

晓鸣股份 (300967): 蛋种鸡龙头持续扩张, 雄鸡一鸣晓畅天下

2022年2月24日

推荐/首次

晓鸣股份 公司报告

源起西北的蛋种鸡龙头企业。晓鸣股份是我国蛋鸡行业第一股, 主营商品代蛋雏鸡。公司源起西北, 养殖区位优势显著。自2011年成立以来公司持续扩张养殖和孵化产能、扩大蛋种鸡养殖品种, 形成了独有的“集中养殖、分散孵化、面向全国”战略布局, 现已成长为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。2020年, 公司销售商品代雏鸡1.43亿羽, 国内市占率达到了12.52%。未来公司将力争商品代雏鸡销量保持20%以上的年均增速, 以满足公司不断提升市占率和追求全周期盈利的经营策略。

商品蛋鸡行业集中度持续提升, 头部蛋种鸡企业有望充分受益。目前我国蛋鸡行业市场空间已达百亿规模, 未来有望随着国民健康饮食理念逐步深入发展和与城镇化持续推进带动鸡蛋消费增长和蛋鸡行业空间整体扩容。而随着下游蛋品深加工和品牌化持续发展, 以及商品蛋鸡养殖规模化趋势持续推进, 商品蛋鸡行业集中度有望持续提升。对于下游规模化蛋企而言, 在产能持续扩张和全国化布局的背景下, 能够获得高品质、稳定的鸡苗供给是十分重要的。因此具备全国化布局的头部蛋种鸡企业有望凭借在生产和销售端的双重竞争优势充分受益。

生产和销售优势突出, 蛋种鸡龙头正式起航。从生产端来看, 公司坚持从海外引进良种, 独创“集中养殖、分散孵化”经营模式, 依托优越的养殖区位优势, 形成了以“全网面高床平养”福利养殖模式为代表的完善的生物安全体系。在孵化阶段, 公司采用国外先进孵化设备与“单阶段大箱体精准孵化技术”, 有效提高了种蛋孵化率和雏鸡质量。**受益于公司突出的养殖和孵化优势, 公司养殖和孵化效率优异, 产品品质和业务成本均保持稳定。**

从销售端来看, 公司顺应下游蛋鸡养殖规模化发展趋势, 采取经销与直销相结合的销售方式, **持续深化与下游大客户的合作, 进一步提升公司产品在头部养殖企业的占有率。**公司在“集中养殖、分散孵化”的基础上建立了覆盖全国的销售网络。目前公司正积极加速布局南方市场, 有望实现全国化销售布局进一步完善, 进一步提升公司在销售端的强大布局优势。叠加公司对养殖和孵化产能的持续高速扩张, 公司未来增长可期。

公司盈利预测及投资评级:我们预计公司2021-23年净利润分别为0.87、1.11和1.21亿元, 对应EPS分别为0.47、0.59和0.65元。当前股价对应21-23年PE值分别为44.49、35.03、32.05倍, 首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示: 动物疫病风险、商品雏鸡价格波动、公司产能扩张不及预期等。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	539.41	540.02	712.92	848.53	928.03
增长率(%)	40.59%	0.11%	32.02%	19.02%	9.37%
归母净利润(百万元)	111.45	50.25	87.49	111.13	121.47
增长率(%)	568.53%	-54.57%	74.11%	27.03%	9.30%
净资产收益率(%)	19.74%	8.17%	10.57%	12.20%	12.12%
每股收益(元)	0.79	0.36	0.47	0.59	0.65
PE	26.73	58.67	44.49	35.03	32.05
PB	5.25	4.83	4.70	4.27	3.88

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是一家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、雏鸡销售、技术服务于一体的“引、繁、推”一体化科技型蛋种鸡龙头企业。主营业务包括祖代蛋种鸡、父母代蛋种鸡养殖, 父母代种雏鸡、商品代雏鸡及其副产品销售, 商品代育成鸡养殖及销售等。

资料来源: 公司公告、Wind

未来3-6个月重大事项提示:

2022-02-28 临时股东大会召开

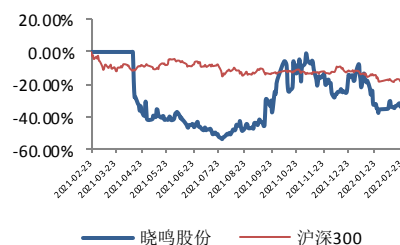
发债及交叉持股介绍:

2021-12-01 公司公告拟发行可转债

交易数据

52周股价区间(元)	30.95-14.31
总市值(亿元)	53.53
流通市值(亿元)	13.42
总股本/流通A股(万股)	18,751/18,751
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	21.04

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 程诗月

010-66555458 chengsy_yjs@dxzq.net.cn
 执业证书编号: S1480519050006

研究助理: 孟林

010-66554073 menglin@dxzq.net.cn
 执业证书编号: S1480120080038

目 录

1. 源起西北的蛋种鸡龙头企业	5
1.1 蛋鸡行业第一股，主营商品代蛋雏鸡	5
1.2 深耕蛋鸡行业多年，市占率快速提升	6
1.3 股权结构稳定，拥有正大、大北农等重要股东	8
2. 蛋鸡行业：短期看周期，长期看成长	8
2.1 短期：蛋鸡行业波动明显，22 年补栏周期有望持续回暖	8
2.1.1 蛋鸡生长繁育周期较长，周期性波动明显	8
2.1.2 在产蛋鸡存栏低位，22 年补栏周期有望持续回暖	9
2.2 长期：商品蛋鸡行业集中度持续提升，头部蛋种鸡企业有望充分受益	10
2.2.1 需求端：蛋鸡市场长期有望扩容，蛋品深加工带来商品蛋鸡行业集中度持续提升	11
2.2.2 供给端：商品代养殖规模化趋势持续演进，头部蛋种鸡企业有望充分受益	13
3. 生产和销售优势突出，蛋种鸡龙头正式起航	14
3.1 生产端：外引良种叠加养殖孵化模式创新筑牢公司生产端强大优势	14
3.1.1 坚持引进海外良种，持续获得下游规模化养殖企业青睐	14
3.1.2 独创“集中养殖、分散孵化”经营模式，养殖、孵化优势突出	15
3.1.3 拓展育成鸡市场，增强公司下游获客能力	17
3.1.4 养殖和孵化效率优异，业务成本保持稳定	18
3.2 销售端：深化与下游大客户合作，加速布局南方市场	21
3.2.1 经销与直销结合，持续深化与下游大客户合作	21
3.2.2 加速布局南方市场，产能扩张未来可期	22
4. 公司盈利预测及投资评级	25
5. 风险提示	26
相关报告汇总	28

插图目录

图 1：公司主要业务流程	5
图 2：2014-2020H1 公司主营结构 单位：百万元	6
图 3：公司商品代蛋雏鸡销售均价变化	6
图 4：公司历年营收变化 单位：百万元	6
图 5：公司历年归母净利润变化 单位：百万元	6
图 6：公司发展历程	7
图 7：公司商品代雏鸡销售数量	7
图 8：公司商品代雏鸡市占率快速提升	7
图 9：公司股权结构	8
图 10：蛋鸡产业整体结构	9
图 11：蛋鸡繁育流程	9
图 12：鸡蛋价格波动 单位：元/千克	9

图 13: 全国在产祖代蛋种鸡年平均存栏	10
图 14: 全国在产父母代蛋种鸡存栏	10
图 15: 在产商品代蛋鸡存栏量变化	10
图 16: 商品代鸡苗销量和养殖户空栏率	10
图 17: 2000-2021 年全国禽蛋产量	11
图 18: 中国居民平衡膳食宝塔	11
图 19: 2013-2020 年中国居民人均蛋类消费量	12
图 20: 我国城镇化率和农村居民收入持续增长	12
图 21: 我国蛋品加工比例较低	12
图 22: 蛋品深加工应用行业广泛	12
图 23: 不同规模的蛋鸡养殖场数量比例（2018 年）	13
图 24: 2021 年度中国市场蛋鸡企业前六强	13
图 25: 2020 年全国祖代鸡更新量 CR4	14
图 26: 我国蛋种鸡行业竞争格局	14
图 27: 2011-2020 年祖代蛋种鸡更新国内外品种占比	15
图 28: 国产与进口祖代在产蛋种鸡全年产能利用率比较	15
图 29: 我国引进祖代鸡不同品种数量 单位：只	15
图 30: 公司历年海外引种数量及占全国比例	15
图 31: 公司目前生产布局	16
图 32: 公司生物安全体系	17
图 33: 公司大箱体孵化器	17
图 34: 雏鸡孵化后红外线断喙	17
图 35: 公司商品代育成鸡营收变化	18
图 36: 公司商品代育成鸡毛利率较低	18
图 37: 公司蛋种鸡产蛋率维持在较高水平	18
图 38: 公司蛋鸡制种能力处于行业领先水平	18
图 39: 非笼养系统下鸡群饲料消耗量大 单位：千克/10 枚	19
图 40: 公司种鸡料蛋比保持基本稳定	19
图 41: 公司种蛋孵化能力稳定	19
图 42: 2017-2020H1 公司商品代雏鸡单位成本	20
图 43: 2017-2020H1 公司商品代育成鸡单位成本	20
图 44: 2017-2020H1 公司父母代雏鸡单位成本	20
图 45: 公司整体毛利率变化	20
图 46: 2020 年开始蛋鸡饲料成本持续上涨 单位：元/千克	20
图 47: 公司商品代雏鸡经销与直销收入占比	21
图 48: 公司商品代雏鸡经销与直销单价对比 单位：元/羽	21
图 49: 公司各层次直销客户销售金额占比	22
图 50: 公司各层次直销客户数量占比	22
图 51: 华北、华东和西北地区是公司目前主要销售区域	23
图 52: 公司目前营销事业部结构	23

图 53：公司股权激励计划对鸡产品销售量要求	24
图 54：公司股权激励计划对净利润要求	24

表格目录

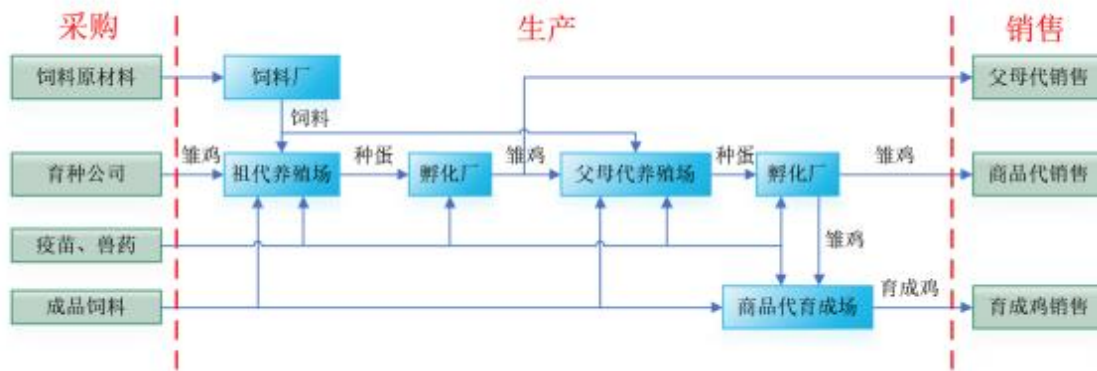
表 1：公司销售产品类型	5
表 2：公司全网面高床平养模式与其他模式相比的优势	16
表 3：2017-2020H1 公司前五大客户	22
表 4：公司分公司业务覆盖范围	23
表 5：公司产能高速扩张	24
表 6：公司主要业务未来预测	25

1. 源起西北的蛋种鸡龙头企业

1.1 蛋鸡行业第一股, 主营商品代蛋雏鸡

蛋鸡行业第一股。宁夏晓鸣股份是一家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、雏鸡销售、技术服务于一体的“引、繁、推”一体化科技型蛋种鸡龙头企业, 也是我国蛋鸡行业第一股。公司主营业务为祖代蛋种鸡、父母代蛋种鸡养殖, 父母代种雏鸡、商品代雏鸡及其副产品销售, 商品代育成鸡养殖及销售。公司目前主要经营的蛋种鸡品种包括海兰褐、海兰白、海兰灰、海兰粉和罗曼褐、罗曼粉共**两类六种**, 是中国规模化海兰祖代、父母代种鸡养殖基地之一。

图 1: 公司主要业务流程



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

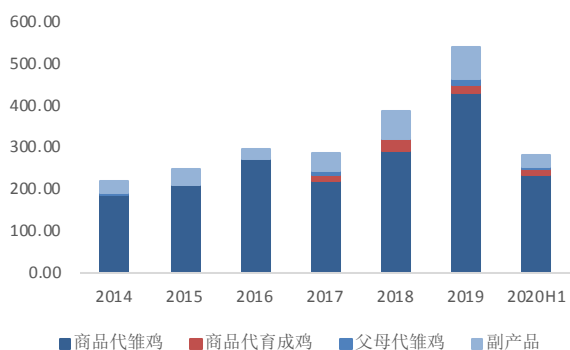
主营产品代蛋雏鸡。公司产品包括父母代种雏鸡、商品代雏鸡及其副产品和商品代育成鸡等, 主要销售商品代蛋雏鸡。2020 年受在产蛋鸡存栏高位、新冠疫情下鸡蛋消费不佳等影响, 鸡蛋价格大幅下降, 养殖户补栏情绪低迷, 商品代雏鸡价格下滑, 叠加玉米等饲料原料价格上涨, 公司业绩有所承压。2021 年随着鸡蛋价格逐步上涨, 公司商品代雏鸡销售价格企稳回升, 同时公司新建种鸡场陆续投产, 产能逐步释放, 量价齐增驱动公司业绩整体增长。2021 年前三季度, 公司共实现营收 5.34 亿元, 同比增长 25.14%, 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 53.52%。

表 1: 公司销售产品类型

产品	产品介绍	主要客户	用途
商品代雏鸡	1 日龄的商品代蛋雏鸡, 可以根据客户需求于出壳当日提供红外断喙、免疫接种等个性化服务	蛋鸡养殖户、大中型蛋鸡养殖企业	用于生产养殖
商品代育成鸡	商品代雏鸡饲养达 10 周龄以上后进行销售, 客户购买后可直接转入产蛋鸡舍进行养殖	自身不具备育雏能力的养殖户或养殖企业	用于生产养殖的成熟期商品代蛋鸡
父母代种雏鸡	1 日龄的父母代种雏鸡, 可以根据客户需求于出壳当日提供红外断喙、免疫接种等个性化服务	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
副产品	包括淘汰鸡、公雏、二等母雏、鲜蛋、无精蛋、死胎蛋、毛蛋、鸡粪等	个体商贩、加工类企业等	养殖、加工等

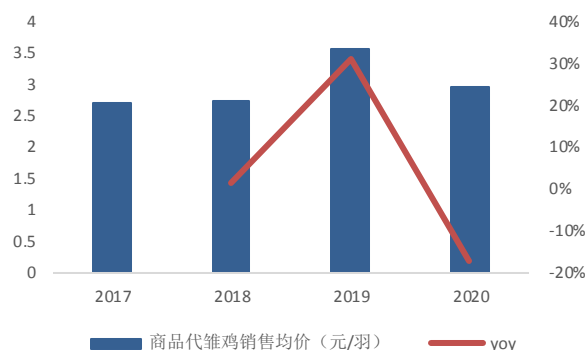
资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

图 2：2014-2020H1 公司主营结构 单位：百万元



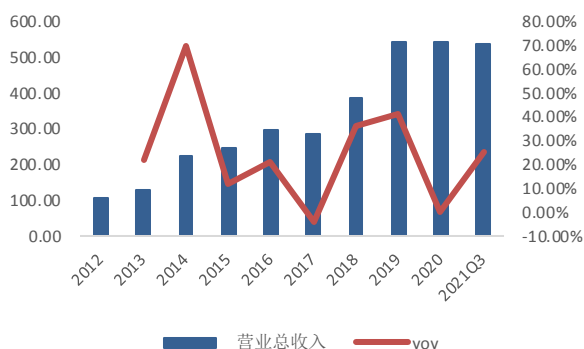
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 3：公司商品代蛋雏鸡销售均价变化



资料来源：公司招股书，公司年报，东兴证券研究所

图 4：公司历年营收变化 单位：百万元



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 5：公司历年归母净利润变化 单位：百万元



资料来源：WIND，东兴证券研究所

1.2 深耕蛋鸡行业多年，市占率快速提升

深耕蛋鸡行业多年。公司成立于2011年，源起西北，承接了公司创始人魏晓明先生原家族企业“晓鸣生态”的经营性资产和业务。自成立以来，公司持续扩张养殖和孵化产能、扩大蛋种鸡养殖品种，并在巩固原有西北市场的基础上进一步拓展全国销售市场和蒙古国出口市场，形成了公司独有的“集中养殖、分散孵化、面向全国”战略布局，现已成长为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。

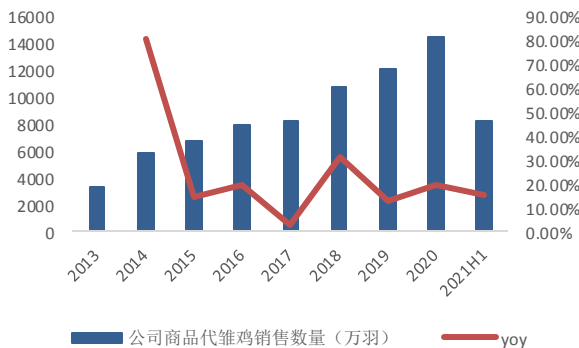
图 6：公司发展历程



资料来源：公司招股书，公司官网，东兴证券研究所

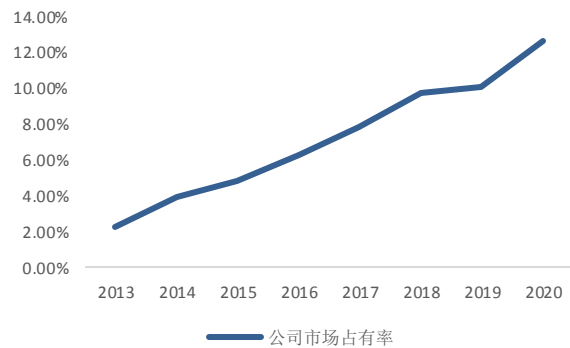
产能逐步扩张，市占率快速提升。随着公司产能逐步扩张，公司在我国蛋鸡行业的市占率也逐步提升。从公司商品代雏鸡销量来看，2013年公司实现雏鸡销量3251.31万羽，仅占当时全国市场的2.19%，到2020年，公司销售商品代雏鸡1.43亿羽，市占率达到了12.52%，成为行业中规模最大、最具影响力的企业之一。2013-2020年，公司商品代雏鸡销量CAGR为23.59%。2021年上半年，公司共销售商品代雏鸡8200.63万羽，同比增长15.21%。根据公司产能扩张规划的指引，在行业平稳发展情况下，未来公司将力争商品代雏鸡销量保持20%以上的年均增速，以满足公司不断提升市占率和追求全周期盈利的经营策略。

图 7：公司商品代雏鸡销售数量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：公司商品代雏鸡市占率快速提升



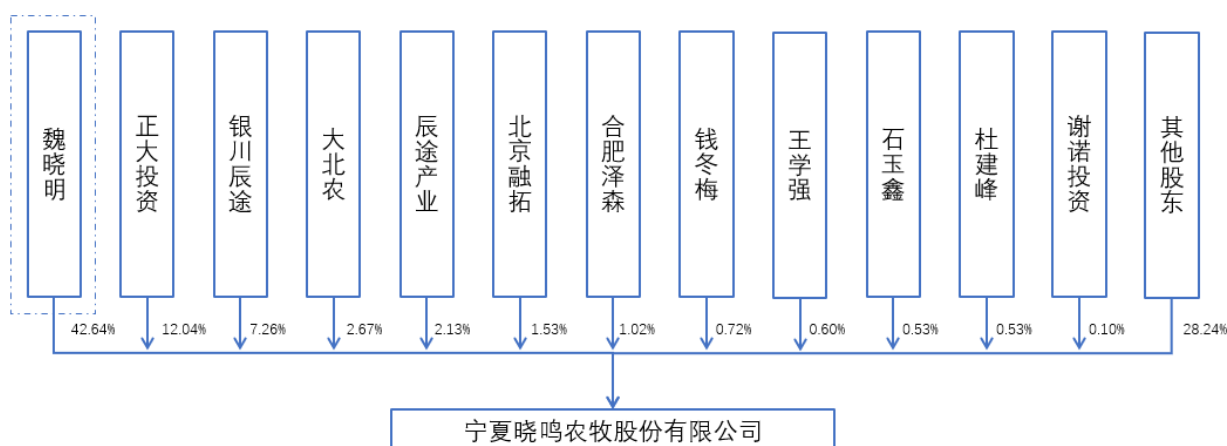
资料来源：公司年报，东兴证券研究所注：按销量计

1.3 股权结构稳定，拥有正大、大北农等重要股东

公司股权结构稳定，实控人目前持股 42.64%。公司创始人、董事长兼总经理魏晓明先生 1985 年毕业于西北农学院畜牧系，从青年时代就开始从事畜牧业、蛋鸡制种产业，创业 30 年至今，始终专注于蛋鸡行业，坚持打造“中国蛋种鸡产业领导者”和“中国蛋鸡产业生物安全第一品牌”。2016 年，公司先后引进了大北农和正大投资等重要供应商和客户入股。我们认为，公司引进上下游供应商和客户入股，有利于进一步密切公司与其关联合作，持续拓展公司业务规模。

图 9：公司股权结构

实际控制人



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

2. 蛋鸡行业：短期看周期，长期看成长

我国是全球鸡蛋第一大生产国和消费国，自 1980 年代开始鸡蛋产量就始终居世界首位。庞大的下游鸡蛋消费市场带来了蛋鸡行业广阔的市场空间。我们认为，蛋鸡行业需要从短期和长期两个角度整体把握。短期以周期性为主，长期需要更多关注行业的成长性。

2.1 短期：蛋鸡行业波动明显，22 年补栏周期有望持续回暖

我们认为，蛋鸡行业周期波动较为明显，短期受供给端种鸡养殖规模和需求端下游鸡蛋消费市场带动的养殖户补栏需求影响显著。我们判断，考虑到全国在产父母代蛋种鸡存栏 21 年下半年快速增长，商品代雏鸡短期供给端较为充足。但需求端当前在产蛋鸡存栏处于历史地位，有望为鸡蛋价格提供持续支撑，养殖户雏鸡补栏需求有望持续好转，22 年蛋鸡补栏周期有望持续回暖。

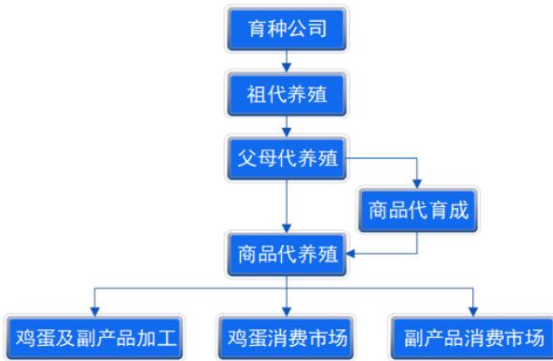
2.1.1 蛋鸡生长繁育周期较长，周期性波动明显

作为家禽产业的重要组成部分，蛋鸡产业与肉鸡产业相似，也遵循从原种鸡、曾祖代鸡、祖代鸡、父母代鸡、商品代鸡的代际繁育流程。产业链的最上游是育种公司，而最下游则是鸡蛋、副产品消费市场及相关加工业。从行业供需角度看，由于蛋鸡金字塔式的育种特点，因此行业整体供给能力主要由祖代鸡养殖规模决定，

一套祖代蛋种鸡一般能够提供约 4800 羽商品代蛋鸡。而行业整体需求水平则主要由鸡蛋消费市场及加工产业需求决定, 其中鸡蛋价格的变化对蛋鸡养殖利润的影响十分明显, 进而影响行业供需格局变化。

此外, 蛋鸡的生长繁育周期较长, 一般来说, 从祖代鸡育雏开始, 到商品蛋鸡进入产蛋期, 最早需要 75 周左右 (约一半年)。因此, 与其他农牧养殖行业一样, 蛋鸡行业也存在比较明显的周期性。我国蛋鸡行业跟随鸡蛋价格波动, 波动周期大致为 2-3 年一轮, 但受禽流感、非洲猪瘟等各种突发事件影响, 近年来波动周期并不稳定。

图 10: 蛋鸡产业整体结构



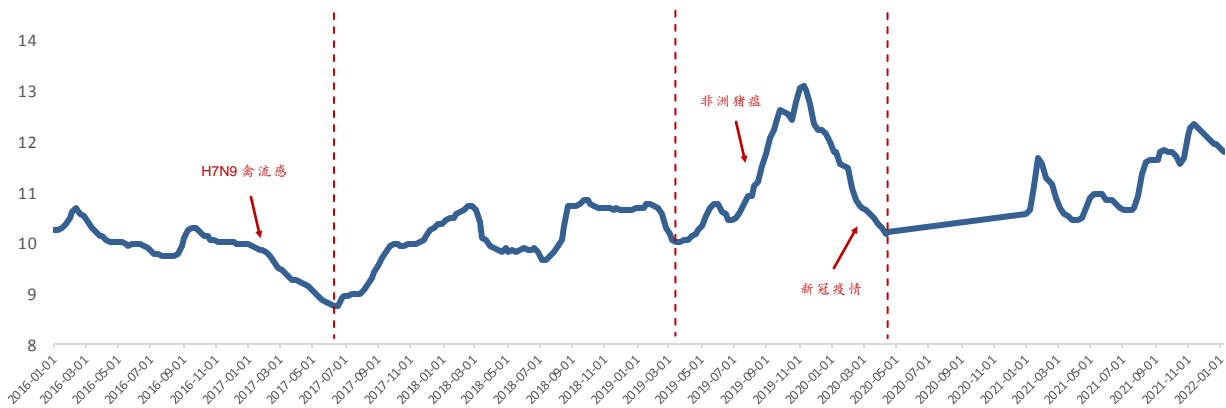
资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

图 11: 蛋鸡繁育流程



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

图 12: 鸡蛋价格波动 单位: 元/千克

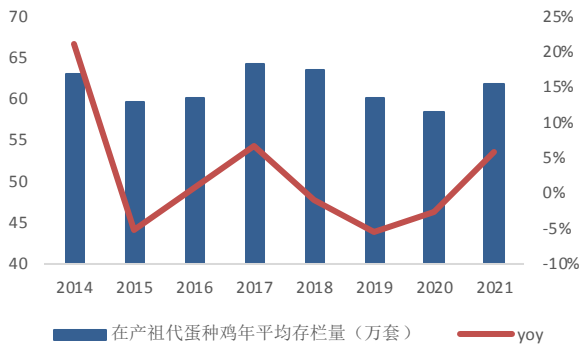


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.1.2 在产蛋鸡存栏低位, 22 年补栏周期有望持续回暖

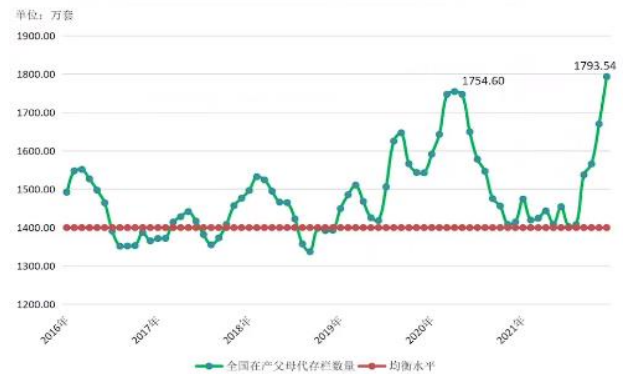
祖代产能逐步恢复, 父母代存栏 21 年下半年快速增长。祖代蛋种鸡存栏量是蛋鸡行业供给端的“总开关”。根据禽业协会数据, 2021 年全国在产祖代蛋种鸡平均存栏 61.73 万套, 同比增长 5.81%。在经历 19、20 连续两年的产能去化后祖代鸡产能开始逐步恢复。而父母代蛋种鸡存栏量是蛋鸡行业的另一个重要的先导性指标, 其反映了短期商品代蛋雏鸡的供给能力。根据协会数据, 2021 年全国在产父母代蛋种鸡平均存栏 1500.37 万套, 同比减少 -5.48%。但 2021 年下半年受父母代蛋雏鸡供应增加以及商品代盈利影响, 父母代蛋种鸡在产存栏快速上升, 至 2021 年末已达到 1793.54 万套。商品代雏鸡短期供给端较为充足。

图 13：全国在产祖代蛋种鸡年平均存栏



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所

图 14：全国在产父母代蛋种鸡存栏



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所

在产商品蛋鸡存栏低位，22年补栏周期有望持续回暖。根据卓创资讯监测数据，2022年1月全国在产商品代蛋鸡存栏约11.40亿只，同比下降4.81%，在产蛋鸡产能延续了自2020年开始的持续去化，存栏量处于近年来最低水平。从前期商品代雏鸡补栏情况看，虽然21年开始鸡蛋价格持续回升，但受饲料成本高企影响，养殖户并没有积极补栏，而是采取了延迟淘汰的策略。因此，短期内新鸡开产量不足，叠加年前老鸡集中淘汰，在产蛋鸡存栏仍将处于相对低位。根据卓创资讯监测数据，2022年1月份蛋鸡养殖户空栏率达到12.58%，同比增长2.83%，创近年新高。鸡蛋供给端短期增长较为有限，而需求端仍以传统季节性需求驱动为主。因此我们判断，2022年鸡蛋价格有望保持高位震荡，季节性因素仍会影响全年蛋价的运行节奏。当前在产蛋鸡存栏处于历史地位，有望为鸡蛋价格提供持续支撑，养殖户雏鸡补栏需求有望持续好转，22年蛋鸡补栏周期有望持续回暖。

图 15：在产商品代蛋鸡存栏量变化



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 16：商品代鸡苗销量和养殖户空栏率



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

2.2 长期：商品蛋鸡行业集中度持续提升，头部蛋种鸡企业有望充分受益

我们认为，长期看来，蛋鸡行业成长性明显。从需求端来看，目前我国蛋鸡行业市场空间已达百亿规模，未来有望随着国民健康饮食理念逐步深入发展和与城镇化持续推进带动鸡蛋消费增长和蛋鸡行业空间整体扩

容。特别是蛋品深加工和品牌化发展有望为鸡蛋消费带来进一步增长空间, 而更为重要的是, 头部蛋企有望实现快速扩张, 持续提升商品蛋鸡市场占有率。商品蛋鸡行业集中度有望持续提升。

从供给端来看, 蛋鸡产业链上下游专业化分工是目前行业的主流模式。下游商品代蛋鸡养殖环节集中度较低, 呈现出“大群体、小规模”的格局; 而上游蛋鸡制种环节集中度较高, 头部企业竞争优势明显。我们认为, 随着商品代蛋鸡养殖规模化趋势持续推进, 上游蛋鸡制种企业的客户群体有望快速发展, 从而带动企业持续扩张。而对于下游规模化蛋企而言, 在规模持续扩张和产能全国化布局持续进行的背景下, 能够获得高品质、稳定的鸡苗产品供给是十分重要的。因此, 在上游蛋种鸡企业中, 具备全国化覆盖布局的头部企业有望凭借自身在生产和销售端的双重竞争优势充分受益。

此外, 随着我国蛋鸡产业链专业化分工进程持续演进, 专业化商品育成鸡也逐渐发展成一种独立业态, 未来有望为企业带来进一步发展空间。

2.2.1 需求端: 蛋鸡市场长期有望扩容, 蛋品深加工带来商品蛋鸡行业集中度持续提升

蛋鸡需求端与下游鸡蛋消费市场紧密关联。根据禽业协会数据, 目前我国年均鸡蛋产量约为 1900 万吨。我们以一枚鸡蛋 50g 和蛋鸡产蛋率 1:300 来换算, 在不考虑淘汰日龄变化的情况下, 我国每年约需商品代蛋雏鸡 12.67 亿羽, 市场空间接近 40 亿元。再叠加父母代雏鸡、商品代育成鸡以及淘汰鸡市场, 我们认为, 目前我国蛋鸡行业总市场空间已经达到百亿规模。

禽蛋产量稳步增长, 健康饮食与城镇化推进带动蛋类消费持续提升。根据国家统计局数据, 2021 年全国禽蛋产量达到 3409 万吨, 2000-2021 年 CAGR 为 2.15%。除受疫情扰动的部分年份外, 我国禽蛋产量持续稳步增长。从人均消费来看, 2020 年全国居民人均蛋类消费 12.8 千克, 已经处于全球较高水平, 但仍没有达到“每天一个蛋”的膳食推荐标准。此外, 从结构看, 我国蛋类消费还存在较为明显的城乡差异。近几年我国城镇居民人均蛋类消费普遍比农村地区多 2kg 左右。我们认为, 随着我国国民生活水平持续提升, 健康饮食的理念逐步深入发展。再叠加城镇化持续推进, 农村居民收入持续提升, 农村地区蛋类消费差距有望补齐, 蛋类消费长期有望持续增长, 从而带来蛋鸡市场空间整体扩容。根据农业农村部发布的《“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划》, 到 2025 年, 禽蛋产量将稳定在 3500 万吨左右。

图 17: 2000-2021 年全国禽蛋产量



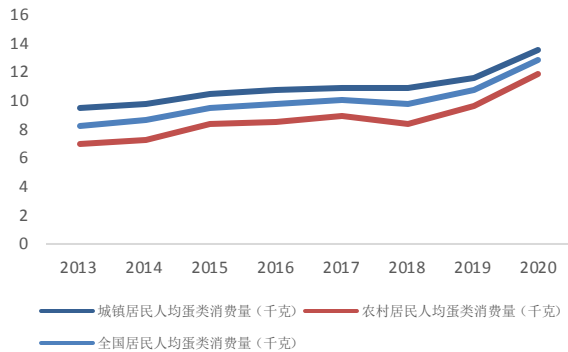
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 18: 中国居民平衡膳食宝塔



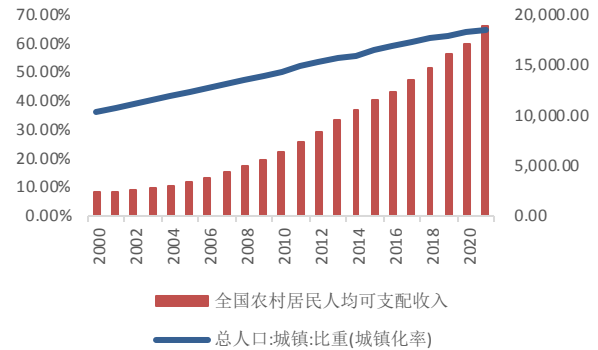
资料来源: 中国居民膳食指南, 东兴证券研究所

图 19：2013-2020 年中国居民人均蛋类消费量



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 20：我国城镇化率和农村居民收入持续增长

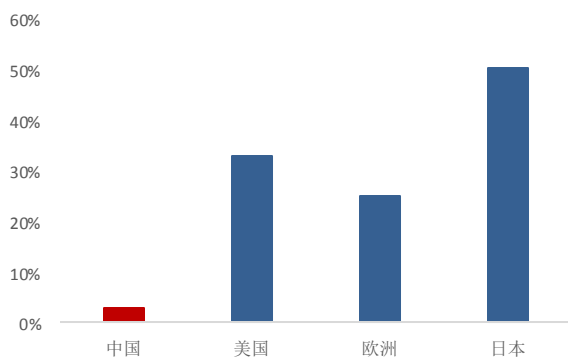


资料来源：国家统计局，Wind，东兴证券研究所

蛋品深加工和品牌化发展带来商品蛋鸡行业集中度持续提升。从消费结构看，鸡蛋消费可分为家庭、机构和深加工三大主要部分。受传统消费习惯影响，我国鸡蛋消费形式仍以家庭和机构“壳蛋”消费为主，加工所占比例不足 5%，与海外发达国家有较大差距。并且蛋制品的加工形式还相对较为简单，有 80% 是传统再制蛋，如皮蛋、咸蛋、糟蛋等，仅不到 20% 用于液蛋和蛋粉等深加工。各鸡蛋生产企业的蛋制品差异并不明显。蛋品的加工化、品牌化水平仍较低。

我们观察到，近年来，随着西式餐饮、烘焙等行业在我国快速发展，液蛋、蛋粉等蛋品加工产品受到越来越多企业的青睐；同时，随着消费群体年轻化和消费升级趋势持续演进，各种即拆即食的便捷蛋制品和具备创新性的休闲蛋制品也逐渐受到消费者的喜爱。蛋品加工业有望实现快速发展。根据中国畜产品加工研究会的数据，自 2008 年以来，我国液蛋产业发展年均增速达到 10%—15%，个别年份的增速甚至超过 20%。而在品牌化方面，随着黄天鹅等新兴蛋企的品牌化发展路线逐步收获成效，市场对高品质鸡蛋的需求市场逐步被发掘，蛋品品牌化发展有望持续推进。我们认为，我国蛋品深加工和品牌化发展前景广阔，未来蛋品深加工将在餐饮、烘焙、家庭消费、生物医药、美容保健等多个行业得到广泛应用，有望为鸡蛋消费带来进一步增长空间。而更为重要的是，头部蛋企有望实现快速扩张，持续提升商品蛋鸡市场占有率。商品蛋鸡行业集中度有望持续提升。

图 21：我国蛋品加工比例较低



资料来源：《蛋品世界》，东兴证券研究所

图 22：蛋品深加工应用行业广泛



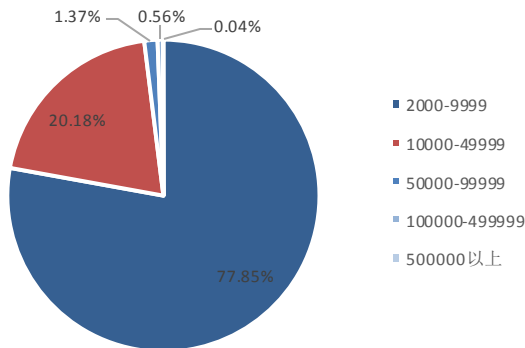
资料来源：东兴证券研究所

2.2.2 供给端：商品代养殖规模化趋势持续演进，头部蛋种鸡企业有望充分受益

蛋鸡产业链较长，目前专业化分工模式是主流。依据蛋鸡的代际繁育规律，蛋鸡行业产业链可划分为上游蛋鸡制种和下游商品代蛋鸡养殖两大部分。产业链各环节间分工协作并相互关联影响。根据企业所覆盖的产业链范围，蛋鸡行业中存在专业化分工的单一业务环节经营模式和蛋种鸡与商品代蛋鸡全产业链覆盖的纵向一体化经营模式两种模式。目前在我国商品代蛋鸡养殖集中度较低的状况下，专业化分工模式是主流。此外，随着我国蛋鸡产业链专业化分工进程持续演进，部分蛋鸡制种企业除销售商品代雏鸡外，还增加了雏鸡育成环节，专业化的商品代育成鸡养殖逐渐发展成了一种独立业态，规模不断壮大。

➢ 下游：商品代蛋鸡养殖模式持续变迁，规模化趋势持续演进。从下游商品代蛋鸡养殖环节看，自1980年代起，我国商品代蛋鸡的养殖模式历经了从传统农户散养到一体化生产基地、“公司+农户”与专门化养殖场户并存的逐步发展变迁。目前我国商品代蛋鸡养殖主体仍以中小规模养殖场户为主，总体呈现出“大群体、小规模”的行业格局。根据《中国畜牧兽医年鉴（2018年）》数据，全国10万只以上的大规模养殖场户仅占全部规模场的0.6%。但近年来随着国家环保要求逐步趋严、鸡蛋安全生产要求不断提升、以及持续推进养殖规模化和现代化的政策导向，商品代蛋鸡养殖规模化趋势持续演进，大量的小规模蛋鸡养殖场户陆续关闭，同时也新增了一批如正大集团、北京德青源等大规模现代化蛋鸡生产一体化企业，商品代蛋鸡养殖集中度有望持续提升。

图 23：不同规模的蛋鸡养殖场数量比例（2018年）



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图 24：2021年度中国市场蛋鸡企业前六强

企业名称	蛋鸡养殖规模
北京德青源	目前蛋鸡存栏2055万羽
正大集团	2020年商品蛋鸡规模预计近1700万羽
圣迪乐村	目前蛋鸡养殖规模逾1300万羽
晋龙股份	2020年末蛋鸡存栏量551万羽
厚德食品	旗下绿谷农业年存栏蛋鸡800万羽
壹号食品	2020年蛋鸡总存栏预计超800万羽

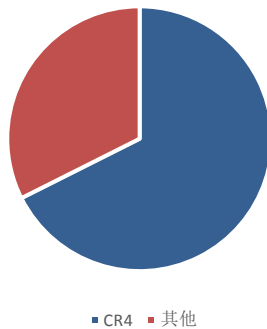
资料来源：全球禽业洞察，东兴证券研究所注：数据截至2021年6月

➢ 上游：种鸡行业集中度较高，头部企业竞争优势明显。从上游蛋鸡制种环节看，近年来，我国蛋种鸡行业整体发展水平提升较快，行业集中度较高。根据中国畜牧业协会数据，2020年国内从事祖代蛋种鸡养殖的企业共有13家，其中前四家企业合计占2020年全国祖代鸡更新量的67.59%。而单一父母代养殖企业目前约有700家左右，数量逐年减少。就竞争格局而言，国内蛋鸡制种企业可分为全国市场覆盖型、区域化市场覆盖型以及本地化企业户三种类型，目前实现全国市场覆盖的企业仅有北京峪口、晓鸣股份和华裕农科三家。全国化覆盖的企业拥有众多的养殖和孵化生产基地，同时建立了遍布全国的销售网络，在行业中影响力巨大，竞争优势明显。

我们认为，随着商品代蛋鸡养殖规模化趋势持续推进，上游蛋鸡制种企业的下游客户群体有望快速发展，从而带动企业持续扩张。而对于下游规模化蛋企而言，在规模持续扩张和产能全国化布局持续进行的背景下，

能够获得高品质、稳定的鸡苗产品供给是十分重要的。因此，在上游蛋种鸡企业中，具备全国化覆盖布局的头部企业有望凭借自身在生产和销售端的双重竞争优势充分受益。

图 25：2020 年全国祖代鸡更新量 CR4



资料来源：中国畜牧业协会，东兴证券研究所 注：前四家企业包括北京峪口、晓鸣股份、华裕农科以及河北大午

图 26：我国蛋种鸡行业竞争格局



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

3. 生产和销售优势突出，蛋种鸡龙头正式起航

公司是我国蛋种鸡龙头企业之一，自 2011 年成立以来历经多轮周期发展至今，已经成为行业中规模最大、最具影响力的企业之一。我们认为，公司具备蛋种鸡生产端和销售端的双重优势。叠加公司对养殖和孵化产能的持续高速扩张，公司未来增长可期。

3.1 生产端：外引良种叠加养殖孵化模式创新筑牢公司生产端强大优势

从生产端来看，公司坚持从海外引进良种，持续增强海外种源优势。在经营模式上，公司独创了“集中养殖、分散孵化”的业务模式，实现了在最适合养殖的区域养殖，在最贴近客户需求的地方孵化。在养殖阶段，公司依托优越的养殖区位优势，形成了以“全网面高床平养”福利养殖模式为代表的完善的内、外部生物安全体系，全面提升公司养殖端生物安全水平。在孵化阶段，公司采用国外先进孵化设备与“单阶段大箱体精准孵化技术”，有效提高了种蛋孵化率和雏鸡质量，为客户提供高品质雏鸡产品。养殖和孵化环节优势突出。此外，公司还通过拓展育成鸡市场，开展下游业务探索和尝试，持续增强公司下游获客能力。

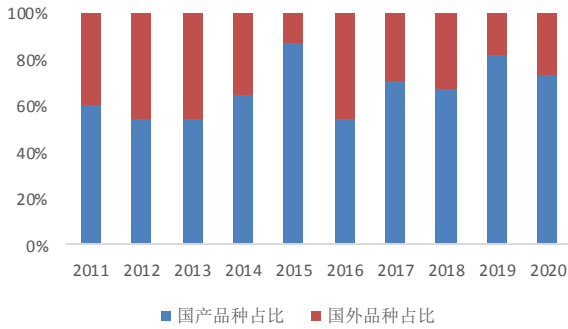
3.1.1 坚持引进海外良种，持续获得下游规模化养殖企业青睐

公司坚持引进海外良种。在蛋鸡种源方面，我国目前存在国内育种与海外引种两种模式的区分。在祖代鸡层面，国内育种占比较高，但国外引进品种在产蛋性能、垂直传播疾病净化水平等方面性能表现更好，产能利用率显著高于国产品种。就海外引进的具体品种来看，海兰、罗曼和伊莎系一直是我国引进海外祖代蛋种鸡的主要品种，其中美国海兰国际公司的海兰系品种占比最高。

公司目前经营的种鸡品种主要为海兰系，包括海兰褐、海兰白、海兰灰和海兰粉祖代蛋种鸡品种。此外，公司还从国内企业采购德国罗曼系罗曼褐和罗曼粉父母代蛋种鸡品种，进一步扩充养殖品种。公司自成立以来一直与海兰公司保持稳定的合作关系，是海兰公司在国内的主要合作伙伴之一。根据禽业协会数据，2021

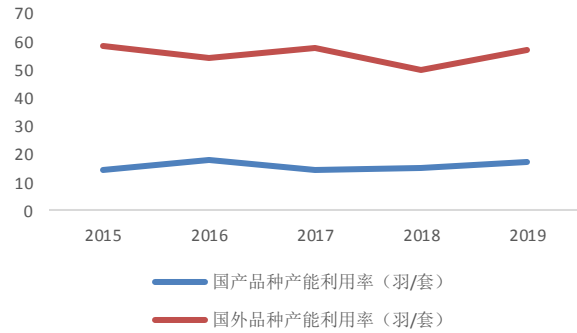
年公司分两批共引进海兰褐、海兰白、海兰灰近5万羽，占全国祖代蛋种鸡引种数量的29.79%。我们认为，公司持续从海外引进良种，受益于海外品种的优异性能，在商品代雏鸡层面公司的种源优势得以放大，助力公司雏鸡产品持续获得下游规模化养殖企业青睐。

图 27：2011-2020 年祖代蛋种鸡更新国内外品种占比



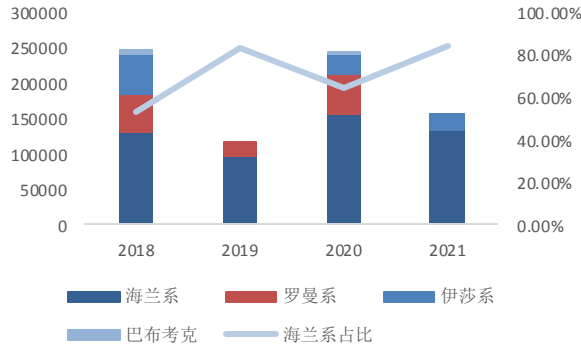
资料来源：中国畜牧业协会，东兴证券研究所

图 28：国产与进口祖代在产蛋种鸡全年产能利用率比较



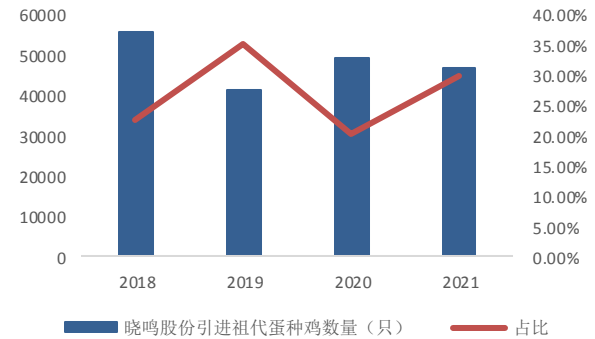
资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图 29：我国引进祖代鸡不同品种数量 单位：只



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所 注：数据为禽业协会监测全国主要企业引种数据

图 30：公司历年海外引种数量及占全国比例



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，东兴证券研究所 注：数据为禽业协会监测全国主要企业引种数据

3.1.2 独创“集中养殖、分散孵化”经营模式，养殖、孵化优势突出

在经营模式上，不同于行业主流生产经营模式——养殖孵化一体化模式，公司立足西北地区得天独厚的养殖条件，并基于快速拓展全国主要下游市场的考量，独创了“集中养殖、分散孵化”生产经营模式，将养殖环节与孵化环节分离，实现了“在最适合养殖的区域养殖，在最贴近客户需求的地方孵化”，能够避免在种鸡养殖环节和孵化环节疫病的相互交叉传染，在保证雏鸡产品品质的基础上，也更加贴近下游市场需求，降低运输成本。同时公司还可以针对下游客户需求，统筹养殖基地的生产计划，并根据各孵化厂的需求和产能配送种蛋，实现孵化产能持续高效利用，避免养殖和孵化产能不能合理匹配的问题，进一步提升公司运营效率。

图 31：公司目前生产布局



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

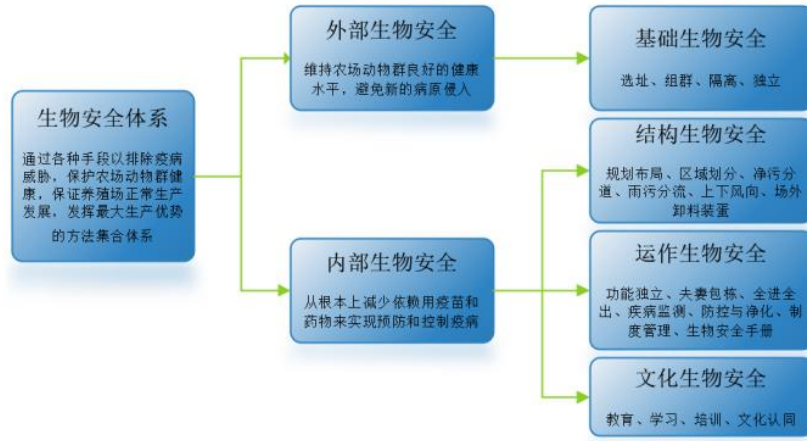
- **在养殖环节**，公司将祖代和父母代蛋种鸡养殖基地集中布局于贺兰山东西两麓的宁夏、青铜峡、阿拉善等荒原地区，充分利用了贺兰山脉的天然屏障优势和地广人稀的自然条件，养殖区位优势显著。公司以此为基础，通过养殖场科学规划建设、现代化生产设备投入、“全网面高床平养”福利养殖模式、“全进全出”和“单日龄农场”、“夫妻包栋、场长包场”、“哨兵鸡”预警等养殖生产管理体系，形成了完善的内、外部生物安全体系，全面提升公司养殖端生物安全水平。自 2011 年成立至今，公司未发生过包括禽流感在内的重大动物疫病疫情。2020 年 12 月，公司青铜峡养殖基地及宁夏养殖基地通过了农业农村部蛋鸡无高致病性禽流感小区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。2021 年 12 月，公司宁夏生态养殖基地通过了农业农村部第一批国家级动物疫病净化场认定，被评为国家级禽白血病净化场，再次获得国家级重要认定。我们认为，公司持续推进高标准生物安全体系建设，牢牢把握养殖企业发展的生命线，有望在“养殖减抗”政策背景下筑牢公司养殖端强大优势。

表 2：公司全网面高床平养模式与其他模式相比的优势

其他养殖模式	公司全网面高床平养模式的优势	其他养殖模式的劣势
传统笼养模式 (目前主要模式)	鸡群可完全自由的活动，提高了鸡群的健康程度，减少了非必须用药的频次和种类，其免疫系统、骨骼系统、神经系统、消化系统等均得到了良好的保护和性能发挥，符合动物福利养殖的相关要求	使蛋鸡处于一种长期应激状态，免疫功能受到抑制，骨骼脆弱，生理状况和身体物理状态变差
传统室内地面平养和一高两低网上平养	无需垫料，避免致病菌污染、霉变等风险，同时对清粪工作提供便捷，使鸡群与粪便分离，保障鸡群健康	需铺设垫料，存在致病菌污染和霉变、霉菌污染及寄生虫滋生等潜在威胁；鸡群与粪便频繁接触，存在大肠杆菌、沙门氏菌病等风险
舍外自由散养	采取封闭式鸡舍和人工可控鸡舍内小气候，不易受外界因素侵扰	易受到极端天气、掠食者、体内寄生虫、外来疫病等因素干扰

资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图 32：公司生物安全体系



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

- 在孵化环节，公司以区域市场需求为基础，在下游商品代蛋鸡养殖较为集中的区域分散布局孵化基地，将集中养殖基地生产的商品代种蛋运输至公司孵化基地进行分散孵化后销售。公司孵化厂全面配置了国外先进的现代化生产孵化设备。将国外单阶段大箱体精准孵化技术应用于国内规模化蛋鸡孵化领域，采用“全进全出”的入孵方式，有效解决了多阶段孵化中的种蛋交叉污染问题，并利用个性化精准的孵化技术参数设定对不同胚龄进行精细化孵化，精准满足鸡胚发育阶段的温度和湿度需求，使胚胎随时能处于最理想的孵化环境内，有效提高了种蛋孵化率和雏鸡质量，提高最终孵化质量，从而为客户提供高品质雏鸡产品。

图 33：公司大箱体孵化机



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图 34：雏鸡孵化后红外线断喙



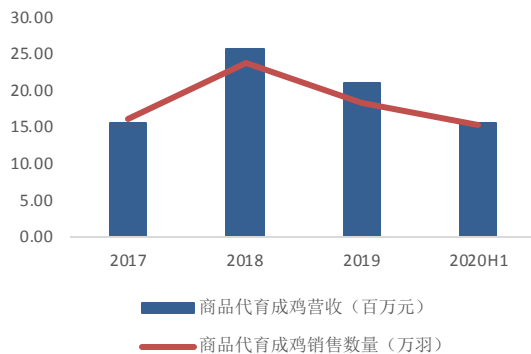
资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

3.1.3 拓展育成鸡市场，增强公司下游获客能力

公司顺应国内商品代育成鸡市场持续发展的趋势，于 2014 年成立子公司兰考晓鸣禽业有限公司，拓展下游商品蛋鸡育成业务，实现更多利润增长点。2016 年，兰考晓鸣孟寨年出栏 100 万只有育成鸡示范培训基地建成投产（实际产能 96 万羽）。2017 年，公司开始正式对外销售商品代育成鸡。目前，兰考晓鸣每年可生产商品代育成鸡 2-3 个批次。2019 年，公司销售商品代育成鸡 73.46 万羽，实现收入 2097.68 万元。

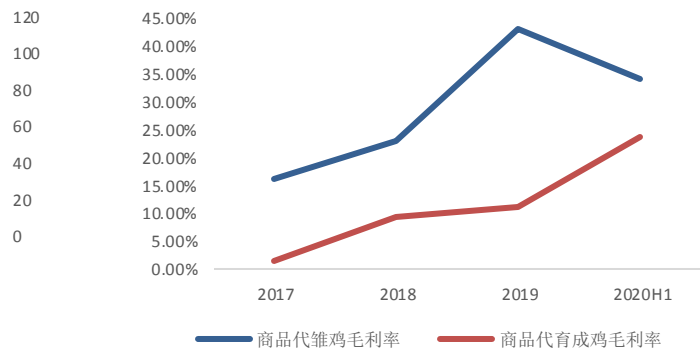
从育成环节盈利能力看，公司商品代育成鸡的毛利率不及雏鸡，主要原因系客户会衡量自己育雏育成与采购商品代育成鸡的成本差异，因此难以获得较高的毛利率。但育成鸡产品单价高、周期短，能够为公司带来短期超额收益和持续的现金流。我们认为，公司通过发展育成鸡环节，一方面开展下游业务探索和尝试，另一方面也通过向客户示范推广商品蛋鸡育成养殖技术，带动下游产业发展，进一步增强公司下游获客能力。

图 35：公司商品代育成鸡营收变化



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图 36：公司商品代育成鸡毛利率较低

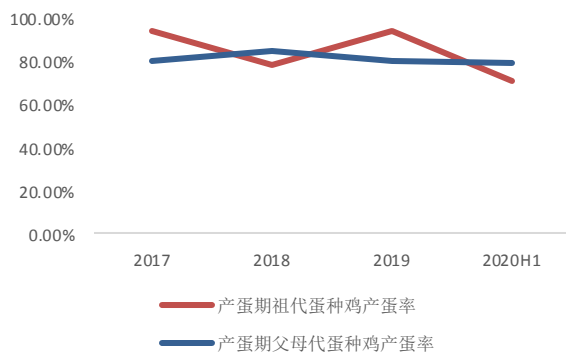


资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

3.1.4 养殖和孵化效率优异，业务成本保持稳定

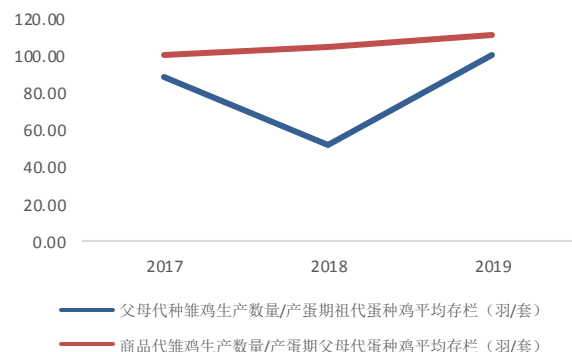
从养殖效率角度看，蛋鸡养殖行业的核心指标是蛋鸡的产蛋率和料蛋比，这两个数据分别代表了鸡群的产蛋能力和饲料转化为最终产蛋的效率。公司凭借自身在集中养殖、福利养殖模式和完善的生物安全体系的优势支撑下，在种鸡产蛋率和料蛋比方面均表现较好。**产蛋率方面**，公司祖代蛋种鸡受单批次养殖周龄影响，产蛋率有明显波动，但始终保持在 70% 以上；父母代则相对稳定，产蛋率均保持在 80% 左右的较高水平。反应到最终雏鸡产品层面，近年来公司父母代蛋种鸡存栏对应商品代雏鸡出栏量年均持续保持在 100 羽/套左右，显著高于行业平均水平（1:80）。祖代层面虽有波动，但在正常年份也保持在 80/羽套以上的水平，高于行业 1:60 的平均繁殖能力。**料蛋比方面**，公司近年来种鸡料蛋比也保持基本稳定，产蛋期种鸡的饲料消耗量与产蛋数量比例稳定在 1.4-1.55kg/10 枚的区间。

图 37：公司蛋种鸡产蛋率维持在较高水平



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图 38：公司蛋鸡制种能力处于行业领先水平



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图 39: 非笼养系统下鸡群饲料消耗量大 单位: 千克/10 枚

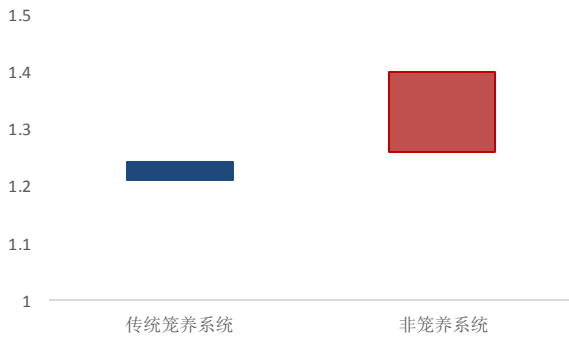
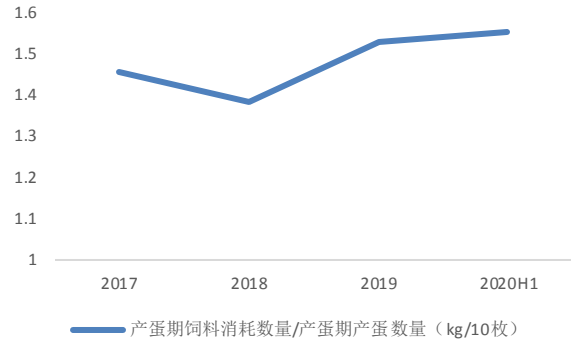


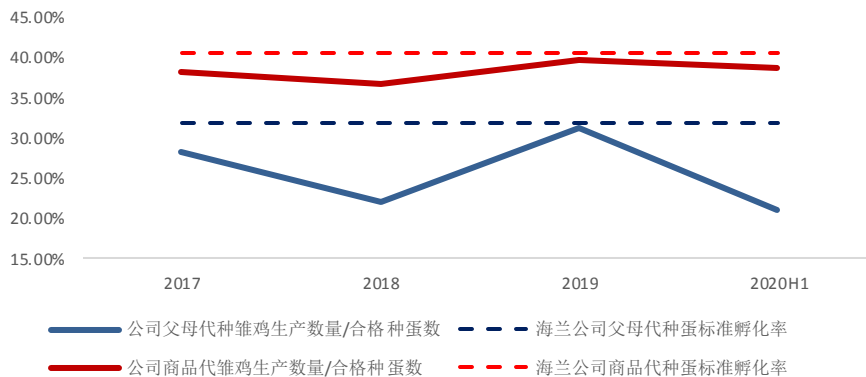
图 40: 公司种鸡料蛋比保持基本稳定



资料来源: 海兰公司《海兰褐蛋鸡饲养管理手册》, 东兴证券研究所注: 数据为 20-72 周龄商品代蛋鸡每生产 10 枚鸡蛋的饲料消耗量
资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所注: 此处不区分祖代和父母代鸡

从孵化能力角度看, 公司总体孵化水平表现优异, 特别是在商品代孵化方面, 受益于公司分散孵化模式、先进孵化设备以及单阶段大箱体精准孵化技术的应用, 公司商品代种蛋孵化能力持续保持稳定较高水平, 已经接近海兰公司蛋种鸡在指导饲养条件下体现出的标准生产性能。

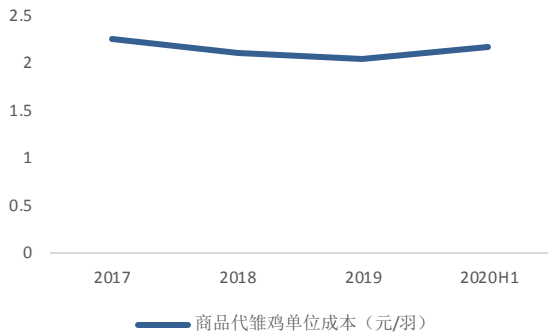
图 41: 公司种蛋孵化能力稳定



资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

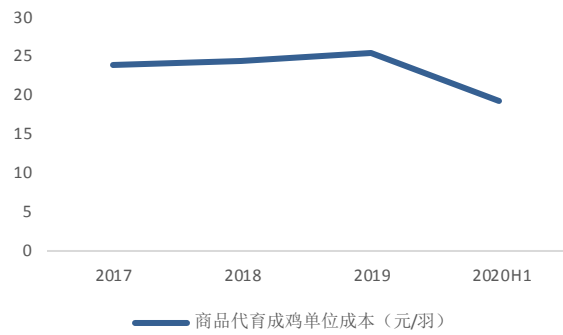
从最终业务成本角度看, 2017-2020H1, 公司主要经营产品的单位成本都保持基本稳定。其中商品代雏鸡单位成本稳定在 2 元/羽左右; 父母代雏鸡单位成本保持在 8 元/羽左右; 育成鸡单位成本受饲养周期缩短影响, 2020 年上半年有所下降。2020 年开始, 受饲料原料价格上涨等因素影响, 公司整体养殖成本有所上升, 叠加受 2020 年雏鸡销售价格下滑影响, 公司 2020 年整体毛利率出现下滑。

图 42: 2017-2020H1 公司商品代雏鸡单位成本



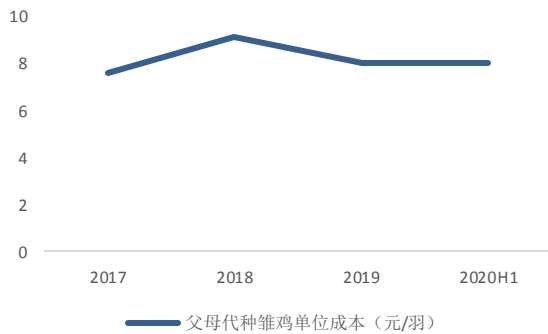
资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

图 43: 2017-2020H1 公司商品代育成鸡单位成本



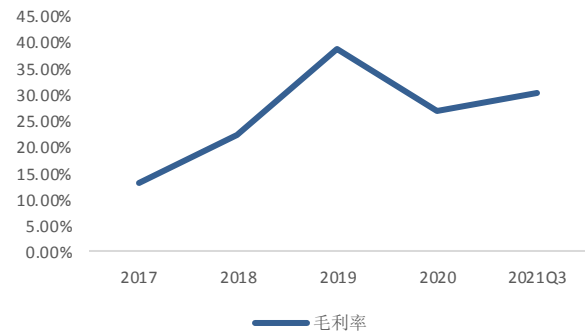
资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

图 44: 2017-2020H1 公司父母代雏鸡单位成本



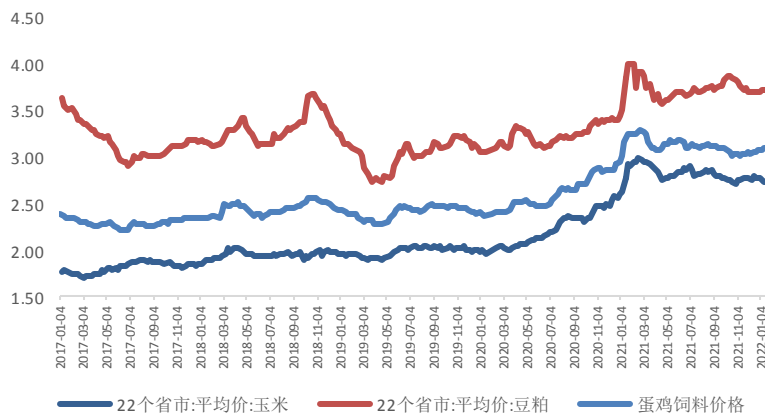
资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

图 45: 公司整体毛利率变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 46: 2020 年开始蛋鸡饲料成本持续上涨 单位: 元/千克



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

3.2 销售端：深化与下游大客户合作，加速布局南方市场

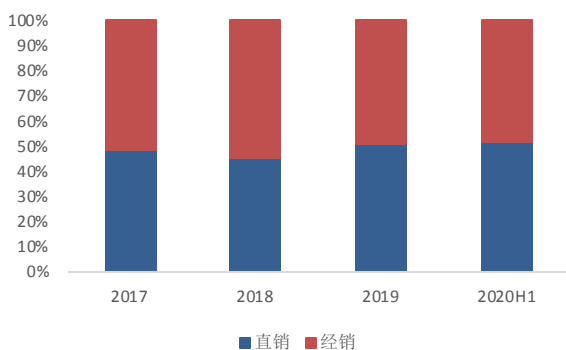
从销售端来看，公司顺应下游蛋鸡养殖规模化发展趋势，采取经销与直销相结合的销售方式，持续深化与下游大客户的合作，进一步提升公司产品在头部养殖企业的占有率。公司在“集中养殖、分散孵化”的基础上建立起了覆盖全国的销售网络。目前公司正积极加速布局南方市场，有望实现全国化销售布局进一步完善，进一步提升公司在销售端的强大布局优势。叠加公司对养殖和孵化产能的持续高速扩张，公司未来增长可期。

3.2.1 经销与直销结合，持续深化与下游大客户合作

在销售模式上，公司顺应下游商品代蛋鸡养殖规模化发展现状，采取经销与直销相结合的销售方式。一方面，通过经销方式，能够充分利用经销商在当地丰富的营销网络资源，提升公司商品代雏鸡在养殖下沉市场的覆盖广度；另一方面，通过直销方式，与规模化养殖客户签订年度框架协议，持续深化公司与下游大客户的合作，进一步提升公司产品在头部养殖企业的占有率。

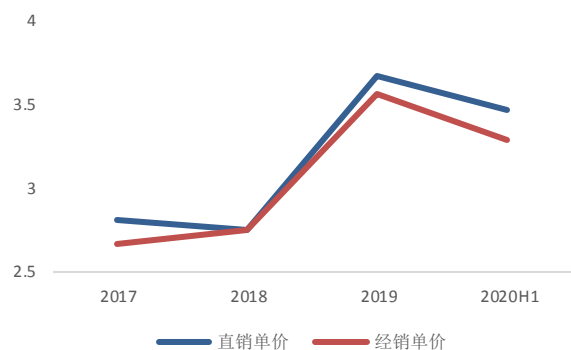
近年来，公司商品代雏鸡经销与直销收入整体占比较为稳定，但从销售单价来看，受益于直销模式下公司与大客户“点对点”销售，没有经销商中间环节的差价，公司能够获得相对更好的价格优势。公司在直销渠道持续拓展与大客户的合作，2017-2019年，公司销售金额在100万元以上的大客户比例持续上升。2017-2020H1，公司前五大客户中包括了北京德青源、正大集团、壹号食品等在内的多个国内蛋鸡养殖龙头企业。公司自2011年起即与正大集团开始业务合作，并于2016年引进正大投资入股，持续强化公司与下游重要客户的合作关系。

图 47：公司商品代雏鸡经销与直销收入占比



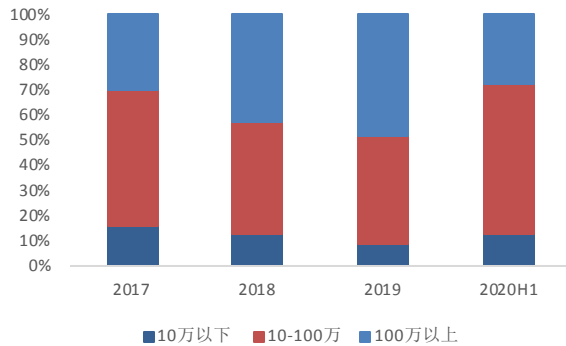
资料来源：公司招股书，东兴证券研究所 注：公司父母代雏鸡和商品代育成鸡产品主要通过直销模式销售

图 48：公司商品代雏鸡经销与直销单价对比 单位：元/羽



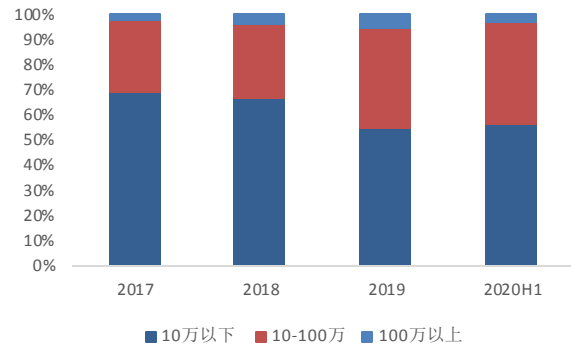
资料来源：公司招股书，东兴证券研究所 注：公司允许经销商加价不超过0.2元/羽

图 49：公司各层次直销客户销售金额占比



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所注：2020H1 由于统计仅上半年数据，部分全年采购超过 100 万的客户未计入

图 50：公司各层次直销客户数量占比



资料来源：公司招股书，东兴证券研究所注：2020H1 由于统计仅上半年数据，部分全年采购超过 100 万的客户未计入

表 3：2017-2020H1 公司前五大客户

	2017	2018	2019	2020H1
第一名	阳泉壹号食品	周凤林	银川凤林饲料、兰考凤林饲料 (周凤林)	北京德青源
第二名	周凤林	正大集团	正大集团	正大集团
第三名	正大集团	江苏牧青 (南通壹号食品)	潍坊瑞祥养殖合作社	兰考凤林饲料 (周凤林)
第四名	黄增亮	仇付录	王恒林	潍坊瑞祥养殖合作社
第五名	袁桂芳	韩恒元	西柏坡五丰蛋鸡养殖合作社	王恒林
合计占公司主营业务收入比例	9.46%	9.60%	11.58%	10.62%

资料来源：公司招股书、东兴证券研究所注：加粗标注的客户为采购公司产品代雏鸡、育成鸡，其中除王恒林外均为直销模式

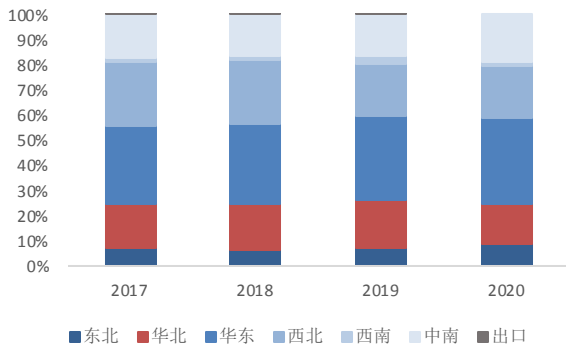
3.2.2 加速布局南方市场，产能扩张未来可期

加速布局南方市场，全国化销售布局进一步完善。公司在“集中养殖、分散孵化”的基础上已经建立起了覆盖河南、宁夏、吉林、甘肃等 30 多个省区的下游分销网络，产品覆盖全国市场，部分雏鸡和蛋品已经实现出口蒙古国。目前来看，公司收入主要集中于华北、华东、西北等北方传统蛋鸡养殖优势地区。但随着近年来蛋鸡主产区逐步由北向南转移，公司也开始积极布局南方市场。2021 年 6 月，公司公告拟在湖南常德投资建设南方种业中心（一期）项目并配套两条自动化孵化生产线，预计年孵化种蛋 3 亿枚，有望在实现公司孵化产能扩张的同时，进一步完善公司的全国化销售布局，加速向南方市场拓展，提升公司在销售端的强大布局优势。此外，在管理上，公司也将对目前营销事业部结构做出调整，从原先南北两个大区销售事业部细分为华东、华北、华西、新疆等地区事业部，进一步增强公司在销售区域的销售力度和服务。

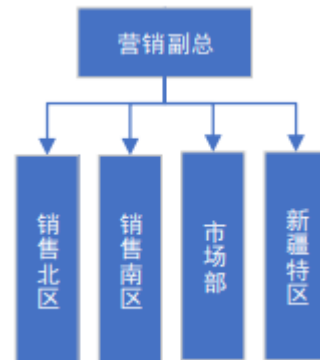
表 4: 公司分公司业务覆盖范围

	依托孵化厂	业务覆盖范围
公司本部	闽宁孵化厂	西北
五家渠分公司	五家渠孵化厂	西北
三原分公司	三原孵化厂	西北、西南
兰考分公司	兰考孵化厂	华北、华南、华东、华中、西南
长春分公司	长春孵化厂	东北
常德分公司 (拟设)	南方种业中心 (一期)	中南、华南、西南

资料来源: 公司招股书、公司公告、东兴证券研究所

图 51: 华北、华东和西北地区是公司目前主要销售区域


资料来源: 公司招股书, 公司年报, 东兴证券研究所 注: 2017-2019 数据按公司主营比例, 2020 年数据按公司总营收比例

图 52: 公司目前营销事业部结构


资料来源: 公司招股书, 东兴证券研究所

资本助力产能高速扩张, 未来增长可期。公司自成立以来持续扩张自身养殖和孵化产能。目前公司共拥有 4 个祖代养殖场, 22 个父母代养殖场, 5 座孵化厂以及 1 个商品代育成鸡养殖场。截至 2020 年 6 月, 公司祖代蛋种鸡存栏约 5.56 万套, 父母代蛋种鸡存栏约 188 万套, 年可向市场推广商品代育成鸡约 96 万羽、商品代雏鸡约 1.5 亿羽。公司此次 IPO 成功募集资金 1.47 亿元, 主要投资于阿拉善百万种鸡生态养殖基地项目、阿拉善种鸡养殖场建设项目、以及闽宁养殖基地建设项目。预计全部项目建成后将实现公司产能大幅扩张。

此外, 2021 年 10 月, 公司与宁夏吴忠市红寺堡区政府签订了《战略合作框架协议》, 拟在红寺堡区投资建设红寺堡智慧农业产业示范园项目。其中一期项目将建设父母代种业基地项目, 预计 2023 年建成投产, 届时可实现父母代蛋种鸡存栏 100 万套。2021 年 12 月, 公司披露暂缓阿拉善种鸡养殖场建设项目, 将 IPO 募投资金转为支持公司红寺堡父母代种业基地项目建设。同时公司公告拟发行可转债募集资金 3.29 亿元, 用于投资建设红寺堡父母代种业基地项目以及常德南方种业中心一期项目, 大力推动红寺堡项目建设。

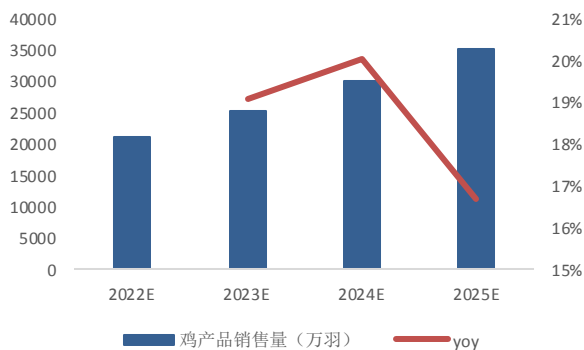
表 5：公司产能高速扩张

主要资金来源	产能扩建项目	具体建设内容	预计达产产能	预计建成时间
IPO	闽宁养殖基地建设项目	标准化父母代种鸡场	年存栏蛋种鸡 14 万套，年产合格种蛋 3444 万枚、商品蛋 350 万枚	2022 年 12 月
	阿拉善百万种鸡生态养殖基地项目	标准化父母代种鸡场	年存栏蛋种鸡 150 万套，正常年产合格种蛋 3.69 亿枚，商品蛋 3750 万枚	分三期工程，一期已完成，二期 2022 年 6 月完工，三期择机实施
	阿拉善种鸡养殖场建设项目	标准化祖代、父母代种鸡场、种鸡育雏育成场	年存栏蛋种鸡 76 万套（含祖代种鸡 16 万套、父母代种鸡 60 万套），养殖父母代育成鸡 288 万套，年产合格种蛋 1.87 亿枚（含父母代种蛋 3936 万枚、商品代种蛋 14760 万枚）、商品蛋 1900 万枚	暂缓
可转债（拟发行）	红寺堡智慧农业产业示范园项目（一期）	父母代种业基地项目（一期、二期、三期）	年存栏父母代蛋种鸡 100 万套	分三期工程，两年建成（2021-2023）
	南方种业中心一期项目	两条自动化孵化生产线	年孵化种蛋 3 亿枚	建设周期 18 个月（2021-2022 年）

资料来源：公司招股书、公司公告、东兴证券研究所

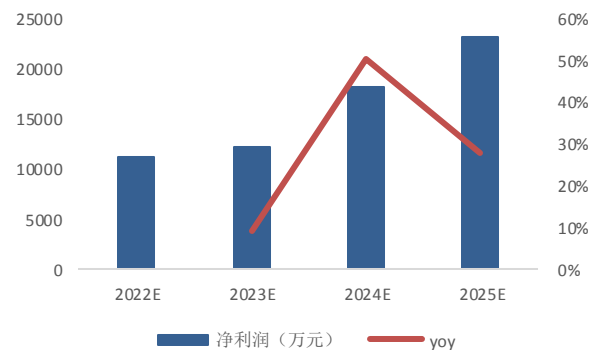
股权激励彰显公司未来发展雄心。2021 年 12 月公司公告了上市后第一次股权激励计划，拟向公司董事、高管、中层管理人员、核心骨干员工和其他人员共 212 人授予 290.50 万股限制性股票。在考核条件方面，公司制定了未来四年（2022-2025 年）在公司层面的业绩考核要求。该业绩考核同时规定了鸡产品销售量和净利润要求，要求 2022 年鸡产品销售量不低于 2.1 亿羽，实现净利润不低于 1.1 亿元，到 2025 年鸡产品销售量不低于 3.5 亿羽，22-25 年累计净利润不低于 6.4 亿元。我们认为，公司产能建设快速推进为公司销售规模扩张提供了坚实基础，本次股权激励的考核要求也彰显了公司对未来持续高速发展的雄心，国内蛋种鸡龙头企业有望就此正式启航。

图 53：公司股权激励计划对鸡产品销售量要求



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 54：公司股权激励计划对净利润要求



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 公司盈利预测及投资评级

关键假设：

- 1、我们判断，当前在产蛋鸡存栏低位有望推动 22 年蛋鸡补栏周期持续回暖，商品代雏鸡价格有望继续维持在相对高位。
- 2、随着公司青铜峡养殖基地扩建项目及兰考孵化二期扩建项目陆续建成达产，以及公司在建和规划养殖和孵化产能持续扩张，商品代雏鸡销量有望实现稳步增长。
- 3、受玉米、豆粕等价格持续上涨影响，公司单位养殖成本预计将有所上升。我们认为，短期内饲料原料价格将保持高位震荡，公司养殖成本长期有望回落。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 0.87、1.11 和 1.21 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.59 和 0.65 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 44.49、35.03、32.05 倍。我们看好公司商品代雏鸡销售规模持续扩张和市占率持续提升，未来成长性明显；同时考虑到公司是我国蛋鸡行业首家上市企业，标的稀缺。首次覆盖给予“推荐”评级。

表 6：公司主要业务未来预测

	2021E	2022E	2023E
商品代雏鸡销售量（万羽）	17260.09	20884.71	24957.23
yoy	20.50%	21.00%	19.50%
商品代雏鸡销售单价（元/羽）	3.4	3.4	3.1
商品代雏鸡养殖成本（元/羽）	2.4	2.4	2.2
商品代育成鸡销售量（万羽）	96	96	96
商品代育成鸡销售单价（元/羽）	32	32	28
商品代育成鸡养殖成本（元/羽）	22	22	20
父母代种雏鸡销售量（万羽）	150	150	150
父母代种雏鸡销售单价（元/羽）	12	10	10
父母代种雏鸡养殖成本（元/羽）	8.5	8.5	8
鸡产品销售收入（万元）	63556.32	75580.03	81555.42
yoy	33.35%	18.92%	7.91%
鸡产品毛利率	29.49%	29.20%	28.85%
副产品销售收入（万元）	7685.40	9222.48	11197.44
yoy	22.16%	20.00%	21.41%
副产品毛利率	27.75%	27.75%	28.59%

资料来源：东兴证券研究所

5. 风险提示

动物疫病风险，商品雏鸡价格波动，公司产能扩张不及预期等。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产合计	131	130	320	283	376	营业收入	539	540	713	849	928	
货币资金	42	44	187	125	188	营业成本	332	395	504	602	661	
应收账款	12	11	15	18	20	营业税金及附加	1	1	1	1	1	
其他应收款	4	2	3	3	3	营业费用	52	49	69	76	84	
预付款项	2	9	19	31	44	管理费用	25	21	34	36	37	
存货	70	64	94	105	119	财务费用	1	5	7	6	6	
其他流动资产	0	0	0	0	0	研发费用	20	21	25	30	32	
非流动资产合计	644	744	800	927	947	资产减值损失	-0.91	-2.79	-2.79	-2.79	-2.79	
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	478	596	525	553	654	投资净收益	0.10	0.00	4.00	4.00	4.00	
无形资产	22	27	26	26	25	加: 其他收益	1.26	3.69	10.00	10.00	10.00	
其他非流动资产	7	2	5	5	5	营业利润	109	51	89	113	123	
资产总计	775	874	1119	1209	1323	营业外收入	2.40	3.76	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	152	142	175	182	204	营业外支出	0.94	4.08	2.00	2.00	2.00	
短期借款	0	29	0	0	0	利润总额	111	50	87	111	121	
应付账款	70	44	80	81	96	所得税	0	0	0	0	0	
预收款项	32	1	6	12	19	净利润	111	50	87	111	121	
一年内到期的非流动负债	22	27	45	45	45	少数股东损益	-1	0	0	0	0	
非流动负债合计	58	118	116	116	116	归属母公司净利润	111	50	87	111	121	
长期借款	21	110	110	110	110	主要财务比率						
应付债券	29	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
负债合计	210	259	291	298	320	成长能力						
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	40.59%	0.11%	32.02%	19.02%	9.37%	
实收资本(或股本)	141	141	188	188	188	营业利润增长	592.36	-53.68%	76.99%	26.43%	9.14%	
资本公积	174	174	275	275	275	归属于母公司净利润增长	586.12	-54.91%	74.11%	27.03%	9.30%	
未分配利润	221	266	323	396	474	获利能力						
归属母公司股东权益合计	565	615	828	911	1002	毛利率(%)	38.48%	26.88%	29.29%	29.03%	28.80%	
负债和所有者权益	775	874	1119	1209	1323	净利率(%)	20.50%	9.30%	12.27%	13.10%	13.09%	
现金流量表					单位: 百万元	总	14.39%	5.75%	7.82%	9.19%	9.18%	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		ROE(%)	19.74%	8.17%	10.57%	12.20%	12.12%
经营活动现金流	186	85	179	195	243	偿债能力						
净利润	111	50	87	111	121	资产负债率(%)	27%	30%	26%	25%	24%	
折旧摊销	94.30	71.06	91.70	102.92	129.90	流动比率	0.86	0.92	1.83	1.56	1.84	
财务费用	1	5	7	6	6	速动比率	0.40	0.47	1.29	0.98	1.26	
应收账款减少	-2	2	-4	-2	-2	营运能力						
预收帐款增加	20	-30	5	6	6	总资产周转率	0.75	0.65	0.72	0.73	0.73	
投资活动现金流	-178	-168	-141	-223	-143	应收账款周转率	48	47	55	52	50	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.12	9.53	11.55	10.59	10.49	
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)						
投资收益	0	0	4	4	4	每股收益(最新摊薄)	0.79	0.36	0.47	0.59	0.65	
筹资活动现金流	-44	86	105	-34	-37	每股净现金流(最新摊薄)	-0.26	0.03	0.77	-0.33	0.34	
应付债券增加	0	-29	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.38	4.42	4.86	5.35	
长期借款增加	-29	89	0	0	0	估值比率						
普通股增加	70	0	47	0	0	P/E	26.73	58.67	45.27	35.63	32.60	
资本公积增加	-70	0	100	0	0	P/B	5.25	4.83	4.78	4.35	3.95	
现金净增加额	-36	4	144	-63	64	EV/EBITDA	14.75	24.94	20.82	17.96	15.13	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价走弱产能调减，持续推荐生猪养殖板块	2022-02-21
行业普通报告	农林牧渔行业：年后猪价加速下滑，生猪板块布局正当时	2022-02-14
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价震荡调整，转基因产业化试点有序进行	2022-01-23
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价继续下滑，持续推荐生猪板块左侧布局机会	2022-01-17
行业深度报告	农林牧渔行业报告：以泰森为鉴，看我国白羽肉鸡企业食品端发展之路	2022-01-13
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价下跌板块强势，持续关注种业政策	2022-01-10
行业普通报告	农林牧渔行业：猪价保持震荡，政策关注粮食安全问题	2022-01-04
行业普通报告	农林牧渔行业：生猪产能持续去化，持续关注种业政策	2021-12-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

研究助理简介

孟林

北京外国语大学硕士，本科毕业于苏州大学金融学。2020年8月加入东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526