下载日志已记录，仅供内部参考

国投证券 SDIC SECURITIES

2026 年 10 月 09 日
晓鸣股份(300967.SZ)

公司深度分析

证券研究报告

畜牧养殖

投资评级	增持-A
	首次评级
12 个月目标价	16.24 元
股价（2026-10-08）	15.70 元

蛋鸡龙头，盈利修复或逐步兑现

蛋鸡制种龙头，26Q2 经营扭亏

公司是我国的蛋鸡苗龙头，2025 年商品代蛋鸡苗销量约 2.73 亿只、市占率约 26%、十年复合增速约 15.1%。全国化养殖孵化产能、优质种源储备及销售渠道构成核心竞争优势。公司的收入及盈利短期受商品代蛋鸡苗价格波动影响、中长期受其规模扩张影响。2015 年至 2025 年，公司收入/归母净利润复合增速分别约 17.4%/7.9%，同期商品代雏鸡复合增速达到 15.12%。2026H1，公司实现营业收入/归母净利润 5.68 亿元/185 万元，同比下降 24.5%/99.0%，主要系商品代蛋鸡苗跌价所致（博亚和讯统计均价约 3.57 元/只，同比-15.9%）。受益于鸡蛋涨价带动的蛋鸡苗补栏，26Q2 公司经营环比扭亏、实现归母净利润 25 百万元。

蛋价苗价接连触底，关注高景气持续性

2025 年 2 月起，蛋鸡养殖行业不复过去四年半赚多亏少的高景气、出现了持续近 14 个月的亏损期，相应带动 25Q4 起蛋鸡在产存栏下滑、鸡蛋及蛋鸡苗价格触底反转。据博亚和讯，26Q3 主产区蛋鸡苗均价约 4.07 元/只，同比+21.1%、环比+5.0%；据公司月报，7、8 月鸡产品均价约 4.34 元/只，环比+14.1%。我们预计公司 26Q3 盈利有望维持环比高增趋势。考虑到以往周期中蛋鸡苗上涨时长多在 2 年左右、而公司作为商品代蛋鸡的龙头在今年明显放缓扩张进度（26H1 销量同比-7%）或减轻行业供给压力，我们预计蛋鸡苗价格在未来 1-5 个季度或有望维持高位，公司盈利修复或逐步兑现。

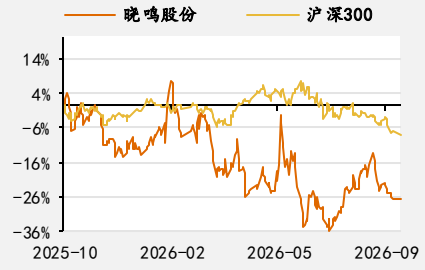
降本增效推进，关注新业务及出海布局

渠道结构持续优化，降本增效稳步推进。2026H1 公司销售费用率已降至 3.60%。同时，公司积极落地产业链延伸计划、拓展新业务：1）围绕蛋鸡产业链向非笼养鸡蛋、蛋制品及鸡肉食品等下游业务延伸，并通过“自主生产+OEM 代工”模式拓展商超、餐饮、团购及电商等销售渠道，2026 年上半年食品子公司实现收入 405.23 万元；2）积极推进海外市场布局，目前处于人才储备和市场调研阶段，目前收入规模仍较小、处于市场培育期。

投资建议：当前蛋鸡产业链已进入周期底部修复阶段，蛋鸡苗价格在未来 1-5 个季度或有望维持高位，叠加公司产能释放和经营效率提升，公司盈利有望展现较强修复弹性；食品及海外业务的逐步拓展或提供中长期增量。我们预计公司 2026-2028 年实现归母净利润 0.75/1.09/0.41 亿元，增速分别为-11.42%/+45.09%/-62.48%；采用可比公司估值法，给予公司 2027 年 28 倍 PE，对应 12 个月目标价 16.24 元，首次覆盖给予增持-A 的投资评级。

交易数据	
总市值（百万元）	2,944.93
流通市值（百万元）	1,959.31
总股本（百万股）	187.57
流通股本（百万股）	124.80
12 个月价格区间	13.75/23.55 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.5	11.4	-20.5
绝对收益	-16.0	2.0	-27.6

熊承慧 分析师
SAC 执业证书编号：S1450526040001
xiongch@sdicsc.com.cn

相关报告

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示：蛋鸡行业周期及产品价格波动风险、饲料原材料价格波动风险、市场消化不及预期风险、种源供应依赖风险、盈利预测不及预期风险。

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	971	1,221	1,268	1,348	1,381
归母净利润	45	85	75	109	41
每股收益(元)	0.24	0.45	0.40	0.58	0.22
市盈率(倍)	67.6	35.8	40.4	27.8	74.2
市净率(倍)	4.4	4.2	4.0	3.8	3.7
净利润率	4.6%	6.9%	5.9%	8.1%	3.0%
净资产收益率	5.7%	10.5%	9.0%	12.4%	4.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 蛋鸡制种龙头，“种源+孵化+渠道”的周期资产 5
1.1. 从区域企业到全国蛋鸡制种龙头，产业股东协同效应显著 5
1.2. 盈利随行业景气度波动，底部修复趋势显现 6
2. 蛋鸡产业景气触底修复，鸡苗价格支撑盈利改善 8
3. 量价修复+降本提效+产业链延伸，盈利弹性有望释放 11
3.1. 产品量价连续修复，经营拐点初步确立 11
3.2. “直销+经销”提升销量转化，经营效率与成本吸收同步改善 13
3.3. 业务围绕产业链延伸，非主业逐步进入商业化阶段 14
4. 盈利预测与估值 17
4.1. 盈利预测核心假设 17
4.2. 可比公司估值 17
5. 风险提示 19

图表目录

图 1. 晓鸣股份重大事件一览 5
图 2. 2013-2025 公司商品代雏鸡市占率表现 5
图 3. 晓鸣股份股权结构图 6
图 4. 公司营业收入、商品代雏鸡销量表现及增速 7
图 5. 2015-2026H1 公司归母净利润及增速 7
图 6. 2025 年公司各项业务贡献营收占比 7
图 7. 2025 年公司各项业务贡献毛利润占比 7
图 8. 2015 年至今我国主产区蛋鸡苗平均价格变动 7
图 9. 蛋鸡养殖利润变化趋势（元/只） 8
图 10. 父母代蛋鸡平均存栏数表现 8
图 11. 商品代蛋鸡销量表现 8
图 12. 产蛋鸡存栏指数变化趋势 9
图 13. 2014 年至今我国鸡蛋价格与蛋鸡价格变化趋势 9
图 14. 公司销售月报显示的季度鸡产品收入及销量情况 10
图 15. 公司销售月报显示的季度鸡产品均价表现 10
图 16. 晓鸣股份资本开支投入节奏 10
图 17. 晓鸣股份固定资产扩张节奏 10
图 18. 2025 年与 2026H1 公司客户质量满意率与客户服务满意率表现 11
图 19. 公司生产性生物资产规模及增速 12
图 20. 公司“集中养殖”业务范围示意图 13
图 21. 公司“分散孵化”业务范围示意图 13
图 22. 公司分销售渠道营收占比 14
图 23. 公司分销售渠道毛利润占比 14
图 24. 公司销售费用规模及增速 14
图 25. 公司销售费用率变化趋势 14
图 26. 2016-2026 年（含预测）我国蛋类消费量 15
图 27. 2016-2026 年（含预测）我国鸡肉消费量 15
图 28. 公司食品业务经营模式一览 15
图 29. 公司出海业务收入规模及增速 16
图 30. 公司出海业务在整体营业收入中所占比重变化 16

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1： 主要蛋鸡品种生产效率及养殖特征对比 11
表 2： 全网面高床平养对传统养殖模式痛点的改善效果 13
表 3： 晓鸣股份分业务盈利预测 17
表 4： 可比公司估值水平（截止日期 2026 年 9 月 28 日） 18

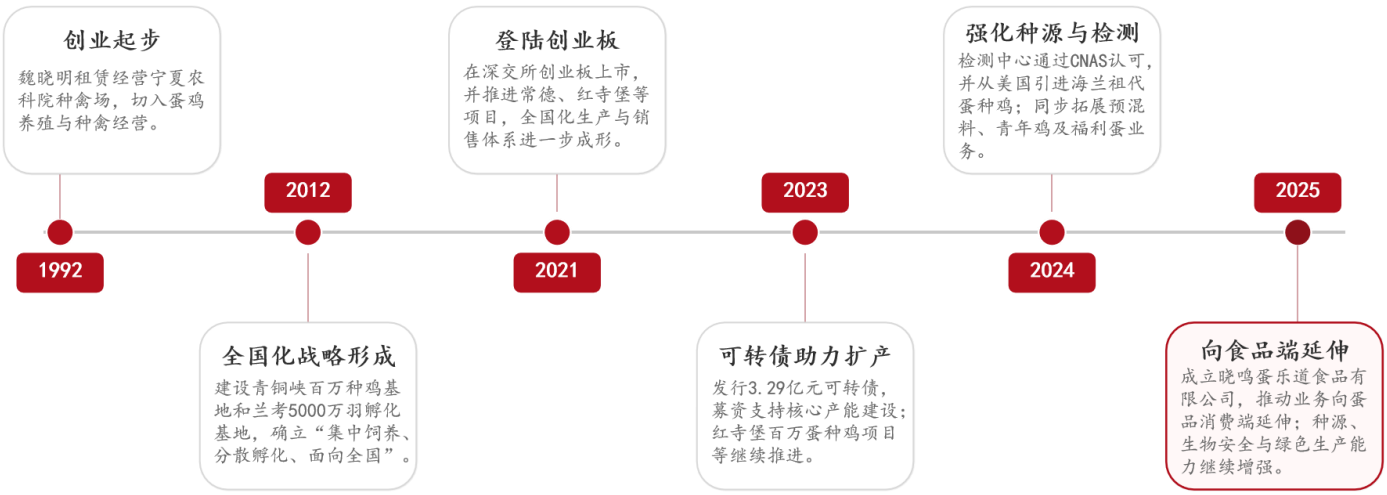
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 蛋鸡制种龙头，“种源+孵化+渠道”的周期资产

1.1. 从区域企业到全国蛋鸡制种龙头，产业股东协同效应显著

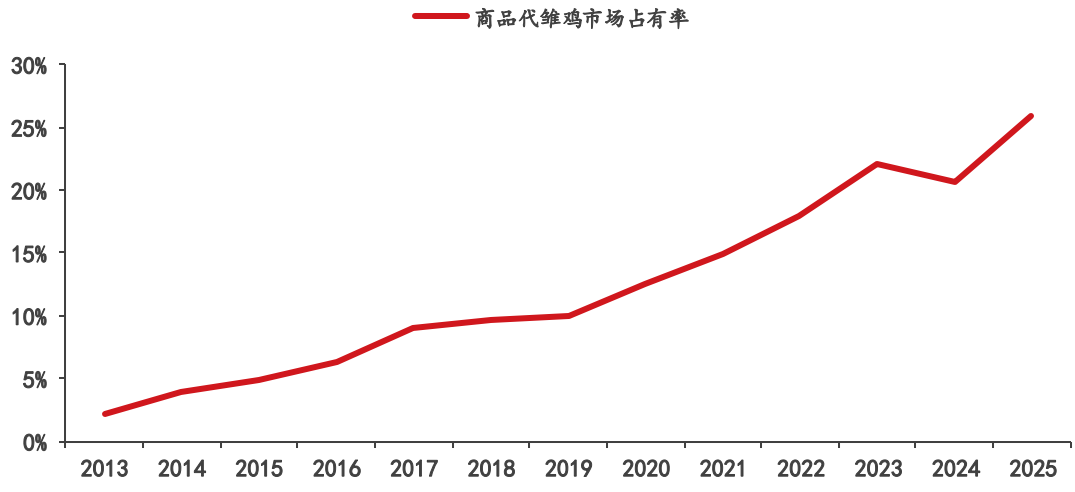
长期聚焦父母代蛋种鸡养殖和商品代雏鸡生产，龙头地位逐步凸显。公司始于 1992 年，经过三十余年发展，已形成覆盖种源引进、种鸡养殖、种蛋孵化、饲料供应、生物安全及全球销售服务的综合经营体系。2006 年，公司投资建设闽宁 50 万套种鸡生态养殖基地，开始向规模化、基地化经营转型；2012 年建设青铜峡百万种鸡生态养殖基地和兰考 5000 万羽商品代孵化基地，确立“集中饲养、分散孵化、面向全国”的战略布局。此后，兰考、青铜峡、闽宁、阿拉善、五家渠、常德和红寺堡等基地陆续投产，养殖、孵化、饲料供应和区域交付网络持续完善。资本市场方面，公司于 2014 年挂牌新三板、2021 年登陆深交所创业板，并于 2023 年完成 3.29 亿元可转换公司债券发行，为产能建设和全国布局提供支持。2024 年以来，公司在巩固种源和商品代雏鸡业务的基础上，逐步向预混料、青年鸡及蛋品消费端延伸，业务覆盖进一步拓展，2025 年公司市场份额（按商品代雏鸡销售数量计算）已提升至 25.94%。

图1. 晓鸣股份重大事件一览



资料来源：公司官网，国投证券证券研究所

图2. 2013-2025 公司商品代雏鸡市占率表现

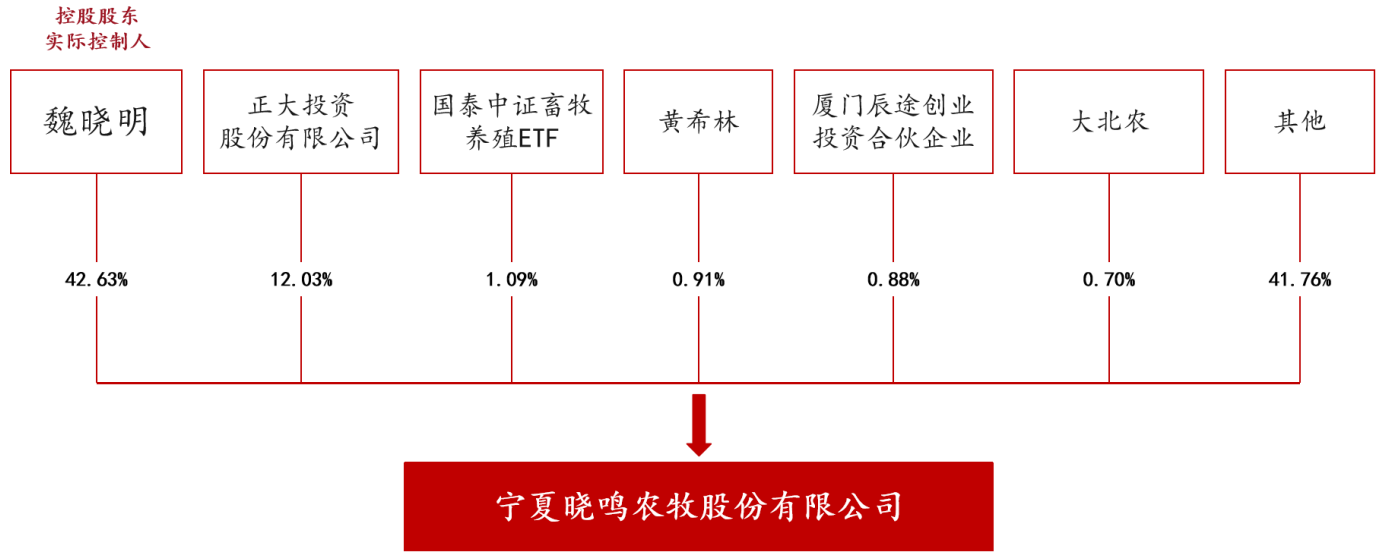


资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

控制权与经营战略保持稳定，产业股东为公司扩张和全国布局提供协同基础。截至2026H1，创始人、实际控制人魏晓明直接持有公司42.63%的股份，对经营方针、产能建设和长期发展战略保持主导权。此外，正大投资持股12.03%，为第二大股东；北京大北农科技集团持股0.70%，两家产业股东为公司在种禽养殖、生产管理、疫病防控、供应链建设和市场拓展等方面提供协同支持。整体来看，公司股权结构体现了实际控制人稳定控制、产业资本参与、机构及公众股东共同持股的特征，有利于保持经营战略连续性、整合产业资源，并持续推进养殖基地、孵化网络及产业链延伸业务建设。

图3. 晓鸣股份股权结构图



资料来源：同花顺iFinD，国投证券证券研究所

1.2. 盈利随行业景气度波动，底部修复趋势显现

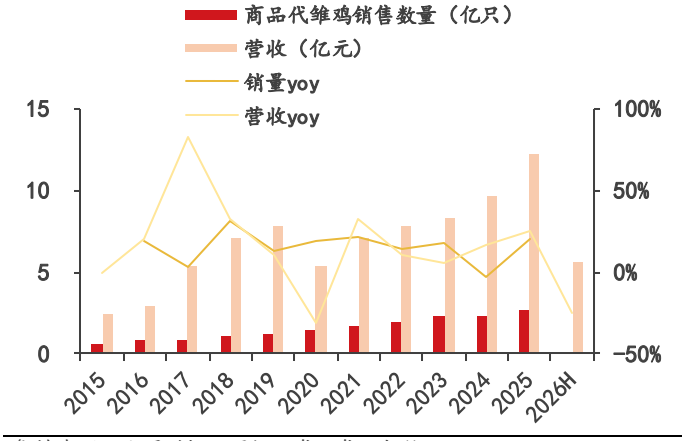
规模扩张推动收入中枢持续提升，蛋鸡苗价格周期导致盈利波动显著。从长周期看，公司收入随商品代蛋鸡苗销量扩张持续增长，而盈利受蛋鸡苗价格影响呈现明显周期波动。2015–2025年，公司营业收入由2.45亿元增至12.21亿元，CAGR约17.42%；归母净利润由0.40亿元增至0.85亿元，CAGR约7.83%，但期间波动明显。收入端的长期增长主要由商品代蛋鸡苗销量提升驱动（销量由约0.67亿只增长至2.73亿只，十年复合增速约15.1%），而盈利端则更多随鸡苗售价与单位成本变化而波动。鸡产品作为公司核心业务，收入亦随销量扩张持续增长、是公司收入及盈利变化的主要因素，2015-2025年公司鸡产品营业收入CAGR+17.45%。其中，2023年由于行业景气下行、叠加新增产能带来成本压力，当年公司归母净利润亏损1.55亿元，但副产品当年仍保持正向业绩贡献，提供营业收入/毛利润1.68/0.25亿元，对主业亏损形成一定缓冲；随着蛋鸡苗价格及产能利用率改善，2024、2025年归母净利润分别恢复至0.45、0.85亿元，盈利呈现明显的周期修复特征。

2026H1商品代蛋鸡苗价格同比回落，公司收入及盈利阶段性承压。2026年上半年，公司实现营业收入5.68亿元，同比下降24.5%；实现归母净利润185万元，同比下降99.0%，盈利同比明显回落。从主业来看，上半年鸡产品收入约4.92亿元，同比下降约25.5%，仍为公司主要收入来源。公司业绩承压主要源于商品代蛋鸡苗价格同比下降，据博亚和讯统计，2026H1商品代蛋鸡苗均价约3.57元/只，同比下降15.9%，鸡苗售价下降直接压缩单位盈利，并通过产能利用及成本摊薄效应进一步影响利润表现；但第二季度来看，公司扭亏为盈，单季度实现归母净利润0.25亿元。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

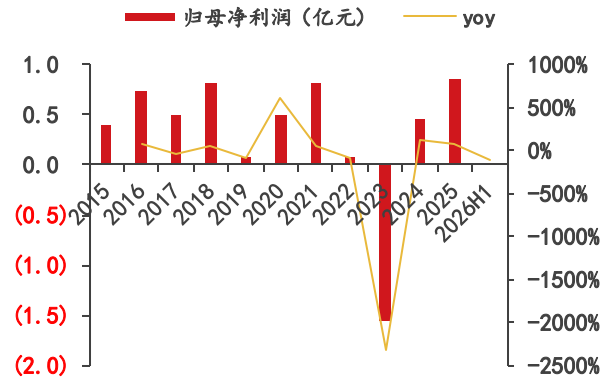
下载日志已记录，仅供内部参考

图4. 公司营业收入、商品代雏鸡销量表现及增速



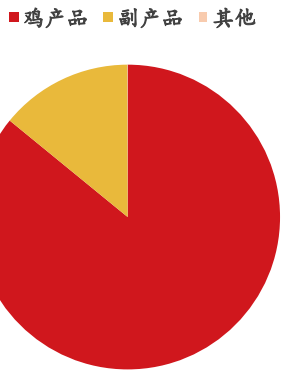
资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图5. 2015-2026H1 公司归母净利润及增速



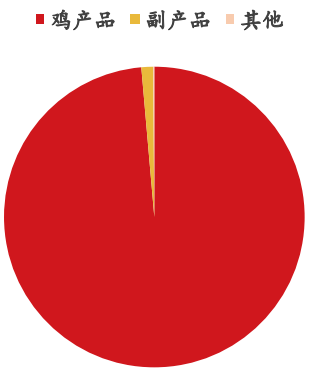
资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图6. 2025 年公司各项业务贡献营收占比



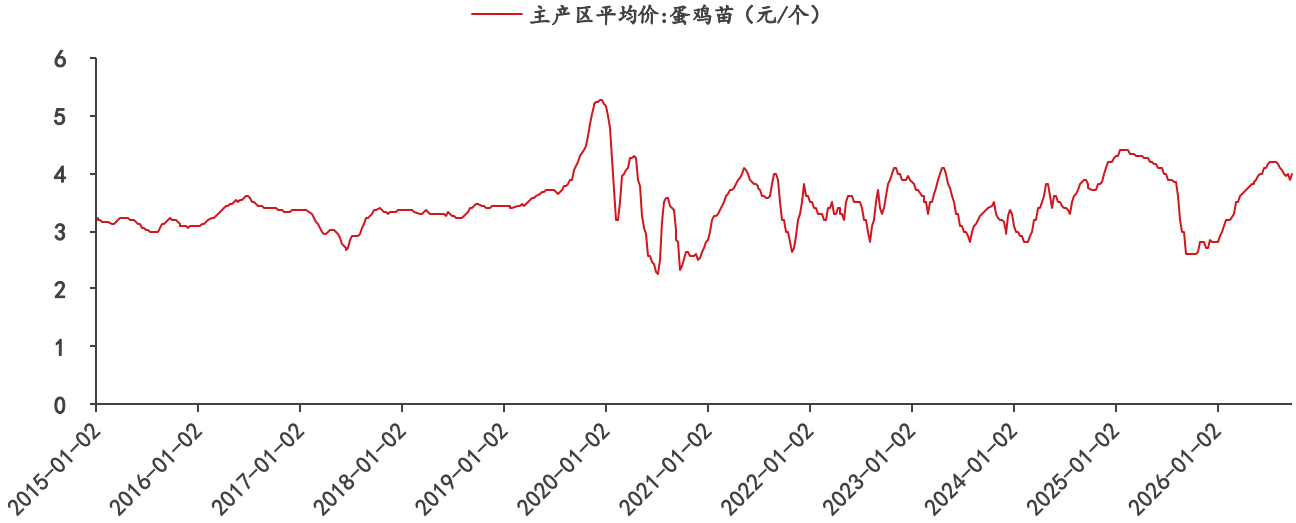
资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图7. 2025 年公司各项业务贡献毛利润占比



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图8. 2015 年至今我国主产区蛋鸡苗平均价格变动



资料来源：同花顺 iFinD，国投证券证券研究所

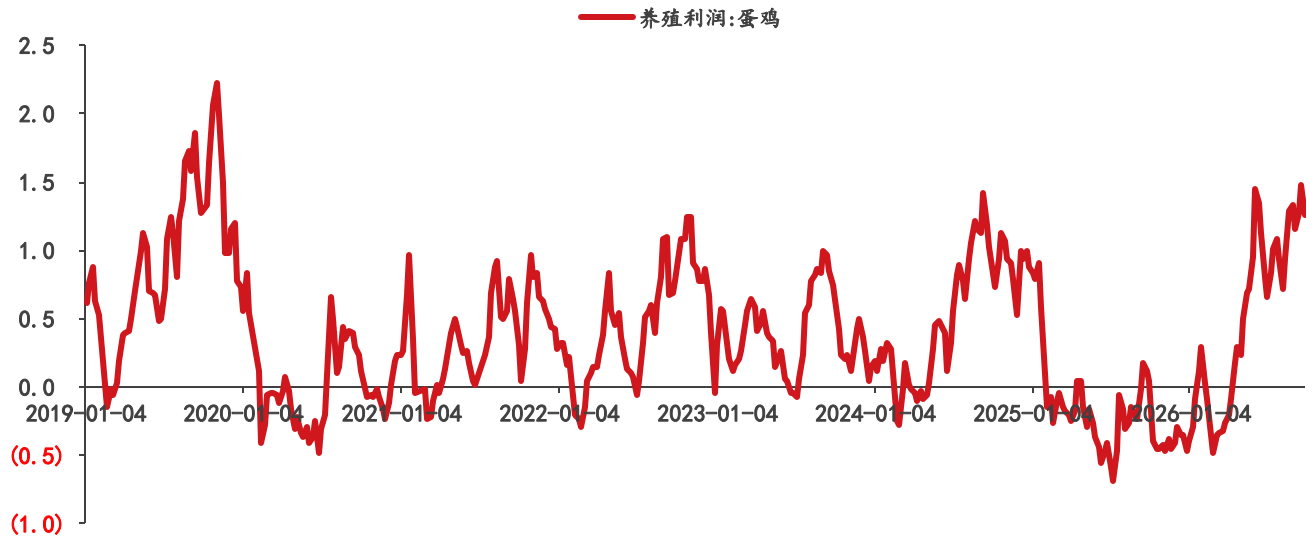
本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 蛋鸡产业景气触底修复，鸡苗价格支撑盈利改善

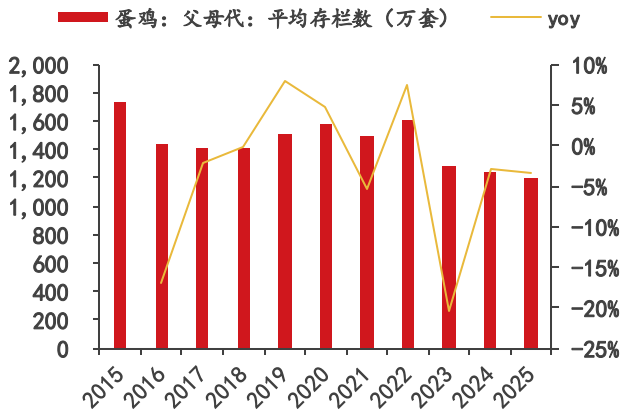
25Q4 起蛋鸡在产存栏下滑、鸡蛋及商品代蛋鸡苗价格触底反转。2025 年 2 月至 2026 年 3 月，蛋鸡养殖行业经历近 14 个月持续亏损，养殖端补栏意愿明显下降；同期，在产蛋鸡存栏指数下滑 3.90%。上游父母代蛋鸡平均存栏数亦持续收缩，由 2022 年的 1610.80 万套连续降至 2025 年的 1203.25 万套，累计下降约 25.3%；商品代鸡苗销量则由 2024 年的 4188.58 万羽降至 2025 年的 4005.67 万羽，同比下降 4.37%。随着成本端支撑带动的超跌反弹以及前期产能去化的逐步兑现，国内鸡蛋价格于 2025 年 6 月阶段性触底（当月全国鸡蛋均价约 5.74 元/公斤），此后整体进入修复通道，截至 2026 年 9 月均价已升至历史偏高水平（约 10.31 元/公斤），较低点上涨约 79.62%；商品代蛋鸡苗价格则于 2025 年 10 月触底，达到 2.65 元/只，随后持续回升，截至 2026 年 9 月也已恢复至历史偏高水平（约 3.96 元/只），较低点上涨约 49.43%。

图9. 蛋鸡养殖利润变化趋势（元/只）



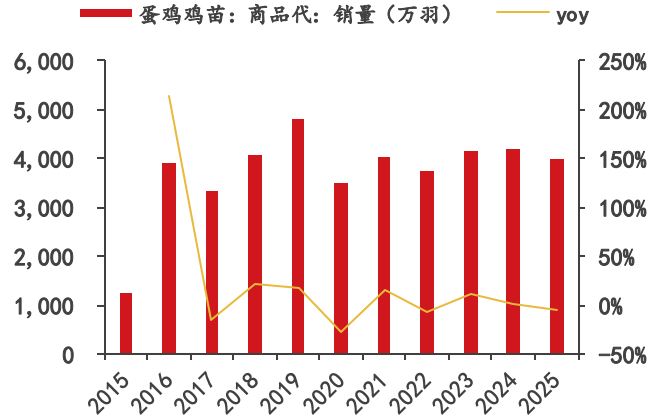
资料来源：博亚和讯，国投证券证券研究所

图10. 父母代蛋鸡平均存栏数表现



资料来源：钢联数据，国投证券证券研究所

图11. 商品代蛋鸡销量表现

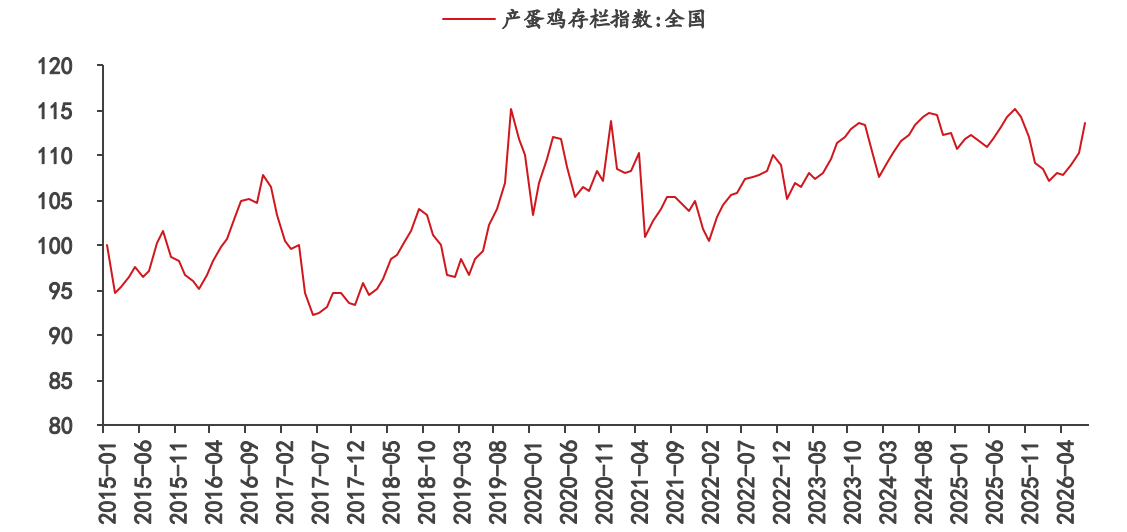


资料来源：钢联数据，国投证券证券研究所

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

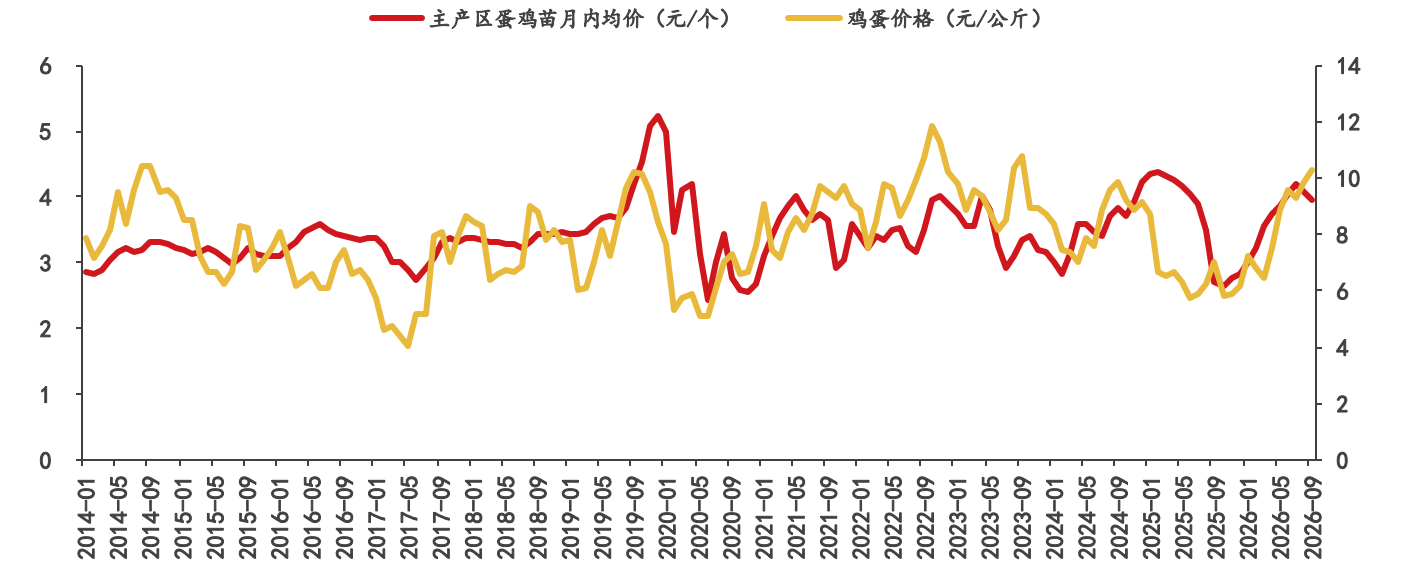
下载日志已记录，仅供内部参考

图12. 产蛋鸡存栏指数变化趋势



资料来源：博亚和讯，国投证券证券研究所

图13. 2014 年至今我国鸡蛋价格与蛋鸡价格变化趋势

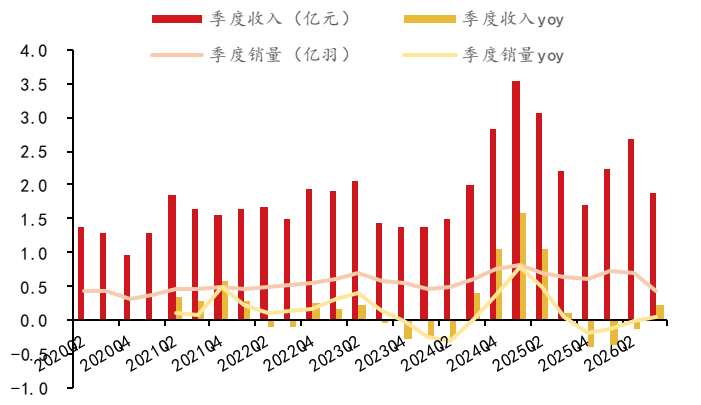


资料来源：同花顺 iFinD，汇易网，国投证券证券研究所

预计公司 26Q3 盈利有望维持环比高增。据博亚和讯，26Q3 主产区蛋鸡苗均价约 4.07 元/只，同比+21.11%、环比+4.98%，行业鸡苗价格延续修复趋势。公司端表现与行业景气改善基本一致，据公司月度销售简报，2026 年 Q3（7-8 月）公司鸡产品销售数量合计 4341.42 万羽，同比+4.57%；实现鸡产品销售收入 1.88 亿元，同比+21.5%，对应鸡产品加权销售均价约 4.34 元/羽，同比+16.2%，结束了前三个季度鸡产品收入和售价持续同比下滑的局面。考虑到商品代蛋鸡苗价格上涨对单位毛利改善具有较强弹性，叠加 7-8 月销量同比保持正增长，我们预计公司 26Q3 盈利有望维持环比较快增长趋势。

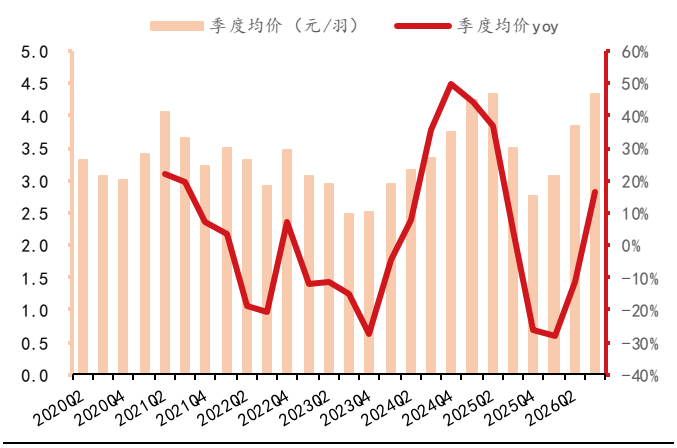
下载日志已记录，仅供内部参考

图14. 公司销售月报显示的季度鸡产品收入及销量情况



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

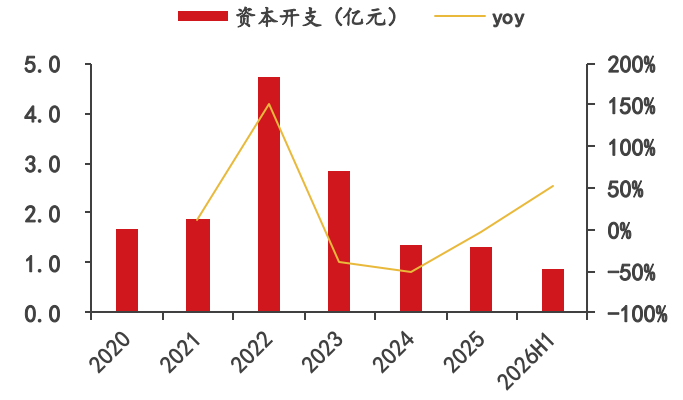
图15. 公司销售月报显示的季度鸡产品均价表现



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

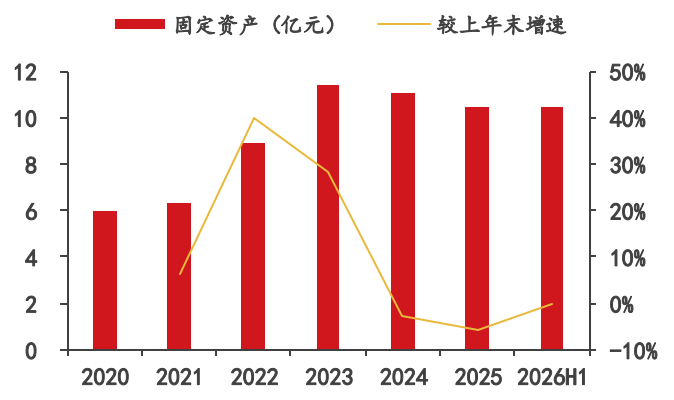
预计蛋鸡苗价格在未来 1-5 个季度或有望维持高位，公司盈利修复或逐步兑现。复盘 2015 年以来主产区商品代蛋鸡苗价格，从周期低点修复至阶段高点通常历时 2 年以上。2017 年 6 月鸡苗均价最低约 2.68 元/只，此后震荡上行并于 2019 年 12 月升至约 5.27 元/只，历时约 30 个月、较低点上涨约 96.64%；2020 年 7 月鸡苗均价降至约 2.25 元/只，此后经历约 28 个月修复，于 2022 年 10 月阶段性升至约 4.10 元/只，较低点上涨约 82.22%。本轮鸡苗价格于 2025 年 9 月触底，低点约 2.60 元/只，截至 2026 年 9 月 25 日已回升至 4.00 元/只，较低点上涨约 53.85%，但自低点以来仅约 12 个月，无论持续时间还是累计涨幅均低于前两轮主要上行周期。与此同时，作为蛋鸡产业链的龙头鸡苗企业，公司供给扩张趋于谨慎，或侧面反映出行业供给压力在一定时间内仍然偏低。具体来说，2026H1 公司的商品代雏鸡销量同比下降约 7.17%;公司的资本开支由 2022 年的 4.73 亿元阶段高点持续回落至 2025 年的 1.33 亿元，2026H1 为 0.86 亿元；公司的固定资产规模自 2023 年达到 11.39 亿元后基本趋稳，2026H1 为 10.44 亿元，较 2025 年末仅增长 0.06%,结束此前较快扩张趋势。结合历史鸡苗价格修复周期、本轮价格自低点以来的修复时长以及公司自身扩张节奏放缓，我们预计未来 1-5 个季度商品代蛋鸡苗价格或仍有望维持较高水平，公司盈利修复有望逐步兑现。

图16. 晓鸣股份资本开支投入节奏



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图17. 晓鸣股份固定资产扩张节奏



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

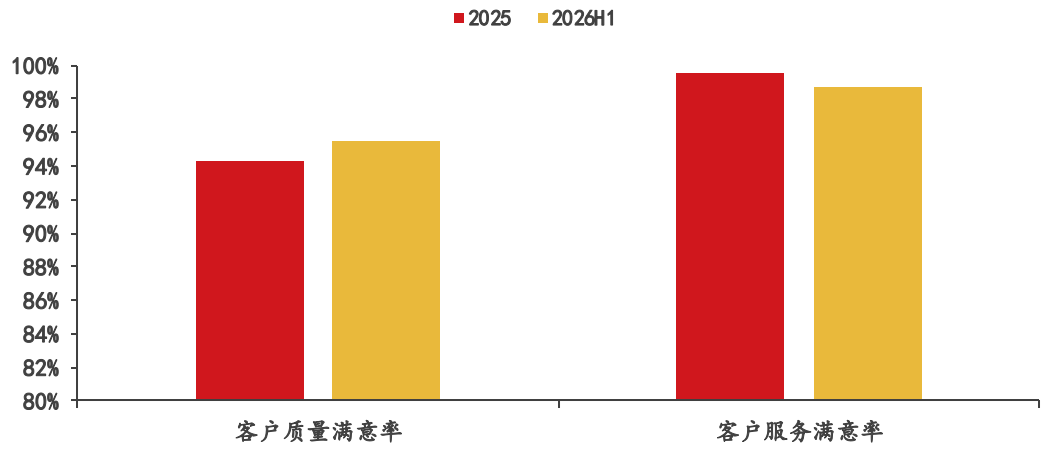
下载日志已记录，仅供内部参考

3. 量价修复+降本提效+产业链延伸，盈利弹性有望释放

3.1. 产品量价连续修复，经营拐点初步确立

产品品质和全周期技术服务强化客户黏性，为鸡苗价格修复和产品溢价提供支撑。公司建立了覆盖种源选育、饲料营养、养殖防疫、种蛋孵化、雏鸡检测及运输交付的全流程闭环质量控制体系，并以“5A 雏鸡”为质量目标，对雏鸡成活率、健雏率和生产性能等核心指标实施标准化管理。基于此，公司 2026H1 客户质量满意率/客户服务满意率分别达到 95.50%/98.70%，产品质量与专业服务已成为公司维护客户合作关系的重要抓手。对比公司鸡产品销售均价与行业鸡苗均价，整体走势较为一致，反映公司产品售价仍主要受行业供需及鸡苗景气周期影响；但在部分月份公司销售均价高于行业均价，如 2026 年 8 月公司鸡产品销售均价达到 4.51 元/羽，较同期行业均价 4.08 元/羽高约 10.68%。整体来看，公司长期积累的质量控制能力和技术服务体系能够降低客户养殖风险、提高复购意愿，并在行业景气修复阶段进一步转化为产品溢价和盈利弹性。

图18. 2025 年与 2026H1 公司客户质量满意率与客户服务满意率表现



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

（1）生产端：优质种源持续补充，为公司产品销量恢复提供供给基础。相比国内主流粉壳、褐壳蛋品种，海兰褐、海兰粉等外国品种具有较高的成活率、产蛋率、料蛋比，且生产周期更长，整体性能处于行业较优水平，有利于延长蛋鸡有效产蛋周期、降低养殖户补栏和淘汰成本，从而增强下游客户的采购意愿，具有较强竞争力。晓鸣股份与全球知名蛋鸡育种企业美国海兰国际公司建立战略合作关系，长期经营海兰系列高产蛋鸡品种，并根据市场需求和现有种鸡产能动态制定祖代引种计划，2016-2025 年间，公司生产性生物资产规模从 0.46 亿元增长至 1.58 亿元，CAGR+14.60%，公司存栏及繁育基础不断增强；2026 年上半年，公司生产性生物资产基本稳定在 1.56 亿元，保持在历史高位。此外，2025 年 12 月，公司再次引进海兰品系祖代蛋种鸡 3.85 万只，进一步充实核心种源储备。

表1：主要蛋鸡品种生产效率及养殖特征对比

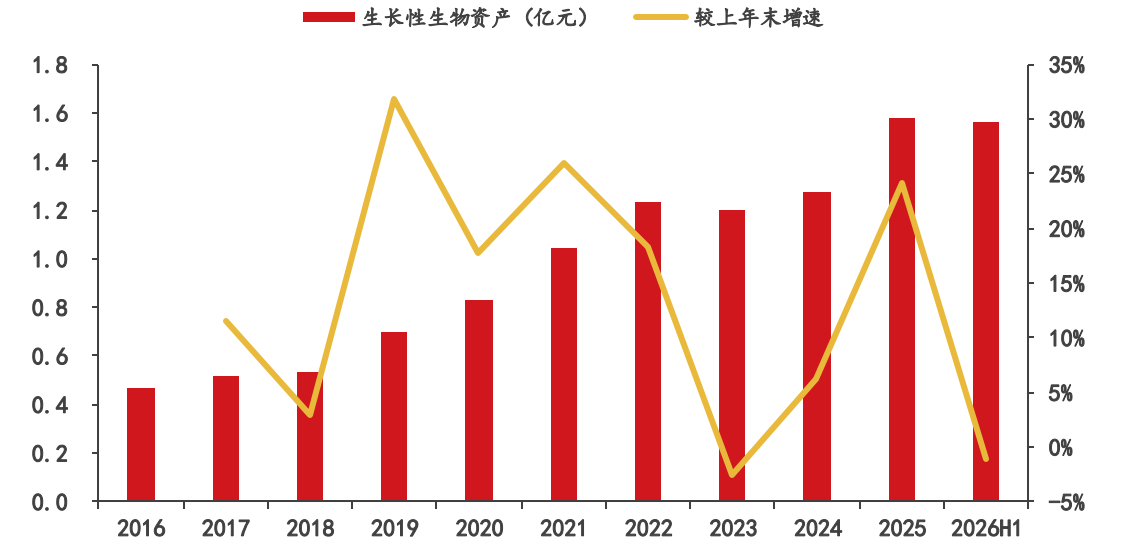
	品种类型	育雏育成成活率	产蛋期成活率	高峰产蛋率	料蛋比
京红 1 号	国产褐壳蛋鸡	96%-98%	92%-95%	93%-96%	2.1-2.2
京粉 1 号	国产粉壳蛋鸡	96%-98%	92%-95%	93%-96%	2.1-2.2
京白 939	国产粉壳蛋鸡	96%-98%	93%-95%	92%-94%	2.25-2.30
大午金凤	国产红羽粉壳蛋鸡	98.7%-99.2%（0-18 周龄）	95%-96%	98%以上	1.98-2.01

下载日志已记录，仅供内部参考

大午粉 1 号	国产白羽粉壳蛋鸡	97%	94%	97%	2.06
大午褐	国产褐壳蛋鸡	97.5%-98.5%	93.5%-94.6%	97%以上	2.05
罗曼粉	德国引进粉壳蛋鸡	98%-99%	95%-96%	95%-97%	1.9-2.1
海兰褐	美国引进褐壳蛋鸡	98%	60/80/90 周龄成活率分别为 97.4%/95.1%/93.5%	94.8%-96.6%	20-60 周龄 2.06-2.15 20-100 周龄 2.15-2.24
海兰粉	美国引进粉壳蛋鸡	98%	60/100 周龄成活率为 97.2%/91.7%	93.5%-98.0%	20-60 周龄 1.99-2.07 20-100 周龄 2.05-2.13
海兰银褐	美国引进深褐壳蛋鸡	96.90%	60/100 周龄成活率为 96.87%/93.76%	94.1%-98.0%	20-60 周龄 2.00-2.08 20-100 周龄 2.12-2.20

资料来源：农业部，中国畜牧业协会，农民日报，兴芮农牧公告，罗曼公司公告，海兰公司公告，国投证券证券研究所

图19. 公司生产性生物资产规模及增速



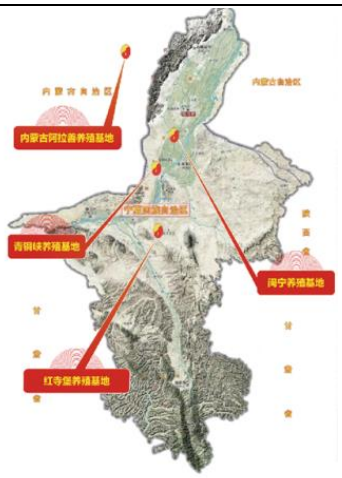
资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

（2）销售端：公司采用“集中养殖、分散孵化”模式，结合全网面高床平养模式，推动生产能力有效转化为产品销量。首先，公司将祖代、父母代种鸡集中布局于生物安全条件较好、养殖成本较低的区域，有利于统一生产标准、强化疫病防控。目前，公司已在宁夏闽宁、青铜峡、红寺堡及内蒙古阿拉善建成 4 个高标准蛋种鸡生态养殖基地，下设 4 座祖代养殖场和 37 座父母代养殖场；同时，公司在宁夏固原、河南兰考、湖南常德、新疆五家渠和吉林长春建有 5 座孵化厂，配套建设商品代育成鸡场及年产 20 万吨蛋鸡熟化饲料加工厂。在此基础上，公司将种蛋调拨至贴近终端市场的孵化厂，提高订单交付效率。其次，公司在养殖环节采取“全网面高床平养”模式。相较传统养殖模式，该模式大幅改善动物福利，并配合环境控制、疫病净化和健康监测降低鸡群健康风险，有利于提高种蛋质量、受精率和孵化稳定性，从源头保障商品代雏鸡品质。总的来看，公司“全网面高床平养”模式兼顾鸡群活动空间、粪污分离、生物安全和自动化生产，较好地平衡了动物福利与规模化养殖需求。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

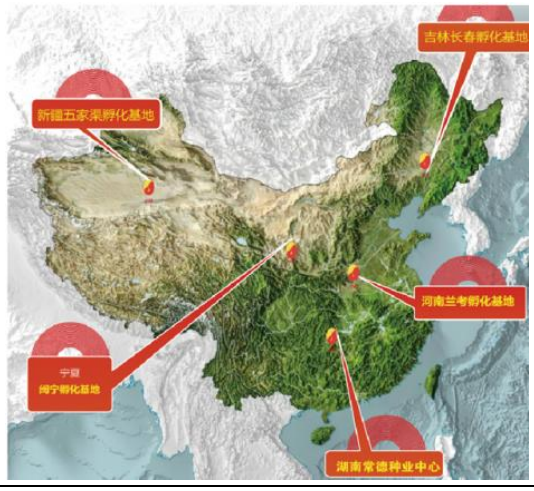
下载日志已记录，仅供内部参考

图20.公司“集中养殖”业务范围示意图



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

图21.公司“分散孵化”业务范围示意图



资料来源：公司公告，国投证券证券研究所

表2：全网面高床平养对传统养殖模式痛点的改善效果

比较维度	对照养殖模式	传统模式痛点	全网面高床平养改进方式	主要效果
活动与健康	传统笼养	活动长期受限，容易产生应激，影响免疫功能及骨骼健康	扩大鸡群活动空间，支持展翅、跳跃和栖息等自然行为	改善鸡群健康状况，减少非必要用药
垫料与防疫	室内地面平养、“一高两低”网上平养	需要铺设垫料，存在污染、霉变和寄生虫滋生风险	采用全网面结构，无需铺设垫料	减少垫料相关疾病风险
粪污隔离	室内地面平养、“一高两低”网上平养	鸡群与粪便接触较多，可能增加大肠杆菌、沙门氏菌等疾病风险	鸡粪通过网架落入底层，使鸡群与粪污分离	降低粪污接触风险，并简化清粪工作
外部环境	舍外自由散养	容易受到极端天气、捕食者、寄生虫和外来疫病影响	采用封闭式鸡舍，并人工调节舍内环境	提高环境稳定性，减少外部因素干扰
养殖成本	舍外自由散养	外部防护及日常管理可能增加生产成本	在封闭鸡舍内集中配置养殖设施	在保障活动空间的同时控制管理成本

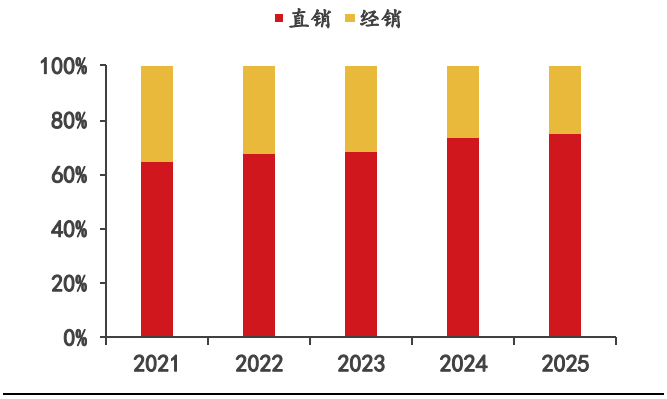
资料来源：招股书，国投证券证券研究所

3.2.“直销+经销”提升销量转化，经营效率与成本吸收同步改善

“直销+经销”相结合模式兼顾客户深度服务与区域市场覆盖，渠道建设逐步成熟也进一步推动销售费用下降。公司采取“直销+经销”相结合模式，一方面利用直销模式直接对接大客户和重点客户，通过稳定合作关系提高复购率和订单可预见性；另一方面，公司通过经销模式覆盖分散区域市场，提升公司在中小客户和长尾区域的销售转化效率。2021-2025 年公司直销营业收入由 4.60 亿元增至 9.11 亿元，CAGR 为+18.66%，占营业收入的比重由 64.43%提升至 74.59%；同期经销收入由 2.55 亿元增至 3.10 亿元，占比由 35.67%下降至 25.41%。直销渠道在整体销售结构中的比重持续提升，公司渠道运营效率也随之改善，2026 年上半年公司销售费用 0.20 亿元，同比-8.99%；销售费用率在短期上升后也出现明显回落，2023-2026H1 公司销售费用率已从 4.36%降低 0.76pcts 至 3.60%，公司收入规模增长的同时正在不断摊薄渠道运营成本，费用管控能力持续强化。

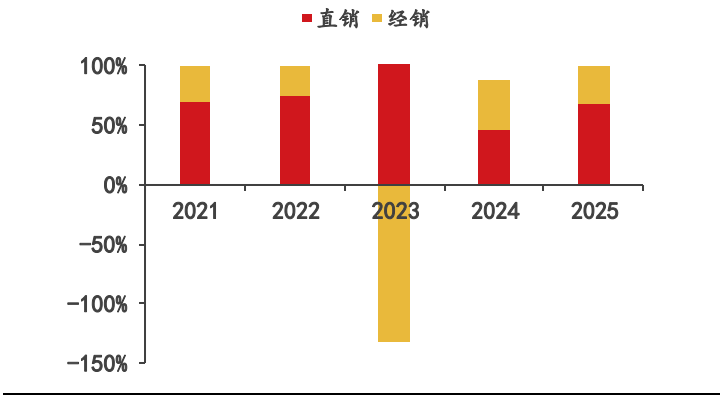
下载日志已记录，仅供内部参考

图22. 公司分销售渠道营收占比



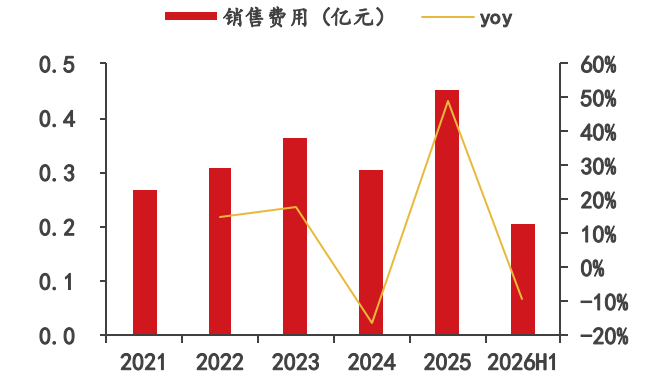
资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图23. 公司分销售渠道毛利润占比



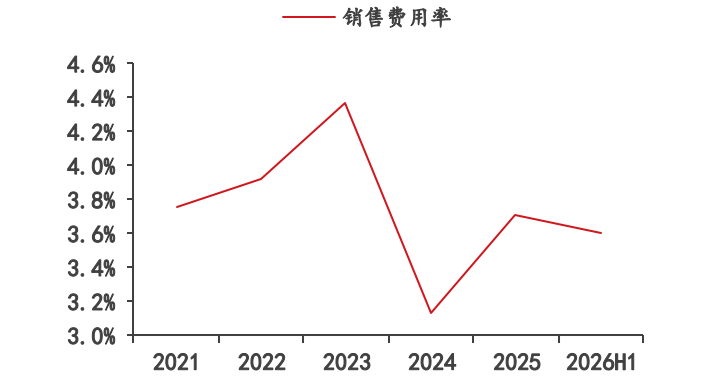
资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图24. 公司销售费用规模及增速



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图25. 公司销售费用率变化趋势



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

3.3. 业务围绕产业链延伸，非主业逐步进入商业化阶段

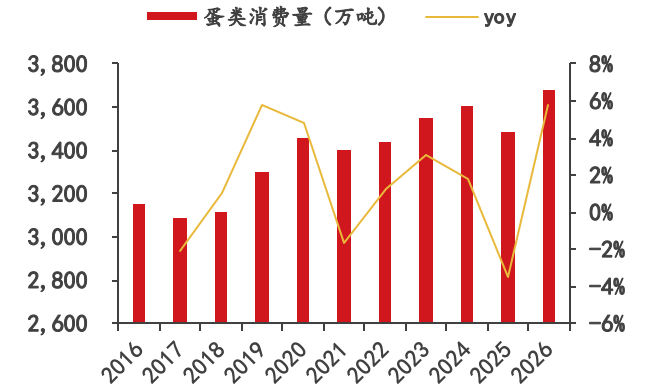
公司围绕蛋鸡产业链向非笼养鸡蛋、蛋制品及鸡肉食品延伸，推动业务由种源和养殖环节逐步向食品加工及消费端拓展。

食品业务：围绕非笼养鸡蛋、蛋制品及鸡肉食品向产业链下游延伸，食品业务逐步进入商业化落地阶段。过去十年，我国蛋类/鸡肉消费量分别由 3150.30/1249.20 万吨增长至 3680.78/1615.00 万吨，分别累计增长 16.84%/29.28%，整体保持低速稳增，鸡肉、蛋类作为居民日常消费品具备较强需求韧性。公司近年推动业务由上游蛋鸡制种向终端食品领域延伸，2025 年 5 月公司成立全资子公司宁夏晓鸣蛋乐道食品有限公司（以下简称蛋乐道），负责食品业务的专业化运营，并依托自有非笼养鲜鸡蛋、淘汰种鸡等原料开发鲜蛋、卤蛋及鸡肉熟食等产品。生产端，公司采用“自主生产+OEM 代工”相结合的模式，其中非笼养鲜鸡蛋由自有养殖基地生产，鸡肉熟食及相关食品委托具备资质的企业加工；销售端，公司逐步布局商超、餐饮、团购、电商及社区团购等线上线下渠道。长期来看，稳定的蛋类消费能够为公司鲜蛋及蛋制品业务提供基础需求，鸡肉消费扩张也有利于提高淘汰鸡等副产品的食品化利用空间；目前，公司食品业务仍处于市场开拓和品牌培育阶段，2026 年上半年蛋乐道实现营业收入 405.23 万元，短期收入贡献相对有限，后续随着公司持续推进产品创新、渠道建设和品牌培育，食品业务有望逐步形成更丰富的产品矩阵和更完善的销售网络，市场影响力与盈利贡献有望稳步提升。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

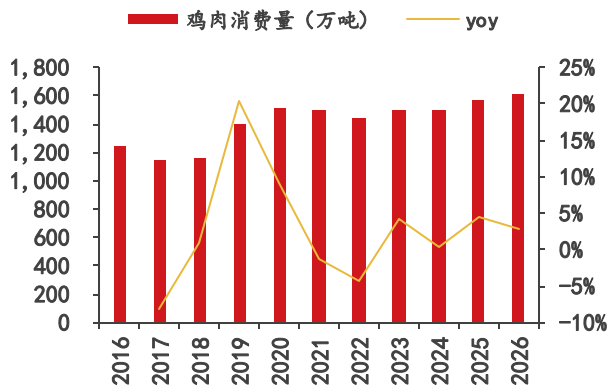
下载日志已记录，仅供内部参考

图26. 2016-2026 年（含预测）我国蛋类消费量



资料来源：经济合作与发展组织，国投证券证券研究所

图27. 2016-2026 年（含预测）我国鸡肉消费量



资料来源：美国农业部，国投证券证券研究所

图28. 公司食品业务经营模式一览

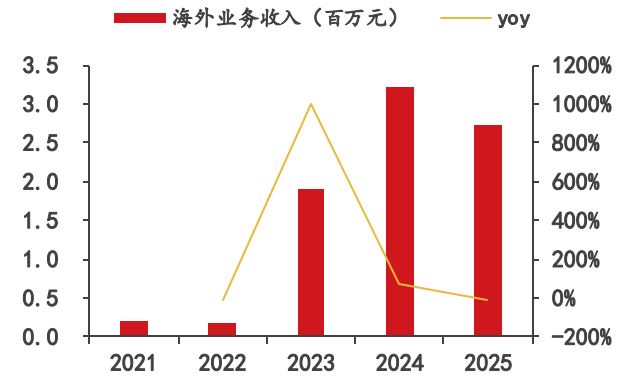


资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

出海业务：海外市场仍处于早期拓展阶段，现有出口业务与国际化能力建设共同构成潜在增量。公司已启动海外市场调研与人才储备，并计划探索种源技术输出和国际合作，逐步拓展全球市场空间；当前，依托海兰系列高产蛋鸡品种以及种鸡养殖、孵化、检验检疫、运输交付和技术服务体系，公司具备进一步拓展海外市场的产业基础。2021-2024 年，公司海外业务收入由 20 万元提升至 321 万元，海外业务在整体营业收入中的占比由 0.03%提升至 0.33%，CAGR+151.61%；2025 年海外业务收入回落至 274 万元，同比下降约 14.70%，占营业收入比重降至 0.22%。整体来看，公司海外业务仍处于市场培育和渠道拓展阶段，短期对业绩贡献有限；若后续检疫认证、销售渠道、跨境交付及本地化服务体系逐步完善，海外市场有望成为国内业务之外的潜在增量来源。

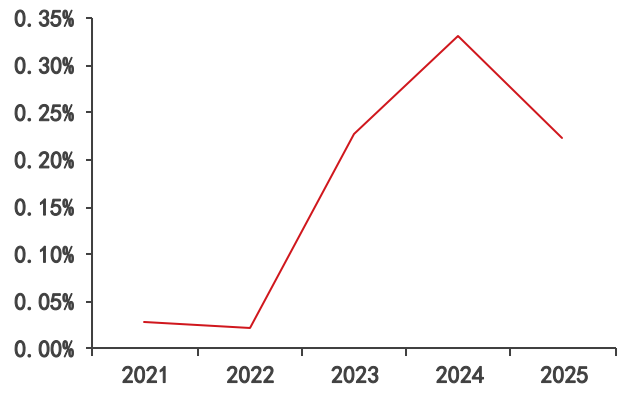
下载日志已记录，仅供内部参考

图29. 公司出海业务收入规模及增速



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

图30. 公司出海业务在整体营业收入中所占比重变化



资料来源：公司财报，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测核心假设

鸡产品业务：销量稳步提升，鸡苗价格主导盈利弹性。公司鸡产品构成收入及利润的核心来源，未来收入增长主要由销量扩张及鸡苗价格变化共同驱动。销量方面，依托前期养殖、孵化产能建设及全国化销售网络，公司鸡产品销量有望稳步增长；价格方面，考虑蛋鸡养殖景气修复带动下游补栏需求改善，同时行业供需仍存在周期波动，我们预计未来鸡产品销售均价将保持先提升再回落的趋势。成本方面，考虑到玉米、豆粕等饲料原料涨价的可能性，我们保守预计单只成本将保持稳定并小幅升高。基于上述假设，我们预计 2026-2028E 鸡产品业务营业收入分别为 10.79/11.40/11.52 亿元，同比增长 2.82%/5.67%/1.05%；毛利率分别为 24.73%/26.32%/20.83%。

综上，在鸡产品量价稳步提升、副产品收入保持增长的假设下，我们预计公司 2026-2028E 分别实现营业收入 12.68/13.48/13.81 亿元，同比增长 3.83%/6.32%/2.43%；综合毛利率分别为 21.32%/22.86%/17.71%。

表3：晓鸣股份分业务盈利预测

业务	指标	2025A	2026E	2027E	2028E
鸡产品	营业收入（百万元）	1,049.21	1,078.80	1,140.00	1,152.00
	yoy	35.83%	2.82%	5.67%	1.05%
	毛利润（百万元）	265.64	266.80	300.00	240.00
	yoy	72.38%	0.44%	12.44%	-20.00%
	毛利率	25.32%	24.73%	26.32%	20.83%
副产品	营业收入（百万元）	171.69	188.86	207.74	228.52
	yoy	-13.22%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利润（百万元）	3.40	3.78	8.31	4.57
	yoy	-41.58%	11.18%	119.84%	-45.01%
	毛利率	1.98%	2.00%	4.00%	2.00%
其他业务	营业收入（百万元）	0.40	0.44	0.49	0.54
	yoy	11.11%	10.00%	11.36%	10.20%
	毛利润（百万元）	-0.33	-0.23	-0.10	0.00
	yoy	-83.33%	30.30%	56.52%	100.00%
	毛利率	-81.49%	-50.00%	-20.00%	0.00%
合计	营业收入（百万元）	1,221.30	1,268.10	1,348.23	1,381.05
	yoy	25.82%	3.83%	6.32%	2.43%
	毛利润（百万元）	268.71	270.35	308.21	244.57
	yoy	68.23%	0.61%	14.00%	-20.65%
	毛利率	22.00%	21.32%	22.86%	17.71%

资料来源：同花顺 iFinD，公司财报，国投证券证券研究所

4.2. 可比公司估值

鉴于公司当前以父母代蛋种鸡养殖和商品代雏鸡生产销售为主，产品价格及盈利能力受蛋鸡养殖景气度、下游补栏需求和饲料成本等因素影响，我们选取益生股份（主要从事祖代、父母代白羽肉种鸡养殖及鸡苗销售）、仙坛股份（主要从事父母代肉种鸡养殖、商品代肉鸡养殖及屠宰加工）、圣农发展（业务覆盖白羽肉鸡育种、养殖、屠宰及食品加工）作为可比公司。可比公司 2027 年平均 PE 为 14.5 倍，考虑到公司长期聚焦蛋鸡制种业务，是 A 股蛋鸡产业

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

链中较为稀缺的纯种业及商品代蛋鸡苗标的，在父母代蛋种鸡养殖、商品代雏鸡孵化、种源储备及全国化销售网络等方面已形成较强竞争优势，叠加蛋价回升将带动养殖盈利及补栏需求改善，公司业绩有望迎来较强修复；综合来看，公司在细分赛道稀缺性、行业龙头地位、盈利修复弹性及中长期成长性等方面具备一定估值溢价基础。我们预计公司 2026-2028 年将实现归母净利润 0.75/1.09/0.41 亿元，增速分别为-11.42%/+45.09%/-62.48%，给予公司 2027 年 28 倍 PE，对应 12 个月目标价 16.24 元，首次覆盖给予增持-A 的投资评级。

表4：可比公司估值水平（截止日期 2026 年 9 月 28 日）

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	EPS			PE			股价
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
002458.SZ	益生股份	116.21	0.63	0.73	0.53	12.84	11.12	15.36	8.12
002746.SZ	仙坛股份	54.47	0.43	0.49	0.53	14.72	12.92	12.06	6.33
002299.SZ	圣农发展	196.36	0.99	1.35	1.54	16.04	11.67	10.23	15.80
平均值							14.53	11.90	
300967.SZ	晓鸣股份	30.29	0.40	0.58	0.22	40.37	27.82	74.16	16.15

注：以 2026 年 9 月 28 日收盘价为基准；EPS、PE 预测除晓鸣股份为国投证券证券研究所预测外，其余均采取同花顺 iFinD 一致预期。
资料来源：同花顺 iFinD，国投证券证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

1）**蛋鸡行业周期及产品价格波动风险：**公司收入和利润主要来自商品代雏鸡等鸡产品，其销量及价格受鸡蛋价格、蛋鸡养殖利润、存栏规模和下游补栏意愿影响较大。若鸡蛋价格持续低迷、行业产能去化进度不及预期或养殖户补栏需求恢复较慢，可能导致商品代雏鸡价格及销量承压，从而对公司收入、毛利率及盈利修复产生不利影响。

2）**饲料原材料价格波动风险：**玉米、豆粕等饲料原料是公司生产成本的重要组成部分，其价格受全球粮食供需、极端天气、贸易政策及物流运输等因素影响。若主要原料价格大幅上涨，而公司产品价格未能及时向下游传导，可能推高单位养殖成本、压缩产品毛利空间，进而导致公司盈利能力承压。

3）**市场消化不及预期风险：**公司近年来持续推进养殖基地、孵化厂及配套饲料产能建设，固定资产规模较大，而国内商品代蛋雏鸡需求总量相对稳定，公司成长更多依赖市场份额提升。若行业需求恢复不及预期、市场竞争加剧或公司销售能力未能与新增产能相匹配，可能导致产能利用率不足、固定成本摊薄不及预期，从而影响新增项目回报及整体盈利水平。

4）**种源供应依赖风险：**公司主要经营海兰系列蛋鸡品种，祖代蛋种鸡种源主要依赖海外引进。若境外发生重大禽类疫病、检疫政策及国际贸易环境发生变化，或海外供应商减少、延迟祖代种鸡供应，可能影响公司引种计划及后续父母代、商品代雏鸡的扩繁节奏，从而对公司产能释放和产品供应产生不利影响。

5）**盈利预测不及预期风险：**公司的收入及盈利与商品代蛋鸡苗价格高度相关；若行业扩产速度及幅度超出预期、或食品安全事故等因素导致鸡蛋价格及养殖盈利不及预期，进而冲击商品代蛋鸡苗价格，则公司的盈利预测或存在不及预期的风险。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	971	1,221	1,268	1,348	1,381
减:营业成本	811	953	998	1,040	1,136
营业税费	3	3	3	3	3
销售费用	30	45	47	49	51
管理费用	41	49	51	54	57
研发费用	27	46	48	51	52
财务费用	37	31	29	30	29
加:资产/信用减值损失	15	-15	-19	-18	-18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资和汇兑收益	1	1	1	1	1
营业利润	41	85	79	109	41
加:营业外净收支	4	0	-4	0	0
利润总额	45	85	75	109	41
减:所得税	0	0	0	0	0
归母净利润	45	85	75	109	41

资产负债表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	180	118	380	404	414
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	29	40	44	47	48
应收票据	0	0	0	0	0
预付账款	15	14	15	16	16
存货	105	94	105	110	120
其他流动资产	0	1	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,254	1,217	1,236	1,254	1,278
在建工程	3	33	27	22	16
无形资产	51	50	40	29	19
其他非流动资产	34	2	2	2	2
资产总额	1,687	1,581	1,862	1,894	1,923
短期债务	10	0	261	339	427
应付账款	57	70	81	85	93
应付票据	0	0	0	0	0
其他流动负债	291	170	253	265	284
长期借款	535	525	421	315	213
其他非流动负债	11	9	9	9	9
负债总额	905	773	1,024	1,012	1,026
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	188	188	188	188	188
留存收益	309	335	365	408	425
股东权益	782	808	838	881	898

现金流量表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	45	85	74	103	34
加:折旧和摊销	179	167	207	236	257
资产减值准备	16	-11	-15	-13	-14
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	37	31	29	30	29
投资收益	-1	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	61	-58	78	7	16
经营活动产生现金流量	306	240	388	381	341
投资活动产生现金流量	-125	-99	-209	-234	-264
融资活动产生现金流量	-77	-203	83	-123	-67

财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	16.8%	25.8%	3.8%	6.3%	2.4%
营业利润增长率	128.4%	107.6%	-7.1%	37.7%	-62.5%
归母净利润增长率	-129.0%	89.0%	-11.4%	45.1%	-62.5%
EBITDA 增长率	7,293.5%	8.3%	9.9%	20.6%	-12.9%
EBIT 增长率	165.8%	40.8%	-10.3%	34.0%	-50.1%
NOPLAT 增长率	53.1%	-1.5%	29.1%	-50.1%	-100.0%
投资资本增长率	-1.3%	2.9%	14.0%	1.1%	0.1%
净资产增长率	3.3%	3.7%	5.2%	1.9%	-100.0%
利润率					
毛利率	16.5%	22.0%	21.3%	22.9%	17.7%
营业利润率	4.2%	7.0%	6.2%	8.1%	3.0%
净利润率	4.6%	6.9%	5.9%	8.1%	3.0%
EBITDA/营业收入	26.9%	23.2%	24.5%	27.8%	23.7%
EBIT/营业收入	8.5%	9.5%	8.2%	10.3%	5.0%
运营效率					
固定资产周转天数	472	364	356	339	338
流动营业资本周转天数	33	21	21	21	21
流动资产周转天数	125	80	158	157	159
应收账款周转天数	11	12	13	13	13
存货周转天数	47	36	38	38	38
总资产周转天数	634	472	536	513	508
投资资本周转天数	487	398	437	416	406
投资回报率					
ROE	5.7%	10.5%	9.0%	12.4%	4.5%
ROA	2.7%	5.4%	4.0%	5.7%	2.1%
ROIC	5.5%	8.5%	8.1%	9.2%	4.5%
费用率					
销售费用率	3.1%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
管理费用率	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%
研发费用率	2.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
财务费用率	3.9%	2.5%	2.3%	2.3%	2.1%
四费/营业收入	11.2%	10.3%	10.0%	9.9%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	53.6%	48.9%	55.0%	53.5%	53.3%
负债权益比	115.6%	95.7%	122.2%	114.9%	114.2%
流动比率	0.92	1.12	0.92	0.84	0.75
速动比率	0.59	0.67	0.72	0.66	0.58
利息保障倍数	2.20	3.72	3.60	4.58	2.42
分红指标					
DPS(元)	0.20	0.25	0.24	0.35	0.13
分红比率	82.9%	54.8%	60.0%	60.0%	60.0%
股息收益率	1.2%	1.5%	1.5%	2.2%	0.8%

业绩和估值指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.24	0.45	0.40	0.58	0.22
BVPS(元)	4.17	4.31	4.47	4.70	4.79
PE(X)	67.6	35.8	40.4	27.8	74.2
PB(X)	4.4	4.2	4.0	3.8	3.7
P/FCF	0.1	-0.5	1.6	0.3	0.1
P/S	3.1	2.5	2.4	2.2	2.2
EV/EBITDA	10.4	14.3	11.9	9.8	11.2
CAGR(%)	34.4%	-21.6%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
PEG	0.5	0.4	-3.5	0.6	-1.2
ROIC/WACC	1.7	2.6	2.5	2.8	1.4
REP	1.3	1.2	1.0	0.9	1.7

资料来源：Wind资讯，国投证券证券研究所预测

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司评级体系

收益评级：
买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；
增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；
中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；
减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；
卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；
风险评级：
A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市
地　址：深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层
邮　编：518046

上海市
地　址：上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层
邮　编：200082

北京市
地　址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层
邮　编：100034