

晓鸣股份 (300967.SZ) 国内蛋雏鸡行业龙头，生物安全及动物福利领导者

2021年08月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2021/8/23
当前股价(元)	16.42
一年最高最低(元)	35.60/14.31
总市值(亿元)	30.79
流通市值(亿元)	7.32
总股本(亿股)	1.88
流通股本(亿股)	0.45
近3个月换手率(%)	666.84

● 国内蛋雏鸡行业龙头，生物安全及动物福利领导者

晓鸣股份是一家“引、繁、推”一体化蛋鸡制种企业。公司起步于2006年，业务覆盖与蛋鸡育种养殖相关的10个领域，主营业务为祖代、父母代种鸡养殖；父母代、商品代雏鸡（蛋）销售；商品鸡、育成鸡养殖及销售；商品蛋销售。公司致力于打造中国“中国蛋鸡产业生物安全第一品牌”，是中国生物安全水平最高、代次最全、竞争力最强的蛋鸡制种企业之一。我们预计公司2021-2023年公司归母净利润为1.09/1.15/1.27亿元，对应EPS分别为0.58/0.62/0.68元，当前股价对应PE分别为28.9/27.3/24.8倍。2021Q2以来鸡蛋价格景气上行，商品代蛋雏鸡价格也呈现上涨趋势。公司作为国内首家上市蛋鸡企业受益于鸡蛋价格景气回升。首次覆盖给予“买入”评级。

● 上市融资助力公司商品代雏鸡产能释放，市占率预加速提升

公司主营业务为商品代雏鸡销售，2020年公司销售商品代雏鸡1.43亿羽，约占全国商品代蛋雏鸡销售总量的12.5%。公司2021年上半年销售商品代雏鸡8200.63万羽，同比增长15.21%，2021年上半年公司实现整体营收3.54亿元，同比增长26.12%；实现归母净利5195.13万元，同比增长61.23%。公司上市融资将主要用于产能扩建，力争2020-2022年商品带雏鸡销售量保持在20%，达成短期市占率翻倍目标（商品代雏鸡市占率从2020年的12.5%提升至25.0%）。

● 公司注重动物福利与生物安全，抗疫病风险能力显著优于行业

公司采用“集中养殖、分散孵化”的经营模式，公司育种养殖主要集中贺兰山东麓及西麓的闽宁、青铜峡、阿拉善，拥有天然的地理隔离屏障；育种环节公司将种蛋运输至宁夏、河南、新疆、吉林、陕西等地进行孵化，公司严控出入车辆，并进行严格消杀，塑造高标准生物安全体系。此外，公司十分注重动物福利，愈加受到国际食品采购商青睐。

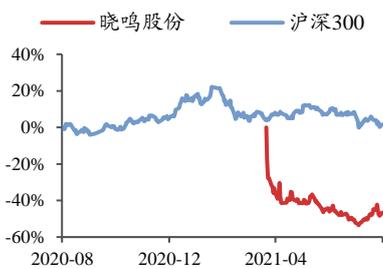
● 风险提示：鸡蛋价格波动，禽流感及其他疫病影响，原材料价格波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	539	540	715	814	946
YOY(%)	40.6	0.1	32.5	13.7	16.2
归母净利润(百万元)	111	50	109	115	127
YOY(%)	586.1	-54.9	117.6	5.6	10.0
毛利率(%)	38.5	26.9	31.5	29.7	28.3
净利率(%)	20.7	9.3	15.3	14.2	13.4
ROE(%)	19.6	8.2	15.5	25.7	62.4
EPS(摊薄/元)	0.59	0.27	0.58	0.62	0.68
P/E(倍)	28.3	62.8	28.9	27.3	24.8
P/B(倍)	5.6	5.1	4.4	7.0	15.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、国内蛋雏鸡行业龙头，生物安全及动物福利领导者.....	4
2、核心业务市占率提高，总营收持续增长.....	7
2.1、禽流感影响渐散，公司营收保持稳定增长.....	7
2.2、商品代雏鸡产能释放，市占率逐年提高.....	7
2.3、探索商品代育成，产业链向下游延展.....	10
3、我国蛋鸡产业加速整合，专业化分工进程加快.....	11
3.1、“小规模、大群体”逐步转向规模化发展.....	11
3.2、国产种鸡比例上升，产能利用率短板待补.....	12
3.3、蛋鸡行业具备明显的周期性及季节性特征.....	13
4、生物安全体系完善，福利养殖先行者.....	15
4.1、公司拥有行业内标准程度最高的生物安全体系.....	15
4.2、公司率先启用蛋鸡福利养殖，与国际食品企业标准接轨.....	16
4.3、公司种源稳定，产品品质及生产性能更优.....	17
5、盈利预测.....	17
5.1、关键假设.....	17
5.2、可比估值.....	18
6、风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

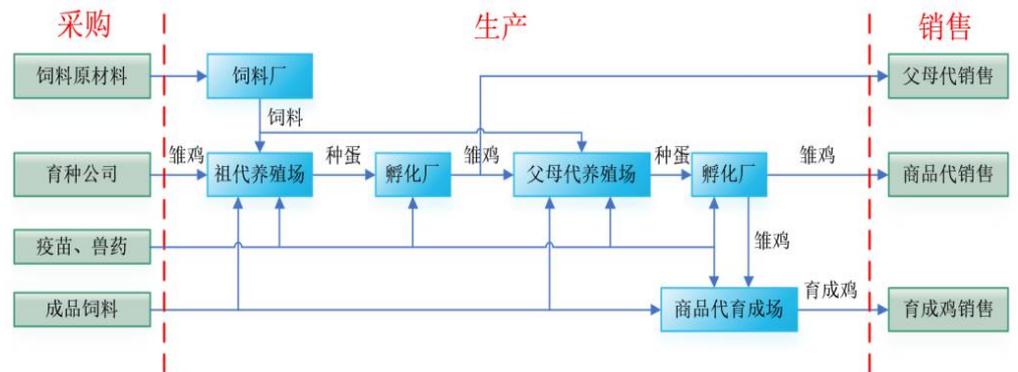
图 1：公司采用“引、繁、推”一体化经营模式.....	4
图 2：公司股权集中，创始人持股比例达 42.64%.....	5
图 3：公司组织管理架构中分公司、子公司分工明确.....	5
图 4：晓鸣股份生产基地集中西北及华东地区，业务覆盖全国.....	6
图 5：2021H1 公司商品代雏鸡销售收入占比 83.04%.....	7
图 6：公司毛利率波动主要受行业周期影响.....	7
图 7：商品代雏鸡生产分养殖、孵化环节.....	7
图 8：商品代雏鸡销售收入增长态势.....	8
图 9：H7N9 型禽流感影响消退，量价回升.....	8
图 10：商品代雏鸡完全成本稳定（单位：元/羽）.....	8
图 11：商品代雏鸡毛利率上升趋势（单位：%）.....	8
图 12：父母代蛋种鸡存栏量持续增长.....	9
图 13：商品代雏鸡产能稳步提高.....	9
图 14：副产品收入以蛋及孵化副产品为主（单位：万元）.....	9
图 15：2020H1 副产品毛利率下降（单位：%）.....	9
图 16：公司固定资产 2012-2020 年 CAGR19.02%.....	10
图 17：公司资本开支 2012-2020 年 CAGR15.44%.....	10
图 18：2020 年公司商品代雏鸡市占率达到 12.52%.....	10
图 19：2019 年商品代育成鸡收入随销量下降.....	11
图 20：2020H1 商品代育成鸡销量大幅增长.....	11
图 21：2020H1 商品代育成鸡成本显著下降（单位：元/羽，左轴）.....	11

图 22: 2018 年存栏规模 10 万以上养殖场仅占 0.6%	12
图 23: 2019 年国产祖代蛋种鸡存栏比重 81.69%	12
图 24: 进口祖代蛋种鸡产能利用率优势明显	12
图 25: 海兰系列为我国最主要引进品种	13
图 26: 祖代种鸡引种企业较少	13
图 27: 商品代蛋雏鸡价格与鸡蛋批发价变动同步	13
图 28: 祖代引进至商品代雏鸡出栏耗时 52 周	14
图 29: 通常年内蛋鸡消费旺季为 1-2 月和 9-10 月	14
图 30: 人均消费水平与蛋白质需求量呈现正相关性	15
图 31: 公司生物安全体系完善	15
图 32: 蛋鸡福利养殖模式受到大型食品企业关注	16
图 33: 公司福利养殖模式下栖架、沙浴池	16
表 1: 公司主要产品包括父母代种雏鸡、商品代雏鸡、商品代育成鸡及副产品	4
表 2: 公司上市募集资金主要用于养殖场扩建 (单位: 亿元)	6
表 3: 海兰系、罗曼系成活率、料蛋比优于其他品种	17
表 4: 晓鸣股份 PE 水平与可比公司 PE 均值接近, 预计下半年利润兑现好于上半年	18

1、国内蛋雏鸡行业龙头，生物安全及动物福利领导者

中国生物安全第一品牌，产品销往全国。晓鸣股份是一家“引、繁、推”一体化蛋鸡制种企业。公司起步于2006年，业务覆盖与蛋鸡育种养殖相关的10个领域，主营业务为祖代、父母代种鸡养殖；父母代、商品代雏鸡（蛋）销售；商品鸡、育成鸡养殖及销售；商品蛋销售。公司致力于打造“中国蛋鸡产业生物安全第一品牌”，是中国生物安全水平最高、代次最全、竞争力最强的蛋鸡制种企业之一。

图1：公司采用“引、繁、推”一体化经营模式



资料来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

公司从国外引进祖代蛋种鸡雏鸡，主要品种为海兰褐、海兰白、海兰粉（中试阶段）、罗曼褐、罗曼粉，养殖孵化之后获得父母代种雏鸡，用于继续养殖孵化得到商品代雏鸡，富余部分对外销售；商品代雏鸡直接销售给蛋鸡养殖客户，部分在专业化育成鸡场饲养10周龄以上对外销售，销售对象主要为不具备育雏能力的客户。公司亦对外销售主要产品生产流程中所产生的蛋及孵化副产品（公雏、二等母雏鸡、鲜蛋、无精蛋、死胎蛋、毛蛋）、淘汰鸡、鸡粪。

表1：公司主要产品包括父母代种雏鸡、商品代雏鸡、商品代育成鸡及副产品

种类	具体情况	消费群体	用途
父母代种雏鸡	1日龄的父母代种雏鸡	蛋种鸡养殖及孵化企业、个体经营者等	用于生产商品代蛋鸡
商品代雏鸡	1日龄的商品代蛋雏鸡	养殖户及大中型蛋鸡养殖企业	用于生产养殖
商品代育成鸡	将商品代雏鸡在专业化育雏育成鸡场进行饲养，达10周龄以上进行销售	自身不具备育雏能力的养殖户或养殖企业	同于生产养殖的成熟期商品代蛋鸡
淘汰鸡	结束产蛋期的祖代蛋种鸡、父母代蛋种鸡		肉用鸡
公雏	1日龄父母代及商品代公雏		肉用鸡、动物高蛋白饲料
二等母雏鸡	因体质及发育较差不适合作为产蛋鸡养殖的1日龄商品代母雏	个体商贩、加工类企业等	动物高蛋白饲料
鲜蛋	不符合孵化条件的种蛋		食用鸡蛋
无精蛋	没有受精的种蛋		动物饲料
死胎蛋、毛蛋	未能成功孵化的受精种蛋		其他
鸡粪	鸡的排泄物，含有多多种氨基酸和微量元素		优质有机肥

资料来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

公司股权较为集中，管理层稳定。公司创始人魏晓明先生持有公司 42.64% 股份，为公司实际控制人，毕业于西北农学院畜牧学专业，从青年时代开始从事畜牧业、蛋鸡制种企业，自 2011 年公司创立以来一直担任公司董事长兼总经理。公司第二大股东跨国企业正大投资为国内鸡蛋生产龙头企业，以定向发行入股，提高公司在行业内知名度。

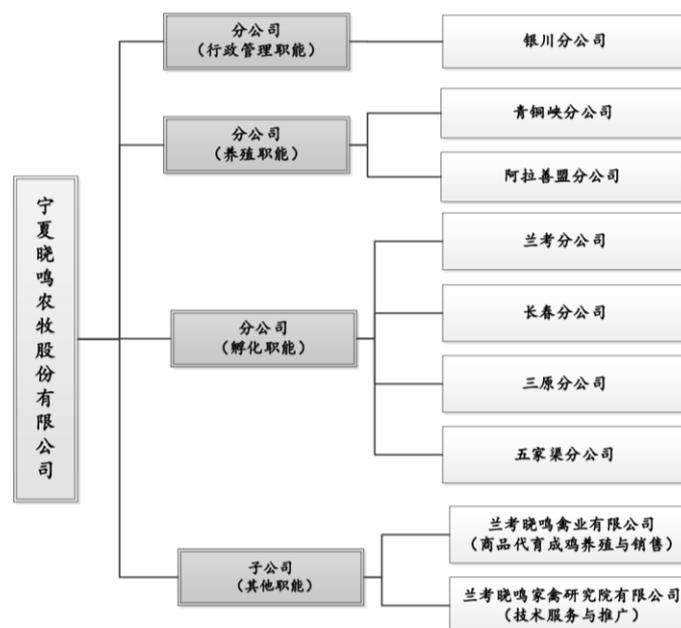
图2: 公司股权集中，创始人持股比例达 42.64%



资料来源：晓鸣股份招股说明书

公司采用二级分公司组织管理架构。根据“集中养殖、分散孵化”的经营模式，公司成立相关分公司行使行政管理职能、养殖职能、孵化职能；设立子公司兰考研究院、兰考晓鸣拓展下游业务需求。

图3: 公司组织管理架构中分公司、子公司分工明确



资料来源：晓鸣股份招股说明书

经过多年发展，公司目前拥有宁夏、青铜峡、阿拉善 3 座高标准蛋鸡生态养殖基地；宁夏宁夏、新疆五家渠、河南兰考、吉林长春、陕西三原 5 座孵化厂；河南兰考 1 座商品代育成鸡场；宁夏宁夏 1 座饲料加工厂。公司业务范围以宁夏为主，产品主要销往华东、西北、中南、华北地区。

图4: 晓鸣股份生产基地集中西北及华东地区, 业务覆盖全国


资料来源: 晓鸣股份招股说明书

2021年4月成功上市创业板, 募集资金1.47亿元, 用于阿拉善百万种鸡生态养殖基地、阿拉善种鸡养殖场、闽宁养殖基地、蛋鸡产业研究院的建设, 其中阿拉善百万种鸡生态养殖基地项目已开工建设。全部建成后可实现6000万枚商品蛋产能。同年6月, 公司拟在湖南常德设立分公司并投资建设南方种业中心(一期)项目, 为公司增加种蛋产能3亿枚, 预计年营业总额将达5亿元, 将项目建设将有助于公司立足中南, 进一步深化业务辐射范围。

表2: 公司上市募集资金主要用于养殖场扩建(单位: 亿元)

序号	项目名称	总投资额	拟使用募集资金	具体建设内容	可实现产能
1	阿拉善百万种鸡生态养殖基地项目	3.40	0.55	标准化父母代种鸡场	蛋种鸡150万套、合格种蛋3.69亿枚、商品蛋3750万枚
2	阿拉善种鸡养殖场建设项目	4.28	0.3	标准化祖代、父母代种鸡场、种鸡育雏育成场	蛋种鸡76万套、父母代育成鸡288万套、合格种蛋1.87亿枚、商品蛋1900万枚
3	闽宁养殖基地建设项目	0.58	0.63	标准化父母代种鸡场	蛋种鸡14万套、合格种蛋3444万枚、商品蛋350万枚
4	蛋鸡产业研究院建设项目	0.51	0.00	蛋鸡产业研究院	—
5	南方种业中心(一期)项目	1.5	自建	自动化孵化生产线两条	年孵化种蛋3亿枚

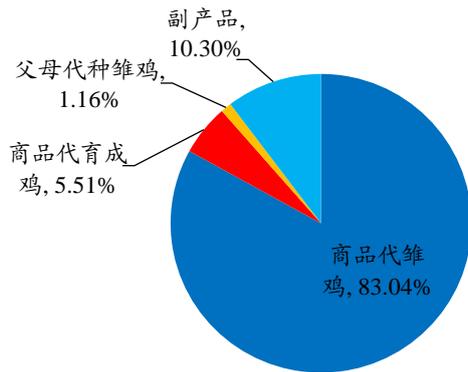
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2、核心业务市占率提高，总营收持续增长

2.1、禽流感影响渐散，公司营收保持稳定增长

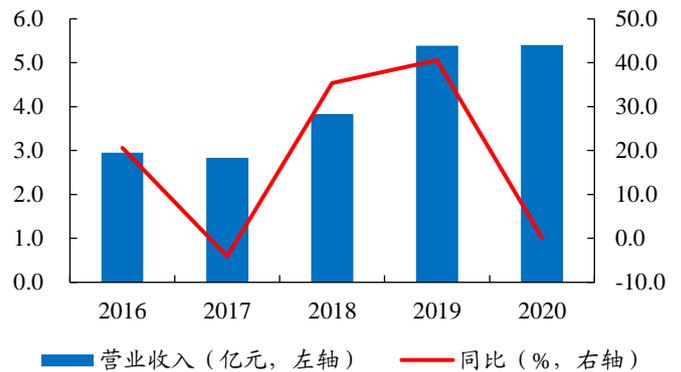
公司销售产品包括商品代雏鸡、商品代育成鸡、父母代种雏鸡及副产品，商品代蛋鸡贡献公司主营业务收入，2020H1 公司商品代雏鸡销售收入 2.33 亿元，占比 83.04%。近年来公司出栏规模持续提升带动营业收入增长，2020 年公司实现营业收入 5.40 亿元，同比增长 0.11%，2016-2020 年公司营业收入 CAGR16%。

图5：2021H1 公司商品代雏鸡销售收入占比 83.04%



数据来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

图6：公司毛利率波动主要受行业周期影响

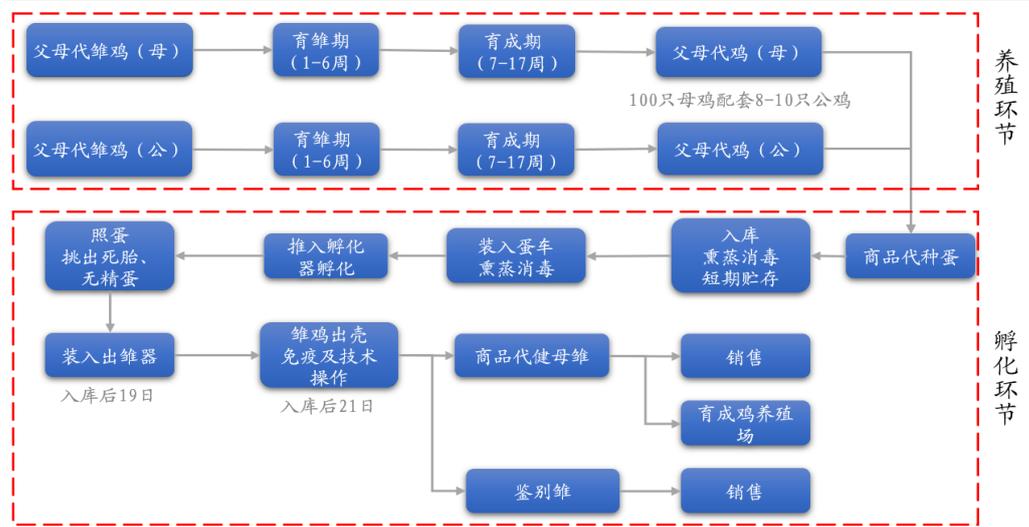


数据来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

2.2、商品代雏鸡产能释放，市占率逐年提高

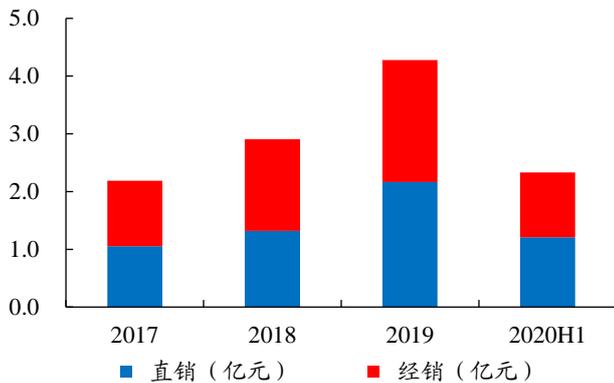
商品代雏鸡生产分养殖、孵化环节。商品代雏鸡收入占公司营业收入比例保持在 75%以上，是公司最主要的收入来源，其生产分父母代蛋种鸡养殖和商品代孵化两个环节。一日龄的父母代蛋种鸡雏鸡养殖至 17 周龄后，进入产蛋期，每 100 只母鸡配套 8-10 只公鸡，采取自然交配方式。将收集到的合格商品代种蛋送入孵化车间，经消毒、孵化、照蛋、出雏得到商品代雏鸡，商品代雏鸡一部分直接对外销售，一部分进入育成鸡养殖场，饲养至 10 周龄以上对外销售。

图7：商品代雏鸡生产分养殖、孵化环节

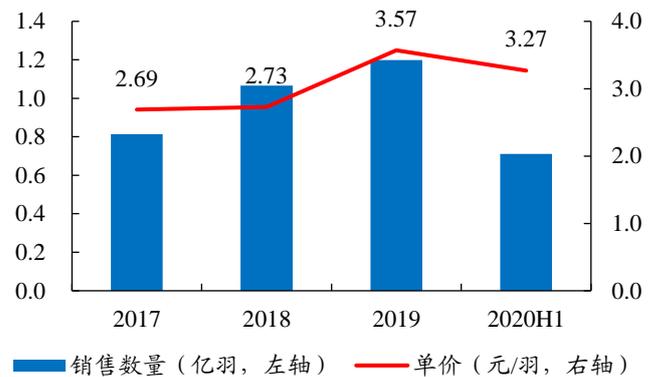


资料来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

禽流感影响消退，盈利能力逐步恢复。从销售方面看，2019年H7N9型禽流感影响基本消除加之非洲猪瘟影响，蛋鸡行情回暖，销量及单价明显上升，销售收入4.28亿元。2020H1新冠疫情爆发以及2019年补栏意愿高涨，鸡蛋市场价格回落，对外销售0.71亿羽，平均单价3.27元/羽，销售收入2.33亿元。商品代雏鸡销售采取直销与经销相结合方式，直销主要面向大规模、生产经营稳定的客户，经销面向小规模、分散客户，两种渠道销售占比持平。

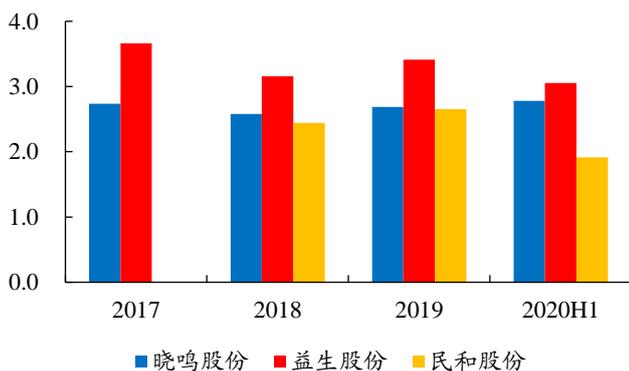
图8：商品代雏鸡销售收入增长态势


数据来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

图9：H7N9型禽流感影响消退，量价回升


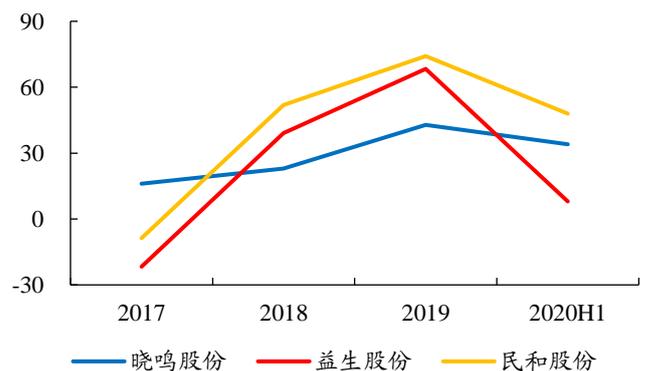
数据来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

成本稳定，毛利率提升空间大。从成本方面看，商品代雏鸡业务的完全成本变动幅度不大，2017/2018/2019/2020H1分别为2.73/2.58/2.69/2.78元/羽，益生股份、民和股份以肉鸡养殖为主，销售主要产品为父母代肉雏鸡、商品代肉雏鸡，具有可比性，公司完全成本远低于益生股份，略高于民和股份。毛利率方面，商品代雏鸡毛利率缓慢上升，2020H1受新冠疫情影响，毛利率从42.84%下滑至34.01%。整体来看，公司毛利率要低于可比公司，进步空间大。

图10：商品代雏鸡完全成本稳定 (单位：元/羽)


数据来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

注：益生股份2020年数据为全年数据

图11：商品代雏鸡毛利率上升趋势 (单位：%)


数据来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

注：益生股份2020年数据为全年数据

父母代产蛋率稳定，商品代产能增长。2017年起，公司父母代雏鸡存栏量保持增长，截至2020H1父母代蛋种鸡在产平均存栏量139.09万套。同时，父母代产蛋期种鸡产蛋率维持在80%左右，较为稳定，有力支撑商品代雏鸡产能增长，2020H1商品代雏鸡产能达到0.79亿羽，年化产能较2019年增长26.56%。2018年，市场需求回升缓慢，公司父母代蛋种鸡饲养周期较短，周龄结构较小，因此产蛋率高。

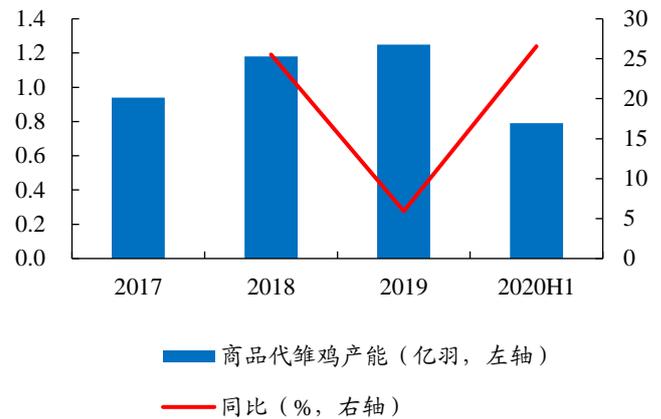
图12: 父母代蛋种鸡存栏量持续增长



数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

注: 产蛋率=产蛋期产蛋数量/产蛋期种鸡平均存栏/365

图13: 商品代雏鸡产能稳步提高

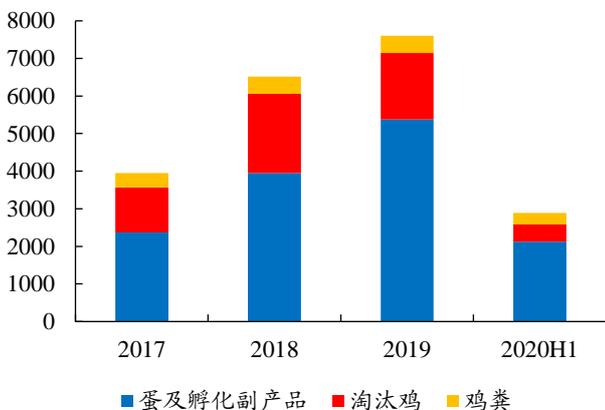


数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

注: 2020H1 同比采用年化后产能计算

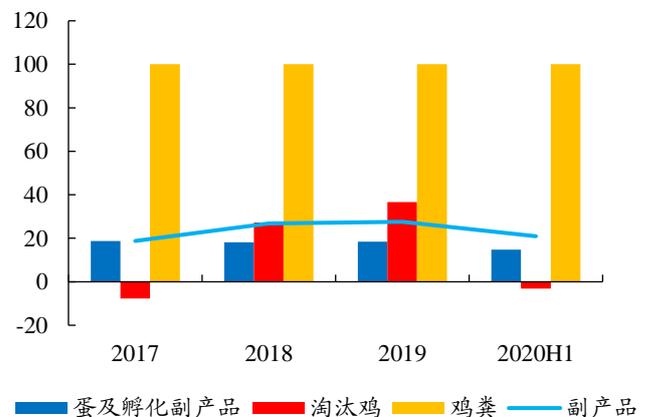
副产品收入变化趋势与主营业务商品代雏鸡一致。2020H1 收入 2890.51 万元。毛利率方面差距较大，蛋及孵化副产品大部分按固定毛利率核算入库成本，相对稳定；淘汰鸡毛利率主要受淘汰鸡价格波动影响；鸡粪不核算成本，毛利率为 100%。由于活禽运输及屠宰受新冠疫情影响，淘汰鸡价格大幅下滑，毛利率转负，2020H1 整体毛利率呈现明显下滑，为 20.92%。

图14: 副产品收入以蛋及孵化副产品为主 (单位: 万元)



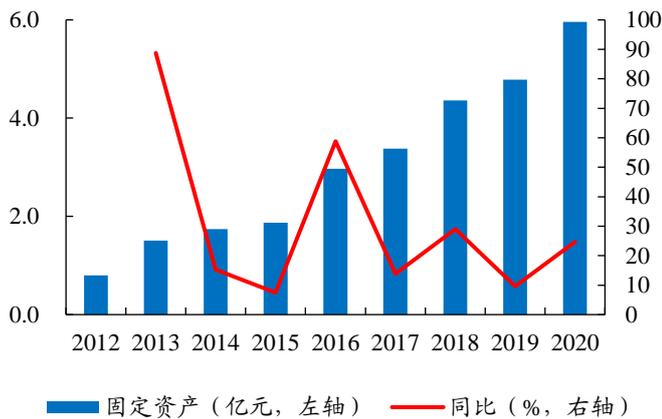
数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

图15: 2020H1 副产品毛利率下降 (单位: %)

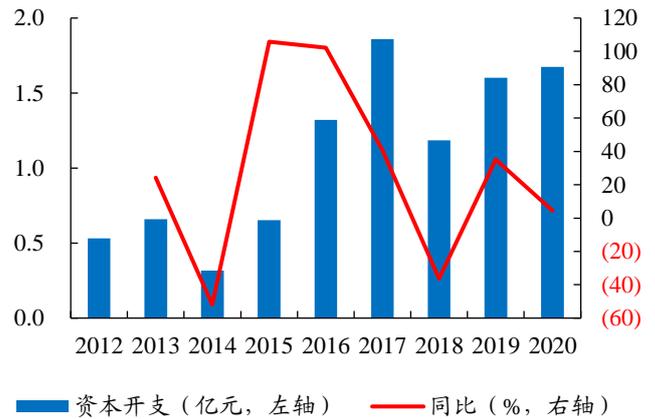


数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

固定资产持续增长，支撑产业规模逐步扩大。公司自 2011 年成立以来，持续投入养殖场、孵化场等建设，固定资产增长稳定，2012-2020 年间固定资产复合年均增长率 19.02%。资本开支方面，除 2014、2018 年同比下降外，其余年份正向增长，2012-2020 年间复合年均增长率达 15.44%。依托快速扩大的业务规模，按销售数量计算的商品代雏鸡在国内市场占有率逐步提高，2017-2020 年分别为 7.80%、9.68%、10.04%、12.52%，规模优势凸显。

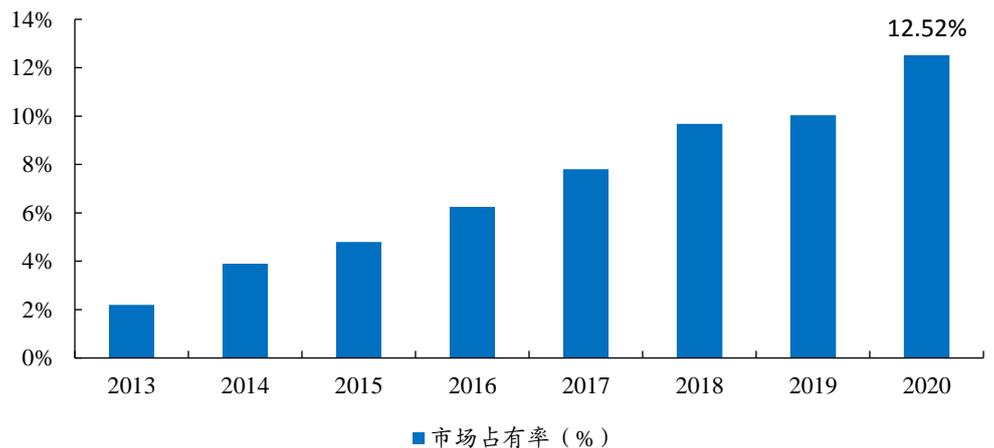
图16: 公司固定资产 2012-2020 年 CAGR19.02%


数据来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

图17: 公司资本开支 2012-2020 年 CAGR15.44%


数据来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

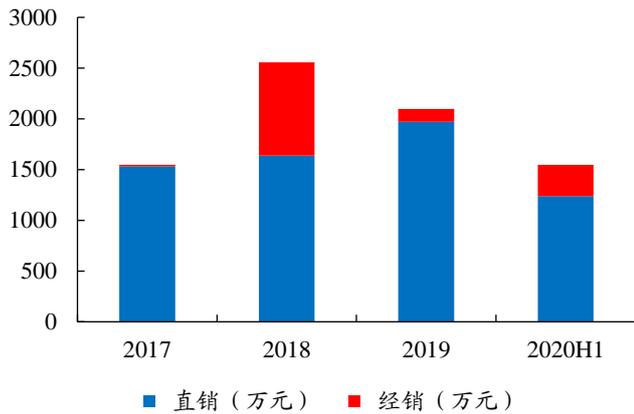
随着公司产能释放,按照销售数量统计的商品代雏鸡市占率逐年提高,2013-2020年公司商品代雏鸡市场占有率从 2.19%提升至 12.52%,2020 年同比 2019 年增长 2.48pct,公司计划未来以每年 1.5%-2.0%的速度进一步抢占市场,目标市占率 25%。

图18: 2020 年公司商品代雏鸡市占率达到 12.52%


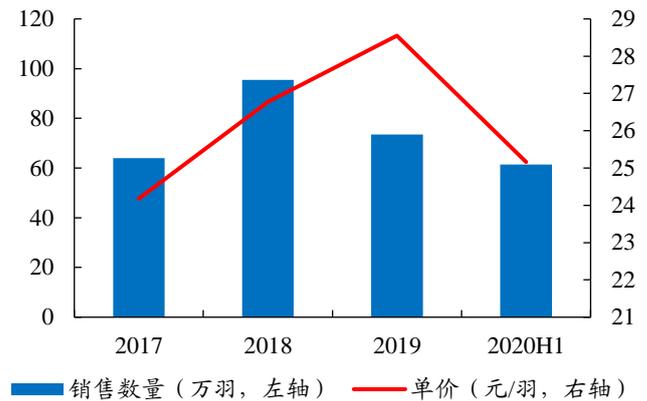
数据来源：公司年报、开源证券研究所

2.3、探索商品代育成，产业链向下游延展

探索初期，收入规律性变动。顺应养殖业专业化趋势发展，公司成立子公司兰考晓鸣专门从事商品代育成鸡养殖与销售，2017 年开始对外销售，目前规模较小，每年生产 2-3 批次。商品代育成鸡是指 7-17 周龄的青年后备母鸡，即将商品代雏鸡在专业化育雏育成鸡场进行饲养。截至 2020 年上半年对外销售 61.43 万羽，平均单价 25.16 元/羽，销售收入 1239.55 万元。销售数量与收入随生产批次增减而波动。

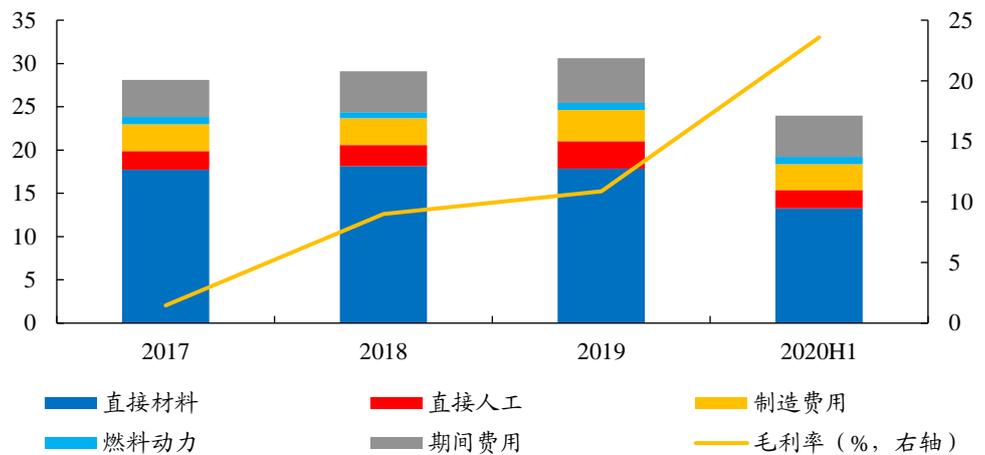
图19: 2019年商品代育成鸡收入随销量下降


数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

图20: 2020H1商品代育成鸡销量大幅增长


数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

企业成本改善，育成鸡养殖独立业态引关注。成本方面，2020H1单羽平均成本显著下降到23.99元/羽，主要系公司自2019年9月批次起，育成鸡饲养周期日龄缩短，因而饲养成本下降，毛利率也随之提高，2020H1上升至23.58%。专业机构育成一方面可以提高商品代蛋鸡健康水平及产蛋性能，另一方面减少客户育雏育成负担，实现经济效益，已逐渐引起市场关注。

图21: 2020H1商品代育成鸡成本显著下降（单位：元/羽，左轴）


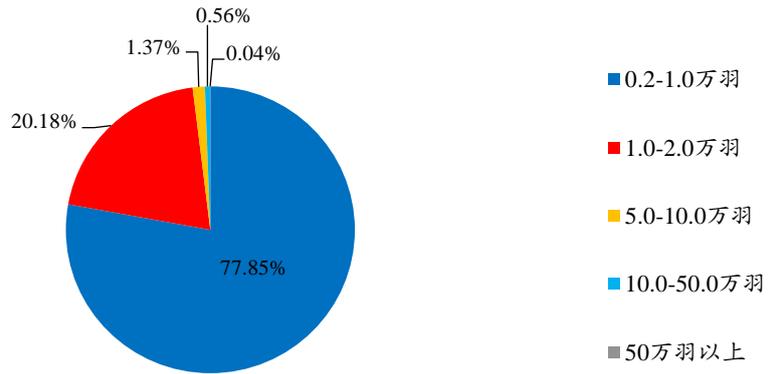
数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

3、我国蛋鸡产业加速整合，专业化分工进程加快

3.1、“小规模、大群体”逐步转向规模化发展

我国是全球鸡蛋第一大生产国和消费国，从养殖规模来看，我国商品代蛋种鸡养殖规模呈现“小规模、大群体”的行业特征。2018年全国范围内存栏规模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%。根据农业农村部监测，2020年12月，存栏大于10万只的规模养殖场占比38.6%，养殖规模化程度提升加快。

图22: 2018年存栏规模10万以上养殖场仅占0.6%

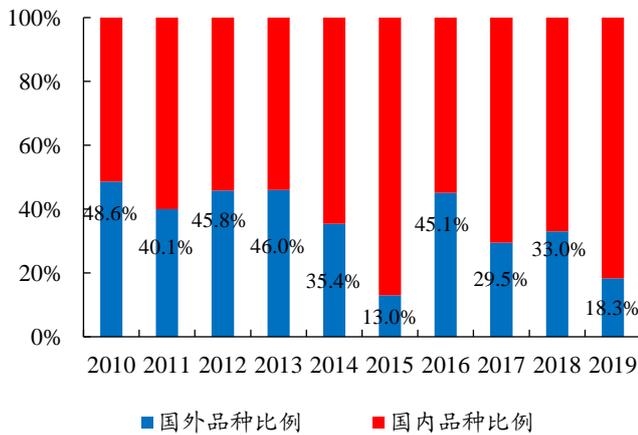


数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

3.2、国产种鸡比例上升，产能利用率短板待补

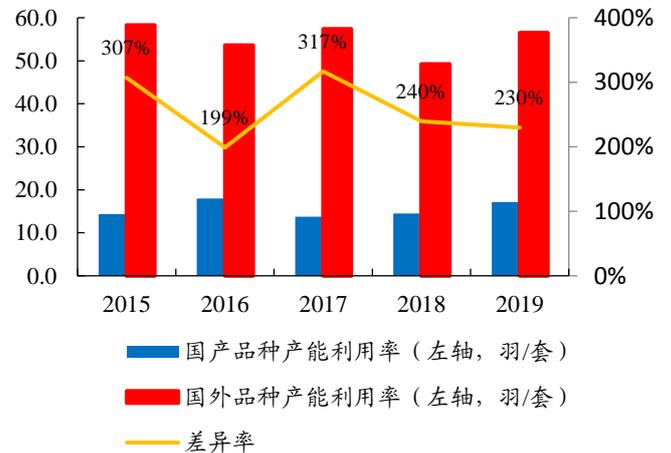
育种来看，我国蛋鸡育种主要分为国外引种和国产育种。在全球禽流感疫情频发及国内防患政策下，国产品种迎来发展机遇，先后培育出京红（粉）系列、大午系列、农大系列和新杨系列等优良品种，国产祖代蛋种鸡存栏量从2010年开始超过国外引种品种量，至2019年，国产品种占81.69%，国外品种占18.31%。但从产能利用率方面看，下游规模养殖企业仍更加偏睐生产效率更高的国外引种蛋鸡品种。数据对比来看，2015-2019年，国外引进品种祖代在产蛋种鸡全年产能利用率始终高于国产品种的100%以上。

