

# Ningxia Xiaoming Agriculture & Animal Husbandry (300967 CH)

## Initiating coverage: leader of the pack is first of China's layer hen companies to go public

We initiate coverage with a BUY call and price target of RMB25.20. Xiaoming's commercial chickens accounted for 12.52% of the domestic market share, and its business scale is within the forefront of the industry.

### Analyze the development overview and future trends of egg production

China is the world's largest producer and consumer of eggs. Egg production has consistently ranked first in the world since 1985. As the per capita egg consumption of rural consumers increases, we expect egg market capacity to increase in the future. The current structure of China's egg production industry has small-scale and large-market characteristics. Compared with developed countries in Europe and the US, China's industry has room to expand in terms of breeding level and production efficiency. However, benefiting from environmental protection policy requirements and the promotion of safe production, industry concentration has continued to increase, so the trend of a large-scale breeding market seems inevitable. High-quality egg laying hen companies will enjoy a brand premium in the future, in our view.

In terms of breeding egg laying hens, although domestic heritage layer breeds have a high market share, their performance lags behind those of foreign heritage breeds. Based on in-depth research into layer breeds and the rich varieties of breeding materials, we expect the performance of domestic heritage layer breeds to gradually improve in the future, and its market share to further rise.

### Xiaoming's egg and chicken business leads the industry; improving indicators

Located in Ningxia, Xiaoming integrates the introduction, production and promotion aspects of the laying hen seed business. The company uses advanced breeding models to create a sales model of centralized breeding and decentralized incubation. The products are disseminated to more than 31 provinces and regions across the country and also exported to Mongolia. In recent years, the company's various indicators have continued to improve, its market share in major segments has continued to increase, and its brand power across the product supply chain has continued to increase. Under the large-scale development trend of the layer hen industry, the company's operating strength could raise its scale advantages and bring in more major customers.

### Competitive advantages; prioritizes biosafety to build up future growth

The company has established an advanced disease prevention and control system and values biosafety. It ensures safe and efficient operations through geographical isolation, strict control of vehicles and drinking water entryways, and closed-system management of breeding farms. On the basis of its biosecurity system, the company created a "centralized breeding and decentralized incubator" business model, reducing production costs via farming concentration, improving management efficiency, and innovations in farming areas, a "whole network high bed level support" welfare culture model and improving product quality, which has led to quality layer breeds that are recognized by customers, with good reputation. In terms of product sales, decentralized incubation is used to fully exploit the market, reduce product transportation losses, and achieve efficient utilization of hatchery capacity. The rapid expansion of business has formed a scale advantage. In 2020, the company's commercial chickens accounted for 12.52% of the domestic market share, and its business scale is within the forefront of the industry.

## Initiation of coverage

## BUY

Target price:	RMB25.20
Share price (17 Aug):	RMB17.76
Up/downside	41.9%

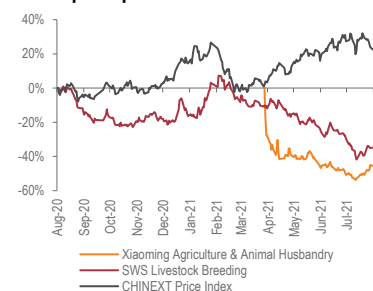
Company information	
52wk High (04/13/2021)	35.60
52wk Low (07/27/2021)	14.31
P/E (Trailing 12m)	65.83
Dividend Yield	0.56
Price to Book Ratio	4.38
Price to Sales Ratio	5.97
EV / Trail 12M EBITDA	27.35
Shares Outstanding (m)	187.5
Market Cap (RMBm)	3,159.5

Source: Wind

Financial summary (RMB)			
	21E	22E	23E
Revenue (m)	680	807	1,006
YoY Growth (%)	25.97	18.71	24.57
EBITDA (m)	147	194	161
Net profit (m)	115	170	136
YoY Growth (%)	129.43	47.08	-19.78
EPS (price/share)	0.61	0.90	0.73
P/E Ratio (x)	27.73	18.85	23.50
Price to Book Ratio (x)	3.69	3.14	2.80
Price to Sales Ratio (x)	4.70	3.96	3.18
EV/EBITDA (x)	19.95	14.81	16.86

Source: Tianfeng Securities estimate

### Share price performance



Source: BigData

TFI Asset Management Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by **Wu Li (吴立)**, **Chen Xiao (陈潇)** and **Chen Lian (陈炼)**, employees of Tianfeng Securities Co., Ltd.

The target price of Ningxia Xiaoming Agriculture & Animal Husbandry (300967 CH) is forecasted by TFI Asset Management Limited based on current information. The target price may fluctuate with reference to market fluctuations or other relevant factors. TFI Asset Management Limited may release publications which are inconsistent with the opinions, speculations, and predictions contained herein.

A large breeding scale, mature industry network and wide-coverage sales network would help ensure its sustainable development and manage industry fluctuation risks.

**Fund-raising projects: to lift production capacity and raise competitiveness**

After the company's listing and fundraising, it invested funds in new layer breeding projects in Alxa League and Minning town. We expect that with the gradual implementation of fund-raising investment and construction projects, the company's breeding technology could be significantly improved to ensure future production capacity growth and strengthen its advantages in large-scale breeding.

**Valuation and risks**

We expect revenue of RMB680m/807m/1.01bn, up 25.97%/18.71%/24.57% yoy, and net profit of RMB115m/170m/136m, changing 129.43%/47.08%/-19.78% yoy, corresponding to EPS of RMB0.61/0.90/0.73. With reference to the average valuation of comparable companies, we conservatively give the company a 28x PE, corresponding to market value of RMB4.75bn in 2022E. We initiate coverage with a BUY call and price target of RMB25.2.

**Risks include:** risks of poultry disease; risks of raw material and price fluctuations; risks of the company's dependence on foreign layer breeders; risks of implementation of fund-raising investment projects; and risks of stock price fluctuations in the short term.

## Table of contents

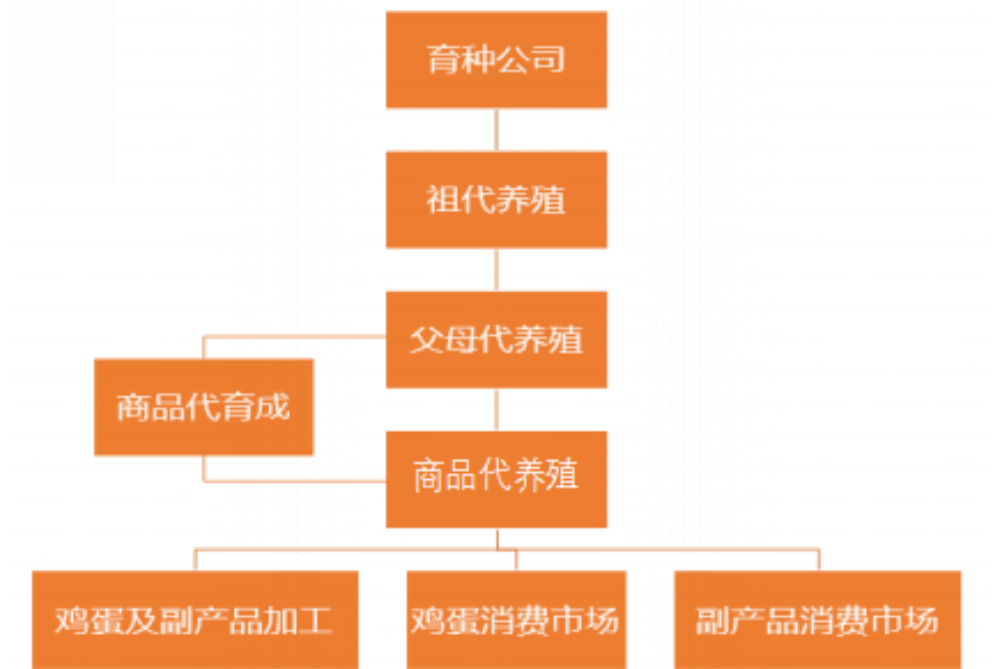
<b>终端鸡蛋产品需求量大推动我国蛋鸡行业持续发展转型</b> .....	<b>4</b>
我国蛋鸡行业整体呈现“小规模、大群体”格局.....	4
蛋种鸡国产化率高，但却出现“量大不优”的局面.....	5
我国蛋种鸡存栏量稳定，城镇化和二胎有望带来新的增长点.....	6
我国未来蛋鸡行业将向集约化、福利化等养殖模式发展.....	8
小结.....	9
<b>公司产品结构清晰，销售覆盖地区广阔</b> .....	<b>10</b>
公司专注蛋鸡业务，产品得到客户和市场的广泛认可.....	11
公司股权结构稳定和组织框架清晰.....	11
公司产品重心明确，各项盈利指标持续改善向好.....	12
公司销售渠道不断扩张，销售围绕生产基地向全国辐射.....	15
公司在蛋鸡行业中各项生产性指标处于持续改善阶段.....	17
<b>核心竞争优势打造公司蛋鸡行业长期领先地位</b> .....	<b>20</b>
多维度构建公司生物安全优势，奠定稳健公司扩张基础.....	20
“精准的赛道切入”+“养殖、经营模式创新”助力公司稳定运行.....	21
公司蛋种鸡品牌化优势增强下游客户粘性，助力公司长期发展.....	23
公司优势叠加最终助力商品代雏鸡市占率不断提升.....	24
<b>募资项目投资增强公司竞争优势，稳固公司领先地位</b> .....	<b>25</b>
<b>盈利预测和投资建议</b> .....	<b>26</b>
<b>Financial forecast summary</b> .....	<b>29</b>

## 终端鸡蛋产品需求量大推动我国蛋鸡行业持续发展转型

蛋鸡产业是一个以纵向血缘关系为纽带的多元的代际畜禽产业，从原种鸡、曾祖代蛋种鸡、祖代蛋种鸡、父母代蛋种鸡、商品代蛋鸡到鸡蛋产品是一个完整、系统的代次繁育流程。蛋鸡产业所涵盖的产品以祖代蛋雏鸡、父母代蛋雏鸡、商品代蛋雏鸡、商品代育成蛋鸡、鸡蛋为主，还包括公雏、二等母雏、毛蛋、淘汰鸡、鸡粪等副产品。

蛋鸡产业最上游为育种公司，最下游为鸡蛋、副产品消费市场及相关加工产业。由于蛋鸡金字塔式育种和制种的特点，其养殖数量规模从祖代养殖至父母代养殖再至商品代养殖逐步扩大，呈现出祖代养殖规模较小、商品代养殖规模较大的特点。

图 1：行业上下游结构示意图



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

终端产品鸡蛋的需求量大推动我国蛋鸡行业的快速转型发展。我国是全球鸡蛋第一大生产国和消费国，自 1985 年开始鸡蛋产量连续居于世界首位。我国蛋鸡产业的养殖模式经历了四个发展阶段：

- 第一阶段，上世纪 80 年代以前，传统农户散养模式；
- 第二阶段，上世纪 80 年代至 90 年代中期，专门化养鸡场（户）模式；
- 第三阶段，20 世纪 90 年代中期至 21 世纪初，“公司+农户”模式成为行业发展潮流；
- 第四阶段，21 世纪初至今，“一体化生产基地模式”、“公司+农户”、“专门化养殖场（户）”并存。

我国蛋鸡养殖模式的发展变革促进了蛋鸡养殖水平的不断提高，目前鸡蛋生产已基本满足国内鸡蛋消费的需求。我国蛋鸡行业未来将朝着“适度规模化、管理家庭化、模式农场化、生产专业化、服务社会化、产品品牌化”等方向发展。

### 我国蛋鸡行业整体呈现“小规模、大群体”格局

我国蛋鸡行业目前整体呈现“小规模、大群体”的产业格局。从养殖规模角度看，我国商品代蛋鸡养殖主体仍然以中小规模养殖场（户）为主。根据最新的《中国畜牧兽医年鉴（2018）》数据显示，全国范围内全国范围内存栏规模 2,000 只以上的蛋鸡养殖场（户）共 171,848 个，其中 10 万只以下的中小规模蛋鸡养殖场（户）数量为 170,819 个，占比达到 99.40%，而 10 万只以上的大规模养殖场（户）数量仅为 1,029 个，占比仅为 0.6%。

图 2：2018 年中国五种规模化蛋鸡养殖场（户）数统计表情况

存栏规模（只）	场/户数	比例
2,000-9,999	133,791	77.85%
10,000-49,999	34,678	20.18%
50,000-99,999	2,350	1.37%
100,000-499,999	960	0.56%
500,000以上	69	0.04%
合计	171,848	100.00%

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

虽然蛋鸡产业规模化程度不高，但规模化的趋势没有改变。近十年来，商品代蛋鸡产业迅速转型发展，大量小规模蛋鸡养殖场（户）逐步退出养殖行业，同时也新增以一批例如正大集团、北京德青源这样的大规模、现代化蛋鸡生产一体化企业，通过这类企业的加入，蛋鸡行业呈现出明显的规模化、标准化养殖趋势。

与生猪养殖集中度提升逻辑类似，蛋鸡行业出现规模化、标准化趋势也主要受到以下几点因素影响：1) 我国对于养殖企业的环保政策要求越来越严格，小型蛋鸡场废弃物处理不达标的已被责令关闭；2) 与生猪养殖相同，为达到安全生产的要求，国家禁止抗生素应用在蛋鸡的生产中，该政策抬高了蛋鸡的生产门槛，驱动蛋鸡养殖场转型升级；3) 国家扶贫项目促进一批规模化、标准化的蛋鸡养殖项目，这从整体上提升了我国蛋鸡养殖水平。

借鉴西方发达国家蛋种鸡发展历程来看，其行业也是经历过从分散生产到集中经营的过程。以美国的蛋鸡行业发展历程为例，其行业发展经历了三个阶段：第一阶段，20 世纪 50 年代前，“庭院式”户外农场模式，该养殖模式的缺点在于容易受到了极端天气、掠食者、体内寄生虫等外界因素的影响而增加其养殖风险和成本。第二阶段，20 世纪 50-70 年代，“庭院式”与大型专业化养殖场并存模式。第三阶段，20 世纪 70 年代后，集约化大型生产基地模式。从美国蛋鸡行业的发展方向来看，其呈现出向集约化、专业化、机械化、自动生产化发展的行业特点。目前，通过自动喂料、自动集蛋、机械清粪、环境调控技术等多种技术的应用以及良种种的培育，美国蛋鸡行业生产效率和行业效益显著提升。

