

海天味业（603288）深度研究

规模经营彰显龙头优势，产品渠道双轮驱动业绩放量

2020 年 09 月 02 日

【投资要点】

- ◆ **短期受益需求边际改善，长期受益渠道/品类双轮扩张。**2020 年一季度新冠疫情爆发，疫情冲击下，调味品作为必选消费品需求边际提升，尽管餐饮渠道受到较大影响，家庭渠道动销显著增长起到了明显的平滑作用。海天味业是我国调味品行业龙头，疫情期间实施激进的促销手段实现逆境增长，收割市场份额。后疫情时期餐饮行业景气度逐渐恢复，有望带动调味品销量提升。我们认为公司短期有望受益于调味品行销量边际增长和市占率提升，实现业绩环比改善，长期有望受益于渠道/品类双轮扩张，业绩确定性较强。
- ◆ **规模经营提升盈利能力，高周转彰显营运能力。**公司是我国调味品行业龙头，规模位于行业首位。通过规模经营，公司有效提升了生产效率，人均产出大幅高于竞争对手。降低单位费用是公司实现规模经济的主要途径，销售费用和管理费用的摊薄尤为明显。公司营业周期及现金周转周期显著较短，周转速度显著快于可比公司。“先款后货”的强势结算方式构建了公司低应收、高预付、高预收的财务现状，彰显公司强大的议价能力。
- ◆ **全品类覆盖优势尽显，行业领袖地位稳固。**公司产品定位以中端为主，实现全价格带分布，大单品的打造凸显公司产品力。内生扩产能外延增设并购，推动实现品类多元化。公司已经形成了酱油为主、蚝油和调味酱为两翼，其他调味品为补充的多元化产品矩阵，全面覆盖细分品类，围绕海天品牌将公司打造为全国平台型企业。公司主力酱油产品销量维持高速增长，长期来看均价上行，较强的议价能力为利润空间提升提供保障。其他调味品多点开花提升渗透率和集中度，公司作为调味品行业龙头，有望抓住行业整合机会，实现弯道超车，提升市占率。
- ◆ **密集经销深度分销，餐饮渠道错位竞争。**公司已建立起遍布全国的密集的经销和分销渠道，渠道覆盖广泛产生获客优势。公司对经销商强势的管理背后彰显了强大的品牌力：实施多经销商制，引入竞争提升经销商积极性，增强自身议价能力，同时将渠道下沉建设的动力和成本转嫁到下游经销商，低成本完成深度分销。餐饮是公司的主要销售渠道，公司定位中低端，实现错位竞争，并利用消费黏性，从源头入手塑造高壁垒，逐步发展成为餐饮渠道调味品龙头。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

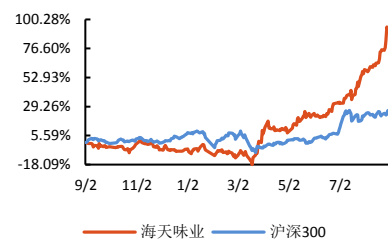
证券分析师：危鹏华

证书编号：S1160520070001

联系人：李欣欣

电话：021-23586472

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	611406.82
流通市值（百万元）	611406.82
52 周最高/最低（元）	188.79/92.18
52 周最高/最低（PE）	108.05/49.76
52 周最高/最低（PB）	36.87/15.21
52 周涨幅（%）	100.28
52 周换手率（%）	33.41

相关研究

《业绩增长稳健，新五年再启航》

2019.03.28

《成本波动影响业绩增速，蓄力待发未来可期》

2018.10.30

《各业务稳健增长可持续》

2018.08.16

《调味品行业龙头，全品类快速发展》

2018.03.26

【投资建议】

公司作为我国调味品行业龙头，充分发挥规模经济优势，实现较高的经营效率；积极构建全品类产品矩阵，以海天品牌为核心，积极打造平台型企业；密集的销售渠道持续发力，科学的经销商管理模式实现低成本深度分销。我们预计公司20/21/22年收入分别为232.61/265.5/299.01亿元，归母净利润分别为62.74/74.49/87.25亿元，EPS分别为1.94/2.30/2.69元，对应PE分别为94.62/79.70/68.04倍。首次覆盖，给予公司增持评级。

图表：公司盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	19796.89	23261.26	26550.25	29900.50
增长率（%）	16.22%	17.50%	14.14%	12.62%
EBITDA（百万元）	6231.28	7272.47	8567.95	9974.88
归属母公司净利润（百万元）	5353.19	6274.32	7448.77	8724.97
增长率（%）	22.64%	17.21%	18.72%	17.13%
EPS（元/股）	1.65	1.94	2.30	2.69
市盈率（P/E）	65.08	94.62	79.70	68.04
市净率（P/B）	21.01	25.97	19.59	15.21
EV/EBITDA	44.43	65.08	54.17	45.47

资料来源：choice，东方财富证券研究所。注：数据截至2020-08-31。

【风险提示】

- ◆ 原材料涨价风险
- ◆ 食品安全事故风险
- ◆ 行业竞争加剧
- ◆ 公司渠道扩张不及预期
- ◆ 宏观经济增速不及预期

正文目录

1. 调味品行业龙头，务实创新持续发展	6
1.1. 调味品行业龙头，酱油为主全国布局	6
1.2. 高管为实际控制人，股权激励激发公司活力	9
1.3. 做强主业务务实创新，做好持续发展的战略布局	10
2. 稳增长高报酬彰显成长性，高周转凸显营运能力	11
2.1. 营收利润稳步增长，利润率处于行业较高水平	11
2.2. ROE 大幅高于可比公司，归因于高净利和高周转	15
2.3. 短期偿债能力位于行业中游，负债结构差异较大	16
2.4. 周转率高于可比公司，彰显营运能力	17
3. 量价齐升推动市场空间增长，集中度提升强者恒强	18
3.1. 家庭+餐饮需求为主，“经销商+农批市场”渠道占据主要地位。	18
3.2. 行业空间广阔，量价齐升推动增长	19
3.3. 集中度持续提升，销售区域性明显	20
4. 规模经营业绩优异，产品渠道共同发力	21
4.1. 规模经营提升盈利能力，高周转彰显营运能力	21
4.1.1. 人均产出位于较高水平，规模经营降低费用水平	21
4.1.2. 高周转彰显营运能力，占用上下游资金彰显话语权	25
4.2. 全品类覆盖优势尽显，行业领袖地位稳固	26
4.2.1. 一主两翼全面覆盖，十亿级大单品彰显产品力	26
4.2.2. 酱油：较强的议价能力保障利润空间，高端占比提升优化产品结构	28
4.2.3. 其他调味品：多点开花提升渗透率，内生外延双轮驱动	29
4.3. 密集经销深度分销，餐饮渠道错位竞争	32
4.3.1. 密集的销售渠道覆盖全国，竞争性经销制完成深度分销	32
4.3.2. 餐饮渠道中低档产品为主，高黏性塑造高壁垒	33
5. 盈利预测与投资建议	33
5.1. 核心假设与盈利预测	33
5.2. 估值与投资建议	35
6. 风险提示	36

图表目录

图表 1：海天味业产品结构	6
图表 2：公司分产品营收占比	7
图表 3：公司分产品毛利率	7
图表 4：公司食品制造业务成本结构	7
图表 5：2019 年公司分产品成本结构	7
图表 6：公司分区域营收占比	8
图表 7：公司分区域营收增速	8
图表 8：海天味业历史沿革	8
图表 9：海天（高明）绿色工厂	9
图表 10：酱油二期智能制造试点示范项目	9
图表 11：公司股权结构（截止至 2020-06-30）	9
图表 12：公司限制性股票激励计划实施情况	10
图表 13：公司重要新品推出历史	10
图表 14：公司产能扩张进度	11
图表 15：2014-2019 年公司营业总收入及增速	12

图表 16: 2014-2019 年公司归母净利润及增速.....	12
图表 17: 2014-2019 年公司与可比公司营业收入比较.....	12
图表 18: 2014-2019 年公司与可比公司归母净利润比较.....	13
图表 19: 2014-2019 年公司毛利率及净利率.....	13
图表 20: 2014-2019 年公司期间费用率.....	13
图表 21: 2014-2019 年公司及可比公司毛利率对比.....	14
图表 22: 2014-2019 年公司及可比公司净利率对比.....	14
图表 23: 2014-2019 年公司经营活动产生的现金流量净额.....	14
图表 24: 2014-2019 年公司及可比公司经营活动产生的现金流量净额....	15
图表 25: 2014-2019 年各公司 ROE	15
图表 26: 2014-2019 年各公司销售净利率.....	15
图表 27: 2014-2019 年各公司总资产周转率.....	16
图表 28: 2014-2019 年各公司经营利润率.....	16
图表 29: 2014-2019 年各公司流动比率.....	16
图表 30: 2014-2019 年各公司速动比率.....	16
图表 31: 2014-2019 年各公司资产负债率.....	17
图表 32: 2014-2019 年各公司有息负债率.....	17
图表 33: 2014-2019 年各公司总资产周转率.....	17
图表 34: 2014-2019 年各公司存货周转率.....	17
图表 35: 2014-2019 年各公司应收账款周转率.....	18
图表 36: 2014-2019 年各公司应付账款周转率.....	18
图表 37: 我国调味品分类国家标准	18
图表 38: 调味品产业链	19
图表 39: 调味品需求分类（2017）	19
图表 40: 调味品销售渠道	19
图表 41: 2005-2019 年我国调味品市场空间.....	20
图表 42: 2005-2019 年社会消费品零售总额.....	20
图表 43: 2006-2019 年调味品总销量.....	20
图表 44: 2006-2019 年调味品均价.....	20
图表 45: 2006-2019 年调味品前五大公司市占率.....	21
图表 46: 2006-2019 年调味品前五大品牌市占率.....	21
图表 47: 各品牌细分品类覆盖及区域分布	21
图表 48: 2019 年调味发酵品公司营收排名.....	22
图表 49: 2019 年调味发酵品公司员工总数排名.....	22
图表 50: 2019 年调味发酵品公司人均创收排名.....	22
图表 51: 2019 年调味发酵品公司人均创利排名.....	22
图表 52: 各公司销售毛利率	23
图表 53: 各公司销售净利率	23
图表 54: 各公司酱油产品单位价格及单位成本比较	23
图表 55: 各公司期间费用	23
图表 56: 各公司主营业务收入费用率	23
图表 57: 各公司销售费用	24
图表 58: 各公司主营业务收入销售费用率	24
图表 59: 各公司主营业务收入财务费用率	24
图表 60: 各公司主营业务收入管理（加回研发）费用率	24
图表 61: 各公司主营业务收入研发费用率	25
图表 62: 各公司主营业务收入管理（不含研发）费用率	25
图表 63: 各公司营业周期	25
图表 64: 各公司现金周转周期	25
图表 65: 各公司应收账款周转天数(含应收票据)	26
图表 66: 各公司存货周转天数	26
图表 67: 各公司应付账款+应付票据	26
图表 68: 各公司预收款项	26

图表 69: 各品牌细分品类覆盖	27
图表 70: 各品牌产品价格带分布	27
图表 71: 公司 10 亿级大单品	28
图表 72: 2016-2019 年公司各品类销售量增速	28
图表 73: 2016-2019 年公司各品类单价增速	28
图表 74: 公司产品提价情况	29
图表 75: 公司酱油单品分系列	29
图表 76: 2018 年调味品子行业渗透率	30
图表 77: 2014-2019 年公司蚝油产品市占率	30
图表 78: 我国料酒行业前五大企业市占率	30
图表 79: 2019 年我国火锅底料行业 CR4	31
图表 80: 公司推出火锅底料产品	31
图表 81: 公司设立或并购子公司开拓新品类	31
图表 82: 2019 年凯度数据中国快速消费品品牌排行榜	32
图表 83: 2017 年各公司酱油收入餐饮渠道占比	33
图表 84: 2017 年调味品餐饮渠道各公司市占率	33
图表 85: 公司营业收入拆分与预测	34
图表 86: 公司盈利预测	35
图表 87: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设	35
图表 88: 行业重点关注公司	36
图表 89: 历史 PE (TTM) 区间	36
图表 90: 历史 PB 区间	36

1. 调味品行业龙头，务实创新持续发展

1.1. 调味品行业龙头，酱油为主全国布局

专业调味品生产企业，行业龙头打造健全产品体系。佛山市海天调味食品股份有限公司是专业的调味品生产和营销企业。公司历史悠久，是中华人民共和国商务部公布的首批“中华老字号”企业之一。公司连续 10 年获评中国品牌力指数(C-BPI)酱油品牌排行榜第一位、连续 9 年获评食醋榜第一位；2020 年，公司获评蚝油榜第一位，并反超李锦记获评酱料榜第一位。目前公司生产的产品涵盖酱油、蚝油、酱、醋、料酒、调味汁、鸡精、鸡粉、腐乳等几大系列百余品种 300 多种规格。公司产品不但畅销于国内市场，还销往全球 60 多个国家与地区。

图表 1：海天味业产品结构

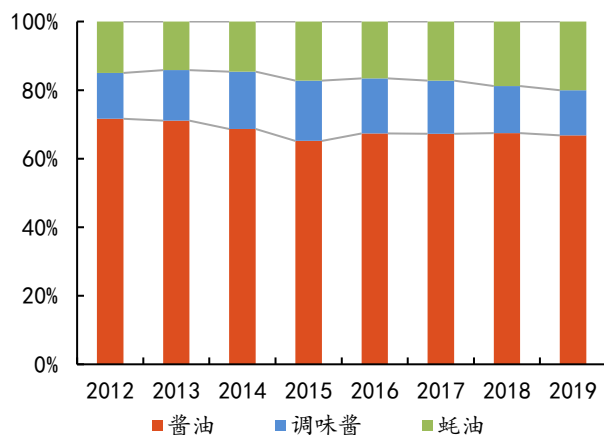


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

酱油贡献主要收入，毛利率略高于调味酱和蚝油。公司主营业务包含酱油、调味酱和蚝油，其中酱油是公司最主要的产品。公司酱油产销量连续二十三年稳居全国第一，并遥遥领先。酱油品种覆盖高中低各个层次、各种口味和多种烹调用途，其中不乏畅销多年深受消费者熟悉的主流产品，有众多引领消费升级的高端酱油，也有经济实惠的大众产品。2012-2019 年，酱油产品营收占比维持在 65%-73% 区间。公司酱油毛利率处于上升通道，且持续高于调味酱和蚝油。2012-2019 年，公司酱油毛利率由 39% 上升至 50%。

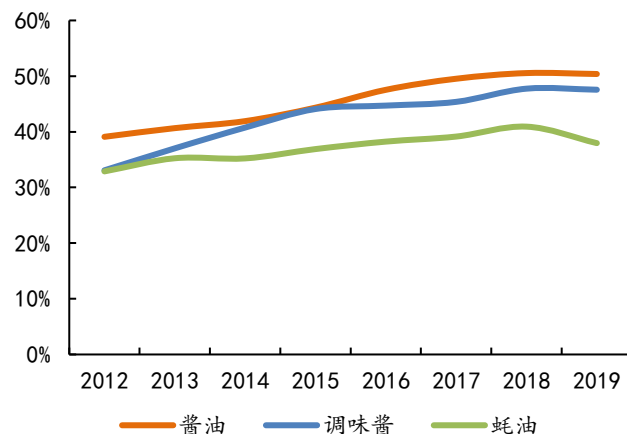
蚝油快速发展占比提升，调味酱占比维持稳定。公司蚝油历史悠久，技术领先，销量处于绝对领先地位，随着市场网络的逐步深入，海天蚝油呈现出从地方性向全国化、从餐饮向居民的快速发展势头。2012-2019 年，公司蚝油产品营收占比由 15% 上升至 20%。公司调味酱处于领先地位，调味酱品种众多，既有适用范围广的全局性基础酱料，也有独具特色的地方风味酱料，多年来保持了稳定发展，2012-2019 年，公司调味酱产品营收占比维持在 13%-18% 之间。2012-2018 年，公司蚝油毛利率由 33% 上升至 41%，2019 年小幅回落 3pct；2012-2019 年，调味酱毛利率由 33% 上升至 48%。

图表 2：公司分产品营收占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

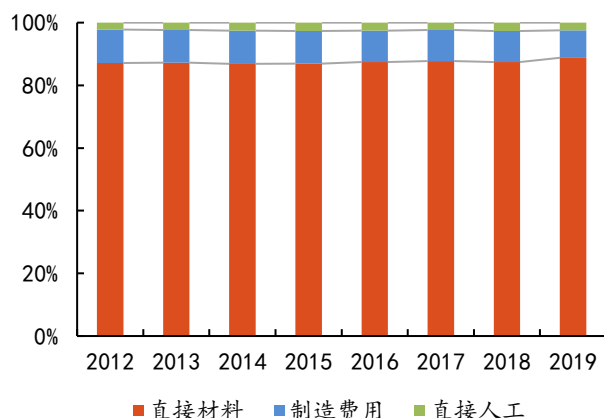
图表 3：公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

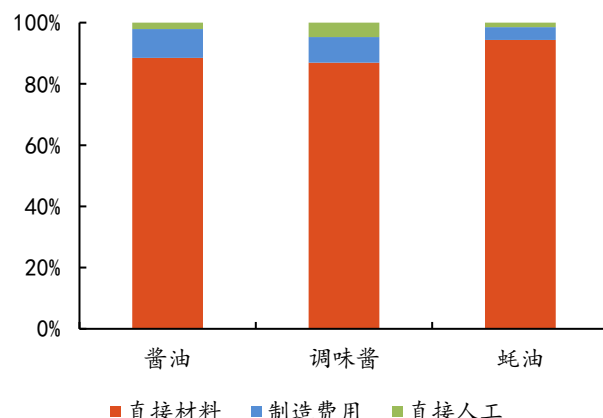
直接材料成本为主，各产品成本结构差异较小。直接材料是公司的主要成本构成项目，占比维持在 86% 以上。分产品来看，各产品成本结构差异较小，2019 年酱油、调味酱、蚝油产品的直接材料费用占比分别为 89%/87%/94%。

图表 4：公司食品制造业务成本结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

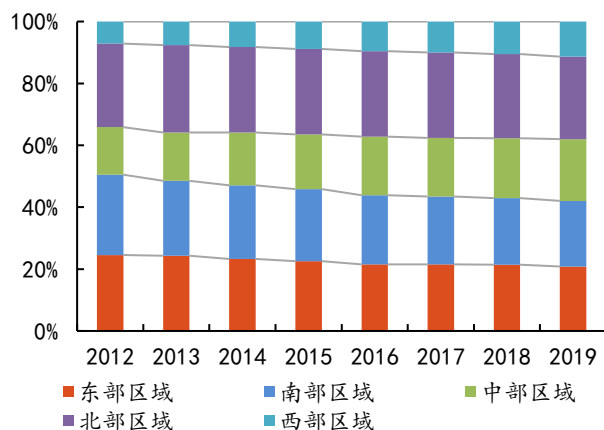
图表 5：2019 年公司分产品成本结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

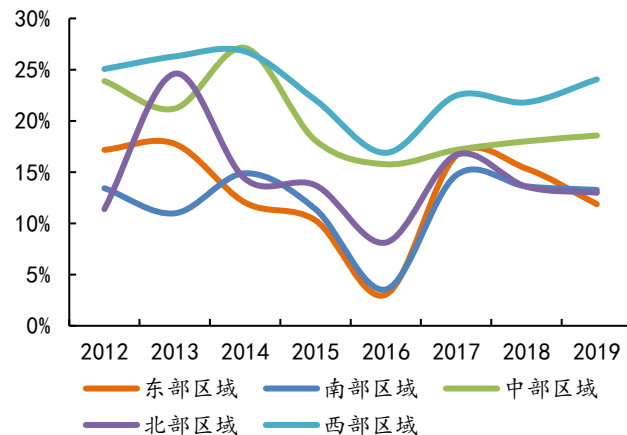
全国布局稳步增长，中西部区域增速领先。公司主营业务在全国各大区域均有布局，且除西部区域外，分布较为均衡，2019 年公司东部/南部/中部/北部区域营收占比均在 20% 以上。区域增速方面，公司中西部区域增速较高，维持在 16% 以上。上市初期，公司产品在人口密集的长三角及珠三角区域市场具备较强的竞争能力，随着公司进一步加大对县级市场的开发力度及产品高性价比定价策略的继续实施，公司快速抢占其他市场，基数较低的中西部区域增速领先。

图表 6：公司分区域营收占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 7：公司分区域营收增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

源远流长,焕发品牌生机。海天味业源于佛山酱园,其历史可追溯至清代中叶。公司前身为海天酱油厂,1955年由佛山25家古酱园谋略合并重组成立。历经转制、多次扩产、上市,公司已塑造了较高的认可度和市场影响力,凸显品牌实力,并持续推进品牌发展战略,对品牌文化进行深挖和“新”挖,显现老字号品牌的勃勃生机。

图表 8：海天味业历史沿革



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

绿色制造实现可持续发展,智能制造奠定行业地位。2017年7月,公司受邀作为理事单位加入中国绿色制造联盟,9月,海天(高明)获评国家级“绿色工厂示范单位”,是广东省唯一一家获选的食品企业。入选首批国家绿色工厂,有助于海天在用地集约化、生产洁净化、废物资源化、能源低碳化等领域的可持续绿色发展。2018年5月,公司酱油二期智能制造试点示范项目入选《2018广东省智能制造试点示范项目名单》,在智能制造上走在了行业前列。智能化制造的应用,加快了公司向技术型、信息化、规模化智能制造的转型升级,为公司更高生产效率、更快产品研发、更好产品品质、更绿的能源消耗提供了条件,进一步奠定了公司的行业地位。

图表 9：海天（高明）绿色工厂



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 10：酱油二期智能制造试点示范项目

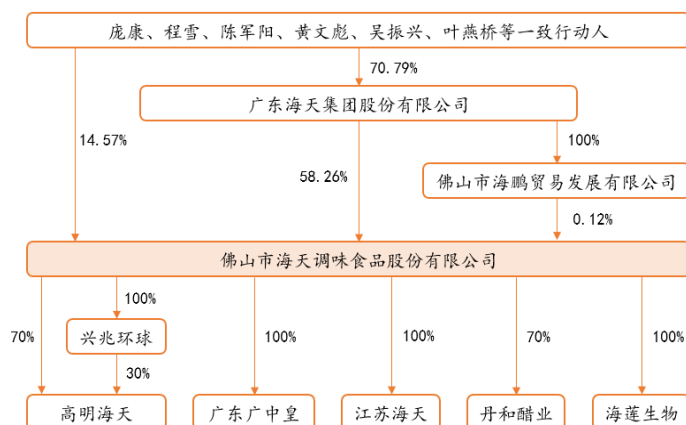


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

1.2. 高管为实际控制人，股权激励激发公司活力

股权结构清晰，高管为实际控制人。截止至 2020 年一季度，海天集团通过直接和间接方式共持有公司 58.38% 股份，为公司第一大股东。高管庞康、程雪、陈军阳、黄文彪、吴振兴、叶燕桥等一致行动人为公司实际控制人，通过直接和间接方式共同持有公司 55.89% 的股份。公司股权结构清晰，高管持股比例较高，深度绑定高管和公司利益，有利于激发高管核心潜能，提升公司经营效率。

图表 11：公司股权结构（截止至 2020-06-30）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

股权激励调动员工积极性，高薪制度激发公司活力。公司积极实施股权激励，建立公司、股东、员工的利益共享机制，调动公司核心骨干员工的积极性，2014 年 8 月，公司实施首期限限制性股票激励计划，共授予包括公司核心技术、营销、生产、工程、管理等骨干人员在内的 93 人 658 万股限制性股票（占公司总股本的 0.44%），授予价格为 17.61 元/股。截止至 2018 年 12 月，已累计解锁 577 万股。公司薪酬制度遵循“高薪、高效、高责”的理念进行设计，鼓励员工通过提高技能和贡献，增加收入，实现企业和员工共赢发展。

图表 12：公司限制性股票激励计划实施情况

	解锁时间	可解锁数量比	业绩考核目标	实施结果
第一次解锁	自授予日起 20 个月后的首个交易日-授予日起 32 个月内的最后一个交易日	30%	以 2013 年度为基准，2014 年、2015 年的营业收入较 2013 年增长比例分别不低于 16.8%、34.3%；2014 年、2015 年的净利润较 2013 年增长比例分别不低于 24%、50%。	解锁
第二次解锁	自授予日起 32 个月后的首个交易日-授予日起 44 个月内的最后一个交易日	30%	以 2013 年为基数，2016 年的营业收入较 2013 年的增长比例不低于 53.1%；2016 年的净利润较 2013 年增长比例不低于 77%。	未解锁
第三次解锁	自授予日起 44 个月后的首个交易日-授予日起 56 个月内的最后一个交易日	40%	以 2013 年为基数，2017 年的营业收入较 2013 年的增长比例不低于 73%；2017 年的净利润较 2013 年的增长比例不低于 107.1%。	解锁

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.3. 做强主业务实创新，做好持续发展的战略布局

做强主业务实创新，做好持续发展的战略布局。公司的发展战略为“坚定做专、做强调味品主业的发展方向，利用自身优势进一步巩固行业地位和市场引领，以品质为本，守拙择善，务实创新，致力于让更多人用上高品质的海天产品，打造受人尊敬的国际化食品集团。”为实现公司的发展战略，公司积极实施产品相关多元化，发力品牌建设，实施产能扩张，做好持续发展的战略布局。

坚持主业务实创新，加速渠道建设。调味品消费个性化趋势渐显，公司在产品研发上不断发力，实现产品快速迭代，维持公司产品覆盖率。公司计划每年推出 10 个左右的新单品，覆盖高中低各价格段。“坚定做专、做强调味品主业”是公司的发展方向，公司将坚持强化酱油、蚝油、黄豆酱的绝对领先优势，加快多品类、多品种的发展，不断提高产品的结构力，满足高中低多层次的多层次需求，加快拉大市场领先优势，甩开竞争差距，实现高质量增长。密集的渠道网络是公司市场领先优势的重要来源，公司将继续加快网络承载力构建，提高网络覆盖的深度和广度，为高质量增长奠定基础。

图表 13：公司重要新品推出历史

时间	新增/在建工程
2020 年	韩式辣牛肉、新疆番茄、云南酸汤和韩式部队四款新品火锅底料
2019 年	小小盐酱油
2018 年	“爱果者”苹果醋饮
2016 年	张小主本酿饮（苹果醋爽）
2013 年	有机酱油、“海天老字号”高端酿造酱油
2011 年	招牌拌饭酱

资料来源：腾讯新闻，东方财富证券研究所

坚持品牌建设和传播，树立良好品牌形象。品牌发展是公司的战略目标之一，多年来公司坚持品牌建设和传播，建立了以产品为核心的品牌体系，通过主品牌来统领整个产品系的发展，通过子品牌来区分产品系列。公司将继续将品牌建设放在公司重要战略层面，持续通过固定的品牌投入提升品牌知名度，凭借多年的产品口碑和渠道建设，树立健康、安全、专业、值得信赖的良好品牌形象，并获得市场和消费者的广泛认可。

做好企业持续发展的战略布局。公司将继续做好企业持续发展的战略布局，产

品结构、产能规划、组织架构、人力资源等多方面进行改革创新，全方位的提升企业的竞争优势，推动公司业务的稳步发展。公司酱油、蚝油、发酵酱等多个品类的市场规模处于领先甚至绝对领先的领导位置，有效提供了后继发展的基础，降低了发展风险。同时，公司将继续加大生产基地的产能改造，随着高明二期募投项目完全达产，公司产能目前已经基本饱和，高明基地的增资扩产项目以及江苏基地产能释放和项目二期建设，将更好地应对市场，把握发展机遇，保障公司“三五”发展。在未来公司“三五”计划中多地生产基地将陆续开工，可依据销售实际情况，再次释放超过 100 万吨以上调味品生产能力，江苏工厂运行产能持续加大，始终领先一步的产能配套，为市场的稳定发展提供了产能保障。

图表 14：公司产能扩张进度

时间	新增/在建工程	类型
2020 年	高明海天扩建项目	在建
2020 年	江苏海天二期项目	在建
2019 年	江苏海天二期 66255 吨陈香醋、50617 吨白醋、30000 吨料酒项目	完成
2019 年	高明海天 7 万吨调味品扩建项目（二期）	完成
2019 年	高明海天 15 万吨蚝油扩建项目	完成
2019 年	高明海天 220 万吨调味品扩建项目（一期）	完成
2016 年	江苏海天一期 25 万吨蚝油项目	完成
2015 年	广中皇公司泡椒生产项目	完成

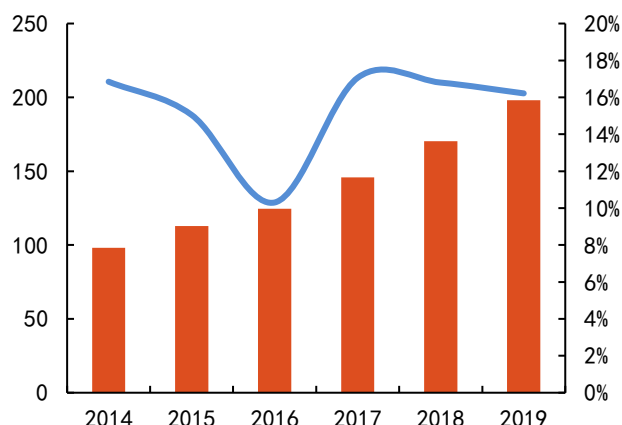
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 稳增长高报酬彰显成长性，高周转凸显营运能力

2.1. 营收利润稳步增长，利润率处于行业较高水平

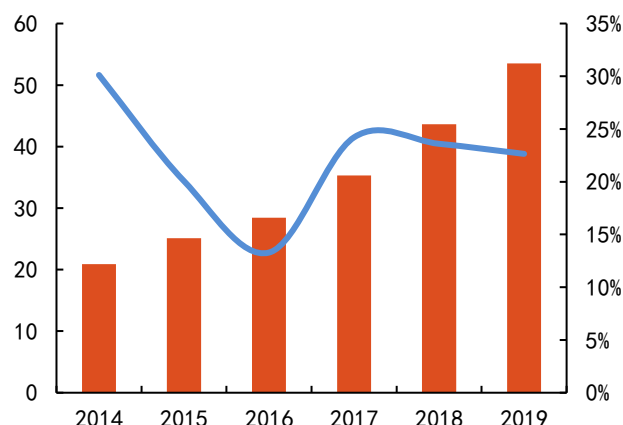
营收利润稳步增长，扩展品类提供业绩支撑。公司上市以来，营收和利润实现稳步增长，增速维持在 10%-17%/13%-30% 区间。2014-2019 年，公司营收/利润分别由 98/21 亿元增长至 198/54 亿元，CAGR+15.06%/20.69%。2014-2016 年，公司营收及利润增速持续放缓，2017 年，公司营收/利润增速由 10.31%/13.29% 回升至 17.06%/24.21%，主要系公司收购镇江丹和醋业，扩展香醋品类，为公司提供新的业绩支撑。

图表 15：2014-2019 年公司营业总收入及增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

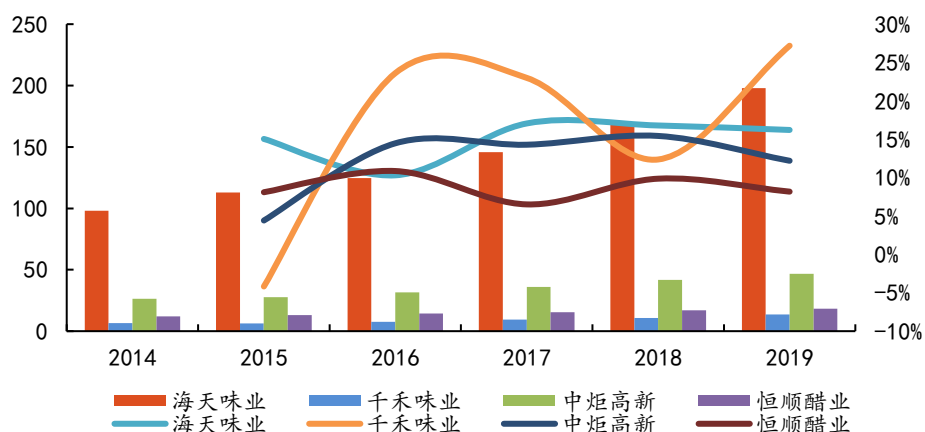
图表 16：2014-2019 年公司归母净利润及增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

营收水平较高，增速高位稳定。与同行业可比公司相比，公司的营收水平较高，2019 年，公司实现营收 198 亿元，是千禾味业/中炬高新/恒顺醋业的 14.61/4.23/10.81 倍。公司营收增速较稳定，2017 年至今维持在 17% 左右，高于中炬高新和恒顺醋业，千禾味业营收增速波动较大。

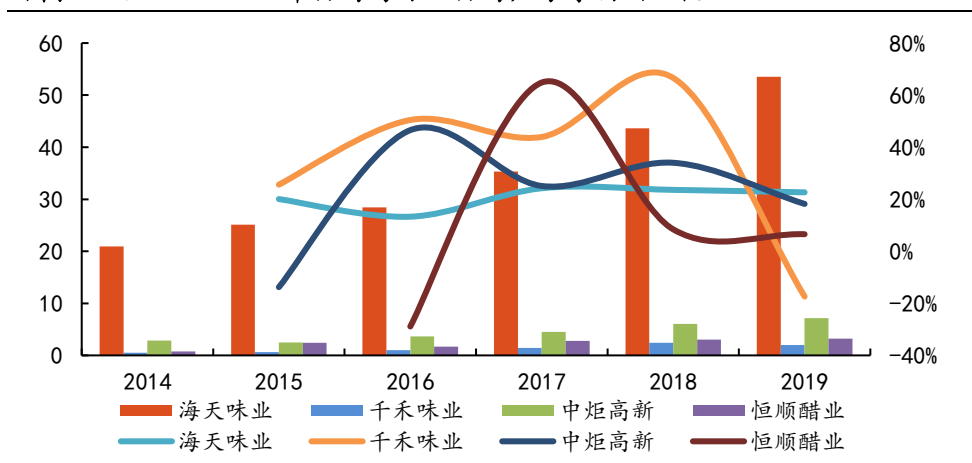
图表 17：2014-2019 年公司与可比公司营业收入比较



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

利润水平较高，增速稳定。公司利润水平较高，2019 年公司实现归母净利润 54 亿元，是千禾味业/中炬高新/恒顺醋业的 27.00/7.46/16.49 倍。公司利润增速较稳定，2017 年后维持在 23%-24% 区间。同行业可比公司利润增速波动较大，千禾味业/中炬高新利润增速中枢高于公司。

