

仲景食品 (300908.SZ)

首创香菇酱，成长进行时

香菇酱首创者的成长之路。仲景食品股份有限公司于2002年成立，其前身系南阳张仲景植物萃取有限责任公司。历经近二十年的发展，仲景食品成为国内采用超临界CO₂萃取技术生产调味配料的主要生产商之一，同时公司首创香菇酱，进军调味食品行业，实现调味配料、调味食品双主业蓬勃发展。经过梳理，我们将公司的发展分为以下三个阶段：**1）**聚焦调味配料行业；**2）**首创香菇酱，进军调味品食品；**3）**重点发展调味食品，产品逐步多元化。2020年11月，仲景食品在深圳证券交易所创业板成功上市。

调味酱渗透率仍处低位，复调发展创造调料需求。**1）调味食品行业：**调味酱在调味品行业中占比约10%，市场规模约400亿。酱类品种繁多，渗透率仍处低位，市场空间较大，其中香菇酱整体酱行业中仍是较为细分的赛道。同时酱类食用区域性明显，集中度较低，2019年CR3约22%，香菇酱品类参与者众多，竞争格局分散。**2）调味配料行业：**调味配料主要应用于生产火锅底料、辣条、方便面料包、方便面调味包、卤味食品等，复合调味料发展为其创造需求空间。竞争格局方面，一方面由于调味配料的生产对萃取技术要求较高，铸就行业进驻门槛，另一方面其细分赛道众多，且使用具有地域性特征，因此竞争格局仍有待提升。

以产品为基石，渠道营销有望优化。**1）优质产品是核心竞争力：**公司的产品分为调味食品及调味配料，整体而言，公司拥有药企研发背景，研发能力是优势，这为其产品力的打造奠定了基础，但品牌力仍有提升空间，目前公司也开始进行多渠道品牌传播与推广。**2）渠道铺设有望稳步加强：**调味食品以C端为主，调味配料以B端食品加工企业为主。公司全国化布局空间广阔，目前公司开拓的重点市场为山东省和河南省，期待以点带面，未来仍需要进一步下沉，拓宽销售区域。自2020年12月起，仲景食品已经向湖南、湖北、江西、浙江、四川、重庆六个重点的省市全面扩张，预计三年内形成覆盖全国的销售网络。**3）内部管理效率有待提升，扩产计划稳步推进。**公司内部管理效率处于行业低位，公司有望从开源（完善激励实现创收）、节流（规模效应以及成本管控）等方面实现优化。公司目前募集资金扩建产能，产能压力有望缓解，规模效应有待释放。

盈利预测：我们预计公司2020/2021/2022年营业收入分别约为7.3/8.5/10.2亿元，同比+15.7%/17.5%/18.9%；归母净利润分别约为1.3/1.6/1.9亿元，同比+40.6%/22.8%/22.7%，对应PE为47/38/31倍。横向来看，目前仲景食品估值水平在同行中处于相对低位。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动；行业增速不及预期；行业竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	530	628	727	854	1,016
增长率 yoy (%)	2.5	18.6	15.7	17.5	18.9
归母净利润(百万元)	82	92	129	158	194
增长率 yoy (%)	2.7	12.4	40.6	22.8	22.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.82	0.92	1.29	1.58	1.94
净资产收益率(%)	17.6	19.9	21.9	21.2	20.6
P/E(倍)	74.1	65.9	46.9	38.2	31.1
P/B(倍)	13.2	13.2	10.3	8.1	6.4

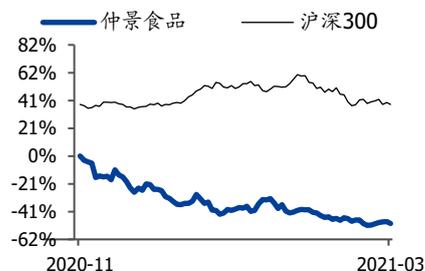
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	
最新收盘价	60.43
总市值(百万元)	6,043.00
总股本(百万股)	100.00
其中自由流通股(%)	23.71
30日日均成交量(百万股)	0.94

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究



内容目录

1、香菇酱首创者的成长之路.....	5
1.1 首创香菇酱，调味配料、调味食品齐发展	5
1.2 股权结构集中，医药研发背景雄厚	6
1.3 香菇酱及花椒系列为核心产品	6
2、调味酱渗透率仍处低位，复调发展创造调料需求	8
2.1 调味食品行业概况.....	8
2.1.1 调味酱渗透率处低位，行业空间较大.....	8
2.1.2 调味酱行业竞争格局分散	10
2.2 调味配料行业概况.....	11
2.2.1 调味配料应用广泛，复合调味料发展为其创造需求空间	11
2.2.2 调味配料行业细分赛道较多，集中度有待提升	13
3、以产品为基石，渠道营销有望优化	14
3.1 优质产品是核心竞争力	14
3.2 渠道铺设有望稳步加强	17
3.3 内部管理效率有待提升，扩产计划稳步推进	21
四、盈利预测	23
五、风险提示	24

图表目录

图表 1: 公司发展历程梳理.....	5
图表 2: 公司股权结构图	6
图表 3: 公司主要董事具备医药相关背景	6
图表 4: 仲景食品营业总收入规模及增速情况	6
图表 5: 仲景食品归母净利润规模及增速情况	6
图表 6: 调味配料及调味食品的营收及增速（亿元）	7
图表 7: 主营业务产品结构图（2019年）	7
图表 8: 公司毛利率及净利率走势图.....	7
图表 9: 公司分产品毛利率走势图	7
图表 10: 调味品市场保持稳定增长	8
图表 11: 调味品各细分子行业结构占比（2018年）	8
图表 12: 我国辣椒酱市场规模以及增速.....	8
图表 13: 2018-2019 中国拌饭酱市场容量快速增长.....	8
图表 14: 各调味品细分品类的渗透率对比	9
图表 15: 2013-2019 中国调味酱百强企业数量及产量.....	9
图表 16: 香菇酱行业产业链图.....	9
图表 17: 香菇柄采购价格变化趋势.....	10
图表 18: 2014-2019 年中国香菇产量及增速.....	10
图表 19: 整体酱行业的竞争格局.....	10
图表 20: 仲景香菇酱与主流酱类品牌 2014 年 1-12 月商超销售占有情况	10
图表 21: 我国各品牌辣酱市占率情况.....	11
图表 22: 仲景食品及老干妈营收规模及增速对比	11
图表 23: 调味酱行业区域性分布.....	11

图表 24: 香菇酱行业的主要竞争对手产品及价格对比.....	11
图表 25: 调味配料行业的产业链分析图.....	12
图表 26: 香辛料植物的提取方法对比.....	12
图表 27: 中国复合调味料市场规模及增速.....	13
图表 28: 我国火锅底料市场规模及增速.....	13
图表 29: 行业竞争对手毛利率情况对比.....	13
图表 30: 主要竞争对手总营收及增速 (亿元).....	13
图表 31: 各公司调味配料业务营收及增速 (亿元).....	14
图表 32: 调味配料行业主要参与者情况对比.....	14
图表 33: 仲景食品的研发费用率处于行业领军水平.....	14
图表 34: 研发支出及研发费用率情况.....	14
图表 35: 研发人员及占比近几年持续走高.....	15
图表 36: 公司拥有专利一览.....	15
图表 37: 历年调味产品推出时间表.....	15
图表 38: 2017-2019 年新品收入情况 (万元).....	16
图表 39: 2017-2019 年新品毛利率情况.....	16
图表 40: 210g 香菇酱营收情况 (万元).....	16
图表 41: 香菇酱系列产品产销量及增速.....	16
图表 42: 2015 年消费者认为最好的调味酱品牌.....	17
图表 43: 各公司销售费用率对比.....	17
图表 44: 调味食品渠道销售收入 (万元).....	18
图表 45: 调味配料渠道销售收入 (万元).....	18
图表 46: 调味食品经销商数量 (家).....	18
图表 47: 竞争对手经销商数量对比.....	18
图表 48: 各电商平台销售收入占比.....	19
图表 49: 直销模式下电商销售收入 (万元).....	19
图表 50: 调味配料经销商数量 (家).....	19
图表 51: 主要客户例举.....	19
图表 52: 2019 年直销前 5 名客户销售情况 (万元).....	20
图表 53: 主要客户基本情况.....	20
图表 54: 各区域的营收占比.....	20
图表 55: 各市场区域开拓费用率走势.....	20
图表 56: 公司各地区营收增速.....	21
图表 57: 营销网络建设项目-销售渠道建设及品牌推广计划 (家).....	21
图表 58: 公司人均创收规模及增速 (万元/年).....	21
图表 59: 公司人均创收规模及增速 (万元/年).....	21
图表 60: 行业各公司人均薪酬对比 (万元/年).....	22
图表 61: 行业各公司管理费用率对比.....	22
图表 62: 公司产能规划.....	22
图表 63: 公司产能利用率情况.....	22
图表 64: 公司募投项目计划.....	22
图表 65: 公司营业收入与业绩预测重要假设 (百万元).....	23
图表 66: 可比公司估值比较.....	23

1、香菇酱首创者的成长之路

1.1 首创香菇酱，调味配料、调味食品齐发展

仲景食品股份有限公司于 2002 年成立，其前身系南阳张仲景植物萃取有限责任公司，后几经更名，于 2018 年 6 月由“仲景大厨房股份有限公司”变更为“仲景食品股份有限公司”。历经近二十年的发展，仲景食品成为国内采用超临界 CO₂ 萃取技术生产调味配料的主要生产商之一，同时公司首创香菇酱，进军调味食品行业，秉持“让健康有滋有味”的使命，调味配料、调味食品双主业蓬勃发展。2020 年 11 月，仲景食品在深圳证券交易所创业板成功上市。经过梳理，我们将公司的发展分为以下几个阶段：

- **聚焦调味配料行业（2002-2008年）：**仲景食品自 2002 年成立以来，持续进行调味配料的研发、生产和销售，2005 年公司开始聚焦香辛料超临界 CO₂ 萃取的调味配料业务，作为国内超临界萃取调味配料的先行者，拥有分子蒸馏、风味指标数据化、风味定量调配等多项核心技术，并于 2006 年推出风味数据化、标准化的花椒油 120 产品，后逐步发展成为公司调味配料业务的重要系列产品之一。
- **首创香菇酱，进军调味品食品（2008-2018年）：**2008 年公司首创香菇酱品类，并形成仲景香菇酱系列产品，开始发展调味食品业务。随后于 2014 年推出调味油系列产品，2015 年推出北极蓝莓果酱，调味食品业务不断丰富发展。
- **重点发展调味食品，产品逐步多元化（2018年至今）：**2018 年 6 月由“仲景大厨房股份有限公司”变更为“仲景食品股份有限公司”，开始逐步将重心往调味食品业务转移，并且自 2018 年 8 月不断开发劲道牛肉酱、香菇辣酱等产品，2019 年 3 月六菌汤、香菇小丁、成都红油等调味食品相继上市，实现品类多元。2016 年公司调味食品及调味配料业务营收占比分别约为 49%、50%，截至 2020 年半年报，该占比分别变动为 60%、40%。

