

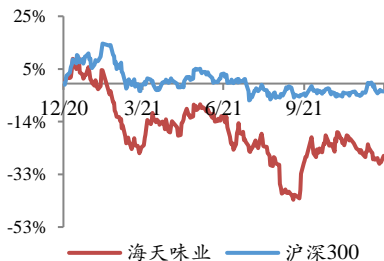
稳中求变添活力，与食俱进谱新篇

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2021-12-27

收盘价(元)	110.52
近12个月最高/最低(元)	164.39/86.32
总股本(百万股)	4,213
流通股本(百万股)	4,213
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	4,656
流通市值(亿元)	4,656

公司价格与沪深300走势比较



分析师: 王萌

执业证书号: S0010521020001

电话: 13919804701

邮箱: wangmeng@hazq.com

联系人: 陆鑫鑫

执业证书号: S0010120120022

电话: 13520271171

邮箱: lujx@hazq.com

相关报告

主要观点:

- **摘要:** 调味品零售渠道结构快速变迁, 餐饮需求迭代升级, 实质是消费者生活方式变化, 唯有“变”是真理。凭借前瞻性的敏捷组织能力, 海天在产品方面成功打造酱油超级单品, 构建调味品核心单品矩阵, 并通过快速试错方式在复调领域小步快跑; 渠道方面开展数字化改造, 积极拥抱 O2O 模式, 建立全渠道覆盖能力; 品牌方面从极致性价比定位出发, 通过高端化、多元化实现人群破圈, 持续渗透年轻人心智。疫情对业绩先扬后抑的影响逐步淡去, 需求回暖叠加成本压力缓解, 公司业绩增速有望恢复至 15% 中枢, 明年预测 PE 60 倍, 给予买入评级。

- **调味品行业空间广阔, 挑战与机遇并存**

调味品具备口味粘性和支出刚性, 消费需求日趋丰富多元, 在量价齐升背景下, 行业将保持平稳增长。餐饮、零售和食品工业三大渠道交叉渗透, 直播带货、社区团购等新业态冲击传统分销模式, 线上线下流量加速融合, 行业变局提供打开新局面的机会。分品类看, 酱油大水养大鱼, 头部企业快速扩张, 存量竞争格局中, 品牌焕新与产品升级成为趋势。调味品方便化、复合化潮流下, 蚝油、调味酱等加速横向延伸迭代, 食醋则垂直细分出烹饪、佐餐、保健、饮料等功能, 品质提升伴随消费频次增加, 市场有望较快扩容。

- **把握行业新风向, 提价落地助推增速回归**

(1) 秉承用户思维, 以终为始开展研发创新与智能制造投入, 实现从酱油到蚝油、调味酱等复合调味品的核心产品打造, 加码食醋、料酒业务, 试水新式复调, 推进全国化渗透。(2) 注重内容营销, 热门综艺冠名占领用户心智, 开发年轻客群消费潜力, 挖掘私域流量驱动复购增加。(3) 餐饮工业化催生定制调味品新风口, 公司具备风味研发积淀和渠道优势, 未来有望 BC 并举实现用户 LTV 的提升。(4) 提价释放进取的市场信号, 有助于激活渠道活力。明年需求大概率底部回升, 1Q22 渠道库存料见顶, 流通恢复良性, 公司将走出增长泥沼。

- **投资建议**

首次覆盖, 给予买入评级。我们预计 2021-2023 年公司营收 243.3、280.1、320.4 亿元, 同比增长 7%/15%/14%, 归母净利润为 65.33、77.69、88.81 亿元, 同比增长 2%/19%/14%, EPS 分别为 1.55/1.84/2.11, 对应 PE 分别为 71.26/59.92/52.42。今年的成本上行加速行业洗牌, 龙头率先受益, 盈利能力恢复也有助于估值抬升, 给予“买入”评级。

- **风险提示**

原料价格大幅上涨风险, 食品安全风险, 新品推广和新渠道拓展不及预期风险, 疫情反复带来的风险, 行业景气度下降风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	22792	24336	28087	32037
收入同比 (%)	15.1%	6.8%	15.4%	14.1%
归属母公司净利润	6403	6533	7769	8881
净利润同比 (%)	19.6%	2.0%	18.9%	14.3%
毛利率 (%)	42.2%	40.7%	41.8%	41.8%
ROE (%)	31.9%	26.7%	26.6%	25.6%
每股收益 (元)	1.98	1.55	1.84	2.11
P/E	131.94	71.26	59.92	52.42
P/B	42.10	19.01	15.95	13.43
EV/EBITDA	83.99	57.53	48.08	41.97

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

一、深耕调味品市场，龙头地位稳固	7
1.1 酱油引领，成长为全国化调味品龙头	7
1.2 公司业绩持续向好，成本控制能力领先	8
1.3 历经转制和产能扩张，企业文化历久弥新	10
1.4 公司股权结构稳定，员工持股实现利益绑定	11
二、调味品行业空间广阔，挑战与机遇并存	11
2.1 行业长期高景气，多渠道助力量价齐升	11
2.2 零售市场集中度低，线上渠道不断拓宽	14
2.3 酱油稳定增长，复调快速崛起，食醋整合提速	17
2.3.1 酱油步入成熟期，市场集中度稳步提升	17
2.3.2 复调潜力巨大，蚝油领衔增长	18
2.3.3 食醋行业亟待整合，价格竞争有望转向品质竞争	20
三、把握行业新风向，提价落地助推增速回归	22
3.1 核心产品稳定增长，中西部市场逐渐发力	22
3.2 零售拥抱新客群，餐饮孕育新动能	25
3.2.1 加强数字营销，目标全域增长	25
3.2.2 餐饮红利短期消退，积极发掘增量空间	28
3.3 提价落地改善渠道生态，有望走出增长低谷	31
3.4 公司重视人才储备，研发能力筑就技术壁垒	34
四、盈利预测与投资建议	35
4.1 盈利预测	35
4.2 盈利能力支撑高估值，未来有望稳中有升	37
4.3 投资建议	38
风险提示：	38
财务报表与盈利预测	39

图表目录

图表 1 公司产品矩阵	7
图表 2 酱油业务收入占公司总营收近 6 成 (2020 年)	7
图表 3 公司毛利额 60% 以上来源于酱油业务 (2020 年)	7
图表 4 公司分地区营收 (2020 年)	8
图表 5 公司分地区毛利额 (2020 年)	8
图表 6 酱油业务领跑分品牌毛利率 (2020 年)	8
图表 7 各地区毛利率均超过 40% (2020 年)	8
图表 8 公司近十年营收保持较快增长	9
图表 9 公司近十年归母净利润保持高速增长	9
图表 10 公司毛利率及净利率稳步提升	9
图表 11 公司费用率呈现下降趋势	9
图表 12 公司发展历程	10
图表 13 公司股权结构	11
图表 14 我国调味品产业链	12
图表 15 我国调味品餐饮渠道量占比接近 6 成	12
图表 16 我国调味品餐饮渠道量增速稳定 (除 2020 年)	12
图表 17 龟甲万酱油餐饮渠道占比提升	13
图表 18 我国调味品零售额较快增长	13
图表 19 我国调味品零售量价稳定增长	13
图表 20 近几年我国调味品消费价格指数高于粮食和食用油	14
图表 21 我国人均家庭支出持续增长 (除 2020 年)	14
图表 22 日本家庭调味品支出占消费支出的比例提高	14
图表 23 调味品零售市场集中度较低	15
图表 24 海天调味品零售市占率保持增长	15
图表 25 海天调味品零售额突破 100 亿元	15
图表 26 海天调味品零售额保持高速稳定增长	15
图表 27 我国调味品零售渠道以现代渠道为主	15
图表 28 我国调味品零售渠道结构保持稳定	15
图表 29 2021 年 H1 我国调味品超市渠道各品类零售额有所下降	16
图表 30 我国调味品传统包装规模 (百万单位)	16
图表 31 我国调味品新兴包装规模 (百万单位)	16
图表 32 酱油零售额占餐桌调味品近 8 成	17
图表 33 2020 年酱油零售额突破 800 亿元	17
图表 34 海天酱油产量占全国酱油产量近 4 成 (单位: 万吨)	17
图表 35 2010-2019 年龟甲万酱油市场份额	18
图表 36 日本家庭复合调味品消费支出持续增加	18
图表 37 我国复合调味品市场规模高速增长	19
图表 38 复合调味品对调味品行业销售总额的贡献度	19
图表 39 我国复合调味品五大品类市场份额稳定	19
图表 40 蚝油零售量增速远高于酱油	20
图表 41 蚝油零售价格保持稳定	20

图表 42 海天蚝油业务增速明显高于酱油	20
图表 43 海天酱油业务毛利率突破 50%	20
图表 44 我国食醋行业生产量与消费量相适应	21
图表 45 我国人均食醋消费量远低于日本和美国	21
图表 46 2019 年调味品百强企业食醋收入和产量较低	21
图表 47 2019 年调味品百强企业食醋价格低于酱油	21
图表 48 食醋行业作坊式小企业产量占比达 70%	22
图表 49 食醋前五大企业占调味品百强企业的比重较低	22
图表 50 海天酱油兼具规模优势和盈利能力	22
图表 51 海天蚝油 2020 年营收突破 40 亿元	22
图表 52 海天酱类营收稳定增长	23
图表 53 海天蚝油营收 2011-2020 年 CAGR 超过 20%	23
图表 54 海天主营业务毛利率高于同行业其他公司	23
图表 55 海天中西部市场营收占比明显提高	24
图表 56 海天西部市场营收增长率持续领跑	24
图表 57 中炬高新超 4 成营收来自南部市场	24
图表 58 千禾味业超 5 成营收来自西部市场	24
图表 59 海天各区域经销商数量	25
图表 60 海天各区域单经销商营收 (万元)	25
图表 61 海天主要在建工程进度	25
图表 62 2020 年海天消费者触及数位列第 4	26
图表 63 2020 年海天 CRP 在十大品牌中增长最快	26
图表 64 海天对八大策略人群的资产覆盖情况	26
图表 65 年轻客群对海天的品牌认知比较浅显	26
图表 66 海天美味馆小程序界面	27
图表 67 海天拌饭酱《奇葩说》限量版包装	27
图表 68 海天线上营收占比逐渐提高	27
图表 69 社区团购商业模式	28
图表 70 海天 60% 的销售收入来自餐饮渠道	28
图表 71 我国社零餐饮收入当月同比	28
图表 72 2020 年我国餐饮单店销售额大幅下滑 (万元)	29
图表 73 我国餐饮客单价增长缓慢 (元)	29
图表 74 调味品 B 端增值路线	30
图表 75 海天去年年底推出的 7 种“快捷方式”	30
图表 76 海天主产品吨价稳定 (元/吨)	31
图表 77 海天主产品产销率稳中有升	31
图表 78 原材料占采购成本近 5 成	31
图表 79 大豆和白砂糖是最主要的原材料	31
图表 80 海天原材料 2021 年以来价格同比增幅	32
图表 81 海天包装材料构成	32
图表 82 2021 年包装材料价格持续上涨	32
图表 83 调味品、发酵制品出厂价格指数 (上年同月=100)	33
图表 84 海天本次调价将影响下游渠道商和二三线调味品企业	33
图表 85 海天员工整体学历水平逐渐提高	34

图表 86 海天持续增加研发费用投入	34
图表 87 2020 年海天研发人员已超过 500 人	34
图表 88 海天申请专利数量领先同行业	35
图表 89 公司营收按业务拆分预测 (单位: 百万元)	35
图表 90 公司盈利能力预测	36
图表 91 海天季度平均市盈率与财务指标呈现较强相关性	37
图表 92 海天 ROE 远高于同行业其他公司	37
图表 93 海天销售净利率处于行业领先水平	37
图表 94 可比公司 PE、PEG	38

一、深耕调味品市场，龙头地位稳固

1.1 酱油引领，成长为全国化调味品龙头

以酱油为核心，打造多维度品牌矩阵。产品涵盖酱油、蚝油、酱、醋、料酒、调味汁、鸡精、鸡粉、腐乳、火锅底料等几大系列百余品种 400 多规格其中，酱油、蚝油和调味酱的产销量和市场份额均为子品类第一。

图表 1 公司产品矩阵

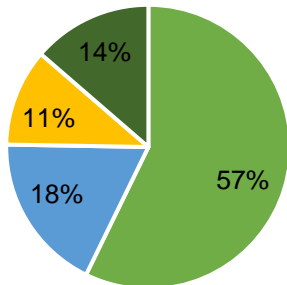
基础调味品	酱油	醋品	香油	料酒	味精	
产品图片						
复合调味品	蚝油	酱料	调味汁	腐乳&酱腌菜	鸡精鸡粉	火锅底料
产品图片						
其他产品	五谷	饮品	缤纷美味礼盒			
产品图片						

资料来源：公司官网，华安证券研究所

酱油业务贡献主要量利。酱油业务收入占公司 2020 年总营收 57%，蚝油和酱类分别占比 18%和 11%；酱油业务毛利额占公司总毛利高达 64%，蚝油和酱类分别占比 15%和 12%。从营收和毛利角度来看，酱油均是公司调味品业务的核心。

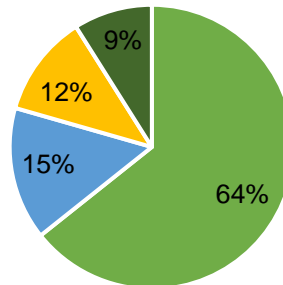
图表 2 酱油业务收入占公司总营收近 6 成（2020 年） 图表 3 公司毛利额 60%以上来源于酱油业务（2020 年）

■ 酱油 ■ 蚝油 ■ 酱类 ■ 其他业务



资料来源：公司公告，华安证券研究所

■ 酱油 ■ 蚝油 ■ 酱类 ■ 其他业务



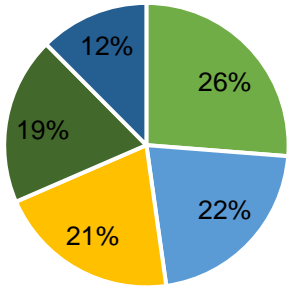
资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司营收分布广泛且均匀。海天在中国大陆的营收分布较为均匀，北部、中部、东部、南部、西部分别占公司 2020 年总营收 26%、22%、21%、19%、12%；毛

利额分布与营收分布情况相似，北部、中部、东部、南部、西部分别占比 26%、22%、21%、20%、11%。从整体上看，海天在中国大陆的业务覆盖情况比较理想，收入来源广泛且均匀，兼顾盈利能力和抗风险能力。

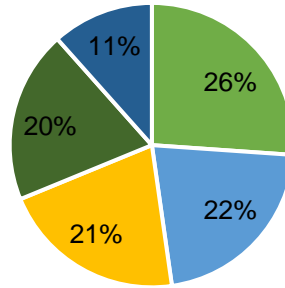
图表 4 公司分地区营收 (2020 年)

■ 北部 ■ 中部 ■ 东部 ■ 南部 ■ 西部



图表 5 公司分地区毛利额 (2020 年)

■ 北部 ■ 中部 ■ 东部 ■ 南部 ■ 西部

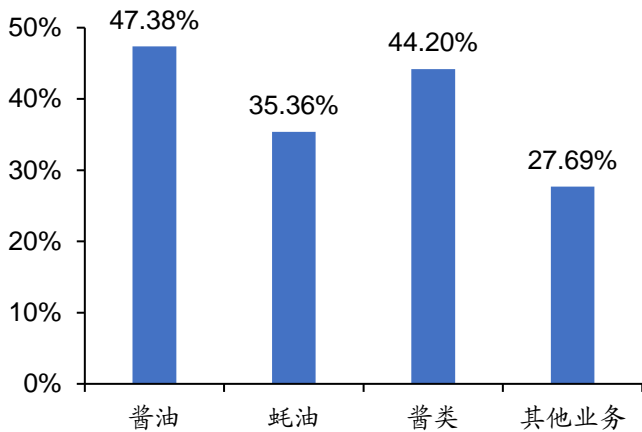


资料来源：公司公告，华安证券研究所

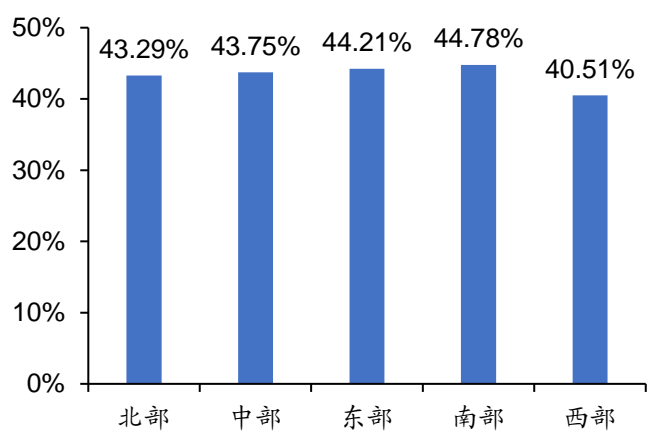
资料来源：公司公告，华安证券研究所

酱油业务领跑分产品毛利率，分地区毛利率差异较小。公司 2020 年酱油业务毛利率达到 47.38%，酱类和蚝油业务的毛利率分别为 44.20%和 35.36%，其他业务的毛利率为 27.69%。公司在中国大陆各地区的毛利率均超过 40%，北部、中部、东部、南部、西部的毛利率分别为 43.29%、43.75%、44.21%、44.78%、40.51%。公司不仅拥有毛利率较高的核心产品（酱油和酱类），并且在中国大陆各个地区都具备较强的盈利能力。

图表 6 酱油业务领跑分品牌毛利率 (2020 年)



图表 7 各地区毛利率均超过 40% (2020 年)



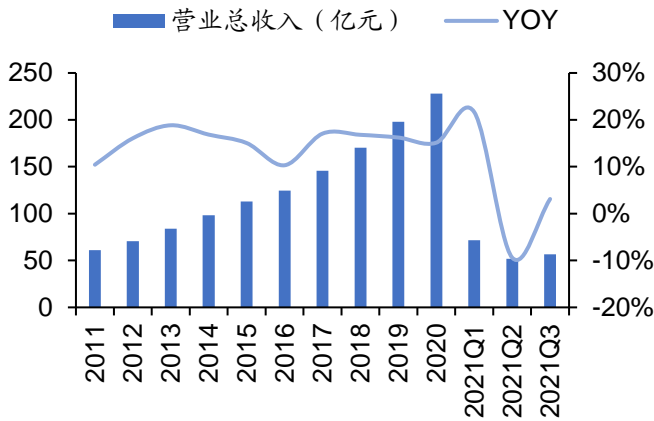
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

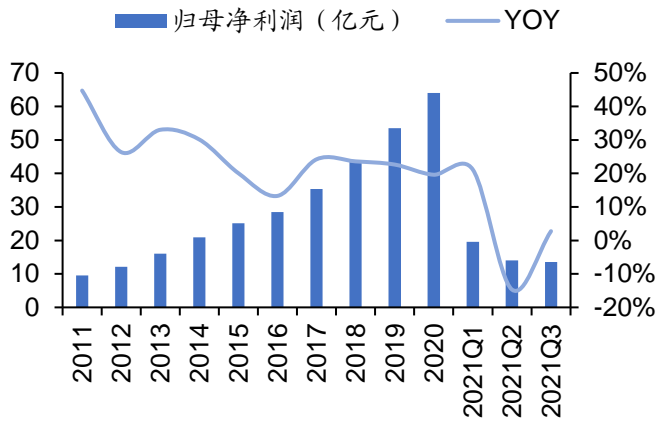
1.2 公司业绩持续向好，成本控制能力领先

得益于完善的供应链和强大的渠道能力，公司近十年营收和归母净利润稳定增长。公司于 2020 年实现营收 227.92 亿元，同比增长 15.13%，近十年营收增速均超过 10%，2011-2020 年营收 CAGR 为 15.79%。2020 年归母净利润为 64.03 亿元，同比增长 19.61%，2011-2020 年归母净利润 CAGR 高达 23.53%。

图表 8 公司近十年营收保持较快增长



图表 9 公司近十年归母净利润保持高速增长



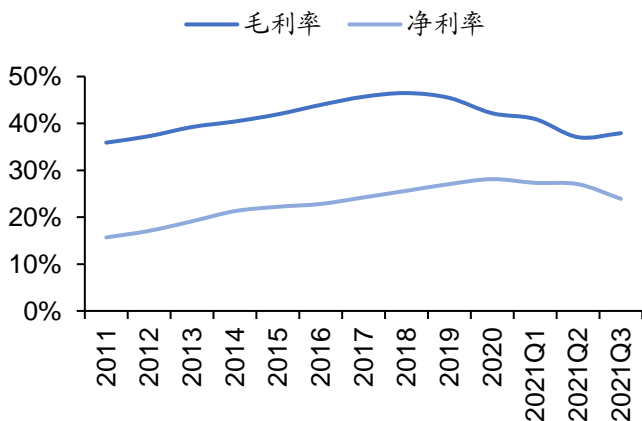
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

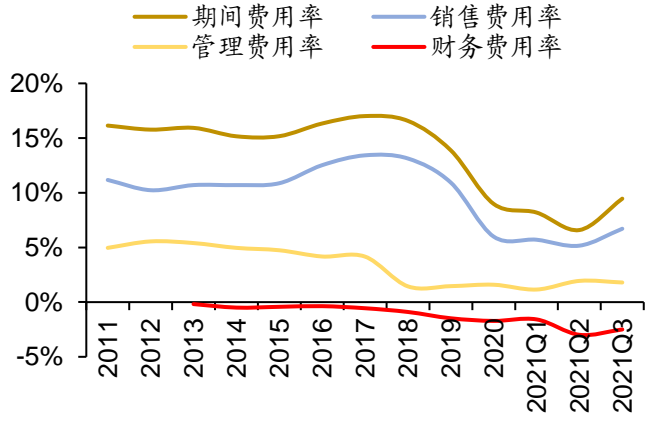
积极降本增效，毛利率和净利率稳步提升。公司对外加快新业务、新渠道、新品类的发展，对内强化精细化管理出效益，从采购、生产、技术等领域推动全方位降本增效。自 2014 年起，公司毛利率始终保持在 40% 以上，净利率均超过 20% 并逐年稳定增长。2021 年公司毛利率略微下滑，Q3 毛利率为 37.91%，同比下降 2.96%，主要原因是今年原材料价格明显上涨，并且根据新收入准则，2021 年 Q2 开始促销费不再计入费用而是冲减营业收入，Q3 净利率为 23.93%，同比增长 0.08%，扣非净利率 23.50%，同比增长 1.03%。

强化费用投入产出管理，费用率呈现下降趋势。海天积极优化费用投入结构，近几年期间费用率有所下降，公司 2020 年的期间费用率仅为 8.98%，同比下降 3.5%。销售费用率大幅下滑是期间费用率下降的主要原因，公司 2020 年销售费用率仅有 5.99%，同比下降 45.20%，主要原因是 2020 年 Q2 开始根据新收入准则将运费调整至营业成本。此外，从 2021 年 Q2 开始促销费不再计入费用而是冲减营业收入，公司 2021 年 Q3 销售费用率为 6.71%，同比下降 3.05%。公司致力于人才引进，虽然业务规模增长导致管理人员薪酬开支增加，但管理费用率仍保持在 1.5% 的较好水平。此外，公司通过强化资金管理，有效提升资金收益，财务费用贡献的利润逐渐增加。

图表 10 公司毛利率及净利率稳步提升



图表 11 公司费用率呈现下降趋势



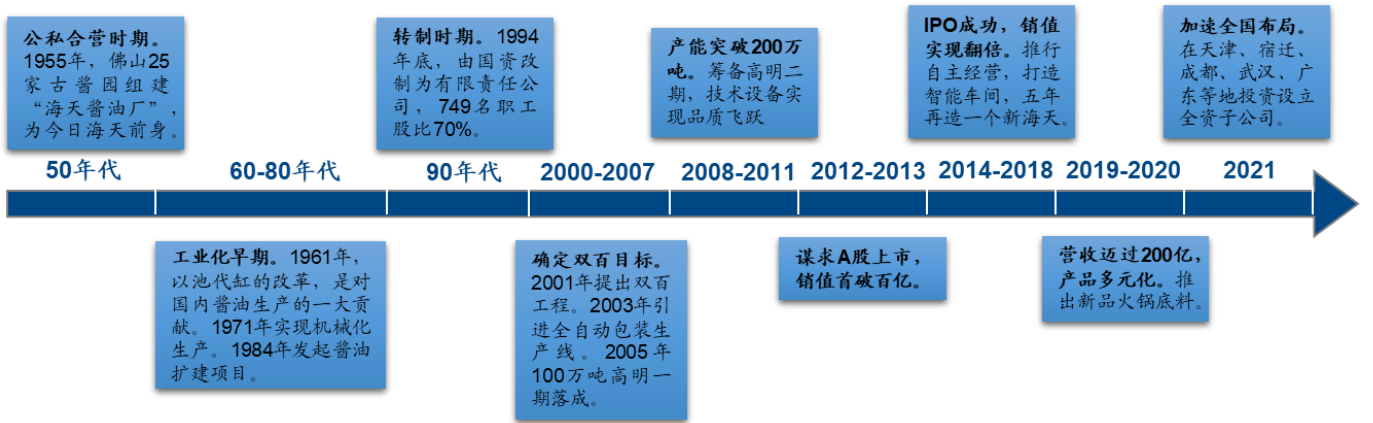
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 历经转制和产能扩张，企业文化历久弥新

海天历史悠久，源远流长，是我国商务部公布的首批“中华老字号”企业之一，前身为佛山 25 家实力卓著的古酱园于 1955 年组建的“海天酱油厂”。公司经历了 20 世纪 60 年代“以池代缸”、70 年代机械化改造、80 年代扩产、90 年代转制以及 2001 年提出“双百工程”后的腾飞。60 多年来，海天实现了由分散到集中，由区域到全国，由手工作坊到现代智造的跨越。

图表 12 公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

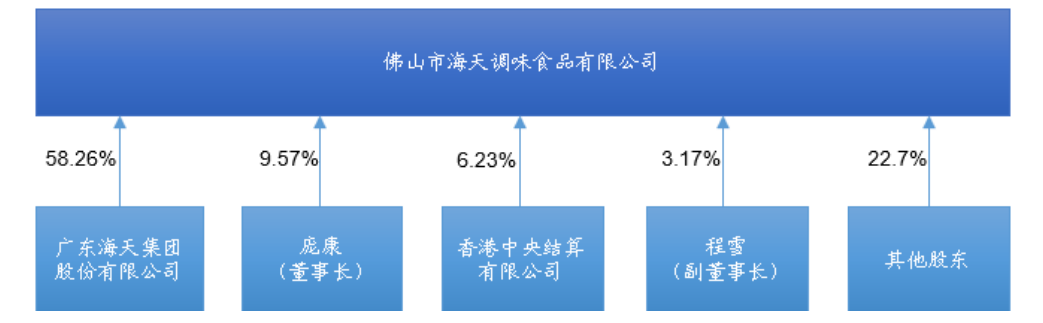
重视产能建设，数智化水平精进。于 2005 年建成超 100 万吨的海天高明生产基地一期工程，此后积极扩建生产基地，2013 年销值突破百亿，2014 年正式登陆上海证券交易所。公司致力于提升消费者使用体验，2016 年启动“海天精品”工程，2017 年推动产品包装优化升级。海天于 2018 年超额完成“五年再造一个海天”计划，营收达到 170.34 亿元，是 2013 年营收 84.02 元的 2.03 倍，并于同年加快了向技术型、信息化、规模化智能制造的转型升级，旨在能源低碳化的基础上提高生产效率、加快产品研发、提升产品品质，进一步加固“护城河”。2020 年推出了新品火锅底料海天火锅@ME，重现了世界各地经典火锅的地道口味，未来有望成为公司业绩的新增长点。海天于 2021 年 6 月 7 日发布公告，拟在宿迁、成都、武汉、广东等地投资设立全资子公司。

坚信众口能调，传扬美食文化。海天以安全、美味、高品质为核心理念，致力于建立完整系统的“中国味”产品体系，并持续推陈出新。海天味极鲜、海天金标生抽等多个单品年销值均在 10 亿以上，单品年销值与国内一个中型企业规模相当。海天致力于向全球传扬中国美食文化，其产品不但畅销于国内市场，还销往全球 60 多个国家与地区。此外，海天积极加强企业文化建设，促进企业博物馆“娅米的阳光城堡”与旅游、教育、文创、影视深度融合，接待游客超过 130 万人次，打出了“企业博物馆+工业旅游”的特色牌。

1.4 公司股权结构稳定，员工持股实现利益绑定

重视股权激励，高管及核心员工均有持股。截至 2021 年中报，海天集团为公司第一大股东，直接持股比例为 58.26%，董事长庞康和副董事长程雪分别持股 9.57%、3.17%，香港中央结算公司持股 6.23%，此外公司其他高管和核心员工均有持股，与公司利益高度绑定，总体来看近几年股本结构变化不大。公司于 2014 年实施首次限制性股票激励计划合计 658 万股，约占授予时公司股本总额的 0.44%，授予对象为管理层以外的核心技术、营销、生产、工程、管理等骨干人员 93 人，有利于激发员工的工作热情，提高员工的企业认同感和归属感。

图表 13 公司股权结构



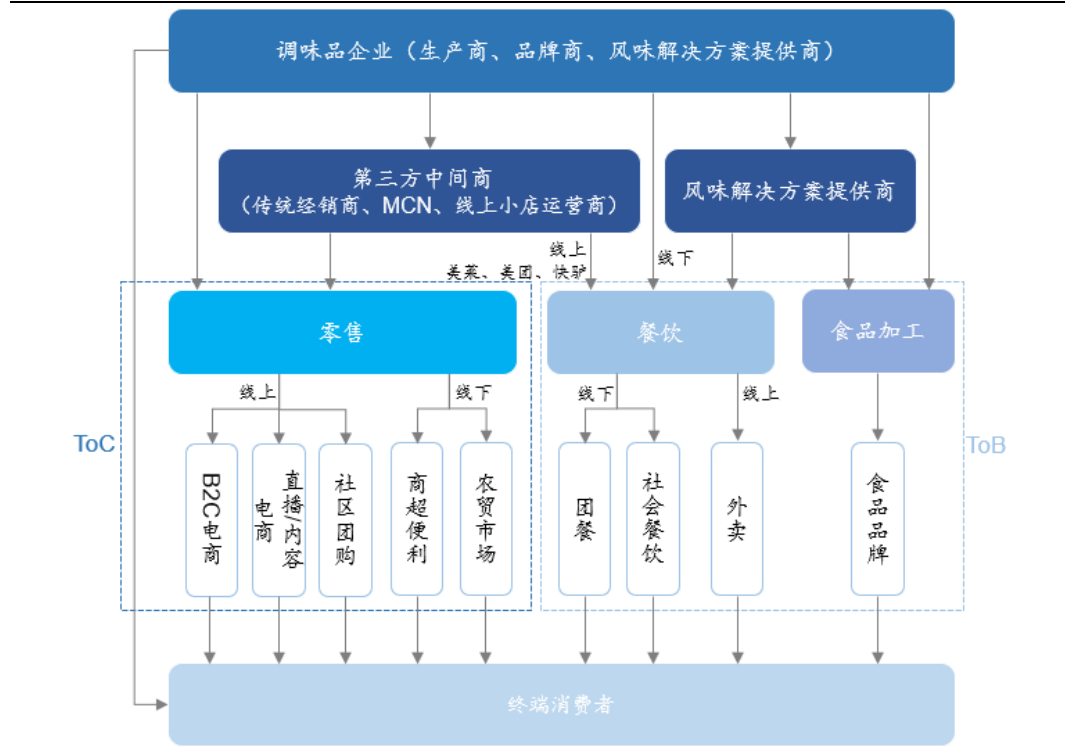
资料来源：公司公告，华安证券研究所

二、调味品行业空间广阔，挑战与机遇并存

2.1 行业长期高景气，多渠道助力量价齐升

调味品需求与渠道的多元化对企业既是挑战也是机遇。传统模式下，调味品生产企业在餐饮和零售渠道主要通过第三方中间商触达终端。随着消费者对食品风味的需求日渐丰富，专业餐饮与食品工业兴起，更为看重风味整体解决方案能力。另一方面，线上渠道扩容，调味品企业可直接获取公域私域流量，精准完成消费者画像，加速产品迭代升级。总之，调味品企业必须建立全渠道销售体系，打造风味整体解决方案能力，才能适应新消费形势。

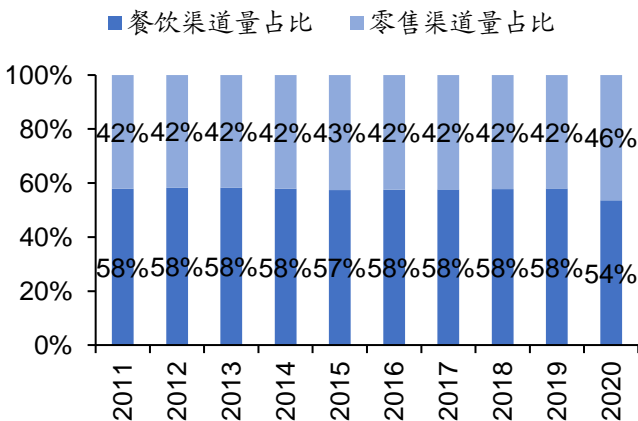
图表 14 我国调味品产业链



资料来源：中国调味品协会，华安证券研究所

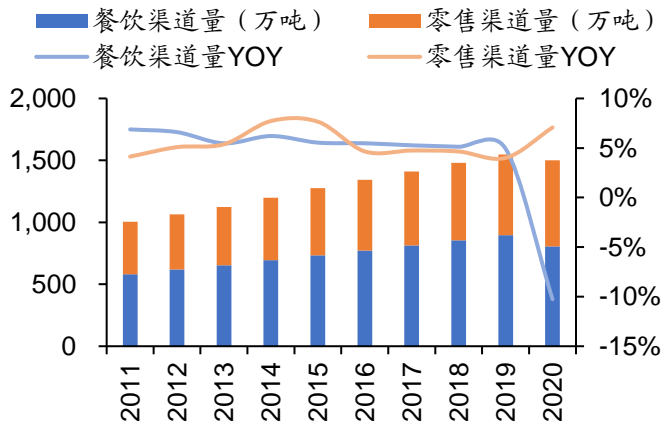
餐饮仍是我国调味品最主要的销售渠道。行业调研显示，调味品餐饮渠道占比为 50%，零售和食品加工渠道分别占比 30%和 20%。2019 年我国调味品餐饮渠道销量接近 900 万吨，2011-2019 年 CAGR 为 5.58%。2011 年至 2019 年调味品餐饮渠道量占比均达到 57%以上，餐饮渠道在我国调味品销售中有举足轻重的地位。2020 年我国餐饮业受到新冠疫情冲击，餐饮渠道占比由 2019 年的 58.02%下降至 53.66%。

图表 15 我国调味品餐饮渠道量占比接近 6 成



资料来源：欧睿，华安证券研究所

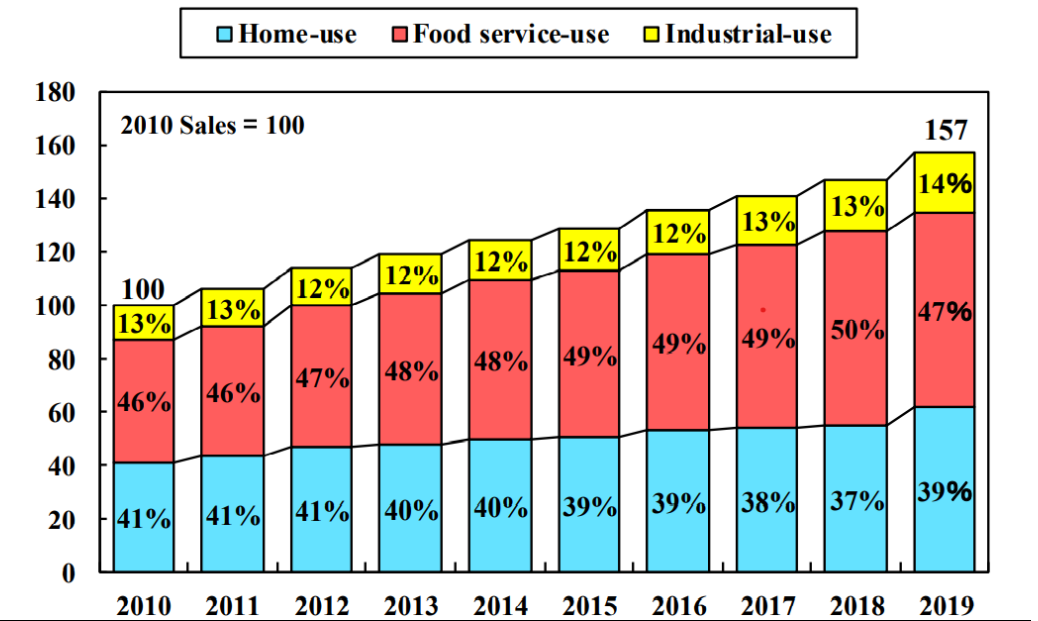
图表 16 我国调味品餐饮渠道量增速稳定 (除 2020 年)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

对标日本，我国调味品餐饮渠道将长期维持主体地位。从龟甲万酱油销售渠道构成来看，餐饮渠道占比始终保持在 47%以上。日本的调味品市场已步入成熟阶段，餐饮渠道占比仍稳中有升。

图表 17 龟甲万酱油餐饮渠道占比提升

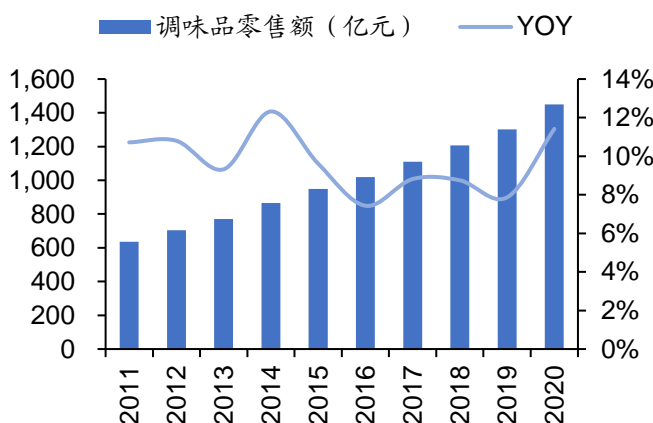


资料来源：龟甲万，华安证券研究所

近 10 年调味品零售额增速接近 10%，疫情期间逆势增长。近年来我国调味品零售额增长较快，2011-2020 年 CAGR 为 9.58%。2020 年调味品零售额超过 1,400 亿元，YOY 达到 11.41%，疫情期间逆势增长的主要原因是我国居民减少外出就餐次数，更多的人选择家庭烹饪，一定程度上促进了调味品家庭消费。

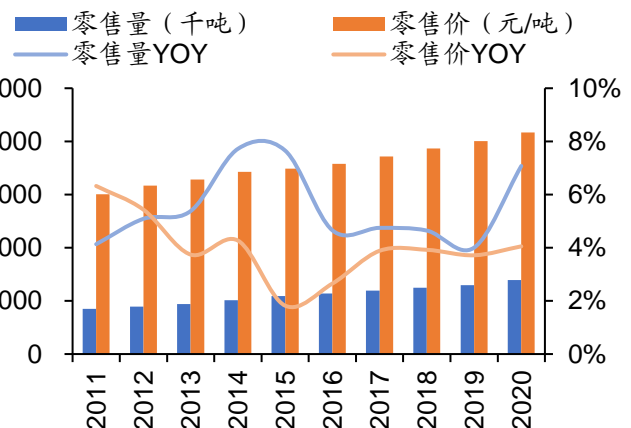
调味品零售量价保持稳定增长，价格因素重要性逐步上升。2020 年我国调味品零售量接近 700 万吨，2011-2020 年 CAGR 为 5.65%，零售价为每吨 20,853 元，2011-2020 年 CAGR 为 3.72%。总体来看零售量的增速多于终端价格增速，市场需求仍在增加，同时终端价格增长的贡献重要性逐步上升。

图表 18 我国调味品零售额较快增长



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 19 我国调味品零售量价稳定增长

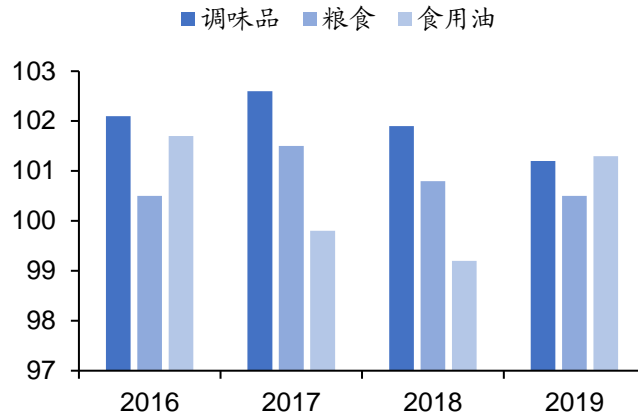


资料来源：欧睿，华安证券研究所

调味品消费价格指数高于其他厨房品类，更为受益于消费升级。近几年我国调味品消费价格指数明显高于粮食和食用油，说明消费能力的提高使得居民和餐厅更倾向于美味、健康的高品质调味品，因此调味品价格持续增长（消费价格指数保持

在 100 以上)。

图表 20 近几年我国调味品消费价格指数高于粮食和食用油

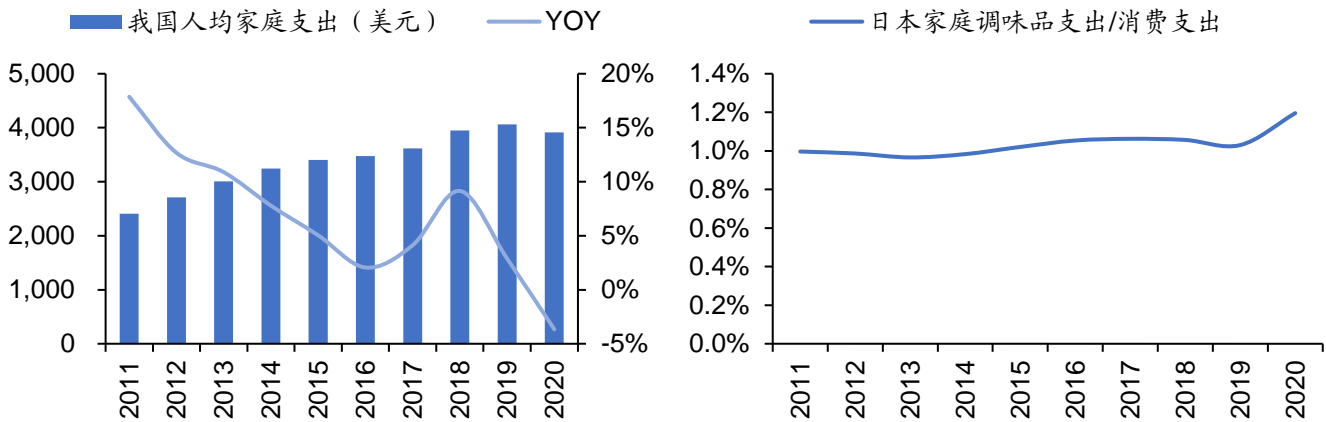


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

参考日本，我国家庭调味品支出金额有望不断提高。近十年日本家庭调味品占消费支出的比例均保持在 1%左右。而我国居民消费水平不断提高，2019 年人均家庭支出突破 4,000 美元。未来随着家庭支出大盘的增长，调味品支出金额将持续增加。

图表 21 我国人均家庭支出持续增长 (除 2020 年)

图表 22 日本家庭调味品支出占消费支出的比例提高



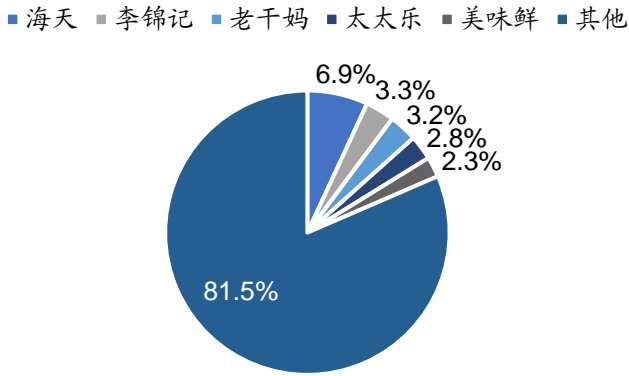
资料来源：CEIC，华安证券研究所

资料来源：日本统计局，华安证券研究所

2.2 零售市场集中度低，线上渠道不断拓宽

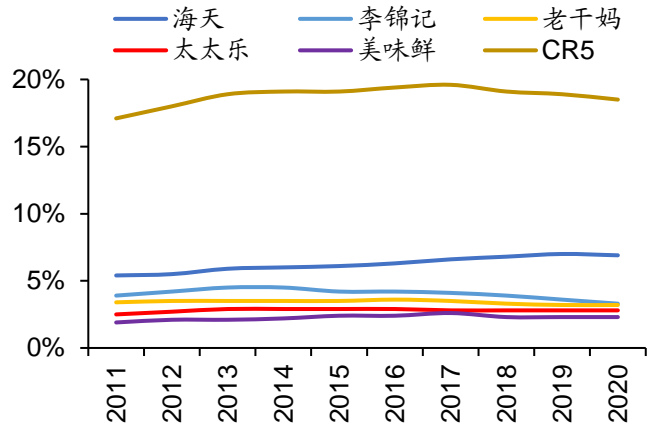
我国调味品零售市场集中度较低，龙头快速发展。我国目前调味品零售市场竞争格局比较松散，CR5 不足 20%，海天 2020 年的市占率接近 7%，零售额突破 100 亿元，2011-2020 年 CAGR 接近 13%，远高于行业内其他公司，龙头优势逐渐凸显，一超多强格局稳定，强者恒强，零售端集中度有望持续提升。

图表 23 调味品零售市场集中度较低



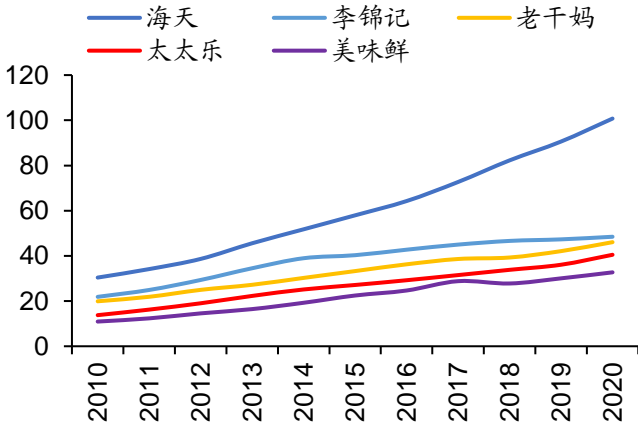
资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 24 海天调味品零售市占率保持增长



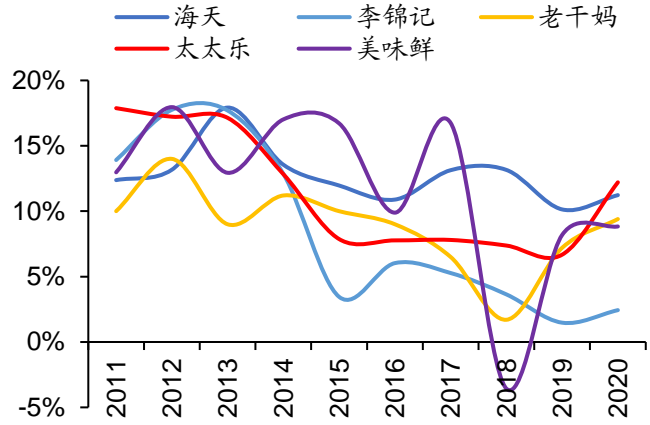
资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 25 海天调味品零售额突破 100 亿元



资料来源：欧睿，华安证券研究所

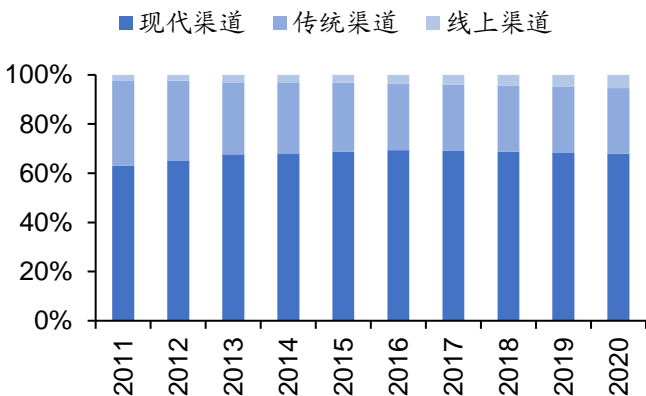
图表 26 海天调味品零售额保持高速稳定增长



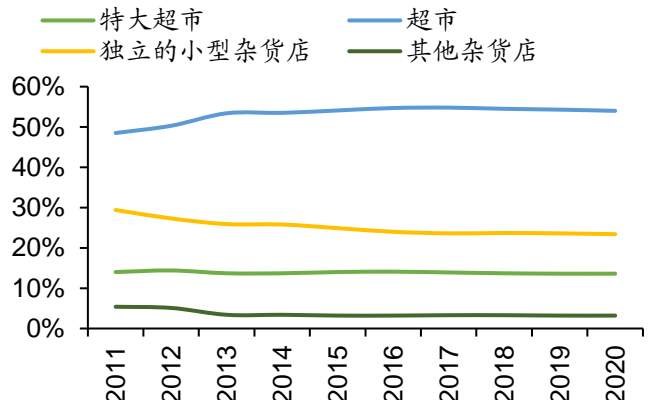
资料来源：欧睿，华安证券研究所

调味品零售以现代渠道为主但增长乏力，线上渠道增长风口已现。2015 年以前，现代渠道挤占传统渠道，现代渠道比例最高接近 70%。细分来看，超市、大卖场构成现代渠道主体。2015 年以后，现代渠道份额见顶增长乏力，线上渠道占比逐步增加至 2020 年的 5.4%，以各类 O2O 平台为代表的新零售的重要性料快速提升。

图表 27 我国调味品零售渠道以现代渠道为主



图表 28 我国调味品零售渠道结构保持稳定



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

高基数效应下, 1H21 调味品超市零售额同比下滑, 但与 2019 年相比变化不大。2020 年疫情期间不少居民囤积式采购调味品, 导致 2020 年超市调味品零售额基数高。1H21 超市调味品各品类零售额虽然同比大幅下降, 但相比 2019 年变化不大。份额排名前五的品类分别是酱油、调味酱、调味油、醋和火锅底料。

图表 29 2021 年 H1 我国调味品超市渠道各品类零售额有所下降

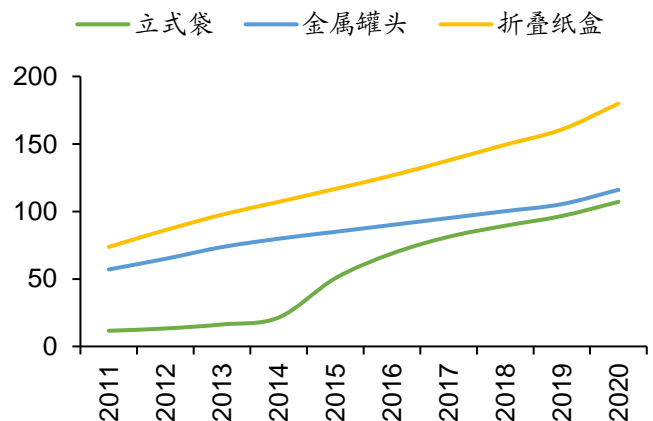
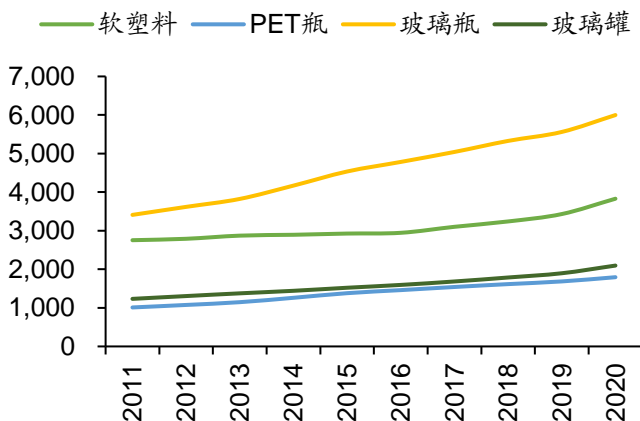


资料来源: 全国连锁店超市信息网, 华安证券研究所

玻璃容器是调味品主流包装材料, 为适应多元化消费场景及购买渠道, 轻质软性材料应用增加。调味品的传统包装以玻璃容器为主, 克重大, 物流成本较高。近年来, 调味品轻质软性包装规模加速增长, PET 瓶包装规模已经玻璃罐相近。而新兴包装主要包括立式袋、金属罐头、折叠纸盒等, 易携带易使用, 单份容量设定灵活, 有望拓宽调味品消费场景。

图表 30 我国调味品传统包装规模 (百万单位)

图表 31 我国调味品新兴包装规模 (百万单位)



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

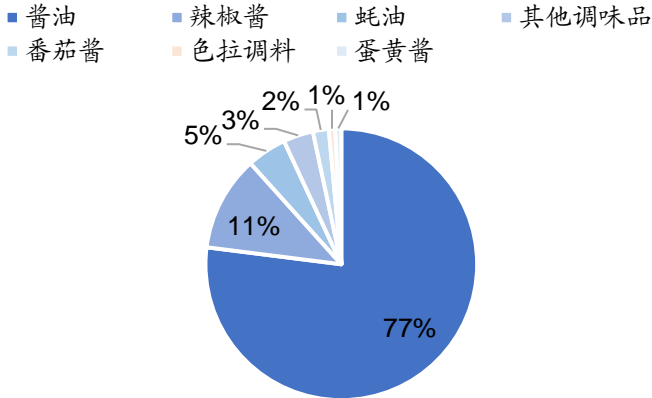
资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

2.3 酱油稳定增长，复调快速崛起，食醋整合提速

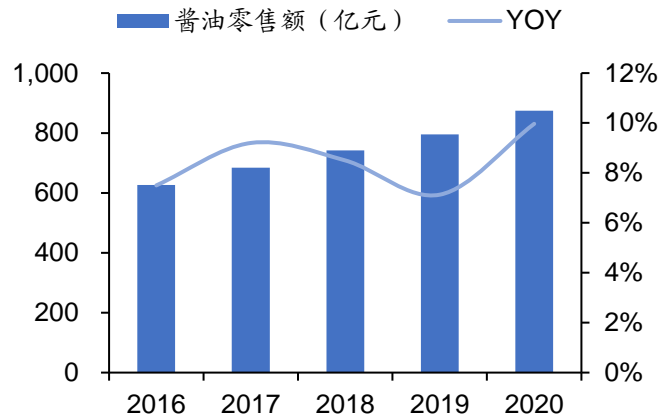
2.3.1 酱油步入成熟期，市场集中度稳步提升

酱油零售额领跑餐桌调味品。2020 年我国餐桌调味品中酱油零售额占比高达 77.00%，虽然相比 2015 年的 78.59% 稍有下降，但仍远高于其他餐桌调味品。酱油零售额于 2020 年突破 800 亿元且每年增速保持在 8% 左右，已经进入稳定增长期。

图表 32 酱油零售额占餐桌调味品近 8 成



图表 33 2020 年酱油零售额突破 800 亿元

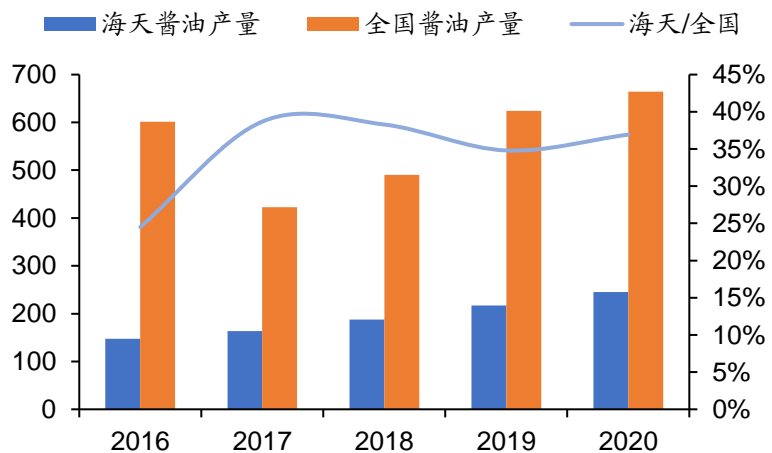


资料来源：欧睿，华安证券研究所

资料来源：欧睿，华安证券研究所

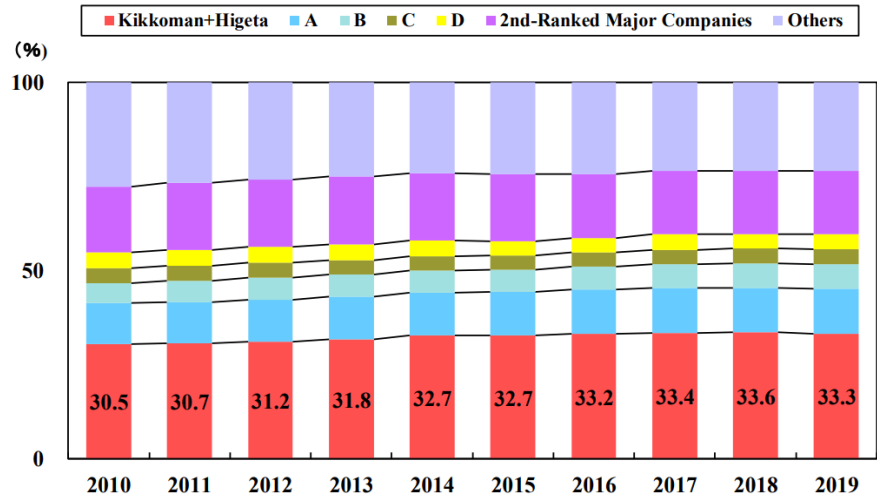
对比日本酱油市场竞争格局，海天在国内酱油的市占率或更高。海天酱油产量占统计局口径全国酱油产量的比重接近 40%，而龟甲万 + Higeta 日本国内市占率 33% 左右。国内酱油已进入成熟发展阶段，随着行业领先企业加大产能投放，地方品牌生存空间将进一步被压缩。

图表 34 海天酱油产量占全国酱油产量近 4 成 (单位：万吨)



资料来源：公司公告，国家统计局，华安证券研究所

图表 35 2010-2019 年龟甲万酱油市场份额

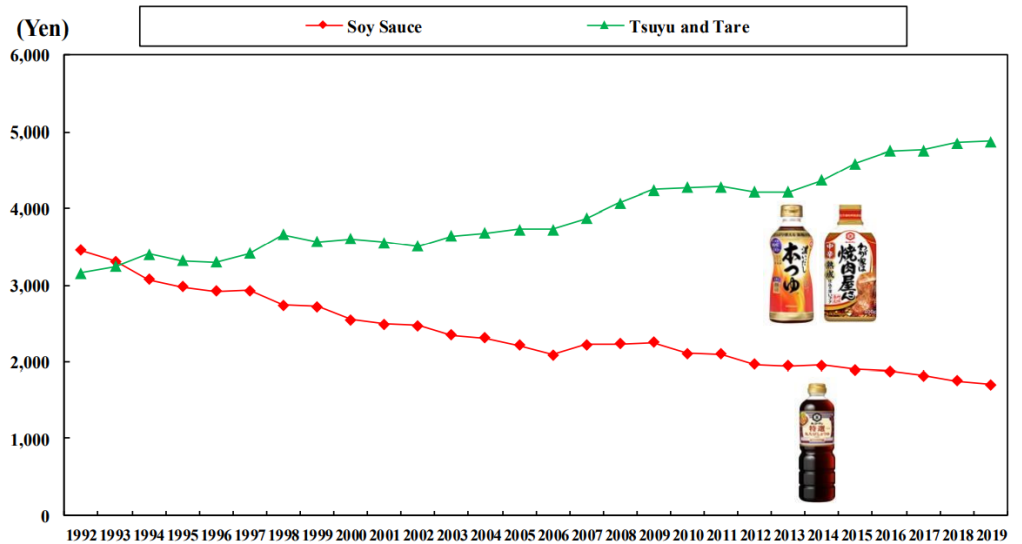


资料来源：龟甲万，华安证券研究所

2.3.2 复调潜力巨大，蚝油领衔增长

以酱油为基底的复合调味品受到日本家庭的青睐。日本家庭的调味品消费结构发生明显变化，酱油年家庭支出金额下降至不足 2,000 日元，而 Tsuyu 和 Tare 复合调味酱汁消费金额增至近 5,000 日元，复合调味品已经在日本成熟的调味品市场中展现出明显优势。

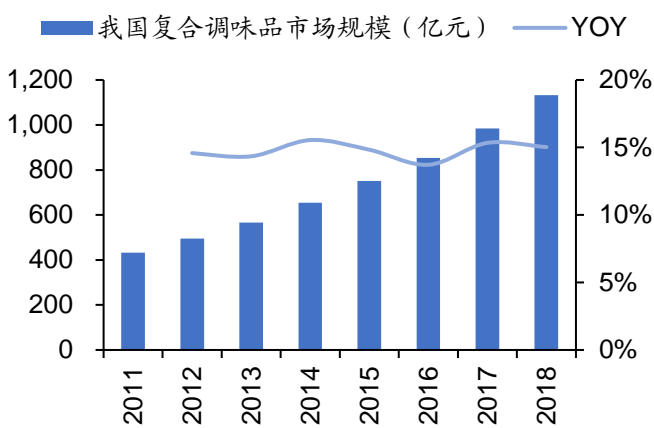
图表 36 日本家庭复合调味品消费支出持续增加



资料来源：龟甲万，华安证券研究所

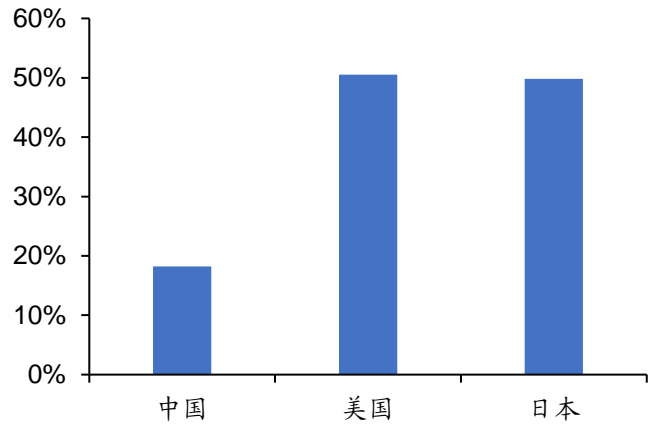
复合调味品市场快速崛起。2018 年我国复合调味品市场规模达到 1,133 亿元，2011-2018 年 CAGR 达到 14.77%。复合调味品能更好地适应消费者的口味要求，在特定的美食烹饪方面也更加专业，长期来看我国复合调味品市场成长潜力较大。我国复合调味品对调味品按行业销售总额的贡献度仅有 18.20%，在成熟的美国和日本调味品市场，复合调味品分别贡献调味品销售总额的 50.50%和 49.80%，因此我国复合调味品市场增长空间非常广阔。

图表 37 我国复合调味品市场规模高速增长



资料来源: 艾媒数据中心, 华安证券研究所

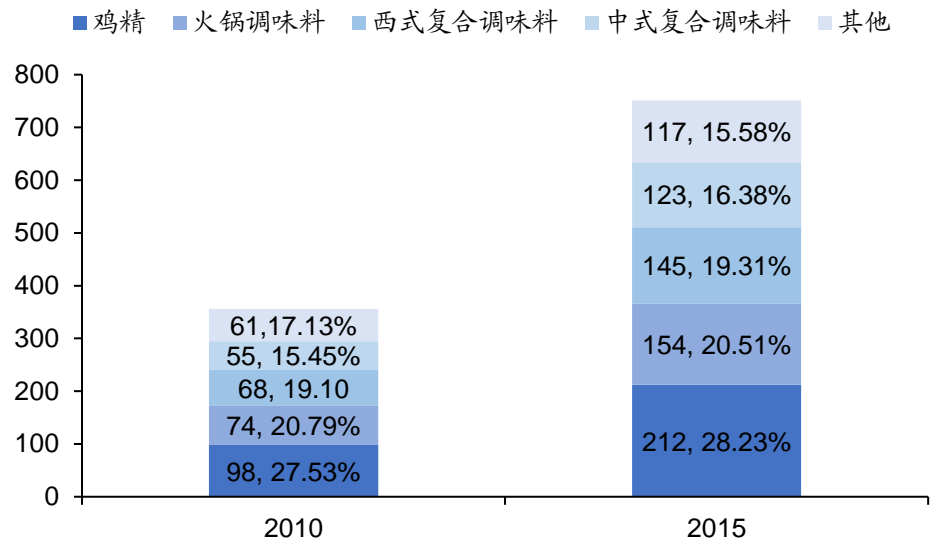
图表 38 复合调味品对调味品行业销售总额的贡献度



资料来源: 颐海国际招股书, 华安证券研究所

我国复合调味品五大品类市场份额稳定。鸡精是我国复合调味品五大品类中最成熟且份额最大的品类, 2015 年市场规模超过 200 亿元, 占复合调味品的份额为 28.23%。火锅调味料为第二大品类, 占复合调味品的份额超过 20%。我国复合调味品的竞争格局比较稳定, 五大品类市场份额变化不大。

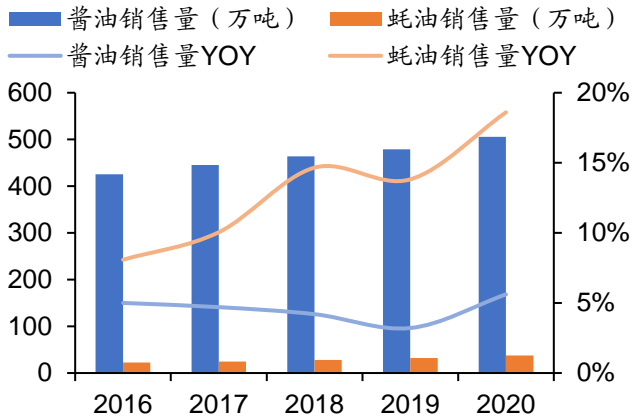
图表 39 我国复合调味品五大品类市场份额稳定



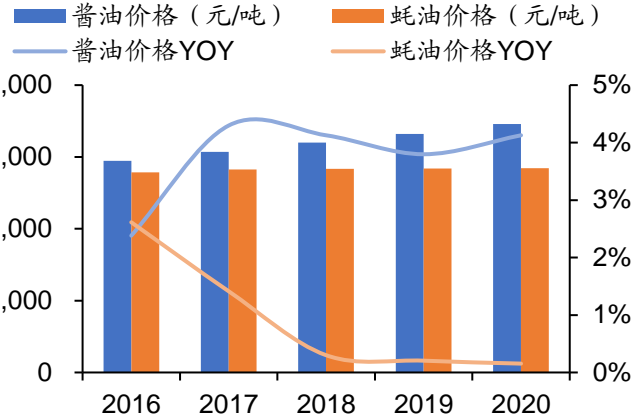
资料来源: 颐海国际招股书, 华安证券研究所

作为广式复调的代表, 蚝油量增多于价增, 零售额有望打开第二增长曲线。量方面, 虽然蚝油销量低于酱油, 但增速远高于酱油, 2016-2020 年 CAGR 高达 12.98%。价方面, 我国蚝油零售价为每吨 14,220 元, 在餐桌调味品中处于较低位置, 比酱油价格低 3,000 元以上, 且 2016-2020 年蚝油价格 CAGR 仅 0.93%, 酱油仅有 4.54%。考虑到蚝油市场需求量增长较快, 蚝油价格仍处于低位, 未来提价的可能性较大, 蚝油零售额有望打开第二增长曲线。

图表 40 蚝油零售量增速远高于酱油



图表 41 蚝油零售价格保持稳定

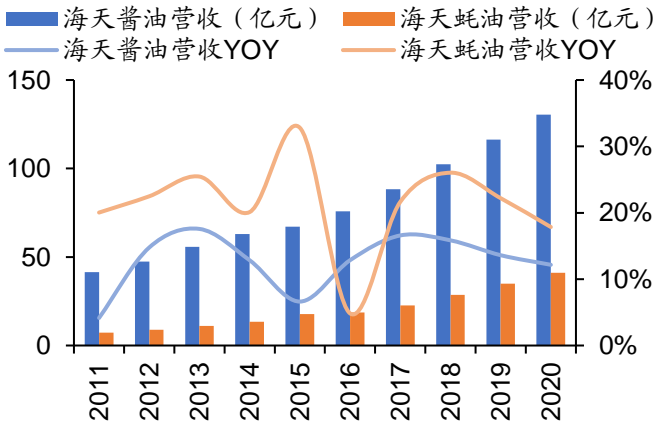


资料来源：欧睿，华安证券研究所

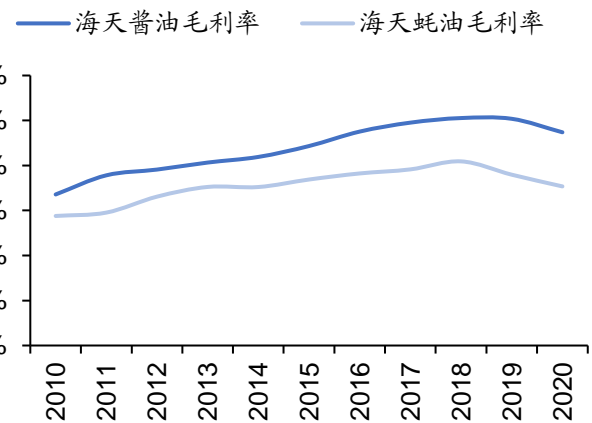
资料来源：欧睿，华安证券研究所

以海天为例，蚝油业务收入增速更快，酱油盈利能力更强。海天蚝油业务收入增速明显高于酱油，2011-2020年CAGR高达21.27%，但酱油业务盈利能力更强且优势持续扩大，2018年和2019年海天酱油业务毛利率均超过50%。酱油市场兼具市场规模和盈利能力，但蚝油市场的增长空间更大，看好量价齐升的潜力。

图表 42 海天蚝油业务增速明显高于酱油



图表 43 海天酱油业务毛利率突破 50%



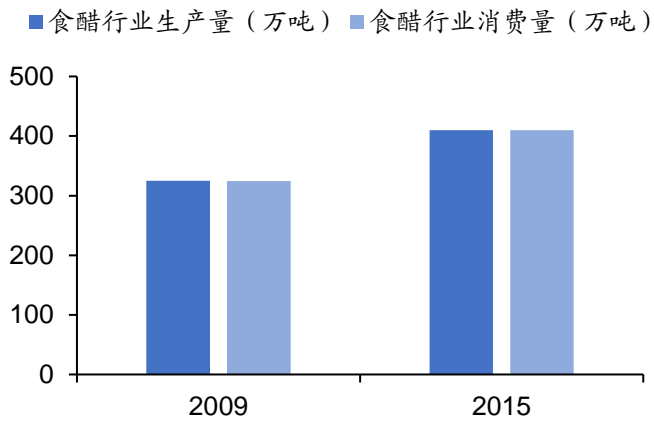
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3.3 食醋行业亟待整合，价格竞争有望转向品质竞争

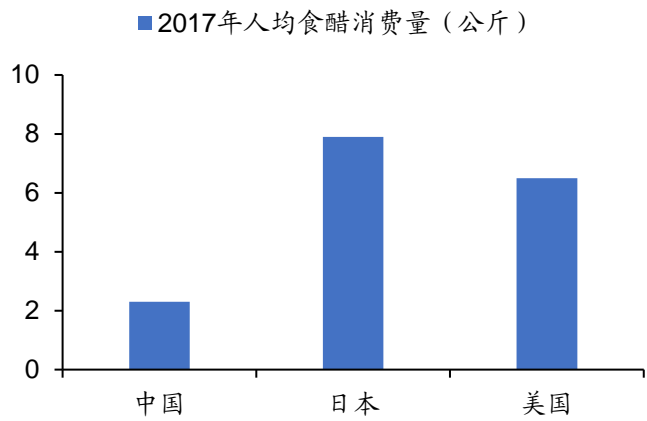
我国食醋行业空间广阔，人均食醋消费量远低于日本和美国。我国食醋行业自2006年起发展提速，2016年销售收入达到65.78亿元，十年复合增长率达12.37%。食醋生产量与消费量相适应，2009-2015年，食醋行业生产量和消费量由325万吨和324.4万吨分别增长至410万吨和409.7万吨，需求拉动产能较快增长。截至2017年，我国人均食醋消费量仅2.3公斤，与我国饮食习惯相近的日本达到7.9公斤，美国也有6.5公斤，我国人均食醋消费量具备较大的增长潜力。

图表 44 我国食醋行业生产量与消费量相适应



资料来源：中国调味品协会，华安证券研究所

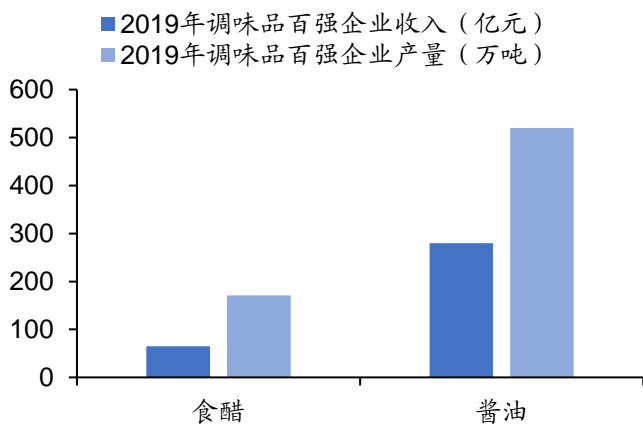
图表 45 我国人均食醋消费量远低于日本和美国



资料来源：中国调味品协会，华安证券研究所

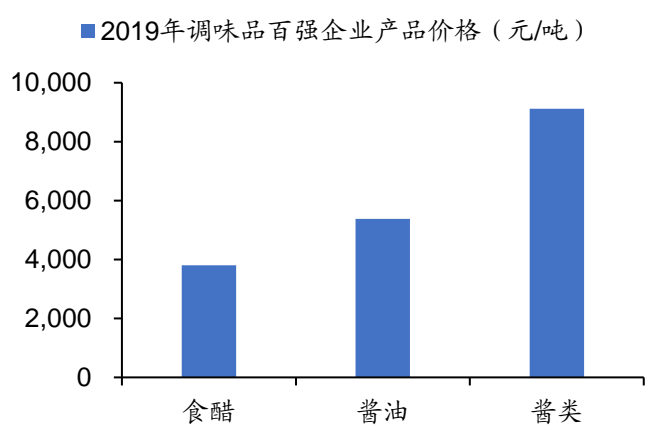
我国食醋行业集中度低，具备量价齐升潜力。参与 2019 年中国调味品著名品牌企业百强统计的食醋企业有 37 家，多于酱油 (33 家) 和酱类 (34 家)。仅从 2019 年调味品百强企业的经营情况来看，食醋收入仅有酱油的 23.21%，食醋产量仅有酱油的 33.88%，份额比较分散，行业集中度有待提高。价格方面，同样作为发酵调味品，食醋价格仅 3,801.17 元/吨，远低于酱油和酱类，我们判断食醋行业具备量价齐升的潜力。

图表 46 2019 年调味品百强企业食醋收入和产量较低



资料来源：中国调味品协会，华安证券研究所

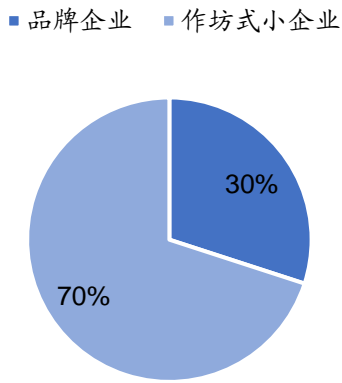
图表 47 2019 年调味品百强企业食醋价格低于酱油



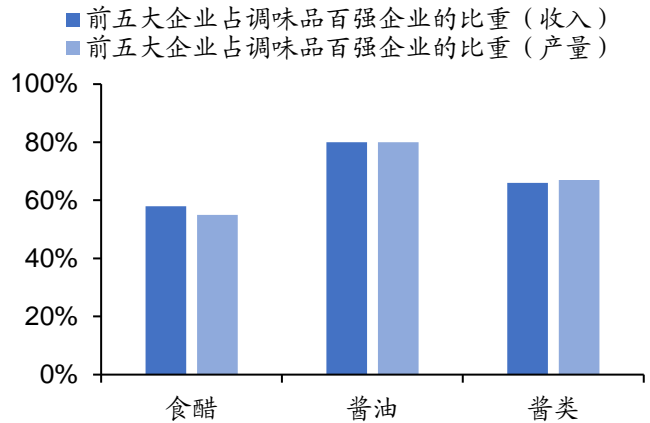
资料来源：中国调味品协会，华安证券研究所

我国食醋行业以作坊式小企业为主，前五大企业收入和产量占比较低。目前我国有超过 6,000 家食醋企业，但年均产量超过 10 万吨的仅有恒顺醋业、水塔醋业、紫林醋业 3 家，产量超过 5 万吨的也只有 7 家，作坊式小企业产量占比 70%，品牌企业产量仅占 30%。2019 年食醋行业前五大企业的食醋收入和产量占调味品百强企业食醋收入和产量的比重均落后于酱油和酱类，缺乏兼具渠道和品牌优势的全国性企业，参照酱油行业的发展过程，在消费升级的大背景下，产品品质是消费者购买调味品时重要的考虑因素，食醋行业竞争方式有望从价格竞争转向品质竞争，行业集中度提升是必然趋势，头部企业有望受益。

图表 48 食醋行业作坊式小企业产量占比达 70%



图表 49 食醋前五大企业占调味品百强企业的比重较低



资料来源：中国调味品协会，华安证券研究所

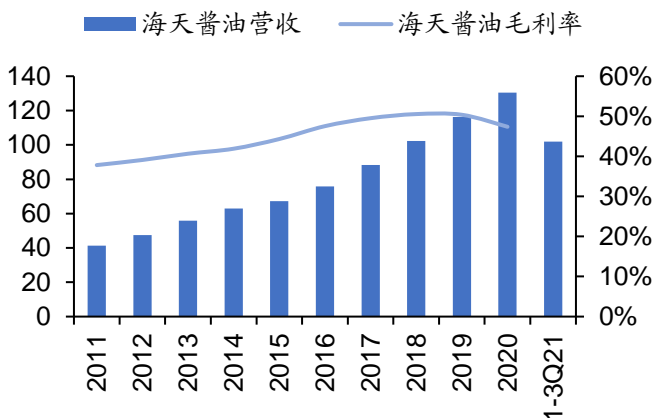
资料来源：中国调味品协会，华安证券研究所

三、把握行业新风向，提价落地助推增速回归

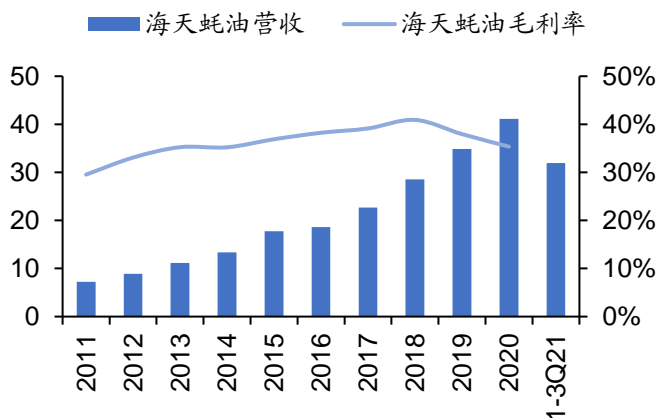
3.1 核心产品稳定增长，中西部市场逐渐发力

酱油营收和毛利率均高于其他业务，蚝油已成公司营收的重要增长点。近年来海天积极推进品类扩张，但酱油仍然是核心业务，兼具规模和盈利能力，酱油营收由 2011 年的 41.37 亿元增长至 2020 年的 130.43 亿元；海天蚝油 2011 年营收仅 7.25 亿元，2016 年营收已经超过酱类成为第二大业务，2020 年营收超过 40 亿元，2013-2020 年 CAGR 高达 21.27%，远高于酱油和酱类。海天三大品类毛利率均呈现稳定增长趋势，其中酱油盈利能力最强，毛利率于 2018 年和 2019 年两度超过 50%。

图表 50 海天酱油兼具规模优势和盈利能力



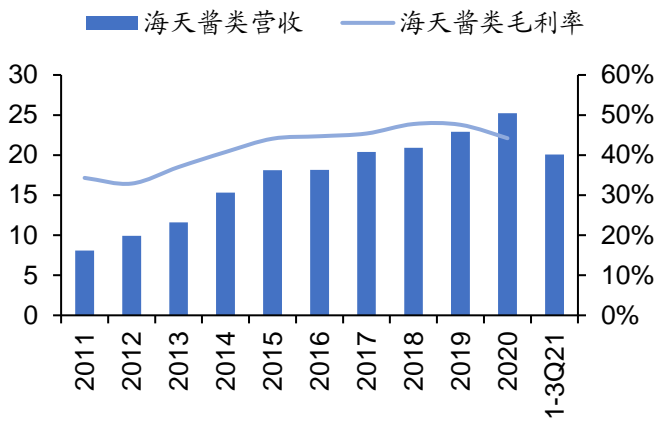
图表 51 海天蚝油 2020 年营收突破 40 亿元



资料来源：公司公告，华安证券研究所

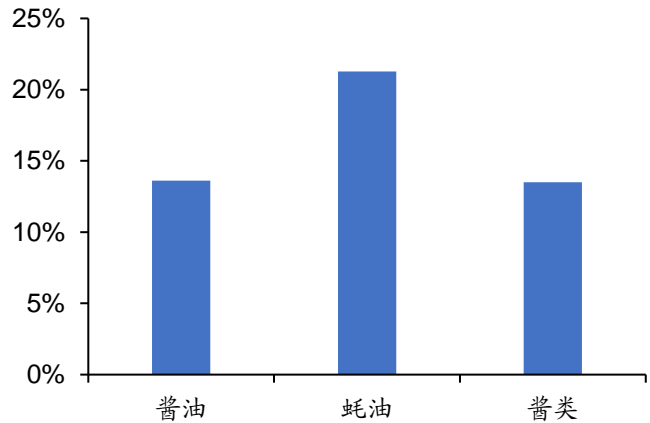
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 52 海天酱类营收稳定增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

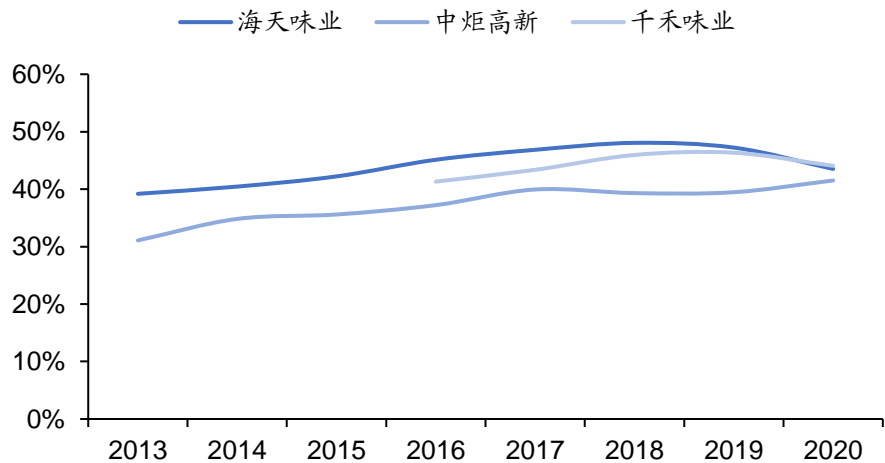
图表 53 海天蚝油营收 2011-2020 年 CAGR 超过 20%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

海天主营业务盈利能力领跑调味品行业。海天自 2014 年上市后主营业务毛利率始终维持在 40% 以上，2018 年和 2019 年主营业务毛利率接近 50%。除 2020 年外，海天主营业务毛利率均高于中炬高新和千禾味业，龙头优势有望进一步巩固。

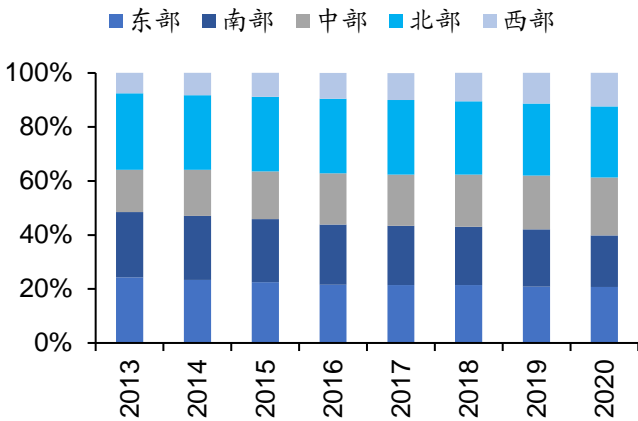
图表 54 海天主营业务毛利率高于同行业其他公司



资料来源：公司公告，华安证券研究所

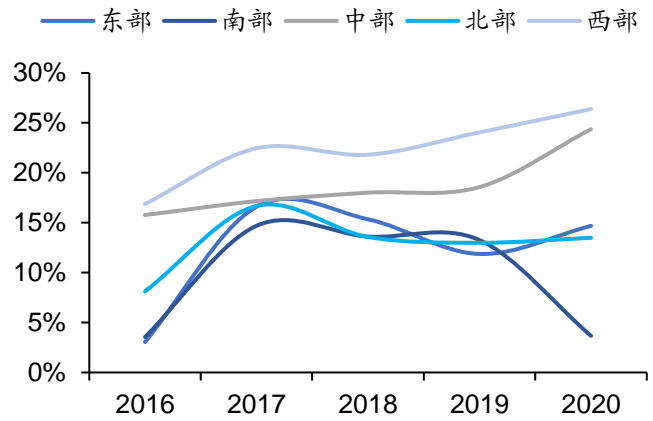
中部和西部市场营收占比持续提高。2013 年时海天的中部和西部市场营收占比仅有 7.58% 和 15.64%，而东部、南部、北部市场营收占比均达到 24% 以上，近年来公司持续发力中西部市场，2020 年中部市场营收占比 (21.52%) 已经超过了东部和南部市场，东部、南部、北部的市场营收占比均有所下滑。增速方面，2016-2020 年公司西部市场营收 CAGR 高达 23.67%，中部市场也达到 19.50%，明显高于其他三个区域。

图表 55 海天中西部市场营收占比明显提高



资料来源：公司公告，华安证券研究所

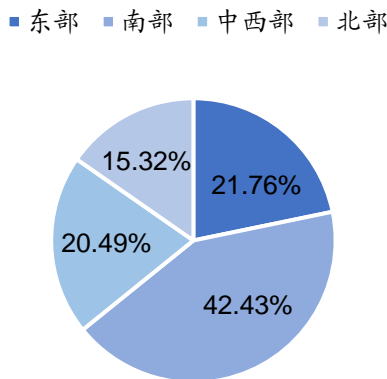
图表 56 海天西部市场营收增长率持续领跑



资料来源：公司公告，华安证券研究所

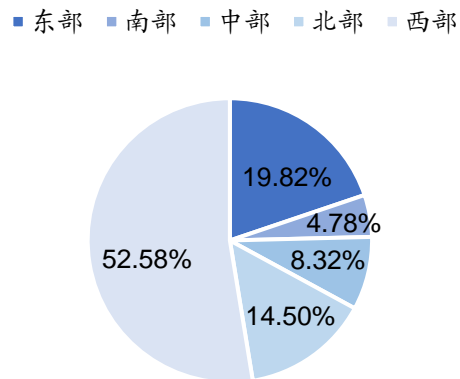
海天对全国市场的覆盖能力领先同行业其他公司。从 2020 年的情况来看，海天营收在全国各区域的分布比较均衡，营收最少的西部市场占比也达到 12.45%，北部市场营收占比为 26.24%，其他区域都在 20% 左右。中炬高新 42.43% 的营收来自以广东、海南为主的南部市场，中部和西部市场加起来仅占比 20.49%。千禾味业有超过 5 成的收入来自西部市场，南部和中部市场营收占比仅有 4.78% 和 8.32%。与同行业其他公司相比，海天对全国市场的覆盖能力更强，成长潜力更大。

图表 57 中炬高新超 4 成营收来自南部市场



资料来源：公司公告，华安证券研究所

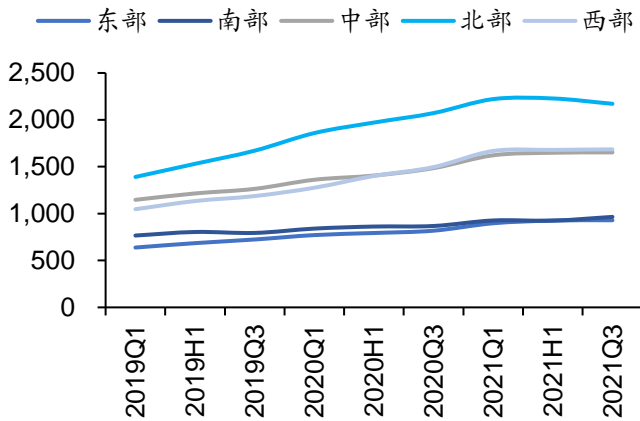
图表 58 千禾味业超 5 成营收来自西部市场



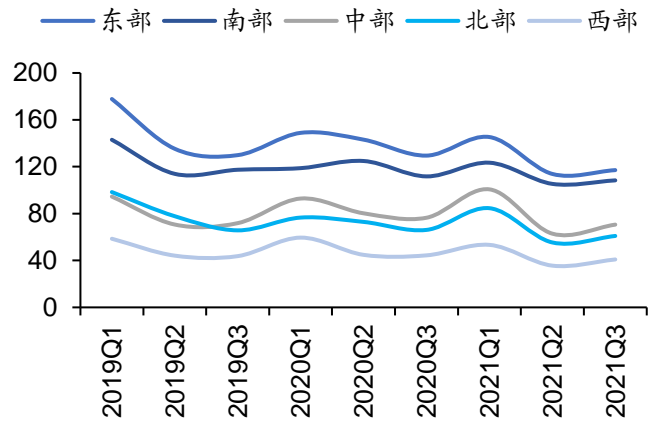
资料来源：公司公告，华安证券研究所

东部和南部市场较为成熟，北部经销商体量有待提升。截至 2021 年三季度，海天东部和南部的经销商仅有 929 家和 965 家，但贡献了近 4 成营收，经销商规模较大，经营效率较高。北部市场虽然贡献最多营收，但经销商数量 2,171 家，单家体量偏小。海天的西部市场处于培育阶段，单家经销商贡献还有较大提升空间。

图表 59 海天各区域经销商数量



图表 60 海天各区域单经销商营收 (万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

产能扩张加速, 仓储基地覆盖全国。截至 2020 年, 海天产能利用率达 95% 左右, 公司在全国主要物流枢纽城市建立仓储基地, 实现产品由生产基地通过干线运输到仓储基地, 形成集生产、仓储、配送于一体的物流体系, 快速响应市场需求。公司以佛山高明生产基地为核心, 已陆续开展调味品产能扩建二期和三期项目。近期加快江苏产能扩建项目及其配套项目的建设, 截至 2021 年 H1 江苏产能扩建项目完成度已经达到 74.30%, 此外公司也已经开始南宁生产基地的建设, 建设规模为年产 95 万吨调味品, 其中包含酱油 50 万吨/年, 蚝油 25 万吨/年, 酱 15 万吨/年, 醋 5 万吨/年。

图表 61 海天主要在建工程进度

项目名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
高明海天酱油扩建工程	72.24%	70.18%	67.72%	79.84%	83.34%	83.63%
高明海天酿造设备升级工程	56.47%	56.83%	76.3%	78.40%	87.28%	
高明海天酱油工艺优化工程	66.92%	77.72%	75.99%	77.75%	82.53%	82.56%
高明海天调味品产能扩建项目				41.96%	68.66%	77.97%
高明海天调味品产能扩建二期项目					33.30%	59.35%
高明海天调味品产能扩建三期项目						15.18%
高明海天酱油扩建二期工程						25.89%
江苏海天调味品产能扩建项目				65.78%	72.56%	74.30%
江苏海天调味品产能配套项目				35.11%	92.02%	94.38%
南宁海天一期项目						1.62%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.2 零售拥抱新客群, 餐饮孕育新动能

3.2.1 加强数字营销, 目标全域增长

海天在快消品中消费者触及数位列第四，且保持近 10% 增速。凯度消费者指数发布的《2021 年亚洲市场品牌足迹》显示，2020 年海天消费者触及数为 6.21 亿，在我国消费者十大首选品牌榜单中位列第 4，渗透率达到 79.4%；在消费者十大首选品牌榜单中，海天消费者触及数增长最快（9.7%）。海天是十大首选品牌榜单中唯一的调味品企业，其在调味品行业中具备其他企业无法比拟的品牌影响力。

图表 62 2020 年海天消费者触及数位列第 4

图表 63 2020 年海天 CRP 在十大品牌中增长最快

排名	品牌	消费者触及数(百万)	渗透率%	排名	品牌	消费者触及数(百万)	增长%
1	伊利	1,273.3	92.2	16	可口可乐	269.9	14.9
2	蒙牛	1,098.8	90.1	29	洁柔	197.7	14.8
3	康师傅	841.0	84.3	37	厨邦	148.4	13.0
4	海天	620.9	79.4	4	海天	620.9	9.7
5	双汇	467.7	64.9	44	金锣	136.2	9.6
6	旺旺	416.2	65.0	35	百事可乐	154.1	8.8
7	心相印	383.3	60.9	5	双汇	467.7	8.6
8	农夫山泉	376.9	62.5	49	盼盼	123.8	8.3
9	统一	355.1	59.3	13	乐事	290.1	8.1
10	光明乳业	353.8	37.8	39	今麦郎	143.3	7.1

资料来源：《2021 年亚洲市场品牌足迹》，华安证券研究所

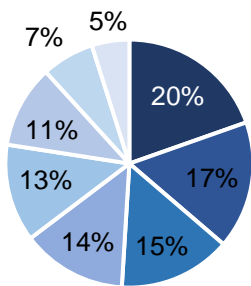
资料来源：《2021 年亚洲市场品牌足迹》，华安证券研究所

海天对年轻客群的渗透率有待提高。从天猫线上消费者统计来看，海天的核心客群是精致妈妈和都市蓝领，对年轻客群的渗透率较低，Z 世代和小镇青年仅占比 5% 和 7%。此外超过 70% 的年轻客群对海天的品牌认知仅停留在“发现”阶段，Z 世代客群中仅有 20% 的人对海天的品牌认知上升到“探寻”和“热爱”阶段，小镇青年和新锐白领客群对海天达到“热爱”阶段仅有 6% 和 7%。

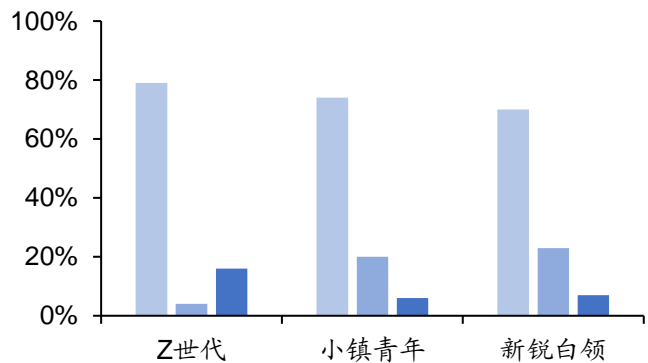
图表 64 海天对八大策略人群的资产覆盖情况

图表 65 年轻客群对海天的品牌认知比较浅显

■ 精致妈妈 ■ 都市蓝领 ■ 新锐白领 ■ 小镇中年
■ 资深白领 ■ 都市银发 ■ 小镇青年 ■ Z 世代



■ 发现 ■ 探寻 ■ 热爱



资料来源：BCG 与天猫联合研究，华安证券研究所

资料来源：BCG 与天猫联合研究，华安证券研究所

全国性广告投放深化年轻客群的品牌认知，私域客户运营增强粘性和转化。公司利用资源投入优势，一方面通过冠名娱乐节目触达年轻客群，进一步强化品牌认知。例如为拌饭酱（新品）推出了《奇葩说》限量版包装，利用节目金句为新品增色，激发年轻客群的消费兴趣。另一方面，公司在公众号外，还推出海天美味馆小程序，集成线上购买、新品发布、烹饪知识与菜谱交流等功能，通过礼券拉新、产

品推介、美食分享等方式创造与用户直接对话机会，进而获取一手消费信息，增强用户粘性。

图表 66 海天美味馆小程序界面



资料来源：公司官微，华安证券研究所

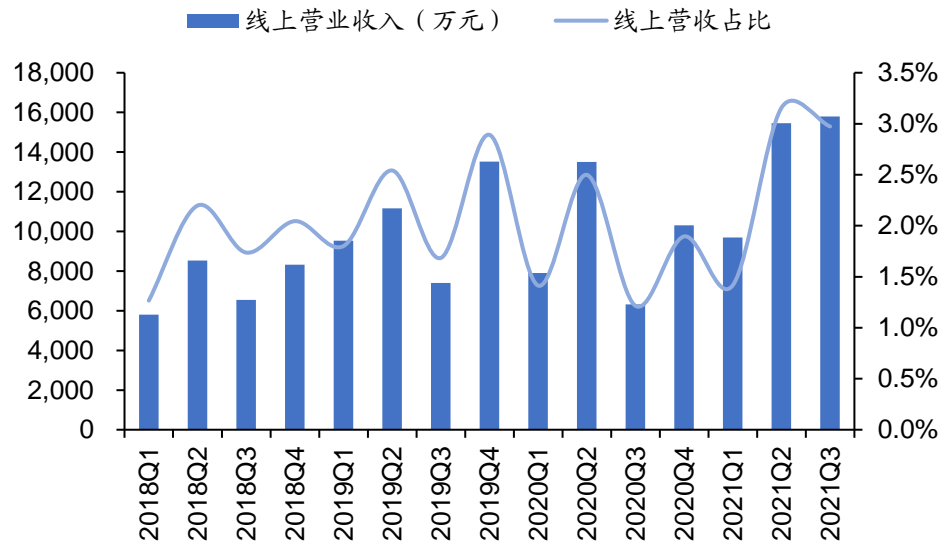
图表 67 海天拌饭酱《奇葩说》限量版包装



资料来源：华安证券研究所整理

线上营收随季节波动，占比逐渐提高。近几年海天线上营收占比明显提高，2021年 Q2 线上营收占总营收的比重达到 3.16%。海天 Q2 和 Q4 的线上营收占比更高，呈现较明显的季节性趋势，除 2020 年受到疫情影响之外，其他年度的各季度线上营收占比均高于前一年，2021 年 Q3 和 Q4 线上营收均超过 1.5 亿元，线上业务对公司业绩的重要性逐渐体现。但整体上看海天线上营收占比仍然较低，公司正在积极提高年群客群的渗透率，线上业务未来有较大的增长空间。

图表 68 海天线上营收占比逐渐提高

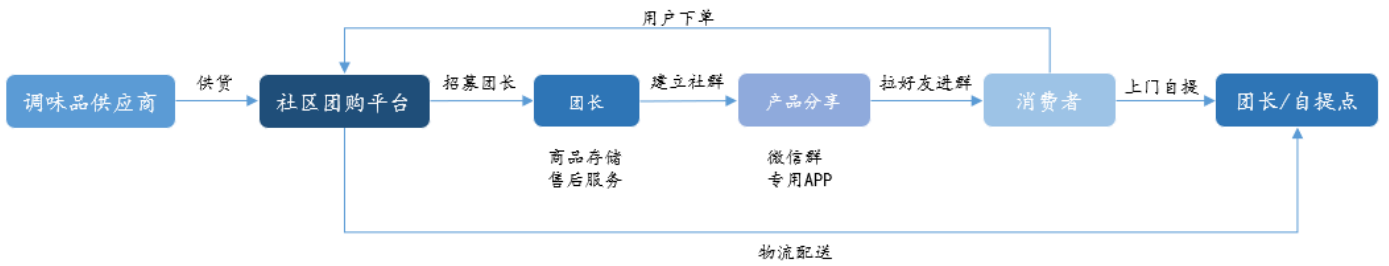


资料来源：公司公告，华安证券研究所

社区团购对调味品线下渠道的扰动逐渐减弱，未来有望成为渠道下沉新动力。2020 年疫情促进社区团购的兴起，在一定程度上扰动了调味品市场秩序，对传统渠道的盈利能力有较大影响，随着国家对社区团购加强管控，2021 年 Q3 调味品消费向传统渠道回流。另一方面，社区团购本身具有供应链高效和下沉市场优势，公司

通过与头部社区团购平台深度合作，将获取新的增量空间。

图表 69 社区团购商业模式



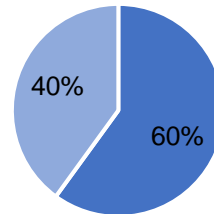
资料来源：华安证券研究所整理

3.2.2 餐饮红利短期消退，积极发掘增量空间

聚焦大众餐饮，酱油、蚝油下沉市场优势明显。海天 60% 的销售收入来自餐饮渠道，凭借出色的产品性能和高性价比，对中低端和大众餐饮的渗透率很高，品类集中在酱油和蚝油。

图表 70 海天 60% 的销售收入来自餐饮渠道

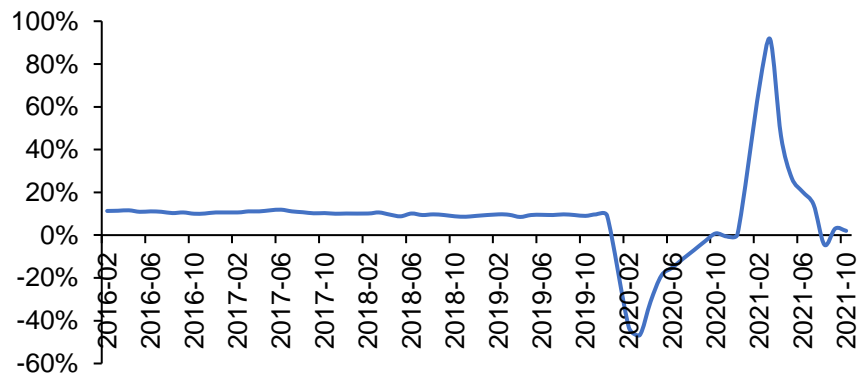
■ 海天餐饮渠道占比 ■ 海天零售渠道占比



资料来源：华安证券研究所整理

疫情对餐饮的扰动还将持续，进而影响调味品短期需求。餐饮收入反弹冲高回落，疫情负面影响仍在延续。社零餐饮收入 8 月同比减少 4.5%，9 月、10 月同比仅增加 3.1%、2%，增速相比 2019 年水平明显滑坡。

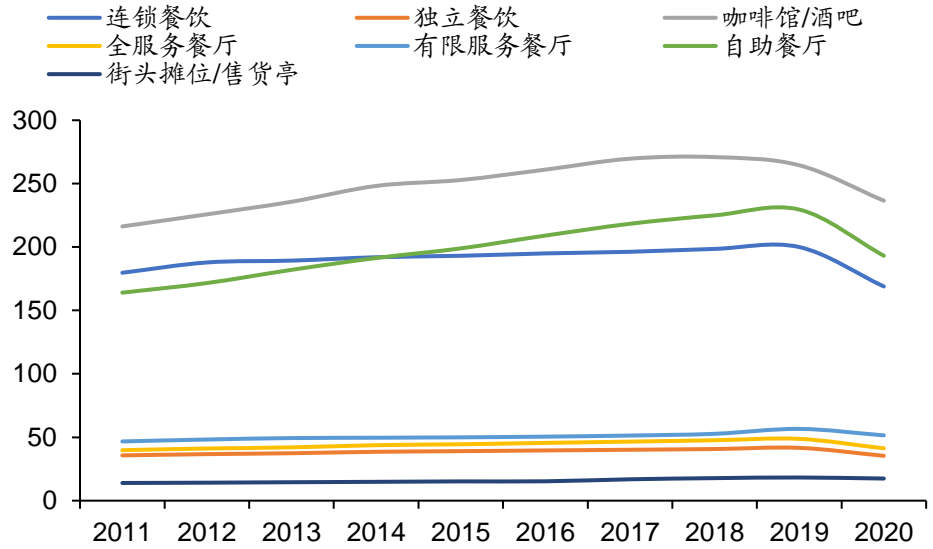
图表 71 我国社零餐饮收入当月同比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

近几年我国餐饮单店销售额增速减慢，疫情后大幅下滑。近几年我国餐饮增长红利有所减退，特别是疫情后餐饮消费疲软常态化，除自助餐厅单店销售额保持位数增速外，连锁餐饮 2015 年以后几乎不再增长。

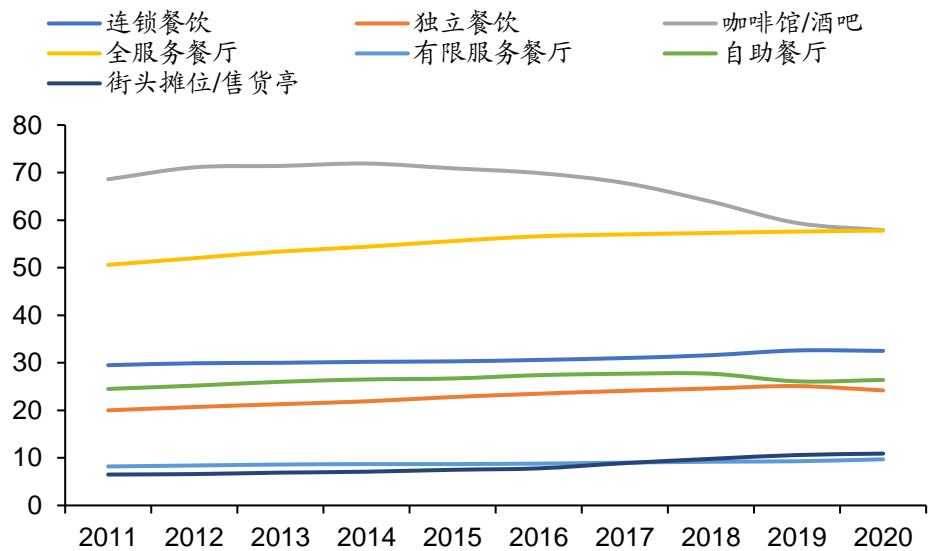
图表 72 2020 年我国餐饮单店销售额大幅下滑 (万元)



资料来源：欧睿，华安证券研究所

我国餐饮客单价虽未受疫情影响，但同样提升缓慢。除了街头摊位之外，2011-2020 年我国多类餐饮客单价 CAGR 均低于 3%，2020 年全服务餐厅、连锁餐饮、自助餐客单价分别为 57.8 元、32.5 元、26.4 元，上行空间有限。

图表 73 我国餐饮客单价增长缓慢 (元)

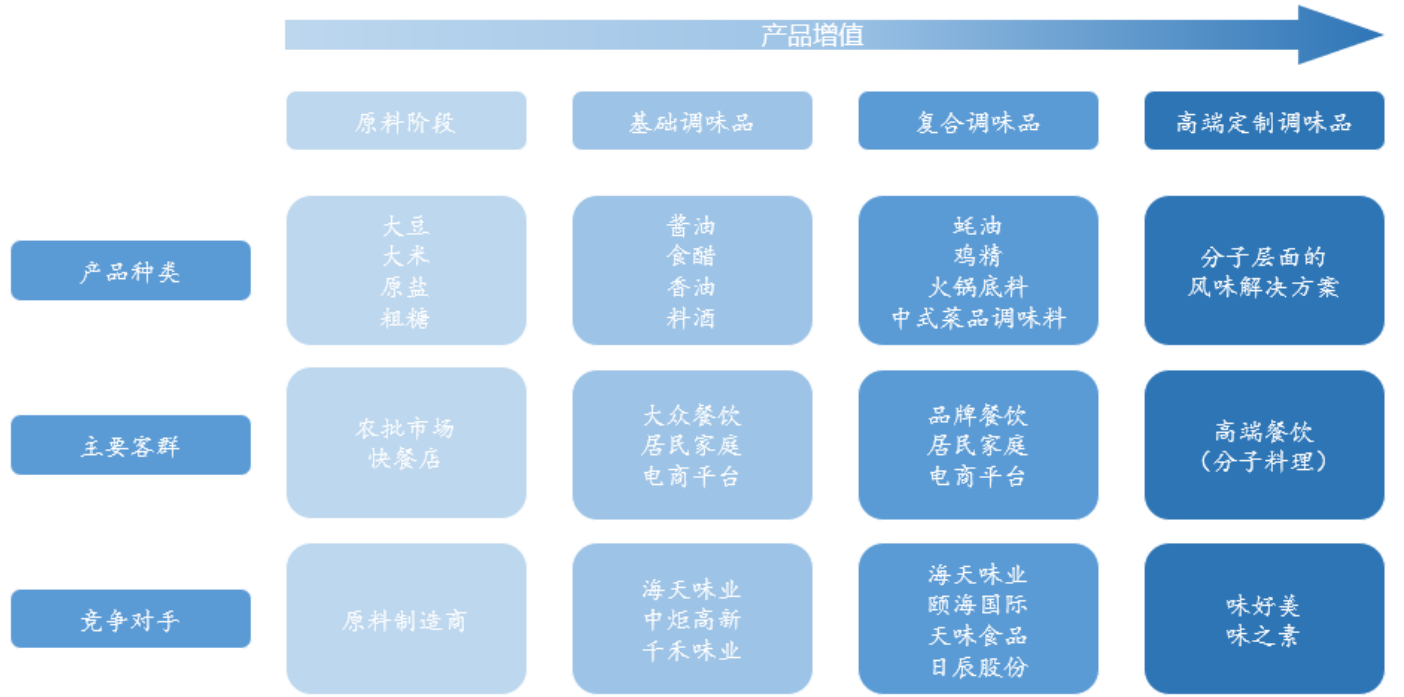


资料来源：欧睿，华安证券研究所

公司通过新品推荐会等形式发掘中西部餐饮增量。餐饮企业对调味品有一定的消费惯性，酱油、食醋的品牌认知具有很强的区域性，这使得餐饮渠道变得易守难攻，海天正尝试加大新品推荐力度，逐步改变厨师的使用与采购习惯。

试水复合调味品零售市场,未来有望以专业定制产品拓展食品工业与餐饮客户,实现产品增值。海天在基础调味品赛道具有稳固的龙头优势,近期也积极研发复合调味品,除了高速增长的蚝油业务之外,公司去年推出了“快捷方式”系列中式复合调味料试水C端市场,包括香辣小炒酱、清香烟锅酱、清爽沙拉汁、高汤卤水汁、浓香红烧汁、酸甜糖醋汁、酸辣鱼香酱7款产品,采用单次用量小包装,突破了川式复调口味局限。未来随着餐饮供应链整合升级,厨房工业化、餐饮零售化趋势日渐明朗,复合调味品赛道在B端价值空间更大,有望成为公司新的盈利增长点。

图表 74 调味品 B 端增值路线



资料来源: 华安证券研究所整理

图表 75 海天去年年底推出的 7 种“快捷方式”

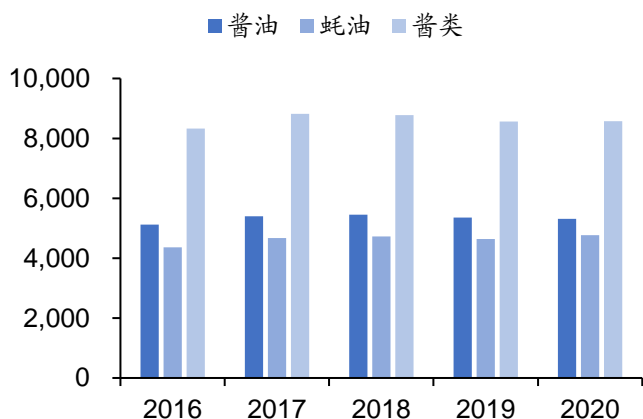


资料来源: 公司天猫旗舰店, 华安证券研究所

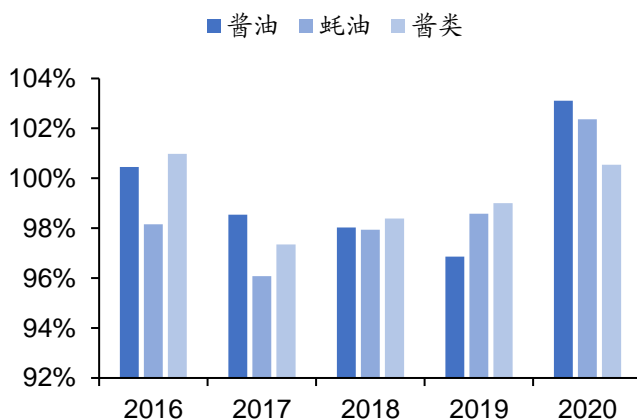
3.3 提价落地改善渠道生态，有望走出增长低谷

上一轮提价后产销率稳中有升。海天自 2016 年底提价后，酱油吨价上升至约 5,400 元/吨，蚝油吨价上升至约 4,700 元/吨，近三年主产品吨价变化较小。提价虽然导致 2017 年主产品产销率稍有下降，但始终维持在 96% 以上。

图表 76 海天主产品吨价稳定 (元/吨)



图表 77 海天主产品产销率稳中有升

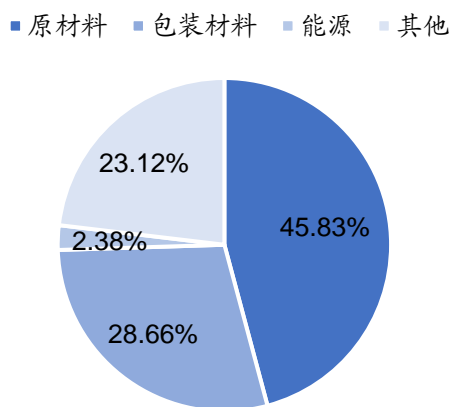


资料来源：公司公告，华安证券研究所

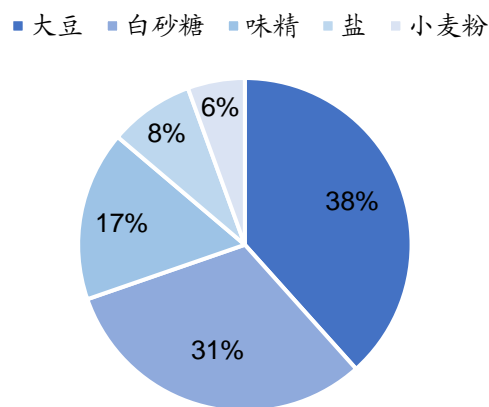
资料来源：公司公告，华安证券研究所

原材料占采购成本近 5 成，大豆和白砂糖构成主体。海天招股书显示，2013 年 H1 原材料占采购成本的比重高达 45.83%，包装材料占比 28.66%，能源仅占比 2.38%。海天 2013 年 H1 共采购大豆 4.30 亿元和白砂糖 3.51 亿元，分别占原材料成本 38% 和 31%，大豆和白砂糖的价格对海天的原材料成本影响较大。

图表 78 原材料占采购成本近 5 成



图表 79 大豆和白砂糖是最主要的原材料

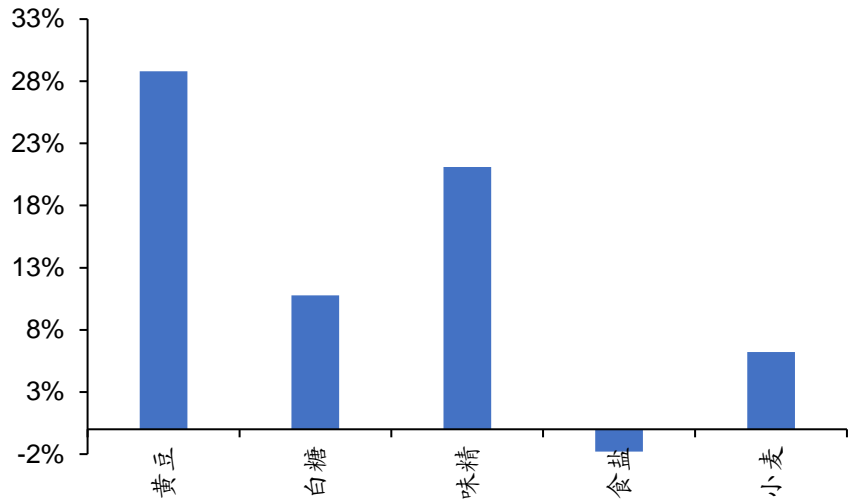


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

2021 年大豆、白糖和味精价格增长较快，匡算原材料成本同比增长近 17%。截至 11 月底，白糖、黄豆、小麦、味精价格同比上涨 10.77%、28.79%、6.21%、21.11%。根据招股书 2013 年 H1 原材料用量比例测算，公司整体原材料成本上涨约 17%。

图表 80 海天原材料 2021 年以来价格同比增幅

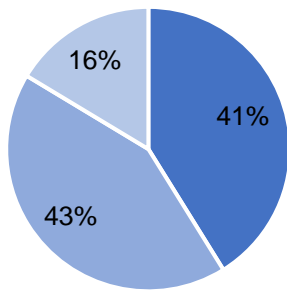


资料来源：商务部，卓创资讯，华安证券研究所

浮法平板玻璃和瓦楞纸价格上涨导致包装材料成本增加。海天招股书显示，塑料瓶、玻璃瓶、纸箱的采购金额分别占比 41%、43%、16%。2021 年浮法平板玻璃、瓦楞纸、聚酯瓶片价格有所上升，浮法平板玻璃、瓦楞纸、聚酯瓶片 Q3 均价同比 2020 年 Q3 上涨 69.26%、13.27%、29.17%。考虑到塑料瓶、玻璃瓶和纸箱是调味品的主流包装，海天在包装材料方面的支出也相应增加。

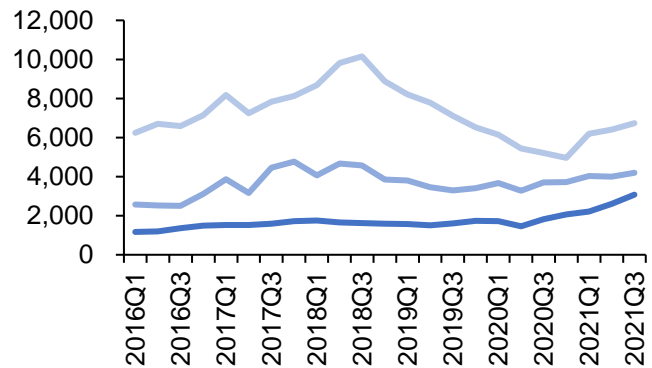
图表 81 海天包装材料构成

■ 塑料瓶 ■ 玻璃瓶 ■ 纸箱



图表 82 2021 年包装材料价格持续上涨

— 浮法平板玻璃 — 瓦楞纸 — 聚酯瓶片

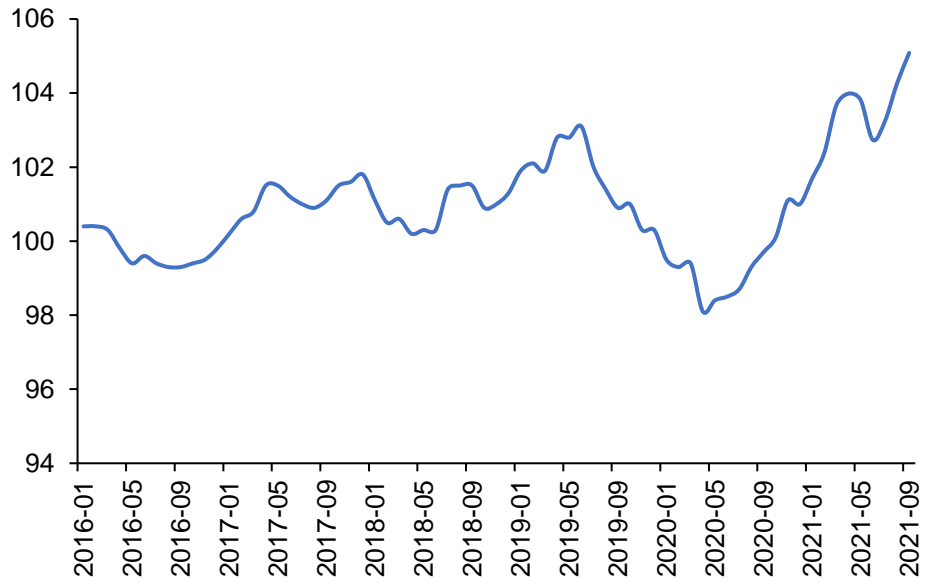


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

原材料、运输费、能源等成本持续上涨促使提价落地。上一轮调味品在成本压力下提价后，PPI 上行持续近两年半时间。为剔除 2020 年疫情影响，以 2019 年 1-12 月为基期，计算出 2021 年的调味品、发酵制品出厂价格指数，发现较 2019 年同月均有明显上涨，上游成本逐步向下游转嫁。

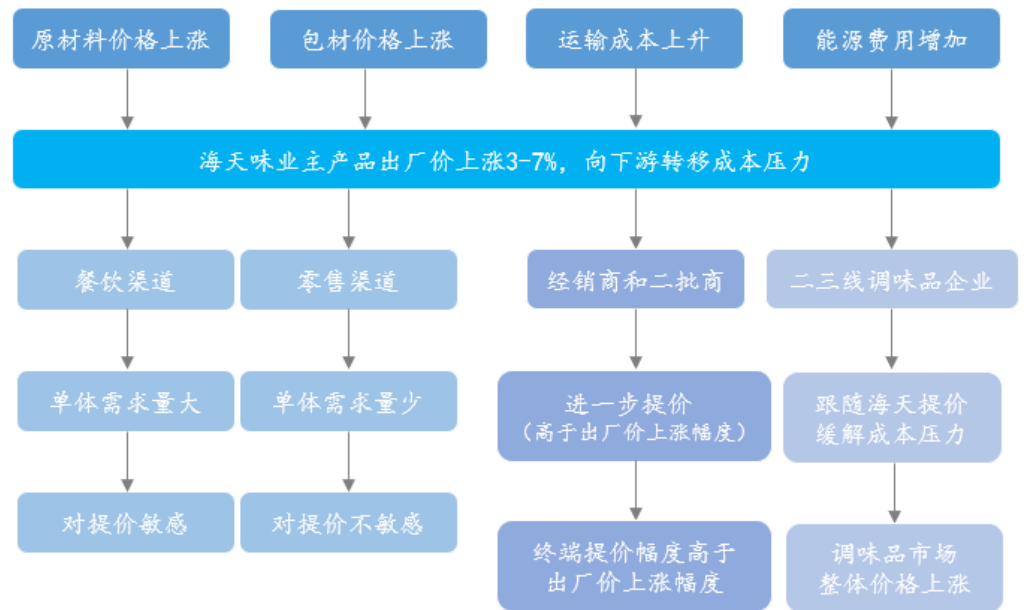
图表 83 调味品、发酵制品出厂价格指数 (上年同月=100)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

此次提价一方面向下传导成本压力，更重要的是重新梳理渠道价盘，扩张渠道利润空间，增强分销体系信心。餐饮渠道单体（酒店、餐厅）对调味品的需求量较大，因此对调味品价格的变动比较敏感，零售渠道单体（居民）对调味品的需求量较小，每月调味品支出变化不大，所以零售渠道对调味品价格的微调并不敏感。海天的经销商和二批商为了维持利润，会在出厂价上涨幅度的基础上进一步提价，这会导致海天主产品在终端的提价幅度高于出厂价上涨幅度。此外，二三线调味品企业为了缓解成本压力，可能会跟随海天提价，导致调味品市场整体价格水平上升。

图表 84 海天本次调价将影响下游渠道商和二三线调味品企业

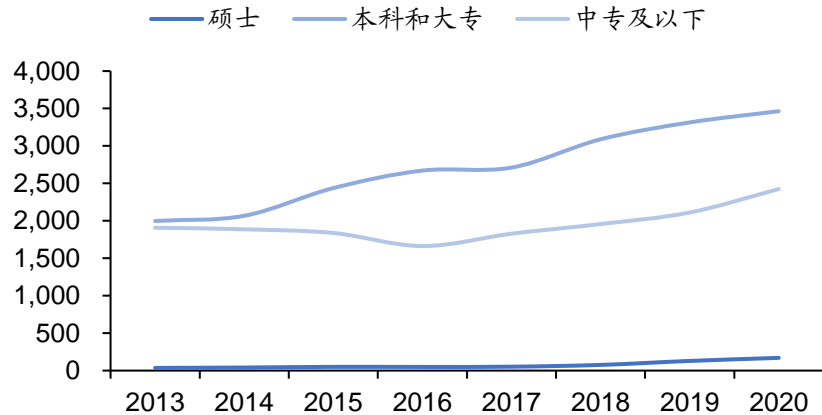


资料来源：华安证券研究所整理

3.4 公司重视人才储备，研发能力筑就技术壁垒

高学历员工占比逐渐提高。海天重视人才储备，2020年学历为硕士的员工数量已经达到170人，占总员工人数的2.81%，与2013年(0.91%)相比明显提升，中专及以下学历员工占总员工人数的比例由2013年的48.40%下降至40.01%，公司员工整体学历水平有所提高。

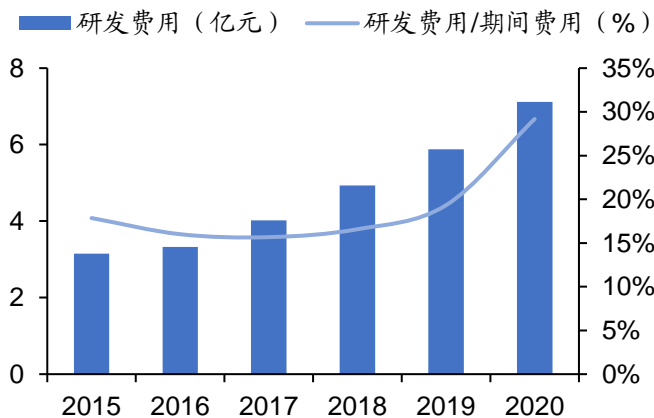
图表 85 海天员工整体学历水平逐渐提高



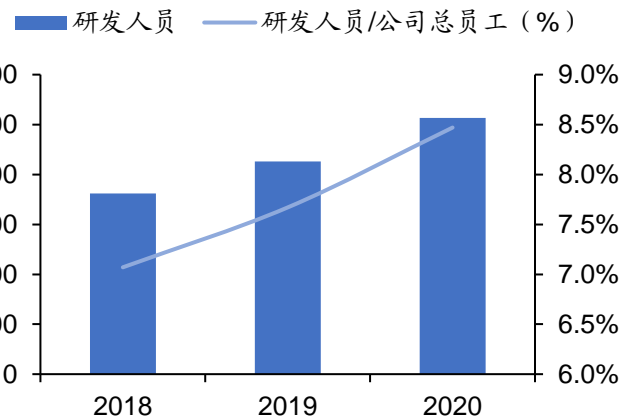
资料来源：公司公告，华安证券研究所

持续增加研发费用投入，研发团队颇具规模。海天2020年研发费用超7亿元，占期间费用的比例接近30%，研发人员超过500人，占公司总员工的比例达8.47%。海天持续增加的研发投入以及兼具规模和实力的研发团队，研发能力一直处于行业领先水平。

图表 86 海天持续增加研发费用投入



图表 87 2020年海天研发人员已超过500人



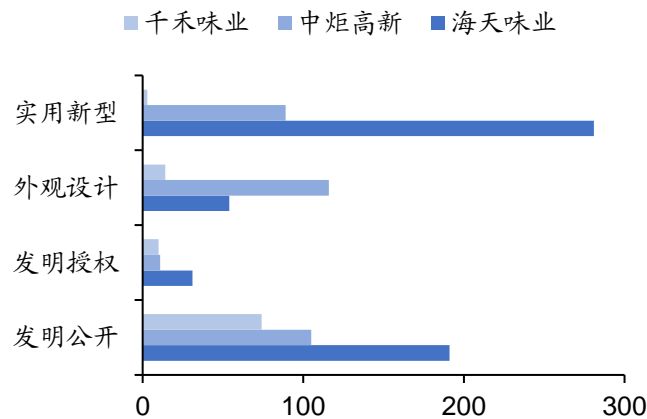
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

专利数量领先同行业，正加大蚝油、醋和复调研发力度。得益于强大的研发能力，海天拥有远超同行业的专利数量，据知网专利系统统计，公司已申请557件专利，其中发明专利191件、发明专利授权31件、外观设计54件、实用新型281件，包括多种调味品的发酵方法、发酵菌种、生产设备、产品包装、质检系统等。同行业的中炬高新和千禾味业分别仅有321件和101件专利，海天在菌种选育和改良方面

有明显优势，对企业知识产权的创造、运用、维护水平更高，在建立技术壁垒的基础上，海天不仅可以实现降本增效，还能通过特殊的产品风味提高消费者忠诚度，进一步巩固龙头优势。

图表 88 海天申请专利数量领先同行业



资料来源：国家知识产权局，华安证券研究所

核心技术的开发和应用可提升产品质量，降低生产成本。(1) 通过酱油高鲜菌种育种技术的使用，相比于传统菌种，公司菌种产酶量提高了 20%以上，达到国际先进水平，提高了酱油原料利用率及酱油品质。(2) 综合运用国际先进的“临界通量”技术和流体力学控制技术有效降低了供料泵和循环泵的功率，减少了膜的清洗次数。运用双向流技术和膜清洗技术，有效控制膜污染和通量恢复，提高了膜过滤设备的运行效率并降低了运行能耗，使膜组件使用寿命提高了 50%以上、电耗降低 80%、消耗降低 24%。(3) 公司与高校合作，运用蛋白酶深度酶解技术，实现水产调味品鲜味的提高，解决了水产品传统加工方法原料利用率低、成本高、难以实现产业化的问题，增强了公司蚝油及其他水产调味品的市场竞争力。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

收入端，提价落地提振渠道盈利，疫后餐饮需求缓慢修复，2022 年有望回到双位数增长。具体产品拆分预测：(1) 酱油营收增速 6%/15%/13%，销量增速 2022 年将回升至 10%。(2) 调味酱营收增速 4%/11%/9%。销量增速 2%/6%/8%。(3) 蚝油营收增速 8%/18%/16%，销量增速 7%/15%/15%。(4) 其他产品如食醋、料酒等产能逐渐释放，预测营收增速 11%/18%/19%。(5) 综合来看，2021-2023 年公司整体营收增速分别达到 7%/15%/14%。

图表 89 公司营收按业务拆分预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	17,034.23	19,796.78	22,792.00	24,335.69	28,086.93	32,036.97
YOY	16.80%	16.22%	15.13%	6.77%	15.41%	14.06%

酱油						
营业收入	10,236.30	11,628.51	13,043.40	13,834.80	15,903.11	17,989.59
YOY	15.85%	13.60%	12.17%	6.07%	14.95%	13.12%
销量 (万吨)	187.80	217.13	245.33	256.37	282.00	315.84
YOY	14.78%	15.62%	12.99%	4.50%	10.00%	12.00%
单价 (元/吨)	5,450.76	5,355.54	5,316.76	5,396.51	5,639.35	5,695.75
YOY	0.94%	-1.75%	-0.72%	1.50%	4.50%	1.00%
调味酱						
营业收入	2,092.31	2,291.44	2,524.15	2,613.25	2,894.70	3,141.91
YOY	2.55%	9.52%	10.16%	3.53%	10.77%	8.54%
销量 (万吨)	23.83	26.77	29.43	30.02	31.82	34.36
YOY	2.99%	12.34%	9.92%	2.00%	6.00%	8.00%
单价 (元/吨)	8,779.13	8,558.92	8,577.44	8,706.10	9,097.88	9,143.37
YOY	-0.43%	-2.51%	0.22%	1.50%	4.50%	0.50%
蚝油						
营业收入	2,855.62	3,489.82	4,112.93	4,433.85	5,213.65	6,055.65
YOY	26.02%	22.21%	17.86%	7.80%	17.59%	16.15%
销量 (万吨)	60.43	75.17	86.25	92.29	106.13	122.05
YOY	24.65%	24.39%	14.74%	7.00%	15.00%	15.00%
单价 (元/吨)	4,725.34	4,642.44	4,768.48	4,804.24	4,912.34	4,961.46
YOY	1.09%	-1.75%	2.71%	0.75%	2.25%	1.00%
其他产品						
营业收入	1,850.00	2,387.00	3,111.52	3,453.79	4,075.47	4,849.81
YOY	28.31%	29.03%	30.35%	11.00%	18.00%	19.00%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

提价部分对冲成本上涨压力, 2022 年毛利率开始回升, 预测分别为 40.67%/41.83%/41.81%。费用保持稳定, 推动归母净利率逐步上行。预测分别为 26.85%/27.66%/27.72%。

图表 90 公司盈利能力预测

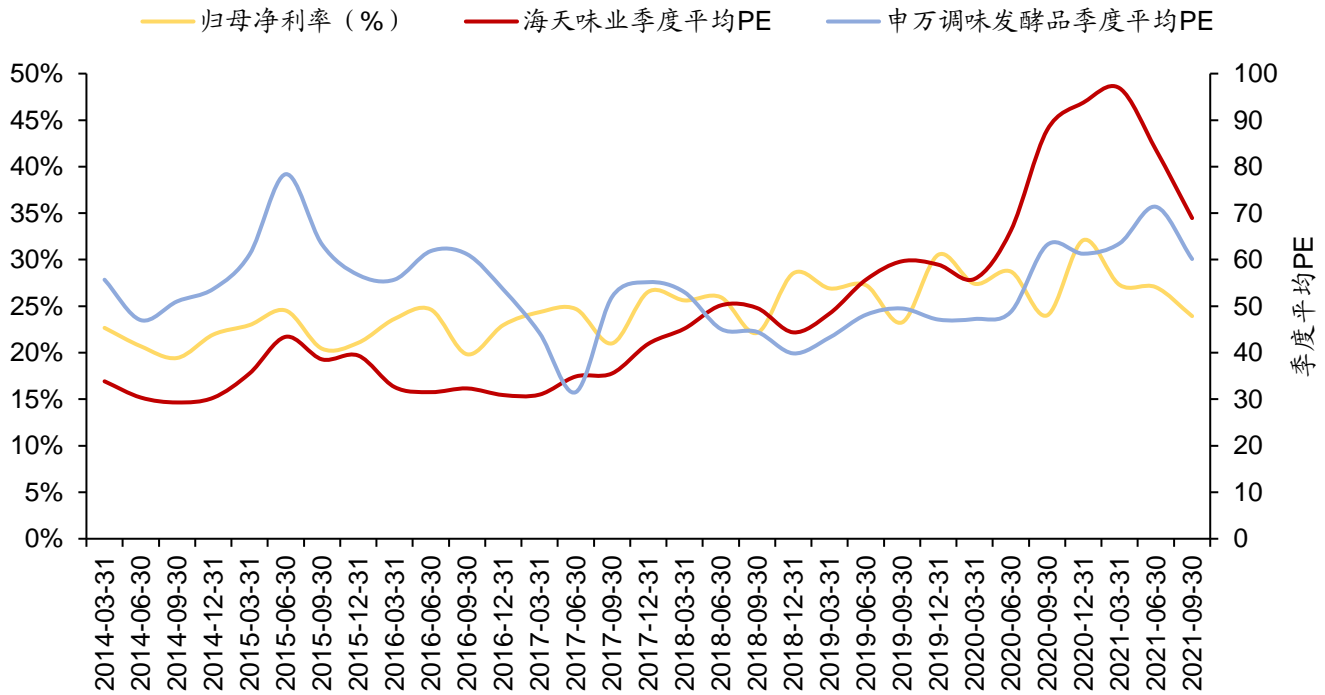
	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	46.47%	45.44%	42.17%	40.67%	41.83%	41.81%
酱油	50.55%	50.38%	47.38%	45.27%	46.67%	46.68%
调味酱	47.75%	47.56%	44.20%	42.38%	43.94%	43.71%
蚝油	40.92%	37.96%	35.36%	35.44%	36.47%	36.69%
其他产品	31.01%	30.31%	27.68%	27.68%	28.30%	28.90%
销售费用率	13.13%	10.93%	5.99%	5.85%	5.80%	5.80%
管理费用率	1.44%	1.46%	1.59%	1.50%	1.52%	1.53%
财务费用率	-0.90%	-1.48%	-1.72%	-1.38%	-1.22%	-1.47%
归母净利率	25.62%	27.04%	28.09%	26.85%	27.66%	27.72%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

4.2 盈利能力支撑高估值，未来有望稳中有升

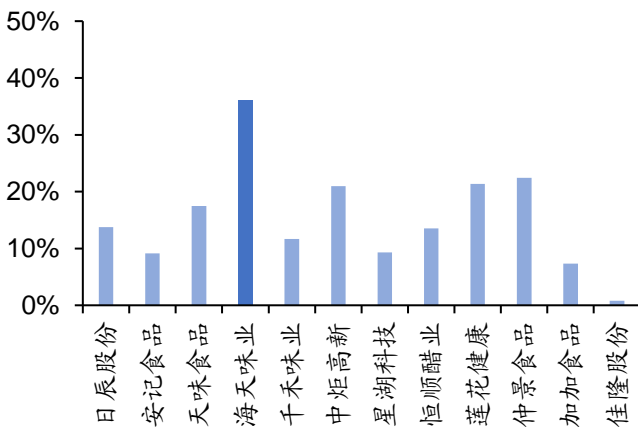
海天季度平均市盈率与归母净利润率呈现较强相关性，高盈利能力支撑高估值。海天上市以来季度平均市盈率归母净利润率相关性达到 0.62。季度归母净利润率波动上升，2017 年中突破 25% 水平，带动市盈率进入上行通道，龙头溢价效益逐步显现，2020 年底达到历史高点。目前市盈率已回落至 60-70 区间。

图表 91 海天季度平均市盈率与财务指标呈现较强相关性



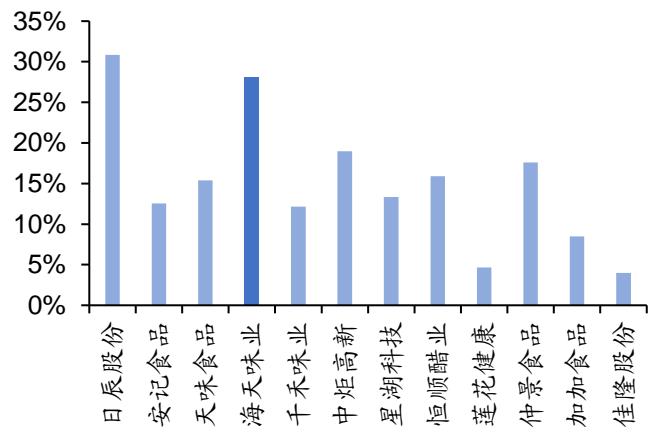
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 92 海天 ROE 远高于同行业其他公司



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 93 海天销售净利率处于行业领先水平



资料来源：wind，华安证券研究所

4.3 投资建议

首次覆盖, 给予买入评级。我们预计 2021-2023 年公司营收 243.3、280.1、320.4 亿元, 同比增长 7%/15%/14%, 归母净利润为 65.33、77.69、88.81 亿元, 同比增长 2%/19%/14%, EPS 分别为 1.55/1.84/2.11, 对应 PE 分别为 71.26/59.92/52.42。今年的成本上行加速行业洗牌, 龙头率先受益, 盈利能力恢复也有助于估值抬升, 给予“买入”评级。

图表 94 可比公司 PE、PEG

可比公司	PE			PEG		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
中炬高新	43.84	34.72	28.68	-1.80	1.32	1.36
千禾味业	100.01	66.43	51.32	12.74	1.31	1.74
恒顺醋业	67.93	53.32	43.49	-3.18	1.95	1.92
平均值	70.59	51.49	41.16	2.59	1.53	1.67

资料来源: wind 一致预测, 华安证券研究所

风险提示:

原料价格大幅上涨风险, 食品安全风险, 新品推广和新渠道拓展不及预期风险, 疫情反复带来的风险, 行业景气度下降风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	24200	28647	34134	40485	营业收入	22792	24336	28087	32037
现金	16958	21428	26451	32369	营业成本	13181	14438	16338	18643
应收账款	41	20	23	26	营业税金及附加	211	249	281	320
其他应收款	11	67	77	88	销售费用	1366	1424	1629	1858
预付账款	16	29	33	37	管理费用	361	364	426	491
存货	2100	1899	2238	2554	财务费用	-392	-336	-342	-471
其他流动资产	5074	5204	5312	5410	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	5333	5516	5937	6516	公允价值变动收益	-139	-100	-108	-98
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	36	97	80	90
固定资产	3914	3605	3486	3527	营业利润	7644	7773	9238	10564
无形资产	385	378	369	358	营业外收入	12	37	42	48
其他非流动资产	1034	1533	2082	2631	营业外支出	13	10	12	13
资产总计	29534	34163	40070	47001	利润总额	7642	7799	9268	10599
流动负债	9080	9277	10484	11936	所得税	1233	1262	1493	1711
短期借款	93	93	93	93	净利润	6409	6538	7775	8888
应付账款	1001	1123	1271	1451	少数股东损益	6	4	6	7
其他流动负债	7986	8061	9120	10393	归属母公司净利润	6403	6533	7769	8881
非流动负债	287	287	287	287	EBITDA	7536	7722	9135	10323
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.98	1.55	1.84	2.11
其他非流动负债	287	287	287	287					
负债合计	9368	9564	10771	12223					
少数股东权益	98	102	108	115	主要财务比率				
股本	3240	4213	4213	4213	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	791	791	791	791	成长能力				
留存收益	16037	19494	24189	29660	营业收入	15.1%	6.8%	15.4%	14.1%
归属母公司股东权	20068	24497	29192	34663	营业利润	19.8%	1.7%	18.8%	14.4%
负债和股东权益	29534	34163	40070	47001	归属于母公司净利	19.6%	2.0%	18.9%	14.3%
					获利能力				
					毛利率 (%)	42.2%	40.7%	41.8%	41.8%
					净利率 (%)	28.1%	26.8%	27.7%	27.7%
					ROE (%)	31.9%	26.7%	26.6%	25.6%
					ROIC (%)	28.8%	24.2%	24.4%	23.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	31.7%	28.0%	26.9%	26.0%
					净负债比率 (%)	46.5%	38.9%	36.8%	35.1%
					流动比率	2.67	3.09	3.26	3.39
					速动比率	2.43	2.88	3.04	3.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.71	0.70	0.68
					应收账款周转率	549.30	1216.67	1216.67	1216.67
					应付账款周转率	13.16	12.85	12.85	12.85
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.98	1.55	1.84	2.11
					每股经营现金流薄)	1.65	1.72	2.13	2.46
					每股净资产	4.76	5.82	6.93	8.23
					估值比率				
					P/E	131.94	71.26	59.92	52.42
					P/B	42.10	19.01	15.95	13.43
					EV/EBITDA	83.99	57.53	48.08	41.97

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王萌，华安证券食品饮料分析师，伦敦大学学院商业经济学硕士，四年卖方研究经验。

联系人：陆金鑫，北京大学生物学学士，中科院化学所博士。8年粮油央企战略运营与研发管理经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。