

## 公司业绩逐季改善，种鸡龙头弹性可期

■ 证券研究报告

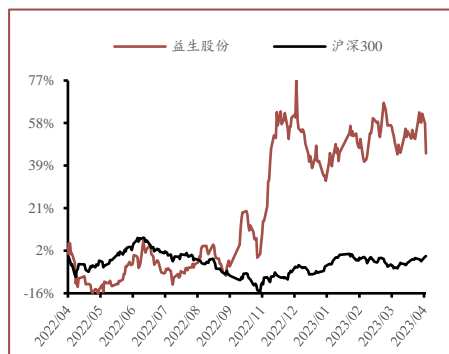
★ 投资评级:增持(首次)

### 基本数据

2023-04-18

收盘价(元)	14.23
流通股本(亿股)	6.76
每股净资产(元)	3.08
总股本(亿股)	9.93

最近 12 月市场表现



分析师 余剑秋

SAC 证书编号: S0160522050003

yujq01@ctsec.com

相关报告

### 核心观点

- ❖ **事件: 公司 2022 年营收 21.1 亿元, 同比微增, 归母净利润-3.7 亿元。**公司 2022 年实现营业收入 21.1 亿元(同比+0.64%), 归母净利润-3.7 亿元(同比-1348.1%), 公司父母代鸡苗产量和商品代鸡苗产量均增长, 但受 2022 年上半年, 特别是一季度商品代白羽肉鸡苗价格较低影响, 公司一季度亏损较大。2022 年公司管理费用和财务费用同比增加, 主要系公司经营规模扩大, 有息负债增加导致。分季度看, 2022Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 3.2/5.3/5.7/6.9 亿元, 归母净利润分别为-2.9/-0.8/-0.3/0.4 亿元, 随着行业产能去化、疫情缓解和消费恢复, 白羽肉鸡行业景气度逐步提升, 公司业绩逐季好转, 并于第四季度实现单季度盈利。
- ❖ **公司 2023 Q1 营收 9.1 亿元, 归母净利润 3.1 亿元, 盈利高增。**公司 2023Q1 实现营业收入 9.1 亿元(同比+185.3%); 归母净利润 3.1 亿元, 同比+209.0%, 主要是今年一季度行业景气度上升, 公司主要产品父母代和商品代鸡苗价格大幅上涨所致。根据公司月度销售简报, 2023Q1 销售白羽肉鸡苗共计 1.5 亿只(同比+8.3%, 环比+133.0%), 实现销售收入 7.9 亿元(同比+278.5%, 环比+47.5%); 销售益生 909 小型白羽肉鸡共计 2336.2 万只(同比+53.5%, 环比-10.6%), 实现销售收入 4345.4 万元(同比+91.6%, 环比+12.8%); 销售种猪共计 392 万头, 实现销售收入 163.4 万元。
- ❖ **白羽鸡行业景气上行, 高代次种源为核心竞争力。**2022 年海外爆发高致病性禽流感疫情, 国内祖代白羽肉鸡引种受阻, 全年祖代白羽种鸡引种量总计 96.34 万套, 同比-24.5%, 目前祖代产能去化已传导至父母代鸡苗销量, 商品代价格上行周期预计 2023 年底启动。公司在行业内率先引入了曾祖代白羽肉种鸡, 主要饲养处于产业链上游的祖代和父母代白羽肉种鸡, 近年公司持续扩大父母代种鸡饲养量和商品肉雏鸡产量, 已成为我国销售白羽肉鸡苗数量最多的公司。2023 年公司商品代白羽肉鸡苗的预计产量为 6 亿羽, 较 2022 年略有增长, 主要是因为养殖模式改变带来养殖数量和养殖效率的提升; 益生 909 的产能约为 8000 万羽, 相比 817 肉杂鸡, 达到相同的体重, 益生 909 可提前 3-5 天出栏, 经济效益显著。
- ❖ **种鸡种猪双轮驱动, 定增扩产稳步推进。**公司定增募集的资金将用于投入种猪养殖和种鸡孵化场等项目, 以自有资金已进行了前期投入, 未来公司产能将逐步释放。种猪方面, 公司位于黑龙江和山东烟台等地的原种猪场已投入使用, 位于黑龙江的祖代场及位于山西和山东威海的原种猪场正在建设中, 预计于 2023 年底建成。公司全部种猪场投产后, 原种猪存栏达 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。鸡苗销量方面, 预计到 2025 年末期, 益生 909 产量将增至 3 亿羽, 公司商品代白羽肉鸡苗和益生 909 鸡苗年销量合计 10 亿羽。

❖ **投资建议：**公司以高代次畜禽种源供应为核心竞争力，是我国乃至亚洲最大的祖代肉种鸡养殖企业，约占国内市场 1/3 的份额，公司商品代鸡苗的销量在国内也是最多的，约占国内市场 1/10 的份额。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 38.61/44.14/37.46 亿元，归母净利润 12.13/14.52/5.40 亿元。对应 PE 分别为 11.7/9.7/26.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**禽类价格波动风险；重大疫情风险；原材料价格波动风险

**盈利预测：**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2098	2112	3861	4414	3746
收入增长率(%)	19.82	0.64	82.85	14.31	-15.12
归母净利润(百万元)	29	-367	1213	1452	540
净利润增长率(%)	-68.03	-1348.13	430.51	19.67	-62.83
EPS(元/股)	0.03	-0.37	1.22	1.46	0.54
PE	377.00	—	11.65	9.73	26.18
ROE(%)	0.93	-13.39	30.68	26.85	9.08
PB	3.54	5.03	3.57	2.61	2.38

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)						财务指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2098.12</b>	<b>2111.60</b>	<b>3861.09</b>	<b>4413.64</b>	<b>3746.20</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1798.21	2096.59	2188.89	2447.31	2770.55	营业收入增长率	19.8%	0.6%	82.9%	14.3%	-15.1%
营业税费	5.96	6.19	11.20	12.36	9.74	营业利润增长率	-79.4%	-1,859.0%	413.2%	19.7%	-62.8%
销售费用	32.97	30.31	57.92	65.32	55.44	净利润增长率	-68.0%	-1,348.1%	430.5%	19.7%	-62.8%
管理费用	112.45	145.81	239.39	264.82	224.77	EBITDA 增长率	72.2%	-97.3%	16,551.4%	17.0%	-53.4%
研发费用	59.82	95.72	150.58	172.13	146.10	EBIT 增长率	102.8%	-393.7%	540.7%	19.7%	-62.8%
财务费用	59.43	81.45	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	50.6%	-505.9%	-541.5%	19.7%	-62.8%
资产减值损失	0.07	-10.72	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	20.7%	-4.4%	25.6%	24.4%	7.3%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	0.7%	-12.0%	42.5%	35.7%	9.8%
投资和汇兑收益	-17.90	-30.88	0.00	0.00	0.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>22.02</b>	<b>-387.38</b>	<b>1213.12</b>	<b>1451.70</b>	<b>539.60</b>	毛利率	14.3%	0.7%	43.3%	44.6%	26.0%
加:营业外净收支	-1.94	-0.48	0.00	0.00	0.00	营业利润率	1.0%	-18.3%	31.4%	32.9%	14.4%
<b>利润总额</b>	<b>20.08</b>	<b>-387.86</b>	<b>1213.12</b>	<b>1451.70</b>	<b>539.60</b>	净利率	0.7%	-18.3%	31.4%	32.9%	14.4%
减:所得税	5.58	-0.67	0.00	0.00	0.00	EBITDA/营业收入	15.2%	0.4%	37.6%	38.5%	21.1%
<b>净利润</b>	<b>29.41</b>	<b>-367.05</b>	<b>1213.12</b>	<b>1451.70</b>	<b>539.60</b>	EBIT/营业收入	4.5%	-13.0%	31.4%	32.9%	14.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	412.51	449.04	1471.20	3588.26	3977.96	固定资产周转天数	561	571	308	264	300
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-57</b>	<b>-140</b>	<b>-46</b>	<b>-83</b>	<b>-66</b>
应收账款	48.67	57.85	0.00	0.00	0.00	流动资产周转天数	142	162	176	337	428
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	8	9	0	0	0
预付帐款	34.91	33.34	34.80	0.00	0.00	存货周转天数	53	53	50	50	50
存货	277.28	343.20	264.83	414.98	354.62	总资产周转天数	887	989	590	633	851
其他流动资产	8.42	5.64	5.64	5.64	5.64	投资资本周转天数	862	819	563	612	774
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	0.9%	-13.4%	30.7%	26.9%	9.1%
长期股权投资	316.54	285.35	285.35	285.35	285.35	ROA	0.5%	-6.2%	18.0%	16.5%	6.0%
投资性房地产	0.00	5.56	5.56	5.56	5.56	ROIC	1.4%	-5.8%	20.4%	19.6%	6.8%
固定资产	3225.75	3300.98	3258.99	3189.68	3079.41	费用率					
在建工程	303.38	483.20	386.56	309.25	247.40	销售费用率	1.6%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
无形资产	144.69	138.46	138.46	138.46	138.46	管理费用率	5.4%	6.9%	6.2%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	50.85	30.34	30.34	30.34	30.34	财务费用率	2.8%	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>5672.47</b>	<b>5934.33</b>	<b>6721.68</b>	<b>8788.45</b>	<b>8933.03</b>	三费/营业收入	9.8%	12.2%	7.7%	7.5%	7.5%
短期债务	1167.60	1280.24	1280.24	1280.24	1280.24	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	302.00	505.88	272.40	597.76	387.32	资产负债率	42.9%	51.9%	39.5%	37.2%	32.2%
应付票据	156.57	264.87	39.14	300.76	84.03	负债权益比	75.1%	108.1%	65.4%	59.3%	47.5%
其他流动负债	2.73	3.44	3.44	3.44	3.44	流动比率	0.43	0.36	0.86	1.47	1.85
长期借款	369.74	167.00	167.00	167.00	167.00	速动比率	0.26	0.21	0.72	1.32	1.69
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	1.53	-3.46	—	—	—
<b>负债总额</b>	<b>2433.74</b>	<b>3082.78</b>	<b>2657.01</b>	<b>3272.09</b>	<b>2877.07</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	67.66	110.16	110.16	110.16	110.16	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	992.91	992.91	992.91	992.91	992.91	分红比率					
留存收益	1592.14	1225.09	2438.21	3889.91	4429.51	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>3238.73</b>	<b>2851.54</b>	<b>4064.67</b>	<b>5516.36</b>	<b>6055.96</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	0.03	-0.37	1.22	1.46	0.54
净利润	29.41	-367.05	1213.12	1451.70	539.60	BVPS(元)	3.19	2.76	3.98	5.44	5.99
加:折旧和摊销	225.42	283.99	238.63	246.62	252.12	PE(X)	377.0	—	11.6	9.7	26.2
资产减值准备	-0.05	17.45	0.00	0.00	0.00	PB(X)	3.5	5.0	3.6	2.6	2.4
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	61.14	79.66	0.00	0.00	0.00	P/S	5.4	6.5	3.7	3.2	3.8
投资收益	17.90	30.88	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	39.3	1748.2	10.0	7.3	15.2
少数股东损益	-14.91	-20.13	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-221.03	66.47	-329.59	518.74	-322.02	PEG	—	—	0.0	0.5	—
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>101.21</b>	<b>90.43</b>	<b>1122.16</b>	<b>2217.06</b>	<b>469.70</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-787.31</b>	<b>-297.97</b>	<b>-100.00</b>	<b>-100.00</b>	<b>-80.00</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>696.02</b>	<b>178.99</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

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；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。