

买入

2021年12月07日

行业逐渐渡过至暗时刻，业绩有望迎来黎明曙光

► **行业短期负面干扰因素逐渐消退：**2021年由于（1）疫情多点反复导致餐饮渠道持续受阻，（2）家庭渠道消费意愿疲软且面临较高基数压力，（3）调味品行业社会库存较高，经销渠道拿货意愿低迷，（4）社区团购等新渠道发展初期由于大量资本涌入以及管理不规范等因素，对调味品的终端价格体系造成较大冲击，上述等多方面因素导致了今年调味品板块的整体发展表现持续低迷。然而，2021Q3单季度整体调味品板块业绩出现好转现象，其中（1）行业整体渠道库存已逐步得到好转，（2）社区团购由于监管愈发严格，负面影响明显弱化，（3）年底提价预期或将进一步刺激到终端的拿货意愿，加快消化行业商库存大的问题，对2021Q4至2022年的市场需求或将起到一定促进作用，（4）10月份社会零售、粮油食品类零售消费水平环比有所改善，疫情影响边际逐步减弱，预计调味品行业终端消费需求将进一步恢复。因此我们预计，随着上述短期负面影响逐渐消退后，未来行业低基数下有望迎来更高的业绩反弹机会。

► **公司经营业绩或将迎来拐点：**2021年前三季度公司实现收入179.9亿元，同比+5.3%，Q3单季度实现收入56.6亿元，同比3.1%，其中酱油/调味酱/蚝油收入分别为31.7/5.3/10.6亿元，分别同比+2.2%/-5.8%/+5.1%，各品类增速环比均有所改善。鉴于当前中国消费疲软现象正逐步恢复，上述行业种种不利因素正逐步消退，我们预计公司方面也将迎来经营业绩拐点，预计2021-2023年公司有望分别实现收入246.5/288.0/333.6亿元。

► **盈利能力保持行业领先，提价传导有望引来利润改善：**期内由于大宗原材料成本大幅上扬，造成行业成本压力普遍大增，导致整体调味品行业销售毛利率大幅收缩。尽管期内多数调味品企业主动通过减少经营费用投放力度等方式缓解利润压力，但多数调味品公司在2021年前三季度的归母净利润仍旧出现不同程度的下滑。其中，海天味业实现了净利润约47.1亿，以同比3%的正增长幅度领先于行业，盈利能力保持稳健。短期看，原材料价格持续上涨趋势或将仍旧对公司的成本端造成较大压力，但鉴于公司已正式发布提价计划，我们预计明年1-3月份市场提价工作的有望实现落地，对公司明后年整体利润率形成一定改善，故预计公司2021-2023年有望分别实现归母净利润66.8/82.0/96.3亿元。

► **目标价128.07元，买入评级：**综上所述，未来短期我们建议关注公司提价政策顺利落地后业绩利润大幅改善的机会，以及疫情逐渐常态化后餐饮行业复苏带动调味品板块回温的机会。长远来看，消费升级趋势及原材料成本持续上行预计将持续抬高行业准入门槛，并迫使产能落后的中小企业加快退出市场。考虑到公司拥有领先的全国化市场覆盖率、显著的品牌调性、以及丰富的产品矩阵，市场综合竞争优势尤为显著，故我们看好其未来市场份额的持续提升能力，认为其业务长期发展逻辑稳固，首次覆盖给予买入评级，目标价128.07元，相当于2023年盈利预测的56倍PE，建议伺机对其进行布局并长期持有。

黄海慈

tom.huang@firstshanghai.com.hk

852 2532 1539

主要资料

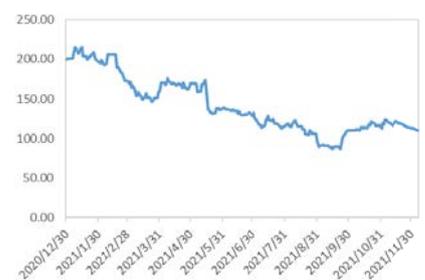
行业	调味品/消费
股价	109.86元
目标价	128.07元 (+16.6%)
股票代码	603288
股本	42.13亿股
市值	4627.94亿元
52周高/低	219.58元/85.5元
每股净资产	5.0891元
主要股东	海天集团(58.26%)

盈利摘要

财务年度截至12月31日	2019历史	2020历史	2021预测	2022预测	2023预测
营业收入(百万元)	19,796.9	22,791.9	24,651.1	28,804.4	33,359.7
变动(%)	16.2%	15.1%	8.2%	16.8%	15.8%
归母净利润(百万元)	5,353.2	6,402.9	6,684.8	8,197.0	9,634.2
变动(%)	22.6%	19.6%	4.4%	22.6%	17.5%
基本每股收益(元)	1.65	1.98	1.59	1.95	2.29
市盈率@109.86元(倍)	66.6	55.5	69.2	56.5	48.0
每股股息(元)	1.1	1.0	0.8	1.0	1.2
股息现价比(%)	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

一、中国调味品行业领导企业——海天味业

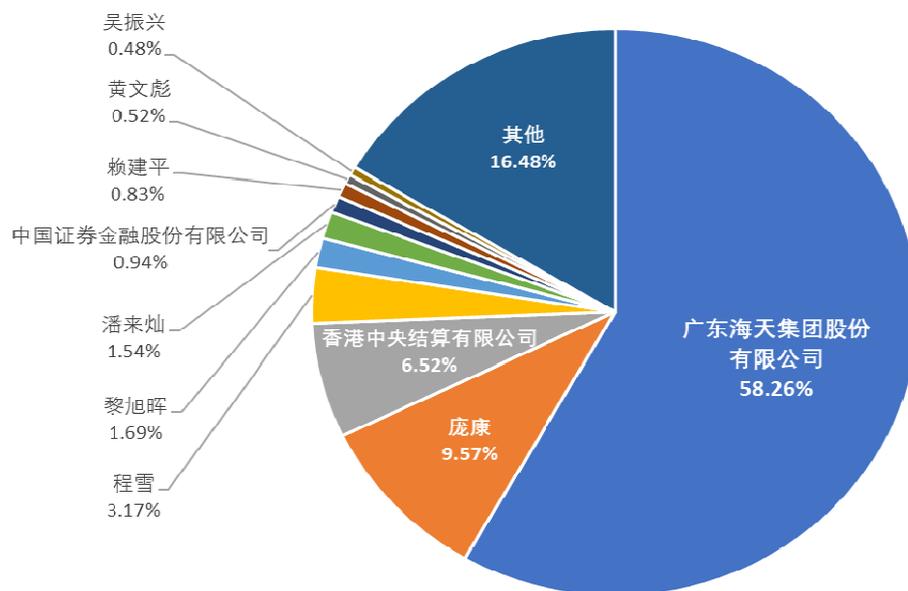
1.1 公司简介

佛山市海天调味食品股份有限公司（下称海天味业或公司）是中国最大的专业调味品生产企业。海天是中国调味品行业中的领导品牌，溯源于清乾隆年间的“佛山古酱园”，得名于“海天（古）酱园”，于 1955 年由佛山 25 家实力卓著、美味悠远、享誉港澳的古酱园谋略合并重组，组建成“海天酱油厂”，距今已有近 300 年历史，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。公司于 1994 年底成功转制，从此公司业务发展驶入了快车道，于 2013 年成为中国调味品行业中销售规模突破百亿的企业，并于 2014 年正式在上海证券交易所挂牌交易，实现了又一次重要的飞跃。目前公司生产的产品包罗万象，涵盖了包括酱油、蚝油、酱、醋、料酒、调味汁、鸡精、鸡粉、腐乳、火锅底料等几大系列，共计百余个品种和 400 多个规格，年产值超过 200 亿元。

1.2 公司股权结构清晰，管理层深度利益绑定

公司大股东为广东海天集团股份有限公司，共计持有公司 24.54 亿股，持股比例为 58.26%，是公司的控股股东。与此同时，海天集团股东庞康、程雪、陈军阳、吴振兴、黄文彪等五人于 2020 年 12 月 27 日新签署了《一致行动协议》，根据协议内容，庞康、程雪、陈军阳、吴振兴、黄文彪等五人组成的一致行动人同时也是海天味业的实际控制人。

图表 1：股东持股比例



资料来源：公司业绩报，第一上海(根据 2021 年三季报的资料)

1.3 核心管理团队稳定，行业相关经验丰富

董事长庞德于 1982 年出任佛山市珠江酱油厂（公司前身）的副厂长职位。随着酱油厂改制后，分别担任了公司的副总经理、总经理、董事长兼总经理等职位，目前为公司的董事长兼总裁。与此同时，公司其他核心高管也皆为公司逾 20 多年老员工。公司核心管理团队长期保持稳定，且调味品行业相关管理经验丰富，促使到公司在经营发展方向的规划和落实上具备了极高的专业能力以及政策连续性。

图表 2：核心管理团队简介

姓名	职务	出生年份	任职起始日	持股数量（股）	简历
庞康	董事长、总裁	1956	1988至今	403,117,558	曾任本公司前身佛山市珠江酱油厂副厂长，历任公司副经理、总经理、董事长兼总经理，现任公司董事长兼总裁。
程雪	副董事长、常务副总裁	1970	1997至今	133,610,211	曾任公司企业策划总监、副总裁、董事，现任公司副董事长兼常务副总裁。
陈军阳	董事	1975	2003至今	8,910,897	曾任公司设备部主任、设备部经理、工程中心副总监，现任公司董事。
吴振兴	副总裁	1969	1998至今	20,377,257	曾任公司营销总经理、公司职工代表监事、公司董事，现任公司副总裁。
黄文彪	副总裁	1967	1994至今	21,958,274	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、董事、技术中心总经理，现任公司副总裁。
文志州	董事	1978	2001至今	8,853,006	曾任公司厂办主任、副厂长、厂长、生产部经理、工程设备中心副总监兼基建部经理、监事会主席，现任公司董事。
何廷伟	董事	1978	2002至今	242,254	曾任海天公司销售办事处主任、销售部副经理、营销部经理、营销总监、华南营销中心总监、南部公司总经理、助理总裁，现任公司董事。
黄树亮	董事	1975	1998至今	224,952	曾任海天公司 IT 部副经理、IT 部经理、IT 部高级经理、副总监、助理总裁，现任公司董事。
管江华	副总经理、财务负责人	1974	1998至今	11,674,007	曾任公司营业部主任、超市部副经理、营业部经理、营运副总监、储运办主任、营运总监、营销副经理、营运总经理、助理总裁，现任公司副总裁、财务负责人。
张欣	董事会秘书	1975	2001至今	13,873,174	曾任公司市场部主任、市场部经理、企划副总监、品牌副总监、品牌部高级经理，现任公司董事会秘书。

资料来源：公司资料，第一上海整理

二、调味品行业长期发展持续繁荣

行业产销量持续增长

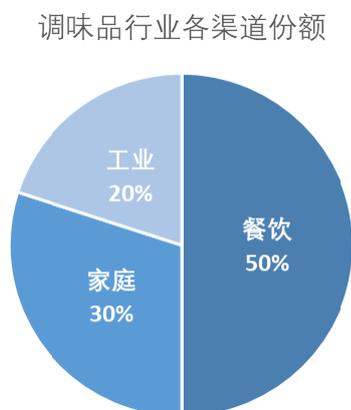
根据中国调味品协会统计显示，截至 2020 年中国的调味品百强企业总产量达到 1.6 千万吨，2013-2020 年复合增速为 12.8%，总产量呈现连年增长的趋势，整体调味品行业长期持续繁荣发展的增长趋势显著。

餐饮行业为主要市场渠道，大型调味品企业优势显著

从市场终端需求区分来看，餐饮渠道长期是调味品行业的主要销售渠道，其次为家庭消费和工业加工渠道。根据中国连锁经营协会发布的《2021 年中国连锁餐饮行业报告》显示，中国餐饮行业一直处于健康发展状态，市场规模从 2014 年的 2.9 万亿增长至 2019 年的 4.7 万亿，复合增速约为 10.1%，预计 2024 年可达到 6.6 万亿，并且 2018-2020 年期间中国餐饮连锁化率分别为 12.8%/13.3%/15.0%，连锁化率不断提升。随着中国餐饮行业市场规模以及连锁化扩张的持续蓬勃发展，餐饮后厨对其上游调味料的产品品质及供应的稳定性等要求也在不断提高。在此需求趋势下，由于规模化生产更容易做到产品高品质保证、以及口味上更具标准化和稳定化，因此大型调味料公司在餐饮上游行业竞争中形成了更大的优势。

图表 3：百强企业产量连年增长

图表 4：各销售渠道份额占比



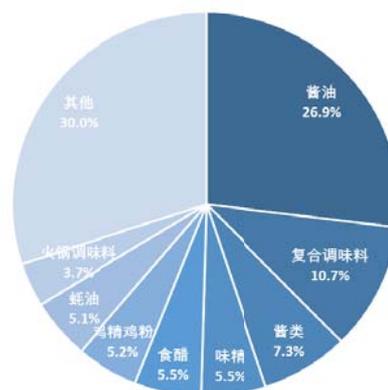
资料来源：中国调味品协会，第一上海

资料来源：中国调味品协会，第一上海

调味品品类繁多，行业格局分散

中国调味品种类极为丰富，且由于区域口味差异，导致全国各地代表性调味料品类不一，各调味品公司由于地域环境差异以及发展重心不同，导致各企业的代表性产品品类也略有不同，其中海天味业、李锦记、厨邦等厂商以酱油品类为代表，恒顺醋业、山西老陈醋等厂商以醋类品类为代表，老干妈等厂商则以辣椒酱为代表等等。其中，酱油品类是中国调味品中需求最大的品类，企业规模和市场销售额均位居行业首位，市场份额占比约为 26.9% 左右。

图表 5：各调味品品类市场份额

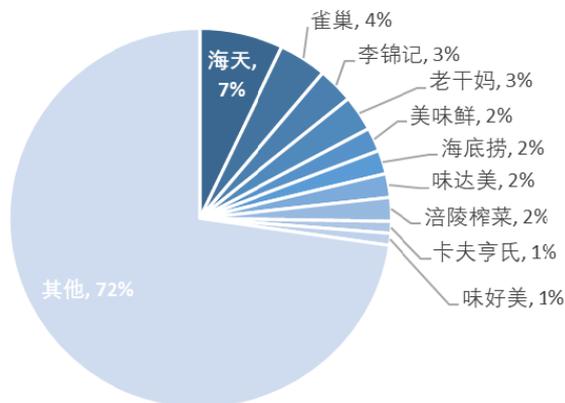


资料来源：中国调味品协会，第一上海

从市场格局上看，目前中国调味品行业的竞争格局较为分散，各大调味品厂商市场份额占有率表现不高，因此行业集中度较低。根据 Euromonitor 统计数据，2020 年 CR5 仅为 19%，其中海天味业占据着最大的市场，在零售市场的市场份额约为 7%，是当前中国调味品行业中的领导者，因此整体行业呈现的是一超多强的局面。随着行业分化发展逐步加剧，各大头部公司通过不断下沉渠道以及扩充产品品类，预计未来市场格局将进一步得到集中。

图表 6：2020 年中国调味品行业市场份额

中国调味品行业市场份额（零售口径）



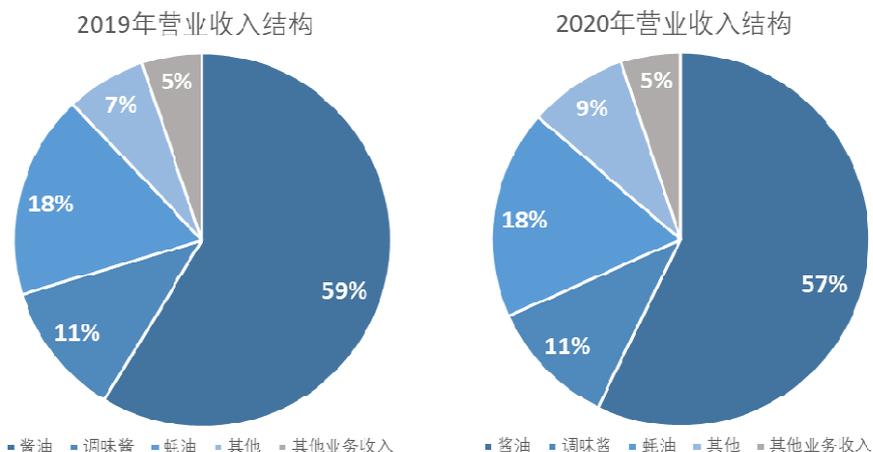
资料来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，第一上海整理（不包含醋类生产企业）

三、核心业务

主营产品以酱油、调味酱和耗油为主，推动其它产品矩阵多元化扩张

从海天味业的营业收入结构上看，公司 2019-2020 年主营业务（食品制造业）占其总收入约 95%左右，其中酱油、调味酱以及蚝油是公司最主要的核心产品品类，2020 年上述产品品类的销售分别占公司营业收入的 57%/11%/18%。此外公司多年来陆续通过自营自产或对外并购的方式，产品多元化不断扩张，目前已成功扩充了如醋品、鸡精、味精、料酒、腐乳、调味汁、香油等多种品类，2020 年公司其他品类业务占到公司营业收入的 9%左右。

图表 7：产品结构



资料来源：公司年报，第一上海整理

3.1 酱油业务发展遥遥领先于行业

作为公司最大的销售产品品类，海天的酱油品类产销量已连续二十四年均稳居在全国第一的位置，并且遥遥领先于同行的其他竞品公司。公司酱油销量及销售额自2016年以来均保持了双位数以上高速增长，其中最近三年的年均销量约为14.5%，年均销售额增速约为13.9%左右。

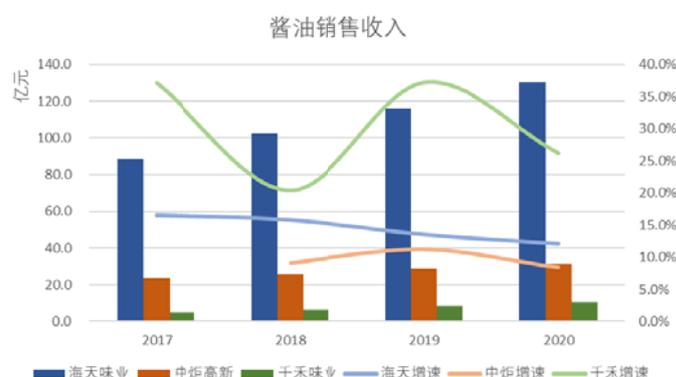
根据中国调味品协会公布数据显示，当前中国大陆地区的酱油人均消费量仅为7.14升/人，对比拥有同源饮食文化的日本或其他亚洲国家（或地区）仍有约26%-54%的提升空间。此外，随着国内社会生活节奏不断加快，居民外出就餐亦或是外卖点餐的需求呈现出持续扩大的趋势，由于餐饮渠道更为注重菜品的口感，因此餐饮后厨的调味品用量相较于一般家庭烹调用量更大，因此预计中国餐饮行业的长期发展趋势或将成为全国人均酱油消费量不断提升的核心驱动力。

图表 8：各公司酱油年销量



资料来源：各公司年报，第一上海

图表 9：各公司酱油销售收入



资料来源：各公司年报，第一上海

海天酱油经过多年的长期发展，已基本实现了酱油品类多种口味或不同烹调用途市场的全方位布局，其中包含了经济实惠的大众产品、畅销多年的主流产品、以及引领消费升级的高端产品等等，产品品类涵盖老抽、生抽、高鲜、零添加、有机等多种系列，充分满足当前消费市场的多样化产品需求。

近几年随着居民收入水平的提高，消费者对高品质调味品的价格敏感度呈现出阶梯式下降趋势。加之随着消费群体健康意识的不断提升，消费理念也逐渐向更高品质或更美味口感的方向偏移，近期以“零添加”和“有机”为代表的酱油品类更是受到越来越多的消费者关注，并以此推动了整个市场规模的持续扩容。因此我们预计未来公司在主流产品稳步发展的同时，此类符合消费升级理念的高端产品也将有望成为公司酱油业务扩张的又一长期驱动力。

图表 10：海天酱油全方位产品矩阵

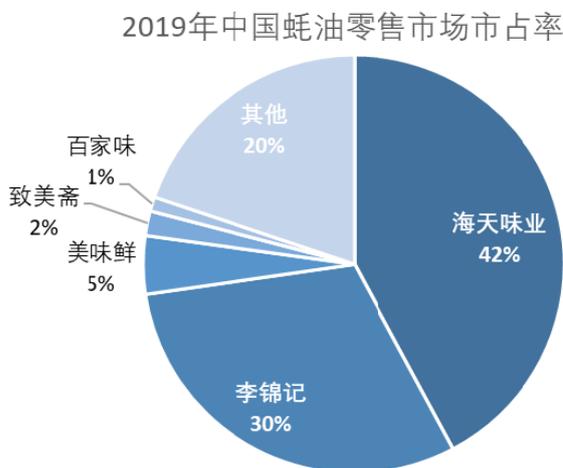


资料来源：公司官网，第一上海整理

3.2 蚝油仍处于全国化扩张阶段，公司龙头竞争优势显著

海天味业的蚝油产品历史悠久，年销量以及生产技术在行业中均处于领先地位。根据欧睿数据显示，截至 2019 年公司蚝油产品的市场占有率约为 42%，远超其他同行企业，行业市场集中度高。

图表 11：海天味业蚝油产品市占率领先



资料来源：Euromonitor，华经产业研究院，第一上海

蚝油品类起源于中国广东区域，初期由于生产成本低、口味鲜美、营养价值高，被定位为高端调味品品类，然而随着海天味业及其它调味品生产企业不断改良生产技术、降低生产成本之后，中国蚝油产品的性价比普遍得到提升，市场定位逐渐实现大众化。在此期间由于各大调味品公司：（1）不断对其蚝油产品进行优化创新，（2）加速市场渠道渗透，以及（3）不断深化对消费者的培育，蚝油产品在消费端的运用在全国范围内迅速得到了普及，市场扩容成功驶入发展快车道。

图表 12：海天味业蚝油产品



资料来源：公司官网，第一上海

蚝油由大量鲜蚝精华浓缩精制而成，营养价值高，且味道鲜美、蚝香浓郁，黏稠适度，能够显著带出菜品的鲜味，有助菜肴诱鲜、入味、增色、提亮、挂汁等，可用于如腌味、炒、焖、烧、焗等多种烹调方法，因此使用用途广泛，也因此具备了更易于普及化的特点，预计未来随着蚝油受到越来越多消费者的喜爱，市场认可度有望持续加深。近年来整体蚝油行业呈现出两大主要趋势：（1）加速实现全国化，（2）消费属性加速从餐饮需求向居民日常需求扩散。

在此发展趋势下，公司抓住了行业发展机会，并充分发挥出其龙头竞争优势，2010-2020 年期间实现销售收入复合增速高达 21.1%，其中近三年的销量平均增速 21.3%，销售额平均增速 22.0%。

图表 13：公司蚝油年销量



资料来源：公司年报，第一上海

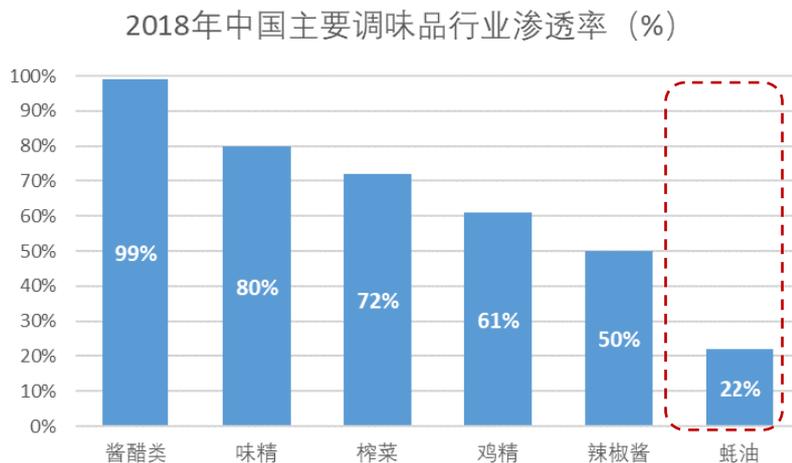
图表 14：公司蚝油销售收入



资料来源：公司年报，第一上海

值得注意的是，相比起酱醋类或其他主要调味料产品来说，当前蚝油市场的整体规模依然偏小，并且市场渗透率极低。因此蚝油品类的未来市场空间依然十分巨大，目前仍处于向全国市场高速放量的发展阶段。在此过程中，公司作为该细分行业的领军企业，全国化渠道布局优势显著，因此我们预计未来公司的蚝油业务有望更充分地享有行业发展红利，延续高速增长趋势。

图表 15：中国蚝油行业渗透率低

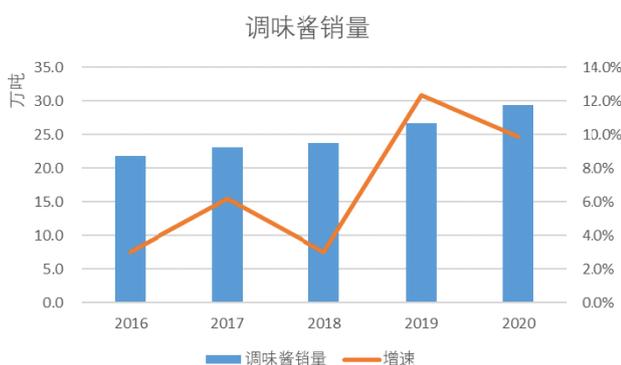


资料来源：华经产业研究院，第一上海

3.3 调味酱行业品类繁多，行业集中度提升空间大

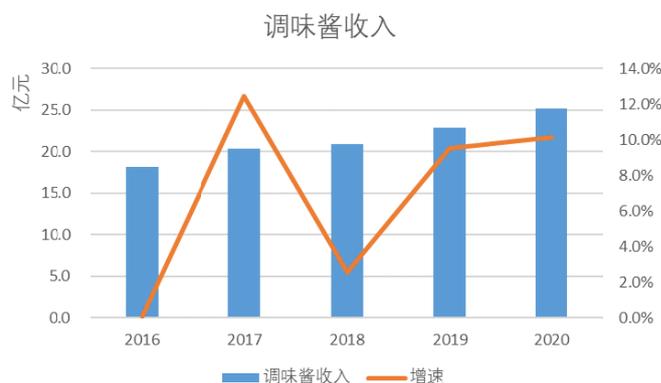
公司调味酱产品长期处于领先地位，最近三年销量年均增速 8.4%，销售额年均增速 7.4%。

图表 16：公司调味酱年销量



资料来源：公司年报，第一上海

图表 17：公司调味酱销售收入



资料来源：公司年报，第一上海

中国调味酱品类在全国地域分布广泛，且由于各区域性口味差异，导致了中式调味酱的子品类尤为繁多。按区域口味偏好特征划分，华北地区以黄豆酱、大豆酱、豆瓣酱、牛肉酱、甜面酱、芝麻酱、蒜蓉辣酱等品类为代表，华南地区以叉烧酱、沙茶酱、XO 酱、海鲜酱、虾酱，海南黄灯笼辣椒酱、桂林辣椒酱等品类为

代表，西南地区以贵州油辣椒、风味豆豉酱，四川豆豉、豆瓣酱、辣椒酱等品类为代表，而华中地区则以湖南剁椒酱、河南香菇酱等品类为代表。

此外，在国际化的趋势下，由于海外风味美食受到中国消费者越来越多的青睐，欧美风味的复合调味酱、辣椒酱、烧烤酱、通心粉酱、咖喱酱，东南亚风味的酸甜酱、泰式辣酱、泰式酸甜酱、果酱、咖喱酱，日韩风味的日本芥末酱、韩式大酱、韩式辣椒酱等多种其他风味产品在中国消费市场需求量也在不断提高。

长久以来由于繁杂的区域性口味差异，也导致了酱类行业的市场集中度较低的局面，因此公司在调味酱产品扩容上尚具有较大的提升空间，从而提升未来市场份额。

根据中国调味品协会统计数据，2019 年百强企业的酱类销售额合计约 83 亿元，同比增速超 10%，近几年行业均维系了良好的发展态势。其中海天以黄豆酱为主打酱类产品，持续对渠道通路进行优化和调整，多年来保持了稳定发展，逐步成为国内少有的销售额超 10 亿元的大单品之一。

目前产品矩阵上，公司不仅布局了多款地方性独特风味的酱料实现区域市场卡位，同时也布局了具备全国性推广能力的基础酱料产品。因此未来随着公司酱类产品持续多样化，品类不断被完善，我们认为公司凭借其领先的渠道优势，市场销路快速被打开的过程将更为通畅。

图表 18：海天味业酱料产品



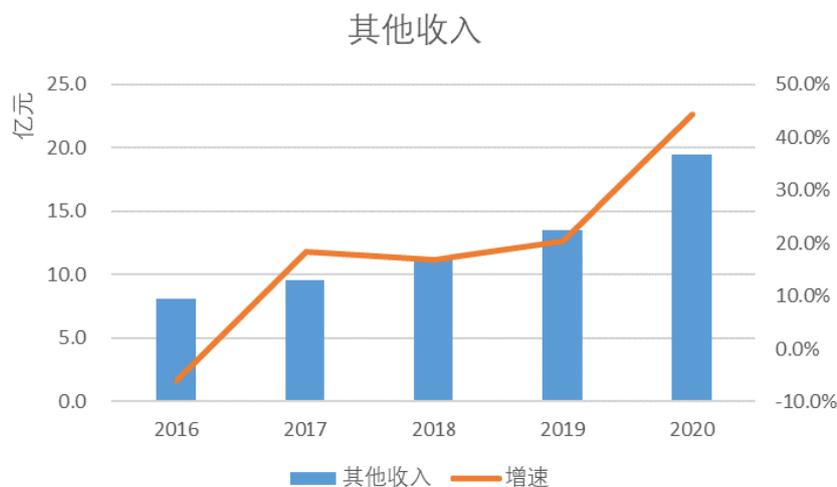
资料来源：公司官网，第一上海

3.4 新品类运筹帷幄，行业切入空间大

除了三大核心品类以外，公司近年来也陆续通过自营自产或对外并购等多种方式，加快了产品多元化的扩张。由于全国各区域市场在调味品需求上极具差异性，因此很大程度上，公司的多元化品类与核心品类在全国化扩张征程上，能够起到强劲的相辅相成作用。

截至 2020 年末，公司其他品类收入规模达到 19.5 亿元，2016-2020 年期间复合增速约为 24.5%，其他品类占公司收入比例也从 2016 年的 6.5% 提升至 2020 年的 8.6%，对公司的收入贡献能力呈现出不断提升的趋势。

图表 19：公司其他销售收入



资料来源：公司年报，第一上海

竞争格局上，当前中国调味品行业现阶段整体容量巨大，并且大量的子品类如料酒、醋等均尚未形成占据全国性绝对优势的龙头品牌，因此也给海天味业在更多新品类的市场扩张上带来更多的发展契机。

根据我们的调研，海天味业的新品类切入策略更倾向于优选行业空间大且暂无明显优胜者的品类（如料酒等）。考虑到公司在全国销售网络无论是横向铺设或是纵向深耕在行业内都尤为强劲，因此我们认为公司未来的新品类拓展，无论是新品上市推广或是市场持续渗透，都具备了行业难以比拟的爆发力，品牌加持下市场运作可行性更高，因此我们预计未来或将有更多新品类能够为公司的整体调味品销量持续增长做出新的贡献。

四、品牌力、渠道力为公司最核心的竞争力

海天品牌力指数和市场渗透率位列行业第一。根据品牌评级权威机构 Chnbrand 发布的中国品牌力指数（C-BPI）榜单和分析报告显示，海天酱油已连续 11 年获得品牌第一，并且连续 2 年在调味品行业领域勇获“四冠”，分别获得 2020-2021 年 C-BPI 酱油、耗油、酱料和食醋行业的第一品牌。根据 Kantar 发布的《2021 年全球品牌足迹报告》中国榜单，海天味业 2020 年以 6.2 亿消费者、79.4%的渗透率（2019 年为 5.6 亿消费者、75.7%的渗透率）位列中国快消品品牌第 4 位、调味品品牌第 1 位。

图表 20：品牌优势获得市场和消费者的广泛认可

中国消费者十大首选品牌榜单

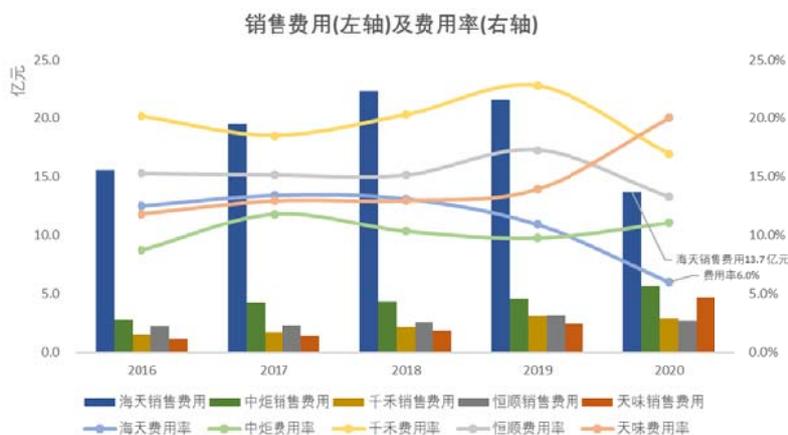
2020 排名	品牌	消费者触及数 (百万)	渗透率% 2020 年	平均选择次数 2020 年
1	伊利	1273.3	92.2	7.5
2	蒙牛	1098.8	90.1	6.6
3	康师傅	841.0	84.3	5.4
4	海天	620.9	79.4	4.2
5	双汇	467.7	64.9	3.9
6	旺旺	416.2	65.0	3.5
7	心相印	383.3	60.9	3.4
8	农夫山泉	376.9	62.5	3.3
9	统一	355.1	59.3	3.3
10	光明乳业	353.8	37.8	5.1

© 2021 央视市场研究 来源：2021 亚洲品牌足迹

资料来源：凯度数据，央视市场研究，第一上海

长期品牌建设持续占领消费者心智。公司长期将品牌建设及传播放在公司重要战略层面，通过主品牌为核心统领整体产品发展，并区分各子品牌加以精准定位细分。公司每年品牌投入及市场营销力度均维持在行业领先地位，2020 年公司销售费用合计 13.7 亿元，其中广告及促销费用合计约 4.9 亿元。公司长期将旗下大单品投放于央视、各大卫视以及网络热播视频节目中，持续占领消费者心智。同时由于规模效益的不断显现，公司的销售费用率长期处于行业较低水准，并形成了不断降低的趋势。（注：2020 年由于疫情影响，以及新收入准则将运费调整至营业成本、促销费冲减营业收入，导致公司销售费用及费用率均进一步下滑。）

图表 21：销售费用规模效益不断显现



资料来源：各公司年报，第一上海

全国化布局扎实，全渠道发展稳健。公司超过 95%的收入来源为向经销商销售调味品，目前公司的销售网络已成功覆盖全国 31 个省、320 多个地级市、2000 多个县份市场，全国销售网络经销商数量截至 2021 年 9 月底已达到 7,403 个，较 2018 年底净增加了 2,596 个，近三年扩充了约 54%左右。目前公司产品覆盖范围已遍布全国各类市场渠道，包括各大连锁超市、各级批发农贸市场、城乡便利店、零售店、线上、新零售等等，并出口有超过 80 多个海外国家或地区。

市场开发率遥遥领先。截至 2011 年，公司地市级、县级的市场开发率已分别达到 90%/45%，全国市场开发率遥遥领先于其他大部分同行企业近 10 年左右。目前公司约 90%的省份均达到销售过亿的目标，且经过多年的持续渠道精耕后，公司的市场覆盖率仍在逐年攀升，根据我们的市场调研，目前公司在地市级、县级的市场开发率已分别接近 100%/60%左右，公司的销售网络广度及深度在行业内均处于绝对领先的地位。

经销网络的稳定性高。渠道管理上，公司规定对规模以上地级市场以及年销售额较大的县级市场，按照渠道设置的经销商总数均不少于 2 家以上。基于上述政策，我们认为将为公司经销网络带来以下三方面优势：（1）以此有效化解如若经销商变动可能给公司带来的不确定影响，从而提升了公司经销网络的长期稳定性；（2）双经销商模式也将一定程度上激发经销商间的竞争积极性和公司的管理效率，从而加大公司向空白或薄弱市场的开发潜力；（3）按渠道或行政区域划分，也会有效避免经销商之间的重叠设置，在避免产生不必要内耗的同时，也保障了经销商和公司的长期经营利益。

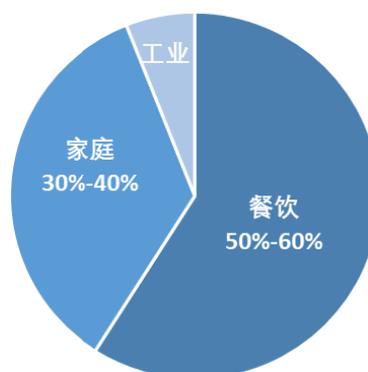
“先款后货”降低坏账风险，经销渠道具备潜在“排他性”。由于公司品牌力深入人心，产品市场需求量大，导致公司掌握了大量调味品行业优质经销商的同时，也具备了强大的渠道议价能力。公司在销售模式上采用的是“先款后货”的结算模式，有效避免了自身资金被占用，极大程度上地保障了公司的现金流入，降低整体坏账风险。此外，由于海天味业产品销量规模尤为庞大，并且终端市场需求稳定，因此在一定程度上也占用了合作经销商能够同时去经营其他品牌的资金和精力，再加上公司通过例如调控渠道返点等各项政策或方案，导致其旗下的经销渠道资源对其他竞品具备了较强的排他性。

疫情催化行业格局新一轮洗牌。疫情期间群众受到出行受限的影响，大量餐饮消费场景缺失，导致调味品行业规模增长受到一定阻碍，但我们认为短期的市场干扰并不足以改变整体餐饮行业及调味品行业的协同发展趋势，预计未来餐饮渠道仍会是驱动整体调味品行业长期发展的主要驱动力。除此之外，我们也认为疫情的反复影响及大宗原材料的成本大幅上涨等负面因素或将催化整体调味品行业的继续分化，而在此过程中，大型头部调味品企业由于具备更高的抗风险能力，行业或将面临进一步洗牌，推动市场份额加速向海天味业等头部品牌集中。

餐饮渠道易守难攻形成绝对优势。按照终端需求类型划分来看，公司往年的餐饮供应渠道占比约为 50%-60%左右，家庭消费渠道占比约为 30%-40%左右，其余则为食品加工渠道。由于 B 端餐饮渠道更注重后厨菜品的安全性及口味稳定性，对调味料新品牌或新产品接受度较低，因此市场新进入者准入门槛较高，餐饮渠道呈现出易守难攻的局面。长期来看公司主要市场竞争力集中在餐饮渠道上，导致公司在全国餐饮渠道的领先布局上形成了绝对的行业优势。疫情期间虽部分餐饮端需求过渡至家庭消费端，导致目前公司全年的餐饮渠道占比有所下滑，家庭+加工渠道占比大幅提高，但我们预计随着疫情的逐步稳定，公司餐饮渠道占比将会得到稳步回升，未来餐饮渠道仍会是公司业务发展的主要发力点。

图表 22：公司销售渠道以餐饮渠道为主要优势

海天味业各消费端销售贡献比

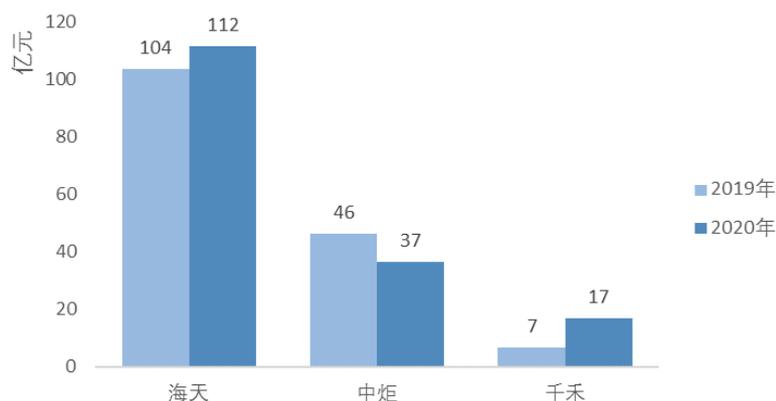


资料来源：公司投资者调研报告，第一上海

上游采购稳定且高质量，规模化需求降低采购成本。在上游原材料采购方面，由于公司具备长期良好的商业信誉，导致公司拥有了一批高质量且长期稳定的品牌供应商，上游采购质量不断提升。此外，由于公司调味料产品在全国销量遥遥领先于大部分同行其他企业，公司全年采购总额也长期保持在远超其他同行企业的水平上。以酱油为例，公司 2020 年酱油总销量为 245.3 万吨，同期销量分别是中炬高新及千禾味业同类产品的近 5 至 12 倍左右，因此，公司每年向上游采购的需求量也尤为庞大，进而导致了公司在向上游采购的过程中具备了较高的议价权、以及更为灵活的定价策略，从而使到公司能够保证高质量采购的同时，有效地降低整体平均采购成本。

图表 23：海天味业年度采购总额远超同业

公司年度采购总额



资料来源：各公司年报，第一上海

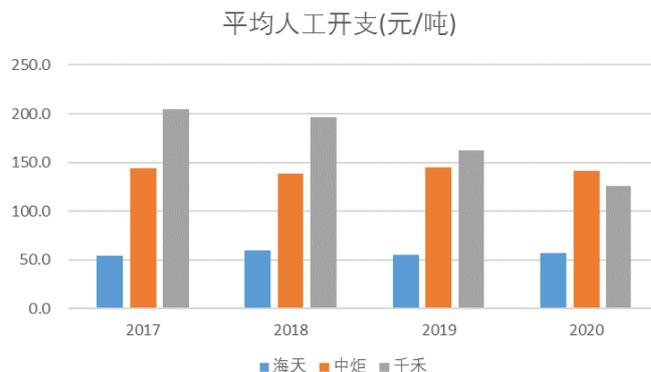
规模化生产降低单位生产成本。规模化生产效益下，公司的固定生产成本同样被有效摊薄。加之随着公司持续推动生产效益优化，大量提高生产端的智能化、数据化、自动化、信息化等技术，将公司的传统工艺技术与现代科技相结合，用先进科技技术保障产品的食品安全、口感美味、质量稳定的同时，公司的单位制造成本也呈现出不断下降的趋势，其中平均制造费用以及平均人工开支均处于行业较低的水平。

图表 24: 公司酱油平均制造费用远低于行业



资料来源: 各公司年报, 第一上海

图表 25: 公司酱油平均人工开支远低于行业



资料来源: 各公司年报, 第一上海

五、盈利预测及投资评级

2021 年调味品行业整体收入表现较为低迷

2021 年: 1) 由于调味品行业与餐饮行业关联度较高, 疫情反复多点爆发导致全年餐饮渠道复苏受阻后, 调味品行业在餐饮渠道上持续受到一定程度的影响; 2) 家庭端需求由于去年家庭消费激发, 导致同比基数较高, 并且疫情后也导致了消费者的消费意愿普遍较为疲软, 因此行业中部分品牌的社会库存存在年内长时间处于历史较高位, 进而导致了整体经销渠道的拿货意愿持续低迷的情况; 3) 社区团购等新渠道发展初期, 由于大量资本涌入以及管理不规范等因素, 导致调味品行业的整体终端价格体系造成较大冲击。以上多方面因素等, 导致今年整体调味品板块业务发展表现均较为低迷, 其中海天味业 2021 年前三季度共计录得营业收入 179.9 亿元, 同比增长 5.3%。

图表 26: 2021Q3 调味品上市公司整体营收情况环比有所改善

	2021年营业收入(亿元)					同比增速 (%)				
	Q1	Q2	Q3	H1	Q1-Q3	Q1	Q2	Q3	H1	Q1-Q3
海天味业	71.58	51.74	56.62	123.32	179.94	21.7%	-9.4%	3.1%	6.4%	5.3%
颐海国际	-	-	-	26.31	-	-	-	-	18.6%	-
中炬高新	12.63	10.53	10.96	23.16	34.12	9.5%	-24.9%	-12.7%	-9.3%	-10.4%
千禾味业	4.78	4.08	4.70	8.86	13.56	32.9%	-7.2%	11.1%	10.8%	10.9%
天味食品	5.22	4.95	3.81	10.17	13.97	56.2%	-15.4%	-37.1%	10.6%	-8.3%
恒顺醋业	5.17	5.18	3.24	10.35	13.59	11.0%	6.3%	-35.0%	8.6%	-6.4%
雪天盐业	5.49	5.73	6.03	11.21	17.24	24.7%	9.4%	20.9%	16.4%	17.9%
涪陵榨菜	7.09	6.38	6.09	13.47	19.55	46.9%	-10.8%	1.3%	12.5%	8.7%

资料来源: 各公司业绩报, 第一上海整理

值得注意的是, 从 Q3 单季度的数据来看, 整体调味品板块业绩虽依然承压, 但环比已有所好转, 其中 (1) 行业整体渠道库存已逐步得到好转, (2) 社区团购由于监管更加严格, 所产生的负面影响已明显弱化, (3) 根据国家统计局最新公布数据, 2021 年 10 月份中国社会消费品零售总额为 40.5 千亿元, 同比+4.9%, 其中粮油及食品类商品零售额 (限额以上企业) 为 1.4 千亿元, 同比+9.9%, 餐饮企业 (限额以上企业) 收入 0.98 千亿元, 同比+4.0%, 疫情影响边际逐步减弱, 社会消费品零售整体呈现慢复苏态势, 预计调味品行业的终端消费需求或将进一步得到恢复。因此从调味品行业的角度来看, 未来随着上述短期干扰影响逐渐消退后, 低基数下预计整体调味品行业有望迎来更高的业绩反弹。

从公司的角度来看，第三季度公司实现营业收入 31.7 亿元，同比增长+2.2%，三大品类业务酱油、调味酱、蚝油分别实现收入 31.7/5.3/10.6 亿元，同比增长+2.2%/-5.8%/+5.1%，其中酱油及蚝油业务恢复正增长，调味酱降幅也环比有所缩窄，公司经营边际改善较为显著。

图 27：2021Q3 公司各品类业务显著改善

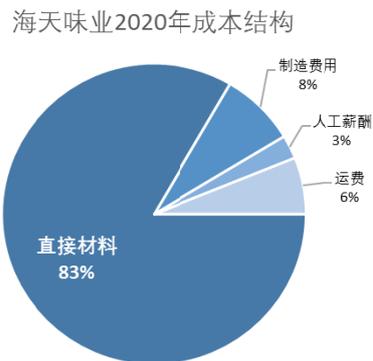
报告期	销售收入 (亿元)					同比增速 (%)				
	Q1	Q2	Q3	H1	Q1-Q3	Q1	Q2	Q3	H1	Q1-Q3
酱油	41.0	29.2	31.7	70.2	101.8	17.6%	-7.2%	2.2%	5.8%	4.7%
调味酱	8.8	5.9	5.3	14.8	20.1	20.8%	-8.7%	-5.8%	7.0%	3.2%
蚝油	11.7	9.6	10.6	21.3	31.9	21.3%	-7.1%	5.1%	6.6%	6.1%
其他	7.0	4.3	5.5	11.3	16.7	68.9%	-26.4%	5.1%	13.4%	10.6%
主营业务收入	68.5	49.0	53.1	117.5	170.6	22.5%	-9.4%	2.2%	6.8%	5.3%

资料来源：公司业绩报，第一上海整理

盈利能力短期承压，提价迎来经营拐点

利润方面，由于调味品行业生产主要成本包括大宗农副产品及包材等，以海天味业 2020 年成本构成为例，直接原材料成本占据公司总成本的 83%左右，因此，由于年内如大豆、豆粕、包材等原材料成本大幅上扬，对行业性的成本压力造成普遍大增，导致行业销售毛利率大幅缩减。

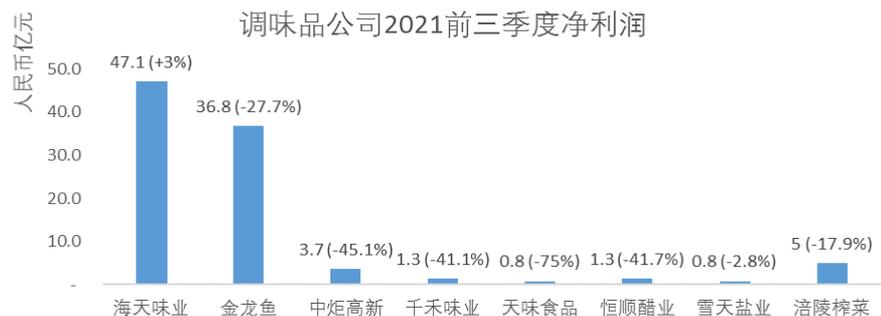
图 28：原材料成本占公司成本构成 83%



资料来源：公司业绩报，第一上海整理

尽管多数调味品公司主动通过减少销售费用投放力度以求利润压力缓解，但多数调味品公司在 2021 年前三季度的归母净利润仍旧出现了不同程度的下滑。在这之中，海天味业实现了净利润约 47.1 亿，以同比 3%的正增长领先于行业。

图 29：2021 年前三季度部分调味品、粮油上市公司净利润



资料来源：公司业绩报，第一上海整理（注：括号内为同比涨幅）

在上述行业成本压力大幅上扬的背景之下，2021 年下半年调味品龙头企业海天味业率先于 10 月 13 日发布提价公告：由于各主要原材料、运输、能源等成本持续上涨，公司决定对旗下酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，调整幅度为 3%-7%不等，此后引发了整体行业的陆续涨价潮。

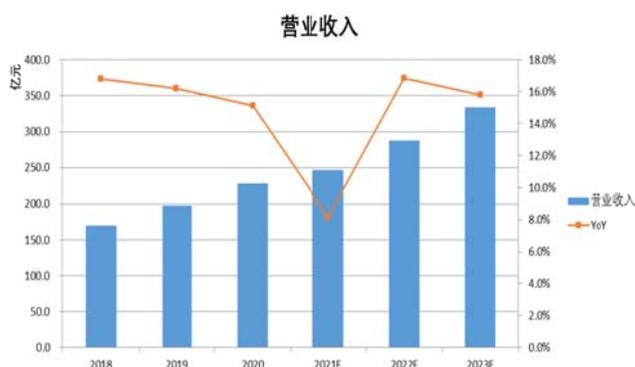
我们认为，对于当前调味品行业来说，涨价措施除了能够有效平滑公司自身的成本压力以外，也将助力于公司对市场价格体系的重新梳理，从而提升整体渠道的利润率水平，稳固渠道积极性。与此同时，短期内提价预期也将进一步刺激到终端的拿货意愿，从而加快消化当前行业经销商库存大的问题，对 2021Q4 至 2022FY 的市场需求或将起到一定促进作用。同时我们也认为，由于此轮涨价潮为行业性普遍提价，并且由于调味品为生活必须品类，因此对终端消费者的普遍接受度或将形成一定支撑，而在此过程中，公司作为品牌力领先、话语权强的头部企业，未来的整体盈利水平预期将得到大幅的改善。

公司收入及盈利预测

综上所述，短期来看，当前中国消费疲软现象正逐步恢复，对于调味品行业来说，上述所面临的行业种种不利因素正逐步消退，并且涨价潮的激发有望推动行业“至暗时刻”的加速渡过。因此我们认为公司或将迎来一轮经营业绩拐点，建议关注明年疫情恢复常态化后餐饮行业的复苏机会。长期来看，消费升级以及成本持续上行趋势下，行业准入门槛或将持续拔高，迫使产能落后的中小企业加速退出市场，行业加速分化洗牌下更加有利于大品牌的份额进一步集中。

考虑到公司拥有行业领先的市场覆盖率、优异的品牌调性、以及丰富的产品矩阵布局，故我们长期看好公司市场份额持续提升的能力，预计公司 2021-2023 年有望实现总收入 246.5/288.0/333.6 亿元。利润方面，今年大宗原料成本上涨幅度较大，短期内或将对公司成本端造成较大压力，但由于目前公司正式发布提价计划，很大程度上将缓解公司利润压力，参考公司发展历史上的提价过程，预计公司在明年 1 至 3 月份能够全部完成市场提价工作的落地，从而对公司明后年的整体利润率水平形成一定改善，因此预计 2021-2023 年有望实现归母净利润 66.8/82.0/96.3 亿元，复合增长率约为 20.1%。

图表 30：公司营业收入及预测



资料来源：公司年报，第一上海预测

图表 31：公司净利润及预测



资料来源：公司年报，第一上海预测

目标价 128.07 元，买入评级

综上所述，短期来看，建议关注明年调味品行业提价及餐饮行业复苏等多方面因素带来公司业绩大幅改善机会。长远来看，考虑到公司渠道力、品牌力、产品力等多方面综合竞争力在行业中尤为显著，我们认为公司业务未来长期持续发展逻辑

稳固，短期市场干扰因素不具备改变行业竞争格局以及未来发展趋势的能力，故给予公司目标价 128.07 元，相当于 2023 年盈利预测的 56 倍 PE，首次覆盖给予买入评级，建议伺机对其进行布局并长期持有。

六、主要风险

- (1) 疫情反复影响超预期；
- (2) 餐饮渠道复苏不及预期；
- (3) 原材料成本上涨超出预期；
- (4) 食品安全或产品质量问题事件导致公司品牌或名誉受损等风险；
- (5) 公司新品推广不及预期；
- (6) 市场提价落实不及预期。

图表 32: 同行业估值对比

公司名称 (中文)	代码	股价	市值 (百万)	EPS (报表币种)					PE Ratio					EPS CAGR (2021-2023)	PEG
				2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E		
A股调味品															
海天味业	603288 CH EQUITY	109.86	462,794	1,269	1,523	1,603	1,972	2,333	86.6	72.1	68.5	55.7	47.1	20.6%	2.7
金龙鱼	300999 CH EQUITY	61.19	331,747	1,110	1,210	0,992	1,466	1,721	55.1	50.6	61.7	41.7	35.6	31.7%	1.3
中炬高新	600872 CH EQUITY	33.33	26,552	0,901	1,117	0,729	0,966	1,178	37.0	29.8	45.7	34.5	28.3	27.1%	1.3
千禾味业	603027 CH EQUITY	23.51	18,779	0,256	0,259	0,282	0,429	0,562	91.8	90.8	83.4	54.8	41.8	41.2%	1.3
天味食品	603317 CH EQUITY	23.82	17,965	0,427	0,505	0,223	0,407	0,533	55.7	47.2	106.8	58.5	44.7	54.6%	1.1
恒顺醋业	600305 CH EQUITY	15.28	15,325	0,324	0,314	0,214	0,296	0,371	47.2	48.7	71.4	51.6	41.2	31.7%	1.6
雪天盐业	600929 CH EQUITY	7.23	6,738	0,160	0,158				45.2	45.6					
涪陵榨菜	002507 CH EQUITY	32.83	29,141	0,770	0,980	0,755	1,032	1,243	42.6	33.5	43.5	31.8	26.4	28.3%	1.1
简单平均				0,652	0,758	0,685	0,938	1,134	57.6	52.3	68.7	47.0	37.9	33.6%	1.5
H股调味品															
颐海国际	1579 HK EQUITY	44.15	46,221	0,741	0,902	0,945	1,080	1,305	52.5	43.5	38.3	33.5	27.7	17.5%	1.9
简单平均				0,741	0,902	0,945	1,080	1,305	52.5	43.5	38.3	33.5	27.7	17.5%	1.9
H股其他															
百威亚太	1876 HK Equity	19.50	258,246	0,075	0,039	0,069	0,084	0,095	33.2	64.6	36.1	29.9	26.4	17.3%	1.7
华润啤酒	291 HK Equity	62.35	202,274	0,400	0,650	1,316	1,451	1,786	137.4	85.2	38.8	35.2	28.6	16.5%	2.1
青岛啤酒	168 HK Equity	64.40	87,872	1,371	1,629	2,061	2,350	2,633	41.4	35.1	25.6	22.5	20.1	13.0%	1.7
康师傅控股	322 HK Equity	15.64	88,068	0,593	0,722	0,672	0,758	0,833	23.3	19.2	19.0	16.9	15.3	11.3%	1.5
统一企业中国	220 HK Equity	7.80	33,691	0,316	0,376	0,342	0,389	0,434	21.7	18.4	18.7	16.4	14.7	12.7%	1.3
农夫山泉	9633 HK Equity	46.65	524,648	0,460	0,480	0,602	0,678	0,808	89.4	86.4	63.5	56.3	47.4	15.9%	3.6
VITASOY INT'L	345 HK Equity	15.26	16,328	0,656	0,504	0,646	(0,005)	0,333	23.3	30.3	23.6		45.8	-28.2%	108.2
周黑鸭	1458 HK Equity	6.93	16,515	0,180	0,065	0,206	0,309	0,400	33.9	94.4	27.5	18.3	14.2	39.3%	0.5
蒙牛乳业	2319 HK Equity	44.45	175,713	1,049	0,897	1,334	1,608	1,927	37.4	44.0	27.3	22.6	18.9	20.2%	1.1
海底捞	6862 HK Equity	18.22	101,558	0,440	0,060	0,101	0,540	0,800	36.5	269.9	148.1	27.6	18.7	181.4%	0.2
呷哺呷哺	520 HK Equity	5.64	6,122	0,270	0,002	0,154	0,394	0,510	18.4	2948.3	30.0	11.7	9.1	82.0%	0.1
九毛九	9922 HK Equity	15.54	22,586	0,160	0,090	0,321	0,518	0,753	85.6	153.4	39.5	24.5	16.9	53.2%	0.5
简单平均				0,498	0,460	0,652	0,756	0,943	48.5	320.8	41.5	25.6	23.0	36.2%	10.2
A股其他															
贵州茅台	600519 CH Equity	1,967.30	2,471,318	32,800	37,170	41,806	48,832	56,565	60.0	52.9	47.1	40.3	34.8	16.3%	2.5
五粮液	000858 CH Equity	232.30	901,698	4,483	5,141	6,169	7,347	8,623	51.8	45.2	37.7	31.6	26.9	18.2%	1.7
洋河股份	002304 CH Equity	175.75	264,853	4,899	4,984	5,201	6,364	7,457	35.9	35.3	33.8	27.6	23.6	19.7%	1.4
青岛啤酒	600600 CH EQUITY	101.10	137,949	1,371	1,629	2,056	2,420	2,858	73.7	62.1	49.2	41.8	35.4	17.9%	2.3
重庆啤酒	600132 CH EQUITY	150.38	72,780	2,150	2,230	2,315	2,953	3,639	69.9	67.4	65.0	50.9	41.3	25.4%	2.0
洽洽食品	002557 CH EQUITY	53.89	27,322	1,216	1,597	1,796	2,162	2,526	44.3	33.7	30.0	24.9	21.3	18.6%	1.3
良品铺子	603719 CH Equity	40.20	16,120	0,950	0,870	1,049	1,288	1,577	42.3	46.2	38.3	31.2	25.5	22.6%	1.4
盐津铺子	002847 CH Equity	93.61	12,109	1,030	1,940	1,190	2,290	3,342	90.9	48.3	78.7	40.9	28.0	67.6%	0.6
双汇发展	000895 CH EQUITY	29.65	102,727	1,638	1,864	1,505	1,836	1,965	18.1	15.9	19.7	16.1	15.1	14.3%	1.1
伊利股份	600887 CH EQUITY	39.82	242,192	1,150	1,196	1,477	1,739	2,022	34.6	33.3	27.0	22.9	19.7	17.0%	1.3
简单平均				5,169	5,862	6,456	7,723	9,057	52.2	44.0	42.6	32.8	27.2	23.8%	1.6
海外其他															
可口可乐	KO US EQUITY	53.54	231,262	2,090	1,800	2,287	2,437	2,601	25.6	29.7	23.4	22.0	20.6	6.6%	3.3
怪兽饮料公司	MNST US EQUITY	83.70	44,289	2,040	2,660	2,588	2,937	3,309	41.0	31.5	32.3	28.5	25.3	13.1%	2.2
雀巢	NSRGY US EQUITY	129.64	364,937			4,463	4,799	5,136			26.7	24.8	23.2	7.3%	3.4
通用磨坊	GIS US EQUITY	64.23	38,904	2,920	3,590	3,729	3,784	3,919	22.0	17.9	17.2	17.0	16.4	2.5%	6.7
好时公司	HSY US EQUITY	179.61	37,000	5,489	6,134	7,094	7,551	8,073	32.7	29.3	25.3	23.8	22.2	6.7%	3.6
家乐氏	K US EQUITY	63.00	21,491	2,810	3,650	4,137	4,163	4,318	22.4	17.3	15.2	15.1	14.6	2.2%	7.0
尼格拉品牌股份有限公司	CAG US EQUITY	31.37	15,048	1,530	1,720	2,631	2,465	2,641	20.5	18.2	11.9	12.7	11.9	0.2%	67.0
简单平均				2,813	3,259	3,847	4,019	4,285	27.4	24.0	21.7	20.6	19.2	5.5%	13.3

数据来源: 彭博、第一上海

主要财务报表

损益表

财务年度截至12月31日 原始币种:百万元

	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
营业收入	19,796.9	22,791.9	24,651.1	28,804.4	33,359.7
营业成本	10,800.7	13,180.8	14,932.3	16,977.5	19,297.9
毛利	8,996.2	9,611.1	9,718.8	11,827.0	14,061.8
销售费用	2,162.8	1,365.5	1,229.5	1,421.0	1,780.8
管理费用	289.9	361.4	360.4	416.3	476.6
研发费用	587.4	711.7	694.2	820.1	995.9
财务费用	(292.7)	(392.2)	(424.2)	(495.7)	(574.1)
营业外收入	1.3	12.0	1.6	1.9	2.2
营业外支出	3.6	13.5	4.4	5.2	6.0
利润总额	6,377.2	7,642.4	7,966.6	9,768.9	11,481.6
所得税	1,021.0	1,233.4	1,275.4	1,563.9	1,838.1
净利润	5,356.2	6,409.0	6,691.2	8,204.9	9,643.5
归母净利润	5,353.2	6,402.9	6,684.8	8,197.0	9,634.2
少数股东损益	3.1	6.2	6.4	7.9	9.3
基本每股收益(元)	1.7	2.0	1.6	1.9	2.3
增速 (%)					
营业收入	16.2%	15.1%	8.2%	16.8%	15.8%
营业利润	21.7%	19.8%	4.3%	22.6%	17.5%
归母净利润	22.6%	19.6%	4.4%	22.6%	17.5%

资产负债表

财务年度截至12月31日 原始币种:百万元

	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
货币资金	13,455.5	16,957.7	20,577.7	24,741.6	30,442.5
应收票据及应收账款	2.5	41.5	23.8	27.8	32.2
预付款项	18.6	15.6	32.0	37.4	43.3
其他应收款合计	89.8	11.2	54.6	63.8	73.9
存货	1,802.8	2,099.9	2,110.5	2,466.1	2,856.1
固定资产	3,448.3	3,913.9	4,379.6	4,845.2	5,310.9
无形资产	138.4	385.3	632.2	879.2	1,126.1
商誉	15.1	30.6	30.6	30.6	30.6
资产总额	24,753.9	29,533.6	34,203.7	39,453.9	46,277.3
短期借款	19.6	92.6	101.1	101.1	101.1
应付票据及应付账款	1,298.5	1,414.7	2,537.2	2,964.6	3,433.5
其他应付款合计	1,216.7	1,239.1	2,296.5	2,683.4	3,107.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	8,156.2	9,367.6	13,749.3	15,362.8	17,132.5
归属于母公司股东权益合计	16,582.0	20,068.4	20,356.8	23,993.5	29,047.2
少数股东权益	15.8	97.6	97.6	97.6	97.6
股东权益合计	16,597.7	20,166.0	20,454.4	24,091.1	29,144.8
负债和股东权益合计	24,753.9	29,533.6	34,203.7	39,453.9	46,277.3

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务能力分析

财务年度截至12月31日 原始币种:百万元

	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
盈利能力					
毛利率	45.4%	42.2%	39.4%	41.1%	42.2%
营业利润率	32.2%	33.5%	32.3%	33.9%	34.4%
归母净利润率	27.0%	28.1%	27.1%	28.5%	28.9%
ROE	35.1%	34.9%	32.9%	36.8%	36.2%
ROA	23.9%	23.6%	21.0%	22.3%	22.5%
运营能力					
SG&A/收入	15.4%	10.7%	9.3%	9.2%	9.8%
实际税率	16.0%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
派息率	54.5%	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%
应收票据及应收账款周转天数	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
应付票据及应付账款周转天数	34.5	37.6	37.6	37.6	37.6
存货周转天数	27.7	31.2	31.2	31.2	31.2
财务状况					
资产负债率	32.9%	31.7%	40.2%	38.9%	37.0%
总资产/股本	149.1%	146.5%	167.2%	163.8%	158.8%

现金流量表

财务年度截至12月31日 原始币种:百万元

	2019 实际	2020 实际	2021 预测	2022 预测	2023 预测
净利润-现金流量表	5,356.2	6,409.0	6,691.2	8,204.9	9,643.5
固定资产折旧	472.6	565.2	649.2	733.2	817.1
无形资产摊销	5.3	8.7	18.1	26.0	33.9
财务费用	(293.6)	(394.6)	0.0	0.0	0.0
存货的减少	(599.4)	(257.6)	(10.6)	(355.6)	(390.0)
经营性应收项目的减少	15.8	19.4	17.7	(4.0)	(4.4)
经营性应付项目的增加	2,059.9	988.7	1,122.4	427.5	468.8
间接法-经营活动产生的现金流量	6,567.6	6,950.4	8,488.5	9,032.5	10,569.5
投资活动现金流入小计	11,571.6	7,695.3	7,695.3	7,695.3	7,695.3
投资活动现金流出小计	11,482.7	9,614.8	9,614.8	9,614.8	9,614.8
投资活动产生的现金流量净额	88.9	(1,919.6)	(1,919.6)	(1,919.6)	(1,919.6)
筹资活动现金流入小计	19.6	107.2	107.2	107.2	107.2
筹资活动现金流出小计	2,667.0	3,056.2	3,056.2	3,056.2	3,056.2
筹资活动产生的现金流量净额	(2,647.4)	(2,949.0)	(2,949.0)	(2,949.0)	(2,949.0)
现金及现金等价物净增加额	4,009.0	2,081.9	3,620.0	4,163.9	5,700.9
期初现金及现金等价物余额	9,425.8	13,434.8	15,516.7	19,136.7	23,300.6
期末现金及现金等价物余额	13,434.8	15,516.7	19,136.7	23,300.6	29,001.5

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。