益生股份（002458）

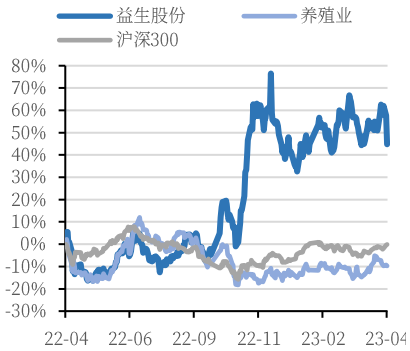
白鸡周期演绎，畜禽种源扩增

投资评级	买入
	首次评级
2023 年 04 月 18 日	
收盘价(元):	14.23
目标价(元):	

公司基本数据

总股本(百万股)	992.91
总市值(百万)	14,129.11
流通股本(百万股)	676.45
流通市值(百万)	9,625.89
12 月最高/最低价(元)	17.35/7.96
资产负债率(%)	46.81
每股净资产(元)	3.08
市盈率(TTM)	60.18
市净率(PB)	4.62
净资产收益率(%)	10.27

股价走势图



作者

彭海兰 分析师

SAC 执业证书：S0640517080001

联系电话：010-59562522

邮箱：penghl@avicsec.com

陈翼 研究助理

SAC 执业证书：S0640121080014

联系电话：010-59562522

邮箱：chenyyjs@avicsec.com

相关研究报告

报告摘要

◆ **白鸡周期演绎**

2022 年公司实现营业收入 21.12 亿元，同比增长 0.64%；归母净利润 -3.67 亿元。主要受白鸡周期影响，白羽肉鸡苗销售价格同比大幅下降（尤其是 22 年 Q1），同比转亏。**盈利上**，随着行业产能去化、消费恢复，白羽肉鸡行业景气度逐步提升，公司经营逐季改善。单季来看，22 年 Q4 公司实现归母净利润 3122 万元，当年首次扭亏；23 年 Q1 实现归母净利润 3.14 亿元，单季盈利进一步扩大。**量上**，22 年公司商品代白羽肉鸡苗销量 5.75 亿羽，23 预计产量为 5.8 亿羽，同比有望略增。**成本上**，大宗品涨价和人工成本上行推动养殖成本。家禽饲养的原材料成本和人工成本，分别同比增 15.81%、24.22%。**价上**，周期向上叠加公司种源优势，销价走高。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。公司 3 月份父母代肉种鸡苗报价 70 多元/套，具备明显价格优势。

◆ **畜禽种源扩增**

22 年公司公告拟非公开发行 A 股股票募资不超 11.6 亿元，投入种猪养殖项目（7.4 亿）、种鸡孵化场项目（1.4 亿）等。**种鸡方面**，利津益生种禽有限公司孵化场项目建成后预计将新增 1.17 亿只新增出雏。公司整体种鸡预计到十四五末期，商品代白羽肉鸡苗和益生 909 鸡苗年销量合计 10 亿羽。**种猪方面**，公司全部种猪场投产后，原种猪存栏将达 1.2 万头，年提供原种猪 10 万头；祖代猪存栏达 1.5 万头，年提供二元猪 12 万头。我们认为，随着公司定增和投建项目的推进，公司种畜禽产能有望得到明显扩增，公司种畜禽龙头地位进一步夯实。

◆ **畜禽种龙头乘风而上**

白羽肉鸡供需演绎尚在途中。需求端看，消费复苏非一蹴而就，复工复产后食堂、团餐恢复，餐饮、休闲、礼赠需求逐步复苏，白鸡需求有望进

一步提振。**供给端看**，前期引种缺口传导兑现尚在途中（22 年祖代引种量 96.34 万套，同比-24.5%），并且当前海外禽流感疫情和行业种鸡效率并不支撑未来产能提升的乐观预期。**我们认为，公司作为作为禽苗龙头，有望乘势明显获益，此外未来种畜业务扩张也将开启新的增长曲线，支撑公司业绩表现。**

◆ 投资建议

益生股份是国内畜禽种源龙头企业。公司核心肉鸡苗和种鸡业务有望在白鸡周期中充分受益。此外，随着种畜禽产能扩增，兼具成长属性。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.58 亿元、15.00 亿元、4.98 亿元，EPS 分别为 1.07 元、1.51 元、0.50 元，对应 23、24、25 年 PE 分别为 14.55、10.26、30.93 倍，首次评级给予“买入”评级。

◆ 风险提示

白鸡产能超预期恢复、鸡肉消费不及预期等。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2089.92	2111.60	3505.03	4276.90	3257.92
增长率（%）	19.35	1.04	65.99	22.02	-23.83
归母净利润（百万元）	28.45	-367.05	1057.79	1499.81	497.53
增长率（%）	-69.07	-1390.00	388.19	41.79	-66.83
毛利率（%）	13.96	0.71	47.64	51.95	28.12
每股收益（元）	0.03	-0.37	1.07	1.51	0.50
市盈率 PE	540.89	-41.93	14.55	10.26	30.93
市净率 PB	4.85	5.61	1.05	0.98	0.96
净资产收益率 ROE（%）	0.90	-13.39	7.21	9.60	3.12

资料来源：iFind，中航证券研究所

◆ 公司分业务拆分（百万元）

		2022	2023E	2024E	2025E
鸡收入	销售收入	1,896.36	3,248.00	3,972.00	2,870.00
	成本	1,880.50	1,625.00	1,815.00	2,034.00
	收入增长率	1.02%	71.28%	22.29%	-27.74%
	毛利率	0.84%	49.97%	54.31%	29.13%
农牧设备收入	销售收入	76.26	83.89	88.08	92.49
	成本	71.12	67.11	66.06	69.36
	收入增长率	-4.57%	10.00%	5.00%	5.00%

	毛利率	6.74%	20.00%	25.00%	25.00%
牛奶收入	销售收入	63.65	82.75	99.29	119.15
	成本	48.39	66.20	74.47	89.37
	收入增长率	-3.11%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	23.97%	20.00%	25.00%	25.00%
其他	销售收入	40.61	48.73	63.35	95.02
	成本	32.56	39.47	50.68	76.02
	收入增长率	64.39%	20.00%	30.00%	50.00%
	毛利率	19.81%	19.00%	20.00%	20.00%
猪收入	销售收入	34.73	41.67	54.17	81.26
	成本	64.01	37.50	48.75	73.13
	收入增长率	-18.23%	20.00%	30.00%	50.00%
	毛利率	-84.33%	10.00%	10.00%	10.00%

公司公告，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	449.04	11248.67	12900.39	13968.51
应收票据及账款	69.26	102.87	125.53	95.62
预付账款	33.34	74.53	90.94	69.28
其他应收款	28.77	47.36	57.79	44.02
存货	343.20	295.53	330.91	377.11
其他流动资产	11.04	27.78	33.90	25.82
流动资产总计	934.64	11796.75	13539.47	14580.37
长期股权投资	285.35	285.35	285.35	285.35
固定资产	4027.52	3466.15	2893.53	2307.67
在建工程	483.20	404.67	324.13	243.60
无形资产	138.46	115.38	92.31	69.23
长期待摊费用	5.22	2.61	0.00	0.00
其他非流动资产	59.94	59.20	58.46	57.72
非流动资产合计	4999.69	4333.35	3653.78	2963.56
资产总计	5934.33	16130.10	17193.24	17543.93
短期借款	1280.24	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	770.75	533.69	597.57	681.00
其他流动负债	527.46	360.84	414.25	423.60
流动负债合计	2578.45	894.53	1011.82	1104.60
长期借款	287.39	181.45	84.24	-3.87
其他非流动负债	216.93	216.93	216.93	216.93
非流动负债合计	504.33	398.39	301.17	213.07
负债合计	3082.78	1292.91	1313.00	1317.67
股本	992.91	1892.91	1892.91	1892.91
资本公积	523.39	10873.39	10873.39	10873.39
留存收益	1225.09	1902.71	2863.49	3182.21
归属母公司权益	2741.39	14669.01	15629.79	15948.51
少数股东权益	110.16	168.18	250.46	277.75
股东权益合计	2851.54	14837.19	15880.25	16226.26
负债和股东权益合计	5934.33	16130.10	17193.24	17543.93

现金流量表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E

利润表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2111.60	3505.03	4276.90	3257.92
营业成本	2096.59	1835.28	2054.97	2341.88
税金及附加	6.19	9.56	11.66	8.88
销售费用	30.31	49.07	59.88	47.24
管理费用	145.81	238.34	282.28	221.54
研发费用	95.72	117.39	143.24	109.11
财务费用	81.45	18.74	-35.82	-45.07
资产减值损失	-10.72	-6.02	-7.34	-5.59
信用减值损失	-6.73	-3.14	-3.84	-2.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-30.88	1.45	1.45	1.45
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.25	18.69	18.69	18.69
其他收益	5.17	4.89	4.89	4.89
营业利润	-387.38	1252.53	1774.56	590.86
营业外收入	3.08	2.70	2.70	2.70
营业外支出	3.56	5.98	5.98	5.98
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-387.86	1249.25	1771.28	587.58
所得税	-0.67	133.44	189.20	62.76
净利润	-387.18	1115.81	1582.08	524.82
少数股东损益	-20.13	58.03	82.27	27.29
归属母公司股东净利润	-367.05	1057.79	1499.81	497.53
EBITDA	-22.41	1938.33	2419.04	1236.72
NOPLAT	-305.64	1118.78	1536.32	470.79
EPS(元)	-0.37	1.07	1.51	0.50

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营收增长率	1.04%	65.99%	22.02%	-23.83%
营业利润增长率	-1938.70%	423.34%	41.68%	-66.70%
EBIT 增长率	-490.06%	513.83%	36.87%	-68.74%

税后经营利润	-387.18	1096.38	1562.65	505.39	EBITDA 增长率	-107.37%	8749.40%	24.80%	-48.88%
折旧与摊销	283.99	670.34	683.58	694.21	归母净利润增长率	-1390.00%	388.19%	41.79%	-66.83%
财务费用	81.45	18.74	-35.82	-45.07	经营现金流增长率	-9.79%	1360.62%	69.45%	-42.99%
投资损失	30.88	-1.45	-1.45	-1.45	**盈利能力**				
营运资金变动	66.47	-466.16	26.31	120.00	毛利率	0.71%	47.64%	51.95%	28.12%
其他经营现金流	14.83	3.06	3.06	3.06	净利率	-18.34%	31.83%	36.99%	16.11%
经营性现金净流量	90.43	1320.90	2238.33	1276.14	营业利润率	-18.35%	35.74%	41.49%	18.14%
资本支出	120.29	4.00	4.00	4.00	ROE	-13.39%	7.21%	9.60%	3.12%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-6.19%	6.56%	8.72%	2.84%
其他投资现金流	-177.68	17.82	17.82	17.82	ROIC	-6.50%	26.76%	37.28%	13.48%
投资性现金净流量	-297.97	13.82	13.82	13.82	**估值倍数**				
短期借款	112.65	-1280.24	0.00	0.00	P/E	-41.93	14.55	10.26	30.93
长期借款	-209.25	-105.94	-97.21	-88.10	P/S	7.29	4.39	3.60	4.72
普通股增加	0.00	900.00	0.00	0.00	P/B	5.61	1.05	0.98	0.96
资本公积增加	-62.64	10350.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	2.47%	3.50%	1.16%
其他筹资现金流	338.23	-398.91	-503.21	-133.74	EV/EBIT	-49.74	3.82	1.87	3.73
筹资性现金净流量	178.99	9464.91	-600.42	-221.84	EV/EBITDA	-680.11	2.50	1.34	1.63
现金流量净额	-28.54	10799.63	1651.73	1068.12	EV/NOPLAT	-49.87	4.33	2.12	4.29

所

资料来源：iFind，中航证券研究

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券农林牧渔团队：农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校，在大宗商品方面积累了较深研究经验，在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

销售团队：

李裕淇，18674857775，liyuq@avicsec.com，S0640119010012
李友琳，18665808487，liyoul@avicsec.com，S0640521050001
曾佳辉，13764019163，zengjh@avicsec.com，S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传　　真：010-59562637