

白羽种禽龙头企业，步入高景气上行周期

2023 年 10 月 14 日

➤ **白羽种鸡龙头企业，多元化布局齐发力。**公司主要以鸡苗供应为核心竞争力，祖代肉种鸡饲养规模连续十多年位居全国第一，约占国内市场三分之一。2000 年公司成立益生双肌臀原种猪场，从加拿大引进双肌臀原种猪，业务拓展至种猪领域。经过多年的发展，现已成为集种鸡、种猪、饲料、乳制品等为一体的农业产业化企业。2012~2022 年，公司营业收入从 6.0 亿元增长至 21.1 亿元，CAGR 为 13.4%，2022 年净利润受行情低迷影响有所承压。

➤ **低引种影响仍将延续，需求有望迎来扩容。**行业自 2020 年起已经历 2 年磨底期，叠加 2021 年全球禽流感大流行，供给端产能及生产效率均有所下滑。2022 年 5 月起海外引种量大幅下滑，2022 年祖代种鸡更新量 96.3 万套，同比减少约 25%。根据周期传导理论，我们预计 2023Q3 商品代鸡苗处于供应高峰，Q4 或将逐步回落，意味着后续商品代鸡苗价格仍有上行空间。

➤ **聚焦行业上游，开拓白鸡祖代引种先河。**2022 年 5 月起受海外引种受限影响，白羽肉鸡行业逐步步入景气上行通道，父母代鸡苗价格快速抬升，公司鸡苗销售数据明显改善。2023 年 1-6 月公司合计销售鸡苗 3.3 亿只，同比+11.5%，实现收入 15.8 亿元，同比+151.2%。受益于种鸡行情回暖，产能缺口延续，公司鸡苗收入有望持续增长。

➤ **“种鸡+种猪”双轮驱动，固强补短完善体系。利丰品系全面升级，商品代鸡苗市场认可度不断提升。**从父母代看，哈伯德利丰品系高峰产蛋率高达 88.4%，高于罗斯 308 快羽。从商品代看，利丰品系总体平均肉鸡欧指为 412.37，成活率高达 86.7%，料肉比仅为 1.52，性能优势明显；25 周出栏体重高达 3140g，高于罗斯 308 快羽及 AA+，盈利能力较强。2019~2021 年，利丰逐步实现品系替代，商品代销售占比由 1.3%增长至 98.1%，父母代销售占比由 28.1%增长至 100%。此外，扎实推进种猪业务，公司引进的新法系和新丹系种猪生产性能突出，新法系种猪一般窝总产仔数可达 15.1 头，生长速度快，而新丹系种猪全群料肉比 2.9。

➤ **募投扩产持续推进，“种鸡+种猪”有望迎来双增。**公司拟募资 11.6 亿元扩建种猪鸡种鸡项目，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（含商品肥猪及仔猪）产能 29.40 万头，新增种蛋年孵化量 1.46 亿枚。有助于公司实现种鸡、种猪双轮驱动，进一步提升公司持续盈利能力。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 8.16、14.43、6.90 亿元，对应 EPS 分别为 0.82、1.45、0.69 元。公司作为我国种禽养殖龙头企业，祖代肉种鸡饲养规模连续十多年位居全国第一，商品代鸡苗市占率也跃升至行业第一，将率先受益于引种短缺带来的行业景气上行。公司募资扩建种猪业务，未来“种鸡+种猪”双轮驱动可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**鸡苗价格大幅波动风险；动物疫病风险；原材料价格波动风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,112	3,651	4,542	3,700
增长率（%）	0.6	72.9	24.4	-18.5
归属母公司股东净利润（百万元）	-367	816	1,443	690
增长率（%）	-	322.3	76.9	-52.2
每股收益（元）	-0.37	0.82	1.45	0.69
PE	-	13	7	16
PB	3.9	3.0	2.1	1.9

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 13 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

10.81 元



分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理 徐菁

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

目录

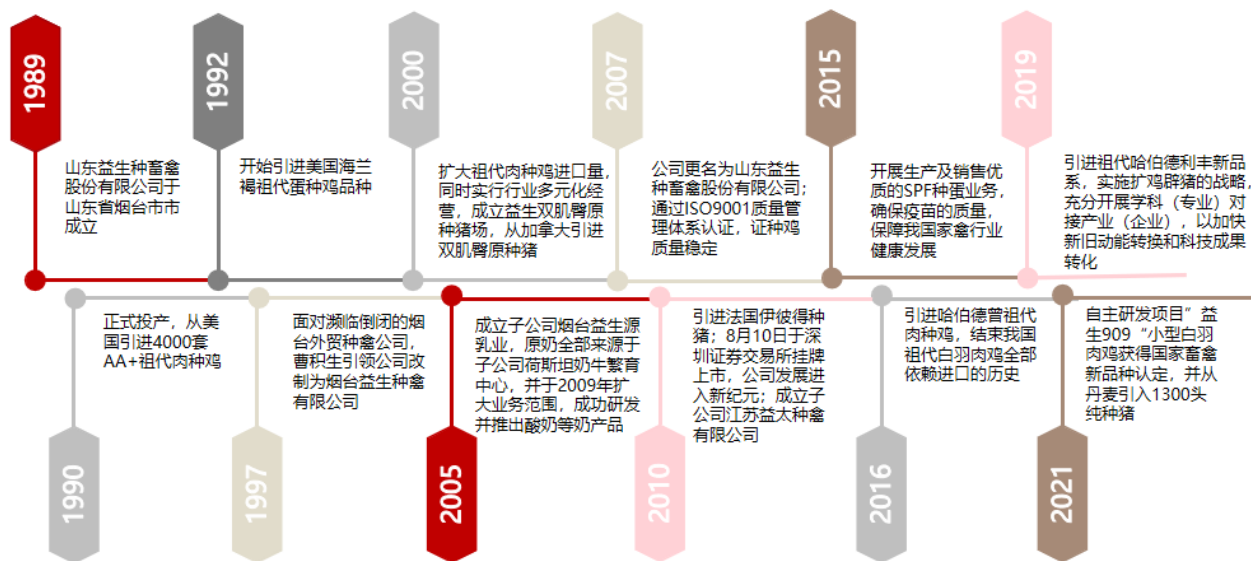
1 种鸡龙头企业，多元化布局齐发力	3
1.1 白羽种鸡龙头，全国市占率居首位	3
1.2 营收波动上行，盈利受周期影响	6
2 低引种影响仍将延续，需求有望迎来扩容	8
2.1 引种缺口确立，商品代或迎景气上行	8
2.2 行业规模稳步增长，深加工产品有望成为新增长极	11
3 “种鸡+种猪”双轮驱动，固强补短完善体系	14
3.1 聚焦行业上游，开拓白鸡祖代引种先河	14
3.2 扎实推进种猪业务，有望成为利润新增长点	20
4 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测假设与业务拆分	22
4.2 估值分析	24
4.3 投资建议	24
5 风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

1 种鸡龙头企业，多元化布局齐发力

1.1 白羽种鸡龙头，全国市占率居首位

深耕种鸡行业，成就种禽龙头。益生股份始建于 1989 年，以种鸡业务起家，同时致力于发展种猪业务。1990 年，公司从美国引进 4000 套 AA+祖代肉种鸡正式投入种鸡行业；2000 年，公司成立益生双肌臀原种猪场，从加拿大引进双肌臀原种猪，实现行业多元化经营；2016 年，公司率先引进哈伯德曾祖代肉种鸡，推动我国白羽肉鸡行业从过去直接进口祖代鸡苗到进口曾祖代鸡进行繁育的新篇章，不仅开辟了肉种鸡进口的新渠道，也意味着标志着公司向上游产业链成功延伸；2021 年，公司自主研发“益生 909”小型白羽鸡获得国家畜禽新品种认定。**公司主要以鸡苗生产为核心竞争力，祖代肉种鸡饲养规模连续十多年位居全国第一，是我国畜禽龙头企业。**

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

业务发展多元，全国范围布局。公司种鸡业务呈南北贯穿分布于山东、江苏、黑龙江、河北、安徽，种猪业务主要集中在山东、江西、黑龙江、河北等地。同时，公司积极发展农牧设备业务，子公司山东四方新域农牧科技股份有限公司已实现设计、建设、设备生产、安装、服务一体化业务的开发，是国内为数不多有总承包资质的公司之一。此外，公司在乳制品业务板块也有布局，下属烟台益生源乳业有限公司所生产的多种乳制品得到广大消费者欢迎。

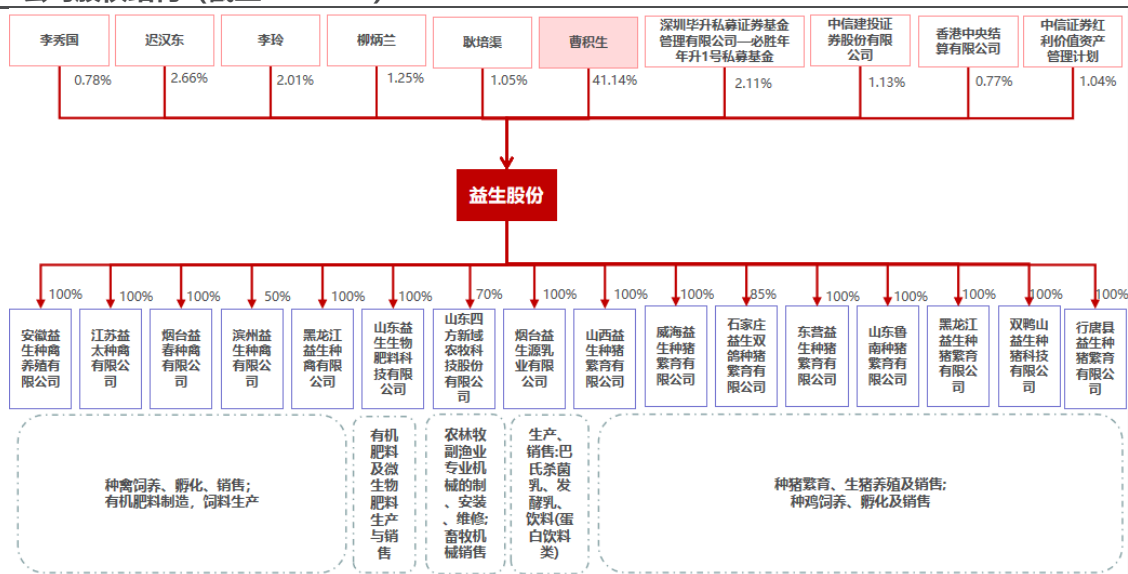
图2：2023 年公司产业布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

股权结构集中稳定，管理层专业经验丰富。公司董事长曹积生先生作为公司实际控制人，持有公司 41.14% 股权，为公司最终受益人。曹积生先生以及其他多位高管均有本科及以上学历与兽医相关专业背景，产业经验丰富。公司种禽养殖业务主要由安徽益生种禽养殖有限公司、江苏益太种禽有限公司、滨州益生种禽有限公司、黑龙江益生种禽有限公司等经营，石家庄益生双鸽种猪繁育有限公司、山东鲁南种猪繁育有限公司等公司主要经管种猪养殖业务，并协同母公司共同经营种鸡业务。

图3：公司股权结构（截至 2023H1）



资料来源：ifind，民生证券研究院

表1：公司部分董事、监事、高级管理人员专业背景

姓名	职位	学历	产业经历
曹积生	董事长	工商管理硕士	高级兽医师长、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
楼梦良	董事	英国格拉斯哥大学家禽育种和营养专业博士	高级畜牧师
赵桂苹	董事	博士研究生	1999年7月至今任中国农业科学院北京畜牧兽医研究所研究员，从事肉鸡育种技术开发工作
郭龙宗	高级管理人员	研究生	高级兽医师，执业兽医师，烟台市“双百计划”全职创新人才

资料来源：公司公告，民生证券研究院

股权激励提高员工活力，深度绑定公司高管以及员工。公司于2014年2月首次实施股权激励计划，共108名董事与核心管理人员参与其中。2017年3月实施第二次股权激励计划，将获授的股票期权数量由1032.6万份提升到1.7亿份。此外，公司分别于2015年10月于2022年3月分别开展员工持股计划，对中层管理人员及核心技术（业务）人员出资额占比由85.5%扩大至87.1%，进一步加大对一线核心员工的关注力度。股权激励深度绑定公司与高管和员工之间的利益，激发员工工作积极性，促进公司长远健康发展。

表2：公司股权激励计划

	第一次	第二次
时间	2014年2月	2017年3月
激励对象	董监高（4人） 核心管理人员等（104人）	董监高（7人） 中层管理人员、核心技术人员等（175人）
获授的股票期权数量（万份）	1,032.63	1,7000
业绩考核目标	2014年、2015年、2016年三个行权期内，公司扣除非经常性损益后的净利润分别不低于500万元、2,500万元、6,000万元	2017年、2018年、2019年三个行权期内，公司扣除非经常性损益后的净利润分别不低于1.1亿元、1.2亿元、1.3亿元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表3：公司员工持股计划

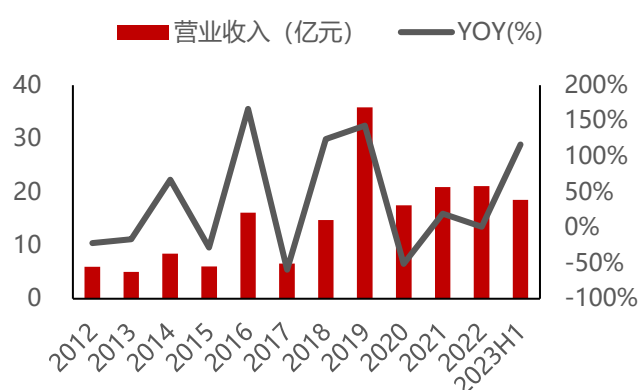
	认购价格	认购股票数量	占总股本比例	参与人数	中层管理人员及核心技术（业务）人员出资额占比
第一次员工持股计划（2015）	24.73（元/股）	不超过149.62万股	约占0.53%	不超过500人	85.53%
第二期员工持股计划（2022）	8.40（元/股）	不超过142.86万股	约占0.14%	不超过650人	87.10%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 营收波动上行，盈利受周期影响

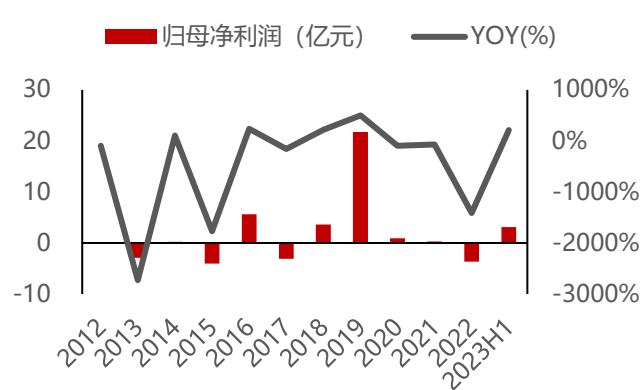
公司营收波动上行，盈利水平受周期影响。2012~2022 年，公司营业收入从 6.0 亿元增长至 21.1 亿元，CAGR 为 13.4%。从收入构成看，2022 年种鸡、农牧设备、牛奶、种猪业务分别实现营收 19.0/0.8/0.6/0.4 亿元，收入占比分别为 89.8%/3.6%/3.0%/1.6%。2023H1 公司实现营收 18.5 亿元，同比+116.7%，归母净利润为 3.1 亿元，同比+209.0%，主要因行业供应收缩，叠加疫情缓解后消费复苏，公司作为鸡苗销售企业充分受益于白羽肉鸡行业景气度上行。

图4：2012-2023H1 营业收入（亿元）及增速



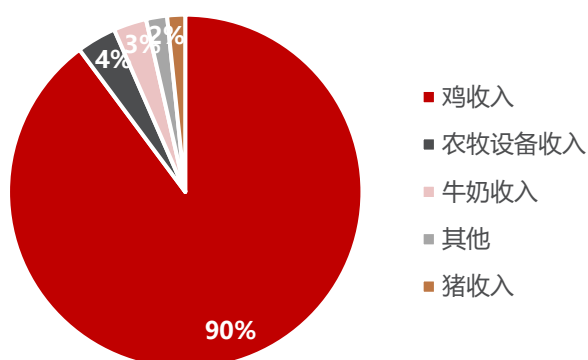
资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：2012-2023H1 归母净利润（亿元）及增速



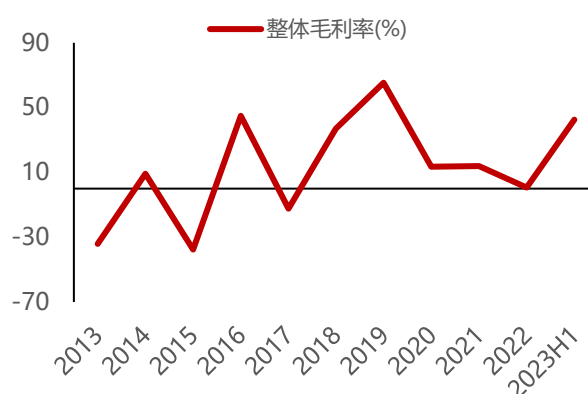
资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：2022 年公司各项业务营收占比 (%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

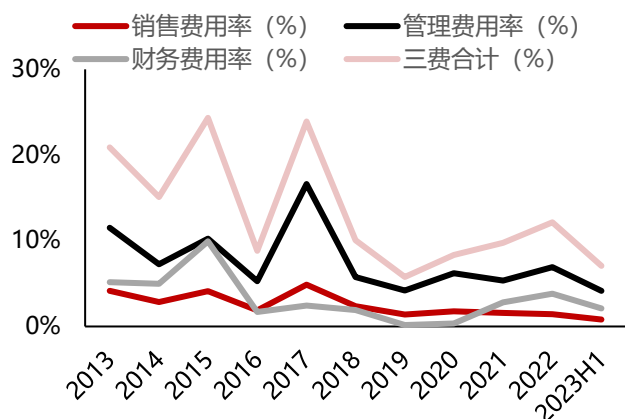
图7：2013~2023H1 公司销售毛利率



资料来源：ifind，民生证券研究院

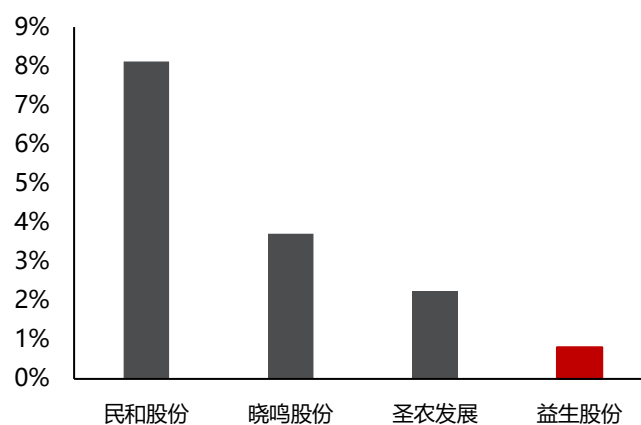
期间费用率逐步下降，销售费用率领先同行可比公司。2023H1，公司的整体期间费用率为 7.1%，同比下降 2.3PCT，主要系 2023H1 公司经营状况有所改善，公司营业收入同比大幅增长，三费占比有所降低。2023H1 公司的销售费用率为 0.8%，领先于同行业其他可比公司，说明公司具有较强的费用管控能力。

图8：2013~2023H1 公司期间费用率水平



资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：2023H1 与可比公司销售费用率对比 (%)



资料来源：ifind，民生证券研究院

2 低引种影响仍将延续，需求有望迎来扩容

2.1 引种缺口确立，商品代或迎景气上行

我国白羽肉鸡行业近十年来共经历五轮周期，最短仅 14 个月，最长持续 36 个月，相比猪周期，价格波动更大，持续时间更短。周期的催化因素包括：①**海外引种量的变化**。我国祖代鸡种源长期以海外引进为主，若引种地集中发生大规模禽流感导致国内祖代引种受限，供给短缺会推动价格上行；②**鸡肉对猪肉的替代效应**。猪肉仍占据我国居民消费中的主导地位，若猪价大幅上涨，鸡肉替代属性将会增强，带动鸡价上行；③**禽流感、新冠疫情等突发疫病**。通过影响消费者餐饮消费意愿进而对鸡肉的需求造成冲击。

第一轮 (2012.02-2013.04)：白鸡价格从 7.6 元/公斤涨至最高 9.9 元/公斤，最后跌至 6.8 元/公斤。连锁餐饮的持续扩张推动深加工鸡肉的需求，驱动鸡价上行。但 2012 年年底“速生鸡”事件，2013 年 3 月我国出现由新型流感病毒引起的 H7N9 型禽流感，大大削弱了鸡肉的消费需求，鸡价加速下跌。

第二轮 (2013.04-2015.10)：白鸡价格从 6.8 元/公斤涨至最高 10.4 元/公斤，最后跌至 5.3 元/公斤。随着禽流感疫情影响的退散，行业需求回暖，白羽鸡价格重回上涨趋势。但上游产能无序扩张，2012、2013 年祖代鸡引种分别达到 138、154 万套的历史高位，直接带来了 15 个月后的白羽鸡供给过剩，2014 年下半年鸡价进入下行周期。

第三轮 (2015.10-2017.02)：白鸡价格从 5.3 元/公斤涨至最高 9.7 元/公斤，最后跌至 4.2 元/公斤。前期亏损带动行业产能主动去化，2014 年白鸡联盟成立约束引种；加之 2014 年 11 月起美、法相继暴发禽流感，2015 年引种大幅下滑至 72 万套，供应收缩推动鸡价上升。但在行业乐观预期下，出现了大面积的祖代和父母代强制换羽和延迟淘汰的现象，供应短缺的态势没有持续。外加 2016 年我国发生新一轮 H7N9 型禽流感疫情，鸡肉消费再次受到影响，鸡价大幅下跌。

第四轮 (2017.02-2020.02)：白鸡价格从 4.2 元/公斤涨至最高 13.1 元/公斤，最后跌至 4.4 元/公斤。2015 年至 2018 年我国白羽肉鸡引种量持续处于低位，2018-2019 年非洲猪瘟疫情对我国生猪产能造成重创，鸡肉替代性效应显现。行业迎来四轮周期中时间跨度最长、涨幅最大时段，肉鸡价格达到历史高位 13.1 元/kg。2019 年引种恢复后，行业受高盈利驱动扩充产能，引种量重新回到 100 万套以上；同时生猪产能也逐渐恢复，鸡肉替代效应减弱。2020 年底新冠疫情突发，餐饮消费受到严重影响，鸡价出现断崖式下跌。

第五轮 (2020.02 至今)：白鸡走出周期底部，供需双料延续行情。2019 到 2021 年连续三年的高引种使得行业产能相对过剩，祖代种鸡与父母代种鸡存栏量高位运行；2020 年后，受国际大宗农产品供应紧张影响，禽畜饲料成本上行

进一步压缩行业盈利空间。受欧美禽流感疫情及国际航班停运的影响，目前祖代产能缺口已经传导至父母代鸡苗价格，未来将进一步向商品代传导；同时，伴随餐饮、旅游陆续恢复正常，在消费复苏的背景下未来白鸡需求有望进一步增长，商品代价格景气度有望继续上行。

图10：白羽肉鸡价格波动周期回顾

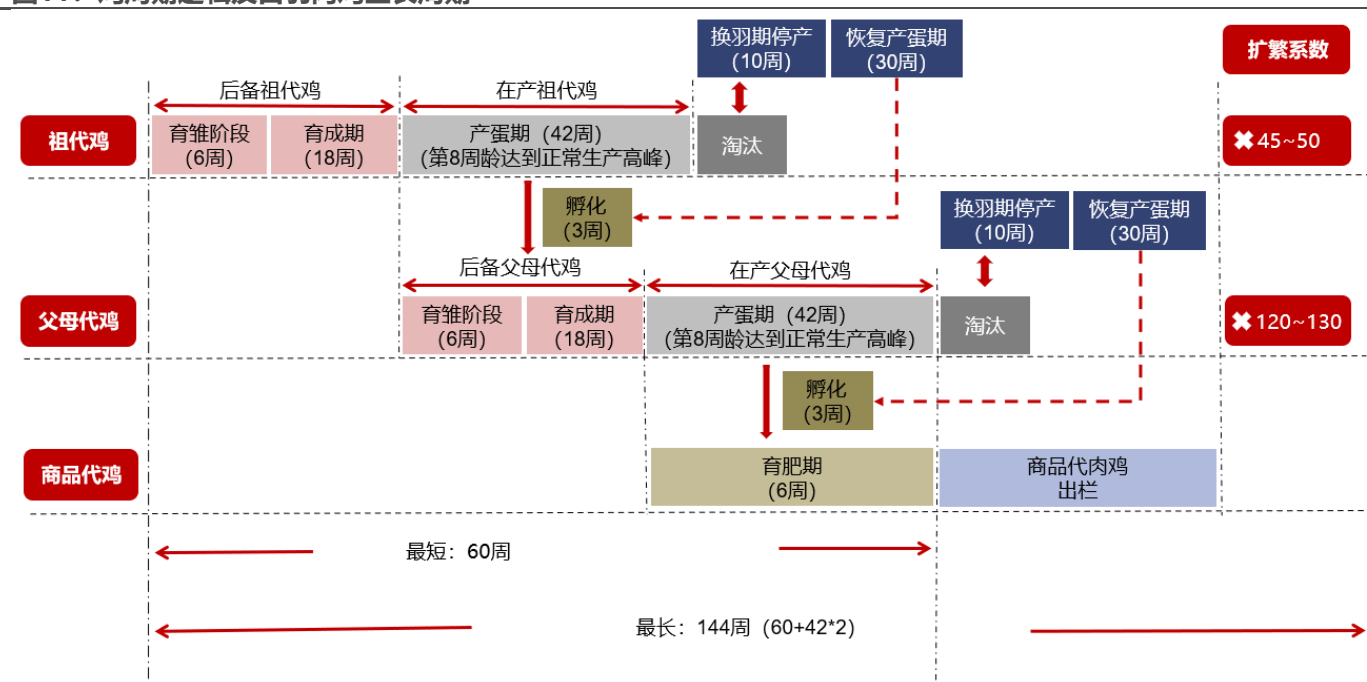


资料来源：ifind，民生证券研究院

肉鸡产业周期包括祖代种鸡、父母代种鸡、商品肉鸡三个代际。在我国的肉鸡良种繁育体系中，**祖代肉种鸡繁育处于第一层次**，兼具选育和扩繁双重任务，从祖代鸡苗引种到商品代肉鸡出栏最少需60周（15个月）左右的时间，每套祖代种鸡可生产45~50套父母代种鸡；**父母代种鸡繁育处于第二层次**，起到承上启下的重要作用，每套父母代肉种鸡可生产120~130只商品肉鸡；**商品肉鸡饲养是第三层次**，每只商品肉鸡在45天内可长成重达2.8千克的成品肉鸡，经屠宰加工后成为鸡肉产品流向消费端，成品肉鸡的屠宰率约为85%，据此计算，一套祖代肉种鸡最终至少可以提供约12.9吨的鸡肉产品（ $45 \times 120 \times 2.8 \times 0.85 / 1000$ ）。

根据对代际规律的探索，我们发现，**祖代鸡更新量影响1Q后的后备祖代鸡存栏量，后备祖代鸡存栏量影响2Q以后的父母代鸡苗销量，父母代鸡苗销售量与3Q后的商品代鸡苗销量呈现较强相关性。**从后备祖代鸡生长周期来看，假设后备祖代平均存栏期为3个月，则后备祖代存栏对应约6个月后的父母代鸡苗出栏（3个月转在产+2个月产蛋高峰+1个月孵化）。父母代鸡苗孵化成功后进入销售阶段，经过育雏育成后成为在产父母代鸡，再经过生长产蛋孵化等一系列过程迭代出商品代鸡苗（6个月育雏育成阶段+2个月产蛋高峰+1个月孵化）。

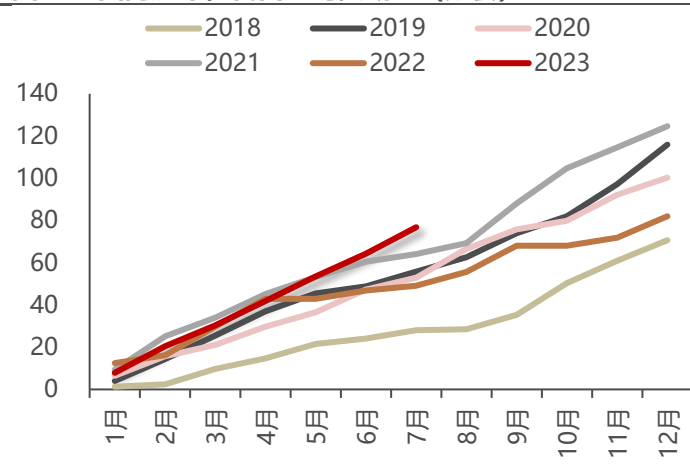
图11：鸡周期逻辑及白羽肉鸡生长周期



资料来源：益生股份招股说明书，民生证券研究院绘制

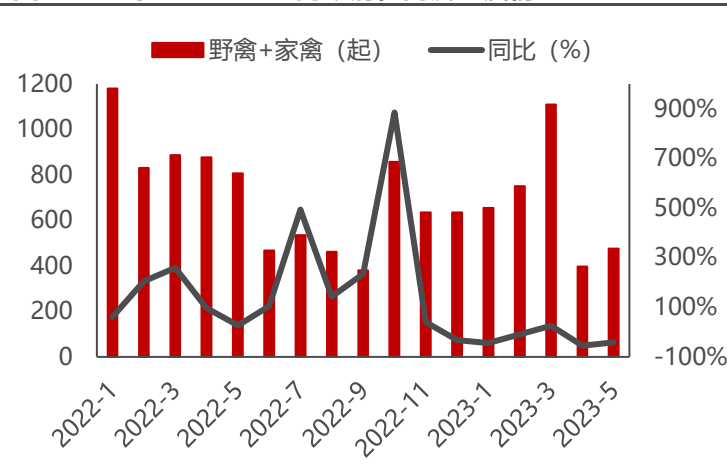
引种短缺基本确立，结构性问题有待观察。受海外高致病性禽流感影响，国内自 2022 年 5 月起开始限制引种，直至 7 月，白羽祖代引种量持续为 0；8-10 月虽然政策放开，但是引种量极少，11 月引种再次断档。2022 年国内祖代种鸡更新量仅为 96.34 万套，同比下滑 25%，奠定了 2024 年商品代供应收缩的主基调。**品质上：**2020~2022 年，受多年禽流感影响，在产祖代鸡生产效率有所下滑，由 57 套/年下降到 53 套/年。**根据代际推演前期引种短缺仍未传导至商品代阶段，国内种鸡产能释放效率存在不确定性。**2023 年 1-8 月海外祖代鸡更新量占比下降至 56.4%，国产品种祖代鸡更新量占比上升，但由于国产种鸡仍处推广阶段，后续品种生产性能仍待观察。

图12：国内历年祖代白羽鸡更新量（万套）



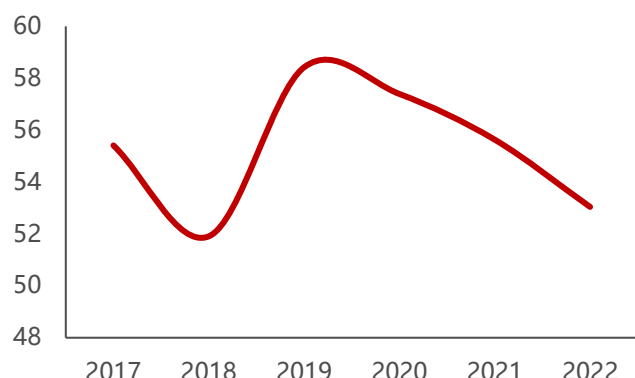
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，民生证券研究院

图13：全球 H5N1 亚型高致病性禽流感疫情



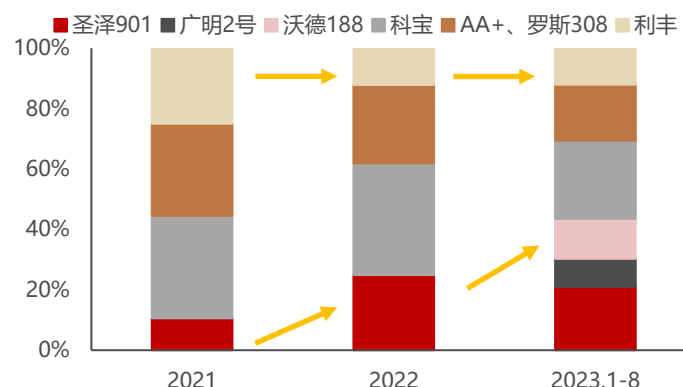
资料来源：农业农村部，民生证券研究院

图14: 2017-2022 年在产祖代鸡生产效率 (套)



资料来源: 我的钢联, 民生证券研究院 (平均一套在产祖代全年累计供应的父母代雏苗数量)

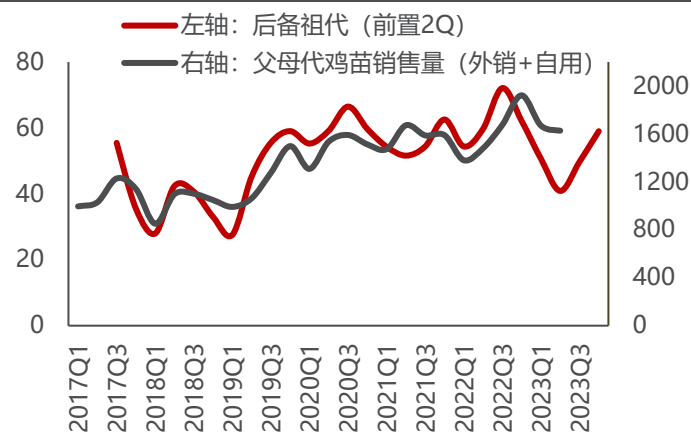
图15: 2021-2023 年 1-8 月祖代更新品种占比



资料来源: 我的钢联, 民生证券研究院 (2022 年数据截至 12 月 16 日)

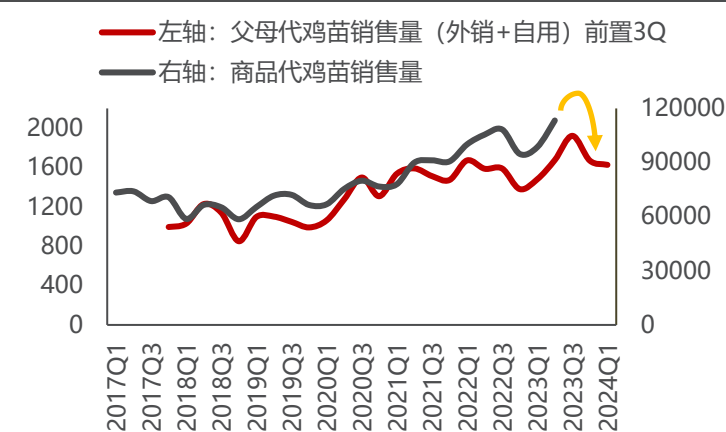
产能缺口仍存, 静待周期传导。2022 年 Q2 开始的祖代引种下滑将会导致 23Q1 后的父母代鸡苗销量下滑, 而反映到商品代鸡苗销量下滑则在 23Q4 之后。
从供需结构而言,2022 国内白鸡祖代引种更新量为 96.3 万套, 假设祖代和父母代按照平均扩繁系数 47.5 和 115, 在不考虑强制换羽等外部因素的情况下, 计算出商品代总供应量约 52.6 亿只, 与 2023 年行业预计的 70 亿只左右仍有差距。

图16: 后备祖代种鸡存栏量 (万套) 与父母代鸡苗销售量 (万套)



资料来源: 禽业协会, 民生证券研究院

图17: 父母代鸡苗销售量 (万套) 与商品代鸡苗销售量 (万只)



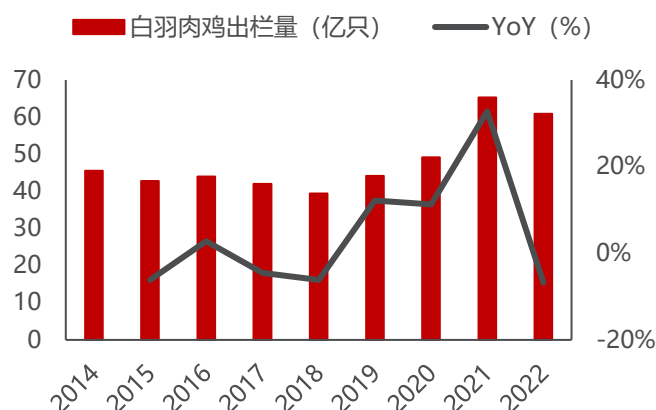
资料来源: 禽业协会, 民生证券研究院

2.2 行业规模稳步增长, 深加工产品有望成为新增长极

出栏量稳步增加, 白鸡市场规模向好。随着近四十年的探索实践, 我国白羽肉鸡产业链趋于完善, 生产效率逐年提高。2019-2020 非洲猪瘟使得我国猪肉供给出现较大缺口, 鸡肉替代性需求进一步增强。2021 年, 国内白羽肉鸡出栏量

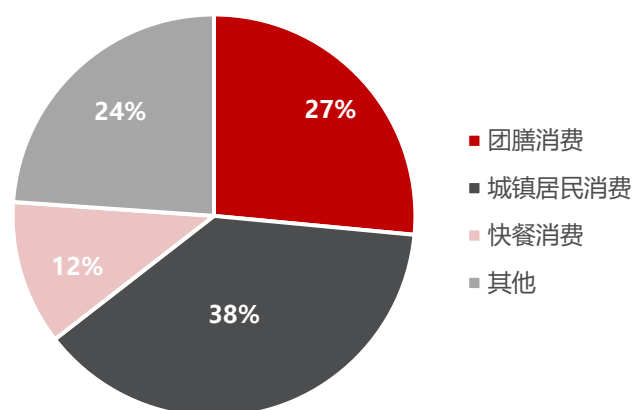
已达 65.3 亿只，同比增长高达 32.8%；2022 年出栏量虽有减少，但也稳定在 60 亿只之上。

图18：2014-2022 年白羽肉鸡出栏量及增速



资料来源：肉鸡产业发展检测报告，民生证券研究院

图19：2021 年白鸡各消费途径占比 (%)

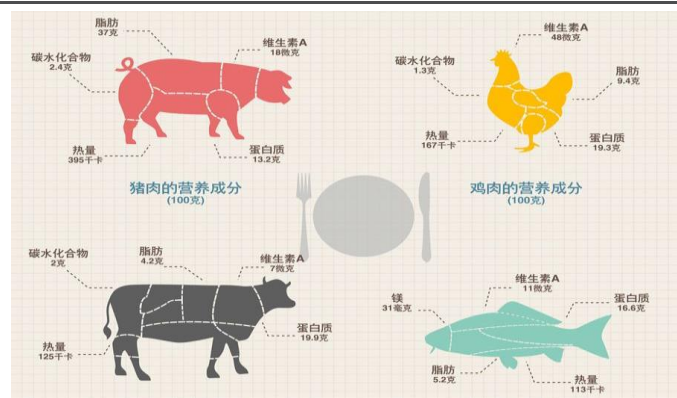


资料来源：观研天下，民生证券研究院

白鸡产业低碳环保，鸡肉兼备健康和高性价比。白羽肉鸡产业具有节粮节地、节水、低碳环保、生产周期短、产出效益快等优势，在当前的国际形势下，大力发展白羽肉鸡产业，对保障我国居民畜产品的有效供给和缓解粮食供求关系意义重大。《中国农业产业发展报告（2022）》提出，到 2035 年，在肉类生产总量保持不变的情况下，禽肉产量一倍，替代部分猪肉消费，可节约 2786 万吨饲料粮，并同时减少约 729 万吨的农业碳排放。

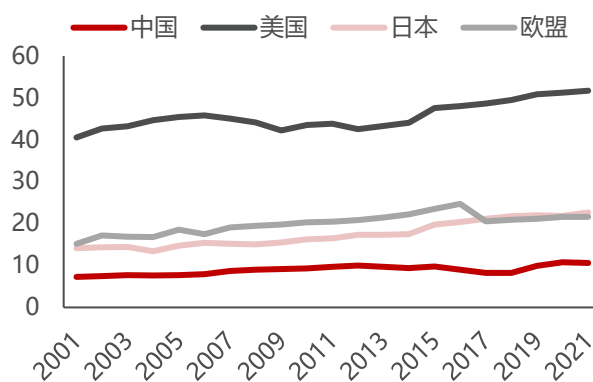
鸡肉具有“一高三低”（高蛋白质、低脂肪、低胆固醇和低热量）的特点，更加符合健康的消费理念，已成为我国第二大消费肉类。从 2001~2021 年，中国人均鸡肉消费量从 7.5 千克提升至 10.6 千克，但与美国、欧盟等发达国家相比，我国人均鸡肉消费仍存在较大差距。

图20：不同肉类比较



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

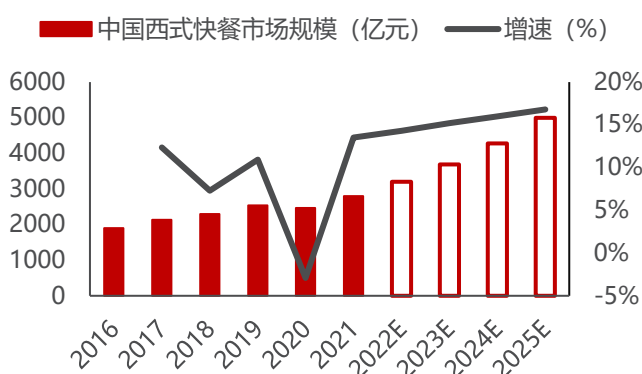
图21：中国及主要国家鸡肉人均消费量变化 (千克/人)



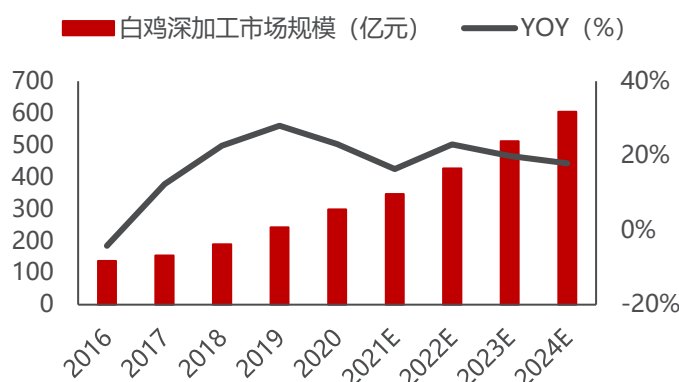
资料来源：观研天下，民生证券研究院

快餐炸鸡市场方兴未艾，肉鸡深加工产品有望成为新增长极。自肯德基、麦当劳等西式快餐进入中国市场以来，带动鸡肉需求快速扩张，而且快餐门店数量尚未饱和。城市居民生活节奏变快，西式快餐在国内仍有较大发展空间与潜力，据艾瑞咨询预计 2022~2025 年国内西式快餐市场规模复合增速为 11.3%。随着众多品牌的本土化探索和市场下沉，中国本土快餐品牌渗透率不断提升，截至 2023 年 1 月 5 日，华莱士的门店数量超麦当劳 3 倍有余。以正新鸡排、超级鸡车等为代表的中式小吃推动鸡排，脆皮炸鸡等鸡肉产品消费大幅增长。

白鸡以分割冻品销售为主，天然具备深加工的优势。随着年轻消费群体对便利食品的需求逐渐增加，鸡肉深加工产品将成为国内消费主流。2016~2020 年，中国白羽肉鸡深加工产品市场规模从 137 亿元增长至 298 亿元，CAGR 为 16.8%。白鸡行业同时具备替代性和成长性，未来市场扩容只可期。

图22：中国西式快餐市场规模及增速


资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图23：中国白鸡深加工市场规模及增速


资料来源：USDA，民生证券研究院

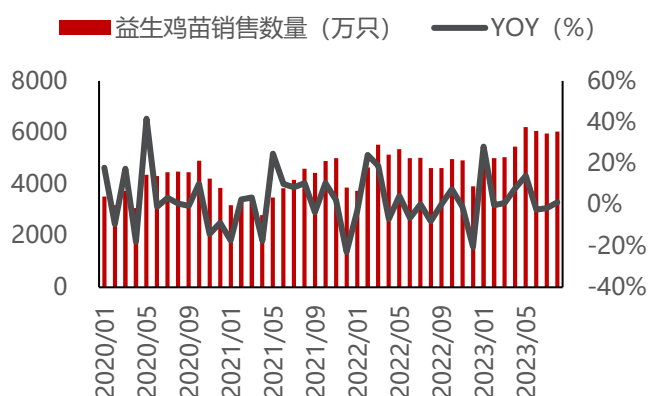
3 “种鸡+种猪”双轮驱动，固强补短完善体系

3.1 聚焦行业上游，开拓白鸡祖代引种先河

3.1.1 景气周期推动量价齐升，白鸡收入有望持续提升

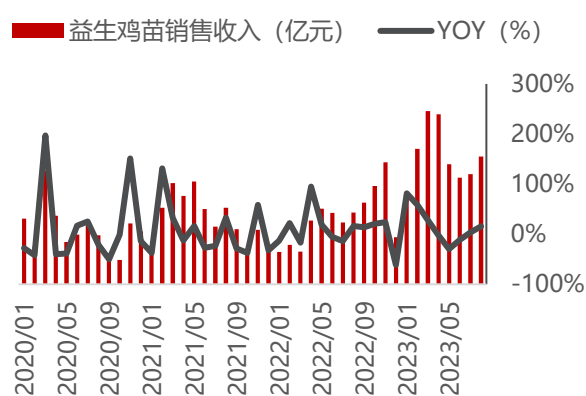
种鸡行情回暖，量价齐升推动鸡苗板块业绩。受 2022 年 5 月开始海外引种受限的影响，祖代鸡供应持续短缺，推动白羽肉鸡行业逐渐步入景气上行通道，10 月起父母代鸡苗价格快速上涨，公司鸡苗销售数据明显改善。2023 年 1-8 月公司合计销售鸡苗 4.5 亿只，同比+14.7%，实现收入 20.5 亿元，同比+129.4%。受益于种鸡行情回暖，产能缺口延续，公司鸡苗收入有望持续增长。

图24：2020-2023.8 益生股份鸡苗销售数量及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

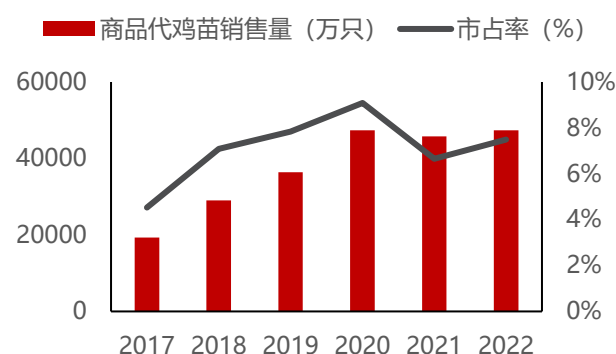
图25：2020-2023.8 益生股份鸡苗营业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

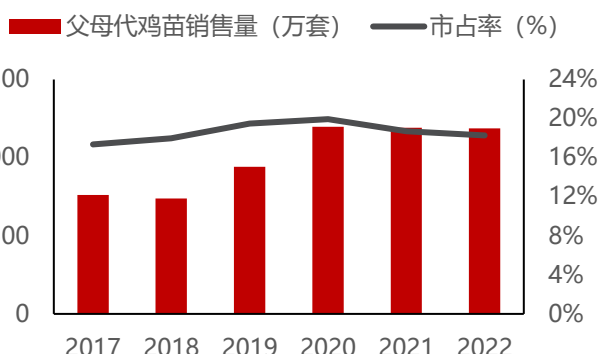
鸡苗出栏量稳定增长，常年稳居行业龙头。2017~2022 年，随公司产能持续扩张，商品代鸡苗销量从 1.9 亿只增长至 4.7 亿只，CAGR 为 16.2%，父母代鸡苗销量从 761.8 万套增长至 1187.9 万套，CAGR 为 7.7%。在全行业规模扩容的背景下，公司商品代鸡苗市占率不降反增，从 2017 年的 4.5%增长至 2022 年的 7.5%，父母代鸡苗市占率基本保持在 18%左右，可见公司品种具备强大的竞争内核。

图26：2017-2022 年公司商品代鸡苗市占率

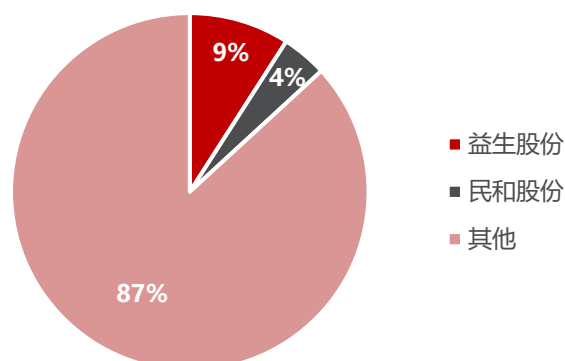


资料来源：ifind，民生证券研究院

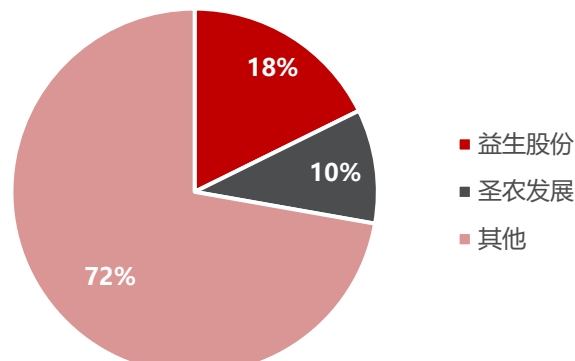
图27：2017-2022 年公司父母代鸡苗市占率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图28：2022 年商品代鸡苗行业集中度


资料来源：ifind，民生证券研究院

图29：2022 年父母代鸡苗行业集中度


资料来源：ifind，民生证券研究院

3.1.2 利丰品系优势突显，核心竞争力显著提升

利丰新品系性能占优，市场认可度不断攀升。作为以高代次畜禽种源供应为核心竞争力的公司，2016 年 11 月公司在行业内率先引入哈伯德曾祖代白羽肉种鸡，推动我国白羽肉鸡行业从过去直接进口祖代鸡苗到进口曾祖代鸡进行繁育的新篇章，不仅开辟了肉种鸡进口的新渠道，也标志着公司向上游产业链成功延申；2018 年末，公司引进哈伯德利丰新品系，其父母代与商品代肉鸡性能优势突出：**父母代：**哈伯德利丰品系高峰产蛋率高达 88.4%，高于罗斯 308 快羽。此外，利丰父母代种鸡育雏育成期成活率高于 96%，产蛋期成活率高于 92%，均高于罗斯与 AA+。**商品代：**利丰品系总体平均肉鸡欧指为 412.37，成活率高达 86.7%，料肉比仅为 1.52，性能优势明显；25 周出栏体重高达 3140g，高于罗斯 308 快羽及 AA+。哈伯德利丰新品系的引进提升了公司市场竞争力，巩固行业优势地位。

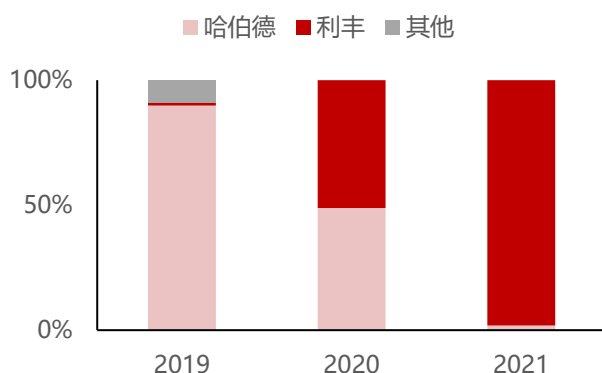
表4：哈伯德利丰和其他几大品系父母代种鸡生产指标对比

父母代	哈伯德利丰	罗斯 308	AA+	科宝 500 (开放式)
淘汰时间日龄 (天)	448	448	448	455
淘汰时间周龄 (周)	64	64	64	65
入舍母鸡产蛋总数 (个)	185.1	185.2	189.6	183.4
入舍母鸡产合格种蛋数 (个)	177.8	178.5	180.6	177.7
175 日龄 (25 周龄) 入舍母鸡产雏数 (只)	150.3	152.2	154.6	150.0
孵化率 (%)	84.5	85.3	85.6	84.4
5%产蛋率日龄 (天)	175	175	175	175
5%产蛋率周龄 (周)	25	25	25	25
高峰产蛋率 (%)	88.4	86.9	88.5	/
175 日龄 (25 周龄) 体重 (克)	3140	2970-3085	2970-3090	/
淘汰时体重 (克)	4120	4085-4205	4100-4215	/
育雏育成期成活率 (%)	≥96	95-96	95-96	/
产蛋期成活率 (%)	≥92	92	92	/

资料来源：安伟捷公司官网，哈伯德公司官网，科宝公司官网，益生股份公司官网，民生证券研究院

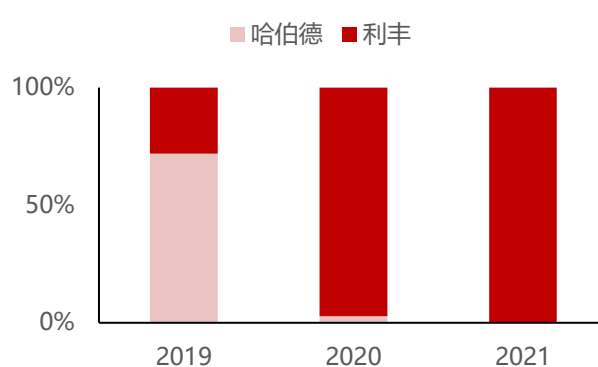
利丰品系全面升级，逐步取代哈伯德。2018 年末公司引进的利丰新品系白羽肉鸡，无论是在产蛋率还是料肉比方面，都有明显的竞争优势，且抗病力强，成活率高。2019 年，公司哈伯德老品种占商品代鸡苗销售收入的 89.9%，占父母代鸡苗销售收入的 71.9%；到 2021 年，公司利丰品系占商品代鸡苗销售收入的 98.1%，占父母代鸡苗销售收入的 100.0%，利丰品系对哈伯德老品种的取代加速了公司种鸡结构优化，有利于公司盈利能力的提高。

图30：2019-2021 年公司商品代鸡苗不同品种销售占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图31：2019-2021 年公司父母代鸡苗不同品种销售占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1.3 重视技术研发投入，自有种源“益生 909”成为业绩压舱石

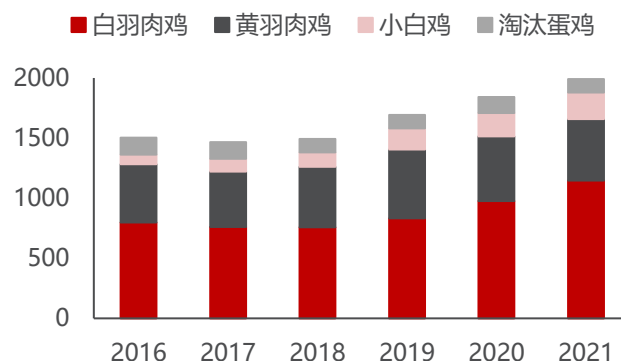
小白鸡逐渐抢占国鸡市场份额，品种优势不断显现。817 杂交肉鸡又称小白鸡，源于山东鲁西地区，由大型肉鸡父母代的公鸡（AA+、罗斯 308 等）与常规商品代褐羽、粉羽蛋鸡（海兰、罗曼、尼克等）进行人工受精杂交而来，主要用于某些地方特色鸡制品，如扒鸡、烤鸡、熏鸡等。因其生产过程投资较少、鸡苗成本低、长速快、胴体特征适合整鸡深加工等优势，市场接受度日渐提高，2019~2022 年我国小白鸡养殖量从 15 亿只增长至 23 亿只。2016~2021 年我国小白鸡鸡肉产量由 80 万吨增长至 220 万吨，CAGR 为 22.4%，而黄羽肉鸡鸡肉产量 CAGR 仅 1.1%。随着近年来养殖成本的不断提升，“国鸡”养殖产能陷入停滞，而“小白鸡”因其相对较低的造肉成本产量呈现日渐上升的趋势。

图32：817 杂交肉鸡杂交过程



资料来源：百度百科，民生证券研究院

图33：2016-2021 年鸡肉产量 (万吨)

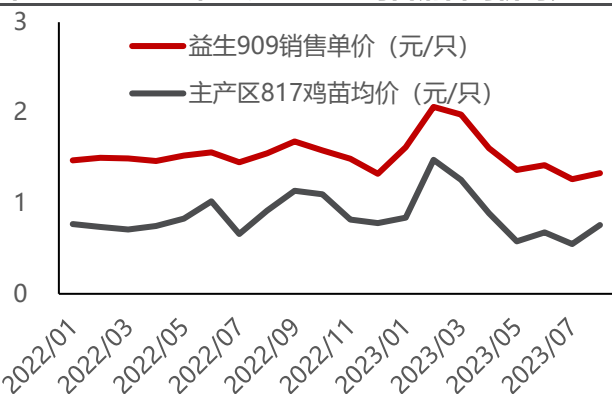


资料来源：肉类产业资讯，民生证券研究院

坚持技术创新驱动发展，研发成果丰硕斐然。公司积极开展研发工作，研发投入始终保持在较高水平，2018~2022 年，公司的研发费用从 2000 万元增长至 9600 万元，CAGR 为 36.9%。**种鸡培育方面**，2021 年公司自主培育“益生 909”小型白羽肉鸡配套系，该品种是山东省首个通过国家畜禽新品种认定的小型白羽肉鸡。**种鸡养殖方面**，公司自主研发的祖代肉种鸡产蛋期笼养及其配套技术，此技术可促进祖代肉种鸡生产效率提高 10%以上。

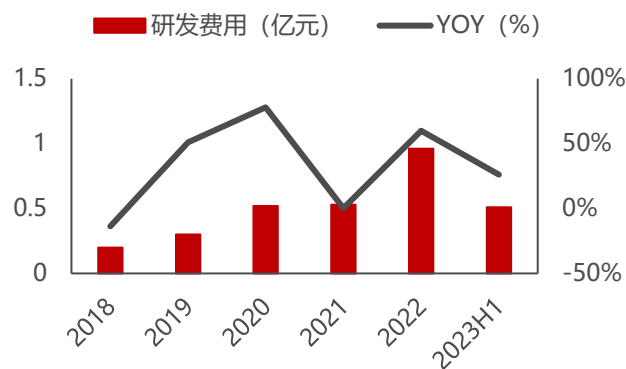
小白鸡综合效益显著，具备较高的市场溢价。相比国内主流小型肉鸡品种，“益生 909”小白鸡优势明显。**生长指标上**，“益生 909”小白鸡料肉比约为 1.75，优于行业平均水平。**屠宰指标上**，“益生 909”小白鸡 48 天出栏的体重约为 3.5 斤，且其达到与 817 肉杂鸡相同的体重可提前三到五天，经济效益显著。自 2022 年 1 月销售以来，“益生 909”小白鸡单价较主产区 817 鸡苗平均高出 0.68 元左右。2023 年 6 月，“益生 909”小白鸡单价为 1.42 元/只，较主产区 817 鸡苗贵 0.74 元。

图34：益生 909 和主产区 817 鸡苗销售均价对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图35：2018-2023H1 研发费用 (亿元) 及增长率



资料来源：ifind，民生证券研究院

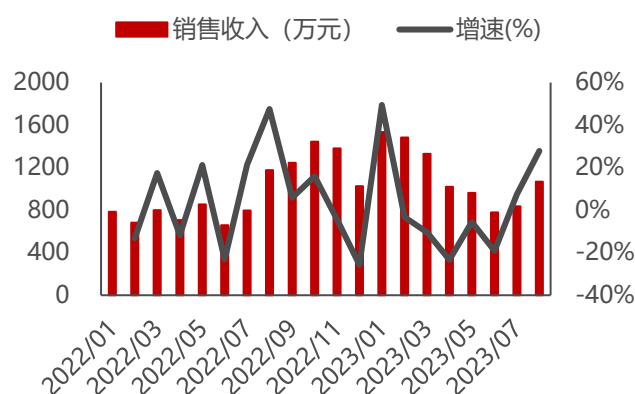
“益生 909”小白鸡需求旺盛。公司通过三系配套培育出的“益生 909”小型白羽鸡性能通过培育与选种不断优化，可稳定遗传给后代，适合平养、笼养多种饲养方式。2021 年 12 月，公司自主研发的“益生 909”小型白羽肉鸡配套系获得由国家畜禽遗传资源委员会颁发的畜禽新品种（配套系）证书。2022 年“益生 909”小白鸡合计销售 0.8 亿只，2023 年 1-8 月合计销售 0.6 亿只，同比增长 32.4%。2023 年“益生 909”的产能约为 8,000 万羽，未来公司将持续提高“益生 909”的产能，公司预计到 2025 年末，小白鸡的产能将达到 3 亿只。

表5：益生 909 小白鸡和 817 肉杂鸡的生产指标对比

父母代	益生 909 小白鸡	817 肉杂鸡
40-45 日龄体重	1500g+	1351-1519g
(40-45 日龄) 料肉比	1.5-1.7: 1	2.06-2.22: 1
白条出肉率	高 1-2%	-
相同体重出栏时间	提前 2-3 天	-
健康情况	边选育边净化，对垂直传播疾病净化得比较彻底，雏鸡健康，成活率高	“两白一支”占比高、腺病毒、流感和新城疫等流行病频发

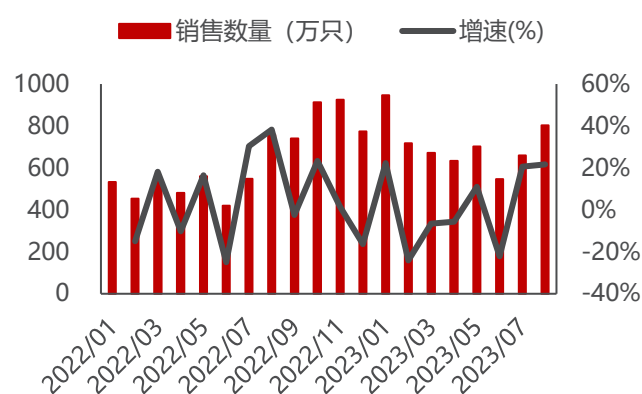
资料来源：家禽信息 PIB，民生证券研究院

图36：2022.1-2023.8 “益生 909” 营收及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图37：2022.1-2023.8 “益生 909” 销量及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

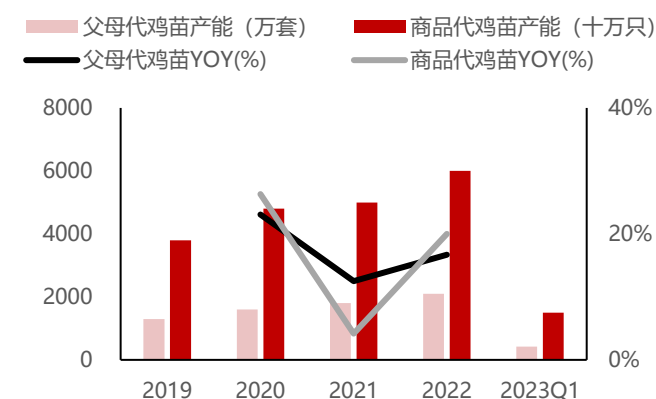
3.1.4 产能投放有序推进，新增募投助力产能扩张

产能投放有序推进，产能利用率维持高位。2022 年，公司下属东营益生种禽、山东益仙种禽公司投产，产能得到充分提升。2022 年公司父母代鸡苗产能为 2100 万套，同比增长 16.7%，产能利用率为 98.4%；品代鸡苗产能为 6 亿只，同比增长 20.0%，产能利用率为 93.3%。2023Q1 公司商品代鸡苗的产能利用率为 98.3%，父母代鸡苗的产能利用率为 98.1%。2023 年，公司预计出栏商品代鸡苗 6.2 亿只，继续按正常每年引种约 30 万套祖代肉种鸡的计划，维持公司祖代

肉种鸡市场占有率 1/3 的份额。随着公司利丰新品系种鸡性能不断优化，平养转笼养等养殖方式调整，公司养殖效率不断提升，鸡苗产能有望持续扩大。

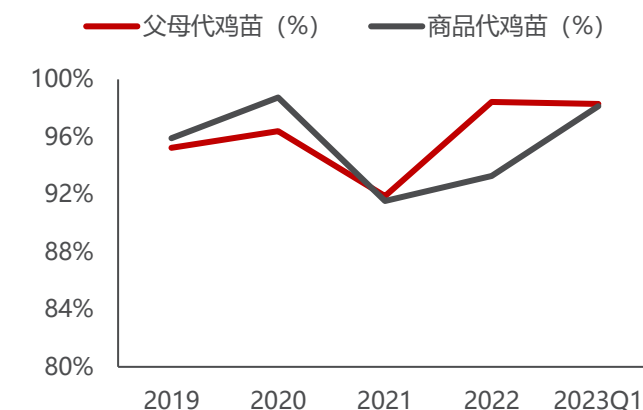
募投项目有序推进，产能建设步履不停。2022 年 12 月，公司向“利津益生种禽有限公司孵化场项目”拟投入募集资金 1.5 亿元，预计该项目全部投产后将实现年入孵种蛋约 1.46 亿枚。该募投项目的实施将进一步促进公司提升规模化率，有助于公司产能扩张。同时，2022 年 10 月，种业基金和益生股份对“滨州益生种禽有限公司”增资 8990 万元，进一步扩大公司益生 909 小型白羽肉鸡的养殖规模。公司预计截至 2025 年末商品代白羽肉鸡苗和益生 909 鸡苗年销量将达到 10 亿只。

图38：2019-2023Q1 商品代鸡苗与父母代鸡苗产能及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图39：2019-2023Q1 商品代与父母代鸡苗产能利用率

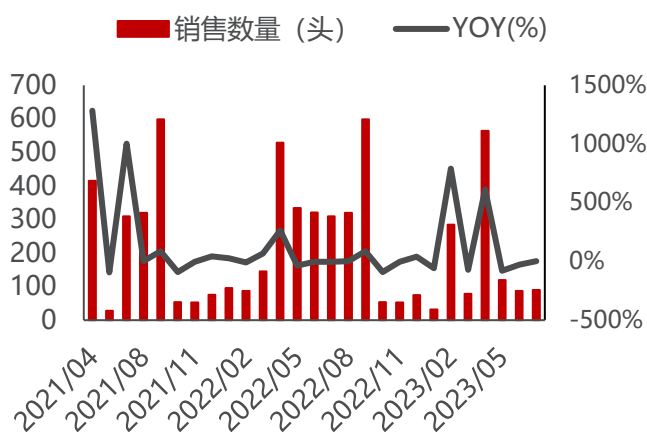


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 扎实推进种猪业务，有望成为利润新增长点

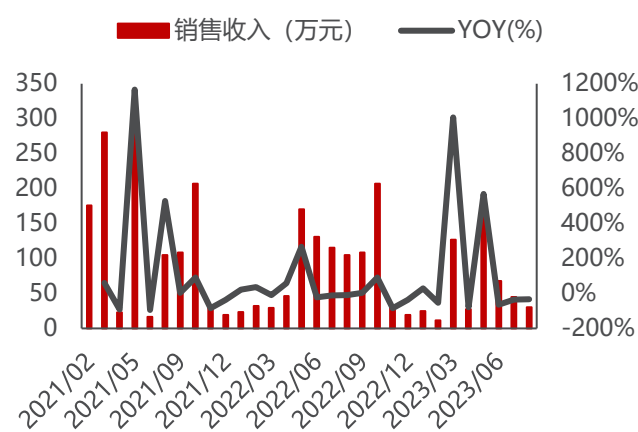
种猪品系优势突出，产能释放增量可期。公司饲养的新法系种猪具有大体型、生长快和节料的特点，而新丹系种猪全群料肉比 2.9:1，低于行业平均料肉比，达 95 千克体重的出栏平均周龄为 20.3 周，所用时长少于行业均值。受益于黑龙江、河北原种猪场产能投放与新丹系和新法系高繁种猪的优异性能，2022 年公司累计销售种猪 2922 头，同比+21.0%；2023 年 1-8 月累计销售种猪 1332 头，同比-29.8%，下游养殖行情低迷，公司种猪销量有所下滑。

图40：2021 年-2023 年 8 月种猪销售数量及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图41：2021 年-2023 年 8 月种猪销售收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

种猪养殖技术优势凸显，高质量引种加速助推产业发展。公司在种猪业务板块深耕 20 余年，在种猪养殖、育种和猪场建设中积累了丰富的经验。2021 年，公司大白猪平均总产仔数为 16.43 头，在全国种猪遗传评估中排名位列第一。公司充分借鉴自身种鸡养殖经验，自 2000 年开始建立原种猪场，通过高质量引种优化种猪品系结构。2010 年，公司从法国等国引进种猪与法国公司实行联合育种，保持遗传进展与国际同步。2021 年，公司从丹麦引入 1300 头纯种猪，进一步满足大型规模化养殖场对种猪数量和品种的要求，加快公司种猪产业发展步伐。

种猪产业逐步发展，下属子公司种猪产能有序释放。公司种猪业务布局包括 5 个下属种猪繁育分公司和多个原种猪场、祖代种猪场建设项目。山西省 3600 头规模的原种猪场、黑龙江省 4800 头规模的原种猪场、河北省 5000 头规模的祖代种猪场与 2000 头规模的原种猪场已经投产，产能释放有序进行。其中益生原种猪场存养曾祖代新法系能繁母猪 700 余头，与法国海波尔公司实行联合育种，能提高种猪性能。公司饲养的新法系种猪 2016 年可在 139 日内达 100kg 体重，30-100kg 日增重 1234g，在山东省种猪博览会种猪性能测定中排名第一。

表6：公司下属子公司种猪产能情况（截至 2023 年 10 月）

公司名称	公司类型	产能情况	目前进展
黑龙江益生种猪繁育有限公司	子公司	八五二农场生猪繁育一体化示范项目包括 500 头规模的种公猪站，4800 头规模的原种猪场，年可提供原种猪 4 万多头；八五二农场生猪规模化养殖项目（保育和育肥）总存栏 2.6 万头，年出栏肥猪 6 万头；2 个祖代种猪场，共存养能繁母猪 9600 头；1 个 23 万吨猪饲料厂	原种猪场投产
山西益生种猪繁育有限公司	子公司	原种猪场达能繁母猪存栏 3600 规模，预计满产后年可提供原种猪 3 万余头；分有山西益生种猪繁育场和山西益生种猪培育场	投产
威海益生种猪繁育有限公司	子公司	原种猪场（能繁母猪存栏 3600 规模），预计满产后年可提供原种猪 3 万余头	在建
益生原种猪场	子公司	存养曾祖代新法系能繁母猪 700 余头，年可供原种猪 5600 头；原种猪一场是核心育种场之一，与海波尔（法国）实行联合育种	投产
石家庄益生双鸽种猪繁育有限公司	合资公司	河北省灵寿县育博养殖有限公司（祖代种猪场，5000 头）；河北润源养殖有限公司（原种猪场，2000 头）；河北双鸽钰农畜科技有限公司（育博祖代种猪场母猪配套的保育-育成场，饲养育博 50% 产量）；行唐县生猪繁育有限公司（润源原种猪场母猪配套的保育-育成场，饲养润源 50% 产量）	投产

资料来源：公司公告，民生证券研究院

募投项目加速推进，定增助力产能扩张。2023 年，公司拟募集 1.16 亿元资金，其中 64% 资金用于双鸭山益生种猪科技有限公司祖代种猪场建设项目、3600 头能繁原种母猪场和 100 种公猪站项目、威海益生种猪繁育有限公司新建猪场建设项目。项目完全达产后，将新增原种猪产能 5.40 万头（其中 4.86 万头对外销售，0.54 万头留作自用），新增二元种猪产能 7.20 万头，新增商品猪（含商品肥猪及仔猪）产能 29.40 万头。

表7：募集资金投资项目中的种猪养殖项目基本情况

项目名称	预计新增产能	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	预计年实现销售收入 (万元)	预计年实现净利润 (万元)
双鸭山益生种猪科技有限公司祖代种猪场建设项目	年产二元种猪 7.2 万头，商品猪 16.8 万头	43,799.27	39,000.00	46,848.00	6,045.94
山西 3,600 头能繁原种母猪场和 100 种公猪站项目	年产原种猪 2.70 万头（其中自用 2,700 头，外售 2.43 万头）；商品肥猪 1.80 万头和 6kg 仔猪 4.50 万头	20,099.06	16,000.00	15,138.00	2,304.69
威海益生种猪繁育有限公司新建猪场建设项目	年产原种猪 2.7 万头（其中自用 2,700 头，外售 2.43 万头）；商品肥猪 1.80 万头和 6kg 断奶仔猪 4.50 万头	20,200.00	19,000.00	15,138.00	2,310.45

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

1) 白鸡业务；

公司作为国内白鸡种禽龙头企业，祖代肉种鸡饲养规模连续十多年位居全国第一，自有种源“益生 909”市场认可度不断提升。量：参照公司 2025 年完成 10 亿只（其中益生 909 鸡苗约 3 亿只）的销量目标，我们预计 2023~2025 年公司父母代鸡苗销量分别为 1383.3、1452.5、1597.7 万套；商品代鸡苗销量分别为 6.2、6.5、6.8 亿只；益生 909 鸡苗销量分别为 0.8、1.0、1.6 亿只。价：2022 年国内祖代种鸡更新量仅为 96.34 万套，同比下滑 25%，奠定了 2023 年父母代鸡苗供应偏紧和 2024 年商品代供应收缩的主基调。而根据禽业协会数据，2023 年 1-9 月祖代种鸡更新量充裕，为 99.2 万套，同比+31.0%，对应 2025 年商品代供应偏宽松格局。我们预计 2023~2025 年公司父母代鸡苗销售均价分别为 55、50、45 元/套；商品代鸡苗销售均价分别为 3.5、4.5、3.0 元/只；益生 909 鸡苗销量均价维持 1.6 元/只。综合上述假设，我们预计 2023~2025 年公司白鸡业务实现收入 33.99、42.47、33.55 亿元，营收增速分别为 79.2%、25.0%、-21.0%，毛利率预计分别为 38.7%、47.9%、32.4%。

2) 生猪业务；

公司近年来持续推进种猪业务发展，已有种猪产能 2 万头，商品猪产能 4.6 万头，足以覆盖预测期内出栏量。后续公司新增募投项目扩充产能，但前 1~2 年内公司种猪场处于扩繁阶段，我们预计 2023~2025 年公司种猪销量分别为 0.4、0.8、1.2 万头；生猪业务实现收入 0.56、0.83、1.13 亿元，营收增速分别为 62.7%、46.0%、36.9%，毛利率预计分别为 2.1%、13.9%、18.9%。

3) 农牧设备及牛奶业务；

公司农牧设备可根据客户需求和养殖工艺要求，进行设计，建筑施工，提供配套的养殖设备；牛奶业务以销售原奶及巴氏杀菌乳、发酵乳等成品奶为主，二者业务模式成熟，占公司整体营收比例较低，并非公司主要盈利来源。我们预计 2023~2025 年公司农牧业务实现收入分别为 0.80、0.84、0.88 亿元，营收增速保持在 5%，毛利率预计分别为 19.0%、19.3%、17.6%；牛奶业务实现收入分别为 0.67、0.70、0.74 亿元，营收增速保持在 5%，毛利率预计分别为 31.2%、29.7%、28.3%。

4) 其他业务；

公司其他业务收入包括饲料、有机肥和农副产品等，受益于上游养殖行情回暖，我们认为公司其他业务有望保持稳定增长，预计 2023~2025 年公司其他业务实现收入分别为 0.49、0.59、0.70 亿元，营收增速保持在 20%，毛利率预计

为 15.0%。

表8：公司业务拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
整体营业收入 (百万元)	2,111.6	3,650.8	4,542.1	3,699.8
营收增速	1.0%	72.9%	24.4%	-18.5%
毛利率	0.7%	37.3%	46.1%	31.3%
白鸡业务 (百万元)	1,896.4	3,398.7	4,246.8	3,354.7
增速	1.0%	79.2%	25.0%	-21.0%
毛利率	0.8%	38.7%	47.9%	32.4%
生猪业务 (百万元)	34.7	56.5	82.5	113.0
增速	-18.2%	62.7%	46.0%	36.9%
毛利率	-84.3%	2.1%	13.9%	18.9%
农牧设备 (百万元)	76.3	80.1	84.1	88.3
增速	-4.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	6.7%	19.0%	19.3%	17.6%
牛奶 (百万元)	63.7	66.8	70.2	73.7
营收增速 (%)	-3.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	24.0%	31.2%	29.7%	28.3%
其他 (百万元)	40.6	48.7	58.5	70.2
营收增速 (%)	64.4%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)	19.8%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

从整体费用情况来看，2022 年公司由于青岛酒店房产计提折旧费导致管理费用率有所上升。后续公司管理费用率将回归合理水平，我们认为未来三年公司期间费用率将保持稳定，预计 2023~2025 年公司销售费用率分别为 1.4%、1.4%、1.4%，管理费用率分别为 6.0%、5.8%、5.6%，研发费用率分别为 4.0%、3.8%、3.6%。随着白鸡行业进入景气上行周期，公司盈利水平提升，财务费用率呈下降趋势，预计 2023~2025 年公司财务费用率分别为 1.1%、0.4%、0.2%。

表9：公司费用率预测

	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率 (%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用率 (%)	6.9%	6.0%	5.8%	5.6%
研发费用率 (%)	4.5%	4.0%	3.8%	3.6%
财务费用率 (%)	3.9%	1.1%	0.4%	0.2%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司作为我国白羽肉鸡种禽养殖龙头企业，业绩贡献主要来源于父母代鸡苗和商品代鸡苗销售，因此我们选取同样处于白羽肉鸡行业的民和股份、圣农发展作为可比公司。从估值水平看，我们预计公司 2023~2025 年 PE 分别为 13/7/16 倍，低于可比公司 20/9/11 倍，2025 年我们预计商品代鸡苗供应充裕，压制鸡苗价格，或将影响公司业绩，导致估值波动。公司商品代鸡苗销量约占国内市场 1/10 份额，未来随着商品代鸡苗进入景气上行阶段，估值中枢有望继续上行。

表10：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002234.SZ	民和股份	12.87	-1.30	0.60	1.66	1.00	/	21	8	13
002299.SZ	圣农发展	18.83	0.33	1.06	1.95	1.93	57	18	10	10
行业平均		/	/	/	/	/	57	20	9	11
002458.SZ	益生股份	10.81	-0.37	0.82	1.45	0.69	/	13	7	16

资料来源：wind，民生证券研究院（注：可比公司均采用 wind 一致预期，股价时间为 2023 年 10 月 13 日）

4.3 投资建议

我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 8.16、14.43、6.90 亿元，对应 EPS 分别为 0.82、1.45、0.69 元。公司作为我国种禽养殖龙头企业，祖代肉种鸡饲养规模连续十多年位居全国第一，商品代鸡苗市占率也跃升至行业第一，将率先受益于引种短缺带来的行业景气上行。公司募资扩建种猪业务，未来“种鸡+种猪”双轮驱动可期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

- 1) **鸡苗价格大幅波动风险。**公司以销售父母代和商品代鸡苗为主要业务，若鸡苗价格出现大幅波动，将会对公司业绩造成影响。
- 2) **动物疫病风险。**禽流感对养殖行业下游需求影响较大，一旦出现大规模疫病，将会造成产能损失、增加养殖成本，冲击养殖业行业。
- 3) **原材料价格波动风险。**玉米、小麦、稻谷等主粮价格若遭遇恶劣天气导致供应下滑，将造成原材料价格大幅上涨，提升养殖业经营成本，对公司业绩造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,112	3,651	4,542	3,700
营业成本	2,097	2,290	2,450	2,543
营业税金及附加	6	11	14	11
销售费用	30	52	65	53
管理费用	146	219	263	207
研发费用	96	146	173	133
EBIT	-275	935	1,580	755
财务费用	81	41	23	10
资产减值损失	-11	-7	-8	-8
投资收益	-31	-15	-5	7
营业利润	-387	877	1,551	749
营业外收支	0	-1	-1	-1
利润总额	-388	876	1,550	748
所得税	-1	18	31	22
净利润	-387	859	1,519	726
归属于母公司净利润	-367	816	1,443	690
EBITDA	9	1,225	1,883	1,068

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	449	228	718	1,008
应收账款及票据	58	87	108	88
预付款项	33	40	43	45
存货	343	361	383	402
其他流动资产	51	76	91	77
流动资产合计	935	793	1,344	1,621
长期股权投资	285	271	266	274
固定资产	3,301	3,530	3,759	3,750
无形资产	138	138	138	138
非流动资产合计	5,000	4,989	5,484	5,995
资产合计	5,934	5,782	6,828	7,616
短期借款	1,280	580	180	180
应付账款及票据	771	747	802	863
其他流动负债	527	291	163	164
流动负债合计	2,578	1,618	1,145	1,207
长期借款	167	151	151	151
其他长期负债	337	303	303	302
非流动负债合计	504	454	454	453
负债合计	3,083	2,072	1,599	1,660
股本	993	993	993	993
少数股东权益	110	153	229	265
股东权益合计	2,852	3,710	5,230	5,955
负债和股东权益合计	5,934	5,782	6,828	7,616

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.64	72.89	24.41	-18.54
EBIT 增长率	-393.68	439.58	69.05	-52.25
净利润增长率	-	322.28	76.89	-52.22
盈利能力 (%)				
毛利率	0.71	37.27	46.05	31.25
净利率	-17.38	22.35	31.77	18.64
总资产收益率 ROA	-6.19	14.11	21.14	9.06
净资产收益率 ROE	-13.39	22.94	28.86	12.12
偿债能力				
流动比率	0.36	0.49	1.17	1.34
速动比率	0.21	0.23	0.79	0.96
现金比率	0.17	0.14	0.63	0.84
资产负债率 (%)	51.95	35.83	23.41	21.80
经营效率				
应收账款周转天数	10.00	9.17	9.17	9.17
存货周转天数	59.75	58.78	58.27	58.93
总资产周转率	0.36	0.62	0.72	0.51
每股指标 (元)				
每股收益	-0.37	0.82	1.45	0.69
每股净资产	2.76	3.58	5.04	5.73
每股经营现金流	0.09	1.05	1.87	1.13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	13	7	16
PB	3.9	3.0	2.1	1.9
EV/EBITDA	1,339.56	9.54	6.20	10.94
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-387	859	1,519	726
折旧和摊销	284	290	303	313
营运资金变动	66	-172	-6	63
经营活动现金流	90	1,043	1,854	1,122
资本开支	-298	-250	-775	-788
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-298	-263	-775	-788
股权募资	0	0	0	0
债务募资	140	-932	-540	0
筹资活动现金流	179	-1,001	-590	-43
现金净流量	-29	-221	490	291

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 2023 年公司产业布局.....	4
图 3: 公司股权结构 (截至 2023H1)	4
图 4: 2012-2023H1 营业收入 (亿元) 及增速.....	6
图 5: 2012-2023H1 归母净利润 (亿元) 及增速.....	6
图 6: 2022 年公司各项业务营收占比 (%)	6
图 7: 2013~2023H1 公司销售毛利率	6
图 8: 2013~2023H1 公司期间费用率水平.....	7
图 9: 2023H1 与可比公司销售费用率对比 (%)	7
图 10: 白羽肉鸡价格波动周期回顾	9
图 11: 鸡周期逻辑及白羽肉鸡生长周期	10
图 12: 国内历年祖代白羽鸡更新量 (万套)	10
图 13: 全球 H5N1 亚型高致病性禽流感疫情.....	10
图 14: 2017-2022 年在产祖代鸡生产效率 (套)	11
图 15: 2021-2023 年 1-8 月祖代更新品种占比	11
图 16: 后备祖代种鸡存栏量 (万套) 与父母代鸡苗销售量 (万套)	11
图 17: 父母代鸡苗销售量 (万套) 与商品代鸡苗销售量 (万只)	11
图 18: 2014-2022 年白羽肉鸡出栏量及增速.....	12
图 19: 2021 年白鸡各消费途径占比 (%)	12
图 20: 不同肉类比较	12
图 21: 中国及主要国家鸡肉人均消费量变化 (千克/人)	12
图 22: 中国西式快餐市场规模及增速.....	13
图 23: 中国白鸡深加工市场规模及增速.....	13
图 24: 2020-2023.8 益生股份鸡苗销售数量及增速	14
图 25: 2020-2023.8 益生股份鸡苗营业收入及增速	14
图 26: 2017-2022 年公司商品代鸡苗市占率.....	14
图 27: 2017-2022 年公司父母代鸡苗市占率.....	14
图 28: 2022 年商品代鸡苗行业集中度.....	15
图 29: 2022 年父母代鸡苗行业集中度.....	15
图 30: 2019-2021 年公司商品代鸡苗不同品种销售占比	16
图 31: 2019-2021 年公司父母代鸡苗不同品种销售占比	16
图 32: 817 杂交肉鸡杂交过程.....	17
图 33: 2016-2021 年鸡肉产量 (万吨)	17
图 34: 益生 909 和主产区 817 鸡苗销售均价对比.....	17
图 35: 2018-2023H1 研发费用 (亿元) 及增长率	17
图 36: 2022.1-2023.8“益生 909”营收及增速.....	18
图 37: 2022.1-2023.8“益生 909”销量及增率	18
图 38: 2019-2023Q1 商品代鸡苗与父母代鸡苗产能及增速	19
图 39: 2019-2023Q1 商品代与父母代鸡苗产能利用率.....	19
图 40: 2021 年-2023 年 8 月种猪销售数量及增速	20
图 41: 2021 年-2023 年 8 月种猪销售收入及增速	20

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司部分董事、监事、高级管理人员专业背景	5
表 2: 公司股权激励计划	5
表 3: 公司员工持股计划	5
表 4: 哈伯德利丰和其他几大品系父母代种鸡生产指标对比.....	15
表 5: 益生 909 小白鸡和 817 肉杂鸡的生产指标对比	18

表 6：公司下属子公司种猪产能情况（截至 2023 年 10 月）	21
表 7：募集资金投资项目中的种猪养殖项目基本情况	21
表 8：公司业务拆分	23
表 9：公司费用率预测	23
表 10：可比公司 PE 数据对比	24
公司财务报表数据预测汇总	26

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026