

# 海天味业 (603288.SH)

## 优质赛道中的长跑冠军

调味品行业消费升级，龙头海天风华正茂。通过对标日本调味品行业发展历程，我们认为我国调味品行业尚处消费升级中期阶段，2012年推出鲜味酱油成为进入消费升级期的重要标志。从发展历程上看，相较日本调味品龙头龟甲万，海天整体落后60-80年，目前收入利润持续提升、费用率维持稳定的特点明显，我们判断其仍处于成长期。从公司优势上看，海天与龟甲万拥有相似的文化理念、有效的激励机制以及强大的产品开发潜力，我们认为这些特征共同决定海天未来龙头强化路径清晰。

**发展前景判断：2030年或将成为调味品行业重要转折点，未来十年量价齐升、集中度提升趋势明确。** 1) 量：供需双轮推动量增。调味品供给端新品开发催生多元化供给，同时各厂商积极进行产能储备；需求端受益人口红利以及人均消费量增加，调味品需求稳定上升。2) 价：行业目前呈现2-3年稳定提价周期。CPI+消费升级共同拉动调味品价格带上移。综合考虑人口增长及人口结构变化等影响因素，我们认为未来十年调味品行业量价齐升逻辑不变。经过测算，我们预计酱油行业或将维持约6.5%（量+4.2%，价+2.3%）的年复合增长水平。3) 海天有望加速收割市场份额，预计2030年市占率提升至30%。我们预计海天酱油业务将维持约10%的年复合增长，高于行业平均增速，龙头地位将进一步得到稳固。

**海天全产业链优势尽显，行业霸主地位稳固。** 海天作为调味品行业龙头，一直深耕主业，全产业链优势尽显：1) 行业价格意见领袖。在行业稳定提价周期中，海天通常率先提价从而带动调味品行业整体价格的上涨。海天依赖其强渠道议价能力，通过提价有效实现利润空间增厚；2) 餐饮渠道霸主。渠道方面，餐饮渠道是海天布局最深也是最重要的渠道，在海天整体渠道布局中占比约70%。同时餐饮渠道具有易守难攻的特性，海天在该渠道建立的霸主地位对其龙头地位起到有效的巩固作用。3) 产品结构持续优化。海天高端产品占比不断提升，拉动其盈利能力稳步上行。

**投资建议：**首次覆盖，给予“买入”评级，我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为53.1/63.8/74.3亿元，对应EPS1.97/2.36/2.75元，对应2019-2021年PE49.6/41.3/35.4倍。运用相对估值法，我们给予目标价110元，对应2021年EPS40倍PE。运用FCFE估值法，我们计算得出目标价约118元。

**风险提示：**原材料价格波动，行业增速不及预期，行业竞争加剧，假设测算与实际情况可能存在误差。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,584	17,034	19,762	22,954	26,434
增长率 yoy (%)	17.1	16.8	16.0	16.1	15.2
归母净利润(百万元)	3,531	4,365	5,309	6,377	7,430
增长率 yoy (%)	24.2	23.6	21.6	20.1	16.5
EPS最新摊薄(元/股)	1.31	1.62	1.97	2.36	2.75
净资产收益率(%)	30.0	31.4	32.1	32.6	32.4
P/E(倍)	74.5	60.3	49.6	41.3	35.4
P/B(倍)	22.39	18.97	15.91	13.47	11.49

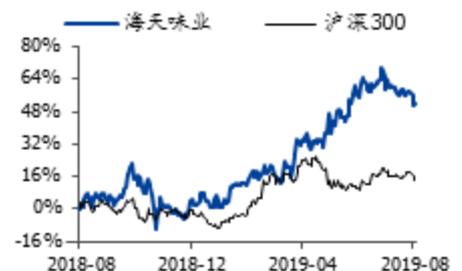
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所(收盘日期：2019年8月2日)

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	
最新收盘价	97.45
总市值(百万元)	263,150.99
总股本(百万股)	2,700.37
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	2.38

#### 股价走势



#### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com





## 内容目录

一、调味品行业消费升级，龙头海天风华正茂.....	6
（一）行业概览：对标日本，中国调味品行业目前处于消费升级期.....	6
（二）调味品行业龙头对比：海天风华正茂，成长势头强劲.....	10
1、从发展阶段上来看：海天滞后龟甲万 60-80 年.....	10
2、生命周期上来看：海天目前正处于成长期.....	13
3、对标龟甲万，海天绝对龙头强化路径清晰.....	16
二、调味品行业发展前景判断：量价齐升，集中度提升趋势明确.....	17
（一）量：供需双轮推动，实现销量稳定增长.....	18
1、供给端：新品开发催生多元化供给，产能储备积极布局中.....	18
2、需求端：人均消费量增加+人口红利，推动调味品需求增加.....	19
（二）价：行业呈现 2-3 年稳定提价周期.....	21
1、CPI 推动调味品价格提升.....	21
2、调味品行业提价周期稳定，提价利好调味品龙头.....	21
3、消费升级拉动价格带上移.....	22
（三）预计酱油行业未来十年将维持约 6.5% 的年复合增速.....	23
（四）格局思维：龙头加速收割市场份额，集中度有望持续提升.....	26
三、海天全产业链优势尽显，行业内霸主地位稳固.....	27
（一）股权结构稳定，经营政策稳健.....	27
（二）龙头价格意见领袖，提价带来盈利能力提升.....	28
（三）海天餐饮渠道霸主地位稳固.....	30
（四）产品结构不断优化，高端化趋势明显.....	33
四、估值比较.....	34
（一）FCFE 估值方法分析.....	34
（二）相对估值方法分析.....	35
风险提示.....	36

## 图表目录

图表 1: 全球传统食品分布.....	6
图表 2: 中国调味品消费结构.....	6
图表 3: 日本调味品消费结构.....	6
图表 4: 中国人均 GDP 水平相当于日本 1978 年水平.....	7
图表 5: 中国城镇化率不及日本 1960 年水平.....	7
图表 6: 中日调味品行业发展阶段对比.....	7
图表 7: 日本调味品行业酱油出货量情况.....	8
图表 8: 中国调味品行业零售口径总规模.....	8
图表 9: 中国人均 GDP 持续提升.....	8
图表 10: 中国恩格尔系数逐渐下降.....	8
图表 11: 我国调味品行业 2C 端商超渠道逐渐成为主流.....	9
图表 12: 2015 年中国调味品 2B 端各渠道占比.....	9
图表 13: 2017 年中国调味品 2B 端各渠道占比.....	9
图表 14: 消费者购买调味品关注因素对比.....	10
图表 15: 中国酱油产品升级之路.....	10
图表 16: 龟甲万及海天发展阶段对比.....	11
图表 17: 龟甲万和海天重要时间点对比.....	11
图表 18: 国际对标公司发展历程.....	13
图表 19: 龟甲万营业收入及增速.....	13
图表 20: 海天营业收入及增速.....	13
图表 21: 龟甲万净利润及增速.....	14
图表 22: 海天净利润及增速.....	14
图表 23: 龟甲万和海天利润率对比.....	14
图表 24: 龟甲万和海天 ROE 对比.....	14
图表 25: 龟甲万费用率情况.....	15
图表 26: 海天费用率情况.....	15
图表 27: 龟甲万国内外营收占比.....	15
图表 28: 龟甲万国外市场为拉动营收增长的主要动力.....	15
图表 29: 龟甲万酱油在美国市场销售渠道拆分.....	15
图表 30: 海天餐饮渠道在其渠道布局中占比约为 70%.....	15
图表 31: 海天绝对龙头强化路径清晰.....	16
图表 32: 龟甲万在日本市场销售额占比.....	16
图表 33: 海天在中国市场销售额占比.....	16
图表 34: 海天首期限限制性股票激励计划对象比例.....	17
图表 35: 龟甲万制定的“2020 年全球展望”.....	17
图表 36: 海天的经营理念.....	17
图表 37: 调味品行业未来发展框架图.....	18
图表 38: 调味品公司相继推出高端化、功能化新品.....	18
图表 39: 城镇居民人均年度调味品支出及增速.....	19
图表 40: 调味品支出在城镇居民人均可支配收入中占比逐步降低.....	19
图表 41: 中国总人口及增速情况.....	19
图表 42: 人均调味品消费量处于上升期.....	19
图表 43: 外出就餐频次.....	20
图表 44: 外卖 O2O 的市场规模及增速.....	20
图表 45: 餐饮 O2O 的市场规模及增速.....	20

图表 46: 餐饮业营业额及增速.....	20
图表 47: 各地区城镇居民家庭人均调味品支出 (元).....	21
图表 48: 人均可支配收入提升带动调味品支出上升.....	21
图表 49: 居民消费价格指数 19 年初以来呈现稳步回升态势.....	21
图表 50: 预计调味品价格逐步上行.....	21
图表 51: 调味品行业呈现 2-3 年稳定提价周期.....	22
图表 52: 海天酱油价格较龟甲万仍有上行空间.....	23
图表 53: 中国人口数量及预测.....	23
图表 54: 中日人均酱油消费量对比.....	24
图表 55: 中日人口结构对比.....	24
图表 56: 中国人口结构变动预测图.....	24
图表 57: 2030 年调味品产量测算.....	25
图表 58: 日本调味品价格变动与 CPI 变动拟合程度较高.....	25
图表 59: 中国调味品价格变动与 CPI 变动同步程度高.....	25
图表 60: CPI 同比预测平均值.....	25
图表 61: 中国调味品市场集中度低.....	26
图表 62: 中国调味品集中度呈稳步提升趋势.....	26
图表 63: 中国酱油行业集中度 (2015 年).....	26
图表 64: 日本酱油行业集中度 (2016 年).....	26
图表 65: 酱油行业零售额及同比增速.....	27
图表 66: 海天味业股权结构稳定.....	27
图表 67: 海天各板块业务收入占比.....	28
图表 68: 海天成本构成 (2012 年).....	28
图表 69: 海天直接材料成本拆分 (选自 2012 年海天味业).....	28
图表 70: 大豆集贸市场价格指数同比变动情况.....	29
图表 71: 瓦楞纸高强市场价格走势图.....	29
图表 72: 白砂糖零售价格走势.....	29
图表 73: 塑料价格指数走势图.....	29
图表 74: 海天提价实现盈利能力持续上行.....	30
图表 75: 2019 年初至今海天综合成本最新跟踪.....	30
图表 76: 餐饮渠道参与者决定餐饮渠道易守难攻特性.....	31
图表 77: 餐饮终端分类及各类终端特点比较.....	31
图表 78: 2017 年调味品行业中餐饮渠道占比.....	32
图表 79: 各调味品公司餐饮渠道在其渠道布局中的占比.....	32
图表 80: 海天在各行业中的市占率对比.....	32
图表 81: 海天在全国范围内的渠道渗透.....	33
图表 82: 海天的分层经销商网络设置.....	33
图表 83: 调味品行业公司利润率持续提升.....	33
图表 84: 海天高端产品比例不断增加.....	33
图表 85: 海天亿级大单品矩阵.....	34
图表 86: 海天估值结果敏感性分析.....	35
图表 87: 龟甲万海天市盈率对比.....	35
图表 88: 公司营业收入与业绩预测重要假设 (亿元).....	36
图表 89: 可比公司估值比较.....	36

## 一、调味品行业消费升级，龙头海天风华正茂

### (一) 行业概览：对标日本，中国调味品行业目前处于消费升级期

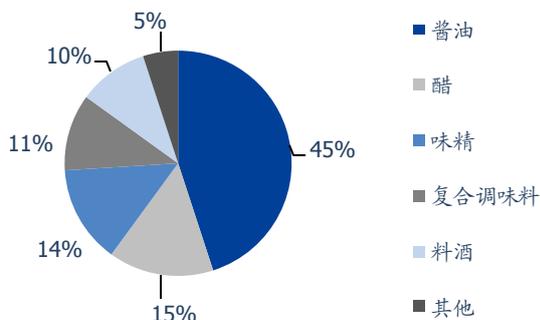
调味品行业作为一个经久不衰的古老行业，随着人类文明社会的发展一步步繁荣，至今已经形成一幅五彩斑斓的世界调味品图谱，其中日本与中国的饮食结构最为相似，酱油、醋、酱等均是两国饮食结构中非常重要的调味料。因此我们选取日本作为参考对象进行分析：对比中日两国经济发展水平，我国整体经济发展水平滞后日本 40-50 年。我国 2018 年人均 GDP 为 9770.85 美元，约处于日本 1980 年水平，2018 年城镇化率为 59.15%，尚不及日本 1960 年 63.27% 的城镇化水平。调味品行业随经济共同发展，从调味品发展阶段来说，日本领先我国约 40 年。日本调味品行业于 1973 年率先进入消费升级期，目前处于消费升级第三阶段。我国由于人均收入提升，消费水平理念转变，已于 2012 年前后步入消费升级期，我们预计将复制日本的消费升级之路。

图表 1: 全球传统食品分布



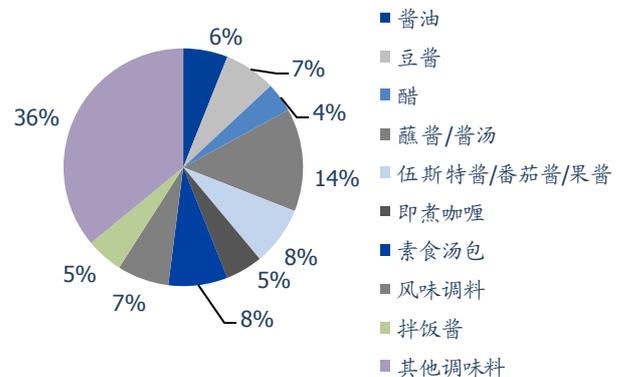
资料来源：龟甲万公司官网，国盛证券研究所

图表 2: 中国调味品消费结构



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表 3: 日本调味品消费结构

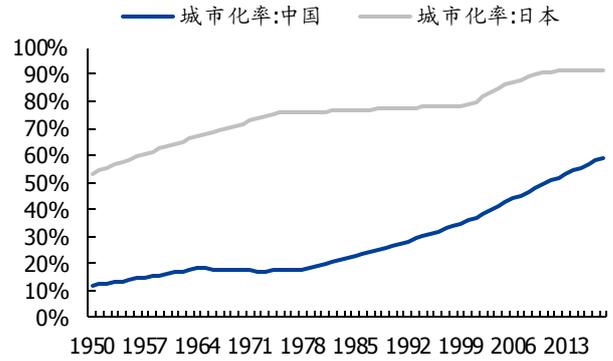
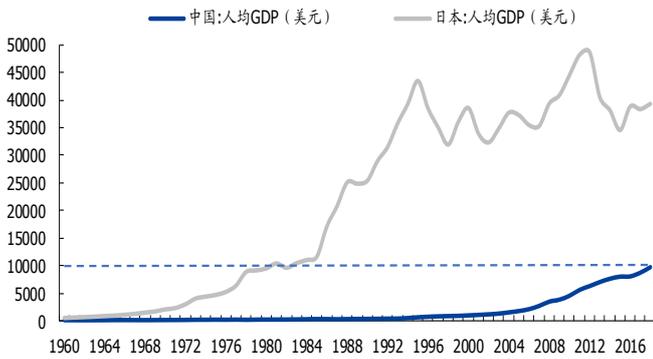


资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

中国人均 GDP 与日本 1980 年水平相当，城镇化率不及日本 1960 年水平。1960 年至 1995 年间，日本人均 GDP 保持稳定快速增长，复合增长率为 13.74%。此后 1995 年-2018 年，人均 GDP 水平在 3.81 万美元附近波动，2018 年人均 GDP 为 3.93 万美元。相较日本，我国 1982-2018 年人均 GDP 复合增长率为 11.36%，2018 年为 9770.85 美元，约处于日本 1980 年水平。城镇化发展方面，日本 2018 年城镇化率为 91.62%，我国 2018 年城镇化率为 59.15%，尚不及日本 1960 年 63.27% 的发展程度，目前城镇人口比重正以每年约 1.30pct 的速度增加，预计未来 50 年或将有大幅提升。

图表 4: 中国人均 GDP 水平相当于日本 1978 年水平

图表 5: 中国城镇化率不及日本 1960 年水平

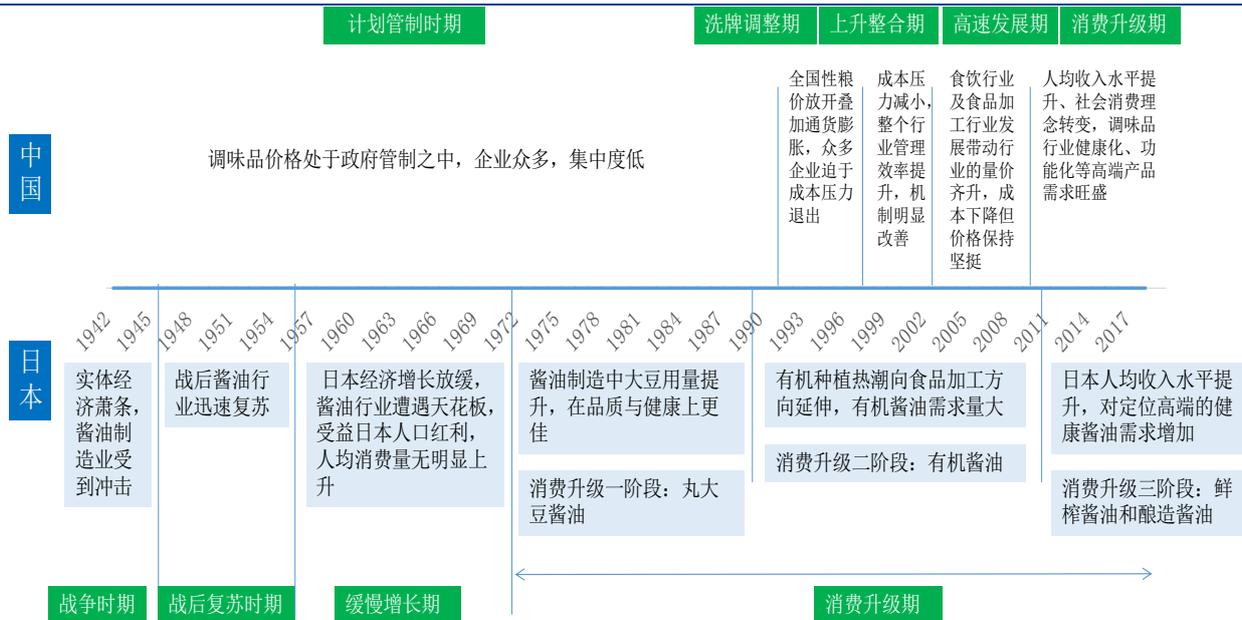


资料来源: wind, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

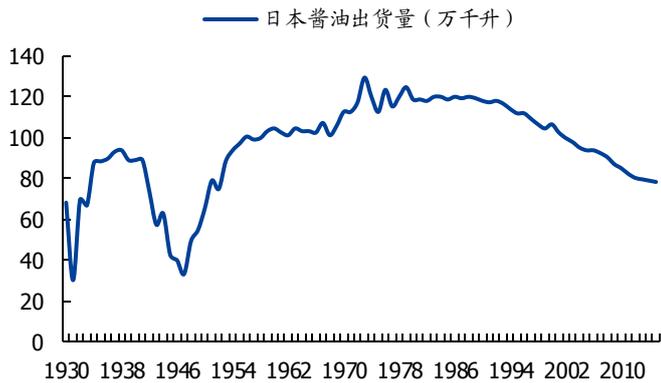
对标日本调味品行业发展阶段，目前中国调味品行业处于消费升级期。日本于 1973 年进入消费升级期，先后经历了丸大豆酱油、有机酱油、鲜榨酱油和酿造酱油三个消费升级阶段，目前仍处于消费升级第三阶段。随着人均收入水平提升以及消费理念的转变，中国于 2012 年前后开始进入消费升级期，借鉴日本的消费升级历程，我们预计此次消费升级期将至少延续三十年，目前仍处于消费升级的中期阶段。

图表 6: 中日调味品行业发展阶段对比



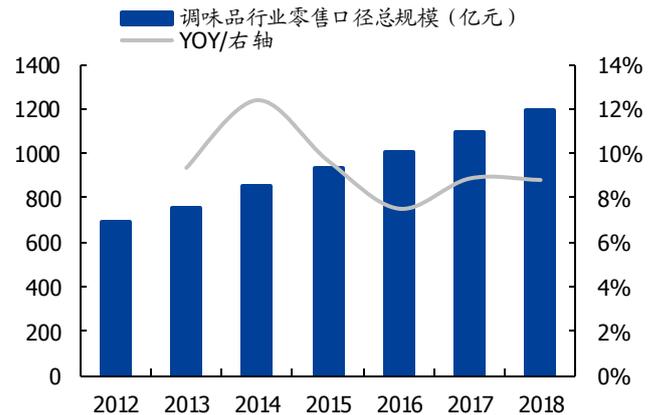
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 7: 日本调味品行业酱油出货量情况



资料来源: 日本调味品协会, 国盛证券研究所

图表 8: 中国调味品行业零售口径总规模

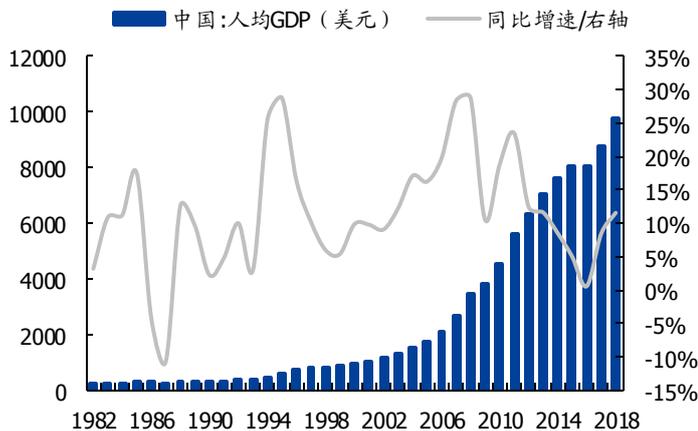


资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

中国已经具备消费升级的条件, 预计将复制日本的消费升级之路。我们将分别从 **1) 我国经济发展; 2) 调味品行业渠道变迁; 3) 居民消费理念转变** 三个方面对消费升级的条件进行分析:

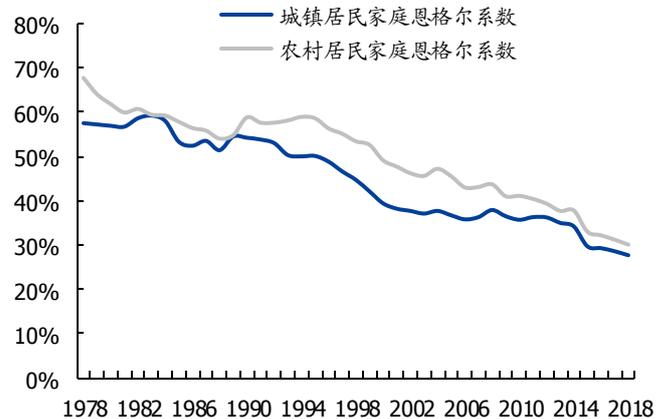
中国自 **2003** 年以来经济保持快速增长, 人均 **GDP** 稳步提升。2003-2013 年中国人均 GDP 保持两位数增长, 复合增速高达 **18.5%**。进入 2013 年后, 人均 GDP 增速虽有所放缓, 但依然稳定增长, 2013-2018 年复合增速保持 **6.74%** 的水平, 其中 2018 年 (+12%) 恢复两位数增长。同时, 随着财富水平的上升, 我国恩格尔系数稳步下降, 2018 年城镇居民及农村居民家庭恩格尔系数分别下滑至 **27.7%、30.1%**, 处于历史最低位, 并预计会进一步下行。

图表 9: 中国人均 GDP 持续提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

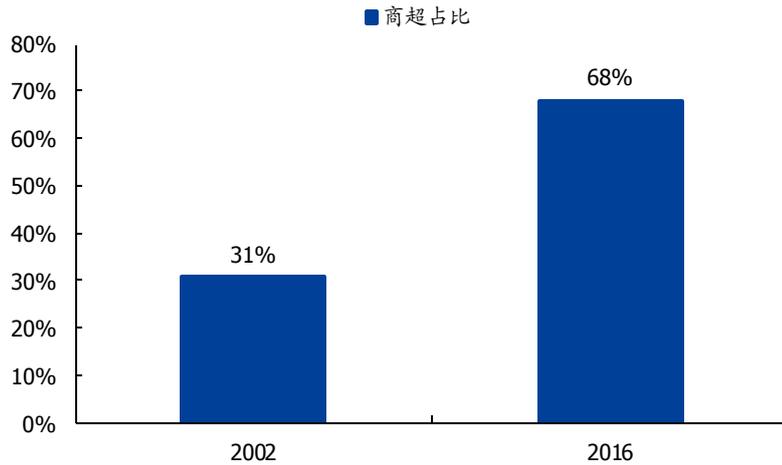
图表 10: 中国恩格尔系数逐渐下降



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**渠道 2C 端: 调味品市场渠道变迁, 面向家庭的零售渠道中商超占比提升迅速。**2002 年至 2016 年间, 从渠道 2C 端而言, 我国商超占比翻倍增长跃居成为主要渠道, 商超占比由 **30.6%** 上升至 **67.9%**, 然而对比日本 **80%** 多的水平, 仍然还有一定的提升空间, 商超占比有望进一步扩大。同期传统的杂货店占比大幅下降, 从 **68.1%** 跌落至 **28.2%**。鉴于消费升级产品定位相对高端, 且其流通渠道主要集中在商超等现代渠道, 因此, 渠道的转移可能有利于高端产品快速扩张。

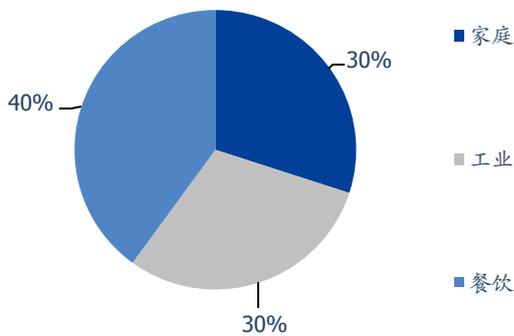
图表 11: 我国调味品行业 2C 端商超渠道逐渐成为主流



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

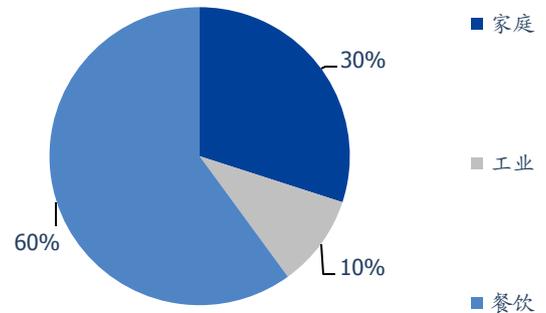
**渠道 2B 端: 餐饮渠道重要性逐步提升, 预计推动调味品行业产品结构进一步优化。**目前调味品的主要销售渠道也在发生变迁, 工业消费渠道占比由 2015 年的 30% 收窄至 2017 年的 10%, 收窄的份额主要由餐饮渠道占据。由于调味品在菜品成本中占比较低, 餐饮渠道为了考虑菜品的美味与可口, 通常会使用更高价位的调味品来提升口感, 吸引更多的客户, 增加客户的粘性, 因此餐饮渠道的发展预计将会带动调味品行业产品结构的进一步优化。

图表 12: 2015 年中国调味品 2B 端各渠道占比



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

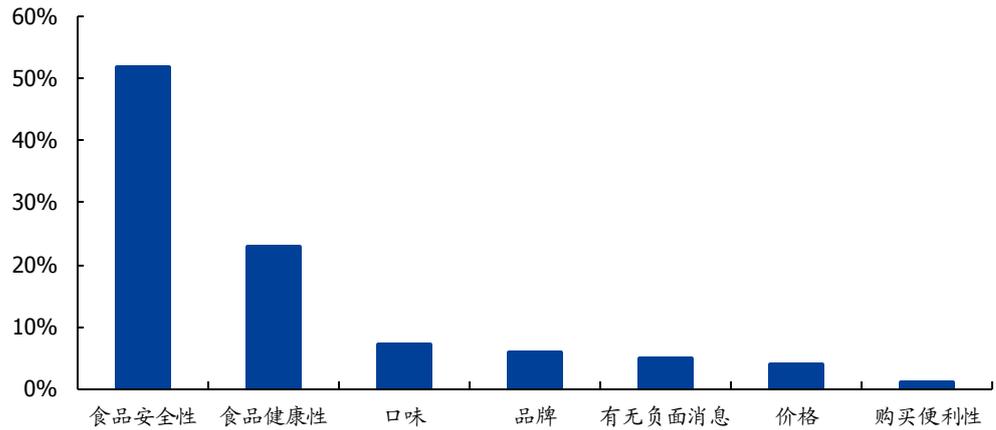
图表 13: 2017 年中国调味品 2B 端各渠道占比



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

消费者的消费理念正在发生转变, 食品安全性以及健康性成为居民消费首要考虑的因素。根据益普索咨询数据, 在消费者购买调味品关注因素中, 食品安全性以及健康性合计占比高达 75%。口味、品牌、有无负面消息在消费者购买调味品关注因素中的占比分别为 7%、6%、5%。而价格和购买便利性则成为消费者购买调味品的次要考虑因素, 在所有关注因素中分别占比 4%、1%。

图表 14: 消费者购买调味品关注因素对比



资料来源: 益普索咨询, 国盛证券研究所

中国调味品行业自 2012 年步入消费升级期, 目前已推出鲜味酱油及功能化酱油等。中国酱油总共经历了四次升级, 90 年代以前, 品牌概念较为模糊, 酱油产品以各地本土酱油为主, 并没有明确的酱油品种。当时面向家庭消费的零售端渠道中, 杂货店占比高达 70%-80%, 去杂货店打酱油是消费者购买调味品的主要途径。90 年代出现黄豆酱油, 逐渐代替其他的酱油产品。至 90 年代后期及 2000 年后, 开始出现老抽及生抽产品。其中老抽主要用于着色, 成为黄豆酱油的升级产品; 生抽主要用于调鲜, 味精和糖添加较少, 更加符合消费者对于健康的诉求, 这是酱油产品的第三次升级。2012 年后, 中国调味品行业正式步入消费升级阶段, 老抽、生抽等升级产品鲜味酱油的出现成为进入该阶段的重要标志。

图表 15: 中国酱油产品升级之路

时间	酱油品种	发展历史
90 年代以前	其他酱油	我国酱油以各地本土酱油为主
90 年代	黄豆酱油	淘大黄豆酱油进入内地, 代替其他的酱油产品
90 年代后期	老抽	以海天为主的老抽进入内地市场, 成为黄豆酱油的升级产品, 老抽迎来高速发展
2000 年后	生抽	跟随老抽进入中部、东部和华北地区, 由于以调鲜为主, 味精和糖添加较少, 很快就受到消费者的欢迎
2012 年前后	鲜味酱油	颜色淡、高鲜, 主要用于点蘸、凉拌等, 代表产品有美味鲜等
2014 年	功能化酱油	消费者对美食追求衍生出调味品功能细分, 针对不同使用场景的细分产品出现, 如红烧酱油、儿童酱油、蒸鱼豉油、海鲜酱油、面条鲜、凉拌酱油等

