

蛋鸡龙头稳健发展, 高效制种市占率提升

投资要点

- **业绩总结:** 2022年H1公司实现营业收入3.8亿元, 同比增长7.8%, 归母净利润为2122.3万元, 同比减少59.2%, 扣非后归母净利润为940.6万元, 同比减少78.3%。单二季度实现营收1.9亿元, 同比减少6.2%, 环比增长3%, 归母净利润为758万元, 同比减少78.1%, 环比减少44.5%。
- **点评:** 报告期内公司业绩出现同比下降, 商品代雏鸡补栏情绪偏弱, 原因在于: 1) 上半年受疫情影响, 鸡蛋消费需求有所下降, 鸡蛋现货市场处于盈利偏弱的状态; 2) 饲料原料价格仍处于高位, 鲜蛋生产成本偏高; 3) 公司在南方粉壳蛋鸡市场更多地采取价格跟随策略, 目的是提高市场占有率和品牌认可度来逐步实现定价能力的提升, 为南方种业中心项目的投产和产品推广奠定基础。公司出栏量稳定增长, 报告期内销售商品代雏鸡9556.2万羽, 同比上升16.5%。
- **蛋鸡消费属性强, 市场需求广阔, 一体化企业有望迎来市占率提升。** 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。当前在产蛋鸡存栏低于历史水平, 根据卓创资讯的数据显示, 2022年7月全国在产蛋鸡存栏量约11.9亿只, 环比增幅1.10%, 同比增幅1.89%, 仍为近年来低位, 对鸡蛋价格产生支撑, 未来随中秋、国庆等节假日到来, 需求端有望迎来增长, 价格走势向好有望促进养殖补栏热情, 公司下游需求提升, 经营向好。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。
- **公司作为蛋鸡制种龙头企业之一, 在经营模式、生物安全等方面具有明显优势。** 2021年销售商品代雏鸡1.7亿羽, 较上年同期上升20.1%, 全国市场占有率达到15%。从引种情况来看, 2021年公司引种祖代蛋种鸡50006只, 占全国引进祖代蛋种鸡数量的31.8%。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2022-2024年EPS分别为0.57元、0.75元、0.97元, 对应动态PE分别为31/24/19倍, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 饲料价格上涨、禽养殖出现疫情、下游需求不及预期等。

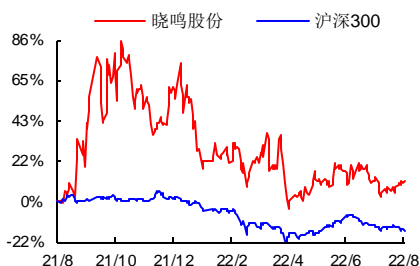
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	714.37	928.68	1160.85	1393.02
增长率	32.29%	30.00%	25.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万元)	81.85	108.66	142.98	184.42
增长率	62.88%	32.76%	31.59%	28.98%
每股收益EPS(元)	0.43	0.57	0.75	0.97
净资产收益率ROE	9.92%	12.03%	14.21%	16.22%
PE	42	31	24	19
PB	4.14	3.78	3.40	3.01

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)	1.90
流通A股(亿股)	1.05
52周内股价区间(元)	15.83-30.6
总市值(亿元)	34.18
总资产(亿元)	11.14
每股净资产(元)	4.38

相关研究

1. 晓鸣股份(300967): 主营蛋鸡量价齐升, 制种龙头长期向好 (2022-04-27)
2. 晓鸣股份(300967): 蛋鸡龙头行稳致远, 高效制种提升市占率 (2021-10-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	714.37	928.68	1160.85	1393.02	净利润	81.85	108.66	142.98	184.42
营业成本	553.94	699.59	862.87	1026.17	折旧与摊销	72.02	79.97	79.97	79.97
营业税金及附加	1.62	1.51	2.07	2.64	财务费用	6.80	0.65	1.68	2.10
销售费用	26.82	46.43	69.65	90.55	资产减值损失	0.00	2.00	2.00	2.00
管理费用	34.40	72.44	83.58	90.55	经营营运资本变动	13.87	-26.42	-10.09	-4.80
财务费用	6.80	0.65	1.68	2.10	其他	0.95	-2.00	-2.00	-2.00
资产减值损失	0.00	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	175.48	162.85	214.54	261.68
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-59.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-128.71	0.09	-0.03	0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-188.16	0.09	-0.03	0.01
营业利润	70.99	106.06	138.99	179.01	短期借款	-28.94	107.58	36.68	49.15
其他非经营损益	10.85	2.60	3.99	5.40	长期借款	35.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	81.85	108.66	142.98	184.42	股权融资	147.30	0.00	0.00	0.00
所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	支付股利	-18.75	-30.54	-40.55	-53.35
净利润	81.85	108.66	142.98	184.42	其他	5.70	-39.96	-1.68	-2.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	140.60	37.07	-5.55	-6.30
归属母公司股东净利润	81.85	108.66	142.98	184.42	现金流量净额	127.92	200.02	208.95	255.39
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	171.46	371.47	580.42	835.81	成长能力				
应收和预付款项	23.32	34.32	40.08	48.95	销售收入增长率	32.29%	30.00%	25.00%	20.00%
存货	97.95	123.70	152.58	181.45	营业利润增长率	40.41%	49.40%	31.04%	28.80%
其他流动资产	0.27	0.18	0.21	0.20	净利润增长率	62.88%	32.76%	31.59%	28.98%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.49%	24.61%	18.19%	18.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	669.58	591.69	513.79	435.90	毛利率	22.46%	24.67%	25.67%	26.33%
无形资产和开发支出	45.74	44.72	43.70	42.68	三费率	9.52%	12.87%	13.35%	13.15%
其他非流动资产	153.11	152.05	151.00	149.95	净利率	11.46%	11.70%	12.32%	13.24%
资产总计	1161.42	1318.14	1481.78	1694.94	ROE	9.92%	12.03%	14.21%	16.22%
短期借款	0.00	107.58	144.25	193.41	ROA	7.05%	8.24%	9.65%	10.88%
应付和预收款项	90.25	120.16	141.15	170.56	ROIC	7.87%	9.88%	12.43%	15.40%
长期借款	145.44	145.44	145.44	145.44	EBITDA/销售收入	20.97%	20.10%	19.01%	18.74%
其他负债	100.37	41.48	45.02	48.56	营运能力				
负债合计	336.05	414.66	475.87	557.96	总资产周转率	0.70	0.75	0.83	0.88
股本	187.51	190.21	190.21	190.21	固定资产周转率	1.16	1.56	2.24	3.17
资本公积	274.58	271.88	271.88	271.88	应收账款周转率	55.39	53.44	52.96	52.22
留存收益	363.28	441.40	543.83	674.89	存货周转率	6.84	6.31	6.25	6.14
归属母公司股东权益	825.37	903.48	1005.92	1136.98	销售商品提供劳务收到现金营业收入	101.05%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	825.37	903.48	1005.92	1136.98	资产负债率	28.93%	31.46%	32.11%	32.92%
负债和股东权益合计	1161.42	1318.14	1481.78	1694.94	带息债务/总负债	43.28%	61.02%	60.88%	60.73%
					流动比率	1.76	2.16	2.52	2.74
					速动比率	1.17	1.65	2.02	2.28
					股利支付率	22.91%	28.11%	28.36%	28.93%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	149.81	186.67	220.64	261.08	每股收益	0.43	0.57	0.75	0.97
PE	41.76	31.46	23.91	18.53	每股净资产	4.34	4.75	5.29	5.98
PB	4.14	3.78	3.40	3.01	每股经营现金	0.92	0.86	1.13	1.38
PS	4.78	3.68	2.94	2.45	每股股利	0.10	0.16	0.21	0.28
EV/EBITDA	21.63	16.91	13.53	10.64					
股息率	0.55%	0.89%	1.19%	1.56%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn