

龙头地位优势明显 产品创新增长迅速

——海天味业首次覆盖报告

公司深度

● 调味品龙头，历史悠久，产品丰富，多个产品位居市场前列

公司是专业的调味品生产和营销企业，海天历史悠久，是中华人民共和国商务部公布的首批“中华老字号”企业之一。目前生产的产品涵盖酱油、蚝油、酱、醋等超1450SKU，年产值过两百亿元。根据弗若斯特沙利文报告，按2024年的收入计，公司是中国调味品行业的绝对领导者，是全球前五的调味品企业。按销量计，公司已连续28年蝉联中国最大调味品企业。公司的酱油、蚝油产品销量多年位居中国调味品市场第一，调味酱、食醋及料酒亦位居中国市场前列。

● 调味品行业集中度仍有提升空间，龙头企业优势更大

调味品行业具有市场规模广阔、用户及消费者黏性强、刚需属性强等行业特征。以2024年收入计，中国调味品行业CR5市场份额集中度仅10.9%，远低于美国24.0%和日本29.7%，且两国集中度仍在提升，2024年提升幅度高于中国市场，中国调味品市场仍有较大结构性提升空间。

当下行业增速整体放缓，竞争日趋激烈下，龙头企业凭借多年行业深耕经验，品牌影响力和渠道优势，伴随未来国际市场需求扩容的机会，海天有望优先享受行业集中度提升红利。

● 公司管理层经验丰富，实施第二次股权激励团结骨干员工

公司管理层从事调味品行业工作经验丰富，行业竞争充分的环境下，经验丰富的管理者更有助于把握行业发展趋势。公司2023年及时调整生产销售节奏，较快的缓解前几年消费模式改变带来的短期渠道压力。

2014年公司登陆A股后首次实施股权激励，股权激励对象以营销中心占比最高（占比超60%），充分激发了营销人员工作积极性，在行业快速发展阶段助推公司营收规模快速增长。

2024年9月公司实施第二次股权激励，2025年申请港股上市。为完善公司治理结构，健全激励约束机制，吸引、激励、留用骨干员工，促进公司持续、稳健、快速发展。

● 公司品牌享誉度高，新品增速显著

“海天”有80%的家庭渗透率，位居中国消费者首选调味品品牌第一。针对餐饮、食品加工企业及居民用户的不同需求，以及中国各个地区和各个国家的饮食特点，公司持续推动多品类策略。调味酱、其他调味品等产品合计同比亦实现了14.0%的收入增长，贡献25.1%的收入规模；有机、减盐等营养健康系列产品实现33.6%的同比收入增长，远高于公司酱油、蚝油产品实现8.9%和8.6%的同比增长。

● 盈利预测、估值与评级

龙头企业，先发优势明显。有望受益行业集中度提升红利，公司管理层经验丰富，有效应对行业调整。公司即将登陆港股，助力企业扩张进一步提升品牌力。预计公司25/26/27年实现营收分别为293/321/353亿元，同比增速9.1%/9.5%/9.8%，净利润分别为69/76/82亿元，对应EPS分别为1.25/1.36/1.47元。当前股价对应PE分别为35.7/32.7/30.2倍，公司当前PE34.2倍，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

强烈推荐（首次评级）

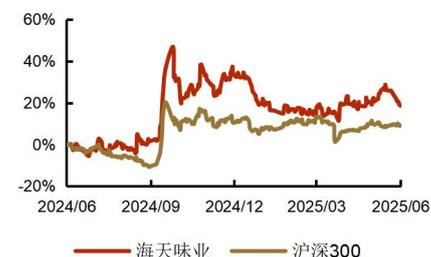
陈文倩（分析师）

chenwenqian@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280515080002

市场数据	时间 2025/6/13
收盘价(元):	41.07
一年最低/最高(元):	37.37/45.35
总股本(亿股):	12.56
总市值(亿元):	2283.74
流通股本(亿股):	55.61
流通市值(亿元):	0.00
近3月换手率:	20.65

股价一年走势



相关报告

● **风险提示：**餐饮消费恢复不及预期。食品安全风险。短期面临原材料价格波动风险，中长期面临消费习惯变化企业未能跟进风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,559	26,901	29,343	32,144	35,300
增长率(%)	-4.1	9.5	9.1	9.5	9.8
净利润(百万元)	5,627	6,344	6,926	7,557	8,173
增长率(%)	-9.2	12.8	9.2	9.1	8.2
毛利率(%)	34.7	37.0	37.6	37.9	37.9
净利率(%)	22.9	23.6	23.6	23.5	23.2
ROE(%)	19.4	20.2	20.7	20.8	20.6
EPS(摊薄/元)	1.01	1.14	1.25	1.36	1.47
P/E	34.0	45.4	35.7	32.7	30.2
P/B	7.7	8.7	7.5	6.9	6.3

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 6 月 13 日

目 录

1、海天味业——中国调味品行业的龙头企业	6
1.1、海天发展历程：历史悠久，行业领军企业	6
1.2、海天味业经营情况	8
1.2.1、海天味业销量多年位居中国调味品市场第一	8
1.2.2、海天味业生产能力中国调味品行业第一	8
1.2.3、海天味业产品结构	9
1.2.4、海天酱油	9
1.2.5、海天蚝油	10
1.2.6、海天调味酱	10
1.2.7、海天料酒、食醋及调味品品类外创新产品	10
1.3、海天渠道建设：线下主导，打造多元触达方式	11
1.4、公司股权结构清晰，管理层深度绑定	13
1.5、公司管理团队稳定，内部人才培养完善	13
1.6、2024年公司实施第二次股权激励	14
1.7、2025年公司启动港交所上市计划	15
2、调味品行业——基调升级品质，复调扩张品类	16
2.1、全球调味品市场规模超2万亿，年复合增速6.2%	16
2.1.1、全球酱油市场规模超2700亿元，年复合增长率7.4%	18
2.1.2、2024年全球蚝油市场规模191亿元，年复合增长率8.1%	19
2.2、中国调味品市场规模近5000亿，年复合增速7%	20
2.2.1、调味品分类：主要分为单调和复调	20
2.3、基础调味品——最大单品酱油竞争激烈，集中度提升空间大	21
2.4、中国蚝油行业：特色产品，行业集中度最高	21
2.5、中国基础调味酱行业：口味多样竞争激烈，行业集中度偏低	22
2.6、中国食醋及料酒行业：市场规模偏低，需求稳定	23
2.7、中国复合调味料行业：行业规模大、增速快、集中度低	23
3、调味品行业发展：基调高基数低增长，复调低基数高增长	24
3.1、调味品行业增速表现	24
3.2、调味品行业关键驱动因素	25
3.2.1、饮食文化多样和消费需求多元驱动调味品多品类发展	25
3.2.2、餐饮连锁化率提升带动调味品需求	25
3.2.3、近几年行业消费低迷有助于行业集中度提升	26
4、公司分析与预测	26
4.1、公司竞争战略分析	27
4.2、公司和主要竞争对手/行业平均水平对比	27
4.2.1、公司与其他调味品企业营业收入比较	27
4.2.2、公司与其他调味品企业毛利率比较	27
4.2.3、公司与其他调味品企业研发费率比较	28
4.3、公司渠道效率领先	29
4.4、海天味业产品收入预测	29
4.4.1、海天酱油业务	29
4.4.2、海天蚝油业务	30
4.4.3、海天调味酱业务	30

4.5、海天味业可比公司估值比较	31
5、风险分析	31
附：财务预测摘要	33

图表目录

图 1：海天起源明朝历经 400 多年，酱油行业生产改革探索者	6
图 2：海天产品供不应求，2001 年海天提出“双百工程”产能快速扩张，2013 年海天销值破百亿	7
图 3：海天上市继续扩建产能，巩固基础产品地位，公司迈向智能制造	7
图 4：海天上市继续扩建产能，巩固基础产品地位，公司迈向智能制造	8
图 5：公司产品结构，酱油领跑，多品类并行发展	9
图 6：2024 年海天味业产品收入结构，酱油占比一半以上	11
图 7：2024 年海天味业渠道收入占比，线下渠道仍是绝对主导	12
图 8：海天味业股权结构（截止 2025 年 6 月 11 日）	13
图 9：公司适时推出股权激励，助力企业及时调整应对行业变化	15
图 10：全球调味品行业以收入计的市场规模，2019 年至 2029 年（预计）	17
图 11：全球酱油及酱油制品行业以收入计的市场规模，2019 年至 2029 年（预计）	19
图 12：全球蚝油行业以收入计的市场规模，2019 年至 2029 年（预计）	19
图 13：中国调味品行业以收入计的市场规模（按基调、复调划分）	20
图 14：中国酱油行业以收入计的市场规模，2019 年至 2029 年（预计）	21
图 15：中国蚝油行业以收入计的市场规模，2019 年至 2029 年（预计）	22
图 16：中国基础调味酱行业以收入计的市场规模，2019 年至 2029 年（预计）	23
图 17：中国复合调味料行业以收入计的市场规模，2019 年至 2029 年（预计）	24
图 18：社零总额：餐饮收入 2024 年增速 6.82%	25
图 19：社零总额：餐饮收入总额（限额以上单位）2024 年增速 10.76%	25
图 20：调味品在餐饮/家庭/食品加工占比（2022 年）	26
图 21：主要原材料及包装材料价格变动趋势（人民币元/吨），2019 年至 2029 年（预计）	28
表 1：海天味业主要调味品品类（截止 2024 年 12 月 31 日）	11
表 2：海天年底经销商数量发展更趋均衡，截止 2025 年一季度末公司经销商数量合计 6668 家	12
表 3：管理团队搭配稳健，内部人才培养完善	14
表 4：2024 年员工持股计划的持有人范围	15
表 5：全球主要调味品市场以收入计的市场规模、占比及增速	17
表 6：全球调味品行业前五大公司（2024 年收入计），海天增速最高	17
表 7：全球酱油行业前三大公司市场份额（以当年收入计）	18
表 8：全球蚝油行业前三大公司市场份额（以当年收入计）	19
表 9：中国酱油行业前三大公司（以当年收入计）	21
表 10：中国蚝油行业前三大公司（以当年收入计）	22
表 11：中国基础调味酱行业前三大公司（以当年收入计）	23
表 12：中国调味料市场规模：按基调、复调细分市场	24
表 13：营业收入（亿元），海天味业营收规模远超其他 A 股酱油生产企业	27
表 14：海天与千禾味业毛利率表现稳健	27
表 15：公司研发费用占调味品行业 41%	28
表 16：2024 年公司销售人员人均创收比较	29
表 17：销售费率比较，海天味业销售费率低于其他酱油企业	29

表 18: 海天产品收入预测 30

表 19: 可比公司的 PE 比较 31

1、海天味业——中国调味品行业的龙头企业

海天味业于2000年4月成立，公司拥有四百余年的传承，历史悠久，是中华人民共和国商务部公布的首批“中华老字号”企业。2014年2月11日，海天味业（603288）在上海证券交易所挂牌交易。公司所属的调味品行业具有市场规模广阔、用户及消费者黏性强、刚需属性强等行业特征。

公司前身可追溯至1955年，广东省佛山市25家古酱园合并重组为佛山市公私合营海天酱油厂，公司一直专注调味品的生产和销售，已成为全球领先的调味品生产和销售公司。公司旗下拥有丰富的产品矩阵，酱油、蚝油产品销量多年位居中国调味品市场第一，市占率全国第一。此外，调味酱、食醋及料酒亦位居中国市场前列，公司还生产调味汁、鸡精等多种产品，目前生产的产品涵盖酱油、蚝油、酱、醋等超千余SKU，年产值过两百亿元。

2024年公司继续保持在调味品行业的龙头领先地位，产销量均超过450万吨，营收超269亿元，净利润63亿元，名列行业第一。凯度消费者指数《2024年全球品牌足迹报告》中国快速消费品市场报告中，“海天”有80%的家庭渗透率，海天荣登中国快速消费品品牌第4位，位居中国消费者首选调味品品牌第一。中国品牌力指数2025C-BPI榜单发布，海天在调味品行业领域勇夺“四冠”，海天酱油、蚝油、酱料、食醋四大品类分别以高分位列细分市场第一，其中酱油已蝉联15届榜首。公司拥有7个年收入10亿级以上大单品系列，为中国调味品行业大单品数量最多的企业；拥有25个年收入1亿级以上产品系列。

1.1、海天发展历程：历史悠久，行业领军企业

海天起源：海天源于明朝万历十年（1582年）的佛山古酱园——“茂隆酱园”。自清代中叶，作为中国四大名镇之一的佛山已有酱园开设。清代末期，佛山酱园已有了较大发展。产品除了在本市及四乡销售外，还远销西江、北江一带。至建国前后，不少酱园的产品还直接外销港澳。公私合营，1955年佛山25家实力卓著、美味悠远、享誉港澳的古酱园谋略合并重组，组建“海天酱油厂”，为今日海天前身。

图1：海天起源明朝历经400多年，酱油行业生产改革探索者



海天起源于明朝万历十年（1582年）的佛山古酱园——“茂隆酱园”。自清代中叶，作为中国四大名镇之一的佛山已有酱园开设。清代末期，佛山酱园已有了较大发展。酱园经营的产品繁多，咸、甜、酸、辣一应俱全。产品除了在本市及四乡销售外，还远销西江、北江一带。至建国前后，不少酱园的产品还直接外销港澳。



1955年，佛山25家实力卓著、美味悠远、享誉港澳的古酱园谋略合并重组，组建“海天酱油厂”，为今日海天前身。



1961年，海天第一座水泥晒池建成，开始了以池代缸的发酵酿制酱油的试验。以池代缸的改革，是海天对国内酱油生产的一大贡献。



1994年底，海天把原来单一的国有经济重组为职工个人出资和国家出资的有限责任公司，标志着企业向科学管理的现代化企业迈进，由此驶上发展的快车道，并快速成长为中国优秀的酱油产销、出口企业。

资料来源：海天味业公司官网，诚通证券研究所

海天改制：1994年底海天把原来单一的国有经济重组为职工个人出资和国家出资的有限责任公司，标志着企业向科学管理的现代化企业迈进，由此驶上发展的快车道，并快速成长为中国优秀的酱油产销、出口企业。

“双百工程”：2001年海天提出“双百工程”（即“百亿销值，百万吨产量”）规划蓝图，海天开启全国扩产之路。目前公司拥有规模领先的生产能力。公司位于广东佛山、江苏宿迁、广西南宁以及湖北武汉建立了四大生产基地，合计产能规模约500万吨，根据弗若斯特沙利文的资料，公司的生产能力为中国调味品行业第一。

图2：海天产品供不应求，2001年海天提出“双百工程”产能快速扩张，2013年海天销值破百亿



2001年，海天提出“双百工程”（即“百亿销值，百万吨产量”）规划蓝图，拟把“双百工程”打造成为海天实现跨越式腾飞的坚实平台。



2005年，总投资达10亿，年产量超100万吨的海天高明生产基地一期工程盛大落成，标志着调味品百万吨级航母正式起锚，为海天继续享誉全国与走向世界迈出关键一步。



2008年，海天（高明）二期建设工程开始筹备，总投资近20亿元。建成投产后，海天的年生产规模将突破200万吨。海天高明二期工程项目，不是简单意义上的扩产，而是应用了更多的新技术和新设备，将使海天的整体技术装备实现品质飞跃，使海天的产品在国内、国际市场上都更具竞争力，快速成长为国内享誉盛名的酱油产销、出口企业。



2013年，海天销值突破百亿，成为中国调味品行业突破百亿销值大关的企业，再造调味品行业奇迹。百亿不是终点，同年，海天提出未来五年“再造一个海天”（即到2018年实现200亿销值目标）的发展规划。

资料来源：海天味业公司官网，诚通证券研究所

图3：海天上市继续扩建产能，巩固基础产品地位，公司迈向智能制造



2014年：A股上市。
上市募集资金用于海天高明150万吨酱油调味品扩建工程项目。该项目旨在抓住发展机遇，迅速扩大海天产能、积极拓展海天产品的市场份额，巩固海天作为世界知名调味品生产和销售企业的市场地位，同时为海天未来多元化调味品发展战略的实施打下坚实基础。



2015年：多品类齐发力。
海天味极鲜单品销售突破10亿大关，成为了继海天金标生抽、海天草菇老抽、海天上等蚝油、海天黄豆酱以后，第五个销值10亿以上的单品。



2017年，海天对金标生抽、草菇老抽这两大具企业代表性的酱油品类，启动包装优化升级。着眼于消费者产品使用体验的提升，同时采用先进的微雕防伪技术，并采用了先进的双色注塑融合成型工艺，更好地提升了海天产品及品牌的识别度。



2018年：由“制造”迈向“智造”。
广东省经济和信息化委员会公示了《2018广东省智能制造试点示范项目名单》，海天酱油二期智能制造试点示范项目入选，在智能制造上走在了行业前列，进一步奠定了海天的行业地位。

资料来源：海天味业公司官网，诚通证券研究所

海天上市：2014年海天味业登陆A股募资19亿元，用于海天高明基地扩建项目

目。海天抓住发展机遇，迅速扩大产能，提高公司市场份额，巩固海天市场地位，同时为海天未来多元化调味品发展战略打下坚实基础。公司上市后多品类齐发力，2015年已经拥有了5个年销售额超10亿的单品，截止到2024年公司已经拥有7个年收入10亿级以上大单品系列。

海天升级：行业稳定增长，产品升级趋势明显，多元消费需求给行业带来新的机遇和挑战。公司从企业文化、生产信息化，产品多元化多角度入手迎接行业新挑战。公司产能快速提升尽享行业需求上涨红利，公司龙头地位稳固，但伴随着调味品行业增速放缓，市场竞争日趋激烈，海天味业的发展已经由量的增长转向质的提升。

图4：海天上市继续扩建产能，巩固基础产品地位，公司迈向智能制造



海天味业的企业博物馆——娅米的阳光城堡，顺应促进博物馆与旅游、教育、文创、影视等深度融合的文化潮流，通过文旅融合发展的方式，接待游客超过130万人次，打出了“企业博物馆+工业旅游”的特色牌。



海天味业加快转型升级，将信息化视为公司整体发展战略的一个重要内容。以科技创新为引领，加大科研投入，加快自有核心技术的积累，努力提高技术创新和产品创新水平，通过工艺创新、引进先进设备并创新应用信息技术等一系列的创新驱动，提升调味品传统产业工业化水平，也为调味品行业的创新发展提供了方向，对中国传统产业的转型升级起到示范带头作用



2020年：新品火锅底料海天火锅@ME上市。
海天味业精心打造新品火锅底料——海天火锅@ME登陆市场。作为海天味业首次打造的火锅底料产品，海天火锅@ME不仅重现了世界各地经典火锅的地道口味，而且活泼可爱的包装也广受欢迎。

资料来源：海天味业公司官网，诚通证券研究所

1.2、海天味业经营情况

1.2.1、海天味业销量多年位居中国调味品市场第一

根据弗若斯特沙利文报告，按2024年的收入计，公司是中国调味品行业的领导者。2024年，公司收入在中国市场排首位，市场份额超过第二名两倍以上。按销量计，公司已连续28年蝉联中国最大调味品企业。根据相同资料来源，海天的酱油、蚝油产品销量均多年位居中国相关市场第一。公司不断复制成功经验至调味酱、食醋及料酒等其他品类，调味酱、食醋及料酒亦位居中国市场前列。公司通过创新营销和品牌建设，不断提升海天品牌的知名度和美誉度，巩固海天品牌力。

1.2.2、海天味业生产能力中国调味品行业第一

公司拥有行业领先的生产能力。公司在广东佛山、江苏宿迁、广西南宁以及湖北武汉建立了四大生产基地，合计年产能规模超500万吨，根据弗若斯特沙利文的资料，公司的生产能力为中国调味品行业第一。公司生产基地建有全球最大的阳光晾晒场，覆盖功能面积相当于合共60万平方米。公司有全球先进的规模化塔式圆盘制曲设备，单个圆盘制曲量超过单个传统曲池的20倍，质量稳定性和原料利用率均大幅提升。

1.2.3、海天味业产品结构

海天味业依托酱油主力产品打通下游经销渠道，复制成功经验至更多的新兴品类及趋势产品，以酱油、蚝油主力大单品带动其他品类同渠道铺货畅通，以用户为中心，持续创新丰富现有产品系列。

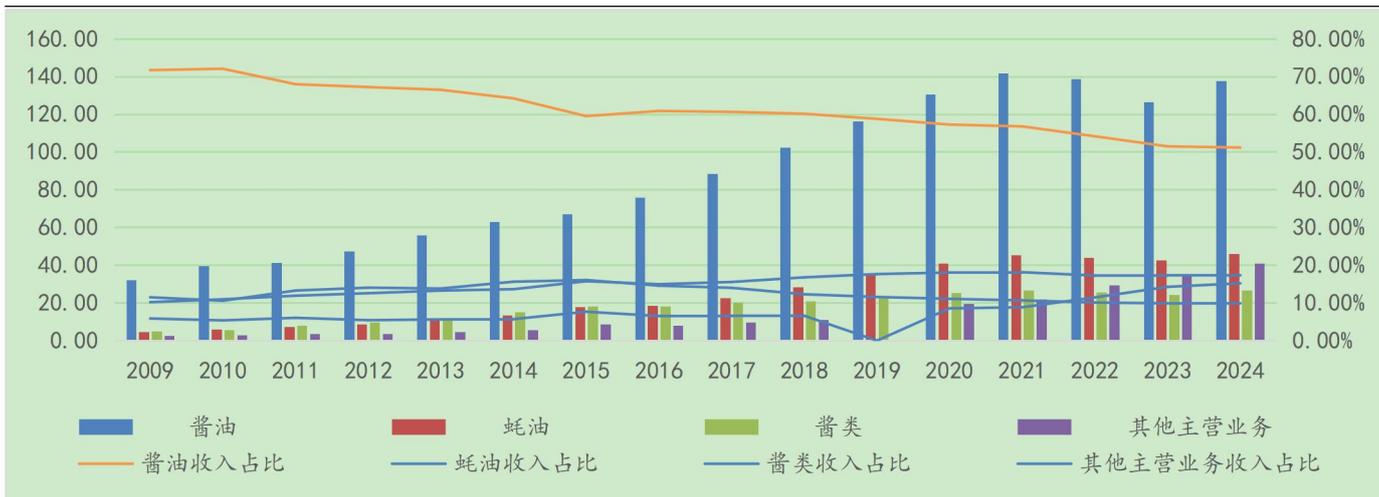
公司上市以来的公开数据可见，2009 年的公司酱油在主营收入中占比高达 72%，伴随公司品牌力强势扩张，公司蚝油、豆瓣酱其他产品收入占比持续提升。中国品牌力指数 2025C-BPI 榜单发布，海天在调味品行业领域勇夺“四冠”，海天酱油、蚝油、酱类、食醋四大品类分别以高分位列细分市场第一，其中酱油已蝉联 15 届榜首。

新品高质量增长。针对餐饮、食品加工企业及居民用户的不同需求，以及中国各个地区和各个国家的饮食特点，截止 2024 年底公司累计推出超过 1450 个 SKU，2024 年公司多品类策略持续成功，调味酱、其他调味品等产品合计同比亦实现了 14.0% 的收入增长，贡献 25.1% 的收入规模；有机、减盐等营养健康系列产品实现 33.6% 的同比收入增长，远高于公司酱油、蚝油产品实现 8.9% 和 8.6% 的同比增长。

截止 2024 年末，公司酱油/蚝油/酱类/其他主营业务占比分别为 51%/17%/10%/15%。公司港股 IPO 申请资料中披露，公司成功培育了 7 个 10 亿级大单系列、31 个亿级以上产品系列，横跨酱油、蚝油、调味酱、食醋、料酒等多个品类。其中，金标生抽、草菇老抽两大产品系列已畅销 60 余年，上等蚝油、黄豆酱两大产品系列连续 10 余年销售额超过人民币 10 亿元，公司亿级以上产品系列合计产品销售收入贡献 76.6%，深受消费者信赖。

公司的主力产品收入表现稳健，为公司贡献稳定且出色的业绩，是推动公司持续发展的核心力量；新品种类丰富，营收增速显著，为公司获取新客，收入增长贡献新力量。

图 5：公司产品结构，酱油领跑，多品类并行发展



资料来源：wind，公司历年年报，诚通证券研究所

1.2.4、海天酱油

公司 2024 年全年海天酱油实现营业总收入 269 亿元，其中酱油产品实现营业收入 138 亿元，占主营业务收入 51.14%，同比增长 8.87%，毛利率达到 44.70%，同比增加 2.07 个百分点。公司坚持使用优选黄豆、天然阳光晒制和传统酿造工艺，确保产品质量。根据弗若斯特沙利文报告，截止到 2024 年海天味业酱油收入在全球和中国市

场均排名第一，在中国的市场份额由2023年的12.6%进一步上升至2024年的13.2%，提升了0.8个百分点，市场份额提升了近5%，是第二名的三倍以上，且在中国市场连续28年销量第一，全球市场占有率为6.2%，与2023年持平。2024年公司酱油sku287个，较2023年新增了44个，增加了18%以上。

1.2.5、海天蚝油

2024年海天蚝油产品实现营业收入49亿元，占收入比重17.16%，同比增长8.56%，毛利率为33.69%，同比增加4.69个百分点。根据弗若斯特沙利文的资料，按2024年蚝油产品收入计，海天蚝油收入在全球和中国市场均排名第一，在中国的市场份额为40.2%，较2023年的39.4%提升了0.6个百分点，是第二名的三倍以上，且在中国市场连续12年销量第一。全球市场占有率为24.1%，较2023年市场份额为23.7%提升了0.4个百分点。公司在蚝油的全链研究方面具有明显优势，2024年公司蚝油有80个sku，较去年增加了近18%。

1.2.6、海天调味酱

2024年海天酱类产品实现营业收入26.69亿元，占收入比重9.92%，同比增长9.97%，毛利率为37.44%，同比增加1.95个百分点。公司调味酱产品线丰富，2024年调味酱有154个sku，较2023年增加了24%，满足不同烹饪方式和地域口味的需求。根据弗若斯特沙利文的资料，以2024年基础调味酱产品收入计，公司在中国的市占率第一，市场份额为4.6%，较2023年提高了0.4个百分点，份额提升了近10%。公司不断提高的市场认可度为海天调味酱产品组合的扩展提供了支持。

1.2.7、海天料酒、食醋及调味品品类外创新产品

公司大单品稳健，新品增长更亮眼。据弗若斯特沙利文的资料，按2024年收入计算，公司在中国食醋市场和料酒市场分别排名第二和第一名。2024年公司其他主营业务收入40.86亿元，占收入比重15.19%，同比增长16.75%。2024年公司料酒、食醋和其他调味品品类外创新产品合计sku已经高达956个，较2023年新添了81个，增长了9%。

醋：公司积极开发醋类产品，包括白米醋、黑米醋、苹果醋等，满足消费者对醋类产品的不同风味及应用场景需求。公司表示在有机醋等细分赛道上积极布局，显示出较强的增长潜力。

料酒：公司开发了丰富的料酒产品种类，如海天古道料酒、海天古道姜葱料酒等，已形成包括基础系列、有机系列等产品系列布局，成为料酒细分市场的有力竞争者。

其他产品：公司围绕全场景的烹饪解决方案，积极开发其他产品，如酸辣凉拌汁、鸡精、番茄沙司等，适应一站式覆盖厨房、餐桌多场景的不断增长的调味需求。

益生菌豆奶、火锅调料：公司积极拓展调味品以外的创新产品，如益生菌豆奶、火锅调料等。这些新产品有助于公司进一步丰富产品矩阵，满足消费者多元化需求。

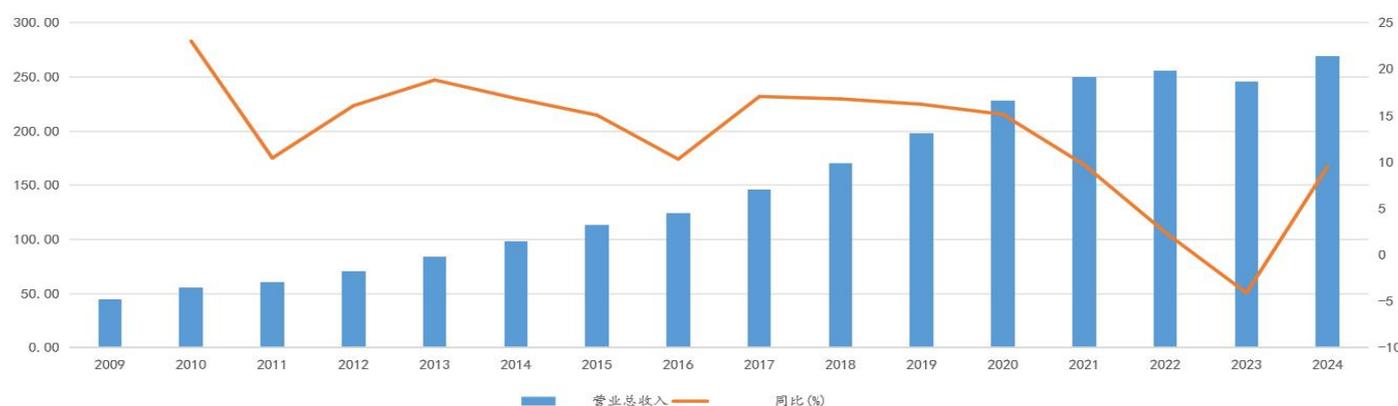
2024年9月公司发布公告实施第二次股权激励。为完善公司治理结构，健全激励约束机制，吸引、激励、留用骨干员工，促进公司持续、稳健、快速发展。参加对象应符合以下标准之一：公司的董事、监事、高级管理人员；公司中层管理人员；公司骨干人员。计划的总人数不超过800人，其中董事、监事及高级管理人员总持股比例合计不超过15%，各期计划的公司业绩考核指标以及持有人分类在当期计划中具体明确。2024年计划的对应公司业绩考核指标为2024年归属于母公司的净利润相较于2023年增长不低于10.8%（2024年年报显示，公司已实现归母净利润63.44亿元，同比较2023年增长12.75%。）。

表 4： 2024 年员工持股计划的持有人范围

姓名	职务	拟持有比例
桂军强	副总裁	董监高合计不超过 15%
李军	财务负责人	
陈敏	监事会主席	
黄树亮	监事	
其他持有人	-	合计不低于 85%
合计	—	100%

资料来源：公司 2024 年-2028 年员工持股计划，诚通证券研究所

图 9： 公司适时推出股权激励，助力企业及时调整应对行业变化



上市前海天营收增速高峰阶段，公司投建生产基地。市场供不应求，扩产抢占市场助力公司业绩快速增长。

2014年公司A股上市，募资扩建生产基地，首次实施股权激励，重点激励销售岗位，营收持续快速增长，营销助力公司业绩稳步扩张。

面对激励的调味品市场竞争，2024年实施第二次股权激励，着重奖励公司骨干人员。从业经验丰富的管理层有助于指引企业及时调整策略，应对市场变化。

资料来源：wind，诚通证券研究所

1.7、 2025 年公司启动港交所上市计划

拟港股上市募资。2025年公司启动港交所上市计划，本次全球发售H股基础发行股数为263,237,500股，预期H股将于2025年6月19日（星期四）开始于联交所买卖。公司拟通过资本运作加速海外市场拓展，目前海天产品已覆盖全球100多个国家和地区。

假设发售价为每股发售股份 35.65 港元(即所述发售价范围每股发售股份 35.00 港元至 36.30 港元的中位数)，估计将自全球发售收取所得款项净额约 9,271.2 百万港元(经扣除承销佣金、费用及与全球发售有关的其他估计开支，并假设发售量调整权及超额配股权并无获行使)。

海天味业拟将全球发售的所得款项用作以下用途：

1) 所得款项净额约 20.0%或约 1,854.2 百万港元将用于产品开发以及前沿技术的研发和工艺升级。

2) 所得款项净额约 30.0%或约 2,781.4 百万港元将用于产能扩张、采纳新技术及供应链的数字化升级。

3) 所得款项净额约 20.0%或约 1,854.2 百万港元将用于通过建立我们的全球品牌形象、拓展销售渠道以及提升海外供应链能力，以提升我们的全球影响力。

4) 所得款项净额约 20.0%或约 1,854.2 百万港元将用于增强我们的销售网络及提升其渗透能力。

伴随全球餐饮文化融合、人口流动增加，产品实现了在全球范围内的传播。中国调味品企业正迎来前所未有的发展机遇：一方面，随着人口流动增加，中餐文化在全球渗透，亚洲餐饮口味不断普及，一些亚洲餐饮文化的常见调味品在全球范围内的加速传播，渗透率快速提升。另一方面，中国调味品企业在长期的生产实践中，已积累了丰富的技术、产品开发、供应链管理及生产运营经验。中国调味品企业可以复用中国多菜系下的产品开发经验，根据当地的口味和烹饪习惯，因地制宜的调整产品。此外，全球化布局亦有利于企业引进先进技术，并以更加经济的方式，获得当地原料进行生产。

2、 调味品行业——基调升级品质，复调扩张品类

调味品是指在饮食、烹饪和食品加工中广泛应用的，用于调和滋味，并具有增香、增鲜、去腥等作用的产品。调味品作为消费者每日餐饮中最为常用的产品之一，需求稳定且对经济环境变化的敏感度较低，有着较强的抗周期特性。

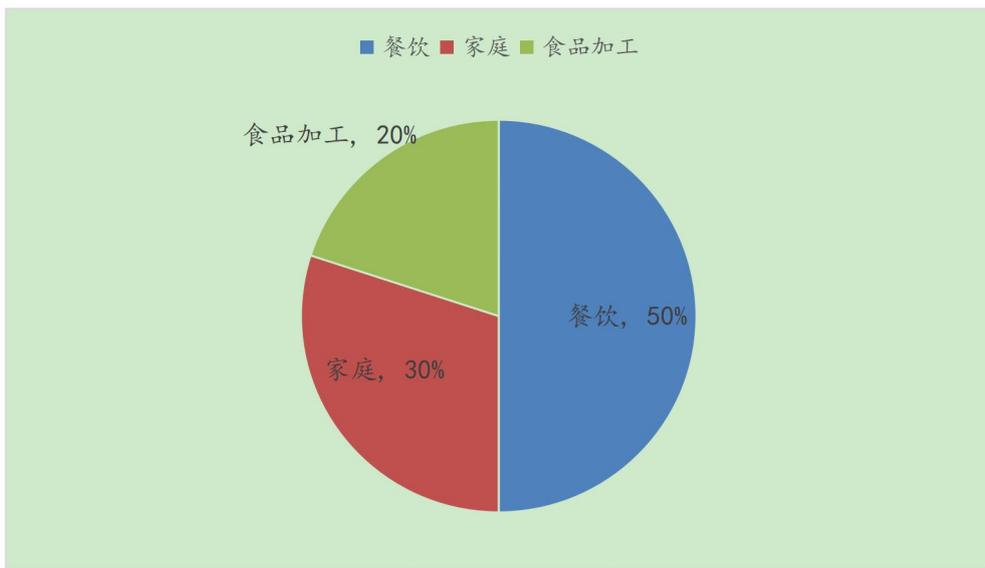
2.1、 全球调味品市场规模超 2 万亿，年复合增速 6.2%

全球调味品市场规模巨大。根据弗若斯特沙利文的资料，按收入计算，2024 年全球调味品市场规模为人民币 21,438 亿元，2019 年至 2024 年的复合年增长率为 3.2%。受疫情后恢复、消费者需求稳健增长、调味品品类日趋丰富等因素影响，预期全球调味品市场规模将于 2029 年增长至人民币 28,917 亿元，2024 年至 2029 年复合年增长率为 6.2%。

美国、欧洲、中国是全球调味品市场中规模最大的三个国家/地区，中国调味品行业市场规模虽然低于美国和欧洲市场，但是年复合增速高于欧美，具有结构性增长机会。同时，报告中东南亚、拉美地区调味品市场复合年增长率分别是 9.1%、7.8%，这些地区基数低，增速高于中国市场。

近几年全球调味品市场均面临增速放缓压力，根据弗若斯特沙利文的资料，全球调味品市场规模 2024 年较 2023 年增速明显低于未来五年复合年增长率，经过近几年的市场调整，预计未来几年调味品市场仍将保持较好较稳健的增速。尤其是近些

图 20： 调味品在餐饮/家庭/食品加工占比（2022 年）



资料来源：中国调味品协会，诚通证券研究所

3.2.3、 近几年行业消费低迷有助于行业集中度提升

近几年的行业低迷助力行业集中度提升，龙头企业进一步提升行业影响力。近几年调味品行业消费表现较低迷，受餐饮等消费增速下滑影响，调味品行业也面临较严重的消费收缩冲击。消费低迷，行业增速下滑，是行业集中度提升的时机，龙头企业拥有较好的抗冲击能力。

从酱油市场来看，中国酱油市场相对分散，市场集中度远小于日本、美国市场。公司港股招股书中披露数据显示，2024 年以收入计，中国/日本/美国酱油市场前五大参与者市场占有率分别为 25.1%/44.1%/40.6%，中国头部酱油企业的市场份额仍有巨大提升空间。

对比之前招股书中披露的 2023 年数据，中国/日本/美国酱油市场前五大参与者市场占有率分别提高了 0.5/0.9/0.7 个百分点，日本、美国的酱油行业的高集中度条件下，行业集中度仍在提升，提升速度甚至高于中国酱油市场。

酱油行业开拓新品创造新的消费场景。消费者对健康饮食日益关注，对调味品的安全、健康和天然等属性的要求也越来越高。这一趋势为酱油行业带来新的市场机遇，尤其是有机、减盐、减糖酱油越来越受欢迎，迎合了消费者不断变化的饮食偏好。开拓新品创造新的消费场景。忙碌的生活方式使居家餐饮向便捷化的方向发展，从而使白灼汁、凉拌汁、油醋汁等酱油制品越来越受欢迎。随着越来越多家庭寻求方便快捷的烹饪解决方案，该等可缩短烹饪时间及降低烹饪复杂性的产品为酱油市场带来了重大的增长机会。

4、 公司分析与预测

调味品行业有着悠久的发展历史，作为我国饮食文化的重要组成部分，调味品的使用需求已融入千家万户的日常生活。得益于调味品消费频次高、具备一定需求刚性的特点，整个调味品行业在过往基本保持相对稳健的发展。同时，消费需求的多样性、餐饮行业的复苏态势持续、预制菜等关联产业的生态形成等，以及食品工业化率、餐饮连锁化率的不断提升，可能会为调味品行业创造一定的发展空间。

4.1、公司竞争战略分析

公司身为行业龙头，品牌历史悠久，在行业产销规模优势地位突出。公司管理层浸淫行业几十年，行业经验丰富，且管理层均来自公司内部多年培养晋升，团队沟通高效。公司正在实施上市以来的第二次股权激励，覆盖骨干员工，此举有效稳定公司管理团队，提高公司凝聚力。公司依托先发优势，借助在传统酱油、蚝油行业上优势地位，打通绑定渠道，研发开拓新品，加大营销方式，吸引覆盖新客群。

公司坚持追求为用户提供高质价比的产品。打造极致供应链，为用户提供始终如一的、高质价比的产品。充分利用公司的规模优势，对核心原材料从种植、收储等前端进行控制，提升原材料质量，优化原材料的利用，实现“产业协同、全链最优”。以打造“灯塔工厂”为指引，扎实推进精益管理和数智化工作，构建公司的长期能力，朝着极致品质、极致效率、极致交付的目标持续迭代，已拥有较好的柔性响应能力。

4.2、公司和主要竞争对手/行业平均水平对比

海天味业在申万调味品子行业营收占比 40%，是第二名安琪酵母（营收占比 22%）的近两倍，扣非后归母净利润海天味业占比 59%，第二名安琪酵母占比 11%。海天味业在申万调味品行业中经营规模领先，我们选取中炬高新、千禾味业、加加食品三家以酱油为主业的公司与海天经营数据做对比，最后再增加经营规模第二名的安琪酵母做估值对比。

4.2.1、公司与其他调味品企业营业收入比较

表 13：营业收入（亿元），海天味业营收规模远超其他 A 股酱油生产企业

公司代码	公司简称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
603288.SH	海天味业	170.3	198.0	227.9	250.0	256.1	245.6	269.0
600872.SH	中炬高新	41.7	46.7	51.2	51.2	53.4	51.4	55.2
603027.SH	千禾味业	10.7	13.6	16.9	19.3	24.4	32.1	30.7
002650.SZ	加加食品	17.9	20.4	20.7	17.5	16.9	14.5	13.0
	申万调味品子行业合计	398.4	453.4	517.4	565.6	612.8	626.0	679.6

资料来源：wind，诚通证券研究所

4.2.2、公司与其他调味品企业毛利率比较

公司毛利率很大程度上受主要原材料的市场价格波动，及产品组合的影响。2024 年毛利率增长，主要受黄豆、蚝汁等原材料的市场价格下跌，以及公司通过科技和数智化手段对生产与物流环节进行升级，推进柔性供应链及提升运营效率。原材料价格下跌不同幅度提升了各酱油生产企业毛利率。

表 14：海天与千禾味业毛利率表现稳健

公司代码	公司简称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
603288.SH	海天味业	46.5%	45.4%	42.2%	38.7%	35.7%	34.7%	37.0%
600872.SH	中炬高新	39.1%	39.5%	38.3%	34.9%	31.7%	32.7%	39.8%

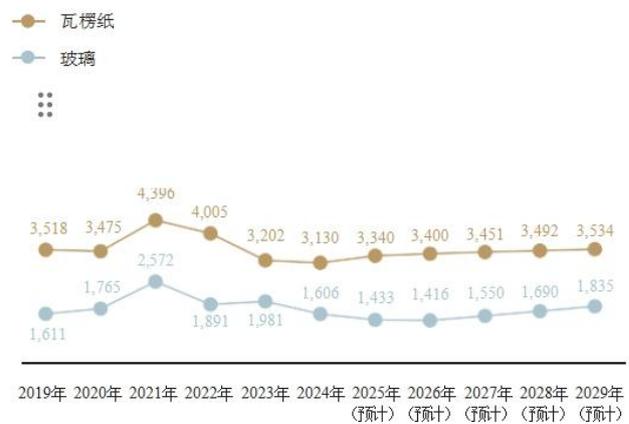
公司代码	公司简称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
603027.SH	千禾味业	45.7%	46.2%	43.8%	40.4%	36.6%	37.1%	37.2%
002650.SZ	加加食品	26.2%	27.0%	29.1%	20.1%	20.6%	18.7%	23.4%
	申万调味品子行业合计	41.0%	40.8%	39.3%	34.8%	32.5%	32.0%	33.7%

资料来源：wind，诚通证券研究所

图 21： 主要原材料及包装材料价格变动趋势（人民币元/吨），2019 年至 2029 年（预计）

复合年增长率	2019 年至 2024 年	2024 年至 2029 年（预计）
大豆	5.5%	2.1%
白砂糖	3.2%	0.7%
食盐	6.3%	1.0%

复合年增长率	2019 年至 2024 年	2024 年至 2029 年（预计）
瓦楞纸	-2.3%	2.5%
玻璃	-0.1%	2.7%



资料来源：弗若斯特沙利文，国家统计局，农业农村部，诚通证券研究所

4.2.3、公司与其他调味品企业研发费率比较

2024 年，公司投入研发费用 8.40 亿元，占全年营业收入 3.12%，继续处于行业领先水平。

表 15： 公司研发费用占调味品行业 41%

公司代码	公司简称	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
603288.SH	海天味业	4.9	5.9	7.1	7.7	7.5	7.2	8.4
600872.SH	中炬高新	1.2	1.5	1.5	1.7	1.8	1.8	1.6
603027.SH	千禾味业	0.2	0.4	0.5	0.6	0.6	0.9	0.8
002650.SZ	加加食品	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
	申万调味品子行业合计	10.9	13.1	15.3	17.4	18.1	18.7	20.5

资料来源：wind，诚通证券研究所

25.1%/44.1%/40.6%，对比 2023 年数据，中国/日本/美国酱油市场前五大参与者市场占有率分别提高了 0.5/0.9/0.7 个百分点，日本、美国酱油行业集中度仍在提升中，提升速度甚至高于中国酱油市场。

我们预计公司酱油收入增速 2024-2026 年有望分别实现 6.5%/4.9%/4.2% 增长，受益于公司原材料成本下降，预计公司成本增速低于收入增速，预计酱油毛利率 2025-2027 年分别为 45.2%/45.5%/45.9%。

4.4.2、海天蚝油业务

公司蚝油市场优势显著。根据弗若斯特沙利文的资料，按收入计，2024 年中国蚝油市场规模为 115 亿元，预计 2024 年至 2029 年的复合年增长率为 7.7%；同时公司连续十二年于中国蚝油行业保持销量第一的领先地位。以 2024 年的收入计，我们的市场份额为 40.2%，较 2023 年公司市场份额提升了 0.6 个百分点，第二名企业市场份额下降 0.5 个百分点。

我们预计公司蚝油收入增速 2024-2026 年有望分别实现 9.4%/8.8%/8.1% 增长，预计公司成本增速低于收入增速，预计蚝油毛利率 2025-2027 年分别为 35.8%/37.3%/37.9%。

4.4.3、海天调味酱业务

根据弗若斯特沙利文的资料，按收入计算，2024 中国基础调味酱市场规模为人民币 362 亿元，预计 2024 年至 2029 年基础调味酱的复合年增长率为 7.1%。按 2024 年收入计算，公司在中国基础调味酱市场中排名第一，市场份额为 4.6%，较 2023 年提高了 0.4 个百分点，第二名同比下降了 0.4 个百分点。

我们预计公司调味酱收入增速 2024-2026 年有望分别实现 8.1%/8.1%/7.1% 增长，预计公司成本增速低于收入增速，预计调味酱毛利率 2025-2027 年分别为 39.0%/40.4%/42.3%。

表 18：海天产品收入预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24,559	26,901	29,343	32,144	35,300
YOY	-4.1%	9.5%	9.1%	9.5%	9.8%
成本	16,029	16,948	18,309	19,973	21,920
YOY	-2.7%	5.7%	8.0%	9.1%	9.7%
毛利率	34.7%	37.0%	37.6%	37.9%	37.9%
酱油业务					
酱油收入（百万元）	12,637	13,758	14,647	15,364	16,011
YOY	-8.8%	8.9%	6.5%	4.9%	4.2%
成本	7,250	7,608	8,020	8,375	8,662
YOY	-12.4%	4.9%	5.4%	4.4%	3.4%
毛利率	42.6%	44.7%	45.2%	45.5%	45.9%
蚝油业务					
蚝油收入（百万元）	4,251	4,615	5,048	5,491	5,936
YOY	-3.7%	8.6%	9.4%	8.8%	8.1%

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成本	3,018	3,061	3,243	3,441	3,685
YOY	3.0%	1.4%	6.0%	6.1%	7.1%
毛利率	29.0%	33.7%	35.8%	37.3%	37.9%
调味酱业务					
调味酱收入（百万元）	2,427	2,669	2,884	3,119	3,340
YOY	-6.1%	10.0%	8.1%	8.1%	7.1%
成本	1,566	1,670	1,761	1,858	1,929
YOY	-3.4%	6.6%	5.5%	5.5%	3.8%
毛利率	35.5%	37.4%	39.0%	40.4%	42.3%
其他主营业务					
其他主营业务（百万元）	1,744	1,773	1,933	2,107	2,275
YOY	-3.9%	1.7%	9.0%	9.0%	8.0%
成本	1,461	1,526	1,663	1,813	1,958
YOY	-3.1%	4.4%	9.0%	9.0%	8.0%
毛利率	16.2%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%

资料来源：wind，诚通证券研究所

4.5、海天味业可比公司估值比较

海天味业龙头企业，先发优势明显。有望受益行业集中度提升红利，公司管理层经验丰富，有效应对行业调整。公司即将登陆港股，助力企业扩张进一步提升品牌力。酱油企业近几年受行业冲击，业绩波动大，海天味业 2023 年市场开始步入正轨，海天主动调整销售节奏，2024 年一举扭转前几年营收快速下滑趋势，预计公司 25/26/27 年实现营收分别为 293/321/353 亿元，同比增速 9.1%/9.5%/9.8%，净利润分别为 69/76/82 亿元，对应 EPS 分别为 1.25/1.36/1.47 元。当前股价对应 PE 分别为 35.7/32.7/30.2 倍，公司当前 PE34.2 倍，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

表 19：可比公司的 PE 比较

股票代码	公司名称	收盘价		EPS				PE				市值 亿元
		2025/6/13	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E		
603288.SH	海天味业	41.07	1.01	1.14	1.25	1.36	40.66	36.03	32.97	30.22	2284	
600872.SH	中炬高新	19.16	2.17	1.14	1.10	1.19	8.71	16.75	17.42	16.10	149	
603027.SH	千禾味业	11.50	0.53	0.50	0.55	0.61	21.61	22.93	20.91	18.82	118	
600298.SH	安琪酵母	35.69	1.47	1.54	1.82	2.11	24.28	23.18	19.66	16.88	310	

资料来源：千禾味业、安琪酵母 EPS 来自 wind 一致预期；诚通证券研究所

5、风险分析

行业市场风险：餐饮消费恢复不及预期，调味品消费低迷。短期面临原材料价格波动风险，中长期面临消费习惯变化企业未能跟进风险。

企业经营风险：行业竞争激烈，面对行业需求变化，企业经营应对策略执行风险。

其他风险：食品安全风险。

附：财务预测摘要

1、毛利率、EBIT率、净利率



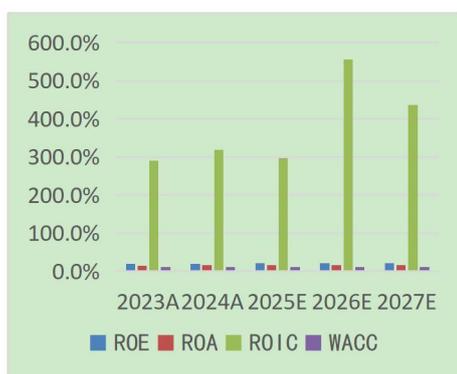
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24559	26901	29343	32144	35300
营业成本	16029	16948	18309	19973	21920
折旧和摊销	908	885	807	918	1035
营业税费	194	228	239	263	292
销售费用	1306	1629	1907	2105	2365
管理费用	526	590	690	771	883
财务费用	-585	-509	-525	-529	-535
公允价值变动损益	213	219	216	217	217
投资收益	17	19	16	17	17
营业利润	6745	7507	8238	8994	9709
利润总额	6739	7513	8243	8998	9712
少数股东损益	16	12	13	16	16
归属母公司净利润	5627	6344	6926	7557	8173

资产负债表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总资产	38424	40858	42947	46284	49806
流动资产	30774	32842	35067	38581	42269
货币资金	21689	22115	23905	27565	30486
交易型金融资产	5841	7618	7618	7618	7618
应收帐款	223	242	0	0	0
应收票据	0	0	293428	28007	324995
其他应收款	182	19	200	39	223
存货	2619	2525	3032	3030	3623
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4609	5055	5014	4890	4707
无形资产	857	875	991	1084	1200
总负债	9391	9456	9388	9934	10049
无息负债	8574	8693	8656	9210	9333
有息负债	817	764	732	724	716
股东权益	29033	31402	33559	36350	39757
股本	5561	5561	5561	5561	5561
公积金	142	142	142	142	142
未分配利润	20279	22962	21634	20030	18399
少数股东权益	502	507	519	535	551

现金流量表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7356	6844	6514	8424	7808
净利润	5642	6356	6939	7573	8189
折旧摊销	908	885	807	918	1035
净营运资金增加	-1400	-254	472	-700	644
其他	2205	-144	-1704	634	-2060
投资活动产生现金流	-820	-3776	-436	-503	-632
净资本支出	1924	1576	-136	-177	-166
长期投资变化	705	-2981	0	0	0
其他资产变化	1809	-5181	-572	-679	-798
融资活动现金流	-2851	-4002	-4289	-4261	-4255
股本变化	927	0	0	0	0
债务净变化	2216	66	-68	546	115
无息负债变化	1973	119	-37	554	123
净现金流	3689	-934	1790	3660	2921

资料来源：Wind，诚通证券研究所预测

关键指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-4.1	9.5	9.1	9.5	9.8
净利润增长率	-9.0	12.6	9.2	9.1	8.1
EBITDA 增长率	-8.2	10.4	8.0	9.4	8.0
EBIT 增长率	-10.5	12.3	10.2	8.9	7.5
估值指标					
PE	34.0	45.4	35.7	32.7	30.2
PB	7.7	8.7	7.5	6.9	6.3
EV/EBITDA	31.4	28.2	25.9	23.3	21.2
EV/EBIT	36.1	31.8	28.6	25.8	23.7
EV/NOPLAT	43.1	37.6	34.0	30.7	28.1
EV/Sales	9.0	8.1	7.4	6.6	6.0
EV/IC	7.5	6.9	6.4	5.8	5.3
盈利能力 (%)					
毛利率	34.7	37.0	37.6	37.9	37.9
EBITDA 率	28.6	28.8	28.6	28.5	28.0
EBIT 率	24.9	25.5	25.8	25.6	25.1
税前净利润率	27.5	27.9	28.1	28.0	27.5
税后净利润率 (归属母公司)	19.2	20.0	19.9	19.8	19.5
ROA	14.7	15.6	16.2	16.4	16.4
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.4	20.2	20.7	20.8	20.6
经营性 ROIC	290.4	319.3	297.4	555.1	436.3
偿债能力					
流动比率	3.4	3.7	3.9	4.1	4.4
速动比率	3.1	3.3	3.6	3.7	4.0
归属母公司权益/有息债务	34.9	40.5	45.1	49.5	54.7
有形资产/有息债务	43.3	49.6	54.8	60.0	65.6
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.01	1.14	1.25	1.36	1.47
每股红利	0.66	0.86	0.86	0.86	0.86
每股经营现金流	1.32	1.22	1.17	1.52	1.40
每股自由现金流(FCFF)	1.18	1.18	1.23	1.57	1.44
每股净资产	5.13	5.56	5.94	6.44	7.05
每股销售收入	4.42	4.84	5.28	5.78	6.35

资料来源: Wind, 诚通证券研究所预测

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>