资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

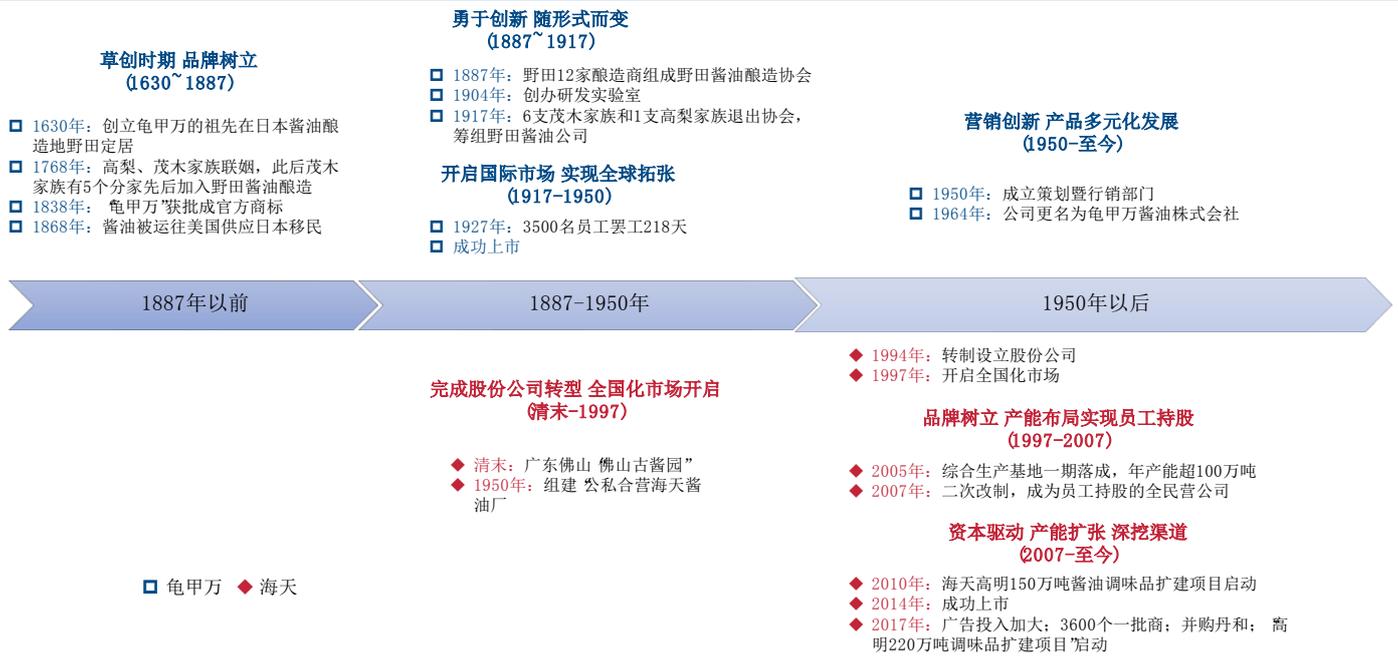
## (二) 调味品行业龙头对比: 海天风华正茂, 成长势头强劲

### 1、从发展阶段上来看: 海天滞后龟甲万 60-80 年

龟甲万与海天的发展阶段对比: 对比龟甲万与海天的发展历程, 龟甲万的整体发展程度较海天提前 60-80 年。从二者的生命周期阶段来看, 龟甲万已经率先完成了建厂+收购

的全球化拓张路径，经历了稳定成长的成熟期，现已步入衰退期。与此相比，目前海天正处于成长期，费用率较为稳定，收入利润稳步提升。

图表 16: 龟甲万及海天发展阶段对比



资料来源：公司公告，《龟甲万的营销创举》，国盛证券研究所

图表 17: 龟甲万和海天重要时间点对比

龟甲万	海天味业	时间间隔
1887年，野田12家酿造商组成野田酱油酿造协会	1955年组建“公私合营”海天酱油厂	68年
1917年筹组野田酱油公司	1994年转制设立股份公司	77年
1949年成功上市	2014年成功上市	65年

资料来源：《龟甲万的营销创举》，公司公告，国盛证券研究所

### 龟甲万发展阶段：

#### 第一阶段（1630-1887年）：草创时期，品牌树立

18世纪中叶的东京作为世界上最大的城市之一，距离野田只有一天的水运时间。在该阶段茂木家族以及野田酿造酱油的其他商家依赖于野田得天独厚的自然环境以及地理位置，实现了繁荣发展。品牌意识以及销售策略使得龟甲万在众多酱油酿造商中异军突起。在1838年以茂木佐平治为首的茂木分家决定以“龟甲万”作为品牌名称，并获得幕府将军的官方商标认可获得准许。同时利用强势的广告策略，引起消费者对品牌的认同感与忠诚度。

#### 第二阶段（1887-1917年）：勇于创新，随形势而变

龟甲万的第二阶段正处于日本快速工业化的重要时期，此时日本的酱油酿造竞争激烈，据资料显示，1910年日本国内酿造酱油的公司数目超过9000家，市场日趋饱和，价格直线下降。即使龟甲万作为品牌企业，也无法维持高于竞争对手2-3倍的价格。面对这种市场环境，1887年龟甲万联合野田的其他11家厂家组成了野田酱油酿造协会。该协会会员共同致力于：（1）大批订购大豆、小麦和食盐等原料，提升对上游原材料供应商

的议价能力；(2) 统一工资，稳定劳工成本；(3) 规范上市的酱油数量，增加对酱油供给的控制力。通过这一系列举措，最终协会掌握了东京约 10% 的市场，在全日本酱油市场市占率排名第一。

### 第三阶段（1917-1941 年）：开启国际市场，实现全球拓张

在该阶段，龟甲万开始进行国际市场的开发，并依赖出口实现了公司巨大的经济扩张。行销单位在亚洲各地纷纷设立，同时酱油也销售至欧洲、美国和南美洲。据日本官方统计资料显示，1939 年全日本酱油出口量中，99% 的产品印有龟甲万的商标。

### 第四阶段（1941 年后）：营销创新，产品多元化发展

在此阶段由于战后日本家庭规模缩小，西方饮食习惯开始影响日本，日本人吃起红肉、面包和乳制品等不需要酱油的食物，酱油每人每年平均需求量逐渐下滑。对此，龟甲万坚守采用传统酿造方法，并将自己研发出的最新技术与业界分享，**保证高品质的纯酿造酱油的供应**，共同维护日本人对酱油的消费习惯。并**成立策划暨行销部门**，负责整合行销调查、广告业务和消费者教育这三项策略，开始出资烹饪节目，向消费者免费示范如何用酱油烹煮各种食物。进行**产品多元化创新**，广泛投资多种产业，从药厂到食物处理机、餐馆，甚至基因工程研究等。1964 年，公司将酱油公司改名为龟甲万酱油株式会社，以反映更宽广的商业触角，并进一步打响在美国的名号，同时着手在美国设厂。

### 海天发展阶段：

#### 第一阶段（1997 年之前）：完成股份公司转型，全国化市场开启

海天作为酱油行业中的中华老字号，起源于清末，依赖于广东佛山优越的自然环境，酱油产业不断发展并形成佛山酱园。1955 年，佛山 25 家古酱园组建“公司合营海天酱油厂”，这便是海天的前身。随后进行了两次改制，至 1994 年已经成为股份公司。于 1997 年，海天开启全国化拓张之路。

#### 第二阶段（1997-2007 年）：品牌树立，产能布局，实现员工持股

海天着力进行品牌的打造，进行线上线下的全面营销。营销同时，海天积极进行产能布局，2005 年建成世界最大“航母级”调味品综合生产基地——海天高明生产基地，年产能超过 100 万吨。在此阶段，海天完成了第三次改制，收购外资的全部股权，成功将公司变为员工持股的全民营公司。

#### 第三阶段（2014 年至今）：资本驱动，产能扩张，深挖渠道

2010 年海天高明 150 万吨酱油调味品扩建项目正式启动。2014 年，海天成功 A 股上市，在资本市场成功融资近 40 亿，为海天的进一步扩张与并购提供资金基础。在此阶段，海天开始进行产业链上游的收购，收购广中皇，其经营范围为食用农产品初加工。同时在渠道方面稳扎稳打，在传统渠道上，海天在 2014 年对 2100 个一批商成立 KA 事业部，至 2016 年已经有超 3000 个一级经销商，在新兴渠道上，海天不断发展线上业务，线上收入占比不断提升。

## 2、生命周期上来看：海天目前正处于成长期

对标国际调味品发展公司，海天目前正处于成长期。对比国际调味品公司发展历程，总共分为四个发展阶段：初始期、成长期、成熟期以及衰退期。第一阶段初始期持续时间约为30-40年，特点为主业全国化，收入增长快，费用率较高。在此阶段，龟甲万和味好美均在聚焦调味品主业的基础上，布局调味品全国市场。第二阶段进入成长期，持续时间约20-30年，特点为企业开始进行内生+外延式品类扩张，规模效应逐渐显现，费用率稳定，收入利润稳步增长。在此阶段龟甲万及味好美通过收购其他调味品企业，实现品类扩张，并对外出口。第三阶段是成熟期，时间跨度约为50-60年，企业开始进行跨国和跨行业的扩张，利润率开始维持稳定。龟甲万和味好美在此阶段实现对调味品产业链的收购，进军餐饮、酒店、工业调味品等行业。公司发展历程中的最后阶段是衰退期，在此阶段公司开始进行战略收缩，收入增速放缓。

图表 18: 国际对标公司发展历程

	特点	龟甲万（日本）	味好美（美国）
<b>第一阶段: 初始期(约 30-40 年)</b>	主业全国化, 收入增长快, 费用率较高	1917 年前: 地域全国化, 调味品品类多元化	1889-1933: 聚焦香辛料主业, 做大国内市场
<b>第二阶段: 成长期(约 20-30 年)</b>	内生+外延式品类扩张, 规模效应显现, 费用率稳定, 收入利润稳步增长	1917-1941 年: 成为全日本酱油市场市占率第一名, 调味品开始出口国外	1933-1960: 收购其他调味品企业, 进军北美和南美
<b>第三阶段: 成熟期(约 50-60 年)</b>	跨国+跨行业扩张, 利润率稳定	1941-2009 年: 通过建厂+收购走向全球, 进入餐饮、酒店业	1960-2010: 通过并购实现全球化、进入餐饮、工业调味品等行业
<b>第四阶段: 衰退期</b>	战略收缩, 收入增速放缓	2009-今: 出售低盈利业务, 缩减工厂数量, 剪裁生产人工成本	2010-今: 出售低效率资产, 使用太阳能实现零能源生产

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

海天目前尚处成长期, 收入利润稳步增长。2009-2018 年, 海天营收复合增速约为 15.9%。尽管受到 2013 年“限制三公消费”政策的影响, 海天增速略有放缓, 但自 2016 年起, 海天收入利润增速继续稳步提升, 增长势头稳健。相较于海天, 龟甲万的营收增速明显较缓, 除去 2000 年及 2009 年由于可口可乐业务的并入与剥离给公司营收带来的异动, 龟甲万的营收增速一直稳定保持在 0-10% 的增速区间, 1992-2018 年营收 CAGR 为 3.1%。

图表 19: 龟甲万营业收入及增速



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 20: 海天营业收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 龟甲万净利润及增速



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

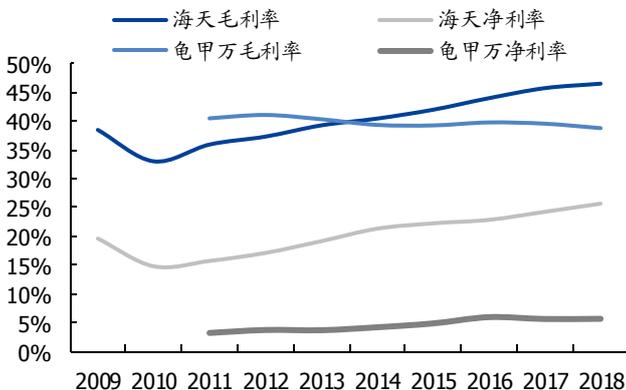
图表 22: 海天净利润及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

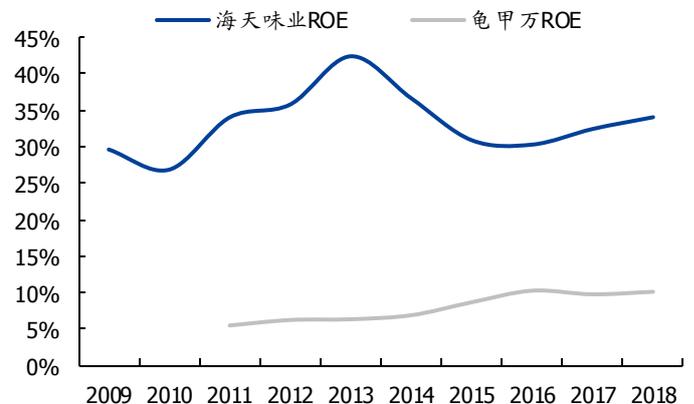
**海天盈利效率高, 毛利率及净利率稳步提升。**在毛利率方面, 海天与龟甲万相差无几, 龟甲万发展成熟毛利率稳定在近 40% 的水平, 海天受益规模效应及产品结构优化, 毛利率逐渐提升。2012 年, 海天高端产品占比为 10%, 至 2016 年该比例提升至 35%, 而高端产品与低端产品的毛利率相差约 5pct。在净利率方面, 海天费用管控能力强, 净利率稳步抬升, 超出龟甲万近 20pct。我们认为主要原因系海天目前 97% 市场仍集中在竞争格局逐步稳定的国内市场, 尚未重点进行海外市场开拓, 且其龙头地位十分稳固。同时在渠道方面, 海天主要依赖于销售费用较低的餐饮渠道, 目前餐饮渠道对海天营收的贡献约为 70%, 而龟甲万对餐饮渠道的依赖相对海天较低。根据龟甲万官网数据, 截至 2018 年, 龟甲万海外市场营收占比约 60%。从龟甲万海外渠道来看, 以美国为例, 家庭渠道、餐饮渠道以及工业渠道的占比分别约为 37%、50% 和 13%, 因此渠道结构的差异导致龟甲万销售费用率较海天更高。目前龟甲万处于衰退期, 销售费用率稳定在 25% 附近并呈现略有下降的态势。而海天正处成长期, 销售费用率目前稳定略增, 同时财务费用率及管理费用率均呈下滑态势, 整体费用率水平稳定可控。

图表 23: 龟甲万和海天利润率对比



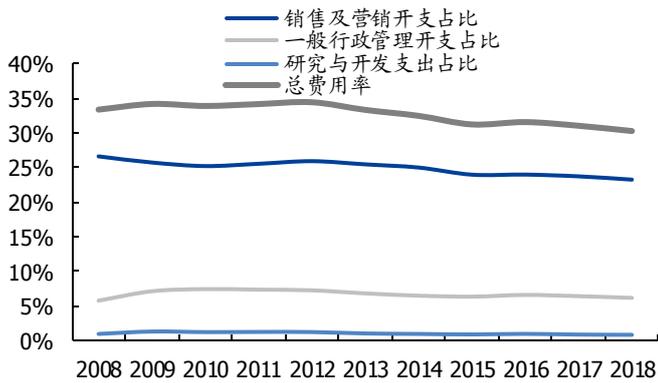
资料来源: Bloomberg, wind, 国盛证券研究所

图表 24: 龟甲万和海天 ROE 对比



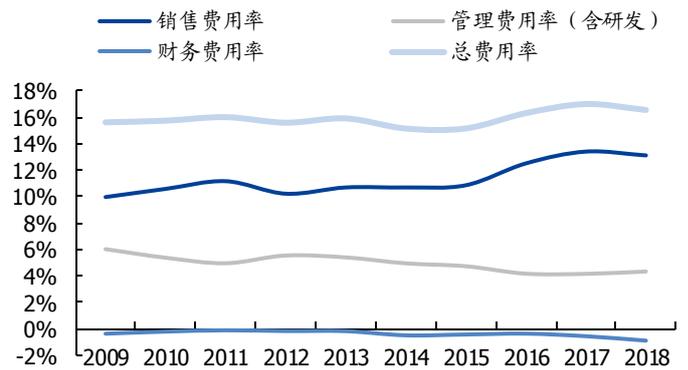
资料来源: Bloomberg, wind, 国盛证券研究所

图表 25: 龟甲万费用率情况



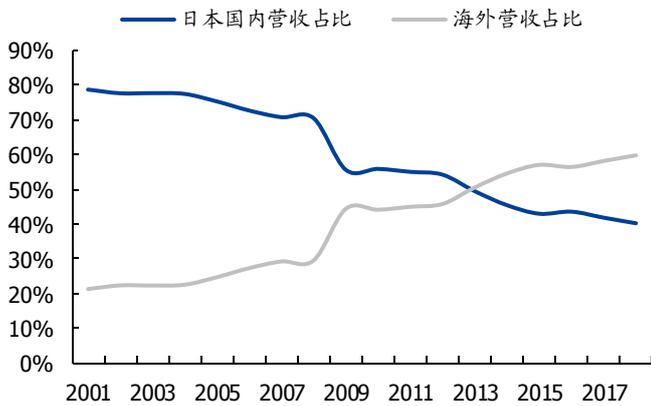
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 26: 海天费用率情况



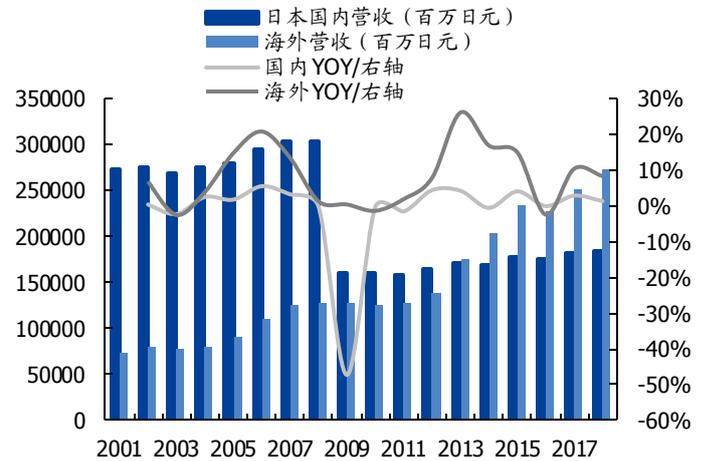
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 龟甲万国内外营收占比



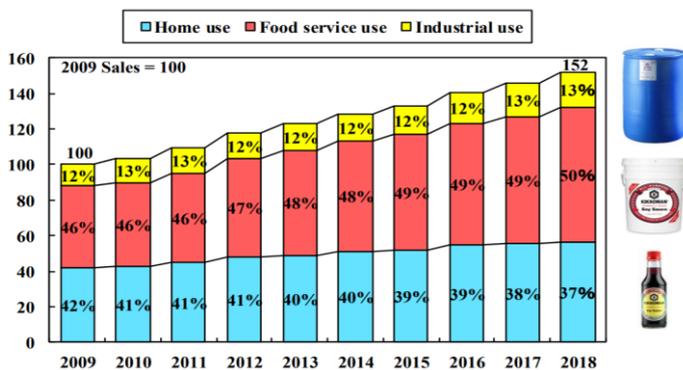
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 28: 龟甲万国外市场为拉动营收增长的主要动力



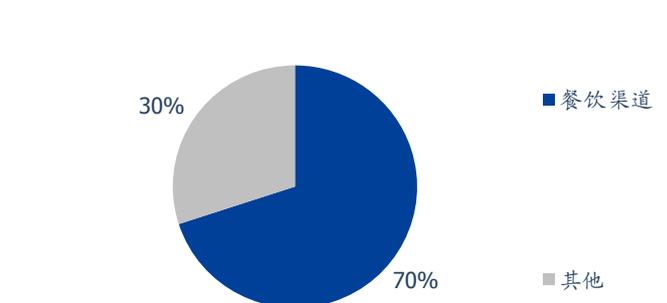
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 29: 龟甲万酱油在美国市场销售渠道拆分



资料来源: 龟甲万公司官网, 国盛证券研究所

图表 30: 海天餐饮渠道在其渠道布局中占比约为 70%

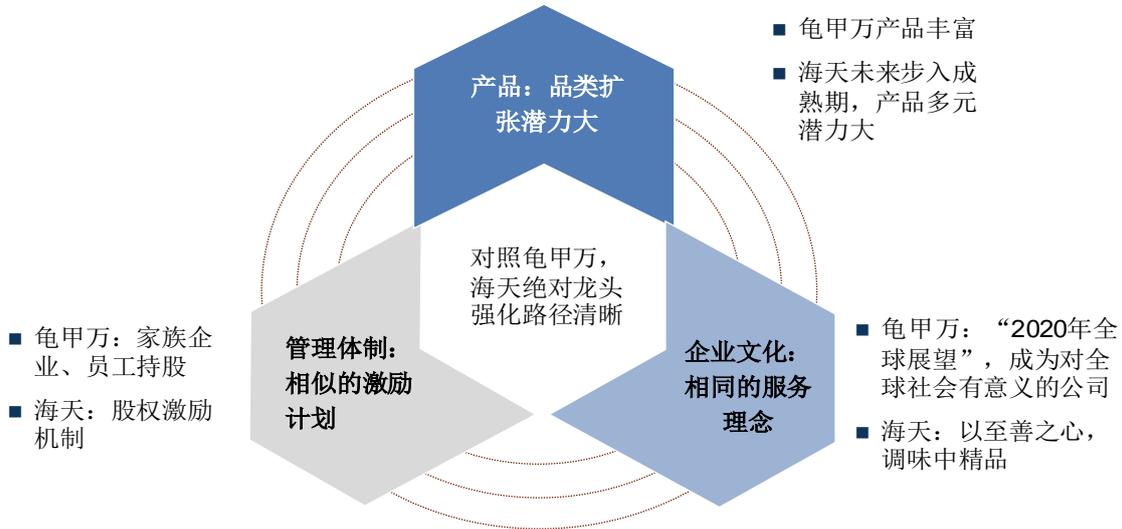


资料来源: 《调味品营销》, 国盛证券研究所

### 3、对标龟甲万，海天绝对龙头强化路径清晰

目前海天作为中国调味品的绝对龙头，过去几年营收以 10%-20% 的增速快速增长，正加速获得调味品市场份额，预计未来公司将复制龟甲万的成长路径，不断巩固强化龙头地位。

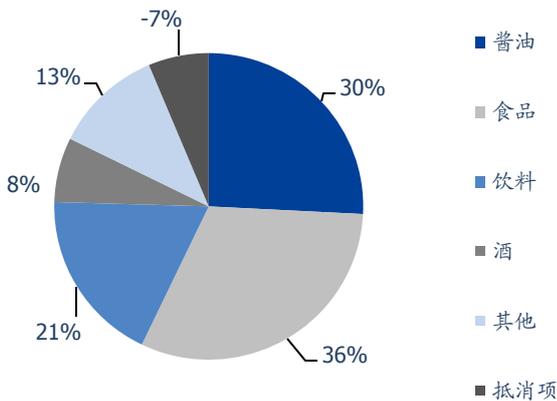
图表 31: 海天绝对龙头强化路径清晰



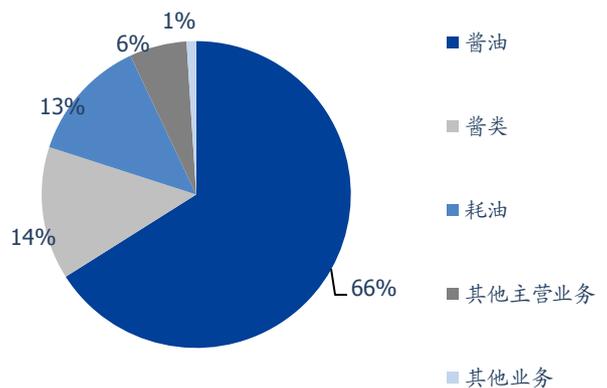
资料来源：龟甲万及海天公司官网，国盛证券研究所

**海天产品未来多元化发展有潜力。**海天目前营收增长的主要贡献来自于酱油，但海天同时也在不断扩大耗油、酱类等其他业务的占比，丰富产品结构。由于海天目前仍处于成长期，因此其扩张仍然需要在牢抓酱油为主要品类的基础上进行，未来随着海天逐渐步入成熟期，跨国及跨行业的拓张将有望成为公司继续发展的主特征。

图表 32: 龟甲万在日本市场销售额占比



图表 33: 海天在中国市场销售额占比



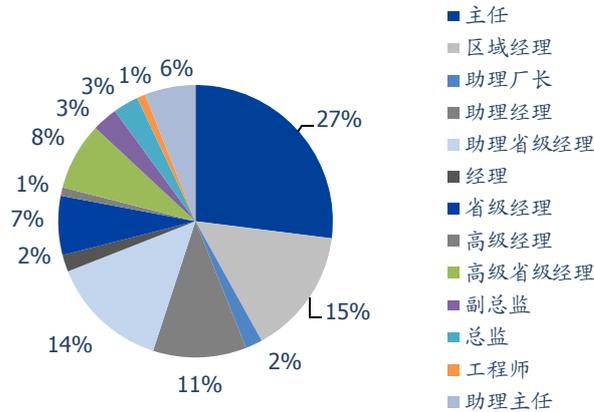
资料来源：龟甲万公司官网，国盛证券研究所

资料来源：wind，国盛证券研究所

**海天龟甲万实行相似的激励机制：**海天与龟甲万在管理体制上的共同特点是让员工持股，将员工利益与公司利益绑定，为公司业绩的持续增长提供有力保证。**龟甲万管理体制的一大特点是实行“终生雇用制”以及“绩效薪资挂钩”。**龟甲万在 1927 年 4 月经历了一次长达 218 天的员工罢工，约 3500 名员工发动罢工要求增加 10%-20% 的薪水。龟甲万从中吸取教训并提出了“公司哲学”，为劳资双方创造新的社会契约，重建工作效能、引进新式管理制度，让员工除了终生雇佣制之外，还可以依其工作表现作为判断所得的标准。**海天实行股权激励计划。**海天于 2014 年 11 月 3 日召开董事会，对公司核心技

术、营销、生产、工程、管理等骨干人员实行股权激励计划，总计授予 658 万股限制性股票。

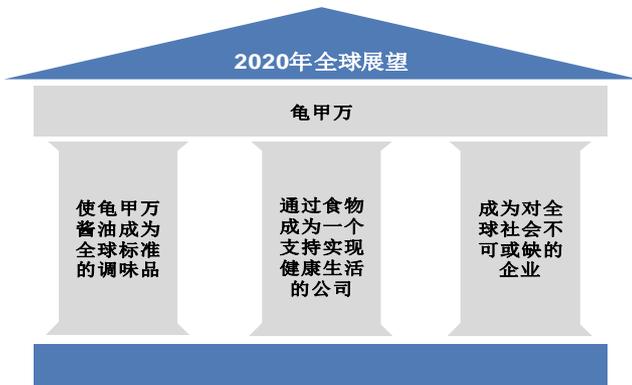
图表 34: 海天首期限制性股票激励计划对象比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

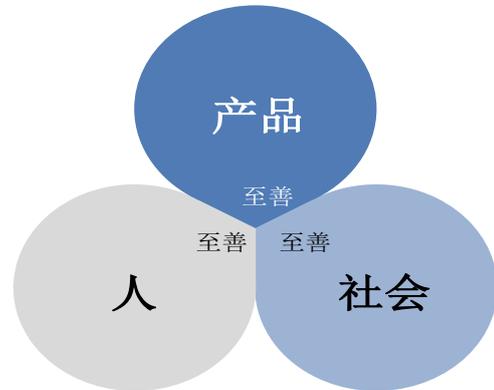
**服务及责任的理念是海天和龟甲万共同的企业文化:** 在 2008 年, 龟甲万集团为未来制定了“2020 年全球展望”: 1) 使龟甲万酱油成为全球标准的调味品; 2) 成为一个支持通过食物实现健康生活的公司; 3) 成为全球社会有意义的公司。海天扎根中国饮食文化的沃土, 早在 90 年代初, 就已提出“以至善之心, 调味中精品”的口号。对产品“至善”, 对人“至善”, 对社会“至善”, 形成了海天的和谐、责任文化。

图表 35: 龟甲万制定的“2020 年全球展望”



资料来源: 龟甲万公司官网, 国盛证券研究所

图表 36: 海天的经营理念



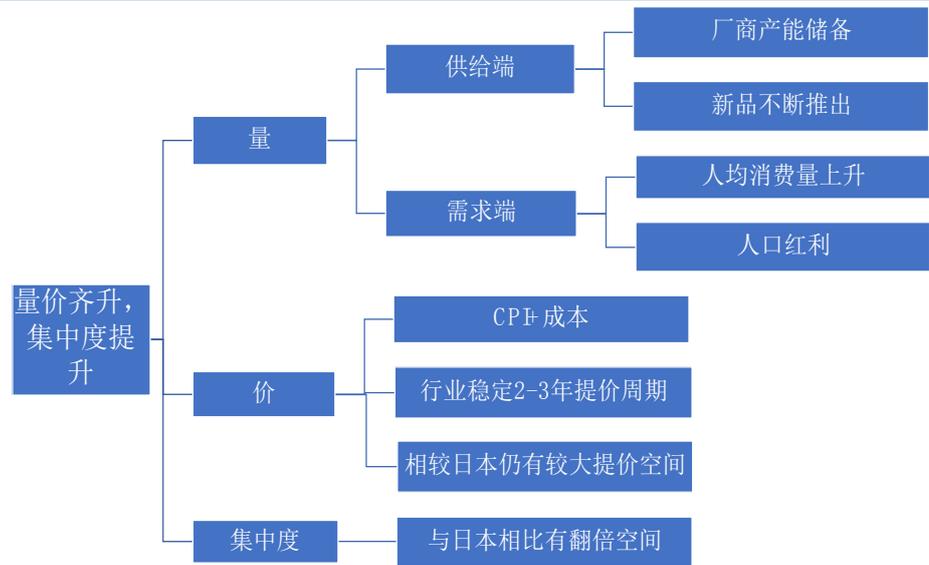
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 二、调味品行业发展前景判断: 量价齐升, 集中度提升趋势明确

基于以上中日调味品行业的对比, 我们认为我国调味品行业或将呈现出量价齐升以及集中度提升两大显著特点。在量方面, 产能扩张、新产品开发共同推动供给端量增, 人均消费量上升叠加人口数量增长共同创造需求端新增需求, 因此我们认为调味品行业将会保持稳定量增。在价方面, 受到 CPI 及成本端价格的波动影响, 调味品行业已经呈现出稳定的 2-3 年的提价周期, 且与日本相比尚有较大的提价空间。在集中度方面, 2015 年

我国酱油行业 CR5 为 32%，日本酱油行业 2016 年该比例为 59%，我们认为随着调味品行业的发展以及过剩产能的去除，我国调味品行业集中度仍有翻倍增长空间。

图表 37: 调味品行业未来发展框架图



资料来源: 国盛证券研究所

### (一) 量: 供需双轮推动, 实现销量稳定增长

#### 1、供给端: 新品开发催生多元化供给, 产能储备积极布局中

目前中国调味品行业处于消费升级期, 为顺应大众对于健康化、功能化的产品需求, 调味品企业相继推出健康化、高端化新品, 进行产品功能细分。如海天推出第一道头道酱油、零添加酱油、淡盐酱油、365 高鲜酱油等; 李锦记也推出薄盐生抽、特级酿造酱油, 鲜香红烧酱油等产品。

图表 38: 调味品公司相继推出高端化、功能化新品

	产品名称
海天	第一道头道酱油
	零添加头道酱油
	淡盐酱油
李锦记	365 高鲜酱油
	薄盐生抽
	特级酿造酱油
厨邦	鲜香红烧酱油
	厨邦特级双璜生抽王
	厨邦金标双璜生抽王
	厨邦淡盐酱油
	厨邦海鲜酱油

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

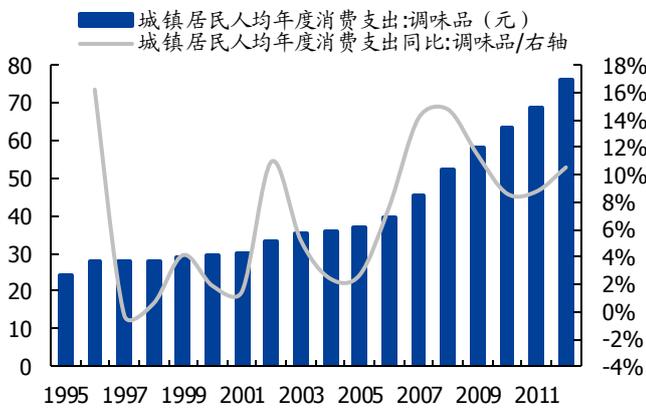
同时海天等调味品公司纷纷进行产能储备。以海天为例, 海天推出高明扩建项目, 预计

于2030年建成，届时海天总产能将新增220万吨，其中酱油、酱料、复合调味料分别增加150万吨、30万吨、40万吨。

## 2、需求端：人均消费量增加+人口红利，推动调味品需求增加

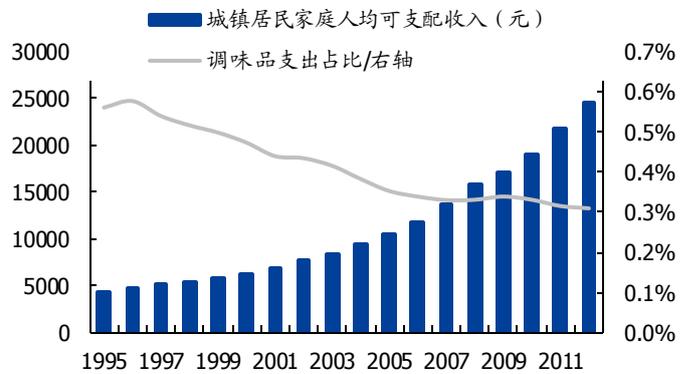
**需求端：受益经济发展、消费升级，调味品需求增加。**目前城镇人均可支配收入不断提升，调味品支出在人均可支配收入中的占比逐步下降。自1979年以来，我国城镇居民人均可支配收入稳步抬升，2007-2015年CAGR达到11.01%，我国人均年度调味品的消费支出也呈同步上涨的态势，2008-2012年CAGR为10.00%。调味品支出与城镇居民人均可支配收入同向变动，同时同比变动幅度较城镇居民人均可支配收入变动幅度更大。我们预计未来城镇居民人均可支配收入将持续提升，调味品支出也将以更大幅度上涨。以前每户家庭只需要一瓶酱油，目前随着产品的功能细分，家庭中出现生抽、老抽、蒸鱼豉油等多品类酱油已经成为常态。

图表 39: 城镇居民人均年度调味品支出及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

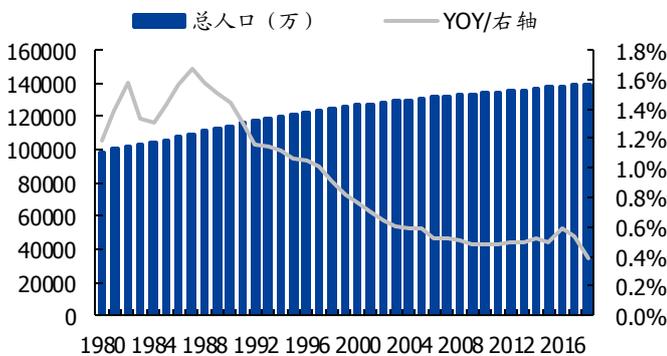
图表 40: 调味品支出在城镇居民人均可支配收入中占比逐步降低



资料来源: wind, 国盛证券研究所

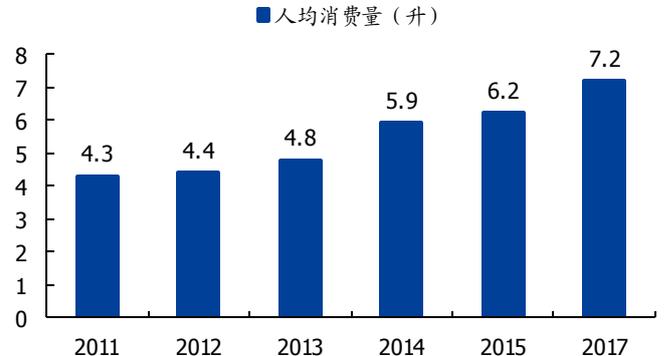
**需求端：“人口数量增速提升”叠加“人均调味品消费量处于上升期”，创造新增调味品需求。**中国自1982年实行计划生育以来，人口增速呈现下滑态势。2015年国家推出“二胎政策”，人口增速出现反弹，2016年与2017年人口增速均超0.5%，2018年同比增长0.38%。人口数量保持稳定增长，为调味品行业创造了更多消费者和新增需求。

图表 41: 中国总人口及增速情况



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 42: 人均调味品消费量处于上升期



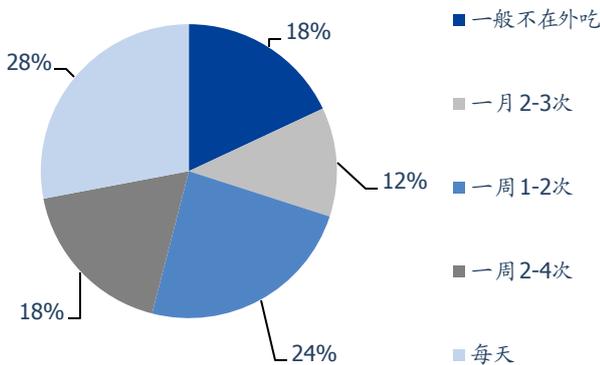
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

**中国人均调味品消耗量正处于上升期，短期不会出现转折点。**对比日本，尽管我国人均酱油消耗量已经赶超日本人均水平，但据《龟甲万的营销创举》记载，日本人均酱油消耗量的顶点在二战时期达到，约为16升。此后由于西方饮食文化的影响以及饮食理念

的转变，日本人均酱油消费量呈现稳定下行态势。我们认为短期来看，目前中国调味品消费量不会出现如日本一样的转折点，主要原因系：**1）外出就餐频次提高，餐饮、外卖行业蓬勃发展；2）地区发展不平衡，人均调味品支出拥有上升空间；3）西方饮食对我国的影响相对日本较小。**西方食品在中国调味品行业尚未发展成熟时已经进入中国，我国传统的调味品与这些新兴食物共同发展，因此不会由于外来食物的突然冲击带来消费量的明显转折点。

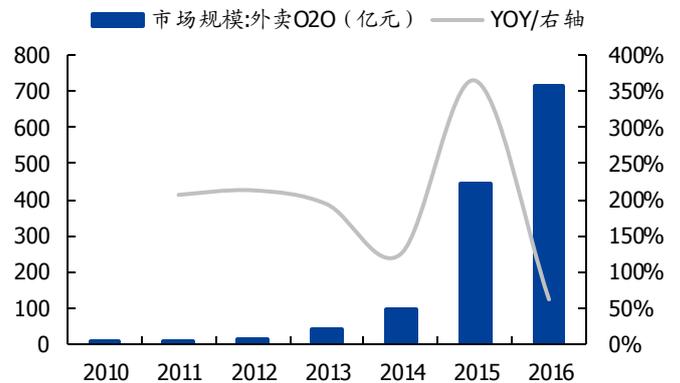
**下游餐饮渠道以及外卖行业的爆发式发展拉动调味品需求：**随着现在工作压力的增加，女性外出工作的比例提高，更多的年轻人选择外出就餐。目前餐饮及外卖行业在经历了爆发式发展后，目前仍保持较快速发展。外卖及餐饮行业由于更加注重产品的口感，相较于家庭的调味品用量会更多，从而拉高人均调味品的消耗量。

图表 43: 外出就餐频次



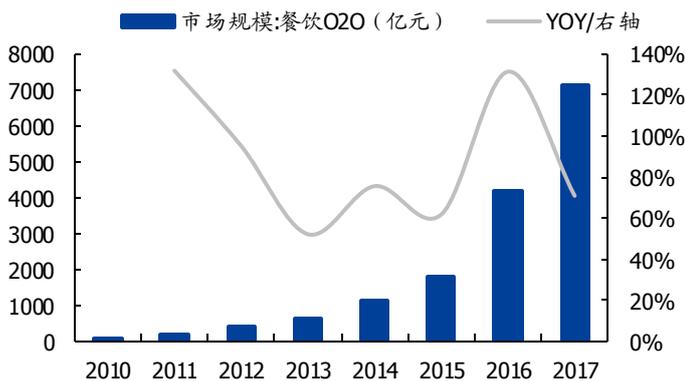
资料来源: 央视经济观察, 国盛证券研究所

图表 44: 外卖 O2O 的市场规模及增速



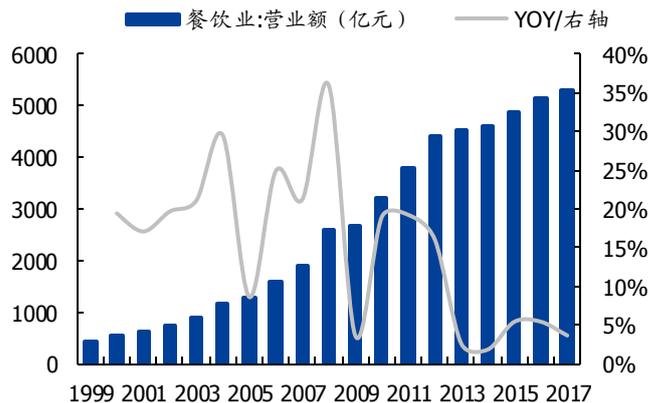
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 45: 餐饮 O2O 的市场规模及增速



资料来源: 央视经济观察, 国盛证券研究所

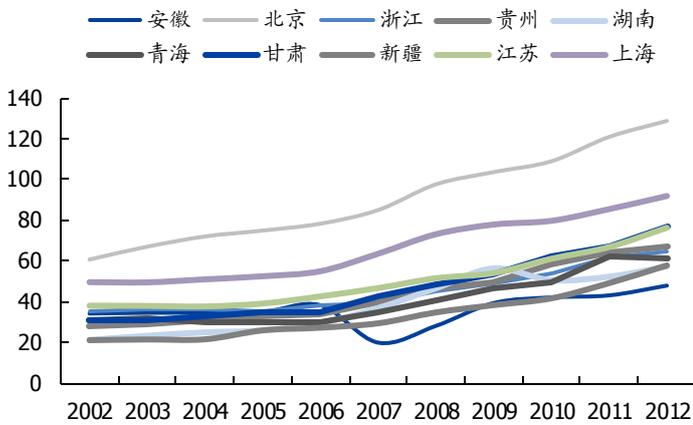
图表 46: 餐饮业营业额及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

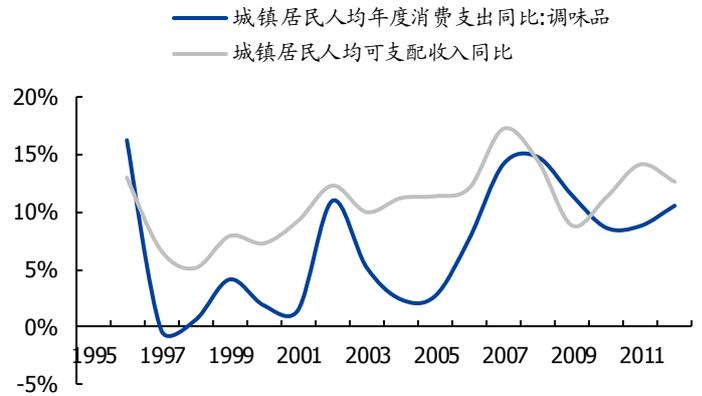
**地区发展不平衡，人均调味品支出拥有上升空间。**对比各地区城镇居民家庭调味品支出水平，北京及上海作为经济发展水平最高的两大城市，其人均调味品支出分别位居全国各省份第一、第二位，并且随着经济的发展呈现稳步提升的态势。其余地区人均调味品支出水平距离北京上海均有不同程度的差距，随着城镇化的推进，人均可支配收入的提高预计将会继续带动调味品支出的持续攀升。

图表 47: 各地区城镇居民家庭人均调味品支出 (元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 48: 人均可支配收入提升带动调味品支出上升



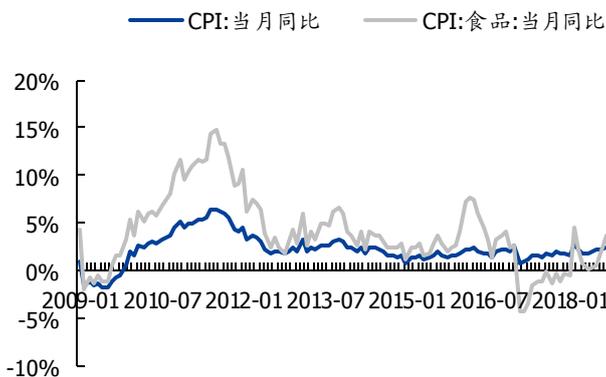
资料来源: wind, 国盛证券研究所

## (二) 价: 行业呈现 2-3 年稳定提价周期

### 1、CPI 推动调味品价格提升

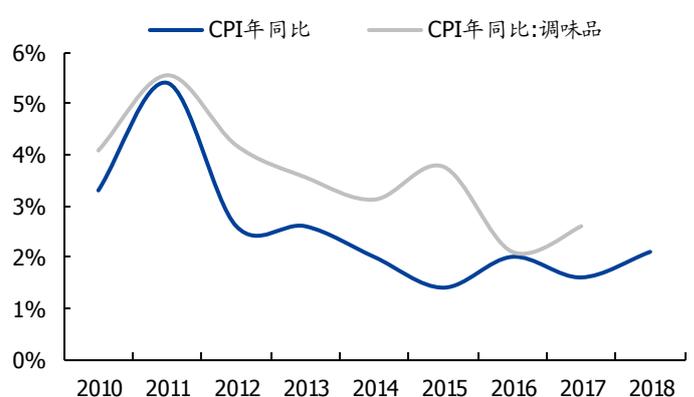
**CPI 提升推动调味品价格增长。**欧睿数据显示 2012-2017 年, 调味品销售收入年复合增速约为 9.2%, 其中销量 CAGR 约为 6%, 其余约 3% 的增速贡献量来自价的提升。我们分别将 CPI 食品以及 CPI 调味品同比增速与 CPI 的同比增速进行拟合, 结果表明二者的变动方向整体一致, 其中 CPI 食品及调味品的波动程度较 CPI 更为剧烈。自 2019 年初以来, CPI 每月同比保持稳定正增长 (1.5%-3.0%), CPI 食品每月同比增速则大幅提升, 据 2019 年 6 月数据, CPI 食品同比增长 8.30%。我们预计 CPI 调味品在 2019 年也有望继续走高。

图表 49: 居民消费价格指数 19 年初以来呈现稳步回升态势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 50: 预计调味品价格逐步上行



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2、调味品行业提价周期稳定, 提价利好调味品龙头

**调味品行业出现稳定 2-3 年提价周期。**2017 年以来，行业上游黄豆、包材等原材料成本大幅涨价催生调味产品提价。2017 年 2 月，涪陵榨菜对 80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品进行提价，幅度达 15-17% 不等；2017 年 3 月，中炬高新对旗下厨邦及美味鲜产品提价幅度为 5%-6%；2017 年 4 月，千禾味业对主要产品提价，平均提价幅度 5%-8%。追溯龙头公司涨价历史知，海天提价带动调味品行业的全面提价，周期一般为 2-3 年。2008 年以来，分别以 2008-2010 年、2010-2011 年、2012-2013 年、2014-2016 年、2017-2019 年为四个周期。2018 年末及 2019 年初仅涪陵榨菜和恒顺醋业对部分产品进行了提价，其余调味品公司均未采取提价动作，因此我们预计 2019 年末或 2020 年初可能开启新一轮提价周期。

图表 51: 调味品行业呈现 2-3 年稳定提价周期

	海天味业	中炬高新	恒顺醋业	涪陵榨菜	千禾味业
2008-2010 年	2008 年金标酱油提价 0.5 元，提价幅度 10%				
2010-2011 年	2010 年部分产品提价	2011 年部分产品提价		2011 年主力产品整体提价 10%	
2012-2013 年	2012 年 500ml 金标和银标酱油上涨 0.5 元，提价幅度分别为 10%、12.5%			2012 年乌江榨菜等主力产品提价 50%；2013 年乌江榨菜等主力产品终端价提升 16.8%	
2014-2016 年	2014 年 11 月对 60% 产品平均提价 4%	2014 年 12 月对终端产品提价	2014 年 5 月全面提价，平均涨幅约为 5%；2016 年 10 月上调 19 个单品价格，平均涨幅为 9%	2016 年 7 月对其 11 个单品进行 8%-12% 提价	
2017-2019 年	2017 年 1 月对 90% 产品提价 6%，均价提升约 5.4%	2017 年 3 月美味鲜和厨邦产品提价 5%-6%	2019 年 1 月对恒顺香醋、陈醋、料酒等五个品种产品平均提价幅度约 13%	2017 年 2 月对流通渠道产品提价 15-17%；2018 年 10 月对 7 个单品提价约 10%	2017 年 4 月对主力产品进行提价，平均提价幅度 5%-8%

资料来源：公司公告，百度，国盛证券研究所

### 3、消费升级拉动价格带上移

**消费理念转变，消费者对调味品提价敏感性降低。**随着城镇人均可支配收入的不断提升，人均年度调味品消费支出以超 10% 的增速增长，同时调味品的支出在人均可支配收入中的占比逐年降低。1995 年至 2012 年该占比由 0.56% 降至 0.31%。假设保持该下降节奏，至 2019 年，调味品消费支出在城镇人均可支配收入中的占比预计将降至 0.24%。

**中国将复制日本消费升级之路。**相较国际品牌，我国调味品产品结构及价格均有待升级。以酱油为例，对比日本调味品龙头龟甲万，我国调味品行业产品价格仍处于低位。海天酱油平均价格约 10 元/500ml，而龟甲万打造纯酿造及特级酱油，产品定位更加高端，平均价格约 30 元/500ml，高出海天酱油两倍之多。同时，相比于定位高端市场的李锦记，龟甲万特级酿造酱油的定价高出李锦记约 30%。随着我国消费者消费观念的变化以及消费升级，调味品行业产品将向更加高端化的方向发展，从而有望带动价格带的进一步上移。

图表 52: 海天酱油价格较龟甲万仍有上行空间

特选丸大豆万字酱油 43元/500ml	黄豆浓口纯酿造酱油 22.8元/500ml	万字甜口酱油 39.9元/500ml
		
		
海天老抽王 8元/500ml	海天特级金标生抽 10.9元/500ml	海天特级一品鲜 10.9元/500ml

资料来源: 天猫商城, 国盛证券研究所

### (三) 预计酱油行业未来十年将维持约 6.5% 的年复合增速

#### 1) 我们预计 2030 年调味品行业销量达到高点

根据 World Population Prospect 的预测数据, 2030 年后中国人口数量可能会保持稳定甚至出现一定程度的下滑, 估计将于 2030 年达到峰值, 约 14.16 亿人。

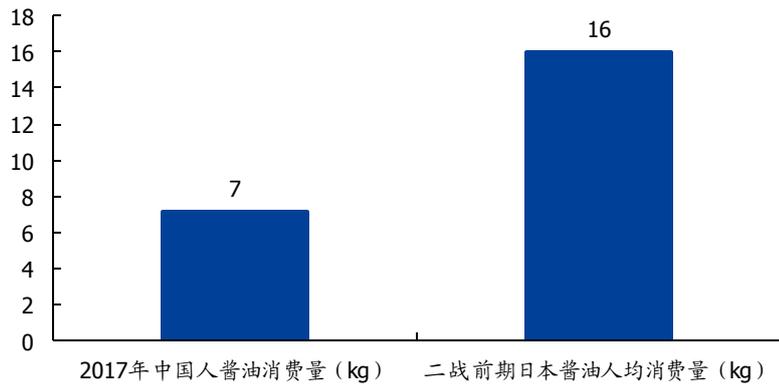
图表 53: 中国人口数量及预测

年份	1950	2015	2030	2050	2100
中国人口 (亿)	5.44	13.76	14.16	13.48	10.04

资料来源: World Population Prospects: The 2015 Revision, 国盛证券研究所

对比日本人均酱油消费量水平, 我们保持中性假设: 2030 年我国人均酱油消费量约为 12kg/人。根据《龟甲万的营销创举》一书的记载, 日本人均酱油消费量在二战前期达到顶点, 人均酱油消费量约 16 升/人。此后由于西方饮食文化入侵、健康理念转变以及老龄化程度加剧等因素影响, 日本人均酱油消费量水平开始逐年下滑。我们认为在中国目前经济形势稳定、老龄化程度不及日本且西方饮食文化影响仍有限的情况下, 中国人均调味品消费量处于上行通道。但随着居民生活水平的逐步提高, 居民消费意识开始转变, 且餐饮行业进入爆发的后阶段时期, 我们认为中国人均调味品的消费量难以超越日本的最高消费水平。

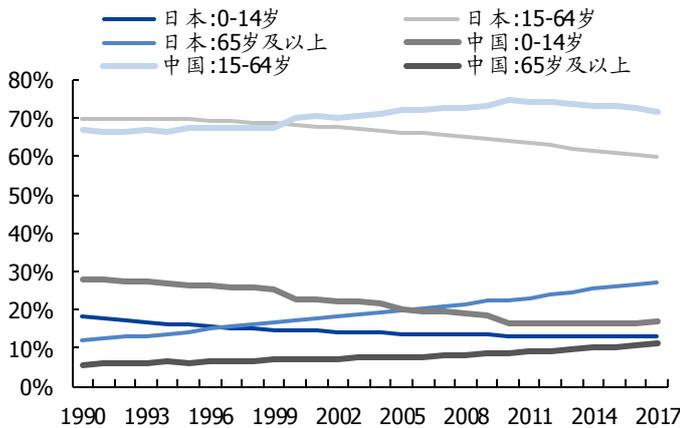
图表 54: 中日人均酱油消费量对比



资料来源:《龟甲万的营销创举》, 国盛证券研究所

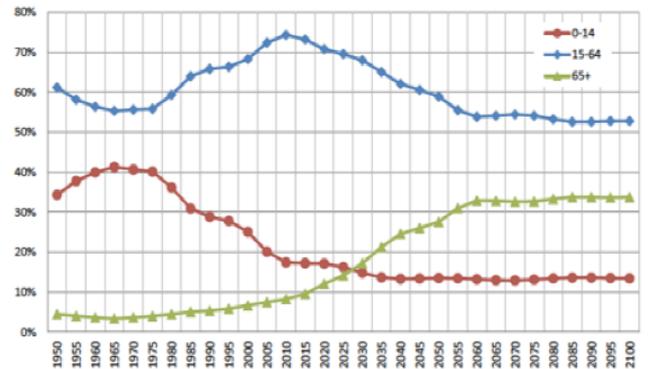
根据 World Population Prospect 对中国人口结构的预测, 15-64 岁的人口结构占比预计将在 2030 年附近达到最高值。在人口饮食结构中, 通常 0-14 岁的儿童以及 65 岁以上的老人对于调味品的摄入量会相对青年人更低, 因此我们判断人均调味品的消费量可能在 2030 年达到最高点, 叠加我们此前对人口数量的判断, 我们认为 2030 年或将成为调味品行业在量方面的重要转折点。

图表 55: 中日人口结构对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 56: 中国人口结构变动预测图



资料来源: World Population Prospect: The 2015 Revision, 国盛证券研究所

在中性假设下, 我们对 2030 年酱油行业的需求量进行估计: 未来十年行业量增 CAGR 约 4.2%。我们利用“酱油总销量=人均消费量\*人口数量”公式对 2030 年酱油行业销量规模进行估计。同时假设酱油行业产销率为 100%, 并对酱油人均消费量分别采用不同的假设, 在此基础上进行敏感性分析。

综合考虑我国目前的人均酱油消费量的水平以及日本人均酱油消费量的变迁情况, 我们采用中性估计, 即 2030 年我国人均消费量为 12kg/人。在此假设下, 2030 年酱油销量预计将达 1699 万吨, 同时根据国家统计局数据, 2017 年我国酱油行业的产量为 1001 万吨, 因此 2017 年-2030 年酱油行业量增将保持约 4.2%的复合增长率水平。

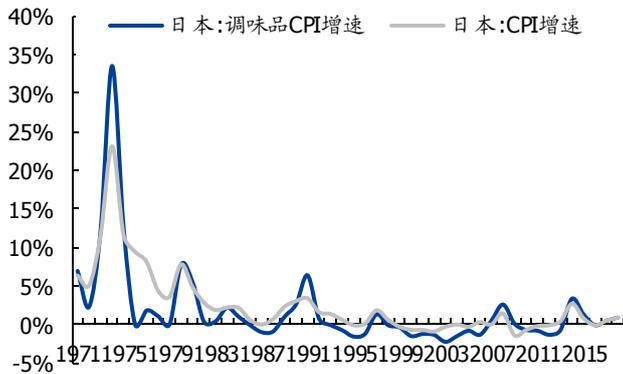
图表 57: 2030年调味品产量测算

2030年人口预测 总数(亿)	人均消费量 (kg)	2030年销量(万吨)	2017-2030年 CAGR
14.16	10	1416	2.70%
14.16	12	1699	4.15%
14.16	14	1982	5.39%

资料来源: 国盛证券研究所

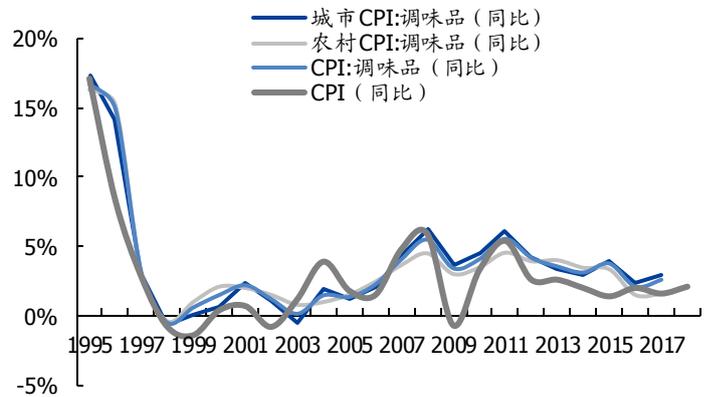
2) 调味品价格与 CPI 同步性较强, 我们预计未来十年调味品价格保持约 2.3% 的年复合增长。我们将调味品 CPI 增速与 CPI 增速进行拟合, 拟合结果表明在中国与日本, 二者间均呈现较强的同步性。另外 wind 数据库显示, 2019-2020 年我国 CPI 同比预测平均值约为 2.37%, 结合我国目前稳定的经济货币政策, 我们认为物价增长水平将大概率继续维持稳定的状态, 因此我们预计与 CPI 同步性强的调味品价格水平将在接下来十年间保持约 2.30% 的复合增速水平。

图表 58: 日本调味品价格变动与 CPI 变动拟合程度较高



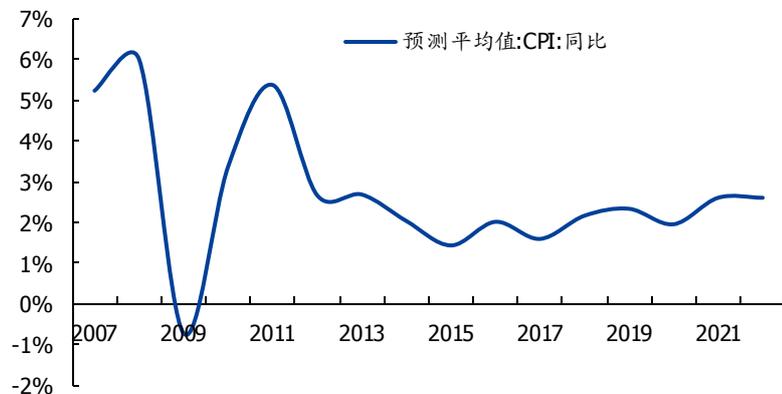
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 59: 中国调味品价格变动与 CPI 变动同步程度高



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 60: CPI 同比预测平均值

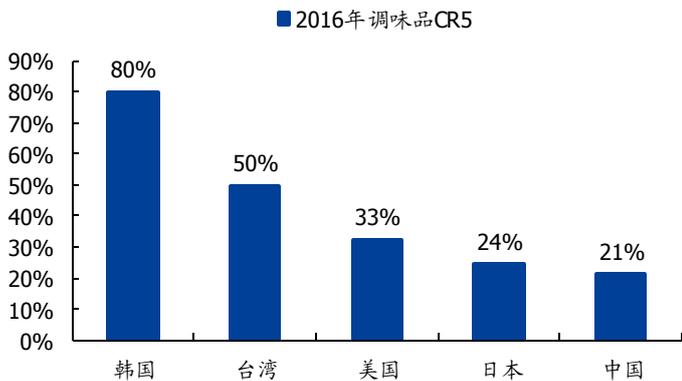


资料来源: wind, 国盛证券研究所

(四) 格局思维：龙头加速收割市场份额，集中度有望持续提升

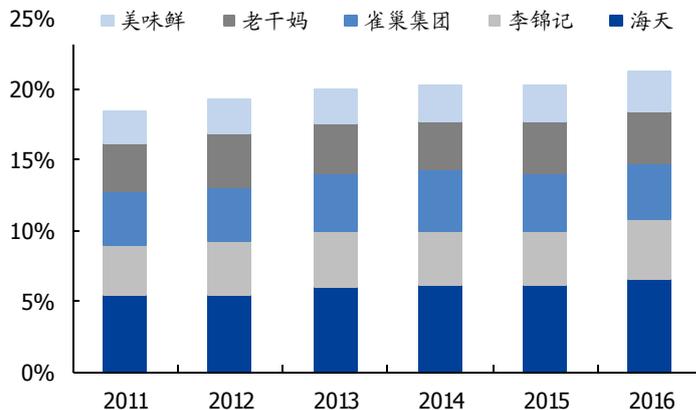
格局思维显现，龙头加速收割市场份额，集中度提升空间大。相比其他国家及地区，我国的调味品集中度仍然处于低位，近年来正呈现稳步提升趋势。我国调味品行业中酱油集中度相对较高，2015年CR5为32%，而2016年数据显示日本酱油行业集中度高达59%，龙头龟甲万市占率为33.5%，且仍然处于持续集中状态，我国集中度有望持续提升。

图表 61: 中国调味品市场集中度低



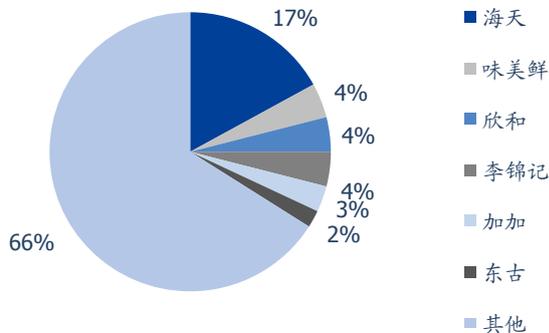
资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

图表 62: 中国调味品集中度呈稳步提升趋势



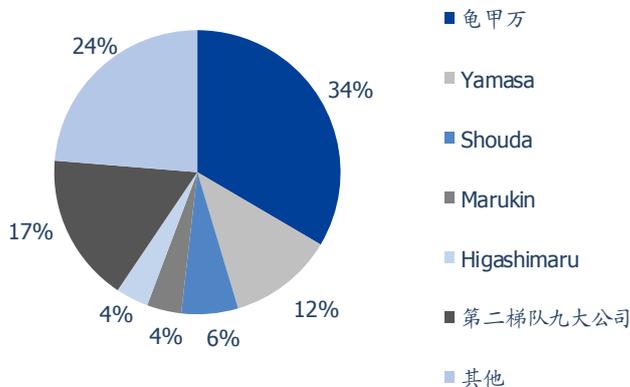
资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

图表 63: 中国酱油行业集中度 (2015年)



资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

图表 64: 日本酱油行业集中度 (2016年)

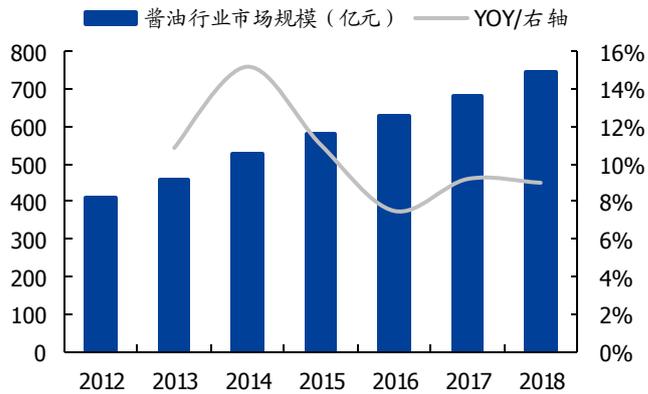


资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

海天龙头地位巩固逻辑不变，预计未来十年实现酱油营收约 10%的复合增长。随着行业增长出现拐点，我们预计海天作为调味品行业龙头也将由成长期步入成熟期。根据欧睿数据，2018年我国酱油行业零售规模为745.55亿元，同时调研显示海天渠道利润率约为45%，因此2018年海天零售端酱油市场规模约为148亿元，我们推算2018年海天在酱油市场的市占率已经提升至约20%的水平。我们假设至2030年，海天龙头地位将进一步稳固，市占率有望由20%快速提升至30%，实现向龟甲万看齐的目标。结合上文我们对行业增长率的估计，即行业年复合增速水平约为6.5%，且假设产销率为100%，则2030年酱油行业的市场规模约为1587亿元。按照30%的市占率，海天将有望实现476亿的酱油零售销售规模，在出厂端口口径下，海天酱油品类预计实现约328亿元的营业收入，实现2018-2030年约10.20%的复合增长，高于行业平均增速水平，实

现对市场份额的加速收割。

图表 65: 酱油行业零售额及同比增速



资料来源: 欧睿, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

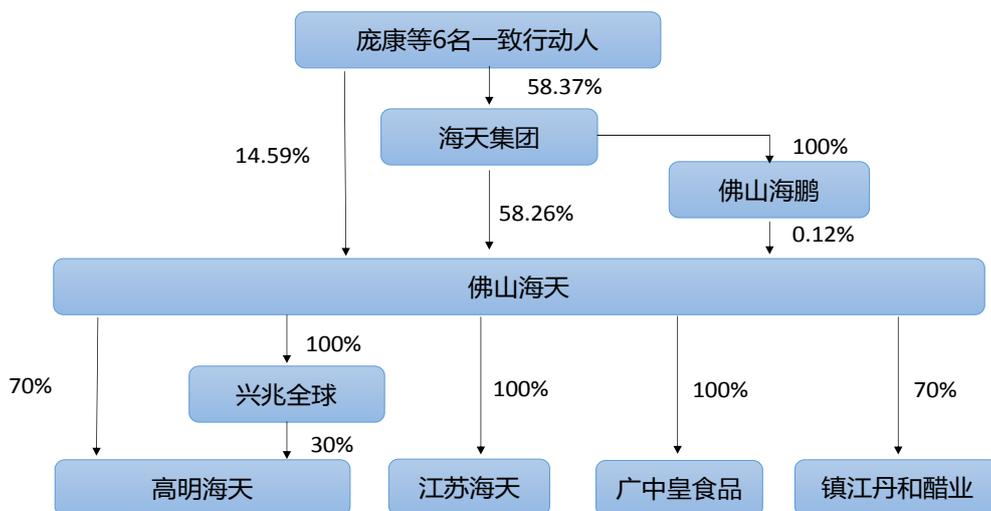
### 三、海天全产业链优势尽显，行业内霸主地位稳固

#### (一) 股权结构稳定，经营政策稳健

海天股权结构维持稳定，庞康等 6 名一致行动人对佛山海天的控制权不断加强。根据 2018 年年报披露数据，庞康等 6 名一致行动人直接及通过海天集团间接合计持有佛山海天 48.67% 的股份，较 2017 年提升 0.77pct，公司实际管理人对公司控制进一步加强，有利于经营政策的有序推进。

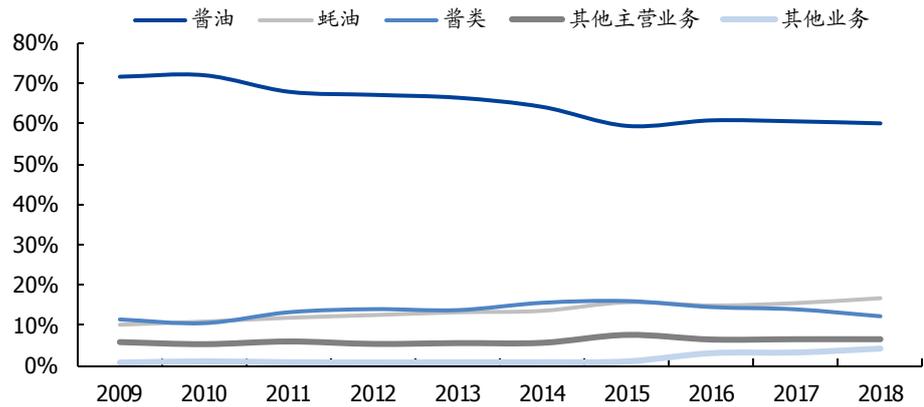
在经营政策方面，公司始终稳抓酱油主业，并以酱油产品为着眼点，逐步拓展蚝油、酱类等其他品类，进行产品结构的丰富。截至 2018 年，海天酱油、蚝油、酱类的占比分别为 60.09%、16.76%、12.28%。

图表 66: 海天味业股权结构稳定



资料来源: 2018 年年报, 国盛证券研究所

图表 67: 海天各板块业务收入占比

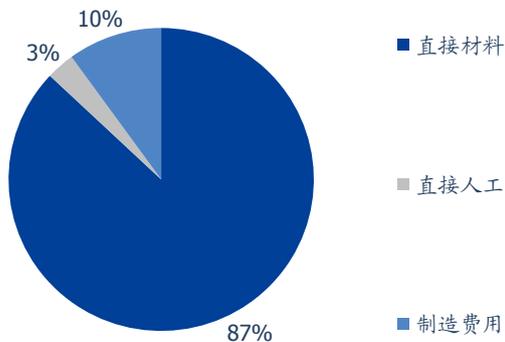


资料来源: wind, 国盛证券研究所

## (二) 龙头价格意见领袖, 提价带来盈利能力提升

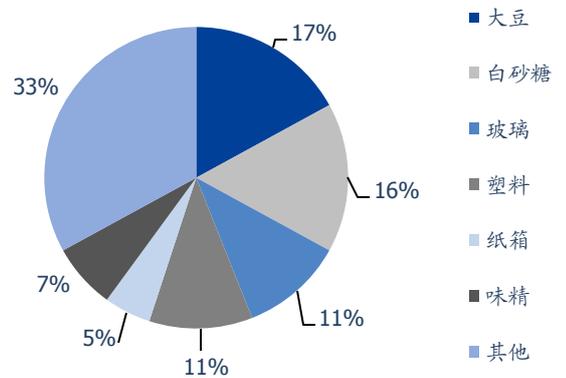
**原材料成本上行催生调味品行业提价:** 对调味品行业龙头海天进行成本拆分, 其中直接材料占比最大达 87%, 直接材料中成本占比最大的分别是大豆、白砂糖、包材等。2017 年, 调味品行业成本端原材料价格不断上行, 大豆 (+20%)、白砂糖 (+3%)、塑料瓶 (+12%)、玻璃瓶 (+17%) 价格均出现不同程度的上涨, 瓦楞纸价涨幅最大, 高达 47%。原材料的上行助推了调味品行业的涨价浪潮。

图表 68: 海天成本构成 (2012年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 69: 海天直接材料成本拆分 (选自 2012 年海天味业)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**海天通过提价成功转移成本压力, 同时有效拓宽渠道利润空间。** 我们假设直接成本及制造费用保持稳定, 以大豆、白砂糖、塑料、玻璃以及瓦楞纸为基础, 按照占比对各原材料价格变动幅度进行加权, 计算得出综合成本变动情况。基于此, 我们对四次提价带来的盈利影响分别进行分析:

1) 2010 年海天综合成本上涨 5.28% (由于数据缺失, 在此假设玻璃在 2010 年涨幅为 0%), 为应对成本端的价格上涨, 公司对部分产品进行了提价, 带动 2011 年吨价上涨 8.67%, 拉动 2011 年净利率、毛利率分别提升 0.93pct、2.91pct。

2) 2011年和2012年海天综合成本分别变动4.66%、-0.69%，两年时间整体上涨约4%。2012年9月，公司为转移成本端压力同时拓宽渠道利润，再次对部分产品提价。此次提价行为使得2012年、2013年产品吨价分别上涨3.11%、2.57%。2013年海天净利率、毛利率分别提升2.04pct、1.95pct。

3) 2014年海天综合成本下降0.94%。为拓宽渠道端利润空间，海天于2014年11月对60%产品平均提价4%，整体提价幅度约为2.40%，带动下一年净利率、毛利率分别上行0.93pct、1.54pct。

4) 2016年11月，由于受到瓦楞纸等包材价格上涨的影响，海天于2017年1月进行了第四轮提价，对90%产品提价6%，整体均价提升约5.4%，带动2017年吨价上涨5.48%。提价成功转移成本端压力，实现2017年净利率、毛利率分别增加1.39pct、1.74pct。

图表 70: 大豆集贸市场价格指数同比变动情况



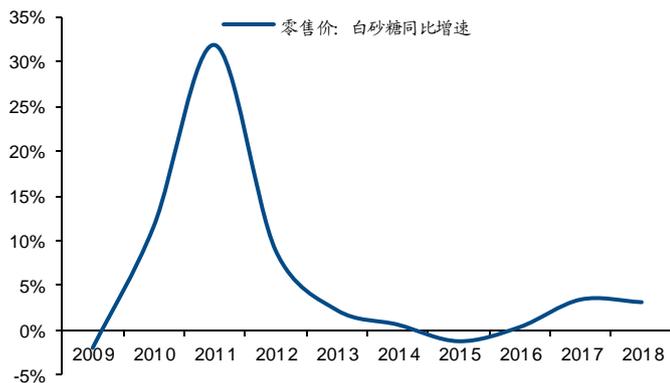
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 71: 瓦楞纸高强市场价格走势图



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 72: 白砂糖零售价格走势图



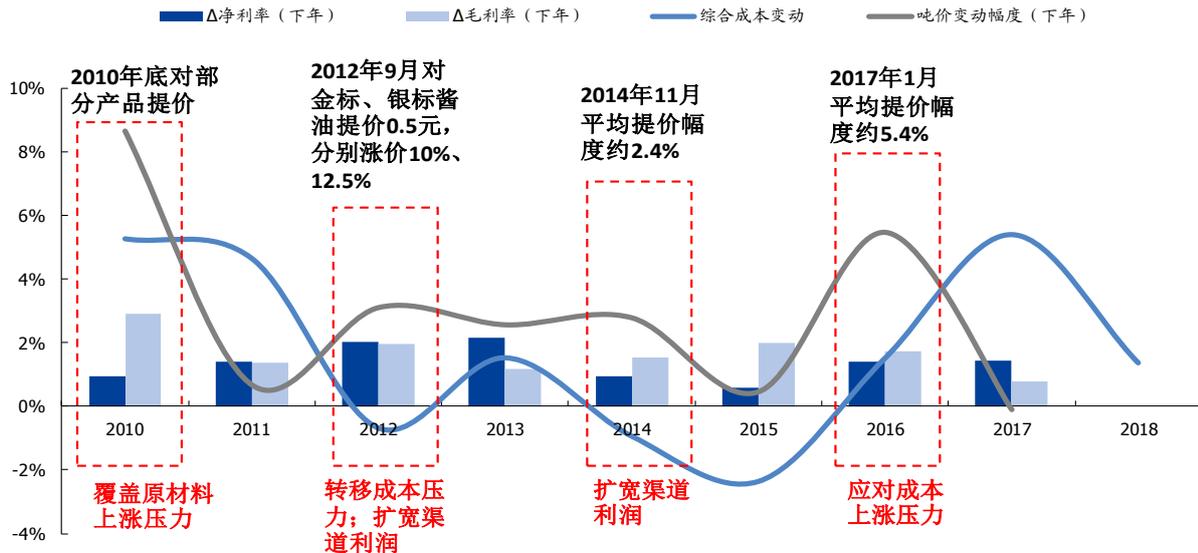
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 73: 塑料价格指数走势图



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 2005年11月1日=1000)

图表 74: 海天提价实现盈利能力持续上行



资料来源: 公司公告, 百度, 国盛证券研究所 (注: 综合成本变动指对大豆、白砂糖、塑料、玻璃、瓦楞纸价格变动幅度按比例进行加权计算得出的成本变动情况。由于数据缺失, 2017年前, 瓦楞纸价格选用“出厂平均价: 瓦楞纸”指标, 2018年瓦楞纸价格变动幅度采用“市场价: 瓦楞纸: 高强: 全国”价格指标的变动幅度作为估计。另: 此处的吨价为酱油、蚝油、酱类的平均吨价。)

我们对海天原材料最新价格进行跟踪, 年初至今, 海天综合成本同比下滑 2.31%。但是同时考虑渠道利润拓宽需求, 并以两年提价周期作为判断基础, 我们预计 2019 年末、2020 年初公司或将开启新一轮提价周期。

图表 75: 2019 年初至今海天综合成本最新跟踪

	市场价: 大豆: 黄豆: 全国均价	市场价: 瓦楞 纸: 高强: 全国 (均价)	零售价: 白砂糖 (均价)	中国玻璃价格 指数	中国塑料价格 指数	综合成本
同比变动幅度	3.71%	-18.80%	-1.30%	-6.47%	-11.09%	-2.31%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 选取时间段为 2019.1.1-2019.7.23, 其中白砂糖的截止时间为 2019.7.19。由于“农产品集贸市场价格指数: 大豆累计同比”数据尚未更新, 指标选取略有差异, 此估计仅作参考)

### (三) 海天餐饮渠道霸主地位稳固

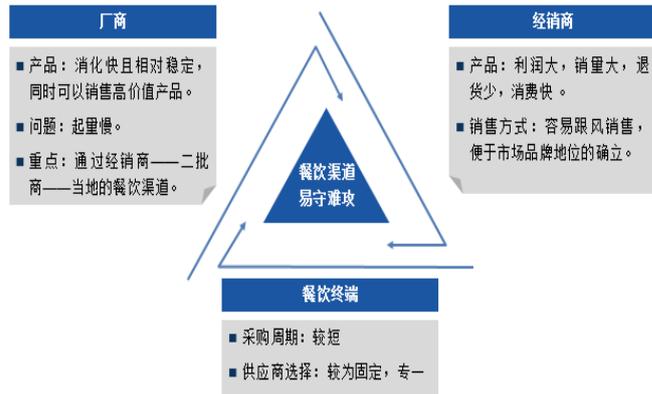
餐饮渠道近年来在调味品行业渠道中的占比呈现出稳步提升的态势, 其重要性不断提升, 同时餐饮渠道具有易守难攻的特性, 使得餐饮渠道成为调味品行业各公司的必争之地, 可谓得餐饮者得天下。

餐饮渠道易守难攻的特性主要由厂商、经销商、餐饮终端三方共同决定:

- (1) **品质保证、菜式配方及品牌认可共筑餐饮渠道壁垒:** 一、高级酒店对品质要求高, 厨房都有品质认证, 比如 ISO9000 和其他一些国际标准, 对调味品生产同样要求符合质量标准, 很多企业没有该资格; 二、菜式相对稳定。菜式有配方因调味料更换需要进行调整, 若难以产生较大变化, 主厨通常不会进行调味料的更换; 三、品牌认可。主厨通过圈子推广认识品牌和调味品品牌, 小企业没有做品牌的意识, 所以很难进入。
- (2) **厂商、经销商及餐饮终端共同决定餐饮渠道易守难攻特性。** 从厂商的角度而言, 得餐饮者得天下。餐饮渠道在整个调味品渠道中占比约为 70%。加之餐饮渠道

端对于产品的需求稳定，消化速度快，尤其在高档餐厅中，调味品在菜品成本中的占比较低，而厨师为了追求菜的口味，通常愿意购买价值较高的产品，有利于公司销售高价值产品，提升毛利率。海天在餐饮渠道拥有海天草菇老抽、金标生抽以及海天味极鲜等主打大单品。从经销商角度而言，产品的利润较大，销量较大，退货较少，消费快速，同时经销商之前的竞争容易形成跟风销售，便于产品在市场中品牌地位的确立。从餐饮终端角度，整体而言餐饮渠道相较于其他的家庭渠道以及食品加工渠道，会更加看重产品的品牌与质量，采购周期较短，选择的供应商比较固定专一。以上餐饮渠道参与者的诉求共同决定了调味品企业在餐饮渠道易守难攻的特点。

图表 76: 餐饮渠道参与者决定餐饮渠道易守难攻特性



资料来源：《调味品营销》，国盛证券研究所

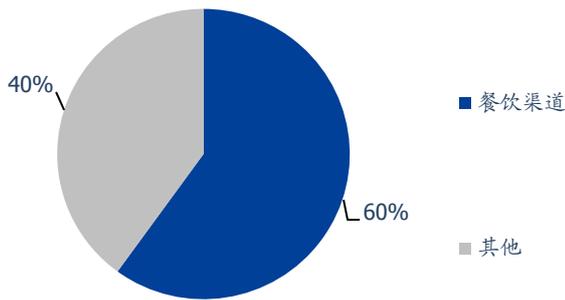
图表 77: 餐饮终端分类及各类终端特点比较

	高档	中档	抵档
价值导向	品牌	质量	价格
采购形式	一揽子	部分一揽子	零星散采
采购场所	专业市场	批发市场	农贸市场
采购周期	10-15天	5-7天	1-3天
供应商	固定	相对固定	不固定
结算周期	30-45天	月结批结	现结
服务方式	送货上门	送货自提	自提
更改速度	专一、慢	部分专一	不专一

资料来源：《调味品营销》，国盛证券研究所

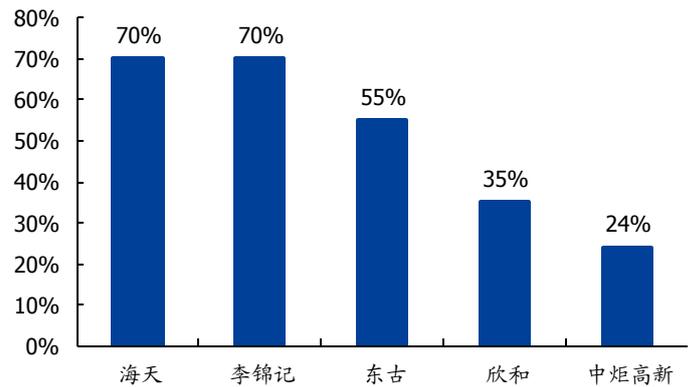
**餐饮渠道易守难攻，海天绝对霸主地位稳固。**餐饮渠道是调味品销售直达终端的最重要渠道。海天餐饮渠道在其渠道布局中占比高达70%，同时海天通过采用先款后货的政策保证公司在渠道中的主动权。

图表 78: 2017年调味品行业中餐饮渠道占比



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 79: 各调味品公司餐饮渠道在其渠道布局中的占比



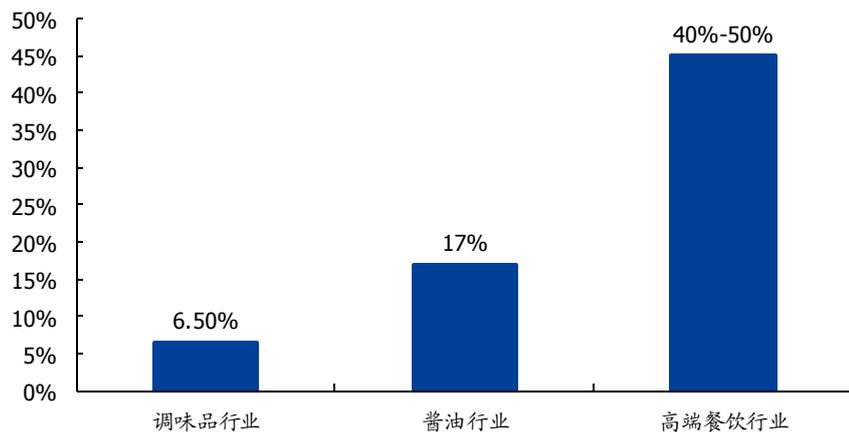
资料来源: 《调味品营销》, 国盛证券研究所

### 海天在餐饮渠道稳扎稳打、深入布局:

**学习李锦记, 厨师推广会:** 海天自主进行新菜品的开发, 并在餐饮渠道的推广上与厨师学校合作, 同时依赖自身产品的口味鲜美、色泽保持持久等高品质特点, 赢取厨师心智, 培养厨师习惯并将产品扎根餐饮行业。在餐饮渠道的进一步推广方面, 海天学习李锦记, 开展厨师推广会等活动。由于厨师在餐厅间的流动性较大, 各餐厅之间也会相互竞争学习, 顾客喜爱的菜品会在不同的饭店重复点, 调味品的用户黏性会不断增强。

**从高端向下推广:** 海天在调味品及酱油行业中的市占率分别为 6.5%、17%, 但是根据《调味品营销》一书中的调研结果, 海天在高端餐饮中的市占率约为 40%-50%。海天以高端餐饮行业为切入点, 依靠餐饮行业之间的相互影响以及经销商的推广, 依次向下往中端、低端餐饮渗透, 实现对餐饮渠道的逐步深度覆盖。

图表 80: 海天在各行业中的市占率对比



资料来源: 《调味品营销》, 国盛证券研究所

**海天独特的渠道设置, 有效解决餐饮渠道应收账款回收难等问题。** 在渠道设置方面, 海天采取了以下策略, 有效保证在餐饮渠道的霸主地位, 在不断扩大在餐饮渠道布局时, 同时保证现金流的稳定与渠道的强议价能力:

**(1) 分层建立经销商网络:** 海天对经销网络进行分层, 在海天与 33 万个终端营销网点间, 建立了 2600 多家一级经销商以及 5000 个二级分销商的中层网络, 并培训专门人员, 对中层网络进行管理和指导。

**(2) “双驾马车”刺激竞争:** 海天在一个地区至少配置两名经销商, 在保证自身控制力度的同时可以有效刺激经销商间的竞争, 实现渠道深入布局的目的。

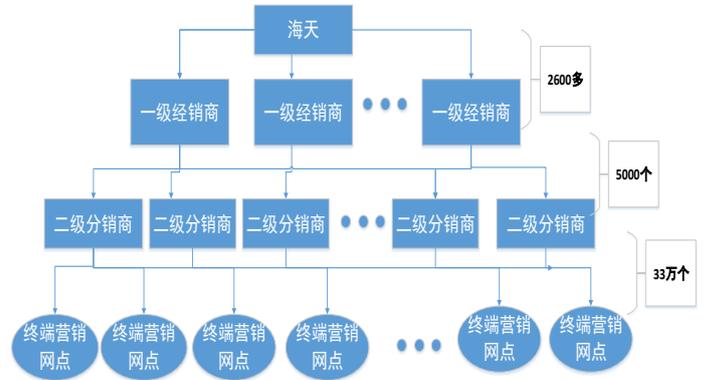
**(3) 细化目标, 激活渠道网络:** 海天采取细化目标的方式激活整个渠道网络, 将全年目标细化到每月, 要求经销商上半年每月需要完成全年目标的 8%, 下半年完成 9%~10%。

图表 81: 海天在全国范围内的渠道渗透



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 82: 海天的分层经销商网络设置



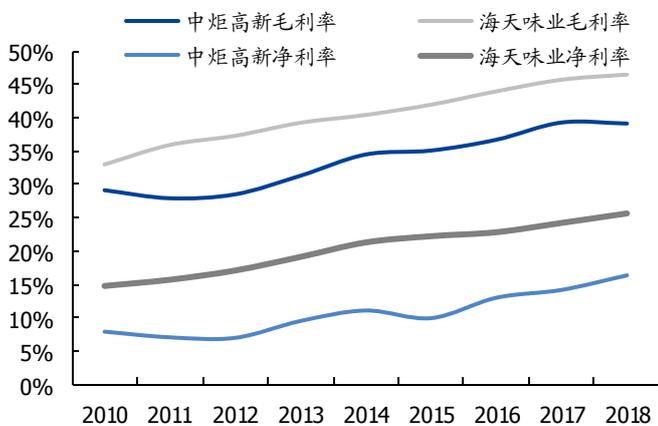
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

**(4) 先款后货, 渠道议价能力强:** 海天采用先款后货的强硬渠道政策稳定现金流入, 在避免自身资金被经销商占用同时, 海天也较少占用经销商资金。并通过给予较少返点的方式有效控制经销商压货现象, 稳定整个价格体系。结合我们此前分析, 海天还会通过较为节奏稳定的提价给经销商拓宽利润空间。

**(四) 产品结构不断优化, 高端化趋势明显**

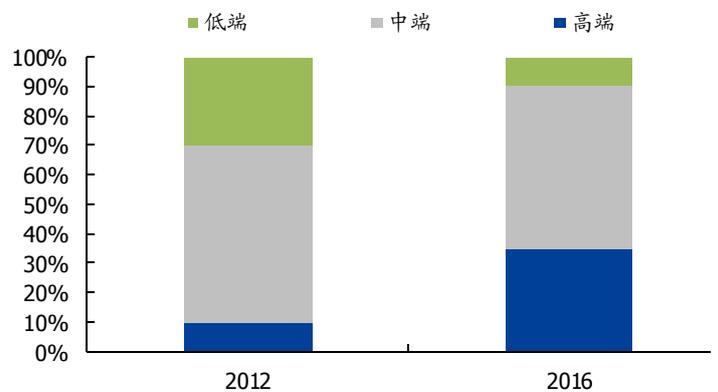
**产品高端化拉动毛利率不断上行。** 为顺应消费者消费升级趋势, 调味品行业对产品结构不断升级。海天 2012 年低端、中端、高端产品占比分别为 30%、60%、10%, 至 2016 年, 高端产品占比提升至 35%, 预计未来高端的占比会到达 40-50%, 高端、中端、低端产品毛利率各差将近 5pct, 结构的优化将促使公司毛利率更进一步提高。

图表 83: 调味品行业公司利润率持续提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 84: 海天高端产品比例不断增加



资料来源: 《调味品营销》, 国盛证券研究所

目前海天形成了五大十亿级销售额的明星大单品以及两亿级的两大系列产品，其中海天味极鲜产品于 2015 年实现单品销售额突破 10 亿元，成为继金标生抽、海天草菇老抽、海天上等蚝油、海天黄豆酱后的第五个 10 亿大单品，也是鲜味酱油的重要代表。此外，海天老字号、海天有机两大系列的推出强化了高端产品矩阵，目前均已实现超 2 亿销售额，推动公司产品结构的持续优化。

图表 85: 海天亿级大单品矩阵

	产品品类	天猫售价
10 亿级大单品	海天金标生抽	10.9 元/500ml
	海天草菇老抽	12.8 元/500ml
	海天味极鲜酱油	10.9 元/450g
	海天黄豆酱	8.4 元/340g
	海天上等蚝油	8.5 元/700g
2 亿级大单品	海天老字号系列	第一道头道酱油 -
		零添加头道酱油 22.9 元/480ml
		淡盐头道酱油 22.9 元/480ml
		365 高鲜头道酱油 22.9 元/480ml
	海天有机系列	48 元/480ml

资料来源: 公司官网, 天猫商城, 国盛证券研究所

## 四、估值比较

### (一) FCFE 估值方法分析

**假设一: 目前海天正处于成长期, 预计在 2030 年前后开始进入成熟期。**基于我们此前对海天业务发展的分析, 我们认为海天酱油业务在 2019-2030 年保持约 10% 的复合增速。同时我们将 2019 -2030 年分为两个阶段。第一阶段为 2019 年-2023 年, 即海天高明项目推出以前; 第二阶段为 2023 年-2030 年, 即行业进入增长拐点前的阶段。

在第一阶段, 我们参考海天高明 220 万吨的扩产计划, 分别对酱油、蚝油、酱品类进行量的估计, 同时维持 2-3 年的提价周期判断, 对各品类的价格进行估算, 提价幅度均稳定在 2%-5% 的水平。在此背景下, 我们预计海天 2019-2023 年的营收增速分别为 16.01%、16.15%、15.16%、14.33%、13.26%。

在第二阶段, 我们通过测算估计海天酱油品类将在 2030 年实现至少 328 亿元的营业收入, 对蚝油及酱料品类的增速我们保持稳定略降的保守估计。

**假设二: 海天成熟期约维持 20 年。**通过海天与国际调味品发展阶段的对比, 龟甲万及味好美的成熟期发展阶段约 50-60 年, 成熟期的主要特征为公司进行收购以及全球化扩张。随着全球化的快速发展以及全球一体化的逐步深入, 我们认为海天的成熟期阶段或将缩短, 我们保守估计约为 20 年。进入成熟期后, 对照日本调味 CPI 增速 (剔除日本 19 世纪 70 年代的通货膨胀数据, 日本 1980-2009 年调味品 CPI 的平均增速约为 0.54%), 我们预计海天成熟期价格仍将维持约 1% 的增长水平。在量方面, 行业整体销量增速出现放缓, 但综合考虑海天龙头市占率提升的影响因素, 我们预计销量将保持约 2-3% 的增长水平, 因此我们假设海天成熟期年复合增速约为 3.5%。

**假设三: 海天 2050 年后进入永续增长期。**成熟期结束后, 我们估计价格的增长将成为海天收入增长的主要贡献因素。如果暂且不考虑海天海外的扩张情况, 对照龟甲万近年

来的国内营收增速，我们预计其永续增长率约为 1.5%。

在以上假设基础上，我们运用 **FCFE** 的估值方法对公司价值进行估计，认为公司每股价值约为 **117.69** 元。

图表 86: 海天估值结果敏感性分析

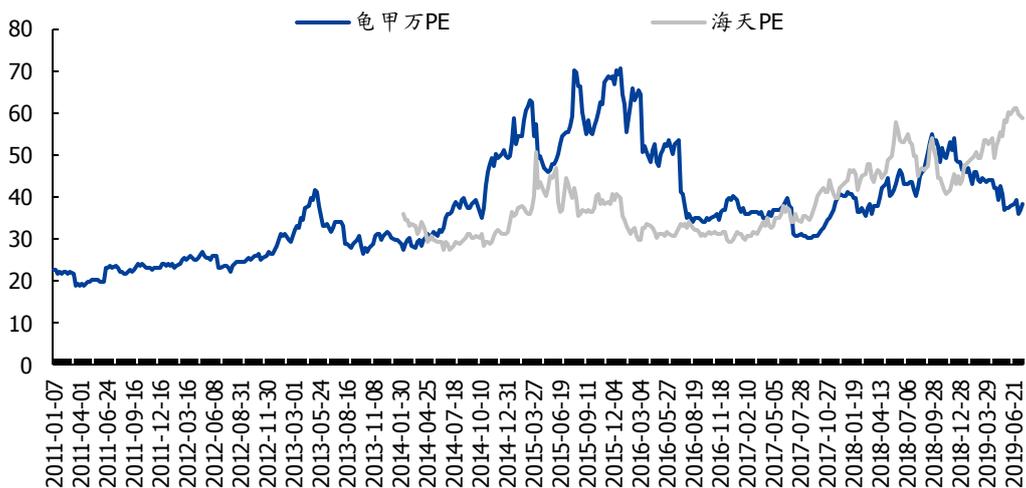
永续增长率 Ke	1.02%	1.13%	1.24%	1.36%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%
4.29%	205.66	208.98	212.88	217.52	223.11	229.91	238.35	249.04	262.93
4.72%	176.98	179.26	181.92	185.06	188.79	193.28	198.75	205.53	214.12
5.19%	152.62	154.18	155.99	158.11	160.60	163.57	167.13	171.47	176.86
5.71%	131.85	132.92	134.14	135.56	137.22	139.18	141.50	144.30	147.71
6.28%	114.10	114.82	115.64	116.59	<b>117.69</b>	118.97	120.48	122.28	124.44
6.91%	98.88	99.36	99.91	100.53	101.26	102.09	103.07	104.22	105.59
7.60%	85.82	86.14	86.49	86.90	87.37	87.91	88.54	89.27	90.14
8.36%	74.59	74.80	75.03	75.29	75.59	75.94	76.34	76.80	77.34
9.20%	64.93	65.06	65.21	65.38	65.57	65.78	66.03	66.32	66.65

资料来源: 国盛证券研究所

## (二) 相对估值方法分析

截止 2019 年 7 月 31 日，海天 PE (ttm) 为 58.15 倍，龟甲万 PE (ttm) 为 38.71。根据我们的预测，我们对公司 2019-2021 年的 EPS 估计分别为 1.97/2.46/2.75 元。运用相对估值法，我们给予 110 元的目标价，对应 2021 年 EPS 40 倍 PE。

图表 87: 龟甲万海天市盈率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (收盘价选取时间为 2019 年 7 月 31 日)

图表 88: 公司营业收入与业绩预测重要假设 (亿元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	145.8	170.3	197.6	229.5	264.3
YOY	17.1%	16.8%	16.0%	16.1%	15.2%
毛利率	45.7%	46.5%	46.9%	47.9%	48.4%
酱油	88.4	102.4	118.1	135.6	154.3
YOY	16.6%	15.8%	15.4%	14.8%	13.8%
毛利率	49.5%	50.5%	51.0%	52.5%	53.0%
调味酱	20.4	20.9	21.6	23.1	24.5
YOY	12.4%	2.6%	3.0%	7.1%	6.0%
毛利率	45.4%	47.7%	48.0%	49.0%	50.0%
蚝油	22.7	28.6	35.8	44.2	53.6
YOY	21.7%	26.0%	25.2%	23.6%	21.2%
毛利率	39.1%	40.9%	42.0%	43.0%	44.0%
其他业务	14.4	18.5	22.2	26.6	32.0
YOY	19.9%	28.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	32.9%	31.0%	32.0%	32.0%	32.0%
销售费用率	13.4%	13.1%	12.5%	12.2%	12.2%
管理费用率 (含研发)	4.2%	1.4%	4.1%	4.0%	4.0%
归母净利润	35.3	43.6	53.1	63.8	74.3
YOY	24.2%	23.6%	21.6%	20.1%	16.5%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 89: 可比公司估值比较

代码	证券简称	PE				EPS				总市值 (亿元)
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	
600872.SH	中炬高新	43.51	38.64	41.70	33.22	0.57	0.76	0.94	1.18	312.28
600305.SH	恒顺醋业	25.30	26.76	33.22	28.75	0.47	0.39	0.45	0.52	117.14
603027.SH	千禾味业	40.71	20.90	28.61	23.02	0.44	0.74	0.70	0.87	91.83
002650.SZ	加加食品	51.05	35.96	--	--	0.14	0.10	--	--	41.24
平均值		40.14	30.56	34.51	28.33	0.40	0.50	0.70	0.86	140.62

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (预测数据采用 wind 一致预期, 其中历史年份 PE 计算公式为“历史年份最后一天股价/历史年份当年每股盈利”)

## 风险提示

**原材料价格波动。**原材料在调味品行业成本中占比较高, 原材料的价格波动情况可能会直接影响到调味品行业公司的提价时点、幅度及策略等。

**行业增速不及预期。**公司作为调味品行业中的绝对龙头, 受到行业景气度影响相对较大。

如果行业整体增速不及预期，则公司的营收增速或将放缓。

**行业竞争加剧。**我们假设行业公司十年后市占率将达到30%的水平，如果行业竞争加剧，则可能会影响到公司的市场拓展计划。

**假设测算与实际情况可能存在误差。**我们对行业增长规模以及公司发展情况均进行了假设和测算，如果在测算过程中对人口增速、人均消费量、公司市占率等因素的假设存在偏差，则得出的结论可能与实际情况存在误差。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com