2021 年 08 月 18 日

证券研究报告•2021 年中报点评

晓鸣股份（300967）农林牧渔

持有（首次）

当前价：17.76 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

蛋鸡制种龙头企业，产品质优稳中求进

投资要点

- **业绩总结：**2021 年上半年公司实现营业收入 3.5 亿元，同比增长 26.1%，归母净利润为 5195.1 万元，同比增长 61.2%，扣非后归母净利润为 4331.8 万元，同比增长 29.4%。
- **报告期内公司实现业绩增长的原因主要系产能释放叠加市场价格上涨。**公司新建种鸡场陆续投产，有序拓展市场，多品系产品齐头并进，据国家统计局数据显示 2021 年上半年鸡蛋价格上涨 9.3%，但因饲料成本上升，整体利润仍不高，大规模养殖企业实施连续生产，进鸡意愿并未受到影响。公司共销售商品代雏鸡 8200.6 万羽，较去年同期上涨 15.2%，鸡收入为 3.1 亿元，同比增长 25%。
- **蛋鸡拥有较强的消费属性，市场需求广阔，产能随需求变动存在滞后性。**我国父母代蛋种鸡需求量保持在每年 1300-2000 万套之间，销售额约为 0.8-1.5 亿元，商品代蛋雏鸡需求量约为 10-15 亿羽，销售额约为 40 亿元；鸡蛋生产量约为 2300 万吨，销售额约 1600 亿元。从祖代鸡角度看，国产品种数量占比不断提升，2020 年达到 73%，这有助于行业降低对海外进口品种的依赖性，但进口品种因产蛋性能等特性更优而具有更高的产能利用率，公司祖代种鸡均为美国海兰系产品，市场认可度高。且公司全国覆盖营销网络，影响能力大，与北京裕口、华裕农科等企业位列蛋鸡制种行业第一梯队。公司把握祖代父母代一体化养殖趋势，可最大程度地在市场集中度提升的过程中享受红利。
- **公司作为最具竞争力的蛋鸡制种企业之一，在经营模式以及生物安全方面具有明显优势。**2020 年公司出售商品代蛋雏鸡 1.4 亿羽，较 2019 年增长 20%，市占率达 12.5%，自 2013 年以来公司商品代雏鸡销售量复合增长速度为 23.6%。公司采用“集中养殖、分散孵化”的经营模式于闽宁、青铜峡、阿拉善养殖基地集中养殖，利用低固定成本、高生物安全的区位优势；后将种蛋运输至宁夏、河南、新疆、吉林等地进行孵化，后再运输给客户，降低损耗与成本；夫妻包栋的组织模式有助于提高工作效率，保证稳定性；公司注重生物安全系统建设，选址于贺兰山东麓、内蒙古阿拉善等地，以贺兰山脉为天然屏障，阻挡强对流空气和飞禽携带疫病的传播，拥有绝佳的隔离条件；严格控制出入车辆，在饲喂过程中最大限度减少人工参与，降低风险；采用“全进全出”、封闭管理、轮流空场的生物运作流程，有利于全面消毒保证健康。未来耗资 3.4 亿、4.3 亿的阿拉善百万种鸡生态养殖基地以及阿拉善种鸡养殖场建设项目将进一步扩大公司产能，增强市场竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.54 元、0.69 元、0.87 元，对应动态 PE 分别为 33/26/20 倍。参考同行业 2021 年平均 PE 为 20 倍，考虑到公司蛋鸡制种龙头地位，目前估值合理，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**禽养殖出现疫情；下游对鸡蛋需求不及预期等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	540.02	692.51	827.37	951.48
增长率	0.11%	28.24%	19.47%	15.00%
归属母公司净利润（百万元）	50.25	100.94	129.74	163.64
增长率	-54.91%	100.89%	28.53%	26.13%
每股收益 EPS（元）	0.27	0.54	0.69	0.87
净资产收益率 ROE	8.17%	14.10%	5.34%	16.21%
PE	66	33	26	20
PB	5.42	4.65	3.94	3.30

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：徐卿

执业证号：S1250518120001

电话：021-68415832

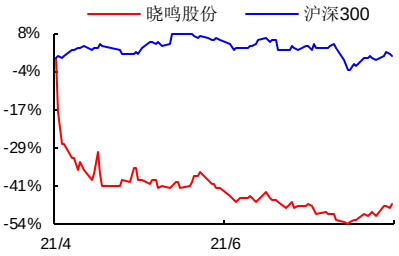
邮箱：xuq@swsc.com.cn

联系人：刘佳宜

电话：021-68415832

邮箱：liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.88
流通 A 股(亿股)	0.45
52 周内股价区间(元)	14.31-30.95
总市值(亿元)	30.47
总资产(亿元)	9.14
每股净资产(元)	4.50

相关研究

目 录

1 公司概况：高科技蛋鸡制种企业 1

2 蛋鸡行业稳步向前 2

2.1 产能充足，需求旺盛 2

2.2 国外品牌认可度高，国内育种逐步增强 4

2.3 行业集中化趋势明显 4

3 运营独具匠心，牢抓生物安全 6

3.1 多种优良模式结合，科技创新推动发展 6

3.2 多角度、多层面保障食品安全 8

4 盈利预测与估值 10

4.1 盈利预测 10

4.2 相对估值 10

5 风险提示 10

图 目 录

图 1：公司 2021 年 H1 营收结构情况 1
图 2：公司 2021 年 H1 毛利润结构情况 1
图 3：公司 2016 年以来营业收入及增速 1
图 4：公司 2016 年以来归母净利润及增速 1
图 5：蛋鸡生产流程图 2
图 6：2013-2020 我国在产祖代蛋种鸡存栏量（万套） 3
图 7：2013-2020 我国在产父母代蛋种鸡存栏量（万套） 3
图 8：2013-2020 我国在产商品代蛋种鸡存栏量（亿羽） 3
图 9：2014-2020 鸡蛋价格变动情况（元/公斤） 3
图 10：2013-2020 我国祖代蛋种鸡国产与进口占比 4
图 11：国产、进口祖代蛋种鸡产能利用率及差异率 4
图 12：公司商品代雏鸡销售量及市场占有率 6
图 13：公司全国产能分布情况 7
图 14：养殖基地航拍图 7
图 15：全网面高床平养实拍图 7
图 16：生物安全体系建设 9

表 目 录

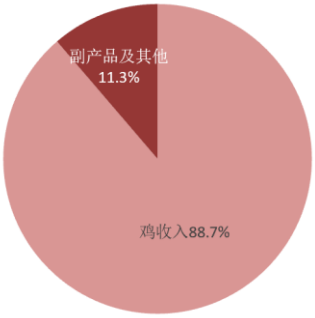
表 1：畜禽养殖环保政策要求 5
表 2：一体化养殖企业及饲养品种 5
表 3：公司在研项目 8
表 4：分业务收入及毛利率 10
表 5：可比公司估值 10
附表：财务预测与估值 11

1 公司概况：高科技蛋鸡制种企业

晓鸣股份 2011 年成立于宁夏银川，后于 2021 年顺利上市，是一家集祖代和父母代蛋种鸡饲养、蛋鸡养殖工程技术研发、种蛋孵化、雏鸡销售、技术服务于一体的引、繁、推一体化种禽企业。晓鸣农牧致力于打造中国蛋鸡产业生物安全第一品牌，已在生物安全方面做到了全国同业最高水平，并在不断提高该竞争优势，目前在宁夏贺兰山下的青铜峡、黄羊滩等地设有 2 个祖代、9 个父母代养殖场，在河南兰考、宁夏银川设有 2 个孵化基地，创立科技创新平台 4 处，销售网络遍及全国，并通过欧盟认证，各类雏鸡、蛋品出口蒙古等国。未来将紧抓西部大开发机遇，深化现代种鸡行业规模化、集约化、标准化、商品化、产业化“五化”建设，发挥引领示范作用。

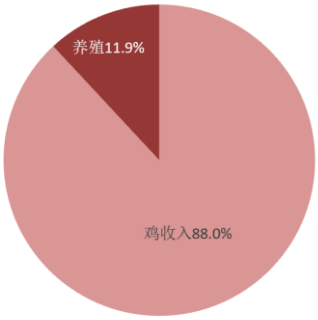
公司主营业务结构：公司主要营业收入来自养殖行业，2021 年上半年营业收入为 3.5 亿元，其中鸡收入占比 88.7%，达到 3.1 亿元，贡献毛利近 1 亿元，毛利率达 30.4%。副产品及其他业务营收占比 11.3%。2021 年 H1 公司实现营业利润 1.1 亿元，副产品及其他业务毛利率为 32.3%，与鸡收入的毛利水平相近，因而公司全年毛利润与营收结构高度相似。

图 1：公司 2021 年 H1 营收结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

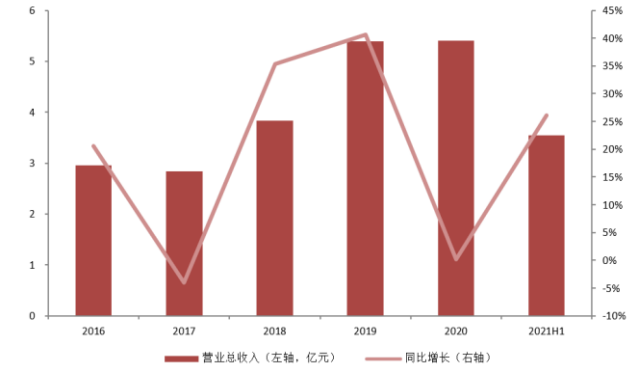
图 2：公司 2021 年 H1 毛利润结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

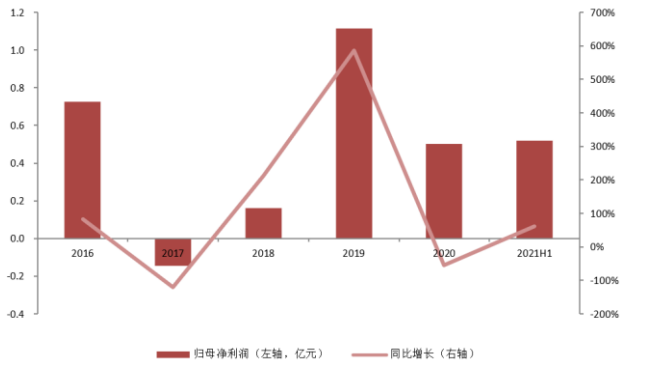
公司业绩状况：截止 2021 年 H1 公司实现营业收入 3.5 亿元，同比增长 26.1%，实现归母净利润 5195.1 万元，同比提高 61.2%，上半年公司毛利率为 30.6%，2016-2020 年营业收入复合增长率为 16.3%，归母净利润复合增长率为-8.8%，2017 年公司业绩不理想主要是受到禽流感的影响，2020 年公司营收基本与 2019 年持平，主营业务毛利率较 2019 年下滑 11.6 个百分点，主要是商品代雏鸡销售均价为 2.95 元/羽，较上年下降约 21%。

图 3：公司 2016 年以来营业收入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：公司 2016 年以来归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

