

益生股份 (002458.SZ)

聚焦高代次种源的白羽肉鸡种苗龙头

优于大市

核心观点

公司聚焦高代次畜禽种源供应，是我国目前最大的白羽肉鸡种苗销售企业。公司白羽肉鸡业务覆盖祖代肉种鸡的引进与饲养、父母代肉种鸡的饲养、父母代肉种鸡雏鸡的生产与销售、商品代肉鸡雏鸡的生产与销售，其中祖代肉种鸡饲养规模约占全国 1/3 份额，商品代鸡苗销量约占国内市场近 1/10 份额。除禽苗以外，公司近年也在拓展高代次种猪业务，即通过引进饲养大约克、长白、杜洛克等原种猪，进而向下游养殖企业提供优质祖代种猪。

白鸡行业：种苗为重要盈利环节，后续景气或逐步回暖。产业层面，白羽肉鸡产业目前已具备较高的规模化程度且各环节集中度呈现为倒金字塔结构，即头部集中度程度上自及下递减，产业链中优质种苗企业在产业链利润分配中占有更强话语权，毛利率明显高于下游养殖及屠宰企业。周期方面，供给侧受海外禽流感疫情影响而维持偏紧，截至 8 月 4 日，国内在产父母代种鸡存栏同比减少 6%；需求侧生猪价格受前期产能去化和疫情扰动影响，目前已经进入右侧上行趋势，后续有望同步带动鸡肉需求和价格。

公司看点：鸡苗销售溢价明显，种猪业务逐步放量。（1）**白羽肉鸡：**从生产端来看，公司与安伟捷公司建立合作关系，确保了种源稳定供应和销售规模增长。从销售端来看，依靠品种、质量、规模三重优势，公司所产“利丰”父母代及商品代鸡苗均具备明显销售溢价，其中父母代鸡苗价格相较行业均价享有约 10 元/套溢价；商品代鸡苗价格相较行业均价享有 1.0-1.5 元/羽溢价。（2）**小白鸡：**公司自研的“益生 909 小型白羽肉鸡”于 2022 年开始上市销售，2023 年销量已接近 8000 万羽，相较传统的“817 肉杂鸡”品种性能更优且具备溢价，未来有望在小白鸡这一细分领域占有更多市场。（3）**种猪：**2019 年公司正式提出“扩鸡辟猪”战略，在扩大鸡苗销售规模同时，开始加大种猪业务投资，2024 年公司原种猪及二元种猪总产能预计已达 4 万头，2024 年 1-7 月份种猪销量已达 9003 头，较上年同比+625%。未来随产能释放和下游养殖行情回暖，公司种猪业务有望为贡献新的业绩增长点。

盈利预测与估值：考虑到下半年猪价高位运行有望同步带动白鸡产业景气，我们将公司 2024 年白羽肉鸡苗销售均价预测由 4.20 元/羽上调至 4.40 元/羽，对应 2024 年归母净利润预测上调至 5.02 亿元（原为 4.0 亿元），同时维持 2025-2026 年归母净利润预测为 9.0/8.1 亿元，对应 2024-2026 年每股收益为 0.5/0.8/0.7 元。通过多角度估值，我们认为公司股票合理估值区间在 11.8-12.7 元之间，维持“优于大市”评级。

风险提示：国内发生禽类疫病风险，海外禽流感导致引种中断的风险等。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,112	3,225	3,150	3,928	3,966
(+/-%)	1.0%	52.7%	-2.3%	24.7%	1.0%
净利润(百万元)	-367	541	502	904	810
(+/-%)	-1390.0%	247.3%	-7.2%	80.1%	-10.4%
每股收益(元)	-0.37	0.49	0.45	0.82	0.73
EBIT Margin	-12.5%	21.8%	19.4%	26.8%	23.4%
净资产收益率 (ROE)	-13.4%	12.2%	10.5%	16.7%	13.6%
市盈率 (PE)	-21.8	16.5	17.8	9.9	11.0
EV/EBITDA	-3097.2	11.1	11.0	7.7	8.4
市净率 (PB)	2.92	2.02	1.87	1.65	1.49

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·深度报告

农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

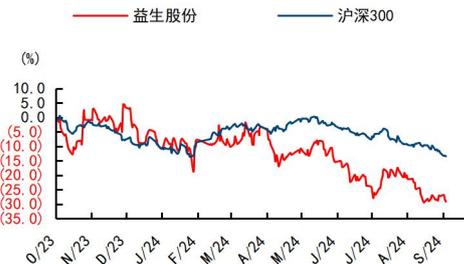
证券分析师：江海航

010-88005306
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	11.80 - 12.70 元
收盘价	7.82 元
总市值/流通市值	8652/5856 百万元
52 周最高价/最低价	12.31/7.74 元
近 3 个月日均成交额	65.62 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.SZ) -2024 中报点评：销量减少，苗价下跌，Q2 归母净利润同比-71%》——2024-08-05
- 《益生股份 (002458.SZ) -销量减少，苗价下跌，业绩短期承压》——2024-07-12
- 《益生股份 (002458.SZ) -2023H1 归母净利润预计同比高增，看好后续鸡苗景气延续》——2023-07-17
- 《益生股份 (002458.SZ) -2022 年报及 2023 一季报点评：22 年业绩承压明显，23Q1 归母净利润同比+209%》——2023-04-19

内容目录

公司介绍：聚焦高代次种源供应的白羽肉鸡种苗龙头	5
发展历程：立足产区，聚焦种苗，扩鸡辟猪	5
公司治理：股权结构清晰，重视员工激励	6
经营分析：销量稳步扩张，盈利随周期波动	7
白鸡行业：种苗为重要盈利环节，后续景气或逐步回暖	10
产业概况：国产种鸡上市正在冲击育种市场的双寡头格局	10
产业特征：种苗环节集中度更高，产业利润分配呈倒三角特征	11
周期复盘：禽流感、猪价是核心驱动，种苗价格周期弹性更大	12
行情展望：猪周期进入右侧，有望同步带动白羽肉鸡产业景气	14
公司看点：鸡苗销售溢价明显，种猪业务逐步放量	17
种鸡性能优秀，鸡苗质量领先，销售溢价明显	17
小白鸡品种推向市场，长期市场空间广阔	19
种猪年内开始放量，有望提供新增长点	20
盈利预测	22
假设前提	22
未来 3 年业绩预测	23
盈利预测的敏感性分析	23
估值与投资建议	24
绝对估值：11.9-12.7 元	24
相对估值：11.8-12.7 元	25
投资建议	26
附表：财务预测与估值	29
免责声明	30

图表目录

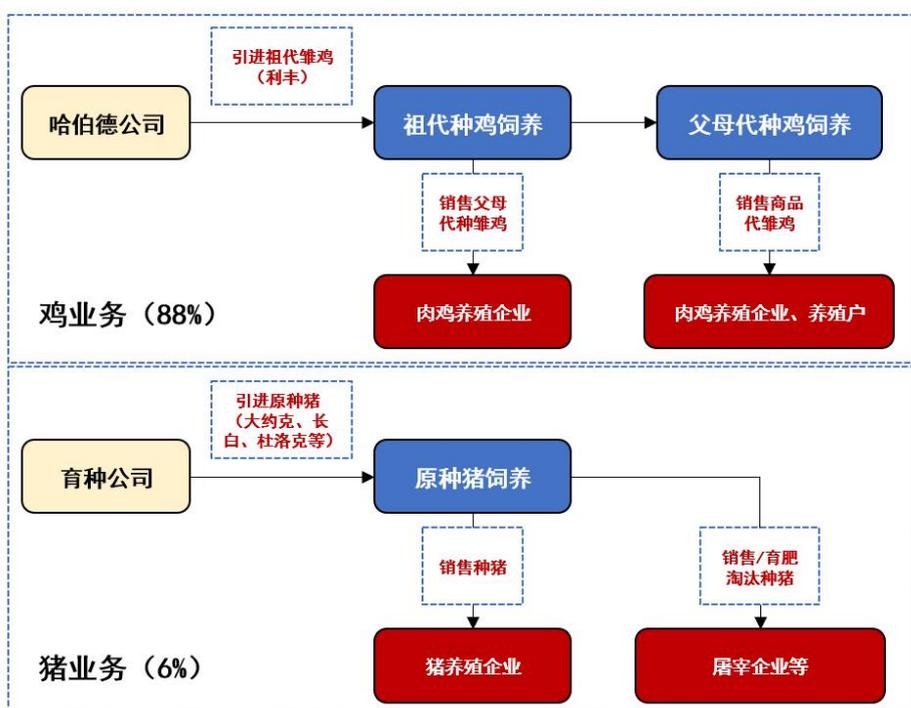
图 1: 公司核心业务版图一览	5
图 2: 益生股份自成立以来始终聚焦高代次畜禽种源业务	6
图 3: 国内近 70% 的白羽肉鸡种禽产能位于山东和辽宁	6
图 4: 公司约 80% 收入来自山东和东北地区	6
图 5: 公司股权分布较为清晰集中, 实控人曹积生直接持股比例在 40% 以上 (截至 2024 年 6 月 30 日) ..	7
图 6: 公司营业收入随销量增长呈扩张趋势	8
图 7: 益生股份营业收入构成情况	8
图 8: 公司归母净利润随白羽肉鸡行情波动明显	8
图 9: 益生股份毛利润构成情况	8
图 10: 公司利润率随白羽肉鸡行情波动明显	9
图 11: 公司鸡苗销售毛利率随白羽肉鸡行情波动	9
图 12: 公司费用率表现较为平稳	9
图 13: 公司资产周转效率处于合理水平	9
图 14: 全球祖代白羽肉种鸡 90% 以上的产能来自安伟捷公司、科宝公司	10
图 15: 海外引种极易受禽流感等突发事件而受阻	11
图 16: 全国祖代白羽肉种鸡更新结构 (按品种)	11
图 17: 全国祖代白羽肉种鸡更新结构 (按引进方式)	11
图 18: 国产种鸡海外出口正摩拳擦掌	11
图 19: 白羽肉鸡产业上游种苗环节的盈利水平明显高于下游养殖屠宰环节	12
图 20: 白羽肉鸡产能传递图	13
图 21: 2015-2017 年国内白羽肉鸡及生猪价格复盘	13
图 22: 2017-2021 年国内白羽肉鸡及生猪价格复盘	13
图 23: 鸡苗价格波动幅度明显高于肉鸡价格	14
图 24: 种苗企业的业绩弹性明显大于屠宰加工企业	14
图 25: 白羽肉鸡祖代鸡存栏 (在产)	15
图 26: 白羽肉鸡祖代鸡存栏 (后备)	15
图 27: 白羽肉鸡父母代鸡存栏 (在产)	15
图 28: 白羽肉鸡父母代鸡存栏 (后备)	15
图 29: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量	15
图 30: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量	15
图 31: 2024 年 7 月末能繁母猪存栏同比减少 5%	16
图 32: 国内猪料销量年初环比减量明显	16
图 33: 新生仔猪数量自 2023 年 9 月以来环比减少明显	16
图 34: 生猪价格近期偏强运行	16
图 35: 公司白羽肉鸡苗年销量已突破 6 亿羽, 约占国内总销量的 1/10	17
图 36: “利丰” 是目前公司核心的在营白羽肉鸡品种	18
图 37: “利丰” 种鸡生产性能处于全球领先水平	18

