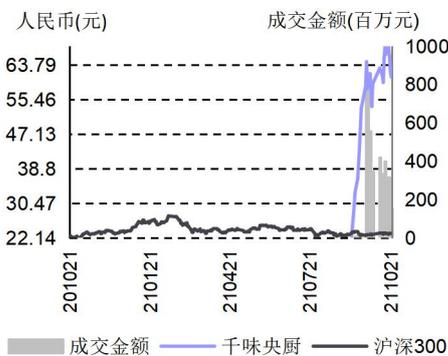


市场价格(人民币): 59.30元
 目标价格(人民币): 70.00-70.00元
 市场数据(人民币)

总股本(亿股) 0.85
 已上市流通A股(亿股) 0.21
 总市值(亿元) 50.47
 年内股价最高最低(元) 68.32/22.62
 沪深300指数 4960
 深证成指 14493



深耕餐饮供应链, 抢占蓝海市场

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	889	944	1,251	1,583	1,991
营业收入增长率	26.82%	6.20%	32.46%	26.51%	25.83%
归母净利润(百万元)	74	77	90	120	154
归母净利润增长率	26.32%	3.33%	16.95%	33.42%	28.99%
摊薄每股收益(元)	1.161	1.200	1.053	1.404	1.811
每股经营性现金流净额	1.35	1.54	2.12	2.59	3.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.27%	13.15%	9.02%	10.84%	12.40%
P/E	-	-	56.29	42.19	32.71
P/B	-	-	5.08	4.57	4.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **速冻米面在B端市场大有可为。**我国餐饮市场的发展为餐饮供应链赛道提供了广阔的空间, 速冻米面制品有望在这个领域实现快速发展, 并且市场份额会逐步向龙头集中, 原因在于1) 标准化程度高、流行度高, 2) 辅助属性强。其下游需求广而散, 因此更适合第三方企业专门提供该类产品, 易规模化生产有助于优质企业快速占领市场份额。当前速冻米面B端市场规模约100多亿元, 竞争格局尤为分散, 公司作为龙头, 市占率不到10%。行业处于快速增长+集中度提升阶段, 预计公司未来三年营收CAGR在28%左右。
- **千味央厨: 先发制人、研发内功修炼到位。**创始人较早觉察到餐饮市场的巨大潜力, 专注于研发适合B端的产品。技术上, 公司通过自主研发弥补了速冻米面制品生产端自动化设备不足的问题; 产品上, 公司突破速冻米面传统产品矩阵, 开发出诸多新式米面制品, 比如大单品油条细分出火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大场景。公司凭借先发优势和较强研发能力成为百胜中国T1级供应商, 大品牌的背书和高要求为公司的持续拓客打下坚实基础。本次上市募集资金净额为2.82亿元, 其中88.53%用于产能扩建, 设计产能8万吨, 预计23、24年分别达到设计产能的30%、70%。本次扩产计划有助于公司进一步提升供给能力, 强化领先优势。
- **如何看待未来成长空间? 直营方面,**公司服务大B客户的能力具备较强竞争优势, 百胜的品牌背书也具有标杆效应, 受益于餐饮行业连锁化率的提升和企业提高供应效率的诉求, 国内仍有较多具备潜力的连锁大B客户有待开发挖掘; 目前除了百胜外, 其他客户均保持30%以上的增长。**经销方面,**当前重视提升经销商质量, 期望优质大商能为公司带来一定赋能, 同时公司有意加强经销商的渠道服务能力, 有望带来边际改善, 预计未来保持20%增速。

投资建议与估值

- 我们认为公司立足于B端市场, 空间广阔、竞争格局分散, 公司作为龙头有望较快抢占更多市场份额; 预计21-23年归母净利分别为0.90/1.20/1.54亿元, 对应EPS分别为1.05/1.40/1.81元; 给予公司2022年50倍PE估值, 目标价70元, 给予公司“买入”评级。

风险

- 产能扩张不及预期/下游餐饮需求恢复较慢/行业竞争加剧/客户集中度过高

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

内容目录

速冻米面 B 端市场大有可为.....	4
餐饮供应链属于蓝海市场.....	4
为什么速冻米面可能在餐饮供应链的蓝海里扬帆起航?	6
B 端和 C 端生意的区别: 毛利低、净利高, 更加考验研发能力.....	7
二十载修炼内功, 先发优势明显.....	9
核心优势: 先发制人、研发能力突出.....	9
盈利能力分析: 毛利率具备提升空间, 营运指标健康.....	12
未来增长点: 持续挖掘潜力大 B 客户, 小 B 端借力优质经销商.....	15
渠道扩张策略: 直营端持续挖掘潜力客户, 经销方面强化经销商质量.....	15
产品布局策略: 油炸、蒸煮类以创新立身, 逐步试水烘焙、菜肴高增品类.....	17
盈利预测与投资建议.....	20
盈利预测.....	20
投资建议及估值.....	21
风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 我国餐饮行业收入 (亿元) 及增速.....	4
图表 2: 我国餐饮连锁化率逐步提升.....	4
图表 3: 我国团餐行业规模稳步提升.....	4
图表 4: 我国外卖行业规模稳步提升.....	4
图表 5: 我国一线城市商铺平均租金 (元/日/平米) 近年来持续走高.....	5
图表 6: 我国住宿和餐饮业就业人员平均工资 (元) 涨幅基本超过通胀程度.....	5
图表 7: 我国餐饮行业投融资次数赛道分布.....	5
图表 8: 我国冷藏车保有量 (辆) 及增速.....	5
图表 9: 目前餐饮供应链企业主要类型.....	6
图表 10: 千味央厨的采购额占百胜中国营业成本比重.....	6
图表 11: 我国速冻米面制品行业规模.....	7
图表 12: 公司在速冻米面餐饮端市占率.....	7
图表 13: 公司与同行毛利率对比.....	7
图表 14: 公司与同行净利率对比.....	7
图表 15: 公司销售费用明细和同行对比.....	8
图表 16: 公司分品类 SKU 数量.....	8
图表 17: 公司发展历程.....	9
图表 18: 公司推出覆盖六大场景的油条系列.....	10
图表 19: 百胜中国供应商管理机制.....	11
图表 20: 公司部分代表性客户.....	11
图表 21: 公司产能利用率走势.....	12

图表 22: 公司整体产能 (万吨)	12
图表 23: 公司募集资金用途	12
图表 24: 公司营收及增速	12
图表 25: 公司归母净利及增速	12
图表 26: 公司分品类价格变动幅度	13
图表 27: 公司分品类销量变动幅度	13
图表 28: 公司毛利率走势	13
图表 29: 公司分品类毛利率走势	13
图表 30: 公司产品结构走势	13
图表 31: 公司毛销差走势	13
图表 32: 公司主要原材料采购金额占比	14
图表 33: 公司主要原材料采购单价变化率	14
图表 34: 公司销售费率走势	14
图表 35: 公司管理费率走势	14
图表 36: 公司净利率走势	14
图表 37: 公司应收账款占给予信用期客户收入比重	15
图表 38: 公司应收账款周转率	15
图表 39: 公司存货周转率走势	15
图表 40: 公司库存产品存货结构	15
图表 41: 公司直营和经销渠道占比变化	16
图表 42: 直营渠道前五大客户占比	16
图表 43: 公司直销渠道收入及增速	16
图表 44: 公司经销渠道收入及增速	16
图表 45: 各渠道不同产品类型占比	16
图表 46: 各渠道毛利率对比	16
图表 47: 公司直营渠道各品类占比	17
图表 48: 公司经销渠道各品类占比	17
图表 49: 公司期末经销商数量	17
图表 50: 公司按收入划分经销商构成	17
图表 51: 公司各品类占比	18
图表 52: 公司油炸品销售额 (万元) 及增速	18
图表 53: 公司油炸类主要单品价格变动趋势	18
图表 54: 公司蒸煮类产品销售额 (万元) 及增速	19
图表 55: 公司蒸煮类产品外观创意十足	19
图表 56: 公司烘焙类产品销售额 (万元) 及增速	19
图表 57: 公司菜肴类及其他产品销售额 (万元) 及增速	20
图表 58: 盈利预测	20
图表 59: 可比公司估值比较 (市盈率法)	21

速冻米面 B 端市场大有可为

餐饮供应链属于蓝海市场

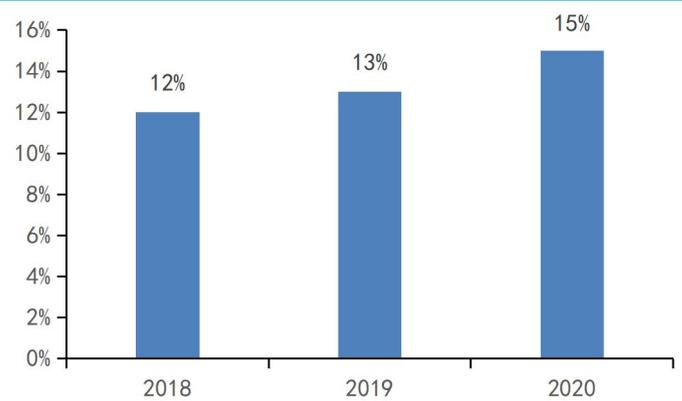
- 我国餐饮市场处于上升期，2010-2019 年的 CAGR 达到 11%。2020 年因为疫情严重下滑，2021 年以来已经逐步恢复，前 8 个月同比增速达到 34.44%，相比 19 年同期增长 0.43%。餐饮连锁化率提升、企事业单位团餐的快速发展以及外卖业务对快速出餐的要求都催化了下游餐饮企业对食材加工标准化、预制化的需求；而且不断上涨的租金、人工成本也促使下游餐饮萌发提高效率、节省成本的诉求，有助于餐饮行业分工化程度进一步提升。在此背景下，餐饮供应链的诉求呼之欲出，所谓餐饮供应链即整合原材料采购、加工、配送等环节，为餐饮企业提供各类食材；稳定高效的餐饮供应链是支撑餐饮业规模化发展、提高效率的重要基石。

图表 1：我国餐饮行业收入（亿元）及增速



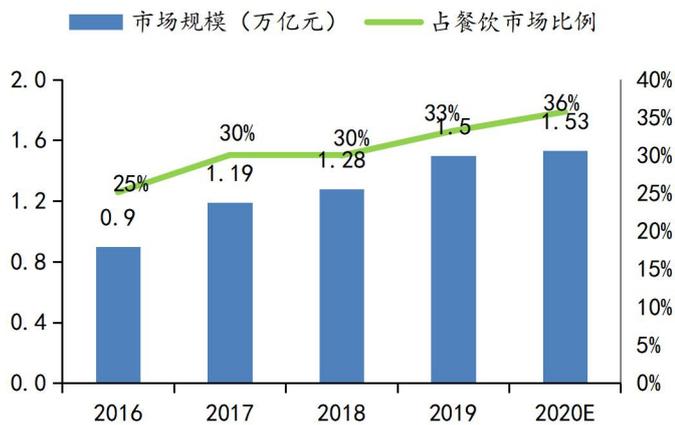
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 2：我国餐饮连锁化率逐步提升



来源：美团，国金证券研究所

图表 3：我国团餐行业规模稳步提升



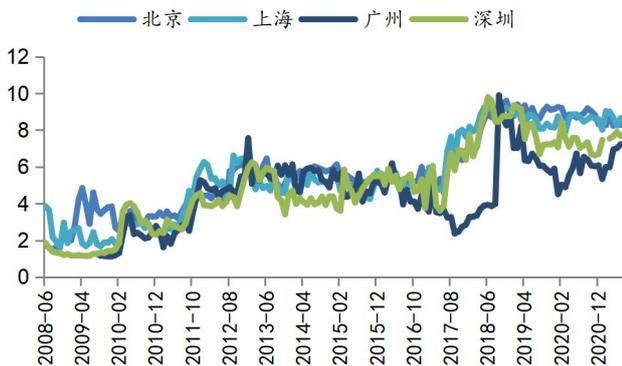
来源：中国饭店业协会，国金证券研究所

图表 4：我国外卖行业规模稳步提升



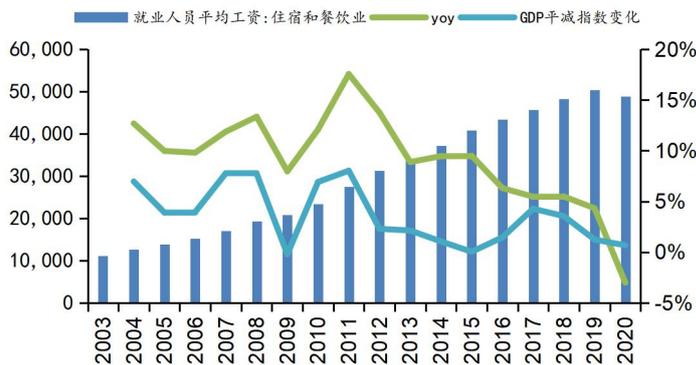
来源：美团研究院，中国饭店业协会外卖专业委员会，国金证券研究所

图表 5：我国一线城市商铺平均租金（元/日/平米）近年来持续走高



来源：Wind，国金证券研究所

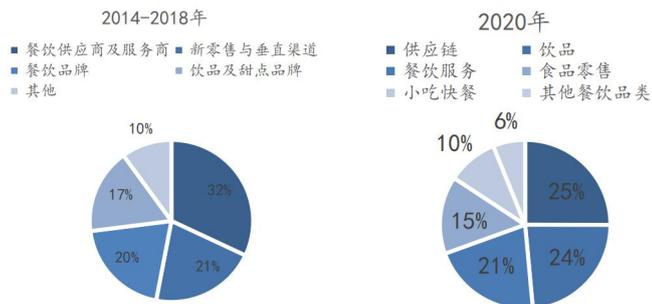
图表 6：我国住宿和餐饮业就业人员平均工资（元）涨幅基本超过通胀程度



来源：国家统计局，国金证券研究所

■ 为什么说餐饮供应链是蓝海市场？**1) 空间大。**根据中国饭店业协会统计，原材料进货成本在餐饮企业各项成本中占比达到 40%左右，根据九毛九财务数据，原材料及耗材占营收比例为 30%-40%。假设原材料占营收比重为 35%，以 2019 年我国餐饮收入 4.67 万亿元计算，意味着餐饮行业原材料的市场规模达到 1.63 万亿元，考虑到餐饮供应链还包含原材料处理、加工、运输环节，加上这部分附加值，实际市场规模应在此之上。**2) 仍处于探索向上阶段，各种模式涌现，受到资本青睐。**现在餐饮供应链企业可以分为 4 种类型，一是互联网企业依托平台优势发展起餐饮供应链企业，例如美菜等；二是餐饮企业向上游延伸，比如海底捞的蜀海，绝味的绝配；三是供应链资源企业借助供应链优势整合上游、中游环节，比如永辉超市旗下的生鲜及食品加工公司彩食鲜，依托永辉体系的采购和配送资源，向大型 B 端客户提供食材采购和加工服务；四是专业垂直型企业，这些企业聚焦细分品类，向下游客户提供原材料或者半成品，比如安井、千味央厨等。具备发展潜力的餐饮供应链也受到资本的青睐，近年来发生在餐饮领域的投融资事件中，供应链赛道的占比达到 25%及以上。**3) 近几年日益完善的冷链基础设施为其提供了良好的基础。**

图表 7：我国餐饮行业投融资次数赛道分布



来源：亿欧智库，红餐品牌研究所，国金证券研究所

图表 8：我国冷藏车保有量（辆）及增速



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 9：目前餐饮供应链企业主要类型

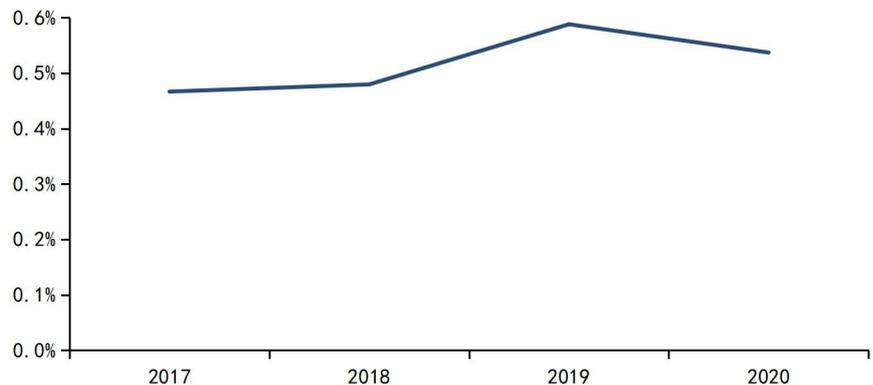
类型	商业模式	代表企业
互联网平台型	具有互联网背景，依托电商平台发展起来的餐饮供应链企业	美菜、美团快驴、京东企业购
餐饮企业上游延伸型	依托原有餐厅业务向供应链上游延伸布局进入餐饮供应链的企业	蜀海、信良记、功夫鲜食汇
供应链资源企业延伸型	本身母体业务已具备一定体量的供应链采购优势，依托原有采购供应能力为餐饮企业提供食材采购、加工及运输的延伸服务	彩食鲜、绝配
专业垂直型企业	依托专业能力和规模化优势聚焦细分品类，向下游企业供给成品或半成品。	立高、千味央厨

来源：亿欧智库，国金证券研究所

为什么速冻米面可能在餐饮供应链的蓝海里扬帆起航？

- 餐饮供应链涵盖的范围非常广，给予很多企业充足的成长空间。我们认为速冻米面制品有望在这个领域实现快速的发展，并且市场份额会逐步向龙头集中。原因在于 1) **标准化程度高、流行度高**，速冻米面制品工艺相对成熟，标准化程度高。而且包点、油条类产品在我国属于国民单品，普适性强、消费场景多。2) **辅助属性强**，除了早餐类门店，油条、包点等产品对于大部分餐饮企业而言都只是辅助性产品而非主营产品，比如在百胜中国的营业成本中，其向主打速冻米面的 T1 级供应商千味央厨的采购额占营业成本比重只有 0.5% 左右。因此大部分餐饮企业很难有意愿自己覆盖速冻米面制品的上游供应链，反而外采效率更高。结合以上两点来看，速冻米面制品下游需求广而散，因此更适合第三方企业专门提供该类商品，易规模化生产的特质有助于优质企业快速占领市场份额，提升集中度。

图表 10：千味央厨的采购额占百胜中国营业成本比重



来源：Wind，国金证券研究所

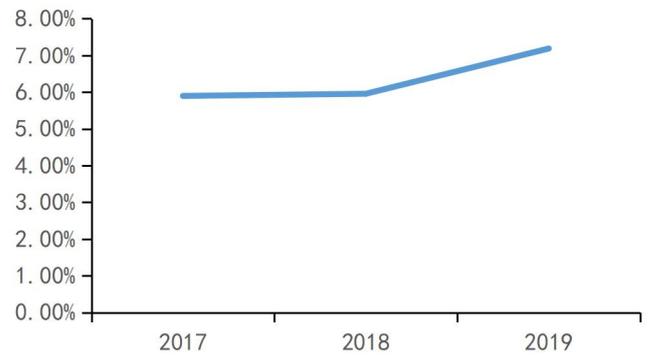
- **当前速冻米面 B 端市场竞争格局尤为分散**。目前速冻米面制品行业规模在 800 亿元左右；B 端市场尚处于发展初期，占比约 16%，规模在 100 多亿元，但预计未来增速会显著高于 C 端。我们测算龙头千味央厨在 B 端的市占率不到 10%，整体集中度较低。

图表 11: 我国速冻米面制品行业规模



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 12: 公司在速冻米面餐饮端市占率



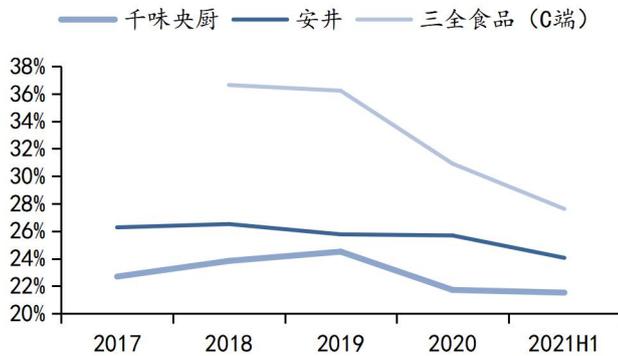
来源: Wind, 国家统计局, 国金证券研究所

注: 假设 2017-2019 年速冻米面市场中餐饮端占比均为 16%。

B 端和 C 端生意的区别: 毛利低、净利高, 更加考验研发能力

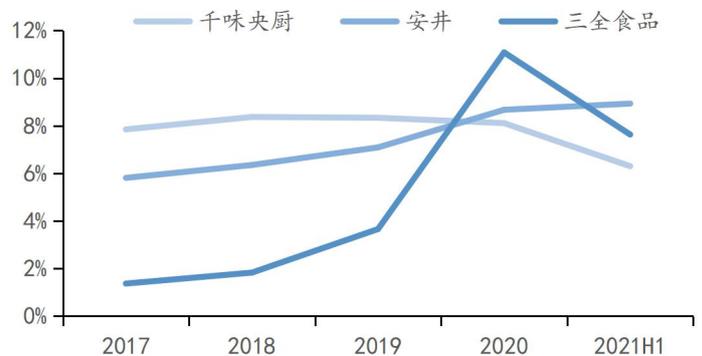
- 从盈利能力来看, B 端毛利率低但净利率高。C 端产品更容易有品牌效应, 附加值更高, 2020 年三全 C 端业务 (占比 86%) 毛利率为 30.91%, B、C 兼顾的安井毛利率为 25.68%, 而主打 B 端的千味央厨毛利率仅为 21.71%。但从净利率角度来看, 千味央厨反而占优, 2018-2020 年公司净利率在 8% 左右, 18、19 年期间三全、安井的净利率都低于千味, 2020 年由于疫情使得 C 端速冻食品需求激增, 三全、安井受益明显。

图表 13: 公司与同行毛利率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 公司与同行净利率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

- 导致 B 端、C 端业务净利率出现分化的原因主要在于销售费用, C 端消费者切换品牌的摩擦成本较小, 企业为塑造品牌形象, 需要持续通过广告投入、地面推广来占领消费者心智。2017-2019 年三全广宣费占营收比重在 10% 左右, 安井在 3% 左右, 而千味基本没有广宣费支出。

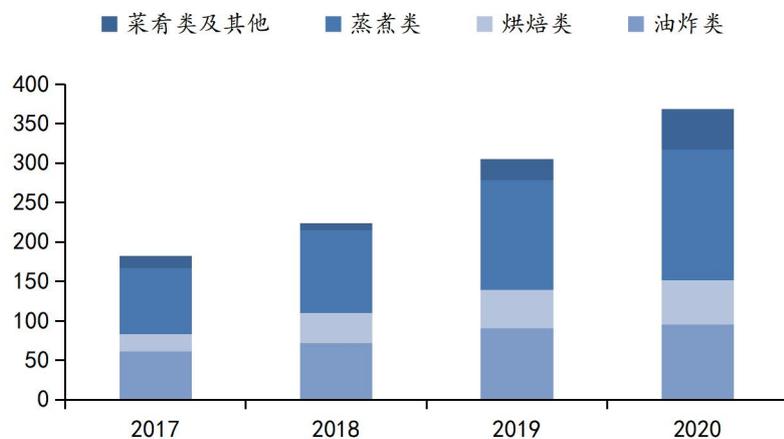
图表 15：公司销售费用明细和同行对比

千味央厨	2017	2018	2019	2020	2021H1
运输费	2.1%	2.4%	2.5%	-	-
职工薪酬	1.7%	1.5%	1.4%	2.2%	2.2%
差旅费	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
业务宣传费	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%
会务费	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
仓储费	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
其他	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	5.3%	4.9%	5.0%	3.3%	3.3%
三全食品	2017	2018	2019	2020	2021H1
工资薪酬	7.5%	8.4%	7.9%	6.7%	6.6%
折旧摊销	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%
广告宣传推广费	10.5%	10.1%	8.8%	3.5%	3.0%
其他	9.1%	9.5%	9.2%	3.5%	2.9%
合计	27.7%	28.6%	26.6%	14.4%	13.3%
安井食品	2017	2018	2019	2020	2021H1
工资薪酬	4.7%	4.0%	3.4%	3.2%	3.4%
折旧摊销	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
运输费	3.6%	3.5%	3.2%	0.9%	0.9%
广告宣传推广费	3.3%	3.0%	2.9%	2.4%	2.2%
其他	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%
合计	14.1%	13.4%	12.3%	9.2%	9.1%

来源：Wind，国金证券研究所

- 从商业模式来看，我们认为 B 端更考验产品研发创新能力。餐饮端的消费场景更加多元化，产品迭代频率更快，需要不时推出新品来吸引顾客，而且部分大型餐饮企业需要定制化服务，因此对供应商也提出了更高的要求。以千味央厨为例，为百胜的定制研发产品中，使用率不到 5%，而且考察期长达 3-5 年。但好处在于，一旦形成稳定的合作关系，大 B 客户切换合作商的摩擦性成本较大，所以会形成深度捆绑；而且大客户未采用的定制产品可以作为技术储备外溢到其他同品类上，充分利用研发的成果。随着研发的不断深入，千味央厨的 SKU 从 2017 年的 182 个上涨到 2020 年的 368 个。

图表 16：公司分品类 SKU 数量



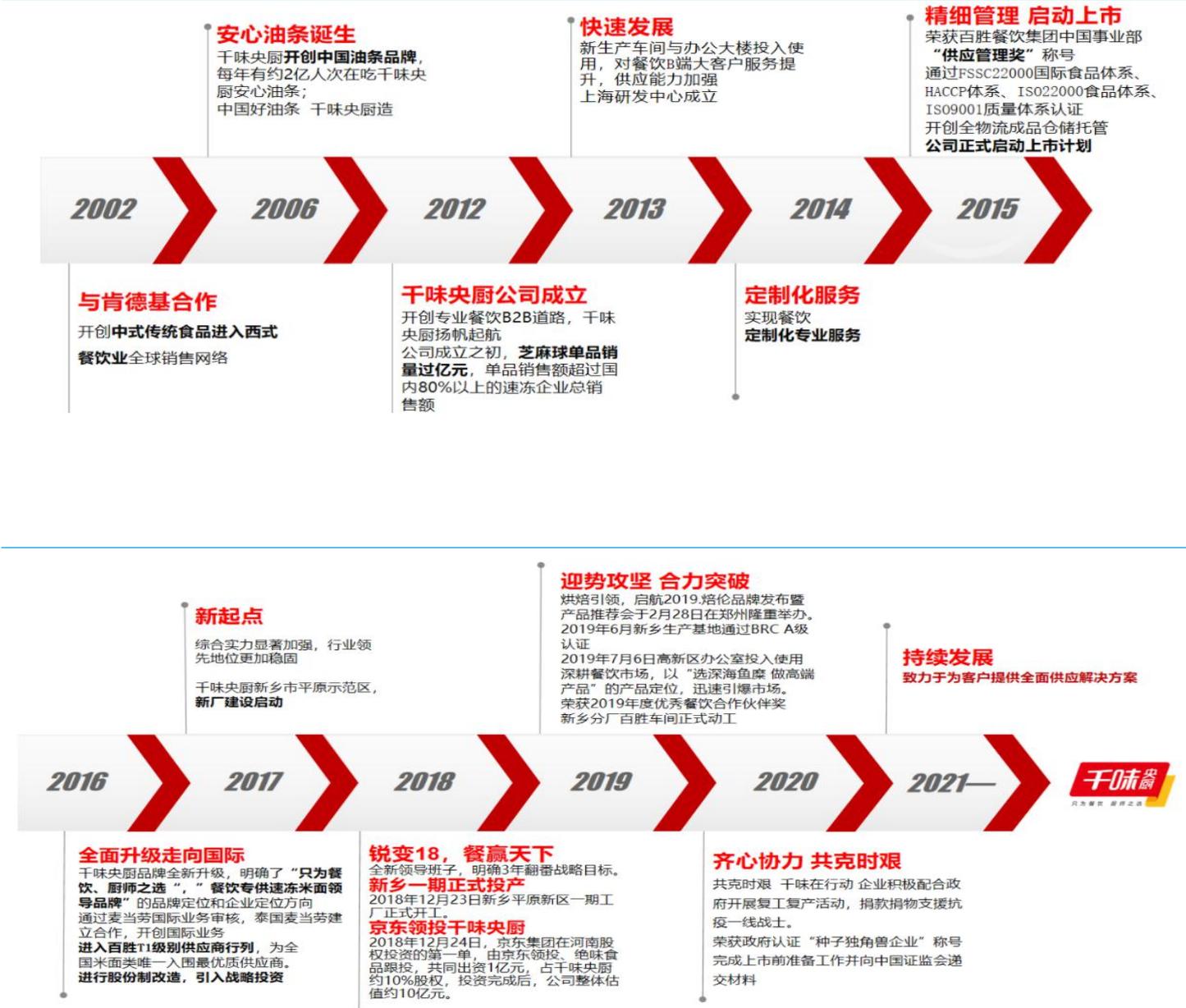
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

二十载修炼内功，先发优势明显

核心优势：先发制人、研发能力突出

- 公司从创立之初便秉承“只为餐饮、厨师之选”的战略定位，其创始人李伟亦是思念食品（主打C端速冻米面制品）创始人，较早觉察到餐饮端的成长潜力，2002年思念食品便与肯德基开始合作，在2012年正式创立了子公司千味央厨，主要开发B端用户。2017年由于同业竞争问题，思念食品与公司不得不分家，创始人李伟也选择将公司留在手中，将所持思念食品全部股权转让给思念食品管理层，同时获得思念食品高管间接持有的公司股权，可见其对公司的重视。

图表 17：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

- 原有的基础为千味的前期发展提供了良好的支撑，可以发现千味的多位高管以及技术人员都来自思念，在速冻米面领域有着丰富的经验。依托专业化团队，公司在行业内率先提出以模拟餐厅后厨工艺为理念，力图还原餐饮企业后厨的工作模式，开发符合餐企卫生安全、标准化需求的产品。

- 在产品上，公司突破速冻米面传统三大样（水饺、汤圆、面点）产品矩阵，开发出诸多新式米面制品；而且凭借对餐饮行业的充分理解，不断开发出适合各个场景的产品，以油条为例，细分出火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大场景，并针对性推出茴香小油条、麻辣烫小油条、火锅涮煮油条、外卖专用油条等多款创新性产品。
- 在技术上，公司通过自主研发弥补了速冻米面制品生产端自动化设备不足的问题，比如蛋挞切块机、自动油条生产线、芝麻球全自动生产线等，有效提高了生产效率，达到降低成本、快速量产的效果。

图表 18：公司推出覆盖六大场景的油条系列



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 凭借先发优势和较强的研发能力成为百胜中国 T1 级供应商，大品牌的背书和高要求为公司的持续拓客打下坚实基础。目前公司作为百胜中国 T1 级（最高级别）供应商，通过为百胜提供优质畅销的产品和全方位的技术服务，获得对方的信赖，合作关系稳定。大品牌的背书对后续拓客也大有帮助，因为百胜中国在品控、物流管理上的要求基本代表业内最高水平，百胜中国对公司的认可使得其他客户对公司产品品质较为放心。此外，公司和百胜合作十余年，在百胜的高要求下业务能力也得到持续提升，体现在较快的需求响应速度和解决问题的专业能力。除了百胜集团，公司后续还开拓了诸多国内外知名餐饮连锁企业客户，比如海底捞、华莱士等，当前在行业内具有较高知名度和信誉。

图表 19：百胜中国供应商管理机制

<p>供应商审核</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 实行严格的新供应商准入机制，包括风险评估、资质审查、工厂准入审核。 • 定期审核供应商，以验证供应商食品安全和质量管理体系持续符合百胜中国的要求。 • 2020年我们对供应商进行了约400次食品安全和质量审核、200多次飞行检查。
<p>供应商绩效评估</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 建立了全面绩效管理体系定期对供应商进行食品安全和质量绩效评估。 • 评估分为T1-T4，T1类为最佳供应商，百胜中国对其进行奖励；T2、T3类供应商，对其进行改善辅导，持续提升管理能力；暂停或者终止T4类供应商的供应合约。 • 对供应商绩效进行季度性回顾，制定改进措施，推动供应商持续提升。
<p>供应商能力提升</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 始终致力于将先进的食品安全与质量管理方法及经验传递给供应商，提升行业水平。 • 连续十多年举办供应商STAR及其他技术类培训，在食品安全、养殖技术、动物福利、加工质量、过程管控及合规性等方面，帮助供应商提升技术及管理水平。
<p>食品安全抽检</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 除了供应商对其产品自检，每年制定原材料抽样计划，定期对供应商产品进行抽样检测，确保符合标准要求。 • 2020年，抽检覆盖了106个种类，包括蔬菜、水果、肉制品、水产品 & 食品包材等300多个主要原物料，涉及144个供应商。
<p>上游供应商管理</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 要求供应商制定有效的上游供应商审批和监控程序，对其原材料食品安全相关风险进行全面辨识，有效管控。 • 针对果蔬原料，百胜中国致力于建立可持续发展农业及持续改进农场管理体系。

来源：百胜《2020年可持续发展报告》，国金证券研究所

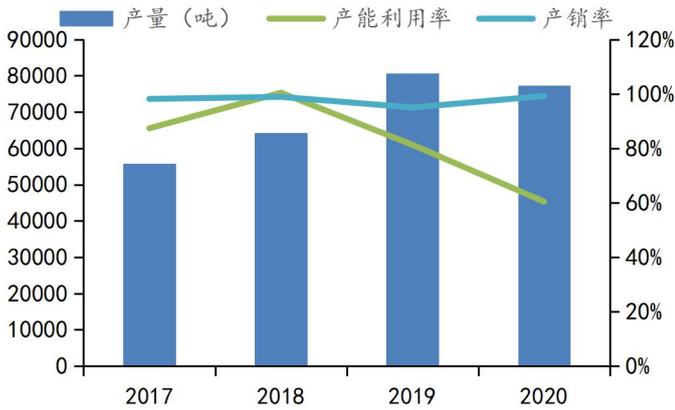
图表 20：公司部分代表性客户



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

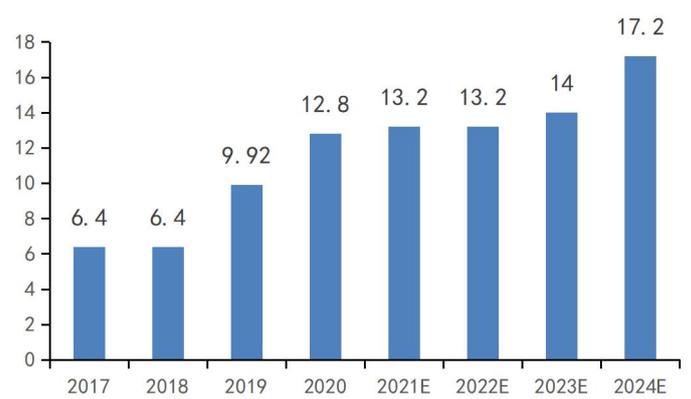
- 上市募资继续加大产能建设，强化领先优势。截至2020年公司拥有产能12.8万吨，2017-2019年产能利用率都在80%以上，2020年产能因疫情影响下游需求而出现缓和，但公司生产淡旺季明显，旺季仍存在产能紧张问题。公司本次上市募集资金净额2.82亿元，计划其中88.53%用于新乡三期工程。项目设计产能8万吨，计划2023年6月末建成投产，2023年产能可达到设计产能的30%、2024年产能可达到设计产能的70%。目前B端速冻米面市场仍处于发展初期，本次扩产计划有助于公司进一步提升供给能力，抢占更多市场份额，强化市场领先优势。

图表 21：公司产能利用率走势



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 22：公司整体产能 (万吨)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 23：公司募集资金用途

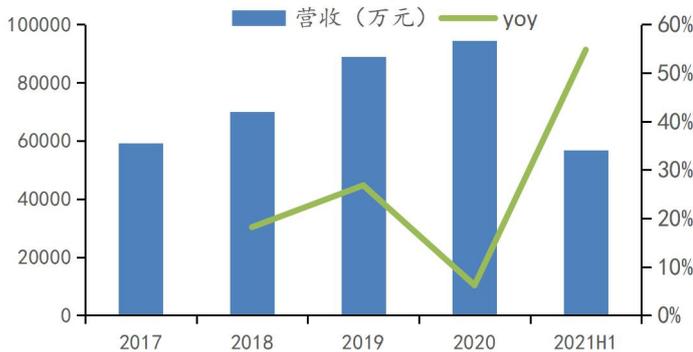
募投项目	募集资金投入占比	建设期	预计新增产能(万吨)	
			2023E	2024E
新乡千味央厨食品有限公司加工建设项目(三期)	88.53%	24个月	2.4	3.2
红枫里厂区停产改建为总部基地及研发中心建设项目	11.47%	24个月	-	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

盈利能力分析：毛利率具备提升空间，营运指标健康

- 公司 2017-2020 年的营收复合增速为 16.8%，归母净利复合增速为 18.0%。若不考虑 2020 年疫情的拖累，公司 2017-2019 年的增长主要来自于销量增长，价格提升也有小部分贡献。

图表 24：公司营收及增速



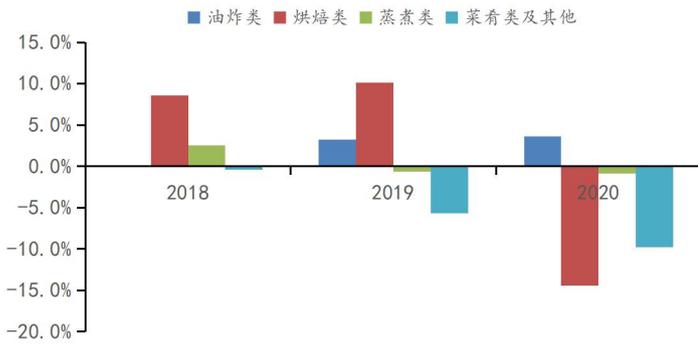
来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：公司归母净利及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 26：公司分品类价格变动幅度



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

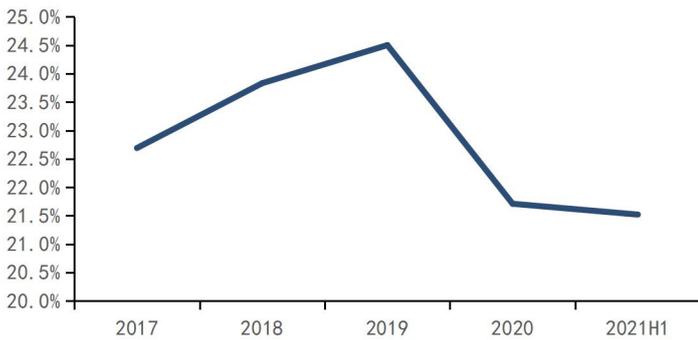
图表 27：公司分品类销量变动幅度



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

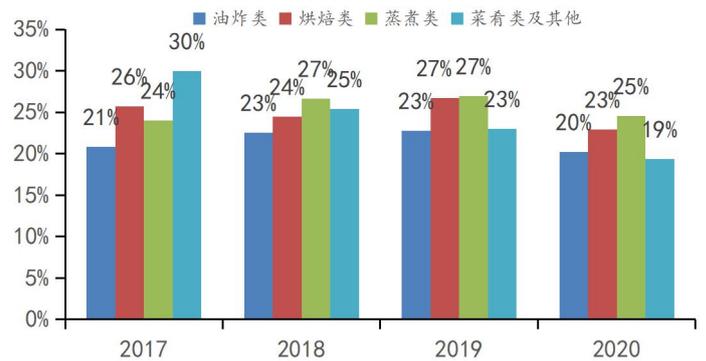
- 2017-2019 年，公司毛利率由 22.69% 提升至 24.50%，即使在 2019 年公司大部分原材料采购单价都出现上涨的情况下，毛利率仍呈现提升态势，主要源于主力油炸类产品均价提升，以及毛利率更高的烘焙、蒸煮类产品占比亦在提升。2020 年受新会计准则的影响，运输费用转至成本，毛利率降低至 21.71%。折算成毛销差来看，2020 年以来毛销差出现下滑，在原材料采购价格较 2019 年有所下降的情况下，预计主要系疫情后餐饮端仍在恢复中，毛利率更高的直营渠道占比在下降。

图表 28：公司毛利率走势



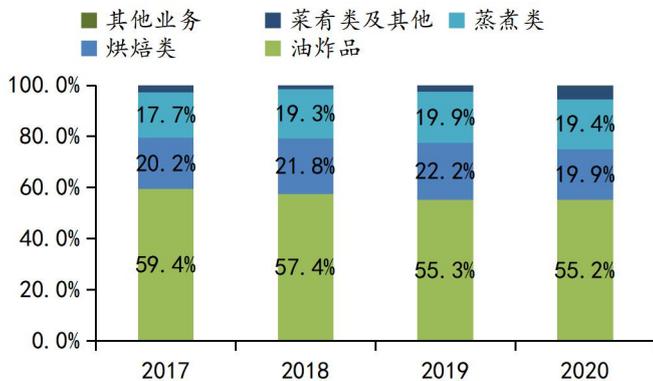
来源：Wind，国金证券研究所

图表 29：公司分品类毛利率走势



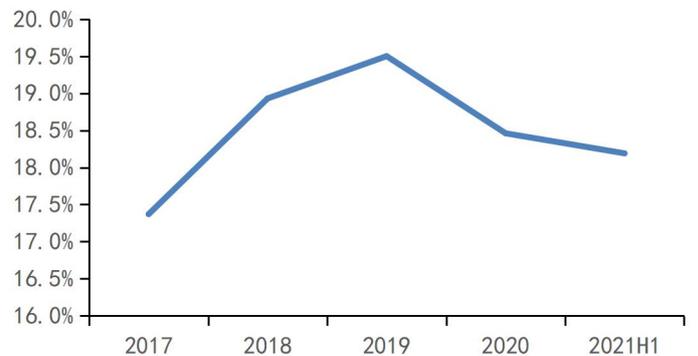
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表 30：公司产品结构走势



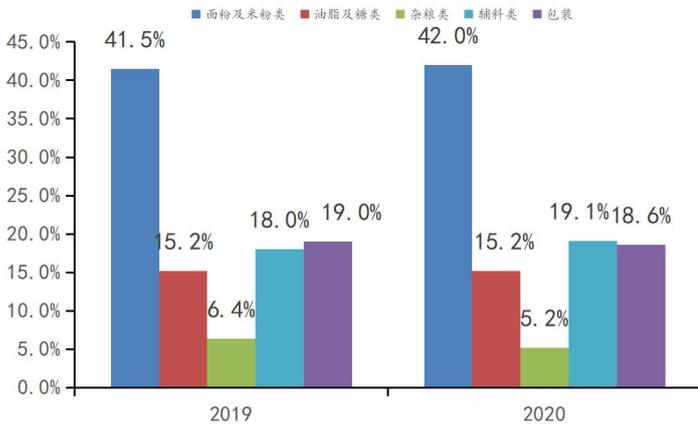
来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：公司毛销差走势



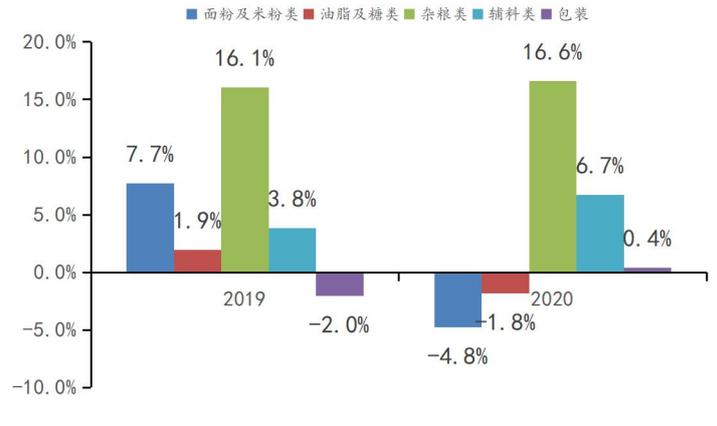
来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：公司主要原材料采购金额占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

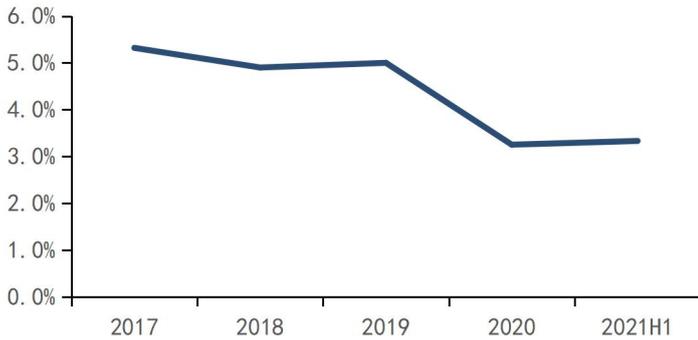
图表 33：公司主要原材料采购单价变化率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司销售费用率相对稳定，2017-2019 年均在 5% 左右，2020 年由于会计准则调整降低至 3.3%。近年来公司管理费用呈逐步提升的态势，由 2017 年的 5.64% 提升至 2020 年的 8.39%，主要因为：1) 新厂建设完成导致折旧摊销增加，2) 存货增速较快导致仓储费增加。和同业相比，公司管理费用较高，主要是职工薪酬和仓储费用支出更高。综合来看，2017-2020 年公司净利率水平稳定在 8% 左右，波动不大。

图表 34：公司销售费率走势



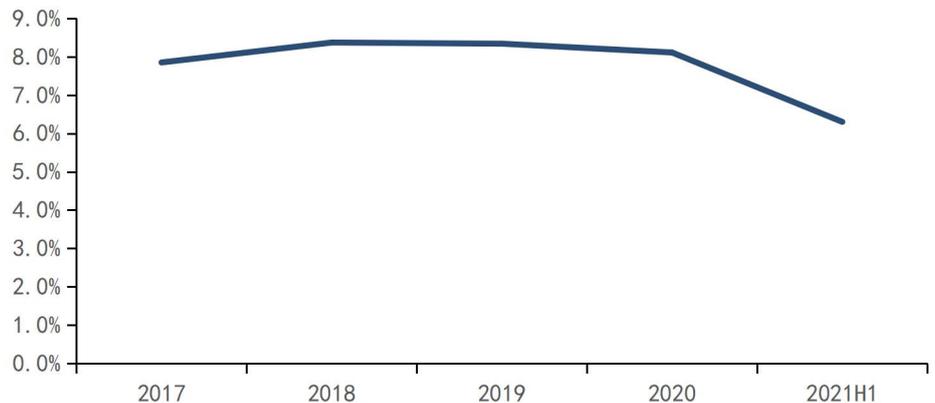
来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：公司管理费率走势



来源：Wind，国金证券研究所

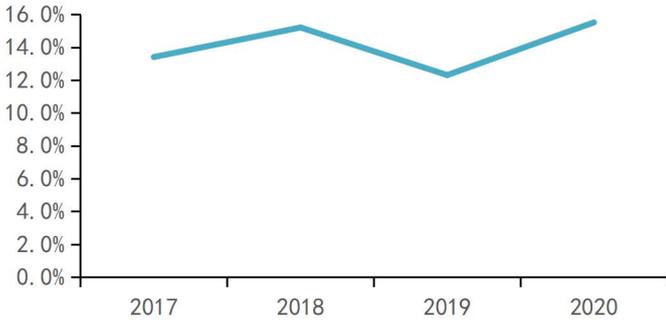
图表 36：公司净利率走势



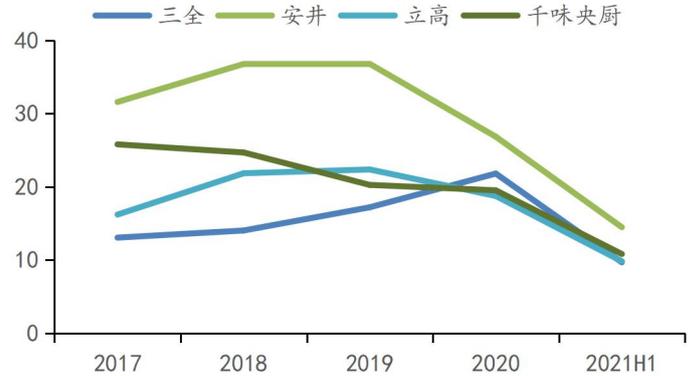
来源：Wind，国金证券研究所

- 公司针对直营客户会给予一定信用期，近几年公司应收账款占给予信用期客户收入比重在 12-15% 左右，其中最大直营客户百胜的应收账款占总应收账款的 65%-70%，CR5 占比 80% 左右。鉴于此公司的应收账款周转率低于同行，但给予信用期的客户大多经营状况、历史信用良好，公司损失风险较小。

图表 37：公司应收账款占给予信用期客户收入比重



图表 38：公司应收账款周转率

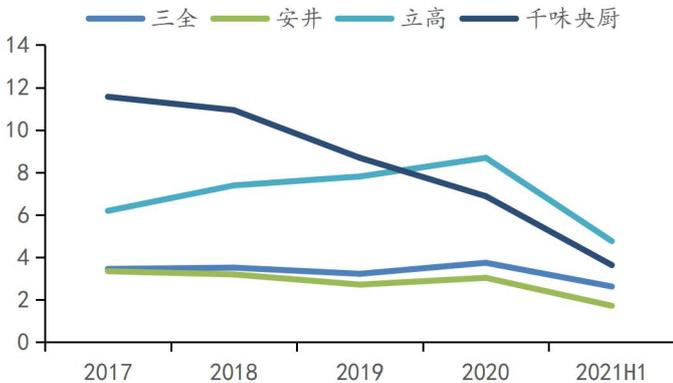


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

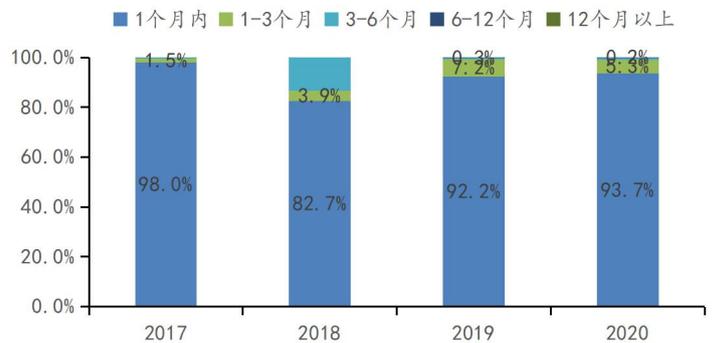
- 近年来公司存货周转率有所下降，主要是产能改善后为满足快速交货的需求，公司库存商品和原材料有所增加。此外 2019 年底因工厂搬迁加大存货准备、2020 年疫情后下游餐饮需求下滑也有所影响。从库存产品结构来看，以库龄 3 个月以内的商品为主，占比达到 95% 以上，库龄 1 个月以内的产品通常在 90% 以上，存货质量相对健康。与同业相比，公司存货周转率优于安井和三全，处于合理水平。

图表 39：公司存货周转率走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：公司库存产品存货结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

未来增长点：持续挖掘潜力大 B 客户，小 B 端借力优质经销商

渠道扩张策略：直营端持续挖掘潜力客户，经销方面强化经销商质量

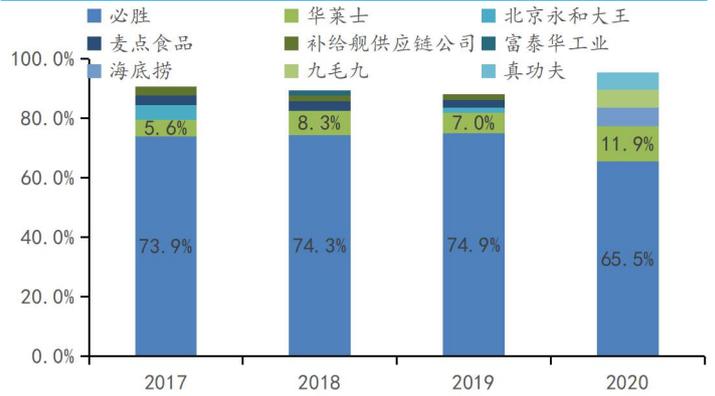
- 目前公司主要依靠直营对接大型连锁餐饮和连锁商超客户，近几年直营占比在 40% 左右，前五大客户占比在 90% 以上，其中占比最大的是必胜食品。不过 2020 年必胜的收入占比明显下降，由过去的 74% 左右下降至 65.5%，主要是公司不断开发新的大 B 客户，其中第二客户华莱士的占比提升至 11.9%。公司通过经销模式对接“小、散”客户和下沉市场。经销销售收入占比 2017-2019 年稳定保持在 59% 左右，2020 占比上升至 64.3%，主要是直营大 B 客户受疫情影响更大，导致销量下滑。

图表 41：公司直营和经销渠道占比变化



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表 42：直营渠道前五大客户占比



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表 43：公司直销渠道收入及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

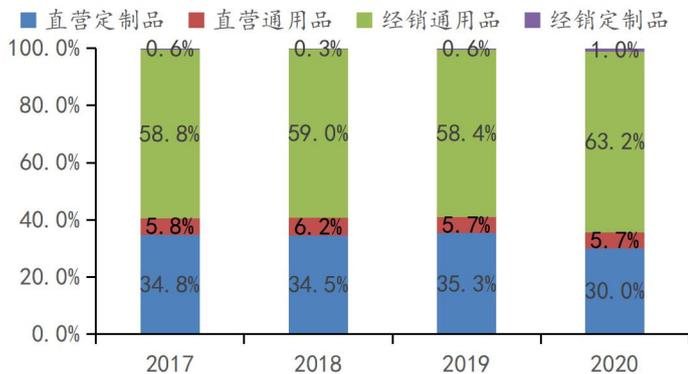
图表 44：公司经销渠道收入及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

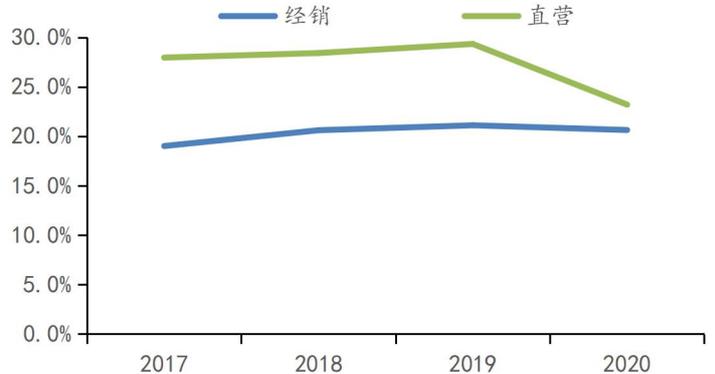
- 产品方面，主要通过定制产品服务直营大客户，经销渠道的小客户利用通用产品走量。定制产品主要与客户联合研发或者根据客户需求定制，一般大B客户对品质、定量要求更高，且部分会签署排他协议，因此直销渠道整体定价更高，毛利水平在 28%-29%。通用产品方面，主要是公司通过市场调研识别出下游广大客户的通用需求，毛利水平相比直营较低，在 20%左右。品类方面，直营渠道以油炸类和烘焙类为主，2020 年两者分别占比 40%左右；经销渠道以油炸品为主，品类占比在 60%以上，其次是蒸蒸类，占比 25%左右。

图表 45：各渠道不同产品类型占比



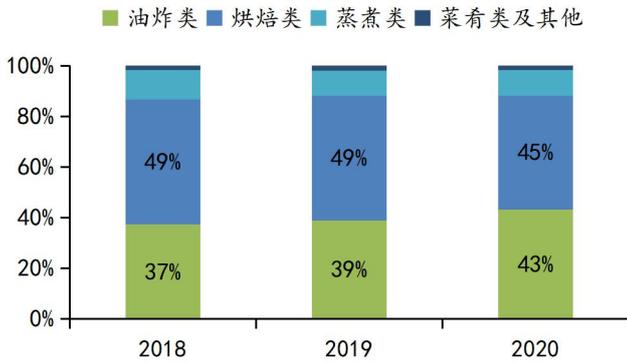
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表 46：各渠道毛利率对比



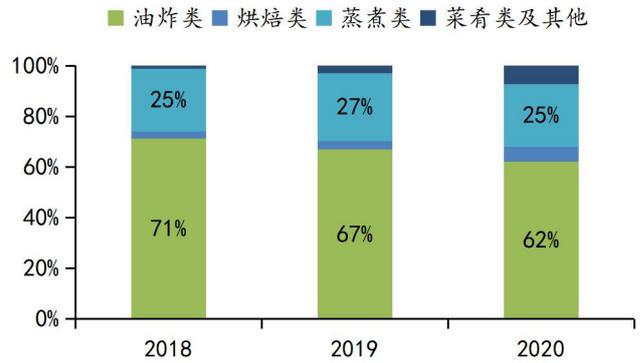
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表 47：公司直营渠道各品类占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

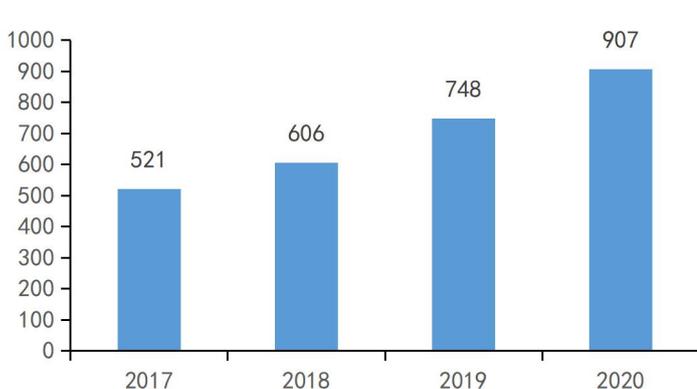
图表 48：公司经销渠道各品类占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

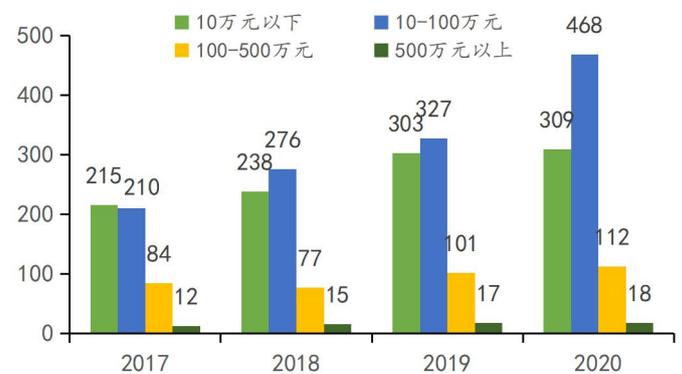
- **如何看待未来成长空间？** 受益于餐饮行业连锁化率的提升和企业提高供应效率的诉求，国内仍有较多具备潜力的连锁大 B 客户有待开发挖掘；小 B 端当前重视提升经销商质量，有望带来一定边际弹性。
- **直营方面：** 目前公司在服务大 B 客户方面具备较强的竞争优势，包括提供定制化产品的创新能力、快速响应需求的能力、稳定的产品品质等；百胜的背书也具备很好的标杆效应，因为连锁餐饮品牌比较看重背书和资质；未来的增长点在于持续挖掘新的大体量客户。目前最大客户百胜的增速放缓至个位数，海底捞和华莱士已经承接百胜成为直营渠道新的主要增长点。根据渠道调研，公司产品还未完全覆盖海底捞和华莱士的所有门店，具备可观增量空间，目前直营渠道除了百胜，其他企业可保持 30% 以上的增速。从我国餐饮发展趋势来看，受益于餐饮行业连锁化率的提升和企业提高供应效率的诉求，公司仍有较多可挖掘的潜在客户。比如最近公司已经与瑞幸开展合作，共同探讨速冻食品在西式茶饮上的应用。
- **经销方面：** 当前公司重视提升经销商质量，期望借力优质大商实现更好地增长。公司经销商数量自 2017 年加强经销商管理后逐年上升，但主要以采购额在 100 万元以下的中小经销客户为主，数量占比在 80% 以上；目前出台返利政策刺激经销商提升采购额，经营财年内采购公司产品合计超过 100 万元（含税）且较上年同期增长 20% 以上的经销商可享受回款额 1% 的奖励。此外公司业务人员也会定期拜访大经销商，给予一些业务帮助，未来有望出台更多加强经销渠道服务能力的措施。预计未来几年经销渠道可保持 20% 左右的增长。

图表 49：公司期末经销商数量



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 50：公司按收入划分经销商构成

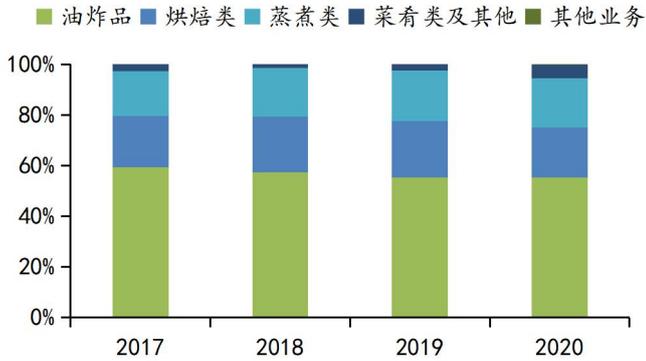


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

产品布局策略：油炸、蒸煮类以创新立身，逐步试水烘焙、菜肴高增品类

- **油炸品类竞争优势突出，大单品油条为细分赛道绝对龙头。**油炸类占比达到 50% 以上，不考虑 2020 年疫情影响，2018 年、2019 年的增速分别为 14% 和 22%，主要大单品包括油条和芝麻球。油条作为传统单品，公司通过研发创新不断丰富产品应用场景，并且自研出自动化生产设备以实现大规模量产。根据渠道调研，公司油条产品的品质优于竞品，市占率在 70% 左右，还享有一定提价权。

图表 51：公司各品类占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 52：公司油炸品销售额（万元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 53：公司油炸类主要单品价格变动趋势

项目	2018 年		2019 年			2020 年		
	销售额 (万元)	单价 (元)	销售额 (万元)	单价 (元)	变动幅度 (%)	销售额 (万元)	单价 (元)	变动幅度 (%)
千味 260g 芝麻球	8955	7.82	9034	7.99	2.16%	9831	7.98	-0.09%
KFC 冷冻油条 (60g)	4498	11.68	6815	11.75	0.53%	6503	11.82	0.65%
千味 400g 香芋地瓜丸	4404	8.22	5015	8.23	0.17%	5272	8.58	4.29%
千味 450g 香脆油条	3931	10.22	4345	10.32	0.97%	4460	10.45	1.23%
千味 1200g 放心大油条	927	8.65	1963	8.31	-3.89%	2611	8.77	5.52%
千味 300 克脆皮香蕉	1866	9.23	1757	9.47	2.55%	1515	9.52	0.49%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **蒸煮类通过创意使得老品焕新，增速较快。**蒸煮类产品占比 19% 左右，除却 2020 年疫情影响，近几年增速保持在 30% 左右。蒸煮类产品相对传统，但公司积极挖掘产品特色，在产品外观上增加创意，比如推出可爱的卡通包系列、年年有鱼等，增加产品的趣味性和美好寓意。目前蒸煮类是公司 SKU 最多的品类，达到 150 个左右。

图表 54：公司蒸煮类产品销售额（万元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 55：公司蒸煮类产品外观创意十足



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **烘焙产品以开发餐饮客户为主，与优势同业形成错位竞争。**公司烘焙产品占比在 20% 左右，2018 年、2019 年的增速分别为 28%、29%。冷冻烘焙市场空间广阔，我们测算 2025 年冷冻烘焙产品市场规模在 200-350 亿元，保守情形下未来五年的 CAGR 在 25% 左右。业内其他知名冷冻烘焙企业（如立高、高贝等）大多针对烘焙门店客户，公司一直对接餐饮渠道，匹配度较高，因此主要发力餐饮客户。目前公司主要为大客户肯德基提供蛋挞皮、华夫饼等，预计 2020 年销售额在 1 亿元左右。接下来准备开拓连锁咖啡和茶饮品牌，目前已经为瑞幸咖啡提供曲奇饼，为太平洋咖啡提供欧包等。

图表 56：公司烘焙类产品销售额（万元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

- **菜肴类产品市场空间广阔，公司处于试水期。**公司菜肴类占比较低，2020 年由于疫情催化，占比由过往的 2% 左右提升至 5%；但增速较快，2018-2020 年的复合增速达到 47%。近年来预制菜发展迅速，预计 2020 年市场规模已有 2000 亿元。公司也开始逐步试水，目前推出的产品包括速冻火锅料（千页豆腐、撒尿牛丸等），2019 年针对百胜推出了定制的腊八粥调理包和荷叶包饭。

图表 57：公司菜肴类及其他产品销售额（万元）及增速



来源：Wind，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

产品方面，考虑到 2020 年低基数，预计除菜肴类外其他品类在 2021 年都有一定收入弹性。目前公司持续进行渠道下沉和品类创新，预计油炸品和蒸煮类都将保持稳健增长；烘焙类刚和瑞幸达成合作，预计未来 2-3 年可实现放量；菜肴类及其他由于基数较小、行业发展迅速，预计未来 2-3 年仍将实现高增。具体来看，预计油炸品 21-23 年的营收增速分别为 28%、20%、20%，烘焙类 21-23 年的营收增速分别为 30%、30%、28%，蒸煮类 21-23 年的营收增速分别为 35%、28%、28%，菜肴类及其他 21-23 年的营收增速分别为 80%、70%、50%。综合来看，预计公司 21-23 年营收增速分别为 32%、27%、26%。

毛利率方面，考虑到公司核心单品具备提价能力，而且毛利较高的烘焙类预计占比会逐步提升，我们预计 21-23 年公司毛利率呈现逐步提升的态势，分别为 21.99%、22.43%、22.77%。

图表 58：盈利预测

单位：万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	70,120.27	88,928.29	94,437.42	125,095.53	158,258.77	199,142.53
yoy	18.18%	26.82%	6.20%	32.46%	26.51%	25.83%
油炸品	40,232.11	49,180.17	52,146.20	66,747.14	80,096.56	96,115.88
yoy	14.17%	22.24%	6.03%	28.00%	20.00%	20.00%
烘焙类	15,296.93	19,771.29	18,753.72	24,379.84	31,206.19	39,943.92
yoy	27.98%	29.25%	-5.15%	30.00%	28.00%	28.00%
蒸煮类	13,557.89	17,671.11	18,355.08	24,779.36	31,469.78	39,966.63
yoy	28.85%	30.34%	3.87%	35.00%	27.00%	27.00%
菜肴类及其他	997.94	2,240.59	4,968.34	8,943.01	15,203.12	22,804.68
yoy	-36.76%	124.52%	121.74%	80.00%	70.00%	50.00%
其他业务	35.40	65.13	214.08	246.19	283.12	311.43
yoy	-15.05%	84.00%	228.69%	15.00%	15.00%	10.00%
占比						
油炸品	57.38%	55.30%	55.22%	53.36%	50.61%	48.26%
烘焙类	21.82%	22.23%	19.86%	19.49%	19.72%	20.06%
蒸煮类	19.34%	19.87%	19.44%	19.81%	19.89%	20.07%

菜肴类及其他	1.42%	2.52%	5.26%	7.15%	9.61%	11.45%
其他业务	0.05%	0.07%	0.23%	0.20%	0.18%	0.16%
毛利率						
综合毛利率	23.83%	24.50%	21.71%	21.99%	22.43%	22.77%
油炸品	22.53%	22.73%	20.18%	20.50%	21.00%	21.30%
烘焙类	24.47%	26.70%	22.94%	23.00%	23.50%	24.00%
蒸煮类	26.64%	26.92%	24.55%	25.00%	25.30%	25.50%
菜肴类及其他	25.43%	22.98%	19.34%	20.00%	20.50%	21.00%
其他业务	95.67%	87.51%	98.41%	95.00%	95.00%	95.00%

来源：国金证券研究所

投资建议及估值

市盈率法

预计公司 2021-2023 年净利润 0.90、1.20 和 1.54 亿元，对应 EPS 为 1.05、1.40 和 1.81 元，对应 PE 为 56、42 和 33 倍。

我们选取 3 家速冻食品赛道的可比公司进行估值，其中三全立足于速冻米面赛道，C 端业务占比在 80% 以上；安井主打速冻火锅料和速冻米面制品，安井 B、C 端业务大致各一半；立高主要经营冷冻烘焙产品，渠道以 B 端为主。根据可比公司的估值情况，可以发现 B 端占比较高的企业享受更高的估值，主要系在餐饮供应链的大背景下，速冻制品在餐饮端有充足的发展空间，而 C 端市场已经发展得相对成熟。此外，增速越快的企业享受的估值更高，市场预期立高未来 3 年复合增速为 30% 以上，22 年估值在 60 倍左右；安井未来 3 年复合增速约为 26%，22 年估值在 40 倍左右。

我们认为公司立足于 B 端市场，空间广阔、竞争格局分散，公司作为龙头有望较快抢占更多市场份额；目前布局四大品类，通过传统品类创新、发力高增品类预计未来 3 年可实现约 28% 的营收复合增长。参考可比公司估值情况，给予公司 2022 年 50 倍 PE 估值，目标价 70 元，给予公司“买入”评级。

图表 59：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002216.SZ	三全食品	17.15	0.69	0.82	0.95	24.81	20.98	17.99
603345.SH	安井食品	171.55	3.31	4.36	5.56	51.92	39.38	30.86
300973.SZ	立高食品	129.00	1.79	2.29	3.1	71.90	56.31	41.66
平均值						49.54	38.89	30.17
001215.SZ	千味央厨	60.85	1.05	1.40	1.81	56.29	42.19	32.71

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **产能扩张不及预期。**若产能释放进度慢于预期，可能影响公司在发展初期抢占市场份额的能力。
- **下游餐饮需求恢复不及预期。**公司客户以餐饮企业为主，若餐饮业收入恢复不及预期，可能影响公司近期业绩表现。
- **行业竞争加剧。**目前不少企业发力速冻米面 B 端市场，行业竞争出现加剧可能，市场空间或被挤压。

- 存在客户集中度较高的风险。公司第一大客户百胜占公司营收比重 20%-30%，若百胜对公司的采购业务发生变化将对公司经营产生较大影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
主营业务收入	701	889	944	1,251	1,583	1,991	货币资金	157	79	117	341	243	209	
增长率		26.8%	6.2%	32.5%	26.5%	25.8%	应收款项	46	49	59	68	85	107	
主营业务成本	-534	-671	-739	-976	-1,228	-1,538	存货	56	99	116	142	168	190	
%销售收入	76.2%	75.5%	78.3%	78.0%	77.6%	77.2%	其他流动资产	25	36	40	35	37	40	
毛利	167	218	205	275	355	453	流动资产	284	263	333	585	534	547	
%销售收入	23.8%	24.5%	21.7%	22.0%	22.4%	22.8%	%总资产	45.3%	31.4%	34.9%	41.3%	33.1%	29.3%	
营业税金及附加	-6	-7	-9	-11	-14	-18	长期投资	25	23	22	22	22	22	
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	262	494	544	745	987	1,220	
销售费用	-34	-44	-31	-41	-52	-66	%总资产	41.9%	58.9%	56.9%	52.6%	61.1%	65.3%	
%销售收入	4.9%	5.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	无形资产	35	42	48	56	63	70	
管理费用	-44	-64	-79	-99	-125	-157	非流动资产	342	575	622	831	1,081	1,321	
%销售收入	6.3%	7.2%	8.4%	7.9%	7.9%	7.9%	%总资产	54.7%	68.6%	65.1%	58.7%	66.9%	70.7%	
研发费用	-4	-5	-7	-8	-11	-14	资产总计	626	838	956	1,415	1,615	1,867	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	短期借款	0	30	19	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	78	97	79	116	152	198	应付款项	151	254	250	295	372	466	
%销售收入	11.1%	10.9%	8.3%	9.2%	9.6%	10.0%	其他流动负债	41	46	36	59	76	96	
财务费用	1	-1	-3	1	3	2	流动负债	191	331	305	355	448	562	
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	长期贷款	0	0	55	50	45	40	
资产减值损失	1	0	0	0	0	0	其他长期负债	101	102	14	18	20	22	
公允价值变动收益	0	-1	-1	0	0	0	负债	293	432	373	422	512	624	
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	333	406	582	993	1,102	1,244	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	57	57	64	85	85	85	
营业利润	78	98	100	116	155	200	未分配利润	117	183	255	336	445	586	
营业利润率	11.1%	11.1%	10.6%	9.3%	9.8%	10.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	0	-1	0	0	0	0	负债股东权益合计	626	838	956	1,415	1,615	1,867	
税前利润	77	97	100	116	155	200	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	11.0%	11.0%	10.6%	9.3%	9.8%	10.1%	每股指标							
所得税	-18	-23	-24	-27	-36	-46	每股收益	0.919	1.161	1.200	1.053	1.404	1.811	
所得税率	23.9%	23.9%	23.5%	23.0%	23.0%	23.0%	每股净资产	5.217	6.358	9.124	11.668	12.953	14.614	
净利润	59	74	77	90	120	154	每股经营现金净流	0.154	1.351	1.540	2.115	2.593	3.371	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.120	0.150	
归属于母公司的净利润	59	74	77	90	120	154	回报率							
净利率	8.4%	8.3%	8.1%	7.2%	7.6%	7.7%	净资产收益率	17.62%	18.27%	13.15%	9.02%	10.84%	12.40%	
							总资产收益率	9.38%	8.84%	8.01%	6.33%	7.40%	8.26%	
							投入资本收益率	17.76%	16.85%	8.98%	8.39%	10.06%	11.71%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	18.18%	26.82%	6.20%	32.46%	26.51%	25.83%	
							EBIT 增长率	28.34%	24.25%	-18.83%	46.92%	31.89%	30.18%	
							净利润增长率	26.03%	26.32%	3.33%	16.95%	33.42%	28.99%	
							总资产增长率	54.24%	34.00%	14.00%	48.13%	14.08%	15.65%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	14.6	17.8	18.7	18.0	18.0	18.0	
							存货周转天数	33.4	42.1	53.1	53.0	50.0	45.0	
							应付账款周转天数	58.3	59.8	66.6	60.0	60.0	60.0	
							固定资产周转天数	93.0	140.5	209.7	176.1	162.8	146.4	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-47.12%	-12.08%	-7.50%	-29.32%	-18.00%	-13.64%	
							EBIT 利息保障倍数	-92.6	131.5	23.2	-154.8	-55.0	-113.1	
							资产负债率	46.77%	51.59%	39.06%	29.85%	31.74%	33.40%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	10	10	10
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.09	1.09	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402