2020 年 11 月 13 日
证券研究报告•公司深度报告
中炬高新（600872）食品饮料

买入（维持）
当前价：64.17 元
目标价：79.20 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

渠道开拓和激励完善，业绩加速基本确立

投资要点

- **推荐逻辑：**1、公司确立调味品“五年双百”计划，对应未来三年复合增速 22%以上，确立加速目标；19Q4 确立加大空白市场开发力度和渠道下沉战略，增加市场投入和人员配置，渠道方面加速推进。2、横向品类扩充，快速导入料酒、蚝油、醋、酱类产品，丰富产品矩阵，核心品类增速稳健，新品持续导入不断贡献业绩增量。3、向管理要效益，对标海外资本收购国内消费品公司后，费用率会大幅下降，效率提升明显，中炬已开启降本降费政策，净利率有望维持年均 1-2 个百分点的提升。
- **战略层面确立“五年双百”，目标高业绩将加速。**18 年 11 月公司换届完毕，19 年 3 月变更实际控制人，并提出调味品“五年双百”目标，考虑美味鲜 2019 年收入增速仅为 16%，则 2020-2023 年收入 CAGR 需达到 22.3%，未来四年业绩目标较高，战略层面确立业绩加速。
- **加快覆盖空白市场，重点开拓餐饮渠道，未来市场开拓将提速。**19Q4 确立增加市场投入，加大空白市场开发力度和渠道下沉，2020 年原计划开拓经销商 249 家，20Q3 已净增 278 家，开发力度明显加速，地级市开发率 87.8%（2019 年为 83.4%），区县开发率 48%（2019 年为 38.3%）；同时在 20 年中期，进一步确立中部五大核心市场，市场等相关费用管控趋严，费效比明显提升；增加一线员工薪酬，改革考核指标，更加有利于开拓市场，节奏明显提升。
- **“1+N”品类扩充，产品渠道协同性强，新品持续导入贡献业绩增量。**公司于 2017 年从酱油和鸡精鸡粉快速拓展到料酒、蚝油、醋、食用油等品类，2018 年以来酱油、鸡精鸡粉类之外调味品增速维持在 30%左右，占比提升至 25%左右，品类越发丰富，多品类、多渠道协同发展初具雏形。今年以来，公司针对餐饮渠道和 C 端下沉式市场推出高性价比新品，定位中低价格带，销售效果良好，与现有厨邦产品形成有效互补。
- **规模效应+费用优化，盈利能力仍将快速提升。**过去十年，美味鲜净利率从 8.2%（2009 年）提升至 17.8%（2019 年），年均提升 1 个百分点。未来美味鲜多品类、多渠道协同，各类产品量价齐升，公司将显著受益于规模效应和消费升级；阳西基地新产能投产和中山基地改造后，公司生产技术进一步优化；同时，降本降费政策的实施，费用率将明显下降。我们认为未来 3-5 年在收入快速增长同时，公司净利率将受益于规模优势、技术优化、管理能力提升等因素，仍将维持年均 1-2 个点的提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年三年归母净利润复合增速达 29%。未来公司市场开拓、规模优势、管理能力和效率提升，公司业绩将呈现加速趋势，给予 2021 年 55 倍 PE，对应目标价 79.2 元，维持“买入”评级。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4674.84	5307.26	6336.73	7543.01
增长率	12.20%	13.53%	19.40%	19.04%
归属母公司净利润（百万元）	717.94	854.48	1143.53	1528.35
增长率	18.19%	19.02%	33.83%	33.65%
每股收益 EPS（元）	0.90	1.07	1.44	1.92
净资产收益率 ROE	18.64%	18.71%	20.56%	22.32%
PE	71	60	45	33
PB	12.04	10.31	8.64	7.12

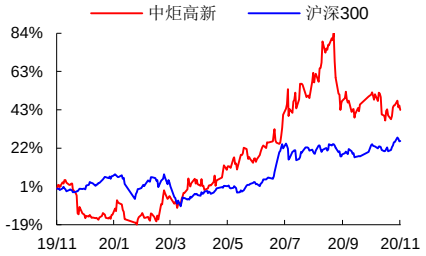
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：周可为
电话：023-67710114
邮箱：zhkw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.97
流通 A 股(亿股)	7.97
52 周内股价区间(元)	36.5-82.85
总市值(亿元)	511.20
总资产(亿元)	61.27
每股净资产(元)	5.52

相关研究

1. 中炬高新（600872）：调味品增长稳健，继续看好公司长期发展 (2020-10-31)
2. 中炬高新（600872）：Q2 业绩超预期，净利率水平创新高 (2020-08-21)
3. 中炬高新（600872）：一季度平稳开局，盈利能力持续优化 (2020-04-30)
4. 中炬高新（600872）：调味品业务稳健增长，改革效果逐步显现 (2020-03-17)

投资要件

关键假设

1、除东南沿海传统优势市场外，酱油品类在核心城市终端覆盖率仍然较低，随着空白市场覆盖及渠道下沉，未来三年将继续保持高速增长，预计 2020 年-2022 年公司酱油品类销量同比增长 10%、16%、16%，吨价维持每年 1%增长，毛利率分别为 47.5%、48.5%、49.5%；

2、鸡精鸡粉餐饮渠道比重较高，今年前三季度受疫情下滑明显，未来伴随公司餐饮渠道开拓将恢复增长，预计 2020-2022 年公司鸡精鸡粉品类销量同比增长-6%、15%、15%，吨价同比增长 0%、2%、2%，毛利率分别为 41%、41.3%、41.5%；

3、食用油处于放量增长阶段，随着空白市场覆盖及渠道下沉，未来三年将延续高速增长，预计 2020-2022 年公司食用油品类销量同比增长 40%、30%、25%，吨价维持不变，毛利率维持在 15%。

我们区别于市场的观点

市场认为中炬高新目前处于新老管理层交接的过渡阶段，业绩增长趋于保守。我们认为现在宝能团队与中炬高新的磨合已初见成效，宝能管理提效拉动盈利上行，未来中炬核心业务调味品将进入收入增速 20%、利润增速 30%的高增长通道。经过调研，我们发现中炬高新在东南沿海优势区域保持稳健的恢复性增长，在中西部地区厨邦美味鲜系列快速放量，呈现爆发式增长态势。今年新品着重高性价比，主打餐饮渠道与下沉市场，定位中低价格带，与现有厨邦产品形成良好互补。

中炬高新在中西部、北部地区的终端覆盖率远低于海天，甚至远低于李锦记，调研反馈厨邦终端覆盖率仅为李锦记 40%，这与中炬高新在调味品领域行业第二龙头地位是严重不匹配的，内陆地区存在大量空白市场，未来渠道渗透空间巨大，未来三年保持 30%以上复合增长。同时，从调研中发现中西部市场动销表现良好，销量高速增长，经销商对未来三年业绩表现出强烈的信心。东南沿海市场厨邦知名度高，消费者基础好，通过完善价格带以及渠道下沉，将持续稳健贡献收入；中西部、北部市场空间巨大，未来三年将维持高速增长。

股价上涨的催化因素

五大核心市场开拓节奏加快；业绩持续超预期；新品动销超预期。

估值和目标价格

预计 2020-2022 年三年归母净利润复合增速达 29%。未来公司市场开拓、规模优势、管理能力和效率提升，公司业绩将呈现加速趋势，给予 2021 年 55 倍 PE，对应目标价 79.2 元，维持“买入”评级。

投资风险

原材料价格或大幅波动，食品安全风险，房地产业务业绩波动。

目 录

1 渐入佳境的高鲜酱油龙头 1
1.1 宝能集团入主，民企活力渐焕发 1
1.2 品类开拓良好，业绩表现靓丽 2
2 调味品行业量价齐升，集中度提升趋势明确 3
2.1 调味品行业蓬勃发展，赛道优异基业长青 3
2.2 一酱倾心，量价齐升风华正茂 4
2.3 酱油格局一超多强，龙头份额有望稳步提升 10
2.4 依靠品牌和渠道为平台，品类多元化扩张 11
3 产品和渠道协同驱动，市场开拓节奏加快 15
3.1 产品品类丰富，多品类、多渠道协同发展初具雏形 15
3.2 渠道开拓节奏提升，加快空白市场开发和渠道下沉 17
4 规模效应+费用优化，盈利能力将快速提升 21
5 盈利预测与估值 23
5.1 盈利预测 23
5.2 绝对估值 24
5.3 相对估值 25
6 风险提示 25

图 目 录

图 1：“宝能系”入主中炬高新 1
图 2：中炬高新股权结构 2
图 3：2015 年以来公司主营业务收入结构 2
图 4：公司 2017 年以来主营业务毛利结构 2
图 5：公司 2013 年以来营收、归母净利润及增速 3
图 6：美味鲜 2013 年以来营收、利润和净利率 3
图 7：2004 年以来调味品行业收入及同比增速 3
图 8：中国调味品细分子行业结构（销量口径） 3
图 9：2010 年以来我国酱油产量（万吨） 5
图 10：酱油行业规模及同比增速 5
图 11：酱油由单一向功能性发展 5
图 12：2011 年以来中国人口总量及增速 6
图 13：2011 年以来中国餐饮业收入及增速 6
图 14：2014-2019 年海天酱油平均吨价及复合增速 6
图 15：2014-2019 年中炬高新酱油平均吨价及复合增速 6
图 16：2008 年以来整体 CPI 和调味品 CPI 价格走势 7
图 17：2013 年以来瓦楞纸价格走势 7
图 18：我国酱油消费升级历程 8
图 19：酱油升级带动价格提升 8
图 20：酱油消费结构向橄榄球状发展 8
图 21：各品牌普通、零添加、有机酱油价格对比 9
图 22：国内酱油企业市场份额占比情况（销量口径） 10
图 23：日本酱油企业市场份额占比情况 10
图 24：日本酱油行业发展历程 11
图 25：日本酱油企业数量变化 11
图 26：海天味业蚝油销售收入及同比增速 12
图 27：蚝油行业市场格局 12
图 28：调味品百强企业食醋销售收入及同比增速 13
图 29：食醋企业市场份额 13
图 30：我国食用植物油消费量稳步提升（单位：千吨） 13
图 31：2019 年中国小包装食用油企业市场份额 13
图 32：海天味业调味酱收入及同比增速 14
图 33：调味酱市场格局 14
图 34：料酒行业规模加速扩张 15
图 35：料酒行业竞争格局 15
图 36：公司各品类收入占比 15
图 37：公司各品类增速情况（2019） 15
图 38：公司产品矩阵丰富 16
图 39：今年以来公司新推出高性价比产品 17

图 40：公司各个区域收入结构 17
图 41：中西部、北部地区增速快于整体 17
图 42：2020 年经销商开拓节奏明显加快 18
图 43：中西部、北部地区经销商新增加快（个） 18
图 44：公司餐饮占比显著低于海天和李锦记 19
图 45：公司餐饮渠道增速领先 19
图 46：美味鲜净利率持续提升 21
图 47：中炬管理费用率远高于行业其他公司 22
图 48：中炬财务费用率远高于行业其他公司 22

表 目 录

表 1：东西方饮食差异对比 4
表 2：调味品企业提价历程 7
表 3：市面上常见的主打健康理念的酱油产品 9
表 4：调味品企业全品类布局 12
表 5：公司五级市场网络 17
表 6：中炬与海天渠道网络对比 19
表 7：中炬高新市场改革前后对比 20
表 8：公司产能情况 22
表 9：分业务收入及毛利率 23
表 10：绝对估值假设 24
表 11：FCFF 估值结果 24
表 12：可比公司估值 25
附表：财务预测与估值 26

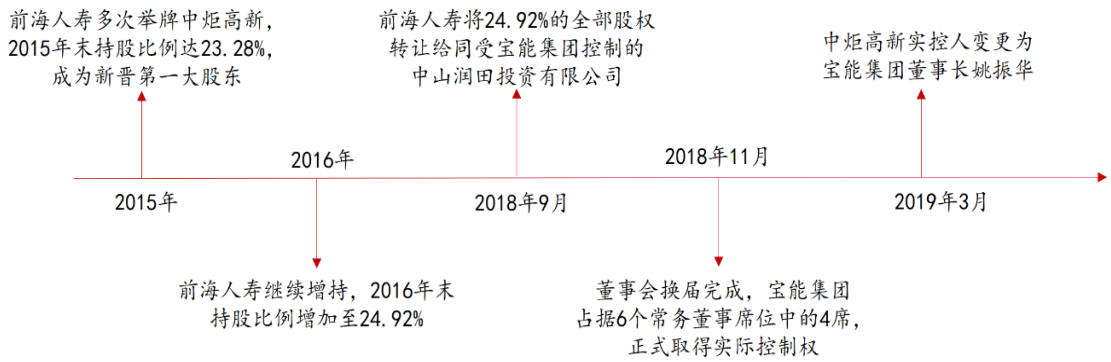
1 渐入佳境的高鲜酱油龙头

中炬高新成立于 1993 年 1 月，依托国家开发区优质资源支持，发展成为聚焦调味品主业，兼顾园区综合开发管理业务的优秀企业。旗下子公司美味鲜主要从事酱油、鸡精鸡粉、食用油等各类调味品的生产和销售，主打品牌为“厨邦”、“美味鲜”等，拥有中山及阳西两大生产基地，2019 年整体产销量均超 60 万吨。公司是高鲜酱油的领跑者，酱油产销量居行业第二，整体业务规模位列前茅。宝能集团入主以来，公司在产能建设、品类拓展、区域扩张上持续发力，发展态势渐入佳境，未来成长可期。

1.1 宝能集团入主，民企活力渐焕发

前海人寿举牌，宝能集团终入主。公司原实控人及第一大股东为中山火炬集团，中山火炬集团为中山火炬高新区管委会全资控股子公司。2015 年“宝能系”旗下险资机构前海人寿通过二级市场多次增持后成为第一大股东；2018 年 9 月，前海人寿将其持有中炬高新 24.92%股份全部转让给同受“宝能系”控制的中山润田投资有限公司；2018 年 11 月，董事会换届完成，宝能系在 6 个常务董事席位中占 4 席，由此取得中炬高实际控制权；2019 年 3 月，公司实际控制人变更为宝能集团董事长姚振华先生，标志着宝能集团入主中炬高新一事尘埃落定，公司正式转为民营体制。

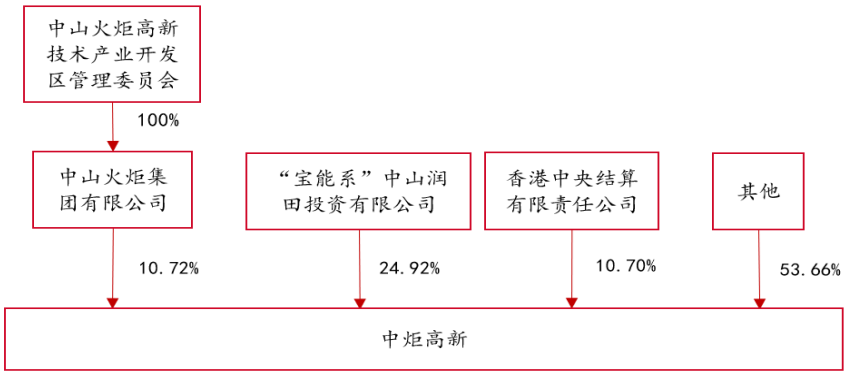
图 1：“宝能系”入主中炬高新



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构：截止 2020Q3，公司当前第一大股东为“宝能系”旗下的中山润田投资有限公司，其持股比例为 24.92%。原实控人及第一大股东中山火炬集团作为国有法人持股位列第二大股东，持股比例为 10.72%。期待公司在民营体制下活力焕发，迈入加速成长通道。

图 2：中炬高新股权结构

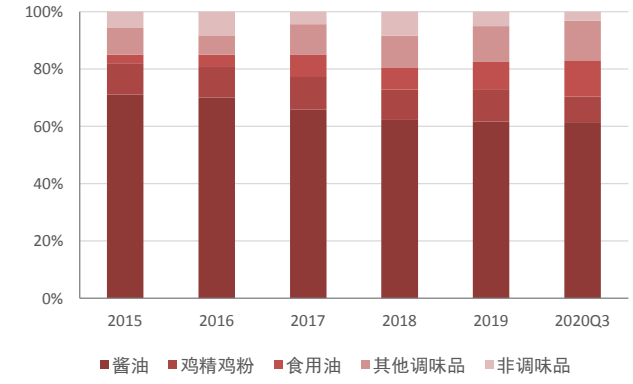


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 品类开拓良好，业绩表现靓丽

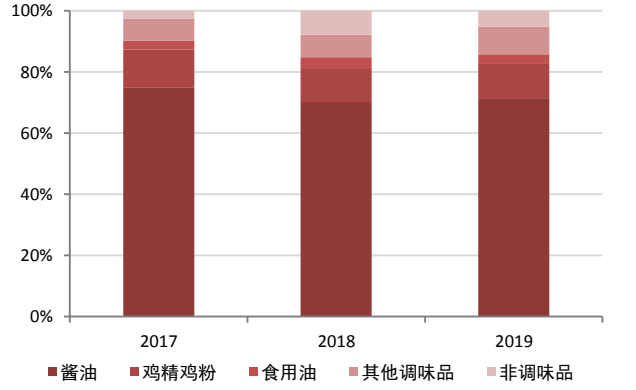
品类扩张收效显著，调味品平台属性显现。公司大力开拓新兴品类，产品结构日趋丰富，2017 年在酱油和鸡精鸡粉基础上导入蚝油、料酒、醋、食用油品类，其中传统强势产品酱油占比逐步下降，而蚝油、料酒、食用油、醋等新兴品类持续高增长，占比不断提升，调味品平台属性日益显现。2020Q3，酱油、鸡精鸡粉、食用油、其他调味品占美味鲜收入比重分别为 61%、9%、12%、14%，相较于 2017 年品类占比分别为 74%、13%、9%、4%；随着蚝油、料酒、米醋等新兴产品持续放量，其他调味品品类占比将继续稳步提升。从毛利端来看，酱油毛利率较高，贡献比重大；食用油毛利率较低，毛利贡献占比较低。

图 3：2015 年以来公司主营业务收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2017 年以来主营业务毛利结构

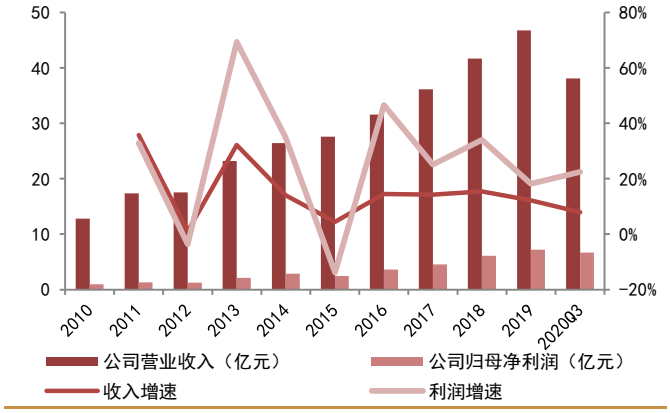


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司收入稳健增长，盈利能力持续提升。近五年以来，公司营收维持 15%左右增速，归母净利润维持 20%左右增长，2020Q3，受疫情冲击影响，收入增速有所放缓，前三季度实现收入 38.1 亿元，同比增长 8%，实现归母净利润 6.7 亿元，同比增长 21%，疫情冲击下收入和净利润均表现亮眼，增长稳健性充分显现。不考虑房地产及制造业务，公司核心调味品业务美味鲜营收和利润增长更为稳健，2013-2019 年间，营收年复合增速 14.4%，净利润年复合增速 24.3%，受益于直接提价和产品结构优化，美味鲜净利率也由 2013 年的 10.8%提

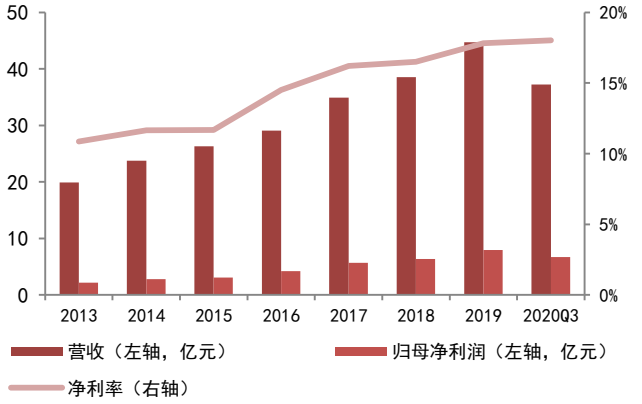
升至 2019 年 17.8%，平均每年提升 1-2 个百分点。宝能管理赋能后，伴随未来公司市场开拓、规模优势、产品矩阵丰富、管理能力和效率提升，未来公司业绩有望迎来加速。

图 5：公司 2013 年以来营收、归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：美味鲜 2013 年以来营收、利润和净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

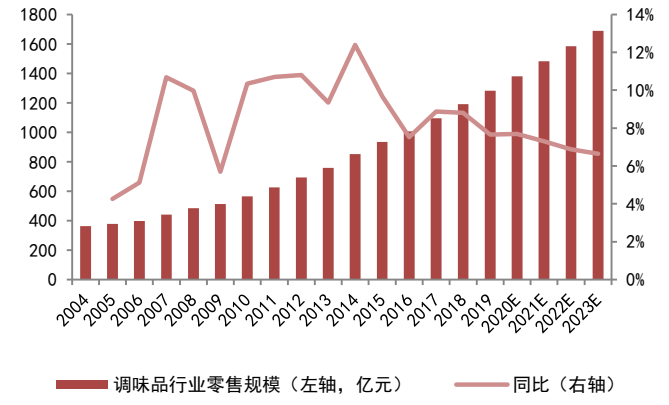
2 调味品行业量价齐升，集中度提升趋势明确

2.1 调味品行业蓬勃发展，赛道优异基业长青

众所周知，我国饮食一直都追求“色香味”俱全，调味品能调出“酸、甜、苦、辣、香”等滋味，使得菜品口味更佳，是居民生活的必需品，居民对食物口味不断探求推动着调味品行业蓬勃发展、不断向前。

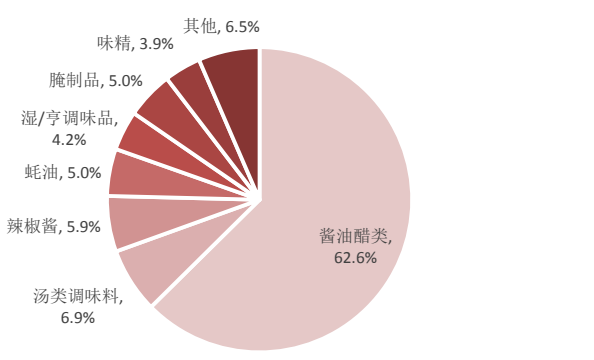
我国调味品行业具有“市场大，景气度高”的特点，根据欧睿、中国产业信息网的统计数据，2018 年我国调味品行业（零售口径）市场总规模为 1190 亿元，其中 2013-2018 年 CAGR 约 9%，预计 2018-2023 年 CAGR 为 7.2%，调味品行业将继续保持高景气度。根据国家统计局数据，调味品及发酵制品行业 2019 年收入 3700 亿元。此外，调味品行业具有“小品种，大市场”的鲜明特点，市场产品种类繁多，从销量口径来看，酱油醋类占比稳居第一，比重达 62.6%，其他品类如汤类调味料、辣椒酱、蚝油等占比较小，普遍低于 10%。

图 7：2004 年以来调味品行业收入及同比增速



数据来源：欧睿，中国产业信息网，西南证券整理

图 8：中国调味品细分子行业结构（销量口径）



数据来源：欧睿，中国产业信息网，西南证券整理

调味品行业过往业绩表现亮眼，在食品饮料子板块中，调味品行业过去十年平均净利率仅次于白酒，明显高于其他子板块；从业绩确定性看，由于调味品具有日常生活必需品，刚需属性确保其受经济波动影响小，业绩确定性高，具有穿越周期的能力，是兼具盈利性和稳定性的好生意：

1）产品生命周期长，用户粘性高。调味品在生活中是让菜肴充满“滋味”不可或缺的产品，具有消耗较快、需定期购买的特点。消费者在重复使用和购买过程中，由于味觉的记忆深刻性，容易形成对某一产品习惯性偏好，因而调味品产品生命周期相对较长。调味品的刚需属性和一定程度上的“上瘾性”能够较好的解决复购率和用户粘性问题。

2）中国特色消费品，外资企业不占优势。东西方在饮食观念、烹饪方式、饮食对象等方面均存在巨大差异，再叠加调味品有着消费惯性，具有明显的代际传承属性。从这个维度来看，调味品与白酒相似，都是具有我国特色的消费品。正是基于此，国内调味品企业面对国外调味品巨头竞争时占有明显先发优势，国外调味品巨头在我国发展受限减少了行业竞争，有助于国内龙头提升市占率和盈利能力。

表 1：东西方饮食差异对比

	东方饮食	西方饮食
饮食观念	“色香味”俱全，饮食是一门艺术	注重营养搭配均衡，饮食是一门科学
烹饪原则	追求调和之美，制造工艺复杂，口味多变	强调科学与营养，烹饪工序比较简单
饮食特点	口味丰富、种类繁多、食材复杂	口味相对单一，食材倾向于简单
用餐环境	集体聚餐，讲究热闹牌面	西方分食制，体现独立自由

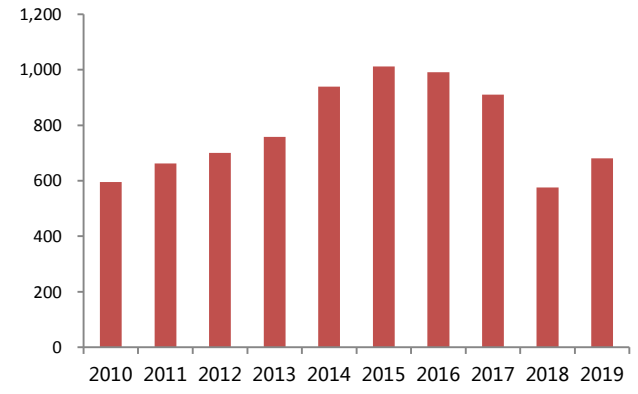
数据来源：《浅谈中西方饮食差异》，西南证券整理

3）商业模式优秀，具备较强成本转嫁能力，能够持续分享经济发展的红利。从商业模式看，调味品企业上游多为农产品和包材等，农产品和包材价格透明，企业因采购量大而具有较强议价能力；对于下游经销商，多采取“先款后货”模式，而且调味品不需要投入资金进行高风险研发，现金流十分优异。与此同时，由于居民收入增长速度远超调味品提价速度，价格敏感度低；企业根据居民消费升级需求，不断推出更高端、利润率更高的产品，能够持续享受经济发展的红利。

2.2 一酱倾心，量价齐升风华正茂

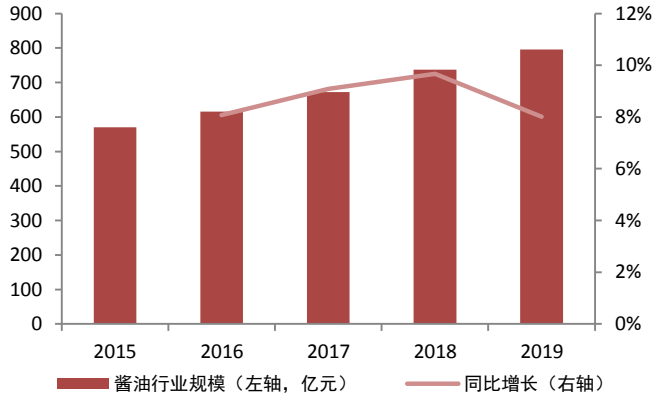
酱油是调味品行业最大细分子领域，也是全国化和渗透率最高的子领域。酱油用途十分广泛，能够百搭各种食材，是除盐之外使用最广泛调味品。根据产量增长情况，我们将过往酱油行业可以粗略划分为两个阶段：第一阶段是 2011 年之前，受益于城市化和经济发展，酱油处于高速成长期，产量年均复合增速双位数以上。第二阶段是 2012 年至今，随着人均年消费量基数增大和渗透率提高，酱油总产量增速减至个位数增长，已经由过去高速增长阶段逐步转入产量缓慢向上、产品结构升级的阶段。根据国家统计局数据显示，2018 年酱油产量为 576 万吨，与 2017 年数据差异较大主要原因系变更统计口径，剔除重复计算数据，2019 年恢复正增长，产量为 680 万吨。根据中研网信息显示，2018 年我国酱油行业收入规模近 737 亿元，同比增长 10%；2019 年收入规模接近 800 亿元，同比增长 8%。

图 9：2010 年以来我国酱油产量（万吨）



数据来源：国家统计局，西南证券整理（2018 年统计口径有调整）

图 10：酱油行业规模及同比增速



数据来源：中研信息网，西南证券整理

综合考虑到当前我国经济发展水平相较于美日等成熟市场整体还处于发展早期，人均酱油消费支出、城市化率、年均外出就餐频次等都还有明显上升空间，因而当前酱油行业依旧处于“量增有基础，价升有空间”的黄金时代。

（1）量增有基础

量 1：酱油品类细分促进用量增加。过去我国居民收入水平不高，市场上产品主要为老抽和生抽。参照邻国日本经验，日本最初酱油品类也较为单一，后来随着人们生活水平提升，大蒜酱油、花生酱油、生鱼片酱油、药膳酱油等复合口味专用功能的酱油雨后春笋般发展起来。当前随着我国居民对于生活品质要求日益提升，各种细分的功能性酱油不断进入寻常百姓家，家庭拥有的酱油量由过去 1 瓶增加至 2-3 瓶，将在一定程度上增加酱油量上的消费。

图 11：酱油由单一向功能性发展



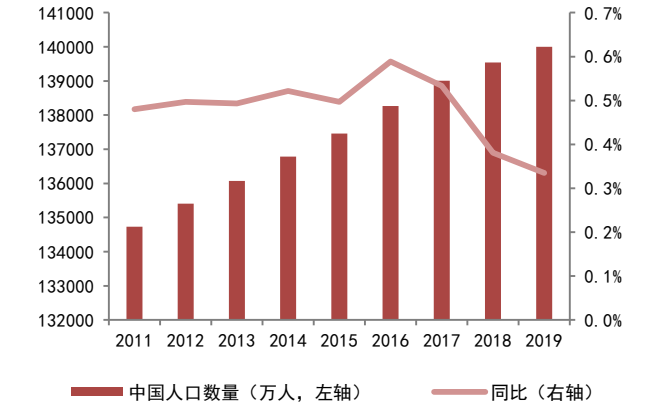
数据来源：西南证券整理

量 2：人口依旧正增长，餐饮业保持较高景气度，每餐菜品数量增加。

酱油量增的另一个逻辑是消费人群总量依旧正增长，餐饮业景气度高，消费升级下居民每餐菜品丰富。1）尽管当前我国人口增速呈下降趋势，人口结构逐渐老龄化的问题客观存

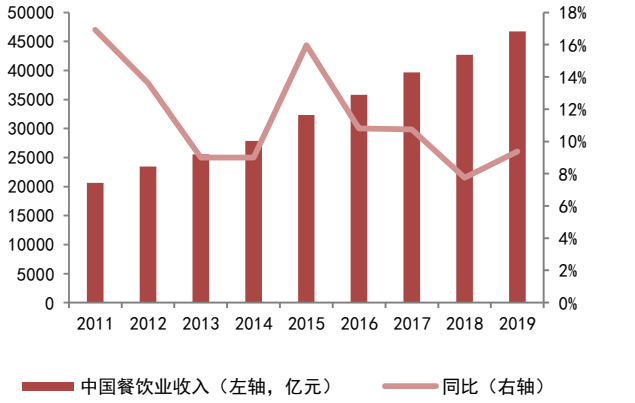
在，但是应该看到，当前我国人口总量依然保持正增长趋势，而且考虑到“全面二胎”政策的放开，未来消费人群总量正增长预计能维持较长时间。**2）**随着居民生活水平的提高，外出就餐和点外卖的频次和档次均在稳步提高，相较于家庭消费，餐饮行业和外卖商家为了口味更有吸引力，酱油等调味品用量会多于家庭用量；与此同时，随着居民对于生活品质的提升，外出餐饮和在家烹饪时，每餐菜肴数量相比过去稳步提升，以上因素都会提升酱油的消耗量。

图 12：2011 年以来中国人口总量及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 13：2011 年以来中国餐饮业收入及增速



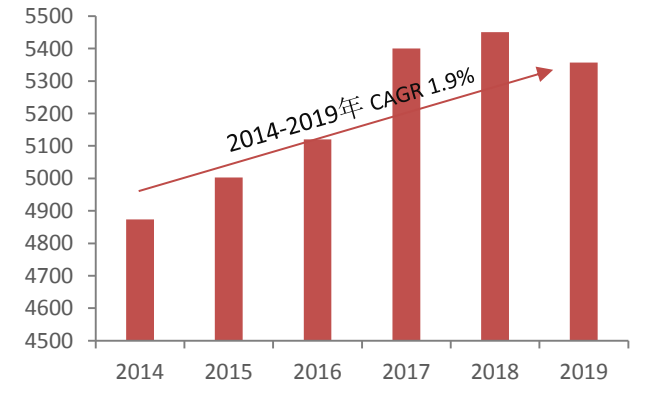
数据来源：国家统计局，西南证券整理

（2）价升有空间

价 1：直接提价以应对成本上涨压力

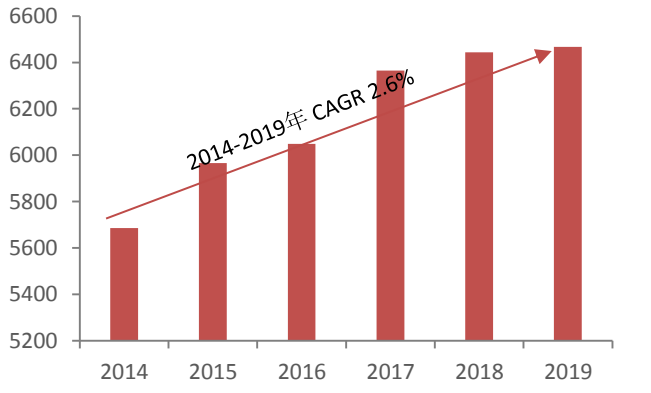
吨价总体向上趋势明确。从价的角度看，过去酱油平均吨价总体呈现稳中有升趋势。以酱油龙头海天味业为例，海天酱油平均吨价由 2014 年的 4873 元/吨提升至 2019 年为 5356 元/吨，年均复合增速 1.9%；考虑到海天体量最大，渠道布局最广，产品价格带全覆盖，因而可认为海天吨价上涨幅度总体与酱油全行业相似。再看酱油榜眼中炬高新，旗下“厨邦”主打中高端，酱油平均吨价由 2014 年的 5686 元/吨提升至 2019 年为 6467 元/吨，年均复合增速达 2.6%。酱油前两大规模企业吨价总体向上，且中高端产品提价能力更强。

图 14：2014-2019 年海天酱油平均吨价及复合增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

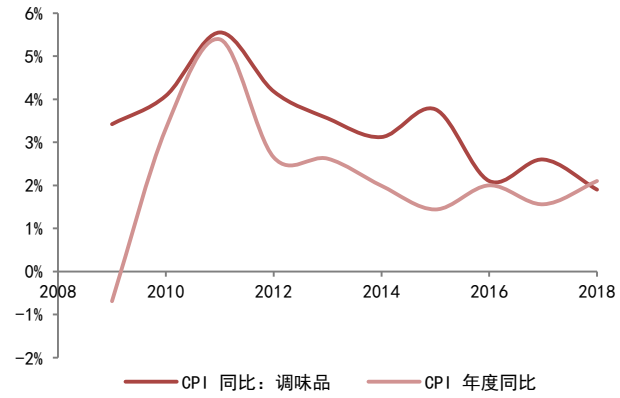
图 15：2014-2019 年中炬高新酱油平均吨价及复合增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

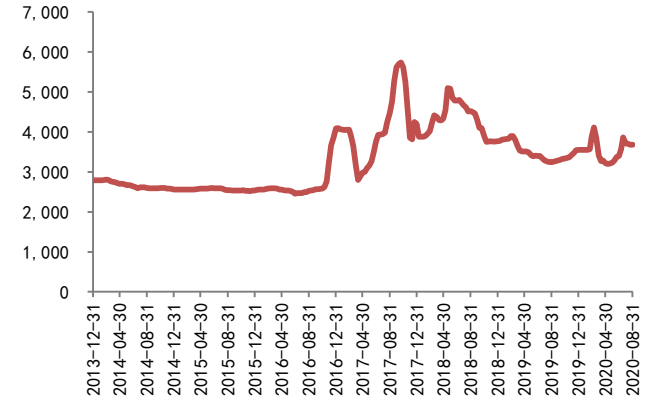
成本上升驱动提价，调味品企业成本转嫁能力强。从近十年数据来看，国内调味品 CPI 与整体 CPI 指数整体呈现正相关，并且随着行业竞争格局的优化，龙头定价能力不断加强，调味品 CPI 指数上升幅度总是略高于 CPI 指数，充分体现出酱油行业具有较强的成本转移能力。过去国内酱油企业直接提价多为成本驱动型，以最近一次酱油行业集体涨价为例，酱油成本端主要是黄豆、白糖等大宗商品，占总成本比重约 50%，总体供应价格比较透明，另外塑料瓶、玻璃瓶、瓦楞纸等包材成本位居第二，占总成本比重约 30%。2016 年三季度以来，纸箱等包材因“环保限产”政策影响，终端价格快速上涨，调味品企业毛利率受挤压，龙头海天味业率先提价后，其他企业纷纷跟随提价。

图 16：2008 年以来整体 CPI 和调味品 CPI 价格走势



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 17：2013 年以来瓦楞纸价格走势



数据来源：国家统计局，西南证券整理

调味品周期稳定提价，提价容易被接受。通过梳理部分调味品企业以往提价历史，过去我国调味品企业基本每 2-3 年提价一次，提价周期相对稳定，且各企业之间提价时点也较为接近。调味品企业有稳定提价能力的原因主要有两个方面：**1）**酱油等调味品年均复合提价幅度远低于居民人均可支配收入增速，居民实际购买力在持续提高，价格敏感度降低；**2）**当前酱油领域竞争格局为“一超多强”，龙头提价后其他企业会采取跟随涨价策略。距离上次海天、中炬高新等酱油龙头企业普遍性提价已有 3 年左右，按照过去经验，提价动作只会延迟，不会缺席。预计今年底或明年，行业有望迎来普遍提价，提价将进一步增厚企业利润。

表 2：调味品企业提价历程

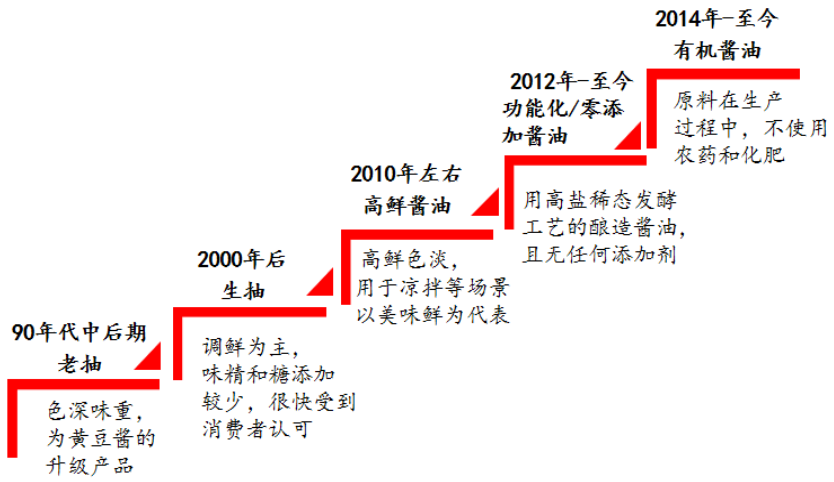
公司	提价时间	提价品类	提价幅度
海天味业	2010 年末	部分产品提价	——
	2012 年末	部分产品提价	——
	2014 年 11 月	约 6 成产品提价	平均提价幅度约 4%
	2016 年 12 月	收入占比 70%以上的产品	出厂价提 5%，终端提价 10%左右
中炬高新	2011 年末	部分产品提价	——
	2017 年 3 月	旗下全线产品	提价约 5%-6%
涪陵榨菜	2011 年年末	旗下全线产品	平均提价幅度 8%-12%
	2016 年 7 月	旗下主力榨菜 11 款产品	平均提价幅度 8%-12%
	2017 年 2 月	旗下主力榨菜 9 款产品	平均提价 15%-17%
	2018 年 11 月	上调 80g 鲜脆菜丝等 7 个单品到岸价格	提价幅度约为 10%

数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

价 2：中高端酱油加速推广，产品结构升级助力吨价提升

回顾我国酱油产品升级历程，随着居民人均支配收入的稳步提高，消费者品质意识和品牌意识持续崛起，居民对调味品价格敏感度持续降低，我国家庭消费由过去“吃饱”向“吃好”发展。在日常酱油的使用上，我国居民酱油使用呈现出由老抽→生抽→鲜味酱油→零添加酱油→有机酱油的升级历程。在当前居民愈发注重健康和品质的背景下，消费升级有望加速。

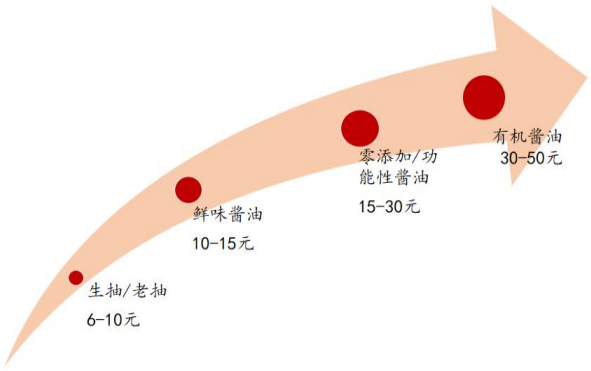
图 18：我国酱油消费升级历程



数据来源：西南证券整理

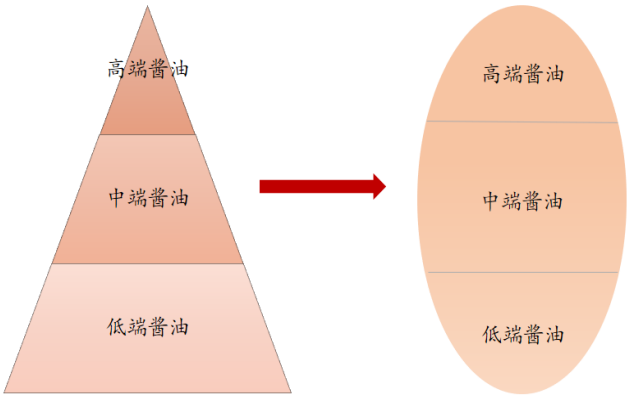
均价持续上移，中高端酱油比重提升。在我国居民酱油消费不断升级的历程中，酱油单品价格也在稳步上升，过去我国家庭主要消费的生抽、老抽价格在 6-10 元之间，近几年来主打高鲜概念的酱油持续受到追捧，鲜味酱油价格在 10-15 元之间。当前鲜味酱油的快速放量不断拉高平均价格。一二线城市以主打零添加的高品质酱油受到部分消费者追捧，价格突破 15 元，更高端的有机酱油价格已超过 30 元。与此同时，酱油的消费结构从过去金字塔形向橄榄球型转变，低端酱油市场份额减少，中端酱油成为市场竞争主力，高端酱油市场成未来发展趋势，中高端酱油比重提升为行业发展带来更大空间。

图 19：酱油升级带动价格提升



数据来源：中国产业信息网，京东商城，西南证券整理

图 20：酱油消费结构向橄榄球状发展



数据来源：西南证券整理

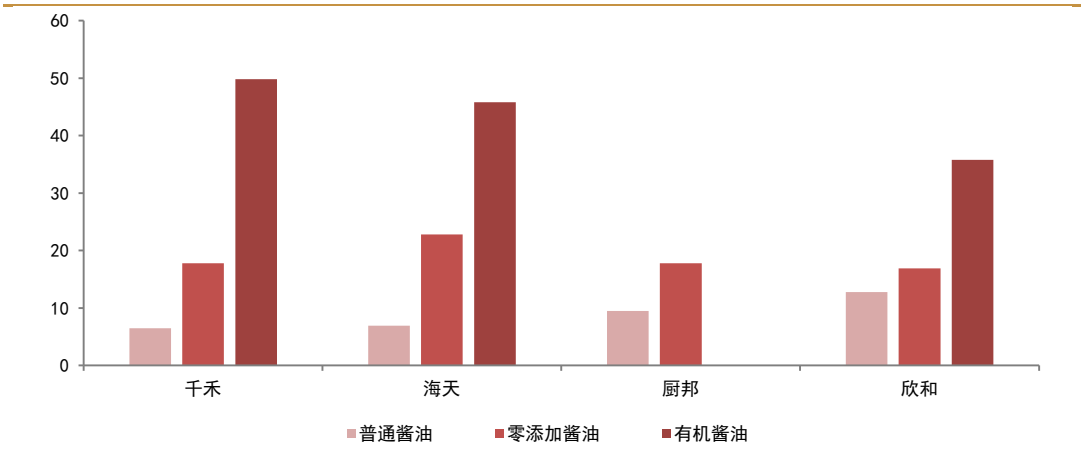
在当前消费者健康和品质意识日益提升之际，经济实力相对雄厚的消费者对于健康酱油需求强烈。为抢占未来发展制高点，提前培育消费人群，国内海天、中炬高新、千禾等一众酱油企业纷纷推出了主打“零添加”、“有机”概念的健康酱油，迎合天然健康的消费诉求。“零添加”酱油即采用高盐稀态发酵工艺的酿造酱油，且无任何添加剂；“有机”酱油要求原料在种植过程中不使用化学合成的农药和化肥，确保不受外源污染，需经专业有机食品认证机构认证。通过价格对比不难发现，零添加酱油价格和有机酱油价格都远高于普通酱油，随着这些健康酱油的快速放量，将持续推动酱油平均吨价上移。

表 3：市面上常见的主打健康理念的酱油产品

概念	品牌	产品	价格
零添加	千禾	头道原香系列	16.8-29.8 元/500ml
	海天	老字号零添加酱油	22.8 元/480ml
	欣和	六月鲜特级原汁酱油	16.9 元/500ml
	厨邦	纯酿酱油	17.8 元/500ml
	巧媳妇	原酿零添加酱油	18.8 元/500ml
	李锦记	醇味鲜酱油	21.4 元/500ml
有机	千禾	有机酱油	49.8 元/500ml
	科沁万佳	有机酱油	39.8 元/500ml
	李锦记	有机头抽	37 元/500ml
	欣和	禾然有机酱油	35.5 元/500ml
	海天	特价有机酱油	45.8 元/480ml

数据来源：京东商城，西南证券整理

图 21：各品牌普通、零添加、有机酱油价格对比



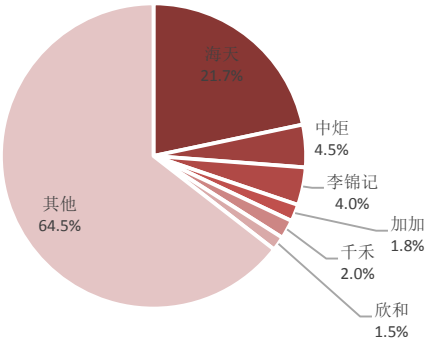
数据来源：京东商城，西南证券整理

2.3 酱油格局一超多强，龙头份额有望稳步提升

调味品行业集中度较低，未来整合空间广阔。当前我国调味品行业集中度较低，2019 年 CR5 约为 20%，对比啤酒 CR5 市场份额接近 90%，乳制品 CR2 市占率超过 60%，调味品行业集中度仍然偏低。调味品集中度较低的主要原因有如下两点：一方面，我国幅员辽阔，生活方式千差万别，自古便有一方水土孕育一方风味的说法，调味品的特点与当地饮食文化高度相关，各地孕育出极具地方特色的调味品，正因为“众口难调”，产品标准化程度低，导致行业集中度不高。另一方面，过去传统的调味品由于技术、资金等进入门槛相对不高，叠加过去我国居民对于品牌和品质意识要求相对较低，导致调味品行业进入者较多，当前依旧存在数量众多的中小企业。随着居民品牌意识崛起，行业龙头加快全国市场下沉，未来集中度将稳步提升。

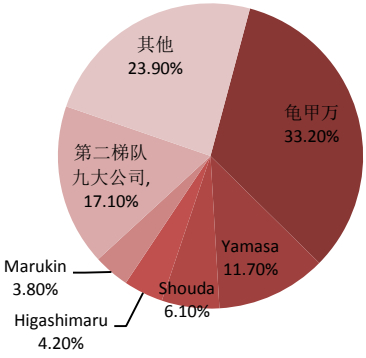
酱油格局一超多强，龙头份额提升空间较大。酱油在调味品行业子板块中有着最高的集中度，当下竞争格局呈一超多强态势，其中海天作为行业绝对龙头，产能规模一马当先，市场份额远超其他竞争对手；中炬高新、李锦记、千禾等有着差异化产品和优势区域，这些泛区域强势品牌群雄逐鹿。从集中度来看，当前我国酱油行业 CR3 仅为 30%，对比邻国日本酱油 CR3 达 51%，国内酱油龙头份额提升空间广阔。

图 22：国内酱油企业市场份额占比情况（销量口径）



数据来源：调味品协会，公司公告，西南证券整理

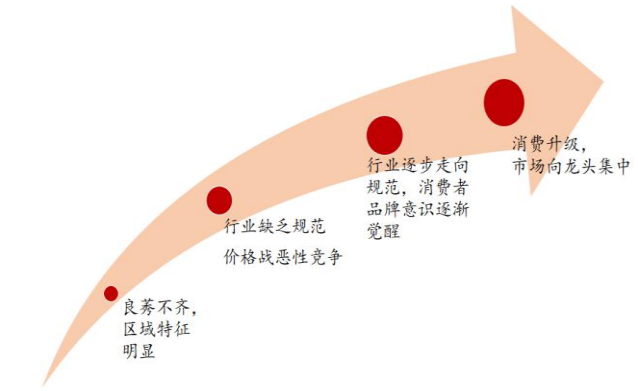
图 23：日本酱油企业市场份额占比情况



数据来源：Bloomberg，西南证券整理

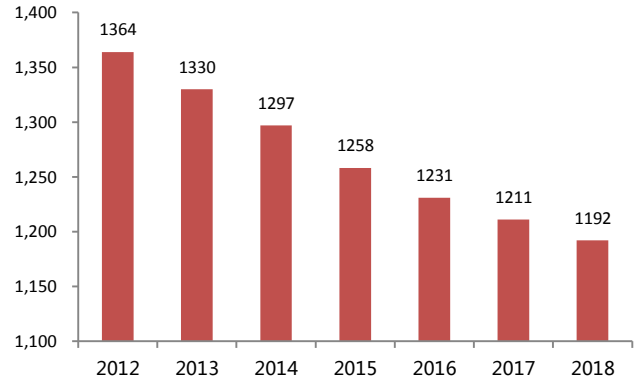
借鉴日本酱油发展历程，份额向龙头集中大势所趋。中日饮食和消费习惯风格相近，日本酱油发展历程与我国有较为近似。20 世纪初期，日本酱油企业比比皆是，数量高达 9100 家，行业处于不规范的混乱竞争中，各企业之间存在低价恶性竞争，龟甲万等优质产品也无法脱颖而出，行业“劣币驱逐良币”效应明显。随后日本成立酱油协会引导行业健康发展，行业竞争逐步变得规范起来；随着酱油企业加强品牌推广和居民品牌意识提高，中小作坊逐步退出市场竞争，历经百年大浪淘沙，2018 年日本酱油企业数量下降至仅 1192 家，行业集中度不断向龙头集中，快速提升。

图 24：日本酱油行业发展历程



数据来源：《龟甲万的营销策略》，中国产业信息网，西南证券整理

图 25：日本酱油企业数量变化



数据来源：日本酱油协会，智研咨询，西南证券整理

增量放缓背景下，行业集中度提升有望加速。对比日本，我国当前酱油行业还有较大的份额提升空间，在当前的消费升级、增量放缓的背景下，行业集中度提升有如下催化因素：**1）**海天、中炬高新等强势品牌均在加速推进全国化进程和渠道下沉精耕，这势必将进一步挤压地方小品牌份额；**2）**从消费者需求端看，随着全体居民品牌意识和健康意识崛起，居民对于品牌龙头具有更高的信任度，会自发选择购买品牌龙头；**3）**从厂家供给端看，随着行业增速放缓，企业间竞争将显著加剧，龙头将借助规模、渠道、资金等优势持续挤压中小品牌；**4）**食品生产政策愈发严格，新冠疫情冲击餐饮消费等外部环境冲击都将淘汰实力较弱的企业，加速行业出清，从而实现份额集中。

2.4 依靠品牌和渠道为平台，品类多元化扩张

调味品企业在建立起渠道网络后，以品牌为引领，依靠大单品突破，用酱油打开市场后导入蚝油、食醋、调味酱、食用油等新品类，满足客户一站式采购需求，推进小品类快速扩张，同时强化客户黏性，最终形成品类齐全的调味品平台。目前调味品小品类中，蚝油主要系海天培育推广，集中度较高，CR3 在 80%以上；食醋品类区域分布显著，行业分散，CR5 为 19%；食用油行业相对成熟，行业竞争格局进入龙头+特色油品品牌化阶段；调味酱行业品类差异大，CR3 为 22%；料酒行业加速扩容，CR5 为 18%。

渠道协同效应强，龙头企业跨品类扩张优势明显。对于调味品各品类而言，下游客户中工业渠道占比 30%、餐饮渠道占比 40%、家庭渠道占比 30%，尤其在餐饮渠道，下游客户采购时需采购多种调味品品类，龙头企业可依托现有渠道、品牌，为下游客户提供一站式采购服务，从而实现小品类快速起量加快扩张。

以海天味业为例，海天在渠道建设上率先实现全国化，凭借大单品草菇老抽打开餐饮市场，再利用金标生抽占据家庭消费一席之地，后续培育出蚝油、调味酱两大核心品类，迅速导入市场，同时培育食醋、料酒、鸡精鸡粉、调味汁等小品类，提供“一揽子供应”调味品解决方案，形成核心品类稳健增长、小品类快速扩张的态势。

中炬跟海天定位略有差异，初期主打高端定位与家庭渠道，但同样采取全品类布局战略，早期通过厨邦酱油打开市场，并将鸡精定位为第二大品类，2017 年推出食用油并培育为第三大品类，并以食醋、料酒、蚝油、调味酱等小品类作为重要补充，形成以酱油为主、潜力小品类持续扩张的产品矩阵。

表 4：调味品企业全品类布局

品类	海天味业	中炬高新
酱油	经典系列（金标生抽、草菇老抽）、老字号系列、特级系列、特色系列、有机酱油、特惠酱油、超值酱油等	厨邦酱油、美味鲜、味极鲜、金品生抽、金标生抽、上色老抽、特级老抽、红烧酱油、海鲜酱油、蒸鱼豉油等
调味酱	黄豆酱、拌饭酱、海鲜酱、叉烧酱、柱候酱、豆豉酱、豆瓣酱等	拌面酱、黄豆酱、辣椒酱、沙茶酱、海鲜酱等
蚝油	金标蚝油、上等蚝油、金字蚝油等	厨邦蚝油、渔女蚝油等
鸡精鸡粉	四海鲜鸡精、美厨鸡精等	厨邦鸡粉、厨邦鸡精、香鲜鸡粉等
食用油	芝麻油等	花生油、玉米油、菜籽油、植物调和油等
食醋	米醋、白醋、香醋、陈醋、苹果醋等	白醋、米醋、香醋、陈醋、苹果醋等
料酒	花雕料酒、五香料酒、葱姜料酒、烹饪黄酒等	五香料酒、年份料酒、葱姜料酒、宴会料酒等
腐乳	海天腐乳等	香辣腐乳等
调味汁	鸡汁、烧烤汁、番茄沙司等	鲍鱼汁、烧烤汁、卤水汁等
其他品类	火锅底料、酱腌菜、五谷、饮品等	罐头类等

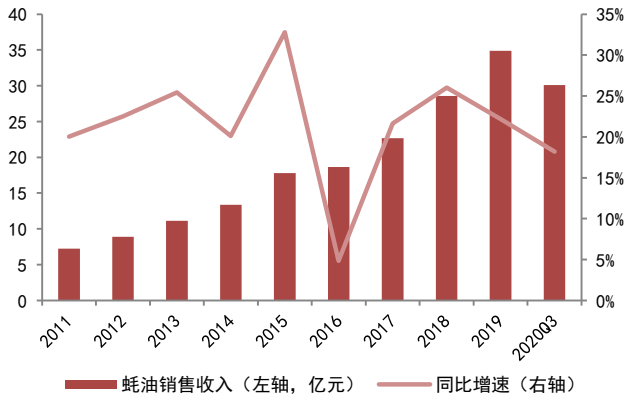
数据来源：公司公告，西南证券整理

- **蚝油**

蚝油景气度高，增速较快。根据前瞻网数据，2017 年蚝油市场规模约为 53 亿元，2011-2017 年蚝油行业年复合增速约为 15%，是调味品中增长最快的细分品类之一。龙头海天味业蚝油销售收入从 2011 年 7.3 亿元扩大至 2019 年 34.9 亿元，年复合增速达 22%。蚝油味道鲜美、蚝香浓郁、营养价值高，是广东菜肴中常用的鲜味调料，由广东地区逐步向全国推广，区域扩张是蚝油快速放量的首要原因。整体蚝油产品正处于发展初期，市场渗透率较低，在调味品企业不断培育下，蚝油有望成为类似酱油的大单品，预计未来五年仍将保持双位数增长。

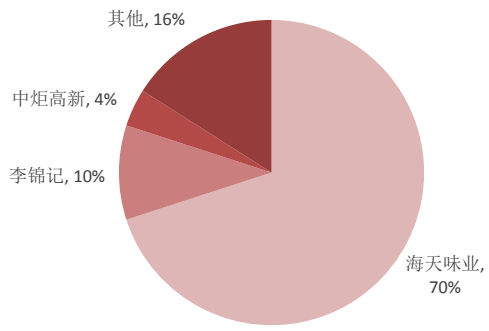
海天一家独大，蚝油行业集中度较高。根据草根调研数据，蚝油行业市场集中度较高，CR3 在 80%以上。海天味业通过工艺改良，并借助强大渠道优势将蚝油推广至全国，市场份额一家独大，在 70%以上；李锦记是蚝油发明者，定位高端，扩张较为保守，市场份额在 10%左右。

图 26：海天味业蚝油销售收入及同比增速



数据来源：调味品协会，西南证券整理

图 27：蚝油行业市场格局

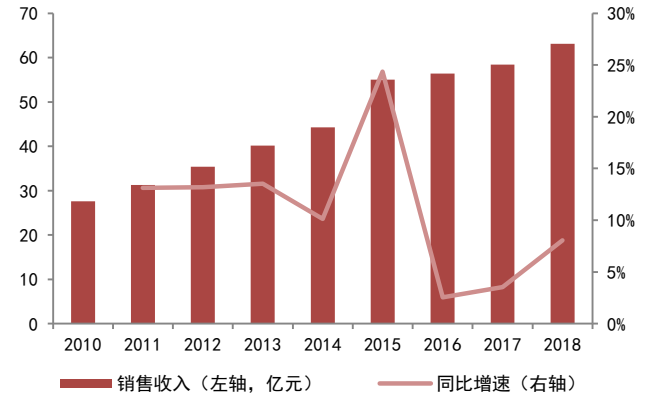


数据来源：草根调研，西南证券整理

➢ **食醋**

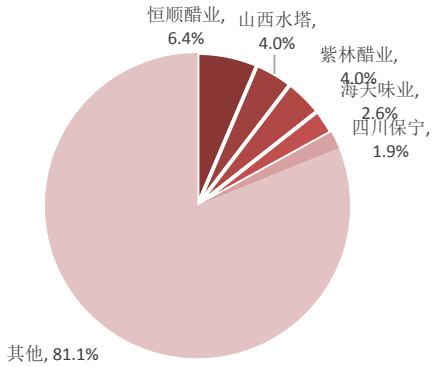
食醋行业快速增长，具有较强的区域分布性，集中度较低。根据调味品协会的统计，我国调味品百强企业食醋销售收入由 2010 年的 27.6 亿元增长为 2018 年的 63.1 亿元，2010-2018 年间 CAGR 达到 11%。伴随食醋功能细分和健康化趋势加强，未来食醋行业将保持较快增长。根据调味品协会数据，2018 年中国食醋产量接近 500 万吨，前五大企业分别为恒顺醋业、山西水塔、紫林醋业、海天味业和四川保宁，根据上市公司公告及草根调研数据，前五大企业分别占据 6%/4%4%/3%/2%的市场份额，CR5 为 19%，其中恒顺醋业市占率为 6%，位列行业第一。

图 28：调味品百强企业食醋销售收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：食醋企业市场份额

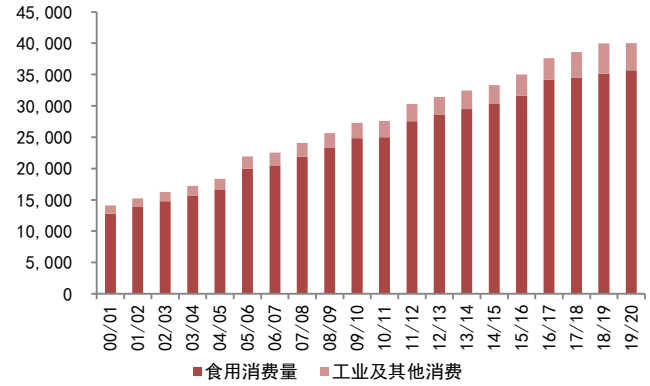


数据来源：公司公告，调味品协会，草根调研，西南证券整理

➢ **食用油**

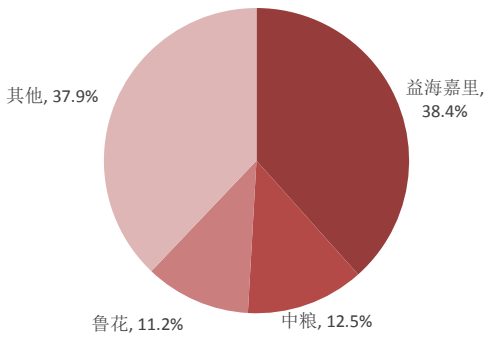
食用植物油消费量稳步提升。根据国家粮油信息中心数据显示，2019/20 年度，我国食用植物油消费量达到 4005 万吨，其中食用消费量增加 56.5 万吨，工业消费量减少 50 万吨。过去二十年间，我国食用植物油消费量由 1280 万吨增长至 3568 万吨，年均复合增速为 6%左右。小包装油消费量呈稳健增长态势，散油消费逐步退出零售和批发市场，中包装替代散油消费不断增加。

图 30：我国食用植物油消费量稳步提升（单位：千吨）



数据来源：国家粮油信息中心，西南证券整理；注：其中市场年度为当年 10 月至下年 9 月

图 31：2019 年中国小包装食用油企业市场份额



数据来源：益海嘉里招股书，西南证券整理

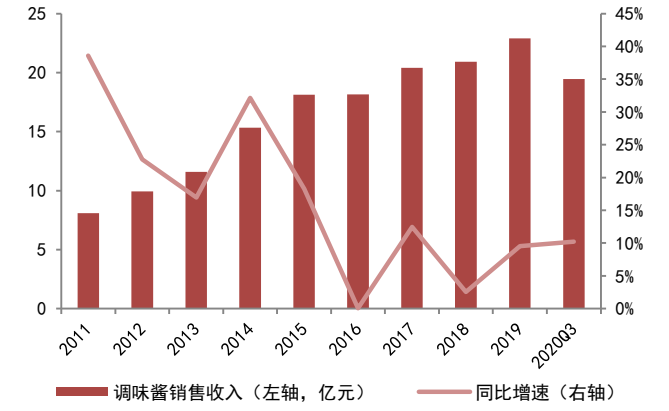
食用植物油行业进入龙头+特色油品阶段。目前食用油处于较为成熟发展阶段，呈现出以金龙鱼、福临门为龙头，叠加特色油品牌化阶段。2019 年金龙鱼食用植物油收入 815 亿元，其中小包装食用油市占率为 38.4%，居市场最大份额；中粮福临门品牌市占率为 12.5%。在两大龙头多品类布局的格局下，其他知名企业产品方面虽是多品种布局，但已经明显具有特色油品的属性，比如道道全以菜籽油著称、西王玉米油、鲁花花生油、多力葵花籽油；其他调味品行业企业也跨界进入食用油领域，海天收购合肥燕庄食用油，中炬扩建食用油产能，加加布局茶油品牌。

- **调味酱**

市场规模逾 400 亿，保持双位数增长。受不同地区饮食习惯差异影响，调味酱品类繁多，广东一带以叉烧酱、海鲜酱、沙茶酱为主，西南地区以辣酱、豆豉酱为主，华北地区以黄豆酱为主，风味各异。根据前瞻网数据显示，2017 年我国调味酱行业收入规模为 406.5 亿元，同比增长 13.3%，产量达 278.5 万吨，同比增长 6.0%。以龙头海天味业为例，公司调味酱销售收入从 2011 年 8.1 亿元增长至 2019 年 22.9 亿元，年复合增速达 14%。调味酱市场规模较小，行业快速扩容，行业增速较快，预计未来仍能保持 10%左右增速。

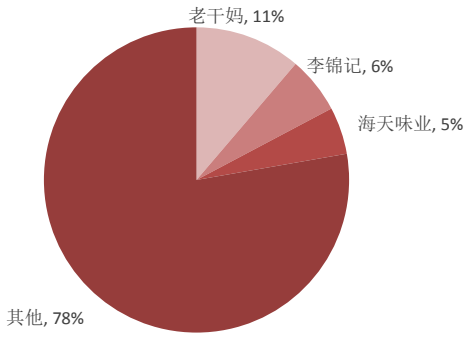
调味酱口味各异，行业较为分散。行业集中度方面，由于地域特色显著，口味差异导致行业较为分散，依据前瞻网数据进行估算，龙头企业老干妈市场份额约为 11%，李锦记和海天味业约占 5-6%，CR3 为 22%，未来整合空间大。

图 32：海天味业调味酱收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 33：调味酱市场格局



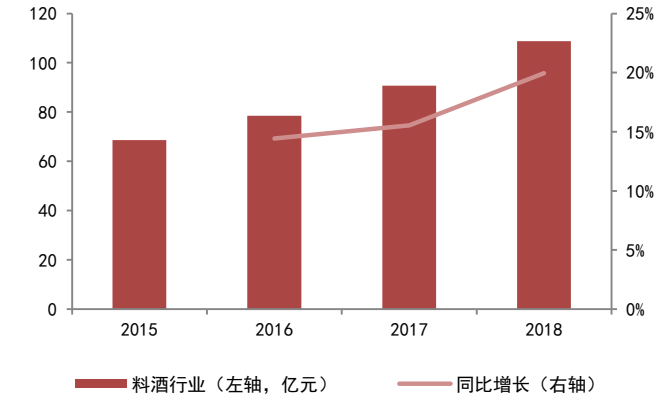
数据来源：前瞻网，西南证券整理

- **料酒**

料酒行业规模加速扩张，规模逾百亿元。2018 年料酒行业市场规模为 108.8 亿元，2015-2018 年年复合增速达 17%，且呈现加速扩容态势。目前全国约有 1000 多家料酒企业，以区域性中小企业为主，伴随餐饮业快速发展，以黄酒为主体的高品质酿造料酒需求快速扩大。

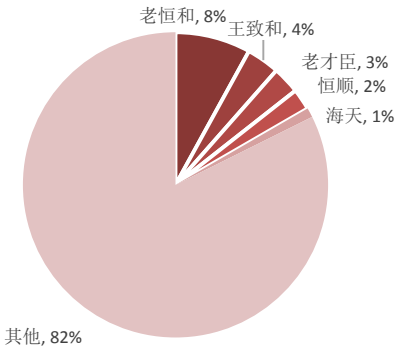
料酒行业仍处群雄逐鹿阶段，尚无绝对龙头。目前中国约有 3000 家料酒生产企业，规模较小，尚无全国化龙头品牌，料酒行业玩家大致分为两类：1）老牌料酒企业，从事料酒生产时间已久，在当地已形成知名品牌，如老恒和、老才臣、王致和、巨龙等企业；2）其它调味品品类玩家，这类企业已在其它调味品产品形成规模优势，借助已有渠道通路及品牌知名度，切入料酒市场，如海天味业、中炬高新、恒顺醋业等企业。目前料酒行业前五大企业分别为老恒和、王致和、老才臣、恒顺、海天，CR5 为 18%，其中老恒和以 8%的市场份额位列第一。

图 34：料酒行业规模加速扩张



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：料酒行业竞争格局



数据来源：中国酒业协会酿造料酒分会，西南证券整理

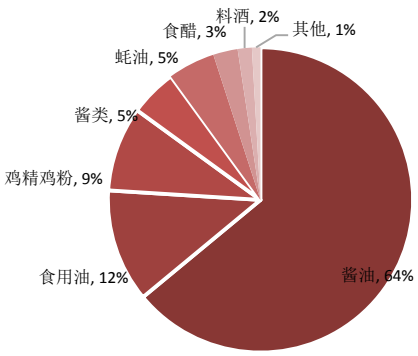
3 产品和渠道协同驱动，市场开拓节奏加快

3.1 产品品类丰富，多品类、多渠道协同发展初具雏形

“1+N”模式：酱油支柱产品与潜力品类共同发展的产品结构。美味鲜调味品结构中，截止 20H1，酱油、鸡精鸡粉、食用油及新兴品类（醋、料酒、蚝油、调味酱等）品类占比 64%、9%、12%、15%。酱油品类占比逾六成，是公司核心产品，也是公司进行渠道下沉、省外拓张的主要品类；其次为鸡精鸡粉与食用油，而潜力品类（蚝油、黄豆酱、醋、料酒）等也形成重要补充，潜力品类增速亮眼，酱油维持 10%稳健增长。

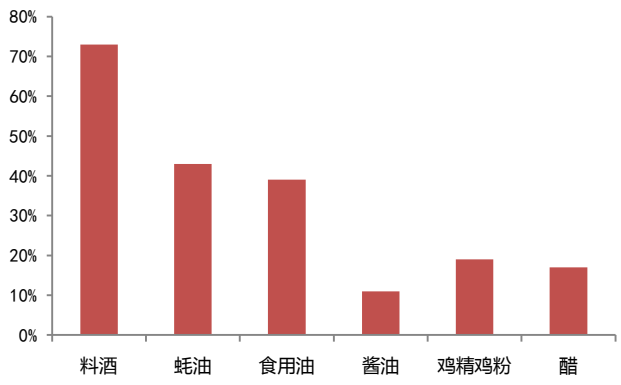
以现有调味品平台为依托，新兴品类成长快速。2015-2019 年公司酱油品类销量从 31 万吨增长至 45 万吨，鸡精鸡粉从 2.0 万吨增长至 2.9 万吨，食用油从 2017 年的 2.3 万吨增长为 3.9 万吨。酱油一直是公司的主力产品，辐射范围已由华东走向全国，渠道覆盖城市广，在流通渠道、商超渠道、餐饮渠道均较为完备，后续能够带动其它新兴品类在现有渠道平台上快速实现增长。

图 36：公司各品类收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：公司各品类增速情况（2019）



数据来源：公司公告，西南证券整理

- **食用油：市场容量大，周转速度快，现有渠道协同性强。**食用油作为中式烹饪的必需品，消耗量大，根据国家粮油信息中心数据显示，2019/20 年度，我国食用植物油消费量达到 4005 万吨，同比增加 6.5 万吨，其中食用消费量增加 56.5 万吨。过去二十年间，我国食用植物油消费量由 1280 万吨增长至 3568 万吨，年均复合增速为 6%左右。厨邦利用现有渠道和经销商资源，延伸至食用油品类。目前公司生产花生油、玉米油、菜籽油及调和油等产品，2018 年公司食用油销量 3.9 万吨，营业收入 4.5 亿元，同比增长 39%，保持高速增长。食用油生产周期较短，实施以销定产策略，锁定市场需求后能迅速形成产出。按照阳西美味鲜产能规划，2023 年将投产 30 万吨食用油。

- **蚝油：产能释放+市场培育，有望高速增长。**蚝油作为华南地区传统的鲜味调料，逐步走向全国，未来成长空间广阔。在海天的不断培育之下，消费者对蚝油的认知增强，使用频次提升，目前蚝油市场已经初具规模。公司目前名下渔女蚝油品牌存在已久，在消费者中知名度较高，2019 年公司蚝油品类销量 3 万吨，营业收入约 2 亿元，同比增长 40%左右。伴随未来阳西厨邦生产基地的产能释放，以及消费者培育更为成熟，公司蚝油品类有望保持 20%以上增速。

- **调味酱：市场成熟，成长效果显著。**在海天等企业的持续培育下，消费者逐步习惯使用黄豆酱等产品，调味酱市场加速发展，目前公司有黄豆酱、下饭酱、拌面酱等多种产品。

公司未来将继续坚持品类扩张、打造全价格带产品两方面战略：

品类扩张：针对调味品行业品类多、用途广、渠道协同等特征，厨邦积极拓展品类，17 年从酱油和鸡精鸡粉快速拓展到料酒、蚝油、醋等品类，形成餐饮、C 端一站式供货/购物功能。2018 年以来酱油鸡精鸡粉类之外调味品增速维持在 30%左右，占比提升至 27%左右。

图 38：公司产品矩阵丰富



数据来源：公司公告，西南证券整理

开发全价格带产品：针对餐饮渠道和下沉式市场，开发更具性价比产品。公司酱油类产品定位于中高端，草根调研显示餐饮渠道多为沿海中高端餐厅使用，公司缺乏针对餐饮和中低端 C 端消费人群产品。2020 年公司针对性开发了金标生抽、鲜味生抽、上色老抽三款酱油产品，醋类产品导入 6 度白醋，上半年效果良好，实现销售收入约 1 亿元。

图 39：今年以来公司新推出高性价比产品

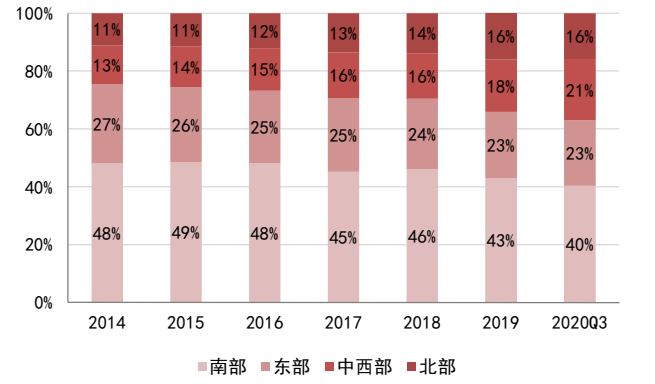


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 渠道开拓节奏提升，加快空白市场开发和渠道下沉

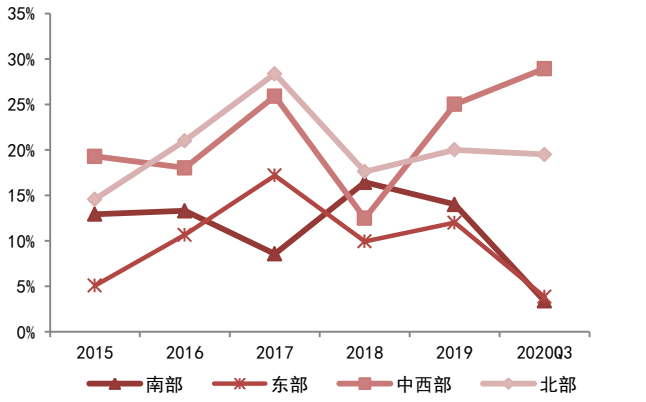
公司从南部起家，东部和南部地区一直是公司传统优势区域，占比维持在 60%以上，渠道密度较高，品牌认知度强，伴随公司加快开发空白市场，近年来东部/南部占比有所降低。在“稳步发展东南沿海，重点提升中北部和东北市场，加速开拓西南区域，逐步推进西北市场”战略指导下，2020 年前三季度，尽管受疫情冲击，公司中西部和北部地区仍保持较快增长，增速分别为 29%/20%，加快推进全国化扩张战略。

图 40：公司各个区域收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：中西部、北部地区增速快于整体



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司将全国市场按成熟度划分为五级市场，不同层级的市场制定不同的拓展策略，一、二级市场较为成熟，公司将重点进行渠道精耕，不断渗透至乡镇和村一级市场，产品不断拓展新兴品类；三、四、五级市场覆盖深度尚有提升空间，公司将重点进行渠道下沉，不断填补空白市场。**未来市场增量将主要来自于：一、二级市场的渠道精耕以及品类扩张；三、四级市场的渠道下沉至县级、地级市；五级市场的空白市场覆盖。**

表 5：公司五级市场网络

	覆盖地区	覆盖深度	重点拓展方向
一级市场	广东、浙江、海南	乡镇	品类扩张
二级市场	广西、福建、江西	县	渠道精耕+品类扩张
三级市场	东北	地级市	渠道下沉

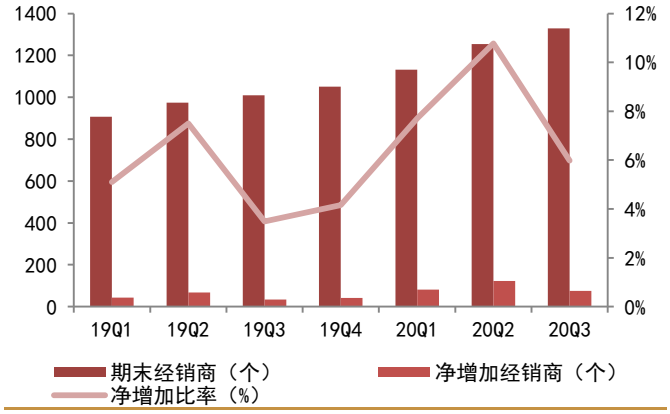
	覆盖地区	覆盖深度	重点拓展方向
四级市场	华北（北京、天津、上海、河南、河北等地区）	省会	渠道下沉
五级市场	西北、西南等其它地区	省会	覆盖空白市场

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司立足于华南地区优势资源，逐步发展壮大向全国扩张。截止 2019 年，公司已覆盖 83%的地级市，区县覆盖率为 38%，预计到 2023 年，公司空白市场覆盖度将大幅提升，将覆盖 60%区县市场。与海天味业相比，海天目前有经销商 6433 家，覆盖 100%地级市，1000 多个县，公司在渠道精耕和覆盖空白市场方面存在较大空间。

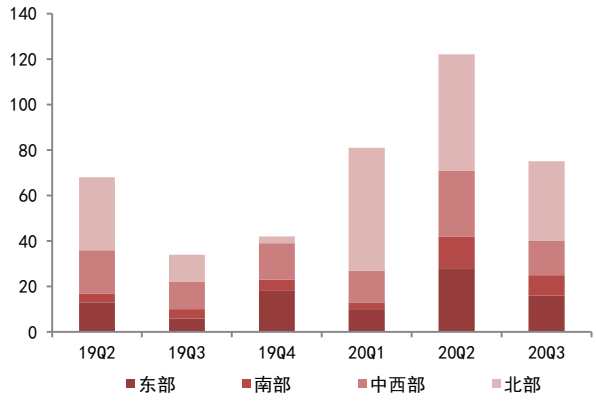
2020 年来，公司对空白市场开拓和渠道下沉节奏明显提升。2020Q3，新增经销商数量 278 家（18 年、19 年分别新增 178 家、244 家），在疫情的情况下，前三季度的时间新增经销商已大幅超过 2018 年、2019 年全年新增家数。20Q1/Q2/Q3 单季度新增经销商数量已经达到上季度末经销商数量的 10%左右，开发力度明显加速。

图 42：2020 年经销商开拓节奏明显加快



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43：中西部、北部地区经销商新增加快（个）



数据来源：公司公告，西南证券整理

从深度上看，厨邦渠道下沉空间大，渠道密度有待加强。截止 2020Q3，公司地级市开发率 87.8%（2018 年为 77%），区县开发率 48%，对比海天市级市场全覆盖，区县开发率将近 90%，厨邦渠道空间广阔。单纯的空白市场开拓渠道和经销商，未来 3-5 年就可以保障收入 15%以上增长；对比汾酒、水井坊、天味和安井快节奏开发市场阶段，呈现出远高于行业的高速增长态势。从公司南部区域来看，依靠渠道下沉和裂变亦可保持 10%以上收入增长。目前来看，除南部地区外，其他区域还谈不上渠道裂变，空白市场覆盖存在大量空间，大量的区县级市场没有覆盖，地市级渠道仍有将近 20%左右的空白。

从广度上看，厨邦区域分布不平衡，谋求全国化扩张。厨邦目前尚处半全国化阶段，华南渠道铺货和渗透率较高，即使在华南成熟地区部分地级市，2020 年目标增速仍为 15%左右，过去 3 年靠渠道裂变和下沉，产品品类增加，基本维持 15%左右增速；而其它地区铺市率较低，大量中西部、北部市场铺市率不到 50%，大量区县尚未开发，中西部尚存在大量以市级为单位的未开发区域。

在传统优势市场，厨邦与海天规模差距较小，厨邦具有做全国化的产品和品牌基础。在东南沿海如广东、浙江等地区，厨邦与海天市场规模差距不大，但阜外市场差距显著，部分省市厨邦体量不及海天 1/10，提升空间巨大。未来，厨邦将依托广东和浙江为代表的珠三角、

长三角城市群市场培育，叠加厨邦的历史沉淀和定位中高端带来的良好品牌基础，厨邦酱油作为南派酱油的代表产品，产品推力较强。

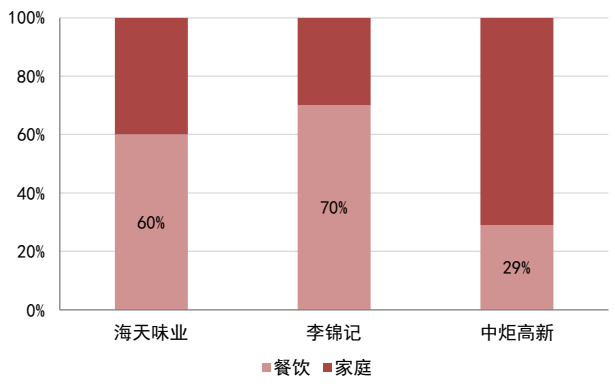
表 6：中炬与海天渠道网络对比

	海天	厨邦
经销商数量	经销商 6433 个，10000 多家分销商	一批商 1254 个
终端数量	近 30 万个	近 8 万个
覆盖区域	全国化布局完成，覆盖 300 多地级市，1600 多个区县市场	华南铺市率和渗透度高，其他区域仍有巨大发展空间
渗透率情况	地级市全部覆盖，区县多数已覆盖	地级市开发率 88%，区县开发率 45%

数据来源：西南证券整理

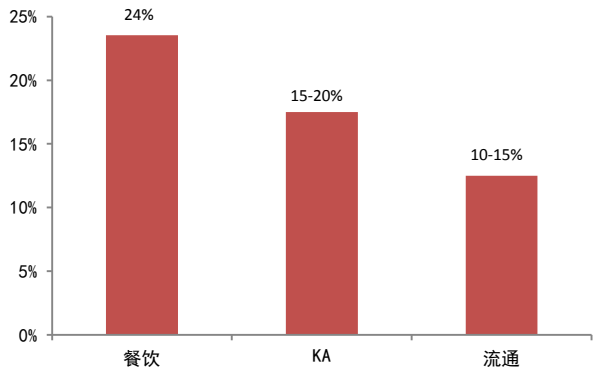
公司餐饮端占比较低，与海天、李锦记以及行业整体结构相比，提升空间较大，未来中炬将在餐饮端重点发力。在调味品下游渠道中，餐饮渠道占调味品销量的 60%左右，属于第一大渠道，餐饮渠道消费粘性高、购买频次高、客单价高，是调味品企业重点开拓方向。过去 3-5 年里，中炬持续开拓餐饮渠道，占比逐年提升，近两年年均提升 5 个百分点左右，2019 年公司餐饮占比 30%，但相比于海天 60%、李锦记 70%，提升空间巨大。

图 44：公司餐饮占比显著低于海天和李锦记



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：公司餐饮渠道增速领先



数据来源：产业信息网，西南证券整理

- **经销商层面：**公司在销售端招聘餐饮专员，引入餐饮渠道专职经销商，加快餐饮门店开发。公司以往流通渠道和商超渠道占比较高，餐饮渠道未重点开拓，现在公司在经销商类别上进行区分，引入餐饮资源丰富经销商进行合作，在空白市场，开发专门做餐饮渠道的成熟经销商，利用其经验和餐饮资源，迅速开拓新兴地区；在成熟市场，为现有的经销商配备开拓餐饮业务专职人员。

- **产品层面：**餐饮端采购者向来成本概念较重，针对餐饮渠道开发中端等性价比产品，同时拓展产品品类，17 年导入蚝油、料酒、醋、食用油等品类，为餐饮端客户提供一站式采购服务，做餐饮大供应链多品类定位。

- **营销层面：**注重建设厨师队伍，扩大餐饮客户使用黏性。公司在北上广深等经济发达地区，采取厨艺竞赛、厨师训练营、厨艺交流会多种方式，以厨师作为意见领袖，带动在发达城市的厨师圈子，配合地面销售推进。公司建立了厨师顶级俱乐部，目前俱乐部会员 15 万，认证厨师 7000 多人，通过公关型的关系，在全国签约了擅长各种菜系的厨师作为厨务顾问，利用厨师圈子，配合公司在地面的批发市场打造

餐批旗舰店，公司同步进行门店广告投放、给予政策支持等，与厨师俱乐部形成联动，来推广公司的战略产品。今年 10 月份厨邦学校挂牌，对销售人员和经销商进行大规模培训。

- **渠道层面：**打造餐批旗舰店。公司在城市或县城比较有影响力的批发市场，租赁位置较好门店，统一摆放厨邦产品，以较大客流量带动更多的偏小规模的餐饮店，效果良好。目前厨邦已有餐批旗舰店 3000 家，销量增长与餐饮端整体收入增长相一致，每年维持 20%以上增长。

今年以来，公司在市场方面实施诸多改革政策，从市场费用、经销商开拓上进行细化，加大销售团队考核力度，同时确立五大核心市场，有序推进全国化进程：

在市场费用方面，之前费用投放方式是整体打包给经销商，经销商事先提报，随货而行，费用容易被渠道截留；今年以来作出较大改革，不再实施打包制度，而采用专项专用制度，促销、渠道、品牌、市场费用严格区分，任何销售人员和经销商不得截留，从而将更多费用投入到品牌、终端和消费者身上。今年在中部地区部分省市大力推广新的费用政策，三季度出货量跳跃式增长。

在经销商渠道方面，逐步细化，部分区域开启裂变模式，以前公司招商侧重于老传统调味品经销商，基本是做 KA 出身的，现在公司要大力开拓餐饮渠道。所以招商方面，对渠道细化，KA、B\C、流通分开招商，进一步细化，费用投放同步协作，按照不同产品、渠道和目标客户差异化运作，效果初见成效。

在经销商、销售人员开发和考核力度方面，每个区域给定经销商开发考核力度，远大于 2019 年的任务量；同时，对经销商实施任务量严格考核，对新开经销商质量要求更高；对销售人员考核侧重于总体体量的同时，对于各子品牌亦有细化考核要求。根据草根调研数据，厨邦在华南 H 省销售额 5000-6000 万元，同比增速 30%，近几年增速在 25%-30%，在 H 省为酱油类大企业中增速最快；未来任务量为 2019 年完成 5500 万元，次年任务量 7500 万元， 21 年超过亿元，年复合增速 30%左右。

在销售团队方面，加快扩充销售人员数量，注重市场化管理和薪酬体系改革，19 年开始扩充销售人员数量 25%，加强市场管控，对于市场薄弱区域，增加销售人员配置、增强管理，多渠道运营模式，聚焦资源专攻所在渠道。同时，公司整体实施薪酬改革，人员薪酬提升幅度较大；设立总经理特别奖，总金额 1000 万，奖励在销售方面做出突出贡献的营销人员。

今年公司确立新五大核心市场，设立湖南、湖北、安徽、江西、河南五省作为试验市场，确立了 2020 年市场打法和人员调整，并将部分东南沿海大区经理调动至中西部，根据草根调研五大核心市场未来三年要求年均增速 30%左右。

表 7：中炬高新市场改革前后对比

	原有政策	改革政策
市场费用	整体打包	专项专用，促销、渠道、品牌、市场费用严格区分，任何销售人员和经销商不得截留，将更多费用投入到品牌、终端和消费者上
经销商招商	传统调味品经销商，以 KA 渠道居多	KA、BC、流通、餐饮渠道分别招商，进一步细化经销商类属
考核	任务量增速保守	给定经销商开发考核力度，远大于 2019 年的任务量；对经销商实施任务量严格考核，对新开经销商质量要求更高；对销售人员考核侧重于总体体量的同时，对于各子品牌亦有细化考核要求

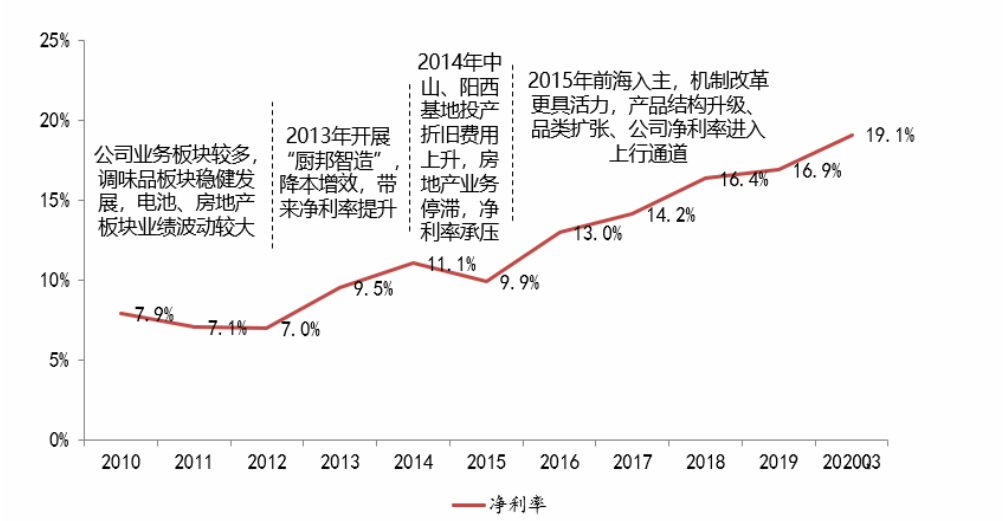
	原有政策	改革政策
销售团队	薄弱地区销售人员不足，人员薪酬水平中等	加快扩充销售人员数量，注重市场化管理和薪酬体系改革，19 年开始扩充销售人员数量 25%，加强市场管控，对于市场薄弱区域，增加销售人员配置、增强管理，聚焦资源专攻；整体实施薪酬改革，人员薪酬提升幅度较大，积极性提升较大
重点市场	——	确立新五大核心市场，设立湖南、湖北、安徽、江西、河南五省作为试验市场，梳理确立了 2020 年市场打法和人员调整

数据来源：西南证券整理

4 规模效应+费用优化，盈利能力将快速提升

过去十年，公司净利率从 2009 年的 7.3%提升至 2019 年的 16.9%，美味鲜净利率从 2009 年的 8.2%提升至 2019 年的 17.8%，年均提升 1 个百分点左右；我们认为未来 3-5 年在收入快速增长的同时，公司净利率受益于规模优势、技术优化、管理能力提升等因素，仍将维持年均 1-2 个点的提升。

图 46：美味鲜净利率持续提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

未来公司净利率仍有较大提升空间：

- **规模效应：**厨邦多品类、多渠道协同，各类产品量价齐升，受益于规模效应和消费升级，盈利能力将显著提升。值得重视的是小品类处于起步阶段，前期投入较大，不具备规模效应，其中蚝油、酱类毛利率比海天低 10 个百分点以上，随着规模扩张小品类毛利率将显著提升。2019 年公司从集团层面开始集中采购管控，较预算节约 6200 多万元，实现综合毛利率与预算高 1.4 个百分点。
- **阳西基地新产能投产和中山基地改造：**2019 年阳西基地净利率 18.6%，中山基地净利率 17.8%，除去营销费用等支出，阳西工厂生产效率更高。阳西三期工艺与海天相似，毛利率水平有望向海天看齐。20 年开始实施中山基地升级改造，将进一步优化资源，提升效率，并采用新工艺制曲，生产效率比阳西基地更加优化。目前，

公司拥有产能 50 万吨左右，其中中山基地产能为 31 万吨左右，阳西生产基地为 19 万吨；分品类看，目前中山拥有 18 条酱油生产线，产能为 22 万吨，阳西拥有 7 条酱油生产线，产能为 18 万吨，阳西酱油生产线效率更高。

表 8：公司产能情况

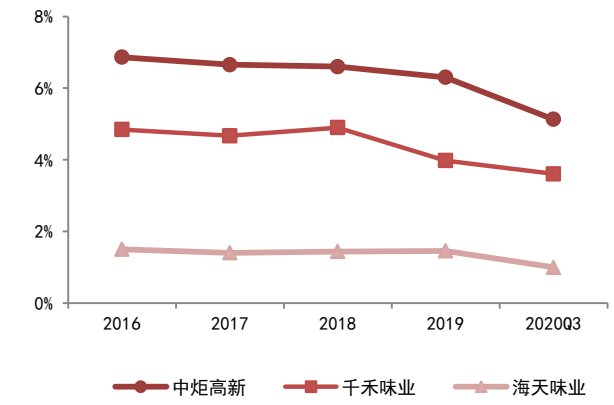
品类	中山基地		阳西厨邦				阳西美味鲜	合计
	2019	2022E	2014 年	2016 年	2018 年	2020E	2023E	
酱油	23.0	48.0	5.10	13.46	22.97	33.37	-	81.37
酱类	2.36	2.36	0.17	0.58	1.09	1.71	-	4.07
蚝油	4.00	4.00	0.27	1.15	2.76	5.59	20	15.22
醋类	2.07	2.07	0.11	0.38	0.73	1.22	10	3.29
料酒	0	2	-	-	-	-	5	7
食用油	-	-	0.18	0.65	1.16	1.83	30	31.83
鸡精鸡粉	-	-	0.31	1.08	1.98	3.16	-	3.16
合计	31.43	58.43	6.14	17.30	30.69	46.88	65.0	145.94

数据来源：公司公告，西南证券整理

- **管理费用率：**中炬整体管理费用率比海天、千禾分别高约 5 个百分点、2 个百分点，中炬在管理人员的薪酬数额较大，2019 年为 1.9 亿元，高于同期海天味业管理人员薪酬数额；除薪酬与折旧以外其它费用也相对较高。随着降本降费政策的实施（目前尚处于初期阶段），公司管理费用率将明显下降。公司不断推动组织结构扁平化、优化业务流程、控制人员编制和提升业务效率，2019 年在收入增长 12%的情况下，管理费用仅增加 7%，管理费用率下降 0.3 个百分点；20Q3 管理费用率下降 0.6 个百分点。公司未来管理费用率将保持持续下降态势，预计到 2023 年公司管理费用率将较目前水平下降 2 个百分点。

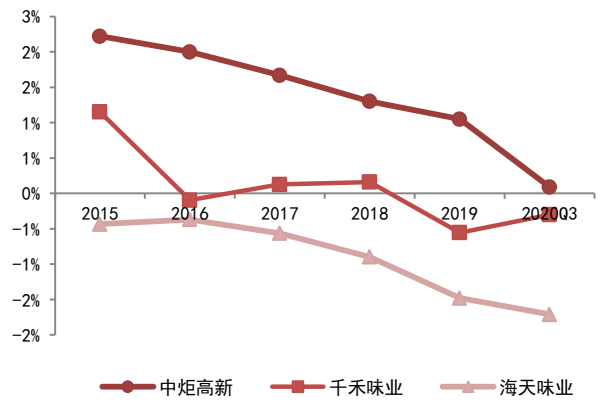
- **财务费用率：**调味品行业中由于现金流良好，利息收入远远高于利息支出和其他财务费用，财务费用较低或者为负数。中炬由于短期借款以及公司债原因，导致每年都会产生一定财务费用。近三年，中炬财务费用出现明显改善，财务费用率已从之前 2%下降至目前 0.1%，对标海天财务费用率-2%，仍有一定下降空间。未来中炬有望持续推动财务费用率下降，收窄到-1%左右。

图 47：中炬管理费用率远高于行业其他公司



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：中炬财务费用率远高于行业其他公司



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1）除东南沿海传统优势市场外，酱油品类在核心城市终端覆盖率仍然较低，随着空白市场覆盖及渠道下沉，未来三年将继续保持高速增长，预计 2020 年-2022 年公司酱油品类销量同比增长 10%、16%、16%，吨价维持每年 1%增长，毛利率分别为 47.5%、48.5%、49.5%；

2）鸡精鸡粉餐饮渠道比重较高，今年上半年受疫情下滑明显，未来伴随公司餐饮渠道开拓将恢复增长，预计 2020-2022 年公司鸡精鸡粉品类销量同比增长-6%、15%、15%，吨价同比增长 0%、2%、2%，毛利率分别为 41%、41.3%、41.5%；

3）食用油处于放量增长阶段，随着空白市场覆盖及渠道下沉，未来三年将延续高速增长，预计 2020-2022 年公司食用油品类销量同比增长 40%、30%、25%，吨价维持不变，毛利率维持在 15%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
酱油	收入	2880.2	3199.9	3749.0	4392.4
	增速	11.2%	11.1%	17.2%	17.2%
	毛利率	45.8%	47.5%	48.50%	49.50%
鸡精鸡粉	收入	526.7	495.1	580.8	681.3
	增速	19.0%	-6.0%	17.3%	17.3%
	毛利率	39.5%	41.0%	41.30%	41.50%
食用油	收入	446.6	625.2	812.8	1016.0
	增速	39.0%	40.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	13.1%	15.0%	15.00%	15.00%
其它调味品	收入	583.3	736.4	929.7	1173.8
	增速	25.7%	26.3%	26.3%	26.3%
	毛利率	28.3%	33.0%	35.0%	37.0%
皮带轮及汽车、摩托车配件	收入	64.0	64.0	64.0	64.0
	增速	-8.45%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	23.44%	25.0%	25.0%	25.0%
房地产及服务	收入	125.6	138.16	151.98	167.17
	增速	-0.71%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
其它业务	收入	48.3	48.3	48.3	48.3
	增速	-68.3%	0.00%	0.00%	0.00%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	毛利率	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%
合计	收入	4,674.8	5,307.2	6,336.7	7,543.0
	增速	12.2%	13.5%	19.4%	19.0%
	毛利率	39.6%	40.8%	41.3%	41.9%

数据来源：公司公告，西南证券

5.2 绝对估值

关键假设如下：

1） 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 3.3%；

2） 公司负债主要为预收账款、应付职工薪酬等无息债务，长短期借款为 0，因此债务资本比重为 0；

3） β 选用食品饮料-调味发酵品（申万分类）行业最近 60 个月 β 值的算术平均 1.2；

4） 税率继续保持 15%。

表 10：绝对估值假设

估值假设项目	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	18.0%
永续期增长率	3.0%
无风险利率 Rf	3.3%
市场组合报酬率 Rm	7.3%
β 系数	1.2
债务资本比重 Wd	0
有效税率 Tx	15.0%
股权资本成本 Ke	9.35%
WACC	8.0%

数据来源：西南证券

表 11：FCFF 估值结果

FCFF	2020E
FCFF	780.07
PV(FCFF)	721.35
核心企业价值	46998.25
净债务价值	(2532.85)
股票价值	49531.10
每股价值	62.18

数据来源：西南证券

从绝对估值来看，公司每股内在价值为 62.18 元。考虑当前的市场氛围活跃，采用相对估值更适合当下的市场投资环境，故不采用绝对估值。

5.3 相对估值

综合考虑业务范围和增长态势，我们选取了调味品行业内 4 家上市企业作为估值参考，其中海天味业为行业龙头，已实现全国化布局，体量较大，千禾味业、天味食品、恒顺醋业是泛区域优势调味品企业，体量相对较小。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值（亿元）	最新价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
				19A	20E	21E	22E	TTM	20E	21E	22E
603288.SH	海天味业	5326.32	164.37	1.65	1.99	2.41	2.89	87	82	68	57
603027.SH	千禾味业	244.37	36.71	0.30	0.44	0.60	0.77	86	84	61	48
603317.SH	天味食品	385.77	64.19	0.49	0.69	0.99	1.46	91	93	65	44
600305.SH	恒顺醋业	219.35	21.87	0.32	0.36	0.42	0.48	72	60	52	46
平均值								84	80	62	49
600872.SH	中炬高新	511.20	64.17	0.90	1.07	1.44	1.92	61	60	45	33

数据来源：Wind，西南证券整理

- 从 PE 角度看，公司当前估值为 61 倍，行业平均值为 84 倍，显著低于行业平均估值水平。
- 未来公司市场开拓、规模优势、管理能力和效率提升，公司业绩将呈现加速趋势，预计 2020-2022 年三年归母净利润复合增速达 29%。我们采用 PE 相对估值法进行估值，参考行业平均水平以及中炬自身的历史估值水平，考虑公司未来高成长性，给予 2021 年 55 倍 PE，对应目标价 79.2 元，维持“买入”评级。

6 风险提示

全球疫情出现反复，原材料价格或大幅波动，全国化拓展不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险，房地产业务业绩波动。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4674.84	5307.26	6336.73	7543.01
营业成本	2826.06	3143.82	3722.06	4384.07
营业税金及附加	60.99	69.24	82.67	98.40
销售费用	456.29	626.26	716.05	814.64
管理费用	295.10	440.50	475.25	490.30
财务费用	48.87	26.54	0.00	-37.72
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	71.64	90.00	90.00	90.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	930.95	1090.91	1430.70	1883.31
其他非经营损益	-2.92	0.24	0.51	0.64
利润总额	928.02	1091.15	1431.21	1883.94
所得税	136.69	163.67	214.68	282.59
净利润	791.33	927.48	1216.53	1601.35
少数股东损益	73.39	73.00	73.00	73.00
归属母公司股东净利润	717.94	854.48	1143.53	1528.35

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	791.33	927.48	1216.53	1601.35
折旧与摊销	140.93	190.47	208.76	223.84
财务费用	48.87	26.54	0.00	-37.72
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	1516.13	-210.23	-108.68	-157.02
其他	-1438.40	-88.94	-90.31	-90.02
经营活动现金流净额	1058.87	845.31	1226.30	1540.43
资本支出	-75.28	-150.00	-150.00	-150.00
其他	-52.35	88.00	88.00	88.00
投资活动现金流净额	-127.63	-62.00	-62.00	-62.00
短期借款	110.52	-112.68	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-190.59	0.00	0.00	0.00
支付股利	-183.23	-215.38	-256.34	-343.06
其他	-367.82	-447.31	0.00	37.72
筹资活动现金流净额	-631.12	-775.37	-256.34	-305.34
现金流量净额	300.14	7.94	907.96	1173.09

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	698.82	706.77	1614.73	2787.81
应收和预付款项	54.06	93.21	99.58	118.06
存货	1567.92	1868.94	2184.92	2561.33
其他流动资产	1203.80	1213.14	1228.33	1246.14
长期股权投资	5.10	5.10	5.10	5.10
投资性房地产	304.42	304.42	304.42	304.42
固定资产和在建工程	1790.24	1758.99	1709.45	1644.83
无形资产和开发支出	212.97	205.04	197.12	189.19
其他非流动资产	116.39	117.10	117.81	118.51
资产总计	5953.73	6272.71	7461.46	8975.41
短期借款	112.68	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	858.29	975.12	1160.93	1367.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	736.97	340.11	382.87	431.82
负债合计	1707.93	1315.23	1543.80	1799.45
股本	796.64	796.64	796.64	796.64
资本公积	91.47	91.47	91.47	91.47
留存收益	3044.45	3683.55	4570.74	5756.03
归属母公司股东权益	3948.97	4587.65	5474.84	6660.13
少数股东权益	296.82	369.82	442.82	515.82
股东权益合计	4245.80	4957.48	5917.66	7175.96
负债和股东权益合计	5953.73	6272.71	7461.46	8975.41

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	12.20%	13.53%	19.40%	19.04%
营业利润增长率	16.58%	17.18%	31.15%	31.63%
净利润增长率	16.16%	17.21%	31.17%	31.63%
EBITDA 增长率	13.99%	16.70%	25.35%	26.23%
获利能力				
毛利率	39.55%	40.76%	41.26%	41.88%
三费率	17.12%	20.60%	18.80%	16.80%
净利率	16.93%	17.48%	19.20%	21.23%
ROE	18.64%	18.71%	20.56%	22.32%
ROA	13.29%	14.79%	16.30%	17.84%
ROIC	22.43%	30.48%	36.74%	44.95%
EBITDA/销售收入	23.97%	24.64%	25.87%	27.44%
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.87	0.92	0.92
固定资产周转率	3.37	3.63	4.22	5.07
应收账款周转率	127.94	138.26	120.41	128.43
存货周转率	1.79	1.83	1.83	1.85
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.35%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	28.69%	20.97%	20.69%	20.05%
带息债务/总负债	6.60%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.20	3.21	3.57	3.97
速动比率	1.22	1.67	2.05	2.45
股利支付率	25.52%	25.21%	22.42%	22.45%
每股指标				
每股收益	0.90	1.07	1.44	1.92
每股净资产	5.33	6.22	7.43	9.01
每股经营现金	1.33	1.06	1.54	1.93
每股股利	0.23	0.27	0.32	0.43

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1120.75	1307.92	1639.46	2069.43
PE	71.20	59.83	44.70	33.45
PB	12.04	10.31	8.64	7.12
PS	10.94	9.63	8.07	6.78
EV/EBITDA	43.54	36.90	28.88	22.31
股息率	0.36%	0.42%	0.50%	0.67%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn