



新产品、新渠道布局成果逐步显现，速冻食品开创者有望迎来估值修复 —三全食品（002216.SZ）投资价值分析报告

● 餐饮端及家庭端对速冻食品需求上升

2019年在突发疫情的紧急状态下，速冻食品担当了保障民生的重要任务，同时也加快了速冻食品在消费者中渗透，近两年疫情常态化加强了消费者对速冻食品的便利性和营养性的认知，消费需求稳步上升。从下游需求来看，餐饮端受益于餐饮连锁化率提高，餐饮企业为提高产品标准化，降低人工、租金及原料成本，提高出餐效率，预计速冻食品食用量将逐步提高；家庭端受益于家庭小型化，以及“懒宅经济”对便利化食品的需求，预计速冻食品人均食用量有望提升，同时随着相关速冻食品品类的丰富，以及冷链物流的完善，整体来看，将从供需两端推动速冻食品行业规模不断增长。

● 短期看，传统销售旺季加餐饮恢复有望带动业绩好转

四季度是速冻行业传统销售旺季，叠加今年春节提前，春节备货以及疫情影响下消费者对速冻产品的消费习惯有望延续，将刺激家庭端的消费需求；餐饮端，随着疫情的放开，公司餐饮渠道有望随餐饮行业的复苏迎来业绩好转。成本费用端，今年猪肉价格下行叠加公司三费管控能力较强，以及高毛利新产品的推出，有望推动公司毛利率净利率持续改善。

● 长期看，新品类开发新渠道布局将推动业绩稳步增长

目前我国速冻行业产品品类较日本等国家仍有较大差距，长期看，随着公司新产品的开发以及新渠道的布局，公司营收有望持续增长，传统产品的优化升级，高毛利创新产品对存量产品的替代，以及新产品销量提升带来的规模效应，将带来公司业绩的稳步增长。

● 公司盈利预测与估值

预计公司2022-2024年营业收入分别为73.45、82.95、94.59亿元，YOY分别为5.78%、12.94%、14.03%；EPS分别为0.90、1.01、1.11元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为23.36元/股，当前公司PE（TTM）百分位为16.76%，估值处于历史低位水平，有较大修复空间，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

原材料价格风险、食品安全风险

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,943.44	7,344.51	8,295.23	9,459.09
YOY	0.98%	5.78%	12.94%	14.03%
归母净利润	640.84	789.88	884.00	975.38
EPS	0.73	0.90	1.01	1.11
P/E	24.79	20.62	18.38	16.72

数据来源：公司公告，华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券研究部

食品饮料行业组

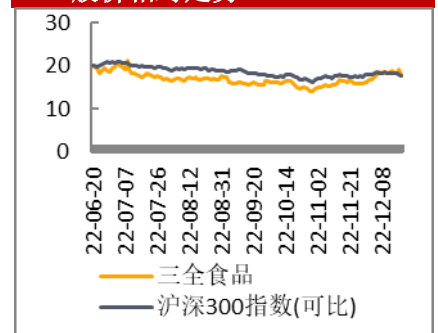
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2022.12.22

收盘价（元）	18.56
一年中最低/最高（元）	23.10/13.63
总市值（亿元）	163.2
ROE（加权）	15.36%
PE（TTM）	20.89

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	5
1.1.行业基础信息及现状	5
1.1.1.行业基本信息	5
1.1.2.竞争格局	7
1.2.行业发展趋势分析	8
1.2.1.行业未来成长驱动因素	8
1.2.2.行业未来成长空间及趋势	12
二、公司主要业务板块经营情况分析	13
2.1.公司主营业务及产品介绍	13
2.2.公司经营业绩情况	13
2.3.公司核心资源和竞争优势分析	16
2.3.1 品牌优势	16
2.3.2 产品优势	17
2.3.3 渠道优势	19
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	20
三、2022-2024 年公司整体业绩预测	23
四、公司估值分析	24
4.1.P/E 模型估值	24
4.2.PEG 模型	25
4.3.DCF 模型	25
五、公司未来六个月内投资建议	26
5.1.公司股价催化剂分析	26
5.2.公司六个月内的目标价	26
六、公司投资评级	26
七、风险提示	26



图表目录

图 1 速冻食品分类.....	5
图 2 速冻食品产业链.....	6
图 3 部分国家地区速冻食品人均消费量对比（kg）.....	7
图 4 速冻食品占比情况.....	7
图 5 速冻面米制品 2020 年市场竞争格局.....	7
图 6 速冻调制食品竞争格局.....	7
图 7 2022 年中国速冻食品主要品牌市场份额占比.....	8
图 8 中国人口普查家庭人数的变化（人/户）.....	9
图 9 部分小家电销量变化.....	9
图 10 餐饮行业市场规模及增速.....	9
图 11 人均年餐饮金额（美元/人）.....	9
图 12 中国和部分发达国家餐饮连锁企业收入贡献比例.....	10
图 13 餐饮行业使用预制菜后成本对比.....	10
图 14 餐饮店成本构成（使用预制菜前）.....	11
图 15 餐饮店成本构成（使用预制菜后）.....	11
图 16 顾客等待时长（使用预制菜前）.....	11
图 17 顾客等待时长（使用预制菜后）.....	11
图 18 冷链物流市场规模.....	12
图 19 冷链物流时效（以顺丰冷链为例）.....	12
图 20 速冻食品市场规模预计.....	12
图 21 三全食品主要产品图示.....	13
图 22 营收及增速.....	14
图 23 净利润及增速.....	14
图 24 2022 年前三季度主营业务成本构成.....	15
图 25 公司三费变化情况.....	15
图 26 毛利率净利率变化情况.....	15
图 27 分行业营收占比情况.....	16
图 28 分行业营收及增速情况.....	16
图 29 分产品营收及增速.....	18
图 30 分产品毛利率情况.....	18



图 31 分产品销量及增速情况.....	18
图 32 分产品产销率.....	18
图 33 各销售区营收及增速.....	20
图 34 各销售区毛利率情况.....	20
图 35 可比公司存货周转率.....	20
图 36 可比公司应收账款周转率.....	20
图 37 可比公司总资产周转率.....	21
图 38 可比公司销售费用率.....	21
图 39 可比公司管理费用率.....	21
图 40 可比公司财务费用率.....	22
图 41 可比公司毛利率对比.....	22
图 42 可比公司净利率对比.....	22
图 43 可比公司净资产收益率对比.....	23
图 44 公司 PE(TTM)估值百分位.....	24
图 45 可比公司及行业 PE(TTM)对比.....	24
表 1 中美日餐饮供应链主要指标对比.....	11
表 2 2022 欧赛斯胡润百亿潜力品牌榜.....	17
表 3 产能情况.....	19
表 4 公司经销商数量变化.....	19
表 5 2022-2024 年公司收入预测.....	23
表 6 可比公司估值表 (截止 2022 年 12 月 22 日).....	25
表 7 DCF 模型估值.....	25

一、公司所属主要行业情况分析

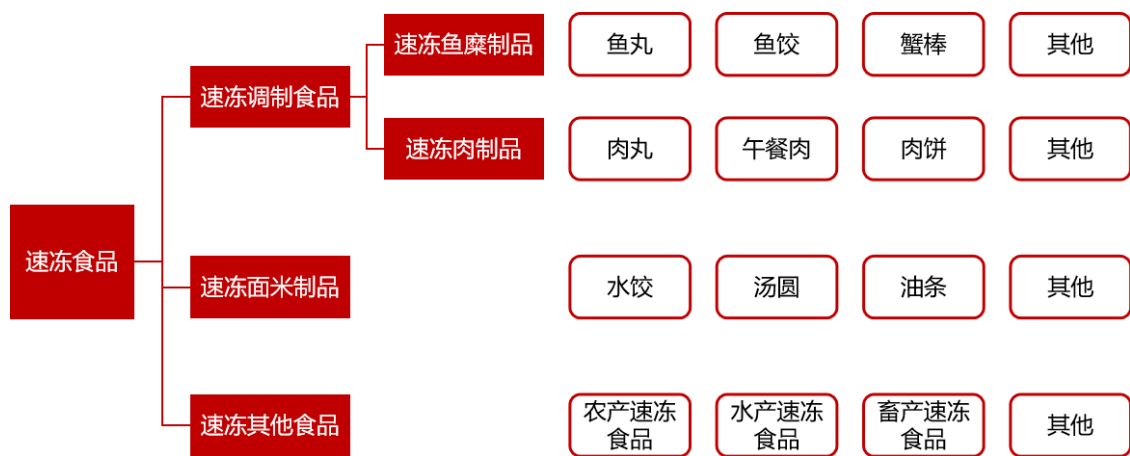
1.1. 行业基础信息及现状

1.1.1. 行业基本信息

速冻食品是指采用新鲜原料制作，经过适当处理和急速冷冻，在-18℃至-20℃的连贯低温条件下送抵消费地点的低温产品。其最大优点是以低温来保存食品原有的品质，而不借助任何防腐剂和添加剂，最大限度地保持食品本身的色泽风味及营养成分。我国速冻食品起步于上世纪70年代，时至今日，速冻食品以新鲜、营养、卫生、口味佳、复原性好、储藏期长、食用方便等特点，受到越来越多消费者青睐。

由于不同国家和地区的饮食文化和饮食结构有所不同，中国速冻食品行业与西方国家速冻食品行业的分类也有所区别。中国速冻食品根据产品种类可大致分为速冻调制食品、速冻面米制品、速冻其他食品三类。其中，速冻调制食品可细分为速冻鱼糜制品、速冻肉制品两类。速冻鱼糜制品主要包括鱼丸、鱼饺、蟹棒等，速冻肉制品主要包括肉丸、肉饼、午餐肉等；速冻面米制品主要包括水饺、汤圆、油条、芝麻球等；速冻其他食品可细分为农产速冻食品、水产速冻食品、畜产速冻食品等。

图 1 速冻食品分类



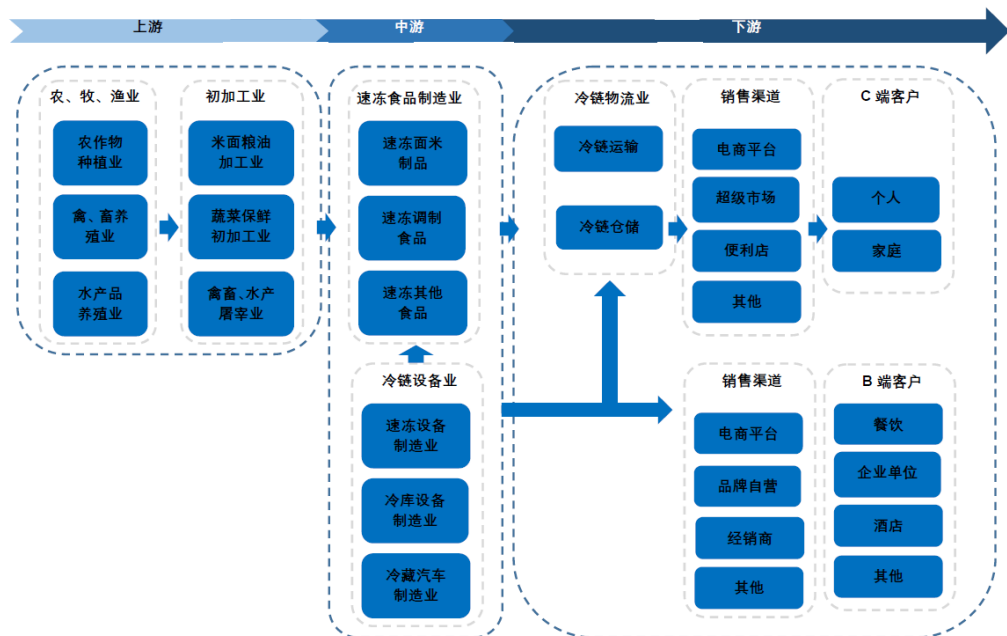
资料来源：千味央厨招股说明书，华通证券研究部

随着国内城镇化水平的不断推进，居民收入的不断增加，居民冰箱、微波炉、烤箱、空气炸锅等家用电器保有量持续提升，同时近二十年来电子商务及互联网等新渠道的兴起及普及，推动速冻食品行业升级加速，目前行业仍处于快速发展期。速冻食品作为近三十年伴随经济腾飞快速发展的行业，2019年在突发疫情的紧急状态下，更是担当了保障民生的重要任务，同时也加快了速冻食品在消费者中渗透，近两年疫情常态化加强了消费者对速冻食品的便利性和营养性的认知，消费需求稳步上升。

速冻食品产业链的上游为原材料供应商、初加工企业，中游为速冻食品制造企业、冷链设备供应商，下游为冷链物流产业、销售渠道。目前速冻食品有两大成熟的线下销售渠道，一是通过商场、连锁超市、便利店等方式，对接C端消费者，二是通过自营、经销等方式配

送给餐厅、企事业单位、酒店等 B 端客户。其中，C 端是目前速冻食品的主要销售渠道，但渠道费用高昂，企业利润相对较低。而 B 端客户业务目前增长较快，费用可控，且对供应企业有较高的要求标准，有利于促进速冻食品行业工业化进程，增加市场容量。此外，随着冷链物流逐渐完善，速冻食品线上渠道份额稳步提升，传统 C 端品牌在淘宝、京东、拼多多等电商平台上的业务收入提升。同时，线上渠道亦涌现出了一批满足中小餐饮食材采购需求的 B2B 平台，如美菜、快驴、有菜等。线上电商平台的发展和冷链配送时间的缩短，促使速冻食品在线上平台的销量上升，逐步成为速冻食品销售的重要途径。

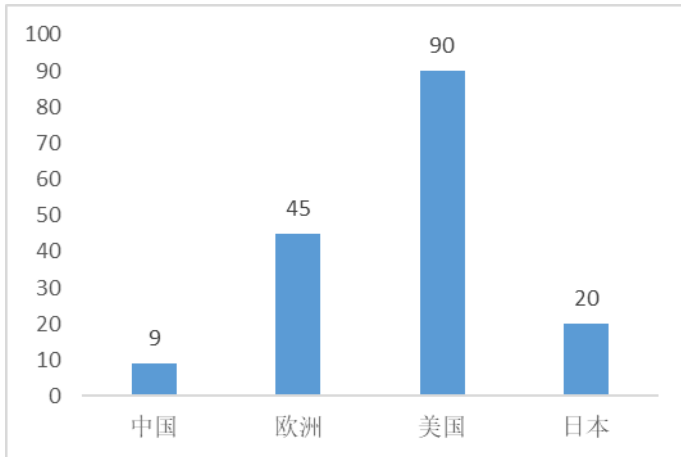
图 2 速冻食品产业链



资料来源：千味央厨招股说明书，华通证券研究部

根据华经产业研究院数据，从人均速冻食品消费量看，2019 年我国人均速冻食品消费量为 9kg，与欧洲、美国、日本差距较大，与饮食习惯相对较为接近的日本相比，我国人均速冻食品消费量尚有翻倍空间。从品类上看，美、欧、日速冻食品品类均保持在 2500 种以上，而我国仅 600 种，较发达国家亦有差距。从速冻食品占比来看，2020 年，速冻面米制品在速冻食品中占比 52%，速冻面米制品中饺子和汤圆等产品已基本成熟，手抓饼、新式面点等品类正逐步从地域产品向全国扩张，近两年随着冷链物流的不断完善、产品品类的不断丰富以及疫情居家的烹饪需求，速冻其他产品的需求逐步上升，2022 年速冻面米制品、速冻调制食品、速冻其他食品的占比分别为 40%、28%、32%。整体来看，随着人均食用量的提升，产品品类的丰富，我国速冻食品行业发展潜力较大。

图 3 部分国家地区速冻食品人均消费量对比 (kg)

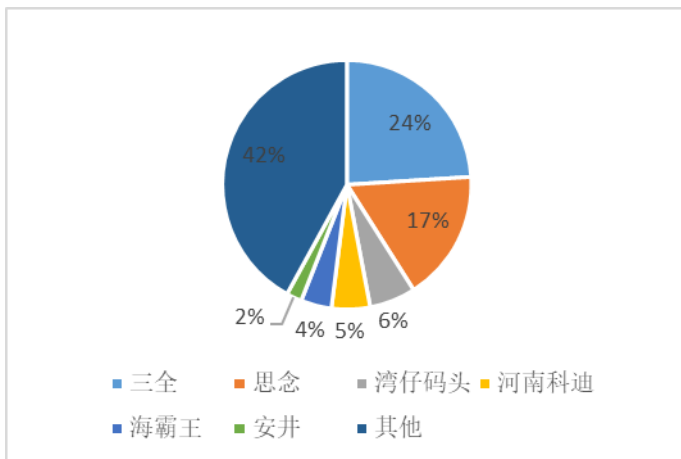


数据来源：华经产业研究院，华通证券研究部

1.1.2. 竞争格局

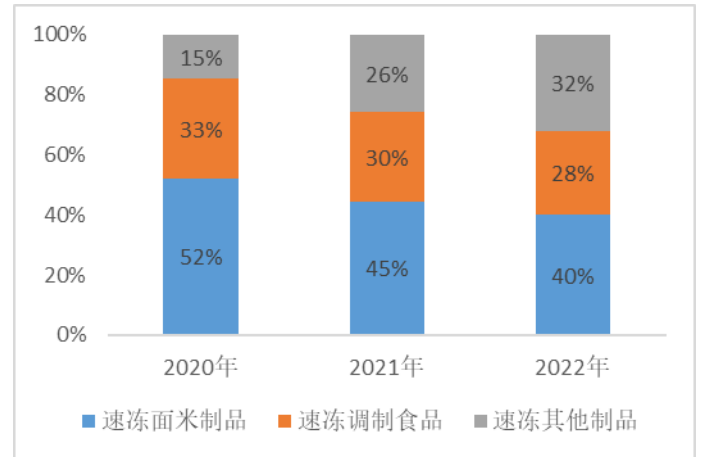
我国速冻面米制品起步较早，发展较为成熟，目前三全、思念双龙头格局稳定，2020 年速冻面米制品领域，三全、思念、湾仔码头市场份额分别为 24%、17%、6%。速冻调制食品领域，由于商超渠道快速发展后期，速冻调制食品进入门槛较低，大量竞争者涌入细分市场，造成了激烈的价格竞争，且由于渠道狭窄，传统经销商模式下马太效应凸显，小企业渠道受阻、资金链承压，行业集中度逐渐向大企业靠拢，市场主要品牌有安井、海欣、惠发、海霸王等，市场竞争格局较为分散，行业 CR5 仅为 15%。整体来看，速冻食品行业集中度较高，2022 年，安井、三全、思念分别占据 40%、27%、13% 市场份额，CR3 为 87%。

图 5 速冻面米制品 2020 年市场竞争格局



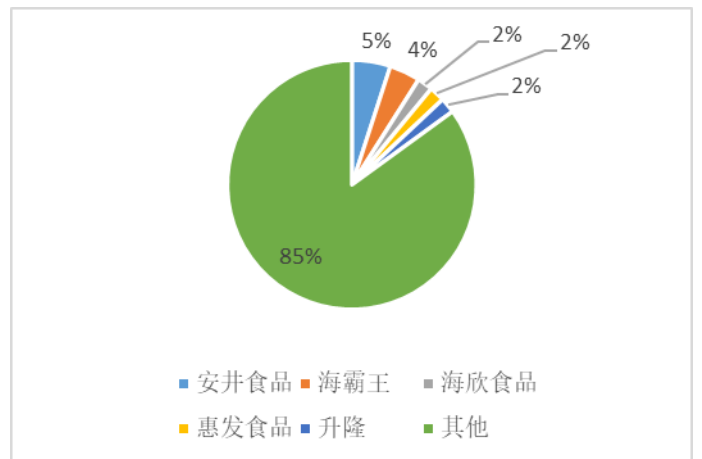
数据来源：华经产业研究院，华通证券研究部

图 4 速冻食品占比情况



数据来源：观研天下，华通证券研究部

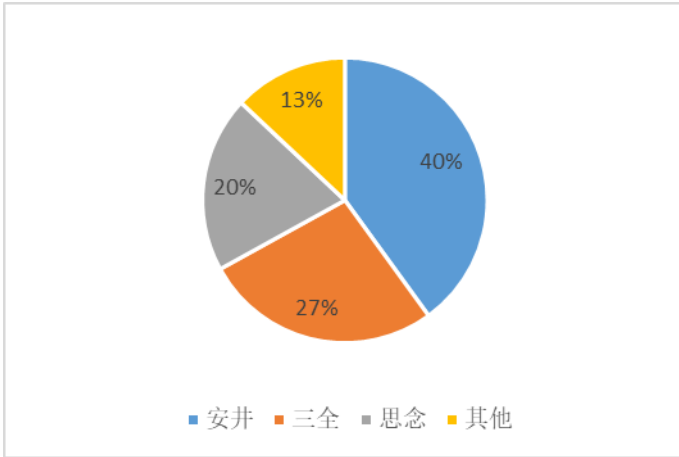
图 6 速冻调制食品竞争格局



数据来源：华经产业研究院，华通证券研究部

部

图 7 2022 年中国速冻食品主要品牌市场份额占比



数据来源：中商产业研究院，华通证券研究部

1.2. 行业发展趋势分析

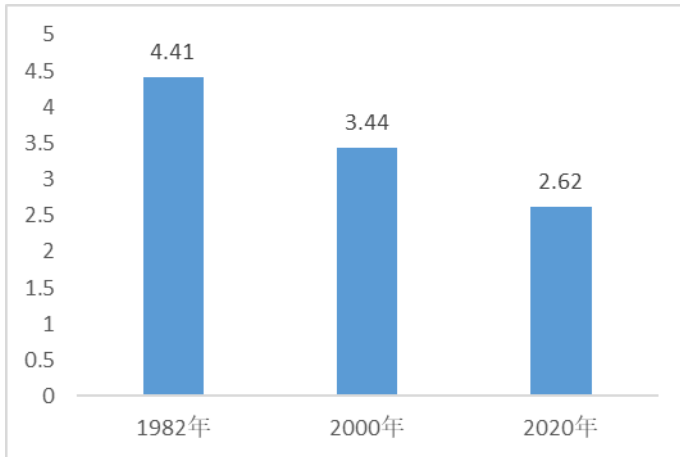
1.2.1. 行业未来成长驱动因素

（1）家庭端：家庭小型化、宅经济催生家庭端的速冻食品需求

近几年，随着我国人口年龄结构和收入结构的不断变化，形成了不同的消费人群，各自关注点和消费需求也不尽相同，形成了侧重品质享受型、侧重性价比实惠型等一些消费基本面的分化。快节奏生活以及家庭小型化趋势衍生出“宅经济”，新消费群体更倾向于简单快捷、多功能的产品，选择可以充饥又有营养的速冻食品成为日常就餐优选。根据艾媒咨询调研数据显示，2022 年中国消费者购买速冻食品意愿较强，近七成消费者表示未来有购买速冻食品的意愿。而在购买渠道上，有过半的受访消费者会通过线上商超购买（美团、饿了么等），占比为 54.52%；同时，有 52.56% 受访消费者会通过线下综合商超购买；此外，也有 49.93% 的受访消费者会通过线下专业速冻食品店购买。速冻食品为人们的生活带来了一定的便利，成为多数消费者的购买选择。而随着即时配送服务的发展，线上购买已然成为不少消费者的消费习惯。

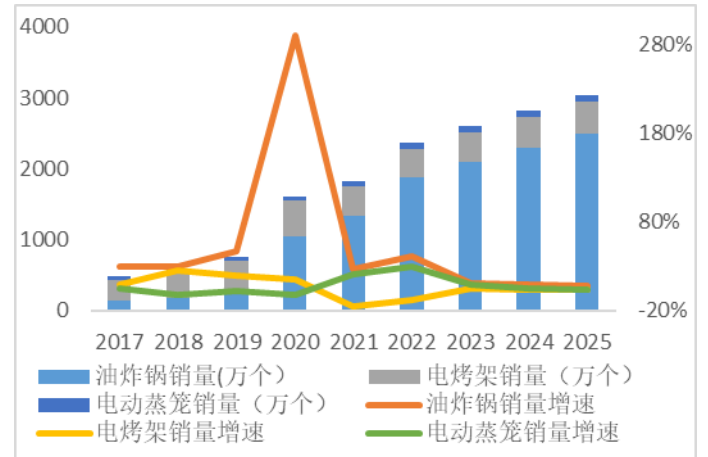
在品类发展层面，随着消费者对速冻产品认知度的加强、消费者购买力的日益增强，在生产企业产品的多样化的背景下，节庆型产品品类及传统日常消费的大类产品保持稳定的消费需求；而随着厨房便捷小电器的不断普及，煎炸点心类产品近几年保持高速增长，产品品类不断丰富。根据欧睿数据，2022 年油炸锅、电烤架、电动蒸笼销量分别为 1,885.06、390.18、84.84 万件，同比增长 41.6%、-8.2%、29.3%，预计 2025 年上述产品销量将达到 2,497.14、443.93、101.85 万件，同比增长 8.5%、4.0%、3.1%，相关小家电保有量的不断增长，也将推动消费者尝试相关速冻食品，预计带来相关速冻食品品类及销量增长。

图 8 中国人口普查家庭人数的变化 (人/户)



数据来源:《中国连锁餐饮企业资本之路系列报告 2022》, 华通证券研究部

图 9 部分小家电销量变化

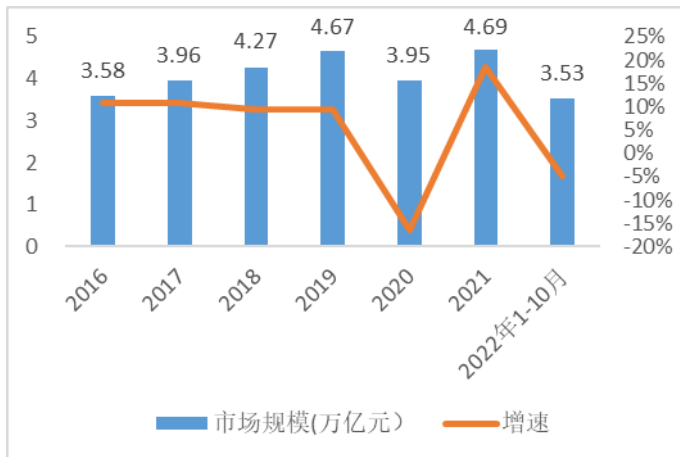


数据来源: 欧睿数据, 华通证券研究部

(2) 餐饮端: 品质稳定、节约人工、效率提升推动餐饮端加大对速冻食品需求

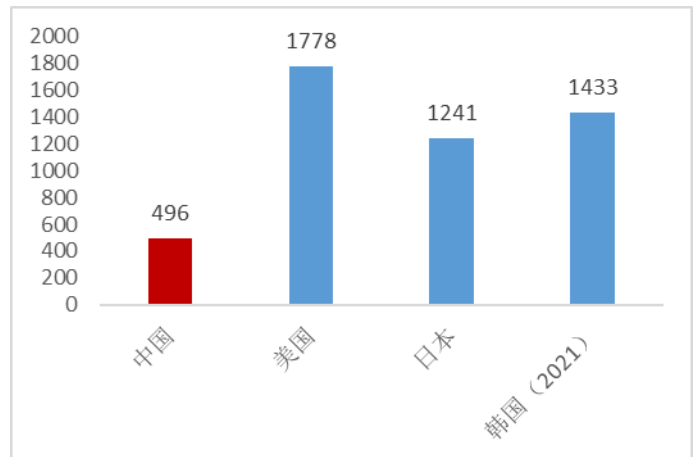
经历了多年的高速增长后, 我国餐饮行业自 2020 年至今受疫情影响出现了明显的波动。根据国家统计局数据, 2020 年我国餐饮行业收入较 2019 年同比下降约 15%; 2021 年有所回升, 恢复至 2019 年的水平约 4.7 万亿元, 但 2022 年前十个月又出现了同比约 5% 的下滑。从行业层面来看, 2021 年我国人均每年餐饮支出 496 美元, 与美国的差距接近 3 倍, 与日本和韩国的差距接近 2 倍, 在城镇化不断推进、居民收入水平提升、家庭小型化等因素的驱动下, 人们的外出就餐需求未来仍有较大的提升空间。

图 10 餐饮行业市场规模及增速



资料来源:《中国连锁餐饮企业资本之路系列报告 2022》, 华通证券研究部

图 11 人均年餐饮金额 (美元/人)

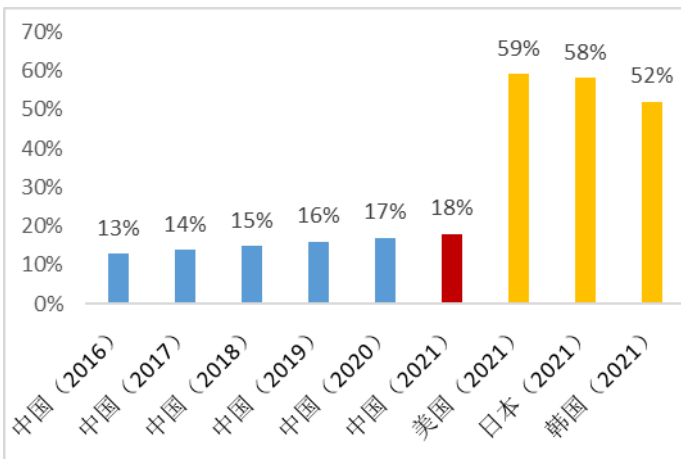


日本预制食品行业同样 B 端先行, 餐饮端的大比例应用, 也在不断教育消费者认知。日本 ToB 端先行主要原因是 80-90 年代, 随餐饮需求提升, 餐饮连锁化率提升, 而连锁企业为保证菜品的口味一致性、提升经营效率, 加大对标准化食材的需求。除此之外, 80-90 年代房租和人工成本大幅提升, 降本提效是推动食材标准化的另一原因。根据日本统计局和国税厅数据, 1980-1990 年日本城市商业地价指数增长 100%, 员工月薪增长 40%, 餐饮企业面临降成本压力, 而标准化食材能在以下两个方面满足餐饮企业降本提效需求: 一是能够减少用

人数量和厨房面积，减少房租和人工成本；二是相比于传统食材，标准化食材能够大幅缩减操作流程提高烹饪效率，满足餐饮企业降本提效需求。

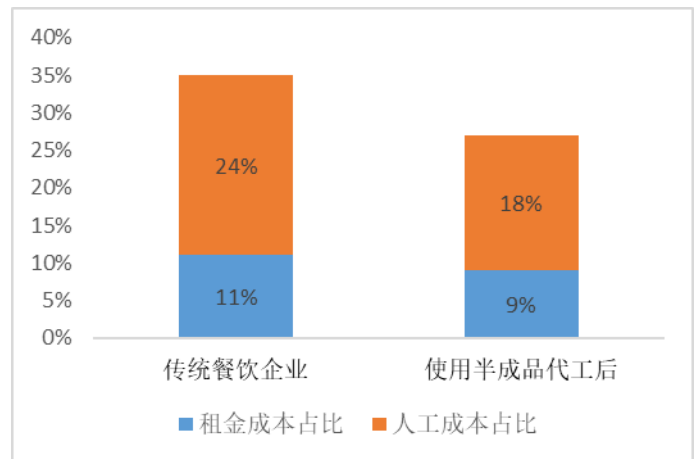
餐饮龙头扩张过程中提高连锁化率伴随着对食材供应标准的提高，对比发达国家，我国餐饮行业的连锁化率仍较低，连锁化率提升空间仍较大，有望进一步拉高速冻食品行业需求。根据《2022年中国连锁餐饮报告》，使用半成品代工后，餐厅的租金成本能够从11%降低到9%，人工成本从24%降低到18%，带有预制功能的速冻食品可帮助实现菜品标准化供应，降低餐厅的人工成本和厨房租房成本，并且缩短出菜时间，提升餐厅经营效率。部分头部连锁餐饮企业中预制菜使用比例已经较高。真功夫、吉野家、西贝等连锁餐饮企业都有一定程度的使用预制菜。餐饮渠道预制菜的大量使用持续教育消费者的心智，消费者对料理包的接受度也在提升。部分消费者并不介意食物是否为料理包做的，只关心它是否卫生，有没有过期/变质以及口味如何。

图 12 中国和部分发达国家餐饮连锁企业收入贡献比例



资料来源：《中国连锁餐饮企业资本之路系列报告 2022》，华通证券研究部

图 13 餐饮行业使用预制菜后成本对比



资料来源：《2022年中国连锁餐饮报告》，华通证券研究部

根据美团统计数据，餐饮外卖比例近年来不断上升，2017年在线外卖收入占全国餐饮收入占比为7.6%，2021年上升至21.4%。而疫情的影响也让部分消费者进一步养成了外卖点餐的习惯，因此，线上渠道将成为餐饮企业业务增长的有力补充和支撑。与此同时，平台费用高以及配送时长内卷倒逼外卖商家采购预制食品，第三方机构估计全国70%的外卖商家使用料理包。根据《2022年中国连锁餐饮报告》，以美团外卖平台某店铺卤肉饭为例，使用预制菜前，单份卤肉饭毛利润、净利润分别为10.0、0.5元，使用料理包后，由于降低了食材成本、人工成本以及后厨面积，单份卤肉饭毛利润、净利润分别为11.0、3.0元。使用预制菜前，顾客等待时长为40分钟，使用预制菜后，顾客等待时长为28分钟，整体来看，预制菜可以有效减少B端餐饮店的食材成本、人工成本和后厨面积，帮助餐饮店提升利润率水平，有效减少顾客等待的时间。

图 14 餐饮店成本构成（使用预制菜前）

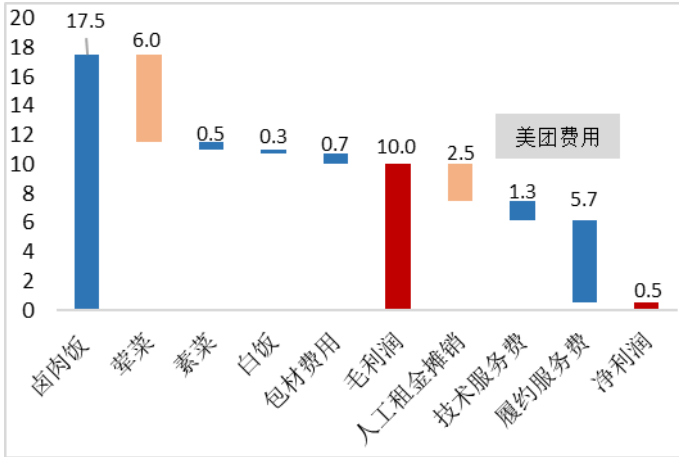


图 15 餐饮店成本构成（使用预制菜后）

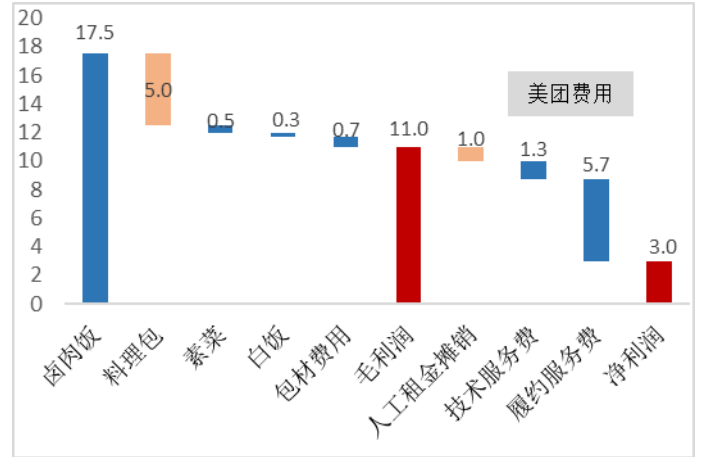


图 16 顾客等待时长（使用预制菜前）

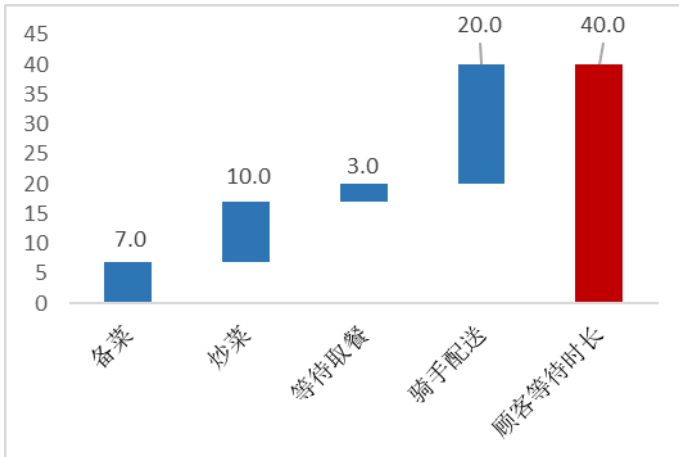
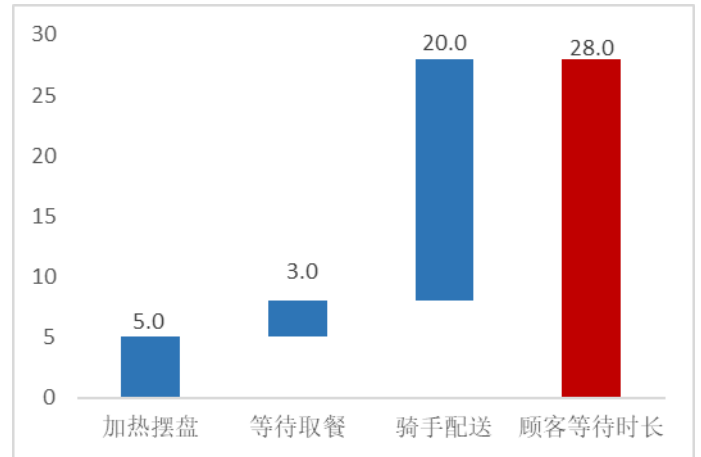


图 17 顾客等待时长（使用预制菜后）



资料来源：《2022 年中国连锁餐饮报告》，华通证券研究部

(3) 冷链物流的快速发展保障速冻行业发展

中国传统餐饮食材供应链环节众多且复杂，食材从原产地流通到餐饮终端一般需要经过多级批发商或经销商流转，不仅导致食材损耗率偏高，而且层层加价拉升餐饮企业采购成本、降低采购效率。此外，当前上游食材供应仍以初级食材为主，产品附加值较低。

表 1 中美日餐饮供应链主要指标对比

	中国	美国	日本
食材损耗率	10-15%	约 5%	约 5%
蔬菜冷链渗透率	7%	80-100%	80-100%
冷冻食品冷链渗透率	66%	80-100%	80-100%
每百万人冷藏车保有量	118 辆	749 辆	1181 辆
每千人冷库保有量	143 立方米	440 立方米	277 立方米

资料来源：《中国连锁餐饮企业资本之路系列报告 2022》，华通证券研究部

自 2015 年以来国内冷链物流基础设施不断完善，第三方专业服务机构涌现，例如顺丰 2014 年底起正式成立冷运事业部，京东 2015 年开始打造冷链物流体系，2018 年正式推出京东冷链。预制菜电商交易也在 2016 年以后快速发展。据冷链专家访谈，目前中国除西藏和青海外，其他省会级一二线城市均覆盖，预计在 2025 年中国冷链乡镇覆盖率可达八成。随着冷

链物流的不断完善，速冻食品的可运输范围将进一步扩大，为速冻食品行业规模扩张奠定基础。

图 18 冷链物流市场规模

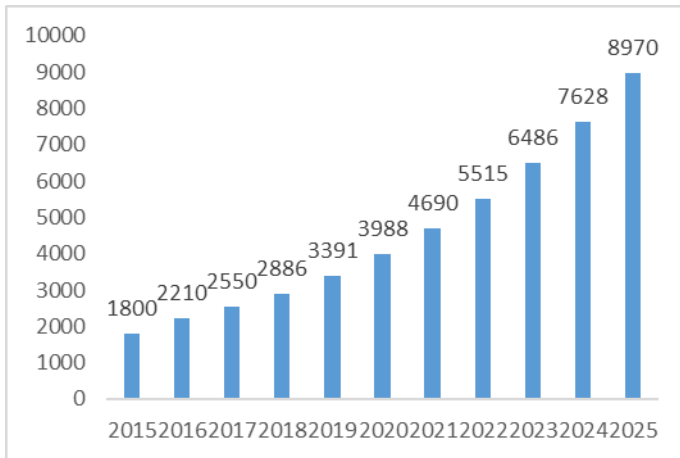


图 19 冷链物流时效（以顺丰冷链为例）



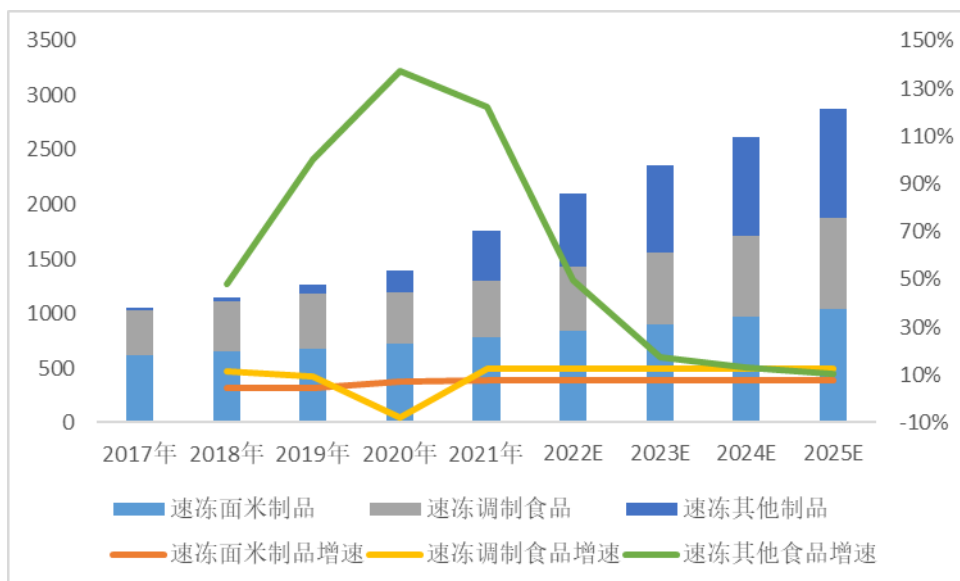
资料来源：《2022 年中国连锁餐饮报告》，华通证券研究部

1.2.2. 行业未来成长空间及趋势

综上所述，餐饮端未来受益于餐饮连锁化率提高，相应餐饮企业为提高产品标准化，降低人工、租金及原料成本，提高出餐效率，预计速冻食品食用量将逐步提高；家庭端受益于家庭小型化，以及“懒宅经济”对便利化食品的需求，预计速冻食品人均食用量有望提升，同时随着相关速冻食品品类的丰富，以及冷链物流的完善，整体来看，将从供需两端推动速冻食品行业规模不断增长。

根据观研天下数据，预计 2022 年速冻面米制品、速冻调制食品、速冻其他食品市场规模分别为 841、585、678 亿元，增速依次为 7.5%、12.5%、49.7%，预计到 2025 年，上述产品市场规模分别为 1,045、833、995 亿元，预计增速分别为 7.5%、12.6%、10.4%。

图 20 速冻食品市场规模预计



数据来源：观研天下，华通证券研究部

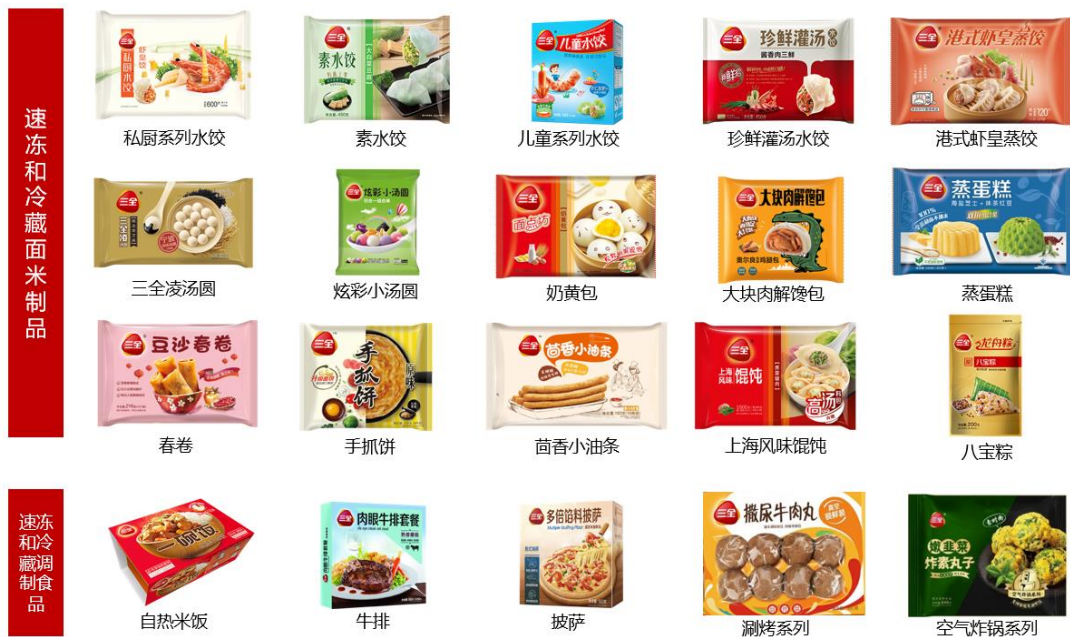
二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1. 公司主营业务及产品介绍

三全食品是国内首家速冻面米制品企业，亦是中国生产速冻食品最早、规模最大、市场网络最广的企业之一，目前公司在郑州、佛山、成都、天津、苏州、武汉等地建有生产基地，生产能力覆盖全国主要城市群，由公司下属的分、子公司及经销商共同组成遍布全国各省、市、县的销售渠道和网络，保证公司产品短期内完成生产并迅速推广到全国各地的终端市场。公司打造了一条完整的、有足够控制力的从农田到餐桌的新型食品安全供应链，充分保证了从原料种植养殖、生产加工、储存、运输到终端销售的整个供应链产品的品质和安全，构建了覆盖全国的完善的“全冷链”系统，保证产品始终新鲜、安全。

公司主要经营“三全”和“龙凤”两大品牌，公司主营业务包括速冻和冷藏面米制品、速冻和冷藏调制食品等的研发、生产和销售。公司速冻和冷藏面米制品主要包括水饺、汤圆、面点、馄饨、粽子、煎炸、点心等产品，速冻和冷藏调制食品包括预制食材类、预制菜肴及菜饭类、涮烤类产品及近期开发的微波系列和空气炸锅系列等预制类产品。

图 21 三全食品主要产品图示



资料来源：公司官网，华通证券研究部

2.2. 公司经营业绩情况

公司精准定位细分市场，重点开展新品类的开发和新渠道的布局，不断发掘业务空间；持续改进生产效率、释放公司规模化生产优势。（1）新产品方面，公司针对年轻消费群体及新兴消费需求持续进行产品创新，如微波系列，开发的微波炒饭和意粉等产品；利用预制菜的风口发展区域型产品，开发北方焦炸丸子系列等产品；瞄准空气炸锅场景，延伸系列产品，

例如高端烤肠、虾饼、酥肉、春卷等。(2) 渠道方面, 公司强化组织管理效率, 协调渠道间的统一管理, 持续推进渠道下沉并积极布局新兴渠道, 参与新业态业务合作, 新渠道布局成果显现。(3) 供应链方面, 公司结合区域产品优势, 合理调整生产布局, 实施精细化管理, 不断提高生产效率, 有效降低生产成本。新产品销售良好, 市场需求持续扩大; 同时公司持续通过存量产品优化、次新品扩大规模, 有效提升了公司业绩水平。

2022 年前三季度, 公司实现营业收入 53.35 亿元, 较上年同期增长 5.03%, 实现净利润 5.26 亿元, 较上年增长 36.63%。今年收入和利润的双增长, 主要是由于存量产品的结构调整, 公司主动压缩低利润及亏损存量产品占比, 置换为产品竞争力强的创新类产品, 利润质量得到了保障, 随着公司新渠道布局和新产品储备的逐步释放, 经营趋势向好。

图 22 营收及增速

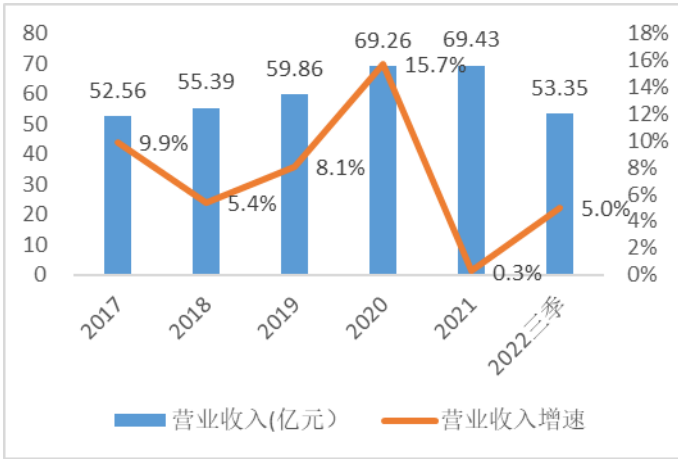
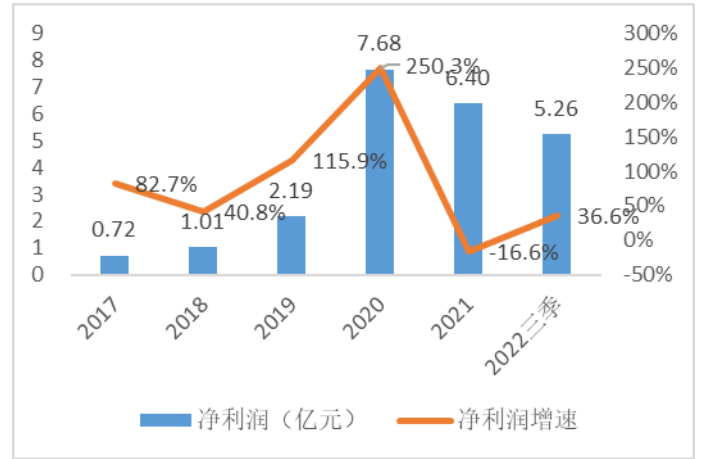


图 23 净利润及增速



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

公司主要原材料为肉类、面粉、糯米粉、蔬菜、芝麻、花生等农副产品, 公司主营业务成本中 73.57% 为原材料成本, 原料价格变动对营业成本有较大影响, 为应对原料价格变动风险, 公司通过加强材料库存管理, 适时调整原材料库存量, 锁定采购订单, 战略性储备等措施对冲成本波动影响, 持续改善供应链管理、持续优化生产工艺、不断强化节能降耗, 控制成本费用, 同时公司持续加强三费费用管理, 三费费用逐年下降, 成本端叠加今年猪肉价格下行等因素, 公司毛利率及净利率持续改善。

图 24 2022 年前三季度主营业务成本构成

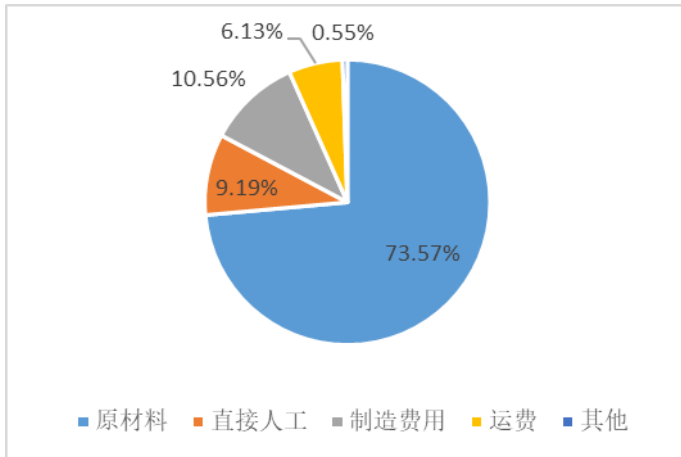


图 25 公司三费变化情况

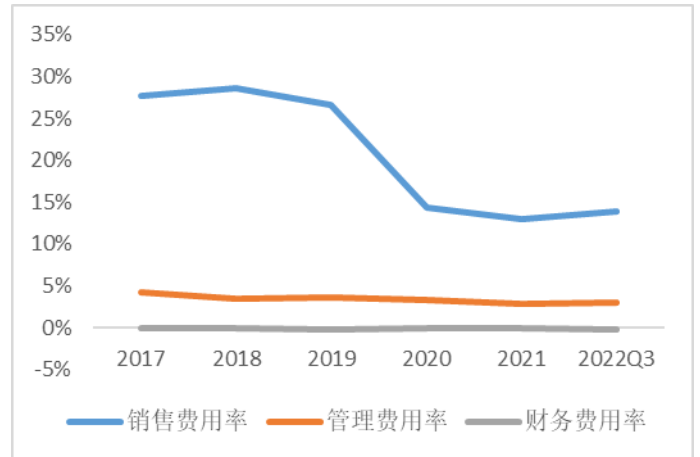
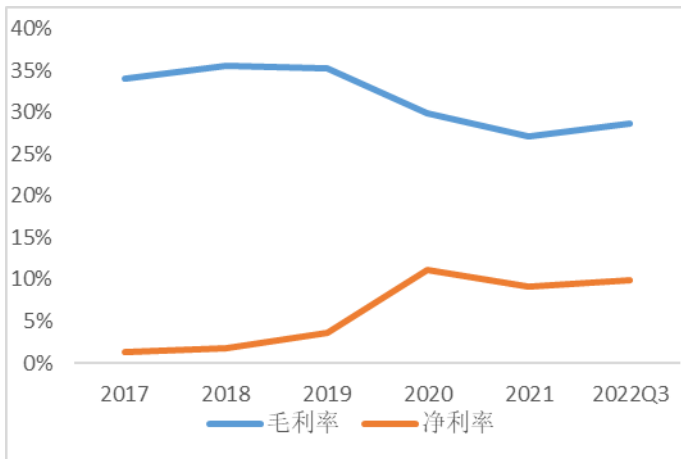


图 26 毛利率净利率变化情况



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

2022 年公司加大了餐饮渠道建设与新产品推广，并重点在团餐经销商的开发与扶持、打造团餐大单品等方面不断发力，保证了业绩稳健增长。凭借多年的品牌优势及新产品的不断推出，公司在零售及创新市场保持较为稳定的收入增速，2022 年上半年，在疫情囤货需求刺激下，零售及创新市场收入增速为 6.18%，占收入比重 86.33%。随着公司对餐饮渠道的不断投入，餐饮渠道收入占比不断提升，2017 年餐饮渠道营收占比 7.28%；今年受疫情管控影响，公司餐饮渠道收入占比及收入增速较前期下滑，2022 年上半年，餐饮市场收入增速为-1.91%，占收入比重 13.67%，三季度有了一定恢复性增长，未来随着疫情放开以及感染人群好转，国内餐饮行业将逐步复苏，餐饮渠道收入占比有望随之进一步提升。

图 27 分行业营收占比情况

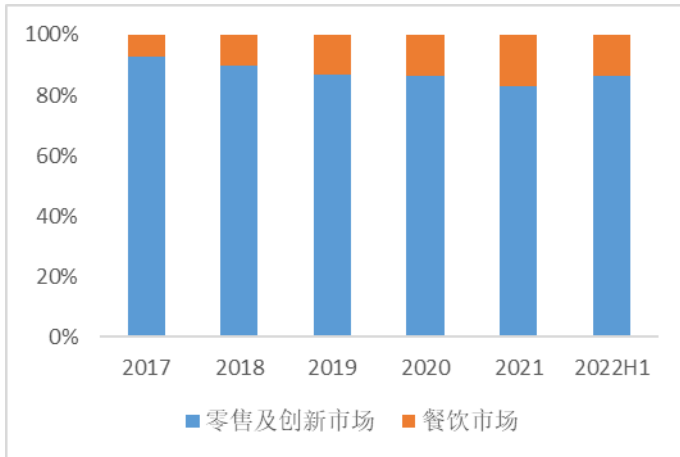
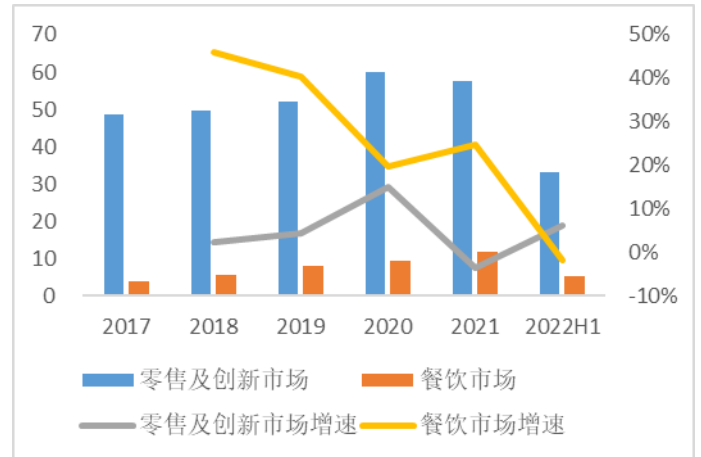


图 28 分行业营收及增速情况



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

2.3. 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 品牌优势

三全自 1990 年发明中国第一个速冻汤圆，1995 年发明中国第一颗速冻粽子以来，在发展史上已经创造了 30 多项全国第一，公司作为速冻食品行业的开创者和领导者，目前拥有“三全”和“龙凤”两个知名品牌，根据中华商业联合会信息中心和 AC 尼尔森的报告，公司市场占有率常年在 30% 左右，连续二十多年位居行业第一。三全商标在行业内最早被认定为“中国驰名商标”，三全品牌连续多年入围“BRANDZ 最具价值中国品牌 100 强”和“中国 500 最具价值品牌”排行榜。

近年来，三全一直致力于主食产品的标准化、工业化、规模化，经过多年的品牌培育，把“三全食品”打造成一个“值得信赖的、放心的”企业品牌形象。在三全的主品牌下，公司着力培育“三全凌”“三全状元”“面点坊”“龙舟粽”“果然爱”“三全私厨”等副品牌，在消费者心中树立了良好的口碑和企业形象，赢得了消费者的普遍信赖和认可，拥有庞大的具有相当品牌忠诚度的顾客。目前，三全食品股份有限公司拥有有效商标共 847 件，商标的战略发展，对公司未来开拓新市场，进军新领域提供了品牌战略基础。

在宣传推广方面，三全食品研究年轻消费市场，通过三全微博、微信公众号，以更加个性化，更有互动性的宣传，使得三全品牌的认知度和市场占有率逐年稳步提升。同时，形象推广也是重要的手段之一，公司一方面持续在中央电视台、湖南卫视、浙江卫视等电视媒体进行企业形象宣传，在有影响力的纸质媒体上进行形象推广；另一方面创新商业模式，与大型电商平台合作，促进产销对接，减少流通环节，增强消费体验。

2022 年 10 月 20 日，胡润百富发布了《2022 欧赛斯·胡润百亿潜力品牌榜》榜单，其中食品饮料企业有 19 家上榜，包含 4 家速冻食品企业，分别是安井食品、海欣食品、三全食品和巴比食品，其中三全食品排名 40，成长潜力指数为 82.5，企业价值为 149 亿元人民币。

表 2 2022 欧赛斯胡润百亿潜力品牌榜

排名	企业	成长潜力指数 (百分制)	企业价值 (亿元人民币)	优势产业
16	安井食品	85.6	431	火锅料
35	海欣食品	83	28	火锅料
40	三全食品	82.5	149	速冻面点
59	巴比食品	80.8	69	速冻面点

数据来源:《2022 欧赛斯胡润百亿潜力品牌榜》, 华通证券研究部

2.3.2 产品优势

2021 年, 公司紧跟渠道发展趋势, 聚焦更便民、离消费者更近距离的零售终端, 在农贸市场渠道积极探索, 推出高性价比产品系列和高品质产品系列, 覆盖水饺、汤圆、面点、馄饨、小笼包、煎饼等多种品类, 其中三全鲜食“生”系列产品受到消费者追捧, 并引入到大型商超系统渠道, 受到消费者一致好评。在品类创新上, 先后推出聚焦早餐场景的薄皮包子、杭州小笼包等产品; 同时持续加大新品类的产品开发, 陆续推出香酥薄饼, 沙县风味蒸饺等产品。开发节庆型汤圆产品, 不断创新科技, 针对零售市场开发出“福”系列印字汤圆, 成为汤圆行业年度爆款, 针对餐饮市场开发出可通过吸管口径的小圆子系列, 并导入蜜雪冰城春节主推产品销售; 同时不断完善现有产品矩阵, 补充大黄米系列汤圆差异化口味、平价多彩、水晶系列汤圆等, 都取得了良好的市场反馈; 涮烤场景持续发力, 针对大型商超开展定制化产品需求供应, 保持较高增长。鲜食业务方面通过与战略伙伴的深化合作, 不断强化在米类、调理面类、沙拉类、烹调面包类以及预制菜肴类的研发和创新能力, 目前已经实现冷藏、冷冻、常温多温区组合发展模式。

2020 年, 公司变更统计口径, 将原先的水饺、汤圆、粽子、点心及面点类变更为速冻面米制品统一核算, 将涮烤等新产品纳入速冻调制食品统一核算。水饺、汤圆等速冻面米制品作为成熟产品, 保持较为稳定的毛利率, 2019 年水饺、汤圆、面点及其他、粽子占营收比重分别为 30.88%、29.89%、34.11%、4.91%, 毛利率分别为 34.57%、41.27%、29.07%、41.74%。变更统计口径后, 速冻面米制品保持较为稳定的收入增速及毛利率, 2022 上半年速冻调制食品收入增速及毛利率有一定下降, 速冻面米制品、速冻调制食品、冷藏及短保类产品 2022 年上半年营收分别为 34.22、3.27、0.41 亿元, 增速分别为 6.39%、-6.29%、-27.36%, 毛利率分别为 31.47%、14.75%、1.84%。未来随着高毛利创新产品的不断导入, 产品结构将持续优化, 产品毛利率有望持续好转。速冻调制产品毛利率下降, 一方面是由于原料成本上涨和人工制费增加, 另一方面公司通过渠道结构的优化, 经销商渠道占比提升, 改变了费用结构影

响了毛利率，未来随着速冻调制食品业务销量的增长，固定费用的摊薄及产品结构的优化，毛利率水平将会逐步提高。

图 29 分产品营收及增速

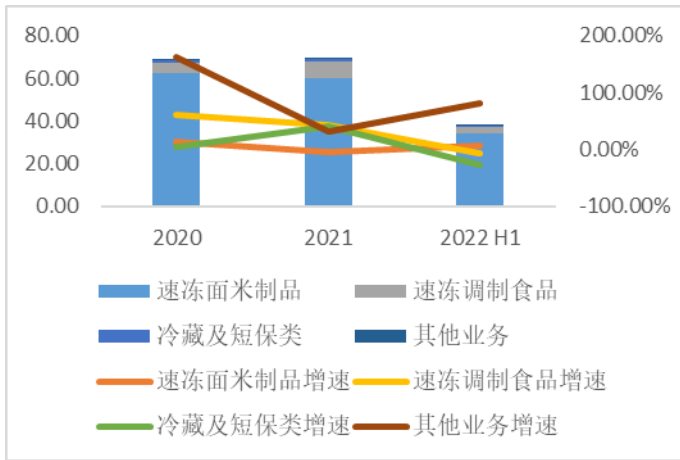
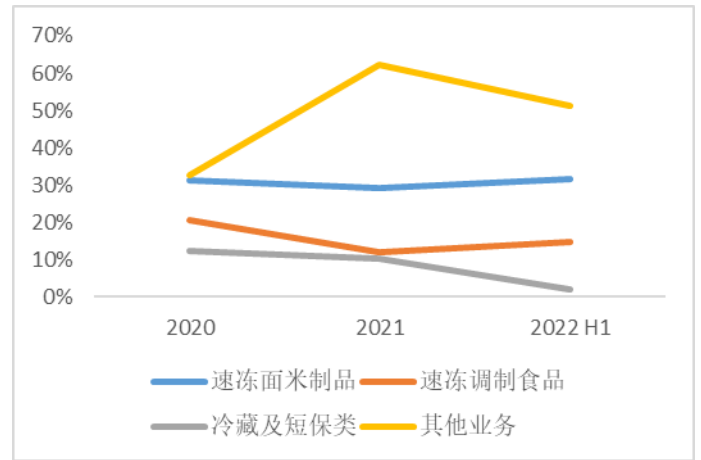


图 30 分产品毛利率情况



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

2022 年上半年，速冻面米制品、速冻调制食品、冷藏及短保类产品销量分别为 33.34、2.30、0.26 万吨，分别较上期增长 6.77%、9.77%、-26.18%。今年上半年，产品产销率大幅上涨，上述产品产销率依次为 136.48%、212.19%、110.98%。

图 31 分产品销量及增速情况

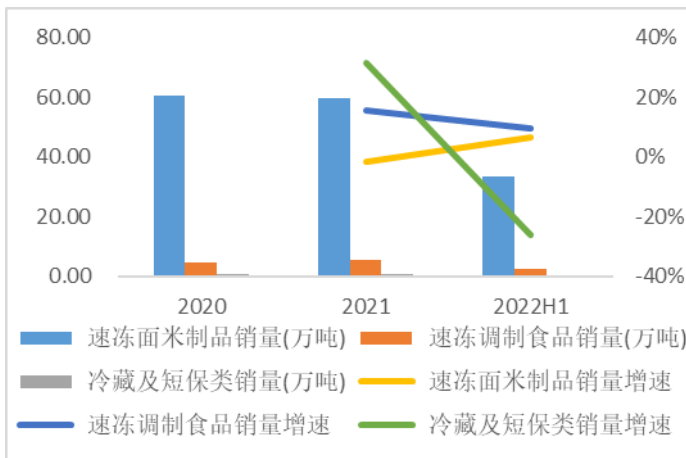
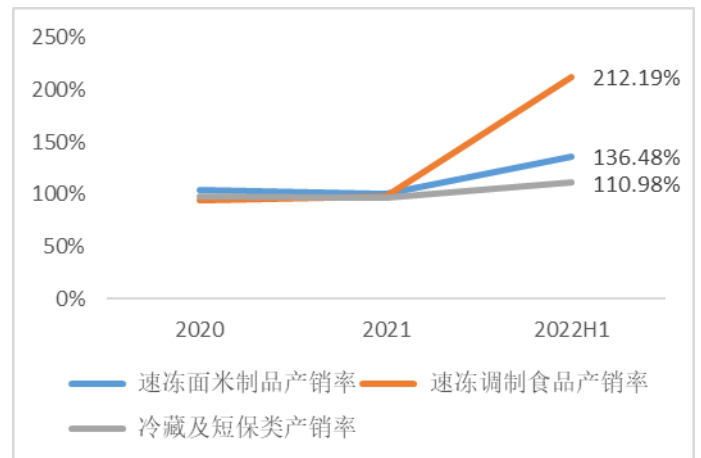


图 32 分产品产销率



数据来源：同花顺 iFinD，华通证券研究部

公司的生产模式主要包括公司自主生产和委托加工两种类型，目前在郑州、成都、天津、太仓、佛山等地建有生产基地。2021 年 11 月，公司公告称将在郑州航空港经济综合实验区建设三全食品新基地项目，项目投资 24 亿元，建设内容包括：(1)60 万立方米智能冷链仓储物流系统项目；(2) 年产 50 万吨速冻米面食品制造项目；(3) 20 万吨涮烤产品制造项目；(4) 30 万吨餐饮产品制造项目；(5) 10 万吨自加热套餐及专供项目；(6) 日产 20 万份鲜食、航食等团餐及 711 市配项目；(7) 技术研发与动力车间，生产及生活配套（含职工公寓）等。此外根据公司年报，公司在建产能总计 235,000 吨，公司目前产能利用率 85.08%，产品产销率始终处于高位，预计随着在建产能的逐步投产，高毛利的创新产品以及旺盛的市场需求，

有望带动公司业绩持续好转。

表 3 产能情况

项目	设计产能 (吨)	实际产能 (吨)	产能利用率	在建产能 (吨)
公司供应链	769,371.00	654,555.59	85.08%	235,000.00

数据来源：公司年报，华通证券研究部

2.3.3 渠道优势

公司不断加大线上业务的投入，满足消费者需求。公司在线上渠道采取直营加经销商授权的模式进行销售，线上销售业务目前分为四个部分：一是线上电商平台，例如京东、天猫；二是生鲜电商，例如叮咚买菜、朴朴；三是社区电商，例如兴盛优选、美团优选；四是基于卖场的到家业务，例如京东到家、淘鲜达、多点等。

公司线下销售分为经销模式和直营模式。其中，（1）经销模式是公司针对零售终端渠道、批发农贸渠道、酒店餐饮渠道、团膳渠道等授权经销商在指定的销售区域或范围内利用自有的渠道销售和配送公司的产品。公司通过经销商模式构建了覆盖全国各省、市、县的销售渠道和网络，确保产品可以迅速推广到全国各地的终端市场。（2）公司的直营模式主要分为两种：一是大型商超系统直营，公司每年直接与全国大型商超及区域连锁商超签订年度购销合同，公司根据商超的采购订单销售和配送货物，并按合同约定的账期与商超结算。二是大客户合作，公司向特定客户提供标准化半成品及个性化预制品供应服务，目前已与多家知名品牌餐饮连锁企业及大客户形成深度合作。

表 4 公司经销商数量变化

地区	2022 年上半年未经销商数量 (个)	2021 年末经销商数量 (个)	报告期内增加/减少数量 (个)	原因说明
东区	1,190	1,227	-37	渠道质量优化
南区	1,228	1,262	-34	渠道质量优化
西区	1,402	1,427	-25	渠道质量优化
北区	1,696	1,722	-26	渠道质量优化
总计	5,516	5,638	-122	

数据来源：公司公告，华通证券研究部

2020 年之前，公司将销售区划分为长江以南、长江以北进行销售统计，2020 年之后，公司将销售区进一步细化为北区、东区、西区以及南区，各销售区营收占比相对稳定，2022 年上半年，北区、东区、西区、南区营业收入分别为 14.42、8.83、7.59、7.37 亿元，较上年增长 6.19%、9.52%、1.76%、1.10%，毛利率依次为 29.99%、28.14%、31.21%、30.38%，2021 年受成本上涨及景气较 2020 年回落等因素影响下，各大销售区毛利率有所下降，2022 年公司推进传统渠道结构优化，新兴渠道增长及精细化管理市场费用效率，随着产品竞争力强的创新类产品对存量产品的替换，各销售区毛利率及营收增速稳步回升。

图 33 各销售区营收及增速

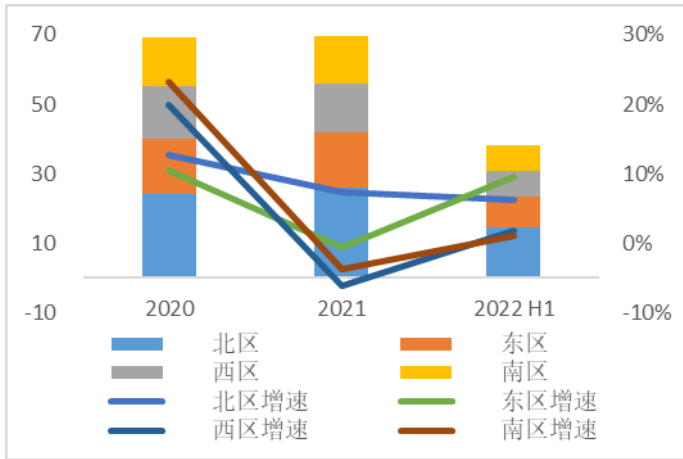
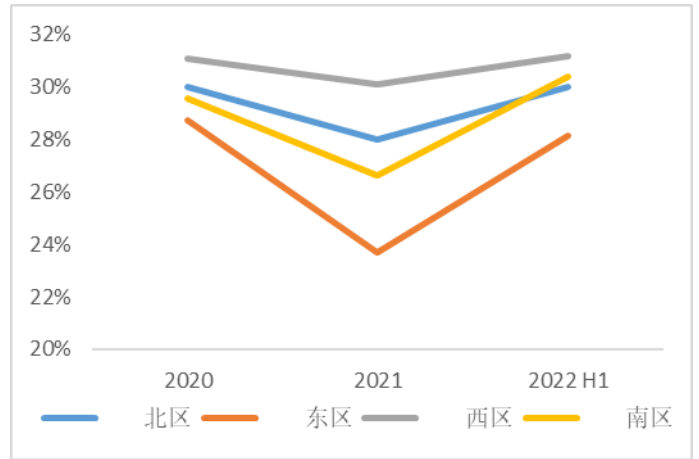


图 34 各销售区毛利率情况



数据来源: 同花顺 iFind, 华通证券研究部

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

对比可比公司运营效率。存货周转率方面，三全食品表现较为平稳，处于可比公司中第三位，三全食品、安井食品、巴比食品、味知香、千味央厨 2022 年三季度存货周转率依次为 3.26、2.36、10.97、9.03、4.85；应收账款周转率方面，由于味知香较其他公司有近 10 倍差距，此处剔除味知香进行对比，三全食品、安井食品、巴比食品、千味央厨 2022 年三季度应收账款周转率依次为 13.56、16.95、13.03、14.79；总资产周转率方面，三全食品处于可比公司第一位，三全食品、安井食品、巴比食品、味知香、千味央厨 2022 年三季度总资产周转率依次为 0.80、0.67、0.42、0.49、0.73。

图 35 可比公司存货周转率

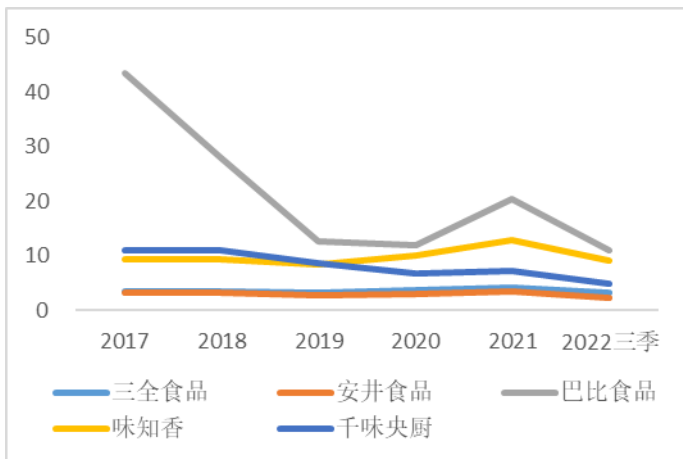


图 36 可比公司应收账款周转率

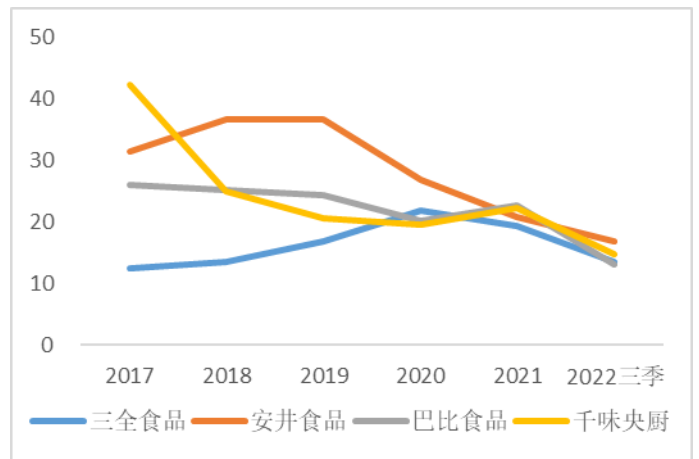
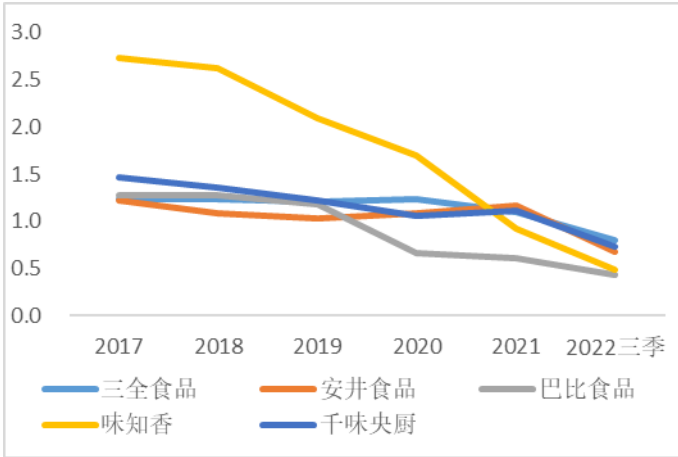


图 37 可比公司总资产周转率



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，三全食品销售费用率逐年降低，但处于较高水平，三全食品、安井食品、巴比食品、味知香、千味央厨 2022 (TTM) 销售费用率依次为 12.98%、7.79%、5.45%、3.42%、3.44%；管理费用率方面，三全食品管理费用率逐步下降并处于较低水平，上述公司 2022 (TTM) 管理费用率依次为 2.73%、3.25%、7.01%、3.77%、9.09%；财务费用率方面，各公司均处于较低水平，上述公司 2022 (TTM) 财务费用率依次为 -0.12%、-0.46%、-2.34%、-1.62%、0.07%。

图 38 可比公司销售费用率

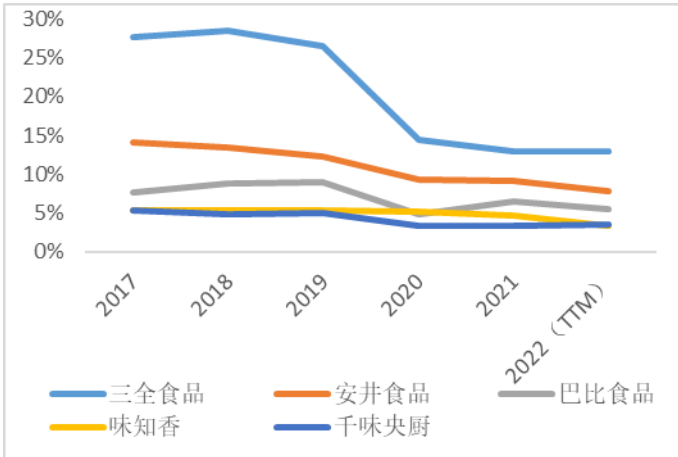


图 39 可比公司管理费用率

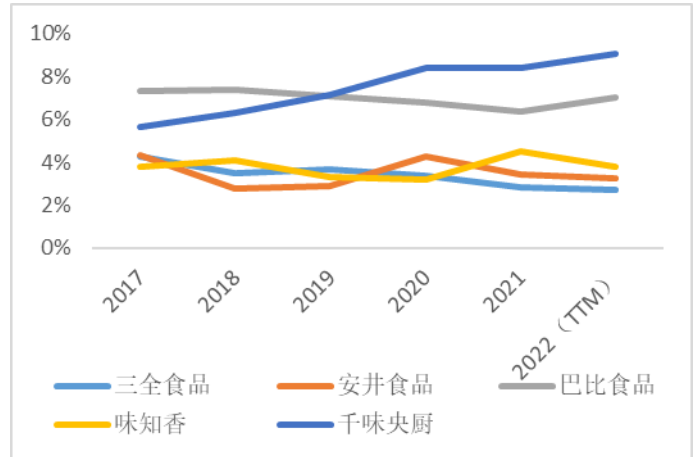
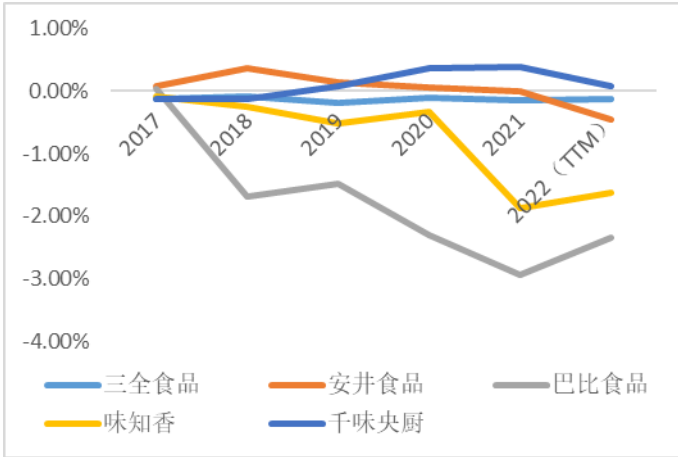


图 40 可比公司财务费用率



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面,三全食品毛利率始终高于可比公司,上述公司 2022 (TTM) 毛利率依次为 28.94%、21.43%、27.79%、23.76%、22.94%;净利率方面,三全食品净利率逐步提升,2020 年超越安井食品、千味央厨后,近几年净利率处于第三位,上述公司 2022 (TTM) 净利率依次为 10.85%、7.83%、14.64%、17.53%、7.11%;净资产收益率方面,近两年三全食品 ROE 高于可比公司,三全食品、安井食品、巴比食品、味知香、千味央厨 2022 (TTM) ROE 依次为 21.72%、7.80%、11.22%、11.89%、10.05%。

图 41 可比公司毛利率对比

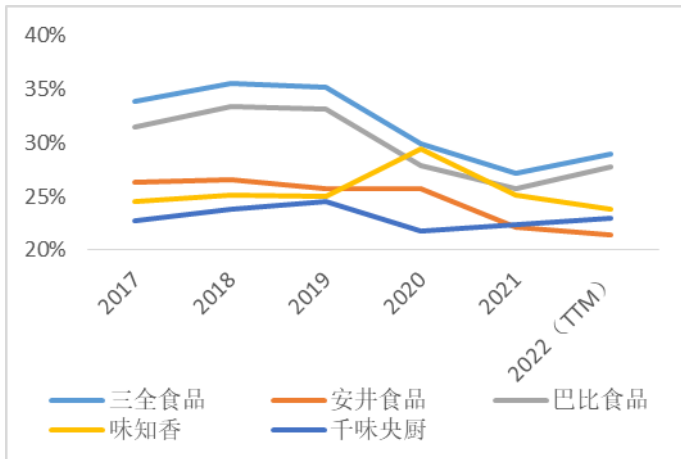


图 42 可比公司净利率对比

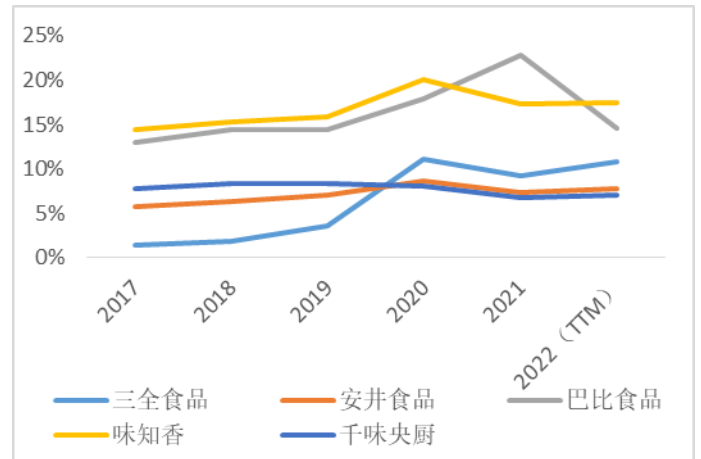
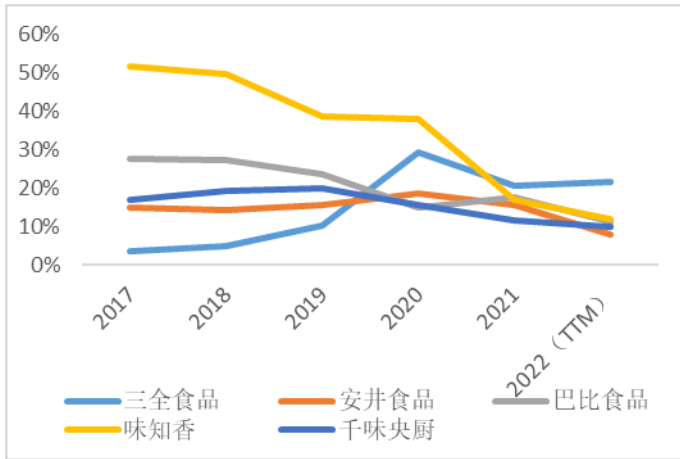


图 43 可比公司净资产收益率对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

三、2022-2024 年公司整体业绩预测

关键假设：

1. 未来随着产品品类的不断丰富，新产品上市将带动营收增长，同时销量上升带来新品规模效应提升，新产品毛利率将有所上升，此外，传统产品的优化升级，高毛利创新产品带来的新老产品结构优化，预计将带来 2023 及 2024 年整体毛利率上升；

2. 结合以往年份、2022 年中报及三季报数据，将速冻面米制品、速冻调制食品、冷藏及短保类、其他业务的 2022 年收入增长预测设为 7%、-3%、-27%、83%；考虑速冻米面制品基本成熟，其他产品增速较快，参考往年数据进行预测，将 2023 及 2024 年上述产品的收入增长设定为 9%、45%、15%、40%。

3. 结合 2022 年中报及三季报数据，将 2022 年上述各产品毛利率设定为 32%、15%、2%、52%，结合往年毛利率数据，由于各产品毛利率基本稳定，综合考虑，将 2023 及 2024 年上述产品毛利率设定为 34%、20%、10%、60%。

表 5 2022-2024 年公司收入预测

业务	项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
速冻面米制品	收入 (亿元)	60.32	64.54	70.35	76.68
	YOY	-3.19%	7.00%	9.00%	9.00%
	成本 (亿元)	42.73	43.89	46.43	50.61
	毛利率	29.16%	32.00%	34.00%	34.00%
速冻调制食品	收入 (亿元)	7.46	7.24	10.49	15.21
	YOY	41.96%	-3.00%	45.00%	45.00%
	成本 (亿元)	6.57	6.15	8.39	12.17
	毛利率	11.93%	15.00%	20.00%	20.00%
冷藏及短保类	收入 (亿元)	1.23	0.90	1.03	1.19
	YOY	40.15%	-27.00%	15.00%	15.00%
	成本 (亿元)	1.10	0.88	0.93	1.07



	毛利率	10.13%	2.00%	10.00%	10.00%
其他业务	收入 (亿元)	0.42	0.77	1.08	1.51
	YOY	32.72%	83.00%	40.00%	40.00%
	成本 (亿元)	0.16	0.37	0.43	0.60
	毛利率	62.10%	52.00%	60.00%	60.00%
合计	收入 (亿元)	69.43	73.45	82.95	94.59
	YOY	0.98%	5.78%	12.94%	14.03%
	成本 (亿元)	50.57	51.29	56.19	64.45
	毛利率	27.17%	30.17%	32.27%	31.86%

我们预计公司作为速冻食品行业龙头企业，将受益于行业整体增长趋势。2022 年受疫情因素影响，公司餐饮渠道收入增长不及预期，未来随着疫情的放开以及感染人群的好转，公司餐饮渠道收入有望恢复，未来在公司新品类开发、新渠道布局的双重利好推动下，公司依托长期品牌优势，零售市场以及餐饮市场的双重需求将带动营收及毛利逐步增长。我们预计 2022-2024 年营业收入分别为 73.45、82.95、94.59 亿元，同比增长 5.78%、12.94%、14.03%，净利润分别为 7.88、8.83、9.74 亿元，对应 EPS 分别为每股 0.90、1.01、1.11 元，12 月 22 日股价对应 PE 分别为 20.62、18.38、16.72 倍。

四、公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

对比 PE (TTM) 估值百分位，12 月 22 日公司 PE(TTM) 为 20.89，PE (TTM) 百分位为 16.76%，目前 PE 低于过去三年内 83.24% 期间的历史表现。

对比申万三级行业均值、行业中值，同时综合考虑公司规模等因素，选取预加工食品领域安井食品、巴比食品、味知香、千味央厨作为可比公司，以 2022 年 12 月 22 日数据为基准，可看出三全食品在预加工食品领域 PE 水平处于较低水平。

图 44 公司 PE(TTM) 估值百分位

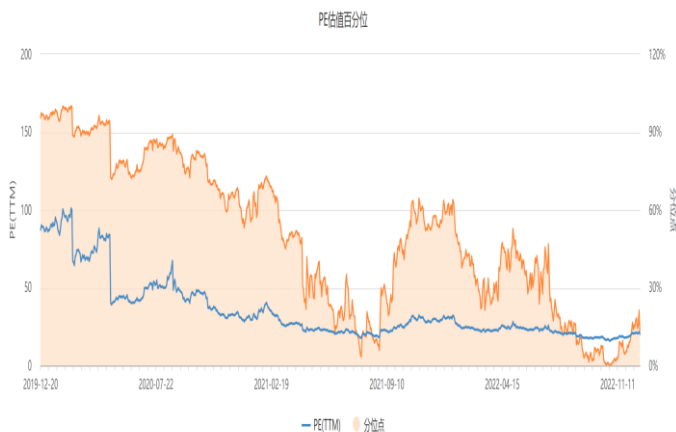
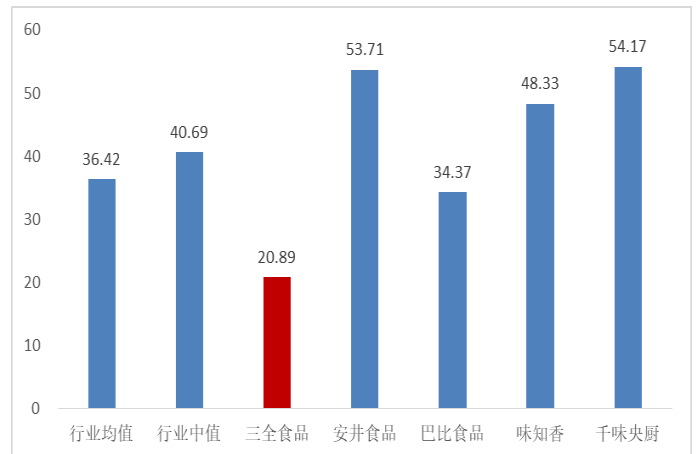


图 45 可比公司及行业 PE(TTM) 对比



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

目前可比公司安井食品、巴比食品、味知香、千味央厨 2022 年预期 PE 分别为 45.46、33.26、44.97、54.17 倍，申万三级行业预加工板块行业平均、行业中值的预期估值水平分别为 35.79、33.26 倍，均高于公司估值水平，考虑到三全食品在预加工食品的品牌优势、中长期成长确定性，给予公司 2022 年 PE 估值 23-35 倍，对应目标价 20.70-31.50，对应当前股价有 11.53%-69.72% 的上涨空间。

表 6 可比公司估值表（截止 2022 年 12 月 22 日）

	最新收盘价	EPS				PE				PB(MRQ)	PS(TTM)
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
行业均值 (整体法)	42.70	0.77	0.99	1.25	1.52	47.01	35.79	28.47	23.35	3.93	3.23
行业中值	24.66	0.99	0.92	1.16	1.42	30.28	33.26	26.56	21.65	3.92	2.36
安井食品	160.79	2.84	3.60	4.63	5.79	61.18	45.46	35.30	28.23	4.10	4.08
巴比食品	30.76	1.27	0.92	1.16	1.42	27.52	33.26	26.56	21.65	3.92	5.15
味知香	67.89	1.45	1.51	1.93	2.40	71.51	44.97	35.19	28.35	5.45	8.04
千味央厨	63.49	1.25	1.17	1.55	2.02	57.00	54.17	40.87	31.39	5.45	3.89

数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

4.2. PEG 模型

根据业绩预测，公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.90、1.01、1.11，公司动态 PE 为 23.28，对应 PEG 为 1.90，根据东方财富数据，安井食品、巴比食品、味知香、千味央厨 2022 年预测 PEG 为 0.87、-1.24、2.90、3.59。

4.3. DCF 模型

我们以预测的 2022-2024 年 EPS 分别为 0.90、1.01、1.11 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 25.70 元。

表 7 DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	2.78	19.59	22.37
组合二	8.00%	4.00%	2.78	24.73	27.51
组合三	8.00%	5.00%	2.78	33.29	36.07
组合四	9.00%	3.00%	2.75	16.03	18.78
组合五	9.00%	4.00%	2.75	19.42	22.18
组合六	9.00%	5.00%	2.75	24.51	27.27
平均					25.70

数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

估值说明：（1）永续增长率采用略低于 GDP 增长率；

（2）DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；

- (3) 预测期间为2022-2024年，永续期自2025年开始；
- (4) 考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

四季度是速冻行业传统销售旺季，叠加今年春节提前，春节备货以及疫情影响下消费者对速冻产品的消费习惯有望延续，将刺激家庭端的消费需求；餐饮端，随着疫情的放开，公司餐饮渠道有望随餐饮行业的复苏迎来业绩好转。成本费用端，今年猪肉价格下行以及公司三费管控能力较强，以及高毛利新产品的推出，有望推动公司毛利率净利率持续改善。

目前我国速冻行业产品品类较日本等国家仍有较大差距，长期看，随着公司新产品的开发以及新渠道的布局，公司营收有望持续增长，传统产品的优化升级，高毛利创新产品对存量产品的替代，以及新产品销量提升带来的规模效应，将带来公司业绩的稳步增长。

5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 23.36 元/股，对应 2022 年 PE 为 26 倍。2022 年 12 月 22 日收盘价 18.56 元为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 25.86% 的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“推荐（首次）”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15% 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5% 以上

基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

七、风险提示

1、原材料价格风险

公司主要原材料为肉类、面粉、糯米粉、蔬菜、芝麻、花生等农副产品，公司存在由于主要原材料价格发生变动而导致的经营业绩波动的风险。



2、食品安全风险

公司产品主要是速冻食品，对储藏、运输、销售环节温度环境有特殊要求的产品，产品升温解冻会造成变质发霉。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
货币资金	716.53	1,140.89	1,666.32	2,024.42	
应收和预付款项	503.57	467.37	627.21	621.40	
存货	1,270.25	1,235.04	1,509.46	1,638.90	
其他流动资产	1,025.00	1,025.00	1,025.00	1,025.00	
长期股权投资	252.28	252.28	252.28	252.28	
投资性房地产	69.12	69.12	69.12	69.12	
固定资产和在建工程	1,877.16	1,939.44	1,995.19	2,240.98	
无形资产和开发支出	250.67	203.96	173.32	142.67	
其他非流动资产	118.23	81.55	79.95	79.95	
资产总计	6,082.82	6,414.65	7,397.86	8,094.73	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付和预收款项	1,739.45	1,560.22	1,989.75	1,982.80	
长期借款	30.00	30.00	30.00	30.00	
其他负债	1,080.14	1,045.04	1,045.04	1,239.05	
负债合计	2,849.59	2,635.26	3,064.80	3,251.86	
股本	879.18	879.18	879.18	879.18	
资本公积	268.37	268.37	268.37	268.37	
留存收益	2,085.58	2,633.22	3,187.94	3,699.20	
归属母公司股东权益	3,233.14	3,780.77	4,335.50	4,846.76	
少数股东权益	0.10	-1.39	-2.44	-3.89	
股东权益合计	3,233.24	3,779.39	4,333.06	4,842.87	
负债和股东权益合计	6,082.82	6,414.65	7,397.86	8,094.73	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
税后经营利润	633.86	684.88	766.08	861.85	
折旧摊销	156.92	130.53	137.00	141.87	
净营运资金增加	152.02	-107.81	-4.73	-130.57	
经营活动产生现金流量净额	955.42	726.51	910.94	872.56	
投资活动产生现金流量净额	-568.02	-74.42	-77.14	-81.93	
融资活动产生现金流量净额	-491.35	-227.72	-308.37	-432.53	
现金净增加额(减)	-103.97	424.36	525.43	358.10	
估值和财务指标汇总					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
EBIT	802.71	987.41	1,101.20	1,206.13	
EBITDA	959.63	1,117.94	1,238.19	1,348.00	
NOPLAT	508.83	673.45	749.64	837.00	
税前经营利润	657.21	870.38	973.58	1,095.29	
EPS	0.73	0.90	1.01	1.11	
BPS	3.68	4.30	4.93	5.51	
PE	25.23	20.62	18.38	16.72	
PB	5.00	4.28	3.73	3.34	
PS	2.33	2.20	1.95	1.71	
PCF	16.92	22.25	17.75	18.53	
EV/EBIT	19.29	15.25	13.21	11.77	
EV/EBITDA	16.13	13.47	11.75	10.53	
EV/NOPLAT	30.43	22.36	19.40	16.96	
EV/IC	6.08	5.64	5.37	4.94	
ROIC-WACC	9.01%	15.31%	16.92%	19.75%	
股息率%	2.97	1.50	2.04	2.87	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
营业收入	6,943.44	7,344.51	8,295.23	9,459.09	
减: 营业成本	5,056.92	5,128.85	5,618.55	6,445.33	
营业税金及附加	58.24	61.60	69.58	79.34	
营业费用	901.20	954.79	1,283.04	1,464.47	
管理费用	196.78	242.00	262.90	293.18	
财务费用	-9.36	-13.15	-19.37	-29.86	
研发费用	54.87	55.65	62.06	72.40	
资产减值损失	26.04	33.43	33.49	30.99	
加: 投资收益	9.06	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损益	-0.22	0.00	0.00	0.00	
其他经营损益	-1.54	-10.96	-11.40	-7.97	
营业利润	666.06	870.38	973.58	1,095.29	
加: 其他非经营损益	147.21	131.56	148.52	142.43	
利润总额	813.27	1,001.94	1,122.09	1,237.71	
减: 所得税	173.33	213.54	239.15	263.79	
净利润	639.94	788.40	882.95	973.93	
减: 少数股东损益	-0.90	-1.48	-1.05	-1.45	
归属母公司股东净利润	640.84	789.88	884.00	975.38	
EBIT	802.71	987.41	1,101.20	1,206.13	
EBITDA	959.63	1,117.94	1,238.19	1,348.00	
主要财务比率					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
收益率					
毛利率	27.17%	30.17%	32.27%	31.86%	
三费/营业收入	15.68%	16.12%	18.40%	18.27%	
EBIT/营业收入	11.56%	13.44%	13.28%	12.75%	
EBITDA/营业收入	13.82%	15.22%	14.93%	14.25%	
销售净利率	9.22%	10.73%	10.64%	10.30%	
资产获利率					
ROE	19.82%	20.89%	20.39%	20.12%	
ROA	13.20%	15.39%	14.89%	14.90%	
ROIC	20.14%	26.45%	28.05%	30.89%	
增长率					
销售收入增长率	0.25%	5.78%	12.94%	14.03%	
EBIT 增长率	-16.22%	23.01%	11.52%	9.53%	
EBITDA 增长率	-13.03%	16.50%	10.76%	8.87%	
净利润增长率	-16.64%	23.20%	11.99%	10.30%	
总资产增长率	12.71%	5.46%	15.33%	9.42%	
股东权益增长率	8.01%	16.94%	14.67%	11.79%	
经营营运资本增长率	-33.78%	48.23%	4.14%	39.73%	
资本结构					
资产负债率	46.85%	41.08%	41.43%	40.17%	
投资资本/总资产	41.86%	41.66%	36.63%	35.50%	
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	1.33	1.57	1.67	1.84	
速动比率	0.85	1.07	1.15	1.27	
股利支付率	74.83%	30.67%	37.25%	47.58%	
收益留存率	25.17%	69.33%	62.75%	52.42%	
资产管理效率					
总资产周转率	1.21	1.18	1.20	1.22	
固定资产周转率	4.02	4.18	4.68	5.18	
应收账款周转率	19.43	19.43	19.43	19.43	
存货周转率	4.09	4.09	4.09	4.09	

数据来源：公司公告，华通证券研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究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本公司的当然客户。
3. 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，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。