图表 1：公司发展历程梳理

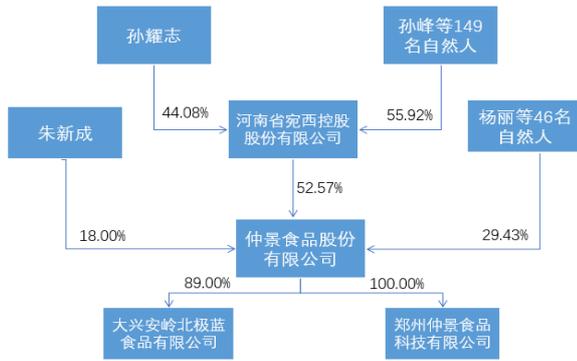


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.2 股权结构集中，医药研发背景雄厚

公司股权结构集中，具备医药研发背景。根据 2020 年招股说明书，河南宛西控股股份有限公司为仲景食品第一大股东，持股占比为 52.57%，其中孙耀志通过宛西控股持有公司 23.17% 的股权。同时，朱新成直接持有仲景食品 18% 的股权，孙耀志和朱新成签署了《一致行动人协议》，为公司实际控制人。行业经验丰富，董事会成员多具备制药背景。公司主要董事均具有多年食品制造相关的工作经验，并具备制药研究背景，理论知识雄厚，同时通过实践积累了丰富的行业知识和管理经验。

图表 2: 公司股权结构图



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 3: 公司主要董事具备医药相关背景

姓名	职务	医药相关履历
孙耀志	董事长	中国中药行业优秀企业家，1979年2月至1984年7月任宛西制药副厂长，1985年3月至1998年9月任宛西制药党委书记、厂长；1998年10月至2017年9月任宛西制药党委书记、董事长；2017年10月至今任宛西制药党委书记；2014年6月至今任宛西控股董事长兼总经理。
朱新成	副董事长	执业药师、主任药师。曾被聘任为国家计委高技术产业化重大专项2000年度项目评选组专家、南阳理工学院兼职教授，中国食用菌协会第六届理事会副会长、西峡县食用菌产业协会会长。1982年至2002年8月，历任宛西制药厂长助理、副总经理、总经理。
李明黎	董事	2001年8月至2017年9月任宛西制药董事、常务副总经理；2017年10月至今任宛西制药副董事长、常务副总经理；2014年6月至今任宛西控股董事。
张明华	董事	1987年至1998年9月任宛西制药科长；1998年10月至2002年8月任宛西制药董事会办公室主任；2001年10月至2008年1月任宛西制药副总经理；2008年2月至2014年4月任宛西制药董事；2014年5月至今任宛西制药监事会主席，2014年6月至今任宛西控股监事会主席。

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

1.3 香菇酱及花椒系列为核心产品

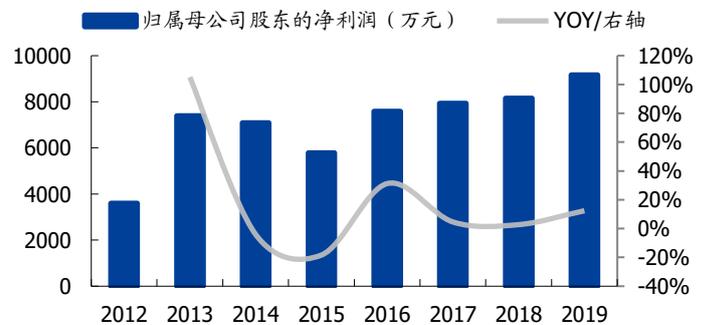
调味配料业务起家，调味食品增长加速。公司 2012 年至 2019 年营业总收入由 2.86 亿元增长至 6.28 亿元，CAGR 约为 11.9%；归母净利润由 0.36 亿元增长至 0.92 亿元，CAGR 约为 14.3%。其中调味配料 2012-2019 年营收复合增速约为 15%，近年来增速维持在 10-20% 的区间，2019 年调味配料业务营收约为 3.25 亿元；调味食品业务 2016-2019 年营收复合增速约为 9%，2019 年实现增长加速，营收同比增速加快至 28.5%，实现营收 3.02 亿元。从业务结构上来看，2019 年公司调味配料及调味食品营收占比分别为 52%、48%，2020H1 调味食品（约 60%）营收占比开始超过调味配料（约 40%）。

图表 4: 仲景食品营业总收入规模及增速情况



资料来源：wind，国盛证券研究所（注：2018 年公司对香菇酱等产品进行提价，导致销量有所下滑，2019 年开始逐步恢复）

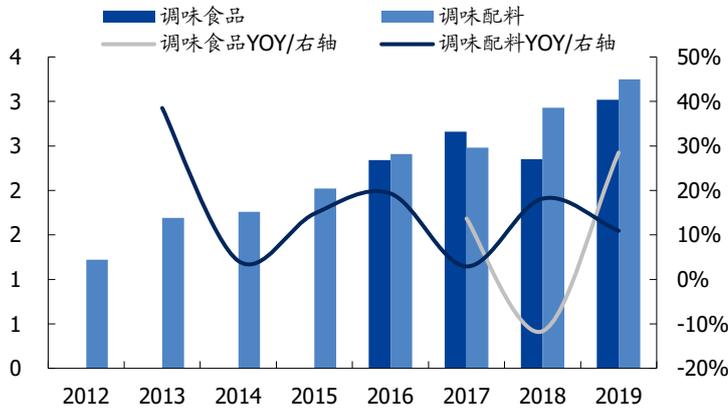
图表 5: 仲景食品归母净利润规模及增速情况



资料来源：wind，国盛证券研究所

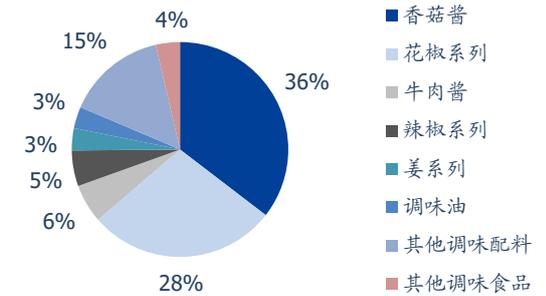
香菇酱及花椒系列为公司核心产品。近年来公司相继推出蓝莓果酱、劲道牛肉酱、香菇小丁、六菌汤、香菇海苔、火锅底料、香菇蘸料、辣辣队辣酱等调味食品新品，香菇酱在调味食品中营收占比由 2017 年 87.98% 逐步降低至 2020H1 的 69.80%，但仍为公司的核心产品，2019 年香菇酱在总营收中的占比约为 36%。调味配料方面主打花椒系列（2019 年营收占比 28%），其他产品如辣椒系列、姜系列营收占比分别约为 5%、3%。

图表 6: 调味配料及调味食品的营收及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

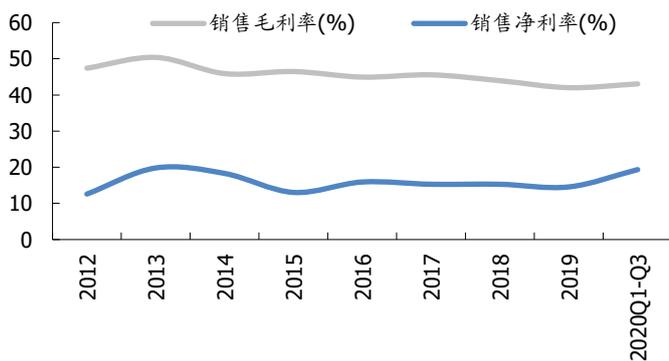
图表 7: 主营业务产品结构图 (2019 年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

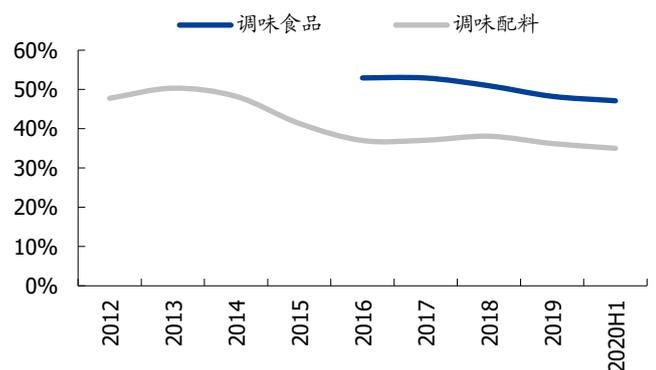
毛利率较为稳定，净利率略有抬升。公司近年来毛利率稳中略降（2012 年毛利率为 47.40%，2019 年毛利率为 42.01%），主要原因系调味配料业务毛利率近年来有所降低，同时调味食品业务毛利率略有下滑。调味食品毛利率高于调味配料，随着调味食品占比提升，我们预计对整体毛利率稳定性形成一定支撑。在净利率方面，2012 年公司净利率为 12.58%，由于管理费用率的缩减，截至 2019 年，公司净利率提升至 14.56%，2020Q1-Q3 因销售费用投放减少，净利率进一步提升至 19.35% 的水平。

