

华文食品 (003000)

证券研究报告
2020年09月24日

小鱼跃龙门，休食细分龙头彰显强劲产品及运营实力

独特产品口味+稳定渠道运营，打造“A股鱼类零食第一企业”

华文食品于2010年成立，经过多年的行业积累，华文食品已发展成为具有较高知名度的行业龙头企业，在食品加工工艺、自动化、食品安全保障等方面均处于国内领先水平，“风味小鱼”和“风味豆干”两个细分品类占据行业领先地位，旗下“劲仔”、“博味园”成为行业知名品牌。

产品：明星产品劲仔小鱼干打开市场认知，肉干豆干陆续登场，口味咸香麻辣、劲道爽口。源自湖南平江传统风味小吃，改良升级后口味鲜香独特，工艺经典流传。公司坚持品质与安全为先，自主生产，成熟供应链体系支撑公司快速发展。同时，公司注重产品研发创新，助推企业差异化发展。

渠道：公司采用经销为主，直营为辅的销售渠道模式。公司通过新设和完善经销商网络，把控经销商管理考核标准，优化经销商质量，实现了经销模式收入和利润的连续大幅增长。近年来电商直营毛利率稳定维持高位，带动整体盈利能力提升，未来发展潜力十足，将成为新的盈利增长点。

休闲食品行业蓬勃发展，咸味及卤制品细分领域表现突出

消费升级趋势下，休闲食品行业增长前景广阔。休闲零食行业细分子行业众多且差异较大，发展机会众多，深度专业化品牌不断出现。咸味小吃是休闲零食行业下收入规模最大的子行业。咸味小吃由于口味具有一定成瘾性，需求稳定，用户粘性较强。预期未来市场规模稳健增长。

休闲卤制品增速领先，预计2020年销售额达到1235亿元。卤味行业集中度较为分散，仍处于景气周期，预计未来行业集中度会进一步提升，休闲卤制品市场份额逐渐向规模以上企业集聚。

生产端优化升级+品牌端推广及营销系统建设，两位一体助推企业发展

本次募投资金拟用于风味小鱼生产线技术改造、产品品牌推广及营销中心建设。生产线技术改造优化提升产能利用效率，精益求精构建差异化竞争优势。风味小鱼为公司明星主打产品，对于该方面生产工艺的不断专业化升级有利于构建差异化壁垒，打磨提升核心产品力。品牌多渠道全方位推广，优化升级营销网络及物流平台建设。公司拟通过综艺节目赞助、明星代言、新媒体宣传等方式持续进行品牌推广。

盈利预测与投资建议

随着公司品牌营销力度加强及生产工艺改造，预计2020/2021/2022年公司营业收入为10.27/11.82/13.21亿。我们根据行业平均水平给予公司2020年55倍估值，对应目标价为18.2元。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示：食品安全质量风险、产品单一的风险、市场竞争加剧的风险、存货规模较大的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	804.91	894.83	1,027.02	1,181.88	1,321.31
增长率(%)	4.99	11.17	14.77	15.08	11.80
EBITDA(百万元)	128.03	132.68	133.36	159.54	194.54
净利润(百万元)	115.13	118.41	130.04	148.92	175.79
增长率(%)	52.17	2.85	9.82	14.52	18.05
EPS(元/股)	0.29	0.30	0.33	0.37	0.44
市盈率(P/E)	40.48	39.36	35.84	31.29	26.51
市净率(P/B)	8.03	7.23	5.72	4.84	4.09
市销率(P/S)	5.79	5.21	4.54	3.94	3.53
EV/EBITDA	0.00	0.00	31.27	25.70	20.13

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	14.1元
目标价格	18.2元

基本数据

A股总股本(百万股)	400.01
流通A股股本(百万股)	40.01
A股总市值(百万元)	5,640.14
流通A股市值(百万元)	564.14
每股净资产(元)	1.97
资产负债率(%)	14.97
一年内最高/最低(元)	14.10/6.02

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 独特产品口味+稳定渠道运营，打造“A股鱼类零食第一企业”	4
1.1. 源自地方传统风味，十年不断深耕	4
1.2. 股权结构较为分散，主要集中于创始人与佳沃农业两方	4
1.3. 产品：明星产品小鱼、豆干深入人心，领先生产、研发实力为发展奠基	5
1.3.1. 风味小鱼及风味豆干传承地域特色，产品结构逐渐均衡	5
1.3.2. 自主稳定生产，研发创新打造差异化产品实力	6
1.4. 渠道：经销模式支撑营收，电商直营拓宽利润	8
1.4.1. 经销商广泛均衡布局，精细化管理支撑营收持续增长	8
1.4.2. 电商直营加深市场终端渗透，提供毛利率增长空间	10
2. 休闲食品行业蓬勃发展，咸味及卤制品细分领域表现突出	11
2.1. 消费升级拉动休闲食品行业快速增长，细分领域优质品牌层出不穷	11
2.2. 咸味零食市场规模占比大，未来增长可期	13
2.3. 休闲卤制品行业增速领先，预计未来行业集中度将进一步提升	13
3. 生产端优化升级+品牌端推广及营销系统建设，两位一体助推企业发展	14
4. 财务分析	15
4.1. 营业收入及归母净利润稳定逐年上涨	15
4.2. 盈利能力良好，风味小鱼，风味豆干毛利率较为稳定	17
4.3. 应收账款周转率近年来下降明显，营运能力增强	18
5. 盈利预测及投资建议	20

图表目录

图 1：公司立足于传统风味休闲食品行业不断深耕	4
图 2：截至招股说明书披露日，公司股权结构较为分散	4
图 3：公司拥有鱼干、肉干、豆干、魔芋等多种产品	5
图 4：平江火焙鱼	5
图 5：平江酱干	5
图 6：公司风味小鱼产品占比下滑，其他产品占比上升	6
图 7：风味豆干营收同比增长率不断攀升	6
图 8：风味小鱼生产流程	6
图 9：风味豆干生产流程	6
图 10：公司产品产销率呈不断攀升趋势	7
图 11：公司研发费用逐年提升	7
图 12：经销模式收入占比达 90%以上	8
图 13：经销模式毛利占比高，增长快	8
图 14：经销商区域分布较均衡	9

图 15: 经销商数量基本稳定 (家)	9
图 16: 经销收入逐年上升 (万元)	9
图 17: 公司新增经销商业绩占比提升, 贡献突出	9
图 18: 直营模式收入占比较小, 收入波动较大	10
图 19: 电商为直营模式主要渠道	10
图 20: 直营模式毛利率显著高于经销模式	10
图 21: 电商直营拉动整体盈利能力	10
图 22: 劲仔入驻天猫超市	11
图 23: 劲仔开通阿里巴巴诚信通店铺	11
图 24: 2014-2019 我国居民人均消费及增速	11
图 25: 2013-2020E 中国休闲食品市场规模及增速	12
图 26: 各细分领域出现众多优质公司	12
图 27: 2020 年咸味小吃市场规模超过 500 亿元, 占比 27%	13
图 28: 预计未来咸味小吃市场将持续稳健增长	13
图 29: 2015-2020E 中国休闲食品市场各细分品类市场中休闲卤制品增速 (亿元)	14
图 30: 2013-2020E 中国休闲卤制品零售额稳定上升 (亿元)	14
图 31: 2014 年来休闲食品行业集中度(CR3)不断提升 (%)	14
图 32: 公司产能利用程度不足	15
图 33: 劲仔赞助芒果 TV 综艺《野生厨房》	15
图 34: 劲仔聘用汪涵、邓伦为历任代言人	15
图 35: 营业收入连年上升 (万元)	16
图 36: 归母净利润稳定增长 (万元)	16
图 37: 风味小鱼、风味豆干占营业收入的 90%以上	16
图 38: 销售渠道以经销模式为主	16
图 39: 风味小鱼应收规模较大 (万元)	17
图 40: 其他品类增速较快	17
图 41: 主营业务综合毛利率略有下降	17
图 42: 风味小鱼, 风味豆干毛利率较为稳定	17
图 43: 销售费用率占比较高	18
图 44: 公司净利率稳定上升	18
图 45: 存货周转率略有下降 (次/年)	18
图 46: 应收账款周转率降幅明显 (次/年)	18
图 47: 公司经营活动现金流充裕 (万元)	19
表 1: 营业收入业务拆分预测表	20
表 2: 成本费用预测表	20
表 3: 可比公司估值	20

1. 独特产品口味+稳定渠道运营, 打造“A 股鱼类零食第一企业”

华文食品于 2010 年成立, 主要生产与销售风味鱼制品、风味豆制品、风味肉制品等系列产品, 拥有岳阳、平江两大生产基地, 占地面积达 300 亩。经过多年的行业积累, 华文食品已发展成为具有较高知名度的行业龙头企业, 在食品加工工艺、自动化、食品安全保障等方面均处于国内领先水平, “风味小鱼”和“风味豆干”两个细分品类占据行业领先地位, 旗下“劲仔”、“博味园”成为行业知名品牌。

1.1. 源自地方传统风味, 十年不断深耕

公司立足于传统风味休闲食品行业, 十年来不断深耕。企业创始人周劲松先生于 1989 年涉足休闲食品行业, 至今已坚守三十载。2010 年公司于湖南省岳阳市平江县创立, 十年来精耕细作鱼类零食行业; 2016 年平江生产基地投产, 公司是具备自动化生产实力及标准化稳定供应链水平的自主供应企业。2020 年 6 月 4 日, 公司 IPO 顺利过会, 即将成为“A 股鱼类零食第一股”。

图 1: 公司立足于传统风味休闲食品行业不断深耕

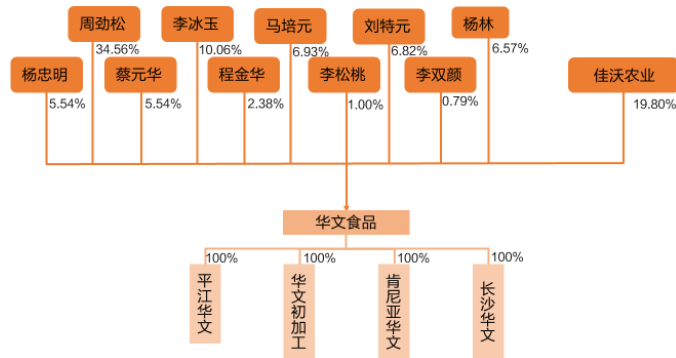


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

1.2. 股权结构较为分散, 主要集中于创始人与佳沃农业两方

公司成立以来多次增资, 股权主要掌握在周劲松夫妇及佳沃农业两方。截至招股说明书披露日, 华文食品共经历 7 轮增资和 5 轮股权转让, 并于 2016 年 11 月获得联想控股集团旗下佳沃集团战略投资 3 亿元人民币。截至招股说明书披露日, 在股权结构上, 除佳沃农业外, 其余股东均为自然人股东, 第一大股东为公司创始人周劲松先生, 持股比例为 34.56%, 实际控制人为周劲松与李冰玉夫妇, 合计持股 44.62%; 佳沃农业持股 19.80%, 为第一大机构股东。佳沃集团创立于 2012 年, 是联想控股旗下的现代农业和食品产业投资平台, 目前已经在饮品、水果、动物蛋白、生鲜半成品和品牌包装食品等领域建立了领先的全球化产业平台, 已投资佳沃鑫荣懋、KB Food、丰联集团、酒便利等优秀企业。

图 2: 截至招股说明书披露日, 公司股权结构较为分散



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 产品：明星产品小鱼、豆干深入人心，领先生产、研发实力为发展奠基

1.3.1. 风味小鱼及风味豆干传承地域特色，产品结构逐渐均衡

明星产品劲仔小鱼干打开市场认知，肉干豆干陆续登场，口味咸香麻辣、劲道爽口。公司以风味小鱼、风味豆干等传统风味休闲小吃为主打产品，旗下拥有“劲仔”及“博味园”两个品牌，产品品类主要包括鱼干、肉干、豆干、魔芋、素肉等。其产品口味多样，包括麻辣、香辣、卤香、酱汁等，口味研发调制受到消费者广泛欢迎。包装规格多为 10g 左右的小包制，便于保存、携带、食用，是口袋零食的不错选择。

图 3：公司拥有鱼干、肉干、豆干、魔芋等多种产品

产品系列	鱼制品	肉制品	豆制品	其他
产品品名	劲仔小鱼 博味园小鱼	劲仔手撕肉干	劲仔豆干 博味园豆干	劲仔魔芋
产品图片				
产品口味	麻辣味、香辣味 卤香味、糖醋味 酱汁味 魔鬼椒味 椒麻香味	麻辣味 香辣味 盐焗味 酱汁味 糖醋味	麻辣味 香辣味 甜辣味、甜麻味 盐焗味、烧烤味 五香味、泡椒味 酱香味	川香麻辣味 红油香辣味 火爆山椒味 飘香烧烤味

资料来源：公司官网，天风证券研究所

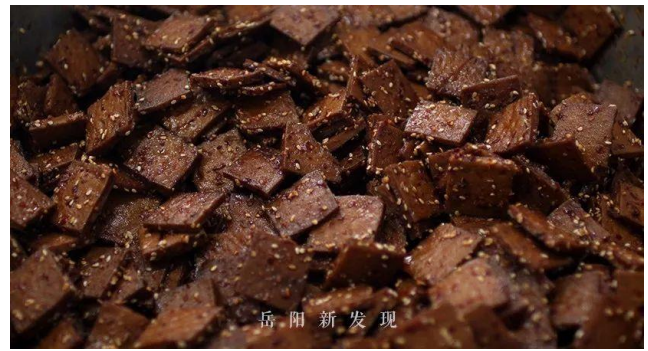
源自湖南平江传统风味小吃，改良升级后口味鲜香独特，工艺经典流传。华文食品地处湖南平江地区，产品源于当地特色小吃平江火焙鱼及平江酱干。平江火焙鱼将小鱼以谷壳、花生壳、桔子皮、木屑等在火上薰烘焙干而成，集活鱼的鲜、干鱼的爽、咸鱼的味于一体；平江酱干历史悠久，味道独特醇美，口感耐嚼爽口。公司以当地特色美食为灵感，经过多年制造工艺及调味口感的改良升级，协调传统风味与大众喜好，兼具传统技法精髓与现代工艺水准，推出了风味小鱼和风味豆干两大系列产品，得到消费者众多好评。

图 4：平江火焙鱼

图 5：平江酱干



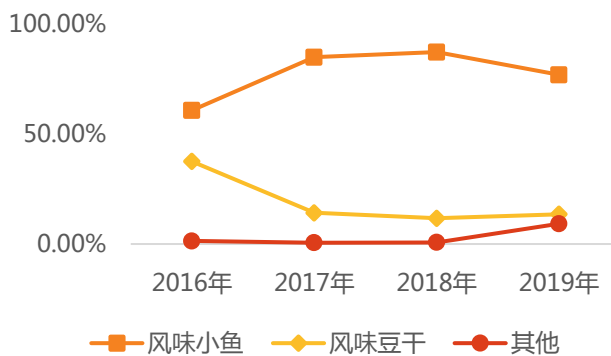
资料来源：天猫旗舰店，天风证券研究所



资料来源：《拾味岳阳》纪录片，天风证券研究所

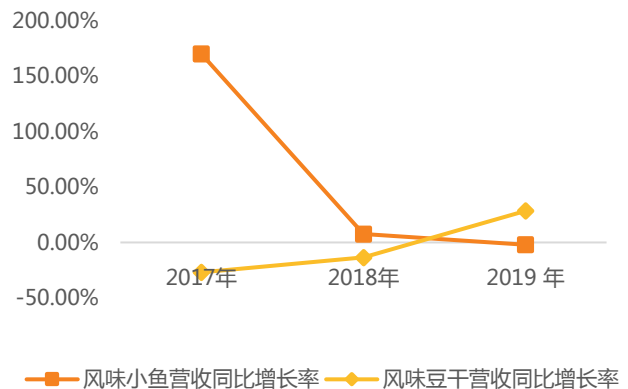
公司过去产品结构依赖单类产品，目前正不断平衡优化，向多品类过渡。公司产品口味具有可复制性，“口味+”模式可以向其他食材类目延展。公司目前产品结构中以风味小鱼为主，截至 2019 年，公司风味小鱼营收占比为 77.17%，风味豆干占比 13.60%，两者合计占比超过九成。2017 年以来，公司风味小鱼产品占比呈下降趋势，风味豆干、其他类产品占比呈上升趋势，其中其他类产品 2019 年营收占比相较于 2018 年提升 8.53pct。各产品营收同比增长数据也可以体现这一趋势。2019 年风味豆干营收额同比增长达 28.41%；其他产品由于过去体量较小，营收额同比增长高达 1369.58%。

图 6：公司风味小鱼产品占比下滑，其他产品占比上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：风味豆干营收同比增长率不断攀升



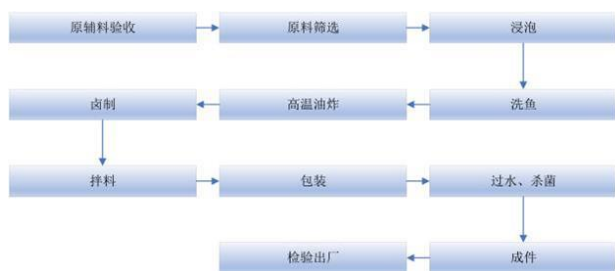
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3.2. 自主稳定生产，研发创新打造差异化产品实力

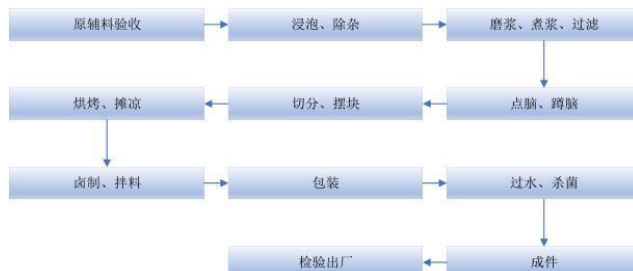
公司坚持品质与安全为先，自主生产，成熟供应链体系支撑公司快速发展。公司目前主要设有平江工业园生产基地和康王工业园生产基地两大生产基地。平江工业园主要负责风味小鱼生产，康王工业园主要负责风味豆干生产。公司在产品的食品安全方面要求严谨苛刻，严格把控和执行原料、产品的质量，并在海外设立原料直采基地，积极发展全球战略采购。经过多年发展，公司建立了一套严格的采购控制流程、生产管理流程和质量管理体系。公司采用自主生产模式，仅 2016 年存在少量委托加工情况。在该生产模式下，公司食品安全及产品质量自主严格把控，供应链效率及稳定性高，产品发展后继有力。

