

品类拓展结构优化，面条龙头踏步前行

核心观点

- **近四十载奋力拼搏，克明食品拾级而上。**克明食品是国内挂面行业特别是中高端挂面领域龙头企业，成立以来已有近 40 年的发展历史；2017 年公司收购五谷道场，入局方便食品领域。公司为家族控股企业，股权较为稳定；2022 年 6 月公告定增预案，陈宏等人的持股比例有望进一步上升，新老交接稳步推进。公司前期推出员工持股计划，有助于提升公司经营活力。公司业务以面条为主，主要定位中高端；面粉业务主要用于自供，多余量对外出售；方便食品以五谷道场为核心，同时也包括湿面业务等。公司营收稳定增长，2021 年达 43.3 亿元，15-21CAGR+15%。
- **挂面行业集中度提升，多元化需求引领扩容。**2021 年，我国挂面行业规模达到约 700 亿元；传统挂面定位于 30 岁及以上人群以及低收入人群，受益老龄化及城镇化趋势，预计行业仍有增量空间。顺应差异化消费需求，行业发展多元化产品，例如儿童面、鲜湿面等，有望改善产品结构，推动价格提升。竞争格局方面，2021 年挂面行业的超市综合权数中，陈克明以 19.2% 的份额领先。伴随原材料价格上涨带来的成本压力，且食品安全监管趋严，大批小企业迅速出清，大型企业依靠品牌、资本、技术优势提升份额，行业集中度提升。方便食品行业规模近 5000 亿，市场空间大；在健康化趋势下，非油炸产品等逐步发展，方便食品格局有望重塑。
- **产品结构逐步优化，方便食品新品迭出。**拆分量价，2013 年-2021 年，公司面条业务增长主要依赖于量增，2021 年底公司再次对产品进行提价，预计将推动公司面条进入量价齐升的区间。经营策略上，公司将经营重心从高性价比产品转向高毛利产品，包括高端挂面、方便食品等；同时，公司推动面条和面粉产能扩张，面粉自给率提升，有助于改善公司综合毛利率水平。边际上，小麦价格有下降趋势，有助于降低公司生产成本。公司持续加码方便食品业务，推出多款新品，包括熟湿面、自热米饭等，有望推动方便食品业务加速发展。公司持续强化全国化市场布局，推动渠道深入布局至乡镇级市场；营销层面加大广告投入，助力品牌形象提升。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年的每股收益分别为 0.50、0.58 和 0.70 元。我们选取 A 股和 H 股的米面粮油、方便食品上市公司作为可比公司，根据可比公司调整后平均估值水平，给予公司 22 年 28 倍 PE，对应目标价 14.00 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：竞争加剧的风险、原材料成本大幅上涨的风险、方便食品发展不及预期的风险、销量增长不及预期导致产能利用率不足的风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,958	4,327	4,837	5,195	5,887
同比增长(%)	30.4%	9.3%	11.8%	7.4%	13.3%
营业利润(百万元)	368	79	209	246	294
同比增长(%)	48.5%	-78.7%	166.5%	17.3%	19.7%
归属母公司净利润(百万元)	293	67	167	196	235
同比增长(%)	41.7%	-77.0%	147.7%	17.4%	19.8%
每股收益(元)	0.87	0.20	0.50	0.58	0.70
毛利率(%)	22.8%	15.8%	16.3%	16.8%	17.7%
净利率(%)	7.4%	1.6%	3.5%	3.8%	4.0%
净资产收益率(%)	12.2%	2.6%	6.3%	7.0%	8.0%
市盈率	13.6	58.9	23.8	20.3	16.9
市净率	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (首次)

股价 (2022年07月22日)	11.8元
目标价格	14.00元
52周最高价/最低价	12.64/9.92元
总股本/流通A股(万股)	33,701/33,065
A股市值(百万元)	3,977
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022年07月24日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.1	6.9	2.3	4.37
相对表现	-1.43	8.8	2.44	30.03
沪深300	1.53	-1.9	-0.14	-25.66



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

目录

一、近四十载奋力拼搏，克明食品拾级而上	5
1.1 深耕面业砥砺前行，面条大王势头不减	5
1.2 家族控股结构稳固，员工持股激发活力	5
1.3 面条业务为主，品类持续延展	7
二、挂面行业集中度提升，多元化需求引领扩容	8
2.1 人均消费量存在提升空间，量价齐升预计将持续	8
2.2 挂面符合中国饮食特色，未来有望推动高端化	9
2.3 挂面行业集中度低，结构升级拓展价升空间	10
2.4 方便食品行业格局分散，健康化有望引领未来发展	12
三、产品结构逐步优化，方便食品新品迭出	14
3.1 面条产品稳步增长，有望步入量价齐升区间	14
3.2 五谷道场蒸蒸日上，方便食品增长空间大	16
3.3 强化全国化市场布局，提升营销重视度	17
四、盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议	20
五、风险提示	20

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构图 (截止 2022 年 3 月 31 日)	6
图 3: 公司营收及增速	8
图 4: 公司各品类销量 (万吨)	8
图 5: 2019-2021 年公司品类营收结构	8
图 6: 2019-2021 年公司品类毛利结构	8
图 7: 2007-2021 年各国人均面条消费量 (kg/人)	9
图 8: 2021 年亚洲各国人均面条消费量 (不含意大利面)	9
图 9: 中国挂面市场规模及增速	9
图 10: 中国挂面市场量价拆分情况	9
图 11: 国内挂面产业的发展阶段	10
图 12: 2021 年 2 月国内挂面产业超市综合权数市占率	11
图 13: 2020 年国内挂面龙头企业产能 (单位: 万吨)	11
图 14: 国内挂面企业数量快速减少	11
图 15: 国内挂面行业 CR5 持续提升	11
图 16: 公司不同品类挂面线上销售价格对比	12
图 17: 克明抹茶花色挂面产品示意图	12
图 18: 方便食品主要包括五个细分种类	12
图 19: 中国方便食品市场规模及增速	12
图 20: 我国速冻食品市场规模及增速	13
图 21: 我国方便面市场规模及增速	13
图 22: 2021 年部分龙头企业方便食品收入	13
图 23: 某品牌 0 脂非油炸免煮葱油拌面	14
图 24: 薄荷健康推出速食健身餐	14
图 25: 公司面条产品收入和销量趋势	14
图 26: 公司面条产品吨价趋势	14
图 27: 2021 年公司分产品毛利率	15
图 28: 公司综合毛利率	15
图 29: 2020-2021 年面条(含方便面)及面粉实际产能	16
图 30: 2020-2021 年面粉与面条(含方便面)实际产能对比	16
图 31: 公司毛利率和小麦现货价的对比	16
图 32: 小麦价格边际上呈现下跌趋势	16
图 33: 公司方便食品收入及增速	17
图 34: 公司方便食品新品繁多	17

图 35: 公司不同地区收入趋势 (亿元)	17
图 36: 2021 年公司不同地区收入占比	17
图 37: 2016-2021 年公司不同地区收入年化增速	18
图 38: 2019-2021 年公司不同地区经销商数量	18
图 39: 公司广告宣传费及占营收比重	19
图 40: 2021 年公司不同渠道广告投入金额占比	19
表 1: 定增前后预计家族成员持股变动	6
表 2: 2020 年新一期员工持股计划情况	6
表 3: 公司主要产品矩阵	7
表 4: 消费者购买挂面的主要决策因素	10
表 5: 公司产品提价情况	14
表 6: 2021 年公司面条和面粉产能及扩产情况 (万吨)	15
表 7: 公司 2019 年以来主要营销事件	18
表 8: 可比公司估值表	20

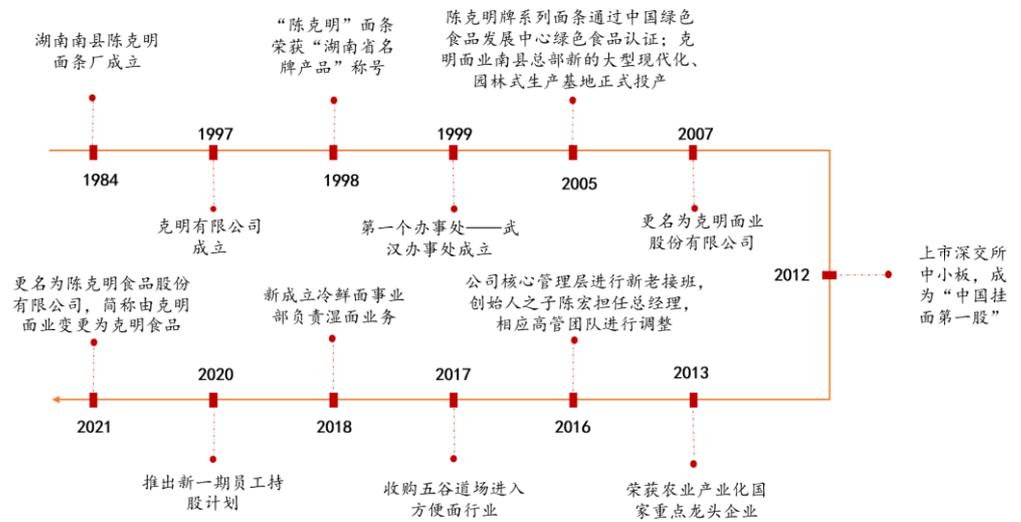
一、近四十载奋力拼搏，克明食品拾级而上

1.1 深耕面业砥砺前行，面条大王势头不减

长期耕耘成就行业领先地位，克明食品持续拓局。克明食品是国内挂面行业特别是中高端挂面领域龙头企业，长期以来一直专注于米面制品的研发、生产和销售，产品涉及面条、面粉、方便食品等领域，目前已在河南、湖北、湖南等多地建有大规模标准化生产加工基地，产能、销售额、市占率均名列挂面行业前茅，规模持续扩大。

从小作坊到“面条大王”，公司的蜕变仍未止步。公司前身为1984年成立的陈克明面条厂，起初主要是创始人陈克明夫妇通过手工作坊形式进行生产；90年代从日本引进先进的索道式烘干工艺，建立烘烤房，生产设备不断改良；1997年，克明有限公司正式成立，克明产品开始销往湖南各地；2012年公司于深交所中小板上市，成为“中国挂面第一股”，获得资本助力后公司产能瓶颈缓解，市场份额不断扩大的同时品牌力持续提升；2016年公司核心管理层进行新老接班，创始人陈克明之子陈宏担任总经理，相应高管团队重新搭建后，公司确立布局面粉业务降低成本、稳步推进产品结构升级、横向纵向扩充产品线的新战略思路，打造长期成长空间；2017年公司收购五谷道场，入局方便食品领域；2018年成立冷鲜面事业部专注湿面业务，多层次、多品类产品策略逐步成型，助力业务进一步拓展。

图 1：公司发展历程

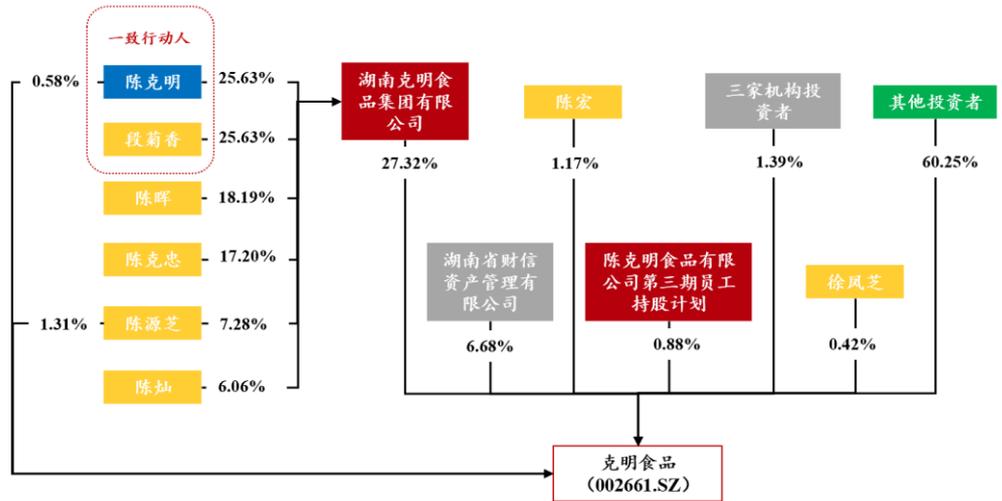


数据来源：公司官网、公司公告、东方证券研究所

1.2 家族控股结构稳固，员工持股激发活力

截止 2022 年 3 月 31 日，克明集团持有公司 9208.24 万股股票，占公司股份总数的 27.32%，为公司控股股东。陈克明持有克明集团 25.63% 股权，并直接持有公司 0.58% 股份，为公司实际控制人，其与其他家族成员合计持股 31.01% 股份，家族控股股权稳定。

图 2：公司股权结构图（截止 2022 年 3 月 31 日）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

新老交替更进一步，利于公司长期发展。2022 年 6 月公司公告定向增发预案，按上限测算，本次定增完成后，陈克明儿子陈宏、配偶段菊香、女儿陈晖直接持股比例有望分别上升至 7.57%、3.95%及 1.35%，而陈克明及其家族成员将合计持有公司 39.14%股权。2016 年公司管理层新老交替后陈宏出任公司总经理，此次定增完成后其持股比例将大幅提升，公司新老交替再迈一步，有利于公司长期健康发展战略的规划与执行。

表 1：定增前后预计家族成员持股变动

发行对象	职务	发行前		本次认购数量（万股）	发行后（按上限测算）	
		持股数（万股）	直接持股比例		持股数（万股）	直接持股比例
陈宏	总经理、董事	392.67	1.17%	2500	2892.67	7.57%
段菊香	董事	9.27	0.03%	1500	1509.27	3.95%
陈晖	董事、副董事长	17.49	0.05%	500	517.49	1.35%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

员工持股计划绑定管理层及核心员工利益，有效激发经营活力。2020 年公司推出新一期员工持股计划，持有人包括公司 4 名高管、16 名中层管理人员及其他员工，共计认购 492 万股，占当时公司总股本的 1.47%；公司层面各解锁期考核为 2020 年净利润、2020-2021 年累计净利润、2020-2022 年累计净利润较 2019 年增长率分别不低于 38%、190%、350%。目前该员工持股计划第一个锁定期公司层面业绩考核指标已经达成（2020 年考核口径净利润同比增长 41.47%）。

表 2：2020 年新一期员工持股计划情况

持有人	职务	占总认购份额比例	认购份额对应股数（万股）	占总股本比例
陈宏	董事总经理	38.18%	188	0.562%
张晓	副总经理	18.28%	90	0.269%
杨波	副总经理	8.12%	40	0.119%
张军辉	副总经理	4.06%	20	0.060%
中层管理人员及其他员工共 16 人		31.16%	154	0.461%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

合计 100.00% 492 1.471%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.3 面条业务为主，品类持续延展

2016年后公司步入战略转型升级阶段，以向上一体化为核心战略，同时进行横向业务延伸，不断拓宽产品品类。公司通过向上游产业链延伸加大对于面粉业务的布局，在挂面业务稳扎稳打的同时拓展湿面等细分品类，并且向下拓宽价格带下沿，2017年收购五谷道场后引入非油炸方便面业务，打造方便食品品类。

目前公司主要产品涵盖面条、面粉、方便食品三类，面条代表品牌包括陈克明、金麦厨和来碗面，其中陈克明品牌定位中高端，后两者则定位低端；面粉代表品牌包括陈克明和五味良仓，2021年公司新推出小包装杂粮粉4个SKU作为社区团购渠道专供产品；方便食品主要为五谷道场非油炸方便面，同时公司也将熟湿面业务纳入方便食品，开发出多款熟湿面系列产品。

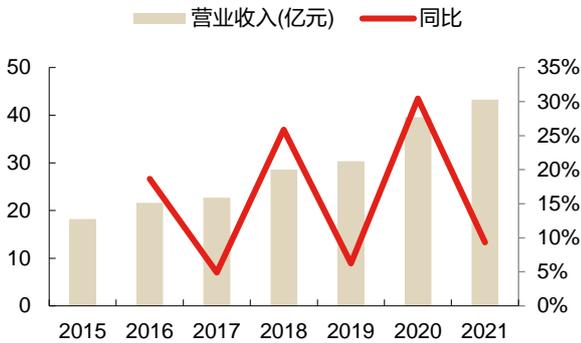
表 3：公司主要产品矩阵

品类	代表品牌	具体产品及图示	
面条	陈克明		
		陈克明日式软弹面	陈克明大宽波浪面
	金麦厨/来碗面		
		金麦厨清水清汤挂面	来碗面龙须挂面
面粉	陈克明/五味良仓		
		陈克明麦芯多用途粉	五味良仓自发小麦粉
方便食品	五谷道场/陈克明		
		五谷道场非油炸方便面	陈克明家庭蛋面

数据来源：公司公告、天猫、东方证券研究所

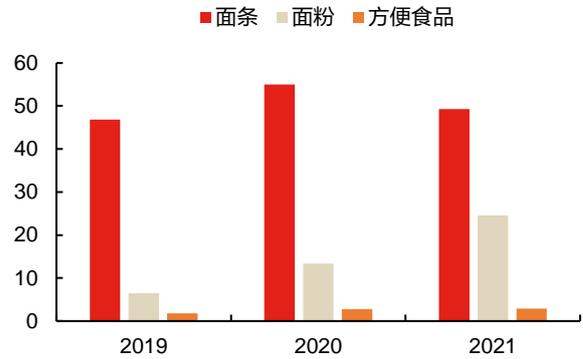
面条为主销品类，拉动公司收入持续走高。2019至2021年公司面条品类销量分别为46.81万吨、55.03万吨、49.27万吨，以挂面为主的面条产品都为公司最畅销的产品，同时也是公司创收主力。在面条产品引领下，公司营收从2015年18.24亿元持续攀升至2021年43.27亿元，期间CAGR为15%。

图 3：公司营收及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

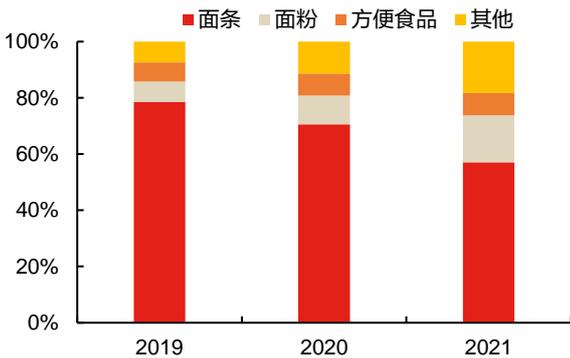
图 4：公司各品类销量（万吨）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

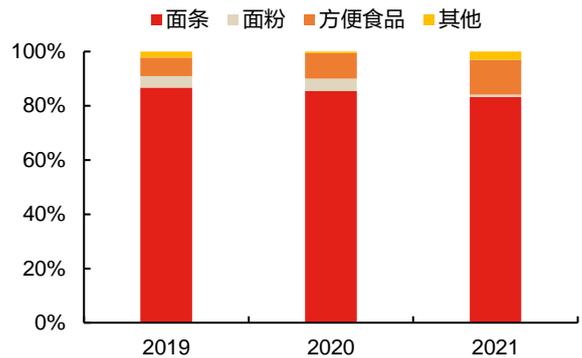
面条业务贡献主要营收及毛利。营收结构来看，2021 年面条业务营收占比为 57.09%；2020 年遂平面粉公司正式投产后，公司面粉业务占比有所提升。毛利结构来看，由于面条业务及方便食品业务毛利率较高，二者盈利能力较强，2021 年毛利占比分别为 83.24%和 12.91%。

图 5：2019-2021 公司品类营收结构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：2019-2021 公司品类毛利结构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

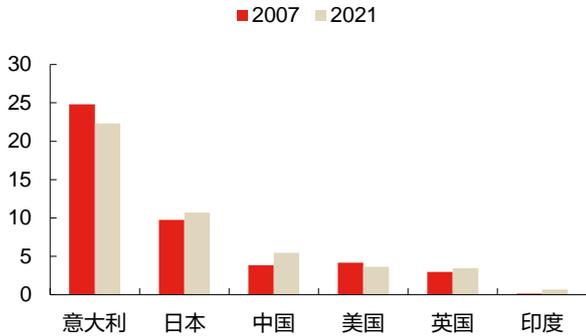
二、挂面行业集中度提升，多元化需求引领扩容

2.1 人均消费量存在提升空间，量价齐升预计将持续

- 我国人均面条消费量快速增长，目前仍有提升空间

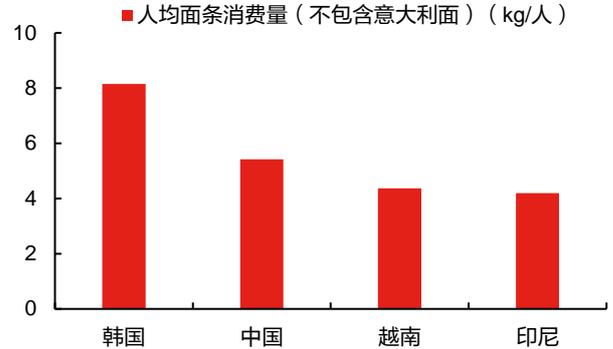
2007-2021 年，我国人均面条消费量从约 3.82kg/人增至 5.44kg/人，CAGR 约为 2.6%。据欧睿国际的数据统计，全球面条（除意大利面）人均消费量中，韩国、印尼、中国、越南较为靠前，均为亚洲国家。2021 年，韩国年人均面条消费量达到 8.15kg，中国仍有提升空间。

图 7：2007-2021 年各国人均面条消费量（kg/人）



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 8：2021 年亚洲各国人均面条消费量（不含意大利面）



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

受益老龄化及城镇化趋势，预计我国挂面需求尚存上升空间。传统挂面行业定位于 30 岁及以上人群，以中老年人为主，受益于老龄化趋势。低收入者消费量高，打工族向城市化迁徙使得挂面消费习惯逐渐由农村转移至城市。受益农村人均收入上升，对于挂面产品价格敏感度将下降，中高端挂面渠道下沉有望加速。

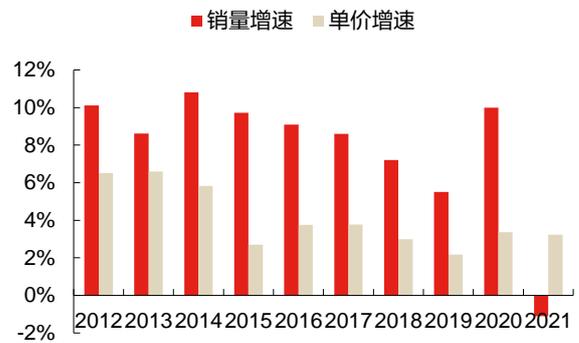
中国挂面市场由 2011 年 200 万吨增长到 2021 年 424 万吨左右规模，CAGR11-21 年约为 7.8%。据欧睿国际预测，按照年均 4.5% 的增速预计 2025 年能提升至 500 万吨以上。从 2011 年到 2021 年，全国挂面市场规模从约 220 亿元增长到约 700 亿元，年复合增长率达到约 12%。**我们认为挂面将继续呈现量价齐升趋势，销量需求仍存在一定上升空间，但销量增长对规模增长的贡献度将有所下滑，单价提升的贡献度有望提升。**

图 9：中国挂面市场规模及增速



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

图 10：中国挂面市场量价拆分情况



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

2.2 挂面符合中国饮食特色，未来有望推动高端化

● 挂面是中国传统主食，多元化需求逐步兴起

挂面是以小麦粉作为原材料，添加盐、食用碱等，加水 and 面，经过熟化、压延、切条、脱水等工序而制成，是中国传统主食。挂面从手工生产，自然晾晒逐渐转变为机械化加工。口感品质上手工面>鲜湿面>机制挂面。自《舌尖上的中国》等美食节目对面食文化进行宣传后，挂面由低价果腹制品，作为一种中华传统美食的文化情怀正在逐渐进行消费者教育。相对来说意面、日式乌冬

面文化已深入人心，高价的附加值主要源于其异域风情，国内对传统的再现可能出现创新式高端化产品。

北方面条人均消费量达到 17-18kg/年，南方约为 3-5kg/年。消费习惯上北方偏向于手工制作，南方偏向于工业化产品。挂面质量通过麦粉、灰分、筋道、色泽等决定。消费者多为中老年主妇，购买因素取决于是否价格、爽口、筋道、耐煮、健康无添加等。

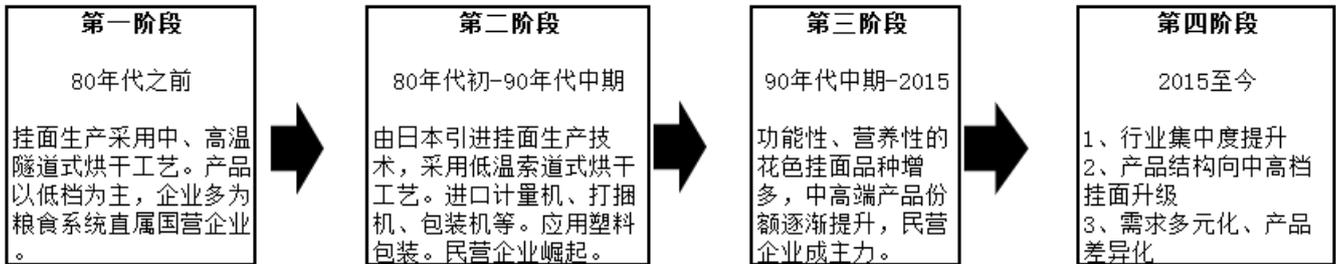
表 4：消费者购买挂面的主要决策因素

价格	低收入者价格敏感度较高
口味	是否爽口、筋道、不软塌
健康	是否无添加剂，绿色原材料
外观	色泽是否白净，包装是否美观
便利	烹饪时间是否较短

数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

挂面发展经历 4 个阶段，80 年代之前主要为粮食系统国营企业生产的低端面条，80-90 年代由日本引入挂面生产线，包装产品上线，同期引入湿面生产线。90 年代后挂面结构升级，花色面增多，民营企业逐步成为主力。2015 年以来，挂面行业集中度提升，龙头定价优势显现，产品结构逐渐向中高端升级；此外，消费者需求呈现多元化趋势，对应出现差异化产品，例如具备更好口感的鲜湿面、针对儿童和老年人推出的更易咀嚼且营养物质更丰富的面条等。

图 11：国内挂面产业的发展阶段



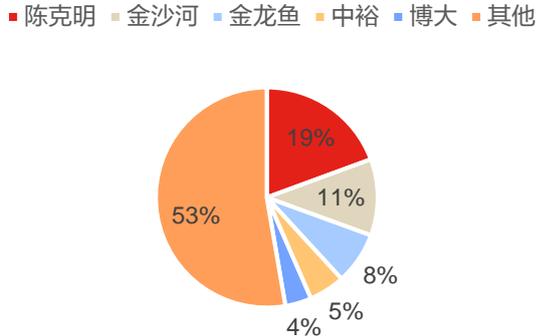
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.3 挂面行业集中度低，结构升级拓展价升空间

● 市场集中度低，未来具备提升空间

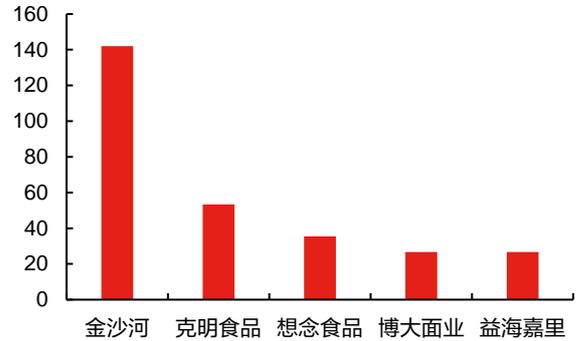
挂面行业格局较分散，根据公司公告，2021 年 2 月超市综合权数市场占有率中，陈克明、金沙河、金龙鱼、中裕和博大市占率分别约为 19%、11%、8%、5%和 4%，CR5 份额约为 47.3%，格局较为分散。我们认为这主要由于低端挂面流通市场占比高，各地域中低端品牌繁杂。

图 12：2021 年 2 月国内挂面产业超市综合权数市占率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

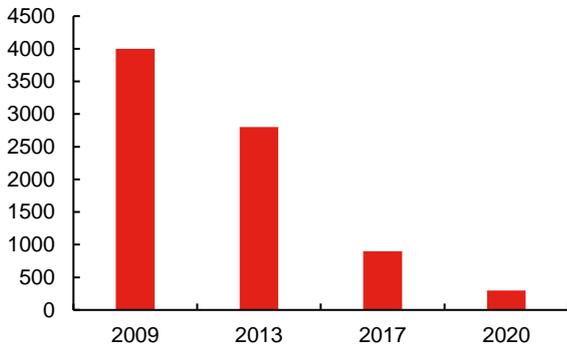
图 13：2020 年国内挂面龙头企业产能（单位：万吨）



数据来源：蓝鲸财经、东方证券研究所

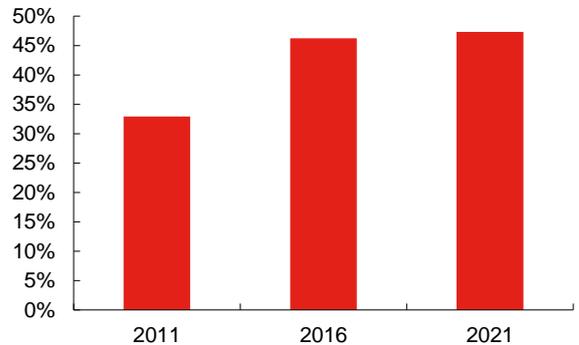
面条由最初的果腹食粮向花色面转变的过程中，规模企业将拥有更高的品牌、资本、技术优势。小规模企业主要据点在流通渠道，扎根当地、以低线城市为主要市场，难以转移面粉价格上涨带来的成本压力，叠加国家对食品安全监管趋严，大批小型企业迅速出清，体现在我国挂面企业数量从 2009 年约 4000 家急剧降至 2020 年约 300 家；同时，市场份额向龙头企业汇拢，我国挂面 CR5 从 2011 年约 33% 提升至 2021 年约 47.3%。随着行业准入门槛提高，资金壁垒增强，未来龙头企业还将持续蚕食小企业市场份额。

图 14：国内挂面企业数量快速减少



数据来源：中国食品科学技术学会、东方证券研究所

图 15：国内挂面行业 CR5 持续提升

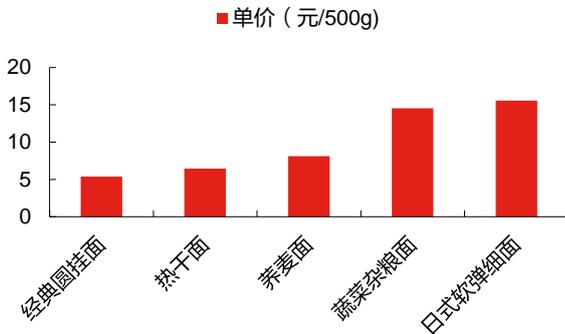


数据来源：公司公告、东方证券研究所

● 多元化需求驱动下，挂面中高端产品占比将提升

添加各种蔬菜汁、具备良好口味的花色挂面、功能挂面、湿面将成为未来行业发展的趋势。花色面、营养面、儿童面、湿面等高端挂面虽然体量较小，但品类繁多成长较快，将出现一个有别于粮油更具备私房菜属性的细分市场。特色面条销售价格较高，以公司在天猫的旗舰店产品售价为例，经典圆挂面售价约 5 元/斤，但蔬菜杂粮面、日式软弹细面等产品售价可以达到 15 元/斤以上。高售价产品可以有效推动公司毛利率上升。二三线城市以及农村挂面消费以流通渠道为主，该渠道低端挂面占比较高，中高端产品主要在商超售卖，我们认为作为行业龙头的企业在商超渠道将会有产品结构升级。

图 16：公司不同品类挂面线上销售价格对比



数据来源：天猫超市、东方证券研究所

图 17：克明抹茶花色挂面产品示意图



数据来源：京东、东方证券研究所

2.4 方便食品行业格局分散，健康化有望引领未来发展

近年来，受方便食品庞大的市场吸引，包括克明食品在内的部分挂面企业选择跨入该赛道，丰富产品体系，驱动业绩持续发展。

方便食品市场中，女性、青年为主要消费群体。伴随日常生活节奏加快，方便食品凭借其“方便”的特性及较好的口感，逐渐受到热捧。根据第一财经消费大数据发布的《2021 年方便速食行业洞察报告》，2020 年方便食品消费群体中，女性占比达到 70%，且人均的品类年客单价超过 100 元；从年龄段来看，80 后、90 后、95 后贡献方便食品 60% 销售额，95 后、00 后增幅最快。

方便食品市场持续扩容。2016-2020 年，市场规模从 3948 亿元增至 4813 亿元，预计 2022 年将超过 5000 亿元，年增速稳定在 3%-7%。未来随着新生代群体进一步壮大，以及消费习惯的演变，预计方便食品市场仍有较大增长空间。

图 18：方便食品主要包括五个细分种类



数据来源：公开资料整理、东方证券研究所

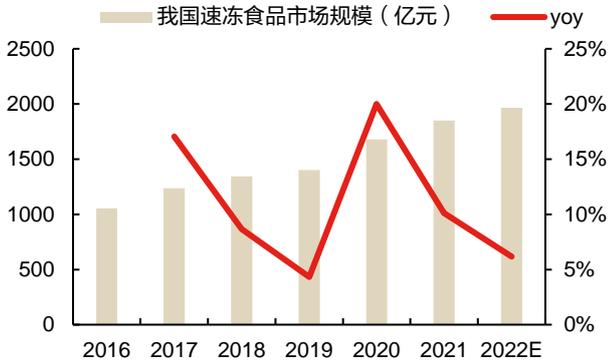
图 19：中国方便食品市场规模及增速



数据来源：中商产业研究院、东方证券研究所

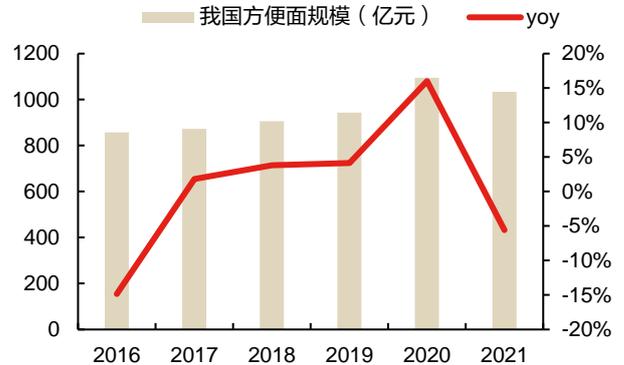
方便食品种类繁多，其中速冻食品、方便面规模领先。方便食品主要分为五个细分种类，分别为即食食品、速冻食品、干的或粉状方便食品、罐头食品、方便菜肴。2016-2021 年，我国速冻食品市场规模从 1055 亿增至 1850 亿元，CAGR 达到 11.9%，增速较快；同期，我国方便面规模从 858 亿元增至 1033 亿元，CAGR 为 3.8%，增速偏慢，市场趋向成熟。速冻食品和方便面约为我国方便食品产业贡献约 60% 销售额。

图 20：我国速冻食品市场规模及增速



数据来源：中商产业研究院、东方证券研究所

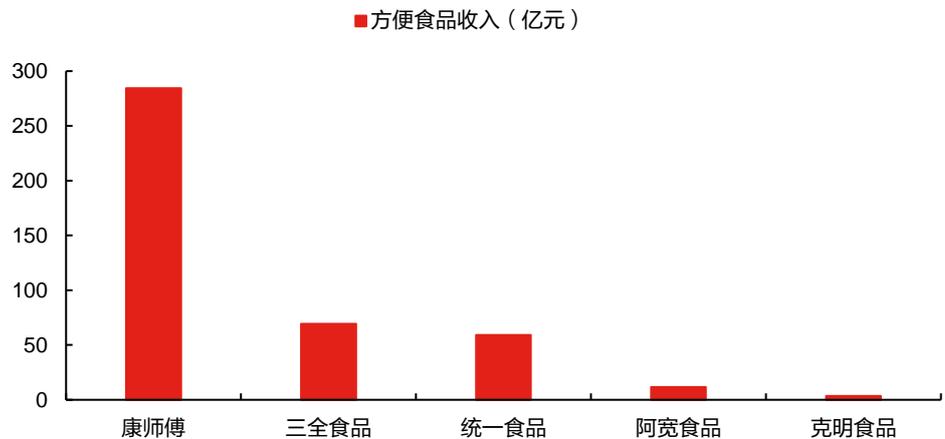
图 21：我国方便面市场规模及增速



数据来源：欧睿国际、东方证券研究所

方便食品行业竞争格局分散。目前在行业中，不仅包括康师傅、统一中国、三全食品、克明食品、今麦郎等老牌，也包括阿宽食品、李子柒、食族人、拉面说、嗨吃家等众多新锐品牌，行业格局分散。包括红油面皮、螺蛳粉、方便粉丝、自热锅等新型方便食品亦层出不穷，助力各种新兴品牌站上风口；然而，此类产品生产、技术壁垒低，且考虑到消费者忠诚度较低，因此渠道布局、营销网络、产能储备等硬核实力更显重要。

图 22：2021 年部分龙头企业方便食品收入



数据来源：公司公告、阿宽食品招股说明书、东方证券研究所

● 健康营养升级引关注

目前消费者对方便食品的负面评价仍然集中在“不新鲜、不健康、不营养”等方面，因此预计健康化、营养化将为未来方便食品发展的重要方向。以五谷道场为例，该品牌主打“非油炸”泡面，相比市场上方便面更为健康，一经推出就获得消费者青睐；2006 年更是在行业不景气的环境下创造了 20 亿销售额。

顺应该趋势，目前市上主打健康、营养方向的方便食品如雨后春笋，粗粮方便面、非油炸冻干面、营养配料自热米饭/拉面等产品纷纷被推出。预计未来健康化发展将带领方便食品市场扩容，并重新塑造市场格局。

图 23：某品牌 0 脂非油炸免煮葱油拌面



数据来源：京东商城、东方证券研究所

图 24：薄荷健康推出速食健身餐



数据来源：京东商城、东方证券研究所

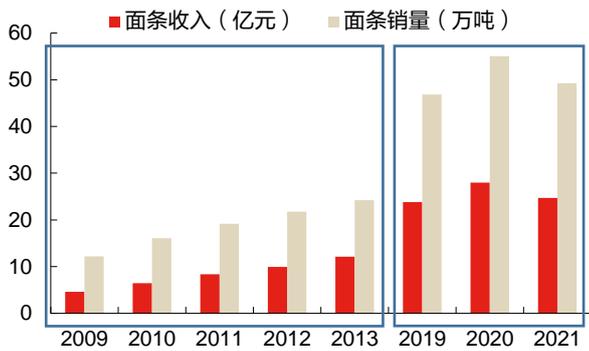
三、产品结构逐步优化，方便食品新品迭出

3.1 面条产品稳步增长，有望步入量价齐升区间

● 面条业务量增价平，提价与结构优化助力量价齐升

根据公司公告的数据，针对面条单品进行量价拆分可以发现，2009-2013 年，公司面条业务呈现量价齐升态势，期间销量 CAGR+18.7%，吨价 CAGR+7.5%；2013-2021 年期间，公司收入增长主要以销量增长驱动，期间销量 CAGR+9.3%，吨价 CAGR-0.02%；公司吨价没有上行的主要原因是 2012-2021 年期间对面条产品提价较少，且因重视高性价比产品而导致产品结构升级趋缓。

图 25：公司面条产品收入和销量趋势



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 26：公司面条产品吨价趋势



数据来源：公司公告、东方证券研究所

观察公司历年来涨价情况，2012 年的提价驱动面条吨价增长；2021 年起，公司再次对产品进行提价，21、22 年分别上调各系列产品价格，预计将促进公司吨价抬升，助力公司进入量价齐升的新区间。

表 5：公司产品提价情况

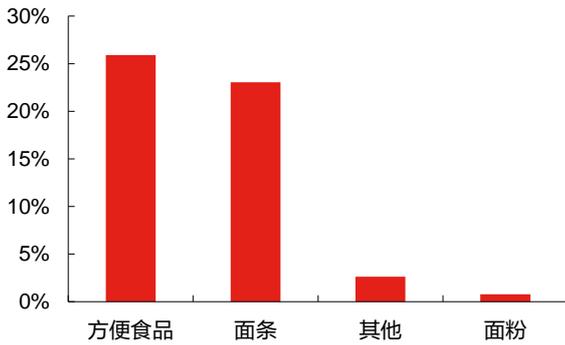
时间	提价事件
2022 年 7 月	上调各系列产品的销售价格，平均上调幅度为 5% 左右
2021 年 12 月	对公司各系列产品上调价格，公司将于 2021 年 12 月 1 日起执行新的价格政策
2012 年 12 月	对产品平均提价约 5%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司公告、公开资料整理、东方证券研究所

聚焦产品结构升级，推动毛利率提升。近年来，公司以高性价比产品为核心，结构升级较慢；2021年下半年起，管理层即时调整经营策略，坚持以高毛利产品为主，高性价比产品为辅，明确“聚焦高端产品，重回高端定位”，重点聚焦高毛利面条产品，并大力发展毛利率较高的方便食品业务，综合毛利率有所改善。在原材料小麦成本高涨的背景下，22Q1 公司毛利率达到 17.85%，高于 2021 年的 15.82%，盈利能力有所改善。

图 27：2021 年公司分产品毛利率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 28：公司综合毛利率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

● 扩张产能，提升面粉自给率，降低成本

截至 2021 年末，公司面条、面粉设计年产能分别为 67.4、94.5 万吨，两个业务产能利用率均接近 100%；为谋求长远发展，公司新建遂平克明、浙江克明生产基地，将分别新增面条、面粉产能 32.3、19.0 万吨。

表 6：2021 年公司面条和面粉产能及扩产情况（万吨）

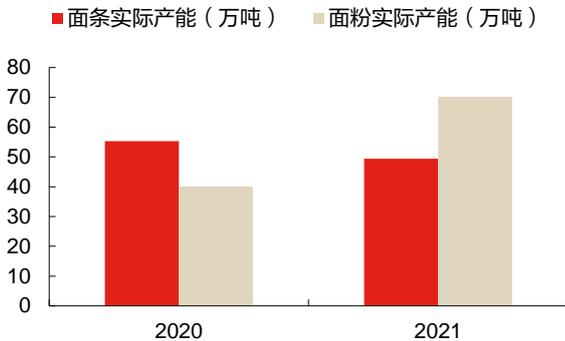
生产主体	面条			面粉		
	设计年产能	实际年产量	在建产能	设计年产能	实际年产量	在建产能
遂平克明	32.4	25.26	21			
延津克明	17.2	16.68				
克明面业	0.9	0.33				
武汉克明	2.5	0.73				
长沙克明	1.8	0.51				
成都克明	8.4	3.05				
新疆克明	4.2	—				
浙江克明	—	—	11.32	—	—	19.01
延津面粉				25.2	25.1	—
遂平面粉				63	45.1	—
新疆面粉				6.3	—	—
合计	67.4	46.56	32.32	94.5	70.2	19.01

数据来源：公司公告、东方证券研究所

2020-2021 年，公司面粉实际产能从 40 万吨增至 70 万吨，面粉实际产能与面条(含方便面)实际产能对比，面粉/面条从 73%提升至 142%，意味着公司已经基本实现面粉自供。公司围绕核心面条生产基地建立面粉工厂，主要面条、面粉生产基地位于遂平、延津，最大限度降低面粉运输成本。此外，考虑到公司自供的部分面粉无需向第三方支付额外的毛利，自建面粉工厂有利于降低公司原材料成本，改善盈利水平。

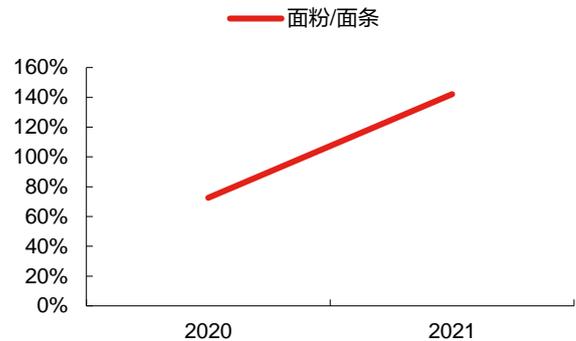
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 29：2020-2021 年面条(含方便面)及面粉实际产能



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 30：2020-2021 年面粉与面条(含方便面)实际产能对比

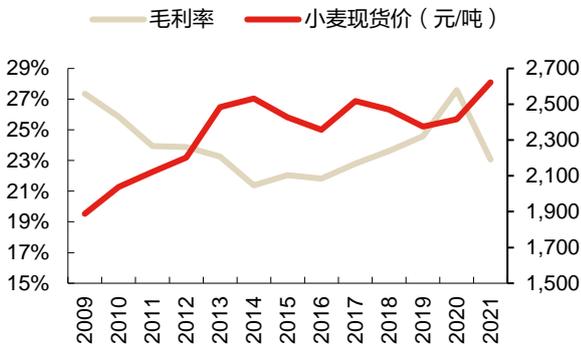


数据来源：公司公告、东方证券研究所

● 小麦价格下降，公司毛利率预计改善

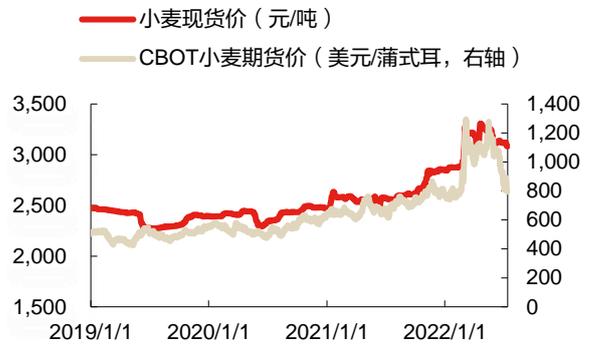
面粉占据公司 80%的生产成本，小麦作为面粉的原材料，其价格直接影响公司面条业务毛利率。2020 年以来，小麦价格呈现明显提升，从 2020 年 6 月至 2022 年 6 月，现货价格从约 2300 元/吨涨至超过 3100 元/吨，压制公司盈利能力；2021 年，公司毛利率为 23%，同比下降 5%。边际上，小麦价格在 2022 年 5 月初达到高点，之后呈现下滑趋势，主要由于 6 月份我国小麦收割进入尾声，市场供应较为充足。小麦价格回落预计将有望提升公司毛利率，改善盈利能力。

图 31：公司毛利率和小麦现货价的对比



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 32：小麦价格边际上呈现下跌趋势



数据来源：Wind、东方证券研究所

3.2 五谷道场蒸蒸日上，方便食品增长空间大

2017 年，公司收购五谷道场品牌，借机跨赛道进入方便食品领域。收购当年，五谷道场营收仅 0.45 亿元，净亏损 0.11 亿元。公司采取多方面措施助力五谷道场走上正轨。公司将五谷道场生产基地从北京搬迁至河南延津，通过原材料赋能和供应链协同，降低其运营成本，基本形成延津五谷专注于生产、克明五谷负责销售的局面。

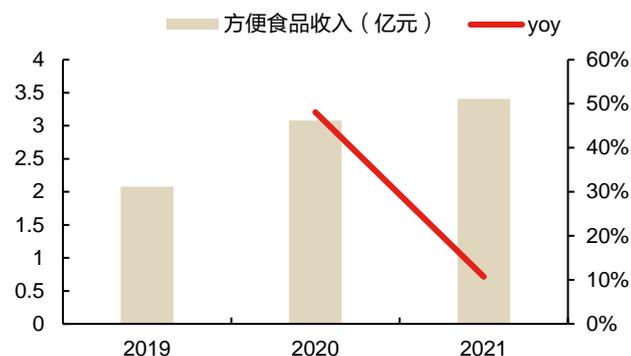
在战略调整、资源赋能下，五谷道场业绩逐步回升。公司方便食品业务主要包括五谷道场旗下非油炸方便面和方便湿面。随着五谷道场快速成长，公司逐步开启方便食品业务。截至 2021 年底，公司方便业务贡献营收 3.41 亿元，同比增长 10.7%。

公司注重产品研发，方便食品新品迭出，进一步扩张业务规模。2021 年，公司开发了五谷道场系列熟湿面产品，带动熟湿面 C 端产品的销售增长。此外，公司推出多款方便食品新品，包括金系

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

列酸辣豚骨、金系列酱香排骨、经典系列西红柿鸡蛋面、经典系列四川担担面、粗粮系列黑麦荞麦面、猪骨汤拉面、炸酱面、五谷道场盖浇饭系列、陈克明大厨乌冬系列、纸筒装热干面系列、陈克明酱包面系列、五谷道场酱包面系列等，有望通过增加 SKU 来贡献营收。2021 年，公司在方便食品领域的市占率不到 0.1%，存在较大提升空间。

图 33：公司方便食品收入及增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 34：公司方便食品新品繁多



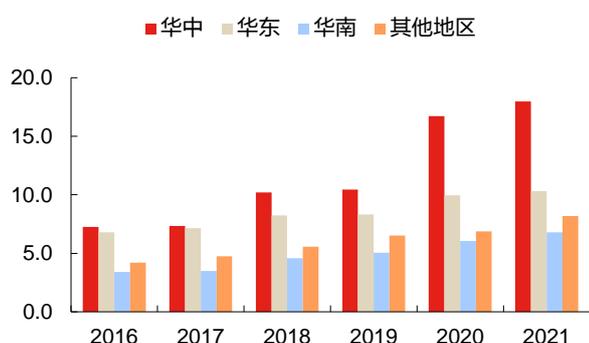
数据来源：公司公告、东方证券研究所

3.3 强化全国化市场布局，提升营销重视度

● 公司加强全国化布局，渠道深入布局至乡镇级市场

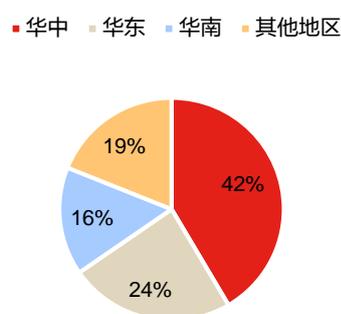
分地区来看，公司以华中、华东、华南地区为主，2021 年收入分别为 18.0、10.3 和 6.8 亿元，每个地区收入逐年增长。华中市场中，尤以湖北、湖南、河南等地区业绩亮眼，市场发展较为成熟。

图 35：公司不同地区收入趋势（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 36：2021 年公司不同地区收入占比

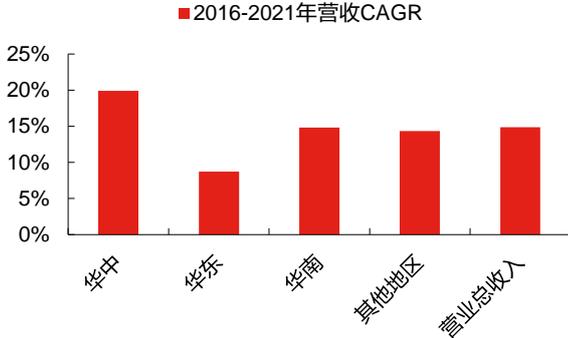


数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司在华中市场增长最快，2016-2021 年营收 CAGR 高达 19.9%；华南、华东地区同时期 CAGR 为 14.8%、8.7%。华中地区的快速增长伴随着较为深入的渠道布局，2019-2021 年，该地区经销商数量从 965 家增至 991 家。华东市场面条市场竞争较为激烈，且近两年受疫情影响冲击，增速偏缓。此外，华北地区为五谷道场优势区域，因此收购五谷道场有望弥补公司在北方区域的不足，助力公司强化全国化布局。

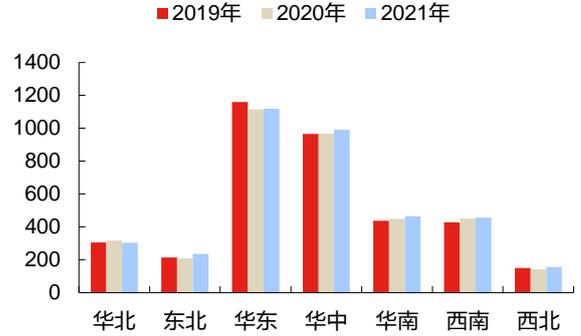
渠道方面，公司持续提升线上和线下渠道覆盖率，致力于在全国范围内渠道下沉至乡镇级市场，通过全国 KA 部直控终端网点，加强终端管理，促进社区类、生鲜类、批发类等主要网点动销；疫情期间，公司作为物资保供企业，在拓宽团购渠道的同时，2022H1 产品销量与收入同比增加。

图 37：2016-2021 年公司不同地区收入年化增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 38：2019-2021 年公司不同地区经销商数量



数据来源：公司公告、东方证券研究所

● **营销加码，助力塑造高端化品牌形象**

2019 年以来，公司持续通过与线上电视剧、综艺等节目合作的方式，提升品牌影响力。2019 年，公司赞助综艺《中餐厅 3》，塑造高端、高质量品牌形象。2020 年，公司与《非诚勿扰》、《梨园春》、《寻情记》等高收视率节目合作，提升公司品牌知名度。此外，公司签约刘涛作为“陈克明”形象代言人，进一步提升公司品牌形象。

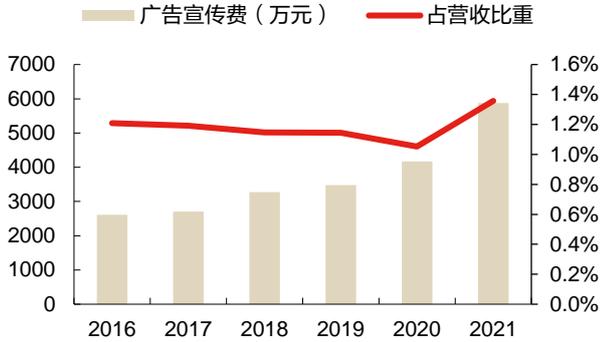
表 7：公司 2019 年以来主要营销事件

年份	营销事件
2019	赞助综艺《中餐厅 3》；与《长安十二时辰》合作
2020	签约知名艺人刘涛女士成为公司旗下“陈克明”品牌形象代言人
2020	与《非诚勿扰》《梨园春》《寻情记》等区域头部资源及全国大 IP 栏目合作；赞助热播大剧《下一站是幸福》

数据来源：公司公告、公开资料整理、东方证券研究所

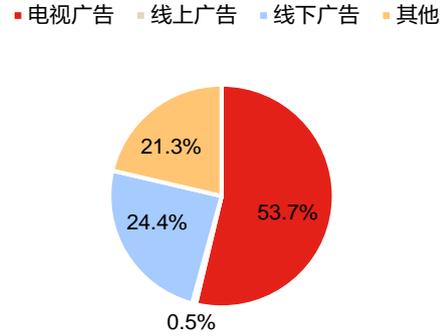
近年来，公司持续加大营销费用投入，2021 年广告宣传费达到 5872 万元，占营收比重 1.4%。公司广告投放渠道仍以电视广告为主，金额占比达到 53.7%；线上广告、线下广告渠道金额分别占比 0.5%、24.5%。

图 39：公司广告宣传费及占营收比重



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 40：2021 年公司不同渠道广告投入金额占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 挂面业务保持稳定增长趋势，22-23 年营收增速分别为 9.2%、6.3%；24 年受益于浙江克明的投产，预计增速上行至 12%；受小麦价格上涨同时公司提价的影响，预计 22 年毛利率小幅提升至 23.2%；受益于产品结构升级，高毛利产品占比提升，预计 23-24 年毛利率稳步提升，分别达到 23.3%和 23.5%。
- 2) 面粉业务随着产能扩张，公司面粉收入稳步增长，22-24 年营收增速分别为 12.8%、5.1%和 2.5%；毛利率在行业供需关系改善的情况下，恢复性提升，预计 22-24 年毛利率分别达到 1.8%、2.8%和 2.8%。
- 3) 方便食品受益于公司的大力推广，预计 22-23 年营收增速分别为 25.8%、17.7%；24 年受益于浙江克明的投产，预计增速上行至 55.1%；受益于提价和结构升级，预计 22-24 年毛利率分别为 26.7%、27.0%和 27.6%。
- 4) 公司 22-24 年销售费用率为 7.5%、7.6%和 8.1%，管理费用率为 3.8%、3.8%和 4.0%；24 年费用率提升，主要因为浙江克明投产，预计费用投入加大。

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
面条					
销售收入 (百万元)	2,794.5	2,469.9	2,696.2	2,865.0	3,208.8
增长率	17.3%	-11.6%	9.2%	6.3%	12.0%
毛利率	27.6%	23.1%	23.2%	23.3%	23.5%
面粉					
销售收入 (百万元)	405.8	722.2	814.9	856.1	877.6
增长率	84.7%	78.0%	12.8%	5.1%	2.5%
毛利率	10.1%	0.8%	1.8%	2.8%	2.8%
方便食品					
销售收入 (百万元)	307.9	340.9	428.8	504.8	783.1

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

增长率	48.0%	10.7%	25.8%	17.7%	55.1%
毛利率	27.6%	25.9%	26.7%	27.0%	27.6%
其他业务					
销售收入（百万元）	449.7	793.7	896.9	968.6	1,017.0
增长率	101.1%	76.5%	13.0%	8.0%	5.0%
毛利率	1.2%	2.6%	4.1%	4.6%	4.6%
合计	3,957.8	4,326.6	4,836.7	5,194.6	5,886.6
增长率	30.4%	9.3%	11.8%	7.4%	13.3%
综合毛利率	22.8%	15.8%	16.3%	16.8%	17.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

4.2 投资建议

我们预测公司 22-24 年的每股收益分别为 0.50、0.58 和 0.70 元。我们选取 A 股和 H 股的米面粮油、方便食品上市公司作为可比公司，根据可比公司调整后平均估值水平，给予公司 22 年 28 倍 PE，对应目标价 14.00 元，首次覆盖给予买入评级。

表 8：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益（元）			市盈率		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
金龙鱼	300999.SZ	47.30	1.09	1.39	1.67	43.5	33.9	28.3
祖名股份	003030.SZ	22.90	0.54	0.70	0.86	42.3	32.7	26.7
双塔食品	002481.SZ	8.17	0.25	0.29	0.35	33.0	28.3	23.5
三全食品	002216.SZ	17.73	0.87	0.98	1.10	20.3	18.2	16.1
康师傅控股	0322.HK	13.38	0.73	0.89	1.06	18.2	15.0	12.6
统一企业中国	0220.HK	7.12	0.41	0.47	0.54	17.4	15.2	13.3
调整后平均						28	24	20

资料来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2022 年 7 月 22 日收盘价，康师傅控股、统一企业中国最新价格和每股收益单位为港元）

五、风险提示

- **竞争加剧的风险。**面条行业进入门槛相对较低，若新进入者加多引发行业价格战，将削弱公司的提价效果，进而影响公司的盈利能力。
- **原材料成本大幅上涨的风险。**小麦等原材料是面条的主要成本，若原材料成本大幅上涨，将影响公司的盈利能力。
- **方便食品发展不及预期的风险。**方便食品是公司未来重点发展的方向，若方便食品业务增长不及预期，将降低公司的长期增长预期。
- **销量增长不及预期导致产能利用率不足的风险。**公司的产能稳步扩张，但产量上升和产能利用率的提升依赖于市场拓展和销量增长，若销量增长不及预期可能导致公司产能利用率不足，进而影响公司盈利水平。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	428	250	280	301	341	营业收入	3,958	4,327	4,837	5,195	5,887
应收票据、账款及款项融资	149	166	186	199	226	营业成本	3,055	3,642	4,046	4,323	4,844
预付账款	123	76	85	91	103	营业税金及附加	25	31	31	33	38
存货	575	565	607	649	727	营业费用	339	362	362	392	474
其他	141	117	120	123	127	管理费用及研发费用	160	230	215	231	268
流动资产合计	1,415	1,175	1,278	1,362	1,524	财务费用	17	16	16	17	18
长期股权投资	0	9	9	9	9	资产、信用减值损失	20	19	17	19	19
固定资产	1,865	1,927	2,176	2,387	2,568	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	268	353	370	367	360	投资净收益	4	1	1	1	1
无形资产	231	226	220	214	207	其他	22	52	60	66	66
其他	73	190	166	157	149	营业利润	368	79	209	246	294
非流动资产合计	2,437	2,705	2,940	3,133	3,294	营业外收入	6	2	4	4	4
资产总计	3,852	3,879	4,218	4,495	4,817	营业外支出	6	3	5	5	5
短期借款	631	511	589	636	644	利润总额	369	77	208	244	293
应付票据及应付账款	286	412	498	575	693	所得税	76	9	41	48	58
其他	269	261	297	329	378	净利润	293	67	167	196	235
流动负债合计	1,186	1,184	1,384	1,540	1,715	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
长期借款	35	34	0	0	0	归属于母公司净利润	293	67	167	196	235
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.87	0.20	0.50	0.58	0.70
其他	65	75	75	75	75						
非流动负债合计	100	109	75	75	75	主要财务比率					
负债合计	1,286	1,293	1,459	1,616	1,791		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	335	337	337	337	337	营业收入	30.4%	9.3%	11.8%	7.4%	13.3%
资本公积	1,324	1,377	1,450	1,450	1,450	营业利润	48.5%	-78.7%	166.5%	17.3%	19.7%
留存收益	917	884	984	1,105	1,252	归属于母公司净利润	41.7%	-77.0%	147.7%	17.4%	19.8%
其他	(10)	(13)	(13)	(13)	(13)	获利能力					
股东权益合计	2,566	2,586	2,758	2,879	3,026	毛利率	22.8%	15.8%	16.3%	16.8%	17.7%
负债和股东权益总计	3,852	3,879	4,218	4,495	4,817	净利率	7.4%	1.6%	3.5%	3.8%	4.0%
						ROE	12.2%	2.6%	6.3%	7.0%	8.0%
						ROIC	9.5%	2.6%	5.6%	6.1%	7.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	33.4%	33.3%	34.6%	35.9%	37.2%
净利润	293	67	167	196	235	净负债率	9.7%	11.5%	11.3%	11.7%	10.1%
折旧摊销	135	169	147	171	192	流动比率	1.19	0.99	0.92	0.88	0.89
财务费用	17	16	16	17	18	速动比率	0.71	0.51	0.48	0.46	0.46
投资损失	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)	营运能力					
营运资金变动	(191)	189	48	45	46	应收账款周转率	20.8	27.5	27.5	27.0	27.7
其它	162	(87)	5	0	0	存货周转率	6.7	6.4	6.9	6.9	7.0
经营活动现金流	411	354	382	429	490	总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
资本支出	(271)	(305)	(387)	(364)	(353)	每股指标(元)					
长期投资	39	(9)	0	0	0	每股收益	0.87	0.20	0.50	0.58	0.70
其他	427	(45)	1	1	1	每股经营现金流	1.23	1.05	1.13	1.27	1.45
投资活动现金流	195	(359)	(386)	(363)	(352)	每股净资产	7.61	7.67	8.18	8.54	8.98
债权融资	(405)	(11)	(34)	0	0	估值比率					
股权融资	115	55	72	0	0	市盈率	13.6	58.9	23.8	20.3	16.9
其他	(188)	(140)	(5)	(46)	(98)	市净率	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
筹资活动现金流	(478)	(95)	33	(46)	(98)	EV/EBITDA	8.4	16.5	11.7	10.1	8.7
汇率变动影响	(1)	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.3	46.1	19.3	16.6	14.0
现金净增加额	127	(99)	30	21	40						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn