

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：18.50

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email：fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师：房昭强

执业证书编号：S0740520090005

Email：fangzq@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email：gongxl@r.qlzq.com.cn

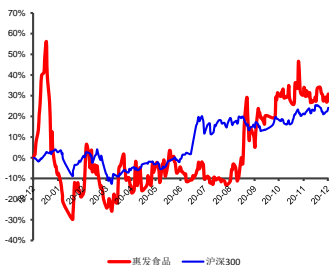
分析师：熊欣慰

执业证书编号：S0740519080002

Email：xiongxiw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	172
流通股本(百万股)	168
市价(元)	18.50
市值(百万元)	3200
流通市值(百万元)	3100

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,042	1,210	1,537	2,012	2,620
增长率 yoy%	11.00%	16.13%	27.02%	30.92%	30.23%
净利润(百万元)	45	6	72	102	148
增长率 yoy%	-24.71%	-86.91%	1106.34%	42.38%	44.82%
每股收益(元)	0.26	0.03	0.43	0.61	0.88
每股现金流量	0.00	0.61	0.39	0.21	0.94
净资产收益率	6.89%	0.92%	4.27%	4.80%	5.75%
P/E	69.95	534.31	43.29	30.41	21.00
PEG	2.24	2.56	7.25	0.97	0.10
P/B	4.82	4.93	1.85	1.46	1.21

备注：股价为2020年12月25日收盘价。

投资要点

- 核心观点：公司是北方速冻行业老牌优势企业，近两年改善明显，经营层面公司引入阿米巴模式，对内部组织架构及考核机制进行改革，同时董事长全额认购定增计划彰显对公司发展信心；业务层面，一方面经营改善叠加新模式赋能下火锅料主业迎来拐点，主业收入有望换挡提速至20%以上，另一方面公司加大团餐市场开拓力度，供应链业务有望成为公司全新增长点；同时原材料价格进入下行通道将驱动公司盈利大幅改善，我们看好行业红利叠加自身改善驱动公司未来几年进入全新成长阶段。**
- 公司介绍：老牌速冻名企经营改善，定增+股权激励激发活力。**公司是一家老牌速冻调理肉制品企业，位于山东诸城，过去在行业中享有“北惠发南安井”美誉，近两年经营明显改善，对内部组织架构以及考核机制进行改革，一方面下设流通事业群、供应链事业群、创新事业群对渠道精耕细作，分开考核；另一方面引入阿米巴运营模式，推行核心骨干股权激励计划，激发员工经营活力。此外，今年8月公司推行非公开发行计划，用于补流和偿还有息负债，董事长惠增玉全额认购彰显对公司发展信心，认购后董事长直接持股比例升至26.42%，控制权进一步增强。
- 行业分析：火锅料行业大有可为，团餐市场快速成长。**我国速冻食品行业2018年市场规模超1100亿，2013-2018年CAGR超12%，考虑到火锅产业链的快速扩张驱动，预计速冻火锅料制品持续较快增长，格局方面行业CR3仅16%，行业集中度低，区域性特征明显，以“南福建北山东”为主。团餐市场方面，近年来随着餐饮标准化政策不断出台，我国团餐市场迎来快速成长，2016-2019年由0.9万亿增至1.5万亿，CAGR超18%，区域分布以华东、华北为主，但业内尚未形成强势玩家，未来市场想象空间充足。
- 业务分析：主业边际改善明显，团餐供应链快速成长。**主业层面，近两年公司速冻火锅料主业发生诸多积极变化，产品方面不断优化升级，渠道方面加大弱势市场开拓，并通过精耕细作提升运营效率，产能方面8万吨募投项目陆续投产为未来扩张形成支撑，同时惠发小厨新模式对传统经销商形成赋能，通过满足一站式购齐需求提升销售业绩，未来将进入快速扩张阶段，在以上几点驱动下公司主业将迎来拐点，未来主业收入增速有望升至20%以上；新业务层面，公司2018年起向餐饮食材供应服务型企业发展，面向酒店、校餐等开辟团餐供应链业务，公司今年进一步加大团餐市场开拓力度，已进入全国多个城市，仅前三季度收入就超过去年全年，未来有望进入快速放量阶段，为公司打开全新增长空间。

- **财务分析：业绩弹性大，盈利有望大幅改善。**从业绩表现来看，公司近年来收入端表现稳健，2017-2019 年收入增长逐年提速，但利润端受成本影响而波动较大，主要是 2018、2019 年鸡大胸价格上涨 22%和 20%，拖累公司 2019 年毛利率降至 17.7%，净利率降至 0.41%。随着今年起鸡肉价格进入下行通道，叠加去年低基数效应，我们认为公司盈利有望大幅改善，净利率有望回升至 5%的历史中枢水平。
- **投资建议：公司经营改善叠加惠发小厨模式赋能驱动火锅料主业换挡提速，团餐新业务亦有望贡献增量，同时原材料价格下行将驱动盈利大幅改善，看好公司进入全新成长阶段。**我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 15.37、20.12、26.20 亿元，同比增长 27.02%、30.92%、30.23%；实现净利润分别为 0.72、1.02、1.48 亿元，同比增长 1106.34%、42.38%、44.83%，对应 EPS 分别为 0.43、0.61、0.88 元。我们首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：原材料价格波动，惠发小厨 B 端、C 端门店拓展不及预期的风险，非公开发行进度不及预期风险。**

内容目录

公司介绍：老牌速冻名企经营改善，定增+股权激励激发活力	- 6 -
基本情况：老树开新花，管理改善释放经营活力	- 6 -
股权运作：董事长全额认购定增，股权激励计划落地	- 7 -
主营产品：产品矩阵丰富，团餐占比快速提升	- 9 -
行业分析：火锅料行业大有可为，团餐市场快速成长	- 9 -
C端需求增长+政策支持，餐饮市场大有可为	- 9 -
速冻火锅料行业：行业集中度低，市场发展潜力巨大	- 10 -
团餐行业：规模大、增速快，全新赛道想象空间十足	- 12 -
业务分析：主业边际改善明显，团餐供应链快速成长	- 14 -
速冻火锅料：经营改善叠加新模式赋能，主业有望迎来拐点	- 14 -
团餐：发力一站式食材服务新业务，打开全新成长空间	- 18 -
财务分析：业绩弹性大，盈利有望大幅改善	- 20 -
业绩表现：业绩受成本价格影响明显，新业务快速成长	- 20 -
盈利能力：原材料价格进入下行通道，盈利弹性有望凸显	- 21 -
投资建议：	- 23 -
收入拆分	- 23 -
投资建议	- 24 -
风险提示	- 24 -

图表目录

图表 1：公司引入阿米巴经营模式	- 6 -
图表 2：公司形成了诸城-北京-青岛三大中心	- 6 -
图表 3：惠发食品发展历程	- 7 -
图表 4：惠发食品股权结构图	- 7 -
图表 5：公司 2020 年 8 月非公开发行预案要点	- 8 -
图表 6：公司资产负债率情况	- 8 -
图表 7：公司本次股权激励计划拟授予对象	- 8 -
图表 8：公司产品结构：按收入	- 9 -
图表 9：公司产品结构：按毛利	- 9 -
图表 10：2013—2019 年中国人均可支配收入	- 9 -
图表 11：2010—2019 年中国餐饮收入及增速	- 9 -
图表 12：2019 年我国居民人均消费支出结构	- 10 -
图表 13：2019 年 26-33 岁消费者群体所占比例最大	- 10 -
图表 14：近年来餐饮行业相关政策	- 10 -
图表 15：中国速冻食品行业市场规模及增长情况预测	- 11 -

图表 16: 2019 年中国与发达国家速冻食品消费量对比	- 11 -
图表 17: 欧睿速冻食品细分品类收入及增速	- 11 -
图表 18: 国内速冻火锅制品收入规模及增速	- 12 -
图表 19: 国内 2017 年速冻火锅料制品集中度	- 12 -
图表 20: 2012-2019 中国冷链物流市场规模及增速	- 12 -
图表 21: 2011-2018 中国公路冷链运输车保有量及增速	- 12 -
图表 22: 2016-2020 团餐市场规模	- 13 -
图表 23: 2020 年团餐企业区域分布图	- 13 -
图表 24: 2019&2020 团餐企业经营场景分布	- 13 -
图表 25: 2019&2020 团餐企业经营场景数量(种)分布	- 13 -
图表 26: 公司产品结构丰富	- 14 -
图表 27: 公司各销售模式占比情况	- 15 -
图表 28: 公司各销售模式收入情况	- 15 -
图表 29: 公司营收构成: 按区域	- 15 -
图表 30: 公司经销商开拓在加快	- 15 -
图表 31: 公司过去几年产能较为稳定	- 16 -
图表 32: 公司惠发小厨模式覆盖六大渠道	- 17 -
图表 33: 公司惠发小厨门店升级	- 17 -
图表 34: 公司惠发小厨模式解决客户需求	- 17 -
图表 35: 锅圈食汇近年来高速发展	- 17 -
图表 36: 公司主业及惠发小厨 C 店业务预测	- 18 -
图表 37: 公司一站式食材供应服务的两个方向	- 18 -
图表 38: 公司团餐供应链业务在校餐的应用	- 19 -
图表 39: 公司团餐供应链业务预测	- 19 -
图表 40: 公司近年来收入增长提速	- 20 -
图表 41: 公司近年来利润受成本价格影响而波动	- 20 -
图表 42: 公司近年来产量情况	- 20 -
图表 43: 公司近年来销量情况	- 20 -
图表 44: 公司整体毛利率情况	- 21 -
图表 45: 公司分产品毛利率情况	- 21 -
图表 46: 公司主要原材料采购情况	- 21 -
图表 47: 2020 年以来鸡肉价格进入下行区间	- 21 -
图表 48: 公司近两年净利率下降较多	- 22 -
图表 49: 公司费用率较为稳定	- 22 -
图表 50: 公司当前毛利率处于同行较低水平	- 22 -

图表 51: 公司当前净利率处于同行较低水平.....	- 22 -
图表 52: 公司收入分项预测.....	- 23 -
图表 53: 可比公司估值表.....	- 24 -
图表 54: 惠发食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)	- 25 -

公司介绍：老牌速冻名企经营改善，定增+股权激励激发活力

基本情况：老树开新花，管理改善释放经营活力

- 惠发食品是一家主营速冻丸类、肠类、油炸类、串类等产品的老牌速冻调理肉制品企业，于2005年成立于山东诸城，凭借其较为领先的产能布局、营销网络建设以及品牌推广而在行业中占据一席之地，尤其在北方市场形成了较强的竞争优势，并在业内得到了“北惠发南安井”的美誉。近两年公司正在发生诸多积极变化：
- **业务方面**，公司一方面做强主业，渠道开拓、产能扩张正在加速推进，另一方面积极从传统的食品加工制造型企业向餐饮食材供应服务型企业发展，团餐供应链新业务快速成长，有望成为公司第二增长曲线。
- **经营方面**，公司积极对内部组织架构以及考核机制进行改革，一方面通过下设流通事业群、供应链事业群、创新事业群，对渠道进行精耕细作，分开考核；另一方面引入阿米巴运营模式，推行核心骨干股权激励计划，激发员工经营活力。同时公司形成了三大中心和七大子公司，其中北京是管理和销售中心，诸城是生产和物流中心，青岛是进出口贸易中心，因地制宜，更有利于吸引人才。

图表 1：公司引入阿米巴经营模式



来源：百度、中泰证券研究所

图表 2：公司形成了诸城-北京-青岛三大中心



来源：wind、中泰证券研究所

图表 3: 惠发食品发展历程

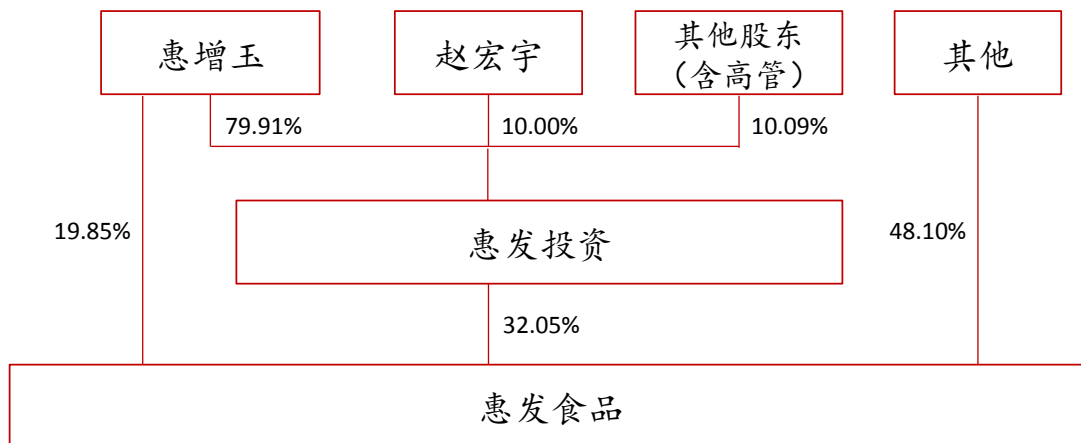


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

股权运作: 董事长全额认购定增, 股权激励计划落地

- **股权结构: 董事长夫妇为实控人, 控制权稳定。**公司实际控制人为惠增玉和赵宏宇夫妇, 目前董事长惠增玉直接持有公司 19.85% 的股份, 此外, 惠增玉和赵宏宇分别持有控股股东惠发投资 79.91% 和 10.00% 的股权, 因此惠增玉和赵宏宇夫妇通过直接持有本公司 19.85% 的股份和持有惠发投资 89.91% 的股权控制本公司, 股权集中度高, 控制权稳定。

图表 4: 惠发食品股权结构图



来源: wind, 中泰证券研究所; 注: 截止到 2020 年三季报

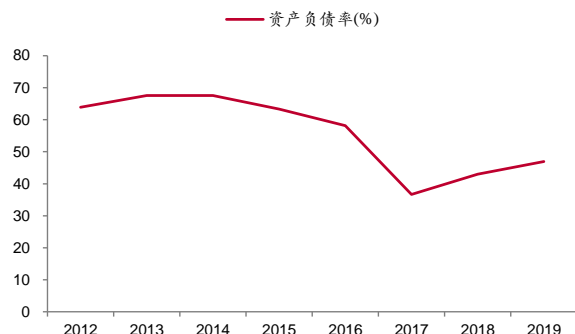
- **推行非公开发行计划, 董事长全额认购, 彰显对公司发展信心。**2020 年 8 月, 公司拟推出非公开发行预案, 拟发行不超 1500 万股, 发行价格为 11.70 元/股, 募集资金总额不超 1.76 亿元, 扣除发行费用后拟全部用于补充流动资金和偿还有息负债。我们认为, 本次非公开发行有助于优化公司财务结构, 20H1 公司资产负债率为 52%, 处于较高水平, 本次募资偿还有息负债有助于降低公司融资成本, 提升公司抗风险能力。此外, 本次发行股份全部由董事长惠增玉先生现金认购, 彰显了实控人对公司

未来发展的信心，发行后其直接持有的公司股权比例将从 19.85% 提升至 26.42%，控制权进一步增强。

图表 5: 公司 2020 年 8 月非公开发行预案要点

项目	内容
发行股本	不超 1500 万股
发行价格	11.70 元/股
募集金额	不超 1.76 亿元
发行对象	董事长惠增玉先生全额认购
募资用途	拟全部用于补充流动资金和偿还有息负债
意义	有助于降低公司融资成本，提升公司抗风险能力

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 公司资产负债率情况


来源：wind、中泰证券研究所

- 推行股权激励计划，激发经营活力。**2020 年 9 月，公司发布 2020 年股票激励计划，向 340 名激励对象授予 388.6 万股限制性股票（修正后），占公司总股本的 2.31%，授予价格 7.67 元/股。本计划激励对象包括 7 位高管，每人授予 5 万股，以及 333 位公司核心骨干，共授予 353.6 万股。本计划考核年度为 2020 及 2021 年，考核目标为以 2018、2019 年营业收入平均值为基准，2020 年、2021 年营业收入增长率分别不低于 10% 和 12%，此外还对个人还设置了严密的绩效考核体系。我们认为，公司本次考核目标不高主要是为了激励员工敢于参与，能够有效对公司核心骨干形成良好激励作用，有助于进一步激发公司经营活力。

图表 7: 公司本次股权激励计划拟授予对象

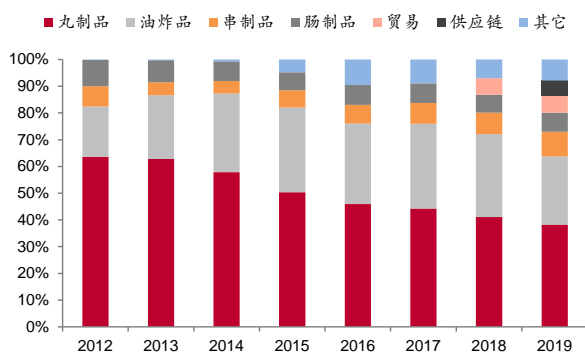
姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)	占股本总额的比例 (%)
宋彰伟	董事、副总经理	5	1.29	0.03
臧方运	副总经理	5	1.29	0.03
王瑞荣	副总经理	5	1.29	0.03
解培金	副总经理	5	1.29	0.03
张庆玉	副总经理	5	1.29	0.03
魏学军	副总经理、董事会秘书	5	1.29	0.03
孟高栋	财务总监	5	1.29	0.03
核心骨干人员 (333 人)		353.6	90.97	2.1
合计		388.6	100	2.31

来源：wind、中泰证券研究所

主营产品：产品矩阵丰富，团餐占比快速提升

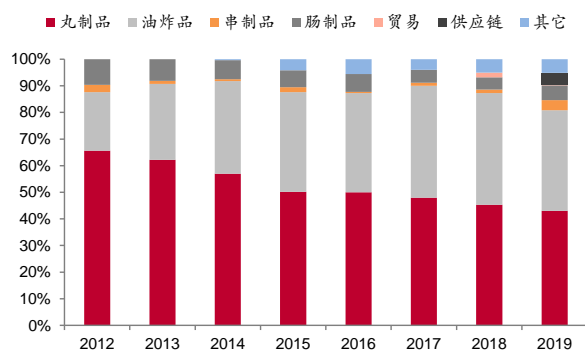
- 公司主营产品为速冻调理肉制品，包括速冻丸类制品、油炸类制品、串类制品、肠类制品等，2019 年以上产品占比分别为 38%、25%、9%、7%，合计占到公司营收的 79%，近年来收入维持稳健增长势头。此外，公司积极探索针对团餐、酒店、校餐等群体的供应链模式，产品包括蔬菜、面食、调味品、水产等各类食材，近年来该项业务快速成长，2019 年占比已达到 6%，预计未来占比将进一步提升。

图表 8：公司产品结构：按收入



来源：wind、中泰证券研究所

图表 9：公司产品结构：按毛利



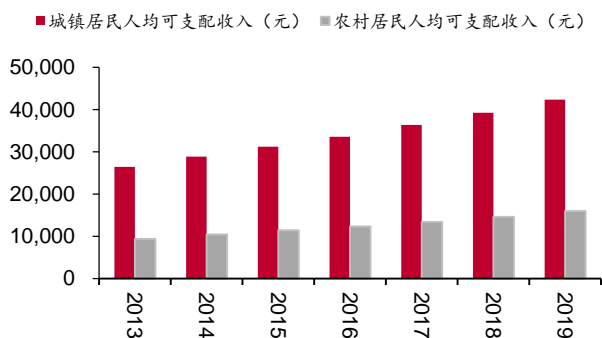
来源：wind、中泰证券研究所

行业分析：火锅料行业大有可为，团餐市场快速成长

C 端需求增长+政策支撑，餐饮市场大有可为

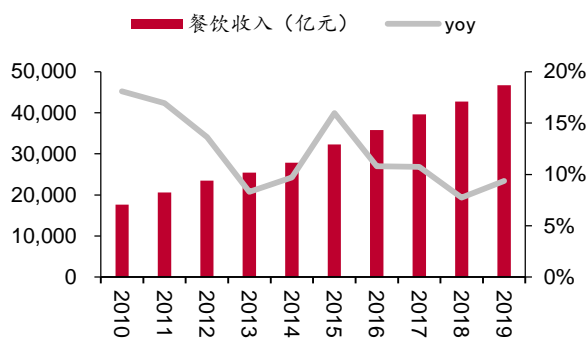
- **C 端消费能力提升促进食品需求增长。**中国食品行业的终端需求主要来源于家庭消费、餐饮业和食品制造业三方面。一是城镇化进程的加快与人均可支配收入的提高促进速冻食品的消费升级，80-90 后成为消费主力群体，该群体更注重性价比、品牌意识增强，助推产品升级。二是经济增长和居民收入提高，中国餐饮业收入稳步增长，居民人均消费支出中食品烟酒占比最高，食品消费偏好趋向多元化，速冻市场开始崭露头角。三是行业集中度逐步提升，考虑到餐饮行业的规范化和规模化，原材料优势、渠道优势、消费者品牌认可度更加聚焦，驱动产品优质品牌力强的大企业集中度不断提升。

图表 10：2013—2019 年中国人均可支配收入

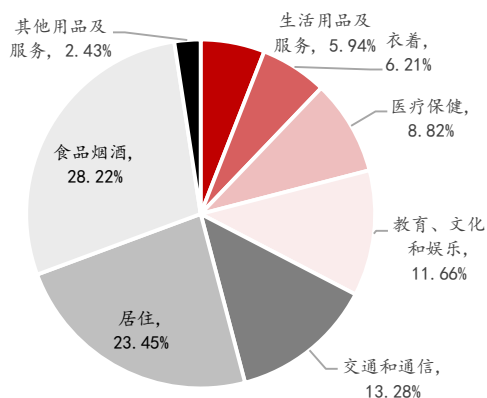


来源：国家统计局、中泰证券研究所

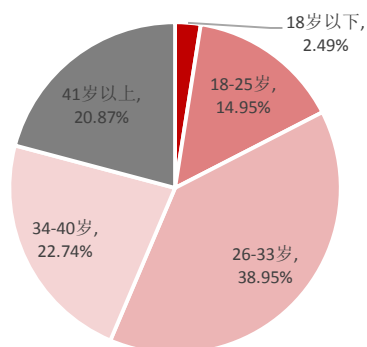
图表 11：2010—2019 年中国餐饮收入及增速



来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 12：2019 年我国居民人均消费支出结构


来源：国家统计局、中泰证券研究所

图表 13：2019 年 26-33 岁消费者群体所占比例最大


来源：wind、中泰证券研究所

- 餐饮政策纷纷出台规范行业发展。**近年来，政府出台各项政策，规范我国餐饮行业发展。标准化是影响餐饮业安全、卫生、质量稳定、品牌发展等方面的重要因素，餐饮标准化将助推餐饮业可持续发展，尤其为团餐市场带来利好信号，为团餐品牌建立、市场崛起、良性竞争创造环境。

图表 14：近年来餐饮行业相关政策

发布时间	政策
2000-01-26	《特许经营企业备案管理办法（试行）》
2002-11-20	《国家计委关于规范餐饮连锁企业价格管理的通知》
2007-03-19	《关于加快发展服务业的若干意见》
2012-03-24	《国家食品药品监督管理局关于进一步加快餐饮连锁企业食品安全工作的通知》
2013-01-29	《国家旅游局关于在餐饮业厉行勤俭节约反对铺张浪费的指导意见》
2014-05-27	《关于加快发展大众餐饮的指导意见》
2014-09-22	《餐饮业经营管理办法》
2015-11-19	《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》
2018-01	《中华人民共和国反不正当竞争法》
	《中华人民共和国中小企业促进法》
	《财政部税务总局关于延续小微企业增值税政策的通知》
2018-04	《网络餐饮服务食品安全监督管理办法》
2018-04	《关于印发餐饮服务明厨亮灶工作指导意见的通知》
2018-06-05	《商务部等 9 部门关于推动绿色餐饮发展的若干意见》
2018-10	《餐饮服务食品安全操作规范》
2018-12	《2019 年 3 月将启用新版营业执照通知》
2019-10	《食品安全抽样检测管理办法》
2019-11	《中华人民共和国商标法（2019 修订）》
2019-12	《中华人民共和国食品安全法实施条例（2019 修订）》
2019-12	《固体废物污染环境防治法（修订草案）》
2019-12	《国家食品药品监督管理局关于实施餐饮服务食品安全监督量化分级管理工作的指导意见》
2020-02-24	《全国人民代表大会常务委员会关于全面禁止非法野生动物交易、革除滥食野生动物陋习、切实保障人民群众生命健康安全的决定》

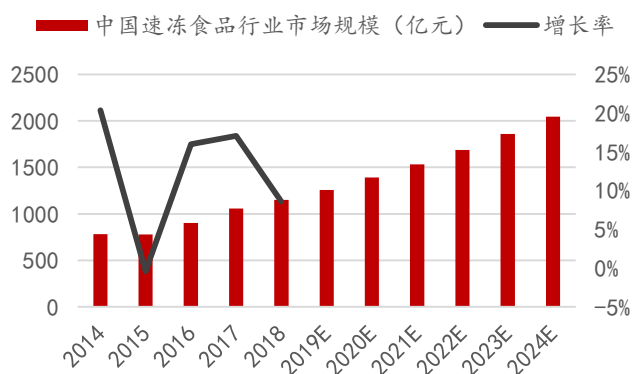
来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

速冻火锅料行业：行业集中度低，市场发展潜力巨大

- 速冻食品市场潜力大。**近年来，我国速冻食品行业市场规模、产量、销

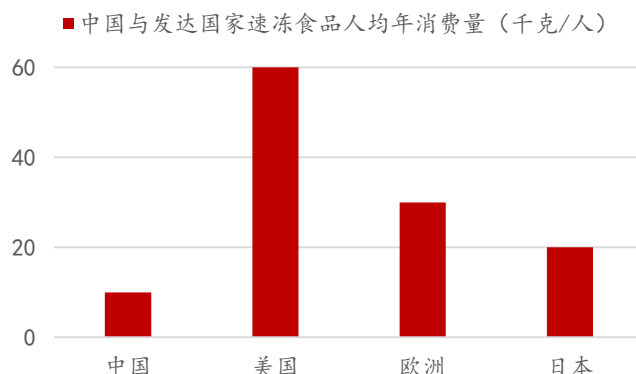
售收入、人均消费增长较快。根据前瞻产业研究院，我国速冻食品行业规模逐年增长，2018年市场规模超1100亿，2013-2018年间CAGR 12.08%，若年增速保持在5%+，2024年我国速冻食品市场规模将突破2000亿元。其中，冷冻披萨、速冻便餐CAGR 10%+，冷冻加工肉CAGR 较慢仅4%。速冻新品的创新不断增强，新品的爆发性及增长红利会驱动龙头的收入增长有望持续超预期。对标海外，我国速冻食品消费量远落后于发达国家，根据智研咨询，美国速冻食品的人均年消费量为60千克，欧洲为30千克，日本为20千克，而我国仅为9千克，加之连锁餐饮行业迅速发展、生活节奏加快等因素，我国速冻食品市场空间广阔。

图表 15：中国速冻食品行业市场规模及增长情况预测



来源：前瞻产业研究院、中泰证券研究所

图表 16：2019 年中国与发达国家速冻食品消费量对比



来源：智研咨询，中泰证券研究所

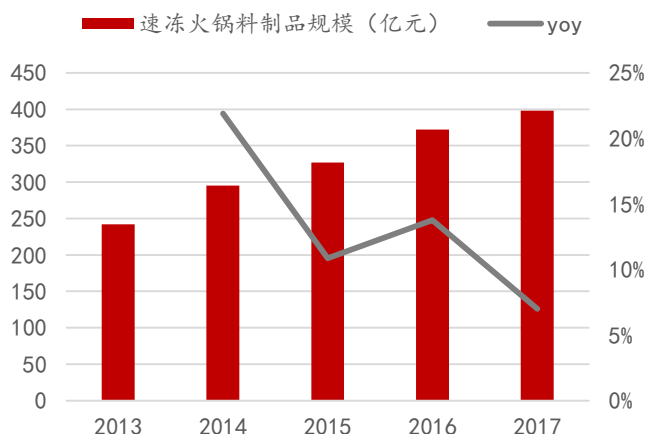
图表 17：欧睿速冻食品细分品类收入及增速

单位：百万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR10
冷冻披萨	110	142	181	275	360	411	414	378	357	340	12%
速冻便餐	9237	11195	11899	15250	17677	19198	20887	22512	24073	25594	11%
冷冻甜品	6523	7273	7898	8846	9802	10292	10837	11314	11823	12320	7%
冷冻加工肉	12822	14040	15126	14679	14566	15074	15851	16683	17583	18538	4%
冷冻海鲜	6129	6497	6984	7858	8707	9280	9948	10635	11328	12016	7%
冷冻替代肉	2908	3132	3351	3573	3787	3991	4280	4593	4897	5177	6%
总计	37729	42279	45440	50480	54898	58245	62217	66115	70060	73984	7%

来源：Euromonitor、中泰证券研究所

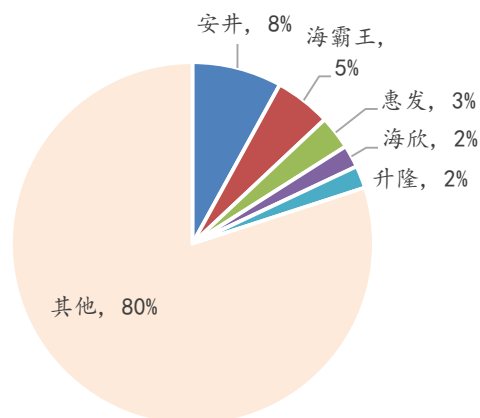
- **速冻火锅料规模快速扩张，当前集中度低，区域特征明显。**根据 Frost & Sullivan 数据，速冻火锅料规模由 2013 年 242 亿元增长至 2017 年 398 亿元，CAGR 13%+，这是由于餐饮产业链中火锅产业链的快速扩张驱动，预计速冻火锅料制品持续较快增长。2017 年速冻火锅料制品行业 CR3 仅 16%，行业集中度低。因此，与速冻米面食品行业相比，速冻调理肉制品行业尚未形成较为清晰的市场格局，行业内缺乏较为明确的全国品牌，区域性特征明显，主要竞争格局为“南福建北山东”：南方速冻调理肉制品加工企业以安井食品、海欣食品等为代表，主要生产鱼糜类制品，如鱼丸、贡丸等；北方速冻调理肉制品加工企业以惠发为代表，主要以生产畜禽类制品为主，如狮子头、鸡肉丸等。

图表 18: 国内速冻火锅制品收入规模及增速



来源: Frost & Sullivan、中泰证券研究所

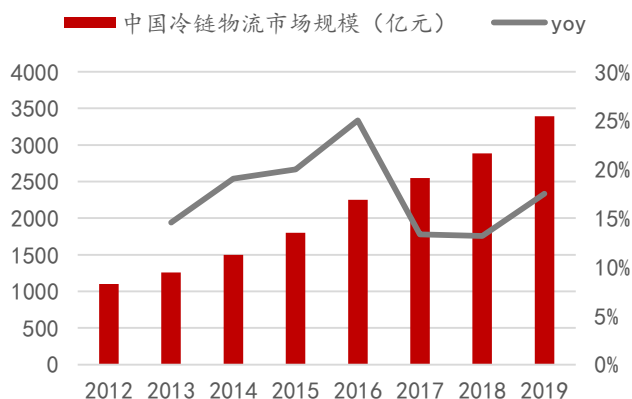
图表 19: 国内 2017 年速冻火锅料制品集中度



来源: Frost & Sullivan、中泰证券研究所

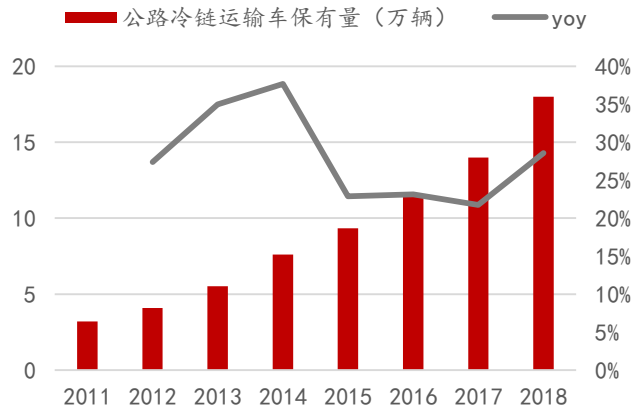
- **冷链物流支撑速冻行业发展。**速冻食品运输对冷链物流运输较为依赖，我国冷链物流逐渐完善，客观上推动了速冻食品产业发展。中国冷链物流市场规模逐年增长，根据前瞻产业研究，2012-2019 年中国冷链物流市场规模由 1100 亿元增长至 3391 亿元，CAGR 17%+。配套的冷链物流设施也逐渐普及完善，中国公路冷链运输车保有量快速增长，2011-2018 年保有量由 3.21 万辆增长至 18 万辆，CAGR 约 28%。此外，从终端零售渠道冷链建设来看，2005 年以后，大中超市连锁企业实现了蓬勃发展，零售终端配套各式冷藏柜，冷藏产业链逐步完善，市场进一步扩张。

图表 20: 2012-2019 中国冷链物流市场规模及增速



来源: 前瞻产业研究院、中泰证券研究所

图表 21: 2011-2018 中国公路冷链运输车保有量及增速



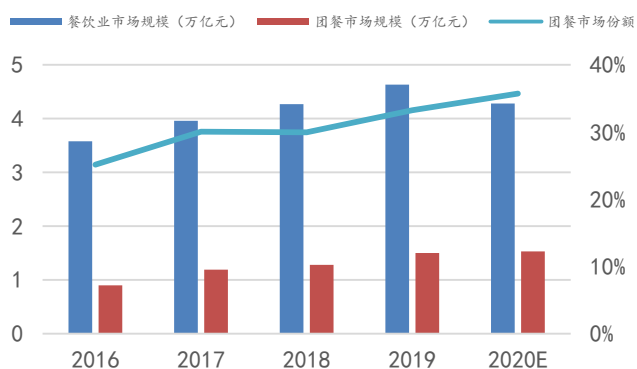
来源: wind、中泰证券研究所

团餐行业: 规模大、增速快, 全新赛道想象空间十足

- **团餐市场发展空间巨大, 区域分布呈现不均衡状态。**根据中国饭店协会发布的《2020 年度中国团餐发展报告》，2016-2019 年我国团餐营业总额持续增长，市场规模由 0.9 万亿元增至 1.5 万亿元，CAGR 18%+，2019 年团餐市场份额达到 33.23%。2020 年受新冠疫情以及国际形式影响，预计餐饮行业营业收入 4.28 万亿元，同比下降 17.5%。相比于整个餐饮

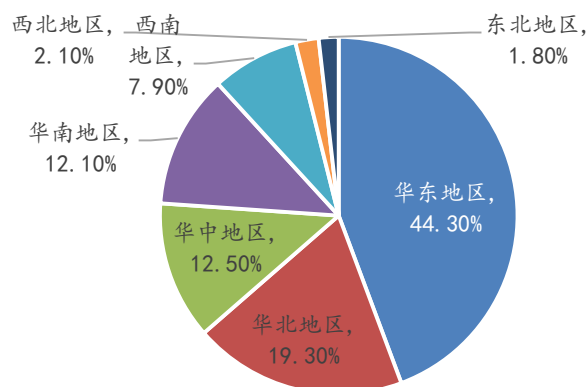
行业，团餐因其业态特殊性，在疫情期间，占比 65%+服务于机关事业单位、军队、医院等场景的团餐企业营收不受影响甚至呈逆势增长趋势，2020 年团餐市场总额预计达 1.53 万亿元，团餐市场份额将达 35.75%，团餐市场发展空间巨大。从区域分布来看，超过四成的团餐企业分布在华东地区，近两成分布在华北地区，其次分布在华中、华南、西南地区；少量团餐企业分布在西北和东北地区。惠发辐射华东、华北等地区，抢占全国团餐市场大有可为。

图表 22：2016-2020 团餐市场规模



来源：《2020 年度中国团餐发展报告》、中泰证券研究所

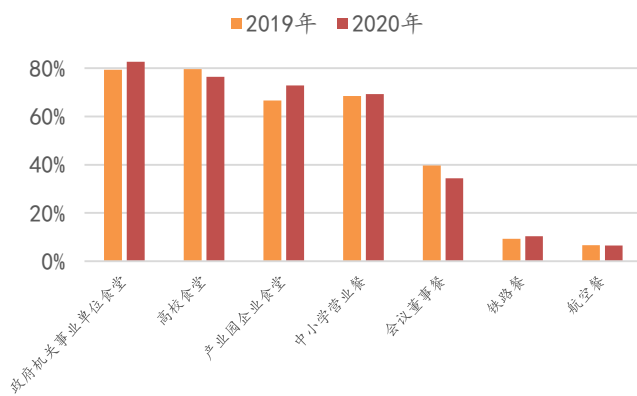
图表 23：2020 年团餐企业区域分布图



来源：《2020 年度中国团餐发展报告》、中泰证券研究所

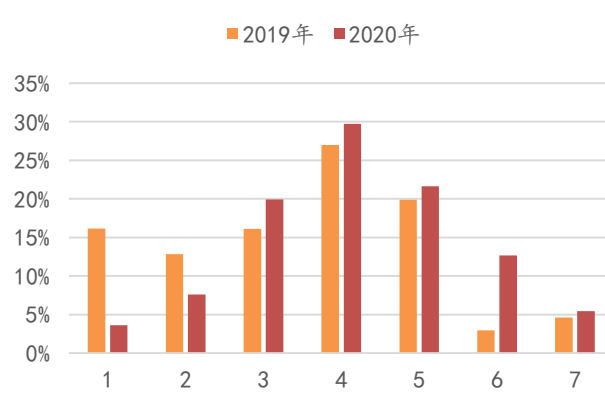
■ **团餐企业经营场景多样，企业侧重多样化发展。**根据中国饭店协会发布的《2020 年度中国团餐发展报告》，从团餐企业经营场景分布来看，70%+的企业经营类型以政府机关事业单位食堂、高校食堂、产业园区企业食堂和中小学营业餐为主。铁路餐和航空餐只占比 10.14%和 6.56%，与 2019 年同期数据对比，铁路餐有 1%的增长，航空餐未有明显增长。航空餐和铁路餐占比较低的原因有铁路和航空要求专一经营的团餐企业较少，这表明铁路餐和航空餐的团餐市场仍有较大的待开发空间。从团餐企业经营场景数量来看，80%+团餐企业经营 3 种以上团餐场景，其中约 70%的团餐企业经营 3-5 种团餐场景。经营 3/4/5/6/7 种场景的企业数量都在提升，尤其是经营 6 种场景的企业，同比提升 9.72%，团餐企业整体运营能力提升，这也进一步反映出我国团餐市场更加开放多元。

图表 24：2019&2020 团餐企业经营场景分布



来源：《2020 年度中国团餐发展报告》、中泰证券研究所

图表 25：2019&2020 团餐企业经营场景数量(种)分布



来源：《2020 年度中国团餐发展报告》、中泰证券研究所

业务分析：主业边际改善明显，团餐供应链快速成长

速冻火锅料：经营改善叠加新模式赋能，主业有望迎来拐点

- **近两年公司速冻火锅料主业发生诸多积极变化，在产品升级、渠道开拓、产能扩张以及新模式赋能之下，主业有望迎来拐点，下面我们逐一进行分析：**
- **产品升级：完善产品组合，迎合消费升级趋势。**公司产品结构丰富，深耕速冻肉制品主业多年，丸类、肠类、串类、油炸等种类齐全。同时，公司积极拥抱消费升级趋势，对原有产品品质进行优化升级，推行锁鲜装等，同时不断扩张产品 SKU。我们认为，这一方面有效满足了公司一站式门店对于产品组合的需求，另一方面新品毛利率更高，经销商利润点更多、动力更足，形成渠道正向循环，从而对公司业绩形成了增量贡献。

图表 26：公司产品结构丰富

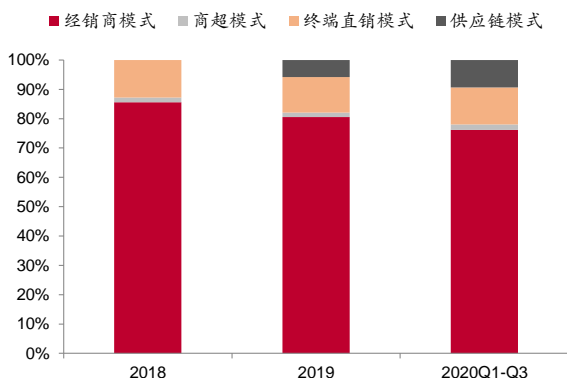
产品系列	具体产品	主要产品图示		
速冻丸类制品	鸡肉丸、鱼丸、四喜丸子等			
		爆浆撒尿肉丸	传统牛筋丸	鸡脯丸
肠类制品	亲亲肠、桂花肠、腰花肠等			
		肉粒肠	台式烤肠	即食小烤肠
油炸类制品	包括鱼豆腐、五福脆、甜不辣等			
		鱼豆腐	手撕鸡柳	咔滋脆鸡排
串类制品	包括川香鸡柳、骨肉相连等			
		骨肉相恋串	川香鸡柳	日式关东煮

来源：公司官网，中泰证券研究所

- **渠道开拓：发力弱势市场，精耕细作提升运营效率。**渠道结构来看，公司以经销模式为主，同时直销模式、商超模式、供应链模式为辅，经销模式占比接近 80%。公司目前已建立了以山东为中心，覆盖全国大多数省市和地区的营销网络，未来将进一步从广度和深度同步发力：（1）广度上，公司当前区域发展较不平衡，华东、华北、华中合计占比超 80%，其他地区以及优势地区下沉市场尚有较大开拓空间，可以看到今年以来公司招商数量明显加快，从年初的 732 家快速提升至 Q3 的 1068 家，未

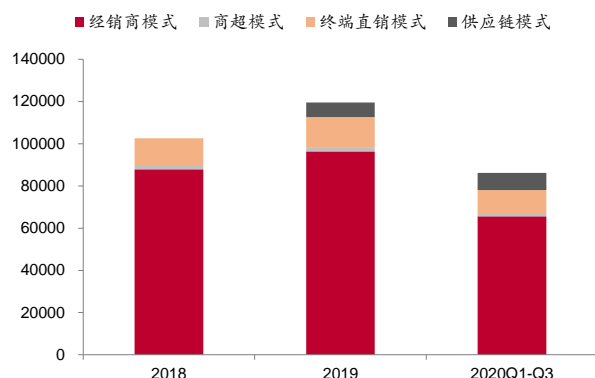
来有望保持快速扩张势头；(2) 深度上，公司分渠道进行精耕细作，营销部下设流通事业群、供应链事业群、创新事业群，针对各渠道特点制定针对性的运营方案，进行专业化、精细化管理，同时公司把“微终端”建设等理念植入到营销推广中，渠道管理运营能力不断提升。

图表 27: 公司各销售模式占比情况



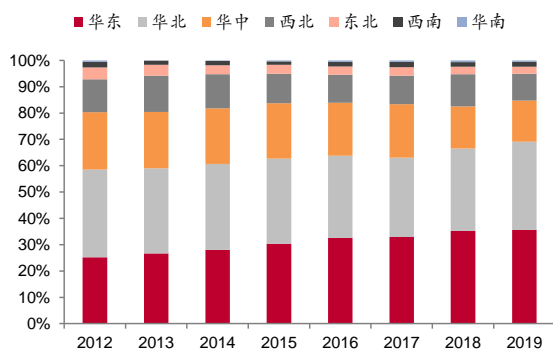
来源: wind、中泰证券研究所

图表 28: 公司各销售模式收入情况



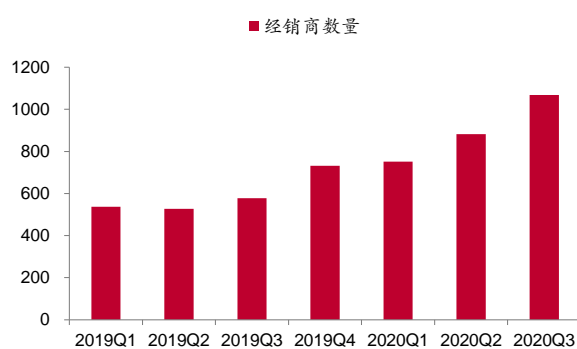
来源: wind、中泰证券研究所; 单位: 万元

图表 29: 公司营收构成: 按区域



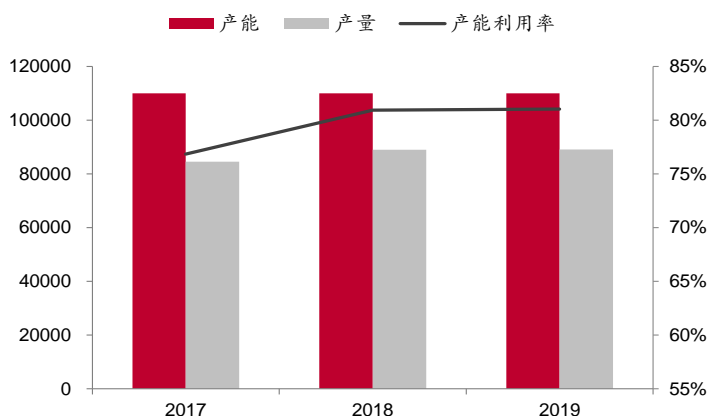
来源: wind、中泰证券研究所

图表 30: 公司经销商开拓在加快



来源: wind、中泰证券研究所

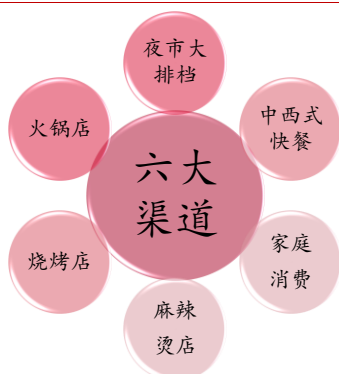
- 产能扩张: 8万吨产能募投项目部分投产, 对业务扩张形成支撑。**从产能的角度, 公司上市以来一直维持 11 万吨产能, 产能利用率 80%左右。公司 2017 年 IPO 募投项目之一为“年产 8 万吨速冻食品加工项目”, 2020 年 11 月, 公司公告该项目部分产线已开始投产运行, 待全面投产后公司产能将达到 19 万吨, 对公司未来业务扩张形成坚实支撑。同时募投项目将提升公司生产自动化水平, 更好的保证产品质量与生产稳定性, 提升公司生产效率。

图表 31: 公司过去几年产能较为稳定


来源：公司年报、中泰证券研究所；单位：吨

- **新模式赋能：开创惠发小厨模式，助力传统渠道业绩提升。**惠发小厨是公司 2018 年开始尝试的一种业务模式，通过开设食材（火锅烧烤麻辣烫等）一站式采购连锁超市，包含 600 多种食材，每一种均由厂家直供，解决火锅料产品采购品类众多、费时费力的现状，满足消费者一站式低价购齐需求，其本质上是一种一站式食材服务体系。
- 惠发小厨覆盖六大渠道，包括火锅店、烧烤店、麻辣烫店、中西式快餐、夜市大排档以及家庭消费，可以进一步的划分成 2B 和 2C 两种类型：
 - 1) 2B 来看，公司一方面帮助经销商改善门店装修形象，另一方面给予经销商从选址到产品到运营到营销的 360 度扶持，从而赋能经销商并提升其销售业绩。此外，公司通过给经销商接入数字化系统，了解其经营情况并找出销售情况好的品类，进而向上游寻找 OEM 厂家或自己投产，未来公司自供的比例有望持续提升；
 - 2) 2C 来看，公司类似锅圈食汇的模式，通过开设社区门店直面消费者，同时产品规格更偏向小包装。可以看到锅圈近年来快速成长，商业模式同样为零售 2C 连锁开店，根据官网信息，锅圈自 2017 年成立至今，17、18、19 年门店数分别超 100、500、1500 家，至今已达成 5000+ 家，今年开店速度显著加快，品牌产品 SKU 400+ 款，覆盖 15 个省 3 个直辖市 200 个地市。锅圈的高成长一方面验证火锅食材零售行业的高景气，另一方面为惠发小厨 C 端门店开拓树立样板。
- 整体而言，我们认为公司通过建立面向终端消费者和经销商的食材一站式服务终端和服务体系，积极开拓 B、C 端市场，一方面有助于提升公司品牌知名度、提升公司分销能力和渠道掌控力度，另一方面将提升传统经销商服务消费者的配送能力和营销能力，打通服务最终用户的“最后一公里”，直接有助于渠道销售业绩的提升。公司当前惠发小厨模式已基本成熟，后续有望进入店铺快速复制扩张的阶段。

图表 32: 公司惠发小厨模式覆盖六大渠道



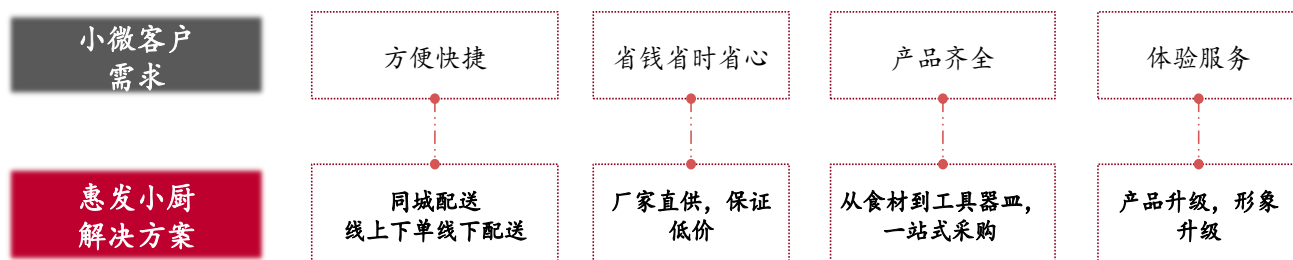
来源: 中泰证券研究所

图表 33: 公司惠发小厨门店升级



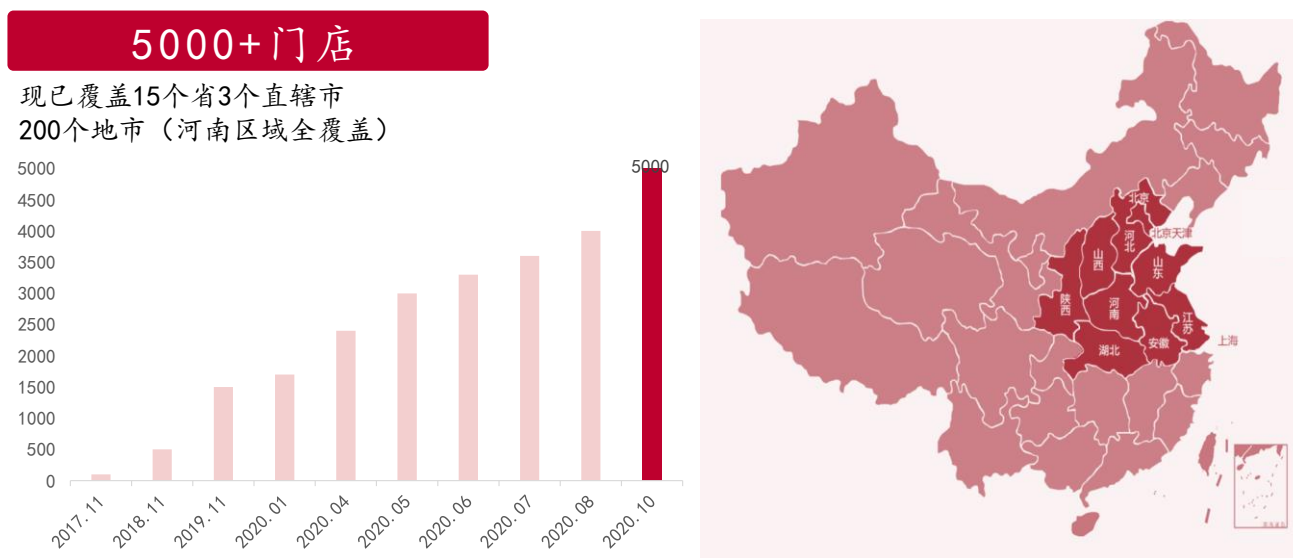
来源: 百度、中泰证券研究所

图表 34: 公司惠发小厨模式解决客户需求



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 35: 锅圈食汇近年来高速发展



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

■ **预测:** 拆分来看, B 端门店开拓较为顺畅, 基于原有 1000 多家经销商进行改造升级, 通过优化店面、扩充品类等方式增加单店收入, 进一步提升公司业绩, 我们预计今年有望改造上百家, 明后年有望明显提速, 由于 B 店业务是赋能原有经销商, 因此在报表中计入主业, 我们预计未来主业有望提速至 20% 以上。C 端门店试点已打磨成熟, 从华北地区向外推

广，我们预计今年有望开业几十家，参考锅圈开店进程，公司明后年开店有望每年达几百家，对应贡献业绩将进一步加速，C店业务在报表中直接构成业绩增量。

图表 36: 公司主业及惠发小厨 C 店业务预测

主业速冻食品	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)	880.0	929.3	961.9	1,049.2	1280.1	1548.9	1858.6
YOY		5.6%	3.5%	9.1%	22.0%	21.0%	20.0%
毛利	249.2	250.9	230.8	202.8	307.2	371.7	446.1
毛利率	28.3%	27.0%	24.0%	19.3%	24.0%	24.0%	24.0%
惠发小厨C店	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入(百万元)				0.6	6.9	58.2	151.4
YOY					1100%	740%	160%
毛利				0.1	0.9	8.0	21.2
毛利率				13.0%	13.5%	13.8%	14.0%

来源: wind, 中泰证券研究所

团餐: 发力一站式食材服务新业务, 打开全新成长空间

- 公司开启一站式食材供应服务的转型之路, 开辟团餐供应链新业务。** 2018年起, 公司开始转型之路, 由传统的食品加工制造型企业向餐饮食材供应服务型企业发展, 其中上文所分析的惠发小厨是公司原有主业的延申, 主要通过连锁门店形式体现, 而团餐供应链则是近年公司开展的全新模式的业务, 业务模式为向上游寻找符合食品安全标准以及食品质量可追溯的原材料或成品, 经深加工、简单加工、分拣包装等方式处理, 通过公司供应链销售配送到下游不同客户, 主要面向酒店、团餐、校餐、连锁餐饮等群体, 产品包括蔬菜、面食、调味品、水产、常温或冷冻食品等各类食材。

图表 37: 公司一站式食材供应服务的两个方向

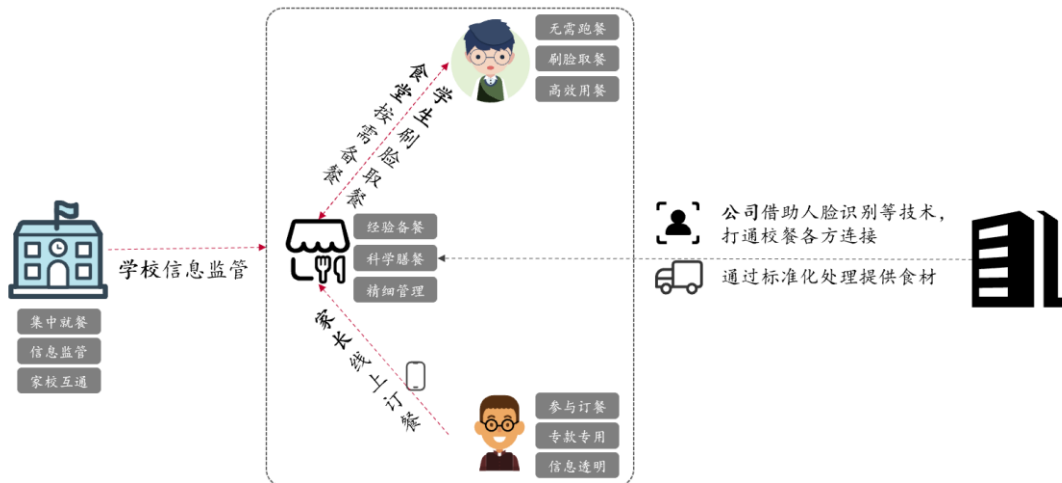
	惠发小厨	团餐供应链
属性	商业	非商业
形式	连锁门店	酒店、团餐、校餐、连锁餐饮
食材	火锅烧烤麻辣烫等	蔬菜、面食、调味品、水产、常温或冷冻食品等
前期应用城市	石家庄、邯郸等	北京、诸城等

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

- 以校餐为例, 分析公司团餐供应链业务的运行模式。** 对于校餐参与各方而言, 家长通过 APP 提前线上订餐, 食堂接到订单后按需备餐, 学生在

食堂通过刷脸取餐，学校监管部门则可以全程进行信息监管，因此对学生、家长解决了食品安全及便利性的问题，对食堂、校方解决了运营管理以及信息监管的问题。对公司而言，公司在其中所扮演的角色包括两点，一方面借助人脸识别技术、信息化管理系统以及智能硬件等技术手段，打通校餐参与各方的沟通连接，另一方面向上游采购符合要求的食材，并通过标准化处理后提供给学校，从而提升了整体效率，规避浪费的同时解决食品安全及监管问题。

图表 38: 公司团餐供应链业务在校餐的应用



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **持续加大团餐市场开发力度，收入快速增长。**公司团餐供应链业务上线后发展迅速，2019 年公司加大了上游特色农业农产品的对接力度和下游客户的需求开发，以智慧餐饮带动校餐等业务拓展，陆续落地了面向北京、诸城中小学的供应链校餐等项目，为公司持续发展打造了可以复制的样板。2020 年公司进一步加大餐饮食材供应链服务方面的市场开拓力度，通过社区团购、生鲜配送、团餐配送、线上直播等多种途径扩大销售收入，供应链业务 Q1-Q3 实现收入分别约 616 万、2847 万、4582 万，逐季增加，且仅前三季度就超过了去年全年的收入，四季度仍有望保持高速增长。
- **预测：**随着在试点城市的运营逐渐成熟，公司团餐供应链业务正在全国范围加速开拓，在北京、诸城、潍坊、长春等城市推进顺利，合作学校持续增加，由于当前基数较低，成长较快，我们预计随着未来公司合作客户的快速落地，团餐供应链业务未来几年有望保持高速增长，为公司形成增量业务贡献。

图表 39: 公司团餐供应链业务预测

团餐供应链	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）				69.4	150.0	300.0	500.0
YOY					116.1%	100.0%	66.7%
毛利				8.6	18.8	39.0	67.5
毛利率				12.4%	12.5%	13.0%	13.5%

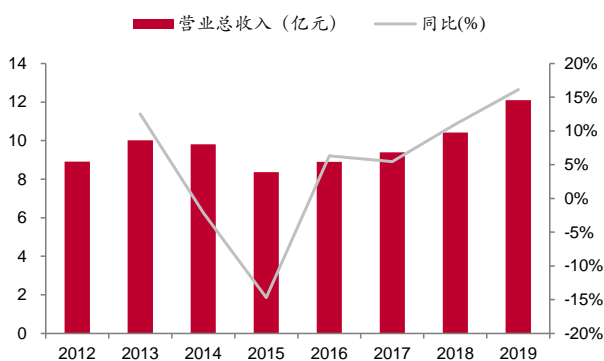
来源：wind，中泰证券研究所

财务分析：业绩弹性大，盈利有望大幅改善

业绩表现：业绩受成本价格影响明显，新业务快速成长

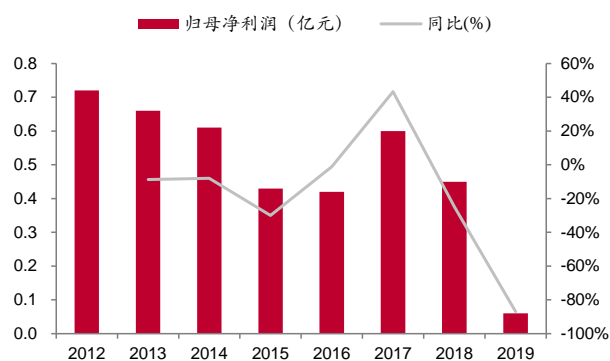
- 业绩：**近年来收入增长提速，利润受原材料价格影响而有所波动。公司近年来收入端表现稳健，2012年至今年只有两年有所下滑，且2017-2019年收入增长逐年提速。从利润端来看，公司近年来净利润波动较大，主要受到原材料价格上涨的影响，如2018、2019年公司主要原材料鸡大胸平均采购价格较上一年分别增长21.92%、19.51%，叠加一站式食材供应链等新业务的培育持续投放费用，导致近两年利润持续下滑，我们预计随着鸡大胸价格进入下行通道以及费用投放规模效应的显现，未来净利润弹性有望凸显。

图表 40：公司近年来收入增长提速



来源：wind、中泰证券研究所

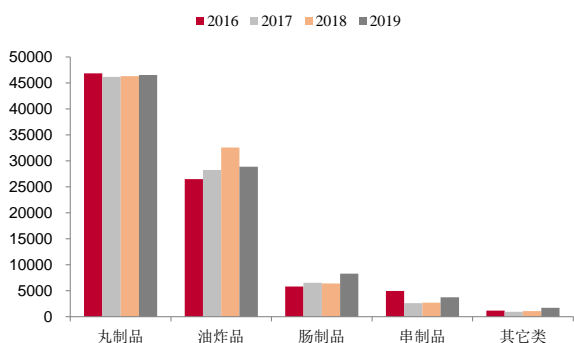
图表 41：公司近年来利润受成本价格影响而波动



来源：wind、中泰证券研究所

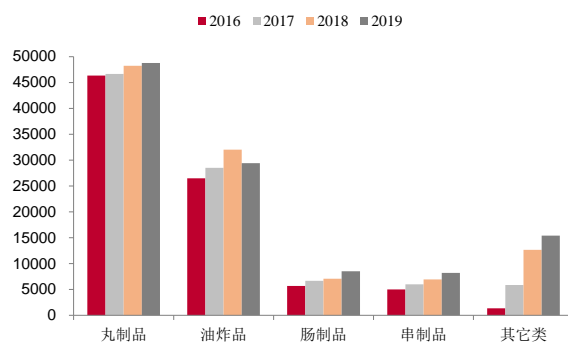
- 产销：**公司产销量趋势向上，供应链业务放量明显。从产销数据分析来看，一方面，2016年以来公司主营产品产销量基本呈稳健增长趋势，和公司收入表现基本相符；另一方面，可以看到其他类产品的销量增长比产量增长更为明显，主要是公司开拓供应链新业务过程中涉及外购产成品，销量的放量也侧面验证了公司一站式供应链业务的快速成长。

图表 42：公司近年来产量情况



来源：公司年报、中泰证券研究所；单位：吨

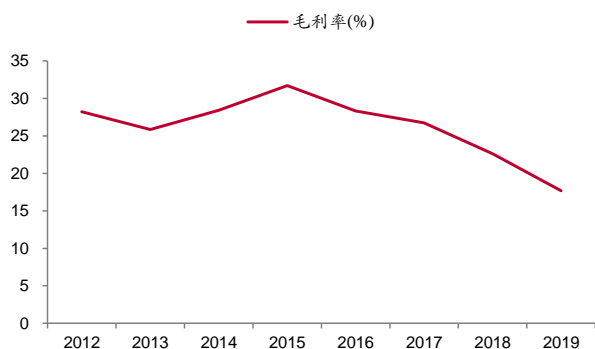
图表 43：公司近年来销量情况



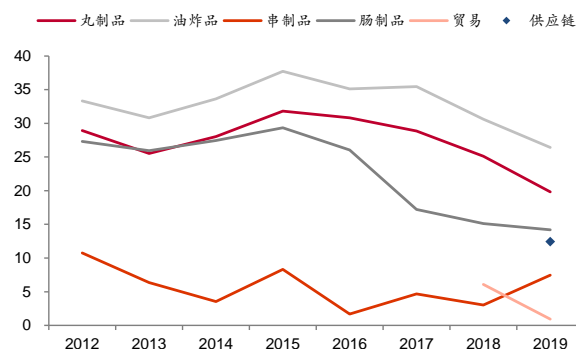
来源：公司年报、中泰证券研究所；单位：吨

盈利能力：原材料价格进入下行通道，盈利弹性有望凸显

- 毛利率：原材料涨价拖累公司毛利率。**从毛利率来看，公司 2015 年以来毛利率呈下行趋势，从 2015 年的 31.7% 降至 2019 年的 17.7%，主要有两方面原因：第一，分产品来看，2015 年以来公司丸制品、油炸品、肠制品等主营产品毛利率以下降为主，主要受到原材料价格上涨的影响(如鸡大胸)；第二，随着公司近年来新业务快速扩张，毛利率较低的供应链业务、贸易等业务在公司收入中占比持续提升，一定程度也拉低了整体毛利率。
- 鸡大胸价格进入下行通道，毛利率有望触底回升。**为此，公司努力通过战略采购、联合采购、采购能力强化等多种措施锁定原材料价格，降低原材料对利润的影响幅度，同时从下图可以看到今年起鸡大胸价格进入下降通道，在去年低基数的情况下今年毛利率有望触底回升。

图表 44：公司整体毛利率情况


来源：wind、中泰证券研究所

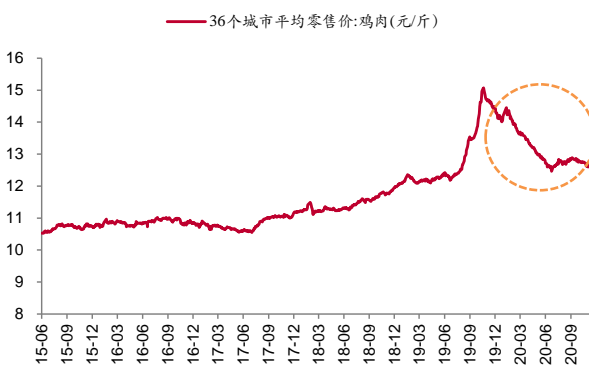
图表 45：公司分产品毛利率情况


来源：wind、中泰证券研究所

图表 46：公司主要原材料采购情况

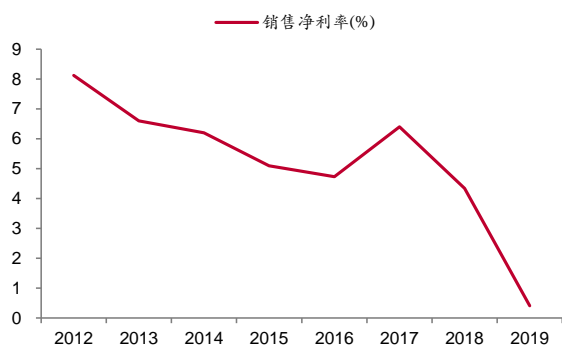
	2014年		2015年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
鸡大胸	21,243	34%	10,879	25%	15,431	28%
大豆分离蛋白	4,578	7%	3,366	8%	2,990	6%
鸡皮	2,503	4%	1,969	5%	2,349	4%
木薯变性淀粉	2,169	3%	2,574	6%	2,075	4%
带鱼鱼泥	926	1%	1,105	3%	1,173	2%
淡水鱼鱼泥	601	1%	562	1%	1,025	2%
合计	32,019	52%	20,456	47%	25,044	46%

来源：wind、中泰证券研究所；注：金额单位为万元

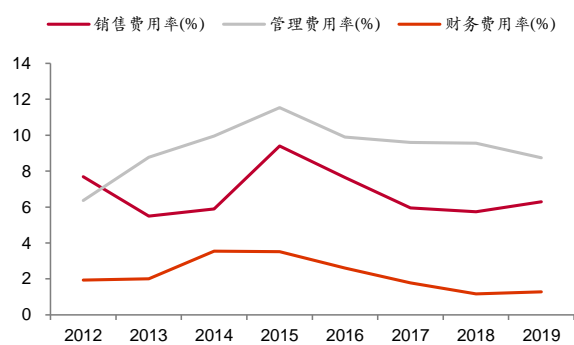
图表 47：2020 年以来鸡肉价格进入下行区间


来源：wind、中泰证券研究所

- 净利率：净利率波动较大，未来有望回归中枢水平。**从费用率来看，公司近年来费用率相对平稳，未来非公开募资偿还债务后公司财务费用率有望下降。从净利率来看，主要受毛利率影响，公司近年来净利率下降较多，2019 年仅为 0.41%，未来在毛利率回升的带动下公司净利率弹性将显现，我们认为未来有望回升至 5% 的过去中枢水平。

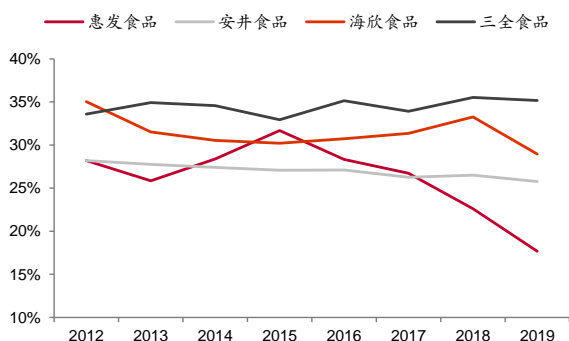
图表 48: 公司近两年净利率下降较多


来源: wind、中泰证券研究所

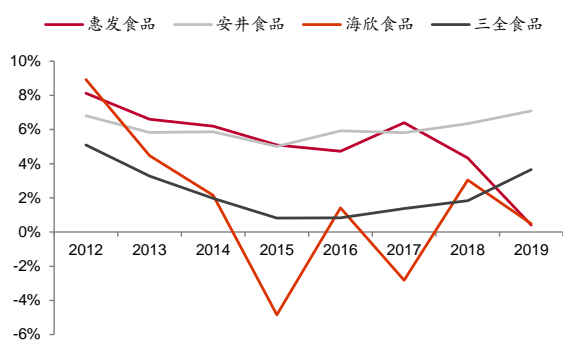
图表 49: 公司费用率较为稳定


来源: wind、中泰证券研究所

- 与同行公司相比,公司当前盈利能力较弱,未来有望回归行业平均水平。目前公司毛利率和净利率均处于同行业较低水平,主要是2017年以来受原材料价格上涨的影响,实际上2017年及之前均处于行业中游。另一方面,事实上近两年在降本增效的带动下行业龙头安井、三全净利率均呈上升趋势,而惠发净利率弹性较大,我们预计随着成本下行,未来公司净利率有望回归行业均值水平。

图表 50: 公司当前毛利率处于同行较低水平


来源: wind、中泰证券研究所

图表 51: 公司当前净利率处于同行较低水平


来源: wind、中泰证券研究所

投资建议:

收入拆分

- 根据我们上文分析，原主业方面，我们预计在产品升级、渠道开拓、产能扩张以及新模式赋能之下，主业有望迎来拐点，增速有望提至 20%以上；惠发小厨 C 店方面，参考锅圈开店进程，我们预计公司试点打造成熟后将进入加速开店阶段；团餐供应链方面，当前公司团餐正在多个城市加速推进，基数低成长快，预计未来几年仍将保持高速增长。具体拆分如下所示：

图表 52：公司收入分项预测

主业速冻食品	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	880.0	929.3	961.9	1,049.2	1280.1	1548.9	1858.6
YOY		5.6%	3.5%	9.1%	22.0%	21.0%	20.0%
毛利	249.2	250.9	230.8	202.8	307.2	371.7	446.1
毛利率	28.3%	27.0%	24.0%	19.3%	24.0%	24.0%	24.0%
惠发小厨C店	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）				0.6	6.9	58.2	151.4
YOY					1100%	740%	160%
毛利				0.1	0.9	8.0	21.2
毛利率				13.0%	13.5%	13.8%	14.0%
团餐供应链	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）				69.4	150.0	300.0	500.0
YOY					116.1%	100.0%	66.7%
毛利				8.6	18.8	39.0	67.5
毛利率				12.4%	12.5%	13.0%	13.5%
其他（包括贸易	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	9.8	9.2	79.9	90.6	99.7	104.6	109.9
YOY		-6.1%	768.5%	13.4%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利	2.9	0.1	4.9	1.8	3.0	3.1	3.3
毛利率	29.6%	1.1%	6.1%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%
合计	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入（百万元）	889.8	938.5	1041.8	1211.2	1536.6	2011.7	2619.9
YOY		5.5%	11.0%	16.3%	26.9%	30.9%	30.2%
毛利	252.1	251.0	235.7	213.3	329.9	421.9	538.1
毛利率	28.3%	26.7%	22.6%	17.6%	21.5%	21.0%	20.5%

来源：中泰证券研究所

投资建议

- 公司是北方速冻行业老牌优势企业，近两年改善明显，经营层面公司引入阿米巴模式，对内部组织架构及考核机制进行改革，同时董事长全额认购定增计划彰显对公司发展信心；业务层面，一方面经营改善叠加新模式赋能下火锅料主业迎来拐点，主业收入有望换挡提速至 20%以上，另一方面公司加大团餐市场开拓力度，供应链业务有望成为公司全新增长点；同时原材料价格进入下行通道将驱动公司盈利大幅改善，我们看好行业红利叠加自身改善驱动公司未来几年进入全新成长阶段。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 15.37、20.12、26.20 亿元，同比增长 27.02%、30.92%、30.23%；实现净利润分别为 0.72、1.02、1.48 亿元，同比增长 1106.34%、42.38%、44.83%，对应 EPS 分别为 0.43、0.61、0.88 元。我们首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 53: 可比公司估值表

	EPS			PE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
安井食品	2.35	3.08	3.92	79.68	60.80	47.77
三全食品	0.86	0.89	1.02	28.84	27.87	24.31
海欣食品	0.18	0.22	0.29	46.72	38.23	29.00
行业平均	-	-	-	51.75	42.30	33.69
惠发食品	0.43	0.61	0.88	43.02	30.33	21.02

来源：中泰证券研究所；注：安井、三全、海欣的 EPS 数据取 wind 一致预测，股价取自 2020 年 12 月 25 日

风险提示

- **原材料价格波动：**公司采购的原材料主要为肉类（鸡肉、鸭肉等）、粉类（面粉、淀粉、大豆蛋白等）和鱼糜等大宗农副产品，其价格受当年的市场供求等因素影响会产生价格波动。如果未来畜牧业、粮食等农副产品的供求状况发生变化或者价格有异常波动，公司不能有效控制成本和及时适度调整产品价格，将有可能对产品毛利率水平带来一定影响，经营业绩的稳定性将受到不利影响。因此，公司存在由于主要原材料价格发生变动而导致经营业绩波动的风险。如果原材料价格上涨较大，这就需要公司不断通过管理创新出效益、通过科学采购，降低成本、提高原材料的利用率等方面取得领先优势。
- **惠发小厨 B 端、C 端门店拓展不及预期的风险：**公司惠发小厨业务是 2018 年以来推广的新业态模式，近两年仍处于起步阶段，虽然门店试点已基本打磨成熟，进入向外扩张阶段，但目前华北以外区域布局相对空白，仍存在拓展不及预期的风险；
- **非公开发行进度不及预期风险：**本次非公开发行股票方案于 2020 年 8 月 31 日经公司第三届董事会第十九次会议审议通过，尚需获得股东大会审议通过以及中国证监会核准。在获得中国证监会核准后，公司才能申请

办理股票发行、登记和上市事宜。

图表 54: 惠发食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,042	1,210	1,537	2,012	2,620	货币资金	190	216	1,229	1,609	2,096
增长率	11.0%	16.1%	27.0%	30.9%	30.2%	应收款项	168	171	193	329	349
营业成本	-806	-996	-1,207	-1,590	-2,082	存货	150	158	221	282	370
%销售收入	77.4%	82.3%	78.5%	79.0%	79.5%	其他流动资产	15	15	23	24	29
毛利	236	214	330	422	538	流动资产	523	560	1,667	2,245	2,844
%销售收入	22.6%	17.7%	21.5%	21.0%	20.5%	%总资产	45.3%	45.8%	71.4%	77.2%	81.4%
营业税金及附加	-14	-13	-15	-20	-26	长期投资	1	1	1	1	1
%销售收入	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	451	454	436	416	393
营业费用	-60	-76	-98	-121	-139	%总资产	39.0%	37.1%	18.7%	14.3%	11.3%
%销售收入	5.7%	6.3%	6.4%	6.0%	5.3%	无形资产	88	84	74	64	55
管理费用	-78	-88	-115	-137	-161	非流动资产	632	664	666	665	652
%销售收入	7.5%	7.3%	7.5%	6.8%	6.1%	%总资产	54.7%	54.2%	28.6%	22.8%	18.6%
息税前利润 (EBIT)	84	37	101	144	212	资产总计	1,155	1,225	2,333	2,909	3,496
%销售收入	8.1%	3.1%	6.6%	7.1%	8.1%	短期借款	232	272	309	380	475
财务费用	-12	-15	-17	-15	-15	应付款项	90	130	144	205	258
%销售收入	1.2%	1.3%	1.1%	0.8%	0.6%	其他流动负债	105	97	111	104	104
资产减值损失	4	0	-1	1	0	流动负债	428	499	564	689	837
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	16	45	45	45	45
投资收益	0	0	0	0	0	其他长期负债	53	32	37	41	37
%税前利润	0.1%	—	0.0%	0.0%	0.0%	负债	497	575	646	774	918
营业利润	76	21	83	129	197	普通股股东权益	660	645	1,682	2,131	2,573
营业利润率	7.3%	1.7%	5.4%	6.4%	7.5%	少数股东权益	-1	5	5	5	5
营业外收支	3	-1	0	0	0	负债股东权益合计	1,155	1,225	2,333	2,909	3,496
税前利润	79	20	83	129	197	比率分析					
利润率	7.6%	1.6%	5.4%	6.4%	7.5%	每股指标					
所得税	-8	1	-14	-26	-49	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
所得税率	10.3%	-2.6%	16.4%	19.8%	25.1%	每股收益 (元)	0.26	0.03	0.43	0.61	0.88
净利润	45	5	71	102	148	每股净资产 (元)	3.84	3.75	10.01	12.68	15.31
少数股东损益	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.00	0.61	0.39	0.21	0.94
归属于母公司的净利润	45	6	72	102	148	每股股利 (元)	0.12	0.12	0.21	0.31	0.46
净利率	4.4%	0.5%	4.7%	5.1%	5.7%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	6.89%	0.92%	4.27%	4.80%	5.75%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	3.91%	0.41%	3.06%	3.51%	4.23%
净利润	45	5	71	102	148	投入资本收益率	7.80%	3.14%	11.11%	13.49%	16.15%
加: 折旧和摊销	50	52	53	55	58	增长率					
资产减值准备	4	1	0	0	0	营业总收入增长率	11.00%	16.13%	27.02%	30.92%	30.23%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	-7.94%	-53.60%	171.80%	40.38%	48.39%
财务费用	12	18	17	15	15	净利润增长率	-24.71%	-86.91%	1106.34%	42.38%	44.82%
投资收益	0	0	0	0	0	总资产增长率	13.74%	5.98%	90.47%	24.73%	20.16%
少数股东损益	0	-1	0	0	0	资产管理能力					
营运资金的变动	-88	26	-74	-136	-60	应收账款周转天数	46.9	50.3	42.4	46.6	46.4
经营活动现金净流	-1	106	67	37	161	存货周转天数	45.5	45.8	44.5	45.1	44.9
固定资本投资	-11	-34	-60	-60	-50	应付账款周转天数	28.3	32.4	31.0	30.6	31.3
投资活动现金净流	-32	-78	-55	-55	-45	固定资产周转天数	158.4	134.7	104.3	76.3	55.6
股利分配	-20	-20	-36	-51	-77	偿债能力					
其他	69	-27	1,037	450	449	净负债/股东权益	14.17%	-134.29%	-71.13%	-75.82%	-125.00%
筹资活动现金净流	49	-48	1,001	399	371	EBIT利息保障倍数	6.7	2.4	6.0	9.3	14.2
现金净流量	16	-20	1,013	380	487	资产负债率	42.97%	46.96%	27.71%	26.60%	26.27%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 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)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。