

益生股份(002458)深度研究报告

白羽鸡种源领军者，大行业里的周期成长股

- ❖ 公司是国内畜禽种源领军者，在五千亿的大产业中持续成长：公司自成立之初就始终坚持以高代次畜禽种源供应为核心竞争力，目前是亚洲最大祖代肉种鸡养殖企业，约占国内市场 1/3 份额，公司规划到 25 年商品代和益生 909 鸡苗年销量合计 10 亿羽，相对上一轮周期商品代规模增长近 100%，在 5000 亿的白羽肉鸡产业中持续成长。
- ❖ 白鸡行业：①供给端：终端供给缺口或将显现。禽流感疫情下，海外引种受限、国内自主种源供应仍在发展完善中，我国祖代白鸡供应缺口明显。协会统计 2022 年国内祖代种鸡更新量约 96 万套，同比减少约 25%，且海外品种仅占比 35%，低于协会有记录以来的任何一年，23 年海外禽流感仍在持续发展，引种或将持续受限。同时祖代品系种源结构变化、种鸡质量较差且种公鸡短缺等因素导致实际供给量以及换羽弹性有限，相对过往周期的边际变化使得本轮鸡周期具有较高确定性。②需求端：5000 亿高成长市场仍在持续扩容。鸡肉作为当下较便宜的低料肉比动物蛋白，技术效率仍在提升，预计与其他肉类的价差会不断拉大，有望形成对其他肉类消费的持续替代，25 年行业总量扩容到百亿只值得期待。③竞争端：育种优势是核心竞争要素，产业链利润往上游集中。复盘海外白鸡行业育种历程，经历了从简单育种向专业化育种的百年发展，肉鸡生产性能逐步提高。安伟捷和科宝均历经近 50 年沉淀，合计已占全球白羽肉鸡祖代鸡市场份额的 90% 以上。对比国内外企业育种能力，现阶段海外基因优势显著，经济效益卓越，国内短期内恐难以追赶，仍待持续优化和深耕。因此产业链越往上游越集中、越往下游越过剩的格局并未变化，参照过往周期，产业链上游将在周期来临时获得丰厚回报，且由于行业中不同品系形成差异的成本梯队，优势种苗企业将获取壁垒利润。
- ❖ 益生股份：持续聚焦上游种源优势，战略定位精准且坚定。回顾公司发展历程，坚持在种源端深耕，上市前祖代市占率已达全国第一，2018 年引进哈伯德新品系“利丰”祖代鸡，进一步提升公司种鸡生产性能和市场竞争力。随着品系优势逐步释放，公司龙头地位进一步稳固。公司自主研发的益生 909 是其多年育种优势的转化，经测算，其经济效益较 817 肉鸡高出 3.11-4.07 元/只，高效益带来的高溢价有望成为公司新的利润增长点，公司规划十四五末期益生 909 产量将增至 3 亿羽。
- ❖ 投资建议：考虑到白羽肉鸡大周期启动与持续性，本轮周期公司盈利有望刷新上轮表现，给予“强推”评级。22 年白鸡祖代更新缺口短期难以弥补，公司有望凭借种源优势在本轮周期中获取超额收益，而且相比上轮周期 2019 年，本轮周期公司大幅扩产，预计 24 年父母代鸡苗销量增长 48.8%，商品代鸡苗销量增长 64.7%。在周期高度和持续性较为乐观的前提下，我们认为本轮周期公司盈利有望创历史新高，预计 23、24、25 年归母净利润分别为 15.75、20.40、13.22 亿元，对应 EPS 分别为 1.59、2.05、1.33 元，参考公司历史估值和同类可比公司估值，给予 24 年周期顶部 10XPE，对应目标价 20.5 元，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ 风险提示：海外祖代鸡引种超预期恢复，国产种鸡超预期等原因导致周期高度不及预期，国内禽流感等养殖疫病爆发，鸡肉价格下行。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	2,112	4,710	5,594	5,327
同比增速(%)	1.0%	123.1%	18.8%	-4.8%
归母净利润(百万)	-367	1,575	2,040	1,322
同比增速(%)	-1,390.0%	529.1%	29.5%	-35.2%
每股盈利(元)	-0.37	1.59	2.05	1.33
市盈率(倍)	-38	9	7	11
市净率(倍)	5.2	3.3	2.4	2.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 18 日收盘价

强推(首次)

目标价：20.5 元

当前价：14.23 元

华创证券研究所

证券分析师：雷轶

邮箱：leiyi@hcyjs.com  
执业编号：S0360522060001

证券分析师：陈鹏

电话：021-20572579  
邮箱：chenpeng1@hcyjs.com  
执业编号：S0360521080002

联系人：顾超

邮箱：guchao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	99,291.00
已上市流通股(万股)	67,645.08
总市值(亿元)	141.29
流通市值(亿元)	96.26
资产负债率(%)	46.81
每股净资产(元)	3.08
12 个月内最高/最低价	17.35/8.22

市场表现对比图(近 12 个月)



## 投资主题

### 报告亮点

**报告的与众不同或创新之处。**本篇报告尝试从白羽肉鸡行业的育种端出发，通过复盘海外育种历史，提炼白羽肉鸡行业核心竞争要素，并通过量化对比国内外不同品系种鸡的各项参数，认为当前阶段海外基因优势仍旧显著，经济效益卓越，国内短期恐难以追赶，仍待持续优化和深耕。益生股份战略定位清晰，从成立之初就聚焦上游种源优势，持续从国外引进优秀品种，经过多年品种迭代和积淀，品系优势逐步释放，种源龙头地位进一步稳固。

### 投资逻辑

行业层面，从供给端来看，在高致病性禽流感疫情的持续影响下，海外引种受限，国内自主种源供应仍在发展完善中，我国祖代白羽鸡供应缺口明显，同时祖代品系种源结构变化、种鸡质量较差且种公鸡短缺等因素导致实际供给量以及换羽弹性有限，相对过往周期的边际变化使得本轮鸡周期具有较高确定性。从需求端来看，疫情政策优化后，鸡肉消费中占比较大的餐饮消费市场或将迎来复苏。鸡肉作为当下最便宜的低料肉比动物蛋白，在粮价高企的背景下，预计与其他动物蛋白的价差会不断拉大，有望形成对其他肉类消费的持续替代，2025年行业总量扩容到100亿只可以期待。从竞争端来看，复盘海外白鸡行业育种历程，经历了从简单育种向专业化育种的百年发展，由于新型育种技术的发展和运用，肉鸡生产性能逐步提高。其中安伟捷和科宝均历经近50年沉淀，奠定今日双雄并立格局，合计已占全球白羽肉鸡祖代鸡市场份额的90%以上。对比国内外企业育种能力，现阶段海外基因优势显著，经济效益卓越，国内短期内恐难以追赶，仍待持续优化和深耕。因此产业链越往上游越集中、越往下游越过剩的格局并未变化，参照过往周期，产业链上游种鸡企业将在周期来临时获得丰厚回报。

公司层面，益生股份持续聚焦上游种源优势，战略定位精准且坚定。回顾公司发展历程，坚持在种源端深耕，持续从国外引进优秀品种，成立初期从美国安伟捷引入AA+品系祖代肉种鸡开启育种历程，上市前祖代市占率已达全国第一，2016年引入哈伯德曾祖代肉种鸡，结束了我国祖代白羽肉鸡种源全部依赖进口的历史，2018年引进哈伯德新品系“利丰”祖代鸡，进一步提升公司种鸡生产性能和市场竞争力，利丰在父母代种鸡层面具备饲养周期短、产蛋率高、全程死淘率低、生产效率高等特点，在商品代肉鸡层面具备料肉比低等特性。随着品系优势逐步释放，公司龙头地位进一步稳固。公司自主研发的益生909是其多年育种优势的转化，据测算，其经济效益较817肉鸡高出3.11-4.07元/只，高效益带来的高溢价有望成为公司新的利润增长点，公司预计到十四五末期益生909产量将增至3亿羽。

### 关键假设、估值与盈利预测

考虑到白羽肉鸡大周期启动与持续性，本轮周期公司盈利有望刷新上轮表现，给予“强推”评级。22年白鸡祖代更新缺口短期难以弥补，公司有望凭借种源优势在本轮周期中获取超额收益，而且相比上轮周期，本轮周期公司大幅扩产，预计父母代鸡苗销量增长48.8%，商品代鸡苗销量增长64.7%，在周期高度和持续性较为乐观的前提下，我们认为本轮周期公司盈利有望创历史新高，预计23、24、25年归母净利润分别为15.75、20.40、13.22亿元，对应EPS分别为1.59、2.05、1.33元，参考公司历史估值和同类可比公司估值，给予24年周期顶部10XPE，对应目标价20.5元，首次覆盖，给予“强推”评级。

# 目 录

一、 公司简介：国内畜禽种源领军者，高代次畜禽种源凸显龙头优势 .....	7
（一） 发展历程：33 年耕耘始终以种源为核心 .....	7
（二） 组织架构：集中稳定，员工共享发展成果 .....	8
（三） 财务指标：周期中不断成长 .....	9
二、 白鸡行业：终端供给缺口或将显现，需求有望持续扩容，育种优势是竞争核心要素 .....	11
（一） 海外引种或持续受限，或迎来周期景气上行 .....	11
1、 禽流感影响下 22 年海外引种大幅受限 .....	11
2、 全球高致病性禽流感仍在持续发展 .....	14
3、 终端供给缺口或将显现，周期趋势确定性向上 .....	16
（二） 行业需求有望持续扩容，百亿只白羽鸡行业成长可期 .....	18
1、 优质低料肉比动物蛋白，节粮节水节地优势突出 .....	18
2、 产品化能力突出，预制菜等渠道有望拉动消费增长 .....	19
3、 消费复苏预期下各渠道消费量有望增长 .....	21
（三） 育种优势是竞争核心要素，产业链利润往上游集中 .....	22
1、 海外育种复盘：技术愈加复杂，当前主流品系均久经时间考验 .....	22
2、 国内外育种能力对比：海外基因优势显著，经济效益卓越，国内短期内难以追赶 .....	24
三、 益生股份：聚焦上游种源优势，战略定位精准且坚定 .....	27
（一） 公司坚持在种源端深耕，持续从国外引进优秀品种 .....	27
1、 早期引种阶段：持续扩大肉种鸡、蛋种鸡进口规模，上市前市占率均已达全国第一 .....	27
2、 哈伯德曾祖代种鸡引种阶段：首度填补我国曾祖代白羽肉鸡育种空白 .....	28
3、 利丰引种阶段：巩固行业优势地位 .....	29
4、 品系优势逐步释放，种源龙头地位进一步稳固 .....	30
（二） 自育益生 909 品种：公司短期目标 3 亿只 .....	31
1、 自身特点：性能属性出色，饲养和出售方式灵活 .....	31
2、 与 817 肉鸡对比：性能指标提升，带来充分溢价收益 .....	32
3、 突出优势：经济效益高带来高定价 .....	32
4、 产能规划：产能规模快速扩张，市占率有望进一步提升 .....	33
四、 盈利预测与估值讨论 .....	33
五、 风险提示 .....	35

## 图表目录

图表 1	公司发展历程	7
图表 2	公司主要产品	8
图表 3	股权结构穿透图	8
图表 4	公司高管背景资料	9
图表 5	2022 年益生股份员工持股计划	9
图表 6	公司营收规模快速扩张	10
图表 7	鸡苗业务收入占比持续稳步提升	10
图表 8	归母净利润波动与白鸡周期波动趋于一致	10
图表 9	公司各业务板块毛利贡献占比情况	10
图表 10	公司三项费用率稳中有降	11
图表 11	研发费用率远超同业可比公司	11
图表 12	去年 5 月至今祖代更新量（万套）	12
图表 13	美国成为我国种鸡主要引种国	12
图表 14	2022 年祖代鸡更新国产品系占比约 65%	12
图表 15	2022 年末科宝、圣泽 901 更新占比显著提高	12
图表 16	在产祖代种鸡生产效率呈下降趋势	13
图表 17	在产父母带种鸡生产效率显著下降	13
图表 18	科宝父母代种鸡效率偏低	13
图表 19	祖代鸡强制换羽数量未有大幅增长	14
图表 20	产业链各环节利润分化	14
图表 21	22.12-23.3 全球多地出现高致病性禽流感疫情	14
图表 22	欧洲本轮禽流感疫情仍在发展中	14
图表 23	美国已有 47 个州出现感染疫情	15
图表 24	美国野鸟 HPAI 观测量较去年 11 月大幅增长	15
图表 25	春季候鸟迁徙季禽流感疫情风险仍较高	15
图表 26	美国主要供种地处于 2 条候鸟飞行路径中	15
图表 27	美国当前主要引种州疫情情况	16
图表 28	白羽肉鸡产业链传导示意图	17
图表 29	白羽肉鸡周期复盘	17
图表 30	猪价和白鸡价格具有一定正相关性	18
图表 31	白羽鸡料肉比在主要畜禽中最低	19
图表 32	白羽鸡生长效率持续提升	19
图表 33	白羽鸡低料肉比可节约土地及水等资源	19

图表 34	鸡肉与其他肉类价差较大	19
图表 35	饲料原料价格仍处高位	19
图表 36	圣农发展已有 3 个年销售过亿大单品	20
图表 37	正大、新希望鸡肉预制菜产品	20
图表 38	凤祥股份爆款产品优形鸡胸肉	20
图表 39	鸡爪、鸡翅、鸡脖等鸡肉零食品类丰富	20
图表 40	餐饮收入有望恢复增长	21
图表 41	快餐、预制菜等消费场景有望持续增长	21
图表 42	对比疫情前白羽鸡家庭消费占比提高	22
图表 43	白羽肉鸡需求有望持续扩容	22
图表 44	国际肉鸡育种技术的发展历程	23
图表 45	安伟捷&科宝发展历程复盘	24
图表 46	白羽肉鸡育种的代际关系	24
图表 47	安伟捷、科宝、哈伯德旗下拥有的肉鸡品种	25
图表 48	海外肉禽育种行业的相关并购事件	25
图表 49	国内外品种父母代种鸡（入舍母鸡）生产指标对比	25
图表 50	国内外品种商品代肉鸡生产指标对比	26
图表 51	美国肉鸡上市体重稳步提升	26
图表 52	美国肉鸡料肉比持续优化	26
图表 53	2007-2009 年祖代肉种鸡进口量	28
图表 54	2007-2009 年祖代蛋种鸡进口量市占率	28
图表 55	2007-2009 年祖代肉种鸡进口量市占率	28
图表 56	2007-2009 年祖代蛋种鸡进口量市占率	28
图表 57	哈伯德父母代种鸡生产性能	28
图表 58	哈伯德商品代生产性能	29
图表 59	父母代：利丰品系已完成对哈伯德的替代	29
图表 60	商品代：利丰品系基本完成对哈伯德的替代	29
图表 61	利丰和其他几大品系父母代生产指标对比	30
图表 62	利丰和其他几大品系商品代肉鸡生产指标对比	30
图表 63	近年来益生股份父母代鸡苗销售量和市占率均大幅提升	31
图表 64	益生 909 小型白羽肉鸡发布会	31
图表 65	益生 909 获得国家畜禽新品种认定	31
图表 66	益生 909 与 817 肉鸡性能指标对比	32
图表 67	益生 909 经济效益更高	32
图表 68	益生 909 销售单价与 817 鸡苗均价对比	32

图表 69	益生 909 销量情况 .....	33
图表 70	益生 909 销售收入和销售单价情况 .....	33
图表 71	十四五末期益生 909 产量预计增至 3 亿羽 .....	33
图表 72	盈利预测核心假设 .....	34
图表 73	商品代鸡苗业绩弹性敏感性测算 .....	34
图表 74	父母代鸡苗业绩弹性敏感性测算 .....	35
图表 75	可比公司估值对比 .....	35

## 一、公司简介：国内畜禽种源领军者，高代次畜禽种源凸显龙头优势

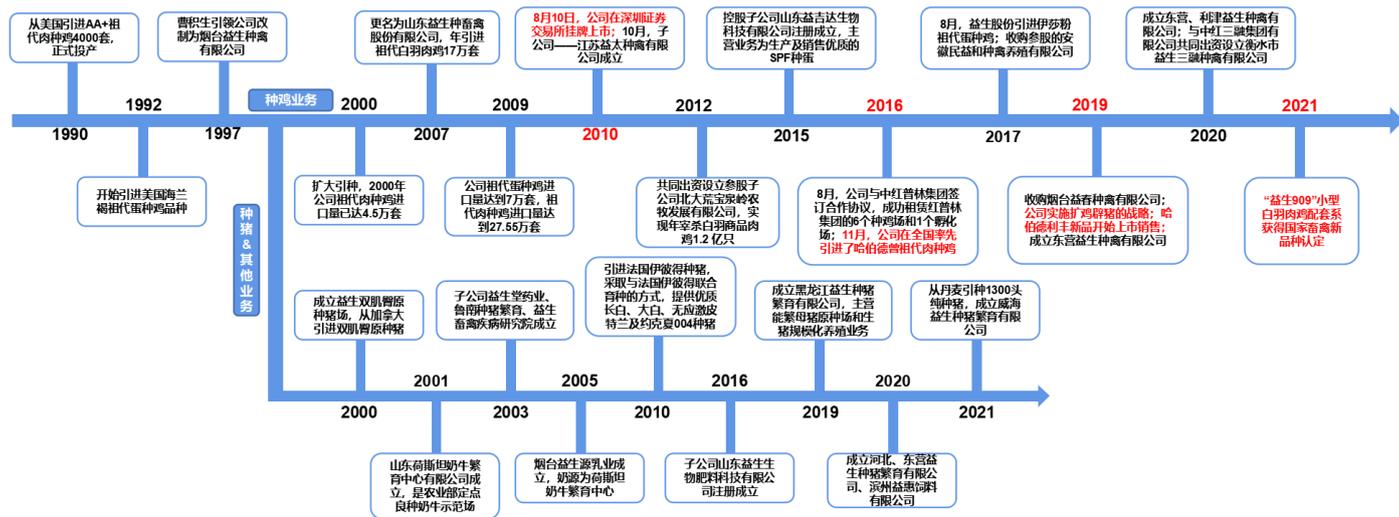
### (一) 发展历程：33 年耕耘始终以种源为核心

**种源为核，鸡猪双轮驱动。**公司始终坚持以高代次畜禽种源供应为核心竞争力，持续扩大肉种鸡、蛋种鸡业务规模，于 2010 年于深圳证券交易所挂牌上市。在此期间公司立足于种鸡核心领域，开拓种猪业务，并于 2019 年提出实施“扩鸡辟猪”战略，设立鸡、猪双轮驱动的目标。发展至今，公司核心业务主要有：祖代肉种鸡的引进和繁育饲养、父母代肉种鸡雏鸡以及商品代肉鸡雏鸡的生产与销售、种猪和商品猪的繁育与销售；此外公司围绕种源为核心，布局了农牧设备、乳制品、有机肥、饲料等业务。

**具体来看，种鸡产业：**1990 年公司从美国引入 AA+祖代肉种鸡正式涉足白羽肉鸡育种业务；1992 年引入美国海兰褐祖代蛋鸡品种进一步扩展育种范围；2016 年在全国率先引进哈伯德曾祖代肉种鸡，填补了我国曾祖代白羽肉鸡育种空白，增强公司供种优势；2019 年引入的哈伯德利丰新品系开始上市销售，快速成为公司主要销售品系；2021 年公司自主研发的“益生 909”小型白羽肉鸡配套系获得国家畜禽新品种认定。目前公司是亚洲最大的祖代肉种鸡养殖企业，连续十多年市占率雄居第一，占国内市场约 1/3 份额；主营产品商品代鸡苗销量约占国内市场 1/10 份额。

**种猪产业：**自 2000 年起，公司开始从加拿大引进双肌臀原种猪，此后在鲁南建立种猪繁育中心；2010 年公司从法国引进伊彼得种猪，通过联合运营提供优质长白、大白、无应激皮特兰约克夏 004 种猪；在提出“扩鸡辟猪”战略后，公司持续加码种猪业务，先后在黑龙江、河北、山东东营、威海建立种猪繁育公司，并从丹麦引进 1300 头纯种猪。公司将借鉴种鸡发展的成功经验，建立起更现代、顶级的原种、祖代、父母代种猪防疫体系，为社会提供更健康、更优良的卓越产品。未来将通过种鸡、种猪双轮驱动，增强公司发展韧性。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

图表 2 公司主要产品

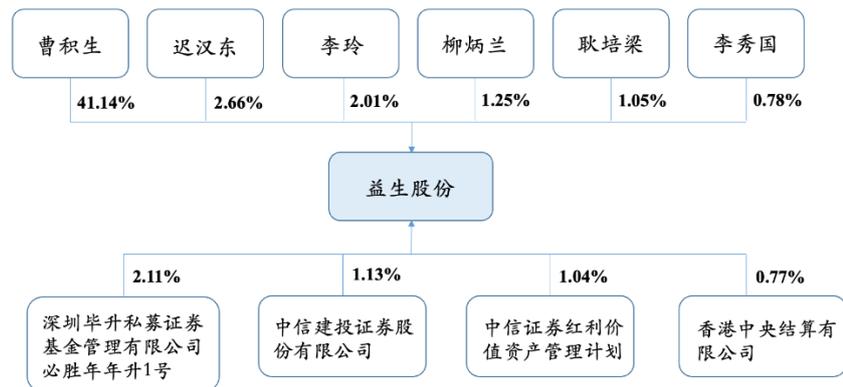
产品类别	主要品种	用途	主要消费群体
父母代肉种鸡雏鸡	利丰	生产商品代肉鸡雏鸡	肉种鸡养殖企业
商品代肉鸡雏鸡	利丰	用于商品肉鸡的饲养	肉鸡养殖企业、养殖户
种猪	大约克、长白、杜洛克	纯种之间配种生产原种猪，杂交繁育生产二元母猪	生猪养殖企业
农牧设备	鸡笼养设备、兔笼养设备、猪养殖设备、环控设备、自动控制系统	用于鸡猪兔养殖、孵化厅生产	鸡猪兔行业大中型养殖公司
乳品	原奶；巴氏杀菌乳、发酵乳等成品奶	原奶主要用于深加工，巴氏杀菌乳、发酵乳等成品奶直接销售给大众消费者	奶制品加工企业以及胶东地区的消费者
有机肥	益生有机肥、益生全水溶有机肥	改良土壤、提高土力、增加作物产量、提高农产品品质、提高肥料利用率	瓜果蔬菜花卉种植户和种植基地

资料来源：公司公告，华创证券

### （二）组织架构：集中稳定，员工共享发展成果

**股权结构集中稳定，管理层富有专业经验。**截止 2022 年第三季度，曹积生先生为公司实际控制人，持有股权占比 41.14%。迟汉东与李玲夫妇共持有 4.67% 的股权，耿培梁与柳炳兰共计持有 2.3% 的股权。公司实际控制人曹积生先生于 1982 年毕业于山东农学院牧医系兽医专业，相关专业经验丰富；首席科学家楼孟良博士曾于 2006 年创办国内少有的佳德祖代种鸡场，在养殖领域从业 18 余年，经验十分丰富。此外巩新民先生、林杰先生、郝文建先生也均从公司基层晋升，相关业务经验丰富。

图表 3 股权结构穿透图



资料来源：公司公告，华创证券（截至 2022 年三季度）

**图表 4 公司高管背景资料**

姓名	职位	学历	简介
曹积生	董事长	硕士	工商管理硕士，高级兽医师，1997年种鸡场改制后任公司董事长、总裁。
巩新民	副总裁	本科	大学本科，高级兽医师，1999年入职公司，历任公司董事、副总经理、副总裁、董事会秘书。
楼梦良	董事	博士	英国格拉斯哥大学家禽育种和营养专业博士，高级畜牧师，2015年至今任公司首席科学家。
林杰	副总裁、董事会秘书兼财务总监	本科	大学本科，中级会计师，历任公司财务部副部长、部长，财务总监，董事会秘书
郝文建	副总裁	本科	大学本科，历任公司宝泉岭分公司总经理、种禽营销部部长、营销总监、总裁助理。
郭龙宗	技术总监	研究生	高级兽医师、执业兽医师，历任山东益生畜牧兽医科学研究所实验室主任、副院长、院长。

资料来源：公司公告，华创证券

**开展员工持股计划，调动员工积极性，激发员工活力。**公司 2022 年员工持股计划针对董监高、中层管理人员、核心技术（业务骨干）人员，共授予股份 120.46 万股，占公司总股本的 0.12%，成交均价为 9.29 元/股。此举可以提高公司员工凝聚力，最大限度调动员工积极性，从而进一步提高公司治理水平。

**图表 5 2022 年益生股份员工持股计划**

2022 年员工持股计划	
成交均价	9.29 元/股
授予股份	120.46 万股，占比 0.12%
时间期限	2022 年 4 月 26 日-2023 年 4 月 26 日

资料来源：公司公告，华创证券

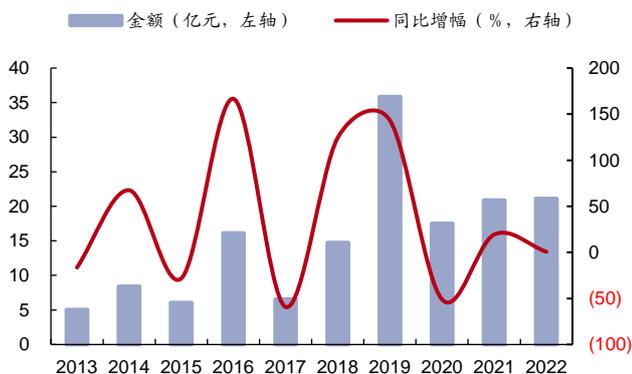
### （三）财务指标：周期中不断成长

**营收规模呈现增长趋势。**2013-2021 年，公司营业收入由 5.03 亿元快速增长至 20.90 亿元，年复合增长率达 19.49%。2018 年下半年非洲猪瘟疫情席卷全国，生猪养殖企业产能受损严重，鸡肉替代需求走强，公司营收增速连续两年超过 120%；2020 年行业产能相对过剩，叠加新冠疫情对餐饮等的抑制，白鸡终端消费陷入低迷，公司营收增速有所回落。

**主要营收来源为鸡苗业务，种猪业务或将进一步扩张。**分产品看，鸡苗业务收入占比保持在 80% 左右，且呈稳步提升的态势；种猪业务收入占比略有下降，伴随“扩鸡辟猪”战略的实施，公司在种猪业务上的投入逐渐增加，后续随着产能释放，种猪业务有望成

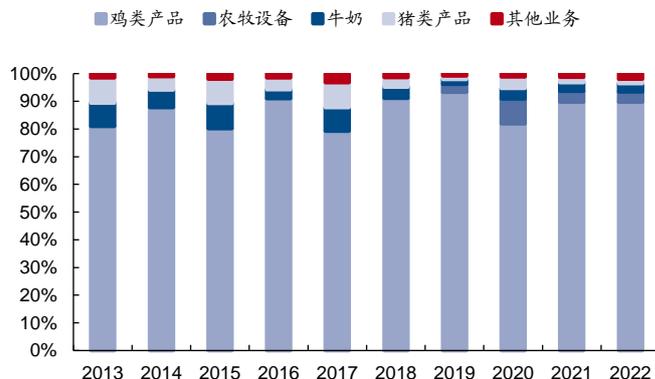
为公司营收增长新动力。

图表 6 公司营收规模快速扩张



资料来源: Wind, 华创证券

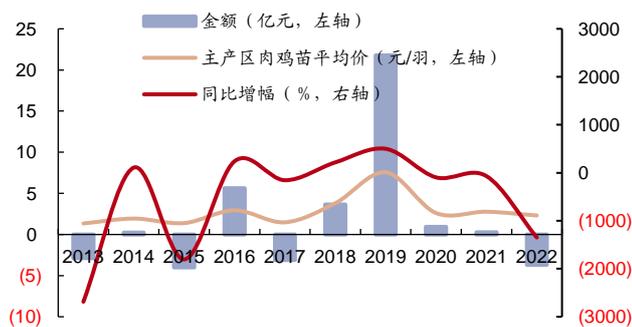
图表 7 鸡苗业务收入占比持续稳步提升



资料来源: Wind, 华创证券

公司盈利能力受白羽鸡景气周期影响明显, 2023 年业绩有望反转。自 2018 年起, 鸡苗业务对公司整体毛利的贡献始终处于第一位。2014 年、2016 年、2018 年和 2019 年为公司归母净利润增速的高点, 分别为 108.14%/240.32%/216.91%/499.73%, 与之相对应的, 这些时点也是鸡苗价格的历史高位, 尤其是 2019 年, 主产区鸡苗均价达到了破纪录的 7.55 元/羽。2022Q1-3, 公司净亏损 4.02 亿元, 主要系 Q1 鸡苗价格维持低位运行。分季度来看, Q1/Q2/Q3 的亏损额分别为 2.88/0.82/0.32 亿元, 亏损幅度逐渐收窄。2022 年公司归母净利润为 -3.72 亿元, 其中 Q4 归母净利润为 0.33 亿元, 已扭亏为盈, 23 年 Q1 公司归母净利润为 3.11 亿元, 同环比大幅改善。自 2020 年以来, 行业已磨底两年, 叠加海外疫情, 引种持续受限, 2023 年公司业绩有望反转。

图表 8 归母净利润波动与白鸡周期波动趋于一致



资料来源: Wind, 华创证券

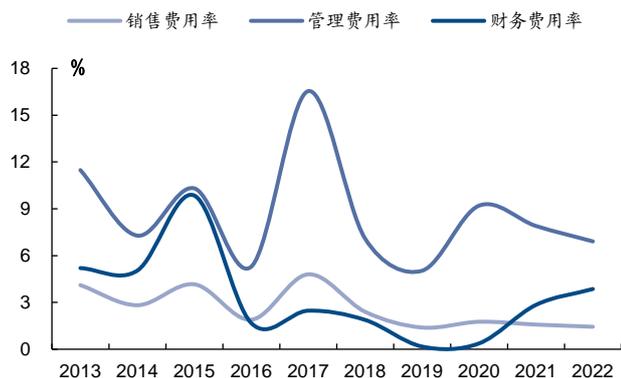
图表 9 公司各业务板块毛利贡献占比情况



资料来源: Wind, 华创证券

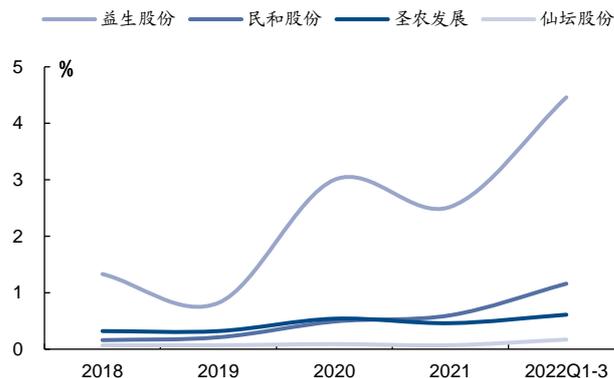
公司三项费用率稳中有降, 研发费用占比远超同业。2013-2022 年, 公司的销售、财务费用率持续优化, 分别由 4.11%/5.20% 下降至 1.44%/3.86%。2022 年, 公司财务、管理费用率略有回升, 主要系经营规模扩张所致。另外, 近年来公司聚焦产、学、研协作, 持续强化与科研机构、高校的技术合作, 因此研发费用占比增长明显, 远高于同业平均水平。

图表 10 公司三项费用率稳中有降



资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 研发费用率远超同业可比公司



资料来源: Wind, 华创证券

## 二、白鸡行业：终端供给缺口或将显现，需求有望持续扩容，育种优势是竞争核心要素

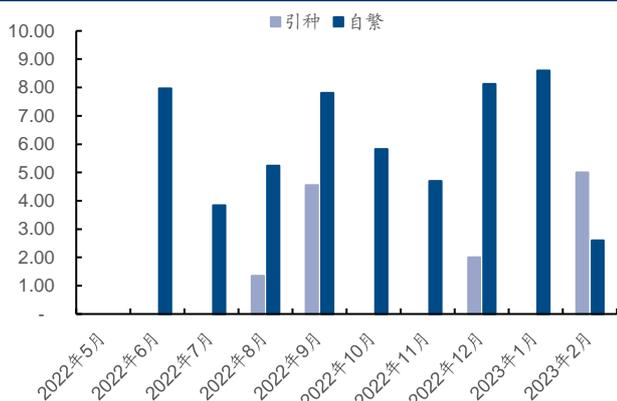
### （一）海外引种或持续受限，或迎来周期景气上行

欧美高致病性禽流感疫情下，海外引种受限、国内自主种源供应仍在发展完善中，我国祖代白羽鸡供应缺口明显。据协会统计，2022 年国内引种和自繁祖代种鸡为 96 万套左右，同比减少约 31 万套 (-25%)，且海外品种仅占比 35%，低于协会有记录以来任何一年，23 年海外禽流感仍在持续发展，预计引种仍将持续受限。同时祖代品系种源结构变化、种鸡质量较差且种公鸡短缺等因素导致实际供给量以及换羽弹性有限，相对过往周期的边际变化使得本轮鸡周期景气具有较高确定性。

#### 1、禽流感影响下 22 年海外引种大幅受限

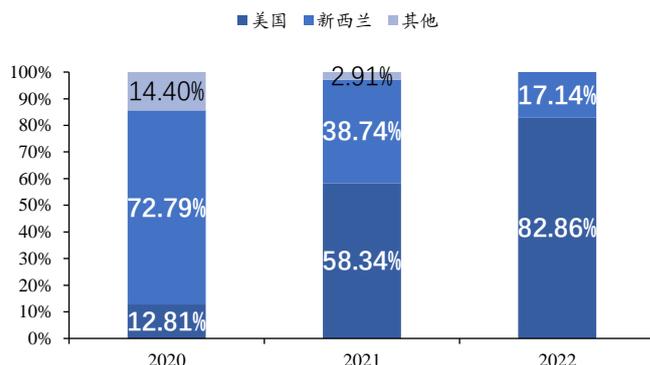
欧美高致病性禽流感疫情爆发，白羽鸡海外引种大幅受限。2015-2017 年，欧美等多数国家禽流感肆虐封关，至今法国、波兰、西班牙等曾经的重要种鸡出口国仍未复关。2021 年，新西兰引进种鸡在海关被检测出鸡病问题，我国转而增加从美国引种数量，至 2022 年我国从美国引种比例从 2020 年的 12.81% 提升至 82.86%，美国成为我国白羽鸡最重要的引种来源国（主要引种州：阿拉巴马州、田纳西州、密西西比州、俄克拉荷马州），新西兰占比 17.14% 降至第二。

图表 12 去年 5 月至今祖代更新量（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，华创证券

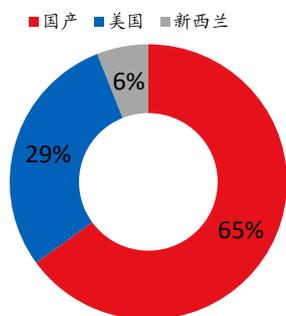
图表 13 美国成为我国种鸡主要引种国



资料来源：海关总署，华创证券

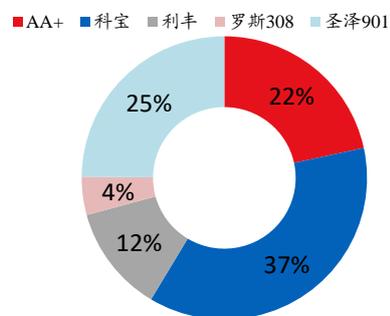
受美国禽流感影响，安伟捷系列引种量缩减，科宝为我国当前第一大引种品种，圣泽 901 市占率显著提升。我国自海外引种品种主要包括美国安伟捷的 AA+、罗斯 308、利丰，新西兰科宝等。2021 年 3 月底，由于新西兰安伟捷鸡病问题，我国于当年 3 月底至 8 月底未从新西兰引进该品种，转而引进新西兰科宝、美国利丰等。至 2022 年 12 月末，科宝成为我国祖代鸡引种市占率最大品种，市占率达 37%。根据中国畜牧业协会数据，22 年祖代引种基本以自繁更新量为主，占比达到约 65%，主要引种国美国从 4 月起受航班问题叠加国内新冠疫情影响多个月未能开放引种。圣农集团的圣泽 901 在此期间为国内自繁更新主力，至 12 月末市占率约 25%。

图表 14 2022 年祖代鸡更新国产品系占比约 65%



资料来源：中国畜牧业协会，华创证券

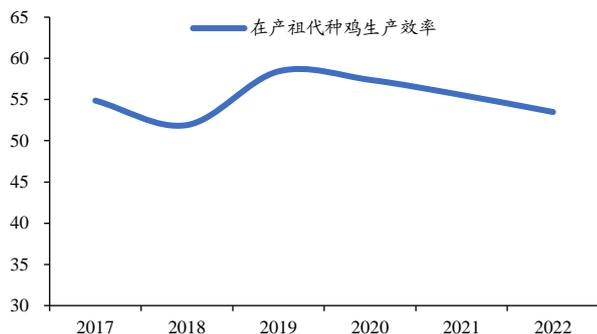
图表 15 2022 年末科宝、圣泽 901 更新占比显著提高



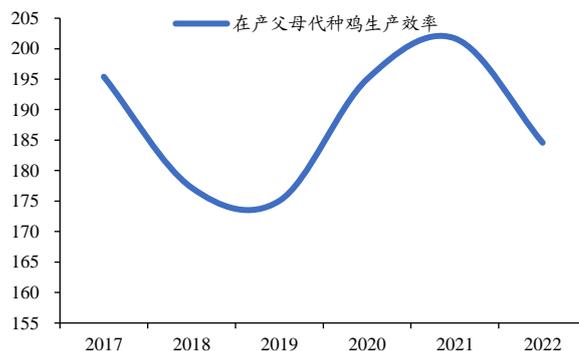
资料来源：mysteel，华创证券

注：数据为 2022.1-2022.12.16

我国当前种鸡质量处于较低水平。受多年禽流感影响，叠加上轮强制换羽等因素，行业整体父母代种鸡质量不高。此外，科宝和国内品种父母代种鸡性能与 AA+、罗斯 308 等优质品种仍存在一定差距。行业协会数据显示，2022 年祖代种鸡生产效率较 2021 年下降约 4%，父母代种鸡生产效率较 2021 年下降约 8%，故虽当前祖代、父母代在产存栏水平仍在中上，行业的供给能力仍不足。

**图表 16 在产祖代种鸡生产效率呈下降趋势**


资料来源：中国畜牧业协会，华创证券（备注：在产祖代生产效率=父母代鸡苗销量/在产祖代种鸡存栏量）

**图表 17 在产父母带种鸡生产效率显著下降**


资料来源：中国畜牧业协会，华创证券（备注：在产父母代生产效率=商品代鸡苗销量/在产父母代种鸡存栏量）

**图表 18 科宝父母代种鸡效率偏低**

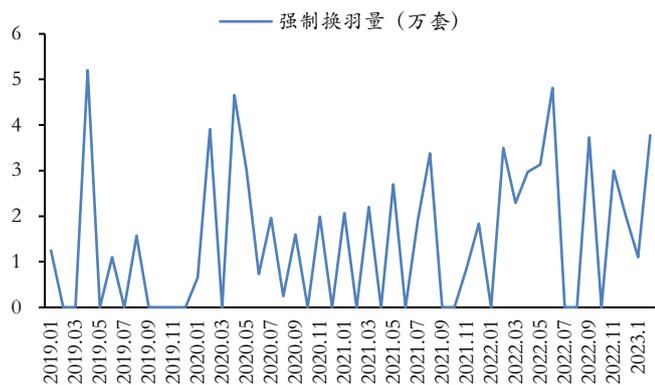
指标	AA+/罗斯 308	科宝 500	圣泽 901
培育公司	美国安伟捷	美国科宝	圣泽生物、东北农业大学、圣农发展
0-24 周存活率 (%)	95-96	96	96
高峰期产蛋率 (%)	89.8	86	85
65 周入舍母鸡累计产健雏数 (只)	151	150	150
65 周入舍母鸡累计产合格蛋数 (枚/只)	178	177	180

资料来源：AA+、罗斯 308、科宝 500、圣泽 901 父母代管理手册，华创证券

**种鸡质量不支持大幅换羽。**按照过去经验，产业链各环节盈利状况较好之时，种鸡场会更积极地对 60 周龄+的种鸡实施强制换羽从而扩大生产弹性，在养殖行情低迷的时候也会通过对 40-50 周龄的种鸡换羽来避开价格低谷。因此强制换羽比例的高低主要取决于两点：盈利预期、种鸡质量。以 2016 年为例，产业内正是基于对 2017 年行情的乐观预期，在 2016 年做了大量的换羽操作，与此同时，在产种鸡质量性能较好，也支撑和保障了强制换羽的实施和效果。

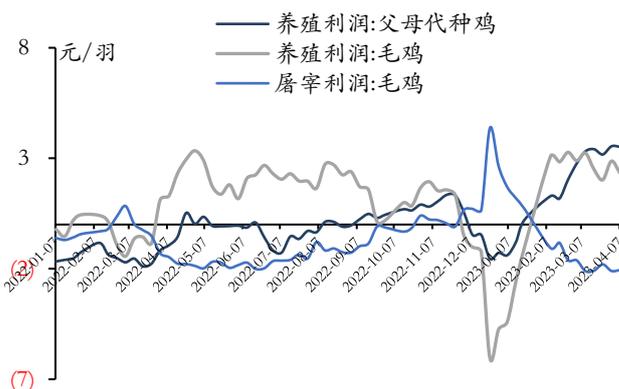
根据行业专家反馈，当前白羽肉鸡行业种鸡质量明显低于 2016 年水平，也低于 2018-2019 年水平。主要表现为死淘多、疾病多、产蛋/出苗率下降等方面，而且由于祖代种鸡的超负荷使用，未来一段时间种鸡质量问题或将一直存在，从而导致种鸡增量弹性受到抑制。据中国畜牧业协会统计，2022 年祖代肉种鸡换羽量约占祖代更新量的 20% 多，据产业预估当前可换羽种鸡或维持这一比例，若后续产业链利润持续上行，行业因换羽可贡献的生产增量也相对有限。

图表 19 祖代鸡强制换羽数量未有大幅增长



资料来源: 中国畜牧业协会, 华创证券

图表 20 产业链各环节利润分化



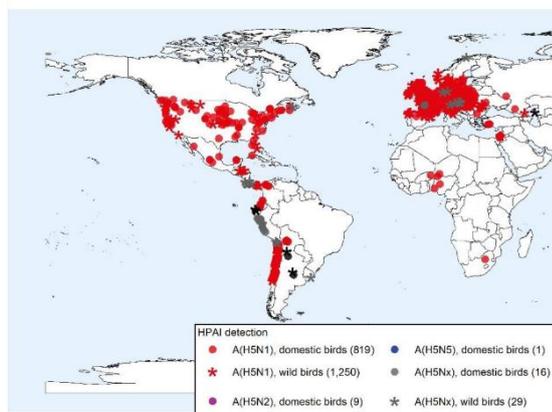
资料来源: 博亚和讯, 华创证券

## 2、全球高致病性禽流感仍在持续发展

高致病性禽流感疫情正在全球持续发展, 目前美国 4 个主要供种州中仅剩阿拉巴马州可供种, 南美洲疫情发展逐步逼近鸡肉主产国, 春季候鸟迁徙或催化疫情发展, 全球禽流感或导致种源紧张状况加剧。

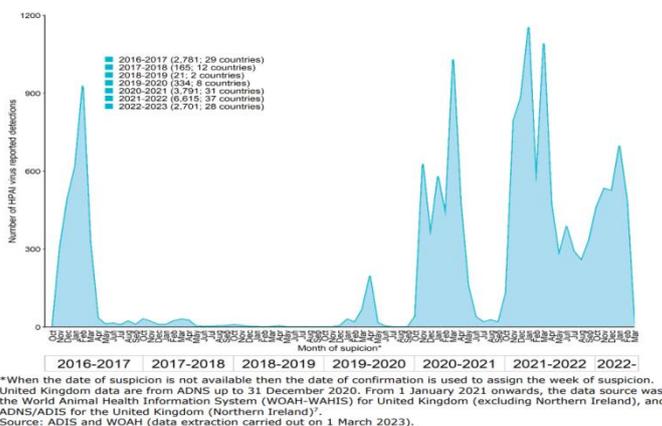
高致病性禽流感 (HPAI) 是由正粘病毒科流感病毒属 A 型流感病毒引起的、以禽类为主要感染对象的烈性传染病, 因在禽类中传播快、危害大、病死率高, 被世界动物卫生组织列为 A 类动物疫病, 我国也将其列为一类动物疫病。自 2020 年开始, 高致病性禽流感开始在欧洲、美洲等地爆发。欧洲疾病预防控制中心去年 9 月发布报告称, 2021 年至 2022 年度高致病性禽流感流行季是迄今在欧洲观察到的最大规模流行季, 已影响欧洲 37 个国家。美国自 2022 年开始也出现高致病性疫情的爆发, 已有 47 个州出现家禽感染疫情, 截至 23 年 4 月 3 日, 美国在本轮禽流感疫情中已发生 323 例商业养殖场、495 例家庭养殖场 HPAI, 扑杀禽类数量达到 5865 万只, 相较上一轮禽流感疫情在更短的时间内产生了更大的影响范围与扑杀数量。疫情在南美洲继续扩大传播, 因疫情影响阿根廷已将暂停禽类产品出口, 南美洲疫情发展或影响全球鸡肉供应, 可能进一步加大种源紧缺程度。

图表 21 22.12-23.3 全球多地出现高致病性禽流感疫情



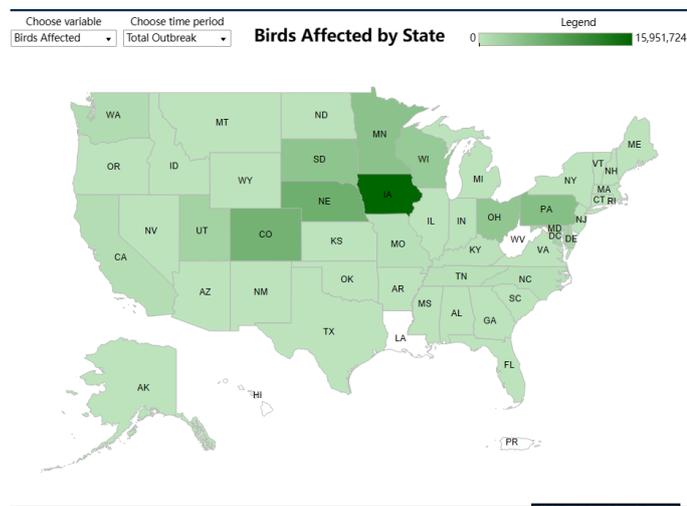
资料来源: ESFA&ECDC 《Avian influenza overview December 2022-March 2023》

图表 22 欧洲本轮禽流感疫情仍在发展中



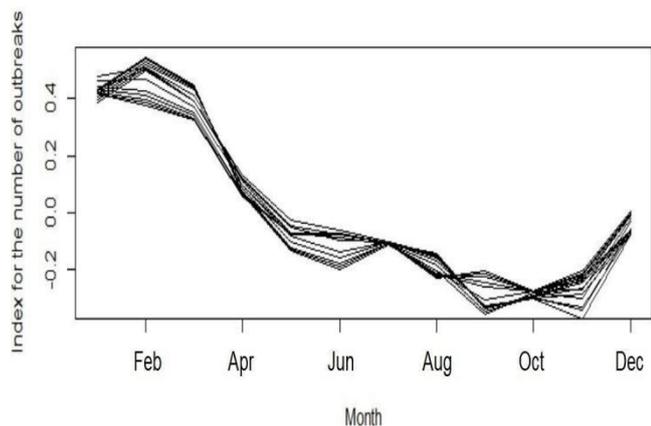
资料来源: ESFA&ECDC 《Avian influenza overview December 2022-March 2023》

图表 23 美国已有 47 个州出现感染疫情



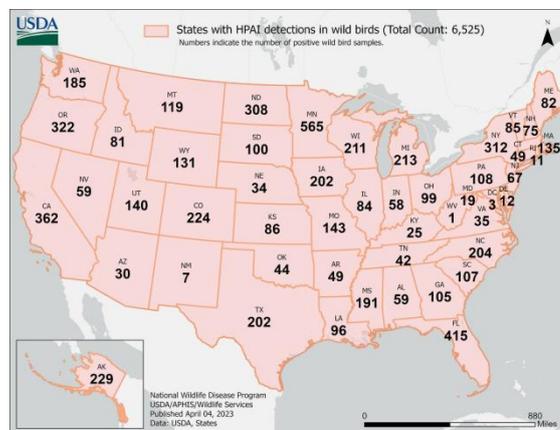
资料来源: USDA

图表 25 春季候鸟迁徙季禽流感疫情风险仍较高



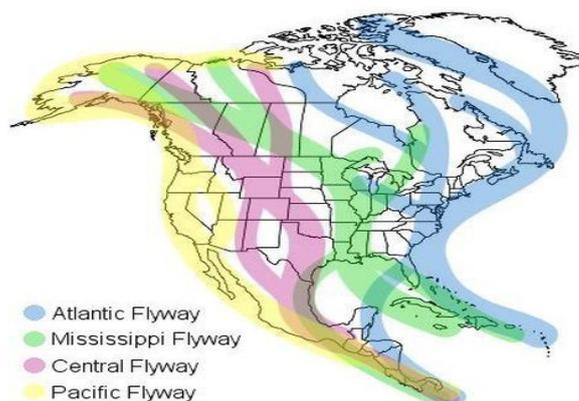
资料来源: WOAH

图表 24 美国野鸟 HPAI 观测量较去年 11 月大幅增长



资料来源: USDA

图表 26 美国主要供种地处于 2 条候鸟飞行路径中



资料来源: Wildwaterfowl

**HPAI 疫情持续爆发，美国引种或受到持续影响。**从美国引种的影响主要在于引种来源州是否发生商业养殖场的 HPAI 疫情爆发，美国 USDA 动植物卫生检疫局也提示 2022 年以来中国已不接受包括华盛顿州、犹他州等 36 个州的禽及相关的出口产品。目前主要引种州阿拉巴马州虽尚未报告商业养殖场的疫情，但相邻的次供种州田纳西州已报告 2 例商业养殖场和 3 例庭院养殖鸡群的疫情感染案例，伴随着候鸟迁徙可能带来的疫情高发，未来美国引种有较大可能因 HPAI 的疫情发展而持续受限。

**备用引种来源地欧洲受 HPAI 疫情影响，解除封关预计需要时间较长。**我国海关总署于去年 10 月 28 日发布《禁止从动物疫病流行国家地区输入的动物及其产品一览表》，禁止从欧洲的 32 个国家地区进口禽类及其相关产品，而 WOAH《陆生动物卫生法典》要求无疫区需保持 12 个月无疫情爆发或在首次申请后保持 28 天（一个禽流感潜伏期）的无疫情爆发，因此 HPAI 疫情的爆发将使得这类国家至少 1 年左右不能满足引种的无疫区条件。

图表 27 美国当前主要引种州疫情情况

州名	郡县名	时间	养殖场类型	影响家禽数量（只）	进口许可	
阿拉巴马州	Lawrence	2022/12/5	WOAH Non-Poultry		有效	
密西西比州	Lawrence	2022/11/4	Commercial Broiler Breeder	34400	失效	
	Lowndes	2022/11/14	WOAH Non-Poultry			
	Leake	2023/2/7	Commercial Broiler Production	89800		
	Copiah	2023/2/17	WOAH Poultry			
	Monroe	2023/3/16	WOAH Non-Poultry			
俄克拉荷马州	Cleveland	2022/10/21	WOAH Non-Poultry		失效	
	Creek	2022/10/20	WOAH Non-Poultry			
	Pawnee	2022/12/6	WOAH Non-Poultry			
	Sequoyah	2022/4/30	Commercial Broiler Breeder	13800		
	Tulsa	2022/10/14	WOAH Non-Poultry			
田纳西州	Bledsoe	2022/11/15	Commercial Broiler Breeder	20900	失效	
	Davidson	2022/11/23	WOAH Non-Poultry			
	Obion	2022/9/15	WOAH Poultry			
	Tipton	2022/10/31	WOAH Non-Poultry			
	Weakley		2023/1/20	Commercial Broiler Production		267800
			2022/12/28	Commercial Broiler Breeder		43,600
			2022/12/28	Commercial Broiler Breeder		19,000
			2022/12/21	WOAH Poultry		28,800
		2022/12/14	WOAH Poultry	37,900		

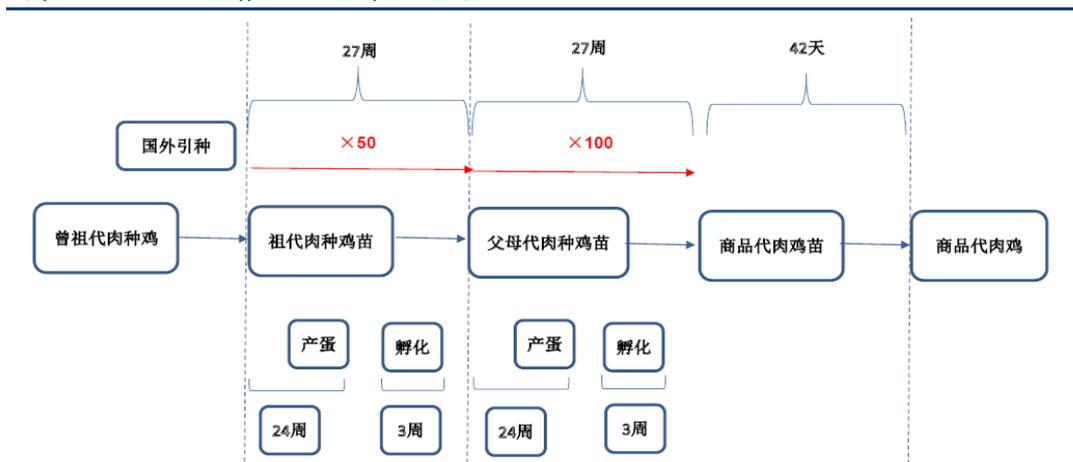
资料来源：USDA，华创证券（截止日期2023年4月3日）

### 3、终端供给缺口或将显现，周期趋势确定性向上

白羽肉鸡产业链从引种到出栏共需至少 14 个月，因此 22 年 5 月开始的海外祖代引种减量或于 23 年下半年在商品代显现，而商品代鸡苗与毛鸡价格由于前期的产能去化已明显走强，随着下半年缺口的传导，我们判断价格大概率继续向上，产业链利润有望得到提升。

按照白羽肉鸡生长和繁育特点，从祖代种鸡引种开始计算，依次传导到父母代种鸡、再到商品代肉毛鸡出栏，一共需要至少 14 个月左右时间，若考虑到祖代种鸡和父母代种鸡分别达到产蛋高峰，整个传导周期大约需要 18 个月时间。

图表 28 白羽肉鸡产业链传导示意图



资料来源：华创证券整理

回顾本轮周期，2020.02 至今产业长时间磨底。过去 10 年约经历 5 轮周期，平均每轮周期 2 年左右时间。我国白羽肉鸡周期呈现出较为高频的周期波动。2020 年至今，供给端受到 2019 和 2020 年连续两年祖代鸡更新量超 100 万套影响，在产祖代种鸡和父母代种鸡存栏高位运行，行业产能过剩，但由于 2018-2019 年产业链上游种鸡场环节积累了丰厚的利润，因此产能去化过程较为缓慢。另一方面，新冠疫情防控措施在一定程度上抑制餐饮、旅游等活动，白鸡消费相对低迷，鸡价持续震荡运行。22 年 12 月末疫情政策优化后需求复苏，前期低价导致产能去化后的供给缺口初步显现，鸡价达到三年高位。

图表 29 白羽肉鸡周期复盘



资料来源：Wind，华创证券整理

通过复盘过去 10 年 5 轮周期，我们认为影响白羽肉鸡周期波动的因素主要可归为以下几点：

- ① **引种量的变化**。引种量的变化主要是供给端的传导逻辑。因为长期以来，我国白羽肉鸡行业一直高度依赖种源的进口，但海外主要供种国（包括美国、法国、西班牙、新西兰等）的禽流感疫情等因素会直接影响种鸡的进口，进而通过“祖代种鸡-父母代种鸡-商品代鸡苗-商品代毛鸡”的传导链条影响约 14 个月之后的鸡肉供给，并反过来作用于产业链各个环节的生产决策行为；
- ② **国内禽流感影响**。国内疫情尤其是禽流感疫情主要影响的是需求而非供给，禽流感具备传染人的特性，导致局部时点会很大程度上抑制鸡肉需求，进而对价格带来压制。
- ③ **猪周期的影响**。我国居民肉类

消费中，猪肉占主导地位，其次是禽肉、牛羊肉、水产类。其中禽肉和猪肉互为替代品，在猪肉价格较高的阶段，消费者转向禽肉等替代肉类消费，带动鸡肉价格的上涨，反之在猪价下行期则构成对鸡肉价格的压制。历史上看，比较典型的是 19 年非洲猪瘟疫情影响下生猪价格冲到 40 元/公斤的高位，带动了白鸡和黄鸡价格均创下历史新高。

图表 30 猪价和白鸡价格具有一定正相关性



资料来源: Wind, 华创证券

## （二）行业需求有望持续扩容，百亿只白羽鸡行业成长可期

鸡肉作为当下最便宜的低料肉比动物蛋白，生长效率仍在持续提升，预计鸡肉与其他动物蛋白的价差会不断拉大，有望形成对其他肉类消费的持续替代，同时得益于鸡产品化能力突出，下游预制菜、餐饮、零食等渠道发展迅速，我们认为 2025 年行业总量扩容到 100 亿只可以期待。

### 1、优质低料肉比动物蛋白，节粮节水节地优势突出

鸡肉是优质白肉，具有“一高三低”的营养优势，国内人均消费量有较大增长空间。鸡肉蛋白质含量高、脂肪低、热量低、胆固醇低，目前从人均数据来看，我国鸡肉消费量仅为 12 公斤/年左右，与其他鸡肉消费大国相比仍有不小差距，美国、巴西人均鸡肉消费量均超过 40 公斤/年，东亚区域内，日韩人均鸡肉消费量也在 17-18 公斤/年左右。而和大陆具有类似饮食结构的我国台湾地区的人均鸡肉消费量更是高达 28 公斤/年，因此横向对标，未来国内鸡肉市场仍有较大增长空间。

同时白羽肉鸡是主流畜禽类中料肉比最低的肉类，且仍在持续优化，并且出栏周期短、屠宰率高，可以利用最低的肉类行业成本提供优质动物蛋白。此外，白羽鸡的生产性能也在不断优化，经过不断培育，白羽鸡出栏日龄逐年下降但体重处于上升区间，饲料转化率持续降低，成活率、生产消耗指数和欧指等指标不断优化改善。根据 WAGENINGEN 研究数据，在 1950 年至 2020 年期间白羽肉鸡的饲料转化率从 3.25 持续下降到 1.40，平均每年提高 2.6 个点，且技术进步仍在持续，拉开与其他肉类的差距。中国农科院的《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，

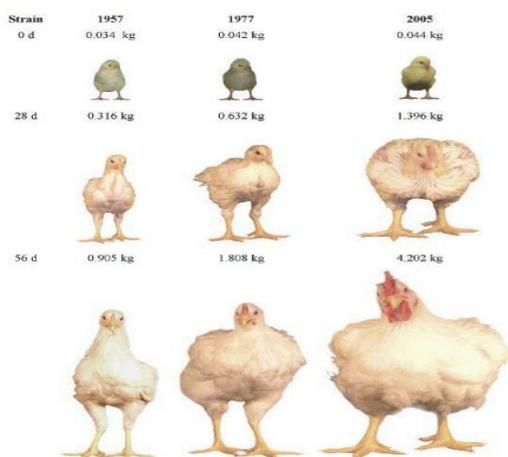
禽肉产量一倍，替代部分猪肉消费，可节约 2786 万吨饲料粮，并同时减少约 729 万吨的农业碳排放。

图表 31 白羽鸡料肉比在主要畜禽中最低

	白羽肉鸡	黄羽肉鸡	白羽肉鸭	生猪	肉牛	肉羊
料肉比	1.8	2.5	1.85	2.8-3.1	3.8-4.5	3.5
出栏周期 (天)	42-45	60-90	40-50	180	150-180	750
屠宰率 (%)	72%-84%	70%-86%	74%-87%	70-84%	45-52%	45-55%

资料来源: 沈洋《禽肉与猪肉生产效率对饲料谷物缺口的影响》、鸡病专业网、新华网、家禽科学, 华创证券整理

图表 32 白羽鸡生长效率持续提升



资料来源: Poultry World

图表 33 白羽鸡低料肉比可节约土地及水等资源

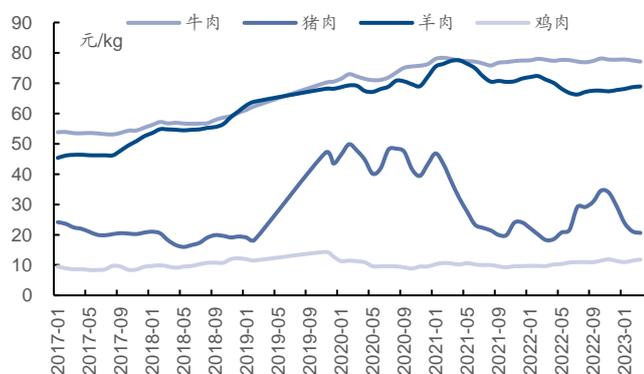
	NL	EU-27	World
Number of broilers/year (million)	250	6.275	78.950
Broiler meat (million kg/year)	600	15.060	189.480
Feed conversion (kg feed/kg meat)	1,6	1,7	1,8
Feed savings (tonnes/year)	9.000	225.900	2.842.000
World land use savings (ha/year)	1.360	44.000	610.200

Table 2 – Effect of genetic progress on feed conversion (1.5 points per year) on annual world land use savings.

