

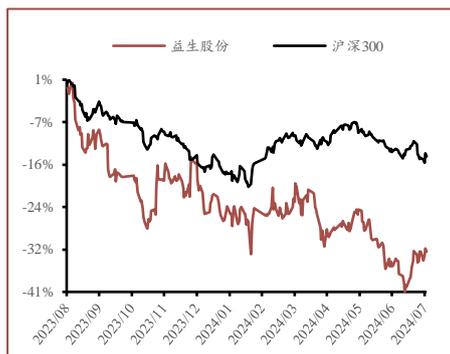
中报业绩符合预期，商品代苗报价持续上行

 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

| | |
|-------------|-------------------|
| 基本数据 | 2024-08-01 |
| 收盘价(元) | 9.02 |
| 流通股本(亿股) | 7.49 |
| 每股净资产(元) | 3.95 |
| 总股本(亿股) | 11.06 |

最近 12 月市场表现


分析师 余剑秋

SAC 证书编号: S0160522050003

yujq01@ctsec.com

相关报告

- 《Q2 业绩短期承压，看好后市苗价》
2024-07-17
- 《归母净利润同比增长，静待周期上行》
2024-03-13
- 《营收净利高增，周期拐点渐近》
2023-08-30

核心观点

- ❖ **事件：公司 2024H1 营收-25.77%，归母净利润-67.71%。公司 2024Q2 营收-26.62%，归母净利润-70.52%。**公司 2024H1 实现营业收入 13.76 亿元(同比-25.77%)，归母净利润 1.83 亿元(同比-67.61%)。分季度看，2024Q1/Q2 营收分别同比下降 24.75%/26.76%，归母净利润分别同比下降 65.16%/70.68%。2024Q2 实现营业收入 6.88 亿元；归母净利润 0.74 亿元。
- ❖ **2024H1 白羽鸡苗销售收入和数量同比均下降。**受白羽鸡肉和毛鸡价格低位运行影响，公司主营的白羽肉鸡鸡苗销售单价同比回落，销售收入同比减少。根据公司月度销售简报，2024Q1/Q2 分别销售白羽肉鸡苗共计 1.3 亿/1.5 亿只，其中 Q2 同比-17.13%，环比+12.45%，实现销售收入 5.4/5.0 亿元，其中 Q2 同比-37.07%，环比-9.23%；2024Q1/Q2 分别销售益生 909 小型白羽肉鸡 2275.9 万/2203.8 万只，其中 Q2 同比+17.07%，环比-3.17%，实现销售收入 2917.9 万/2803.2 万元，其中 Q2 同比+1.62%，环比-3.93%；2024Q1/Q2 分别销售种猪共计 3175/5277 头，实现销售收入 954.7 万/1326.1 万元。
- ❖ **父母代价格上涨至高位，商品代价格处于上行趋势。**分业务看，2024 年上半年，公司鸡业务取得收入 12.1 亿元，同比下滑 31.61%，占总营收 87.58%；猪业务收入 0.89 亿元，同比上升 299.37%，占总营收 1.21%。根据益生股份公众号，公司商品代鸡苗报价于今年 7 月 9 日 2.8 元/只开始上涨，上涨至今报价 4.2 元/只，涨幅高达 55.56%。自 2022 年 5 月份以来，受国际航班运输和美国禽流感等因素影响，我国祖代白羽肉种鸡的进口数量处于低位，父母代白羽肉种鸡自 2022 年 11 月份已进入上行的景气周期，7 月公司父母代肉种鸡报价 70 元/套，已连续 2 月大幅上涨。即便如此，公司父母代种鸡仍供不应求，9 月份以前的父母代种鸡已预定完毕。
- ❖ **投资建议：**公司以高代次畜禽种源供应为核心竞争力，是我国最大的祖代肉种鸡养殖企业，商品代鸡苗的销量也稳居第一。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 32.44/36.61/38.72 亿元，归母净利润 5.80/6.30/5.96 亿元。以 8 月 1 日收盘价，对应 PE 分别为 17.21/15.84/16.74 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**禽类价格波动风险；重大疫情风险；原材料价格波动风险

盈利预测：

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 2112 | 3225 | 3244 | 3661 | 3872 |
| 收入增长率(%) | 0.64 | 52.71 | 0.61 | 12.85 | 5.75 |
| 归母净利润(百万元) | -367 | 541 | 580 | 630 | 596 |
| 净利润增长率(%) | -1348.13 | 247.34 | 7.23 | 8.66 | -5.36 |
| EPS(元/股) | -0.37 | 0.54 | 0.52 | 0.57 | 0.54 |
| PE | — | 19.93 | 17.21 | 15.84 | 16.74 |
| ROE(%) | -13.39 | 12.23 | 11.89 | 11.82 | 10.25 |
| PB | 5.03 | 2.69 | 2.05 | 1.87 | 1.72 |

数据来源：2024 年 8 月 1 日 wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

| 利润表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 2111.60 | 3224.68 | 3244.20 | 3661.05 | 3871.71 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 2096.59 | 2205.51 | 2291.59 | 2632.64 | 2869.37 | 营业收入增长率 | 0.6% | 52.7% | 0.6% | 12.8% | 5.8% |
| 营业税费 | 6.19 | 6.73 | 8.43 | 9.15 | 9.29 | 营业利润增长率 | -1,859.0% | 242.1% | 6.7% | 8.7% | -5.4% |
| 销售费用 | 30.31 | 34.04 | 32.44 | 36.61 | 38.72 | 净利润增长率 | -1,348.1% | 247.3% | 7.2% | 8.7% | -5.4% |
| 管理费用 | 145.81 | 164.25 | 168.70 | 190.37 | 205.20 | EBITDA 增长率 | -97.3% | 11,052.8% | -5.3% | 6.1% | -5.0% |
| 研发费用 | 95.72 | 110.82 | 116.79 | 128.14 | 131.64 | EBIT 增长率 | -393.7% | 341.2% | -9.4% | 7.2% | -7.2% |
| 财务费用 | 81.45 | 69.16 | 14.12 | 6.59 | -5.30 | NOPLAT 增长率 | -505.9% | -343.6% | -10.2% | 7.2% | -7.2% |
| 资产减值损失 | -10.72 | -33.03 | -19.90 | -14.40 | -14.58 | 投资资本增长率 | -4.4% | 18.2% | 1.9% | 6.3% | 6.5% |
| 加:公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净资产增长率 | -12.0% | 59.2% | 10.2% | 9.2% | 9.1% |
| 投资和汇兑收益 | -30.88 | -45.90 | -9.53 | -10.28 | -10.02 | 利润率 | | | | | |
| 营业利润 | -387.38 | 550.57 | 587.29 | 638.14 | 603.93 | 毛利率 | 0.7% | 31.6% | 29.4% | 28.1% | 25.9% |
| 加:营业外净收支 | -0.48 | -7.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业利润率 | -18.3% | 17.1% | 18.1% | 17.4% | 15.6% |
| 利润总额 | -387.86 | 543.15 | 587.29 | 638.14 | 603.93 | 净利率 | -18.3% | 17.0% | 18.1% | 17.4% | 15.6% |
| 减:所得税 | -0.67 | -4.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/营业收入 | 0.4% | 30.2% | 28.4% | 26.7% | 24.0% |
| 净利润 | -367.05 | 540.79 | 579.90 | 630.10 | 596.32 | EBIT/营业收入 | -13.0% | 20.6% | 18.5% | 17.6% | 15.5% |
| 资产负债表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 449.04 | 909.29 | 995.13 | 1521.14 | 2248.43 | 固定资产周转天数 | 556 | 384 | 407 | 373 | 348 |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 流动营业资本周转天数 | -97 | -73 | -49 | -45 | -51 |
| 应收账款 | 57.85 | 40.60 | 62.59 | 67.40 | 68.66 | 流动资产周转天数 | 149 | 133 | 168 | 183 | 233 |
| 应收票据 | 0.00 | 4.95 | 2.49 | 3.28 | 3.72 | 应收帐款周转天数 | 9 | 5 | 6 | 6 | 6 |
| 预付帐款 | 33.34 | 50.40 | 45.74 | 53.30 | 59.07 | 存货周转天数 | 53 | 62 | 66 | 59 | 55 |
| 存货 | 343.20 | 415.36 | 422.86 | 440.71 | 432.29 | 总资产周转天数 | 989 | 698 | 741 | 692 | 699 |
| 其他流动资产 | 5.64 | 8.39 | 8.39 | 8.39 | 8.39 | 投资资本周转天数 | 827 | 577 | 628 | 579 | 583 |
| 可供出售金融资产 | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | | | | | | ROE | -13.4% | 12.2% | 11.9% | 11.8% | 10.2% |
| 长期股权投资 | 285.35 | 235.27 | 196.64 | 155.43 | 113.60 | ROA | -6.2% | 8.2% | 8.6% | 8.7% | 7.7% |
| 投资性房地产 | 5.56 | 5.32 | 7.06 | 8.77 | 10.17 | ROIC | -5.8% | 11.9% | 10.5% | 10.6% | 9.3% |
| 固定资产 | 3300.98 | 3578.79 | 3764.45 | 3821.76 | 3668.78 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 483.20 | 408.12 | 330.80 | 268.95 | 219.47 | 销售费用率 | 1.4% | 1.1% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 无形资产 | 138.46 | 133.00 | 138.51 | 138.57 | 139.52 | 管理费用率 | 6.9% | 5.1% | 5.2% | 5.2% | 5.3% |
| 其他非流动资产 | 30.34 | 25.74 | 19.47 | 19.47 | 19.47 | 财务费用率 | 3.9% | 2.1% | 0.4% | 0.2% | -0.1% |
| 资产总额 | 5934.37 | 6574.99 | 6782.13 | 7284.30 | 7761.56 | 三费/营业收入 | 12.2% | 8.3% | 6.6% | 6.4% | 6.2% |
| 短期债务 | 1280.24 | 673.72 | 482.88 | 382.88 | 282.88 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 505.88 | 445.00 | 479.64 | 558.44 | 601.01 | 资产负债率 | 51.9% | 31.0% | 26.3% | 25.0% | 23.2% |
| 应付票据 | 264.87 | 229.82 | 249.15 | 289.99 | 311.86 | 负权益比 | 108.1% | 44.9% | 35.6% | 33.4% | 30.3% |
| 其他流动负债 | 3.44 | 5.20 | 5.20 | 5.20 | 5.20 | 流动比率 | 0.36 | 0.85 | 1.07 | 1.42 | 1.92 |
| 长期借款 | 167.00 | 100.99 | 83.98 | 83.98 | 83.98 | 速动比率 | 0.21 | 0.57 | 0.75 | 1.08 | 1.58 |
| 其他非流动负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利息保障倍数 | -3.46 | 9.34 | 21.67 | 29.97 | 34.18 |
| 负债总额 | 3082.82 | 2036.65 | 1781.63 | 1823.17 | 1803.49 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 110.16 | 117.05 | 124.45 | 132.48 | 140.09 | DPS(元) | 0.00 | 0.20 | 0.18 | 0.16 | 0.10 |
| 股本 | 992.91 | 1106.41 | 1106.41 | 1106.41 | 1106.41 | 分红比率 | 0.00 | 0.41 | 0.34 | 0.29 | 0.18 |
| 留存收益 | 1225.09 | 1765.89 | 2230.12 | 2682.73 | 3172.05 | 股息收益率 | 0.0% | 1.9% | 2.0% | 1.8% | 1.1% |
| 股东权益 | 2851.54 | 4538.34 | 5000.50 | 5461.14 | 5958.07 | 业绩和估值指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金流量表(百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | EPS(元) | -0.37 | 0.54 | 0.52 | 0.57 | 0.54 |
| 净利润 | -367.05 | 540.79 | 579.90 | 630.10 | 596.32 | BVPS(元) | 2.76 | 4.00 | 4.41 | 4.82 | 5.26 |
| 加:折旧和摊销 | 283.99 | 308.38 | 319.02 | 331.55 | 329.12 | PE(X) | — | 19.9 | 17.2 | 15.8 | 16.7 |
| 资产减值准备 | 17.45 | 45.68 | 19.90 | 14.40 | 14.58 | PB(X) | 5.0 | 2.7 | 2.0 | 1.9 | 1.7 |
| 公允价值变动损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/FCF | | | | | |
| 财务费用 | 79.66 | 71.27 | 27.76 | 21.51 | 17.51 | P/S | 6.5 | 3.7 | 3.1 | 2.7 | 2.6 |
| 投资收益 | 30.88 | 45.90 | 9.53 | 10.28 | 10.02 | EV/EBITDA | 1748.2 | 12.4 | 10.5 | 9.3 | 8.9 |
| 少数股东损益 | -20.13 | 6.90 | 7.39 | 8.03 | 7.60 | CAGR(%) | | | | | |
| 营运资金的变动 | 66.47 | -14.33 | 49.91 | 97.50 | 70.44 | PEG | — | 0.1 | 2.4 | 1.8 | — |
| 经营活动产生现金流量 | 90.43 | 1003.83 | 1012.85 | 1113.38 | 1045.61 | ROIC/WACC | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -297.97 | -557.42 | -412.72 | -285.86 | -90.80 | REP | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 178.99 | 90.19 | -590.63 | -301.51 | -227.51 | | | | | | |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。