图23: 2019年国产祖代蛋种鸡存栏比重81.69%



数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

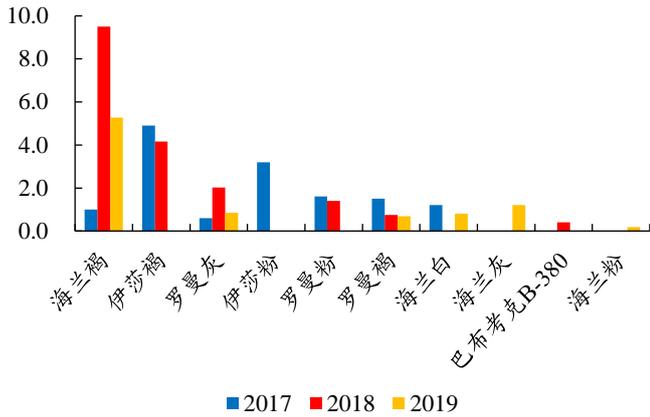
图24: 进口祖代蛋种鸡产能利用率优势明显



数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

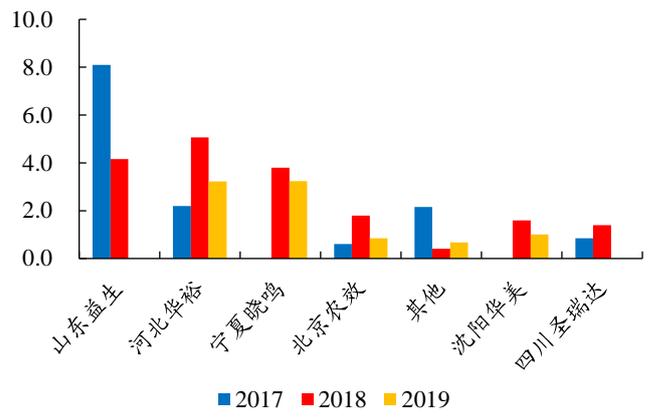
引进祖代鸡品种看，我国主要引种品种为美国海兰系、德国罗曼系、荷兰伊莎系。除2015年及2017年受疫情封关影响外，2011年至2019年期间海兰系列品种进口量占进口总量均超过50%。2017-2019年，全国共有10家企业从国外引进祖代蛋种鸡雏鸡，各年引进数量分别为13.89万套、18.24万套、8.98万套。2021年6月晓鸣股份分两批从美国引种海兰系褐、灰、白祖代蛋种鸡5.0万套，是我国解除对美禽类及禽产品限制后引进的首批蛋种鸡。

图25: 海兰系列为我国最主要引进品种



数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

图26: 祖代种鸡引种企业较少



数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

3.3、蛋鸡行业具备明显的周期性及季节性特征

近五年鸡蛋价格波动可大致分为四个阶段: 第一阶段: 2016 年受 H7N9 禽流感影响, 全年鸡蛋价格震荡下行, 至 2017 年 5 月到达最低点; 第二阶段: 2017 年 6 月下旬禽流感影响消退, 鸡蛋价格反弹; 第三阶段: 2018 年 8 月非洲猪瘟爆发后, 鸡蛋消费供不应求, 除 2019 年 2、3、4 月价格相对较低外, 2019 年全年鸡蛋价格高位运行; 第四阶段: 新冠疫情下, 居民消费不振, 同时产蛋鸡存栏水平偏高, 2020 年鸡蛋价格下跌。商品代蛋雏鸡价格与鸡蛋批发价变动趋势基本一致。

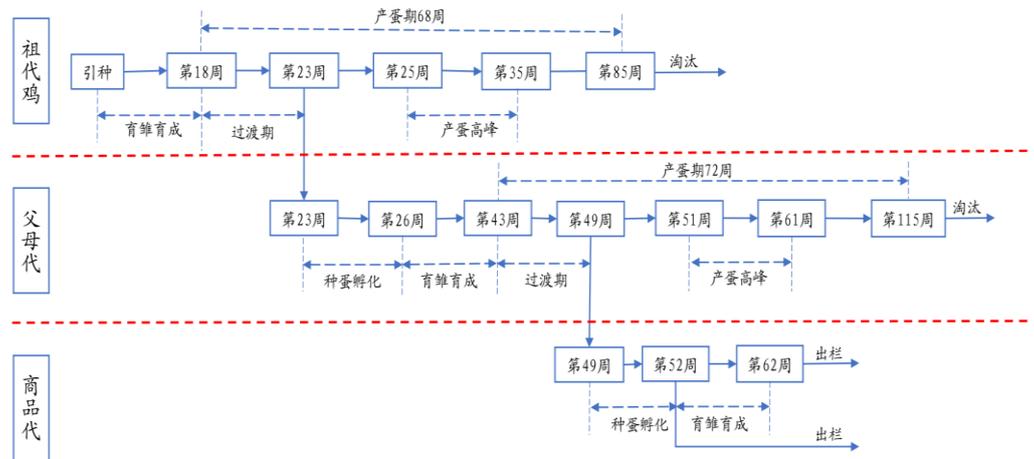
图27: 商品代蛋雏鸡价格与鸡蛋批发价变动同步



数据来源: Wind、开源证券研究所

蛋鸡产业以血缘关系为纽带, 形成从祖代鸡 (原种鸡、曾祖代蛋种鸡)、父母代 (父母代蛋种鸡)、商品代到鸡蛋产品的完整代次繁育体系。引进祖代种鸡培育 17 周进入生理上的“产蛋期”, 但种蛋合格率低, 不适合孵化, 23 周后开始收集种蛋进行孵化, 到商品代雏鸡出栏耗时 52 周。种鸡繁育周期长、鸡群利用时间长等特征, 决定蛋鸡行业产能调整的滞后性, 供应端根据市场需求快速调整供应量的能力较弱。

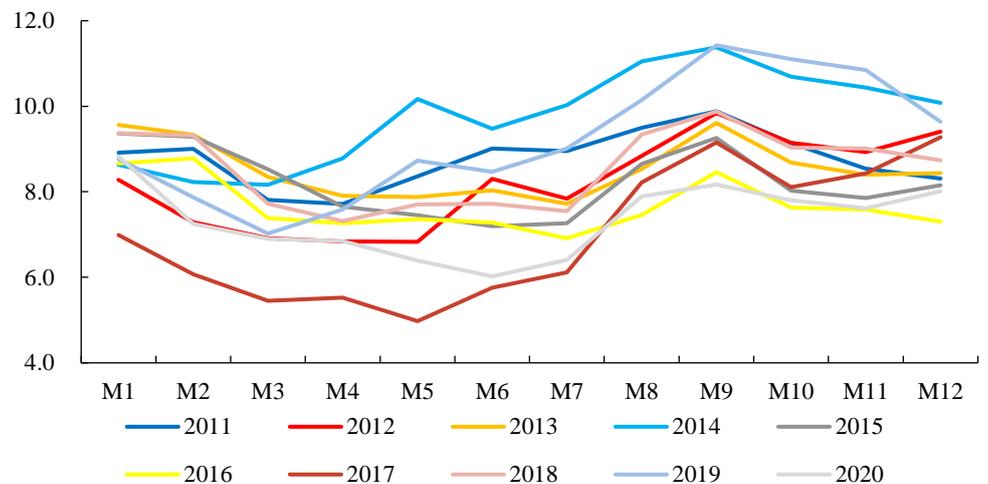
图28: 祖代引进至商品代雏鸡出栏耗时 52 周



资料来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

雏鸡价格的季节表现看，呈现出明显的季节性特征。通常每年的1、2月（年关）和9、10月（秋季开学）为鸡蛋消费旺季，鸡蛋的销售量和价格为全年高位。但随着行业的转型升级和整合发展，大规模连续生产型企业在逐渐替代小规模落后产能，蛋鸡行业的周期性淡旺季特征逐渐弱化。此外需求端消费习惯的迁移也对行业年内季节性特征产生一定平滑。

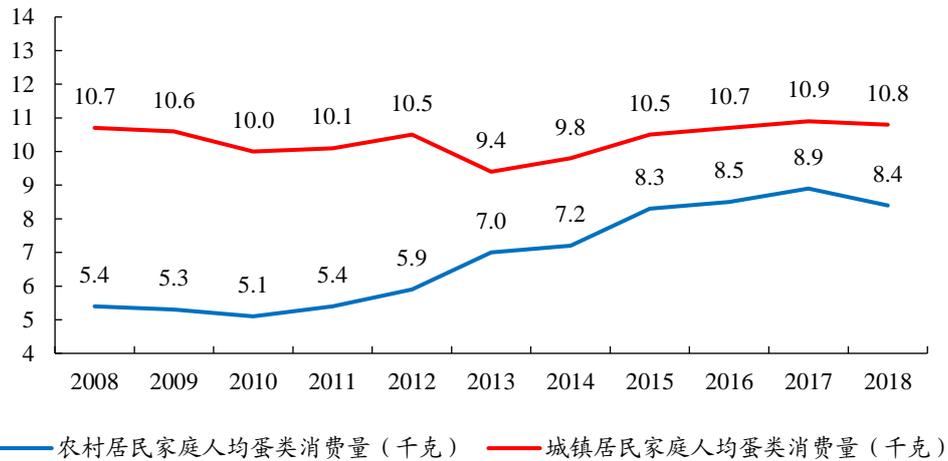
图29: 通常年内蛋鸡消费旺季为1-2月和9-10月



数据来源：Wind、开源证券研究所

消费水平提升推动我国居民蛋白质需求量增加。现阶段，我国父母代蛋种鸡需求量常年维持在1300-2000万套区间；商品代雏鸡蛋鸡常年需求量维持在10-15亿羽左右；商品代育成鸡年需求量约3亿羽左右；鸡蛋的需求量约为2300万吨。国内供应基本可满足国内消费需求。新的需求增长空间来自两方面：（1）农村消费与城镇消费差距明显，城镇化率提高蛋白质消费量提升；（2）我国鸡蛋深加工需求量增加，推高整体鸡蛋需求规模。

图30: 人均消费水平与蛋白质需求量呈现正相关性



数据来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

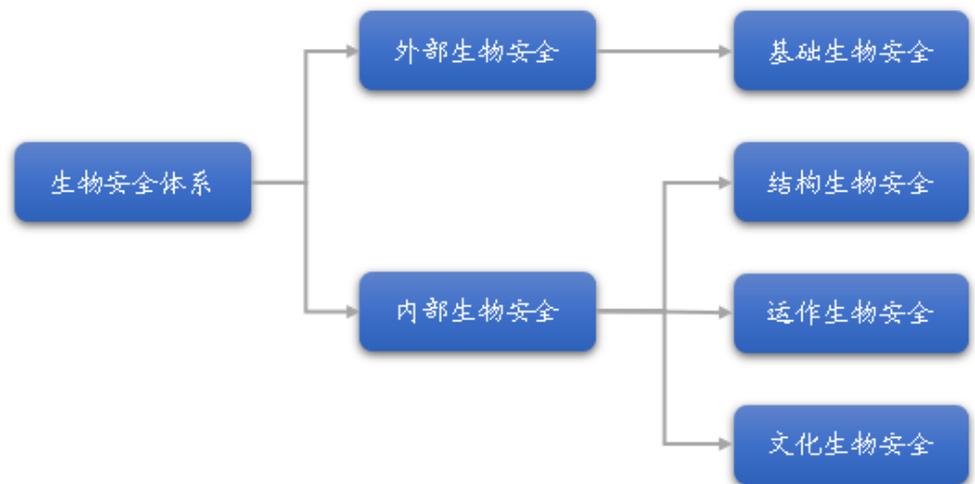
我国蛋鸡行业趋势日渐清晰，一是行业加速整合，中小养殖企业减少，行业集中度上升；二是生物安全得到重视，福利养殖引关注，品牌化蛋企得到市场认可；三是产业链专业化分工进程加快，专业化商品代育成鸡形成独立业态。晓鸣股份位于蛋鸡产业链中间环节，具备生物安全、业务模式、品牌形象、技术研发等多方面优势，后续发展可期。

4、生物安全体系完善，福利养殖先行者

4.1、公司拥有行业内标准程度最高的生物安全体系

公司坚持打造蛋鸡产业生物安全第一品牌理念，创新性构建了以基础生物安全、结构生物安全、运作生物安全和文化生物安全等四大板块组成的生物安全管理体系，在国内形成独具晓鸣农牧特色的蛋鸡生物安全管理体系和管理能力，已成为中国蛋鸡产业生物安全引领者。

图31: 公司生物安全体系完善



资料来源: 晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

4.2、公司率先启用蛋鸡福利养殖，与国际食品企业标准接轨

欧盟在 2012 年开始全面禁止蛋鸡的传统笼养，并于 2021 年 6 月会议上通过了在 2027 年前淘汰笼养蛋鸡，全面改为非笼养的决议；美国联合利华、雀巢、达能等 200 余家全球性食品企业承诺在 2025 年以后只采购非笼养鸡蛋，欧美等发达国家动物养殖正向非笼养模式演变，我国目前仍以笼养为主，在国际福利养殖形势影响下，非笼养蛋鸡养殖模式优势逐渐显现。

图32: 蛋鸡福利养殖模式受到大型食品企业关注



资料来源：公司公告

公司采用“全网面高床平养”福利养殖模式。蛋鸡养殖在离地 1.8 米高带有漏粪地板的网架上，饲养密度低于 8.0 只/平方米，使得鸡群能够自由饮水、采食、择偶、栖息、交配、展翅等，同时鸡舍内配备产蛋箱、栖架、磨爪棒、沙浴等，富集鸡群的生活环境，满足其各种基本行为，利于种群的习性回归，保障了健康养殖与蛋鸡自然属性的充分发挥。相对于国内普遍采用的笼养模式，该模式具有减少抗生素使用、避免鸡群与粪便的频繁接触、全封闭鸡舍、人工调控气候等优势。公司福利养殖模式得到国际认可，2018 年荣获世界农场动物福利协会“2018 年动物福利养殖金蛋奖”。

图33: 公司福利养殖模式下栖架、沙浴池



栖架



沙浴池

资料来源：晓鸣股份招股说明书、开源证券研究所

公司独创“集中养殖、分散孵化”经营模式。公司祖代蛋种鸡、父母代蛋种鸡集中在贺兰山东麓及西麓，保证良好的生物安全环境，降低生产成本，商品代种蛋运输至分布在宁夏、河南、新疆、吉林等省区的孵化基地进行孵化，靠近市场，有利于降低运输成本，减少商品代雏鸡在运输途中损耗。“集中养殖、分散孵化”的有机结合，可依据各孵化厂产能配送种蛋数量，实现孵化产能持续高效利用，避免产能闲置，提升公司运营效率。

4.3、公司种源稳定，产品品质及生产性能更优

公司蛋种鸡全部为国外引进品种，主要为美国海兰系，2019年引进德国罗曼粉父母代，将产品品类扩大至海兰褐、海兰白、海兰灰、海兰粉、罗曼粉五大蛋种鸡品种。根据相关研究，罗曼系和海兰系在成活率、料蛋比方面显著优于其他品种。公司与美国海兰国际公司建立良好合作关系，保障祖代种鸡供应，此外国外育种公司增加了其在加拿大、波兰、巴西、新西兰等地的曾祖代生产基地，保障了供应的连续性。

表3: 海兰系、罗曼系成活率、料蛋比优于其他品种

白壳蛋				
品种	0-20周成活率	料蛋比	产蛋期成活率	产蛋率达50%历时
京白904	92%	2.3:1	89%	150日
海兰白	98%	1.9:1	96%	153日
罗曼白	98%	2.1-2.3:1	95%	148-154日
褐壳蛋				
品种	0-20周成活率	料蛋比	高峰期产蛋率	产蛋率达50%历时
伊莎褐	98%	2.4-2.5:1	93%	23周
海兰褐	96%-98%	2.1:1	94%-96%	-
罗曼褐	-	2.3-2.4:1	92%-94%	152日-158日
粉壳蛋				
品种	0-20周成活率	料蛋比	产蛋期成活率	产蛋率达50%历时
海兰粉	98%	2.3:1	93%	155天
京白939	95%-98%	2.3-2.4:1	92%-94%	155-160日

