



Research and
Development Center

调味品行业报告：酱油篇

——酱油行业四大发展趋势及行业内企业对比

2019年9月26日

郭荆璞 行业分析师

王见鹿 研究助理

证券研究报告

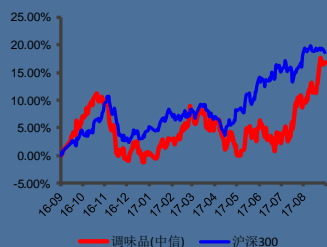
行业研究——投资策略

调味品行业



首次评级

调味品行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

行业规模及信达覆盖

股票家数(只)	14
总市值(亿元)	2291
流通市值(亿元)	2079
信达覆盖家(只)	1
覆盖流通市值(亿元)	178

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

邮箱：guojingpu@cindasc.com

王见鹿 研究助理

联系电话：+86 21 61678591

邮箱：wangjianlue@cindasc.com

调味品行业报告：酱油篇

酱油行业四大发展趋势及行业内企业对比

2017年09月26日

本期内容提要：

- ◆ **调味品行业产业链概况：**调味品行业产业链较短，上游为大豆、淀粉、玉米、小麦、大米、食盐等原材料；其主要的下游消费渠道有：餐饮采购、家庭消费和食品加工——其中，食品加工渠道主要以大宗调味品为主，酱醋类调味品的主要渠道则以餐饮采购和家庭消费为主。截止2015年，调味品行业营业收入合计2,763.67亿元(yoy 5.22%)，其中酱油955.07亿元(yoy 10.46%)，味精446.33亿元(yoy 3.05%)，其他调味品1,362.28亿元(yoy 9.93%)。
- ◆ **调味品行业发展趋势：**在消费升级的过程中，能改善食物口味、提高饮食质量的调味品获得了快速发展。根据国家统计局数据，截止2015年的10年间，调味品的营业收入平均复合增速为16.6%。但由于我国经济增长放缓，同时国家遏制三公消费，餐饮行业的公务宴请需求几乎消弭，削弱了对调味品的存量需求。2015年行业营业收入增速跌至个位数，仅录得5.22%，为历史最低水平；另外，根据中国调味品协会对中国调味品品牌企业百强统计结果显示，2015、2016两年百强企业总销售收入增速分别仅为11.6%和6.1%。但随着全国餐饮2017年上半年显现强劲复苏势头(yoy 11.2%)，调味品行业增速有望触底反弹。
- ◆ **看好调味品行业的理由：**1) 调味品是我国人民生活中的必需品，在全球宏观经济出现波动时，中国传统酱料行业仍然存在刚性需求；2) 在低油价时期，全球物流行业都在低成本的推动下经历飞速发展，但有别于高端零食和酒类的高单价、高毛利，调味品的单价低、运输成本占比高，因此线下购买仍然是其主流渠道，导致其受网上电商的冲击小，给予行业内企业充分布局全渠道的宝贵时间；3) 不同于食品饮料行业其他产品，调味品通常不会一次性(冲动性)消费，品牌对消费者极有粘性；4) 消费者越来越多地把价值放在质量(即品味)上，这表明令食物好吃的核心成分(即产品质量)价值将会提升。
- ◆ **酱油行业现状及四大发展趋势：**1) 产量增速放缓，消费者分别在健康和口味多元化上付出溢价，产品升级>产量增长；2) 参照日本经验，未来国内酱油还将出现更多细分功能，产品升级仍将持续，产品创新>产量增长；3) 一方面人均收入增加导致外出就餐比例提升，另一方面产品升级致使大包装家用酱油越来越多的被小包装专用酱油所取代，家用酱油市场面临分化；4) 龙头企业持续扩大市场份额，行业集中度向品牌力强的企业提高。
- ◆ **酱油行业创造品牌影响力的三大要素：**1) 以消费者为中心的市场策略；2) 积极的外延并购策略，建立平台型公司的基础。3) 更加多元化的市场营销能力。

- ◆ **主要酱油公司比较：**酱油行业主要上市公司有海天味业、中炬高新、千禾味业和加加酱油；欣和、东古、味事达也以其畅销的酱油产品占有一席之地。海天定位中端，作为调味品龙头不断提高高端占比并树立品牌形象；中炬高新吨价最高，净利率、毛利率稳步增长，产品结构较符合消费升级；千禾不断提升价格，塑造高端的品牌形象，长期竞争力有望逐步凸显。
- ◆ **行业评级及理由：**调味品行业受益下游餐饮消费及食品加工需求的提振，增速触底反弹趋势明显。作为最大子品类，酱油亦将受益。更为重要的是，随着消费者对食品质量和功能性要求的不断提升，行业集中度将显著向品牌企业延伸。酱油品牌企业亦正通过扩产、并购等路径进行外延扩张，增强市场影响力。行业增长确定性强，上市的酱油品牌企业市占率居前，因此给予行业“看好”评级。
- ◆ **风险因素：**1) 调味品原材料、包材及原材料价格剧烈波动造成公司盈利水平下降的风险；2) 公司渠道拓展进度不及预期从而导致公司产品供大于求的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，行业竞争力降低的风险；5) 食品安全问题。

目录

调味品行业发展趋势探讨.....	2
调味品行业产业链概况.....	2
调味品行业市场规模及增速.....	3
国内外调味品市场对比.....	4
酱油——我国最大的调味品子品类.....	7
酱油酿造方式.....	7
酱油行业的现状及发展趋势.....	8
构建品牌影响力的三大要素.....	16
调味品市场竞争态势.....	20
主要酱油公司比较.....	20
行业评级及理由.....	29
风险因素.....	29

表目录

表 1 特级酱油感官特性及理化标准.....	17
表 2 我国企业主导的行业并购.....	19
表 3 酱油行业主要公司概况.....	21

图目录

图 1 调味品产业链.....	2
图 2 1999-2015 年中国调味品主营业务收入及增速 (亿元, %).....	3
图 3 2013-2016 调味品百强企业总收入增长情况 (亿元).....	3
图 4 2015—2017 年社会消费品零售总额累计增速及网上零售增速 (%).....	3
图 5 2010-2017 全国餐饮市场规模及增速 (亿元, %).....	4
图 6 2016-2017 全国餐饮月度收入及增速对比 (亿元, %).....	4
图 7 中国调味品行业集中度低 (%).....	5
图 8 调味品使用渗透率 (%).....	5
图 9 中国调味品市场构成 (%).....	6
图 10 日本调味品市场构成 (%).....	6
图 11 韩国调味品市场构成 (%).....	6
图 12 中国调味品收入构成 (%).....	7
图 13 2008—2016 年我国酱油产量及增速情况 (万吨, %).....	8
图 14 2008—2015 年我国酱油吨价 (万吨, %).....	8
图 15 我国酱油行业收入规模变化情况 (亿元, %).....	9
图 16 2008—2016 年我国人均酱油消费量及增速 (千克, %).....	9
图 17 截止 2016 年中国、韩国和日本人均调味品消费量对比 (日本平均值=100) ..	10
图 18 酱油消费升级路径.....	10
图 19 调味品公司纷纷推出高端酱油产品.....	11
图 20 目前酱油主流价格带 8-10 元.....	11
图 21 韩国、中国和日本酱料价格对比 (每吨价格/人均 GDP).....	12
图 22 日本人均传统酱油消费量持续下降 (千升, %).....	13
图 23 日本黄豆调味酱替代传统酱油 (万吨, %).....	13
图 24 小包装和餐饮用酱油挤压大包装家用酱油市场 (%).....	14
图 25 日本酱油 CR5+9 集中度不断提升 (%).....	15
图 26 中国酱油行业 CR5 只有 19%(%).....	15
图 27 日本酱油市场份额 (%).....	16
图 28 韩国酱油市场份额 (%).....	16
图 29 中国味精市场份额 (%).....	16
图 30 消费者购买酱油的考虑因素.....	17
图 31 欣和六月鲜在“知乎”网站赢得消费者美誉度.....	18
图 32 阜丰和味好美占我国调味品市场份额的变化情况 (%).....	19
图 33 海天食品——产量及市占率稳居第一.....	22
图 34 酱油、蚝油、调味酱占海天收入的 90%以上 (%).....	22
图 35 海天味业产品以中档为主 (%).....	22
图 36 中炬高新——中高顿定位.....	23
图 37 主营业务构成变化及调味品收入增速 (亿元, %).....	24
图 38 中炬高新酱油吨价最高 (元).....	24
图 39 千禾味业——聚焦超高端.....	24
图 40 千禾味业收入构成以酱油、焦糖色和食醋为主 (%).....	25
图 41 千禾味业主要产品.....	25

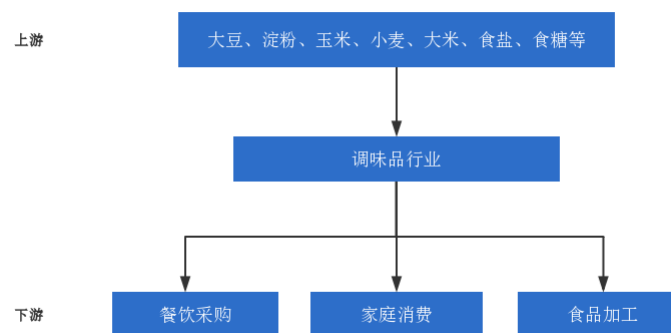
图 42	山东欣和——后起之秀，产能瓶颈图	25
图 43	欣和六月鲜主要产品售价（元）	26
图 44	东古调味品——品类待开拓	27
图 45	东古一品鲜鲜主要产品售价（元）	27
图 46	亨氏味事达——扩产能提升市场占有率	27
图 47	味事达味极鲜酱油售价（元）	27
图 48	主要酱油公司主流品牌定位	28

调味品行业发展趋势探讨

调味品行业产业链概况

调味品行业产业链较短，上游为大豆、淀粉、玉米、小麦、大米、食盐等原材料，从调味品的消费需求来看，其主要的下游消费渠道有：餐饮采购、家庭消费和食品加工。其中，食品加工渠道主要以大宗品味精为主，酱醋类调味品的主要渠道则以餐饮采购和家庭消费为主。

图 1 调味品产业链



资料来源：信达证券研发中心整理

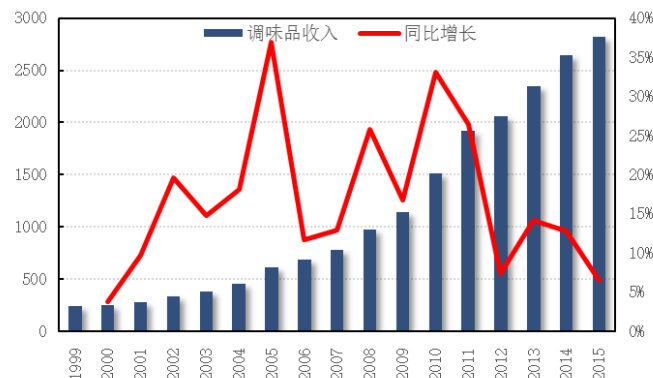
按照消费终端进行划分，调味品市场的需求主要来源于餐饮采购、家庭消费和食品加工三个方面，2007年三者占比约4:3:3，我们估算目前占比约5:4:1。其中餐饮业是调味品过去10年快速发展的重要动力。这主要是因为1) 餐馆消费吃菜较多，2) 餐馆为提高色香味，使用调味品较多，3) 餐饮业较家庭做饭浪费较多。三个因素导致餐饮业调味品用量大、增速快。

我们看好调味品版块，主要基于如下原因：1) 调味品是我国生活中的必需品，在全球宏观经济出现波动时，中国传统酱料行业仍然存在刚性需求；2) 在低油价时期，全球物流行业都在低成本的推动下经历飞速发展，但有别于高端零食和酒类的高单价、高毛利，调味品的单价低、运输成本占比高，因此线下购买仍然是其主流渠道，导致其受网上电商的冲击小，给予行业内企业充分布局全渠道的宝贵时间；3) 不同于食品饮料行业其他产品，调味品通常不会一次性（冲动性）消费，品牌对消费者极有粘性；4) 消费者越来越多地把价值放在质量（即品味）上，这表明令食物好吃的核心成分（即产品质量）价值将会提升。

调味品行业市场规模及增速

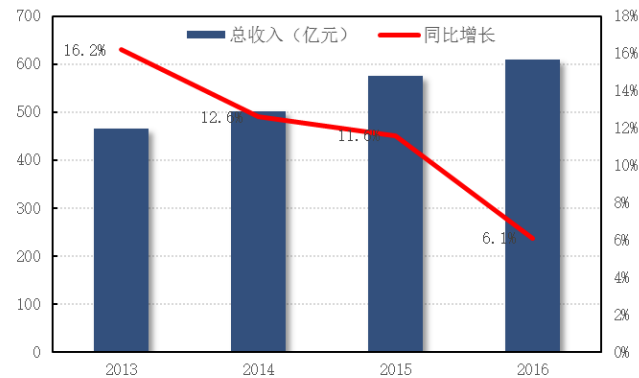
改革开放以来，我国国民经济高速增长，居民收入水平和消费水平有了很大提高。在消费升级的过程中，能改善食物口味、提高饮食质量的调味品获得了快速发展。根据国家统计局数据，截止 2015 年的 10 年间，调味品的营业收入平均复合增速为 16.6%。调味品行业营业收入合计 2,763.67 亿元 (yoy 5.22%)，其中酱油 955.07 亿元 (yoy 10.46%)，味精 446.33 亿元 (yoy 3.05%)，其他调味品 1,362.28 亿元 (yoy 9.93%)。

图 2 1999-2015 年中国调味品主营业务收入及增速 (亿元, %)



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

图 3 2013-2016 调味品百强企业总收入增长情况 (亿元)



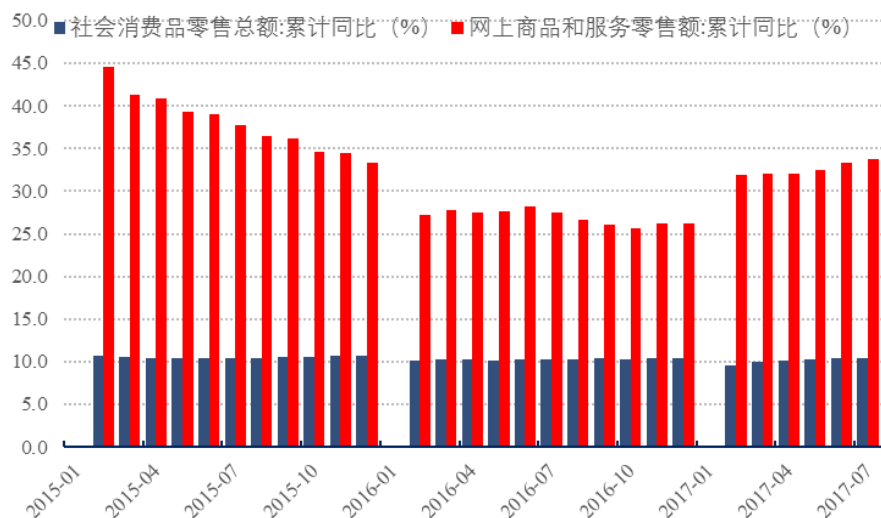
资料来源：中国调味品协会，信达证券研发中心整理

1) 餐饮增速回暖带动行业增速触底反弹

2015 年行业营业收入增速跌至个位数，仅录得 5.22%，为历史最低水平；另外，根据中国调味品协会对中国调味品品牌企业百强统计结果显示，2015、2016 两年百强企业总销售收入增速分别仅为 11.6% 和 6.1%，行业整体增速趋势放缓。这一方面是由于我国经济增长放缓，另一方面则因国家遏制三公消费，餐饮行业的公务宴请需求几乎消弭，转而削弱了对调味品的存量需求。餐饮渠道消费对调味品行业的收入贡献高达 50%，是影响调味品行业收入增速的最主要来源。2012 年以来，餐饮市场规模增速下降，仅在 2015 年增速上升，后持续下降。餐饮社销数据 2016 年同比增 10.8%，限额以上餐饮 2016 年同比增 6.0%，增速持续下滑。

然而，2017 年上半年，经济环境好转，线上和线下零售总额增速均较 2016 年同期有所提升，“U”形走势十分明显。这也带动了餐饮行业的恢复增长。

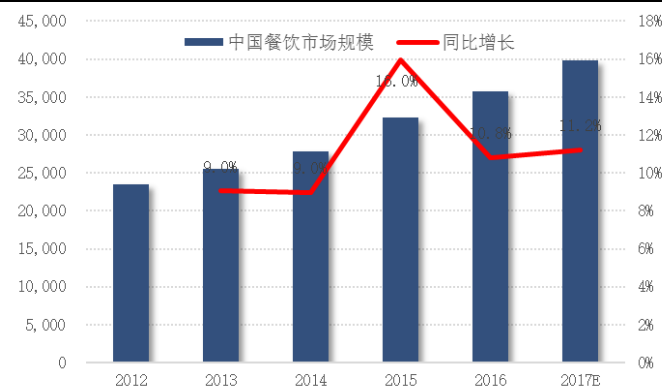
图 4 2015—2017 年社会消费品零售总额累计增速及网上零售增速 (%)



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

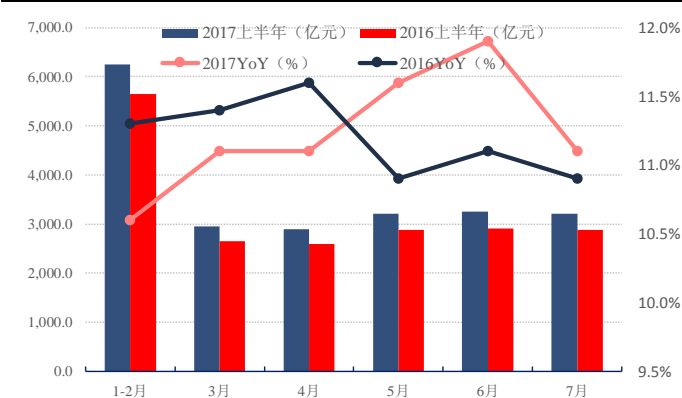
国家统计局数据显示，2017 年上半年全国餐饮各月度增长都保持在 10.6% 以上增速，上半年餐饮行业总体增速 11.2%，增幅与 2016 年同期持平。虽然 1-4 月份增幅相对偏低，但自 5 月起反超，6 月达到最高点 11.9%，显现了强劲的增长势头。2017 年 7 月，单月同比增速 11.1% 仍略高于去年同期的 10.9%，景气延续至三季度。我们判断餐饮行业的高景气度有望在下半年持续，进而提振对调味品需求，带动行业增速触底反弹。

图 5 2010-2017 全国餐饮市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源：第一财经商业数据中心，信达证券研发中心整理

图 6 2016-2017 全国餐饮月度收入及增速对比 (亿元, %)



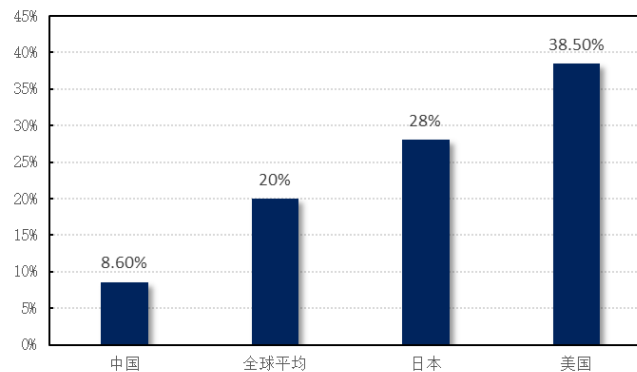
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

内外调味品市场对比

1) 调味品行业集中度有待提高

从调味品行业整体来看，日本、美国调味品行业 CR5 分别高达 28%、38.5%，截止 2016 年末，我国调味品 CR5 不足 9%，低于 20% 的全球平均水平，行业集中度非常低，未来提升空间大。长期来看，随着调味品行业发展，行业集中度提升是趋势。

图 7 中国调味品行业集中度低 (%)

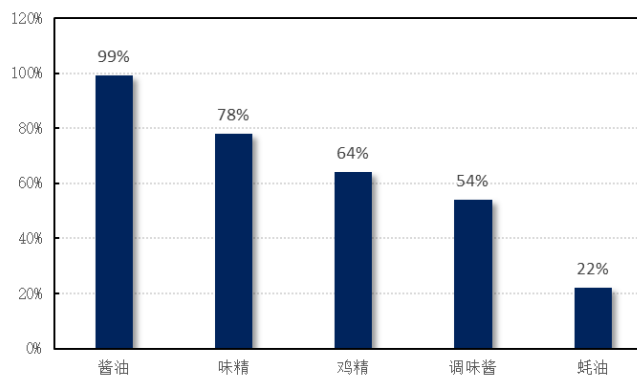


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

2) 调味品市场发展不均, 酱油占比及渗透率均最高, 小品类尚有很大发展空间

按品类来看, 我国的调味品子品类中, 酱油渗透率最高, 可达 99%, 市场空间最小。味精、鸡精、调味酱、蚝油渗透率依次递减, 有可提升空间。

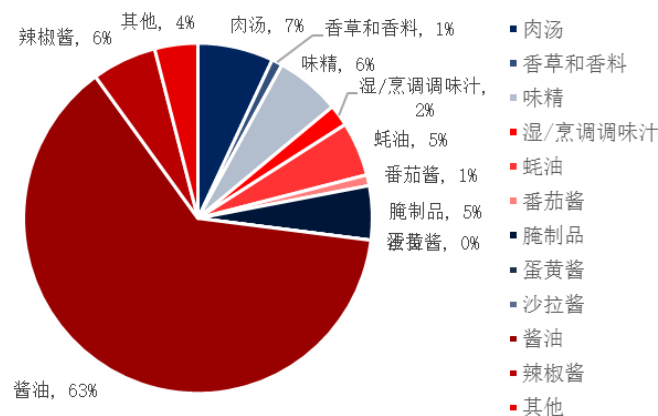
图 8 调味品使用渗透率 (%)



资料来源: 龟甲万, 信达证券研发中心整理

跨国别对比，我国的主要调味品酱油、醋、辣椒酱、味精和蚝油相加占比 79%，其中仅酱油及醋一项即占比超过 63%，形成一家独大的局面；干料、意大利面酱、蛋黄酱、沙拉酱和腌制品需求很小。

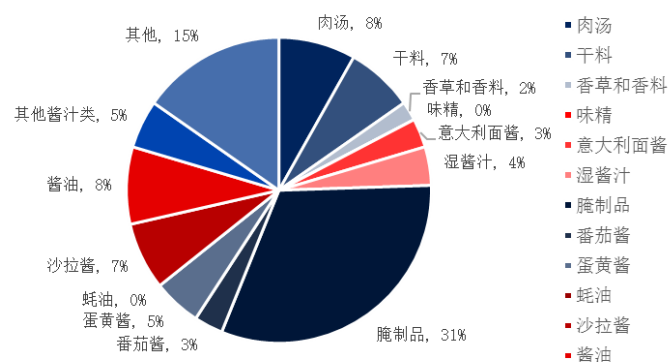
图 9 中国调味品市场构成 (%)



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心整理

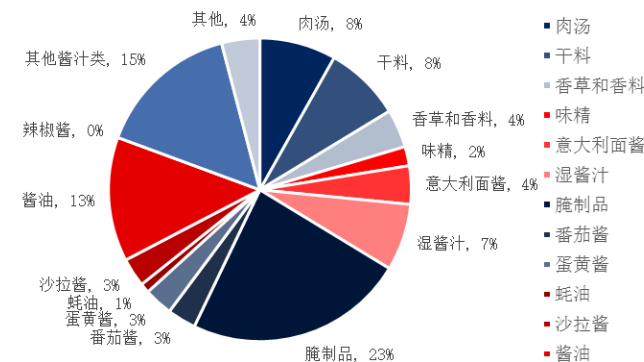
而与我国饮食文化相近的韩国和日本市场，占比最大的是腌制品，分别占据 23%和 31%市场规模，肉汤、干料、湿酱、酱油、沙拉、其他酱汁类次之，香草和香料、味精、意大利面酱、番茄酱、蛋黄酱、蚝油、辣椒酱也占有一定比例。总的来说，后两者的调味品市场发展更为平均。

图 10 日本调味品市场构成 (%)



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心整理

图 11 韩国调味品市场构成 (%)



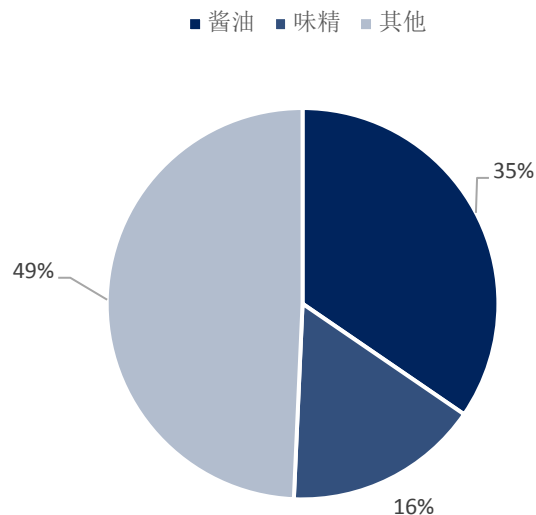
资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心整理

因此，我们判断中国酱类市场仍具有巨大的发展潜力，现在市占率尚不突出的腌制品、酱汁等子品类等随着人均收入的提高，尚有很大成长空间。

酱油——我国最大的调味品子品类

酱油是我国调味品行业中营收占比最大的子品类，其收入占比达到 35%，高于味精的 16% 及其他调味品。

图 12 中国调味品收入构成 (%)



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

酱油酿造方式

从酿造方式来看，中国国传统酿造工艺主要分为“高盐稀态”的南派工艺和“低盐固态”的北派工艺，主要区别在于：“低盐固态”是在我国物资匮乏时期以廉价原料（豆粕和麸皮）生产的酱油，酿造周期为 15-30 天；南派高盐稀态酱油需要酿造 180 天（“厨邦酱油晒足 180 天”的广告语便由此而来）。高盐稀态酱油对原料选取更加严格科学；曲种选择更为纯正；生产出来的酱油也更健康、安全和美味，知名品牌李锦记、海天、厨邦酱油皆为南派工艺。

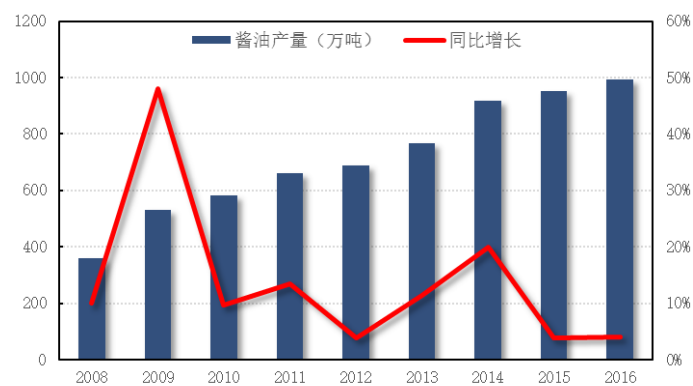
国内市场的另一酿造方式主要为欣和六月鲜所推广的日本高盐稀态酿造方式，相较广式的“晒制”，日式受制于纬度，因而发酵工艺温度严格控制在 5℃-30℃。这样酿造的酱油时间更长、且人为控温成本更高，口感也偏清淡。广式和日式高盐稀态酿造的酱油，前者代表了中式传统口味，后者则更受益于舶来餐饮文化的发展，两种酿造方式将在国内市场齐头并进，进一步替代低端“低盐固态”酱油的市场。

酱油行业的现状及发展趋势

酱油行业产量 2000 年开始快速增长，十年时间产量增长 5 倍，平均复合增长率 14.6%；而价格增长较低，十年平均复合增长率 4.0%，基本与通胀水平一致。

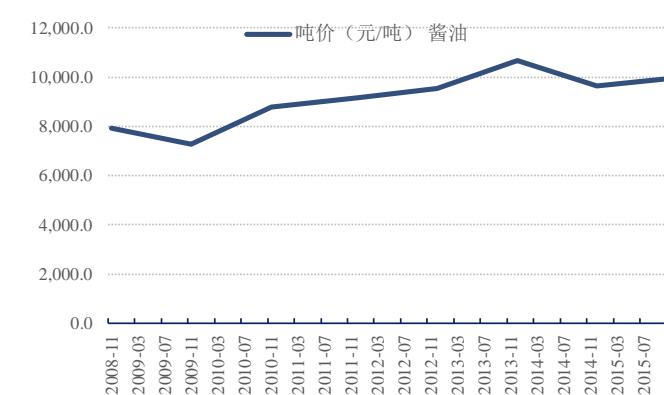
目前看，其价格仍然保持稳定的 3%-5% 增速，产量增速已经放缓，虽然 2014 年酱油产量回升，但 2015 年增速再次放缓，2016 年产量为 991.4 万吨，同比增速 4%，产量高增长时代基本结束，逐步由过去的量增进入升级时代，未来会逐步向高端化、细分化、品牌化发展。

图 13 2008—2016 年我国酱油产量及增速情况（万吨，%）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

图 14 2008—2015 年我国酱油吨价（万吨，%）



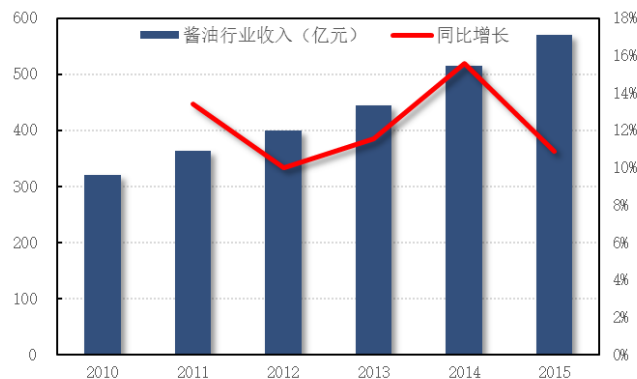
资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心整理

我们预计，酱油行业的升级过程将呈现四大发展趋势：（1）产量增速放缓，消费者分别在健康和口味多元化上付出溢价，产品升级 > 产量增长；（2）参照日本经验，未来国内酱油还将出现更多细分功能，产品升级仍将持续，产品创新 > 产量增长；（3）一方面人均收入增加导致外出就餐比例提升，另一方面产品升级致使大包装家用酱油越来越多的被小包装专用酱油所取代，家用酱油市场面临分化；（4）龙头企业持续扩大市场份额，行业集中度提高。

1) 产品升级 > 产量增长

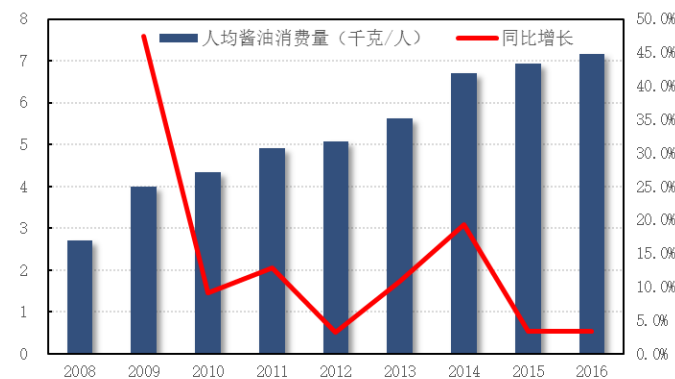
作为调味品收入规模最大的子品类，近两年来酱油行业产量增速均放缓；2015、2016年酱油产量分别为953万吨和991.4万吨，同比增速6.43%和4%；人均酱油消费量也达到7千克/人左右的高位；但同期酱油行业收入增速依旧维持在10%以上。这一趋势代表着在消费升级趋势的带动下，酱油行业通过产品提价而非产量增长持续规模扩张。

图 15 我国酱油行业收入规模变化情况（亿元，%）



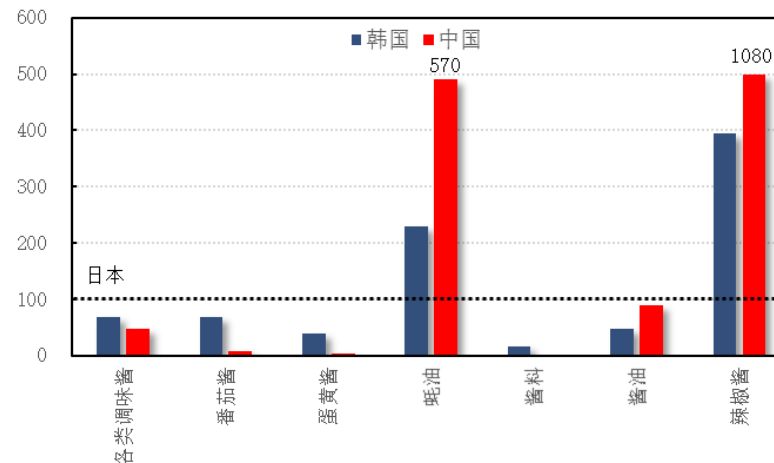
资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心整理

图 16 2008—2016 年我国人均酱油消费量及增速（千克，%）



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心整理

产量增速的放缓，与人均酱油消费量已较高有关。对比同为东亚且饮食习惯类似的日本和韩国，中国可以被看做是调味品的“待开发市场”——中国的人均调味品摄入量仅为日本的 60%。但中国在提鲜类调料（即蚝油、辣椒酱和酱油）领域的人均摄入量远超日本和韩国，中国人平均味精摄入量是日本的 2.6 倍、平均蚝油摄入量为 5.7 倍、平均辣椒酱的摄入量是日本的 10.8 倍，平均酱油摄入量与日韩持平。

图 17 截止 2016 年中国、韩国和日本人均调味品消费量对比（日本平均值=100）


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心整理

所谓产品升级，即酱油消费由普通酱油向健康无添加酱油升级。从营养角度看，老抽盐分高、糖分高、湿度高、浓度高，生抽营养价值更高，随着粤菜的全国推广以及广东酱油企业的强势渗透，以生抽为基础的广式鲜味酱油逐渐替代北方的老抽。同时，在经历塑化剂、勾兑山西醋、苏丹红、转基因食品等一系列食品安全问题后，消费者对食品安全日益重视，在选择美味的同时，希望产品更天然更健康，近几年各大公司纷纷推出有机、零添加酱油。

图 18 酱油消费升级路径


资料来源: 信达证券研发中心整理

以中炬高新为例，公司于2015年成功推出不含味精的“无添加酱油”，售价较常规酱油高50%；加加、欣和、千禾等企业也陆续推出强调原汁的“加加原酿造”、强调纯天然酿造及有机原料的欣和“禾然有机酱油”、强调无添加和头道工序的“千禾头道原香”以及强调古法酿造的“老恒和太油”等。

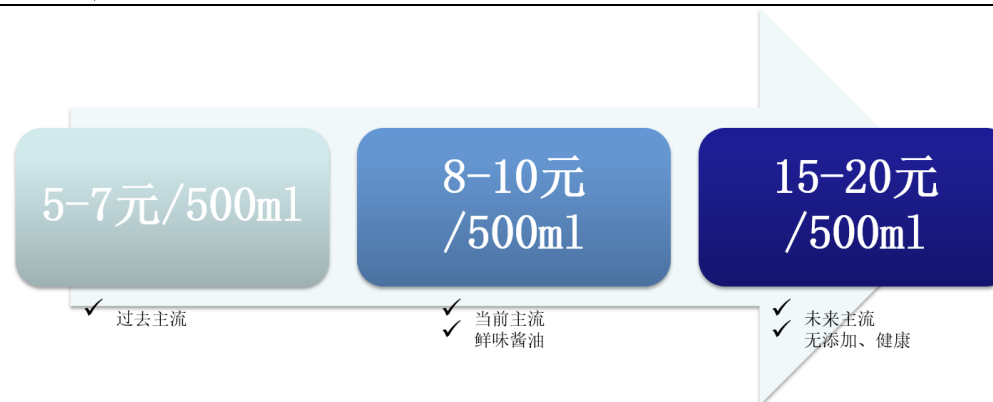
图 19 调味品公司纷纷推出高端酱油产品



资料来源：海天、中炬高新、千禾等公司官网，信达证券研发中心整理

目前酱油消费的主流价格带正从过去的5-7元上升到目前8-10元（主要由于鲜味酱油的不断渗透和国内主流厂商共同主导价格带上移），此价格带产品以特级、一级高鲜酱油为主，包括厨邦酱油、东古一品鲜、李锦记精选生抽等。随着人均收入提升，消费者对酱油价格不敏感，很容易由5-7元过渡至8元以上价格带。

图 20 目前酱油主流价格带 8-10 元



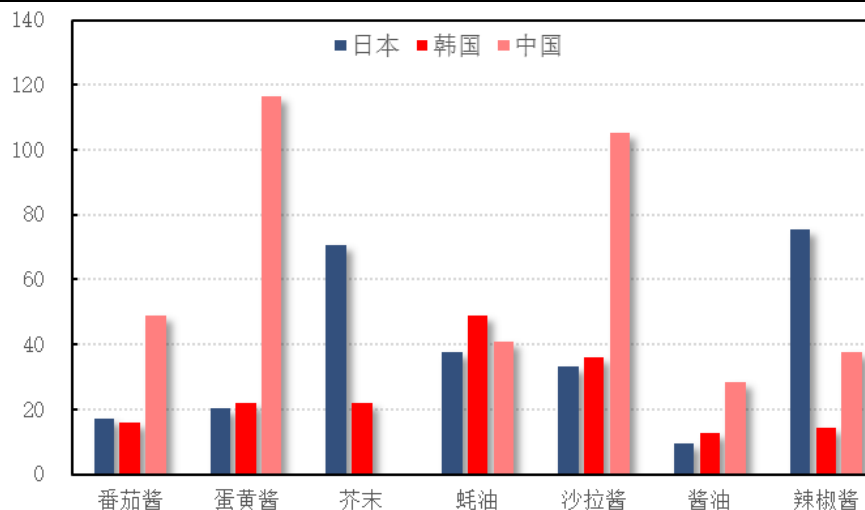
资料来源：信达证券研发中心整理

酱油提价，还可以持续多久？

我们用吨价/人均 GDP 来匡算当前购买力下调味品的相对价格。中国、日本和韩国三国的对比中不难发现，中国大部分调味品相对价格要高出日本 50%以上，酱油相对价格显著高于日本和韩国，而对于像意大利面酱、番茄酱、蛋黄酱、沙拉酱等“舶来品”的相对价格甚至更高，只有辣椒酱和蚝油的相对价格较便宜。因此，短期来看我国当前酱油价格符合我国居民的购买力水平，酱油主流价格带上升至 15-20 元/500ml 还有待时日。

从感性角度来看，酱油作为常规化产品，如果频繁提价，也会消磨消费者的信赖感。

图 21 韩国、中国和日本酱料价格对比（每吨价格/人均 GDP）

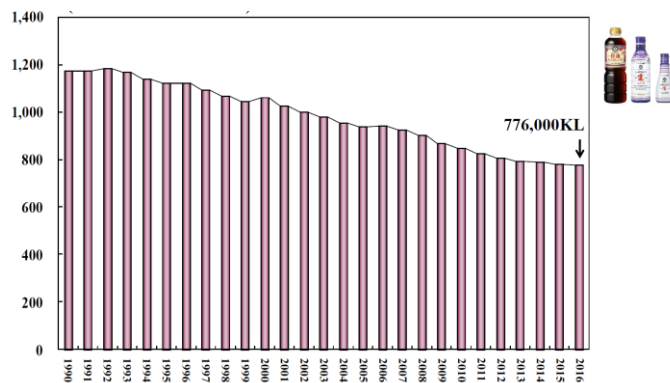


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

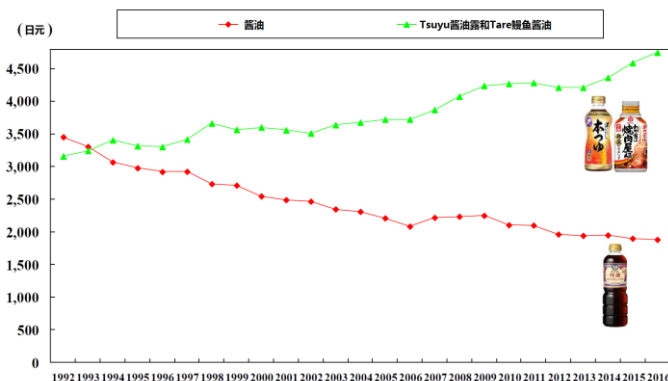
值得注意的是，酱油行业的龙头企业在三个国家都有很强的定价能力。毕竟，对于消费者来说，想要辨别这些难以区分的“黑色液体”，品牌力更为重要。

2) 功能细分后产品创新 > 产量增长

纵观日本酱油市场，从 1990 年开始人均传统酱油消费量持续下降，且出现了以黄豆调味的替代品，如浓口的 tsuyu 酱油露和 tare 鳗鱼酱油，其销售量从 1993 年开始反超传统酱油且持续走高。

图 22 日本人均传统酱油消费量持续下降（千升，%）


资料来源: Japan Soy Sauce Brewers Association, 信达证券研发中心

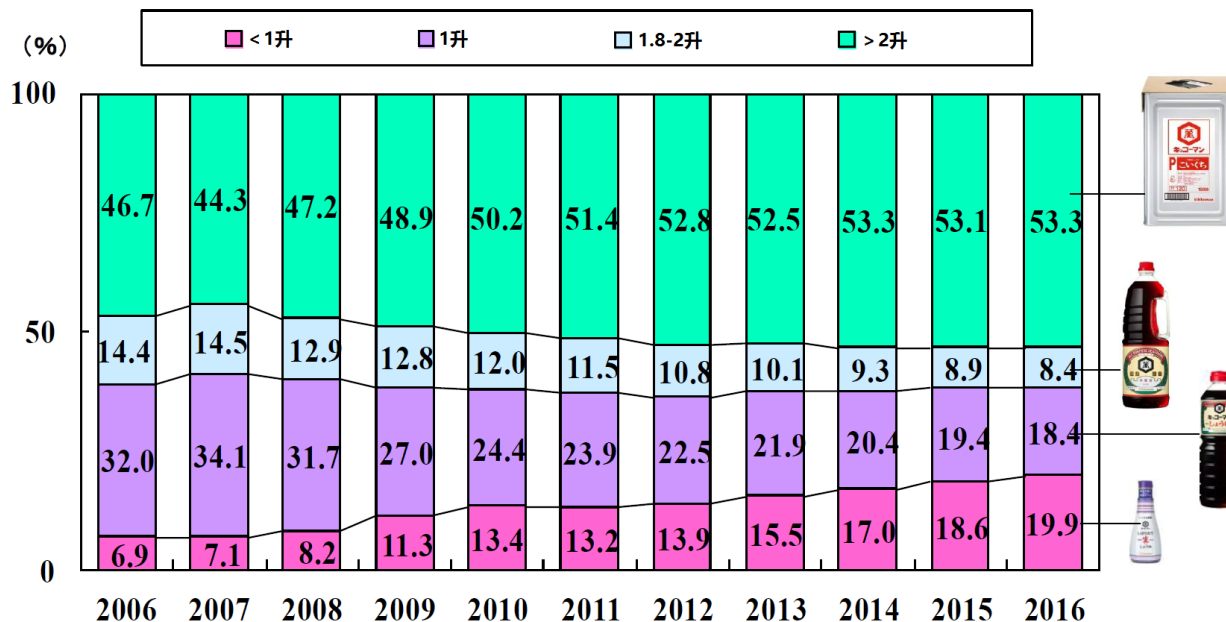
图 23 日本黄豆调味酱替代传统酱油（万吨，%）


资料来源: Kikkoman, 信达证券研发中心

中国饮食结构与日本相似，人均酱油需求基本也与日本持平，随着人们对生活品质的追求，消费者对调味品需求也更加多样化，过去消费者基本上是一瓶酱油打天下，随着酱油功能越来越细分（红烧酱油、海鲜酱油、凉拌酱油等），促使消费者购买多瓶酱油来满足烹饪需求，带来酱油购买量上升。当前市场已有面条鲜、凉拌酱油、红烧酱油、蒸鱼豉油、海鲜酱油等细分功能酱油，其中加加凭借面条鲜、李锦记凭借蒸鱼豉油，均获得快速增长。参照日本经验，未来国内酱油还将出现更多功能细分，产品升级仍将持续。

3) 渠道改变导致餐饮用酱油和小包装酱油呈增长趋势

调味品主要用于家庭消费和餐饮两个场景。人均收入增加导致外出就餐比例提升，餐饮用酱油比例增加；同时，小包装酱油越来越多的取代大包装家用酱油。从日本的发展经验来看，小包装酱油受欢迎的趋势自2008年以来便十分明显，主要有以下两个原因：1) 生活节奏加快导致家庭做饭比例下降，消费者更愿意购买小包装酱油；2) 随着独居者的增加，家庭装酱油市场进一步缩小。

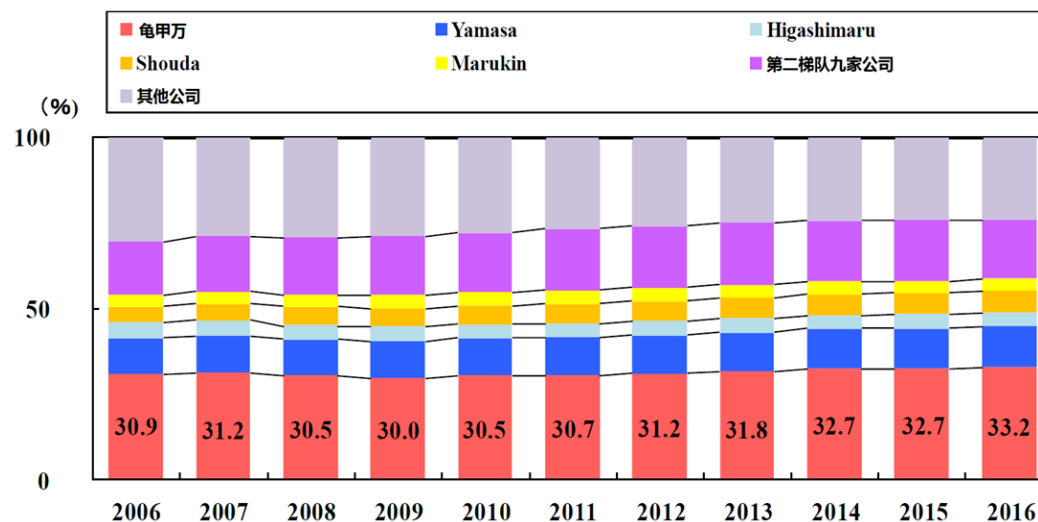
图 24 小包装和餐饮用酱油挤压大包装家用酱油市场 (%)


资料来源: Japan Soy Sauce Brewers Association, 信达证券研发中心

4) 行业集中度不断向龙头企业倾斜

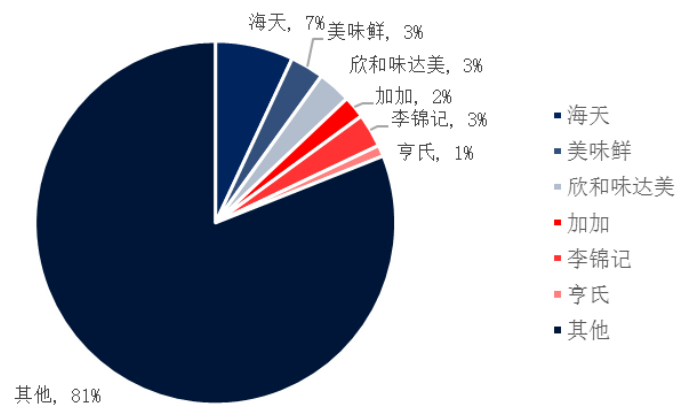
我们在前文中提到,“酱油行业的龙头企业...有很强的定价能力”,可见我国龙头企业已开始具备一定的品牌溢价能力。通过横向对比日本酱油行业的集中度变迁情况,我们判断酱油行业的集中度仍将继续提升。

日本有 1400 多家酱油企业,从数量上看也颇为分散,但行业巨头已经掌控了大部分市场——龟甲万(下辖龟甲万和 Higeta 酱油两个品牌)是其中销量最大的一家,2016 年市占率 33.2%。过去十年,龟甲万与其他 4 家,即 Yamasa 酱油,东丸酱油,正田酱油及 Marukin 忠勇酱油在日本的市占率稳步提升,由 2006 年的约 52% 上升至 60% 以上;加上第二梯队的 9 家公司的合计市占率亦略有增长,使得小型酱油企业的市占率逐年被压缩,体现出巨头们强大的市场号召力。

图 25 日本酱油 CR5+9 集中度不断提升 (%)


资料来源: 龟甲万, 信达证券研发中心整理

截至 2016 年末, 我国酱油 CR5 只有 19%, 龙头海天目前市场份额 7%, 美味鲜、欣和、加加、李锦记、亨氏市场份额合计 12%, 还有很大的提升空间。随着人均收入的增长带动酱油健康化, 以及功能性酱油的普及, 品牌效应逐渐增强, 集中度有望提升。

图 26 中国酱油行业 CR5 只有 19%(%)


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心整理

构建品牌影响力的三大要素

酱油是我国调味品行业销售额占比最大的品种，但无论从国别还是品类的对比来看，行业优势品牌尚不突出。

图 27 日本酱油市场份额 (%)

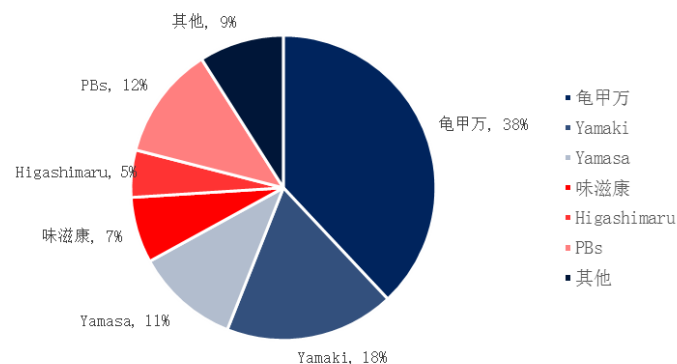
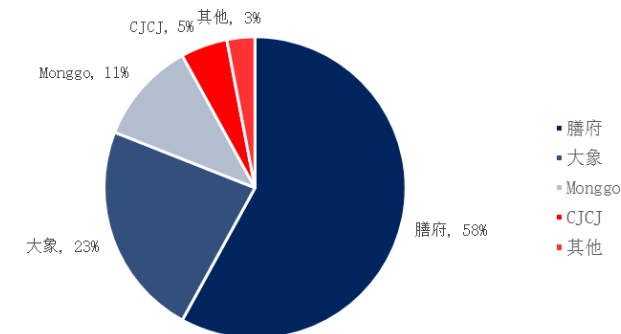


图 28 韩国酱油市场份额 (%)

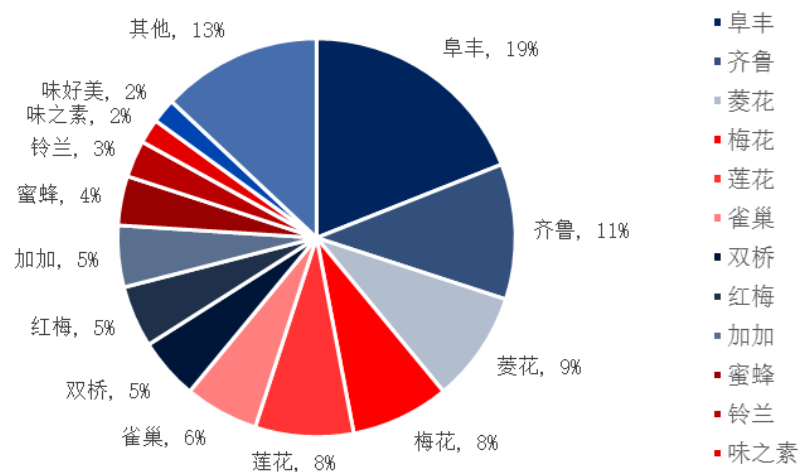


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

国别的对比可能并不完全具有代表性，毕竟中国较日韩两国幅员更为辽阔，各地域的饮食习惯也大不相同。但是对比同属调味品行业的味精，酱油行业品牌企业的市场占有率要小得多。

图 29 中国味精市场份额 (%)



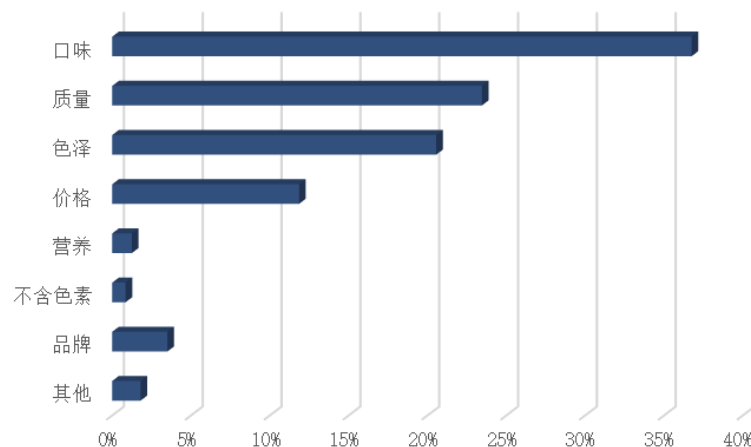
资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

我们通过分析海外调味品巨头味好美、CJ 第一制糖、卡夫亨氏和国内黑马欣和等企业提升市场占有率的策略，总结了酱油行业创造品牌影响力的三大要素。

1) 以消费者为中心的市场策略

以消费者为中心的市场策略，即是考虑消费者真正的需求在哪里、痛点在哪里。专业问卷调查机构北京精准企划的调查显示，调味品的品质和口味是决定消费者购买与否的关键因素，产品力强、附加值高，则能够抢占市场份额；另外，消费者对价格的关注度较低，价格不是竞争的关键。其实口味是一种消费习惯，质量也是通过产品的味道、色泽等指标来识别，因而最终产品的口味和质量将转化为对某个品牌的认可。

图 30 消费者购买酱油的考虑因素



资料来源：北京精准企划，信达证券研发中心整理

根据我国 GB18186-2000 《酿造酱油》国家标准，酱油被分为三级至特级，其中对各级酱油在感官特性和理化标准方面都制定了严格且精确的标准，因此，标识“特级酱油”的品牌更应收到消费者的青睐。

表 1 特级酱油感官特性及理化标准

项目	高盐稀态发酵酱油（含固稀发酵酱油）			
	特级	一级	二级	三级
色泽	红褐色或浅红褐色，色泽鲜艳，有光泽		红褐色或浅红褐色	
香气	浓郁的酱香及酯香气		较浓郁的酱香及酯香气	
滋味	味鲜美、醇厚、鲜、咸、甜		味鲜，咸甜适 鲜咸适口	

	适口		口	
体态			澄清	
可溶性无盐固形物, g/100mL, ≥	15.00	13.00	10.00	8.00
全氮 (以氮计), g/100mL, ≥	1.50	1.30	1.00	0.70
氨基酸态氮 (以氮计), g/100mL, ≥	0.80	0.70	0.55	0.40

资料来源: 酱油国家标准, 信达证券研发中心整理

山东欣和: 公司成立于1992年, 其历史要比国内包括海天、美味鲜、金狮等品牌短很多, 但自公司成立之初, 便以质量和品质作为发展战略。早在90年代, 当传统的“低盐固态”酿造方法在行业内被普遍使用时, 欣和就引进了较先进的工艺设备, 致力于纯天然酿造。虽然当时生产出来的酱油等产品相对价格要高, 市场反映并不是很理想。但是欣和却一直没有放弃走高品质路线。经过了一段时间的消费培养, 也赢得了市场。目前, 欣和的市场占有率跻身行业前三甲, 市场占有率达到3%, 而消费者美誉度也遥遥领先。

图 31 欣和六月鲜在“知乎”网站赢得消费者美誉度

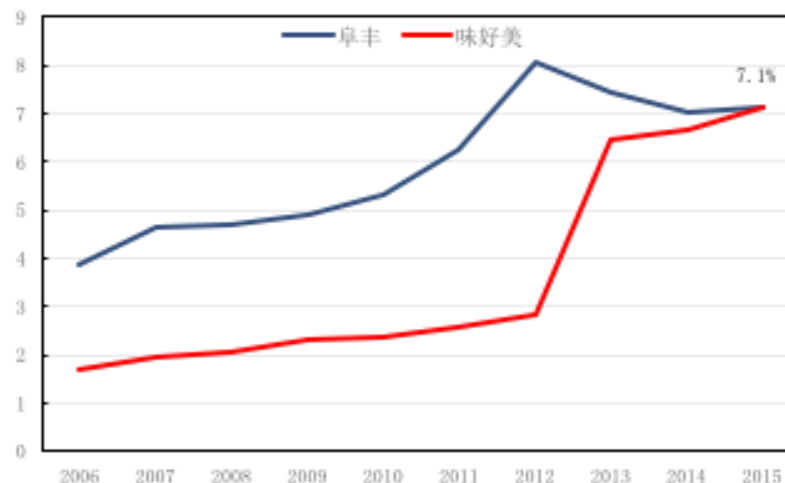


资料来源: 知乎, 信达证券研发中心整理

2) 积极的外延并购策略，建立平台型公司的基础。

跨国巨头味好美：在有着数百年酿造发酵工艺历史的中国，本土品牌自有天然优势，譬如多年累积的生产工艺以及口味配方更加符合中国人的需求等。但是以味好美为代表的外资巨头近年也依靠收购迅速扩充品牌整体影响力。13年，美国最大调味品制造商味好美公司 (McCormick & Co) (NYSE: MKC) 完成了对武汉亚太调味食品有限公司的收购，后者是“大桥”与“厨师乐”牌味精产品的制造商，交易价格为9亿元人民币(约合1.47亿美元)，当年的交易估值为约12XPE, 1.2XPS。在收购前的5年，得益于我国下游需求的不断增长，公司分销网络的迅速扩张以及品牌营销，武汉亚太的销售额以每年25%左右的速度增长。据Euromonitor数据显示，自收购武汉亚太之后，味好美在国内调味品市场的占有率当年即由2.5%攀升至5.3%，截止2015年，其市场占有率已和行业龙头阜丰集团并驾齐驱，达到7.1%。

图 32 阜丰和味好美占我国调味品市场份额的变化情况 (%)



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

除味好美外，龟甲万于2005年和2008年收购纪文食品，成为豆奶领域霸主；卡夫亨氏于2010年通过收购广州本土企业福达从而获得味事达品牌，进入中国调味品市场；雀巢收购太太乐、豪吉两个本土品牌，味之素收购淘大酱油等。而以中国企业主导的行业整合反而式微，仅有金额较小的几起并购。

表 2 我国企业主导的行业并购

参与并购的上市公司	代码	首次披露时间	事件	完成时间
海天味业	603288.SH	2014/10/14	以 1500 万收购广东广中皇食品有限公司 10% 股权	
		2017/1/24	以 4027.1 万元收购镇江丹和醋业有限公司 70% 股权	2017/1/24
加加食品	002650.SZ	2012/12/19	以 10130 万元收购王中王食品 100% 股权	2013/1/9

		2015/5/15	以 5000 万元人民币增资云厨电商，增资后持股 51%，云厨电商实际控制人发生变更	
涪陵榨菜	002507.SZ	2015/3/23	以 12920 万元发行股份及支付现金方式收购惠通食品 100% 股权	2015/11/19
新希望集团		2017/3/18	集团旗下新希望调味品已控股金福猴 60% 的股权，推出火一款锅底料产品	2017/1/23

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

3) 更加多元的营销能力。

韩国希杰 (CJ) 集团：集团成立于1953年11月，以韩国第一制糖工业株式会社起步 (CJ CJ)，60年来，希杰 (CJ) 集团以不断追求“首创、最佳、与众不同”的经营理念，由韩国最大的食品公司发展成为一家全球化生活文化企业。在韩国的主要调味品领域 (如意面酱和沙拉酱细分市场)，第一制糖的品牌影响力持续加强，这或许得益于希杰集团旗下娱乐传媒事业部与之形成的合力。CJ娱乐传媒旗下拥有影视、电视剧制作公司和电视频道CATV，因此，第一制糖的调味品频繁出现在电视屏幕上，增强了品牌曝光度。另一方面，得益于产品的影视剧植入，消费者们更倾向于相信第一制糖的调味品相较于其他竞争者更新潮、更可靠。

4) 小结

对于行业内的上市企业，我们认为具有品牌力的企业将更有投资价值。相比较耐用消费品，快消品具有快速重复性，而缺点在于由于行业进入门槛低、同质化严重，所以塑品牌、强渠道、控新品显得尤为重要，其中品牌和渠道缺一不可。调味品公司拥有足够多的品牌和口味，满足了消费者差异化的需求，同时又是必要消费品，消费频率相对较低导致其产品更新周期较食品类慢的多，这些特点使其具备成为优秀消费品细分行业的属性，行业集中度不断提高也会为调味品公司发展提供保障。

调味品市场竞争态势

主要酱油公司比较

酱油行业起源于全国各地拥有不同酿制工艺的手工作坊，直到 20 世纪中期才逐渐实现工业化，许多 80、90 后应该都还有儿时去小卖铺打散装酱油的记忆。较低的准入门槛造成行业竞争十分激烈，产品质量良莠不齐。

随着我国食品加工行业不断发展和对规模经济的诉求、酱油行业质量标准的出台和监控、环保部门对发酵类重污染企业的持续整治，行业涌现出了一些初具雏形的优势企业，我们根据 Euromonitor 的统计情况，对包括中炬高新在内市占率排名靠前的 6 家调味品公司以及另 2 家上市公司进行了对比，详细情况见下表。

表 3 酱油行业主要公司概况

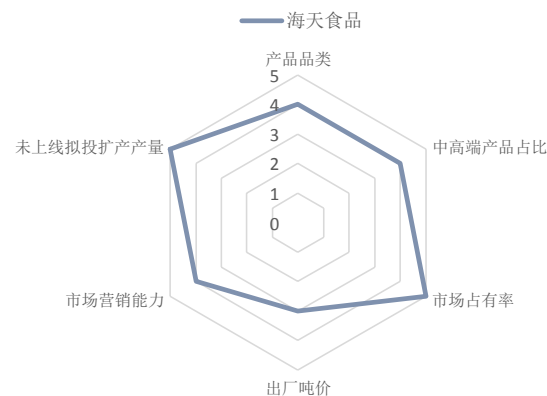
公司	收入规模/亿 (2016年)	市场分布	渠道分布	产品档次	核心产品	产能(万吨)	市值(亿元)	PE
海天味业	124.59	全国化, 各大区域占比相对均衡	餐饮渠道占绝对优势。目前餐饮占比 70%, 大型商超占 15%, 流通渠道占 15%。	中低端	海天味极鲜、金标生抽、草菇老抽	300	1095.51	34.45
中炬高新(厨邦)	31.58	东南沿海, 主销广东、广西、浙江、海南、福建	餐饮和终端消费, 餐饮占 20%, 终端消费 80%, 终端消费中农贸市场占 50%, 大卖场占 30%。	中高端	厨邦特级酱油、特级鲜味生抽、鲜酱油	40	164.27	38.19
千禾味业	7.71	立足西南, 拓展全国	西南地区主要 KA 超市, 其他都是商超渠道, 且其中 50%以上是 KA。	高端	千禾御藏本酿 180 天特级生抽、头道原香、有机酱油	10	68.77	54.06
加加食品	18.9	以湖南长沙、河南新郑、四川阆中三大生产基地为中心	缺少餐饮、KA 强势渠道	中高端	面条鲜、原酿造酱油	< 20	67.28	44.43
山东欣和	约 26 亿	主要来自山东省内, 华东、华北次之	山东省内餐饮及零售渠道, 华北和华东主要是商超。	高端	六月鲜特级生抽	20		
东古调味品	约 20 亿	北京、上海、天津、重庆、辽宁、广西、四川、河南、河北、陕西、广东等地	产品中高档为主, 渠道主要为商超	中高端	一品鲜、味极鲜	4		
亨氏味事达	约 16 亿	集中于广东尤其是潮汕, 在福建、浙江等占有领先的市场份额, 向华北、华东市场拓展	商超	中端	味极鲜系列酱油	5.6		

资料来源: 截止 2017 年 9 月 25 日, Wind, 信达证券研发中心整理

基于上一节“调味品行业发展趋势判断”, 我们对上述公司 1、产品品类; 2、中高端产品占比; 3、市场占有率; 4、吨价; 5、市场营销能力; 6、未上线拟扩产产量进行了进行了分析和排序, 从而判断其综合竞争实力。

1) 海天味业(603288)稳居第一

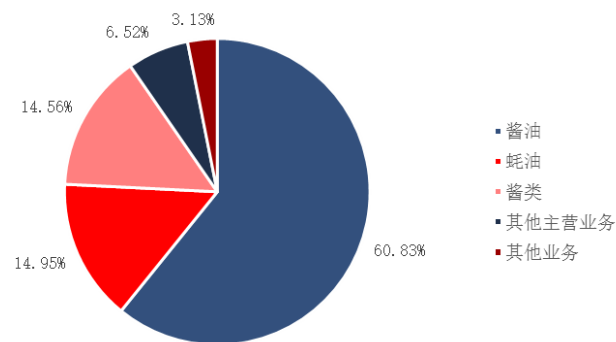
公司公布 2017 年中报, 上半年实现营业收入 74.38 亿元, 同比增长 20.57%; 归母净利润 18.23 亿元, 同比增长 22.7%; 扣非后归母净利润 17.42 亿元, 同比增长 19.83%。

图 33 海天食品——产量及市占率稳居第一


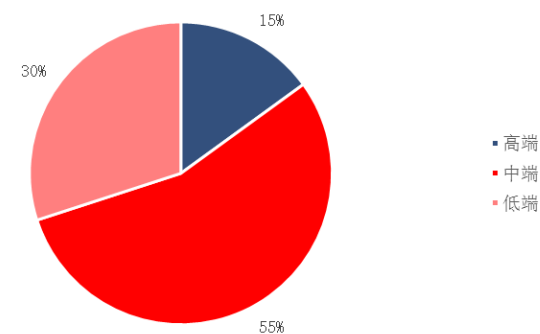
资料来源：信达证券研发中心

海天是综合性调味品公司，产品品类丰富，涵盖了酱油、调味酱、蚝油、醋、鸡精、鸡粉、味精、调味汁等多个系列，其中酱油、调味酱和蚝油是目前公司最主要的产品，2016 年公司酱油、调味酱和蚝油分别占营业收入的 60.83%、14.95%和 14.56%，合计占比达到 90.35%。

公司酱油产品已经让海天在全国拥有显著的品牌知名度和渠道覆盖优势，公司未来拟通过庞大的渠道优势以极低的边际营销成本向其它调味品扩张，实现多品类协同发展。

图 34 酱油、蚝油、调味酱占海天收入的 90%以上 (%)


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 35 海天味业产品以中档为主 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从产品定位来看，由于海天在餐饮渠道强势，而餐饮渠道一般使用中低端酱油，因此海天味业中端产品占比较高，目前高端产品占比 15%、中端 55%、低端产品 30%。在消费升级的背景下，公司顺应趋势，自 2010 年开始调整产品结构，加速研发和生产高档产品，2013-2016 年研发投入逐年上升，从 2.8 亿上升至 3.3 亿，推出的味极鲜等中高端酱油实现快速增长，中高端产品占比将不断提升，未来高中低端产品占比有望达到 3: 6: 1。

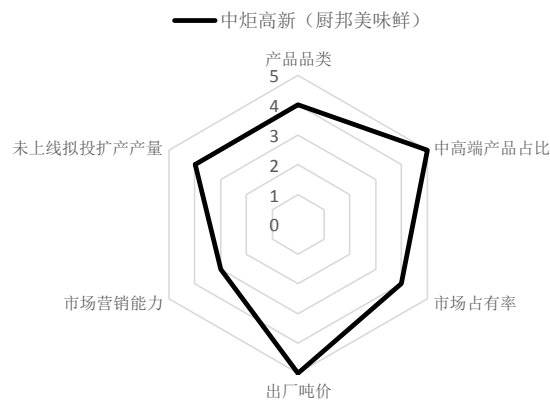
市场营销能力方面，以超过 2500 家经销商全国布局，实现 90%地级市和 KA 大卖场覆盖，是使海天成为国内酱油龙头企业的核心竞争力。但另一方面，公司的广告投入较少，在终端消费者之间并未树立有特色的品牌形象。

产能方面，公司目前合计产能 215 万吨，其中公司 2014 年 150 万吨的募投项目已经全部投产，现在的产能利用率能够达到 93% 以上。随着海天高明三期工程的建成投产，海天每年的产能将达到 300 万吨以上。

2) 中炬高新 (600872) 势头正劲

2017 年 1-6 月，中炬高新实现营业总收入 18.04 亿，同比增长 21.1%，其中调味品业务所在的广东美味鲜是公司的主要收入来源，占总收入的比例由 16 年底的 91.7% 上升至 97.0%，成为公司业务发展的重中之重。公司归属于母公司所有者净利润为 2.1 亿元，同比增长 47.5%；净利润率 11.7%，毛利率显著高于去年平均值 3 个百分点。随着公司阳西基地投产，公司将迎来新一轮产能投放，并从单一调味品向多品类转型。

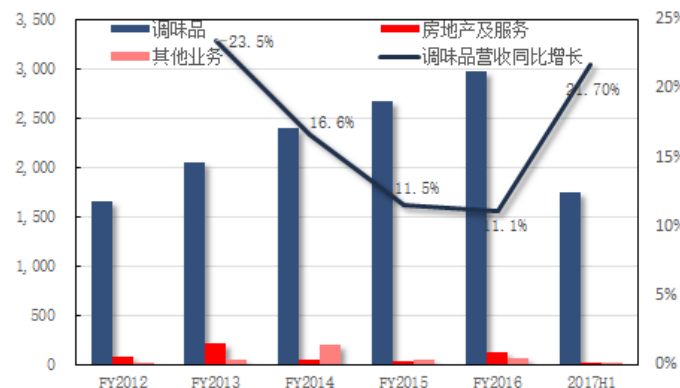
图 36 中炬高新——中高端定位



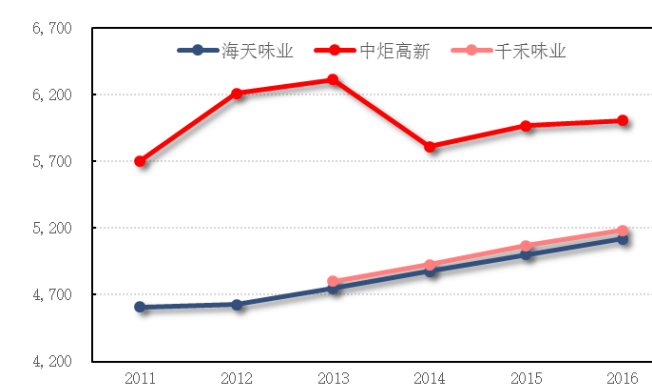
资料来源：信达证券研发中心

有别于大多数行业内企业趁着消费升级的红利拓展高端酱油业务，公司自 2000 年并购美味鲜之初便决定与当时的业内巨头海天味业进行差异化竞争，深耕中高端酱油领域多年。这一策略使得公司将广东美味鲜由营业收入仅为 1 个亿的小厂发展成为年营收超过 35 亿元的行业内第二大企业。

我们对上市公司的出厂吨价进行了比对，中炬高新产品定位中高端，酱油吨价约 6000 元/吨，比海天、千禾高出 20%，比加加高出约 50%，可见其产品结构较符合消费升级逻辑。

图 37 主营业务构成变化及调味品收入增速 (亿元, %)


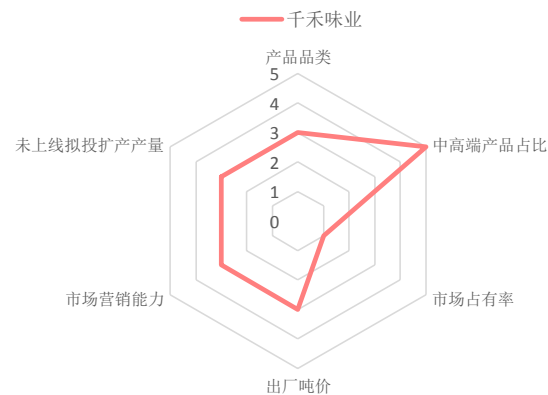
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 38 中炬高新酱油吨价最高 (元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3) 千禾味业 (603027) 平均终端价最高

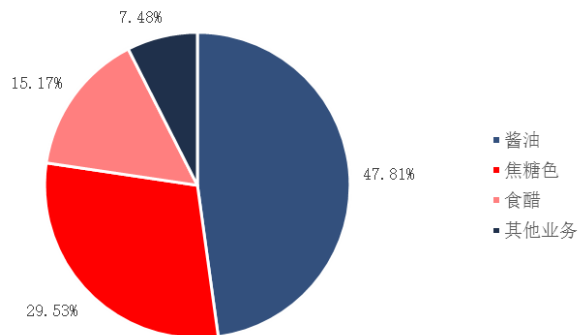
公司公布 2017 年中报, 上半年实现营业收入 4.80 亿元, 同比增长 35%; 归母净利润 7535 万元, 同比增长 56%; 扣非后归母净利润 7089 万元, 同比增长 66%。

图 39 千禾味业——终端价最高


资料来源: 信达证券研发中心

千禾味业从事酱油、食醋、料酒等调味品的研发、生产和销售，目前形成了以酱油、食醋、料酒等为主的调味品产品系列和以焦糖色为主的食品添加剂产品系列。2016 年公司调味品业务收入 5.43 亿元，占营业收入比例为 70.44%，其中酱油收入 3.69 亿元，占营业收入比例为 47.81%，食醋收入 1.17 亿元，占营业收入比例为 15.17%。

图 40 千禾味业收入构成以酱油、焦糖色和食醋为主(%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 41 千禾味业主要产品



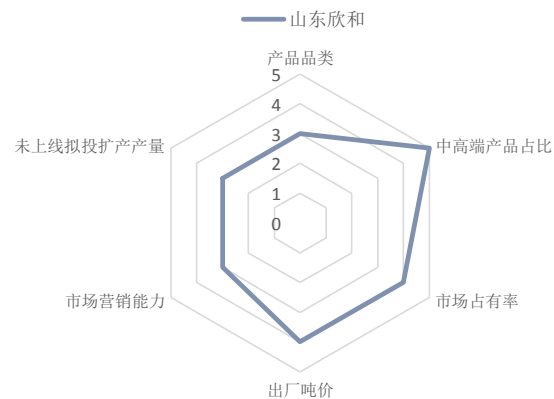
资料来源: 千禾味业官网

千禾味业产品定位高端，目前以“零添加”系列为主打产品，塑造“美味”与“健康”的差异化定位。目前核心酱油产品头道原香系列价格带位于 15-30 元之间，其中最大的大单品为头道原香 180 天，定价 15.8 元，价格体系明显高于目前调味品消费的平均水平，符合酱油消费升级的大趋势。随着酱醋类调味品消费跨入“10 元时代”，公司抢占消费升级后的价格带，塑造高端的品牌形象，长期竞争力有望逐步凸显。

3) 欣和&东古&味事达介绍

欣和创立于 1992 年，经过 20 多年的发展，目前拥有 10 个专业化生产基地，旗下拥有葱伴侣、六月鲜、味达美、醃官醋、小康、黄飞红、禾然有机、遵循自然等 11 个品牌，渠道覆盖华东、华北大部省市及地区。

图 42 山东欣和——后起之秀，产能瓶颈图



资料来源：信达证券研发中心

欣和在 2003 年推出六月鲜品牌，六月鲜专注生产高端酱油，主要产品包括生抽特级酱油、红烧酱油、特级原汁酱油、老抽上色黄豆酱油、鲜味黄豆酱油、柠檬蒸鱼酱油汁等，从公司天猫旗舰店来看，销量最好的六月鲜生抽特级酱油 1000ml*2 瓶售价 44 元，平均每 500ml 售价 11 元，总体看，六月鲜主打产品价格 在 10-15 元之间，符合当前酱油消费的主流。

图 43 欣和六月鲜主要产品售价（元）

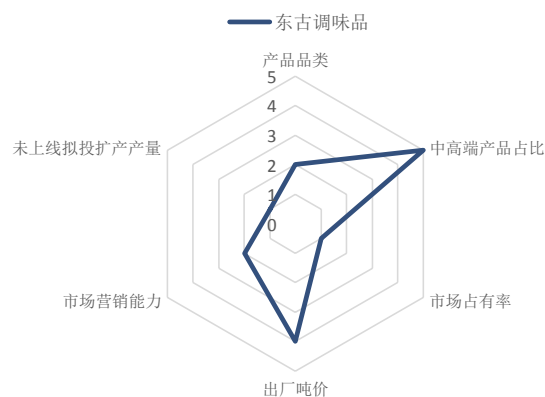


资料来源：欣和天猫官方旗舰店

鹤山市东古调味食品有限公司位于广东省鹤山市，前身为调珍酱园，为当时享誉盛名的民间酱料食品小作坊，解放后成为国营鹤山县酱油厂，1996年体制改革组建为鹤山市酱料食品有限公司，2001年经工商局批准更名为鹤山市东古调味食品有限公司，现已发展成为颇具规模的调味品生产基地。

东古的产品主要是“一品鲜”系列，天猫超市东古酱油销售最好的一品鲜 150ml 酿造酱油售价 2.9 元，折算成 500ml/瓶大概 10 元。东古系列酱油已有相当大的全国市场占有率，销售额连续 10 年增长达 25% 以上，东古的酱油产量 2013 年已达 20 万吨。

图 44 东古调味品——品类待开拓



资料来源：信达证券研发中心

图 45 东古一品鲜鲜主要产品售价 (元)

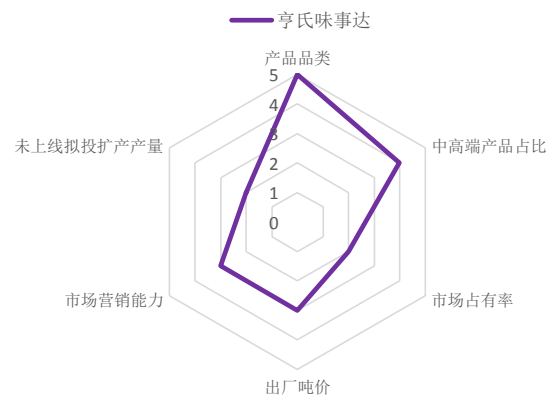


资料来源：天猫超市

亨氏味事达调味品有限公司是一家以生产经营酱油、味精系列调味为主的大型企业，公司前身开平市酱料厂具有 40 多年的调味品生产经验。公司产品注册商标为“味事达”，主要品种有味极鲜酱油、特鲜生抽、生抽王、草菇老抽、烧烤汁、鲜蚝、味精及腐乳等系列。公司年产酱油 4000 多吨，味精 8000 吨，年工业总产值 3.5 亿元。

图 46 亨氏味事达——扩产能提升市场占有率

图 47 味事达味极鲜酱油售价 (元)



资料来源：信达证券研发中心

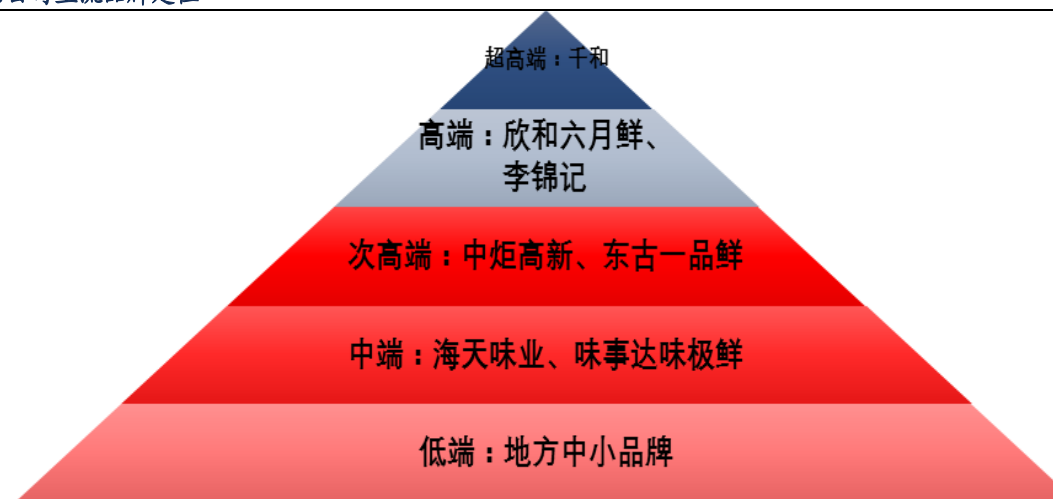


资料来源：天猫超市

酱油主流产品价格对比

酱油主流产品的零售价代表了消费者愿意为该产品支付的价格。上市公司中，千禾的终端定价主要走高端和超高端路线，对应消费客群也较小，主要为北上广深等一线城市的中高收入人群；而定价位于金字塔腰部的中炬高新、海天味业则受众更广。我们在前文中判断，酱油行业中短期合理的价格带约在 10 元/500ml 左右，因此腰部产品，特别是次高端产品将大最有可能受益于酱油消费升级。

图 48 主要酱油公司主流品牌定位



资料来源：信达证券研发中心整理

行业评级及理由

调味品行业受益下游餐饮消费及食品加工需求的提振，增速触底反弹趋势明显。作为最大子品类，酱油亦将受益。更为重要的是，随着消费者对食品质量和功能性要求的不断提升，行业集中度将显著向品牌企业延伸。酱油品牌企业亦正通过扩产、并购等路径进行外延扩张，增强市场影响力。上市的酱油品牌企业市占率居前，是确定性很强的品种。综上所述，给予调味品行业“看好”评级。

风险因素

1) 调味品原材料、包材及原材料价格剧烈波动造成公司盈利水平下降的风险；2) 公司渠道拓展进度不及预期从而导致公司产品供大于求的风险；3) 产能扩张不达预期的风险；4) 经营及决策效率持续低于同行业民营企业，行业竞争力降低的风险；5) 食品安全问题。

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

王见鹿，研究助理。英国华威大学经济、政治与国际关系学毕业，2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究，

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。