因此，无论是从对比其他国家行业过去的发展历程来看还是从国家相关政策的需求方面来看，其蛋鸡产业向规模化和集约化发展是大势所向。

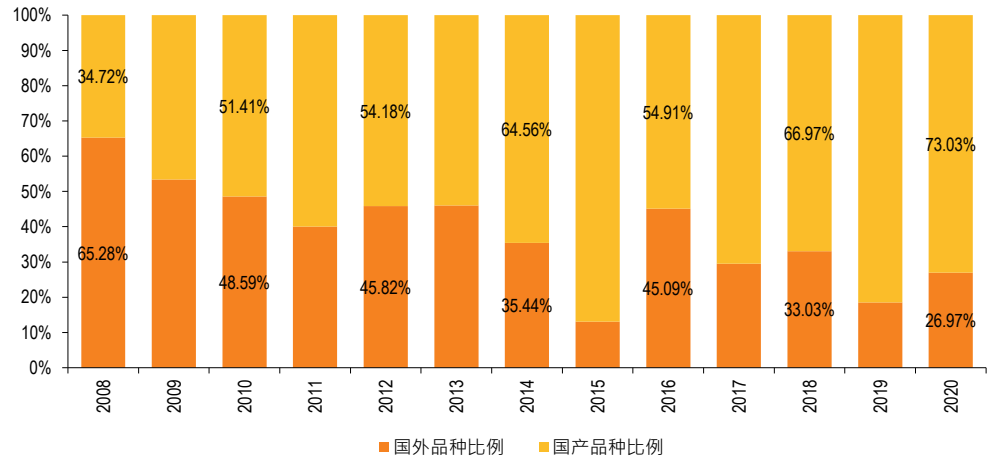
## 蛋种鸡国产化率高，但却出现“量大不优”的局面

在蛋种鸡方面，虽然我国蛋鸡整体水平提升较快，但在蛋鸡的育种方面却呈现“矛盾”的局面。一方面，我国蛋鸡育种企业实力增强，市场占有率逐步提高；另一方面，国产蛋鸡在产蛋率等性能指标上表现出与国外引进品种相差较远。早在 2012 年，农业部就启动实施了《全国蛋鸡遗传改良计划（2012-2020）》，大力支持培育具有重大应用前景的蛋鸡新品种。在各方面的努力下，我国蛋鸡育种企业先后成功培育出京红（粉）系列、大午系列、农大系列和新杨系列等优良品种。

根据中国畜牧业协会监测，2010 年国产祖代蛋种鸡存栏量开始超过国外引种品种量，比例维持在 50%以上。截止到 2020 年，我国当年新增的 54.99 万套祖代蛋种鸡中，国产品种占 73.03%，国外品种占 26.97%，国产品种所占比重高于国外品种 46.06 个百分点。

而与之相矛盾的是，国外引进蛋鸡品种品牌优势依然明显，市场认可度仍然较高，其引进品种仍然是我国规模化蛋鸡养殖企业的主流品种。导致该现象的主要原因还是在于国外引进品种在产蛋性能、垂直传播疾病净化水平等主要方面优于国产品种，引进后产能利用率（产蛋种鸡产能利用率指，平均一套祖代在产蛋种鸡在一段时间内生产并实际销售（或自用）的合格父母代种雏鸡的母雏数量。）显著高于国产品种。

图 3：2008 年-2020 年国产与国外品种比重（单位：%）

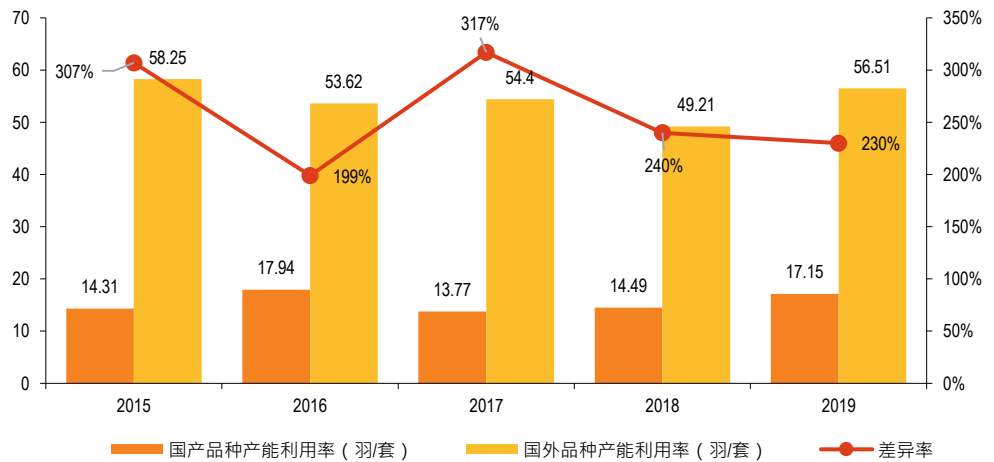


资料来源：公司年报，天风证券研究所

根据中国禽业发展报告数据显示，国外引进品种祖代在 2015-2019 年产蛋种鸡全年产能利用率始终高于国产品种的 100% 以上。

我们认为我国蛋种鸡市场短期内还是会存在国外和国内两类品种共同满足国人消费需求的场景。但长期来看，随着我国对蛋种鸡研究的不断深入，未来蛋种鸡产业有望像白羽鸡产业一样出现类似圣农发展这类在相关品种祖代鸡育种走在行业前沿的企业，从而自行培育出优良的、可与国际优秀育种公司相匹配的蛋种鸡品种，并真正意义上实现国产替代，消除“矛盾”的产业格局。

图 4：2015 -2019 年国产与进口祖代产蛋种鸡产能利用率比较



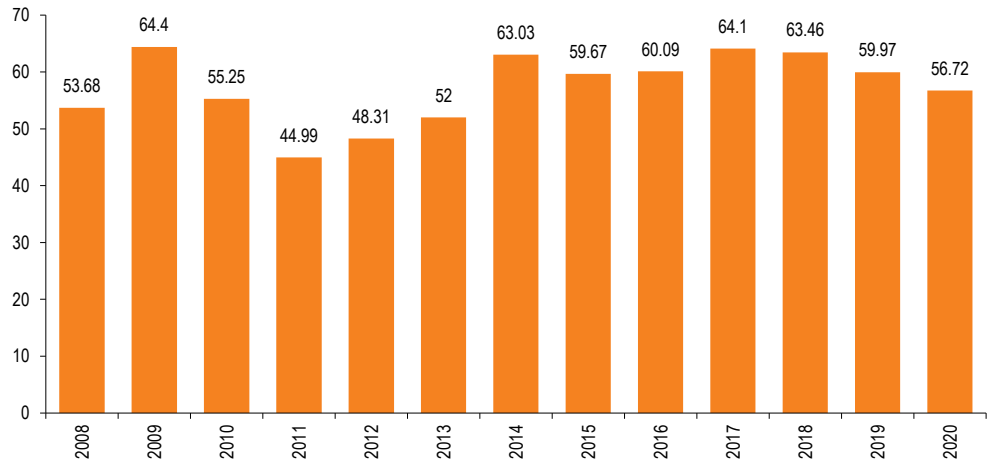
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

### 我国蛋种鸡存栏量稳定，城镇化和二胎有望带来新的增长点

与白羽肉鸡和黄羽肉鸡等其他鸡类品种相同，蛋鸡也分为祖代、父母代以及商品代，不同代养殖存栏量的变化将直接/间接的影响到终端商品的供应量。

根据中国畜牧业协会统计数据显示，近十年来，在产祖代鸡平均存栏量基本维持在 50-65 万套之间，并随着行业周期而小幅波动。截止到 2020 年，我国在产祖代蛋种鸡平均存栏 56.72 万套，同比下降 5.4%。

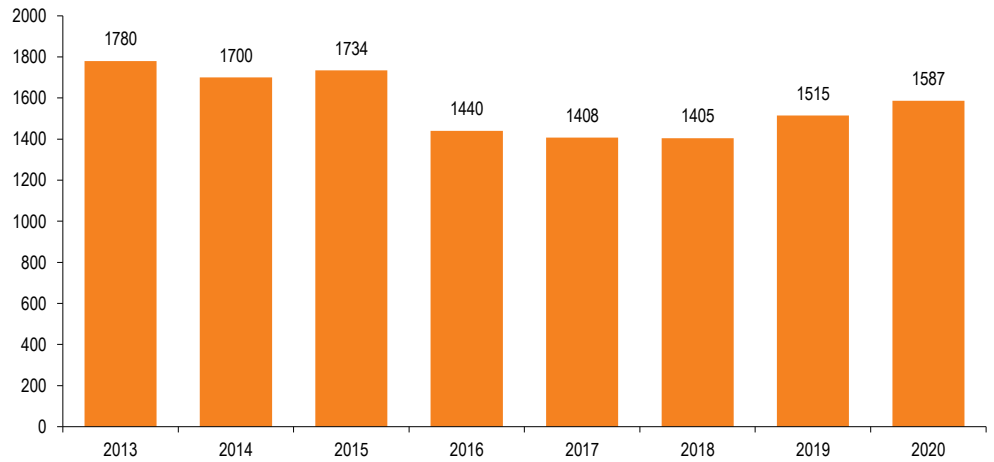
图 5：2008 年-2020 年在产祖代蛋种鸡年平均存栏量（单位：万套）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

在产父母代蛋种鸡存栏量是蛋鸡行业的一个重要先行指标，反映整个行业对市场的供应能力。截止到 2020 年，全国在产父母代种鸡平均存栏 1,587.39 万套，同比增加 4.72%。从 2019 年和 2020 年的种鸡饲养周龄来看，2019 年受非洲猪瘟对蛋鸡行业的利好，带动父母代种鸡延迟淘汰，其 2019 年饲养周龄为 71.50 周。进入 2020 年，行情由繁荣转向低迷，随之种鸡饲养周龄也有所降低，为 69.92 周。但这两年整体来看，其养殖周龄仍然大于饲养指南的 65 周，使用时间延长了 12%。父母代种鸡的适度延长其养殖周期反映出商品代雏鸡需求旺盛。此外，我们预计随着新冠疫情影响的消费需求逐渐得到释放，21 年全年的商品代雏鸡市场或将好于 20 年。

图 6：2013 年-2020 年在产父母代蛋种鸡存栏量情况（单位：万套）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

商品代蛋鸡处于产业的下游，也是蛋鸡产业链中与终端市场关联最紧密的一个环节。根据中国畜牧业禽业分会的统计数据显示，在产商品代蛋鸡存栏数量受到终端鸡蛋消费需求的变化而变化，但近年来整体还是呈现平稳波动趋势。截止到 2020 年，在产商品代蛋鸡存栏量 10.70 亿只，同比增加 2.20%。

我国鸡蛋人均消费与发达国家仍存在一定差距。截止到 2019 年，日本鸡蛋人均消费量约 17.5kg/人，美国人均鸡蛋消费量为 16.8kg/人（按中号鸡蛋 60g/枚估算），而同期我国人均蛋类消费仅为 10.7kg/人。若保守估计未来我国人均蛋类消费提升至 13.5kg/人，则鸡蛋消费提升空间约有 364 万吨，按一枚中号鸡蛋 60 克估算，则至少缺少约 600 亿枚鸡蛋，而鸡蛋的增量或将推高对商品代蛋雏鸡的需求。



**关于我国鸡蛋消费为什么能得以提升，我们给出了以下几点原因：**

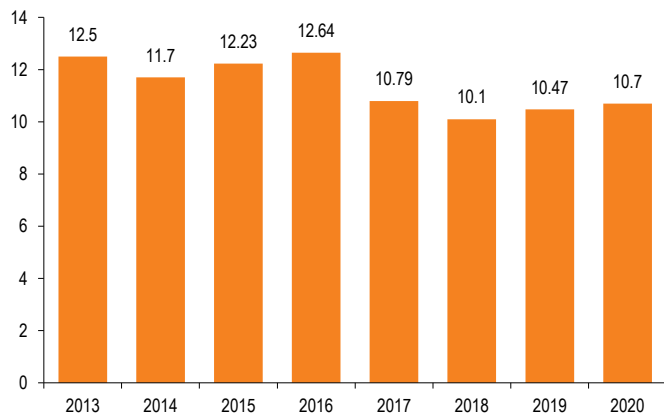
1) 城镇化趋势。截止到 2019 年，我国城镇居民和农村居民人均蛋类消费量分别为 11.5kg 和 9.6kg。随着城镇化人口的逐步扩大，鸡蛋的消费需求市场或将被打开；

2) 蛋制品加工多样化或将拓宽产品销售范围，提升鸡蛋销售量。国内的蛋加工制品目前形式简单，差异化不明显，缺乏创新，主要仍是卤蛋、咸蛋、松花蛋等传统加工制品，且口味单一，包装价值感不高、销售渠道有限。未来，我国蛋加工产业未来将在功能性、个性化、休闲、餐饮预制品等蛋制品开发以及生物、医药应用等方面取得突破。根据中国畜产品加工研究会推测，到 2025 年，我国加工蛋制品的比例将达到 30%，这将是大约 30 倍的增长；

3) 此外，三胎政策放开推动人口持续增长，其或将有利于蛋类产品的消费需求，给蛋鸡行业带来新的增长点。

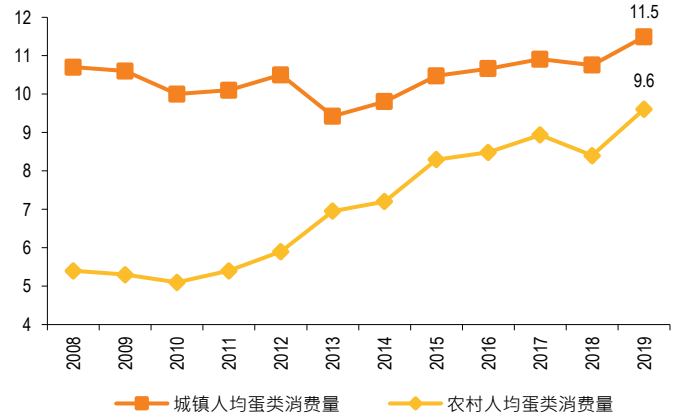
**因此，上述三点鸡蛋消费增长点或将倒推商品代鸡苗的销售量增加，给以商品代鸡苗销售的企业带来新的业绩增长点。**

**图 7：2013 年-2020 年在产商品代蛋鸡存栏情况（单位：亿只）**



资料来源：公司年报，天风证券研究所

**图 8：2008 年-2019 年中国居民人均蛋类消费情况（单位：kg/人）**



资料来源：公司招股说明书、wind，天风证券研究所

总的来看，我国蛋鸡祖代、父母代以及商品代近年来总的平均存栏比较稳定，并未出现大幅波动，而稳定的蛋鸡存栏量保证了下游鸡蛋的充足供应。据中国畜牧业协会估算，2018 年鸡蛋产量为 1769.05 万吨，同比下降 6.23%；2019 年为 1871.17 万吨，同比增长 5.77%；测算 2020 年鸡蛋的产量为 1895.65 万吨，同比增长 1.48%。

**我国未来蛋鸡行业将向集约化、福利化等养殖模式发展**

**我国蛋鸡行业未来的发展将从市场和养殖两个维度进行革新：**

**在市场维度上**，我国蛋鸡行业一方面会进行持续整合，行业集中度会持续提升，另一方面蛋鸡行业随着消费者对于食品安全的越发重视使得一批品牌企业或将脱颖而出。在集中度方面，蛋鸡行业会受到宏观大环境的影响（例如：工业化、农业现代化以及信息化）、政策要求影响（例如：环保要求）以及消费市场改变的影响（发展适应现代化连锁产业和连锁零售的蛋鸡销售市场格局），进一步加快行业的整合和集中度的提高。目前，我国蛋鸡养殖规模化程度不高，蛋鸡供应相对分散，不同品质的蛋鸡在市场上同场竞争、无序竞争。该现象可能导致了劣质品驱逐良品的现象存在，从而使得良品在目前的市场上无法获得或者无法全部获得应有的溢价。但随着国民经济不断发展，居民对于安全性高，可追溯的品牌化产品的关注度不断增强。有需求就会有市场，随着蛋鸡及鸡蛋生产企业在品牌塑造和品牌经营上不断深化，一批品牌化的蛋鸡企业或将得到消费者的认可，从而使企业获得应有的溢价。

