

海天味业 (603288.SH) 稳中求进, 强者恒强

2020年04月22日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 增持 (首次)

张宇光 (分析师)

逢晓娟 (联系人)

叶松霖 (联系人)

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

yesonglin@kysec.cn

证书编号: S0790520030003

证书编号: S0790120040011

证书编号: S0790120030038

日期	2020/4/21
当前股价(元)	124.99
一年最高最低(元)	135.88/82.50
总市值(亿元)	3,375.19
流通市值(亿元)	3,375.19
总股本(亿股)	27.00
流通股本(亿股)	27.00
近3个月换手率(%)	10.85

● 行业龙头优势明显, 首次覆盖给予“增持”投资评级

海天味业优势在于覆盖全国的市场网络、较强的渠道推力, 以及领先的品牌力。预计2020-2022年公司归母净利润分别为63.2亿、73.7亿、85.6亿, EPS分别为2.34、2.73、3.17元, PE分别为53、46、39倍。公司估值体系包含永续增长思维, 即给予业绩持续性以估值溢价。考虑到海天品牌与渠道优势长期存在, 公司不断强化竞争实力, 多品类发展市场份额仍可扩张。首次覆盖给予“增持”投资评级。

● 调味品行业量价齐升, 集中度有望持续提高

我们估算调味品行业市场规模约2500亿, 成长驱动因素: 量增主要在于餐饮市场快速发展以及调味品类不断细化; 价升源于直接提价与结构升级。调味品子行业差异较大, 不同子品类又形成单独竞争格局。整体看行业集中度较低, CR10为29.5%, 龙头市场份额仍可提升。行业未来有消费升级与品类多元化趋势, 随着渠道竞争逐渐向品牌竞争过渡, 具有渠道与品牌双重优势的企业将脱颖而出。

● 依靠大单品突破, 多品类扩张并行

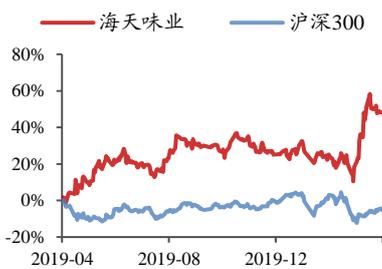
海天味业依靠大单品突破, 打开渠道通路, 如凭借草菇老抽打开餐饮市场, 成为行业经典案例。目前公司已形成5个十亿元以上大单品, 卡位主流价格带。设置超高端系列产品, 静待消费升级风口。酱油、蚝油、调味酱三大成熟品类内部升级细分, 延长产品生命力; 食醋、料酒等新品类不断推进, 逐渐形成多个小品类龙头。同时配合广告冠名综艺节目, 进行品牌形象提升, 共同推动多品类扩张并行。

● 市场全国布局, 渠道精细化管理

海天味业率先实现全国布局, 地级市场100%覆盖, 县级市场深度开发。渠道细化是公司持续执行的战略, 成熟区域通过调结构、细化覆盖等方式抢占市场份额; 非成熟地区持续下沉提高品项渗透率。公司通过先款后货、绑定利益等方式强化渠道管理, 形成较大推力; 同时对内部销售人员采取高激励高压力的政策, 充分调动员工积极性, 与经销商形成合力, 促进公司成长。

● 风险提示: 原料价格波动风险、宏观经济风险、新品或市场推广不及预期风险。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,034	19,797	22,766	26,128	29,806
YOY(%)	16.8	16.2	15.0	14.8	14.1
净利润(百万元)	4,365	5,353	6,318	7,370	8,562
YOY(%)	23.6	22.6	18.0	16.7	16.2
毛利率(%)	46.5	45.4	45.0	45.1	45.3
净利率(%)	25.6	27.0	27.7	28.2	28.7
ROE(%)	31.4	32.3	31.6	30.1	28.6
EPS(摊薄/元)	1.62	1.98	2.34	2.73	3.17
P/E(倍)	77.3	63.1	53.4	45.8	39.4
P/B(倍)	24.3	20.4	16.9	13.8	11.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司简介：专注于调味品生产销售的行业龙头.....	4
1.1、 专注于调味品生产销售，龙头地位稳固.....	4
1.2、 股权结构：民企体制，高管及核心员工均有持股.....	4
1.3、 酱油是公司主要收入与利润来源.....	5
2、 调味品：量价齐升好行业，龙头份额仍可提升.....	5
2.1、 量价齐升，成长稳健.....	5
2.2、 子行业竞争环境各异，龙头市占率仍可提升.....	7
2.3、 行业展望：市场整合加速，集中度将提高.....	11
3、 海天味业：领先优势明显，龙头地位稳固.....	11
3.1、 看历史：战略领先市场，逐渐成为行业龙头.....	11
3.2、 产品：优势单品突破，多品类扩张并行.....	13
3.3、 渠道：全国布局，精细化管理.....	15
3.4、 提升品牌形象，向品牌溢价时代过度.....	17
3.5、 规模优势显著，成本控制有效.....	19
4、 盈利预测与投资建议.....	20
5、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1： 海天味业 2010 年-2019 年收入复合增速约 15%.....	4
图 2： 海天味业为民营体制，管理层高比例持股.....	5
图 3： 2019 年酱油占公司营收比例 58.7%.....	5
图 4： 2019 年酱油占公司毛利比例 65.1%.....	5
图 5： 2015 年 1-10 月调味品行业营收 2303 亿.....	6
图 6： 2019 年调味品行业市场规模 1282 亿.....	6
图 7： 餐饮市场保持较快增长.....	6
图 8： 网上外卖用户数量逐年增加.....	6
图 9： 调味品龙头海天味业市占率约 7.5%.....	7
图 10： 调味品行业龙头市占率最低.....	7
图 11： 2015 年 1-10 月酱醋及类似制品规模 796 亿.....	7
图 12： 2019 年酱油行业零售规模约 800 亿.....	7
图 13： 酱油行业产量增速逐年放缓.....	8
图 14： 估算海天味业酱油市占率约 25%.....	8
图 15： 估算龟甲万酱油市占率约为 33%.....	8
图 16： 2011 年后食醋行业产量保持低个位数增长.....	9
图 17： 海天味业蚝油销量市占率约 72%.....	10
图 18： 海天味业蚝油收入市占率约为 64%.....	10
图 19： 2017 年调味品协会百强企业调味酱产量 82 万吨.....	10
图 20： 估算 2016 年调味酱行业 CR3 约 19.6%.....	10
图 21： 中国城镇人口持续增加，城镇化率提升.....	11
图 22： 城镇人均可支配收入平稳增长.....	11

图 23: 海天金标生抽、草菇老抽通过升级或细分的方式来延长产品生命力	14
图 24: 调味品企业通常采用二级经销体系	16
图 25: 海天味业应收账款较少	16
图 26: 海天味业预收账款呈增长趋势	16
图 27: 海天味业品牌综合指数排名第二, 延伸发展力排名第一	17
图 28: 海天味业 2016 年销售费用增速较快	19
图 29: 海天味业 2016 年广告费用增速较快	19
图 30: 海天味业毛利率持续提升	19
图 31: 海天味业生产线自动化程度与生产效率较高	20
表 1: 我国醋类产品区域分布明显	9
表 2: 海天味业历史悠久, 发展阶段清晰	12
表 3: 海天味业已有五大单品, 估算规模均在十亿以上	13
表 4: 海天味业已经开始多品类布局	14
表 5: 海天味业经销商数量多, 已实现全国覆盖	15
表 6: 海天味业已于 2014 年对员工进行限制性股权激励	17
表 7: 海天味业消费者触及数位于中国快消品第 4 位	18
表 8: 海天味业近年冠名大量热门综艺 (不完全统计), 望培育新一代消费者	18
表 9: 海天味业 2016 年底提价, 中炬高新与千禾味业 2017 年跟随提价	20
表 10: 收入预测: 酱油仍是主要收入增量来源	21
表 11: 可比公司估值: 海天味业高于行业平均水平	21

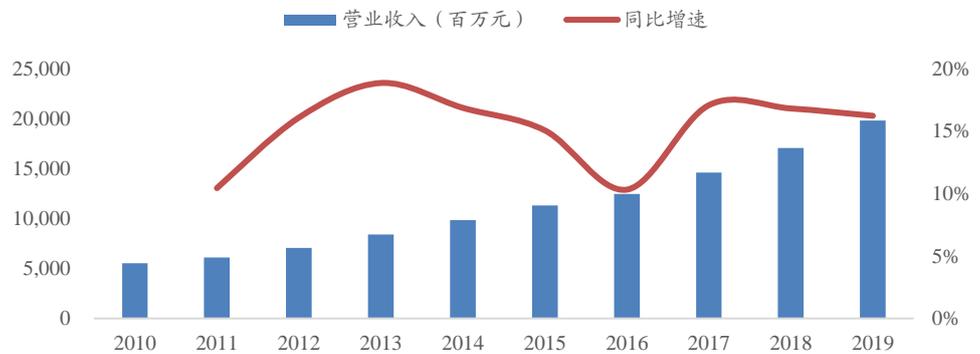
1、公司简介：专注于调味品生产销售的行业龙头

1.1、专注于调味品生产销售，龙头地位稳固

调味品龙头企业，领先优势明显。海天味业是中国调味品行业的龙头企业，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。目前生产的产品以酱油、蚝油、酱料为主，同时涵盖醋、料酒、调味汁、鸡精、鸡粉、腐乳等系列百余品种 300 多规格。海天味业在酱油行业中市占率第一，在调味品行业中市占率第一，且市场份额远超排名第二企业，龙头地位稳固。

历史悠久，稳定成长。海天味业最早溯源于“佛山古酱园”，至今已有 300 余年历史。1955 年佛山 25 家古酱园合并组建海天酱油厂，1995 年完成改制改革，变更为有限责任公司，自此进入快速发展道路。企业营收规模由 2010 年 55 亿元提升至 2019 年 198 亿元，年复合增速约 15%。

图1：海天味业 2010 年-2019 年收入复合增速约 15%

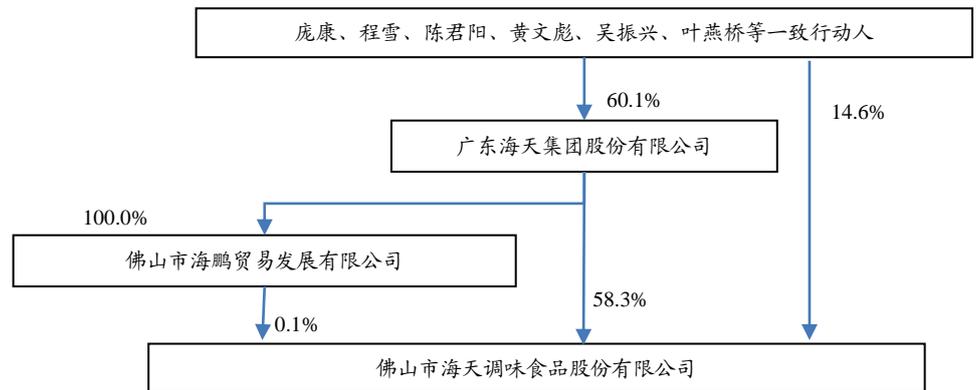


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、股权结构：民企体制，高管及核心员工均有持股

管理层高比例持股。截至 2019 年末，海天集团直接持股比例为 58.26%，并通过佛山海鹏间接持股 0.12%，合计持股 58.38%，为公司第一大股东。庞康、程雪、陈军阳、黄文彪、吴振兴、叶燕桥等为一行动人和公司实际控制人，直接及通过海天集团间接持有海天味业合计 49.65% 的股权。此外公司多数管理层均有持股，与公司利益高度绑定，有利于推动政策发展，保持公司活力。

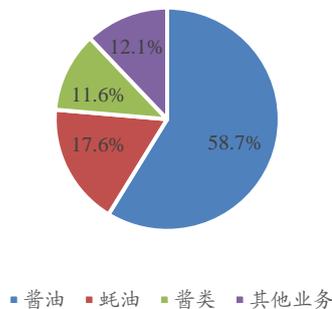
重视对高级人才的激励，员工动力充足。公司薪酬遵循“高薪、高效、高责”理念，市场化定薪，员工享受高激励同时也承担较强业绩增长压力。2014 年 11 月公司对 93 名技术、营销、生产、工程等核心骨干做了股权激励，共授予限制性股票 658 万股。高激励有利于激发和保持整个团队士气，提升员工经营动力。

图2：海天味业为民营体制，管理层高比例持股


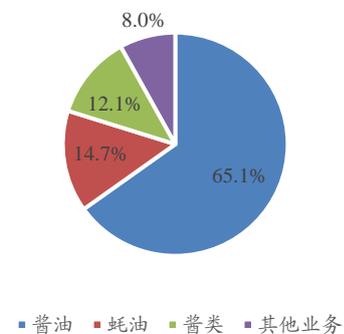
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、酱油是公司主要收入与利润来源

酱油贡献主要收入，蚝油与酱料是重要补充。2019年公司主营业务中，酱油品类占总收入比例约58.7%，占毛利比例约65.1%，是最主要的收入与利润来源。蚝油与酱料是重要的补充品类，2019年分别占总收入的17.6%、11.6%，占毛利的14.7%、12.1%。

图3：2019年酱油占公司营收比例58.7%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2019年酱油占公司毛利比例65.1%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、调味品：量价齐升好行业，龙头份额仍可提升

2.1、量价齐升，成长稳健

调味品行业数据口径众多，差别较大。我们通过不同数据的交叉验证，尽量还原行业真实情况。根据统计局公布数据，2015年1-10月调味品行业规模约2300亿，该口径为调味品企业出厂口径。根据欧睿数据，2014年至2019年，调味品市场规模由852亿增至1282亿，年复合增速为8.2%，该口径包括酱醋、酱料、蚝油等，品类少于统计局口径。我们根据欧睿数据的年复合增速，推测计算统计局口径调味品行

业规模在 2019 年应该达到 3900 亿元。考虑到统计局口径会有重复计算情况，我们剔除重复计算（参考统计局 2018 年对酱油行业数据进行调整，绝对值数据缩减为 2017 年的 63%），估算调味品行业规模应在 2500 亿元左右。按此数据计算龙头海天市占率约为 8%，也与市场普遍认同的海天味业在调味品市占率 7% 的数据较为一致。

图5：2015 年 1-10 月调味品行业营收 2303 亿



数据来源：统计局、开源证券研究所

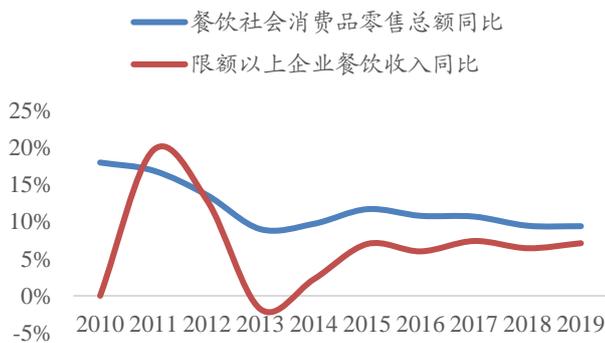
图6：2019 年调味品行业市场规模 1282 亿



数据来源：欧睿、开源证券研究所

行业量价齐增，成长逻辑清晰。 食品饮料多数子行业均经历量价齐升阶段。调味品量增主要在于餐饮市场快速发展，背后逻辑一是快节奏的生活方式以及城镇化推进使得消费者外出就餐以及外卖需求增加，二是调味品类的多元化发展。价升原因在于：一方面消费理念发生变化，消费者对于食品健康安全的重视以及美味的追求使得产品结构不断升级（例证是高鲜酱油热卖）；另一方面调味品的需求刚性以及低单价、低消费频次导致消费者价格不敏感，从而使得行业定期直接提价成为可能。

图7：餐饮市场保持较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：网上外卖用户数量逐年增加



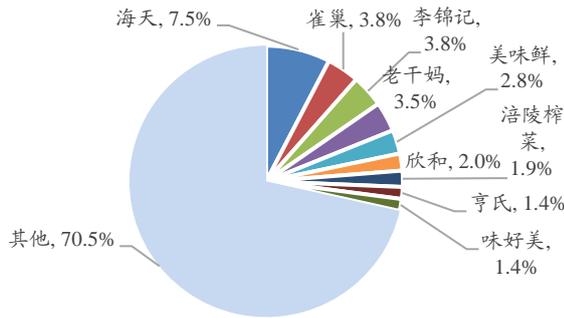
数据来源：Wind、开源证券研究所

企业加速扩张，拉近产品与消费者距离。 调味品头部企业均在加速市场扩张进程，一方面持续推进全国化，如恒顺醋业开发华东以外市场；厨邦发力华中、西南等区域；另一方面多渠道运营，如厨邦拓展餐饮渠道；千禾味业省外逐步扩张流通渠道等。此外龙头企业的渠道下沉，也让越来越多的消费者接触到品牌产品，拉近产品与消费者之间距离。

2.2、子行业竞争环境各异，龙头市占率仍可提升

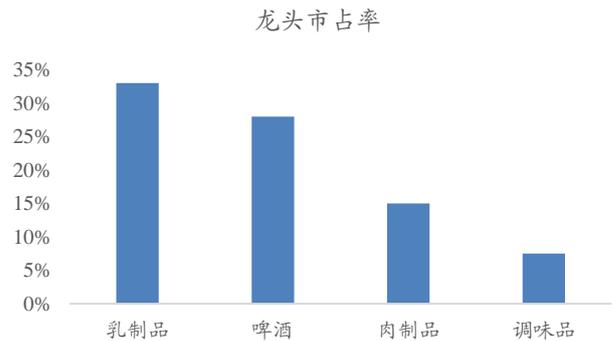
调味品行业格局较为分散。调味品处于完全竞争的市场环境，整体集中度较低。欧睿数据显示龙头海天味业市占率约 7.5%，远低于伊利股份、双汇发展、华润啤酒等龙头在各自行业的市占率水平。由于中国地区口味差异较大，不同子品类又形成单独竞争格局。全国性品牌企业、外资品牌、地方性中小企业各有市场。目前调味品行业正处于发展阶段，集中度较低，品牌企业之间的竞争尚不激烈。

图9：调味品龙头海天味业市占率约 7.5%



数据来源：欧睿、开源证券研究所

图10：调味品行业龙头市占率最低



数据来源：Wind、尼尔森、中商情报网、开源证券研究所

2.2.1 酱油：发展最为成熟，海天味业地位稳固

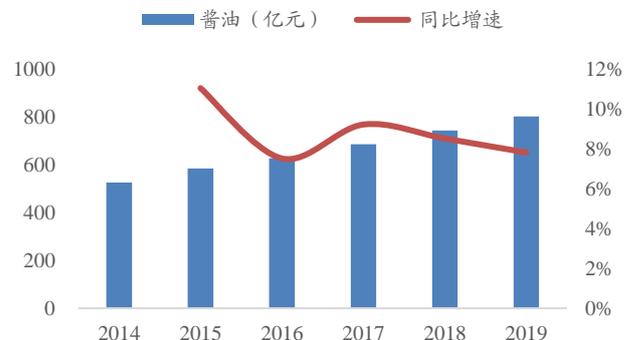
酱油是最大的调味品细分子行业。国内酱油渗透率已高，销量增速已经放缓。根据欧睿数据，2019 年酱醋零售规模约 800 亿元，估算酱油行业真实产值规模约 400 亿左右，是调味品中最大细分领域。统计局公布 2017 年酱油行业产量 910 万吨；2018 年酱油行业产量 575 万吨，同比增 4.3%。该口径差异原因是 2018 年统计局对规模以上企业口径有所调整，剔除重复计算情况，增速更具有代表意义。观测酱油行业产量增速，呈逐年放缓趋势。

图11：2015 年 1-10 月酱醋及类似制品规模 796 亿



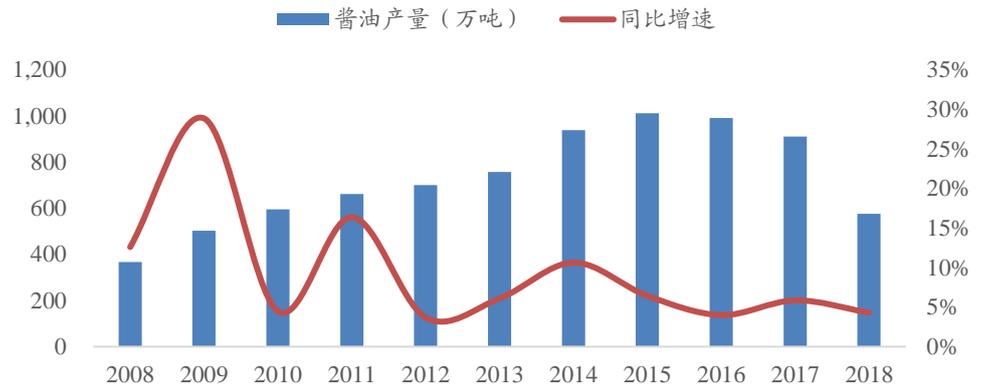
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2019 年酱油行业零售规模约 800 亿



数据来源：欧睿、开源证券研究所

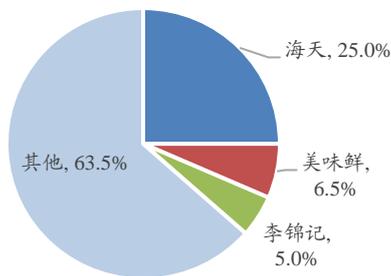
图13: 酱油行业产量增速逐年放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

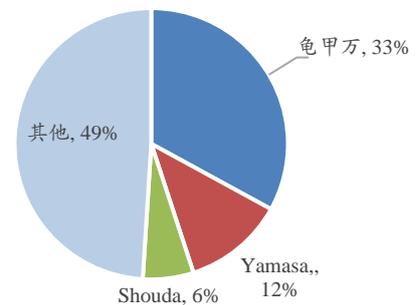
酱油行业集中度在调味品行业属于偏高水平，我们估算龙头海天市占率约 25%，一家独大。从区域分布及渠道下沉方面看，海天是唯一全国化布局企业，且覆盖 100% 地级市场、90% 县级市场。李锦记主要布局在高端餐饮，而厨邦美味鲜、千禾味业、加加食品等，尚处于全国扩张阶段。如果对比日本酱油行业市占率来看，海天味业市占率低于日本酱油龙头龟甲万 33% 水平，仍有提升空间。

图14: 估算海天味业酱油市占率约 25%



数据来源: 公司公告、前瞻产业研究院、开源证券研究所

图15: 估算龟甲万酱油市占率约为 33%



数据来源: 龟甲万官网、彭博、开源证券研究所

集中度提升，龙头收割市场。行业发生危机，通常都有利于集中度提升。如环保限制供给侧改革去产能、2020 年初的新冠肺炎疫情等，均会加速中小企业退出。龙头企业优势明显，一方面抗风险能力强；另一方面主动拓渠道、扩市场，加品类，持续扩大市场份额。

2.2.2 食醋: 平稳增长，区域性明显

食醋产业增长平稳，产业集中度有待提高。食醋行业数据口径较多，我们首先估算行业真实市场规模。据中国调味品协会显示，参与 2018 年调味品企业百强统计的食醋企业有 39 家，食醋生产总量 165 万吨，同比增 6.3%；销售收入 63.11 亿元，同比增 8.1%；吨价 3845 元。根据中国产业信息网数据，2018 年国内食醋产量约 437 万吨，假设食醋行业吨价约 3000 元，我们估算 2018 年食醋行业真实产值约为 130 亿元。

图16: 2011年后食醋行业产量保持低个位数增长


数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

由于区域口味限制, 食醋呈现明显地域特征。如北方以山西陈醋为主; 华东以镇江香醋居多; 福建等地喜好红曲醋; 四川地区多食用保宁醋。其中陈醋与香醋覆盖消费人群最广。陈醋品类中群雄割据, 行业竞争呈现小而多的特点; 香醋品类恒顺醋业一家独大。整体来看恒顺醋业为行业龙头, 占比约 10%; 山西的水塔醋业与紫林醋业分列二三位。目前龙头企业彼此竞争尚不明显, 但随着企业全国化步伐加快, 行业竞争格局也有加剧趋势。

表1: 我国醋类产品区域分布明显

食醋名称	代表品牌	区域分布
山西陈醋	水塔、紫林	北方大部分区域
镇江香醋	恒顺	华东
福建红曲醋	永春老醋	福建
阆中保宁醋	保宁醋	四川

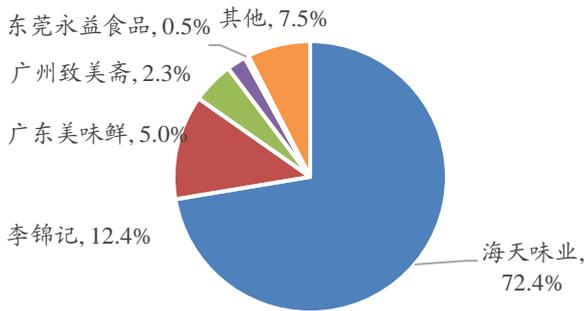
资料来源: 公司官网、开源证券研究所

2.2.3 蚝油: 处于快速成长期

根据前瞻经济网公布数据, 2017 年蚝油市场规模约 53 亿, 2011-2017 年行业年复合增速约 15%, 是调味品中增长最快的细分品类之一。原因在于蚝油正处于发展初期, 市场渗透率仍低。由于全国居民流动性增加, 广式调味品跟随粤菜的普及向全国扩散, 蚝油正由餐饮渠道走向居民家庭渠道, 由一二线城市向三四线城市流动。随着蚝油的普及, 渗透率可持续提高, 预计未来蚝油行业还将保持 10% 以上增长。

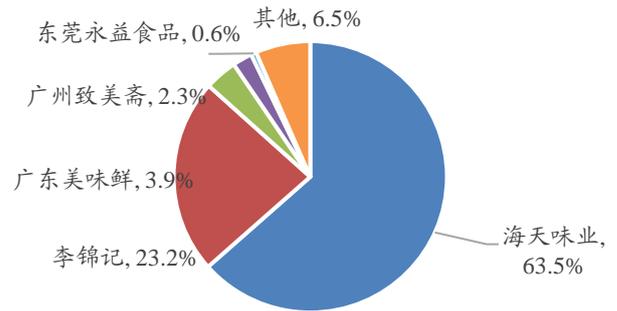
蚝油是用蚝汁熬制而成的调味料, 首先由李锦记创始人发明, 初期属于高档调味料, 多用于高端餐饮店。后期海天味业改进工艺、降低成本, 使之成为大众调味品, 并推广至全国, 成为子行业龙头。蚝油市场基本被海天与李锦记瓜分, 两家 2012 年分别占产量的 72% 与 12%, 占收入的 64% 与 23%, 产量与收入 CR2 分别为 84% 与 87%, 行业处于寡头格局, 李锦记主要占据中高端市场。但蚝油仍处于向全国扩张进程中, 市场的渗透率仍低, 全国仍存有空白地区, 给其他企业进入留下了空间。

图17: 海天味业蚝油销量市占率约 72%



数据来源: 调味品营销第一书、开源证券研究所

图18: 海天味业蚝油收入市占率约为 64%



数据来源: 调味品营销第一书、开源证券研究所

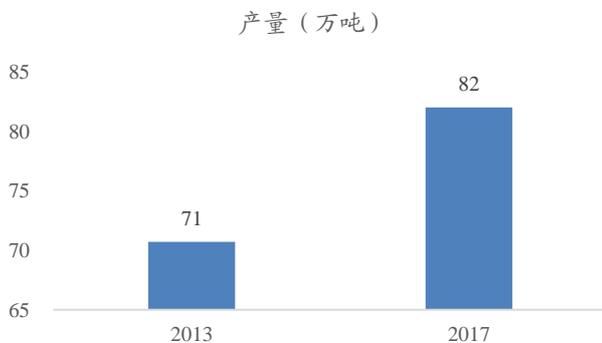
2.2.4 调味酱: 种类繁多, 行业分散

酱料可分为酿造酱、配置酱与其他酱类三种。由于调味酱细分品类多, 行业格局分散, 统计数据口径差异较大。常用数据一是调味品协会公布的百强企业数据 (2017 年调味酱产量 82 万吨, 收入规模 68 亿), 但百强企业中未包含酱料龙头老干妈、李锦记, 统计范围较小, 数据部分程度失真。二是产业前瞻网公布数据, 2016 年中国调味酱市场规模约 400 亿。我们认为后者更可能贴近产业真实情况。

调味酱市场增长主要源于: 一是酱类口味的多元化发展带动需求提升; 二是区域性酱料向全国化扩张带来渗透率提高, 典型例子是广式特征明显的海天黄豆酱向内陆城市扩展。两个驱动因素可持续, 估计短期酱料市场仍可保持较快增长。

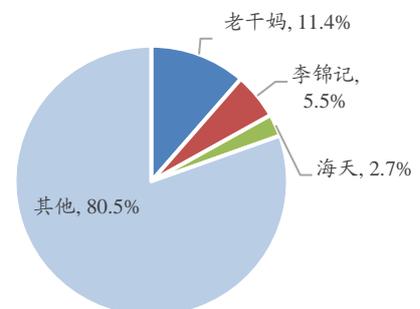
我们估算 2016 年调味酱市场 CR3 为 19.6%, 集中度偏低, 其中老干妈以 45 亿的销售额位居榜首。(1) 在辣椒酱领域, 老干妈独霸天下占据 40% 的市场份额, 剁椒市场进入门槛很低, 业内存在大量私人作坊, 整体发展潜力不大。(2) 酿造酱与配制酱整体前景看好, 市场渗透率不高, 且酱料口味很多, 虽然黄豆酱市场已被海天垄断, 但其他口味酱料竞争不明显, 发展空间广阔, 很可能出现百花齐放的局面,

图19: 2017 年调味品协会百强企业调味酱产量 82 万吨



数据来源: 调味品行业协会、开源证券研究所

图20: 估算 2016 年调味酱行业 CR3 约 19.6%



数据来源: 产业前瞻网、欧睿、开源证券研究所

2.3、行业展望：市场整合加速，集中度将提高

消费升级趋势明显。随着国家近年来大力推进城镇化，城镇人口与人均收入水平持续提升，居民消费能力越来越强。同时，近两年互联网对消费者的消费习惯不断改造，人们对饮食的要求由单一转向多元，消费者越来越偏向购买健康、营养、快捷的调味品，调味品行业消费升级趋势明显。

图21：中国城镇人口持续增加，城镇化率提升

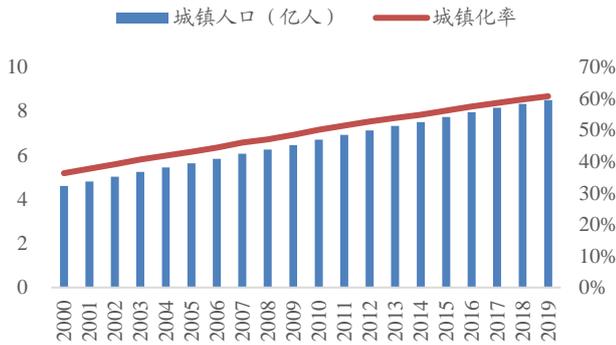


图22：城镇人均可支配收入平稳增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

行业呈现品类多元化趋势，尤其是复合调味料发展较快。随着餐饮菜系日渐丰富，调味品耗量大、频率快，厨师们往往不再满足于万金油式的调味品，而对更便捷的专用型、复合型的调味品青睐有加，同时普适型的产品也逐渐难以满足消费者对于特定菜肴的烹煮需求，这就促使了品类的多元化，尤其是复合调味料，如蒸鱼、色拉、炖肉、凉拌、红烧、面食等产品的发展。复合型调味料相比普通调味品溢价能力强，毛利率更高，逐渐成为未来调味品行业发展的一大趋势。

竞争趋势激烈，综合实力强的企业将脱颖而出。随着行业成熟度不断提高，竞争有加剧趋势。环保限制供给侧改革去产能、2020年初的新冠肺炎疫情等，均会加速中小企业退出。随着消费升级趋势加剧，调味品表现出向高档化发展的趋势，中高档调味品市场容量将进一步扩大，品牌产品的市场份额将进一步提高。同时，在环保严格监管、原材料涨价以及新的生产工艺应用等综合因素叠加下，行业门槛将逐步提高，行业整合加快，中小企业生存步履维艰，综合实力强的龙头将脱颖而出。

行业由渠道竞争变为品牌竞争。随着全国化渠道网络逐渐搭建、多品类产品结构完善，调味品企业间的竞争将不再仅以渠道数量为单位。龙头海天已率先从渠道驱动进入品牌驱动，促销费用稳步提升，2015年至2018年，公司收入由112.94亿元增至170.34亿元，同期广告费用由1.85亿元增至5.06亿元，广告费增幅远超收入增幅。海天味业正拉动行业提前从产品和渠道竞争转变到品牌竞争。

3、海天味业：领先优势明显，龙头地位稳固

3.1、看历史：战略领先市场，逐渐成为行业龙头

海天味业上市以来营收利润快速增长。海天味业作为调味品行业的龙头企业，营业收入连续多年位列行业第一。2014年至2019年，公司营收总额从98.2亿元增长至198.0亿元，CAGR为12.4%；净利润由20.9亿元增长至53.5亿元，CAGR为

22.2%。我们观测海天味业发展历史，可以分为五个阶段：

第一阶段：清代中叶至建国前后，当时是佛山古酱园时期。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。海天，溯源于“佛山古酱园”，得名于“海天（古）酱园”。

第二阶段：1955年-1994年，公司处于发展初期阶段。公私合营为当时多数公司提供了高起点的发展平台。1955年佛山25家酱园重组成“海天酱油厂”，并于1988年跻身大型国有企业行列。计划经济时代海天酱油厂以较强实力肩负起向全国配送酱油的任务，也为后续全国化扩张奠定了良好基础。

第三阶段：1995年-2004年，公司处于快速发展阶段。1995年海天成为佛山首批成功转制的企业（国资持股30%，企业职工持股70%）。2000年国有股权转让，公司变革为中外合资公司。此阶段公司采取市场化营销手段，加快发展步伐，在当时酱油还处于分散格局时迅速做大规模，成为酱油行业龙头，同时开启多品类发展。

第四阶段：2005年-2013年，公司处于全面扩张阶段。2005年海天高明基地落成，产能释放为营收增长提供有力支撑，公司开启品类扩张之路。除酱油外，蚝油、调味酱产品迅速铺向市场。海天蚝油、海天黄豆酱成为明星单品。同时进行市场扩张与渠道深度下沉，开启产品、渠道双轮驱动周期。

第五阶段：2014年-至今，公司处于优化升级阶段。2014年初公司上市，开始借助资本力量进行市场扩张。2015-2016年中国经济略有波动，同时公司自身渠道战略调整，导致营收增速放缓。公司及时调整思路，从品类策略（明确食醋与料酒的战略地位）、渠道策略（二次深度下沉）、品牌策略（提升品牌形象）方面进行调整，2017年开始，公司营收与利润一直保持稳定增长。

表2：海天味业历史悠久，发展阶段清晰

阶段	时间	事项
酱园时期	清代中叶	清代中叶佛山已有酱园开设。海天溯源于“佛山古酱园”。
	50年代	1955年佛山25家古酱园合并重组，组建“海天酱油厂”。
发展初期	60年代	1961年海天第一座晒池建成，开始以池代缸的发酵酿制酱油的阶段。
	70年代	1971年第一台海天自主研发的真空注瓶机问世。
		1971年第一条酱油自动包装流水线建成。
	80年代	1984年国家向企业贴息贷款700万元用于酱油扩建项目。
	1990年	蚝油生产线扩产。
	1993年	国家批准海天自营进出口业务，海天产品首次打入美国市场。
快速发展阶段	1995年	海天成为佛山首批成功转制的企业，由此驶上发展的快车道。
	2001年	海天提出“双百工程”（即“百亿销值，百万吨产量”）规划蓝图。
	2001年	建成省级酿造工程技术研究开发中心。
	2003年	海天确定“全面开发县份市场，启动农村销售”的销售政策。
全面扩张阶段	2005年	海天高明生产基地落成，中国调味品百万吨级航母正式起锚。
	2008年	海天（高明）二期建设工程从2008年开始筹备。
	2013年	海天销值突破百亿，并提出未来五年“再造一个海天”的发展规划。
优化升级阶段	2014年	海天味业在A股上市。
	2014年	海天在江苏省宿迁市设立了“佛山市海天（江苏）调味食品有限公司”。
	2015年	海天味极鲜单品销售突破10亿大关。

2016年	推进智能车间打造。
2016年	持续推进品牌发展战略，主动参与真人秀综艺等内容营销。
2016年	启动海天精品工程。
2017年	推进绿色可持续发展工厂打造。
2018年	海天酱油智能制造示范项目入选《2018广东省智能制造试点示范项目名单》。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、产品：优势单品突破，多品类扩张并行

3.2.1 大单品突破，建立渠道通路

依靠大单品突破，打开渠道通路。公司早期生产的草菇老抽，产品质量过硬，具有酱香浓郁、上色持久不变的特点，明显优于同期竞品，非常适合餐饮店使用。海天味业凭借草菇老抽，迅速在餐饮渠道打开市场，占据先发优势，大单品作用得以体现。2000年前后现代商超大卖场迅速崛起，海天味业依靠核心产品金标生抽迅速取得突破。消费升级风口来临之时，公司又推出味极鲜单品，卡位升级主流价格带，2015年规模突破十亿。现在公司已形成5个大单品：草菇老抽、金标生抽、味极鲜、上等蚝油以及海天黄豆酱。

表3：海天味业已打造五大单品，形成一定影响力

单品名称	价格	2019年规模（估算）
草菇老抽	9元/500ml	20亿左右
金标生抽	8.5元/500ml	25亿以上
味极鲜	10.9元/450g	25亿以上
上等蚝油	8.5元/500ml	30亿左右
海天黄豆酱	15.9元/800g	20亿左右

资料来源：天猫官方旗舰店、开源证券研究所

大单品卡位主流价格带，带动渠道再次下沉。海天大单品很好的卡位主流价格带，可覆盖大部分消费群体，支持其庞大营销体系。如草菇老抽、上等蚝油定位于大众消费产品，味极鲜定位于高端产品等，满足不同消费者需求。始于2016年的渠道深度下沉要求核心区域下沉至村级市场，此时大单品凭借强大品牌力与清晰的消费者定位，起到带头作用。草菇老抽、金标生抽、上等蚝油等成为渠道再次下沉的主力产品。

3.2.2 老品类延长生命力，带动新品类组合拳发展

三大品类是公司主力，新品类是重要补充。海天味业营收主要来源于三大品类：酱油、调味酱和蚝油，2019年三大品类合计占比约88%，是公司主业的重要支撑。2016年海天味业梳理品类思路，明确了三大品类之后，食醋与料酒做为重要开发品类。成熟品类与新品均有不同的发展思路。

成熟品类内部升级细分，延长产品生命力。海天草菇老抽与金标生抽已畅销60年，是公司明星单品。为保持产品竞争力，公司不断对产品进行升级细分。如2014年对金标生抽：一方面把原来的金标生抽细分为甜金标、鲜金标等系列单品，对原

有产品形成有效补充，主要在华东与华南地区陆续推广；另一方面升级为特级金标，提高氨基酸态氮含量，提升产品档次。再如 2016 年推动精品工程，重点对老抽进行升级，增强产品内在品质。产品性价比提高，延长生命力，也推动酱油产品快速增长。

图23: 海天金标生抽、草菇老抽通过升级或细分的方式来延长产品生命力



资料来源：公司官网、天猫商城、开源证券研究所

新品类不断推进，形成多个小品类龙头。公司目标打造综合调味品龙头，品类扩张是大势所趋。新品类中当前重点打造食醋与料酒：食醋以自建米醋产能为主，2017 年初收购镇江醋厂切入香醋领域。目前料酒已有三大系列产品 5 类单品，产品逐步完善；料酒与食醋在江苏工厂产能中占据半壁江山，足见公司重视程度。此外海天味业还将进入腐乳、麻油等小调味品，逐渐发展成为子品类龙头，通过聚集多个小龙头来支持未来发展。

表4: 海天味业已经开始多品类布局

品类	品种	产品
酱油	经典酱油	金标生抽、草菇老抽、银标生抽、老抽王等
	高端酱油	老字号系列
	鲜味酱油	味极鲜、特级一品鲜、特级金标、特级草菇、双璜生抽
	专攻酱油	蒸鱼豉油、凉拌酱油、鱼生酱油等
	实惠酱油	上色好老抽、锦标老抽、威极生抽等
	其他酱油	有机酱油、淡盐酱油、铁强化酱油等
蚝油	-	金标蚝油、上等蚝油、金字蚝油等
调味酱	黄豆酱	海天黄豆酱、蒜蓉黄豆酱等
	拌饭酱	招牌拌饭酱系列
	其他调味酱	侯柱酱、海鲜酱、叉烧酱、排骨酱等
食醋	特色醋	甜醋、米醋、白醋、苹果醋等
	传统醋	陈醋
料酒	-	古道料酒、花雕料酒、烹饪黄酒等
鸡精粉	-	盐焗鸡粉、四海鲜鸡精、鸡粉、美厨鸡精等
其他调料	调味汁	OK 捞拌汁、烧烤汁、卤水汁等
	香油	芝麻香油
	西式调料	番茄沙司等

资料来源：公司官网、开源证券研究所

强势品类带新品，组合拳齐发展。新品类的营销策略通常会与优势品类挂钩，形成老品带新品的组合拳来协同发展。2020年初受疫情影响，餐饮行业受到严重冲击，相应调味品在餐饮渠道也受到影响。海天味业在疫情后期，消费复苏初始阶段，通过产品组合方式在强势的餐饮渠道进行促销，以优势酱油、蚝油等带动新品类白醋、料酒发展，进一步抢占餐饮终端中小品牌的市场份额。

3.2.2 布局超高端市场，静待消费升级风口

布局超高端，等待消费升级。酱油行业价格呈现明显的金字塔型，超高端市场以“零添加”、“原酿造”等具备健康概念的产品为主，目前品牌有“欣和”、“千禾”等。我们估算该市场规模约15亿左右，在400亿的酱油市场中占比较低，尚不构成主流，却是未来消费升级方向。该价格带竞争相对缓和，高举高打易体现品牌价值，是跨界企业切入酱油领域的突破口，鲁花、太太乐、益海嘉里等均以此为突破进入酱油市场。对于海天味业而言，目前是把更多力量集中在大众消费价格带，对于超高端产品仅有产品列示，海天“老字号”系列产品（规模已过亿）早已推向市场进行卡位，但不做为发力点。待市场成熟、消费者购买力提升时，公司可以通过已有渠道网络迅速铺市，收割市场份额。

3.3、渠道：全国布局，精细化管理

3.3.1 广度深度全国领先，精耕细作持续提升竞争力

海天味业率先实现全国化，销售渠道广度行业第一。庞大的经销商与终端网点数量能够保证公司覆盖大部分餐饮、商超、流通等渠道。2019年底海天味业一级经销商数量5806家，实现31省会和直辖市100%覆盖，地级市100%覆盖，县级市场90%覆盖。横向比较，海天味业市占率远高于调味品排名第二的雀巢和李锦记，实现真正的全国化布局。

渠道深度布局：地级市场深度开发，县级市场循序渐进。海天味业地级市场早已100%覆盖。对于已覆盖的县级市场，采取从大到小、循序渐进的原则，先把销售网络延伸到县级市场，再通过分销体系下沉至乡、镇、农村。与中炬高新的“定点突破”战略不同，海天味业采取“由大至小，逐级下沉”策略。该策略可以使公司迅速实现市场拓展，提高市场占有率，在消费升级大浪潮席卷而来时率先受益。

表5：海天味业经销商数量多，已实现全国覆盖

公司名称	一级经销商数量	市场覆盖情况
海天味业	5806家（2019年底）	地级市场覆盖100%，县级市场覆盖90%
中炬高新	1051家（2019年底）	地级市场开发约70%
千禾味业	1140家（2019年底）	四川、华东市场开发较好
恒顺醋业	1254家（2019年底）	华东市场开发较好

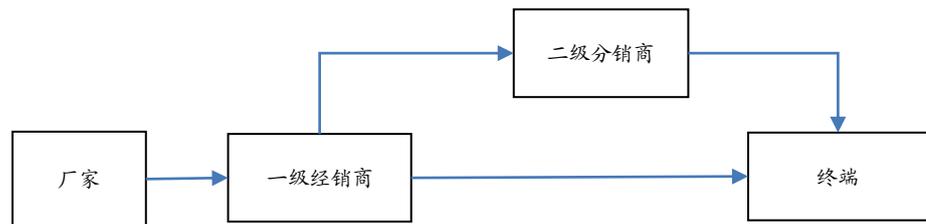
资料来源：公司公告、开源证券研究所

渠道细化仍有空间，精耕持续进行。渠道细化是海天味业持续执行的战略，成熟地区渗透率仍可提升，如上海人均年消费海天产品金额约20元，低于佛山、广西地区人均约30元水平，可通过调结构、细化覆盖区域等方式抢占市场份额；非成熟地区县级市场品项渗透率仍待提升，仍有增加经销商的动力与需求。提升密度是海天味业渠道策略主旋律，通过渠道加密来不断强化竞争实力。

3.3.2 强化经销商管理，加大销售人员激励，共同形成渠道合力

渠道模式：二级经销管理，利益绑定较深。包括海天味业、厨邦美味鲜在内的调味品企业多采取一级经销商与二级分销商的渠道体系，公司直接向一级经销商发货，一级经销商或直接面向终端，或对接分销商向终端出货。公司直接管控一批商，可实时监测一批商库存，年底完成任务给予返利。一批商对接分销商，二者会在公司主导下签订联盟协议，共享部分利益，公司派人协助分销商共同开发市场、维护市场，进行深度分销。人员费用由厂家与经销商共同承担。该种模式优点在于，一是增强分销商粘性；二是提升厂家对渠道管控程度，即使经销商流失，厂家也不会丢失市场。

图24：调味品企业通常采用二级经销体系

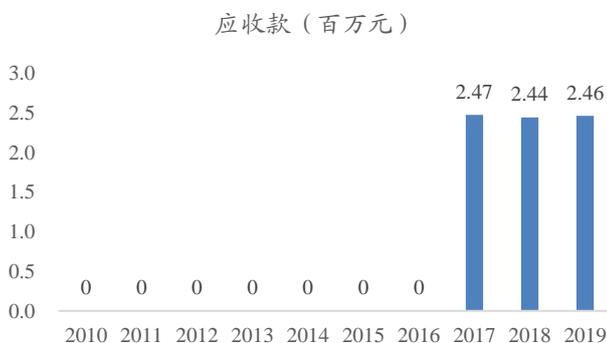


资料来源：开源证券研究所

多经销商开发市场，助力公司快速覆盖市场。海天味业各区域市场不设总经销商，每个区域至少两家经销商。早期凭借多经销商制度使得经销商产生互相竞争效应，促进市场持续深度覆盖。后期将部分二级分销商转化为一级经销商，实现渠道扁平化管理，进一步提高市场掌控力度。

下游议价能力高，严格先款后货，强化经销商管理。公司对于经销商执行严格的先款后货制度：应收账款几乎为0（收购镇江丹和醋业，导致2017年开始产生少部分应收账款）；预收款随着公司营收扩大，一直保持增长势头。此外公司一级经销商有着排它性，只经销海天味业主要产品，也侧面反映出公司对渠道有着较强话语权。

图25：海天味业应收账款较少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：海天味业预收账款呈增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司拉力：营销人员激励大，动力足。公司 2014 年公布激励方案，共对 93 名骨干员工进行股权激励，其中营销人员占多数，提升员工经营动力。2018 年底已经全部解禁。如果按照 2018 年底股价粗略测算，人均税前盈利超 300 万元。且海天味业销售人员薪酬水平业内偏高，在高激励、高压力政策下，员工积极性被充分调动，拉动产品出货加快。公司拉力与经销商推力共振，形成渠道强大合力。

表6：海天味业已于 2014 年对员工进行限制性股权激励

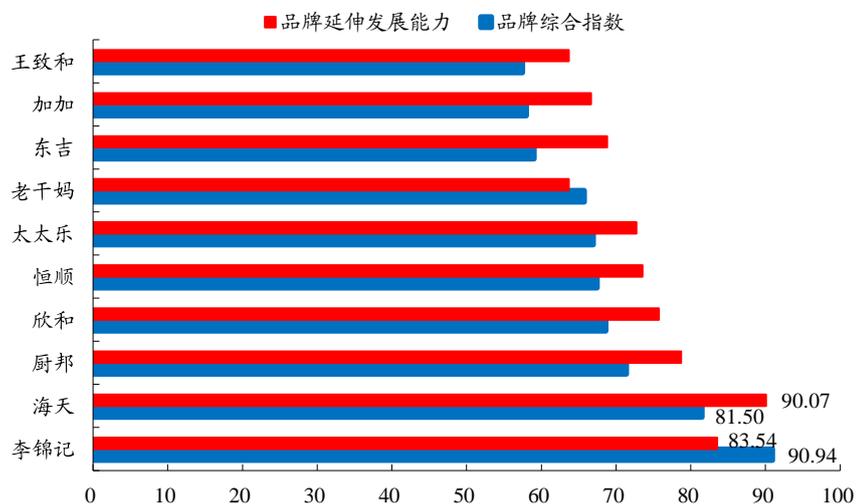
项目	说明	
激励对象	人数	93 人
	数量	658 万股
限制性股票	占比	0.44%
	授予价格	17.61 元

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、提升品牌形象，向品牌溢价时代过度

海天味业多年坚持品牌战略，已初见成效。根据新华网睿思 2019 年发布的《食品品牌竞争力评价体系》报告，海天味业品牌综合指数为 81.5，位列第二；品牌延伸能力得分 90.07，位列第一。品牌延伸能力强说明海天品牌协同效应较好，能够通过知名度高的产品带动新产品的发展，在推广新产品上更有优势。除此之外，在凯度消费者指数 2019 年发布的全球品牌足迹报告中国榜单中，海天味业凭借 5.2 亿的消费者触及数位列中国快消品品牌第四位，且是排名前十企业中唯一的调味品企业。

图27：海天味业品牌综合指数排名第二，延伸发展力排名第一



数据来源：新华睿思，开源证券研究所

表7: 海天味业消费者触及数位于中国快消品第4位

排名	品牌	消费者触及数 (亿)	渗透率 (%)	消费者购买次数
1	伊利	12.75	90.9	7.5
2	蒙牛	10.53	88.1	6.5
3	康师傅	8.5	80.8	5.6
4	海天	5.2	73.3	4
5	旺旺	4.53	64.9	3.7
6	双汇	4.3	59.7	4.1
7	光明	3.88	38.4	5.4
8	立白	3.84	66.5	3.1
9	农夫山泉	3.68	59.3	3.5
10	统一	3.61	57.2	3.5

数据来源: 凯度消费者指数, 开源证券研究所

始于2016年的品牌提升战略, 是海天品牌形象突破的重要手段。通常调味品企业主要冠名厨房类节目。海天味业在2016年开始大量投放广告, 冠名综艺节目进行品牌塑造。综艺节目在年轻消费群体中广泛传播, 海天味业将主推产品与年轻群体喜爱的综艺节目相结合, 对年轻群体进行品牌教育, 谋求长远布局。2016年至今海天味业冠名多个热门综艺节目, 在年轻群体中已树立良好的品牌观念。

表8: 海天味业近年冠名大量热门综艺节目, 培育年轻消费者

赞助产品	节目名称	赞助方式	时间	节目播出平台
海天酱油	《一站到底》	独家冠名	2016年	江苏卫视
海天黄豆酱	《非诚勿扰》	独家冠名	2017年	江苏卫视
海天黄豆酱	《最强大脑》	独家冠名	2017年	江苏卫视
海天味极鲜	《跨界歌王》	独家冠名	2018年	北京卫视
海天味极鲜	《极限挑战》	特约	2018年	东方卫视
海天招牌拌饭酱	《奇葩说》	超级赞助	2018年	爱奇艺
海天蚝油	《吐槽大会》	独家冠名	2019年	腾讯视频
海天金标生抽	《歌手·当打之年》	独家冠名	2020年	湖南卫视

资料来源: 影视产业观察, 开源证券研究所

营收规模支持品牌提升战略。海天味业能冠名如此多时下热门的综艺节目, 前提条件是其收入体量达到了一定规模, 具备高费用投入的资本。2019年海天味业销售费用已突破20亿, 其中广告费用4.65亿, 多数投放在品牌建设方面。中小企业因营收体量有限, 无法进行如此高额的投放, 而海天品牌形象升级, 进一步提高了品牌壁垒, 又不断促进市场份额提升, 形成了优势的不断循环。

图28: 海天味业 2016 年销售费用增速较快


数据来源: Wind、开源证券研究所

图29: 海天味业 2016 年广告费用增速较快


数据来源: Wind、开源证券研究所

行业竞争向品牌过度，海天品牌优势形成，应对更加从容。我们判断调味行业将由渠道竞争向品牌竞争过度，具有品牌优势的企业将获得溢价。海天味业逐渐占领消费者心智定位，配合全国布局的渠道网络与强大的渠道推力，可以更加从容地应对未来竞争。

3.5、规模优势显著，成本控制有效

海天味业毛利率水平处于行业高位。公司上市以来，毛利率水平不断提升，2019年达45.4%水平。主因在于公司具备产品定价权、规模化优势，以及先进技术工艺带来的制造成本优势。

图30: 海天味业毛利率持续提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

定价权对毛利率的影响体现在产品提价。从历史经验来看，调味品提价周期通常是3年左右，形式以直接提价为主。提价促发因素包括成本提升、渠道利润变薄等。而海天味业的定价权，体现在一方面竞品通常以海天味业同档次产品为标杆进行差异化定价；另一方面行业提价时通常以海天味业为开端，其他企业跟随提价。强定价权使得成本上涨时行业可以通过提价向下游传导成本压力，受益CPI上行；而当成本价格下降时，调味品通常不跟随降价，可获得成本下降带来的收益。

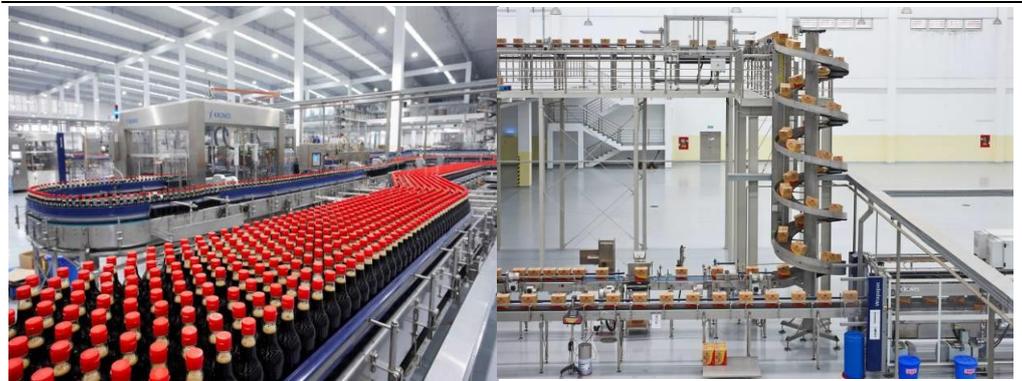
表9: 海天味业 2016 年底提价, 中炬高新与千禾味业 2017 年跟随提价

公司名称	提价时间	提价幅度
海天味业	2016 年 12 月	90% 的产品提价 6%
中炬高新	2017 年 3 月	产品提价 5%-6%
千禾味业	2017 年 4 月	产品提价 8%

数据来源: 公司公告, 开源证券研究所

规模化效应体现在降低采购成本与制造成本两方面。(1) 由于海天味业上游原料采购量大, 具备一定议价权, 合同价格通常低于竞争对手, 且供应商会给予一定账期优惠。此外原料价格通常是年初锁定范围, 年内根据市场价格波动情况进行微调, 因此公司采购成本波动幅度也低于市场。(2) 规模效应可分摊固定成本, 降低生产制造成本。

技术升级、工艺领先, 效率提升压缩制造成本。在技术方面, 海天味业具备自主研发的知识产权和对标国际的先进工艺设备, 生产效率高。如海天味业的圆盘制曲技术国际领先; 拥有时速达 4.8 万瓶的全自动智能包装生产线 10 余条 (国内最快酱油包装线), 每条生产线只需要 5 人操作, 节约人力成本; 拥有高度集约化与自动化、高品质保障的立体仓库 4 个, 总仓储能力超 500 万吨, 从下达指令到出仓完成只需 120 秒, 大幅提升仓储效率等。领先的技术工艺与自动化程度高的生产线, 大幅降低生产制造成本。2019 年公司又加快产线的升级改造, 进一步提高生产效率。

图31: 海天味业生产线自动化程度与生产效率较高


资料来源: 公司官网

4、盈利预测与投资建议

我们认为海天味业 2020 年营业收入将有 15% 左右增长。分产品看, 酱油应可保持 13% 左右增速, 蚝油还可以保持 21% 左右的高增长。调味酱大概率回归至 12% 左右的双位数增长水平。2020 年的疫情对调味品行业带来短期冲击, 公司凭借强大品牌力与渠道推力, 应可弥补疫情期间损失, 完成年初即定目标。我们预计 2020-2022 年公司营收分别增长 15.0%、14.8%、14.1%。

表10: 收入预测: 酱油仍是主要收入增量来源

		2019A	2020E	2021E	2022E
酱油	收入 (百万元)	11629	13112	14921	16954
	YOY	13.6%	12.8%	13.8%	13.6%
	毛利率	50.4%	50.2%	50.4%	50.5%
调味酱	收入 (百万元)	2291	2566	2863	3210
	YOY	9.5%	12.0%	11.6%	12.1%
	毛利率	47.6%	47.3%	47.5%	47.7%
蚝油	收入 (百万元)	3490	4223	5050	6019
	YOY	22.2%	21.0%	19.6%	19.2%
	毛利率	38.0%	37.7%	37.9%	38.1%
其他	收入 (百万元)	2387	2865	3294	3624
	YOY	228.1%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	30.3%	30.1%	30.3%	30.5%
合计	收入 (百万元)	19797	22766	26128	29806
	YOY	16.2%	15.0%	14.8%	14.1%
	毛利率	45.4%	45.0%	45.1%	45.3%

数据来源: Wind、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比调味品主要企业估值水平, 可发现 2020 年调味品行业平均估值在 42 倍 PE 左右, 而海天味业估值 53 倍 PE, 高于行业平均水平。我们认为海天味业估值的合理性在于, 估值体系包含了永续增长思维, 即给予公司业绩持续性以估值溢价。我们预计海天味业未来可以取得较高速的永续增长: 一是调味品行业成长性较好; 二是海天味业随着品类扩张、渠道精耕细化的持续进行, 公司优势不断强化, 边际竞争实力增强。

表11: 可比公司估值: 海天味业高于行业平均水平

证券代码	证券简称	最新股价	EPS			PE		
		元	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600872	中炬高新	45.33	0.90	1.06	1.28	50.4	42.8	35.4
603027	千禾味业	29.45	0.43	0.59	0.73	68.5	49.9	40.3
600305	恒顺醋业	18.99	0.41	0.50	0.58	46.3	38.0	32.7
002507	涪陵榨菜	33.30	0.77	0.91	1.08	43.2	36.6	30.8
平均值						52.1	41.8	34.8
603288	海天味业	124.99	1.98	2.34	2.73	63.1	53.4	45.8

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 1、千禾味业与恒顺醋业使用 Wind 一致预期

2、最新股价采用 4 月 21 日收盘价

投资建议: 预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 63.2 亿、73.7 亿、85.6 亿, EPS 分别 2.34、2.73、3.17 元, 对应 PE 分别为 53、46、39 倍。考虑到海天品牌与渠道优势将长期存在, 公司不断强化自身竞争实力, 多品类发展市场份额仍可扩张。首次覆盖给予“增持”投资评级。

5、风险提示

原料价格上涨风险：如果疫情原因导致原料价格上涨超预期，将对利润产生负面影响。

经济波动风险：调味品需求相对刚性，与经济环境相关性较大。如果经济下行，消费放缓，调味品也将承压。

市场经营风险：新品推广或市场拓展进度低于预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	15808	20269	23495	29191	34740
现金	9457	13456	16806	21839	27468
应收票据及应收账款	2	2	3	3	4
其他应收款	59	90	81	115	109
预付账款	17	19	23	25	29
存货	1203	1803	1681	2309	2229
其他流动资产	5069	4900	4900	4900	4900
非流动资产	4336	4485	4951	5395	5775
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3746	3448	3927	4385	4777
无形资产	144	138	131	123	117
其他非流动资产	447	898	893	886	881
资产总计	20144	24754	28445	34586	40515
流动负债	6148	7978	8267	9944	10392
短期借款	20	20	20	20	20
应付票据及应付账款	745	1298	1070	1643	1442
其他流动负债	5384	6660	7178	8282	8930
非流动负债	108	178	178	178	178
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	108	178	178	178	178
负债合计	6256	8156	8445	10122	10570
少数股东权益	13	16	17	20	23
股本	2700	2700	3240	3240	3240
资本公积	1331	1331	791	791	791
留存收益	9805	12551	15002	17927	21425
归属母公司股东权益	13875	16582	19983	24445	29922
负债和股东权益	20144	24754	28445	34586	40515

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5996	6568	6529	8177	8798
净利润	4367	5356	6319	7372	8565
折旧摊销	442	478	386	474	566
财务费用	-153	-293	-407	-526	-679
投资损失	-295	-60	-90	-90	-100
营运资金变动	1667	1476	414	1013	529
其他经营现金流	-32	-390	-93	-66	-83
投资活动现金流	169	89	-669	-762	-763
资本支出	224	583	466	444	380
长期投资	0	200	0	0	0
其他投资现金流	393	871	-203	-318	-383
筹资活动现金流	-2313	-2647	-2509	-2382	-2406
短期借款	20	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-1	0	540	0	0
资本公积增加	39	0	-540	0	0
其他筹资现金流	-2371	-2647	-2509	-2382	-2406
现金净增加额	3852	4009	3351	5033	5630

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	17034	19797	22766	26128	29806
营业成本	9119	10801	12518	14339	16307
营业税金及附加	190	203	234	268	306
营业费用	2236	2163	2252	2521	2832
管理费用	246	290	341	376	429
研发费用	493	587	660	732	805
财务费用	-153	-293	-407	-526	-679
资产减值损失	0	-17	0	0	0
其他收益	46	122	84	103	94
公允价值变动收益	0	173	93	66	83
投资净收益	295	60	90	90	100
资产处置收益	-3	-4	0	0	0
营业利润	5241	6379	7435	8678	10083
营业外收入	0	1	5	3	2
营业外支出	18	4	6	7	9
利润总额	5223	6377	7434	8673	10076
所得税	856	1021	1115	1301	1511
净利润	4367	5356	6319	7372	8565
少数股东损益	2	3	2	2	3
归属母公司净利润	4365	5353	6318	7370	8562
EBITDA	5383	6453	7368	8569	9904
EPS(元)	1.62	1.98	2.34	2.73	3.17

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	16.8	16.2	15.0	14.8	14.1
营业利润(%)	24.5	21.7	16.6	16.7	16.2
归属于母公司净利润(%)	23.6	22.6	18.0	16.7	16.2
获利能力					
毛利率(%)	46.5	45.4	45.0	45.1	45.3
净利率(%)	25.6	27.0	27.7	28.2	28.7
ROE(%)	31.4	32.3	31.6	30.1	28.6
ROIC(%)	29.5	29.9	29.4	27.9	26.4
偿债能力					
资产负债率(%)	31.1	32.9	29.7	29.3	26.1
净负债比率(%)	-67.2	-79.9	-83.0	-88.5	-91.1
流动比率	2.6	2.5	2.8	2.9	3.3
速动比率	1.5	2.3	2.6	2.7	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	6937.0	8067.4	8067.4	8067.4	8067.4
应付账款周转率	14.0	10.6	10.6	10.6	10.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.62	1.98	2.34	2.73	3.17
每股经营现金流(最新摊薄)	2.22	2.43	2.42	3.03	3.26
每股净资产(最新摊薄)	5.14	6.14	7.40	9.05	11.08
估值比率					
P/E	77.3	63.1	53.4	45.8	39.4
P/B	24.3	20.4	16.9	13.8	11.3
EV/EBITDA	73.5	60.0	52.1	44.2	37.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《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）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其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。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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方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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835