

# 进击的调味品后起之秀，以零添加差异化突围

## 千禾味业(603027)

### ► 纵向一体化布局，聚焦健康调味品快速成长

公司成立于1996年，2001年从原有的焦糖色业务纵向延伸至以酱油为核心的调味品业务，成长为以“零添加”为产品和品牌特色的高品质健康调味品深度玩家。公司近五年调味品业务收入维持30%以上的年化增长，是成长最快的调味品企业之一。

### ► 高举“零添加”大旗，差异化竞争优势凸显

公司以健康调味品为突破口，与零添加细分品类相互成就，通过差异化布局培育蓝海市场，占据高端调味品市场领先地位，并不断进行价格带扩张，延伸高鲜和有机系列，提升消费者覆盖率。品类端以酱油为核心，加码食醋和料酒业务，多品类发展提升成长价值。同时公司加快推动“年产25万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目二期”和“年产36万吨调味品生产线扩建项目”，提升产能规模和生产效率。

### ► 渠道策略因地制宜，KA、电商并举

公司渠道端零售、餐饮和电商等多点发力，线下因地制宜采用多样化的销售策略，西南大本营市场稳步发展推进渠道下沉，外埠市场灵活应用大商、经销商、直营多种方式，以KA为核心渠道，提升零添加和千禾品牌的认知度，各区域均实现年化20%以上的高增长，公司也在不断完善BC商超、传统流通市场和餐饮等渠道，提升运营效率。千禾线上渠道在行业率先发力，贡献近10%的收入，提升公司盈利能力和品牌张力，提前布局未来调味品主流消费人群。

### ► 盈利预测

我们预计公司2020-2022年收入分别为17.8/23.0/28.9亿元，分别同比+31.6%/+28.7%/+25.8%；归母净利润分别为3.02/3.97/5.28亿元，同比+52.2%/+31.5%/+33.1%；EPS分别为0.45/0.60/0.79元；对应估值分别为88/67/50倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ► 风险提示

原材料成本上涨、食品安全、行业竞争加剧。

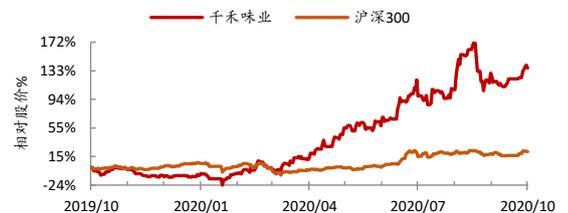
### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,065	1,355	1,784	2,295	2,887
YoY (%)	12.4%	27.2%	31.6%	28.7%	25.8%
归母净利润(百万元)	240	198	302	397	528
YoY (%)	66.6%	-17.4%	52.2%	31.5%	33.1%
毛利率 (%)	45.7%	46.2%	47.7%	47.7%	48.2%
每股收益(元)	0.36	0.30	0.45	0.60	0.79
ROE	18.4%	12.4%	15.9%	17.3%	18.7%
市盈率	110.77	134.11	88.12	67.00	50.35

资料来源：wind、华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	39.94
股票代码:	603027
52周最高价/最低价:	45.99/18.12
总市值(亿)	265.87
自由流通市值(亿)	263.51
自由流通股数(百万)	659.77



#### 分析师：寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn  
 SAC NO: S1120520040004  
 联系电话:

#### 分析师：卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn  
 SAC NO: S1120520100001  
 联系电话:

## 正文目录

1. 顺利转型调味品，以“零添加”差异化突围	3
1.1 焦糖色起家，纵向一体化发展	3
1.2 股权结构清晰，管理层积极进取	4
2. 调味品稳健中蕴藏机遇，健康产品符合市场需求	5
2.1 酱油行业仍存替代升级空间，中高端健康产品供需两旺	5
2.2 食醋竞争格局尚未明朗，香醋成长机遇最大	6
3. 高举“零添加”大旗，差异化竞争优势凸显	8
3.1 健康调味品的深度玩家，从酱油延伸至多品类布局	8
3.2 渠道策略因地制宜，KA 电商并举	13
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	18

## 图表目录

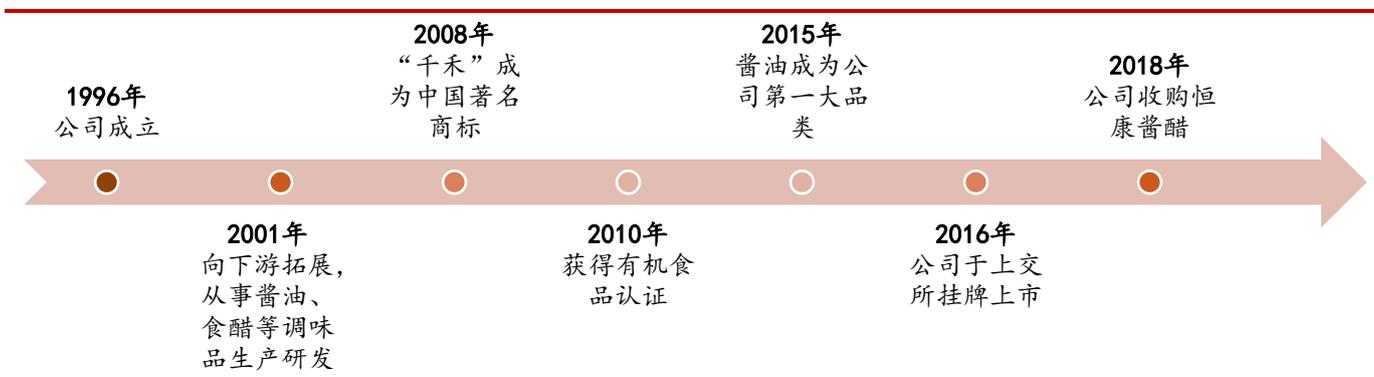
图表 1 公司发展历程	3
图表 2 公司收入增长进入快车道（单位：亿元）	3
图表 3 公司调味品业务占比持续提升	3
图表 4 公司毛利率稳步提升	4
图表 5 公司归母净利润情况（单位：亿元）	4
图表 6 公司高管持股情况	4
图表 7 我国调味品分品类占比	5
图表 8 调味品分品类规模和增速（单位：亿元）	5
图表 9 酱油产量增长降速（单位：万吨）	5
图表 10 酱油行业规模接近 800 亿（单位：亿元）	5
图表 11 预计生抽占比将进一步下滑至 30%	6
图表 12 高端和超高端酱油在低线城市渗透率仍然偏低	6
图表 13 我国酱油行业 CR5 仅为 30%左右	6
图表 14 日本酱油行业集中度较高	6
图表 15 食醋行业规模及增速（单位：亿元）	7
图表 16 食醋单价及增速（单位：元/吨）	7
图表 17 食醋行业集中度不高	7
图表 18 食醋行业中小企业偏多	7
图表 19 公司产品结构	8
图表 20 公司酱油收入快速增长（单位：亿元）	9
图表 21 公司酱油价格带分布	9
图表 22 市场上零添加酱油对比	9
图表 23 公司酱油产品分布	11
图表 24 公司收入结构不断多元化	11
图表 25 公司食醋收入快速提升（单位：亿元）	12
图表 26 食醋占比达到 16.2%	12
图表 27 公司食醋产品	12
图表 28 公司产能建设规划	13
图表 29 2016-2019 年公司分区域营业收入（百万）	14
图表 30 2016-2019 年公司分区域销售占比	14
图表 31 公司产品以经销为主	15
图表 32 公司分区域经销商情况	15
图表 33 各企业线上渠道占比	16
图表 34 公司线上销售情况（单位：万元）	16
图表 35 各企业品牌线上旗舰店粉丝量对比（万）	16
图表 36 公司旗舰店粉丝超过 80 万	16
图表 37 公司收入预测	17
图表 38 可比公司估值对比	17

## 1. 顺利转型调味品，以“零添加”差异化突围

### 1.1 焦糖色起家，纵向一体化发展

公司顺利从焦糖色制造商转型为调味品品牌制造商：“千禾”一词最早出自苏东坡的词句“千般美景道不尽，禾草珍珠透心香”。公司 1996 年成立于四川眉山，借“千禾”之名旨在做放心食品、酿更好味道，实现对东坡神韵的传承。公司成立之初专注于焦糖色等食品添加剂的生产，2001 年公司通过纵向一体化的发展战略，推动业务线向下游调味品延伸，成为国内专业酿造高品质健康酱油、食醋和料酒等产品的优质调味品品牌制造商。公司调味品业务主要聚焦高品质健康产品，以“零添加”为产品和品牌特色，销售渠道以商超为主，面向家庭消费场景，已经成为以西南地区为根据地的泛全国化调味品龙头企业。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网、华西证券研究所

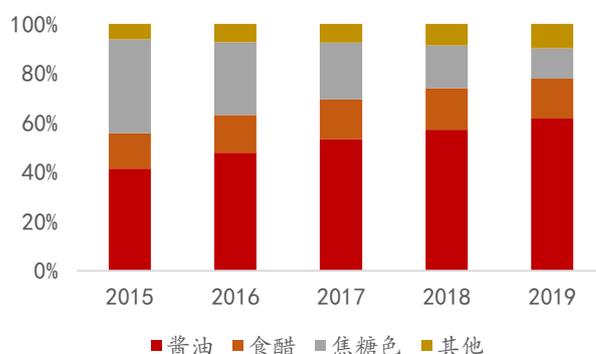
快速奔跑助力规模提升，调味品业务占比超9成：公司重新梳理业务格局后，自2016年开始进入快速成长期，2016-2019年4年时间内实现收入规模翻番，主要得益于调味品业务规模加速扩张。公司调味品业务从2015年的3.87亿增加到2019年的11.88亿，年化增长32.4%，规模翻两倍，2020年上半年依旧维持40%以上的高速增长，调味品占比也超过9成，调味品业务快速增长主导公司规模扩张。公司焦糖色业务占比逐年降低，其中18年公司收入降速主因焦糖色业务受大客户采购减少而下滑。

图表 2 公司收入增长进入快车道（单位：亿元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

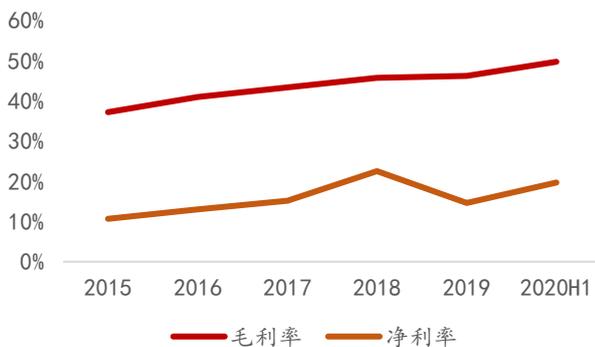
图表 3 公司调味品业务占比持续提升



资料来源：公司公告、华西证券研究所

**毛利率稳步提升，利润重回高速增长：**公司 2016-2019 年实现归母净利润翻倍，但 19 年受加大销售费用和人员投放影响利润有所下滑，前期销售渠道精耕为 20 年业绩增长打下较好的基础，叠加疫情期间商超渠道等营销费用投放减少，公司 2020 年上半年实现归母净利润 1.57 亿元，同比高增 79.85%。长期来看，公司毛利率受益于产品结构优化和规模效应，有望稳健增长；净利率随着收入规模和费用投放效率的提升而提升；综合来看，归母净利润预计将重回高速增长。

图表 4 公司毛利率稳步提升



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 5 公司归母净利润情况（单位：亿元）

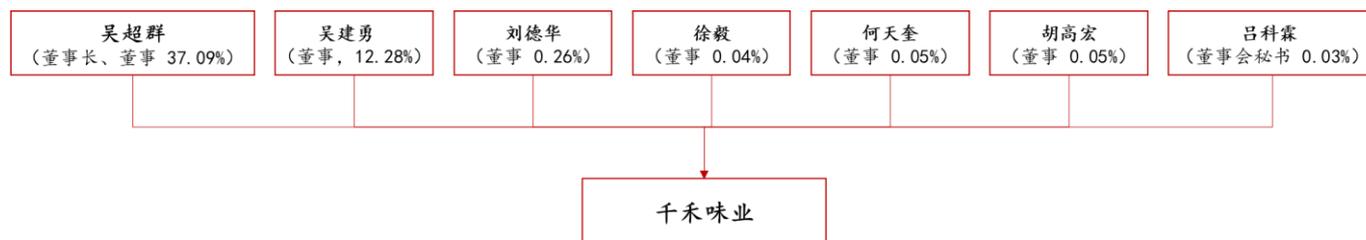


资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 1.2 股权结构清晰，管理层积极进取

**大股东股权集中+管理层持股，共谋公司发展：**千禾起初只是一家焦糖色厂，经过数年的发展，通过精准定位“零添加”产品扩大品牌力，促使千禾成为全国性品牌。作为家族企业起家的千禾，股权结构十分稳定，实际控制人及其一致行动人持股比例超过 40%，核心高管均有持股，良好的股权架构形成相互制衡的公司治理结构，不仅有利于实现公司股东价值最大化，也有利于激发公司高管的进取心、推动内部决策的高效运行。

图表 6 公司高管持股情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

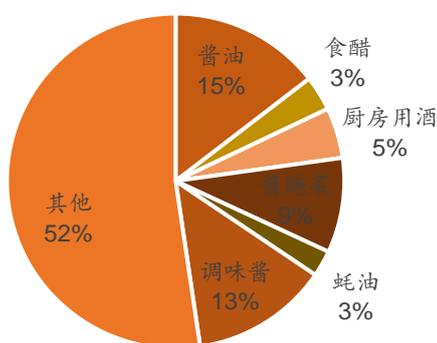
**管理团队勇于进取，战略灵活：**公司注重人才和管理层的培养，坚定不移的把人才作为核心竞争力，打造了一支勇于进取、励精图治的管理团队。公司近几年能在成长的快车道上持续发力，有赖于管理团队积极灵活、勇于拓展、不设上限的进取精神。另一方面公司高管以极短的时间成功收购恒康酱醋并完成并购标的的人员调整，展现了管理层强大的执行力，而公司在不同区域流通渠道的市场运作方式的不同选择彰显了管理层的应变能力。我们认为凭借管理层快速的执行力、极强的学习能力以及快速的市场反应能力和自我调整能力，有望加速推动公司迈进调味品行业第二梯队前列。

## 2. 调味品稳健中蕴藏机遇，健康产品符合市场需求

### 2.1 酱油行业仍存替代升级空间，中高端健康产品供需两旺

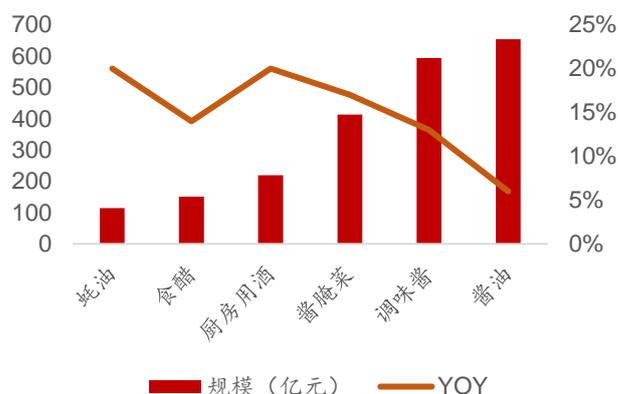
**酱油是我国餐饮文化中最重要调味品：**酱油是调味品行业最大细分子领域，也是全国化发展最快的子领域。酱油是仅次于食盐的咸味调味品，可以与肉类、海鲜、蔬菜、米面、禽蛋等几乎所有食材搭配，同时适用于多种烹饪方法。酱油在烹调过程中具有定味、增鲜、增香、上色、复合、去腥解腻等作用，在我国饮食文化中具有独特的地位。酱油在我国调味品市场中占比达到 15%，是规模排名第一的调味品，维持 5-8% 的行业增速。

图表 7 我国调味品分品类占比



资料来源：wind、华西证券研究所

图表 8 调味品分品类规模和增速（单位：亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

**酱油行业仍存结构升级机会：**酱油行业市场规模保持了稳步增长的态势，销售额由 2012 年的 411 亿增长至 2018 年的 746 亿元，增速在 2015 年后有所降低，但 2015-2018 年行业销售收入 CAGR 仍有 8.56%，行业产量增长同样在 2015 年之后有所降速。因此我们认为行业已经渡过了全局性快速增长的阶段，行业增长更多由消费升级和结构性增长推动。

图表 9 酱油产量增长降速（单位：万吨）



资料来源：wind、华西证券研究所

图表 10 酱油行业规模接近 800 亿（单位：亿元）

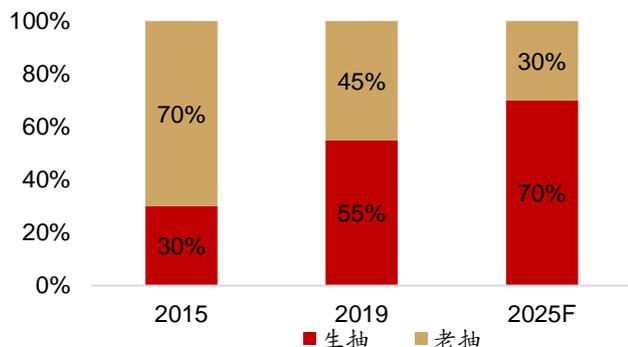


资料来源：wind、华西证券研究所

**结构性增长来源于内部鲜味、健康产品替代和外部咸味调味品替代。**酱油行业产品的发展更新正是消费者不断追求新鲜、健康产品的印证，经历了由生抽替代老抽、金标生抽替代普通生抽、味极鲜替代金标生抽等多个阶段，预计老抽规模占比将进一步降低到 30%，现阶段各家企业正加速在以味极鲜为代表的鲜味酱油领域发

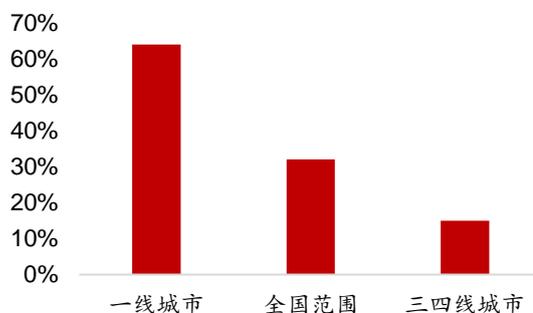
力。我们认为行业下一步将是健康调味酱油对味极鲜的替代，消费者在追求酱油鲜味的同时追求更健康的调味品，主打健康的高端零添加、有机酱油有望引领行业发展趋势，成为行业成长的又一个风口。另一方面，调味作用主导的酱油外部仍有逐步替代食盐和味精的空间。

图表 11 预计生抽占比将进一步下滑至 30%



资料来源：wind、华西证券研究所

图表 12 高端和超高端酱油在低线城市渗透率仍然偏低

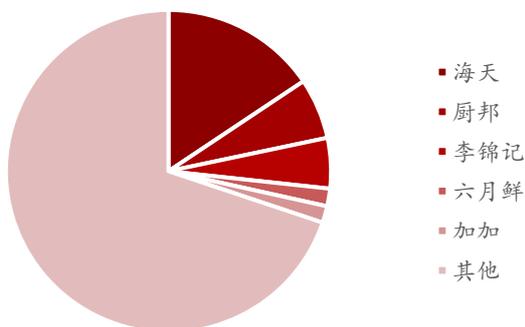


资料来源：wind、华西证券研究所

**行业一超多强，二线龙头群雄逐鹿：**酱油行业由快速放量向量价齐升、结构优化、品类创新发展转变。行业内海天味业借助在餐饮领域较深的护城河以及较强的品牌力，已经发展成为全国性品牌，占据绝对龙头地位。李锦记、厨邦、欣和、千禾等企业则位于第二梯队，行业层面呈现一超多强的格局，二线龙头仍在群雄逐鹿、加速追赶。

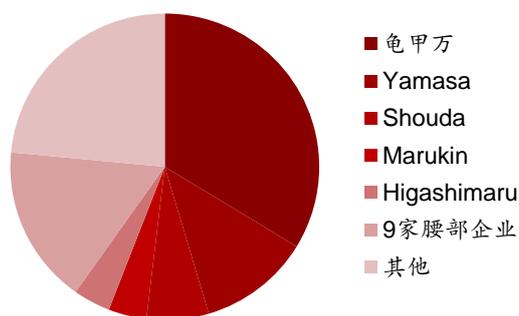
**行业集中度提升是大势所趋，品牌企业携手提升市占率：**横向对比来看，2018年我国酱油行业 CR5 集中度指数仅为 30.2%，相对于食品饮料其他行业市场集中度仍然偏低。长期来看，龙头市场份额提升+行业标准规范性加强等使得规模较小的企业生存难度极大，行业集中度逐步提升，排名前五的企业市占率不断向上，行业整合是大势所趋。对标日本来看，同期日本酱油行业 CR5 集中度为 59.8%，远高于国内。其中千禾作为二线品牌中成长最快的企业，我们长期看好千禾凭借其高端产品和零添加的优势品牌形象，站稳行业第二梯队，有望位居前列席位，目前不足 2%的市占率仍有较大的份额提升空间。

图表 13 我国酱油行业 CR5 仅为 30%左右



资料来源：中国产业信息网、华西证券研究所

图表 14 日本酱油行业集中度较高



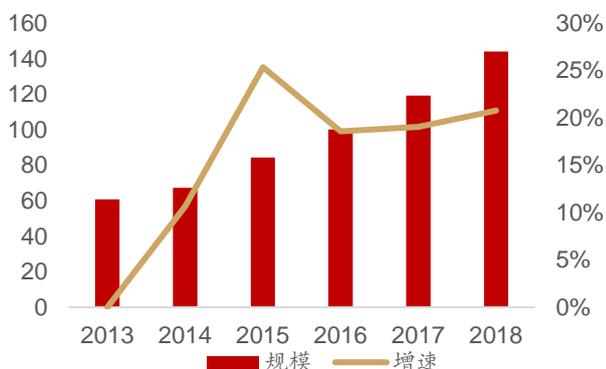
资料来源：中国产业信息网、华西证券研究所

## 2.2 食醋竞争格局尚未明朗，香醋成长机遇最大

**食醋行业量价齐升，具备成长性：**参考中国产业信息网数据，食醋行业规模 13-18 年 CAGR 为 18.72%，总规模接近 150 亿，是调味品市场中增速较快的细分行业；

从价的层面来看，同期食醋吨价 CAGR 为 13.55%，食醋正处在量价齐升的快车道上，行业成长性较好。

图表 15 食醋行业规模及增速（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网、华西证券研究所

图表 16 食醋单价及增速（单位：元/吨）



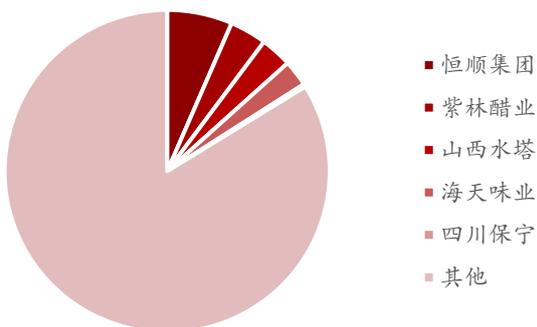
资料来源：中国产业信息网、华西证券研究所

**食醋行业竞争格局较为宽松：**截至 18 年我国食醋行业 CR5 仅为 16.2%，与酱油行业横向比较的话，市场集中度约为后者 15 年前的水平。对于食醋行业集中度的变化，我们聚焦于两大变量：

**从食醋品类集中的角度，**过去山西老陈醋、镇江香醋、永春老醋及四川保宁醋所构成的四大风味名醋使得我国食醋行业具有明显的地域属性，但随着市场的变化发展，产品的差异化也逐步转向同质化。在此过程中，恒顺、水塔、海天等企业逐渐引导市场向陈醋、香醋两大品类形成共识。因此我们认为食醋行业的地域差异可能会顺延过去酱油行业的发展路线由区域分散逐渐向统一发展。

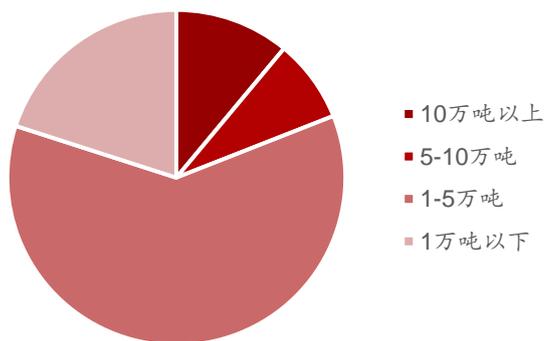
**从生产供给的角度，**食醋行业规模化程度较低，尚处于粗放式增长阶段。大量的作坊式企业充斥于整个市场，百强企业中仅 19% 产量超过 5 万吨。结合其他调味品市场集中度提升过程，我们认为该局面难以长久延续。一方面，头部企业在产能释放过程中能获得更具优势的规模竞争力；另一方面，疫情所带来的经营困境也加速了中小企业出清，因此行业集中度也在逐步提升，市场需求向品牌企业靠拢。

图表 17 食醋行业集中度不高



资料来源：中国调味品协会、华西证券研究所

图表 18 食醋行业中小企业偏多



资料来源：中国调味品协会、华西证券研究所

基于食醋行业高成长和需求向品牌企业集中的大趋势，千禾看中食醋行业的成长机遇，通过外延并购拿下镇江香醋第二大品牌金山寺，与千禾窖醋形成合力，发力食醋领域，丰富公司产品矩阵，提升业绩弹性。

### 3. 高举“零添加”大旗，差异化竞争优势凸显

#### 3.1 健康调味品的深度玩家，从酱油延伸至多品类布局

公司以焦糖色起家，纵向一体化发展延伸至下游酱油领域，并逐步向料酒、食醋等多品类布局，调味品成为公司核心业务。公司调味品以健康调味品为突破口，专注以零添加系列为核心的产品战略，通过差异化布局培育蓝海市场，占据高端调味品市场领先地位，并不断进行价格带扩张，提升消费者覆盖率。同时公司加快推动“年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目二期”和“年产 36 万吨调味品生产线扩建项目”，提升产能规模和生产效率。

图表 19 公司产品结构



资料来源：公司官网、华西证券研究所

##### 3.1.1. 酱油产品定位清晰，以零添加为核心向两端延伸

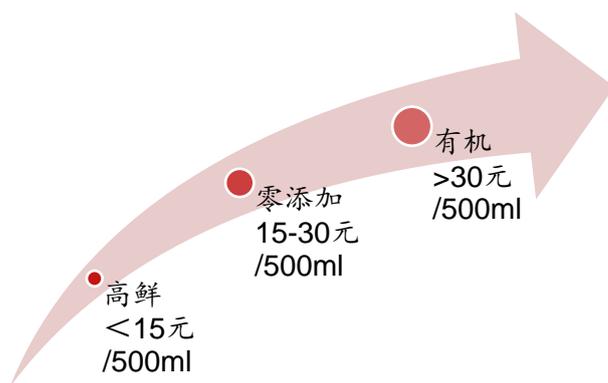
以“零添加”系列为核心做延伸：千禾在 2001 年实施纵向一体化战略进入调味品领域后，精耕细作占据了一方天地。在酱油领域，公司秉持高品质和健康理念形成并巩固了“以零添加为核心，高鲜产品为辅”的定位，打造了“零添加”、“有机”和“高鲜”等系列，分别覆盖了从次高端至超高端的不同档位。千禾在 2007 年率先提出“零添加”概念后，该同名系列一直为公司的核心主打，而后两个系列则是以零添加系列所对应的价格段为中心，进行了产品价格带的延伸。正是因为公司聚焦于“零添加”这一兼顾高端定位与健康属性的概念系列形成自身定位、延伸产品梯度，在近几年的消费升级过程中逐渐掌握了市场风向标。

图表 20 公司酱油收入快速增长（单位：亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

图表 21 公司酱油价格带分布



资料来源：wind、华西证券研究所

**公司是零添加酱油首创者和典型代表：**零添加酱油是指在生产酿造过程中只使用基础的食物属性的原材料，不添加任何添加剂产品，兼具新鲜和健康双重属性。千禾 2007 年在酱油行业内首次提出零添加概念，并于 2008 年成功推出首款零添加产品——“头道原香”，不断拓展高品质健康调味品市场。现阶段基于消费者自身的健康需求，消费者对高端、健康化调味品认可度不断提升，然而目前市场主流仍在高鲜领域，零添加尚属于蓝海市场。千禾不仅仅着力在酱油领域实现零添加，而是对零添加产品进行全面升级，以其独具特色的品牌定位“千禾零添加酱油、零添加剂、天然好味道”，成为健康调味品领域的深度玩家。

**千禾“零添加”的成功源于在原料和工艺上不断改进、精益求精，实现美味与健康的平衡：**零添加产品特别是零添加酱油，相较于传统的制造工艺要克服防腐、增味、提鲜等多个难题，从投料到出厂的多个环节进行配合。我们认为千禾在零添加领域的成功一方面得益于公司在原料工艺上的不断优化和精益求精，力求用最优质、最基础的原料酿造出消费者喜爱的产品，实现除必需食品类原料外零添加，公司零添加产品原料中仅含水、非转基因黄豆、非转基因脱脂黄豆、小麦和食用盐；另一方面千禾在研发生产零添加产品的十多年时间里，持续进行工艺改进，结合市场反馈优化口感，并与日本等酱油生产技术领先的国家进行交流，生产的“零添加”、“头道原香”等产品出品稳定、受消费者喜欢，部分产品氨基酸态氮的含量能够达到 1.2g/100ml 以上。

图表 22 市场上零添加酱油对比

产品	千禾头道原香 180 天	千禾头道原香 380 天	海天老字号零添加头道酱油	厨邦纯酿酱油零添加	六月鲜特级原汁酱油
价格	16.8 元/500ml	26.8 元/500ml	19.8 元/480ml	23.9 元/500ml	15.9 元/500ml
配料	水、脱脂大豆、黄豆、小麦、食用盐、白糖	水、黄豆、小麦、食用盐	水、黄豆、小麦、食用盐、白砂糖、酵母提取物	水、黄豆、小麦、食用盐、白砂糖、酵母提取物	水、黄豆、小麦、食用盐
氨基酸态氮含量	1.1g/100ml	1.2g/100ml	1.0g/100ml	0.8g/100ml	1.0g/100ml

资料来源：淘宝、华西证券研究所

**多年精耕、重点突破，千禾与零添加细分品类相互成就：**零添加并非千禾独有的产品和系列，行业内多家企业均有零添加产品，但相较于其他公司，千禾专注于零添加，对于零添加产品的生产研发以及消费者口感的把握处行业首位。并且因产

品战略地位的不同，其他企业对于零添加研发和产品推广的精力远低于千禾，销售规模也远不及千禾，千禾零添加产品研发和技术甚至领先于其他企业 5-10 年的时间，竞争优势难以短期内被追赶。另一方面，也正是有赖于千禾持续不断的消费者教育和品牌推广，使得消费者对于零添加酱油的认可度提升，一定程度上使得消费者对于 10 元以上健康调味品的接受度提升。经过十余年的精耕发展，千禾与零添加形成十分紧密的关联性，在酱油行业发展和千禾不断成长的过程中，千禾与零添加品类相互成就。

**监管核心在于规范市场，消费者追求新鲜和健康的大趋势不改：**近期国家市场监督管理总局在《食品标识监督管理办法（征求意见稿）》中提到食品标识不得以“不添加”、“零添加”、“不含有”或类似字样强调不含有或者未使用的物质，与公司现有产品标识有一定的冲突。我们认为一方面此次监管更多的是针对市场中虚假、夸张的品牌标识，核心针对的是标识“噱头”的公司，监管出手对于规范市场作用更为明显，随着各项监管越发的明确和清晰，行业内规范性不够的中小企业压力将进一步增强，有助于提升各行业全产业链规范和行业集中度。另一方面，此次征求意见稿到最终落地实施仍有较长的时间窗口期，留给公司应对的时间和周期，公司已经着手在做包装替换，逐步实现新老产品包装的替换。但我们认为添加剂类产品含量减少或者改用食品级添加剂是各企业在消费者追求新鲜和健康的大趋势下不断努力的方向，对于食品包装标识的限制并不会改变各企业不断优化、升级的产品研发方向；同时消费者追求食用的健康性也是大趋势，千禾领先的研发能力和对消费者偏好的准确把握将助力企业实现突围，在合理的监管下实现长久发展。

**“零添加”仍是小众市场，千禾与零添加细分领域携手成长：**“零添加”在近 800 亿酱油市场中仍属于高端小众市场，但在酱油平均售价和各企业出厂价同时提升的大背景下，酱油结构升级是大趋势，中高端产品的受众进一步提升，零添加、有机等产品不断被消费者认可和接受。虽然目前千禾已经做到零添加细分领域的第一，但千禾零添加酱油的销售规模仍在 5 亿左右，在酱油市场甚至中高端酱油市场占比仍然偏小。我们认为在公司消费者教育和酱油内部结构升级的共同助力下，千禾零添加酱油规模将快速提升，带动整个零添加酱油、甚至高端酱油市场规模扩张。

**产品梯度向上布局“有机”系列，屹立超高端市场：**有机系列在公司战略层面上主要体现为对“零添加”系列的补充，因此产品本身是在零添加基础上甄选有机原材料酿造而成。公司有机系列确保自上而下的生产、加工等各环节的高品质，树立千禾高端的形象，公司也在 2010 年获得有机食品认证。在此基础上，公司进一步推出天元有机礼盒，重塑消费者认知，工匠精神也可蕴藏于酱油调味品中，更加巩固了高端品牌形象，打开了价格天花板，提升品牌形象。

**产品梯度向下布局“高鲜”系列，着眼次高端市场：**公司顺应主流高鲜市场的需求，开发了“高鲜”系列，为公司现阶段增长补充动力。**从产品层面来看，**公司的高鲜酱油含盐量低、鲜味十足，迎合了市场鲜味消费需求，近年来成为主流产品，高鲜 135 的氨基酸态氮含量可达到 1.35g/ml，同样也在高鲜竞品中位于领先地位，品质上乘。**从市场层面来看，**我们认为高鲜系列阶段性具备两大战略意义：**1）次高端定价优势：**高鲜 135 市场价格为 12.8 元/500ml，弥补了公司 10-15 元/500ml 的价格带。考虑到市场调研显示 9-18 元为零售端主流消费区间，我们认为高鲜系列产品可作为公司应对消费需求由味极鲜酱油向零添加发展的中间产品，肩负阶段性优化产品结构的重任。**2）口味优势：**酱油行业正处于高鲜酱油替代生抽和老抽的升级阶段，千禾高鲜产品的推出顺应了市场发展趋势，有助于千禾进行外埠市场的开发，同时能够有效地在全国范围内提升知名度。

图表 23 公司酱油产品分布

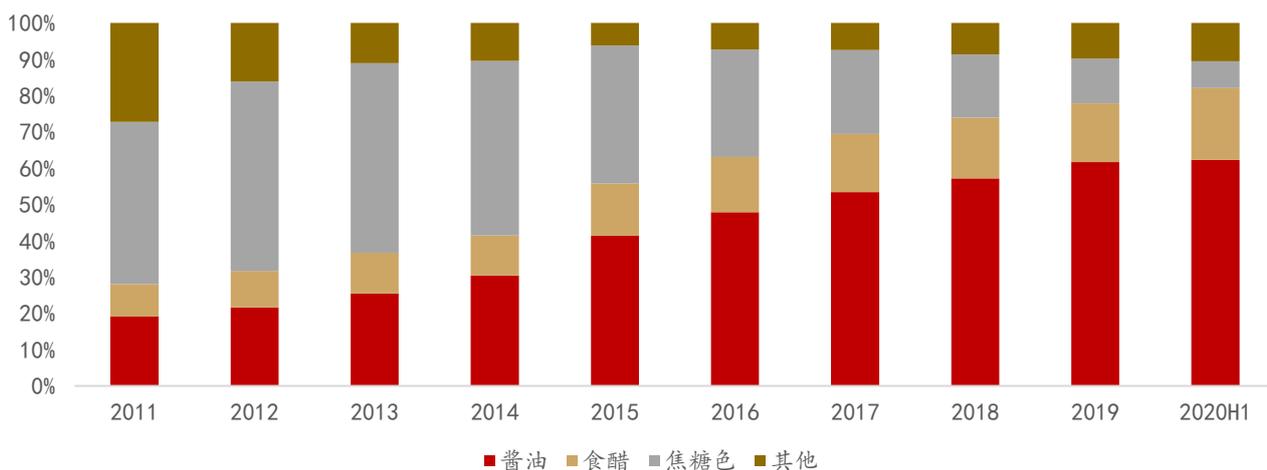
产品系列	主要产品	定价区间	产品特点
有机系列		>30 元/500ml	有机认证、原酿工艺、贴心工艺 氨基酸态氮大于等于 1.2g/100ml
零添加系列		15-30 元 /500ml	古法新酿、36 道工序、优选原料 氨基酸态氮大于等于 1.1g/100ml
高鲜系列		10-18 元 /500ml	提鲜、古法新酿、高盐稀态、特级生抽 氨基酸态氮大于等于 1.2g/100ml

资料来源：京东、华西证券研究所

### 3.1.2.加码食醋和料酒，多品类发展提升成长价值

在品类扩张层面上，公司以酱油产品为源动力，不断地拓展在食醋、料酒、酱料等领域的覆盖面，实现多品类组合供给，调味品业务的综合性持续提升。

图表 24 公司收入结构不断多元化



资料来源：公司公告、华西证券研究所

**食醋成为千禾第二大品类：**公司近 10 年酱油业务蓬勃发展的同时也不断加码食醋、料酒等其他调味品类，尤其是食醋产品近三年 CAGR 达到了 23.4%，实现两位数增长的同时在 2019 年反超起家阶段的焦糖色业务成为公司第二大收入品类，2020

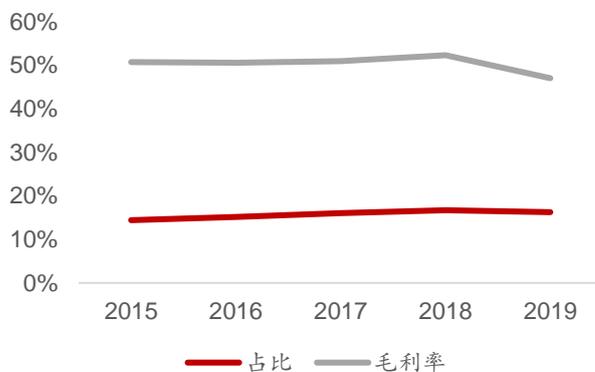
年上半年食醋业务占比已达 19.83%。公司的食醋产品包括了白醋、窖醋、柠檬醋等多品类，在产品质量上也极富“千禾特色”，延续了酱油业务线中健康且高端的定位，千禾窖醋是公司特色品类，公司更是在 2018 年收购镇江香醋第二大品牌金山寺，加码香醋品类。

图表 25 公司食醋收入快速提升（单位：亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

图表 26 食醋占比达到 16.2%



资料来源：wind、华西证券研究所

**千禾窖醋差异化竞争，提高消费者粘性：**千禾自主研发了运用川酒独特窖式发酵酿造工艺生产的窖醋系列，不同于市场主流的四大名醋，也正是因为其独特的口感，拥有一批忠实粉丝，消费者粘性更强。千禾的窖醋精选糯米、荞麦、小麦、高粱、玉米五种粮食为原料，通过独特的窖式工艺酿造，窖醋口感醇厚、酸味绵长。公司主打 3 年陈、5 年陈、10 年陈系列产品，同属零添加系列，占据消费者心智，满足消费者差异化需求。

**并购恒康，加码香醋品类。**2018 年公司以现金 1.5 亿元收购镇江恒康酱醋 100% 股份，在原有四川窖醋基础上又进一步补充了香醋品类，食醋业务近期增速明显加快。公司在认可“金山寺”作为双品牌的同时有望推动食醋业务成为公司业绩爆发的又一大筹码。

**以并购为契机，加速华东市场和食醋业务发展。**公司紧跟海天步伐，通过并购揽获了华东地区具有较高认可度的镇江香醋品类。以此为契机，公司可以充分利用金山寺酱醋的地域属性，一来可通过镇江本地醋厂“镇江香醋”的集体商标以提高香醋单品的品牌价值，二来可借助华东地区消费者的口味偏好增加食醋产品的复购率，维持食醋业务高速增长。

图表 27 公司食醋产品

产品系列	主要产品	定价区间	产品特点
千禾窖醋		>10 元/500ml	五种粮食酿造、窖藏工艺、陈酿、精选原料
金山寺香醋		>8 元/500ml	陶坛陈酿、镇江香醋地理标志、优级品质

资料来源：京东、华西证券研究所

**料酒行业竞争分散，千禾料酒以川酒酒基为核心：**料酒行业整体竞争格局分散，既有老恒和、同康等老字号品牌，又有海天、千禾等新进入的竞争者，但各企业规模均不大，行业规模最大的老恒和料酒规模也不足 10 亿。近几年行业增长明显提速，海天、恒顺和千禾等纷纷发力料酒行业，行业格局不断改写。千禾料酒基酒采用川酒，以优质白酒为基础，采用丁香、花椒、茴香等十几位香辛料，糯米、大米两种粮食，搭配组合之后实现去腥提味增鲜的效用。虽然公司目前料酒占收入比重不足 10%，但以料酒为主的其他非核心调味品产品近五年年化收入增长超过 30%，是公司快速成长的战略品类。

### 3.1.3. 产能释放助力品类扩张，双基地提升市场响应效率

**产能释放助力品类扩张。**为推动公司产品矩阵扩张，适应全国化需求，公司通过自建产能和外延式并购两条路线积极扩充产能。

**在自建产能方面，**公司以自有资金加速产能建设，2017 年开始投资新建“年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目”，建设完成后可增加酱油产能 20 万吨/年、食醋 5 万吨/年的规模，目前一期年产 10 万吨酿造酱油生产线建设完成，二期年产 10 万吨酿造酱油生产线和年产 5 万吨酿造食醋生产线正在建设，预计 21 年底建成投产，补充产能供给。另一方面，公司 2019 年开始建设“年产 36 万吨调味品生产线项目”，建成后将新增 30 万吨酿造酱油、3 万吨蚝油和 3 万吨黄豆酱产能，持续补充公司产能，预计 2022 年建成投产。预计至 2022 年底，公司将拥有酱油产能超 60 万吨，是 19 年销售量的 4 倍。酱油产能支持高速发展，食醋、蚝油及黄豆酱产能丰富产品矩阵。

**外延并购方面，**公司通过收购新增食醋产能约 5.3 万吨，未来有望在江苏基地叠加更多产能，将其打造成为公司第二大产能基地。产能释放有利于推进产品矩阵的品类优化，提升市场响应效率，使公司调味品业务具备更高的规模及竞争力，为提升市占率增添砝码。

图表 28 公司产能建设规划

	建设项目	投资额度	建设进程
年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目	新增酱油 20 万吨/年、食醋 5 万吨/年	5.38 亿元	第一期年产 10 万吨酿造酱油生产线建设完成，已于 2019 年 6 月投入使用 二期项目将于 2021 年底建成投产
投资扩建年产 36 万吨调味品生产线项目	年产 30 万吨酿造酱油、3 万吨蚝油、3 万吨黄豆酱产能	5.7 亿元	预计 2022 年建成投产

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 3.2 渠道策略因地制宜，KA 电商并举

调味品销售具有宽渠道的特征，千禾在零售、餐饮和电商等多点发力，线上线渠道拓展各有特色；区域端在巩固大本营西南市场的同时寻求全国化渠道布局。

**西南龙头调味品企业，深耕细作大本营市场。**公司起源于西南地区，西南地区一直是公司的大本营市场，占据过半收入。得益于西南区域全渠道覆盖及较强的品牌影响力，2016-2019 年大本营市场销售收入 CAGR 为 19.7%，保持了稳步增长的态势。同时云贵渝三地的渠道下沉战略以及产品结构升级有望为公司西南地区销售增速提供新引擎。

**外埠地区快速发展为公司维持高增速提供新动力。**除西南大本营外，公司积极推动其他区域省会城市及重要地级市的营销网络建设，借助成熟渠道在外埠市场进

行产品推广，并且致力于建设电商、KA 等现代化营销模式。2016-2019 年公司在东/北/中部区域的销售收入 CAGR 分别为 22.9%/35.5%/60.8%，增速较为亮眼。20H1 疫情期间，得益于线下商超渠道的稳增长，公司东部/北部/中部区域销售收入同比增速为 37.06%/59.85%/59.40%，在 19 年高基数情况下依旧维持了良好的增长势头。

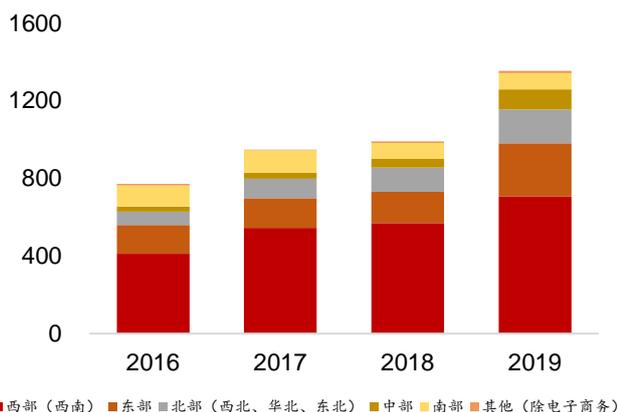
**区域渠道策略灵活、因地制宜。**千禾在不同销售区域渠道灵活发力，采取不同的销售方式。在华东采取大商制度，在华北主要依靠千禾自身团队力量，在华南依托新起的大商运营，东北地区则持续培育经销商，持续推进渠道下沉。

**西南地区**是公司的大本营市场，由公司子公司吉恒食品负责千禾在各大卖场、超市的销售，区域经销商负责渠道补齐。区别于外埠市场的高端布局，公司在大本营市场采取稳健策略以应对海天等竞争对手的角逐，产品覆盖全价格带，因此在渠道建设上实现了全渠道覆盖。公司在西南的四川、重庆和云南等地区极具竞争力，品牌知名度高，市场占有率位居前列。

**华东地区**公司采取大商模式，通过与大商汇鲜堂合作实现区域市场快速成长，华东地区销售规模已接近 3 亿，占收入比重超过 20%。同时公司借助大商对高鲜酱油领域的深厚经验完成现阶段生抽向高鲜生抽消费升级适应。

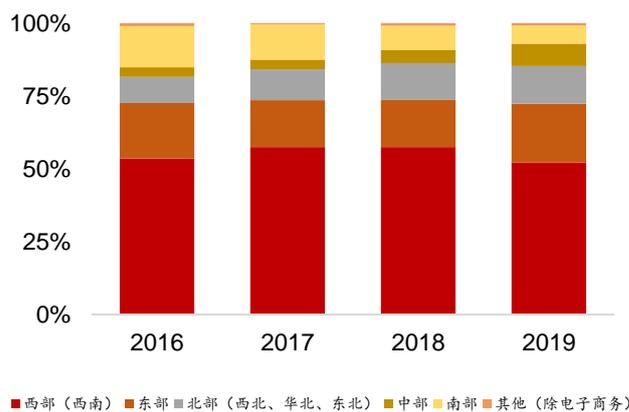
**在华东以外的市场**，公司也积极试点非大商模式，为日后提升议价力寻找方法。而对于市场占有率低的南部区域，公司则选择当地大商共同推进市场，渠道策略因地制宜，各具特色。

图表 29 2016-2019 年公司分区域营业收入（百万）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 30 2016-2019 年公司分区域销售占比

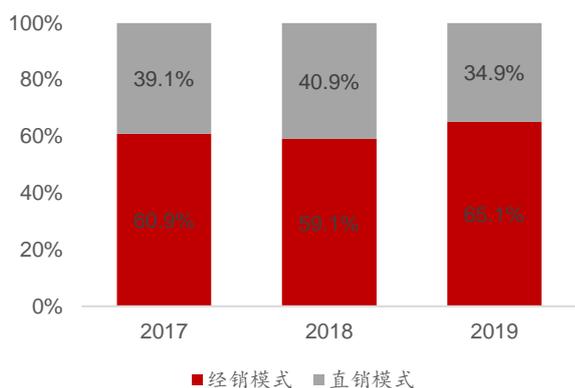


资料来源：公司公告、华西证券研究所

**KA 打造品牌力，渠道扩张不设限：**千禾零添加、健康的定位以及 15 元/500ml 的价格使得其线下销售与 KA 渠道匹配度更高。公司除在西南地区基本实现全渠道覆盖外，外埠市场仍以 KA 为核心渠道，通过陈列和宣传使消费者对于零添加产品和千禾品牌认知度提升，进而实现销售和复购。随着公司各区域销售规模的提升和消费者教育的推进，未来渠道扩张和下沉的空间仍然较大。公司渠道扩张策略较为积极主动，线下不断完善 BC 商超、传统流通市场、餐饮市场和新零售渠道的销售，丰富渠道结构，提升运营效率和渠道竞争力。

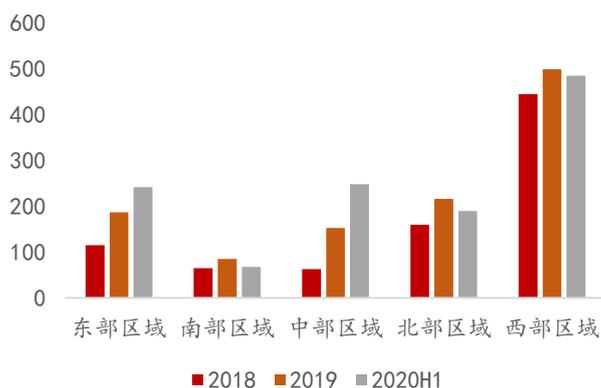
**加大经销商队伍建设，加速渠道扩张：**公司调味品销售以经销商为主，近几年经销商规模快速增加，2019 年净增 292 个经销商，2020 年上半年净增 93 个，其中公司的东部、中部等地区经销商增长最为明显，借助经销商扩张实现区域市场覆盖和销售规模增长。

图表 31 公司产品以经销为主



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 32 公司分区域经销商情况



资料来源：公司公告、华西证券研究所

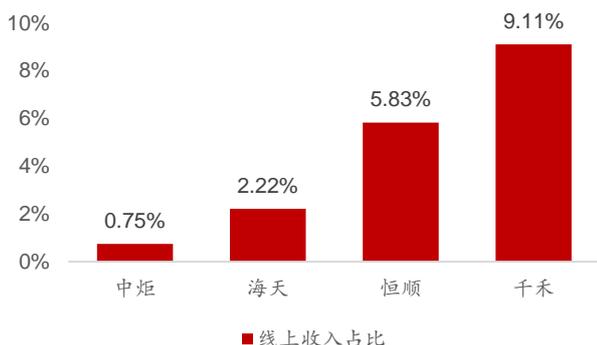
**线上渠道重要性持续提升。** 电商在调味品销售中占比仍然偏低，各大调味品上市公司线上收入占比均在 10% 以下，但考虑到疫情带来的消费场景转化对人们消费习惯的改变，以及近两年电商叠加 MCN 模式的快速发展，线上渠道在快消品市场的话语权正在逐步提升。

**线上渠道占据先机，差异化渠道优势明显。** 千禾的线上渠道率先开始发力，对于淘系电商以及拼多多等平台销售的重视，可能会与 07 年公司率先提出“零添加”概念并进入 10 元以上价格区间具有异曲同工之妙，我们认为线上渠道抢跑能为公司带来盈利能力和品牌张力提升。

一方面，区别于线下经销渠道，线上渠道可以通过直营方式有效提升毛利率水平。2017-2019 年公司线上收入年化增速高达 76.5%，同期线上毛利率约 65%，远高于线下渠道的毛利水平。随着消费场景逐渐转换，未来电商平台复购率有望增加，从而推动行业线上渠道占比提高，迎来整体业务渠道盈利水平的提升。

另一方面，基于网红经济的强大宣传力，公司有理由塑造更具优势的品牌力，互联网新经济模式下，新一代的消费者对于健康产品与高端产品具有更高的接受度。根据草根调研显示，千禾产品在 80/90 后消费者群体具有更高的普及度，而根据淘系电商平台所显示数据，千禾产品单月销量名列前茅，同时其官方旗舰店也具有更高的粉丝基数。在品牌运营方面，千禾依据其一贯创新思维，整合淘系平台和京东品牌方资源开展网络造节（酱油节、周年庆，场景聚享，跨界 CP）等活动，在线上创造性提升销量的同时也增加传播性，扩大品牌影响力。随着新一代消费者购买力逐渐增强，公司有望“圈粉”大量重视健康、讲究品牌、价格敏感性较低的受众群体，提前布局未来调味品主流消费人群。

图表 33 各企业线上渠道占比



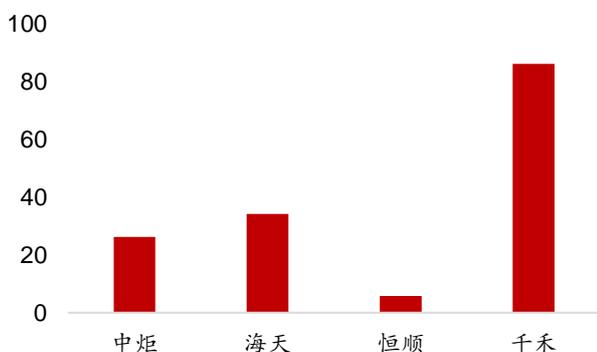
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 34 公司线上销售情况（单位：万元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 35 各企业主品牌线上旗舰店粉丝量对比（万）



资料来源：天猫、华西证券研究所

图表 36 公司旗舰店粉丝超过 80 万



资料来源：天猫、华西证券研究所

线上平台也成为了公司进行产品差异化策略的试验田之一。公司除了在天猫商城旗舰店重点销售“零添加”系列，吸纳高端消费者之外，特意打造了一个互联网调味品品牌“伍裡坊”，主推高鲜酱油。这种做法不仅能够借助电商渠道独特的导购模式，使得不同价格段相应的消费者匹配对应的品牌，区隔线上线下载道；另一方面也有助于切入生抽向高鲜生抽转换的风口，把握消费升级的现在时。

## 4. 盈利预测

公司正处于成长的快车道上，预计调味品业务占收入的比重将逐年提升。参考公司市场扩张和产能投产的进程，我们预计公司 20-22 年总收入分别为 17.8/23.0/28.9 亿元，分别同比+31.6%/+28.7%/+25.8%。其中酱油作为公司第一大类，将对公司收入增长起主导作用，随着公司年产 25 万吨调味品和年产 36 万吨调味品产能持续建设投产，预计未来三年酱油收入增速分别为 35%/28%/25%。食醋业务受益于公司千禾窖醋的成长和金山寺品牌整合发展，预计未来三年收入增速分别为 50%/40%/35%。料酒、酱类等其他调味品合计也将维持年化 35%以上的高速增长。

综合来看，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 17.8/23.0/28.9 亿元，分别同比+31.6%/+28.7%/+25.8%；归母净利润分别为 3.02/3.97/5.28 亿元，同比+52.2%/+31.5%/+33.1%；EPS 分别为 0.45/0.60/0.79 元；对应估值分别为 88/67/51 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 37 公司收入预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入 (亿元)</b>	<b>10.65</b>	<b>13.55</b>	<b>17.84</b>	<b>22.95</b>	<b>28.87</b>
YOY	12.3%	27.2%	31.6%	28.7%	25.8%
毛利率	45.7%	46.2%	47.7%	47.7%	48.2%
<b>酱油 (亿元)</b>	<b>6.09</b>	<b>8.35</b>	<b>11.27</b>	<b>14.43</b>	<b>18.04</b>
YOY	20.4%	37.1%	35.0%	28.0%	25.0%
占比	57.2%	61.6%	63.2%	62.9%	62.5%
毛利率	50.2%	50.3%	51.0%	50.3%	50.5%
<b>食醋 (亿元)</b>	<b>1.78</b>	<b>2.2</b>	<b>3.30</b>	<b>4.62</b>	<b>6.24</b>
YOY	17.1%	23.6%	50.0%	40.0%	35.0%
占比	16.7%	16.2%	18.5%	20.1%	21.6%
毛利率	52.4%	47.1%	48.0%	47.3%	47.6%
<b>焦糖色 (亿元)</b>	<b>1.85</b>	<b>1.67</b>	<b>1.34</b>	<b>1.20</b>	<b>1.08</b>
YOY	-15.5%	-9.7%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
占比	17.4%	12.3%	7.5%	5.2%	3.7%
毛利率	25.3%	26.9%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>其他 (亿元)</b>	<b>0.93</b>	<b>1.33</b>	<b>1.93</b>	<b>2.70</b>	<b>3.51</b>
YOY	31.0%	43.0%	45.0%	40.0%	30.0%
占比	8.7%	9.8%	10.8%	11.8%	12.2%
毛利率	44.9%	43.1%	44.0%	44.2%	44.7%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 38 可比公司估值对比

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE (倍)				EPS (元)		
		TTM	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
千禾味业	267	91	89	68	51	0.45	0.59	0.79
海天味业	5,455	87	86	73	62	1.95	2.31	2.72
中炬高新	542	65	62	50	41	1.09	1.35	1.66
恒顺醋业	217	64	60	51	44	0.36	0.42	0.49

资料来源：WIND、华西证券研究所

## 5. 风险提示

**原材料成本上涨的风险：**公司营业成本中 8 成是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。公司原材料自行采购，价格波动难免会对成本端产生影响，但公司拥有较强的成本管控机制，抗风险能力较强。

**食品安全的风险：**调味品企业作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得整个行业存在业绩下滑的风险。公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

**行业竞争加剧的风险：**公司属于调味品行业第二梯度的企业，在行业中具备差异化竞争优势，但调味品行业竞争仍然十分激烈，未来仍有其他企业加大投放，加剧行业竞争的风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,355	1,784	2,295	2,887	净利润	198	302	397	528
YoY (%)	27.2%	31.6%	28.7%	25.8%	折旧和摊销	66	50	53	56
营业成本	729	932	1,201	1,495	营运资金变动	-66	-96	-52	-76
营业税金及附加	13	17	21	27	经营活动现金流	192	251	388	495
销售费用	309	391	505	623	资本开支	-236	-147	-202	-232
管理费用	54	71	83	101	投资	-40	-17	-27	-35
财务费用	-8	1	0	-4	投资活动现金流	-266	-157	-220	-256
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	5	7	9	12	债务募资	10	0	0	0
营业利润	232	354	466	620	筹资活动现金流	-175	-161	0	0
营业外收支	0	1	1	1	现金净流量	-248	-67	167	239
利润总额	232	355	467	621					
所得税	34	53	70	93	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
净利润	198	302	397	528	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	198	302	397	528	营业收入增长率	27.2%	31.6%	28.7%	25.8%
YoY (%)	-17.4%	52.2%	31.5%	33.1%	净利润增长率	-17.4%	52.2%	31.5%	33.1%
每股收益	0.30	0.45	0.60	0.79	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	46.2%	47.7%	47.7%	48.2%
					净利率	14.6%	16.9%	17.3%	18.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	总资产收益率 ROA	9.6%	13.5%	14.5%	15.8%
货币资金	86	20	187	426	净资产收益率 ROE	12.4%	15.9%	17.3%	18.7%
预付款项	30	37	46	54	<b>偿债能力</b>				
存货	319	409	510	614	流动比率	<b>3.47</b>	<b>3.33</b>	<b>3.37</b>	<b>3.68</b>
其他流动资产	519	571	638	721	速动比率	2.20	1.90	2.01	2.32
流动资产合计	954	1,036	1,381	1,815	现金比率	0.31	0.06	0.46	0.86
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	22.5%	15.3%	16.1%	15.7%
固定资产	692	725	822	958	<b>经营效率</b>				
无形资产	121	155	194	236	总资产周转率	0.66	0.80	0.84	0.86
非流动资产合计	1,101	1,199	1,350	1,527	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	2,056	2,235	2,730	3,342	每股收益	0.30	0.45	0.60	0.79
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.39	2.85	3.44	4.23
应付账款及票据	83	102	125	147	每股经营现金流	0.29	0.38	0.58	0.74
其他流动负债	192	209	284	346	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	275	311	410	494	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	134.11	88.12	67.00	50.35
其他长期负债	188	30	30	30	PB	8.89	12.89	10.66	8.66
非流动负债合计	188	30	30	30					
负债合计	463	341	439	523					
股本	466	466	466	466					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,593	1,894	2,291	2,819					
负债和股东权益合计	2,056	2,235	2,730	3,342					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星**，华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**卢周伟**，华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。