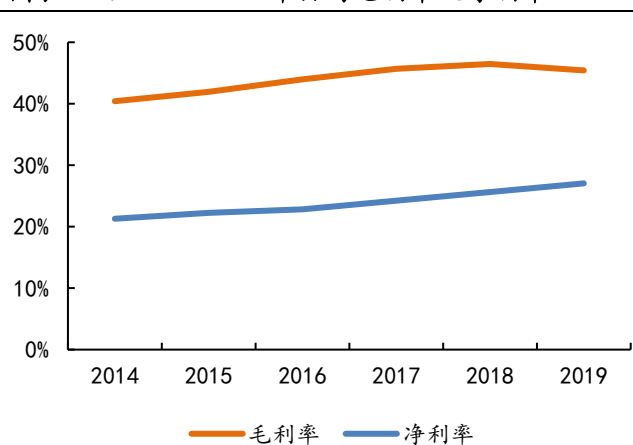
图表 18：2014-2019 年公司与可比公司归母净利润比较



资料来源：choice，东方财富证券研究所

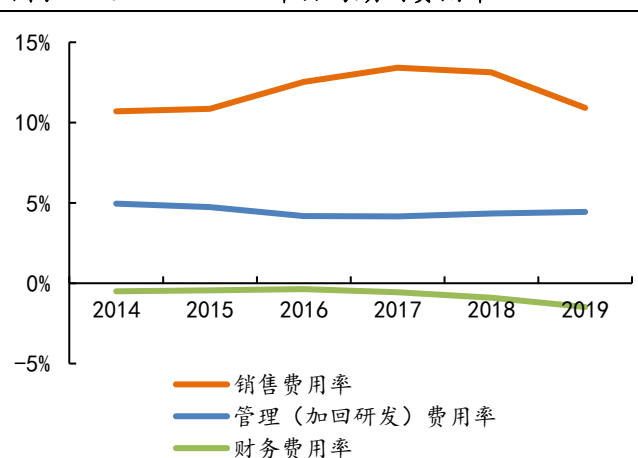
毛利率/净利率稳步提升，期间费用率略有下降。2014-2018 年，公司毛利率/净利率分别由 40.41%/21.29%提升至 46.47%/25.62%。2019 年，公司毛利率小幅下滑至 45.44%，受益于期间费用率的降低，净利率继续上升至 27.04%。2014-2019 年公司期间费用率先升后降，主要受销售费用率影响。2014-2017 年，公司销售费用率由 10.70%提升至 13.42%，主要系促销费和广告费增速上升，随后公司销售费用率回落至 2019 年的 10.93%，主要系促销费、广告费和运费增速放缓。

图表 19：2014-2019 年公司毛利率及净利率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

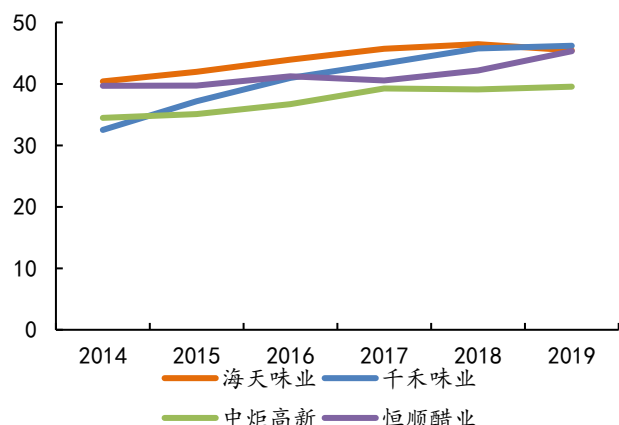
图表 20：2014-2019 年公司期间费用率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

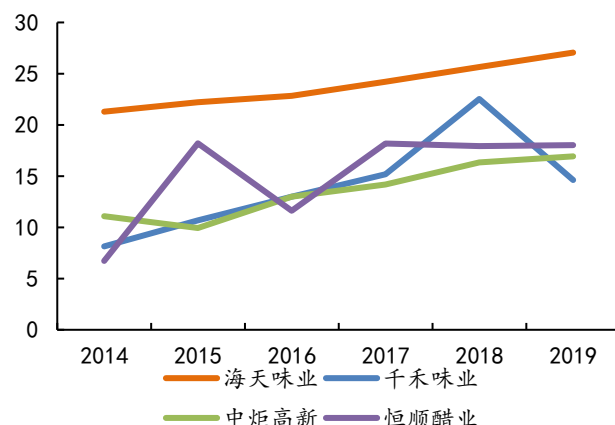
毛利率处于行业较高水平，净利率显著高于可比公司。2014-2019 年，公司毛利率在同行业可比公司中处于较高水平，2014-2018 年均小幅高于可比公司，2019 年公司毛利率回落，略低于千禾味业。公司净利率显著高于同行业可比公司。

图表 21：2014-2019 年公司 & 可比公司毛利率对比



资料来源：choice，东方财富证券研究所

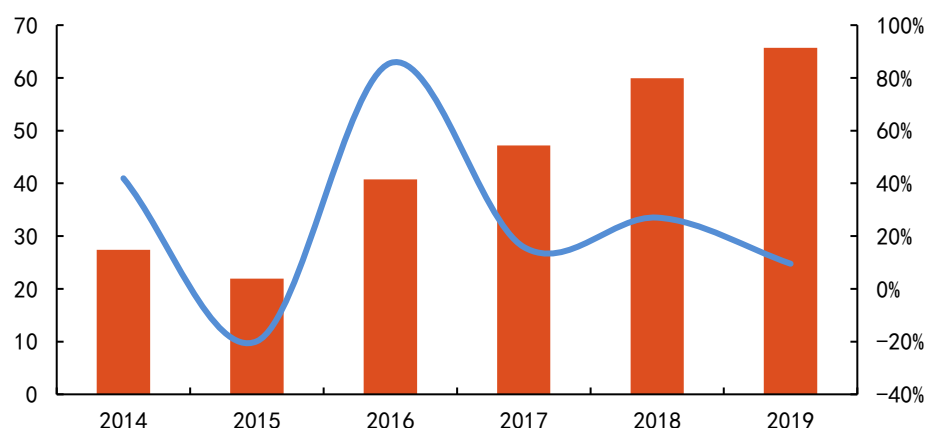
图表 22：2014-2019 年公司 & 可比公司净利率对比



资料来源：choice，东方财富证券研究所

经营性现金流稳定增长。2015 年，公司放宽年末预收款到款时点要求，造成预收账款余额下降 9.03 亿元，导致当年经营性现金流少流入 5.44 亿元，随后公司经营性现金流由 21.95 亿元增长至 2019 年的 65.68 亿元，CAGR+31.52%。

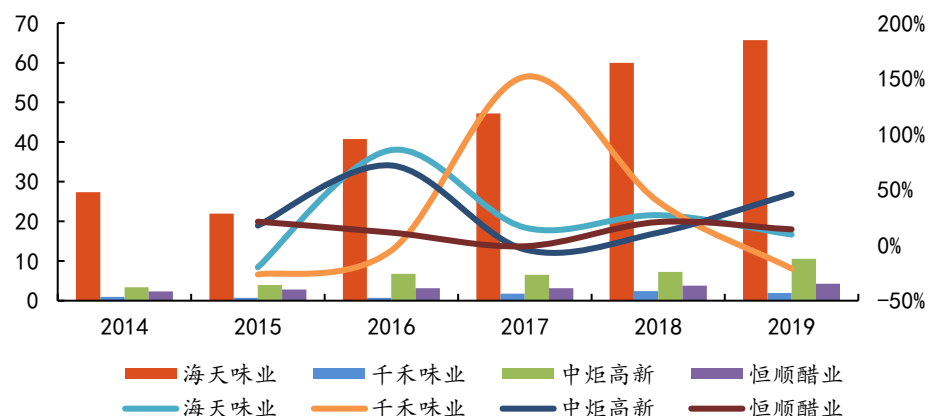
图表 23：2014-2019 年公司经营活动产生的现金流量净额



资料来源：choice，东方财富证券研究所

现金流量充裕，增速持平可比公司。与同行业可比公司相比，公司经营性现金流较为充裕，2019 年公司实现经营性现金流 66 亿元，是千禾味业/中炬高新/恒顺醋业的 34.21/6.20/15.30 倍。2017 年后，公司经营性现金流量增速基本持平中炬高新和恒顺醋业，变动趋势与中炬高新和恒顺醋业基本一致，与千禾味业相差较大。

图表 24：2014-2019 年公司及可比公司经营活动产生的现金流量净额

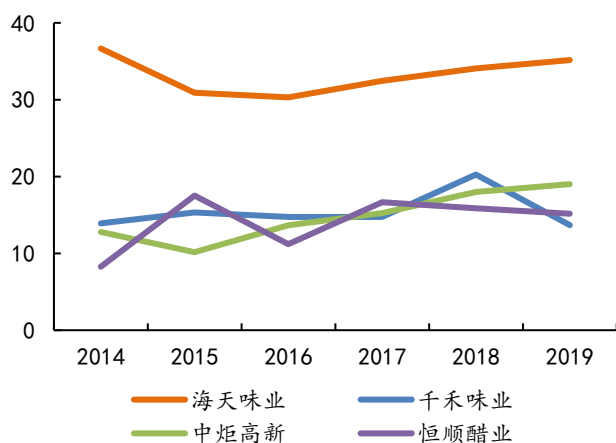


资料来源：choice，东方财富证券研究所

2.2. ROE 大幅高于可比公司，归因于高净利和高周转

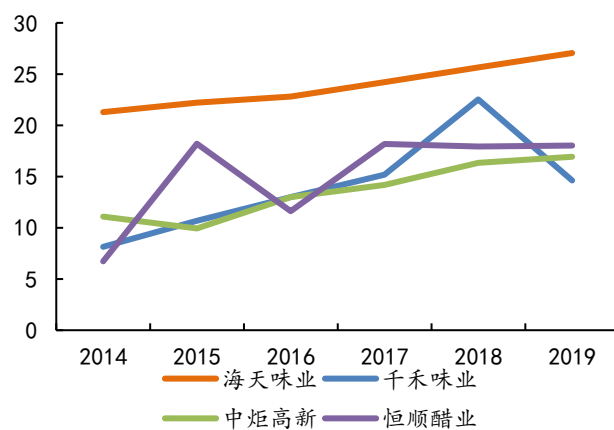
ROE 大幅高于可比公司，归因于高净利和高周转。2014-2019 年，公司 ROE 维持在 30%-40% 区间，大幅高于可比公司。我们使用四因素杜邦分析法将 ROE 拆分为“归母净利润占比”、“销售净利率”、“资产周转率”和“权益乘数”四个因素，对比发现公司销售净利率和总资产周转率显著高于可比公司，归母净利润占比和权益乘数与可比公司差别较小，说明公司较高的 ROE 来源于高净利和高周转，公司资本结构与同行业可比公司相差较小。我们将销售净利率进一步拆分为“税负水平”、“利息负担”和“经营利润率”三个因素，对比发现公司经营利润率显著高于可比公司，税负水平和利息负担差异较小。

图表 25：2014-2019 年各公司 ROE



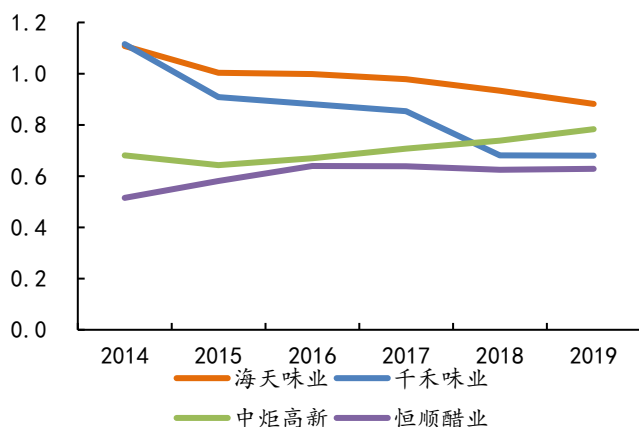
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 26：2014-2019 年各公司销售净利率



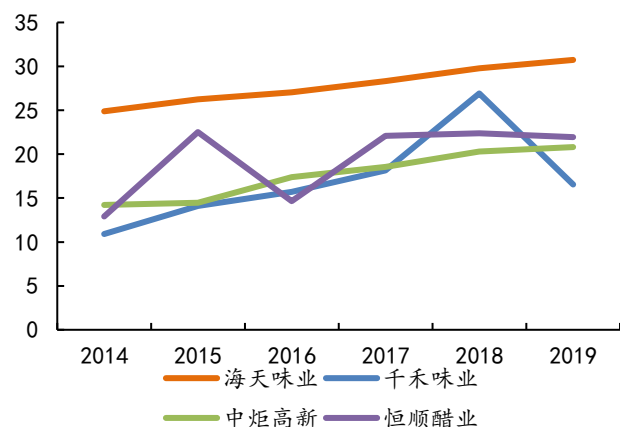
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 27：2014-2019 年各公司总资产周转率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 28：2014-2019 年各公司经营利润率

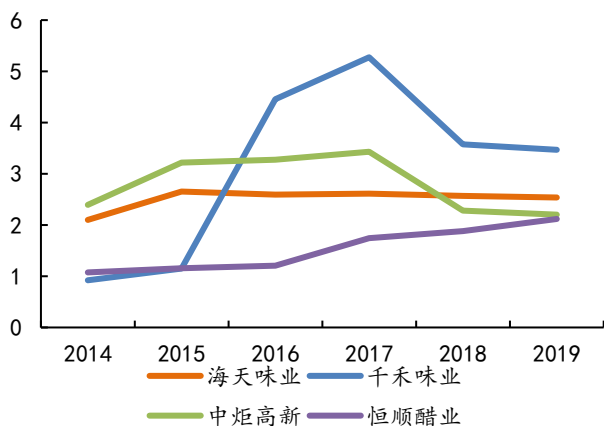


资料来源：choice，东方财富证券研究所

2.3. 短期偿债能力位于行业中游，负债结构差异较大

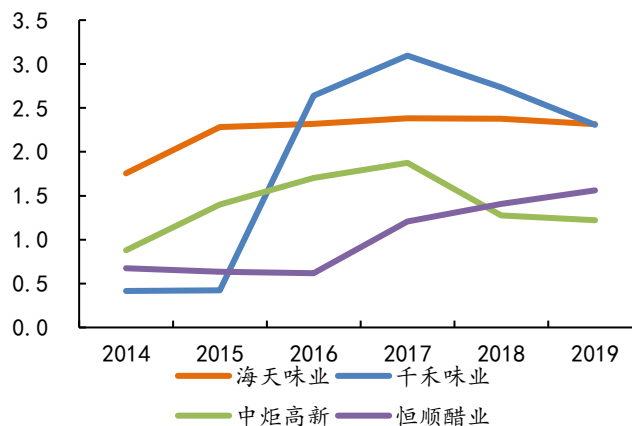
短期偿债能力位于行业中游。2014-2019 年，公司流动比率维持在 2-3 区间，速动比率由 1.8 上升至 2.3。公司流动比率和速动比率均处于较为合理的水平，短期偿债能力较强。与同行业可比公司相比，公司短期偿债能力位于行业中游。

图表 29：2014-2019 年各公司流动比率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

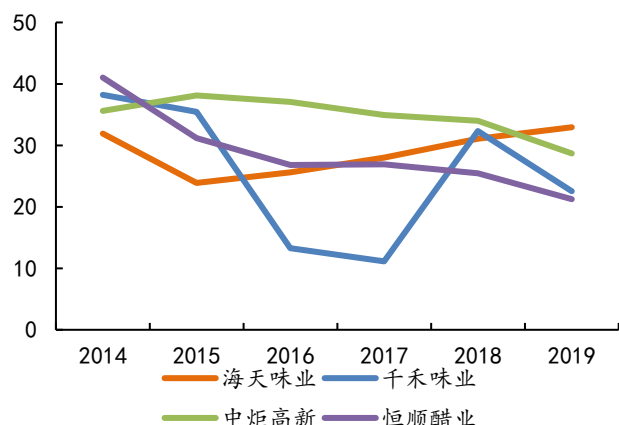
图表 30：2014-2019 年各公司速动比率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

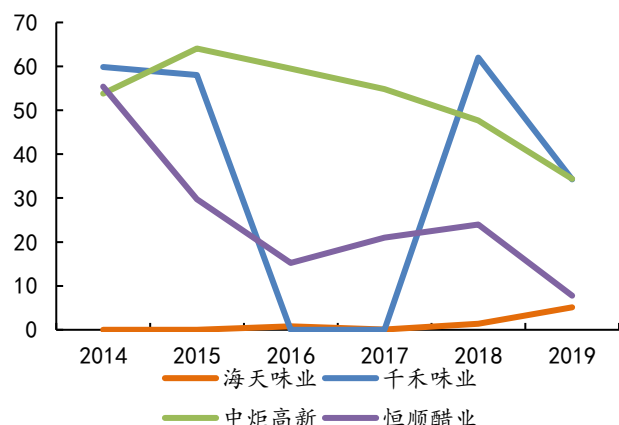
资产负债率处于上升通道，负债结构差异较大。与同行业可比公司相反，公司资产负债率处于上升通道，主要系流动负债中的预收款项增加，2019 年，公司资产负债率高于同行业可比公司。公司有息负债率处于行较低水平，且全部来源于子公司并表，公司负债结构与同行业可比公司差异较大。

图表 31：2014-2019 年各公司资产负债率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 32：2014-2019 年各公司有息负债率

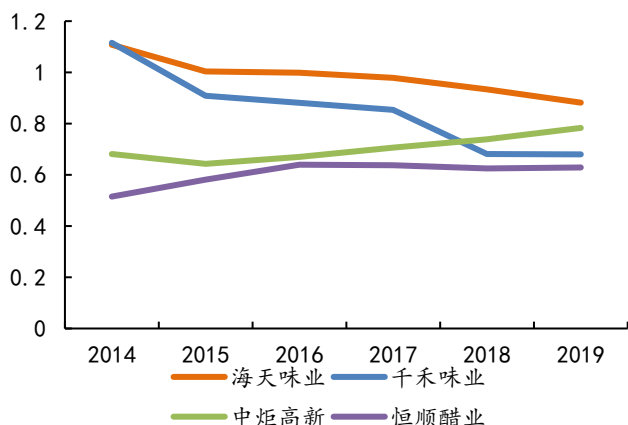


资料来源：choice，东方财富证券研究所

2.4. 周转率高于可比公司，彰显营运能力

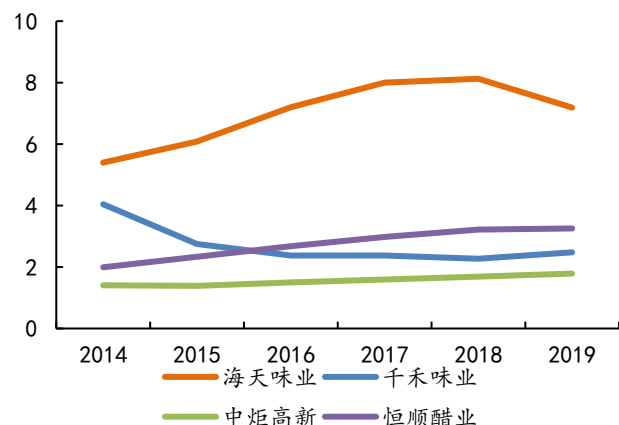
周转率高于可比公司，彰显营运能力。2014-2019 年，公司总资产周转率略下行，但始终高于同行业可比公司，周转速度较快，营运能力突出。分科目来看，公司存货周转率应收/付账款周转率均大幅高于同行业可比公司，其中 2017 年之前公司无应收账款，2017 年后新增小额应收账款来自收购的恒顺醋业子公司并表。公司各项周转率均高于可比公司，位于行业上游，充分彰显了公司较强的营运能力。

图表 33：2014-2019 年各公司总资产周转率



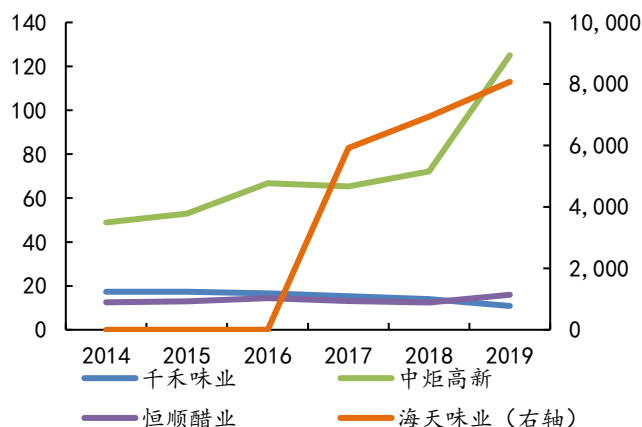
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 34：2014-2019 年各公司存货周转率



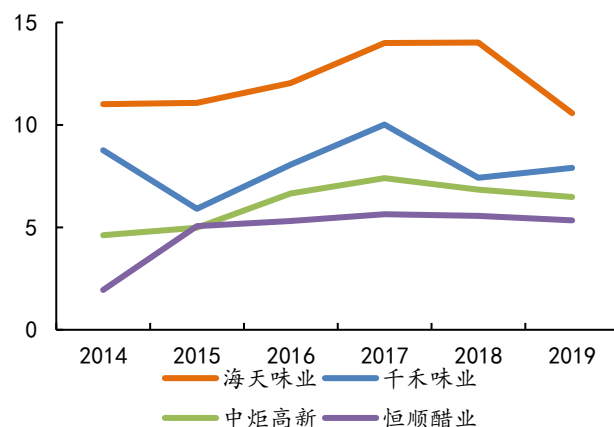
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 35：2014-2019 年各公司应收账款周转率



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 36：2014-2019 年各公司应付账款周转率



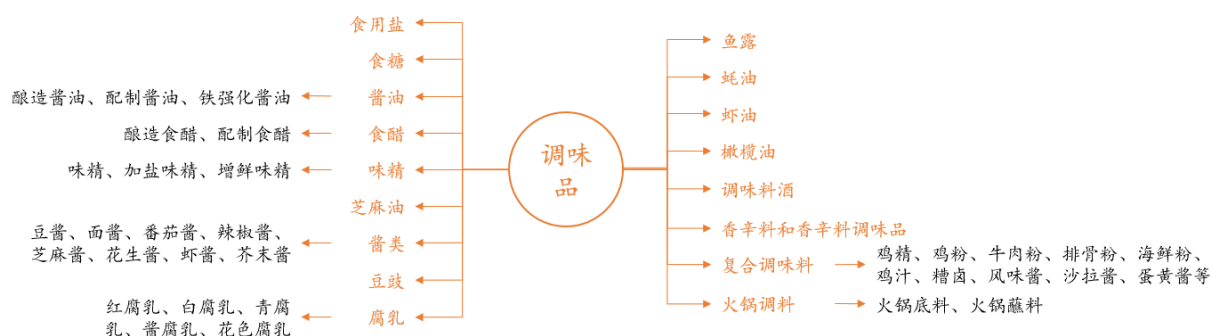
资料来源：choice，东方财富证券研究所

3. 量价齐升推动市场空间增长，集中度提升强者恒强

3.1. 家庭+餐饮需求为主，“经销商+农批市场”渠道占据主要地位。

调味品是指能增加菜肴的色、香、味，促进食欲，有益于人体健康的辅助食品。它的主要功能是增进菜品质量，满足消费者的感官需要，从而刺激食欲，增进人体健康。我国国家标准将调味品定义为在饮食、烹饪和食品加工中广泛应用的，用于调和滋味和气味并具有去腥、除膻、解腻、增香、增鲜等作用的产品，并将调味品分为 17 个分类。

图表 37：我国调味品分类国家标准

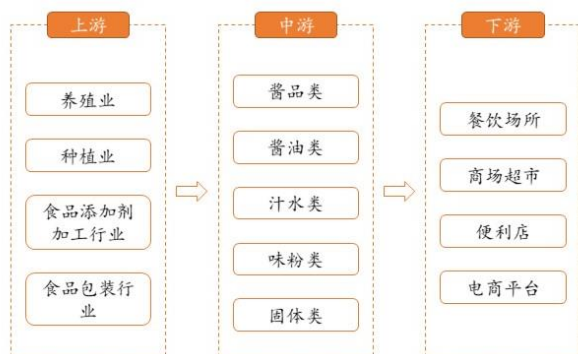


资料来源：食品伙伴网，东方财富证券研究所

家庭+餐饮需求为主，“经销商+农批市场”渠道占据主要地位。调味品行业的上游行业是养殖业、种植业和农产品、食品及食品添加剂加工制造业，下游主要是终端消费者，通过农贸市场、商超、零售商、餐饮店等渠道进入居民消费领域。前瞻产业研究院数据显示，调味品渠道主要分为餐饮渠道、家庭渠道和食品加工渠道。其中餐饮渠道单笔订单销量较大，且消费粘性更大。2017 年调味品行业餐饮渠道收入占比 45%左右，家庭渠道占比 30%左右。前瞻产业研究院数据显示，调味品近年来餐饮业对调味品的需求增速远大于家庭消费，因而以“经销商+农批市场”

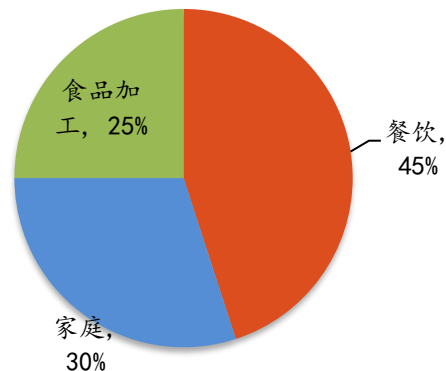
为主的渠道仍然占据主要地位。我们认为餐饮渠道客单价和复购率较高，伴随着餐饮需求快速放量，为降低交易成本，未来调味品企业更倾向于绕过经销商直接与餐饮企业合作。

图表 38：调味品产业链



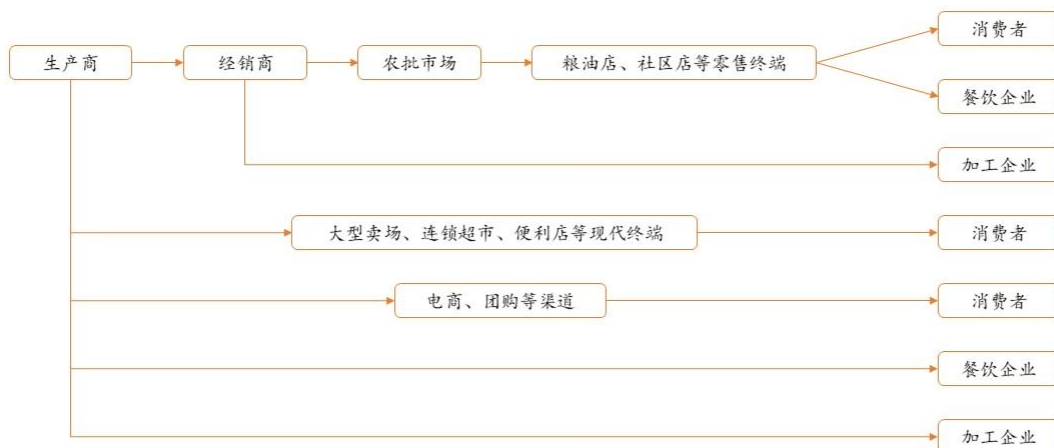
资料来源：中商产业研究院，东方财富证券研究所

图表 39：调味品需求分类（2017）



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

图表 40：调味品销售渠道

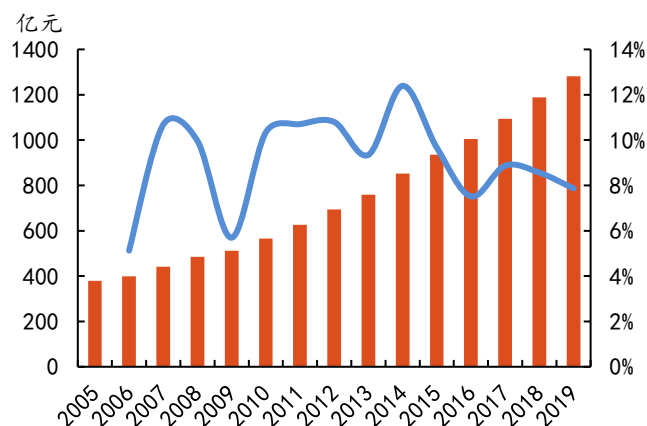


资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

3.2. 行业空间广阔，量价齐升推动增长

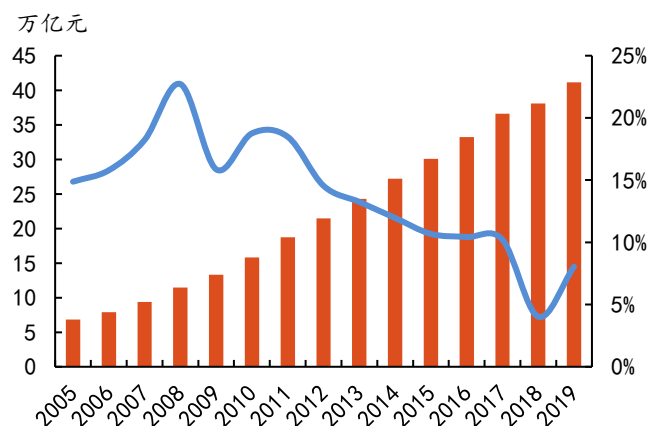
行业空间广阔，高速增长有望持续。根据 Euromonitor，2005-2019 年我国调味品行业市场空间由 379 亿元上升至 1282 亿元，CAGR+9.09%。2016 年后，我国调味品市场空间增速维持在 8% 左右。我们认为调味品属于刚性需求，需求增长背后的动力是居民生活水平的提高和对消费结构改善的需求。伴随着我国社零增速回暖，我们认为调味品消费有望维持较高增速。我们假设行业空间增速为 8%，计算可得，2025 年我国调味品行业市场空间可突破 2000 亿元。

图表 41：2005-2019 年我国调味品市场空间



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

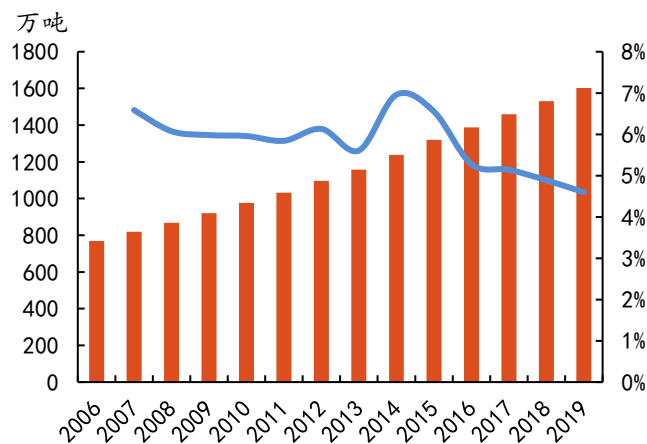
图表 42：2005-2019 年社会消费品零售总额



资料来源：choice，东方财富证券研究所

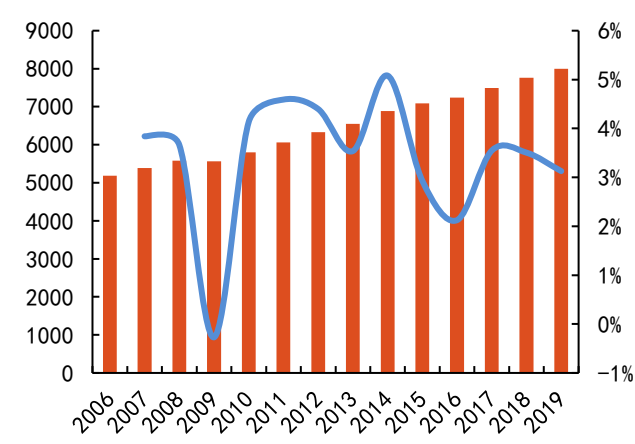
量价齐升推动行业空间增长。我国调味品行业空间维持高速增长，拆分量价来看，2006-2019 年我国调味品总销量由 768 万吨增长至 1602 万吨，CAGR+5.81%，均价由 5185/吨增长至 8000 元/吨，CAGR+3.39%。量价齐升是行业空间增长的动力，我们认为量增主要系多元化品类的推出和区域性品类的推广，例如以火锅底料为代表的复合调味品的推出和以蚝油为代表的区域性调味品的推广，价增主要系商家直接提价和高端产品占比提升导致的产品结构升级。

图表 43：2006-2019 年调味品总销量



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 44：2006-2019 年调味品均价



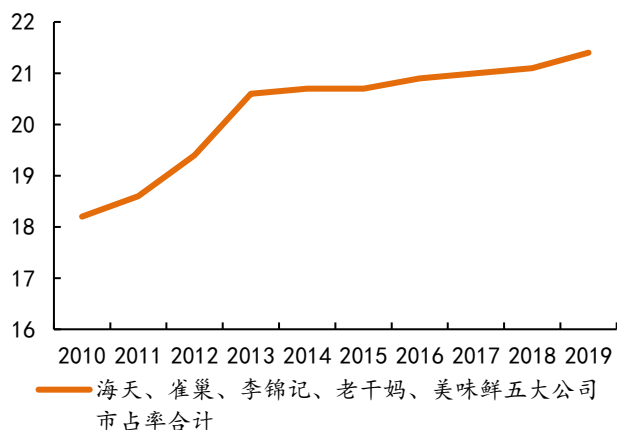
资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

3.3. 集中度持续提升，销售区域性明显

行业格局较为分散，强者恒强，集中度持续提升。2019 年，我国调味品行业 CR5（海天、李锦记、老干妈、太太乐、厨邦）为 21.4%，前五大品牌（海天、李锦记、老干妈、太太乐、厨邦）市占率为 20.4%，行业格局较为分散。2010-2016 年，我国调味品行业 CR5 持续提升，观察前五大企业市占率变化，我们发现除龙头海天外，其余四家公司的市占率在 2016 年后均出现回落趋势。我们认为调味品行业正处于整合期，各大厂商加速扩张品类布局，单品迭代迅速，行业竞争较为激烈。海天作为行业龙头，迅速构建了多元化品类矩阵，打造大单品，充分展现了其强大的品牌力和产品力，迅速抢占市场份额，形成强者恒强的局势。我们判断未来以海天为代表的龙头企业将扩张品类布局，依靠技术、渠道、品牌优势，打造以品

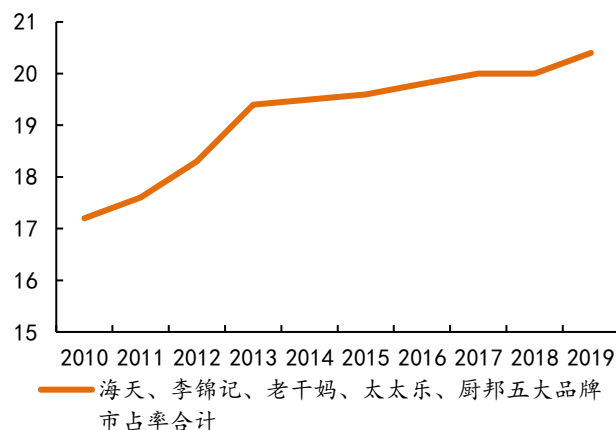
牌为核心的系列产品，进一步抢占中小企业市场份额，推动行业集中度持续提升。

图表 45：2006-2019 年调味品前五大公司市占率



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

图表 46：2006-2019 年调味品前五大品牌市占率



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

销售区域性明显，全国性平台型企业初现。调味品销售与各地饮食习惯密切相关，不同地区对不同品类和品牌的认可度差异较大，因此调味品企业分布呈现明显的区域性。近年来，随着市场竞争加剧，各大厂商纷纷加速扩张品类和销售区域布局，目前，作为行业龙头的海天已经基本实现了全国布局，并构建了较完整的全品类布局，全国性平台型企业形象已初步呈现。我们认为海天的成长路径将是各大厂商借鉴的对象，在行业竞争激烈、单品迅速迭代、新品类遍地开花的背景下，迅速推出新品抢占市场份额，同时加速渗透空白市场是各大厂商的不二选择。

图表 47：各品牌细分品类覆盖及区域分布

公司名称	主营业务	主要销售区域
海天味业	酱油、蚝油、调味酱	东部/南部/中部/北部/西部
李锦记	酱油、蚝油、调味酱	华南及一线城市
太太乐	鸡精	华东/华北/东北/西北
老干妈	调味酱	全国范围
中炬高新	酱油	东部沿海/南部/北部
山东欣和	酱油	华东/华北
加加食品	酱油	华中/华东/西南/华南/华北

资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

4. 规模经营业绩优异，产品渠道共同发力

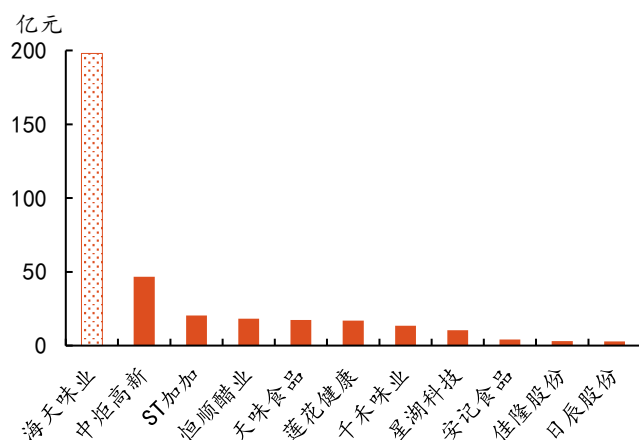
4.1. 规模经营提升盈利能力，高周转彰显营运能力

4.1.1. 人均产出位于较高水平，规模经营降低费用水平

行业龙头实现规模经营，人均产出大幅高于竞争对手。公司是我国调味品行业龙头，规模位于行业首位。2019 年，公司实现营业总收入/归母净利润 198/54 亿元，是位列规模第二的中炬高新的 4.23/7.46 倍；公司拥有员工 5554 名，是中炬

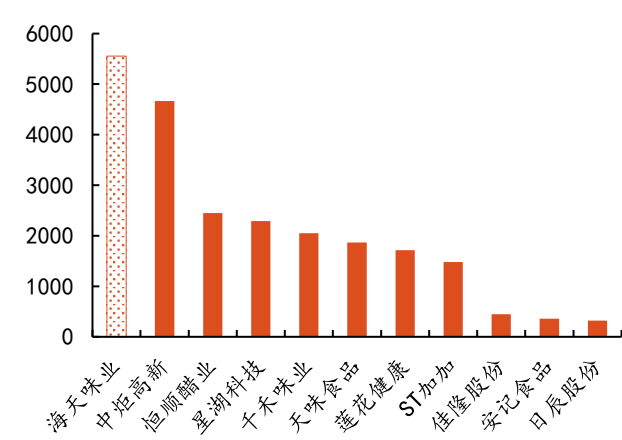
高新的 1.19 倍。较大的规模是公司实现规模效应的必要条件，公司通过规模经营有效提升了生产效率，人均产出大幅高于竞争对手。2019 年公司人均创收/创利 356/96 万元，分别为位列第二的恒顺醋业/日辰股份的 2.58/3.59 倍。

图表 48：2019 年调味发酵品公司营收排名



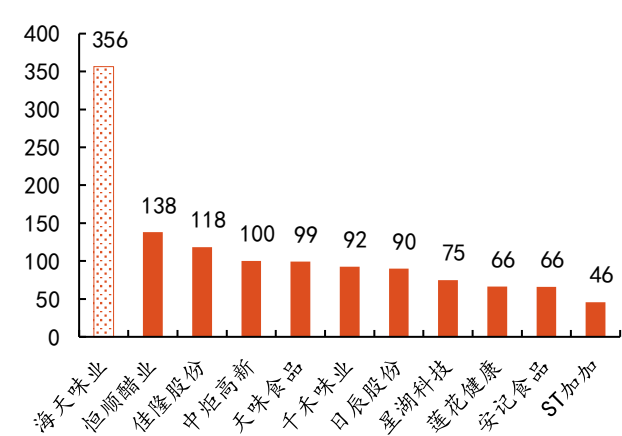
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 49：2019 年调味发酵品公司员工总数排名



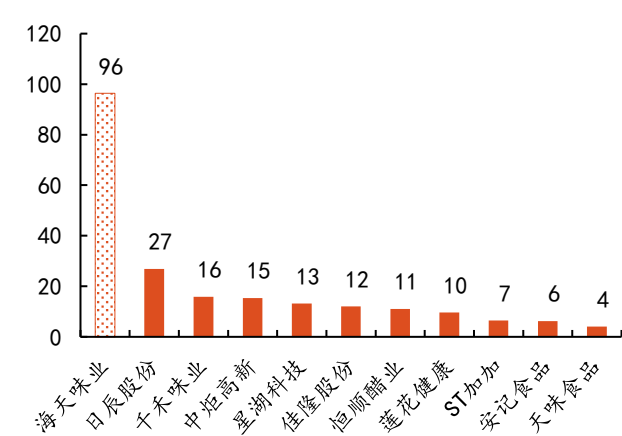
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 50：2019 年调味发酵品公司人均创收排名



资料来源：choice，东方财富证券研究所

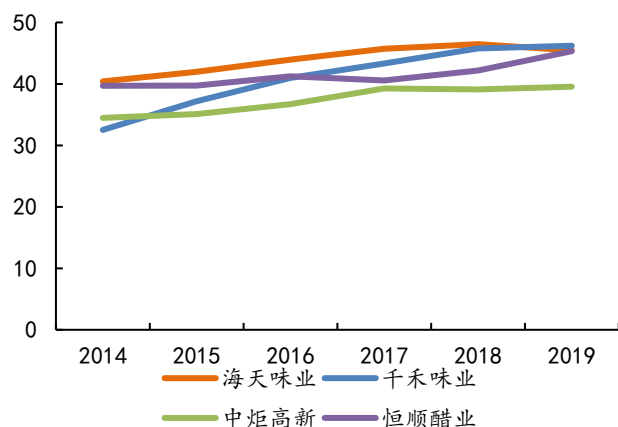
图表 51：2019 年调味发酵品公司人均创利排名



资料来源：choice，东方财富证券研究所

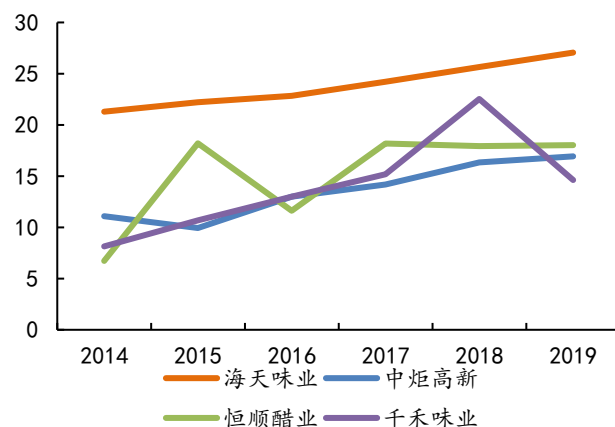
毛利率相当净利率领先，高单价和低成本均不是公司实现规模经济的途径。公司通过规模经济实现较高利润率的可能途径为：（1）提高单位售价；（2）降低单位成本；（3）降低单位费用，其中提高销售单价和降低单位成本均能有效提高公司毛利率。对比四家公司销售毛利率和销售净利率，我们发现公司销售毛利率无明显优势，但销售净利率显著高于可比公司。通过计算并比较三家公司酱油产品单位价格及单位成本，我们发现公司的单位价格、单位成本及单位毛利均低于千禾味业和中炬高新。我们判断，高单价和低成本均不是公司实现规模经济的途径，较大的经营规模未能有效提升公司的议价能力和成本控制能力。

图表 52：各公司销售毛利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 53：各公司销售净利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

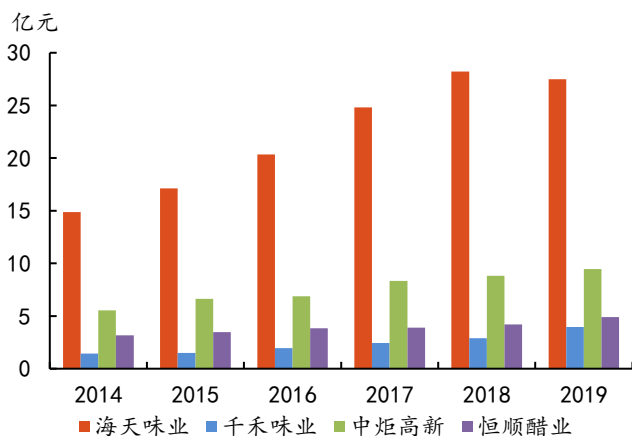
图表 54：各公司酱油产品单位价格及单位成本比较

	单位价格 (元/吨)					单位成本 (元/吨)					单位毛利 (元/吨)				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
海天味业	5002	5120	5400	5451	5356	2785	2686	2726	2696	2658	2218	2434	2675	2755	2698
千禾味业	5066	5173	5324	5483	5500	-	2651	2724	2732	2732	-	2523	2600	2751	2768
中炬高新	-	-	-	6443	6466	-	-	-	3599	3503	-	-	-	2844	2963

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

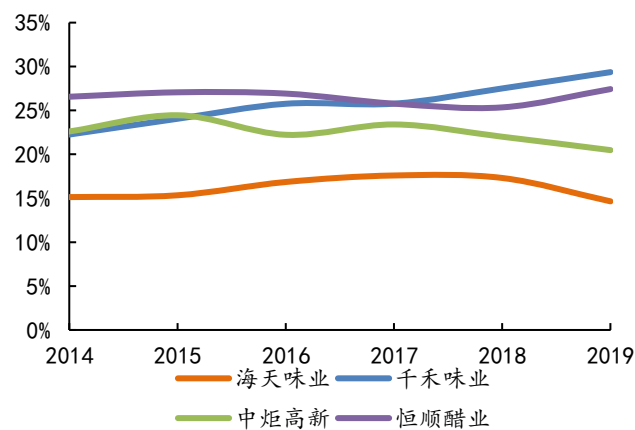
降低单位费用水平，实现规模经济。我们将期间费用/主营业务收入作为主营业务收入费用率，比较各公司期间费用和主营业务收入费用率，我们发现公司期间费用大幅高于可比公司，但主营业务收入费用率则低于可比公司。我们认为公司实现规模经济的主要途径为降低单位费用。

图表 55：各公司期间费用



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 56：各公司主营业务收入费用率

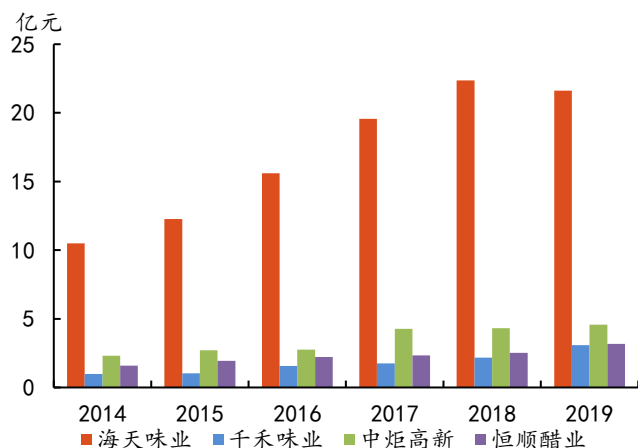


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

销售费用高于可比公司，受益于规模经营，销售费用率维持低位。公司销售费用远高于可比公司，但主营业务收入销售费用率仅高于中炬高新，2019 年，公司销售费用分别为千禾味业/中炬高新/恒顺醋业的 7.00/4.74/6.83 倍，主营业务收入销售费用率分别为千禾味业/中炬高新/恒顺醋业的 0.50/1.17/0.65 倍。从销售费用组成来看，公司广告宣传费及促销费显著高于可比公司，主要为打造品牌形象，提

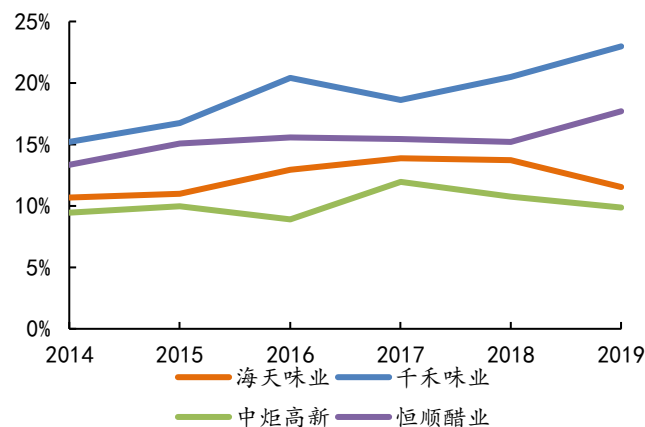
升品牌知名度。受益于较大的经营规模，公司的销售费用率在可比公司中处于低位。

图表 57：各公司销售费用



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

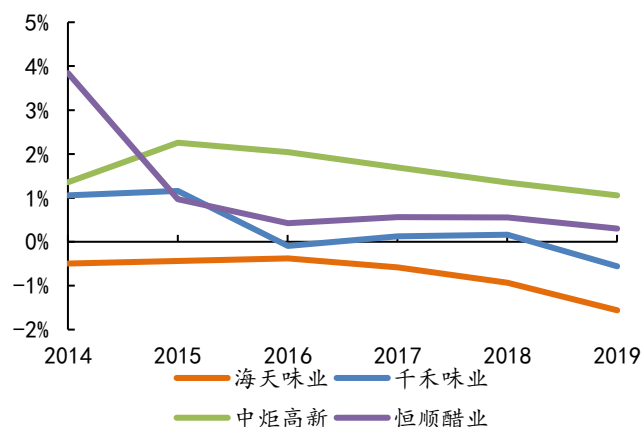
图表 58：各公司主营业务收入销售费用率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

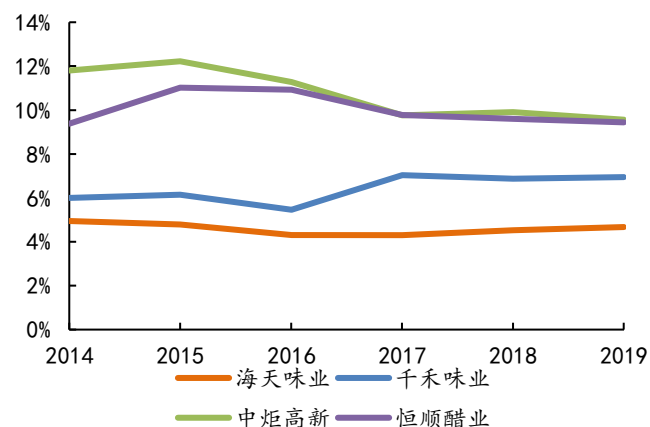
资金管理能力较强，管理费用率较低显现规模经营优势。公司财务费用持续为负值，显著低于可比公司，表明公司资金管理能力较强。公司主营业务收入管理（加回研发）费用率低于可比公司，我们将该费用拆分为研发费用和管理（不含研发）费用率，对比可比公司，我们发现公司主营业务收入研发费用率在可比公司中处于较高水平，主要系公司持续进行产品创新，布局中长期技术储备。公司主营业务收入管理（不含研发）费用率显著低于可比公司，主要系公司管理费用中的人工成本分摊至较高的经营规模表现为较低的费用率水平。

图表 59：各公司主营业务收入财务费用率



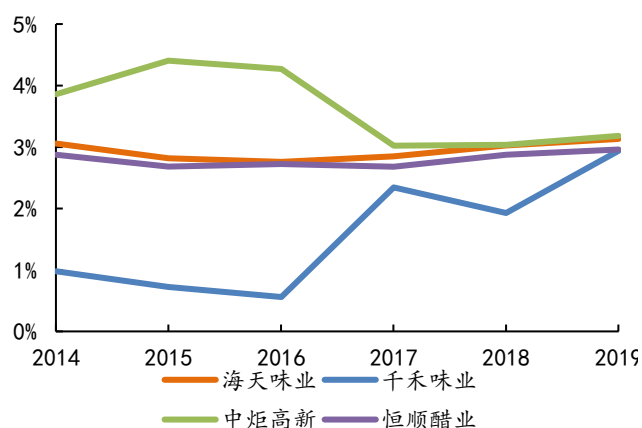
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 60：各公司主营业务收入管理（加回研发）费用率



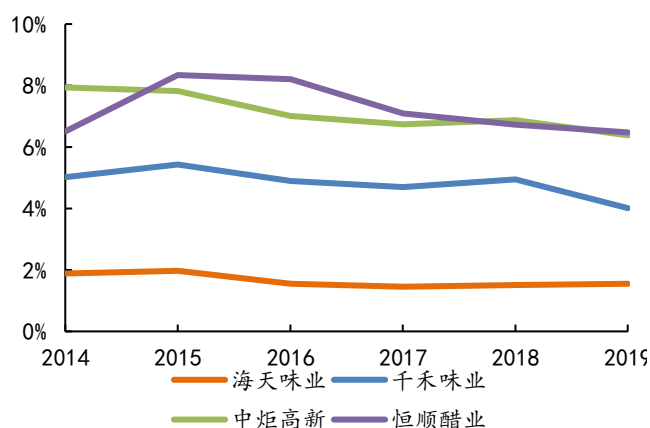
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 61：各公司主营业务收入研发费用率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 62：各公司主营业务收入管理（不含研发）费用率

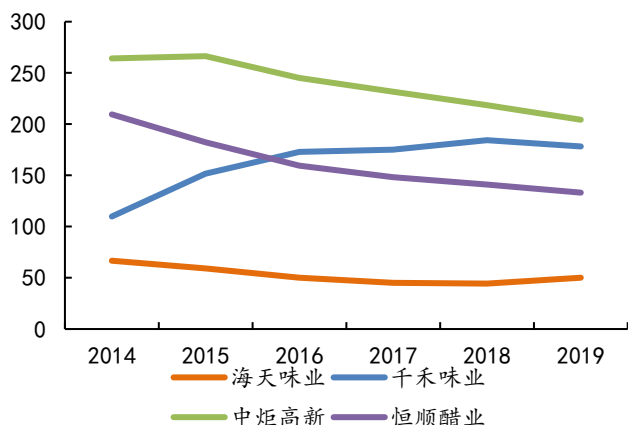


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.1.2. 高周转彰显营运能力，占用上下游资金彰显话语权

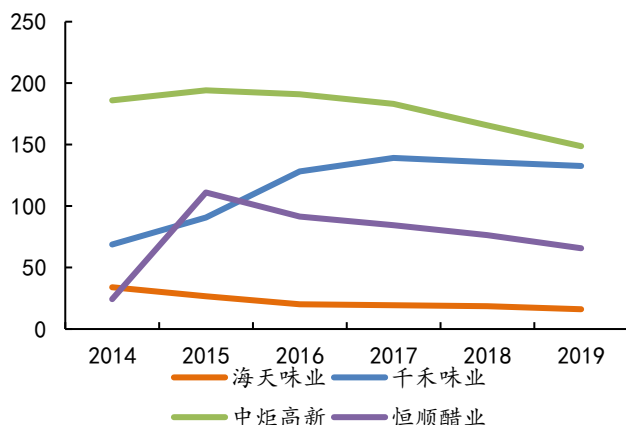
公司营业周期及现金周转周期显著较短，周转速度显著快于可比公司。2019年，公司的营业周期为 50.14 天，仅为千禾味业/中炬高新/恒顺醋业的 28.14%/24.55%/37.66%，现金周转周期为 16.09 天，仅为千禾味业/中炬高新/恒顺醋业的 12.13%/ 10.82%/ 24.49%。较高的周转速度彰显了公司强大的营运能力。

图表 63：各公司营业周期



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

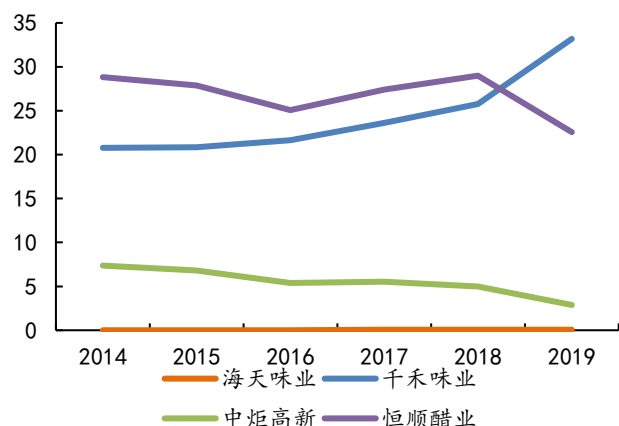
图表 64：各公司现金周转周期



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

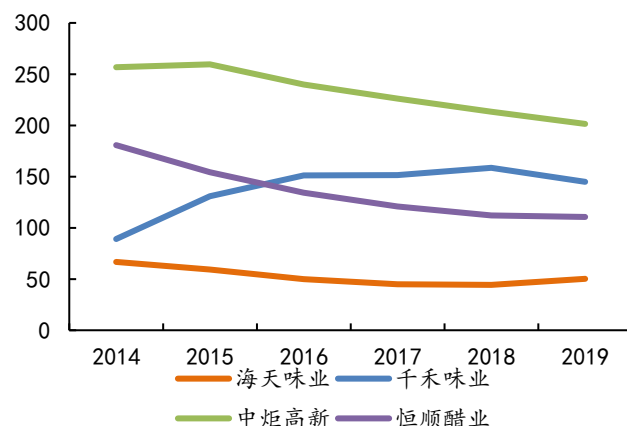
低应收彰显议价能力，合理库存展现管理能力。公司营业周期较短，分项来看，应收账款周转天数及存货周转天数均显著低于可比公司。2014-2016 年，公司应收账款及应收票据为 0，2017 年起出现小额应收款项，主要系收购镇江丹和醋业后将其应收款项并入报表。较低的应收款项背后是公司强大的议价能力，公司主要采取经销商为主的销售模式，并采用“先款后货”的结算方式，强势的结算方式彰显了公司强大的话语权。公司存货周转天数显著低于可比公司，主要系公司以“销量+合理库存”制定产量，保证库存处于合理水平，表现了公司较强的库存管理能力。

图表 65：各公司应收账款周转天数(含应收票据)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

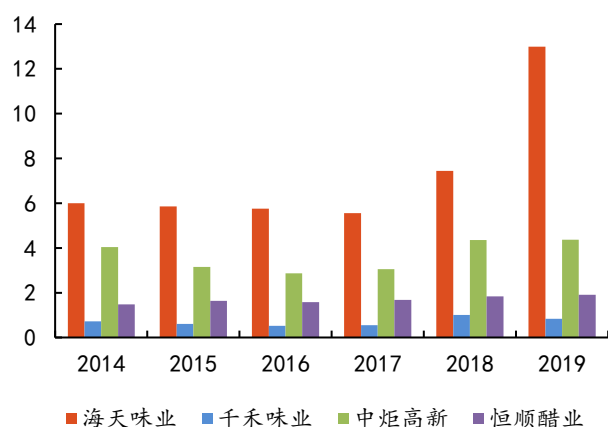
图表 66：各公司存货周转天数



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

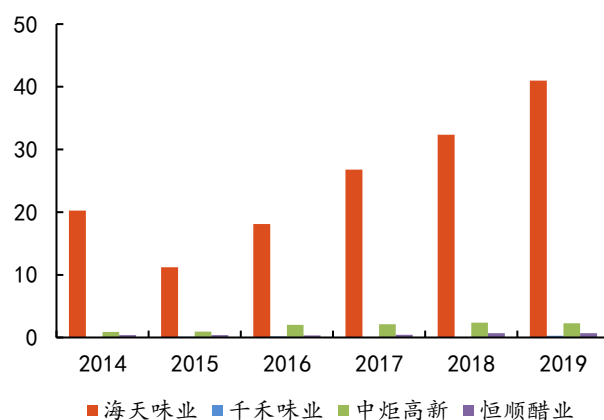
高应付高预收占用上下游资金，充分彰显公司议价能力。公司应付款项和预收款项均显著高于可比公司，2019 年公司应付账款+应付票据为千禾味业/中炬高新/恒顺醋业的 15.59/2.97/6.79 倍，预收款项为千禾味业/中炬高新/恒顺醋业的 156.91/18.23/61.06 倍。较高的应付款项表明公司比可比公司更多采用赊购的采购模式，较高的预收款项与公司经销商采取“先款后货”的结算方式有关。公司充分占用上游供应商和下游经销商资金，有效降低了自身资金占用，提高经营效率，充分彰显了公司强大的议价能力和话语权。

图表 67：各公司应付账款+应付票据



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 68：各公司预收款项



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.2. 全品类覆盖优势尽显，行业领袖地位稳固

4.2.1. 一主两翼全面覆盖，十亿级大单品彰显产品力

一主两翼多元补充，海天品牌全面覆盖细分品类。公司以酱油为核心大单品，近年着力发展酱油之外的调味品，目前已经形成了酱油为主、蚝油和调味酱为两翼，其他调味品为补充的多元化产品矩阵。天猫商城显示，海天品牌全面覆盖了酱油、蚝油、醋、料酒、酱料等细分品类，实现全产业链布局。

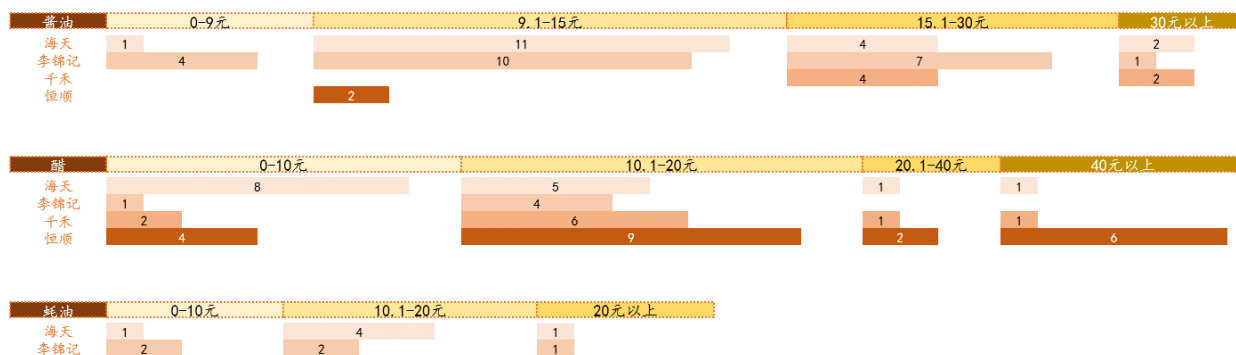
图表 69：各品牌细分品类覆盖

	酱油	蚝油	醋	料酒	酱料
海天	√	√	√	√	√
李锦记	√	√	√		√
千禾	√		√	√	
恒顺	√		√	√	√
厨邦	√	√	√	√	√
加加	√	√	√	√	
太太乐	√				√

资料来源：天猫商城，东方财富证券研究所

产品定位中端为主，实现全价格带分布。分品类来看，公司酱油、醋、蚝油等产品在各价格带均有分布，其中酱油和蚝油产品以中端为主，醋产品以中低端为主。公司实现全价格带覆盖，充分满足不同消费者的需求，最大限度地实现海天品牌市场渗透，抢占市场份额。Euromonitor 数据显示，2019 年海天品牌市占率为 7.5%，居我国调味品品牌首位。

图表 70：各品牌产品价格带分布



资料来源：天猫商城，东方财富证券研究所

打造 10 亿级大单品，产品力突出，消费升级推动新的大单品形成。根据中国调味品展，海天的产品结构呈金字塔形，有 5 个 10 亿级规格大单品（海天金标生抽、海天草菇老抽、海天味极鲜酱油、海天上等蚝油、海天黄豆酱）、2 个亿级单品（海天老字号系列（酱油）、海天有机系列（酱油）），还有众多中小单品。公司 10 亿级大单品中金标生抽和草菇老抽均畅销 60 余年，其余大单品畅销 10-20 年不等，上述大单品均位于 9+元区间，属于中低端产品，我们认为 10 亿级大单品的形成需要满足广泛的适用场景、稳定的品质、亲民的价格和密集的销售渠道。伴随着消费升级趋势，低盐、健康成为调味品的新兴诉求，定位中高端的老字号系列和有机系列酱油受到消费者的青睐，我们认为海天有望借助其严格的品控和密集的销售渠道将现有亿级单品打造为新的 10 亿级大单品。

图表 71：公司 10 亿级大单品

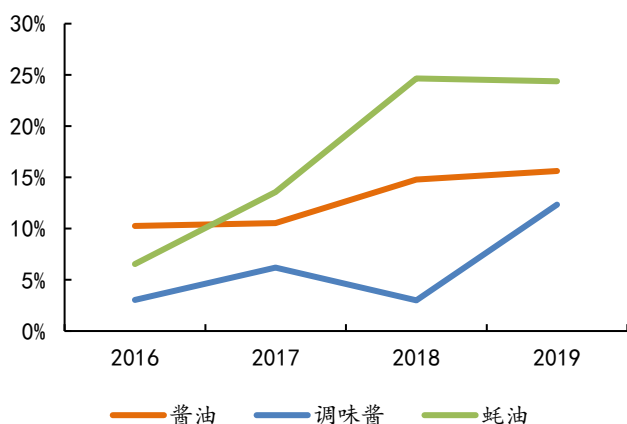
单品	畅销时间	售价	容量	营收贡献情况	图片	单品	畅销时间	售价	容量	营收贡献情况	图片
金标生抽	60 年	9.5	500mL	10 亿级		上等蚝油	20 年	8.5	700g	15 亿级	
草菇老抽	60 年	9.0	500mL	10 亿级		黄豆酱	20 年	8.4	340g	10 亿级	
味极鲜酱油	20 年	9.9	380mL	10 亿级							

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.2.2. 酱油：较强的议价能力保障利润空间，高端占比提升优化产品结构

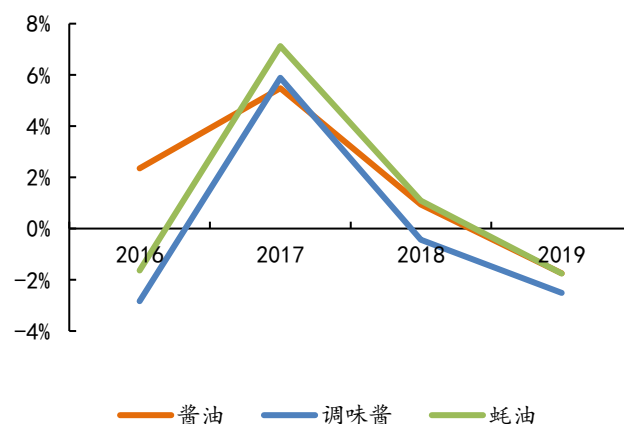
酱油销量维持高速增长，2019 年竞争加剧单价回落。2015-2019 年，公司三大品类销售量均实现正增长，酱油/调味酱/蚝油销量复合增速分别为 12.77%/6.07%/17.03%。2017 年后，公司三大品类销售单价增速回落，2019 年酱油销售单价下降 1.75%，同期千禾味业酱油销售单价增速回落至 0.32%，中炬高新酱油单价增速为 0.36%，均处于较低水平。我们认为公司酱油品类量升价减主要系市场竞争加剧，价格竞争激烈，公司为维持市占率，放缓提价，加大促销力度，维持销量高增速。

图表 72：2016-2019 年公司各品类销售量增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 73：2016-2019 年公司各品类单价增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

长期来看酱油品类均价上行，较强的议价能力是酱油品类利润空间提升的保障。2015-2019 年，公司酱油产品单价由 5002 元/吨上涨至 5356 元/吨，CAGR+1.72%。

公司曾六次对酱油产品进行提价，除原材料成本上升外，公司利用较强的议价能力提升利润空间是提价的重要原因。2019 年出于应对市场竞争提升市占率考虑，公司酱油产品均价有所回落，换取销量高速增长。我们认为调味品消费受需求刚性和口味黏性影响较大，适当的提价对公司酱油销量的影响有限，随着公司市占率和渗透率逐渐提升，酱油产品有望迎来新一轮提价，支撑公司业绩。

图表 74：公司产品提价情况

时间	提价幅度	提价原因
2008 年	金标酱油提价 0.5 元，提价幅度 10%	原材料成本上升
2011 年	酱油提价幅度 8.47%，蚝油提价幅度 4.19%，调味酱提价幅度 2.75%	考虑自身竞争格局和市场需求提价
2012 年	500ml 金标和银标酱油价格上涨 0.5 元，提价幅度分别为 10%和 12.5%	原材料成本上升
2013 年	酱油提价幅度 2.59%，蚝油提价幅度 3.31%，调味酱提价幅度 8.15%	
2014 年	60%产品提价 4%	理顺价格体系，拓宽渠道利润
2016 年	酱油、蚝油、调味酱等主要品类产品提价 5%左右	原材料成本上升

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

多元化单品满足差异需求，高端单品优化产品结构。公司积极开发多个酱油系列单品，满足不同消费人群、不同消费场景下的酱油需求。公司酱油产品升级的方向主要为：①精品化，通过提供口味更佳的高档单品满足消费需求升级，如味极鲜酱油；②功能化，通过提供以功能性为卖点的产品满足消费者细分消费场景下的需求，如蒸鱼豉油、红烧酱油；③健康化，通过提供少盐、零添加、有机等产品满足消费者的健康需求，如有机酱油、清简酱油。我们认为，公司积极丰富酱油单品矩阵，满足差异化的需求，伴随着消费升级的趋势，公司高端单品渗透率有望持续提升，优化酱油产品结构，推动业绩提升。

图表 75：公司酱油单品分系列



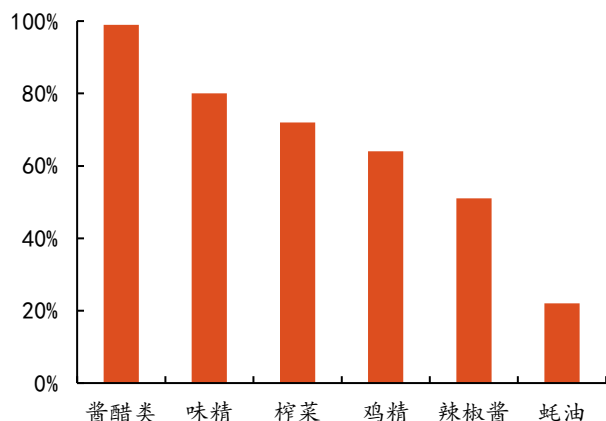
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

4.2.3. 其他调味品：多点开花提升渗透率，内生外延双轮驱动

蚝油低渗透高增速，公司作为龙头市占率稳步提升。与酱油相比，蚝油渗透率较低，2018 年我国蚝油渗透率仅为 22%，远低于酱油的 99%。蚝油起源于广东，在南方较受欢迎，目前蚝油正经历从南方向全国范围渗透的过程，区域扩张成为蚝油市场空间快速增长的重要驱动因素。2014-2019 年，我国蚝油市场空间由 37 亿元增长至 65 亿元，CAGR+ 11.96%，高于调味品行业的 8.50%。公司作为蚝油行

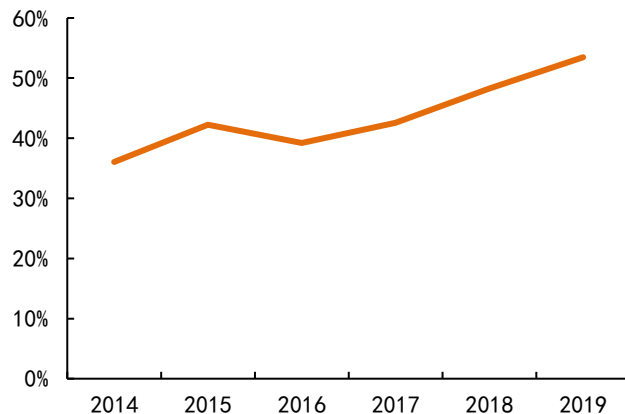
业龙头，位列 Chnbrand 2020 年中国品牌力指数（C-BPI）蚝油品牌排行榜榜首。公司市占率稳步提升，由 2014 年的 36.05% 提升至 2019 年的 53.47%。我们认为，当前我国蚝油渗透率水平较低，仍处于快速扩张期，公司作为蚝油行业龙头，有望借助其品牌力持续推进蚝油产品横向渗透，充分享受区域扩张带来的业绩增长。

图表 76：2018 年调味品子行业渗透率



资料来源：观研天下数据中心，东方财富证券研究所

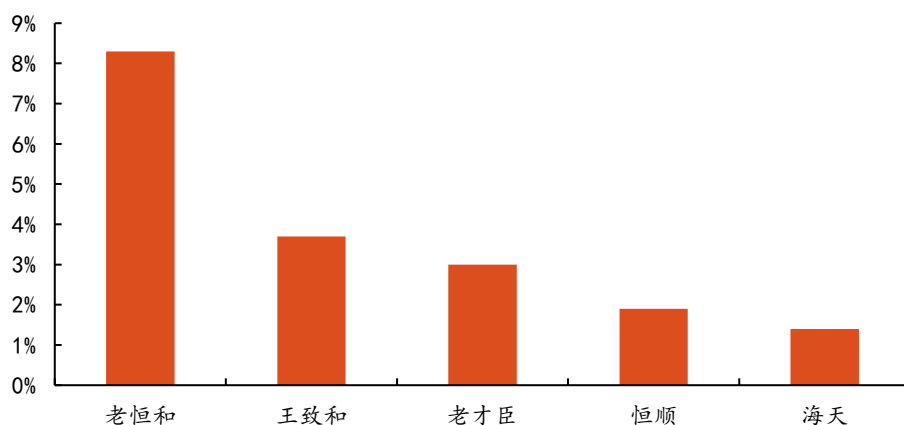
图表 77：2014-2019 年公司蚝油产品市占率



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

我国食醋和料酒市场规模较大，增速较高，行业格局较为分散。根据新思界产业研究中心，2006-2016 年间，我国食醋行业销售收入年均复合增长率为 12.5%，2017 年，我国食醋行业销售收入为 77 亿元，yoy+16.4%。2011-2018 年，我国料酒销售规模年均复合增长率为 18.6%，2019 年，料酒销售规模达到 130.5 亿元，yoy+19.5%。2017 年，我国食醋 CR5 不足 15%，集中度较低。2019 年，我国料酒生产企业有 1000 余家，其中中小型企业占据较大份额，全国性品牌市场份额占比较小，料酒 CR5 仅为 18.3%，行业格局较为分散。

图表 78：我国料酒行业前五大企业市占率



资料来源：新思界产业研究中心，东方财富证券研究所

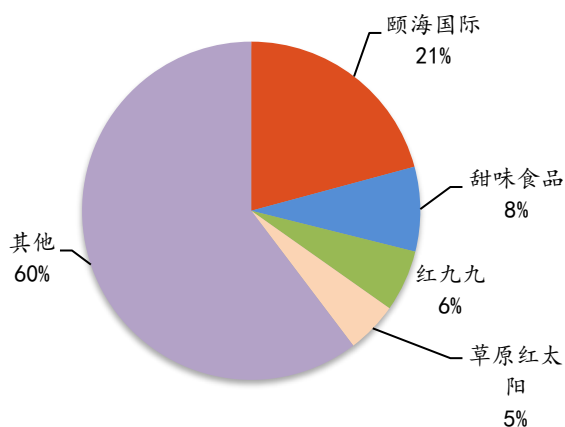
食醋产业结构尚待调整升级，料酒新规发布推动行业洗牌。我国食醋行业中企业数量较多，大部分企业规模较小，缺乏全国性的龙头企业引领，除少数品牌知名度较高的食醋企业外，大部分企业盈利能力较弱，利润空间较小，产业结构尚待调整升级。2019 年以前，我国料酒行业制定的标准较为宽松，行业进入门槛低，中小企业数量庞大。2019 年 3 月，《谷物料酒酿造》团体标准正式发布，对料酒生产企业规模、原料采购、生产设备等要求进行明确规定，将推动我国料酒行业进行整

合，规模小、技术水平低、产品品质差的企业将陆续被淘汰，生产规模大、产品品质过硬、品牌知名度高的企业市场份额将持续攀升，行业集中度将不断提高。

公司作为调味品行业龙头，有望抓住行业整合机会，实现弯道超车。公司进入食醋和料酒赛道较晚，目前公司食醋和料酒市占率均位于全国第五。我们认为，目前食醋和料酒行业尚未形成全国性的龙头企业，公司作为调味品龙头，品牌实力强劲，有望借助自身较强的研发实力、严格的质量监控和广泛的销售渠道，打造食醋和料酒大单品，提升食醋和料酒子行业市占率，实现弯道超车。

布局复合调味料，打造新的业绩增长点。复合调味料对厨房专业度要求较低，简化烹饪过程，迎合居民便捷化的需求，是调味品发展的新方向。根据Frost&Sullivan数据，2010-2019年我国复合调味料行业收入复合增长率为15.07%，行业处于快速上升通道。2019年，我国人均复合调味料消费9.3美元，大幅低于美国和日本的85.5/88.7美元，仍有较大上升空间。复合调味料行业集中度较低，以火锅底料为例，2019年，我国火锅底料CR4仅为40%（剔除颐海国际关联交易后仅为28%）。2020年8月，公司推出四款火锅底料产品，正式进军复合调味料行业。我们认为进驻复合调味料行业有助于公司进一步拓展品类布局，利用“海天”品牌作为背书，借助公司密集的销售渠道，复合调味料新品有望为公司打造新的业绩增长点。

图表 79：2019 年我国火锅底料行业 CR4



资料来源：Frost&Sullivan，东方财富证券研究所

图表 80：公司推出火锅底料产品



资料来源：天猫商城，东方财富证券研究所

加速产能建设，外延设立收购子公司，推动实现品类多元化，有望打造成为调味品平台型企业。公司持续扩大产能，包含酱油和其他调味品，通过扩张生产线实现多元化产品矩阵建设。除自建产能外，各公司还通过设立子公司或并购方式引进新品类，持续扩张调味品业务版图。我们认为公司持续发力多元化品类扩张，未来有望在酱油外的品类中打造多个亿级以上大单品，将公司打造为调味品平台型企业。

图表 81：公司设立或并购子公司开拓新品类

时间	事项	公司名称	主要产品	主要经营地点
2014 年	设立	佛山市海天（江苏）调味食品有限公司	蚝油等调味品	江苏省宿迁市
2014 年	并购	开平广中皇食品有限公司	腐乳	广东省开平市
2015 年	设立	佛山市海盛食品有限公司	调味食品	广东省佛山市
2017 年	并购	镇江丹和醋业有限公司	食醋	江苏省丹阳市
2018 年	设立	广东海莲生物科技有限公司	蚝汁	广东省佛山市

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.3. 密集经销深度分销，餐饮渠道错位竞争

4.3.1. 密集的销售渠道覆盖全国，竞争性经销制完成深度分销

建立密集的经销和分销渠道，渠道覆盖广泛产生获客优势。公司拥有覆盖全国的销售网络，目前公司已建成了由 5000 多家经销商、逾 12000 家分销商/联盟商组成的销售网络，覆盖了 50 多万个直控终端销售网点，100%覆盖了中国地级及以上城市，在内陆省份中，90%的省份销售过亿。公司的产品已遍布全国各大知名连锁超市、各级农贸市场、城乡便利店，销售网络的广度和深度在业内处于绝对领先地位。2020 年 6 月，凯度消费者指数发布了《2020 亚洲品牌足迹报告》，海天味业以 5.66 亿消费者触及数、75.7%的渗透率，排名中国快速消费品品牌第 4 位，是榜单前 10 位中唯一的调味品品牌。我们认为公司密集的销售网络是公司获取新顾客的核心竞争力。由于调味品消费客单价较低，且口味黏性影响力较大，消费者没有过多意愿花费时间和距离寻找性价比高的单品。公司渠道覆盖广泛，更能节省消费者的搜索成本，在获取新客户方面更具优势。

图表 82：2019 年凯度数据中国快速消费品品牌排行榜

2019 排名	品牌	厂商	消费者触及数 (百万)	渗透率	消费者选择	消费者触及数增长
1	伊利	伊利集团	1297	91.6	7.9	1.0
2	蒙牛	蒙牛集团	1081	89.1	6.7	1.7
3	康师傅	康师傅控股有限公司	826	81.0	5.7	-3.5
4	海天	海天集团	566	75.7	4.2	8.1
5	双汇	双汇集团	430	60.7	3.9	-2.8
6	旺旺	旺旺控股	426	64.1	3.7	-6.5
7	农夫山泉	农夫山泉股份有限公司	408	63.2	3.6	9.9
8	立白	立白集团	382	65.6	3.2	-1.4
9	光明	光明乳业	367	37.4	5.4	-6.3
10	心相印	恒安集团	362	59.7	3.4	2.4

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

多经销商制提升经销商积极性，低成本完成深度分销。公司销售主要依靠经销商制，在全国范围内设有 5 个营销中心、110 多个销售部、350 多个销售组或销售办事处。公司在每个市场内不设总经销，至少设两个经销商，每家经销商销售的产品完全相同，使经销商相互竞争，提升经销商积极性。为抢占市场，经销商将自发结合二级分销商拓展销售渠道和区域，帮助公司以极低的成本完成深度分销的工作。由于经销商之间的竞争较为激烈，经销商加价幅度较低，渠道调研结果显示，海天金标老抽和金标生抽的 KA 加价幅度低于厨邦酱油和千禾酱油。我们认为公司实施多经销商制有利于增强自身议价能力，同时将渠道下沉建设的动力和成本转嫁到下游经销商，能够帮助公司以最低的成本最大限度地通过拓展市场扩大需求。我们认为，公司对经销商强势的管理背后彰显的是公司强大的品牌力，由于零售端对海天品牌较为认可，零售端与海天经销商有更高的合作意愿，因此经销商愿意接受较低的加价幅度，利用海天品牌的认可度实现“带货”，提高零售端的合作意愿，并主动承担渠道深耕的部分成本。

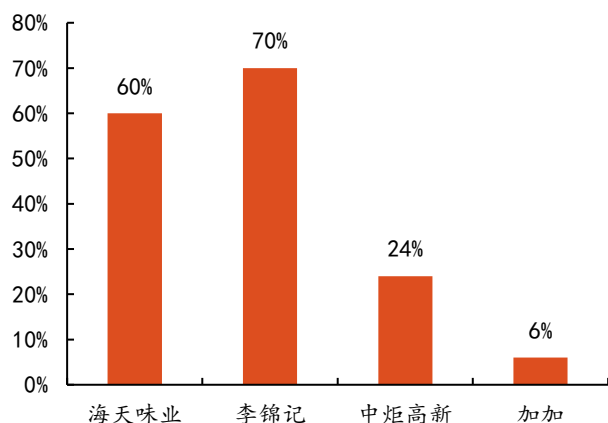
嵌入式管理掌控经销商团队，专业指导实现合作共赢。公司对经销商实施嵌入式管理，直接向经销商派驻销售经理，同时配备专业的业务团队对区域内的经销商

进行指导和管理，协助经销商与分销商/联盟商开拓本地的销售渠道，与经销商建立长期合作共赢的业务关系。嵌入式管理有利于帮助公司深入了解渠道实况，公司派驻的销售经理既是厂家业务人员，又是经销商的销售经理，在实现公司和经销商的信息共享中发挥重要作用。我们认为公司对经销商的掌控有利于提升公司议价能力，与经销商实现合作共赢的关系有利于公司长期扩张。

4.3.2. 餐饮渠道中低档产品为主，高黏性塑造高壁垒

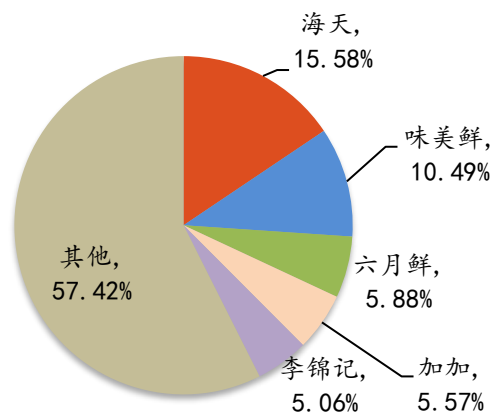
餐饮渠道销售中低档单品为主，错位竞争无明显对手。餐饮是公司主要产品酱油销售的强势渠道，根据前瞻产业研究院，2017 年公司渠道占比 60%。调研结果显示目前公司餐饮渠道收入占比为 50%-60%。公司是调味品餐饮渠道最大的供应商，公司在餐饮渠道销售的单品主要为草菇老抽、金标生抽等中低档价位产品。其他调味品厂商在餐饮渠道均有所布局，但与公司定位存在差异。李锦记主要为高档餐厅提供服务，产品定位中高端，与公司形成错位竞争。中炬高新定位中高端，且品类较少，以鲜味酱油为主。公司在餐饮渠道布局较为广泛，形成错位竞争格局，着重布局竞争对手未涉及的中低端市场，避开激烈竞争保障盈利能力，稳定市占率，逐步发展成为餐饮渠道调味品龙头。

图表 83：2017 年各公司酱油收入餐饮渠道占比



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

图表 84：2017 年调味品餐饮渠道各公司市占率



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

餐饮渠道消费黏性大，源头入手塑造高壁垒。与家庭渠道不同，餐饮渠道调味品消费黏性较大，一方面，餐厅与供应商关系较为稳定，不会轻易更换供应商，另一方面，餐饮要求菜品口味稳定性较高，菜单一旦成型，厨师会对给定的调味料形成高度依赖。为进一步提升餐饮渠道市占率，海天与新东方烹饪学校等厨师学校合作，让这些机构在教学期间都使用海天的产品，培养厨师使用海天酱油的习惯，从源头入手，提高餐饮渠道对海天产品的黏性，塑造较高的渠道壁垒。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 核心假设与盈利预测

(1) 公司是我国最大的酱油生产及销售企业，目前已建立了多元化的酱油产品线，并持续推出高端新品满足消费升级需求。受益于公司密集的经销和分销渠道，

公司酱油产品布局全国。2020 年受新冠疫情影响，餐饮渠道需求处于低位，但家庭渠道需求旺盛，我们认为旺盛的家庭调味品需求将弥补部分餐饮渠道损失的需求，行业销量增速下滑幅度有限。考虑到酱油子行业较为成熟，行业渗透率较高，行业增速提升空间有限，我们给予酱油子行业 2020-2022 年销量 4.0%/3.5%/3.0%的增速。疫情期间公司利用渠道优势，加速渗透 C 端市场，提高市占率，我们预计公司 2020-2022 年酱油市占率为 50%/52%/54%。计算可得，公司 2020-2022 年酱油销量增速为 15.22%/7.64%/6.96%。2019 年行业竞争加剧，公司酱油产品单价回落，2020 年，疫情下旺盛的需求有望缓解调味品价格战，公司管理层明确表示今年没有涨价计划，因此我们给予公司 2020-2022 年酱油单价 0%/3%/3%的增速。公司酱油产品结构持续优化，受益于消费升级趋势，高端产品老字号系列和有机系列占比持续提升，我们认为公司酱油毛利率将稳步提升，给予公司 2020-2022 年酱油 51.0%/51.5%/52.0%的毛利率。

(2) 公司调味酱处于行业领先地位，拥有丰富的产品矩阵，既拥有适用范围广的全国性基础酱料，也有独具特色的地方风味酱料。公司持续优化产品规格提高产品协同力，有效提升渠道效率和渠道承载力，为调味酱再次加快发展奠定基础。总体而言，调味酱应用场景不如酱油广泛，渗透率较低，销量增速较低。伴随着调味品区域扩张趋势持续，我们认为调味酱子行业销量有望持续小幅上涨，给予调味酱子行业 2020-2022 年销量 1.1%/1.2%/1.3%的增速。受益于疫情期间旺盛的家庭调味品需求和后疫情期渠道补库存推升销量，我们认为公司调味酱市占率有望持续提升。我们给予公司 2020-2022 年调味酱 50%/53%/55%的市占率，计算可得公司 2020-2022 年调味酱销量增速为 8.98%/7.27%/5.12%。公司持续优化产品规格，有望在竞争缓和后实现提价，推升毛利率，我们给予公司 2020-2022 年调味酱单价 0%/1%/1%的增速，给予公司 2020-2022 年调味酱 48%/49%/50%的毛利率。

(3) 公司是我国最大的蚝油生产及销售企业，蚝油产品历史悠久，技术领先，凭借独特的口味收获了良好的口碑。随着蚝油产品由南方向北方逐渐渗透，公司凭借密集的渠道优势有望充分享受区域扩张带来的需求增长红利，叠加 2020 年疫情下的旺盛家庭调味品需求，我们认为公司蚝油销量有望实现持续高速增长。由于 Euromonitor 口径的蚝油销量与公司公告有较大差异，我们不便直接计算公司蚝油市占率，通过给予蚝油行业 2020-2022 年 6.2%/6%/5.8%的销量增速和公司 15%/12%/10%的市占率提升幅度，我们计算得出公司 2020-2022 年蚝油销量增速为 22.13%/18.72%/16.38%。我们认为当前时点公司蚝油产品处于加速渗透阶段，收入增长主要由销量驱动，为快速抢占新市场，公司大幅提价可能较小，我们给予公司 2020-2022 年蚝油单价 0%/1%/1%的增速，给予公司 2020-2022 年蚝油 40.0%/40.5%/41.0%的毛利率。

图表 85：公司营业收入拆分与预测

项目	业务板块	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
行业销量增速	酱油	4.70%	4.20%	3.70%	4.00%	3.50%	3.00%
	调味酱	0.91%	0.92%	1.00%	1.10%	1.20%	1.30%
市占率	酱油	36.75%	40.48%	45.13%	50.00%	52.00%	54.00%
	调味酱	40.86%	41.70%	46.38%	50.00%	53.00%	55.00%
销量增速	酱油	10.53%	14.78%	15.62%	15.22%	7.64%	6.96%
	调味酱	6.20%	2.99%	12.34%	8.98%	7.27%	5.12%
	蚝油	13.56%	24.65%	24.39%	22.13%	18.72%	16.38%
单价增速	酱油	5.48%	0.94%	-1.75%	0.00%	3.00%	3.00%
	调味酱	5.89%	-0.43%	-2.51%	0.00%	1.00%	1.00%
	蚝油	7.12%	1.09%	-1.75%	0.00%	1.00%	1.00%

	酱油	88.36	102.36	116.29	133.99	148.55	163.66
营业收入 (亿元)	调味酱	20.40	20.92	22.91	24.97	27.06	28.73
	蚝油	22.66	28.56	34.90	42.62	51.11	60.07
	其他	14.42	18.50	23.87	31.03	38.79	46.55
营收增速	酱油	16.59%	15.85%	13.60%	15.22%	10.87%	10.17%
	调味酱	12.45%	2.55%	9.52%	8.98%	8.34%	6.17%
	蚝油	21.65%	26.02%	22.21%	22.13%	19.91%	17.54%
	其他	19.90%	28.30%	29.02%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	酱油	49.53%	50.55%	50.38%	51.00%	51.50%	52.00%
	调味酱	45.38%	47.75%	47.56%	48.00%	49.00%	50.00%
	蚝油	39.14%	40.92%	37.96%	40.00%	40.50%	41.00%
	其他	32.92%	31.01%	30.32%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：东方财富证券研究所

5.2. 估值与投资建议

公司作为我国调味品行业龙头，充分发挥规模经济优势，实现较高的经营效率；积极构建全品类产品矩阵，以海天品牌为核心，积极打造平台型企业；密集的销售渠道持续发力，科学的经销商管理模式实现低成本深度分销。我们预计公司20/21/22 年收入分别为 232.61/265.5/299.01 亿元，归母净利润分别为 62.74/74.49/87.25 亿元，EPS 分别为 1.94/2.30/2.69 元，对应 PE 分别为 94.62/79.70/68.04 倍。首次覆盖，给予公司增持评级。

图表 86：公司盈利预测

项目\年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	19796.89	23261.26	26550.25	29900.50
增长率（%）	16.22%	17.50%	14.14%	12.62%
EBITDA（百万元）	6231.28	7272.47	8567.95	9974.88
归属母公司净利润（百万元）	5353.19	6274.32	7448.77	8724.97
增长率（%）	22.64%	17.21%	18.72%	17.13%
EPS（元/股）	1.65	1.94	2.30	2.69
市盈率（P/E）	65.08	94.62	79.70	68.04
市净率（P/B）	21.01	25.97	19.59	15.21
EV/EBITDA	44.43	65.08	54.17	45.47

资料来源：choice，东方财富证券研究所。注：数据截至 2020-08-31。

图表 87：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
行业 Beta	0.82	股票 Beta	0.66
无风险利率 Rf	3.06%	TV 增长率	3.00%
市场收益 Rm	5.37%	实际税率	16.00%
风险溢价	2.31%	WACC	4.60%
资产贴现率 Ka	4.58%	股票价值	611640.71

债务利率 Kd	6.52%	每股价值	188.75
---------	-------	------	--------

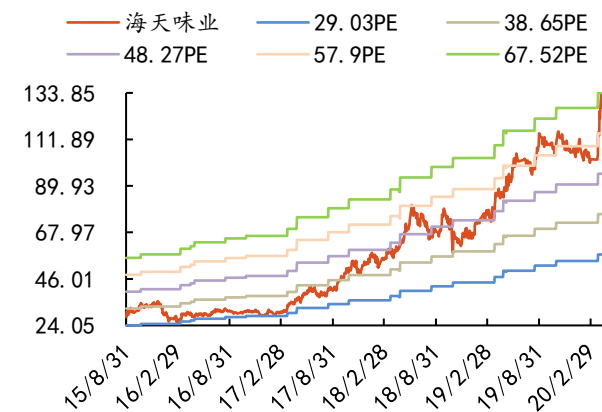
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 88：行业重点关注公司

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
603027.SH	千禾味业	294.89	294.89	0.51	0.67	0.85	87.93	67.15	53.49	未评级
600872.SH	中炬高新	636.59	636.59	1.09	1.35	1.65	72.39	58.42	48.54	未评级
600305.SH	恒顺醋业	263.88	263.88	0.40	0.46	0.53	69.41	59.72	54.07	未评级
603317.SH	天味食品	429.10	429.10	0.68	0.91	1.22	103.83	78.64	58.20	未评级
603755.SH	日辰股份	80.65	80.65	1.03	1.30	1.62	79.90	63.09	50.68	未评级
平均				0.74	0.94	1.18	82.69	65.41	53.00	
603288.SH	海天味业	5861.96	5861.96	1.94	2.30	2.69	86.34	72.73	62.09	增持

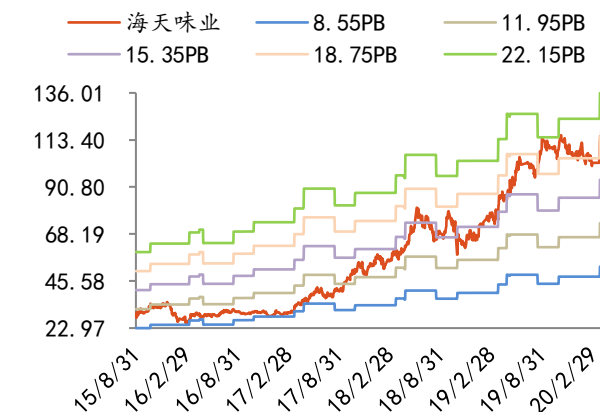
资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：数据截至 2020-08-31。未评级公司 PE 均来自 choice 一致性预期数据。

图表 89：历史 PE (TTM) 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 90：历史 PB 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

6. 风险提示

原材料涨价风险；
食品安全事故风险；
行业竞争加剧；
公司渠道扩张不及预期；
宏观经济增速不及预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	20269.37	28552.64	38032.10	48918.72
货币资金	13455.53	21445.49	30618.47	41197.21
应收及预付	21.04	28.37	32.32	36.29
存货	1802.76	2070.16	2357.37	2645.68
其他流动资产	4990.03	5008.62	5023.94	5039.54
非流动资产	4484.52	4279.02	4073.52	3868.02
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3448.26	3248.26	3048.26	2848.26
在建工程	493.52	493.52	493.52	493.52
无形资产	138.37	132.87	127.37	121.87
其他长期资产	404.38	404.38	404.38	404.38
资产总计	24753.89	32831.67	42105.62	52786.74
流动负债	7978.44	9781.90	11607.08	13563.23
短期借款	19.60	19.60	19.60	19.60
应付及预收	5396.47	6704.60	8031.74	9469.04
其他流动负债	2562.37	3057.70	3555.73	4074.58
非流动负债	177.74	177.74	177.74	177.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	177.74	177.74	177.74	177.74
负债合计	8156.18	9959.64	11784.82	13740.97
实收资本	2700.37	2700.37	2700.37	2700.37
资本公积	1330.66	1330.66	1330.66	1330.66
留存收益	12550.92	18825.24	26274.02	34998.99
归属母公司股东权益	16581.96	22856.27	30305.05	39030.02
少数股东权益	15.75	15.75	15.75	15.75
负债和股东权益	24753.89	32831.67	42105.62	52786.74

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19796.89	23261.26	26550.25	29900.50
营业成本	10800.72	12593.45	14340.67	16094.56
税金及附加	203.35	232.61	265.50	299.01
销售费用	2162.82	2326.13	2389.52	2392.04
管理费用	289.90	344.27	395.60	448.51
研发费用	587.43	697.84	796.51	897.02
财务费用	-292.74	-100.06	-159.99	-228.79
资产减值损失	-17.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	172.69	0.00	0.00	0.00
投资净收益	59.69	232.61	265.50	299.01
资产处置收益	-3.54	0.00	0.00	0.00
其他收益	122.37	69.78	79.65	89.70
营业利润	6379.44	7469.43	8867.59	10386.87
营业外收入	1.32	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	6377.20	7469.43	8867.59	10386.87
所得税	1020.96	1195.11	1418.81	1661.90
净利润	5356.24	6274.32	7448.77	8724.97
少数股东损益	3.06	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	5353.19	6274.32	7448.77	8724.97
EBITDA	6231.28	7272.47	8567.95	9974.88

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6567.57	7758.20	8908.32	10280.59
净利润	5356.24	6274.32	7448.77	8724.97
折旧摊销	478.61	205.50	205.50	205.50
营运资金变动	1493.45	1510.14	1518.70	1648.27
其它	-760.73	-231.76	-264.65	-298.15
投资活动现金流	88.85	232.61	265.50	299.01
资本支出	-579.26	0.00	0.00	0.00
投资变动	200.00	0.00	0.00	0.00
其他	468.12	232.61	265.50	299.01
筹资活动现金流	-2647.45	-0.85	-0.85	-0.85
银行借款	19.60	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-2667.05	-0.85	-0.85	-0.85
现金净增加额	4008.97	7989.96	9172.97	10578.74
期初现金余额	9425.83	13455.53	21445.49	30618.47
期末现金余额	13434.80	21445.49	30618.47	41197.21

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%)				
营业收入增长	16.22%	17.50%	14.14%	12.62%
营业利润增长	21.72%	17.09%	18.72%	17.13%
归属母公司净利润增长	22.64%	17.21%	18.72%	17.13%
获利能力 (%)				
毛利率	45.44%	45.86%	45.99%	46.17%
净利率	27.06%	26.97%	28.06%	29.18%
ROE	32.28%	27.45%	24.58%	22.35%
ROIC	29.08%	25.93%	23.15%	21.01%
偿债能力				
资产负债率 (%)	32.95%	30.34%	27.99%	26.03%
净负债比率	49.14%	43.55%	38.87%	35.19%
流动比率	2.54	2.92	3.28	3.61
速动比率	2.31	2.70	3.07	3.41
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.71	0.63	0.57
应收账款周转率	8036.69	7300.00	7300.00	7300.00
存货周转率	10.98	11.24	11.26	11.30
每股指标 (元)				
每股收益	1.65	1.94	2.30	2.69
每股经营现金流	2.03	2.39	2.75	3.17
每股净资产	5.12	7.05	9.35	12.04
估值比率				
P/E	65.08	94.62	79.70	68.04
P/B	21.01	25.97	19.59	15.21
EV/EBITDA	44.43	65.08	54.17	45.47

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；

卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。