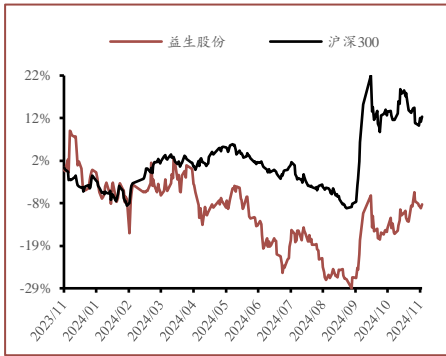


投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-11-29
收盘价(元)	9.69
流通股本(亿股)	7.49
每股净资产(元)	4.02
总股本(亿股)	11.06

最近 12 月市场表现



分析师 肖珮菁
SAC 证书编号: S0160524070005
xiaopj@ctsec.com

相关报告

- 《中报业绩符合预期，商品代苗报价持续上行》 2024-08-02
- 《Q2 业绩短期承压，看好后市苗价》 2024-07-17
- 《归母净利润同比增长，静待周期上行》 2024-03-13

核心观点

- ❖ **聚焦高代次畜禽种源，30 余载筑就行业龙头：**公司在行业内率先引入了曾祖代白羽肉种鸡，主要饲养祖代以及父母代白羽肉种鸡，销售父母代和商品代鸡苗。近年公司加大种猪业务产能投入，有望与白羽鸡业务实现双轮驱动。
- ❖ **父母代苗价维持高位，商品代有望实现猪鸡共振：**2022 年祖代鸡引种受阻形成的终端缺口或被国产和强制换羽部分补充。从品种结构上看，2024 年 1-10 月父母代鸡苗国产品种销量占比 18%，低于祖代更新量占比的 31%，国产父母代鸡苗形成大量供应仍需时日，目前进口父母代鸡苗供给仍偏紧；商品代鸡苗从供给端来看，不同品种以及大小厂之间的苗价存在差异，好品种的鸡苗供给偏紧且价格略高，排苗计划较好；需求端来看，下游养殖和屠宰的持续扩产，对鸡苗需求也有较好的支撑。白羽鸡产业链各环节利润预计有所分化，看好父母代种鸡和商品代鸡苗环节盈利。
- ❖ **优质鸡苗彰显竞争力，规模优势铸就护城河：**益生是中国第一个也是唯一一个引进并饲养哈伯德利丰新品系的公司，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。由于公司父母代种鸡性能优良，在市场上具备价格优势，高于多数其余品种，同时利丰商品代鸡苗的报价也明显高于市场平均销售价格。公司鸡苗销售量也不断扩大，具备规模优势。祖代肉种鸡饲养规模近二十年雄居全国第一，约占国内市场 1/3 的份额；商品肉雏鸡也产量不断扩大，已成为我国销售白羽肉鸡苗数量最多的企业，占国内市场近 1/10 的份额。
- ❖ **加大投入种猪板块，产能已逐步释放：**随着公司种猪场的投入使用，公司二元种猪已开始上市销售，产能已逐步释放，公司猪业业务于今年第二季度已实现单季度盈利，今年前三季度种猪销售量同比增长了 7 倍多，公司预计四季度能销售种猪 1 万多头，预计 2025 年销量 15 万头，预计满产后种猪销量为 20 万头，未来计划成为国内种猪头部企业。
- ❖ **投资建议：**公司以高代次畜禽种源供应为核心竞争力，是我国最大的祖代肉种鸡养殖企业，商品代鸡苗的销量也稳居第一。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 29.22/36.73/39.85 亿元，归母净利润 5.46/6.64/7.18 亿元。以 11 月 29 日收盘价，对应 PE 分别为 20/16/15 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**鸡肉价格波动风险；动物疾病风险；食品安全风险；饲料原料价格波动风险；大股东质押率偏高风险

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2112	3225	2922	3673	3985
收入增长率(%)	0.64	52.71	-9.38	25.69	8.48
归母净利润(百万元)	-367	541	546	664	718
净利润增长率(%)	-1348.13	—	1.03	21.45	8.21
EPS(元)	-0.37	0.54	0.49	0.60	0.65
PE	—	19.93	19.62	16.16	14.93
ROE(%)	-13.39	12.23	11.44	12.61	12.22
PB	5.03	2.69	2.24	2.04	1.83

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 11 月 29 日收盘价计算)

内容目录

1	益生股份：深耕畜禽种源，打造核心竞争力.....	4
1.1	聚焦高代次畜禽种源，30 余载筑就行业龙头.....	4
1.2	营收及利润波动明显，降本增效成效初显.....	5
1.3	公司股权相对集中，激励机制绑定核心管理层.....	6
2	父母代苗价维持高位，商品代有望实现猪鸡共振.....	7
2.1	供给端：白羽肉鸡价格处于上行阶段.....	7
2.2	需求端：长期在肉类蛋白中持续增长，短期有望受猪价带动.....	11
2.3	利润端：利润在白羽鸡产业链不同环节转移.....	13
3	优质鸡苗彰显竞争力，多元化业务助力成长.....	14
3.1	品种优势明显，规模和质量优势铸就护城河.....	14
3.2	加大投入种猪板块，产能已逐步释放.....	17
4	盈利预测与估值.....	18
5	风险提示.....	20

图表目录

图 1. 公司发展历程.....	4
图 2. 营收整体维持增长趋势，波动向上.....	5
图 3. 归母净利润周期波动较大.....	5
图 4. 主要营收来自鸡苗销售.....	6
图 5. 期间费用率有所下降，研发投入增加.....	6
图 6. 公司股权结构稳定（截至 2024 年三季报）.....	6
图 7. 白羽肉鸡养殖周期.....	8
图 8. 2022 年全国祖代鸡更新数量出现断档.....	8
图 9. 2024 年全国祖代种鸡存栏量(在产+后备)有所下降(单位：万套).....	8
图 10. 祖代鸡品种更新量（单位：万套）.....	9
图 11. 2024 年 1-10 月祖代更新量 AA+和罗斯占比 27%.....	9
图 12. 近期美国疫情零散发生（截至 11 月 25 日）.....	10
图 13. 2024 年 1-10 月全国强制换羽量为 10.73 万套.....	10
图 14. 2024 年父母代种鸡在产存栏量有所下降(单位：万只).....	10

图 15. 2024 年父母代种鸡后备存栏量仍在高位(单位: 万只).....	10
图 16. 父母代鸡苗市场价持续提升.....	11
图 17. 今年 1-10 月父母代鸡苗销量美国品种占比最高	11
图 18. 商品代鸡苗销售量有季节性波动(单位: 万只).....	11
图 19. 2024 年第三季度开始商品代鸡苗价格有所上升(单位: 元/只).....	11
图 20. 中国居民禽类消费占比在提升.....	12
图 21. 2023 年世界主要国家禽肉人均消费量.....	12
图 22. 白羽肉鸡出栏数持续增长.....	12
图 23. 鸡肉对猪肉具备一定替代性.....	12
图 24. 益生股份处于产业链上游.....	13
图 25. 益生股份毛利率波动更大 (单位: %)	13
图 26. 白羽肉鸡产业链利润.....	14
图 27. 白羽鸡鸡苗价格与益生股份股价的关系.....	14
图 28. 各品种 2024 年父母代鸡苗市场报价及实际成交价 (单位: 元/套)	15
图 29. 公司商品代鸡苗相比市场平均价有溢价.....	15
图 30. 父母代鸡苗销量不断扩大.....	15
图 31. 商品代鸡苗销量持续增加.....	15
图 32. 益生 909 月度销量.....	16
图 33. 益生 909 相对于传统 817 在价格上具有优势.....	16
图 34. 公司持续进行疫病净化工作.....	17
图 35. 2024 年上半年猪业务收入显著增长.....	17
图 36. 2024 年前三季度种猪销量同比增长 7 倍多.....	17
图 37. 公司预计 2025 年销售数量达到 15 万头.....	18
图 38. 益生股份 PB 目前 2.4 倍, 处于历史 4.2%分位数.....	19
表 1. 公司主要产品.....	4
表 2. 公司员工持股及股权激励明细.....	7
表 3. 公司产品利丰父母代种鸡生产性能指标优异.....	14
表 4. 817、沃德 168 以及益生 909 指标对比.....	16
表 5. 公司营收拆分.....	19
表 6. 可比公司估值 (截至 2024/11/29)	20

1 益生股份：深耕畜禽种源，打造核心竞争力

1.1 聚焦高代次畜禽种源，30 余载筑就行业龙头

公司成立于 1989 年，以高代次畜禽种源供应为核心竞争力。公司在行业内率先引入了曾祖代白羽肉种鸡，主要饲养祖代以及父母代白羽肉种鸡，销售父母代和商品代鸡苗。公司业务还涵盖种猪和商品猪的繁育与销售；并配套饲料加工，畜牧兽医科学研究，奶牛养殖，乳品加工，农牧设备制造，生态蔬菜种植，畜禽粪污生物处理及资源化利用等，成为产、研、销为一体的农业产业化国家重点龙头企业。

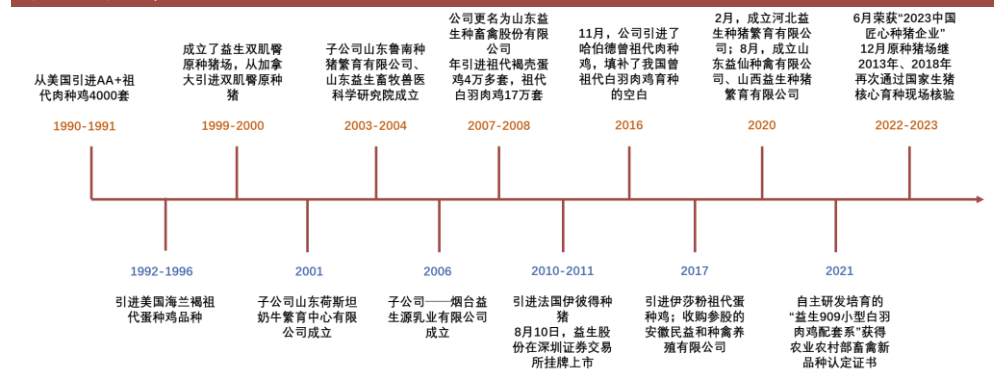
表 1. 公司主要产品

产品类别	主要品种	用途	主要消费群体	1H2024 营收占比
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	87.6%
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、杜洛克等	纯种之间配种生产原种猪，杂交繁殖生产二元种猪	猪养殖企业	6.5%
农牧设备	家禽养殖设备、家畜养殖设备、家兔养殖设备、孵化厅设备	用于家禽、家畜、家兔养殖；孵化厅各种设备生产	家禽、家畜、家兔行业大中型养殖公司	3.0%
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	1.8%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司成立至今 34 年来稳步经营，深耕高代次白羽鸡产业。公司最早于 1990 年正式投产，从美国引进 AA+ 祖代种鸡，当时引种量为 4000 套；1992 年公司不断调整引种品种，开始引入美国海兰褐祖代蛋种鸡品种；2000 年为了增加企业抵御风险的能力，实行多元化经营，成立了益生双肌臀原种猪场，开始从加拿大引进双肌臀原种猪；2016 年 11 月，公司引入哈伯德曾祖代肉种鸡，填补了我国曾祖代白羽鸡育种的空白；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证书；2023 年公司销售商品代鸡苗 6.3 亿羽，销量市占率近 1/10。

图 1. 公司发展历程



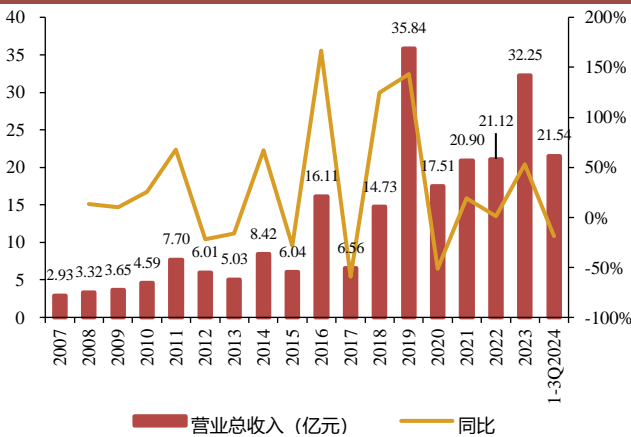
数据来源：公司官网，财通证券研究所

1.2 营收及利润波动明显，降本增效成效初显

营收整体维持增长趋势，波动向上。公司鸡苗销量持续增长，但鸡苗价格波动较大，使得公司营收及利润也呈一定的周期性。2019年白羽肉鸡行业总体表现为供给紧张、需求旺盛，非洲猪瘟事件引起鸡肉替代性消费需求持续增加，鸡产品价格大幅上涨，实现营收35.8亿元，同比增长143.3%。2013-2023年营收CAGR为20.4%。2023年全年公司实现营收32.3亿元，同比增长52.7%，公司生产规模不断扩大。2024前三季度实现营收21.5亿元，同比下滑-19.0%，受低引种量的影响，今年商品代鸡苗的供应整体减量，前三季度公司减量15%。

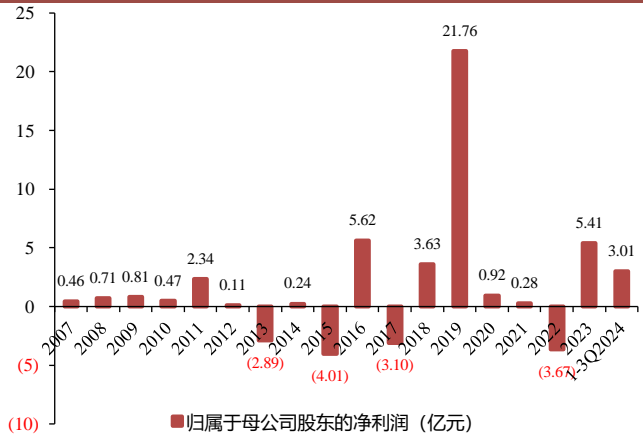
盈利受周期影响明显，盈亏不一。2019年公司鸡苗价格景气，实现归母净利润21.8亿元。2023年由于父母代和商品代鸡苗价格同比上涨，实现全年归母净利润5.4亿元，同比大幅扭亏。2024前三季度因父母代和商品代鸡苗价格低于去年同期，并且量有缩减，公司归母净利润为3.0亿元，同比下降56.0%。

图2.营收整体维持增长趋势，波动向上



数据来源: wind, 财通证券研究所

图3.归母净利润周期波动较大

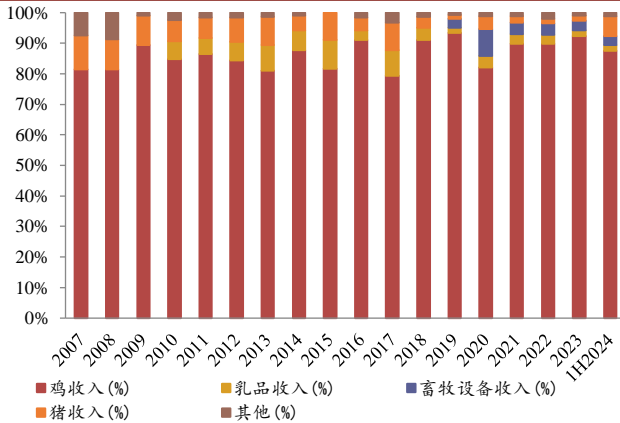


数据来源: wind, 财通证券研究所

主营从产品结构来看，以鸡苗产品为主。公司主要销售父母代和商品代鸡苗，鸡销售收入占比基本在80%以上，还有猪、乳品和农牧设备业务收入来源。随着种猪项目建成和产能逐渐释放，未来公司将通过种鸡、种猪的双轮驱动，以提高公司抵御风险和盈利的能力。从区域分布来看，种鸡业务主要分布在山东、江苏、黑龙江、河北、安徽等地，种猪业务主要分布在黑龙江、山东等地。

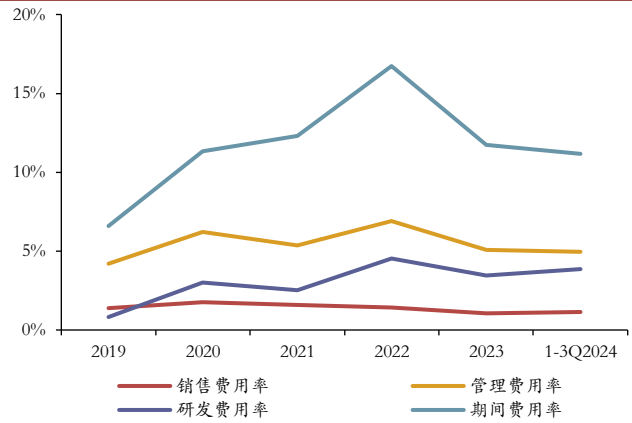
期间费用率有所下降，研发投入增加。公司继续强化内部管理，通过精细化操作、比学超和成本控制等方式，持续实施增效降本措施，生产效率稳步提升，单位成本稳步下降。公司近年来研发方面投入加大，2022年至今整体研发费用率维持在3%左右，高于行业整体水平。

图4. 主要营收来自鸡苗销售



数据来源: wind, 财通证券研究所

图5. 期间费用率有所下降, 研发投入增加

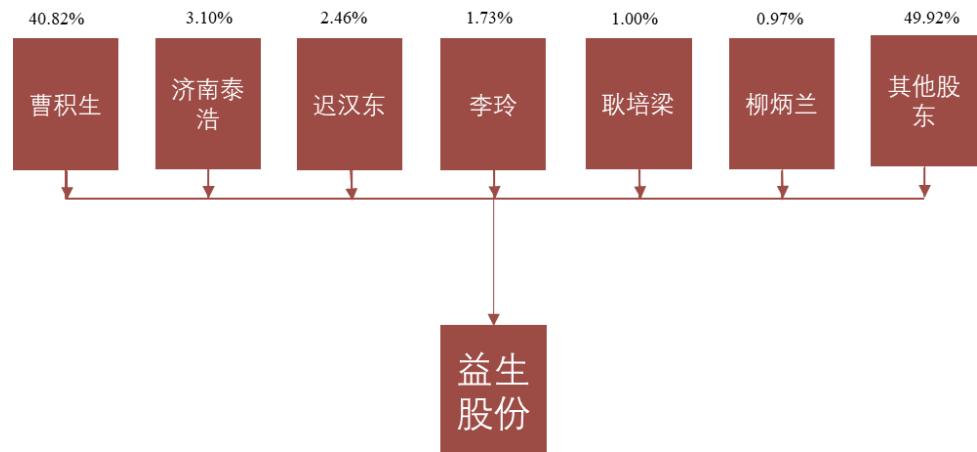


数据来源: wind, 财通证券研究所

1.3 公司股权相对集中, 激励机制绑定核心管理层

公司股权结构相对稳定。截至 2024 年三季报, 董事长曹积生先生持有股权占比 40.82%, 为公司实际控制人。迟汉东与李玲夫妇共持有 4.2% 的股权, 耿培梁与柳炳兰夫妇共计持有 1.97% 的股权。公司现拥有祖代、父母代种禽场、孵化场等 100 余处; 拥有“江苏益生禽业有限公司”、“山东四方新城农牧科技股份有限公司”、“潍坊益生种禽有限公司”等全资及控股子公司 40 余家, 还拥有“北大荒宝泉岭农牧发展有限公司”1 家参股公司。

图6. 公司股权结构稳定 (截至 2024 年三季报)



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

公司实施员工持股计划, 进一步激励核心员工。在核心管理团队方面, 公司董事、高管及核心技术等成员均具有行业十五年以上的从业经验, 且均在公司服务多年, 核心管理团队稳定, 通过长期深耕畜禽种业积累了丰富的管理经验。公司于 2014、2017 年发布股权激励计划, 2022、2024 年发布员工持股计划, 覆盖范围包括董监

高以及核心技术人员及业务骨干，激发员工的工作积极性，助力公司经营目标达成。2024年6月，公司发布《2024年员工持股计划（草案）》，预计对董监高、中层管理人员、核心技术骨干等315人发放资金总额不超1000万元，份额不超1000万份，每份份额为1.00元，资金来源为公司已计提的拟向本员工持股计划持有人发放的激励基金，激励基金为每年度计提一次，满足当年合并报表中扣非归属于上市公司股东的净利润为正等要求时，提取金额为当年扣非归母净利润的2%。

表2.公司员工持股及股权激励明细

时间	激励方式	员工范围及人数	占当时总股本比例 (%)
2014	股权激励	纪永梅、刘德发、其他核心管理（技术）人员共104人	5
2017		迟汉东、耿培梁、纪永梅、姜泰邦、林杰、中层管理人员、核心技术（业务）人员共175人	5.1
2022	员工持股	曹积生、纪永梅、楼梦良、任升浩、孙轶男、王金、林杰、郝文建、左常魁等中层管理人员、核心技术（业务骨干）人员共计≤650人	0.12
2024		曹积生、纪永梅、楼梦良、左常魁、任升浩、孙轶男、王金、林杰、郝文建、郭龙宗等中层管理人员、核心技术（业务骨干）共计≤315人	0.1

数据来源：公司公告，财通证券研究所

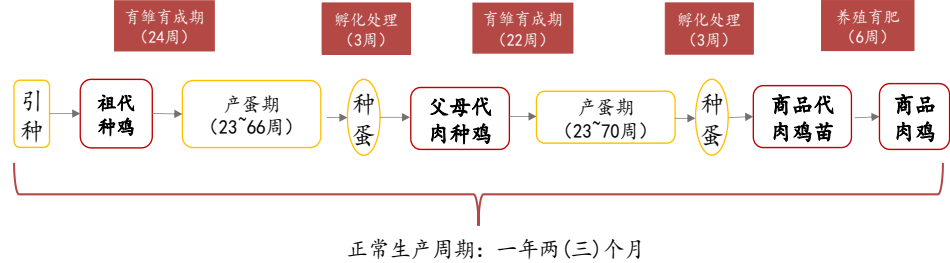
2 父母代苗价维持高位，商品代有望实现猪鸡共振

2.1 供给端：白羽肉鸡价格处于上行阶段

白羽肉鸡养殖周期经过祖代、父母代和商品代三个代际进程。祖代肉种鸡雏鸡，经过育雏期、育成期、产蛋期后，将合格种蛋运至孵化场进行孵化，经过21天的孵化期，雏鸡出壳完毕后，进行种鸡的鉴别，然后进行免疫、断喙和断趾等一系列技术操作，形成合格的父母代肉种鸡雏鸡；一日龄父母代肉种鸡雏鸡经过育雏期、育成期、产蛋期后，将合格种蛋运至孵化场进行孵化，经过21天孵化期，在雏鸡出壳完毕后，进行雏鸡的挑选，选择健康雏鸡为合格的商品代肉鸡雏鸡。每套祖代鸡大约可生产45-60套父母代肉鸡，而每套父母代肉鸡约可生产110-130套商品代鸡苗，正常的代际繁育从祖代引种到商品代肉鸡出栏至少需要60周时间。

国内祖代种鸡主要从海外公司引进，2021年国内自主培育的3个白羽肉鸡品种通过审定，仍在推广阶段。

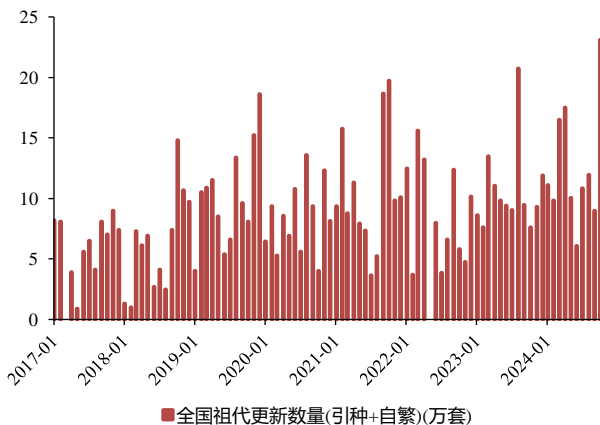
图7.白羽肉鸡养殖周期



数据来源：公司公告，财通证券研究所

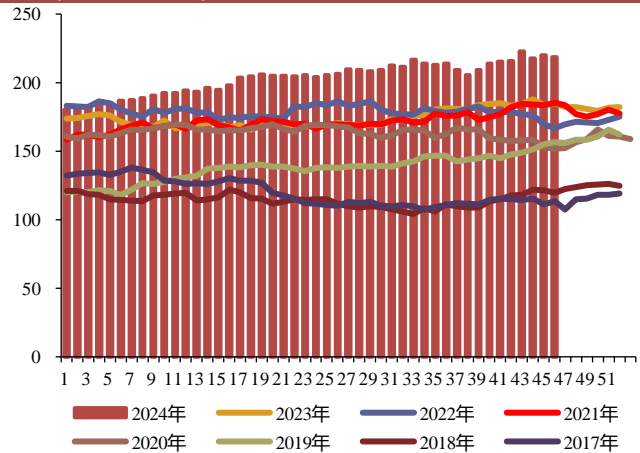
祖代鸡养殖产能的变化，是驱动白羽鸡价格周期的重要因素。1) 2013-2016年，受美国爆发禽流感及产能过剩的影响，在引种调控和封关的双重影响下，祖代种鸡规模处于下行通道。2) 2019-2021年，祖代白羽肉种鸡祖代更新量连续三年处于高位（分别为122/100/128万套），2021年祖代存栏处于较高水平。3) 2021年3月底，新西兰安伟捷引种至国内的祖代种鸡在海关检测出鸡病问题，我国暂停新西兰安伟捷（AA+、罗斯308）的引种。4) 2022年Q1以来，欧美高致病性禽流感（HPAI）爆发，叠加新冠疫情影响下运输不畅，2022年5-7月、10-11月引种量为0，其余月份引种量亦较少。根据中国畜牧业协会数据，2022年白羽鸡祖代鸡苗更新（引种+自繁）量为96万套，同比-24.5%；2023年祖代种鸡更新128万套，2024年1-10月，祖代更新126万套，同比增加17.8%。其中进口品种方面，AA+、罗斯、利丰引自美国，从新西兰引自的品种是科宝。截至11月17日，祖代存栏量（在产+后备）为218.42万套，其中在产131.03万套，有所下降，后备87.39万套，近期不断上升。

图8.2022年全国祖代鸡更新数量出现断档



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

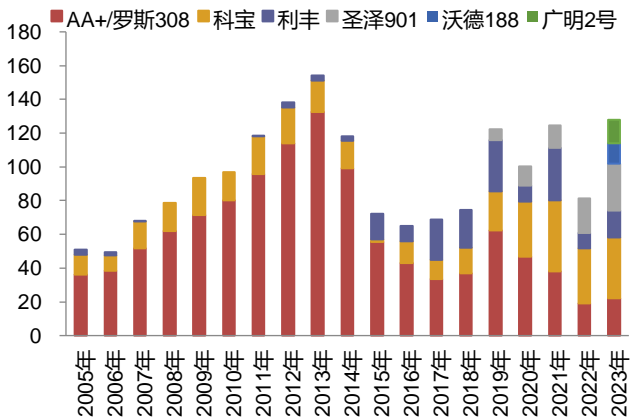
图9.2024年全国祖代种鸡存栏量(在产+后备)有所下降(单位：万套)



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

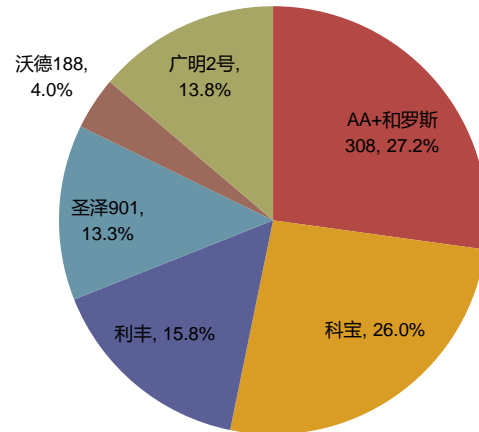
祖代更新品种分布出现明显调整。2014年及以前，祖代白羽肉雏鸡主要引种品种是AA+，其次是罗斯308及科宝。近年来，随着哈伯德利丰的引进以及国内自主培育的白羽肉鸡通过审批，祖代白羽肉雏鸡品种分布开始调整。2005至2021年，AA+占比由52.2%下行至25.8%，罗斯308由18.7%下行至4.6%；2021年科宝的国内引种占比增长至34.0%，超过AA+成为祖代肉种鸡更新量最大的品种。2022-2023年，由于新冠肺炎疫情导致国际航班不畅以及欧美高致病性禽流感导致相关贸易受限，AA+、罗斯308以及利丰引种受阻，国内自主培育品种较快发展。根据钢联数据，2024年1-10月AA+和罗斯/科宝/利丰/圣泽901/沃德188/广明2号祖代更新量占比分别为27%/26%/16%/13%/4%/14%，其中国产祖代品种占比为31%（2023年国产祖代品种占比为42%），国产占比有所收窄，必须正视的是我国白羽肉鸡育种在育种素材、育种技术和疫病净化等方面仍有较大提升空间。

图10.祖代鸡品种更新量（单位：万套）



数据来源：中国畜牧业协会，钢联数据，财通证券研究所
注：本图沃德188和广明2号从2023年纳入统计

图11.2024年1-10月祖代更新量AA+和罗斯占比27%

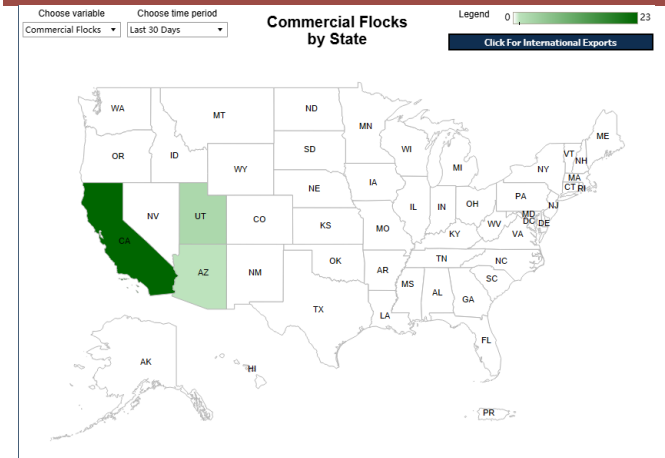


数据来源：钢联数据，财通证券研究所

国际禽流感蔓延影响祖代鸡引种量，目前疫情相对稳定。2020年以来高致病性禽流感疫情相继在全球多地暴发。根据世界动物卫生组织(OIE)疫情发布信息，2023年国际禽流感疫情持续蔓延，第1、2、4季度疫情态势较2022年同期明显加重，涉及区域范围扩大。其中，美国最为严重，高致病性禽流感共发生182起，死亡及扑杀家禽数量近2000万只。2024年以来疫情相对稳定，近期美国疫情零散发生，目前美国仍只有俄克拉荷马州向中国供应祖代鸡。

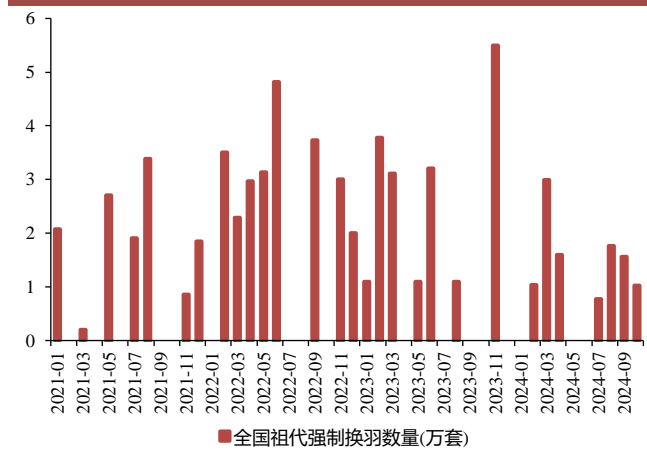
2024年强制换羽数量有所减少。强制换羽即通过停料、控水和降光等措施，促使种鸡羽毛的更替与生殖系统的重新发育，过程一般持续8-10周。一般情况下，进口种鸡会进行强制换羽，国产种鸡换羽较少。根据中国畜牧业协会数据，2023年1-10月祖代强制换羽15.42万套，2024年同期祖代强制换羽10.73万套，同比-30.4%。由于目前祖代种鸡整体质量不佳，若进行强制换羽，生产效率较低，死淘率提升，因此预计此轮强制换羽整体带来的供给增长有限。

图12. 近期美国疫情零散发生（截至11月25日）



数据来源：USDA，财通证券研究所

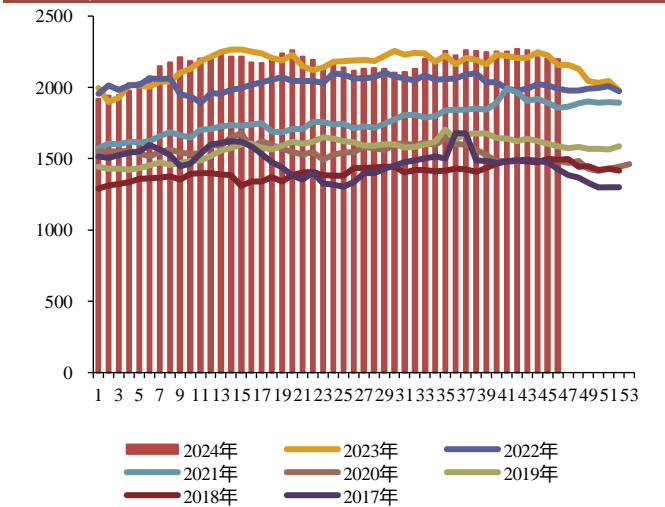
图13. 2024年1-10月全国强制换羽量为10.73万套



数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

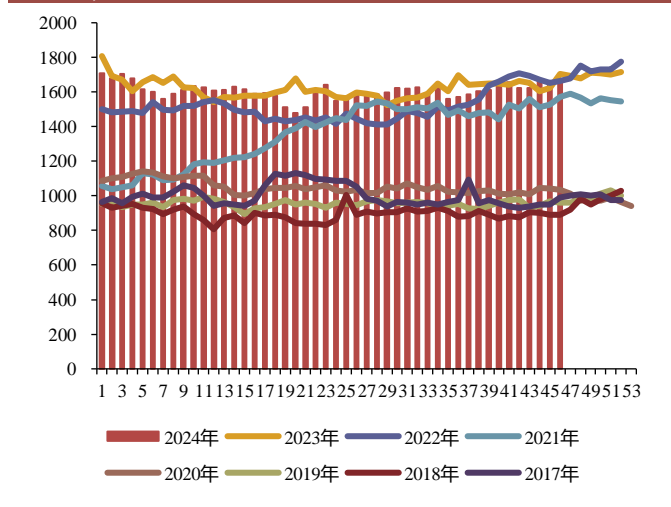
父母代鸡苗存栏量峰值已过，关注销量各品种结构性变化。受 H7N9 冲击，2017-2018 年，全国父母代种鸡总存栏量下降至较低水平。后续伴随养殖利润提升，父母代鸡苗补栏意愿增强，2018-2023 年，父母代种鸡存栏量持续增加，2024 年父母代在产存栏量峰值已过，但仍处于历史高位附近震荡。由于 2022-2023 年进口品种引种量有所收缩，种禽企业对于美国引种的品种需求较高，加之补栏积极性提升，3 月开始父母代鸡苗价格不断上调，短期来看，价格仍以坚挺为主。2022 年祖代鸡引种受阻形成的终端缺口或被国产和强制换羽部分补充。品种结构上，2024 年 1-10 月父母代鸡苗国产品种销量占比 18%，低于祖代更新量占比的 31%，国产父母代鸡苗形成大量供应仍需时日。

图14. 2024年父母代种鸡在产存栏量有所下降(单位：万只)



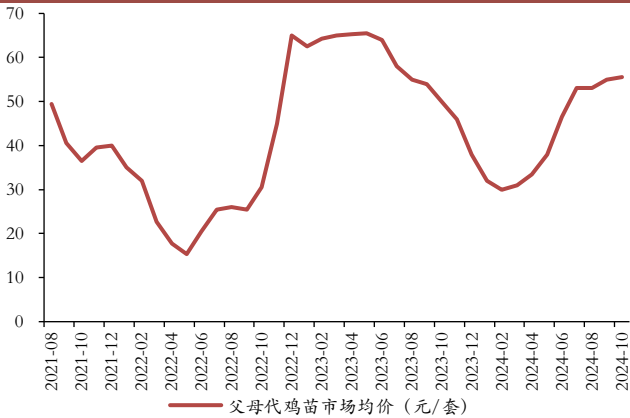
数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

图15. 2024年父母代种鸡后备存栏量仍在高位(单位：万只)



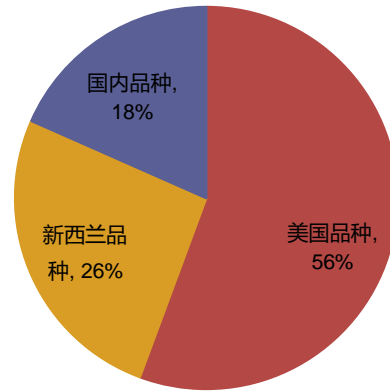
数据来源：中国畜牧业协会，财通证券研究所

图16. 父母代鸡苗市场价持续提升



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

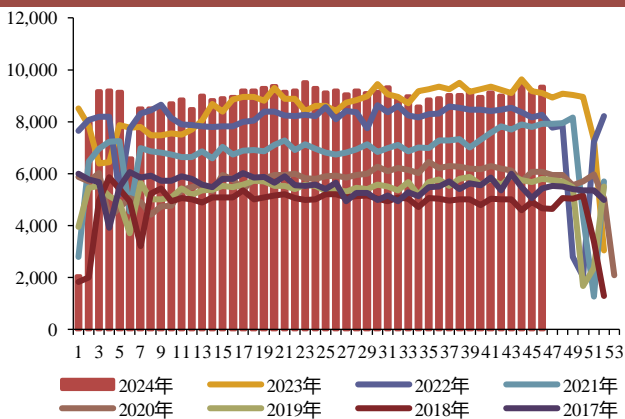
图17. 今年1-10月父母代鸡苗销量美国品种占比最高



数据来源: 钢联数据, 财通证券研究所

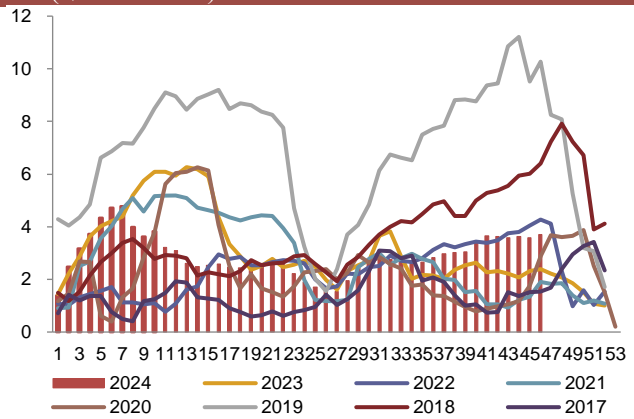
2024Q3 开始商品代苗价有所上行。商品代肉鸡苗销售呈现季节性规律，销量通常第二、第三季度高于第一、第四季度，主要由于春节期间毛鸡停止出栏，父母代在产将在12月进入10-20天停孵期。2024年1-2月，由于成本推动、停孵期及需求持续恢复，商品代鸡苗价格短期快速上行；Q3价格开始有所上行，规避三伏天出毛鸡后，补栏需求有所提升。目前年前最后一批毛鸡补栏进入旺季，养殖端积极补栏，对鸡苗市场需求有提振作用。整体从供给端来看，受低引种量的影响，今年商品代鸡苗的供应整体减量，不同品种以及大小厂之间的苗价存在差异，好品种的商品代鸡苗供给偏紧且价格略高，排苗计划较好；需求端来看，下游养殖和屠宰的持续扩产，对鸡苗需求也有较好的支撑。

图18. 商品代鸡苗销售量有季节性波动(单位: 万只)



数据来源: 中国畜牧业协会, 财通证券研究所

图19. 2024年第三季度开始商品代鸡苗价格有所上升(单位: 元/只)



数据来源: 中国畜牧业协会, 财通证券研究所

2.2 需求端: 长期在肉类蛋白中持续增长, 短期有望受猪价带动

国内鸡肉消费量仍有较大提升空间，白羽肉鸡消费在肉类蛋白质中持续增长。我国人均禽类消费量持续增长，根据国家统计局，从2013年7.2kg提升到2023年

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/446152000231011010>