图 8：风味小鱼生产流程

图 9：风味豆干生产流程



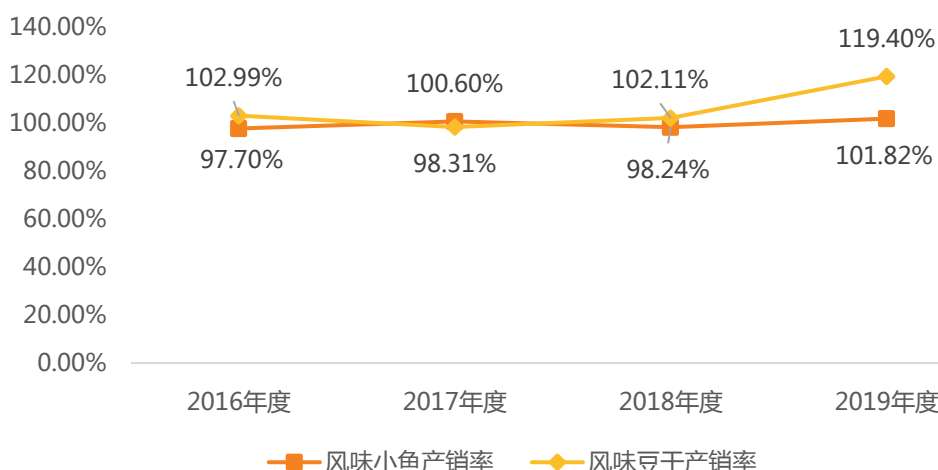
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司采用“以销定产”的生产模式，销售情况良好。公司通常以前端销售订单和市场需求为准进行生产计划的制定，并协调组织各生产基地有序生产，生产完成后将产成品入库。截至目前，公司风味小鱼产能为 18000 吨，风味豆干产能为 6000 吨。公司近年来产销率呈现不断攀升趋势，2019 年，公司主要两大产品风味小鱼及风味豆干产销率分别达到 101.82%及 119.40%，销售良好。

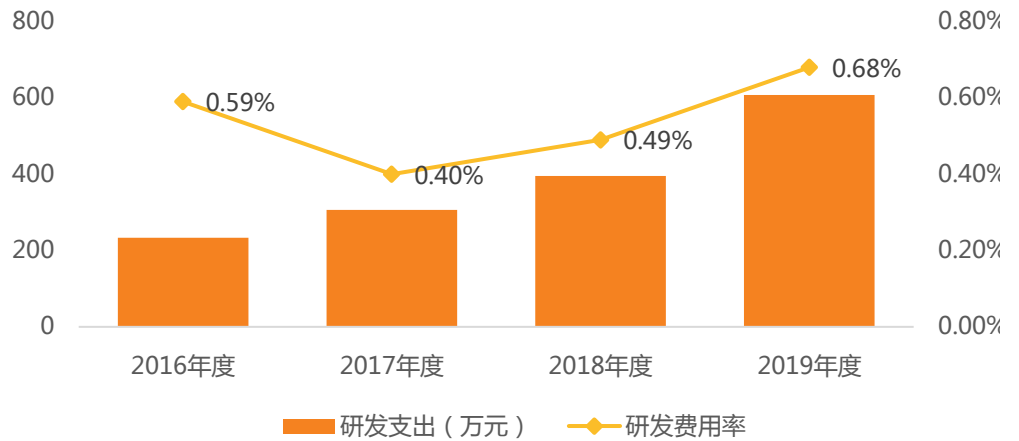
图 10：公司产品产销率呈不断攀升趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司注重产品研发创新，助推企业差异化发展。公司目前拥有各类专利 18 项，其中 15 项专利技术为公司自主研发取得。公司投入大量资金建设现代化生产基地及技术中心，结合公司核心加工工艺，联合供应商升级领先行业水平的自动化生产线;先后自主开发了“豆干质构改良技术”、“油炸鱼质构改良技术”等行业领先技术。公司近年来研发费用支出逐年提升，研发费用率也呈提升趋势，截至 2019 年，公司研发费用率为 0.68%。

图 11：公司研发费用逐年提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 渠道：经销模式支撑营收，电商直营拓宽利润

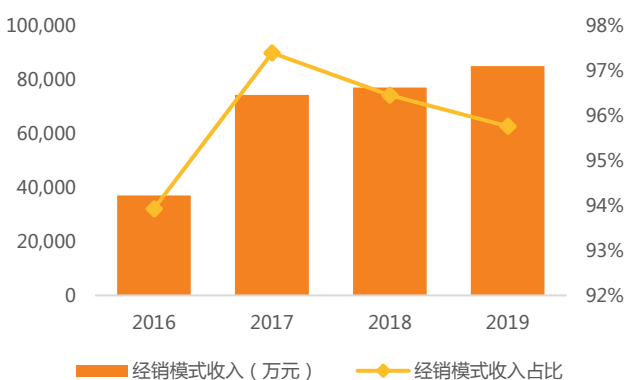
公司采用经销为主，直营为辅的销售渠道模式。多年经销渠道发展打下深厚的营收和利润基础，公司通过新设和完善经销商网络，把控经销商管理考核标准，优化经销商质量，实现了经销模式收入和利润的连续大幅增长。电商直营作为方兴未艾的新型渠道，为公司提供毛利率增厚空间，近年来电商直营毛利率稳定维持高位，带动整体盈利能力提升，未来发展潜力十足，将成为新的盈利增长点。

1.4.1. 经销商广泛均衡布局，精细化管理支撑营收持续增长

经销为主，收入及毛利贡献超九成。从2016年开始，公司经销模式在全部业务的营收和毛利占比均高于90%。2019年公司经销模式收入为8.5亿元，占比高达95.76%，毛利为2.5亿元，占比为94.20%。

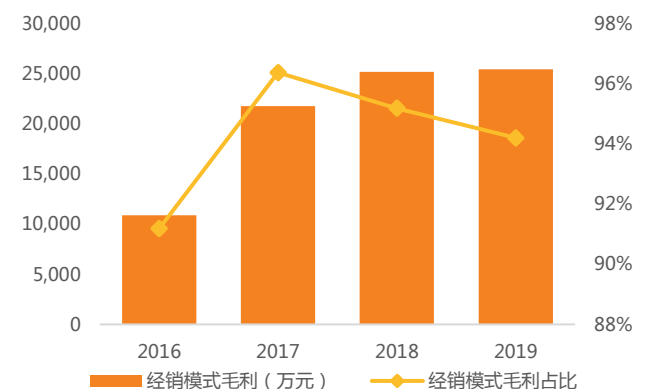
三类经销商针对性运营，精细化管理。流通渠道经销商，是指经销商的下游客户主要为下级经销商、小卖部或小型便利店；商超渠道经销商，是指下游客户主要为大卖场、连锁超市等商超类客户；电商渠道经销商，是指下游客户主要为第三方电商平台或终端消费者。华文食品对各渠道经销商制定了针对性的运营方案，实行精细化管理。

图 12：经销模式收入占比达 90%以上



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：经销模式毛利占比高，增长快

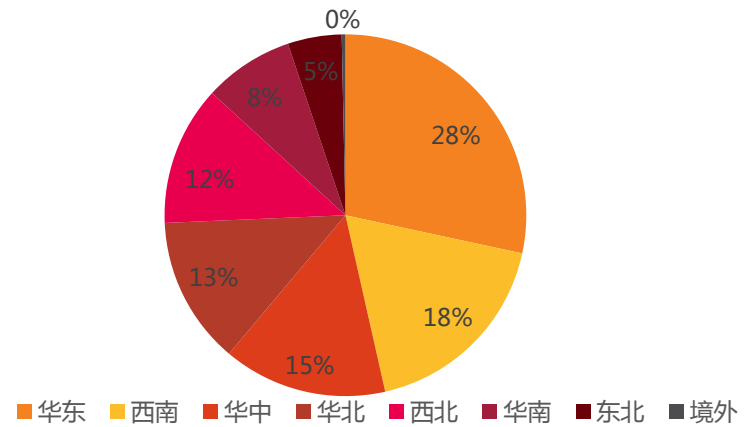


资料来源：公司公告，天风证券研究所

经销商国内各区域广泛均衡分布，逐步开拓海外合作。公司通过对各区域饮食习惯及口味偏好调研，丰富产品类别和口味，积极开拓全国范围的销售市场。截至2019年，华东区拥有430家经销商，占比最大，达到28%。华北、西北、西南、华中等地区经销商数量分布及收入分布均较为均衡，约占比10%-20%。华南和东北区域经销商数量及收入占比

相对较少，低于 10%。2018 年度，公司开拓海外业务，首年拥有 7 家海外经销商，收入占比 0.18%。2019 年公司海外经销商优化精简，数量缩减为 5 家，但收入占比扩大到 0.29%。

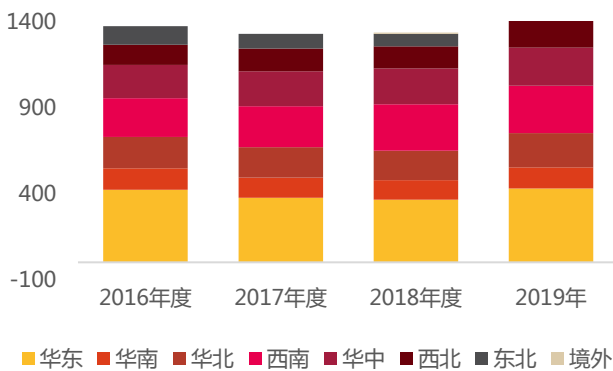
图 14：经销商区域分布较均衡



资料来源：公司公告，天风证券研究所

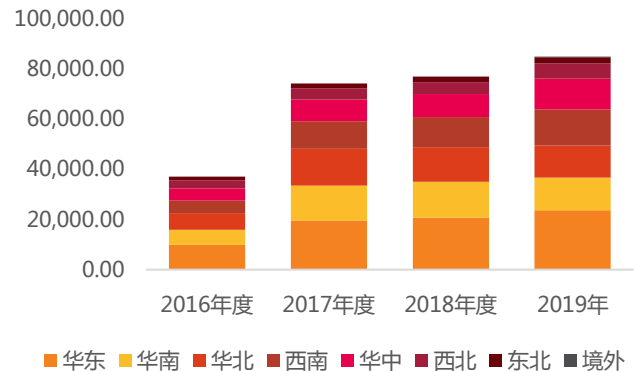
商家“培训支持”+“业绩考核”，渠道质量优化确保收入健康增长。 华文食品形成了集营销人员培训，市场推广支持，业绩考核评价的完整经销商支持及优化体系。通过对经销商采取分渠道管理、分区域管理、独家销售管理、买断式管理等多种灵活管理形式，严格把控经销商业绩标准，不断吸收营收能力强的经销商，撤销营收能力较差的经销商，并通过严格先款后货等条款控制经销商质量。自 2016 年至 2018 年，公司经销商数量基本稳定在 1350 家左右，2019 年公司经销商数量增长至 1515 家，经销收入从 2016 年的 3.7 亿上升至 19 年的 8.5 亿，年复合增长率高达 31.83%。

图 15：经销商数量基本稳定（家）



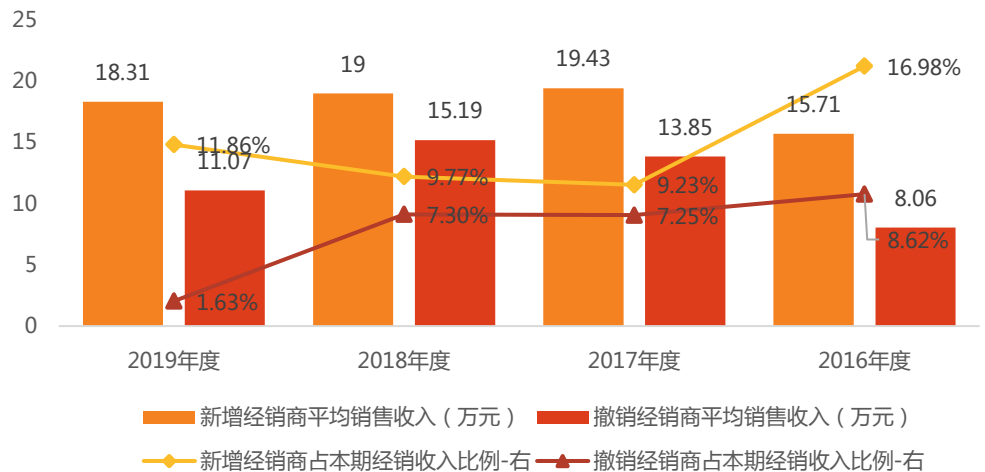
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：经销收入逐年上升（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：公司新增经销商业绩占比提升，贡献突出

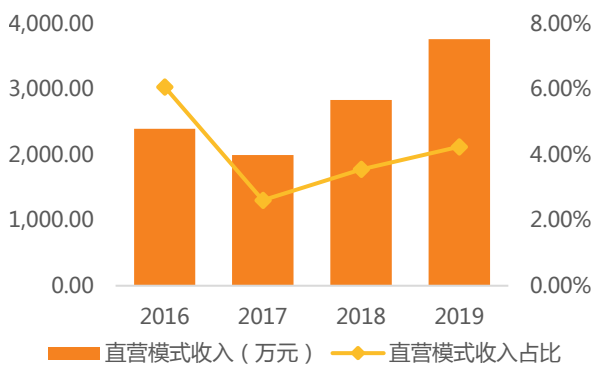


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4.2. 电商直营加深市场终端渗透，提供毛利率增长空间

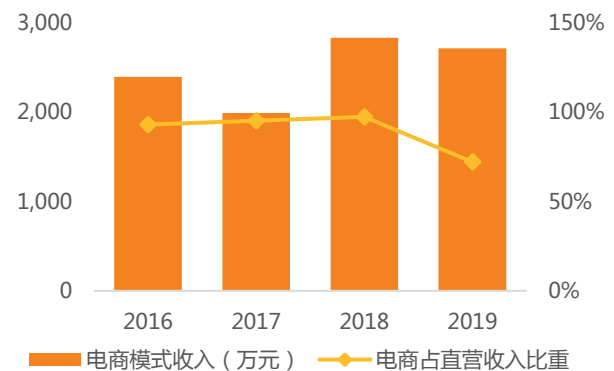
直营模式收入占比较小，其中电商占比超九成。华文食品直营模式主要包括：1) 电商直营是指通过天猫旗舰店等电商平台直接对终端消费者销售产品；2) 其他直营模式是指公司与京东“新通路”等平台合作开展的新型快速消费品零售业务，以及公司零售等其他直接向终端客户销售的模式。2016 年度直营收入为 2397 万元，占主营业务收入比重为 6.07%，此后直营收入占比一直未超过 5%，盈利收入有一定波动性。其中电商为主要直营渠道，2016-2018 年间营收占比均超过 90%。2019 年，公司电商直营收入为 2718.20 元，占直营总收入的 72.22%。

图 18：直营模式收入占比较小，收入波动较大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：电商为直营模式主要渠道

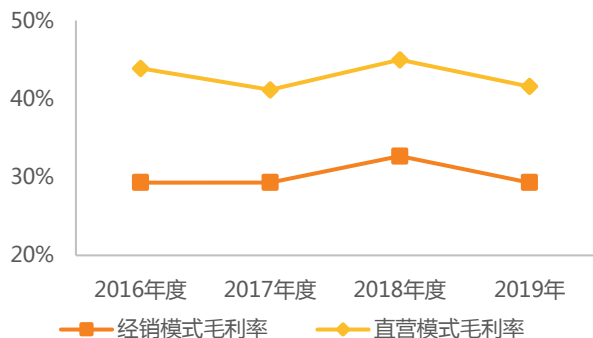


资料来源：公司公告，天风证券研究所

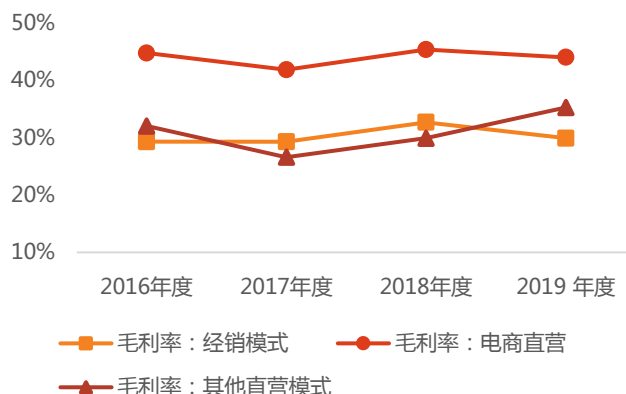
受益于渠道扁平化，电商直营拉动整体毛利率提升。直营业务直接打通公司到消费者的渠道通路，扁平化渠道避免经销商培训管理成本及利润让渡。成本减少的同时，公司在单品定价中获得较大利润空间。自 2016 年度以来，电商直营拉动直营业务毛利率在 43%左右小幅波动，显著高于经销模式毛利率（30%左右）。2019 年电商直营毛利率达 44.01%，直营模式整体毛利率为 41.58%，而经销模式毛利率下滑至 29.93%。

图 20：直营模式毛利率显著高于经销模式

图 21：电商直营拉动整体盈利能力



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

电商渠道发展空间良好，将成为新的盈利增长点。国内零食行业销售渠道表现出传统渠道和线上渠道多元融合的特点，线上零售渠道成为国内零食行业快速发展动力。公司积极布局电商渠道，旗下劲仔品牌先后入驻了天猫等主流 B2C 平台，后续又开通了阿里巴巴诚信通店铺，大力发展电商分销。目前电商在中文营销体系中占比较低，同时也预示了良好发展空间，未来电商或将成为中文食品新的盈利增长点。

图 22：劲仔入驻天猫超市



资料来源：天猫官网，天风证券研究所

图 23：劲仔开通阿里巴巴诚信通店铺



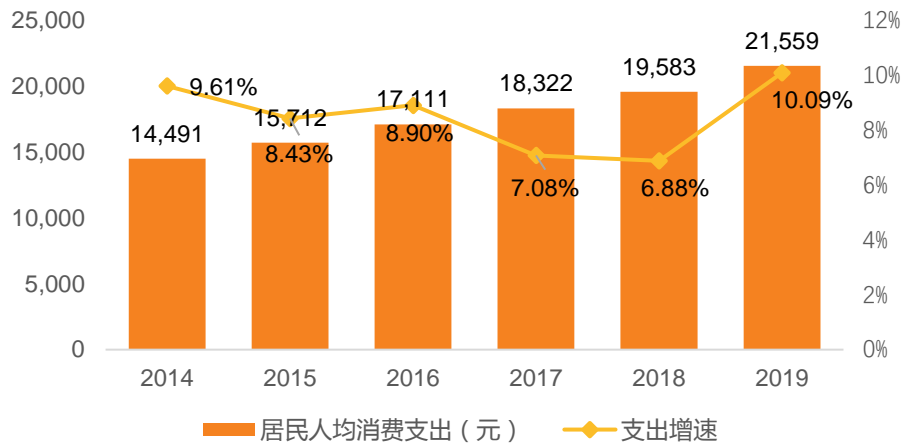
资料来源：阿里巴巴官网，天风证券研究所

2. 休闲食品行业蓬勃发展，咸味及卤制品细分领域表现突出

2.1. 消费升级拉动休闲食品行业快速增长，细分领域优质品牌层出不穷

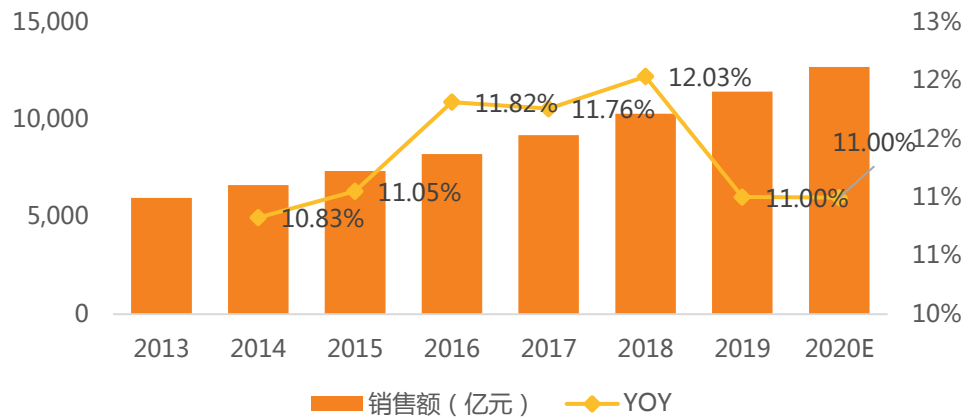
消费升级趋势下，休闲食品行业增长前景广阔。休闲食品属于快速消费品，产品单价低，受众广泛，销售稳定性较强，具有抗经济周期的特征。近年来，我国居民消费水平不断提升，人均消费支出从 2014 年 14491 元增长至 2019 年 21559 元，CAGR 约为 8.27%。居民消费能力增强也带动了消费需求升级，从过去单一的温饱型消费逐渐向多样化、休闲化的方向过渡，拉动了消费者对于休闲零食的需求。2013-2019 年，休闲食品市场规模从 5976 亿元增长到 11430 亿元，CAGR 约为 11.41%，预计 2020 年市场规模将达 12687 亿元。随着我国经济水平和居民消费水平的不断提升，休闲食品行业增长空间可观。

图 24：2014-2019 我国居民人均消费及增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 25：2013-2020E 中国休闲食品市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

休闲零食行业细分子行业众多且差异较大，发展机会众多，深度专业化品牌不断出现。甘源食品在炒货领域精耕细作，2016-2019 公司营业总收入年均复合增长率达到 16.13%；在卤味鸭脖领域，周黑鸭与绝味食品逐渐形成双寡头局面；在调味面制品领域，卫龙品牌深入消费者心智。这些品牌都是从单一产品、单一品类切入，提高产品力，扩大市场占有率，并逐步进行品类拓展，形成产品矩阵，复制在原有品类上的成功。

图 26：各细分领域出现众多优质公司

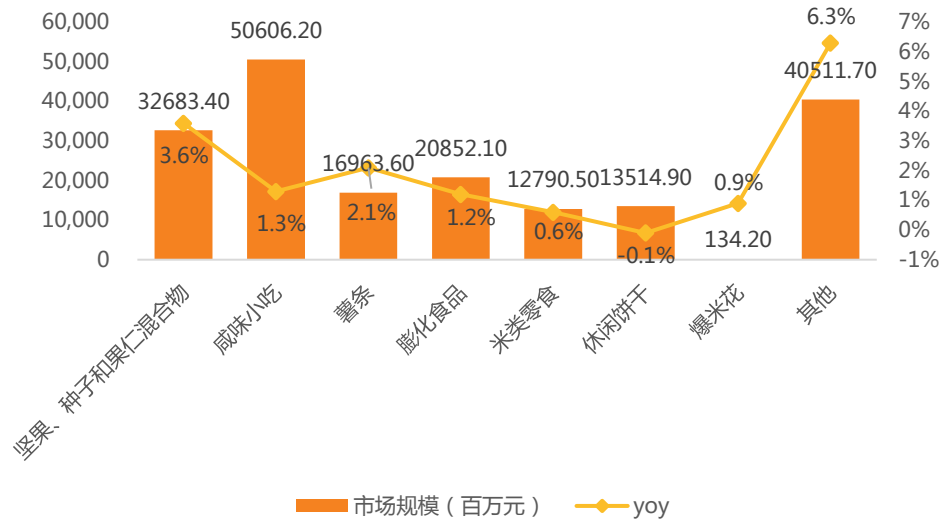
公司名称	洽洽食品 (002557)	甘源食品 (002991)	周黑鸭 (01458)	煌上煌 (002695)	绝味食品 (603517)	有友食品 (603697)	卫龙
上市时间	2011年3月	2020年7月	2016年11月	2012年9月	2017年3月	2019年5月	未上市
主要领域	国葵类、坚果类	豆果、坚果、炒货	休闲卤制品	酱卤肉	休闲卤制品、鸭脖	风爪系列、海鲜系列	魔芋辣条、豆皮豆干
代表产品	洽洽香瓜子	蟹黄味瓜子仁	周黑鸭经典大包装鸭脖	煌上煌锁鲜装卤鸭脖	绝味黑鸭鸭脖	有友泡风爪	卫龙大面筋

资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 咸味零食市场规模占比大，未来增长可期

咸味小吃是休闲零食行业下收入规模最大的子行业。2020年咸味小吃市场规模为506.06亿元，占整个休闲食品市场规模的27%，同比增长1.3%。同时，咸味小吃由于口味咸香不腻，具有一定成瘾性，需求稳定，用户粘性较强。

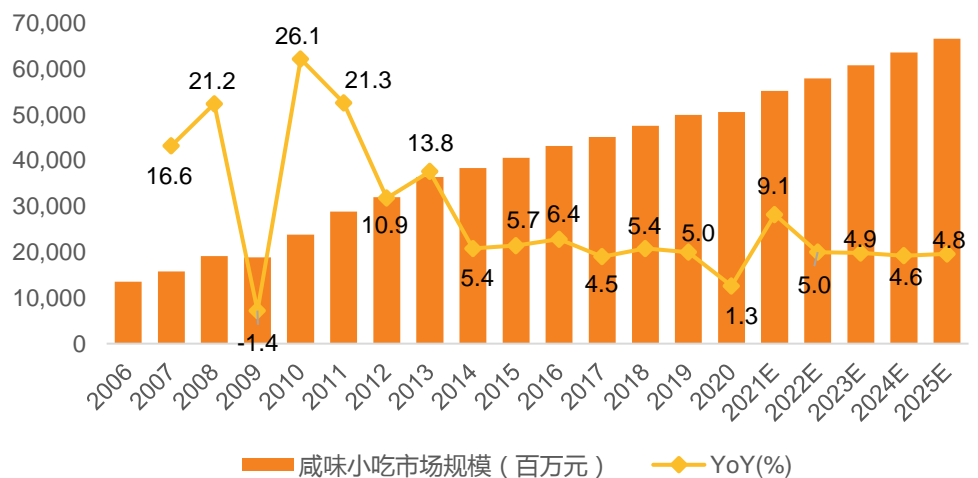
图 27：2020 年咸味小吃市场规模超过 500 亿元，占比 27%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

预期未来咸味小吃市场规模稳健增长。2015-2020年我国咸味小吃市场规模年复合增长率为4.5%。受到疫情影响，2020年我国咸味小吃市场增速放缓，但疫情带来的短期影响不改变市场发展长期逻辑，预期未来市场将持续稳健增长。

图 28：预计未来咸味小吃市场将持续稳健增长



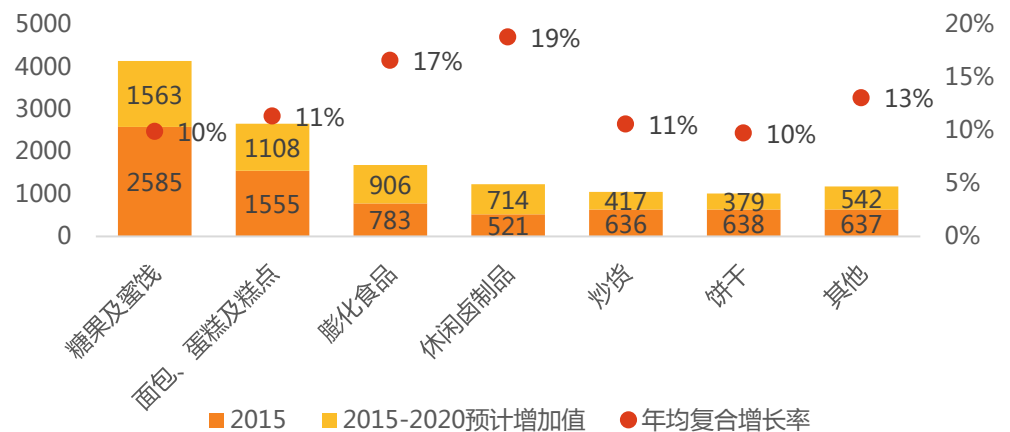
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.3. 休闲卤制品行业增速领先，预计未来行业集中度将进一步提升

休闲卤制品增速领先，预计 2020 年中国市场销售额达到 1235 亿元。随着居民消费水平的提高、消费观念更新，传统风味休闲食品的消费持续增长。其中休闲卤制品增速领跑休闲食品行业，中国市场销售额由 2015 年的 521 亿增长到 2020 年预计的 1235 亿元，年均复合增长率达到 19%，位列休闲食品市场各细分市场中第一。休闲卤制品以肉类为主要原料，用户粘性较高。我们预计未来休闲卤制品在休闲零食整体行业中的占比会进一步增加。

卤味行业集中度较为分散，仍处于景气周期。截止至 2018 年，我国休闲食品行业 CR3 为 19.7%。我国卤制品行业经营模式正在从小作坊经营模式向区域性连锁品牌经营模式和全国性连锁品牌经营模式发展，我们预计未来行业集中度会进一步提升，休闲卤制品市场份额逐渐向规模以上企业集聚。

图 29：2015-2020E 中国休闲食品市场各细分品类市场中休闲卤制品增速（亿元）



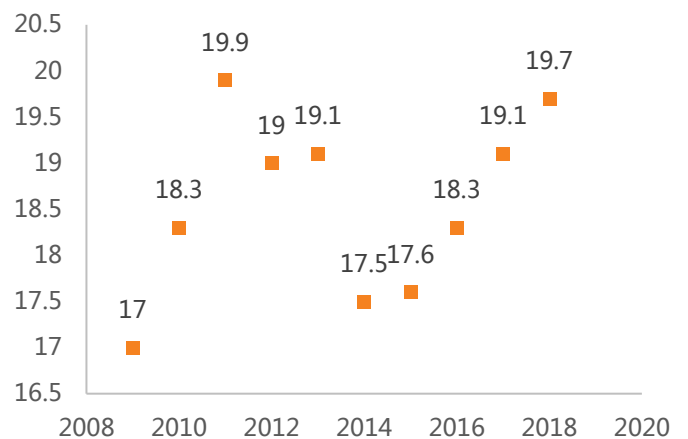
资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

图 30：2013-2020E 中国休闲卤制品零售额稳定上升（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

图 31：2014 年来休闲食品行业集中度(CR3)不断提升 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

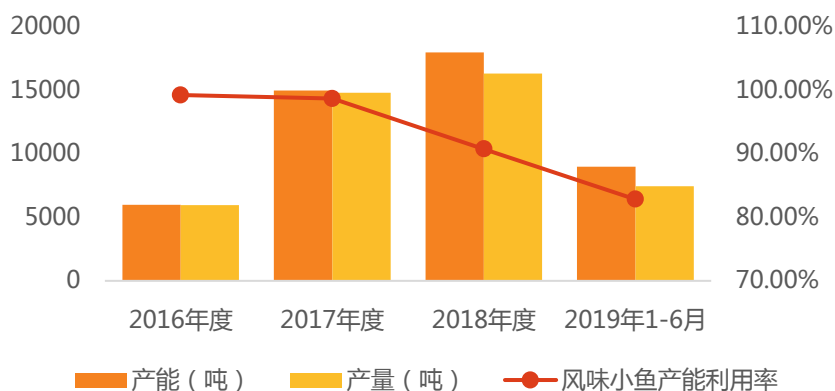
3. 生产端优化升级+品牌端推广及营销系统建设，两位一体助推企业发展

本次募投资金拟用于风味小鱼生产线技术改造、产品品牌推广及营销中心建设。

生产线技术改造优化提升产能利用效率，精益求精构建差异化竞争优势。公司拟在风味小

鱼生产线技术改造方面投资 9923.01 万元，占比 62%。风味小鱼为公司明星主打产品，对于该方面生产工艺的不断专业化升级有利于构建差异化壁垒，打磨提升核心产品力。另外，公司 2017 年至 2019 年产能利用率分别为 98.70%/90.76%/83.61%，产能利用不足。此项投资将用于将对原有风味小鱼生产线的后段包装及投料系统进行自动化升级，大大提升生产效率及生产工艺标准化程度，降低公司生产成本。

图 32：公司产能利用程度不足



资料来源：公司公告，天风证券研究所

品牌多渠道全方位推广，优化升级营销网络及物流平台建设。公司拟于品牌推广及营销中心建设项目建设投入 6147.16 万元，占比 38%。品牌是休闲食品公司经营的核心资源之一。公司拟通过综艺节目赞助、明星代言、新媒体宣传等方式持续进行品牌推广。公司过去通过聘请明星邓伦作为品牌代言人、赞助芒果 TV《野生厨房》综艺等方式，打开品牌知名度。未来公司将会一方面通过知名形象代言人代言、综艺节目赞助、新媒体宣传及地面品牌推广等进行品牌建设，另一方面实施全面信息化平台网络建设，提升营销网络和物流平台的运作效率，全面推进公司终端销售网络建设和品牌宣传与推广。

图 33：劲仔赞助芒果 TV 综艺《野生厨房》



资料来源：官方微博，天风证券研究所

图 34：劲仔聘用汪涵、邓伦为历任代言人



资料来源：官方微博，天风证券研究所

4. 财务分析

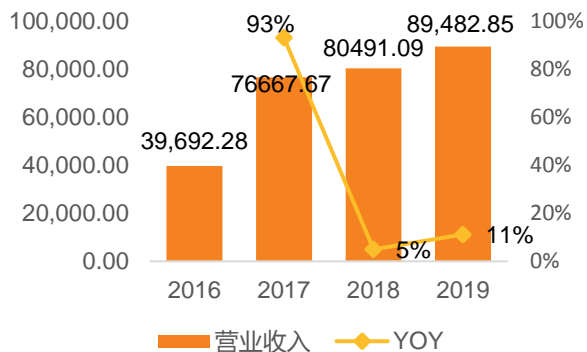
4.1. 营业收入及归母净利润稳定逐年上涨

2019 年公司实现营收/归母净利润为 8.95/1.18 亿元，YOY 为 11%/3%。近年来公司业绩稳步上升，2016-2019 年营收 CAGR 达 31.12%，归母净利润 CAGR 高达 66.06%，其中 2017 年公司业绩增长迅速，主要系盈利能力较强的风味小鱼产品收入增长迅猛所致。其增长的

主要原因有：

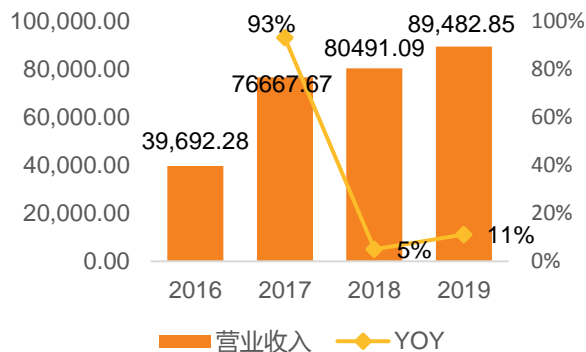
(1) 风味小鱼产品属于快速消费品，下游行业需求旺盛；(2) 近年来国家出台大量文件促进农副食品加工业和食品制造业的积极发展；(3) 公司自动化水平提高，产能大幅提升，并积极丰富并完善提升不同口味的风味小鱼。

图 35：营业收入连年上升（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36：归母净利润稳定增长（万元）

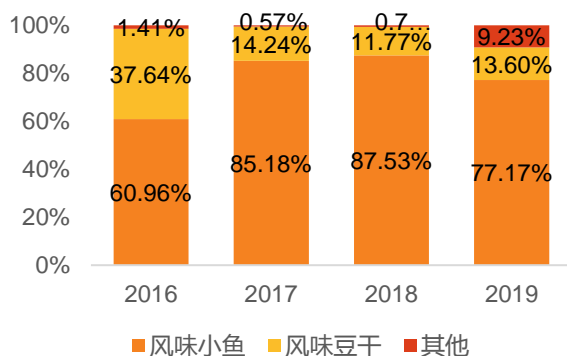


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司产品主要为风味小鱼、风味豆干及其他产品，其他产品是公司为了丰富产品种类，推出的禽肉制品、休闲素食等新品类产品。其中风味小鱼和风味豆干是公司营业收入的主要来源，2019 年两类产品占比营收高达 90.77%。从收入占比来看，2016 年以来，风味小鱼的收入占比呈持续增长趋势，相应的风味豆干的收入占比呈持续下降趋势。

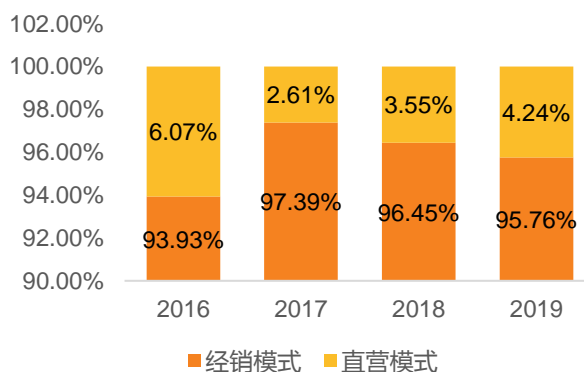
公司销售模式以经销模式为主，直营模式为辅开展业务。2016 年至 2019 年，经销模式下公司实现销售收入分别为 3.71 亿元、7.43 亿元、7.70 亿元及 8.50 亿元，占主营业务收入的比重分别为 93.93%、97.39%、96.45%及 95.76%，整体占比较高且保持相对稳定。直营模式包括电商直营（B2C 销售模式）和其他直营模式。

图 37：风味小鱼、风味豆干占营业收入的 90%以上



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 38：销售渠道以经销模式为主

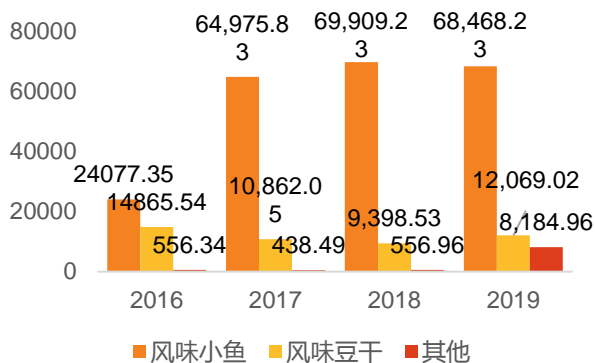


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016-2019 年风味小鱼应收账款规模较大且逐步增长，主要系风味小鱼销售收入大幅增长所致。公司对经销模式下的客户采用先款后货的结算方式，报告期内仅对直营模式下的个别客户采用赊销方式结算，从而产生了零星的应收账款。2019 年末，公司应收账款余额有所增加，主要是公司 2019 年通过与京东“新通路”等平台合作开展新型快速消费品零售业务，在该模式下，根据合同约定，京东在商品入库后 60 日后与公司结算并于结算单核定付款日起 7 个工作日付款，因存在一定的结算周期，2019 年末产生了较大金额的应收账款。

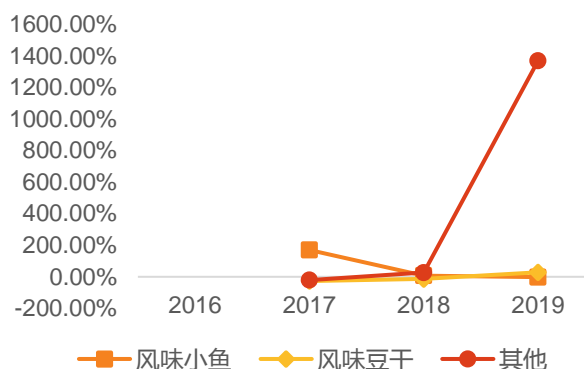
与此同时，公司不断丰富产品结构。2019 年其他品类营收增速高达 1369.58%，较 2018 年其他品类营收增速+1342.56pct。一方面拓展其他品类的休闲鱼制品、豆制品，另一方面，开发如禽肉制品、风味素食等新品类的传统风味美食，目前，新品类产品风味肉干市场反应良好。

图 39：风味小鱼应收规模较大（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 40：其他品类增速较快



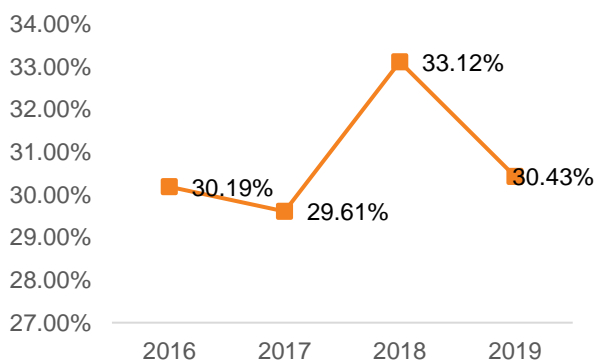
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 盈利能力良好，风味小鱼，风味豆干毛利率较为稳定

盈利能力方面，2016 年至 2019 年，公司主营业务综合毛利率分别为 30.19%、29.61%、33.12%、30.43%，其中 2016 年、2017 年公司主营业务毛利率相对稳定，主要是风味小鱼产品收入占比提升所导致的毛利率增加与风味豆干收入占比减少所引致的毛利率减少相互抵消所致；2018 年主营业务毛利率相比 2016 年和 2017 年略有上升，主要是风味小鱼产品的毛利率上升所致。2019 年主营业务毛利率较 2018 年有所下降，一是毛利率较高的风味小鱼产品收入占比下降，二是 2019 年公司新推出较低毛利率的风味肉干、风味素肉和劲豆干等新品，使主营业务综合毛利率水平略有下降。

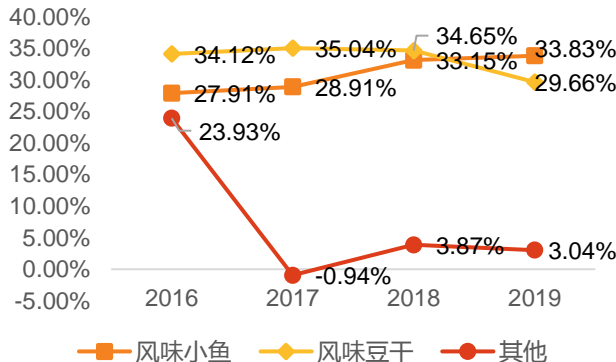
分产品毛利率来看，2019 年风味小鱼/风味豆干/其他产品毛利率分别为 33.83%/ 29.66%/ 3.04%。2016-2019 年风味小鱼产品毛利率呈上涨趋势，风味豆干产品毛利率 2016 年至 2018 年相对较为稳定，2019 年受风味素肉、劲豆干等新品风味豆干的影响，毛利率略有下降。

图 41：主营业务综合毛利率略有下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

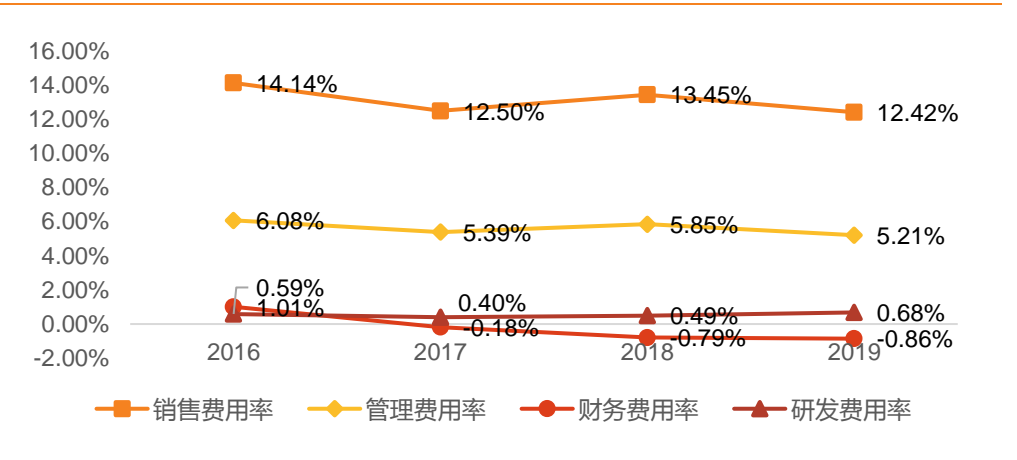
图 42：风味小鱼，风味豆干毛利率较为稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

销售费用在期间费用中占比最大，其中销售费用中职工薪酬、品牌推广费、运输费占比较大，2019年分别占销售费用 34.63%/25.07%/21.36%。得益于不断提升的品牌效应。销售费用率整体呈缓慢下降趋势。2019年较2016年下降 1.72pct。

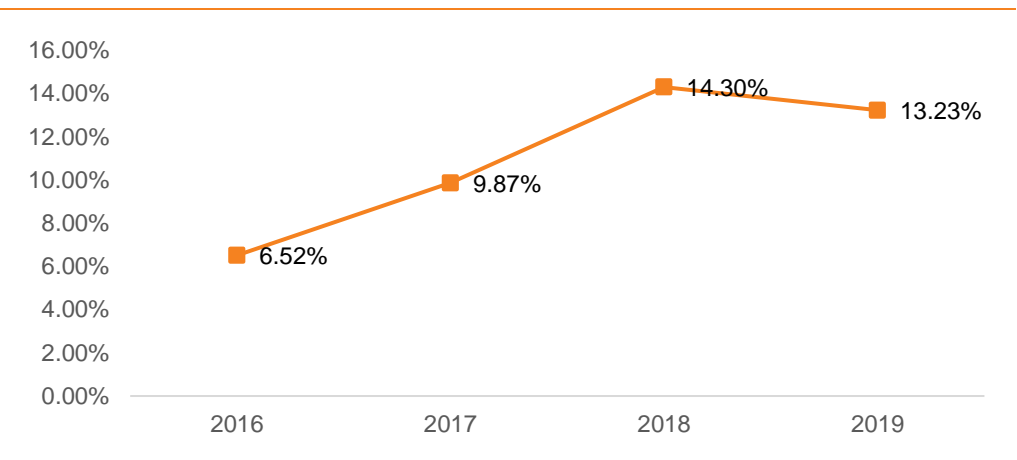
图 43: 销售费用率占比较高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

得益于丰富的业务经验，全国营销网络体系的建立以及品牌效应的提升，公司净利率不断提升，体现了公司良好的盈利能力。2019年公司净利率为 13.23%，较 2016 年的 6.52%翻了一倍多，并呈现持续增长的态势。

图 44: 公司净利率稳定上升



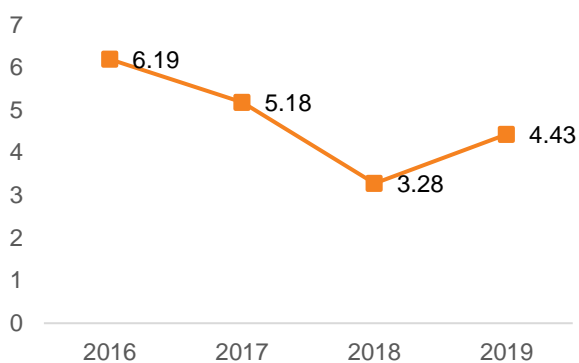
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 应收账款周转率近年来下降明显，营运能力增强

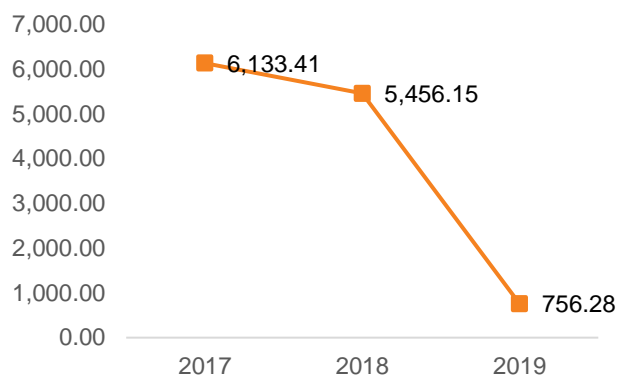
营运能力方面，2016-2019年应收账款周转率呈下降趋势。2016-2018年公司存货周转率略有下降，但整体保持合理水平，2017、2018年相较于2016年存货规模大幅上升，主要系2017年公司采取保持鳃鱼干较大规模的库存水平的采购策略，使得鳃鱼干采购量大幅增加所致。2019年存货周转率有所恢复主要系公司预计后续鳃鱼干供给不会出现大幅波动，而适当减少了鳃鱼干的日常采购所致。应收账款周转率下降幅度剧烈主要因为应收账款主要来源于直营模式下的少量客户，应收账款余额较少，导致应收账款周转率较高。

图 45: 存货周转率略有下降 (次/年)

图 46: 应收账款周转率降幅明显 (次/年)



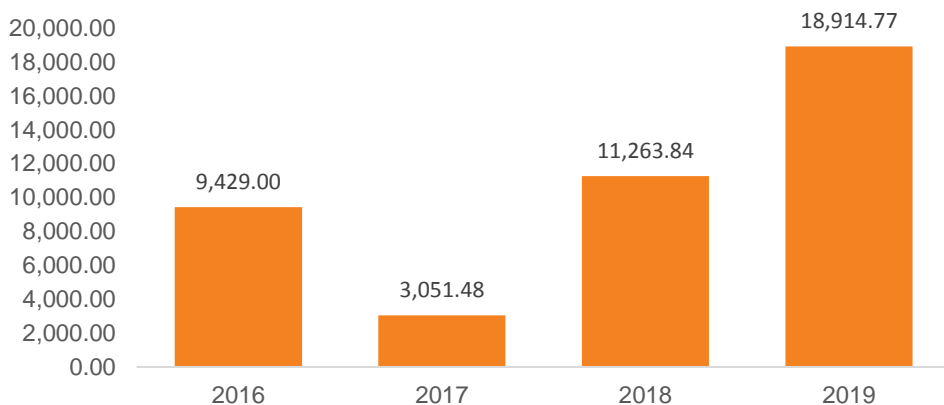
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司现金流充裕。2016年至2019年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为9,429.00万元、3,051.48万元、11,263.84万元及18,914.77万元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为54,334.84万元、89,755.47万元、92,032.57万元及99,407.22万元，公司总体销售收现能力较强。

图 47：公司经营活动现金流充裕（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

收入预测:随着公司品牌营销力度加强及生产工艺改造,预计2020年公司营业收入为10.27亿,同比增长14.77%,2021年及2022年营业收入分别为11.82亿/13.21亿,同比增长15.08%及11.80%。

表 1: 营业收入业务拆分预测表

单位: 亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8.05	8.95	10.27	11.82	13.21
YOY	4.99%	11.17%	14.77%	15.08%	11.80%
分产品					
风味小鱼	6.99	6.85	7.63	8.65	9.60
YOY	7.59%	-2.06%	11.50%	13.30%	11.00%
风味豆干	0.94	1.21	1.48	1.78	1.99
YOY	-13.47%	28.41%	23.00%	19.80%	12.00%
风味其他	0.06	0.82	1.06	1.29	1.51
YOY	27.02%	1369.58%	30.00%	21.30%	17.00%
其他业务收入	0.06	0.08	0.09	0.10	0.11
YOY	60.08%	21.43%	15.00%	14.50%	10.00%

资料来源:公司公告,天风证券研究所

费用预测:我们预测2020/2021/2022年公司销售毛利率分别为30.86%/31.70%/32.59%,销售费用率分别为12.79%/12.89%/12.70%,管理费用率分别为5.30%/5.45%/5.32%,研发费用率分别为0.52%/0.56%/0.59%,财务费用率分别为-0.79%/-0.86%/-0.82%。

表 2: 成本费用预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	33.51%	30.69%	30.86%	31.70%	32.59%
销售费用率	13.45%	12.42%	12.79%	12.89%	12.70%
管理费用率	5.85%	5.21%	5.30%	5.45%	5.32%
研发费用率	0.49%	0.68%	0.52%	0.56%	0.59%
财务费用率	1.01%	-0.18%	-0.79%	-0.86%	-0.82%

资料来源:Wind,天风证券研究所

我们选取休闲零食行业自主供应型企业洽洽食品、盐津铺子、甘源食品作为可比公司,并根据行业平均水平给予公司2020年55倍估值,对应目标价为18.2元,对应市值为71.5亿元。**首次覆盖,给予买入评级。**

表 3: 可比公司估值

股票代码	股票简称	市值 百万 CNY	股价 07-26	EPS				PE			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002557.SZ	洽洽食品	30982.77	61.11	1.19	1.48	1.76	2.08	51.27	41.23	34.66	29.36
002847.SZ	盐津铺子	17644.375	136.25	1.03	1.79	2.57	3.48	132.28	76.10	53.04	39.21
002991.SZ	甘源食品	11538.2556	123.78	2.40	2.19	2.88	3.75	51.58	56.46	43.00	32.97
	平均值			1.54	1.82	2.40	3.10	78.37	57.93	43.57	33.85
003000.SZ	华文食品	3500.0875	8.75	0.30	0.36	0.41	0.49	29.56	24.22	21.15	17.92

资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示：

- ①**食品安全质量风险：**公司主要从事风味小鱼、风味豆干等传统风味休闲食品的研发、生产和销售，主要原材料为鳀鱼干、大豆、包装材料及其他辅料等。公司产品生产环节、原材料采购环节等可能存在食品安全风险。
- ②**产品单一的风险：**公司 2017 年至 2019 年，风味小鱼和风味豆干销售收入占比分别为 98.92%、98.53%及 90.00%。随着公司产品市场占有率不断提高，若公司未来研发能力不足导致不能持续开发新产品，或市场竞争格局发生不利变化导致公司不能为已开发的新产品成功打开市场，公司有可能面临较高的产品结构单一的风险。
- ③**市场竞争加剧的风险：**传统风味休闲食品行业的市场进入门槛较低，行业竞争有逐步加剧的趋势。如果公司在行业快速发展的背景下未能有效应对竞争或通过规模生产、创新能力和市场拓展以快速提升、提高市场占有率，公司有可能面临市场份额下降、发展速度放缓的风险。
- ④**存货规模较大的风险：**2017 年末至 2019 年末，公司存货余额分别为 14,809.98 万元、17,777.54 万元及 10,234.74 万元，处于较高水平。较大的存货规模可能会影响到公司的资金周转速度和经营活动的现金流量，降低资金运作效率，使公司面临存货规模较大的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	285.52	374.54	475.57	545.73	729.99
应收票据及应收账款	0.04	2.21	0.54	1.00	1.15
预付账款	4.42	8.92	9.38	8.46	12.14
存货	177.78	102.35	240.09	175.04	260.17
其他	11.27	5.28	9.53	8.96	8.30
流动资产合计	479.03	493.29	735.11	739.19	1,011.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	214.86	244.33	258.32	291.51	323.23
在建工程	17.94	5.08	39.05	71.43	72.86
无形资产	28.81	26.98	26.20	25.43	24.65
其他	19.14	19.07	14.54	13.79	14.06
非流动资产合计	280.75	295.47	338.11	402.16	434.80
资产总计	759.78	788.76	1,073.22	1,141.35	1,446.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	35.29	35.01	48.29	46.65	56.75
其他	122.52	90.26	189.87	110.73	230.50
流动负债合计	157.81	125.26	238.16	157.37	287.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	21.78	18.94	20.36	20.36	19.89
非流动负债合计	21.78	18.94	20.36	20.36	19.89
负债合计	179.59	144.21	258.52	177.73	307.13
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	360.00	400.01	400.01	400.01
资本公积	132.34	132.34	132.34	132.34	132.34
留存收益	220.25	284.66	414.69	563.61	739.40
其他	(132.39)	(132.44)	(132.34)	(132.34)	(132.34)
股东权益合计	580.19	644.56	814.70	963.62	1,139.41
负债和股东权益总计	759.78	788.76	1,073.22	1,141.35	1,446.55

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	115.13	118.41	130.04	148.92	175.79
折旧摊销	20.65	23.87	12.82	15.20	17.63
财务费用	0.01	(0.02)	(8.47)	(9.93)	(11.00)
投资损失	(2.97)	(1.66)	(3.14)	(2.59)	(2.46)
营运资金变动	(6.73)	36.78	(21.94)	(13.96)	40.84
其它	(13.45)	11.76	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	112.64	189.15	109.31	137.63	220.81
资本支出	50.66	38.33	58.58	80.00	50.47
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(106.68)	(75.88)	(115.44)	(157.41)	(98.01)
投资活动现金流	(56.02)	(37.55)	(56.86)	(77.41)	(47.54)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	19.15	7.62	48.58	9.93	11.00
其他	(67.11)	(70.18)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(47.96)	(62.56)	48.58	9.93	11.00
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	8.66	89.04	101.03	70.16	184.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	804.91	894.83	1,027.02	1,181.88	1,321.31
营业成本	535.16	620.24	710.12	807.24	890.68
营业税金及附加	6.93	6.56	8.34	9.48	10.34
营业费用	108.28	111.14	131.35	152.31	167.79
管理费用	47.07	46.58	54.43	64.43	70.28
研发费用	3.96	6.07	5.37	6.67	7.78
财务费用	(6.38)	(7.66)	(8.47)	(9.93)	(11.00)
资产减值损失	(0.00)	0.00	0.01	0.01	0.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.97	1.66	3.14	2.59	2.46
其他	(42.93)	(41.06)	(43.31)	(42.22)	(41.96)
营业利润	149.85	151.31	166.02	191.31	224.93
营业外收入	0.73	0.96	0.95	0.88	0.93
营业外支出	1.72	0.66	1.45	1.28	1.13
利润总额	148.86	151.61	165.52	190.91	224.73
所得税	33.73	33.20	35.49	42.00	48.94
净利润	115.13	118.41	130.04	148.92	175.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	115.13	118.41	130.04	148.92	175.79
每股收益(元)	0.29	0.30	0.33	0.37	0.44

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	4.99%	11.17%	14.77%	15.08%	11.80%
营业利润	57.56%	0.97%	9.73%	15.23%	17.58%
归属于母公司净利润	52.17%	2.85%	9.82%	14.52%	18.05%
获利能力					
毛利率	33.51%	30.69%	30.86%	31.70%	32.59%
净利率	14.30%	13.23%	12.66%	12.60%	13.30%
ROE	19.84%	18.37%	15.96%	15.45%	15.43%
ROIC	52.37%	40.72%	49.33%	43.59%	41.41%
偿债能力					
资产负债率	23.64%	18.28%	24.09%	15.57%	21.23%
净负债率	-49.21%	-58.11%	-58.37%	-56.63%	-64.07%
流动比率	3.04	3.94	3.09	4.70	3.52
速动比率	1.91	3.12	2.08	3.58	2.62
营运能力					
应收账款周转率	5,743.32	796.09	747.49	1,531.68	1,230.82
存货周转率	4.94	6.39	6.00	5.69	6.07
总资产周转率	1.11	1.16	1.10	1.07	1.02
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.30	0.33	0.37	0.44
每股经营现金流	0.28	0.47	0.27	0.34	0.55
每股净资产	1.45	1.61	2.04	2.41	2.85
估值比率					
市盈率	40.48	39.36	35.84	31.29	26.51
市净率	8.03	7.23	5.72	4.84	4.09
EV/EBITDA	0.00	0.00	31.27	25.70	20.13
EV/EBIT	0.00	0.00	34.60	28.41	22.14

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com