

佳禾食品 (605300.SH)

传统业务定价权紧握手中，

新兴业务乘大势快速发展

投资要点：

► **咖啡茶饮供应集成服务商，多元化产业持续布局。**佳禾食品深耕粉末油脂市场20余年，是我国粉末油脂行业较大的生产商之一。2015年，公司利用粉末油脂业务的B端资源协同优势开始拓展咖啡业务，目前已覆盖咖啡全品类，另外公司前瞻性布局植物基饮品领域，目前公司已发展成为集粉末油脂、咖啡、植物基等多产品协同发展的业务体系。

► **下游需求旺盛，行业潜力巨大。**粉末油脂主要应用于下游现制茶饮市场，茶饮市场发展迅速，根据中国连锁经营协会，行业规模已超千亿元，但下沉市场渗透率不足20%，仍有较大下沉空间；同时东南亚等海外茶饮市场拓展空间较大。我国咖啡市场一二线城市渗透率较高，未来随着咖啡消费逐步辐射至三、四线城市，还有较大的增长潜力，根据《2022年中国咖啡产业发展报告》，预计2025年中国咖啡行业市场规模将超过万亿元。近几年植物基概念兴起，其中燕麦奶增速远高于行业整体，根据艾媒咨询，燕麦奶市场规模将由2021年的42亿元增长至2025年的210亿元，CAGR为50%。

► **三大主业接力发展，B端供应全渠道发展。****产品端：**粉末油脂实现零反脂产品全面替代，提供定制化服务增强客户粘性，产能进一步扩建提升行业定价权；咖啡具备全品类供应能力；植物基顺应消费者健康化饮食需求，推出燕麦奶、椰浆等产品，已形成一定规模。**渠道端：**已建立较为完善的国内外营销网络体系，销售以直销为主，2023Q1直销占比87%，截止2022年12月末，公司客户超过1000家，覆盖茶饮、咖啡、烘焙、大餐饮、电商等各类渠道，实现了B端供应全渠道发展。

► **盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润将达到2.95/3.87/4.93亿元，三年同比增长156%/31%/27%，三年复合增速达62%。由于公司是粉末油脂龙头企业，咖啡和植物基等业务发展潜力较大，给予公司2023年35倍PE，对应目标价25.9元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

► **风险提示：**原材料成本大幅上涨风险；下游茶饮需求不及预期风险；咖啡业务拓展不及预期风险；食品安全风险

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,399	2,428	3,043	3,789	4,696
增长率(%)	28%	1%	25%	24%	24%
净利润(百万元)	151	115	295	387	493
增长率(%)	-30%	-23%	156%	31%	27%
EPS(元/股)	0.38	0.29	0.74	0.97	1.23
市盈率(P/E)	56	74	29	22	17
市净率(P/B)	4	4	4	3	3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

买入(首次评级)

当前价格：21.2元

目标价格：25.9元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	400/58
总市值/流通市值(百万元)	8496/1223
每股净资产(元)	5.12
资产负债率(%)	34.02
一年内最高/最低(元)	22.23/12.19

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

分析师：王瑾璐
 执业证书编号：S0210522090002
 邮箱：wj3257@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键变量：

变量 1：粉末油脂：公司深耕粉末油脂市场 20 余年，是我国粉末油脂行业龙头生产商，有大量客户资源，同时定制化产品客户粘性高。另外随着新式茶饮市场的下沉和海外市场的拓展，粉末油脂业务还有较大成长空间，我们预计 2023-2025 年公司粉末油脂业务吨价增速分别为 2%/2%/2%，销量增速为 25%/20%/20%，营收增速分别为 28%/+22%/+22%。23 年油脂价格回落，预计未来毛利率会有较大改善，预计 2023-2025 毛利率分别为 22.7%/+23.3%/+23.7%。

变量 2：咖啡：我国咖啡行业增长潜力巨大，公司具备咖啡全品类生产供应能力，借助原有的渠道优势，公司咖啡产品已向瑞幸、奈雪等多家下游连锁品牌客户供货，未来随着下游客户的持续拓展，预计公司咖啡业务将维持高增长，预计 2023-2025 年公司咖啡业务营收增速分别为 65%/+50%/+40%，毛利率分别为 11.5%/+12.5%/+13.5%。

变量 3：植物基：植物基饮料顺应消费者健康需求，作为新兴行业发展潜力巨大，公司前瞻性布局植物基行业，目前已拥有面向 B 端的椰浆、燕麦粉和面向 C 端的非常麦燕麦奶系列，随着产品的进一步完善，未来增量可期。预计 2023-2025 年公司植物基营收增速分别为 30%/+30%/+30%，毛利率分别为 5.8%/+5.8%/+5.8%。

区别于市场的观点：

市场认为客单价较高的茶饮品牌并不使用粉末油脂，粉末油脂未来增长空间受限；但是我们认为茶饮市场还有较大的下沉空间，客单价较低的茶饮品牌会使用粉末油脂以降低成本，同时东南亚等海外市场还有较大的拓展空间。

市场认为公司咖啡业务面临激烈的市场竞争，担忧公司未来咖啡业务的增长；但是我们认为公司是国内少有的全品类咖啡供应商之一，同时可以借助原有的渠道拓展下游客户，未来增长可期。

股价上涨的催化因素：

原材料成本下跌超预期；下游茶饮需求超预期；咖啡业务增长超预期。

估值和目标价：

相对估值比较：考虑到公司为国内领先的食品配料供应商，选取海融科技、南侨食品、香飘飘、立高食品为可比公司，其中海融科技业务以烘焙原料为主；南侨食品业务以烘焙油脂为主；香飘飘业务以杯装奶茶为主；立高食品以冷冻烘焙和烘焙原料为主。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 27/20/15 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 2.95/3.87/4.93 亿元，三年同比增长 156%/31%/27%，三年复合增速达 62%。由于公司是粉末油脂龙头企业，咖啡和植物基等业务发展潜力较大，给予公司 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 25.9 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：

原材料成本大幅上涨风险；下游茶饮需求不及预期风险；咖啡业务拓展不及预期风险；食品安全风险。

正文目录

1. 咖啡茶饮供应集成服务商，多元化产业持续布局	4
2. 下游渗透率快速提升，供应端整合大势所趋	5
3. 三大主业接力发展，把握健康化需求浪潮	6
3.1 粉末油脂需求仍有提升空间	6
3.2 咖啡全品类布局具备稀缺性，借力传统渠道实现快速增长	7
3.3 植物基迎合新兴消费需求，打开成长天花板	7
4. B端供应全渠道发展，定制化能力持续提升	8
5. 盈利预测与估值	8
6. 风险提示	10

图表目录

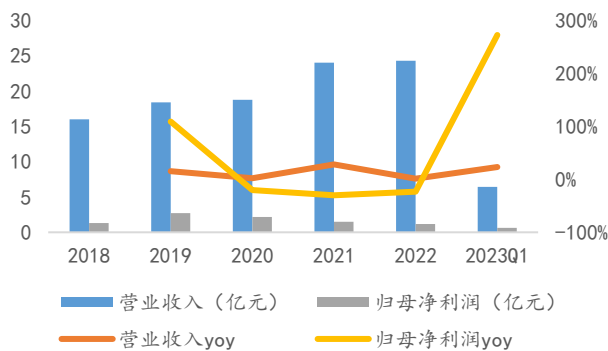
图表 1：公司营收和净利润及增速	4
图表 2：细分产品营收占比	4
图表 3：公司毛利率及净利率	4
图表 4：公司期间费用率	4
图表 5：2022 年我国新茶饮市场超过千亿元	5
图表 6：2022 年各地人均消费咖啡量对比	5
图表 7：中国燕麦奶行业市场规模	6
图表 8：各类产品营收及增速	8
图表 9：盈利预测表	9
图表 10：可比公司	10
图表 11：财务预测摘要	11

1.咖啡茶饮供应集成服务商，多元化产业持续布局

深耕粉末油脂行业，咖啡植物基多元化布局。佳禾食品成立于2001年，深耕粉末油脂市场20余年，是我国粉末油脂行业较大的生产商之一。2015年，公司利用粉末油脂业务的B端资源协同优势开始拓展咖啡业务，目前已覆盖咖啡全品类。同时公司前瞻性布局植物基饮品领域，拥有燕麦奶“非常麦”系列产品。目前，公司已发展成为集粉末油脂、咖啡、植物基等多产品协同发展的业务体系。公司为家族式企业，实际控制人柳新荣、唐正青夫妇直接持有和间接持有公司77.5%的股份。

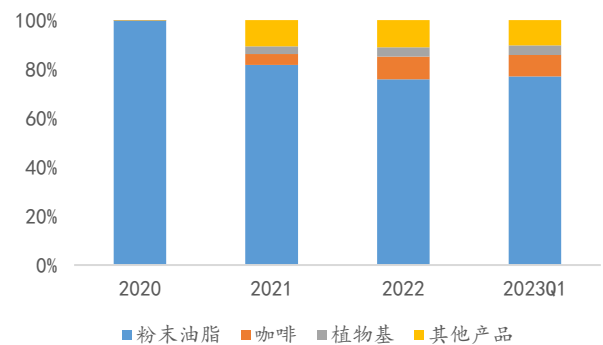
粉末油脂贡献大部分收入，咖啡业务高速发展。近年来受益于茶饮咖啡市场的快速发展，公司营收从18年的16亿元增长至22年的24.3亿元，CAGR为11%，其中粉末油脂贡献最大。虽然22年疫情扰动压制下游终端消费，收入端承压严重，但是咖啡业务实现了翻倍的增长，营收占比扩大。23Q1随着国内外需求恢复，公司营收快速恢复。

图表 1：公司营收和净利润及增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

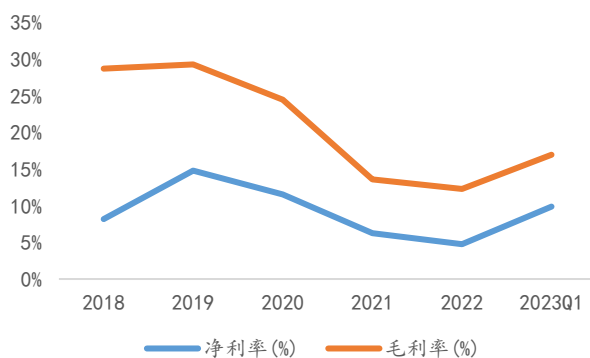
图表 2：细分产品营收占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

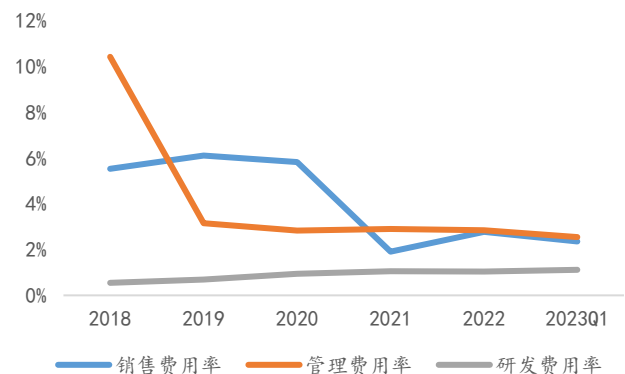
原材料成本下行，毛利率提升明显。疫情期间，上游原材料成本受国内外经济环境影响大幅上升，毛利率大幅下降。23Q1以来油脂等原材料价格下降，毛利率有所恢复。近两年费用率方面相对稳定，公司净利率水平整体跟毛利率同向波动。

图表 3：公司毛利率及净利率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 4：公司期间费用率



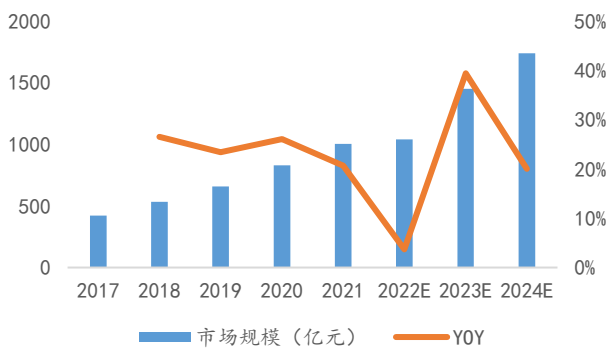
数据来源：公司公告，华福证券研究所

2. 下游渗透率快速提升，供应端整合大势所趋

新茶饮市场规模超过千亿，渗透率快速提升。粉末油脂主要应用于下游现制茶饮市场，根据中国连锁经营协会发布的《2022 新茶饮研究报告》，我国新茶饮市场规模从 2017 年的 422 亿元增长至 2022 年的 1040 亿元，5 年 CAGR 为 20%，渗透率快速提升，2022 年新茶饮目标客群的渗透率超过 40%；2022 年年底在业的新茶饮门店总数约 48.6 万家，比 2020 年年底 37.8 万家，增长超 28%。

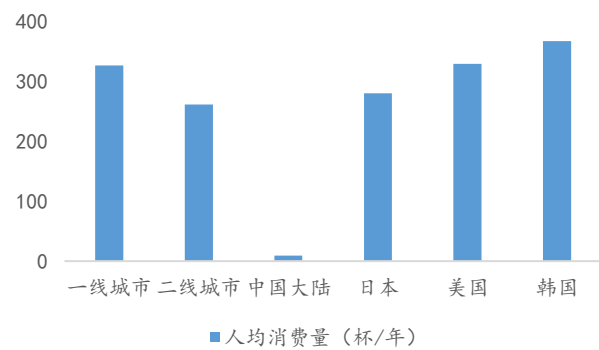
咖啡市场高速增长，渗透率城际间差距显著。随着咖啡消费理念的快速传播和消费习惯的逐步培养，我国咖啡市场渗透率快速提升，根据观研天下，一、二线城市的咖啡渗透率已达 67%，但是城际间差距显著，实际人均消费量远低于欧美、日韩等成熟市场。未来在一、二线城市的带动下，咖啡消费浪潮也会逐步辐射至三、四线城市，根据阿里新服务研究中心×饿了么×天猫咖啡发布《2022 年中国咖啡产业发展报告》，2021 年中国咖啡行业市场规模达 3817 亿元，同比增长 27%；预计 2025 年中国咖啡行业市场规模将超过万亿元，增长潜力巨大。

图表 5：2022 年我国新茶饮市场超过千亿元



数据来源：中国连锁经营协会《2022 新茶饮研究报告》，华福证券研究所

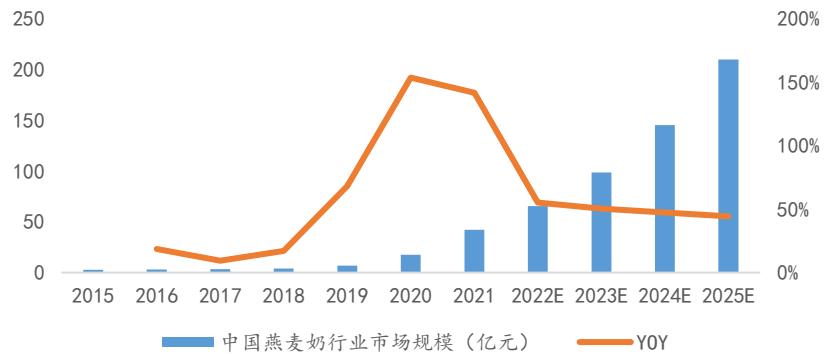
图表 6：2022 年各地人均消费咖啡量对比



数据来源：观研天下，华福证券研究所

健康消费新风尚，植物基概念兴起。植物基饮料涵盖所有类型的植物基蛋白饮料，近年来新兴的植物基产品更符合消费者日益增长的营养健康需求，根据智研瞻产业研究院数据，我国植物奶市场规模从 2016 年的 151.75 亿元增长至 2020 年的 310.26 亿元，年均复合增长率为 20%。根据智研瞻产业研究院、欧睿咨询数据，2020 年我国植物基奶市场规模占乳制品市场规模比例为 4.86%，植物基奶对乳制品的替代渗透率仍有较大提升空间。我国植物基奶主要品类包括豆奶、燕麦奶和椰奶，其中燕麦奶增速远高于行业整体，根据艾媒咨询数据，近两年我国燕麦奶市场发展迅速，市场规模由 2019 年的 6.9 亿元增长至 2021 年的 42.3 亿元，年均复合增长率为 147.6%，预计 2025 年市场规模将达到 209.8 亿元。

图表 7：中国燕麦奶行业市场规模



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

上下游协同发展，供应端整合大势所趋。粉末油脂行业与奶茶、咖啡等饮品处于同一产业链的上下游，上游粉末油脂行业的发展和下游各类饮品的发展具备一定的相关性和协同性。企业可以依托在粉末油脂产品上积累的研发优势、客户资源、营销网络及品牌知名度，逐步向产业链的上下游延伸，从而形成协同发展的上下游业务，既能为企业带来新的增长空间，又可以提升整体抗风险能力。

3.三大主业接力发展，把握健康化需求浪潮

3.1 粉末油脂需求仍有提升空间

核心客户多为中档及经济档的奶茶连锁品牌，下沉市场有空间。根据中国连锁经营协会发布的《2022 新茶饮研究报告》，虽然新茶饮目标客群的渗透率较高，但是除去一二三线城市外的下沉市场的渗透率约为 20%，仍有进一步下沉空间。中档及经济档产品在下沉市场发展较为迅速，而在中档及经济档奶茶产品中粉末油脂使用较多，公司的核心客户多为中档及经济档的奶茶品牌，比如“CoCo 都可”、“蜜雪冰城”等。以蜜雪冰城为例，粉末油脂成本约占整体原材料采购成本的 18%。国内广阔的下沉市场给客单价较低的茶饮品牌以及粉末油脂较大的发展空间。

海外茶饮仍有较大发展空间，海外布局发展东南亚市场。海外也是茶饮市场迅速发展的区域，以公司境外业务主要所在的东南亚为例，2021 年珍珠奶茶总规模达到了 36.6 亿美元，其中印尼、泰国、新加坡分别达到 16、7.5、3.4 亿美元。东南亚国家对新式茶饮接受度较高，目前已有较多国内企业布局，比如蜜雪冰城已在越南、印尼等海外市场开店。公司已经在新加坡设立了业务中心，形成了以新加坡为中心，辐射马来西亚、印度尼西亚、缅甸等东南亚市场的销售布局，2022 年公司海外销售收入占比约 13.6%，23Q1 境外收入同比增长 44.5%。

行业集中度进一步增强，公司紧握定价权。公司是国内生产规模较大的粉末油脂生产商之一，由于小型企业较难满足粉末油脂行业产品品质要求不断提高、技术研发水平越发重要的条件，规模经济效应较低，同时易受原材料价格波动的影响，因此其

市场份额不断受到挤压，未来粉末油脂行业的行业集中度和产能将进一步提升。目前公司拥有 25.5 万吨/年的粉末油脂产能，预计 2024 年前可以新增 6 万吨/年的产能，产能的提升将进一步增强公司的行业定价权。

顺应健康化和功能化的发展趋势，实现零反产品替代，丰富 SKU。早期植脂末多含有反式脂肪酸，食用较多会对消费者身体健康造成影响。面对消费者健康化的需求，公司以基于精炼代可可脂生产的零反植脂末全面替代了基于氢化大豆油生产的含反植脂末产品，截至 2022 年末，公司 95% 的销售收入来源于零反脂产品，并已全面停售含反脂产品。同时，公司充分利用在粉末油脂行业积累的关键技术和行业经验，顺应粉末油脂产品功能化的发展趋势，开发满足市场需求的功能性粉末油脂产品，冷溶植脂末、耐酸植脂末、零糖植脂末等产品已量产，进一步优化产品结构、丰富产品品种，带动了行业粉末油脂产品的升级。

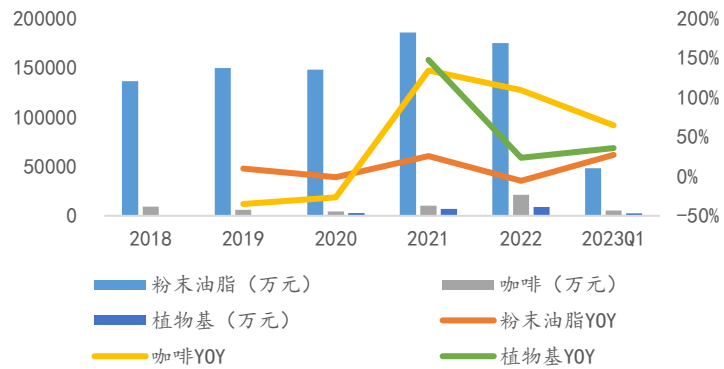
3.2 咖啡全品类布局具备稀缺性，借力传统渠道实现快速增长

和粉末油脂比，咖啡行业壁垒更高。规模化生产需要高度自动化的大型生产设备和厂房规模支持，核心设备需要进口，厂房建设资本投入大，爬坡周期长。同时技术难度相对较高，冷萃咖啡液和冻干咖啡粉等工艺相对复杂，国内技术人员不足。小规模工厂无法满足品牌方的定制化需求，缺乏客户储备难以进入大品牌供应链。受制于资金、技术、渠道，小规模厂商趋于向某一细分领域发展。因此公司是国内少有的具备咖啡全品类生产供应能力的厂商，引进了全套德国先进自动化生产设备和技术。同时，公司原有的粉末油脂业务帮助公司积累了大量的客户，借助原有的渠道优势，咖啡产品已向瑞幸、奈雪等多家下游连锁品牌客户供货，实现了快速增长。

3.3 植物基迎合新兴消费需求，打开成长天花板

公司顺应消费者饮食健康化和环保的需求，前瞻性布局植物基领域，2014 年开始推出椰浆粉产品，2018 年开始研发燕麦系列产品，依托自主研发的酶解、浓缩技术，率先上市冷冻燕麦浆产品。公司顺应市场需求逐步产业化，推出面向 B 端的燕麦乳、椰浆等产品和面向 C 端的“非常麦”等产品，目前已经形成相当的市场规模，植物基产品 23 年 Q1 营收同比增长 35.6%，正处在高速增长期，未来增长动力充足。

图表 8：各类产品营收及增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

4. B 端供应全渠道发展，定制化能力持续提升

公司已建立较为完善的国内外营销网络体系，销售以直销为主，2023Q1 直销占比 87%，截止 2022 年 12 月末，公司客户超过 1000 家，覆盖茶饮、咖啡、烘焙、大餐饮、电商等各类渠道。

近年来咖啡茶饮竞争激烈，不同咖啡茶饮连锁品牌基于差异化定位对于产品的定制化要求较高，因此要求供应商为其定制应用于不同场景及不同口感、不同类别的产品，同时要求高频上新，这对供应商的研发能力有较高要求。公司具备全流程新产品开发设计能力，可快速响应客户的定制化需求，为客户提供产品配方、规格、包装等定制服务。公司通过定制化吸引了大量 B 端客户，提升客户粘性，截止 2022 年 12 月末，超过 80%的粉末油脂为客户定制产品，与公司稳定合作的饮品品牌数量近 200 个。

5. 盈利预测与估值

粉末油脂：公司深耕粉末油脂市场 20 余年，是我国粉末油脂行业龙头生产商，有大量客户资源，同时定制化产品客户粘性高。另外随着新式茶饮市场的下沉和海外市场的拓展，粉末油脂业务还有较大成长空间，我们预计 2023-2025 年公司粉末油脂业务吨价增速分别为 2%/2%/2%，销量增速为 25%/20%/20%，营收增速分别为 28%/+22%/+22%。23 年油脂价格回落，预计未来毛利率会有较大改善，预计 2023-2025 年毛利率分别为 22.7%/+23.3%/+23.7%。

咖啡：我国咖啡行业增长潜力巨大，公司具备咖啡全品类生产供应能力，借助原有的渠道优势，公司咖啡产品已向瑞幸、奈雪等多家下游连锁品牌客户供货，未来随着下游客户的持续拓展，预计公司咖啡业务将维持高增长，预计 2023-2025 年公司咖啡业务营收增速分别为 65%/+50%/+40%，毛利率分别为 11.5%/+12.5%/+13.5%。

植物基：植物基饮料顺应消费者健康需求，作为新兴行业发展潜力巨大，公司前瞻性布局植物基行业，目前已拥有面向 B 端的椰浆、燕麦粉和面向 C 端的非常燕麦奶系列，随着产品的进一步完善，未来增量可期。预计 2023-2025 年公司植物基营收增速分别为 30%/+30%/+30%，毛利率分别为 5.8%/+5.8%/+5.8%。

图表 9：盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,427.64	3,043.43	3,788.75	4,695.83
YoY	1.17%	25.37%	24.49%	23.94%
营业总成本（百万元）	2129.40	2458.91	3040.89	3752.54
YoY	2.70%	15.47%	23.67%	23.40%
毛利率	12.29%	19.21%	19.74%	20.09%
分业务拆分：				
植脂末（粉末油脂）				
收入（百万元）	1,749.78	2230.97	2730.71	3342.38
YoY	-5.76%	27.50%	22.40%	22.40%
毛利率	13.44%	22.68%	23.33%	23.66%
业务收入比例	72.08%	73.30%	72.07%	71.18%
咖啡				
收入（百万元）	213.58	352.41	528.61	740.05
YoY	108.84%	65.00%	50.00%	40.00%
毛利率	10.75%	11.50%	12.50%	13.50%
业务收入比例	8.80%	11.58%	13.95%	15.76%
植物基				
收入（百万元）	88.09	114.52	148.87	193.53
YoY	23.41%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	5.80%	5.80%	5.80%	5.80%
业务收入比例	3.63%	3.76%	3.93%	4.12%
其它产品				
收入（百万元）	255.83	287.04	322.06	361.35
YoY	5.79%	12.20%	12.20%	12.20%
毛利率	8.01%	8.50%	9.00%	9.50%
业务收入比例	10.54%	9.43%	8.50%	7.70%
其它业务				
收入（百万元）	120.36	58.50	58.50	58.50
YoY	-5.50%	-51.40%	0.00%	0.00%
毛利率	12.03%	12.00%	12.00%	12.00%
业务收入比例	4.96%	1.92%	1.54%	1.25%

数据来源：公司公告，华福证券研究所预测

相对估值比较：相对估值比较：考虑到公司为国内领先的食品配料供应商，选取

海融科技、南侨食品、香飘飘、立高食品为可比公司，其中海融科技业务以烘焙原料为主；南侨食品业务以烘焙油脂为主；香飘飘业务以杯装奶茶为主；立高食品以冷冻烘焙和烘焙原料为主。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 27/20/15 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 2.95/3.87/4.93 亿元，三年同比增长 156%/31%/27%，三年复合增速达 62%。由于公司是粉末油脂龙头企业，咖啡和植物基等业务发展潜力较大，给予公司 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 25.9 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 10：可比公司

公司	代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (摊薄) (元)				P/E				23-25 年 CAGR
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
海融科技	300915	33	36.45	1.04	1.43	1.98	2.74	35	25	18	13	38%
南侨食品	605339	84	19.7	0.38	0.86	1.16	1.44	52	23	17	14	56%
香飘飘	603711	76	18.59	0.52	0.70	0.93	1.17	36	27	20	16	31%
立高食品	300973	109	64.08	0.79	1.83	2.62	3.59	81	35	25	18	66%
平均值				0.68	1.21	1.67	2.24	51	27	20	15	48%
佳禾食品	605300	85	21.32	0.29	0.74	0.97	1.23	74	29	22	17	62%

数据来源：WIND，华福证券研究所预测，数据为 7 月 10 日收盘价

6. 风险提示

原材料成本大幅上涨风险：公司成本中直接材料占比较大，近期公司核心原材料油脂成本下行，释放利润弹性，若未来原材料价格大幅上涨，公司利润将受到较大影响。

下游茶饮需求不及预期风险：粉末油脂主要应用于下游茶饮市场，如果茶饮需求不及预期，将影响公司收入。

咖啡业务拓展不及预期风险：近几年公司咖啡业务增速较快，若行业竞争激烈，下游客户拓展不及预期，将影响公司收入。

食品安全风险：虽然公司粉末油脂产品基本实现零反脂的全面替代，但是若发生相关行业风险事件可能波及公司产品销售。

图表 11: 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	541	609	758	939	营业收入	2,428	3,043	3,789	4,696
应收票据及账款	422	529	658	816	营业成本	2,129	2,459	3,041	3,753
预付账款	37	43	54	66	税金及附加	10	13	16	20
存货	360	398	517	635	销售费用	67	73	91	113
合同资产	0	0	0	0	管理费用	69	77	93	115
其他流动资产	794	794	796	798	研发费用	29	34	42	52
流动资产合计	2,154	2,374	2,782	3,254	财务费用	-18	10	7	5
长期股权投资	39	39	39	39	信用减值损失	-10	0	0	0
固定资产	670	670	670	670	资产减值损失	-5	0	0	0
在建工程	44	44	44	44	公允价值变动收益	16	14	15	15
无形资产	55	57	54	53	投资收益	3	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	13	0	0	0
其他非流动资产	148	152	152	152	营业利润	157	392	513	653
非流动资产合计	957	962	959	958	营业外收入	1	1	1	1
资产合计	3,111	3,336	3,741	4,212	营业外支出	5	2	2	2
短期借款	555	420	407	348	利润总额	153	391	512	652
应付票据及账款	362	446	553	687	所得税	38	96	125	159
预收款项	0	0	0	0	净利润	115	295	387	493
合同负债	15	18	23	28	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	4	4	4	4	归属母公司净利润	115	295	387	493
其他流动负债	105	115	134	157	EPS (摊薄)	0.29	0.74	0.97	1.23
流动负债合计	1,040	1,004	1,120	1,224					
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	49	49	49	49	成长能力				
非流动负债合计	49	49	49	49	营业收入增长率	1.2%	25.4%	24.5%	23.9%
负债合计	1,090	1,053	1,169	1,274	EBIT 增长率	-30.2%	196.9%	29.6%	26.5%
归属母公司所有者权益	2,022	2,283	2,572	2,938	归母净利润增长率	-23.4%	155.9%	31.0%	27.4%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
所有者权益合计	2,022	2,283	2,572	2,938	毛利率	12.3%	19.2%	19.7%	20.1%
负债和股东权益	3,111	3,336	3,741	4,212	净利率	4.8%	9.7%	10.2%	10.5%
					ROE	5.7%	12.9%	15.0%	16.8%
					ROIC	8.4%	22.5%	25.2%	27.8%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	35.0%	31.6%	31.3%	30.2%
经营活动现金流	124	317	328	434	流动比率	2.1	2.4	2.5	2.7
现金收益	173	383	473	576	速动比率	1.7	2.0	2.0	2.1
存货影响	4	-38	-118	-118	营运能力				
经营性应收影响	-158	-112	-140	-170	总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
经营性应付影响	22	84	107	135	应收账款周转天数	49	56	56	57
其他影响	83	1	7	12	存货周转天数	61	56	54	55
投资活动现金流	-429	-69	-61	-62	每股指标 (元)				
资本支出	-105	-80	-76	-77	每股收益	0.29	0.74	0.97	1.23
股权投资	-39	0	0	0	每股经营现金流	0.31	0.79	0.82	1.08
其他长期资产变化	-285	11	15	15	每股净资产	5.05	5.71	6.43	7.35
融资活动现金流	389	-180	-118	-191	估值比率				
借款增加	556	-135	-13	-59	P/E	74	29	22	17
股利及利息支付	-49	-117	-143	-170	P/B	4	4	3	3
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	51	22	18	14
其他影响	-118	72	38	38					

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