产品、渠道齐发力，加速份额扩张可期

——天味食品（603317）

核心观点

❖ 天味主营火锅底料、川菜调料，近年来业绩加速增长

天味创建于 2007 年，致力于川味复合调味料的研发、生产和销售，公司火锅底料和川菜调料合计收入占比超过 90%。近年来公司业绩加速增长，营收从 15 年的 8.69 亿元增加到 19 年的 17.27 亿元，期间 CAGR 为 18.73%；归母净利润从 15 年的 1.42 亿元增加到 19 年的 2.97 亿元，期间 CAGR 为 20.26%。公司实际控制人为邓文、唐璐夫妇，合计持股 78.73%，股权结构稳定。

❖ 复合调味料市场快速扩容，头部品牌具备先发优势

近年来火锅、川菜等餐饮业态消费热度提升带动复合调味料持续高速发展，Frost&Sullivan 数据显示，2019 年中国复合调味料规模约 1300 亿元，10-19 年 CAGR 约为 15.5%。但对标美日成熟市场，考虑到低渗透率叠加低人均消费额，未来成长空间仍大（美国/日本/中国渗透率分别为 50.8%/50.1%/18.7%，人均消费额为 88.7/85.5/9.3 美元）。分子行业来看，火锅调味料、中式复合调味料为最优子赛道，高增长、集中度相对分散，其中 2020 年火锅底料规模将达到 255 亿元，CR5 仅为 30.9%；中式复合调味料规模将达到 268 亿元，CR2 仅为 7.3%。未来以颐海、天味为首的头部品牌有望凭借先发优势持续提升市占率。

❖ 产品、渠道齐发力，产能释放助力业务高增长，加速份额扩张可期

1）天味通过多年品牌建设，当前通过“大红袍”、“好人家”双品牌驱动，并稳步推进产品创新从而保持市场领先地位。2）天味以经销渠道为主，同时定制餐饮、电商处于快速增长期，19 年经销商/定制餐调/电商渠道收入占比分别为 83.09%/11.14%/4.20%，15-19 年渠道 CAGR 分别为 23.49%/79.49%/68.56%，未来渠道结构将更为多元化。3）自上市以来天味加快扩产节奏，其中 19 年产能已达到 11 万吨，20-21 年将分别达到 14 万吨、20 万吨，产能释放助力高增长。

❖ 首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 22.48、29.24、37.13 亿元；归母净利润分别为 3.47、4.56、5.84 亿元；EPS 分别为 0.58、0.76、0.97 元/股，对应当前 PE 分别为 91.85、69.89、54.60 倍。考虑到公司产品、渠道齐发力，当前产能释放有望助力业绩高增长，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：食品质量安全的风险；主要原材料价格波动的风险；产品销售的季节性风险；经销商渠道管理的风险。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	1727.33	2247.53	2924.18	3713.00
+/-%	22.26%	30.12%	30.11%	26.98%
净利润(百万)	296.97	347.06	456.12	583.85
+/-%	11.39%	16.87%	31.42%	28.00%
EPS(元)	0.50	0.58	0.76	0.97
PE	107.34	91.85	69.89	54.60

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2020/06/28

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	食品饮料
报告时间	2020/6/28
前收盘价	53.21 元

分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

联系人

郭晓东
证书编号：S1100119080011
guoxiaodong@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、天味食品：主营业务稳健增长，管理层激励充分 5
1.1 历经波折，近年来主营业务加速增长 5
1.2 主营火锅底料、川菜调料，布局全国 6
1.3 创始人为实际控制人，管理层激励充分 7
二、复合调味料：快速扩容，头部品牌具备先发优势 8
2.1 火锅及川菜成最大菜系，复合调味料迎风口 8
2.2 头部品牌具备先发优势，未来成长空间仍大 10
三、品牌、产品、渠道齐发力，股权激励护航高成长 13
3.1 品牌形象深入人心，产品矩阵布局合理 13
3.2 加快渠道深耕，定制餐饮、电商高增长 17
3.3 步入产能释放期，股权激励护航高成长 19
四、盈利能力相对稳定，未来需提升整体运营效率 21
4.1 原材料波动成本可控，盈利能力相对稳定 21
4.2ROE 维持高位，未来需提升整体运营效率 23
五、盈利预测与估值 25
风险提示 28

图表目录

图 1： 天味食品历史沿革 5
图 2： 2015 年以来营业收入加快增长 5
图 3： 2015 年以来归母净利润加快增长 5
图 4： 公司主营火锅底料、川菜调料两大板块 6
图 5： 公司主营火锅底料、川菜调料两大板块 6
图 6： 公司分区域收入情况 6
图 7： 公司分区域收入占比情况 6
图 8： 公司核心管理层为实际控制人 7
图 9： 火锅、川菜在国内消费热度不断提高 8
图 10： 火锅、川菜是中式餐饮最大菜系 8
图 11： 调味品及其分类情况 9
图 12： 主要复合调味料区域分布 9
图 13： 2019 年中国复合调味料规模约 1300 亿元 9
图 14： 火锅调味料、中式复合调味料快速增长 9
图 15： 对比美国、日本，中国人均复合调味料消费额仍然偏低（美元） 10
图 16： 对比美国、日本，中国复合调味料渗透比例仍然偏低 10
图 17： 整体调味品行业的渠道分布 10
图 18： 火锅底料行业的渠道分布 10
图 19： 2019 年颐海与天味渠道结构对比 11
图 20： 2019 年颐海与天味经销商数量对比 11
图 21： 中国火锅调味料市场规模及同比增速 11
图 22： 中国火锅底料生产商市占率 12
图 23： 中国中高端火锅底料生产商市占率 12
图 24： 2020 年 1-5 月阿里线上渠道火锅调料 CR5 月度销售额（单位：万元） 12
图 25： 2020 年 1-5 月阿里线上渠道火锅调料销售额 CR5 占比 38.72% 12
图 26： 中式复合调味料市场规模 13
图 27： 中式复合调味料 CR2 仅为 7.30% 13
图 28： “好人家”品牌形象一览 13
图 29： 公司费用投放一览 15
图 30： 销售费用明细一览 16
图 31： 天味与颐海国际广告宣传费投放一览 16
图 32： 天味新推产品及其变化情况一览 16
图 33： 公司每年研发新品数量 16
图 34： 技术及研发人员数量及占比 16
图 35： 公司分渠道销售收入 17
图 36： 公司分渠道销售收入占比 17
图 37： 2019 年经销商数量大幅增加至 1221 家 18
图 38： 每年新增/减少经销商单家销售金额 18
图 39： 2018 年公司经销商合作年限分布一览 18
图 40： 2018 年公司经销商收入规模分布一览 18
图 41： 公司主要销售区域分布情况 18
图 42： 2019 年起公司区域经销商数量大幅增加 18

图 43：公司 2021 年规划产能将达到 20 万吨 19
图 44：火锅底料产能、产量及产能利用率情况 19
图 45：川菜调料产能、产量及产能利用率情况 19
图 46：天味、颐海毛利率情况一览 21
图 47：天味、颐海净利率情况一览 21
图 48：主要原材料全国价格走势 22
图 49：天味主营成本构成一览 22
图 50：颐海主营成本构成一览 22
图 51：天味直接材料构成一览 23
图 52：颐海直接材料构成一览 23
图 53：天味、颐海总资产周转率对比一览 24
图 54：天味、颐海货币资金及交易性金融资产对比一览（亿元） 24
图 55：天味、颐海存货周转率对比一览 24
图 56：天味、颐海应收账款周转率对比一览 24

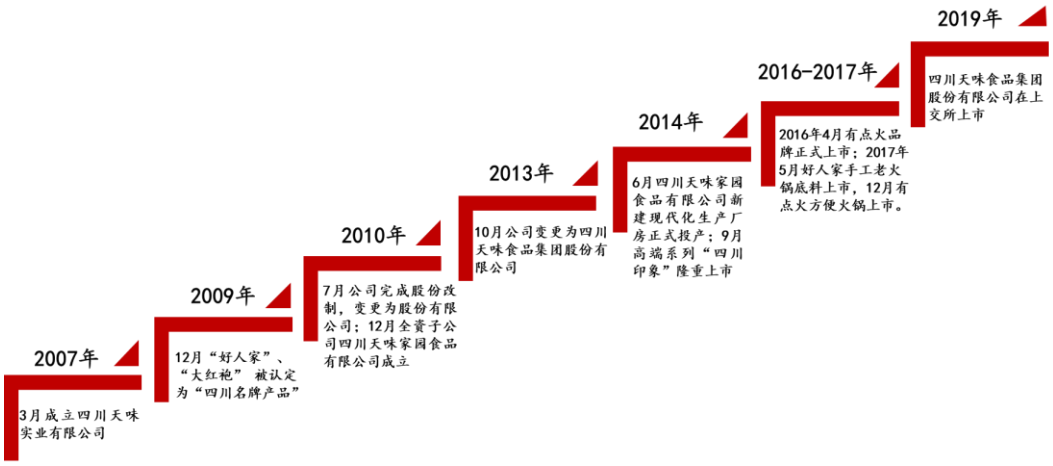
表格 1. 现任核心管理层行业运营经验丰富 7
表格 2. 2019 年天味主要高管薪酬及持股情况一览 8
表格 3. 公司主要品牌荣誉一览 14
表格 4. 公司核心产品及用途一览 14
表格 5. 火锅调料、川财调料主要产品价格对比一览 15
表格 6. 限制性股票在各激励对象间的分配情况一览 20
表格 7. 限制性股票在公司层面业绩考核目标 20
表格 8. 股票期权在各激励对象间的分配情况一览 20
表格 9. 股票期权在公司层面业绩考核目标 20
表格 10. 毛利率敏感性分析 21
表格 11. 天味、颐海 ROE 水平及详细杜邦财务拆分 23
表格 12. 公司主营业务量价拆分及预测 26
表格 13. 分产品盈利预测 27

一、天味食品：主营业务稳健增长，管理层激励充分

1.1 历经波折，近年来主营业务加速增长

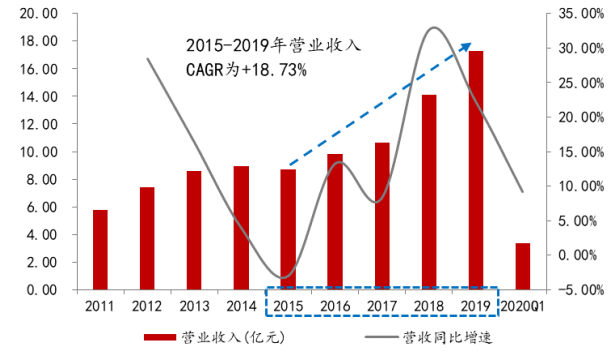
天味食品创建于 2007 年，自成立以来一直致力于川味复合调味料的研发、生产和销售，现已自主研发出“大红袍”、“好人家”、“天车”“有点火”四大系列畅销全国并远销海外的产品。2013 年公司变更为四川天味食品集团股份有限公司，并于 2019 年登陆 A 股。2015 年以来公司业绩呈现加速增长态势，营业收入从 2015 年的 8.69 亿元增加到 2019 年的 17.27 亿元，期间 CAGR 为 18.73%;归母净利润从 2015 年的 1.42 亿元增加到 2019 年的 2.97 亿元，期间 CAGR 为 20.26%。

图 1：天味食品历史沿革



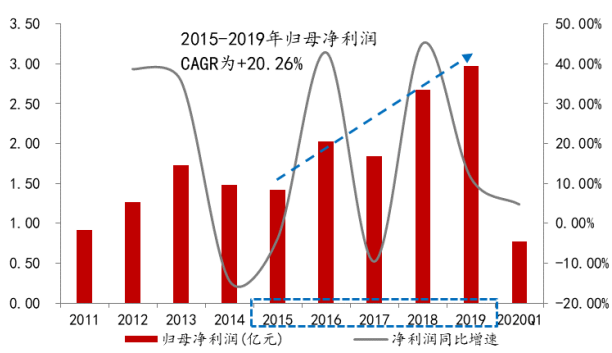
资料来源：公司官网，招股说明书，川财证券研究所

图 2：2015 年以来营业收入加快增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：2015 年以来归母净利润加快增长

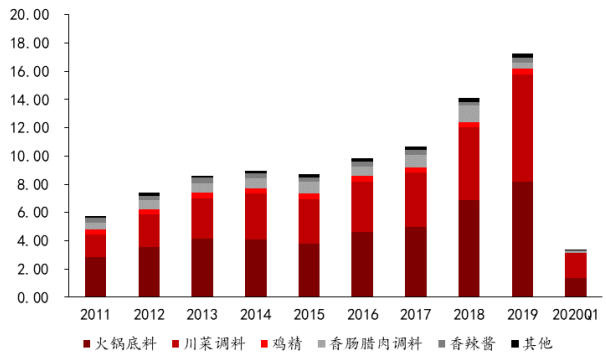


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 主营火锅底料、川菜调料，布局全国

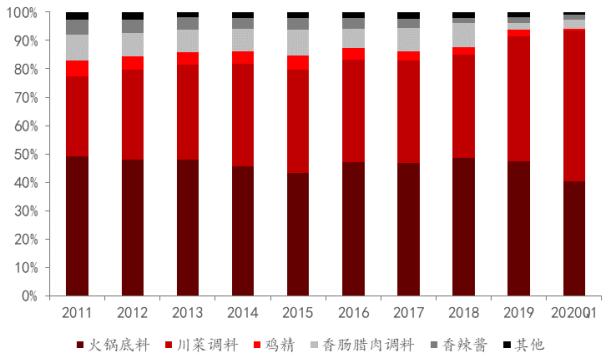
天味主营火锅底料、川菜调料两大业务，立足西南布局全国。从业务分类来看，19 年火锅底料和川菜调料合计收入占比高达 91.48%。其中火锅底料业务一直为公司的第一大业务，且占比相对稳定，19 年火锅底料业务实现收入 8.16 亿元，收入占比 47.28%；川菜调料业务快速增长，从 11 年的 1.62 亿元快速增加至 19 年的 7.63 亿元，同期收入占比从 28.17%提升至 44.21%。从区域分布来看，公司立足西南大本营市场，逐步实现全国化布局。其中西南是公司大本营市场，也一直是公司第一大市场，19 年西南区域实现收入 4.70 亿元，收入占比 27.21%；此外华中、华东、华北、东北、西北、华南、国外区域收入占比分别为 21.68%、16.93%、9.14%、9.58%、7.75%、6.50%、0.62%。

图 4：公司主营火锅底料、川菜调料两大板块



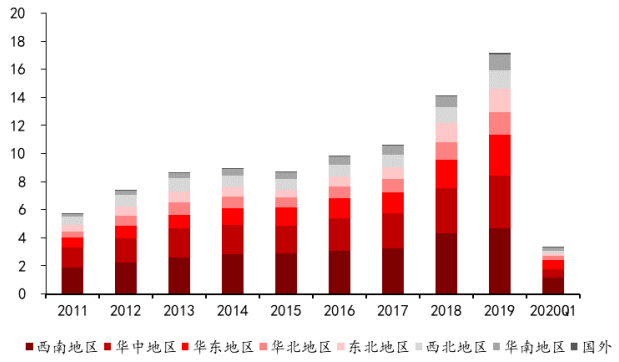
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：公司主营火锅底料、川菜调料两大板块



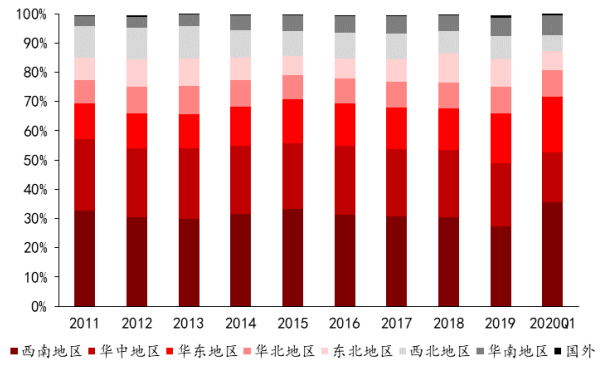
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：公司分区域收入情况



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 7：公司分区域收入占比情况

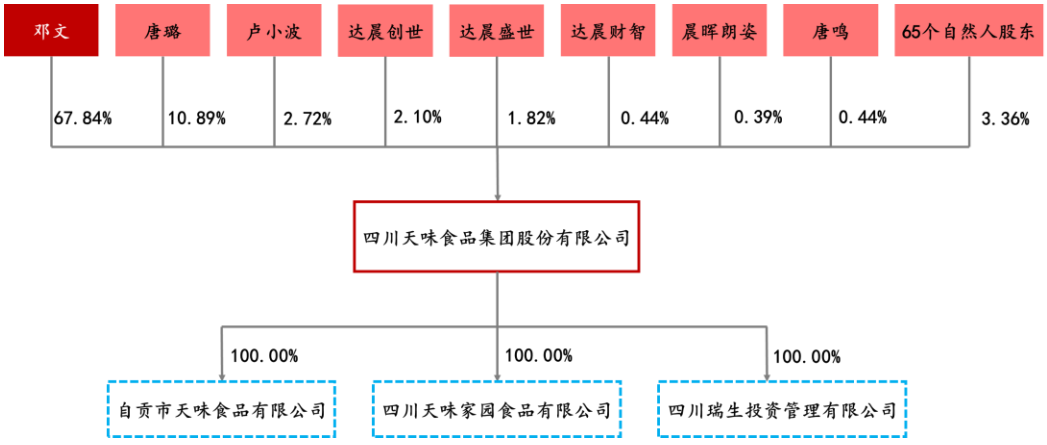


资料来源：招股说明书，川财证券研究所

1.3 创始人为实际控制人，管理层激励充分

公司创始人为实际控制人，股权结构稳定，核心管理层激励充分。公司实际控制人为邓文、唐璐夫妇，其中邓文持有公司67.84%的股份，唐璐持股公司10.89%的股份。公司上市前便推出核心管理层持股计划，基本覆盖公司核心岗位，整体激励相对充分。

图 8：公司核心管理层为实际控制人



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 1. 现任核心管理层行业运营经验丰富

姓名	职务	年龄	个人履历
邓文	董事长/总经理	52	大学本科学历。历任成都市粮油食品厂技术员、成都东风面粉厂助理工程师、成都市金牛区财贸办主任科员、成都市金牛区供销合作社联合社管理人员、成都市天味食品厂法人代表、成都天味执行董事兼总经理、天味商贸监事、天味有限执行董事兼总经理。现任天味食品董事长、总经理，自贡天味执行董事、天味家园执行董事、瑞生投资执行董事兼总经理。
唐璐	副董事长	50	大学专科学历。历任成都市军通通信公司文员、成都军星实业有限公司主管、西南网景信息服务中心主管、西南网景印务制版公司总经理、成都天味监事、天味商贸执行董事及总经理、天味有限监事。现任天味食品副董事长。
沈松林	副总裁	42	本科学历，2019年12月加入四川天味食品集团股份有限公司。历任完美(中国)有限公司集团人力资源主任，雅居乐集团人力资源高级经理，正荣集团人力资源副总经理，香港合能集团人力总经理，领地集团股份有限公司副总裁，公司总裁助理兼人力资源总监。现任天味食品副总裁。
何昌军	副总经理/董秘	46	经济师。历任托普集团科技发展有限责任四川天味食品集团股份有限公司法律部主管，监督部总监，江苏炎黄在线物流股份有限公司监事，四川托普软件投资股份有限公司董事会秘书，副总裁，总裁，四川天味实业有限公司总经理助理。现任四川托普软件投资股份有限公司，托普东北软件园(鞍山)有限公司董事，四川天味食品集团股份有限公司副总经理，董事会秘书。
于志勇	副总经理	49	历任成都无缝钢管厂技术员，成都市委办公厅秘书，成都金泉网络信息技术有限公司常务副总经理，成都市新时代经济文化发展有限公司总经理助理，成都天味行政总监，天味有限副总经理，行政总监。现任公司董事，副总经理。
吴学军	副总经理	42	历任成都旺旺食品有限公司重庆分公司区域主管，产品专员，四川百事可乐饮料有限公司渠道专员，成都六里店连锁便民超市市场督导，天味有限大区销售经理，营销中心总经理助理，销售总监。现任公司副总经理，营销中心总经理。
杨丹霞	财务总监	49	硕士研究生学历，高级会计师、英国皇家特许管理会计师资深会员FCMA、西南财经大学中国管理会计中心研究员，2020年3月加入四川天味食品集团股份有限公司。历任四川省工行信托投资公司证券市场部主管，香港亚王能源集团四川片区财务总监，新希望集团乳业控股公司财务部部长，新希望集团财管中心主任，重庆东银集团财务总监，明君集团财务控制中心总监，成都瀚博基石实业有限公司财务副总裁。现任天味食品财务总监。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 2. 2019 年天味主要高管薪酬及持股情况一览

姓名	职位	薪酬（万元）	持股数量（万股）
邓文	董事长、总经理	75	28030
唐璐	副董事长	26	4500
唐鸣	董事、副总经理、财务总监	44	180
刘加玉	董事	42	120
于志勇	董事、副总经理	47	113
吴学军	董事、副总经理	61	70
马麟	监事会主席	38	70
何昌军	副总经理、董事会秘书	46	57
韩军	监事	63	20
张志强	监事	15	0

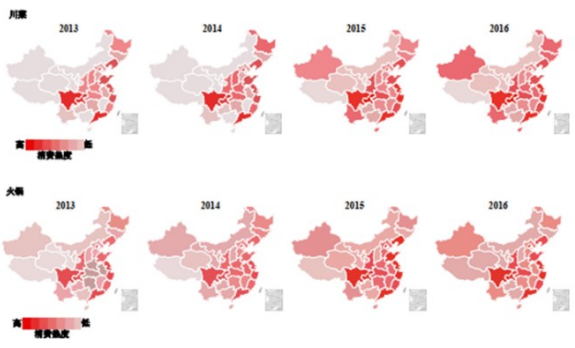
资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：标黄的高管为已退休离任

二、复合调味料：快速扩容，头部品牌具备先发优势

2.1 火锅及川菜成最大菜系，复合调味料迎风口

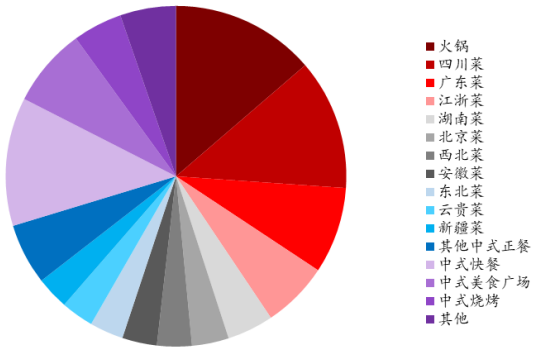
近年来，火锅、川菜在国内消费热度不断提升，当前火锅、川菜已成为中式餐饮最大菜系，同时也带动川味复合调味料的快速发展。调味品按产品成份分类，可被分为基础调味品和复合调味品；按地方风味分类，可被分为川式、广式、西式及其他地方风味等。而川味复合调味料主要分布在川渝地区，主要以颐海、天味、红九九、桥头、周君记、名扬、德庄为代表，带动复合调味料市场规模快速扩容。

图 9： 火锅、川菜在国内消费热度不断提高



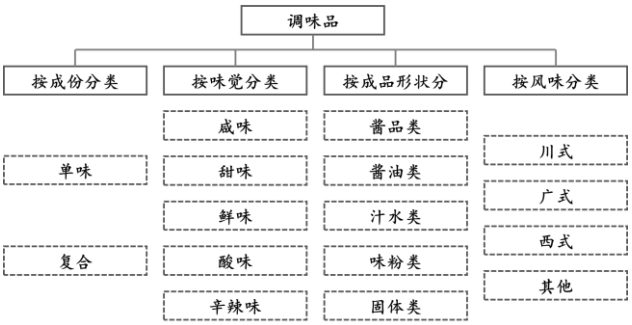
资料来源：美团点评研究院-餐饮研究中心，川财证券研究所

图 10： 火锅、川菜是中式餐饮最大菜系



资料来源：海底捞招股说明书，川财证券研究所

图 11：调味品及其分类情况



资料来源：天味食品招股说明书，川财证券研究所

图 12：主要复合调味料区域分布

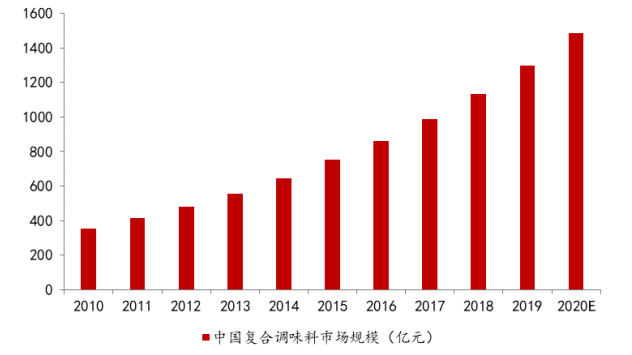


资料来源：天味食品招股说明书，川财证券研究所

根据 Frost&Sullivan 统计数据，2019 年中国复合调味料市场规模约为 1300 亿元，2010-2019 年年均复合增速约为 15.5%。此外，依据 Frost&Sullivan 的预测，复合调味品各细分品类均保持较快增长，其中火锅调味料、中式复合调味料 2015-2020 年年均复合增速分别为 15.0%、16.9%。

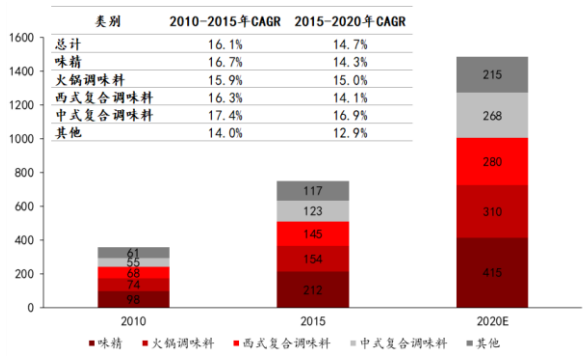
当前国内复合调味料仍处于高速成长期，规模低基数下未来有望实现翻倍增长。据 Frost&Sullivan 统计数据显示，2016 年美国和日本复合调味料在调味品行业中占比分别达 50.8%、50.1%，显著高于中国的 18.7%；此外，美国、日本人均消费额分别达 88.7 美元、85.5 美元，远高于中国的 9.3 美元。对比美日等发达国家，未来国内复合调味品市场成长空间巨大。

图 13：2019 年中国复合调味料规模约 1300 亿元



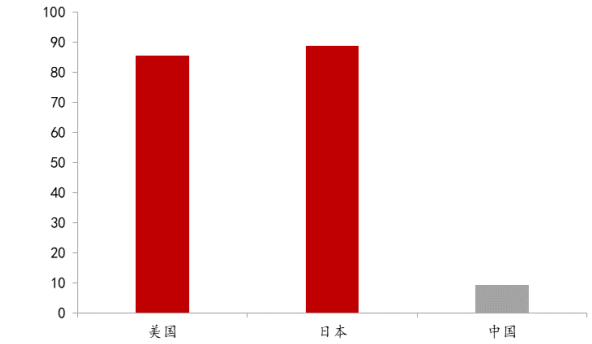
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：火鍋调味料、中式复合调味料快速增长



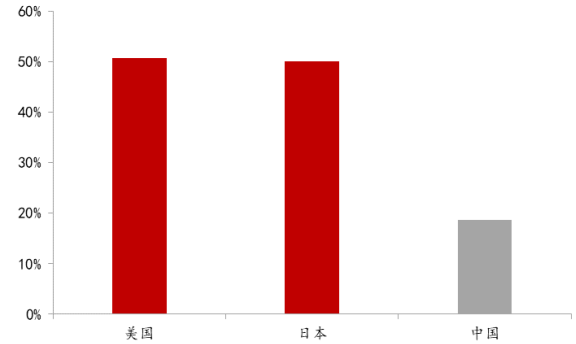
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15：对比美国、日本，中国人均复合调味料消费额仍然偏低（美元）



资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 16：对比美国、日本，中国复合调味料渗透比例仍然偏低



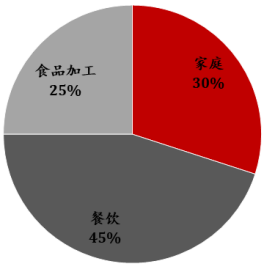
资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

2.2 头部品牌具备先发优势，未来成长空间仍大

对比基础调味品和复合调味品，复合调味品对 C 端渠道的依赖性相对更强，复合调味品属性决定未来 B 端、C 端双轮驱动行业增长。一方面随着 B 端餐饮品牌连锁化发展、中央厨房涌现，另一方面随着 C 端消费者口味需求增长、烹饪便捷性要求提升，复合调味品行业有望持续高增长。

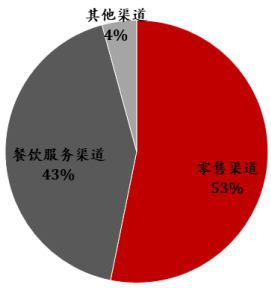
当前颐海渠道更为多元，天味主要以经销商渠道为主。分渠道来看，2019 年颐海经销商、关联方、电商、其他渠道占比分别为 53.8%、38.8%、6.4%、0.9%，天味经销商、定制餐调、电商、商超直营、外贸、其他渠道占比分别为 83.09%、11.14%、4.20%、0.83%、0.60%、0.14%。具体经销商渠道层面，颐海、天味 2019 年经销商数量均大幅增长，其中颐海经销商数量从 2018 年的 1500 家快速增加到 2019 年的 2400 家，同期天味经销商数量从 809 家增加到 1221 家，均呈现快速增加态势；此外，颐海、天味 2019 年单个经销商销售额分别为 96 万元、117 万元，整体相对平稳。

图 17：整体调味品行业的渠道分布



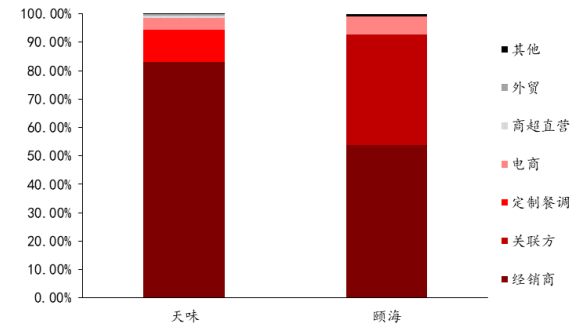
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 18：火锅底料行业的渠道分布



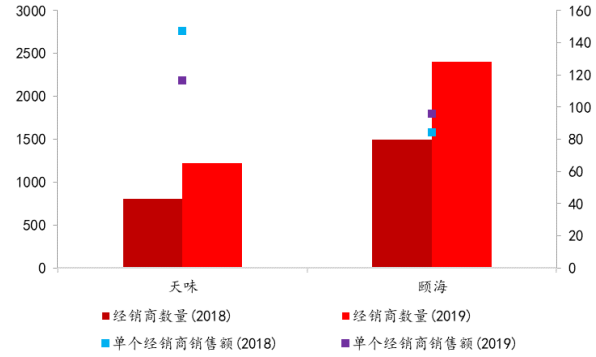
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 19：2019 年颐海与天味渠道结构对比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

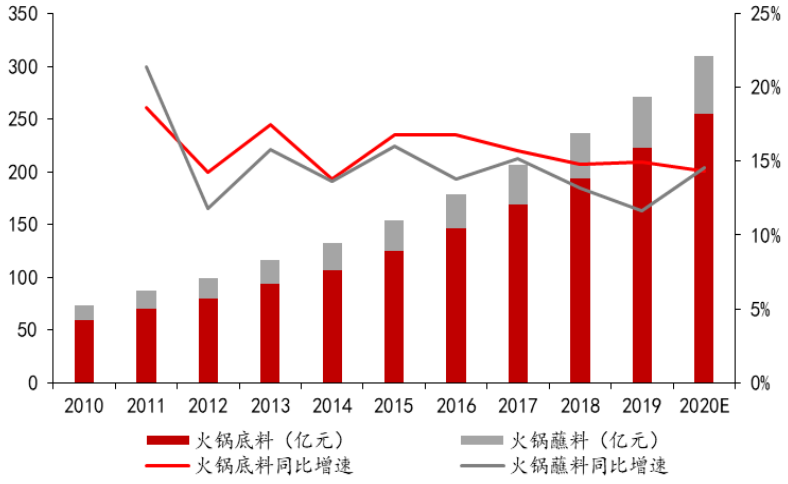
图 20：2019 年颐海与天味经销商数量对比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

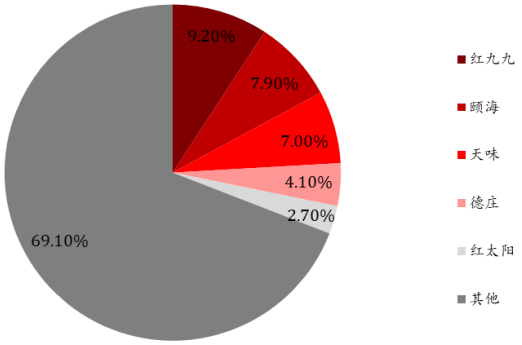
火锅调味料行业仍处于快速增长期，且集中度仍然相对分散，未来头部品牌有望凭借先发优势持续提升市场份额。从行业层面来看，根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年火锅调味整体规模将达到 310 亿元，10-20 年 CAGR 约为 15.40%。其中火锅底料市场规模将达到 255 亿元，火锅蘸料市场规模约为 55 亿元，均处于快速增长期。从公司层面来看，当前行业集中度仍然相对分散，具备先发优势的头部品牌有望不断提升市占率，未来成长空间仍大。根据 Frost&Sullivan 数据，火锅底料 CR5 为 30.90%，其中红九九、颐海、天味、德庄、红太阳市占率分别为 9.20%、7.90%、7.00%、4.10%、2.70%；中高端火锅底料 CR3 为 51.10%，其中颐海、德庄、小肥羊市占率分别为 34.70%、10.70%、5.70%。此外，阿里淘数据显示，2019 年 1-5 月 CR5 占比 38.72%，其中海底捞、好人家、名扬、桥头、德庄市占率分别为 15.59%、8.49%、8.31%、4.27%、2.07%。

图 21：中国火锅调味料市场规模及同比增速



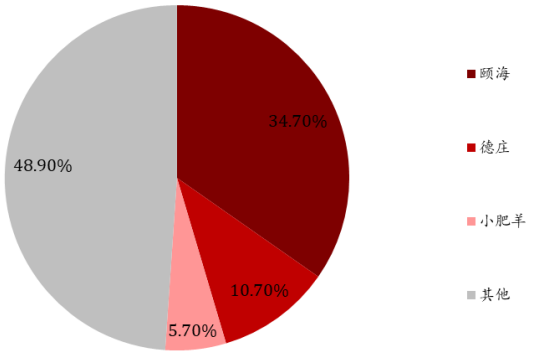
资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 22：中国火锅底料生产商市占率



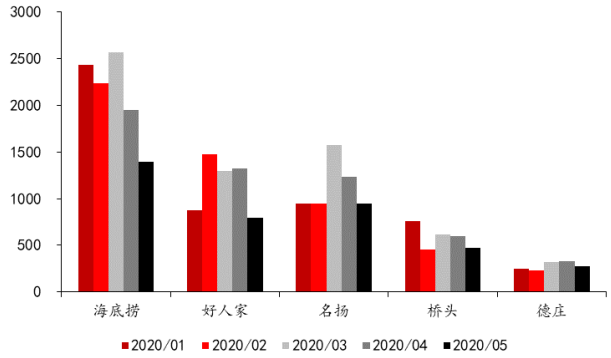
资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 23：中国中高端火锅底料生产商市占率



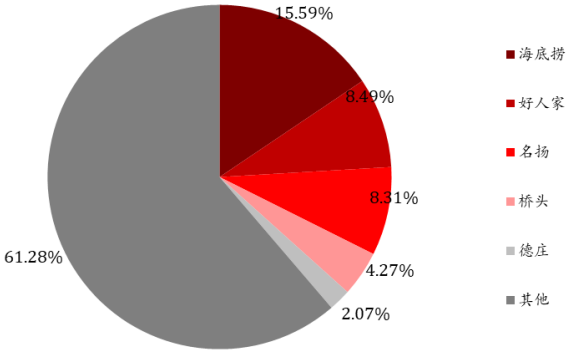
资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 24：2020 年 1-5 月阿里线上渠道火锅调料 CR5 月度销售额（单位：万元）



资料来源：淘数据，川财证券研究所

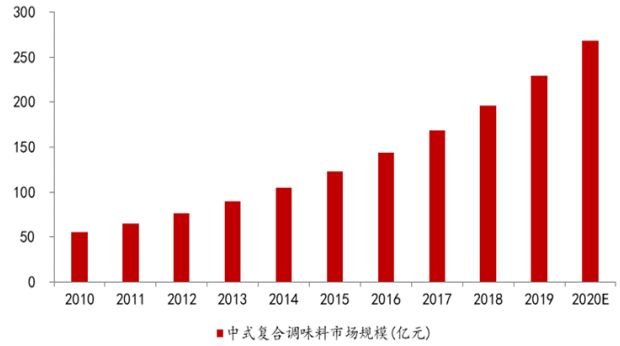
图 25：2020 年 1-5 月阿里线上渠道火锅调料销售额 CR5 占比 38.72%



资料来源：淘数据，川财证券研究所

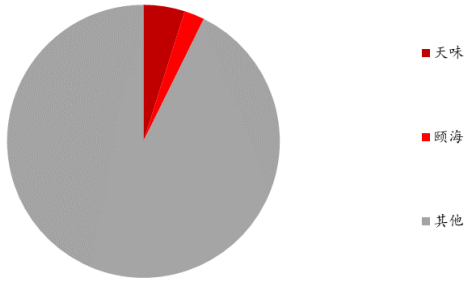
此外，中式复合调味料也处于快速增长期，未来以颐海、天味为代表的头部厂商有望凭借先发优势持续提升市场份额。从行业层面来看，根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年中式复合调味料整体规模有望达到 268 亿元，10-20 年 CAGR 约为 17.16%。从公司层面来看，当前行业集中度仍然相对分散，具备先发优势的头部品牌有望不断提升市占率，未来成长空间仍大。根据 Frost&Sullivan 数据，中式复合调味料 CR2 仅为 7.30%，其中天味、颐海市占率分别为 4.90%、2.40%。

图 26： 中式复合调味料市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 27： 中式复合调味料 CR2 仅为 7.30%



资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

三、品牌、产品、渠道齐发力，股权激励护航高成长

3.1 品牌形象深入人心，产品矩阵布局合理

公司非常重视品牌建设，营销中心下设品牌部负责品牌策划、推广和维护，以此适应川味复合调味料的快速消费品属性。通过多年的品牌建设，公司在行业内确立了稳固的品牌优势，公司“大红袍”、“好人家”商标被认定为“中国驰名商标”；“大红袍”、“好人家”牌川味复合调味料被认定为“四川名牌产品称号”；“天车”商标获得商务部颁发的“中华老字号”商标认证，公司品牌和产品在消费者中已经树立了广泛的知名度和美誉度。

图 28： “好人家”品牌形象一览



资料来源：美团点评研究院、 餐饮老板内参舌尖数据研究院，川财证券研究所

表格 3. 公司主要品牌荣誉一览

序号	荣誉及证书	奖励等级
1	“天车”商标荣获“中华老字号”称号	国家级
2	“好人家”荣获中国驰名商标	国家级
3	“大红袍”荣获中国驰名商标	国家级
4	农业产业化国家重点龙头公司	国家级
5	“好人家”、“大红袍”荣获四川名牌产品称号	省级

资料来源：公司官网，招股说明书，川财证券研究所

公司现已发展成以火锅底料和川菜调料为主导的大型川味复合调味料生产企业，公司主要品牌包括“大红袍”、“好人家”、“天车”及“有点火”，公司产品包括火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、香辣酱等 9 大类 100 多品种，主要用于家庭、餐饮消费。从天猫旗舰店热销的川味复合调味料品牌来看，天味旗下“好人家”、“大红袍”火锅底料，“好人家”酸菜鱼川味调料在产品品质、价格方面均具备较强的竞争力。

表格 4. 公司核心产品及用途一览

产品分类		产品用途描述	产品图样
核心产品	火锅底料	火锅底料主要用于调制火锅底汤，也可以用于制作炒菜、面食等。	
	川菜调料	川菜调料可用于制作各类川式菜肴，例如水煮鱼、辣子鸡、宫保鸡丁等。	
其他产品	香肠腊肉调料	香肠腊肉调味料可用于家庭、食堂、餐厅制作香肠、腊肉。	
	鸡精	鸡精主要用于家庭烹饪、食品制造领域。	
	香辣酱/甜面酱	香辣酱是烹调各种川菜及各种凉菜、面食的调料。甜面酱可用于烹饪酱爆和酱烧菜，还可蘸食大葱、黄瓜、烤鸭等菜品。	
	方便速食	方便速食主要是指经过预先加工处理，食用时只要冲上开水或汤，或者稍加烹调即可食用的食品，具有快速、便捷的特点。	

资料来源：公司官网，招股说明书，川财证券研究所

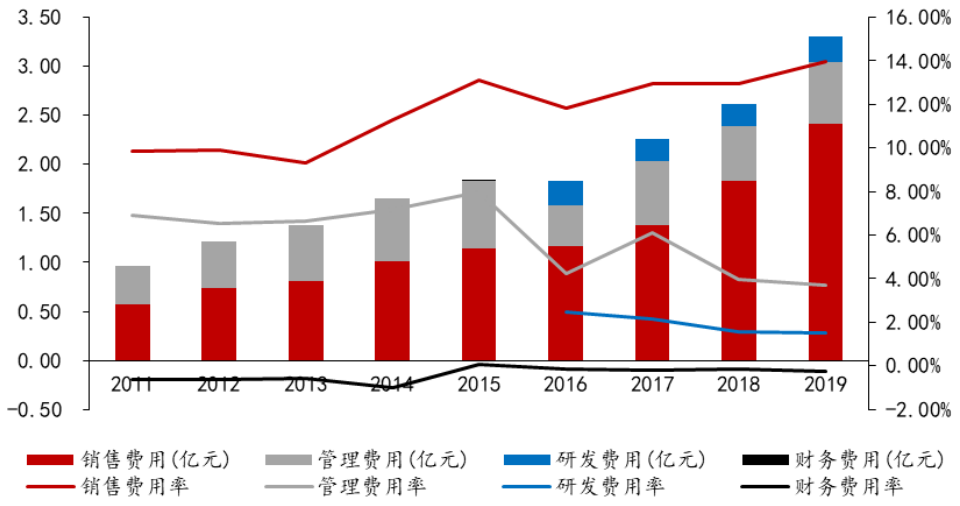
表格 5. 火锅调料、川财调料主要产品价格对比一览

类别	品牌	产品名称	实际价格(元)	重量(克)	均价(元/100g)
火锅调料	海底捞	番茄火锅底料	26.90	200g*2	6.73
		醇香麻辣牛油火锅底料	29.90	150g*3	6.64
		清汤番茄菌汤三鲜火锅料	51.90	110g*2+200*2	8.37
	好人家	麻辣牛油手工火锅底料	59.90	500g*2	5.99
	大红袍	麻辣牛油火锅底料	20.80	400g	5.20
	名扬	牛油火锅底料微辣/特辣	29.80	500g	5.96
	桥头	牛油火锅底料麻辣	30.80	280g*2	5.50
	德庄	手工牛油火锅底料家用	31.80	280g*2	5.68
		牛油火锅料微辣/中辣/高辣	35.80	150g*6	3.98
川菜调料	海底捞	上汤酸菜鱼调味料	40.90	360g*3	3.79
	好人家	靓汤酸菜鱼调料包	41.90	300g*3	4.66
		老坛酸菜鱼调料包	35.90	350g*3	3.42
	桥头	老坛酸菜鱼调料包酸爽/麻辣	23.80	300g*3	2.64
	德庄	老坛酸菜鱼调料麻辣/酸辣	17.90	350g*2	2.56
	名扬	老坛酸菜鱼调料包	44.80	300g*3	4.98

资料来源：天猫旗舰店，川财证券研究所，时间：2020/06/08

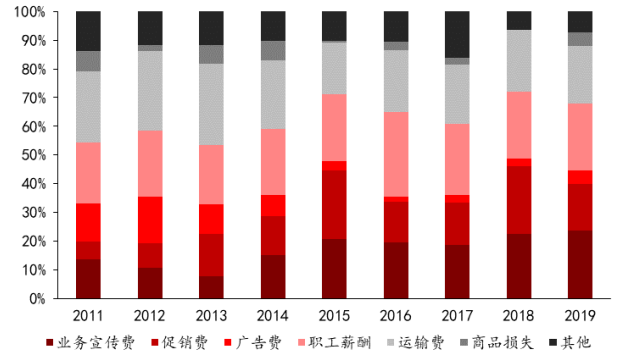
从天味的费用投放情况来看，一方面通过销售费用的持续高投入来提升品牌影响力，另一方面稳定的研发费用投入保证每年新推产品节奏来提升市场竞争力。具体来看，近年来公司销售费用率呈现波动上升趋势，2019 年销售费用率高达 13.95%，其中广告宣传推广费占比 44.67%，即广告宣传费用率为 6.23%，远高于颐海的 1.75%。此外，公司研发费用投入相对稳定，2016-2019 年平均研发费用投入 0.24 亿元，且研发人员相对稳定，目前公司根据市场需求每年会新推产品投放市场测试，从而保证了产品创新的领先水平。

图 29： 公司费用投放一览



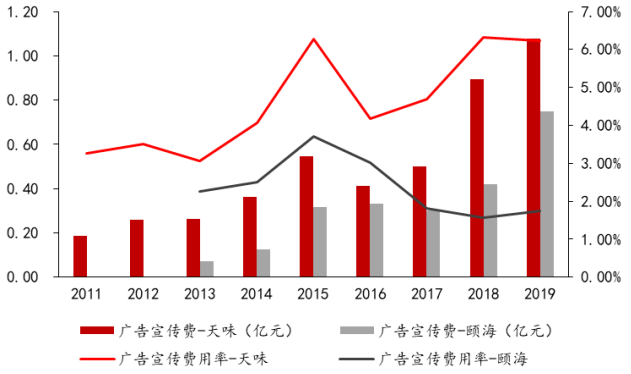
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 30：销售费用明细一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 31：天味与颐海国际广告宣传费投放一览



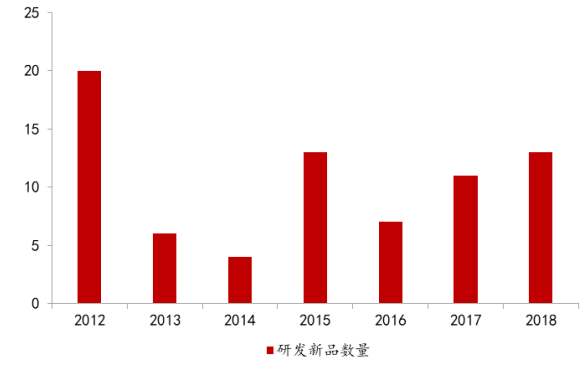
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 32：天味新推产品及其变化情况一览



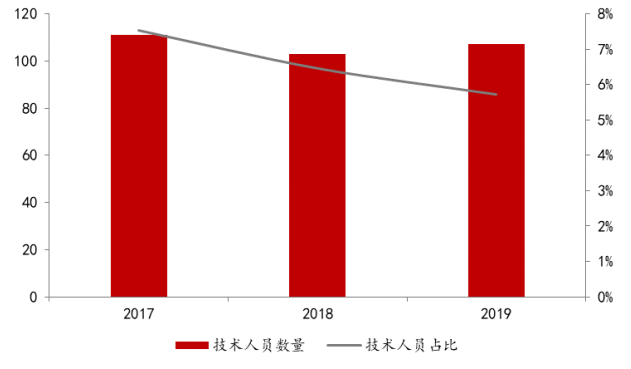
资料来源：公司官网，招股说明书，川财证券研究所

图 33：公司每年研发新品数量



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 34：技术及研发人员数量及占比



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

3.2 加快渠道深耕，定制餐饮、电商高增长

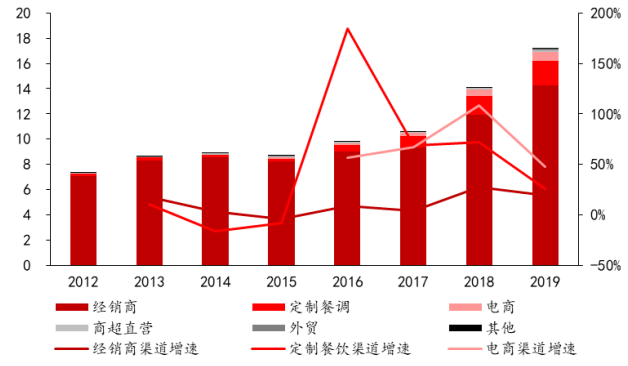
天味以经销渠道为主，上市后加快渠道下沉节奏，同时定制餐饮、电商渠道处于快速增长期，未来渠道结构将更为多元化。

分渠道来看，近两年经销商渠道维持稳定增长，17-19 年 CAGR 为 23.49%，19 年经销商渠道销售收入为 14.27 亿元，收入占比仍高达 83.09%；而定制餐饮和电商渠道呈现高速增长态势，其中定制餐饮渠道销售收入从 15 年的 0.18 亿元快速增加到 19 年的 1.91 亿元，15-19 年 CAGR 高达 79.49%，带动定制餐饮渠道占比从 2.12%快速提升至 11.14%；电商渠道销售收入从 15 年的 0.09 亿元增加到 19 年的 0.72 亿元，带动电商渠道占比从 1.03%快速提升至 4.20%。

从具体经销商层面来看，当前公司已建立覆盖全国的市场营销体系，合作的经销商达到 1221 家，其中销售网络覆盖约 36 万个零售终端、5.96 万个商超卖场和 4.8 万家餐饮连锁单店。经销商渠道作为公司业绩的主要支撑，主要得益于：1）不断对经销商进行布局优化，优胜劣汰；2）与经销商保持长期合作，约 56%的经销商与公司保持 5 年以上的合作关系；3）先款后货、保证金政策、年度销售指标层层分解等成熟健全的经销商管理制度；4）培训与激励机制引导经销商发展。

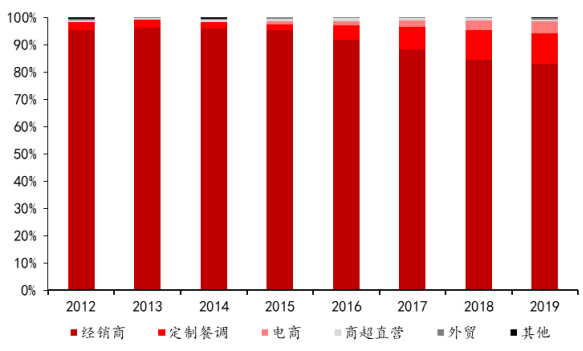
从销售收入的区域分布来看，西南、华中为优势区域，整体实现了泛全国化布局。具体来看，2019 年西南、华中、华东、华北、东北、西北、华南地区收入占比 27.21%、21.68%、16.93%、9.14%、9.58%、7.75%、6.50%。同时西南、华中、华东经销商数量仍保持快速增长态势，未来核心销售区域将持续强化。

图 35：公司分渠道销售收入



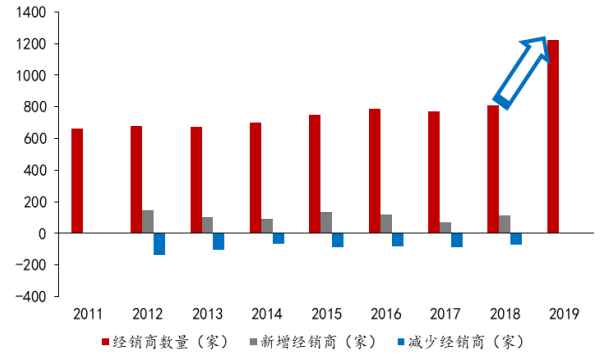
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 36：公司分渠道销售收入占比



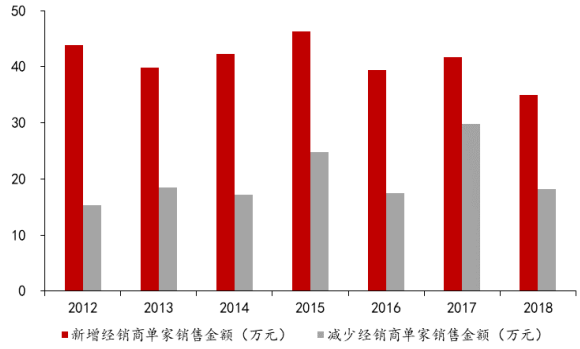
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 37：2019 年经销商数量大幅增加至 1221 家



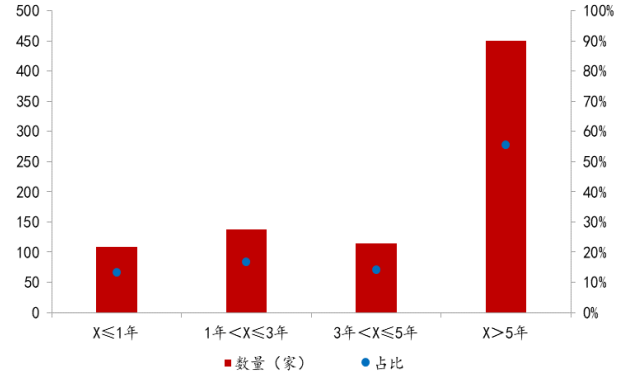
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 38：每年新增/减少经销商单家销售金额



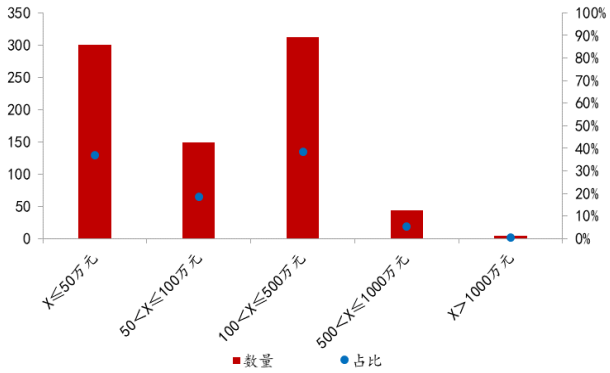
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 39：2018 年公司经销商合作年限分布一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 40：2018 年公司经销商收入规模分布一览



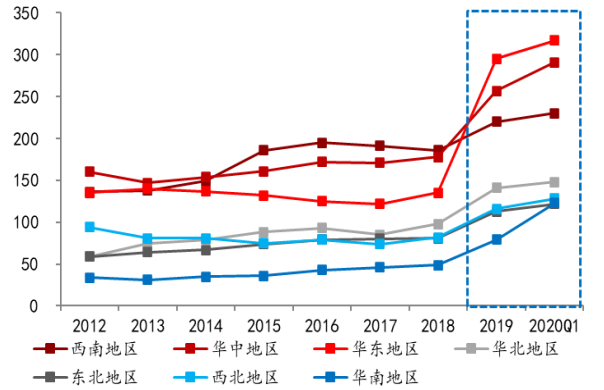
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 41：公司主要销售区域分布情况



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 42：2019 年起公司区域经销商数量大幅增加



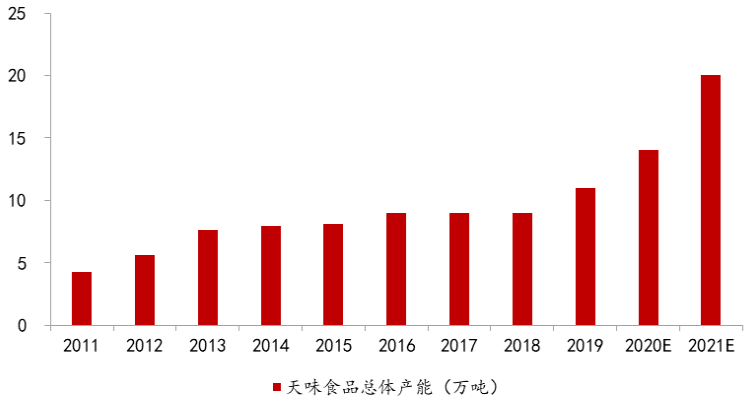
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

3.3 步入产能释放期，股权激励护航高成长

自上市以来，公司加快扩产节奏，未来将步入产能释放期。具体产能投放节奏方面，公司募投项目按照 20%-30%的年均复合增速来匹配产能，其中 2019 年公司产能已达 11 万吨；2020 年随着募投的家园生产基地、双流生产基地这两个改扩建项目完工投产，预计产能将达 14 万吨；此外，2021 年设计新增产能 6 万吨产能，叠加天味食品调味品产业化项目、食品、调味品产业化生产基地扩建项目稳步推进，未来 5 年有望步入产能释放期。

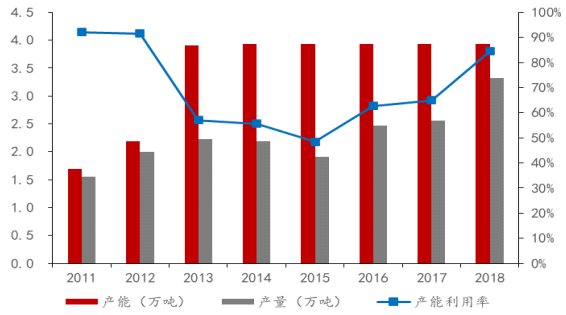
此外，公司最新出台激励方案确保收入保 30%冲 50%，护航未来高增长。公司激励方案包括限制性股票激励、股票期权，其中限制性股票激励业绩考核要求为 20/21 年收入同比+30%/+30%，涵盖高管及核心中层管理人员；而股票期权为公司力争实现的业绩目标，业绩考核要求为 20/21 年收入同比+50%/+50%，主要涵盖核心销售人员。考虑到当前行业持续高增长、集中度相对分散，公司以收入增长为核心指引有助于迅速做大，持续抢占市场份额。

图 43：公司 2021 年规划产能将达到 20 万吨



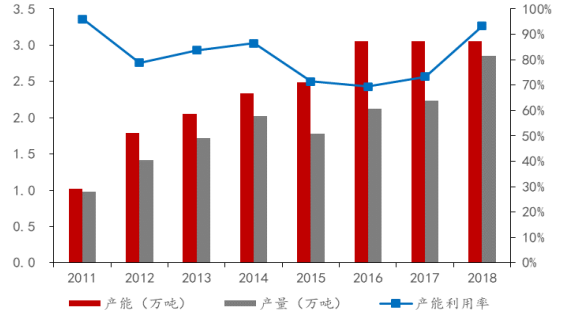
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 44：火锅底料产能、产量及产能利用率情况



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 45：川菜调料产能、产量及产能利用率情况



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

表格 6. 限制性股票在各激励对象间的分配情况一览

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万份）	占本激励计划授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
吴学军	董事、副总裁	18	5.81%	0.03%
于志勇	董事、副总裁	12	3.87%	0.02%
何昌军	副总裁、董事会秘书	12	3.87%	0.02%
沈松林	副总裁、拟选举为董事	12	3.87%	0.02%
王红强	技术总监、拟选举为董事	12	3.87%	0.02%
杨丹霞	财务总监	12	3.87%	0.02%
中层管理人员（71人）		182	58.71%	0.30%
预留部分		50	16.13%	0.08%
合计		310	100.00%	0.52%

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 7. 限制性股票在公司层面业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
首次及预留授予的限制性股票第一个解除限售期	以2019年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于30%；
首次及预留授予的限制性股票第二个解除限售期	以2019年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于69%。

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 8. 股票期权在各激励对象间的分配情况一览

姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占本激励计划授予股票期权总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
吴学军	董事、副总裁	18	4.29%	0.03%
中层管理人员（112人）		352	83.81%	0.59%
预留部分		50	11.90%	0.08%
合计		420	100.00%	0.70%

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 9. 股票期权在公司层面业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
首次及预留授予的股票期权第一个行权期	以2019年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于50%；
首次及预留授予的股票期权第二个行权期	以2019年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于125%。

资料来源：Wind，川财证券研究所

四、盈利能力相对稳定，未来需提升整体运营效率

4.1 原材料波动成本可控，盈利能力相对稳定

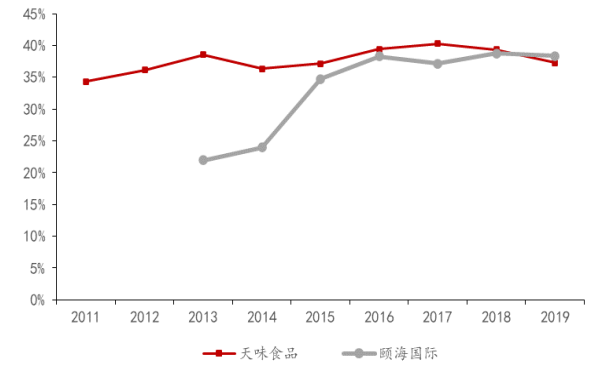
天味近年来盈利能力虽有小幅波动，但整体相对稳定，其中 11-19 年平均毛利率为 37.66%，平均净利率为 17.80%。分产品来看，主营火锅底料、川菜调料近几年成本端波动有所加大，但整体影响可控，长期来看毛利率水平仍将相对稳定。

表格 10. 毛利率敏感性分析

项目		2015	2016	同比变动	2017	同比变动	2018	同比变动	2019	同比变动
火锅底料	单价(元/千克)	19.51	18.67	-4.33%	19.82	6.18%	20.77	4.75%	21.68	4.38%
	单位成本(元/千克)	11.84	11.06	-6.57%	12.13	9.70%	12.64	4.19%	13.73	8.64%
	毛利率	39.33%	40.75%	1.42pct	38.79%	-1.96pct	39.12%	0.33pct	36.64%	-2.48pct
川菜调料	单价(元/千克)	1.71	1.67	-2.40%	1.75	4.72%	1.84	5.07%	1.81	-1.82%
	单位成本(元/千克)	1.05	1.01	-4.28%	1.01	0.28%	1.10	8.60%	1.11	1.03%
	毛利率	38.56%	39.75%	1.18pct	42.30%	2.55pct	40.36%	-1.94pct	38.63%	-1.73pct

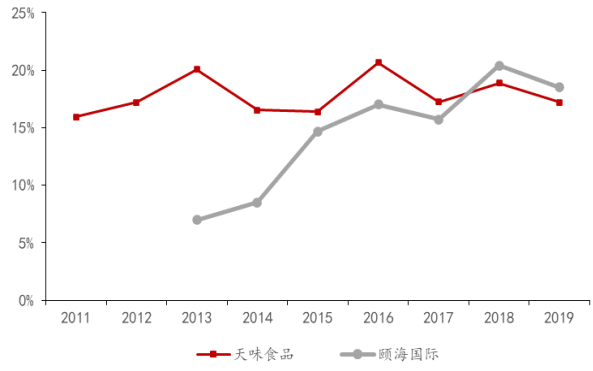
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 46：天味、颐海毛利率情况一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 47：天味、颐海净利率情况一览



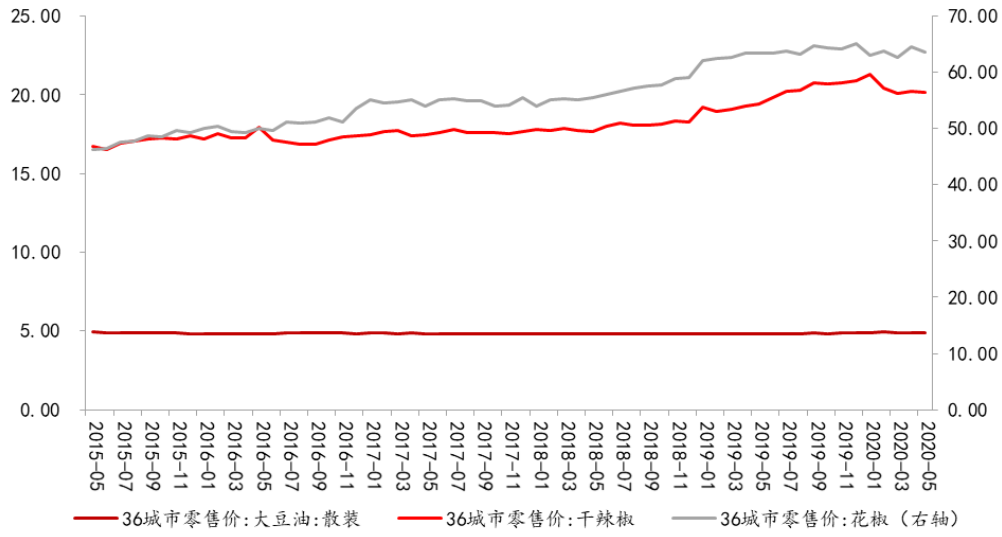
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

从价格端来看，各品类产品价格稳中有升。产品平均销售单价主要是由公司定价政策、搭赠比率和产品结构决定，公司根据产品的成本、市场状况和竞争对手的定价等因素综合考虑确定价格，通常以产品搭赠的形式进行销售，搭赠比率越高，产品平均价格越低。其中 2017 年价格上升主因公司进行价格调整及

折扣率降低所致，2018 年价格上升主因手工火锅等新品价格较高所致。

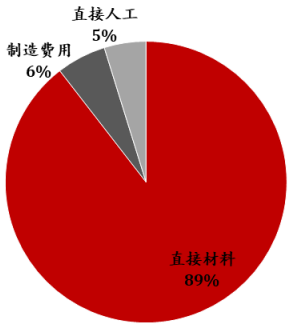
从成本端来看，短期波动主要受直接材料影响。2016-2018 年直接材料占比分别为 88.15%、88.20%及 89.51%，其中油脂、辣椒、花椒、包装物等为直接材料的主要品类，分别占直接材料成本的比例为 22.68%、8.07%、12.97%、13.50%，合计占比 57.23%。从原材料价格走势来看，占比最高的油脂类原材料价格相对稳定，而辣椒、花椒等原材料价格波动上升，但由于所用原材料种类繁多，各细类原材料占成本比例不高，且原材料价格变动有增有减，因此总体上对主营业务成本不构成重大影响。

图 48： 主要原材料全国价格走势



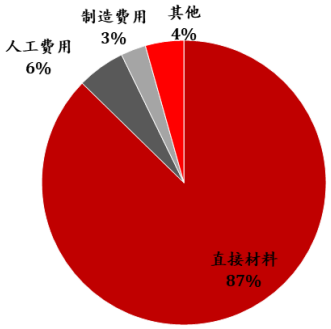
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 49： 天味主营成本构成一览



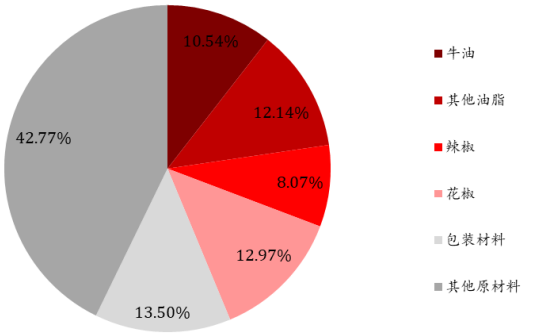
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 50： 颐海主营成本构成一览



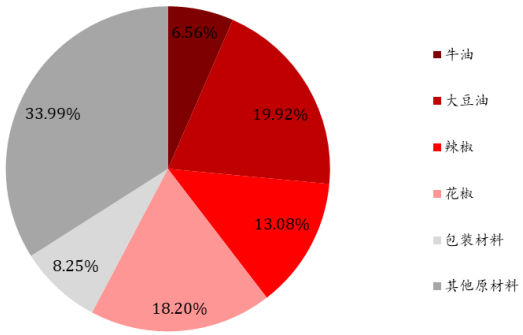
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 51： 天味直接材料构成一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 52： 颐海直接材料构成一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

4.2ROE 维持高位，未来需提升整体运营效率

天味食品和颐海国际为火锅底料和中式复合调味料头部企业，近三年（2017-2019）天味、颐海平均 ROE 分别为 19.76%、23.56%。从 ROE 具体拆分来看，高 ROE 水平主要来自高盈利能力和高周转。

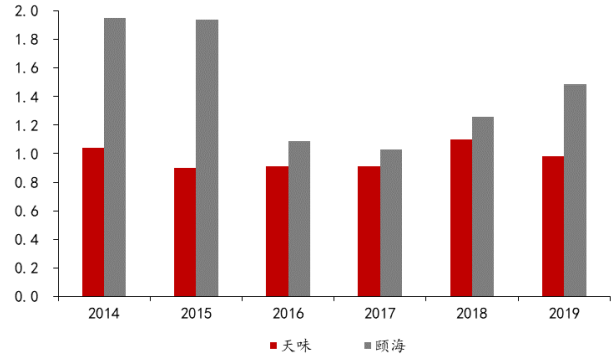
盈利方面，复合调味料行业盈利能力相当可观，近三年（2017-2019）天味、颐海平均净利率分别为 17.77%、18.20%。周转方面，颐海的周转能力优于天味，主要源于天味 2019 年上市后货币资金及交易性金融资产大幅增加拖累周转效率所致。此外，天味存货周转率与颐海相近，但由于天味采用先款后货模式，应收账款周转率显著高于颐海。

表格 11. 天味、颐海 ROE 水平及详细杜邦财务拆分

公司	杜邦财务拆分	2014	2015	2016	2017	2018	2019
天味食品	**ROE**	**22.53%**	**18.43%**	**21.50%**	**19.74%**	**23.42%**	**16.12%**
	净利率	16.54%	16.39%	20.67%	17.25%	18.87%	17.19%
	资产周转率	1.04	0.90	0.91	0.91	1.10	0.98
	权益乘数	1.40	1.31	1.22	1.28	1.22	1.16
颐海国际	**ROE**	**92.94%**	**87.76%**	**14.75%**	**17.36%**	**25.82%**	**27.49%**
	净利率	8.52%	14.69%	17.01%	15.71%	20.39%	18.51%
	资产周转率	1.95	1.94	1.09	1.03	1.26	1.49
	权益乘数	6.12	4.66	1.43	1.17	1.22	1.25

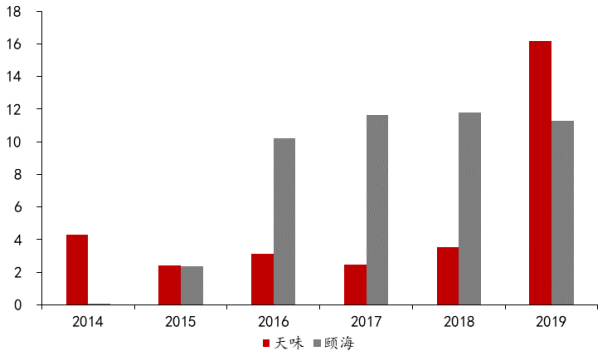
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 53： 天味、颐海总资产周转率对比一览



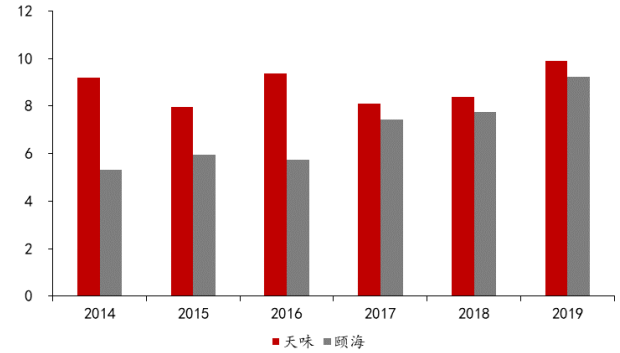
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 54： 天味、颐海货币资金及交易性金融资产对比一览（亿元）



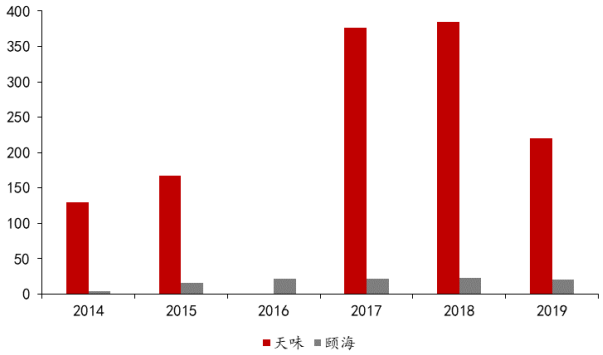
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 55： 天味、颐海存货周转率对比一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 56： 天味、颐海应收账款周转率对比一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

五、盈利预测与估值

基于以上对公司的经营分析，我们认为产品、渠道协同发力将助力公司未来三年步入产能释放期。产能投放节奏方面，公司募投项目按照 20%-30%的年均复合增速来匹配产能，其中 2019 年公司产能已达 11 万吨；2020 年随着募投的家园生产基地、双流生产基地这两个改扩建项目完工投产，预计产能将达 14 万吨；此外，2021 年设计新增产能 6 万吨产能，叠加天味食品调味品产业化项目、食品、调味品产业化生产基地扩建项目稳步推进，未来 5 年有望步入产能释放期。分产品来看，我们预计 2020-2022 年火锅底料销量将分别达到 4.52、5.42、6.40 万吨，预计 2020-2022 年川菜调料销售将分别达到 5.49、7.14、8.93 万吨，未来主营火锅底料、川菜调料两大业务均有望实现较快增长。

（1）收入端：

火锅底料：我们预计 2020-2022 年火锅底料销售收入分别为 10.28、12.96、16.05 亿元，分别同比增长 26.00%、26.00%、23.90%。

川菜调料：我们预计 2020-2022 年川菜调料销售收入分别为 10.42、14.22、18.67 亿元，分别同比增长 36.50%、36.50%、31.25%。

（2）利润端：

火锅底料：我们预计 2020-2022 年火锅底料毛利率水平整体将稳定在当前 36.50%的水平。

川菜调料：我们预计 2020-2022 年川菜调料毛利率水平整体将稳定在当前 38.00%的水平。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 22.48、29.24、37.13 亿元；归母净利润分别为 3.47、4.56、5.84 亿元；EPS 分别为 0.58、0.76、0.97 元/股，对应当前 PE 分别为 91.85、69.89、54.60 倍。考虑到公司产品、渠道齐发力，当前产能释放有望助力业绩高增长，首次覆盖给予“增持”评级。

表格 12. 公司主营业务量价拆分及预测

主营业务详细拆分		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
火锅底料	销售收入（百万）	685.13	816.02	1028.18	1295.51	1605.14
	增速	37.48%	19.10%	26.00%	26.00%	23.90%
	销量（万吨）	3.30	3.76	4.52	5.42	6.40
	吨价（万元/吨）	2.08	2.17	2.28	2.39	2.51
	毛利率	39.12%	36.64%	36.50%	36.50%	36.50%
川菜调料	销售收入（百万）	517.51	763.39	1042.03	1422.37	1866.86
	增速	34.10%	47.51%	36.50%	36.50%	31.25%
	销量（万吨）	2.81	4.23	5.49	7.14	8.93
	吨价（万元/吨）	1.84	1.81	1.90	1.99	2.09
	毛利率	40.36%	38.63%	38.00%	38.00%	38.00%
香肠腊肉调料	销售收入（百万）	117.34	39.49	49.75	57.47	66.37
	增速	36.92%	-66.35%	26.00%	15.50%	15.50%
	销量（万吨）	0.50	0.17	0.20	0.22	0.24
	吨价（万元/吨）	2.37	2.35	2.47	2.59	2.72
	毛利率	40.73%	35.94%	36.00%	36.00%	36.00%
鸡精	销售收入（百万）	37.86	41.85	48.34	55.84	64.49
	增速	7.90%	10.55%	15.50%	15.50%	15.50%
	销量（万吨）	0.21	0.22	0.24	0.27	0.30
	吨价（万元/吨）	1.84	1.88	1.98	2.08	2.18
	毛利率	41.04%	40.17%	40.00%	40.00%	40.00%
香辣酱	销售收入（百万）	25.89	37.44	49.14	61.91	78.01
	增速	-27.84%	44.62%	31.25%	26.00%	26.00%
	销量（万吨）	0.18	0.26	0.33	0.39	0.47
	吨价（万元/吨）	1.44	1.44	1.51	1.58	1.66
	毛利率	34.41%	29.07%	30.00%	30.00%	30.00%
其他主营业务	销售收入（百万）	25.64	19.00	19.95	20.94	21.99
	增速	27.66%	-25.90%	5.00%	5.00%	5.00%
	销量（万吨）	0.22	0.19	0.19	0.19	0.19
	吨价（万元/吨）	1.19	0.99	1.04	1.10	1.15
	毛利率	27.82%	38.81%	38.00%	38.00%	38.00%

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 13. 分产品盈利预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
火锅底料	收入（百万）	685.13	816.02	1,028.18	1,295.51	1,605.14
	毛利率(%)	39.12	36.64	36.50	36.50	36.50
	同比	37.48%	19.10%	26.00%	26.00%	23.90%
川菜调料	收入（百万）	517.51	763.39	1,042.03	1,422.37	1,866.86
	毛利率(%)	40.36	38.63	38.00	38.00	38.00
	同比	34.10%	47.51%	36.50%	36.50%	31.25%
香肠腊肉调料	收入（百万）	117.34	39.49	49.75	57.47	66.37
	毛利率(%)	40.73	35.94	36.00	36.00	36.00
	同比	36.92%	-66.35%	26.00%	15.50%	15.50%
鸡精	收入（百万）	37.86	41.85	48.34	55.84	64.49
	毛利率(%)	41.04	40.17	40.00	40.00	40.00
	同比	7.90%	10.55%	15.50%	15.50%	15.50%
香辣酱	收入（百万）	25.89	37.44	49.14	61.91	78.01
	毛利率(%)	34.41	29.07	30.00	30.00	30.00
	同比	-27.84%	44.62%	31.25%	26.00%	26.00%
其他主营业务	收入（百万）	25.64	19.00	19.95	20.94	21.99
	毛利率(%)	27.82	38.81	38.00	38.00	38.00
	同比	27.66%	-25.90%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	收入（百万）	3.50	10.15	10.15	10.15	10.15
	毛利率(%)	2.81	9.66	10.00	10.00	10.00
	同比	-27.26%	189.77%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	收入（百万）	714.27	845.16	1058.27	1326.60	1637.27
	毛利率(%)	39.38	37.29	37.01	37.07	37.11
	同比	32.56%	22.26%	30.12%	30.11%	26.98%

资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 14. 可比公司估值表一览

日期	2020/6/28	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	（元）	（亿元）	20E	21E	22E	20E	21E	22E
603288.SH	海天味业	123.80	4,011.67	1.9	2.3	2.7	63.7	53.9	45.8
600872.SH	中炬高新	56.21	447.79	1.1	1.3	1.6	52.6	42.3	34.8
603027.SH	千禾味业	28.18	187.63	0.4	0.5	0.7	69.2	53.4	41.8
600305.SH	恒顺醋业	18.82	188.76	0.4	0.4	0.5	51.9	44.6	37.8
603755.SH	日辰股份	83.45	82.29	1.1	1.3	1.7	79.0	62.0	49.8
			平均值				*63.3*	*51.2*	*42.0*
603317.SH	天味食品	53.21	318.77	0.6	0.8	1.0	91.85	69.89	54.60

资料来源：Wind，川财证券研究所，股价截止时间为 2020 年 06 月 28 日

风险提示

1）食品质量安全的风险；

2）主要原材料价格波动的风险；

3）产品销售的季节性风险；

4）经销商渠道管理的风险。

报表预测					
利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1412.9	1727.3	2247.5	2924.2	3713.0
减:营业成本	856.5	1083.3	1415.7	1840.3	2335.3
营业税金及附加	15.9	15.3	20.0	26.0	33.0
营业费用	183.1	240.9	337.1	438.6	557.0
管理费用	55.8	63.9	83.2	108.2	137.4
财务费用	-1.8	-4.5	-17.1	-25.8	-36.8
资产减值损失	0.3	0.0	0.4	0.4	0.4
加:投资收益	15.5	28.7	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	299.6	333.7	408.3	536.6	686.9
加:其他非经营损益	11.1	12.7	0.0	0.0	0.0
利润总额	310.7	346.4	408.3	536.6	686.9
减:所得税	44.1	49.5	61.2	80.5	103.0
净利润	266.6	297.0	347.1	456.1	583.9
减:少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司股东净利润	266.6	297.0	347.1	456.1	583.9
资产负债表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	290.3	617.8	903.8	1397.6	1881.1
应收和预付款项	20.9	26.9	33.1	44.9	54.1
存货	121.1	98.3	188.4	184.3	288.7
其他流动资产	502.7	940.2	940.2	940.2	940.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	347.3	361.9	312.4	262.8	213.3
无形资产和开发支出	34.9	34.2	29.3	24.3	19.3
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	1317.1	2079.3	2407.2	2854.1	3396.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	175.4	233.3	272.1	339.2	395.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	3.5	4.1	4.1	4.1	4.1
负债合计	178.9	237.4	276.2	343.3	399.6
股本	371.8	413.2	413.2	413.2	413.2
资本公积	38.2	486.2	486.2	486.2	486.2
留存收益	728.3	942.6	1231.7	1611.5	2097.8
归属母公司股东权益	1138.3	1841.9	2131.0	2510.9	2997.1
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益合计	1138.3	1841.9	2131.0	2510.9	2997.1
负债和股东权益合计	1317.1	2079.3	2407.2	2854.1	3396.8

现金流量表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	265.0	378.0	326.8	544.2	544.2
投资性现金净流量	-60.0	-459.2	0.0	0.0	0.0
筹资性现金净流量	-94.7	402.7	-40.9	-50.3	-60.7
现金流量净额	110.3	321.4	285.9	493.9	483.5

财务分析和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	39.4%	37.3%	37.0%	37.1%	37.1%
销售净利率	18.7%	17.1%	15.4%	15.6%	15.7%
ROE	23.4%	16.1%	16.3%	18.2%	19.5%
ROA	23.2%	16.3%	16.3%	17.9%	19.1%
成长能力					
销售收入增长率	32.6%	22.3%	30.1%	30.1%	27.0%
净利润增长率	44.5%	11.7%	17.6%	31.4%	28.0%
资本结构					
资产负债率	13.6%	11.4%	11.5%	12.0%	11.8%
流动比率	5.3	7.2	7.6	7.6	8.0
速动比率	1.8	6.8	6.9	7.0	7.3
经营效率					
总资产周转率	1.1	0.8	0.9	1.0	1.1
存货周转率	7.1	11.0	7.5	10.0	8.1
业绩和估值					
EPS	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0
BPS	1.9	3.1	3.6	4.2	5.0
PE	119.6	107.3	91.8	69.9	54.6
PB	28.0	17.3	15.0	12.7	10.6

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857