

粮油全链条服务加速，冷链需求向好

华泰研究

2022年11月16日 | 中国内地

首次覆盖

建筑设计及服务

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

21.44

研究员 方晏荷
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

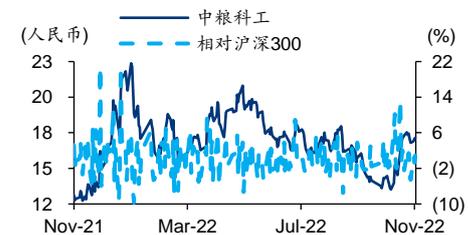
研究员 黄颖
SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293 +(86) 21 2897 2228

研究员 张艺露
SAC No. S0570520070002 zhangyilu@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(人民币)	21.44
收盘价(人民币 截至11月16日)	17.11
市值(人民币百万)	8,765
6个月平均日成交额(人民币百万)	97.60
52周价格范围(人民币)	12.25-22.87
BVPS(人民币)	3.50

股价走势图



资料来源: Wind

粮食安全+冷链强化双轮驱动，首次覆盖“买入”评级

公司是粮油和冷链物流领域领先的专业工程服务商，起源于粮食部、商业部，隶属中粮集团。粮油领域受益粮食安全战略，粮仓建设迎来高峰期、粮油加工集约化持续提升，公司凭借设计优势，积极拓展机电工程、丰富设备制造，形成全产业链服务优势；冷链物流受益行业需求向好，设计业务继续较快增长，且成功切入冰雪工程实现横向延伸，未来亦有望复制粮油领域路径实现产业链纵向延伸。我们预计公司22-24年归母净利润为2.19/3.12/4.35亿，可比公司23年Wind一致预期PEG为0.74x，考虑到公司所处细分行业景气度高于可比，22-24年归母净利CAGR约39%（行业均值26%），认可给予公司23年0.9xPEG，目标价21.44元，首次覆盖给予“买入”评级。

粮食仓储迎投资高峰，粮食加工集中度持续提升

粮食安全驱动粮仓建设加快补足，且国有企业将进一步取代私企提升仓储能力。以中储粮为例，2020年底总仓容、罐容超过1亿吨，约占全社会1/5，“十四五”将启动大规模建仓工程，21-23年计划增加储备仓容3000万吨，约占现有总仓容1/3，约为“十三五”新增的4.1倍。粮油加工涉及品类多样，通常可平抑单一品种投资波动，消费升级叠加粮食加工业继续向规模化、集约化转变，行业集中度持续提升，有望带动生产线改扩建需求平稳增长。

冷链物流需求向好，预计“十四五”仍将维持较快增长

2021年我国冷库总量8210万吨，17-21年CAGR约14.5%，但冷链物流基础设施与发达国家比仍有显著差距，2020年我国城市人均冷库容量约美国的1/4；2021年果蔬类/肉类/水产品类流通率22%/34%/41%（发达国家95%-100%）；损耗率10%-19%/7%/9%（发达国家5%）。2021年11月国务院发布首个冷链物流行业五年规划，从顶层确立了发展的重要性，据CBRE，21-25年中国高标冷库需求复合增速13.5%。据全国11个省级行政区《冷链物流发展规划》，多数冷库库容规划年复合增速在7%-15%区间。

公司未来发展多频共振，高增长可期

行业层面受益粮油、冷链物流领域较好景气驱动，叠加公司层面：1）积极提升市占率，据我们测算，公司20年粮油/冷链领域设计市占率0.7%/6.8%，随着国企投资占比增加、上市动力增强，市占率有望获得提升；2）向机电工程延伸，21年公司粮油领域设计到机电工程订单转化率约44%，仍有较大提升空间。预计公司22-24年营收增速36%/26%/28%，随着23年各项业务毛利率水平优化，预计归母净利增速为35%/43%/39%。

风险提示：粮油领域投资不及预期；设计到机电工程转化率不及预期；粮油设备销售不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	2,041	2,170	2,948	3,715	4,753
+/-%	4.85	6.30	35.89	26.02	27.93
归属母公司净利润(人民币百万)	129.06	161.49	218.55	312.11	434.61
+/-%	47.75	25.12	35.34	42.81	39.25
EPS(人民币，最新摊薄)	0.25	0.32	0.43	0.61	0.85
ROE(%)	10.47	10.52	11.86	15.41	18.96
PE(倍)	67.91	54.28	40.10	28.08	20.17
PB(倍)	6.75	4.95	4.58	4.10	3.58
EV EBITDA(倍)	52.68	35.33	25.63	18.02	12.88

资料来源：公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心观点	3
核心逻辑.....	3
区别于市场的观点.....	3
中粮科工：农粮食品与冷链物流领先服务商	4
粮油行业：粮仓进入建设高峰期，粮油加工继续集约化发展	9
粮食仓储：粮食安全驱动新一轮投资周期.....	9
粮食加工：消费升级驱动需求平稳增长，行业集中度持续提升.....	13
粮油设备：基本实现自给自足，高端产品自主化率有望持续提升.....	17
冷链物流行业：基础设施建设需求仍将快速发展	18
公司看点：多频共振，高增长可期	23
设计咨询：粮油+冷链双轮驱动.....	23
粮油领域：短期受益粮仓建设增加，长期粮油领域市占率有望持续提升.....	24
冷链物流：长期需求较好，成功切入冰雪工程.....	26
机电工程：积极拓展延伸产业链，打开新的增长点.....	28
设备制造：并购提升业务协同能力，扩产后有望增厚业绩.....	29
目标价 21.44 元，首次覆盖给予“买入”评级	33
历史复盘：经营表现好+市场低风险偏低+粮食安全催化=显著超额收益.....	33
盈利预测与估值.....	33
风险提示.....	35

核心观点

核心逻辑

公司是粮油和冷链物流领域领先的专业工程服务商，起源于粮食部、商业部，隶属中粮集团，特别在下游国有企业客户中具备较强竞争优势。“十四五”行业受益粮食安全战略发展、冷链物流领域较好景气驱动，叠加公司层面积极有为，形成 α 和 β 同频共振，有望实现高增长：

- 1) 积极提升设计业务市占率，据我们测算，公司 20 年粮油/冷链领域设计市占率仅 0.7%/6.8%，随着行业国企投资占比增加、上市后动力增强，市占率有望获得提升。
- 2) 向机电工程延伸，据我们测算，公司 21 年粮油领域设计到机电工程订单转化率约 44%，仍有较大提升空间，且未来冷链物流领域亦有望复制粮油领域路径实现产业链纵向延伸。

两大核心业务均迎来扩张期，预计公司 22-24 年营收增速 36%/26%/28%，随着 23 年各项业务毛利率水平优化，预计归母净利增速为 35%/43%/39%。

区别于市场的观点

市场对于公司的业务分拆无清晰认知，对核心成长驱动的理解存在多种差异，我们认为公司高增长并非来源于单一驱动，且更多归因于公司自身的积极扩张，实现产业链延伸、市占率提升。基于我们对公司 2021 年业务的分拆测算（总收入 21.7 亿）：1) 粮油行业收入 16.78 亿（占比 77.4%），其中设计收入 2.60 亿（占比 12.0%）、机电工程收入 8.83 亿（占比 40.7%）、设备制造收入 3.46 亿（占比 16.0%）；2) 冷链物流主要由华商国际开展收入 4.66 亿（占比 21.50%），主要包含设计收入 2.70 亿（占比 12.4%）、工程承包收入 1.76 亿（占比 8.1%）。我们认为公司高增长并不来源于单一驱动，短期粮仓建设投资增加、国企投资占比提升，提振粮仓设计业务，但其收入占比预计不足 5%；而机电工程、设备制造业务的增长更多来源于公司层面积极进行产业链延伸；冷链物流领域，通过积极提升市占率，得以获得高于行业需求的增长。

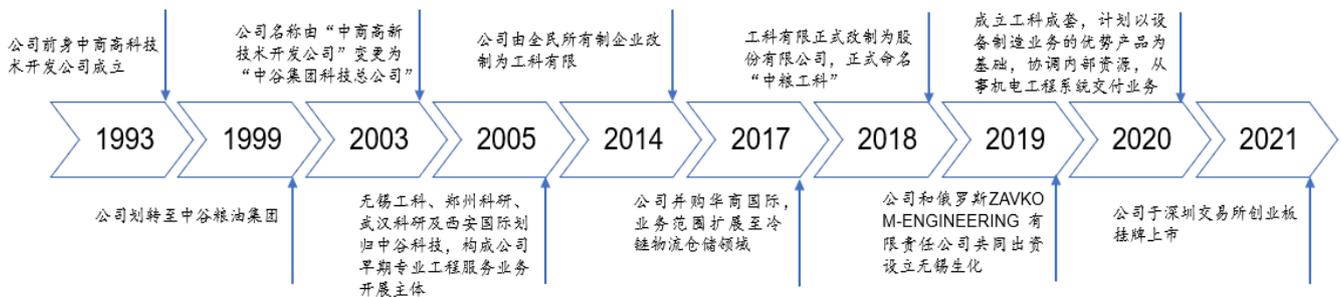
市场认为公司在粮油专业工程服务中市占率较高，业绩增长受行业投资周期影响较大，担忧成长持续性，我们认为实际市占率较低，有较大提升空间，同时长期来看亦可通过产业链延伸、拓展新领域寻求增长点。根据我们测算，公司 2020 年粮油领域设计市占率约 0.7%，在国企客户中具有较强的品牌优势，在粮食安全战略下，未来随着粮食领域投资主体更多向国企转变，公司市占率有较大提升空间。以中储粮粮仓建设为例，“十三五”期间新增仓容约 730 万吨，估算总投资 164 亿元，年均约 33 亿元，占谷物仓储行业投资比例低于 5%，而中储粮 2021-2023 年计划增加储备仓容 3000 万吨，预计 2021-2023 年粮仓建设年均投资约 225 亿，占行业投资比例有望提升至 15%，有利于带动公司提升粮食仓储领域市占率；此外，粮油加工领域涉及品类多，扩充业务领域通常可平抑单一品种投资波动，消费升级叠加粮食加工业继续向规模化、集约化转变，带动生产线改扩建投资需求平稳增长，公司有望凭借在头部厂商中的品牌优势，实现市占率提升水平超过业主集中的速度。冷链物流中期受益行业需求向好，设计业务有望继续较快增长，长期来看当前已成功切入冰雪工程实现横向延伸，未来亦有望复制粮油领域路径实现产业链纵向延伸打造新的增长点。

中粮科工：农粮食品与冷链物流领先服务商

中粮科工是我国粮油食品及冷链物流等领域一流的综合性工程服务商及设备制造商，专业从事粮油行业（以小麦、稻米、油脂油料、玉米、杂粮及其他农产品为原料，从收获、预处理、仓储物流到加工及精深加工的全产业领域）及冷链物流行业技术领域的工程咨询设计、机电工程系统交付及装备制造等业务。

公司隶属世界 500 强企业——中粮集团，由原国内贸易部无锡、北京、郑州、西安、武汉五家科学研究设计院整合发展而成，五家院所建立于 20 世纪 50-60 年代。1993 年，公司前身中商高新技术开发公司成立，是由原内贸部粮食、商业和供销三部门出资合办的国有企业。1999 年，中商高新技术开发公司正式划转至中谷粮油集团公司。2014 年 4 月 11 日，中谷科技由全民所有制企业改制为工科有限。2017 年，公司并购华商国际，业务拓展至冷链物流仓储领域。2018 年 8 月 28 日，工科有限正式改制为股份有限公司，名称为“中粮工程科技股份有限公司”。2021 年 9 月 9 日，公司于深圳交易所创业板挂牌上市。2022 年 9 月 21 日，公告更名为中粮科工股份有限公司。

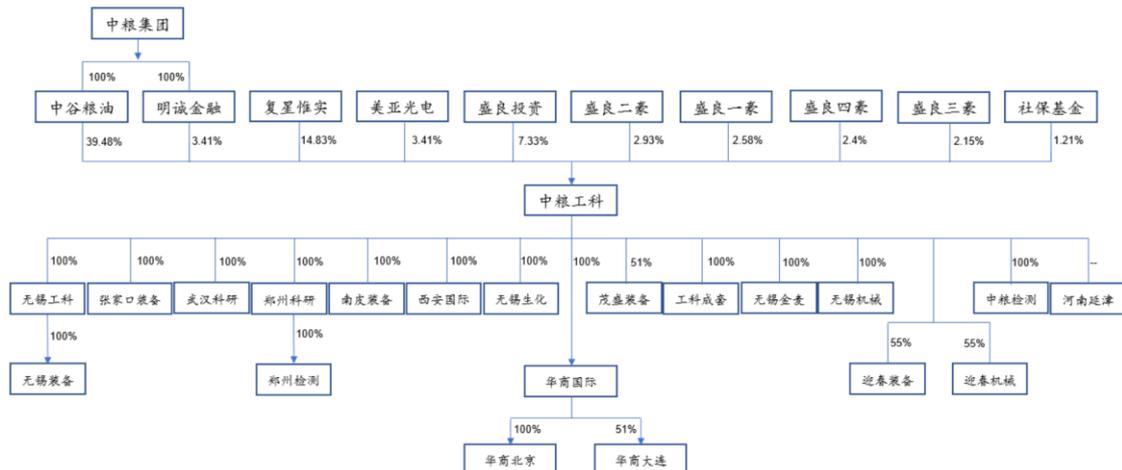
图表 1：中粮科工历史沿革



资料来源：中粮科工官网、招股说明书、华泰研究

实际控制人中粮集团通过中谷粮油集团有限公司和深圳市明诚金融服务有限公司间接持有公司 42.89% 股份，其中控股股东中谷粮油持有公司 39.48% 股份，深圳明诚金融持有公司 3.41% 股份。盛良投资，盛良一、二、三、四豪投资均为公司员工持股平台，且为一致行动人，持股比例分别为 7.33%/2.93%/2.58%/2.40%/2.15%。

图表 2：中粮科工股权结构



注：截至 2022 年 11 月 2 日
资料来源：Wind、华泰研究

公司采取“总部+专业事业部+子公司”的管理模式，在各专业领域建立品牌优势。在各家子公司既有的业务基础上，公司整合同类业务资源，成立优势专业事业部，作为业务协同的日常管理机构，人员主要由总部调拨，负责协调优势专业事业部下属的子公司的业务承揽、招投标事宜，提升协同效应、避免重复投入和无效投入，目前已成立面粉、油脂、仓储物流、冷链物流、生化和装备等 6 个事业部。

图表3：中糧科工重要子公司业务情况

事业部	对应子公司	2020 年净利润 (万元)	主营业务
面粉事业部	无锡工科	3,208	专业从事粮油相关领域的应用技术开发、工程咨询、工程设计、工程总承包、工程监理。
	张家口装备	1,802	专业从事磨粉机等粮油相关机械设备的制造和销售。
油脂事业部	无锡工科	3,208	专业从事粮油相关领域的应用技术开发、工程咨询、工程设计、工程总承包、工程监理。
	南皮装备	28	专业从事油脂加工机械等粮油相关机械设备的制造和销售。
仓储物流事业部	郑州科研	2,644	专业从事粮食流通工程设计及工程总承包。
	茂盛装备	609	专业从事粮油机械及其他农业机械的生产销售。
冷链物流事业部	华商国际	3,072	专业从事冷库设计、肉食工程设计、建筑设计及工程总承包。
生化事业部	无锡生化	217	专业从事氨基酸、淀粉、糖等行业工程设计和机电总承包。
	西安国际	457	专业从事油脂加工领域的工程设计、技术咨询。
	武汉科研	2,299	专业从事粮油等农副产品加工，饲料工程和动物营养、产品质量检测等农业和食品工程技术及装备的研究开发以及工程设计、工程总承包。
装备事业部	张家口装备	1,802	专业从事磨粉机等粮油相关机械设备的制造和销售。
	南皮装备	28	专业从事油脂加工机械等粮油相关机械设备的制造和销售。
	无锡装备	928	专业从事粮油机械设备的制造和销售。
	工科成套	20	专业从事粮油工程成套设备的销售等。

资料来源：公司公告、华泰研究

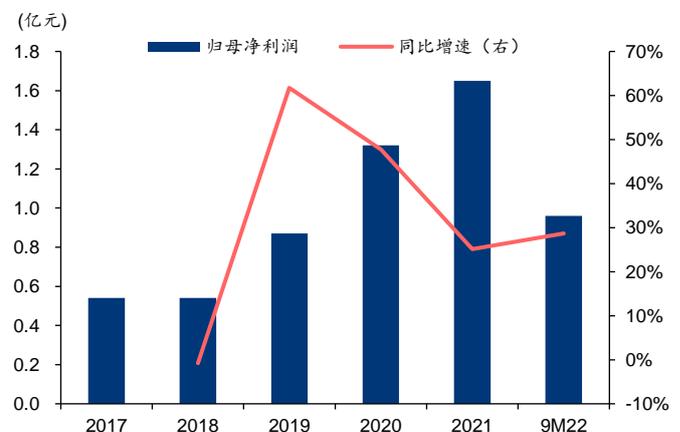
公司近年由于业务结构调整收入增速有所放缓，但业绩稳步增长。2018-2021 年收入、归母净利润 GAGR 分别为+18.89%/+32.32%，2020 年 3 月 1 日《总承包管理办法》实施后，公司减少承接新的工程总承包业务，因此 2020 年以来毛利率较低的工程承包业务不断减少使得总收入增速放缓，但高毛利的技术咨询业务占比提升，归母净利润维持较好增长。2021 年随着公司上市、疫情影响逐渐消退，在“十四五”国家粮食安全战略和持续增长的粮食需求的影响下，公司订单显著增长促进 22 年前三季度收入高增，22H1 公司实现营收/归母净利润 10.23/0.72 亿元，同比+44.05%/+39.36%，9M22 实现营收/归母净利润 16.17/0.96 亿元，同比+43.63%/+28.66%，Q3 归母净利润短暂受税率影响低于收入增速，Q4 有望好转。

图表4：2017-9M22 中糧科工收入及同比增速



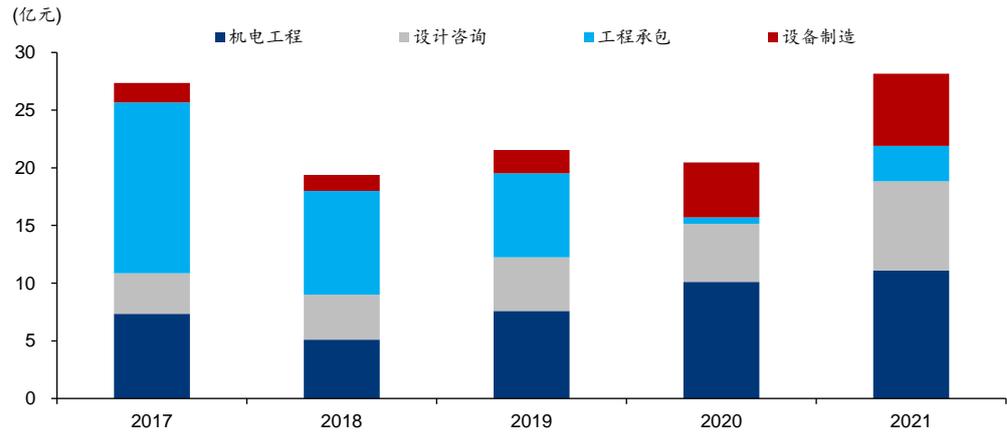
资料来源：公司公告、华泰研究

图表5：2017-9M22 中糧科工归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

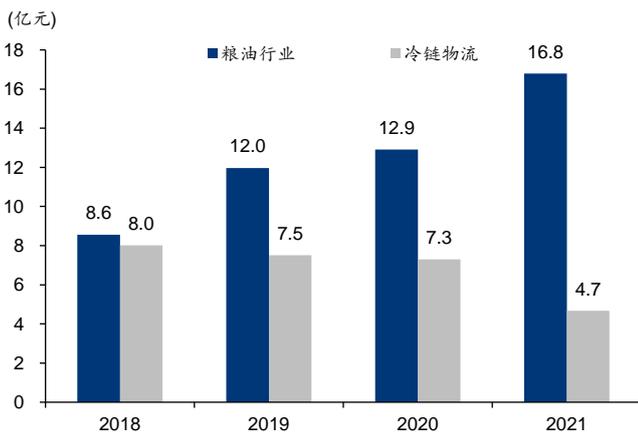
图表6：2021年公司新签订单实现大幅增长，奠定2022年高速增长基础



资料来源：公司公告、华泰研究

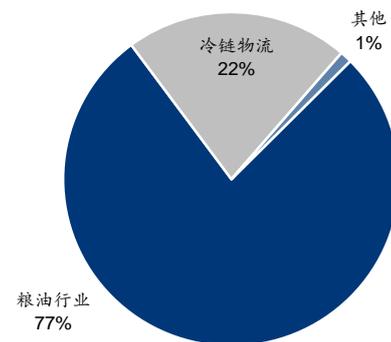
公司主营业务按下游服务领域分，粮油行业2021年贡献主要收入达77.36%，其次冷链物流行业收入占比21.50%。2018-2021年公司粮油领域收入维持增长，冷链物流收入自2019年以来持续下降，主要系工程总承包业务主要集中在冷链物流领域，导致其收入占比由2018年48.3%降至2021年的21.5%。

图表7：2018-2021年中粮科工分行业收入情况



资料来源：公司公告、华泰研究

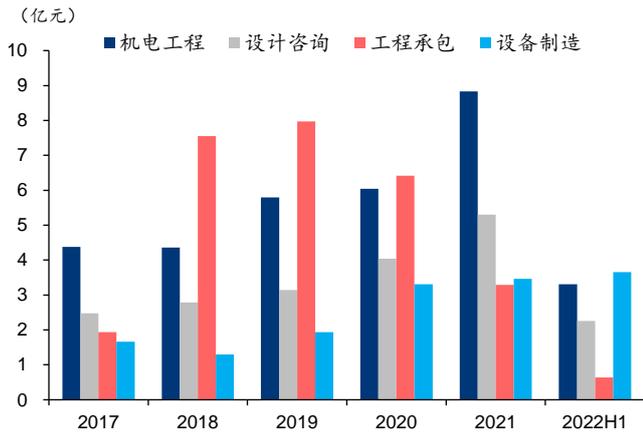
图表8：2021年中粮科工分业务收入占比



资料来源：公司公告、华泰研究

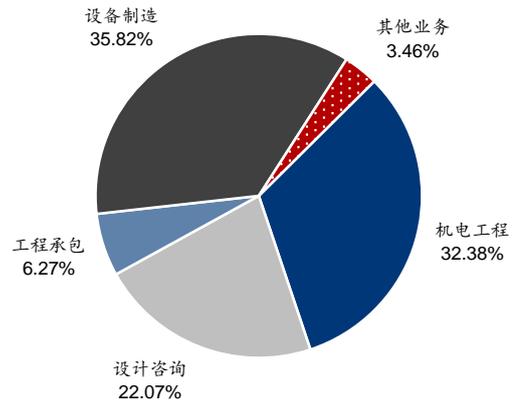
按照服务内容，主要分为专业工程、设备制造和其他业务板块，其中专业工程服务是核心业务，2022H1收入贡献率达60.72%，具体包括设计咨询、机电工程系统交付及工程承包，主要覆盖粮食仓储、大米加工、面粉加工、油脂油料加工、杂粮加工、饲料加工、生化加工、肉类养殖及屠宰加工、食品冷链等领域，工程承包由于《总承包管理办法》实施后，自2018年占比45.58%逐年降低至2022H1年6.27%，设计咨询较2018年提升5.22pct至22.07%，机电工程2022H1年收入占比约32.38%；设备制造业务2022H1收入占比35.82%，较2021年上升19.87pct，主要系对迎春机械和迎春设备两家公司的并购推动业务较快发展，主要产品包括磨粉机、高分筛、烘干设备、榨油设备、仓储物流设备、钢板仓等；其他业务板块包括检测、监理等，收入占比3.46%。

图表9：2018-2022H1 中粮科工分业务收入情况



资料来源：公司公告、华泰研究

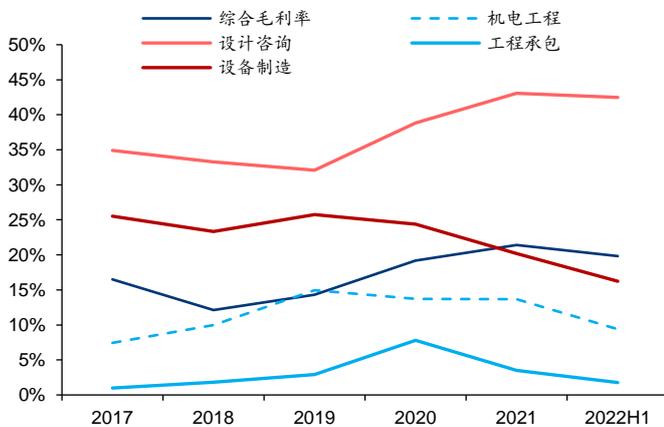
图表10：2022H1 中粮科工分业务收入占比



资料来源：公司公告、华泰研究

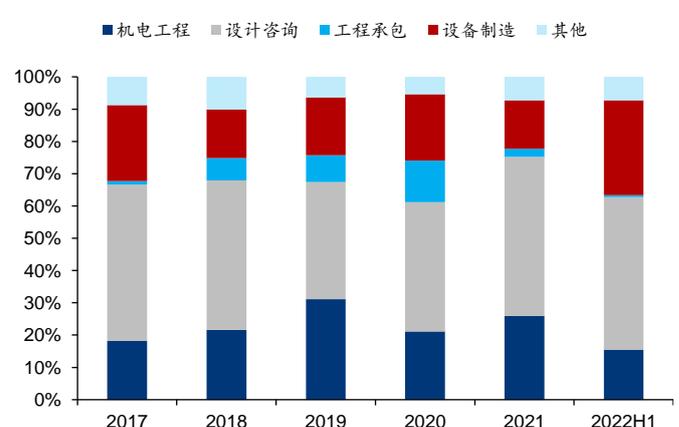
2018-2021 年，受益于低毛利率的工程承包业务占比降低业务结构优化，单体项目规模扩大使得核心设计毛利率不断优化，公司整体毛利率水平逐年提升，22H1 由于原材料价格上涨、并购设备公司影响毛利率短期略有下降。2019/2020/2021/2022H1 年综合毛利率分别为 14.29%/19.18%/21.41%/19.82%，同比+2.17/+4.89/+2.23pct/-4.2pct。分业务来看，2021 年机电工程/设计咨询/工程承包/设备制造毛利率分别为 13.69%/43.07%/3.53%/20.18%，同比-0.01/+4.26/-4.28/-4.21pct，毛利贡献率分别为 26.02%/49.17%/2.5%/15.03%，同比+4.86/+9.11/-10.29/-5.60pct。2022H1 机电工程/设计咨询/工程承包/设备制造毛利率分别为 9.37%/42.49%/1.77%/16.23%，同比-4.90/-2.67/-2.82/-6.25pct，毛利贡献率分别为 15.32%/47.31%/0.56%/29.33%，同比-7.69/-1.42/-1.62/+11.35pct。

图表11：2017-2022H1 中粮科工分业务及综合毛利率



资料来源：公司公告、华泰研究

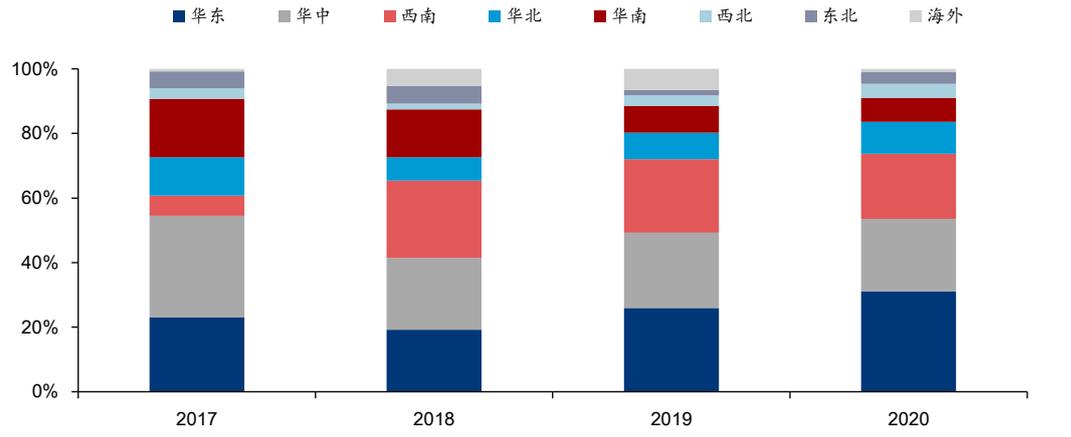
图表12：2017-2022H1 中粮科工分业务毛利贡献比例



资料来源：公司公告、华泰研究

公司以各子公司为业务开展中心，地域较为分散，华东、华中和西南地区 2020 年收入占比分别为 31.08%/22.45%/20.20%，近年华东地区业务增速较快，占比较 2018 年提升 11.84pct。

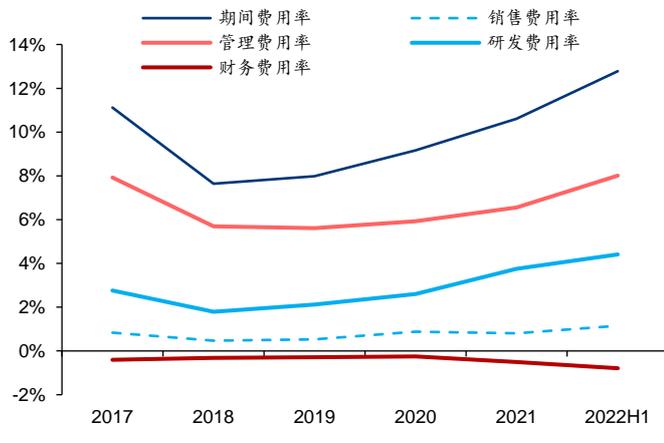
图表13: 2017-2020年中糧科工分地区收入情况



资料来源: 公司公告、华泰研究

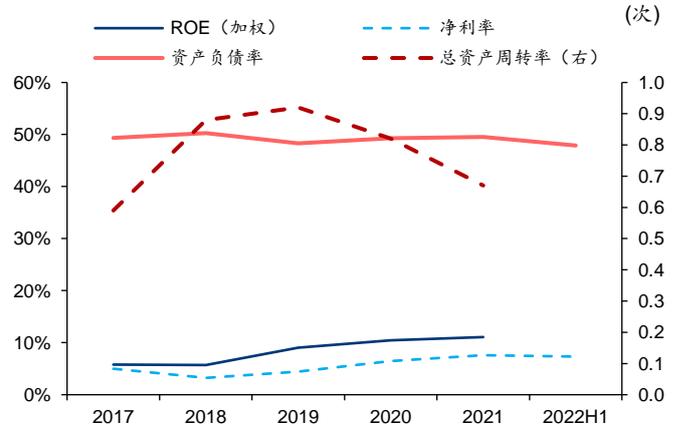
虽然公司2019-2021年总资产周转率略有下降, 管理费用率和研发费用率有所增长, 但毛利率增加仍带动净利率改善, 助力ROE逐年提升。公司加权ROE近些年一直上升, 2019-2021年ROE分别为9.02%/10.46%/11.08%, 资产负债率常年保持在50%左右; 总资产周转率逐年降低, 分别为0.92/0.82/0.67次; 期间费用率分别为7.98%/9.16%/10.61%, 逐年增加主要系管理费用和研发费用增加所致; 净利率仍实现持续改善, 分别为4.47%/6.47%/7.60%。2022H1期间费用率为12.78%, 同比-2.56pct, 主要系收入较快扩张产生规模效应, 销售、管理、研发费用率均有所降低。2022H1净利率7.33%, 同比小幅降低0.1pct。

图表14: 2017-2022H1中糧科工期间费用率



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表15: 2017-2022H1中糧科工资产负债率/总资产周转率/ROE



资料来源: 公司公告、华泰研究

粮油行业：粮仓进入建设高峰期，粮油加工继续集约化发展

粮油专业工程服务行业产业链包括上游设备材料供应商和设计施工分包企业、中游专业工程服务供应商、下游粮油生产加工商和粮油仓储物流企业。粮油及冷链专业工程服务供应商位于产业链中游，主要供应商为上游粮油设备、钢材、五金等材料企业以及设计施工分包企业，为下游粮油生产加工企业和粮油仓储物流企业提供工程设计咨询、机电工程交付及工程承包等服务。由于我国工程物资、设备及劳务服务的市场化程度较高，除了少部分关键技术和专业设备外，均可通过公开招标或协商等方式获得满意的供应，因此专业工程服务供应商对于上游的依赖程度较低。但下游客户的发展态势、行业规模和增长速度，将直接影响到专业工程服务行业的发展速度和市场规模。

专业工程服务业具有资质、技术和经验壁垒，议价能力较强。由于粮食加工和仓储工程建设不同于普通房屋建设，对于气密、防水、隔热保温、消防防爆等安全性和技术性指标都有严格的规定，我国一直对粮油及冷链专业工程服务行业涉及的建筑设计、工程承包业务实行严格的资质管理，颁布了一系列的市场准入制度和法律法规，包括《建设工程勘察设计企业资质管理规定》、《工程勘察资质分级标准》、《工程设计资质分级标准》等。下游客户对于上游设计施工单位的专业技术和项目经验的提出了更高的要求，使得专业工程服务行业具有较强的资质和技术壁垒。此外，近年来下游客户对缩短项目设计工期和建设周期的要求提升，进一步提升了行业的进入壁垒。复杂程度高、技术含量高的项目对供应商资质及技术经验要求高，优质供应商具有较强的议价能力，利润水平较高。

图表16：粮油专业工程服务行业产业链示意图



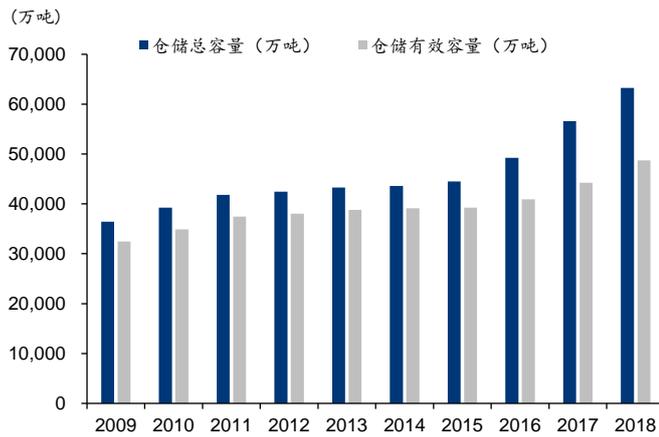
资料来源：华泰研究

粮食仓储：粮食安全驱动新一轮投资周期

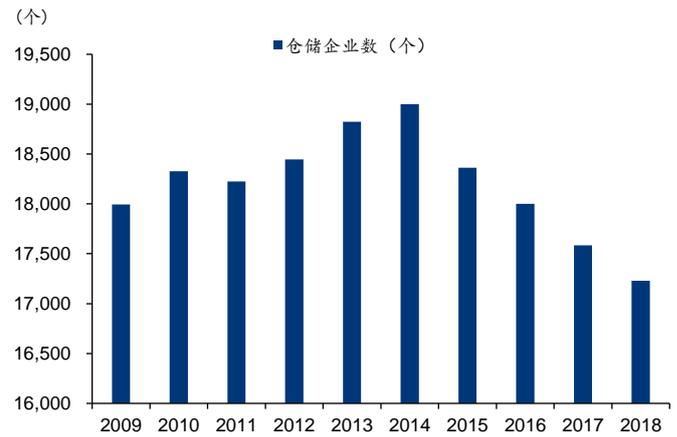
粮食安全是国家安全的重要基础，推进粮仓建设是保障粮食安全的基石。自建国以来，我国粮仓规划建设不断推进，仓容规模进一步增加，设施功能不断完善，安全储粮能力持续增强。根据2019年国务院发布的《中国的粮食安全》白皮书数据，2018年中国人均粮食占有量达到约470公斤，相比1996年增长14%，全国粮食有效仓容9.1亿吨，其中标准仓房仓容6.7亿吨，简易仓房仓容2.4亿吨，有效仓容总量相比1996年增幅达31.9%；食用油罐总罐容2800万吨，较1996年增长7倍。2021年全国标准粮食仓房仓容达到6.8亿吨，较“十二五”末增加1.2亿吨，仓储条件总体达到世界先进水平。

“十四五”迎来新一轮粮仓投建周期。一方面，我国粮食储备量持续增长带动粮仓建设需求，据2021年11月国家发展改革委新闻发言人孟玮表示，全国粮食产量将连续7年稳定在1.3万亿斤以上，中国粮食储备供应总量充足，政府储备规模稳中有增，结构和布局不断优化，企业商品库存增加较多，小麦和稻谷商品库存均同比增加50%以上；另一方面，我国的粮食仓储安全依然面临一些问题，如部分地区粮食仓储容量不足、设施老旧，粮油仓储物流设施水平仍相对落后，成本高、效率低、损耗大，委托代储隐患大等问题仍很突出。

2021年以来,国家围绕粮食生产、储备、流通等方面出台一系列制度政策。2021年1月,国家粮食和物资储备局印发《政府储备粮食仓储管理办法》,加强政府储备仓储管理。4月,国家发展改革委、粮食和物资储备局印发《粮食等重要农产品仓储设施中央预算内投资专项管理办法》,举资推动重要农产品仓储设施建设,安排重要农产品仓储设施中央预算内投资。11月国家粮食和物资储备局发布“十四五”时期实施优质粮食工程“六大提升行动”方案,包括粮食绿色仓储、粮食品种品质品牌、粮食质量追溯、粮食机械装备、粮食应急保障能力、粮食节约减损健康消费六大方面,到2025年新增高标准粮仓仓容2000万吨,优质粮食增量年均增长10%以上,粮仓新建和改建迎来新一轮投资周期。

图表17: 2009-2018 中国粮食仓储总容量及有效容量


资料来源:《中国的粮食安全》,华泰研究

图表18: 2009-2018 中国粮食仓储企业数


资料来源:智研咨询,华泰研究

图表19: 2021年以来国家围绕粮食仓储出台一系列政策措施

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2021年1月	国家粮食和物资储备局	《粮食和物资储备标准化工作管理办法》	建立完善粮食和物资储备标准体系,制定、组织实施粮食和物资储备标准,以及对粮食和物资储备标准的制定、实施进行监督。
2021年1月	国家粮食和物资储备局	《政府储备粮食仓储管理办法》	明确适用范围,政府储备粮食承储主体、管理原则以及各有关单位责任,在借鉴原中央储备粮代储资格审核条件的基础上,衔接仓储管理制度和标准,吸纳新的实践情况及经验,提出中央储备承储单位的基本要求。
2021年2月	国家粮食和物资储备局	《政府储备粮食质量安全管理暂行办法》	对政府储备粮食的入库质量管控、储存和出库质量管控、检验机构和监督检查等政府储备粮食质量安全内容作出规定,提出了新要求。
2021年2月	国务院	《粮食流通管理条例》	从政策性粮食管理、粮食流通市场监管、粮食质量安全、减少粮食损失浪费等方面作出系统化的制度完善,为落实监管责任、维护市场秩序、保障国家粮食安全提供了重要的法律支撑。
2021年4月	发改委、国家粮食和物资储备局	《粮食等重要农产品仓储设施中央预算内投资专项管理办法》	重点支持中央储备直属粮食仓储物流项目、棉花和食糖仓储项目,单个项目补助资金不超过2.5亿元;其他项目,单个项目补助资金不超过1亿元,且均为一次性安排。
2021年10月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《粮食节约行动方案》	推进仓储设施节约减损,鼓励开展绿色仓储提升行动和绿色储粮标准化试点。升级修缮老旧仓房,推进粮食仓储信息化。推动粮仓设施分类分级和规范管理,提高用仓质量和效能。
2021年11月	国家粮食和物资储备局	优质粮食工程“六大提升行动”方案	粮食绿色仓储提升行动是重点任务之一,提出建设一批高标准粮仓、改造提升仓房的气密和保温隔热性能、推广应用绿色储粮技术、发展多参数多功能粮情测控系统、提升清理净粮能力、推动粮仓分类分级六项重点任务。
2022年1月	国家粮食和物资储备局	《高标准粮仓建设技术要点(试行)》	明确高标准粮仓建设的总体要求、仓房建筑、接发与储粮工艺、电气与自控、信息化系统与综合布线等内容,重点提升仓房建筑、进出仓工艺、绿色储粮工艺、信息管理系统等技术要求。

资料来源:国务院、国家粮食和物资储备局、华泰研究

我国粮食仓储构成包括政府储备、政策性库存和企业商品库存三类。其中,政府储备包括中央储备粮和地方储备粮,政策性库存包括最低收购价粮、国家临时存储粮和国家一次性储备粮,企业商业库存是企业保持经营需要建立的周转库存粮食。

中央储备粮和政策性粮食都属于中央事权粮食，承担着保障国家粮食安全、确保农民种粮收入和稳定粮食市场的功能。中储粮集团公司承担中央储备粮管理，也是政策性粮食收储政策的执行主体，两类管理模式不同，中储粮对中央储备粮实行垂直管理，中央储备粮主要储存在全国 344 个中储粮直属库中；在自身仓容有限的情况下，对部分政策性粮食管理实行委托管理的办法，委托中央企业、地方国有粮食企业或者租赁社会仓容收储。近年来由于粮食市场形势变化，国家政策性粮食收储量大幅增加，加之中储粮自身仓容不足，委托管理成为政策性库存管理的主要形式，截至 2020 年，中储粮保管的政策性粮食租赁储存库点和委托储存库点分别为 500 多个和 8000 个，委托库点储存的政策性粮食占比达 80% 以上。

地方储备粮由省级储备、市级储备和县（含县级市、区）级储备组成，主要存储在地方国有粮食存储企业储备库中。市、县一级成品储备粮储备数量较小，大多采取委托管理模式，由地方粮食局、财政局、农发行在辖区内确定具备一定条件的粮食加工企业，委托其承储成品储备粮。

图表 20：我国粮食仓储构成及存放情况

分类	具体构成	主要库点	其他库点
政府储备	中央储备粮	中储粮集团公司直属库	粮食企业代储库
	地方储备粮	地方国有粮食企业库点	粮食企业代储库
政策性库存	最低收购价粮、国家临时存储粮、国家一次性储备粮	粮食企业代储库	中储粮集团公司库点
企业商品库存	企业周转库存粮食	企业自有库点	企业自有库点

资料来源：华泰研究

委托代储存在诸多隐患，威胁我国粮食安全。与中储粮自有库点相比，代储库未在垂直体系直接管理范围，存在设施老旧、数量多、范围广等问题。此外，部分代储库性质复杂，同时承担政府储备、政策性库存和自身商品粮贸易多项业务，监管难度和安全隐患大，过去发生的多起库存粮食质量问题几乎都与委托或租赁收储库点有关。

“十四五”中储粮启动最大规模建仓工程，国有企业将进一步取代私企提升仓储能力。截至 2020 年，中储粮 24 家分公司、8 家子公司，在全国布局直属库和分库 980 多个，中储粮储备体系网络布局覆盖全国 31 个省市自治区，覆盖全国 90% 地级城市和 13 个粮食主产区 95% 县，总仓容、罐容超过 1 亿吨，约占全社会仓容 1/5。根据中储粮集团，2021 年启动建设 118 个项目，分布在 18 个省、自治区和直辖市，建设仓容 1060 万吨，相比 2020 年新开工建设仓容近 300 万吨，新增仓容 254 万吨，实现较大增幅。“十四五”期间，中储粮集团公司将通过建设一批、购置一批、股权合作一批的“三个一批”方式，进一步完善储备仓储设施布局，2021-2023 年计划增加储备仓容 3000 万吨，约占中储粮现有总仓容的三分之一，约是“十三五”新增仓容罐容 730 万吨的 4.1 倍。存储政策性粮食的中粮集团、中国供销集团等其他中央企业以及存储地方储备粮的地方国有粮食企业在“十四五”期间也将通过新建、改造、报废粮食库点的形式提升仓储能力，逐步取代存在问题的私企委托收储库点。

除中储粮外，各地方政府在国家粮食和物资储备局提出“到 2025 年新增高标准粮仓仓容 2000 万吨”的基础上，积极响应“优质粮食工程”政策，根据我们对各省、直辖市及自治区《粮食和物资储备发展“十四五”规划》的不完全统计，预计“十四五”期间全国净增仓容约 3238 万吨，绿色、低温等改造仓容约 3793 万吨。

图表21：各省“十四五”粮食仓储建设规划

地区	2020年			2025年计划			“十四五”净增量（以下“新增”均指净增量）
	“十三五”净增 仓容（万吨）	粮食完好仓容 （万吨）	其中：国有 （万吨）	国有 占比	粮食完好仓容 （万吨）	其中：国有 （万吨）	
黑龙江	10505	19855					新增绿色仓储仓容 500 万吨、砖混结构完好仓容 635 万吨
河南	3257	9207				9000	新增立筒仓、浅圆仓 464 万吨、应用绿色储粮技术仓容 427 万吨，新增培育 10 个以上 20 亿元的大型粮食物流产业园区
安徽	528	5585					
山东	1181	4200					新建、扩建粮食仓储设施 200 万吨以上，仓容升级改造 320 万吨以上
江苏	1782	4192	2519	60.1%	4200	2800	新增国有仓容 500 万吨、高标准粮仓 80 万吨
内蒙古	88	3788					
湖北	649.5	3200	1415	44.2%		1500	新增粮食储备仓容 100 万吨、国有仓容 85 万吨，2025 年实现低温(准低温)储粮仓容 500 万吨以上，其中国有新增 230 万吨
吉林	-481	2874					新增高标准粮仓 180 万吨
广东	1115	2517				2800	新增应用低温准低温储粮仓容 318 万吨、应用气调储粮仓容 346 万吨
河北	325	2390				2500	新增仓容 110 万吨
湖南	294	2344	1472	62.8%		1600	全省完成绿色储粮提升改造 350 万吨，新增国有仓容 128 万吨、低温准低温库容 560.1 万吨
江西	413	2100				2100	新增（准）低温仓容 230 万吨、高标准粮仓 300 万吨、粮食物流产业园 7 个
四川		2059					
新疆	479	1236				1300	新增仓容 64 万吨
陕西	99	983					
山西	87	822				860	新增仓容 38 万吨、高标准粮仓仓容 50 万吨、升级改造仓容 240 万吨、粮食物流产业园 3 个
云南	280	709					
浙江	122	690				800	新建高标准粮食储备仓容 100 万吨以上、低温准低温仓容 164 万吨、三星级以上粮库 11 个
福建		566				700	新增仓容 134 万吨、高标准生态粮库仓容 170 万吨
甘肃	110	525					
天津		403					
宁夏	10	292				315	新增地方粮食储备仓容 35 万吨，改造准低温粮食仓容及配套设施 30 万吨
海南	36	113	41			315	新增仓容 202 万吨，其中新增地方粮食储备仓容 80 万吨
辽宁	202		1265				
广西	262		523				新增地方国资企业、国有参股企业可用于政府储备粮仓储的低温准低温仓容 78.39 万吨
青海			95				

资料来源：各省《粮食和物资储备发展“十四五”规划》、华泰研究

预计 2021-2023 年中储粮粮仓建设年均投资约 225 亿，2021-2025 年各级地方政府粮仓新建改造年均投资约 172 亿。我们对中储粮部分项目、海南省和江苏省粮食仓储计划建设项目投资情况进行梳理，估算标准粮仓单吨库容投资约 2252 元，维修改造、绿色低温智能化升级单吨库容投资约 346 元。以此为参考基准，2021-2023 年中储粮新增 3000 万吨储备粮仓仓容将需要投资 676 亿元，地方政府 2021-2025 年计划新建 3238 万吨、改造 3793 万吨仓容投资约 860 亿元。

图表22：部分粮仓投资案例情况概览

粮仓类型	项目	总库容 (万吨)	总投资额 (亿元)	单位库容投资额 (元/吨)
新建储备粮仓	中储粮兰州直属库粮食仓储项目	17.6	2.9	1652
	中储粮厦门直属库搬迁安置重建项目一期工程	20.0	5.1	2550
	中储粮浙江 (舟山) 粮食仓储物流项目	90.0	20.0	2222
	中储粮内江直属库有限公司粮食仓储物流项目	30.0	5.0	1667
	中储粮海港粮储基地项目一期工程	25.0	7.0	2800
	重庆万州中储粮仓储物流项目	125.0	30.0	2400
	海南省级粮食储备库	80.0	20.0	2500
	江苏省 2022-2025 年粮食仓储设施建设项目	857.0	190.8	2226
	平均值			
老旧、绿色、低温、智能化改造	海盐县中心粮库低温仓改造项目	2.1	0.04	186
	修复“危仓老库”	33.4	1.69	505
	平均值			346

资料来源：招标网、《海南省粮食和物资储备发展“十四五”规划》、《江苏省“十四五”粮食仓储设施建设项目》、华泰研究

图表23：“十四五”期间部分主体粮仓投资测算

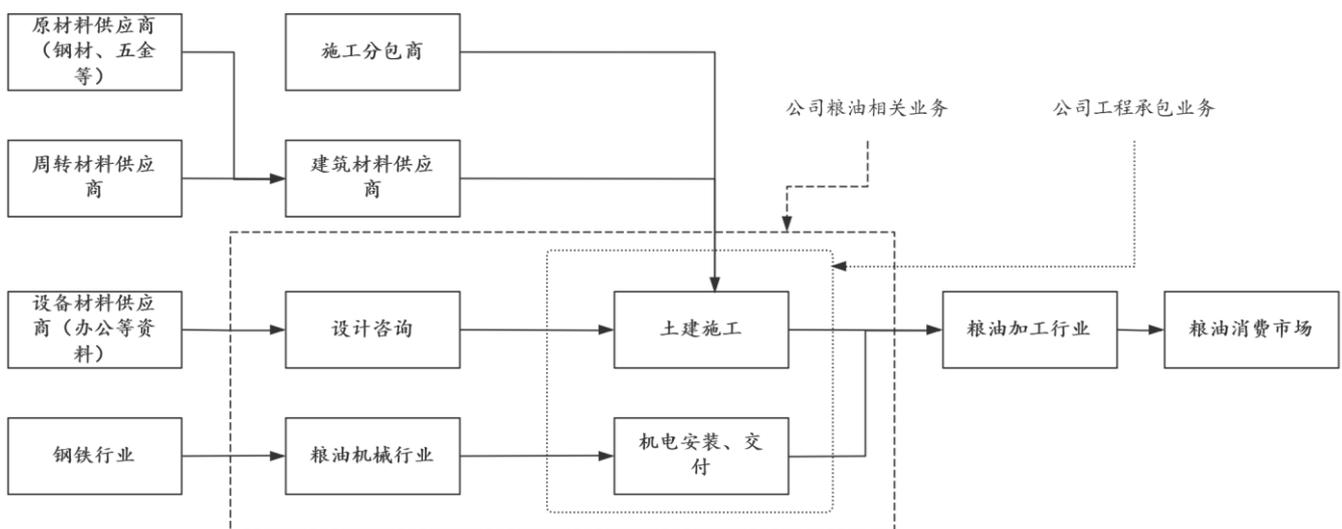
建造类型	投资主体口径	时期	类型	库容 (万吨)	单位仓容投资额 (元/吨)	投资额 (亿元)	年均 (亿/年)
新建	各地政府规划	2021-2025	储备粮仓	3238	2252	729	146
改造	各地政府规划	2021-2025	绿色、智能化、低温等	3793	346	131	26
新建	中储粮	2021-2023	储备粮仓	3000	2252	676	225
	其中	2021	储备粮仓	1085	2252	244	244

资料来源：国家粮食和储备局、各省《粮食和物资储备发展“十四五”规划》、华泰研究预测

粮食加工：消费升级驱动需求平稳增长，行业集中度持续提升

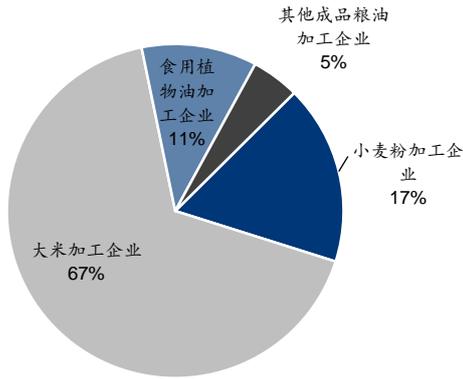
粮油加工行业涉及品类具有多样性，终端消费市场需求总体平稳增长。公司所处的粮油专业工程服务行业，下游另一大主要客户领域为粮油加工行业，由于其专业类别较多，包括油脂油料、小麦、稻米、玉米及饲料加工行业等，因此具备一定的平抑投资周期的能力。其终端为粮油消费市场，其中，大米、玉米、食用植物油等行业消费量和产量均实现稳定增长；小麦消费量略有波动，产量相对平稳。

图表24：公司粮油加工产业链服务环节



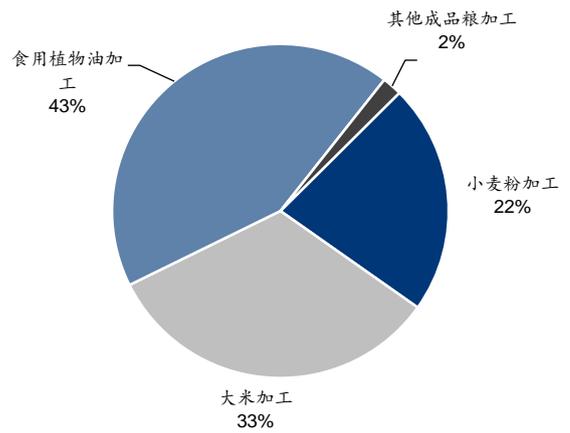
资料来源：公司公告、华泰研究

图表25: 2020年我国入统粮油加工企业数量分布



资料来源:《2020年度我国粮油加工业的基本情况》¹(2022)、华泰研究

图表26: 2020年我国粮油加工业总产值分布



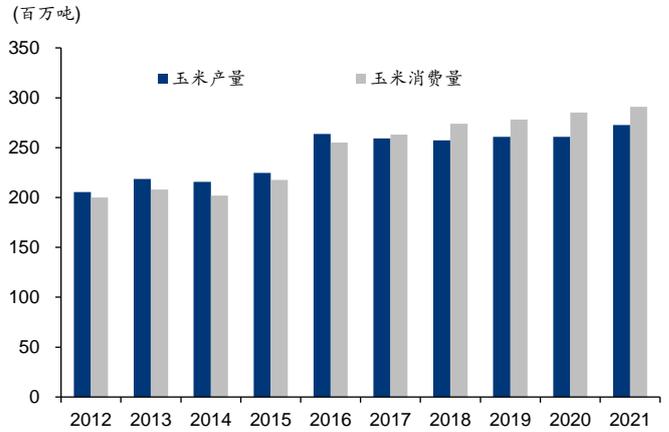
资料来源:《2020年度我国粮油加工业的基本情况》(2022)、华泰研究

图表27: 2019-2021年我国大米消费需求 CAGR 约 2.8%



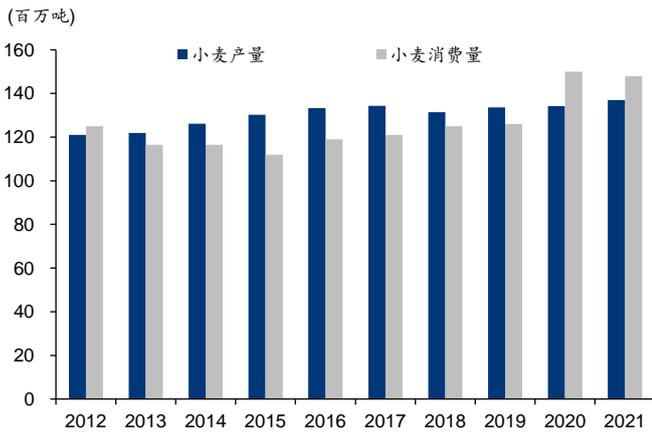
资料来源: Wind、华泰研究

图表28: 2019-2021年我国玉米消费需求 CAGR 约 2.0%



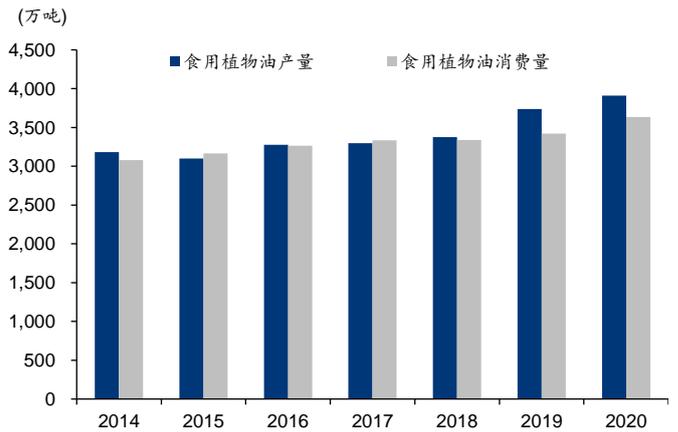
资料来源: Wind、华泰研究

图表29: 2019-2021年我国小麦消费需求 CAGR 约 5.8%



资料来源: Wind、华泰研究

图表30: 2018-2020年我国食用植物油消费需求稳定 CAGR 约 2.9%



资料来源: Wind、华泰研究

¹王瑞元. 2020年度我国粮油加工业的基本情况[J]. 粮食加工, 2022, 47(1):9.

消费升级叠加粮食加工业行业集中度持续提升，带动生产线改扩建投资需求：1) 生活水平提升带动粮油行业消费升级，从而粮油加工企业有充足的动力提高其产品品质，存在大量生产线改造、车间技术升级等需求；2) 粮食加工业向规模化和集约化经营方向转变，行业集中度持续提升，2015-2020年，小麦/大米/食用植物油加工行业中规模以上企业年加工能力分别提升36.2%/22.9%/11.3%，同期企业数量对应减少17.4%/34.7%/12.0%，平均单个企业加工能力由4.94/2.74/7.18万吨增加到10.30/3.83/10.59万吨，5年间增幅分别为108.6%/39.6%/47.6%，根据对各省《粮食和物资储备发展“十四五”规划》的不完全统计，“十四五”粮油加工业总产值预计维持年均个位数平稳增长，且继续大力培育龙头企业，我们预计头部厂商的产能和市场份额有望进一步扩大，仍然存在较大的厂房扩建、生产线效率提升等需求。

图表31：“十三五”期间粮油加工业集中度显著提升

类别	项目	2020	2015	增量	增幅
规模以上粮油加工企业数量(家)	合计	14,950	18,108	-3,158	-17.44%
	其中：小麦粉加工企业	2,566	3,930	-1,364	-34.71%
	大米加工企业	9,867	11,208	-1,341	-11.96%
	食用植物油加工企业	1,637	2,171	-534	-24.60%
加工能力(万吨/年)	合计	55,129	46,322	8,807	19.01%
	其中：小麦粉加工企业	26,423	19,400	7,023	36.20%
	大米加工企业	37,787	30,738	7,049	22.93%
	食用植物油加工企业	17,343	15,584	1,759	11.28%

资料来源：国家粮食和物资储备局，华泰研究

图表32：各省粮油加工产值预计“十四五”维持稳定增长，且继续大力培育龙头企业

地区	全省粮油加工业总产值		“十四五”CAGR	“十四五”营业收入50亿元以上企业(个)		“十四五”营业收入20亿元以上企业(个)		“十四五”营业收入10亿元以上企业(个)		“十四五”营业收入1亿元以上企业(个)	
	2020	2025E		2020	2025E	2020	2025E	2020	2025E	2020	2025E
	(亿元)	(亿元)									
山东	4600	5500	3.6%								
江苏	3040	4000	5.6%						55		
安徽	2806	3500	4.5%	3	5						
广东	2411					20	22				
河南	2405	3500	7.8%	1	5			41	50		
湖北	1768	2600	8.0%			3	10				
湖南	1591	2000	4.7%								
黑龙江	1457	2000	6.5%								
河北	1162	1500	5.2%		8						
江西	1003	1200	3.7%								
广西	916	1000	1.8%					19	30		
福建	800	900	2.4%					15	≥15		
吉林	609	900	8.1%							98	
内蒙古	468	600	5.1%							120	
新疆	381	500	5.6%					8	10		
山西	345	500	7.7%							43	
宁夏	114	160	7.0%							60	
海南	90	240	21.8%							20	
青海	16	18	2.8%								

资料来源：各省《粮食和物资储备发展“十四五”规划》、华泰研究

从供给端来看，粮油行业具备高等级设计资质的企业较少，大型项目壁垒较高，但多数项目规模较小，无较强资质要求，以当地小型建筑企业承接为主，我们认为，随着投资主体国有化比例提升、单个项目投资规模变大，利好头部设计企业份额提升。工程设计资质分为以下四个序列，工程设计综合资质、工程设计行业资质、工程设计专业资质、建筑工程设计事务所资质。根据住建部，截至目前，全国具有商务粮甲级、乙级资质的设计院分为11家和25家；具有批发配送与物流仓储工程专业甲级、乙级的资质单位分别为5家和21家；具有粮食工程专业甲级、乙级的资质单位分别为6家和24家；具油脂工程专业甲级、乙级的资质单位分别为2家和6家。

根据 2022 年 2 月住建部发布的《工程设计资质标准（征求意见稿）》，甲级资质可承接项目规模不受限制，乙级资质可以承接相关中小型项目。项目规模标准方面，商物粮工程大型项目工程建设投资为 1 亿元以上，中型项目为 3000 万至 1 亿元，小型项目为 3000 万以下。此外，具备有工程设计综合资质的企业，可承担各行业、专业建设工程项目的设计业务，其规模不受限制。

当前承接粮油工程设计业务相关企业主要可以分为三类：

1) 具有商物粮行业相关资质的专业型企业，以中粮科工为例，商物粮行业甲级资质 11 家企业中有 4 家为中粮科工子公司，可以承接本行业大中小型项目。具备商务粮行业乙级资质的例如南京丰源建筑设计有限公司，主要承接本地区一些中小规模项目。

2) 不具备商物粮相关资质但具备工程设计建筑行业相关资质的企业，可以承接部分规模较小的粮仓项目，这类企业主要承接一些区域内投资规模较小的粮仓设计。

3) 具备工程设计综合资质的企业，有 91 家企业具备工程设计综合资质甲级，主要为一些大型建筑企业旗下设计院。这类企业可以承接各行业、专业项目设计业务，规模不受限。

图表33：商物粮行业资质情况

分类	资质名称	企业数量	可以承接项目规模
行业资质	工程设计商物粮行业甲级	11	可承担本行业建设工程项目的设计业务，甲级
	工程设计商物粮行业乙级	25	规模不受限制，乙级可承担中小型规模项目
专项资质	工程设计商物粮行业冷冻冷藏工程专业甲级	4	可承担本专业建设工程项目的设计业务，专业
	工程设计商物粮行业肉食品加工工程专业甲级	0	甲级资质业务规模不受限制，专业乙级资质可
	工程设计商物粮行业批发配送与物流仓储工程专业甲级	5	承担本专中、小型规模项目
	工程设计商物粮行业成品油储运工程专业甲级	1	
	工程设计商物粮行业粮食工程专业甲级	6	
	工程设计商物粮行业油脂工程专业甲级	2	
	工程设计商物粮行业冷冻冷藏工程专业乙级	2	
	工程设计商物粮行业肉食品加工工程专业乙级	11	
	工程设计商物粮行业批发配送与物流仓储工程专业乙级	21	
	工程设计商物粮行业成品油储运工程专业乙级	21	
工程设计商物粮行业粮食工程专业乙级	24		
工程设计商物粮行业油脂工程专业乙级	6		

资料来源：住建部，华泰研究

粮油设备：基本实现自给自足，高端产品自主化率有望继续提升

我国粮油机械行业整体实力不断提高，但需扩大高端市场竞争力。为保障粮食安全，我国粮油机械行业不断加大研发投入，据《我国粮油加工业在“十三五”期间的发展情况》²(2022)，2020年我国粮油机械制造业的研发投入达6.7亿元，占产品销售收入的2.92%。目前，粮油机械的市场需求已经从依赖进口到基本可以自给自足，关键设备自主率由2015年的70%到2020年预计已超过80%，且部分企业凭借性价比优势进军全球，不断扩大海外市场占有率。但我国粮油机械行业仍存在低端产能过剩、高端产品供应不足的问题，大型、先进粮油机械产品需求还需依靠进口，跨国公司在我国市场仍占据重要地位。

粮油机械设备不断创新升级，国产替代趋势有望延续。根据“六大提升行动”方案中《粮食机械装备提升行动方案（试行）》，要求提高优质粮油加工装备自主化水平，鼓励粮食企业应用自主研发的先进适用粮机装备，扩大高端自主化粮机装备产品市场占有率，提高粮机装备产业整体竞争力。在稻谷加工方面，引导应用柔性碾米装备；在小麦加工方面，鼓励使用先进的数字化磨粉机；在油脂加工方面，推广应用先进性、稳定性和可靠性强的大型成套油脂加工装备。

图表34：2020年粮油机械制造企业10强

粮油机械制造企业	主要设备产品	2021年营业收入 (亿元)
1 布勒（中国）投资有限公司	全球小麦研磨加工设备市占率65%，大米加工设备占有率30%	
2 丰尚农牧装备有限公司	饲料机械、油脂机械、筒仓及其他	
3 合肥美亚光电技术股份有限公司 (002690 CH)	色选机	10.6
4 迈安德集团有限公司	油脂（亚洲第一、全球第二）、淀粉、发酵、蒸发等领域机械装备	
5 江苏正昌集团有限公司	国内饲料制粒机市占率约65%	
6 安徽捷迅光电技术有限公司	色选机	
7 湖南郴州粮油机械有限公司	砻谷机、碾米机、抛光机等大米、杂粮加工设备	5.1
8 河北革乐面粉机械集团有限公司	小麦、玉米、杂粮等粮食制粉机械成套设备	
9 湖北永祥粮食机械股份有限公司	成套碾米设备国内市占率30%以上	近3
10 中粮工程科技股份有限公司 (301058 CH)	面粉加工设备国内市占率约30%-40%	3.5
11 佐竹机械（苏州）有限公司	稻米、制粉加工机械及干燥机械	
12 漳州佳龙科技股份有限公司 (832394 NQ)	自动化包装生产线等相关设备	1.6

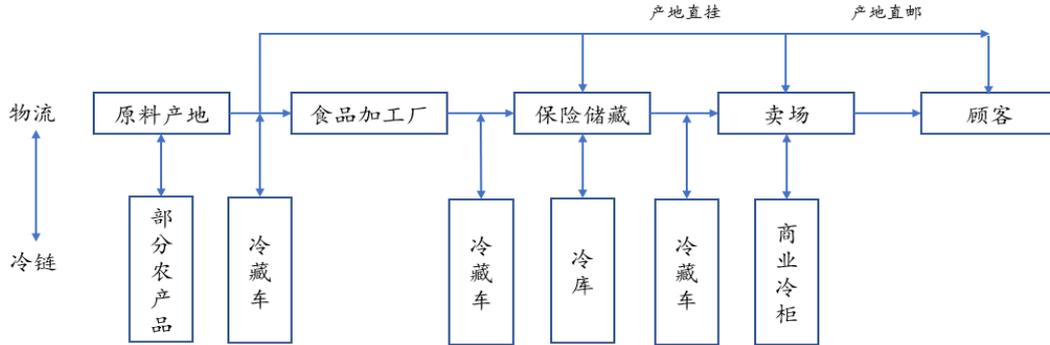
资料来源：中国粮食行业协会、各家公司官网、公司公告、华泰研究

²王瑞元. 我国粮油加工业在“十三五”期间的发展情况[J]. 中国油脂, 2022, 47(3):4.

冷链物流行业：基础建设需求仍将快速发展

冷链物流一般指冷藏冷冻类食品在生产、贮藏运输、销售到消费前的各个环节中始终处于规定的低温环境下，以保证食品质量，减少食品损耗的一项系统工程。

图表35：冷链物流行业产业链



资料来源：中商产业研究院、华泰研究

冷链物流包括食品冷链和医药冷链，根据《制冷技术》数据，食品冷链的比重接近 90%。随着近些年人们对生鲜食品的青睐，生鲜电商市场迎来快速增长，而冷链物流依托电商平台也得到快速增长；同时突如其来的疫情使得生鲜电商成为众多家庭的选择，线上购买生鲜需求激增。根据运联智库的数据，2017 年我国生鲜电商市场规模约 1402.8 亿元，2021 年约 4658.1 亿元，GAGR 为 35.0%，5 年实现近 3.3 倍增长。

虽然医药冷链在整个冷链物流的比重不大，但是随着新冠疫情的反复，全球对疫苗的需求爆发式增长，同时新一轮医改背景下，推动了生物制药的崛起，生物样本物流、临床试验物流等的需求随之而来。根据中物联医药物流分会的数据，2017 年我国医药冷链物流销售总额为 2509 亿元，至 2021 年达到 4814 亿元，5 年时间实现将近翻倍增长。

图表36：2017-2021 年中国生鲜电商行业市场规模



资料来源：网经社、华泰研究

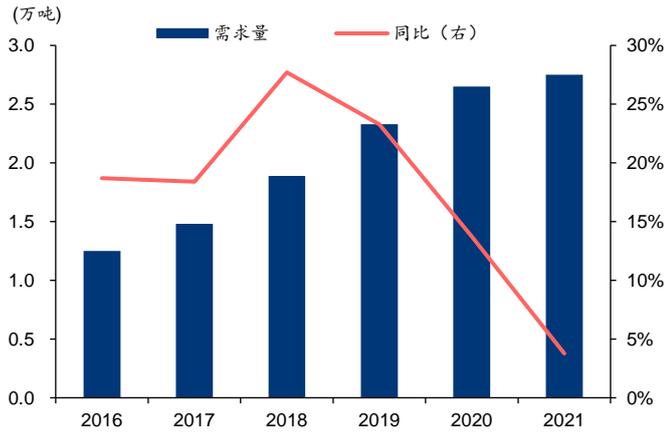
图表37：2017-2021 年中国医药冷链市场规模



资料来源：中物联医药物流分会、华泰研究

受下游食品冷链、医药冷链需求的持续增长驱动，结合国家层面的政策支持，“十三五”期间我国冷链物流行业需求实现高增。根据中物联冷链委的数据，2021 年我国冷链物流行业需求量达到 2.75 亿吨，同比增长 3.77%，近 5 年的复合增速达到 17.1%。2021 年冷链物流市场规模 4184 亿元，同比增长 9.19%，近 5 年复合增速达到 13.6%，细分领域来看，冷链运输、冷链仓储和其他服务（包装、分拣、贴标等）分别占约 40%、30%和 30%。

图表38：2016-2021年中国冷链物流行业需求量统计及同比



资料来源：中物联冷链委、华泰研究

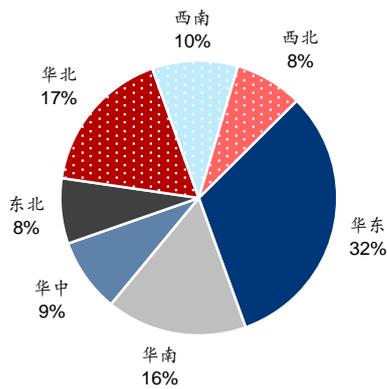
图表39：2016-2021年中国冷链物流行业规模及同比



资料来源：中物联冷链委、华泰研究

华东引领行业发展，东部沿海依旧突出。分区域来看，华东区域冷链物流企业数量最多，是冷链仓储资源最为集中的地方，东部沿海凭借营商环境和消费市场优势，发展冷链物流具有突出优势。

图表40：2021年冷链物流重点企业区域分布情况



资料来源：中物联冷链委、华泰研究

图表41：2021年冷链仓储50强企业各省份分布情况



注：“其余”是指省内至多不超过1家
资料来源：中物联冷链委、华泰研究

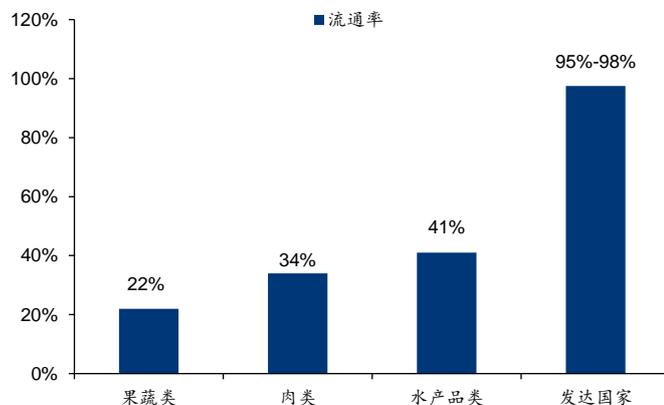
冷库、冷藏车等作为冷链物流的支撑，受益于下游食品及医药冷链发展，近些年保持稳定增长，但与发达国家相比仍有显著差距：

- 1) 从我国冷库建设规模来看，根据商务部和中物联冷链委的数据，2017年我国冷库总量为4775万吨，2021年为8210万吨，GAGR为14.51%，每年保持超10%的稳定增长，但根据全球冷链联盟的数据，2020年我国城市人均冷库容量不足0.15立方米，约美国的四分之一；
- 2) 分区域来看，2020年我国华东地区冷库容量占比最大，达37.2%；其次为华中地区，占比15.4%。我国冷链基础设施建设存在明显的地域分布不均问题，主要集中在沿海及一线城市，中西部资源匮乏，主要冷库需求集中在上海、北京、天津等一线城市，经常出现爆仓的状态，而一些二线城市却供大于求；

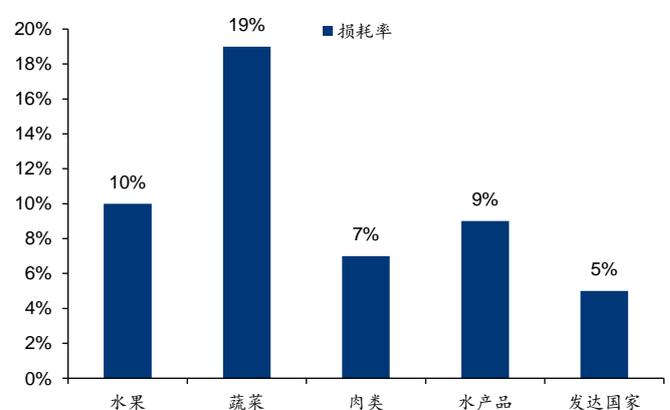
- 3) 流通率方面, 根据农业农村部规划设计研究院《农产品产地流通及“最先一公里”建设调研报告》(2021/3/17), 我国农产品物流冷链流通率还不到 20%, “最先一公里”建设严重滞后, 我国农产品产地仓储保鲜设施缺口约为 2.3 亿吨库容。根据普华产业研究院, 2021 年我国果蔬类/肉类/水产品类流通率分别为 22%/34%/41%, 而发达国家普遍保持在 95%-98%;
- 4) 损耗率方面, 我国水果/蔬菜/肉类/水产品损耗率分别为 10%/19%/7%/9%, 而发达国家普遍保持在 5%。

图表42: 2016-2021 年中国冷库总量统计及同比


资料来源: 商务部、中物联冷链委、华泰研究

图表43: 2021 年我国生鲜农产品冷链流通率显著低于发达国家


资料来源: 普华产业研究院、华泰研究

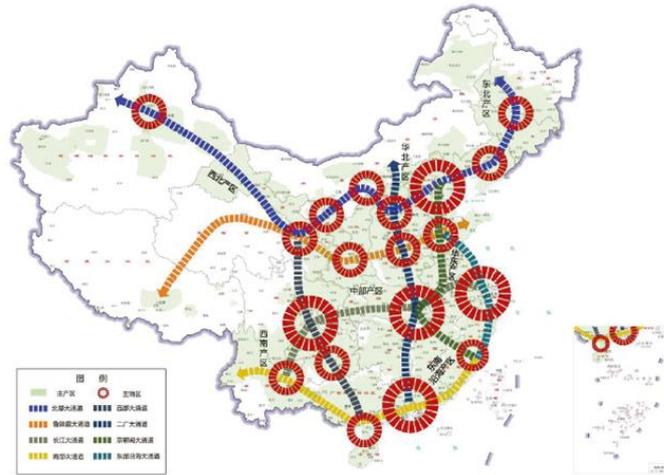
图表44: 2021 年我国生鲜农产品损耗率与发达国家相比仍有较大差距


资料来源: 普华产业研究院、华泰研究

在政策支持下, “十四五”冷链物流基础设施建设需求旺盛。2021 年 11 月国务院发布《“十四五”冷链物流发展规划》, 作为冷链物流行业第一个五年规划诞生, 其更是进一步确立了冷链物流在现代化建设全局中的重要地位, 其中明确指出, 到 2025 年初步形成衔接产销地、覆盖城市乡村、联通国内国际的冷链物流网络, 冷库、冷藏车要保持合理稳定增长, 区域分布更加优化, 功能类型更加完善。布局建设 100 个左右国家骨干冷链物流基地, 基本建成以国家骨干冷链物流基地为核心、产销冷链集配中心和两端冷链物流设施为支撑的三级冷链物流节点设施网络。随后 2022 年发改委、财政部、商务部、农业农村部、铁路局等多部门先后或单独、或联合发布文件, 从物流、财政、税收、资金等多维度为冷链物流发展提供支持。

图表45：“四横四纵”国家冷链物流骨干通道网络布局示意图

“四横四纵”国家冷链物流骨干通道网络布局示意图



资料来源：中国政府网、华泰研究

预计“十四五”冷链物流基础设施建设投资仍将维持较快增长。根据世邦魏理仕 (CBRE.N) 于 2022 年 4 月发布的《冷库投资与选址策略》报告预测，2021 年中国冷库的潜在需求约为 29.5 亿 m³，21-25 年中国冷库需求面积将继续维持 8%-9% 左右的年均增长，而 2021 年冷库总容量仅 1.96 亿 m³（对应冷库面积约 2746 万 m²）存在一定差距。其中高标冷库占比比较低，截止 2021 年底，我国高标冷库存量约 876 万 m²，占比约为总容量的 1/3，其中符合国际标准设计和建造的专业冷库占比仅 13%。随着国内消费升级趋势带动生鲜零售、连锁餐饮和冷链食品等企业的扩张，CBRE.N 预计“十四五”期间中国高标冷库需求将维持 13.5% 的复合增长率。根据我们对全国 11 省、直辖市《冷链物流发展规划》统计，多数冷库库容规划目标年复合增速在 7%-15% 区间，印证“十四五”期间冷库建设需求有望继续维持较快增长。

图表46：多数地区“十四五”期间冷库库容 CAGR 在 7%-15% 区间

地区	冷库库容 (万立方米)				CAGR	CAGR 测算区间
	2020	2021	2022E	2025E		
河南	1000	1100		2000	16.1%	2022-2025
吉林	290			560	14.1%	2021-2025
江苏		1900		2500	7.1%	2022-2025
江西					14.1%	2018-2022
云南	500			700	7.0%	2021-2025
广东		1750		2500	9.3%	2022-2025
贵州	400			600	8.4%	2021-2025
重庆	526			880	10.8%	2021-2025
浙江			1530		13.7%	2020-2022
天津			200	270	10.5%	2023-2025
海南	162			1607	58.2%	2021-2025

资料来源：各省《冷链物流发展规划》、华泰研究

从供给端来看，过往小型冷库项目较多的环境导致竞争格局较为分散，随着高标准冷库需求增加、对冷库吨位、规模和形式要求越来越高，有利于头部冷库工程服务企业份额提升。冷链工程设计建设行业的承接方主要包括三类：1) 以设计、建设冷库为主，上市企业主要有中粮科工的华商国际以及冰轮环境的鲁商冰轮，非上市企业有享宁制冷。2) 以销售制冷设备为主，带动冷链冷库设计安装的企业，上市公司主要包括雪人股份、冰山冷热、四方科技，非上市公司有和顺制冷、新盛冷源。3) 非专业冷链企业，主要承接地方规模较小的冷库。此外，大型建筑央企以及大型区域性建筑国企会总承包一些规模较大的冷链中心、冷链物流园等。

图表47: 冷链工程相关上市公司

上市公司	工程设计(安装)相关子公司	工程设计(安装)规模	相关描述	备注
中粮科工	华商国际工程有限公司	子公司 21 年 4.46 亿元	冷链业务主要为策划咨询，工程设计，机电工程总承包，项目管理及项目后期托管运营等工程全生命周期服务	具有以设计为主的子公司
冰轮环境	山东省鲁商冰轮建筑设计有限公司	子公司 2017 年营收 2260 万	上市公司主营低温冷冻设备、中央空调设备、节能制热设备及应用系统集成、工程成套服务，21 年 53.8 亿营收，其中 40 亿产品销售，8 亿工程施工	
雪人股份	福建雪人工程有限公司	子公司 21 年营收 3.47 亿	上市公司 21 年营收 20 亿，主营业务为制冷制冰设备，并提供冷链工程解决方案与服务	以制冷相关设备带动冷链冷路安装建设
冰山冷热	宁波冰山制冷空调工程有限公司、武汉新世界制冷空调工程有限公司、大连冰山集团工程有限公司	上市公司安装工程 6.5 亿	上市公司 21 年营收 20 亿	
四方科技	南通四方制冷工程有限公司	子公司 21 年营收 394 万	上市公司主营冷链装备和特种集装箱，21 年营收 16.5 亿元，冷冻设备 6 亿元	

资料来源：公司官网，华泰研究

公司看点：多频共振，高增长可期

设计咨询：粮油+冷链双轮驱动

设计咨询是公司核心业务，2021年以24.4%的收入占比贡献了49.2%的毛利。2019-2021年公司设计咨询收入增速分别为12.5%/28.7%/31.2%，呈现加速增长态势，且毛利率持续提升，分别为32.1%/38.8%/43.1%，主要系大项目占比增加体现出规模效应。公司设计咨询业务涵盖粮油及冷链两大领域，根据招股说明书，2020年设计咨询收入中粮油领域占比约43%，冷链物流占比57%。

图表48：2019-2021年公司设计咨询收入逐年加速增长



资料来源：Wind、华泰研究

图表49：2019-2021年公司设计咨询毛利率逐年提升



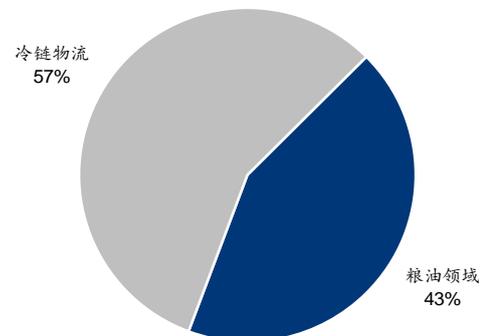
资料来源：Wind、华泰研究

图表50：2018-2020年冷链物流领域设计增速快于粮油领域



资料来源：Wind、华泰研究

图表51：2020年设计咨询收入中粮油领域占比约43%



资料来源：Wind、华泰研究

粮油领域：短期受益粮仓建设增加，长期粮油领域市占率有望持续提升

公司通过六十余年身后的行业经验和技術积累，已成为粮油设计咨询领域龙头企业。公司在粮油领域的专业工程服务主要通过无锡工科、郑州科研、武汉科研、西安国际等子公司开展，这四家子公司曾为 20 世纪 50-60 年代以来国家粮食部按照粮食专业研究方向陆续成立的科研院所，分别从事粮油加工、粮食贮藏及物流技术、饲料技术、油脂技术等方向的专业工程服务。四家设计院成立以来，先后承接国家、各省市粮油加工及仓储物流的众多重大项目、国家援外项目、科研项目、国家重大研发项目、世界银行及亚洲开发银行贷款援建的仓储物流项目，主导、参与了众多“六五”至“十三五”时期众多农粮食品行业的工程和装备技术领域的国家和行业重大课题。

公司粮油领域高等级资质齐全，依托良好的产品与服务积累大量优质客户资源，特别是获取下游国企项目优势明显。公司下游客户多为国家或地方粮食局、大型粮油食品加工企业等，考虑到大型国有粮库或粮油加工生产线的建设与国家粮食安全和食品安全问题高度相关，因此下游客户在选取专业工程服务供应商时通常将项目经验、资质等级等因素设置为较为重要考查条件。同为国有企业，且公司拥有农粮加工行业种类齐全的高等级业务资质和独特的核心技术及行业领先的品牌知名度，项目经验丰富，已经在粮油专业工程服务市场形成了广泛的影响力，在招标中优势较为明显。

公司在粮油行业代表性客户包括但不限于：嘉吉公司、益海嘉里、中粮集团等国际大型粮商；五得利集团、山东鲁花集团有限公司、道道全粮油股份有限公司等全国性粮食加工企业；金健米业股份有限公司等区域性粮食加工企业；中国储备粮管理集团有限公司、各个省市、自治区、直辖市下属储备粮公司等粮食储运企业。

图表52：设计咨询项目：巴中粮食现代物流园区项目



资料来源：公司官网，华泰研究

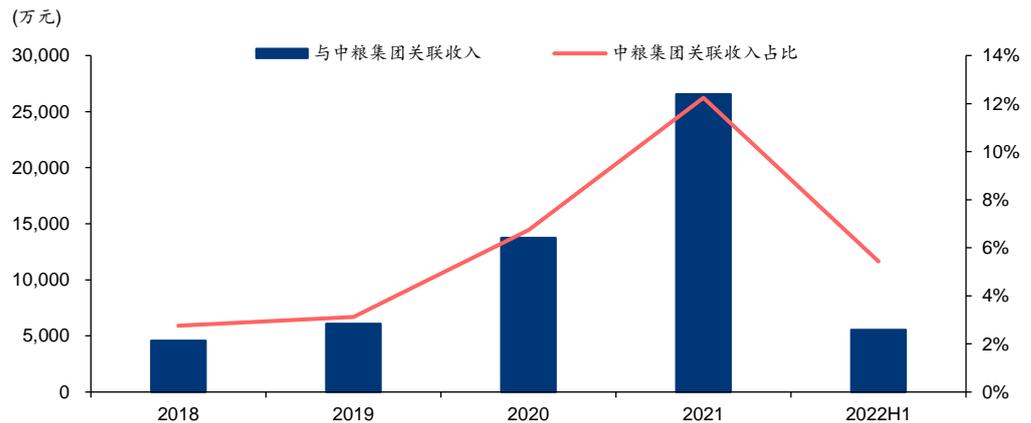
图表53：设计咨询项目：兰州粮食现代产业园项目



资料来源：公司官网，华泰研究

中粮集团贡献收入占比较低，市场化获客程度较高。公司与中粮集团 2018-2021 年关联交易收入分别为 0.46/0.61/1.38/2.66 亿元，占总收入比例分别为 2.76%/3.12%/6.74%/12.24%，22H1 公司与中粮集团关联交易为 5557 万元，占收入比例为 5.43%，较 2021 年降低 6.81pct。

图表54：2021年中粮集团贡献公司收入12.2%，22H1降低至5.4%



资料来源：公司公告、华泰研究

公司市占率仍有较大提升空间。根据统计局，2017年谷物仓储固定资产投资约1090亿元，谷物磨制和植物油加工固定资产投资约3278亿元，对于粮食领域投资，设计环节约占5%，以此估算2017年粮食仓储设计市场54.5亿元、粮油加工设计市场163.9亿元，公司2017年粮油领域设计收入约1.30亿元，市占率约0.6%。由于2018年后行业未再披露投资数据，假设2018-2020年行业投资按照年均5%增速扩张，2020年公司粮油领域设计收入1.74亿元，市占率预计0.7%，处于较低比例。

我们认为公司未来粮油领域设计收入增长的驱动主要来自：1) 粮食安全带动粮食仓储投资建设需求增加、国有企业作为粮仓投资主体占比提升。我们仅以中储粮为例，“十三五”期间新增仓容约730万吨，估算总投资164亿元，年均约33亿元，预计占谷物仓储行业投资比例低于5%，而中储粮2021-2023年计划增加储备仓容3000万吨，预计2021-2023年粮仓建设年均投资约225亿，占谷物仓储行业投资比例有望提升至15%，有利于带动公司提升粮食仓储领域市占率；**2) 粮油加工行业集约化、集中度继续提高，**带动生产线改扩建投资需求，公司有望凭借在头部厂商中的品牌优势，实现市占率提升水平超过业主集中速度。我们假设2022-2024年公司新签粮食领域设计订单同比增长40%/38%/35%，预计可实现营收3.45/4.81/6.60亿元，同比增长32.6%/39.5%/37.2%。

图表55：预计2022-2024年公司粮食领域设计收入分别为3.45/4.81/6.60亿元

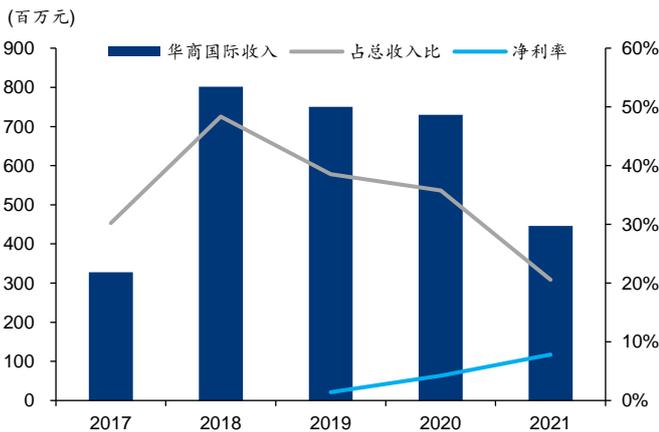
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
谷物仓储固定资产投资 (亿元)	892	988	1090	1144	1201	1261	1450	1668	1835	2018
yoy	54.8%	10.8%	10.3%	5.0%	5.0%	5.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
粮油加工行业固定资产投资 (亿元)	2950	3247	3278	3442	3614	3794	3984	4104	4227	4353
yoy	7.7%	10.1%	1.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
谷物仓储+粮油加工行业投资 (亿元)	3841	4235	4367	4586	4815	5056	5435	5772	6062	6372
yoy	15.9%	10.2%	3.1%	5.0%	5.0%	5.0%	7.5%	6.2%	5.0%	5.1%
公司粮油设计新签订单 (亿元)						217.20	319.42	447.19	617.12	833.12
yoy							47.0%	40.0%	38.0%	35.0%
公司粮油设计收入 (亿元)			129.92	142.18	147.23	174.45	260.21	344.98	481.18	660.32
yoy				9.4%	3.5%	18.5%	49.2%	32.6%	39.5%	37.2%
市占率			0.59%	0.62%	0.61%	0.69%	0.96%	1.20%	1.59%	2.07%
公司粮油设计收入预测 (亿元)							237.64	344.98	481.18	660.32
结算系数 (实际/预测)							1.09	1.00	1.00	1.00

注：2021年粮油设计收入未披露，为根据订单估算
资料来源：统计局、公司公告、华泰研究预测

冷链物流：长期需求较好，成功切入冰雪工程

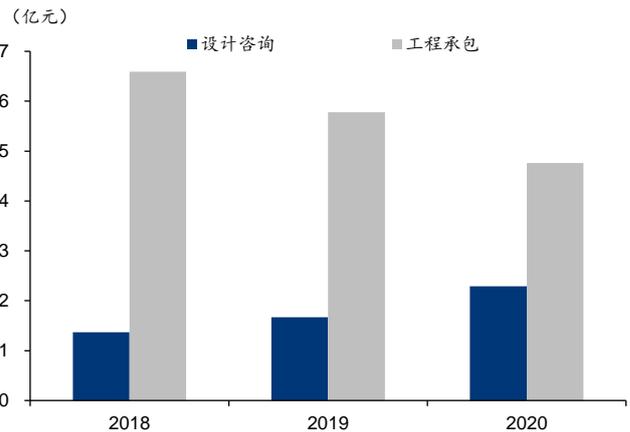
公司冷链物流业务主要通过 2017 年并购的子公司华商国际开展，主营业务包括设计咨询和工程承包，未来工程承包将逐渐减少。根据公司年报，2021 年华商国际实现营收 4.46 亿元(与公司披露冷链物流行业收入 4.67 亿元基本一致)，同比-36.1%，约占公司总收入 20.6%；实现净利润 0.35 亿元，同比+13.6%，贡献比例约 21.2%，净利率 7.8%，同比继续提升 3.6pct，较 2019 年提升 6.4pct，主要系公司 2018 年以来逐渐减少工程承包业务，向高毛利的设计咨询业务倾斜。至 2020 年工程承包业务缩减至 4.76 亿元，同比-17.5%；而设计咨询业务 2018-2020 年则呈加速增长态势，三年收入复合增速约 24.7%，其中，2020 年实现收入 2.30 亿元，占华商收入比例较 2018 年提升 14.3pct 至 31.4%。

图表56：2017-2021 年华商国际营收及占比情况



资料来源：招股说明书、公司公告、华泰研究

图表57：2018-2020 年华商国际分业务营收情况



资料来源：招股说明书、华泰研究

华商国际作为上世纪 50 年代由商业部成立的部属科研院所，在食品冷链物流工程方面拥有独特的核心技术及行业领先的品牌知名度。华商多年来专注于食品冷链建设，设计了新中国第一座肉食品冷冻厂，主编了众多的国家及行业相关规范和技术标准，是我国冷链物流工程设计领域的技术领先者。公司并先后承担了上千家企业单位的冷库建造，主要客户包括不限于以万纬冷链为代表的第三方冷链物流企业；以梅山港、盐田港等为代表的港口冷链物流企业；以江西供销、广东供销、中国农批等为代表的各地供销企业；以山东鲁担、福州城投等为代表的各地方城投公司下属冷链物流企业；以京东、苏宁、盒马生鲜、良品铺子、周黑鸭等为代表的电商企业。代表性标杆项目包括武汉万吨华中冷链港项目，总冷库容量 50 万吨，集全球食品展示交易、电商平台、冷链配送等功能于一体，是亚洲最大的现代物流交易中心之一；昆明宝象万吨冷链港项目，冷储能力 15 万吨，建成后将成为西南地区规模领先的冷冻食品物流龙头。

华商凭借其出色的建设能力，成功向冰雪工程领域延伸。公司承担设计了北京冬奥会国家速滑馆、国家雪车雪橇中心、高山滑雪中心为代表的冬奥核心项目，以及上海冰雪之星、广州融创滑雪场等高端冰雪项目，为公司积累了最高标准的冰雪体育场馆场地设计和施工经验，将为参与冰雪及特种制冷工程市场奠定技术基础。

图表58: 武汉万吨华中冷链港项目



资料来源: 公司官网、华泰研究

图表59: 2022年北京冬奥会国家速滑馆项目



资料来源: 公司官网、华泰研究

“十四五”期间, 受益于冷链物流行业的快速发展, 以及上市后发展动力增强, 冷链物流亦将成为公司业绩的重要增长点。我们简化以冷库建设作为行业投资参考, 根据中物联冷链委, 2021年我国冷库容量约8210万吨, 根据我们对多个冷链工程案例测算, 冷库单位建造成本约6583元/吨, 则2021年冷库库容量净增加部分投资额约744亿元, 设计环节约占5%, 对应市场约37.2亿元, 公司市占率约7.3%。我们假设2022-2024年冷库建设维持15%年均增长, 新签设计订单同比增长30%/30%/28%, 工程承包业务收入逐年减少, 预计22-24年可实现营收5.26/6.22/7.57亿元, 同比增长17.9%/18.3%/21.7%。

图表60: 预计华商国际2022-2024年收入分别为5.26/6.22/7.57亿元, 同比增长17.9%/18.3%/21.7%

华商国际	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	328.07	801.18	750.25	729.99	446.03	526.02	622.21	757.02
yoy		144.20%	-6.40%	-2.70%	-38.90%	17.90%	18.30%	21.70%
收入贡献比	30.20%	48.40%	38.50%	35.80%	20.60%	17.60%	15.80%	14.70%
设计咨询 (百万元)	118.29	136.96	166.76	229.54	270.00	402.80	523.64	678.16
yoy		15.80%	21.80%	37.60%	17.60%	49.20%	30.00%	29.50%
市占率 (测算)	5.5%	9.0%	6.2%	6.8%	7.3%	9.9%	11.2%	12.7%
工程承包 (百万元)	193.8	659.42	577.69	476.37	176.03	123.22	98.58	78.86
yoy		240.30%	-12.40%	-17.50%	-63.00%	-30.00%	-20.00%	-20.00%
净利润 (百万元)	10.24	-	10.61	30.72	34.9			
净利率	3.10%	-	1.40%	4.20%	7.80%			
冷链物流新签订单 (百万元)				359.43	450.58			
冷链物流设计新签订单 (百万元)				287.54	450.58	585.75	761.48	974.69
yoy					57%	30%	30%	28%
冷链物流设计收入预测 (百万元)					320.15	477.61	620.9	804.12
结算系数 (实际/预测)					0.84	0.84	0.84	0.84
中国冷库容量 (万吨)	4775	5238	6053	7080	8210	9441.5	10857.73	12486.38
yoy		15.90%	9.70%	15.60%	17.00%	16.00%	15.00%	15.00%
冷库单位建造成本 (元/吨)	6583	6583	6583	6583	6583	6583	6583	6583
冷库年建设投资 (百万元)	43184	30479	53651	67607	74388	81070	93230	107215

注: 1) 由于2020年3月后较少承接工程承包业务, 假设2020年冷链物流新签订单中80%为设计业务, 2021年100%为设计业务; 2) 2021年华商国际设计收入未披露, 为根据订单估算; 3) 冷库年建设投资仅考虑库容量净增加部分。

资料来源: 中物联冷链委、公司公告、华泰研究预测

图表61：根据多个案例估算，冷库单位建造成本约为 6583 元/吨

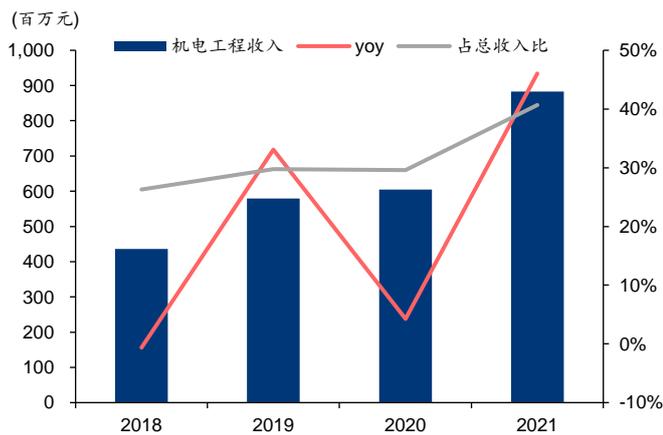
项目名称	总投资 (亿元)	库容 (万吨)	单位投资 (元/吨)
舟山港综合保税区的仓储物流项目公共仓储物流一期冷链工程	1.00	1.8	5556
舟山港综合保税区的仓储物流项目公共仓储物流二期冷链工程	5.20	6.0	8667
万邦河南骨干冷链物流基地投资扩容计划	50.00	100.0	5000
河南冷链物流园建设规划	200.00	300.0	6667
京东国鸿农产品冷链供应基地-新建高标准 6 万吨智能冷库建设规模	5.09	6.0	8483
海门区 20 个农产品产地冷藏保鲜设施项目	0.68	1.5	4549
丰大元洪食品城国家骨干冷链物流基地-一期项目	25.00	45.0	5556
广东省冷链骨干网 60 个项目	131.00	160.0	8188
平均值			6583

资料来源：政府网站、华泰研究

机电工程：积极拓展延伸产业链，打开新的增长点

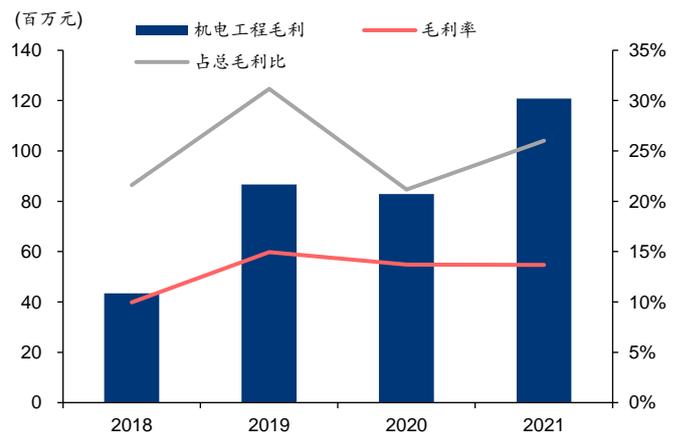
依托多年在设计咨询领域的沉淀，公司粮油专业工程领域业务逐步由单一设计延伸至机电工程系统交付，我们认为未来冷链物流领域同样可复制发展路径。目前公司机电工程系统交付业务主要为粮油领域客户提供包括机电控制系统、仓房低温系统等配套系统的交付服务，对相关机电工程项目除建筑工程施工外的全过程或若干阶段进行集成和整体交付。继 2020 年减少工程承包后，2021 年机电工程业务发展需求进一步提升，收入同比大幅增长 40.7% 至 8.83 亿元，占收入比例约 40.7%，2021 年毛利率较 2020 年稳定在 13.7%，毛利贡献率约 26%。

图表62：2021 年公司机电工程收入同比+46.0%，贡献约 40.7%



资料来源：Wind、华泰研究

图表63：2021 年公司机电工程毛利率同比持平



资料来源：Wind、华泰研究

图表64：机电工程项目：中粮江阴粮食物流扩建仓储物流设施项目



资料来源：公司公告，华泰研究

图表65：机电工程项目：温州市本级新建储备粮库一期工程



资料来源：公司公告，华泰研究

设计咨询作为项目最前端，对客户需求、项目的全景有更深刻的理解，有利于进一步承接后续机电工程交付业务。根据我们测算，公司 2021 年粮油领域设计咨询到机电工程订单转化率约 44%，未来在积极拓展机电工程的战略下，转化率有望继续提升，暂不考虑冷链物流领域向机电工程延伸，假设 2022-2024 年粮油设计到机电工程订单转化率逐年提升，分别达到 45%/47%/50%，在粮油领域设计订单实现同比增速 40%/38%/35%的情况下，机电工程新签订单增速预计达 44.8%/44.1%/43.6%，测算对应收入分别为 13.93/19.27/27.25 亿元，同比增长 57.9%/38.3%/41.4%。

图表 66：随着粮油领域设计到机电工程订单转化率提升，2022-2024 年机电工程收入约 13.93/19.27/27.25 亿元

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
粮油领域设计新签订单 (百万元)				319.42	447.19	617.12	833.12
yoy				120%	40%	38%	35%
机电工程新签订单 (百万元)	508.74	759.55	1010.95	1111.90	1609.89	2320.38	3332.47
yoy	-30.70%	49.30%	33.10%	10.00%	44.80%	44.10%	43.60%
设计到机电工程转化率				43.50%	45.00%	47.00%	50.00%
公司机电工程收入 (百万元)	435.74	579.77	604.34	882.57	1393.22	1927.19	2724.62
yoy	-0.60%	33.10%	4.20%	46.00%	57.90%	38.30%	41.40%
公司机电工程收入预测 (百万元)	689.32	558.9	809.83	1031.14	1211.5	1751.99	2522.8
计算系数 (实际/预测)	0.63	1.04	0.75	0.86	1.15	1.10	1.08

资料来源：公司公告、华泰研究预测

设备制造：并购提升业务协同能力，扩产后有望增厚业绩

公司设备制造业务收入持续增长，2021 年略有放缓。2021 年公司设备制造实现营收 3.46 亿元，同比+4.5%，占收入比例约 15.9%，主要系并购公司处于管理整合阶段导致增速放缓，且新设备毛利率低一些，导致毛利率同比-4.2pct 至 20.2%，使得毛利润同比-13.6%，贡献率降低 5.6pct 至 15%。

图表 67：2021 年公司设备制造收入同比+4.5%，贡献约 15.9%



资料来源：Wind、华泰研究

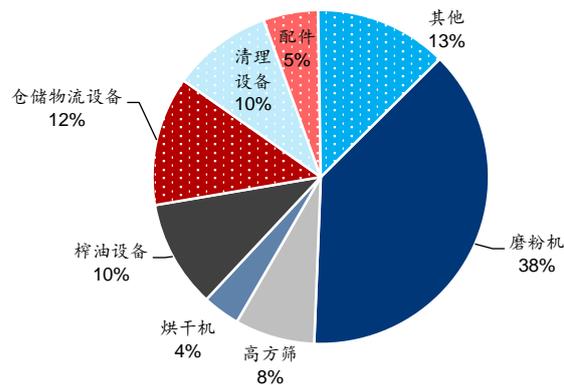
图表 68：2021 年公司设备制造毛利率略有下滑



资料来源：Wind、华泰研究

公司设备制造业务依托设计咨询领域沉淀的技术基础，多年来通过外延并购引入先进设备制造技术、扩充业务领域，已涵盖面粉加工主机设备磨粉机、高方筛、榨油设备、粮食种子和物流装备、粮食清理设备、钢板仓等范围，其中磨粉机为核心产品。具体主要依靠无锡装备、张家口装备、南皮装备、茂盛装备、东营迎春和湖南迎春装备等子公司开展，最初无锡装备主要业务包括烘干机和绞龙、提升机、进料器等小麦加工处理设备的生产加工；2012 年并购张家口市东旭粮食机械有限责任公司，业务范围扩展至磨粉机、高方筛等面粉加工设备；2013 年并购河北南皮机械制造有限责任公司，新增榨油机设备；2020 年并购开封市茂盛机械有限公司，业务扩展至仓储物流设备及种子加工设备；2021 年并购湖南迎春思博瑞智能装备有限公司和东营迎春精工机械有限公司，扩展钢板仓及配套输送设备。

图表69：2020年公司设备制造销售额分布，磨粉机为主要产品占比38%



资料来源：公司公告，华泰研究

公司在粮油机械制造行业处于领先地位，上述子公司在粮油机械细分品类领域均拥有悠久历史和深厚技术基础，打造较强品牌优势。无锡装备的烘干设备研发制造历史已超过30余年，烘干机填补了国内外低温循环式烘干机在无厂房建造模式上的空白，获得中国粮油科技奖一等奖，产品已应用于多家粮油加工、仓储企业，“一种智能化就仓干燥装置”荣获发明专利，该项目通过了国家农机推广鉴定，进入了国家农机补贴目录；张家口装备成立60余年以来，一直从事磨粉机的研发，MMR型磨粉机、FSFG高方平筛相关产品的研发及产业化成果具有创新性，整体技术达到了国际领先水平，公司磨粉机市场影响力逐年增强，与中粮集团、五得利集团、金沙河集团等客户建立了稳定战略合作关系；南皮装备核心产品榨油机的品牌“渤海”广受认可，已应用于多家大型榨油企业；东营迎春和湖南迎春前身均为农业部直属迎春机械厂，是我国最早引进美国技术生产装配式钢板仓的企业，其中湖南迎春生产的装配式钢板仓、利浦式钢板仓及保温钢板仓填补了我国钢结构粮仓的空白。

图表70：公司主要设备子公司

子公司	优势产品	取得方式	取得时间	持股比例	营业收入 (万元)		净利润 (万元)	
					2020	2021	2020	2021
无锡装备	烘干机、蛟龙、提升机、进料器等小麦加工处理设备	随无锡院划归至前身中谷科技	2005.12	100%			928.22	
张家口装备	磨粉机、高方筛等面粉加工设备	并购	2012.06	100%	20,014	1,802	2142	
南皮装备	榨油机、膨化机、化制罐等榨油设备	并购	2013.05	100%			27.64	
茂盛装备	输送机、除尘器、闸阀门、清理设备等仓储物流设备，种子加工设备	并购	2020.01	51%	14,493	13,643	538	118
湖南迎春	钢板仓及配套输送设备	并购	2021.10	55%	10,855		1,997	
东营迎春	钢板仓及配套输送设备	并购	2021.10	55%	13,245		1,944	

资料来源：公司公告，华泰研究

设备产品的不断完善，能够满足大、中、小型粮油食品加工企业及粮物流仓储企业的多元需求，有助于提升业务协同能力。公司一直以来，强调在专业事业部层面加强业务协调及合作，其中注重促进专业工程服务业务子公司与设备制造业务公司的协同，专业工程服务子公司在同等条件下需优先采购中粮科工设备制造子公司的产品，设备制造业务子公司需促进其他专业工程服务子公司拓展客户资源，协助发掘业务机会。

随着并购公司渡过整合阶段恢复收入增长和盈利能力，IPO 募投项目进一步提升核心设备产能，2022-2024 年公司设备制造业务有望实现持续增长。公司 IPO 募集资金投资项目之一为张家口装备粮食加工装备制造基地项目（二期），拟建项目包括推广 4 种核心装备的创新能力以及扩能磨粉机智能化制造生产线等 6 智能化生产线，2022 年建成后公司磨粉机、高方筛、烘干机设备产能将分别提升 400/500/120 台/年。假设新增设备产能的利用率经历 3 年爬坡，核心磨粉机设备随着技术升级产品迭代销售均价逐步提升，并购公司由于未披露产能信息，保守假设收入维持 2021 年水平，预计公司设备制造业务 2022-2024 年可实现营收 4.21/4.77/4.98 亿元，同比增长 21.8%/13.3%/4.4%。

图表71：IPO 主要募投项目助力粮油设备产能近乎翻倍，赋能新增长

设备类型	2020 年末产能 (台/年)	IPO 主要募投项目建成后产能增加 (台/年)	2020 年产能利用率
磨粉机	1160	400	93.45%
高方筛	305	500	96.72%
烘干机	40	120	95.00%
榨油设备	800	不适用	36.50%
清粉机	未披露	400	不适用

注：IPO 主要募投项目指中粮工程装备（张家口）有限公司粮食加工装备制造基地项目（二期），不包括粮油定制装备制造及成套集成核心技术创新平台项目等项目新增产能。

资料来源：公司公告，华泰研究

图表72：根据设备产能测算 2022-2024 年设备销售收入约 4.21/4.77/4.98 亿元

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
粮油设备销售收入 (万元)	15635.07	11221.88	19338.71	33405.85	34581.82	42111.64	47719.03	49842.28
yoy		-28.20%	72.30%	72.70%	3.50%	21.80%	13.30%	4.40%
粮油设备毛利润 (万元)	3979.2	2732.26	5051.27	7545.37	6986.75	8559.87	10023.41	10866.92
yoy		-31.30%	84.90%	49.40%	-7.40%	22.50%	17.10%	8.40%
综合毛利率	25.50%	24.30%	26.10%	22.60%	20.20%	20.30%	21.00%	21.80%
磨粉机								
产能 (台)	1020	730	1060	1160	1160	1560	1560	1560
产量 (台)	958	684	1020	1084	1137	1360	1480	1498
销量 (台)	1125	627	1033	1099	1137	1360	1480	1498
产能利用率	93.90%	93.70%	96.20%	93.40%	98.00%	87.20%	94.90%	96.00%
销售均价 (万元/台)	9.13	11.03	12.21	11.59	11.59	11.59	12	12.5
成本 (万元)	7292.21	4862.01	8914.86	9113.5	9881.63	11979.42	13320	13852.8
销售金额 (万元)	10270.04	6918.38	12617.95	12737.85	13175.51	15762.4	17760	18720
毛利率	29.00%	29.70%	29.30%	28.50%	25.00%	24.00%	25.00%	26.00%
高方筛								
产能 (台)	136	170	120	305	305	805	805	805
产量 (台)	128	164	117	295	299	555	725	765
销量 (台)	182	125	143	275	299	555	725	765
产能利用率	94.10%	96.50%	97.50%	96.70%	98.00%	68.90%	90.00%	95.00%
销售均价 (万元/台)	8.4	9.74	14.16	9.33	9.33	9.33	10	10
成本 (万元)	1472.81	1148.12	1475.71	2148.21	2342.54	4453.21	6194.48	6423.9
销售金额 (万元)	1528.54	1216.99	2024.6	2565.47	2788.74	5178.15	7245	7647.5
毛利率	3.60%	5.70%	27.10%	16.30%	16.00%	14.00%	14.50%	16.00%
烘干机								
产能 (台)	6	6	40	40	40	160	160	160
产量 (台)	5	5	40	38	38	100	136	147
销量 (台)	5	5	40	38	38	100	136	147
产能利用率	83.30%	83.30%	100.00%	95.00%	95.00%	62.50%	85.00%	92.00%
销售均价 (万元/台)	30.07	29.88	31.56	31.54	31.54	31.54	31.54	31.54
成本 (万元)	122.3	120.55	938.77	852.34	862.93	2270.88	3088.4	3342.74
销售金额 (万元)	150.34	149.4	1262.37	1198.62	1198.52	3154	4289.44	4642.69
毛利率	18.70%	19.30%	25.60%	28.90%	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
榨油设备								
产能 (台)	800	800	800	800	800	800	800	800
产量 (台)	323	265	297	292	320	320	320	320
销量 (台)	318	258	292	294	320	320	320	320
产能利用率	40.40%	33.10%	37.10%	36.50%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售均价 (万元/台)	11.59	11.38	11.76	11.82	11.82	11.82	11.82	11.82
成本 (万元)	2768.55	2358.94	2958.1	2831.95	3101.57	3101.57	3101.57	3101.57
销售金额 (万元)	3686.15	2937.11	3433.79	3475.06	3782.40	3782.40	3782.40	3782.40
毛利率	24.90%	19.70%	13.90%	18.50%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
仓储物流设备								
产能 (台)				1300	1300	1300	1300	1300
产量 (台)				846	884	910	975	1040
销量 (台)				846	884	910	975	1040
产能利用率				65.10%	68.00%	70.00%	75.00%	80.00%
销售均价 (万元/台)				4.94	4.94	4.94	4.94	4.94
成本 (万元)				2974.46	3362.56	3371.55	3564.21	3776.14
销售金额 (万元)				4178.51	4366.96	4495.40	4816.50	5137.60
毛利率				28.80%	23.00%	25.00%	26.00%	26.50%
清理设备								
产能 (台)				1200	1200	1200	1200	1200
产量 (台)				898	900	936	960	984
销量 (台)				898	900	936	960	984
产能利用率				74.80%	75.00%	78.00%	80.00%	82.00%
销售均价 (万元/台)				3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
成本 (万元)				2828.21	2851.2	2948.4	3013.63	3081.89
销售金额 (万元)				3229.94	3240.00	3369.60	3456.00	3542.40
毛利率				12.40%	12.00%	12.50%	12.80%	13.00%
配件								
产能 (台)				15800	15800	15800	15800	15800
产量 (台)				11822	11822	11822	11822	11822
销量 (台)				11822	11822	11822	11822	11822
产能利用率				74.80%	74.80%	74.80%	74.80%	74.80%
销售均价 (万元/台)				0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
成本 (万元)				1460.96	1489.57	1471.84	1471.84	1471.84
销售金额 (万元)				1760.36	1773.30	1773.30	1773.30	1773.30
毛利率				17.00%	16.00%	17.00%	17.00%	17.00%
其他								
产能 (台)				1362	1362	1362	1362	1362
产量 (台)				983	983	983	983	983
销量 (台)				983	983	983	983	983
产能利用率				72.20%	72.20%	72.20%	72.20%	72.20%
销售均价 (万元/台)				4.33	4.33	4.33	4.33	4.33
成本 (万元)				3650.85	3703.06	3660.50	3660.50	3660.50
销售金额 (万元)				4260.04	4256.39	4256.39	4256.39	4256.39
毛利率				14.30%	13.00%	14.00%	14.00%	14.00%

注：表中粮油设备历史销售收入、毛利主要通过各类设备销售情况汇总计算，和公司最终披露的设备制造收入相对吻合有一定误差，主要系存在内部抵消情况。

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表73：2021年并购的湖南迎春、东营迎春业绩预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
湖南迎春					
营业收入	108.55	160.00	160.00	160.00	160.00
yoy		47.40%	0.00%	0.00%	0.00%
净利润	19.97	10.00	16.00	22.40	28.80
净利率	18.40%	6.30%	10.00%	14.00%	18.00%
东营迎春					
营业收入	132.45	180.00	180.00	180.00	180.00
yoy		35.90%	0.00%	0.00%	0.00%
净利润	19.44	5.00	9.00	14.40	21.60
净利率	14.70%	2.80%	5.00%	8.00%	12.00%

注：2021年10月30日完成收购，2021年收入、净利润根据已披露1-9月、10月31日至12月财务数据数据预测。

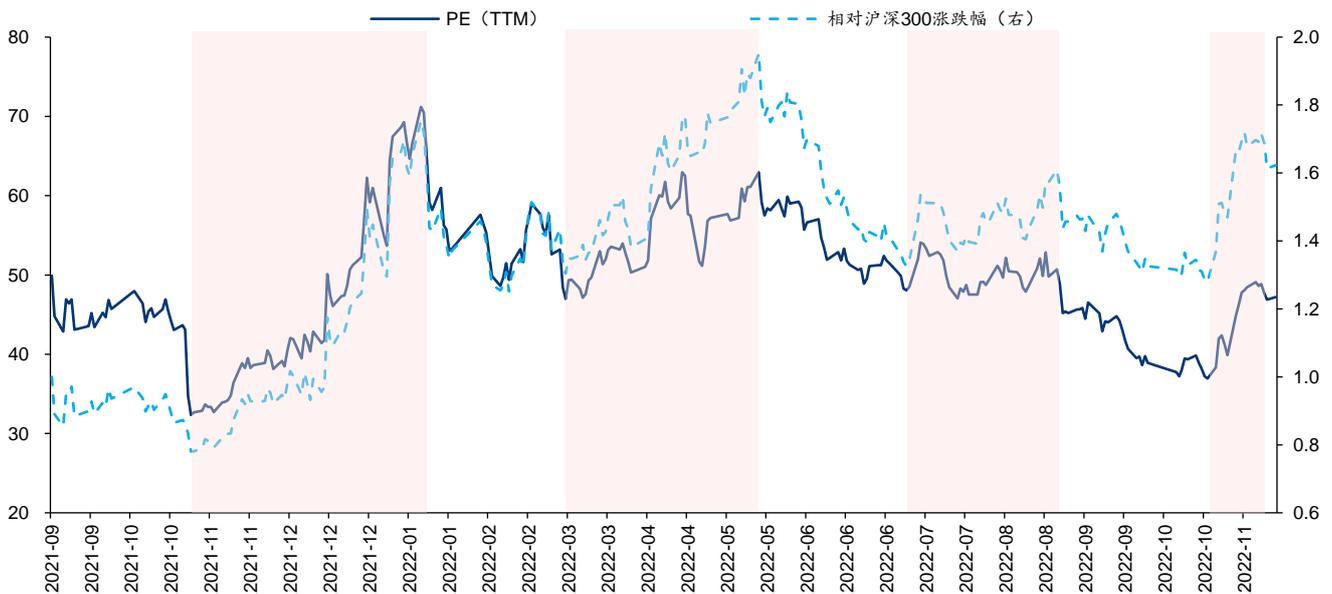
资料来源：公司公告、华泰研究预测

目标价 21.44 元，首次覆盖给予“买入”评级

历史复盘：经营表现好+市场低风险偏好+粮食安全催化=显著超额收益

公司虽然上市时间尚短，但根据我们统计，自 2021 年 9 月以来已有 3 个明显超额收益阶段（相对沪深 300），多发生在公司经营稳健、市场风险偏好较低、对安全问题关注较高阶段，同期沪深 300 均为下跌，而相反在市场风险偏好提升、面临原始股解禁等事件影响下，公司股价收益跑输沪深 300：1) 2021 年 11 月-2022 年 1 月，绝对收益 120%，沪深 300 下跌 2%，超额收益 122%；2) 2022 年 3 月-2022 年 5 月，绝对收益 40%，沪深 300 下跌 6%，超额收益 46%；3) 2022 年 10 月-2022 年 11 月，绝对收益 32%，沪深 300 下跌 1%，超额收益 33%。

图表74：公司历史复盘图



注：相对沪深 300 涨跌幅 = (区间末中粮科工收盘价/区间初中粮科工收盘价) / (区间末沪深 300 收盘价/区间初沪深 300 收盘价)

资料来源：Wind，华泰研究

盈利预测与估值

我们根据上文对公司设计咨询、机电工程、设备制造业务的预测进行汇总，预计公司 2022-2024 年收入分别为 29.48/37.15/47.53 亿元，同比增速 35.89%/26.02%/27.93%。

毛利率：预计公司 2022-2024 年整体毛利率分别为 21.35%/22.53%/23.25%，其中机电工程业务随着项目规模增大，有望继续小幅提升，分别为 13.70%/13.90%/14.00%；设计咨询业务 22 年受疫情对人效利用的影响，预计毛利率下滑至 41.00%，23-24 年有望逐步恢复，预计分别为 42.00% 和 42.50%；设备制造根据各产品产销综合计算，预计分别为 20.33%/21.01%/21.80%。

图表75： 预计 2022-2024 年公司收入分别为 29.48/37.15/47.53 亿元，同比增速 35.9%/26.0%/27.9%

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	1086.13	1657.01	1946.68	2041.04	2169.55	2948.16	3715.27	4752.96
专业工程服务	880.49	1470.13	1691.21	1649.94	1742.16	2437.44	3139.51	4146.11
机电工程	438.48	435.74	579.77	604.34	882.57	1393.22	1927.19	2724.62
设计咨询	248.21	279.14	313.99	403.99	530.21	747.77	1004.81	1338.48
工程承包业务	193.8	755.26	797.44	641.62	329.38	296.44	207.51	83.00
设备制造	165.55	130.04	193.89	331.17	345.94	421.12	477.19	498.42
其他业务	40.1	56.83	61.58	59.93	81.46	89.61	98.57	108.43
总收入增速		52.56%	17.48%	4.85%	6.30%	35.89%	26.02%	27.93%
专业工程服务		66.97%	15.04%	-2.44%	5.59%	39.91%	28.80%	32.06%
机电工程		-0.63%	33.06%	4.24%	46.04%	57.86%	38.33%	41.38%
设计咨询		12.46%	12.48%	28.66%	31.24%	41.03%	34.37%	33.21%
工程承包业务		289.70%	5.59%	-19.54%	-48.66%	-10.00%	-30.00%	-60.00%
设备制造		-21.45%	49.10%	70.81%	4.46%	21.73%	13.32%	4.45%
其他业务		41.74%	8.36%	-2.68%	35.92%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.48%	12.12%	14.29%	19.18%	21.41%	21.35%	22.53%	23.25%
专业工程服务	13.76%	10.22%	12.45%	17.56%	20.71%	20.84%	22.21%	22.99%
机电工程	7.44%	9.96%	14.95%	13.71%	13.69%	13.70%	13.90%	14.00%
设计咨询	34.89%	33.29%	32.09%	38.81%	43.07%	41.00%	42.00%	42.50%
工程承包业务	0.99%	1.84%	2.90%	7.80%	3.53%	3.53%	3.53%	3.53%
设备制造	25.51%	23.34%	25.75%	24.39%	20.18%	20.33%	21.01%	21.80%
其他业务	39.00%	35.72%	28.60%	34.96%	41.51%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：Wind、华泰研究预测

期间费用率：2019-2021 年公司期间费用率由 7.97% 提升至 10.61%，主要系研发费用率和管理费用率有所增加。2021 年公司研发费用率已达到 3.75%，我们预计后续将继续逐年增加，但随着收入较快增长，费用率有望小幅下行。管理费用率持续提升则归因于公司业务规模逐年增加，管理人员薪酬及年终奖上升，未来随着业务规模进一步扩大，规模效应逐步显现，有望呈现下降趋势，预计 2022-2024 年分别为 6.50%/6.30%/6.20%。综合影响下，公司 2022-2024 年期间费用率预计分别为 10.60%/10.40%/10.20%。

图表76： 预计 2022-2024 年公司期间费用率分别为 10.60%/10.40%/10.20%

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.53%	0.88%	0.81%	0.80%	0.70%	0.70%
管理费用率	5.61%	5.93%	6.56%	6.50%	6.30%	6.20%
研发费用率	2.12%	2.60%	3.75%	3.70%	3.70%	3.60%
财务费用率	-0.28%	-0.25%	-0.51%	-0.30%	-0.20%	-0.20%
合计	7.97%	9.16%	10.61%	10.60%	10.40%	10.20%

资料来源：Wind、华泰研究预测

综合我们对公司主营业务收入、毛利率以及期间费用率的分析和预测，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.19/3.12/4.35 亿元，同比增速 35.3%/42.8%/39.3%。由于 A 股没有相同业务的可比公司，我们选取同样采用轻资产模式，开展专业工程类设计咨询、检测类业务的公司，深成交、苏文电能、国检集团、华阳国际、中国海诚作为可比公司，可比公司 23 年 Wind 一致预期 PEG 为 0.74x，“十四五”粮食安全驱动粮食仓储建设增加、粮食加工集约化进一步发展，国内冷链物流基础设施质、量发展仍存在较大空间，公司作为粮油和冷链领域一流的综合性工程服务商和设备制造商，隶属中粮集团，主要业务子公司发源粮食部、商业部，获取下游国企项目优势明显，未来行业层面有望受益粮油、冷链物流双轮驱动，叠加公司自身积极由设计向机电工程延伸、增加粮油设备产能，设计咨询、机电工程、设备制造三大业务均有望迎来较快增长阶段，2022-2024 年归母净利 CAGR 约 39%（行业均值 26%），给予公司 23 年 0.9xPEG，目标价 21.44 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表77: 可比公司说明

可比公司	主营业务	可比性说明
深城交	城市交通规划咨询、工程设计和检测, 同时包含医院、学校等公共建筑的设计	以规划、设计等轻资产业务为主, 业务毛利率(21年规划/设计毛利率44%/39%)与中粮科工设计业务(21年设计毛利率43%)相近
苏文电能	电力咨询设计、电力工程建设和电力设备供应和智能用电服务业务为一体的一站式(EPCO)供用电品牌服务商	以电力咨询设计业务为主导, 向产业链工程、设备延伸, 与中粮科工同样属于专业工程领域, 发展战略相似
国检集团	国内建筑和装饰装修材料及建设工程领域内为规模最大的第三方检验检测技术服务机构	检测业务轻资产特点和设计业务具备可比性, 毛利率(21年毛利率45%)与中粮科工设计业务(21年设计毛利率43%)相近
华阳国际	主营建筑设计与咨询和装配式建筑, 产品涉及住宅、公建、商业综合体等多种业态, 同时向EPC、PC构件生产等业务延伸	房建设计相比专业工程设计壁垒略低, 但华阳国际大力发展装配式设计和BIM信息化, 在该领域具有较强优势和壁垒, 和中粮科工具有一定可比性
中国海诚	主营轻工行业提供工程咨询、工程设计、工程监理等工程技术服务和工程总承包服务, 主要涉及制浆造纸、食品发酵、日用化工等领域工程	业务模式与中粮科工类似, 同属于专业工程服务, 主要是分属领域不同, 下游以轻工等制造业客户为主

资料来源: 公司公告、华泰研究

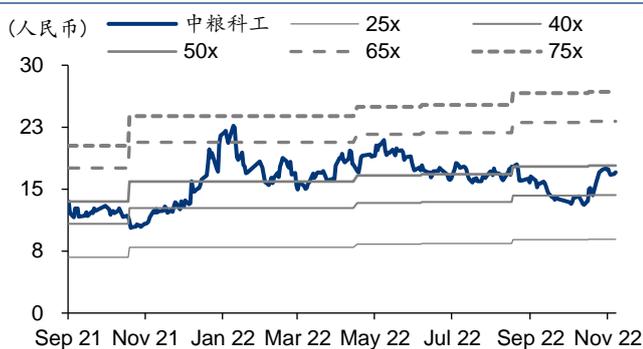
图表78: 可比公司估值表 (20221116)

公司名称	公司代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)					PE(倍)					22-24年 归母净利 CAGR	23E PEG
				2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
深城交	301091 CH	21.05	45	0.72	0.77	0.92	1.11	1.38	29.37	27.33	22.98	18.95	15.28	21%	0.89
苏文电能	300982 CH	52.81	75	1.69	2.15	2.61	3.46	4.50	31.21	24.61	20.20	15.26	11.75	28%	0.55
国检集团	603060 CH	11.03	81	0.32	0.35	0.39	0.49	0.61	34.72	31.77	28.46	22.44	18.21	20%	1.10
华阳国际	002949 CH	14.19	28	0.88	0.54	0.99	1.25	1.54	16.05	26.40	14.31	11.32	9.24	42%	0.27
中国海诚	002116 CH	9.24	39	0.15	0.39	0.48	0.55	0.65	60.44	24.00	19.39	16.94	14.31	19%	0.90
平均值									34.36	26.82	21.07	16.98	13.76	26%	0.74
中粮科工	301058 CH	17.11	87	0.25	0.32	0.43	0.61	0.85	67.91	54.28	40.10	28.08	20.17	39%	0.72

注: 除中粮科工外, 其余公司盈利预测均来自Wind一致预期。

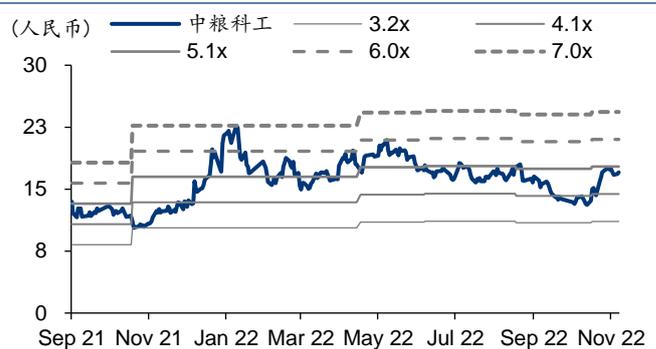
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究预测

图表79: 中粮科工 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表80: 中粮科工 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

粮油领域投资不及预期。公司粮油领域业务主要包括为粮食仓储和粮油加工行业提供专业工程及设备制造服务, 如果下游粮仓建设、粮油加工企业投资不及预期, 可能导致公司订单、收入低于预期。

设计到机电工程转化率不及预期。公司积极由设计环节向机电工程领域延伸, 成为发展重要的增长动力之一, 如果设计到机电工程的转化率低于预期, 将会导致机电工程增长低于预期。

粮油设备销售不及预期。公司2020年并购开封市茂盛机械有限公司, 业务扩展至仓储物流设备及种子加工设备, 2021年并购湖南迎春和东营迎春, 扩展钢板仓及配套输送设备, 并通过募投项目增加张家口装备产能, 供给端得到显著增长, 如果并购公司整合管理低效、需求开拓不足, 可能会导致销售低于预期, 产能利用率不足, 公司设备制造收入、毛利率可能均会下降。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,217	3,134	4,005	4,138	5,243
现金	1,070	1,434	1,474	1,486	1,472
应收账款	491.18	533.01	905.11	907.21	1,411
其他应收账款	25.75	50.76	53.21	77.81	89.81
预付账款	71.59	153.84	152.49	233.55	260.31
存货	314.35	517.87	770.36	744.59	1,079
其他流动资产	243.80	443.91	649.97	688.25	930.83
非流动资产	518.59	655.15	731.57	791.04	872.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	211.19	316.17	364.24	402.47	465.65
无形资产	154.11	175.84	201.91	221.80	237.30
其他非流动资产	153.28	163.13	165.41	166.77	169.16
资产总计	2,735	3,789	4,737	4,929	6,115
流动负债	1,306	1,805	2,607	2,567	3,435
短期借款	0.00	37.05	139.60	196.16	37.05
应付账款	603.85	630.45	1,048	1,036	1,605
其他流动负债	701.91	1,138	1,419	1,336	1,793
非流动负债	42.02	70.83	70.83	70.83	70.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	42.02	70.83	70.83	70.83	70.83
负债合计	1,348	1,876	2,678	2,638	3,506
少数股东权益	88.32	141.29	146.03	152.80	162.22
股本	410.31	512.27	512.27	512.27	512.27
资本公积	731.21	938.11	938.11	938.11	938.11
留存公积	151.34	310.48	444.46	635.78	902.21
归属母公司股东权益	1,299	1,771	1,913	2,138	2,447
负债和股东权益	2,735	3,789	4,737	4,929	6,115

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	231.37	261.05	154.12	146.75	404.54
净利润	131.96	164.99	223.29	318.87	444.04
折旧摊销	0.00	32.01	45.62	54.22	63.88
财务费用	(5.04)	(11.16)	(9.47)	(8.49)	(8.71)
投资损失	(1.17)	(1.67)	(0.95)	(1.26)	(1.30)
营运资金变动	35.76	26.89	(73.37)	(179.36)	(45.78)
其他经营现金	69.86	49.99	(31.00)	(37.23)	(47.60)
投资活动现金	(78.67)	(273.06)	(121.05)	(112.35)	(143.59)
资本支出	(34.63)	(55.27)	(117.72)	(108.50)	(138.73)
长期投资	8.00	(165.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(52.04)	(52.80)	(3.33)	(3.85)	(4.86)
筹资活动现金	(4.81)	344.71	(95.83)	(78.94)	(116.14)
短期借款	0.00	37.05	102.56	56.56	(159.12)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	101.96	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	206.90	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4.81)	(1.19)	(198.39)	(135.50)	42.98
现金净增加额	147.05	331.59	(62.76)	(44.53)	144.82

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,041	2,170	2,948	3,715	4,753
营业成本	1,650	1,705	2,319	2,878	3,648
营业税金及附加	12.24	14.82	20.14	25.37	32.46
营业费用	17.93	17.63	22.11	26.01	30.89
管理费用	121.01	142.30	190.16	234.06	292.31
财务费用	(5.04)	(11.16)	(9.47)	(8.49)	(8.71)
资产减值损失	(8.91)	(13.70)	(18.61)	(22.29)	(28.52)
公允价值变动收益	0.00	0.08	0.03	0.04	0.05
投资净收益	1.17	1.67	0.95	1.26	1.30
营业利润	154.74	187.59	254.56	372.00	518.31
营业外收入	9.09	16.65	15.52	13.75	15.31
营业外支出	8.77	12.62	10.43	10.61	11.22
利润总额	155.06	191.61	259.64	375.15	522.40
所得税	23.10	26.63	36.35	56.27	78.36
净利润	131.96	164.99	223.29	318.87	444.04
少数股东损益	2.90	3.50	4.74	6.77	9.42
归属母公司净利润	129.06	161.49	218.55	312.11	434.61
EBITDA	148.14	209.21	289.90	415.31	570.44
EPS (人民币, 基本)	0.31	0.37	0.43	0.61	0.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	4.85	6.30	35.89	26.02	27.93
营业利润	71.40	21.23	35.70	46.14	39.33
归属母公司净利润	47.75	25.12	35.34	42.81	39.25
获利能力 (%)					
毛利率	19.18	21.41	21.35	22.53	23.25
净利率	6.47	7.60	7.57	8.58	9.34
ROE	10.47	10.52	11.86	15.41	18.96
ROIC	66.18	78.02	56.54	47.90	53.44
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.27	49.52	56.53	53.53	57.33
净负债比率 (%)	(75.63)	(70.55)	(63.87)	(55.47)	(54.23)
流动比率	1.70	1.74	1.54	1.61	1.53
速动比率	1.40	1.35	1.17	1.22	1.13
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.67	0.69	0.77	0.86
应收账款周转率	4.43	4.24	4.10	4.10	4.10
应付账款周转率	3.10	2.76	2.76	2.76	2.76
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.32	0.43	0.61	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.51	0.30	0.29	0.79
每股净资产(最新摊薄)	2.54	3.46	3.73	4.17	4.78
估值比率					
PE (倍)	67.91	54.28	40.10	28.08	20.17
PB (倍)	6.75	4.95	4.58	4.10	3.58
EV EBITDA (倍)	52.68	35.33	25.63	18.02	12.88

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司