

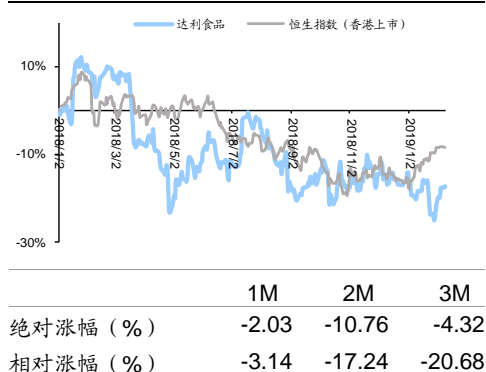
投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

2 月 25 日收盘价(港元)	5.37
52 周股价波动(港元)	5.15-7.50
总股本/流通股(百万股)	13694/13694
总市值/流通市值(百万港元)	73537/73537

相关研究

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

分析师:周旭辉

Tel:(021)23210907

Email:zxh12382@htsec.com

证书:S0850518090001

分析师:张向伟

Tel:(021)23154141

Email:zxw10402@htsec.com

证书:S0850517070011

联系人:唐一杰

Tel:(021)23219406

Email:tyj11545@htsec.com

新品打造能手，发力家庭早餐

投资要点:

- **核心观点:** 1) 公司拥有极强的新品牌、新品类开拓能力，源于精准市场定位和产品策略、强品牌及完善销售网络等；2) 新进入短保面包领域，美焙辰+豆本豆竞争力较强，看好公司在家庭早餐领域的发展前景。
- **达利食品：综合食品饮料巨头，新品打造能力卓越。** 公司是国内综合性食品饮料巨头，新品牌、新品类开拓能力极强，先后推出达利园、可比克、好吃点、和其正、乐虎、豆本豆、美焙辰等知名品牌。2013 年推出乐虎，2014 年销售收入 14 亿元，2017 年近 27 亿元；2017 年推出豆本豆，当年收入近 10 亿元。卓越的新品开拓能力主要源于：1) 历史上所选品类定位大众消费者，市场广阔，持续性强，且公司能够快速抢占市场份额；2) 强品牌力及错位竞争；3) 销售网络完善，下沉充分。
- **看好美焙辰+豆本豆家庭早餐业务发展前景。** 公司 2018 年推出美焙辰短保面包，在产品、生产物流配送和销售管理三大核心领域具备优势：1) 采用德国、日本、荷兰全新一代面包生产线，保障产品新鲜优质；2) 依托公司 18 大生产基地，可迅速全国布局；3) 精选经销商及终端。我们预计公司卓越新品牌、新品类打造能力能延伸至短保面包领域，看好美焙辰前景，预计 19-20 年可分别实现收入 10、20 亿元。豆本豆自 2017 年面世，当年收入近 10 亿元，未来与美焙辰协同，有望开拓更大市场。
- **费用率及净利润率显著优于同行。** 2017 年公司销售及行政费用率 19%，显著低于同行业可比公司（平均 28%），主要源于：1) 精准广告营销，较低投入达到较好品牌建设成效；2) 扁平化的经销商结构、高效的费用管理，有效降低费用。公司净利润率近三年（2015-2017 年）维持在 17%以上，显著高于同行业可比公司（平均 9%左右）8 个 pct 以上，体现出公司优秀的盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 37.7、42.0 和 47.1 亿元，分别同比增长 9.7%、11.4%和 12.3%；EPS 分别为 0.28、0.31 和 0.34 元；结合食品饮料行业同业公司估值，我们给予公司 2019 年 18-20 倍 PE，对应合理价值区间 5.58-6.20 元/股，按照 1 港元=0.86 元人民币，对应合理价值区间 6.49-7.21 港元/股，首次覆盖，给予优于大市评级。
- **风险提示。** 宏观经济下滑的风险；美焙辰市场开拓不及预期；豆本豆豆奶需求不及预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17886.79	19851.73	21815.91	24405.76	26813.88
(+/-)YoY(%)	5.79%	10.97%	9.89%	11.87%	9.87%
净利润(百万元)	3136.79	3433.70	3766.95	4196.60	4712.57
(+/-)YoY(%)	7.71%	9.47%	9.71%	11.41%	12.30%
全面摊薄 EPS(元)	0.23	0.25	0.28	0.31	0.34
毛利率(%)	38.34%	37.67%	39.00%	39.10%	40.00%
净资产收益率(%)	22.62%	24.91%	25.88%	27.22%	28.77%

资料来源: 公司年报 (2016-2017)，海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

投资要点

一、我们的主要观点

1) 公司拥有极强的新品牌、新品类开拓能力，源于精准市场定位及产品策略、强品牌及完善销售网络等；2) 新进入短保面包领域，美焙辰+豆本豆竞争力较强，看好公司在家庭早餐领域的发展前景。

我们认为美焙辰+豆本豆能够成为公司未来 2-3 年增长主驱动力，有望推动收入及利润继续保持较快增长；其他品牌亦可以通过品类扩张、渠道改进等手段保持稳健发展。

二、关键假设

表 1 公司分产品销售收入规模预测（百万元）

	2016	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E	2021E
糕点类	6336	6106	2912	6228	7349	8452	9381
薯类膨化食品	1878	2256	1369	2594	2932	3283	3677
饼干	1551	1610	820	1658	1741	1828	1920
食品分部	9765	9972	5101	10481	12022	13563	14978
凉茶	2711	2521	1565	2496	2546	2597	2649
功能饮料	2036	2675	1899	3076	3445	3790	4548
植物蛋白和含乳饮料	1649	2192	1376	3178	3719	4165	4665
其他饮料	1250	1210	467	1234	1259	1284	1310
饮料分部	7646	8598	5307	9985	10969	11836	13171
其他产品	432	1229	604	1290	1355	1355	1423
合计	17887	19852	11012	21816	24406	26814	29632
增速		11.0%	11.4%	9.9%	11.9%	9.9%	10.5%
毛利率	38.3%	37.7%	39.4%	39.0%	39.1%	40.0%	40.8%

资料来源：wind，公司 2016-2018H1 年报、中报等，海通证券研究所

表 2 公司分产品销售收入增速预测

	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E	2021E
糕点类	-3.6%	2.2%	2.0%	18.0%	15.0%	11.0%
薯类膨化食品	20.1%	15.2%	15.0%	13.0%	12.0%	12.0%
饼干	3.8%	3.2%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
食品分部	2.1%	5.6%	5.1%	14.7%	12.8%	10.4%
凉茶	-7.0%	2.1%	-1.0%	2.0%	2.0%	2.0%
功能饮料	31.4%	21.3%	15.0%	12.0%	10.0%	20.0%
植物蛋白和含乳饮料	32.9%	72.0%	45.0%	17.0%	12.0%	12.0%
其他饮料	2.1%	-18.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
饮料分部	12.5%	18.6%	16.1%	9.9%	7.9%	11.3%
其他产品	184.5%	3.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	11.0%	11.4%	9.9%	11.9%	9.9%	10.5%

资料来源：wind，公司 2016-2018H1 年报、中报等，海通证券研究所

三、关键催化因素

1) 宏观消费数据好于预期;

2) 美焙辰+豆本豆销售情况超预期;

四、风险提示

宏观经济下滑的风险;

美焙辰市场开拓不及预期;

