中炬高新（600872.SH） 食品饮料/食品加工

盈利持续改善，全国调味品龙头初现

首次覆盖报告

马浩博（分析师）
18917609091
证书编号：S0280518060002

● **定位中高端调味品龙头，民营资本股权集中**

国内调味品行业第二，仅次海天味业。毛利 98%来自调味品，其中酱油收入占 75%。主要产品为酱油、鸡粉。前海人寿为最大股东，占 20.14%。

● **餐饮回暖+结构升级，助推行业增长**

(1)行业规模扩张，酱油子行业体量、增速居首。2017 年国内调味品行业规模达 2603 亿元/+7.9%；酱油在调味品中占比约 40-45%，2017 年增长 10.5%，明显高于其他子行业。**(2)餐饮回暖提高助推行业增长。**餐饮约占调味品消费 40%，2017 年餐饮行业收入增长 10.7%，城镇人口增加和居民外出就餐频率提高也助推行业增长。**(3)结构升级，集中度有望提升。**品类间替代+高端替代低端，国内 CR5＜17%，而日本 CR5 60%，仍有提升空间。

● **费用管控+产能放量，利润有望更上一层楼**

(1)降本控费，毛利提升可期。公司大豆成本高于竞品及阳西基地产能折旧较多，毛利率低于海天 8pct。后期成本降低，毛利还有空间。**(2)产能放量，阳西基地拉升净利。**2017 年产能 48 万吨，预计 2023 年，中山+阳西+美味鲜三大基地建成新增产能 150 万吨。阳西基地规划净利率为 9.5%，高于美味鲜基地(7.1%)，未来核心产能或以阳西基地为主，盈利能力将持续提升。

● **加强渠道管控，全国化指日可待**

(1)对比海天渠道改善空间大，餐饮渠道重心倾斜。公司餐饮渠道占比仅 20%，海天为 40%。公司已对渠道改善，目标 4 年后餐饮渠道占 40%。**(2)以东南为中心，全国化加速推进。**未来 3-5 年将以东南沿海为中心，加速全国化。**(3)供应链利润空间有望提升。**目前经销商的数量为海天的 1/4，经销商利润高于海天 5-8%，精细化管理加强周转，经销商数量还在持续提升。

● **未来三年利润复合增速 31%，首次覆盖给予“推荐”评级：**

我们预计公司 2018-2019 年收入分别为 43.6/51.3 亿元，同比分别 20.8%/17.7%。净利润分别为 6.1/8.1 亿元，同比分别 33.8%/33.3%。对应 2018 年/2019 年 PE 分别为 37x/28x，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**产能扩张不及预期、市场开拓不及预期、食品安全风险

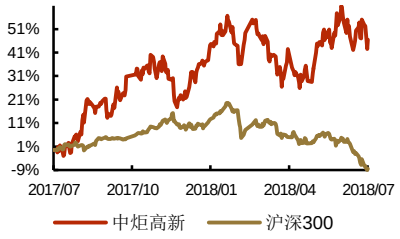
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3158	3,609	4,361	5,134	6,432
增长率(%)	14.5	14.3	20.8	17.7	25.3
净利润(百万元)	362.4	453	606	808	1,044
增长率(%)	46.5	25.1	33.8	33.3	29.2
毛利率(%)	36.7	39.3	40.5	42.3	42.8
净利率(%)	11.5	12.6	13.9	15.7	16.2
ROE(%)	13.3	14.8	17.1	19.1	20.2
EPS(摊薄/元)	0.45	0.57	0.76	1.01	1.31
P/E(倍)	61.56	49.2	36.8	27.6	21.4
P/B(倍)	7.97	7.1	6.2	5.2	4.3

推荐（首次评级）

市场数据	时间 2018.07.06
收盘价(元):	26.46
一年最低/最高(元):	17.24/29.23
总股本(亿股):	7.97
总市值(亿元):	210.79
流通股本(亿股):	7.97
流通市值(亿元):	210.79
近 3 月换手率:	55.16%

股价一年走势



收益涨幅（%）

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.36	19.79	49.58
绝对	-8.95	7.08	41.52

相关报告

目 录

1、 高端调味品行业龙头，民营资本股权集中 4
1.1、 定位中高端调味品领先企业 4
1.2、 转型民企，股权结构更集中 5
2、 餐饮回暖+结构升级，助推行业增长 6
2.1、 调味品行业规模扩大，酱油子行业体量、增速居首 6
2.2、 餐饮复苏带动调味品景气回升 6
2.3、 产品结构升级，集中度提升可期 7
3、 费用管控+产能放量，利润有望更上一层楼 8
3.1、 品类优化，有望成长为综合调味品平台 8
3.2、 产能放量，阳西基地拉升净利 9
4、 加强渠道管控，全国化指日可待 10
4.1、 餐饮渠道弱于海天，积极改善迎头赶上 10
4.2、 以东南为中心，全国化加速推进 10
4.3、 供应链利润空间大，加强经销商管理争取高毛利 11
5、 盈利预测及投资建议 11
附：财务预测摘要 12

图表目录

图 1： 毛利贡献 98%来自调味品 4
图 2： 利润贡献：酱油：鸡粉：其他=7：1.5：1.5 4
图 3： 2013-2018 年营收及归母净利润 4
图 4： 2013-2017 年公司毛利率及净利率 4
图 5： 公司发展历程 5
图 6： 股权结构 5
图 7： 调味品行业增长平稳，酱醋类子行业增速居首 6
图 8： 调味品子行业格局分散，酱油规模子行业居首 6
图 9： 酱油使用渗透力第一 6
图 10： 2013-2017 年城镇人口增多 7
图 11： 2011-2017 年城镇居民人均食品支出 7
图 12： 2011-2017 年社会消费品餐饮收入 7
图 13： 外出就餐频率 7
图 14： 调味品不同渠道占比 8
图 15： 我国 CR5 较低 8
图 16： 毛利率存提升空间；管理费用待改善 8
图 17： 厨邦口味佳，品质高 8
图 18： 南部+东部收入＞70% 10
图 19： 海天已基本实现全国化 10
图 20： 中炬东南部为主，2017 年中西、北部加速增长 10
图 21： 中炬高新五级渠道 11
图 22： 利益链条对比：海天味业 VS 中炬高新 11

表 1： 中炬高新新产品品类 4
表 2： 龟甲万发展历程 9
表 3： 项目进程（余额单位：万元） 9

表 4: 渠道对比.....11
表 5: 可比公司估值.....11

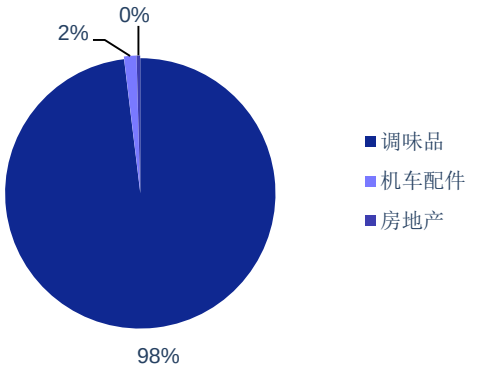
1、 高端调味品行业龙头，民营资本股权集中

1.1、 定位中高端调味品领先企业

中炬高新于 1993 年成立，是全国国家级开发区首家上市公司，2000 年收购了美味鲜调味品公司。目前在国内调味品上市公司中排第二，仅次于海天味业。主要产品。毛利 98%来自调味品，其中酱油收入占 75%。

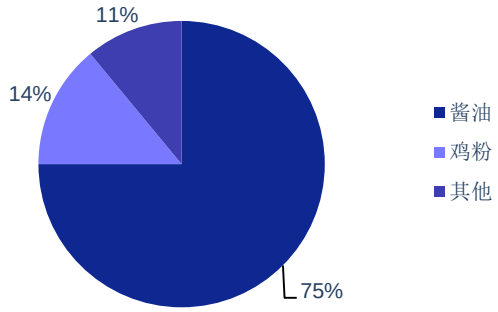
2017 年公司实现主营业务收入 36 亿元，同比增长 14.3%；归母净利润 4.53 亿，同比增长 25 %； 毛利率 39.2%，净利率 4.2%。

图1： 毛利贡献 98%来自调味品



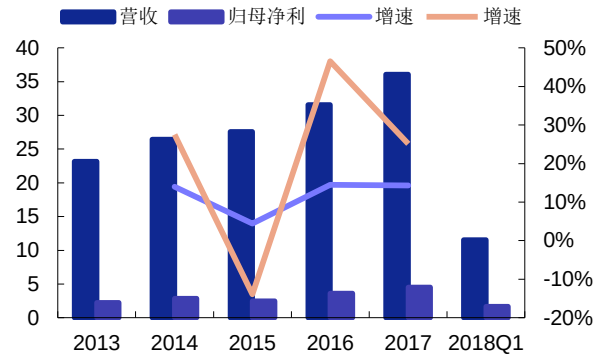
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 利润贡献：酱油：鸡粉：其他=7：1.5：1.5



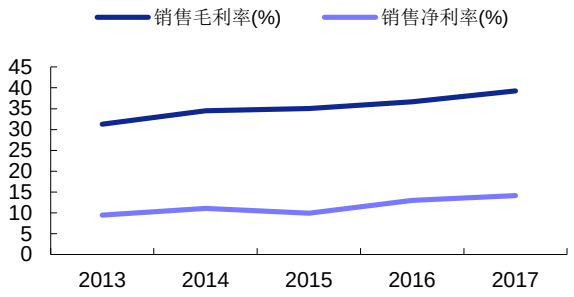
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 2013-2018 年营收及归母净利润



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 2013-2017 年公司毛利率及净利率



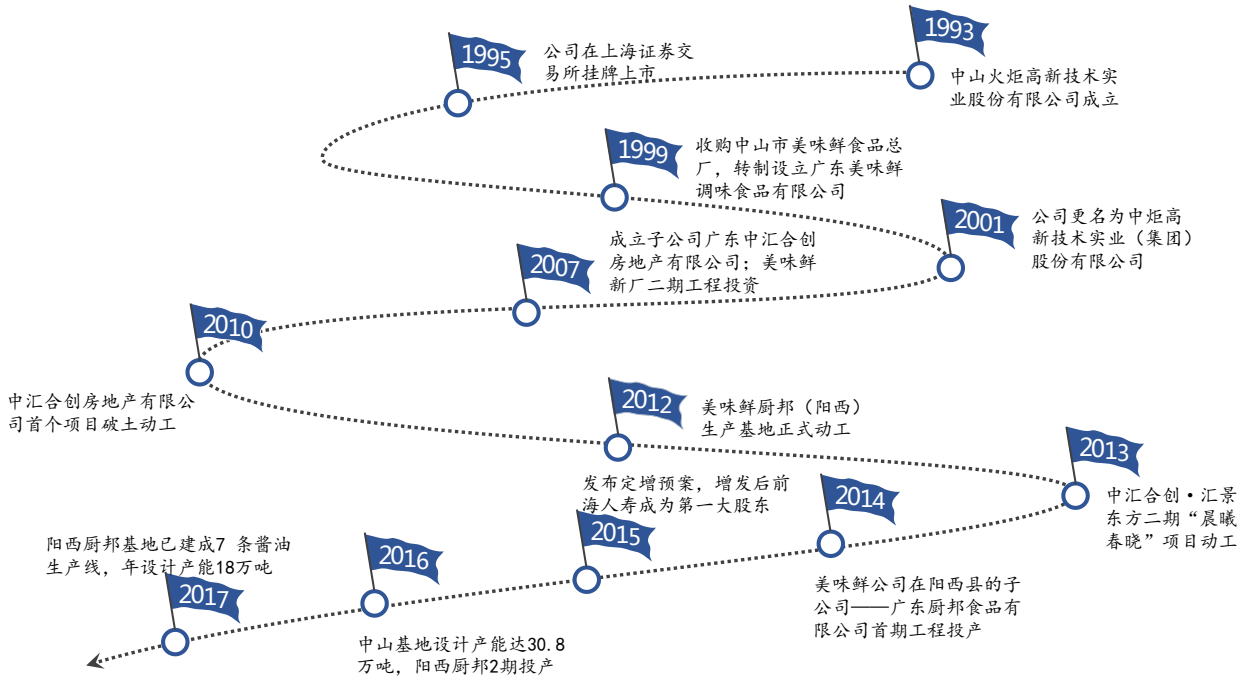
资料来源：Wind，新时代证券研究所

表1： 中炬高新新产品品类

厨邦品牌			美味鲜品牌		
酱油类	鸡精粉	蚝油类	醋类	酱油类	鸡精粉
酱类	腐乳类	汁类	味精类	醋类	腐乳类
料酒类	食用油	罐头类	礼盒	汁类	

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图5： 公司发展历程

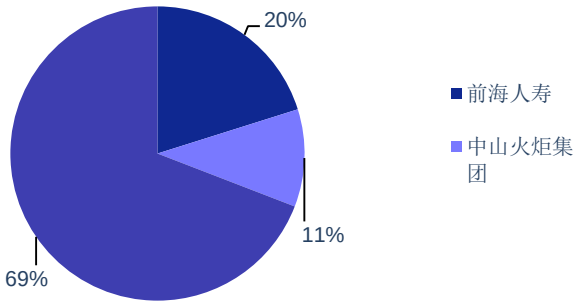


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、 转型民企，股权结构更集中

前海人寿举牌公司前，公司实际控制人为中山市国资委，第一大股东为中山火炬集团有限公司，股权比较分散。2015 年 4 月，前海人寿通过二级市场举牌中炬高新，成为公司第一大股东，公司由国企转型成为民企。目前公司总股本 7.97 亿股，前海人寿占总股本 20.14%，中山火炬集团占 10.72%，股权相对集中。

图6： 股权结构



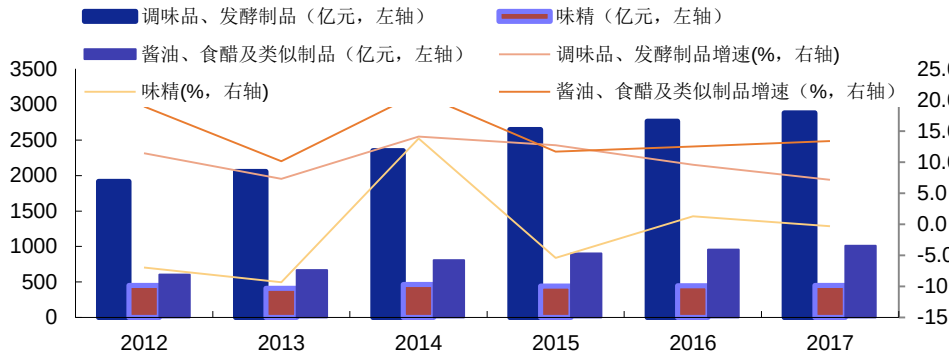
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 餐饮回暖+结构升级，助推行业增长

2.1、 调味品行业规模扩大，酱油子行业体量、增速居首

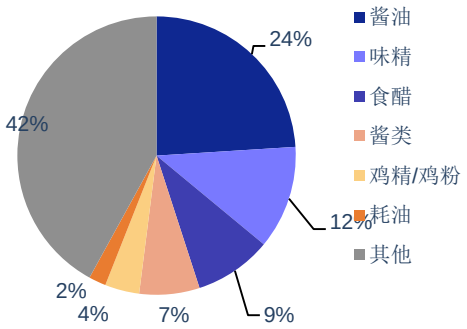
居民消费水平的提高，调味品市场规模不断扩大。2017 年，全国调味品、发酵制品制造业实现销售收入 2603 亿元，同比增长 7.9%。根据 Euromonitor 零售端口径，酱醋类在调味品中占比 63%，其中酱油占比约 40-45%，是调味品模最大的品种。子行业中，酱醋子行业增速最快，2017 年实现销售收入 820 亿元，同比增长 10.5%，明显高于其他子行业。从渗透率看，酱醋类、味精等日常消费频率较高的产品渗透率较高，酱油使用渗透率高达 99%，发展潜力大。

图7： 调味品行业增长平稳，酱醋类子行业增速居首



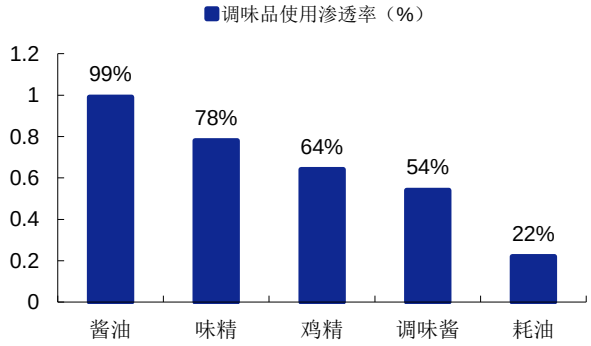
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 调味品子行业格局分散，酱油规模子行业居首



资料来源：中国调味品协会，新时代证券研究所

图9： 酱油使用渗透力第一



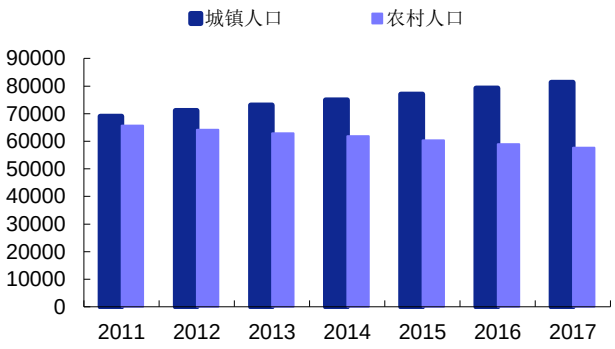
资料来源：Kantar Worldpanel，新时代证券研究所

2.2、 餐饮复苏带动调味品景气回升

从渠道来看，目前我国调味品消费渠道中餐饮采购、家庭消费、食品加工分别占比约为 40%、30%、30%，餐饮渠道已成为调味品消费的主力军。**城镇人口增加、外出就餐频率提高，推动行业继续扩张。**人均消费水平的提升带动了餐饮业的复苏，2017 年我国城镇居民人均食品支出为 7000.95 元，同比增长 3.53%；2017 年全国餐饮收入为 39643.7 亿元，同比增长 10.70%。另外，我国城镇化进程加快，城镇人口不断增加，2017 年城镇人口数量达到 81347 万，同比增 2.58%。中国烹饪协会的问

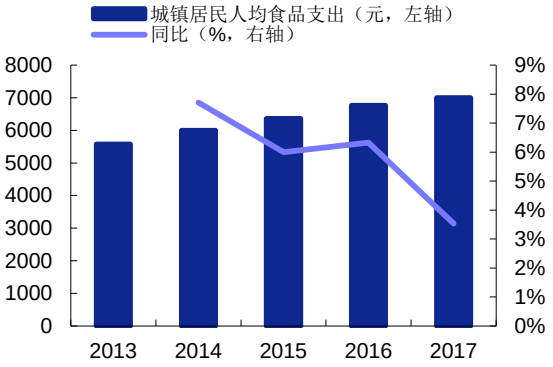
卷调查显示，41.2%的消费者外出就餐频率为每周 2-3 次，超过 10%的消费者外出就餐每天至少一次。随着外出就餐频次的增加，大小餐馆已逐渐成为调味品消费的主要渠道。

图10： 2013-2017 年城镇人口增多



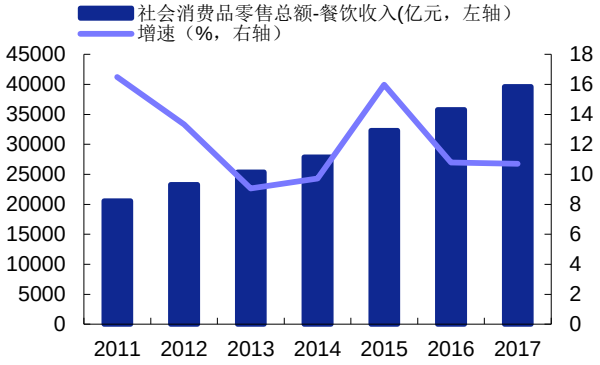
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 2011-2017 年城镇居民人均食品支出



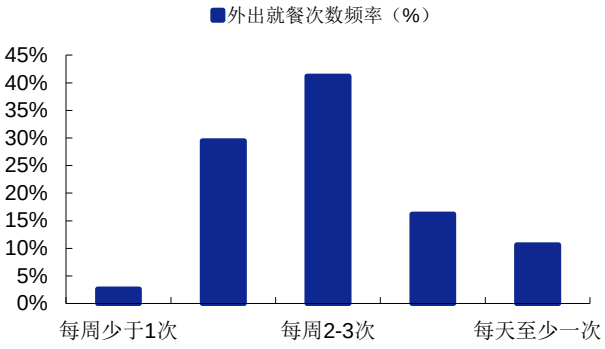
资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

图12： 2011-2017 年社会消费品餐饮收入



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 外出就餐频率

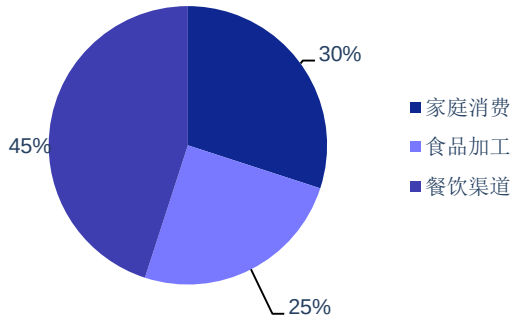


资料来源：中国餐饮业发展报告，新时代证券研究所

2.3、 产品结构升级，集中度提升可期

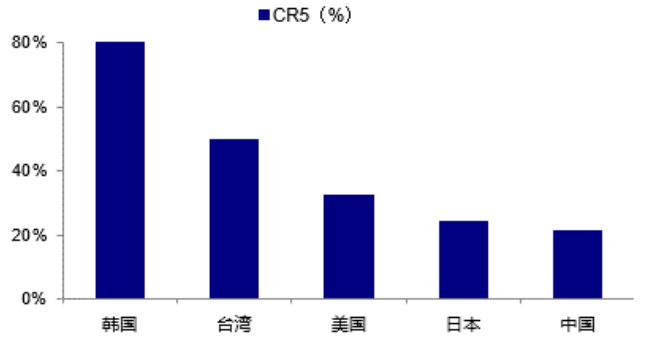
产品结构逐渐高端化，集中度提升可期。调味品行业产品结构升级明显，表现为:（1）品类间替代效应，如味精需求萎缩，高鲜度酱油与 YE 取而代之;（2） 品类内部高端替代低端，估算高端酱油增速 15%，高于行业增长水平（10%）。预计未来超高端酱油至少 4 倍空间。我国调味品市场 CR5 仅 20%左右，低于亚洲其他国家，行业集中度仍有提升空间。

图14： 调味品不同渠道占比



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

图15： 我国 CR5 较低



资料来源：智研咨询，新时代证券研究所

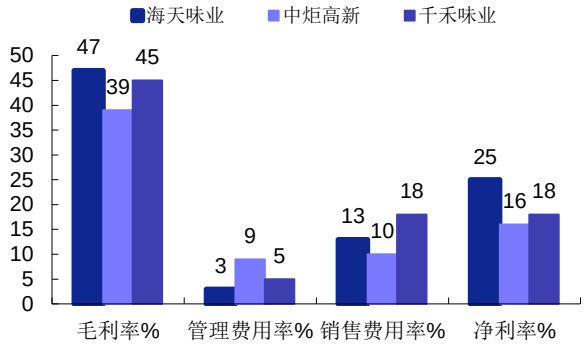
3、 费用管控+产能放量，利润有望更上一层楼

3.1、 品类优化，有望成长为综合调味品平台

氨基酸、蛋白质含量优，成本售价平均高于同业 20%。公司主要产品为酱油，成本售价均高于同业 20%，因生产规模有限毛利低。采用大豆制造酱油（售价 6300 元/吨，成本 3650 元./吨），对比同业采用豆粕（售价 5250 元/吨，成本 3030 元/吨），后期存增长空间。

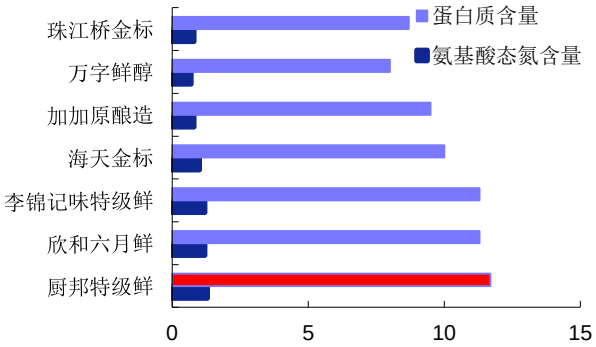
期间费用待改善，毛利仍有提升空间。相比于海天毛利率 47%、千禾味业 45%，中炬高新仅为 39%。造成差异的原因一方面公司的用大豆成本高于竞品（后续食用油从大豆中提取并且销售也会提升盈利），另一方面公司生产效率较低，公司阳西基地新建产能，固定资产折旧较多。管理层更换后，费用管控已有成效，但仍低于海天 6pct。随着产能利用率进一步提升及费用率进一步下降，盈利能力将明显提升。

图16： 毛利率存提升空间；管理费用待改善



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 厨邦口味佳，品质高



资料来源：京东 1 号店，新时代证券研究所

公司目前品类丰富，但主要收入仍来自大单品，借鉴国际经验，未来有望成长为综合调味品平台。龟甲万是日本最大的调味品公司，占日本调味品市场 8%左右。龟甲万发展初期只专注于几个品类，其中酱油市占率接近 30%，后来日本酱油需求达到饱和状态，公司积极发展酱油衍生品等高附加值产品，并利用已有酱油渠道进行推广。2000 年以后，龟甲万进军国际市场，根据各地饮食习惯推出适合

当地的产品，通过收购拓展了罐头、豆奶、药物和日本食品的海外批发业务。经过多次产品结构调整和海外并购，龟甲万逐渐成长为品类丰富、渠道多元的全能型食品公司。

参照龟甲万的发展进程，我国调味品龙头企业均处第二阶段，海天已率先进行品类延伸，增加了酱类、料酒、腐乳等产品。公司紧随行业趋势进行品类扩张，但受产能限制。2017 年，公司投资 16.25 亿元与阳西美味鲜计划，项目达产后将新增 65 万吨各类调味品和食品产能。届时产能逐步释放，进一步打造综合调味品平台。

表2： 龟甲万发展历程

	特征
第一阶段	发展起步阶段，主要以酱油及类似品为主，参与出口业务
第二阶段	大量参与非酱油业务，推出新品类如番茄酱及其他食品类
第三阶段（2000 年至今）	大量参与餐饮并通过投厂、并购方式进入其他国家

资料来源：龟甲万官网，新时代证券研究所

3.2、 产能放量，阳西基地拉升净利

公司主要有两个生产基地：中山基地和阳西基地。2017 年公司合计产能 48 万吨：中山 30 吨、阳西 18 吨。阳西厨邦基地规划净利率为 9.5%，高于目前美味鲜基地，随着产能不断投放，业绩成长性更高。

中山基地 2003 年开始动工，已建成 31 万吨，其中酱油产能 22 万吨；阳西基地 12 年动工，同时 65 万吨非酱油产能将于 2019 年投产，预计 2023 年，中山+阳西+美味鲜三大基地产能规模将达 150 万吨。

表3： 项目进程（余额单位：万元）

在建工程	工程进度	期初（万元）	本期增加（万元）	期末（万元）
项目名称	-			
投资大厦 14-19 层写字楼	-	9014	0	9014
德仲广场 8-17 层写字楼	-	12958	19	12977
一期建筑安装工程	-	7	12	19
食品生产项目二期建筑安装工程	-	0.5	-0.5	0
一期配套用房项目	100%	102	-102	0
板框压滤机	-	0	318	318
粉料输送系统	-	0	197	197
三期工程前期建设费	-	5	7	12
阳西一期工程	25%	109	146	255
在调试设备	-	270	-259	11
仓库 2 及一期制成品酒精罐组、使用油罐组建筑安装工程	100%	1599	-1599	0

资料来源：2017 年报，新时代证券研究所

4、 加强渠道管控，全国化指日可待

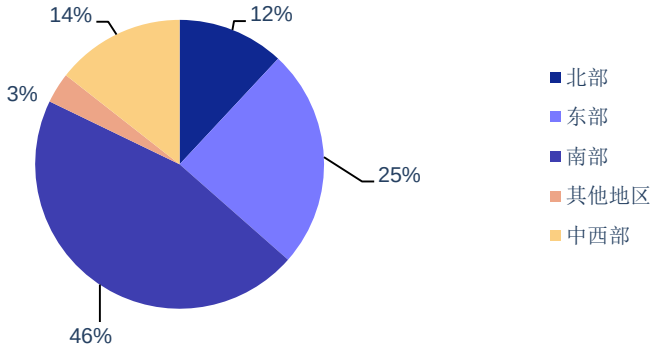
4.1、 餐饮渠道弱于海天，积极改善迎头赶上

公司已进行渠道结构改革，目标 4 年后餐饮渠道占比 40%。目前公司销售渠道主要是家庭和餐饮渠道，家庭渠道占比约 80%（流通渠道占比 60%，KA 占比 20%），餐饮占比约 20%，而海天餐饮渠道占比约 30%，家庭渠道约 50%。公司已采取措施进行改善，比如成立顶级厨师俱乐部，邀请餐饮行业有话语权和知名度的厨师参加，提高餐饮渠道占比，目标 4 年后餐饮渠道占比达到 40%。

4.2、 以东南为中心，全国化加速推进

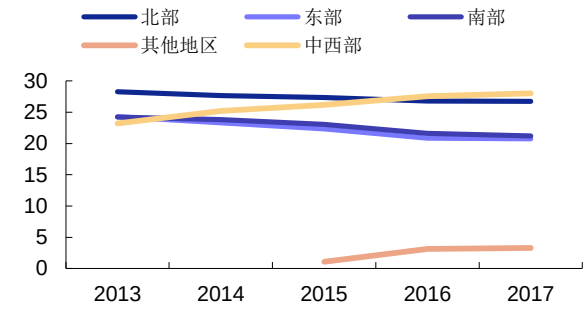
南部+东部收入＞70%。公司目前收入主要集中在东南沿海地区，而海天的收入在全国不同地区分布相对均匀。2016 年公司在南部和东部地区收入占比 68.54%，较 2016 年下降 1.71pct。2017 年公司加大弱势地区的渠道下沉力度，中西部和北部市场的收入分别增长 25.89%、28.36%，而南部市场收入增长 8.57%，东部市场增长 17.18%，新兴市场收入已明显改善，全国化战略初见成效，三四线城市渠道下沉空间巨大。公司已做出规划，未来 3-5 年以东南沿海为中心，同时加速扩张其他区域，进一步抢占市场份额。

图18： 南部+东部收入＞70%



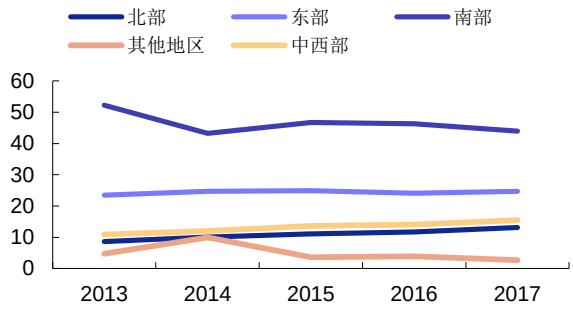
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图19： 海天已基本实现全国化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图20： 中炬东南部为主，2017 年中西、北部加速增长

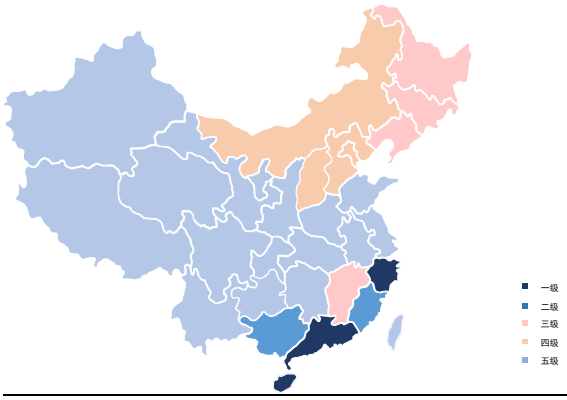


资料来源：Wind，新时代证券研究所

4.3、 供应链利润空间大，加强经销商管理争取高毛利

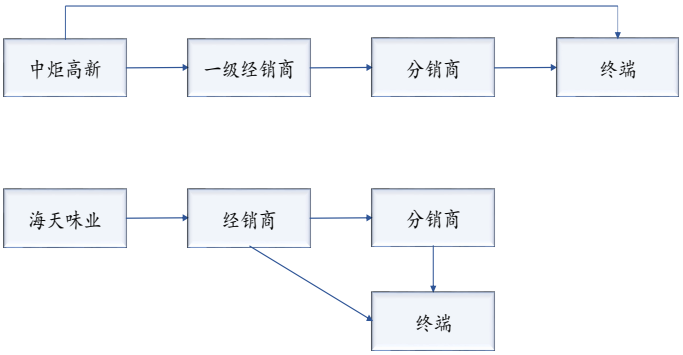
公司从出厂到 KA 渠道的毛利高于海天，海天主要是品牌驱动，整个供应链上的利润都比较薄。海天销售人员占比高于公司 14.37%，销售人员人均服务经销商数量也高于改善。另外公司采取五级市场销售模式，主攻广东、浙江、广西、福建、海南等沿海城市和其他一二线城市，而海天布局全国，销商数量几乎是公司的四倍，对公司压制性很强，竞争中相对处于劣势。相比之下，公司对经销商管控能力比海天弱，仍需要继续加强。

图21： 中炬高新五级渠道



资料来源：草根调研，新时代证券研究所

图22： 利益链条对比：海天味业 VS 中炬高新



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表4： 渠道对比

	海天味业	中炬高新
渠道模式	不直接向终端销售的模式。营销网络覆盖 31 个省级行政区，超 300 个地级市，近 1100 个县级市场，50 万个终端销售网点。	经销商为主，直销为辅的营销模式。五级市场销售模式，10 万多终端网点。家庭消费占主导，占 8 成，餐饮占 2 成。
定位	全国化布局，逐步布局县级城市	主攻沿海地区和一二线城市，差异化产品打开市场，逐步向全国扩张
重点区域	重点区域包括华北、华东、华南，销售网络覆盖全国	广东、浙江、广西、福建、海南

资料来源：公司工改，新时代证券研究所

5、 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2018-2019 年收入分别为 43.6/51.3 亿元，同比分别+20.8%/17.7%。净利润分别为 6.1/8.1 亿元，同比分别 33.8%/33.3%;未来阳西基地建成规模效应拉动产能、毛利；餐饮渠道变革+经销商管理提升+铺货全国。给予 2018 年/2019 年 PE 37x/28x，首次覆盖给予“推荐”评级。

表5： 可比公司估值

公司	股价	市值	收入增速（%）		利润增速（%）		EPS（元）			PE（倍）		
	（元）	（亿元）	2017A	2018E	2017A	2018E	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
恒顺醋业	8.7	67.4	6.5	12.8	64.8	-1.6	0.3	0.6	0.4	25	25	22
千禾味业	20.3	64.6	23.0	23.5	43.9	43.4	0.7	1.6	0.8	31	27	24
海天味业	71.9	1917.3	17.1	18.0	24.2	22.3	1.4	1.6	1.9	52	45	38
中炬高新	26.4	205.1	14.3	19.0	25.1	35.5	0.6	0.8	1.0	36	37	28

资料来源：新时代证券研究所（恒顺醋业、千禾味业、海天味业来自 Wind 一致预期）

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2800	3116	3038	3187	3607
现金	441	241	294	398	470
应收账款	44	67	70	89	111
其他应收款	27	45	37	60	63
预付账款	66	11	107	21	138
存货	**1342**	**1413**	**1470**	**1491**	**1855**
其他流动资产	879	1339	1061	1128	970
非流动资产	2111	2189	2423	2641	3055
长期投资	49	31	23	15	7
固定资产	1216	1214	1430	1630	1988
无形资产	143	212	229	248	269
其他非流动资产	**703**	**732**	**741**	**748**	**792**
资产总计	**4911**	**5305**	**5461**	**5828**	**6662**
流动负债	855	908	1488	1209	2014
短期借款	20	15	15	15	15
应付账款	236	251	386	319	556
其他流动负债	**599**	**642**	**1086**	**875**	**1443**
非流动负债	967	946	833	727	683
长期借款	953	916	811	704	659
其他非流动负债	**14**	**30**	**22**	**23**	**24**
负债合计	**1822**	**1855**	**2321**	**1936**	**2697**
少数股东权益	290	309	386	489	622
股本	797	797	797	797	797
资本公积	282	282	282	282	282
留存收益	1704	2046	2514	3139	3946
归属母公司股东权益	2799	3141	2755	3403	3344
负债和股东权益	**4911**	**5305**	**5461**	**5828**	**6662**

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	677	651	451	646	769
净利润	410	511	683	911	1177
折旧摊销	126	129	126	155	188
财务费用	63	60	37	25	27
投资损失	-45	-71	-56	-59	-60
营运资金变动	137	2	-342	-385	-563
其他经营现金流	-15	19	3	-0	-0
投资活动现金流	-404	-571	-307	-313	-542
资本支出	**209**	**207**	**244**	**228**	**421**
长期投资	-268	-434	8	0	8
其他投资现金流	-463	-798	-55	-84	-114
筹资活动现金流	-186	-280	-91	-229	-154
短期借款	**0**	**-5**	**0**	**0**	**0**
长期借款	-28	-37	-105	-107	(45)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0	0
其他筹资现金流	**-161**	**-238**	**15**	**-122**	**-109**
现金净增加额	**87**	**-201**	**53**	**105**	**72**

利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**3158**	**3609**	**4361**	**5134**	**6432**
营业成本	1999	2192	2594	2961	3681
营业税金及附加	42	48	58	69	86
营业费用	275	426	515	606	760
管理费用	349	348	392	431	515
财务费用	63	60	37	25	27
资产减值损失	7	23	18	23	30
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	45	71	56	59	60
营业利润	467	611	802	1077	1394
营业外收入	**25**	**6**	**18**	**15**	**15**
营业外支出	6	7	7	7	7
利润总额	486	609	813	1086	1402
所得税	**76**	**98**	**131**	**174**	**225**
净利润	410	511	683	911	1177
少数股东损益	**48**	**58**	**77**	**103**	**133**
归属母公司净利润	362	453	606	808	1044
EBITDA	**663**	**792**	**961**	**1256**	**1600**
EPS（元）	0.45	0.57	0.76	1.01	1.31

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	14.5	14.3	20.8	17.7	25.3
营业利润(%)	55.4	30.7	31.2	34.4	29.4
归属于母公司净利润(%)	46.5	25.1	33.8	33.3	29.2
获利能力					
毛利率(%)	36.7	39.3	40.5	42.3	42.8
净利率(%)	11.5	12.6	13.9	15.7	16.2
ROE(%)	13.3	14.8	17.1	19.1	20.2
ROIC(%)	11.9	13.6	15.1	17.6	19.2
偿债能力					
资产负债率(%)	37.1	35.0	42.5	33.2	40.5
净负债比率(%)	18.2	20.0	18.4	11.5	8.2
流动比率	3.3	3.4	2.0	2.6	1.8
速动比率	1.7	1.9	1.1	1.4	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	66.8	65.3	63.8	64.8	64.5
应付账款周转率	8.0	9.0	8.1	8.4	8.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.57	0.76	1.01	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.24	0.57	0.81	0.96
每股净资产(最新摊薄)	3.51	3.94	4.52	5.38	6.53
估值比率					
P/E	61.56	49.21	36.78	27.60	21.37
P/B	7.97	7.10	6.19	5.20	4.28
EV/EBITDA	34.94	29.5	24.4	18.6	14.6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马浩博，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，7 年从业经验，14-17 年获新财富最佳分析师，2018 年加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪 销售总监**
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
深圳	**史月琳 销售经理**
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/