

龙大美食 (002726.SZ)

产业链向下延展发力核心价值点，

传统优势为新生力量保驾护航

持有(首次评级)

当前价格: 8.39 元

目标价格: 9.60 元

投资要点:

➢ 随着餐饮景气度回升带动预制菜业务提速，公司业务结构持续优化，盈利能力有望迎来改善。自公司2021年提出“一体两翼”式发展战略后，以预制菜为核心的食品业务迎来快速发展，2022年销售规模达16亿，营收占比提升至10%，其中预制菜规模达13亿。且随着今年餐饮市场回暖，公司预制菜业务迎来快增，23Q1同增达71%，并带动盈利能力改善。而猪价疲软导致养殖等短期仍有压力，23H2或迎来改善。

➢ 面对预制菜万亿空间与竞争端的“万商来潮”，公司具备多维竞争优势，可充分把握高景气度的B端机遇。我国预制菜市场正处于快速扩张期，其中B端渠道受益于下游连锁化以及餐企降本提效等痛点需求，景气度高企，而C端市场立足“懒人”经济、宅经济等，实现稳定发展，长期空间广阔。同时，行业需求高景气与供给低壁垒促成万商来潮般商业景观，其中我们认为公司具备B端先发优势、原料成本领先以及大单品孵化能力，有望率先脱颖而出。

➢ 在传统业务保驾护航下，肥肠等大单品放量引领主业提速。公司养殖和屠宰在业内有口皆碑，完善的中上游布局与严苛的品控体系可以为预制菜业务发展保驾护航。其中产品端，公司围绕B端市场布局预制食材、半成品及成品全系列，并通过打造肥肠等大单品，引领预制菜增长。而渠道端，公司预制菜业务围绕B端为主、C端并进的渠道策略，即在大B端采取固老开新策略，同时在中小B端招商、扶商，进而推动大单品放量。

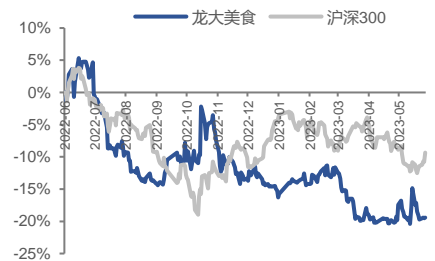
➢ 盈利预测与投资建议：预计公司2023-2025年归母净利润将达到0.99/2.19/3.05亿元，分别同比增长31%/122%/39%，期间CAGR达76%。基于预制菜赛道高景气度，公司主业或实现稳步快增，同时考虑到猪价的波动性，公司有望在2024年实现业绩复苏，故给予公司2024年48倍PE，对应目标价9.6元/股，首次覆盖给予公司“持有”评级。

➢ 风险提示：猪价大幅波动风险；预制菜业务扩张不及预期风险；预制菜市场竞争加剧风险；基本面因素不达预期对给予的估值溢价的影响。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1079/1077
总市值/流通市值 (百万元)	9054/9037
每股净资产 (元)	2.90
资产负债率 (%)	55.54
一年内最高/最低 (元)	11.05/8.35

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
 执业证书编号: S0210523050001
 邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师: 童杰
 执业证书编号: S0210523050002
 邮箱: tj30105@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,510	16,116	17,738	21,637	24,373
增长率 (%)	-19%	-17%	10%	22%	13%
净利润(百万元)	-659	75	99	219	305
增长率 (%)	-173%	111%	31%	122%	39%
EPS (元/股)	-0.61	0.07	0.09	0.20	0.28
市盈率 (P/E)	-14	120	91	41	30
市净率 (P/B)	3	3	3	3	2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设：

假设 1： 主业食品板块：考虑到预制菜赛道正处于快速发展期，且 B 端渠道景气度高，公司有望凭借深耕 B 端积累的先发优势，原料端的成本优势，不断打造肥肠等深加工的大单品，且随着下游短期复苏与长期连锁化趋势，公司以预制菜为核心的食品业务预计实现质效双升、规模跃迁，预计 2023-25 年销量增速为 30.80%/30.40%/30.00%，吨价增速分别为 0.75%/0.75%/0.75%，营收增速分别为 31.78%/31.38%/30.98%，毛利率分别为 12.91%/12.86%/13.35%。

假设 2： 支撑业务：（1）屠宰业：生鲜肉板块作为公司前身主业，规模体量大、多年布局、先发优势显著，且公司向上游生猪养殖延伸同时，持续推进工艺创新，逐步转向精细化加工；同时猪价回暖也会促进营收回升。预计 2023-25 年屠宰业务营收增速分别为 9.20%/24.00%/11.00%，毛利率分别为 1.50%/2.20%/2.23%；（2）进口业务：作为屠宰业务的补充，贸易板块曾于猪价顺周期实现高增，但近年来公司持续对其进行策略性优化，预计 2023-25 年营收增速分别为 2.00%/1.00%/1.00%，毛利率分别为 7.00%/7.00%/7.00%。

区别于市场的观点：

市场认为当前预制菜行业门槛低、竞争格局分散，公司或面临较为激烈的市场竞争；且生猪价格疲软，影响屠宰与养殖业务均面临一定压力。但我们认为公司作为由原料端向下游延伸的市场参与者，具备 B 端先发优势、原料成本领先以及大单品孵化能力，且随着餐饮复苏带动主业预制菜增长提速，未来公司有望持续优化业务结构，实现质效齐升、业绩跃迁。

股价上涨的催化因素：

预制菜业务进展超预期，如深加工的大单品放量&产品结构优化驱动公司业绩提速；猪价回暖带动两翼业务规模回升与盈利改善。

估值和目标价：

考虑到龙大美食是预制菜市场上游原料端的重要参与者，因此本文选取同立足于生猪产业链且向下游预制菜延伸的双汇发展、得利斯以及预制菜赛道中味知香、千味央厨作为可比公司。2023-25 年可比公司平均 PE 分别为 36/26/19 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 0.99/2.19/3.05 亿元，分别同比增长 31%/122%/39%，期间 CAGR 达 76%。由于公司所在的预制菜行业仍处于高景气发展期，公司作为具备打造大单品、B 端先发优势的市场参与者，有望通过大单品放量、渠道加速拓展实现稳步快增，同时考虑到猪价的波动性，预计 2024 年实现业绩复苏，故给予公司 2024 年 48 倍 PE，对应目标价 9.6 元/股，首次覆盖给予公司“持有”评级。

风险提示：

猪价大幅波动风险；预制菜业务扩张不及预期；预制菜市场竞争加剧；基本面因素不达预期对给予的估值溢价的影响。

正文目录

1	公司概况：前身业务扎实，基本面持续向好	5
1.1	业务覆盖全产业链，公司践行高质量发展	5
1.2	餐饮回暖带动公司主业加速增长，经营端持续向好	6
2	预制菜是万亿市场，龙大有机会实力占据一席之地	7
2.1	万亿市场席卷而来，竞争端百家争鸣	7
2.2	多维竞争优势齐备，把握B端发展机遇	8
3	传统优势保驾护航，主业尽享产业红利	9
3.1	打造爆品、全渠道运作驱动预制菜业务加速增长	9
3.2	传统屠宰和养殖为长期高质量增长保驾护航	10
4	盈利预测与投资建议	10
4.1	盈利预测	10
4.2	相对估值	12
5	风险提示	12

图表目录

图表 1：龙大美食发展历程.....	5
图表 2：公司一体两翼式发展战略.....	6
图表 3：食品、预制菜近年营收规模（亿）及增速（%）.....	7
图表 4：公司盈利能力有望改善.....	7
图表 5：中国住宿和餐饮业人均工资不断提升.....	7
图表 6：我国连锁化率提升空间大.....	7
图表 7：打造明星单品、B 端先发优势的预制菜企业有望率先脱颖而出.....	8
图表 8：深耕 B 端客群.....	9
图表 9：公司研发实力较强.....	9
图表 10：公司八大养殖基地.....	10
图表 11：盈利预测.....	11
图表 12：估值对比分析.....	12
图表 13：财务预测摘要.....	13

1 公司概况：前身业务扎实，基本面持续向好

1.1 业务覆盖全产业链，公司践行高质量发展

公司业务覆盖产业链上中下游，重点发力预制菜蓝海市场，持续进化。公司前身为成立于1996年的“烟台龙大肉类加工厂”，2010年改制后成立“山东龙大肉食股份有限公司”，并开启大客户合作模式，不断切入麦当劳等大B供应链体系，最终于2014年在深交所成功上市。2019年，蓝润集团正式成为公司控股股东，并通过人力、资本等赋能公司发展，同年生猪产业链进入上行周期，公司实现营收跨越式增长。

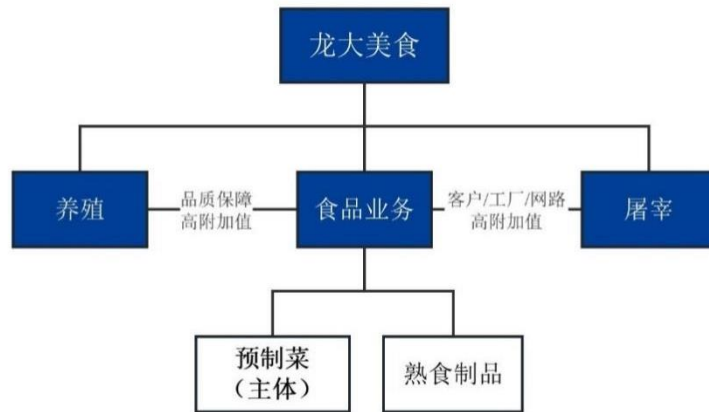
公司乘产业预制化趋势，坚定推进一体两翼战略，组织端不断积蓄内部势能。公司2021年提出“一体两翼”的发展战略，即以预制菜为核心的食品为主体，以养殖和屠宰作为两翼支撑。其中，公司食品业务瞄准预制菜肴蓝海市场，并凭借肉类原料优势以及前期大客资源沉淀，不断把握B端市场预制化机遇，而养殖、屠宰业务则为公司食品提供品质溯源和优质供应保障，并促进大单品在B端放量。组织端，公司今年6月迎来新任董事长，并坚定食品战略的同时引入食品业务人才，全力发展预制菜业务；此外，公司目前回购股票，未来或适时推出激励政策以调动积极性。

图表 1：龙大美食发展历程



数据来源：公司官网，wind，2014年招股说明书，华福证券研究所

图表 2：公司一体两翼式发展战略



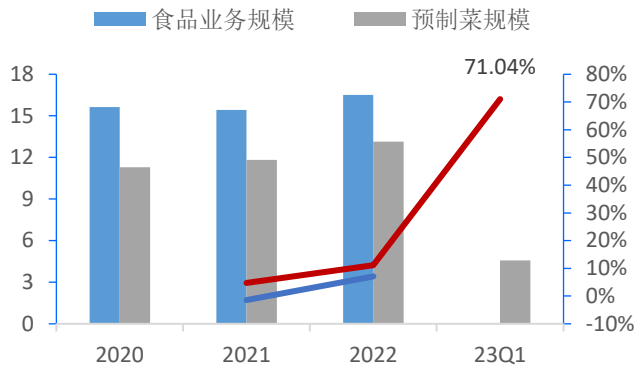
数据来源：2022 年报，华福证券研究所

1.2 餐饮回暖带动公司主业加速增长，经营端持续向好

公司近年来基本面表现不佳，但战略思路清晰，业务结构持续优化。受疫情冲击与猪价低迷影响，公司屠宰业务规模、盈利能力均有所承压（营收从 2020 年巅峰 168 亿缩减至 2022 年末 120 亿，毛利率从 5.5% 下滑至 1.74%），目前仍占据公司主要营收；期间，公司对进口贸易进行策略性缩减（同期相关业务从 2020 年巅峰 56 亿缩减至 2022 年 16 亿元）。随着公司战略重心转向预制化市场，以 B 端预制菜为核心的食品业务迎来快速发展，2022 年销售规模达 16 亿，营收占比提升至 10%，其中预制菜规模达 13 亿。

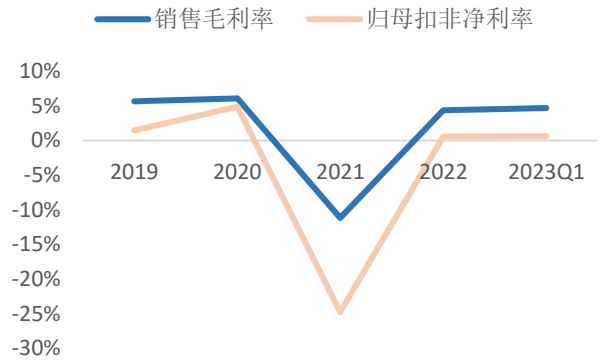
餐饮景气度回升带动预制菜业务加速增长，盈利能力迎来改善；而猪价疲软导致屠宰、养殖端短期仍有压力。随着今年餐饮市场快速回暖，公司围绕 B 端需求的预制菜业务迎来快速增长，并带动公司盈利能力改善。具体而言，2023Q1 预制菜业务实现营收 4.58 亿，同增 71.04%，期间公司销售毛利率回升至 4.67%。屠宰&养殖业务端，同期猪价持续疲软导致养殖板块面临亏损压力，而屠宰板块 23Q1 屠宰量达 154 万头，较去年同期有所下降。全年看，在下游需求回暖与上游产能逐步出清的背景下，猪价有望逐步回暖，相关业务或迎来改善。

图表 3：食品、预制近年营收规模（亿）及增速（%）



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 4：公司盈利能力有望改善



数据来源：wind，华福证券研究所

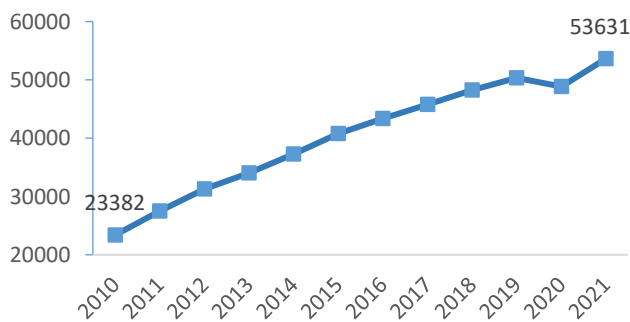
2 预制菜是万亿市场，龙大有机会 有实力占据一席之地

2.1 万亿市场席卷而来，竞争端百家争鸣

我国预制菜市场正处于快速扩容期，其中 B 端渠道受益于下游连锁化趋势以及餐企降本提效等痛点需求，景气度高企，而 C 端市场立足“懒人”经济、宅经济等，实现稳定发展，长期空间广阔。

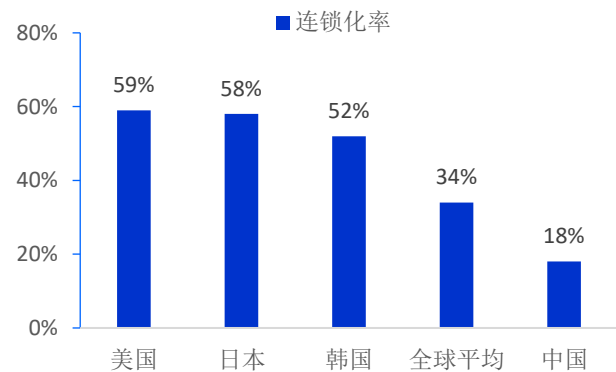
近年来，我国餐饮业面临疫情扰动、房租、人工成本持续增长等多重挑战，同时餐饮单价承压，进而使得餐饮企业降本增效需求愈发强烈，包括简化加工环节、去厨房拓前店、减少厨师、人工等降本方向。因此，可以有效解决上述经营痛点的预制食品应运而生，即根据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，使用预制菜的餐厅成本率将降低 7pcts。另一方面，下游连锁化趋势带动 B 端渠道快速扩容。近年来，我国头部餐饮企业整体处于快速扩张期，下游连锁化率逐年提升，而连锁餐饮企业多以中央厨房支撑，部分餐饮企业预制菜占比高达 80%，进而带动上游供应链规模化、工业化。因此，预制菜市场未来成长空间广阔，根据艾媒咨询数据显示，2022 年我国预制菜市场规模达 4,196 亿元，同比增长 21.3%，预计到 2026 年市场规模将突破万亿。

图表 5：中国住宿和餐饮业人均工资不断提升/元



数据来源：《2023 中国餐饮产业白皮书》，华福证券研究所

图表 6：我国连锁化率提升空间大

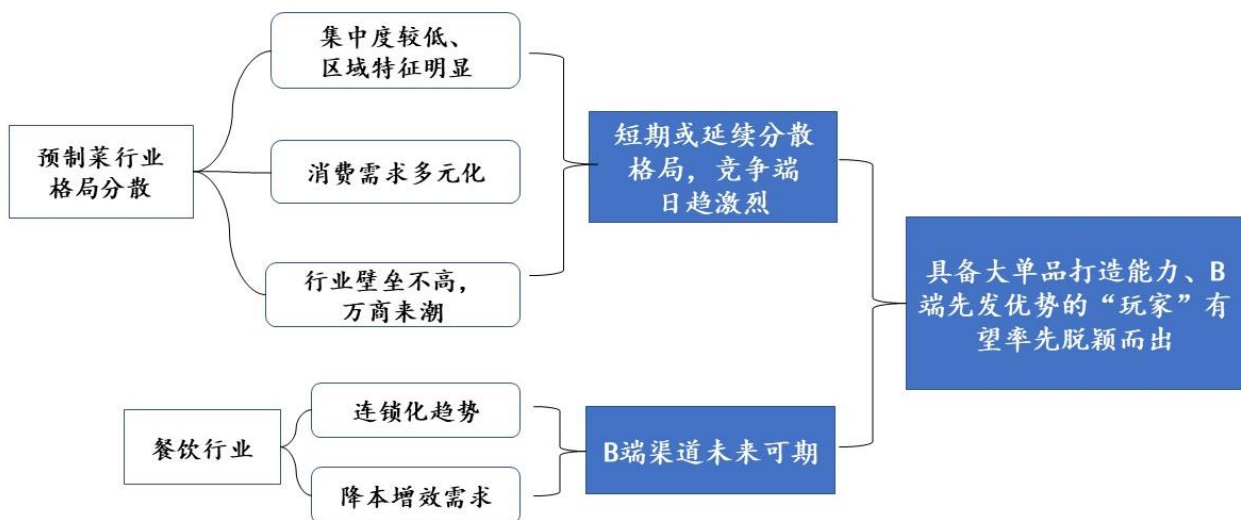


数据来源：《2023 中国餐饮产业白皮书》，华福证券研究所

行业需求高景气与供给低壁垒促成万商来潮般商业景观，其中我们认为具备打造大单品、B端先发优势的玩家有望率先脱颖而出。

由于我国幅员广阔、各地消费者需求多元，同时生产门槛不高、下游价格敏感，使得行业竞争格局松散，区域化特征突出，多数玩家规模不过10亿。同时，需求端的高景气与供给端的低壁垒促成大量社会资本积极涌入行业，根据艾媒咨询，2017-2020年期间行业年新增企业注册数量均超1万家。而面对日趋激烈的竞争，打造爆品与样板市场是攫取产业红利的关键一步。即在B端标品诉求下，培育明星单品易于产生规模效应，形成价格领先优势，从而有利于企业从区域样板市场进入全国化布局；同时B端先发优势指公司提前卡位大B客户的核心供应商，它有助于企业攫取大B客户连锁化增量与转化中小B向上发展的存量，充分受益高景气度的B端市场。因此我们认为，在数万玩家涌入行业背景下，具备打造明星单品、B端先发优势的预制菜企业有望率先脱颖而出。

图表 7：打造明星单品、B端先发优势的预制菜企业有望率先脱颖而出



数据来源：华福证券研究所

2.2 多维竞争优势齐备，把握B端发展机遇

渠道体系转化为竞争力，深耕B端有助于公司把握产业红利。从主业客群结构看，大B客户占据主要地位。而凭借多年陪跑头部餐饮等经验，公司已具备涵盖品控、研发、供应稳定性以及服务能力等成体系优势，而大B自身扩张周期为公司带来增长确定性，同时严苛的供应链审核管理体系也构筑了竞争壁垒。背靠大B的灯塔效应，公司通过扩充经销商体系，持续拓展流通和餐饮中小B客群；同时，公司通过重点扶持月销量过百万的大经销商，不断提升经销商质量。因此，预制菜主业有望实现B端高质量发展。此外，公司提前布局C端，把握当下便捷性需求同时卡位未来老龄化、家庭小型化等趋势下的产业机遇。

成本优势、研发实力以及携手大 B 等软、硬实力兼备，公司具备较强明星单品孵化能力。作为猪肉全产业链“选手”，公司原材料掌控力强，具备成本领先优势（原材料占预制菜成本比例较高）以及多地工厂布局优势，进而有助于打造产品性价比。与此同时，公司在上海等地设立美食研发中心，同时携手大 B 并受益其研发外溢，均更有利于公司聚焦大单品孵化。而且，公司已有大单品是很好的样板证明，例如公司通过精准定位多场景、多客群的市场，于 2022 年 3 月推出的肥肠系列，厚积薄发下迅速放量，并在 2023 年餐饮复苏期间，Q1 延续高增长，成为公司产品矩阵中第一增长梯队。

图表 8：深耕 B 端客群



数据来源：2022 年报，公司官网，华福证券研究所

图表 9：公司研发实力较强

研发中心	研发专长
山东	高低温产品、调理制品、预制菜品、西式冻品等全品类产品，大客定制产品研发
上海	B 端餐饮产品和创新型产品研发，华东区域特色产品研发
四川	川菜工业化、川式调味料及休闲产品研发

数据来源：2022 年报，华福证券研究所

3 传统优势保驾护航，主业尽享产业红利

3.1 打造爆品、全渠道运作驱动预制菜业务加速增长

公司围绕 B 端市场布局预制食材、半成品及成品全系列，并通过打造肥肠等大单品，引领预制菜业务增长提速（未来 3-5 年规模目标 50 亿）。产品端，公司预制菜围绕猪肉核心原料布局丰富（预制产品超过 1000 种），并根据加工程度大致可分为预制食材、预制半成品以及预制成品，预制程度分别为 30%/60%/90%，且公司 22 年累计开发 185 款预制菜新品，其中预制食材类 8 款，预制半成品 138 款，预制成品 39 款。大单品规划方面，公司将重点打造肥肠系列（肥肠+其他菜品，如肥肠鸡、肥肠鱼、酸菜肥肠等），并将烤肠类（如火山石烤肠，零添加等）作为第二增长梯队。其中，肥肠品类在餐饮复苏与单品红利（基于产品基因+应用场景+社媒传播）中表现亮眼，全年或保持快增；同期烤肠类新品成功放量；此外，培根、酥肉类 2022 年销售过亿，有望延续增长。

渠道端，公司预制菜业务围绕 B 端为主、C 端并进的渠道策略，把握 B 端机遇同时推动大单品放量。随着头部餐饮率先复苏并计划开启新一轮扩张周期，同时公司采取固老开新策略，大 B 渠道实现高增，23Q1 同增近 40%（其中百胜增长量达 40%，同时公司积极开发中腰部连锁餐企）；中小 B 端，公司加速招商与区域覆盖以实现规模效应（23 年 Q1 期间公司开发 180 多家预制菜经销商，且集中在华东、华北区域，同时公司注重拓展专业渠道与培育核心大商），即通过拳头产品、费用投放以及让利

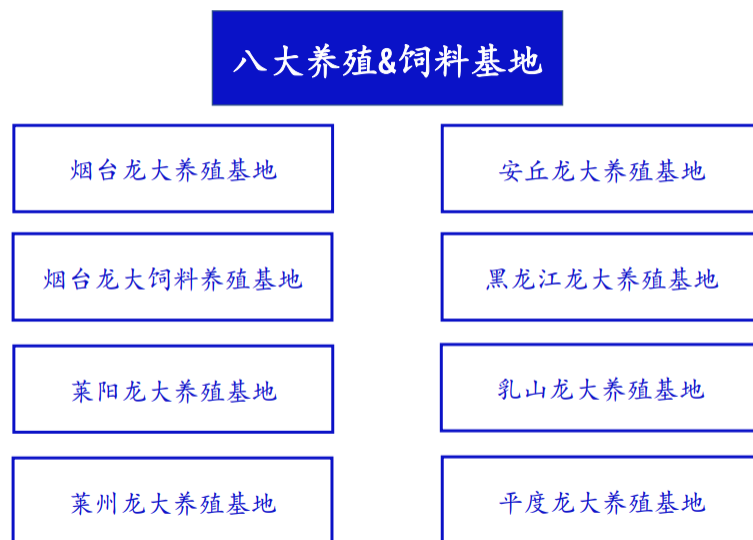
帮助经销商快速放量，23Q1 期间中小 B 增速达 30%；C 端，公司通过线上线下双轮驱动，其中线上以社团、新零售等为主，而线下则以终端、便利店为主，Q1 期间延续高增。

3.2 传统屠宰和养殖为长期高质量增长保驾护航

公司养殖和屠宰在业内有口皆碑，完善的中上游布局与严苛的品控体系为预制菜业务长足发展保驾护航。公司屠宰业务基本实现全国化布局，工厂遍布有莱阳、聊城、潍坊、黑龙江、河南等地区，2022 年末屠宰产能约 1100 万头；且随着灌云、巴中、海南等屠宰工厂的投产，预计今年产能达 1500 万头，将有力支撑食品业务全国化发展。此外，公司屠宰业务持续推进工艺创新，并逐步从传统粗加工转向精细化加工，包括向客户提供定制产品；即在提升产品附加值、改善公司盈利状况同时，有助于巩固大客粘性与产品研发沉淀，最终为打造明星单品积蓄势能。

在原料端，公司拥有八大养殖基地，且功能布局完善。布局上游可以从源头保障肉类产品的品质和安全。同时，公司依托服务知名客户所形成的完整严苛品质管理体系，打造了独立于业务体系的品质管理部门，为产品制作全程把关；海外直供大客与国际机构的技术认证也为公司优质品控提供印证。总之，优质的品控将为公司预制菜业务增长保驾护航。且从全年看，公司屠宰业务年规划 700 万头，而养殖端会略有提升，但控制在屠宰 10%以内，且随着猪价 H2 或逐步回暖，相关业务有望迎来改善。

图表 10：公司八大养殖基地



数据来源：2022 年报，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

食品板块：考虑到预制菜赛道正处于快速发展期，且 B 端渠道景气度高，公司有

望凭借深耕 B 端积累的先发优势，原料端的成本优势，不断打造肥肠等深加工的大单品，且随着下游短期复苏与长期连锁化趋势，公司以预制菜为核心的食品业务预计实现质效双升、规模跃迁，预计 2023-25 年销量增速为 30.80%/30.40%/30.00%，吨价增速分别为 0.75%/0.75%/0.75%，营收增速分别为 31.78%/31.38%/30.98%。

“两翼”支撑业务：（1）屠宰业：公司向上游生猪养殖延伸同时，持续推进工艺创新，逐步转向精细化加工；而生猪价格回暖有助于促进屠宰头均价回升。预计 2023-25 年屠宰业务营收增速分别为 9.20%/24.00%/11.00%；（2）进口业务：公司近年来对贸易业务进行策略性调减，预计未来规模总体趋于稳定，预计 2023-25 年营收增速分别为 2.00%/1.00%/1.00%。

毛利率：一方面，公司凭借多年全产业链布局，可以尽可能减少原料价格波动对公司产生的影响；另一方面，随着公司持续优化业务结构，即以预制菜等高附加值业务不断增长，公司盈利状况总体呈改善趋势，故预计 2023-25 年公司毛利率分别为 4.22%/4.82%/5.08%。

图表 11：盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	16116.31	17738.15	21637.47	24373.19
YoY	-17.39%	10.06%	21.98%	12.64%
营业总成本（百万元）	15971.64	16989.41	20595.08	23135.20
YoY	-19.18%	6.37%	21.22%	12.33%
毛利率	4.03%	4.22%	4.82%	5.08%
营业成本/收入	95.97%	95.78%	95.18%	94.92%
分业务拆分：				
以预制菜为主的食品业务				
收入（百万元）	1651.60	2176.49	2859.44	3745.15
YoY	7.10%	31.78%	31.38%	30.98%
销量/万吨	7.16	9.37	12.21	15.88
吨价（元）	23067.04	23240.04	23414.34	23589.95
业务收入比例	10.25%	12.27%	13.22%	15.37%
屠宰业务				
收入（百万元）	12030.77	13137.60	16290.63	18082.59
YoY	-12.57%	9.20%	24.00%	11.00%
业务收入比例	74.65%	74.06%	75.29%	74.19%
进口贸易				
收入（百万元）	1609.59	1641.78	1658.20	1674.78
YOY	-57.44%	2.00%	1.00%	1.00%
业务收入比例	9.20%	9.26%	7.66%	6.87%
其他业务				
收入（百万元）	824.35	782.27	829.21	870.67
YoY	93.81%	-5.10%	6.00%	5.00%
业务收入比例	4.49%	4.41%	3.83%	3.57%

数据来源：WIND，华福证券研究所测算

4.2 相对估值

相对估值比较：选取双汇发展、得利斯、味知香以及千味央厨作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 36/26/19 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 0.99/2.19/3.05 亿元，三年分别同比增长 31%/122%/39%，期间 CAGR 达 76%。基于预制菜赛道高景气度，公司主业或通过大单品放量、渠道加速拓展实现稳步快增，同时考虑到猪价的波动性，公司有望在 2024 年实现业绩复苏，故我们给予公司 2024 年 48 倍 PE，对应目标价 9.6 元/股，首次覆盖给予公司“持有”评级。

图表 12：估值对比分析

公司	市值/ 亿元	收盘价 /元	EPS(摊薄)(元)				P/E				23-25 净 利润 CAGR
			22A	2023E	2024E	2025E	22A	2023E	2024E	2025E	
双汇发展	853.3	24.63	1.62	1.74	1.89	2.06	15.98	14.18	13.03	11.98	8.78%
得利斯	37.1	5.82	0.05	0.14	0.22	0.31	152.96	41.99	26.86	18.48	50.73%
味之香	55.8	40.46	1.43	1.33	1.65	2.02	51.04	30.49	24.47	20.02	23.41%
千味央厨	61.7	71.23	1.18	1.68	2.25	2.90	60.16	42.32	31.72	24.55	31.31%
平均							55.60	36.41	25.66	19.25	27.36%
龙大美食	90.54	8.39	0.07	0.09	0.20	0.28	120.12	91.49	41.22	29.68	75.57%

数据来源：wind，华福证券研究所；注：截取时间为 6 月 19 日；平均值采取去掉两端极值调整后的平均数

5 风险提示

1) 生猪价格大幅波动风险：公司屠宰业务仍占据当前主要营收，则业务规模与盈利状况均与猪价变动密切相关。因此，生猪价格大幅波动可能导致公司营收、业绩均面临较大波动。

2) 预制菜业务增长不及预期：当前预制菜行业仍处于快速发展期，需求多元、场景丰富，尤其 B 端客户定制化需求，对公司在培育大单品、扩充并优化渠道体系以及成本管控等方面提出较高要求，故具备一定不确定性。

3) 市场竞争加剧：目前预制菜行业生产门槛不高，竞争格局分散，区域化特征明显，而且产业链各环节存在具备不同优势的市场参与者，公司可能面临行业竞争大幅加剧，从而影响公司业务拓展与盈利状况。

4) 基本面因素不达预期对给予的估值溢价的影响。

图表 13: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,856	1,924	2,412	2,723	营业收入	16,116	17,738	21,637	24,373
应收票据及账款	628	562	685	771	营业成本	15,467	16,989	20,595	23,135
预付账款	199	443	537	603	税金及附加	22	24	30	33
存货	1,716	2,111	2,337	2,627	销售费用	172	217	259	295
合同资产	0	0	0	0	管理费用	267	319	374	400
其他流动资产	67	73	90	101	研发费用	8	12	16	18
流动资产合计	4,466	5,114	6,061	6,825	财务费用	36	71	81	82
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-7	1	0	0
固定资产	1,791	1,718	1,704	1,692	资产减值损失	46	45	45	45
在建工程	628	568	428	288	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	149	170	198	220	投资收益	1	0	0	0
商誉	27	27	27	27	其他收益	19	0	0	0
其他非流动资产	916	919	923	924	营业利润	119	151	327	455
非流动资产合计	3,511	3,402	3,279	3,150	营业外收入	4	4	5	4
资产合计	7,977	8,516	9,340	9,975	营业外支出	12	9	8	8
短期借款	1,515	2,012	2,223	2,260	利润总额	111	146	324	451
应付票据及账款	1,206	1,069	1,396	1,616	所得税	11	15	34	48
预收款项	0	0	0	0	净利润	100	131	290	403
合同负债	186	213	260	292	少数股东损益	24	32	71	98
其他应付款	227	227	227	227	归属母公司净利润	76	99	219	305
其他流动负债	212	221	232	239	EPS (摊薄)	0.07	0.09	0.20	0.28
流动负债合计	3,345	3,742	4,338	4,634					
长期借款	158	158	158	158	主要财务比率				
应付债券	861	861	861	861		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	110	110	110	110	成长能力				
非流动负债合计	1,128	1,128	1,128	1,128	营业收入增长率	-17.4%	10.1%	22.0%	12.6%
负债合计	4,473	4,870	5,466	5,762	EBIT 增长率	-117.7%	48.3%	86.7%	31.2%
归属母公司所有者权益	3,320	3,431	3,588	3,829	归母净利润增长率	-111.4%	31.3%	121.9%	38.9%
少数股东权益	184	215	286	384	获利能力				
所有者权益合计	3,504	3,646	3,874	4,213	毛利率	4.0%	4.2%	4.8%	5.1%
负债和股东权益	7,977	8,516	9,340	9,975	净利率	0.6%	0.7%	1.3%	1.7%
					ROE	2.2%	2.7%	5.7%	7.2%
					ROIC	2.9%	3.7%	6.4%	7.9%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	941	-237	522	516	资产负债率	56.1%	57.2%	58.5%	57.8%
现金收益	319	432	596	711	流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
存货影响	-149	-396	-226	-290	速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9
经营性应收影响	373	-223	-262	-197	营运能力				
经营性应付影响	159	-137	327	220	总资产周转率	2.0	2.1	2.3	2.4
其他影响	239	87	87	72	应收账款周转天数	16	12	10	11
投资活动现金流	-1,202	-121	-101	-97	存货周转天数	38	41	39	39
资本支出	-509	-118	-98	-96	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.07	0.09	0.20	0.28
其他长期资产变化	-693	-3	-3	-1	每股经营现金流	0.87	-0.22	0.48	0.48
融资活动现金流	-735	426	67	-109	每股净资产	3.08	3.18	3.33	3.55
借款增加	-429	498	211	37	估值比率				
股利及利息支付	-82	-169	-185	-146	P/E	120	91	41	30
股东融资	36	0	0	0	P/B	3	3	3	2
其他影响	-260	97	41	0	EV/EBITDA	-22	-16	-11	-10

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn