

稳健中寻找机遇，变化中遇见成长

——2019&2020Q1 海天/中炬报表对比分析兼展望

投资要点:

► 2019年报&2020Q1 分析结论

- **收入端:** 我们结合渠道调研+动销增长+库存,总结了收入预测的“三要素法”。在此跟踪框架下,预计二季度海天中炬高新均有望实现双位数增速,当前高估值均可支撑。
- **毛利率端:** 海天毛利率常年较中炬高 6pct 左右主因规模差异,其次是原材料差异和产品结构。中炬高新在双百规划快速提高规模基础上,通过阳西提效叠加小品类毛利率提升,我们预测 2022 年内差距有望缩小至 5.1pct。
- **销售费用率端:** 两强费用率过往差距显示海天较中炬高新更为积极的扩张意图。由于海天物流费用率下降叠加中炬高新改制后费用率逐步提升,19 年两者销售费用率差值降至 1.2pct。我们预计未来两强费用率差距预计进一步缩小,可能 2022 年至 0.2pct。
- **净利率端:** 19 年两强费用率差值 11.7pct,主因毛利率差值 5.9pct 和管理费用率差值 5pct。未来预计两强费用率均有望向上,但是由于中炬毛利率的快速修复可能及规模效应下管理费用率的下降,两强净利率差值有望边际缩小,预计 2022 年至 10.6pct。

► 调味品两强全年预判:

- **预计两强收入增速均将落子双位数:** 预计二季度收入增速环比提升,全年海天和中炬调味品收入增速将落在 11%-15%之间。
- **预计毛利率海天稳定、中炬略升:** 全年预计成本压力不大。海天将在规模提升和产品结构调整双重影响下毛利率同比变化不大;而中炬随着规模扩张预计毛利率将略有提升。
- **预计销售费用率海天下降、中炬略升:** 预计海天运输费用率仍将同比下降,促使销售费用率同比下降;中炬预计将加大销售人员和促销费用投放,销售费用率有所提升。
- **预计管理费用率携手下降:** 预计两强持续提升效率推动管理费用率携手下降。
- **净利率持续提升:** 综合以上,预计两强净利率持续提升。海天、中炬高新均为首次覆盖,均给予买入评级。

► 风险提示

- 原材料价格上涨、食品安全、行业竞争、疫情影响超预期。

盈利预测与估值

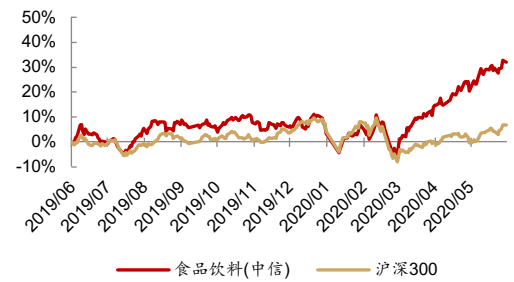
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	重点公司				P/E			
				EPS(元)				2019A	2020E	2021E	2022E
603288	海天味业	124.65	买入	1.98	1.94	2.32	2.75	63	64	T	45
600872	中炬高新	56.53	买入	0.90	1.06	1.35	1.72	63	53	42	33

资料来源:wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

行业评级: 买入

行业走势图



证券分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话: 15811000965

正文目录

写在前面	4
1. 收入篇	6
2. 毛利率篇	12
3. 销售费用率篇	24
4. 管理费用率篇	28
5. 净利率篇	31
5.1. 财务费用	31
5.2. 其他收支	32
5.3. 净利率分拆对比	34
6. 业绩展望	36
7. 风险提示	40

图表目录

图表 1 海天味业 2014-2019 财务指标 (亿元)	5
图表 2 中炬高新 2014-2019 财务指标 (亿元)	5
图表 3 海天、美味鲜分季度收入和增速对比 (亿元, %)	6
图表 4 海天和中炬动销增速分季度对比	7
图表 5 餐饮收入降速明显 (亿元、%)	7
图表 6 零售端各品牌市占率对比 (%)	7
图表 7 海天和中炬收入增速分季度对比 (%)	8
图表 8 中炬高新前后考核机制对比	8
图表 9 海天和中炬 PE 估值对比	9
图表 10 海天和中炬高新提价汇总	9
图表 11 海天和中炬最近两轮提价压货对增速的扰动	9
图表 12 收入预测的“三要素法”跟踪框架	10
图表 13 美味鲜“三要素法”框架分析示例	10
图表 14 海天和中炬调味品毛利率对比	12
图表 15 中炬与海天毛利率分季度对比 (%)	12
图表 16 中炬与海天毛利率相差 6 个百分点左右	13
图表 17 公司持续不断的进行技改升级	13
图表 18 海天较中炬规模优势更强 (亿元)	14
图表 19 海天原材料成本波动在 3 个点以内	14
图表 20 海天平均原材料成本较中炬低 25% 以上 (元/吨)	14
图表 21 海天酱油配料	15
图表 22 中炬酱油配料	15
图表 23 豆粕较黄豆价格低 20%	15
图表 24 海天人均创收远高于中炬 (万元/人)	16
图表 25 海天人均创量较高 (吨/人)	16
图表 26 海天和中炬酱油成本分拆对比 (元/吨)	16
图表 27 海天和中炬蚝油成本分拆对比 (元/吨)	16
图表 28 海天产品结构更为集中	17
图表 29 原材料差异分析	18
图表 30 海天和中炬成本率分拆	18
图表 31 海天酱油成本分拆	18
图表 32 酱油毛利率和公司整体毛利率对比	19
图表 33 影响毛利率的因素分拆	19
图表 34 海天酱油占比不断下降	20
图表 35 各品类毛利率均持续提升	20
图表 36 海天毛利率敏感性分析	20
图表 37 海天“二五”期间毛利率稳步提升	21

图表 39	中炬阳西基地产能投产规划 (万吨)	22
图表 40	阳西产能投产毛利率敏感性测试 (亿元)	22
图表 41	小品类毛利率较低 (%)	23
图表 42	海天和中炬毛利率预测 (%)	23
图表 43	海天运输费用率大幅下降	24
图表 44	海天广告促销费用投放变化情况	24
图表 45	中炬销售费用季度分拆 (亿元, %)	25
图表 46	中炬销售费用细拆 (%)	25
图表 47	销售费用率季度变化 (%)	25
图表 48	海天销售费用率变化 (%)	26
图表 49	海天销售费用率细拆 (%)	26
图表 50	中炬销售费用季度分拆 (亿元, %)	27
图表 51	中炬销售费用细拆 (%)	27
图表 52	海天和中炬销售费用率对比 (%)	27
图表 53	管理费用率变化对比 (含研发费用)	28
图表 54	海天管理费用率分拆 (%)	29
图表 55	中炬管理费用率分拆 (%)	29
图表 56	管理层薪酬合计对比 (亿元)	29
图表 57	中炬职工薪酬占比较高 (亿元, %)	29
图表 58	海天的中炬管理费用率预测 (%)	30
图表 59	财务费用率对比 (%)	31
图表 60	中炬利息支出总额不大 (亿元)	31
图表 61	中炬债券已到期 (亿元)	31
图表 62	海天其他收支分拆 (亿元)	32
图表 63	海天银行理财逐年增加 (亿元)	33
图表 64	海天政府补助稳定可持续 (亿元)	33
图表 65	中炬高新其他收支分拆 (亿元)	33
图表 66	海天和中炬所得税率对比 (%)	34
图表 67	海天和中炬利润分拆对比	34
图表 68	两家企业净利率分季度对比	35
图表 69	海天&中炬财务报表对比分析	35
图表 70	海天&中炬财务指标预测	36
图表 71	中炬高新收入预测	36
图表 72	中炬高新财务预测表	37
图表 73	海天味业收入预测	38
图表 74	海天味业财务预测表	38
图表 75	可比公司估值对比	39

写在前面

国内调味品的历史也是一部竞争惨烈的发展史，充斥着各品类各价格带各个品牌的发展辛酸泪，好在行业够大增速够快，海纳百川，欣欣向荣。它的竞争不似白酒般“高贵”，不似啤酒初时的“野蛮”，也不似乳制品那么的“针锋相对”，但绵里藏刀，地气十足，该出手时就出手。

从二级市场来看，调味品行业集合了市场对食品饮料行业所有的想象，无论是行业增长、龙头发展、品类潜力、集中度空间、龙头差异化、增长稳定性、消费者需求粘性、消费升级趋势等，可以讲很少有子行业能够与之媲美。白酒整体量缩，增长更受制于经济，需求粘性弱于调味品；乳制品双寡头竞争，利润释放难度较大，主品类常温龙头市占率较高且龙头差异化少；啤酒市占率提升较难，行业维持量平趋势，产品差异度较小，品类创新需求度小；饮料行业研发门槛略低，同质化严重，行业增速弱于调味品，需求淡旺季过于明显。因此市场给予调味品较高的估值也是理所当然。

回归到 19 年及 20Q1 的报表来看，始终强势的海天依然如日中天，增速稳若泰山，即使在疫情下也彰显了龙头的气势。而龙二中炬高新持续追赶海天的同时，迎来了公司体制的调整，尽管短时间难以完全调整到位并激发活力，但依然在逐步缩小差距，向海天靠拢。疫情下二季度增速已经全面改观。其余调味品企业正处于差异化路线中的成长阶段，尽管龙一龙二已经奠定了全国的影响力，但是依然可以在如此好的赛道中求得发展空间。

分品类来看，各品类的发展依然延续其生命周期的进程，酱油醋持续稳定表现，料酒酱类保持向上势头，蚝油则爆发性增长。整体行业在各品类的布局上也孕育着变化，各公司在以自己主业为基础上继续寻求品类拓展，尤其是体制改变之后的中炬正在积极求变，预计将会有更多新的拓展方向。整体行业依然是一个“消费者粘性”很强的行业，因此尽早在子行业成长期切入，未来将会有更多可能。

而本文将在海天中炬 19 年和 20Q1 核心财务指标对比基础上，试图挖掘出背后相对较深层面的问题。比如从收入来看，这样平稳的增速是如何得来的，未来将会如何发展；从毛利率上面来看，如何看待海天中炬差距缩小，中炬能否追上海天；从销售费用率来看又再次历史性的相同，这意味着什么，过去的重合是否可以借鉴，未来如何发展；净利率上面的差距持续存在，未来该何去何从。同时我们就这些问题进行了深入思考，试图在市场的研究基础上做出更进一步的挖掘和分析，给予投资者更新的参考！

图表 1 海天味业 2014-2019 财务指标 (亿元)

	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1	2019
营业收入	98.17	112.94	61.69	124.59	74.38	145.84	87.20	170.34	101.60	197.97
收入同比	16.8%	15.0%		10.3%	20.6%	17.1%	17.2%	16.8%	16.5%	16.2%
销售成本	58.50	65.57	34.49	69.83	40.99	79.21	46.12	91.19	56.02	108.01
销售费用	10.50	12.27	6.44	15.60	9.77	19.57	11.76	22.36	11.17	21.63
销售费用同比	16.9%	16.8%		27.1%	51.6%	25.4%	20.4%	14.3%	-5.0%	-3.3%
管理费用	4.87	5.35	2.91	5.20	2.82	6.07	3.63	2.46	1.33	2.9
归母净利润	20.90	25.10	14.86	28.43	18.23	35.31	22.48	43.65	27.50	53.53
归母净利润同比	30.1%	20.1%		13.3%	22.7%	24.2%	23.3%	23.6%	22.3%	22.6%
毛利率	40.4%	41.9%	44.1%	43.9%	44.9%	45.7%	47.1%	46.5%	44.9%	45.44%
销售费用率	10.7%	10.9%	10.4%	12.5%	13.1%	13.4%	13.5%	13.1%	11.0%	10.93%
行政费用率	5.0%	4.7%	4.7%	4.2%	3.8%	4.2%	4.2%	4.3%	4.0%	4.43%
净利率	21.3%	22.2%	24.1%	22.8%	24.5%	24.2%	25.8%	25.6%	27.1%	27.04%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 2 中炬高新 2014-2019 财务指标 (亿元)

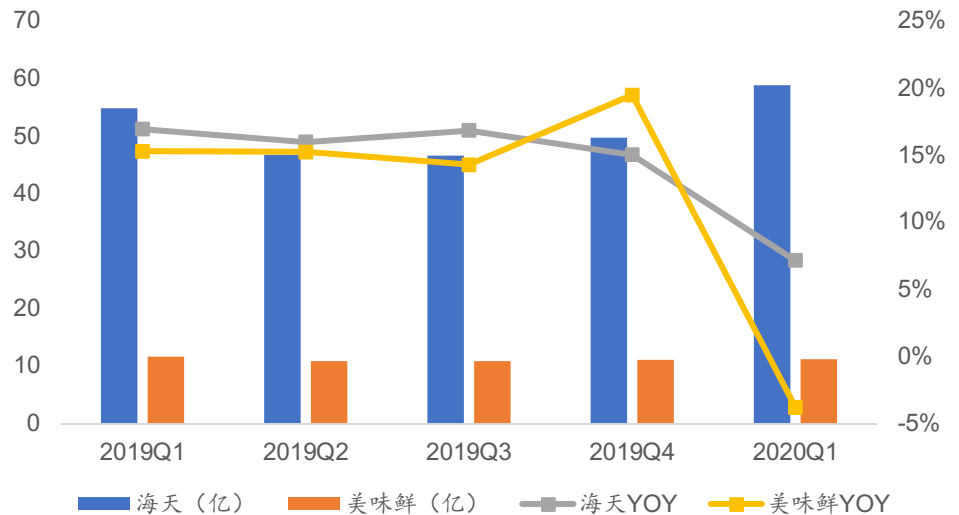
	2014	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1	2019
营业收入	26.42	27.59	14.9	31.58	18.04	36.09	21.74	41.66	23.92	46.75
收入同比	14.0%	4.4%		14.5%	21.1%	14.3%	20.5%	15.4%	10.0%	12.2%
销售成本	17.31	17.91	9.41	19.99	10.98	21.92	13.05	25.37	14.4	28.26
销售费用	2.31	2.7	1.58	2.75	2.41	4.26	2.3	4.31	2.46	4.56
销售费用同比	24.6%	17.0%		1.8%	52.2%	54.8%	-4.7%	1.2%	6.9%	5.8%
管理费用	2.88	3.31	1.68	3.49	1.57	3.48	1.86	3.98	2.15	4.42
归母净利润	2.87	2.47	1.43	3.62	2.11	4.53	3.39	6.07	3.66	7.18
归母净利润同比	34.7%	-13.8%		46.5%	47.5%	25.1%	61.0%	34.0%	8.0%	18.2%
毛利率	34.5%	35.1%	36.8%	36.7%	39.1%	39.3%	40.0%	39.1%	39.8%	39.6%
销售费用率	8.7%	9.8%	10.6%	8.7%	13.4%	11.8%	10.6%	10.4%	10.3%	9.8%
行政费用率	10.9%	12.0%	11.2%	11.0%	8.7%	9.6%	8.6%	9.5%	9.0%	9.5%
净利率	11.1%	9.9%	10.7%	13.0%	13.1%	14.2%	17.3%	16.4%	17.0%	15.4%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

1. 收入篇

20Q1 海天和美味鲜分别实现增速+7.17%和-3.75%，这是一个非常鲜明的对比增速。就在刚过去的19年，海天和美味鲜增速分别落于+16.22%/+15.98%，还比较相近，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 两强分别完成 +17.0%/+16.0%/+16.9%/+15.0% 和 +15.3%/+15.3%/+14.3%/+19.5%。尤其是对于餐饮占比 6 成的海天来讲，疫情下竟然完成程度高于餐饮仅占比 3 成左右的美味鲜，是一个较大的预期差。也正是因为这种预期差，推动了海天在一季报前的率先估值修复，一路上涨至今。

图表 3 海天、美味鲜分季度收入和增速对比（亿元，%）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

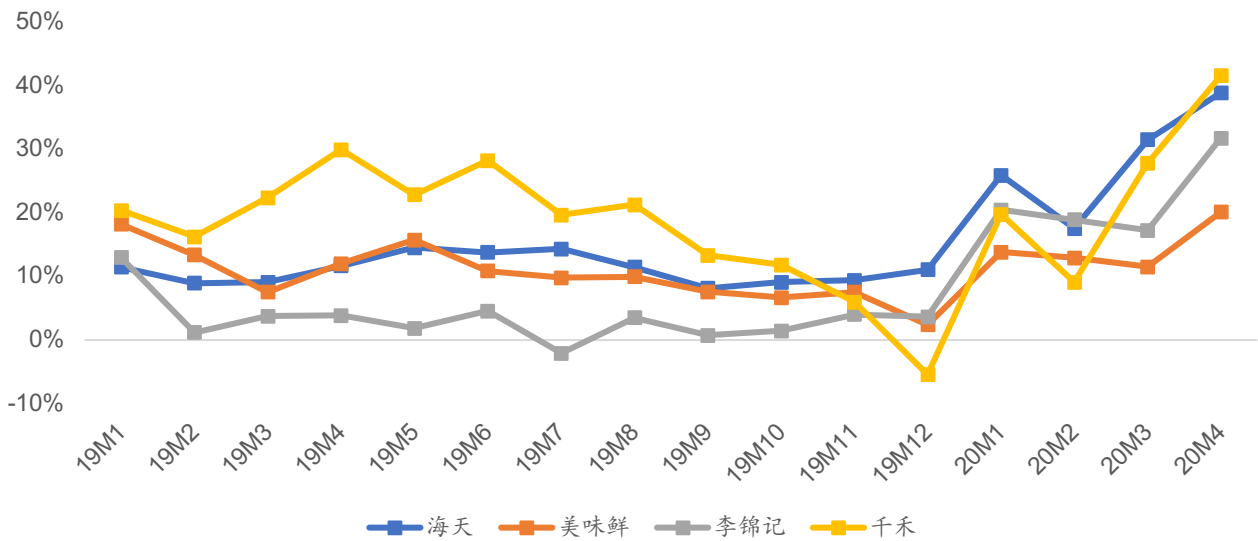
深入剖析这样预期差产生的原因：（1）海天的强势压货；（2）快于同行的非餐饮动销增速部分对冲了餐饮端的下降。（3）美味鲜 19 年底终端库存较高，导致 20Q1 疫情下发货不利是核心原因，才产生这样的对比。而第一点是建立在第二点的基础之上，也是市场并未真正敢于确定的点，直到渠道跟踪确定一季度任务完成良好才产生较大预期差。而第 2 和 3 点从我们跟踪中均完美的体现出来了，这也正是我们一季度发掘出海天预期差的核心支撑。而一切都可以从图 4 中看出：

（1）产业调研，海天全国一季度非餐饮分月动销增速在 17%-32%之间，远高于其余公司。且这样的增速也是远高于 19 年其各月份的增速；

（2）美味鲜 19Q4 动销趋弱但报表较高，必定渠道库存较高，渠道调研也反映了这一点。而这一点正好遇上 20Q1 的疫情，导致尽管 20Q1 美味鲜的动销增速并不慢，处于 11%-14%之间，但是发货端难以匹配动销，从而实现了微幅负增长。

所以总体来看，即使是海天强势压货，但是动销不支撑的话也是难以实现超预期的增长的。而这一点也是市场始终不理解同为龙头的伊利为何一季度报表下滑的原因。

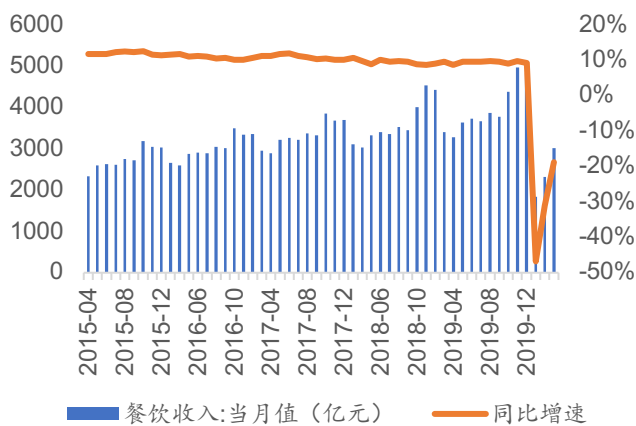
图表4 海天和中炬动销增速分月对比



资料来源：产业调研、华西证券研究所

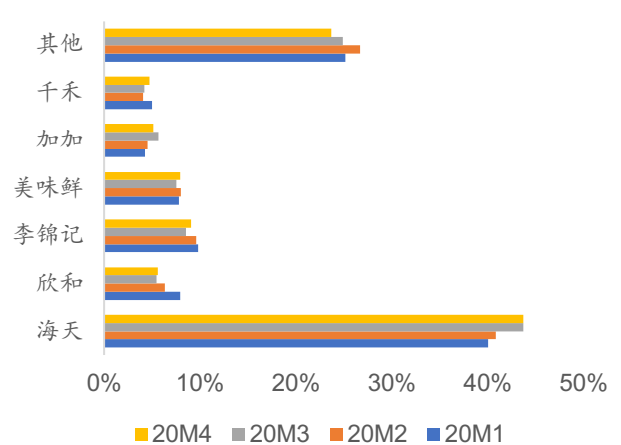
再往深的分析来看，一季度这样的疫情下，餐饮全面受影响，运输受阻，海天明显受到很大影响下及时应变切换非餐饮渠道主攻，且换来在非餐饮渠道高于其他主流公司的增速，甚至是高于低基数的千禾动销增速，而且非餐饮渠道份额还在持续提升，不得不说这是公司全面综合实力的反映，危机时能够求变求生存且战略坚决执行到位。回过头来看，此次疫情下很多优秀公司都表现出这样的特点，比如奶粉的飞鹤澳优。那么就很容易理解季报预期差兑现后，市场其实更加坚定认可了海天的稳健，从而更愿意给予更高的估值。

图表5 餐饮收入降速明显 (亿元、%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图表6 零售端各品牌市占率对比 (%)



资料来源：WIND，尼尔森，华西证券研究所

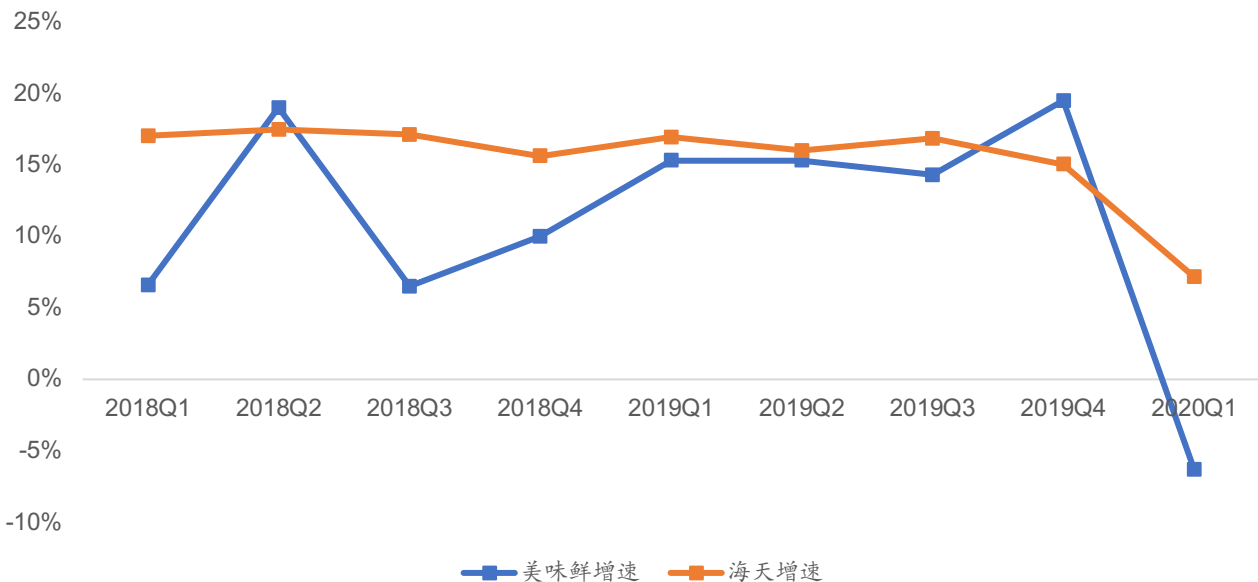
回过头来再看海天美味鲜这些年的增速，其实可以得出两点问题和相应总结：

(1) 海天在收入规模 4 倍于美味鲜的同时近些年还保持了大部分时间超越或相近的增速。那么对于这一点来讲，其中有海天的优秀管理能力体现，也有美味鲜利润诉求机制下对收入的宽松要求体现。也正是这一点，过往的估值来看，海天稳稳压过中炬高新一头。

(2) 海天从 18Q1 开始增速便较为稳健，而美味鲜则是从 19 年才开启了稳健的增长。这背后的原因是什么呢？我们认为更多是由于过往提价后季度间压货的一

系列滞后影响导致的两强增速变化和差异（见图表 11）。而 18 年后海天美味鲜至今尚未全面提价，同时海天从过往提价压货中吸取了较多经验教训，更加注重增速的稳定性和平滑。而美味鲜 19 年的增速平稳我们则更倾向于认为是改革后的弹性所在——公司过往的利润诉求转为收入利润平衡后对全年收入的要求提升，进而摒弃过往四季度因利润诉求而降低收入要求的策略。因此如若不是疫情，我们认为未来几年将会是两强增速平稳向上的时期。

图表 7 海天和中炬收入增速分季度对比 (%)



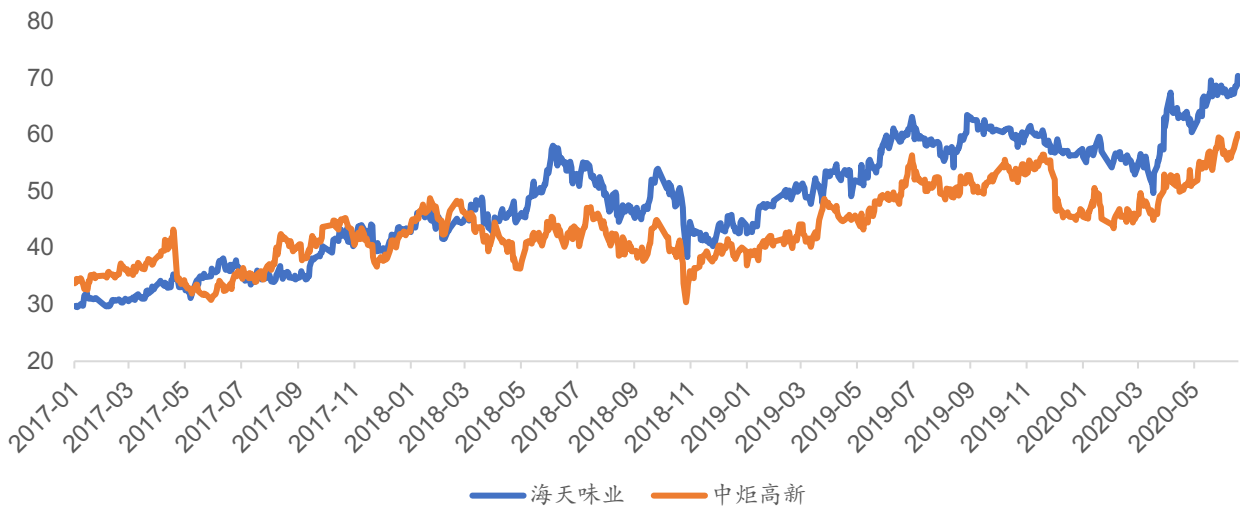
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 8 中炬高新前后考核机制对比

	2019 版考核制度	2014 版考核制度	变化分析
第九条	公司高级管理人员基本年薪标准如下： 总经理：100-200 万元/年（含税） 副总经理：50-120 万元/年（含税） 总经理助理：40-100 万元/年（含税）	总经理基本年薪为：50 万元； 副总经理基本年薪为 40 万元； 总经理助理基本年薪为：32 万元	提高高级管理人员的基本年薪；由固定基本年薪变为差异化年薪，由岗位工资和绩效工资构成，形成差异化激励。
第十条	核心管理人员的绩效年薪（或绩效奖金）以董事会确定的年度经营目标“营业收入、扣非后归母净利润、净资产收益率”按 $(0.4 \times K1 + 0.4 \times K2 + 0.2 \times K3)$ 公式计算的加权完成率对核心管理人员全体进行考核	核心管理人员的绩效年薪（或绩效奖金）以董事会确定的年度经营目标“营业收入、净利润、净资产收益率”按 $(0.2 \times K1 + 0.6 \times K2 + 0.2 \times K3)$ 公式计算的加权完成率对核心管理人员全体进行考核。	调整营业收入和净利润的考核比重，加大收入目标考核比重，强调又快又好发展。
	当加权年度经营指标完成率达到 1（含）-1.1（不含）以下时，且营业收入、扣非后归母净利润达成目标，高级管理人员除领取基本年薪外，可与本制度第二条第二款的其他核心管理人员一起按公司经审计年度净利润的 5% 计提绩效年薪奖金包进行奖励。	当加权年度经营指标完成率达到 1（含）以上时，高级管理人员除领取基本年薪外，可与本制度第二条第四款的其他核心管理人员一起按公司经审计年度净利润的 5% 计提绩效年薪奖金包进行奖励。	细化绩效年薪奖金包分配，多层级奖励，提升管理层超额完成目标的积极性。

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 9 海天和中炬 PE 估值对比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 10 海天和中炬高新提价汇总

公司	提价时间	提价范围	提价幅度
海天味业	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	
	2016 年底		约为 5%
中炬高新	2011 年	部分产品提价	
	2013 年 7 月	厨邦及美味鲜全线产品	约为 5%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 11 海天和中炬最近两轮提价压货对增速的扰动

报告期	海天动作	海天收入增速	中炬动作	中炬收入增速
第一轮提价	14Q4	14Q4 提价，终端提前囤货	-	-
	15Q2	提价压货后费用未跟进，15Q2 增速降至 10%	-	-
	16Q1	由于海天 15Q4 未完成全年任务大举压货导致 16Q1 增速乏力	7.20%	-
	16Q4	16Q4 提价	-	-
第二轮提价	17Q1		3 月美味鲜提价，因此 17Q1 不仅具备 16Q4 渠道库存弹性及经济向上推动，还有渠道主动压货因素以及较海天更早开始的渠道库存去化帮助（17Q1 美味鲜费用率即开始提升，早于海天），使得 17Q1 成为美味鲜年内增速最高点。	30.90%
	17Q2	16Q4 渠道库存弹性（库存较低）持续发挥叠加经济向好推动增速持续向上	24.90%	11.30%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

因此过往增速变化对两强估值施加了较大的影响。海天稳健的增速更有利于估值溢价的保持。美味鲜增速弹性也有助于估值中枢的提升。回到当前来看，一季报后两强估值持续提升，在这样的时期，对两强的跟踪将显得较为重要，估值能否挺住当前较高位置或者说保持较高位置，将取决于基本面的增长情况。而这需要全方位跟踪才能得出有价值的前瞻性判断。市场跟踪方式往往局限于渠道调研打款发货和库存的跟踪，对市场动销本身关注度不够，也难以有全面的数据跟踪。而根据我们的收入预测的“三要素法”跟踪方式，可以较好的预判下一季度的收入趋势（见图表 12）。这种“三要素法”即是全面结合了渠道调研+动销增长+库存后的跟踪框架。我们以美味鲜近两年的收入增速、库存和动销增速为例子，来诠释对下一季度收入增速趋势的预判原理，也即动销增速与报表增速的勾稽关系（见图表 13）。本质在于动销端增速高低对库存的去化程度叠加压库存（发货）的动作判断报表端增速未来一个阶段的趋势。当期动销增速快叠加低库存预示下一季度报表可能高增，动销增速慢且高库存预示下一季度难以实现报表高增。其余情况将可能实现稳健预期增长。

图表 12 收入预测的“三要素法”跟踪框架

情形	渠道调研（经销商打款）	动销增长	库存	下一季收入趋势
1	快	快	高	供需两旺，但终端仍有库存压力，收入预计平稳增长
2	快	快	低	供需两旺，且库存较低，收入增速有望加快
3	快	慢	高	需求降速且库存压力大，收入预计降速
4	快	慢	低	需求降速但库存压力不大，考虑终端将补库存，预计收入增速小幅下降
5	慢	快	高	动销较快但供给较慢，但终端有一定的库存维持需求，预计收入增速小幅提升
6	慢	快	低	动销较快且供给较慢，同时终端库存不足，预计收入将实现高增长
7	慢	慢	高	供需两淡，且终端库存压力较大，预计收入降速
8	慢	慢	低	供需两淡，但终端库存较少，预计收入增速小幅下降

资料来源：产业调研、华西证券研究所

为了更好地说明这个框架，我们以产业调研美味鲜 18 年至今的数据来分析和说明，来更直观解释终端增速与报表增速之间的勾稽关系。美味鲜产业调研动销数据范围主要为商超，品类包含酱油、蚝油等，同时以整体公司费用率代表美味鲜费用率（90%以上销售费用为美味鲜公司支出），然后与 18 年至今美味鲜的季度报表增速进行对比，然后提出我们的分析观点和结论。

图表 13 美味鲜“三要素法”框架分析示例

	美味鲜增速	美味鲜终端增速	销售费用率	分析
2018Q1	6.6%	19.5%	10.6%	当季分析： 收入降速主因同期高基数影响。库存压力小因公司降低对美味鲜收入的预期，渠道压力减轻。动销高增长因正好处于 18Q1 大众品复苏推动的终端高增速时期。因此，18Q1 的特点在于终端动销非常好，有利的促进了去库存，尽管报表端在多方面原因下增速较低，但也为 Q2 赢得了库存红利。 下季预测： 由于一季度的库存红利存在，在费用率（实际跟踪产业调研投入情况）保持持平未提升的状态下（+10.6%）， <u>报表增速预计提升。</u>
2018Q2	19.0%	14.8%	10.6%	当季分析： 库存红利推动报表增速回升。终端增速回落，且补库存后库存压力较大。 下季预测： <u>报表增速预计回落。</u>
2018Q3	6.5%	17.6%	7.9%	当季分析： 渠道跟踪费用投入下降，库存不低，尽管动销增速回升，但发货端面临上季度遗留压力， 叠加同期高基数扰动及台风“山竹”导致物流停滞数天的影响 ，判断当期报表端增速可能会环比下降。 下季预测： 终端增速环比提升，去库存略有效果，叠加物流影响发货未到位，

				预计报表增速略有提升。
2018Q4	10.0%	15.2%	12.3%	当季分析: 费用投放加强, 动销增速环比下降不多, 库存去化效果较好, 但由于公司重利润而非收入, 且前三季度利润已完成 83%, <u>预计环比轻微补库存。</u> 下季预测: <u>库存弹性, 19Q1 收入增长大概率环比提升。</u>
2019Q1	15.3%	13.0%	10.1%	当季分析: 库存合理, 动销略下降。补库存推动报表环比提速。 下季预测: 库存合理, 动销与渠道反馈发货端增速匹配, <u>下季报表平稳。</u>
2019Q2	15.3%	12.9%	10.4%	当季分析: 库存合理, 动销平稳 下季预测: <u>预计报表平稳</u>
2019Q3	14.3%	9.1%	8.7%	当季分析: 费用投放减弱, 动销下降, 但库存合理, 报表预计平稳。 下季预测: <u>库存合理, 同期低基数, 公司改革重收入端, 重点关注发货端变化, 预计报表可能有向上弹性。</u>
2019Q4	19.5%	5.5%	9.7%	当季分析: 动销减弱, 春节提前, 发货加强, 库存增加, 报表端预计环比提升。 下季预测: 库存较高, 当季动销较弱去化效果不好, <u>下季报表收入预计环比下降。</u>
2020Q1	-6.3%	12.7%	10.6%	当季分析: 突发疫情, 中前期库存较高, 动销增加, 物流困难, 发货端完成较困难, 报表预计下滑。 下季预测: <u>当季动销增加去化部分库存, 预计下季度报表环比提升。</u>

资料来源: 公司公告、产业调研、华西证券研究所

因此在当前二季度即将结束的时期, 我们结合“三要素”框架, 认为: (1) 尽管海天 Q1 报表端 7 个点增长我们认为有一部分是库存提高原因, 但由于二季度目前来看非餐饮动销保持高增, 餐饮增速逐步回暖, 当前库存保持较同期略高水平, 我们倾向于认为二季度海天依然有望实现环比增速提速, 达到双位数增速。(2) 美味鲜 Q1 因库存略高和物流原因报表端未实现增长, 但通过一二季度较快动销推动去库存, 叠加二季度发货增加, 当前渠道库存合理, 我们判断二季度美味鲜有望接近近几年较高的高双位数左右增速, 从而实现环比的大幅提高。因此在当前两强的估值都处于近年高位的情况下, 我们认为二季报基本面依然稳健, 可以继续支撑当前高估值, 且伴随消费回暖、餐饮回暖而实现继续补涨, 建议继续持有。

2. 毛利率篇

其实海天毛利率高于中炬高新已经很多年，市场的认知一般认为是产品结构不同、原料使用不同（海天大豆和豆粕结合、中炬高新全大豆）、上游规模采购价格差异、生产效率的不同带来的，但对于这些差异实际影响毛利率的程度并无太多详细拆分，以及假设未来海天毛利率在平稳基础上，中炬高新在阳西帮助下极限毛利率提升程度是否能更加接近海天，极限毛利率预计能做到多少，将给净利率带来多大的提升帮助？我们将一一分析。

图表 14 海天和中炬调味品毛利率对比

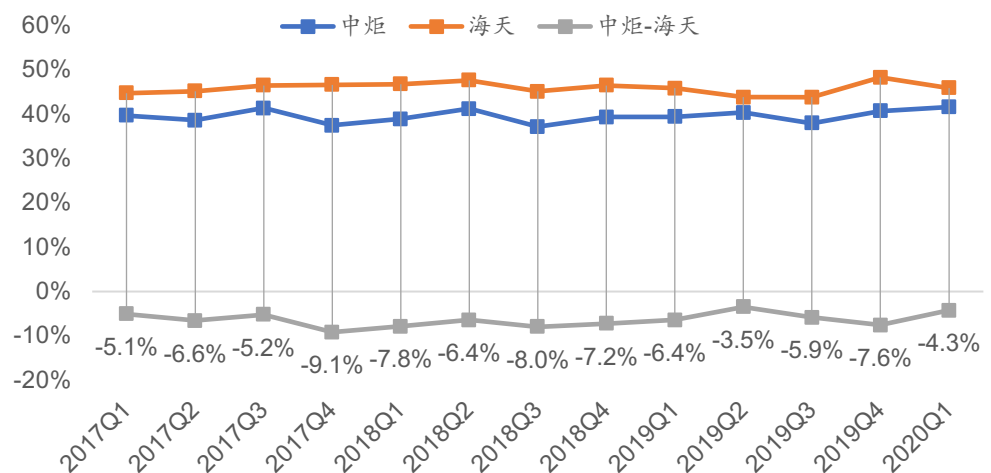
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中炬调味品	25.06%	28.05%	28.61%	31.08%	34.82%	35.59%	37.22%	39.94%	39.31%	39.24%
海天	32.99%	35.90%	37.28%	39.23%	40.41%	41.94%	43.95%	45.69%	46.47%	45.44%
差值	-7.93%	-7.85%	-8.67%	-8.15%	-5.59%	-6.35%	-6.73%	-5.75%	-7.16%	-6.20%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

两家企业一季度毛利率已出，海天/中炬一季度毛利率分别为 45.82%和 41.55%，相差 4.3pct，差距仍在 4 个点以上，但略有缩小，其中海天同比提升 0.04pct 而中炬同比提升 2.17pct，差距进一步缩小。我们从两家企业的毛利率看到一些边际变化。

1) Q1 突如其来的疫情对整个行业均产生较大的影响，两家龙头企业收入明显降速，但毛利率不降反升，具有较高的抗风险能力。2) 两家企业酱油占比携手下降，非核心品类占比提升，多元化布局战略一致性高，但因产品结构变化，毛利率受到影响。3) 海天味业毛利率变化不大主因公司采购成本下降带来的向上拉力以及非酱油占比的提升带来的向下压力的对冲。4) 中炬毛利率提升主因一方面增值税税率变动影响增加本期收入，另一方面包装物料及原材料价格下降导致公司毛利率增加，部分价格看涨的原材料公司已采取措施提前锁定价格。5) 长期预计中炬将借助阳西产能投产的契机梳理生产过程，预计效率提升带来的正向影响大于结构变化带来的负向影响，毛利率将稳中有升。海天的毛利率预计也将在技改和产品结构的双重影响下持续波动。我们认为海天将继续保持高毛利率傲视群雄，而中炬的毛利率将持续向海天靠近，强化其竞争力。

图表 15 中炬与海天毛利率分季度对比 (%)

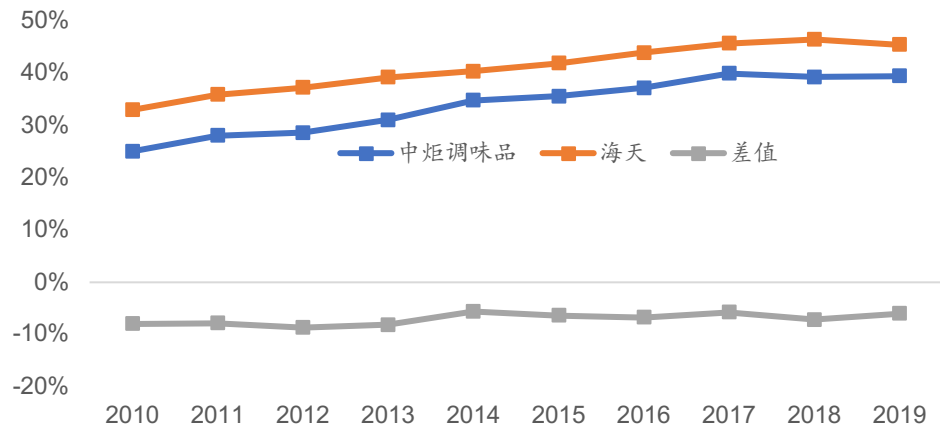


资料来源：公司公告、华西证券研究所

首先简单分析市场认知下海天毛利率领先的原因

毛利率相差 6 个百分点左右，中炬持续追赶：海天作为行业龙头，毛利率水平一直傲视群雄，常年较中炬高 6-7 个点，中炬近两年也在加快追赶的步伐，两大龙头的毛利率差额略有下降，2020 年前最低时追到 6 个点以内。海天较中炬毛利率高核心受几个因素影响：1) 最优的投入产出比是公司的长期诉求；2) 规模效应带来的采购和制造端优势；3) 生产工艺和原料配方更节省成本；4) 人员和制造效率绝对领先；5) 海天产品结构更为集中。

图表 16 中炬与海天毛利率相差 6 个百分点左右



资料来源：公司公告、华西证券研究所

1) 最优的投入产出比是公司的长期诉求。即使外界普遍认为海天的成本控制能力和生产效率已经远远领先于同行业其他公司，是绝对的调味品行业标杆企业，但在公司内部仍明确知道自身的生产效率仍有提升的空间，追求最优的投入产出比是长期诉求。公司仍想方设法在生产端优化流程，提高效率进而降低成本，并且对于能够提升投入产出比的员工或举措会进行明确奖励，因此在公司自身诉求的推动下，生产端持续效率提升、领先竞争对手将是常态。公司也将“三五”战略核心目标定为“科技立企”，在新一轮制造业升级改造的进程中加快智能制造的转型，加快公司信息化升级建设，推动企业向数字化、人工智能和智能制造方向转型，不断提升公司的竞争力。

图表 17 公司持续不断的进行技改升级

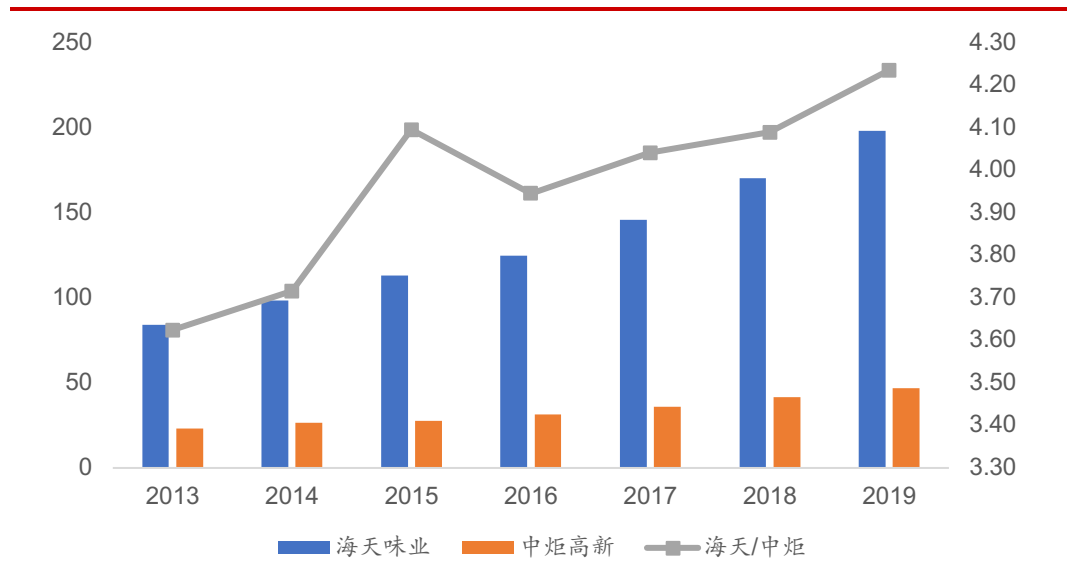
项目	期末余额			期初余额		
	账面余额	减值准备	账面价值	账面余额	减值准备	账面价值
高明海天 150 万吨项目	0.00		0.00	13,386,836.86		13,386,836.86
高明海天调味品产能扩建项目	172,059,841.54		172,059,841.54	1,964,107.67		1,964,107.67
高明海天小调味品工程	0.00		0.00	47,606,356.63		47,606,356.63
高明海天酱油扩建工程	32,102,540.35		32,102,540.35	30,582,461.87		30,582,461.87
高明海天酿造设备升级工程	3,686,073.84		3,686,073.84	17,272.73		17,272.73
高明海天酱油工艺优化工程	101,755,208.49		101,755,208.49	72,401,570.28		72,401,570.28
高明海天行政大楼项目	5,335,559.06		5,335,559.06	1,855,810.61		1,855,810.61
江苏海天设备配套工程	0.00		0.00	18,354,302.31		18,354,302.31
江苏海天调味品产能扩建项目	79,949,056.74		79,949,056.74	0.00		0.00
江苏海天调味品产能配套项目	12,463,686.57		12,463,686.57	0.00		0.00
江苏海天研发综合楼项目	11,978,404.25		11,978,404.25	177,452.83		177,452.83
其他工程	74,185,058.69		74,185,058.69	65,956,454.72		65,956,454.72
合计	493,515,429.53		493,515,429.53	252,302,626.51		252,302,626.51

资料来源：公司公告、华西证券研究所

2) 规模效应带来的采购和制造端优势。规模效应带给企业毛利率的提升是十分直接有效的，规模越大的企业对上下游的议价能力越强，可以实现高性价比的采购，同时规模越大固定资产平均摊销越低，制造与人工费用更低。海天的收入规模是中炬的四倍还多，规模效应带来的毛利率优势独一无二。

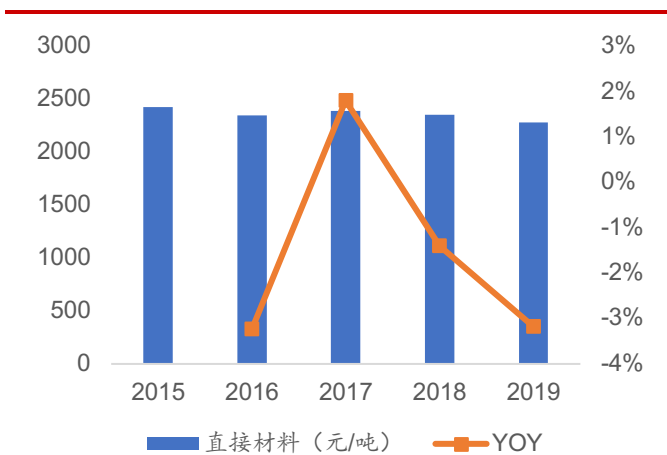
规模优势使得海天拥有更稳定、更低的原材料价格：海天对于原材料大量、稳定的采购使得其对于上游供应商拥有更强的话语权，确保原材料供应及时的同时能拿到更低的价格。公司也凭借采购人员经验以及信息系统等统筹原材料采购，通过提前锁价等方式控制原材料价格波动的风险。15-18 年间虽然黄豆和包材等核心原材料价格波动较为明显且公司酱油产品结构有所调整，但公司酱油吨原材料成本变化在 3 个点以内，体现了公司在采购端极强的原材料价格掌控能力。另一方面海天的酱油吨原材料成本较中炬低 25% 以上，规模优势带来的原材料价格优势显而易见。

图表 18 海天较中炬规模优势更强 (亿元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 19 海天原材料成本波动在 3 个点以内



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 20 海天平均原材料成本较中炬低 25% 以上 (元/吨)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

3) 生产工艺和原料配方更节省成本：两家企业的酱油生产工艺均为广式高盐稀态酿造，但核心的菌种选择、酿造天数和原材料配方上仍存在差异，具体的工艺流程上也存在细微差异，使得两家企业成本的不同。特别是在酱油原料的选用中海天选择

黄豆和豆粕搭配（2013年上半年豆粕采购金额占采购大豆总额的61.39%），而中炬则选择100%黄豆。

豆粕具备低价、高产出的成本优势：豆粕是大豆提取豆油后的副产物。传统的酿造工艺以黄豆为原材料，但随着大豆油提取技术的进步和酱油酿造工艺的深化，豆粕作为酱油酿造原料也被普遍应用。从产出率来看，1斤黄豆能够酿2-3斤酱油，而豆粕的产出率较黄豆高0.5斤左右。从营养成分来看，大豆酱油的甘油和五碳糖含量更高，而豆粕酱油的氨基酸含量更高。从口感来看，大豆酱油中因为优质含量高而脂香味更好，口感更为醇厚。从价格来看，豆粕价格较黄豆低20%左右。综合来看，海天选择黄豆和豆粕结合的原材料配比使得其采购价更低而产出更高，成本端优势十分明显。

图表 21 海天酱油配料

宝贝信息：

【产品名称】：金标生抽
 【规格】：500ml
 【保质期】：18个月
 【配料】：水，非转基因黄豆，非转基因脱脂大豆，小麦，小麦粉，食用盐，谷氨酸钠，白砂糖，酵母抽提物，5'-呈味核苷酸二钠，5'-肌苷酸二钠，苯甲酸钠，甘草酸铵，三氯蔗糖
 【储藏方法】：常温保存冷藏更佳，开封后请尽快食用

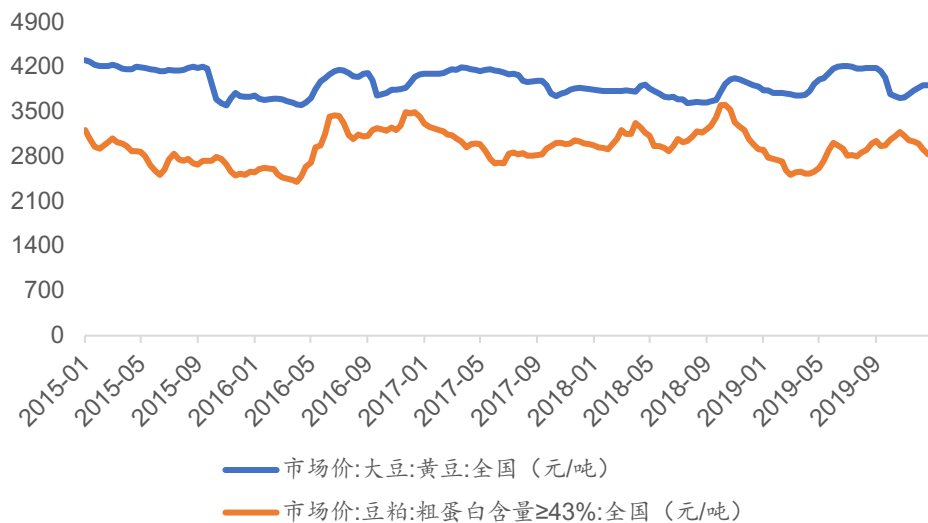
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图表 22 中炬酱油配料

原料：水、非转基因黄豆、小麦粉、食用盐、谷氨酸钠、果葡糖浆、白砂糖、5'-呈味核苷酸二钠、山梨酸钾、蔗糖素、甘草酸三钾、酵母抽提物、食用香料

资料来源：公司官网、华西证券研究所

图表 23 豆粕较黄豆价格低 20%



资料来源：公司公告、华西证券研究所

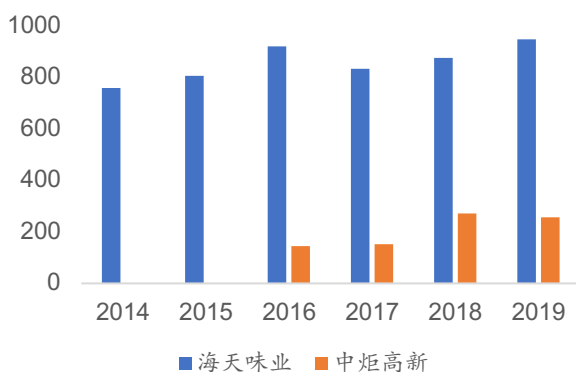
4) 海天生产工艺和人员效率绝对领先：海天拥有行业内最先进的生产工艺，从最初的进口国外设备、学习国外技艺发展成为国外设备厂的技改基地，不断改进生产制造工艺推动整体成本下行。

对比人员来看，海天 2019 年末生产人员合计 2090 人，生产人员人均创收（营业收入/生产人员）974.2 万元；中炬 2019 年末生产人员合计 1830 人，生产人员人均创收 255.5 万元，与海天差距较大。具体到各品类的人工成本来看，海天酱油和蚝

油的单位直接人工费用不足中炬的一半（酱油：53.47 元/吨、145.35 元/吨；蚝油：42.26 元/吨、159.9 元/吨）。

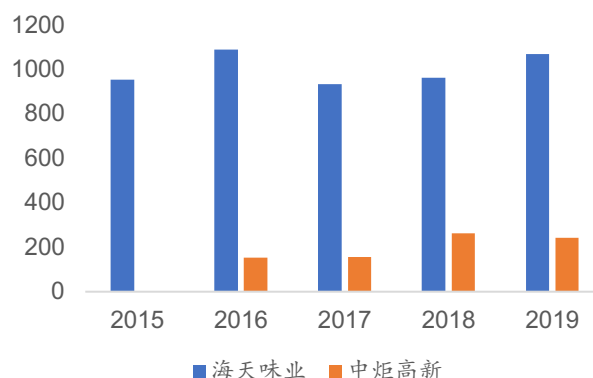
对比制造费用来看，海天整体搬迁至高明后全部引入自动化设备，不断提升机械生产制造效率；中炬近几年推进“厨邦智造”，阳西新基地的制造效率也逐步缩小与海天差距，但原有中山基地生产效率较低且阳西基地仍未全部投产，制造效率较海天仍有一定的差距，海天的单位直接制造费用明显低于中炬（酱油：242.19 元/吨、345.20 元/吨；蚝油：117.7 元/吨、269.63 元/吨）。

图表 24 海天人均创收远高于中炬（万元/人）



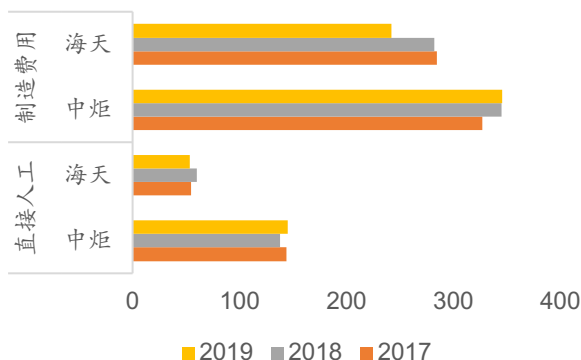
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 25 海天人均创量较高（吨/人）



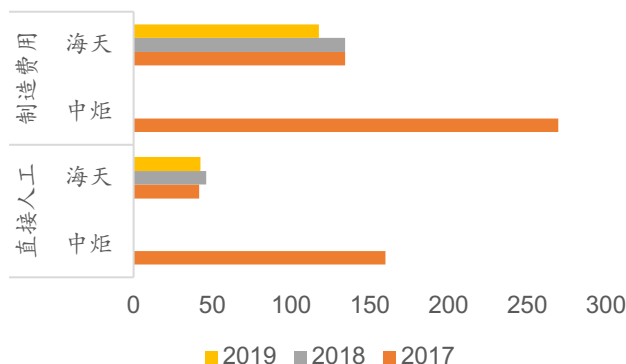
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 26 海天和中炬酱油成本分拆对比（元/吨）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

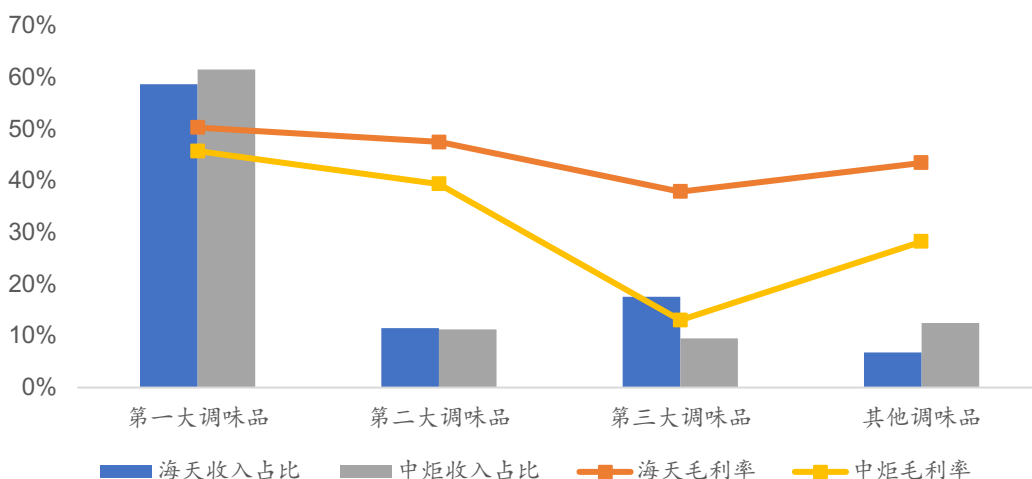
图表 27 海天和中炬蚝油成本分拆对比（元/吨）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

5) 产品结构：海天产品结构更为集中。海天产品中将近 6 成为酱油、蚝油占 18% 左右、调味酱占 12%，酱油是目前毛利率最高（50%左右）的调味品品类，占比越高会使得整体毛利率水平越高。同时海天的蚝油和调味酱的毛利率均在 40% 以上，其他规模较小的品类占比仅占 1 成左右，产品结构集中使得整体毛利率水平较高。而中炬的产品结构中，虽然酱油占比达到 62%、鸡精鸡粉占到 12%，两大品类的毛利率在 40% 以上；但仍有超过 20% 的收入来自毛利率不足 30% 的其他品类，拉低整体毛利率水平。

图表 28 海天产品结构更为集中



资料来源：公司公告、华西证券研究所 注：以 19 年数据为基础进行对比

那么以上原因哪些是两者毛利率差异的核心原因，具体影响程度多大？

我们对其吨成本进行了分析和比较，以 19 年年报毛利率数据为基础，计算出各个因素占据差异的比重，可以看出原材料因素是两者毛利率差异的核心原因，而原材料中核心原因是规模效应所带来的。

三大成本要素分别对毛利率影响有多大？从影响吨成本的三个因素分析来看，影响两家企业成本和毛利率的核心因素是直接材料，一方面吨成本中两家企业酱油吨成本差距超过 700 元，另一方面两家企业直接材料的销售成本率差距超过 5 个百分点，因此原材料利用率高是其毛利率领先的核心因素。而第二大影响因素是人工效率，影响毛利率约 0.8 个百分点，制造费用影响 0.2 个百分点。

影响原材料的核心因素是什么？我们认为海天直接材料成本较低主要受规模效应带来的原材料采购优势和原材料配比的差异两大因素影响。具体来看，海天采用黄豆与豆粕搭配的工艺实现低价、高产出的高效率生产；黄豆这一原材料约占海天酱油成本的 20%，假设海天采用 50% 黄豆、50% 的豆粕工艺生产，其中豆粕较黄豆价格低 20% 左右，豆粕酱油出产率高 10% 左右，则预计使得其成本下降 2%，对毛利率影响 2pct 左右。而规模优势带来的采购价格红利影响的是占成本 85% 以上的所有直接材料，虽然不同材料价格走势有所差异，但在核心原材料黄豆和白糖价格上行的过程中海天吨材料成本波动仍然较小。结合公司实际情况，我们认为规模效应对毛利率的影响约为 3pct 左右，是海天原材料成本领先的核心因素。

图表 29 原材料差异分析

对成本的影响约2%，即海天酱油综合成本/纯黄豆综合成本=20%*50%*80%+20%*50%*100+80%=98%，则较纯黄豆成本低2%。

对收入影响5%，即海天酱油综合产出/纯黄豆综合产出=50%*110%+50%=105%，则较纯黄豆产出高5%。

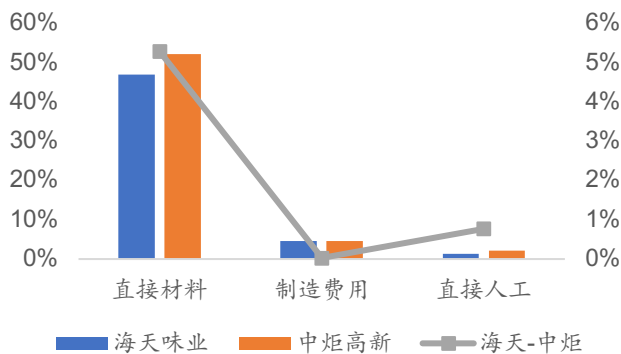
对海天酱油毛利率影响3.3%左右，海天酱油综合毛利率=1-(98%/105%)*50%=53.3%，即较之前毛利率提升4.4pct。

对海天整体毛利率影响2%左右，即考虑产品结构的影响，对海天整体毛利率的影响较对酱油毛利率影响低1-1.5pct左右，则原材料差异对海天毛利率影响2pct左右。

资料来源：公司公告、华西证券研究所

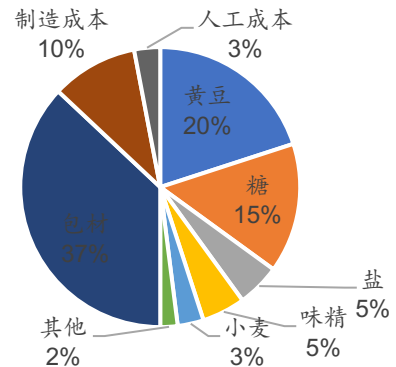
- 1) 黄豆约占海天酱油成本的20%，假设海天采用50%黄豆、50%的豆粕工艺生产，其中豆粕较黄豆价格低20%左右；
- 2) 豆粕酱油出产率高10%左右；3) 酱油毛利率50%。

图表 30 海天和中炬成本率分拆



资料来源：公司公告、华西证券研究所

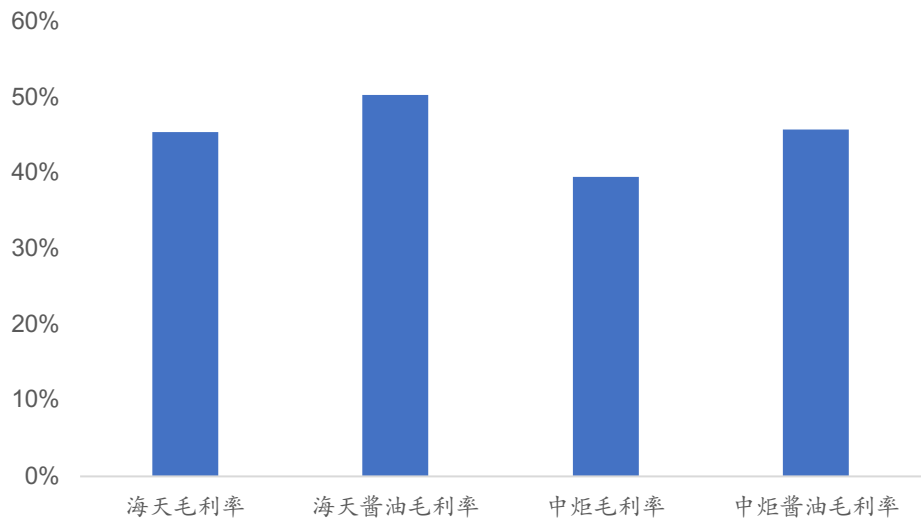
图表 31 海天酱油成本分拆



资料来源：公司公告、华西证券研究所

产品结构差异对两家企业的毛利率有多大影响？ 产品结构多元化是两家公司共同的发展趋势，预计酱油占比降低将是大概率事件，但酱油是毛利率最高的调味品品类，因此结构差异也是影响两家企业毛利率的重要因素。我们上文提到海天相较于中炬产品结构更为集中，三大品类占比超过85%，但中炬高新的酱油占比更高，对比来看，海天的整体毛利率较酱油毛利率低4.9pct左右，而中炬整体毛利率较酱油毛利率低6.3pct左右，两相比较下来我们认为产品结构对两者毛利率的差异有所影响，结合历史的数据，预计影响幅度在1个百分点左右。

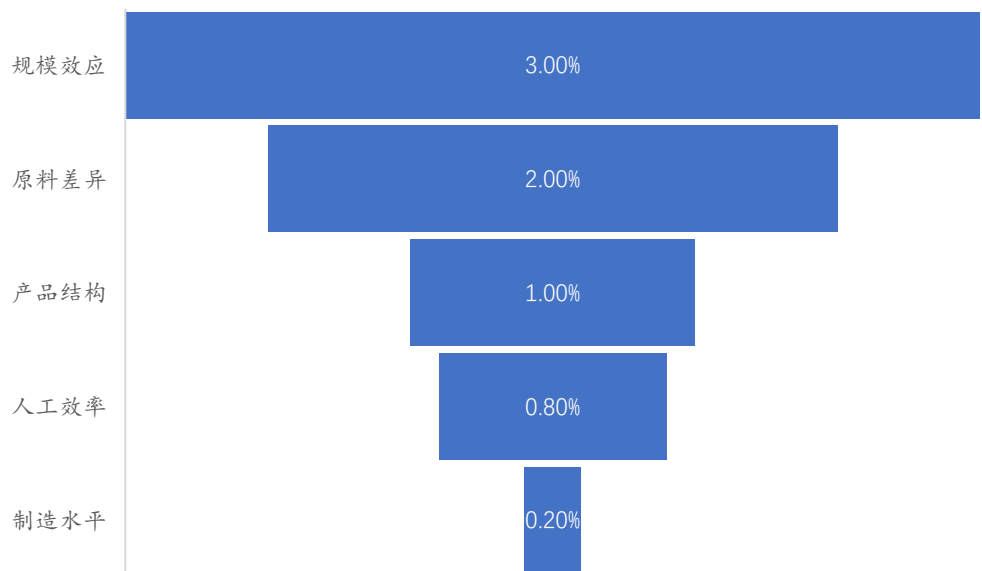
图表 32 酱油毛利率和公司整体毛利率对比



资料来源：公司公告、华西证券研究所 注：报表为 19 年数据

通过上文分析，我们将市场上普遍认为海天较中炬毛利率高的因素做了深度分析，并将各项因素的影响程度做了详细分析。通过分析我们得知，原材料成本、人工效率、制造水平和产品结构等均是拉升海天毛利率的重要推力，但其中原材料成本优势的影响最为明显，而原材料成本的优势更多是规模效应所带来的。因此我们认为不可忽视规模效应对海天所带来的领先优势，并且也为海天形成了极深的护城河，短期内难有其他公司在规模上追上海天，因此也难以在毛利率水平上与海天形成对抗。

图表 33 影响毛利率的因素分析



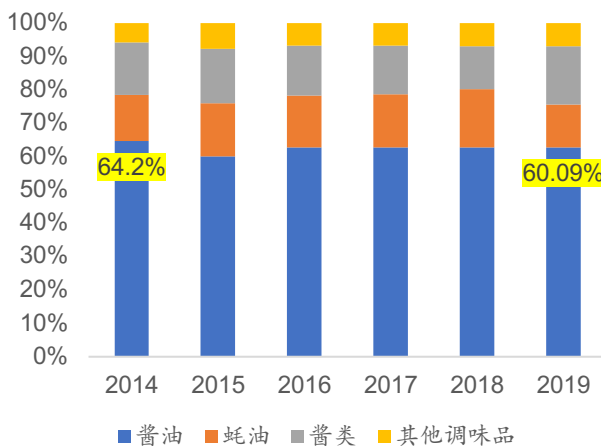
资料来源：公司公告、华西证券研究所

以上深度分析了差异因素，那么未来海天与中炬高新的毛利率将会如何发展？海天的毛利率会不会受结构变化影响持续下跌？中炬高新以当前所有我们已知信息为基础，其在毛利率核心差距因素上面所做的努力将会推动其毛利率未来达到的极限程度会是多大？是否会超过海天？我们将在下文具体测算和分析：

结构变化会不会使海天毛利率持续承压？

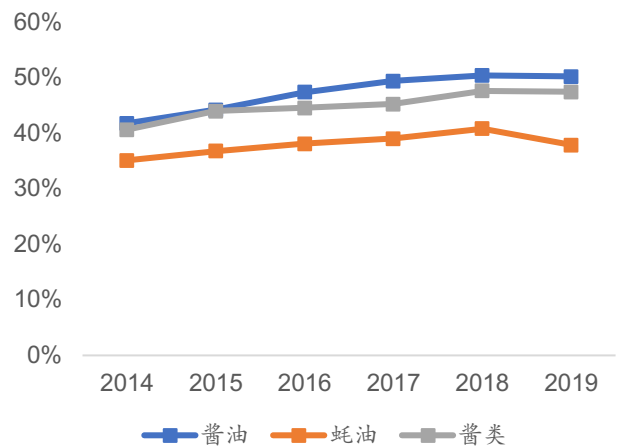
结构变化会使毛利率短期承压但不会使其快速下降。海天经历了从单品类龙头到多品类龙头到平台型企业的发展过程。近十年，公司三大品类中酱油占比下降约10个百分点、蚝油提升6个百分点、酱类提升1-2个百分点、其他品类提升1个百分点，产品结构逐渐多元化。酱油是公司所有品类中毛利率最高的，原则上占比越高公司毛利率越占优，占比下降会对毛利率有一定的影响。但一方面酱类和蚝油与酱油的毛利率差距逐渐缩小，另一方面各分品类的毛利率也在稳步提升，十年内均提升10个百分点左右，公司整体的毛利率因此持续提升。长期来看，公司的收入结构多元化是大势所趋，但各业务毛利率均在不断优化，结合来看结构变化会使公司毛利率短期承压但不会使其快速下降，整体生产效率提升的大势不改。

图表 34 海天酱油占比不断下降



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 35 各品类毛利率均持续提升



资料来源：公司公告、华西证券研究所

结构变化对公司毛利率的影响在1个点以内。预计公司收入增长不会降速但内部产品结构会有所变化，酱油品类占比下降明显而其他品类占比提升。结合公司实际情况，核心考虑酱油和其他品类占比变化，我们对公司的毛利率做了敏感性测试。参考敏感性测试情况，即使酱油品类占比降至50%，毛利率也在46%左右，相较目前的毛利率变化在1个点以内。因此我们认为产品结构变化对海天的毛利率的影响稳定可控。

图表 36 海天毛利率敏感性分析

酱油占比	其他调味品占比	调味品毛利率
58%	42%	46.90%
56%	44%	46.73%
54%	46%	46.57%
52%	48%	46.40%
50%	50%	46.24%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

中炬的毛利率提升空间有多大？

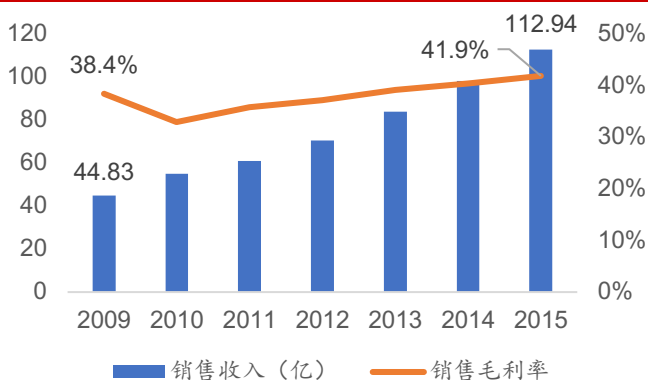
中炬的毛利率可以从哪些方面进行提升？我们核心总结了 5 点海天毛利率领先的原因，同时也是中炬可以改进提升的重要维度。具体来看，中炬和海天的规模差距将通过“五年双百”战略逐步靠拢，原料差异预计短期内将难以改变，人工效率和制造水平的提升将有赖于阳西产能的持续投产，而结构差异的影响重要在于提升小品种的毛利率水平。

通过分析我们得知海天的原材料成本优势的影响最为明显，而原材料成本的优势更多是规模效应所带来的，中炬重中之重是不断弥补规模差异。

五年“双百”逐步缩小规模差距。中炬高新 2019 年开始制定了“聚焦健康食品主业、把公司打造成为国内超一流的综合性调味品企业”的长期战略，以及五年“双百”的中期目标。公司规划从 2019 到 2023 年，用五年时间实现健康食品产业年营业收入过百亿元，年产销量过百万吨的双百目标。我们拉长时间线，假设公司五年后完成百亿元的战略目标，公司也将具备一定的规模效应，在原材料采购方面也将具备优势，制造和人工费用的摊销也将更低。

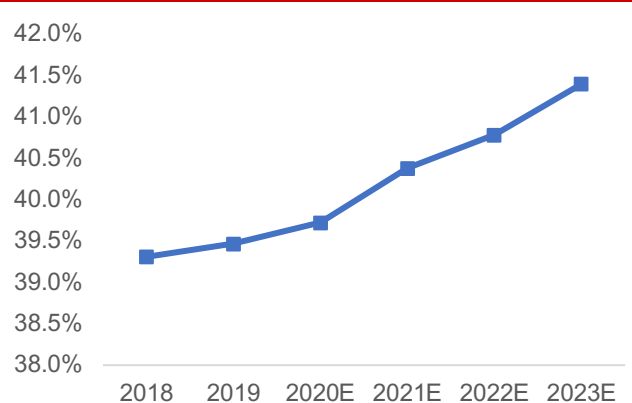
双百战略怎么影响中炬毛利率？我们对于中炬未来毛利率的判断，一方面基于中炬自身的业务情况，另一方面参考海天的发展历程。中炬目前的收入规模与十年前的海天较为类似，海天正是从 2009 年开始用 5 年时间将收入规模从不足 50 亿元跨入百亿元，在此过程中海天也实现了毛利率的持续增长。海天毛利率从 2009 到 2015 年间合计提升 2 个百分点，最低位至高位有 7 个百分点的增长，核心是由规模效应助推的，参考海天的经验预计中炬毛利率将至少有 2 个点的提升。

图表 37 海天“二五”期间毛利率稳步提升



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 38 中炬高新调味品业务毛利率预测



资料来源：公司公告、华西证券研究所

阳西产能投产对毛利率的提升是质的推动：公司拥有两大产能基地，中山基地自 2004 年开始建设，产能扩张后中山基地年设计产能达到 31 万吨，其中酱油生产线 17 条，年产能约为 20.4 万吨，综合产能利用率已达到 100%。中山基地建设的较早，部分产线和工艺使用的是早期技术，使得毛利率偏低，并且难以直接提升至较高的水平。公司 2012 年开始在阳西建设生产基地，两期产能建设至今，阳西基地设计产能为 33.4 万吨，其中已经建成 8 条酱油生产线，年设计产能为 21.6 万吨。阳西产能基地使用的是目前效率领先的设备和工艺，阳西的用工成本也更低，因此阳西基地建设对毛利率的提升是质的推动，阳西的投产节奏对公司的毛利率提升意义重大。

图表 39 中炬阳西基地产能投产规划（万吨）

年份 规模 产品	酱油	鸡精、 鸡粉	调味酱	蚝油类	醋汁类	食用油类	合计
2014 年	5.10	0.31	0.17	0.27	0.11	0.18	6.14
2016 年	13.46	1.08	0.58	1.15	0.38	0.65	17.3
2018 年	22.97	1.98	1.09	2.76	0.73	1.16	30.69
2020 年	33.37	3.16	1.71	5.59	1.22	1.83	46.88

资料来源：公司公告、华西证券研究所

阳西投产敏感性测试，预计 2021 年毛利率将超过 40%。公司正在加速阳西产能建设，第二期建设以酱油为主，第三期以小品类为主，我们结合公司的战略和阳西投产进程对毛利率进行了敏感性分析。同时考虑原有业务毛利率增长，分品类业务增长以及新增收入毛利率的提升，我们预计公司 2020 和 2021 年调味品整体毛利率分别为 39.8%和 40.3%，延续稳中有升的态势。我们仅考虑新增产能在阳西投产，并未完全考虑产能搬迁的情况，预计较为保守，全面考虑产能搬迁和效率提升等因素预计公司毛利率的提升将更加可观。

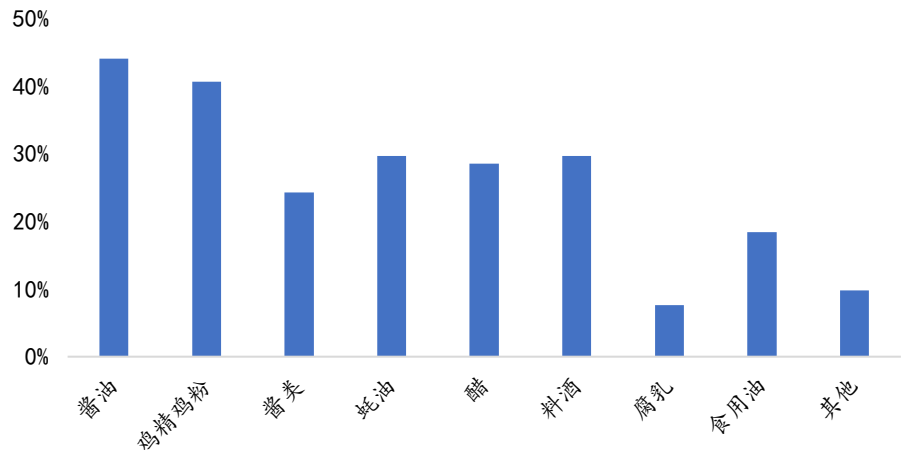
图表 40 阳西产能投产毛利率敏感性测试（亿元）

2020 年 E								
	原有收入	原有收入对应毛利	原有收入对应	预计增速	新增收入	新增收入毛	新增成本	整体毛利率
	入	率	成本			利率		
酱油	28.80	46%	15.55	10%	2.88	47%	1.53	39.73%
鸡精鸡粉	5.27	40%	3.16	8%	0.42	42%	0.24	
食用油	4.47	14%	3.84	10%	0.45	19%	0.36	
其他	5.83	29%	4.14	30%	1.75	30%	1.23	
合计	44.37	39.8%	26.70	12.4%	5.50	38.9%	3.36	
2021 年 E								
	原有收入	原有收入对应毛利	原有收入对应	预计增速	新增收入	新增收入毛	新增成本	整体毛利率
	入	率	成本			利率		
酱油	31.68	46.5%	16.95	21%	6.65	47%	3.51	40.39%
鸡精鸡粉	5.69	40.0%	3.41	15%	0.85	42%	0.49	
食用油	4.92	15.0%	4.18	12%	0.59	20%	0.47	
其他	7.58	30.0%	5.31	32%	2.43	31%	1.67	
合计	49.87	40.1%	29.85	21.1%	10.52	41.6%	6.14	

资料来源：公司公告、华西证券研究所 注：此预测仅为中炬高新调味品业务毛利率，非上市公司整体毛利率

提升小品类毛利率至关重要。中炬目前拥有的调味品品类超过 10 种，但仅酱油和鸡精鸡粉两大品类毛利率超过 40%，小品类的毛利率仍然较低，对公司整体的毛利率产生了较为明显的影响。公司的酱类、食醋、料酒等品类毛利率明显低于同行业其他公司，可提升空间较大，未来小品类毛利率的提升也是公司整体毛利率改善的重中之重。

图表 41 小品类毛利率较低 (%)

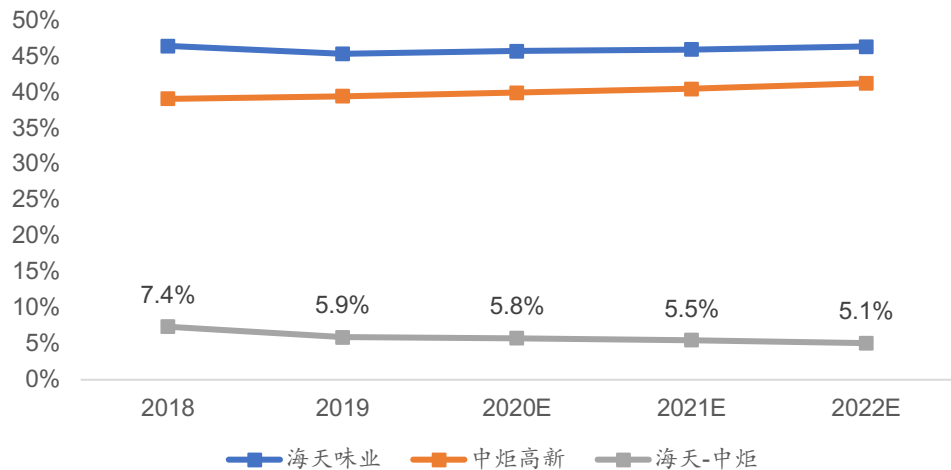


资料来源：公司公告、华西证券研究所

总结来看，市场所认知的海天和中炬毛利率差异从数据端都能有所体现，但通过我们全方位的拆解，可以得知两者毛利率的差异核心是由于规模差异带来的，其次是原材料差异和产品结构，人工和制造差异影响较小。

通过分析可知，海天的毛利率优势将延续，并且不会因为品类结构的变化过多影响海天的毛利率，将维持稳中略升的态势。中炬虽然与海天仍有 6 个百分点左右的毛利率差异，但阳西产能投产对毛利率的提升是质的推动，随着新产能投产将从规模和生产效率等多方面对中炬毛利带来提升。预计 2020 年中炬毛利率将达到 40%，叠加小品类毛利率的提升，预计中炬毛利率将持续提升，到 2022 年两者毛利率差距有望缩小至 5.1%，较 2019 年提升 0.8pct。

图表 42 海天和中炬毛利率预测 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

3. 销售费用率篇

从19年和20年一季度海天与中炬高新的销售费用率来看，两者的费用率同比一升一降，背后原因是什么？具体拆分来看是哪部分费用下降更多？为什么？而近几年开始，海天销售费用率一路高歌猛进达到了2017年的13.42%，与中炬高新费用率差距也达到了一个相对高点，为什么海天近几年销售费用率提高如此之快，具体是哪项费用提升较快，背后原因是什么？为什么中炬高新不做相应的对策？从近两年来看，海天与中炬高新销售费用率往往在某个时点达到接近后便开启了拉开差距的过程，比如2012和2015，2019年两家公司销售费用率差距再次缩小，那么是否预示着今年销售费用率会进入到拉开差距的通道呢？过去接近的原因是什么呢？

根据最新调研和研究，我们对两强未来销售费用率的发展将是怎样的判断？对于这些问题，我们将一一来分析。

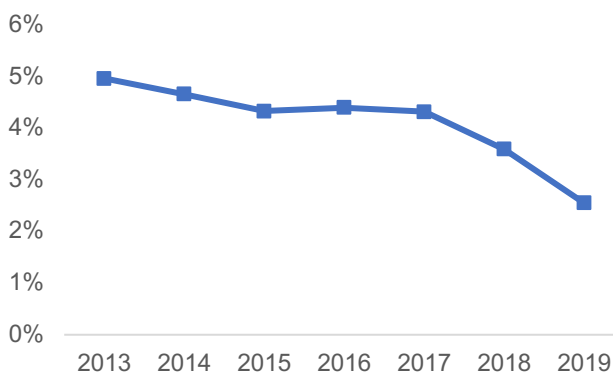
首先我们对两家公司的销售费用进行分析

2019年海天和中炬的销售费用率分别为10.9%和9.8%，分别同比下降2.2pct和0.6pct，海天下降幅度明显高于中炬，差异的核心在于费用投放效率和品牌宣传策略。

海天运输费用率下降是销售费用率降低的核心原因：公司2019年销售费用率相较于前两年均有明显下调，其中运输费用下降最为明显，下降了1个pct左右。运输费用率下降一方面随着江苏基地投产，部分地区运输半径缩短，另一方面部分经销商选择自提或物流经销商配送，节省了公司的运输费用支出。

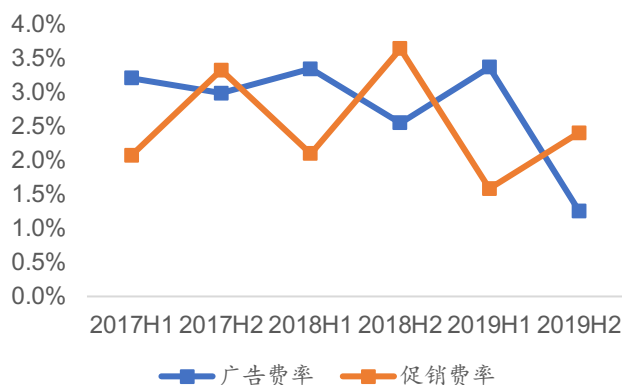
海天促销费用投放比例略有降低：2019广告费用投放额和费用率较去年同期均有所下将，费用率为2.4%。同比下降0.6pct。促销费用率稳中略降，但公司明显在2018年下半年再增加了促销费用的投放，确保二五顺利收官，下半年的费用投放效果延续至19年，使得19年促销费用率下降明显，全年仅为2.0%，同比下降0.9pct。

图表 43 海天运输费用率大幅下降



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 44 海天广告促销费用投放变化情况

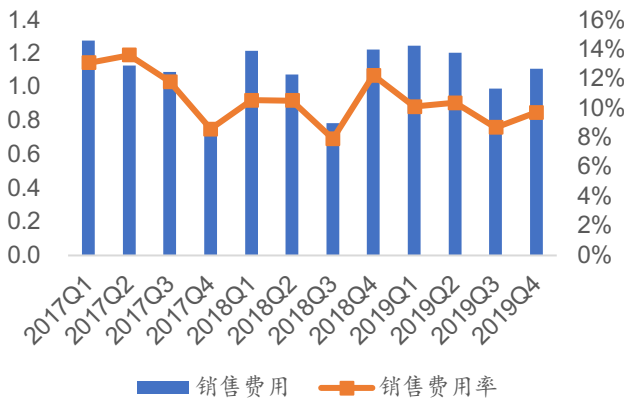


资料来源：公司公告、华西证券研究所

中炬高新销售费用投放积极性提升：中炬18年三季度费用投放降至低位后，四季度开始反弹，并延续到了19年。中炬从18年下半年开始经历了一系列的控制权、管理权和企业性质的变化，最终变身为宝能集团旗下的民营企业，也正是由于这一契机使得公司一改之前销售费用投放不够积极的状态，费用率逐季趋势提升，2019Q1/Q2/Q3/Q4销售费用率分别为10.1%/10.4%/8.7%/9.7%，费用投放积极性提升。

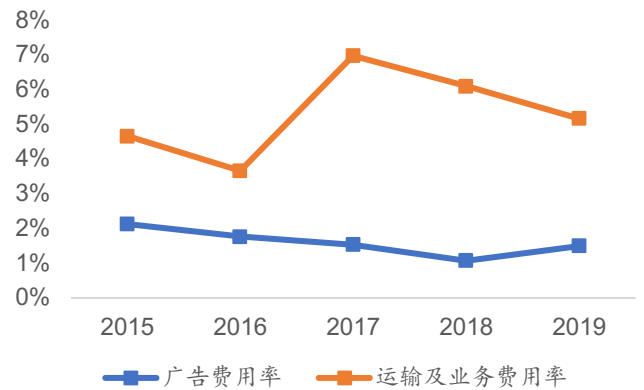
运费及业务费仍是公司主要的销售费用支出：中炬高新采用的是高地面推广费用、低广告费用的投放策略，广告费用率18年降至低位后19年反弹至1.5%。公司运费及业务费用率经历两年的下滑后19年降至5.2%，延续了费用率下降的趋势。

图表 45 中炬销售费用季度分拆 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

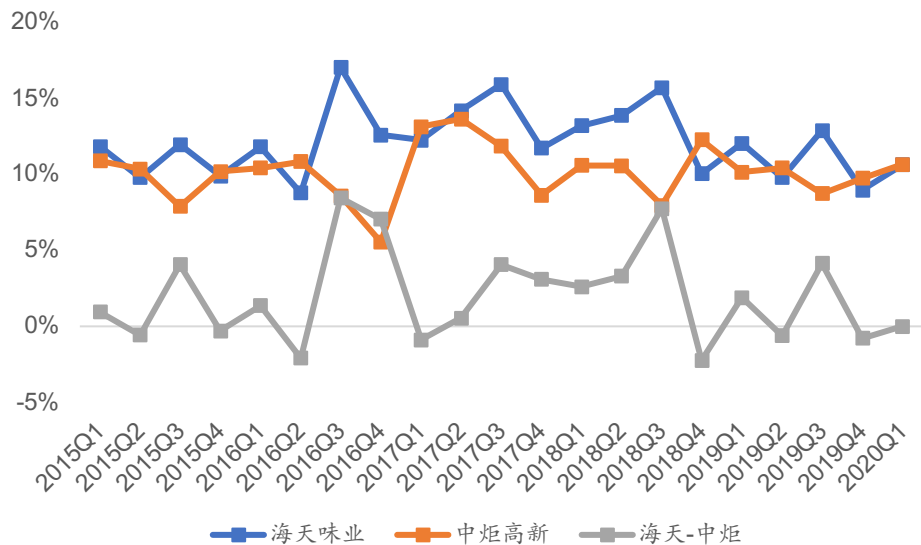
图表 46 中炬销售费用细拆 (%)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

两大龙头销售费用率差异主要体现在 Q3: 两大公司的销售费用率的差距在三季度体现最为明显, 2015-2019 年海天第三季度的销售费用率分别较中炬 +4.1%/+8.4%/+4.1%/+7.7%/+4.1%, 差距均是年内高点, 其他季度相差多在两个百分点左右。三季度有中秋和国庆等销售旺季, 因海天更注重旺季出货, 费用率较高; 中炬费用投放注重季度间平衡, 差异较小, 但也确保了稳健的成长, 因此两家企业 Q3 费用差额较大。

图表 47 销售费用率季度变化 (%)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

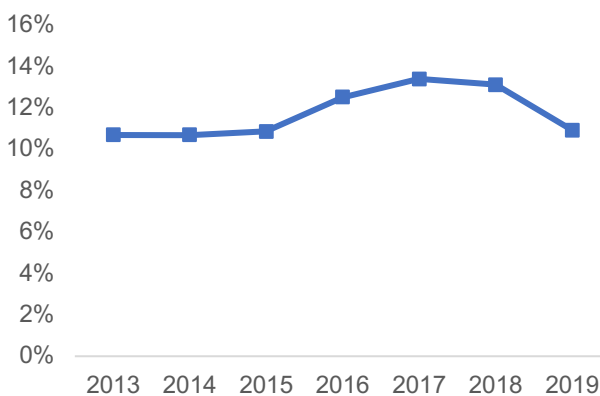
海天销售费用率波动的原因

广告促销费用是销售费用率上涨的核心原因: 伴随着销售规模逐年提升, 海天的销售费用投放常年在在中炬之上, 十年间从 4 亿元提升至 22 亿元。海天销售费用率的变化自 2015 年开始, 2015-2018 年 4 年间销售费用率提升了 7 个百分点, 增长核心来自于广告费用率和促销费用率的拉动。促销费用率从 2014 年 0.4% 至 2015 年的 1.7%, 提升 1.3pct, 之后逐年增长, 促销费用率 15 年上涨主要系公司加大市场推广的费用, 一方面是助推 14 年底的提价政策的顺利落地, 另一方面是加快海天的区域

下沉，扩大领先优势，不断提升的促销费用率也是海天注重产品地面销售推广的佐证，帮助海天真正成为覆盖全国的国民大品牌，我们认为随着海天规模接近 200 亿元，空白区域不断减少，预计促销费用率将维持在 2%左右的稳定水平。广告费用率的上涨始于 2016 年，2016 年开始公司选择多样化的品牌宣传，以电视广告、综艺冠名、网剧植入等多种方式开始营销宣传，取得了不错的成效，因此费用率也有所上涨。我们认为 2015 年开始广告宣传投放的模式出现了质的变化，海天的选择顺应了市场的变化，对于海天品牌建设产生了十分正面的效用，未来预计海天的广告费用率会维持在 2-3%的稳定水平。

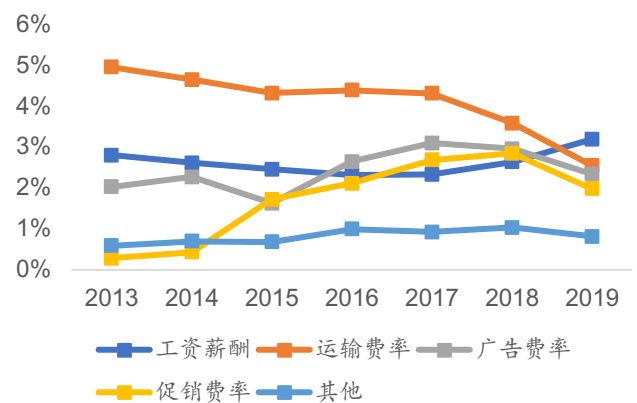
综合来看，15-18 年销售费用率的上涨更多是广告促销费用增加带来的，而 19 年销售费用率的下降更多是运输费用率下降带来的，我们认为运输费用率的下降是一次性的而广告促销费用率处在较高位置，因此我们认为公司销售费用率将维持稳定，随着规模的扩张有望同比微降。

图表 48 海天销售费用率变化 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 49 海天销售费用率细拆 (%)



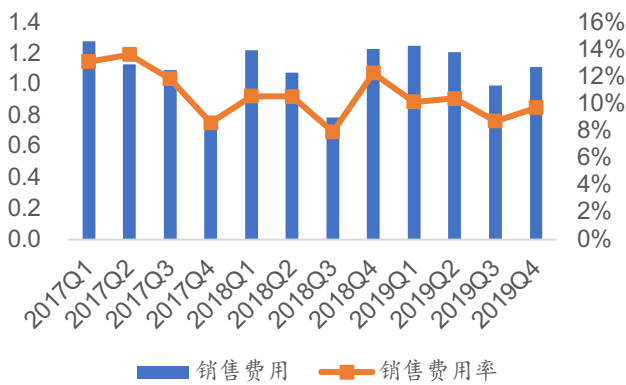
资料来源：公司公告、华西证券研究所

中炬销售费用率与海天差距拉大的原因

中炬在广告投放上并未采取跟随政策使得其与海天差距加大。中炬高新采用的是高地面推广费用、低广告费用的投放策略，广告费用率不足 1%，特别是从 2015 年海天加大广告费用之后中炬并未采取跟随的政策，在广告投放层面继续较为保守。中炬的政策选择一方面源于中炬规模不足 50 亿元，仍是区域性的调味品企业，全国性的广告推广并不具备较高的性价比，另一方面公司的高管激励政策中收入的比重远高于利润的比重，因此公司选择了控制费用提升规模的策略。

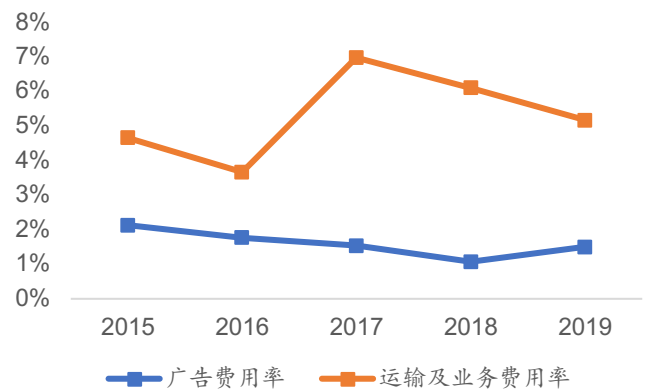
费用投放力度预计将增大。薪酬激励改革后，公司已开始尝试加大费用投放来提升收入规模，追求又快又好发展。长期来看，我们认为公司通过提升费用投放实现规模扩张的战略仍将延续，逐步实现“五年双百”的战略，销售费用率预计将是稳中有升的态势。

图表 50 中炬销售费用季度分拆 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

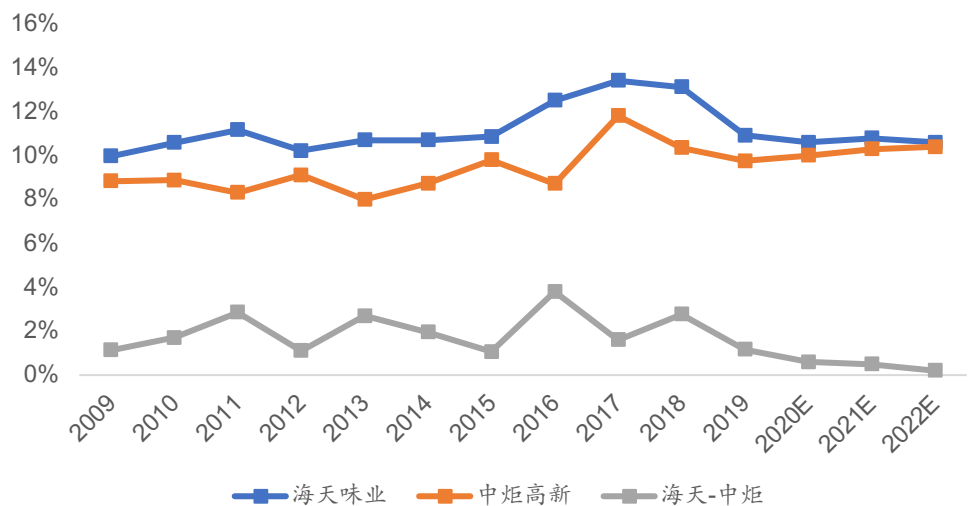
图表 51 中炬销售费用细拆 (%)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

两强费用差距的波动更多是中炬自身费用率波动, 费用率差距逐渐缩小且不可逆。从历史发展来看, 2009-2015 年间海天和中炬的销售费用率差额基本稳定但略有波动, 其中 2012 和 2015 年差值缩小到 1 个百分点之内, 但之后差距又逐渐拉开, 2019 年两家企业销售费用率差距又一次拉近, 我们认为此次差距将进一步缩小, 不会逐渐拉开。中炬销售费用率偏高的 2012 年和 2015 年主要系广告费用率偏高, 后一年公司又调整了费用的投放, 维持了低费用率的投放政策, 因此差距被进一步拉大。宝能入主后明确了销售费用率逐步向行业均值靠拢, 并在高管薪酬激励中调低了利润增速占比而调高了收入增速占比, 预计管理层将更有动力通过费用投放来促进收入增长, 通过调节费用投放节奏平衡收入和利润增速。宝能对中炬的发展提出了更高的要求, 辅以激励措施, 预计调高销售费用率是大势所趋, 与海天之间的销售费用率差距也将逐渐缩小。预计到 2022 年海天和中炬的销售费用率差距将缩小至 0.2%, 较 2019 年下降 0.9pct。

图表 52 海天和中炬销售费用率对比 (%)



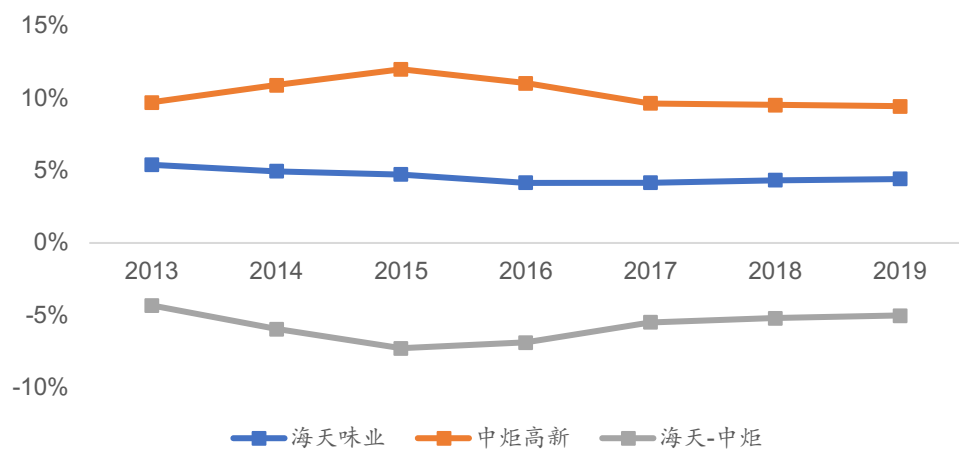
资料来源: 公司公告、华西证券研究所

4. 管理费用率篇

近三年海天味业管理费用率波动不大，是否下降的空间不大？中炬高新的管理费用率仍在持续同比下降，管理效率提升的空间有多大，是否代表全行业的管理效率提升？但两者费用率的差额仍在 5pct 以上，海天的高效率主要体现在哪些方面？中炬能否不断缩小与海天的差距？根据最新调研和研究，我们对两强未来管理费用率的发展将是怎样的判断？对于这些问题，我们将一一来分析。

19 年海天上升、中炬下降，整体波动不大：海天 2019 年管理费用率为 4.4%，较去年同期上升 0.1pct，扣除研发费用后管理费用率 1.5%，同比提升 0.02pct，波动不大，继续展现超强的费用管控能力，依旧是行业标杆；中炬高新 2019 年管理费用率为 9.5%，较去年同期下降 0.1pct，扣除研发费用后管理费用率下降 0.3pct，管理效率在稳步改善。

图表 53 管理费用率变化对比（含研发费用，%）



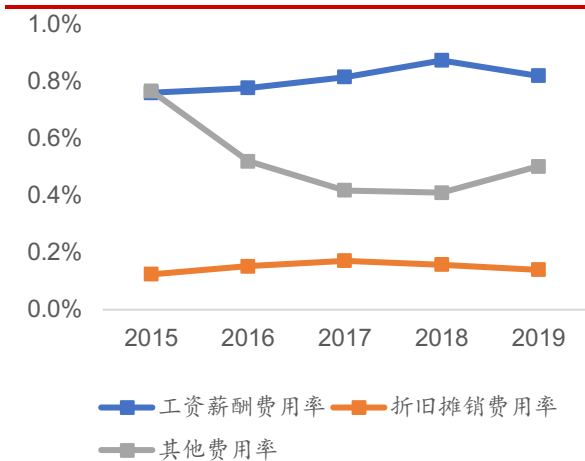
资料来源：公司公告、华西证券研究所

细拆对比，规模效应下海天薪酬费用率较低是管理效率高的核心因素：

海天是民营企业管理典范，管理效率傲视群雄：海天管理费用率不足 5%（含研发费用），扣除研发费用后管理费用率不足 2%；2019 年管理费用率仅为 1.5%，排在整个食品饮料板块的第二位，行业对比来看也具备极强的竞争力，管理效率和费用控制能力是行业典范。公司管理费用率低一方面得益于随着销售规模扩大，费用投放效率边际提升；另一方面公司注重支出项目控制，管理费用主要以人员工资、折旧摊销和研发费用为主，尽可能减少不必要的支出，使得公司管理高效而可控。

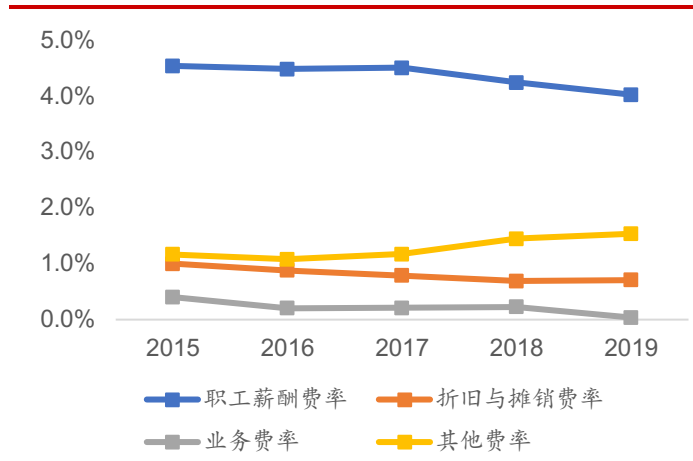
中炬管理费用率较海天高 5pct，薪酬费用率高是核心因素：中炬的管理费用率在 9%左右，扣除研发费用后每年收入中仍有 6%用以管理费用支出，处于整个食品饮料行业中游位置。细拆后可知，中炬管理费用中最大支出为管理人员薪酬，中炬虽在规模上与海天有一定的差距，但管理人员薪酬差距不大，进而使得公司管理费用率远高于海天。另一方面，之前国营体制下公司董事会费、业务费、咨询费等支出也偏高，对比来看公司管理费用率存在较大的下降空间。

图表 54 海天管理费用率分拆 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 55 中炬管理费用率分拆 (%)

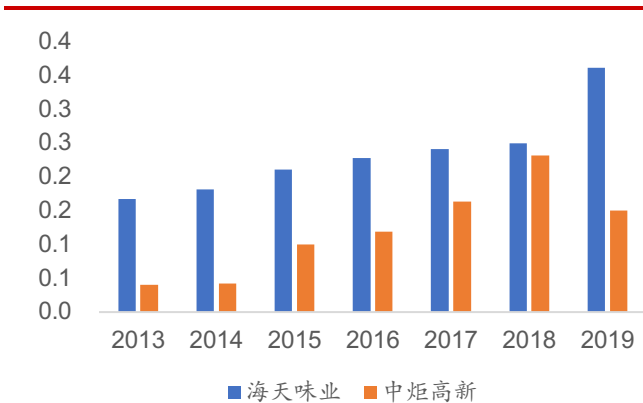


资料来源：公司公告、华西证券研究所

转变激励机制是中炬降低薪酬费用率的有效方式：

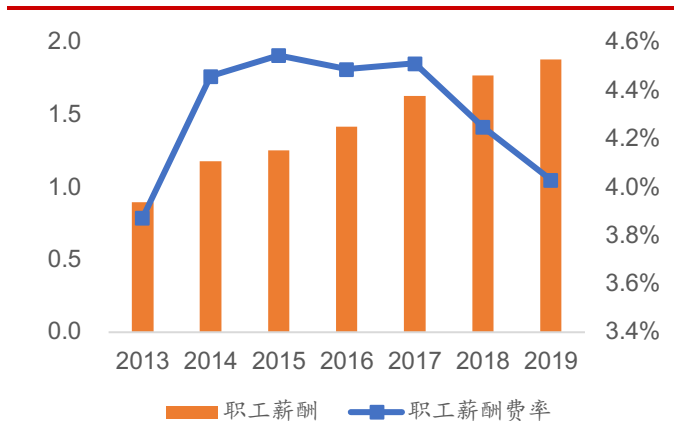
工资薪酬逐年提升主因薪酬激励是激发管理层积极性较为可行的方案：海天董事与核心管理层均持有公司股票，公司采取的薪酬和股权双重激励的方式调动管理层积极性，因此管理层薪酬逐年小幅上涨，且因公司规模过百亿元，费用率极低。但中炬之前因国企体制限制，股权相关激励并未落地，主要采取薪酬激励的方式，公司职工薪酬费用率在 2014 年迎来明显上涨，主要系公司 2014 年开始实施董监高及核心管理人员薪酬和业绩考核新标准，将超过目标的利润作为奖金包对管理层进行激励，随着公司业绩的持续增长，公司管理层的收入也不断增长，已在行业内具备吸引力，也使得公司职工薪酬支出逐年增加。

图表 56 管理层薪酬合计对比 (亿元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 57 中炬职工薪酬占比较高 (亿元, %)



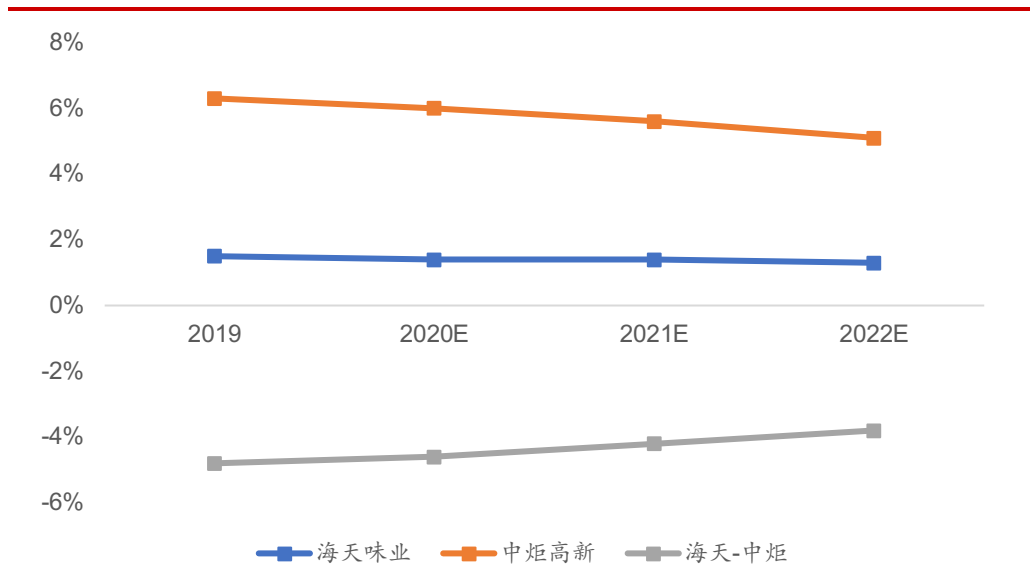
资料来源：公司公告、华西证券研究所

预计管理费用中工资薪酬上涨增速将放缓：我们认为管理层薪酬的增速将有所放缓，主要基于：1) 公司核心管理层年度薪酬总额已超过 2000 万元，中层管理者薪酬也处于行业领先地位，高基数下增速预计将放缓；2) 宝能入主后对管理层进行了人事调动，部分宝能管理层兼任公司管理层，薪酬支出预计将减少；3) 公司改革考核方案，将收入与利润增长比重调整为一致，预计将对管理层产生一定的激励作用，但新目标完成和调整仍需一定的时间。我们认为公司管理人员职工薪酬费用大概率将维持稳定而降低费用率的水平，进而降低管理费用率。预计到 2023 年中炬完成百亿收入目标时，管理人员薪酬费用率将下降至 2% 左右，较目前下降 2pct。

预计股权激励将替代薪酬成为管理层收入增长的主要来源：公司转变企业性质为民企后，在管理层激励方面更加灵活，可用的方式也有所增加。预计股权将成为重要的激励方式，进一步丰富激励手段，也将管理层激励与公司业绩连接性增强，将是管理层收入增长的主要来源。

海天继续领先，中炬持续追赶：长期来看，我们预计海天仍将注重管理层激励和生产研发的投入，管理费用率将维持在 4.5% 左右波动，确保公司长期稳定增长。中炬将依赖体制改革改进激励措施，提升管理效率，预计待中炬收入到达百亿时，管理人员薪酬费用率将下降至 2% 左右，下降 2pct 左右，带动公司管理费用率持续追赶海天。预计到 2022 年两者管理费用率的差距将缩小至 3.8%，较 2019 年差距提升 1.0pct。两家企业管理效率提升仍在推进，将展开效率提升竞赛，携手改进管理水平，展现龙头领先力。

图表 58 海天的中炬管理费用率预测 (%)



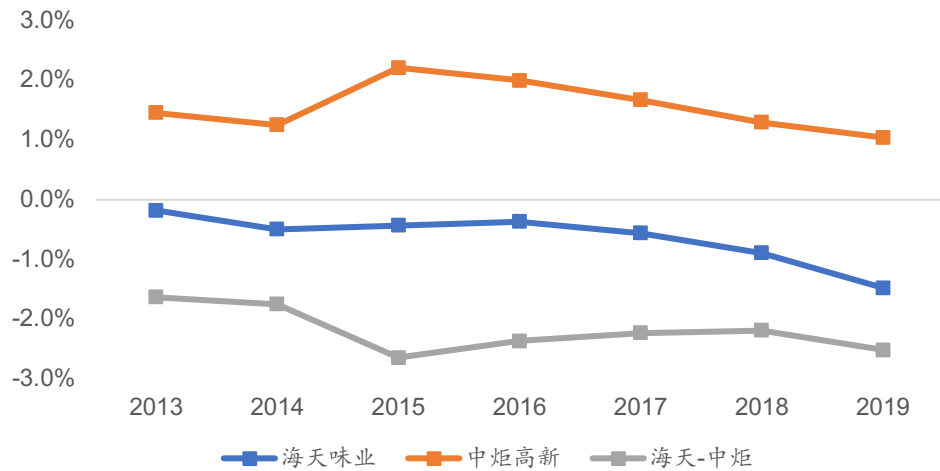
资料来源：公司公告、华西证券研究所

5. 净利率篇

5.1. 财务费用

海天收益、中炬支出，费用率相差 2-3pct：从财务费用来看，海天每年会赚得一部分的财务收益，而中炬以费用支出为主，两者费用率相差 2-3pct。

图表 59 财务费用率对比 (%)

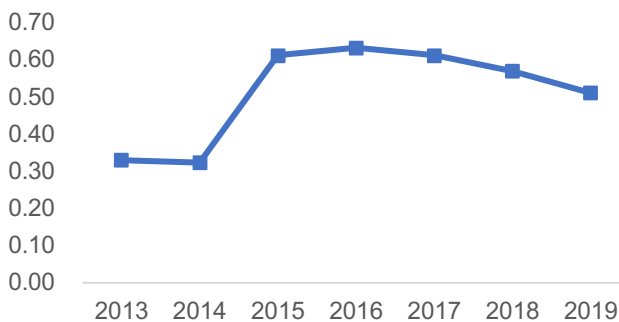


资料来源：公司公告、华西证券研究所

海天财务收益逐年增长：海天以稳健的现金流增长不断提升资产总额，账上货币资金逐年增长，财务费用收益主要来自于账上资金银行存款利息收入，预计将随着公司规模扩张不断增加利息收入，从而使得公司财务费用率维持在-1%左右。

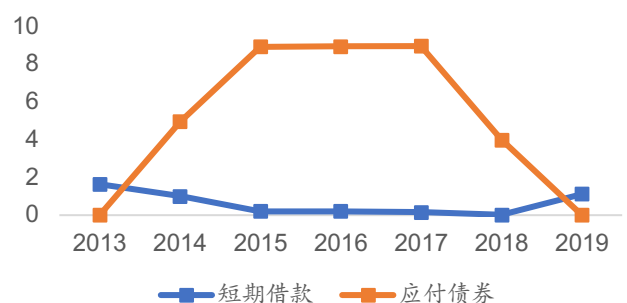
中炬财务费用主要系利息支出，公司债大部分已到期：公司财务费用中占比较高的主要是利息支出，但整体仍在 1 亿元以下，对公司经营影响不大。相较于海天，中炬在负债端有部分的短期借款和公司债，会产生一定的利息费用。公司通过短期借款和公司债支持发展经营是正常的融资行为，其中短期借款金额不大，公司债已全部到期，整体可控。未来我们预计公司仍会采用一些短期借款、公司债和融资融券等方式筹集资金支持发展，但财务费用支出预计占收入的比重仍然很小，是必要的支出，波动不大，对利润的影响也在可控范围内。

图表 60 中炬利息支出总额不大 (亿元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 61 中炬债券已到期 (亿元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

5.2. 其他收支

海天投资净收益贡献可观利润，政府补助影响较小：海天影响利润的其他收支中投资净收益和其他收益占比最高。

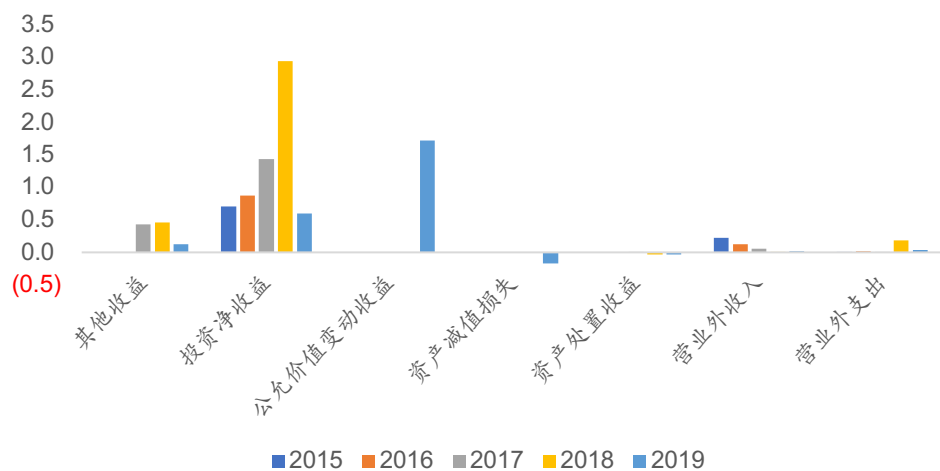
具体分析来看，公司每年投资净收益稳定增长，2018 年达到 2.95 亿元，2019 年 2.32 亿元（投资收益+公允价值变动收益），主要系处置可供出售的金融资产取得的收益，而公司处置可供出售的金融资产的收益主要系银行理财收益，随着公司规模扩张，资金储备不断增加，银行理财金额增加，预计理财收益也会稳定增长，成为利润的重要组成部分。

其他收益主要系政府补助，2017 年开始会计准则调整后政府补助计入其他收益，公司近两年政府补助都在 4500 万元左右，以中央、地区的发展补助资金为主，长期看将维持相对稳定。

另外公司在 2018 年报废已折旧完毕且无法继续使用的生产设备，产生 1672 万元的营业外支出，金额不大且为一次性支出，对公司经营无太大影响。

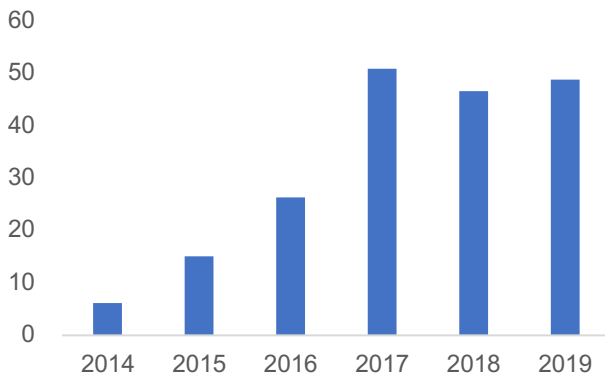
整体来看，公司其他非主营业务相关的收入和支出金额均不大，累计额约为 3 亿元左右，对利润有直接的正向促进，我们预计将长期维持稳定。

图表 62 海天其他收支分拆（亿元）



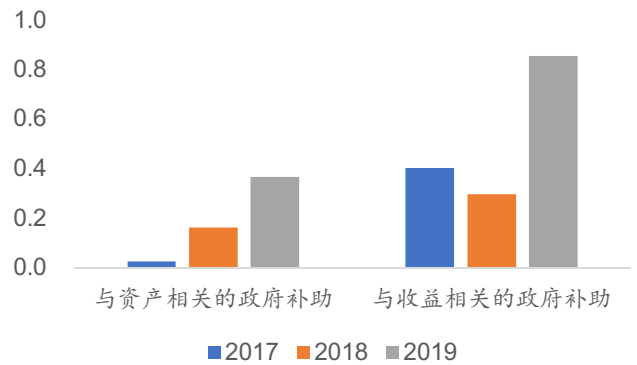
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 63 海天银行理财逐年增加 (亿元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 64 海天政府补助稳定可持续 (亿元)



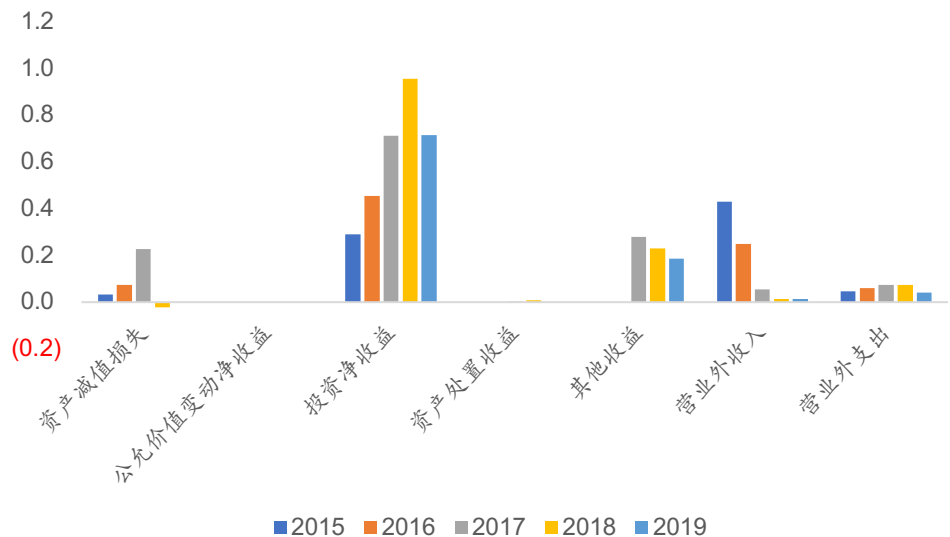
资料来源：公司公告、华西证券研究所

中炬其他收支合计 1 亿元左右，稳定可控：中炬的其他收支中投资净收益和其他收益是主要的组成部分，合计贡献 1 亿元左右的利润。

具体分析来看，投资净收益主要是理财产品投资收益和委托贷款利息收入；其中委托贷款主要系总部和中汇合创支出，公司委托银行将资金贷给房地产、医疗投资和市政工程，收益率在 10% 以上，公司正逐步收缩委托贷款，截止 2020 年 1 月末，公司委托贷款已全部收回。公司理财产品的规模不断扩张，投资理财正成为核心的流动资金管理方式。

其他收益主要系政府补助，公司每年收入大概 2000 万元的政府补助。整体来看，公司其他收益同样稳定可控，对利润影响不大。

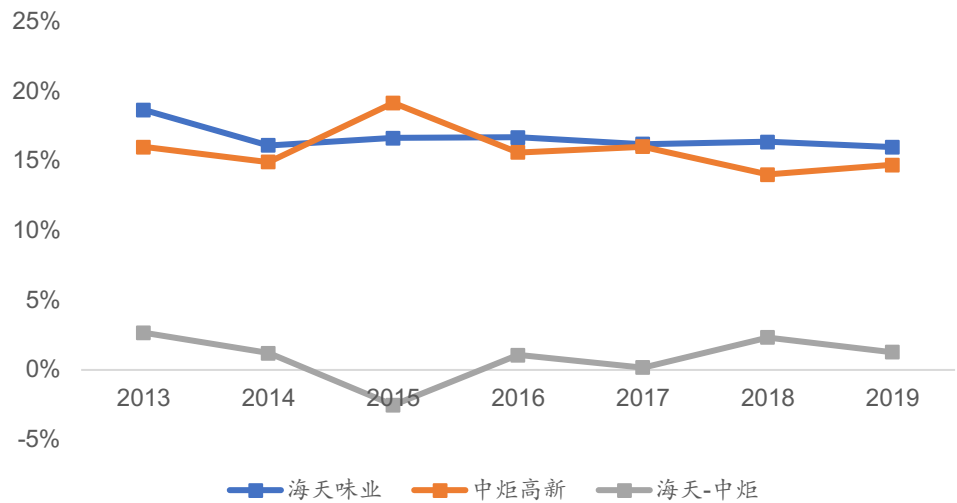
图表 65 中炬高新其他收支分拆 (亿元)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

所得税率均降至 15% 左右，主厂区均为高新技术企业：两家企业的所得税率近几年均降至 15% 左右，两家企业主要负责生产的子公司均为高新技术企业，享受 15% 的税收优惠。海天的高明海天和兴兆环球、中炬的美味鲜、中炬精工和广东厨邦合计贡献公司超过 8 成的利润，也使得两家企业所得税率长期处于低位。

图表 66 海天和中炬所得税率对比(%)

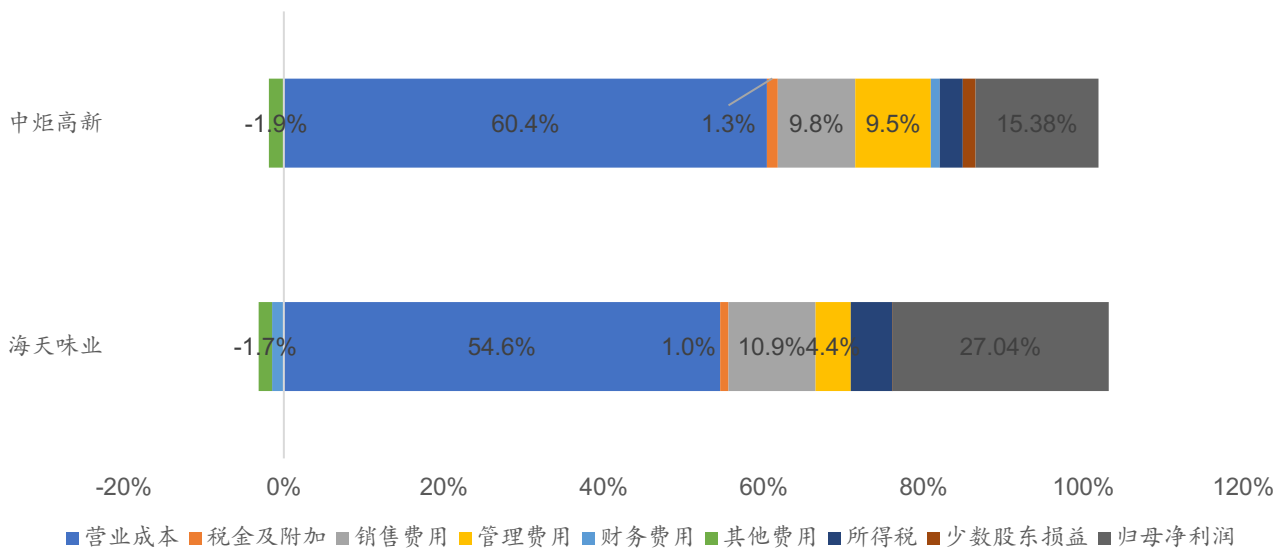


资料来源：公司公告、华西证券研究所

5.3. 净利率分拆对比

毛利率差异是影响净利率的核心因素：海天和中炬 19 年毛利率分别为 45.44%、39.55%，相差 5.89pct，而两者的净利率分别为 27.06%、15.36%，相差 11.70pct，毛利率是影响净利率的核心因素，另外管理费用率的差异也对其有所影响。因此中炬对于海天净利率的追赶长期仍要依赖于毛利率的提升和管理费用率的下降；阳西基地的投产和体制机制的激活将加速其追赶的进程。

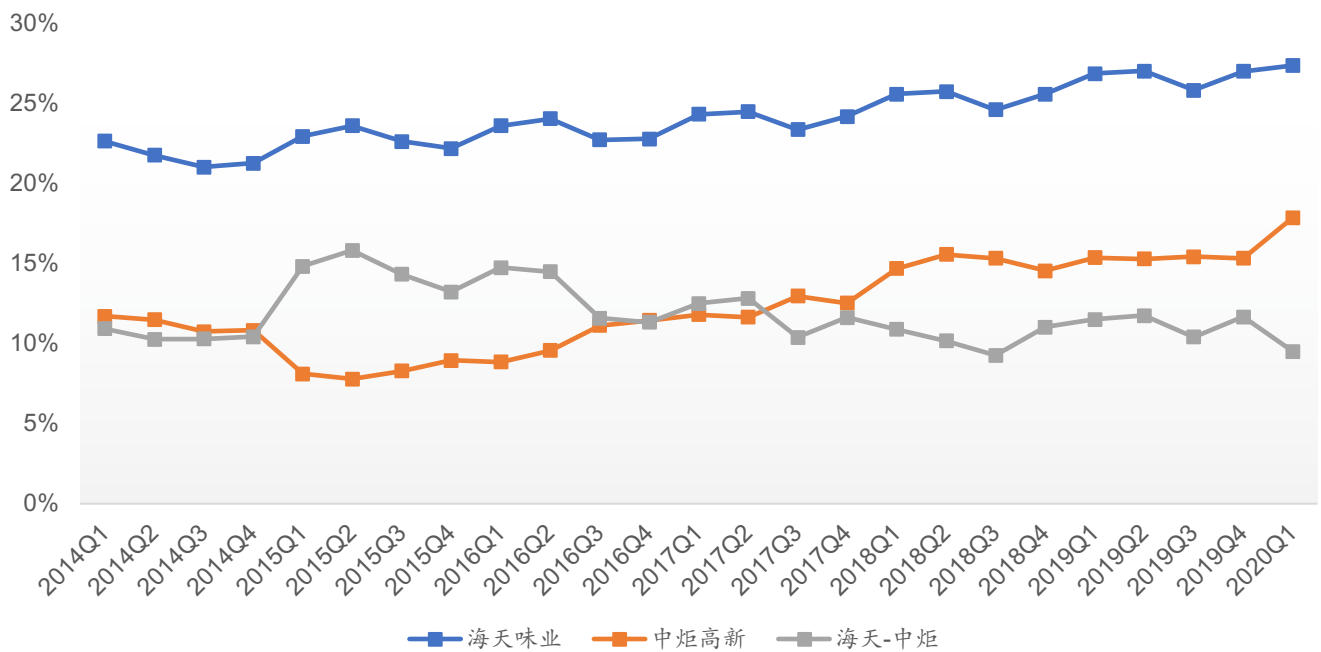
图表 67 海天和中炬利润分拆对比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

共同进步，中炬努力追赶：分季度来看，两家企业的净利率均没有明显的季度间差异，主要系调味品较为日常的消费场景和属性。具体来看，三季度经常为两者净利率差距的低点，主要系海天会在中秋国庆旺季集中开展营销投放，而中炬费用投放季度间较为平均。综合来看，近几年两家企业的净利率均在稳步提升，经营效率持续优化。

图表 68 两家企业净利率分季度对比



资料来源：公司公告、华西证券研究所

综合上文分析，我们将海天和中炬各项重要财务指标对比进行了汇总：

图表 69 海天&中炬财务报表对比分析

2019 年差距		原因分析
毛利率	5.9pct	1、最优的投入产出比是公司的长期诉求 2、规模效应带来的采购和制造端优势 3、生产工艺和原料配方更节省成本 4、海天生产工艺和人员效率绝对领先 5、产品结构：海天产品结构更为集中 规模效应是海天毛利率领先的核心因素。
销售费用率	1.2pct	海天销售费用率较高主要系广告促销费用投放更加积极，而中炬并未采取跟随政策使得其与海天差距加大。 两强费用差距的波动更多是中炬自身费用率波动，费用率差距逐渐缩小且不可逆。
管理费用率	5.0pct	规模效应下海天薪酬费用率较低是管理效率高的核心因素。 两家企业管理效率提升仍在推进，将展开效率提升竞赛，携手改进管理水平，展现龙头领先力。
财务费用率	2.5pct	海天为财务收益且逐年增长，中炬为财务费用主要系利息支出。
其他收益	/	海天投资净收益贡献可观利润，政府补助影响较小。 中炬其他收支合计 1 亿元左右，稳定可控。
所得税率	/	所得税率均降至 15% 左右，主厂区均为高新技术企业。
净利率	11.7pct	毛利率是影响净利率的核心因素，另外管理费用的差异也对其有所影响。 因此中炬对于海天净利率的追赶长期仍要依赖于毛利率的提升和管理费用率的下降；阳西基地的投产和体制机制的激活将加速其追赶的进程。

资料来源：公司公告、华西证券研究所

6. 业绩展望

收入端 20 年一季度受疫情影响，海天和中炬收入增长明显降速，各项财务指标也受影响略有波动，但随着二季度开始生产和运输恢复，以及需求端恢复稳健，预计收入增速将环比提升，恢复稳健增长，两家企业携手向业绩目标靠拢。疫情影响更偏短期，长期来看两家企业仍会受益于行业集中度和健康需求的提升。考虑疫情影响，预计 2020 年海天和中炬调味品收入增速将落在 11%-15% 之间。

预计毛利率海天稳定、中炬略升：从原材料来看，2020 年预计黄豆、白糖价格将略有下降，而包材价格将维持高位，综合来看预计成本端压力不大。考虑我们前面分析的几大因素，预计海天将在规模提升和产品结构调整的双重影响下毛利率同比变化不大；而中炬随着规模扩张预计毛利率将略有提升。

销售费用率持续靠近：预计上半年海天运输费用率仍将同比下降，受此影响销售费用率将同比下降；而中炬预计将加大销售人员和促销费用的投放，销售费用率有所提升，对比来看两家的销售费用率将持续靠近。

管理费用率携手下降：提升管理效率是两家企业长期努力的目标，2020 年预计海天将继续致力于从方方面面提升效率，降低不必要的支出；而中炬在内部增效的同时管理人员薪酬费用率预计将随着规模扩大有所下降，对比来看预计两家企业的管理费用率将携手下降。

净利率持续提升：综合来看，我们认为两家企业均具备净利率提升的空间，2020 年两家企业净利率将稳中有升，提升行业整体的经营管理效率。

图表 70 海天&中炬财务指标预测

海天味业				指标	中炬高新			
2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
45.4%	45.8%	46.0%	46.4%	毛利率	39.6%	40.0%	40.5%	41.3%
13.1%	11.0%	10.8%	10.6%	销售费用率	9.8%	10.0%	10.3%	10.4%
1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	管理费用率	6.3%	6.0%	5.6%	5.1%
-1.5%	-1.2%	-1.3%	-1.4%	财务费用率	1.0%	1.0%	0.8%	0.6%
27.0%	27.5%	28.0%	28.6%	净利率	15.4%	16.1%	17.0%	18.0%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

参考我们对未来两强的预测，2022 年海天和中炬的净利率有望在海天产品结构不断优化和中炬阳西基地达产的条件下分别达到 28.6% 和 18.0%，差距缩小至 10.6pct，较 2019 年降低 1.1pct。

中炬高新机制层面受益于宝能入主后带来的激励变化和效率提升；产能层面受益于阳西产能建设和中山产能改建带来的规模效应；渠道层面受益于全国化布局和餐饮渠道扩张；盈利层面受益于费用率的改善；具备强劲的增长潜力。在公司“五年双百”战略指引下，预计收入增速将逐年提速，利润增速快于收入增长，实现稳健的高成长。

预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 54.2/63.4/76.0 亿元，分别同比增长 +12.1%/+21.0%/+19.8%，归母净利润分别为 8.4/10.8/13.7 亿元，同比增速分别为 +17.7%/+27.3%/+27.4%，对应 PE 分别为 53/42/33 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 71 中炬高新收入预测

年份		2018	2019	2020E	2021E	2022E
酱油	营收	25.90	28.80	31.68	38.33	45.23
	YOY	9.1%	11.2%	10.0%	21.0%	18.0%
	毛利率	44.1%	45.8%	46.1%	46.6%	47.3%
鸡精鸡粉	营收	4.43	5.27	5.69	6.54	7.33

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

	YOY	7.2%	19.0%	8.0%	15.0%	12.0%
	毛利率	40.7%	39.5%	40.2%	40.3%	40.6%
油类	营收	3.21	4.47	4.92	5.51	6.06
	YOY	16.0%	48.1%	10.2%	12.0%	10.0%
其他调味品 (蚝油, 食醋等)	毛利率	18.4%	13.1%	14.6%	15.5%	16.0%
	营收	4.64	5.83	7.58	10.09	13.92
调味品合计	YOY	18.9%	25.8%	30.0%	33.0%	38.0%
	毛利率	25.5%	28.3%	29.2%	30.2%	30.5%
精工	营收	38.17	44.37	49.87	60.47	72.54
	YOY	10.6%	16.2%	12.4%	21.3%	20.0%
房地产及服务	毛利率	39.3%	39.5%	39.7%	40.4%	40.8%
	营收	0.70	0.64	0.64	0.64	0.64
其他业务	YOY	7.7%	-8.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	25.7%	23.7%	25.0%	26.0%	27.0%
合计	营收	1.27	1.26	1.38	1.73	2.16
	YOY	159.2%	-1.1%	10.0%	25.0%	25.0%
其他业务	毛利率	34.8%	40.0%	42.0%	45.0%	50.0%
	营收	1.53	0.48	0.53	0.59	0.64
合计	YOY	264.3%	-68.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	43.9%	66.5%	78.7%	55.2%	84.4%
合计	营收	41.67	46.75	52.42	63.42	75.98
	YOY	15.5%	12.2%	12.1%	21.0%	19.8%
	毛利率	39.1%	39.5%	40.0%	40.5%	41.3%

资料来源: 公司公告、华西证券研究所

图表 72 中炬高新财务预测表

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4674.84	5242.24	6342.48	7598.41	净利润	791.33	914.70	1147.67	1442.05
YoY (%)	12.20	12.14	20.99	19.80	折旧和摊销	435.36	134.62	141.44	151.86
营业成本	2826.06	3145.40	3773.78	4460.27	营运资金变动	140.65	-6.77	46.76	291.48
营业税金及附加	60.99	62.91	76.11	91.18	经营活动现金流	1353.97	989.83	1278.07	1816.61
销售费用	456.29	524.22	653.28	790.23	资本开支	232.38	268.08	191.00	201.00
管理费用	295.10	314.53	355.18	387.52	投资	-67.89	80.00	80.00	85.00
财务费用	48.87	54.81	47.99	48.02	投资活动现金流	-127.63	-188.08	-111.00	-116.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	71.64	75.00	82.00	85.00	债务募资	-392.28	0.00	0.00	0.00
营业利润	930.95	1072.85	1346.53	1690.64	筹资活动现金流	-631.12	103.20	-587.25	-239.65
营业外收支	-2.92	-3.00	-3.00	-3.00	现金净流量	595.23	904.95	579.82	1460.97
利润总额	928.02	1069.85	1343.53	1687.64	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	136.69	155.15	195.85	245.59	成长能力 (%)				
净利润	791.33	914.70	1147.67	1442.05	营业收入增长率	12.20	12.14	20.99	19.80
归属于母公司净利润	717.94	844.63	1075.39	1369.79	净利润增长率	18.19	17.65	27.32	27.38
YoY (%)	18.19	17.65	27.32	27.38	盈利能力 (%)				
每股收益	0.90	1.06	1.35	1.72	毛利率	39.55	40.00	40.50	41.30
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润率	15.36	16.11	16.96	18.03
货币资金	698.82	1603.77	2183.59	3644.56	总资产收益率 ROA	12.03	13.07	14.58	12.60
预付款项	4.91	9.44	11.32	13.38	净资产收益率 ROE	18.18	18.54	20.04	21.24
存货	1567.92	1507.59	1679.16	1641.26	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1252.95	1290.66	1309.51	1329.12	流动比率	220.25	227.76	276.78	300.14
流动资产合计	3524.61	4411.46	5183.59	6628.32	速动比率	122.27	149.92	187.12	225.82
长期股权投资	5.10	0.10	2.10	2.10	现金比率	114.58	141.39	177.19	216.42
固定资产	1424.21	1362.88	1304.80	1306.37	资产负债率	28.69	29.35	25.43	24.96
无形资产	211.47	216.18	220.81	225.38	经营效率 (%)				

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

非流动资产合计	2429.12	2554.58	2603.14	2649.28	总资产周转率	78.32	81.15	85.98	89.06
资产合计	5953.73	6966.04	7786.73	9277.60	每股指标 (元)				
短期借款	112.68	474.15	170.98	231.34	每股收益	0.90	1.06	1.35	1.72
应付账款及票据	437.32	493.83	613.24	737.28	每股净资产	4.96	5.72	6.74	8.10
其他流动负债	1050.30	968.92	1088.58	1239.79	每股经营现金流	1.70	1.24	1.60	2.28
流动负债合计	1600.29	1936.90	1872.80	2208.41	每股股利	0.28	0.30	0.33	0.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	107.64	107.64	107.64	107.64	PE	62.37	53.02	41.64	32.69
非流动负债合计	107.64	107.64	107.64	107.64	PB	11.34	9.83	8.34	6.94
负债合计	1707.93	2044.53	1980.44	2316.05					
股本	796.64	796.64	796.64	796.64					
少数股东权益	296.82	366.90	439.18	511.45					
股东权益合计	4245.80	4921.51	5806.29	6961.55					
负债和股东权益合计	5953.73	6966.04	7786.73	9277.60					

资料来源: WIND、华西证券研究所

海天规模优势明显,我们预计公司将持续受益于规模优势红利,并不断增加小品类占比,延续稳健成长,逐步成为平台型企业。

预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 228.6/268.2/311.0 亿元,分别同比增长 +15.5%/+17.3%/+16.0%,归母净利润分别为 62.9/75.1/89.0 亿元,同比增速分别为 +17.6%/+19.2%/+18.6%,对应 PE 分别为 64/54/45 倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 73 海天味业收入预测

年份		2018	2019	2020E	2021E	2022E
酱油	收入 (亿)	102.36	116.29	131.98	151.78	173.03
	YOY	15.8%	13.6%	13.5%	15.0%	14.0%
	毛利率	50.5%	50.4%	50.7%	51.1%	51.6%
酱类	收入 (亿)	20.92	22.91	24.75	27.22	29.94
	YOY	2.6%	9.5%	8.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	47.7%	47.6%	47.7%	48.0%	48.7%
蚝油	收入 (亿)	28.56	34.90	42.92	53.66	64.39
	YOY	26.0%	22.2%	23.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	40.9%	38.0%	39.0%	39.5%	40.2%
其他调味品	收入 (亿)	11.23	13.52	16.49	20.61	25.77
	YOY	16.8%	20.4%	22.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	44.1%	43.5%	44.2%	45.0%	46.0%
调味品合计	收入 (亿)	163.07	187.62	216.15	253.27	293.13
	YOY	15.6%	15.1%	15.2%	17.2%	15.7%
	毛利率	48.1%	47.2%	47.5%	47.8%	48.3%
其他业务	收入 (亿)	7.28	10.35	12.42	14.91	17.89
	YOY	51.3%	42.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	10.8%	13.1%	15.6%	15.2%	15.1%
收入合计	收入 (亿)	170.34	197.97	228.57	268.18	311.02
	YOY	16.8%	16.2%	15.5%	17.3%	16.0%
	毛利率	46.5%	45.4%	45.8%	46.0%	46.4%

资料来源: WIND、华西证券研究所

图表 74 海天味业财务预测表

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	19796.89	22857.17	26818.29	31102.11	净利润	5356.24	6298.76	7510.63	8906.80
YoY (%)	16.22	15.46	17.33	15.97	折旧和摊销	768.51	346.90	356.87	374.34
营业成本	10800.72	12388.59	14481.88	16670.73	营运资金变动	1493.45	376.96	984.05	1377.33
营业税金及附加	203.35	228.57	268.18	311.02	经营活动现金流	6857.47	6741.91	8530.84	10310.76
销售费用	2162.82	2514.29	2896.38	3296.82	资本开支	579.26	202.91	303.00	193.00

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

管理费用	289.90	320.00	375.46	404.33	投资	-200.00	-15.00	-20.00	-20.00
财务费用	-292.74	-277.24	-342.82	-442.44	投资活动现金流	88.85	-7.91	-88.00	39.00
资产减值损失	-17.18	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	59.69	75.00	90.00	100.00	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	6379.44	7509.82	8950.13	10603.89	筹资活动现金流	-2647.45	-3565.78	-3630.58	-3695.39
营业外收支	-2.24	-3.00	-3.00	-3.00	现金净流量	4298.87	3168.23	4812.26	6654.36
利润总额	6377.20	7506.82	8947.13	10600.89	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	1020.96	1208.06	1436.50	1694.09	成长能力 (%)				
净利润	5356.24	6298.76	7510.63	8906.80	营业收入增长率	16.22	15.46	17.33	15.97
归属于母公司净利润	5353.19	6294.75	7505.63	8900.72	净利润增长率	22.64	17.59	19.24	18.59
YoY (%)	22.64	17.59	19.24	18.59	盈利能力 (%)				
每股收益	1.98	1.94	2.32	2.75	毛利率	45.44	45.80	46.00	46.40
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	27.04	27.54	27.99	28.62
货币资金	13455.53	16623.76	21436.02	28090.38	总资产收益率 ROA	23.85	23.94	24.62	20.50
预付款项	18.58	24.78	28.96	33.34	净资产收益率 ROE	32.28	32.59	32.37	31.35
存货	1802.76	1768.52	2176.93	2514.59	偿债能力 (%)				
其他流动资产	4992.50	4994.40	5011.77	5026.90	流动比率	254.05	281.07	294.09	310.73
流动资产合计	20269.37	23411.46	28653.68	35665.21	速动比率	231.46	259.84	271.74	288.82
长期股权投资	0.00	70.00	160.00	260.00	现金比率	229.79	258.15	270.07	287.24
固定资产	3448.26	3103.43	2948.61	2726.28	资产负债率	32.95	30.56	29.94	29.08
无形资产	138.37	136.30	134.25	132.24	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4484.52	4427.53	4480.66	4416.32	总资产周转率	88.19	86.92	87.97	84.96
资产合计	24753.89	27838.99	33134.34	40081.54	每股指标 (元)				
短期借款	19.60	19.60	19.60	19.60	每股收益	1.98	1.94	2.32	2.75
应付账款及票据	1298.47	1486.63	1737.83	2000.49	每股净资产	6.14	5.96	7.16	8.76
其他流动负债	6660.37	6823.04	7985.86	9457.69	每股经营现金流	2.54	2.08	2.63	3.18
流动负债合计	7978.44	8329.27	9743.28	11477.78	每股股利	1.08	1.10	1.12	1.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	177.74	177.74	177.74	177.74	PE	62.53	63.73	53.45	45.07
非流动负债合计	177.74	177.74	177.74	177.74	PB	20.19	20.77	17.30	14.13
负债合计	8156.18	8507.01	9921.02	11655.52					
股本	2700.37	3240.44	3240.44	3240.44					
少数股东权益	15.75	19.76	24.76	30.85					
股东权益合计	16597.71	19331.98	23213.32	28426.01					
负债和股东权益合计	24753.89	27838.99	33134.34	40081.54					

资料来源: WIND、华西证券研究所

图表 75 可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS		
			TTM	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603288.SH	海天味业	4039.21	74	64	54	45	1.94	2.32	2.75
600872.SH	中炬高新	450.34	61	53	42	33	1.06	1.35	1.72
600298.SH	安琪酵母	391.03	40	37	32	28	1.28	1.48	1.70
603317.SH	天味食品	325.90	108	92	72	54	0.59	0.76	1.00
600305.SH	恒顺醋业	186.35	57	52	44	37	0.36	0.42	0.50
603027.SH	千禾味业	203.94	93	75	58	46	0.41	0.53	0.67

资料来源: WIND、华西证券研究所

7. 风险提示

原材料成本上涨的风险：各公司营业成本中 8 成是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。各公司原材料以采购为主，价格波动难免会对成本端产生影响，但公司拥有较强的成本管控机制，抗风险能力较强。

食品安全的风险：调味品企业作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得整个行业存在业绩下滑的风险。各公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

行业竞争加剧的风险：两家企业是行业规模前二的公司，在行业中具备领军地位，但调味品行业竞争仍然十分激烈，未来仍有其他企业加大投放，加剧行业竞争的风险。

疫情影响超预期：2020 年年初爆发了全国性的新型冠状病毒疫情，对于居民生活和消费产生较大的影响，特别是外出就餐的需求基本完全被抑制。而餐饮是调味品行业重要的下游产业，对餐饮行业的影响进而也会对调味品行业有所抑制，一旦疫情延续时间较长，将对全行业产生较为明显的影响。

分析师与研究助理简介

寇星：

华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，深入覆盖白酒、乳制品、饮料、葡萄酒、肉食等行业。团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。