



Research and
Development Center

深耕核心品类，同心多元化扩张

—海天味业(603288)公司深度报告

2021年09月16日

马铮 食品饮料分析师
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

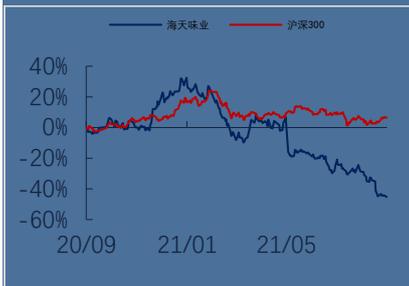
公司研究

公司深度报告

海天味业 (603288)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	88.96
52周内股价波动区间(元)	214.98-88.96
最近一月涨跌幅(%)	-11.04
总股本(亿股)	42.13
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	3,747.51

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

深耕核心品类，同心多元化扩张

2021年09月16日

本期内容提要：

◆**投资建议：**由于需求恢复不及预期、以及社区团购渠道扰动，短期内公司营收增速不及预期。我们认为海天拥有优秀的管理层，公司战略得当、积极进取，规模效应下成本控制行业领先，渠道和品牌护城河深。预计公司21-23年EPS分别为1.62/1.93/2.27元，对应PE分别为54.4/45.6/38.9倍。公司当前PE估值仍较高，考虑到公司竞争优势明显，业绩增速较快，PEG低于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**调味品行业规模呈现稳健增长态势。**调味品细分品类众多，行业整体集中度低，根据欧睿数据，20年海天行业市占率仅为6.9%。酱油品类发展成熟，是调味品最大的单一品类。酱油行业集中度较高，行业呈现“一超多强”的竞争格局。随着城镇居民人均收入的不断提高，消费者对调味品品牌、质量、应用场景日益重视，愿意支付更多去获得更好的调味品。酱油品类也呈现出向高端升级的趋势明显，低盐、零添加和有机等高端产品逐渐兴起。目前国内蚝油市场仍处于行业发展初期，市场规模偏小、产品渗透率低，具备高成长性。根据欧睿数据显示，20年国内蚝油市场零售口径规模为54亿元，15-20年复合增速为14%。调味酱品类繁杂，口味区域化特性突出。海天主打黄豆酱，利用渠道优势迅速打开市场销路。

◆**坚持全国化扩张和总成本领先战略。**改革开放后，粤菜北上，海天顺势向全国扩张。随着公司坚定执行全国化战略，渠道持续下沉，公司销售规模也在不断提升。海天的规模优势体现在采购成本和制造费用上。采购方面，海天上游原材料采购量大，对于供应商具备一定议价权。规模提升可分摊固定成本降低生产制造成本。在生产工艺和技术升级方面，海天也精益求精，追求设备自动化、智能化，产线效率行业领先。

◆**渠道和品牌是核心竞争力。**海天配备了专业的业务团队对区域内的经销商进行指导和管理，协助经销商与联盟商开拓本地的销售渠道。公司打造渠道联盟商体系，将网络优势强、实力基础好的分销商/联盟商纳入销售管理体系，达到深度掌控渠道的目的。经销商资源具有排他性，海天掌握优质经销商资源。海天产品品类全，其经销商对终端的地位和议价能力强。公司多品类发展反过来又强化经销商忠诚度和渠道竞争优势。餐饮客户粘性强，因为厨师使用调味品的习惯一旦养成，不会轻易更换，否则会影响菜品的口味。海天在餐饮渠道的高市占率铸就高壁垒。海天在中国品牌力指数C-BPI榜单中，海天酱油连续9年行业第一。17年以来，海天持续投入广告宣传。公司旗下大单品近年来也频繁冠名赞助各大卫视、视频网站的综艺节目。

◆**核心品类渗透仍有空间，中长期看产品升级和品类扩张。**酱油品类15-20年复合增速约为14%，保持较快增速。根据我们测算，酱油品类海天市占率约为19%，未来仍有提升空间。公司高端产品占比不断提升，拉动其盈利能力稳步上行。公司蚝油和调味酱业务已初具规模，公司凭借品牌、渠道和研发优势，未来仍可在料酒、食醋、火锅底料等细分品类拓展。

◆**股价催化剂：**产品提价；原材料价格下降等。

◆**风险因素：**原材料价格上涨超预期；行业竞争加剧；新零售渠道冲击风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	19,797	22,792	25,400	29,468	34,029
增长率 YoY %	16.2%	15.1%	11.4%	16.0%	15.5%
归属母公司净利润(百万元)	5,353	6,403	6,827	8,142	9,553
增长率 YoY%	22.6%	19.6%	6.6%	19.3%	17.3%
毛利率%	45.4%	42.2%	40.6%	41.2%	41.3%
净资产收益率 ROE%	32.3%	31.9%	28.0%	28.8%	29.0%
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.52	1.62	1.93	2.27
市盈率 P/E(倍)	84.60	131.94	54.41	45.62	38.89
市净率 P/B(倍)	27.31	42.10	15.24	13.12	11.27

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 09 月 14 日收盘价

目录

投资逻辑	6
1 管理层控股，激励充分	7
1.1 历史悠久，转制蜕变	7
1.2 酱油、蚝油和调味酱为主营产品，产品毛利率逐年提升	7
1.3 渠道网络覆盖全国，深度下沉乡镇市场	10
1.4 股权结构明晰，深度绑定管理层利益	11
2 调味品行业稳定增长，产品升级趋势明显	13
2.1 调味品行业稳定增长，整体集中度较低	13
2.2 酱油行业“一超多强”，龙头集中度提升仍有空间	14
2.3 蚝油产品持续渗透，调味酱区域化明显	16
3 渠道和品牌是核心竞争力	18
3.1 规模优势突出，卡位高性价比价格带	18
3.2 销售渠道是核心竞争力	19
3.3 基于用途定位核心价值，注重品牌推广营销	21
4 盈利预测	23
5 风险因素	24

表目录

表 1: 通过新设立或者并购等方式布局新品类	8
表 2: 核心管理层稳定，持股市值高	12
表 3: 股权激励计划完成情况	12
表 4: 蚝油产品单价对比	19
表 5: 调味品行业主要公司渠道模式对比	21
表 6: 海天持续投入品牌宣传	22
表 7: 公司收入预测	23
表 8: 可比公司估值对比	24

图目录

图 1: 海天味业发展历程	7
图 2: 酱油、蚝油和调味酱为核心三大品类	8
图 3: 酱油和蚝油两大品类均保持 10% 以上增速	8
图 4: 15 年开始公司其他品类收入占比开始提升	8
图 5: 海天产品品类有序扩张	8
图 6: 各业务毛利率趋势提升	9
图 7: 中高端酱油占比逐渐提升	9
图 8: 酱油、蚝油和酱类吨价趋势提升	9
图 9: 酱油、蚝油和酱类吨成本区间震荡	9
图 10: 直接材料占据生产成本主要部分	9
图 11: 大豆、白砂糖、包材的采购占比较大	9
图 12: 20 年各区域营收分布情况	10
图 13: 中西部区域营收占比逐年提高	10
图 14: 20 年末各区域经销商分布情况	10
图 15: 东部和南部地区经销商平均体量较大	10
图 16: 经销商数量稳定增长	11
图 17: 线上销售占比趋势提升	11
图 18: 海天味业股权结构	11
图 19: 调味品企业营业收入稳定增长	13
图 20: 国内调味品行业整体集中度较低	13
图 21: 调味品企业百强企业维持较快增长	13
图 22: 酱油为调味品最大品类	13
图 23: 餐饮渠道是调味品行业的主要销售渠道	14
图 24: 餐饮市场逐步复苏，但仍相对疲软	14
图 25: 15-20 年酱油行业产量复合增长约 5%	15
图 26: 酱油行业“一超多强”的竞争格局	15
图 27: 酱油品类发展历程	15
图 28: 15-20 年酱油市场销售额复合增长约 8.5%	16
图 29: 15-20 年酱油市场销售均价复合增长约 3.7%	16
图 30: 蚝油市场规模 15-20 年复合增速 14%	16

图 31: 海天占据蚝油龙头地位.....	16
图 32: 调味品区域性特征明显.....	17
图 33: 调味品百强企业调味品收入和产量趋势提升.....	17
图 34: 辣酱零售口径市场规模增速保持约 10%.....	17
图 35: 海天南部大本营市场收入占比相对中炬较低.....	18
图 36: 海天市场开发率领先中炬近 10 年.....	18
图 37: 海天酱油销量远超中炬、千禾.....	18
图 38: 海天采购额远超中炬、千禾.....	18
图 39: 酱油单位制造费用趋势下降.....	19
图 40: 20 年海天酱油单位制造费用和直接人工成本最低.....	19
图 41: 黄豆价格高于脱脂大豆.....	19
图 42: 海天早期通过增加豆粕使用比例以降低成本.....	19
图 43: 海天经销商数量远超中炬、千禾.....	20
图 44: 海天经销商平均体量较大.....	20
图 45: 海天销售人员数量远超中炬、千禾.....	20
图 46: 海天销售人均创收最高.....	20
图 47: 海天销售额超过 10 亿元的大单品.....	21
图 48: 海天产品品类齐全.....	21
图 49: 海天持续投入广告费用.....	22
图 50: 海天品牌渗透率持续提升.....	22

投资逻辑

市场担心社区团购渠道对海天的冲击。我们认为：1) **消费者仍注重品牌力。**不论传统渠道还是新零售渠道，终端消费者还是会认准品牌去购买。大品牌已经占领消费者心智，在社区团购等新零售渠道，大品牌相对小品牌仍有很大优势。社区团购电商也在加深和大品牌合作的力度，以维护渠道的流量。2) **价格战不可避免，但未来市场会趋于理性。**小品牌只在乎销量，不在乎市场，它的市场本身就很脆弱。但随着社区团购的发展，平台也不需要小品牌帮他引流，未来整个线上渠道会相对规范。

我们对海天味业的核心推荐逻辑有以下三点：

(1) **调味品行业规模呈现稳健增长态势。**12-19年，我国调味品、发酵制品制造行业主营业务收入年均复合增长率为8.3%。近年来，随着城镇居民人均收入的不断提高，消费者对调味品品牌、质量、应用场景日益重视，愿意支付更多去获得更好的调味品。酱油品类发展成熟，是调味品最大的单一品类。酱油行业集中度较高，行业竞争格局呈现“一超多强”的态势。

(2) **总成本领先战略持续抢占市场。**海天的规模优势体现在采购成本和制造费用上。采购方面，海天上游原材料采购量大，对于供应商具备一定议价权。规模提升可分摊固定成本降低生产制造成本。在生产工艺和技术升级方面，海天也精益求精，追求设备自动化、智能化，产线效率行业领先。

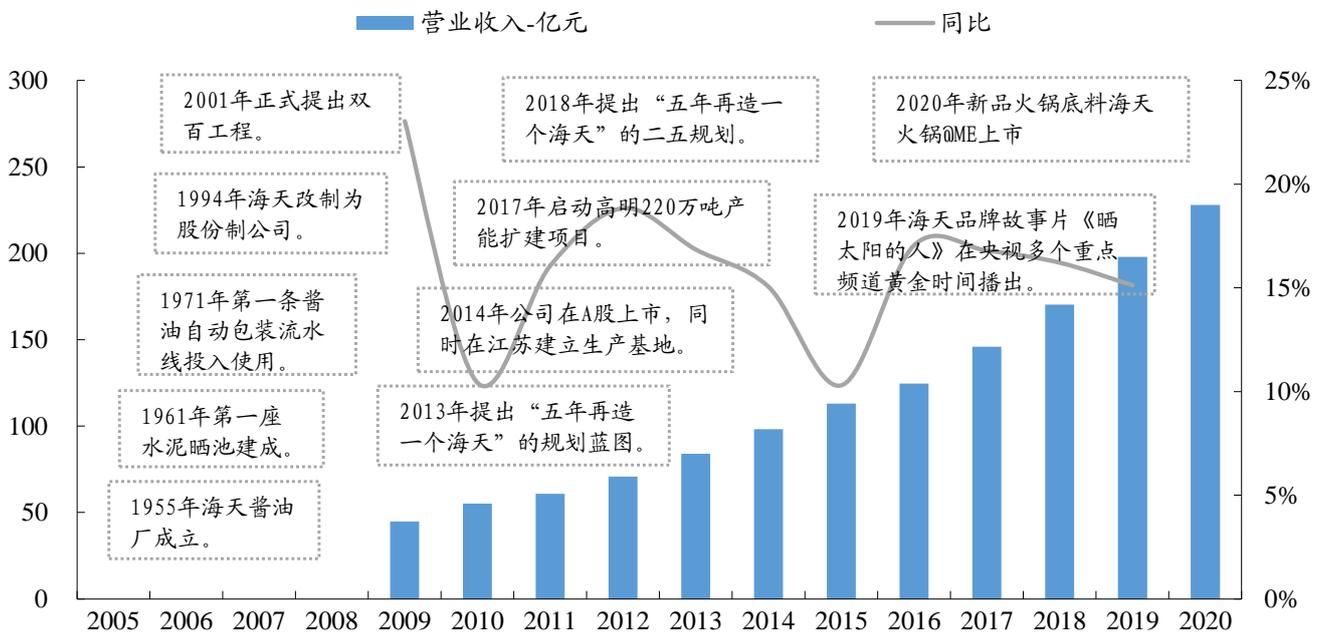
(3) **渠道和品牌构筑高壁垒。**海天打造渠道联盟商体系，将网络优势强、实力基础好的分销商/联盟商纳入销售管理体系，达到深度掌控渠道的目的。经销商资源具有排他性，海天掌握优质经销商资源。餐饮客户粘性强，海天在餐饮渠道的高市占率铸就高壁垒。海天品牌力领先，在中国品牌力指数C-BPI榜单中，海天酱油连续9年行业第一。

1 管理层控股，激励充分

1.1 历史悠久，转制蜕变

- ▶ 海天始于“佛山古酱园”，至今已有 300 余年历史。佛山自古便是五金之乡、艺术之乡，更是中国传统调味产业的发源之地，在清代的乾隆时期便领先于全国形成了传统酿造园区“佛山古酱园”。
- ▶ 1955 年，佛山 25 家实力雄厚的古酱园合并重组，其中“海天古酱园”是 25 家酱园中历史最为悠久，实力最为雄厚的酱园，因此新组建的酱油厂以海天酱油厂命名。同年，海天进行企业所有制改革，由单一的国有经济改制成为职工个人出资和国家出资的有限责任公司。1961 年建成第一座水泥晒场，1971 年第一台海天自主研发的真空注瓶机问世，第一条酱油自动包装流水线建成并投入使用。
- ▶ 1994 年由国有经济重组为职工个人出资和国家出资的有限责任公司。2007 年，企业二次改制成为一个员工持股的全民营公司，品牌知名度日益增强。2014 年，海天味业成功于上交所上市，并将上市募集资金用于海天高明 150 万吨酱油调味品扩建工程项目，进一步扩大了海天的产能，同时应用了更多的先进技术，使海天的产能与生产技术大大领先于国内同业。
- ▶ 2001 年正式提出“百亿销值，百万吨产量”的双百工程。2005 年建成海天高明生产基地一期工程，实现年产量超 100 万吨，并从 2008 年开始筹备二期工程，已顺利建成投产，海天年产规模突破 200 万吨。2012 年公司开始规划上市，并于 2014 年顺利在 A 股上市。

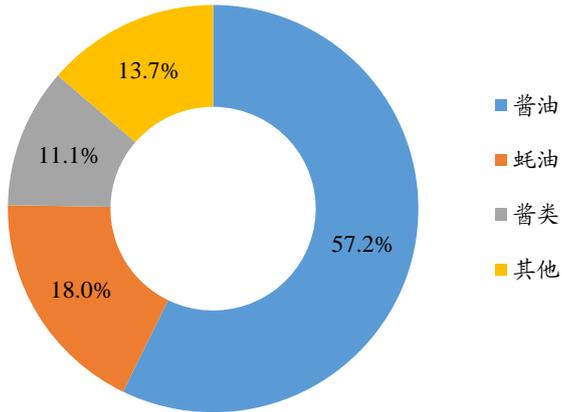
图 1：海天味业发展历程



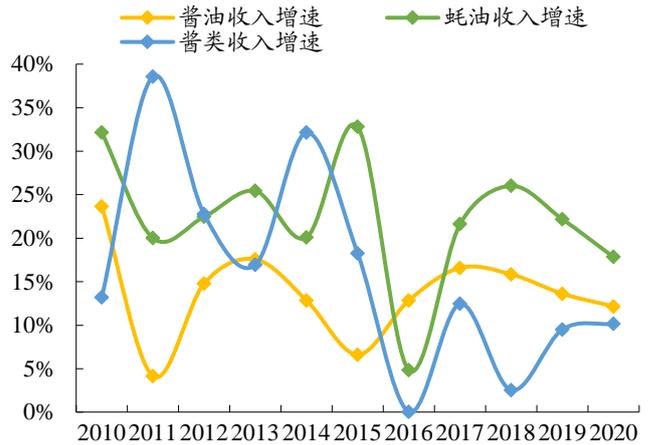
数据来源：公司官网，公司招股说明书，信达证券研发中心

1.2 酱油、蚝油和调味酱为主营产品，产品毛利率逐年提升

酱油、蚝油和调味酱为核心三大产品，协同布局多种调味子品类。20 年酱油、蚝油和酱类占公司收入的比重分别为 57.2%、18%和 11.1%。近年来，公司酱油和蚝油两大品类仍旧保持 10%以上增速。公司通过自产或并购等方式不断扩充公司经营产品种类，如今公司已形成了包括食醋、料酒、调味汁、鸡精等系列百余品种的产品矩阵。

图 2: 酱油、蚝油和调味酱为核心三大品类


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 酱油和蚝油两大品类均保持 10% 以上增速


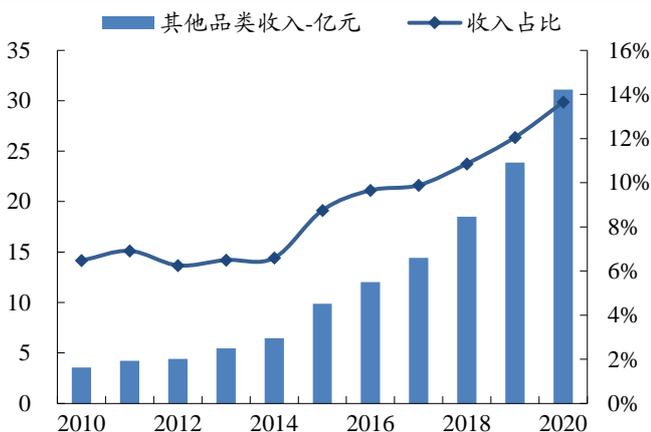
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

收购和新设子公司, 推动品类多元化扩张。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, 对于新品类的选择, 公司倾向布局空间规模大且暂无明显强势企业盘踞的品类。公司目前已储备了醋、料酒、酱腌菜及复合调味料等新品, 形成了多元化的产品矩阵。2015 年海天加速品类扩张的步伐, 公司除三大品类外的其他品类收入占比提升 2.1 个百分点至 8.7%。2015 年以后, 公司其他品类收入占比持续提升, 截止 2020 年末已达到 13.7%。

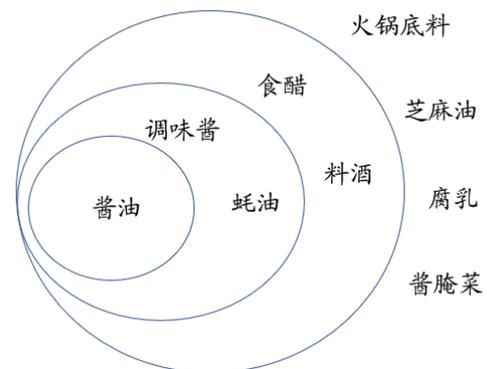
表 1: 通过新设立或者并购等方式布局新品类

时间	事项	公司名称	主要产品	主要经营地点
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
2020 年	并购	合肥燕庄食用油有限公司	芝麻油	安徽省合肥市

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

图 4: 15 年开始公司其他品类收入占比开始提升


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

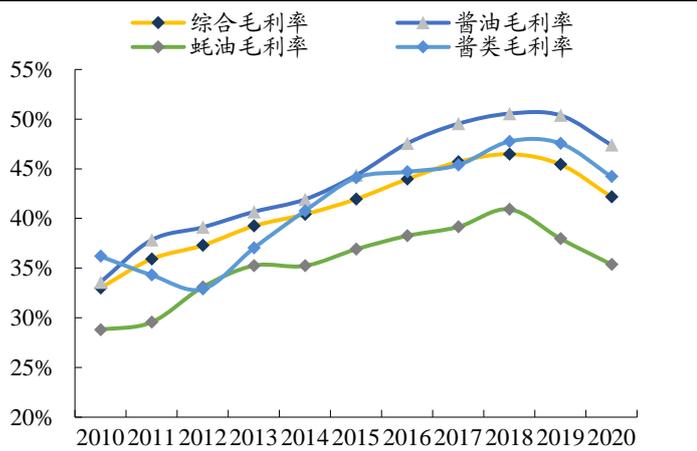
图 5: 海天产品品类有序扩张


资料来源: 信达证券研发中心整理

核心品类毛利率趋势提升。从公司综合毛利率来看, 10 年公司销售毛利率为 32.99%, 2019 年公司销售毛利率为 45.44%, 毛利率大幅提升。分产品来看, 公司毛利率的提升主要源于酱油毛利率的提升, 由于酱油产品结构优化, 吨价从 11 年的 4,609 元/吨提升至 19 年的 5,355.5 元/吨, 上升 16.2%, 也带动酱油品类毛利率从 33.57% 上升至 50.38%。2020 年由于

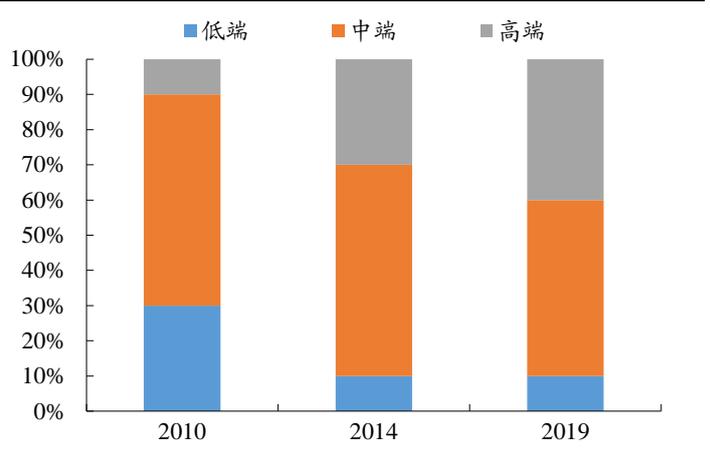
会计政策变更，运输费用计入营业成本，公司毛利率下滑。

图 6: 各业务毛利率趋势提升



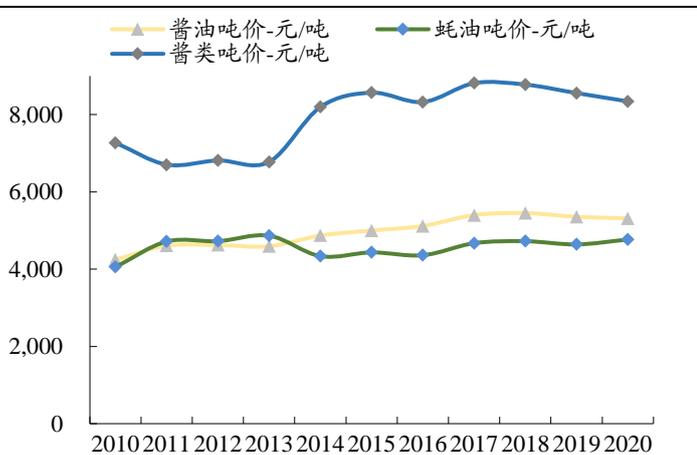
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 7: 中高端酱油占比逐渐提升



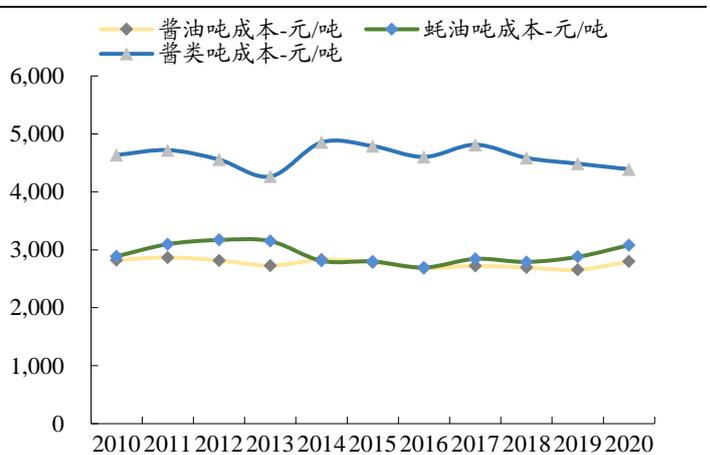
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 8: 酱油、蚝油和酱类吨价趋势提升



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

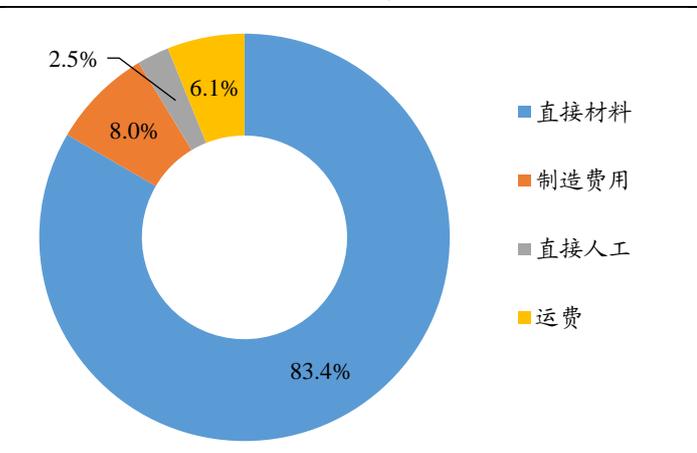
图 9: 酱油、蚝油和酱类吨成本区间震荡



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

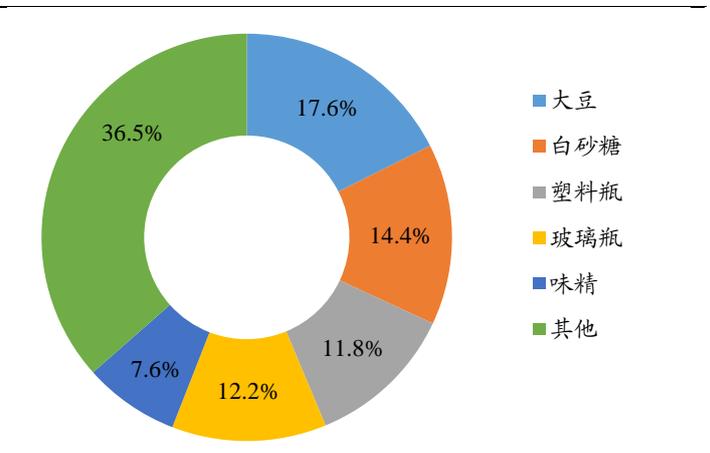
大豆、白砂糖和味精是主要的原材料。20 年直接材料占生产成本的 83.4%，是最主要的部分。根据招股说明书，13 年 1-6 月公司采购额中，大豆、白砂糖、味精占比分别为 17.6%、14.4%和 7.6%，是最主要的原材料。

图 10: 直接材料占据生产成本主要部分



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 11: 大豆、白砂糖、包材的采购占比较大

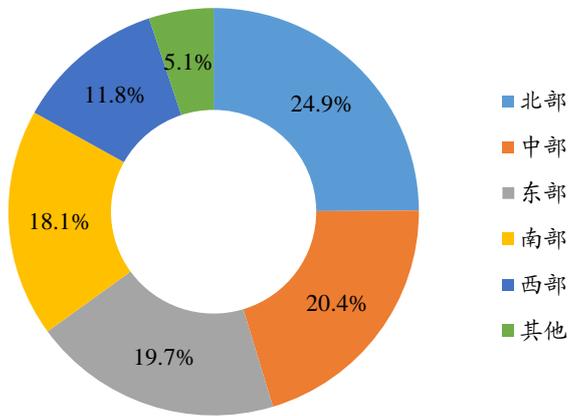


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

1.3 渠道网络覆盖全国，深度下沉乡镇市场

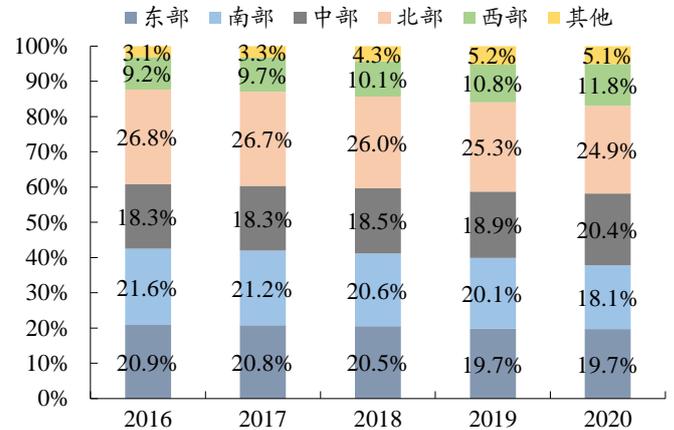
北部和南部区域为销售优势区域，中西部区域增速快速上涨。截止 2020 年末，东部、南部、中部、北部和西部地区收入占比分别为 19.7%、18.1%、20.4%、24.9%和 11.8%，各区域收入占比较为均衡。华北和华南为公司的老牌销售优势区域。通过公司的积极建设，中部区域已成为公司第二大营收规模区域，随着公司的进一步建设，中西部未来仍大有可为。

图 12：20 年各区域营收分布情况



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

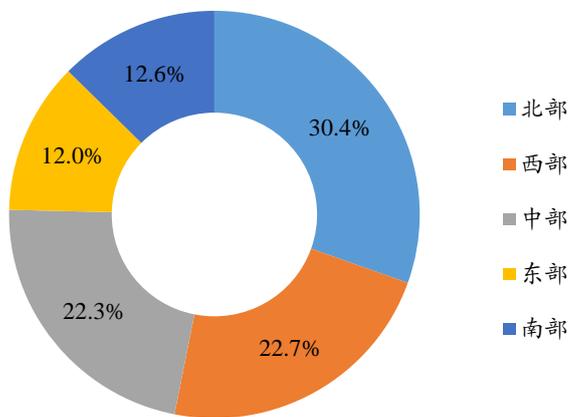
图 13：中西部区域营收占比逐年提高



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

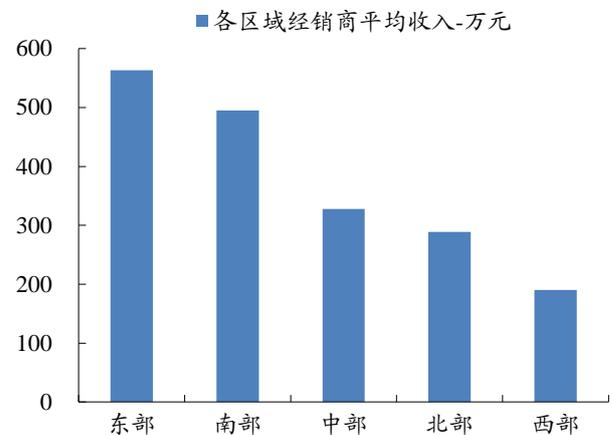
经销网络遍布全国。重视海天主要采取以经销商为主的销售模式，经销商收入占比超 95%，公司主要通过提升经销商的质量与数量，来最大化覆盖市场终端公司直控终端有 50 多万个，基本完成了对地级市及以上城市的布局，并下沉市场进入乡村，实现了销售网络的全国化覆盖。

图 14：20 年末各区域经销商分布情况



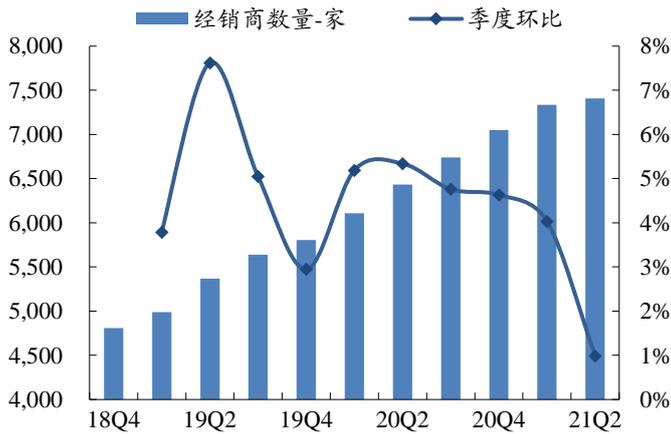
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 15：东部和南部地区经销商平均体量较大

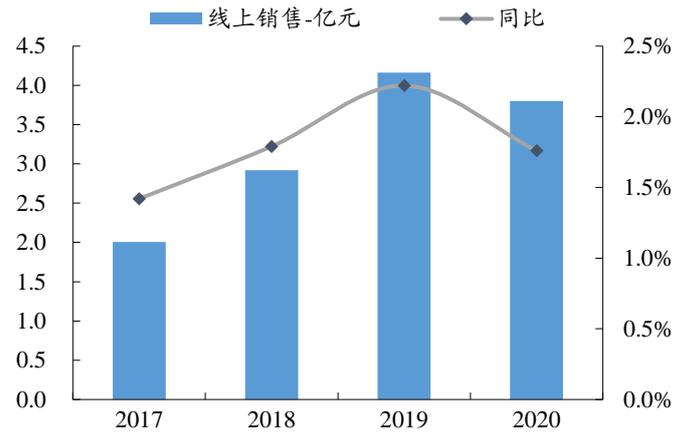


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

持续强化线下网络优势，加快线上业务拓展。18 年以来，公司经销商数量持续增长，线下渠道网络不断细化。截止 2020 年 6 月末，公司经销商数量达到 7,407 家，同比增长 15.1%。在面对快速迭代的市场和需求，公司积极探索营销转型，有力推动了线上线下的融合发展。17-19 年线上业务收入占比提升 0.8 个百分点，20 年由于统计口径调整，公司线上销售收入占比下滑。

图 16: 经销商数量稳定增长


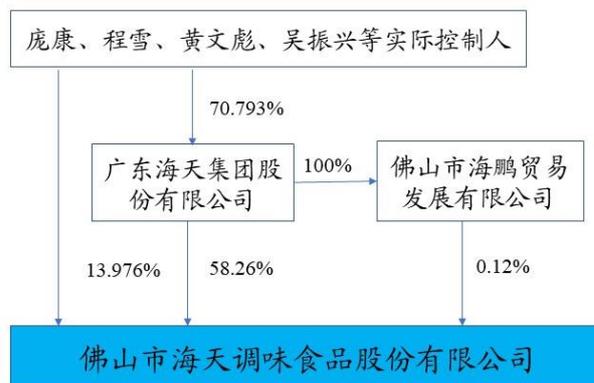
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 17: 线上销售占比趋势提升


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心 注: 2020 年由于统计口径调整, 线上销售收入占比下滑。

1.4 股权结构明晰, 深度绑定管理层利益

管理层利益与公司深度绑定。公司控股股东为广东海天集团股份有限公司, 截止 2021 年 6 月末, 持有公司 58.26% 的股份。2020 年 12 月 27 日, 海天集团股东庞康、程雪、陈军阳、吴振兴和黄文彪五人签署《一致行动协议》, 按照该协议的约定在行使各自持有的海天集团股权的表决权时采取一致行动。截止 2021 年 6 月末, 该五人合计持有海天集团 70.79% 的股份, 为海天集团的实际控制人, 并直接及通过海天集团间接合计持有海天味业 55.22% 的股份, 同时也是海天味业的实际控制人。管理层实际控制公司, 使得管理人与公司的利益深度绑定, 防止委托代理问题的产生。

图 18: 海天味业股权结构


数据来源: 公司年报, 信达证券研发中心

海天管理团队稳定, 注重人才队伍内部培养。公司董事长庞康于 1956 年出生于广东。1982 年庞康出任海天味业前身——佛山市珠江酱油厂副厂长一职; 1988 年酱油厂改制之后, 庞康历任海天味业副总经理、总经理、董事长兼总经理等职务, 现任公司董事长兼总裁。目前公司的高管都是工作了 20 多年的老员工, 管理政策上具备团队连续性的基础。公司重视人才队伍的内部培养, 每年在新毕业的大学生中招聘储备人才, 吸收新鲜血液完善人才的梯队培养。人才的内部培养, 有利于公司文化的传承。

表 2: 核心管理层稳定, 持股市值高

姓名	职务	任职时间	相关经历	直接持股数-万股	直接持股市值-亿元
庞康	董事长、总裁	1982 年至今	曾任公司前身佛山市珠江酱油厂副厂长, 海天公司副经理, 总经理, 董事长兼总经理, 现任董事长兼总裁	40,311.76	355.47
程雪	副董事长、常务副总裁	1997 年至今	曾任海天企业策划总监, 副总裁, 常务副总裁, 董事, 现任副董事长兼常务副总裁	13,361.02	117.82
黄文彪	副总裁	1994 年至今	曾任公司质检科副科长, 质检部主任, 产品研究中心主任, 科技部经理, 技术副总监, 技术中心总经理, 现任副总裁	2,195.83	19.36
吴振兴	副总裁	1994 年至今	曾任海天公司山东营销办事处主任, 山东营销部副经理, 营销副总监, 销售区域总经理, 营销副总经理, 营销中心总经理, 现任副总裁	2,037.73	17.97
管江华	副总裁、财务负责人	1998 年至今	曾任海天公司营业部主任, 超市部副经理, 营业部经理, 营运副总监, 营运总监, 营销副总经理, 营运总经理, 助理总裁, 现任副总裁	1,167.40	10.29
张欣	董事会秘书	1998 年至今	曾任公司市场部主任, 市场部经理, 企划副总监, 品牌副总监, 品牌部总监, 现任董事会秘书	1,387.32	12.23

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心, 注: 数据更新于 2021 年 9 月 14 日。

股权激励充分, 覆盖核心员工。公司首次进行股权激励在 2014 年, 共增加了 658 万股的限制性股票, 限制性股票授予后即行锁定, 激励对象获授的限制性股票适用不同的锁定期, 锁定期分别为 20 个月、32 个月和 44 个月, 各期可解锁数量占限制性股票数量比例分别是 30%、30%、40%。截至 2018 年 12 月 28 日, 公司首期限限制性股票激励计划已实施完毕, 股权激励计划的对象包括管理层以外的核心技术人员、营销人员、生产人员等共 93 名公司骨干, 充分激发了员工工作积极性。公司激励计划仅 16 年未达成营收目标, 其余年份均达成营收和业绩解锁目标。

表 3: 股权激励计划完成情况

	2014	2015	2016	2017
以 13 年为基数的营收目标增速	16.8%	34.3%	53.1%	73.0%
以 13 年为基数的实际营收增速	16.8%	34.4%	48.3%	73.6%
以 13 年为基数的净利润目标增速	24.0%	50.0%	77.0%	107.1%
以 13 年为基数的实际净利润增速	30.1%	56.3%	77.0%	119.9%

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2 调味品行业稳定增长，产品升级趋势明显

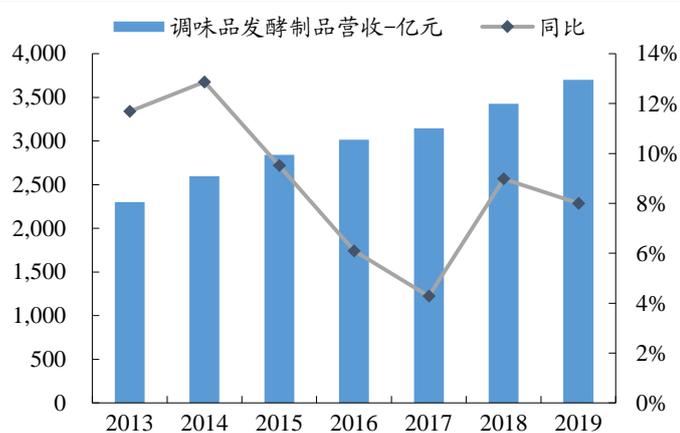
2.1 调味品行业稳定增长，整体集中度较低

调味品行业规模呈现稳健增长态势。近年来，受益于餐饮业、食品加工业的快速发展以及居民生活消费的升级，我国调味品行业繁荣发展。12-19年，我国调味品、发酵制品制造行业主营业务收入年均复合增长率为8.3%。

国内调味品行业整体集中度较低，主要由于子行业众多，市场格局较为分散。根据中国调味品协会数据来看，2020年国内调味品百强企业收入为1,134亿元，占行业总收入的比例不到30%。随着渠道不断精细化、产品细分化，大型零头企业通过全国性的广告宣传、全渠道营销策略及开始多元化经营后，行业集中度仍将不断提高。

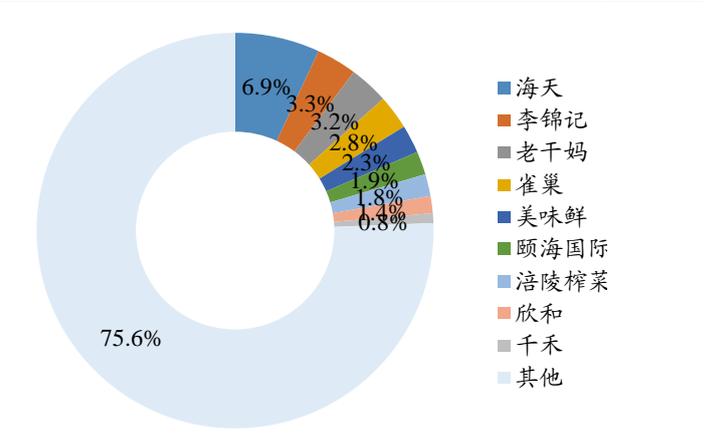
调味品消费升级趋势明显。随着城镇居民人均收入的不断提高，消费者对调味品品牌、质量、应用场景日益重视，愿意支付更多去获得更好的调味品。美味是调味品的核心，但是消费者对健康理念认识在逐渐加强。调味品行业内部已然呈现出产品结构向高端方向升级的趋势，以酱油为例，低盐、零添加和有机等中高端酱油逐渐兴起。

图 19：调味品企业营业收入稳定增长



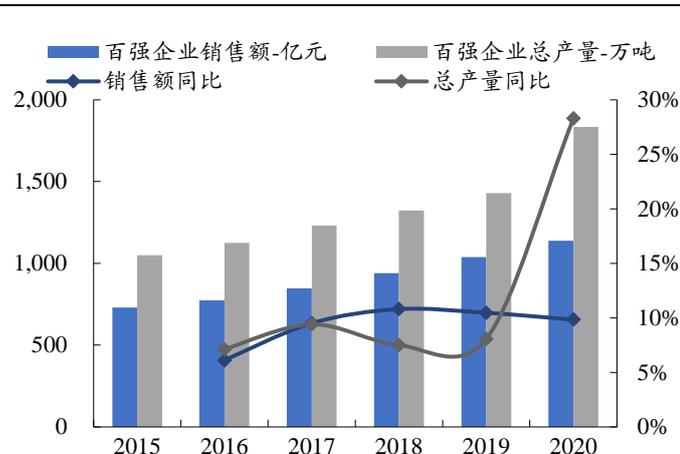
数据来源：国家统计局，中商产业研究院，信达证券研发中心

图 20：国内调味品行业整体集中度较低



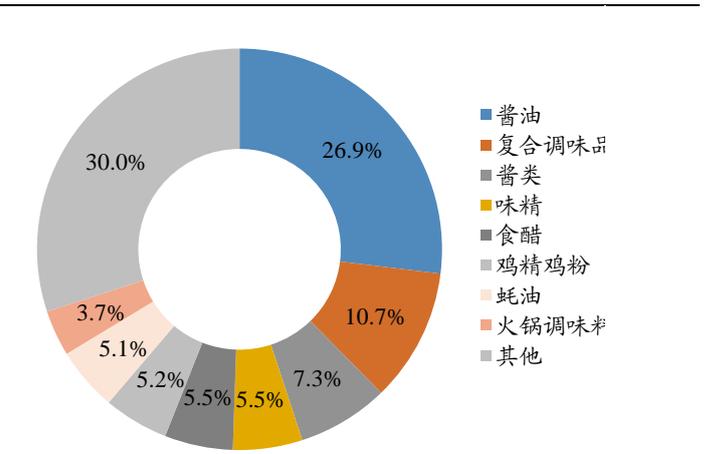
数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 21：调味品企业百强企业维持较快增长



数据来源：调味品协会，信达证券研发中心

图 22：酱油为调味品最大品类



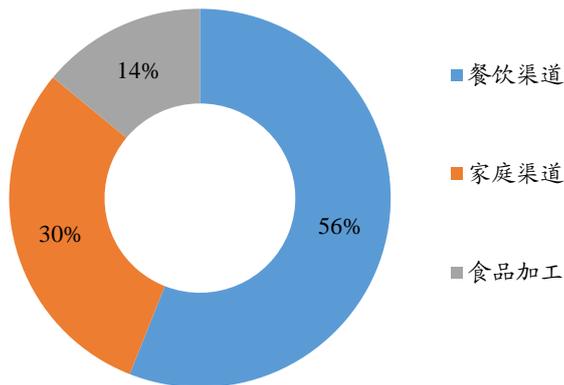
数据来源：调味品协会，信达证券研发中心

餐饮是调味品行业主要的销售渠道。从消费需求来看，我国调味品市场需求主要来源于餐饮渠道、家庭渠道和食品加工渠道，占比分别为56%、30%和14%。其中，餐饮端是调味品

行业最大的市场需求。21年餐饮收入虽然同比增速很高，但是相比19年整体表现仍不及预期，主要由于疫情的影响并未完全消除。短期内餐饮市场的不景气，对调味品行业的需求影响较大。

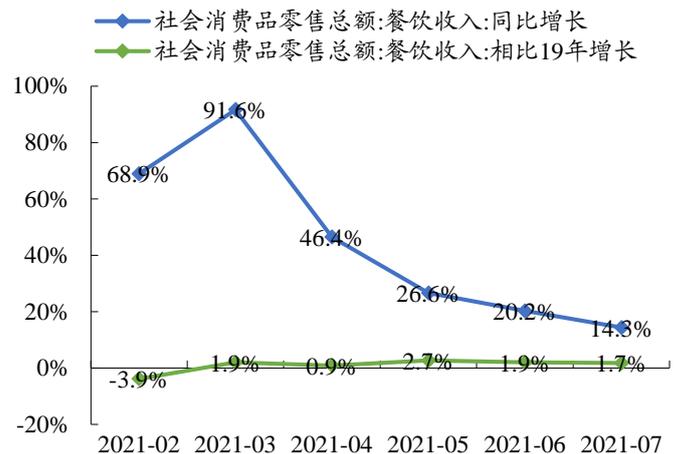
长期来看，社区团购渠道格局将趋于稳定。资本的进入催生了社区团购平台的爆发，一些大单品被社区团购平台用来吸引流量，价格很低，进而打击了线下渠道，导致经销商的恶性竞争。但随着社区团购的发展，平台也不需要小品牌帮他引流，未来整个线上渠道会相对规范。当前社区团购平台也在加深和大品牌合作的力度，以维护渠道的流量。

图 23: 餐饮渠道是调味品行业的主要销售渠道



数据来源: 中国报告网, 信达证券研发中心

图 24: 餐饮市场逐步复苏, 但仍相对疲软



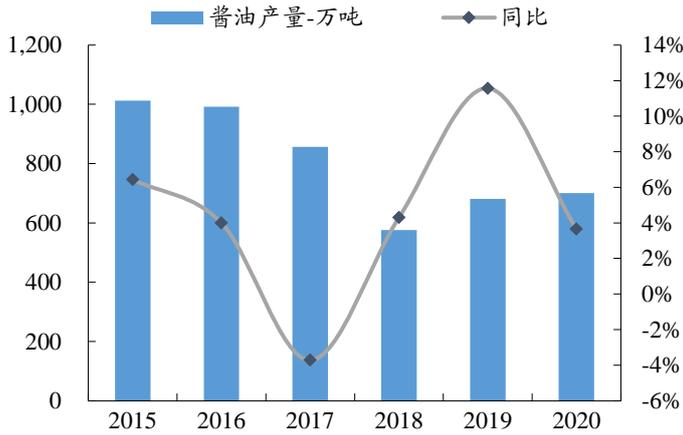
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 酱油行业“一超多强”，龙头集中度提升仍有空间

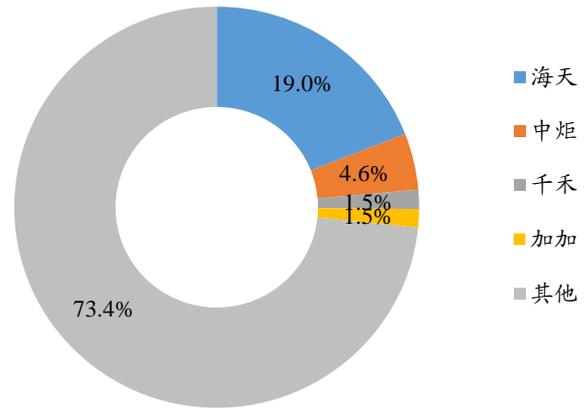
品类发展成熟，近年来行业总产量微增。酱油产业的销售额和企业规模均居调味品行业首位。根据国家统计局数据，15-20年酱油行业产量复合增长约5%，行业总产量仍有增长。考虑到统计口径的变化，我们以2015年行业总产量为基数，按每年同比数据测算，2020年行业总产量约为1,222万吨。参考2020年百强调味品企业酱油出厂吨价5,605元/吨，我们预计行业出厂口径规模为684.9亿元。

酱油行业形成“一超多强”的竞争格局。我国酱油行业的竞争格局分为三个层次，一是全国性品牌，如海天味业、李锦记等，市场区域涉及全国多个省份，品牌营销意识强，营销策略成熟；二是地方性强势品牌和外企品牌，如四川的千禾、华中的加加、山东的欣和等，外资品牌则以味事达等为代表；三是小规模工厂或家庭作坊，一般采取自产自销，产品价格低廉，主攻农村、乡镇市场。依据我们测算的酱油行业规模，20年海天的酱油品类市占率达到20.1%，远超中炬和千禾等企业。

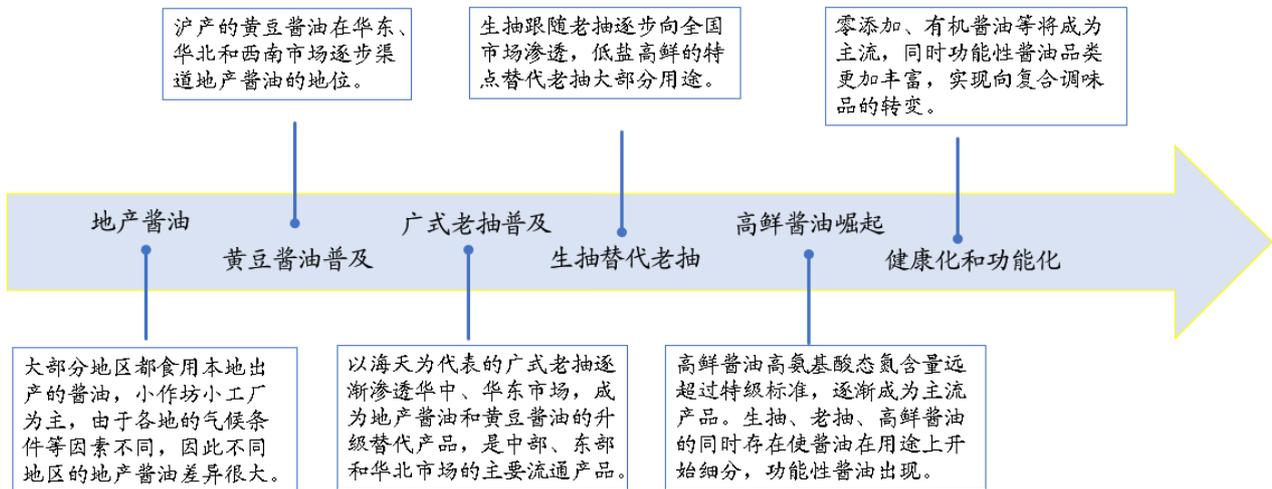
海天主打性价比策略。海天大单品草菇老抽、金标生抽终端定价在7-10元，卡位需求量最大价格带，能做到酿造技术领先，竞争优势明显。李锦记餐饮渠道聚焦中高端客户，追求产品品质领先，与海天形成一定错位竞争。厨邦渠道以家庭消费为主，目前也逐渐发力餐饮端，产品以鲜味酱油为主。千禾聚焦零添加酱油，主推家庭消费渠道，走高端差异化竞争路线。

图 25: 15-20 年酱油行业产量复合增长约 5%


数据来源：国家统计局，信达证券研发中心 注：由于统计口径变动，2018 年酱油行业产量明显下降

图 26: 酱油行业“一超多强”的竞争格局


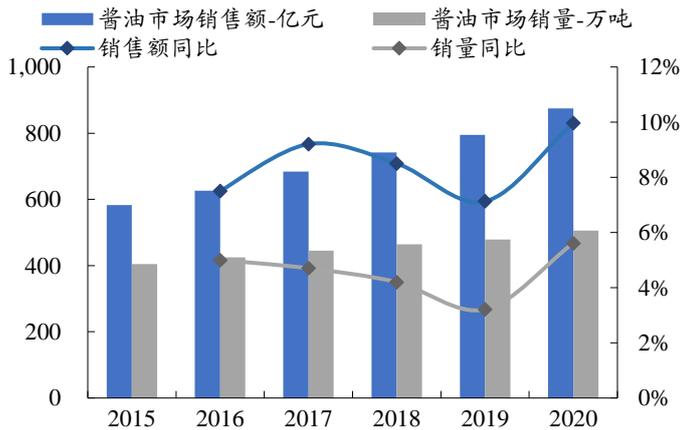
数据来源：信达证券研发中心测算

图 27: 酱油品类发展历程


数据来源：信达证券研发中心

品类细分，消费升级。从整个酱油的发展历程来看，其演变的轨迹就是不断的细分化，从最早的黄豆酱油取代区域地产酱油，在多个区域得到普及；其后通过用途细分化，使广式老抽酱油在全国市场得到普及，然后生抽酱油逐步发展，后来者居上超越老抽成为主流，再然后以味极鲜为代表的高鲜酱油跃上舞台，成为如今的大趋势，到近几年则是以零添加和有机酱油为代表的健康酱油初露锋芒，伴随着消费升级进一步推动整个酱油品类的市场扩容。

酱油行业保持量价齐升。随着消费者对酱油的消费从老抽向生抽发展，再向高端的“有机，零添加”酱油以及功能性酱油发展，消费结构逐步升级中，酱油消费价格带不断上移。根据欧睿数据，15-20 年酱油市场销售额复合增长 8.5%，拆分量价来看，期间销量复合增长 4.5%，销售均价复合增长 3.7%。19-20 年酱油行业并没有提价行为，但市场销售均价同比仍有 3.8%和 4.1%，反映出酱油产品升级的趋势明显。

图 28: 15-20 年酱油市场销售额复合增长约 8.5%


数据来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

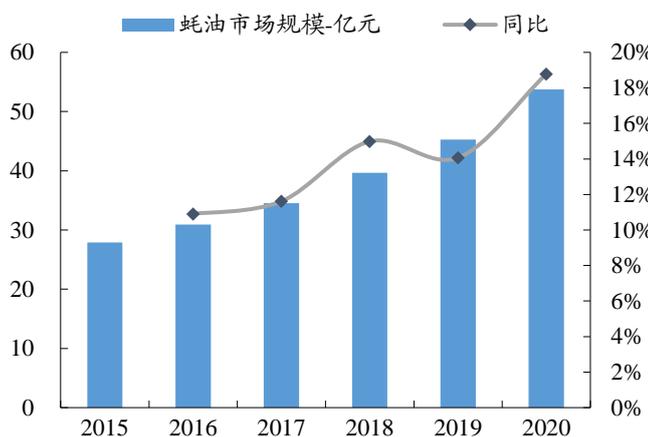
图 29: 15-20 年酱油市场销售均价复合增长约 3.7%


数据来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

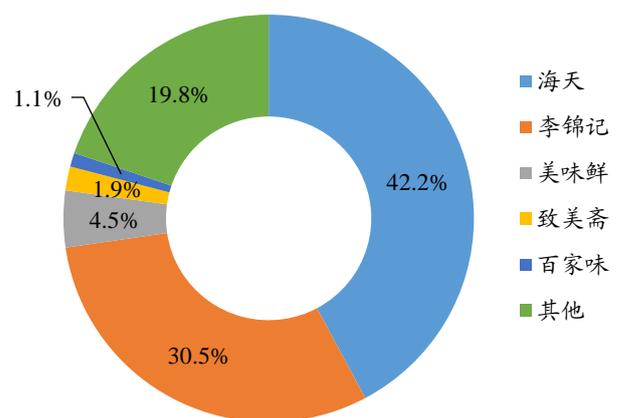
2.3 蚝油产品持续渗透, 调味酱区域化明显

蚝油行业处于发展期, 海天占据龙头地位。国内蚝油市场零售口径规模 15-20 年复合增速为 14%。目前国内蚝油市场仍处于行业发展初期, 市场规模偏小、产品渗透率低, 具备高成长性。根据欧睿数据显示, 2020 年国内蚝油市场零售口径规模为 54 亿元。

海天在零售端的优势显著, 蚝油市占率稳步提升。蚝油由李锦记品牌最先推出, 初期属于高档调味料。后期海天凭借不断创新拓展产品和下沉渠道, 并改进技术降低成本, 利用性价比优势使得蚝油成为大众调味品, 推广至全国, 海天也由此占据了蚝油行业龙头地位。按零售口径 2015 年海天蚝油市占率为 33.3%, 截止到 2019 年提升 8.9 个百分点至 42.2%。得益于先发优势和品牌效应, 我国蚝油市场“龙头效应”显著, 市场集中度整体较高, 随着市场进一步发展, 预计未来市场仍将继续集中。

图 30: 蚝油市场规模 15-20 年复合增速 14%


资料来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

图 31: 海天占据蚝油龙头地位


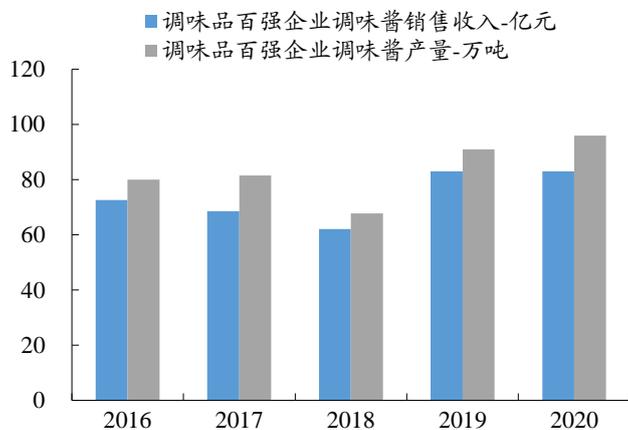
资料来源: 中商产业研究院, 信达证券研发中心

调味酱品类繁杂, 口味区域化特性突出。全国各区域都有较多的中式调味酱品牌, 品类众多。华东和华南等沿海地区, 海鲜酱、沙茶酱较为流行; 西南地区豆瓣酱、辣椒酱为当地特色调味品; 华中地区偏好剁椒酱、香菇酱。总体而言调味酱区域化消费特性突出, 单一品类的销售规模不大。国内调味酱知名品牌主要有老干妈、海天、李锦记等。

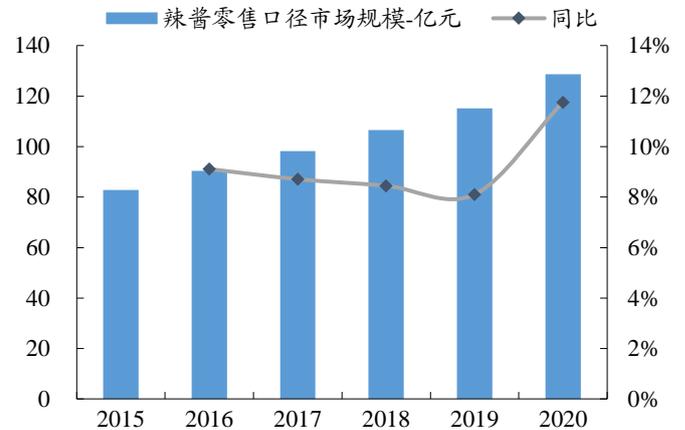
图 32: 调味酱区域性特征明显


数据来源: 信达证券研发中心整理

根据调味品协会数据, 调味品百强企业酱类入围企业收入、产量快速增长。2020 年入围企业数 30 家, 收入合计 83 亿元, 头部企业收入占比 31%; 产量合计 96 万吨, 头部企业产量占比 30%。辣酱是调味酱重要的品类, 根据欧睿数据, 2020 年辣酱零售口径市场规模为 128.7 亿元, 15-20 年市场规模复合增速为 9.2%。海天主打黄豆酱, 利用渠道优势迅速打开市场销路, 海天黄豆酱已成为销售额超过 10 亿元的大单品。

图 33: 调味品百强企业调味酱收入和产量趋势提升


资料来源: 调味品协会, 中商产业研究院, 信达证券研发中心

图 34: 辣酱零售口径市场规模增速保持约 10%


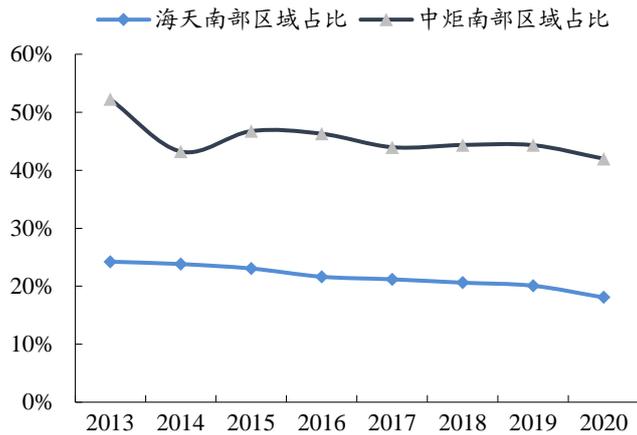
资料来源: 欧睿数据, 信达证券研发中心

3 渠道和品牌是核心竞争力

3.1 规模优势突出，卡位高性价比价格带

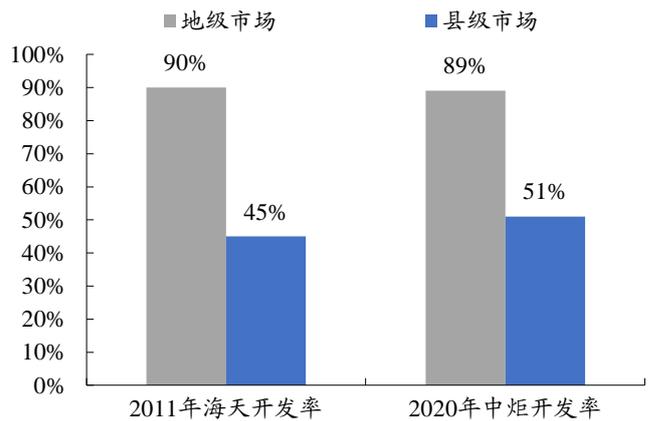
全国化战略扎实推进，龙头地位愈发稳固。改革开发后，粤菜北上，海天乘势开启全国化扩张之路。海天坚定执行全国化战略，从区域数据上看，南部区域收入占比持续下降。13年海天南部区域收入占比仅为24.2%，相比中炬南部区域收入占比仍有52.2%。海天全国化水平领先中炬近10年。11年海天地级市开发率达到90%，县级市开发率达到45%，相当于中炬20年的水平。

图 35: 海天南部大本营市场收入占比相对中炬较低



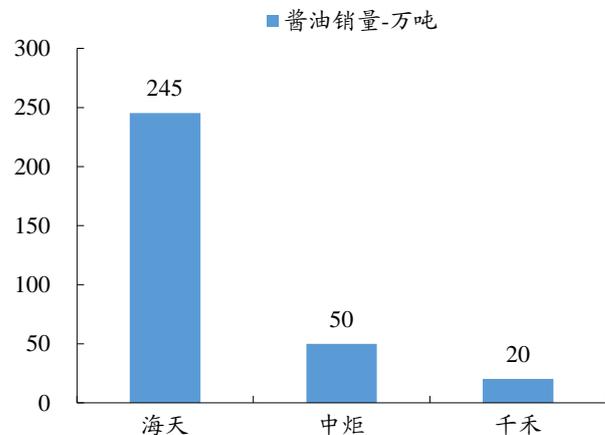
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 36: 海天市场开发率领先中炬近 10 年



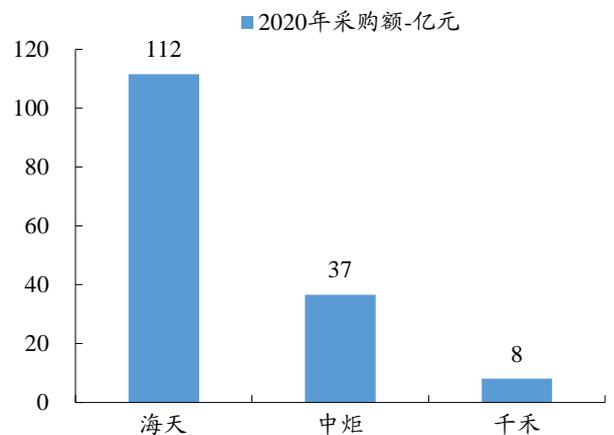
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 37: 海天酱油销量远超中炬、千禾



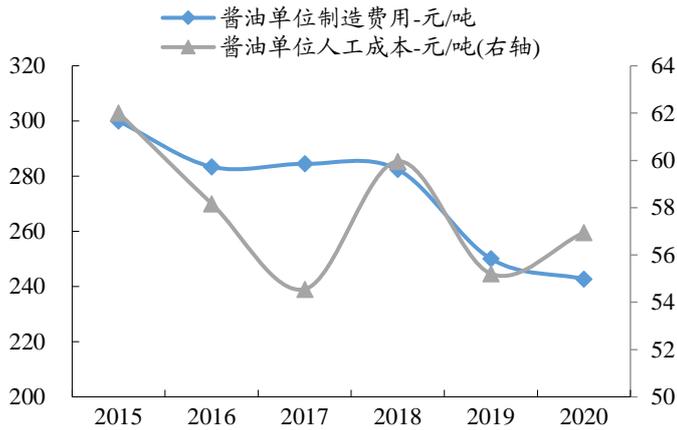
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 38: 海天采购额远超中炬、千禾

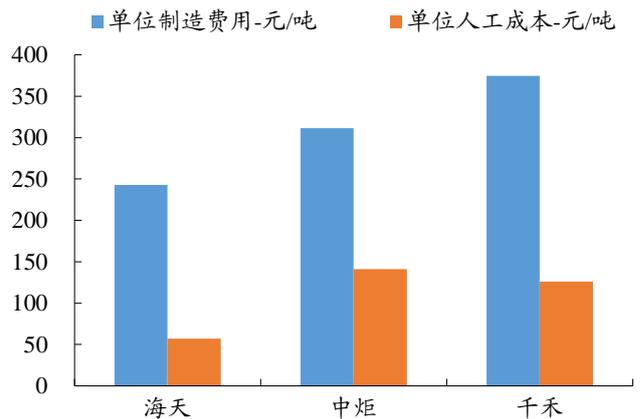


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

- **规模化效应体现在降低采购成本。**由于海天味业上游原料采购量大，具备一定议价权，合同价格通常低于竞争对手，且供应商会给予一定账期优惠。此外原料价格通常是年初锁定范围，年内根据市场价格波动情况进行微调，因此公司采购成本波动幅度也低于市场。
- **规模化效应也体现在降低制造成本。**技术升级、工艺领先，效率提升压缩制造成本。规模效应可分摊固定成本降低生产制造成本。公司重视生产自动化、智能化。从包装瓶胚上线到成品酱油出仓发货，全部实现自动化，只需要4-5个工厂，便可1秒钟出产14瓶酱油。

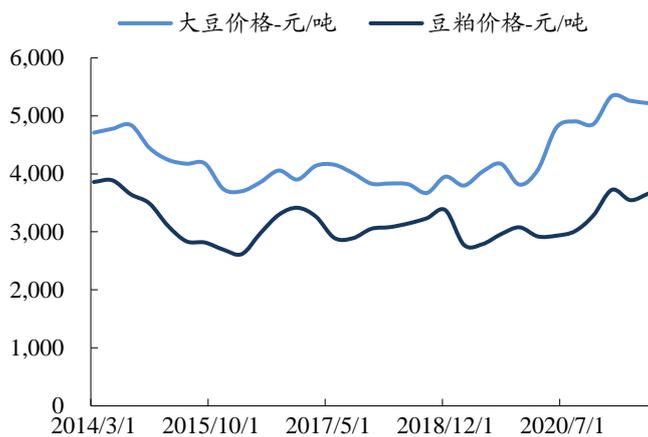
图 39: 酱油单位制造费用趋势下降


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

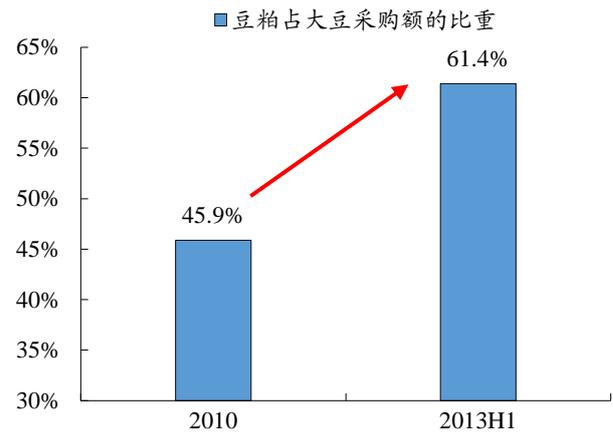
图 40: 20 年海天酱油单位制造费用和直接人工成本最低


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

增加豆粕的使用量以降低采购成本。2010 年-2013 年上半年, 由于海天对生产工艺的改进, 生产所需豆粕大幅增加。公司采购的豆粕的金额占采购大豆总额的比例从 2010 年的 45.88% 增加到 2013 年上半年的 61.39%。海天采购的黄豆和豆粕的价差在 304-482 元/吨, 豆粕使用量的增加降低了大豆的平均采购成本。

图 41: 黄豆价格高于脱脂大豆


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 42: 海天早期通过增加豆粕使用比例以降低成本


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

海天产品高性价比。以蚝油为例, 李锦记是蚝油的开创者, 坚持产品品质, 产品价格较高, 适合高端餐饮市场。海天上等蚝油定价较低, 又能满足酒楼厨师的需要, 产品迅速在餐饮渠道上量, 之后又强化推出较高价位的金标蚝油。

表 4: 蚝油产品单价对比

	价格(元)	规格(ml)	单价(元/500ml)
李锦记旧庄蚝油	41.8	510	41.0
李锦记财神蚝油	13.8	510	13.5
海天金标蚝油	12.9	715	9.0
厨邦蚝油	12.9	730	8.8
海天上等蚝油	8.9	520	8.6
厨邦渔女蚝油	9.9	700	7.1

数据来源: 京东, 信达证券研发中心

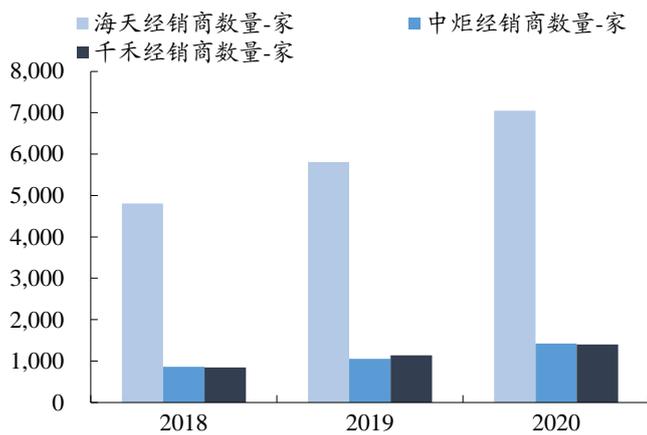
3.2 销售渠道是核心竞争力

海天的渠道网络兼具广度和深度。海天配备了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。一个好的渠道能提供稳定的营销力量支撑、完备的客户跟踪机制和优质的售后服务体系，使企业可以根据市场需求的变化迅速作出反应。但建设一个覆盖面广、渗透市场能力强的渠道需要长期的经营、大量的资金以及先进的管理能力。

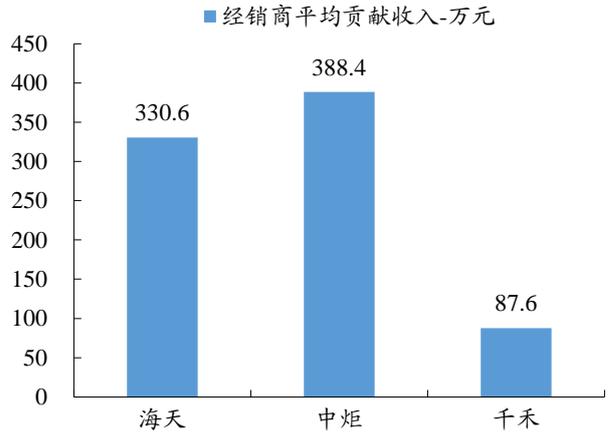
经销商具有排他性，海天掌握优质经销商资源。一级经销商具有排他，因为销量达到一定规模，海天可以赚钱，没有精力做其他品牌了。竞争对手量达不到，经销商赚钱不多，签署排他协议也是没用的。

图 43: 海天经销商数量远超中炬、千禾



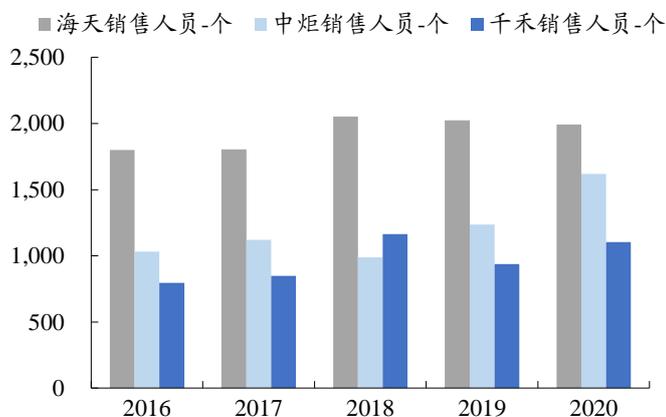
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 44: 海天经销商平均体量较大



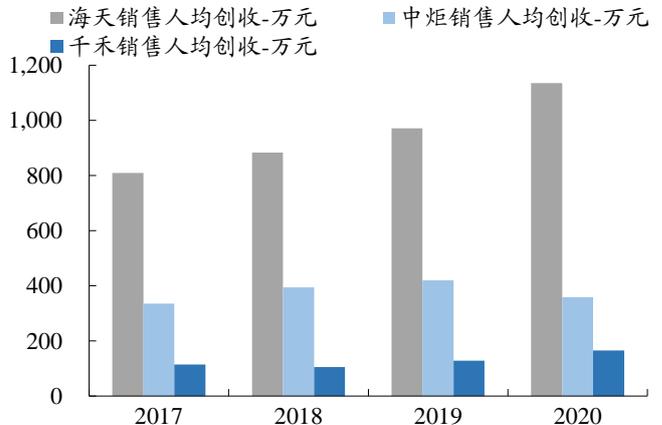
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 45: 海天销售人员数量远超中炬、千禾



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 46: 海天销售人均创收最高



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

稳定的经销网络。公司原则上优先开发上规模的县级市场，对年销售额较大的县级市场按渠道设置的经销商数量总共不少于 2 家，有效化解了经销商变动给公司产品销售带来的不良影响。此外，按渠道来开发经销商，能够将市场进一步细化，有助于发现公司销售网络的空白点以及薄弱渠道；按渠道、行政区域明确每个经销商的销售范围也有效避免了经销商的重叠设置和重复开发，同时保证了经销商经营的毛利，提高了经销网络的稳定性。

打造渠道联盟商体系，深度掌控渠道。公司将网络优势强、实力基础好的分销商/联盟商纳入销售管理体系，明确分销商/联盟商负责的渠道及销售范围、年度销售目标、价格、货款、订单、促销等，同时对分销商/联盟商的销售目标设置奖励措施，并为分销商/联盟商的产品销售提供建议及技术支持。公司可以掌握分销商/联盟商订单频率、销售量等网络数据，提高了公司对整个销售网络的控制力度，带动了整个销售网络的发展，加速了对市场终端以

及对空白网络点的开发速度。相比传统一批/二批渠道体系，海天的联盟商体系更加扁平化。

表 5: 调味品行业主要公司渠道模式对比

项目	海天味业	中炬高新	千禾味业	加加食品
渠道模式	全国拥有 7,051 家经销商，1 万多家联盟商。餐饮渠道为主，占比约 60%	全国拥有经销商 1,421 家。产品最终的使用上，70%以上用于家庭消费。	主要采用经销模式，经销商数量达到 1,587 家，以家庭消费为主。	主要采取经销商代理模式，陆续在全国打造一千多家总经销商，直营不理不高，以传统渠道为主。
终端覆盖	覆盖全国约 96% 地级市、70% 县，并逐步深入乡镇市场。	在全国地级市开发率达 89.02%，区县市场累计开发率 51.04%。	加强与餐饮渠道建设，强化电商业务。	初期主要集中在二三线城市的农贸市场、商超，目前通过 KA 等事业部运作陆续纳入一线城市商超。
定位	全国化布局，逐步布局县级城市。	主攻沿海生抽用量大的地区和一、二线城市，用差异化产品打开市场。	精耕西南，全力突破上海、北京、深圳等一线城市。	定位二、三线城市以及县级市场。
重点区域	销售网络覆盖全国	广东、浙江、广西、海南、福建	西南、华东	湖南、河南、江西、湖北、安徽

数据来源：各公司公告，信达证券研发中心

大单品打开通路，多品类逐个突破。 酱油是海天的基础品类，以此来稳定经销商和打造渠道网络优势，然后借此发展更多的品类。海天的品类扩张是很有章法，要等到某一个品类做到一定规模以后，再将精力放到下一个品类上，比如蚝油、黄豆酱、食醋、料酒等依次突破发展，体现出海天对于行业整体发展的洞察和远见。

海天产品品类全，其经销商对终端的地位和议价能力强。 多品类的发展反过来又可以强化其经销商忠诚度和渠道竞争优势。海天围绕调味品行业去发展多个品类的业务，既能够打造较为专业化的核心竞争力，又能够提高业务的抗风险能力。

餐饮渠道粘性高。 海天餐饮渠道收入占比高，餐饮渠道收入占比约 60%。从渠道开发程度来看，餐饮渠道易守难攻，在餐饮渠道的高市占率是公司强大的壁垒。厨师使用调味品的习惯一旦养成，一般不会轻易更换，否则会影响菜品的口味。

图 47: 海天销售额超过 10 亿元的大单品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 48: 海天产品品类齐全



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

3.3 基于用途定位核心价值，注重品牌推广营销

以核心价值定位挖掘非顾客。 老抽的作用主要用于上色，而生抽的氨基酸含量高，故多用于提鲜，这在珠三角地区非常普遍，但在其他区域却无此说法。老抽上色、生抽提鲜的用途化引导，可以让珠三角之外的消费者更容易理解，有助于全国化扩张。例如，海天草菇老抽的核心价值定位就是“几滴就上色，久煮不变黑”，这个定位精准，因此海天草菇老抽

占据了消费者的心智。

海天持续投入广告宣传。公司旗下大单品近年来也频繁冠名赞助各大卫视、视频网站的综艺节目。17年以来，公司广告费用投入持续维持在高位，但由于规模效应的体现，广告费用率持续在下滑。

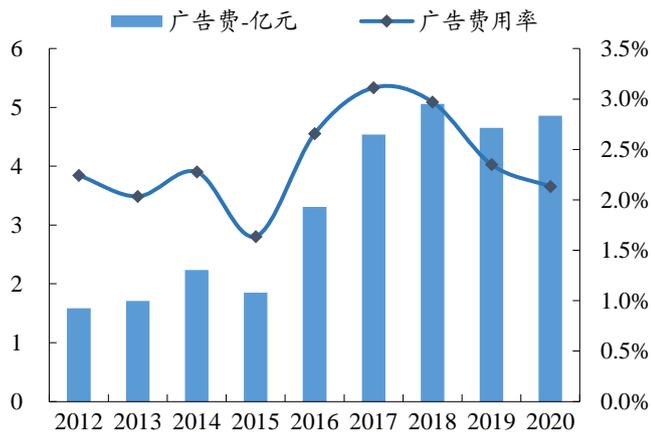
表 6: 海天持续投入品牌宣传

赞助产品	节目名称	赞助方式	时间
海天味极鲜	《跨界歌王》	独家冠名	2018年
海天招牌拌饭酱	《奇葩说》	超级赞助	2018年
海天金标生抽	《蒙面唱将猜猜猜》	独家冠名	2019年
海天蚝油	《中国达人秀》	独家冠名	2019年
海天黄豆酱	《吐槽大会》	独家冠名	2019年
海天金标生抽	《歌手·当打之年》	独家冠名	2020年
海天火锅底料	《吐槽大会》	独家冠名	2021年

数据来源：公司官网，影视产业观察，信达证券研发中心

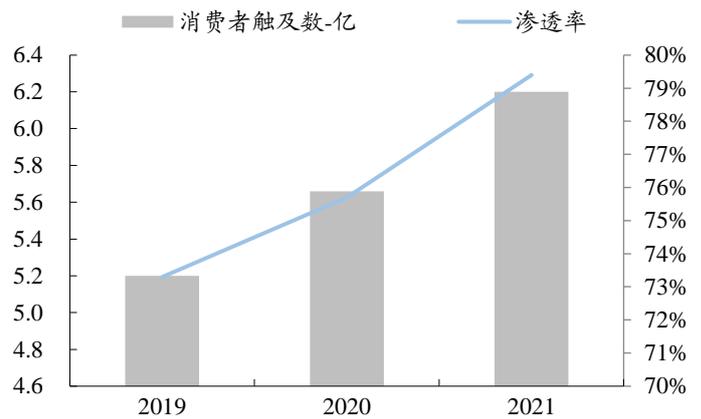
海天品牌力指数位列行业第一。海天凭借一贯的高质量产品、渠道与科研实力，树立了健康、安全、诚信、专业的品牌形象，在中国品牌力指数 C-BPI 榜单中，海天酱油连续 11 年行业第一。

图 49: 海天持续投入广告费用



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 50: 海天品牌渗透率持续提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4 盈利预测

我们预计公司 21-23 年实现营业收入分别为 254.0 亿元、294.7 亿元和 340.3 亿元，同比增速分别为 11.4%、16.0%和 15.5%，毛利率分别为 40.6%、41.2%和 41.3%。细分来看：

酱油：由于餐饮市场恢复不及预期，以及社区团购渠道扰动，预计 21-23 年酱油业务收入增速分别为 9.5%、14.3%和 13.2%。公司酱油品类市占率提升仍有空间，收入仍将持续增长。短期内受到大豆和包材等成本上涨的压力，预计 21 年毛利率将同比下滑。但随着中高端产品占比持续提升，毛利率仍将会持续提升。

蚝油：由于需求疲软，以及社区团购渠道扰动，短期增长压力较大。但是蚝油渗透率低，行业增速快，我们预计 21-23 年蚝油业务收入增速分别为 11.4%、20.4%和 19.2%。

调味酱：调味酱品类繁杂，但行业整体规模较大，预计行业增速不足 10%。我们预计 21-23 年调味酱业务收入增速分别为 11.2%、12.2%和 12.2%。

费用率：由于规模效应，预计销售费用率会持续降低。预计 21-23 年公司销售费用率分别为 5.4%、5.3%和 5.2%。

基于上述假设，我们预计公司 21-23 年实现归母净利润分别为 68.3 亿元、81.4 亿元和 95.5 亿元，同比增长分别为 6.6%、19.3%和 17.3%。

表 7：公司收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
酱油	收入-百万元	11,629	13,043	14,276	16,322	18,479
	YOY	13.6%	12.2%	9.5%	14.3%	13.2%
	毛利率	50.4%	47.4%	45.0%	46.1%	46.6%
蚝油	收入-百万元	3,490	4,113	4,583	5,517	6,575
	YOY	22.2%	17.9%	11.4%	20.4%	19.2%
	毛利率	38.0%	35.4%	33.7%	34.1%	34.4%
调味酱	收入-百万元	2,291	2,524	2,806	3,149	3,533
	YOY	9.5%	10.2%	11.2%	12.2%	12.2%
	毛利率	47.6%	48.8%	47.8%	48.3%	48.8%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

相对估值：对比 5 家可比上市调味品公司，从市盈率来看，海天味业 21 年预测 PE 要高于 5 家平均水平，但 21 年预测 PEG 低于 5 家平均水平。海天味业是调味品龙头公司，规模优势明显，渠道和品牌护城河深，食醋、料酒、复合调味料等多品类有序扩张，销售渠道下沉持续推进，预计未来 5 年公司业绩增速仍将保持较高增速。

表 8: 可比公司估值对比

证券简称	EPS			PE			PEG	当前市值	当前股价
	TTM	21E	22E	TTM	21E	22E			
中炬高新	0.9	1.09	1.33	34.3	28.2	23.1	1.8	244.9	30.7
千禾味业	0.1	0.28	0.39	122.6	62.8	45.1	1.9	140.4	17.6
恒顺醋业	0.3	0.33	0.39	49.1	43.2	36.6	2.6	143.7	14.3
涪陵榨菜	0.8	0.91	1.17	31.9	29.5	23.0	1.3	238.7	26.9
天味食品	0.3	0.34	0.50	66.4	62.0	42.2	3.9	159.4	21.1
平均					43.2	36.6	2.6		
海天味业	1.5	1.62	1.93	57.1	54.4	45.6	2.1	3,714.6	88.2

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 除海天味业、天味食品、千禾味业外, 其他公司均采用 Wind 一致预测, 更新于 2021 年 9 月 14 日。

投资建议: 由于需求恢复不及预期、以及社区团购渠道扰动, 短期内公司营收增速不及预期。我们认为公司拥有优秀的管理层, 战略得当、积极进取, 成本控制能力和技术水平行业领先, 渠道和品牌护城河深, 竞争优势明显。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.62/1.93/2.27 元, 对应 PE 分别为 54.4/45.6/38.9 倍。公司当前 PE 估值仍较高, 考虑到公司竞争优势明显, 业绩增速较快, PEG 低于行业平均水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5 风险因素

原材料成本上涨超预期。大豆、包材等上游原材料价格大幅上涨, 成本压力大幅上升。

行业竞争加剧。金龙鱼、鲁花等粮油企业也逐步发力酱油业务, 未来行业竞争可能加剧。

新零售渠道冲击风险。社区团购渠道存在低价竞争, 对终端价盘体系影响较大。

附：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	20,269	24,200	25,644	30,085	35,411	
货币资金	13,456	16,958	21,257	25,325	30,269	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2	41	49	57	65	
预付账款	19	16	30	35	40	
存货	1,803	2,100	2,066	2,375	2,734	
其他	4,990	5,085	2,242	2,293	2,303	
非流动资产	4,485	5,333	5,536	5,808	5,979	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	3,448	3,914	4,015	4,236	4,358	
无形资产	138	385	396	407	417	
其他	898	1,034	1,125	1,165	1,205	
资产总计	24,754	29,534	31,180	35,893	41,390	
流动负债	7,978	9,080	6,401	7,171	8,016	
短期借款	20	93	0	0	0	
应付票据	398	413	413	475	547	
应付账款	901	1,001	1,033	1,188	1,367	
其他	6,660	7,573	4,955	5,508	6,102	
非流动负债	178	287	314	314	314	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	178	287	314	314	314	
负债合计	8,156	9,368	6,715	7,485	8,329	
少数股东权益	16	98	98	98	98	
归属母公司股东权益	16,582	20,068	24,368	28,310	32,963	
负债和股东权益	24,754	29,534	31,180	35,893	41,390	

重要财务指标

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	19,797	22,792	25,400	29,468	34,029	
同比(%)	16.2%	15.1%	11.4%	16.0%	15.5%	
归属母公司净利润	5,353	6,403	6,827	8,142	9,553	
同比(%)	22.6%	19.6%	6.6%	19.3%	17.3%	
毛利率(%)	45.4%	42.2%	40.6%	41.2%	41.3%	
ROE%	32.3%	31.9%	28.0%	28.8%	29.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.52	1.62	1.93	2.27	
P/E	84.60	131.94	54.41	45.62	38.89	
P/B	27.31	42.10	15.24	13.12	11.27	
EV/EBITDA	44.43	83.99	41.76	34.82	29.36	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	19,797	22,792	25,400	29,468	34,029	
营业成本	10,801	13,181	15,080	17,339	19,959	
营业税金及附加	203	211	229	265	306	
销售费用	2,163	1,366	1,372	1,562	1,770	
管理费用	290	361	356	383	408	
研发费用	587	712	686	766	851	
财务费用	-293	-392	-227	-279	-334	
减值损失合计	-17	0	0	0	0	
投资净收益	60	36	51	59	68	
其他	292	255	76	88	102	
营业利润	6,379	7,644	8,032	9,579	11,239	
营业外收支	-2	-1	0	0	0	
利润总额	6,377	7,642	8,032	9,579	11,239	
所得税	1,021	1,233	1,205	1,437	1,686	
净利润	5,356	6,409	6,827	8,142	9,553	
少数股东损益	3	6	0	0	0	
归属母公司净利润	5,353	6,403	6,827	8,142	9,553	
EBITDA	6,231	7,536	8,386	9,941	11,624	
EPS(当年)(元)	1.27	1.52	1.62	1.93	2.27	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	6,568	6,950	4,801	9,269	10,835	
净利润	5,356	6,409	6,827	8,142	9,553	
折旧摊销	479	575	708	788	889	
财务费用	-294	-395	2	0	0	
投资损失	-60	-36	-51	-59	-68	
营运资金变动	1,493	751	-2,635	398	462	
其它	-407	-354	-51	0	0	
投资活动现金流	89	-1,920	2,074	-1,001	-992	
资本支出	-579	-905	-860	-1,060	-1,060	
长期投资	200	-1,552	2,883	0	0	
其他	468	538	51	59	68	
筹资活动现金流	-2,647	-2,949	-2,575	-4,200	-4,900	
吸收投资	0	0	972	0	0	
借款	0	-24	-93	0	0	
支付利息或股息	-2,647	-2,921	-3,502	-4,200	-4,900	
现金流净增加额	4,009	2,082	4,299	4,068	4,943	

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。