

中炬高新 (600872)

证券研究报告

2024年08月08日

改革东风起, 调味白马兴

成立30余载, 新管理层凸显新气象

中炬高新经过三十年的转型发展, 在2023年火炬集团及其一致行动人成为公司第一大股东, 并顺利实现董事会改组, 管理层具备丰富经营管理经验。24Q1业绩表现良好, 实现营收和归母净利润分别同比+8.6%/+59.1%, 随着改组落地, 公司经营有望迎来自上而下的好转。

未来潜力点: 加强产品+渠道赋能, 3年再造新厨邦

1) 公司发布未来三年战略规划方案, 明确公司使命、愿景和价值观, 围绕“再造一个新厨邦, 实现发展高质量”的战略目标, 制定了多项经营策略和落地举措, 随着管理变革和降本增效, 2026年目标实现百亿营收规模。2) 产品上: 以酱油为主业, 坚持“1+N”产品发展战略, 将产品整体分主销产品、主推产品(未来2-3年快速增长大单品)、辅助产品(符合行业未来趋势或柔性生产个性化等品类), 加大鸡粉(精)、耗油、酱类、料酒、复合调味品等品类的发展。3) 渠道上: 调整组织架构, 优化客户管理; 2024年重点提升渠道模式效率, 建立客户选用、淘汰及分类分级管理机制; 华东作为重点发展区域, 北部作为北方渠道竞争突破口, 在深耕优势区域的同时, 在弱势区域寻找突破机会; 加强餐饮和电商等新渠道建设。

地产业务价值分析

公司将逐步处理房地产业务, 聚焦主业发展。目前公司拥有可开发商住地1666亩, 其中222亩土地已经进行征地补偿谈判, 若全部按标准执行, 有望获得12.3亿补偿。我们假设若剩下1444亩土地都以收储补偿价格为标准(实际情况以后续合同和公告为准), 结合此前挂牌评估价, 我们认为剩余土地仍有较高估值。公司未来重点发展调味品主业, 房地产业务将随着公司治理改善完成后, 在股东及地方政府的支持下, 逐步完成处理。

投资建议: 我们认为公司制定3年规划, 从品牌/营销、研发创新、运营管理、投资并购等多方面着手, 到2026年美味鲜营收目标100亿, 营业利润目标15亿。产品上: 坚持“1+N”产品发展战略, 在做好酱油品类发展的同时, 加大鸡粉(精)、耗油、酱类、料酒、复合调味品等品类的发展。渠道上: 制定一户一策三年发展规划, 在深耕优势区域的同时, 在弱势区域寻找突破机会。2024年是三年战略期的开局之年和蓄势之年, 全年12%目标有望顺利完成。我们预计24-26年营收为57.68/68.17/80.47亿元, 同增12%/18%/18%; 归母净利润为8.03/9.54/11.46亿元, 同比-53%/+19%/+20%, 对应PE分别为19X/16X/13X, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场风险; 原材料价格波动风险; 食品安全风险; 城市综合开发业务风险因素; 市场扩张不及预期; 产品推广不及预期等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,341.04	5,139.09	5,767.75	6,816.51	8,046.88
增长率(%)	4.41	(3.78)	12.23	18.18	18.05
EBITDA(百万元)	1,011.42	1,036.21	1,108.81	1,301.58	1,521.96
归属母公司净利润(百万元)	(592.25)	1,696.95	803.38	954.47	1,145.52
增长率(%)	(179.82)	(386.53)	(52.66)	18.81	20.02
EPS(元/股)	(0.76)	2.17	1.03	1.22	1.46
市盈率(P/E)	(26.07)	9.10	19.22	16.17	13.48
市净率(P/B)	5.13	3.28	3.00	2.62	2.31
市销率(P/S)	2.89	3.00	2.68	2.26	1.92
EV/EBITDA	27.78	20.55	12.38	10.24	8.18

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业 食品饮料/调味发酵品 II

6个月评级 买入(维持评级)

当前价格 19.71元

目标价格 元

基本数据

A股总股本(百万股)	783.22
流通A股股本(百万股)	770.99
A股总市值(百万元)	15,437.31
流通A股市值(百万元)	15,196.17
每股净资产(元)	6.17
资产负债率(%)	19.92
一年内最高/最低(元)	36.20/17.75

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

张潇倩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110524060003
zhangxiaojian@tfzq.com

何宇航 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523090002
heyuhang@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《中炬高新-季报点评: 盈利能力改善显著, 改革成效初见端倪》2024-04-30
- 《中炬高新-年报点评报告: 三年规划+激励计划, 未来增长可期》2024-04-01
- 《中炬高新-季报点评: 主业保持稳健增长, 高管团队顺利组建》2023-10-22

内容目录

1. 调味品业务稳健增长，盈利能力持续	4
1.1. 成立 30 余载，领导班子顺利改组	4
1.2. 业绩表现良好，长期势能可期	4
1.3. 利润率稳定，费用率仍有优化空间	5
1.4. 大股东异位，新管理层凸显新气象	6
2. 未来潜力点：加强产品+渠道赋能，3 年再造新厨邦	8
2.1. 三年规划顺利出台，股权激励计划激奋人心	8
2.2. 产品：酱油主业发展稳健，“1+N”战略持续推进	11
2.3. 渠道：全国化稳步推进，餐饮/新兴渠道扩容	15
3. 地产业务价值分析	17
4. 盈利预测与评级	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：中炬高新发展历史一览	4
图 2：24Q1 收入稳健增长	4
图 3：24Q1 净利润增长显著	4
图 4：调味品收入占比波动中提升	5
图 5：美味鲜公司营收情况	5
图 6：美味鲜公司净利润情况	5
图 7：主要调味品企业毛利率情况	6
图 8：主要调味品企业销售费用率情况	6
图 9：主要调味品企业管理费用率情况	6
图 10：主要调味品企业净利率情况	6
图 11：ROE 水平受净利率影响较大	6
图 12：中炬高新 2023 年 ROE 为 44%	6
图 13：中山火炬集团及其一致行动人为第一大股东	7
图 14：中炬高新三年总体战略规划	8
图 15：中炬高新期间费用率仍有下降空间	10
图 16：中炬高新利润率仍有提升空间	10
图 17：酱油品类整体稳健增长	11
图 18：酱油品类毛利率和营收占比情况	11
图 19：其他调味品收入持续增长	12
图 20：其他品类占比持续提升	12
图 21：酱油/鸡粉（精）/食用油销量情况一览	13
图 22：酱油/鸡粉（精）/食用油吨价情况一览	13

图 23: 中炬高新酱油品类单吨成本仍有下降空间	13
图 24: 2023 年中炬高新酱油品类主要成本拆分	13
图 25: 大豆现货价较 22 年高点下降明显	13
图 26: 玻璃参考价较 22 年高点有所下降	13
图 27: 国内聚酯切片指数较 22 年高点下降明显	14
图 28: 瓦楞纸市场价呈下降趋势	14
图 29: 中炬高新/海天味业酱油品类单位人工变化	15
图 30: 中炬高新/海天味业酱油品类单位制造费用变化	15
图 31: 2023 年中炬高新/海天味业管理费用详情 (占总营收比重)	15
图 32: 2023 年中炬高新/海天味业销售费用详情 (占总营收比重)	15
图 33: 2024Q1 经销商数量达 2181 家 (家)	16
图 34: 经销商数量增长快致平均经销商规模下降 (万元/家)	16
图 35: 2023 年中炬高新销售人员达 1630 人 (人)	16
图 36: 销售人员人均产出仍有提升空间 (2023 年数据)	16
图 37: 非主销区占比提升至 56%	17
图 38: 地级市覆盖率和区县开发率持续提升	17
图 39: 餐饮渠道远期规划占比有望达 40%	17
图 40: 23 年线上销售额近亿元, 占比达 1.98%	17
图 41: 中炬规划用地	18
表 1: 新董事会顺利改组	7
表 2: 中炬高新现任董事会和高管一览	7
表 3: 新厨邦内涵: 五个一体系	9
表 4: 五大战略支撑体系	9
表 5: 改革前中炬高新部分高管薪酬较高	10
表 6: 限制性股票激励计划授予名单	11
表 7: 26 年营收目标达 100 亿元	11
表 8: 中炬高新 SKU 超 100 件	12
表 9: 中炬高新产能情况一览	14

1. 调味品业务稳健增长，盈利能力持续

1.1. 成立 30 余载，领导班子顺利改组

成立 30 余载，领导班子顺利改组。中炬高新成立于 1993 年 1 月，1995 年 1 月在上海证券交易所上市，是全国国家级开发区的首家上市公司，一直致力于从事高新技术产业投资，国家级开发区建设管理。经过三十年的转型发展，目前公司所从事的业务包括调味食品、园区运营及城市开发等。公司在 2023 年顺利实现董事会改组，新一届经营班子在“解放思想、聚力兴邦”的变革要求下，开展了战略反思、业务优化、组织重塑等变革工作，制定了未来三年战略规划，各项工作稳中有进。

图 1：中炬高新发展历史一览



资料来源：中炬高新官网，天风证券研究所

1.2. 业绩表现良好，长期势能可期

24Q1 业绩表现良好，长期势能可期。公司核心业务为调味品，2023 年调味品收入 48.66 亿元，占营收比重为 94.68%。公司营收从 2006 年 8.64 亿元增至 2023 年 51.39 亿元，17 年 CAGR 为 11.06%；归母净利润从 2006 年的 0.32 亿元增至 2023 年 16.97 亿元，17 年 CAGR 为 26.38%。2024Q1 公司实现营收和归母净利润分别为 14.85/2.39 亿元，分别同比+8.64%/+59.07%，利润实现较大增长主要系采购单价下降、产品结构优化影响。

图 2：24Q1 收入稳健增长



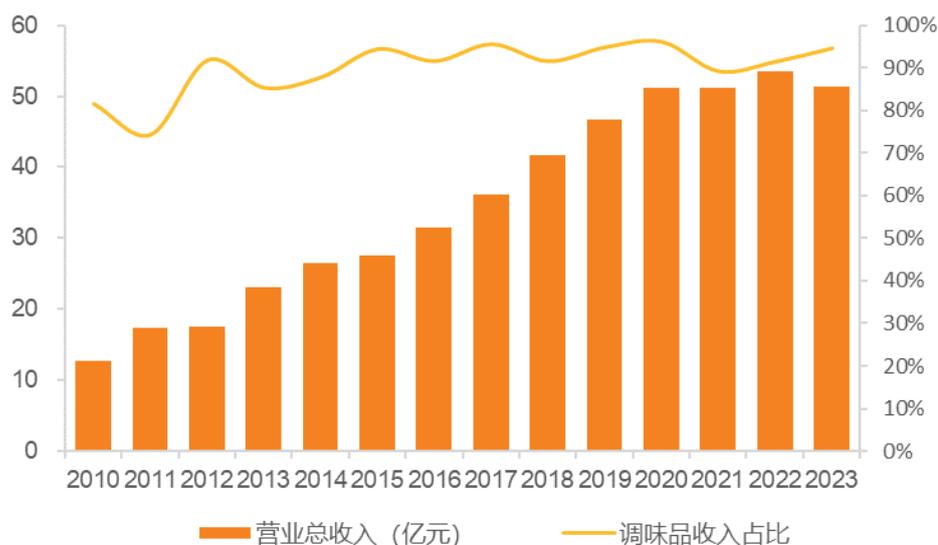
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：24Q1 净利润增长显著



资料来源：Wind，天风证券研究所

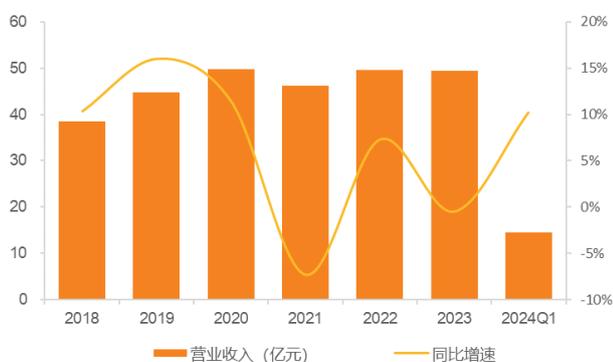
图 4：调味品收入占比波动中提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

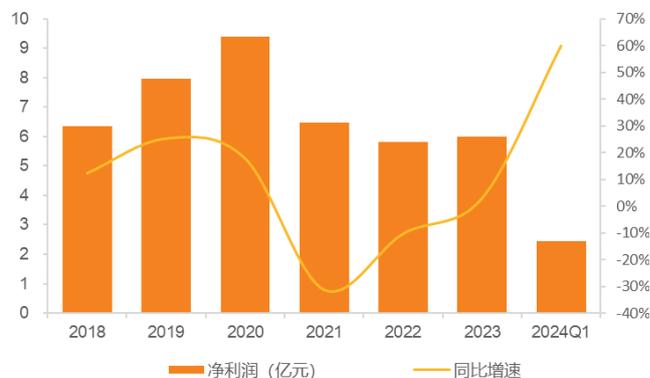
24Q1 美味鲜公司实现营利双增。公司拥有“厨邦”、“美味鲜”两大品牌，其中子公司美味鲜主要从事 10 多个品类调味品的生产和销售，厨邦为美味鲜和北京朗天慧德投资共同出资组建，美味鲜持股比例为 80%。美味鲜公司收入/净利润在 20 年疫情前稳定增长，后受疫情有所波动，2023 年实现营收/净利润 49.32/5.99 亿元，同比-0.45%/+3.04%。2024Q1 实现营收/净利润 14.61/2.44 亿元，同比+10.20%/+59.75%。

图 5：美味鲜公司营收情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：美味鲜公司净利润情况

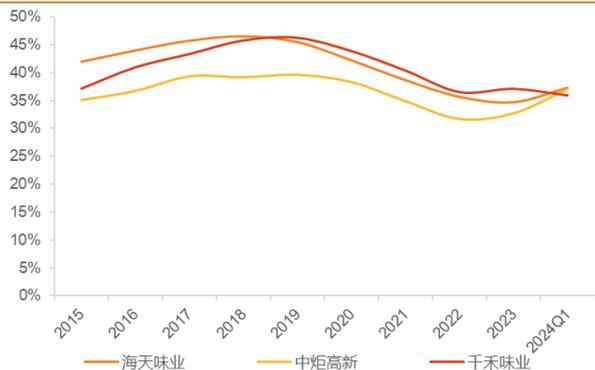


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 利润率稳定，费用率仍有优化空间

利润率稳定，费用率仍有下降空间。公司利润率较为稳定，毛利率基本维持在 30% 以上，2024Q1 毛利率上升至 36.98%。费用方面：销售费用率整体处于下降趋势，2024Q1 为 7.73%，较海天仍有下降空间；管理费用率亦处于下降趋势，2024Q1 为 9.24%，我们预计仍有下降空间。综上，净利率水平 2020 年以前保持上升态势，2021 年受成本影响略有下降，2022 年由于诉讼影响净利率转负，2023 年受诉讼和解与撤诉致预计负债转回，净利率大增。

图 7：主要调味品企业毛利率情况



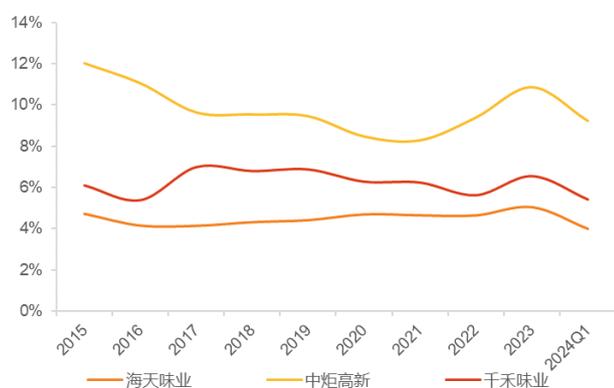
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：主要调味品企业销售费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：主要调味品企业管理费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

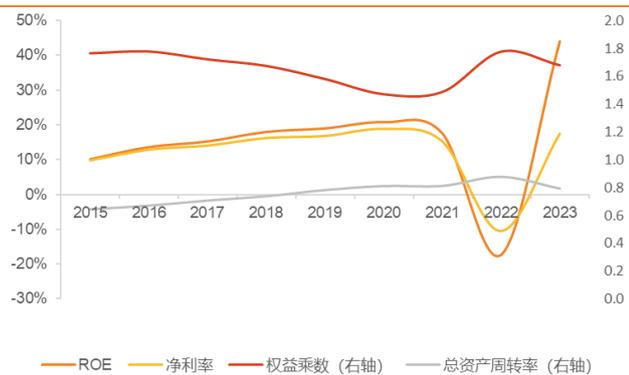
图 10：主要调味品企业净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

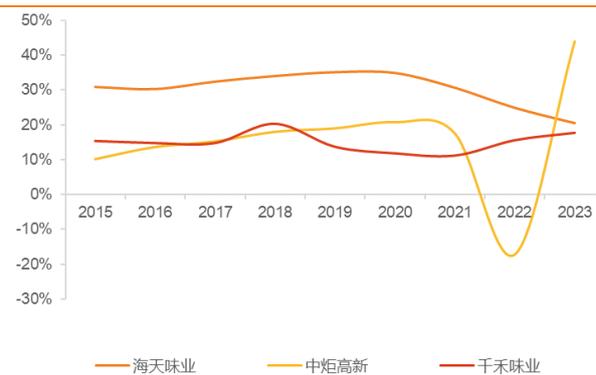
ROE 水平受净利率影响，23 年提升较大。公司 ROE 水平与公司净利率关联性较大，在 2021 年前呈上升态势；ROE 水平的增长主要得益于净利率水平以及总资产周转率提高。2022 年由于净利率转负，ROE 随之转负，2023 年回正。

图 11：ROE 水平受净利率影响较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：中炬高新 2023 年 ROE 为 44%

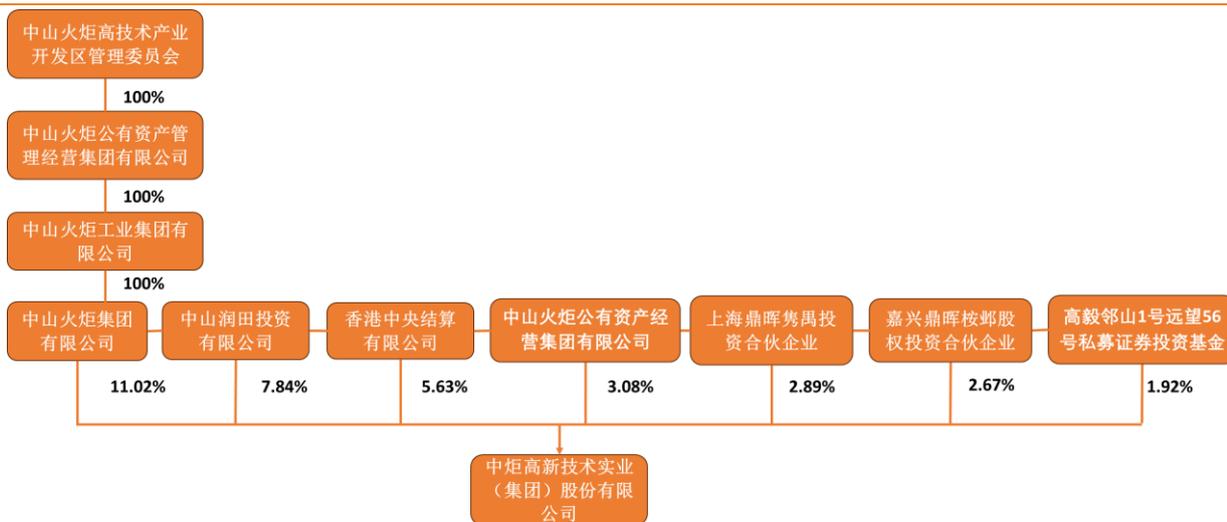


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 大股东异位，新管理层凸显新气象

大股东异位，中山火炬集团及其一致行动人成功登顶。自 2022 年开始，原控股股东中山润田被质押的股份陆续被动减持。截至 2024 年 6 月底，中山润田有限公司持股被减持至仅占公司总股本的 7.84%；火炬集团及其一致行动人（公资集团、鼎晖隽禺、鼎晖桉邨）在不断增持下共持股占比 19.66%，成为公司第一大股东。

图 13：中山火炬集团及其一致行动人为第一大股东



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：截至 2024 年 6 月底）

董事会顺利改组,经营望迎好转。2023 年 7 月公司召开临时股东大会,审议通过罢免何华、黄炜、曹建军、周艳梅第十届董事会董事职务的议案,同时审议《关于选举公司董事的议案》,最终梁大衡、林颖、刘戈锐通过表决当选公司第十届董事会非独立董事,完成公司董事会改选工作。

表 1：新董事会顺利改组

姓名	担任职务	背景	是否成功	同意票
被罢免董事				
何华	董事长	中山润田推荐或关联董事	是	84%
黄炜	董事	中山润田推荐或关联董事	是	84%
曹建军	董事	中山润田推荐或关联董事	是	82%
周艳梅	董事	中山润田推荐或关联董事	是	82%
新任命董事				
梁大衡	董事	2020 年起至今任中山火炬工业集团有限公司园区党委书记、总经理,兼任中山火炬集团有限公司执行董事	是	78%
林颖	董事	2019 年 5 月至今任鼎晖投资执行董事等	是	78%
刘戈锐	董事	2022 年 11 月至今任中山火炬产业投资集团有限公司执行董事、总经理。	是	76%
刘锺辉	董事	2022 年 7 月至今历任中山火炬公有资产经营集团有限公司监事、总经理助理	否	33%

资料来源：公司公告，中国证券报公众号，天风证券研究所

执行委员会成立,治理有望改善。董事会改组后公司拥有 5 名董事和 3 名独立董事,非独立董事均为火炬集团及其一致行动人背景。同时公司在 2023 年 10 月新聘任 5 名高管成员,其中总经理余向阳自 2003 年开始便在华润啤酒任职,2021-2023 年分别任华润雪花啤酒广东区域公司党委书记、总经理,具有丰富的市场营销经验。整体来看公司管理层大多在 50 岁以下,同时具备丰富经营管理经验,随着改组落地,公司经营有望迎来自上而下的好转。

表 2：中炬高新现任董事会和高管一览

姓名	职务	年龄(岁)	过往介绍
余健华	董事长	47	2000 年至 2017 年 1 月在中山火炬高技术产业开发区管理委员会工作,2017 年 2 月至今在中山火炬公有资产经营有限公司工作,现任总经理。
万鹤群	董事	44	2021 年 2 月至今任中山市健康基地集团有限公司集团园区党委副书记,董事长,总经理。

梁大衡	董事	51	2020年起至今任中山火炬工业集团有限公司园区党委书记,总经理(2020年7月更名为中山火炬工业集团有限公司),2022年12月起至今任岭南生态文旅股份有限公司董事。
林颖	董事	43	2019年5月至2023年7月任鼎晖投资执行董事,2023年7月至今任中炬高新技术实业(集团)股份有限公司董事。
刘戈锐	董事	49	2022年11月至今任中山火炬产业投资集团有限公司执行董事,总经理。
余向阳	总经理	54	2022年1月至2023年1月分别任华润酒业控股有限公司广东区域公司,华润雪花啤酒广州营销中心(兼任)总经理;2021年11月至2023年9月分别任华润雪花啤酒广东区域公司,华润雪花广东区域公司党委书记,总经理。
吴剑	副总经理	56	1997年8月至今在中炬高新技术实业(集团)股份有限公司工作,历任审计部副经理,财务部副经理,经理,总经理助理,副总经理,现任公司副总经理。
陈代坚	副总经理	50	2004年8月至2015年9月,任华润金融控股有限公司财务董事,华润资本首席财务官;2015年9月至2023年8月期间,曾任吉安资本管理有限公司董事总经理,首席运营官以及东建国际控股有限公司执行副总裁等职位。
郭毅航	副总经理, 董事会秘书	49	1998年至今,在中炬高新技术实业(集团)股份有限公司工作,历任投资管理部职员,投资者服务部主管,副经理,经理,公司证券事务代表。
刘虹	副总经理	55	1999年6月至2023年8月,历任华润雪花啤酒华南区域公司党委委员,副总经理,深圳营销中心总经理,华润雪花啤酒辽宁区域公司副总经理,辽宁营销中心总经理,大连工厂市场部经理等职务。
林颖	财务负责人,常务副总经理	43	2019年5月至2023年7月任鼎晖投资执行董事,2023年7月至今任中炬高新技术实业(集团)股份有限公司董事。

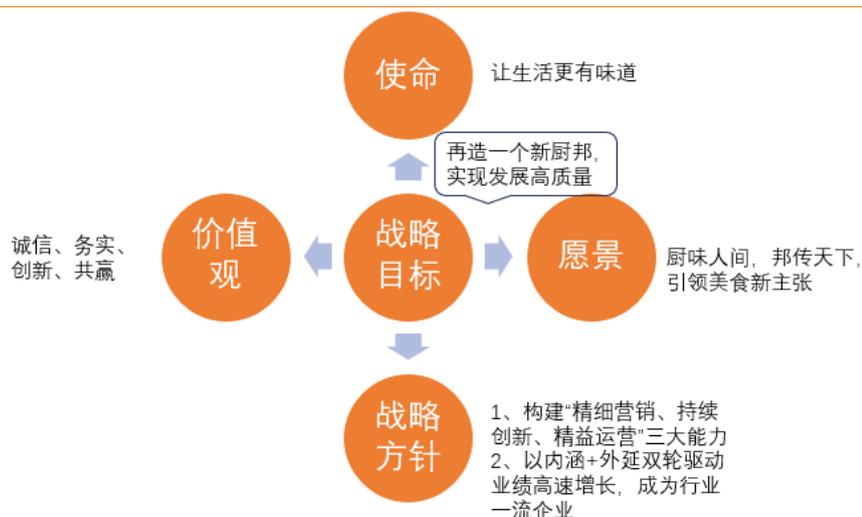
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 未来潜力点：加强产品+渠道赋能，3年再造新厨邦

2.1. 三年规划顺利出台，股权激励计划激奋人心

三年规划顺利出台，剑指再造一个新厨邦。2024年3月公司发布未来三年战略规划方案，战略规划明确了公司在新发展时期的使命、愿景和价值观，围绕“再造一个新厨邦，实现发展高质量”的战略目标，制定了多项经营策略和落地举措。

图 14：中炬高新三年总体战略规划



资料来源: 公司公告, 中炬高新微信公众号, 天风证券研究所

表 3：新厨邦内涵：五个一体系

五个一体系	内涵
一个新团队	锻造有凝聚力、有战斗力、有创造力、有使命感的团队。
一个新组织	打造人才至上、效率领先、激励有效、创新持续的组织。
一个新战略	再造强化执行、锐意进取、跑赢同行、三年翻番的新厨邦。
一个新文化	塑造崇尚业绩、奋发团结、学习反思、开放包容的文化。
一个新系统	建造规范有序、严谨完备、精益科学、智能可视的管理体系。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

四大举措/五大体系，奠定业务发展战略。1) 在品牌和营销投入方面，公司将重塑“厨邦”品牌认知，聚焦资源，通过媒体整合传播、公关传播、自媒体传播，塑造有温度的品牌形象——厨邦让生活更有味道；聚焦大赛道、朝阳赛道，构建健康、坚固品类结构和产品线；加强终端覆盖和动销；围绕新的区域、场所、渠道发展策略开展渠道开发及管理工作。2) 在研发创新方面，公司将优化研发模式，优化研发机制，重塑研发流程；开发新技术与产品，实现产品和技术高效、高质、高水平研发；改善成本与品质，提升产品质量稳定性。3) 在营运管理方面，公司将优化生产管理，统筹生产组合，保障货源、提高效率、控制成本、稳定品质，实现整体利益最大化；合理规划采购模式，平衡质量、供应及成本，实现利润最大化；推进精益营运业务标准化和产销协同；提升装备能力，健全项目管理机制，提升自动化、信息化水平。4) 在投资并购整合方面公司将积极运用资本手段，加快全国布局，构建行业竞争新格局；推动与被投资企业整合，全面跟进被投资企业投前、投中、投后的投资过程，协同被投资企业在生产、研发、销售等方面深度融合，形成优势互补，快速占领市场。

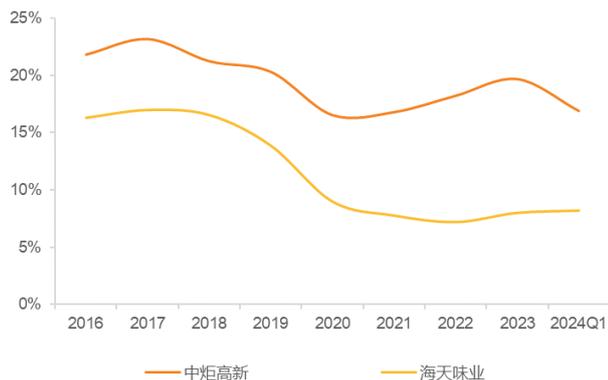
表 4：五大战略支撑体系

五大体系	具体内容
战略管理体系	建立公司战略闭环管理体系。加强战略规划执行力，监督公司各层级战略执行情况，形成完整的战略管理运行体系。
价值管理体系	立足价值创造。以可持续性的高质量发展为导向，在公司的战略目标指引下，打通资本与运营环节，平衡短期与长期利益，寻求有改善的回报，实现有质量的增长；加速价值创造，有效支持公司战略落地和公司价值提升。
人力资源管理体系	推动战略落地，赋能员工成长。建立有效的骨干人才培养、晋升和淘汰机制，助力人才发展，激发组织活力，提升组织效率，实现卓越业绩；通过核心人才培养储备、管理模式输出满足全国化产能布局、外延式并购等战略举措。
EHS 管理体系	保证公司环境保护、职业健康、安全生产高效运行。完善环境保护管理制度、落实环境隐患分级管控、监督环保运营；持续运行职业健康危害防治机制，培养员工职业健康防治意识；落实执行全员安全生产责任制，提升全体员工安全素质。
数字化管理体系	实施供应链数字化、研发数字化、生产数字化、营销数字化、经营管理数字化，为公司全面发展提供数字化支持和服务。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

管理变革至，降本增效兴。随着公司董事会改组以及高管团队的组建，迎来新发展局面。对比海天味业，公司期间费用率仍有较大下行空间，利润率仍有较大上升空间。期待新团队能够给公司带来费用改善和成本管控的内生机制，提高公司运作效率，提升整体利润率。

图 15：中炬高新期间费用率仍有下降空间



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：中炬高新利润率仍有提升空间



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：改革前中炬高新部分高管薪酬较高

姓名	职务	薪酬(万元)	姓名	职务	薪酬(万元)
中炬高新 2022 年部分高管薪酬情况			中炬高新 2021 年部分高管薪酬情况		
李翠旭	总经理	461.65	李翠旭	总经理	554.94
朱洪滨	副总经理	393.17	朱洪滨	副总经理	517.26
张卫华	副总经理	366.7	张弼弘	副总经理	444.31
吴剑	副总经理	359.23	李建	副总经理	433.43
张弼弘	副总经理	341.81	邹卫东	副总经理,董事会秘书	430.63
李建	副总经理	337.23	吴剑	副总经理	427.3
邹卫东	副总经理,董事会秘书	330.98	张卫华	副总经理	420.57
田秋	副总经理	37.44	/	/	/
平均值		328.53	平均值		461.21
海天味业 2022 年部分高管薪酬情况			海天味业 2021 年部分高管薪酬情况		
庞康	董事长,总裁	700.81	庞康	董事长,总裁	498.43
程雪	副董事长,执行总裁	705.77	程雪	副董事长,常务副总裁	451.94
黄文彪	副总裁	188.09	黄文彪	副总裁	193.39
吴振兴	原副总裁	170.56	吴振兴	副总裁	193.42
张欣	董事会秘书	157.58	张欣	董事会秘书	198.56
管江华	董事,副总裁,原财务负责人	365.54	管江华	副总裁,财务负责人	416.44
陈军阳	董事	210.54	陈军阳	董事	224.46
文志州	董事	259.22	文志州	董事	264.85
廖长辉	董事	8.3	何廷伟	董事	360.73
/	/	/	黄树亮	董事	192.05
平均值		307.38	平均值		299.43

资料来源：Wind，天风证券研究所

限制性股票激励计划推出，26 年目标实现百亿营收规模。2024 年 3 月公司发布限制性股票激励计划，公司将以 13.79 元/股的价格授予 225 人限制性股票，授予对象包括董事长、总经理、副总经理、中层管理人员、核心业务骨干等，合计授予 1223.44 万股，占股本总额的 1.56%。业绩考核条件为，以 2023 年为基准，24-26 年营收增长率不低于 12%/32%/95%，营业利润不低于 15%/16.5%/18%，净资产收益率不低于 14%/15.5%/20%；以此为标准，24-26 年营收分别不低于 57.56/67.84/100.21 亿元，实现 3 年营收翻倍的目标。

表 6：限制性股票激励计划授予名单

姓名	职务	获授的权益数量（万股）	占授予总量的比例	占股本总额的比例
余健华	董事长，非独立董事	62.6473	5.12%	0.08%
余向阳	总经理	52.2061	4.27%	0.07%
林颖	常务副总经理,非独立董事,财务负责人	41.7649	3.41%	0.05%
刘虹	副总经理	36.5443	2.99%	0.05%
吴剑	副总经理	36.5443	2.99%	0.05%
陈代坚	副总经理	36.5443	2.99%	0.05%
郭毅航	副总经理,董事会秘书	36.5443	2.99%	0.05%
中层管理人员、核心业务（技术）骨干（248人）		920.6467	75.25%	1.17%
合计		1223.4422	100%	1.56%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：26 年营收目标达 100 亿元

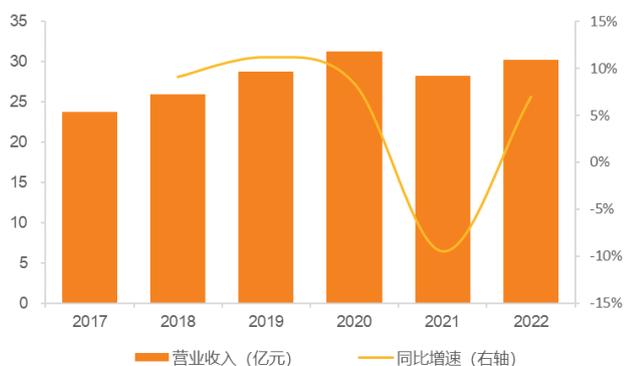
解除限售期	业绩考核条件	营收（亿元）	营业利润（亿元）
第一个解除限售期	1、以 2023 年为基准，2024 年营业收入增长率不低于 12%；2、2024 年营业利润率不低于 15%；3、2024 年净资产收益率不低于 14%。	57.56	8.63
第二个解除限售期	1、以 2023 年为基准，2025 年营业收入增长率不低于 32%；2、2025 年营业利润率不低于 16.5%；3、2025 年净资产收益率不低于 15.5%。	67.84	11.19
第三个解除限售期	1、以 2023 年为基准，2026 年营业收入增长率不低于 95%；2、2026 年营业利润率不低于 18%；3、2026 年净资产收益率不低于 20%。	100.21	18.04

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 产品：酱油主业发展稳健，“1+N”战略持续推进

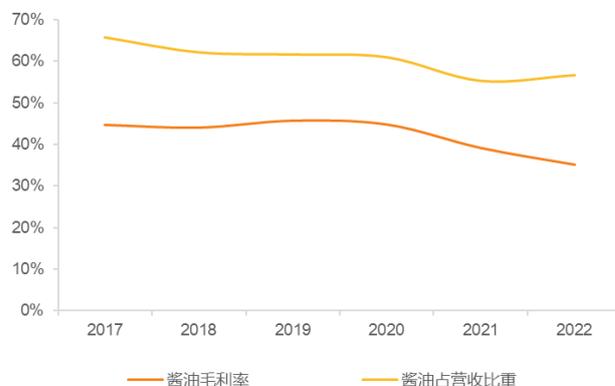
酱油主业整体稳健，略受疫情影响。酱油为公司第一大主营产品，营业收入从 2017 年 23.73 亿元增至 2023 年 30.28 亿元，6 年 CAGR 为 4.14%。营收比重从 2017 年的 65.75% 降至 2023 年的 58.92%，2021 年前毛利率长期保持在 40% 以上，2023 年为 37.76%，长期趋势上仍保持稳健。

图 17：酱油品类整体稳健增长



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 18：酱油品类毛利率和营收占比情况

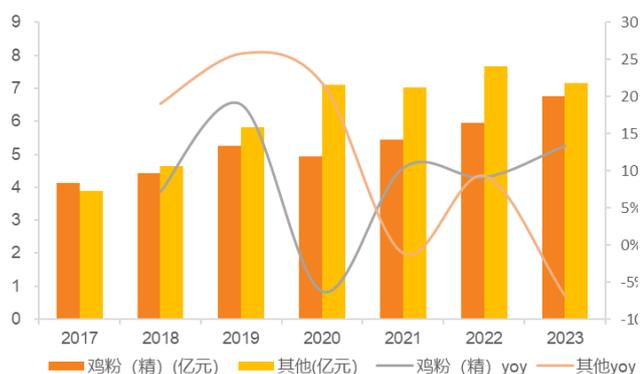


资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

“1+N”战略稳步推进，品类扩张助发展。公司坚持“1+N”产品发展战略，在做好酱油

品类发展的同时，加大鸡粉（精）、耗油、酱类、料酒、复合调味品等品类的发展，带动营业收入的持续增长。明确产品梯队，聚焦核心酱油单品。目前公司sku超100种，后续计划缩减冗杂SKU，聚焦核心酱油单品，此外重点发展鸡粉（精）和蚝油品类。未来公司将产品整体分三大类，一是主销产品，二是主推产品，作为未来2-3年快速增长的大单品；三是辅助产品，即符合行业未来趋势或柔性生产个性化等品类。其他调味品营收从2017年8.03亿元增至2023年13.92亿元，6年CAGR为9.61%，增速高于公司整体收入；占比从2017年22.23%增至2023年27.08%。

图 19：其他调味品收入持续增长



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 20：其他品类占比持续提升



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

表 8：中炬高新 SKU 超 100 件

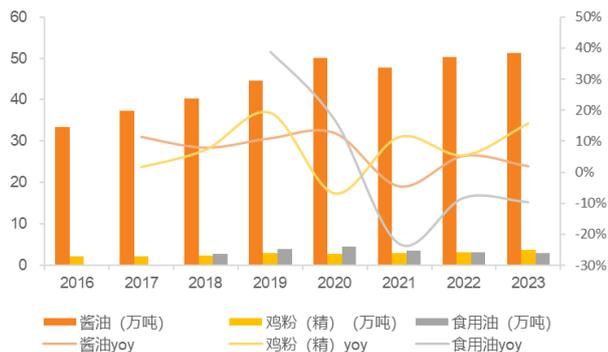
SKU 数量	中炬高新	海天味业	千禾
酱油类	37	54	29
鸡粉（精）类	8	8	/
蚝油	7	15	/
酱类	21	22	/
醋类	16	19	8
料酒类	7	8	6
汁类	4	11	/
味精类	1	2	/
腐乳类	7	6	/
食用油类	10	2	/

资料来源：中炬高新、海天味业、千禾味业官网，天风证券研究所

注：随着时间变化，官网信息或有更新&变化，此表仅作为趋势参考；该表时间截止2024年8月2日

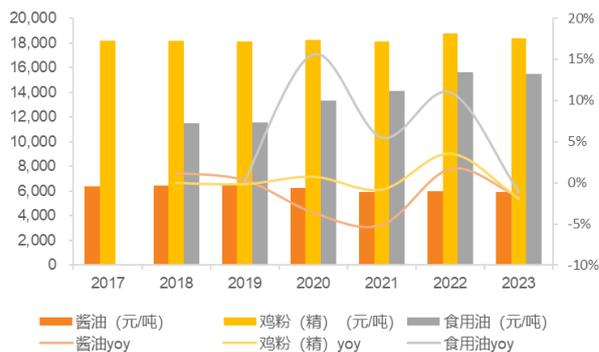
销量快速提升，均价维持稳健。从销量来看，公司主要产品销量稳定提升，其中酱油、鸡粉（精）销量从2016年的33.50/2.24万吨增至2023年51.21/3.68万吨，7年CAGR分别为6.25%/7.37%；食用油销量从2018年2.79万吨增至2023年2.88万吨，5年CAGR为0.67%。从吨价看，吨价同比略有下滑，2023年酱油/鸡粉（精）/食用油为5912/18380/15470元/吨。长期看，酱油吨价有所下滑，鸡粉（精）/食用油吨价维持增长态势。

图 21：酱油/鸡粉（精）/食用油销量情况一览



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

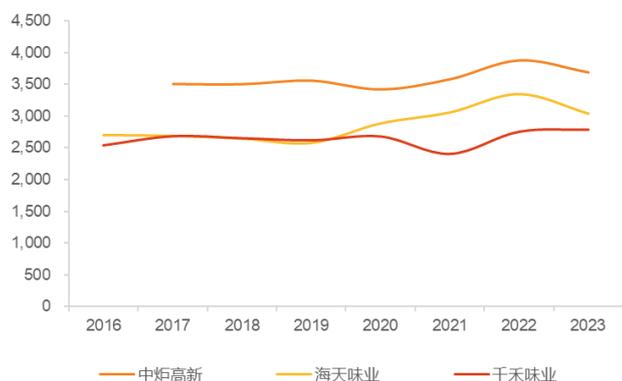
图 22：酱油/鸡粉（精）/食用油吨价情况一览



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

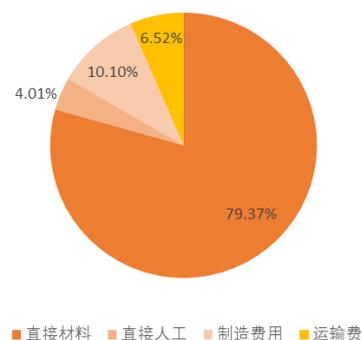
成本趋势向下，利润率有望边际改善。从吨成本看，由于公司酱油全部采用非转基因大豆酿造，单吨成本较高。公司主要原材料包括黄豆、面粉、白糖、食盐等农产品及玻璃瓶、塑料瓶和纸箱等包装物，2023 年公司酱油生产成本中原材料占比约 80%。目前公司主要原材料如大豆、玻璃、塑料瓶（聚酯切片）、纸箱（瓦楞纸）均较 22 年高点下降明显，由于公司酱油酿造约有半年左右的生产周期，我们预计 24 年成本下行逻辑有望在报表端得到更好体现，利润率有望边际改善。

图 23：中炬高新酱油品类单吨成本仍有下降空间



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 24：2023 年中炬高新酱油品类主要成本拆分



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：大豆现货价较 22 年高点下降明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：玻璃参考价较 22 年高点有所下降



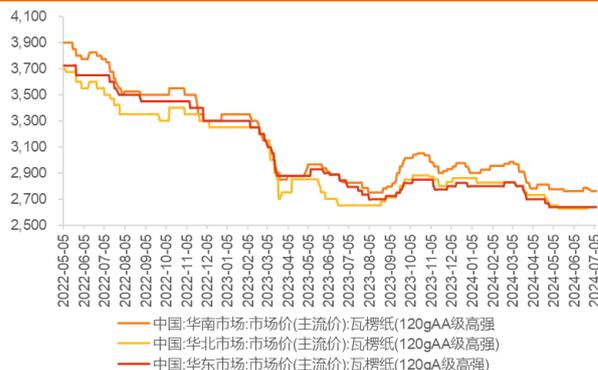
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：国内聚酯切片指数较 22 年高点下降明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：瓦楞纸市场价呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

产能扩张持续进行，主品类和其他品类均有增长。根据公司披露，公司拥有中山和阳西两大生产基地，从 2020 年开始合计拥有产能约 70 万吨，其中酱油产能 50 万吨，食用油 4.3 万吨，鸡粉（精）2.7 万吨，其他产能约 12.3 万吨。远期规划上，公司对中山基地实施技改扩产项目，达产后新增产能 27 万吨，阳西美味鲜规划产能 65 万吨。公司远期规划产能合计约 170 万吨，其中酱油产能约 88 万吨，食用油约 34.3 万吨，蚝油约 20 万吨，米醋约 10 万吨，料酒约 5 万吨，产能的提升将为公司全品类发展提供重要保障。

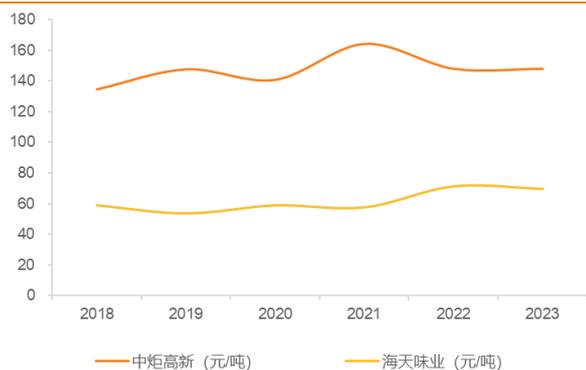
表 9：中炬高新产能情况一览

	2020 年产能（吨）	规划产能（吨）
酱油	50	88
食用油	4.3	34.3
鸡粉（精）	2.7	2.7
蚝油	/	20
米醋	/	10
料酒	/	5
其他	12.3	10
合计	69.3	170

资料来源：Wind，公司公告，上证 e 互动，天风证券研究所（注：1）“2020 年产能”中“其他”项包含醋/料酒等产能；2）“规划产能”中均根据公开信息推测得出，或与实际情况有出入）

规模效应有望得以显现，成本/费用有望边际改善。随着规划产能陆续投产，产能规模优势下，单位成本和费用有望得到较大提升。可以看到，中炬高新酱油品类的单位费用维持稳健，但较龙头海天味业仍有较大提升空间，2023 年中炬高新酱油品类单位人工和制造费用为 148/373 元/吨，海天则分别为 70/299 元/吨。从费用率上看依旧如此，2023 年中炬高新管理费用和销售费用中人工成本占收入比例均显著高于海天味业。我们认为随着新管理团队到位，以及后续产能释放下，成本/费用有望实现精细化管控，规模效应有望得以体现。

图 29：中炬高新/海天味业酱油品类单位人工变化



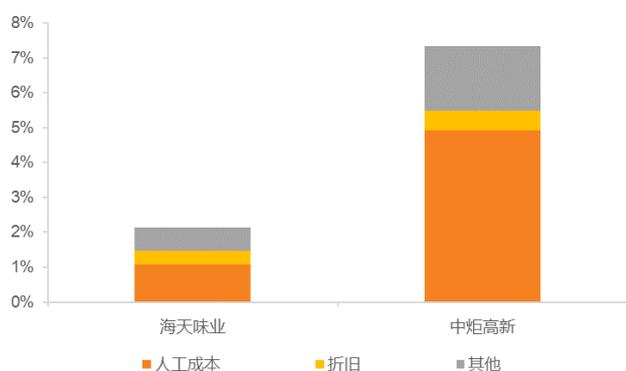
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：中炬高新/海天味业酱油品类单位制造费用变化



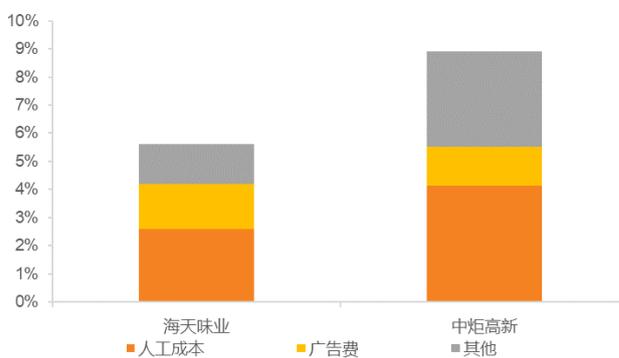
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2023 年中炬高新/海天味业管理费用详情 (占总营收比重)



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 32：2023 年中炬高新/海天味业销售费用详情 (占总营收比重)



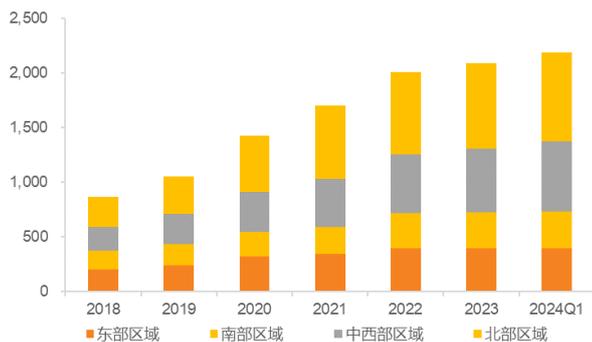
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

2.3. 渠道：全国化稳步推进，餐饮/新兴渠道扩容

调整组织架构，优化客户管理。架构方面，全国划分 9 大战区、29 个大区和 137 个业务部，8 大事业部划分为三大类型，一是存量优势，二是局部突破，三是白区弱势市场，分别针对性推进市场策略。经销商管理方面，从渠道数量将向质量转换，明确客户准入及分级管理，全体经销商均已开会沟通，制定一户一策三年发展规划。

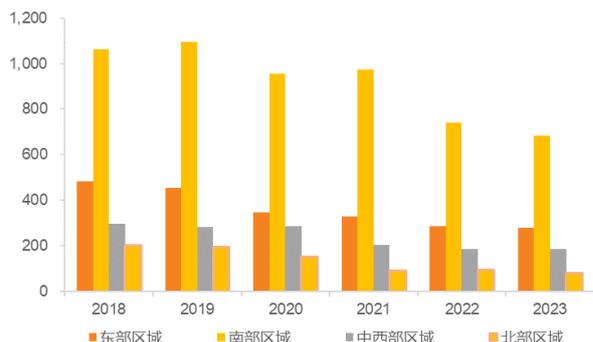
经销队伍快速扩张，平均经销商规模下降。公司以经销为主，2023 年经销模式收入占比超 90%。自 2018 年以来，公司经销商规模快速扩张，2024Q1 达 2181 家，较 2018 年增长超 1 倍。其中中西部和北部区域增加最多最快。从经销商质量来看，由于数量增长较快，平均经销商规模有所下降，最高为南部区域，2023 年平均经销商收入为 682 万元/家。2024 年重点提升渠道模式效率，建立客户选用、淘汰及分类分级管理机制。我们认为公司非主销区域仍在开拓期，经销商数量有望继续提升，同时随着区域精耕和深耕，非主销区经销商质量有望继续提升（北部平均经销商规模仅为南部区域 12%）。

图 33：2024Q1 经销商数量达 2181 家（家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

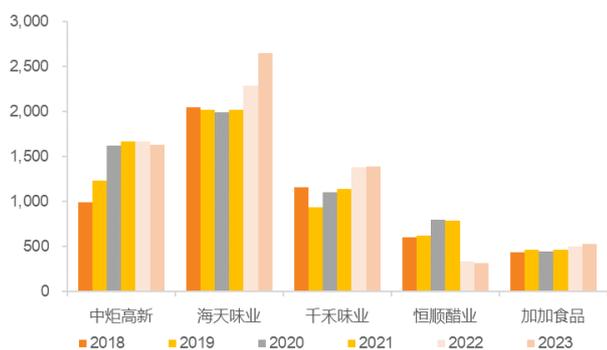
图 34：经销商数量增长快致平均经销商规模下降（万元/家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

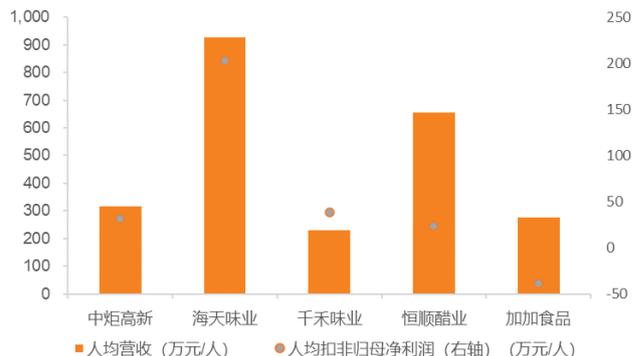
销售人员优化，人均产出有望提升。随着经销商队伍的扩大，公司销售人员队伍随之增长，2023 年达 1630 人，次于海天。从人均来看，公司人均营收和扣非归母净利润相较于海天仍有较大提升空间。公司已经完成第一阶段营销组织变革，在做实终端管控的情况下，进一步提高人效。公司目前市场导向的薪酬矩阵及激励机制已经落地实施，经销商分级管理体系正在逐步落地中。

图 35：2023 年中炬高新销售人员达 1630 人（人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

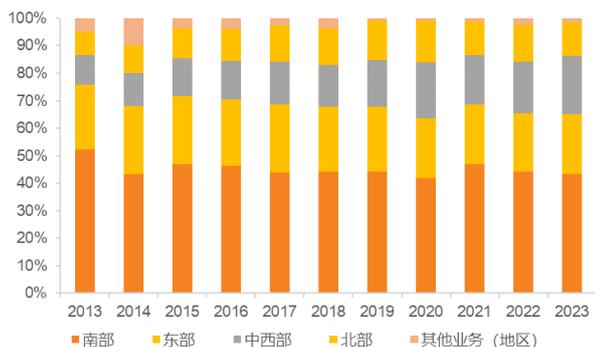
图 36：销售人员人均产出仍有提升空间（2023 年数据）



资料来源：Wind，天风证券研究所

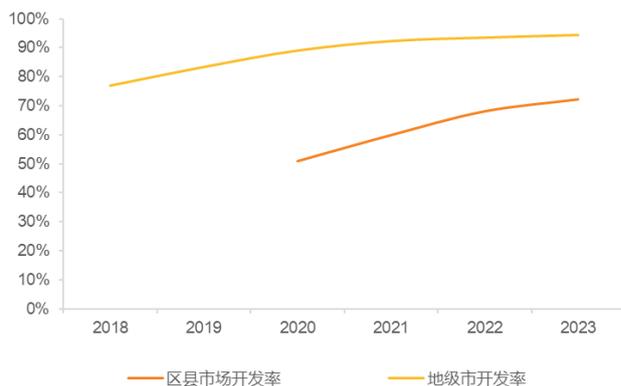
全国化稳步推进，非主销区占比提升。从区域看，南部区域仍为公司主销区，占比接近一半；但随着全国化策略推进，非主销区增长显著，2023 年非主销区占比提升至 56.61%，其中北部和中西部增长最快。2023 年累计全国地级市覆盖率达到 94.36%，区县开发率达到 72.24%。区域方面，华东市场是公司未来重点发展区域，调味品人均消费量大的北部区域将作为公司在北方渠道竞争的突破口，在深耕优势区域的同时，在弱势区域寻找突破机会，力争成为公司面向全国竞争的旗帜。

图 37：非主销区占比提升至 56%



资料来源：Wind，天风证券研究所

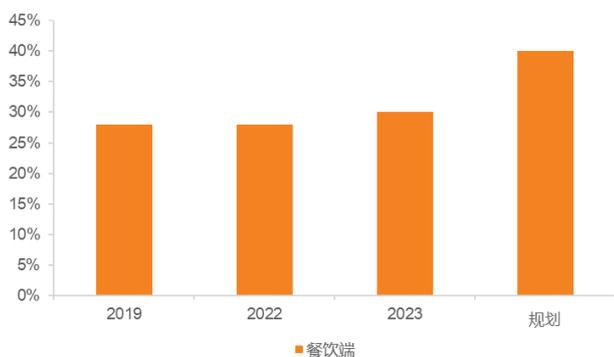
图 38：地级市覆盖率和区县开发率持续提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

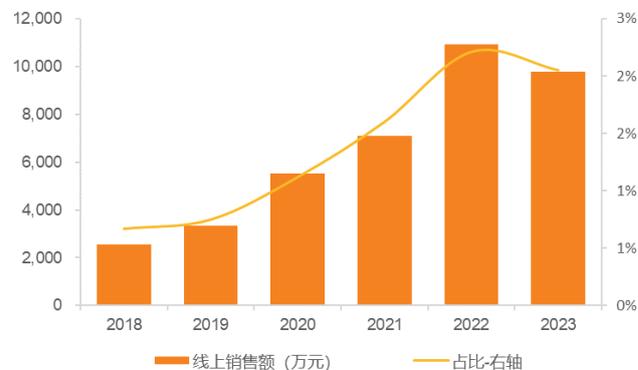
加强餐饮和电商等新渠道建设，优化渠道结构。公司餐饮渠道占比持续提升，2023 年约 30%，并且公司将加大餐批旗舰店的建设，加大餐饮端经销商的开发，增加渠道费用的投入，主动开拓餐饮连锁，开发更多适合餐饮渠道的品类，逐步加大餐饮收入的占比；未来公司餐饮渠道占比中期目标希望达到 40%以上。新渠道方面，公司重视新兴渠道的建设，2021 年专门成立电商部门，重点提升抖音、微信号、B 站、小红书、下厨房等流行媒体的专业化运营，加强年轻消费群体的市场培育，为线上线下引流。线上销售额从 2018 年 2562.68 万元增至 2023 年 9779.78 万元，5 年 CAGR 为 30.72%，占比提升至 1.98%。

图 39：餐饮渠道远期规划占比有望达 40%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：23 年线上销售额近亿元，占比达 1.98%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 地产业务价值分析

土地征收补偿有所进展，地产业务处理进行时。公司将会逐步处理土地相关业务，聚焦主业发展。中炬高新和子公司中汇合创共拥有在城轨中山站北侧 1906 亩商住用地（其中中汇合创 1353 亩），可开发商住地 1666 亩（已开发 240 亩）。2024 年 6 月公司发布征地补偿合同的公告，因深江铁路中山段火炬开发区工程项目建设需要，征用中炬高新及子公司位于中山站及周围片区的国有商住土地共约 53 亩，补偿单价为 8295 元/平米，共计补偿 2.96 亿元，预计将为公司新增营收 2.96 亿元。因深江铁路征收出现的征收红线范围内的夹缝地、线外安全防护地面积共计 11.26 万 m^2 ，折合约 169 亩，相关土地征收补偿标准原则上与红线范围内土地征收标准一致，若按此补偿单价（8295 元/平米）为标准，则仍需补偿 9.34 亿元（还需政府和铁路相关部门进行论证，24 年 10 月 31 日前确定）。若全部征地补偿落地，则此 222 亩土地有望获得补偿 12.3 亿元；我们假设若剩下 1444 亩土地都以收储补偿价格为标准（实际情况以后续合同和公告为准），结合此前挂牌评估价，我们认为

剩余土地仍有较高估值。公司未来重点发展调味品主业，房地产业务将随着公司治理改善完成后，在股东及地方政府的支持下，逐步完成处理。

图 41：中炬规划用地



资料来源：中山房频公众号，天风证券研究所

4. 盈利预测与评级

我们认为：

公司制定 3 年规划，从品牌/营销、研发创新、营运管理、投资并购等多方面着手，到 2026 年美味鲜营收目标 100 亿，营业利润目标 15 亿。产品上：坚持“1+N”产品发展战略，在做好酱油品类发展的同时，加大鸡粉（精）、耗油、酱类、料酒、复合调味品等品类的发展。渠道上：制定一户一策三年发展规划，在深耕优势区域的同时，在弱势区域寻找突破机会。2024 年是三年战略期的开局之年和蓄势之年，全年 12% 目标有望顺利完成。我们预计 24-26 年营收为 57.68/68.17/80.47 亿元，同增 12%/18%/18%；归母净利润为 8.03/9.54/11.46 亿元，同比-53%/+19%/+20%，对应 PE 分别为 19X/16X/13X，维持“买入”评级。

5. 风险提示

1、市场风险

虽然公司调味品业务取得持续增长，但仍存在市场分布不平衡、渠道发展不平衡、产品发展不平衡等问题。公司已经在战略检讨发现上述问题并正努力修正，但仍有可能因为三个不平衡问题不能有效解决而造成后续增长放缓甚至竞争优势被削弱等风险。

2、原材料价格波动风险

公司主要原材料为黄豆、面粉、白糖、食盐等农产品及玻璃瓶、塑料瓶和纸箱等包装物，受宏观因素的影响，2023 年度原材料价格有所下降，但未来价格可能存在波动风险，将对产品毛利率水平产生较大影响。

3、食品安全风险

公司已在采购、生产、销售等各个经营环节执行严格的质量控制，制定了具有自身特点的产品控体系，产品质量安全控制情况良好，但食品安全仍是食品加工企业最为关注的风险。

4、城市综合开发业务风险因素

公司在中山市岐江新城片区，中山站北侧拥有未开发商住地约 1600 亩。公司的城市开发业务拥有较大的空间和优势。2021 年 10 月 21 日，中山市自然资源局公布实施《中山市岐江新城 P、S 单元控制性详细规划调整（2021）》，从而土地闲置的政府原因已消除，下一步，公司需加快土地处置程序，否则，将面临闲置土地处罚，甚至没收土地的风险。

5、市场扩张不及预期

前文的盈利预期基于公司主销区以外区域市场发展良好为前提，尽管近几年公司主销区以外区域经销商增长和收入增长均良性，但无法保证市场扩张能够每年均保持顺利态势，因此公司扩张市场具备一定的不确定性。

6、产品推广不及预期

公司坚持“1+N”产品发展战略，在做好酱油品类发展的同时，加大鸡粉（精）、耗油、酱类、料酒、复合调味品等品类的发展，但新产品线的开发及培育需要投入大量研发费用、时间投入以及营销推广开支，公司推出的新产品的收益存在一定的不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	628.36	500.45	1,417.41	1,867.81	2,789.04	营业收入	5,341.04	5,139.09	5,767.75	6,816.51	8,046.88
应收票据及应收账款	50.82	75.27	25.15	104.73	58.89	营业成本	3,647.88	3,458.22	3,741.30	4,388.60	5,149.16
预付账款	17.58	14.62	12.21	23.03	19.04	营业税金及附加	88.37	60.96	68.42	80.86	95.46
存货	1,669.71	1,617.96	1,969.39	2,166.32	2,728.67	销售费用	472.90	457.26	472.96	579.40	683.99
其他	870.86	1,524.51	1,236.50	1,272.68	1,363.16	管理费用	323.54	377.34	403.74	470.34	563.28
流动资产合计	3,237.33	3,732.81	4,660.67	5,434.57	6,958.79	研发费用	178.60	180.64	202.74	239.61	282.86
长期股权投资	4.15	3.74	3.74	3.74	3.74	财务费用	(4.19)	(6.04)	(12.52)	(24.48)	(35.38)
固定资产	1,608.53	1,906.16	1,719.33	1,532.49	1,345.66	资产/信用减值损失	(0.13)	(45.62)	(15.63)	(20.46)	(27.23)
在建工程	496.99	242.16	372.16	492.16	602.16	公允价值变动收益	0.00	0.48	(10.48)	0.00	0.00
无形资产	188.48	181.54	174.62	167.69	160.77	投资净收益	32.28	37.90	35.87	35.35	36.37
其他	687.90	652.47	644.35	637.88	629.88	其他	(103.89)	(14.89)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,986.05	2,986.07	2,914.20	2,833.97	2,742.21	营业利润	705.69	632.83	900.87	1,097.07	1,316.66
资产总计	6,223.38	6,718.88	7,574.87	8,268.54	9,701.00	营业外收入	2.87	1,181.27	3.00	3.00	3.00
短期借款	0.00	100.00	50.00	55.00	60.00	营业外支出	1,182.97	12.51	10.00	8.00	9.00
应付票据及应付账款	751.11	543.62	1,046.40	793.56	1,298.09	利润总额	(474.41)	1,801.59	893.87	1,092.07	1,310.66
其他	519.10	585.29	711.59	864.60	947.88	所得税	80.15	64.55	71.51	87.37	104.85
流动负债合计	1,270.20	1,228.91	1,807.99	1,713.16	2,305.98	净利润	(554.56)	1,737.03	822.36	1,004.70	1,205.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	37.69	40.08	18.97	50.24	60.29
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(592.25)	1,696.95	803.38	954.47	1,145.52
其他	1,331.28	181.20	120.00	120.00	130.00	每股收益(元)	(0.76)	2.17	1.03	1.22	1.46
非流动负债合计	1,331.28	181.20	120.00	120.00	130.00						
负债合计	2,758.54	1,518.35	1,927.99	1,833.16	2,435.98	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	455.71	495.78	509.07	544.23	586.43	成长能力					
股本	785.38	785.38	783.22	783.22	783.22	营业收入	4.41%	-3.78%	12.23%	18.18%	18.05%
资本公积	3.23	3.23	3.23	3.23	3.23	营业利润	-19.58%	-10.33%	42.36%	21.78%	20.02%
留存收益	2,803.74	4,500.69	5,063.06	5,731.19	6,533.05	归属于母公司净利润	-179.82%	-386.53%	-52.66%	18.81%	20.02%
其他	(583.21)	(584.55)	(711.70)	(626.48)	(640.91)	获利能力					
股东权益合计	3,464.84	5,200.53	5,646.88	6,435.38	7,265.02	毛利率	31.70%	32.71%	35.13%	35.62%	36.01%
负债和股东权益总计	6,223.38	6,718.88	7,574.87	8,268.54	9,701.00	净利率	-11.09%	33.02%	13.93%	14.00%	14.24%
						ROE	-19.68%	36.07%	15.64%	16.20%	17.15%
						ROIC	27.39%	28.09%	20.80%	28.80%	31.22%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	44.33%	22.60%	25.45%	22.17%	25.11%
净利润	(554.56)	1,737.03	803.38	954.47	1,145.52	净负债率	-18.09%	-7.69%	-24.22%	-28.17%	-37.56%
折旧摊销	178.01	188.03	193.76	193.76	193.76	流动比率	2.27	2.79	2.58	3.17	3.02
财务费用	1.04	2.70	(12.52)	(24.48)	(35.38)	速动比率	1.10	1.58	1.49	1.91	1.83
投资损失	(32.28)	(37.90)	(35.87)	(35.35)	(36.37)	营运能力					
营运资金变动	2,309.09	(2,643.61)	447.08	(416.87)	2.83	应收账款周转率	131.43	81.51	114.87	104.96	98.36
其它	(1,223.65)	1,595.65	8.49	50.24	60.29	存货周转率	3.19	3.13	3.22	3.30	3.29
经营活动现金流	677.65	841.91	1,404.32	721.76	1,330.64	总资产周转率	0.88	0.79	0.81	0.86	0.90
资本支出	(811.36)	1,364.84	191.20	120.00	100.00	每股指标(元)					
长期投资	(0.75)	(0.40)	0.00	0.00	0.00	每股收益	-0.76	2.17	1.03	1.22	1.46
其他	459.32	(2,241.52)	(264.37)	(204.65)	(173.63)	每股经营现金流	0.87	1.07	1.79	0.92	1.70
投资活动现金流	(352.79)	(877.08)	(73.17)	(84.65)	(73.63)	每股净资产	3.84	6.01	6.56	7.52	8.53
债权融资	4.27	105.09	(38.19)	29.48	40.38	估值比率					
股权融资	284.62	(308.11)	(376.01)	(216.20)	(376.17)	市盈率	-26.07	9.10	19.22	16.17	13.48
其他	(462.02)	198.08	0.00	0.00	0.00	市净率	5.13	3.28	3.00	2.62	2.31
筹资活动现金流	(173.13)	(4.93)	(414.19)	(186.72)	(335.79)	EV/EBITDA	27.78	20.55	12.38	10.24	8.18
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	33.42	24.85	15.00	12.03	9.38
现金净增加额	151.73	(40.10)	916.97	450.39	921.23						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com