

投资评级 优于大市 首次覆盖

## 定制化复合调味品龙头，餐饮渠道高增长

### 股票数据

07月01日收盘价(元)	85.90
52周股价波动(元)	22.61-92.30
总股本/流通A股(百万股)	99/25
总市值/流通市值(百万元)	8471/2118

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.2	62.9	82.4
相对涨幅(%)	1.3	54.4	66.8

资料来源:海通证券研究所

分析师:闻宏伟

Tel:(010)58067941

Email:whw9587@htsec.com

证书:S0850514030001

分析师:唐宇

Tel:(021)23219389

Email:ty11049@htsec.com

证书:S0850517110004

分析师:颜慧菁

Email:yhj12866@htsec.com

证书:S0850520020001

联系人:程碧升

Tel:(021)23154171

Email:cbs10969@htsec.com

### 投资要点:

- **复合调味品行业景气度较高，公司以定制为主。**我们认为追求安全、效率、美味是家庭饮食、餐饮、食品工业的共同追求，催生对复合调味品的快速需求，行业景气度较高，具有“小产品、大市场”的特征。日辰旨在为食品加工企业、连锁餐饮企业提供专业的调味解决方案，以定制化为主。
- **管理层行业经验丰富，战略重心转移至国内。**公司成立于2001年，创始人张华君先生曾在日本留学，也曾在涉足复合调味品行业的日本石本食品工作6年，随后回国创立日辰，也是日辰的核心技术人员。公司中高层均有持股，张华君先生与主管销售、生产、研发的副总经理等高级管理人员均具有10年以上调味品行业经验。公司在2001-2007年主要客户是对日本出口鸡肉调理品的企业；在2008-2012年逐步将发展重心转向国内；在2012年至今，大力拓展国内市场，不断为国内食品加工企业、餐饮连锁企业提供个性化的调味料定制服务，近几年营收和利润都实现较快增长。
- **产品结构逐渐偏向餐饮化，上市融资拓展汤类调味料。**目前公司主要产品包括酱汁类调味料、粉体类调味料、食品添加剂，三大类、千余个品种，2019年三大品类收入占比分别为73.47%、23.64%、2.86%。其中酱汁类产品收入占比持续提升，粉体类占比持续下滑，主要系公司持续开拓餐饮客户及经销商客户并维持着较高的收入增长。公司过去几年产线基本处于满负荷生产状态，上市融资扩产，拟建设年产15000吨复合调味品生产基地和年产5000吨汤类抽提生产线。
- **客户集中度较高，餐饮渠道实现快速增长。**2016-2019年，直销占比超过90%、经销占比低于10%；华东收入占比超60%，华北增速较快。下游客户集中度较高，2019年前五大客户贡献收入1.34亿元，占比高达46.90%。拥有呷哺呷哺、味千拉面、鱼酷等一批国内优质连锁餐饮企业战略客户，2019年公司餐饮渠道收入1.20亿元，同比增长77.94%。我们认为，2B定制的模式会使公司业绩爆发性与波动性并存，目前行业景气度较高，竞争尚不激烈，且占下游成本较低，未来可期。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司20-22年EPS分别为1.03/1.27/1.58元，相关可比公司2020年PE在64-97倍，考虑到行业高景气，且公司业绩有望继续保持高速增长，给予一定估值溢价，结合绝对估值和相对估值，给予2020年80-90倍PE，对应合理价值区间82.4-92.7元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**上游原材料价格波动影响；行业竞争加剧等。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	238	286	323	410	520
(+/-)YoY(%)	13.8%	20.3%	12.9%	27.0%	26.9%
净利润(百万元)	70	85	102	126	156
(+/-)YoY(%)	24.6%	22.2%	19.6%	23.2%	24.3%
全面摊薄EPS(元)	0.71	0.86	1.03	1.27	1.58
毛利率(%)	50.5%	50.2%	49.9%	50.1%	50.2%
净资产收益率(%)	35.1%	14.7%	14.9%	15.5%	16.2%

资料来源:公司年报(2018-2019)、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

## 目 录

1. 复合调味品行业高景气，日辰以定制为主.....	6
2. 管理层行业经验丰富，战略重心转移至国内 .....	7
2.1 创始人行业经验丰富，员工持股计划绑定中高层 .....	7
2.2 战略转移至国内，高净利率推升高 ROE.....	9
3. 产品结构逐渐偏向餐饮化，上市融资拓展汤类调味料.....	10
4. 营销网络建设在即，餐饮渠道增长亮眼 .....	14
4.1 直销为主，客户集中度较高 .....	14
4.2 餐饮渠道收入快速增长.....	18
5. 盈利预测与估值.....	20
6. 风险提示 .....	23
财务报表分析和预测 .....	24

## 图目录

图 1	复合调味品分类 .....	6
图 2	中国复合调味料市场规模及增速 (2013-2018) .....	6
图 3	中国速冻食品行业销售收入及增速 (2010-2018) .....	7
图 4	中国餐饮业收入及增速 (2010-2019) .....	7
图 5	公司产品偏定制化.....	7
图 6	公司酱汁类、粉体类产品毛利率 (2014-2019) .....	7
图 7	天津石本食品工业公司产品示例 .....	8
图 8	公司股权结构图 (截止 2020 一季度末) .....	8
图 9	公司营收及增速 (2014-2020Q1) .....	10
图 10	公司归母净利润及增速 (2014-2020Q1) .....	10
图 11	公司毛利率、期间费率、净利率 (2014-2020Q1) .....	10
图 12	公司销售、管理、财务费用率 (2014-2020Q1) .....	10
图 13	公司平均 ROE (2014-2019) .....	10
图 14	2019 年 ROE 拆分 .....	10
图 15	公司各产品收入占比 (2014-2019) .....	11
图 16	公司各产品毛利率 (2014-2019) .....	11
图 17	公司定制化酱汁类调味料产品示例 .....	11
图 18	公司标准化酱汁类调味料产品示例 .....	11
图 19	酱汁类定制化、标准化收入 (百万元, 2016-2019H1) .....	12
图 20	酱汁类分渠道收入 (百万元, 2016-2019H1) .....	12
图 21	公司定制化粉体类调味料产品示例 .....	12
图 22	公司标准化粉体类调味料产品示例 .....	12
图 23	粉体类定制化、标准化收入 (2016-2019H1) .....	13
图 24	粉体类&食品添加剂分渠道收入 (百万元, 2016-2019H1) .....	13
图 25	复配水分保持剂产品示例.....	13
图 26	食品添加剂细分产品收入 (百万元, 2016-2019H1) .....	13
图 27	公司核心技术产品收入及占比 (2016-2019H1) .....	13
图 28	公司研发费用率 (2016-2019) .....	13
图 29	公司销售流程.....	15
图 30	公司销售模式.....	15

图 31	公司销售人员、经销商数量（个，2016-2019） .....	15
图 32	公司分区域收入结构（2016-2019） .....	16
图 33	公司分区域毛利率（2016-2019） .....	16
图 34	公司分渠道收入结构（2016-2019） .....	16
图 35	公司直销渠道各下游占比（2016-2019） .....	16
图 36	公司分渠道毛利率（2016-2019H1） .....	16
图 37	不同渠道中粉体产品的收入占比（2016-2019H1） .....	16
图 38	公司前十大客户销售占比（2016-2019H1） .....	18
图 39	公司对味千中国的销售金额及占比（2014-2019H1） .....	18
图 40	公司部分客户代表.....	18
图 41	日本进口中国调理食品的市场流向 .....	19
图 42	公司在食品加工渠道收入及增速（2016-2020Q1） .....	19
图 43	公司在餐饮渠道收入及增速（2016-2020Q1） .....	20
图 44	公司味之物语品牌产品示例 .....	20

## 表目录

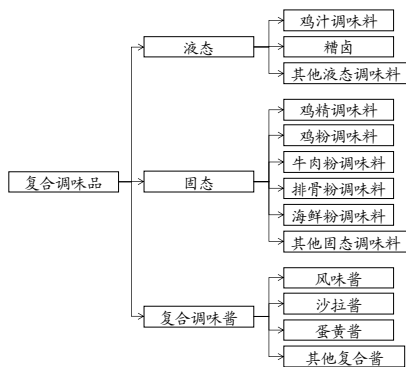
表 1	公司主要管理层介绍.....	9
表 2	公司主要产品的产能、产量情况.....	14
表 3	公司上市融资扩产.....	14
表 4	公司上市融资拟建营销网络.....	15
表 5	公司酱汁类、粉体类产品销量变化原因 (吨, 2016-2018) .....	17
表 6	2019H1 公司前十大客户销售情况.....	17
表 7	公司业绩拆分预测 (百万元) .....	21
表 8	公司利润表预测 (百万元) .....	21
表 9	可比公司估值对比 (2020.07.01) .....	22
表 10	WACC 假设 .....	22
表 11	DCF 每股价值的敏感性分析 .....	22

## 1. 复合调味品行业高景气，日辰以定制为主

随着经济发展，居民收入水平的提高，饮食习惯的改变，消费者已不满足于过去简单的油、盐、酱、醋单一调味品的需求，用复合调味料替代糖、酱油、味精等基础调味品已成为更多家庭和餐饮企业的重要选择。未来，复合化依旧是调味料行业的主要发展趋势，一方面调味品复合化可以让年轻的家庭消费者方便快捷的烹饪美味，解决其不会做、没时间做的消费痛点；另一方面，餐饮行业需求日益增大，规范化和连锁化经营带来了标准化复合调味料需求的快速增长。

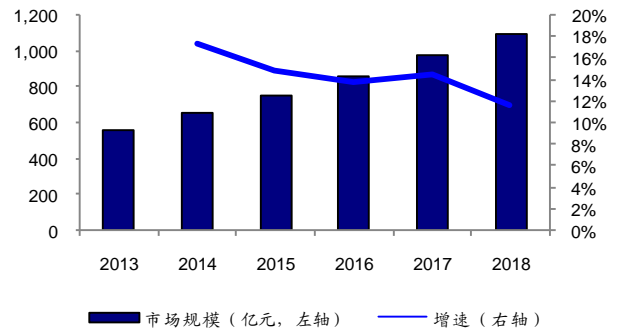
据天味食品招股说明书援引《中国食品工业年鉴（2016）》数据披露，复合调味品的快速发展是大趋势，欧美等发达国家的调味品市场中复合调味料的占有量非常之高，而中国复合调味料的市场占比仅 34%。同时，据日辰股份招股说明书披露，目前日本酱油、食醋等消费金额占比较小，而各种复合调味料由于种类多、用量大、附加值高，消费占比在 90%以上。

图1 复合调味品分类



资料来源：日辰招股说明书，海通证券研究所

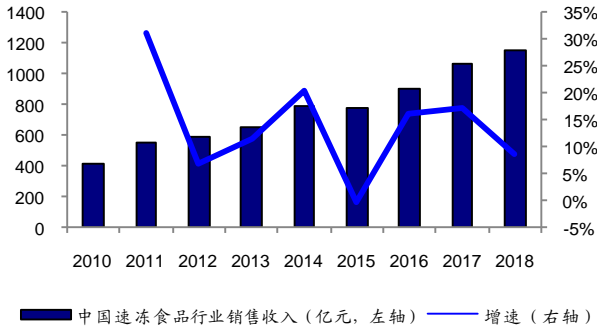
图2 中国复合调味料市场规模及增速（2013-2018）



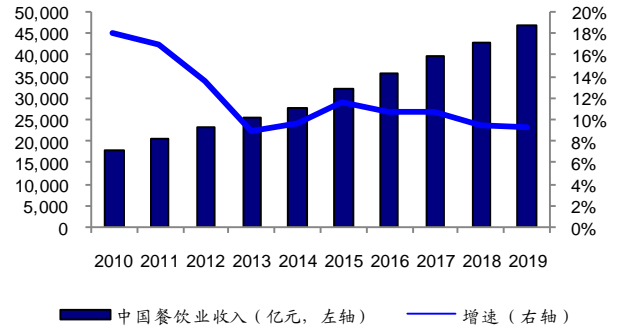
资料来源：Frost Sullivan，前瞻产业研究院，海通证券研究所

分品类看，复合调味料品类繁多，如动物性、植物性的调味粉，川渝口味的火锅料等，部分企业多由传统调味品企业发展而来，总体上大多数企业呈现“小而散”的格局，且区域性品牌较多，行业集中度极低。行业暂未形成龙头企业，成长空间大，市场渗透率和竞争程度不高。

日辰股份成立于 2001 年，是国内最早的专业复合调味料生产商之一，主要生产酱汁类调味料、粉体类调味料以及少量食品添加剂，旨在为食品加工企业、连锁餐饮企业提供专业的调味解决方案，包括配方研发、精细化应用，以及标准化的生产。主要目标市场是：①调理食品（主要是鸡肉）的出口和内销市场，②国内餐饮尤其是连锁餐饮市场，③国内复合调味料终端消费市场。

**图3 中国速冻食品行业销售收入及增速 (2010-2018)**


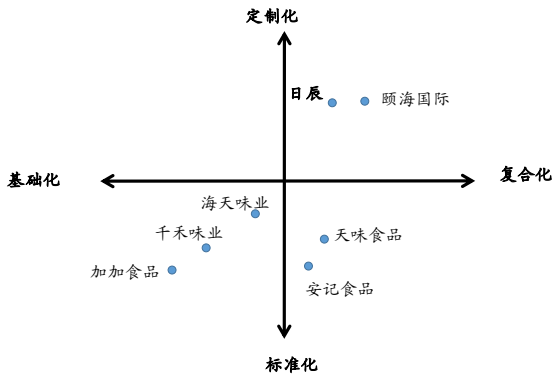
资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

**图4 中国餐饮业收入及增速 (2010-2019)**


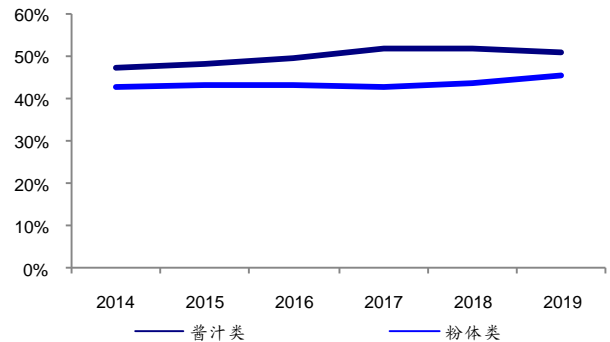
资料来源：wind，海通证券研究所

分别从日辰主打的粉体类调味料、酱汁类调味料来看：

- 1、日辰粉体类调味料主要应用于食品加工类企业，日辰的主要竞争对手有新日清制粉食品（青岛）有限公司、上海宝立食品科技有限公司等，均以粉体调味料定制化生产为主，在出口、内销上与日辰都有直接竞争。
- 2、在酱汁类产品定制化生产服务领域中，还没有较为类似的企业与日辰形成直接的竞争关系。因此日辰在酱汁类产品定制化生产服务中具有更高的定价自主权。

**图5 公司产品偏定制化**


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**图6 公司酱汁类、粉体类产品毛利率 (2014-2019)**


资料来源：wind，海通证券研究所

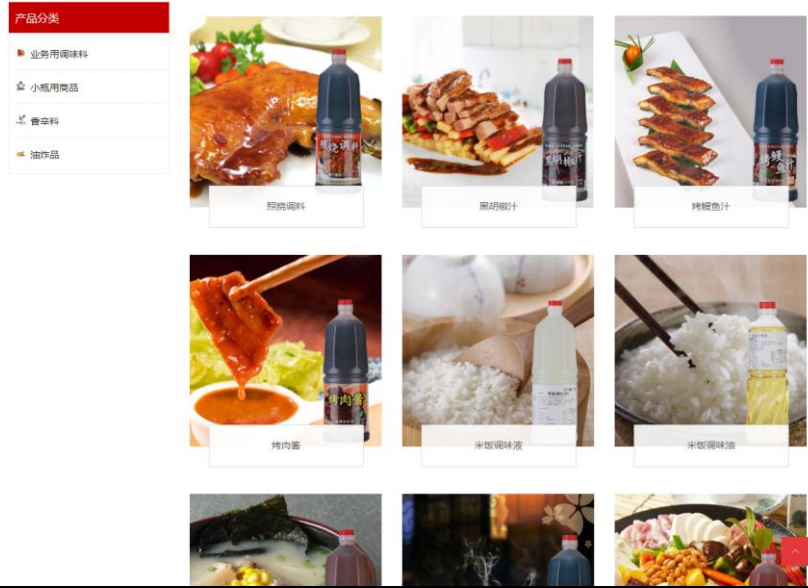
## 2. 管理层行业经验丰富，战略重心转移至国内

### 2.1 创始人行业经验丰富，员工持股计划绑定中高层

公司创始人、实控人、总经理、董事长张华君先生，1964年出生，1986年7月至1992年1月就职于中国建设银行浙江省分行，1992年赴日本研修学习，1993年4月至1995年3月就读于日本东京工业大学，1995年4月至2001年2月就职于日本石本食品工业株式会社，2001年3月创建本公司，2007年9月至2009年7月就读于清华大学经济管理学院EMBA。

在石本食品就职期间，张华君先生与日本食品实际控制人山本真作先生有较多业务接触。因看好日本从中国进口鸡肉加工产品的市场前景，张华君先生决定回国与日本食品合资成立日辰股份。其中石本食品子公司天津石本食品公司的主要产品为香辛料、复合调味料和油炸食品等。

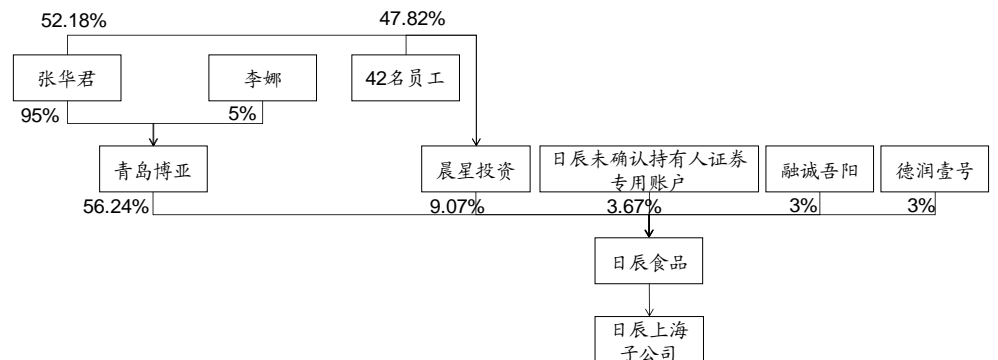
图7 天津石本食品工业公司产品示例



资料来源：天津石本食品工业有限公司官网，海通证券研究所

目前张华君先生和其妻子李娜通过青岛博亚持有公司 56.24% 股份；另外张华君先生和公司 42 名中高层管理人员和核心骨干人员通过晨星投资持有公司 9.07% 股份。

图8 公司股权结构图 (截止 2020 一季度末)



资料来源：wind，海通证券研究所

公司多位高管有研发背景，核心技术人员包括董事长张华君、副总经理崔宝军等，副总经理黄桂琴也曾任研发总监。



**表 1 公司主要管理层介绍**

姓名	职务	出生年份	履历
张华君	董事长、总经理	1964	硕士研究生学历, 1986 年 7 月至 1992 年 1 月就职于中国建设银行浙江省分行, 1992 年赴日本研修学习, 1993 年 4 月至 1995 年 3 月就读于日本国东京工业大学, 2007 年 9 月至 2009 年 7 月就读于清华大学经济管理学院 EMBA, 1995 年 4 月至 2001 年 2 月就职于日本石本食品工业株式会社, 2001 年 3 月创建本公司。
陈颖	董事、副总经理	1979	本科学历, 历任日辰有限职员、总经理助理、副总经理、董事, 现任日辰食品董事、副总经理。
崔宝军	董事、副总经理	1970	历任天津市宁河县芦台食品厂职员, 天津石本食品工业有限公司职员, 日辰有限研发经理、副总经理、董事, 现任日辰食品董事、副总经理。
黄桂琴	副总经理	1975	中专学历, 历任青岛正大食品有限公司研发员、研发主管, 2003 年加入公司, 2003 年 7 月至 2008 年 5 月任公司研发部经理, 2008 年 5 月至 2015 年 6 月历任公司一厂厂长、三厂厂长, 2015 年 6 月至 2020 年 1 月历任公司研发部经理、研发总监、现任公司副总经理。
宋宏宝	副总经理	1966	本科学历, 历任山东百利华艺有限公司主管会计, 2001 年加入公司, 2001 年至 2016 年 5 月任公司财会部负责人, 2016 年 5 月至 2020 年 1 月任公司财务总监, 现任公司副总经理。
周庆	财务总监	1972	本科学历, 历任新疆广电网络有限公司计财部主任, 青岛天人环境股份有限公司财务部经理, 巴龙国际集团有限公司财务部部长, 2015 年加入公司, 2015 年 9 月至 2016 年 5 月任公司财会部副经理, 2016 年 5 月至 2020 年 1 月任财会部经理, 现任公司财务总监。
苗建伟	董事会秘书	1976	硕士研究生学历, 历任昆达运输公司青岛分公司财务经理, 青岛安信投资顾问有限责任公司投资银行部经理, 青岛中达长信实业股份有限公司投资副总经理, 烟台招金励福贵金属股份有限公司董事会秘书, 深圳金湖资产管理有限公司高级投资顾问, 现任公司董事会秘书。

资料来源: wind, 海通证券研究所

## 2.2 战略转移至国内, 高净利率推升高 ROE

公司发展至今可分为三个阶段:

1、起步和发展阶段 (2001 年至 2007 年): 面向对日出口的鸡肉调理品加工企业

公司于 2001 年成立, 早期主要服务于食品加工企业 (主要为对日出口鸡肉调理品企业), 为其提供鸡肉碳烤类或油炸类产品所用的酱汁类调味料、粉体类调味料。依靠对日出口鸡肉调理品市场的迅猛发展, 公司也得到了快速的成长和发展。在国内鸡肉调理食品的辅料生产领域占有领先的市场份额。

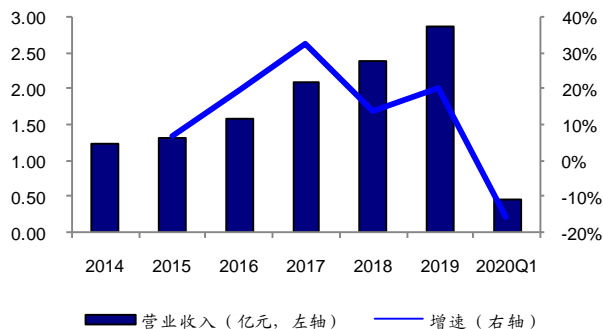
2、转型调整阶段 (2008 年至 2012 年): 坚守创新, 调整产品结构

2008 年, 受日本“毒饺子事件”食品安全事故的冲击, 以及世界金融危机的爆发、人民币持续升值的不利影响, 我国加工食品对日出口大幅下降。公司适时调整发展方向, 调整产品结构, 将国外先进的饮食理念引入国内, 创建自有品牌“味之物语”, 逐步将公司未来战略发展重点转向国内。

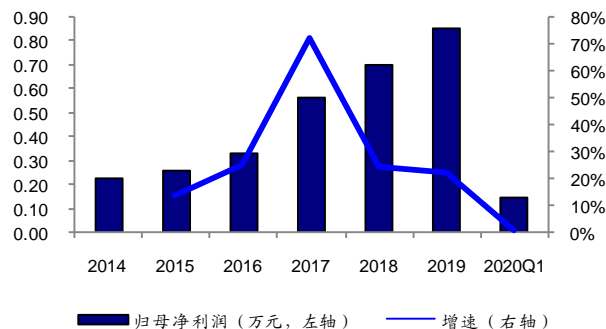
3、恢复及全面发展阶段 (2012 年至今): 业务类型多元化发展

2012 年以来, 随着日本出口市场的恢复发展, 公司保持了在境外终端市场的市场份额优势。同时, 随着国内连锁餐饮业的快速发展, 公司大力拓展国内市场, 不断为国内食品加工企业、餐饮连锁企业提供个性化的调味料定制服务。通过几年的努力, 内销产品比例不断上升, 开拓了味千拉面、鱼酷等知名连锁餐饮品牌。同时, 标准化产品也进入了零售终端及流通批发市场销售。

近几年营收和归母净利润也都实现较高增长, 2019 年营收 2.86 亿元, 同比增长 20.27%, 归母净利润 0.85 亿元, 同比增长 22.15%。受疫情影响, 2020Q1 营收 0.46 亿元, 同比下滑 15.53%, 归母净利润 0.15 亿元, 同比增长 0.81%。

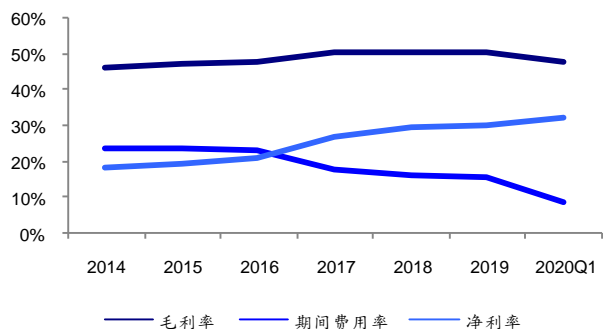
**图9 公司营收及增速 (2014-2020Q1)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

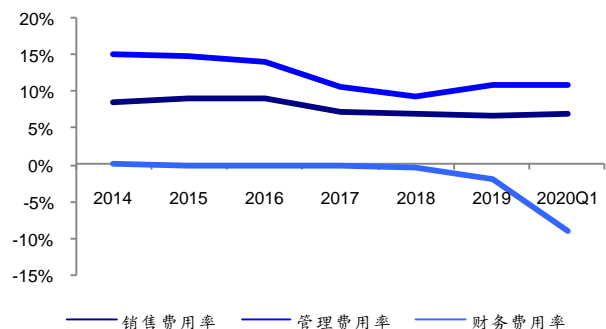
**图10 公司归母净利润及增速 (2014-2020Q1)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

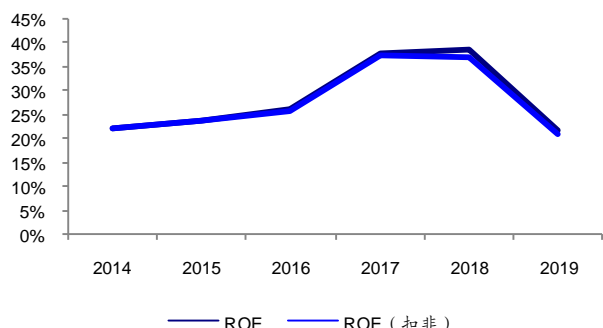
2014-2019年, 公司毛利率维持在46%-51%的较高水平; 期间费用率下降趋势明显, 销售费用率也维持在6%-9%的较低水平; 净利率提升趋势明显, 高净利率使得ROE也维持在较高水平。高毛利率、低费用率、高净利率, 体现了公司产品“多品种、小批量、订单式”的定制化特点, 也体现了相对宽松的竞争环境。

**图11 公司毛利率、期间费率、净利率 (2014-2020Q1)**


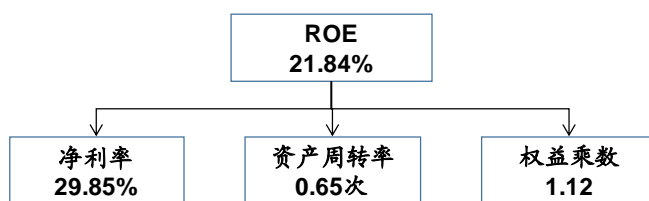
资料来源: wind, 海通证券研究所

**图12 公司销售、管理、财务费用率 (2014-2020Q1)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图13 公司平均ROE (2014-2019)**


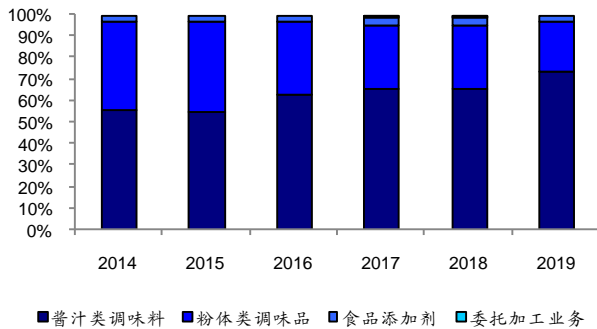
资料来源: wind, 海通证券研究所

**图14 2019年ROE拆分**

 资料来源: wind, 海通证券研究所  
 注: 净利率为归母净利润率

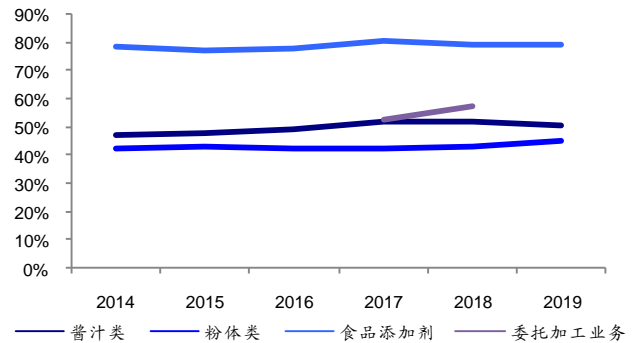
### 3. 产品结构逐渐偏向餐饮化, 上市融资拓展汤类调味料

目前公司主要产品包括酱汁类调味料、粉体类调味料、食品添加剂，三大类、千余个品种，年产量 15000 吨以上，2019 年三大品类收入占比分别为 73.47%、23.64%、2.86%。其中酱汁类产品收入占比持续提升，粉体类占比持续下滑，主要系公司持续开拓餐饮客户及经销商客户并维持着较高的收入增长。

酱汁类产品毛利率总体呈现一定上升趋势，从渠道结构看，主要系餐饮渠道占比逐渐提升，而价格更为敏感的食品加工渠道占比逐渐下降所致。粉体类产品毛利率总体稳定，主要系 90% 以上收入都是来自于食品加工渠道，定价弹性较小。另外酱汁类毛利率也明显高于粉体类，主要系两者的市场竞争环境、生产工艺的复杂程度、客户结构不同所致。

**图15 公司各产品收入占比 (2014-2019)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**图16 公司各产品毛利率 (2014-2019)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

### 酱汁类调味料:

1、面向食品加工企业、餐饮企业的定制化产品: 主要包括腌制酱(液)、涂抹酱、炒制酱(液)、煮制液、风味汤以及调味油等产品, 主要应用于腌制类产品、烧烤类产品、炒制类产品、腌制类产品、蒸煮类产品等。

2、面向餐饮企业和家庭烹饪的标准化系列产品: 目前主要有牛排酱烤肉酱系列、中式烹饪酱系列、风味汤料系列、凉拌调味汁系列和火锅系列等多个系列。

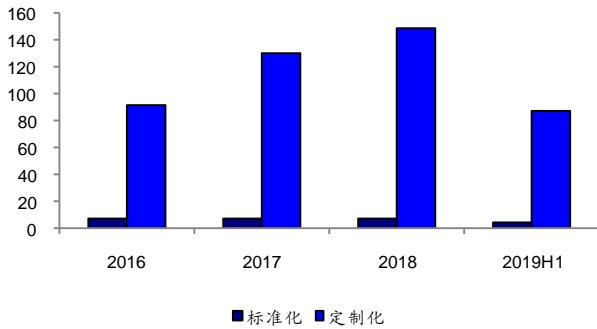
**图17 公司定制化酱汁类调味料产品示例**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

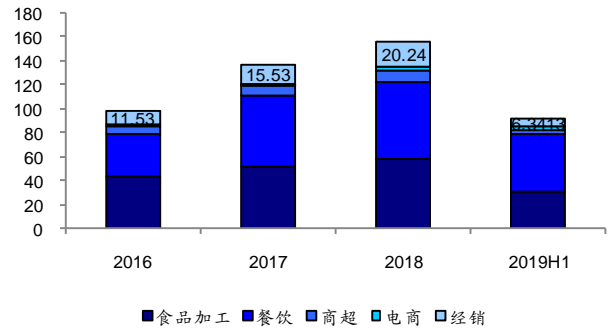
**图18 公司标准化酱汁类调味料产品示例**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

酱汁类以定制化为, 标准化占比较少; 直销为主, 经销占比较少; 下游客户以食品加工和餐饮企业为主。

**图19 酱汁类定制化、标准化收入 (百万元, 2016-2019H1)**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

**图20 酱汁类分渠道收入 (百万元, 2016-2019H1)**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

**粉体类调味料:**

- 1、面向食品加工企业、餐饮企业的定制化产品: 主要包括裹粉裹浆、腌制类调味粉、复合汤粉、烘焙粉和预拌粉等, 主要应用于上述企业生产的油炸类、腌制类、煮制类和烘焙类产品。
- 2、面向餐饮企业和家庭烹饪的标准化系列产品: 如黑胡椒腌料、奥尔良腌料、天妇罗粉、黄金炸粉等。

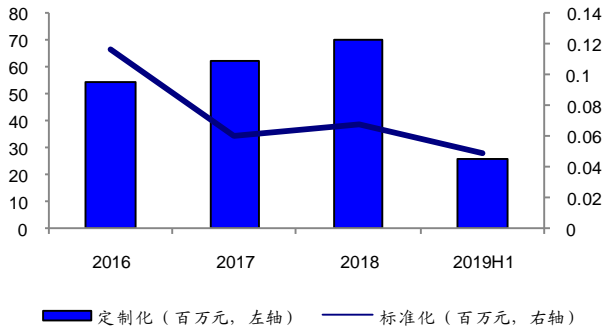
**图21 公司定制化粉体类调味料产品示例**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

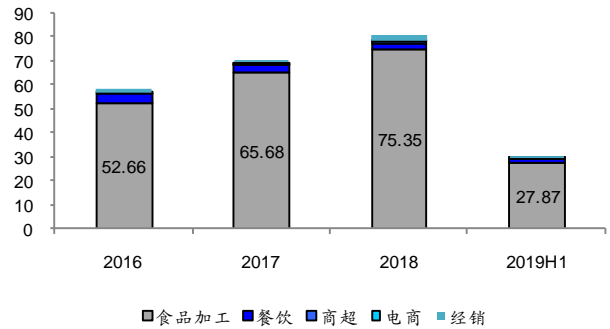
**图22 公司标准化粉体类调味料产品示例**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

粉体类产品几乎都是定制化, 标准化产品很少; 几乎都是直销, 经销很少; 直销客户以食品加工为主, 餐饮客户占比较小。

**图23 粉体类定制化、标准化收入 (2016-2019H1)**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

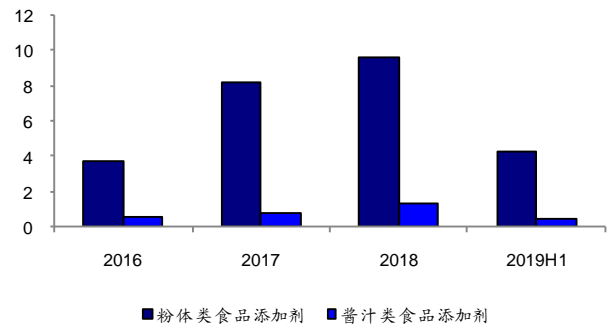
**图24 粉体类&食品添加剂分渠道收入 (百万元, 2016-2019H1)**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

**食品添加剂:** 分为酱汁类食品添加剂和粉体类食品添加剂, 产品包括复配酸度调节剂、复配水分保持剂、焦糖色等, 应用于各类加工食品添加。

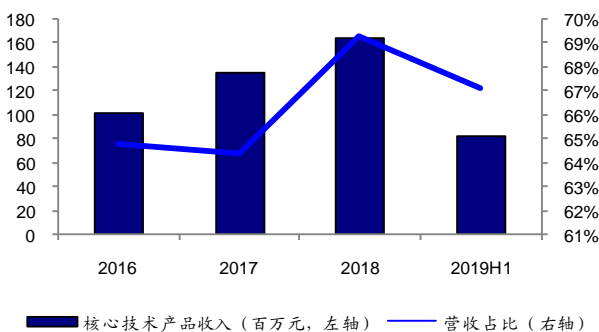
**图25 复配水分保持剂产品示例**


资料来源: 京东, 海通证券研究所

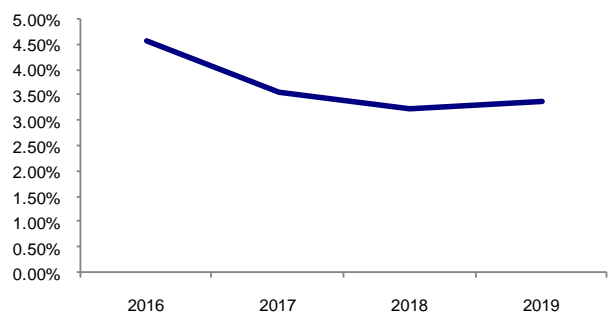
**图26 食品添加剂细分产品收入 (百万元, 2016-2019H1)**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

公司为国家级高新技术企业, 拥有多个研发科室, 负责研发新品种、新工艺, 坚持定制化、专业化、差异化的产品研发方向。2019年末公司拥有研发人员39名, 同时张华君先生与主管销售、生产、研发的副总经理等高级管理人员均具有10年以上调味品行业经验。

**图27 公司核心技术产品收入及占比 (2016-2019H1)**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

**图28 公司研发费用率 (2016-2019)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

**表 2 公司主要产品的产能、产量情况**

		2016	2017	2018	2019H1
酱汁类	产能(吨)	8000.00	10000.00	11000.00	5500.00
	产量(吨)	7743.05	9872.10	10800.11	6067.47
	产能利用率	96.79%	98.72%	98.18%	110.32%
粉体类	产能(吨)	4000.00	5000.00	5500.00	2750.00
	产量(吨)	4067.14	4762.12	5232.43	1926.55
	产能利用率	101.68%	95.24%	95.14%	70.06%
食品添加剂	产能(吨)	100	250	250	125
	产量(吨)	96.5	246.27	299.59	123.01
	产能利用率	96.50%	98.51%	119.84%	98.41%
合计	产能(吨)	12100.00	15250.00	16750.00	8375.00
	产量(吨)	11906.69	14880.48	16332.13	8117.03
	产能利用率	98.40%	97.58%	97.51%	96.92%

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

公司过去几年产线基本处于满负荷生产状态, 2016 至 2018 年复合调味品生产线的产能利用率达到 98.42%、97.56%、97.17%。目前下设三个生产工厂, 一厂主要生产酱汁类标准化(小包装)产品; 二厂主要生产面向食品加工客户的大包装酱汁类调味料; 三厂主要生产粉体类调味料。上市融资募投项目之一, 就是扩产:

**1、年产 15000 吨复合调味品生产基地建设:** 计划新增餐饮渠道复合调味品产能 11000 吨, 新增零售终端复合调味品产能 4000 吨, 主要包括复合调味酱系列、复合调味汁系列、汤料系列。

**2、年产 5000 吨汤类抽提生产线建设:** 汤类调味料广泛应用于火锅汤料、底汤、拉面汤、米线汤、料理包及众多烹饪饮食中。目前公司汤类调味料每年约产 550 吨左右, 产能不足与汤类调味料市场需求提高的矛盾日趋激烈。此扩产项目主要是公司运用自身研发优势, 开发利乐装、瓶装、给袋式包装汤类调味料, 主要产品包括畜禽类抽提物、水产类抽提物和果蔬类抽提物。

**表 3 公司上市融资扩产**

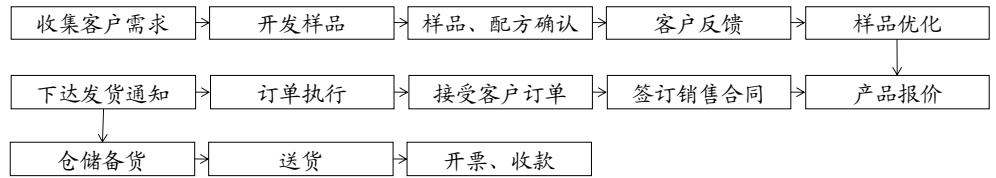
项目	投资总额(万元)	拟使用募集资金投资金额(万元)	项目计划建设期
年产 15000 吨复合调味品生产基地建设	20589.61	16697.85	18 个月
年产 5000 吨汤类抽提生产线建设	13500	10948	18 个月

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

## 4. 营销网络建设在即, 餐饮渠道增长亮眼

### 4.1 直销为主, 客户集中度较高

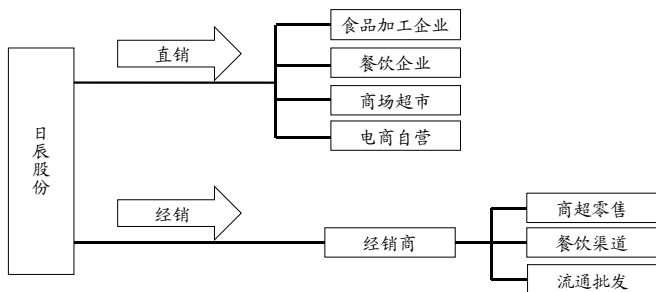
公司销售模式是“直销为主, 经销为辅”, 对食品加工企业、餐饮企业客户、商超客户主要采用直销模式, 对部分产品采取经销的模式。

**图29 公司销售流程**


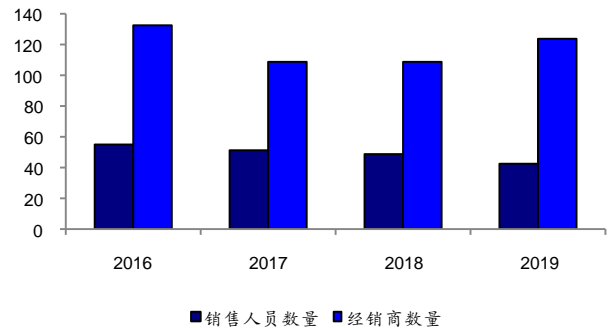
资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

销售部设有北京、上海、广州、山东四个区域销售大区，主要负责餐饮客户拓展；食品加工客户部负责食品加工企业客户的营销拓展、服务维护；KA 销售部负责山东区域内的商超直供市场的开发与管理；OEM 销售部主要负责零售商类 OEM 客户的销售拓展、客户维护。电商运营部负责电商平台销售。

近几年销售人员略有减少，2019 年末销售人员、经销商数量分别为 42、124 个。

**图30 公司销售模式**


资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

**图31 公司销售人员、经销商数量（个，2016-2019）**


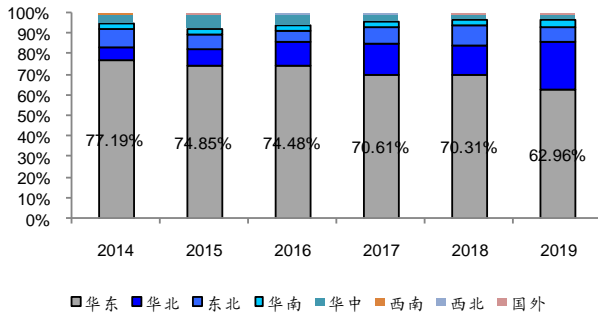
资料来源：公司招股说明书、2019 年年度经营数据公告，海通证券研究所

**表 4 公司上市融资拟建营销网络**

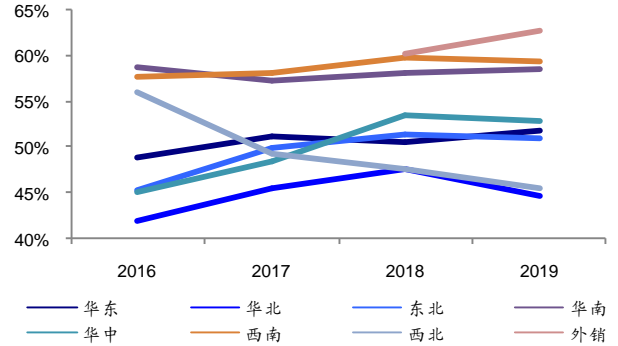
名称	功能定位	地点	选址及覆盖范围
营销网络建设	营销总部	青岛	全国（山东半岛、中原经济区）
	一级区域营销中心	上海	长三角
		北京	京津冀
		广州	珠三角
	二级区域营销中心	大连	东三省
		长沙	鄂湘桂赣
		成都	成渝经济区
		西安	西北经济区

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2016-2019 年华东收入占比在 60% 以上，主要系公司生产基地位于华东地区山东省青岛市即墨区，华东地区销售网络最为密集，同时口味也更为接近。华北收入占比持续提升至 23.63%，主要系北京销售团队加大对北京及周边市场的开拓，餐饮企业客户增长较快。其他区域收入占比偏低。

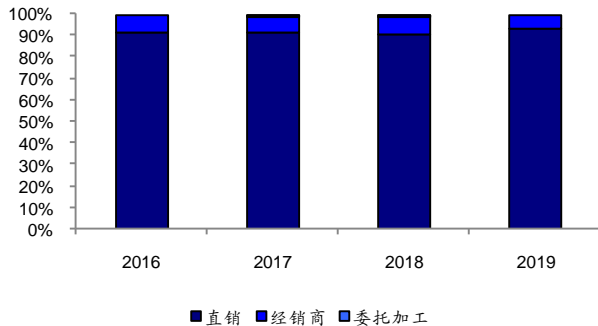
**图32 公司分区域收入结构 (2016-2019)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

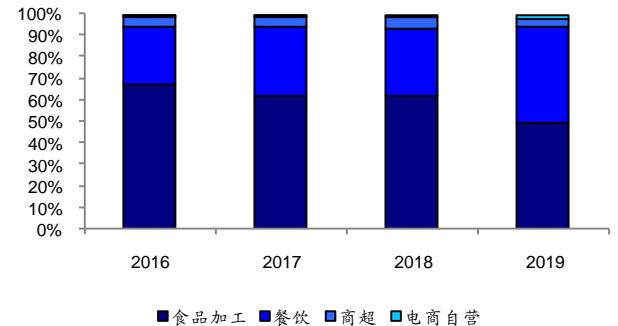
**图33 公司分区域毛利率 (2016-2019)**


资料来源: wind, 海通证券研究所

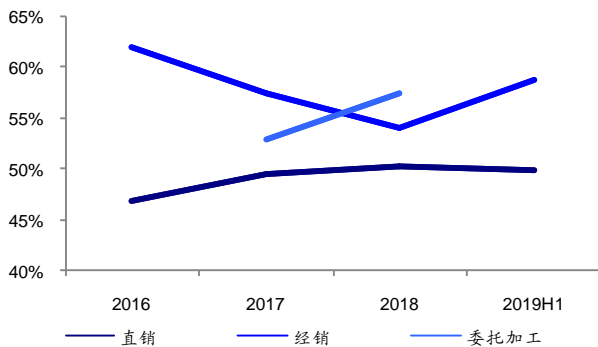
2016-2019 年，直销占比超过 90%、经销占比低于 10%。直销毛利率低于经销，主要系低毛利率的粉体类主要采取直销，且直销模式下的食品加工企业占比较高。相比之下，经销模式的产品主要是毛利率较高的酱汁类产品，下游主要是中小型餐饮企业、商超等。

**图34 公司分渠道收入结构 (2016-2019)**


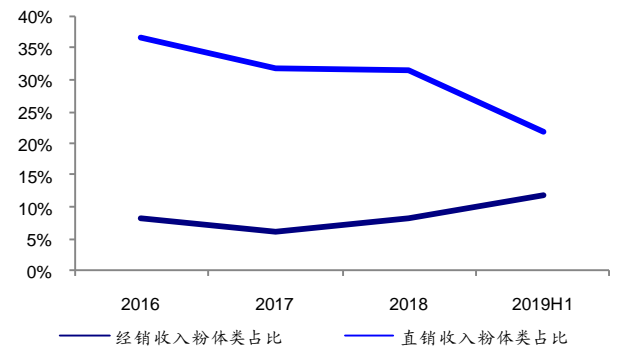
资料来源: 公司招股说明书, 2019 年公司经营数据公告, 海通证券研究所

**图35 公司直销渠道各下游占比 (2016-2019)**


资料来源: 公司招股说明书, 2019 年公司经营数据公告, 海通证券研究所

**图36 公司分渠道毛利率 (2016-2019H1)**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

**图37 不同渠道中粉体产品的收入占比 (2016-2019H1)**


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所



我们认为，公司收入主要来自三方面，一是获取新客户订单、二是老客户老产品订单增加、三是老客户新产品订单。以味千中国为例，公司于2012年向其提供拉面汤、调味汁等产品，近几年来合作产品品种逐年增加，2016年下半年新增鸡汤、鸡汤调味料、叉烧炒饭调味酱等产品，产品品项由2015年13项增加至2017年17项。2017年至2019年上半年，味千拉面店面菜单更新采购公司产品品项和比例进一步增加，销售额涨幅较大。

**表 5 公司酱汁类、粉体类产品销量变化原因 (吨, 2016-2018)**

1、酱汁类销售变化		
变化原因	2018年 VS2017年	2017年 VS2016年
存量客户销量减少	1778.89	1477.92
存量客户销量增加	1805.84	3356.34
新客户销量增加	671.31	477.33
<b>总计</b>	<b>698.26</b>	<b>2355.75</b>
2、粉体类销售变化		
变化原因	2018年 VS2017年	2017年 VS2016年
存量客户销量减少	687.12	775.41
存量客户销量增加	962.49	1145.13
新客户销量增加	201.6	204
<b>总计</b>	<b>476.97</b>	<b>573.72</b>

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

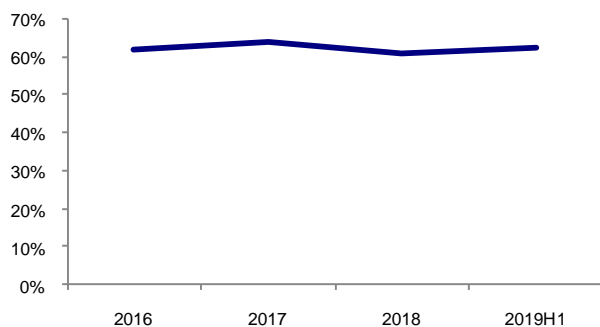
下游客户集中度较高，2016年至2019年上半年前十大客户收入占比超过60%，2019年前五大客户贡献收入1.34亿元，占比高达46.90%。

**表 6 2019H1 公司前十大客户销售情况**

客户名称	客户类型	销售产品类别	销售金额 (万元)	销售占比
圣农食品	直销-食品加工	酱汁、粉体、食品添加剂	1694.50	13.77%
味千中国	直销-餐饮	酱汁、粉体	1455.28	11.82%
呷哺呷哺	直销-餐饮	酱汁	1298.83	10.55%
诸城外贸	直销-食品加工	酱汁、粉体、食品添加剂	755.38	6.14%
正大集团	直销-食品加工	酱汁、粉体、食品添加剂	739.46	6.01%
陈世宏及“鱼酷”	直销-餐饮	酱汁	445.64	3.62%
陈钢餐饮	直销-餐饮	酱汁	438.79	3.57%
日盈食品	直销-食品加工	酱汁、粉体、食品添加剂	328.08	2.67%
永和大王	直销-餐饮	酱汁	305.76	2.48%
鲁丰集团	直销-食品加工	酱汁、粉体	228.65	1.86%
<b>合计</b>			<b>7,690.37</b>	<b>62.49%</b>

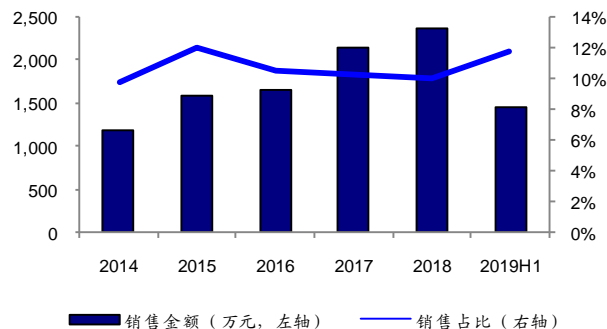
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图38 公司前十大客户销售占比 (2016-2019H1)



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图39 公司对味千中国的销售金额及占比 (2014-2019H1)



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

图40 公司部分客户代表

公司部分代表性客户

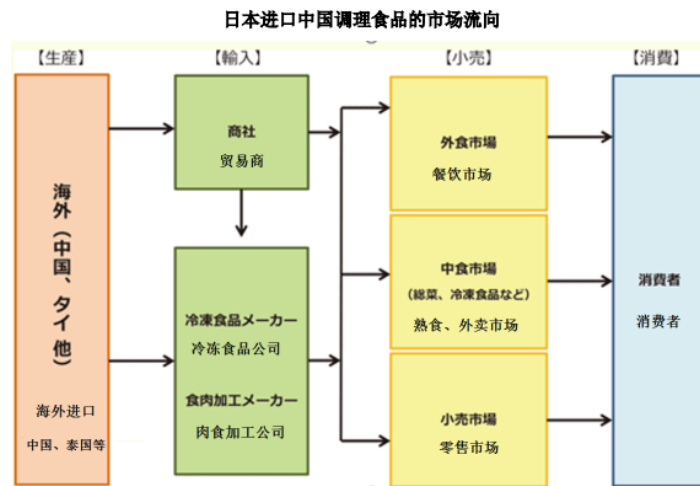


资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

## 4.2 餐饮渠道收入快速增长

对于食品加工企业客户, 公司的产品主要作为其调理食品的辅料, 主要出口至日本等国外市场, 出口对象主要为国外的食品类贸易商或食品企业, 最终进入便利店、超市、餐馆、学校等。

图41 日本进口中国调理食品的市场流向



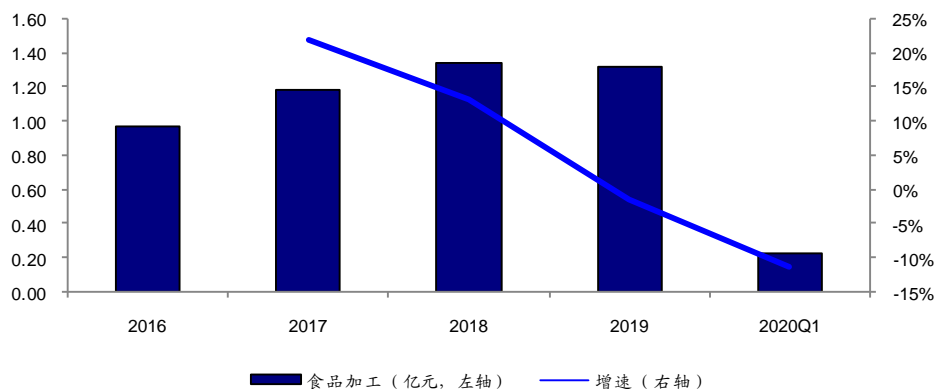
资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

公司虽然面对的直接客户为国内的食品加工企业，但新产品研发、信息交流、跟踪服务却延伸到国外进口商。主要原因是由于调味料为此类调理食品的关键辅料，调味料对产品的口味、色泽、形态起到重要影响，直接关系到消费者的消费意愿，此国外进口商及其下游客户一般会直接上溯到调味料生产企业，提出配方要求。

其次，日本 2003 年颁布《食品安全基本法》，建立了完整的食品安全追溯体系，而复合调味料由于原料构成及生产工艺复杂，日本客户对于产品的上游辅料供应商也需进行产品安全与品质的监控，在采购产品的时候也会直接考察、选择到供应商的供应商。

公司现有客户包括圣农食品、正大集团、诸城外贸、中粮肉食、九联集团等，几乎囊括了国内最重要的对日出口禽肉调理食品的食品企业，一直保持着较高的市场地位。2019 年公司食品加工渠道收入 1.31 亿元，同比下滑 1.69%，主要系受国内鸡肉价格上涨影响，下游鸡肉调理类食品加工客户出口订单减少。

图42 公司在食品加工渠道收入及增速 (2016-2020Q1)



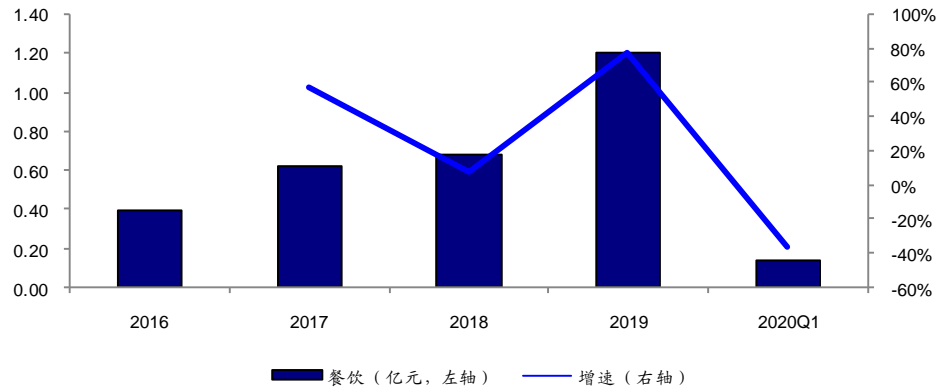
资料来源：公司招股说明书，2019-2020Q1 经营数据公告，海通证券研究所

餐饮行业高景气驱动调味品行业持续增长，餐饮连锁化趋势明显，尤其是以“中央厨房+门店”的标准化连锁经营模式最为普遍，复合调味料迎合了餐饮行业的特色化、

标准化、规模化的要求。

2012年以来,公司较早的发掘和瞄准了国内餐饮业市场,为连锁餐饮企业提供复合调味料定制业务。拥有呷哺呷哺、味千拉面、鱼酷等一批国内优质连锁餐饮企业战略客户,新客户不断涌现,在下游餐饮行业的品牌知名度和市场占有率不断提升。2019年公司餐饮渠道收入1.20亿元,同比增长77.94%。

图43 公司在餐饮渠道收入及增速 (2016-2020Q1)



资料来源: 公司招股说明书, 2019-2020Q1 经营数据公告, 海通证券研究所

除食品加工和餐饮类客户之外,公司还拥有“味之物语”自有品牌,在商超、电商等终端消费市场进行布局,代表性产品黑椒烧汁、烤肉酱、照烧汁等进入零售终端,面向终端消费者。目前收入贡献较小,广告投入也较少。

图44 公司味之物语品牌产品示例



资料来源: 天猫, 海通证券研究所

我们认为,2B定制的模式会使公司业绩爆发性与波动性并存,目前行业景气度较高,竞争尚不激烈,且占下游成本较低,未来发展可期。

## 5. 盈利预测与估值

结合公司各项业务的历史数据,我们作出如下假设:

- 假设酱汁调味料未来3年收入增速分别为15%、30%、30%，毛利率均为50.5%。
- 假设粉体调味料未来3年收入增速分别为10%、15%、15%，毛利率均为45%。
- 假设食品添加剂未来3年收入增速分别为-15%、50%、30%，毛利率均为80%。

**表7 公司业绩拆分预测 (百万元)**

		2019	2020E	2021E	2022E
酱汁调味料	收入	209.88	241.36	313.77	407.90
	yoy	34.28%	15.00%	30.00%	30.00%
	成本	103.54	119.47	155.32	201.91
	毛利率	50.66%	50.50%	50.50%	50.50%
粉体调味料	收入	67.53	74.28	85.43	98.24
	yoy	-3.42%	10.00%	15.00%	15.00%
	成本	36.89	40.86	46.98	54.03
	毛利率	45.38%	45.00%	45.00%	45.00%
食品添加剂	收入	8.18	6.95	10.43	13.56
	yoy	-24.75%	-15.00%	50.00%	30.00%
	成本	1.68	1.39	2.09	2.71
	毛利率	79.41%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	285.65	322.60	409.63	519.70
	yoy	20.27%	12.93%	26.98%	26.87%
	成本	142.2	161.72	204.39	258.65
	毛利率	50.22%	49.87%	50.10%	50.23%

资料来源: wind, 海通证券研究所

**表8 公司利润表预测 (百万元)**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	286	323	410	520
营业成本	142	162	204	259
毛利率%	50.2%	49.9%	50.1%	50.2%
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	19	21	29	39
管理费用	21	22	29	36
财务费用	-5	-11	-13	-14
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	97	115	143	178
营业外收支	3	4	4	4
利润总额	100	119	147	182
所得税	14	17	21	26
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	85	102	126	156
EPS (元)	0.86	1.03	1.27	1.58

资料来源: wind, 海通证券研究所

### (1) 相对估值

我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.03/1.27/1.58 元, 相关可比公司 2020 年 PE 在 64-97 倍, 考虑到行业高景气, 且公司业绩有望继续保持高增长, 给予一定估值溢价, 给予 2020 年 80-90 倍 PE, 对应合理价值区间 82.4-92.7 元。

**表 9 可比公司估值对比 (2020.07.01)**

公司名称	股票代码	股价(元/股)	每股收益(元/股)			市盈率(X)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
天味食品	603317.SH	56.93	0.72	0.59	0.76	79.07	96.49	74.91
海天味业	603288.SH	125.00	1.98	1.94	2.30	63.13	64.43	54.35
千禾味业	603027.SH	33.13	0.43	0.41	0.53	77.05	80.80	62.51

资料来源: 可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期, 海通证券研究所

## (2) DCF 估值

我们采用 DCF 估值方法, 计算公司合理市值:

- 保守假设下, 我们假定公司永续增长率 3.50%, 折现率 6.91%, 2020 年公司股权现值  $70.42+5.09$  (货币资金) =75.51 亿元 (四舍五入), 对应每股现值 76.57 元。
- 中性假设下, 我们假定公司永续增长率 4.00%, 折现率 6.41%, 2020 年公司股权现值  $99.07+5.09$  (货币资金) =104.16 亿元 (四舍五入), 对应每股现值 105.63 元。

**表 10 WACC 假设**

假设	数据	依据
We	100%	公司一季报
Wd	0%	公司一季报
无风险利率 Rf	2.50%	五年期国债收益率
风险溢价 Rm	5.37%	5 年沪深 300 指数平均收益
Beta	1.363	参考 wind 给出的值
权益资本成本 Re	6.41%	计算
权益负债成本 Rd	0%	
税率 t	15.00%	企业所得税率 (2018)
WACC	6.41%	

资料来源: wind、海通证券研究所

**表 11 DCF 每股价值的敏感性分析**

每股价值 (元)		永续增长率 (%)		
		3.50%	4.00%	4.50%
WACC (%)	5.91%	110.21	134.43	175.83
	6.16%	99.40	118.35	148.72
	6.41%	90.46	105.63	128.73
	6.66%	82.96	95.32	113.40
	6.91%	76.57	86.80	101.27

资料来源: wind、海通证券研究所

综合以上估值, 我们最终给予 2020 年 80-90 倍 PE, 对应合理价值区间 82.4-92.7 元, 给予“优于大市”评级。

## 6. 风险提示

上游原材料价格波动影响；行业竞争加剧等。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>286</b>	<b>323</b>	<b>410</b>	<b>520</b>
每股收益	0.86	1.03	1.27	1.58	营业成本	142	162	204	259
每股净资产	5.90	6.94	8.21	9.79	毛利率%	50.2%	49.9%	50.1%	50.2%
每股经营现金流	0.84	1.35	1.36	1.75	营业税金及附加	3	4	5	6
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.2%	1.1%	1.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	19	21	29	39
P/E	89.04	74.42	60.42	48.62	营业费用率%	6.6%	6.5%	7.0%	7.5%
P/B	13.05	11.10	9.38	7.86	管理费用	21	22	29	36
P/S	26.58	23.53	18.53	14.61	管理费用率%	7.4%	6.8%	7.1%	7.0%
EV/EBITDA	44.54	50.62	46.57	35.91	EBIT	91	103	129	163
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-5	-11	-13	-14
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.9%	-3.4%	-3.1%	-2.8%
毛利率	50.2%	49.9%	50.1%	50.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	29.9%	31.6%	30.7%	30.0%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	14.7%	14.9%	15.5%	16.2%	<b>营业利润</b>	<b>97</b>	<b>115</b>	<b>143</b>	<b>178</b>
资产回报率	13.5%	13.7%	14.2%	14.7%	营业外收支	3	4	4	4
投资回报率	13.4%	13.0%	13.7%	14.4%	<b>利润总额</b>	<b>100</b>	<b>119</b>	<b>147</b>	<b>182</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	96	138	149	190
营业收入增长率	20.3%	12.9%	27.0%	26.9%	所得税	14	17	21	26
EBIT 增长率	16.3%	13.7%	25.0%	25.9%	有效所得税率%	14.5%	14.3%	14.4%	14.3%
净利润增长率	22.2%	19.6%	23.2%	24.3%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>85</b>	<b>102</b>	<b>126</b>	<b>156</b>
资产负债率	7.8%	8.0%	8.3%	8.8%					
流动比率	11.92	11.31	10.72	9.74	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	11.46	10.87	10.26	9.30	货币资金	511	584	672	775
现金比率	10.48	9.94	9.31	8.35	应收账款及应收票据	46	53	67	86
<b>经营效率指标</b>					存货	22	25	32	41
应收帐款周转天数	58.93	60.43	59.68	60.05	其它流动资产	2	2	2	2
存货周转天数	57.75	57.47	57.61	57.54	流动资产合计	581	665	774	903
总资产周转率	0.45	0.43	0.46	0.49	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	6.13	4.62	5.01	5.23	固定资产	47	70	82	99
					在建工程	0	5	25	55
					无形资产	3	3	2	1
					非流动资产合计	50	79	109	156
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>资产总计</b>	<b>631</b>	<b>744</b>	<b>883</b>	<b>1059</b>
净利润	85	102	126	156	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	33	38	48	61
非现金支出	6	35	19	27	预收账款	0	0	0	1
非经营收益	-2	-4	-4	-4	其它流动负债	16	20	24	31
营运资金变动	-7	0	-7	-7	流动负债合计	49	59	72	93
<b>经营活动现金流</b>	<b>82</b>	<b>133</b>	<b>134</b>	<b>173</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-6	-59	-46	-70	其它长期负债	1	1	1	1
投资	-370	0	0	0	非流动负债合计	1	1	1	1
其他	2	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>73</b>	<b>94</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-374</b>	<b>-59</b>	<b>-46</b>	<b>-70</b>	实收资本	99	99	99	99
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	582	684	810	966
股权募资	387	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-91	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>631</b>	<b>744</b>	<b>883</b>	<b>1059</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>296</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>5</b>	<b>74</b>	<b>88</b>	<b>103</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

闻宏伟 食品饮料行业  
 唐宇 食品饮料行业  
 颜慧菁 食品饮料行业

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： 洋河股份,贵州茅台,东鹏饮料,伊力特,双汇发展,农夫山泉,澳优,中炬高新,安琪酵母,汤臣倍健,海天味业,今世缘,绝味食品,天味食品,青岛啤酒,桃李面包,中国飞鹤,安井食品,涪陵榨菜

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应镓娟(021)23219394 yjx12725@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  
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  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@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  
唐洋运(021)23219004 tangyy@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  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@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 zhx12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@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  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@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  
联系人  
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  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fngq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@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  
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com  
房乔华 0755-82900477 fqh12888@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  
傅逸帆(021)23154398 fufy11758@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  
高瑜(021)23219415 gy12362@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  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

**电子行业**

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com  
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 联系人  
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

**煤炭行业**

李焱(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  
 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  
 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  
 于成龙 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 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  
 张峥青(021)23219383 z zq11650@htsec.com  
 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com  
 联系人  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

**非银行金融行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
 联系人  
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

**交通运输行业**

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com  
 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

**纺织服装行业**

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com  
 联系人  
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 周丹 zd12213@htsec.com  
 联系人  
 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com

**建筑工程行业**

张欣劼 z xj12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
 联系人  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

**军工行业**

张恒暄 zhx10170@htsec.com  
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
 联系人  
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

**银行行业**

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com  
 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  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

**造纸轻工行业**

衣楨永(021)23212208 yzy12003@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  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@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 liwj@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  
 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 010-58067936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 郭金焱(010)58067851 gjy12727@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](http://www.htsec.com)