图 38: 公司白羽肉鸡苗销售均价明显高于行业平均水平	18
图 39: 817 肉杂鸡出栏量 2019 年以来扩张明显	19
图 40: 国内鸡肉产量结构情况	19
图 41: 鸡肉类中式快餐品牌近年开店节奏明显加快	19
图 42: 2025 年国内餐饮行业市场规模有望突破 5 万亿元	19
图 43: 公司自研的“益生 909 小型白羽肉鸡配套系”于 2021 年通过农业农村部审定并于 2022 年上市销售	20
图 44: 益生 909 生产性能处于行业领先水平	20
图 45: 公司益生 909 鸡苗年销量已接近 8000 万只	20
图 46: 益生 909 鸡苗销售价格明显高于 817 小白鸡鸡苗	20
图 47: 公司 2024 年 1-7 月种猪销量同比+625%	21
图 48: 公司 2024 年 1-7 月种猪销售收入同比+388%	21
图 49: 益生股份历史股价及 PE 区间	25
表 1: 公司重视员工激励, 多次开展股权激励和员工持股计划	7
表 2: 全球主要肉种鸡品种一览	10
表 3: 具备种苗布局的企业, 盈利表现通常更佳	12
表 4: 白羽肉鸡行情复盘	14
表 5: 公司 2024 年以来的父母代鸡苗价格相较行业均价享有溢价	18
表 6: 公司大白种猪总产仔数于国内核心种猪场中处于领先水平 (2022 年度数据)	21
表 7: 益生股份业务拆分	22
表 8: 未来 3 年盈利预测表	23
表 9: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	23
表 10: 公司盈利预测假设条件 (%)	24
表 11: 资本成本假设	24
表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	24
表 13: 益生股份同类公司估值比较	25

公司介绍：聚焦高代次种源供应的白羽肉鸡种苗龙头

益生股份聚焦高代次畜禽种源供应，是我国目前最大的白羽肉鸡种苗销售企业。公司白羽肉鸡业务覆盖祖代肉种鸡的引进与饲养、父母代肉种鸡的饲养、父母代肉种鸡雏鸡的生产与销售、商品代肉鸡雏鸡的生产与销售，其中祖代肉种鸡饲养规模约占全国 1/3 份额，商品代鸡苗销量约占国内市场近 1/10 份额。此外，公司近年也在拓展高代次种猪业务，即通过引进饲养大约克、长白、杜洛克等原种猪，进而向下游养殖企业提供优质祖代种猪。

图1：公司核心业务版图一览



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：图中所示百分比数据为公司 2024H1 鸡、猪业务收入占比，即公司 2024H1 鸡、猪业务收入于总收入中的占比分别为 88%、6%）

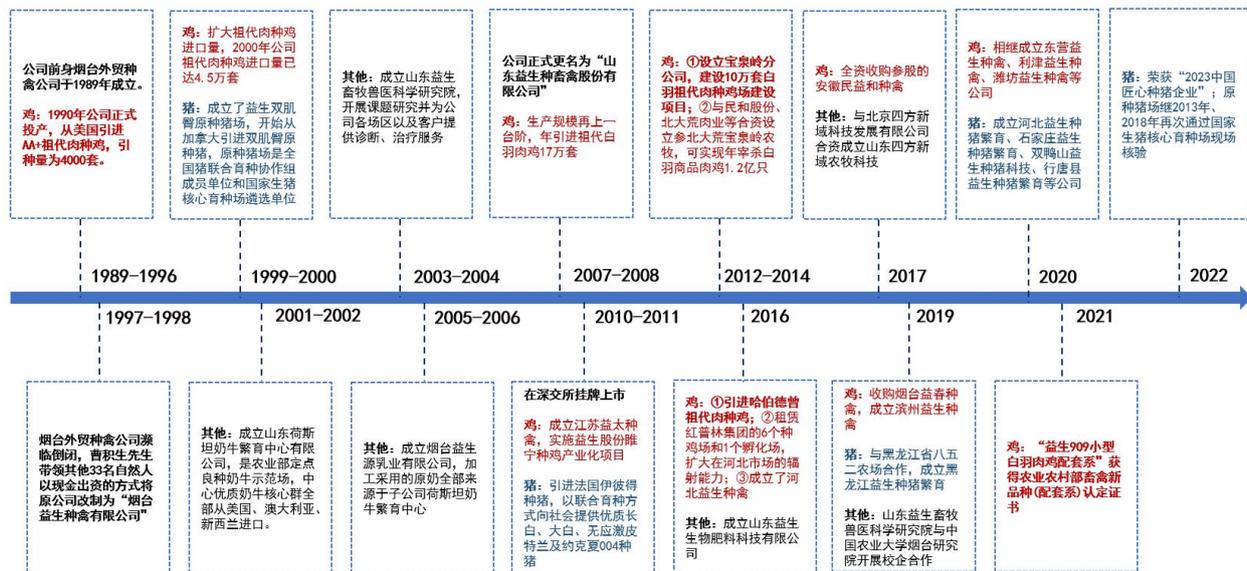
发展历程：立足产区，聚焦种苗，扩鸡辟猪

益生股份前身-烟台外贸种禽公司成立于 1989 年，此后公司立足山东、东北等重要畜禽产区，聚焦畜禽高代次种苗业务，依靠与海外头部育种公司建立深度合作关系推动业务规模持续扩张，目前已是国内最大的白羽肉鸡种苗销售企业、重要的种猪供应企业。

(1) 白羽肉鸡业务方面：1990 年正式投产后，引进 4000 套 AA+祖代肉种鸡，自此开启白羽肉鸡种苗业务发展，期间与安伟捷公司建立了长期合作关系，引种销售规模稳步扩张。2015 年，公司与哈伯德公司（后被安伟捷收购）开启战略合作，次年引入“哈伯德”曾祖代肉种鸡，并于 2018 年开始引入新一代“利丰”种鸡。截至 2023 年，公司白羽肉鸡父母代鸡苗年销量已达 1000 万套以上，商品代鸡苗销量已突破 6 亿羽，是国内目前最大的白羽肉鸡种苗饲养销售企业。

(2) 种猪业务方面：公司早在本世纪初便开始涉足原种猪领域，成立了益生双肌臀原种猪场，从加拿大引进双肌臀原种猪，此后公司于 2010-2011 年引进法国伊彼得种猪，以联合育种方式向社会提供优质长白、大白等优质种猪。2019 年公司正式提出“扩鸡辟猪”战略，种猪业务发展提速，相继在黑龙江、河北等多地完成种猪布局，种猪销售量目前正逐步进入释放期。

图2：益生股份自成立以来始终聚焦高代次畜禽种源业务



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：国内近70%的白羽肉鸡种禽产能位于山东和辽宁



资料来源：mysteel，国信证券经济研究所整理

图4：公司约80%收入来自山东和东北地区



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

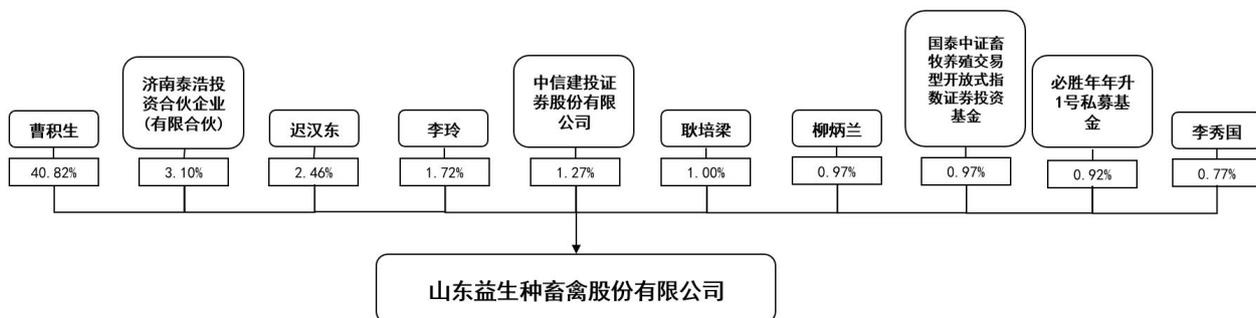
公司治理：股权结构清晰，重视员工激励

◆ 公司股权结构清晰，实控人持股比例较高

公司股权分布较为清晰集中，截至 2024 年 6 月 30 日，实控人、董事长曹积生先生直接持有公司 40.82% 股权。曹积生先生拥有丰富的产业经验，1982 年毕业于山东农学院牧医系兽医专业，1997-1998 年间在公司前身-烟台外贸种禽公司濒临倒

