

详解全球餐饮设备龙头 之星崎

分析师及联系人

- | | | | |
|--|--|--|--|
| • 赵智勇
(8621)61118719
zhaozy@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490517110001 | • 姚远
(8621)61118719
yaoyuan@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490517070005 | • 臧雄
(8621)61118719
zangxiong@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490518070005 | • 倪蕊
(8621)61118719
nirui@cjsc.com.cn
执业证书编号：
S0490520030003 |
| • 曹小敏
(8621)61118719
caoxm1@cjsc.com.cn | | | |

报告日期	2021-05-08
行业研究	深度报告
评级	看好 维持

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《机械行业年报及一季报综述: 行业总体维持景气, 细分板块盈利分化》2021-05-05
- 《机床行业深度报告: 工业桂冠, 国产起航》2021-04-27
- 《机械行业2021Q1基金持仓分析: 持仓占比略有下降, 龙头集中有所放缓》2021-04-26

机械

详解全球餐饮设备龙头之星崎

● 全球商用餐饮设备行业龙头之一, 制冰机业务规模全球第一

日本星崎是日本最大的厨房设备生产商之一, 主要提供厨房器具和相关的维修服务, 主要产品包含商用制冰机、商用冰箱及洗碗机等设备, 公司主要业务为冰箱和制冰机, 2020 年收入合计占比超 40%。其中, 制冰机产品在全球占有最大市场份额。公司立足国内的同时不断突破海外, 目前在海外占据一定市场地位, **不考虑疫情影响, 2019 年星崎美洲地区收入 639 亿日元 (按 2019.12.31 汇率计算, 约合 41 亿元人民币); 欧亚地区收入 363 亿日元 (按 2019.12.31 汇率计算, 约合 23 亿元人民币)。**

● 复盘过往十年, 优异商业模式奠定超额收益基础

自 2010 以来 (截至 2021.5.7), 星崎累计收益率超过 650%, 远超日经 225 指数。分析股价表现背后的原因, 我们认为主要有以下 3 点: **1) 经营稳定, 投入资本回报率相对较高。**2008-2019 年营收 CAGR 为 4.96%, **营业利润 CAGR 约 12%。**2) **资本开支相对稳定, 现金流优异。**公司资本开支保持相对稳定, 现金流充裕, 累计经营活动现金流逐年增加。自 2007 年以来, 公司经营活动所得现金显著高于当年度的资本支出, 2007 至 2020 年公司累计自由现金流量达到 2398 亿日元。3) **维持稳定分红比例, 股利支付规模逐年增加。**由于公司自由支配现金流充裕, 近年来公司净利润基本呈平稳增长的态势, 公司股利支付率基本稳定在 20%以上, 股利支付规模逐年增长。

● 深耕本土, 拓展海外, 奠定公司业务持续发展

公司深耕日本本土, 经过 70 余年发展, 在生产、销售、研发等方面构建完善的系统, 形成了核心竞争力。具体来说, 公司产品的产销研形成闭环发展, 相互促进, 有利于产品的持续更新, 目前公司产品处于绝对的行业领先水平且不断扩充品类; 公司完善的服务支持与维护机制可及时响应客户遇到的问题; 同时公司着眼一体化服务, 提供高附加值的厨房一体化建设。因此公司多项主力产品在日本国内市占率均为前二水平。

但日本市场空间与海外相比仍较小。据 Grand view research 统计, 2019 年全球商用厨房设备市场规模约为 797.2 亿美元。**而就餐饮业而言, 据 Grand view research 统计, 2020 年, 全球餐饮服务设备市场规模为 346.8 亿美元。**针对海外市场, 星崎业务扩展遵循着本土—欧美—亚洲的路径。目前, 全球范围内, 星崎集团在美洲、欧洲、亚洲都拥有生产基地, 在美洲、欧洲、中国、东亚、东南亚等地区开设销售子公司, 在全球构建了完善的生产网络和销售体系。星崎共有 51 家子公司, 遍布全球五大洲, 其中日本本土有 18 家, 美洲有 13 家, 欧洲和亚洲合计 20 家。海外的稳定拓展为星崎构建了稳定增长的基础。

风险提示:

1. 海外疫情反复或贸易环境发生变化的风险;
2. 全球经济增长不及预期的风险。

目录

商用餐饮设备龙头企业，深耕行业 70 余年	5
立足本土逐步突破海外，多年营收规模稳定发展	5
紧抓主营业务，制冰机在全球占最大份额	6
复盘过往十年，优异商业模式奠定超额收益基础	7
深耕国内市场，不断拓品类实现较快发展	10
日本国内市场相对稳定，疫情后逐步复苏	10
品质+服务奠定国内优势地位	12
不断扩充品类，一体化服务建设带来高附加值	15
通过拓展海外突破瓶颈，营收规模再上台阶	18
海外市场规模远高于日本国内	18
进军海外带来持续增长	21

图表目录

图 1：公司主要产品示意图及 2020 年主要产品占比情况	5
图 2：受疫情影响 2020 年公司营收和利润均出现大幅下滑	6
图 3：除日本本土外，美洲市场销售额占比较高	6
图 4：2012-2019 年海外业务快速增加	6
图 5：冰箱和制冰机是公司主营业务	7
图 6：公司制冰机、冰箱等产品在日本占有很大的市场份额	7
图 7：星崎经营维持稳定发展	8
图 8：2020 年公司毛利率、净利率分别为 37.37%和 5.02%	8
图 9：2020 年公司销售及管理费率同比上升 2.88 pct	8
图 10：星崎 ROIC 维持相对较高的水平	9
图 11：2007 年以来公司自由现金流量充裕	9
图 12：2020 年星崎股利支付率达 66.5%	10
图 13：2020 年餐厅门店总数下降为 2019 年的 98.2%	11
图 14：2020 年餐厅销售额下降为 2019 年的 84.9%	11
图 15：2019 年日本住宿及餐饮业就业人数达到顶峰	11
图 16：日本餐馆和特色餐厅触底反弹	11
图 17：相较于其他餐饮快餐店业务受疫情影响小	12
图 18：自 2020 年 Q2 以来星崎在国内业务呈恢复趋势	12
图 19：自 2020 年 Q2 以来星崎在海外业务呈恢复趋势	12
图 20：星崎在日本本土的销售公司和生产工厂	13
图 21：公司销售、研发、服务相互促进	13
图 22：完善的研发体系保证公司产品的质量	14
图 23：公司产品年耗电量逐步改善	15

图 24: 星崎早期产品拓展情况.....	15
图 25: 星崎在日本国内的产品拓展方式	16
图 26: 星崎规划设计的厨房示意图.....	17
图 27: 预计全球商用厨房设备市场规模增速达 6.7%	18
图 28: 全球商用厨房设备最大的下游是快餐店 (2019 年)	18
图 29: 美国商用厨房设备市场规模逐步扩大 (单位: 十亿美元)	18
图 30: 2017-2019 年美国餐饮业设备和软件固定资产投资维持高位.....	18
图 31: 预计全球餐饮服务设备市场规模增速达 5.5%	19
图 32: 全球餐饮服务设备市场主要下游为 FSR 和 QSR (2020 年)	19
图 33: 美国餐饮服务设备 (分产品) 市场规模逐步扩大.....	19
图 34: 2011-2019 年美国餐饮行业增加值 CAGR 为 6.06%.....	20
图 35: 2010-2019 年美国餐厅销售额逐年增加	20
图 36: 2021 年 3 月美国餐饮销售额达 622 亿美元	20
图 37: 2021 年以来餐饮业员工人数逐步增加	20
图 38: 2021 年 3 月美国餐厅绩效指数 (RPI) 达 105.1	21
图 39: 美国菜单价格连续 6 个月增长.....	21
图 40: 星崎稳步推进, 突破发展	21
图 41: 星崎积极开拓亚洲业务.....	24
图 42: 星崎大事记及中国公司的开设	24
图 43: 近年来星崎拓展的销售网络.....	24
图 44: 星崎的生产和销售中心遍布全球	24
图 45: 2019 年公司人均创收达 2223 万日元	25
表 1: 星崎美国产品价格 (单位: 美元, 左侧冰箱相关产品, 右侧为制冰设备相关产品)	16
表 2: 近四十年的海外扩张之路	22
表 3: 公司各地区员工人数 (人)	25

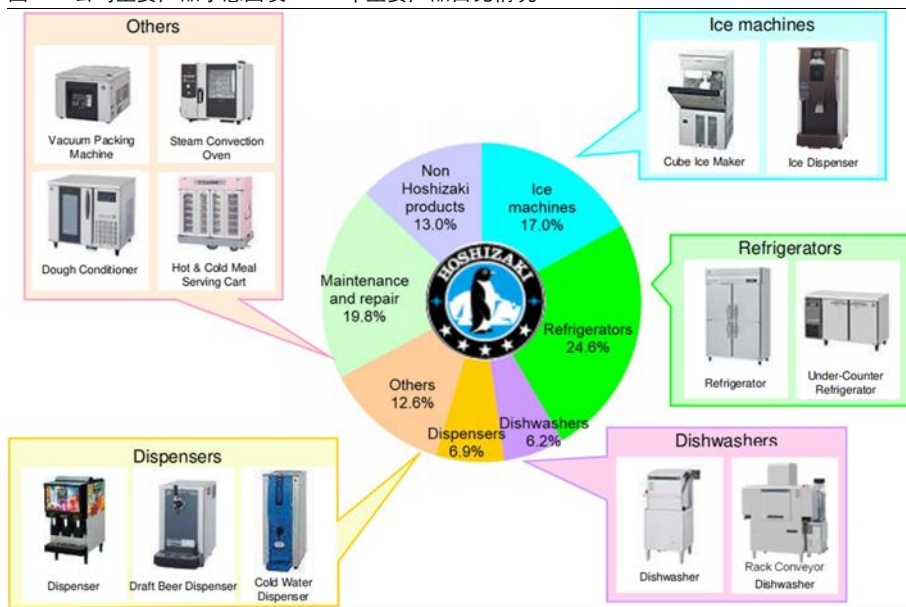
商用餐饮设备龙头企业，深耕行业 70 余年 立足本土逐步突破海外，多年营收规模稳定发展

日本星崎于 1947 年在日本名古屋市成立，2008 年在东京证券交易所第一部 and 名古屋证券交易所第一部上市，经过 70 余年发展，已成长为一个以全自动制冰机、商用冷柜等为主要产品，产品延伸至各类厨房设备领域的综合企业。目前，星崎是日本最大的厨房设备生产商之一，主要提供厨房器具和相关的维修服务，主要产品包含商用制冰机、商用冰箱、洗碗机及其他商用餐饮设备（如雪花机、寿司展示柜等）。

具体业务来看：1) 冰箱业务：2020 年收入占比 24.6%，具体产品为商用冰箱、冰柜和冷冻冷藏柜等；2) 维修业务：2020 年收入占比 19.8%，主要系公司产品的维护和修理；3) 制冰机业务：2020 年收入占比 17.0%，具体产品有全自动型制冰机和大型制冰机等；4) 饮水服务设备：2020 年收入占比 6.9%，具体产品有包含生啤酒器、饮水机、碱性离子水自动售货机等；5) 商用洗碗机：2020 年收入占比 6.2%。此外，公司营收中非星崎产品占比 13.0%，其他产品及业务占比 12.6%。

公司产品广泛应用于食品饮料、医疗保健、科学研究、饭店、分销、农业、渔业和其他领域，以及自助餐厅等场所中。

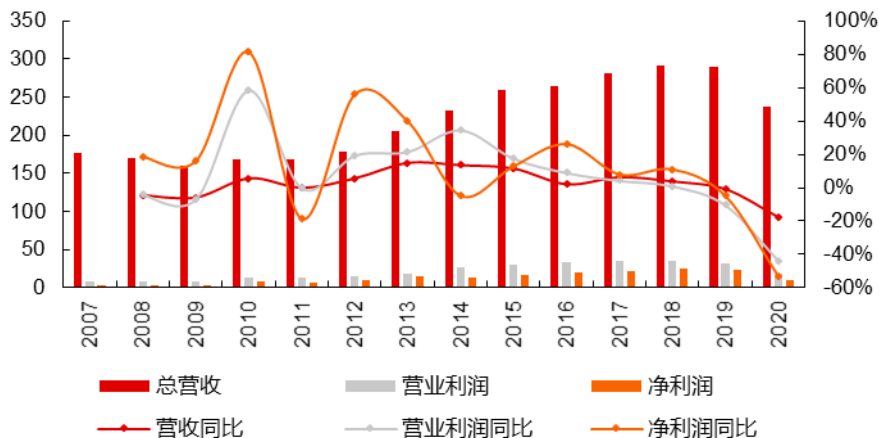
图 1：公司主要产品示意图及 2020 年主要产品占比情况



资料来源：星崎官网，长江证券研究所

2020 年，由于新冠病毒影响，个人消费减少、就业状况恶化，日本经济总体上较为严峻。在海外，因为实施了城市封锁以防止新的冠状病毒传播，经济活动受到了比日本本土更大的影响。2020 年，星崎实现营业收入 2383 亿日元，同比下降 17.9%，其中日本本土营收下降 12.5%，除日本外的其他地区下降 27.9%。海外地区的销售占比为 30.3%，较 2019 年下降 4.2 个百分点。从营业利润来看，2020 年实现营业利润 184 亿日元，同比下降 43.5%，其中日本本土下降 34.1%，其他地区下降 60.6%。从净利润来看，2020 年实现净利润 114 亿日元，同比下降 53.2%。

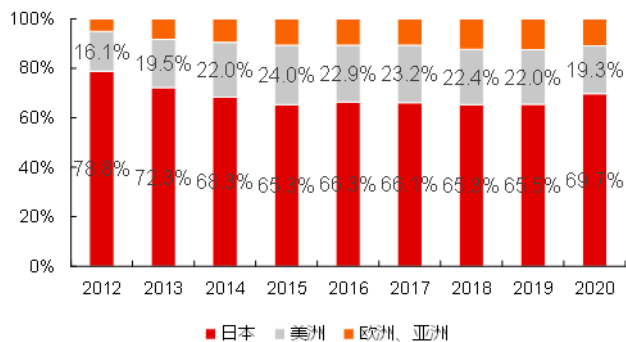
图 2：受疫情影响 2020 年公司营收和利润均出现大幅下滑



资料来源：星崎官网，Bloomberg，长江证券研究所（单位：十亿日元）

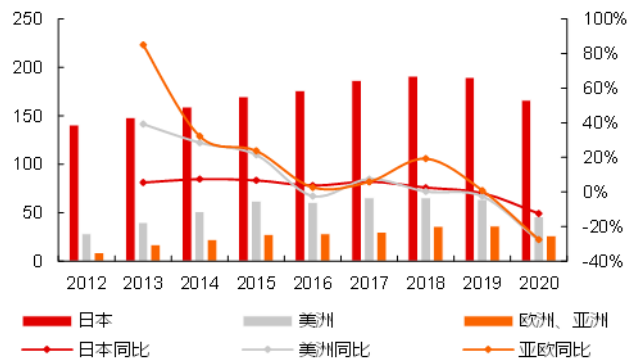
分地区来看，2015-2019 年星崎在日本市场营收占比超过 65%，基本稳定在 65%-67% 之间，美洲市场销售额占比稳定在 22%-24% 之间。同时，由于公司积极开拓亚洲市场，亚洲和欧洲市场占比逐年提升。2020 年，新冠病毒的间歇性蔓延导致个人消费减少、就业状况恶化，公司在各地区的业务均出现不同程度的下滑。日本地区由于销售公司及办事处多，覆盖范围广，公司对疫情应对更加及时，相比于其他地区，销售收入下滑幅度小。因此，本土地区销售额占比提升，达 69.7%。不考虑疫情影响，2019 年星崎美洲地区收入 639 亿日元（按 2019.12.31 汇率计算，约合 41 亿元人民币），占比 22.0%；欧亚地区收入 363 亿日元（按 2019.12.31 汇率计算，约合 23 亿元人民币），占比 12.5%。

图 3：除日本本土外，美洲市场销售占比高



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 4：2012-2019 年海外业务快速增加

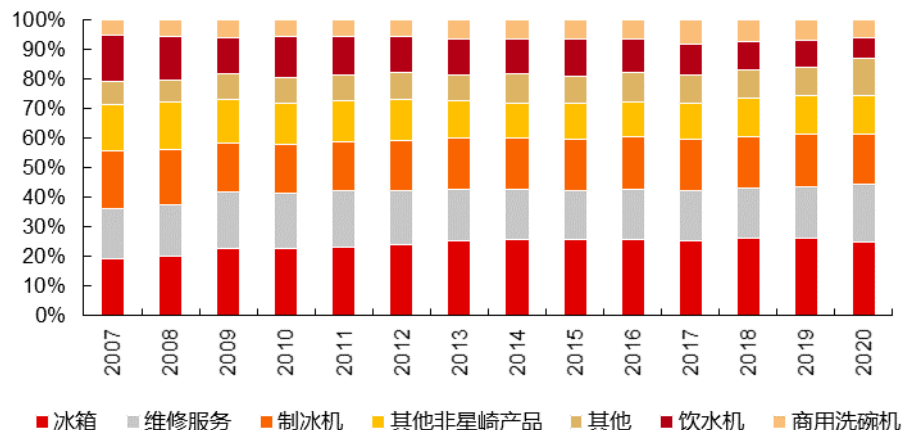


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（单位：十亿日元）

紧抓主营业务，制冰机在全球占最大份额

冰箱和制冰机业务是公司主营业务，两者合计占比超 40%。2013-2019 年冰箱和制冰机产品销售额占比保持稳定。其中，2019 年冰箱产品收入达 750 亿日元，占比 25.9%，制冰机产品收入达 515 亿日元，占比 17.8%。2020 年，由于受新冠疫情影响，设备采购需求降低，但设备维修的需求保持相对稳定，因此各业务占比出现波动。其中，维修服务收入达 471 亿日元，占比由 2019 年的 17.5% 提升至 19.8%，冰箱业务收入达 586 亿日元，占比 24.6%，制冰机产品收入达 405 亿日元，占比 17.0%。

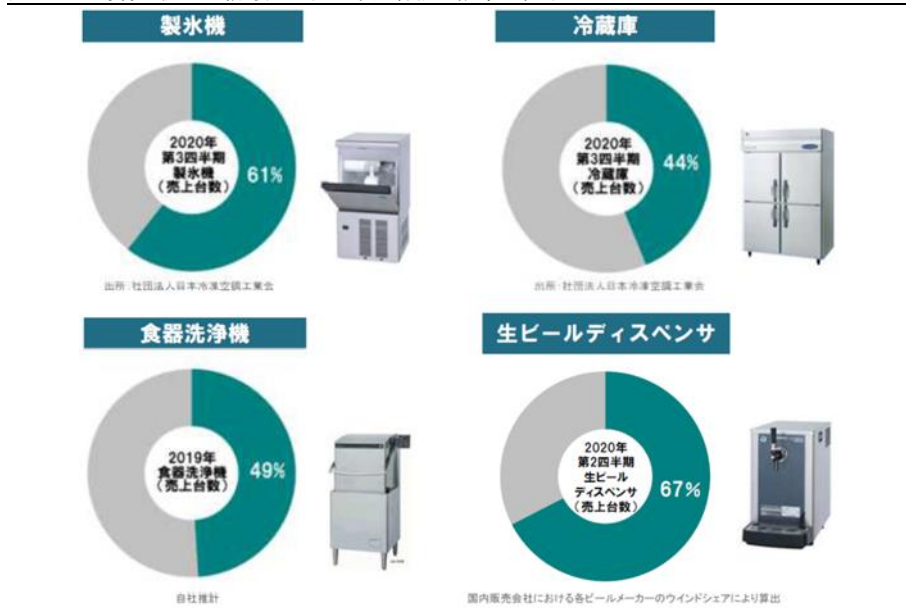
图 5：冰箱和制冰机是公司主营业务



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

由于公司拥有高质量的服务和支持系统，产品具有节能、耐用、易操作等特点，公司产品制冰机、冰箱、洗碗机、生啤酒机在日本占有很大的市场份额。其中，制冰机在日本的市场占有率为 61%，冰箱为 44%，洗碗机为 49%，生啤酒机为 67%。此外，据公司估计，制冰机在全球市场占有最大份额。

图 6：公司制冰机、冰箱等产品在日本占有很大的市场份额



资料来源：星崎官网，长江证券研究所

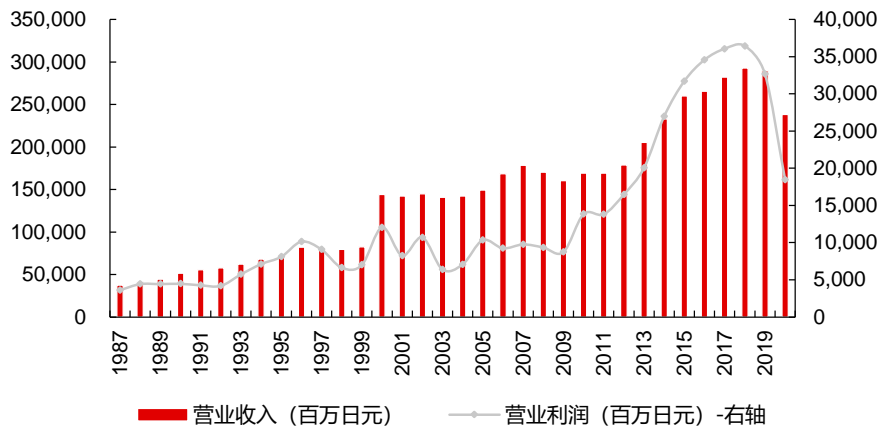
复盘过往十年，优异商业模式奠定超额收益基础

自 2010 以来（截至 2021.5.7），星崎累计收益率超过 650%，远超日经 225 指数。分析股价表现背后的原因，我们认为主要有以下 3 点：

1、经营稳定，投入资本回报率相对较高

星崎自 1987 年以来一直保持稳定发展, 2019 年实现营收 2901 亿日元, 1987-2019 年 CAGR 为 6.6%, 实现营业利润 327 亿日元, 1987-2019 年 CAGR 为 7.1%。上市之后星崎获得了更快的发展, 2008-2019 年营收 CAGR 为 4.96%, 营业利润 CAGR 约 12%。

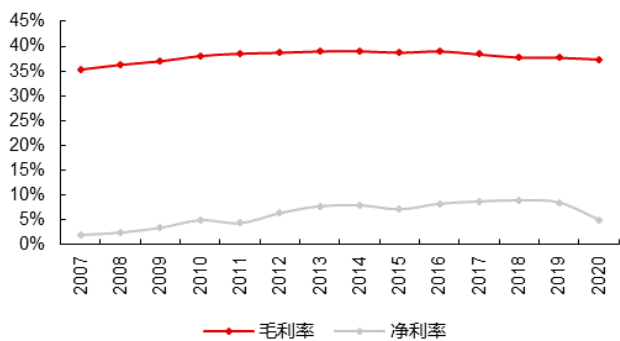
图 7: 星崎经营维持稳定发展



资料来源: 星崎官网, 长江证券研究所

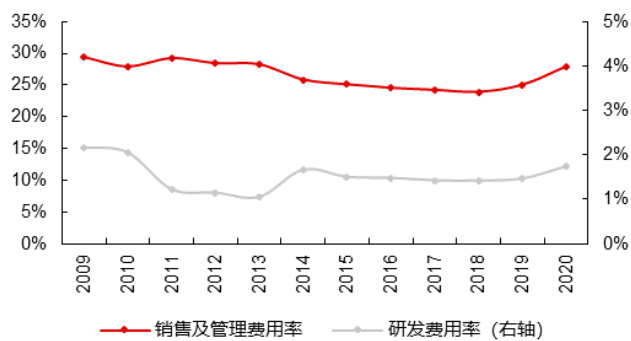
星崎盈利能力稳定。自 2010 年以来, 公司的毛利率保持相对平稳, 2010-2020 年, 公司毛利率维持在 37%-40% 之间, 净利率在 4.0% 至 9.0% 之间出现一定幅度的波动。2020 年, 星崎的毛利率为 37.37%, 同比下降 0.36pct, 净利率为 5.02%, 同比下降 3.39pct。2020 年净利率出现大幅下滑, 主要系受疫情影响。

图 8: 2020 年公司毛利率、净利率分别为 37.37% 和 5.02%



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

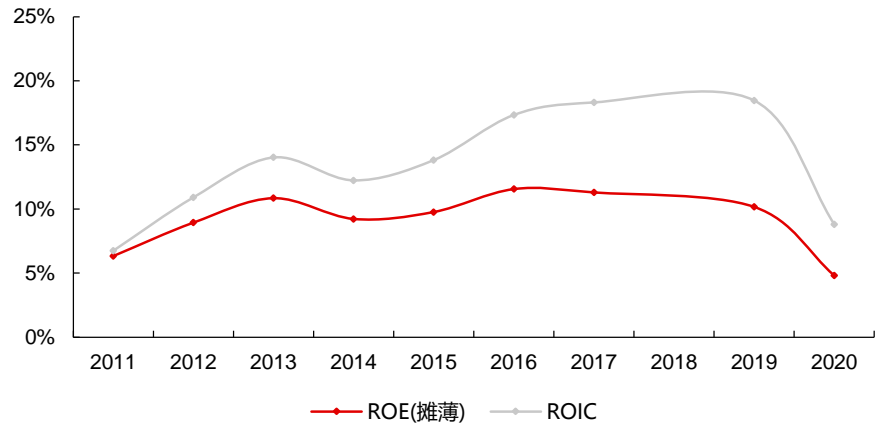
图 9: 2020 年公司销售及管理费用率同比上升 2.88 pct



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

与此同时, 公司 ROE 及 ROIC 维持稳定水平。2013-2019 年, 公司 ROE 维持在 10% 上下; ROIC 维持在 15% 附近, 2019 年达 18.5%, 投入资本回报率相对较高。

图 10：星崎 ROIC 维持相对较高的水平

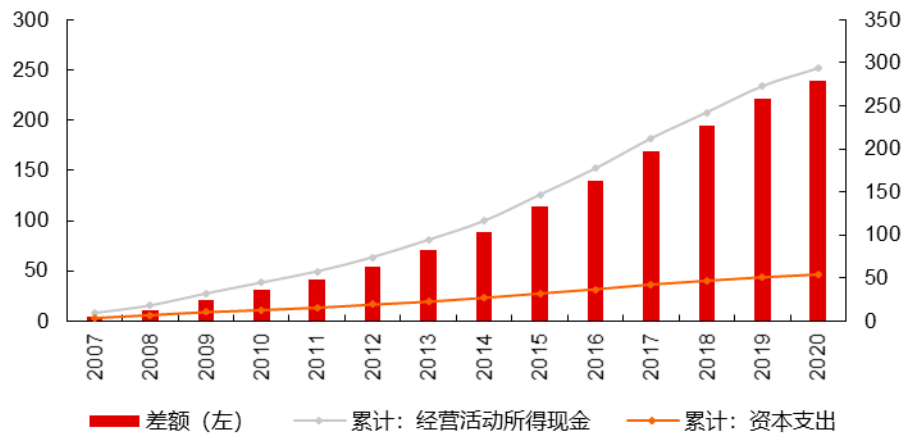


资料来源：Wind，长江证券研究所

2、资本开支相对稳定，现金流优异

公司资本开支保持相对稳定，现金流充裕，累计经营活动现金流逐年增加。自 2007 年以来，公司经营活动所得现金显著高于当年度的资本支出，2007 至 2020 年公司累计自由现金流量达到 2398 亿日元。

图 11：2007 年以来公司自由现金流量充裕

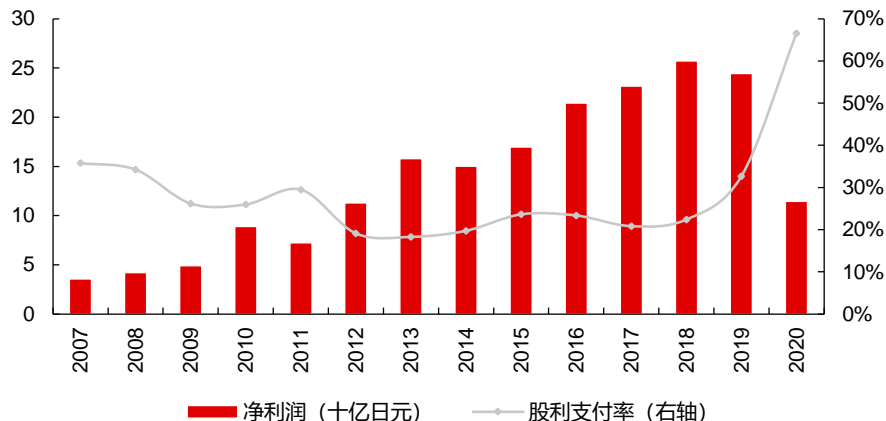


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（单位：十亿日元）

3、维持稳定分红比例，股利支付规模逐年增加

由于公司自由支配现金流充裕，近年来公司净利润基本呈平稳增长的态势，公司股利支付率基本稳定在 20% 以上，股利支付规模逐年增长。

图 12：2020 年星崎股利支付率达 66.5%



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

深耕国内市场，不断拓品类实现较快发展

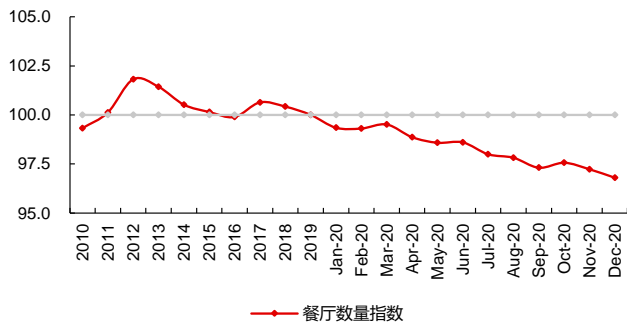
日本国内市场相对稳定，疫情后逐步复苏

就日本市场而言，2010-2019 年餐饮行业整体保持相对稳定发展。2010-2019 年，日本连锁餐厅门店总数及餐厅销售额维持相对稳定，略有增长。从住宿及餐饮业就业人数来看，2008-2017 年日本住宿及餐饮业就业人数保持相对稳定，就业人数主要维持在 370-390 万人左右。2018、2019 两年就业人数增加到 420 万人。从餐馆和特色餐饮活动指数来看，自 2008 年到 2019 年，日本餐馆和特色餐饮活动指数维持相对稳定，季调下餐馆和特色餐饮活动指数维持在 90-110 之间。

2020 年受疫情影响，餐饮行业明显下降。就连锁餐厅门店数量而言，全年呈下降趋势，下半年下滑趋势更明显。全年累计来看，门店总数下降为 2019 年的 98.2%，连锁餐厅销售额同比下降至 2019 年的 84.9%。从住宿及餐饮业就业人数来看，2020 年回落至 2017 年的水平，就业人数为 391 万，相较于 2019 年减少 29 万人，同比下降 6.9%。在餐馆和特色餐饮方面，据日本产业经济省的数据显示，餐馆和特色餐饮活动指数在 20 年 4 月下降至最低水平，指数降低至 35.3，季调下也仅为 39.4。

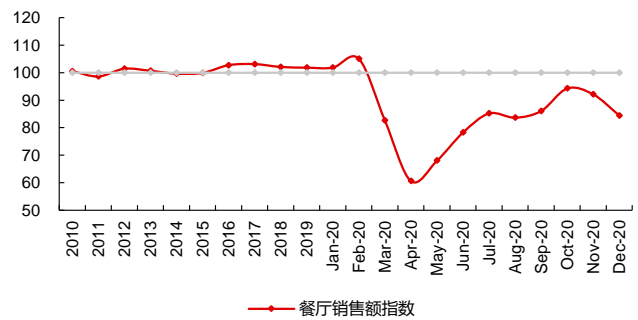
自 2020 年 4 月餐饮行业下降到谷底后，开始出现复苏迹象，餐厅相对销售额水平稳步提升，20 年 10 月、11 月回升至 19 年同期 90% 以上的水平，12 月回升到 19 年同期 85% 左右的水平。餐馆和特色餐饮活动指数也逐渐回升，复苏迹象明显，但 2021 年 1 月和 2 月仍处于历史较低水平。

图 13：2020 年餐厅门店总数下降为 2019 年的 98.2%



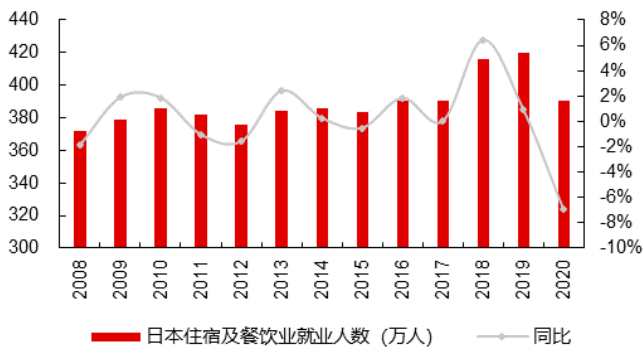
资料来源：日本食品服务协会，长江证券研究所（以上年为基准）

图 14：2020 年餐厅销售额下降为 2019 年的 84.9%



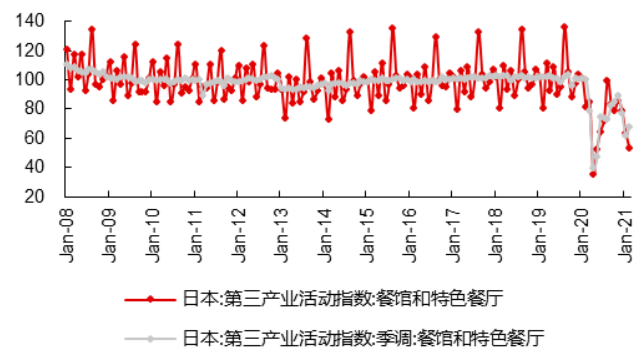
资料来源：日本食品服务协会，长江证券研究所（以上年为基准）

图 15：2019 年日本住宿及餐饮业就业人数达到顶峰



资料来源：Wind，长江证券研究所

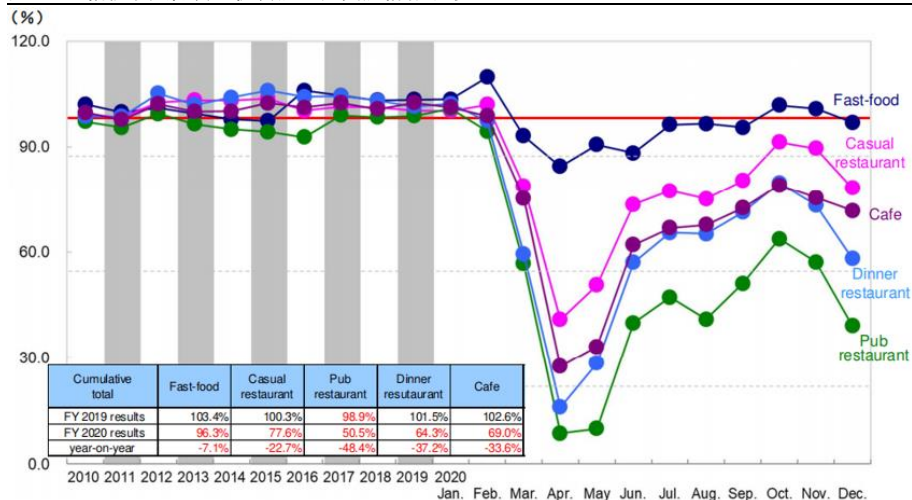
图 16：日本餐馆和特色餐厅触底反弹



资料来源：Wind，长江证券研究所（基数：2015 年=100）

拆分不同业务类型的餐厅，快餐店业务受疫情影响较小。2010-2019 年，快餐、休闲餐厅、咖啡店、晚餐餐厅等类别的餐厅业务保持小幅稳定增长，酒吧餐厅整体来说维持稳定。2020 年疫情影响下，各类餐饮均出现不同程度的下滑：对快餐店来说，由于禁止堂食但可以外带或外卖，顾客数量减少的相对较少；对咖啡馆来说，由于城市和郊区的顾客数量减少，销量有所下降；对晚餐餐厅和酒吧餐厅来说，因为日本政府要求减少提供酒精饮料的时间，年终派对和年终旅行减少，顾客下降较为明显。总的来看，自 2020 年 4 月触底后，餐饮行业出现反弹趋势。

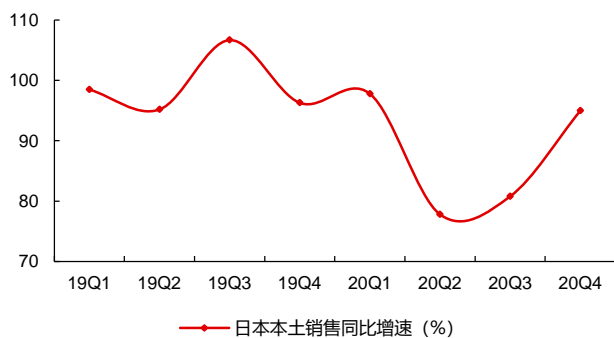
图 17：相较于其他餐饮快餐店业务受疫情影响小



资料来源：日本食品服务协会，长江证券研究所

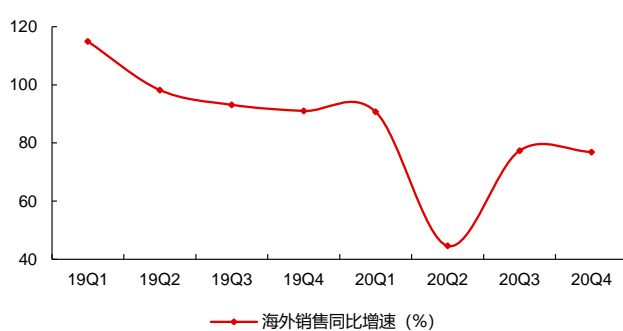
随着销售活动的恢复，星崎国内和海外销售自 2020 年 Q2 以来呈恢复趋势。由于本土优势，日本本土业务恢复情况明显好于海外市场。

图 18：自 2020 年 Q2 以来星崎在国内业务呈恢复趋势



资料来源：星崎官网，长江证券研究所

图 19：自 2020 年 Q2 以来星崎在海外业务呈恢复趋势



资料来源：星崎官网，长江证券研究所

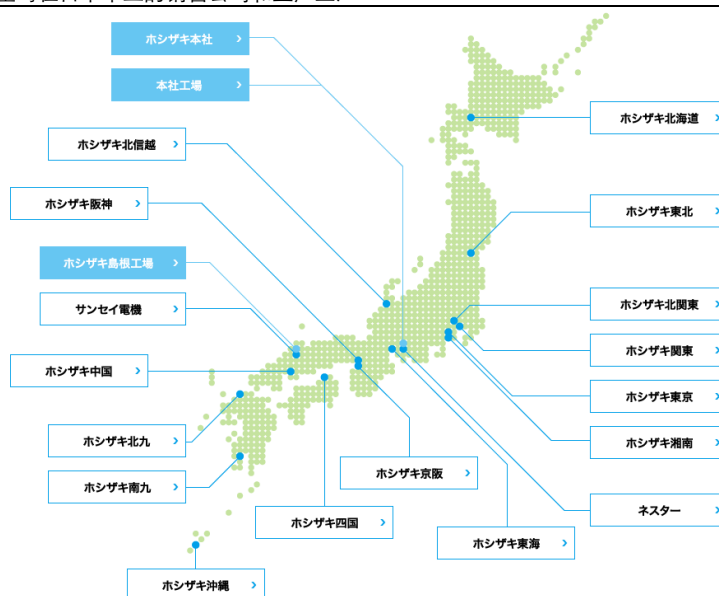
品质+服务奠定国内优势地位

1、直销模式+网点遍布全国，服务支持与维护机制助力公司发展

自 1957 年开始销售果汁自动贩卖机以来，公司不断扩展产品品类、设立销售子公司和开拓工厂。截至 2020 年 12 月底，星崎在日本国内有 15 家销售公司，全国范围内的 400 多个办事处覆盖从北海道到冲绳地区。目前，公司拥有超过 3000 名销售人员，直销制度覆盖全日本，形成了日本本土强大的销售力量。由于较高的直销率，公司与客户的紧密联系程度很高，当前建立了强大的客户群，客户响应度高。

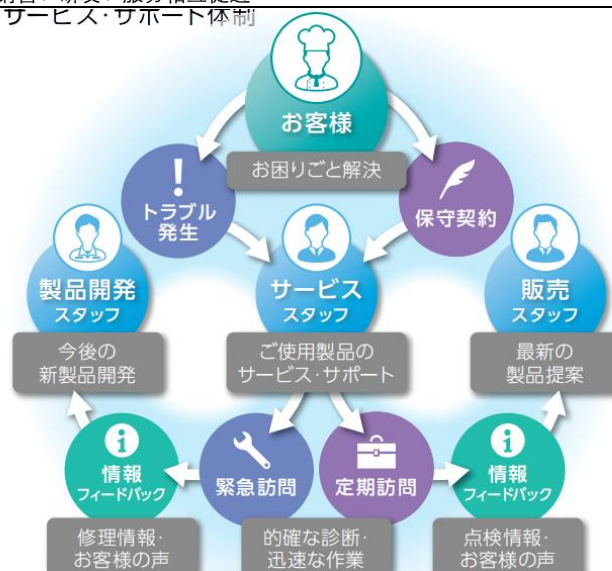
在日本，总部工厂和岛根工厂负责开发、制造和销售，Nester 公司负责部分设备的开发、制造、销售和维护服务，三赛电机公司负责部分设备及部件的加工制造。其他销售公司负责直销产品以及维护服务等。

图 20：星崎在日本本土的销售公司和生产工厂



资料来源：星崎官网，长江证券研究所

星崎集团致力于为客户提供服务和支持。在日本，公司建立了一个销售和售后服务系统，为与该地区密切相关的客户提供细致的支持。该服务由遍布全国各地的 15 家国内销售公司的约 2,650 名服务人员负责。根据这一制度，一旦发生故障，服务人员会立即上门处理。此外，公司还通过定期访问许多客户购买的维护承包商，拍摄设备的状态，列出设备的状态，并提供使用方法和建议，防止产品故障，并进行有计划的更新。公司维护服务人员在解决客户问题的同时，也会将收到的客户意见会及时反馈给产品开发人员和销售人员。

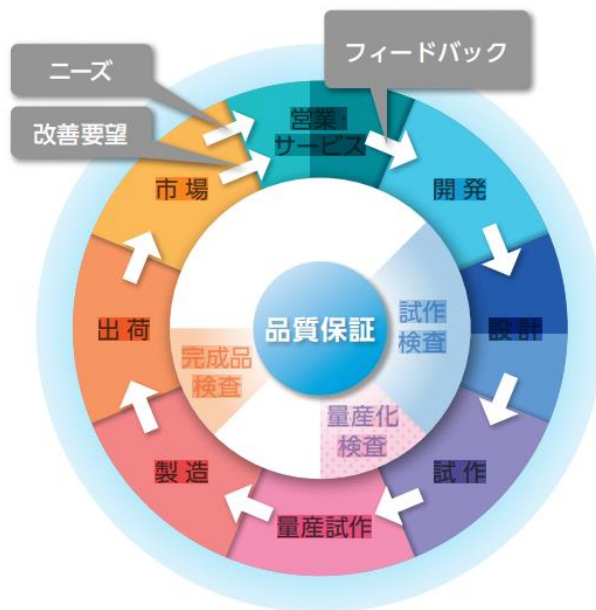
图 21：公司销售、研发、服务相互促进
サービス・サポート体制

资料来源：星崎官网，长江证券研究所

2、产销研闭环发展，产品质量逐步提升

星崎在质量政策中明确了为客户提供安全感的态度，并致力于保持和提高质量水平。目前，所有工厂都获得了国际 ISO9001 质量管理体系，并建立了完善的系统，以质量管理体系为基础，对从产品开发阶段到工厂制造和装运的所有过程进行严格的质量检查。在产品开发阶段，公司进行反复实验，只采用通过这些测试的技术和部件，并将其商业化。此外，生产线制定了严格的质量标准，检验员对每一台机器进行细致的检查，并将通过成品检查（最终检查）的产品运往市场。此外，对于市场索赔，公司将彻底追究其原因，并将其反映在接下来的产品开发和产品改进中。

图 22：完善的研发体系保证公司产品的质量

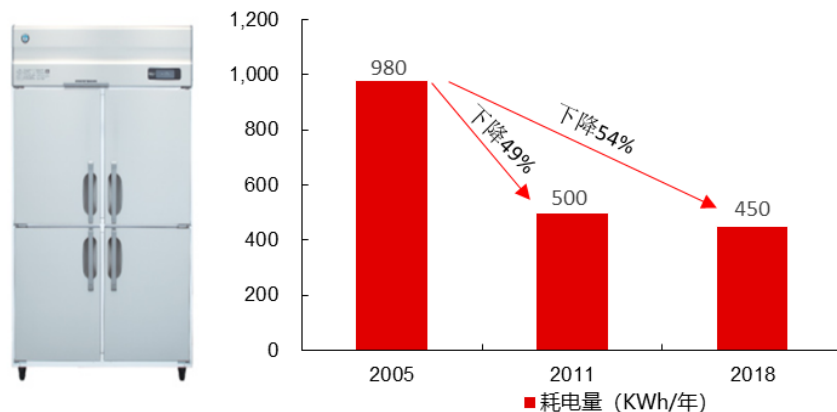


资料来源：星崎官网，长江证券研究所

经过多年发展，公司研发出制冰机的加工技术，不锈钢板的焊接和切割技术等加工技术，形成了强大的技术核心，提升了公司的核心竞争力。

另一方面，公司产品逐步改进，提升市场核心竞争力。2005 年开发的“节能型商用冰箱 X 型”采用了业界首创的变频器控制方法，并获得了第十六届节能大奖“节能中心主席奖”（由日本节能中心赞助）。后继产品“Z 型”进一步发展了节能技术，实现了 49% 的节能率。全自动制冰机“M 系列”，已经对制冰机的结构进行了审查，并且在保持制冰能力的同时，经济效率得到了极大的提高（平均水消耗量已降低到 50% 左右，是高效率的压缩机，并通过集成高效率的电机最多可减少 30% 的能耗）。对于洗碗机，公司已经开发出了一种柜台下的产品类型，并实现了商品化，它实现了低耗水量（减少了约 43% 的漂洗）和低环境负荷（减少了约 71% 的洗涤剂用量）。至于其他产品，公司开发的产品可以显著降低运行成本，并实现了节能和资源节约。

图 23：公司产品年耗电量逐步改善

资料来源：星崎官网¹，长江证券研究所

不断扩充品类，一体化服务建设带来高附加值

公司自成立以来不断扩充品类。公司 1947 年成立，1957 年开始销售果汁自动售货机，1965 年开始销售制冰机，1970 年开始销售生啤酒分配器，直到 1982 年才开始制造预制冰箱。产品种类的不断丰富有利于公司规模的不 断 拓 张。目前产品已经覆盖商用制冰机、商用冰箱及洗碗机等（如雪花机、寿司展示柜等）。

图 24：星崎早期产品拓展情况



资料来源：公司官网，长江证券研究所

即使到目前为止，星崎也依然持续投入研发，不断推出新品。

- 1) 在现存市场中，公司继续扩大已有业务：例如，公司的制冰机增加了抗菌把手，并于 2020 年 10 月发布；对于接触性陈列柜，公司在 2020 年 11 月推出更节能、冷凝效果更好的新品；此外，公司对蒸汽对流烤箱和商用洗碗机都进行了一定的更新迭代。
- 2) 公司在立足现存市场的同时，积极开拓新产品新领域：公司于 2020 年 7 月发布的“Thickened” tea dispenser 旨在提取浓稠的茶，防止老年人吞咽错误，同时产品中配有按钮，按下按钮后可以积极响应，该产品的应用减少了医护人员的工作量，

¹ 年耗电量是通过 JISB8630 (2009 版) 确定的测量方法和计算方法获得的值。年度功耗测量方法：环境温度 30°C，环境湿度 70% 以上，冰箱温度（制冷：4°C 以下，冷冻：-20°C 以下），开门/关门次数（制冷：每 5 分钟打开一次 10 秒），每天总共 72 次，冷冻：每 15 分钟打开一次 10 秒（总共 24 次，每天），每天耗电量 x365 天。

被应用于医院和养老院的工作中；于 2020 年 10 月开始订购的 Water electrolyzer 也被应用于医疗中，该产品能有效的消毒杀菌，用于医务人员洗手等。

图 25：星崎在日本国内的产品拓展方式



资料来源：公司官网，长江证券研究所

由于能效方面的卓越表现，Hoshizaki America, Inc. 荣获了 2021 年度 ENERGY STAR 年度合作伙伴 - 持续卓越奖，已连续 10 年获得美国环境保护署（EPA）和美国能源部（DOE）的认可。根据美国环境保护署（EPA）的能源之星计划 2018 年的报告，带有 ENERGYSTAR 标志的食品服务设备可帮助终端用户每年节省 5,300 美元或约 340 MMBTU。依托高品质，公司产品定位相对高端，产品售价也相对较高。

表 1：星崎美国产品价格（单位：美元，左侧冰箱相关产品，右侧为制冰设备相关产品）

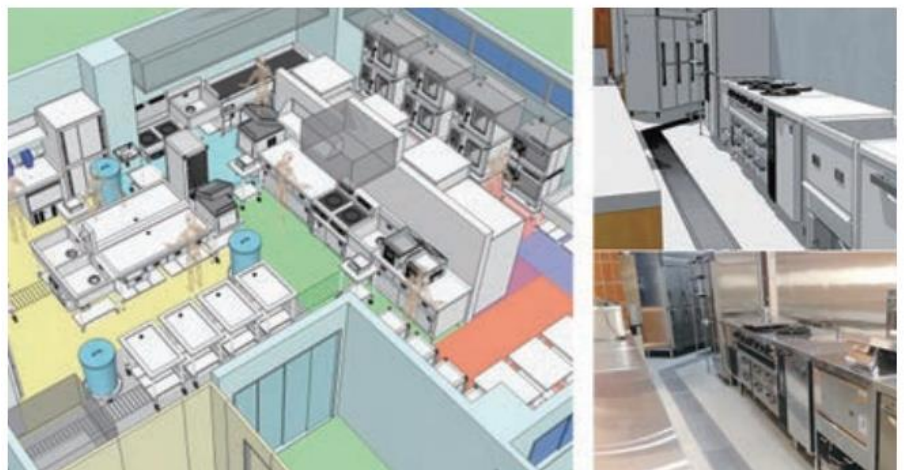
类别	MODEL/系列	价格区间	类别	MODEL/系列	价格区间
UPRIGHTS	R 系列	6920-24240	AM & KM UNDERCOUNTER CUBERS with BUILT-IN BINS	AM/KM 系列	3730-5890
UPRIGHTS	F 系列	8640-19950	KMEdge Crescent CUBERS	KM 系列	5940-23090
UPRIGHTS	DT 系列	15600-20500	KMEdge Dispensers	KMD 系列	6100-9700
UPRIGHTS	PT 系列	14560-24580	KMEdge Dispensers	KMH 系列	19200-19420
UPRIGHTS	RN 系列	12850-16580	KMEdge Low Profile	KML 系列	5490-7870
UNDERCOUNTERS	HR 系列	2350-3010	KM-edge Serenity	KMS 系列	8640-11420
UNDERCOUNTERS	UR 系列	4140-7370	CUBERS {Specialty Ice}	IM 系列	6870-10900
UNDERCOUNTERS - CONT.	UR 系列	5990-15560	UNDERCOUNTER FLAKERS with BUILT-IN BINS	F 系列	8520-10570
UNDERCOUNTERS - CONT.	UF 系列	4850-11630	FLAKERS	F 系列	7670-15470
WORKTOPS	WR 系列	4340-16100	FLAKERS - Cont.	F 系列	19420-20950
WORKTOPS	WF 系列	5090-9770	UNDERCOUNTER CUBELET with BUILT-IN BINS	C/F 系列	6220-8630
SANDWICH TOP PREP TABLES	SR 系列	4710-18780	CUBELET ICE MACHINES	F 系列	7850-21350

PIZZA PREP TABLES	PR 系列	9240-25160	CUBELET Dispensers	FD 系列	9370-12620
CHEF BASES	CR 系列	12840-22300	CUBELET Serenity	FS 系列	11300-13780
GLASS DOOR MERCHANDISERS	RM 系列	3930-11350	DISPENSERS	DCM 系列	8270-17860
BACK BAR	BB 系列	5720-10040	DISPENSERS	DB 系列	5930-6810
BOTTLE COOLER	CC 系列	4850-8250	DISPENSERS(-Cont.)	DKM-500BAJ/BWJ	13590/13700
DIRECT DRAW	DD 系列	4170-10080	DISPENSERS - Cont.	DM 系列/DWM-20A	6500-7150
SUSHI CASES	HNC 系列	5080-6790	DISPENSER STANDS	SD 系列	1390-1900
ECONOMY	ER 系列	3710-5770	REMOTE CONDENSERS	URC 系列	1680-3770
ECONOMY	EF 系列	4480-6720	REMOTE CONDENSERS	SRC/SRK 系列	4190-10900
ECONOMY	EUR 系列	3040-4580	ICE STORAGE BINS	B/BD-PF/SF 系列	1900-3310
			ICE STORAGE BINS	B-SS 系列	6570-7810

资料来源：星崎美国官网，长江证券研究所

随着品类的增长及品质的保障，公司逐步承接一体化工程。公司在日本全国各地的 15 家国内销售公司拥有约 150 名设计人员，每年规划 17,000 多个厨房。星崎的优势在于能够将其产品与其他公司的产品结合起来进行全面规划，全面满足客户的需求。例如，星崎提供了一个高附加值的厨房计划，该计划考虑到卫生和工作环境，结合了根据客户业务类型定制的产品，同时分区以改善操作；也提供一个系统，通过该系统，操作人员可以在个人计算机上集中管理食物材料的温度记录。因为这些能力，星崎服务于外资五星级酒店、1000 多张床位的医院、员工食堂、餐饮连锁店等，取得了约 5,300 个厨房全套施工的实际成果。同时，公司不仅设计和建造厨房，还设计和建造支持冷链的大型设施，如食品加工厂的加工室，食品仓库的洁净室和冰箱，蔬菜和水果市场的冰箱。

图 26：星崎规划设计的厨房示意图



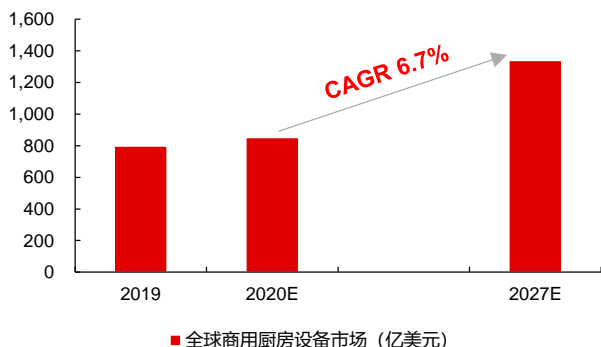
资料来源：星崎官网，长江证券研究所

通过拓展海外突破瓶颈，营收规模再上台阶

海外市场规模远高于日本国内

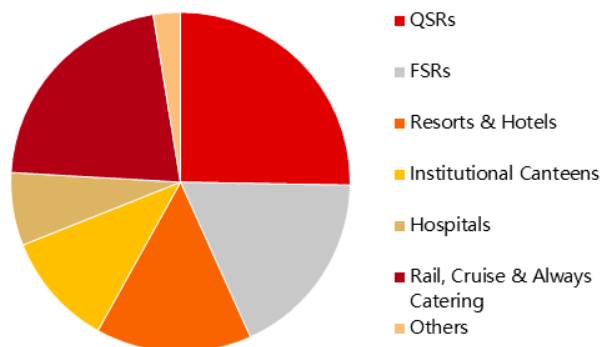
受益于经济的稳定增长，人均可支配收入的持续提升，餐饮、商超以及零售网点等行业景气度持续提升，驱动商用厨房设备需求稳定增长。据 Grand view research 统计，2019 年全球商用厨房设备市场规模约为 797.2 亿美元，预计 2020 年至 2027 年将以 6.7% 的年均复合增长率增长。从终端用户看，商用厨房设备市场下游细分为快速服务餐厅、全服务餐厅、度假村和酒店、机构食堂、医院、铁路、邮轮和航空餐饮等。根据 Grand View Research 数据，快餐店（QSR）是商用厨房设备市场最大的下游，2019 年市场规模占比超 20%。随着 QSR 网点的增长以及新 QSR 品牌的开业，预计将对市场的增长产生积极影响。

图 27：预计全球商用厨房设备市场规模增速达 6.7%



资料来源：Grand view research，长江证券研究所（2020.5 月发布）

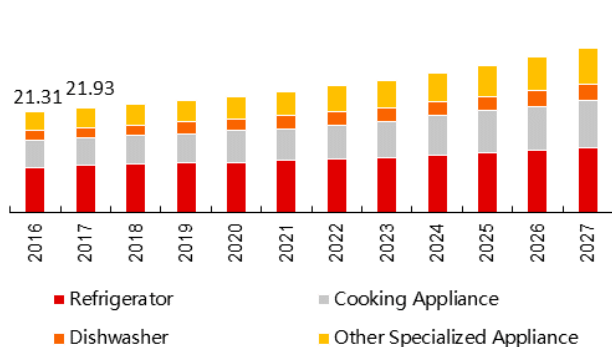
图 28：全球商用厨房设备最大的下游是快餐店（2019 年）



资料来源：Grand view research，长江证券研究所（2020.5 月发布）

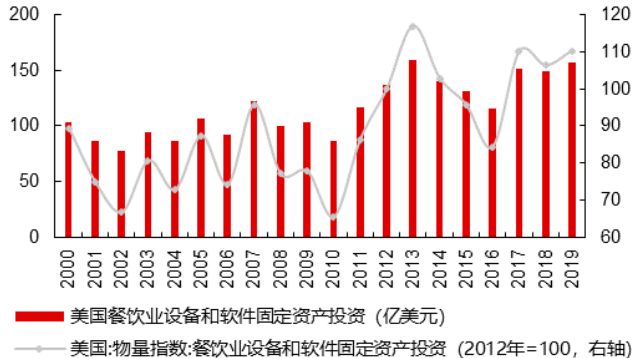
就美国市场而言，2017 年美国商用厨房设备市场规模达 219 亿美元，并保持稳步增长的趋势。北美地区市场规模最大，2019 年占比超 30%。北美地区越来越多的饭店、旅馆和食品企业会促进行业发展。此外，在商业场所中越来越多地使用不同类型的厨房用具，以及早期采用技术先进的设备正在推动当地的商用厨房设备市场的发展。2016-2019 年美国餐饮设备和软件固定了资产投资持续增加，物量指数也处于历史相对高的水平，餐饮业设备需求稳定增长。

图 29：美国商用厨房设备市场规模逐步扩大（单位：十亿美元）



资料来源：Grand view research，长江证券研究所（2020.5 月发布）

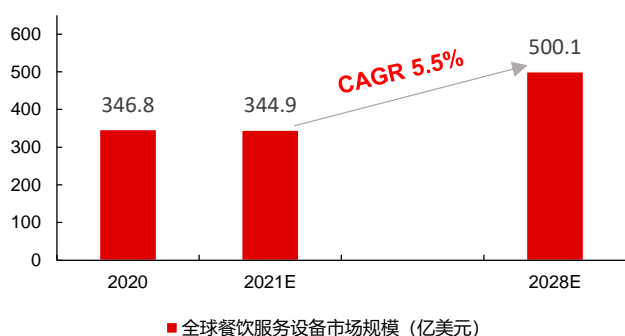
图 30：2017-2019 年美国餐饮业设备和软件固定资产投资维持高位



资料来源：Wind，长江证券研究所

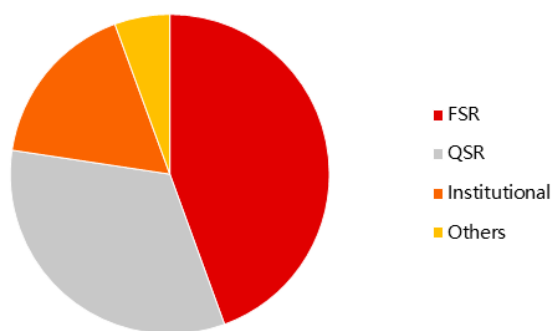
而就餐饮业而言，据 Grand view research 统计，2020 年，全球餐饮服务设备市场规模为 346.8 亿美元，预计从 2021 年到 2028 年，年复合增长率（CAGR）为 5.5%。从终端用户看，全服务餐厅（FSR）细分市场在 2020 年的主要收入份额中占比超过 40%、快速服务餐厅（QSR）细分市场占比超 30%。FSR 的高市场份额可以归因于数字餐饮趋势的到来，这迫使餐饮服务运营商必须部署现代设备以加快速度，加快准备过程并减少交货时间。在随后的几年中，正式活动以及旅行和旅游活动期间非正式聚会的外出就餐文化的变化，将增加全服务餐厅的客流量。因此，FSR 细分市场很可能在预测期内保持其主导地位。不断增长的工作人口和建立特许加盟店而形成的知名餐饮连锁店的全球化将使 QSR 保持快速增长。

图 31：预计全球餐饮服务设备市场规模增速达 5.5%



资料来源：Grand view research，长江证券研究所（2021.2 月发布）

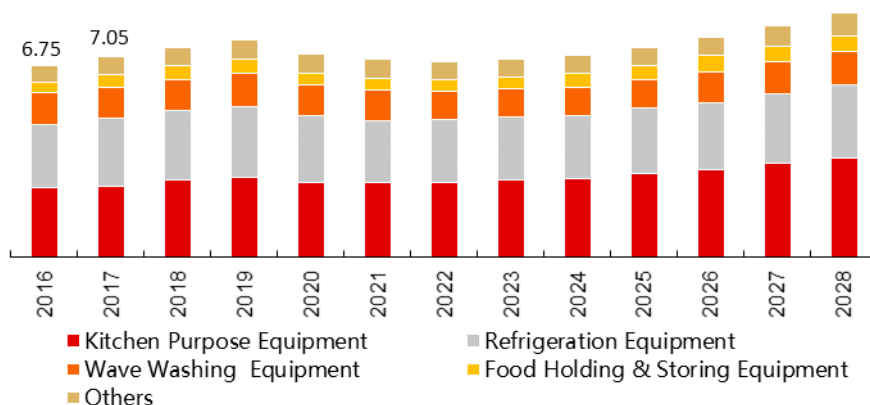
图 32：全球餐饮服务设备市场主要下游为 FSR 和 QSR（2020 年）



资料来源：Grand view research，长江证券研究所（2021.2 月发布）

就美国市场而言，2017 年美国餐饮服务设备市场规模达 70.5 亿美元，并保持稳步增长的趋势。其中，厨房专用设备（烹饪设备及食品和饮料制备设备）和制冷设备占比超 60%。由于众多诸如麦当劳、肯德基、星巴克等知名品牌的存在，美国已成为餐饮服务设备行业的主要市场，收入份额占比近 20%。

图 33：美国餐饮服务设备（分产品）市场规模逐步扩大

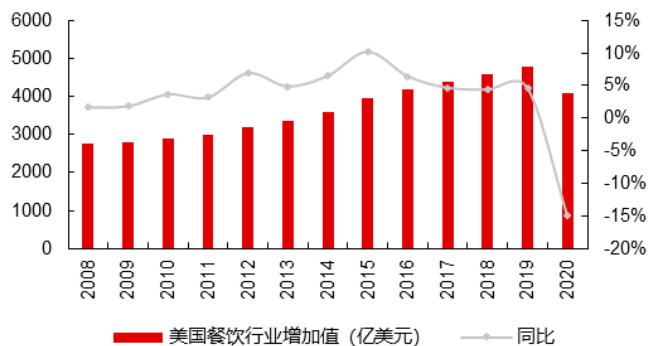


资料来源：Grand view research，长江证券研究所（单位：十亿美元）（2021.2 月发布）

2011 年至 2019 年，美国餐饮行业增加值从 3007.8 亿美元增长至 4816 亿美元，年均复合增长率为 6.06%。在美国零售和食品服务中，2010-2019 年全套服务餐厅销售额和

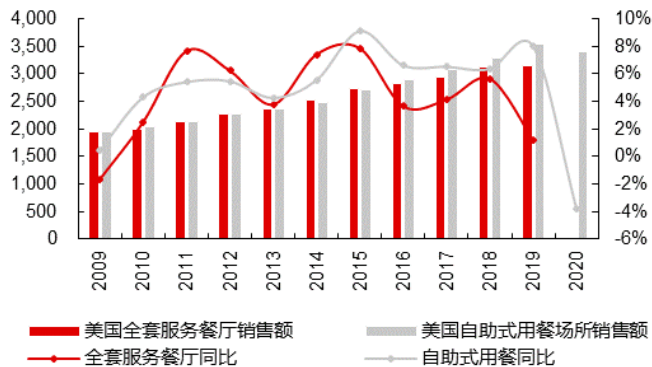
自助式用餐场所逐年增长，年均复合增长率分别为 5.26%、6.35%，复合增速高于美国 GDP 的增速。餐馆、商超以及各类零售网点收入的稳定增长驱动商用餐饮设备的需求稳定增长。而 2020 年全年美国餐饮行业增加值和自助式用餐场所销售额均出现下滑。

图 34：2011-2019 年美国餐饮行业增加值 CAGR 为 6.06%



资料来源：Wind，长江证券研究所

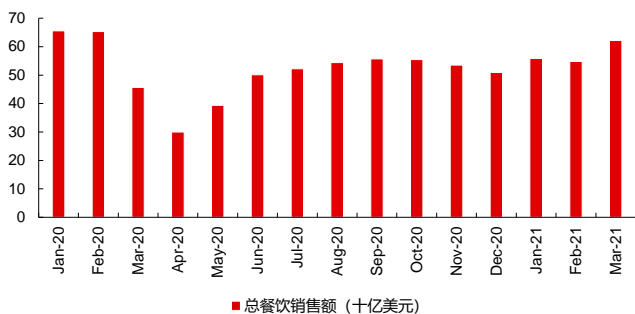
图 35：2010-2019 年美国餐厅销售额逐年增加



资料来源：Wind，长江证券研究所

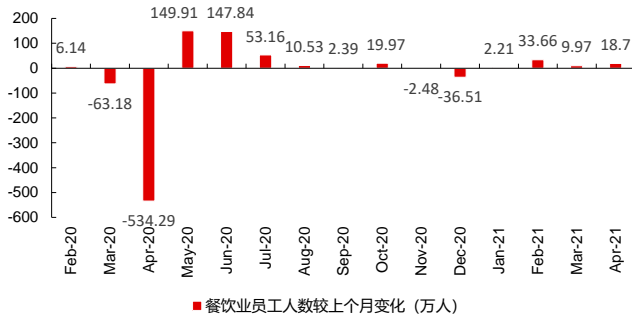
美国餐饮需求触底反弹，设备采购需求将逐步恢复上行。据美国人口普查局的数据显示，21 年 3 月餐厅销售额实现快速增长。经季节性因素调整后，3 月的餐饮销售额为 622 亿美元，比 2 月的 548 亿美元增长了 13.4%，比 20 年 12 月创下的近期低点增长了 110 亿美元以上。根据美国劳工部的数据，按季节调整，21 年 4 月餐饮业净增加了 187,000 个工作岗位。就业人数已连续四个月增长，达 2020 年 4 月以来的最高点。

图 36：2021 年 3 月美国餐饮销售额达 622 亿美元



资料来源：美国人口普查局，National Restaurant Association，长江证券研究所

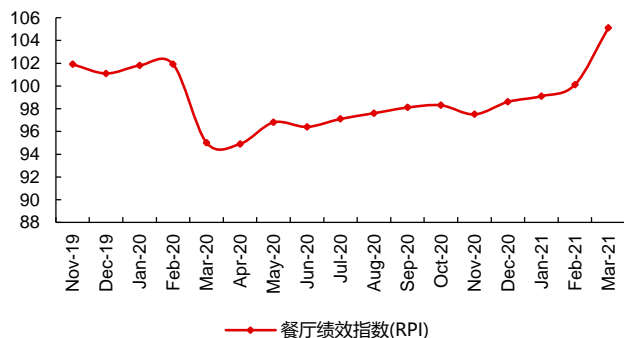
图 37：2021 年以来餐饮业员工人数逐步增加



资料来源：美国劳工部，National Restaurant Association，长江证券研究所

在同店销售和顾客流量指的推动下，美国餐饮协会的餐厅绩效指数（RPI）在 3 月份达 105.1，相比 2 月份的 100.1 上升 5.0pct。预计未来六个月会改善。根据美国劳工部的数据显示，美国菜单价格持续上涨。截至 2021 年 3 月的 12 个月中，美国菜单价格上涨 3.7%。到 2021 年第一季度，菜单价格正以自 2008 年以来最强劲的速度增长。

图 38：2021 年 3 月美国餐厅绩效指数 (RPI) 达 105.1



资料来源：National Restaurant Association，长江证券研究所

图 39：美国菜单价格连续 6 个月增长

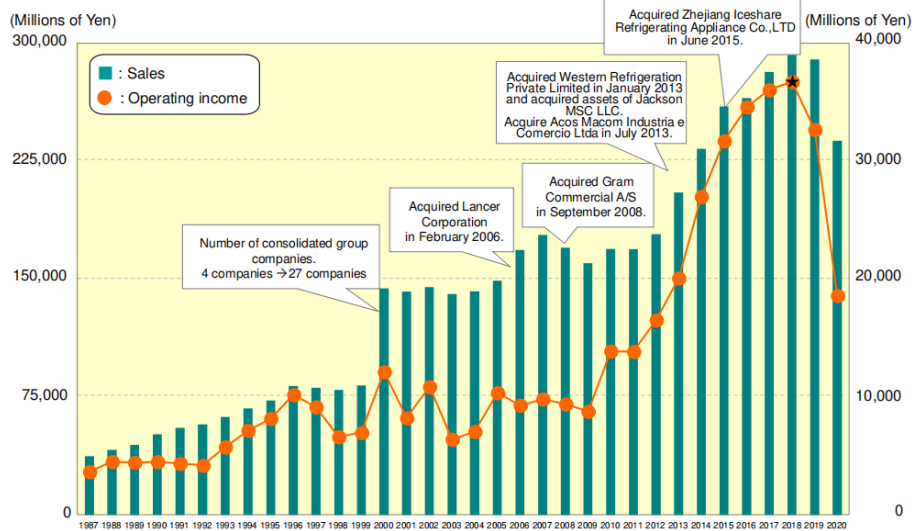


资料来源：美国劳工部，长江证券研究所

进军海外带来持续增长

2000 年以来，星崎在海外稳步拓张，实现收入的快速增长。2000 年，星崎集团已拓展到 27 家公司，营收规模达 1443 亿日元，同比增长 75%。2006 年 2 月，公司收购饮料分配器制造商 LANCER CORPORATION，使其成为公司的合并子公司，公司业务进一步扩增。2008 年 9 月，公司收购位于丹麦的冰箱制造商 GRAM COMMERCIAL A/S，使得公司在欧洲生产基地增加，公司业务进一步渗透欧洲市场。2013 年，公司先后收购印度的冰箱制造商 Western Refrigeration Private Limited 和巴西的食品服务设备制造商 Comércio Ltda，在美国和韩国分别成立 Jackson MSC, Inc（现为 Jackson WWS, Inc.）、Hoshizaki Korea Co., Ltd.，为后续公司营收规模的持续增加奠定了基础，至 2018、2019 年时公司营收规模超过 2900 亿日元。

图 40：星崎稳步推进，突破发展



资料来源：星崎官网，长江证券研究所

1、立足本土，开拓欧美市场

星崎的发展源于不断开拓市场，业务扩展遵循着本土—欧美—亚洲的路径。从成立至 1990s，星崎着力于本土市场，在日本各地建立销售子公司，同时逐步建设总部等地的

工厂；1980s 至 2000s 随着公司业务的不拓展，以及公司产品体系的不断完善，星崎于 1981 年在美国建立销售子公司，开始逐步深入美国和欧洲一些市场，先后在美国、荷兰、英国等地成立销售子公司，并于 1986 年在美国乔治亚州建设工厂用于生产制造；2000s 以来，星崎在布局欧美地区的同时，随着亚洲地区国家居民经济水平的提升，星崎开始进军亚洲市场，先后在中国、新加坡、印度、泰国、马来西亚等地开展业务。

表 2：近四十年的海外扩张之路

时间	海外扩张大事记
1981 年	在美国加利福尼亚州成立 HOSHIZAKI AMERICA, INC（现总部位于乔治亚州，为公司合并子公司）
1986 年	HOSHIZAKI AMERICA, INC 在美国乔治亚州开设总部工厂
1992 年	在荷兰阿姆斯特丹成立 HOSHIZAKI EUROPE B.V.（现为合并子公司）
1994 年	在英国成立 HOSHIZAKI EUROPE LIMITED.（现为合并子公司）
1996 年	在新加坡开设办事处
1998 年	在中国北京开设办事处（2009 年 6 月关闭）
1999 年	废除新加坡的办事处，成立子公司 HOSHIZAKI SINGAPORE PTE LTD
2001 年	HOSHIZAKI AMERICA, INC 在美国乔治亚州开设格里芬工厂（冰箱工厂）
2003 年	在荷兰阿姆斯特丹成立 Hoshizaki Europe Holdings B.V（现为合并子公司）
2004 年	在中国上海成立星崎冷热机械（上海）有限公司（现为合并子公司）
2006 年	在中国苏州成立星崎电气（苏州）有限公司（现为合并子公司）
2006 年	在美国乔治亚州成立 HOSHIZAKI USA HOLDINGS, INC（现为合并子公司）。
2006 年	收购饮料分配器制造商 LANCER CORPORATION（美国德克萨斯州）（现为合并子公司），并使其成为全资子公司
2008 年	收购商用冰箱制造商 GRAM COMMERCIAL A / S（丹麦），并将其作为子公司
2010 年	在中国台湾台北市成立中国台湾星崎国际有限公司（现中国台湾星崎有限公司，为合并子公司）
2010 年	在香港成立星崎香港有限公司（现为合并子公司）
2012 年	在中国上海成立星崎（中国）投资有限公司（现为合并子公司）
2013 年	收购冰箱制造商 Western Refrigeration Private Limited（印度马哈拉施特拉邦，现为合并子公司），并使其成为子公司
2013 年	在美国肯塔基州成立 JACKSON MSC, INC（现为 JACKSON WWS, INC.）（当前为合并子公司）
2013 年	在韩国首尔成立 Hoshizaki Korea Co., Ltd.（现为合并子公司）
2013 年	收购巴西的食品服务设备制造商 AÇOSMACOM INDESTRIA ECOMÉRCIOLTDA，使其成为全资子公司
2014 年	在印度尼西亚雅加达成立 PT. HOSHIZAKI INDONESIA（现为合并子公司）
2015 年	在泰国成立 HOSHIZAKI (THAILAND) LIMITED（现为合并子公司）
2015 年	收购商业冰箱制造商浙江爱雪制冷有限公司（浙江省德清市）的股权，并将其作为子公司
2015 年	通过马来西亚的 HOSHIZAKI MALAYSIA SDN. BHD 收购食品服务设备销售公司 POLAR SEAL (M) SDN. BHD
2016 年	在越南胡志明市成立 HOSHIZAKI VIETNAM CORPORATION（现为合并子公司）
2017 年	在菲律宾马尼拉成立 HOSHIZAKI PHILIPPINES CORPORATION（现为合并子公司）
2018 年	转让了在中国的浙江爱雪制冷有限公司的股份（未合并）
2019 年	收购土耳其的食品服务设备制造商 Oztiryakiler Madeni Esya Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi，使其成为联营公司
2020 年	作为美国附属公司 LANCER CORPORATION 的销售附属公司，岚瑟（上海）饮料机械设备有限公司成立

2020 年 荷兰销售子公司 Hoshizaki Europe B.V. 与丹麦制造子公司 GRAM COMMERCIAL A/S 合并

资料来源：星崎年报，长江证券研究所

据年报披露，星崎在美国有从事餐饮服务设备开发、制造、销售和维护服务的 HOSHIZAKI AMERICA, INC，有从事洗碗机开发、制造、销售和维护服务的 Jackson WWS, Inc，以及从事饮料分配器的开发、制造、销售和维护服务的 LANCER CORPORATION 以及多个销售子公司；同时，公司在墨西哥、巴西等地设有生产制造基地或销售公司。公司在美洲地区的业务逐步扩展，形成了美国地区基本覆盖，其他国家生产销售相结合的布局。此外，星崎集团在海外的销售公司直接向最终客户销售、批发销售和售后等服务。但相较于日本本土，代理销售在海外的比例还比较高。

公司不仅在本土建立研究和开发中心，同时美洲的 HOSHIZAKI AMERICA, INC. 和 LANCER CORPORATION 等，及欧洲和亚洲的 HOSHIZAKI Europe B.V. 和 Western Refrigeration Private Limited 等也进行相关的研究和开发。通过建立从产品规划到产品商业化的一致研究系统，能够满足最终客户的多样化需求。公司主要从事新产品开发、先进技术开发、现有产品的改进和改进、系列开发活动和成本降低活动等，目前公司建立了一个系统，利用销售和维护服务活动中获得的信息和市场质量信息进行产品开发。

2、开拓亚洲市场，持续扩张

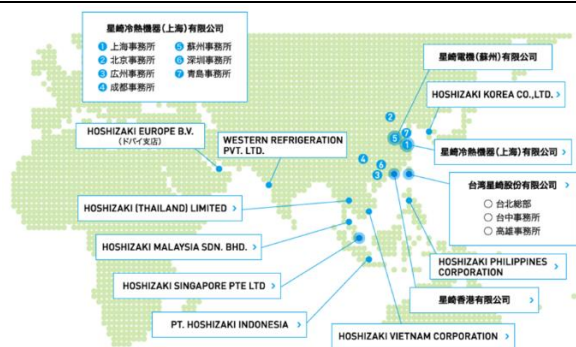
在欧洲市场逐步渗透的同时，公司在积极布局亚洲地区。目前，在中国苏州、越南、土耳其等地均有工厂从事生产制造，有多个地区拥有负责销售和维持的子公司。具体来看：

星崎于 1996 年、1998 年分别在新加坡和北京设立办事处，开始开展在中国及东南亚地区的业务。并于 1999 年在新加坡设立子公司，2004 年、2006 年、2012 年在中国成立星崎制冷机械（上海）有限公司、星崎电气（苏州）有限公司、星崎（中国）投资有限公司，主要在新加坡、中国大陆地区开展业务。自 2010 年开始，星崎相继在中国台湾、中国香港、韩国、印尼、泰国、越南、菲律宾等地成立子公司，在马来西亚通过星崎（马来西亚）公司收购了当地的餐饮服务设备销售公司。

目前，在亚洲地区，星崎有 10 个销售基地，例如“星崎新加坡”，“星崎冷热机械（上海）有限公司”等。同时有“星崎电气（苏州）有限公司”和“西方制冷私人有限公司”等作为制造基地。其中，位于中国苏州的星崎电气（苏州）有限公司自 2007 年开始运营，已经生产小型制冰机和商用冰箱等产品。此外，公司与区域分销商合作，致力于提供产品并改善在整个亚洲的服务网络。

同时，星崎支持在亚洲开设门店，利用海外网络在亚洲开设商店的公司，提供从厨房规划到设计，施工和厨房设备安装的全面服务。

图 41：星崎积极开拓亚洲业务



资料来源：星崎官网，长江证券研究所

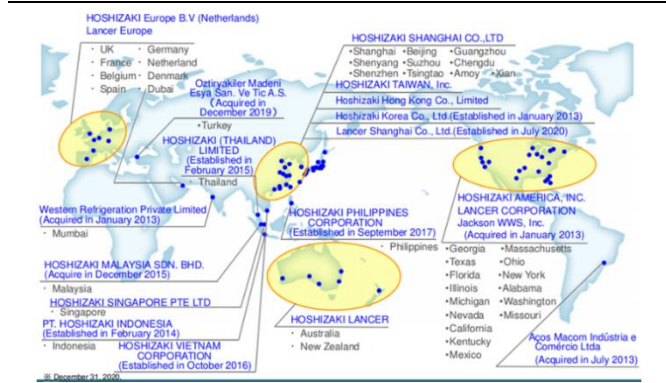
图 42：星崎大事记及中国公司的开设



资料来源：星崎冷热机械(上海)官网，长江证券研究所

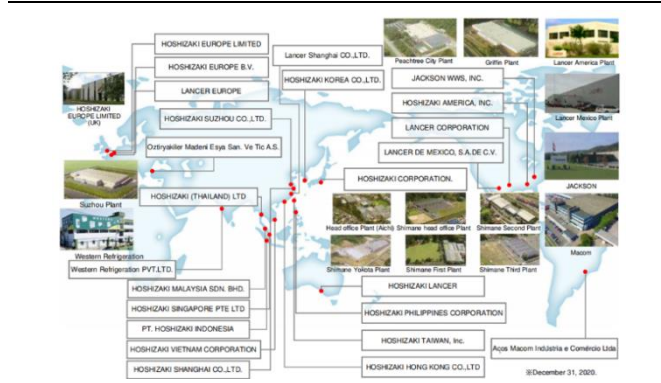
总体来看，全球范围内，星崎集团在美洲、欧洲、亚洲都拥有生产基地。其分公司覆盖美国、墨西哥、澳大利亚、巴西、荷兰、英国、丹麦、德国、新加坡、中国大陆、中国香港、中国台湾、土耳其、印度、韩国、印度尼西亚、泰国等国家和地区。目前，星崎在全球构建了较为完善的生产网络和销售体系。截止到 2020 年 12 月 31 日，星崎集团由母公司、52 家附属公司（其中 50 家合并附属公司）及 1 家联营公司组成，除去非合并附属公司和联营公司，包括星崎母公司 HOSHIZAKI 在内，星崎集团共有 51 家公司，遍布全球五大洲，其中日本本土有 18 家，美洲有 13 家，欧洲和亚洲合计 20 家。

图 43：近年来星崎拓展的销售网络



资料来源：星崎官网，长江证券研究所

图 44：星崎的生产和销售中心遍布全球

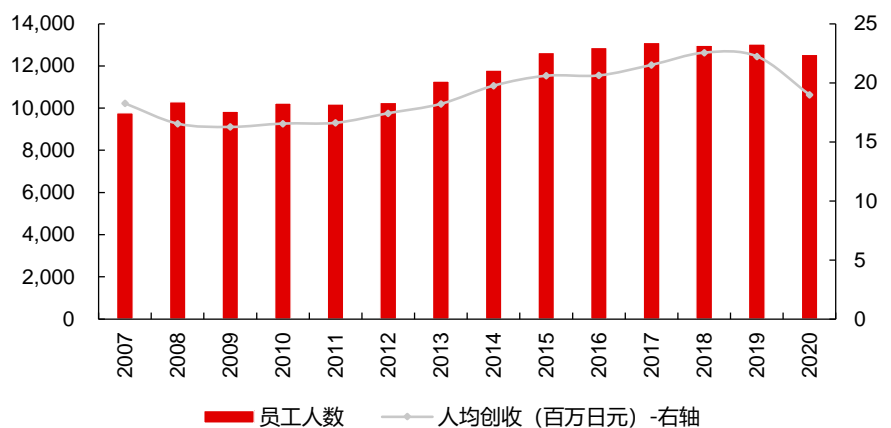


资料来源：星崎官网，长江证券研究所

从人均创收看，公司从 2009 年的 1626 万日元上升到 2019 年的 2223 万日元，年均复合增速为 3.2%，公司人均创收稳定增长主要原因系公司营收快速增长，员工人数保持相对稳定。2020 年，受疫情影响公司业务出现大幅下滑，人均创收也出现大幅下降，回落到 2013-2014 年时期的水平。

从历史来看，不考虑 2020 年，公司的人均创收维持稳定增长，其中 2013-2017 年间公司在海外大量设立子公司或收购，因此员工数量有所增加。从人均产值来看，新设立的渠道创收需要一定过程，因此 14-16 年公司人均产值增速放缓，但规模效应显出后，长期仍维持稳定增长趋势。

图 45：2019 年公司人均创收达 2223 万日元



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

表 3：公司各地区员工人数（人）

地区	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
日本	7942	8184	8312	8345	8436	8596	8698
美国	2509	2746	2792	2901	2819	2669	2129
亚欧	1357	1704	1774	1872	1727	1784	1728
合计	11808	12634	12878	13118	12982	13049	12555

资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：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客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

