



公司评级 增持（维持）
 报告日期 2025年12月07日

基础数据

11月14日收盘价（元）	38.42
总市值（亿元）	2,248.27
总股本（亿股）	58.52

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

- 【兴证饮食】海天味业：收入保持稳健，效率提升效果持续释放-2025.10.30
- 【兴证饮食】海天味业：调味品维持双位增长，供应链优势持续-2025.08.30
- 【兴证饮食】海天味业：开局顺利，份额持续回补-2025.04.29

分析师：沈昊

S0190525010006
 shenhao@xyzq.com.cn

分析师：林佳雯

S0190522070009
 linjiawen95@xyzq.com.cn

海天味业(603288.SH)

驭变·增效·拓疆，价值重估正当时

投资要点：

- **渠道变化：抛弃路径依赖，摒弃外因，向内求索。**
 - 09-17年：渠道扩张是乘势的 β ，产品突破是能力的 α 。09-13年公司渠道扩张后开始拆分下沉；14年末渠道问题初现端倪，库存开始累加；15年末单体经销商打款积极性大幅下降，16-17年通过产品侧突破及下沉力度的加大，渠道重回良性轨道。
 - 20-24年：纠偏到务实，龙头并非船大难掉头。20年居民需求的大幅前置导致公司误判了市场需求，设置了背离行业较多的高增目标，大环境的不同导致渠道侧的模版操作失效（餐饮与调味品联动减弱、大B端韧性强于小B端），24年开始公司细化餐饮端经销商及渠道服务的颗粒度（工业化、定制化等），居民侧加深品牌印象及产品丰富度，收割存量竞争下的竞对份额。
- **毛利率改善：除成本红利外，更应看到内掘效率。**
 - **过去常用的提价手段短期失效。**复盘毛利改善的手段多为成本转嫁下的提价，但成本上涨更多只是提价诱因，提价能否成功还需看当前是否处在消费端能承载的通胀通道中。当前CPI显示弱通缩向温和通胀转移，消费者信心也存在弱恢复，企业在当前环境中尚不具备直接提价的能力，但预计消费者对于品质产品的接受度在逐步恢复，企业可通过产品结构的优化一定程度抬高均价。
 - **“灯塔工厂”——供应链效率的极致优化。**2025年1月14日海天入选全球的“灯塔工厂”，全球累计189座“灯塔工厂”主要集中在光伏、汽车等高科技行业，因此海天的入选更显得出类拔萃。23年开始其他业务收入（含酱油加工副产品）占比下降，酱油、调味酱的制造费用吨成本均在24年呈现下降，均说明了生产效率的更进一步。
- **H股上市开启全球化新篇章，参考龟甲万当前估值有支撑**
 - **知名基石参与港股上市，海外扩张存看点。**公司于2025年6月完成H股发行，引入高瓴、GIC、博裕资本等顶级基石投资者，部分行使超额配股权后，合计募资净额约104.5亿元。未来将加快海外基地建设与市场开拓，目标3年内将海外收入占比提升至15%。
 - **对标龟甲万，30xPE背后是海外扩张的成功与产品的多元化。**24年正常年份的龟甲万静态PE为30x，07-24年PE均值为41x，估值溢价显著，分析原因，在一个平稳增长的行业里，龟甲万通过海外扩张和产品多元化获取超过行业的增长，24年海外收入占比超过70%，海外利润贡献超过90%，在美国酱油市占率则超过50%，并在其新经营规划中设定了25-27年5%的年均销售增长目标及27年10%以上的营业利润率目标，增长规划清晰。
- **盈利预测与投资建议：**我们根据公司最新财报，调整了盈利预测，预计2025-2027年公司收入为286.42/311.82/340.34亿元，同比+6.5%/+8.9%/+9.1%，归母净利润70.12/78.21/87.39亿元，同比+10.5%/+11.5%/+11.7%，对应2025年11月14日收盘价，公司2025-2027年PE为32.1/28.7/25.7x，若海天海外扩张蓝图推进顺利，26年港股PE为23x，较24年正常年份龟甲万的30xPE，我们认为向下的估值支撑较为强力，向上的空间也可预期。
- **风险提示：**宏观经济波动影响消费，食品安全风险，原材料成本持续上涨。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26901	28642	31182	34034
同比增长	9.5%	6.5%	8.9%	9.1%
归母净利润（百万元）	6344	7012	7821	8739
同比增长	12.8%	10.5%	11.5%	11.7%
毛利率	37.0%	38.2%	39.1%	39.6%
ROE	20.5%	19.1%	18.3%	17.6%
每股收益（元）	1.08	1.20	1.34	1.49
市盈率	35.4	32.1	28.7	25.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 渠道：抛弃路径依赖，摒弃外因，向内求索	4
(一) 复盘 13-17 年的渠道，发生了什么？	4
(二) 2020-2024 年渠道问题再现	7
(三) 24 年公司针对当下环境做了什么？	9
二、 从毛利率改善看内掘效率	13
(一) 成本只是提价诱因，提价成功与否需要通胀背景及消费者意愿支撑	13
(二) “灯塔工厂”——供应链效率的极致优化	15
(三) 研发投入仍在提升，生产效率更进一步	16
三、 海外新篇开启，从龟甲万看估值	17
(一) H 股上市，开启海外扩张新篇章	17
(二) 龟甲万：较高的估值支撑背后是出海与品类开拓的成功	18
四、 盈利预测与投资建议	21
五、 风险提示	23

图目录

图 1、 年末预收款基本和经销商数量同步提升	4
图 2、 15 年、22 年经销商的单体打款表现与覆盖网点数量出现了背离	4
图 3、 公司 2014 年覆盖网点数量出现下降调整	5
图 4、 2017 年末渠道库存回归至 2 个月内的正常水平	6
图 5、 16-17 年为配合产品推广，销售费率提升	6
图 6、 13-19 年社零餐饮的主要驱动是小餐饮的蓬勃发展	6
图 7、 酱油产品 16-18 年呈现量价齐升	7
图 8、 经济好的年份，居民端产品也有相应突破	7
图 9、 海天拳头产品图	7
图 10、 15-24 年海天单体经销商打款量和每万个网点数覆盖的经销商情况	8
图 11、 海天与餐饮收入的联动减弱	8
图 12、 23 年为渠道库存去化年	8
图 13、 餐饮与调味品收入 YOY 联动减弱	9
图 14、 非限额以上企业的恢复韧性不如限额以上企业	9
图 15、 CPI 和 PPI 剪刀差扩大，经济进入弱通缩	9
图 16、 单个经销商匹配的销售人员数量与其收入体量基本呈现正相关	10
图 17、 25H1 公司销售费用率超过 6%，赞助了《一饭封神》	10
图 18、 海天 22-25 年调味品市场份额持续提升	10
图 19、 第三个五年计划期间制定的目标显著高于行业整体，相应可行度较低	11
图 20、 22-24 年 Q1 的平均收入占比较 16-18 年的 Q1 提升约 1pct	12
图 21、 24、25 年居民端调味品开启行业性渠道库存新周期	13
图 22、 餐饮侧调味品消费量也于 24、25 年呈现小幅恢复	13
图 23、 海天零售端份额存在明显存量切换	13
图 24、 海天产品多样化程度逐年提升	13
图 25、 CPI-PPI<0 时，企业一般会选择开启提价窗口	14
图 26、 结合消费者信心指数及温和通胀的展望，预计消费者对品质产品的接受度在恢复	15

图 27、2023 年起毛利率同比改善趋势显著且具备持续性	16
图 28、海天研发投入不断加大	17
图 29、24 年两大核心品类的生产效率仍在提升	17
图 30、龟甲万的扩张、扩品路径	19
图 31、龟甲万品类扩张趋势持续	19
图 32、龟甲万海外市场的收入贡献 13 年已超过日本本土市场	19
图 33、龟甲万 24 年海外营业利润率为 12.7%，显著高于大本营市场	20
图 34、24 年龟甲万海外营业利润贡献占比为 90.8%，利润大部分来自海外	20
图 35、24 年龟甲万静态 PE 为 30.3x, 07-24 年的 PE 均值为 41x, 溢价显著	20
图 36、龟甲万在美国家庭酱油市场的市占率超过 50%	20
图 37、24 年分红比例超过 70%	22

表目录

表 1、2014-2017 年公司推出股权激励计划，2024-2028 年推出员工持股计划，目标及达成情况梳理	11
表 2、调味品企业历史提价梳理表	14
表 3、海天灯塔工厂的 AI 应用情况	16
表 4、海天港股受到著名基石认可认筹	18
表 5、海天收入分产品预测	21
表 6、剔除账上净现金，25 年 PE 估值为 28x，向下有支撑	22
表 7、调味品企业剔除净现金后的 PE 对比	23

本篇报告围绕 2019 年后海天发生了什么、改变了什么、未来怎么展望三个方向，结合行业需求变化背景，论述龙头优势如何穿越了经济周期，及“船大难掉头”并不适用于真正有能力的龙头企业。我们旨在使用易得数据，如报表反馈结合公开的行业数据情况，弱化渠道跟踪的作用，分析海天的变与不变。

一、渠道：抛弃路径依赖，摒弃外因，向内求索

(一) 复盘 13-17 年的渠道，发生了什么？

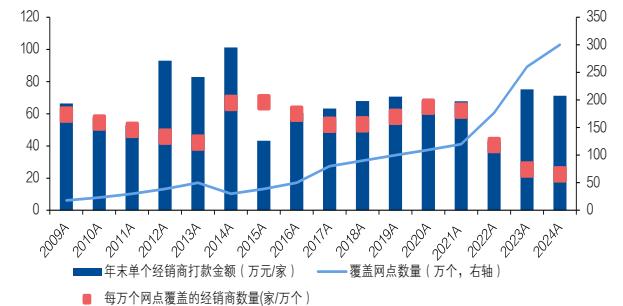
1. 从报表解读渠道问题

关于春节备货的节奏，海天从 2009 年起开始鼓励经销商年期提前打款次年春节的货款，渠道的基本操作为每年 11 月完成全年任务，12 月清库打次年春节货款，等待接货，相应公司年末的预收款和经销商数量等比例提升，若出现年末预收款锐减，但经销商数量保持平稳或同比有增长，则可以下结论，渠道出现了较大问题，大概率为库存过高引发的连锁反应，2015 年、2022 年就是非常典型的年份。

图1、年末预收款基本和经销商数量同步提升



图2、15 年、22 年经销商的单体打款表现与覆盖网点数量出现了背离



数据来源：wind，公司公告，招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：wind，公司公告，招股说明书，腾讯网，中证网，吉林省餐饮住宿行业信用子平台，柏石资本，兴业证券经济与金融研究院整理

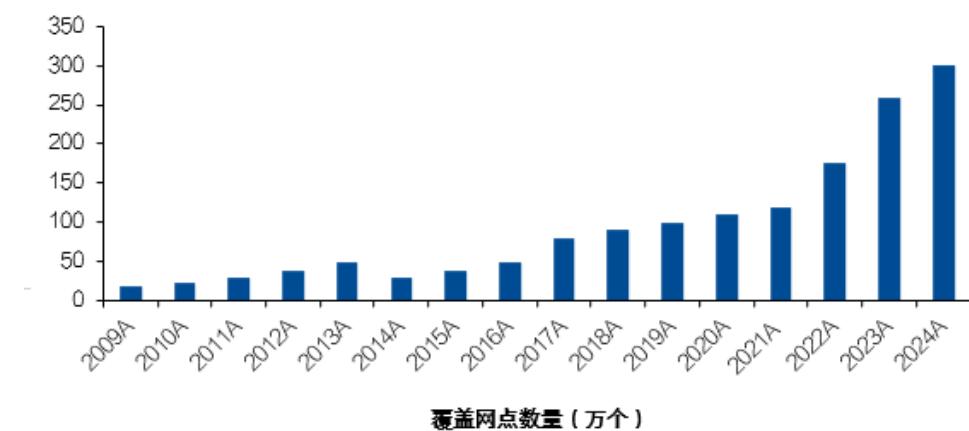
2. 渠道扩张是乘势 (β)，产品突破是能力 (α)

渠道侧餐饮发展势头正旺，但增长驱动力切换下，公司高举高打策略背后的渠道下沉程度并不支持较大力度的渠道库存抢占。

- **2009-2013 年：渠道扩张后开始拆分下沉。**经销商数量 2009 年起持续提升，从 1000 家+提升至 13 年底的 2100 家+，数量翻番；单个经销商年末的打款体量经历了 2010-2011 年的下滑后，2012 年末结合提价刺激，同比大幅提升，但 2013 年同比再次下滑；每万个网点覆盖的经销商数量在 2009-2013 年持续下降，说明公司的大商依赖度在提升，渠道管理较为粗放，渠道渗透程度有待提升，大商往往意味着覆盖更多的网点，相应管理难度的要求不高。

➤ **2014 年末渠道问题已经出现端倪。**14 年经销商数量同比-4.8%至 2000 多家，经销商进行了优化，年末单个经销商打款金额同比+22.2%至 101 万元/家的峰值，覆盖网点数同比却出现下滑，年末库存达到了 2 个月的较高水平。2014 年单个经销商打款量大幅增加，每万个网点覆盖的经销商数量同比也在提升，两个指标前瞻性地说明两个现象，一是留存经销商被拆分了所属区域，二是公司开始进行网点的下沉，相应渠道的管理难度在提升。单看经销商打款单体体量，2014 年末超过 100 万，为历史最高值，公司年末的提价通知进一步刺激了渠道的备货，年末库存也达到了较高水平，渠道下沉拆分的初期公司进行一定程度的刺激压货，进一步加剧了渠道的压力。

图3、公司 2014 年覆盖网点数量出现下降调整

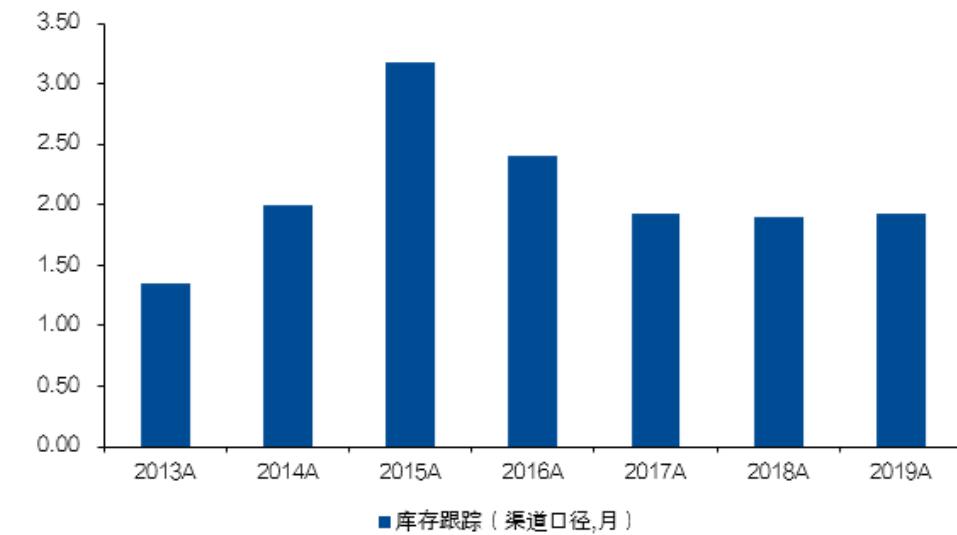


数据来源：wind，公司公告，招股说明书，腾讯网，中证网，吉林省餐饮住宿行业信用子平台，柏石资本，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ **2015 年是应对年。**单个经销商打款体量同比-57.2%至 43 万元/家，经销商数量同比+30.0%至 2600 家左右，覆盖网点数重新增加 9 万个至 39 万个以上，每万个网点覆盖的经销商数量同比提升 0.4 家/万个，公司扩张了经销商团队，覆盖网点总数重新提升，每万个网点覆盖的经销商数量较 14 年略有提升，但年末单个经销商的打款量却只有不到 14 年的一半，分析背后原因有二，一是新拓经销商质量不高，二为新拓经销商并未能匹配相应的渠道下沉需求度，相应库存压力大，年末备货打款积极性大幅下降。

➤ **16-19 年为解决理顺年。**公司加大下沉力度，经销商数量加速提升，每万个网点覆盖的经销商数量有所下降，预计原有经销商能力提升至匹配公司发展节奏，权责再次梳理细化。16-19 年公司单体经销商打款体量逐年小幅提升，每万个网点覆盖的经销商数量在 53-60 家/万个之间波动，说明新老经销商与公司同频成长，同时覆盖网点数量由 16 年的 50 万个以上提升至 19 年 100 万个以上，覆盖终端百万级别，同时年末渠道积库存由 16 年的 2.4 个月回归至 17 年末的 2 个月内的正常水平，渠道再次进入良性循环。

图4、2017年末渠道库存回归至2个月内正常水平



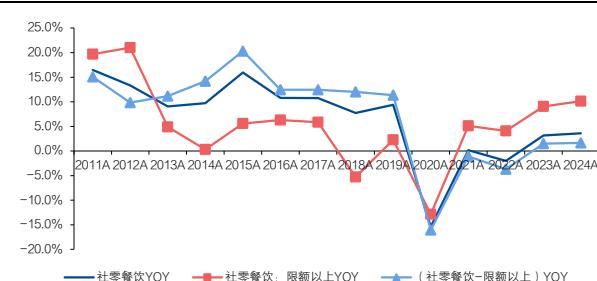
数据来源: wind, 新浪财经, 未来智库, 搜狐网, 中国证券报, 网易新闻, 兴业证券经济与金融研究院整理

在渠道数据分析的时候,两个区间年份的数据异动值得关注,一是2012-2014年,二是2016-2017年。异动点有二,一是12-13年覆盖网点数大幅提升,13年末至50万个以上,同时单体打款量同比提升77.0%,13-14年,金标生抽和草菇老抽收入陆续突破10亿元,但渠道下沉程度不够,餐饮的扩容蓄水池有限,14年末出现了问题;二是16-17年,17年末单体打款量同比仅提升4.5%,但17年收入增速由16年的10.3%加速至17.1%,异动归因为产品侧的突破,餐饮好的年份,有连续破亿的拳头产品巩固餐饮端份额;经济好的年份有升级产品推广放量,如鲜味酱油。

图5、16-17年为配合产品推广,销售费率提升



图6、13-19年社零餐饮的主要驱动是小餐饮的蓬勃发展



数据来源: wind, 公司公告, 招股说明书, 腾讯网, 中证网, 吉林省餐饮住宿行业信用子平台, 柏石资本, 新浪财经, 未来智库, 洞见研报, 雪球, 网易新闻, 兴业证券经济与金融研究院整理

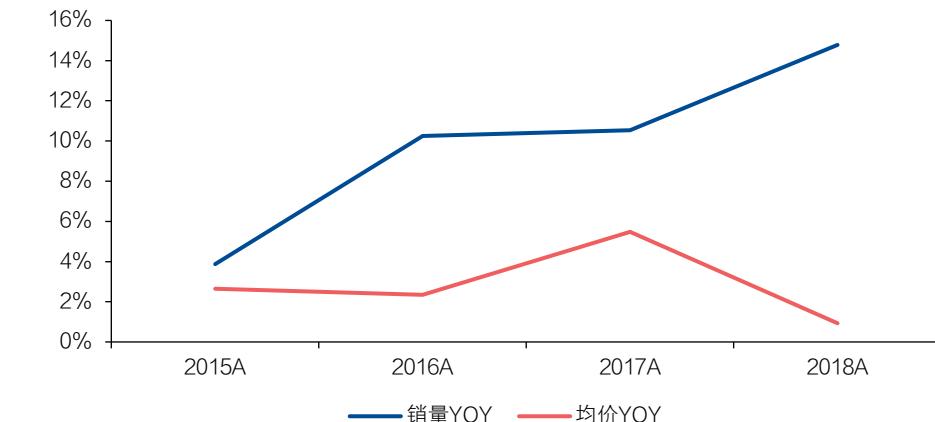
*注: 2021-2024年数据均为较2019年CAGR

数据来源: wind, 国家统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

产品侧动作配合渠道端开拓下沉。16年味极鲜收入突破10亿元,蚝油开始向家庭端消费切换,又一个拳头产品诞生打开居民侧消费的天花板,产品往消费升级方向推进,酱油产品呈现量价齐升,17年末配合提价,收入增速重回15%以上,

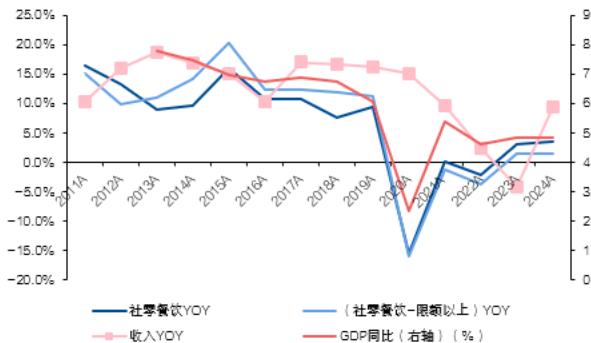
年末单个经销商打款体量有所提升，但未出现 14 年单体打款量超过 100 万元的情况，同时每万个网点覆盖的经销商数量较 16 年有所下降，说明单个经销商的能力边界在拓展，渠道重新进入了良性的库存循环通道。

图7、酱油产品 16-18 年呈现量价齐升



数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图8、经济好的年份，居民端产品也有相应突破



*注: 社零、GDP 的 2021-2024 年数据均为较 2019 年 CAGR

数据来源: wind, 国家统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

图9、海天拳头产品图



数据来源: 海天官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 2020-2024 年渠道问题再现

2020 年疫情爆发后居民端出现消费前置。由于居家等措施要求，居民侧消费者出现大量囤货行为，虽社零餐饮同比下滑 15.4%，但海天当年度的收入却逆势同比提升 15.13%，与餐饮出现显著背离，20 年末单体经销商打款金额仅同比下滑 3.8% 至 68 万元/家，每万个网点覆盖的经销商数量同比提升 6.3 万个/家，两个数据合计可以说明，公司旨在进一步拆分下沉网点覆盖，但新增经销商质量有一定参差，叠加这一波居民侧的囤货行为为社会库存的前置，而餐饮数据可以看出承量渠道累库能力的大幅收缩，相应年末库存提升至 2.8 个月的高水位。

图10、15-24 年海天单体经销商打款量和每万个网点数覆盖的经销商情况



数据来源: wind, 公司公告, 招股说明书, 腾讯网, 中证网, 吉林省餐饮住宿行业信用子平台, 柏石资本, 兴业证券经济与金融研究院整理

图11、海天与餐饮收入的联动减弱

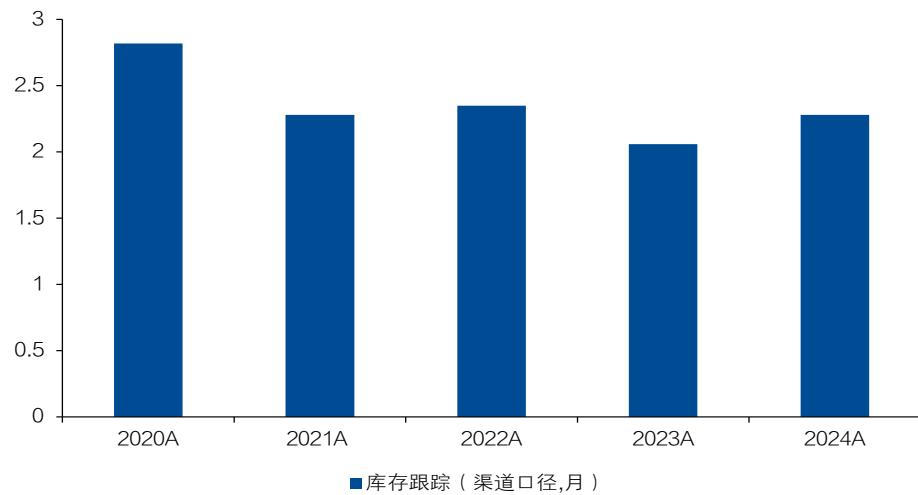


*注: 2021-2024 年社零数据均为较 2019 年 CAGR

数据来源: wind, 国家统计局, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

21 年目标设定与市场需求相悖。公司误判市场需求, 21 年进一步加快二批商转一批商的速度, 经销商数量同比提升 5.4% 至 7430 家, 单个经销商打款量同比却下降 0.2%, 到 22 年末, 经销商单体打款量同比出现了 15 年度的大幅下滑, 绝对金额再次回到了 43 万元/家的水平, 但每万个网点覆盖的经销商数量同比大幅下降至 40.6 万个/家, 说明新开商的质量整体不高, 且下沉深度、能力无法匹配当下体量海天的增长需求。此外, 公司针对 2021 年的过高增长目标也导致了渠道操作有一定程度的变形。23 年公司果断进行调整, 淘换不符合标准的经销商, 同时尝试进一步做深渠道渗透, 控制经销商库存, 年末经销商库存回到 2 个月左右的相对安全水平, 同时单体打款量提升至 75 万/家的相对平衡量; 良性开局下 24 年公司收入回到中高个位数增长, 且年末库存约 2.3 个月。

图12、23 年为渠道库存去化年



数据来源: wind, 新浪财经, 腾讯新闻, 搜狐网, 中国证券报, 网易新闻, 兴业证券经济与金融研究院整理

20-24 年这一轮渠道问题的逐步累积到爆发，大环境的不同导致渠道侧的模版操作失效，这一轮宏观条件来说，餐饮和调味品的整体联动减弱，大 B 表现强于小 B 侧，同时消费者的消费意愿出现显著下降，CPI 逐步进入弱通缩。

图13、餐饮与调味品收入 YOY 联动减弱



数据来源: wind, 中国产业信息网, 弗若斯特沙利文, 海天港股招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

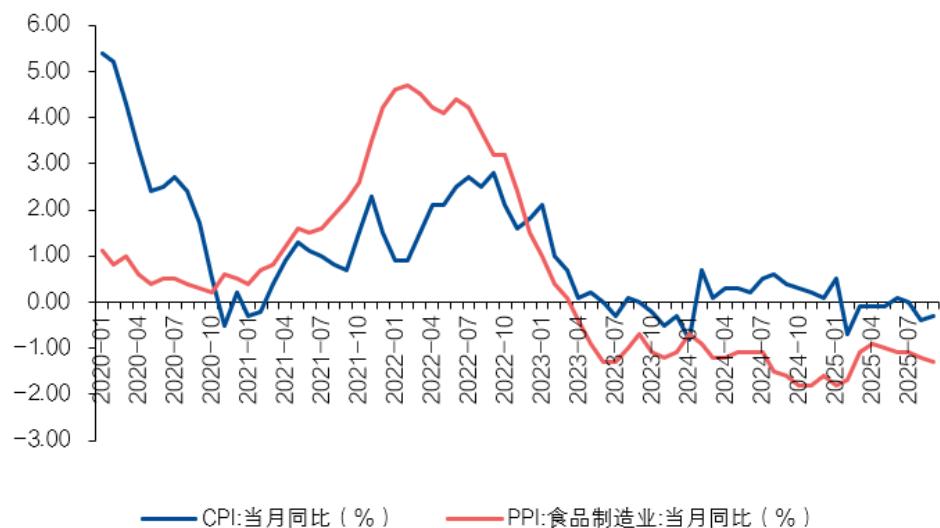
图14、非限额以上企业的恢复韧性不如限额以上企业



*注: 2021-2024 年数据均为较 2019 年 CAGR

数据来源: wind, 国家统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

图15、CPI 和 PPI 剪刀差扩大，经济进入弱通缩



数据来源: wind, 国家统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

(三) 24 年公司针对当下环境做了什么？

餐饮端细化经销商及渠道服务颗粒度，居民侧加深品牌印象及产品丰富度，收割存量市场的竞对份额。

- 经销商层面，公司加大了单个经销商的服务人员配置，24 年单个经销商匹配的销售人员数量同比提升，说明一个经销商获得的销售人员服务增加，单个经销商匹配的销售人员数量与经销商的单体体量基本同向运作，即销售人员服务细致度提升，单个经销商达成目标概率提升。此外，公司根据经销商体量类型的不同，采取不同程度的政策力度。

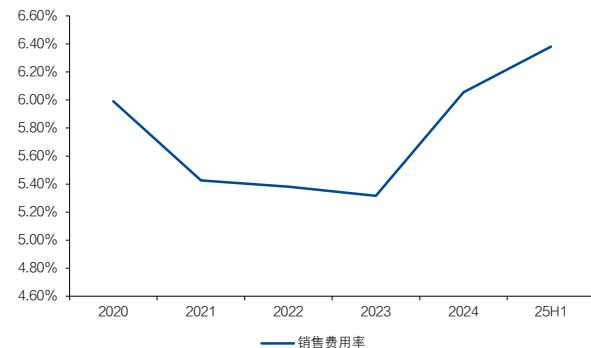
- 渠道层面，公司针对餐饮工业定制化，降低了报单准入金额，同时推广大包装产品，以相对低的价格获取一定定制化市场的份额；而居民侧来看，公司则加大了广告投入，旨在翻新消费者的的品牌认知，如冠名了《一饭封神》，同时推出了凉拌汁、鱼生酱油、豆豉油辣椒等新品，满足消费者的多样化需求。
- 竞争来看，由于 22 年 10 月舆论事件的叠加影响，海天率先于 23 年开启库存清理，新渠道周期开启，而 24-25 年中炬由于换帅进入团队调整磨合期，千禾也面临了标识事件的风波，结合行业增速、各企业增速来看，海天在居民侧一定程度收割了竞对的份额。

图16、单个经销商匹配的销售人员数量与其收入体量基本呈现正相关



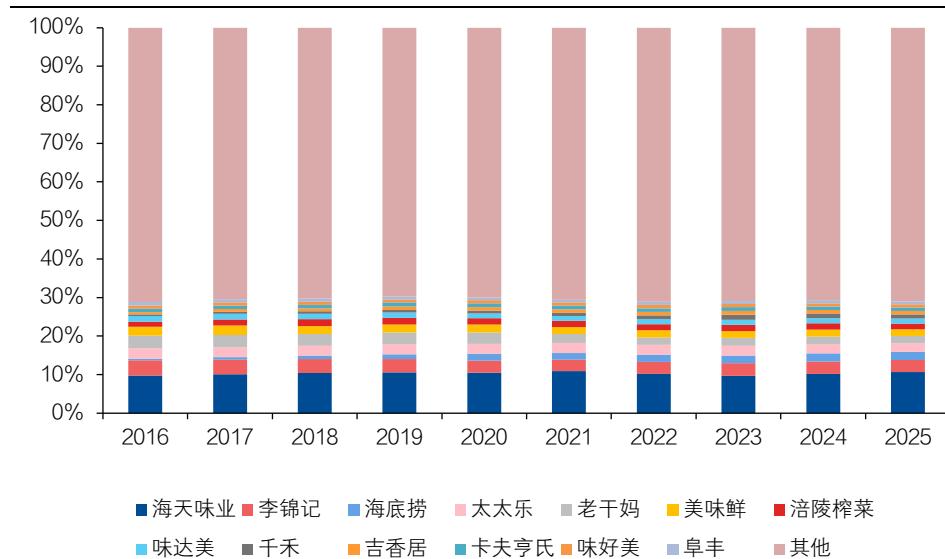
数据来源: wind, 公司公告, 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图17、25H1 公司销售费用率超过 6%，赞助了《一饭封神》



数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图18、海天 22-25 年调味品市场份额持续提升

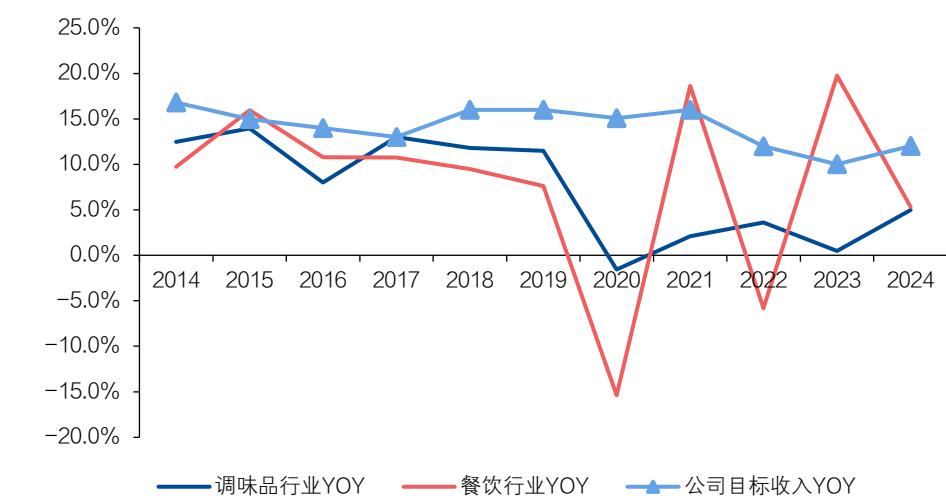


数据来源: 欧睿, 兴业证券经济与金融研究院整理

新一期员工持股方案目标更加务实。公司针对第二个五年计划（2014-2018年）同步推出了股权激励方案（激励计划针对14-17年），在餐饮收入与调味品收入强

联动的大环境背景下，激励目标基本略高于调味品行业增速，除 2016 年因渠道调整外，余下年份均达成目标。第三个五年计划期（2019-2023 年），由于疫情干扰，公司并未同步设置股权激励计划，相应只有 19、20 年公司达成了目标，且以透支未来 2-3 年居民侧库存的代价获取了远超行业的高速增长，从 21-23 年的目标设定可以看出，公司对于市场变化的误判，在餐饮整体恢复 β 较弱的背景下，以高于行业较多的目标推进三五规划，相应仅 2019、2020 年达成目标。公司于 2024 年四五规划开局之年，推出 2024-2028 年员工持股计划，此轮激励不考核收入目标，仅考核利润，设定更为务实，一是考虑到调味品进入存量竞争市场，二是利润侧公司可通过较强内部管理能力，内掘效率释放弹性。

图19、第三个五年计划期间制定的目标显著高于行业整体，相应可行度较低



数据来源：wind，公司公告，中国产业信息网，弗若斯特沙利文，海天港股招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、2014-2017 年公司推出股权激励计划，2024-2028 年推出员工持股计划，目标及达成情况梳理

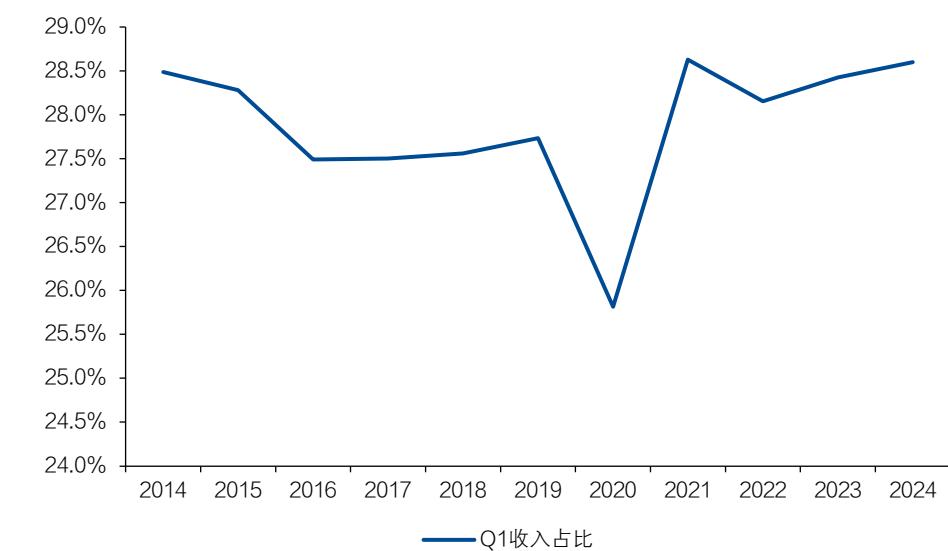
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
各年度目标设置													
收入 YOY	16.8%	15.0%	14.0%	13.0%	16.0%	16.0%	15.1%	16.0%	12.0%	10.0%	12.0%	-	-
扣非归母净利润 YOY	24.0%	21.0%	18.0%	17.0%	19.0%	20.0%							
净利润 YOY						20.0%	18.1%	18.1%	12.0%	10.0%	10.7%	11.0%	11.0%
实际达成情况													
收入 YOY	16.8%	15.0%	10.3%	17.1%	16.8%	16.2%	15.1%	9.7%	2.4%	-4.1%	9.5%		
扣非归母净利润 YOY	29.9%	21.5%	13.5%	22.2%	21.9%	23.3%							
净利润 YOY						22.6%	19.6%	4.2%	-7.1%	-9.2%	12.8%		

*注：标灰数据为未达成；2018-2023 年未配套股权激励计划或员工持股方案，仅将次年目标写入年报；2024 年员工持股计划目标为归母净利润同比增长不低于 10.8%，此处归母净利润剔除股份支付费用、并购重组及资本运作的影响，目标略高于 2013 年年报制定的次年目标，表中 24 年目标为 23 年年报制定；26 年目标为，以 24 年为基础，归母净利润 CAGR 不低于 11.0%，目标设置以 11.0%、11.0% 展示，此处归母净利润为剔除并购重组及资本运作影响后的归母净利润

数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

本轮渠道年末的平均库存较上一轮多约 1%。2022-2024 年年末的平均库存约为 2.24 个月，对比 2016-2018 年的 2.07 个月，多了 0.17 个月，即多了 1.41%，相应 2024 年平均经销商积压库存或打款量需增加 5.65 万元/家，因为年末打款发货一般发在次年，一是为春节做准备，二是为了让生产日期更为新鲜，则 22-24 年的 Q1 收入的平均占比需比 16-18 年的 Q1 多 1pct 左右，从季度收入占比来看，22-24 年的 Q1 收入占比平均为 28.4%，16-18Q1 为 27.5%，相应提升 0.9pct，基本匹配。

图20、22-24 年 Q1 的平均收入占比比较 16-18 年的 Q1 提升约 1pct



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

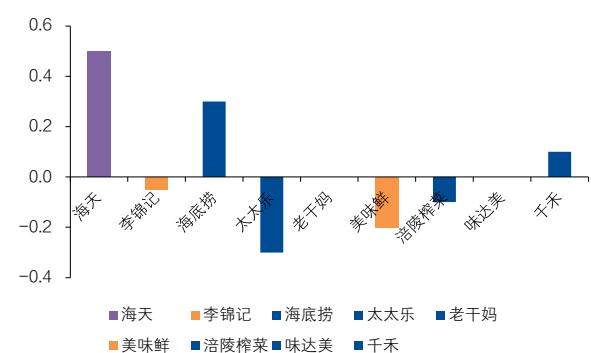
当下环境为什么能以略高的平均库存运作？ 1) 餐饮行业承载量在逐步地恢复，虽然速度较为缓慢，但也帮助渠道库存向终端及消费者端转移；2) 居民侧调味品的收入变化则更为显著地验证了社会库存的前置，23 年更多为库存消化年，同时受舆情事件影响，居民端消费量短期下滑 4.65%，但在零添加等概念产品热度提升背景下，产品结构向上提振，均价上升 0.14%，24、25 年消费量均保持稳中略升，餐饮侧销量的恢复则更为明显；3) 居民端头部企业份额存在明显切换，即龙头借助渠道优势在竞对遇到瓶颈时，收割份额；4) 针对居民消费的多样性，海天持续推新，酱油占收入比重持续下降，除调味酱、蚝油外，积极开拓醋、调味汁、辣豆豉等产品。

图21、24、25年居民端调味品开启行业性渠道库存新周期



数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、海天零售端份额存在明显存量切换



*注：图为2025年市占率较2022年变化PCT

数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

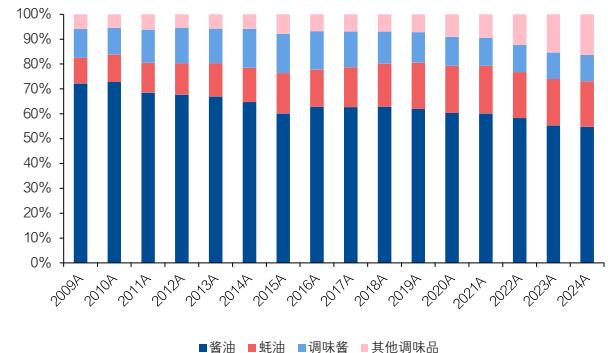
图22、餐饮侧调味品消费量也于24、25年呈现小幅恢复



*注：图为销量的YOY数据

数据来源：欧睿，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、海天产品多样化程度逐年提升



*注：图为海天分品类的收入占比

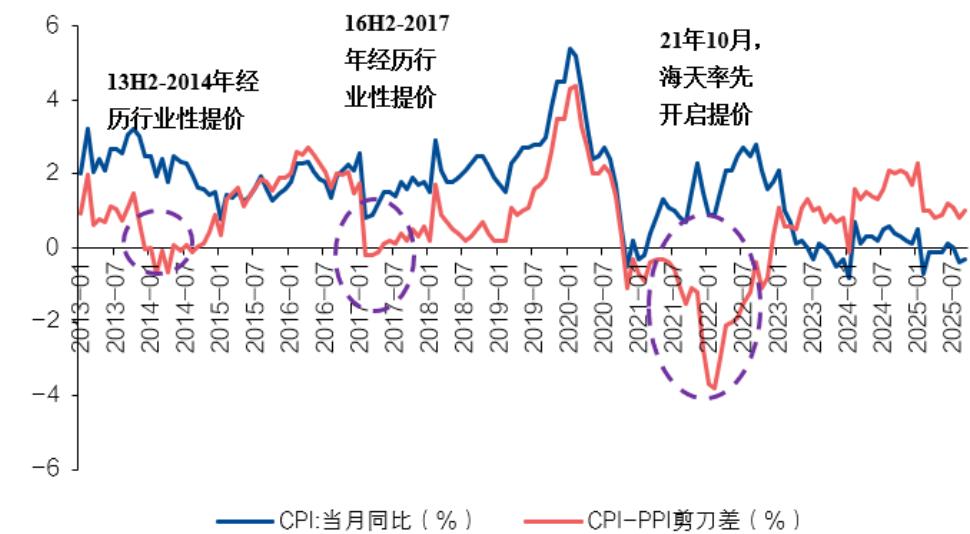
数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

二、从毛利率改善看内掘效率

(一) 成本只是提价诱因，提价成功与否需要通胀背景及消费者意愿支撑

除成本红利外，历史上提价贡献了较大毛利弹性，而成本上涨为调味品企业直接提价的驱动力。我们拆分了调味品企业龙头海天味业的成本构成，其中大豆和白糖作为调味品生产的主要农业原料，占成本的比重达30%以上。同时，我们回溯了过去五年主要调味品企业的提价时点，发现调味品企业提价的时点趋同：2013年底-2014年，中炬高新、恒顺醋业、海天味业分别提价；2016年下半年-2017年初，恒顺醋业、涪陵榨菜、海天味业及中炬高新提价，2021年下半年到2022年上半年，海天率先开启提价。

图25、CPI-PPI<0 时，企业一般会选择开启提价窗口



数据来源：wind, 国家统计局, 兴业证券经济与金融研究院整理

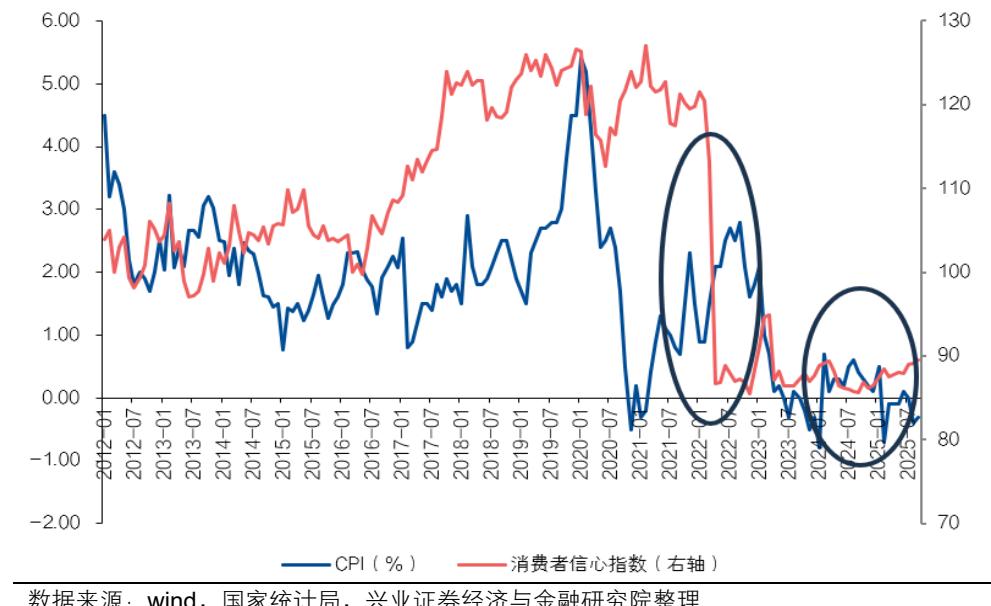
表2、调味品企业历史提价梳理表

公司	提价时间	提价范围	提价幅度
恒顺醋业	2014年初	主力醋产品	9%
	2016年中	19款主力产品	9%
	2019年1月	五大系列产品	6.5%-15%
	2021年11月	大部分产品	5-15%
涪陵榨菜	2016年7月1日	11款产品	8-12%
	2017年2月9日	9款产品	15-17%
	2017年11月	脆口及主力榨菜减包装	10-17%
	2018年10月29日	7款产品	10%
	2020年5-6月	流通主力榨菜改规格	8%
	2020年12月初	提商超出厂价	15%
海天味业	2021年11月	大部分产品	3-19%
	2010年底	酱油产品	约4%
	2012年三季度	60%产品	约为4-5%
	2014年11月	多数产品	约为4-5%
	2017年1月	多数产品	约为5%
中炬高新	2021年10月	三大品类多数产品	3-7%，平均5-6%
	2013年7月	厨邦及美味鲜全线产品	约为5%
	2017年3月初		5-6%
	2021年5月	餐饮渠道大包装酱油、鸡精粉等10+产品	约3%
千禾味业	2021年11月	70%以上产品	3-10%
	2017年3月	全线产品	8%
	2021年11月	流通的中低端产品，收入占比30%	5%
	2022年4月	高鲜酱油产品（占酱油收入比重20%，酱油占整体比重60%）	13%

数据来源：公司公告，中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

提价成功与否还需看是否处在消费端能承载的通胀通道中。复盘之间的两轮提价，除成本侧的直接催化外，均处于通胀背景中。而 2021 年 10 月由海天率先开启的行业性提价，后续被认定为失败，提价幅度最后并未如期转移至消费者端，而是被反向输送回了企业侧，渠道相对高库存的累加倒逼出厂端以费用或补贴等形式返还利润点，原因则在于疫情后消费信心的显著下降，即因对未来经济环境的不确定性，而适当削减当下的消费。当前 CPI 显示弱通缩向温和通胀转移，消费者信心也存在弱恢复，企业在当前环境中尚不具备直接提价的能力，但预计消费者对于品质产品的接受度在逐步恢复，企业可通过产品结构的优化一定程度抬高均价。

图26、结合消费者信心指数及温和通胀的展望，预计消费者对品质产品的接受度在恢复

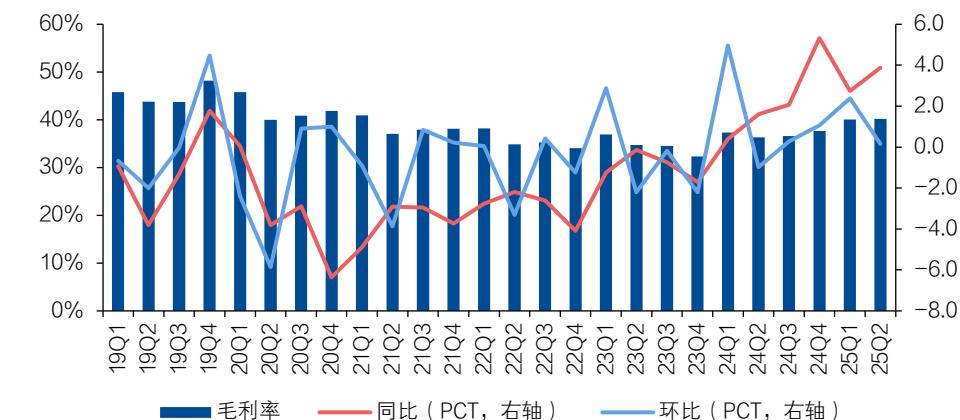


数据来源：wind，国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）“灯塔工厂”——供应链效率的极致优化

23Q1 起，公司毛利率维持同比改善趋势，除大豆、包材等原材料的成本红利外，公司在生产端极致的供应链效率提升预计也起到了较大作用，2025 年 1 月 14 日入选全球的“灯塔工厂”，代表工业 4.0 智能制造的顶尖水平，全球累计 189 座“灯塔工厂”主要集中在光伏、汽车等高科技行业，因此海天的入选更显得出类拔萃。

图27、2023年起毛利率同比改善趋势显著且具备持续性



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

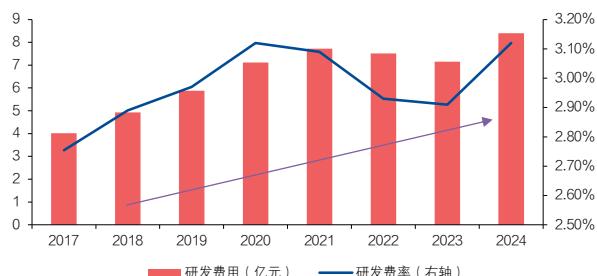
表3、海天灯塔工厂的AI应用情况

AI应用	智能化生产
AI 豆脸	对每年 2.5 万亿颗黄豆进行全检，精准识别并剔除杂质，从源头保障品质，同时也可减少检验人员配置
AI 电子鼻	替代老师傅的嗅觉，通过智能嗅觉系统构建“酱油香气库”，对酱油香气进行智能评级
AI 精准灌装	解决高速灌装（最快每小时 5.2 万瓶）过程中的精度问题，确保份量精准，减少损耗
AI 冷冻机组	通过智能建模动态优化参数，使电单耗下降超 20%，节能效果显著

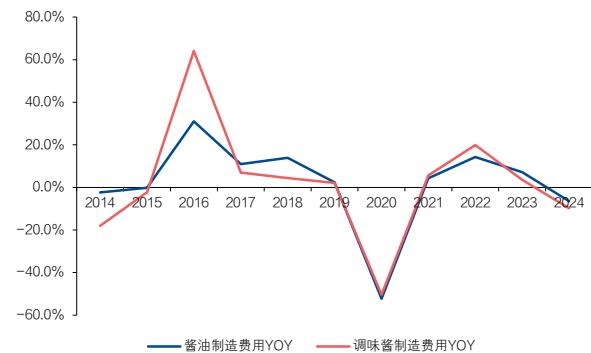
数据来源：南方+新闻公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）研发投入仍在提升，生产效率更进一步

公司上市至今研发端的投入就呈现持续加大的趋势，考虑为获评“灯塔工厂”所做的技术侧的优化升级，我们预计公司生产效率同步提升，如发酵菌种的迭代优化、生产人员配置的减少及精细化小产线的配套改造。其他业务收入中酱油的加工副产品酱渣销售占比较高，但 2023 年开始相关业务收入占比呈现下降趋势，侧面说明了菌种使用带来生产端效率的进一步提升，相应加工副产品比例下降，此外，酱油、调味酱的制造费用吨成本均在 2024 年呈现较大幅度的下降，与海天为满足当下市场需求，在规模与柔性产线的平衡优化有关。

图28、海天研发投入不断加大


数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图29、24年两大核心品类的生产效率仍在提升


数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

三、海外新篇开启，从龟甲万看估值

（一）H股上市，开启海外扩张新篇章

知名基石参与，海外扩张新篇启动。海天味业H股于2025年6月19日在香港联交所上市，发行定价为36.30HKD，部分行使超额配股权后，最终发行2.91亿股H股，合计募资净额约104.47亿元港元，此次发行汇聚了8家知名基石投资者，包括高瓴资本(HHLR Advisors)、新加坡政府投资公司(GIC)、加拿大皇家银行、源峰基金、瑞银资管、博裕资本、红杉中国和佛山发展，基石投资者合计认购近47亿HKD，约占发行股份数的46.08%（未部分行使超额配股权的发行量）。在公司发展重回良性轨道之际，加快海外市场扩张，计划在印尼、欧洲等地建立生产基地，目标为3年内海外市场的收入占比提升至15%。

表4、海天港股受到著名基石认可认筹

基石投资者	投资总额 (万, USD)	发售份额 数目(万股)	假设超额配售 股权未获行使		假设超额配售股 权获悉数行使	
			占发 售股 份的 比例 (%)	占发 售股 份的 比例 (%)	占发 售股 份的 比例 (%)	占发 售股 份的 比例 (%)
HHLRA (高瓴资本)	350	7563.6	27.11	1.30	23.57	1.29
GIC(新加坡政府投资)	60	1296.6	4.65	0.22	4.04	0.22
RBC (加拿大皇家银行)	50	1080.5	3.87	0.19	3.37	0.18
源峰基金	50	1080.5	3.87	0.19	3.37	0.18
UBS AM Singapore (瑞银资管)	30	648.3	2.32	0.11	2.02	0.11
Supercluster Universe Limited (博裕资本)	30	648.3	2.32	0.11	2.02	0.11
HSG Growth (红杉中国)	15	324.15	1.16	0.06	1.01	0.06
佛山发展	10	216.1	0.77	0.04	0.67	0.04
总计	595	12858	46.08	2.20	40.07	2.19

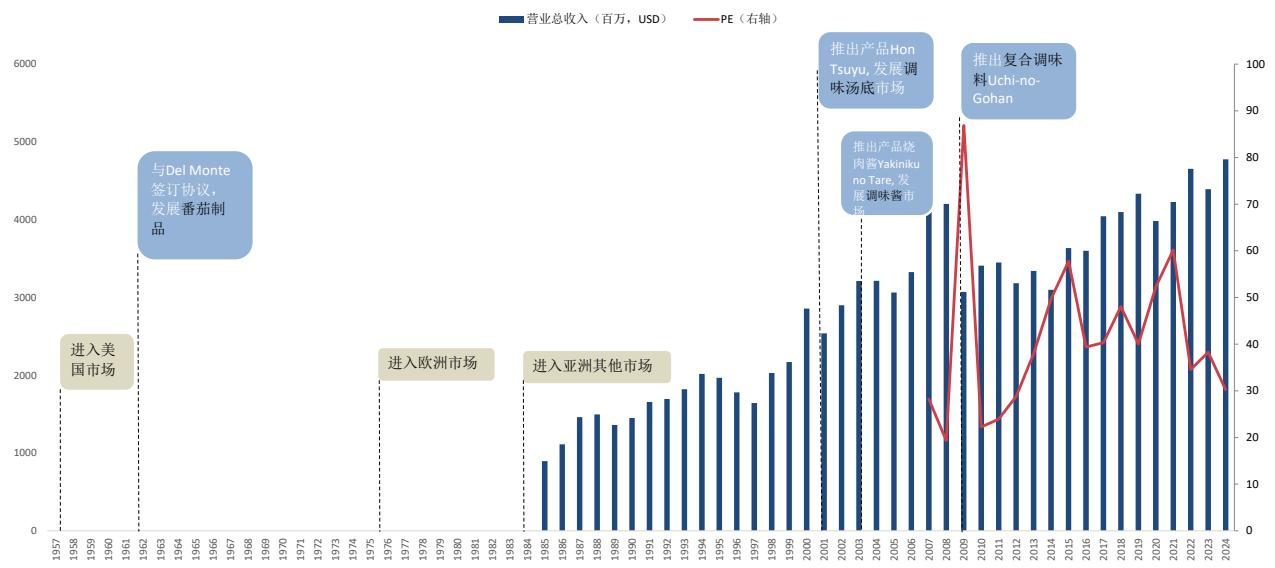
*注：已知海天港股发售量调整权获得行使，发行价格为 36.3HKD/股

数据来源：wind，海天港股招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）龟甲万：较高的估值支撑背后是出海与品类开拓的成功

龟甲万的扩品路径：酱油-调味酱-调味料。我们梳理了日本企业龟甲万的发展历程，发现其调味品业务上按照酱油-调味酱-调味品的路径进行扩品。龟甲万诞生于17世纪中期的千叶县野田市，至20世纪中期以酱油业务为主。1957年通过出口进入美国市场，1961年公司开始生产番茄类制品，并开始进入欧洲及亚洲市场，1973年在美国市场的渠道铺设、消费教育搭建的相对完善的阶段，龟甲万于美国威斯康星设立第一家海外酱油工厂。20世纪末期在调味品的品类扩张方面开始提速，1997年推出产品 Hon Tsuyu 开始涉足调味汤底市场，1997年推出 Yakiniku no Tare 发展调味酱市场，2002年推出复合调味料 Uchi no Gohan 产品。2017年龟甲万的财报显示，其酱油品类收入占比不足30%，酱油及调味酱的合计收入占比仅为51%，且较2008年的占比呈现下滑。时至今日，龟甲万已由早年的酱油企业变为一家涉足调味品、酒水及食品的综合性企业。

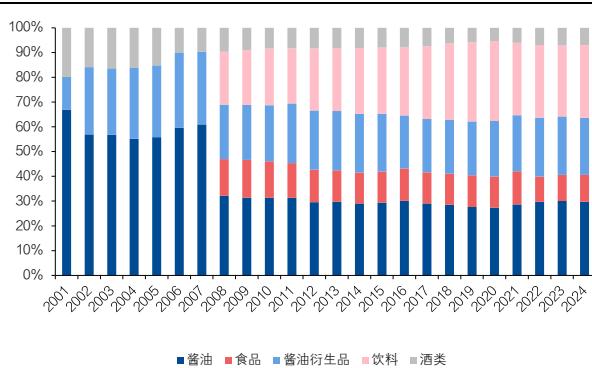
图30、龟甲万的扩张、扩品路径



*注：1984年以前的数据 Bloomberg 暂无法导出，06年前数据导出自 Bloomberg，06年及以后数据导出自 wind，汇率使用导致绝对值可能存在一定差异；龟甲万 2009 年 10 月 1 日转成控股公司，20 年前用 JGAAP，20 年开始用 IFRS，均导致数据连贯性存在一定断档；2000 年及以前的财年末为 12 月，2001 年起财年末为次年 3 月

数据来源：Bloomberg, wind, 公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

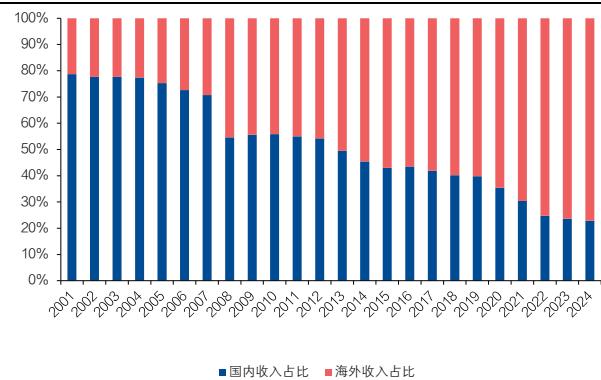
图31、龟甲万品类扩张趋势持续



注：图为本土市场产品品类的收入占比，08 年前未披露本土/海外市场分品类的收入情况，因此数据为龟甲万整体，08 年后则为本土市场的产品收入占比情况；龟甲万 2009 年 10 月 1 日转成控股公司，20 年前用 JGAAP，20 年开始用 IFRS

数据来源：Bloomberg, 公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、龟甲万海外市场的收入贡献 13 年已超过日本本土市场



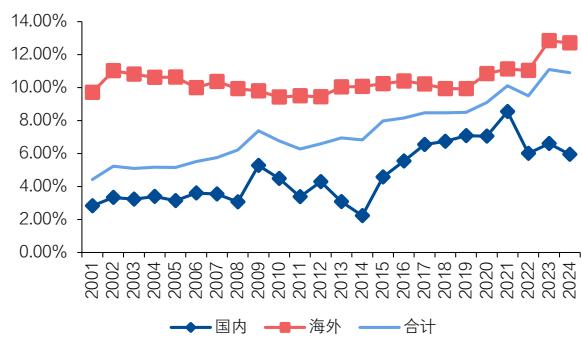
注：龟甲万 2009 年 10 月 1 日转成控股公司，20 年前用 JGAAP，20 年开始用 IFRS

数据来源：Bloomberg, 龟甲万官网, 公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

30xPE 估值支撑的背后，是海外扩张的成功与产品的多元化。2024 年龟甲万静态 PE 为 30.3x，2025 年静态 PE 为 21.6x (收盘价为 2025 年 11 月 14 日)，25 年 PE 的回调除资金风格变化外，预计主要受财务表现不及预期的影响，但复盘历史来看，龟甲万 07-24 年 PE 均值为 41x，估值溢价显著，分析背后原因，在一个平稳增长的行业里，龟甲万通过海外扩张和产品多元化获取超过行业的增长，24 年其海外收入占比高达 77.9%，且海外市场营业利润率显著高于大本营，达

12.7%，海外市场营业利润贡献占比为 90.8%，通过前期出口搭建渠道网络及产品矩阵，后期通过建厂叠加本地口味调整的策略成功深耕海外市场，2024 年龟甲万在日本本土的酱油市占率达 33.0%，在美国家庭酱油的市占率则达到 57.4%，并在其 2024 年(FY2025)新经营规划中设定了 2025-2027 年(FY2026-FY2028) 5%以上的年均销售增长目标(排除外汇汇率波动影响，下同)、2027 年(FY2028) 10%以上的营业利润率目标及 2027 年 (FY2028) 12%以上的 ROE 目标，其中日本大本营的年均销售增长目标为 4%，2027 年营业利润率为 7%，海外酱油业务销售增长 CAGR 为 6%，海外食品零售批发增长 CAGR 为 5%，增长规划清晰。

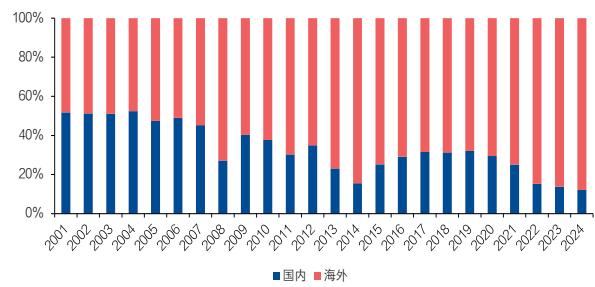
图33、龟甲万 24 年海外营业利润率为 12.7%，显著高于大本营市场



注：龟甲万 2009 年 10 月 1 日转成控股公司，20 年前用 JGAAP，20 年开始用 IFRS

数据来源：龟甲万官网，公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

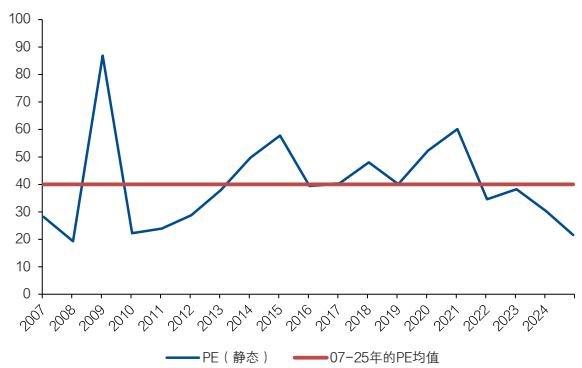
图34、24 年龟甲万海外营业利润贡献占比为 90.8%，利润大部分来自海外



注：龟甲万 2009 年 10 月 1 日转成控股公司，20 年前用 JGAAP，20 年开始用 IFRS

数据来源：龟甲万官网，公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

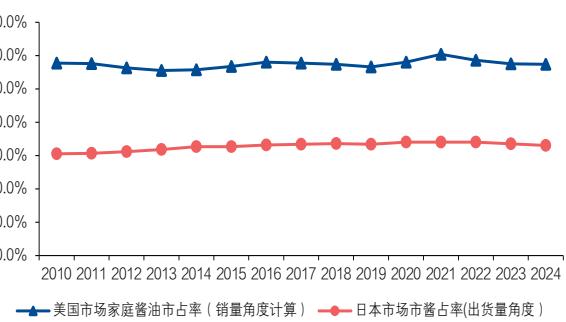
图35、24 年龟甲万静态 PE 为 30.3x，07-24 年的 PE 均值为 41x，溢价显著



*注：2025 年 PE (静态) 对应收盘价为 2025 年 11 月 14 日

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图36、龟甲万在美国家庭酱油市场的市占率超过 50%



数据来源：龟甲万官网，公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与投资建议

假设餐饮行业维持弱 β 恢复 (0-5%)，CPI 进入温和通胀通道 (>0%)，经济维持较为平稳的发展 (0-5%)，海天国内业务在餐饮侧渗透缓慢提升、居民端产品多样化培育持续推进的过程中，叠加针对竞对侧的份额切割，及海外市场的持续开拓，预计海天未来 3 年可保持中高个位数的收入增长 (5-10%)；利润侧，除供应链效率提升逻辑的持续贡献，如果 CPI 及消费者意愿恢复较为良性，即便在成本上涨的大背景下，行业性的提价逻辑也并未被证伪，则利润仍可以略快于收入的增速呈现。

表5、海天收入分产品预测

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
酱油	13,757.88	14,388.90	15,382.40	16,561.53
YOY	8.87%	4.59%	6.90%	7.67%
销量 (万吨)	256.55	277.07	295.08	312.78
YOY	11.6%	8.0%	6.5%	6.0%
均价 (元/吨)	5,362.74	5,193.25	5,212.98	5,294.89
YOY	-2.5%	-3.2%	0.4%	1.6%
酱类	2,668.95	2,858.07	3,074.97	3,311.03
YOY	9.97%	7.09%	7.59%	7.68%
销量 (万吨)	32.18	35.71	38.21	40.89
YOY	13.5%	11.0%	7.0%	7.0%
均价 (元/吨)	8,295.09	8,002.59	8,046.67	8,097.55
YOY	-3.1%	-3.5%	0.6%	0.6%
蚝油	4,615.20	4,938.27	5,432.10	5,975.31
YOY	8.56%	7.00%	10.00%	10.00%
销量 (万吨)	93.08	102.39	111.61	121.65
YOY	8.1%	10.0%	9.0%	9.0%
均价 (元/吨)	4,958.14	4,822.92	4,867.17	4,911.82
YOY	0.4%	-2.7%	0.9%	0.9%
其他调味品	4,085.76	4,453.47	4,987.89	5,536.56
YOY	16.75%	9.00%	12.00%	11.00%
占比	15.19%	15.55%	16.00%	16.27%

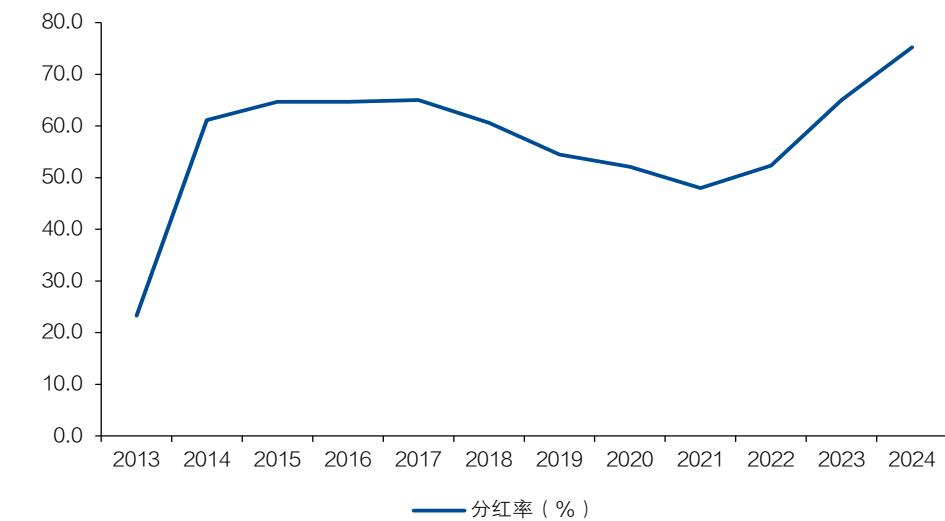
*注: 标红为预测值

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理与预测

- 投资建议:**基础调味品竞争格局稳定，公司核心竞争力突出，并不断延伸品类。虽短期餐饮恢复曲线较为平缓，碎片化需求迭出，且性价比需求提振，但公司也在积极调整团队，加强定制化需求投入，内掘效率获评“灯塔工厂”等，谋求市场份额回补，2024 年为“四五”规划（第四个五年规划）首年，效用初显；中长期看，消费升级+餐饮壁垒+品类全国化组合拳仍具备竞争力，且出海具备想象空间，看好公司市占率的稳中有升。我们根据公司最新财报，调整了盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入为 286.42/311.82/340.34 亿元，同比 +6.5%/+8.9%/+9.1%，归母净利润 70.12/78.21/87.39 亿元，同比 +10.5%/+11.5%/+11.7%，对应 2025 年 11 月 14 日收盘价，公司 2025-2027 年 PE 为 32.1/28.7/25.7x，维持“增持”评级。海天账面现金较多，账面现金一

般不应给予估值溢价，我们用市值扣除账上净现金计算估值，则海天 26 年 PE 为 24x。若海天海外扩张蓝图推进顺利，26 年港股 PE 为 23x，考虑当前海天出海仍处发展初期，后续具备较大潜力，较 2024 年正常年份龟甲万的 30xPE，我们认为向下的估值支撑较为强力，向上的空间也可预期。

图37、24 年分红比例超过 70%



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表6、剔除账上净现金，25 年 PE 估值为 28x，向下有支撑

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	29732.31	29089.83	35957.89	43724.66
流动负债	324.23	377.06	415.94	439.48
非流动负债	33.20	22.48	0.87	5.87
账上净现金	29374.88	28690.30	35541.09	43279.31
市值-账上净现金	195452.20	196136.80	189286.00	181547.80
对应 PE 估值	31	28	24	21
对应 H 股 PE 估值	-	21	18	15

*估值使用收盘价日期为 2025 年 11 月 14 日

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理与预测

表7、调味品企业剔除净现金后的 PE 对比

单位: 百万元	海天味业	中炬高新	千禾味业	涪陵榨菜	天味食品	宝立食品
现金及现金等价物	29089.8	1729.6	1780.9	7737.7	2843.0	787.3
流动负债	377.1	181.7	94.3	500.8	211.0	220.3
非流动负债	22.5	50.1	0.0	0.0	100.0	0.0
账上净现金	28690.3	1497.9	1686.6	7236.9	2532.0	567.0
市值	224827.1	14534.8	13104.6	15589.4	13930.2	6388.2
市值-账上净现金	196136.8	13036.8	11418.0	8352.5	11398.2	5821.2
25 年归母净利润	7011.7	504.8	400.8	819.2	640.1	257.8
对应 PE 估值	28.0	25.8	28.5	10.2	17.8	22.6

注: 考虑现金流量表及资产负债表预测的准确度问题, 表中使用 2025 年预测数据, 而非 26 年; PE 对应收盘日期为 2025 年 11 月 14 日

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理与预测

五、风险提示

- 1、宏观经济波动影响消费。**经济波动影响大众消费力, 导致餐饮恢复持续低于预期进展, 居民侧消费的对比支出更加慎重, 增长韧性不及预期。
- 2、食品安全风险。**调味产品生产、运输过程中可能存在食品外漏、损坏、污染等风险。
- 3、原材料成本持续上涨。**调味品材料大豆、盐、糖、包材等价格波动会影响生产成本, 若原材料价格大幅上涨, 结构升级与产品提价可能无法有效覆盖成本上涨或拖累收益不及预期。

附表

资产负债表

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	32842	32541	39752	47860
货币资金	22115	20547	26400	33055
交易性金融资产	7618	8543	9558	10670
应收票据及应收账款	243	251	278	302
预付款项	34	30	32	36
存货	2525	2709	2915	3139
其他	308	462	569	659
非流动资产	8016	14647	14546	14171
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5055	5261	5204	4899
在建工程	1476	1377	1275	1180
无形资产	875	992	1087	1177
商誉	113	94	52	9
其他	498	6922	6928	6906
资产总计	40858	47188	54298	62031
流动负债	8986	9494	10479	11342
短期借款	293	340	379	403
应付票据及应付账款	1947	1933	2133	2297
其他	6746	7221	7968	8642
非流动负债	471	464	440	442
长期借款	33	22	1	6
其他	438	442	439	436
负债合计	9456	9959	10919	11784
股本	5561	5852	5852	5852
未分配利润	22962	27438	32398	37938
少数股东权益	507	519	536	553
股东权益合计	31402	37229	43379	50247
负债及权益合计	40858	47188	54298	62031

现金流量表

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	6344	7012	7821	8739
折旧和摊销	906	1351	1590	1824
营运资金的变动	172	114	604	498
经营活动产生现金流量	6844	8622	10045	11089
资本支出	-1559	-1526	-1483	-1442
长期投资	-2981	-925	-1015	-1112
投资活动产生现金流量	-3776	-8994	-2490	-2543
债权融资	-109	37	14	25
股权融资	0	291	0	0
融资活动产生现金流量	-4002	-1225	-1702	-1891
现金净变动	-934	-1568	5853	6655

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26901	28642	31182	34034
营业成本	16948	17688	18992	20565
税金及附加	228	233	255	281
销售费用	1629	1719	1805	2024
管理费用	590	630	679	746
研发费用	840	856	938	1034
财务费用	-509	-643	-595	-769
投资收益	19	11	13	14
公允价值变动收益	219	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-100	-5	-5	-5
营业利润	7507	8340	9311	10380
营业外收支	7	4	2	4
利润总额	7513	8344	9313	10385
所得税	1157	1320	1474	1629
净利润	6356	7025	7838	8756
少数股东损益	12	13	17	17
归属母公司净利润	6344	7012	7821	8739
EPS(元)	1.08	1.20	1.34	1.49

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	9.5%	6.5%	8.9%	9.1%
营业利润增长率	11.3%	11.1%	11.6%	11.5%
归母净利润增长率	12.8%	10.5%	11.5%	11.7%
盈利能力				
毛利率	37.0%	38.2%	39.1%	39.6%
归母净利率	23.6%	24.5%	25.1%	25.7%
ROE	20.5%	19.1%	18.3%	17.6%
偿债能力				
资产负债率	23.1%	21.1%	20.1%	19.0%
流动比率	3.65	3.43	3.79	4.22
速动比率	3.34	3.10	3.47	3.89
营运能力				
资产周转率	67.9%	65.1%	61.5%	58.5%
每股资料(元)				
每股收益	1.08	1.20	1.34	1.49
每股经营现金	1.17	1.47	1.72	1.89
估值比率(倍)				
PE	35.4	32.1	28.7	25.7
PB	7.3	6.1	5.2	4.5

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

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

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本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。本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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn