

2016-9-21

公司研究(深度报告)

 评级 **买入** **维持**

当前股价: 33.99 元

分析师 刘颜

 021-68751126

 liuyan8@cjsc.com

执业证书编号: S0490516050001

联系人 董思远

 (8621)68751126

 dongsy@cjsc.com.cn

联系人 张伟欣

 (8621)68751126

 zhangwx2@cjsc.com.cn

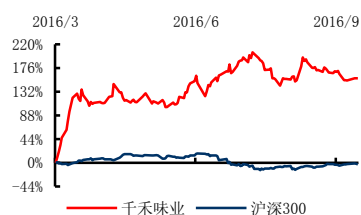
联系人 杨靖凤

 (8621) 68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

公司基本数据	2016.09.21
总股本(万股)	16000
流通A股/B股(万股)	4000/0
资产负债率	10.87%
每股净资产(元)	5.24
市盈率(当前)	81.74
市净率(当前)	6.49
12个月内最高/最低价	40.55/11.03

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《调味品高速增长, 全国市场多点开花》
 2016-8-26

千禾味业(603027)

深耕西南拓展全国, 差异化塑造高端调味品典范

报告要点

■ 川渝区域调味品龙头企业, 调味品高成长标的

公司系川渝区域的调味品龙头企业, 目前产品主要销售市场集中在四川、重庆等西南区域, 近几年开始向全国市场积极布局。公司收入结构主要由调味品业务酱油、食醋以及食品添加剂业务焦糖色两大业务构成, 2015 年整体收入 6.24 亿元, 净利润 0.67 亿元, 其中酱油、食醋、焦糖色收入分别为 2.58 亿元、0.9 亿元、2.37 亿元。近三年公司调味品年收入复合增速约 26%, 预计 2016 年公司调味品收入达到 4.57 亿元, 同比增长约 31%, 成长性远超行业整体平均增速。

■ 调味品差异化定位, 符合调味品高端化浪潮

过去 10 年酱油实现了从 5 元以下向 5-8 元的消费升级, 未来 10 元以上价格带将是行业升级的新方向。目前酱油行业整体收入规模超过 500 亿元, 我们预计 10 元以上价格带酱油规模约 20 亿, 渗透率依然极低。千禾目前以“零添加”系列调味品为核心主打产品, 产品占比最高, 塑造“美味”与“健康”的差异化定位。目前核心酱油产品头道原香系列价格带位于 15~30 元之间, 其中最大的单品为头道原香 180 天, 定价 15.8 元, 价格体系明显高于目前调味品 5-8 元的平均水平, 符合酱油消费升级的大趋势。

■ 跨出西南加速全国化, 高举高打再造华东模式

公司收入结构中西南市场份额最大, 占比达到 80%, 四川是公司的本埠市场; 2013 年公司迈出全国化第一步进入华东, 目前华东收入占比接近 10%, 未来公司将复制这一高举高打的模式实现全国化加速推进。目前在西南以外区域公司已进入华北、华中等市场, 今年公司发力北京市场, 上半年华北市场收入达到 815 万元, 同比增长 259.14%, 未来有望接力华东市场。渠道层面, 随着公司销售渠道的划分与拓展也逐步细化与多元化, 在原有的商超、流通等渠道基础上, 积极开发餐饮、电商等渠道, 成为公司潜在增长亮点。

■ 扩充产能打开成长空间, 外延式扩张预期充足

公司募投新增 10 万吨酱油、食醋产能预计 2017 年竣工投产, 考虑未来随着新增产能的逐步释放以及全国市场的逐步开拓, 公司有望迎来量价齐升的新成长阶段, 销量的提升(省外市场拓展以及餐饮渠道扩张)以及价格中枢的上移(产品结构升级, 中高端产品占比提升)双轮驱动实现公司未来持续快速成长。同时, 我们认为公司有较强的外延式扩张预期, 预计公司会在合适的时机进行川调的产业间并购。我们预计公司 2016/2017 年 EPS 分别为 0.61 元/0.85 元, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 业绩不达预期, 行业竞争加剧

目录

公司简介：川渝区域调味品龙头	4
收入构成：调味品业务以及食品添加剂两大主业	4
调味品：产品差异化定位，塑造高端调味品典范	6
行业竞争格局：整体“一超多强”，区域化分布显著	6
差异化定位，打造高品质调味品第一品牌	8
深耕西南拓展全国，餐饮电商逐步发力	12
焦糖色：巩固酿造焦糖优势，拓展双倍焦糖领域	18
扩充调味品产能，打开未来成长空间	19
募投产能逐步投放，满足潜在成长需求	19
产能释放及消费升级，未来量价齐升可期	20
外延式拓张预期充足，强化川调领先优势	22
盈利预测与估值	23
盈利预测	23
相对估值	23
绝对估值	23

图表目录

图 1：公司股权结构及控股子公司（2016H1）	4
图 2：公司现有主营业务构成	5
图 3：公司分业务毛利率情况（%）	5
图 4：公司分业务收入占比情况	6
图 5：公司分业务毛利占比情况	6
图 6：我国调味品消费结构	7
图 7：中国酱油市场份额情况	7
图 8：中国食醋市场份额情况	7
图 9：近几年的国内酱油产量情况	8
图 10：公司所处自然环境	9
图 11：公司现有产品一览	10
图 12：公司酱油宣传语“给家人吃不加味精的酱油”	11
图 13：公司与竞争对手酱油毛利率情况对比（%）	11
图 14：公司与海天的酱油吨价情况	11
图 15：公司近几年其他区域销售快速增长	12
图 16：公司调味品收入结构（2016H1）	12
图 17：公司近几年的各区域经销商数量	14

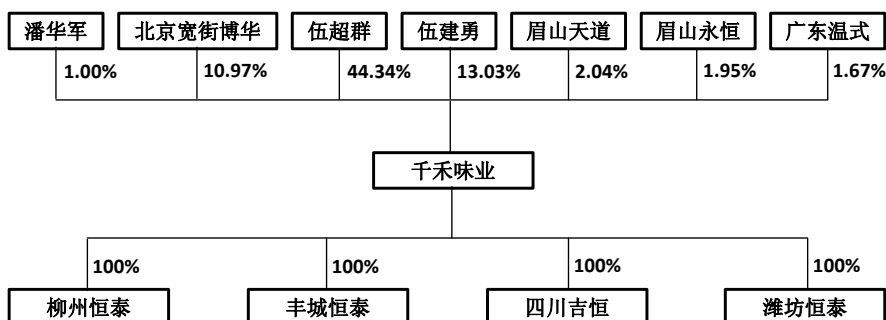
图 18: 酱油直销与经销收入占比	14
图 19: 食醋直销与经销收入占比	14
图 20: 酱油直销与经销毛利率	15
图 21: 食醋直销与经销毛利率	15
图 22: 四川省住宿及餐饮业 GDP 规模 (亿元)	15
图 23: 成都市住宿及餐饮业 GDP 规模 (亿元)	15
图 24: 千禾天猫旗舰店单品销售排名情况 (2016.9.19)	16
图 25: 各上市调味品企业销售费用率情况 (%)	16
图 26: 公司的销售费用情况 (万元)	17
图 27: 其他调味品品牌的高端酱油产品	17
图 28: 焦糖色收入区域结构 (2016H1)	18
图 29: 公司 2015 年产能, 及产能利用率情况 (万吨)	19
图 30: 酱油收入、销量、均价增长情况	20
图 31: 食醋收入、销量、均价增长情况	20
图 32: 焦糖色收入、销量、均价增长情况	21
图 33: 食用冰醋酸收入、销量、均价增长情况	21
图 34: 2015 年公司酱油以及食醋成本构成情况 (元/吨)	21
图 35: 豆粕国内现货价格走势	22
图 36: 白糖国内期货价格走势	22
图 37: 千禾味业历史 PE-BAND 水平	24
表 1: 千禾主打产品体系及价格	10
表 2: 2015 年公司调味品销售前五大客户	13
表 3: 焦糖色领域的竞争对手情况	18
表 4: 公司 IPO 募投项目简介 (万元)	19
表 5: 新增酱油、食醋产能情况	20
表 6: 可比公司估值水平	23

公司简介：川渝区域调味品龙头

千禾味业食品股份有限公司创建于 1996 年，位于东坡故里四川眉山，是定位于酿造高品质健康调味品的股份制企业。公司是中国调味品协会副会长单位，四川省博士后创新实践基地，四川省级企业技术中心和四川省优秀民营企业。

公司是眉山市民营企业，董事长兼总裁伍超群先生是公司的第一大股东，也是公司的实际控制人。

图 1：公司股权结构及控股子公司（2016H1）



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：石家庄恒泰已注销）

公司传承并创新古法酿造工艺，采用现代智能酿造设备，选用非转基因优质原料，利用天府之国气候温和湿润、微生物种群富集等自然发酵条件，精心酿造**千禾有机酱油、有机醋、零添加的头道原香酱油、千禾窖醋、糯米白醋、糯米料酒等系列调味品。**

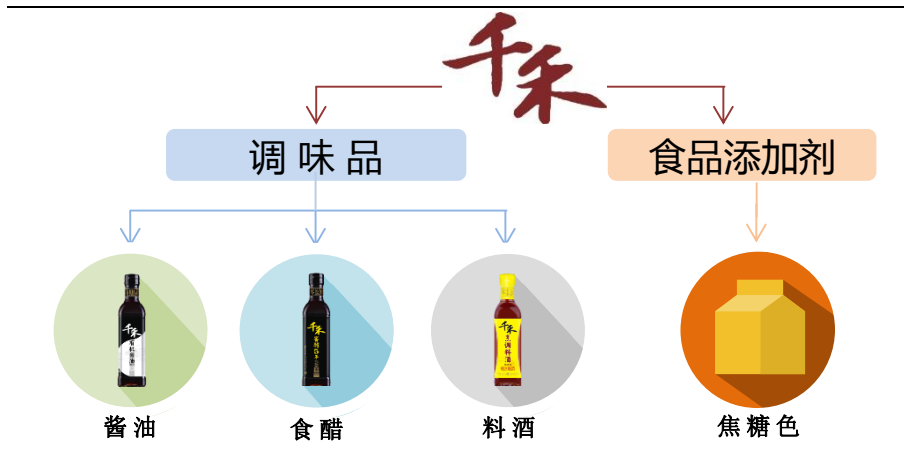
公司秉持“做放心食品，酿更好味道”的品牌理念，目标是将“千禾”打造成高品质健康调味品第一品牌。公司系川渝区域的调味品龙头企业，产品主要销售市场集中在四川、重庆等西南区域，近几年开始向全国市场拓展。

收入构成：调味品业务以及食品添加剂两大主业

目前公司产品收入结构主要由调味品业务酱油、食醋以及食品添加剂业务焦糖色构成。

公司之前曾涉及食用冰醋酸业务，但随着成本较低的人工合成冰醋酸应用范围的扩大，公司以粮食或食用酒精生产的食用冰醋酸在市场上被逐步取代。同时食用冰醋酸生产线在连续运行 14 年后设备严重老化，于是公司决定在 2014 年末停止了食用冰醋酸的生产，但 2015 年仍有小部分收入贡献。

图 2：公司现有主营业务构成

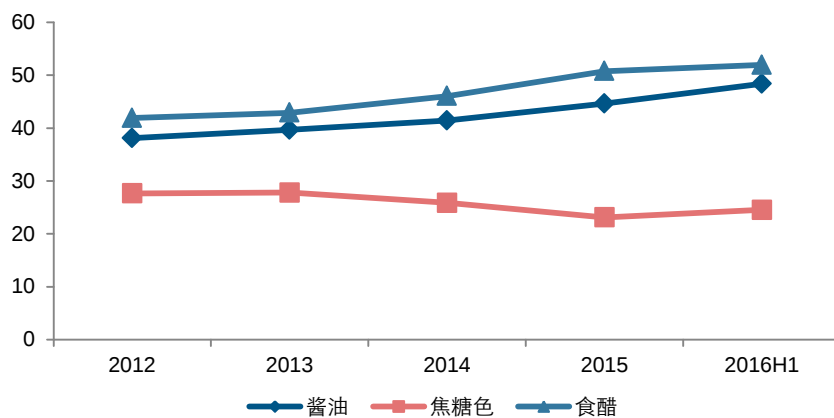


资料来源：公司公告，长江证券研究所

2015 年，公司酱油、食醋、焦糖色收入分别为 2.58 亿元、0.9 亿元、2.37 亿元，占整体收入比重分别为 44.03%、15.36%、40.44%，食醋收入规模相对较小。**2016 上半年**酱油、食醋、焦糖色收入分别为 1.6 亿元、0.61 亿元、1.07 亿元，同比分别增长 30.21%、29.41%、-2.30%。

相比而言，食醋目前的盈利性最高，2016 上半年其毛利率达到 51.93%，而同期酱油的毛利率 48.37%，焦糖色的毛利率仅 24.55%，盈利性相对一般。

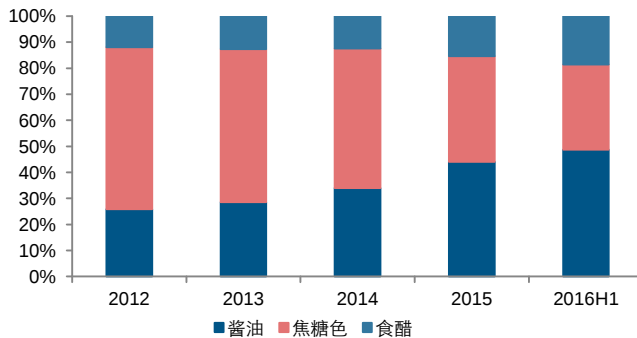
图 3：公司分业务毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

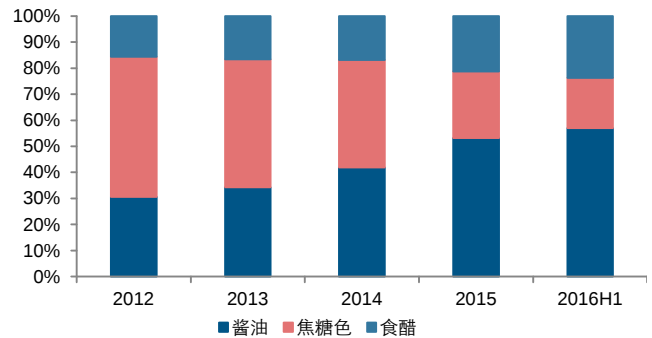
通过对比，公司分业务的毛利贡献中，酱油的毛利贡献最高，2015 年达到 1.15 亿，食醋与焦糖色的毛利分别为 0.46 亿元与 0.55 亿元。2016 年上半年酱油、食醋、焦糖色毛利贡献分别为 0.77 亿元、0.32 亿元、0.26 亿元。

图 4：公司分业务收入占比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5：公司分业务毛利占比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

调味品：产品差异化定位，塑造高端调味品典范

行业竞争格局：整体“一超多强”，区域化分布显著

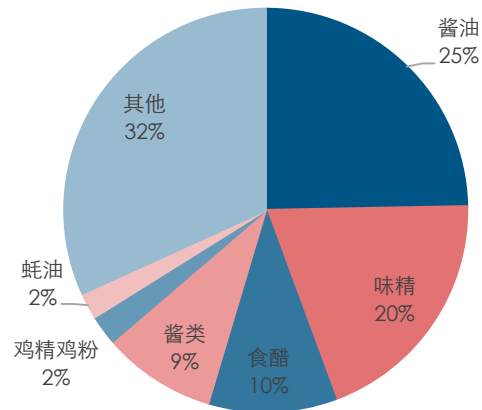
目前，我国酱油行业的竞争格局分为三个层次，一是全国性品牌，如海天味业、李锦记等，市场区域覆盖全国多个省份，品牌全国化基础强，渠道与营销策略成熟；二是地方性强势品牌和外企品牌，如四川的千禾、广东的致美斋、湖南的加加、北京的和田宽等，外资品牌则以统万、亨氏等为代表，以区域性市场为主；三是小规模工厂或家庭作坊，一般采取自产自销，产品价格相对低廉，主攻农村、乡镇等下线市场。

整体而言，调味品市场目前仍处于“大市场，小公司”的格局，即使存在海天的这样全国性调味品龙头，但其市场占有率依然较低，海天酱油业务仅占整体酱油市场规模的15%左右，但酱油目前已是调味品里品类化最成熟，产品化最标准的，而其他品类产品分散度更加严重。

因此，整个调味品市场仍处于较为分散的格局，这主要由于中国饮食市场显著的地域性与多元化等特征造成的，同时调味品的消费结构多元化，并具有显著的差异化。**综上所述，整个调味品行业集中度低，区域分化情况显著，基本形成“一超多强”的竞争局面，但对于区域性企业而言仍有较多的品类与空间红利去开发与成长。**

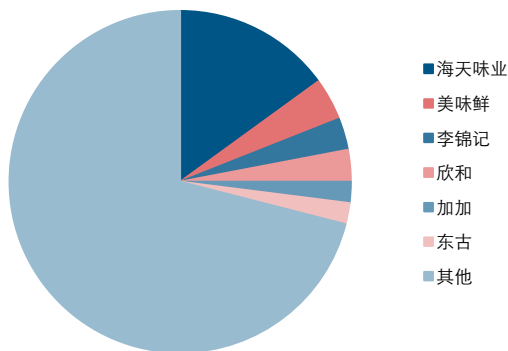
随着我国市场经济的逐步成熟与完善，市场竞争势必进一步激烈，而这种竞争最终都会归于品牌与渠道的竞争，因此品牌与渠道的竞争也日趋白热化。

图 6：我国调味品消费结构



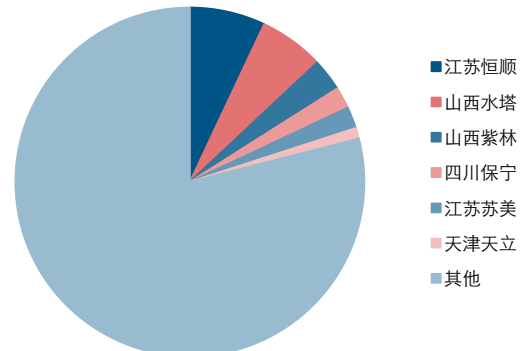
资料来源：中国调味品协会，长江证券研究所

图 7：中国酱油市场份额情况



资料来源：公开资料整理，长江证券研究所

图 8：中国食醋市场份额情况



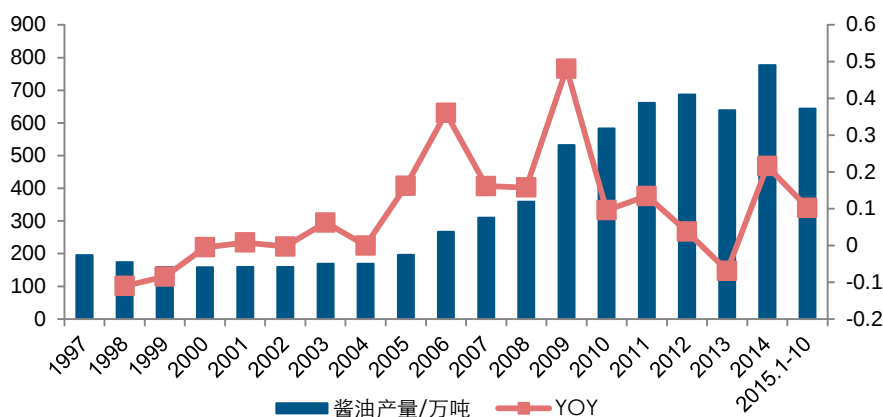
资料来源：公开资料整理，长江证券研究所

相对而言，酱油品类是目前调味品市场中发展最为成熟的品类，市场规模也是最大，但我们认为酱油的量能增长红利正在逐步削弱，并且伴随着近几年各大企业纷纷扩产，市场也面临着巨大的产能释放压力，这也导致酱油市场潜在发展空间被提前透支，而竞争强度却在逐步加剧。

我们认为，未来随着各大调味品企业上市后资本红利带来的扩产释放效应，酱油的发展模式将逐步从生产端主导（卖方市场，粗放式增长，放量抢占市场与渠道）进入到终端消费拉动（买方市场，消费者选择决定，消费升级主导）的阶段，对于调味品企业尤其区域性企业来说如何顺应与符合未来消费趋势的变化尤为重要。

因此，区域性调味品企业走出适合自己的差异化发展道路，有效避免与龙头企业产生直接竞争，实现弯道超车，也是保证企业能够屹立于竞争市场中不倒的不二之选。

图 9：近几年的国内酱油产量情况



资料来源：Wind, 长江证券研究所

差异化定位，打造高品质调味品第一品牌

千禾专注聚焦于调味品领域，其现有产品体系以酱油、醋等传统调味品为主，虽该领域已有海天、李锦记、厨邦、加加等全国及区域性强势品牌，但千禾仍具有自身的相对优势与特点，以“健康”与“零添加”为产品理念，在红海竞争中创造蓝海，有望在传统调味品领域走出自己的差异化成长道路，打造高品质调味品第一品牌。

首先，从产品端角度考虑，我们认为，千禾产品的核心竞争力体现在产品定位以及酿造工艺等方面。

➤ 自然环境赋予优良的酿造条件

公司地处北纬 30° 的四川省眉山市境内，位于成都平原西南部，岷江中游和青衣江下游的扇形地带，两岸以平原和河流冲积平坝为主，年平均气温 17.1℃，年平均降雨量大于 1000 毫米，气候温和，雨量丰沛。地理位置优势突出，气候温和湿润，是天然发酵场。

而眉山也是苏东坡的故乡，“千禾” LOGO 二字就源于苏东坡书法集字；“千禾”一词，就来源于千般美景道不尽，禾草珍珠透心香这一诗句。

酿造水源来自于岷山雪域高原之水，纯净甘甜。而原料采用优质非转基因粮食，产自“绿色粮仓”黑龙江松嫩平原。井盐采自地下深井，远古地质运动之结晶，天然无污染。

由于酱油、食醋酿造受到水源、气候等方面的影响，特别是优质酱油和食醋产品的酿造对自然环境有较高要求。因此，优良的自然环境、湿润的气候、优质的水源为高盐稀态酿造工艺提供了良好的外部环境。此外，冬无严寒，夏无酷暑，无霜期长，少霜雪的气候条件全年均适宜酱油、食醋的酿造生产。

我们认为，公司采用的是高盐稀态的酿造工艺，加上适宜的地理气候环境，保障酿造出优质的调味品。但需要注意的是，与目前主流酱油企业采用的传统广式酱油晾晒工艺不同的是，公司采用的是低温发酵技术，将古法酿造与智能设备至臻融合，这也保证公司的产品品质更加标准化与稳定性。

图 10：公司所处自然环境



资料来源：公司官网，长江证券研究所

➤ 零添加系列为主打，产品体系偏向中高端

公司目前以“零添加”系列调味品为核心主打产品，零添加系列产品现阶段成长速度较快，产品占比最高，成为公司实现快速发展的主要引擎。与其他调味品企业不同，公司整个产品体系偏向中高端（省内区域高端、中低端产品收入大约各占一半），平均零售价格也相对较高，强化自身在中高端调味品领域的产品定位与心智占领，力图打造高品质健康调味品第一品牌。

我们认为，随着未来消费者健康意识与潜在需求的不断提升，公司以零添加为特色主打的产品，更加符合未来消费升级的趋势，具有长期发展潜力。而相比于其他快消品，酱油、醋等传统调味品由于单次购买后使用时间相对较长，使用频率相对较低，因此其价格敏感度也相对较低，未来整个调味品的价格中枢会逐步缓慢上移。

目前千禾核心酱油产品头道原香价格带位于 15~30 元之间，而目前市面上主流的酱油产品的价格带多位于 6~10 元之间。同时，公司的有机产品价格更是达到 40 元以上，但增长速度很快。公司醋的产品价格带位于 7~27 元之间。

虽然目前公司整体产品价格带相对偏高，但我们看好公司的产品价格策略与定位，未来随着酱醋类调味品消费跨入“10 元时代”，公司抢占消费升级后的价格带，塑造高端的品牌形象，长期竞争力有望逐步凸显。同时，面对近几年整体酱油行业产能释放的现状，未来价格战或许不可避免，因此避开主流竞争价格带，卡位中高端消费市场，走差异化路线反而成为较为明智的选择。

图 11：公司现有产品一览



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司目前主力的产品主要包括：头道原香，千禾有机，千禾窖醋，千禾料酒等。

由于公司调味品中酱油主要采用低温长时间高盐稀态发酵工艺、食醋主要采用窖藏工艺，导致公司在制品期末余额相对较大，导致公司的存货周转率相对较低。

表 1：千禾主打产品体系及价格

产品系列	产品名称	规格	价格/元
千禾有机	千禾有机酱油	500ML	45.8
	千禾有机醋	500ML	45.8
头道原香	头道原香180天	500ML	15.8
	头道原香280天	500ML	19.8
	头道原香380天	500ML	28.8
千禾窖醋	千禾窖醋2年	500ML	7.0
	千禾窖醋3年	500ML	10
	千禾窖醋5年	500ML	12.8
	千禾窖醋6年	500ML	17.8
	千禾窖醋10年	500ML	28.8
千禾料酒	千禾15°糯米料酒	500ML	17.8
	千禾烹饪料酒	500ML	6.8
	千禾五香料酒	500ML	7.8
	千禾姜葱料酒	500ML	7.8

资料来源：千禾天猫旗舰店，长江证券研究所

相比于其他调味品品牌，千禾的营销与广告则更为突出其“美味”与“健康”的概念，以产品本身为宣传载体，回归产品本质与特色，倡导健康向上的生活理念，着力塑造其“零添加”的高端品牌形象。

图 12: 公司酱油宣传语“给家人吃不加味精的酱油”



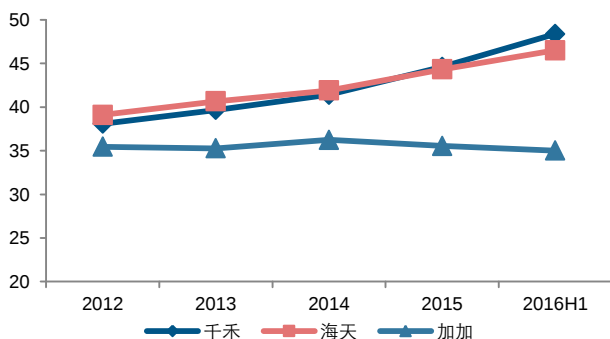
资料来源: 天猫, 长江证券研究所

➤ 产品吨价与毛利率仍有潜在提升空间

以酱油为例, 目前公司的毛利率水平已经略超过海天, 而在规模效应上公司与海天明显不在一个级别上。同时比较吨价发现, 2015 年公司酱油吨价为 5065.64 元, 而海天酱油的吨价为 5000.23 元, 仅略高于海天, 我们认为这与公司现阶段处于全国化初期阶段现状相符, 一方面省内市场收入占比依然较高, 省内中低端产品约占比各为一半, 另一方面公司给予省外经销商相比于其他调味品企业更高的渠道利润, 以利于其初期的市场开拓, 预计后期会逐步递减。

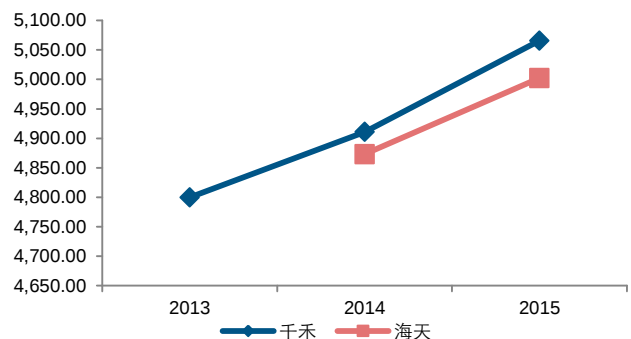
我们认为, 公司未来吨价与毛利率仍有较大的潜在提升空间: 一方面, 随着新增产能的释放, 生产技术水平与规模效应的不断提升, 成本控制加强, 盈利能力有望进一步增强; 另一方面, 随着公司省外市场的拓展, 以及产品结构的不断升级, 中高端产品占比有望进一步提升, 会带来公司平均吨价的不断提升。**公司 2016 上半年酱油的毛利率水平达到 48.37%, 已经超过同期海天酱油的毛利率水平。**

图 13: 公司与竞争对手酱油毛利率情况对比 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 14: 公司与海天的酱油吨价情况



资料来源: Wind, 长江证券研究所

深耕西南拓展全国，餐饮电商逐步发力

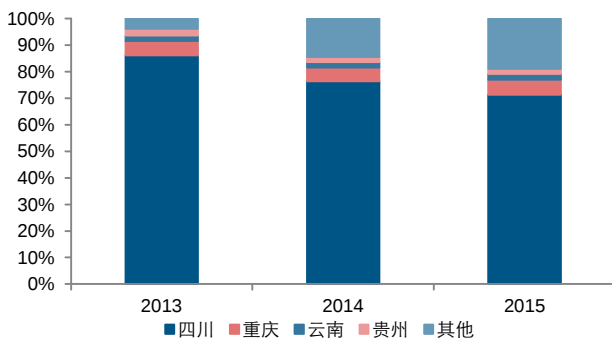
公司已在西南省份品牌运作沉淀达到 10-20 年，特别是在四川、重庆两地的市场占有率已进入行业前列。西南调味品竞争格局仍处于低势能阶段，产品同质化较为严重，仍以价格战为主，目前市面上的主流品牌包括海天、李锦记、千禾、重庆黄花园等。

目前整个西南调味品市场消费结构相对较低，消费频次不高，公司在西南市场整体产品结构中低端与高端产品各占比一半，这也是导致公司整体产品均价（出厂价）相对不高的主要原因。未来公司将继续巩固并提升公司高品质、健康调味品的品牌形象，并引导、促进调味品消费结构升级，扩大毛利率较高的中高端产品的收入占比。

整体而言，相对于华东华南市场，西南市场调味品行业整体竞争程度较弱，也给予公司更为宽裕的空间去发展，公司区域性竞争优势凸显，大本营市场较为稳固，这也是公司区别于其他调味品企业较为关键的一点（强势品牌海天、厨邦等核心市场在东南区域）。目前而言，西南市场仍为公司调味品整体收入的最大区域，2016H1 收入达到 1.89 亿元，占比达到 80.59%，同比增长 23.97%。

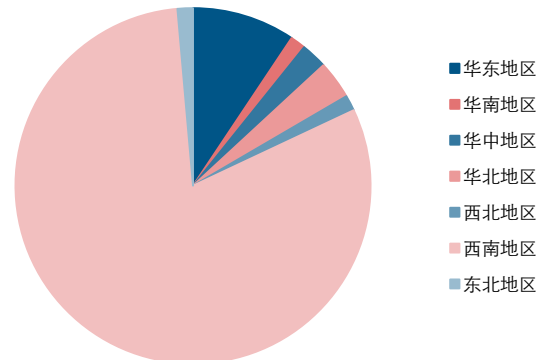
目前公司在西南市场采用的是类似深度分销的模式，公司在西南地区分区域设置了销售办事处，对县域经销商进行指导和管理，协助经销商进行终端基础提升、促销推广等营销活动。目前经销商层级已经下沉至乡镇，未来公司仍将继续加强西南市场领域的深耕，并实现经销商的动态调整，加强空白与薄弱区域的开发。我们认为，未来随着省内人均收入的提升，调味品消费结构的逐步升级，公司省内产品消费结构有望逐步提升，并带动整体盈利能力的提升。**草根调研显示，目前公司西南市场的经销商毛利率大约为 20%-25%，商超渠道的毛利率大概为 30%-35%。**

图 15：公司近几年其他区域销售快速增长



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 16：公司调味品收入结构（2016H1）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

现阶段公司西南以外地区主要以一线城市、省会城市为主，地县级城市为辅开发商超型经销商，之后渠道覆盖将逐步下沉，实现全国化的初步布局。

由于前期广告促销费用及人员成本投入较大，2015 年华东市场仍然亏损，但随着市场规模逐步放大，费用投入会逐步缩小，2016 年一季度华东市场已经开始实现盈利。**华东市场 2016 年上半年调味品收入规模约为 2200 万，同比增速达到 35.23%。草根调研显示，公司目前在上海商超市场份额已经做到第 4 名，前 3 名分别是海天、欣和、李锦记。目前公司华东市场的主力产品为零添加系列，最大单品为 180 天零添加酱油，而有机酱油增长速度最快。**

公司从 2013 年下半年开始拓展华东市场，负责华东市场（上海、江苏、浙江、安徽）的商超型经销商上海汇鲜堂的销售金额大幅增加，2015 年对其销售收入达到 3345.01 万元，占调味品总体销售达到 9.62%，是目前公司第一大调味品客户。

表 2：2015 年公司调味品销售前五大客户

单位名称	销售方式	销售收入	占调味品销售收入比例
上海汇鲜堂食品销售有限公司	经销	3,345.01	9.62%
永辉物流有限公司	直销	1,800.31	5.18%
沃尔玛（中国）投资有限公司	直销	1,067.49	3.07%
天府新区成都片区煎茶红蚂蚁食品配送部	经销	452.67	1.30%
简阳市简城镇剑南春专卖店	经销	423.85	1.22%
	合计	7,089.33	20.39%

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

继上海市场后，公司于 2016 年进入北京市场，作为进入华北市场的切入口，目前北京经销商大约 6-7 家。由于北京市场处于前期布局期，目前属于初期投入阶段，还未实现盈利。2016 上半年华北市场调味品收入规模约为 815 万元，同比增长 259.14%，增速较快，但基数仍然较小。

因此，公司以零添加核心优势产品作为突破口，高举高打抢占上海、北京等一线城市，实现华东、华北等省外区域市场高速增长，强化一线城市的品牌旗帜作用，同时加快省会城市、重点地级城市现代卖场的推广，形成自上而下的品牌扩张。

我们认为，千禾前期未能有效地实现全国化扩张，一方面由于品牌积累不够，在全国知名度不够高，另一方面也受制于产能的限制。随着华东、华北市场的逐步渗透以及其他区域的拓展，中高端品牌形象不断树立，公司全国化布局有望进入爆发成长阶段，省外市场的不断拓展以及产品渗透率的不断提升，将带来公司产品收入规模的快速成长。

➤ 经销为主直销为辅，渠道划分逐步细化，进一步拓展电商餐饮渠道

整体而言，公司现阶段销售结构仍然以经销为主，直销为辅。随着公司销售规模的不断扩大，销售渠道的划分与拓展也逐步细化与多元化，在原有的商超、流通等渠道基础上，积极开发餐饮、电商等渠道，成为公司潜在增长亮点。

公司的调味品营销网络总体上是采用经销商模式由川渝地区、西南地区向全国市场逐步发展起来的。四川吉恒负责西南地区的 KA 超市、主要地方连锁超市等现代渠道的销售，其他经销商负责各自区域和渠道内的销售。

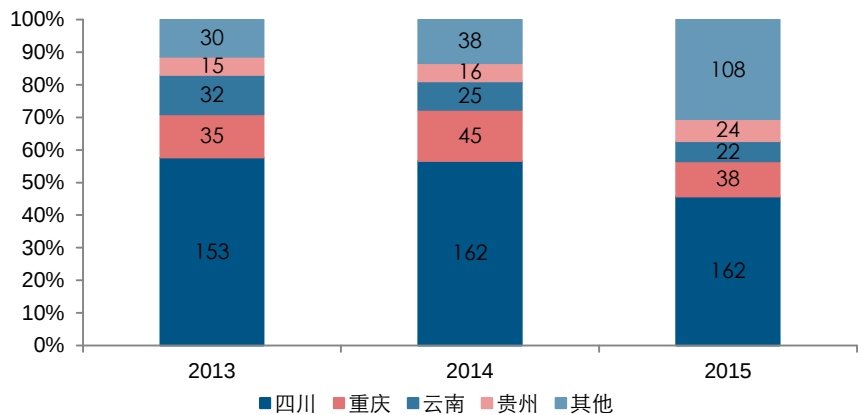
公司于 2012 年 2 月收购四川吉恒后，形成了西南地区现代渠道由公司直营、西南地区其他渠道及其他地区通过经销商经销相结合的销售模式。

在调味品营销方面，公司确立了拓宽公司现有的营销网络和公司调味品的市场覆盖范围、并用 2-3 年的时间完成全国市场布局的开发战略，为此公司的营销网络从深度和广度两个层面上开展升级建设：

在成都设立营销管理中心,进一步增强公司的整体营销管理能力;对现有营销网络软硬件实现升级,整合资源,实现对市场的动态管理;在国内重点城市设立办事处,保障对新市场的及时服务和管理,快速推进公司总体发展战略目标。

在营销渠道方面,公司将在巩固既有优势的传统渠道、现代渠道的基础上,积极开发电商、工厂和餐饮渠道,形成多渠道推动市场拓展,提升产品的市场占有率。

图 17: 公司近几年的各区域经销商数量

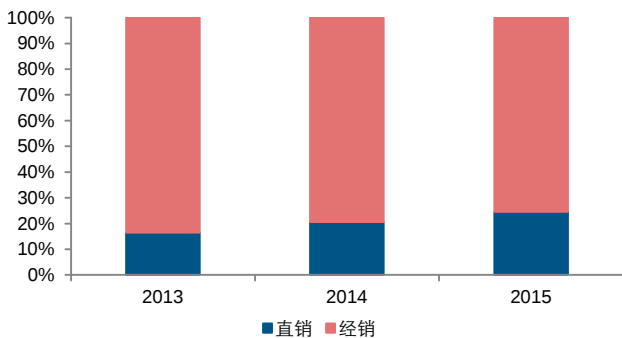


资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

截止去年底, 公司共有 354 家调味品经销商, 通过加强西南以外市场客户开发, 今年上半年, 公司新增调味品经销商 240 家。截止去年底华东区域的经销商数量已经达到 14 家。相较于公司传统优势川渝区域, 近几年其他区域(包含华东区域)的经销商数量成为最大的增量来源, 未来随着全国化的持续推进, 省外区域的经销商数量有望进一步提升。

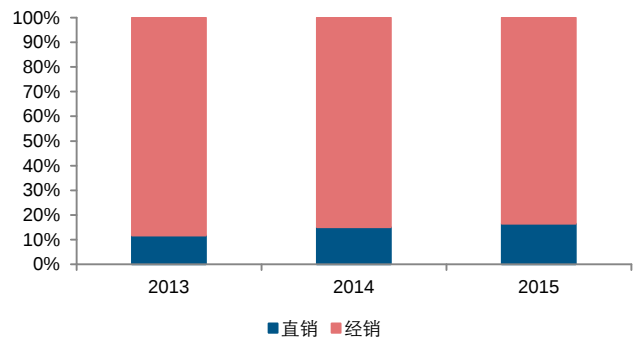
公司的目前销售结构依然以经销为主, 直销为辅。从 2012 年开始, 公司逐步加强对直销渠道的拓展力度, 以及直销商超自身的销售区域拓展, 开展与西南地区主要 KA 超市、地方连锁超市的合作, 酱油及食醋直销收入占比逐年上升。酱油直销收入占比由 2012 年的 16.49% 提升至 2015 年的 24.48%, 食醋直销收入占比由 2012 年的 11.46% 提升至 2015 年的 16.47%。

图 18: 酱油直销与经销收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

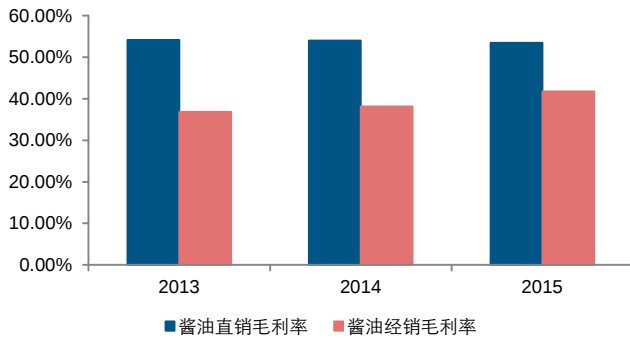
图 19: 食醋直销与经销收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 长江证券研究所

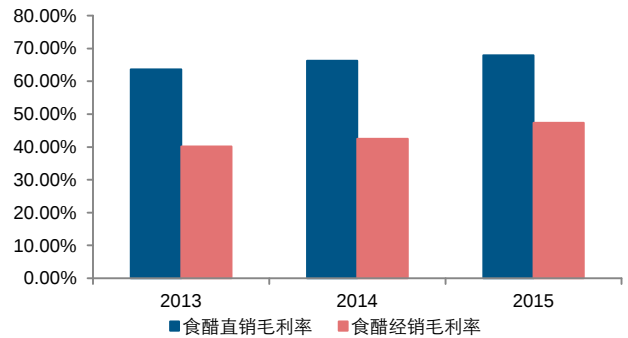
随着酱油及食醋直销收入占比的提升，公司产品毛利率也随之不断提升。由于公司与经销商属于买断经销关系，销售定价相对于直销渠道较低，因此直销渠道占比的近几年持续提升，显著提升了公司的毛利率基准。

图 20：酱油直销与经销毛利率



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 21：食醋直销与经销毛利率



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

同时，公司的渠道结构不断细化与多元化，进一步延伸拓展餐饮及电商渠道：

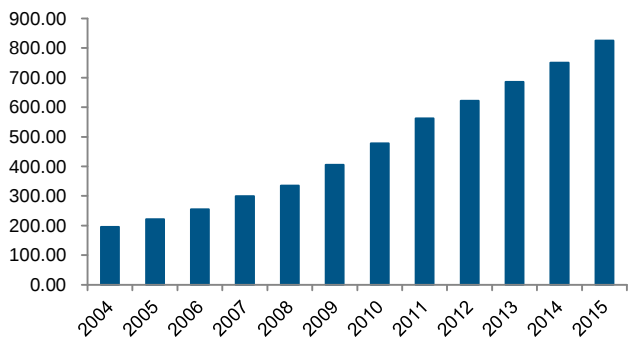
首先，对于省外市场的开拓公司现阶段仍然重点依赖的是商超型经销商，同时随着未来产能的释放，对于渠道以及产品划分的逐步细化，商超、流通、工业、餐饮、电商等多渠道共同发力，经销渠道仍然是公司首选的发展模式。

其次，现阶段公司对餐饮以及电商渠道的重视度不断提升，对于餐饮渠道公司已经设立独立的团队，运作独立的个性化产品线（目前仍以有添加产品为主，与商超渠道产品进行有效区隔），同时继续推进餐饮渠道招商，加强与品牌连锁餐饮企业的合作，引领餐饮渠道产品向零添加升级；由于餐饮渠道相对较为复杂，餐饮和家庭消费的板块做法也有所差异，公司前期将寄力于经销商实现突破。目前公司餐饮板块体量较小，但未来潜在空间非常大。

同时，由于调味品的整体消费渠道结构偏向于餐饮，餐饮渠道占比约达到 60%左右，而海天的最主要收入也是来自餐饮渠道，因此餐饮渠道的开发也将为公司带来新的增量空间。

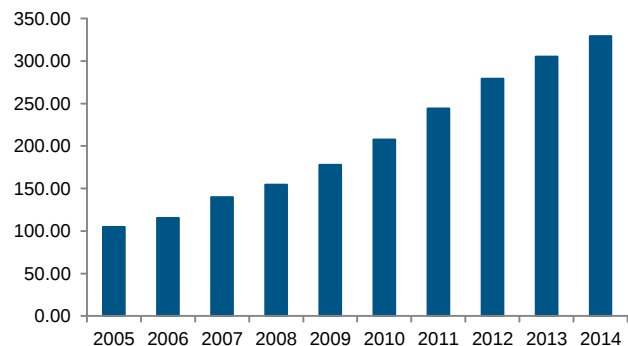
公司规划将围绕川菜，川调，川商等川味餐饮来做，由于四川餐饮业市场规模很大，因此我们认为公司在餐饮领域有巨大的发展潜力与空间。

图 22：四川省住宿及餐饮业 GDP 规模（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：成都市住宿及餐饮业 GDP 规模（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

相比公司传统线下渠道,电商渠道目前相对体量仍然较小,但发展速度较快,全力推进,未来成长前景可期。公司已经组建了专业的电商团队,线上产品销售全面铺开。相对于其他调味品,公司单品平均价格相对较高,物流费用等成本占比也会相对较小,因此更为适宜于电商业态的发展。随着消费习惯的逐步变迁,电商业态的发展也将为公司的未来发展形成有效补充与支撑。公司将继续强化电商业务,利用天猫旗舰店、京东自营的电商平台,灵活开展 B2C、B2B、O2O 销售活动。

图 24: 千禾天猫旗舰店单品销售排名情况 (2016.9.19)

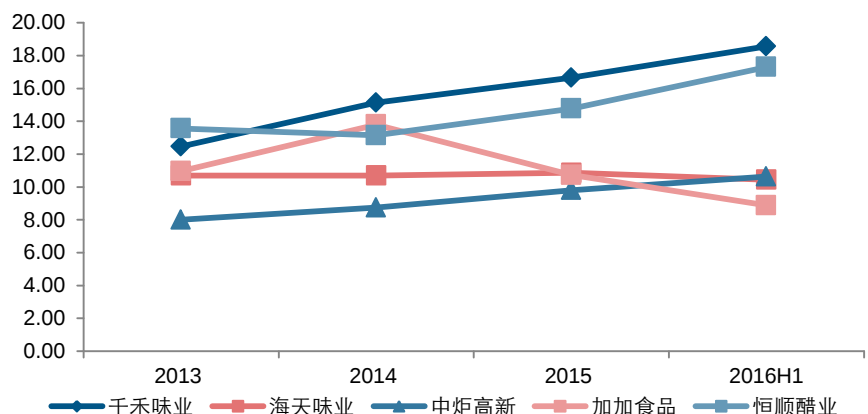


资料来源: 千禾天猫旗舰店, 长江证券研究所

在进行新市场开拓时,公司通常会和经销商共同分担商超入场费等前期费用,并给予推广促销费用支持。未来预计随着上海等华东市场开拓的逐步成熟以及收入规模的上升,费用投放也有望开始逐步递减。

相比于同行业上市调味品公司,公司的经营规模偏小,处于区域性品牌向全国性品牌过渡阶段,因此销售费用投入力度也相对较大。公司 2016 上半年公司销售费用率 18.57%,显著高于同行业其他公司,且近几年呈现明显上升趋势。

图 25: 各上市调味品企业销售费用率情况 (%)

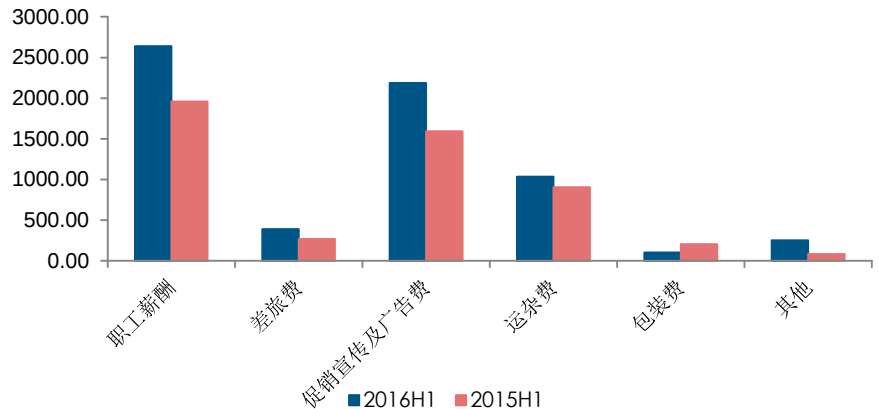


资料来源: Wind, 长江证券研究所

分拆来看,销售费用中职工薪酬、促销费及广告费以及运杂费占比相对较高,主要是由于:一方面,由于公司市场规模扩张的同时,为提高销售人员的积极性根据销售人员完

成情况给予奖励导致销售人员薪酬增加；另一方面，本公司从 2012 年起加大了在调味品上宣传力度，增加广告投入。

图 26：公司的销售费用情况（万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

综上，我们认为现阶段千禾处于全国化的前夕，上海以及北京市场的打造对于中高端品牌形象的设立尤为重要，也是站稳华东市场以及华北市场的关键点。但值得注意的是，各家调味品品牌目前均已推出自己的高端酱油产品，对于千禾来说如何体现出自己的差异化优势并继续巩固自身在中高端调味品的地位至关重要。

同时，在费用投入上，相比其他调味品品牌，千禾的在产品促销层面的支持力度更大，而对空中广告的投放相对较少，做的更多的是线下体验式推广，即地面推广（华东目前商超有大量的导购人员，北京导购人员也在不断增加），以消费者真实体验来作为切入点，打破成熟市场先入为主的格局。

由于目前消费升级的趋势不断强化，高端酱油的需求未来有望逐步爆发，千禾更为专注与聚焦于高端酱油领域，可以更加享受到品牌溢价与行业发展红利。

图 27：其他调味品品牌的高端酱油产品



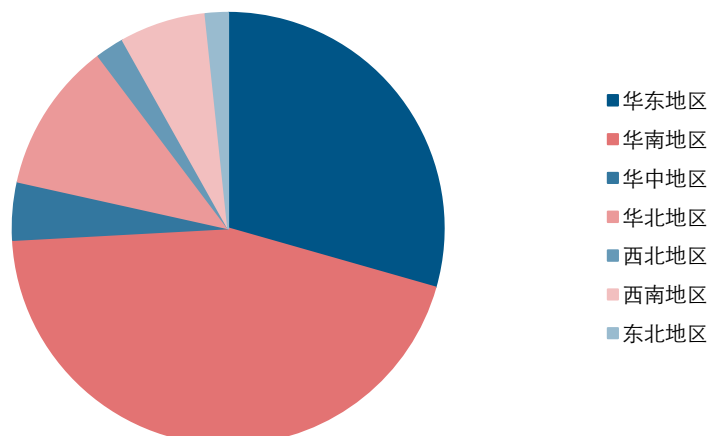
资料来源：天猫，长江证券研究所

焦糖色：巩固酿造焦糖优势，拓展双倍焦糖领域

在焦糖色业务领域，公司业务相对成熟，已经形成了基本覆盖全国的生产和销售网络，未来将继续巩固公司在酿造焦糖色的优势地位，强化研发与创新，并进一步拓展双倍焦糖色应用领域，去年双倍焦糖色的收入近 500 万元，体量较小。公司拥有“恒泰”牌系列焦糖色产品，是国内主要的焦糖色生产企业。

相较于调味品，公司焦糖色全国化基础较强，华东市场、华南市场收入占比较高，2016 年上半年分别达到 0.32 亿元、0.48 亿元，占焦糖色整体收入比例为 29.42%、44.72%。

图 28：焦糖色收入区域结构（2016H1）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

调味品使用的焦糖是酿造焦糖，是一种天然的色素，它是由白砂糖经过工业化让它焦化处理而来，是天然的着色剂。

公司以前的重点是酿造焦糖，国内知名的调味品公司很多都是从公司采购。还有一种是双倍焦糖，主要用在饼干、可乐，烘焙等，目前公司也在积极扩展双倍焦糖的市场。焦糖色虽然是一个小众的添加剂产品，但公司拥有焦糖色研发中心，从 1999 年起做到现在，一直围绕“安全、效果、成本、环保”进行专注的研究。在技术方面，公司实力还是很强的，是国家焦糖色国家标准起草单位之一。

目前行业内做的比较好的竞争对手是爱普。可乐现在用的是进口的焦糖，李锦记以前使用进口的，后来由公司为他们定制。国家的标准是小于 200ppm，公司产品是小于 10ppm，公司是按照欧盟的标准在做。李锦记和公司的合作比较稳定，因为品质比较好。相比而言，进口的焦糖费用比较贵。

表 3：焦糖色领域的竞争对手情况

企业	所在地	成立时间	主营业务
上海爱普食品工业有限公司	上海市	1995 年	食用香精、烟草香精、日化香精、香料、食品配料等
威廉臣配料（上海）有限公司	上海市	1996 年	各类焦糖色产品
山东星光糖业集团有限公司	山东省乐陵市	2004 年	各类焦糖色及酸水解植物蛋白调味液
广西桂平市巴帝食品有限公司	广西桂平市	2007 年	酿造型类焦糖色

限责任公司

资料来源：公开资料，长江证券研究所

但由于近几年焦糖色部分下游产业（如酱油、醋等）产品结构升级趋势显著，这会导致焦糖色整体的潜在使用量面临下降的风险，而考虑公司的整体市场占有率有提升的趋势，因此我们预计未来几年焦糖色收入将保持相对稳定。

扩充调味品产能，打开未来成长空间

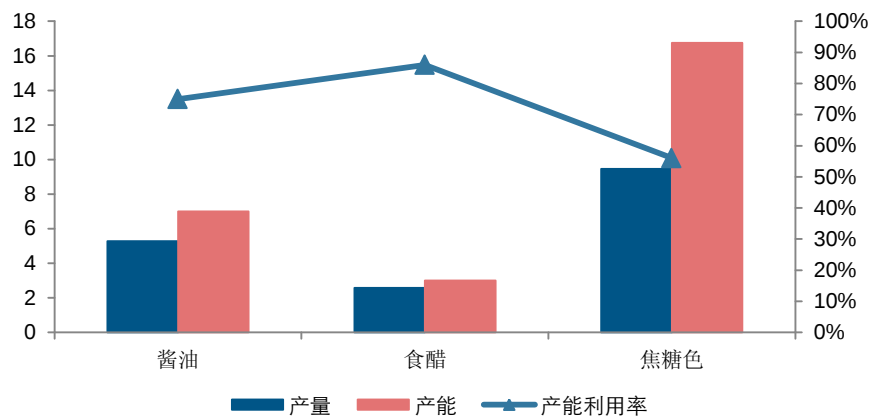
募投产能逐步投放，满足潜在成长需求

目前公司酱油产能 7 万吨，食醋产能 3 万吨，焦糖色 16.75 万吨。以 2015 年产量测算，酱油、食醋、焦糖色产能利用率分别为 75%、86%、56%，酱油及食醋的产能利用率相对较高，焦糖色产能利用率相对较低。

公司酱油产品最初的产能仅为 3 万吨，无法满足市场需求。2010 年公司对原有生产线进行技改与扩建，将产能增至 7 万吨，改扩建项目于 2013 年 11 月全部达产。

但由于产品线的升级导致发酵时间延长的影响，公司现有生产线酱油产品的实际产能降低为 6.16 万吨，2015 年酱油产品的实际产能利用率为分别为 86%，现有产能已经无法充分满足未来公司的快速发展与扩张。

图 29：公司 2015 年产能，及产能利用率情况（万吨）



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

公司本次发行募集资金拟投资于三个项目，分别为年产 10 万吨酿造酱油、食醋生产线项目、市场营销网络升级建设项目及补充营运资金项目。其中，酱油以及食醋的规划新增产能均为 5 万吨，加上现有产能，项目达产后公司的酱油与食醋产能分别达到 12 万吨（实际产能 11.16 万吨，未来随着产品结构升级，实际产能可能进一步下降）与 8 万吨。

表 4：公司 IPO 募投项目简介（万元）

项目名称	项目总 投资	拟投入募 集资金额
年产 10 万吨酿造酱油、食醋生产线项目	22,746.58	22,746.58
市场营销网络升级建设项目	4,027.88	4,027.88

补充营运资金项目

7,108.95

7,108.95

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

公司规划本项目建设周期 2 年，根据目前的建设进度，该项目实施过程中，公司根据原有酱油、食醋产线的产能释放情况、产品市场供需节奏以及资金安排等，对该项目实施进度进行了调整，预计该项目将于 2017 年竣工投入使用。

考虑未来随着新增产能的逐步释放以及全国市场的逐步开拓，我们预计公司调味品业务未来仍能维持相对较快的成长速度。

表 5：新增酱油、食醋产能情况

产品名称	规划产能（吨/年）
酱油（特技、二级、三级）	50,000.00
食醋（总酸4.2~6.0）	50,000.00
合计	100,000.00

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

我们认为，为配合下游客户需求，进一步拓展产品线，预计公司将在合适的时机推出调味品新品。

随着居民收入水平提高和消费结构的不断升级，中高端产品市场需求也随之加大。目前公司重点开发川渝市场，而省外市场的拓展、餐饮等特殊渠道市场的拓展将带来新的增长点，新增产能消化无忧。

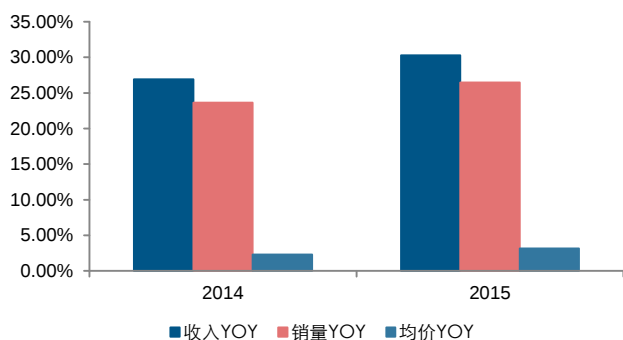
我们认为，公司扩张产能将满足市场产品结构优化、居民消费结构升级带来的潜在需求，提升公司在中高端酱油市场的区域领先地位，将更好的满足不断扩大的市场需求。

产能释放及消费升级，未来量价齐升可期

回顾公司 2014~2015 年的经营发展情况，我们将收入增长情况拆分为销量增长与价格增长，我们发现 2014-2015 年公司主品类酱油、食醋的收入增长中销量增长贡献的权重较大，价格增长贡献的权重相对较小。

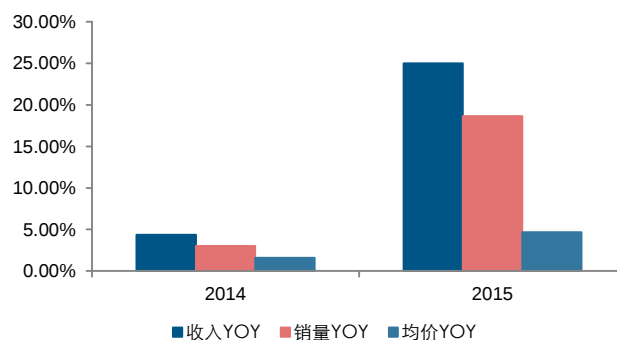
其中，酱油的近两年销量年均增长维持在 25%左右，而价格的增长仅 2%~3%；食醋的销量增长在 2015 年较为明显，达到 18.66%，而价格仅增长 4.67%。

图 30：酱油收入、销量、均价增长情况



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

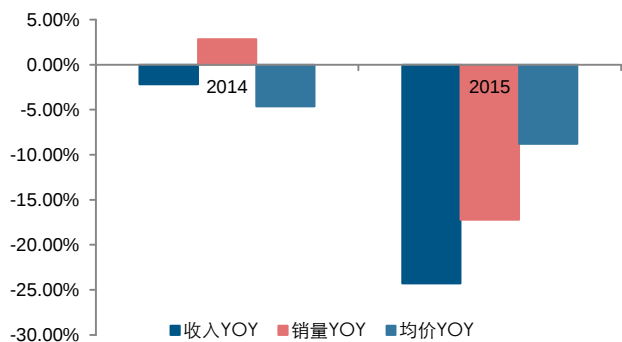
图 31：食醋收入、销量、均价增长情况



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

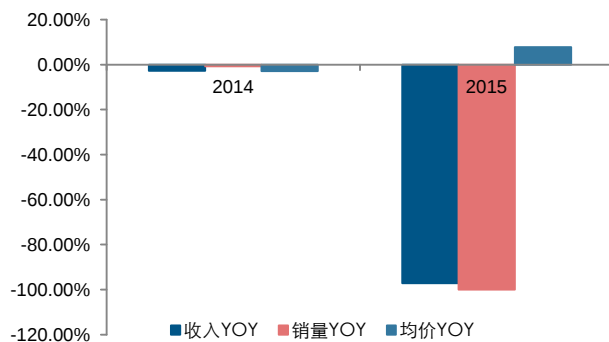
而焦糖色在 2015 年由于受到行业竞争加剧以及海天更换供应商的影响，导致销量与价格均大幅下滑，今年上半年焦糖色业务收入仍然小幅下降；公司目前已经基本退出食用冰醋酸的业务领域，仅采购少量酒精主要用于生产过程中的消毒除菌。

图 32：焦糖色收入、销量、均价增长情况



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

图 33：食用冰醋酸收入、销量、均价增长情况



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

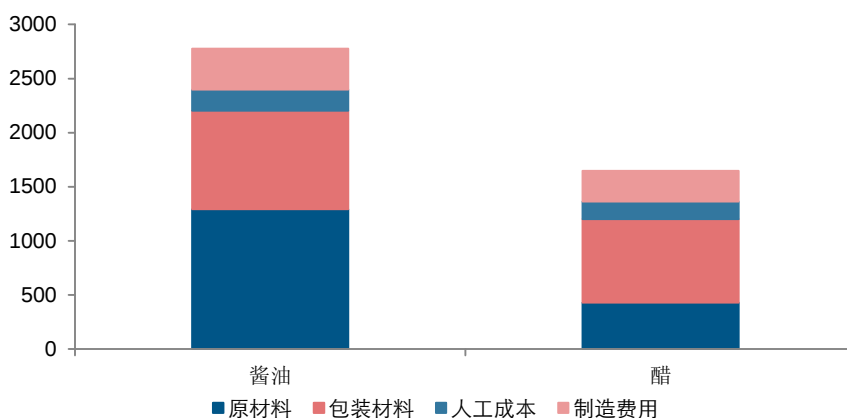
考虑未来消费升级趋势，以及新增产能的逐步投放，我们认为，公司未来将迎来量价齐升的新成长阶段，销量的提升（省外市场拓展以及餐饮渠道扩张）以及价格中枢的提升（产品结构升级，中高端产品占比提升）成为驱动公司未来快速成长的巨大引擎，而价格中枢的提升在公司上市前并未表现的很明显，未来产品结构有望加速升级。

而随着未来消费升级趋势的逐步显现，中高端酱油消费能力将进入爆发成长期，这也将带来公司产品销售均价的快速提升。

➤ 成本构成：以原材料与包装材料为主

公司产品成本构成中，原材料以及包装材料占成本比重相对较大。其中，2015、2014、201 年度酱油生产成本中原材料以及包装材料所占比重分别为 79.37%、76.56%及 74.71%；而食醋生产成本中原材料以及包装材料所占比重分别 72.83%、72.61%及 71.76%。

图 34：2015 年公司酱油以及食醋成本构成情况（元/吨）

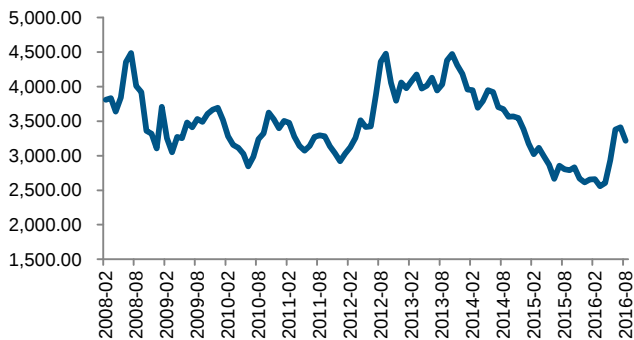


资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

因此，原材料价格的大幅波动会对公司的生产成本产生一定的影响。年初以来，豆粕价格大幅波动，八月份豆粕现货平均价格相比于年初价格已经上涨 21% 左右，因此如果后期豆粕以及白糖等农产品价格继续上行或者大幅波动，则会对公司的原材料成本控制产生一定的压力。

但需要注意的是，公司使用的是食品级的非转基因大豆及豆粕，因此和饲料级的豆粕价格趋势也略有不同。

图 35：豆粕国内现货价格走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 36：白糖国内期货价格走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

外延式拓张预期充足，强化川调领先优势

公司未来将继续强化川调第一股地位，我们认为公司有较强的外延式拓张预期，预计会在合适的时机进行川调的产业间并购，打造川调领域领先优势，预计公司未来的外延式拓张的范畴仍聚焦在调味品领域，但并不排除其他业务领域。

我们认为，调味品品牌具有天然的良好延伸性，品类化与多元化成为大部分调味品企业的选择。一方面有助于加强品牌在调味品领域的认知与地位，另一方面有助于突破单品的成长天花板，降低单一业务的风险。以海天为例，其以酱油产品起家，目前产品品类已经覆盖耗油、料酒、调味酱等，产品品类高度多元化，并塑造多个大单品，多点发力模式较为成功。而实际上，目前厨邦、加加等都在调味品领域不断探索，形成以核心品类为主，其他品类为辅的调味品品类架构。

我们认为未来公司除了专注于酱油、醋等传统调味品领域之外，而其所在的川渝市场川调品类众多，公司有望通过外延式拓张布局其他调味品领域，实现品类的多元化发展，实现协同效应，打造调味品帝国。

盈利预测与估值

盈利预测

分业务预测，我们预计调味品业务 2016、2017 年收入分别达到 4.57 亿元、5.94 亿元，同比增长约 31%、30%；同时我们预计焦糖色业务维持相对稳定，2016、2017 年收入分别为 2.37 亿元、2.25 亿元。因此，公司整体收入今明两年预计达到 7.39 亿元、8.64 亿元，同比增长约 18%、17%，净利润预计达到 0.98 亿元、1.37 亿元，同比增长约 48%、39%。我们预计公司 2016/2017 年 EPS 分别为 0.61 元、0.85 元，同比增长约 48%、39%。

相对估值

我们统计了调味品行业公司的估值，2016 年、2017 年行业估值均值为 36 倍和 30 倍，公司 2016/2017 年对应 PE 分别为 55 倍和 40 倍，估值高于行业均值，但考虑到公司属于次新股，且成长性较好，可适当给予一定的估值溢价。

表 6：可比公司估值水平

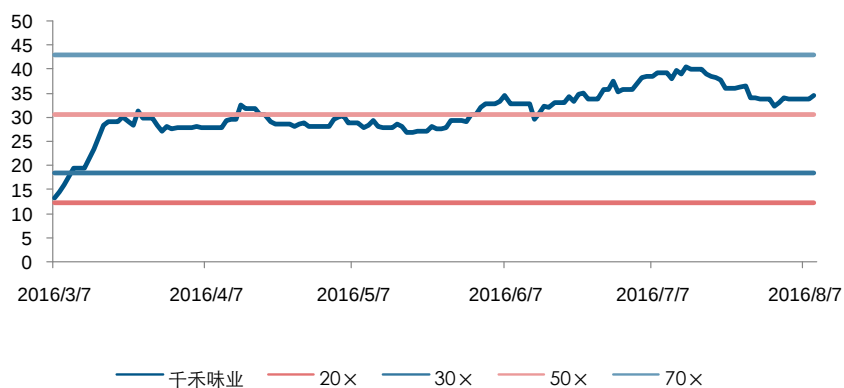
证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	营业收入 2016E(亿元)	营业收入 2017E(亿元)	EPS 2016E(元)	EPS 2017E(元)	PE 2016	PE 2017
002650.SZ	加加食品	80.06	6.95	19.03	21.17	0.14	0.16	49	42
600305.SH	恒顺醋业	67.51	11.20	14.66	16.71	0.26	0.32	44	35
600873.SH	梅花生物	190.85	6.14	125.22	143.49	0.29	0.37	21	17
603288.SH	海天味业	828.92	30.63	127.27	144.29	1.08	1.26	28	24
600872.SH	中炬高新	121.65	15.27	31.98	37.25	0.39	0.48	39	32
行业平均								36	30
603027.SH	千禾味业	54.38	33.99	7.38	8.64	0.61	0.85	55	40

资料来源：Wind，长江证券研究所（股价采用 2016 年 9 月 21 日收盘价）

绝对估值

由于公司上市时间较短，不满一年，属于次新股，市场给予一定的估值溢价，最高估值曾接近 70 倍，近期股价有所回落，当前股价对应 2017 年估值为 40 倍。

图 37：千禾味业历史 PE-BAND 水平



资料来源：长江证券研究所

风险提示：业绩不达预期，行业竞争加剧

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	624	738	864	1001
增长率(%)	-4%	18%	17%	16%
归属母公司所有者净利润(百万元)	66.5	98.1	136.6	177.9
增长率(%)	26%	48%	39%	30%
每股收益(元)	0.554	0.613	0.854	1.112
净资产收益率(%)	14.2%	18.3%	21.6%	23.5%
每股经营现金流(元)	0.46	1.09	1.61	2.05

财务报表及指标预测

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	624	738	864	1001	货币资金	48	74	86	100
营业成本	392	445	500	560	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	232	294	364	440	应收账款	38	45	53	61
%营业收入	37.2%	39.8%	42.1%	44.0%	存货	171	194	218	244
营业税金及附加	4	5	6	6	预付账款	13	14	16	18
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	104	118	130	150	流动资产合计	271	328	374	425
%营业收入	16.7%	16.0%	15.0%	15.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	38	44	50	58	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	6.1%	6.0%	5.8%	5.8%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	7	13	20	18	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.2%	1.8%	2.3%	1.8%	固定资产合计	374	731	774	837
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	46	43	41	39
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	7	0	0	0
营业利润	78	113	159	207	其他非流动资产	28	28	28	28
%营业收入	12.6%	15.4%	18.4%	20.7%	资产总计	724	1130	1217	1328
营业外收支	2	2	2	2	短期贷款	135	458	433	403
利润总额	81	115	161	209	应付款项	60	69	77	86
%营业收入	13.0%	15.6%	18.6%	20.9%	预收账款	12	14	16	19
所得税费用	14	17	24	31	应付职工薪酬	10	11	12	14
净利润	67	98	137	178	应交税费	2	2	2	3
归属于母公司所有者的净利润	66.5	98.1	136.6	177.9	其他流动负债	18	20	23	26
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	236	573	564	551
EPS(元/股)	0.55	0.61	0.85	1.11	长期借款	0	0	0	0
现金流量表(百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2015A	2016E	2017E	2018E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	73	175	257	328	其他非流动负债	21	21	21	21
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	257	594	585	572
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	467	536	632	756
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-61	-430	-160	-212	股东权益	467	536	632	756
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	724	1130	1217	1328
投资活动现金流净额	-61	-430	-160	-212	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2015A	2016E	2017E	2018E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.554	0.613	0.854	1.112
银行贷款增加(减少)	5	323	-24	-31	BVPS	3.90	4.47	3.95	4.73
筹资成本	7	-42	-61	-72	PE	61.31	55.44	39.81	30.58
其他	-27	0	0	0	PEG	1.58	1.43	1.03	0.79
筹资活动现金流净额	-15	281	-85	-102	PB	8.72	7.61	8.61	7.19
现金净流量	-3	25	13	14	EV/EBITDA	50.07	28.95	19.44	15.20
					ROE	14.2%	18.3%	21.6%	23.5%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室（100032）
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。