

2024年05月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

B端开拓为主线，预制菜红利释放

—速冻品及其他板块 2023 年及 2024Q1 总结

推荐(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

liaowz@cfsc.com.cn

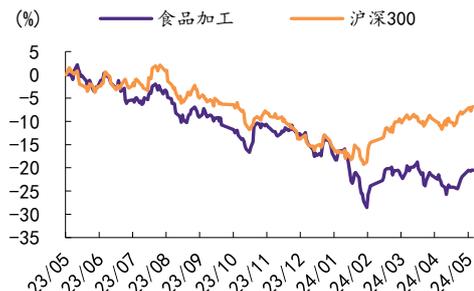
联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品加工(申万)	3.2	4.4	-21.0
沪深300	4.6	9.0	-8.1

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 预制菜赛道景气延续，产品结构优化利好盈利

收入端，2023/2023Q4/2024Q1 速冻品及其他板块总营收分别为 566.60/141.81/133.18 亿元，分别同比+1%/-13%/-5%，其中速冻米面制品市场竞争仍较为激烈，猪价下行拉低肉类半成品企业营收，而预制菜赛道景气度仍高，企业通过菜品开发获得增长新动能，后续有望平滑行情波动影响，同时预制菜新规发布有望利好行业规范化发展、市场集中度提升，随着 B 端客户开发，单品培育成熟，看好速冻企业势能持续释放。盈利端，豆粕、猪肉、油脂等原材料价格持续下行，主要速冻企业成本压力持续缓解，而板块利润受龙大美食传统业务影响波动较大，销售费用率逐季略有回升。2023/2023Q4/2024Q1 速冻品及其他板块归母净利润分别为 12.49/-4.35/7.92 亿元，分别同比-56%/-158%/+4%，随着企业推进产品结构调整，维持推新节奏，板块利润有望进一步恢复。

■ 单品打造释放势能，B端开拓持续推进

速冻品企业中，三全食品 C 端速冻米面业务承压，高毛利水饺/汤圆销售放缓拖累利润表现；安井食品、千味央厨、立高食品、巴比食品在夯实单品布局的同时，延续大客户开发，布局定制化/团餐等 B 端渠道，随着产能转型/建设推进，看好后续增长势能延续。其他板块中，广州酒家餐饮门店扩张拉动营收规模提升；味知香、国联水产、龙大美食由于原料价格行情波动，营收表现承压，但其中预制菜板块均呈现明显弹性，后续企业内部发力结构调整，借助协同优势强化预制菜品类开发，有望进一步提升赛道市场份额，为业绩增长提供新动能。

■ 行业评级及投资策略

展望 2024 年，速冻企业强化大 B 端定制化服务能力，通过属地化研发、新客户开拓挖掘业绩增量，同时强化核心单品市场竞争力，实现业绩稳中有进，预制菜赛道在新规催化下市场有望进一步向头部企业集中，推荐千味央厨、安井食品，关注龙大美食、三全食品等。

风险提示

宏观经济波动风险、行业竞争风险、食品安全风险、消费税或生产风险、原材料价格波动风险、推荐公司业绩不达预期等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-11 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
001215.SZ	千味央厨	37.82	1.55	1.70	2.13	24.40	22.25	17.76	买入
002216.SZ	三全食品	12.97	0.85	0.94	1.04	15.26	13.80	12.47	买入
002726.SZ	龙大美食	6.76	-1.43	0.09	0.20	-4.73	75.11	33.80	买入
300094.SZ	国联水产	3.37	-0.47	0.02	0.08	-7.17	168.50	42.13	买入
300973.SZ	立高食品	36.56	0.43	0.93	1.34	85.02	39.31	27.28	买入
603043.SH	广州酒家	18.26	0.97	1.10	1.30	18.82	16.60	14.05	买入
603345.SH	安井食品	95.69	5.04	5.84	6.79	18.99	16.39	14.09	买入
605089.SH	味知香	28.53	1.07	1.30	1.56	26.66	21.95	18.29	买入
605338.SH	巴比食品	17.48	0.85	1.02	1.17	20.56	17.14	14.94	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、速冻品及其他：预制菜赛道景气延续，产品结构优化利好盈利	5
1.1、收入端：餐饮客户开拓提供动能，预制菜板块延续高景气	5
1.2、盈利端：原材料整体下行，产品结构优化拉升盈利	7
2、单品打造释放势能，B端开拓持续推进	10
2.1、安井食品：盈利能力提升，主业势能延续	10
2.2、千味央厨：业绩稳健增长，推进客户开发	11
2.3、三全食品：传统米面仍有承压，B端开拓持续推进	13
2.4、巴比食品：营收增速平稳，团餐业务加速推进	14
2.5、立高食品：盈利端明显改善，改革成效释放	15
2.6、广州酒家：营收规模稳健增长，餐饮业务贡献增量	16
2.7、国联水产：水产行情短期承压，预制菜业务稳健增长	17
2.8、龙大美食：一季度边际改善，预制菜板块亮眼	18
3、行业评级及投资策略	19
4、风险提示	20

图表目录

图表 1：速冻品及其他板块 2023 年总营收同增 1%	5
图表 2：速冻品及其他板块 2024Q1 总营收同减 5%	5
图表 3：2023 年 3 月中国社零总额累计同比 5%	6
图表 4：2023 年 3 月中国餐饮收入累计同比 11%	6
图表 5：2023 年 3 月中国连锁餐饮累计收入同比 16%	6
图表 6：限额以上餐饮收入增速稳定高于整体	6
图表 7：重点关注公司营业收入表现	7
图表 8：白鲢鱼价格 2023 年以来低位浮动	7
图表 9：豆粕价格延续下跌趋势	7
图表 10：面粉价格基本稳定	8
图表 11：糯米价格基本稳定	8
图表 12：猪肉价格下跌趋势企稳	8
图表 13：油脂价格 2023 年以来波动下行	8
图表 14：速冻及其他板块毛利率/净利率季度变化	9
图表 15：速冻及其他板块期间费用率 2023 年逐季回升	9
图表 16：重点关注公司销售/管理费用率表现	9
图表 17：速冻品及其他板块 2023 年归母净利润同减 56%	10
图表 18：速冻品及其他板块 2024Q1 归母净利润同增 4%	10
图表 19：重点关注公司归母净利润表现	10

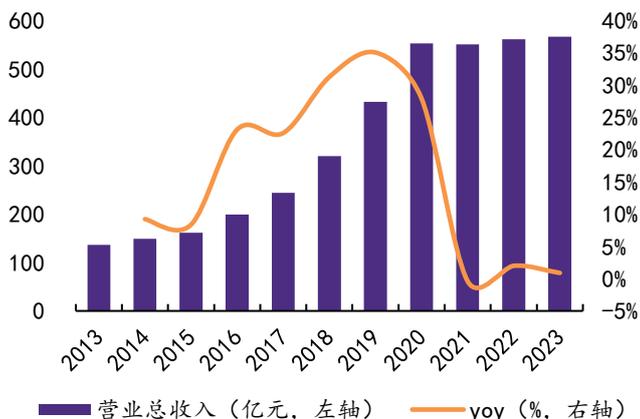
图表 20: 安井食品 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 18%/21%.....	11
图表 21: 安井食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 27%/12%.....	11
图表 22: 千味央厨 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 8%/14%.....	12
图表 23: 千味央厨 2024Q1 毛利率/净利率分别为 25%/7%.....	12
图表 24: 三全食品 2024Q1 总营收/归母净利润分别同减 5%/18%.....	14
图表 25: 三全食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 27%/10%.....	14
图表 26: 巴比食品 2024Q1 总营收同增 11%.....	15
图表 27: 巴比食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 26%/11%.....	15
图表 28: 立高食品 2024Q1 总营收同增 15%.....	16
图表 29: 立高食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 33%/8%.....	16
图表 30: 广州酒家 2024Q1 总营收同增 10%.....	17
图表 31: 广州酒家 2024Q1 毛利率/净利率分别为 30%/8%.....	17
图表 32: 国联水产 2024Q1 总营收同减 26%.....	18
图表 33: 国联水产 2024Q1 毛利率/净利率分别为 16%/-0.2%.....	18
图表 34: 龙大美食 2024Q1 总营收同减 27%.....	19
图表 35: 龙大美食 2024Q1 毛利率/净利率分别为 6%/1%.....	19
图表 36: 重点关注公司及盈利预测.....	19

1、速冻品及其他：预制菜赛道景气延续，产品结构优化利好盈利

1.1、收入端：餐饮客户开拓提供动能，预制菜板块延续高景气

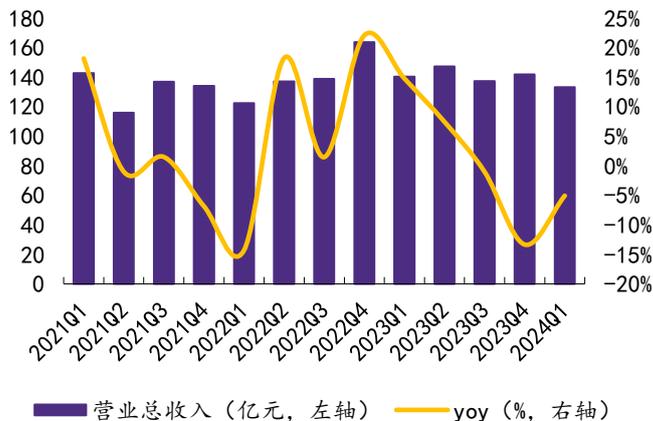
速冻米面竞争激烈叠加猪价下跌拖累板块营收，预制菜赛道延续高景气。2023/2023Q4/2024Q1 速冻品及其他板块总营收分别为 566.60/141.81/133.18 亿元，分别同比+1%/-13%/-5%，2023Q4 板块营收承压主要系龙大美食主业受猪价下跌影响所致。其中速冻米面制品自 2023 年以来市场竞争持续激烈，猪肉价格下行使得速冻水饺类产品 C 端性价比降低，且对以肉类半成品为主营业务的相关企业营收造成明显拖累，而预制菜赛道延续高景气，2024 年预制菜新规发布，明晰具体划分标准，并规定预制菜不能添加防腐剂，新规对于行业规范化发展、市场集中度提升存在利好，叠加餐饮端扩容拉动，速冻板块势能持续释放。

图表 1：速冻品及其他板块 2023 年总营收同增 1%



资料来源：wind，华鑫证券研究

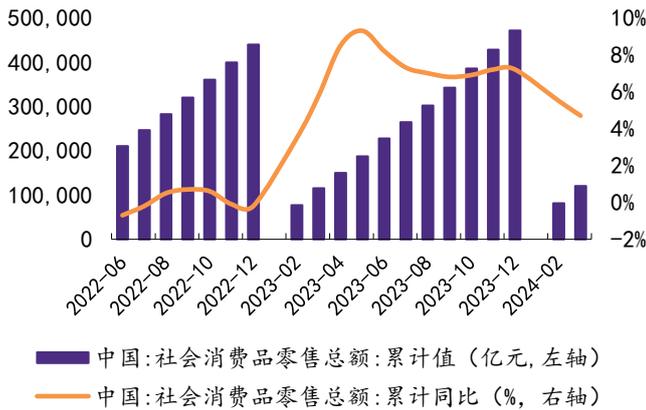
图表 2：速冻品及其他板块 2024Q1 总营收同减 5%



资料来源：wind，华鑫证券研究

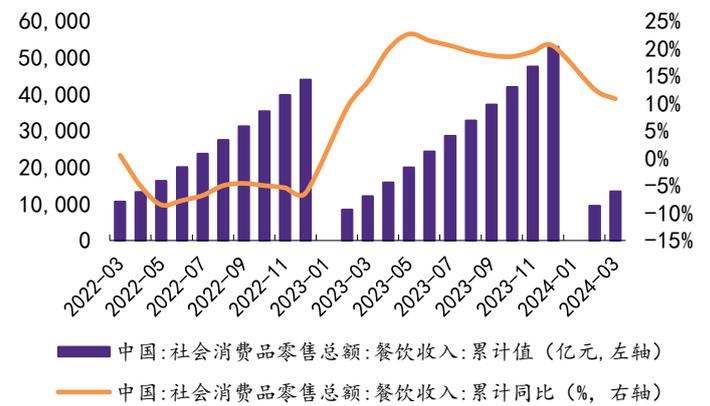
餐饮端客户开拓提供增量空间，预制菜新规有望带动市场出清。根据国家统计局数据，2023 年我国社零总额/餐饮收入/限额以上餐饮收入分别为 47.15/5.29/1.34 万亿元，分别同增 7%/20%/25%，2024Q1 我国社零总额/餐饮收入/限额以上餐饮收入分别为 12.03/1.34/0.36 万亿元，分别同增 5%/11%/16%，我国社零总额增速同比放缓，但餐饮端表现依然优于整体，同时连锁餐饮规模保持领先。由于 2023 年大 B 端修复显著，在高基数下，限额以上餐饮与社零总额收入增速差距边际收窄，但百胜等连锁餐饮客户表现依然强劲，B 端客户开发依然为速冻企业提供增量空间。C 端需求目前处于缓慢修复状态，预制菜新规出台后，龙头企业有望借助产能规模化、产品高质量优势收割市场份额。

图表 3：2023 年 3 月中国社零总额累计同比 5%



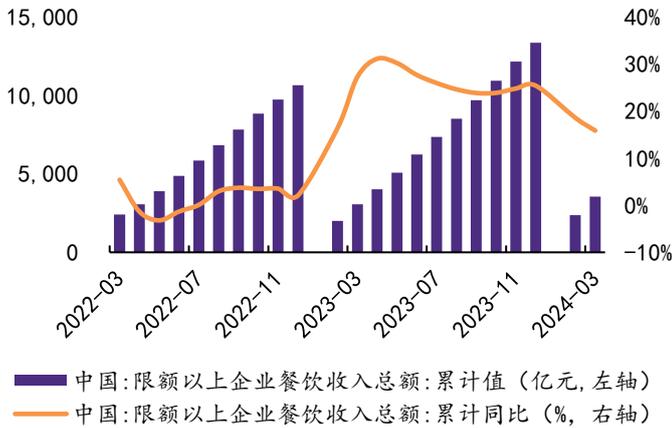
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 4：2023 年 3 月中国餐饮收入累计同比 11%



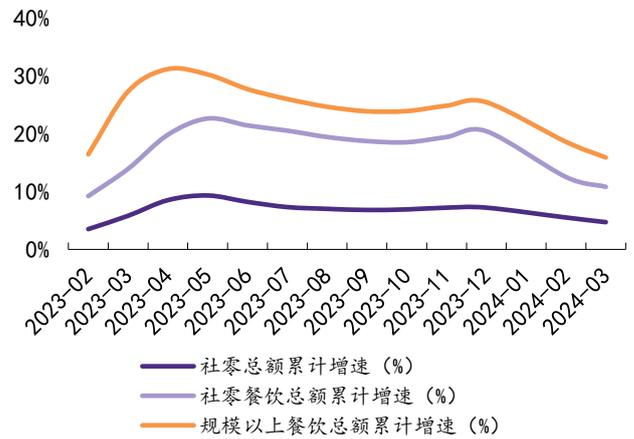
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 5：2023 年 3 月中国连锁餐饮累计收入同比 16%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 6：限额以上餐饮收入增速稳定高于整体



资料来源: wind, 华鑫证券研究

速冻企业规模稳健扩张，预制菜放量有望平滑行情波动影响。速冻品板块，2023 年安井食品/千味央厨/三全食品/巴比食品/立高食品总营收分别同比+15.29%/+27.69%/-5.09%/+6.89%/+20.22%，2024Q1 总营收分别同比+17.67%/+8.04%/-5.01%/+10.74%/+15.31%，除三全食品速冻米面板块承压导致营收下降外，其他速冻企业均保持稳健增长，安井食品、千味央厨、立高食品、巴比食品在夯实单品布局的同时，延续大客户开发，布局定制化/团餐等餐饮渠道，随着产能转型/建设推进，看好后续增长势能延续。其他板块，2023 年味知香/广州酒家/国联水产/龙大美食总营收分别同比+0.10%/+19.17%/-4.02%/-17.36%，2024Q1 总营收分别同比-17.92%/+10.04%/-26.33%/-27.43%，其中广州酒家通过旗下餐饮门店扩张拉动营收规模提升，而味知香、国联水产、龙大美食由于原料价格行情波动，营收表现承压，但其中预制菜板块均呈现明显弹性，随着公司对预制菜业务深入布局，有望平滑行情波动风险。

图表 7: 重点关注公司营业收入表现

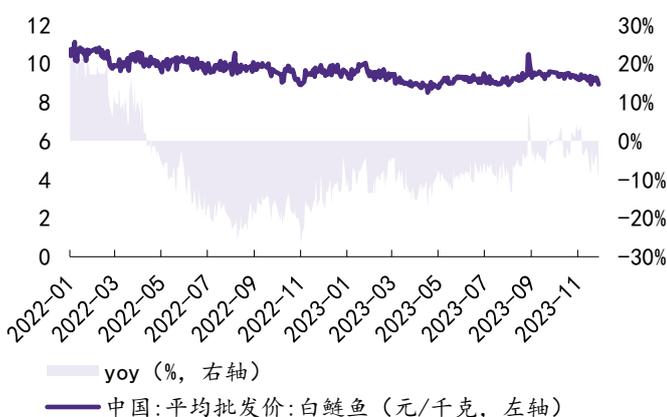
公司	2023		2024Q1	
	营业总收入 (亿元)	yoy (%)	营业总收入 (亿元)	yoy (%)
安井食品	140.45	15.29%	37.55	17.67%
千味央厨	19.01	27.69%	4.63	8.04%
三全食品	70.56	-5.09%	22.54	-5.01%
巴比食品	16.30	6.89%	3.54	10.74%
立高食品	34.99	20.22%	9.16	15.31%
味知香	7.99	0.10%	1.66	-17.92%
广州酒家	49.01	19.17%	10.12	10.04%
国联水产	49.09	-4.02%	10.43	-26.33%
龙大美食	133.18	-17.36%	25.23	-27.43%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

1.2、盈利端：原材料整体下行，产品结构优化拉升盈利

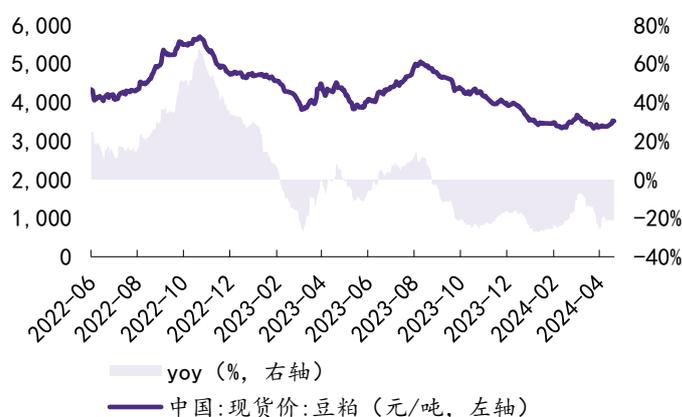
原材料价格整体下行，速冻行业成本端利好。以板块龙头公司为例，安井食品主要原材料包括鱼糜、肉类、粉类、豆粕等，三全食品主要原材料包括肉类、面粉、糯米粉等农副产品，以及大豆油、白砂糖等辅料。根据 wind 数据，白鲢鱼价格 2023 年以来价格缓慢下跌，面粉/糯米价格围绕 4.5/3.3 元/千克价格上下小幅波动，豆粕、猪肉、油脂价格自 2023 年下半年以来明显下行，但降幅相对收窄，后续预计企稳。与此同时，部分企业针对大宗商品进行及时锁价动作，成本端整体利好速冻企业毛利率提升，而以肉类半成品为主营业务的企业预计 2024 年业绩仍相对承压。

图表 8: 白鲢鱼价格 2023 年以来低位浮动



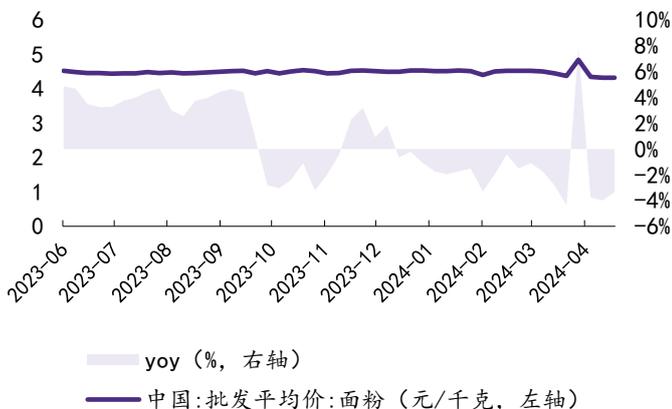
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 9: 豆粕价格延续下跌趋势



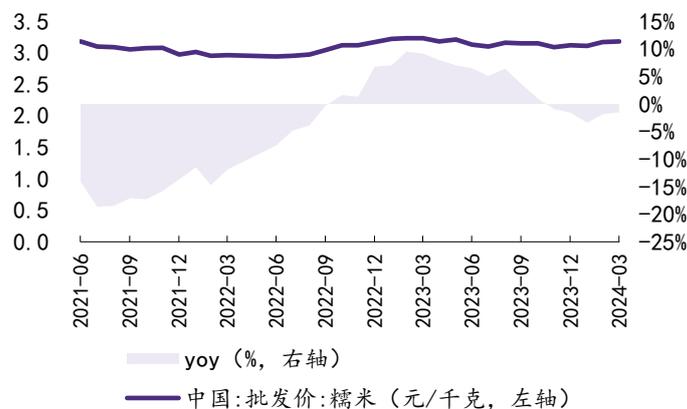
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 10：面粉价格基本稳定



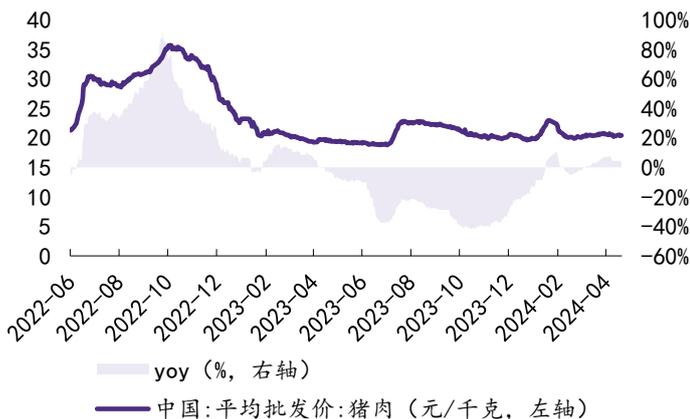
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 11：糯米价格基本稳定



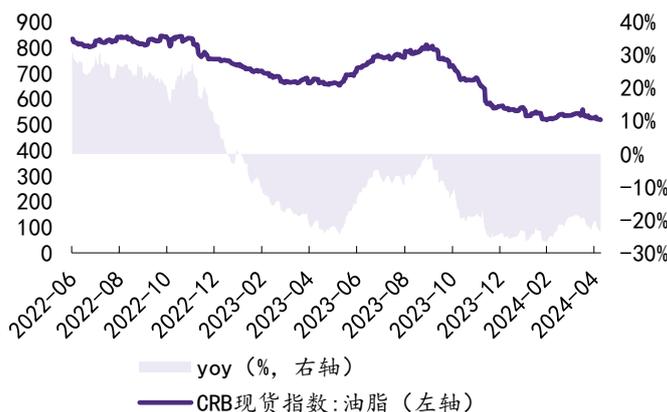
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 12：猪肉价格下跌趋势企稳



资料来源：wind，华鑫证券研究

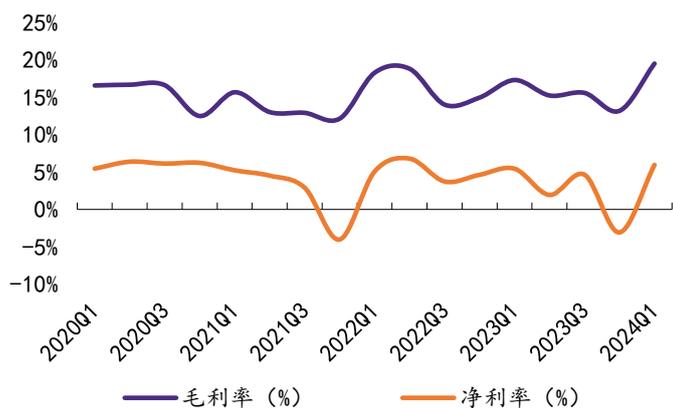
图表 13：油脂价格 2023 年以来波动下行



资料来源：wind，华鑫证券研究

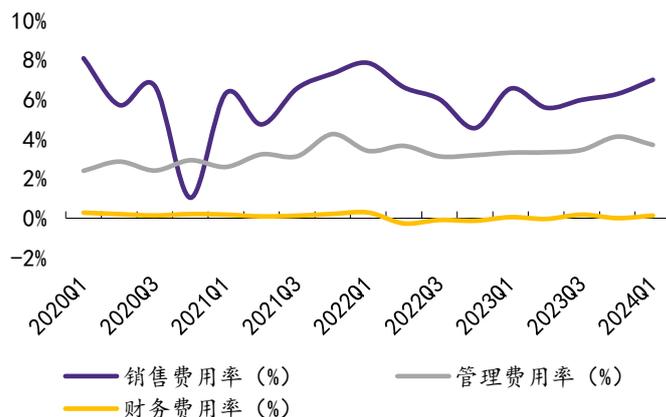
板块利润受龙大美食传统业务影响波动较大，销售费用率逐季略有回升。速冻品及其他板块毛利率季度间波动较为明显，2023Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 17%/15%/16%/13%，2024Q1 板块毛利率环比 2023Q4 提高 6pct 至 19%，2023Q4 板块毛利率明显下跌主要系龙大美食传统业务板块受毛猪销售价格及猪肉市场价格持续下跌并叠加疫病影响，导致传统业务大幅亏损所致。速冻品及其他板块期间费用率自 2023Q1 低位有逐季增长趋势，其中销售费用率同比略有上涨，主要系企业加大电商平台投入所致。综合来看，2023Q1/Q2/Q3/Q4 净利率分别为 5%/2%/5%/-3%，2024Q1 板块净利率环比回升 9pct 至 6%。

图表 14: 速冻及其他板块毛利率/净利率季度变化



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 15: 速冻及其他板块期间费用率 2023 年逐季回升



资料来源: wind, 华鑫证券研究

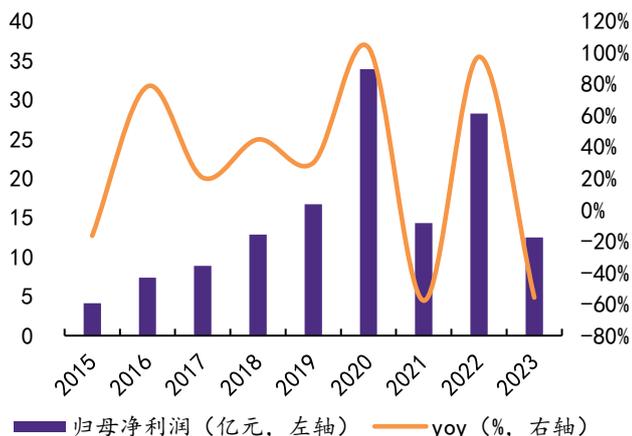
图表 16: 重点关注公司销售/管理费用率表现

公司	2023		2023		2024Q1		2024Q1	
	销售费用率 (%)	同比 (pct)	管理费用率 (%)	同比 (pct)	销售费用率 (%)	同比 (pct)	管理费用率 (%)	同比 (pct)
安井食品	6.59%	-0.57	3.41%	-0.16	7.45%	0.09	3.70%	0.29
千味央厨	4.68%		9.55%	-0.86	5.89%	0.81	9.41%	0.77
三全食品	11.48%	-0.41	2.76%	-0.79	12.23%	-0.38	2.20%	-0.12
巴比食品	5.64%	-0.08	8.01%	0.26	5.01%	-2.27	8.52%	-1.98
立高食品	13.54%	1.62	13.78%	1.08	12.10%	0.20	10.13%	-0.86
味知香	5.01%	1.16	5.85%	1.52	6.00%	1.69	8.09%	2.98
广州酒家	10.32%	-0.42	11.28%	-0.01	9.80%	-0.36	10.24%	-0.62
国联水产	4.67%	-0.23	3.92%	0.13	5.18%	1.65	3.72%	0.48
龙大美食	1.14%	0.07	2.24%	0.54	1.38%	0.16	2.60%	0.65

资料来源: wind, 华鑫证券研究

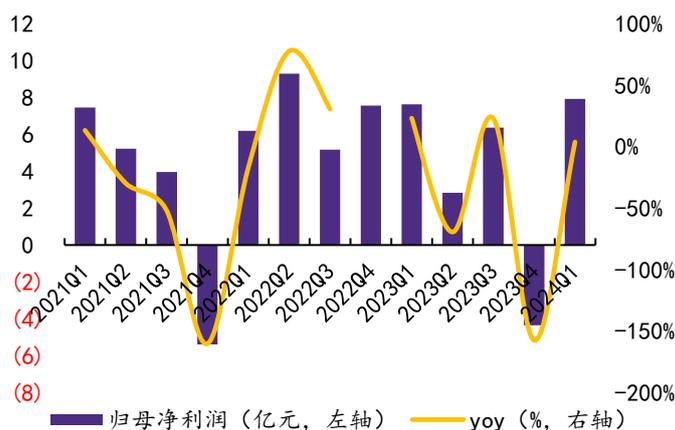
产品结构变化为速冻品企业归母净利润主要影响因素。2023 年安井食品/千味央厨/三全食品/巴比食品/立高食品归母净利润分别同比+34.24%/+31.76%/-6.44%/-3.86%/-49.21%，2024Q1 归母净利润分别同比+21.24%/+14.16%/-17.76%/-3.43%/+53.96%。安井食品、千味央厨、立高食品通过产品结构优化实现盈利能力稳步提升，三全食品高毛利水饺/汤圆销售承压，拉动归母净利润同比降低。2023 年味知香/广州酒家/龙大美食归母净利润分别同比-5.42%/+5.78%/-2140.92%，2024Q1 味知香/广州酒家/国联水产/龙大美食归母净利润分别同比-46.94%/+2.22%/-66.26%/+43.24%，其中味知香、广州酒家、国联水产利润表现均弱于营收，而龙大美食 2024Q1 借助猪群结构优化、调整业务结构等方式实现利润边际回升。

图表 17: 速冻品及其他板块 2023 年归母净利润同减 56%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 18: 速冻品及其他板块 2024Q1 归母净利润同增 4%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 19: 重点关注公司归母净利润表现

公司	2023		2024Q1	
	归母净利润 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)
安井食品	14.78	34.24%	4.38	21.24%
千味央厨	1.34	31.76%	0.35	14.16%
三全食品	7.49	-6.44%	2.30	-17.76%
巴比食品	2.14	-3.86%	0.40	-3.43%
立高食品	0.73	-49.21%	0.77	53.96%
味知香	1.35	-5.42%	0.19	-46.94%
广州酒家	5.50	5.78%	0.71	2.22%
国联水产	-5.32		0.04	-66.26%
龙大美食	-15.38	-2140.92%	0.30	43.24%

资料来源: wind, 华鑫证券研究

2、单品打造释放势能，B 端开拓持续推进

2.1、安井食品：盈利能力提升，主业势能延续

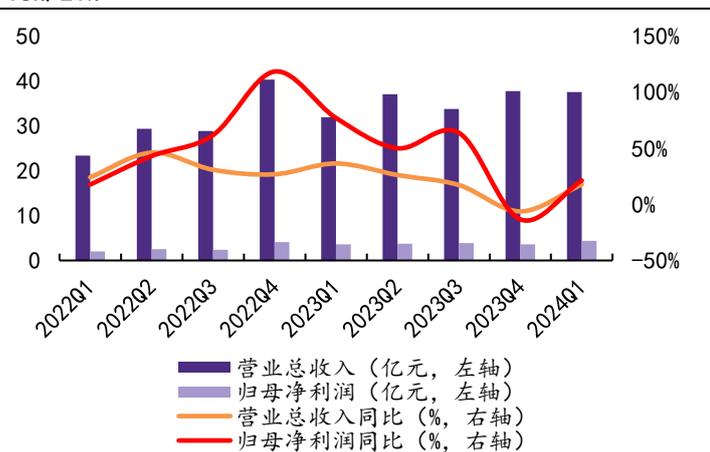
业绩增速稳健，分红比例大幅提升。40.45/37.74/37.55 亿元，分别同比+15%/+6%/+18%，归母净利润分别为 14.78/3.56/4.38 亿元，分别同比+34%/-13%/+21%，2024Q1 丸之尊/锁鲜装快速放量，扩大营收规模的同时拉升利润表现。盈利端，得益于高毛利速冻鱼糜制品快速增长，2023/2024Q1 公司毛利率分别为 23.21%/26.55%，分别同增 1pct/2pct，销售费用率分别为 6.59%/7.45%，分别同比-1pct/+0.1pct，2024Q1 销售费用略有提升主要系电商促销/会议举办频率增加所致，预计全年费用率同比持平。2023/2024Q1 管理费用率分别为 2.74%/3.12%，分别同比-0.1pct/+0.3pct，综合来看，2023/2024Q1 公司净利率分别同增 2pct/0.1pct 至 10.69%/11.75%。分红计划，2023 年度公司累计分红比例为 53.17%，

同比大幅提升，公司发布 2024-2026 年股东回报规划，计划将每年现金分红比例提升至不少于当年可分配利润的 40%。

速冻主业势能延续，单品开发思路清晰。2023 年速冻面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收 25.45/26.27/44.09/39.27 亿元，分别同增 5%/10%/12%/30%，销量分别为 23.54/18.61/31.47/19.69 万吨，分别同增 5%/9%/12%/33%，吨价分别为 1.08/1.41/1.40/1.99 万元/吨，分别同比+0.4%/+1%/-0.4%/-2%。米面制品中烧麦 2023 年营收同增 40%，核桃包收入破亿，菜肴制品增速快主要得益于新柳伍并表及安井小厨系列产品贡献增量，其中虾滑/小酥肉实现营收分别同增 50%/70%。2024Q1 速冻面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收 6.38/7.85/12.73/9.55 亿元，分别同增 4%/28%/31%/12%，2024Q1 主业增长符合预期，冻品先生整体持平，新宏业/新柳伍受小龙虾行情影响压力较大。后续公司针对锁鲜装 5.0 做淡季铺货，重点推进烤肠布局，同时坚持工厂属地化转型、收割区域爆品，有望实现 2024 年主业收入同增 10%-15%的目标。

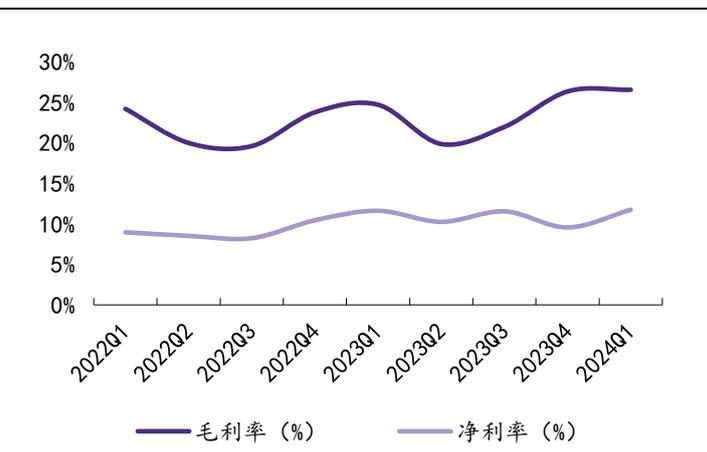
经销商持续开发，各区域稳步增长。核心经销商渠道持续增长，商超渠道同比承压，2023 年经销商/商超/特通直营/电商/新零售渠道营收分别为 113.69/8.47/10.71/3.20/4.37 亿元，分别同比+16%/-13%/+29%/+146%/-0.3%，截至 2023 年末，公司经销商共 1964 家，较年初净增加 128 家，经销商渠道表现亮眼。2024Q1 经销商/商超/特通直营/电商/新零售渠道营收分别为 30.29/2.90/2.43/1.19/0.73 亿元，分别同比+23%/-6%/+0.02%/+36%/-8%，商超渠道承压主要系客流减少/部分门店关停所致，电商渠道延续高增趋势。各区域均衡发展，2024Q1 公司东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南/境外区域营收分别为 2.96/5.27/16.76/3.22/4.42/1.95/2.56/0.41 亿元，分别同比+25%/+20%/+19%/+17%/-0.5%/+27%/+22%/+67%，公司通过渠道下沉、新品推广等方式，不断加强区域市场地位，各区域稳步增长。

图表 20：安井食品 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 18%/21%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 21：安井食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 27%/12%



资料来源：wind，华鑫证券研究

2.2、千味央厨：业绩稳健增长，推进客户开发

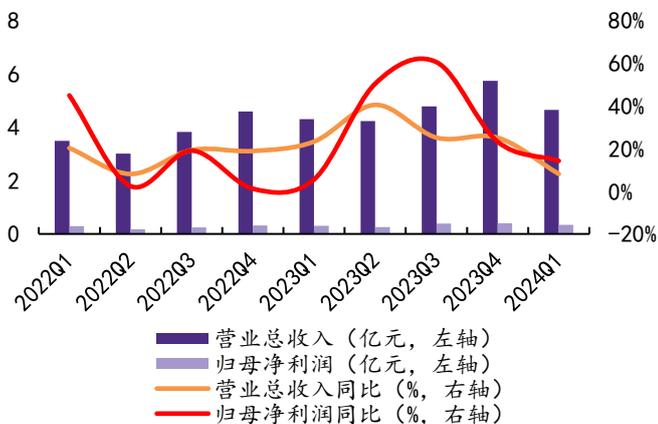
Q1 利润增速高于收入，计划加大促销推广力度。公司 2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别

为 19.01/5.73/4.63 亿元，分别同增 28%/25%/8%，经营情况稳健，2024Q1 营收增速放缓主要系大客户同期高基数、叠加核心客户份额降低所致，归母净利润分别为 1.34/0.40/0.35 亿元，分别同增 31%/23%/14%。盈利端，2023/2024Q1 公司毛利率分别为 23.70%/25.45%，分别同增 0.3pct/1pct，销售费用率分别为 4.68%/5.89%，分别同增 1pct/1pct，主要系销售团队扩张/线上平台推广费用增加所致，管理费用率分别为 8.43%/8.35%，分别同比-1pct/+1pct，综合导致 2023/2024Q1 公司净利率分别为 6.97%/7.44%，分别同增 0.2pct/0.5pct，目前市场竞争加剧，公司计划加大促销/搭赠力度推进营收规模扩张，预计后续利润将环比收窄。

主营业务稳健增长，大单品打造显现成效。油炸类产品稳健增长，菜肴类产品势能良好，2023 年油炸类产品营收为 8.70 亿元（同增 24%），销量为 7.91 万吨（同增 20%），吨价 1.10 万元/吨（同增 4%），增速低于整体主要系油条在核心客户的增速放缓，且芝麻球在高市占率基础上提升有限，由于产品结构变化，油炸类产品毛利率有所优化；2023 年烘焙类产品营收为 3.55 亿元（同增 29%）；2023 年蒸煮类产品营收为 3.73 亿元（同增 26%），销量为 3.49 万吨（同增 31%），吨价 1.07 万元/吨（同减 4%），由于市场竞争加剧，蒸煮类毛利率同比承压；2023 年菜肴类及其他产品营收为 2.95 亿元（同增 39%），销量为 2.93 万吨（同增 35%），吨价 1.01 万元/吨（同增 3%），主要系蒸煎饺增速加快、预制菜加速放量所致。大单品打造成效显现，2023 年公司烧麦/年年有鱼/春卷类产品营收分别为 0.19/0.47/0.60 亿元，分别同增 158%/94%/76%，主要系公司通过产品升级/渠道布局/品类扩充推进大单品培育，预计 2024 年春卷营收可突破 1 亿元。

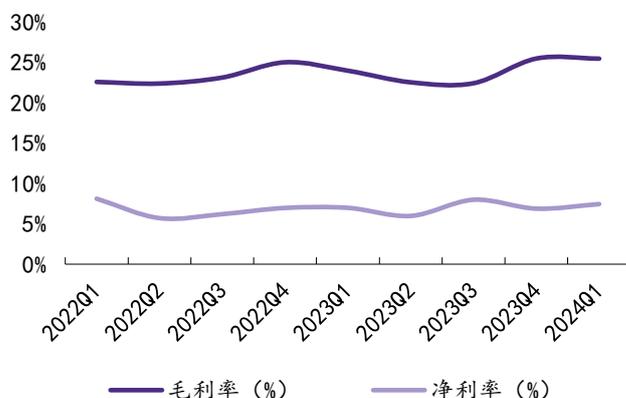
重点赋能优商培育，持续强化新客户开拓。赋能优商建设，开发潜力餐饮客户，2023 年公司经销渠道营收为 11.18 亿元（同增 16%），公司加大销售团队建设，支持重点经销商做强做大，2023 年前 20%经销商销售额同增 19%，高于公司经销商渠道整体收入增速，截至 2023 年末，公司经销商数量为 1541 家，净增加 389 家，新增部分主要为细分渠道经销商。2023 年公司直营渠道营收为 7.75 亿元（同增 50%），公司加大对大客户的服务力度、积极开发潜力餐饮客户，截至 2023 年底，公司大客户数量为 197 家（同增 28%）。大 B 端高基数下承压，客户开发为下阶段重心，2024Q1 公司大 B 端高基数下同比略有下降，小 B 端增长主要来自于团餐，后续公司计划不断做策略调整，通过新拓大客户/开发渠道经销商等方式促进稳健经营。

图表 22：千味央厨 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 8%/14%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 23：千味央厨 2024Q1 毛利率/净利率分别为 25%/7%



资料来源：wind，华鑫证券研究

2.3、三全食品：传统米面仍有承压，B端开拓持续推进

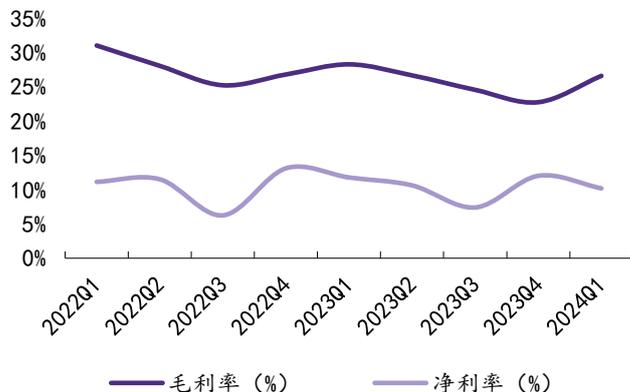
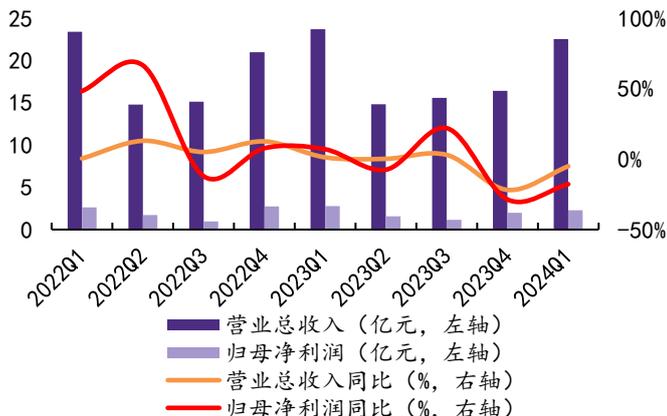
市场需求仍弱，费投效率持续提升。公司 2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 70.56/16.41/22.54 亿元，分别同减 5%/22%/5%，归母净利润分别为 7.49/1.97/2.30 亿元，分别同减 7%/29%/18%，主要系市场需求承压、行业竞争加剧影响所致。盈利端，由于高毛利水饺/汤圆销售承压，2023/2024Q1 公司毛利率分别同减 2pct/2pct 至 25.84%/26.60%；由于零售端促销物料和促销人员投入更加精准化，2023/2024Q1 销售费用率分别同减 0.4pct/0.4pct 至 11.48%/12.23%，管理费用率分别为 2.30%/1.87%，分别同减 1pct/0.2pct，主要系股权激励费用回冲等影响所致。综合导致 2023/2024Q1 公司净利率分别为 10.62%/10.19%，分别同减 0.2pct/2pct。现金流端，2024Q1 公司经营净现金流为 1.67 亿元（2023Q1 为-2.73 亿元），主要系本期收到集采业务部分回款、采购款结算存在时间差异所致。分红计划，公司向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元，分红率为 59%，同比大幅提升。

速冻面米短期承压，部分单品表现亮眼。水饺/汤圆市场表现承压，2023 年公司速冻面米制品营收 58.29 亿元（同减 9%），销量为 60.95 万吨（同减 6%），吨价为 0.96 万元/吨（同减 4%），量价均有下跌，受制于 2022 年高基数，叠加猪肉价格下跌后速冻水饺性价比下降，2023 年水饺收入较同期下滑；由于春节延后，汤圆 2024Q1 有所回补，但总体需求端仍承压。2024 年公司通过精准费投应对行业竞争，继续打造饺子王单品做中高档延伸，开发功能性汤圆，持续优化产品结构。速冻调制品量价齐增，2023 年公司速冻调制食品营收为 10.76 亿元（同增 28%），销量为 7.85 万吨（同增 6%），吨价为 1.37 万元/吨（同增 21%），呈现量价齐升趋势，其中小笼包/糍粑/烤肠等单品收入同比高增。冷藏及短保产品销量承压，2023 年公司冷藏及短保类产品营收为 0.95 亿元（同减 8%），销量为 0.77 万吨（同减 9%），吨价为 1.23 万元/吨（同增 1%）。

商超渠道竞争加剧，B端开拓持续推进。北区表现相对稳健，2023 年公司东区/南区/西区/北区营收分别为 13.19/11.78/14.32/31.27 亿元，分别同比-16%/-16%/-5%/+6%。商超渠道预计持续承压，B端开拓力度加大，2023 年公司经销/直营/直营电商营收分别为 55.18/12.54/2.29 亿元，分别同比-2%/-19%/+21%。电商渠道表现突出；直营商超渠道竞争加剧，2024 年以控制性发展为主，后续预计仍呈现承压状态。公司针对 BC 端渠道结构进行深度调整，推进团餐/宴席等 B 端渠道发展，同时在组织架构上，推进基层业务人员竞聘管理岗位，提高团队的市场敏锐度，预计人员整合磨合期过渡后，渠道积极性有望明显提升。

图表 24：三全食品 2024Q1 总营收/归母净利润分别同减 5%/18%

图表 25：三全食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 27%/10%



资料来源：wind，华鑫证券研究

资料来源：wind，华鑫证券研究

2.4、巴比食品：营收增速平稳，团餐业务加速推进

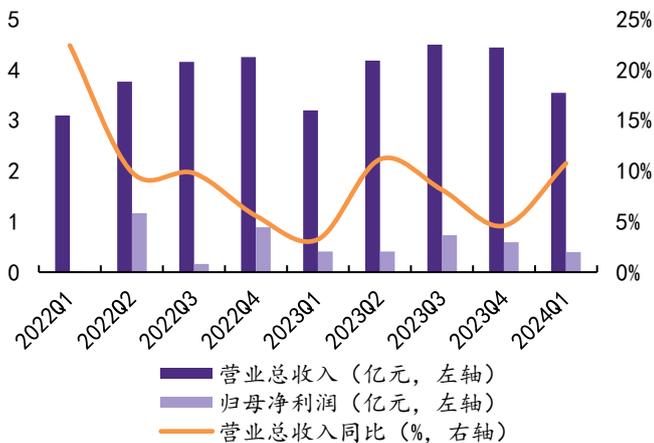
营收稳步增长，成本端下行拉升毛利。2023 年公司总营业收入 16.30 亿元（同增 7%），主要系公司门店数量增加/华东以外区域团餐业务高速增长所致，归母净利润 2.14 亿元（同减 4%），扣非净利润 1.78 亿元（同减 4%），主要系包括股权激励费用在内的人工成本增长和新增产能折旧费用增加略快于收入增速。其中 2023Q4 公司总营业收入 4.44 亿元（同增 5%），归母净利润 0.59 亿元（同减 33%），扣非净利润 0.56 亿元（同增 19%）。2024Q1 公司总营收 3.54 亿元（同增 11%），归母净利润 0.40 亿元（同减 3%）。得益于猪肉/面粉/油脂等原材料价格下行，2024Q1 公司毛利率同增 2pct 至 25.92%，随着各工厂产能利用率提升，排除春节因素影响下，毛利率有望逐季回升；随着公司运营效率提升，2024Q1 公司销售/管理费用率分别为 5.01%/7.62%，分别同减 2%/2%，综合来看，2024Q1 公司净利率同降 1pct 至 11.39%。现金流端，2024Q1 公司经营净现金流 0.13 亿元（2023 年同期为-0.11 亿元）。

拓店节奏稳定，差异化策略助推团餐增长。分产品看，食品类营收稳健增长。2024Q1 公司面米类/馅料类/外购食品类/包装及辅料/服务费收入营收分别为 1.48/0.90/0.79/0.23/0.14 亿元，分别同增 9%/17%/9%/4%/16%。分渠道看，拓店节奏稳定，2024Q1 公司特许加盟销售/直营门店销售营收分别为 2.58/0.06 亿元，分别同比 8%/-8%。截至 2024Q1，公司总加盟店为 5094 家，较年初净增加 51 家，春节期间开店节奏放缓，3 月以来拓店节奏保持稳定，目前单店同比仍有缺口，后续公司通过调整外卖菜单结构/打造早中晚单店模型等措施提升店效。团餐业务维持投入力度，受益于下游客户渠道恢复，2024Q1 公司团餐渠道营收为 0.83 亿元（+21%），后续公司通过深耕便利连锁/餐饮连锁/新零售平台渠道，发力定制产品，打造差异化、推动业务发展。

门店模型持续优化，产能利用率爬升利好盈利。分区域看，华东推进单店缺口弥补，2024Q1 公司华东营收为 2.91 亿元（同增 8%），华东经销商开店意愿未明显恢复，后续公司通过优化门店模型/引入新业态提升华东单店规模。华南拓店加速，华北门店新模型持续打磨，2024Q1 华南营收为 0.30 亿元（同增 38%），主要系公司开发湖南市场，拓店快速推进贡献，2024Q1 华北营收为 0.13 亿元（同增 24%），目前单店模型仍持续打磨，2024 年华

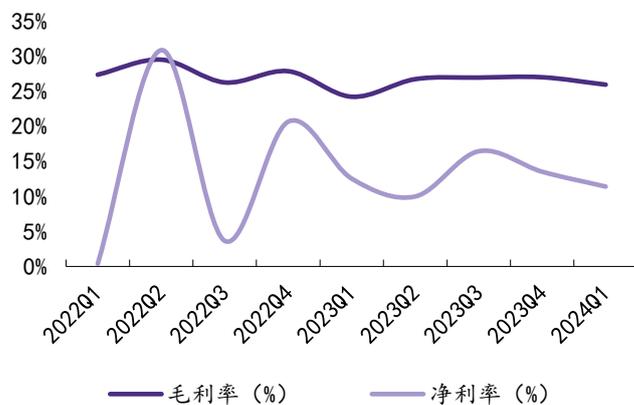
北地区预计测试堂食门店，有望率先实现团餐与门店双轮驱动。2024Q1 华中/其他地区营收分别为 0.20/0.01 亿元，分别同比 15%/-41%。后续随着开店加密，各工厂产能利用率持续提升，公司整体盈利能力有望持续恢复。

图表 26：巴比食品 2024Q1 总营收同增 11%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 27：巴比食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 26%/11%



资料来源：wind，华鑫证券研究

2.5、立高食品：盈利端明显改善，改革成效释放

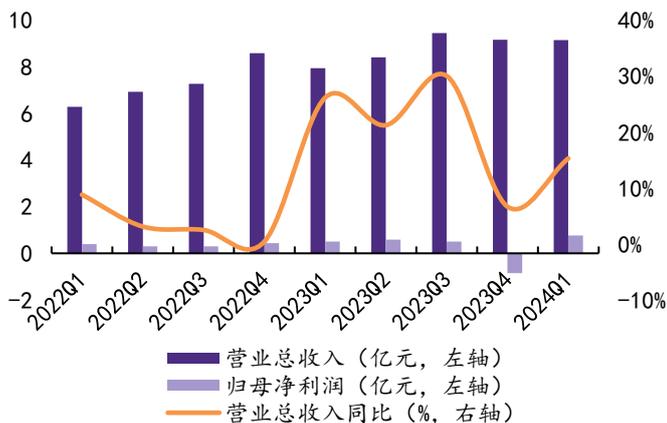
经营逐渐好转，盈利能力改善。公司 2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 34.99/9.17/9.16 亿元，分别同增 20%/7%/15%，归母净利润分别为 0.73/-0.85/0.77 亿元，分别同比-49%/-297%/+54%。盈利端，2023/2024Q1 公司毛利率分别为 31.39%/32.59%，分别同比-0.4pct/+1pct，2023 年毛利率受大客户返利兑付影响有所下降，2024Q1 毛利率提升主要系产能利用率提升，叠加采购策略优化所致；由于公司物流调拨费用增长/扩大展会投入，2023/2024Q1 销售费用率分别同增 2pct/0.2pct 至 13.54%/12.10%，管理费用率分别为 9.56%/6.57%，分别同比+1pct/-1pct，后续管理费用率仍有压降空间，综合导致 2023/2024Q1 公司净利率分别为 2.02%/8.30%，分别同比-3pct/+2pct，2024Q1 公司盈利能力持续改善。分红计划，公司向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元。

稀奶油表现亮眼，期待产能利用率持续提升。2023 年公司冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原材料/仓储运输服务营收分别为 22.11/6.54/1.87/2.33/1.87/0.20 亿元，分别同比+24%/+28%/-8%/+18%/-9%/+1145%，其中冷冻烘焙食品/奶油/水果制品/酱料销量分别为 9.07/4.63/1.18/2.07 万吨，分别同比+19%/+22%/-8%/+25%，吨价分别为 2.44/1.41/1.59/1.12 万元/吨，分别同比+4%/+5%/-1%/-6%，冷冻烘焙受益于核心商超、餐饮客户规模增长实现快速扩张；稀奶油新品持续放量，UHT 稀奶油于 2023 年 5 月份上市，截至 2023 年实现销售收入超 1.5 亿元。2024Q1 公司冷冻烘焙食品营收基本持平，UHT 奶油推动奶油板块收入同比翻倍增长，后续公司一方面做老品项品质升级，另一方面提高上市新品质量，随着产能利用率提高，公司产品盈利能力将逐步提升。

流通饼房渠道表现稳健，餐饮大客户持续开发。2023 年公司经销/直销/零售/其他渠道营收分别为 19.71/14.89/0.13/0.20 亿元，分别同比+4%/+49%/-22%/+1145%，其中流通渠道收入基本持平；商超渠道收入同增约 50%，主要系核心商超新老品结构梯度合理，表现稳

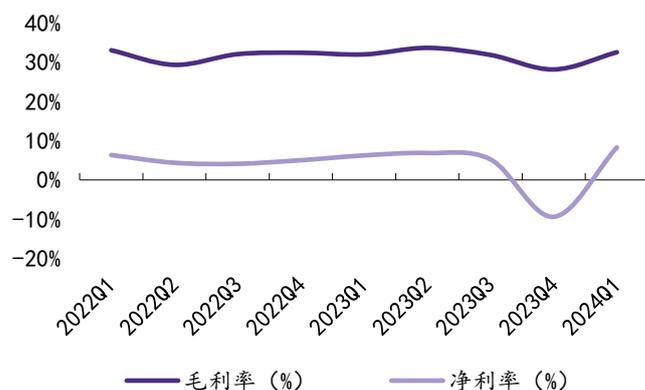
健增长；茶饮、餐饮及新零售渠道收入同比翻倍，主要得益于公司积极布局新渠道，不断开拓头部餐饮客户。2024Q1 公司流通饼房渠道收入同增 25%，主要由奶油新品推动；商超渠道受春节返乡与高基数影响，收入同比个位数下降；直供餐饮类连锁客户、餐饮经销商均保持较快的增长势头。随着大客户开发，稀奶油放量，各渠道拓展有望保持稳中有进。

图表 28：立高食品 2024Q1 总营收同增 15%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 29：立高食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 33%/8%



资料来源：wind，华鑫证券研究

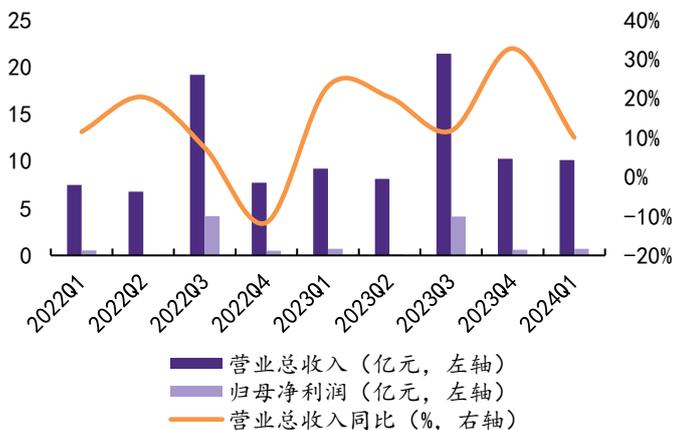
2.6、广州酒家：营收规模稳健增长，餐饮业务贡献增量

营收增速稳健，盈利能力相对承压。2023 年公司总营收 49.01 亿元（同增 19%），归母净利润 5.50 亿元（同增 5%），扣非净利润 5.06 亿元（同增 6%），主要系公司整合渠道资源/统筹资源打造成长性品项/推动餐饮门店拓展所致。其中 2023Q4 公司总营收 10.25 亿元（同增 33%），归母净利润 0.59 亿元（同增 11%），扣非净利润 0.32 亿元（同增 51%）。公司 2024Q1 总营收 10.12 亿元（同增 10%），预计系公司整合渠道资源、推进餐饮门店拓展所致，归母净利润 0.71 亿元（同增 2%）。由于产品结构变化，2024Q1 公司毛利率同降 3pct 至 29.81%，销售/管理费用率分别为 9.80%/8.43%，分别同减 0.4pct/1pct，预计主要系收入规模增长摊薄费用所致，综合来看，公司 2024Q1 净利率同减 1pct 至 7.96%。

餐饮业务势能仍强，空白市场持续开发。餐饮业务延续高增，2024Q1 公司月饼系列/速冻食品/其他食品/餐饮服务业务/其他商品销售业务营收分别为 0.09/2.95/2.99/3.84/0.14 亿元，分别同比-20%/-4%/+28%/+13%/-26%，月饼系列营收承压，而餐饮服务业务受益于门店扩张/行业复苏，实现同比快速增长。随着公司继续夯实月饼/速冻两大核心品类发展，并根据区域市场差异，优化专供产品，预计可持续带动经营业绩稳健增长。推进全渠道均衡发展，2024Q1 公司直销/经销与代销营收分别为 1.93/4.11 亿元，分别同增 9%/9%，实现全渠道稳健增长，截至 2024Q1 末，公司食品制造业务经销商与代理商共 1030 家，较年初净减少 42 家，后续公司将在维护传统渠道的基础上，大力开拓新兴渠道，保障直营渠道成长。持续开发空白市场，2024Q1 公司广东省内/境内广东省外/境外营收分别为 4.54/1.37/0.12 亿元，分别同增 7%/14%/71%，由于公司加大省外投入，广东省外营收增速快于省内，而境

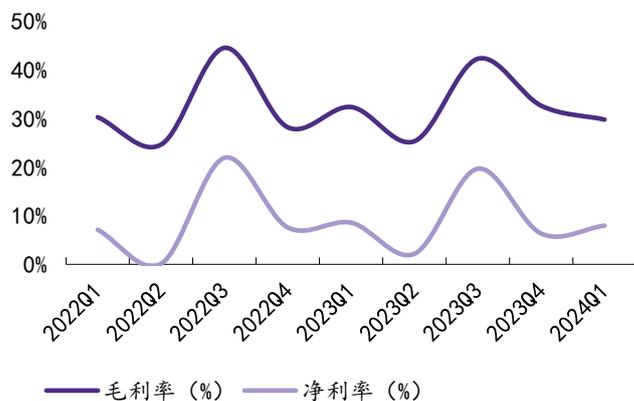
外营收高增主要系 2023Q1 低基数所致，未来公司持续巩固粤港澳大湾区核心市场，挖掘粤西、粤东等空白区域业绩增长点，并大力抓好华东市场拓展，辐射华中、华北核心城市，从而实现总规模扩张。

图表 30：广州酒家 2024Q1 总营收同增 10%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 31：广州酒家 2024Q1 毛利率/净利率分别为 30%/8%



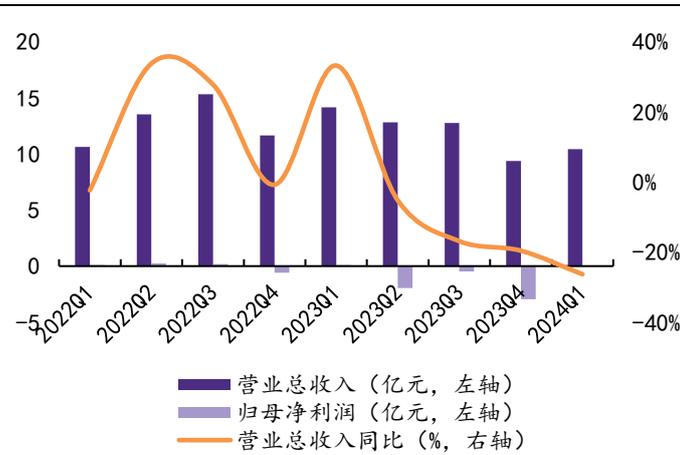
资料来源：wind，华鑫证券研究

2.7、国联水产：水产行情短期承压，预制菜业务稳健增长

存货减值拖累毛利，净利率水平边际企稳。公司 2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 49.09/9.37/10.43 亿元，分别同比减 4%/20%/26%，归母净利润分别为-5.32/-2.97/0.04 亿元，2022 年为-0.06 亿元/2022Q4 为-0.58 亿元/同减 66%，2023 年出现亏损，主要系受国内南美白对虾等水产品价格下行的影响，公司存货资产减值损失同比增加，叠加美国子公司 SSC 出现较大亏损所致。盈利端，2023/2024Q1 公司毛利率分别同比-6pct/+6pct 至 6.71%/16.23%，2024Q1 毛利率提升预计系高毛利预制菜收入占比提升优化产品结构所致，销售费用率分别同比-0.2pct/+2pct 至 4.67%/5.18%，管理费用率分别同增 0.1pct/0.1pct 至 2.79%/2.64%，费投相对稳定；综合来看，2023/2024Q1 公司净利率分别为-11.02%/-0.17%，分别同减 11pct/1pct，净利率边际企稳。

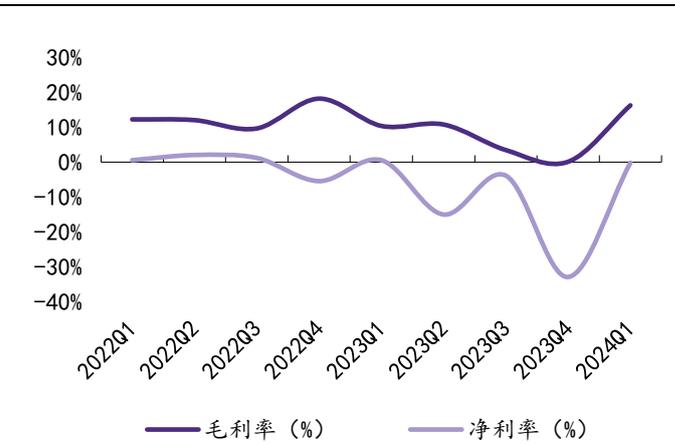
预制菜板块稳健发展，国内外客户持续开拓。分产品看，2023 年公司水产食品/饲料/其他产品营收分别为 46.10/2.63/0.36 亿元，分别同比-5%/+31%/-58%。水产行业受国内外宏观经济形势及下游市场需求变化影响，南美白对虾、小龙虾等市场行情持续低迷，产品销售价格下跌。而得益于公司小龙虾/烤鱼/酸菜鱼/牛蛙等大单品放量，2023 年公司预制菜业务实现营收 11.57 亿元（同增 2%），保持稳健发展态势，其中公司针对牛蛙新品进行生态圈与营销前线全面赋能，目前已顺利将其打入国内重要中西式餐饮渠道，随着公司借助水产业务协同优势不断进行产品推新，预制菜板块竞争力有望持续夯实。分区域看，2023 年公司国内/国外营收分别为 27.76/21.33 亿元，分别同比+13%/-20%，公司在国内持续夯实餐饮渠道优势、深化与盒马的战略合作，同时加强海外新市场开拓，随着中西式预制菜产品在国际渠道占比提高，公司盈利能力有望不断提升。

图表 32：国联水产 2024Q1 总营收同减 26%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 33：国联水产 2024Q1 毛利率/净利率分别为 16%/-0.2%



资料来源：wind，华鑫证券研究

2.8、龙大美食：一季度边际改善，预制菜板块亮眼

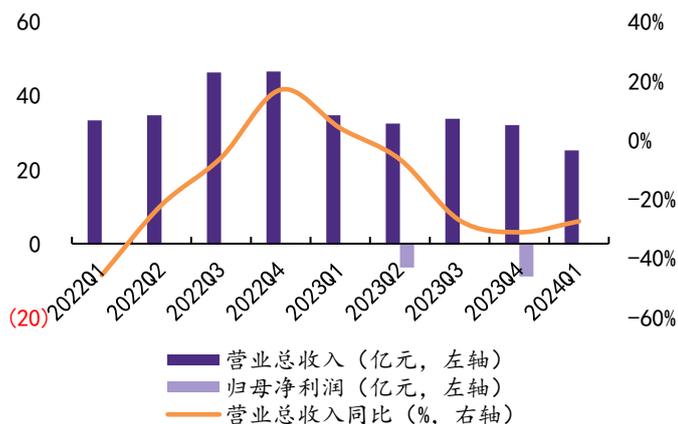
猪价低迷拖累主业，Q1 业务结构调整提升盈利。2023 年公司总营收 133.18 亿元（同减 17%），归母净利润-15.38 亿元（同减 2141%）。其中 2023Q4 公司总营收 32.12 亿元（同减 31%），归母净利润-8.90 亿元（同减 3511%），主要系公司传统业务板块受毛猪销售价格及猪肉市场价格持续下跌并叠加疫病影响，导致传统业务大幅亏损所致。2024Q1 公司总营收 25.23 亿元（同减 27.43%），归母净利润 0.30 亿元（同增 43.24%），主要系公司持续优化猪群结构、业务结构变化使得盈利边际回升，2024 年 3 月 1 日，农业部正式下调能繁母猪的正常保有量，预计本轮产能出清还有空间。盈利端，2023 年公司毛利率为-1.58%（-6pct），主要系猪价底部运行拉低毛利率；2023 年公司销售费用率/管理费用率分别为 1.14%/2.17%，分别同增 0.1pct/1pct，费用率相对稳定；综合来看，公司 2023 年净利率为-11.14%（-12pct）。随着高毛利预制菜业务占比提升，叠加成本端下降扩大食品板块成本优势，2024Q1 公司毛利率回升至 6.12%（+1pct）；2024Q1 销售费用率/管理费用率分别为 1.38%/2.50%，分别同增 0.2pct/1pct；2024Q1 净利率为 1.18%（+0.1pct）。

传统板块优化成本，推动预制菜占比提升。2023 年公司累计屠宰生猪/生猪出栏量分别为 643.54/65 万头，分别同增 9%/30%，养殖出栏量及屠宰量均有所提升，但受制于猪价与疫病影响，养殖成本与销价倒挂，屠宰板块收入下滑，2023 年鲜冻肉/进口贸易营收分别为 96.31/11.23 亿元，分别同比-20%/-30%，拆分量价来看，2023 年公司生猪屠宰及肉类加工销售量 71.70 万吨（+4%），吨价 1.50 万元/吨（-24%）。同时，公司针对贸易板块进行战略收缩，聚焦食品板块，2023 年公司熟食制品/预制菜/其他营收分别为 2.39/19.84/3.41 亿元，分别同比-29%/51%/-59%，2023 年公司累计开发上市新产品 113 款，通过推进大单品战略，实现肥肠类产品收入 3 亿元、烤肠类/酥肉/培根类产品实现亿元体量。2024 年公司针对传统业务优化工艺，加强成本管控，针对食品业务挖掘客户/强化创新，围绕肉类和猪副类做系列产品开发，不断平滑行业周期影响。

新零售业务进展顺利，加强空白市场开发。2023 年公司经销/直销渠道营收分别为 105.45/27.73 亿元，分别同比-17%/-18%，其中公司深耕新零售业务，京东/抖音/拼多多分

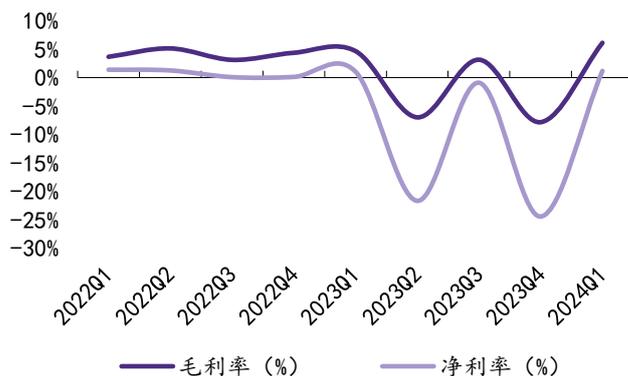
别实现销售额 0.93/0.20/0.16 亿元，分别同增 7%/320%/81%。截至 2023 年末，公司共有经销商 9191 家，较去年增加 236 家，其中预制食品经销商超 1300 家，后续公司通过存量客户导入新品，并重点围绕西餐渠道开发新客户，实现大 B 客户收入较快增长。2023 年公司山东/华东其他地区/华中/华北/华南/东北/西南/西北及其他地区营收分别为 50.78/38.25/17.37/6.58/3.59/9.42/6.46/0.74 亿元，分别同比 -15%/-30%/-19%/-11%/26%/37%/-12%/-29%，未来公司计划通过将经销商提质增效列入考核范围，来推动空白市场开发/实现局部市场突破。

图表 34：龙大美食 2024Q1 总营收同减 27%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 35：龙大美食 2024Q1 毛利率/净利率分别为 6%/1%



资料来源：wind，华鑫证券研究

3、行业评级及投资策略

展望 2024 年，速冻企业强化大 B 定制化服务能力，通过属地化研发、新客户开拓挖掘业绩增量，同时强化核心单品市场竞争力，实现业绩稳中有进，预制菜赛道在新规催化下市场有望进一步向头部集中，推荐千味央厨、安井食品，关注龙大美食、三全食品等。

图表 36：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-11 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
001215.SZ	千味央厨	37.82	1.55	1.70	2.13	24.40	22.25	17.76	买入
002216.SZ	三全食品	12.97	0.85	0.94	1.04	15.26	13.80	12.47	买入
002726.SZ	龙大美食	6.76	-1.43	0.09	0.20	-4.73	75.11	33.80	买入
300094.SZ	国联水产	3.37	-0.47	0.02	0.08	-7.17	168.50	42.13	买入
300973.SZ	立高食品	36.56	0.43	0.93	1.34	85.02	39.31	27.28	买入
603043.SH	广州酒家	18.26	0.97	1.10	1.30	18.82	16.60	14.05	买入
603345.SH	安井食品	95.69	5.04	5.84	6.79	18.99	16.39	14.09	买入
605089.SH	味知香	28.53	1.07	1.30	1.56	26.66	21.95	18.29	买入
605338.SH	巴比食品	17.48	0.85	1.02	1.17	20.56	17.14	14.94	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、风险提示

- (1) 宏观经济波动风险；
- (2) 行业竞争风险；
- (3) 食品安全风险；
- (4) 消费税或生产风险；
- (5) 原材料价格波动风险；
- (6) 推荐公司业绩不达预期等。

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 0%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。