豆本豆豆奶需求不及预期。

目 录

1. 达利食品：综合性食品饮料巨头，卓越新品打造能力.....	7
1.1 综合性食品饮料巨头	7
1.2 新品牌的开拓能力极强.....	8
1.3 新品类的选择和成功核心因素分析.....	9
2. 美焙辰+豆本豆，看好家庭早餐业务发展前景	12
2.1 短保面包：市场广阔，但比较分散.....	12
2.2 美焙辰：步步为营，步入短保面包行业	13
2.3 美焙辰：产品、物流配送、销售管理等具核心优势	14
2.4 豆本豆：包装豆奶业务快速崛起，与美焙辰可形成协同	15
3. 费用率对比：达利食品费用管控能力突出	17
4. 盈利预测及投资建议	20
5. 风险提示	21
财务报表分析和预测	22

图目录

图 1	公司经营品牌、品类持续扩张	7
图 2	公司 2017 年主营业务收入情况（百万元）	8
图 3	公司主营业务收入及净利润稳健增长	8
图 4	新品牌、新品类开拓能力极强，推动收入持续增长（百万元）	8
图 5	新品类介入及产品结构的变动推动毛利率改善显著（%）	9
图 6	公司开拓的品类及该行业其他的国际/国内品牌	9
图 7	公司广告宣传：拥有较强品牌力	10
图 8	公司经营品牌、品类持续扩张	11
图 9	中国面包行业快速增长	12
图 10	中国人均每年面包消费量远低于美国（kg）	12
图 11	中国面包市场份额（2018 年）	12
图 12	领头羊份额及行业 CR5 在提升（%）	12
图 13	短保面包推出路线	13
图 14	美焙辰五大系列 28 款产品	13
图 15	公司采用德国吐司生产线及日本包馅生产线	14
图 16	美焙辰宣传	15
图 17	中国包装豆奶市场	15
图 18	中国包装豆奶市场份额（2018 年）	15
图 19	伊利、蒙牛、统一、北大荒均推出包装豆奶产品	16
图 20	豆本豆、伊利、维他奶、蒙牛豆奶配料表对比	16
图 21	公司盈利能力情况	17

表目录

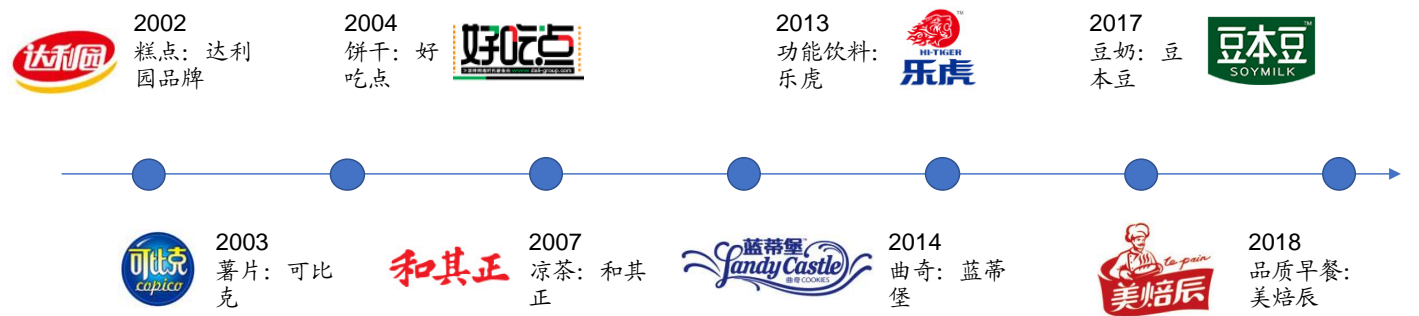
表 1	公司分产品销售收入规模预测（百万元）	2
表 2	公司分产品销售收入增速预测	2
表 3	公司主营产品	7
表 4	公司各品类广告宣传用语	10
表 5	公司各品类产品较国际一线品牌具有高性价比	11
表 6	同行业公司毛利率对比（%）	17
表 7	同行业公司销售及行政费用率对比	18
表 8	同行业公司净利润率对比（%）	19
表 9	公司分产品收入规模预测（百万元）	20
表 10	公司分产品销售收入增速预测	20
表 11	可比公司估值表	21

1. 达利食品：综合性食品饮料巨头，卓越新品打造能力

1.1 综合性食品饮料巨头

达利食品是国内综合性食品饮料巨头，产品涵盖食品类：糕点、饼干、膨化食品，以及饮料类：凉茶、功能饮料、植物蛋白含乳饮料（含豆奶）等多品类产品。

图1 公司经营品牌、品类持续扩张



资料来源：公司官网，海通证券研究所

公司多品牌、多品类战略持续推进，先后推出糕点品牌“达利园”、薯片品牌“可比克”、饼干品牌“好吃点”、凉茶品牌“和其正”、功能饮料品牌“乐虎”、豆奶品牌“豆本豆”、短保面包“美焙辰”等众多知名品牌。

表3 公司主营产品

	品类	品牌	细分品类	2017 年销售收入, 亿元
食品	糕点	达利园	派	61
			小面包	
	面包	美焙辰	瑞士卷	
			软面包	
			牛角包	
食品	饼干	好吃点	菓真包	16
			各类短保面包	
	膨化食品	可比克	饼干	
			香脆饼	
			蓝蒂堡曲奇	
饮料	凉茶	和其正	甄好曲奇	23
			复合薯片	
	功能饮料	乐虎	咋趣薯条	
			鲜切薯片	
	植物蛋白饮料（含豆奶）	达利园	八宝粥	22
其他	达利园	豆本豆	花生牛奶	
			花生乳饮料	
			绿茶等	

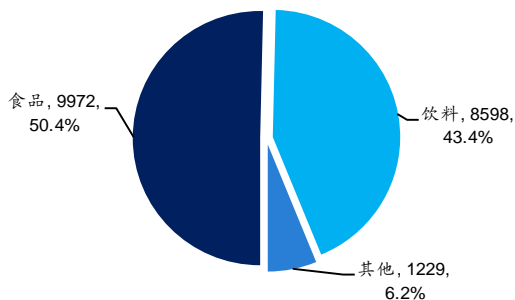
资料来源：wind，公司 2017 年年报，招股说明书，海通证券研究所

1.2 新品牌的开拓能力极强

2017 年，公司实现主营业务收入 198 亿元（不含其他营业收入 0.53 亿元，下同），其中食品分部收入 100 亿元，占比 50.4%；饮料分部收入 86 亿元，占比 43.4%；其他产品收入 12 亿元，占比 6.2%。

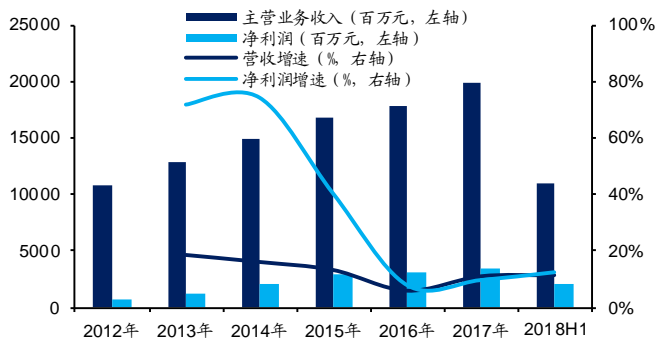
2012 年至今，公司主营业务收入及净利润保持了较快增长，2012-2017 年，主营业务收入复合增速 12.9%；净利润复合增速 37.7%，大幅高于收入增速，主要源于毛利率持续增长。

图2 公司 2017 年主营业务收入情况（百万元）



资料来源：wind，海通证券研究所

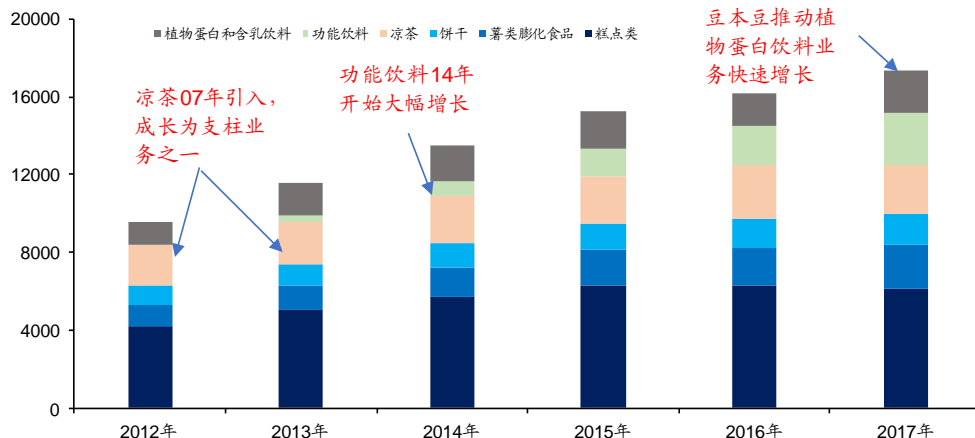
图3 公司主营业务收入及净利润稳健增长



资料来源：wind，海通证券研究所

公司新品牌、新品类开拓能力极强，2007 年进入到凉茶领域，2012-2017 年，凉茶业务销售收入保持在 20 亿元以上，2017 年占到总收入的 13%左右；2013 年，公司推出功能饮料品牌-乐虎，当年收入接近 4 亿元，2014 年达到了 14 亿元，2017 年近 27 亿元；2017 年，公司推出全新豆奶品牌-豆本豆，当年收入近 10 亿元。

图4 新品牌、新品类开拓能力极强，推动收入持续增长（百万元）

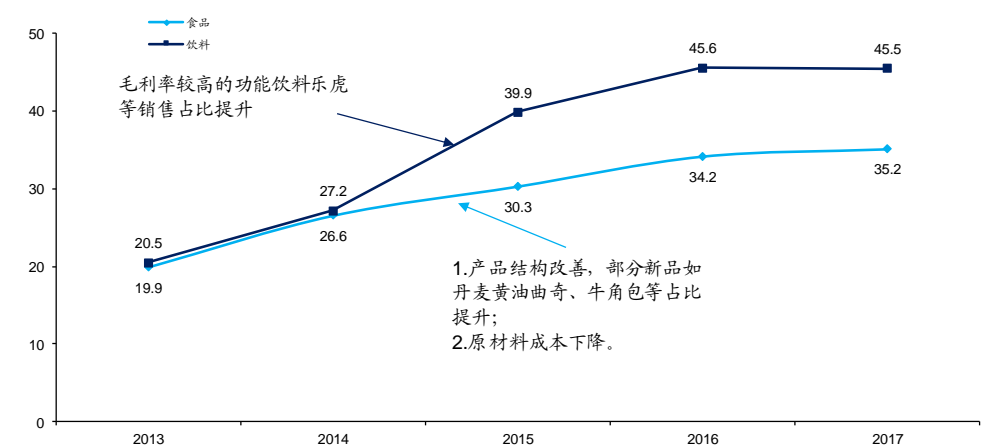


资料来源：wind，公司招股说明书，2016-2017 年年报，海通证券研究所

薯片-可比克（2003）、饼干-好吃点（2004）、凉茶-和其正（2007）、功能饮料-乐虎（2013）、豆奶-豆本豆（2017），新品牌、新品类持续接力，引领公司收入持续快速增长。

新品类的介入和产品结构的变动，亦推动公司毛利率的显著改善。公司食品业务毛利率由 2012 年的 19.9%增长至 2017 年的 35.2%，主要源于：1）部分毛利率比较高的新品丹麦黄油曲奇、牛角包等销售占比提升；2）原材料价格下降；饮料分部毛利率由 2013 年的 20.5%大幅上涨至 2017 年的 45.5%，主要源于毛利率较高的功能饮料-乐虎销售的快速增长。

图5 新品类介入及产品结构的变动推动毛利率改善显著（%）



资料来源：2013-2017 年年报，wind，海通证券研究所

1.3 新品类的选择和成功核心因素分析

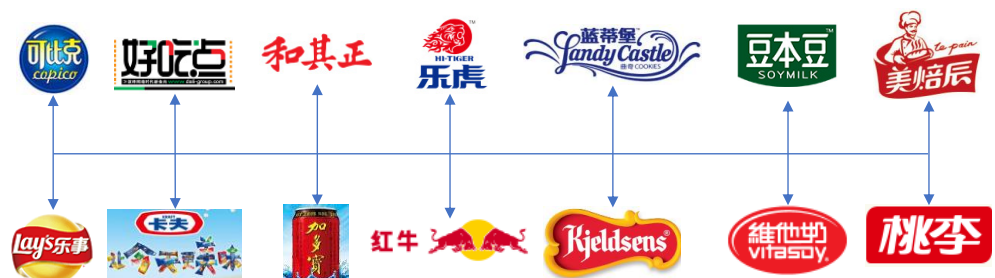
我们认为：历史上公司新品类的开拓成功率极高、成长性非常强，市场层面源于中国消费品市场足够大，消费品市场分层足够明显；公司层面主要源于：1）精准品类定位及产品策略：大众消费者，市场广阔且持续性强；2）强品牌力及错位竞争；3）渠道：销售网络完善，足够下沉。

核心因素 1：精准品类定位及产品策略：大众消费者，市场广阔且持续性强

公司最早由糕点烘焙类领域起家，先后开拓出薯片、饼干、凉茶、功能饮料、豆奶、短保面包（早餐正餐）等新的品类。我们认为在品类的选择上，均定位于大众消费者，消费者群体覆盖广泛，且所选品类均具有比较强的持续性，而非短期现象级产品。

我们认为：1）食品、饮料市场相对比较分散，公司能够通过品牌、销售网络等优势，逐步渗透，获得一定市场份额；2）虽然在部分品类，公司并非第一品牌，但稳扎稳打，大多能够较高份额，赚取较大收益。

图6 公司开拓的品类及该行业其他的国际/国内品牌



资料来源：各公司官网，海通证券研究所

备注：其他国际/国内品牌为我们根据行业进行的挑选

核心因素 2：竞争：强品牌力及错位竞争

我们认为达利的强品牌力和错位竞争，是其新品类获得成功的一大关键因素，作为

全国知名的食品饮料品牌，公司主打三线城市及以下地区，使品牌的效应最大化，同时又顺利避开了知名品牌云集的一二线城市。

我们认为，三线及以下城镇，特别是农村地区，对价格比较敏感，对于国际一线品牌的认知度较一二线城市要弱（与品牌的渠道渗透也有较大关系），对于国内知名品牌的接受度非常高。

图7 公司广告宣传：拥有较强品牌力



资料来源：公司官网，海通证券研究所

表 4 公司各品类广告宣传用语

品类	宣传用语
达利园	团团圆圆达利园
可比克	快乐每一刻，我的可比克
好吃点	好吃点，好吃你就多吃点
和其正	中国凉茶和其正
乐虎	提神抗疲劳，激发正能量
蓝蒂堡	尽享美味，尽享尊贵
豆本豆	国民营养好豆奶
美焙辰	美焙辰面包，早餐花样鲜

资料来源：公司官网，海通证券研究所

我们认为错位竞争体现在两个维度：1）对于国际知名品牌，达利的性价比非常突出，如乐虎对比红牛，达利园派对比好丽友派等；2）对比其他小品牌，达利在强力的推广之下，知名度远高于这部分竞争对手，优势非常显著。

表 5 公司各品类产品较国际一线品牌具有高性价比

产品	品牌	产品规格	京东超市售价
派	达利园	500g/20 枚	13.9 元
	好丽友	420g/12 枚	19.9 元
功能饮料	乐虎	250ml*5 罐	21.9 元
	红牛	250ml*6 罐	31.9 元
薯片	可比克	105g	8.9 元
	乐事	104g	8.9 元
凉茶	和其正	310ml*24 罐	59.9 元
	王老吉	310ml*24 罐	78 元
	加多宝	310ml*24 罐	69.9 元

资料来源：京东商城（2019 年 1 月 31 日数据），海通证券研究所

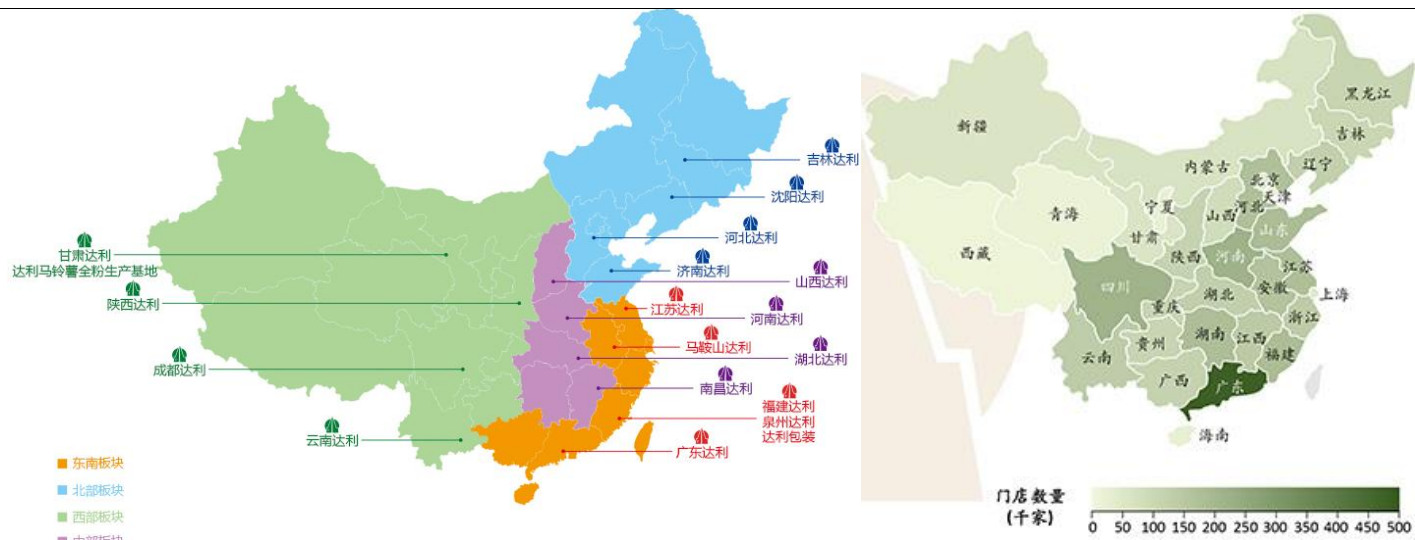
我们认为综合性品牌和品类的另一优势是品牌效应最大化，一方面品牌推广能够带动各个子品类，费用也能够“分摊”至各个品类；另一方面，各个品类渗透至终端消费者，无形中也相当于对品牌进行了反向宣传。

核心因素 3：渠道：销售网络完善，足够下沉

食品饮料产业，下游需求分散，渠道建设非常重要，达利有非常完善的全国性渠道布局，在全国 16 个省区建立 18 家子公司共 30 个食品、饮料生产基地，1 个马铃薯全粉生产基地，1 家包装彩印公司。

公司拥有超过 5000 名经销商，拥有超过 1.2 万名销售人员，支持 350 万个销售终端。传统渠道仍是公司销售的重点，但近几年现代渠道和电商渠道增长非常快，2017 年电商渠道销售额增速高达 111%，现代渠道销售额增速达到 32%。

图8 公司经营品牌、品类持续扩张



资料来源：公司官网，海通证券研究所

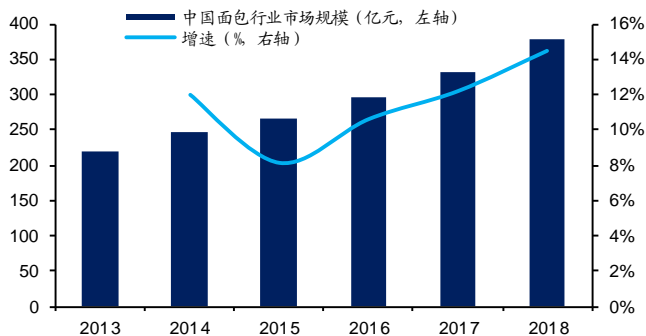
- 1) **渠道充分下沉。**在传统渠道，公司销售网络充分下沉，由于子公司发散，构建扁平化经销商体系，从省、市、县、乡镇构筑经销商代理体系，经销商遍布全国各地；
- 2) **动销较快，充分调动经销商积极性。**经销商盈利取决于动销快慢，达利品牌知名度高，且公司拥有众多食品、饮料品类，运送方式、消费群体基本一致，渠道基本可实现完全共享，大幅调动经销商积极性，最大化发挥渠道效益。

2. 美焙辰+豆本豆，看好家庭早餐业务发展前景

2.1 短保面包：市场广阔，但比较分散

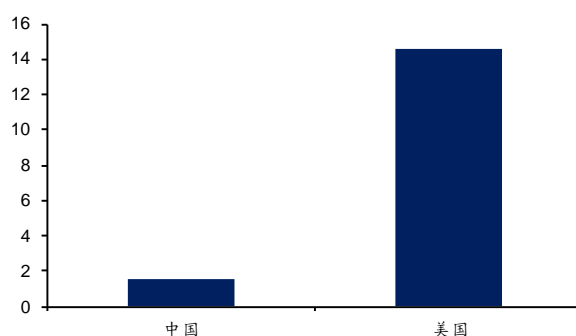
根据 Euromonitor 数据，中国市场对面包的需求在持续提升，2013-2018 年，中国面包行业市场规模由 220 亿元增长至 379 亿元，年复合增速达到 11%。未来我们预计城镇化率的提升、饮食结构的变化等都会推动面包行业需求持续提升。横向对比来看，中国人均面包消费量远低于美国，虽然历史上中国饮食结构与美国有一定差异，但一定程度仍反映出面包市场容量的潜力。

图9 中国面包行业快速增长



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

图10 中国人均每年面包消费量远低于美国 (kg)

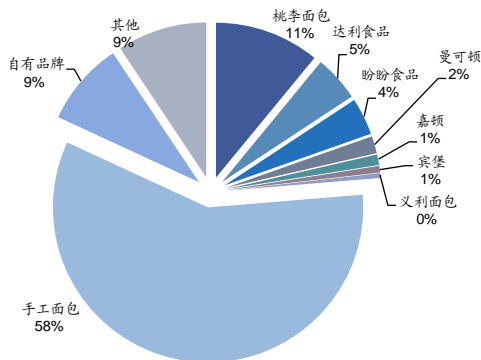


资料来源：Euromonitor，千讯咨询，海通证券研究所

市场竞争结构：比较分散，仍未有全国性供应商

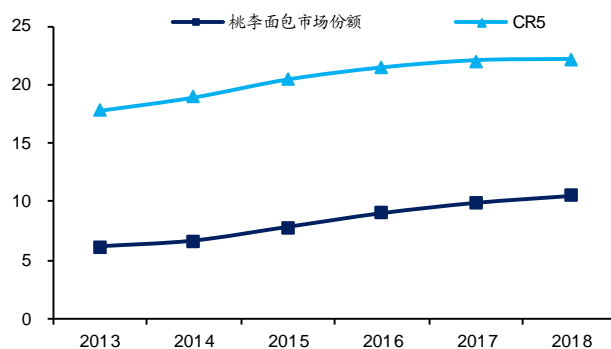
中国面包市场比较分散，份额最大的桃李面包市占率 10.5%，CR5 仅 22% 左右，曼可顿、嘉顿、宾堡等国际品牌市场份额均比较低，大量市场被手工面包和部分自有品牌占据。

图11 中国面包市场份额 (2018 年)



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

图12 领头羊份额及行业 CR5 在提升 (%)



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

短保面包行业地域性强，主要源于其保质期非常短，一般仅 7 天左右，产品运输半径短，对于渠道和工厂的依赖极强。各个品牌基本均有自己的优势区域，如桃李面包在东北、曼可顿、嘉顿在一线城市等；区域扩张具有一定难度，需要在当地打造出比较完善的经销商系统。

近几年来，通过持续的区域扩张，桃李面包市场份额在持续提升，行业 CR5 也由 2013 年的 17.8% 增长至 2018 年的 22%，显示出行业有一定集中化的趋势。

2.2 美焙辰：步步为营，步入短保面包行业

公司在进入短保面包产业前做了充足准备，2017 年 6 月推出“品质早餐”面包糕点系列产品，2018 年 4 月推出 2 月保质期中保产品，2018 年 3 季度推出保质期 1 个月的中保产品，步步为营，稳扎稳打。关键的物流环节，通过品质早餐、中保面包产品超过一年的准备，大力优化经销商结构、提升渠道效率和加强销售管理。

图13 短保面包推出路线



资料来源：公司官网，公司 2018 年半年报，海通证券研究所

2018 年 10 月，达利推出短保面包全新品牌“美焙辰”系列，一次性推出五大系列、28 款产品，打响第一炮。

图14 美焙辰五大系列 28 款产品



资料来源：公司官网，海通证券研究所

2.3 美焙辰：产品、物流配送、销售管理等具核心优势

我们认为短保面包业务做大做强三大关键要素为**产品、生产物流区域覆盖和销售管理**，产品是业务发展的基石；生产和物流配送渠道决定业务开拓的广度；销售管理能力一定程度决定了业务的盈利能力。同时，短保面包配送半径比较短，因而业务做大做强需要在各个区域进行生产厂房、物流布局，初始投资比较高。

1) 产品：先进设备及多年面包生产经验，确保产品新鲜、优质

公司投入 20 亿元，从德国、日本、荷兰引进全球新一代的面包生产线，德国进口的吐司生产线，全程电脑精确控制；日本引进的包馅机，形状、包馅、涂层随意变化，手掐式缝合；荷兰的起酥生产线，层层叠加。同时，公司在长保面包产业经验丰富，能够深入了解消费者的口味，确保生产出新鲜、优质的美焙辰面包产品。

图15 公司采用德国吐司生产线及日本包馅生产线



资料来源：贤集网，海通证券研究所

2) 生产物流区域覆盖：依托 18 大生产基地布局

短保面包保质期一般在 7 天以内，决定了其较小的配送半径以及高频次配送（每天一次或者两天一次），因而对于物流配送的要求非常高，也导致短保面包产业具有较强的地域性。

生产基地原有布局已经比较完善。达利在生产基地布局方面已经有深入布局，在全国 16 个省区拥有 18 家子公司共 30 个食品、饮料生产基地，依托 18 个原有的子公司和生产基地，达利仅通过增加短保面包生产设备和相应的人员等，即可迅速布局；

终端配送：打造高效体系。经销商 app 手机下单，实现下单-生产-配送服务。

3) 销售管理：精选经销商及终端

短保面包保质期较短，退换货会影响产品的盈利。我们认为退换货率主要受到公司的销售管理、经销商及终端选择和管理的影响，公司的销售管理更多在于顶层的体系设计和销售预测，而经销商及终端则体现在对产品销售情况、品类选择、备货数量等多方面的把控。

公司拥有非常好的经销商基础。公司拥有超过 5000 名经销商，拥有超过 1.2 万名销售人员，支持 350 万个销售终端。短保面包对于经销商和销售终端的要求更高，公司已经通过中保的尝试，对经销商和销售终端进行了一定遴选，可以做到有效布局。同时**在成本上，短保产品部分配送时间和路线与其他产品重叠，可以有效节约成本。**

4) 广告宣传

美焙辰品牌方面，公司邀请了黄磊和杨紫两位明星做品牌代言人，推动在不同年层消费者中的宣传。

图16 美焙辰宣传



资料来源：公司官网，海通证券研究所

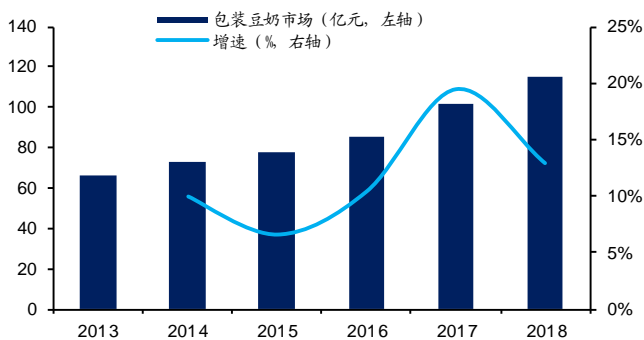
结合：1）公司以往新品开拓的情况，如豆本豆、乐虎、好吃点等新品推广业绩；2）公司在短保面包领域的资本投入、广告宣传、开拓规划等，我们预计公司短保面包业务有望快速推进，有望成为公司收入规模扩张的另一个助推器。

2.4 豆本豆：包装豆奶业务快速崛起，与美焙辰可形成协同

2.4.1 包装豆奶市场有较大增长潜力

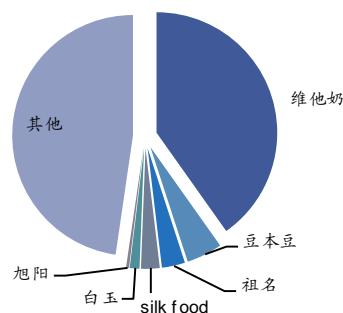
根据 Euromonitor 统计，2018 年中国包装豆奶市场空间 115 亿元左右，2013-2018 年年复合增速 11.5%。2018 年，维他奶为豆奶行业领头羊，市占率 40%左右。

图17 中国包装豆奶市场



资料来源：Euromontior，海通证券研究所

图18 中国包装豆奶市场份额（2018 年）



资料来源：Euromontior，海通证券研究所

目前中国包装豆奶包装化率存在较大提升空间。我们认为 1）消费者对于食品安全、产品质量、营养重视程度的提升；2）主流食品饮料厂商逐渐进入到包装豆奶领域，都将推动包装豆奶市场快速成长。

1）消费者对于食品安全、产品质量重视程度的提升

豆奶主要产品包括家用豆浆机自制豆奶、液态调制豆奶、摊贩自制豆奶、包装豆奶等，其中家用豆浆机自制豆奶便捷性过差，而液态调制豆奶、摊贩自制豆奶在营养、产品质量方面存在不足；

2) 主流食品饮料厂商逐渐进入到包装豆奶领域

部分主流食品饮料厂商陆续推出豆奶产品，伊利推出植选、蒙牛将 silk 引入中国推出植朴磨坊纯香豆奶、统一推出诚实豆、北大荒推出东北豆奶。

我们认为当前包装豆奶占豆奶总市场非常低，各厂商推出包装豆奶品牌，更有利于培育消费者消费习惯，推动包装豆奶整体市场的快速增长；而各品牌之间竞争将会比较缓和。

图19 伊利、蒙牛、统一、北大荒均推出包装豆奶产品



资料来源：京东网等，海通证券研究所

2.4.2 豆本豆品类扩张及渠道优化，推动业务增长

主打纯天然无添加，定位家庭早餐市场

达利于 2017 年 4 月推出豆本豆系列豆奶，主打家庭早餐市场，采用非转基因大豆、不添加食用香精、防腐剂。家庭早餐消费环境频次更高更为常态化，豆本豆以独有的纯天然无添加强势步入该领域。

图20 豆本豆、伊利、维他奶、蒙牛豆奶配料表对比

豆本豆	伊利植选
<p>【产品名称】：豆本豆原味豆奶</p> <p>【产品类型】：调制豆奶</p> <p>【产品配料】：水、大豆(非转基因)、白砂糖</p> <p>【食用香精】：0</p> <p>【添加量】(g/100mL)：大豆≥10.0</p> <p>【防腐剂】：0</p> <p>【产品标准代号】：GB/T 30885</p> <p>【保质期】：9个月</p> <p>请勿带包装置于微波炉中加热。</p>	<p>产品种类：调制豆乳</p> <p>口味：原味</p> <p>配料：饮用水、大豆（非转基因）、白砂糖、复合植物油（大豆油、玉米油）、食用盐、异麦芽酮糖、结冷胶、食品用香精</p> <p>大豆添加量 41.5g/盒</p>
维他奶	蒙牛植朴磨坊
<p>【品 牌】 Vitasoy维他奶</p> <p>【产品名称】 原味豆奶</p> <p>【产 地】 中国</p> <p>【规 格】 250毫升x24盒</p> <p>【保 质 期】 12个月</p> <p>【配 料】 水、大豆(>12g/盒)、白砂糖、乳粉、食用盐、维生素B2、维生素B6、烟酰胺。</p>	<p>产品类型：调制豆奶</p> <p>配料：水、大豆（非转基因）、白砂糖、巴旦木仁、食用盐、结冷胶、食用香精</p> <p>美国巴旦木仁添加量：>2.5g/包</p> <p>大豆添加量：>16g/包</p>

资料来源：各公司官网，京东网，天猫商城，海通证券研究所

品类持续扩张

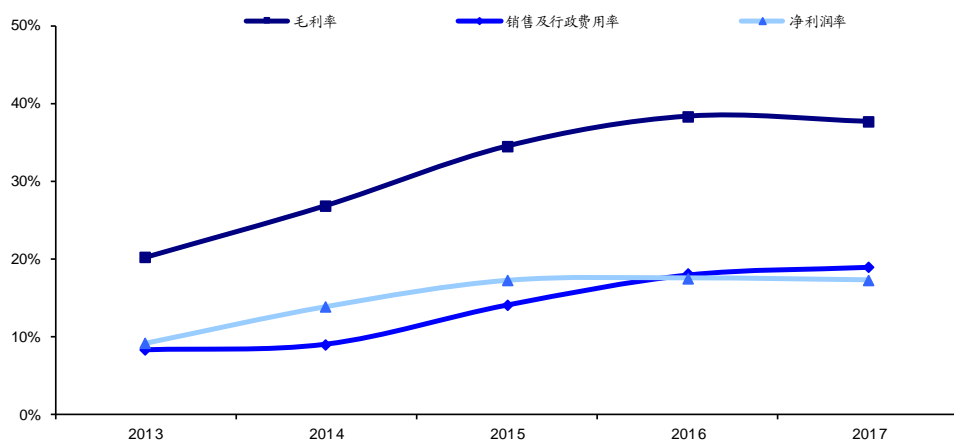
豆本豆在 2017 年 4 月推出，2017 年销售近 10 亿元，2018 年 4 月，达利继续推出豆本豆青豆和豆本豆黑豆两个系列，2018 年 10 月推出唯甄豆奶，持续扩张产品品类。

我们预计在产品品类扩张、渠道改进以及与短保面包协同推动下，公司豆奶系列产品 2018-2020 年分别有望实现销售收入 20、25 和 30 亿元。

3. 费用率对比：达利食品费用管控能力突出

公司毛利率持续提升，2017 年达到 37.7%，主要源于高毛利率品类销售占比的提升，如乐虎等；销售及行政费用率在 2015 年有所提升，主要源于乐虎销售快速增长，公司调整了销售模式，提升出厂价的同时增加了自身承担的促销和人员费用；净利润率稳中有升，2013-2015 年净利润率由 9.3% 快速攀升至 17.2%，之后稳定在 17% 以上。

图21 公司盈利能力情况



资料来源：wind，海通证券研究所

与中国及海外的食品饮料巨头横向对比来看，达利的毛利率与行业平均毛利率比较接近，近几年通过产品结构的改善等，毛利率持续提升；而销售及行政费用率远低于同行业公司，净利润率远高于同行业公司。

我们认为造成销售及行政费用率和净利润率差异的主要原因在于：**1）精准广告营销**，较低投入达到较好品牌建设成效；**2）扁平化的经销商结构、高效的费用管理**，有效降低费用。达利食品给与经销商较低的出厂价，由经销商承担大部分的销售工作，公司承担的销售环节费用比较低。

同时，根据公司公告（2017/6/8 日：澄清公告），达利员工构成中，生产工人及一线销售业务占比接近 80%，高于同行，该等工人及销售员工工资水平较低。同时，达利总部位于福建惠安，主要在当地聘用，因而管理人员平均薪酬较一线城市也有较大的差距。

表 6 同行业公司毛利率对比 (%)

		2013	2014	2015	2016	2017
00322.HK	康师傅	30.3	30.5	31.9	31.3	29.4
00220.HK	统一企业中国	33.3	32.5	36.8	34.4	33.1
00151.HK	中国旺旺	41.5	40.2	43.9	47.2	43.1
00345.HK	VITASOY INT'L	48.4	49.7	50.9	53.2	52.9
01285.HK	嘉士利集团	30.2	32.0	35.0	34.3	30.3
02319.HK	蒙牛乳业	27.0	30.8	31.4	32.8	35.2
603866.SH	桃李面包	34.1	32.6	34.2	35.3	36.9

000848.SZ	承德露露	37.7	41.0	43.0	43.4	46.7
002582.SZ	好想你	37.9	43.1	39.7	33.3	28.7
603886.SH	元祖股份	60.5	61.1	62.2	63.3	65.9
600073.SH	上海梅林	13.8	14.6	14.3	16.1	13.2
600887.SH	伊利股份	28.3	32.3	35.6	37.5	36.8
DANOY.OO	达能	48.5	47.7	50.0	51.0	49.5
NSRGY.OO	雀巢	47.9	48.2	49.8	50.8	50.2
KHC.O	卡夫亨氏			31.4	36.2	37.0
2212.T	山崎面包	35.8	35.8	35.9	36.5	36.1
2206.T	山崎格力高	43.3	44.3	45.7	46.8	47.0
HSY.N	好时	45.9	45.0	45.8	42.4	45.8
2587.T	三得利	55.2	54.3	54.5	55.4	43.5
MDLZ.O	亿滋国际	37.1	36.8	38.8	39.1	38.9
KO.N	可口可乐 (COCA COLA)	60.7	61.1	60.5	60.7	62.6
PEP.O	百事公司 (PEPSICO)	53.0	53.7	55.0	55.1	54.7
	平均	40.5	41.3	42.1	42.5	41.7
03799.HK	达利食品	20.2	26.8	34.5	38.3	37.7

资料来源：wind，海通证券研究所

表 7 同行业公司销售及行政费用率对比

		2013	2014	2015	2016	2017
00322.HK	康师傅	24.2%	23.6%	24.3%	25.2%	22.7%
00220.HK	统一企业中 国	32.6%	32.0%	32.8%	32.2%	28.5%
00151.HK	中国旺旺	20.4%	21.5%	25.0%	26.3%	25.7%
00345.HK	VITASOY INT'L	33.0%	34.6%	35.3%	36.5%	35.3%
01285.HK	嘉士利集团	15.7%	16.7%	18.7%	21.0%	18.3%
02319.HK	蒙牛乳业	22.5%	24.9%	26.2%	29.4%	28.8%
603866.SH	桃李面包	15.2%	15.5%	16.8%	18.9%	20.8%
000848.SZ	承德露露	21.0%	19.6%	20.7%	19.4%	21.1%
002582.SZ	好想你	29.2%	36.2%	40.7%	33.2%	25.9%
603886.SH	元祖股份	47.3%	49.9%	50.6%	52.5%	50.7%
600073.SH	上海梅林	11.7%	12.1%	11.8%	11.3%	10.5%
600887.SH	伊利股份	23.0%	24.4%	27.8%	29.2%	27.9%
DANOY.OO	达能	33.5%	33.8%	35.1%	36.2%	33.8%
NSRGY.OO	雀巢	30.2%	30.3%	32.2%	32.9%	31.9%
KHC.O	卡夫亨氏			17.0%	13.0%	11.2%
2212.T	山崎面包	34.1%	33.7%	33.3%	33.1%	33.3%
2206.T	山崎格力高	39.6%	38.5%	39.1%	39.9%	41.3%
HSY.N	好时	26.9%	25.6%	26.7%	25.7%	25.5%
2587.T	三得利	48.1%	46.9%	47.1%	48.8%	33.4%
MDLZ.O	亿滋国际	25.2%	25.3%	26.2%	25.9%	23.5%
KO.N	可口可乐 (COCA COLA)	36.9%	37.4%	37.1%	36.5%	35.3%
PEP.O	百事公司 (PEPSICO)	38.3%	39.3%	39.6%	39.5%	38.1%

	平均	29.0%	29.6%	30.2%	30.3%	28.3%
03799.HK	达利食品	8.3%	9.0%	14.1%	18.0%	19.0%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 8 同行业公司净利润率对比 (%)

		2013	2014	2015	2016	2017
00322.HK	康师傅	4.5	4.7	3.1	2.5	3.8
00220.HK	统一企业中 国	3.9	1.3	3.7	2.9	4.1
00151.HK	中国旺旺	17.9	16.3	15.7	17.5	15.3
00345.HK	VITASOY INT'L	7.5	8.1	10.1	12.0	9.9
01285.HK	嘉士利集团	9.3	8.5	10.5	8.1	9.1
02319.HK	蒙牛乳业	4.3	5.4	5.1	-1.5	3.4
603866.SH	桃李面包	14.6	13.4	13.7	13.3	12.8
000848.SZ	承德露露	13.1	16.8	17.5	18.3	20.0
002582.SZ	好想你	11.3	5.6	-0.3	1.9	2.4
603886.SH	元祖股份	8.6	5.6	7.4	7.9	11.6
600073.SH	上海梅林	1.6	0.7	1.9	3.3	2.1
600887.SH	伊利股份	6.7	7.7	7.7	9.4	8.9
DANOY.OO	达能	6.1	4.7	6.2	8.3	10.4
NSRGY.OO	雀巢	10.8	15.7	10.2	9.5	8.0
KHC.O	卡夫亨氏			3.5	13.8	41.9
2212.T	山崎面包	1.3	1.3	1.2	1.6	1.9
2206.T	山崎格力高	3.8	6.9	4.2	5.3	4.4
HSY.N	好时	11.5	11.4	6.9	9.7	10.1
2587.T	三得利	3.2	3.2	3.3	2.8	-5.7
MDLZ.O	亿滋国际	11.1	6.4	24.6	6.4	11.3
KO.N	可口可乐 (COCA COLA)	18.4	15.5	16.6	15.6	3.6
PEP.O	百事公司 (PEPSICO)	10.2	9.8	8.7	10.2	7.7
	平均	8.6	8.0	8.3	8.1	8.9
03799.HK	达利食品	9.3	13.9	17.2	17.5	17.3

资料来源: wind, 海通证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

我们预计，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 37.7、42.0 和 47.1 亿元，分别同比增长 9.7%、11.4%和 12.3%；EPS 分别为 0.28、0.31 和 0.34 元；结合食品饮料行业同业公司估值，我们给予公司 2019 年 18-20 倍 PE，对应合理价值区间 5.58-6.20 元/股，按照 1 港元=0.86 元人民币，对应合理价值区间 6.49-7.21 港元/股，首次覆盖，给予优于大市评级。

不考虑其他大品类扩张的前提下，我们对公司各类业务表现的预测见下表：

表 9 公司分产品收入规模预测（百万元）

	2016	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E	2021E
糕点类	6336	6106	2912	6228	7349	8452	9381
薯类膨化食品	1878	2256	1369	2594	2932	3283	3677
饼干	1551	1610	820	1658	1741	1828	1920
食品分部	9765	9972	5101	10481	12022	13563	14978
凉茶	2711	2521	1565	2496	2546	2597	2649
功能饮料	2036	2675	1899	3076	3445	3790	4548
植物蛋白和含乳饮料	1649	2192	1376	3178	3719	4165	4665
其他饮料	1250	1210	467	1234	1259	1284	1310
饮料分部	7646	8598	5307	9985	10969	11836	13171
其他产品	432	1229	604	1290	1355	1355	1423
合计	17887	19852	11012	21816	24406	26814	29632
增速		11.0%	11.4%	9.9%	11.9%	9.9%	10.5%
毛利率	38.3%	37.7%	39.4%	39.0%	39.1%	40.0%	40.8%

资料来源：wind，公司 2016-2018H1 年报、中报等，海通证券研究所

表 10 公司分产品销售收入增速预测

	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E	2021E
糕点类	-3.6%	2.2%	2.0%	18.0%	15.0%	11.0%
薯类膨化食品	20.1%	15.2%	15.0%	13.0%	12.0%	12.0%
饼干	3.8%	3.2%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
食品分部	2.1%	5.6%	5.1%	14.7%	12.8%	10.4%
凉茶	-7.0%	2.1%	-1.0%	2.0%	2.0%	2.0%
功能饮料	31.4%	21.3%	15.0%	12.0%	10.0%	20.0%
植物蛋白和含乳饮料	32.9%	72.0%	45.0%	17.0%	12.0%	12.0%
其他饮料	2.1%	-18.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
饮料分部	12.5%	18.6%	16.1%	9.9%	7.9%	11.3%
其他产品	184.5%	3.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	11.0%	11.4%	9.9%	11.9%	9.9%	10.5%

资料来源：wind，公司 2016-2018H1 年报、中报等，海通证券研究所

5. 风险提示

宏观经济下滑的风险;

美焙辰市场开拓不及预期;

豆本豆豆奶需求不及预期。

表 11 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018E	2018E
00322.HK	康师傅控股	548	0.32	0.45	0.47	30.12	21.90	20.79	0.90	2.65
00220.HK	统一企业中国	269	0.20	0.26	0.28	30.67	24.26	21.93	1.22	2.03
00151.HK	中国旺旺	689	0.25	0.27	0.30	22.11	20.28	18.42	3.23	4.38
00345.HK	VITASOY INT'L	310	0.44	0.62	0.74	66.07	46.99	39.50	4.74	11.17
02319.HK	蒙牛乳业	850	0.53	0.76	0.96	41.51	28.66	22.54	1.23	3.32
603866.SH	桃李面包	254	1.14	1.39	1.67	49.51	38.91	32.25	5.15	7.11
000848.SZ	承德露露	86	0.42	0.45	0.52	20.84	19.40	16.85	3.75	4.35
002582.SZ	好想你	48	0.21	0.31	0.45	44.58	30.08	20.69	0.94	1.41
603886.SH	元祖股份	52	0.85	1.01	1.18	25.73	21.57	18.44	2.64	3.83
600073.SH	上海梅林	85	0.30	0.32	0.47	30.20	28.31	19.09	0.38	
600887.SH	伊利股份	1,611	0.99	1.04	1.19	26.85	25.50	22.21	2.03	5.67
KHC.O	卡夫亨氏 (KRAFT HEINZ)	426	8.95	3.53	3.05	3.91	9.90	11.46		
DANOY.OO	达能	1,689	3.91	0.71	0.77	3.92	21.59	19.91		
NSRGY.OO	雀巢	2,885	2.05	4.31	4.71	44.41	21.12	19.33		
2212.t	Yamazaki Baking	4,203	114.41	62.17	85.92	16.68	30.69	22.21		
2206.t	Ezaki Glico	3,880	231.33	207.04	240.00	24.16	27.00	23.29		
HSY.N	好时公司 (HERSHEY)	230	3.66	5.36	5.64	30.11	20.56	19.54		
2587.t	Suntory Beverage & Food	15,543	26.09	258.98	241.86	192.79	19.42	20.80		
MDLZ.O	亿滋国际 (MONDELEZ INTL)	689	1.91	2.43	2.48	24.98	19.64	19.24		
KO.N	可口可乐 (COCA COLA)	1,936	0.29	2.08	2.12	156.14	21.77	21.36		
PEP.O	百事公司 (PEPSICO)	1,640	3.38	5.66	5.53	34.54	20.63	21.11		
均值						43.80	24.68	21.47	2.38	4.59

注: 收盘价为 2019 年 2 月 25 日价格, 港股、A 股 EPS 为 wind 一致预期, 其他来自彭博; 总市值单位: 港股、A 股为人民币, 日本上市公司为日元, 美国上市公司为美元。

资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标（元）					营业总收入	19851.73	21815.91	24405.76	26813.88
每股收益	0.25	0.28	0.31	0.34	营业成本	12341.48	13271.11	14826.57	16052.33
每股净资产	1.01	1.06	1.13	1.20	毛利率%	37.67%	39.00%	39.10%	40.00%
每股经营现金流	0.18	0.29	0.32	0.36					
每股股利	0.20	0.22	0.24	0.27	营业费用	3248.09	3621.44	4051.36	4504.73
价值评估					营业费用率%	16.36%	16.60%	16.60%	16.80%
P/E	18.32	16.70	14.99	13.35	管理费用	523.91	589.03	658.96	723.97
P/B	5.33	5.05	4.77	4.49	管理费用率%	2.64%	2.70%	2.70%	2.70%
P/S	3.17	2.88	2.58	2.35	EBIT	3738.25	4334.33	4868.88	5532.84
EV/EBITDA					财务费用	369.98	131.57	200.00	200.00
股息率（%）	67%	70%	70%	70%	财务费用率%	1.86%	0.60%	0.82%	0.75%
盈利能力指标（%）					投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	37.67%	39.00%	39.10%	40.00%	营业利润	4108.23	4534.33	5068.88	5732.84
净利润率	21.92%	21.88%	21.79%	22.28%	营业外收支	243.39	240.00	250.00	240.00
净资产收益率	24.91%	25.88%	27.22%	28.77%	利润总额	4351.62	4774.33	5318.88	5972.84
资产回报率	21.03%	21.70%	27.22%	28.77%	EBITDA	4294.56	4948.29	5502.16	6216.12
投资回报率					所得税	917.90	1007.38	1122.28	1260.27
盈利增长（%）					有效所得税率%	21.09%	21.10%	21.10%	21.10%
营业收入增长率	10.99%	9.89%	11.87%	9.87%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT 增长率	1.96%	15.95%	12.33%	13.64%	归属母公司所有者净利润	3433.70	3766.95	4196.60	4712.57
净利润增长率	9.47%	9.71%	11.41%	12.30%					
偿债能力指标					资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	15.56%	16.13%	16.17%	15.98%	货币资金	6763.78	6615.78	7305.06	8144.54
流动比率	5.09	4.63	4.77	4.98	应收款项	1542.16	1793.09	2005.95	2203.88
速动比率	3.75	3.40	3.52	3.71	存货	1333.20	1381.65	1543.59	1671.20
现金比率	3.05	2.68	2.76	2.92	其它流动资产	1582.11	1600.00	1700.00	1800.00
经营效率指标（%）					流动资产合计	11271.14	11450.52	12614.60	13879.62
应收帐款周转天数	28	30	30	30	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	39	38	38	38	固定资产	4273.05	5059.60	4926.82	4744.04
总资产周转率	121.60%	125.68%	132.72%	137.54%	在建工程	808.80	1400.00	500.00	500.00
固定资产周转率	464.58%	431.18%	495.37%	565.21%	无形资产	3.58	4.00	4.00	4.00
					非流动资产合计	5054.94	5907.66	5774.88	5616.18
现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	16326.08	17358.17	18389.47	19495.80
净利润	3433.70	3766.95	4196.60	4712.57	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	556.31	613.95	633.28	683.28	应付账款	889.28	1105.93	1235.55	1337.69
营运资金变动	-1458.50	-49.91	-201.90	-183.15	预收账款				
经营活动现金流	2403.56	4035.38	4347.26	4969.97	其它流动负债	994.66	1000.00	1000.00	1000.00
固定资产投资	4.80	0.00	0.00	0.00	流动负债合计	2215.71	2470.52	2643.43	2785.82
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	253.44	1400.00	600.00	600.00	其它长期负债	324.19	330.00	330.00	330.00
投资活动现金流	-112.79	-1400.00	-600.00	-600.00	非流动负债合计	324.19	330.00	330.00	330.00
债务变化	0.00	0.00	0.00	0.00	负债总计	2539.90	2800.52	2973.43	3115.82
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	112.71	112.71	112.71	112.71
融资活动现金流	3304.68	-2738.82	-2996.44	-3338.20	普通股股东权益	13786.18	14557.65	15416.05	16379.98
现金净流量	5676.98	-103.44	750.82	1031.77	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
					负债和所有者权益合计	16326.08	17358.17	18389.47	19495.80

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 25 日
资料来源：公司年报（2017），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

周旭辉 海外研究团队
张向伟 海外研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：西部水泥,比亚迪电子,波司登,舜宇光学科技

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长

(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长

(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长

(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
联系人
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxx12382@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史 岳 sy11542@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹 苓(021)23154119 yll1569@htsec.com
谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
联系人
石 坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
联系人
李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
联系人
洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张 弋 01050949962 zy12258@htsec.com
张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com
联系人
李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
党新龙(0755)82900489 dxi12222@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
联系人
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
周 丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
刘 璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
联系人
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lfz12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
张恒恒 zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
联系人
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
联系人
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
宗 亮 zl11886@htsec.com
巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 ljwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
吴 尹 wy11291@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜 飞 df12021@htsec.com
张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
何 嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李 婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com