闭之际，带领其他 33 名自然人以现金出资的方式将原公司改制为烟台益生种禽有限公司。目前，曹积生先生任益生股份董事长，兼任中国兽医协会副会长、中国畜牧业协会白羽肉鸡分会会长、山东省畜牧协会会长等职务。

图5：公司股权分布较为清晰集中，实控人曹积生直接持股比例在 40%以上（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司重视员工激励，多次开展股权激励和员工持股计划

公司在经营过程中注重对高管及核心员工的激励，自 2010 年上市以来相继开展多次股票激励计划、员工持股计划。2024 年 6 月，公司发布最新的“2024 年员工持股计划”，并于次月完成股票购买，合计向曹积生先生等 10 名高管、不超过 305 位中层管理人员、核心技术（业务骨干）人员授予股份合计 105.79 万股，占总股本 0.10%，锁定期将于 2025 年 07 月 16 日届满。我们认为，公司激励计划的持续实施有利于调动高管及核心员工的积极性、创造性，进而为核心业务的持续高质量发展提供强力支撑。

表 1：公司重视员工激励，多次开展股权激励和员工持股计划

预案发布日	激励方式	股份总数（万股）	占授予时总股本比例	拟授予高管人数	拟授予中层管理人员、核心技术（业务）绩效考核要求人员人数	
2014/4/1	股票期权	1032.63	3.68%	4	104	全部行权/解锁：公司 2014/2015/2016 年归属于公司股东的扣除非经常性损益后的净利润不低于 0.15/0.40/1.00 亿元 部分行权/解锁：公司 2014/2015/2016 年归属于公司股东的扣除非经常性损益后的净利润不低于 0.05/0.25/0.60 亿元
	限制性股票	371.37	1.32%	4	32	
2017/3/8	股票期权	1700	5.10%	7	175	公司 2017/2018/2019 年扣除非经常性损益后的净利润不低于 1.1/1.2/1.3 亿元
2022/3/21	员工持股	120.46	0.12%	10	≤640	
2024/6/25	员工持股	105.79	0.10%	10	≤305	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

经营分析：销量稳步扩张，盈利随周期波动

受益于白羽肉鸡引种孵化规模扩张以及种猪等其他业务的拓展，公司营业收入整体保持增长趋势。2023 年，公司营业收入已达 32.25 亿元，自 2010 年上市以来的复合增速为 16.18%。具体分结构来看，鸡业务（包括白羽肉鸡父母代鸡苗、商品代鸡苗以及益生 909 鸡苗销售）贡献公司主要收入，2023 年为 29.80 亿元，于总收入中的占比在 90%以上。另外，猪/农牧设备/牛奶 2023 年收入分别为 0.53/0.99/0.61 亿元，占比仍较小。

图6: 公司营业收入随销量增长呈扩张趋势



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 益生股份营业收入构成情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

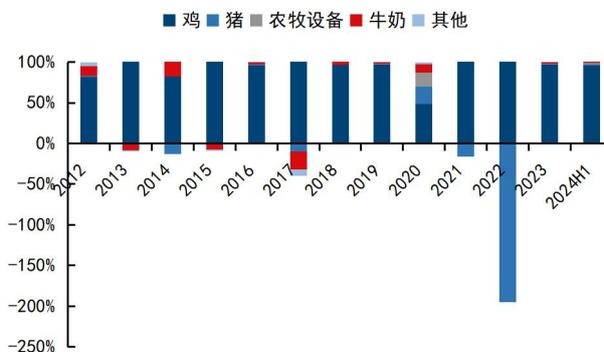
公司盈利表现受下游白羽肉鸡景气影响较大，波动较为明显。按结构来看，鸡业务是公司核心的盈利来源。2019年，受益上游产能仍未恢复、下游非洲猪瘟导致的蛋白缺口双重带动，公司白羽肉鸡父母代及商品代鸡苗价格上涨明显，带动当年归母净利润同比+500%至21.79亿元，净利率、ROE（摊薄）分别高达61%/60%。2020-2022年，受行业祖代引种及父母代产能快速恢复影响，公司鸡苗销售价格低迷，归母净利润低位徘徊，其中2022年亏损3.67亿元。2023年，上半年行业集中换羽导致短期鸡苗供给减量，景气有所改善，鸡苗价格及公司归母净利润同比恢复明显。

图8: 公司归母净利润随白羽肉鸡行情波动明显



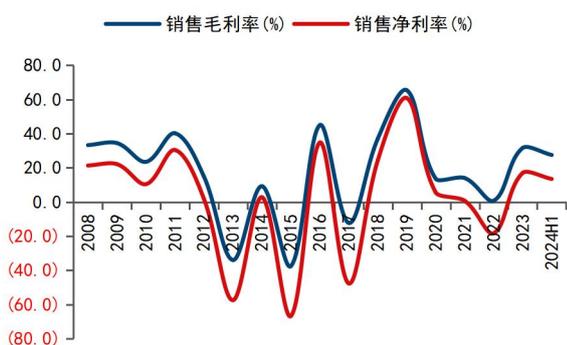
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 益生股份毛利润构成情况



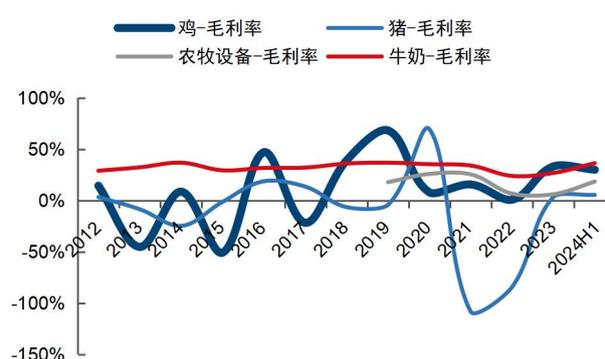
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10：公司利润率随白羽肉鸡行情波动明显



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

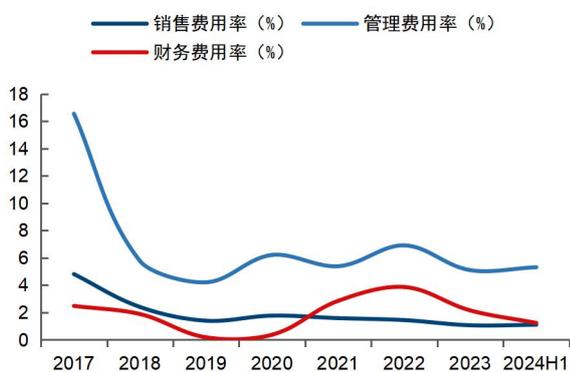
图11：公司鸡苗销售毛利率随白羽肉鸡行情波动



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

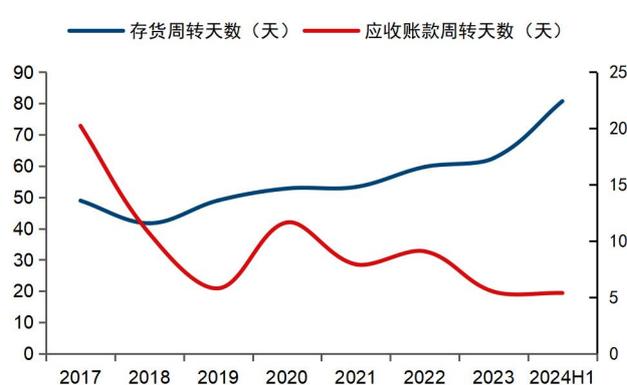
公司费用率近年较为平稳，销售回款速度维持较好水平。费用方面，除2022年行情极端低迷影响外，公司近年三费率水平整体较为平稳，2020-2023年销售费用率/管理费用率/财务费用率的平均值分别为1.46%/5.90%/2.30%。周转方面，存货周转天数受种猪业务占比提升影响有所放缓，2023年为62.5天，同比+5%；应收账款周转天数呈下降趋势，2023年为5.5天，同比-39%。

图12：公司费用率表现较为平稳



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：公司资产周转效率处于合理水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

白鸡行业：种苗为重要盈利环节，后续景气或逐步回暖

产业概况：国产种鸡上市正在冲击育种市场的双寡头格局

◆ 全球白羽肉鸡育种源于欧美，目前安伟捷、科宝两家独大

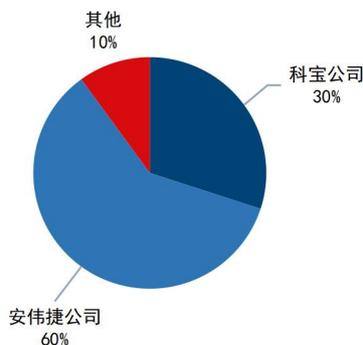
全球主流白羽肉鸡品种多是由白洛克鸡和科尼什鸡杂交选育而来，其中母系白洛克鸡最早由美国爱拔益加公司在 1940 年培育出来（科宝公司等公司后来也相继培育出自己的白洛克鸡品种），父系科尼什鸡则源自英国。目前海外已有 80 余年的白羽肉鸡育种历史，育种技术较为成熟，全球已形成由安伟捷公司（母公司为德国 EW 集团）、科宝公司（母公司为美国泰森食品）主导的双寡头市场。根据中国畜牧业协会禽业分会统计，当前全球祖代白羽肉种鸡 90% 以上的产能来自美国安伟捷公司、美国科宝公司。

表 2: 全球主要肉种鸡品种一览

名称	培育公司	特征
AA+	美国安伟捷集团	体型大，生长发育快，饲料转化率高，适应性强，育成历史较长，肉用性能优良
罗斯 308	美国安伟捷集团	体质健壮，成活率高，增重速度快，出肉率高。
科宝艾维茵	美国科宝公司	生长快，饲料报酬高，适应性与抗病力较强，全期成活率高
哈伯德利丰	法国哈伯德公司（2018 年被美国安伟捷集团）	产种蛋数及出雏数较高；肉鸡生长强健，料肉比低；鸡的体型较好；鸡肉产出率高；父母代种鸡与商品代肉鸡均易于饲养。

资料来源：百度百科，哈伯德官网，国信证券经济研究所整理

图 14: 全球祖代白羽肉种鸡 90% 以上的产能来自安伟捷公司、科宝公司



资料来源：中国畜牧业协会，国信证券经济研究所整理

◆ 国产白羽肉鸡种源迎来突破，国内占比快速提升，海外出口摩拳擦掌。

国内祖代白羽肉种鸡更新经历了从“祖代进口”到“海外品种祖代进口+海外品种曾祖代进口自繁”再到“海外品种祖代进口+海外品种曾祖代进口自繁+国产品种自繁”的演变。在白羽肉鸡产业发展初期，国内祖代白羽肉种鸡全部来自海外进口。然而海外引种极易受禽流感等突发事件的影响而出现受阻甚至中断情况，为了维持白羽肉鸡产业链的稳定，国内尝试引进海外品种的曾祖代白羽肉种鸡，目前美国科宝公司旗下品种已经在国内实现曾祖代白羽肉种鸡饲养。2021 年，国

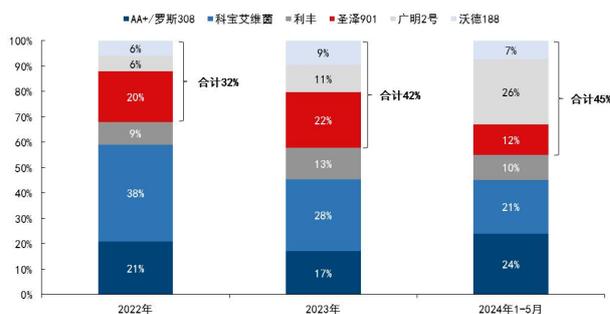
产新品种圣泽 901、广明 2 号、沃德 188 通过审定后，国内白羽肉鸡产业迎来国产种源补充，国产种源在祖代白羽肉鸡种鸡更新量中的占比目前正快速提升。参考中国畜牧业协会禽业分会和上海钢联统计数据，2023 年我国祖代白羽肉鸡种鸡更新量为 128 万羽，其中国产品种（圣泽 901+广明 2 号+沃德 188）合计占比已达 42%。除自用外，国产种鸡品种出口也在摩拳擦掌，2024 年 5 月，3500 套“圣泽 901”父母代种鸡雏正式发往非洲的坦桑尼亚，国产种鸡开始在国际市场崭露头角。

图 15: 海外引种极易受禽流感等突发事件而受阻



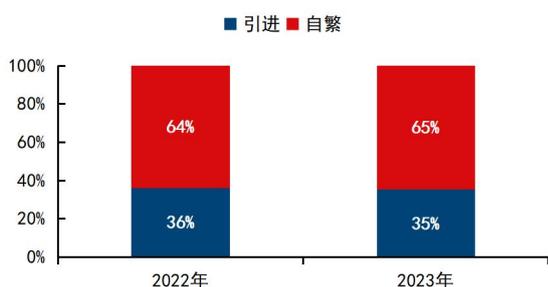
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 16: 全国祖代白羽肉种鸡更新结构（按品种）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 17: 全国祖代白羽肉种鸡更新结构（按引进方式）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图 18: 国产种鸡海外出口正摩拳擦掌



资料来源：圣农集团，国信证券经济研究所整理

产业特征：种苗环节集中度更高，产业利润分配呈倒三角特征

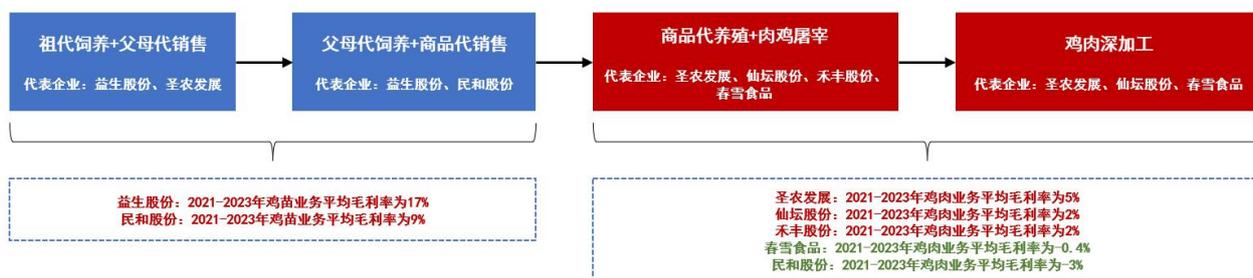
白羽肉鸡产业目前已具备较高的规模化程度且各环节集中度呈现为倒三角结构，即头部集中度程度自上及下递减。种苗环节中，龙头企业益生股份目前在国内祖代引种市场的市占率高达约 30%，在国内父母代鸡苗市场的市占率则约为 20%；屠宰加工环节中，龙头企业禾丰股份、圣农发展的市占率则分别为 10% 左右。受此特征影响，产业链中优质种苗企业在产业链利润分配中占有更强话语权，毛利率明显高于下游养殖及屠宰企业。

表3: 具备种苗布局的企业, 盈利表现通常更佳

证券代码	证券名称	毛利率 (%)				ROE (%)			
		2021	2022	2023	三年平均	2021	2022	2023	三年平均
002458.SZ	益生股份	13.9585	0.7111	31.6051	15.4249	0.9021	-12.4181	15.1003	1.1948
002299.SZ	圣农发展	8.7087	8.5693	10.5638	9.2806	4.6141	4.1419	6.5638	5.1066
002234.SZ	民和股份	18.0742	-7.4640	3.2788	4.6297	1.6565	-15.5899	-15.5740	-9.8358
002746.SZ	仙坛股份	1.6686	2.8987	3.8482	2.8052	1.8465	2.9010	5.0021	3.2499
605567.SH	春雪食品	8.8951	9.7655	5.1903	7.9503	7.1482	7.0758	-3.1315	3.6975
603609.SH	禾丰股份	5.3230	6.0115	3.9759	5.1035	1.7936	7.4963	-6.5780	0.9040
301116.SZ	益客食品	3.5477	2.9595	2.2128	2.9067	8.1017	3.0097	-9.2111	0.6334

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 白羽肉鸡产业上游种苗环节的盈利水平明显高于下游养殖屠宰环节



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

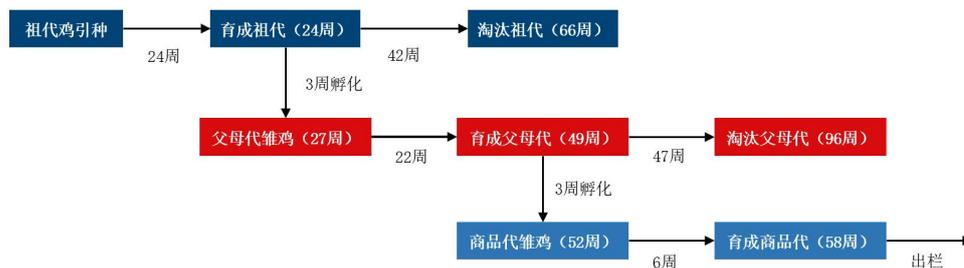
周期复盘: 禽流感、猪价是核心驱动, 种苗价格周期弹性更大

◆ 当期祖代引种会影响1年后肉鸡出栏量并持续约2年

从祖代白羽肉种鸡引种到第一批商品代白羽肉鸡出栏的时间通常为58周左右(约14个月)。白羽肉鸡从祖代白羽肉种鸡引种到首次产蛋的时间通常为24周, 父母代种蛋经过3周孵化即可育得首批父母代白羽肉雏鸡, 经过22周育雏便可产得首批商品代种蛋, 此后经过3周孵化和6周养殖即可实现首批商品代白羽肉鸡出栏, 因此从祖代白羽肉种鸡引种到第一批商品代白羽肉鸡出栏的时间通常为58周左右。

不考虑强制换羽操作, 从祖代白羽肉种鸡引种到最后一批商品代白羽肉鸡出栏的时间为147周左右(约34个月)。祖代白羽肉种鸡产蛋期通常为42周, 期间可以扩繁约60套父母代白羽肉种鸡, 父母代白羽肉种鸡的产蛋期通常为47周, 期间可以繁育约120羽商品代白羽肉鸡, 所以每套祖代白羽肉种鸡可以累计繁育约7200羽商品代白羽肉鸡, 即扩繁系数为1:7200。

图20: 白羽肉鸡产能传递图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 鸡价周期复盘: 禽流感 and 猪价是核心驱动

(2015年10月-2017年2月): 本轮周期的上行阶段主要由产能调减和猪价反转共同驱动。2014年白羽肉鸡联盟成立, 祖代更新量迎来拐点, 此后美国、法国等地相继出现禽流感暴发, 国内祖代白羽肉种鸡更新严重受阻, 叠加生猪价格反转带来的支撑, 白羽肉鸡价格在2015年10月开启上行走势。

(2017年2月-2021年10月): 受非洲猪瘟导致的超级猪周期驱动, 本轮白羽肉鸡价格周期强度空前, 持续时间也长达月57个月。供给侧受2015-2018年海外禽流感反复影响, 白鸡行业产能始终处于低位, 2019年受非洲猪瘟暴发导致的大规模产能去化影响, 国内猪价快速走高, 进而为白羽肉鸡价格提供了强支撑, 白羽肉鸡价格在2019年1月-2021年2月期间保持高位震荡。

图21: 2015-2017年国内白羽肉鸡及生猪价格复盘



资料来源: 博亚和讯、中国种猪信息网, 国信证券经济研究所整理

图22: 2017-2021年国内白羽肉鸡及生猪价格复盘



资料来源: 博亚和讯、中国种猪信息网, 国信证券经济研究所整理

综合分析 2011 年以来的商品代肉鸡和鸡苗价格, 我们可以发现白羽肉鸡周期具备两个重要规律:

(1) 祖代引种变动主导鸡苗和肉鸡价格长期变动趋势, 禽流感是主要触发因子, 价格拐点大约出现在引种下滑或扩张的后一年, 同时受种鸡换羽、需求侧变动等因素影响, 大周期中通常嵌套多个小周期。

(2) 鸡肉作为国内第二大消费肉类, 具备较强的猪肉消费替代属性, 在鸡肉消费真正超过猪肉消费前, 大周期往往体现为猪鸡联动。

表4: 白羽肉鸡行情复盘

时间区间	时间长度	肉鸡波峰价格 (元/公斤)	肉鸡波谷价格 (元/公斤)	核心驱动因素
2012年2月-2013年4月	约15个月	9.91	6.78	(1) 上行阶段: 西餐快餐发展; (2) 下行阶段: 速生鸡事件+H7N9 疫情暴发。
2013年4月-2015年10月	约31个月	10.41	5.29	(1) 上行阶段: H7N9 疫情防控成功; (2) 下行阶段: 产能过剩&经济增速放缓。
2015年10月-2017年2月	约17个月	9.74	4.21	(1) 上行阶段: 白羽肉鸡联盟成立&海外禽流感暴发&猪价反转上行; (2) 下行阶段: 大规模强制换羽&猪价持续下行。
2017年2月-2021年10月	约57个月	13.12	6.77	(1) 上行阶段: 海外禽流感&超级猪周期; (2) 下行阶段: 产能恢复&猪价快速下行。

资料来源: 博亚和讯, 国信证券经济研究所整理

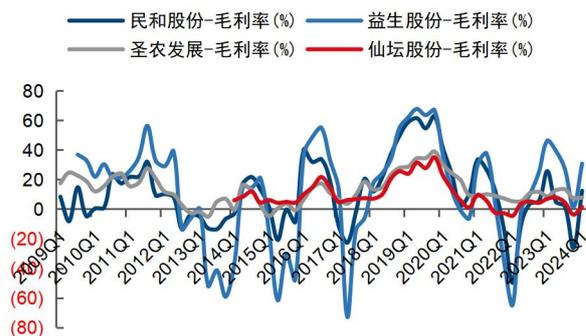
选股思考: 种苗弹性优于屠宰加工

从行业层面来看, 肉鸡和鸡苗价格变动趋势基本一致, 但鸡苗端格局更集中且具备即产即销属性, 因此价格波动幅度明显大于肉鸡。从个股层面来看, 以益生股份为代表的鸡苗销售企业的毛利率波动幅度要明显大于以圣农发展为代表的屠宰加工企业。因此从周期视角出发, 种苗销售企业的业绩和股价弹性明显大于屠宰加工企业, 在景气上行的行情中可以给予种苗销售企业更高仓位。

图23: 鸡苗价格波动幅度明显高于肉鸡价格



图24: 种苗企业的业绩弹性明显大于屠宰加工企业



资料来源: 博亚和讯、中国种猪信息网, 国信证券经济研究所整理

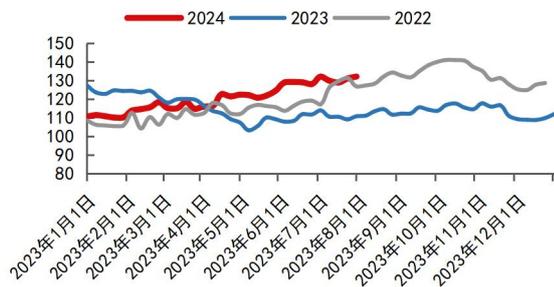
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

行情展望: 猪周期进入右侧, 有望同步带动白羽肉鸡产业景气

◆ 受海外疫情扰动影响, 国内禽供给短期偏紧

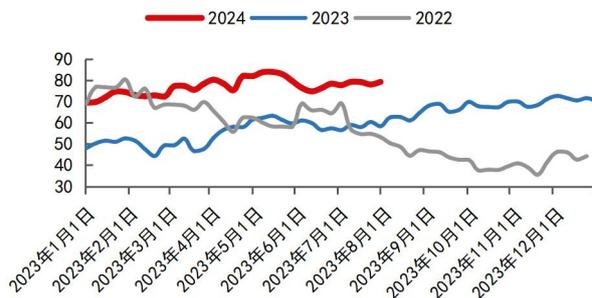
据中国畜牧业协会禽业分会统计, 截至8月4日, 国内父母代种鸡(在产+后备)存栏量为3760万套, 较去年同期减少0.91%, 其中在产父母代种鸡存栏为2104万套, 较去年同期减少5.61%。考虑到品种结构调整和前期换羽影响, 行业实际供雏能力可能同比下降更加明显, 下半年白羽肉鸡供给预计同比偏紧。

图25: 白羽肉鸡祖代鸡存栏（在产）



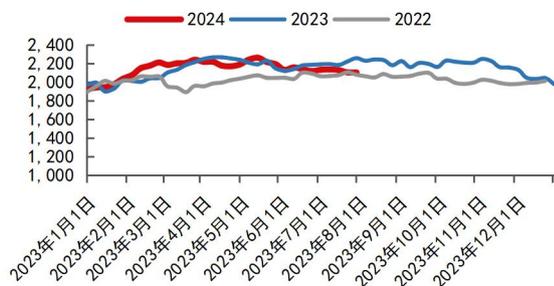
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图26: 白羽肉鸡祖代鸡存栏（后备）



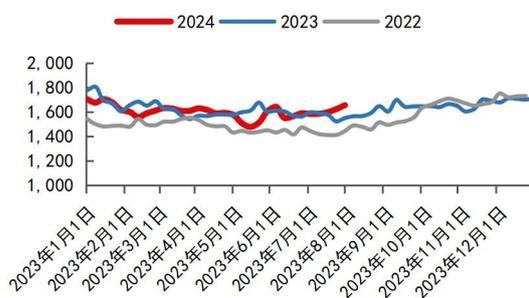
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图27: 白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图28: 白羽肉鸡父母代鸡存栏（后备）



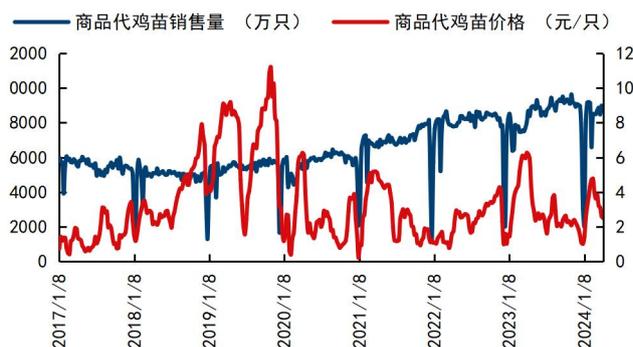
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图29: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图30: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

◆ 当前猪周期步入右侧，有望同步带动白羽肉鸡产业景气

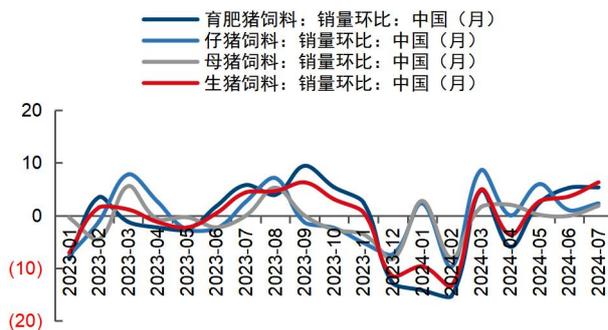
产能方面，2022年12月以来，受猪价持续低迷影响，养殖环节持续亏损，叠加疫病扰动，能繁母猪存栏呈调减趋势。截至2024年7月末，国内能繁母猪存栏数量为4041万头，同比减少6.01%。价格方面，受产能调减和2023年末北方疫病影响，生猪价格在春节后呈现淡季不淡特征，基于产能去化情况判断，我们认为后续猪价有望保持涨势，后续有望同步带动白羽肉鸡消费量和价格提升。

图31：2024年7月末能繁母猪存栏同比减少5%



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图32：国内猪料销量年初环比减量明显



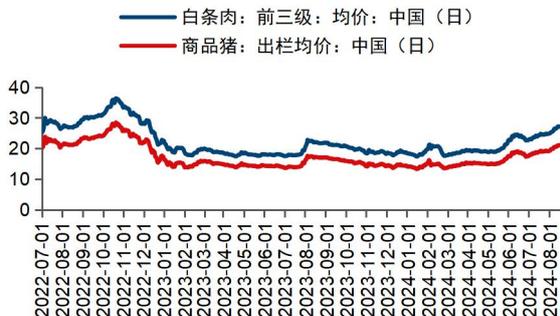
资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图33：新生仔猪数量自2023年9月以来环比减少明显



资料来源：中国畜牧业协会，国信证券经济研究所整理

图34：生猪价格近期偏强运行



资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

公司看点：鸡苗销售溢价明显，种猪业务逐步放量

种鸡性能优秀，鸡苗质量领先，销售溢价明显

◆ 与头部育种公司建立长期合作关系，鸡苗销量稳步增长，国内市占率领先

从生产端来看，公司自成立以来便与安伟捷公司建立了较为长期稳固的合作关系，确保了种源的稳定供应和销售规模的持续增长。2015年以前，公司以安伟捷公司的AA+作为核心引进品种，年引种量从成立之初的4000套增至2009年的27.55万套，约占国内引种份额的30%。2015年，益生股份与哈伯德公司（已于2017年被安伟捷收购）正式建立战略合作关系，并于次年引进“哈伯德”种鸡，于2018年开始引种哈伯德公司的新一代种鸡“利丰”。长期稳固的合作关系确保了公司在祖代肉种鸡引种领域始终占据领先市场地位，进而推动白羽肉鸡种鸡销量维持增长。2023年，公司白羽肉鸡父母代及商品代鸡苗的合计销量已达6.45亿羽，2011-2023年的复合增速接近20%。

图35：公司白羽肉鸡苗年销量已突破6亿羽，约占国内总销量的1/10



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ “品种优势&种源净化&规模优势”铸就终端销售溢价

从销售端来看，依靠品种、质量、规模三重优势，公司父母代及商品代鸡苗均具备明显销售溢价。（1）品种方面：公司引进的“利丰”新品系白羽肉鸡，无论是在产蛋率还是料肉比方面，都有明显的竞争优势，且抗病力强，成活率高，广受下游养户认可。（2）生产方面：公司近年以主要垂直传播性疫病的净化防控为核心，大力实施种源净化战略，持续在祖代种鸡场、父母代种鸡场开展禽白血病、鸡白痢、鸡滑液囊支原体、鸡败血支原体的疫病净化工作，有效提升了公司种鸡雏及商品鸡雏的质量。（3）销售方面：公司作为国内最大的白羽肉鸡种苗企业，可依靠批量供应能力抓取下游规模化养殖企业。综合三方面优势，同时受2022年以来海外品种供给受限影响，公司2023年以来的父母代鸡苗销售价格相较行业销售均价享有约10元/套的溢价；商品代鸡苗2023年以来的销售价格相较行业销售均价享有大概1.0-1.5元/羽的溢价。

图36：“利丰”是目前公司核心的在营白羽肉鸡品种



Hubbard 利丰父母代种鸡

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图37：“利丰”种鸡生产性能处于全球领先水平

利丰父母代种鸡生产性能指标	
饲养期（周龄）	64
入舍母鸡累计产蛋数（枚）	185.1
入舍母鸡累计产合格蛋数（枚）	177.8
入舍母鸡总产健雏数（只）	150.3
平均孵化率%	84.5
5%产蛋率（周龄）	25
周高峰产蛋率%	88.4
25w 体重（克）	3140
母鸡 64w 饲养期末体重（克）	4120
育雏育成期死亡率%	≤4
产蛋期死亡率%	≤8
24 周末所耗饲料（KG）	11.25
25-64 周所耗饲料（KG）	44.11
耗料/100 只雏鸡（KG）	36.9
耗料/100 枚种蛋（KG）	31.1

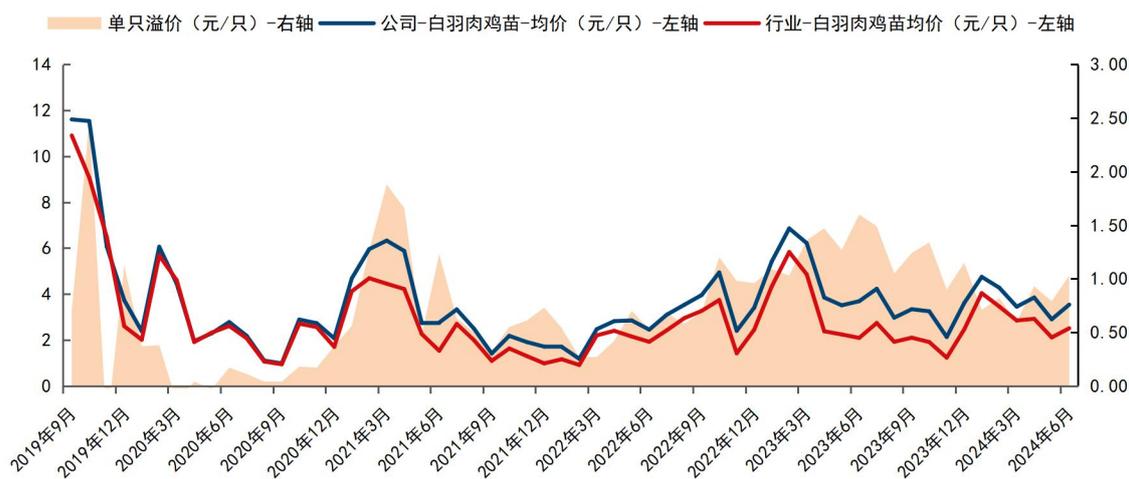
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表5：公司 2024 年以来的父母代鸡苗价格相较行业均价享有溢价

月份	AA+/罗斯 308		利丰		科宝		行业平均
	报价	成交价	报价	成交价	报价	成交价	成交价
1 月	45	35-45	43	35-40	38	25-35	37.4
2 月	45	35-45	43	35	38	25-35	35.19
3 月	45-50	25-45	45	30-40	38	25-35	35.4
4 月	45-50	38-42	45	40	35	30	35.38
5 月	45-50	43-48	45	40	30-35	30	37.95
6 月	60	55-58	55	52	35-50	25-45	43.04

资料来源：钢联数据，国信证券经济研究所整理

图38：公司白羽肉鸡苗销售均价明显高于行业平均水平

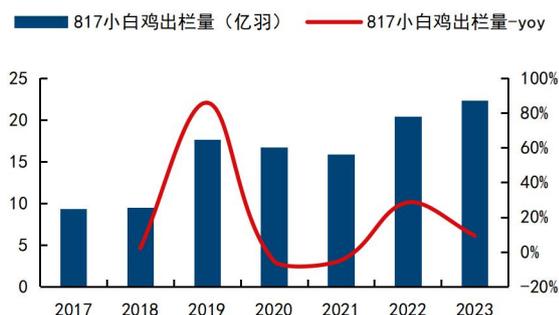


资料来源：公司销售简报，钢联数据，国信证券经济研究所整理

小白鸡品种推向市场，长期市场空间广阔

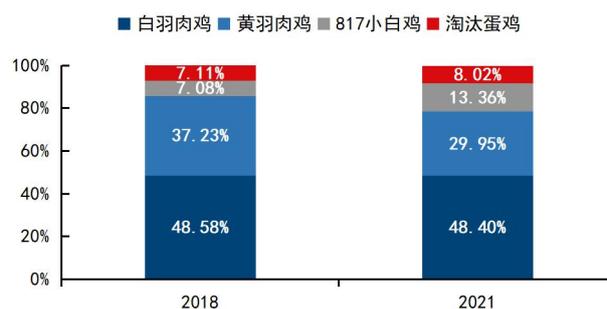
国产小白鸡市场近年发展迅速。817肉杂鸡最初凭借体型小、肉质优在扒鸡等传统中式餐饮中得到广泛应用，而近年在黄羽肉鸡活杀市场受限、冰鲜化发展趋势下，小白鸡品种正凭借既可活杀又可走白条屠宰的优势替代部分快速鸡需求，同时正依靠低成本优势在预制菜领域也占得重要市场。参考中国畜牧业协会统计，2023年国内817肉杂鸡出栏量已达22.32亿只，较2018年出栏量已实现翻倍，未来在连锁餐饮发展和低成本诉求推动下，小白鸡消费规模有望继续保持增长。

图39：817肉杂鸡出栏量2019年以来扩张明显



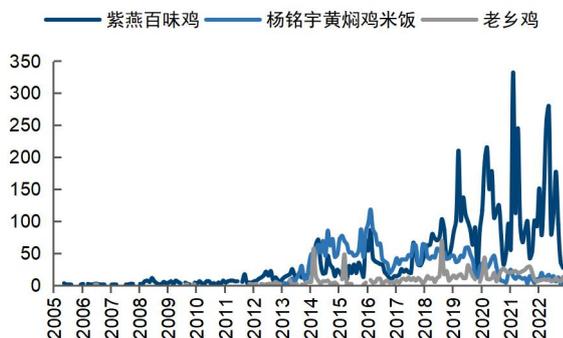
资料来源：中国畜牧业协会，国信证券经济研究所整理

图40：国内鸡肉产量结构情况



资料来源：中国畜牧业协会，国信证券经济研究所整理

图41：鸡肉类中式快餐品牌近年开店节奏明显加快



资料来源：窄门宽眼，国信证券经济研究所整理

图42：2025年国内餐饮行业市场规模有望突破5万亿元



资料来源：国家统计局，艾媒数据中心，国信证券经济研究所整理

公司自有小白鸡品种正快速推向市场，相较817肉杂鸡具备明显销售溢价。2021年12月，公司自研的“益生909小型白羽肉鸡配套系”获得农业农村部畜禽新品种(配套系)认定证书并于2022年开始上市销售。参考公司介绍，益生909和其他小白鸡品种一样，适合平养、笼养多种饲养方式，既可以走活鸡，也可以杀白条鸡。而相比于现有市场主流的817肉杂鸡，益生909还具备四个优势：（1）产品经过多个代次的系统选育；（2）增重速度比817快，料肉比更低；（3）益生909边选育边净化，对垂直传播疾病净化得比较彻底，所以雏鸡健康，成活率更高；（4）综合养殖效益高。具体从鸡苗销售表现来看，2023年益生909鸡苗的销售均价约比817肉杂鸡鸡苗高0.6-0.7元/羽；2024年1-7月益生909鸡苗的销售

均价约比 817 肉杂鸡鸡苗高 0.5-0.6 元/羽。

图 43: 公司自研的“益生 909 小型白羽肉鸡配套系”于 2021 年通过农业农村部审定并于 2022 年上市销售



益生909 父母代种鸡

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 44: 益生 909 生产性能处于行业领先水平

项目指标	周 龄			
	40	50	60	70
母鸡体重(克)	2380	2412	2432	2452
采食量(克)	123	123	121	120
累积存活率(%)	95	93	92	90
蛋重(克)	64.5	64.6	64.8	65
入舍产蛋数(个)	121	180	235	286
入舍产种蛋数(个)	114	171	225	274
入舍雏数(只)	96	144	188	230

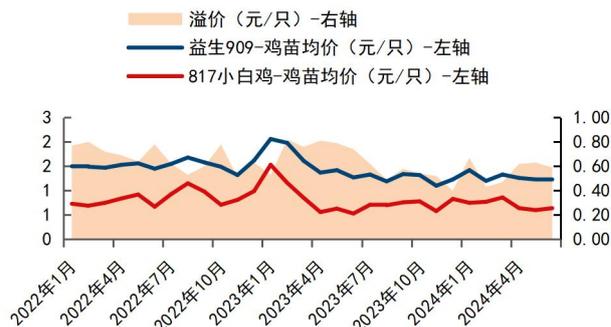
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 45: 公司益生 909 鸡苗年销量已接近 8000 万只



资料来源: 公司销售简报, 国信证券经济研究所整理

图 46: 益生 909 鸡苗销售价格明显高于 817 小白鸡鸡苗



资料来源: 公司销售简报, 钢联数据, 国信证券经济研究所整理

种猪年内开始放量, 有望提供新增长点

公司近年加大种猪业务开辟, 销售量逐步开始释放。公司已涉足种猪繁育领域二十余年, 早在本世纪初便开始涉足原种猪领域, 2013 年自有种猪场首次被评为“国家生猪核心育种场”, 繁育规模及品种性能得到认可。2019 年, 公司正式提出“扩鸡辟猪”战略, 在扩大白羽肉鸡种苗销售规模的同时, 开始加大种猪业务投资。2019 年, 公司与黑龙江省八五二农场签订合作协议, 成立黑龙江益生种猪繁育有限公司, 此后又通过定增募资等多种方式相继在河北、山西等多个省份开展布局。2023 年公司种猪产能开始逐步投产释放, 2024 年原种猪及二元种猪总产能预计已达 4 万头, 2024 年 1-7 月份种猪销量已达 9003 头, 较上年同期增加 625%。未来随产能市场和下游养殖行情回暖, 公司种猪业务有望为贡献新的业绩增长点。

表6: 公司大白种猪总产仔数于国内核心种猪场中处于领先水平 (2022 年度数据)

排名	单位名称	分娩记录	总产仔数
1	广西扬翔农牧有限责任公司	1,289	16.7
2	湖南美神育种有限公司	1,864	16.16
3	福建华天农牧生态股份有限公司	3,218	16.03
4	广西柯新源原种猪有限责任公司	1,900	16.02
5	山东益生种畜禽股份有限公司	1,327	15.92
6	自贡德康畜牧有限公司	1,607	15.53
7	牧原食品股份有限公司	4,065	15.46
8	佳和农牧股份有限公司汨罗分公司	4,251	15.43
9	江西省原种猪场有限公司吉安分公司	3,733	15.3
10	犍为巨星农牧科技有限公司	991	15.12

资料来源: 全国畜禽遗传改良计划小组办公室, 国信证券经济研究所整理

图47: 公司 2024 年 1-7 月种猪销量同比+625%



资料来源: 公司销售简报, 国信证券经济研究所整理

图48: 公司 2024 年 1-7 月种猪销售收入同比+388%



资料来源: 公司销售简报, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

鸡业务：销量方面，受 2022 年引种断档影响，公司 2024 年白羽肉鸡鸡苗销量预计同比减少，此后受引种逐步恢复影响，鸡苗销量预计重回增长；单价方面，2024H1 景气低迷预计导致全年均价下滑，此后受供给减量、猪价上涨带动，价格有望回暖。最终我们预计公司鸡业务 2024-2026 年营收为 28.3/35.2/34.9 亿元，同比增速为-5.1%/24.4%/-0.9%；2024-2026 年毛利率为 31.7%/39.5%/36.1%。

猪业务：产能释放预计带动销量增长，猪周期景气上行预计带动 2024-2025 年售价改善。最终我们预计公司猪业务 2024-2026 年营收为 1.0/1.5/1.8 亿元，2024-2026 年毛利率为 10.0%/11.0%/10.5%。

其他业务：公司其他业务主要为农牧设备和牛奶，参考历史表现，我们预计公司其他业务 2024-2026 年营收为 2.2/2.6/3.0 亿元，毛利率为 13.0%/15.5%/16.0%。

综上所述，预计 2024-2026 年的营收分别为 31.5/39.3/39.7 亿元，同比增速为-2.3%/24.7%/1.0%，毛利率 29.7%/36.8%/33.4%，毛利为 9.4/14.5/13.3 亿元。

表7：益生股份业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
鸡业务						
收入（亿元）	18.77	18.96	29.80	28.29	35.19	34.89
增速	30.75%	1.00%	57.17%	-5.06%	24.39%	-0.87%
毛利（亿元）	2.93	0.16	9.91	8.97	13.89	12.58
毛利率	15.63%	0.82%	33.26%	31.72%	39.46%	36.05%
猪业务						
收入（亿元）	0.42	0.35	0.53	1.00	1.50	1.75
增速	-41.79%	-18.23%	53.21%	87.96%	50.00%	16.67%
毛利（亿元）	-0.46	-0.29	0.02	0.10	0.17	0.18
毛利率	-108.33%	-84.33%	3.53%	10.00%	11.00%	10.50%
其他业务						
收入（亿元）	1.70	1.81	1.92	2.20	2.59	3.03
增速	-29.74%	6.44%	5.67%	15.00%	17.50%	17.00%
毛利（亿元）	0.44	0.29	0.26	0.29	0.40	0.48
毛利率	26.03%	15.88%	13.62%	13.00%	15.50%	16.00%
合计						
总营收（亿元）	20.90	21.12	32.25	31.50	39.28	39.66
增速	19.35%	1.06%	52.68%	-2.33%	24.72%	0.97%
毛利（亿元）	2.92	0.15	10.19	9.36	14.45	13.25
毛利率	13.96%	0.71%	31.61%	29.72%	36.80%	33.39%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表8: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3225	3150	3928	3966
营业成本	2206	2213	2483	2642
销售费用	34	43	50	49
管理费用	164	163	200	202
研发费用	111	110	134	137
财务费用	69	15	(1)	(23)
营业利润	551	566	1017	913
利润总额	543	562	1013	908
归属于母公司净利润	541	502	904	810
EPS	0.49	0.45	0.82	0.73
ROE	12.23%	10.52%	16.72%	13.56%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2024-2026 年收入分别为 31.5/39.3/39.7 亿元, 归属母公司净利润 5.0/9.0/8.1 亿元, 利润年增速分别为-7.2%/80.1%/-10.4%。每股收益 2024-2026 年分别为 0.45/0.82/0.73 元。

盈利预测的敏感性分析

表9: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,112	3,225	3,148	3,945	3,985
(+/-%)	1.0%	52.7%	-2.4%	25.3%	1.0%
净利润(百万元)	-367	541	560	976	886
(+/-%)	-1390.0%	247.3%	3.5%	74.3%	-9.2%
摊薄 EPS	-0.37	0.49	0.51	0.88	0.80
中性预测					
营业收入(百万元)	2,112	3,225	3,150	3,928	3,966
(+/-%)	1.0%	52.7%	-2.3%	24.7%	1.0%
净利润(百万元)	-367	541	502	904	810
(+/-%)	-1390.0%	247.3%	-7.2%	80.1%	-10.4%
摊薄 EPS(元)	-0.37	0.49	0.45	0.82	0.73
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,112	3,225	3,151	3,911	3,948
(+/-%)	1.0%	52.7%	-2.3%	24.1%	0.9%
净利润(百万元)	-367	541	444	833	735
(+/-%)	-1390.0%	247.3%	-17.9%	87.5%	-11.7%
摊薄 EPS	-0.37	0.49	0.40	0.75	0.66
总股本(百万股)	993	1,106	1,106	1,106	1,106

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 11.8-12.7 元，给予“优于大市”评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：11.9-12.7 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表 10：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	19.35%	1.04%	52.71%	-2.33%	24.72%	0.97%	10.00%	7.50%
营业成本/营业收入	86.04%	99.29%	68.39%	70.28%	63.20%	66.61%	66.69%	65.50%
管理费用/营业收入	5.16%	6.62%	4.90%	5.00%	4.95%	4.95%	4.97%	4.96%
研发费用/营业收入	2.52%	4.53%	3.44%	3.50%	3.40%	3.44%	3.45%	3.43%
销售费用/销售收入	1.58%	1.44%	1.06%	1.36%	1.28%	1.23%	1.29%	1.27%
营业税及附加/营业收入	0.29%	0.29%	0.21%	0.26%	0.25%	0.24%	0.25%	0.25%
所得税税率	29.17%	0.17%	-0.84%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
股利分配比率	203.22%	-17.06%	8.64%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表 11：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.3	T	9.50%
无风险利率	2.30%	Ka	11.40%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.42
公司股价（元）	8.07	Ke	12.25%
发行在外股数（百万）	1106	E/(D+E)	90.60%
股票市值(E, 百万元)	8929	D/(D+E)	9.40%
债务总额(D, 百万元)	927	WACC	11.55%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

表 12：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		11.2%	11.4%	11.55%	11.8%	12.0%
永续增长率变化	2.4%	13.19	12.87	12.56	12.27	11.99
	2.2%	13.03	12.72	12.43	12.14	11.87
	2.0%	12.89	12.58	12.30	12.02	11.75
	1.8%	12.74	12.45	12.17	11.90	11.64
	1.6%	12.61	12.32	12.05	11.79	11.53

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：11.8-12.7 元

我们预计益生股份 2024-2026 年 EPS 分别为 0.45/0.82/0.73 元，主要选取与公司同行业公司进行比较，分别为民和股份、圣农发展，采用 PE 法估值：

(1) **民和股份**：公司主要从事父母代肉种鸡养殖、商品代雏鸡孵化销售、商品代肉鸡养殖与屠宰、鸡肉产品加工销售。2023 年，公司雏鸡/鸡肉制品收入分别为 7.49/11.15 亿元，于总收入中占比分别为 36.10%/53.75%，与益生股份业务具有参照性。

(2) **圣农发展**：公司业务覆盖白羽肉鸡产业链“曾祖代—祖代—父母代—商品代 肉鸡—肉鸡养殖屠宰加工”的全环节，与益生股份业务具有一定参照性。

上述可比公司中，民和股份在种苗端并无祖代种鸡布局且有约一半收入来自下游屠宰环节，因此经营壁垒和盈利表现难及益生股份和圣农发展，估值水平预计明显低于二者；而圣农发展虽已打通上游种苗端布局，但种苗产出仍以自用为主，公司核心收入仍来自养殖和屠宰加工环节，整体盈利水平和弹性难及专注种苗业务的益生股份，因此周期上行阶段的估值水平预计低于益生股份。

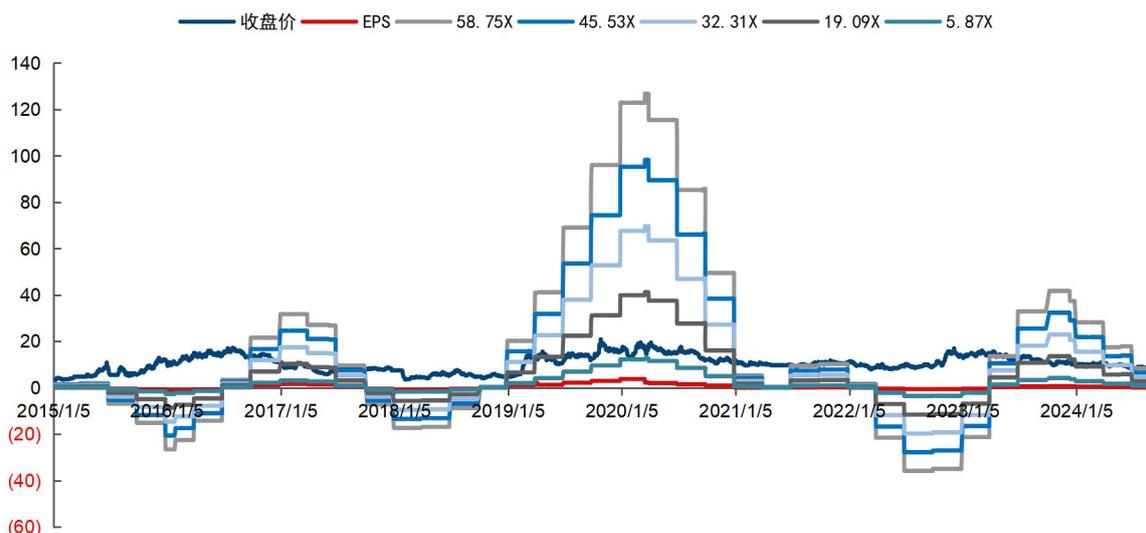
综合上述分析，并结合公司历史 PE 表现，我们预计益生股份 2024 年 PE 水平应为 26-28x，对应公司股票合理估值区间为 11.79-12.70 元。

表 13: 益生股份同类公司估值比较

代码	简称	收盘价 (9月11日)	EPS (元)			PE			主要业务
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002234.SZ	民和股份	7.62	(1.04)	0.77	0.64	(7)	10	12	白羽肉鸡种苗销售、养殖、屠宰加工等
002299.SZ	圣农发展	11.16	0.48	0.85	0.97	23	13	11	白羽肉鸡育种、养殖、屠宰加工等
002458.SZ	益生股份	7.82	0.45	0.82	0.73	18	10	11	畜禽种苗销售等

资料来源：WIND、国信证券经济研究所（注：民和股份盈利预测参考 Wind 一致预测）

图 49: 益生股份历史股价及 PE 区间



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

投资建议

综合上述几个方面的估值,我们认为公司股票合理估值区间在 11.8-12.7 元之间,相较当前股价约有 50-60%溢价,维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在11.8-12.7元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.3%、风险溢价7.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:相对估值时我们给予公司估值溢价,假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期,可能会造成估值下修的风险。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年鸡苗销量以及行业景气的预测,都加入了很多个人的判断:

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长-2.3%/24.7%/1.0%,其受到我们对鸡业务收入预期的影响较大,可能存在对公司鸡苗销量及价格的预期偏乐观,进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利分别为29.7%/36.8%/33.4%,可能存在对公司畜禽种苗销售价格估计偏高,成本估计偏低,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受畜禽行情的影响较大,我们针对公司鸡业务和猪业务的价格和盈利的预期可能过于乐观,从而存在高估未来3年业绩的风险。

经营风险

◆ 国内发生禽类疫病风险

禽流感等疫病在暴发期间,可能导致公司养殖的种鸡大量死亡,进而令公司鸡苗销量短期出现大幅下滑。同时禽流感暴发也会对广大民众的消费心理有较大负面影响,导致市场对鸡苗的需求萎缩,从而影响公司的收入和利润。

◆ 海外禽流感导致引种中断的风险

受海外禽流感疫情影响,目前公司引进的“利丰”种鸡只能从美国的俄克拉荷马州引进,若后续俄克拉荷马州发生商业鸡群感染,公司引种可能面临全面中断风险,进而限制主营业务开展,导致收入大幅下滑。

◆ 饲料原材料价格大幅波动风险

玉米、豆粕等饲料原料是公司畜禽种苗业务成本的重要构成项目，如果受国内外供给紧张和极端天气影响存在价格大幅上涨情况，会冲击当期利润。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	449	909	1329	2522	3451	营业收入	2112	3225	3150	3928	3966
应收款项	87	69	104	125	114	营业成本	2097	2206	2213	2483	2642
存货净额	343	415	351	409	447	营业税金及附加	6	7	8	10	10
其他流动资产	56	62	73	90	87	销售费用	30	34	43	50	49
流动资产合计	935	1456	1858	3147	4098	管理费用	146	164	163	200	202
固定资产	3784	3987	3965	3717	3392	研发费用	96	111	110	134	137
无形资产及其他	138	133	129	124	120	财务费用	81	69	15	(1)	(23)
投资性房地产	792	763	763	763	763	投资收益	(31)	(46)	(32)	(36)	(38)
长期股权投资	285	235	235	235	235	资产减值及公允价值变动	11	33	0	0	0
资产总计	5934	6575	6949	7987	8610	其他收入	(118)	(182)	(110)	(134)	(137)
短期借款及交易性金融负债	1602	845	826	1030	1040	营业利润	(387)	551	566	1017	913
应付款项	771	675	643	772	794	营业外净收支	(0)	(7)	(3)	(4)	(5)
其他流动负债	206	190	195	215	233	利润总额	(388)	543	562	1013	908
流动负债合计	2578	1710	1664	2017	2066	所得税费用	(1)	(5)	53	96	86
长期借款及应付债券	167	101	101	101	101	少数股东损益	(20)	7	7	13	12
其他长期负债	337	225	290	333	331	归属于母公司净利润	(367)	541	502	904	810
长期负债合计	504	326	391	434	432	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3083	2037	2055	2451	2498	净利润	(367)	541	502	904	810
少数股东权益	110	117	122	131	139	资产减值准备	18	28	4	(2)	(4)
股东权益	2741	4421	4773	5405	5972	折旧摊销	259	285	391	421	434
负债和股东权益总计	5934	6575	6949	7987	8610	公允价值变动损失	(11)	(33)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	81	69	15	(1)	(23)
每股收益	(0.37)	0.49	0.45	0.82	0.73	营运资本变动	481	(229)	61	93	11
每股红利	0.06	0.04	0.14	0.25	0.22	其它	(41)	(22)	1	11	12
每股净资产	2.76	4.00	4.31	4.89	5.40	经营活动现金流	339	570	958	1427	1263
ROIC	-7.64%	13.48%	10%	19%	18%	资本开支	0	(542)	(368)	(168)	(101)
ROE	-13.39%	12.23%	10.52%	16.72%	13.56%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	1%	32%	30%	37%	33%	投资活动现金流	31	(492)	(368)	(168)	(101)
EBIT Margin	-12%	22%	19%	27%	23%	权益性融资	0	1142	0	0	0
EBITDA Margin	-0%	31%	32%	38%	34%	负债净变化	(203)	(66)	0	0	0
收入增长	1%	53%	-2%	25%	1%	支付股利、利息	(63)	(47)	(151)	(271)	(243)
净利润增长率	-1390%	247%	-7%	80%	-10%	其它融资现金流	197	(534)	(20)	204	10
资产负债率	54%	33%	31%	32%	31%	融资活动现金流	(334)	383	(170)	(67)	(233)
股息率	0.7%	0.5%	1.7%	3.0%	2.7%	现金净变动	37	460	420	1192	929
P/E	(21.8)	16.5	17.8	9.9	11.0	货币资金的期初余额	413	449	909	1329	2522
P/B	2.9	2.0	1.9	1.7	1.5	货币资金的期末余额	449	909	1329	2522	3451
EV/EBITDA	(3097.2)	11.1	11.0	7.7	8.4	企业自由现金流	0	223	638	1299	1183
						权益自由现金流	0	(377)	604	1504	1214

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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提及的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