

加加食品

实行大单品战略，追赶行业龙头

首次覆盖

投资亮点

大单品战略思路正确，期待执行效果。加加为摆脱过去几年受产品定位及产能瓶颈拖累而与行业龙头拉开的差距，开启了大单品战略。我们认为公司通过大单品切入符合消费升级趋势且正快速增长细分品类的思路符合其现阶段行业地位，“原酿造”产品定价合理，亦具备全国走量的基础，但因差异性不及“面条鲜”突出且高鲜酱油市场类似竞品较多，最终的竞争力恐仍然体现在渠道端。而加加目前尚处于依靠大单品开拓全国商超渠道的初期，我们认为需要持续的费用投入换得大单品规模的增长，期待未来几年公司能够以一两款成功的拳头产品在商超渠道立住、坐实。茶籽油是差异化显著的高端油品，但相对小众，需通过消费者教育打开品类空间，我们认为对公司收入的短期贡献仍有待观察。

外延扩张可期，协同效应待现。成熟调味品企业的发展历史已经证明，调味品因不同品类间的渠道和品牌高度协同，是一个适合通过并购做大规模的种类。但我们同时认为若要实现 1+1>2，企业对并购时点的选择同样重要。调味品是渠道为王的传统行业，期待公司与能在渠道上助一臂之力的企业合作，或待自身具备全国化渠道基础后进行品类扩张，届时不仅可实现收入增厚，还能真正释放协同效应。

股权激励和员工持股利于绑定高管和员工利益。较高的股权激励解锁条件彰显了公司对长期经营的信心，有望为企业注入更多内部动力。近期的持股计划资金规模大，激励对象广，将进一步高度绑定员工利益。调味品是食品饮料中不可多得的仍然保持量价齐升的子行业，乘行业增长之风优化产品结构、做实渠道网络是加加的当务之急。加加拥有较好的品牌基础，也拥有相对灵活的民营机制和有干劲的管理团队，期待公司通过大单品战略收获持续的成长性。

财务预测

预计公司 2015~2017 年收入分别为 17.7/19.9/22.4 亿元，同比增长 5.2%/12.4%/12.6%；归属母公司所有者净利润分别为 1.6/1.9/2.2 亿元，同比增长 21.3%/15.8%/17.5%（15 年受投资收益影响增速较高）；合 EPS 0.14/0.16/0.19 元。

估值与建议

依据 A 股调味品公司平均估值并考虑公司历史估值水平，给予公司 2016 年 35 倍 P/E，对应目标价 **5.61 元**，由于当前股价对应的估值已较为合理，首次覆盖给予中性评级。

风险

行业增速放缓竞争加剧、大单品战略效果不达预期、原材料成本波动、食品安全事件、云厨业务效果低于预期。

吕若晨

分析员
 ruochen.lv@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080514080002
 SFC CE Ref: BEE828

袁霏阳

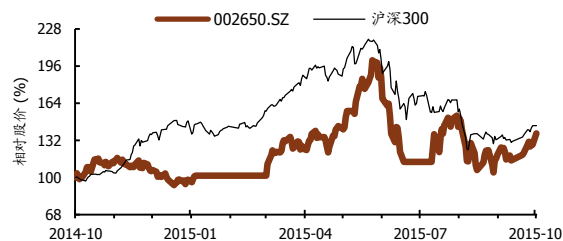
分析员
 feiyang.yuan@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080511030012
 SFC CE Ref: AIZ727

颜慧菁

联系人
 huijing.yan@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080115080061

首次覆盖中性

股票代码	002650.SZ
评级	* 中性
最新收盘价	人民币 6.64
目标价	人民币 5.61
52 周最高价/最低价	人民币 10.00~4.41
总市值(亿)	人民币 76
30 日日均成交额(百万)	人民币 296.27
发行股数(百万)	1,152
其中: 自由流通股(%)	52
30 日日均成交量(百万股)	42.38
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1,678	1,685	1,772	1,991
增速	1.3%	0.4%	5.2%	12.4%
归属母公司净利润	161	132	160	185
增速	-8.4%	-18.3%	21.3%	15.8%
每股净利润	0.14	0.11	0.14	0.16
每股净资产	1.52	1.51	1.61	1.72
每股股利	0.12	0.04	0.05	0.06
每股经营现金流	0.11	0.23	0.16	0.18
市盈率	47.5	58.1	47.9	41.4
市净率	4.4	4.4	4.1	3.9
EV/EBITDA	33.5	35.3	30.7	26.2
股息收益率	1.8%	0.6%	0.7%	0.8%
平均总资产收益率	8.1%	6.0%	6.8%	7.4%
平均净资产收益率	9.4%	7.5%	8.9%	9.6%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2013A	2014A	2015E	2016E		2013A	2014A	2015E	2016E
利润表									
营业收入	1,678	1,685	1,772	1,991	成长能力				
营业成本	1,221	1,180	1,242	1,376	营业收入	1.3%	0.4%	5.2%	12.4%
营业税金及附加	7	8	9	10	营业利润	-9.5%	-14.0%	14.7%	20.3%
营业费用	184	232	223	256	EBITDA	-0.3%	-4.6%	15.4%	17.9%
管理费用	78	89	93	104	净利润	-8.4%	-18.3%	21.3%	15.8%
财务费用	-12	2	8	9	盈利能力				
其他	0	-2	0	0	毛利率	27.2%	30.0%	29.9%	30.9%
营业利润	200	172	197	237	营业利润率	11.9%	10.2%	11.1%	11.9%
营业外收支	19	7	16	10	EBITDA 利润率	12.7%	12.1%	13.3%	13.9%
利润总额	219	178	213	246	净利率	9.6%	7.8%	9.0%	9.3%
所得税	58	47	53	62	偿债能力				
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	3.02	3.08	2.93	2.67
归属母公司净利润	161	132	160	185	速动比率	2.49	2.38	2.23	1.97
EBITDA	214	204	235	277	现金比率	1.47	1.66	1.51	1.24
资产负债表					资产负债率	17.8%	24.3%	23.6%	21.8%
货币资金	536	490	467	421	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	47	64	67	75	回报率分析				
预付款项	311	136	144	159	总资产收益率	8.1%	6.0%	6.8%	7.4%
存货	193	205	216	240	净资产收益率	9.4%	7.5%	8.9%	9.6%
其他流动资产	13	12	12	12	每股指标				
流动资产合计	1,101	908	906	907	每股净利润 (元)	0.14	0.11	0.14	0.16
固定资产及在建工程	902	1,074	1,198	1,311	每股净资产 (元)	1.52	1.51	1.61	1.72
无形资产及其他长期资产	96	96	93	89	每股股利 (元)	0.60	0.10	0.05	0.06
非流动资产合计	1,000	1,390	1,519	1,628	每股经营现金流 (元)	0.11	0.23	0.16	0.18
资产合计	2,101	2,298	2,425	2,535	估值分析				
短期借款	0	0	0	0	市盈率	47.5	58.1	47.9	41.4
应付账款及票据	257	194	202	221	市净率	4.4	4.4	4.1	3.9
其他流动负债	107	101	107	118	EV/EBITDA	33.5	35.3	30.7	26.2
流动负债合计	364	295	309	340	股息收益率	1.8%	0.6%	0.7%	0.8%
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	0	0	0	0					
负债合计	375	558	571	552					
股东权益合计	1,746	1,741	1,854	1,983					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	2,121	2,298	2,425	2,535					
现金流量表									
净利润	161	132	160	185					
折旧和摊销	26	29	30	31					
营运资本变动	-12	70	-7	-16					
其他	-44	33	0	0					
经营活动现金流	130	264	181	209					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	-572	-403	-150	-140					
投资活动现金流	-458	-371	-150	-140					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	248	0	0					
其他	46	0	0	0					
筹资活动现金流	-105	92	-54	-115					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-433	-15	-23	-46					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

加加食品是一家从事调味品的研发、生产和销售的公司。产品包括酱油、食醋、味精、鸡精、食用植物油等 180 个品种规格。公司核心产品酱油位居全国前五，近年来主打“淡酱油”和“大单品”战略。公司位于湖南，品牌“加加”在全国市场上具有较好社会知名度和美誉度。



目录

发力大单品，力求弯道超车	5
聚焦大单品战略，追赶行业龙头	5
原酿造：切取高端市场份额，做大规模任重道远	6
有望切入高端茶籽油细分市场	9
募投产能释放为产品升级提供保障	11
有望通过并购实现品类多元化	11
股权激励和员工持股利于绑定员工利益	12
股权激励目标高，彰显公司发展信心	12
员工持股计划，进一步绑定员工利益	12
投资云厨，试水触网新模式	13
云厨：首家网格化 O2O+B2F 平台	13
实现初期发展，长期效果待考量	13
财务及估值	14
风险分析	16
行业增速放缓，竞争加剧	16
大单品战略效果不达预期	16
原材料成本波动	16
食品安全事件	16
云厨业务效果低于预期	16



图表

图表 1: 加加调味品业务历史收入增速	5
图表 2: 加加 1H15 分地区收入占比	5
图表 3: 加加和海天分渠道收入占比对比	5
图表 4: 加加调味品毛利率/净利率 vs 海天	5
图表 5: 面条鲜广告	6
图表 6: 面条鲜的收入及增速	6
图表 7: 高端酱油不断涌现	7
图表 8: 高端酱油售价	7
图表 9: 农村和城镇家庭人均消费性支出及增速	7
图表 10: 高端酱油市场规模及增速预测	7
图表 11: 高端酱油宣传语	8
图表 12: 销售人员数量及占比	9
图表 13: 广告费, 业务宣传促销费, 销售费用率逐年提升	9
图表 14: 原酿造规模及增速预测	9
图表 15: 2014 年中国植物油行业市场份额分布	10
图表 16: 加加植物油规模及增速预测	10
图表 17: IPO 募投资金投向	11
图表 18: 股权激励触发条件	12
图表 19: 激励人员分布明细	12
图表 20: 云厨的主要优势体现	13
图表 21: 加加食品分产品预测表	14
图表 22: A 股调味品板块估值表	15
图表 23: A 股快消品板块估值表	15
图表 24: 历史估值区间	15
图表 25: 大豆价格走势判断	16
图表 26: 白糖价格走势判断	16

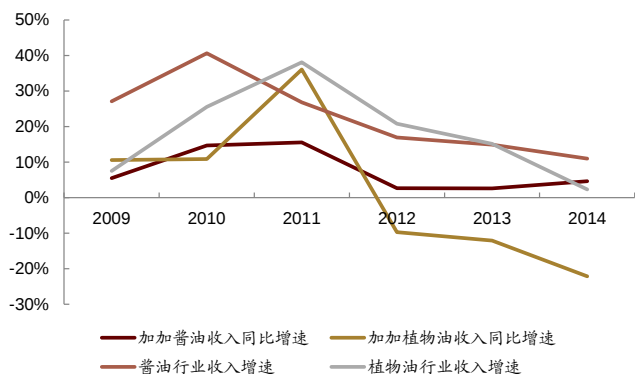


发力大单品，力求弯道超车

聚焦大单品战略，追赶行业龙头

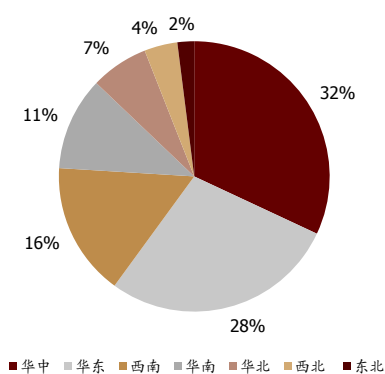
加加是一家主营酱油、植物油等调味品的区域性企业，1H15 酱油和植物油收入占比分别为 55% 和 26%。近年来，公司因受制于产能瓶颈，同时产品定位偏向中低端且渠道以大流通为主，未能充分享受到调味品行业量价齐升的红利，其酱油与食用油增速不及行业，同时毛利率较行业龙头仍然偏低。

图表 1：加加调味品业务历史收入增速



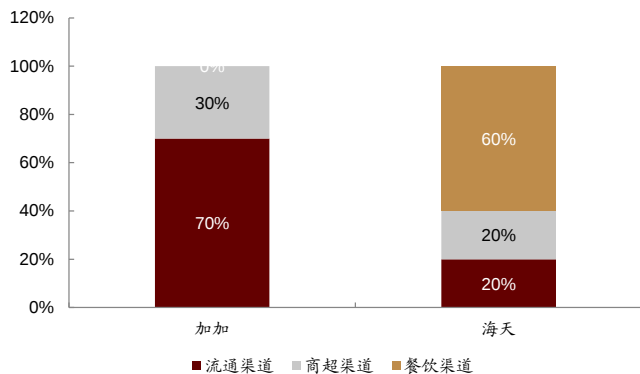
资料来源：公司公告，国家统计局，中金公司研究部

图表 2：加加 1H15 分地区收入占比



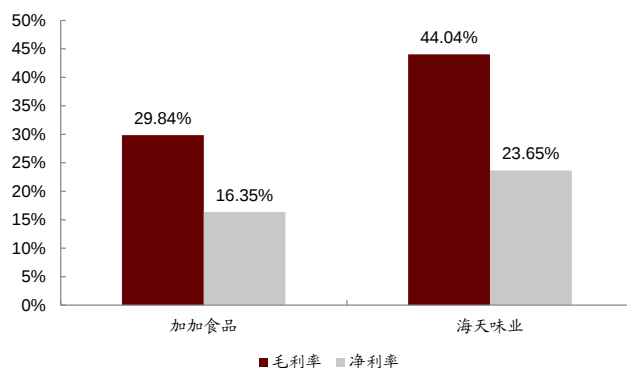
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：加加和海天分渠道收入占比对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4：加加调味品毛利率/净利率 vs 海天



资料来源：公司公告，中金公司研究部

如今面对增速依然可观，但竞争亦日渐激烈的调味品市场，公司选择实行大单品战略，原因是公司在充分认识到自身产品结构偏低、渠道单一、销售地域性明显等问题的同时，也意识到在近些年被对手甩开一定差距之后，想要通过全品类全渠道去赶超行业龙头难度较大，但如果聚焦优势资源，把握细分品类快速增长的机遇，以差异化产品进行突破，反而有机会切取市场蛋糕，实现弯道超车。

公司于 2010 年通过自主研发推出了“面条鲜”这一产品定位差异化明显且具备全国化消费基础的酱油类单品。“面条鲜”捕捉到了近年来功能性酱油快速增长的趋势，精准切入到了“面条爱好者”这一差异化的细分人群，营销口号“吃面就用面条鲜”，是一款定位中高端又颇具性价比的单品。自 2010 年 10 月面市以来，销售额两年翻了四倍。“面条鲜”是公司大单品战略最早重点发展的产品。预计 2015 年收入将超 1.5 亿，增速仍保持在 20% 以上，占公司酱油业务收入比例将超过 14%。

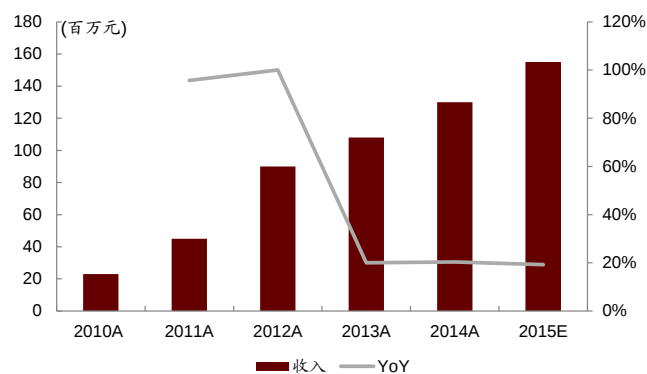


图表 5：面条鲜广告



资料来源：公司网站，中金公司研究部

图表 6：面条鲜的收入及增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

在品尝到“面条鲜”成功的甜头之后，14 年公司启动了新一轮大单品战略，希望将其成功复制到更多品类中去。酱油方面，公司开始力推另一单品“原酿造”，力求将其打造成“面条鲜”之外第二款拳头产品，并依靠它切入高端酱油市场和商超渠道；植物油方面则计划切入高端的茶籽油品类，希望通过一款小众的细分油品获取在食用油品类中的竞争壁垒。

原酿造：切取高端市场份额，做大规模任重道远

受益消费升级，高端酱油增速超行业

酱油是调味品中需求稳定且增速可观的品类，过去五年行业 CAGR 接近 20%，预计未来三年行业增速仍能保持在 10% 左右。而高端酱油则是酱油品类中增速更快的细分品类，主要原因是随着我国人均购买力的提升，各餐饮子行业均出现了不同程度的消费升级，在调味品行业中，消费者对饮食的口感、健康和营养重视度的提高使得口感更加鲜美、营养价值更佳的高端酱油（氨基酸态氮含量 $\geq 0.8\text{g}/100\text{ml}$ ）快速成长起来。根据欧睿资讯统计，近年来我国高端酱油销售额占行业比例不断提升，2014 年已达到 20%。展望未来，我们仍然看好高端酱油的成长空间：

- **消费升级持续，高端占比仍具提升空间。** 酱油因消费频次低，且必须消费品属性明显，消费者对价格的敏感度相对较低，是一个适合消费升级的品类。目前我国酱油市场高端产品占比 20%，相比饮食习惯类似的另一酱油消费大国日本 50% 以上的高端占比，仍具备明显提升空间。
- **产品具备创新空间，市场需求正不断被创造。** 近年来高端酱油能享受快速成长，与企业的产品创新密不可分。企业捕捉到消费者对酱油需求功能化、细分化的趋势，在过去一瓶老抽一瓶生抽的“厨房标配”基础上，推出了针对不同使用场景的细分产品，如蒸鱼豉油、海鲜酱油、少盐酱油、无添加酱油、高钙酱油等。产品创新不仅创造了新的消费需求，也为价格提升创造了理由，使得消费者愿意为产品差异化支付更多。我们认为未来酱油创新的空间仍然存在，新品类仍将层出不穷。
- **预计未来三年高端酱油将保持 20% 左右的销售增速，2017 年高端酱油销售规模超过 138 亿元，占酱油市场比重有望超过 26%。**



图表7：高端酱油不断涌现



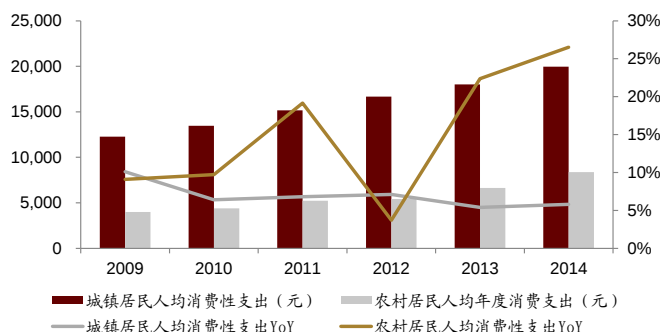
资料来源：公司网站，中金公司研究部

图表8：高端酱油售价

名称	售价（元）	氨基酸态氮含量
海天365高鲜头道酱油（480ml）	22.0	≥1.2g/100ml
厨邦纯酿酱油（350ml）	11.5	≥1.3g/100ml
欣和六月鲜特级原汁酱油（500ml）	14.0	≥1.0g/100ml
加加180天发酵原酿酱油（500ml）	14.0	≥1.0g/100ml
千禾头道原香380天特级生抽（500ml）	30.9	≥1.2g/100ml
李锦记天成一味特级鲜酱油（150ml）	7.5	≥1.2g/100ml
鲁花自然鲜红烧酱油（500ml）	12.9	≥1.2g/100ml

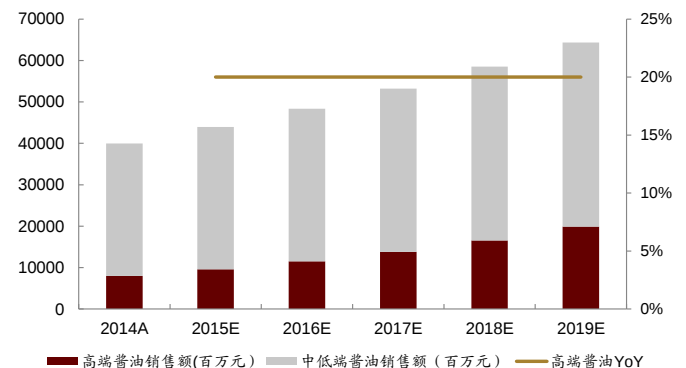
资料来源：公司网站，中金公司研究部

图表9：农村和城镇家庭人均消费性支出及增速



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表10：高端酱油市场规模及增速预测



资料来源：欧睿资讯，中金公司研究部

加加原酿造：有望切取高端市场份额，渠道仍然是关键

与“面条鲜”针对特定消费人群，产品定位中高端，采用“农村包围城市”的渠道战略不同，加加推出的“原酿造”是一款明确定位高端，主打品质与健康概念，受众面更为广泛的酱油单品。其终端售价12~14元/500ml，毛利率50%~60%。

我们理解公司推出“原酿造”是为分得快速成长的高端酱油市场一杯羹，高毛利的特性对公司收入、产品结构和利润率水平提升都将产生直接效用。但除此之外，“原酿造”还肩负着为公司树立高端品牌形象并进驻商超销售渠道的使命，公司希望借助“原酿造”的成功，改变过去中低端的产品定位，同时依靠“原酿造”开拓出的商超渠道承载公司更多后续调味品品类。



我们认为“原酿造”的产品定价较为合理，相对一些终端价 20 元以上的超高端酱油，“原酿造”在高端酱油中性价比相对突出，具备全国化拓展和走量的基础。但是在产品定位上，其相比“面条鲜”的差异化就不甚明显了。“原酿造”意在突出“原”字，表明产品的纯净自然，返朴归真。但在高端酱油市场中，类似竞品不少，如鲁花自然鲜、厨邦纯酿酱油、六月鲜特级原汁酱油，因此在消费者眼中的辨识度不及“面条鲜”明显。

图表 11：高端酱油宣传语



资料来源：公司官网，中金公司研究部

如今高端酱油产品已经越来越多，竞争也日渐激烈。我们认为加加集中资源运作 1~2 款核心单品的策略是适合其目前所处的竞争状态与行业地位的，但渠道能力仍然是单品能否做大的核心。加加目前尚处于依靠大单品开拓全国商超渠道的初期，我们认为需要持续的费用投入换得大单品规模的增长，期待未来几年公司能够以一两款成功的拳头产品在商超渠道立住、坐实。

积极拓展商超渠道，“原酿造”初具规模

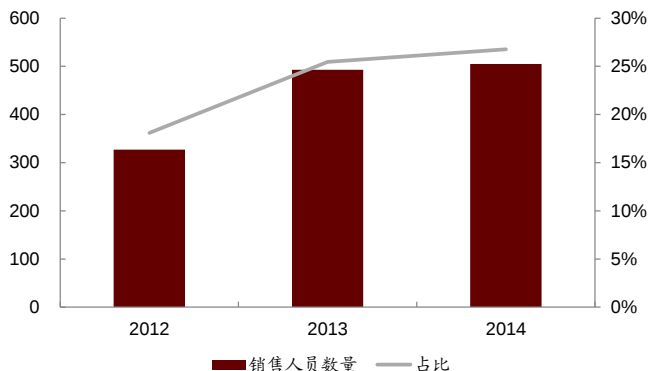
加加过去以老抽为主的产品定位决定了其强势渠道在流通市场，但近年来随着公司产品结构不断升级，对商超渠道的重视度也有了明显提升。公司 12 年成立 KA 事业部，初期采用大经销商制，并从湖南等强势区域开始逐步进入大型的全国连锁商超系统（如步步高、华润万家、家乐福、沃尔玛等）。目前公司为培育推广新的大单品“原酿造”，正在加速商超渠道的全国化进驻及细化下沉：

- ▶ **百强经销商全力支持“原酿造”全国推广。**“原酿造”推广初期公司从全国 1,200 家经销商中选取了前 300 强来做试销推广，选择成功的样板市场进行全国复制。从推广结果看，广西和湖南市场较为成功，两个市场 14 年底占据“原酿造”收入的一半。
- ▶ **15 年商超加速推广，渠道细化下沉。**公司 15 年开始了“原酿造”的加速推广，动用全国经销商，将样板市场成功经验拓展到更多区域。目前“原酿造”在全国 KA 基本完成了上架，并采用买赠、试吃等方式提升消费者体验。未来公司将逐步扩大“原酿造”单品在超市货架的占比；渠道下沉上，要求全国每个县级市场必须有 2 个以上商超能够看到“原酿造”的产品。



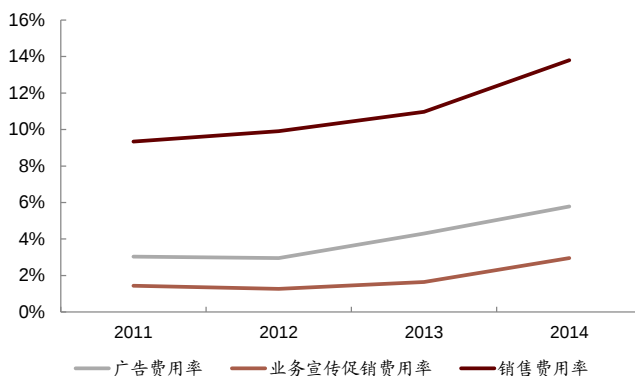
- ▶ **加大市场投入，营销人员及费用提升。**公司销售人员数量及人员占比持续增加，同时广告费、业务宣传费占收入比重明显提升，也反映出公司在渠道运作、线上销售上重视度和投入增加。
- ▶ **大单品“原酿造”初具规模。**“原酿造”于 14 年二季度开始试销，全年收入规模达到 5,000 万。1H15 “原酿造”实现收入 4,000 万，今年有望实现收入 8,000 万~1 亿，占公司酱油收入比重近 10%。我们认为公司聚焦资源运作“原酿造”大单品，定价合理，在渠道上也做了不少努力，目前公司在高端酱油市场份额不足 2%，我们预计三年后“原酿造”有望实现收入超 2 亿元，在高端酱油市场份额提升至 3%。

图表 12：销售人员数量及占比



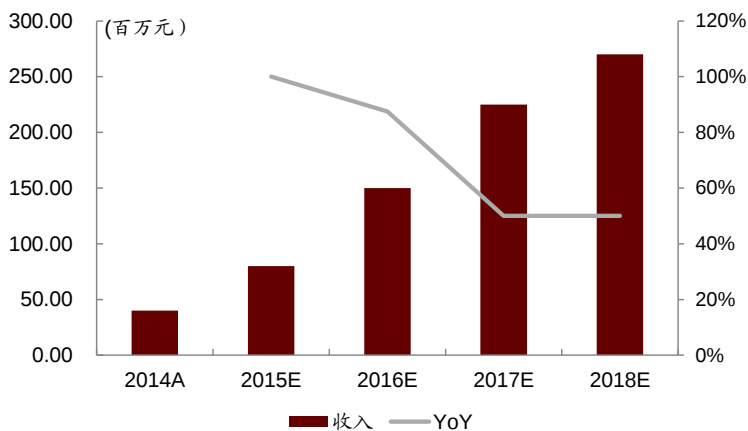
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13：广告费，业务宣传促销费，销售费用率逐年提升



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 14：原酿造规模及增速预测



资料来源：公司公告，中金公司研究部预测

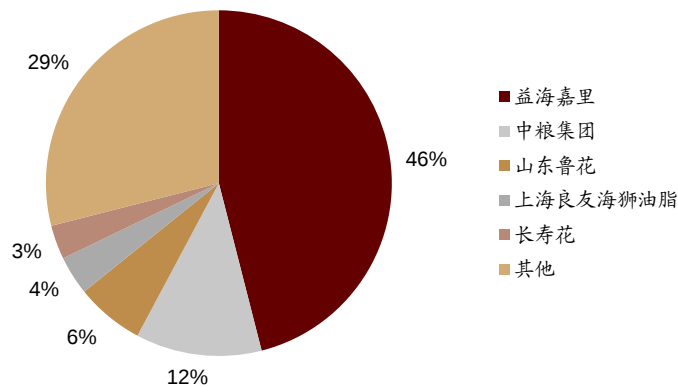
有望切入高端茶籽油细分市场

公司自 2000 年起经营植物油品类，因行业竞争激烈及公司产品差异化不足，增速一直不甚理想。此外公司主要做低附加值的油类分装业务，利润率水平也偏低。

目前我国植物油行业已基本形成益海嘉里和中粮集团双寡头的垄断格局，两家占据了约 60% 的市场份额，其他中小企业只有通过产品差异化进入新兴油品的细分领域，方有望获得竞争优势和壁垒。



图表 15: 2014 年中国植物油行业市场份额分布

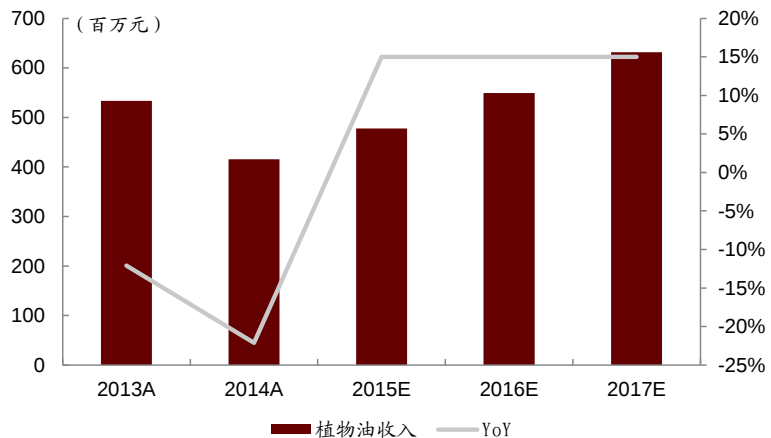


资料来源：欧睿资讯，中金公司研究部

未来公司在植物油品类的运作思路是在削减过去油类产品线的基础上，集中资源切入 1~2 个健康、高端细分领域，同时由过去的分装再销售转为自产自销，带动收入和利润率的双重提升。其中，茶籽油将是公司未来重点运作的方向之一，对此我们认为：

- **茶籽油符合健康趋势，消费者习惯仍待培育。** 茶籽油作为高端油品，含有超过 90% 的不饱和脂肪酸，符合健康消费趋势，尤其适合小孩和孕妇。目前我国茶籽油行业尚无较强的竞争者，这为公司进入该领域提供了机会。但茶籽油在我国仍属小众品种，国内总产量仅 40 万吨，商品化流通量不足 50%，消费群体尚待培养。
- **渠道与调味品略有差异，且需精耕细作。** 食用油的渠道与运作方式相比传统调味品业务略有不同，同时茶籽油因其高端定位和消费者培育需求，相比普通油品更需要精耕细作。目前公司油类渠道以湖南江西为主，还没有充分实现全国布局与下沉。我们认为公司茶籽油新业务需要长期培育，对公司收入利润的短期贡献相对有限。

图表 16: 加加植物油规模及增速预测



资料来源：公司公告，中金公司研究部



募投产能释放为产品升级提供保障

公司 2011 年 IPO 所获募投资金计划用于年产 20 万吨优质酱油项目和年产 1 万吨优质茶籽油项目。但因受到拆迁户安置和雨季影响等问题，原计划 12 年底完工的项目延后至 15 年 4 月才实现投产。酱油项目因发酵周期长（发酵周期为 6 个月），茶油项目因原料采摘季节较晚（每年 11 月份左右收籽），我们预计两项目将于 2015 年底开始逐渐产生效益。

我们认为募投产能的释放将为未来公司重点运作的“原酿造”等高端酱油及茶籽油等高端植物油提供产能保障，助力公司收入和利润率的双重提升。

图表 17: IPO 募投资金投向

项目	拟募投资金额	实际投资金额	原有产能	新增产能
年产 20 万吨优质酱油	47,874 万元	55,698 万元	200,000 吨	200,000 吨
年产一万吨优质茶籽油	14,916 万元	16,343 万元	1,000 吨	10,000 吨

资料来源：公司公告，中金公司研究部

有望通过并购实现品类多元化

参考成熟调味品企业的成长路径，调味品企业不同品类之间因品牌和渠道的高度协同，通过自主研发或并购实现品类扩张将是大概率事件。公司的并购思路是希望在某个品类里构建未来能实现高度聚焦，具备市场空间的大单品。目前已通过并购基金、大股东控股平台等方式进行了部分项目储备，我们预计待时机成熟之后有望逐步注入上市公司，以实现品类的多元化发展，进一步做大规模和市值。但我们同时认为，实行并购的时点选择同样重要。调味品是渠道为王的传统行业，期待公司与能在渠道上助一臂之力的企业合作，或待自身具备全国化渠道基础后进行品类扩张，届时不仅可实现收入增厚，还能真正释放协同效应。



股权激励和员工持股利于绑定员工利益

股权激励目标高，彰显公司发展信心

公司于 15 年 5 月公布员工股票期权激励计划草案，行权价 18.93 元（按最新总股本除权后约 7.57 元，当前股价较行权价倒挂约 12%），数量占公告时股本总额的 1.63%。2015~2017 年行权比例分别为 30%、30%、40%，业绩触发条件如下：

图表 18：股权激励触发条件

单位（百万元）	2014	2015	2016	2017
营业收入	1,684.75	2,105.94	2,628.21	3,285.26
增幅（相较于2014）		25.0%	56.0%	95.0%
同比（假设每年恰好触发行权）		25.0%	24.8%	25.0%
扣非归属于母公司净利润	128.00	147.20	166.40	185.60
增幅（相较于2014）		15.0%	30.0%	45.0%
同比（假设每年恰好触发行权）		15.0%	13.0%	11.5%
行权比例		30.0%	30.0%	40.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

解锁业绩考核指标对应未来三年营业收入复合增长率 25%，净利润复合增长率 13%。本次股权激励对象包括董事、高管及核心员工共 174 名。其中市场营销类人员数量占总人数的 48.9%，体现出公司加大市场开发力度，促进渠道升级的决心。四名董事高管共获授激励总量的 18.7%。公司目前处于转型升级的关键阶段，通过股权激励捆绑员工利益，高业绩触发条件体现出公司对自身经营的信心，也为未来持续增长注入动力。

图表 19：激励人员分布明细

	董事及高管	关键岗位管理 人员	管理骨干	关键市场营销及 业务管理人员	关键生产及制 造管理人员
人数	4	16	50	85	19
占比	2.3%	9.2%	28.7%	48.9%	10.9%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

员工持股计划，进一步绑定员工利益

公司于 10 月 16 日公告员工持股计划草案，参与人数不超过 1,100 人，其中董监高 7 人，认购比例 2.65%，其他员工占比 97.35%。设立时筹资上限 2 亿元，并拟通过 1:1 比例募资后以合计不超过 4 亿元用于购买及持有公司股份，按当日收盘价计算约占公司总股本的 5.6%。计划拟在股东大会通过后 6 个月内执行，锁定期 12 个月。持股计划将进一步绑定员工利益，彰显公司对未来发展的信心，也为未来股价提供一定的安全边际。



投资云厨，试水触网新模式

云厨：首家网格化 O2O+B2F 平台

调味品由于单件金额较低，玻璃瓶易碎，购买频次不高等属性，在电商渠道的销售占比不足 0.2%。大多数企业仅通过入驻京东、淘宝、一号店等第三方平台的方式进行电商渠道销售。

15 年 5 月，公司作为天使投资人投资长沙云厨电商 5,000 万，持有其 51% 股权。开始试水新的触网模式：

- ▶ **首家网格化 O2O+B2F 平台。**云厨是一个基于厨房生活必需品的垂直交易平台，它按城市将每 500 个住户划分为一个网格，每个网格设置一个端口，并从厂家直接配货给社区端口，再由端口配送至消费者。
- ▶ **B2F 模式具备一定优势。**B2F（配货给端口）相比传统经销商模式，可减少渠道的中间环节，让利端口和消费者，采用比价经营模式，差价双倍返还；而相比普通电商的 B2C 模式（配货给消费者），可解决交易方分散、交易数量小、次数多的问题，降低中间损耗和配送成本。此外，云厨也是基于社区的社交平台，通过云厨电商 APP 内社玩模块增强社区居民的用户黏性。
- ▶ **云厨目前盈利主要来源为平台加盟费用和产品差价。**平台对供货方暂不收取任何费用，先进行跑马圈地形成规模效应，未来预期将会收取入场费。同时，O2O 平台积累的用户粘性，流量变现可产生广告收入。平台收集的大量消费者数据还可帮助企业实现精准营销。

图表 20：云厨的主要优势体现

面向消费者	面向端口加盟商	面向生产厂家
价格便宜，比价销售	小成本，门槛低，加盟费一万元	免费进场、渠道扁平
指定时间送货上门，配送便捷	低风险，承诺退货	
厂家发货，货源安全可靠	免去广告促销等营销费用	
WAP、APP、微平台、PC 网站 以及 400 电话五种订购方式，方便省力		

资料来源：中金公司研究部

实现初期发展，长期效果待考量

云厨已具备一定用户基础。云厨上线 3 个月积累用户近 120 万，长沙地区社区配送端口达 2,000 家，日订单超过 3 万，日成交额在 100 万左右。目前已吸引到了中粮、可口可乐、金龙鱼、娃哈哈、怡宝等行业大品牌的入驻，上架产品由 300 扩充到 500 多个。公司于近期公告与中国石油湖南销售公司签订框架性合作协议，促进条件成熟的油站成为云厨的配送端口，将进一步提升本土地区的端口数量。

发展相对早期，盈利模式仍在探索中。根据我们草根调研，云厨目前运作存在最大的问题是端口配送混乱和不及时。在未来的发展中还面临如何优化端口，提高消费者体验，增强用户粘性等问题。云厨目前主要在本地长沙发展，未来如果要进军全国，预计由阿里前高管创立于 14 年的闪电购会是其最大竞争对手。闪电购在成立不到一年的时间内，已快速布局北上广深苏杭等一线城市，日订单破十万，拥有数千家合作商家和上百万的有效用户。我们肯定公司对创新商业模式的尝试，但认为云厨如何实现稳定可持续的盈利尚在探索过程中。



财务及估值

预计加加食品 2015~2017 年收入分别为 17.72、19.91、22.41 亿元，同比增长 5.2%、12.4%、12.6%；归属母公司所有者净利润分别为 1.60、1.85、2.17 亿元，同比增长 21.3%、15.8%、17.5%；EPS 分别为 0.14、0.16、0.19 元。2015 年净利润波动受投资收益影响（对外投资的合兴天津股权投资基金合伙企业所得的投资收益），剔除后对应 2015~2017 年归属母公司所有者净利润分别为 1.53、1.85、2.17 亿元，同比增长 15.9%、21.2%、17.5%；EPS 分别为 0.13、0.16、0.19 元。

我们的财务预测基于以下核心假设：

► 产品收入

- 公司收入占比最大的酱油品类有望实现超行业增速，受益于产能释放，预计主推大单品“原酿造”2015~2017 年规模 0.8、1.5、2.3 亿元，“面条鲜”未来三年收入增速将保持 20%。预计 2015~2017 年公司酱油品类收入分别为 9.91、11.08、12.35 亿元，同比增速 8.9%、11.7%、11.5%；
- 随着茶籽油项目的完工和未来市场推广的逐渐展开，预计公司植物油品类未来三年收入分别为 4.69、5.40、6.21 亿元，同比增速 13.0%、15.0%、15.0%；预计 2015~2017 年，其他调味品收入分别为 0.66、0.83 和 1.03 亿元。

► 产品毛利率

受益于公司产品结构升级，原酿造（毛利率 50%~60%），面条鲜（30%~40%）和茶籽油（40%~50%）等高毛利大单品占比提升，公司毛利率有望逐步提高。2015~2017 年，酱油品类毛利率分别为 36.4%、37.4%、38.3%；植物油品类毛利率分别为 14.0%、16.5%、18.0%；调味品综合毛利率分别为 29.9%、30.9%、31.8%。

► 费用率

我们认为公司未来三年销售费用和管理费用压力较大。公司大力拓展全国市场，促进产品升级。截至 2014 年，销售费用率持续攀升至 13.8%，其中业务宣传促销费及广告费用增幅明显。本年度公司减少央视广告的投放，一定程度上控制了销售费用的增长。未来逐步突破一二线城市 KA 渠道的过程中，销售费用率恐将居高不下，预计 2015~2017 年分别为 12.6%、12.9%、13.2%。研发费用 14 年以来大幅增加，这与公司顺应产能释放，积极加大研发力度有关，预期未来三年仍将保持高投入获取创新差异化竞争优势。15 年 4 月公司募投项目投产，预期未来折旧费用上升。预计 2015~2017 年管理费用率分别为 5.2%、5.2%和 5.2%。

图表 21：加加食品分产品预测表

人民币:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
酱油						
销售收入	848.10	870.08	910.40	991.21	1107.51	1235.36
YoY	2.7%	2.6%	4.6%	8.9%	11.7%	11.5%
毛利率	35.5%	35.3%	36.3%	36.4%	37.4%	38.3%
植物油						
销售收入	606.63	533.31	415.30	469.29	539.68	620.63
YoY	-9.7%	-12.1%	-22.1%	13.0%	15.0%	15.0%
毛利率	12.0%	13.3%	19.1%	14.0%	16.5%	18.0%
其他业务						
销售收入	12.02	30.51	52.95	66.19	82.73	103.42
YoY	49.7%	153.8%	73.5%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	16.7%	17.8%	21.3%	22.3%	21.3%	21.3%
合计						
销售收入	1656.56	1678.02	1684.75	1771.53	1991.09	2241.36
YoY	-1.6%	1.3%	0.4%	5.2%	12.4%	12.6%
毛利率	25.9%	27.2%	30.0%	29.9%	30.9%	31.8%

资料来源：公司公告，中金公司研究部



依据 A 股调味品公司平均市盈率并参考公司历史估值水平, 给予公司 2016 年 35 倍市盈率, 对应目标价 5.61 元, 首次覆盖给予中性评级。

图表 22: A 股调味品板块估值表

	代码	当前股价	市值	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA		
		2015/10/19	亿元	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
调味品板块																		
海天味业	603288.SH	34.81	942	45.1	37.4	31.2	12.6	10.8	9.2	27.9	28.9	29.5	2.4	1.6	1.9	33.5	26.9	22.2
中炬高新	600872.SH	14.58	116	40.5	48.2	37.6	4.9	4.6	4.2	12.2	9.5	11.1	0.6	0.6	0.6	25.9	21.9	17.9
恒顺醋业	600305.SH	22.66	68	91.3	30.4	40.5	5.4	4.6	4.2	5.9	15.2	10.3	0.2	0.2	0.2	26.9	23.8	19.5
调味品板块总体平均				59.0	38.7	36.4	7.6	6.7	5.9	15.3	17.9	17.0	1.1	0.8	0.9	28.8	24.2	19.9

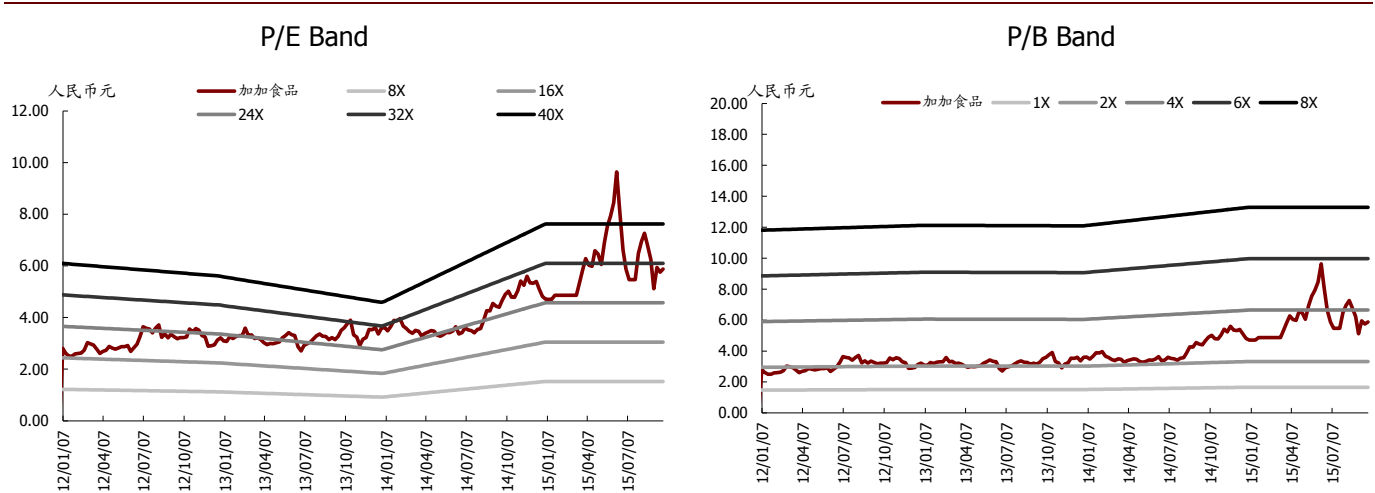
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 23: A 股快消品板块估值表

公司 A股	代码	当前股价	市值	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA		
		2015/10/19	亿元	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
快消板块																		
双汇发展	000895.SZ	18.69	617	15.3	14.5	13.2	4.0	4.1	4.1	26.1	28.2	31.1	5.1	5.1	5.1	10.4	9.9	9.1
海天味业	603288.SH	34.81	942	45.1	37.4	31.2	12.6	10.8	9.2	27.9	28.9	29.5	2.4	1.6	1.9	33.5	26.9	22.2
中炬高新	600872.SH	14.58	116	40.5	48.2	37.6	4.9	4.6	4.2	12.2	9.5	11.1	0.6	0.6	0.6	25.9	21.9	17.9
恒顺醋业	600305.SH	22.66	68	91.3	30.4	40.5	5.4	4.6	4.2	5.9	15.2	10.3	0.2	0.2	0.2	26.9	23.8	19.5
青岛啤酒A	600600.SH	34.04	460	23.1	23.1	22.2	3.0	2.7	2.5	12.9	11.9	11.4	1.3	1.5	1.5	13.4	13.1	12.3
燕京啤酒	000729.SZ	8.19	231	31.7	31.4	29.8	1.9	1.8	1.7	5.9	5.7	5.8	1.2	1.2	1.2	12.9	12.8	11.9
张裕A	000869.SZ	39.45	270	27.7	24.0	22.5	4.0	3.5	3.2	14.3	14.7	14.0	1.1	1.1	1.1	20.2	16.5	15.2
古越龙山	600059.SH	10.02	81	80.3	73.0	n.m.	2.2	2.2	n.m.	2.8	3.0	n.m.	0.5	0.5	n.m.	34.4	32.0	n.m.
金枫酒业	600616.SH	11.39	59	53.7	41.8	n.m.	3.0	2.8	n.m.	5.5	6.8	n.m.	0.9	0.9	n.m.	18.7	14.9	n.m.
伊利股份	600887.SH	16.48	1010	24.4	21.2	18.2	5.4	4.8	4.3	22.2	22.7	23.4	2.4	2.8	3.2	16.9	13.8	10.4
光明乳业	600597.SH	16.52	203	34.1	31.6	25.4	4.5	4.1	3.7	13.1	13.1	14.6	1.4	1.4	1.4	17.1	14.6	12.3
贝因美	002570.SZ	17.74	181	263.3	(116.7)	393.1	5.1	5.3	5.2	1.9	(4.6)	1.3	0.0	0.0	0.0	93.4	(682.2)	88.3
承德露露	000848.SZ	14.25	107	24.2	22.8	21.0	8.2	6.7	5.8	33.7	29.2	27.4	1.6	2.4	2.6	15.7	14.6	13.1
三全食品	002216.SZ	10.08	81	100.1	89.0	80.4	2.2	2.1	2.1	2.2	2.4	2.6	0.5	1.0	1.0	82.3	39.7	35.9
洽洽食品	002557.SZ	14.90	76	25.7	20.9	18.7	2.8	2.6	2.4	10.8	12.4	13.1	2.2	3.1	3.5	17.3	14.1	13.0
克明面业	002661.SZ	39.45	34	51.7	42.7	36.3	4.6	4.3	4.0	8.9	10.2	11.1	1.2	1.2	1.0	31.4	22.4	19.1
涪陵榨菜	002507.SZ	17.90	58	43.7	33.8	28.4	5.1	4.5	4.1	11.6	13.4	14.3	3.7	4.7	5.6	32.2	23.1	19.3
好想你	002582.SZ	15.62	23	42.9	51.2	44.3	1.6	1.6	1.6	3.8	3.2	3.5	1.7	1.7	1.7	19.1	19.5	15.8
黑芝麻	000716.SZ	11.42	36	58.4	42.3	32.3	2.0	1.9	1.9	3.4	4.6	5.7	0.5	0.7	0.9	28.1	24.9	19.6
快消板块总体平均				56.7	29.6	52.7	4.3	4.0	3.8	11.9	12.1	13.6	1.5	1.7	1.9	28.9	(17.0)	20.9

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 24: 历史估值区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



风险分析

行业增速放缓，竞争加剧

我们对公司收入的假设建立在调味品尤其是酱油行业增长稳定的基础之上，我们假设酱油行业未来五年收入增速将保持 10% 左右，其中高端酱油收入增速 20% 以上，公司有望通过产品升级转型获得超行业增速，提升市场份额。若未来调味品尤其是酱油行业景气度超预期下滑，需求疲软，可能对公司收入增速造成影响。

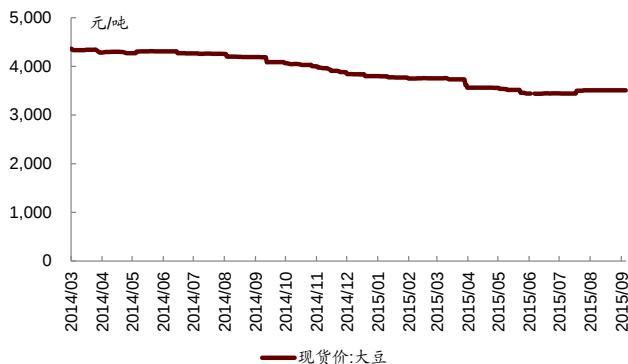
大单品战略效果不达预期

公司正由中低端向中高端产品定位转型，积极入驻此前的短板商超渠道。未来原酿造进军北上广等一线城市竞争恐会非常激烈。植物油类大单品茶籽油目前还处于营销摸索阶段，未来能否顺利实现精准营销大面积推广还有待观察。

原材料成本波动

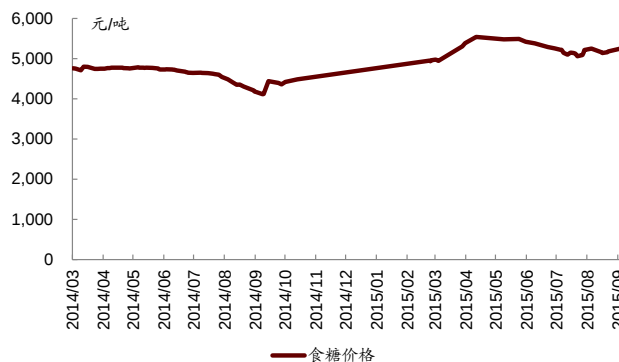
公司原材料成本约占总成本 60% 以上，是影响成本的最主要因素。公司原材料中，大豆和白砂糖占比较大。公司向供应商采购原材料，而价格受大豆和白砂糖等大宗商品市场价格波动的影响。我们预测 15 年原材料价格将保持平稳，但未来如果原材料价格出现超预期的上涨，将对公司毛利率水平造成一定影响。

图表 25：大豆价格走势判断



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 26：白糖价格走势判断



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

食品安全事件

如今消费者对食品安全、健康饮食等问题的关注度持续增加。调味品行业中小企业众多，生产和管理相对粗放，具有一定的食品安全风险。若出现行业性的食品安全事件，使消费者信任度降低，或将对行业增速及公司营收造成负面影响。

云厨业务效果低于预期

云厨电商目前植根本土，未来全国推广将会同闪电购等先进者相竞争。未来如何获得自身独特的竞争优势，实现稳定可持续的盈利，与公司更好地形成协同效应还有待摸索。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见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任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金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。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