数据来源：湖南省畜牧兽医研究所、开源证券研究所

注：海兰褐、海兰粉成活率为0-18周

5、盈利预测

5.1、关键假设

产能增长：公司上市募集资金主要用于阿拉善、闽宁种鸡养殖项目。根据工程进度，截至2020年底，公司预计将要新投产产能包括：年蛋种鸡存栏量140万套（2020年产能约142.7万套），年生产合格种蛋将增加3.1亿枚/年（2020年产能约3.9亿枚/年），预计新建产能可贡献父母代雏鸡及商品代雏鸡产能1.25亿羽/年（2020年产能约1.58亿羽/年）。支撑公司2020-2022年商品代雏鸡销售量保持在20%以上年均增速目标及商品代年销售量提升至全国25%市占率目标（约2.9亿羽毛）。

雏鸡价格：商品代雏鸡价格相对稳定，受下游鸡蛋价格波动影响较小，主要受上游祖代鸡引种及疫病风险的影响，我们假设公司2021-2023年商品代雏鸡价格销售均价分别为3.40/3.20/3.10元/羽。

产品毛利：公司主营产品为商品代雏鸡，过往3年来看，公司商品代雏鸡毛利变化跟随雏鸡价格波动，下线为2020年的26.7%，上线为2019年的42.8%，我们假设未来3年雏鸡价格后，假设2021-2023年雏鸡毛利分别为31.5%/30.0%/30.0%；父母代雏鸡。商品代育成鸡收入占比较小，副产品毛利亦维持在25%-35%区间波动。

5.2、可比估值

综合公司产能增速、蛋雏鸡销售均价及销售毛利率预测，我们对公司未来三年营业收入及归母净利做出预测，预计公司 2021-2023 年公司营收分别为 715/814/946 亿元，归母净利润分别为 1.09/1.15/1.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.58/0.62/0.68 元，当前股价对应 PE 分别为 28.9/27.3/24.8 倍。

公司作为 A 股首家上市蛋鸡产业链公司，我们选取上市白羽鸡及黄羽鸡育种及养殖企业进行估值比较，并着重将其与白羽鸡育种企业益生股份、民和股份进行估值比较。预计 2021 年禽链上市企业 PE 倍数区间为 20-30 倍，行业 PE 均值约为 24.7 倍。截至 8 月 20 日收盘，公司 PE 约为 27.4 倍与益生股份接近，估值水平合理。考虑到 2021 年 6 月以来鸡蛋价格景气上行，下半年蛋价通常高于上半年；公司 2 座新建养殖厂已于 6 月交付投产，且公司于 6 月成功从美国引种 5 万套海兰系祖代蛋种鸡，公司产能得到有效更新及扩充。基于此，我们预计下半年公司产能释放叠加蛋价年内景气高点，业绩兑现程度将高于上半年。首次覆盖给予“买入”评级。

表4：晓鸣股份 PE 水平与可比公司 PE 均值接近，预计下半年利润兑现好于上半年

代码	股票简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002458.SZ	益生股份	9.67	96.01	0.09	0.32	0.35	0.46	120.26	30.22	27.63	21.02
002234.SZ	民和股份	13.46	46.97	0.22	1.87	2.22	1.97	69.36	7.20	6.06	6.83
300761.SZ	立华股份	26.29	106.18	0.63	1.36	2.61	3.97	49.31	19.33	10.07	6.62
002746.SZ	仙坛股份	7.06	60.75	0.61	0.19	0.46	0.68	18.81	37.16	15.35	10.38
002299.SZ	圣农发展	19.21	239.05	1.64	0.65	1.35	2.06	16.17	29.55	14.23	9.33
平均值				0.64	0.88	1.40	1.83	54.78	24.69	14.67	10.84
300967.SZ	晓鸣股份	15.88	29.78	0.27	0.58	0.62	0.68	62.80	27.38	25.61	23.35

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：最新股价为 2021 年 8 月 20 日收盘价；益生股份、民和股份、立华股份、仙坛股份估值采用 Wind 一致预测，圣农发展、晓鸣股份估值采用开源农业预测数据

6、风险提示

鸡蛋价格波动，禽流感及其他疫病影响，原材料价格波动等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	131	130	164	138	191
现金	42	44	29	16	9
应收票据及应收账款	12	11	20	15	25
其他应收款	4	2	6	3	7
预付账款	2	9	6	11	9
存货	70	64	103	92	139
其他流动资产	0	1	1	1	1
非流动资产	644	744	1143	1187	1202
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	548	678	757	810	830
无形资产	22	27	27	26	25
其他非流动资产	73	38	359	352	348
资产总计	775	874	1307	1325	1393
流动负债	152	142	458	815	1132
短期借款	0	29	188	605	899
应付票据及应付账款	70	44	97	67	127
其他流动负债	82	69	174	143	106
非流动负债	58	118	90	11	9
长期借款	50	110	83	3	1
其他非流动负债	8	8	8	8	8
负债合计	210	259	549	826	1141
少数股东权益	0	0	1	2	3
股本	141	141	188	188	188
资本公积	174	174	174	174	174
留存收益	250	300	410	527	655
归属母公司股东权益	565	615	757	498	250
负债和股东权益	775	874	1307	1325	1393

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	186	85	214	155	272
净利润	111	50	110	116	128
折旧摊销	94	71	68	80	90
财务费用	1	5	8	9	9
投资损失	-0	0	0	0	0
营运资金变动	-24	-41	54	-50	45
其他经营现金流	4	-0	-26	-0	-0
投资活动现金流	-178	-168	-441	-124	-105
资本支出	160	168	68	44	15
长期投资	-18	0	0	0	0
其他投资现金流	-36	0	-372	-80	-90
筹资活动现金流	-44	86	68	-465	-478
短期借款	-10	29	16	-5	-10
长期借款	-29	60	-27	-79	-2
普通股增加	70	0	47	0	0
资本公积增加	-70	0	0	0	0
其他筹资现金流	-6	-3	33	-381	-466
现金净增加额	-36	4	-158	-434	-311

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	539	540	715	814	946
营业成本	332	395	490	572	678
营业税金及附加	1	1	1	1	1
营业费用	52	49	58	63	69
管理费用	25	21	29	32	35
研发费用	20	21	25	28	33
财务费用	1	5	8	9	9
资产减值损失	-1	-3	-4	-4	-5
其他收益	1	4	2	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	109	51	109	116	128
营业外收入	2	4	3	3	3
营业外支出	1	4	2	2	3
利润总额	111	50	110	116	128
所得税	0	0	0	0	0
净利润	111	50	110	116	128
少数股东损益	-1	0	1	1	1
归母净利润	111	50	109	115	127
EBITDA	205	125	185	211	244
EPS(元)	0.59	0.27	0.58	0.62	0.68

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	40.6	0.1	32.5	13.7	16.2
营业利润(%)	592.4	-53.7	116.5	5.7	10.4
归属于母公司净利润(%)	586.1	-54.9	117.6	5.6	10.0
获利能力					
毛利率(%)	38.5	26.9	31.5	29.7	28.3
净利率(%)	20.7	9.3	15.3	14.2	13.4
ROE(%)	19.6	8.2	15.5	25.7	62.4
ROIC(%)	17.4	6.9	10.9	11.4	13.8
偿债能力					
资产负债率(%)	27.1	29.7	42.0	62.3	81.9
净负债比率(%)	6.0	20.8	46.4	151.0	438.4
流动比率	0.9	0.9	0.4	0.2	0.2
速动比率	0.4	0.4	0.1	0.0	0.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7
应收账款周转率	47.6	46.8	46.8	46.8	46.8
应付账款周转率	6.2	7.0	7.0	7.0	7.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.27	0.58	0.62	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	0.45	1.14	0.82	1.45
每股净资产(最新摊薄)	3.01	3.28	3.79	2.40	1.08
估值比率					
P/E	28.3	62.8	28.9	27.3	24.8
P/B	5.6	5.1	4.4	7.0	15.6
EV/EBITDA	15.5	26.2	18.9	18.2	16.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn