水平。

### 鸡业务：供给收缩已影响商品代产能，2024 年景气可期

**白羽鸡行业：**2022 年祖代更新量下降的影响，已传导至父母代环节，2024 年 1 月在产父母代存栏 4354.46 万套，对比 2023 年 8 月 5006.57 万套高位已下降 13.03%。预计 2024 年商品代鸡苗或存在供应短缺，价格有望回升。

**白羽肉鸡：**2023 年公司销售白羽肉鸡鸡苗 6.45 亿羽，同比+12.26%，销售收入 26.39 亿元，同比+65.74%。我们预计 2024 年行业景气回暖，主要表现为商品代鸡苗价格上涨，参考历轮白羽鸡周期价格变化，预计 2024 年公司父母代/商品代销售均价为 37 元/套和 4.2 元/只。

**益生 909：**2023 年公司销售鸡苗 7682.18 万羽，同比+0.50%，销售收入 1.14 亿元，同比-1.02%，销售均价 1.49 元/羽，同比-1.52%，表现较为稳定。此外，公司仍持续优化益生 909 各项生产性能，预计市场占有率可进一步扩大。

### 猪业务：随产能逐步释放，种猪产能有望大幅增加

公司 2023 年销售种猪 3306 头，同比+13.14%，销售收入 1146.45 万元，同比+10.04%，销售均价 3467.79 元/只，同比-2.74%。公司 2022 年 11.6 亿元定增计划已顺利完成，其中 7.4 亿元用于种猪养殖项目。随着募投项目的逐步实施，公司种猪的产量将大幅增加，朝“种鸡+种猪”双轮驱动的战略目标稳步前行，抗风险及盈利能力进一步提高。

### 投资建议：

2024 年白羽肉鸡行业景气度有望回暖，公司作为行业内白羽肉鸡种禽龙头，鸡苗产量稳定，或借周期上行东风，充分释放业绩弹性。预计公司 2024-2026 年实现营收 37.6/34.9/37.3 亿元，同比增速 16.7%/-7.4%/6.9%，实现净利润 10.8/7.2/8.4 亿元，同比增速 +99.6%/-33.6%/+17.3%，对应 EPS 分别为 0.98/0.65/0.76 元。给予公司 2024 年 14 倍 PE，对应 6 个月目标价为 13.66 元，首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。

投资评级

**买入-A****首次评级**

6 个月目标价

13.66 元

股价 (2024-03-11)

10.22 元

### 交易数据

总市值(百万元) 11,307.54

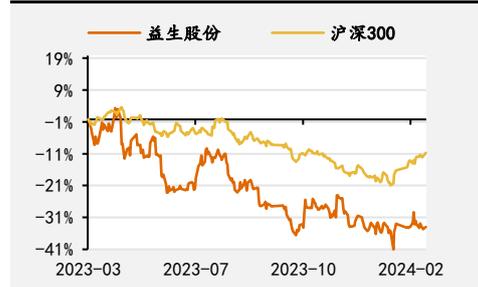
流通市值(百万元) 6,934.24

总股本(百万股) 1,106.41

流通股本(百万股) 678.50

12 个月价格区间 9.14/15.98 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.2	-16.8	-24.2
绝对收益	-1.5	-11.8	-33.7

冯永坤

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523090001

fengyk@essence.com.cn

### 相关报告

### 目 风险提示：

行业景气度不及预期的风险；禽类疫病爆发风险；海外引种受影响的风险；产品销售不及预期的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,111.6	3,224.7	3,764.2	3,485.7	3,725.3
净利润	-367.0	540.8	1,079.2	716.9	840.8
每股收益(元)	-0.33	0.49	0.98	0.65	0.76
每股净资产(元)	2.48	4.00	4.97	5.62	6.38

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	-30.7	20.9	10.5	15.7	13.4
市净率(倍)	4.1	2.6	2.1	1.8	1.6
净利润率	-17.4%	16.8%	28.7%	20.6%	22.6%
净资产收益率	-13.4%	12.2%	19.6%	11.5%	11.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-7.4%	15.9%	25.5%	16.0%	18.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

**盈利预测：****鸡业务：**

公司为国内种禽龙头，白羽鸡品种为“利丰”品系，系海外优良品种，父母代和商品代的生产性能广受行业认可。益生“909”为公司自主选育小白鸡品种，性能优异，市场前景广阔。行业预计于 2024 年迎来上行周期，商品代鸡苗价格有望上行，但周期弹性仍有待观察，我们预计行业高景气不会持续至 2025 年，因此 2025 年产品均价或将下行。预计 2024-2026 年公司鸡业务实现收入 33.7/30.4/32.3 亿元，同比增速 13.0%/-9.7%/6.0%，毛利率为 42.8%/34.9%/36.8%。

- 商品代鸡苗：预计 2024-2026 年公司销售商品代鸡苗 6.0/6.3/6.6 亿只，销售均价分别为 4.2/3.5/3.5 元/只。
- 父母代鸡苗：预计 2024-2026 年公司销售父母代鸡苗 1560/1607/1655 万套，销售均价分别为 37/35/38 元/套。
- 益生 909：预计 2024-2026 年公司销售商品代鸡苗 8066/8470/8893 万只，销售均价分别为 1.6/1.5/1.5 元/只。

**猪业务：**

公司持续加码种猪业务，向“种鸡+种猪”双轮驱动迈进。目前已有种猪产能 1.36 万头，商品猪产能 3.15 万头。随募投项目实施，各项目完全达产后，将新增原种猪产能 5.40 万头，新增二元种猪产能 7.20 万头，新增商品猪产能 29.40 万头。2024 年种猪及商品猪出栏有望大幅增长，构筑公司第二增长曲线。预计 2024-2026 年公司猪业务实现收入 2.0/2.4/2.9 亿元，同比增速 274.9%/20.6%/20.6%，毛利率为 12.8%/13.5%/14.7%。

- 种猪业务：预计 2024-2026 年公司销售种猪 2.06/2.48/2.97 万头，销售均价分别为 3600/3650/3750 元/头。

综上，随白羽鸡行业复苏，种猪产能逐步落地，公司产品有望于 2024 年实现量价齐升，预计公司 2024-2026 年实现营收 37.6/34.9/37.3 亿元，同比增速 16.7%/-7.4%/6.9%，对应毛利率为 39.6%/32.1%/33.8%。

**表1：公司业绩拆分**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收（百万元）	2111.6	3224.7	3764.2	3485.7	3725.3
YOY	1.0%	52.7%	16.7%	-7.4%	6.9%
毛利率	0.7%	31.6%	39.6%	32.1%	33.8%
鸡业务（百万元）	1896.4	2979.9	3367.4	3041.9	3225.8
YOY	1.0%	57.1%	13.0%	-9.7%	6.0%
毛利率	0.8%	33.3%	42.8%	34.9%	36.8%
猪业务（百万元）	34.7	53.2	199.5	240.6	290.2
YOY	-18.2%	53.2%	274.9%	20.6%	20.6%
毛利率	-84.3%	3.5%	12.8%	13.5%	14.7%
牛奶（百万元）	63.65	61.21	63.05	64.94	66.89
YOY	-36.5%	-3.8%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	24.0%	26.9%	25.0%	25.0%	25.0%
农业设备（百万元）	76.3	99.3	102.3	105.4	108.5
YOY	-4.6%	30.2%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	6.7%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
其他（百万元）	24.7	31.0	32.0	32.9	33.9
YOY	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	19.8%	11.5%	11.0%	11.0%	11.0%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

表2: 公司主要产品销量及均价预测

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>商品代鸡苗</b>				
收入 (百万元)	1964.1	2515.2	2200.8	2310.8
销量 (亿只)	6.3	6.0	6.3	6.6
销售均价 (元/只)	3.1	4.2	3.5	3.5
毛利率	16.6%	38.1%	27.1%	28.6%
<b>父母代鸡苗</b>				
收入 (百万元)	675.0	577.2	562.4	628.9
销量 (万套)	1500	1560	1607	1655
销售均价 (元/套)	45	37	35	38
毛利率	62.7%	54.9%	52.6%	56.6%
<b>益生 909</b>				
收入 (百万元)	114.4	125.0	128.7	136.1
销量 (万只)	7682	8066	8470	8893
销售均价 (元/只)	1.49	1.55	1.52	1.53
毛利率	9.4%	12.9%	14.5%	16.3%
<b>种猪</b>				
收入 (百万元)	11.5	74.3	90.4	109.9
销量 (头)	3306	20629	24755	29706
销售均价 (元/头)	3468	3600	3650	3700

资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

### 投资建议:

我们预计 2024 年白羽肉鸡行业景气度回暖, 公司作为行业内种禽龙头, 鸡苗产量稳定, 有望借周期上行东风, 充分释放业绩弹性。预计 2024 年商品代业务盈利水平大幅回暖, 父母代业务销售均价有所降低, 但仍保持盈利。预计公司 2024-2026 年分别实现净利润 10.8/7.2/8.4 亿元, 同比增速+99.6%/-33.6%/+17.3%, 对应 EPS 分别为 0.98/0.65/0.76 元。参考可比白鸡养殖公司 2024 年 wind 一致预期 6 倍 PE, 由于鸡苗整体弹性高于鸡肉, 给予公司 2024 年 14 倍 PE, 对应 6 个月目标价为 13.66 元, 首次覆盖给予“买入-A”的投资评级。

表3: 可比公司估值水平

公司代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			总市值 (亿元)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
002234.SZ	民和股份	10.20	0.02	1.77	1.84	539.68	5.75	5.56	35.59
002746.SZ	仙坛股份	6.26	0.29	1.00	0.56	21.49	6.25	11.24	53.87
002299.SZ	圣农发展	15.83	0.74	2.25	2.09	21.44	7.03	7.59	196.83
平均 PE						194.20	6.34	8.13	

资料来源: 民和股份盈利预测来源于 wind 一致预期, 其余来自国投证券研究中心 (收盘价截至 2024 年 03 月 11 日)

### 风险提示：

**行业景气度不及预期的风险：**公司产品受到行业景气度影响，若行业景气下行，将影响公司业绩及利润水平。

**禽类疫病爆发风险：**若禽类疫病爆发，或影响公司正常生产，产品产量有下降风险。

**海外引种受影响的风险：**公司祖代鸡为国外引种，若引种中断，可能影响公司正常生产经营。

**产品销售不及预期的风险：**公司种猪产能逐步释放，产量大幅增长，但存在产品销售不及预期的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,111.6	3,224.7	3,764.2	3,485.7	3,725.3	成长性					
减:营业成本	2,096.6	2,205.5	2,272.3	2,365.4	2,467.4	营业收入增长率	1.0%	52.7%	16.7%	-7.4%	6.9%
营业税费	6.2	6.7	9.9	8.9	9.0	营业利润增长率	-1,938.7%	-242.1%	100.8%	-32.5%	16.3%
销售费用	30.3	34.0	37.6	38.3	39.1	净利润增长率	-1,390.0%	-247.3%	99.6%	-33.6%	17.3%
管理费用	145.8	164.2	169.4	170.8	175.1	EBITDA 增长率	-119.2%	-1,826.8%	60.8%	-24.2%	14.5%
研发费用	95.7	110.8	120.5	122.0	126.7	EBIT 增长率	-545.4%	-296.5%	83.1%	-34.0%	15.3%
财务费用	81.5	69.2	14.8	-7.5	-15.8	NOPLAT 增长率	-635.6%	-304.6%	77.4%	-34.0%	15.3%
加:资产/信用减值损失	-17.5	-45.7	-2.9	-5.2	-17.9	投资资本增长率	-5.2%	10.3%	5.4%	-0.3%	4.6%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	-11.9%	59.2%	24.0%	13.1%	13.4%
投资和汇兑收益	-30.9	-45.9	-31.6	-36.1	-37.9	利润率					
营业利润	-387.4	550.6	1,105.3	746.5	868.0	毛利率	0.7%	31.6%	39.6%	32.1%	33.8%
加:营业外净收支	-0.5	-7.4	-3.3	-3.7	-4.8	营业利润率	-18.3%	17.1%	29.4%	21.4%	23.3%
利润总额	-387.9	543.1	1,102.0	742.8	863.2	净利润率	-17.4%	16.8%	28.7%	20.6%	22.6%
减:所得税	-0.7	-4.5	11.0	7.4	8.6	EBITDA/营业收入	-2.5%	27.8%	38.3%	31.3%	33.6%
净利润	-367.0	540.8	1,079.2	716.9	840.8	EBIT/营业收入	-14.7%	19.0%	29.8%	21.2%	22.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	652	443	408	463	451
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动资产周转天数	-65	-45	-33	-40	-39
货币资金	449.0	909.3	1,129.3	1,787.2	2,399.2	流动资产周转天数	149	133	149	207	258
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	14	8	12	11	10
应收账款	86.6	64.1	178.2	41.1	175.0	存货周转天数	53	42	34	39	39
应收票据	-	5.0	1.0	1.4	2.0	总资产周转天数	989	698	654	771	796
预付账款	33.3	50.4	40.8	46.4	48.1	投资资本周转天数	690	462	427	472	452
存货	343.2	415.4	291.4	458.4	341.1	投资回报率					
其他流动资产	22.5	12.1	16.6	17.0	15.2	ROE	-13.4%	12.2%	19.6%	11.5%	11.9%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	-6.5%	8.3%	15.4%	9.4%	9.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	-7.4%	15.9%	25.5%	16.0%	18.5%
长期股权投资	285.3	235.3	216.7	219.3	230.2	费用率					
投资性房地产	5.6	5.3	5.1	3.3	2.0	销售费用率	1.4%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%
固定资产	3,841.6	4,094.7	4,428.0	4,543.0	4,793.9	管理费用率	6.9%	5.1%	4.5%	4.9%	4.7%
在建工程	483.2	408.1	395.4	329.2	268.8	研发费用率	4.5%	3.4%	3.2%	3.5%	3.4%
无形资产	138.5	133.0	124.4	114.9	114.3	财务费用率	3.9%	2.1%	0.4%	-0.2%	-0.4%
其他非流动资产	245.5	242.4	276.0	265.4	255.0	四费/营业收入	16.7%	11.7%	9.1%	9.3%	8.7%
资产总额	5,934.3	6,575.0	7,102.8	7,826.6	8,645.0	偿债能力					
短期债务	1,280.2	673.7	142.5	-	-	资产负债率	51.9%	31.0%	20.7%	18.7%	16.5%
应付账款	585.0	468.9	584.1	536.1	627.6	负债权益比	108.1%	44.9%	26.2%	23.0%	19.7%
应付票据	264.9	229.8	190.7	290.6	213.5	流动比率	0.36	0.85	1.35	1.97	2.52
其他流动负债	448.4	338.0	314.5	367.2	339.7	速动比率	0.23	0.61	1.11	1.59	2.24
长期借款	167.0	101.0	-	-	-	利息保障倍数	-3.82	8.85	75.87	-98.45	-54.00
其他非流动负债	337.3	225.2	241.5	268.0	244.9	分红指标					
负债总额	3,082.8	2,036.7	1,473.4	1,461.9	1,425.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	110.2	117.1	128.8	147.3	161.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	992.9	1,106.4	1,106.4	1,106.4	1,106.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,748.5	3,314.9	4,394.1	5,111.0	5,951.7						
股东权益	2,851.5	4,538.3	5,629.3	6,364.7	7,219.3						

## 现金流量表

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	业绩和估值指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-387.2	547.7	1,079.2	716.9	840.8	EPS(元)	-0.33	0.49	0.98	0.65	0.76
加:折旧和摊销	259.6	285.3	321.1	353.7	399.1	BVPS(元)	2.48	4.00	4.97	5.62	6.38
资产减值准备	17.5	45.7	-	-	-	PE(X)	-30.7	20.9	10.5	15.7	13.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	2.6	2.1	1.8	1.6
财务费用	79.7	71.3	14.8	-7.5	-15.8	P/FCF	416.8	-16.4	50.6	17.9	18.9
投资收益	30.9	45.9	31.6	36.1	37.9	P/S	5.3	3.5	3.0	3.2	3.0
少数股东损益	-20.1	6.9	11.8	18.5	13.8	EV/EBITDA	-288.9	13.2	7.2	8.8	7.2
营运资金的变动	290.4	-72.4	62.3	59.7	-21.7	CAGR(%)	-223.8%	16.0%	331.8%	-223.8%	16.0%
经营活动产生现金流量	90.4	1,003.8	1,520.7	1,177.3	1,254.1	PEG	0.1	1.3	-	-0.1	0.8
投资活动产生现金流量	-298.0	-557.4	-664.4	-427.3	-625.7	ROIC/WACC	-0.7	1.5	2.5	1.5	1.8
融资活动产生现金流量	179.0	90.2	-636.4	-92.1	-16.3	REP	-5.4	1.8	0.9	1.4	1.1

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明**

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**国投证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034