资料来源: Poultry World

鸡肉与其他肉类价差或继续拉大，有望形成持续替代。非瘟带来的隐性成本抬升将会推动猪肉价格中枢上移，白羽肉鸡的价格优势将会继续凸显。同时，在粮价高企的背景下，预计低料肉比的白羽肉鸡与其他动物蛋白的价差会不断拉大，有望形成对其他肉类消费的持续替代。

图表 34 鸡肉与其他肉类价差较大



资料来源: Wind, 华创证券

图表 35 饲料原料价格仍处高位



资料来源: Wind, 华创证券

## 2、产品化能力突出，预制菜等渠道有望拉动消费增长

鸡肉产品化能力较强，每个部位都已经能实现标准化和规模化的食材生产，下游预制菜、

餐饮、零食等渠道与消费场景发展迅猛，有望加速白羽鸡市场规模扩张。

鸡肉易于深加工，兼具口味与食用便利性，预制菜这一快速发展的赛道将极大地促进白羽肉鸡消费市场的发展。据中研网预测，到 2026 年预制菜市场将突破万亿元大关。预制菜今年首次被写入中央一号文件，各地也针对预制菜出台了一系列政策，助力企业发展，头部企业如正大集团、圣农发展、春雪食品、新希望也都在加速发展预制菜等鸡肉加工制品，高品质产品的供给或促进消费需求的发展。圣农发展已有 3 个年销售过亿的大单品，正大集团有奥尔良烤鸡、锅包肉、金粉腿排、柳叶脆香鸡、藤椒琵琶腿等特色预制菜产品，春雪食品也在 22 年春季预制新品发布会上推出了 12 款预制菜新品。更多优秀产品的供给有望促进白羽肉鸡在不同消费场景的渗透，C 端预制菜的渗透值得期待。

图表 36 圣农发展已有 3 个年销售过亿大单品



资料来源：圣农微信公众号

图表 37 正大、新希望鸡肉预制菜产品



资料来源：正大集团、新希望集团公司官网及京东店铺

价格低、口味好的白羽肉鸡将显著受益于 B 端餐饮标准化供应链及 C 端零食市场的发展。B 端领域，餐品供应链以提供价格更低、品质更优的标准化餐饮原材料为导向，因此成本低、易于加工处理、产业化成熟的白羽肉鸡是极佳的原材料，将受益于餐品供应链的标准化发展。近年来餐饮行业品牌化、连锁化趋势加速演绎，大众品类火锅、快餐、麻辣烫等品类中海底捞、老乡鸡、杨国福等品牌渗透率持续提升，相对应的，供应链端也有千味央厨、蜀海等企业快速发展，有望推动白羽鸡肉产品的消费。C 端领域，鸡肉零食市场发展迅猛，“三低一高”的鸡肉与健康零食的消费观念所匹配。如凤祥股份的优形鸡胸肉年销量超过 9000 万份，而知名的鸡卤制品品牌包括紫燕百味鸡、廖记棒棒鸡、卤人甲、王小卤等，其中王小卤的大单品虎皮凤爪 2019 年上线天猫旗舰店，仅用三年时间年销售额从 2000 万元到突破 10 亿元。对比欧美等经济发达的国家，中国的休闲零食人均消费还存在较大的市场空间，鸡肉零食因其健康特性将充分受益于行业发展。

图表 38 凤祥股份爆款产品优形鸡胸肉



资料来源：优形京东旗舰店

图表 39 鸡爪、鸡翅、鸡脖等鸡肉零食品类丰富

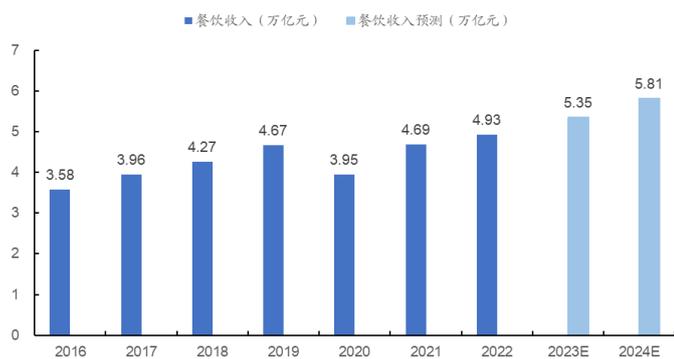


资料来源：周黑鸭官方商城

### 3、消费复苏预期下各渠道消费量有望增长

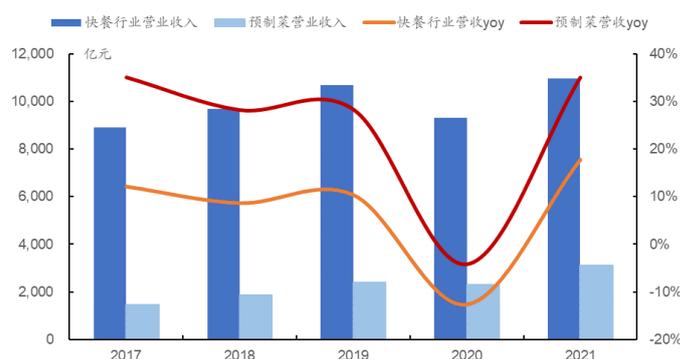
餐饮团膳受疫情影响较大，疫情防控政策优化后消费需求有望得到修复。餐饮消费受疫情影响封控影响，20年同比下降15%，21年虽然有所恢复但受疫情反复、多点爆发的影响营收不及预期。随着疫情防控政策的优化，餐饮团膳消费需求将得到极大程度上的提振修复。白羽鸡的主要消费渠道为快餐和团膳，占比达60%以上，其应用最广泛的快餐行业和预制菜领域在疫情之前的年复合增长率分别为10%和28%。按照餐饮行业疫情之前的复合增速8.6%保守测算，白羽鸡消费量中非家庭消费将会有5%的最小增长弹性，预计增加白羽肉鸡需求约5亿羽。

图表 40 餐饮收入有望恢复增长



资料来源：Wind，华创证券预测

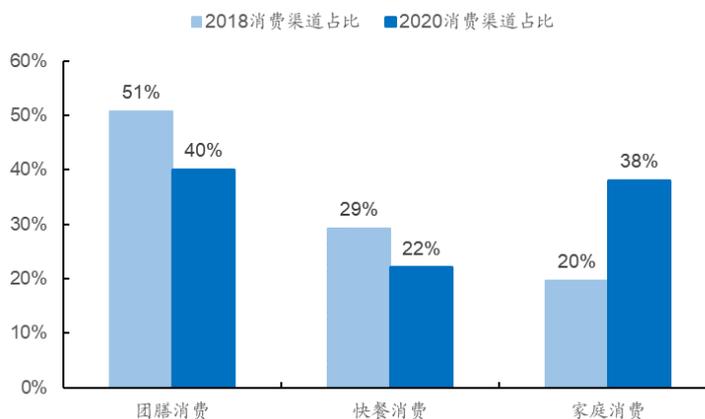
图表 41 快餐、预制菜等消费场景有望持续增长



资料来源：沙利文，转引自乡村基招股书，中国产业信息网，华创证券

疫情居家养成白鸡家庭消费习惯，鸡翅、鸡块等白羽鸡品类家庭消费量大幅增长。白羽鸡原来因为“激素鸡”、“速成鸡”等事件影响不受家庭消费青睐，但随着消费观念逐步转变，特别是疫情期间白羽鸡鸡翅、鸡块品类也开始被家庭消费所接受。一方面，鸡肉的产品矩阵日益丰富，营养、健康、低脂的大单品不断推陈出新，针对不同人群精准营销，迅速占领市场并持续畅销。另一方面，空气炸锅、烤箱、电火锅等厨用电器使得鸡肉产品的食用变得更加方便快捷且风味极佳，带动了鸡肉串、鸡肉块、鸡肉肠等速冻半成品消费量的快速增长。消费者鸡肉消费习惯被强化，家庭渠道的白羽鸡产品消费量有望保持高速增长。

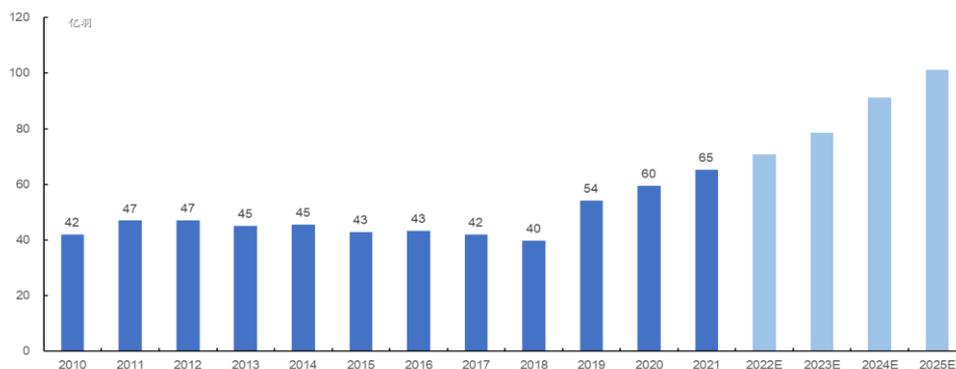
图表 42 对比疫情前白羽鸡家庭消费占比提高



资料来源：智研咨询，观研报告网，华创证券

白鸡行业高成长可期，25 年有望扩容到 100 亿只。博亚和讯数据显示 2019 年以前，白羽肉鸡出栏量在 40-47 亿羽之间波动，经过 2019、2020 年较高猪价的需求刺激，出栏量在 2021 年上升至 65 亿羽，未来鸡肉成本优势凸显并受益于下游渠道与消费场景的发展，2025 年行业总量扩容到 100 亿只可以期待。

图表 43 白羽肉鸡需求有望持续扩容



资料来源：博亚和讯，华创证券测算

### （三）育种优势是竞争核心要素，产业链利润往上游集中

#### 1、海外育种复盘：技术愈加复杂，当前主流品系均久经时间考验

##### （1）肉鸡育种技术愈加复杂，生产性能逐步提高

**简单的育种：**19 世纪前，世界各地已经开始肉鸡品种培育，但当时育种技术很少被使用。20 世纪 20 年代，开始出现专业肉鸡育种机构，但育种技术主要为个体表型选择与选配。

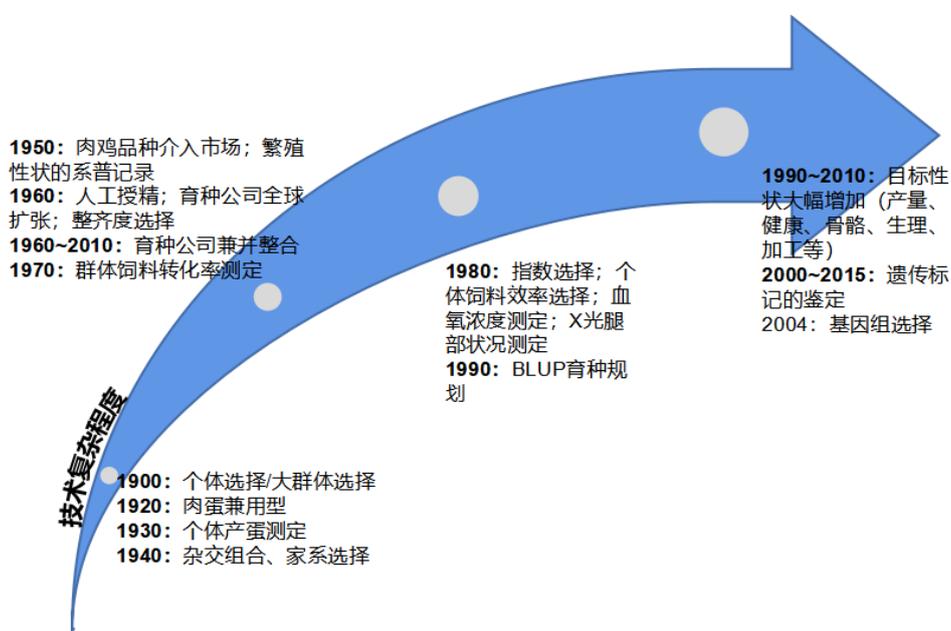
**白羽肉鸡专业育种的开始：**直到 1946 年，“明日之鸡”比赛拉开了白羽肉鸡专业育种的历史进程，这场比赛由科宝的杂交鸡（科尼什与新罕布夏红鸡杂交）和爱拔益加的白洛克获得冠亚军。这次史无前例的全美肉鸡比赛，奠定了肉鸡育种的基础，现代广泛饲养的白羽肉鸡品种大多是源于科尼什鸡和白洛克鸡的杂交后代。这一时期，欧美国家出现

大量肉鸡育种和生产企业。

**技术程度愈加复杂：**20 世纪 80 年代，血氧计和基于 X 射线的便携式骨发育探测设备 Lixiscope 的研制成功，解决了肉鸡腹水症和胫骨发育不良等性状的选育问题，有力地推动了产业发展。21 世纪初，对白羽肉鸡的选择标准愈加严格，近些年，基因组选择技术和功能基因组研究已经被育种公司应用于白羽肉鸡各配套品系的选育研究上。

**生产性能大幅提高：**由于新型育种技术的发展和运用，肉鸡生产性能和育种效率得到了极大提高。据美国国家肉鸡委员会，美国肉鸡市场体重从 1925 年的 2.5 磅增加到目前的 6.56 磅；市场年龄由 112 天缩短至 47 天；饲料转化效率从 4.7：1 下降到目前的 1.77：1；死亡率由 18% 降低到 5.3%。

图表 44 国际肉鸡育种技术的发展历程



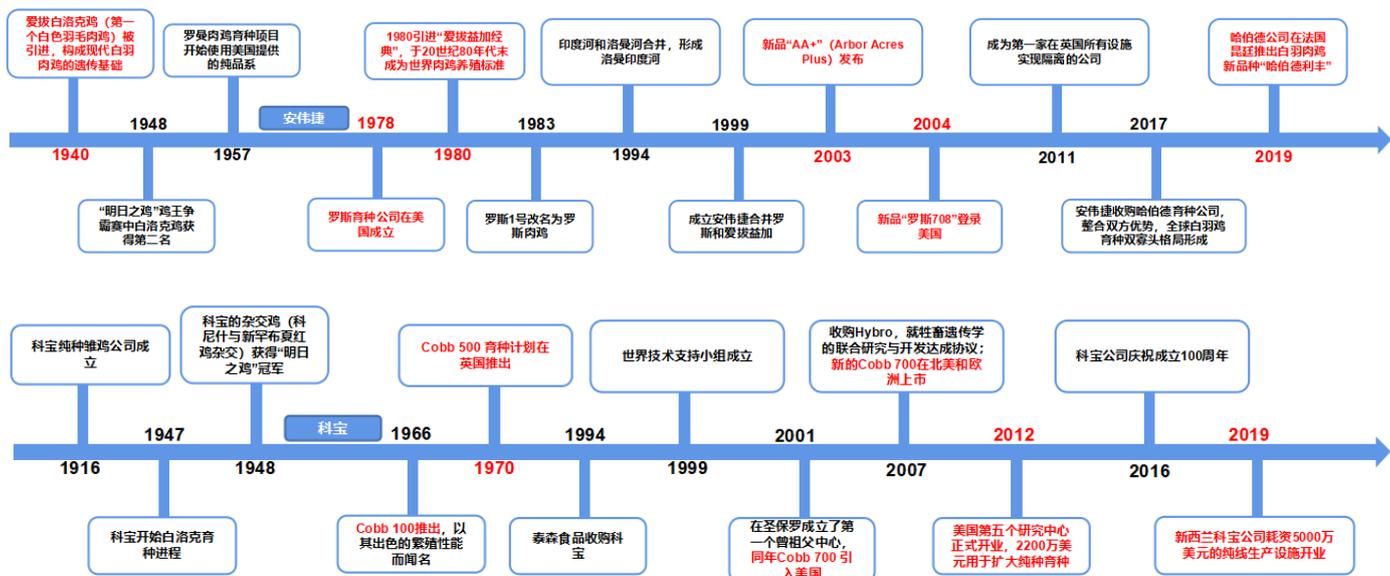
资料来源：李辉,杜志强,王守志等《白羽快大型肉鸡育种的过去、现在和将来》，华创证券整理

## （2）育种公司历史复盘：“明日之鸡”比赛奠定行业格局，各自品系发展均有近 50 年历史

**先发且奋进，安伟捷、科宝双雄并立格局形成。**20 世纪 70~80 年代，全球有超过 20 家肉鸡大型育种企业，科宝和安伟捷作为鸡王争霸赛的冠亚军，未曾丝毫懈怠。安伟捷研发部门每年将收入的 10% 作为研发经费，从肉鸡活重、种鸡产蛋量、心血管适应性、骨骼强度等福利相关性状的多个方面开展育种技术研发，并对现有品系全面提高，同时开发新产品以满足不断变化的市场需要；科宝作为全球最古老的家禽育种公司，将年收入的 14% 作为研发经费，并分别在密苏里州、奥克拉荷马州和肯他基州建立了研发中心和系谱育种中心。当前科宝和安伟捷合计已占据全球白羽肉鸡祖代鸡市场份额的 90% 以上。

**各自品系发展历史悠久，并不断发展完善。**安伟捷最早于 1980 年引入 AA 品系，历经 23 年的改进，新品“AA+”得以发布上市；罗斯育种公司 1978 年就已在美国成立，直到 2004 年罗斯 708 登陆美国；其 2017 年收购的哈伯德也是百年育种公司，最终于 2019 年推出其全新品系哈伯德利丰。Cobb 系列品系，最早能追溯到 1966 年，当年 Cobb100 推出；1970 年启动 Cobb500 育种计划，距今 Cobb500 已有 50 余年的发展历史，2001 年又推出 Cobb700，并不断进行改进。

图表 45 安伟捷&科宝发展历程复盘



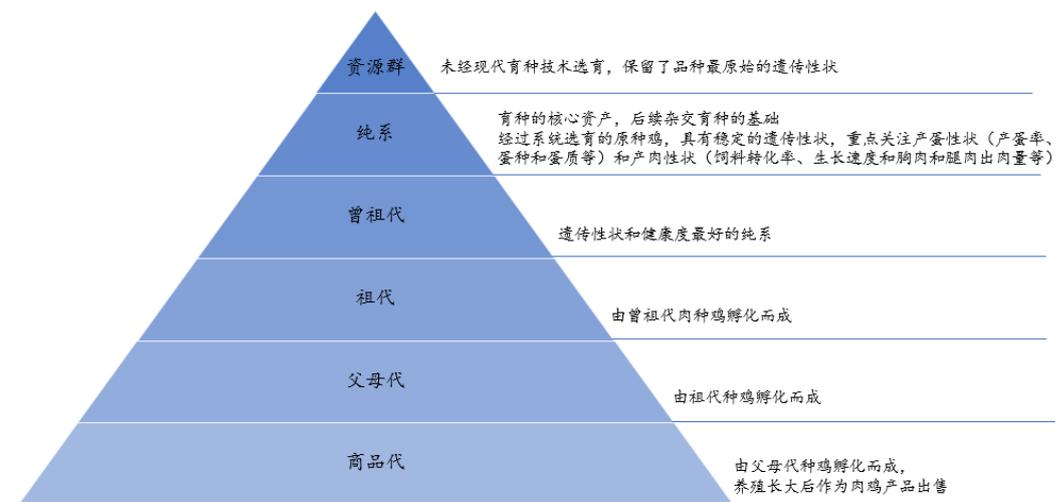
资料来源：安伟捷官网，科宝官网，哈伯德官网，华创证券

## 2、国内外育种能力对比：海外基因优势显著，经济效益卓越，国内短期内难以追赶

### (1) 纯系种群和基因库资源丰富

纯系种群是育种的核心资产。首先，白羽肉鸡育种采用配套杂交的方式，经过一代又一代的繁殖选育，最终得到生产性能组合最优的商品代。其中，遗传选择工作几乎都是在各纯系种鸡中完成，也就是说一般只有原种鸡和曾祖代可以留种繁殖，否则会发生性能退化。其次，种鸡代次越高，遗传性能越重要，哪怕是极其细微的差异也会对后代的生产性能产生明显影响。也就是说，纯系种群的质量优劣、品种丰富程度对于后续育种具有重大意义。

图表 46 白羽肉鸡育种的代际关系



资料来源：白羽肉鸡产业信息库，华创证券整理

海外育种公司在纯系种群资源方面具有较为丰富的积累。一方面，海外育种由于起步早，经过了上百年的发展与积累，具有较为丰富的纯系种群资源以及较为完整的基因库。从上世纪 40 年代起，安伟捷、科宝等育种公司已相继建立了较为完善的白羽肉鸡育种和繁育体系，包括原种鸡和曾祖代肉种鸡等。如今，安伟捷拥有超过 30 个纯系，包括快速生长型、慢速型种鸡纯系，且为其纯系建立了超过 40 代的系谱记录，清晰的纯系遗传记录有利于开展后续的杂交育种。另一方面，上世纪九十年代以来，海外育种公司积极参与肉禽育种行业的并购重组，进一步丰富其基因遗传素材，为其研发、改良品种奠定了重要基础。此外，海外育种公司还通过禁止对外出售核心种群、只对外销售单系单一性别祖代的方式，防止下游企业自己选育，保持其育种的核心竞争力。

**图表 47 安伟捷、科宝、哈伯德旗下拥有的肉鸡品种**

育种公司	品种	集团公司
安伟捷（美）	爱拔益加（AA+）、罗斯（Ross）、印第安河	EW 集团（德）
科宝（美）	科宝（Cobb）、艾维茵（Avian）、海波罗等	泰森集团（美）
哈伯德（法）	哈伯德（Hubbard）、Flex、Classic、Yield、JA57 等	2017 年被安伟捷收购

资料来源：安伟捷官网，科宝公司官网，哈伯德公司官网，华创证券

**图表 48 海外肉禽育种行业的相关并购事件**

时间	并购事件
1978 年	德国罗曼集团收购从事蛋鸡育种的美国海兰公司
1987 年	德国罗曼集团收购火鸡育种企业美国尼克公司
1994 年	德国罗曼集团收购美国印第安河肉鸡育种公司，获得印第安河肉鸡品种
2000 年	科宝收购美国国家禽育种企业艾维茵，科宝获得艾维茵肉鸡品种，成为国际家禽育种巨头
2005 年	德国罗曼集团收购美国安伟捷，更名为 EW 集团，成为全球最大的蛋鸡和白羽鸡育种公司
2017 年	安伟捷收购哈伯德育种公司，获得哈伯德肉鸡品种，进一步丰富旗下种鸡品种

资料来源：安伟捷公司官网，科宝公司官网，华创证券

## （2）父母代产蛋效率较高，商品代经济效益卓越，国内短期难以追赶

**父母代种鸡：海外品种产蛋效率优势明显。**在海外品种中，产蛋量偏低的品种是科宝 500 慢羽，其入舍母鸡 65 周累计可产蛋 183.4 枚，仍明显高于广明 2 号的 180 枚，而产蛋量最高的哈伯德利丰，其产蛋枚数则比广明 2 号高 6.17%。此外，海外种蛋整体品质也领先于国内：其合格率基本在 96% 以上，而国内品种仅为 95%。尽管国内品种的全程可孵化率已在较高水平，但由于其产蛋效率（产蛋量、种蛋合格率等）与海外品种存在较大的差距，导致其出雏数量也明显低于海外品种。

**图表 49 国内外品种父母代种鸡（入舍母鸡）生产指标对比**

种源地	海外				国内	
	哈伯德利丰	AA+	罗斯 308	科宝 500 慢羽（前 25%）	广明 2 号	圣泽 901
65 周总产蛋数/枚	191.1	189.6	185.2	183.4	180	177
65 周可孵化蛋数/枚	183.4	180.6	178.5	177.7	171	168.15
65 周种蛋合格率/%	95.97	95.25	96.38	96.89	95.00	95.00

全程平均可孵化率/%	83.2	85.6	85.3	84.4	87.0	87.0
65 周出雏数/只	152.5	154.6	152.2	150.0	148.7	146.3
成活率-育雏育成期/%	≥96	95-96	95-96	/	97	95
成活率-产蛋期/%	≥92	92	92	93.2	92	95

资料来源：哈伯德公司官网，安伟捷公司官网，科宝公司官网，新广农牧官网，圣农发展公众号，华创证券

**商品代肉鸡：海外品种经济效益卓越、屠宰性能更优。**对肉鸡养殖而言，经济效益直接体现为料肉比。哈伯德利丰、AA+、罗斯 308、科宝 500 商品代肉鸡的 42 日龄料肉比分别为 1.54/1.55/1.53/1.55，普遍比国内品种低 0.05-0.1，这意味着海外品种的盈利空间更高。另从屠宰性能来看，国内品种也处于劣势地位：一方面，国内品种的胸肌率明显低于海外品种；另一方面，国内品种腿肌率不稳定，其波动幅度明显超过海外品种。

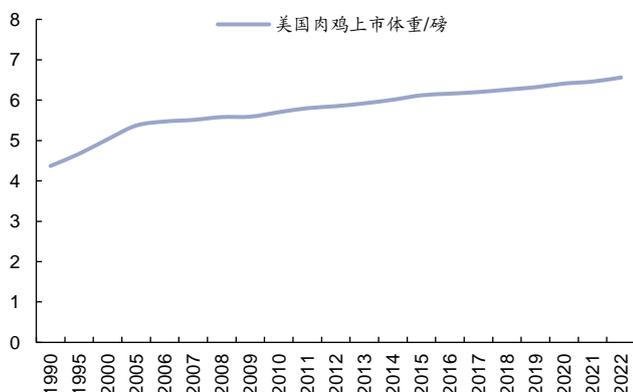
图表 50 国内外品种商品代肉鸡生产指标对比

种源地	海外				国内		
	品种名称	哈伯德利丰	AA+	罗斯 308	科宝 500	广明 2 号	圣泽 901
42 日龄体重-混养/g	3028	2981	2998	3278	3050	3000	2800
42 日龄料肉比-混养	1.54	1.55	1.53	1.55	1.65	1.58	1.60
平均日增重-混养/g	72.1	71.0	71.4	77.1	72.6	71.4	66.7
38-42 日龄胸肌率/%	/	24.8-27.8	25.1-28.1	25.4-27.7	22.1-25.7	/	/
38-42 日龄腿肌率/%	/	16.3-17.2	16.3-17.2	/	14.8-17.8	/	/

资料来源：哈伯德公司官网，安伟捷公司官网，科宝公司官网，新广农牧官网，中国畜牧业协会，中国农业大学新闻网，华创证券

**短期内，海外品种优势难以逾越，国内育种仍待深耕。**国内企业在育种时所引入的母系大多为显性白羽矮小基因型，虽然其成活率较高，但产蛋效率远不及海外品种，且其子代的料肉比、屠宰性能也与海外品种相差甚远。近年来，尽管海外公司并未培育出新的种鸡品系，但由于积累了丰富的育种资源（技术、基因库等），其现存品系的优化尚未触达平台期。以美国为例，1990 年-2022 年，其肉鸡上市体重由 4.37 磅提升至 6.56 磅，料肉比由 2 下降至 1.77，可见，国内育种真正实现追赶尚需时日。未来一段时间内，我们预计海外品种的优势仍将持续，而国内白羽鸡育种亟待市场的进一步验证。

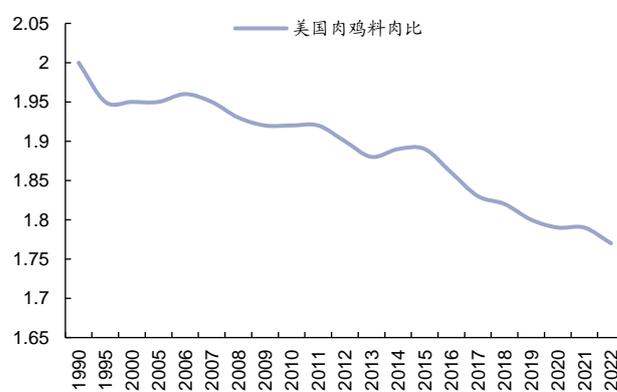
图表 51 美国肉鸡上市体重稳步提升



资料来源：美国国家肉鸡委员会，华创证券

注：上市日期为 47 天左右

图表 52 美国肉鸡料肉比持续优化



资料来源：美国国家肉鸡委员会，华创证券

回顾过往周期，周期高点产业链上游种鸡环节占据大多数利润。

行业发展过程中，育种以及高代次鸡苗养殖繁育环节所需要企业投入的研发是持续的，而能够坚定在这一环节深耕积累、不被短期的规模扩张干扰的企业少之又少，因此育种以及高代次饲养环节的深度合作也便显得弥足珍贵，规模优势或在育种以及高代次鸡苗繁育环节突显。

回顾过往年份，协会数据显示种鸡环节将占据产业链大部分盈利，育种及种苗繁育在各环节利润分配中占主导地位：

- 2022 年白羽肉鸡全产业链年度平均收益为 0.54 元/只，其中，商品肉鸡养殖环节盈利 1.58 元/只，父母代环节亏损 6.38 元/套，祖代环节盈利 134.86 元/套，屠宰环节亏损 0.28 元/千克。
- 2019 年白羽肉鸡全产业链综合收益为 4.92 元/只，白羽肉鸡养殖平均盈利-0.40 元/只。从种鸡、商品代养殖及屠宰全产业链盈利情况来看，2019 年白羽肉鸡全产业链盈利环节主要在种鸡。产业链越往上游越集中，越往下游越过剩。

本轮周期这种竞争局面并未改变，因此在本轮周期中产业链上游种鸡企业有望在周期来临时获取丰厚收益。

### 三、益生股份：聚焦上游种源优势，战略定位精准且坚定

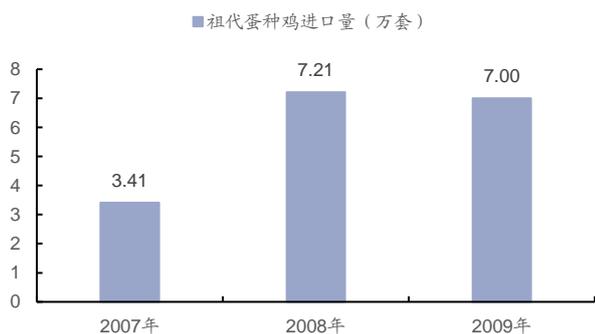
#### （一）公司坚持在种源端深耕，持续从国外引进优秀品种

##### 1、早期引种阶段：持续扩大肉种鸡、蛋种鸡进口规模，上市前市占率均已达全国第一

**引入美国安伟捷 AA+品系祖代肉种鸡，开启公司肉种鸡育种进程。**公司于 1990 年开始从美国安伟捷育种公司引进 AA+祖代肉种鸡，引种量为 4000 套，正式开启肉种鸡育种进程。1999 年，公司抓住市场契机，通过低成本运作、租赁鸡舍、改造设备等方式扩大祖代肉种鸡进口量，到 2000 年祖代肉种鸡进口量达到 4.5 万套。此后公司稳步推进祖代鸡育种进程，2007-2009 年，公司祖代肉种鸡进口量分别为 16.61 万套、20.90 万套和 27.55 万套，市占率分别为 24.30%、26.42%和 29.43%，连续三年排名第一。

**引入美国海兰褐祖代蛋种鸡，扩大公司育种范围。**公司自 1992 年开始从美国海兰国际公司引进美国海兰褐祖代蛋种鸡品种，2007-2009 年，公司祖代蛋种鸡进口量分别为 3.41 万套、7.21 万套和 7.00 万套，市占率分别为 21%、24.79%和 23.94%，连续三年排名第一。2017 年，公司引进伊莎粉祖代蛋种鸡，满足市场的多样化需求，为国内增加新的蛋鸡品种。

图表 53 2007-2009 年祖代肉种鸡进口量



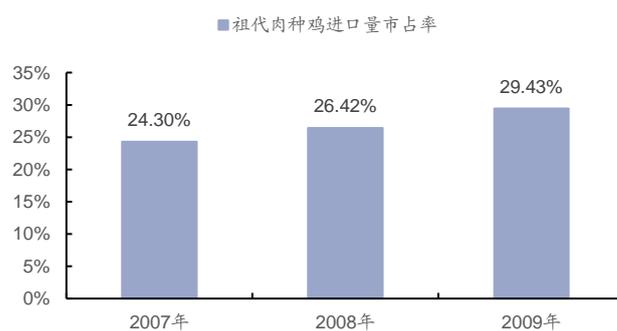
资料来源：公司公告，华创证券

图表 55 2007-2009 年祖代肉种鸡进口量市占率



资料来源：公司官网，公司公告，华创证券

图表 54 2007-2009 年祖代蛋种鸡进口量市占率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 56 2007-2009 年祖代蛋种鸡进口量市占率



资料来源：公司官网，公司公告，华创证券

## 2、哈伯德曾祖代种鸡引种阶段：首度填补我国曾祖代白羽肉鸡育种空白

公司率先引进哈伯德曾祖代肉种鸡，开启国内繁育祖代鸡新阶段。2016 年公司引入哈伯德曾祖代肉种鸡，结束了我国祖代白羽肉鸡种源全部依赖进口的历史，减少进口种鸡的批次，从而降低因封关而导致的种源中断或严重短缺的风险。引入曾祖代肉种鸡一举，在有效防止外来禽类传染病入侵、维护我国家禽产业稳定有序发展的同时，公司也成功填补了肉鸡养殖上游环节中“曾祖代”这一核心拼图。

哈伯德品种生产性能稳定，优势众多。哈伯德品种父母代生产性能稳定、公鸡选育突出、平养种鸡后期受精率稳定，在抗应激能力和蛋重控制上的表现尤为突出。哈伯德商品肉鸡的早期生长速度极快，料肉比较低；出肉率高，肉鸡饲养成本较低；生产性能稳定，且在饲料转化率、抗病力上有明显优势。

图表 57 哈伯德父母代种鸡生产性能

生产性能指标	参数
20 周龄时体重 (克)	2330-2420
64 周龄时体重 (克)	4200-4400
64 周龄入舍母鸡累计产蛋数	182.9
64 周龄入舍母鸡累计产可孵蛋数	175

64 周龄全期平均孵化率%	84.6
64 周龄累计出雏数	148

资料来源：益生股份公众号，华创证券

图表 58 哈伯德商品代生产性能

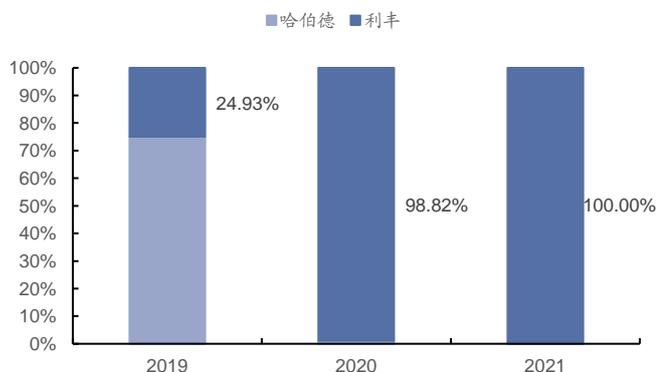
日龄	体重(克)	累计采食量(克)	饲料转化率
0	42		
7	190	163	0.858
14	502	538	1.072
21	986	1247	1.265
28	1578	2225	1.41
35	2229	3464	1.554
42	2885	4905	1.695
49	3513	6415	1.826
56	4075	8007	1.965

资料来源：益生股份公众号，华创证券

### 3、利丰引种阶段：巩固行业优势地位

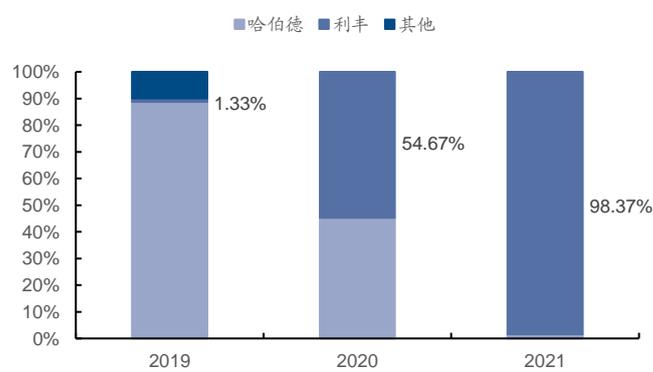
**利丰取代哈伯德老品种，市场竞争力提升。**2018 年，益生股份引进哈伯德新品系“利丰”祖代鸡。“利丰”新品系逐步替代哈伯德老品种，使得公司的种鸡生产性能和市场竞争力得以提升，使得公司在行业中的优势地位得以巩固。父母代方面，2019 年利丰品系父母代鸡苗正式投放市场，利丰新品系父母代鸡苗销量在公司总鸡苗销量中的占比由 2019 年的 24.93% 增至 2021 年的 100%，实现了对哈伯德的完全替代。商品代方面，2019 年利丰品系商品代鸡苗上市，当年利丰新品系商品代鸡苗销量占比为 1.33%，2020 年和 2021 年该比例分别增至 54.67% 和 98.37%，基本完成对哈伯德的替代。

图表 59 父母代：利丰品系已完成对哈伯德的替代



资料来源：公司公告，华创证券

图表 60 商品代：利丰品系基本完成对哈伯德的替代



资料来源：公司公告，华创证券

**父母代种鸡方面，利丰品种优势明显。**(1) **饲养周期短、产蛋率高：**饲养期为 64 周，25 周的产蛋率高达 5%，周高峰产蛋率可达 88.4%。(2) **全程死淘率低：**产蛋期死淘率小于 8%，育雏育成期死淘率小于 4%。(3) **生产效率高，料肉比优越：**24 周末所耗饲料为

11.25kg，25-64周所耗饲料为44.11kg。另外，利丰父母代种鸡还有易于管理、采食性能好、肠道更健康、抗病力强、公鸡受精率增长快而高等优势。

**图表 61 利丰和其他几大品系父母代生产指标对比**

父母代	利丰	AA+	罗斯 308	科宝 500 快羽 (最好的 25%)
淘汰时间 (日龄)	448	448	448	455
(周龄)	64	64	64	65
入舍母鸡产蛋总数	185.1	189.6	185.2	181.3
入舍母鸡产合格种蛋数	177.8	180.6	178.5	174.8
175 日龄 (25 周龄)入舍母鸡产雏数	150.3	154.6	152.2	149.6
孵化率%	84.5	85.6	85.3	85.6
5% 产蛋率 (日龄)	175	175	175	/
(周龄)	25	25	25	/
高峰产蛋率%	88.4	88.5	86.9	86
175 日龄 (25 周龄)体重 (克)	3140	2970-3090	2970-3085	/
淘汰时体重 (克)	4120	4100-4215	4085-4205	/
成活率 (育雏育成期) %	≥96	95-96	95-96	/
成活率 (产蛋期) %	≥92	92	92	92.3

资料来源：益生股份公司官网，科宝公司官网，安伟捷公司官网，华创证券

**商品代肉鸡方面，利丰品种料肉比低。**利丰商品肉鸡的体重大，28 天日龄的商品代肉鸡体重为 1647g，56 天日龄的商品代肉鸡体重为 4324g，均高于 AA+与罗斯 308。利丰商品代肉鸡的料肉比低，28 天日龄的商品代肉鸡料肉比为 1.27，56 天日龄的商品代肉鸡料肉比为 1.80，低于 AA+。

**图表 62 利丰和其他几大品系商品代肉鸡生产指标对比**

商品代	利丰		AA+		罗斯 308	
	体重 (克)	料肉比	体重	料肉比	体重	料肉比
28 天	1647	1.27	1611	1.29	1616	1.27
35 天	2330	1.41	2287	1.42	2296	1.40
42 天	3028	1.54	2981	1.55	2998	1.53
49 天	3704	1.67	3649	1.68	3681	1.66
56 天	4324	1.80	4263	1.81	4318	1.79

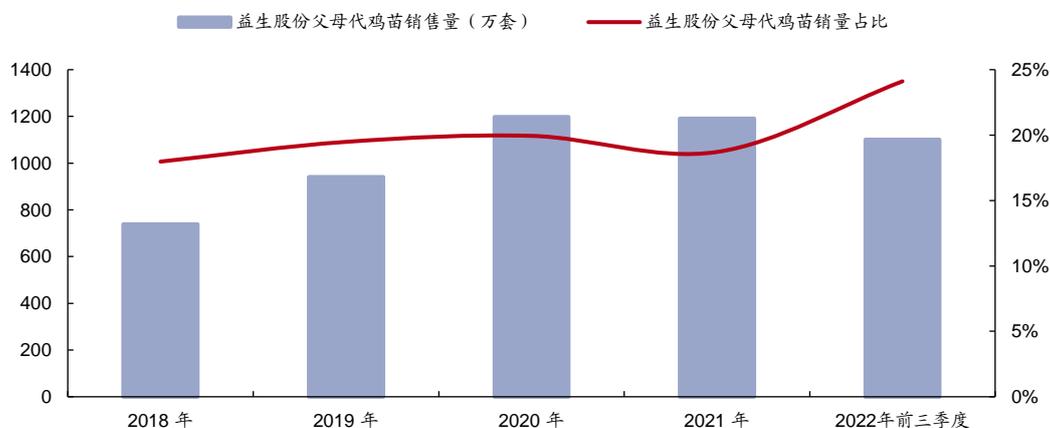
资料来源：安伟捷公司官网，哈伯德公司官网，华创证券

#### 4、品系优势逐步释放，种源龙头地位进一步稳固

**祖代产能稳居第一，父母代市占率继续攀升。**(1) 祖代种鸡方面，益生股份是我国乃至亚洲最大的祖代肉种鸡养殖企业，祖代肉种鸡饲养规模连续十多年雄居全国第一，约占国内市场 1/3 份额。据公司公告，公司 2023 年祖代肉鸡正常引种计划为 30 万套/年，将继续维持祖代肉种鸡市场占有率 1/3 的份额。(2) 父母代鸡苗方面，2018-2021 年益生股份父母代鸡苗销售量从 738.99 万套增长至 1191.26 万套，CAGR 为 17.25%。由于 2022 年市场对白鸡后续走势乐观，养殖热情不断上涨，叠加利丰品系父母代优势的逐步显现，

2022 年前三季度父母代鸡苗销售量已经达 1100 多万套，同比增长 15.24%，市占率已由 2018 年的 17.98% 上升至 24.11%。

**图表 63 近年来益生股份父母代鸡苗销售量和市占率均大幅提升**



资料来源：公司公告，华创证券

## （二）自育益生 909 品种：公司短期目标 3 亿只

### 1、自身特点：性能属性出色，饲养和出售方式灵活

受益于公司种源净化战略，益生 909 在疫病净化方面具有显著优势。益生 909 于 2018 年基本成型，并于 2021 年 12 月获得国家畜禽新品种认定，成为山东省首个通过国家认证的小型白羽肉鸡品种，有利于打破种源垄断，实现种源自主研发、安全可控。益生 909 由本土自主培育而成，是纯种纯系配套，且公司大力实施种源净化战略，对种鸡饲养过程采取无抗管理，具有种源纯正、疫病净化好、抗病力强等优点。

益生 909 出栏时间快、料肉比低、均匀度高，饲养和出售方式更加灵活。该品系的推出有助于公司提高产品质量，降低饲养成本。此外益生 909 品种中的国产黄鸡遗传基因使得其商品代鸡肉中各种风味氨基酸沉积高于普通 817 肉杂鸡，使得屠宰出成率高、口感和品相更好。得益于其优良的性能，益生 909 同时适合平养、笼养多种饲养方式，既可以走活鸡，也可以杀白条鸡，特别适合在关闭活禽市场后替代三黄鸡进行屠宰加工。

**图表 64 益生 909 小型白羽肉鸡发布会**



资料来源：公司官网

**图表 65 益生 909 获得国家畜禽新品种认定**



资料来源：公司官网

## 2、与 817 肉鸡对比：性能指标提升，带来充分溢价收益

**益生 909 生长速度、料肉比更上一层楼，经济效益卓越。**益生 909 克服了传统 817 小型肉鸡的多项缺点，成活率、饲料效率、产肉率等重点性能指标全面提升。据公司公告，益生 909 料肉比约为 1.75，48 天出栏的体重约为 3.5 斤，相比 817 肉杂鸡，益生 909 达到相同的体重可提前三到五天，对饲养场而言经济效益更好。因此，目前养殖场，尤其是规模化养殖场，更加青睐益生 909 鸡苗，公司具有更高的议价能力，能够充分享受品种溢价带来的收益。

图表 66 益生 909 与 817 肉鸡性能指标对比

	益生 909 小型白羽肉鸡	817 肉鸡
49 日龄体重（克）	1877	1638
49 日龄周增重（克）	365	299
49 日龄周累计耗料（克）	3294	3114
49 日龄料肉比	1.75	1.83

资料来源：817 肉鸡养殖信息网，家禽信息 PIB，华创证券

## 3、突出优势：经济效益高带来高定价

**卓越性能为养户提供高增益。**益生 909 更强的抗病力，我们测算能够使综合养殖成本降低 0.75-1.21 元/只，0.05 的料肉比差距可降低 0.36 元/只的饲料成本。此外，到达相同体重，益生 909 可以比 817 肉杂鸡提前 3-5 天出栏，而以相同时间出栏，则可以比 817 肉杂鸡至少多增重半斤，带来 2.0-2.5 元/只左右的增益。综合来看，若以相同日龄出栏，909 毛鸡养殖相比 817 毛鸡可带来 3.11-4.07 元/只左右的增益。

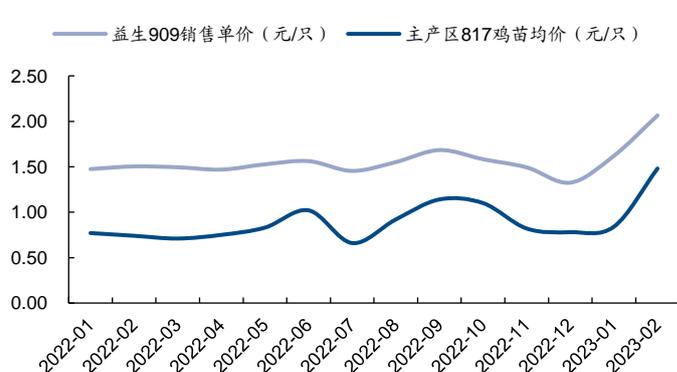
**高经济效益使得品种定价优势显著。**益生 909 当前在市场上处于供不应求的状态：目前公司益生 909 的客户有海大集团、温氏股份等大型养殖集团，2022 年销量达到 7643.7 万只。在定价时，益生 909 参考 817 鸡苗进行定价，当 817 鸡苗低于 1 元/羽时，909 定价为 1.4 元/羽，当 817 高于 1 元/羽时，909 根据市场需求关系适当调整定价。尽管益生 909 定价比 817 偏高，但其带来的经济效益完全可覆盖多出来的成本，因此仍然有许多养殖主体愿意选择购入益生 909 鸡苗，这正是高性能支撑下的高定价。

图表 67 益生 909 经济效益更高



资料来源：楼梦良等《益生 909 小型白羽肉鸡配套系的培育》，公司公告，华创证券测算

图表 68 益生 909 销售单价与 817 鸡苗均价对比

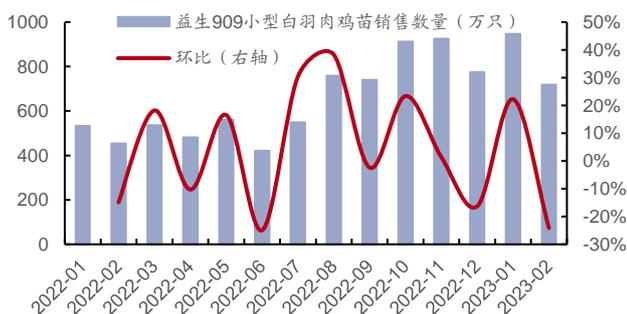


资料来源：公司公告，博亚和讯，华创证券

#### 4、产能规划：产能规模快速扩张，市占率有望进一步提升

益生 909 小型白羽肉鸡的现有产能约 8000 万羽，公司规划 2025 年到达 3 亿羽。2021 年公司募集资金投入建设“滨州益生种禽有限公司年孵化 1.5 亿只益生 909 小型肉鸡项目”。2022 年 8 月公司表示，子公司滨州益生种禽有限公司已投产用于饲养益生 909 小型白羽肉鸡苗。为进一步扩大益生 909 养殖规模，满足市场需求，2022 年 10 月公司对“滨州益生种禽有限公司”增资 9397.04 万元。2022 年益生 909 销量达 7643.7 万羽，销售额为 1.16 亿元。公司预计 2023 年益生 909 产能计划略增至 8000 万羽。未来将大幅提升益生 909 产能，公司预计到十四五末期益生 909 产量将增至 3 亿羽。

图表 69 益生 909 销量情况



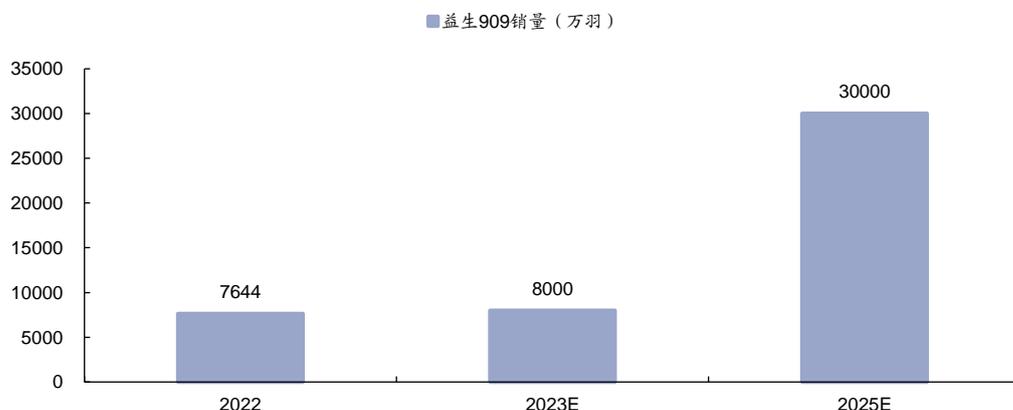
资料来源：公司公告，华创证券

图表 70 益生 909 销售收入和销售单价情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 71 十四五末期益生 909 产量预计增至 3 亿羽



资料来源：公司公告，华创证券

#### 四、盈利预测与估值讨论

按照公司不同业务板块的发展规划、产能建设情况以及行业供需格局，我们对公司 23-25 年盈利假设如下：

- 1) 父母代鸡苗：受 22 年 5 月份以来祖代种鸡的引种断档影响，公司 23 年父母代鸡苗销量预计将见顶回落，随着 23 年引种逐步修复，预计 23 年父母代鸡苗销量小幅回升，预计 23-25 年父母代鸡苗销量分别为 1200 万套、1400 万套、1400 万套。预计 23-25 年套均毛利将分别达到 42 元、47 元、17 元。

- 2) **商品代鸡苗**: 随着近年来公司产能持续扩张, 商品代鸡苗销量呈现稳定增长态势, 考虑到父母代种源问题以及公司发展战略的调整, 预计 23-25 年在高位基础上稳步增长, 分别达到 5.8 亿只、6.0 亿只、7 亿只。预计 23-24 年只均毛利将分别达到 2.6 元、3.1 元、2.1 元。
- 3) **益生 909 鸡苗**: 按照公司产能建设进度和十四五规划, 我们预计 23-25 年益生 909 鸡苗销量分别为 8000 万只、1.5 亿只、3 亿只。预计 23-25 年只均毛利将分别达到 0.2 元、0.3 元、0.2 元。

考虑到白羽肉鸡大周期的启动与持续性, 我们认为 23、24 年整体上处于盈利向上的阶段, 父母代鸡苗和商品代鸡苗价格中枢向上, 套(只)均盈利大幅抬升。

图表 72 盈利预测核心假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>父母代鸡苗</b>					
销售收入(百万)	392.6	336.0	720.0	910.0	490.0
销量(万套)	1191.3	1600.0	1200.0	1400.0	1400.0
均价(元/套)	33.0	20.3	60.0	65.0	35.0
<b>商品代鸡苗</b>					
销售收入(百万)	1189.3	1120.0	3190.0	3600.0	3500.0
销量(万只)	45743.6	56000.0	58000.0	60000.0	60000.0
均价(元/只)	2.6	2.6	5.5	6.0	5.0
<b>益生 909 鸡苗</b>					
销售收入(百万)		114.7	128.0	255.0	450.0
销量(万只)		7643.7	8000.0	15000.0	30000.0
均价(元/只)		1.5	1.6	1.7	1.5

资料来源: Wind, 华创证券预测

附业绩敏感性测算如下:

当商品代鸡苗价格为 5.0-8.5 元/只、销量为 5.7-6.2 亿只时, 预计公司商品代鸡苗业务盈利在 11.4-34.1 亿之间; 当父母代鸡苗价格为 45-80 元/套、销量为 1100-1600 万套时, 预计公司父母代鸡苗业务盈利在 2.8-9.6 亿之间。

图表 73 商品代鸡苗业绩弹性敏感性测算

		单价: 元/只								
		亿	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0	7.5	8.0	8.5
<b>销量: 万只</b>	57000		11.4	14.3	17.1	20.0	22.8	25.7	28.5	31.4
	58000		11.6	14.5	17.4	20.3	23.2	26.1	29.0	31.9
	59000		11.8	14.8	17.7	20.7	23.6	26.6	29.5	32.5
	60000		12.0	15.0	18.0	21.0	24.0	27.0	30.0	33.0
	61000		12.2	15.3	18.3	21.4	24.4	27.5	30.5	33.6
	62000		12.4	15.5	18.6	21.7	24.8	27.9	31.0	34.1

资料来源: 华创证券测算

注: 假设商品代鸡苗 3 元/只完全成本, 未完全考虑成本波动

图表 74 父母代鸡苗业绩弹性敏感性测算

		单价：元/只							
销量：万套	亿	45	50	55	60	65	70	75	80
	1100	2.8	3.3	3.9	4.4	5.0	5.5	6.1	6.6
	1200	3.0	3.6	4.2	4.8	5.4	6.0	6.6	7.2
	1300	3.3	3.9	4.6	5.2	5.9	6.5	7.2	7.8
	1400	3.5	4.2	4.9	5.6	6.3	7.0	7.7	8.4
	1500	3.8	4.5	5.3	6.0	6.8	7.5	8.3	9.0
	1600	4.0	4.8	5.6	6.4	7.2	8.0	8.8	9.6

资料来源：华创证券测算

注：假设父母代鸡苗 20 元/套完全成本测算，未完全考虑成本波动

白鸡祖代更新缺口短期难以弥补，公司有望凭借种源优势在本轮周期中获取超额收益，而且相比上轮周期，本轮周期公司大幅扩产，2024 年相较于 2019 年预计父母代鸡苗销量增长 48.8%、商品代鸡苗销量增长 64.7%，在周期高度和持续性较为乐观的前提下，我们认为本轮周期公司盈利有望大幅增长，预计公司 23-25 年分别实现营收 47.10 亿元、55.94 亿元、53.27 亿元，同比分别增长 123.1%、18.8%、-4.8%，实现归母净利润 15.75 亿元、20.40 亿元、13.22 亿元，同比分别 529.1%、+29.5%、-35.2%，对应 EPS 分别为 1.59 元、2.05 元、1.33 元，参考公司历史估值和同类可比公司估值，给予 24 年周期顶部 10XPE，对应目标价 20.5 元，首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 75 可比公司估值对比

公司代码	公司名称	最新价格 (元)	EPS				PE			
			2022A/E	2023E	2024E	2025E	2022A/E	2023E	2024E	2025E
002746.SZ	仙坛股份	8.65	0.2	0.3	0.5		39.2x	25.4x	18.2x	
002234.SZ	民和股份	18.74	-1.3	1.6	1.7	1.2	n.m.	12.1x	11.0x	16.1x
002299.SZ	圣农发展	22.75	0.3	1.4	2.1	2.1	68.9x	16.1x	10.9x	11.1x
	均值						54.0x	17.8x	13.3x	13.6x
002458.SZ	益生股份	14.23	-0.37	1.59	2.05	1.33	-38	9	7	11

资料来源：Wind，华创证券预测

注：2022 年数据中圣农发展、民和股份、益生股份为实际数；仙坛股份、民和股份、圣农发展 EPS 为 Wind 一致预期，益生股份为华创证券预测；截至 2023 年 4 月 18 日数据。

## 五、风险提示

**海外祖代鸡引种超预期恢复，国产种鸡超预期等原因导致周期高度不及预期，国内禽流感等养殖疫病爆发，鸡肉价格下行。**

海外祖代鸡引种超预期恢复：若海外高致病性禽流感疫情终止或封关提前解除，海外祖代鸡引种可能超预期恢复，国内祖代鸡供应将较为充足。

国产种鸡超预期等原因导致周期高度不及预期：祖代更新来源中已有国产品种补充，若国产品种发展超预期，或供给端发生较大变化，可能导致周期高度不及预期。

国内禽流感等养殖疫病爆发风险：禽流感等疫病爆发可能导致养殖场损失较大，并打击

消费需求。

鸡肉价格下行风险：若消费复苏不及预期，导致需求低迷，鸡肉价格下行，将对白羽鸡养殖产业链企业盈利产生不利影响。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	449	2,229	4,173	5,319
应收票据	0	0	0	0
应收账款	58	112	139	132
预付账款	33	54	62	64
存货	343	360	417	495
合同资产	3	6	9	8
其他流动资产	49	101	130	117
流动资产合计	935	2,862	4,930	6,135
其他长期投资	6	6	6	6
长期股权投资	285	285	285	285
固定资产	3,301	3,245	3,243	3,222
在建工程	483	533	533	533
无形资产	138	130	122	114
其他非流动资产	786	785	784	784
非流动资产合计	4,999	4,984	4,973	4,944
<b>资产合计</b>	<b>5,934</b>	<b>7,846</b>	<b>9,903</b>	<b>11,079</b>
短期借款	1,280	1,393	1,506	1,618
应付票据	265	182	224	296
应付账款	506	473	531	639
预收款项	0	0	0	0
合同负债	76	169	200	191
其他应付款	79	79	79	79
一年内到期的非流动负债	321	321	321	321
其他流动负债	52	102	120	114
流动负债合计	2,579	2,719	2,981	3,258
长期借款	167	252	336	414
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	337	337	337	337
非流动负债合计	504	589	673	751
<b>负债合计</b>	<b>3,083</b>	<b>3,308</b>	<b>3,654</b>	<b>4,009</b>
归属母公司所有者权益	2,741	4,316	5,884	6,595
少数股东权益	110	222	365	475
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,851</b>	<b>4,538</b>	<b>6,249</b>	<b>7,070</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,934</b>	<b>7,846</b>	<b>9,903</b>	<b>11,079</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>90</b>	<b>1,885</b>	<b>2,515</b>	<b>1,835</b>
现金收益	-46	1,969	2,456	1,704
存货影响	-66	-17	-57	-78
经营性应收影响	3	-64	-24	15
经营性应付影响	273	-116	99	180
其他影响	-74	114	41	15
<b>投资活动现金流</b>	<b>-298</b>	<b>-229</b>	<b>-224</b>	<b>-197</b>
资本支出	-510	-256	-256	-236
股权投资	31	0	0	0
其他长期资产变化	181	27	32	39
<b>融资活动现金流</b>	<b>179</b>	<b>124</b>	<b>-347</b>	<b>-492</b>
借款增加	178	197	197	191
股利及利息支付	-63	-535	-684	-463
股东融资	0	0	0	0
其他影响	64	462	140	-220

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>2,112</b>	<b>4,710</b>	<b>5,594</b>	<b>5,327</b>
营业成本	2,097	2,349	2,622	3,142
税金及附加	6	11	15	14
销售费用	30	68	80	76
管理费用	146	325	386	368
研发费用	96	214	254	241
财务费用	81	36	38	44
信用减值损失	-7	-7	-7	-7
资产减值损失	-11	-11	-11	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-31	-31	-31	-31
其他收益	5	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>-387</b>	<b>1,665</b>	<b>2,157</b>	<b>1,398</b>
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>-388</b>	<b>1,664</b>	<b>2,156</b>	<b>1,397</b>
所得税	-1	3	4	2
<b>净利润</b>	<b>-387</b>	<b>1,661</b>	<b>2,152</b>	<b>1,395</b>
少数股东损益	-20	86	112	73
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-367</b>	<b>1,575</b>	<b>2,040</b>	<b>1,322</b>
NOPLAT	-306	1,698	2,190	1,439
EPS(摊薄) (元)	-0.37	1.59	2.05	1.33

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	1.0%	123.1%	18.8%	-4.8%
EBIT 增长率	-490.1%	655.0%	29.0%	-34.3%
归母净利润增长率	-1,390.0%	529.1%	29.5%	-35.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	0.7%	50.1%	53.1%	41.0%
净利率	-18.3%	35.3%	38.5%	26.2%
ROE	-13.4%	36.5%	34.7%	20.1%
ROIC	-7.9%	29.5%	28.6%	16.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.9%	42.2%	36.9%	36.2%
债务权益比	73.9%	50.7%	40.0%	38.1%
流动比率	0.4	1.1	1.7	1.9
速动比率	0.2	0.9	1.5	1.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.5
应收账款周转天数	9	6	8	9
应付账款周转天数	69	75	69	67
存货周转天数	53	54	53	52
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-0.37	1.59	2.05	1.33
每股经营现金流	0.09	1.90	2.53	1.85
每股净资产	2.76	4.35	5.93	6.64
<b>估值比率</b>				
P/E	-38	9	7	11
P/B	5	3	2	2
EV/EBITDA	-342	8	7	9

## 农业组团队介绍

### 组长、首席分析师：雷轶

中山大学金融硕士，曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。2019 年、2020 年新财富农林牧渔行业排名第六名；2019 年卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业排名第五名。

### 高级研究员：肖琳

四川大学公司金融硕士，曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 分析师：陈鹏

中国人民大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

### 研究员：顾超

厦门大学税务硕士。曾任职于招商证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张皓月

上海财经大学保险硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522