



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

连锁餐饮做基石，零售渠道看未来

——日辰股份(603755)公司深度报告

2020 年 12 月 21 日

马铮 食品饮料分析师
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

证券研究报告

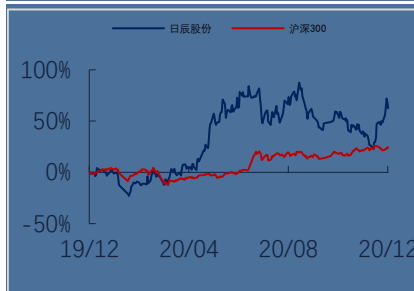
公司研究

公司深度报告

日辰股份 (603755)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	78.01
52 周内股价波动区间 (元)	89.96-36.97
最近一月涨跌幅 (%)	-21.99
总股本 (亿股)	0.99
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	76.93

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

连锁餐饮做基石，零售渠道看未来

2020 年 12 月 21 日

本期内容提要：

◆**投资建议：**市场对公司开发新客户的不确定性存在疑虑。我们认为疫情后下游餐饮行业逐渐恢复，未来仍有望保持高个位数增长。餐饮连锁化程度不断提升，对上游定制调味品需求有望进一步提升。复合调味品为高成长赛道，行业空间大。公司作为专业的复合调味料解决方案提供商，将享受到行业增长红利，实现快速扩张。公司凭借长期在 B 端研发和服务能力的积累，在开发新品上有更快的响应能力，无形中具备竞争优势。疫情导致 B 端业务受损，但加快了 C 端在公司战略地位的提升。公司产品力优异，在 C 端起量的能力不可小觑。预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.89/1.26/1.62 元，对应 PE 分别为 87.88/62.04/48.23 倍。公司当前估值较高，但考虑到复合调味品高景气度，疫情后公司业绩提速，给予“买入”评级。

◆**复合调味料处于快速成长期，行业空间大。**(1) 复合调味品为高成长赛道，行业景气度高。根据 Frost&Sullivan 统计，预计到 2020 年复合调味料市场规模可上升至 1,488 亿元，16-20 年复合增长率约为 14.70%。国内复合调味品占整个调味品市场的比重约为 26%，对标海外渗透率仍有提升空间。(2) 餐饮连锁化发展驱动复合调味品行业成长。我国餐饮连锁化率仍较低，2019 年我国餐饮连锁化率为 10.3%，还有很大提升空间。

◆**强研发、严品控，积聚先发优势。**(1) 公司注重研发能力，研发人员比例和研发投入都高于同业。食品安全管控能力强，产品质量达到国际食品检测标准。(2) 公司拥有丰富的研发经验和产品配方，公司在开发新客户方面有更为快速的响应能力，具备了明显的先发优势。公司从 2012 年开始面向餐饮企业提供复合调味料解决方案，目前已积累了上千种配方。原辅料采购和配方调配保证了风味的独特性。日辰产品口味综合性强，并不仅限于日式风格。(3) 餐饮企业更关注品质稳定性、食品安全性与良好的口味，更换调味品供应商的转换成本较高，因此客户粘性强。

◆**股价催化剂：**新客户开发超预期；业绩超预期等。

◆**风险因素：**原材料价格上涨超预期；新客户开发不及预期；行业竞争加剧。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	238	286	271	395	502
增长率 YoY %	13.8%	20.3%	-5.2%	45.6%	27.3%
归属母公司净利润(百万元)	70	85	88	124	159
增长率 YoY %	24.6%	22.2%	2.7%	41.7%	28.6%
毛利率%	50.5%	50.2%	49.7%	51.0%	51.1%
净资产收益率 ROE%	35.1%	14.7%	13.8%	17.3%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.86	0.89	1.26	1.62
市盈率 P/E(倍)	0.00	56.22	87.88	62.04	48.23
市净率 P/B(倍)	0.00	8.24	12.16	10.74	9.29

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2020 年 12 月 18 日收盘价

目 录

1 投资故事.....	5
2 聚焦定制调味品，积极开拓连锁餐饮渠道	6
2.1 从调理食品辅料生产企业转型为定制餐调专家	6
2.2 产品种类丰富，多品种协同发展	6
2.3 渠道以直销为主，大力开发连锁餐饮渠道	7
2.4 股权结构明晰，员工持股增强激励	8
3 复合调味料处于快速成长期，行业空间大	8
3.1 复合调味品发展潜力巨大，市场集中度较低	8
3.2 餐饮连锁化发展驱动复合调味品行业成长	10
3.3 调理食品市场的发展带动上游复合调味料行业	10
4 强研发、严品控，积聚先发优势	11
4.1 公司研发能力强，产品质量标准高	11
4.2 丰富的研发经验和配方奠定公司产品力	13
4.3 B 端客户粘性高，公司具有先发优势	13
4.4 加快拓展 C 端渠道	14
5 餐饮渠道带动收入快速增长，导入新品不断提升毛利率	15
5.1 餐饮定制调料带动收入快速增长	15
5.2 导入新品有利于毛利率提升	16
5.3 费用率持续压缩	17
5.4 净资产收益率远高于可比公司	17
6 财务预测	18
7 风险因素	19

表 目 录

表 1: 定制中式复合调味料增速领先	9
表 2: 上市融资募投项目	16
表 3: 公司收入预测	18
表 4: 可比公司估值对比	19

图 目 录

图 1: 日辰股份发展历程	6
图 2: 酱汁类调味料占比逐年提高	7
图 3: 酱汁类调味料营收快速上涨	7
图 4: 直接材料成本为主要成本	7
图 5: 原材料的采购额占比	7
图 6: 华东地区为公司优势地区	8
图 7: 餐饮企业占直销收入比例持续提高	8
图 8: 股权结构明晰	8
图 9: 我国复合调味料市场尚未成熟	9
图 10: 国内复合调味料市场规模逐渐增大	9
图 11: 中式复合调味料规模大幅提高	9
图 12: 火锅底料市场销售规模增速稳定	9
图 13: 我国餐饮业收入稳定增长	10
图 14: 国内连锁餐饮企业营业收入快速增长	10
图 15: 我国餐饮业连锁化程度有所提升	10
图 16: 中国餐饮连锁化程度有提高空间	10
图 17: 我国速冻食品行业规模及增速	11
图 18: 肉制品消费量稳定增长	11
图 19: 公司研发人员不断增加	11
图 20: 日辰研发人员占公司总人数的比例高于同业	11
图 21: 日辰研发费用率高于同业	12
图 22: 公司核心技术产品收入占比高	12
图 23: 覆盖各个环节的全面质量控制系统	12
图 24: 公司产品退换货率很低	12
图 25: 公司产品口味综合性强	13
图 26: 公司产品品类齐全	13
图 27: 公司大客户采购额稳中有升（单位：万元）	14
图 28: 与公司长期合作的代表性客户	14

图 29: 今年 C 端收入爆发式增长.....	14
图 30: 公司为联合利华代工的产品.....	14
图 31: 味千中国门店数稳中有增.....	15
图 32: 日辰对味千销售额占味千食材成本的比例稳步提升.....	15
图 33: 呷哺呷哺营收持续增长.....	16
图 34: 呷哺呷哺门店快速扩张.....	16
图 35: 酱汁类产品吨价和毛利率均有所提升.....	16
图 36: 粉体类产品均价基本平稳、毛利率有所提升.....	16
图 37: 人力成本和运输成本带动销售费用率下行.....	17
图 38: 人力成本带动管理费用率下行.....	17
图 39: 日辰净资产收益率高于安记、仲景和天味.....	17
图 40: 周转率和权益乘数拖累净资产收益率.....	17

1 投资故事

市场对公司开发新客户可持续性和风味小众化存在疑虑。我们认为：1) 定制复合调味料下游需求旺盛。我国餐饮连锁化率仍较低，2019 年我国餐饮连锁化率为 10.3%，相比海外还有很大提升空间。2015-2019 年国内连锁餐饮企业营业收入复合增长率为 9.94%，未来仍有望保持接近两位数的增速。公司作为专业的复合调味料解决方案提供商，将享受到下游需求增长红利，实现快速扩张。2) 公司在开发新客户方面具备很强竞争力。首先，公司食品安全管控能力强，产品质量稳定性高，还有味千拉面和呷哺呷哺等知名品牌的背书。其次，日辰凭借长期在 B 端研发和服务能力的积累，在开发新品上有更快的响应能力。公司从 2012 年开始面向餐饮企业提供复合调味料解决方案，目前已积累了上千种配方。3) 公司产品风味综合性强，并不仅限于日式风格。在品类上，公司目前主要有牛排酱烤肉酱系列、中式烹饪酱系列、风味汤料系列、凉拌调味汁系列和火锅底料系列等。在口味上，公司产品包括了番茄、骨汤、麻辣、酸辣、甜香等多种口味。公司研发能力强，产品力出众，具备在其他品类的拓展能力。

我们对日辰股份的核心推荐逻辑有以下三点：

1、收入方面：1) 短期来看，随着连锁餐饮企业恢复，新开发客户贡献收入，2021 年公司业绩将显著好转。随着餐饮消费逐渐恢复，下游连锁餐饮企业无论在门店扩张还是同店恢复方面均有看点。2020 年公司开发了大量新客户，这将是 2021 年营业收入的重要增长点。2) 中长期看来，餐饮连锁化是定制复合调味料增长的重要推力。出于对口味的统一性以及提升烹饪效率的要求，连锁餐饮企业更有动力使用标准化的复合调味品产品。目前连锁餐饮行业规模接近两位数增速，国内餐饮连锁化率也还有很大提升空间。3) 新渠道具有想象空间。疫情导致 B 端业务受损，但加快了 C 端在公司战略地位的提升。公司拟在上海成立上海运营中心，预计将会在华东区域加大力度投入资源，开拓新销售渠道。公司产品力优异，在 C 端起势的能力不可小觑。

2、毛利率方面：1) 导入新品推动产品升级。公司每年会推出很多新品，新品毛利率总体会有提升。2014-2019 年公司酱汁类产品吨价持续提升，吨价复合增速为 6.01%。毛利率从 2014 年的 47.33% 上升到 2019 年的 50.63%。2) 酱汁类产品占比提升带动毛利率上行。2019 年酱汁类产品的毛利率超过 50%，明显高于粉体类产品。由于公司在餐饮渠道大力拓展，酱汁类产品占比还会继续提升，从而带动整体毛利率上行。

3、餐饮渠道粘性强，易守难攻。复合调味品在研发定制模式下需要经过双方磨合检验、测试等环节，一旦形成合作，双方的关系会相对稳定。餐饮企业更关注品质稳定性、食品安全性与良好的口味，更换调味品供应商的转换成本较高。公司的客户基本稳定，很少出现流失的情况。

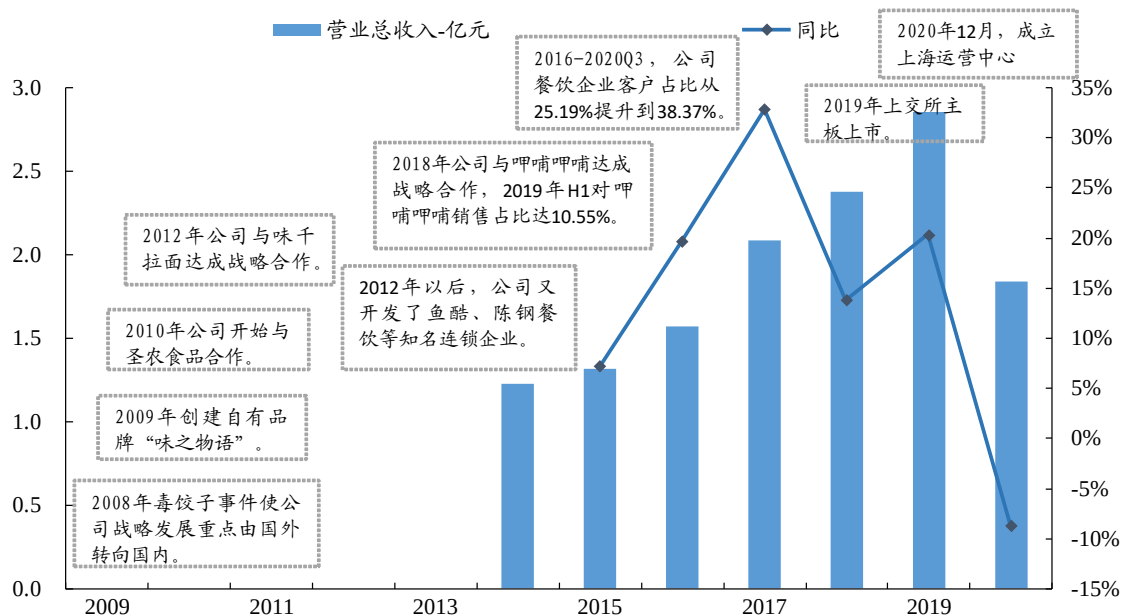
2 聚焦定制调味品，积极开拓连锁餐饮渠道

2.1 从调理食品辅料生产企业转型为定制餐调专家

创始人曾供职于日企，回国后创立日辰。公司成立于 2001 年，前身为青岛日辰食品有限公司。创始人张华君先生于 1992 年赴日本研修，就读于日本国东京工业大学，毕业后进入日本石本食品工业株式会社工作，在此期间与日本食品实际控制人山本真作先生有较多业务接触。因看好日本从中国进口鸡肉加工产品的市场前景，张华君先生决定回国与日本食品合资成立公司，主要生产鸡肉加工过程所需的酱料、裹粉等辅料。

公司逐步转型为专业复合调味料解决方案提供商。2001 年至 2007 年，公司主要为对日出口鸡肉调理品企业，为其提供鸡肉碳烤类或油炸类产品所用的酱汁类调味料、粉体类调味料。2008 年，受日本“毒饺子事件”食品安全事故的冲击，以及世界金融危机的爆发，我国加工食品对日出口大幅下降，公司的发展也进入了调整阶段。2009 年公司创建自有品牌“味之物语”，逐步将公司未来战略发展重点转向国内并开发 C 端客户。2012 年以来，公司大力拓展国内连锁餐饮市场，开拓了味千拉面、鱼酷和呷哺呷哺等知名连锁餐饮客户。

图 1：日辰股份发展历程



数据来源：公司官网，公司招股说明书，信达证券研发中心

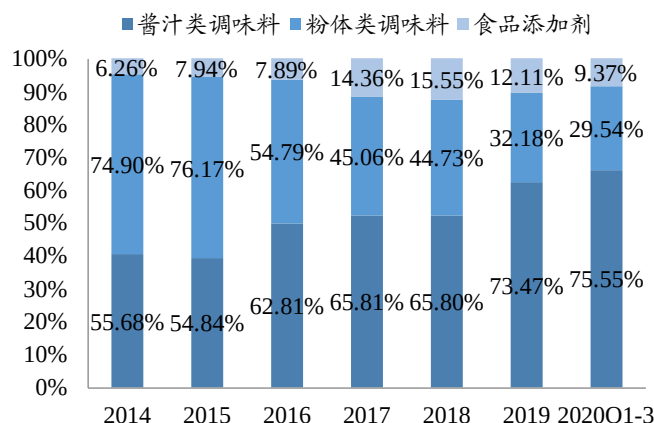
2.2 产品种类丰富，多品种协同发展

公司产品主要有酱汁类调料、粉体类调料和食品添加剂。酱汁类调料分为定制化产品和标准化产品，定制化产品主要包括腌制酱、涂抹酱、炒制酱、煮制液、风味汤以及调味油等，标准化产品主要有牛排酱烤肉酱系列、中式烹饪酱系列、风味汤料系列、凉拌调味汁系列和火锅系列等多个系列的产品。粉体类调料也分为定制化产品与标准化产品，定制化产品主要包括裹粉裹浆、腌制类调味粉、复合汤粉、烘焙粉和预拌粉等，标准化产品主要包括黑胡椒腌料、奥尔良腌料、天妇罗粉、黄金炸粉等。食品添加剂应用于各类加工食品添加，主要为复配酸度调节剂、复配水分保持剂、焦糖色等。

酱汁类调味料占比逐年提高。2019 年公司酱汁类调味料、粉体类调味料和食品添加剂的收入占比分别为 73.47%、23.64% 和 2.86%，酱汁类调味料是收入的主要来源。从增速来看，14-19 年酱汁类调味料复合增速达 25.19%，粉体类调味料的复合增速为 5.72%，食品添加剂

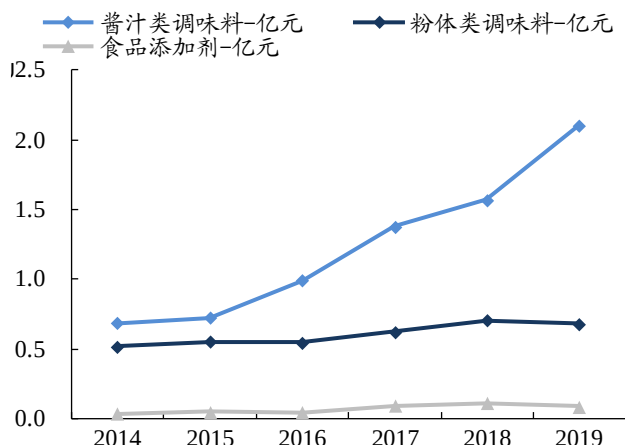
的复合增速为 20.65%。酱汁类调味料增速很快，得益于在连锁餐饮渠道快速上量。

图 2：酱汁类调味料占比逐年提高



资料来源：Wind，信达证券研发中心

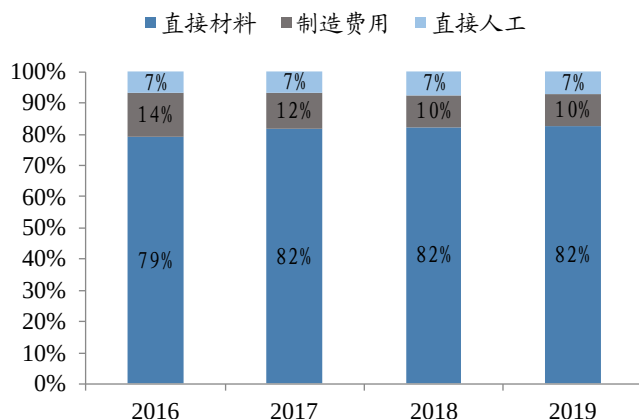
图 3：酱汁类调味料营收快速上涨



资料来源：Wind，信达证券研发中心

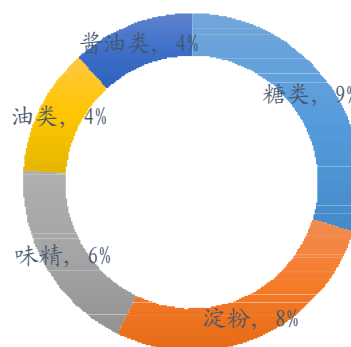
原材料品种相对分散。从成本构成来看，直接材料成本为主营业务成本的最重要的构成部分。2019 年度直接材料成本占比为 82%，制造费用与直接人工成本分别占比 10%、7%。公司产品的主要原材料包括糖类、淀粉、味精、油类和酱油类等，主要原材料的采购额占比均低于 10%。经过多年的发展，公司已与多家供应商建立起稳定的战略合作伙伴关系，保证了原材料的质量和稳定供应。

图 4：直接材料成本为主要成本



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 5：原材料的采购额占比



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心 注：采用 2019 年上半年度的数据

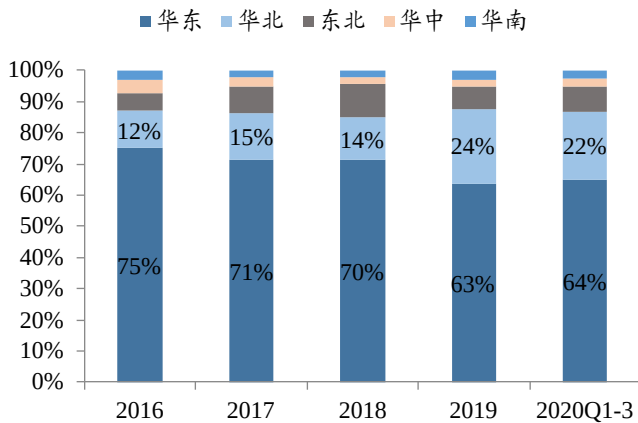
2.3 渠道以直销为主，大力开发连锁餐饮渠道

销售渠道以直销为主，大力开发连锁餐饮渠道。直销渠道主要客户为食品加工企业和餐饮企业，以及部分商超直销客户和电商自营客户，其中前两类客户的收入约占 85%。2019 年前五大客户贡献收入 1.34 亿元，占比 46.90%。近几年来，食品加工企业营收贡献占比有所收敛，餐饮企业营收占比逐渐提高。公司在不断挖掘现有餐饮客户潜力，扩大存量客户销售额的基础上，不断拓展新客户，提高市场占有率。2019 年餐饮渠道销售业绩显著增长，销售额同比增长 77.94%，占公司总销售额的比例已上升至 42.09%

华东和华北为公司优势区域。华东区域为公司的优势区域，营收占比常年维持在 70%左右。公司生产基地位于青岛市即墨区，离华东和华北地区较近。公司最早始于对日出口，华东地区销售网络最为密集，同时口味也更为接近。近年来公司逐步拓展国内其他区域及海外地区，

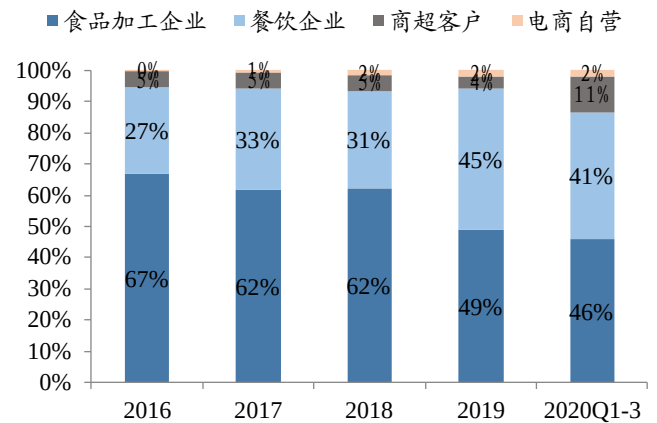
华东区域营收占比由 2014 年 77.19% 下降至 2020 年 Q3 的 63.96%；华北地区营收占比逐年提升，由 2014 年 6.79% 提高到 2020 年 Q3 的 21.54%。

图 6：华东地区为公司优势地区



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 7：餐饮企业占直销收入比例持续提高



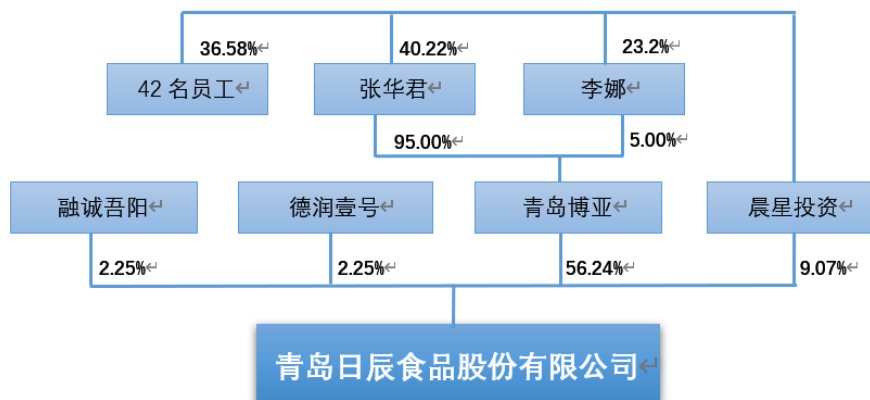
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

2.4 股权结构明晰，员工持股增强激励

股权结构明晰，创始人绝对控股。截止 2020 年三季度末，张华君先生通过青岛博亚持有公司 56.24% 的股权，是公司实际控制人。

员工持股增强激励机制。截止 2020 年三季度末，员工持股平台晨星投资持有公司 9.07% 的股权。晨星投资由实际控制人张华君先生持股 40.22%，李娜持股 23.2%，其他 42 名中高层管理人员以及核心骨干持股 36.58%。

图 8：股权结构明晰



资料来源：Wind，信达证券研发中心

3 复合调味料处于快速成长期，行业空间大

3.1 复合调味品发展潜力巨大，市场集中度较低

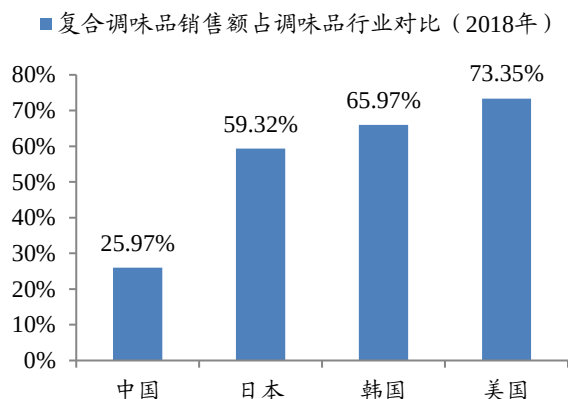
复合调味品为高成长赛道，行业景气度高。国内复合调味品的市场规模逐渐增大，根据 Frost&Sullivan 统计，预计到 2020 年复合调味料市场规模可上升至 1,488 亿元，16-20 年复合增长率约为 14.70%。根据中国产业信息网数据显示，2018 年中国复合调味品占整个调味品市场的比重约为 26%，远低于其他国家。发达国家，如日本、韩国、美国，复合调味品种类多、用量大、附加值高，消费占比在 59% 以上。

复合化是调味品行业的重要发展趋势。一方面，调味品复合化可以让年轻的家庭消费者方便

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8

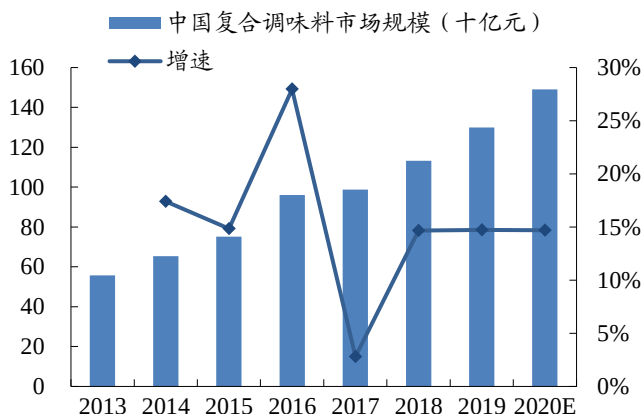
快捷的烹饪美味；另一方面，餐饮行业需求日益增大，规范化和连锁化经营带来了对标准化复合调味料需求的快速增长。

图 9：我国复合调味料市场尚未成熟



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

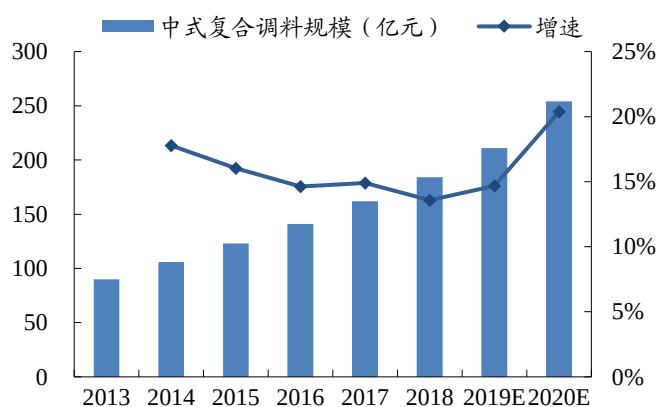
图 10：国内复合调味料市场规模逐渐增大



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

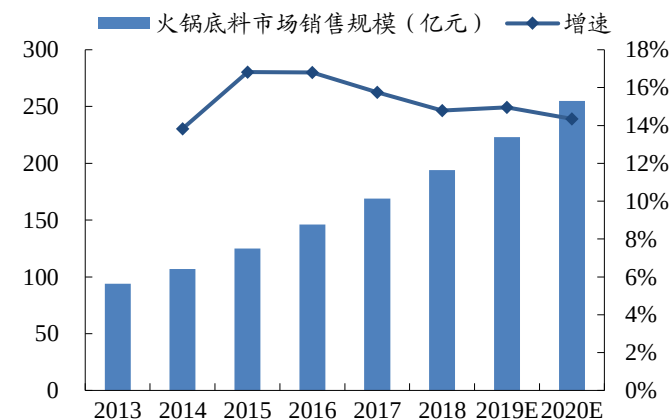
中式复合调味料和火锅底料市场规模都在不断增大。中式复合调味料的规模从 2013 年的 90 亿元增加至 2018 年的 184 亿元，复合增长率为 15.38%，预计 2021 年规模可以达到 302 亿元，从 2018 年到 2021 年复合增长率为 17.96%。火锅底料 2013 年、2018 年规模分别为 94 亿元、194 亿元，复合增长率为 15.60%，预计 2020 年规模为 255 亿元，2018-2020 复合增长率为 14.65%。

图 11：中式复合调味料规模大幅提高



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 12：火锅底料市场销售规模增速稳定



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

行业格局分散，龙头有望持续整合市场。与发达国家相比，中国的复合调味品行业集中度远低于其他国家，目前仍是以单一调味品消费为主。发达国家，如日本，其酱油、食醋等消费金额占比较小，而复合调味品由于种类多、用量大、附加值高，消费占比在 90% 以上。中国复合调味料行业总体上呈现“小而散”的格局，且区域性品牌较多，行业集中度低，2018 年全国百强调味品企业销售总额为 939 亿，占全行业营业收入不足 30%。

定制中式复合调味品增速领先于行业。定制中式复合调味料为餐饮服务供应商设计及度身订造，借以简化烹调流程及提高运营效率。2016 年，中国的定制中式复合调味料的市场规模为 23.41 亿元。鉴于餐饮业持续发展，预期中式复合调味料市场规模将进一步增长，于 2021 年达到 66.50 亿元，期间复合增长率为 23.2%。

表 1：定制中式复合调味料增速领先

市场	2016 年	2021 E	复合增长率
餐饮市场（亿元）	35,799	55,803	9.3%
中式复合调味料（亿元）	141	302	16.5%
定制中式复合调味料（亿元）	23.41	66.50	23.2%

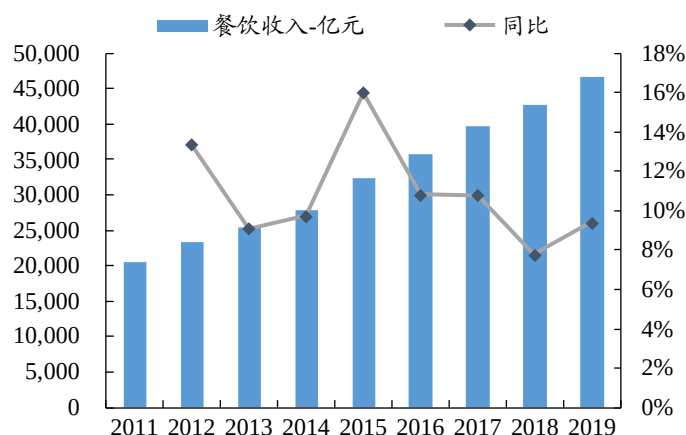
数据来源：圣伦食品招股说明书，信达证券研发中心整理

3.2 餐饮连锁化发展驱动复合调味品行业成长

餐饮行业规模不断扩大，拉动调味品行业的发展。2016-2019 年国内餐饮行业收入规模保持高个位数增长，疫情后仍有望恢复至高个位数的增速。国内接近 50% 的调味品销往餐饮行业，餐饮行业的巨大市场空间，为调味品行业增长提供支撑。

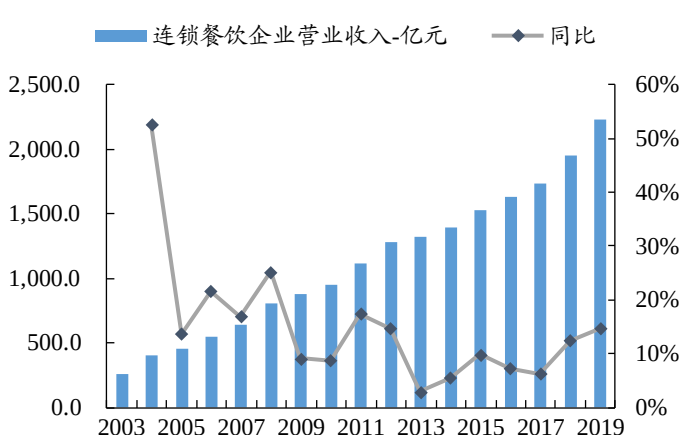
餐饮连锁化成为复合调味料增长的重要推力。对比海外，我国餐饮连锁化率仍较低。2019 年我国餐饮连锁化率为 10.3%，远低于美国。出于对口味的统一性以及提升烹饪效率的要求，连锁餐厅更有动力使用标准化的复合调味品产品。复合调味料企业可以根据餐饮企业的要求，为其定制适用于某款菜品烹饪的调味料，不仅大大简化了厨师工作，更让餐饮企业的特色化、标准化和规模化成为可能。展望未来，我们预计随着中国餐饮连锁化比例提升，复合调味品市场规模有望提高。

图 13：我国餐饮业收入稳定增长



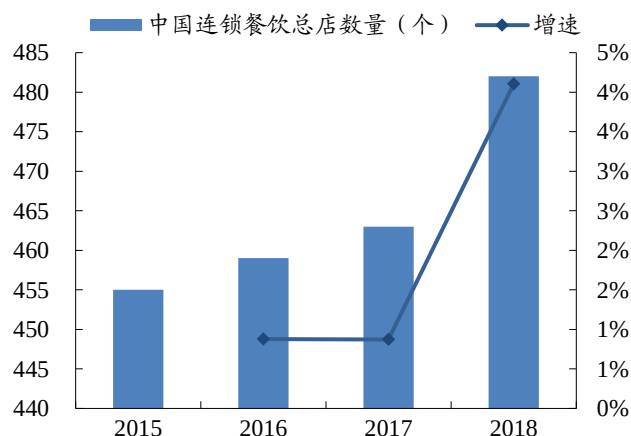
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：国内连锁餐饮企业营业收入快速增长



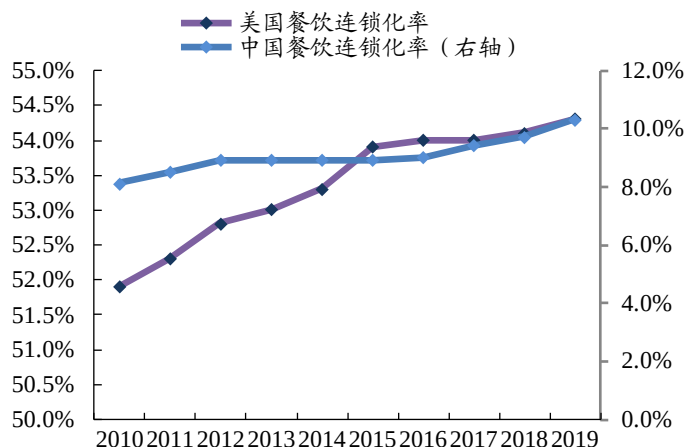
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：我国餐饮业连锁化程度有所提升



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 16：中国餐饮连锁化程度有提高空间



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

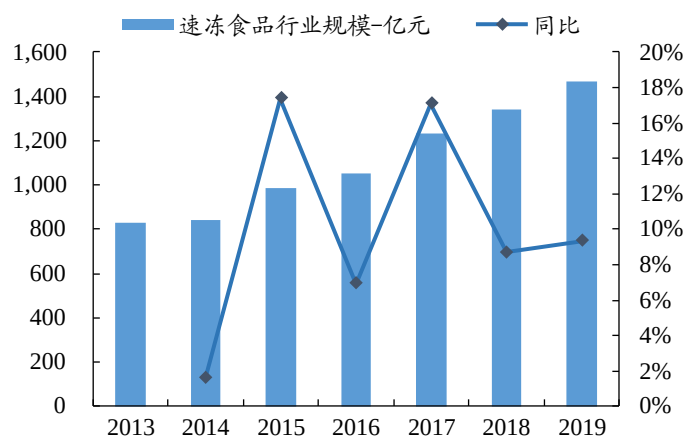
3.3 调理食品市场的发展带动上游复合调味料行业

面向鸡肉调理食品企业的调味料企业，多为伴随对日本等国家的出口市场产生和发展。由于调理食品为工业流水线生产，供货渠道统一，原料与生产标准化，也带来了调理食品的加工辅料的工业化兴起，主要的加工辅料包括油炸品所用的裹粉裹浆类，碳烤品所用的腌制料、腌制粉和酱汁类等。

2008 年以后，日本从中国进口冷冻调理食品数量波动很大。日本 1997 年至 2007 年间从中国进口的冷冻调理食品数量一直保持单边快速增长，直到 2008 年“毒饺子事件”爆发后出现断崖式下跌，2009 年到达最低谷，此后得以较快的恢复。2014-2015 年从中国进口数量出现波动，主要是受中国 H7N9 禽流感以及国际间贸易竞争的影响。2017 年日本冷冻调理食品消费和进口量继续走高，中国鸡肉熟食制品出口企业的贸易额继续保持增长。

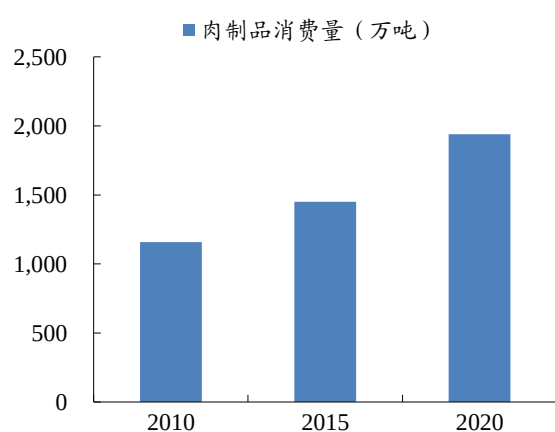
调理食品国内市场仍有空间。据中国产业信息网数据显示，2018 年我国速冻食品行业规模达到 1,342 亿元，13-18 年复合增长率为 10.14%。我国加工肉制品占全部肉类产品的比例约 17%，而发达国家这一比例约为 80%至 90%。2010 年至 2015 年，中国的肉制品消费量以 4.6% 的年均复合增长率稳定增长。由于人均可支配收入增加、中产阶级群体崛起、餐饮连锁企业受到欢迎等因素，预计中国的肉制品消费量将自 2015 年的 1,450 万吨增至 2020 年的 1,940 万吨，年均复合增长率约为 6.0%。

图 17：我国速冻食品行业规模及增速



数据来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 18：肉制品消费量稳定增长



数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

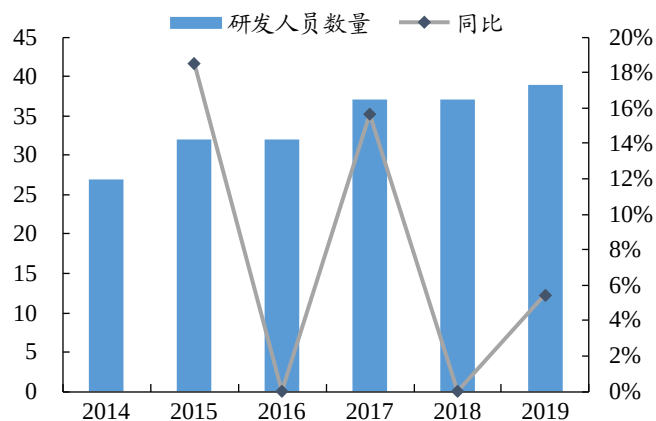
4 强研发、严品控，积聚先发优势

4.1 公司研发能力强，产品质量标准高

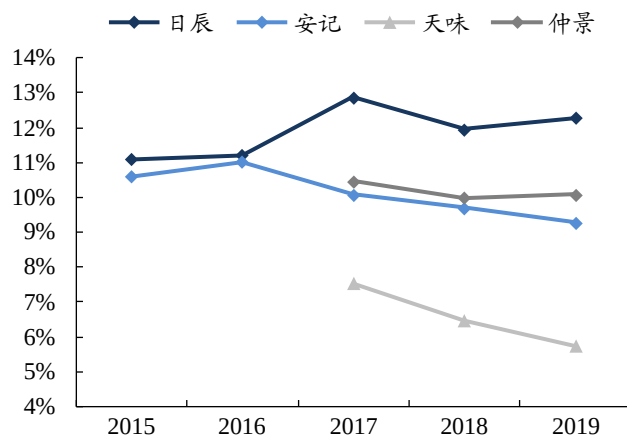
定制业务注重研发能力，日辰研发人员比例和研发投入都高于同业。公司为国家级高新技术企业，青岛市市级企业技术中心，拥有 10 项发明专利、23 项实用新型专利。日辰具有专门的研发团队，保持对日韩终端市场、国内餐饮市场和终端消费者的追踪和分析。截止 2019 年末，公司研发人员有 39 人，占公司总员工人数的比例为 12.26%，明显高于同业。截止 2019 年末，公司研发费用率为 3.37%，研发投入高于同业。

图 19：公司研发人员不断增加

图 20：日辰研发人员占公司总人数的比例高于同业



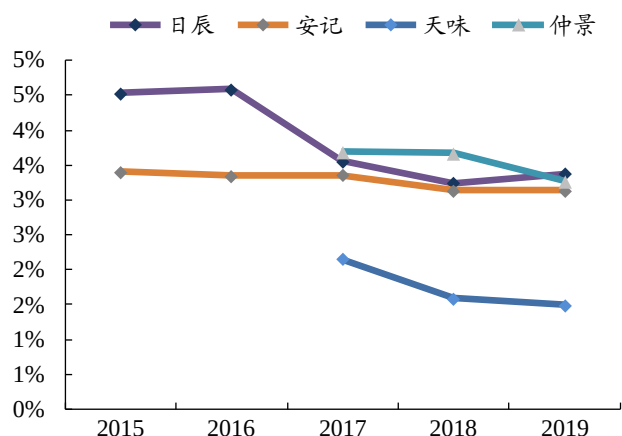
资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心



资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

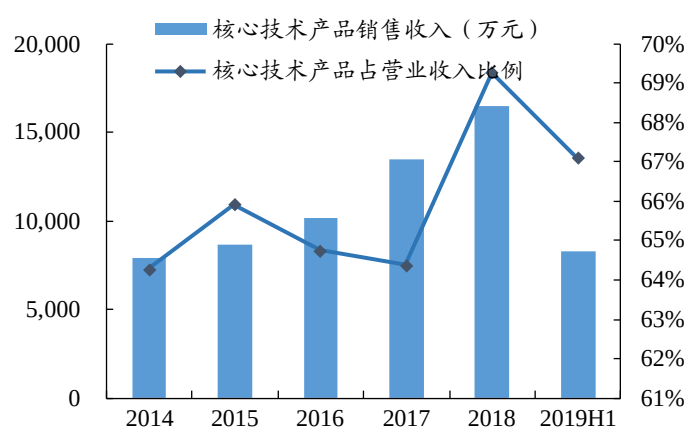
核心技术产品收入成为销售收入的主要来源。公司从原材料、工艺流程出发，通过食品添加，改进工艺流程，利用生物科技等，持续研发出一系列使复合调味料更加健康、营养、安全、美味的制备方法。公司通过工艺和产品制备创新，形成诸多核心技术成果，并积极应用到产品更新与升级中，使得核心技术产品收入占公司营业收入的比重稳定在 60% 以上。

图 21：日辰研发费用率高于同业



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 22：公司核心技术产品收入占比



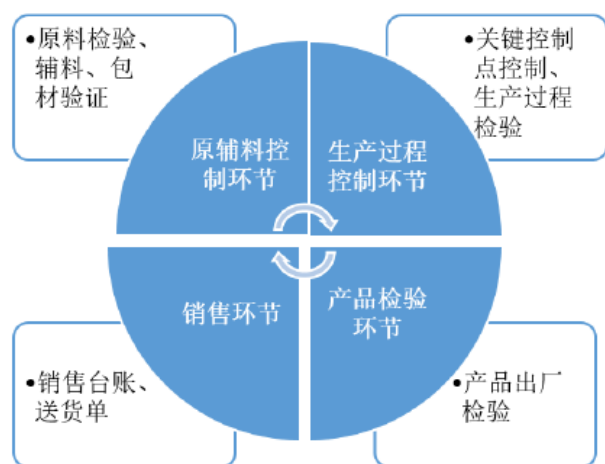
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

食品安全管控能力为公司开拓国内餐饮市场奠定坚实基础。公司成立之初，即面向日本终端市场，一直严格执行《日本食品安全基本法》，对食品安全高度重视，并为此投入高规格的检验、检测设备，成立由公司管理层直接负责的食品安全小组，建立了研发、采购、生产、销售各个环节的全面质量控制系统。公司在各个环节制定了标准化的记录监控制度，形成完整的留痕记录，使每批产品在各个环节上追溯可查。公司于 2006 年在行业内率先建立食品安全检测中心，检测范围百余种检测项目，产品标准满足对日本食品出口标准。日本 2003 年颁布《食品安全基本法》后建立了完整的食品安全追溯体系，很多在中国可以使用的原材料在日本禁止使用，其检测方法及行业标准也不尽相同。

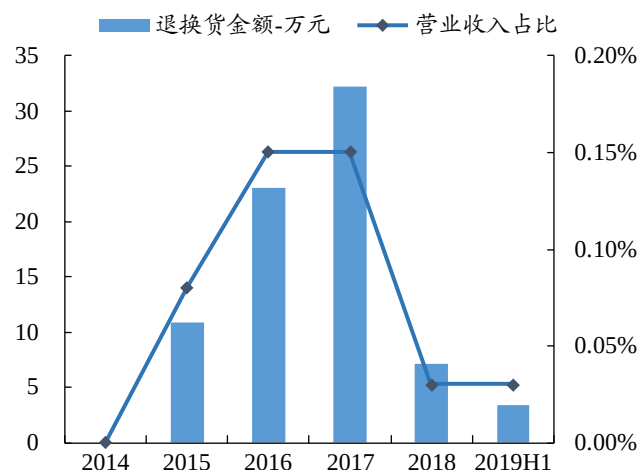
公司产品质量达到国际食品检测标准，退换货发生金额和占比均较小。2016-2019 年上半年公司退换货金额分别为 23.03 万元、32.23 万元、7.17 万元和 3.44 万元，占营业收入比例分别为 0.15%、0.15%、0.03%和 0.03%。

图 23：覆盖各个环节的全面质量控制系统

图 24：公司产品退换货率很低



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

4.2 丰富的研发经验和配方奠定公司产品力

日辰拥有丰富的研发经验和产品配方，在开发新客户方面有更为快速的响应能力。在产品研发方面，公司可以根据客户的要求设计出配方，也可以将客户提供的样本复原出配方。日辰从 2012 年开始面向餐饮企业提供复合调味料解决方案，目前已积累了上千种配方。凭借前期积累的研发经验和产品配方，公司在开发新客户方面有更为快速的响应能力，具备了明显的先发优势。

原辅料采购和配方调配保证了风味的独特性。配方直接决定产品的风味，是核心竞争力。原辅料不同，产品的口味也会产生差异。比如胡椒是根据维度高低来分的，维度不同，风味是不一样的。公司每年利用新采购的原辅料，通过不同的方式调配出不同的风味，这些风味是很难复制的。

日辰产品口味综合性更强，并不仅限于日式风格。公司根据客户要求定制产品，产品品类更丰富，而颐海、天味等复合调味品公司主要集中在川菜调料和火锅底料等领域。在品类上，公司目前主要有牛排酱烤肉酱系列、中式烹饪酱系列、风味汤料系列、凉拌调味汁系列和火锅系列等多个系列。在口味上，公司产品包括了番茄、骨汤、麻辣、酸辣、甜香等多种口味。品类和口味上的多样化使得产品应用场景更丰富，也更容易突破区域性的限制。

图 25：公司产品口味综合性强



来源：京东味之物语旗舰店，信达证券研发中心

图 26：公司产品品类齐全



资料来源：京东味之物语旗舰店，信达证券研发中心

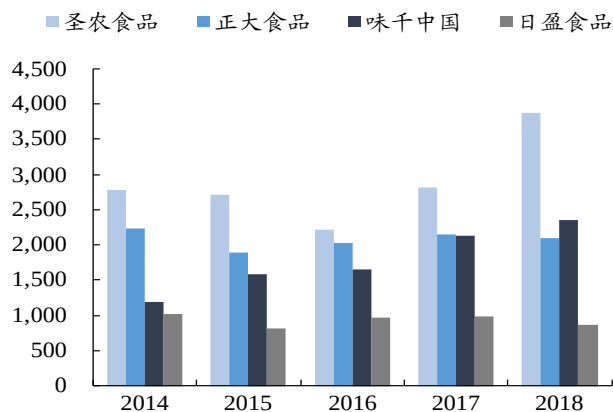
4.3 B 端客户粘性高，公司具有先发优势

调味品成本占比较低，餐饮企业更关注品质稳定性、食品安全与口味。餐饮企业更换调味品供应商的转换成本较高，尤其是研发定制模式下需要经过双方磨合检验、测试等环节，更换可能存在口味品质不稳定、餐厅厨师对新的操作不熟悉等风险。一般来说，调味品成本仅占餐饮企业原材料成本的 5% 左右，餐饮企业对调味品价格敏感度不高。

产品受日本终端客户认可，食品加工客户粘性也很强。公司凭借与对日出口食品加工企业多年的合作经验，以及日本终端客户的认可，获得了与圣农食品的合作机会。2010 年开始，圣农食品将公司列入供应商，多年来双方保持了良好的业务合作关系。公司向圣农食品持续销售的“老产品”主要用于对日出口调理食品，产品受到日本终端客户认可后，经典、具有代表性的产品口味具有经久不衰的产品属性，可以在消费群体变迁中保持长青，因此“老产品”订单得以多年来持续销售。

知名客户背书提高竞争力。公司与圣农食品、正大食品、味千中国、日盈食品、鱼酷和诸城外贸等食品加工或餐饮客户保持了长期稳定的合作关系。上述客户一直是公司的前十大客户公司，对公司的销售收入贡献很大且相对稳定。

图 27：公司大客户采购额稳中有升（单位：万元）



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 28：与公司长期合作的代表性客户



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

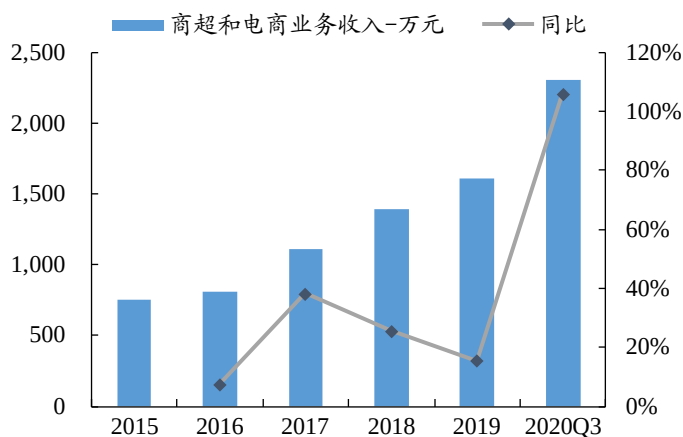
4.4 加快拓展 C 端渠道

C 端收入规模尚小，但增速快。日辰自有品牌味之物语定位于 C 端市场，同时也通过 ODM 代工的形式为品牌商生产 C 端产品。公司在“天猫商城”、“京东”等电商平台开设有“味之物语旗舰店”，作为电商自营平台。截止 2019 年末，公司商超和电商渠道合计收入仅为 1,600 万元，16-19 年复合增速为 25.89%。20 年前三季度，受益于疫情以及 ODM 需求增长，公司 C 端收入同比增长 105.5%。

疫情带来 B 端业务受损，同时加快了 C 端在公司战略地位的提升。2020 年 12 月，公司公告拟在上海成立上海运营中心，包括运营管理中心、营销体验中心。预计公司将向华东区域加大力度投入资源，开拓新销售渠道。同时，公司也在积极扩充零售端的销售人员，以及推进营销网络建设。虽然目前公司在 C 端的品牌力较弱、渠道尚浅，但凭借公司优异的产品力，C 端起量的能力不可小觑。公司未来将积极拓展商超、电商和经销商等渠道，随着产能释放，C 端占比将会逐步提升。

图 29：今年 C 端收入爆发式增长

图 30：公司为联合利华代工的产品



资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心



资料来源：京东旗舰店，信达证券研发中心

5 餐饮渠道带动收入快速增长，导入新品不断提升毛利率

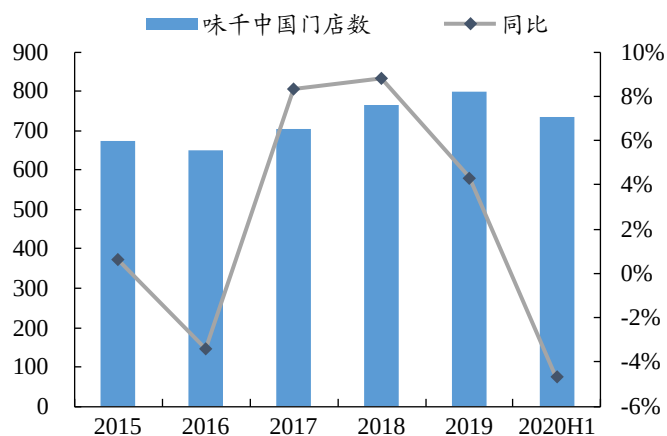
5.1 餐饮定制调料带动收入快速增长

14-19 年，公司营业收入复合增速为 18.43%。20 年受疫情影响，公司营业收入增速有所下滑，前三季度营收同比下滑 8.68%，其中单三季度营业收入同比下滑 2.03%。随着疫情后餐饮客户逐渐恢复，公司业绩将逐步改善。未来公司收入的增长点仍主要来自于三个方面：1、开发新客户；2、开发新产品；3、老客户自身的增长（包括门店数量和同店收入增长）。

发力餐饮渠道，开发连锁客户。公司从 12 年开始发展餐饮渠道以来，已陆续开发了味千拉面、鱼酷、陈钢餐饮和呷哺呷哺等知名连锁餐饮客户。以呷哺呷哺为例，公司于 18 年成为呷哺呷哺的合格供应商，主要为其提供门店所用的火锅底料，公司对其销售额增长较快。截止 19 年上半年末，呷哺呷哺贡献公司收入已达 1,298.83 万元，占公司当期收入的比重为 10.55%。未来公司将以门店数超过 100 家的连锁加盟餐饮为切入点，

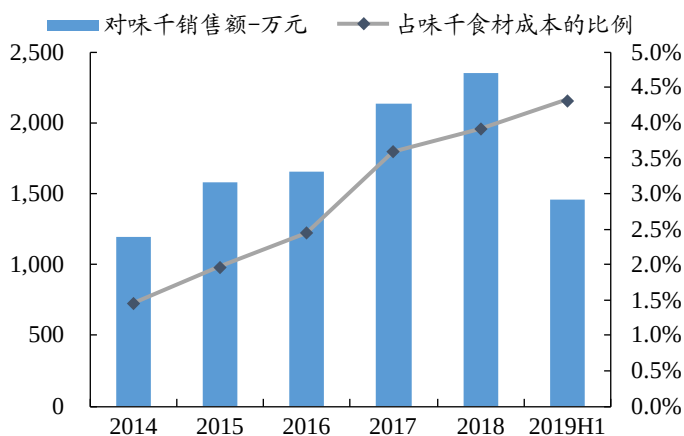
取得客户信任，不断导入新品。以味千拉面为例，公司于 12 年开始向味千提供拉面汤、调味汁等产品，近几年来合作产品品种逐年增加，16 年下半年新增鸡汤、鸡汤调味料、叉烧炒饭调味酱等产品，产品品项由最开始的 2 项到 15 年的 13 项再增加至 17 年的 17 项。17 年至 19 年上半年，味千拉面店面菜单更新采购公司产品品项和比例进一步增加，销售额涨幅较大。通过导入新品，公司对味千销售额占味千食材成本的比例稳步提升。

图 31：味千中国门店数稳中有增



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 32：日辰对味千销售额占味千食材成本的比例稳步提升



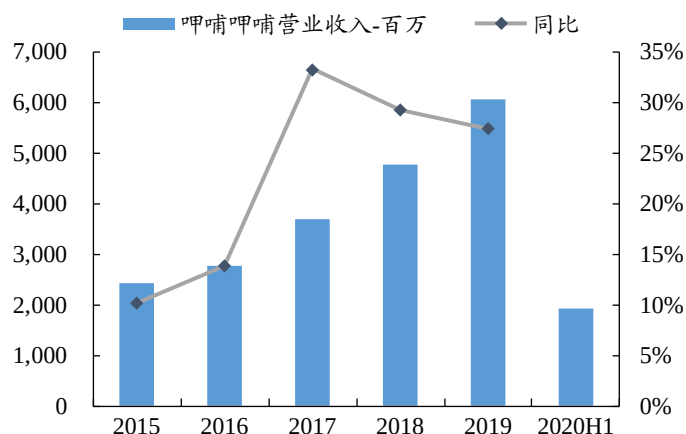
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

乘餐饮连锁化东风，享客户扩张红利。大客户呷哺呷哺仍保持快速开店的势头，疫情前营业

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 15

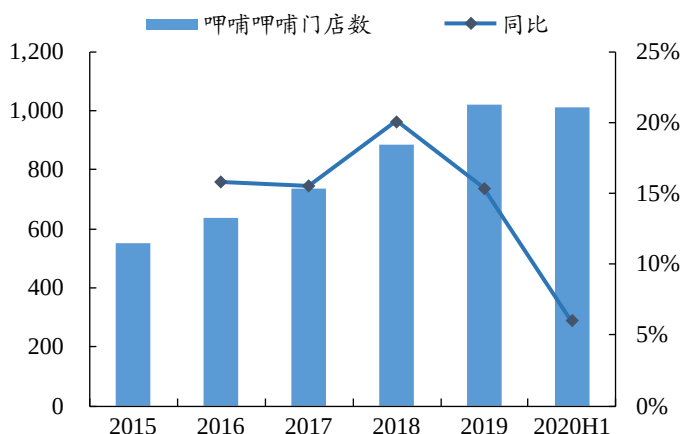
收入增速保持两位数以上。15-19 年，呷哺呷哺门店数复合增速为 16.65%，营业收入复合增速为 25.67%。

图 33: 呷哺呷哺营收持续增长



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 34: 呷哺呷哺门店快速扩张



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

募投项目扩产能、提效率。2016-2019H1，公司产能利用率分别为 98.4%、97.58%、97.51% 和 96.92%。在募投项目全部投产后，公司产能将达到 3.65 万吨，产量紧张情况会得到缓解。目前老工厂自动化程度较低，需要很多操作员工。新工厂自动化和智能化水平提升，随着新产能落地，公司的生产效率将进一步提升。

表 2: 上市融资募投项目

项目名称	投资总额(亿元)	募集资金使用金额(亿元)
年产 15,000 吨复合调味品生产基地建设项目	2.06	1.67
年产 5,000 吨汤类抽提生产线建设项目	1.35	1.09
营销网络建设项目	0.46	0.37
技术中心升级建设项目	0.35	0.29
合计	4.23	3.42

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

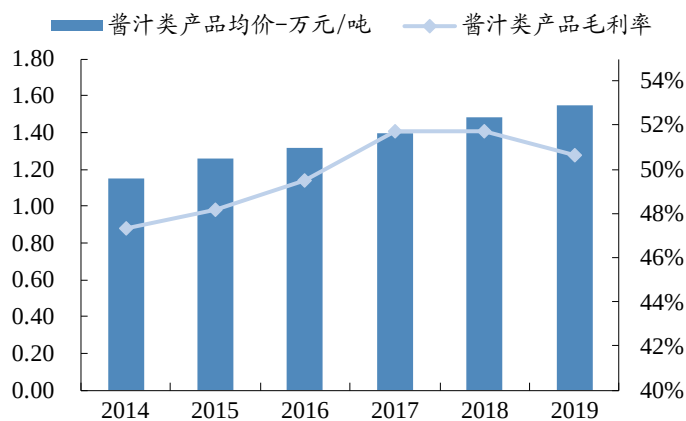
5.2 导入新品有利于毛利率提升

导入新品进行产品升级。公司定价政策为在预估产品的成本上，加成一定的利润制定价格。产品价格一旦确定，后续变化很小。公司每年会推出很多新品，新品按照新的报价，毛利率可能会提升。14-19 年公司酱汁类产品吨价持续提升，吨价复合增速为 6.01%。14-19 年公司粉体类产品吨价相对平稳，吨价复合增速为 0.68%。公司通过不断推出新品进行产品升级，产品毛利率也随之提升。

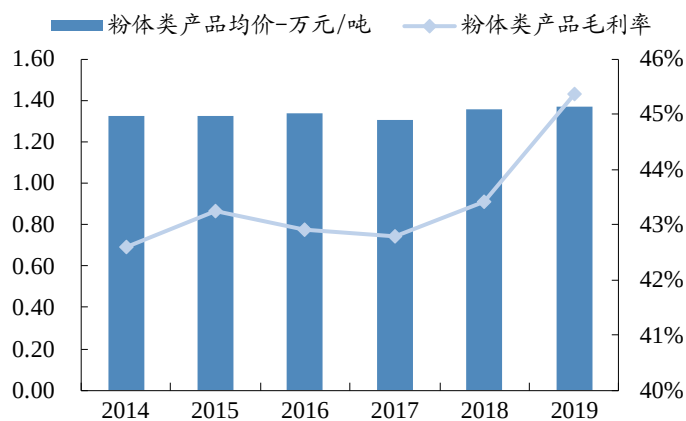
产品结构逐渐偏向酱汁类产品。公司粉体类产品主要应用于食品加工类企业，酱汁类产品主要应用于连锁餐饮企业，渠道存在差异。由于餐饮渠道需求旺盛，酱汁类产品占公司收入的比重逐渐提升。2019 年，酱汁类产品的毛利率超过 50%，明显高于粉体类产品。随着产品结构的优化，毛利率还将会提升。

图 35: 酱汁类产品吨价和毛利率均有所提升

图 36: 粉体类产品均价基本平稳、毛利率有所提升



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

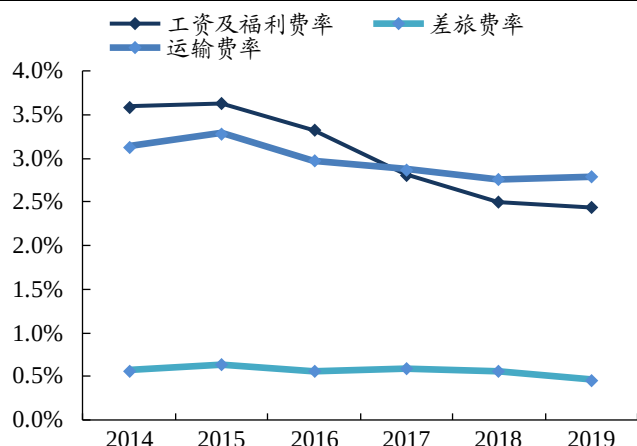


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

5.3 费用率持续压缩

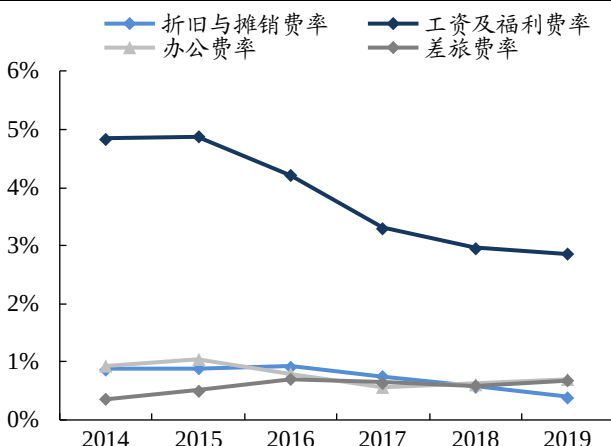
单位产出的人力成本和运输成本持续下降。公司销售费用主要为人力成本和运输费用，管理费用主要为人力成本。公司客户主要为食品加工企业和连锁餐饮企业，因此市场推广和宣传活动很少，也不需要雇佣太多销售人员。在规模效应下，单位产出的人力成本在减少。此外，由于产品均价不断上涨，运输量增速不及营业收入增速，因此单位产出的运输成本在下降。

图 37：人力成本和运输成本带动销售费用率下行



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 38：人力成本带动管理费用率下行



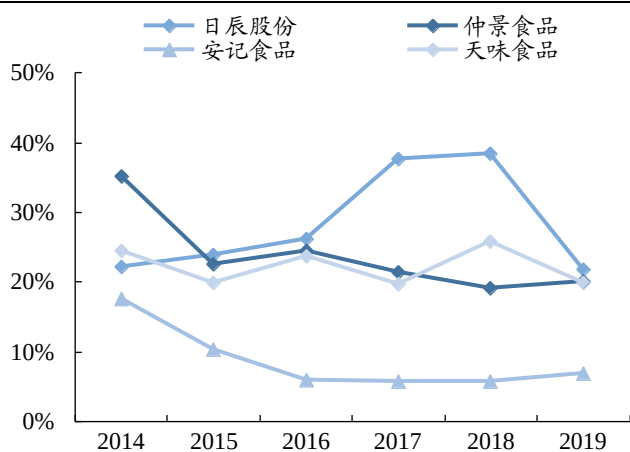
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

5.4 净资产收益率远高于可比公司

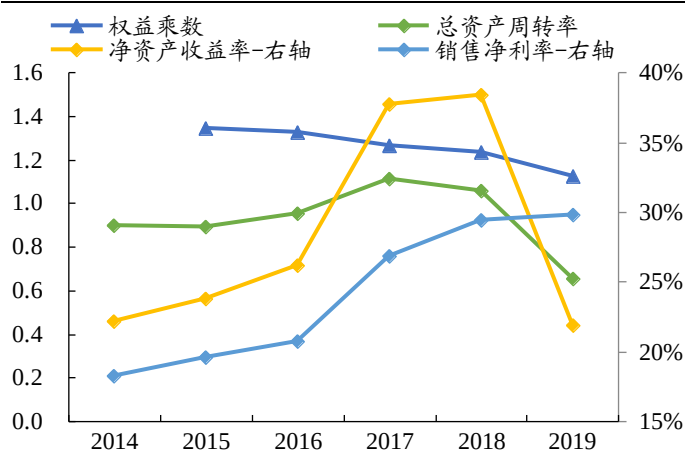
高净利率、高 ROE。19 年日辰上市之前，公司 ROE 远高于仲景食品、安记食品和天味食品等复合调味品公司。14-18 年，公司大力发展餐饮渠道，业务毛利率和净利率都在提升，同时也在带动 ROE 不断提升。19 年上市之后，公司募集资金尚未完全投入生产建设导致总资产周转率下降。随着公司新建产能逐渐投产，公司总资产周转率将会有提升，也将会带动 ROE 上行。

图 39：日辰净资产收益率高于安记、仲景和天味

图 40：周转率和权益乘数拖累净资产收益率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

6 财务预测

我们预计公司 20-22 年实现营业收入分别为 2.71 亿元、3.95 亿元和 5.02 亿元，同比增速分别为-5.2%、45.6%和 27.3%，毛利率分别为 49.7%、51.0%和 51.1%。细分品类来看：

酱汁类产品：20 年受疫情影响餐饮类客户受损严重，公司作为供应商，收入也出现下滑。20 年公司开发的新客户将于明年贡献收入，叠加低基数效应，预计 21 年公司业绩将大幅回升。预计 20-22 年酱汁类产品收入增速分别为-4.1%、54.4.9%和 31.3%。

粉体类产品：19 年受国内鸡肉价格上涨，下游鸡肉调理类食品加工客户出口订单减少，因此公司粉体类产品收入下滑。20 年受疫情影响，业务收入又出现下滑。随着国内鸡肉价格下跌，预计 20-22 年粉体类产品收入增速分别为-6.9%、19.6%和 11.1%。

食品添加剂：受国内鸡肉价格上涨和疫情因素，近两年食品添加剂业务收入持续下滑。随着国内鸡肉价格回落和疫情消退，该业务收入将会有所回升。预计 20-22 年收入增速分别为-19.2%、23.6%和 22.4%。

费用率：随着公司营业收入增长，销售人员并没有相应增加，因此近年来销售费用率持续下降。预计 20-22 年公司销售费用率分别为 6.6%、6.5%和 6.5%。19 年由于上市相关费用增加，公司管理费用率大幅提升。预计 20-22 年管理费用率分别为 6.6%、6.3%和 6.2%。

基于上述假设，我们预计公司 20-22 年实现归母净利润分别为 0.88 亿元、1.24 亿元和 1.59 亿元，同比增长分别为 2.7%、41.7%和 28.6%。

表 3：公司收入预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
酱汁类	收入（百万元）	156.30	209.88	201.38	311.13	408.52
	同比	13.8%	34.3%	-4.1%	54.5%	31.3%
	毛利率	51.8%	50.7%	50.7%	51.6%	51.6%
粉体类	收入（百万元）	69.92	67.53	62.87	75.19	83.54
	同比	12.9%	-3.4%	-6.9%	19.6%	11.1%
	毛利率	43.4%	45.4%	43.7%	45.3%	45.3%
食品添加剂	收入（百万元）	10.87	8.18	6.61	8.17	10.00
	同比	22.3%	-24.7%	-19.2%	23.6%	22.4%
	毛利率	78.9%	79.5%	79.0%	79.0%	79.0%
合计	营业收入（百万元）	237.52	285.65	270.92	394.55	502.11

	同比	13.8%	20.3%	-5.2%	45.6%	27.3%
	毛利率	50.5%	50.2%	49.7%	51.0%	51.1%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

相对估值：对比 A 股 7 家调味品公司，从市盈率来看，公司 21 年预测市盈率略高于 7 家平均水平。考虑到复合调味品行业景气度高，公司业绩增速快，拥有一定的估值溢价具备合理性。

表 4：可比公司估值对比

证券简称	EPS			PE			当前市值	当前股价
	TTM	20E	21E	TTM	20E	21E		
海天味业	1.88	1.96	2.32	100.60	96.51	81.60	6125.73	189.04
中炬高新	1.05	1.09	1.36	61.73	59.75	47.93	518.61	65.10
千禾味业	0.43	0.45	0.59	91.68	87.33	66.39	261.61	39.30
天味食品	0.67	0.69	0.93	105.07	102.12	75.50	443.04	70.37
仲景食品	1.27	1.33	1.74	71.69	68.50	52.26	91.10	91.10
涪陵榨菜	0.89	0.95	1.11	48.54	45.31	38.96	340.13	43.09
恒顺醋业	0.30	0.34	0.40	75.11	66.37	56.39	228.77	22.81
平均		0.97	1.21		75.13	59.86		
日辰股份	0.90	0.89	1.26	86.27	87.88	62.04	76.93	78.01

数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：除日辰股份外，其他公司均采用 Wind 一致预测，更新于 2020 年 12 月 18 日。

投资建议：疫情后下游餐饮行业逐渐恢复，未来有望保持高个位数增长。餐饮连锁化程度不断提升，对上游定制调味品的需求有望进一步提升。复合调味品为高成长赛道，行业空间大。公司作为专业复合调味料解决方案提供商，将享受行业增长红利实现快速扩张。预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.89/1.26/1.62 元，对应 PE 分别为 87.88/62.04/48.23 倍。公司当前估值较高，但考虑到复合调味品高景气度，疫情后公司业绩提速，给予“买入”评级。

7 风险因素

原材料成本上涨超预期。上游原材料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

新客户开发不及预期。若餐饮客户开发不及预期，公司业绩将会受影响。

行业竞争加剧风险。公司业务利润很高，若行业竞争加剧，毛利率可能会下滑。

附：公司财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	195	581	629	725	843
货币资金	134	511	204	287	379
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	40	46	59	65	83
预付账款	0	0	2	0	0
存货	18	22	22	31	39
其他	2	1	342	342	343
非流动资产	50	50	52	58	68
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	46	47	47	51	54
无形资产	3	3	4	5	6
其他	1	1	1	3	8
资产总计	245	631	681	784	911
流动负债	45	49	47	66	82
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	29	33	34	47	57
其他	17	16	14	20	25
非流动负债	0	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	1	1	1	1
负债合计	46	50	48	67	83
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	199	582	632	716	828
负债和股东权益	245	631	681	784	911

重要财务指标

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	238	286	271	395	502
同比(%)	13.8%	20.3%	-5.2%	45.6%	27.3%
归属母公司净利润	70	85	88	124	159
同比(%)	24.6%	22.2%	2.7%	41.7%	28.6%
毛利率(%)	50.5%	50.2%	49.7%	51.0%	51.1%
ROE%	35.1%	14.7%	13.8%	17.3%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.86	0.89	1.26	1.62
P/E	0.00	56.22	87.88	62.04	48.23
P/B	0.00	8.24	12.16	10.74	9.29
EV/EBITDA	-1.61	44.54	81.25	52.92	41.07

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	238	286	271	395	502
营业成本	118	142	136	193	245
营业税金及附加	3	3	3	4	6
销售费用	16	19	18	26	33
管理费用	15	21	18	25	31
研发费用	8	10	9	13	16
财务费用	-1	-5	-14	-10	-13
减值损失合计	1	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	1
其他	-1	0	2	2	3
营业利润	79	97	103	146	188
营业外收支	3	3	0	0	0
利润总额	81	100	103	146	188
所得税	11	14	15	22	28
净利润	70	85	88	124	159
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	70	85	88	124	159
EBITDA	83	96	92	140	178
EPS(当年)(元)	0.71	0.86	0.89	1.26	1.62

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	73	82	78	136	155
净利润	70	85	88	124	159
折旧摊销	5	5	6	6	7
财务费用	0	-2	0	0	0
投资损失	0	0	0	0	-1
营运资金变动	-2	-7	-16	6	-10
其它	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-5	-374	-347	-13	-15
资本支出	-5	-6	-7	-13	-16
长期投资	0	-370	-65	0	0
其他	0	2	-275	0	1
筹资活动现金流	-35	296	-37	-40	-48
吸收投资	0	387	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-35	-45	-37	-40	-48
现金流净增加额	33	5	-307	83	92

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020 年 11 月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。