图表 8: 公司毛利率及净利率走势图



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 公司分产品毛利率走势图



资料来源: wind, 国盛证券研究所

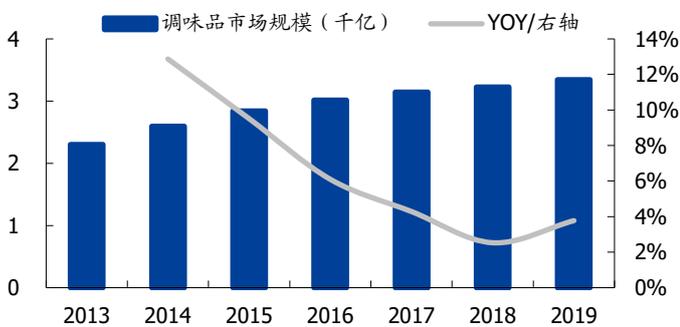
2、调味酱渗透率仍处低位，复调发展创造调料需求

2.1 调味食品行业概况

2.1.1 调味酱渗透率处低位，行业空间较大

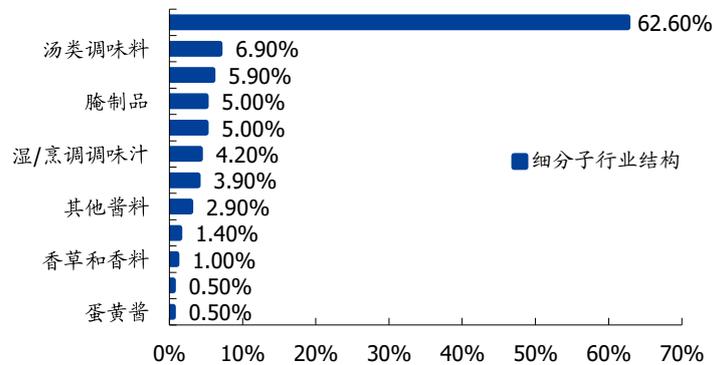
调味酱在调味品行业中占比约 10%，市场规模约 400 亿。根据智研咨询的数据，2019 年我国调味品市场规模约 3350 亿元，2013-2019 年市场规模的复合增速约为 6.5%。同时根据智研咨询的统计，调味酱的占比约 10%，据此估计 2019 年我国调味酱的市场规模约为 335 亿元。另外中国产业信息网的数据显示，预计 2016 年我国调味酱市场规模约 400 亿元；中商产业研究院数据显示 2017 年我国调味酱行业的市场规模为 407 亿元，同比增长约 13%。综合参考，我们估计我国调味酱市场规模在 400 亿元左右。

图表 10: 调味品市场保持稳定增长



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 11: 调味品各细分子行业结构占比 (2018 年)



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

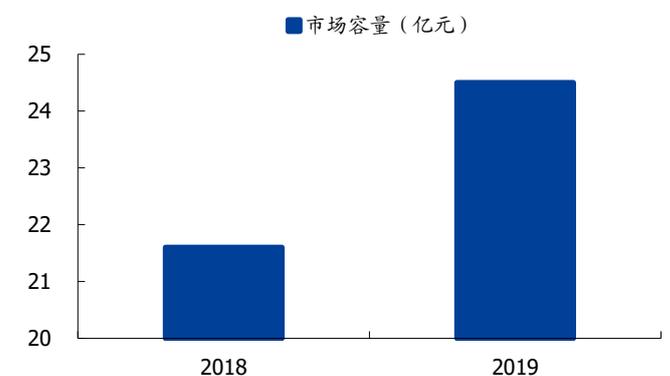
酱类品种繁多，渗透率仍处低位，市场空间较大。所谓调味酱即用于烹饪、佐餐调味的各式酱料总称，主要包括辣椒酱、番茄酱、沙拉酱、蛋黄酱、拌饭酱、豆类发酵酱等。其中辣椒酱在整个调味酱占比最大，根据智研咨询数据，2019 年辣椒酱的市场规模约 358 亿，2014-2019 年 CAGR 约 5%，同时拌饭酱的市场容量也在迅速扩张，2019 年市场规模约为 24.5 亿(同比+13.4%)。此外，我国调味品百强企业的产量稳步增长，2017、2019 年中国百强调味酱产量/调味品产量分别为 82 万吨/1247 万吨、91 万吨/1429 万吨，调味酱产量增长明显。2016 年我国调味酱的渗透率仅约 54%，相较于鸡精、味精和酱油仍有较大差距，作为复合调味料的细分品类，未来提升空间较大。

图表 12: 我国辣椒酱市场规模以及增速



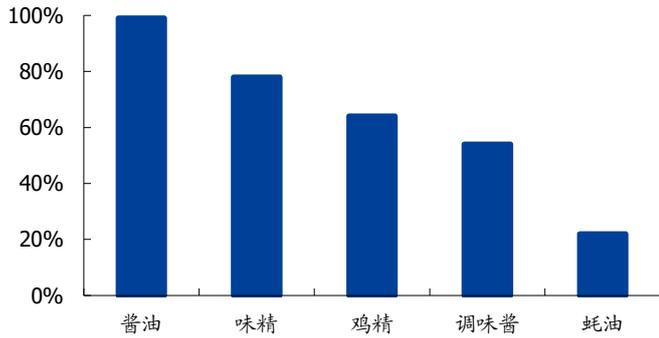
资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 13: 2018-2019 中国拌饭酱市场容量快速增长



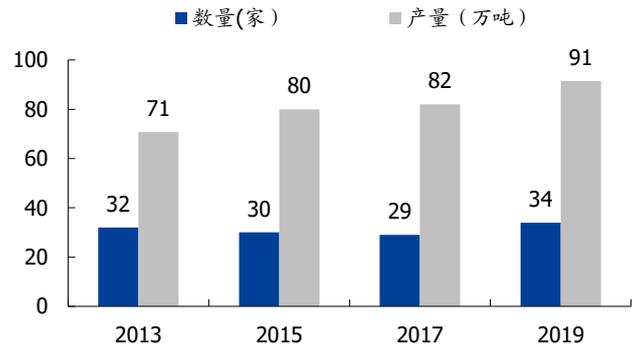
资料来源: 中研普华研究院, 国盛证券研究所

图表 14: 各调味品细分品类的渗透率对比



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

图表 15: 2013-2019 中国调味酱百强企业数量及产量



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

香菇酱在整体酱行业中仍是较为细分的赛道。香菇酱 2008 年由仲景食品首创, 相较于辣椒酱等品类历史相对较短, 主要生产地集中在河南, 主要食用地区为华中地区。

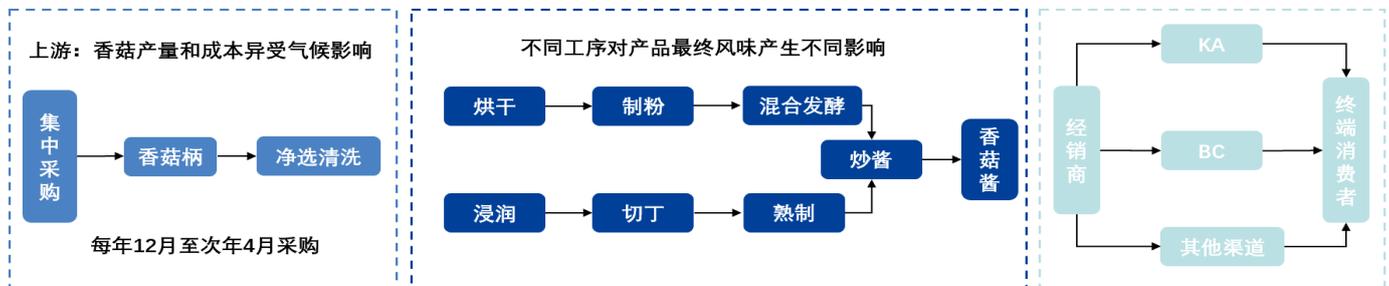
从香菇酱行业的产业链来看:

上游原材料行业: 香菇酱所需原料为香菇柄(鲜香菇加工为干香菇留下香菇柄), 主要产于河南、河北、陕西、浙江等地区, 香菇柄的主要采购季节为每年 12 月至次年 4 月, 需要批量采购处理以长时间储存。香菇种植容易受到天气、季节以及市场供需的影响, 2014-2019 年香菇产量年复合增长率约为 7.7%。同时, 香菇柄采购价格总体呈现上行趋势, 历史上来看, 导致香菇柄价格上涨的主要原因包括: **1)** 境内外市场对新鲜香菇的需求量增加可能会导致干香菇及香菇柄供应量减少; **2)** 人工成本上涨带动加工成本提高; **3)** 其他食品加工企业对香菇柄需求量增加。

中游制造业: 产品风味、质量是核心竞争力, 香菇酱的制作工序对产品的最终风味会产生影响, 浸润中的复水、混合发酵、熟制、炒酱等工序均会影响产品的色泽、风味和口感。

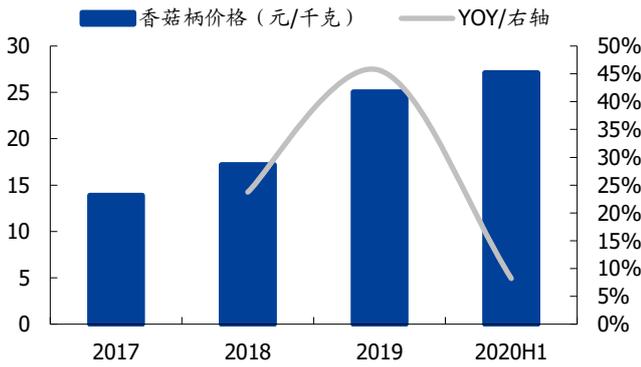
下游终端消费: 渠道和品牌力是重要因素。目前消费者对于香菇酱的品类认知较少, 对于品牌认知更为有限, 因此加大终端营销宣传、渠道铺设以及品牌推广是破局之道。

图表 16: 香菇酱行业产业链图



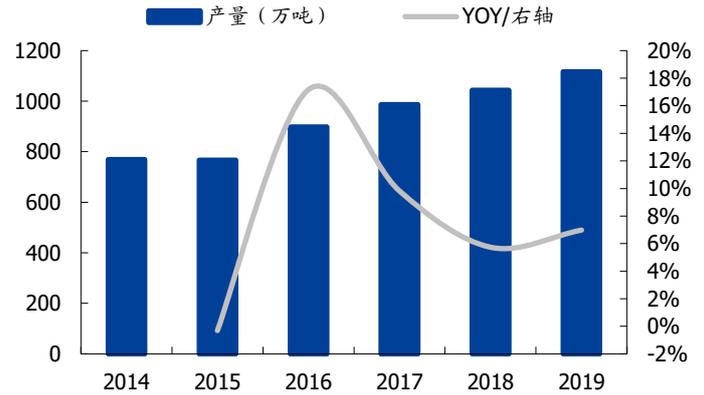
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所整理

图表 17: 香菇柄采购价格变化趋势



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 18: 2014-2019 年中国香菇产量及增速



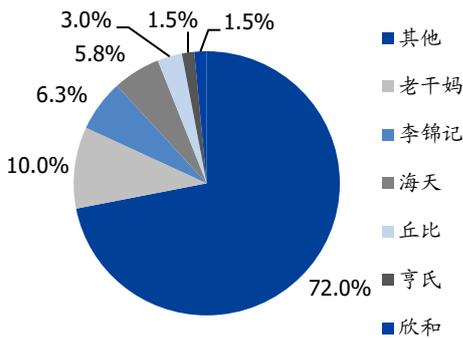
资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

2.1.2 调味酱行业竞争格局分散

酱类食用区域性明显, 集中度较低。在整体调味酱行业中, 老干妈作为辣酱代表, 年营收突破 50 亿元, 从市占率上来看, 老干妈的市占率约 10%, 其次为李锦记 (6.3%) 和海天 (5.8%), 若按照仲景食品约 3 亿元的调味食品业务计算, 仲景食品在酱类行业中的市占率不到 1%。目前调味酱生产企业仍以地方性的中小企业为主, 行业的集中度较低, 对比酱油行业海天约 20% 的市占率水平, 调味酱行业未来尚有较大提升空间。根据公司公告数据, 2014 年我国商超渠道酱行业 CR3 为 27.08%, 市占率排名前三的分别是海天 (9.49%)、欣和 (9.14%)、丘比 (8.45%), 仲景商超渠道的市占率仅为 3.15%。

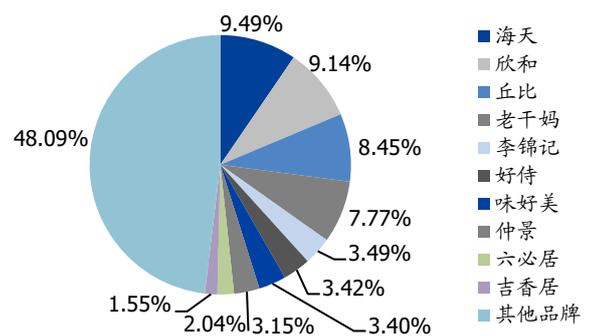
香菇酱在调味酱中占比较小, 参与者众多。仅从香菇酱品类来看, 尽管香菇酱品类属于细分赛道, 但目前海天、饭扫光、吉香居、厨邦、丁点儿等企业均推出香菇酱产品, 仲景食品将香菇酱作为主打产品, 但行业竞争格局仍较为分散。

图表 19: 整体酱行业的竞争格局



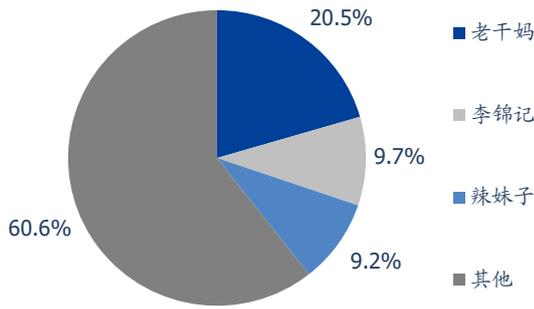
资料来源: 贝壳投研, 国盛证券研究所

图表 20: 仲景香菇酱与主流酱类品牌 2014 年 1-12 月商超销售占有情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 本图原始数据来源于“全国连锁店超市信息网”, 涵盖约 300 家超市公司, 分布于 30 个省份的 165 个城市的店铺后台信息。)

图表 21: 我国各品牌辣酱市占率情况



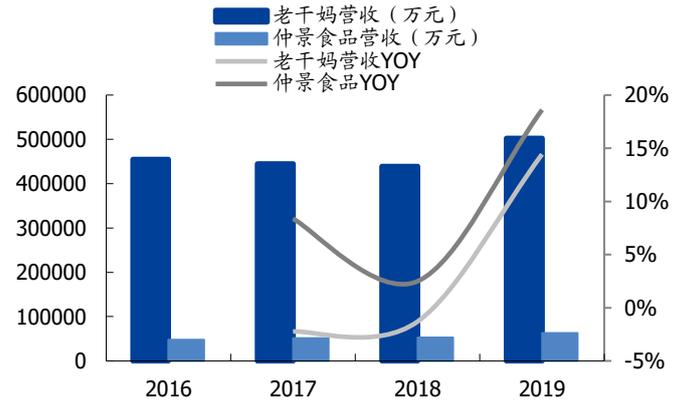
资料来源: 中商情报网, 国盛证券研究所

图表 23: 调味酱行业区域性分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 仲景食品及老干妈营收规模及增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 24: 香菇酱行业的主要竞争对手产品及价格对比



资料来源: 公司官网, 淘宝, 国盛证券研究所

2.2 调味配料行业概况

2.2.1 调味配料应用广泛, 复合调味料发展为其创造需求空间

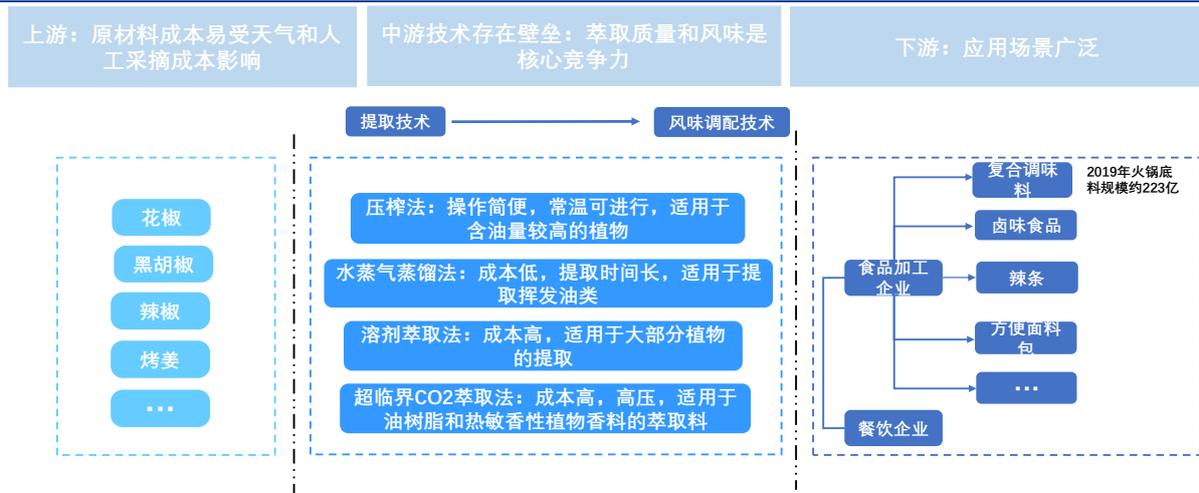
上游: 原材料价格受天气影响波动较大。调味配料行业主要的原材料是红花椒、青花椒、青红椒等。综合来看, 天气以及采摘人工成本是影响原材料价格波动的主要因素, 2018年, 红花椒重要产地甘肃地区因受低温冻害天气影响, 出现较大面积减产, 导致红花椒价格上升幅度较大。规模化企业在成本采购方面具备一定优势, 同时应对原材料价格波动的能力相对较强。

中游: 技术工艺铸就行业壁垒。根据生产技术分类, 共有压榨法、水蒸气蒸馏法、溶剂萃取法、超临界 CO₂ 萃取法四种生产方法。其中, 超临界 CO₂ 萃取法解决了其他方法的诸多缺点, 可以避免因温度过高导致化合物分解、挥发、氧化及酸败, 且 CO₂ 无毒、无臭, 所以提取的产品天然、香味纯正、无溶剂残留、产品质量高。但该方法需高压操作, 对设备投资与操作费用有较高要求, 也为调味配料生产铸就进入壁垒。

下游: 满足食品加工企业标准化生产需求, 下游需求空间广阔。下游客户主要为食品加工企业、餐饮企业。调味配料主要用于生产火锅底料、辣条、方便面料包、方便面调味

包、卤味食品等。目前复合调味料行业保持双位数高增，其蓬勃发展将带动调味配料行业创造增长空间。

图表 25: 调味配料行业的产业链分析图



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

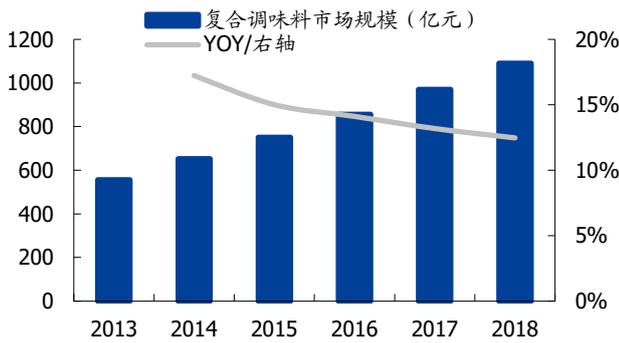
图表 26: 香辛料植物的提取方法对比

名称	主要方法	优点	缺点	适用的原料
压榨法	通过机械方式从香辛料中提取出风味物质，再经过滤、离心分离出香辛料油	操作简便，常温下可进行	应用范围窄，出油率低，不适于工业推广	含油量相对较高植物，如芝麻、辣椒籽
水蒸气蒸馏法	香辛料的花、枝、叶、皮、根、茎、果等为原料切碎后，加水浸泡，经煮沸，使精油与水蒸气一起蒸出，经冷凝后收集	操作简单、成本低	提取时间长，高温易造成分破坏，物质不易被蒸出，影响提取率	适用于提取挥发油类
溶剂萃取法	用有机溶剂溶解香辛料粉末并搅拌过滤，后将滤液减压蒸馏，直至所得产物无有机溶剂气味	室温或低温下即可进行提取，保证易挥发性成分质量	成本较高，容易产生有机物残留	适用于大部分植物的提取
超临界CO2萃取法	利用临界温度、临界压力下CO2良好的溶解能力，将香辛料精油、油树脂萃取出来，后改变温度和压力将CO2进行分离，得到香辛料精油、油树脂	提取的产品质量高，避免因温度过高导致的化合物分解、挥发、氧化及酸败	操作需在高压下进行，设备投资与操作费用高	特别适合用于油树脂和热敏性植物香料的萃取

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

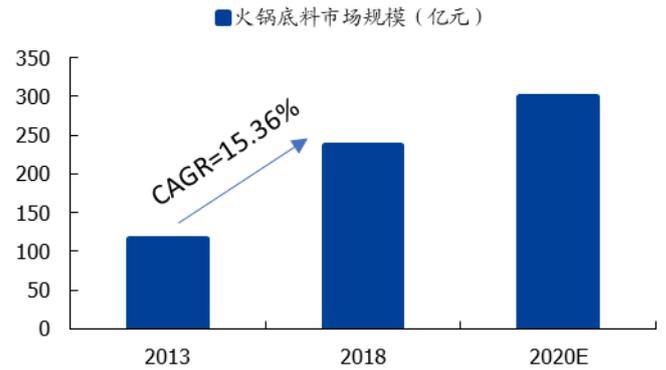
下游行业的蓬勃发展带动调味配料行业快速发展。根据 Frost&Sullivan 统计，2018 年我国复合调味料市场规模为 1091 亿元，2013-2018 年复合增速约为 14.39%。从细分品类来看，中式复合调味料保持快速增长，2013-2018 年复合增长率约为 15.38%；火锅底料 2013-2018 年市场规模复合增速约为 15.36%，川菜调料由于品类拓展边界广泛，2011-2018 年市场规模复合增速近 20%。根据 Frost&Sullivan 的预测，中式复合调味料、火锅调味料、西式复合调味料、鸡精及其他品类 2016-2021 年复合增速分别为 16.5%、13.8%、14.0%、14.1%、12.5%。

图表 27: 中国复合调味料市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

图表 28: 我国火锅底料市场规模及增速

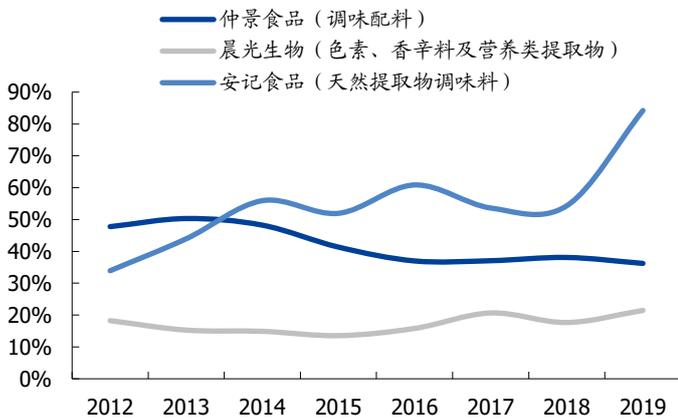


资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

2.2.2 调味配料行业细分赛道较多, 集中度有待提升

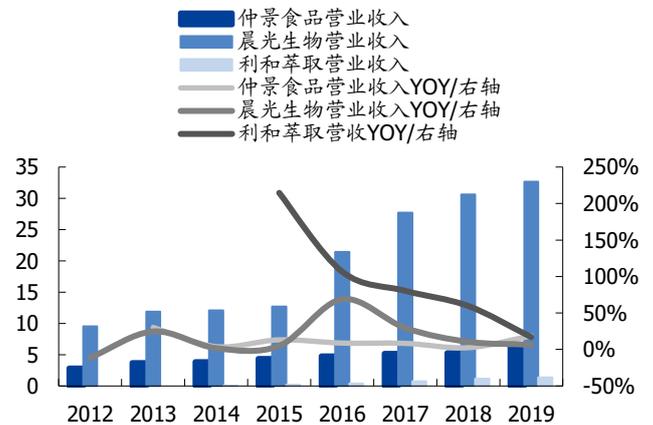
细分赛道较多, 竞争格局非常分散。调味配料种类繁多, 由于各地饮食习惯不同, 调味料的使用具有地域性特征, 多数品牌只覆盖各自的区域市场, 因此调味配料行业集中度较低。目前除了仲景食品外, 其他的主要参与者包括郑州雪麦龙食品香料有限公司、韩城市宏达花椒香料有限公司、青岛利和、晨光生物等, 且各自的业务板块布局存在错位。目前市场主要参与者的营收规模较小, 2019年晨光生物总营收为32.65亿(其中色素、香辛料及营养提取物业务营收约17.53亿), 仲景食品总营收仅为6.25亿(仲景调味配料业务营收约3.25亿)。行业内未形成明显的龙头企业, 竞争尚不充分, 行业集中度仍有待提升。

图表 29: 行业竞争对手毛利率情况对比



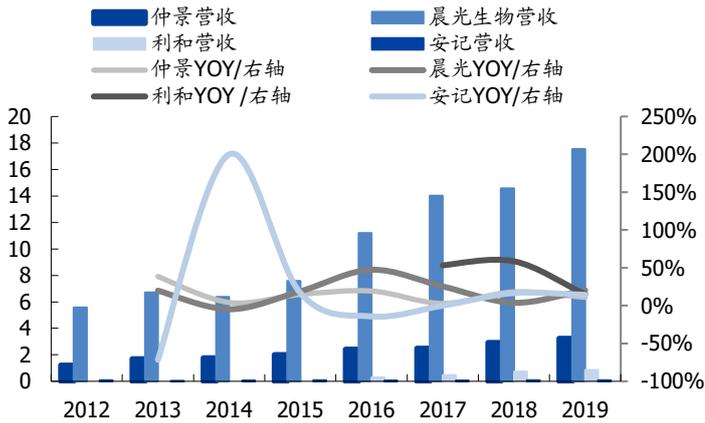
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 30: 主要竞争对手总营收及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 31: 各公司调味配料业务营收及增速 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 调味配料业务营收分别取自晨光生物的色素、香辛料及营养提取物业务, 安记食品的天然提取物调味料业务, 仲景食品的调味配料业务以及利和萃取的天然提取物类业务)

图表 32: 调味配料行业主要参与者情况对比

公司	主营业务
郑州雪麦龙食品香料有限公司	生产天然香辛料提取产品, 主要产品有天然香辛料精油树脂、水溶性精油等。
韩城市宏达花椒香料有限公司	公司生产以花椒为主的天然香辛料提取物, 主要产品有花椒、孜然、生姜等各种天然香辛料精油树脂、精油类产品。
青岛利和萃取股份有限公司	研发、生产和销售超临界二氧化碳萃取天然植物精华产品, 主要产品有天然香辛料提取精油、油树脂等产品。
晨光生物科技集团股份有限公司	公司以农产品为原料进行天然植物有效组分提取, 主要产品有辣椒红色素、叶黄素浸膏、番茄红素、花椒油树脂、辣椒油树脂。
仲景食品股份有限公司	公司主营业务为研发、生产、销售调味配料和调味食品, 调味配料以花椒、辣椒等香辛植物提取物为代表

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

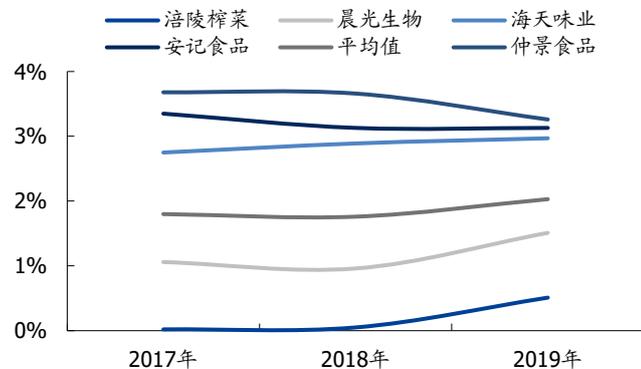
3、以产品为基石, 渠道营销有望优化

3.1 优质产品是核心竞争力

公司的产品分为调味食品及调味配料, 整体而言, 公司拥有药企研发背景, 研发能力是优势, 这为产品力的打造奠定了基础。

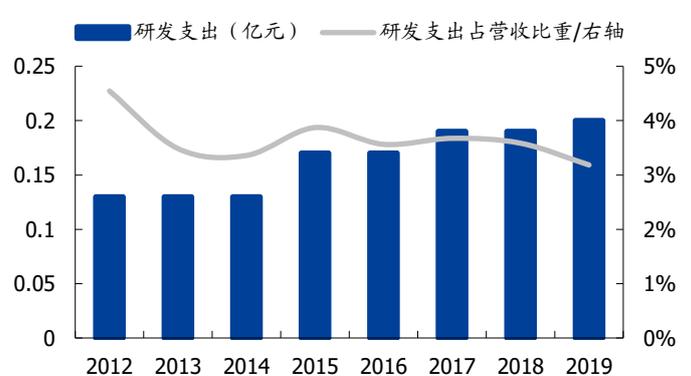
公司始终将技术创新作为发展的重中之重。公司研发费用率高于可比公司平均水平, 2017-2019 年研发费用率均超 3%, 2019 年仲景食品研发费用率 3.26%, 高于安记食品等同行, 且高于行业平均研发费用率 1.23pct。研发创新方面, 公司拥有 96 人的研发团队, 建立了以研发中心为核心, 生产、质检等多部门联动的研发体系, 拥有 5 位厨师背景的风味工程师。除此之外, 2013 年公司获批建立“河南省香菇加工工程技术研究中心”, 2017 年公司获批建立“食品风味物质提取技术河南省工程实验室”。2019 年 1 月, 公司获批建立“河南省企业技术中心”。公司在生产经营过程中对产品的风味及品质进行持续性的研究及改进, 通过分析客户及市场需求, 不断研发及创制新品。

图表 33: 仲景食品的研发费用率处于行业领军水平



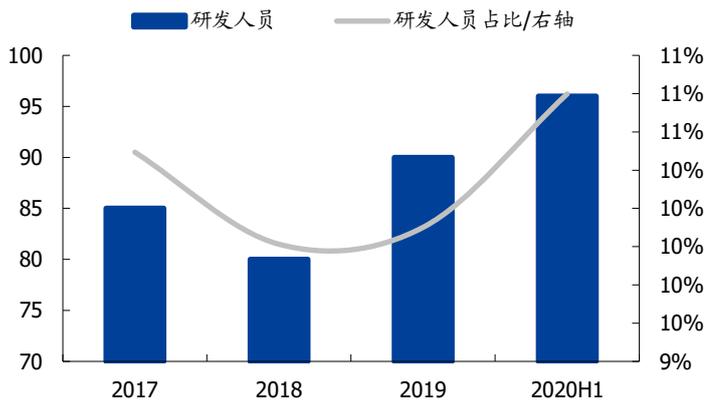
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 34: 研发支出及研发费用率情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 研发人员及占比近几年持续走高



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 36: 公司拥有专利一览

序号	专利名称	专利类别	取得方式
1	一种发酵香菇制品	发明专利	转让取得
2	一种腐乳香菇酱及其制备方法	发明专利	原始取得
3	一种泡椒香菇酱及其制备方法	发明专利	原始取得
4	一种熟香风味高浓度花椒油及其制备方法	发明专利	原始取得
5	利用超临界流体技术分离花椒麻味成分的工艺	发明专利	转让取得
6	一种食用菌风味肉味调味料及其制备方法和应用	发明专利	转让取得
7	一种从食用菌中提取的核苷酸混合物及其制备方法和应用	发明专利	转让取得
8	一种以香菇柄为原料制作天然营养增味剂的工艺	发明专利	转让取得

资料来源: wind, 国盛证券研究所

分产品来看:

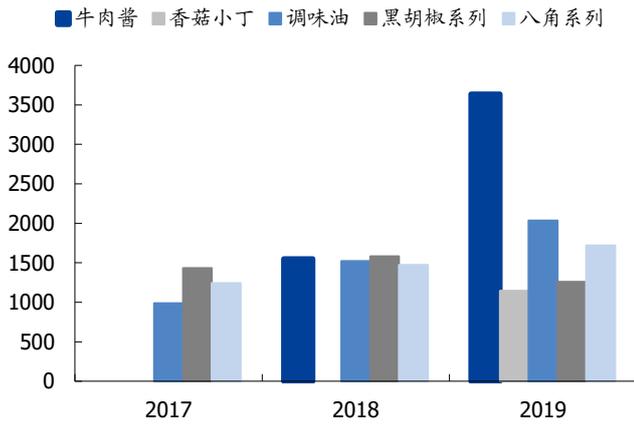
1) 调味食品: 香菇酱首创者, 产品力有保障, 品牌力仍有提升空间。作为国内香菇酱的首创企业, 公司拥有多项围绕香菇酱的专利技术, 如“香菇综合加工利用技术”、“线性控温炒酱技术”等。公司致力于产品多元化体系的建设, 满足市场日益丰富的需求。2006年, 花椒油 120 上市; 2008年, 仲景香菇酱上市; 2014年, 仲景调味油上市; 2018年, 劲道牛肉酱上市。2017至2019年, 公司各大新品收入增长明显, 2019年劲道牛肉酱实现翻倍以上增长, 营收达到 3637 万元。2020年, 仲景相继推出香菇海苔、青麻鲜锅底、辣椒酱等新品。

图表 37: 历年调味产品推出时间表



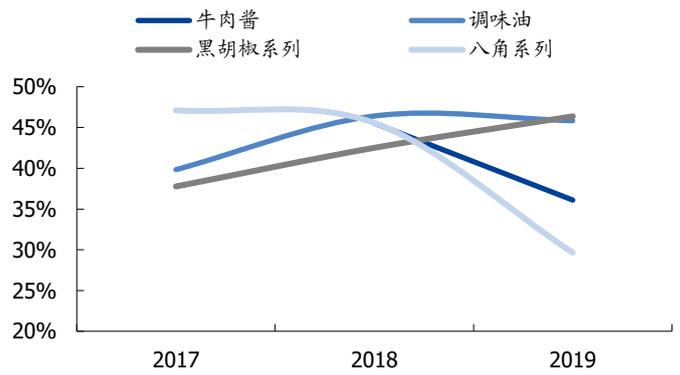
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 2017-2019 年新品收入情况 (万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

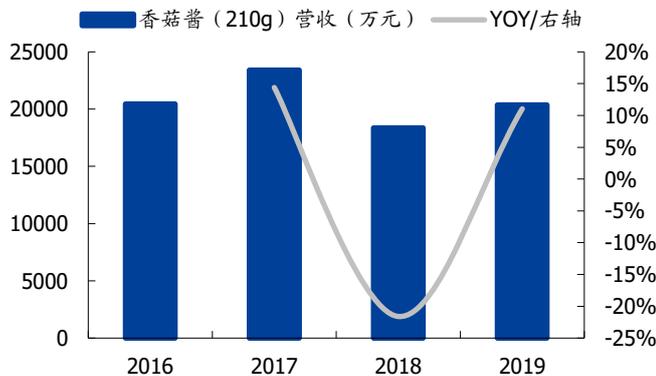
图表 39: 2017-2019 年新品毛利率情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

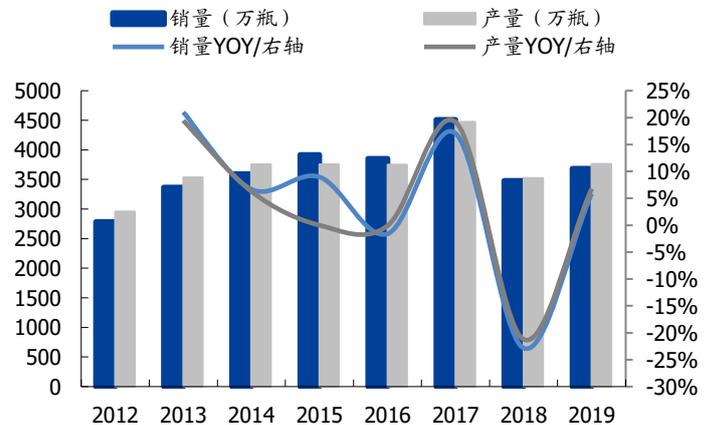
主打香菇酱产品，新品助力增长。公司地处于全国十大商品香菇基地县西峡县，利用产地优势主推香菇酱，目前香菇酱是公司调味食品中的最大单品，2019年香菇酱营收超2亿元，销量3683万瓶。其中2018年，公司因上调了香菇酱系列部分规格产品的出厂价和零售指导价，调味酱销量相比2017年减少18.12%。2019年，香菇酱提价因素的市场影响基本消除，销量逐渐恢复，同时新品牛肉酱及香菇小丁也带来销量的增长，综合作用下助力调味酱销量同比增加19.34%。

图表 40: 210g 香菇酱营收情况 (万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

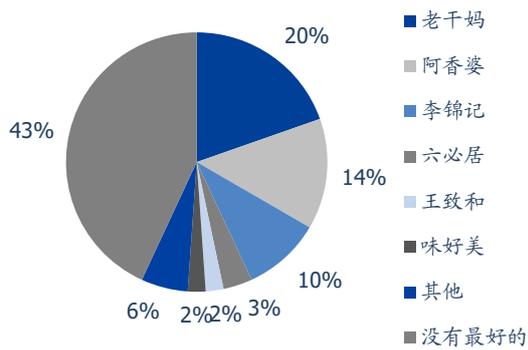
图表 41: 香菇酱系列产品产销量及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

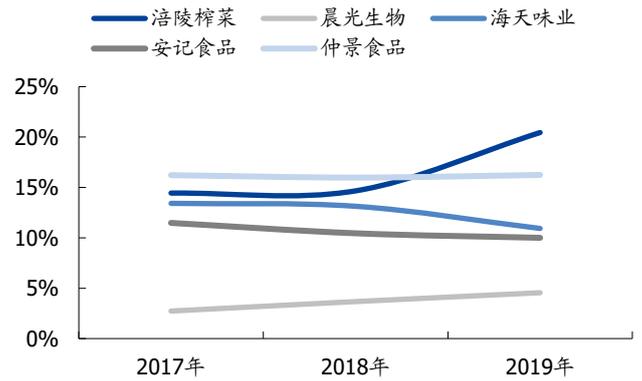
品牌力仍需强化，营销推广力度有待加强，努力打造品类代名词。仲景食品作为香菇酱的首创者，但是其品牌力尚未彰显，香菇酱品类与公司品牌联系的紧密度有待提升。根据食品招商网的数据，2015年消费者认为最好的调味酱品牌调查中，20%的消费者选择老干妈，另外消费者选择阿香婆、李锦记等品类，该调查中并未看到仲景食品。我们认为公司尚处于品牌建设期，需要加大产品的宣传力度。

图表 42: 2015 年消费者认为最好的调味酱品牌



资料来源: 食品招商网, 国盛证券研究所

图表 43: 各公司销售费用率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

加大销售费用投放, 多渠道品牌传播与推广。渠道和品牌是 C 端消费品企业成长的核心驱动力, 我们认为公司在渠道铺设的同时, 匹配销售费用投放, 可以最为有效加强市场培育。目前公司正逐步重视品牌推广的作用, 2020 年仲景食品成为中国航天事业合作伙伴, 在郑州、洛阳等地, 投放电梯、地铁、高铁等硬广告, 对主力品牌传播, 并在微博通过参与活动赢取大礼的形式, 大力宣传劲道牛肉酱, 并以“鼓起劲道牛起来”为话题扩散, 提高品牌知名度。根据公司公告, 公司目前在筹划和腾讯、百度、抖音合作, 助力品牌的新媒体传播。

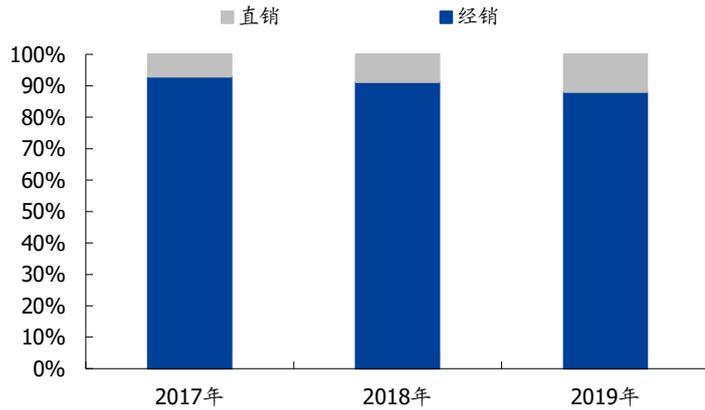
2) 调味配料: 公司技术优势明显

调味配料方面, 公司从调味配料业务起家, 并且萃取技术精良, 核心代表产品是花椒油 120 等。在生产工艺方面, 公司使用超临界 CO₂ 萃取技术及分子蒸馏技术, 可萃取具有原始特征风味的油状提取物, 公司结合“风味指标数字化技术”、“风险物质检测技术”等技术, 实现了调味配料风味标准化, 产品具有天然、香味纯正、无溶剂残留、产品质量高等优点, 克服了传统使用感官判断调味配料风味的问题, 也为下游食品制造企业标准产品风味提供了解决方案。

3.2 渠道铺设有望稳步加强

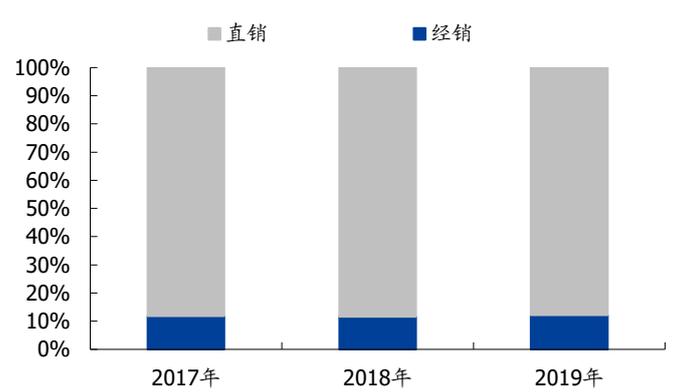
产品属性决定渠道差异, 调味食品以 C 端为主, 调味配料以 B 端为主。整体来看, 由于产品属性的差异, 调味食品以经销渠道为主, 调味配料以直销渠道为主, 2019 年调味食品经销商的收入占比约 88%, 而调味配料经销商收入占比仅约 12%。

图表 44: 调味食品渠道销售收入 (万元)



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 45: 调味配料渠道销售收入 (万元)

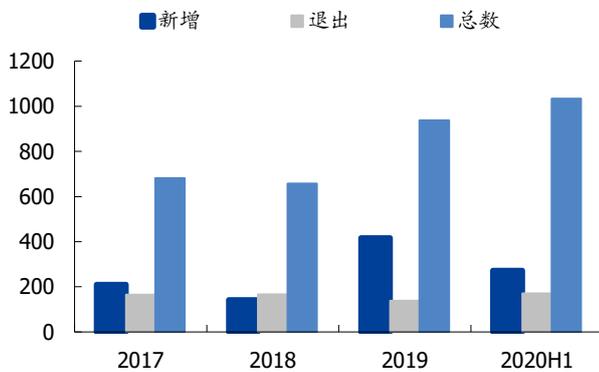


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1) C端: 渠道建设有望加强

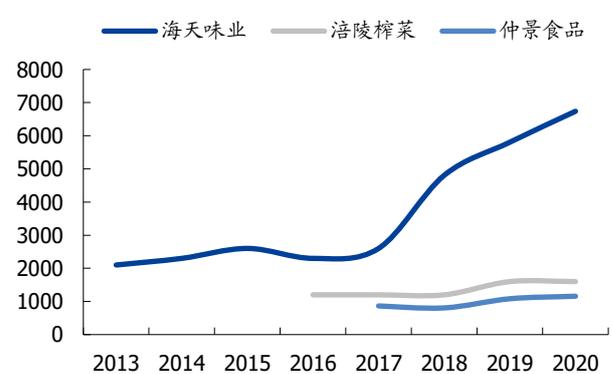
经销商数量有望增加, C端渠道布局有待强化。公司调味食品以经销模式为主, 为推动渠道下沉、不断加深渠道网络建设, 公司进行办事处裂变、推动渠道扁平化。截至 2020 年 6 月, 公司有 1158 名经销商, 54 个办事处、300 多位销售人员组成的销售网络, 经销商和销售人员数量仍然在逐步增长, 但距离海天味业 (2020 年经销商 6739 名) 以及涪陵榨菜 (2020 年经销商 1600 名) 仍有一定差距。公司目前主要覆盖了华北、华东和中部地区, 但可以覆盖的人群仍不到 2 亿人, 渠道建设有待加强, 消费群体有待开发。

图表 46: 调味食品经销商数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 竞争对手经销商数量对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

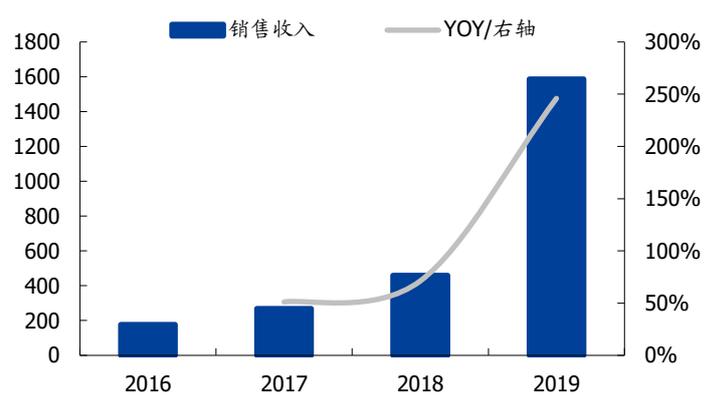
电商营收增长加速, 电商渠道日趋多元。仲景电商渠道仍然处于发展阶段, 2017 至 2019 年增长加速。2019 年, 仲景在天猫、淘宝平台的销售收入达到 1505 万元, 三年 CAGR 约为 108%。同时公司电商销售平台日趋多元, 除京东、淘宝、天猫等平台外, 拼多多等其他电商平台占比逐步提升, 电商渠道拥有较大增长空间。另外根据营销网络建设项目, 公司计划在京东、天猫等平台投入 510 万元用于广告宣传, 加速电商渠道发力。此外, 公司还设立直播团队和直播间进行日常推广, 2020 年邀请李佳琦、薇娅、辛巴等直播带货, 并取得较好的效果。公司未来将继续积极探索直播带货、短视频、社交电商等新型营销方式提高品牌的认知度, 培养顾客的习惯性消费。

图表 48: 各电商平台销售收入占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 49: 直销模式下电商销售收入 (万元)

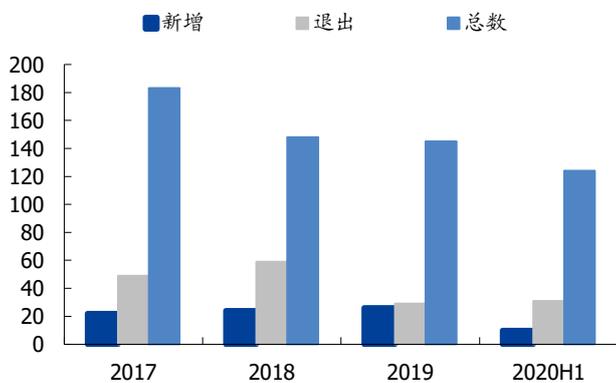


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2) B 端: 下游需求以食品加工企业为主

仲景食品 B 端客户以食品加工企业为主。仲景调味配料主要用于生产火锅底料、酱料、方便面调料包、肉制品调味等。直销方面, 2019 年仲景直销前五大客户分别为蜀海、今麦郎、顶新集团、联合利华和双汇, 均为食品加工企业。经过多年的发展, 仲景已和 B 端食品加工企业建立了稳定持续的联系, 目前公司调味配料的销售客户有千余家, B 端客户黏性较强。经销方面, 公司在调味配料经销营收稳步走高的背景下, 经销商的数量逐年下降, 经销商人均创收明显提升, 经销效率优化。

图表 50: 调味配料经销商数量 (家)



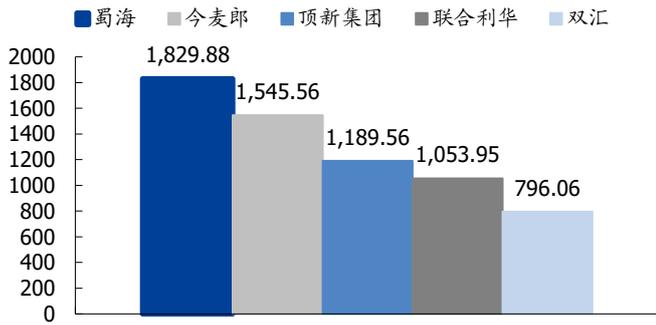
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 51: 主要客户例举



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 52: 2019 年直销前 5 名客户销售情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 主要客户基本情况

序号	客户名称	成立时间	合作开始时间	最终用途
1	郑州蜀海实业有限公司	2012年	2012年	客户用于生产火锅底料、酱料, 提供麻辣风味
2	今麦郎食品有限公司	2011年	2007年	客户用于生产方便面调料包等
3	联合利华食品(中国)有限公司	1998年	2006年	客户用于生产复合调味料
4	杭州顶益食品有限公司	1994年	2003年	客户用于生产方便面包、调料包、调味油包等
5	河南双汇投资发展股份有限公司	1998年	2006年	客户用于肉制品调味用等
6	白象食品股份有限公司	1997年	2008年	客户用于生产方便面调料包
7	奇华顿食用香精香料(上海)有限公司	2004年	2005年	客户用于生产香精香料等

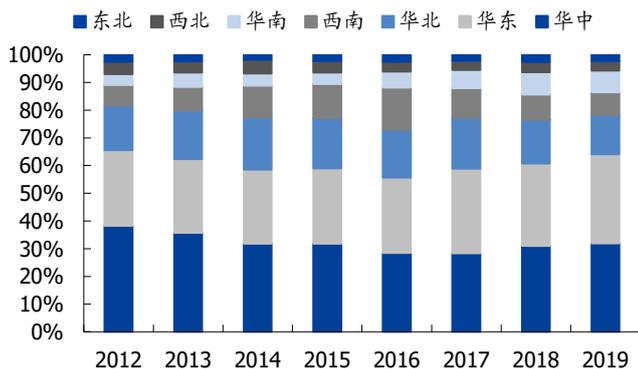
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

整体来看, 公司全国化布局空间广阔:

目前山东、河南为重点开拓市场, 期待以点带面。公司地处河南省, 以河南、山东为重点市场, 华中、华东地区营收在整体营收中占比超 60%。从市场开拓费用投放上来看, 河南省作为大本营, 市场开拓费用率相对较低, 而山东市场仍在大力开发中, 市场开拓费用率高于全国平均, 2019 年山东地区市场开拓费用率为 14.64%, 高出全国水平 1.36pct。我们认为山东地区有望为公司增长提供重要支撑。

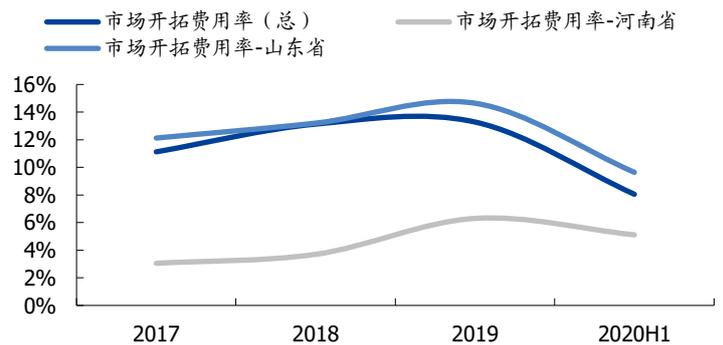
渠道织网、渠道下沉进行时。对标海天, 海天在省、地、县级市覆盖率较高, 已经完成 100%地级市以及约 70%县级市的覆盖。相比之下, 2019 年仲景共覆盖了全国 30 多个省市, 渠道覆盖率上仍然有提升空间。从 2020 年 12 月开始, 仲景食品业务已经向湖南、湖北、江西、浙江、四川、重庆六个重点的省市全面扩张, 通过广招商、多渠道来快速覆盖终端网点。

图表 54: 各区域的营收占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

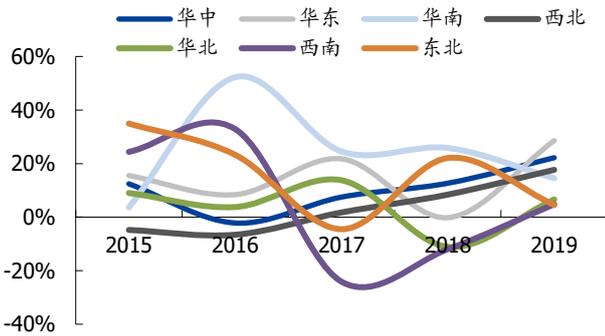
图表 55: 各市场区域开拓费用率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

营销网络建设项目提上日程, 预计三年内形成覆盖全国的销售网络。公司招股说明书披露营销网络建设项目, 公司计划三年内新增合作经销商 400 家, 覆盖 KA 超市 2800 家, BC 超市 4100 家, 便利连锁店 12000 家; 计划每年完成超市大型活动推广 92 次, 超市、农贸市场日常推广 6300 次, 社区推广 1150 次、高校推广 460 次、行业展销会参展 5 次。公司营销网络建设项目实施后, 将新增设 23 个办事处, 新增办事处与原有办事处相结合 (共计 77 个办事处), 基本可以形成覆盖全国的销售网络。

图表 56: 公司各地区营收增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 57: 营销网络建设项目-销售渠道建设及品牌推广计划 (家)

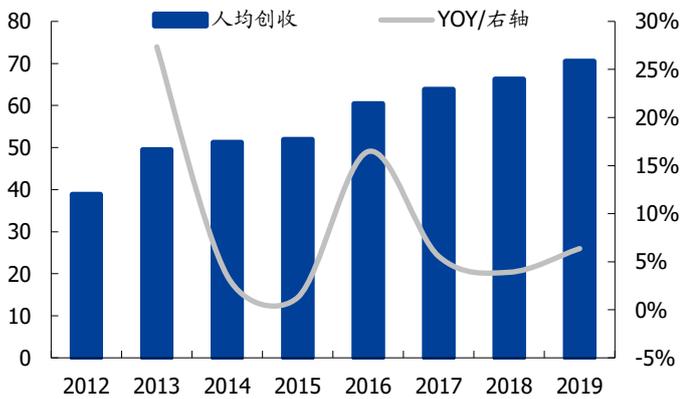
期间	经销商	KA超市	BC超市	连锁便利店
第一年	60	500	1000	3000
第二年	140	1000	1300	4000
第三年	200	1300	1800	5000
合计	400	2800	4100	12000

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.3 内部管理效率有待提升, 扩产计划稳步推进

开源节流双管齐下有望提升内部管理效率: **1) 开源: 完善激励, 提升人均创收。**目前人员薪酬在行业内处于低位(2019年人均薪酬为8.09万元/年),同时人均创收和人均创利近年来几乎持平,2019年分别约为70.5万元/人、10.3元/人,拥有较大提升空间。**2) 节流: 规模效应以及成本管控。**公司管理费用率逐渐降低,但是仍高于同业平均水平,2019年公司管理费用率约为5.22%,明显高于其他业内同行。我们认为随着公司产能的释放,规模的扩张,管理效率仍有提升空间。

图表 58: 公司人均创收规模及增速 (万元/年)



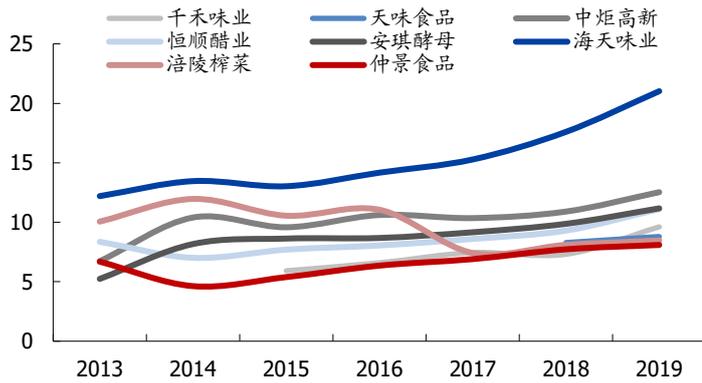
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 59: 公司人均创利规模及增速 (万元/年)



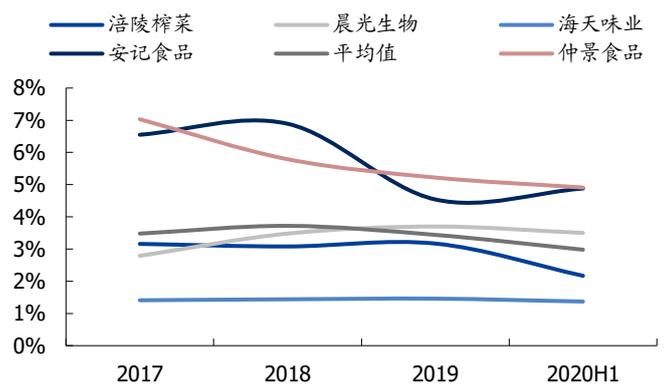
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 60: 行业各公司人均薪酬对比 (万元/年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

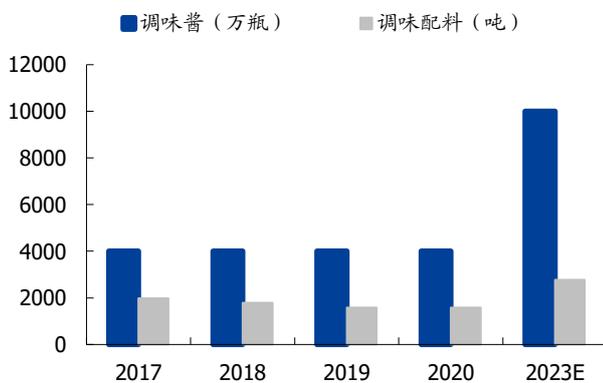
图表 61: 行业各公司管理费用率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

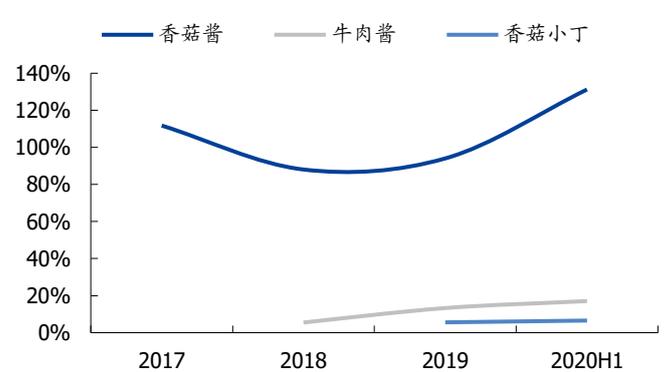
募集资金扩建产能, 产能压力有望缓解, 规模效应有待释放。2020H1 产能利用率高达 131.22%, 除新开发的产品牛肉酱和香菇小丁产能相对充足外, 其他产能较为紧张, 扩建产能迫在眉睫。根据公司招股说明书, 公司计划募集 1.36 亿元建设年产 3000 万瓶调味酱生产项目, 1.06 亿元用于年产 1200 吨调味配料生产项目, 建设期为三年。后于 2020 年 12 月底发布公告, 调整募投项目规划, 将年产 3000 万瓶的调味酱生产项目提升至 6000 万瓶。我们认为从长期来看, 募投项目的推进一方面可以缓解公司产能的压力, 另一方面可以助力公司规模效应的释放。

图表 62: 公司产能规划



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 63: 公司产能利用率情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 64: 公司募投项目计划

序号	项目名称	建设期 (年)	计划投资总额 (万元)
1	年产6000万瓶调味酱生产线项目	2.5	20555
2	年产1200吨调味配料生产建设项目	2	10600
3	营销网络建设项目	3	24650
4	补充流动资金项目	-	10000
合计			65805

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、盈利预测

营收端：公司目前不断推出新品丰富调味食品业务线，我们预计调味食品的营收占比有望继续提升，收入增速快于调味配料。我们预测 2020-2022 年公司调味食品业务营收增速分别约为 19%/22%/24%，调味配料业务营收增速分别约为 13%/14%/14%。整体来看，随着公司产能扩建、营销渠道网络铺设，我们预计公司营收增长有望加速，2020-2022 年营收增速分别约为 16%/18%/19%。

盈利端：我们预计公司销售费用率仍将呈现走高态势，2020 年前三季度公司销售费用率为 13.46%，我们预计 2020-2022 年公司仍将加大销售费用的投放力度，销售费用率分别约为 14.6%/14.8%/15.0%。另外，我们预计随着规模效应的释放，管理效率的提升，公司管理费用率仍有下行空间。

投资建议：

我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入分别约为 7.3/8.5/10.2 亿元，同比 +15.7%/17.5%/18.9%；归母净利润分别约为 1.3/1.6/1.9 亿元，同比 +40.6%/22.8%/22.7%，对应 PE 为 47/38/31 倍。横向来看，目前仲景食品估值水平在同行中处于相对低位。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 65: 公司营业收入与业绩预测重要假设 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	530	628	727	854	1016
YOY	2%	19%	16%	18%	19%
调味食品	235	302	358	436	540
YOY	-12%	28%	19%	22%	24%
调味配料	293	325	368	418	476
YOY	18%	11%	13%	14%	14%
其他业务	2	1	1	1	1
YOY	-46%	-29%	0%	0%	0%
销售费用率	16.0%	16.2%	14.6%	14.8%	15.0%
管理费用率	5.8%	5.2%	5.0%	4.5%	4.2%
研发费用率	3.7%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
归母净利润	82	92	129	158	194
YOY	2.7%	12.4%	40.6%	22.8%	22.7%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 66: 可比公司估值比较

代码	证券简称	PE				EPS				总市值 (亿元)
		2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E	
603288.SH	海天味业	43	54	79	66	1.35	1.65	1.97	2.36	5,036
002507.SZ	涪陵榨菜	26	35	42	36	0.84	0.77	0.98	1.14	326
300138.SZ	晨光生物	20	20	32	26	0.28	0.38	0.48	0.59	87
603317.SH	天味食品	—	62	80	53	0.42	0.47	0.61	0.92	308
平均值		22	43	58	45	0.72	0.82	1.01	1.25	1439

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (晨光生物预测数据采用 wind 一致预期, 其中历史年份 PE 计算公式为“历史年份最后一天股价/历史年份当年每股盈利”, 总市值为 2021 年 3 月 12 日收盘市值)

五、风险提示

原材料价格波动。原材料在调味品行业成本中占比较高，原材料的价格波动情况可能会直接影响到调味品行业公司的提价时点、幅度及策略等。

行业增速不及预期。香菇酱仅为调味食品中极为细分的赛道，食用场景的拓宽、全国化的布局等均会对行业增速产生一定的影响。

行业竞争加剧。目前各品牌均已推出香菇酱的产品，如果行业竞争加剧，则可能会影响到公司的市场拓展计划。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com