**在养殖维度上**，蛋鸡行业可能会出现国内蛋种鸡与国外种蛋鸡长期共存、福利养殖越来越受重视、商品代蛋鸡养殖区域均衡化格局等现象。

如上所述，虽然我国国产祖代蛋鸡品种在国内蛋鸡存栏量的占比比例较高，但受限于国产祖代蛋鸡效率不高，其终端的商品代鸡来自于国产祖代蛋种鸡的占比仍然偏低。但与白羽鸡祖代种鸡品种基本来源于国外不同，我国蛋鸡的品种资源比较丰富，这是我国育种原材料的巨



大优势，未来蛋鸡行业有望利用这一丰富的品种资源优势培育出节粮高效、具有优质特色且适合中国市场需求的优良品种来满足国内多元化蛋鸡市场的需求。

随着经济社会发展，蛋鸡福利问题受到社会的格外关注。近日，欧盟议会以 558 票同意，37 票反对，85 票弃权的压倒性优势通过了不具强制力的约定法案，即到 2027 年前淘汰笼养蛋鸡的决议，并且该决议也获得各大食品企业的纷纷响应。全球最大的零售供应商之一，麦德龙集团宣布一项承诺，到 2027 年在印度、中国和日本仅采购非笼养鸡蛋；亚洲的酒店集团也纷纷宣布了采购非笼养食品政策时间表，其中包括美诺酒店集团（2027）、香港上海大酒店（2025），朗廷酒店集团（2025）和文华东方酒店集团（2025）。实际上，中国消费者一直以来对动物福利化养殖的接受程度较高。以养猪行业为例，早在 2017 年 10 月至 2018 年 3 月期间动物保护协会对消费者关于动物福利养殖模式观点的调查中，85.8% 的中国消费者都表示愿意改变自身的消费习惯，选择提供高福利猪肉的超市。以此推断，随着下游终端采购商对于蛋鸡生产养殖环境的要求提升，蛋鸡的福利养殖有望成为该行业养殖的一个主要发展趋势。

**打破蛋鸡行业传统的北养南销的格局，区域均衡格局或将实现。**由于技术上的进步，原来南方蛋鸡养殖无法度夏的瓶颈得以突破，叠加上燃油价格和高速收费增长使得鲜蛋的运输成本大幅增加，因此蛋鸡主产区不再集中在北方和传统的养殖密集区，使得养殖趋向区域均衡格局。此外，过去蛋鸡养殖总量较小的地区，如新疆和湖北，由于养殖环境好、政策支持力度大、标准化程度高等后发优势，近年来蛋鸡养殖发展较快。

## 小结

总的来看，蛋鸡行业未来的增长点可以归纳为以下几方面：

1. 随着集中化程度越来越高和散养户的逐步退出，头部企业对于现有存量市场的“瓜分”将使得头部公司市占率迈上新台阶，进而增加公司业绩。
2. 国产祖代鸡的替换效应或将成为部分育种公司的新增长点。如上所述，我国祖代蛋种鸡虽然市占率很高，但其产能利用率明显偏低，大部分规模化养殖场还是以进口国外祖代蛋种鸡为主。我们认为在我国蛋种鸡育种材料品种丰富的巨大优势背景下，随着研究的不断深入国产祖代蛋鸡品种性能的逐步提升，国产祖代蛋鸡市场占有率有望进一步提高，并且在存量市场中也会替代原有的低效祖代蛋鸡，形成替代效应。这将是一部分具有良好祖代蛋种鸡育种优势的企业未来的收入增长点。
3. 城镇化、蛋制品深加工以及三胎政策或将推动下游端鸡蛋需求的不断增长，进而反向推动商品代雏鸡需求持续增加。从人均蛋类消费情况来看，我国城镇居民蛋类消费水平明显高于农村居民人均蛋类消费量，未来随着我国城镇化水平的不断提高，城镇人口人均蛋类消费和农村人口蛋类消费差额有望成为增量市场。并且，我国蛋制品加工环节比较薄弱、产品单一、附加值较低，但随着蛋制品的逐步深入，蛋制品市场多样性或将打开鸡蛋消费新的增长空间。此外，随着今年三胎人口的放开，蛋类消费市场或将迎来另一个增长点。因此，无论是城镇化、蛋制品多样性还是三胎政策放开都可能增加蛋类消费，进而推动商品代蛋鸡的旺盛需求。
4. 通过福利化养殖生产的高品质、高安全性的品牌化产品有望得到应有的溢价。对于有着品牌优势的蛋种鸡企业未来或将获得应有的产品溢价，从而打破目前不同品质产品“同台竞争、无序竞争”的局面。因此，对于有着良好品牌优势的蛋鸡企业来说，下游厂商或者消费者的认可或将成为这类企业未来业绩的增长点。

## 公司产品结构清晰，销售覆盖地区广阔

宁夏晓鸣股份有限责任公司总部位于宁夏永宁县，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”一体化科技型蛋鸡制种企业，专注于向市场提供优质的蛋种鸡产品。公司目前是中国规模化海兰祖代、父母代种鸡养殖基地之一，生物安全水平、竞争力均在中国蛋鸡制种行业中占据重要地位。

公司蛋鸡的业务主要包括祖代蛋种鸡、父母代蛋种鸡养殖；父母代种雏鸡、商品代雏鸡（蛋）及其副产品销售；商品代育成鸡养殖及销售。在养殖方面，公司引入“全网面高床平养”的福利化养殖模式；在销售方面，公司独创使用“集中养殖，分散孵化”的模式，从而确保公司产品更接近客户、为客户提供更高品质的产品。公司对外销售的主要产品为父母代种雏鸡和商品代雏鸡、商品代育成鸡及其副产品。

表 1：公司主营产品类型

产品名称	产品介绍	消费群体
父母代种雏鸡	1日龄的父母代种雏鸡，可作为父母代蛋种鸡养殖并生成商品代种蛋和雏鸡	蛋种鸡养殖及孵化企业，个体经营者
商品代雏鸡	1日龄的商品代雏鸡，可提供个性化服务	蛋鸡养殖企业、大中型蛋鸡养殖企业
商品代育成鸡	将商品代雏鸡在专业化育雏鸡场进行饲养，达到10周龄进行销售	自身不具备育雏能力的养殖户或养殖企业
副产品	鲜蛋、无精蛋、死胎蛋、毛蛋、二等母雏、淘汰鸡、公雏等	个体商贩、加工类企业等

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司产能布局以北方地区为主，通过甘肃宁夏总部向我国全国各地区辐射及向海外出口。公司的养殖产业布局历经多年的沉淀与发展，于贺兰山建成闽宁、青铜峡、阿拉善3个高标准蛋种鸡生态养殖基地，下设6大养殖事业部，4座祖代养殖场，18座父母代养殖场。公司通过建立覆盖河南、宁夏、吉林、甘肃等30多个省区的分销网络，将产品销往全国各地，辐射半径达3,000多公里，并出口蒙古国。

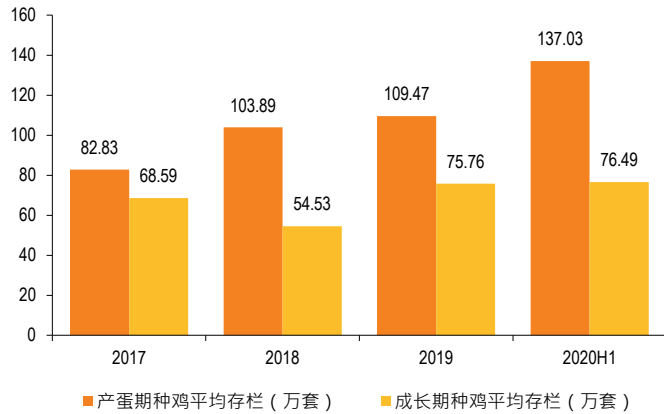
图 9：公司产能布局示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

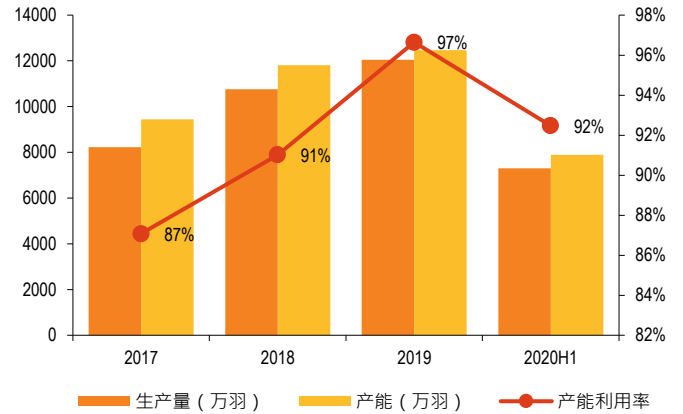
公司在2017年禽流感疫情影响后养殖规模逐步扩大，其中产蛋期种鸡平均存栏量关键性指标连续多年攀升。同时，公司商品代雏鸡生产产能利用率也不断升高。排除2020年因新冠疫情导致停工停产因素，其产能利用率始终维持在较高水平。截至到2020年H1，公司祖代蛋种鸡存栏约5.56万套，父母代蛋种鸡存栏约188万套，年可向市场推广商品代育成鸡约96万羽、商品代雏鸡约15,000万羽。

图 10: 公司 2017-2020H1 蛋种鸡平均存栏量



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

图 11: 公司 2017-2020H1 商品代雏鸡生产产能利用率



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

## 公司专注蛋鸡业务, 产品得到客户和市场的广泛认可

宁夏晓鸣股份有限责任公司成立于 2011 年, 公司一直专注于主营业务, 即蛋鸡制种产业。经过多年的科学发展与产业基地的投资建设, 逐步实现养殖销售量快速扩张, 现已形成了现代化运营模式、高效的生产布局及良好的生物安全体系。因此, 良好的产品品质使得晓鸣股份目前受到了客户广泛支持与市场的认可。

图 12: 公司发展历程



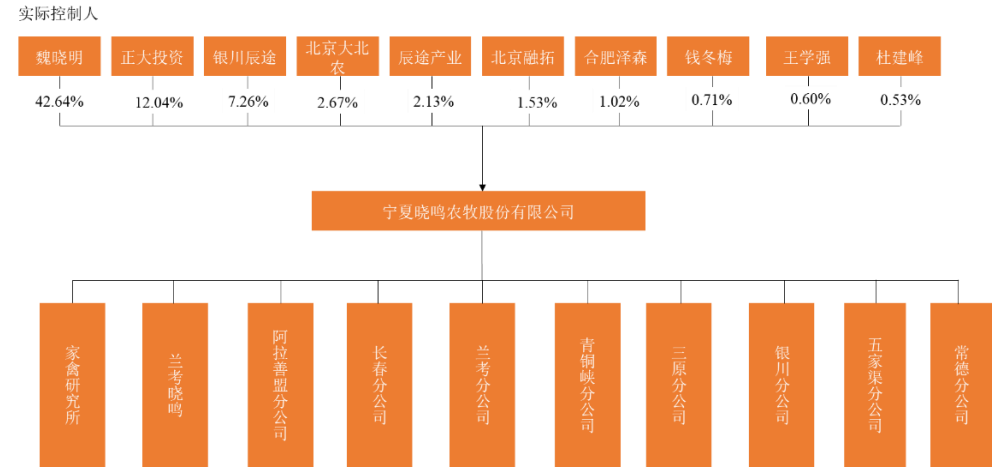
资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

## 公司股权结构稳定和组织框架清晰

截止到 2021 年 4 月 13 日, 晓鸣股份实际控制人魏晓明先生为公司创始人, 所持股份占公司总股本 42.64%, 是公司控股股东。除魏晓明先生外, 公司前五大股东为正大投资、银川辰途、北京大北农与辰途产业基金, 持股比例分别为 12.04%、7.26%、2.67%与 2.13%。魏晓明先生自 2011 年起担任晓鸣农牧董事长兼总经理, 掌舵公司十年, 公司管理层保持稳定。

截止到 2021 年 8 月份, 公司旗下有 2 家全资子公司与 8 家分公司。8 家分公司主要布局养殖、孵化、销售业务, 位于阿拉善盟、长春、青铜峡等地区, 辐射公司主要销售区域。2 家全资子公司分别为兰考晓鸣禽业有限公司与兰考晓鸣家禽研究院有限公司, 为公司提供家禽技术研究、推广、咨询、服务等, 提升公司技术研发投入和产出能力。

图 13：公司前十大股东股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

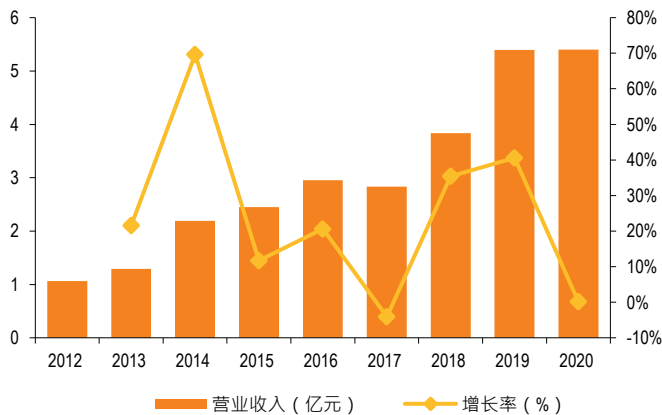
### 公司产品重心明确，各项盈利指标持续改善向好

从公司历年的财务数据上看，公司营业收入保持稳定增长。截至到 2020 年，公司总营业收入达到 5.40 亿元，相比于 2013 年的 1.29 亿元已增长 4 倍有余。

在归母净利润方面，公司整体盈利能力还是表现较好，除 2017 年因 H7N9 影响导致公司净利润出现负值外，其余年份公司均有盈利。公司的归母净利润在 2017 年 H7N9 疫情后开始稳步回升，到 2019 年公司净利润达到近年来的新高，约 1.11 亿元。而到 2020 年，公司归母净利润仅约为 19 年的一半，约 0.50 亿元，同比下降约 55%。

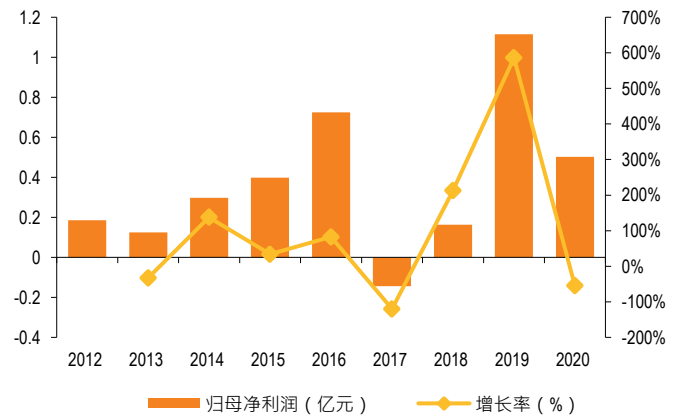
**导致公司 2020 年归母净利润大幅下跌的主要原因是：**1) 公司在 2020 年年初因新冠疫情而导致的无法生产和订单无法配送。根据公司订单的测算，2020 年 1 月 23 日-2 月 29 日期间，疫情使得公司预期净利润减少约 0.23 亿元；2) 再叠加上鸡蛋价格受周期性因素及疫情对消费的影响出现下滑，导致公司商品代雏鸡销售价格较 2019 年出现下降，进一步使得公司 2020 年归母净利润恶化。**我们预计随着新冠疫情稳定，消费市场逐步恢复，公司 2021 年归母净利润或将恢复到正常水平。**

图 14：公司今年来营业收入变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：公司近年来归母净利润变化情况



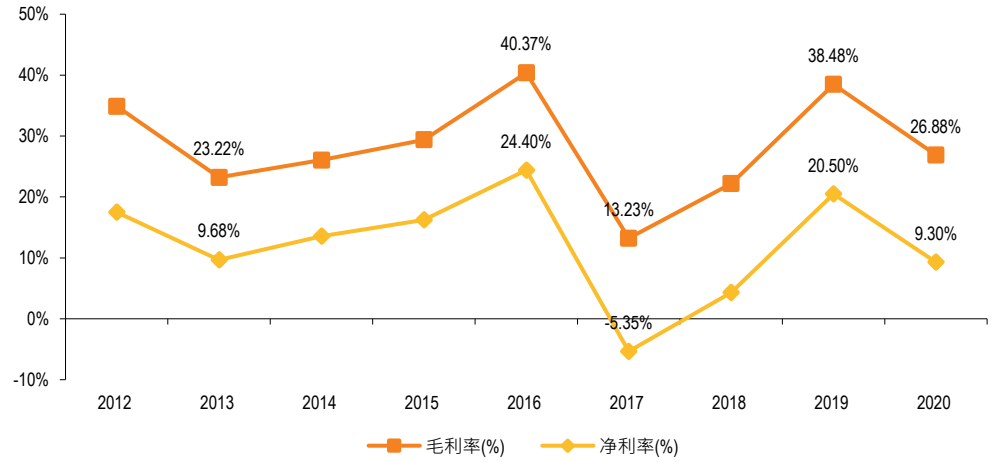
资料来源：wind，天风证券研究所

从盈利指标上看，公司毛利率和净利率呈现周期性波动状态，符合养殖行业的特点。整体来看，公司在 2017 年由于受到了产能、禽流感等因素的影响出现了短暂的低谷期，但随着产品价格的逐步回升，公司盈利能力开始恢复。截止到 2020 年，毛利率和净利率分别维持在 26.88% 和 9.30%，和 2019 年数据相比有着较大的回落。

**2020 年公司毛利率和净利率相比于 2019 年出现回落主要在于两方面因素：**

- 1) 新冠疫情导致的停工停产导致鸡蛋消费需求减少，并且因疫情防控需要，各地道路阶段性封闭，运输中断，公司商品代雏鸡在部分区域的销售受到影响；
- 2) 公司主要饲料原料豆粕和玉米的价格较 2019 年度有所上涨，由此导致饲养单位成本上升。

**图 16：公司 2012-2020 年毛利率与净利率变化情况（单位：%）**

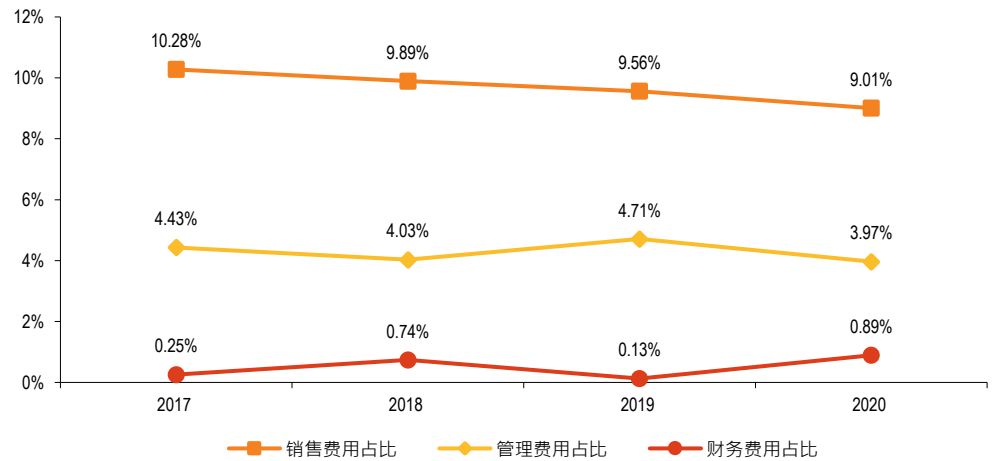


资料来源：wind，天风证券研究所

三费方面，公司销售费用占比和管理费用占比有所改善，但财务费用占比略有增加。截止到 2020 年，管理费用占比、销售费用占比以及财务费用占比分别为 3.97%、9.01%和 0.89%。

横向比较来看，管理费用和销售费用相对于财务费用较高的原因：由于公司对外销售商品代雏鸡、商品代育成鸡和父母代种雏鸡运输费全部由公司承担，因此销售费用维持在较高的水平；管理费用因为随着公司生产经营规模的扩大以及经营业绩逐步向好，人员的薪酬水平有所提升使得其比例略微偏高。但是整体来看，公司的销售费用和管理费用的比例都在波动下降。相比之下，财务费用占比较小，且近几年来费用占比基本稳定在 1% 以下。

**图 17：公司三费占比情况（单位：%）**



资料来源：wind，天风证券研究所

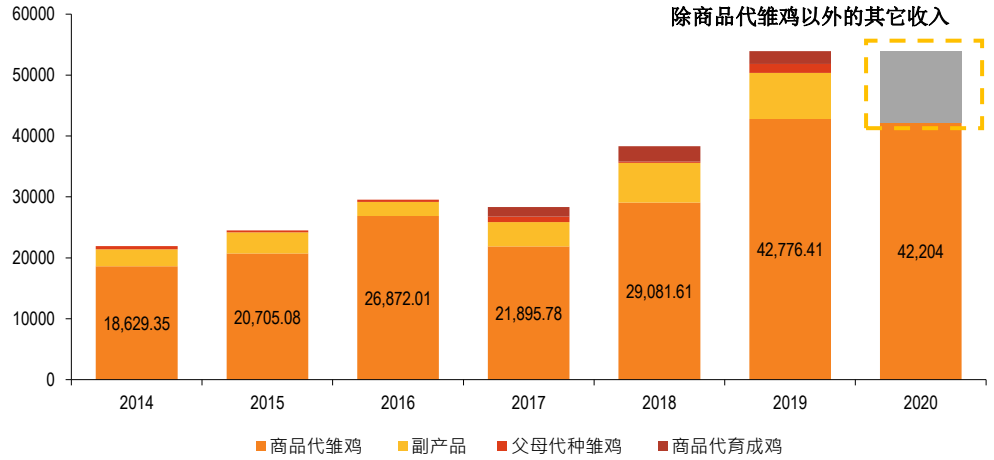
从公司营业收入构成来看，商品代雏鸡为公司的主要收入来源，其 2014-2020 年商品代雏鸡销售收入占公司总营业收入均超过 75%。除此之外，公司主营业务收入还包括商品代育成鸡、父母代种雏鸡及副产品产生的收入，但整体销售收入占公司总营业收入比例较小。

作为公司主营业务占比最大的商品代雏鸡，其销售金额自 2017 年以来保持较快的增长，由 2017 年的 2.19 亿元增长至 2019 年的 4.28 亿元，为公司整体业务收入增长起到重要支撑作用。截止到 2020 年，公司商品代雏鸡销售收入达到 4.22 亿元，在公司总营业收入占比约 78%。根据公司对于商品代雏鸡以每年保持 20% 增速计划的指引，预计到 2025 年公司商品代雏鸡销



销售量有望达到约 3.5 亿羽，若按照行业中 2008 年-2020 年商品代雏鸡平均 3 元/羽的销售价格，预计到 2025 年公司的商品代雏鸡销售收入相对于 2020 年增长一倍有余。

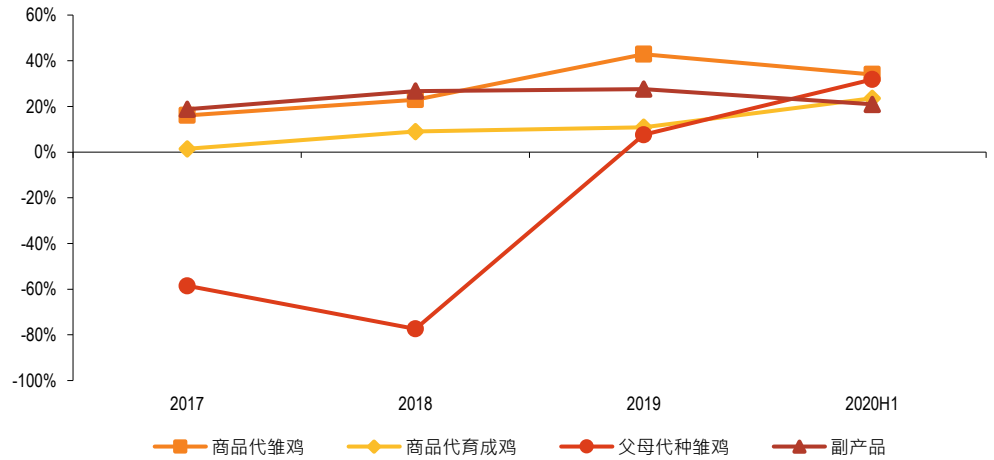
图 18：2014-2020E 公司主营业务收入拆分（单位：万元）



资料来源：wind、公司招股说明书，天风证券研究所（注：由于公司 2020 年为披露商品代种雏鸡和商品代育成鸡的具体销售收入，因此我们使用灰色部分代表公司 2020 年除商品代雏鸡外其余收入）

从公司主要产品的毛利率角度分析，公司商品代雏鸡与副产品的毛利率受周期性影响近年来呈上升回落态势，父母代种雏鸡和商品代育成鸡的毛利率呈稳健上升趋势。截止 2020H1，公司商品代雏鸡、商品代育成鸡、父母代种雏鸡与副产品毛利率分为 34.01%、23.58%、31.79% 和 20.92%。

图 19：各项主营业务毛利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

截止到 2020 年 H1，公司商品代雏鸡毛利率较上一年度下降 8.82pct，其主要原因在于：1）新冠疫情使得企业、学校等单位阶段性停产停工导致鸡蛋的消费出现下滑；2）2019 年的行业上升周期推高了在产蛋鸡的存栏量，从而导致对于商品代雏鸡需求减少，叠加饲料成本上涨，导致养殖的单位成本抬高，进而拉低商品代雏鸡的毛利率。我们预计随疫情的逐步稳定和改善，公司商品代雏鸡的毛利率有望回升。

饲养周期缩短使得商品代育成鸡饲养成本下降，推高商品代育成鸡毛利率。公司自 2019 年 9 月批次起，育成鸡饲养周期由 105 日龄缩短至 85 日龄，导致饲养成本大幅下降，下降幅度高于单价的下降幅度，毛利率出现较大幅度上升。

供需不足推高父母代种鸡价格，提高父母代种鸡毛利率。根据中国禽业协会发展报告中公布的数据来看，公司父母代种雏鸡销售价格自 2017 年以来每年都在稳步增长，价格从 2017 年的 5.86 元/羽上涨到 2020 年的 17.86 元/羽。导致 2020 年父母代种雏鸡价格上涨的主要原因是祖代种鸡企业减少，引进品种 2019 年引种少，多因素导致供种能力下降，从而导致父母代种雏鸡的市场出现供给不足现象，推高父母代种雏鸡的毛利率。从过往的趋势判断，我们预计



公司父母代种雏鸡的毛利率或将因为行业父母代种雏鸡的供应增长而在 2021 年逐步平稳甚至有所下降，但由于公司的商品代雏鸡大部分产品是供应公司内部使用，因此父母代雏鸡价格的变动或将对公司的营收与净利等财务指标影响不大。

### 公司销售渠道不断扩张，销售围绕生产基地向全国辐射

晓鸣股份秉承着“为客户创造价值”的企业理念，凭借优质的产品与良好的服务，获得了广大客户的认可，其公司的蛋鸡产品以公司生产基地为主向全国 31 个地区和省份辐射，并销往蒙古国。

图 20：产品销售地区辐射示意图



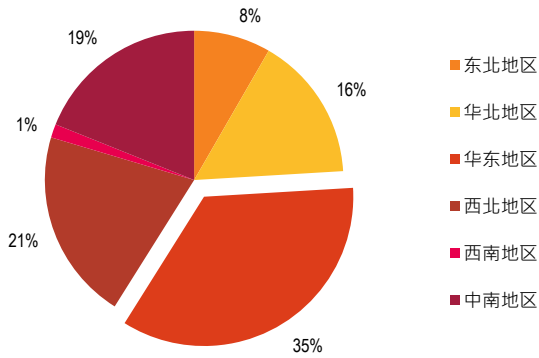
资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 独创的经营模式使得公司销售区域性较为明显

将公司的主营业务按地区划分来看，其华东地区销售收入占比超公司总营收的三分之一。截至 2020 年，华东地区主营业务收入占公司总体 34.88%，西北地区次之，占比达 20.68%。与 2019 年相比，其比重变化较小，地区销售占比保持稳定。此外，由于公司在西南与东北地区开展业务较晚，因此上述两个地区营业收入占总收入比例较小。

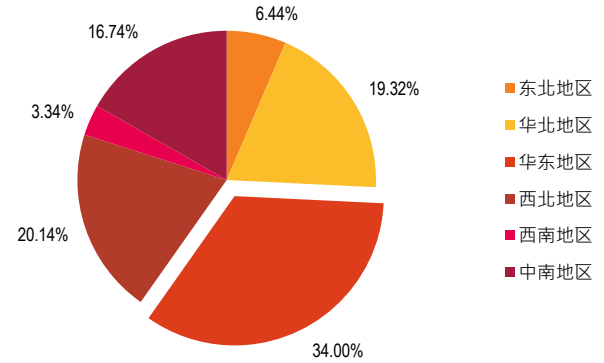
我们认为导致公司销售地区化分布明显的原因在于公司的销售模式。如上所述，公司的经营模式采取的是“集中养殖，分散孵化”，因此越靠近孵化场的地区其销售收入贡献比例就越高。例如华东地区（以山东、江苏、安徽为主）和西北地区（以宁夏、陕西、甘肃、新疆为主）均靠近公司的各孵化场，因此无论是从运输的便利性还是从低运输成本带来的市场竞争优势角度看，上述两地区对于公司销售收入贡献比例高都是合理的。相比于华东地区和西北地区，公司目前在西南地区并未有投产的孵化场，因此公司若想在西南市场销售公司的蛋鸡，则需要从邻近的三原孵化场（西安）或者兰考孵化场（郑州）进行调运，从而会使得公司的销售成本略有增加。预计随着公司对东北地区 and 西南地区市场拓展的逐步深入，公司在上述地区收入或将形成规模，打破公司销售“北强南弱”的局面，未来也可能成为公司的盈利增长点。

图 21: 公司 2020 年营业收入地区分布情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 22: 公司 2019 年营业收入地区分布情况



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

### 公司销售策略符合行业规模化养殖的发展趋势

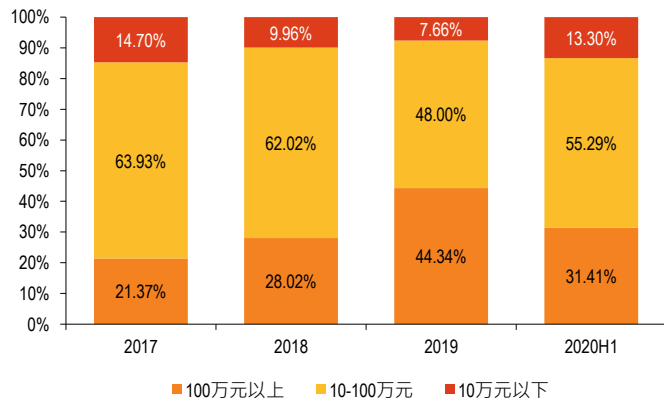
公司客户层次的变化趋势符合蛋鸡行业规模化养殖的发展趋势以及公司的实际经营情况。公司的销售模式分为直销与经销两种。对于规模较大、生产经营稳定的客户主要采用直销方式, 以保证业务合作稳定。对于规模较小、分散的客户主要采用经销模式, 充分利用经销商在行业内的影响力, 降低销售成本, 扩大公司产品推广面。

分产品来看, 公司对于商品代育成鸡和父母代种雏鸡使用直销的比例较高, 相比之下商品代雏鸡对于经销商模式更为依赖。导致该现象的原因在于销售量的原因, 公司商品代育成鸡和父母代种雏鸡销售数量较少, 公司销售人员即可完成大部分销售; 而公司的商品代雏鸡产量较多, 因此公司利用经销商丰富的市场资源扩大公司商品代雏鸡产品的销售范围。因此, 我们推断对于不同商品使用不同的销售策略使得公司能够有效的加强产品在多个地区市场的渗透。

面向大客户销售或将成为公司未来发展的主流。无论是直销模式还是经销模式, 公司在 2017-2019 年期间面向 100 万以上的大客户销售金额占同类销售模式下的比例都有着显著提升。截止到 2019 年, 公司在经销模式下, 面向 100 万以上大客户销售金额占经销收入比例由 2017 年的 21.37% 提升到 2019 年的 44.34%; 在直销模式下, 公司面向 100 万以上大客户销售金额占直销收入比例由 2017 年的 30.32% 提升到 2019 年的 48.57%。与此同时, 两种销售模式下 10 万元以下及 10-100 万元的中小规模客户销售比例下降。

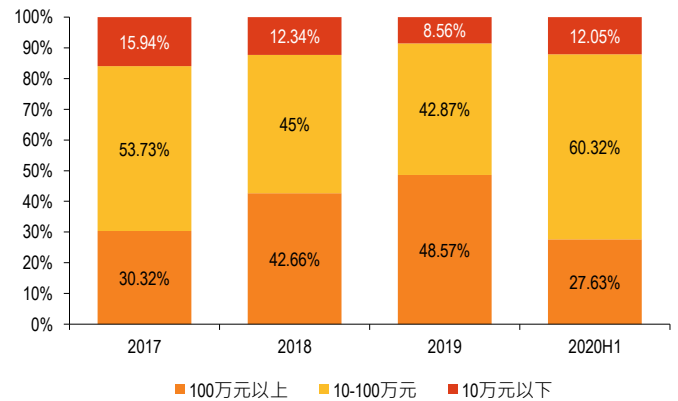
相比于中小规模客户, 公司面向大客户销售存在风险与机遇并存的格局。从风险的角度来分析, 大客户相比于中小规模客户有更高的议价能力, 若公司对于大客户过度依赖可能会导致公司失去定价权; 从机遇的角度分析, 大客户相比于中小规模客户有更稳定的产品需求, 从而使公司能获得更加稳定的收入来源。但是, 我们预计随着蛋鸡行业逐步从“小规模、大群体”转向“集中化、规模化”生产, 蛋鸡企业需要大客户来消化他们的产量, 因此面向大客户销售机遇或将高于风险, 其也符合蛋鸡行业规模化养殖的发展趋势。

图 23: 公司 2017-2020H1 不同层次经销商销售占比



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

图 24: 公司 2017-2020H1 不同层次直销商销售占比



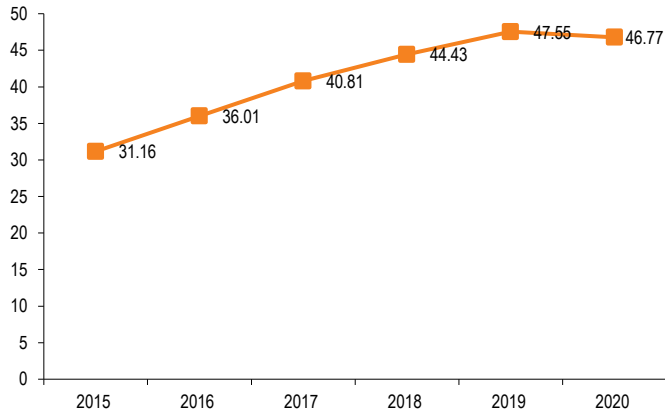
资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

注: 2020 年 H1, 由于部分年采购额超 100 万元的客户, 上半年采购量尚未达到 100 万, 导致其计入 10-100 万元或 10 万元以下, 因此变动趋势与其他年度存在差异。

### 公司在供应链中话语权持续提升

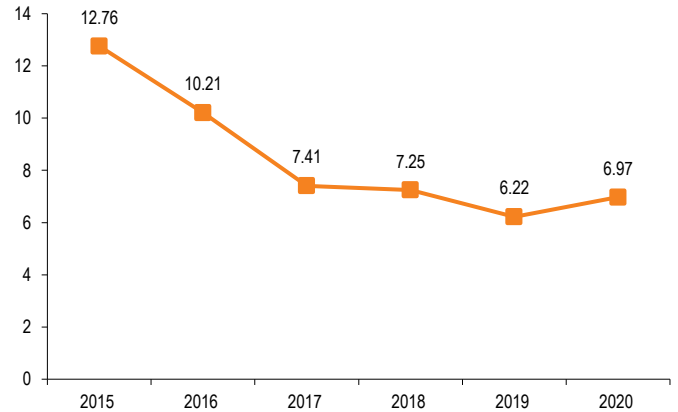
公司在 2017-2020 年期间应收账款周转率稳定提升，其周转率分别为 40.81 次、44.43 次、47.55 次以及 46.77 次。同期，公司应付账款周转率为 7.41 次、7.25 次、6.22 次以及 6.97 次。应收账款周转率的提升表明公司能更快回笼资金，使得公司现金流更为健康，进而使得营运能力提升；应付账款周转率的下降也使得公司有更充足的时间支付账款。因此，通过从稳步增长的应收转款周转率以及较低的应付账款周转率分析，我们推断公司在销售产品给下游的经销商时或有较强的话语权。

图 25：公司 2015-2020 年应收转款周转率（单位：次）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：公司 2015-2020 年应付账款周转率（单位：次）

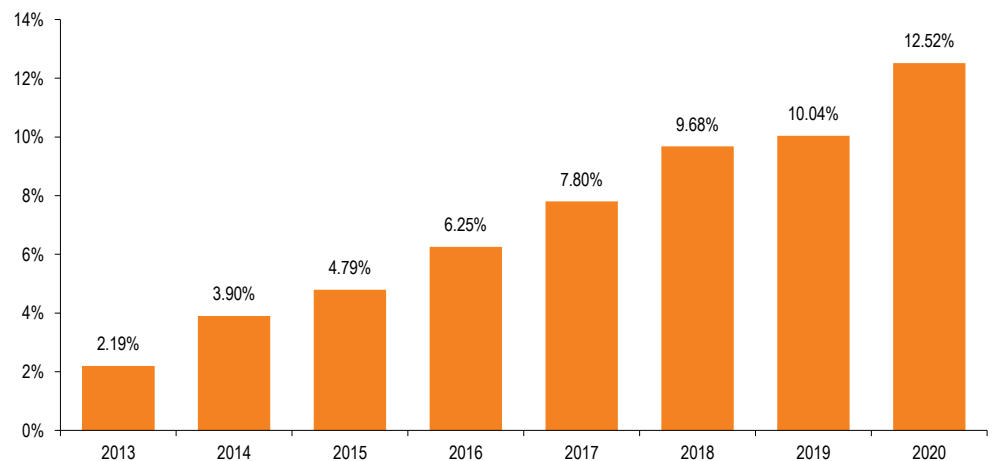


资料来源：wind，天风证券研究所

### 公司在蛋鸡行业中各项生产性指标处于持续改善阶段

公司“拳头”产品（商品代雏鸡）市占率自成立以来得到稳步提升，截止到 2020 年公司市占率由 2013 年的 2.19% 提升到 12.52%，年复合增长率约 28%。目前公司已经发展成为蛋鸡制种行业规模最大、最具影响力的企业之一。我们预计随着公司此次募项目后续逐步落地，公司在商品代雏鸡上的产能和品质将得到进一步提升，业务区域覆盖能力也将得到进一步拓展，有望持续提高市场占有率及行业影响能力。

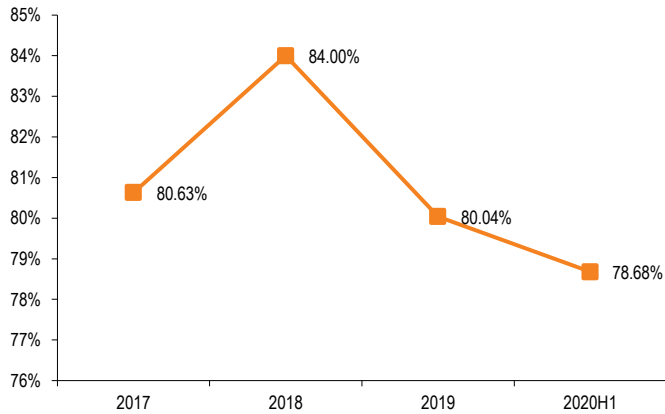
图 27：公司商品代雏鸡市场占有率持续增长（单位：%）



资料来源：公司招股说明书、公司 2020 年年报，天风证券研究所

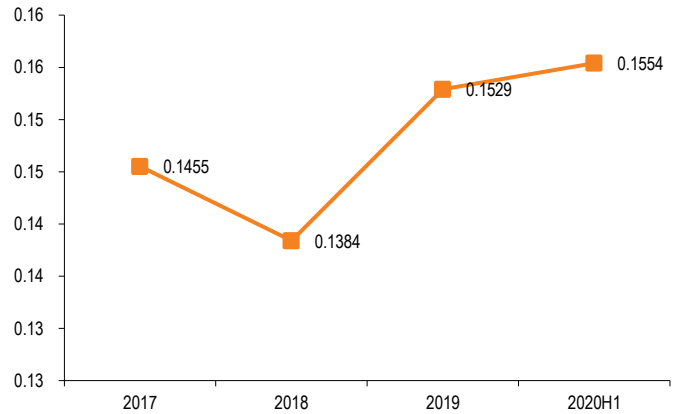
核心指标产蛋率和料蛋比在 2017-2020 年 H1 基本保持稳定，体现公司蛋鸡生产性能稳定性。由于目前我国上市企业中尚不存在其他蛋鸡行业的公司，因此公司的产蛋率与料蛋比尚不可直接进行对比。但公司在行业周期变动的背景下产蛋率保持稳定，其 2017-2020 年 H1 期间指标基本维持在 80% 左右。公司 2018 年产蛋率指标出现波峰主要是受父母代蛋种鸡养殖周龄较短，存栏父母代的周龄结构小于其他年份的原因影响，属于正常波动。从蛋料比角度上看，公司该指标在 2017-2020 年 H1 基本保持稳定，波动较小，体现公司的蛋鸡生产性能稳定。

图 28: 公司 2017-2020 年 H1 产蛋率 (单位: %)



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

图 29: 公司 2017 年-2020 年 H1 料蛋比 (单位: kg/枚)

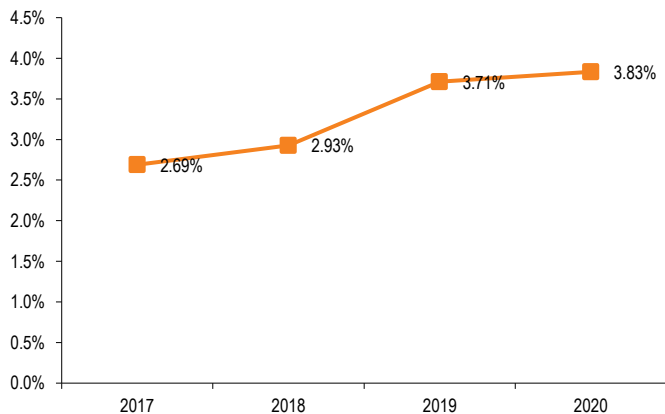


资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

随着公司规模的扩大, 公司逐年增加对研发的投入, 并拥有了一批核心技术, 助力公司未来持续发展。公司的核心技术主要体现在父母代蛋种鸡养殖、父母代和商品代蛋鸡孵化方法以及饲料配方、生物安全等方面。公司坚持“企业的发展要靠科技的突破”的创新理念。通过这些创新技术, 公司提升产品质量, 引领市场, 进一步满足市场需求, 实现了经营规模与产品质量的同比提高。

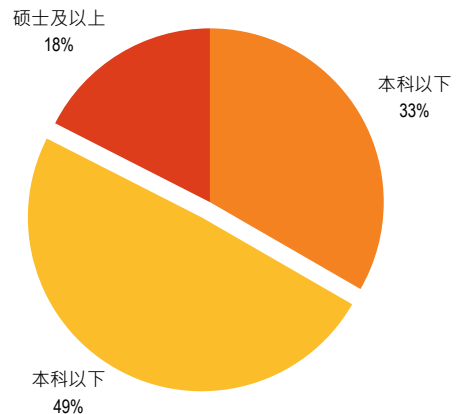
公司拥有稳定的研发团队, 研发人员主要以畜牧、兽医、动物营养与饲料工程等专业为主, 近两年公司的核心技术人员未发生变动, 具有较强的科研开发能力。截至 2020 年末, 公司拥有研发人员 120 名, 占员工总人数的 8.33%。

图 30: 公司 2017-2020 年研发费用占比持续提升 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 31: 截止 2020 年, 公司研发人员学历占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 32: 公司产品专利示意图

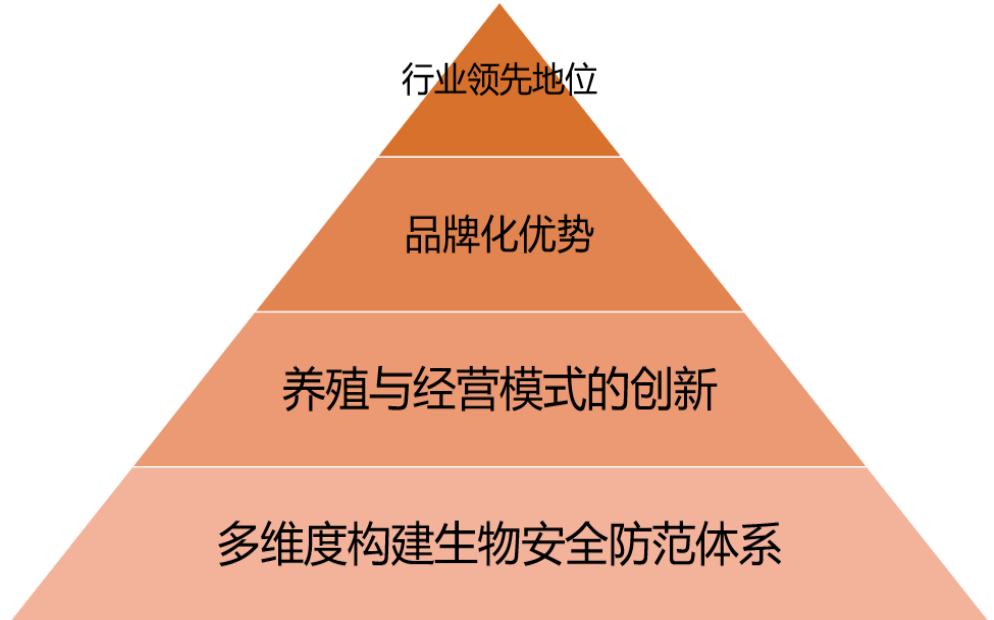
专利名称	涉及的全网面高床平养系统	专利状态	专利类型	专利号
一种养鸡用便于清洗的喂料器	饲喂系统	已授权	实用新型	ZL201721810534.6
一种新型玉米筛选清理装置	饲喂系统	已授权	实用新型	ZL201920696925.2
一种新型蛋鸡料熟化消毒装置	饲喂系统	已授权	实用新型	ZL201920766738.7
一种制粒均匀的饲料粉碎机	饲喂系统	已授权	实用新型	ZL201921786748.3
一种运输车	饲喂系统	已授权	实用新型	ZL201920689410.X
蛋鸡低碳循环养殖方法	养殖方法	已授权	发明	ZL201210564249.6
一种具有防止踩踏的新型养殖鸡舍	平养模式	已授权	实用新型	ZL201920922751.7
一种养鸡设备	平养模式	已授权	发明	ZL201611014975.5
一种新型鸡舍	平养模式	已申报	-	-
鸡舍光照自动控制系统	环控系统—光照系统	已授权	实用新型	ZL201120252773.0
高架供暖式养鸡床	环控系统—加温方式	已授权	实用新型	ZL201120252837.7
带有舍下通风道的鸡舍	环控系统—通风方式	已授权	实用新型	ZL201120252834.3
一种密闭养殖场离心式消毒塔	环控系统	已授权	发明	ZL201810094294.7
一种家禽养殖场轨道式电动运输车辆	产蛋与集蛋系统	已授权	实用新型	ZL201920689408.2
一种新型产蛋箱	产蛋与集蛋系统	已申报	-	-
鸡舍轨道式出粪装置	清粪系统	已授权	实用新型	ZL201120256847.8
家禽养殖场动物尸体无害化处理焚烧炉	-	已授权	实用新型	ZL201420558017.4
一种鸡粪腐热烘干机	-	已授权	实用新型	ZL201721039770.2
一种雏鸡盘限宽辅助	-	已授权	实用新型	ZL201920896451.6

资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

## 核心竞争优势打造公司蛋鸡行业长期领先地位

公司的竞争优势主要体现在生物安全优势、业务模式的优势、品牌与品质领导优势、现代化生产设备的优势、技术研发优势以及规模优势。公司每一环节优势都环环相扣，通过各类优势不断叠加打造出公司行业领先地位。

图 33：公司竞争优势构造图



资料来源：根据公司招股说明书、年报总结，天风证券研究所

### 多维度构建公司生物安全优势，奠定稳健公司扩张基础

生物安全是决定养殖企业能否安全、高效运营的基础。在本轮的非瘟中，生物安全的重要性被一次次证明。具有良好生物安全体系的公司在后疫情时代体现出不错的复产能力。因此，生物安全是否完善、有效对养殖企业是至关重要的。

晓鸣股份在生物防控体系上有独到的心得，已经建立起先进的疾病预防和控制体系，自公司成立以来，自有场区从未发生过重大传染病。而公司能够取得这样的成就，主要是因为从以下三个方面建立了完善的防疫体系：**1）通过良好的地理位置隔离形成基础的生物安全。**公司养殖基地建设在贺兰山东麓洪积扇的荒地及内蒙古阿拉善的荒漠草原地区。这些地区以贺兰山脉为天然屏障，能够阻挡强对流空气和飞禽携带疫病的传播，隔离条件良好；**2）通过对入场车辆、饲料和饮水等关键节点进行防范和控制，以建立结构性生物安全。**在车辆管理方面，公司对入场车辆采用“盲道化”、“轨道化”运行，避免了车辆混用带来的污染。在饲料管理方面，为避免饲养人员将疫病通过饲料传播给蛋鸡，公司采用场外设置饲料储藏室，通过塞盘式饲料自动传输系统和螺旋自动感应饲喂系统，保证饲料干净无污染。在饮水方面，公司采用贺兰山的深井水，通过不透光的自动过滤系统，保障饮水安全；**3）公司充分发挥养殖场众多、分散布局的特点，采用全进全出、封闭管理、轮流空场的生物安全运作模式，有效防止疾病及鼠害的传播，相关成果充分得到国家认可。**2020年12月，中华人民共和国农业农村部发布第372号公告，正式确认宁夏晓鸣农牧股份有限公司青铜峡分公司、闽宁养殖基地两个地区蛋鸡无高致病性禽流感小区和无新城疫小区已达到相关标准。截止到21年1月，晓鸣股份是蛋鸡行业唯一一家通过无疫小区评估验收的企业，标志着晓鸣股份在禽类四大疫病的综合防控和净化中，在继获得“禽白血病净化示范场”认定后，获得了又一国家层面的肯定，对中国蛋鸡产业的健康发展具有重要的标杆意义。

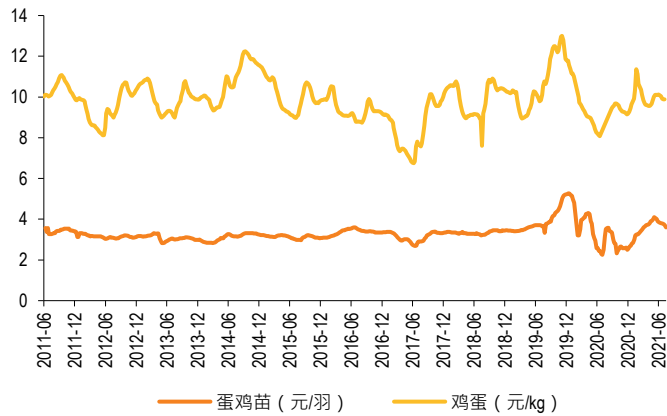


## “精准的赛道切入” + “养殖、经营模式创新” 助力公司稳定运行

在完善的生物安全体系上，公司在业务模式中拓展出其自身的优势。晓鸣股份的业务模式优势主要体现在“精准的赛道选择”、“集中养殖、分散孵化”以及“全网高床平养”三方面：

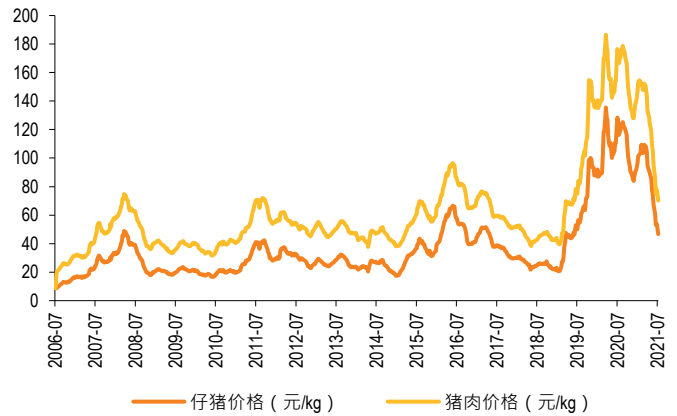
1) 精准的赛道切入保障公司营收和净利润的稳定。首先，公司精准的选取蛋鸡行业作为切入口，相比于生猪养殖和白羽肉鸡养殖，由于蛋鸡行业的养殖周期（通常为 1.5 年左右）长于生猪养殖周期（通常为 6 个月左右）和白羽肉鸡养殖周期（通常为 1.5 个月左右），因此其表现出的价格周期性波动并没有生猪和白羽肉鸡的强。从过往价格数据来看，蛋鸡鸡苗相比于鸡蛋的波动性要小于仔猪价格和猪肉的价格波动性。

图 34：鸡蛋与鸡蛋苗价格的波动性对比



资料来源：wind，天风证券研究所

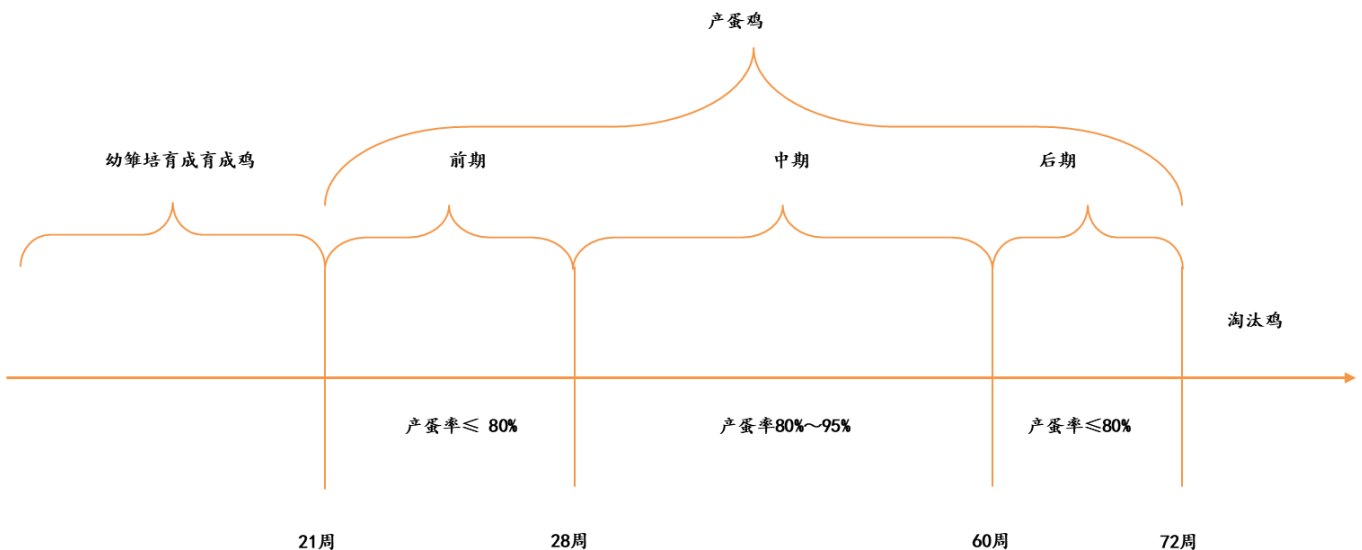
图 35：猪肉价格与仔猪价格波动性对比



资料来源：wind，天风证券研究所

细分来看，雏鸡到产蛋期通常需要 21 周的时间，产蛋周期约为 51 周。因此，蛋鸡的养殖周期明显长于生猪的养殖周期和白羽鸡养殖周期。当鸡蛋行情不太好时，蛋鸡的养殖户也很难像生猪养殖和白羽鸡养殖那样快速退出市场，从而导致市场供需出现大幅转变，影响市场价格行情大幅波动。

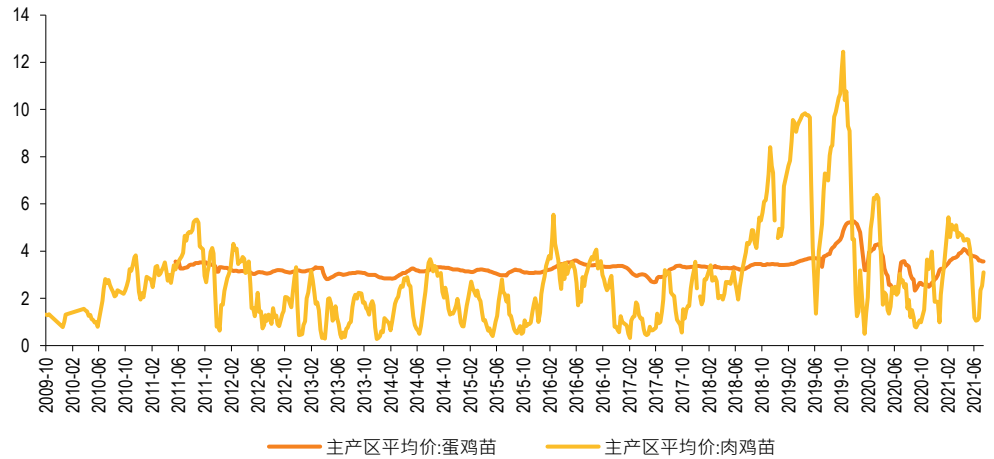
图 36：蛋鸡养殖周期较长，通常在 72 周左右后才进入淘汰阶段



资料来源：中国农业信息网，天风证券研究所

与同类产品相比，蛋鸡苗的价格波动性是明显小于肉鸡苗，这或将有利于公司的稳定发展。

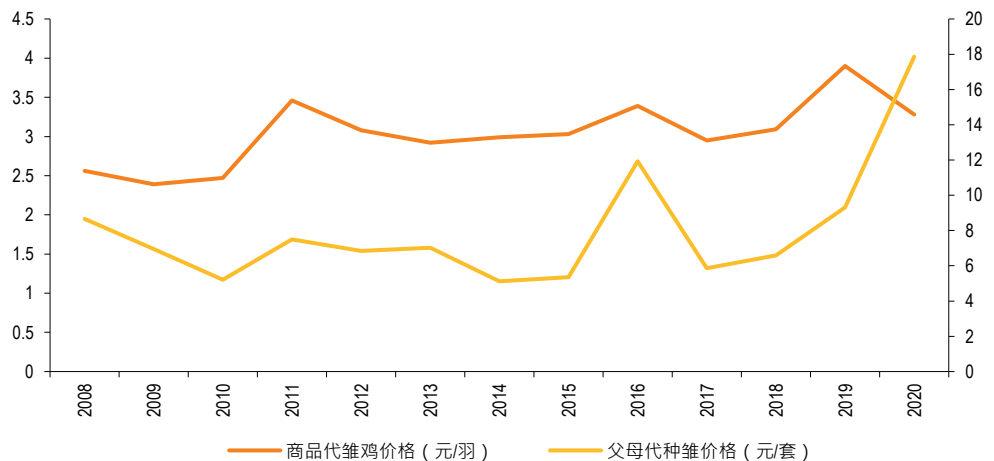
图 37：蛋鸡鸡苗价格表现出比肉鸡鸡苗价格更加稳定的特性（单位：元/羽）



资料来源：wind，天风证券研究所

其次，公司在选择主要销售产品时也充分考虑到蛋鸡各阶段产品的波动性。从中国禽业发展报告公布的过往数据来看，商品代蛋雏鸡的价格波动性明显低于父母代蛋种雏鸡。根据 2008 年-2020 年的数据来看，商品代蛋雏鸡的价格最大波动幅度仅为 63%；而同期的父母代雏鸡的最大波动幅度却达到 249%。因此，公司将商品代蛋雏鸡作为主要的销售产品也有助于公司避免过大的周期性波动，减缓周期性波动对公司业绩的影响，使得公司在蛋鸡养殖行业中保持一定的竞争优势。

图 38：商品代蛋雏鸡价格波动小于父母代蛋种鸡价格波动



资料来源：中国禽业发展报告，天风证券研究所

2) 公司通过集中养殖有效降低生产成本，提高管理效率；通过利用分散孵化充分开拓当地市场，同时由于孵化基地与客户地距离较近，节省运输成本，也降低商品代雏鸡在运输途中的消耗。若公司采用活雏鸡运输，一方面公司的运输车辆需要提供更大的空间以保障运输途中活雏鸡的适当活动空间，防止因空间挤压或者空气不流通而导致的雏鸡在运输途中的消耗，从而导致成本抬高、效率低下；另一方面，由于商品代雏鸡长途的运输会导致雏鸡的活力有所损耗，这或将导致公司的雏鸡在当地市场缺乏有效的竞争力。因此，“集中养殖、分散孵化”的有效结合，公司可依据孵化场产能配送种蛋数量，实现孵化场产能持续高效利用，避免产能闲置，提高公司运营效率。

3) 摒弃传统的“密集笼养”模式，采用“全网高床平养”的福利养殖模式推高公司产品品质，带来更高品质的产品。在该养殖模式下，种鸡能够充分发挥其自然习性，自由运动，有利保持种鸡的健康与种蛋的高品质，减少养殖过程中对于非必要用药的使用频次。与传统的蛋鸡笼养相比，全网面高床养殖模式下，鸡群可以完全自由活动，有足够的空间表现各种正常的习性，其免疫系统、骨肌系统、消化系统等均得到良好的保护。与传统的室内地面平养和一高两低的网上平养相比，全网面高床平养模式可以做到无需垫料，这有效的避免了因垫料过湿引起的霉变、霉菌污染及寄生虫滋生等给鸡群造成的潜在危害，保障了鸡圈的健康。与舍外自由散养相比，全网面高床平养模式采取封闭的鸡舍，因此可以避免舍外散养遭受到的极

端天气、掠食者、外来疫病的传播等不可控因素的干扰。因此，公司所采用的养殖模式一方面提高了公司产品的品质降低了公司的养殖成本（主要是药物的使用成本），另一方面全网面高床平养也解决了现存养殖模式的部分缺点，使养殖向更高效、更安全转变。

图 39：全网面高床平养示意图



资料来源：国家家禽工程技术研究中心，天风证券研究所

### 公司蛋种鸡品牌化优势增强下游客户粘性，助力公司长期发展

优质的蛋种鸡品质是公司的另一个优势，而创造优质的蛋种鸡品质是建立在公司完善的生物安全防疫体系和福利养殖模式之上。在此之上，公司还通过制定严格的质量控制制度以及销售人员定期或不定期的回访制度加强公司产品的竞争优势。在如今激烈的市场竞争中，公司所生产的健母雏的成活率、产蛋率始终维持在较高水平，并获得了客户的认可，形成了良好的口碑，树立了优质的品牌。此外，优质的蛋种鸡品质还离不开现代化设备和技术的支撑。公司在饲料厂、祖代养殖场以及孵化场均配备了国内外先进的设备设施，保障了公司产品的高品质。同时，现代化的设备设施也给公司的生产效率提升带来了明显的效果，从而使得公司实现降本增效，进一步增厚公司产品竞争力。技术上的研发优势同样给公司蛋种鸡的高品质提供保障。公司在饲料营养研究、标准化和自动化养殖成套技术、鸡群评价等方面累计了丰富的经验，已逐步建立了技术竞争优势。此外，公司还与相关的高端蛋鸡科研机构 and 院校建立长期的合作机制，为公司提供长期稳定的技术支撑，从而使公司在蛋鸡上的优势能够稳定持续下去。

蛋种鸡的优良品种给下游终端鸡蛋产品提供充足保障，为下游客户创造持续的竞争力。由于公司主要销售商品代蛋鸡给客户，然后由下游客户生产鸡蛋并销售给终端消费者。因此，商品代蛋鸡的好坏影响客户的是否能在市场上保持竞争优势的关键因素。

## 公司优势叠加最终助力商品代雏鸡市占率不断提升

通过上述优势的不断叠加，最终使得公司的“拳头产品”商品代雏鸡市场份额不断增长，从而形成规模优势。截止到 2020 年末，公司的商品代雏鸡国内市场占有率已达到 12.52%，业务规模跻身行业前列。相比于中小规模竞争对手，公司在抵御行业波动风险的能力上更强，公司可以依托自身较大的养殖孵化生产规模，实现因地制宜的生产布局、高效的技术设备推广及灵活的资源调配。例如在行业周期的低谷期，公司依托广泛覆盖的销售网络、良好的供应商关系，维持公司采购与销售业务的正常运行，实现公司的可持续发展。同时，公司养殖规模大使得公司在保障经营效益的基础上，实现多批次祖代蛋种鸡引进鸡养殖，以应对上游供应因突发因素带来的不利影响。

## 募资项目投资增强公司竞争优势，稳固公司领先地位

由于公司实际募集资金净额小于原拟投入募集资金总额，公司根据实际募集资金数额及各项项目的轻重缓急等情况，调整并最终决定，将募集到的 147,302,133.26 元资金优先投入到闽宁养殖基地建设项目、阿拉善百万种鸡生态养殖基地项目和阿拉善种鸡养殖场建设项目，该项目建设完毕后募集资金仍有剩余的，届时将按照需求情况投入到蛋鸡产业研究院建设项目建设中。

随着国内环保政策趋严，动物防疫和“禁抗、减抗、限抗”标准逐步提高，蛋鸡行业规模化养殖优势或将凸显，在公司实际产能接近饱和的背景下，募集资金投资项目通过建成蛋鸡养殖生产基地，显著提高公司产能，有效保障公司未来产品生产与市场扩张，提升规模养殖优势。

表 2：此次公司募集资金投资项目（变更后）

项目名称	总投资额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）	具体建设内容
阿拉善百万种鸡生态养殖基地项目	34024	3000	新建种鸡场 12 座，其中每座包含种鸡舍 8 栋，共建鸡舍 96 栋。此项目建成后，可实现年存栏蛋种鸡 150 万套，年产合格种蛋鸡 36,900 万枚，商品蛋 3,750 万枚。
阿拉善种鸡养殖场建设项目	42830.6	6262.21	建设种鸡育雏育成分场、父母代种鸡测定分场、祖代种鸡养殖分场三个分场，每个分场新建 32 栋鸡舍，共包括 96 个鸡舍。建成后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，显著提升产能。
闽宁养殖基地建设项目	5772.52	5468	建设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。
<b>合计</b>		<b>14730.21</b>	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 盈利预测和投资建议

### 主要假设:

1. 整体预计公司未来随着产能的不断扩张及蛋鸡行情的逐步好转，公司在成本或将有所下降，在销售价格上或将有所回升。但由于蛋鸡行业还是存在一定的周期性，我们预计2023年为蛋鸡行业的小年，价格方面会有所回落。
2. 根据公司过往商品代雏鸡的销售数据来判断，我们预计公司2021-2023年商品代雏鸡的销售量仍然可以保持较高增速增长。
3. 我们假设公司在满足自身父母代种雏鸡的基础上，随着产能的逐步扩张，父母代种雏鸡的销售量也会稳步有所增加。
4. 在商品代育成鸡销售量方面，根据过往数据推断，公司在销售上存在一定的波动性，因此我们预计未来2021-2023年育成鸡的销售量同样存在一定的波动性。

图 40: 公司收入和毛利率预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>总计</b>						
总营收 (亿)	3.84	5.39	5.40	6.80	8.07	10.06
yoy		40.47%	0.11%	25.97%	18.71%	24.57%
毛利 (亿元)	0.85	2.08	1.45	2.32	2.96	2.91
同比yoy		144.71%	-30.23%	59.80%	27.54%	-1.62%
毛利率	22.14%	38.56%	26.88%	34.09%	36.63%	28.93%
<b>商品代雏鸡业务</b>						
业务收入 (亿元)	2.91	4.28	4.22	5.59	6.87	8.77
yoy		47%	-1%	32%	23%	28%
毛利 (亿元)	0.67	1.83	1.08	1.43	2.07	3.05
毛利率	23.03%	42.72%	27.32%	35.38%	38.44%	29.66%
<b>父母代种雏鸡</b>						
业务收入 (亿元)	0.02	0.14	0.24	0.26	0.22	0.22
yoy		698.4%	65.0%	8.2%	-12.2%	-2.5%
毛利 (亿元)	-0.01	0.01	0.13	0.13	0.09	0.06
毛利率		7.63%	55.16%	49.41%	40.71%	26.09%
<b>商品代育成鸡</b>						
业务收入 (亿元)	0.26	0.21	0.21	0.26	0.22	0.23
yoy		-17.97%	1.08%	24.53%	-18.18%	6.25%
毛利 (亿元)	0.023	0.023	0.026	0.043	0.036	0.043
毛利率	9.00%	10.86%	12.08%	16.36%	16.67%	18.52%
<b>其他</b>						
<b>副产品</b>						
业务收入 (亿元)	0.65	0.76	0.63	0.69	0.76	0.84
yoy		17%	-26%	10%	10%	10%
毛利 (亿)	0.17	0.21	0.17	0.17	0.19	0.21
毛利率	26.76%	27.58%	27.03%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>其它业务</b>						
业务收入 (亿元)	0.004	0.004	0.005	0.005	0.005	0.005
毛利 (亿)	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
毛利率	20.52%	4.77%	5.17%	5.00%	4.50%	4.50%

资料来源: wind, 天风证券研究所

预计2021-2023年，公司实现收入6.80/8.07/10.06亿元，同增25.97%/18.71%/24.57%，实现归母净利润1.15/1.70/1.36亿元，同比增长率达到了129.43%/47.08%/-19.78%，对应EPS 0.61/0.90/0.73元，参照可比公司估值上一轮周期平均估值，我们保守给予公司2022年业绩28倍的PE，对应22年公司市值47.5亿元，对应目标价25.2元。



图 41: 公司财务指标

主要财务信息					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	539.41	540.02	680.24	807.48	1,005.87
增长率(%)	40.59	0.11	25.97	18.71	24.57
EBITDA(百万元)	224.32	145.62	146.74	193.92	160.54
净利润(百万元)	111.45	50.25	115.29	169.56	136.02
增长率(%)	586.12	(54.91)	129.43	47.08	(19.78)
EPS(元/股)	0.79	0.36	0.61	0.90	0.73
市盈率(P/E)	21.49	47.68	27.73	18.85	23.50
市净率(P/B)	5.66	5.20	3.69	3.14	2.80
市销率(P/S)	5.93	5.92	4.70	3.96	3.18
EV/EBITDA	0.00	0.00	19.95	14.81	16.86

资料来源: wind, 天风证券研究所

**估值分析:**

由于公司为蛋种鸡行业首家上市公司, 目前市场上并没有完全可匹配的上市企业。因此, 我们通过白羽鸡行业可比公司和黄羽鸡行业可比公司在上一个周期的高点和低点分别对应的 PE 的平均值计算晓鸣股份本轮周期对应的 PE 估值。

表 3: 可比公司介绍

公司名称	简介
<b>白羽肉鸡</b>	
益生股份	公司始建于 1990 年, 总部位于山东省烟台市, 主要引进、繁育世界优质畜禽良种, 向社会推广白羽肉鸡父母代种雏及商品雏, 经过多年的发展, 现已成为集曾祖代肉鸡、祖代肉种鸡、祖代蛋种鸡、父母代肉种鸡等。
民和股份	公司是国内白羽肉鸡行业首家上市公司。主营业务包括父母代肉种鸡的饲养、商品代肉鸡苗的生产与销售。公司已初步建立起了以父母代肉种鸡饲养、商品代肉鸡苗生产销售为核心。
圣农发展	公司专注于白羽鸡生产三十多年, 是国内同行业现代化程度最高、品质最好、规模最大的集饲料加工、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工为一体的联合型企业。
仙坛股份	公司是集父母代肉种鸡饲养、商品雏鸡孵化、饲料加工、商品肉鸡饲养、屠宰加工和深加工于一体的大型农牧综合性企业。
<b>黄羽肉鸡</b>	
立华股份	公司是一家集科研、生产、贸易于一身, 以优质草鸡养殖为主导产业的一体化农业企业, 是江苏省农业产业化经营重点龙头企业、国家级农业标准化示范区。
温氏股份	公司创立于 1983 年, 现已发展成一家以畜禽养殖为主业、配套相关业务的跨地区现代农牧企业集团。其中, 禽类养殖主要以黄羽肉鸡养殖为主。

资料来源: wind, 天风证券研究所

**白羽鸡行业:** 从历史上数据来看, 白羽鸡行业上一次对应的周期在 2018 年-2020 年期间。在此期间以益生股份、民和股份、圣农发展以及仙坛股份等为代表的白羽鸡企业最高点和最低点动态 PE 的平均值分别为 459.04x, 31.60x, 38.16x 以及 24.29x。对该样本中的四家白羽鸡企业进行分析, 由于益生股份主营业务不仅仅来自于白羽肉鸡行业, 同时种猪业务也带来了一定的贡献, 因此在选取可比公司时仅以民和股份、圣农发展以及仙坛股份作为可比公司, 其三家平均市盈率为 31.38X。

表 4: 白羽鸡上个周期区间动态 PE 最高、最低值

	益生股份	民和股份	圣农发展	仙坛股份
上一个周期动态 PE 最高值	911.33	58.81	70.31	42.53
上一个周期动态 PE 最低值	6.75	4.57	6.01	6.05
区间平均值	459.04	31.69	38.16	24.29

资料来源: wind, 天风证券研究所

**黄羽鸡行业:** 从历史黄羽鸡价格走势来看, 我们将上一轮黄羽鸡的周期划分为 2019 年-2020 年。对应的立华股份和温氏股份在区间内的平均估值分别为 19.65x, 57.91x, 但考虑到生猪养殖在温氏股份的收入中占比比较高, 可能会导致周期的错配, 因此我们仅选取立华股份作为黄羽鸡行业的代表, 其 PE 为 19.65x。

表 5: 黄羽鸡行业上市公司上一轮周期动态 PE 高低点

	立华股份	温氏股份
上一轮周期动态 PE 最高点	30.17	108.78
上一轮周期动态 PE 最低点	9.13	7.04
区间平均 PE	19.65	57.91

资料来源: wind, 天风证券研究所

结合黄羽鸡行业和白羽鸡行业上一轮周期样本行业 PE 平均估值，白羽鸡和黄羽鸡上一轮周期行业平均 25.52x PE。因此，我们保守估计公司 22 年市盈率为 28x，对应 22 年目标市值约 47.5 亿元，对应 22 年目标价格 25.2 元，给予“买入”评级。

## 风险提示：

- 禽类疫病风险：**虽然公司在生物防范上技术先进，但公司仍然可能受到重大疫病影响。若重大疫病一旦出现并大面积传播，将会给公司的生产经营带来较大的影响。
- 原材料价格波动风险。**由于饲料等产品占据公司养殖成本约三分之一左右，若饲料生产的原材料豆粕和玉米价格出现大幅上涨会增加公司生产成本，进而降低公司毛利率，对公司的经营业绩产生不利影响。
- 产品价格周期性波动风险。**中国的鸡蛋消费市场巨大，但市场价格受到宏观经济、季节、突发的疫病和公共卫生事件等多种因素影响，波动较为频繁。终端商品的价格波动将影响公司商品代雏鸡的销售，进而使得产品价格受到供需变动而表现出一定的周期波动性。
- 对国外蛋种鸡供应商依赖的风险。**由于目前规模化蛋鸡企业祖代种鸡仍然以引进国外高效的蛋种鸡为主，因此若国外因疫情或者其他外部因素对我国进行封关可能会导致我国蛋种鸡无法引进优良的品种。虽然国产祖代鸡可以作为替代，但由于国产祖代蛋种鸡性能表现差于国外品种从而可能导致公司运营效率、生产成本等指标变差。
- 募集资金投资项目实施的风险。**若出现募集资金不能如期到位、项目实施的组织管理不力、项目不能按计划开工或完工、项目投产后疫病防控体系不完善、市场环境发生重大不利变化或市场拓展不理想等情况，可能影响募集资金投资项目的实施效果，进而影响到公司后期商品代雏鸡出栏不及预期。
- 短期内股价波动风险：**该股为次新股，流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

## Financial forecast summary

Balance Sheet (RMBm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	Income statement (RMBm)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Cash and Cash Equivalents	41.83	43.53	188.55	242.43	403.50	<b>Revenue</b>	<b>539.41</b>	<b>540.02</b>	<b>680.24</b>	<b>807.48</b>	<b>1,005.87</b>
Trade, Notes and Other receivables	12.30	10.79	17.55	15.87	25.76	Cost of Sales	331.82	394.89	448.32	511.69	714.86
Prepayments	2.45	9.01	4.69	11.80	12.03	Business Taxes and Surcharges	0.63	0.79	0.68	0.81	1.01
Inventories	70.42	63.97	85.47	79.41	150.93	Operating Expenses	51.57	48.64	57.82	67.02	83.49
Other Current assets	3.77	3.02	3.70	3.03	5.35	Administrative Expenses	25.41	21.42	23.81	26.65	30.18
<b>Total Current Assets</b>	<b>130.77</b>	<b>130.33</b>	<b>299.96</b>	<b>352.53</b>	<b>597.58</b>	R&D Expenses	20.02	20.70	29.25	36.34	47.28
Long-Term Equity Investments	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	Financial Expense	0.68	4.82	4.80	(3.87)	(5.81)
Non-Current Assets	478.07	595.84	602.39	625.56	645.69	Impairment Losses	(0.91)	(2.79)	0.00	0.00	0.00
Construction-In-Progress	61.44	20.14	48.08	76.85	76.11	Gain/(loss) of Fair Value Change	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Intangible Assets	22.25	27.31	26.43	25.56	24.68	Net Investment Income	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
Other Current assets	82.18	100.81	112.64	118.74	124.85	Other Current assets	0.93	1.00	0.00	(0.00)	(0.00)
<b>Total Non-Current Assets</b>	<b>643.94</b>	<b>744.10</b>	<b>789.55</b>	<b>846.71</b>	<b>871.33</b>	<b>Operating income</b>	<b>109.15</b>	<b>50.56</b>	<b>115.56</b>	<b>168.85</b>	<b>134.87</b>
<b>Total Assets</b>	<b>774.71</b>	<b>874.43</b>	<b>1,089.51</b>	<b>1,199.24</b>	<b>1,468.91</b>	Non-Operating Revenue	2.40	3.76	3.80	4.00	4.00
Short-Term Loan	0.00	28.94	0.00	0.00	0.00	Non-Operating Expenses	0.94	4.08	2.43	2.25	2.42
Trade Payables and Other Payables	69.54	43.79	84.88	65.79	152.64	<b>Profit Before Tax</b>	<b>110.61</b>	<b>50.25</b>	<b>116.93</b>	<b>170.61</b>	<b>136.44</b>
Other Current assets	82.06	68.79	127.96	103.13	162.60	Income Taxes	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>151.61</b>	<b>141.52</b>	<b>212.84</b>	<b>168.92</b>	<b>315.25</b>	<b>Net Profit</b>	<b>110.60</b>	<b>50.25</b>	<b>116.93</b>	<b>170.61</b>	<b>136.44</b>
Long-Term Loan	21.21	110.16	0.00	0.00	0.00	Net Profit Attributable to NCI	(0.85)	0.00	1.64	1.05	0.43
Bonds Payable	28.76	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>Net Profit Attributable to The Parent</b>	<b>111.45</b>	<b>50.25</b>	<b>115.29</b>	<b>169.56</b>	<b>136.02</b>
Other Current assets	8.42	7.79	9.00	9.00	9.50	EPS (RMB)	0.79	0.36	0.61	0.90	0.73
<b>Total Non-Current Liabilities</b>	<b>58.39</b>	<b>117.94</b>	<b>9.00</b>	<b>9.00</b>	<b>9.50</b>						
<b>Total Liabilities</b>	<b>209.99</b>	<b>259.46</b>	<b>221.84</b>	<b>177.92</b>	<b>324.75</b>	<b>Financial ratio</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
Non-Controlling Interest	0.00	0.00	1.64	2.68	3.11	<b>Growth</b>					
Share Capital	140.51	140.51	187.51	187.51	187.51	Revenue	40.59%	0.11%	25.97%	18.71%	24.57%
Capital Reserves	174.28	174.28	274.58	274.58	274.58	Operating income	592.36%	-53.68%	128.55%	46.12%	-20.13%
Retained Earnings	424.22	474.46	678.53	831.13	953.55	Net Profit Attributable to The Parent	586.12%	-54.91%	129.43%	47.08%	-19.78%
Other Current assets	(174.28)	(174.28)	(274.58)	(274.58)	(274.58)	<b>Profitability</b>					
<b>Total Equity</b>	<b>564.72</b>	<b>614.97</b>	<b>867.67</b>	<b>1,021.32</b>	<b>1,144.16</b>	Gross Profit Margin	38.48%	26.88%	34.09%	36.63%	28.93%
<b>Total Equity and Liabilities</b>	<b>774.71</b>	<b>874.43</b>	<b>1,089.51</b>	<b>1,199.24</b>	<b>1,468.91</b>	Net Profit Margin	20.66%	9.30%	16.95%	21.00%	13.52%
						ROE	19.74%	8.17%	13.31%	16.65%	11.92%
						ROIC	24.40%	10.80%	18.89%	27.66%	18.62%
						<b>Solvency</b>					
<b>Cash Flow Statement (RMBm)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	Debt to Asset Ratio	27.11%	29.67%	20.36%	14.84%	22.11%
Net Profit	110.60	50.25	115.29	169.56	136.02	Net Debt Ratio	5.32%	19.99%	-18.27%	-20.51%	-32.21%
Depreciation & Amortization	94.30	71.06	26.38	28.94	31.48	Current Ratio	0.86	0.92	1.41	2.09	1.90
Financial Expense	2.61	5.40	4.80	(3.87)	(5.81)	Quick Ratio	0.40	0.47	1.01	1.62	1.42
Investment Gain/(Loss)	(0.10)	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>Operation</b>					
Change of Working Capital	(42.03)	(35.43)	62.40	(51.72)	54.75	Receivable Turnover Ratio	47.55	46.77	48.00	48.32	48.32
Others	20.45	(6.40)	1.64	1.05	0.43	Inventory Turnover Ratio	8.92	8.04	9.10	9.79	8.73
<b>Cash Flows from Operating Activities</b>	<b>185.83</b>	<b>84.87</b>	<b>210.51</b>	<b>143.96</b>	<b>216.86</b>	Asset Turnover Ratio	0.75	0.65	0.69	0.71	0.75
CapEx	189.14	150.70	58.79	80.00	49.50	<b>Indicator Per Share</b>					
Long Term Investments	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.79	0.36	0.61	0.90	0.73
Other Current assets	(367.22)	(318.24)	(118.79)	(160.00)	(99.50)	Operating Cash Flow Per Share	0.99	0.45	1.12	0.77	1.16
<b>Cash Flows from Investing Activities</b>	<b>(178.08)</b>	<b>(167.54)</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(80.00)</b>	<b>(50.00)</b>	Net Asset Per Share	3.01	3.28	4.62	5.43	6.09
Proceeds from Issuance of Debt	71.87	166.47	30.00	33.00	35.00	<b>Valuation</b>					
Proceeds from Issuance of Equity	(0.31)	(4.82)	142.50	3.87	5.81	PE	21.49	47.68	27.73	18.85	23.50
Other Current assets	(115.64)	(75.27)	(178.00)	(46.96)	(46.60)	PB	5.66	5.20	3.69	3.14	2.80
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>(44.07)</b>	<b>86.38</b>	<b>(5.50)</b>	<b>(10.08)</b>	<b>(5.79)</b>	EV/EBITDA	0.00	0.00	19.95	14.81	16.86
Impact of FX	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	24.32	17.41	20.97
<b>Net increase (decrease) in cash, cash equivalents and restricted cash</b>	<b>(36.33)</b>	<b>3.71</b>	<b>145.02</b>	<b>53.88</b>	<b>161.07</b>						

Source: Company data, Tianfeng Securities estimate

## Disclaimer

### Analyst Statement

Each research analyst identified in this publication certifies that all of the views expressed in this publication by such analyst accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers. In addition, each research analyst identified in this publication certifies that no part of the analyst's compensation was, is or will be, directly or indirectly related to the specific investment recommendations or views expressed in this publication, nor is it tied to any specific investment banking transactions performed by Tianfeng Securities Co., Ltd or any other affiliates and subsidiaries globally.

### General Disclosures

The term "TF Group" used in this publication refers to Tianfeng Securities Co., Ltd. and its affiliates and subsidiaries globally, including TFI Asset Management Limited (CE No.: ASF056). This publication and all materials contained in it has been prepared by the TF Group and, if applicable, with the contributions of one or more TF Group entities whose employees are specified on page 1 or identified elsewhere in the publication.

The contents contained in this publication is confidential and only for the use of clients of TF Group. TF Group will not deem a recipient as its client by reason only of their receiving this publication. Information herein has been obtained from sources believed to be reliable, but TF Group does not warrant its accuracy or completeness. The information and opinions contained herein are provided for TF Group clients' reference only and should not be construed as an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned. The information and opinions contained herein do not take into account the particular investment objectives, financial situation, or needs of any recipient. Under no circumstances shall the information contained herein or the opinions expressed herein constitute a personal recommendation to anyone. TF Group clients are advised to make their own independent evaluation of the information contained in this publication, consider their own individual investment objectives, financial situation and particular needs and consult their own professional and financial advisers as to the legal, business, financial, tax and other aspects if necessary. TF Group shall not be liable in any manner whatsoever for any consequences of any reliance thereon or usage thereof. To the extent this material is provided to any recipient, this material is provided solely on the basis that the recipient has the capability to independently evaluate investment risk and is exercising independent judgment in evaluating investment decisions in that its investment decisions will be based on its own independent assessment of the opportunities and risks presented by a potential investment, market factors and other investment considerations.

Opinions, speculations and predictions contained in this publication reflect opinions held, and speculations and predictions made, at the time of publication. Such opinions, speculations and predictions are subject to change and may be amended without any notification. Unless stated otherwise, any performance data quoted represents past performance. Past performance shall not be considered as a reliable indication of future performance. At different periods, TF Group may release publications which are inconsistent with the opinions, speculations and predictions contained herein. No representation or warranty is made that any returns indicated will be achieved. Certain assumptions may have been made in the analysis which has resulted in any returns detailed herein. Changes to the assumptions may have a material impact on any returns detailed.

TF Group's salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary and/or trading ideas that may be inconsistent with, and reach different conclusions from, the recommendations and opinions presented in this publication. Such ideas or recommendations reflect the different assumptions, views and analytical methods of the persons who prepared them, and TF Group is under no obligation to ensure that such other trading ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this publication. TF Group's asset management area, proprietary trading desks and other investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or opinions expressed in this publication.

### Special Disclosures

TF Group has procedures in place to identify and manage any potential conflicts of interest that arise in connection with its research business. TF Group's analysts and other employees who are involved in the preparation and dissemination of research publications operate and have a management reporting line independent of TF Group's Investment Banking business. Information barrier procedures are in place between the Investment Banking, proprietary trading, and research businesses to ensure that any confidential and/or price sensitive information is handled in an appropriate manner.

The analysts and/or Research Support named in the publications, as well as TF Group's salespeople, traders, and other professionals, may have, from time to time, discussed with our clients, including TF Group's salespeople, traders, and other professionals, or may discuss in the publications, trading strategies that reference catalysts or events that may have a near-term impact on the market price of the equity securities discussed in the publications, which impact may be directionally counter to the analysts' published price target expectations for such stocks. Any such trading strategies are distinct from and do not affect the analysts' fundamental equity rating for such stocks as described herein.

To the extent permitted by applicable laws, TF Group may have positions in, and may effect transactions in securities of companies mentioned herein and may also perform or seek to perform investment banking, financial consulting, financial products and various financial services for those companies. Therefore, TF Group's clients should be aware that TF Group and/or its associated person(s) may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this publication and the opinions expressed herein. TF Group's clients are advised not to rely on the opinions contained in this publication when making any decision, including without limitation any investment decision.

**Hong Kong:** This publication is distributed in Hong Kong by TFI Asset Management Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission of Hong Kong ("SFC") and is licensed for the conduct of Regulated Activity Type 4 (Advising on Securities), Type 5 (Advising on Futures Contracts), and Type 9 (Asset Management) of Part V of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) ("SFO"). Queries concerning this publication from readers in Hong Kong should be directed to our Hong Kong sales representatives.

**Singapore:** This publication is distributed in Singapore by TFI Asset Management Limited. It is only intended for, and may be distributed only to, institutional investors in Singapore (as defined in the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore). Recipients of this publication should not further distribute this publication to any person that is not an institutional investor.

**United States of America:** This publication is distributed in the United States by TFI Asset Management Limited pursuant to Rule 15a-6 under the United States Securities Exchange Act of 1934. Distribution is restricted to "Major U.S. Institutional Investors" only (as defined in Rule 15a-6. TFI Asset Management Limited is not a U.S. registered broker-dealer.

The analyst(s) listed on the first page of this publication is (are) not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) and are not subject to U.S. FINRA Rule 2711 restrictions on communications with companies that are the subject of this research report; public appearances; and trading securities by a research analyst.

**Other Jurisdictions:** The distribution of research publications in other jurisdictions may be restricted by law and such reports will be made available in other jurisdictions pursuant to the applicable laws and regulations in those particular jurisdictions. The research publications are not directed to, or intended for distribution to or use by, any person or entity that is a citizen or resident of or located in any locality, state, country or other jurisdictions where such distribution, publication, availability or use would be contrary to law or regulation.

### Ratings Definitions

Category	Description	Ratings	System
Stock investment ratings	within 6 months from the report issuance date, increase or decrease relative to the Index of the jurisdiction of the Stock in the same period	Buy	Expected relative return over stock price above 20%
		Accumulate	Expected relative return over stock price between 10% and 20%
		Neutral	Expected relative return over stock price between -10% and 10%
		Sell	Expected relative return over stock price below -10%
Industry investment ratings	within 6 months from the report issuance date, increase or decrease relative to the Index of the jurisdiction of the Industry in the same period	Outperform	Expected increase of industry index over 5%
		Neutral	Expected increase of industry index between -5% and 5%
		Underperform	Expected increase of industry index below -5%

Jurisdictions	Index Used for Ratings Definitions
China Mainland	CSI 300 Index
China-Hong Kong	Hang Seng Index
China-Marco	Hang Seng Index
USA	Standard & Poor's 500 Index

If not specifically stated otherwise the "yuan" mentioned in our report refers to RMB.

Copyright of the publications belong to TF Group. Any form of unauthorized distribution, reproduction, publication, release or quotation is prohibited without TF Group's written permission.

### Contact

#### Hong Kong

TFI Asset Management Limited  
11F, Nexus Building, 41 Connaught Road Central, Hong Kong  
Email: research\_tfi@tifsec.com  
Tel: 852 3899 7399