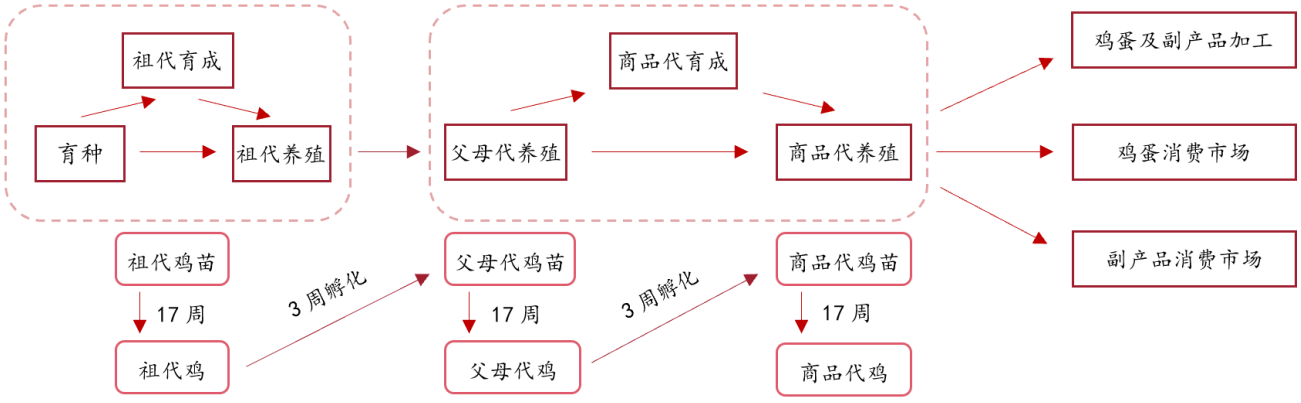
2 蛋鸡行业稳步向前

2.1 产能充足，需求旺盛

蛋鸡产业以纵向血缘关系为纽带，**完整的代次繁育流程**包括原种鸡、曾祖代蛋种鸡、祖代蛋种鸡、父母代蛋种鸡、商品代蛋鸡到鸡蛋产品。原种鸡携带特色基因可用于蛋鸡育种，在组合杂交后形成固定配套模式繁育出曾祖代蛋种鸡品系，随后依次由曾祖代蛋种鸡繁育祖代蛋种鸡、祖代繁育父母代、父母代繁育商品代蛋鸡。**行业主要产品**包括祖代蛋雏鸡、父母代蛋雏鸡、商品代蛋雏鸡、商品代育成蛋鸡、鸡蛋，**副产品**包括公雏、二等母雏、毛蛋、淘汰鸡、鸡粪等。

蛋鸡拥有金字塔式育种及制种的特点，养殖规模逐代扩大，相较于肉鸡产业其在产周期更长。一般来说，一套祖代蛋种鸡可繁育约 60 套父母代蛋种鸡，而一套父母代蛋种鸡可以繁育约 80 羽商品代蛋鸡。祖代、父母代蛋种鸡及商品代蛋鸡的雏鸡养殖 17 周后进入产蛋期，一般祖代与父母代蛋种鸡的生产周期分别为 68 周龄和 72 周龄。

图 5：蛋鸡生产流程图

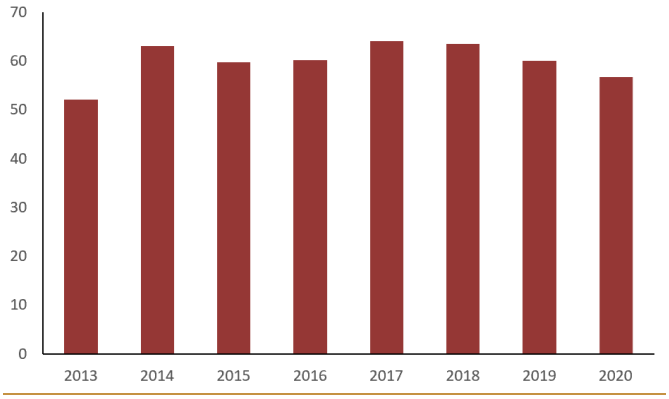


数据来源：招股说明书，西南证券整理

蛋鸡市场容量较为稳定且广阔。公司招股说明书中指出，我国父母代蛋种鸡需求量保持在 1300-2000 万套之间，销售额约为 0.8-1.5 亿元，商品代蛋雏鸡需求量约为 10-15 亿羽，销售额约为 40 亿元；商品代育成鸡需求约 3 亿羽，销售额为 40 亿元；鸡蛋生产量约为 2300 万吨，销售额约 1600 亿元。

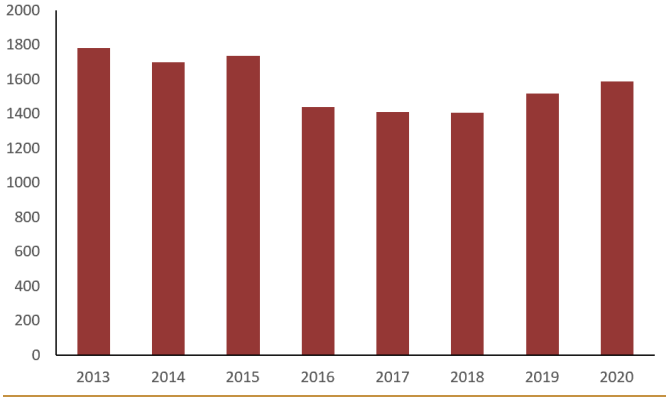
从供给端来看，祖代养殖规模可决定市场供给能力，在产父母代蛋种鸡的存栏作为重要先导性指标，同样具有参考价值。根据中国畜牧业协会数据显示，2020 年在产祖代蛋鸡存栏为 56.7 万套，近十年均维持在 50-65 万套，近五年相对平稳，随行业周期波动。在产父母代蛋种鸡存栏量则以 2015 年为分界，在此之前稳定在 1700 万套左右，2016-2018 年稳定在 1400 万套左右，近两年又存在稳步增长。存栏下降的原因在于 2015 年之前商品代蛋鸡存在一定程度的产能过剩，2016 年禽流感也降低了养殖户的补栏意愿，同时父母代蛋种鸡生产性能和孵化水平也有一定的提升，降低了父母代存栏需求，整体调节至新的平衡水平；2019、2020 受到非洲猪瘟以及新冠疫情的影响，鸡蛋市场需求增加，故而存栏量回升。**2020 年在产祖代蛋鸡 56.7 万套，在产父母代蛋鸡 1587.4 万套，存栏处于历史中上水平，考虑到产蛋性能加强，预计未来整体产能稳中有升，将依据终端需求有效调节。**

图 6：2013-2020 我国在产祖代蛋种鸡存栏量（万套）



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

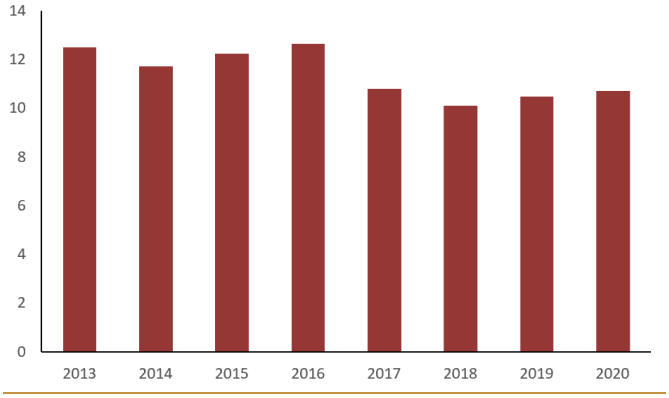
图 7：2013-2020 我国在产父母代蛋种鸡存栏量（万套）



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

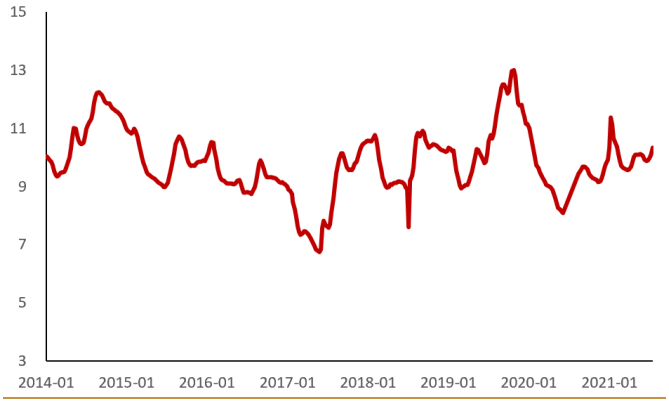
商品代存栏量随上游父母代变动，近年来较为平稳。据中国畜牧业协会数据显示，2020 年在产商品代蛋鸡存栏量为 10.7 亿只，主要波动情况较父母代存在一定时滞，但趋势大致相同。终端产品鸡蛋价格受到宏观经济、季节、突发疾病和公共卫生事件等多因素影响，波动较为频繁，进而由下至上影响公司商品代雏鸡销售价格。2017-2019 年鸡蛋价格处于上升通道，2020 年初为防控新冠疫情，全国多地停工停产，导致鸡蛋消费量下降，且 2019 年以来鸡蛋价格走高带动在产蛋鸡存栏增加，鸡蛋整体供给增加进一步加剧了鸡蛋价格的下降。

图 8：2013-2020 我国在产商品代蛋种鸡存栏量（亿羽）



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

图 9：2014-2020 鸡蛋价格变动情况（元/公斤）



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

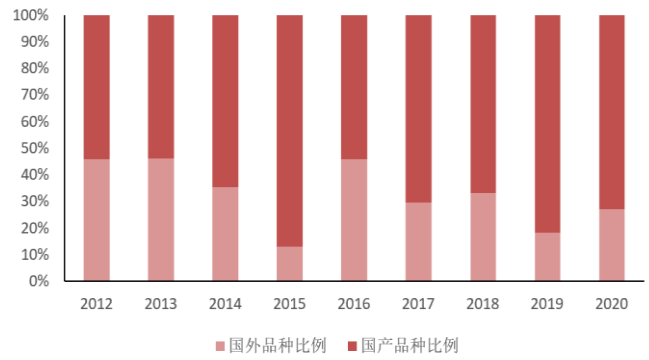
从需求端来看，我国对鸡蛋需求量大，消费形式以壳蛋为主，蛋制品加工占比不高。我国不论从鸡蛋生产或是消费量来衡量，都位于世界第一，自 1985 年开始鸡蛋产量连续居于首位。2019 年我国禽蛋总产量 3309 万吨，接近八成为鸡蛋，其产量约为 2647 万吨左右，大约占世界鸡蛋总产量的 40%。我国鸡蛋消费仍以家庭和机构壳蛋消费的形式为主，而欧美等发达国家蛋制品中加工占比较高，美国约占 33%，欧洲约为 20%-30%，日本则为 50%左右，由此可见我国鸡蛋消费属性相对较强，虽然本身存在有季节性，受节假日的影响通常一月、二月、九月、十月为消费旺季，鸡蛋价格会略有上调，但因蛋鸡饲养周期较强，所以短期价格的波动对生产经营的决策影响有限。消费情绪上来说，2017 年受 H7N9 禽流感影响，整体消费需求降低，零售价格明显下调，2019 年受到非洲猪瘟影响，鸡肉、鸡蛋具有一定的替代属性，从而需求快速上涨，推动鸡蛋与商品代雏鸡价格均回升。

2.2 国外品牌认可度高，国内育种逐步增强

国内蛋鸡育种企业实力逐步增强。蛋种鸡从经营模式上可分为育种与制种一体化和引种与制种专业化两种类型的经营模式，其主要区别即在于祖代蛋种鸡来源是培育或是引进。目前从世界范围来看优质原种鸡种源主要来源于欧美育种公司，包括海兰系列、罗曼系列、伊莎系列等，在祖代蛋种鸡引种方面对相应供应商存在一定程度的依赖，若海外因疫情或其他原因停住输出祖代蛋种鸡将造成一定的不利影响。为了提升我国蛋鸡的市场竞争力，农业部于 2012 年启动实施《全国蛋鸡遗传改良计划（2012-2020）》，支持培育具有应用前景的新蛋鸡品种，在政策、科研院所技术、蛋鸡育种企业三方共同努力下，我国蛋鸡育种先后培育出京红（粉）系列、大午系列、农大系列等优良品系。

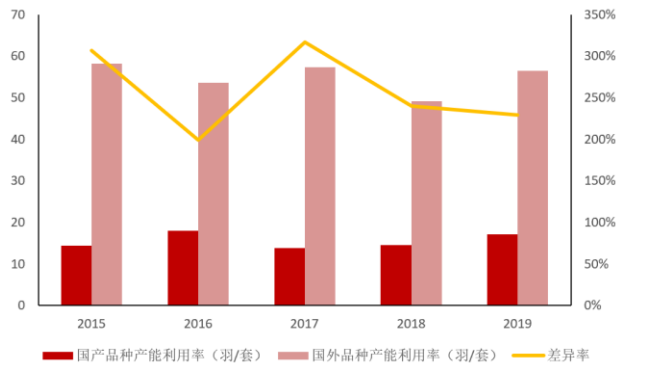
研发力度不断加强，近年来国产品种占比提升。根据中国畜牧业协会数据，2010 年开始国产祖代蛋种鸡存栏量占比超过 50%，后持续维持。2015 年大幅降低至 13%，主要是因为受 2014 年 12 月美国禽流感影响，国家质量监督检验检疫总局和农业部 2015 年 1 月 9 日发布公告，禁止从美国进口活禽、种蛋和禽产品，后进一步禁止从英国、德国、澳大利亚等国进口种鸡。2020 年我国新增祖代蛋种鸡 55 万套，国产品种占比为 73%。

图 10：2013-2020 我国祖代蛋种鸡国产与进口占比



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

图 11：国产、进口祖代蛋种鸡产能利用率及差异率



数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

虽然国外引进祖代种鸡占比降低，但品种品牌优势明显，市场认可度高，产能利用率更高。国外引进品种的主要优势体现在产蛋性能、垂直传播疾病净化水平等方面，美国海兰国际公司的海兰系列是国内市场占有率第一的国外品种，品牌知名度最高。产能利用率是指平均一套祖代在产蛋种鸡在一段时间内生产并实际销售（或自用）的合格父母代种雏鸡的母雏数量，长期以来国外引进品种祖代在产蛋种鸡指标高于国产品种，据中国畜牧业协会数据显示，2019 年国产品种产能利用率为 17.2，而国外产品为 56.5，仍存在较大差距。规模养殖场在考虑规模经济效益的基础上，选择时可能会更加倾向于优良的国外引进品种。公司与美国海兰国际公司建立良好合作关系，产品质量受到市场一致认可。

2.3 行业集中化趋势明显

商品代蛋鸡养殖集中度不断提升，未来有望加强与优质制种企业合作。整体呈现“小规模、大群体”的特征，根据《中国畜牧兽医年鉴（2018 年）》数据，全国存栏规模在 2000 只以上的蛋鸡养殖场（户）共 170819 个，占比达到 99.4%，而 10 万只以上的大规模养殖场（户）数量仅为 1029 个，占比仅为 0.6%。近十年来在环保、安全生产等方面的要求下行业呈现出规模化、标准化的趋势。《畜禽规模养殖污染防治条例》规定，畜禽养殖场、养殖

小区应当根据养殖规模和污染防治需要，建设相应的畜禽粪便、污水与雨水分流设施，畜禽粪便、污水的贮存设施等，小型蛋鸡场因无法满足环保要求而关闭。另一方面安全生产的要求提高，禁抗相关的政策，限制了部分抗生素种类在饲料中的添加，禽类抵抗力受影响，对防疫设施及手段要求更严，蛋鸡生产门槛提高，驱动转型升级。

表 1：畜禽养殖环保政策要求

时间	政策	重点内容
2014.01	《畜禽规模养殖污染防治条例》	明确畜禽养殖应考虑到环境承载力，对畜禽养殖污染防治提出要求，科学确定养殖品种、规模、总量，明确禁养区划分标准、以及激励和处罚内容。
2015.01	《环保法》	进一步明确禽畜养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理管理应当符合有关法律法规规定。
2015.04	《水污染防治行动计划》	科学划定禽畜养殖禁养区，依法关闭或搬迁禁养区内的禽畜养殖场和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域应率先完成。
2015.11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	要求主产县制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域，按照规定由政府依法关闭或搬迁生猪养殖场，引导向非超载区转移。
2016.11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	要求禁养区划定完成后，地方环保、农牧部门按照地方政府统一部署，配合进行禁养区内养殖场关闭或搬迁工作。
2016.12	《"十三五"生态环境保护规划》	要求 2017 年年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

蛋鸡制种行业存在祖代父母代养殖一体化趋势。按照养殖代次的数量可划分为多代次养殖和单一代次养殖。多代次养殖即祖代和父母代蛋种鸡皆有涉及，这类型企业目前行业内共有 13 家。国产品种主要由华都峪口、中农榜样、上海家禽、河北大午农牧四家企业培育，有助于减轻行业对进口依赖程度；进口品种则主要来自美国、德国、荷兰、法国、匈牙利等国家，晓鸣股份 2019 年引种 9 万套，占总量 35.9%，位于引种企业之首。但一代次养殖企业仅饲养祖代或父母代，从企业数量上来说约 700 家，但呈现逐年减少的走势。

表 2：一体化养殖企业及饲养品种

企业名称	饲养品种
北京市华都峪口禽业有限责任公司	京红 1 号、京粉 1 号、京粉 2 号，京白 1 号、京粉 6 号
北京中农榜样蛋鸡育种有限责任公司	农大三号、农大五号
上海家禽育种有限公司	新杨蛋鸡系列
河北省大午农牧集团种禽有限公司	大午粉 1 号、大午金凤、京白 939
北京农效种禽繁育有限公司	罗曼褐、罗曼灰、伊莎粉褐
华裕农业科技有限公司	海兰褐、海兰灰、罗曼灰、海兰白
宁夏晓鸣农牧股份有限公司	海兰褐、海兰白、海兰灰、海兰粉（中试阶段）
沈阳华美畜禽有限公司	海兰褐
四川圣瑞达禽业有限公司	罗曼粉
正大禽业（河南）有限公司	罗曼褐
山东益生种禽股份有限公司	伊莎褐、伊莎粉
河南今明家禽育种中心	巴布考克 B-380
陕西澄城尚阳生态禽业有限公司	伊莎粉褐

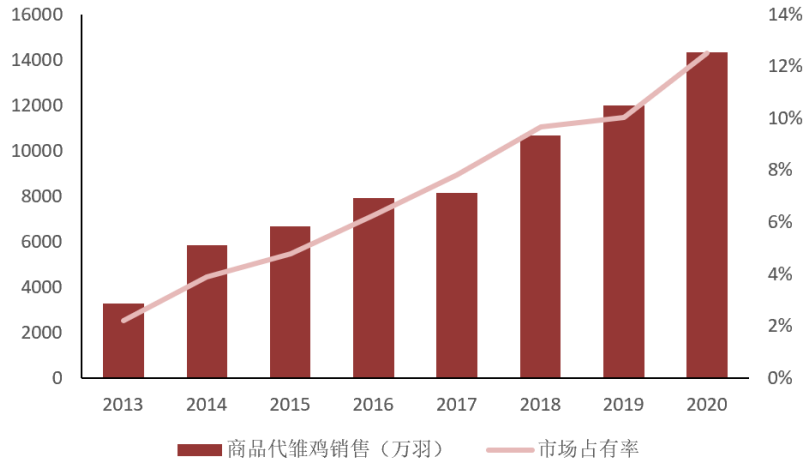
数据来源：招股说明书，西南证券整理

以综合实力为标准，蛋鸡制种企业可划分为三个梯队，首先是全国市场覆盖型企业，其特点在于养殖孵化基地多，销售网络遍布全国，影响能力大，主要包括有北京裕口、晓鸣农牧、华裕农科等；**其次是区域化市场覆盖型企业**，地理层面上看业务范围相对较小，于所在区域拥有话语权，主要分布在北京、上海、江苏、河南、湖北、黑龙江等地，代表企业包括沈阳华美、上海家禽、北京农效、四川圣瑞达等；**最后是本地化企业**，一般是经营灵活的中小微企业，专攻本地市场，虽然数量较多但其市场竞争力较弱，若不争取扩大规模明确规模化优势，将会面临逐步被市场淘汰的风险。

3 运营独具匠心，牢抓生物安全

晓鸣股份是国内规模化海兰祖代、父母代种鸡养殖基地之一，也是最具竞争力的蛋鸡制种企业之一。2020 年公司出售商品代蛋雏鸡 1.4 亿羽，较 2019 年增长 20%，市占率达 12.5%，自 2013 年以来公司商品代雏鸡销售量复合增长速度为 23.6%，经营规模不断扩大，影响力也不断提升，在生物安全、业务模式等多方面优势明显，注重科研实力发展不断创新，坚持“打造中国蛋鸡产业生物安全第一品牌”理念，专注于蛋鸡制种行业，整合资源优势，站在食品安全地源头把关，以不懈努力为客户提供优质的雏鸡产品及服务。

图 12：公司商品代雏鸡销售量及市场占有率



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.1 多种优良模式结合，科技创新推动发展

公司采用“集中养殖、分散孵化”的经营模式，有助于其控制成本、提高运营效率。市场上蛋鸡经营模式可分为养殖孵化一体化、“集中养殖、分散孵化”模式两种。所谓一体化是指以养殖小区为布局单位，划分为蛋种鸡养殖和种蛋孵化两大部分，种蛋在同一小区内进行生产与孵化，小区之间相对独立以保障生物安全。另一种模式则是将养殖与孵化环节相分离，通常将养殖环节选在人口相对稀少、生物安全条件良好的区域，集中进行祖代父母代种鸡的养殖，公司于闽宁、青铜峡、阿拉善养殖基地集中养殖，利用低固定成本、高生物安全的区位优势，降低生产成本，提高管理效率；后将种蛋运输至宁夏、河南、新疆、吉林等省区的孵化基地进行孵化，这样做的优势可体现在：1）利用市场尚未开拓、劳动力成本较低、地理距离近等优势，可顺利开拓养殖地区及周边市场；2）孵化地通常与客户地距离较近，降低运输成本，减少商品代雏鸡在运输途中的损耗。

图 13：公司全国产能分布情况

数据来源：招股说明书，西南证券整理

在生产过程中公司推行“夫妻包栋、场长包场”的组织模式，有助于提高工作效率，保证一线人员稳定性。在养殖过程中常会出现工作配合度低、员工不愿长期驻扎在生产一线等情况，这些问题在这种组织模式下能有所缓解。养殖场中每一栋鸡舍由一对夫妻负责，公司提供生产设施设备、蛋鸡、饲料、药品等所有生产资料，夫妻员工按照统一的生产流程、防疫标准进行养殖，场长负责生产流程、防疫标准的现场指导和监督，统计并汇总各项数据。员工的主观能动性与积极性充分调动，保障公司所有雏鸡按照防疫标准、质量标准进行生产，使产品净化好、产蛋率高、产蛋高峰期长竞争优势。

图 14：养殖基地航拍图

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 15：全网面高床平养实拍图

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司采用“全网面高床平养”的养殖模式，保证动物福利，努力生产提高幸福感的农产品。目前国内祖代及父母代蛋种鸡主要是采用笼养、大笼自然交配、全网面高床平养等三种养殖模式。全网面高床平养可使父母代蛋种鸡在网面上运动（展翅、跳跃、栖息等），最大程度放开了饮水和觅食的自由度，满足自然属性，鸡只骨骼健壮健康程度提高，符合动物福利要求。除此以外在养殖场内配备有沙浴，可促进鸡群血液循环，抛光竹制漏粪地板，导热系数低，冬暖夏凉，可作为鸡群的天然磨爪棒。祖代与父母代种鸡生活的环境更好了，产出

的种蛋质量也更优。2018 年 6 月，公司荣获世界农场动物福利协会“2018 年动物福利养殖金蛋奖”，公司在农场动物福利事业上的努力也受到了国际肯定。

公司注重科研创新，不断巩固技术竞争优势。在饲料营养研究、标准化和自动化养殖成套技术、疫病控制与净化、疫苗与抗体检测、鸡群评价等方面，经验丰富。**公司深知人才储备的重要性**，搭建以高级科研人才为核心、优秀技术人才为骨干的一流研发队伍，充分利用与海兰国际公司和宁夏大学、西北农林科技大学等知名优秀学校、企业的合作关系，采用“请进来”和“走出去”的方法培养人才，提升技术人员的理论水平和实践操作技能。公司现有国家蛋鸡产业技术体系银川综合试验站，国家家禽工程技术研究中心宁夏分中心、兰考分中心，宁夏家禽工程技术研究中心，西北农林科技大学晓鸣禽业实验室，兰考研究院等六个科技支撑平台和院士工作站一个、专家工作站一个、自治区级科技创新团队一个。

表 3：公司在研项目

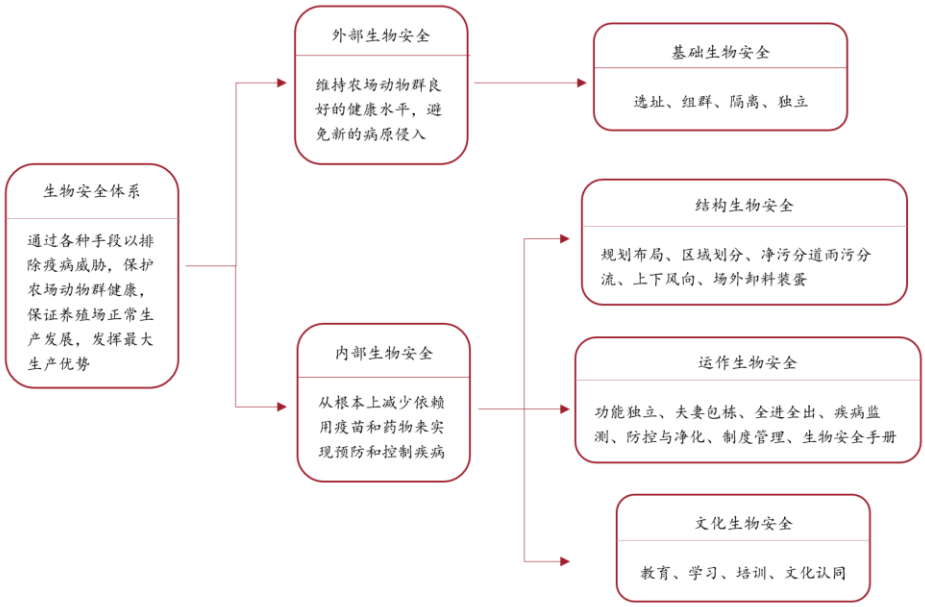
	项目名称	项目内容
自主研发	蛋鸡标准化养殖支撑技术集成研究与示范	突破养殖环境的精准化控制和饲料营养的精准供给等前沿性关键技术；研究建立基于我国现代蛋鸡主推品种的健康高效生产工艺参数模型；研究建立蛋鸡场生产过程关键技术参数的采集技术；研究开发蛋鸡粪节能环保资源化处理与利用技术；研究建立蛋鸡场生物安全体系保障及免疫保健程序。
	蛋鸡精准营养与饲料技术研究	协助蛋鸡产业技术体系岗位科学家研究日粮营养素和电解质平衡对蛋鸡蛋壳品质的影响及其机理；研究对蛋壳强度精准调控的营养技术；研究饲料营养成分快速检测技术，测定主要蛋鸡饲料原料的营养成分。
	蛋鸡产业风险、供求均衡及可持续发展研究	从整体角度系统研究蛋鸡产业风险预警问题，为蛋鸡产业的发展提供政策依据，主要开展三方面的研究：1）蛋鸡养殖适度规模；2）蛋鸡废弃物处理及有效利用；3）蛋鸡产业政策。
	宁夏蛋鸡饲料与蛋品安全高效检测技术平台建设	通过建立宁夏蛋鸡饲料与蛋品安全高效检测技术平台，主要运用实验室检测技术和现代化检测设备，对蛋鸡饲料原料成分进行快速检测；及时、准确、快速的对分料饲料和蛋品营养成分、添加剂含量和抗生素及外源有害微生物及其代谢产物进行分析并作出评价。
合作项目	鸡滑液囊支原体病综合防控技术研究与示范	开展鸡滑液囊支原体病的流行病学调查；建立诊断方法和分子诊断技术；进行全基因检测和功能分析；开展减毒疫苗、灭活疫苗和基因疫苗的研制；筛选有效药物；研发中药复方制剂和西药配方组合。
	蛋鸡高品质消毒饲养生产工艺的集成、研究与示范	开展易霉变饲料原料（主要是玉米）“初清筛+TAS 组合清理筛+色选机”的清理工艺研究和通过设备组合开展相关技术的集成创新；对比对辊式粉碎设备与锤片式粉碎设备对饲料原料的粉碎效果，研究玉米粉碎粒度和破碎粒度对蛋鸡生产性能、蛋品质及消化器官指数的影响；开展近红外技术在饲料生产中的快速分析研究体系建设，综合评价饲料在各生产环节中的饲喂效果。
	规模化养禽场重大疫病防控与净化关键技术集成与示范	针对宁夏地区规模化禽场发生的禽流感、新城疫、禽白血病、鸡沙门氏菌病和鸡非典型呼吸道疾病，开展 5 类疫病的综合防控与净化技术集成与示范研究。集成生物安全措施、免疫预防措施、病原学和血清学检测监测、野毒感染与疫苗免疫鉴别诊断等防控技术，建立和优化五种疫病的综合防控、净化及维持技术方案和体系。
	美国海兰蛋种鸡精细化制种与健康养殖技术研究	开展海兰蛋种鸡在网上高床平养模式下精细化制种关键技术的研究与示范，收集各代次主要生产性能数据，开展与国际标杆数据对标与评价，研究建立生产性能数据库；研究基于平养模式下海兰蛋鸡动物福利式饲养模式；开展海兰蛋种鸡呼吸道疾病的综合防控研究；开展中药复方制剂对高产蛋鸡脂肪肝综合征的防治研究。
	新品种蛋鸡性能测定与福利养殖关键制种技术的研发与应用	本项目主要聚焦国内首次引进的海兰粉和已引进的新品种海兰白两个高产良种蛋鸡的配套系，开展基于笼养和高床平养福利养殖模式下的主要生产性能测定；研究建立生产性能数据库；研究蛋种鸡基于福利养殖模式下扩繁技术标准和技术方案，主要围绕体重发育、精准营养、蛋重控制、孵化技术，疫病综合防控与净化等关键环节制种技术进行研发。

数据来源：农业农村部公告，西南证券整理

3.2 多角度、多层面保障食品安全

生物安全向来是养殖企业和核心竞争力之一。如今规模化、集约化养殖快速发展，养殖密度的增加要求公司采取多种措施保护蛋鸡免受疫病侵袭、病原扩散至健康蛋鸡，保护蛋鸡群体健康，形成立体、全方位的系统。自公司成立以来，自有场区内从未发生过重大传染病，综合防治能力强，公司从**地理环境、管理模式、流程运作等三个方面**进行了生物安全把控并取得卓越成效，体系建设不断完善。

图 16：生物安全体系建设



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司将养殖基地建设在贺兰山东麓洪积扇的荒地及内蒙古阿拉善的荒漠草原地区，以贺兰山脉为天然屏障，阻挡强对流空气和飞禽携带疫病的传播，拥有绝佳的隔离条件；海拔高且气候干燥，高强度紫外线以及缺水环境不利于病毒传播，平坦地势有利于养殖场的建设，空气质量优良；由于条件相对艰苦，人口稀少，一定范围内不存在自然保护区风景旅游点和文物古迹等环境敏感对象，为蛋鸡养殖提供了可能。公司利用地理优势，建设养殖基地，从天然环境的源头降低病毒存活的可能。

养殖基地皆采用封闭式管理方法，严格控制外来车辆及人员进入，进场车辆采用“盲道化”，场区内车辆则是轨道化，避免车辆混用带来污染的可能；在养殖场外设置饲料储藏室，后通过塞盘式饲料自动输送系统和螺旋自动感应饲喂系统将饲料进行饲喂，保证干净无污染，避免饲养人员人工添料等接触过程，饮水方面选用贺兰山深井水，通过不透光自动过滤系统输送至养殖场内，办证饮水安全出粪系统采用轨道式高位落差出粪系统，做到粪车不进场，脏道单向化。养殖全程中将人工接触的可能降到最低，把控输入、输出的每个关键节点。

公司采用“全进全出”、封闭管理、轮流空场的生物运作流程。所谓“全进全出”即在同一饲养场内，安排日龄最相近的鸡只同时进入养殖场饲养，在养殖期满时同时出场的饲养管理制度，以便于饲养场内统一清扫、消毒、防空病原侵袭，在此基础上逐渐将各养殖事业部打造成为“单日龄农场”，即养殖的蛋种鸡全部为同一生长阶段的养殖场。公司将生产工作和研发部门相结合通过鸡血清抗体、消毒效果监测、细菌分离、药敏试验等工作，有效保证了种鸡的实时免疫和商品代雏鸡母源抗体均匀有效，同时对种蛋及孵化设备进行消毒效果监测，保证了商品代雏鸡的干净和健康。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设：参考下游市场需求较为稳定，结合公司上市产能扩张等情况，预计 2021-2023 年公司鸡收入相关业务增速为 30%/20%/15%，对应毛利率分别为 32%/31%/30%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
鸡收入	收入	476.61	619.6	743.5	855.0
	增速	2.94%	30.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	26.88%	32.00%	31.00%	30.00%
副产品及其他	收入	63.4	72.9	83.9	96.4
	增速	-16.99%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	26.87%	30.00%	31.00%	30.00%
合计	收入	540.0	692.5	827.4	951.5
	增速	0.1%	28.2%	19.5%	15.0%
	毛利率	26.9%	31.8%	31.0%	30.0%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取禽类养殖行业中的三家公司：益生股份、民和股份、圣农发展。三者 2020 年平均 PE 为 69 倍，2021 年平均 PE 为 20 倍。考虑到公司作为蛋鸡制种企业龙头，产品优质，目前估值合理，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002458	益生股份	9.90	0.09	0.32	0.35	0.46	120.26	31.77	29.19	22.00
002234	民和股份	13.77	0.22	1.87	2.22	1.97	69.36	7.42	6.26	7.06
002299	圣农发展	19.86	1.64	1.01	1.70	2.25	16.17	19.89	11.83	8.95
平均值							68.60	19.69	15.76	12.67
300967	晓鸣股份	17.76	0.27	0.54	0.69	0.87	66	33	26	20

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

禽养殖出现疫情；下游对鸡蛋需求不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	540.02	692.51	827.37	951.48
营业成本	394.89	472.37	570.89	666.03
营业税金及附加	0.79	1.17	1.19	1.45
销售费用	48.64	59.56	62.05	61.85
管理费用	21.42	54.02	59.57	57.09
财务费用	4.82	1.28	0.93	-1.39
资产减值损失	-2.79	2.00	2.00	2.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	50.56	102.12	130.75	164.45
其他非经营损益	-0.31	-1.17	-1.00	-0.80
利润总额	50.25	100.95	129.74	163.64
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	50.25	100.94	129.74	163.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	50.25	100.94	129.74	163.64
资产负债表（百万元）	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
货币资金	43.53	346.26	413.68	595.15
应收和预付款项	21.77	26.93	33.20	37.02
存货	63.97	76.52	92.48	107.90
其他流动资产	1.05	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	615.98	545.37	474.76	404.14
无形资产和开发支出	27.31	26.68	26.05	25.42
其他非流动资产	100.81	99.16	97.51	95.85
资产总计	874.43	1120.92	1137.68	1265.48
短期借款	28.94	184.48	51.74	0.00
应付和预收款项	56.78	89.73	106.84	120.43
长期借款	110.16	110.16	110.16	110.16
其他负债	63.59	20.64	23.29	25.60
负债合计	259.46	405.00	292.03	256.19
股本	140.51	187.51	187.51	187.51
资本公积	174.28	127.28	127.28	127.28
留存收益	300.19	401.13	530.87	694.51
归属母公司股东权益	614.97	715.91	845.65	1009.29
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	614.97	715.91	845.65	1009.29
负债和股东权益合计	874.43	1120.92	1137.68	1265.48
业绩和估值指标	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
EBITDA	126.44	176.30	204.57	235.95
PE	66.27	32.99	25.67	20.35
PB	5.42	4.65	3.94	3.30
PS	6.17	4.81	4.02	3.50
EV/EBITDA	20.04	18.12	14.64	11.70
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	50.25	100.94	129.74	163.64
折旧与摊销	71.06	72.90	72.90	72.90
财务费用	4.82	1.28	0.93	-1.39
资产减值损失	-2.79	2.00	2.00	2.00
经营营运资本变动	-54.11	0.72	-2.47	-3.33
其他	15.64	-2.00	-2.00	-2.00
经营活动现金流净额	84.87	175.85	201.09	231.81
资本支出	-80.52	0.00	0.00	0.00
其他	-87.02	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-167.54	0.00	0.00	0.00
短期借款	28.94	155.54	-132.74	-51.74
长期借款	88.95	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-31.51	-28.66	-0.93	1.39
筹资活动现金流净额	86.38	126.88	-133.66	-50.35
现金流量净额	3.71	302.72	67.43	181.46
财务分析指标	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
成长能力				
销售收入增长率	0.11%	28.24%	19.47%	15.00%
营业利润增长率	-53.68%	101.98%	28.03%	25.77%
净利润增长率	-54.57%	100.89%	28.53%	26.13%
EBITDA 增长率	-38.06%	39.44%	16.03%	15.34%
获利能力				
毛利率	26.88%	31.79%	31.00%	30.00%
三费率	13.86%	16.59%	14.81%	12.35%
净利率	9.30%	14.58%	15.68%	17.20%
ROE	8.17%	14.10%	15.34%	16.21%
ROA	5.75%	9.01%	11.40%	12.93%
ROIC	6.47%	11.17%	14.20%	17.65%
EBITDA/销售收入	23.41%	25.46%	24.73%	24.80%
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.69	0.73	0.79
固定资产周转率	1.01	1.24	1.69	2.27
应收账款周转率	46.77	51.46	48.18	48.88
存货周转率	5.88	6.72	6.76	6.65
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.95%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	29.67%	36.13%	25.67%	20.24%
带息债务/总负债	53.61%	72.75%	55.44%	43.00%
流动比率	0.92	1.57	3.10	5.35
速动比率	0.47	1.30	2.57	4.57
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
每股指标				
每股收益	0.27	0.54	0.69	0.87
每股净资产	3.28	3.82	4.51	5.38
每股经营现金	0.45	0.94	1.07	1.24
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn