

晓鸣股份 (300967.SZ)

高效能蛋鸡制种龙头，规模加速扩张未来可期

核心观点：

- **公司是国内一体化蛋鸡制种产业龙头，市占稳步攀升。**公司是集祖代和父母代蛋种鸡养殖、蛋鸡养殖工程技术研发、种蛋孵化和雏鸡销售于一体的科技型蛋鸡制种企业。公司采用“集中养殖，分散孵化”模式，充分发挥地处荒漠草原的区位优势。2020年，公司实现营收约5.4亿元，商品代蛋雏鸡为公司最主要收入来源，销量逐年增长，年报显示，市占率由2013年的2.2%攀升至2020年的12.5%。
- **行业景气度上行，头部制种企业有望充分受益。**2020年蛋鸡行业亏损造成养殖户低补栏，在产蛋鸡存栏持续降低，随着鸡蛋需求旺季来临，叠加高饲料成本，对蛋价形成有力支撑，养殖户补栏积极性有望提升。我国商品代蛋鸡养殖产业格局仍旧分散，随着环保和鸡蛋安全生产要求不断提高，全国型一体化制种企业有望发挥自身优势，优先受益于下游养殖集中度提升，为规模化养殖场提供稳定优质的种苗产品。
- **养殖效能优势扩大，高速扩张未来可期。**公司在采用美国海兰公司选育的海兰系列良种高产蛋鸡品种的基础上，集成创新“全网面高床平养”蛋种鸡福利养殖模式，进一步提升种鸡产蛋效能和种蛋质量，种蛋利用率显著高于行业平均水平。公司以“打造中国蛋鸡产业生物安全第一品牌”为要求，施行高标准生物安全防控，有望在无抗化大背景下脱颖而出。公司稳步推进市占提升计划，今年计划在湖南设立南方种业中心，配套孵化场产能扩张步伐加速。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计2021-23年公司EPS分别为0.68/0.88/1.06元。参考行业估值水平，并考虑到公司为蛋种鸡行业唯一上市公司，给予公司2021年PE估值35倍，对应合理价值23.70元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**重大疫病风险；原材料价格波动风险；蛋价波动风险。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	53,941	54,002	71,222	82,491	94,894
增长率 (%)	40.6%	0.1%	31.9%	15.8%	15.0%
EBITDA (百万元)	20,552	12,555	19,654	25,013	29,871
归母净利润 (百万元)	11,145	5,025	12,695	16,512	19,863
增长率 (%)	586.1%	-54.9%	152.6%	30.1%	20.3%
EPS (元/股)	0.79	0.36	0.68	0.88	1.06
市盈率 (P/E)	-	-	24.81	19.08	15.86
ROE (%)	19.7%	8.2%	16.1%	17.4%	17.3%
EV/EBITDA	-	-	16.62	13.12	10.91

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

公司评级	买入
当前价格	16.80元
合理价值	23.70元
报告日期	2021-09-14

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	187.51/44.58
总市值/流通市值 (百万元)	3243.9/771.2
一年内最高/最低 (元)	30.95/14.31
30日日均成交量/成交额 (百万)	6.48/111.18
近3个月/6个月涨跌幅 (%)	1.35/-43.81

相对市场表现



分析师：



王乾

SAC 执证号：S0260517120002



021-60750697



gfwangqian@gf.com.cn

分析师：

钱浩



SAC 执证号：S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

分析师：

郑颖欣



SAC 执证号：S0260520070001



021-38003632



zhengyingxin@gf.com.cn

请注意，王乾、郑颖欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：

周舒玥 021-38003634

zhoushuyue@gf.com.cn

目录索引

一、概况：一体化科技型蛋鸡制种产业龙头.....	5
（一）商品代蛋雏鸡为核心收入来源，市占率稳步攀升.....	5
（二）基于地理区位优势独创“集中养殖，分散孵化”模式.....	7
（三）正大、大北农战略入股，促进产业链深度融合.....	8
二、行业景气度上行，头部制种企业有望充分受益.....	9
（一）三、四季度鸡蛋价格有望维持高位，提振养殖户补栏需求.....	9
（二）禽蛋需求刚性增长，加工消费提供新增长空间.....	10
（三）蛋鸡养殖规模化进程加速，头部制种企业有望充分受益.....	11
三、养殖效能优势扩大，高速扩张未来可期.....	13
（一）外引良种+科学养殖，为增效奠定坚实基础.....	13
（二）减抗大背景下，公司高标准生物安全防控优势凸显.....	15
（三）着力布局南方市场，配套产能扩张加速推进.....	17
四、盈利预测和投资建议.....	19
五、风险提示.....	20

图表索引

图 1: 公司采用“引种、扩繁、推广”一体化自主经营模式	5
图 2: 2016-2021H1 公司营业收入变化情况	6
图 3: 2016-2021H1 公司归母净利润变化情况	6
图 4: 2020 年公司销售收入结构（按产品分）	6
图 5: 2017-2021H1 公司主营业务毛利率变化	6
图 6: 2013-2021H1 公司商品代雏鸡销量及市占率变化情况	6
图 7: 公司生产设施区位分布	7
图 8: 2020 年公司销售收入结构（按地区分）	7
图 9: 公司养殖场集中位于宁蒙境内贺兰山脚荒漠区	7
图 10: 公司股权结构（截至 2021 年 7 月）	8
图 11: 2016 年-2021 年 7 月全国在产蛋鸡存栏量变化	10
图 12: 2012 年-2021 年 7 月蛋鸡苗均价和鸡蛋价格变化	10
图 13: 2020 年下半年至今蛋鸡饲料价格走高	10
图 14: 2021 年 4 月以来行业蛋料比价高于平衡点	10
图 15: 2000-2020 年我国禽蛋产量变化情况	11
图 16: 主要国家蛋制品加工占鸡蛋消费比例对比	11
图 17: 2018 年不同规模蛋鸡养殖场数量比例	12
图 18: 2020 年蛋鸡养殖行业 CR5 仅为 6.5%	12
图 19: 蛋鸡制种行业格局	12
图 20: 进口祖代蛋种鸡产能利用率远高于国产品种	14
图 21: 公司制种效率显著优于行业平均水平	14
图 22: 公司采用进口大箱体孵化器提升孵化效能	15
图 23: 公司获得国家高新技术企业认定	15
图 24: 公司生物安全体系	16
图 25: 公司生物安全隔离区建设及实验室实景	17
图 26: 公司实现蛋种鸡饲料卫生控制技术产业化	17
图 27: 公司产能扩张时间线	18
表 1: 正大为公司主要客户之一（2019 年）	8
表 2: 大北农为公司主要供应商之一（2019 年）	9
表 3: 蛋鸡制种行业前三强企业情况比较	12
表 4: 近年公司祖代蛋种鸡引种情况	13
表 5: 公司“全网面高床平养”模式的创新点	14
表 6: 全网面高床平养相比于其他养殖模式的优势	15
表 7: 近年养殖环节减抗政策一览	16
表 8: 近年公司卫生防疫工作及所获成就	17
表 9: 公司生产设施及在建产能情况（截止 2020 年 6 月）	18
表 10: 公司 IPO 募投项目情况	18

表 11: 公司商品代雏鸡业务收入与成本分拆.....	19
表 12: 公司商品代雏鸡业务对 EPS 影响的敏感性分析 (单位: 元/股)	19
表 13: 行业内可比公司估值情况 (盈利预测均采用 Wind 一致预期, 股价对应 9 月 14 日收盘价)	20

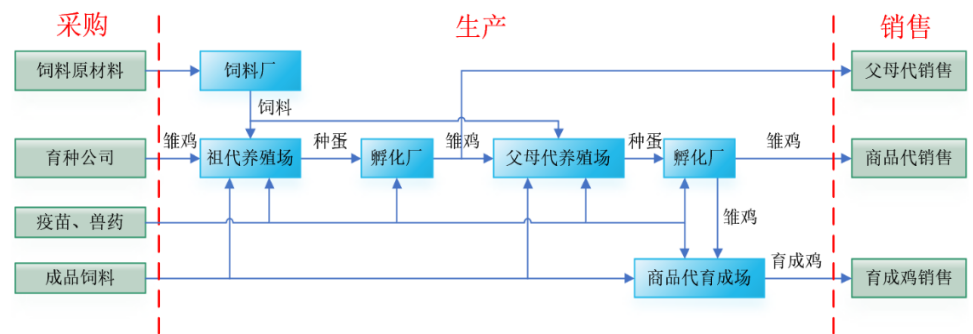
一、概况：一体化科技型蛋鸡制种产业龙头

（一）商品代蛋雏鸡为核心收入来源，市占率稳步攀升

公司成立于2011年，是集祖代和父母代蛋种鸡养殖、蛋鸡养殖工程技术研发、种蛋孵化和雏鸡销售于一体的科技型蛋鸡制种企业，是我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。2020年，公司实现营收约5.4亿元，其中商品代蛋雏鸡为公司最主要收入来源，2020年销量约1.43亿羽，占营收比重78%；商品代雏鸡销量逐年增长，且近年呈加速提升趋势，2017-2020年CAGR为20.7%；年报显示，商品代雏市占率亦由2013年的2.2%攀升至2020年末的12.5%。公司经营的蛋种鸡品种全部为国外引进品种，主营品种包括海兰褐、海兰白、海兰灰、海兰粉（中试阶段）。

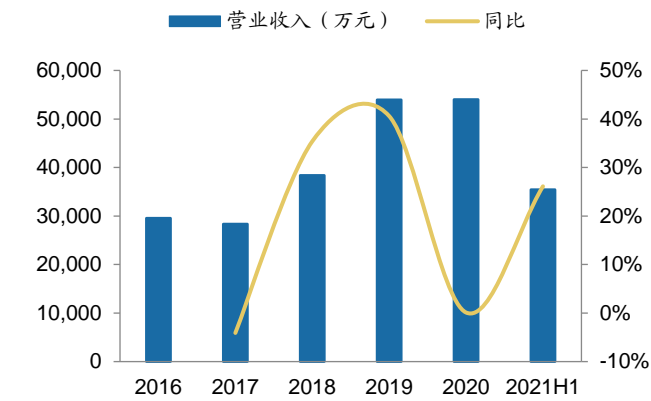
2018-19年受益于行业周期和非洲猪瘟疫情，公司产品销售价格上涨，主营业务毛利率由2017年的13.2%增至2019年的38.5%；2020年受新冠疫情和行业周期下行影响，叠加玉米等饲料原材料价格上涨，公司主营业务毛利率降至26.9%。今年上半年养殖户补栏积极性较低，随着产能逐步去化，鸡蛋价格和蛋鸡苗价格双双走高，公司毛利率小幅回升。随着公司新增产能进一步释放，受益于产品量价齐升，2021年上半年公司实现营收3.54亿元，同比增加26.12%，实现归母净利润5195万元，同比增加61.23%。

图 1：公司采用“引种、扩繁、推广”一体化自主经营模式



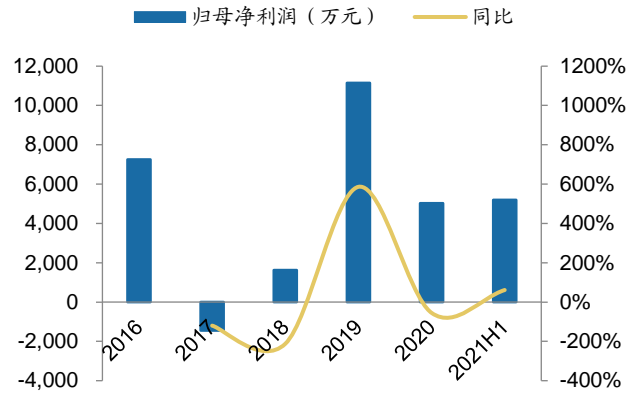
数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 2: 2016-2021H1公司营业收入变化情况



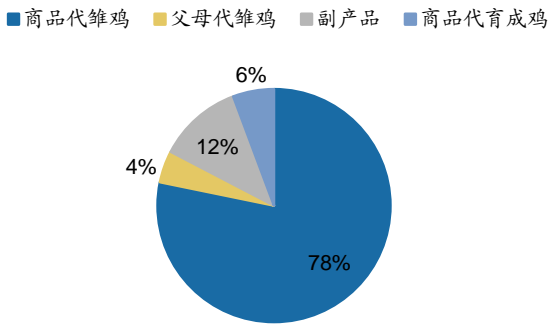
数据来源: 公司年报, 半年报, 广发证券发展研究中心

图 3: 2016-2021H1公司归母净利润变化情况



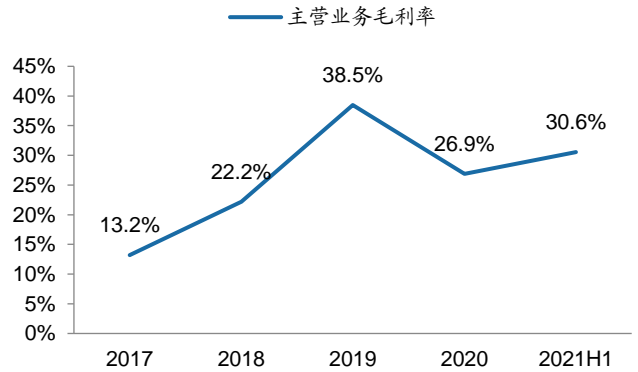
数据来源: 公司年报, 半年报, 广发证券发展研究中心

图 4: 2020年公司销售收入结构 (按产品分)



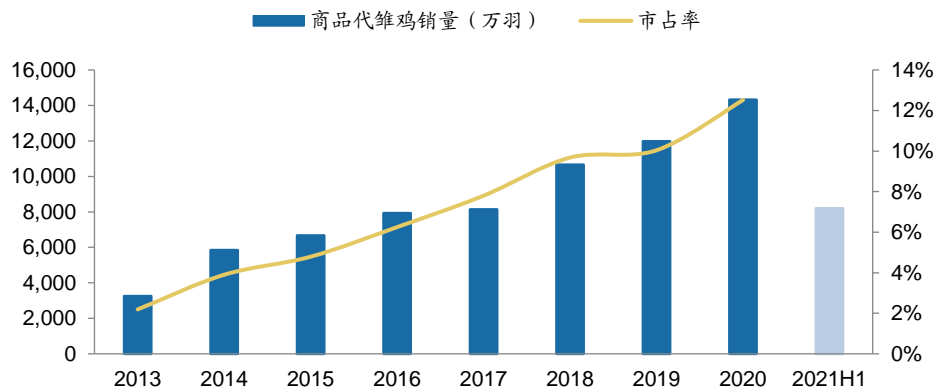
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 5: 2017-2021H1公司主营业务毛利率变化



数据来源: 公司年报, 半年报, 广发证券发展研究中心

图 6: 2013-2021H1公司商品代雏鸡销量及市占率变化情况



数据来源: 公司年报, 半年报, 广发证券发展研究中心

(二) 基于地理区位优势独创“集中养殖，分散孵化”模式

公司采用的“集中养殖，分散孵化”模式能够充分发挥出自身区位优势。公司的3个蛋种鸡生态养殖基地集中位于宁夏和内蒙交界处的贺兰山东麓，属于荒漠草原地区，地广人稀、气候干燥，对疫病形成天然地理隔离，拥有适合蛋鸡生长的得天独厚的自然条件优势。

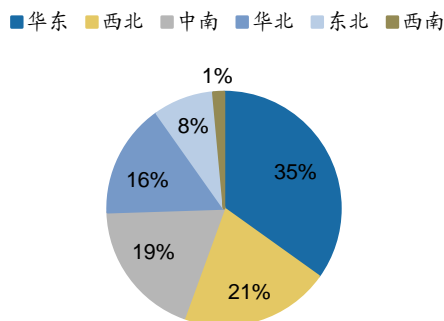
种鸡所产种蛋被运往公司分布于宁夏、新疆、河南、吉林和陕西五省的孵化厂分散孵化，更加靠近销售市场，能够降低运输过程对雏鸡产品质量的影响。公司产品销售遍及中国近30个省、自治区、直辖市，其中华东和北方（西北、华北、东北）地区为主销区，销售额占比达80%。

图 7：公司生产设施区位分布



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 8：2020年公司销售收入结构（按地区分）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 9：公司养殖场集中位于内蒙境内贺兰山脚荒漠区

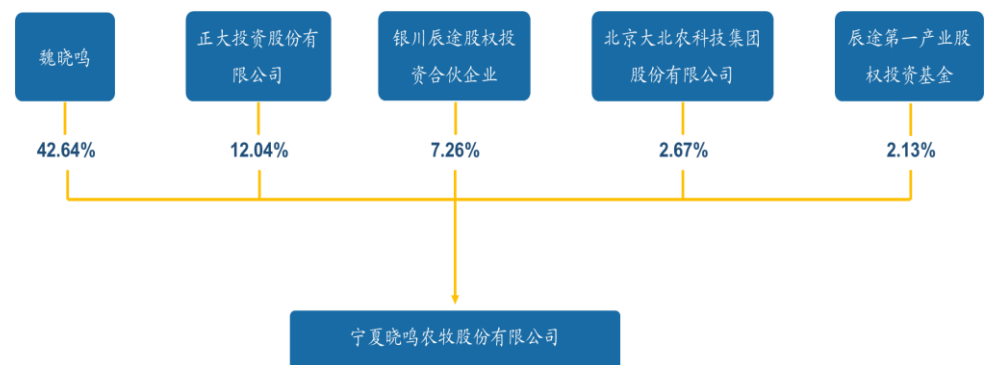


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

(三) 正大、大北农战略入股，促进产业链深度融合

2016年，公司获正大集团、北京大北农集团入股，助力公司上下游产业链的深度融合。招股书显示，正大集团为公司第二大客户，大北农为公司第五大供应商，战略入股有助于公司加强上下游产业链合作共赢，实现深度融合。公司现任管理层中有多名董事及高级管理人员具有正大或大北农工作背景，在家禽育种及养殖、饲料动保、市场服务等相关领域有多年工作经验，进一步提升公司专业化管理水平。

图 10: 公司股权结构 (截至2021年7月)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 1: 正大为公司主要客户之一 (2019年)

序号	客户名称	交易产品	销售金额 (万元)	占主营业务 收入比例
1	银川市金凤区凤林饲料加工厂	副产品	1,064.01	3.82%
	兰考凤林饲料有限公司		994.45	
2	北京正大蛋业有限公司	商品代雏鸡、商 品代育成鸡	1,225.48	3.78%
	兰州正大畜禽有限公司		183.63	
	慈溪正大蛋业有限公司		101.81	
	新疆正大食品有限公司		82.76	
	四川正大蛋业有限公司		68.79	
3	内蒙古卜蜂畜牧业有限公司	副产品	376.00	1.56%
4	潍坊市坊子区瑞祥养殖专业合作社	副产品	840.50	1.56%
4	王恒林	商品代雏鸡	668.71	1.24%
5	平山县西柏坡五丰蛋鸡养殖专业合作社	商品代雏鸡、商 品代育成鸡	638.66	1.18%
	作社			
合计			6,244.79	11.58%

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

表 2：大北农为公司主要供应商之一（2019年）

序号	供应商名称	主要供应产品	金额（万元）	占当期采购总额比例
1	路易达孚(中国)贸易有限责任公司	豆粕	1,483.71	6.17%
	路易达孚(天津)国际贸易有限公司		856.59	
2	石嘴山市惠农区益农优谷农产品流通专业合作社	玉米	1,924.34	5.08%
3	宁夏吉峰同德农机汽车贸易有限公司	设备	1,659.44	4.38%
4	山东四方新城农牧设备有限公司	工程、设备	1,622.99	4.28%
5	宁夏大北农业科技实业有限公司	饲料、材料	293.53	4.25%
	北京大北农业科技集团股份有限公司		465.66	
	郑州市大北农饲料科技有限公司		719.21	
	北京易富农商贸发展有限公司		134.11	
合计			9,159.58	24.16%

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

二、行业景气度上行，头部制种企业有望充分受益

（一）三、四季度鸡蛋价格有望维持高位，提振养殖户补栏需求

2019年非洲猪瘟肆虐导致猪肉价格大涨，鸡蛋替代效应增强，蛋价持续走高显著提升养殖户补栏积极性，据卓创资讯，2020年4月底全国蛋鸡存栏增至13.70亿羽峰值，造成鸡蛋供应过剩，蛋价高位回落，加上2020年玉米、豆粕等饲料原料涨价抬高养殖成本，蛋鸡养殖效益下滑，行业进入亏损，养殖场鸡后补栏积极性差，导致2020年下半年开始在产蛋鸡存栏持续降低。目前行业去产能成效显著，据卓创资讯，2021年7月全国在产蛋鸡存栏11.72亿羽，环比减少1.02%，同比减少9.64%。

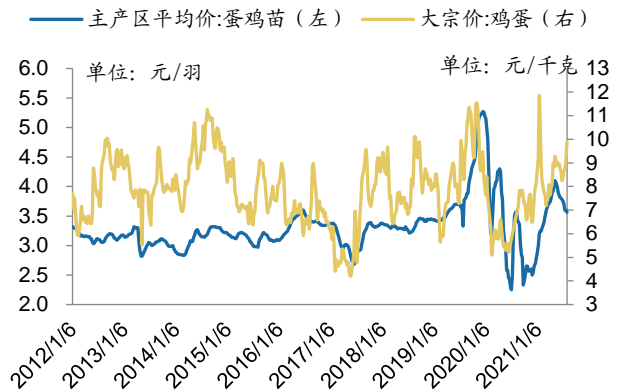
在饲料成本高位态势下，中秋备货带来的鸡蛋需求旺季临近，叠加蛋鸡存栏处于低位，对三季度蛋价形成有利支撑。由于养殖户会根据蛋价调整蛋鸡补栏和淘汰节奏，因此在供给端相对平稳前提下，鸡苗需求总体上跟随蛋价变化趋势。预计三季度高位蛋价对养殖户补栏积极性有所提振，需求的增加有望抬升鸡苗价格，在产蛋鸡存栏亦将触底回升，但由于上半年补栏不积极，下半年在产存栏增幅空间有限，四季度蛋价预计继续维持高位。下半年行业有望呈现较高景气度，全年行业总体处于盈利状态。

图 11: 2016年-2021年7月全国在产蛋鸡存栏量变化



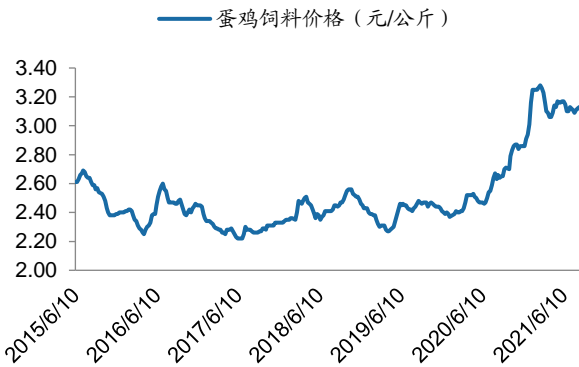
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图 12: 2012年-2021年7月蛋鸡苗均价和鸡蛋价格变化



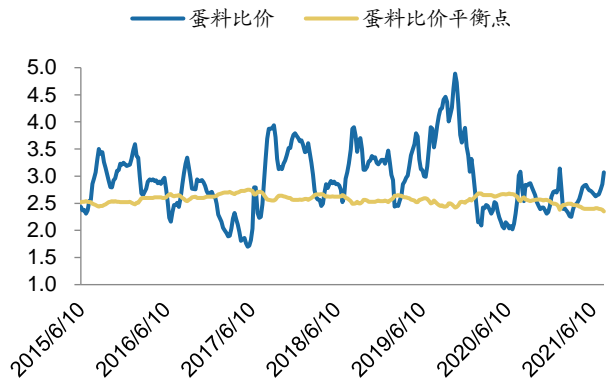
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 2020年下半年至今蛋鸡饲料价格走高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 2021年4月以来行业蛋料比价高于平衡点

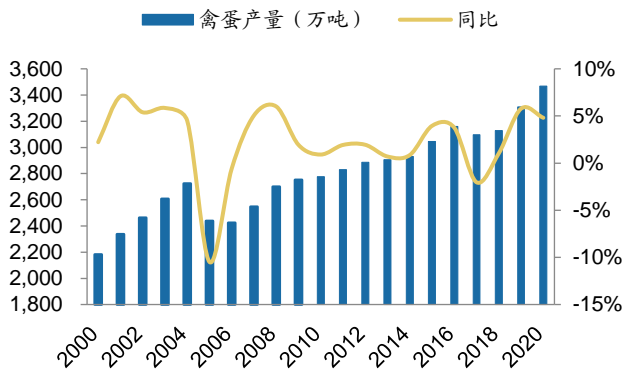


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 禽蛋需求刚性增长, 加工消费提供新增长空间

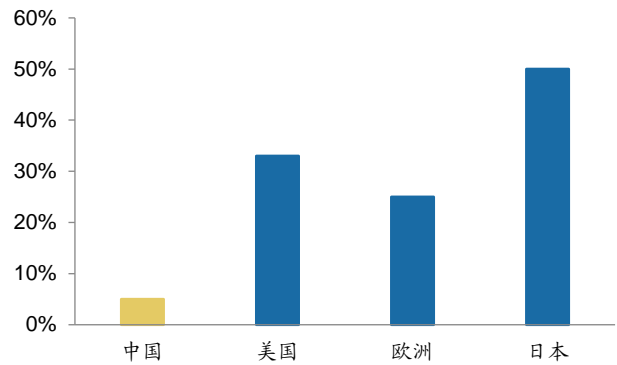
据国家统计局数据, 2010-20年我国禽蛋产量年均复合增速为2.3%, 2020年尽管受新冠疫情影响, 禽蛋消费仍同比增长4.6%, 达3449万吨。随着城乡居民收入水平提高及居民消费不断升级, 禽蛋消费预计平稳增加, 据农业部发布的《中国农业展望》。从消费形式看, 我国的鸡蛋消费目前仍以鲜蛋消费形式为主, 加工占比不足5%, 同美国33%、欧洲25%、日本50%的蛋制品加工占比水平相比差距较大; 且我国的加工蛋制品中80%为传统再制蛋(皮蛋、咸蛋等), 液蛋、蛋粉等深加工比例不足20%。随着禽蛋加工技术的不断提升, 国内烘焙、餐饮、医药行业快速发展, 将有效促进禽蛋加工业快速发展, 加工消费类需求增速有望加快, 为蛋品消费提供新增长空间。

图 15: 2000-2020年我国禽蛋产量变化情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 主要国家蛋制品加工占鸡蛋消费比例对比



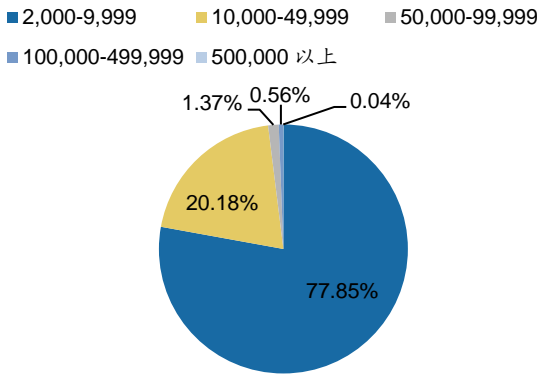
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

(三) 蛋鸡养殖规模化进程加速, 头部制种企业有望充分受益

商品代蛋鸡养殖产业格局分散, 规模化提升趋势明显。我国商品代蛋鸡养殖主体以中小规模养殖场为主, 大规模场存栏占比较低, 据晓鸣股份招股书显示, 2018年10万只以上的大规模养殖场共1029家, 占比仅为0.6%。近年来随着我国环保和鸡蛋安全生产的要求不断提高, 蛋鸡生产门槛大幅提升, 部分小规模蛋鸡养殖场关闭, 产业转型发展加速, 正大集团、北京德青源等大规模现代化蛋鸡生产一体化企业规模将持续提升。

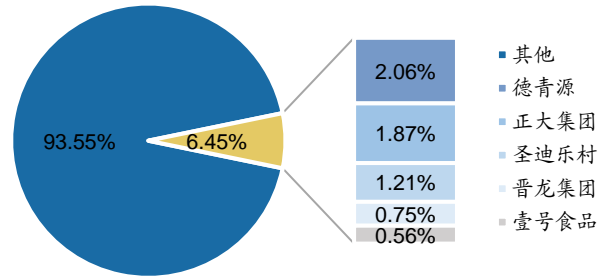
受益于蛋鸡养殖行业集中度提升, 上游头部蛋鸡制种企业的优势有望得到充分发挥, 获得更加稳固的客源。蛋鸡制种相较蛋鸡养殖行业较为集中, 2020年父母代蛋种鸡养殖企业数量约700家, 祖代蛋种鸡养殖企业数量为13家, 而全国覆盖型企业仅三家, 分别为北京华都峪口、河北华裕农科及宁夏晓鸣股份, 市占率分别约为40%、15%和12.5%。全国型制种企业具有产品质量高、性能稳定、渠道覆盖广等特点, 能够为规模化养殖场提供稳定优质的种苗产品, 因此有望优先受益于下游养殖集中度提升, 充分发挥出竞争优势。

图 17: 2018年不同规模蛋鸡养殖场数量比例



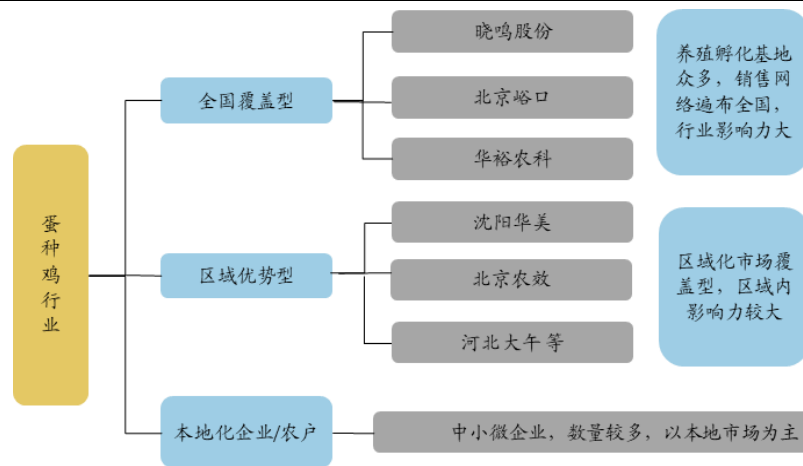
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 18: 2020年蛋鸡养殖行业CR5仅为6.5%



数据来源: 《全球禽业洞察》莱伽传媒, 饲料行业信息网, 广发证券发展研究中心

图 19: 蛋鸡制种行业格局



数据来源: 晓鸣股份 2021 半年报, 广发证券发展研究中心

表 3: 蛋鸡制种行业前三强企业情况比较

公司	规模	品种来源及主要品种	经营模式
北京市华都峪口禽业有限责任公司	饲养原种 7 万羽, 祖代规模 40 万套, 父母代规模 500 万套, 年提供商品代雏鸡逾 4 亿羽, 市占率 40%	自主培育, 京红、京粉、京白系列	笼养, 自养
华裕农业科技有限 公司	祖代蛋种鸡规模 12 万套, 父母代规模约 200 万套, 年提供商品代雏鸡逾 1.5 亿羽, 市占率 15%	国外引进, 海兰褐、海兰灰、罗曼灰	笼养, 自养+代养
宁夏晓鸣农牧股份 有限公司	祖代蛋种鸡规模 10 万套, 父母代规模逾 180 万套, 年提供商品代雏鸡逾 1.4 亿羽, 市占率 12.5%	国外引进, 海兰褐、海兰白、海兰粉、海兰灰	平养, 自养

数据来源: 公司招股书, 国际畜牧网, 广发证券发展研究中心

三、养殖效能优势扩大，高速扩张未来可期

(一) 外引良种+科学养殖，为增效奠定坚实基础

国外引种为公司养殖效能和产品品质奠定坚实基础。国外蛋鸡品种在产蛋性能、垂直传播疾病净化水平等方面明显优于国产品种，据中国畜牧业协会数据显示，进口祖代蛋种鸡产能利用率较国产品种始终高出100%以上，市场认可度高。公司采用美国海兰国际公司选育的海兰系列良种高产蛋鸡品种，据2020年年报，海兰公司是全球最大的蛋鸡育种企业，产品极富竞争力，在世界祖代、父母代蛋种鸡市场的份额达50%以上。公司自成立之初便与海兰公司建立良好的合作关系，拥有长期稳定的合作历史。近年来公司根据国际形势调整引种国，包括加拿大、美国、西班牙等，并提高引种频次，以确保获得充足稳定的优质种源。

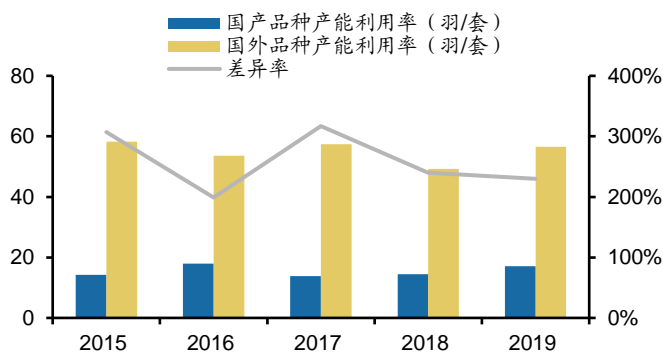
养殖模式上，公司借鉴美国主流经验，集成创新“全网面高床平养”蛋种鸡福利养殖模式，相较于国内主流笼养模式，能够更充分发挥种鸡的自然习性，显著提高种鸡的健康水平，利用物竞天择、优中选优提升种蛋质量；综合公司养殖场所处西北荒漠地区的天然地理优势，种鸡产蛋效能得到进一步提升，近年公司单位在产父母代种鸡存栏对应的商品代雏出栏量显著高于行业平均水平，彰显出较高的种蛋利用率。

表 4：近年公司祖代蛋种鸡引种情况

年份	引进国	批次	数量(只)	引进品种
2018	加拿大	3	55753	海兰褐
2019	加拿大	6	41902	海兰褐、海兰粉、海兰白
2020	加拿大	6	48972	海兰褐、海兰灰、海兰白
2021(截止6月底)	美国	6	50006	海兰褐、海兰灰、海兰白

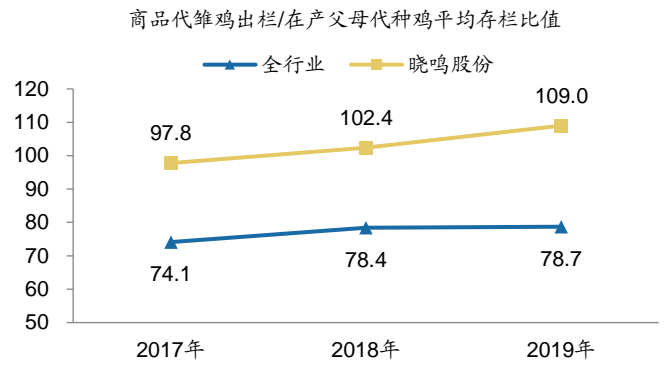
数据来源：中国畜牧业信息网，广发证券发展研究中心

图 20: 进口祖代蛋种鸡产能利用率远高于国产品种



数据来源: 中国畜牧业协会, 广发证券发展研究中心

图 21: 公司制种效率显著优于行业平均水平



数据来源: 《中国农业展望报告(2021-2030年)》农业农村部, 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 5: 公司“全网面高床平养”模式的创新点

创新环节	创新内容
饲喂系统	<ul style="list-style-type: none"> 采取相对鸡舍较远的专业化熟化饲料生产车间, 实施各生产阶段集中配料生产, 采取自主知识产权的封闭式饲料专用运输车辆将不同料号的饲料运输至各养殖场 养殖场饲喂系统采取赛盘式饲喂系统, 具备运输效率高、饲料分级程度低等特点
平养模式	<ul style="list-style-type: none"> 采取全部高床模式, 不设有地面和垫料, 同时安装栖架, 满足种鸡运动、跳跃和栖息行为需要, 加设沙浴池(盆)的方式, 满足蛋种鸡刨抓和沙浴的习性 高床漏粪地板材质采取竹制漏粪地板为主, 塑料漏粪地板为辅的方式, 竹制漏粪地板可作为蛋种鸡抓棒, 且冬暖夏凉, 更加符合蛋种鸡刨抓天性。
环控系统	<ul style="list-style-type: none"> 通风方式: 采取架面上+架面下同时负压通风模式, 该种方式有利于改善鸡舍空气质量、环境保护和鸡粪资源化利用 供暖方式: 采取自主知识产权的架下供暖(地暖)方式进行集中加温供热
福利富集系统	<ul style="list-style-type: none"> 针对每栋鸡舍均添加了栖架、沙浴、抓棒等环境富集设施, 提高养殖环境动物福利水平
集蛋系统	<ul style="list-style-type: none"> 采取自主设计木质产蛋箱的方式实施人工收集种蛋
清粪系统	<ul style="list-style-type: none"> 采取自主知识产权的机械刮粪系统, 采取 1-3 日进行清粪的方式提高鸡舍内空气质量, 降低硫化氢、氨气等有害气体浓度

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

表 6: 全网面高床平养相比于其他养殖模式的优势

其他养殖模式	全网面高床平养的优势	其他模式的劣势
传统笼养	鸡群可完全自由活动，减少非必须用药的频次，免疫、消化系统等均得到良好保护	笼养鸡群长期处于应激状态，免疫功能受抑制，骨骼脆弱
传统室内地面平养	无需垫料，避免致病菌污染、霉变等；将鸡群与粪便分离	需铺设垫料，存在霉菌污染和寄生虫滋生风险；鸡群与粪便接触易引起大肠杆菌、沙门氏菌病
舍外自由散养	封闭式鸡舍和人工可控鸡舍内小气候，避免极端天气等影响，养殖成本相对较低	易受外来疫病、掠食者、寄生虫及不可控因素侵扰，养殖生产成本大大增加

数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

图 22: 公司采用进口大箱体孵化器提升孵化效能



数据来源：广发证券发展研究中心

图 23: 公司获得国家高新技术企业认定

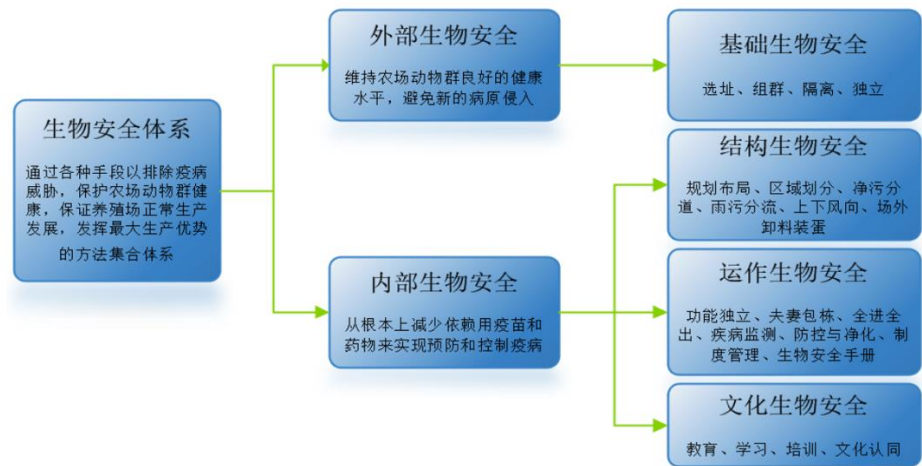


数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

(二) 减抗大背景下，公司高标准生物安全防控优势凸显

近年国家积极推进养殖环节减抗化，即减少养殖端对抗生素和激素等饲料添加剂的使用，养殖无抗化成为大势所趋，也因此对养殖过程的生物安全防控提出更高标准要求。公司一直以来将“打造中国蛋鸡产业生物安全第一品牌”的企业理念贯穿始终，在生物安全领域进行一系列创新，以贺兰山脉为天然屏障，同疫病形成良好的地理隔离，在此外部基础上构建起“全进全出”“单日龄农场”等内部生物安全运作模式。近年公司在卫生防疫工作上成果显著，青铜峡及闽宁养殖基地通过农业部蛋鸡无高致病性禽流感小区和无新城疫小区评估认定，成为国内首家通过此项认定的蛋鸡企业。公司的高标准生物安全体系契合国家无抗化趋势，能够在日益趋严的政策环境下充分发挥其自身优势，在同业竞争中脱颖而出。

图 24: 公司生物安全体系



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

表 7: 近年养殖环节减抗政策一览

日期	政策文件	主要内容
2021/2/25	《农业农村部关于落实好党中央、国务院2021年农业农村重点工作部署的实施意见》(一号文件)	推行农业绿色生产方式。推进兽用抗菌药使用减量化, 推广养殖减抗模式。
2020/9/18	农业农村部“关于加快实施养殖业减抗、替抗、无抗战略”的答复	鼓励支持有条件的地方加快实施养殖业减抗等行动, 给予相关养殖主体财政政策支持扶持和用药指导等技术服务。
2019/7/9	中华人民共和国农业农村部公告第194号	药物饲料添加剂退出计划正式确立, 规定自2020年1月1日起, 退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种
2018/5/20	农业农村部办公厅关于开展兽用抗菌药使用减量化行动试点工作的通知	力争通过3年时间, 实施养殖环节兽用抗菌药使用减量化行动试点工作, 推广兽用抗菌药使用减量化模式, 减少使用抗菌药类药物饲料添加剂, 兽用抗菌药使用量实现“零增长”, 兽药残留和动物细菌耐药问题得到有效控制。
2018/4/23	农业部关于启动2018年农业质量年工作的通知	新创建一批现代化示范牧场, 在100个畜禽养殖场组织开展兽用抗菌药减量使用示范创建。

数据来源: 农业农村部, 广发证券发展研究中心

图 25: 公司生物安全隔离区建设及实验室实景



数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 26: 公司实现蛋种鸡饲料卫生控制技术产业化



蛋鸡熟化饲料生产设备

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

表 8: 近年公司卫生防疫工作及所获成就

年份	成就
2014	公司成为首批全国十大国家蛋鸡良种扩繁推广基地之一
2015	公司成为首批全国两大“禽白血病净化示范场”之一
2018.8	公司荣获“国家高新技术企业”认定
2018.12	公司青铜峡养殖基地及闽宁养殖基地通过农业农村部蛋鸡无高致病性禽流感小区和无新城疫小区评估认定, 成为国内首家通过此项认定的蛋鸡企业

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

(三) 着力布局南方市场, 配套产能扩张加速推进

公司正稳步进行新增产能建设, 产能扩张未来可期。公司现有闽宁、青铜峡、阿拉善3个高标准蛋种鸡生态养殖基地, 下设4座祖代养殖场、22座父母代养殖场; 在宁夏、新疆、河南、吉林和陕西五省分别建有5座孵化厂, 并在河南兰考建立1座商品代育成鸡场。截至2021年6月底, 公司年可向市场推广商品代育成鸡约100万只、商品代雏鸡超过1.5亿只。按照招股书募投计划, 公司新增种鸡养殖场陆续建成投产后, 商品代产能年底预计达到近2亿只。

此外, 公司在加速扩张配套孵化场产能, 开辟南方新市场。公司计划在湖南常德西洞庭国家现代农业示范区设立南方种业中心, 主要建设两条全套自动化孵化生产线, 项目分两期建设, 一期项目拟投资1.5亿元, 预计今年开工。南方种业中心的建设是公司向南方市场乃至全国辐射的重要战略举措。未来公司计划在力争商品代雏鸡销售量保持20%以上的年均增长率同时, 继续加大在蛋种鸡养殖体系、孵化体系、疾病防治体系、人才管理与培养体系及品牌建设体系方面的资金投入, 不断提升生产效率和管理水平。

表 9: 公司生产设施及在建产能情况 (截止2020年6月)

生产设施	数量	年产能	所在地
祖代蛋种鸡养殖场	4	在产平均存栏量 33983 套	宁夏闽宁、青铜峡、新疆阿拉善
父母代蛋种鸡养殖场	22	在产平均存栏量 109.90 万套	宁夏闽宁、青铜峡、新疆阿拉善
孵化场	5	父母代种雏鸡产能 299.12 万羽， 商品代雏鸡产能 1.247 亿羽	宁夏闽宁、新疆五家渠、河南兰考、吉林长春、陕西三原
商品代育成鸡场	1	商品代育成鸡产能 96 万羽	河南兰考
蛋鸡消毒饲料加工厂	1	20 万吨饲料	宁夏闽宁

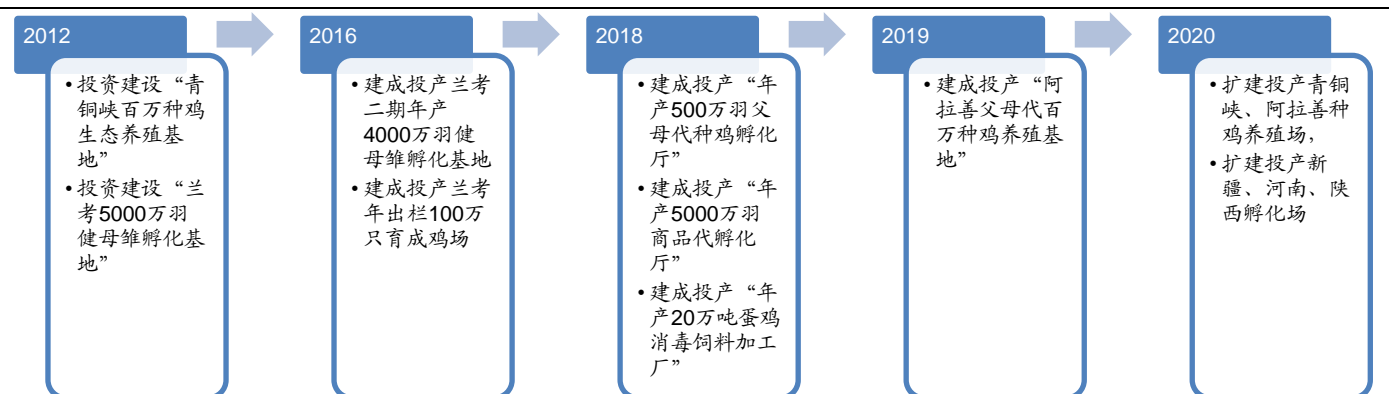
数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

表 10: 公司 IPO 募投项目情况

序号	项目	项目投资总额 (万元)	募集资金使用金额 (万元)	具体建设情况
1	阿拉善百万种鸡生态养殖基地项目	34,024.00	22,541.97	本项目计划建设期 48 个月, 分三期工程建设, 计划新建种鸡场 12 座, 每座含种鸡舍 8 栋, 共建种鸡舍 96 栋。本项目建成后, 可实现年存栏蛋种鸡 150 万套, 正常年产合格种蛋 36,900 万枚, 商品蛋 3,750 万枚。阿拉善百万种鸡生态养殖基地项目已开工建设, 预计 2022 年 6 月完成三期工程建设。
2	阿拉善种鸡养殖场建设项目	42,830.60	26,784.56	本项目计划建设期 36 个月, 计划新建三个分场, 分别为种鸡育雏育成分场、父母代种鸡测定分场、祖代种鸡养殖分场, 共建种鸡舍 96 栋。通过本项目建设, 可实现年存栏蛋种鸡 76 万套, 养殖父母代育成鸡 288 万套, 年产合格种蛋 18,696 万枚、商品蛋 1,900 万枚的生产能力。
3	闽宁养殖基地建设	5,772.52	5,772.52	本项目计划建设期 17 个月, 计划新建标准化父母代蛋种鸡舍 10 栋。通过本项目建设, 可实现年存栏蛋种鸡 14 万套, 年产合格种蛋 3,444 万枚、商品蛋 350 万枚的生产能力。
4	蛋鸡产业研究院建设项目	5,084.00	5,084.00	本项目计划建设期 6 个月, 新建蛋鸡产业研究院一座, 包含科研中心、物联网信息中心、蛋鸡博物馆、科普教育中心、营销中心、生产服务中心等生产科研附属设施。

数据来源: 公司招股书, 广发证券发展研究中心

图 27: 公司产能扩张时间线



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

我们假设：

- 2019年蛋种鸡行业景气度较高，据招股书数据，公司商品代雏鸡单羽毛利达1.5元/羽，2020年行业供给过剩导致蛋价苗价下行，叠加饲料成本上涨，造成公司单羽盈利有所下滑。预计2021年供给收紧推升行业景气度，2022年有望维持高景气，预计2021-2023年商品代雏鸡单位售价分别为3.50、3.50、3.40元/羽；当前饲料原料价格偏高，原材料成本短期维持相对高位，长期有望逐步下降，预计2021-2023年商品代雏鸡单位成本分别为2.10、2.05、2.00元/羽。
- 2019-20年公司商品代雏鸡出栏量分别为1.20、1.43亿羽。考虑公司募投项目陆续建成投产，产能逐步释放，预计2021-2023年出栏量分别为1.7、2.0、2.4亿羽。

基于以上假设，我们预计2021-23年公司EPS分别为0.68/0.88/1.06元。参考行业估值水平，考虑到公司为我国蛋鸡行业首家上市公司，给予公司2021年PE估值35倍，对应合理价值23.70元/股，给予“买入”评级。

表 11：公司商品代雏鸡业务收入与成本分拆

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售量（万只）	11,980	14,324	17,000	20,000	24,000
单位售价（元/只）	3.57	2.95	3.50	3.50	3.40
单位成本（元/只）	2.04	1.80	2.10	2.05	2.00
单位毛利（元/只）	1.53	1.15	1.40	1.45	1.40
商品代雏营业收入（万元）	42,776	42,204	59,500	70,000	81,600
商品代雏营业成本（万元）	24,453	25,813	35,700	41,000	48,000
毛利润（万元）	18,324	16,390	23,800	29,000	33,600
毛利率	42.8%	38.8%	40.0%	41.4%	41.2%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 12：公司商品代雏鸡业务对EPS影响的敏感性分析（单位：元/股）

	单羽盈利（元/羽）									
	-0.25	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25
1.5	-0.20	0.20	0.40	0.60	0.80	1.00	1.20	1.40	1.60	1.80
1.7	-0.23	0.23	0.45	0.68	0.91	1.13	1.36	1.59	1.81	2.04
1.9	-0.25	0.25	0.51	0.76	1.01	1.27	1.52	1.77	2.03	2.28
2.1	-0.28	0.28	0.56	0.84	1.12	1.40	1.68	1.96	2.24	2.52
2.3	-0.31	0.31	0.61	0.92	1.23	1.53	1.84	2.15	2.45	2.76
2.5	-0.33	0.33	0.67	1.00	1.33	1.67	2.00	2.33	2.67	3.00
2.7	-0.36	0.36	0.72	1.08	1.44	1.80	2.16	2.52	2.88	3.24
2.9	-0.39	0.39	0.77	1.16	1.55	1.93	2.32	2.71	3.09	3.48
3.1	-0.41	0.41	0.83	1.24	1.65	2.07	2.48	2.89	3.31	3.72

数据来源：广发证券发展研究中心

表 13: 行业内可比公司估值情况 (盈利预测均采用Wind一致预期, 股价对应9月14日收盘价)

证券代码	公司简称	股价 (元/股)	EPS (元/股)		PE	
			2021E	2022E	2021E	2022E
002458.SZ	益生股份	10.50	0.27	0.37	38.9	28.4
002299.SZ	圣农发展	19.18	0.98	1.64	19.6	11.7
002746.SZ	仙坛股份	6.88	0.19	0.46	36.2	15.0
平均值					31.6	18.3

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

(一) 重大疫病风险

自有蛋种鸡在养殖过程中若发生疾病, 将导致自有鸡群的整体健康状况和生产性能大幅下降, 病死鸡出现率增加, 给公司直接带来经济损失; 家禽养殖行业若爆发大规模疫病, 将导致消费者对相关产品的消费心理恐慌, 降低相关产品的需求量, 影响公司的产品销售。

(二) 原材料价格波动风险

饲料原料中玉米、豆粕所占比重较大, 一旦玉米和豆粕市场价格大幅上升, 将导致公司单位生产成本提高, 毛利率下降, 同时压缩下游养殖户的利润空间, 降低其养殖的积极性, 进而减少公司产品的市场需求量, 对公司的经营业绩产生不利影响。

(三) 蛋价波动风险

我国大多数蛋鸡养殖经营者的抗风险能力弱, 市场预判能力不足, 往往根据鸡蛋当前的市场行情决定补栏或空栏。长期来看, 这种滞后的市场行为直接导致鸡蛋价格周期性地发生较大幅度的波动, 进而影响公司商品代雏鸡的销售价格。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	13,077	13,033	18,593	18,957	23,122
货币资金	4,183	4,353	8,081	7,559	10,632
应收及预付	1,476	1,980	1,833	1,996	2,164
存货	7,042	6,397	8,319	9,025	9,934
其他流动资产	377	302	359	377	391
非流动资产	64,394	74,410	94,199	111,525	128,324
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	47,807	59,584	76,653	91,769	106,468
在建工程	6,144	2,014	4,014	5,614	7,214
无形资产	2,225	2,731	3,251	3,861	4,561
其他长期资产	8,218	10,081	10,281	10,281	10,081
资产总计	77,471	87,443	112,791	130,481	151,446
流动负债	15,161	14,152	18,194	18,552	18,950
短期借款	0	2,894	2,000	1,900	1,800
应付及预收	10,131	4,518	8,609	9,024	9,470
其他流动负债	5,030	6,740	7,585	7,628	7,680
非流动负债	5,839	11,794	15,843	16,826	17,809
长期借款	2,121	11,016	12,999	14,982	16,965
应付债券	2,876	0	0	0	0
其他非流动负债	842	779	2,844	1,844	844
负债合计	20,999	25,946	34,036	35,377	36,759
股本	14,051	14,051	18,751	18,751	18,751
资本公积	17,428	17,428	17,428	17,428	17,428
留存收益	24,994	30,019	42,564	58,896	78,459
归属母公司股东权益	56,472	61,497	78,742	95,075	114,638
少数股东权益	0	0	13	29	49
负债和股东权益	77,471	87,443	112,791	130,481	151,446

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	18,583	8,487	22,810	24,665	29,371
净利润	11,060	5,025	12,708	16,529	19,883
折旧摊销	9,430	7,106	6,302	7,754	9,271
营运资金变动	-2,321	-4,479	3,104	-428	-594
其它	413	835	697	810	811
投资活动现金流	-17,808	-16,754	-26,006	-24,987	-25,963
资本支出	-16,028	-16,754	-25,513	-24,604	-25,692
投资变动	-1,790	0	0	0	0
其他	10	0	-493	-384	-272
筹资活动现金流	-4,407	8,638	6,924	-200	-335
银行借款	1,801	14,575	1,090	1,883	1,883
股权融资	0	0	4,700	0	0
其他	-6,208	-5,937	1,134	-2,083	-2,218
现金净增加额	-3,633	371	3,728	-522	3,073
期初现金余额	7,615	3,983	4,353	8,081	7,559
期末现金余额	3,983	4,353	8,081	7,559	10,632

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	40.6%	0.1%	31.9%	15.8%	15.0%
营业利润增长	592.4%	-53.7%	149.8%	30.3%	20.4%
归母净利润增长	586.1%	-54.9%	152.6%	30.1%	20.3%
获利能力					
毛利率	38.5%	26.9%	34.4%	36.1%	36.3%
净利率	20.5%	9.3%	17.8%	20.0%	21.0%
ROE	19.7%	8.2%	16.1%	17.4%	17.3%
ROIC	17.5%	7.0%	13.5%	14.9%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	27.1%	29.7%	30.2%	27.1%	24.3%
净负债比率	37.2%	42.2%	43.2%	37.2%	32.1%
流动比率	0.86	0.92	1.02	1.02	1.22
速动比率	0.38	0.40	0.53	0.50	0.66
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.62	0.63	0.63	0.63
应收账款周转率	43.84	50.05	52.14	56.15	60.83
存货周转率	7.66	8.44	8.56	9.14	9.55
每股指标 (元)					
每股收益	0.79	0.36	0.68	0.88	1.06
每股经营现金流	1	1	1	1	2
每股净资产	4.02	4.38	4.20	5.07	6.11
估值比率					
P/E	-	-	24.81	19.08	15.86
P/B	-	-	4.00	3.31	2.75
EV/EBITDA	-	-	16.62	13.12	10.91

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	53,941	54,002	71,222	82,491	94,894
营业成本	33,182	39,489	46,717	52,703	60,432
营业税金及附加	63	79	114	148	190
销售费用	5,157	4,864	6,196	7,012	7,781
管理费用	2,541	2,142	2,849	3,217	3,606
研发费用	2,002	2,070	2,493	2,805	3,132
财务费用	68	482	656	746	736
资产减值损失	-91	-279	-10	-20	-30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	10	0	7	16	28
营业利润	10,915	5,056	12,629	16,450	19,804
营业外收支	146	-31	80	80	80
利润总额	11,061	5,025	12,709	16,530	19,884
所得税	0	0	1	1	1
净利润	11,060	5,025	12,708	16,529	19,883
少数股东损益	-85	0	13	17	20
归属母公司净利润	11,145	5,025	12,695	16,512	19,863
EBITDA	20,552	12,555	19,654	25,013	29,871
EPS (元)	0.79	0.36	0.68	0.88	1.06

广发证券农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 周舒玥：研究助理，中国人民大学学士，约翰霍普金斯大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。