

非金融公司 | 公司深度 | 益生股份 (002458)

# 白鸡祖代龙头，综合优势显著



## 报告要点

种鸡龙头优势显著。①市占率高：公司祖代白羽肉种鸡市场占有率约占国内市场份额的 1/3，商品代鸡苗市场占有率约占国内市场份额的 1/10，龙头地位稳固。②竞争力强：公司引进的利丰新品系白羽肉鸡在产蛋率、料肉比等方面有较明显的竞争优势，父母代及商品代环节均有溢价。③供应链相对稳定：受美国禽流感 and 航班通航影响，我国祖代肉种鸡进口量较前几年下降；在此期间公司引种节奏相对连续。

## 分析师及联系人



王明琦



马鹏

SAC: S0590524040003 SAC: S0590524050001

## 益生股份(002458)

# 白鸡祖代龙头，综合优势显著

行业：农林牧渔/养殖业  
 投资评级：增持（首次）  
 当前价格：8.05 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,106.41/748.87  
 流通A股市值(百万元) 6,028.39  
 每股净资产(元) 3.95  
 资产负债率(%) 29.88  
 一年内最高/最低(元) 12.39/7.74

### 股价相对走势



### 相关报告



扫码查看更多

### 投资要点

#### 海外父母代鸡苗价格有望维持高景气

2024年上半年国内祖代鸡更新量达71万套（同比+18.46%）。根据Mysteel统计，AA+/罗斯308祖代引种占比28.35%，利丰占比10.14%。中国畜牧业协会禽业分会数据显示，2024年1-6月父母代鸡苗销售均价约38元/套。公司父母代鸡苗业务具备质量优势和规模优势，8月份公司父母代苗报价70元/套。展望后市，海外引种仍处相对紧平衡状态，安伟捷品种父母代苗价格或将表现高景气。

#### 公司种鸡业务优势显著

种鸡龙头优势显著。①市占率高：公司祖代白羽肉种鸡市场占有率约占国内市场份额的1/3，商品代鸡苗市场占有率约占国内市场份额的1/10，龙头地位稳固。②竞争力强：公司引进的利丰新品系白羽肉鸡在产蛋率、料肉比等方面有较明显的竞争优势，父母代及商品代环节均有溢价。③供应链相对稳定：受美国禽流感 and 航班通航影响，我国祖代肉种鸡进口量较前几年下降；在此期间公司引种节奏相对连续。

#### 公司种猪业务逐步放量

2021年公司自丹麦引种1300头纯种猪，加快公司种猪产业发展的步伐。公司将借鉴肉种鸡发展的模式，从原种猪开始自上而下扩展种猪规模。2023年6月公司募资以加快种猪业务发展。随着公司种猪场的投入使用，公司二元种猪已开始上市销售，产能已逐步释放，公司猪业务于2024年第二季度已实现单季度盈利。

#### 种鸡龙头优势显著，给予“增持”评级

我们预计公司2024-2026年实现营收30.42/32.32/34.32亿元，归母净利润4.07/4.62/5.01亿元，EPS分别为0.37/0.42/0.45元/股，公司为白鸡种鸡龙头，核心优势显著，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**国外供应商依赖风险，育种技术风险，生物安全风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2112	3225	3042	3232	3432
增长率(%)	1.04%	52.71%	-5.68%	6.25%	6.19%
EBITDA(百万元)	-22	921	732	795	827
归母净利润(百万元)	-367	541	407	462	501
增长率(%)	-1,390.00%	247.34%	-24.66%	13.49%	8.27%
EPS(元/股)	-0.33	0.49	0.37	0.42	0.45
市盈率(P/E)	-	16.5	21.9	19.3	17.8
市净率(P/B)	3.2	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	-690.7	14.0	13.7	12.1	11.2

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年09月05日收盘价

## 投资聚焦

### 核心逻辑

种鸡龙头优势显著。①市占率高：公司祖代白羽肉种鸡市场占有率约占国内市场份额的1/3，商品代鸡苗市场占有率约占国内市场份额的1/10，龙头地位稳固。②竞争力强：公司引进的利丰新品系白羽肉鸡在产蛋率、料肉比等方面有较明显的竞争优势，父母代及商品代环节均有溢价。③供应链相对稳定：受美国禽流感及航班通航影响，我国祖代肉种鸡进口量较前几年下降；在此期间公司引种节奏相对连续。

种猪业务逐步放量。2021年公司自丹麦引种1300头纯种猪，加快公司种猪产业发展的步伐。公司将借鉴肉种鸡发展的模式，从原种猪开始自上而下扩展种猪规模。2023年6月公司募资以加快种猪业务发展。随着公司种猪场的投入使用，公司二元种猪已开始上市销售，产能已逐步释放，公司猪业务于2024年第二季度已实现单季度盈利。

### 核心假设

鸡苗销量稳健增长，价格上涨带动板块盈利提升。受引种量下降影响，2024年公司商品代鸡苗销量同比或下降，2025-2026年或有一定增长，假设2024/2025/2026年商品代鸡苗出栏量分别为6.2/6.4/6.8亿羽。引种中断致供给减少，叠加需求复苏，商品代鸡苗价格有望稳中上行，假设2024/2025/2026年公司销售商品代鸡苗价格分别为3.2/3.25/3.25元/羽。公司将通过不断扩大养殖规模、保持饲料采购价格优势以提升板块业务毛利率，假设该板块2024/2025/2026年毛利率分别为19%/20%/20%。

父母代鸡苗价格预计高位，板块业绩或高增。结合公司拥有父母代鸡苗产能及未来销售规划，假设2024/2025/2026年父母代鸡苗外销量分别为1300/1350/1400万套。海外引种仍处相对受限状态，父母代鸡苗价格预计相对较高，假设2024/2025/2026年公司销售父母代鸡苗价格分别为45/45/45元/套，该板块2024/2025/2026年毛利率分别为67%/67%/67%。

“益生909”逐步放量助力公司业绩增长。结合公司规划，预计2024/2025/2026年“益生909”外销量分别为0.85/0.90/0.95亿羽；假设2024/2025/2026年公司产品销售均价分别为1.3/1.3/1.3元/羽，预计毛利率分别为15%/15%/15%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年实现营收30.42/32.32/34.32亿元，归母净利润4.07/4.62/5.01亿元，EPS分别为0.37/0.42/0.45元/股，公司为白鸡种鸡龙头，核心优势显著，给予2024年2.0xPB，目标价8.60元。

### 投资看点

短期来看，商品代鸡苗价格逐步回暖，海外优质品种父母代鸡苗价格持续走强，公司鸡板块利润有望增长。公司二元种猪产能已逐步释放，猪业务于今年第二季度已实现单季度盈利，后续有望逐步贡献利润。

长期来看，健康生活理念、节粮优势突出、外卖及预制菜产业发展、宠物经济盛行等都将驱动白羽肉鸡市场进一步扩容，公司作为种鸡龙头有望因此受益。

## 正文目录

1.	2024 年祖代鸡更新量或同比增长	6
1.1	2024 年祖代鸡更新量或保持增长	6
1.2	2024 年父母代鸡苗销量有望同比增加	7
1.3	2024 年商品代鸡苗销量或小幅增加	9
1.4	2023 年我国种猪进口量同比增长	10
2.	白鸡祖代龙头，业绩有望高增	12
2.1	专注种鸡引种，奠定行业龙头地位	12
2.2	管理层业务能力强，员工持股增强激励	12
2.3	业绩受行业周期性波动影响，2024H1 业绩同比回落	13
3.	产能扩张加码，商品代鸡苗销量行业第一	15
3.1	品种优化，父母代鸡苗稳健发展	15
3.2	商品代鸡苗销量居行业首位	17
4.	益生 909 逐步放量，猪业务拾级而上	20
4.1	益生 909 逐步放量	20
4.2	自上而下开展种猪业务	20
5.	盈利预测与评级	21
5.1	主营业务稳健增长	21
5.2	种鸡龙头优势显著，给予“增持”评级	21
6.	风险提示	23

## 图表目录

图表 1:	2024 年上半年祖代鸡更新国内外占比	6
图表 2:	2024 年上半年祖代鸡更新品种占比	6
图表 3:	我国祖代鸡更新量 (万套)	7
图表 4:	在产祖代种鸡存栏量 (万套)	7
图表 5:	后备祖代种鸡存栏量 (万套)	7
图表 6:	父母代鸡苗销量 (万套)	8
图表 7:	在产父母代种鸡存栏量 (万套)	9
图表 8:	后备父母代种鸡存栏量 (万套)	9
图表 9:	商品代鸡苗销量 (万套)	9
图表 10:	商品代鸡苗价格 (元/羽)	10
图表 11:	白羽肉鸡主产区平均价 (元/公斤)	10
图表 12:	种猪多级培育体系	11
图表 13:	中国种猪进口量 (头)	11
图表 14:	2023 年我国种猪进口国别分布	11
图表 15:	公司发展历程	12
图表 16:	公司股权结构 (截至 2024H1)	13
图表 17:	公司营业收入及同比	14
图表 18:	公司归母净利润 (亿元)	14
图表 19:	2023 年公司营业收入构成	14

图表 20:	公司鸡苗销量及增速.....	15
图表 21:	公司鸡收入及增速.....	15
图表 22:	公司父母代鸡苗营收及增速.....	16
图表 23:	公司父母代鸡苗销量及售价.....	16
图表 24:	公司父母代鸡苗销售结构（以收入计）.....	16
图表 25:	公司父母代鸡苗成本及毛利率.....	16
图表 26:	父母代鸡苗产能及产能利用率.....	17
图表 27:	商品代鸡苗收入及增速.....	18
图表 28:	商品代鸡苗销量及售价.....	18
图表 29:	公司商品代鸡苗成本及毛利率.....	18
图表 30:	公司鸡产品成本构成.....	18
图表 31:	公司商品代鸡苗产能及利用率.....	19
图表 32:	2022 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书(注册稿).....	20
图表 33:	公司主要业务预测.....	21
图表 34:	公司与可比公司估值.....	22



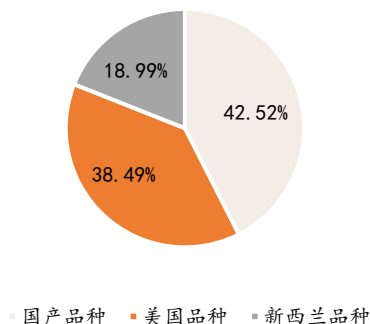
## 1. 2024 年祖代鸡更新量或同比增长

### 1.1 2024 年祖代鸡更新量或保持增长

**2024 年上半年我国祖代鸡更新量同比增长，国内自繁占比提升。**中国畜牧业协会禽业分会数据显示，2024 年上半年国内祖代鸡更新量达 71 万套（同比+18.46%），在海外引种逐渐恢复以及国内自研品种逐步推广的情况下，祖代鸡更新量较去年同期有所恢复。根据 Mysteel 统计，上半年祖代鸡更新占比中，美国（AA+、罗斯 308 以及利丰品种）品种占比 38.49%，国内自繁（圣泽 901、沃德 188、广明 2 号）品种占比 42.52%，新西兰科宝品种占比 18.99%。分具体品种来看，2024 年 1-6 月份，AA+/罗斯 308 祖代引种占比 28.35%，同比增幅 56.61%，主要系今年美国引种量相对正常，每月平均引种量在 5 万套左右；广明 2 号祖代更新占比 23.02%，企业基本按照正常计划来进行更新；科宝占比 18.99%，圣泽 901 占比为 12.87%；利丰占比 10.14%，沃德 188 占比 6.63%。

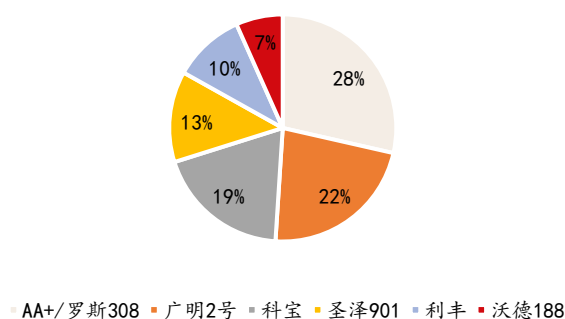
**海外引种或处紧平衡状态，2024 年祖代鸡更新量或增长。**根据 Mysteel 预测，下半年美国品种祖代更新量在 25 万套左右，新西兰品种预计更新在 15-20 万套之间，国产品种预计更新量在 25-30 万套之间。2024 年祖代引种更新总量预计在 140-155 万套之间。综合来看 2024 年祖代鸡海外引种量或较去年增长，再叠加国内自繁品种稳步推广，2024 年祖代鸡更新量或保持增长。

图表1：2024 年上半年祖代鸡更新国内外占比



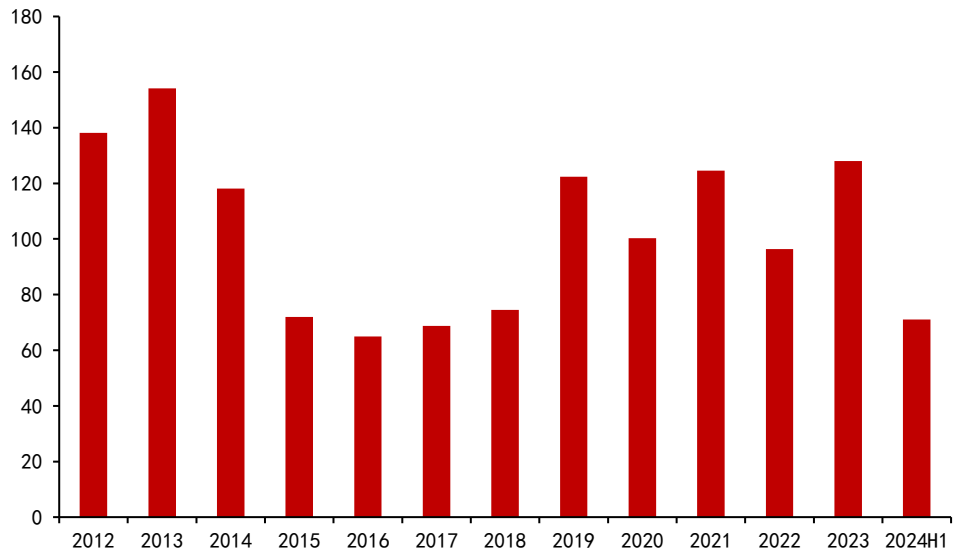
资料来源：Mysteel，国联证券研究所

图表2：2024 年上半年祖代鸡更新品种占比



资料来源：Mysteel，国联证券研究所

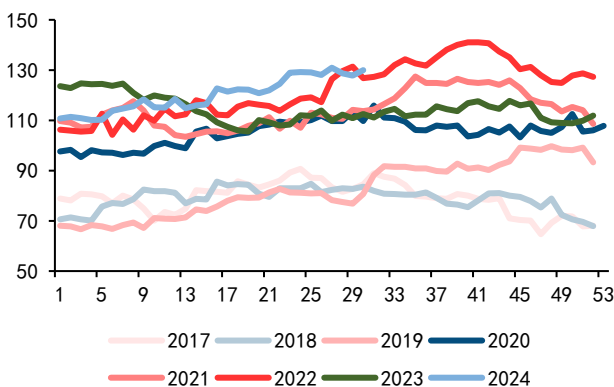
图表3：我国祖代鸡更新量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国联证券研究所

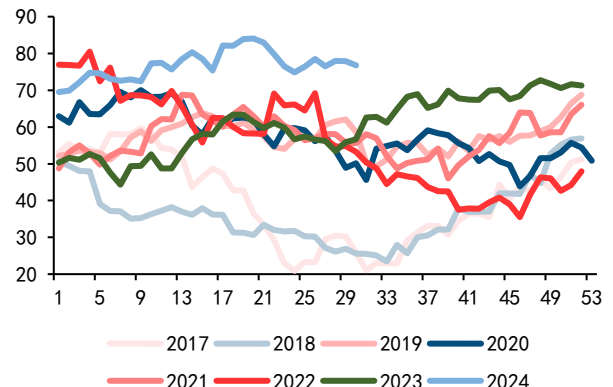
**2024 年下半年在产祖代种鸡存栏量或高位震荡。**后备祖代种鸡转为在产祖代种鸡一般需要半年时间，中国畜牧业协会禽业分会数据显示，2024 年上半年后备祖代种鸡存栏量呈高位震荡趋势，则下半年开始我国在产祖代种鸡新增量也将较为充裕。此外，截至 7 月 22 日当周，父母代鸡苗售价约 47 元/套，祖代场盈利丰厚，则主动淘汰在产种鸡概率较低。综合新产能注入以及旧产能淘汰情况来看，预计 2024 年下半年在产祖代种鸡存栏量呈现高位震荡趋势。

图表4：在产祖代种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国联证券研究所

图表5：后备祖代种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国联证券研究所

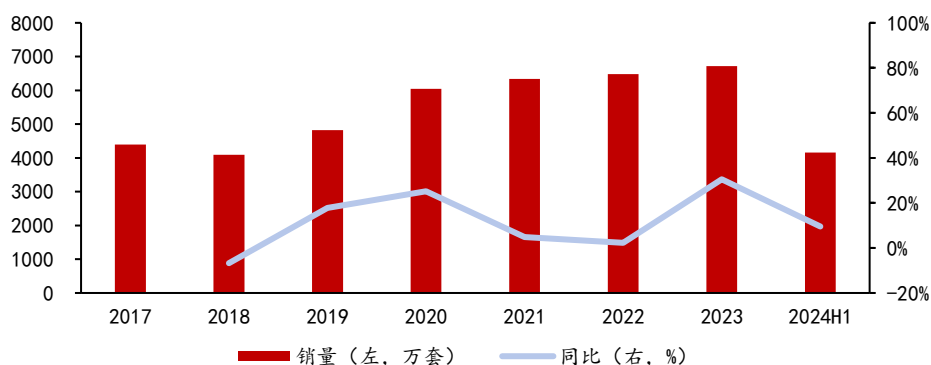
## 1.2 2024 年父母代鸡苗销量有望同比增加



**2024 年下半年父母代鸡苗销量同比或增加。**后备祖代种鸡存栏量与滞后 27 周父母代鸡苗销量变化趋势较相似，因此后备祖代种鸡存栏可作为未来父母代雏鸡销量预测的先验指标。中国畜牧业协会禽业分会数据显示，2024 上半年后备祖代种鸡存栏量同比增长明显，在生产效率没有明显变化以及其他因素影响下，据此推断 2024 年下半年父母代鸡苗销量或同比增加。

**安伟捷父母代苗价有望高景气。**中国畜牧业协会禽业分会数据显示，2024 年 1-6 月父母代鸡苗销售均价约 38 元/套。展望后市，海外引种仍处相对紧平衡状态，安伟捷品种父母代苗价格或将表现高景气；随下游接受度提升以及海外品种高价提振，国产父母代鸡苗价格或走强。

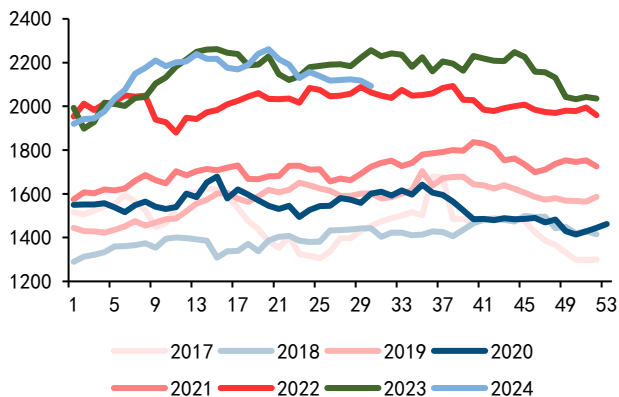
**图表6：父母代鸡苗销量（万套）**



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国联证券研究所

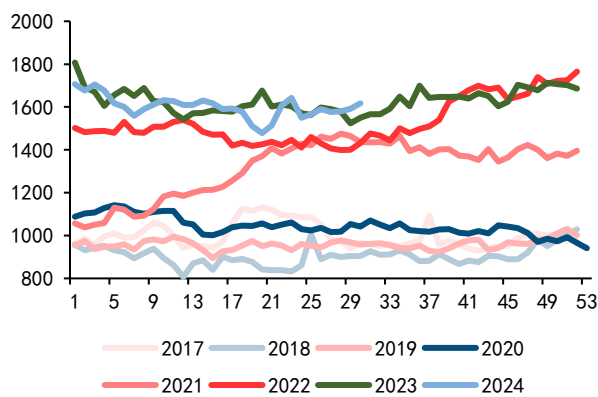
**2024 年下半年在产父母代种鸡存栏量或高位震荡。**后备父母代种鸡经过半年时间培育后转为在产父母代种鸡，中国畜牧业协会禽业分会数据显示，2024 年上半年我国后备父母代种鸡存栏量处近五年高位水平，据此推断，2024 年下半年我国新增在产父母代种鸡存栏量或较大。考虑 2024 年 8 月开始父母代种鸡场养殖恢复盈利，种鸡场主动淘汰产能动力不足，综合来看预计 2024 年下半年在产父母代种鸡存栏量将会维持高位震荡。

图表7：在产父母代种鸡存栏量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国联证券研究所

图表8：后备父母代种鸡存栏量（万套）

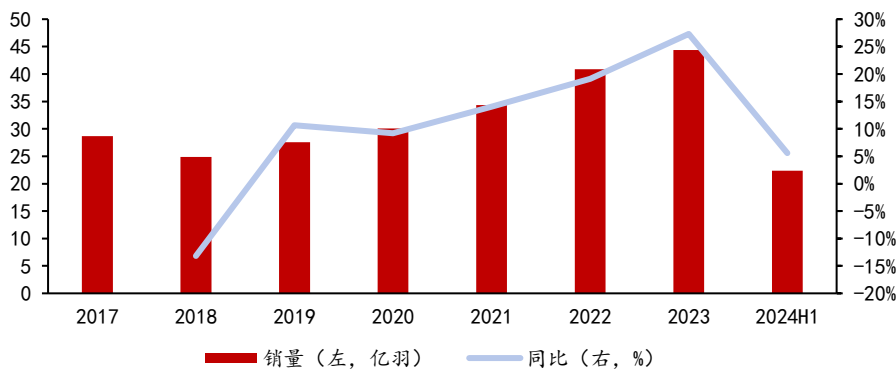


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国联证券研究所

### 1.3 2024 年商品代鸡苗销量或小幅增加

2024 年上半年商品代鸡苗销量同比增长 5.60%。中国畜牧业协会禽业分会数据显示，2024 年上半年样本企业商品代鸡苗销量为 22.39 亿只（同比+5.60%）。考虑在产父母代种鸡存栏及后备父母代种鸡存栏均处在相对高位，下半年鸡苗供应或仍宽松。综合来看，2024 年商品代鸡苗销量同比或呈现小幅增加趋势。

图表9：商品代鸡苗销量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国联证券研究所

商品代鸡苗价格或将开启季节性上涨。近期苗价跌至较低位置，养殖户补栏积极性略有提升，叠加补栏鸡苗对应的出栏毛鸡将逐渐度过三伏天，鸡苗需求或逐渐改善；8 月下旬随学校开学白鸡需求或上行；综合判断，下半年苗价或开启季节性上涨行情。

**图表10: 商品代鸡苗价格 (元/羽)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
01月	2.41	1.93	0.71	0.69	1.09	2.02	0.94	1.91	4.79	1.95	1.96	1.15	2.05	2.41
02月	2.64	3.23	2.47	0.87	2.14	3.62	0.56	2.80	7.19	1.91	4.40	1.41	4.20	4.27
03月	3.15	3.90	2.02	1.80	2.29	4.60	1.42	2.91	8.91	5.72	4.91	0.92	5.94	3.70
04月	3.24	3.51	0.44	2.56	1.59	3.02	1.08	2.04	9.53	4.46	4.76	2.23	5.43	3.30
05月	2.87	2.73	1.58	2.51	0.76	3.30	0.56	2.56	9.76	1.81	4.48	2.69	2.82	3.12
06月	3.41	1.63	1.23	0.86	0.84	3.20	0.82	2.75	3.81	2.21	2.78	2.53	2.45	2.39
07月	4.10	1.09	0.43	1.15	2.29	2.25	1.34	2.64	4.05	2.57	1.64	1.92	2.09	2.47
08月	4.81	1.22	1.01	3.19	1.65	3.29	3.11	4.13	7.23	2.14	2.91	2.65	2.3	
09月	5.06	1.05	2.10	3.19	0.61	3.73	1.81	4.57	9.12	1.10	2.29	2.99	2.3	
10月	3.24	1.62	1.95	2.46	0.74	3.13	0.99	5.45	10.97	1.11	1.21	3.44	2.29	
11月	3.66	1.95	1.61	1.59	0.91	2.54	1.51	6.89	10.40	2.76	1.56	3.83	1.68	
12月	1.72	2.10	0.77	1.64	1.72	1.44	2.89	6.74	4.55	2.84	1.41	2.06	2.41	
均价	3.36	2.16	1.36	1.88	1.39	3.01	1.42	3.78	7.52	2.55	2.86	2.32	3.00	

资料来源: Wind, 国联证券研究所

白羽肉鸡价格或呈现先涨后跌再涨的趋势。历史数据来看,白羽肉鸡价格一般在8月呈回暖趋势,这主要是由于烧烤季需求提振以及学校准备开学备货所致。10月价格下降主要系国庆节放假影响,屠宰企业开工率下滑。11月肉鸡价格呈现季节性反弹。展望后市,白鸡供应预计仍将处相对宽松状态,随需求旺季逐步到来以及替代品价格提振,肉鸡价格或稳中有升。

**图表11: 白羽肉鸡主产区均价 (元/公斤)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
01月	8.70	9.55	8.25	8.11	7.00	6.33	8.04	9.41	6.97	8.72	7.97	8.28	7.88
02月	8.37	9.37	8.12	7.92	7.46	4.93	7.63	7.93	5.44	8.80	7.78	9.76	8.03
03月	9.68	8.86	8.51	7.83	8.62	6.65	7.23	9.55	8.37	8.98	7.74	10.40	7.69
04月	9.37	7.25	8.73	7.84	7.90	6.89	7.54	10.51	8.82	8.65	8.88	10.43	7.84
05月	8.91	7.90	9.08	7.17	7.95	6.02	7.99	10.68	7.58	9.03	9.15	9.55	7.73
06月	8.41	8.47	9.10	6.73	8.11	6.37	8.01	8.76	7.77	8.50	9.65	8.99	7.19
07月	8.36	8.55	8.79	7.93	8.13	6.84	8.48	8.19	7.60	7.90	9.60	8.45	7.41
08月	8.82	8.48	9.97	7.90	8.16	7.91	8.90	9.76	7.40	8.21	9.37	8.92	
09月	8.78	8.51	9.61	6.55	7.74	7.27	8.68	10.10	6.47	7.53	9.06	8.13	
10月	8.60	8.89	8.61	5.75	7.38	6.22	8.91	11.87	5.98	7.12	9.36	7.43	
11月	9.06	8.96	8.13	6.70	7.11	6.65	10.08	10.54	7.69	7.66	9.68	7.64	
12月	9.50	8.43	7.92	6.76	7.10	7.71	10.10	9.82	8.04	7.99	8.50	7.40	
均价	8.88	8.60	8.73	7.26	7.72	6.65	8.46	9.76	7.34	8.26	8.89	8.78	

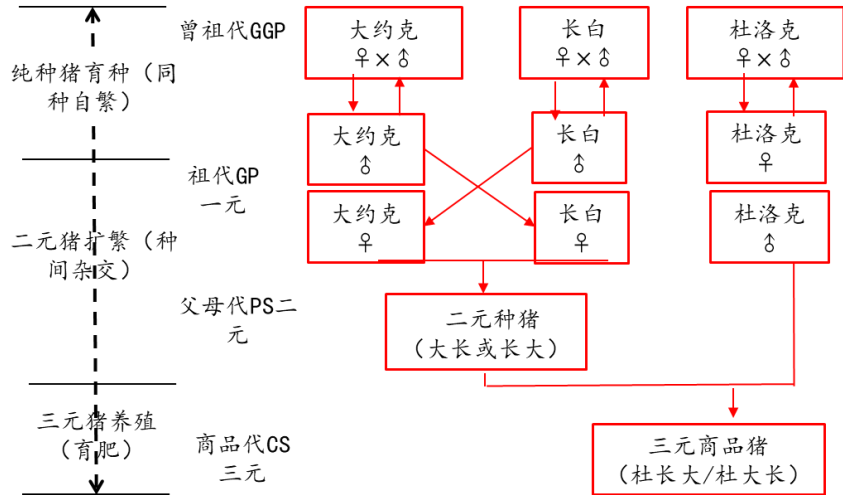
资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 1.4 2023年我国种猪进口量同比增长

种猪行业采用多级培育体系。我国种猪行业采用的多级培育体系是一种科学的育种管理方式,它能够高效地利用遗传资源,提高种猪的生产性能。这种体系一般分为几个层级,包括核心育种场(GN)、祖代(GGP)、父母代(PS)和商品代(C)。核

心育种场是整个培育体系的核心，负责生产纯种一元猪，它们拥有最高的生物安全要求和技术壁垒。祖代场用于生产二元猪，父母代场则用于生产三元猪和商品猪。

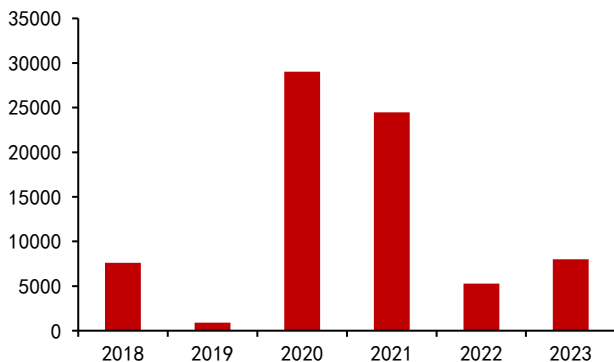
**图表12：种猪多级培育体系**



资料来源：益生股份公司公告，国联证券研究所

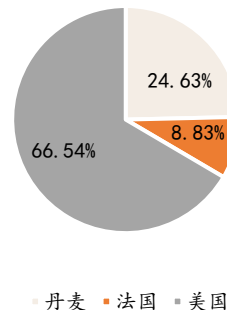
**2023年国内引种进口种猪7997头。**由于我国在种猪培育上存在瓶颈，如保护体系与配套政策不完善、育种人才匮乏以及专利保护欠缺等问题，导致我国每年需要从国外引进大量的种猪。中国畜牧兽医报数据显示，2023年我国从海外引种进口种猪7997头，较2022年增长51%。从进国别来看，美国占比最高为66.54%，其后分别是丹麦和法国，占比为24.63%以及8.83%。

**图表13：中国种猪进口量（头）**



资料来源：中国畜牧兽医报，国联证券研究所

**图表14：2023年我国种猪进口国别分布**



资料来源：中国畜牧兽医报，国联证券研究所

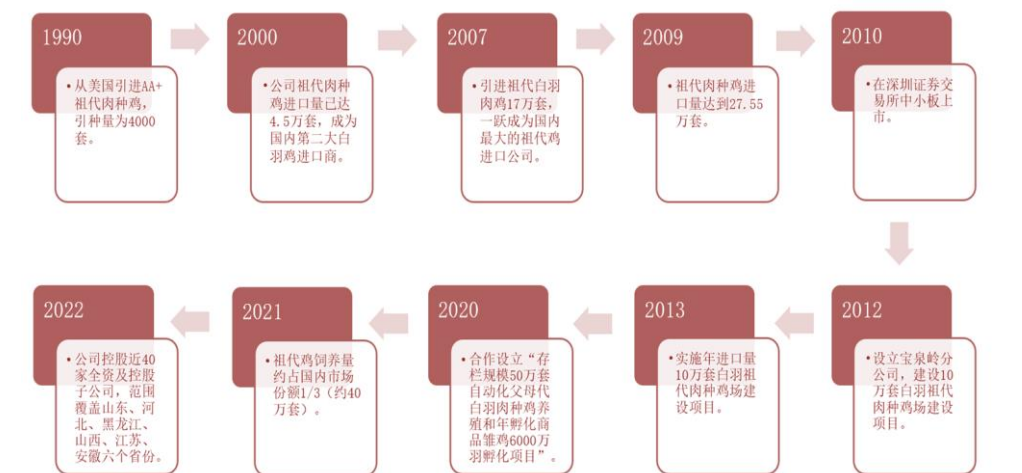
## 2. 白鸡祖代龙头，业绩有望高增

### 2.1 专注种鸡引种，奠定行业龙头地位

益生股份是我国祖代白羽肉鸡行业龙头。山东益生种畜禽股份有限公司成立于1989年，经过三十余年的发展，现已成为集曾祖代、祖代、父母代肉种鸡及原种、祖代和父母代种猪繁育、环境控制设备、配套饲料加工、畜牧兽医科学研究、奶牛养殖、乳品加工、粪污生物处理及资源化利用等产、研、销为一体的农业产业化国家重点龙头企业。

公司自创立之初持续开展种鸡引种，祖代鸡饲养量占全国近1/3。1990年公司开始从美国引进AA+祖代肉种鸡，2000年公司祖代肉种鸡进口量已经从1990年的4000套上升至4.5万套，成为国内第二大白羽肉鸡进口商。此后公司发展进入快车道，2007年引进祖代肉鸡17万套，一跃成为国内最大的祖代鸡进口公司，2009年进口量达27.55万套，经过多年发展，公司祖代白羽肉种鸡市场占有率约占国内市场份额的1/3，商品代鸡苗市场占有率约占国内市场份额的1/10。截至目前，公司控股近40家全资及控股子公司，范围覆盖山东、河北、黑龙江、山西、江苏、安徽6个省份。

图表15：公司发展历程



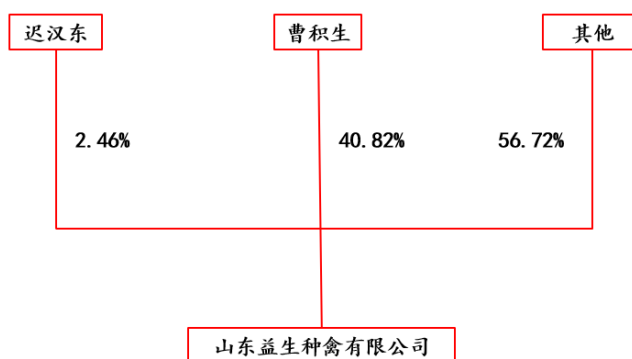
资料来源：公司官网，国联证券研究所

### 2.2 管理层业务能力强，员工持股增强激励

公司股权结构相对集中，管理层成员业务能力强。截至2024H1，曹积生持有公司股权比例达40.82%，为公司控股股东。在公司管理层中，总裁、财务总监兼董秘

林杰自 2007 年便开始在公司工作，熟悉公司业务及发展；副总裁郝文建 2002 年后 10 余年间负责公司生产现场管理工作，2015 年至今担任公司种禽营销部部长、营销总监、副总裁等职务，精通产品销售和服务工作；总裁助理左常魁自 1999 年负责公司生产现场管理，2018 年至今担任公司种禽部部长、管理总监、总裁助理等职，熟悉公司生产相关工作。郭龙宗历任山东益生畜牧兽医科学研究院实验室主任，副院长，院长，2020 年 1 月至今任益生股份技术总监兼山东益生畜牧兽医科学研究院院长。整体来看，管理层成员在公司核心岗位任职多年，业务能力强。

图表16：公司股权结构（截至 2024H1）



资料来源：Wind，国联证券研究所

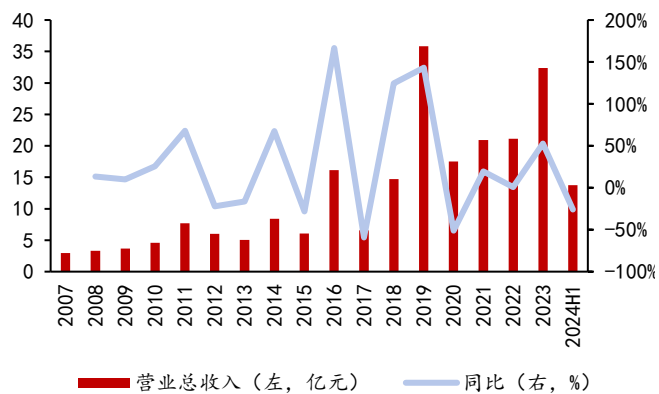
**员工持股计划强化激励。**2024 年 7 月公司回购 105.79 万股股票并开展员工持股计划，公司控股股东及总裁等高管积极参与该计划，彰显出管理层对公司未来发展前景的信心和对公司价值的认可；此外该计划将员工利益与公司未来发展绑定，增加员工对公司的归属感和忠诚度。

## 2.3 业绩受行业周期性波动影响，2024H1 业绩同比回落

**行业周期性波动致公司营收及归母净利润变动较大。**公司所处的白羽肉鸡行业中鸡苗价格受生长周期、饲料价格、市场供求等多种因素影响而呈现出较强的周期性波动特征。公司 80%以上营收来源于鸡业务，鸡苗产品价格波动致公司营收及归母净利润变动较大。2024 年上半年公司实现营收 13.76 亿元（同比-25.77%），归母净利润 1.83 亿元（同比-67.61%），营收及净利润下滑主要系白鸡价格景气度降低至鸡苗价格低迷、以及公司产品销量下降所致。

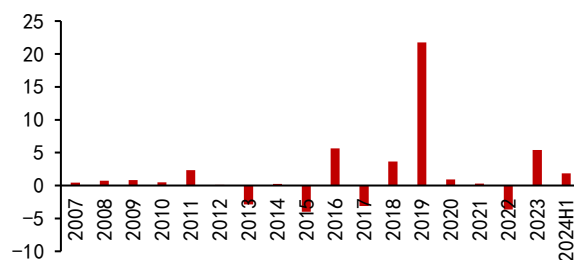


图表17: 公司营业收入及同比



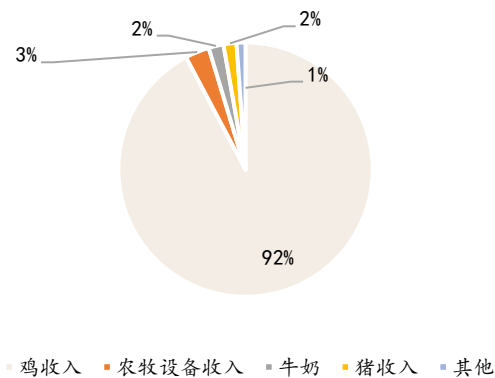
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 公司归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表19: 2023 年公司营业收入构成

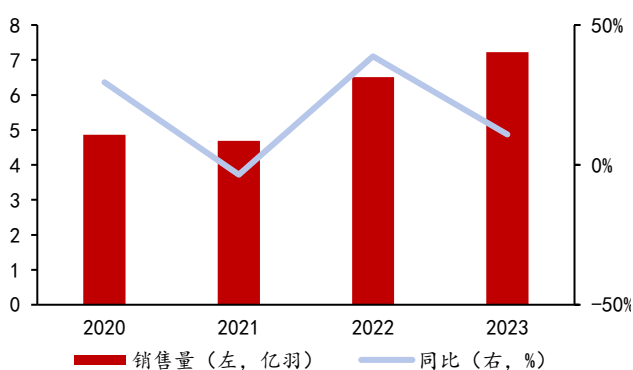


资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 3. 产能扩张加码，商品代鸡苗销量行业第一

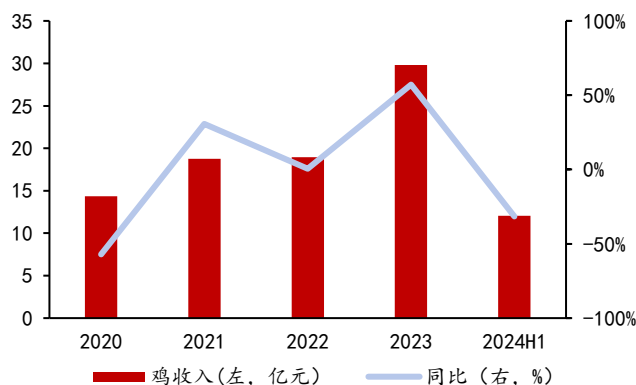
公司鸡产品业务包含父母代鸡苗、商品代鸡苗以及益生 909 的销售。2020-2023 年，公司鸡苗销量由 4.86 亿只增长至 7.22 亿只，期间复合增速为 14.10%，整体呈现较快增长趋势。从收入口径看，2020 年公司鸡苗业务收入为 14.36 亿元，2023 年则增长至 29.8 亿元，期间复合增速为 27.55%。2024 年上半年，受到鸡苗销量下降以及价格低位运行影响，板块收入同比下滑。

图表20：公司鸡苗销量及增速



资料来源：公司公告，国联证券研究所

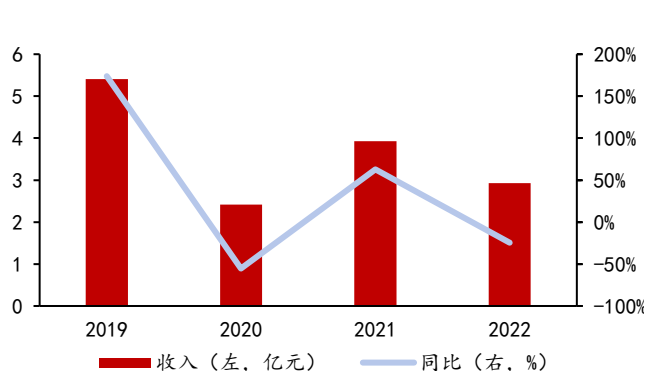
图表21：公司鸡收入及增速



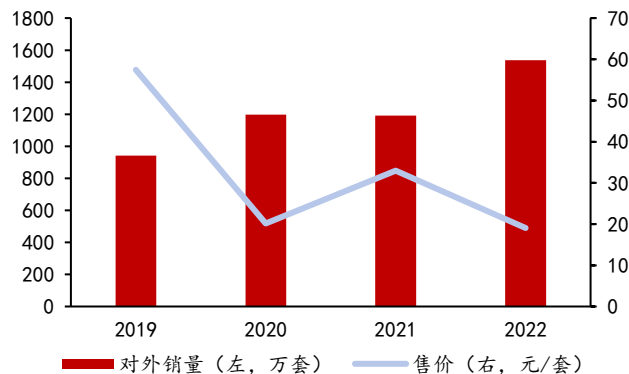
资料来源：公司公告，国联证券研究所

#### 3.1 品种优化，父母代鸡苗稳健发展

量价变动致公司父母代鸡苗收入呈现波动性。①从量上看，2019-2020 年公司通过持续扩产，带动父母代鸡苗销量增长至 1197.86 万套。②从价上看，2019 年祖代鸡引种较大导致 2020 年父母代鸡苗供应增加，叠加疫情影响终端市场白鸡消费，2020 年公司父母代鸡苗售价 20.15 元/羽，同比下降 64.97%。受销量及售价变动综合影响，2020 年公司父母代鸡苗销售收入同比下降 55.35%。③2021 年公司父母代鸡苗外销量为 1191.26 万套，与 2020 年基本持平，受益于苗价大幅上涨 63.57%，公司该板块营收增长至 3.93 亿元。④2022 年公司销售父母代鸡苗 1537 万套，受行业景气度较低影响，2022 年均价约 19 元/套，下滑明显，该板块 2022 年实现营收 2.93 亿元。

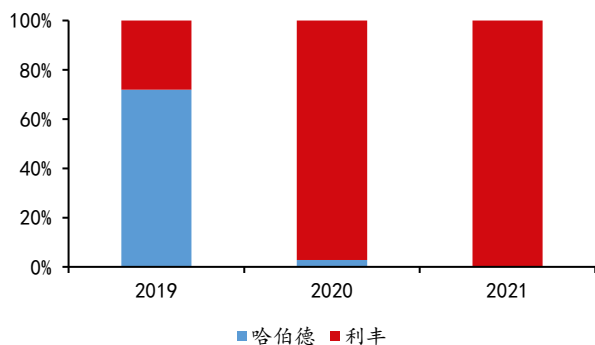
**图表22: 公司父母代鸡苗营收及增速**


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

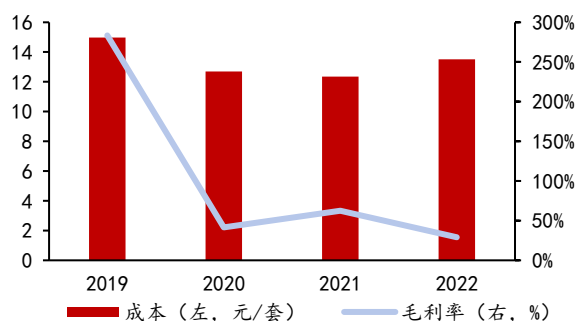
**图表23: 公司父母代鸡苗销量及售价**


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

父母代鸡苗销售由哈伯德转向利丰, 鸡苗成本呈现下降趋势。2018 年以前, 公司主要从国外引进哈伯德曾祖代鸡并在国内市场销售父母代及商品代。2018 年末公司引进哈伯德利丰新品系, 利丰品系具有净化好、抗病力强、成活率高、料肉比低、出栏体重大等优势。2019-2021 年间, 公司对外销售父母代鸡苗品系由哈伯德逐渐转为利丰。成本方面, 公司 2019 年父母代鸡苗单位成本较高主要系分摊了曾祖代种鸡的成本所致 (2020 年和 2021 年公司未再引进曾祖代种鸡), 2021 年父母代鸡苗单位成本略有下降主要系 2021 年哈伯德利丰新品系的产销量提升所致。2022 年父母代鸡苗成本上涨, 主要系玉米豆粕等原材料价格上涨叠加祖代种鸡生长周期差异所致。

**图表24: 公司父母代鸡苗销售结构 (以收入计)**


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

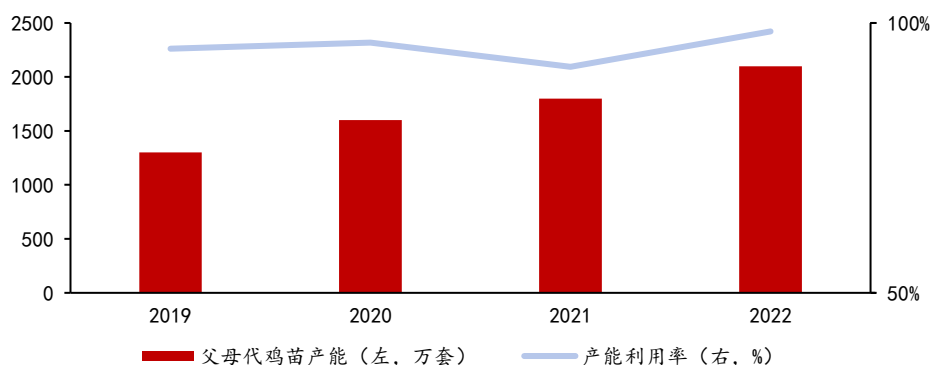
**图表25: 公司父母代鸡苗成本及毛利率**


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

新建公司+种鸡性能提升+养殖模式优化, 公司产能提升显著。2019-2021 年间公司父母代鸡苗产能保持增长, 由 1300 万套提升至 1800 万套, 主要原因系①2021 年

公司下属东营益生、山东益仙等公司相继投产；②利丰新品系种鸡性能提升；③养殖模式改变，部分场区由平养改为笼养，养殖效率提升。2022 年公司父母代鸡苗产能进一步提升至 2100 万套。

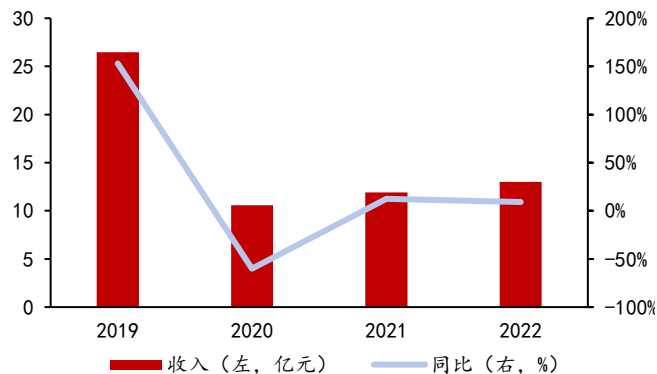
图表26：父母代鸡苗产能及产能利用率



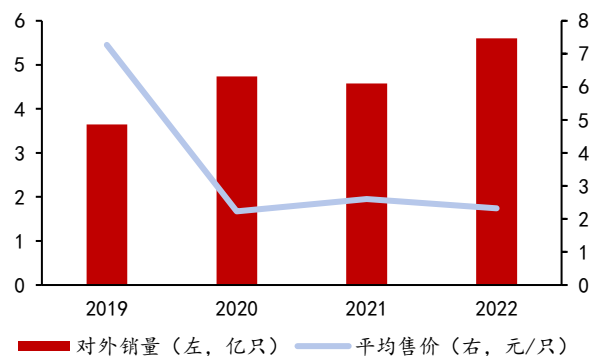
资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3.2 商品代鸡苗销量居行业首位

与父母代鸡苗类似，公司商品代鸡苗收入亦呈现波动性。2019-2020 年公司产能扩张带动鸡苗销量增长，但供给宽松、需求下降致 2020 年公司商品代鸡苗售价同比下降 69.33%至 2.23 元/羽。二者叠加导致 2020 年公司商品代鸡苗销售收入同比下降 60.03%。2021 年公司鸡苗销量下降主要系 2021 年叠加两个停孵期所致，影响出雏量约 1200 万只；同年鸡苗价格有所回升，二者叠加下公司 2021 年商品代鸡苗收入增长 12.39%至 11.90 亿元。2022 年公司销售商品代鸡苗 5.6 亿羽（同比+23%），平均售价 2.32 元/羽，实现营收约 13 亿元。

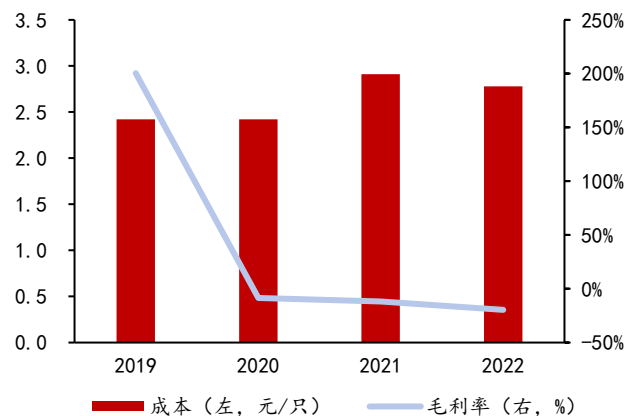
**图表27：商品代鸡苗收入及增速**


资料来源：公司公告，国联证券研究所

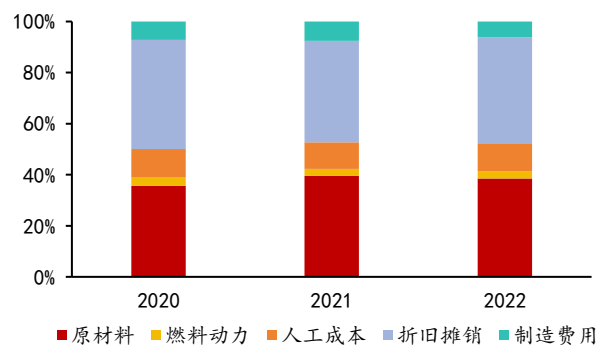
**图表28：商品代鸡苗销量及售价**


资料来源：公司公告，国联证券研究所

**鸡苗成本主要包含饲料及折旧摊销。**公司鸡产品成本构成主要包括原材料以及折旧摊销费用，其中原材料以饲料成本为主，折旧摊销则主要通过种鸡产蛋数量进行核算。2021年公司商品代鸡苗成本上升明显，一则因饲料成本上涨明显，二则因2021年鸡苗销量较少导致种鸡单位折旧摊销及其他费用增加。2022年公司商品代鸡苗成本小幅下降。

**图表29：公司商品代鸡苗成本及毛利率**


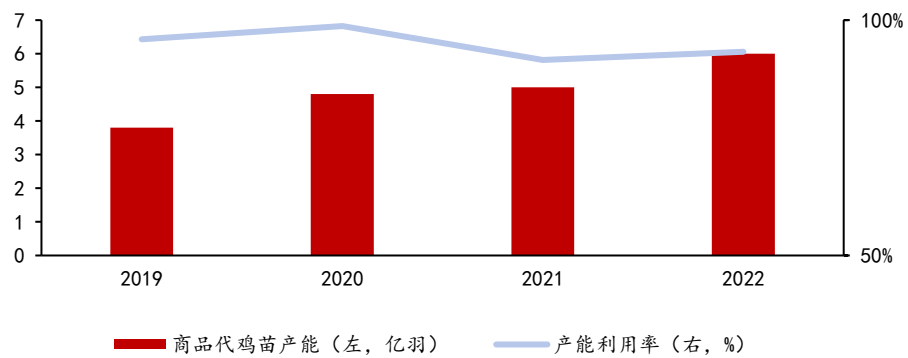
资料来源：公司公告，国联证券研究所

**图表30：公司鸡产品成本构成**


资料来源：公司公告，国联证券研究所

**商品代鸡苗外销量占国内市场近1/10，2023年销量约6亿只。**2022年公司外销商品代鸡苗5.60亿只，销量占全国市场近1/10；公司商品代鸡苗产能为6亿只，产能利用率为93.27%。2023年随公司养殖效率以及产能利用率提升，商品代鸡苗销量约6亿只。

图表31：公司商品代鸡苗产能及利用率



资料来源：公司公告，国联证券研究所



## 4. 益生 909 逐步放量，猪业务拾级而上

### 4.1 益生 909 逐步放量

自主培育新品种“益生 909”小型白羽肉鸡有望逐步放量。2021 年底，公司自主培育的“益生 909”小型白羽肉鸡配套系获得国家畜禽新品种认定，相比 817 肉杂鸡，“益生 909”可提前三至五天达到相同体重出栏，综合效益显著。“益生 909”自投放市场之后增长迅速，2023 年公司累计销售产品 7682.18 万只，实现销售收入 1.14 亿元。2022 年 10 月公司及全资子公司江苏益太与现代种业发展基金有限公司签署对滨州益生种禽有限公司的增资合同，其中种业基金以人民币 6990.00 万元认购滨州益生新增的注册资本，益生股份以人民币 2000.00 万元认购滨州益生新增的注册资本，江苏益太同意放弃优先认购权，增资后公司主要用于扩大“益生 909”养殖规模。

募资 1.5 亿元以扩充商品代鸡苗产能。2023 年 6 月公司拟投资 1.86 亿元用于利津益生种禽有限公司孵化场项目，该项目预计实现年入孵种蛋 1.46 亿枚，提供商品肉雏 1.17 亿只。结合现有产能，预计未来公司商品代鸡苗外销量有望持续提升。

### 4.2 自上而下开展种猪业务

借鉴种鸡发展模式，自上而下扩展种猪业务。公司自 2000 年开始建立原种猪场，于 2013 年被认证为国家生猪核心育种场，至今已有 20 多年饲养管理经验。2021 年，公司从丹麦引种 1300 头纯种猪，加快公司种猪产业发展的步伐。公司将借鉴肉种鸡发展的模式，从原种猪开始自上而下扩展种猪规模。

图表 32：2022 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书（注册稿）

项目名称	项目总投资（万元）	项目理论产出
双鸭山益生种猪科技有限公司祖代种猪场建设项目	43799.27	二元种猪 7.2 万头，商品肥猪 16.8 万头
钰农家禽养殖场项目	8473.67	1 日龄商品代肉雏鸡 1548 万只
行唐家禽养殖场项目	8399.12	1 日龄商品代肉雏鸡 1548 万只。
威海益生种猪繁育有限公司新建猪场建设项目	20200.00	原种猪 2.43 万头，商品肥猪 1.8 万头，仔猪 4.5 万头
利津益生种禽有限公司孵化场项目	18593.11	入孵种蛋 1.46 亿枚，提供商品肉雏 1.17 亿只

资料来源：公司公告，国联证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

### 5.1 主营业务稳健增长

**鸡苗销量稳健增长，价格上涨带动板块盈利提升。**受引种量下降影响，2024年公司商品代鸡苗销量同比或下降，2025-2026年或有一定增长，假设2024/2025/2026年商品代鸡苗出栏量分别为6.2/6.4/6.8亿羽。引种中断致供给减少，叠加需求复苏，商品代鸡苗价格有望稳中上行，假设2024/2025/2026年公司销售商品代鸡苗价格分别为3.2/3.25/3.25元/羽。公司将通过不断扩大养殖规模、保持饲料采购价格优势以提升板块业务毛利率，假设该板块2024/2025/2026年毛利率分别为19%/20%/20%。

**父母代鸡苗价格预计高位，板块业绩或高增。**结合公司拥有父母代鸡苗产能及未来销售规划，假设2024/2025/2026年父母代鸡苗外销量分别为1300/1350/1400万套。海外引种仍处相对受限状态，父母代鸡苗价格预计相对较高，假设2024/2025/2026年公司销售父母代鸡苗价格分别为45/45/45元/套，该板块2024/2025/2026年毛利率分别为67%/67%/67%。

**“益生909”逐步放量助力公司业绩增长。**结合公司规划，预计2024/2025/2026年“益生909”外销量分别为0.85/0.90/0.95亿羽；假设2024/2025/2026年公司产品销售均价分别为1.3/1.3/1.3元/羽，预计毛利率分别为15%/15%/15%。

图表33：公司主要业务预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>鸡板块业务</b>					
收入(百万元)	1712	2980	2680	2805	2964
yoy	-9%	74%	-10%	5%	6%
毛利率	-9%	33%	29%	30%	30%
<b>猪板块业务</b>					
收入(百万元)	35	53	160	220	250
yoy	-18%	53%	201%	38%	14%
毛利率	-84%	4%	13%	14%	12%
<b>其他板块</b>					
收入(百万元)	181	192	202	207	218
yoy	6%	6%	5%	2%	5%
毛利率	16%	14%	16%	16%	17%
<b>合计</b>					
收入(百万元)	1927	3225	3042	3232	3432
yoy	-8%	67%	-6%	6%	6%
毛利率	-8%	32%	27%	28%	28%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 5.2 种鸡龙头优势显著，给予“增持”评级

种鸡龙头优势显著，给予“增持”评级。2024 年受商品代鸡苗价格景气度回落，及公司出栏减量，公司业绩或同比下滑，2025-2026 年随供给进一步减量以及需求复苏，鸡苗价格或稳中上行，带动公司业绩增长。考虑海外引种或仍处相对受限状态，公司父母代鸡苗价格有望持续景气；商品代苗因性能较优，具备一定溢价优势。我们预计公司 2024-2026 年实现营收 30.42/32.32/34.32 亿元，归母净利润 4.07/4.62/5.01 亿元，EPS 分别为 0.37/0.42/0.45 元/股，公司为白鸡种鸡龙头，核心优势显著，给予 2024 年 2.0xPB，目标价 8.60 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**图表34：公司与可比公司估值**

	PE					PB		
	TTM	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
益生股份	56.1	16.1	21.4	18.9	17.4	1.9	1.7	1.6
<b>可比公司平均</b>	<b>32.7</b>	<b>22.4</b>	<b>13.7</b>	<b>10.5</b>	<b>10.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>
圣农发展	43.8	22.4	15.0	11.0	9.5	1.4	1.3	1.2
立华股份	21.6	-	12.4	10.0	12.3	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，国联证券研究所（益生股份估值取自本报告，可比公司估值取自Wind 2024.9.5 收盘一致预期）

## 6. 风险提示

- 1. 国外供应商依赖风险：**企业可能过度依赖国外供应商，若国外供应商遭遇自然灾害、政治动荡、经济危机或疫情等不可预测因素，可能导致供应链中断，影响企业的生产和供货能力。
- 2. 育种技术风险：**如果育种技术依赖于国外，企业可能无法及时获取最新的育种技术，导致产品更新换代速度慢，影响市场竞争力。
- 3. 生物安全风险：**畜禽疾病可能迅速在养殖群体中传播，特别是高密度养殖情况下，一旦爆发疫情，控制难度大。畜禽疾病可能导致大量动物死亡或需要被扑杀，造成直接的经济损失。疾病爆发可能导致养殖场被迫关闭或限制生产，从而影响企业的连续生产能力。

## 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
	单位:百万元						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	449	909	1369	1454	1544	营业收入	2112	3225	3042	3232	3432
应收账款+票据	69	49	76	80	85	营业成本	2097	2206	2209	2329	2485
预付账款	33	50	49	52	55	营业税金及附加	6	7	8	8	9
存货	343	415	373	393	419	营业费用	30	34	41	44	47
其他	40	32	47	50	53	管理费用	242	275	283	300	319
<b>流动资产合计</b>	<b>935</b>	<b>1456</b>	<b>1913</b>	<b>2029</b>	<b>2157</b>	财务费用	81	69	38	31	13
长期股权投资	285	235	204	173	142	资产减值损失	-11	-33	-15	-16	-17
固定资产	4028	4276	4509	4628	4732	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	483	408	326	245	163	投资净收益	-31	-46	-32	-32	-32
无形资产	138	133	105	77	49	其他	-1	-5	1	0	0
其他非流动资产	65	66	62	57	55	<b>营业利润</b>	<b>-387</b>	<b>551</b>	<b>416</b>	<b>472</b>	<b>510</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5000</b>	<b>5119</b>	<b>5207</b>	<b>5180</b>	<b>5142</b>	营业外净收益	0	-7	-3	-3	-3
<b>资产总计</b>	<b>5934</b>	<b>6575</b>	<b>7120</b>	<b>7209</b>	<b>7299</b>	<b>利润总额</b>	<b>-388</b>	<b>543</b>	<b>413</b>	<b>468</b>	<b>507</b>
短期借款	1280	674	818	487	106	所得税	-1	-5	0	0	0
应付账款+票据	771	675	684	721	769	<b>净利润</b>	<b>-387</b>	<b>548</b>	<b>413</b>	<b>468</b>	<b>507</b>
其他	527	362	434	458	488	少数股东损益	-20	7	5	6	6
<b>流动负债合计</b>	<b>2578</b>	<b>1710</b>	<b>1935</b>	<b>1665</b>	<b>1363</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-367</b>	<b>541</b>	<b>407</b>	<b>462</b>	<b>501</b>
长期带息负债	287	222	184	139	92						
长期应付款	189	76	76	76	76	<b>财务比率</b>					
其他	28	28	28	28	28		2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>非流动负债合计</b>	<b>504</b>	<b>326</b>	<b>289</b>	<b>243</b>	<b>197</b>	<b>成长能力</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3083</b>	<b>2037</b>	<b>2224</b>	<b>1909</b>	<b>1559</b>	营业收入	1.04%	52.71%	-5.68%	6.25%	6.19%
少数股东权益	110	117	122	128	135	EBIT	-490.06%	299.84%	-26.35%	10.78%	4.14%
股本	993	1106	1106	1106	1106	EBITDA	-107.37%	4208.37%	-20.51%	8.65%	4.04%
资本公积	523	1549	1549	1549	1549	归属于母公司净利润	-1390.00%	247.34%	-24.66%	13.49%	8.27%
留存收益	1225	1766	2118	2517	2949	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2852</b>	<b>4538</b>	<b>4895</b>	<b>5301</b>	<b>5739</b>	毛利率	0.71%	31.61%	27.36%	27.94%	27.60%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5934</b>	<b>6575</b>	<b>7120</b>	<b>7209</b>	<b>7299</b>	净利率	-18.34%	16.98%	13.57%	14.49%	14.78%
						ROE	-13.39%	12.23%	8.54%	8.94%	8.93%
						ROIC	-6.34%	13.95%	8.31%	8.48%	8.79%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	51.95%	30.98%	31.24%	26.47%	21.36%
						流动比率	0.4	0.9	1.0	1.2	1.6
						速动比率	0.2	0.6	0.8	0.9	1.2
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	30.5	72.8	41.1	41.1	41.1
						存货周转率	6.1	5.3	5.9	5.9	5.9
						总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	-0.3	0.5	0.4	0.4	0.5
						每股经营现金流	0.1	0.9	0.8	0.8	0.8
						每股净资产	2.5	4.0	4.3	4.7	5.1
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	-24.3	16.5	21.9	19.3	17.8
						市净率	3.2	2.0	1.9	1.7	1.6
						EV/EBITDA	-690.7	14.0	13.7	12.1	11.2
						EV/EBIT	-50.5	21.1	22.2	19.3	17.8

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 09 月 05 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	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
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	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
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