投资评级 优于大市 首次覆盖

穿越餐饮周期的龙头，强者恒强

股票数据

11 月 15 日收盘价(元)	112.26
52 周股价波动（元）	61.27-116.58
总股本/流通 A 股（百万股）	2700/2700
总市值/流通市值（百万元）	303143/303143

相关研究

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	1.8	1.0	14.8
相对涨幅（%）	3.3	3.4	9.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:闻宏伟
Tel:(010)58067941
Email:whw9587@htsec.com
证书:S0850514030001

分析师:唐宇
Tel:(021)23219389
Email:ty11049@htsec.com
证书:S0850517110004

联系人:程碧升
Tel:(021)23154171
Email:cbs10969@htsec.com

投资要点：

- **调味品行业增长放缓，集中度逐渐提高。**调味品增速逐渐放缓，正处于产品不断细分与升级、集中度不断提升的发展阶段。但人均消费量上仍有较大提升空间，行业量上依然有较大增长空间；同时消费升级大趋势下，提价、产品升级等都会带来行业均价的上移，量价齐升依旧是未来行业主旋律。公司作为行业龙头，品牌、规模、渠道等优势牢固，并在不断加强，同行难以超越，市占率将不断提升。

- **“三驾马车”、小品类齐头并进，产品升级趋势明显。**酱油、蚝油、调味酱作为公司“三家马车”，近些年销量、毛利率均持续提升。1、酱油：类似于调味品行业，量价齐升依旧是行业主旋律，龙头演绎强者恒强；高端产品占比持续提升，高中低档产品的比例由原来的 1:6:3，调整到 2016 年前三季度的约 3:6:1，我们预计目前高端产品比例已超过 30%。2、蚝油：市场规模尚小，有待进一步培育；公司凭借性价比、渠道等优势，市占率稳居行业第一。3、调味酱：口味差异大，市场非常分散；公司目前对黄豆酱依赖较大。

- **渠道管控能力强，餐饮收入增速下滑不必过度担忧。**优秀的产品力造就强大的渠道管控能力，随着渠道不断下沉，经销商数量也持续增加，地级市也已实现 100%全覆。餐饮渠道粘性较强，历史数据也显示公司具备较强的抗餐饮周期能力，对于餐饮行业收入增速放缓，不必过度担忧。

- **吨价推升毛利率，加大广告与促销投入。**公司毛利率从 2010 年的 32.99%持续提升至 2018 年的 46.47%，基本都是由吨价提升带来；同时，吨成本几乎没变化，彰显优秀的成本控制能力。销售费用率从 2016 年开始上升明显，主要系广告费、促销费增加。

- **高 ROE。**公司财务报表非常优秀，对上下游强势，现金流非常强劲。依靠于高利润率、高周转率，公司 ROE 常年保持在 30%以上，2018 年公司 ROE 为 34.06%（净利率 25.62%、资产周转率 0.93 次、权益乘数 1.42）。

- **盈利与估值。**我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.97/2.36/2.78 元，相关可比公司 2019 年 PE 在 49-63 倍。考虑到公司作为行业绝对龙头，品牌、渠道、产品力都极其优秀，且在不断加强，给予公司一定估值溢价，给予公司 2019 年 55-65 倍 PE。结合绝对估值法，最终给予公司整体市值区间为 2928-3461 亿元，对应合理价值区间 108.35-128.05 元，给予“优于大市”评级。

- **风险提示。**餐饮行业景气下滑；原材料价格波动影响；行业竞争加剧等。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14584	17034	19788	23070	27059
(+/-)YoY(%)	17.1%	16.8%	16.2%	16.6%	17.3%
净利润(百万元)	3531	4365	5324	6366	7518
(+/-)YoY(%)	24.2%	23.6%	22.0%	19.6%	18.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.31	1.62	1.97	2.36	2.78
毛利率(%)	45.7%	46.5%	45.4%	45.2%	45.1%
净资产收益率(%)	30.0%	31.5%	27.8%	24.9%	22.8%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目　录

1. 调味品行业增长放缓，集中度有望逐渐提高 6
2. 业绩长虹，激励充分 7
3. “三驾马车”、小品类齐头并进，产品升级趋势明显 9
3.1 酱油：量价齐升依旧是主旋律，公司性价比优势突出 9
3.2 蚝油：市场有待进一步培育，多举措恢复收入较高增长 11
3.3 调味酱：黄豆酱依赖较大，有待开发新的大单品 12
3.4 其他调味品：内生、外延并举，多品类发展更进一步 13
4. 渠道管控能力强，餐饮收入增速下滑不必过度担忧 14
4.1 区域发展趋于均衡，经销商管控强势 14
4.2 得餐饮者得天下，餐饮增速下滑不必过于担忧 15
5. 吨价推升毛利率，加大广告与促销投入 16
6. 盈利预测与估值 19
6.1 业务拆分 19
6.2 估值 20
7. 风险提示 21
财务报表分析和预测 22

图目录

图 1 国内调味品行业收入及增速（2010-2017）.....6
图 2 国内调味品行业利润及增速（2010-2017）.....6
图 3 国内调味品（不含醋）销量增速放缓（2004-2018）.....6
图 4 国内调味品（不含醋）人均销量（kg/年，2004-2018）.....6
图 5 2018 年调味品行业收入规模梯队.....7
图 6 2017 年各国调味品（不含食醋）的零售口径集中度 CR5.....7
图 7 海天收入、利润增速高于调味品行业（2011-2017）.....7
图 8 海天在调味品零售端市占率行业第一（%，2009-2018）.....7
图 9 公司收入及增速（2010-2019H1）.....8
图 10 公司归母净利润及增速（2009-2019H1）.....8
图 11 海天股权结构图（截止 2018 年末）.....8
图 12 2018 年公司高管人均薪酬&合计持股市值均高于同行.....8
图 13 公司人均创收、薪酬均高于同行（万元，2015-2018）.....8
图 14 公司各产品收入占比（2009-2018）.....9
图 15 公司各产品毛利率（2009-2018）.....9
图 16 国内酱油销量增速放缓（2004-2018）.....9
图 17 国内酱油人均消费量已超日本（kg/年，2004-2018）.....9
图 18 公司酱油收入增速较快（2010-2018）.....10
图 19 公司在酱油零售端的市占率不断提升（%，2009-2018）.....10
图 20 公司拥有高中低齐全的酱油产品结构.....10
图 21 产品升级助推毛利率持续提升（2009-2018）.....10
图 22 公司酱油吨价提升、吨成本下降（2010-2018）.....11
图 23 酱油吨直接材料呈下降趋势（元，2012-2018）.....11
图 24 公司蚝油收入增速远高于行业（2004-2018）.....11
图 25 公司在蚝油零售端的市占率不断提升（2009-2018）.....11
图 26 公司主要蚝油产品.....12
图 27 公司蚝油毛利率持续提升（2009-2018）.....12
图 28 公司蚝油吨价提升、吨成本略微下降（2010-2018）.....12
图 29 公司蚝油吨成本变化不大（元，2012-2018）.....12
图 30 国内调味酱稳健增长（2009-2014）.....12

图 31 公司主要调味酱产品.....13
图 32 公司调味酱毛利率持续提升（2009-2018）.....13
图 33 公司调味酱吨价提升、吨成本略微增加（2010-2018）.....13
图 34 公司调味酱吨成本变化不大（元/吨，2012-2018）.....13
图 35 公司其他调味品收入不断增长（2009-2018）.....14
图 36 公司其他主业毛利率持续提升（2009-2018）.....14
图 37 北、南、东部收入占比高（亿元，2009-2018）.....14
图 38 中、西部收入增速快（2010-2018）.....14
图 39 公司经销商数量（家，2019Q1-2019H1）.....15
图 40 公司销售人数及其平均销售额变化（2013-2018）.....15
图 41 纺锤形餐饮结构下，调味品易升级不易降级.....16
图 42 国内餐饮收入增速逐渐放缓（2010-2018）.....16
图 43 餐饮收入、限额以上餐饮收入增速下滑（2010-2019.9）.....16
图 44 公司收入、餐饮收入的增速关联性不明显（2010-2018）.....16
图 45 综合毛利率 VS“酱油+蚝油+调味酱”毛利率（2010-2018）.....17
图 46 “酱油+蚝油+调味酱”吨价、吨成本及增速（2010-2018）.....17
图 47 公司毛利率&净利率均高于同行（2010-2018）.....17
图 48 销售费率带动期间费率逐渐上升（2009-2018）.....18
图 49 销售费用中的广告、促销费占比持续提升（2012-2018）.....18
图 50 海天广告促销费远超同行（亿元，2010-2018）.....18
图 51 公司促销费开始接近广告费（2010-2018）.....18
图 52 公司主要荣誉认证.....18
图 53 公司存货周转率高于同行（次，2009-2018）.....19
图 54 公司议价能力强、运营能力优秀（2009-2018）.....19

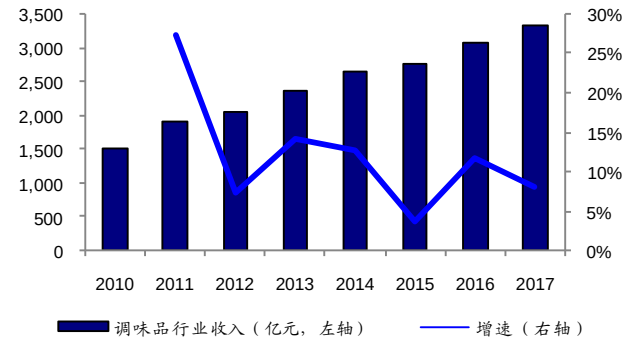
表目录

表 1 公司部分历史提价信息 17
表 2 公司业绩拆分预测（百万元） 19
表 3 公司利润表预测（百万元） 20
表 4 可比公司估值对比（2019.11.15） 21
表 5 DCF 企业价值的敏感性分析 21

1. 调味品行业增长放缓，集中度有望逐渐提高

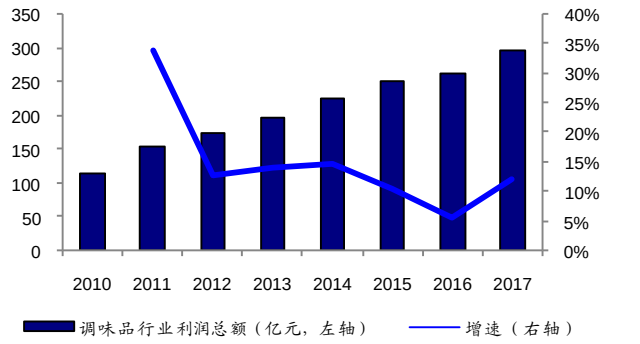
根据国家统计局数据，近几年国内调味品行业收入增速逐渐放缓，2017 年调味品行业收入为 3322.1 亿元，同增 8.08%。行业正处于产品不断细分与升级、集中度不断提升的发展阶段。我们认为，对比日本等海外市场，国内人均消费量仍有较大提升空间，行业量上依然有较大增长空间；同时原材料涨价、消费升级大趋势下，提价、产品升级等都会带来行业均价的上移，量价齐升依旧是未来行业主旋律，收入端依然能够保持一定增速。

图1 国内调味品行业收入及增速（2010-2017）



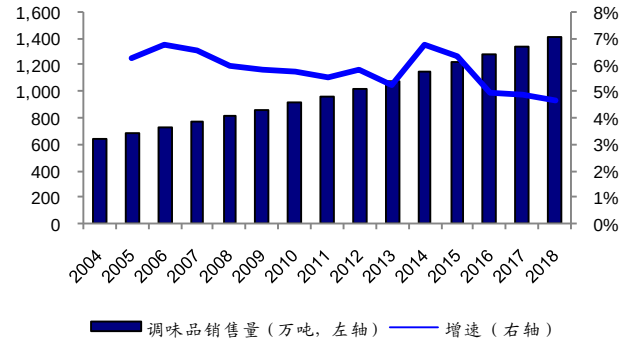
资料来源：国家统计局、前瞻网，海通证券研究所

图2 国内调味品行业利润及增速（2010-2017）



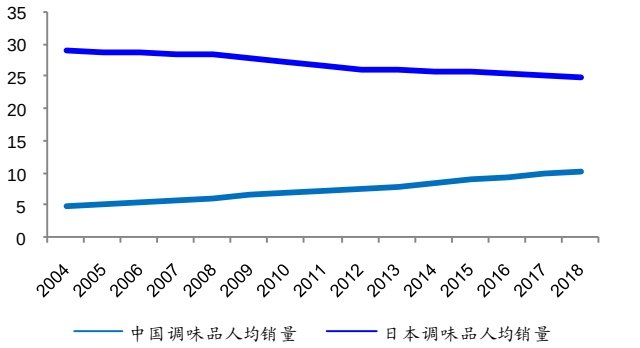
资料来源：国家统计局、前瞻网，海通证券研究所

图3 国内调味品（不含醋）销量增速放缓（2004-2018）



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

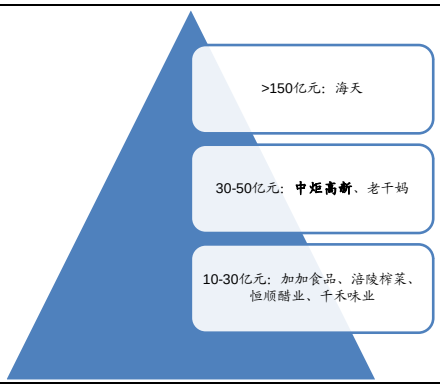
图4 国内调味品（不含醋）人均销量（kg/年，2004-2018）



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

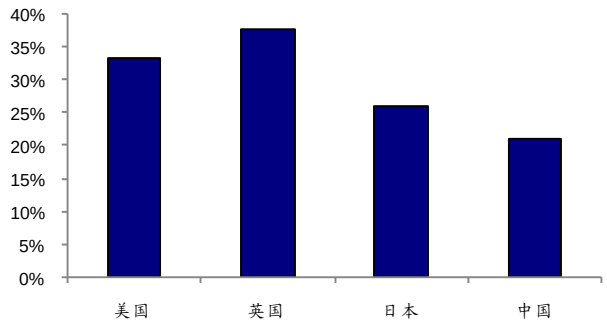
各区域之间饮食文化差异化较大，传统名菜就有八大菜系，不同口味需求导致调味品品类繁多，且不断衍生；行业门槛较低，参与者众多，使得市场比较分散，基本处于完全竞争状态。相比海外，国内市场集中度仍较低，在领先厂商市场深耕、消费升级等大趋势下，我们认为盈利微薄的中小厂商将逐渐被淘汰，龙头演绎强者恒强逻辑，市场集中度有望逐渐提升。

图5 2018 年调味品行业收入规模梯队



资料来源：wind、调味品商界、搜狐，海通证券研究所

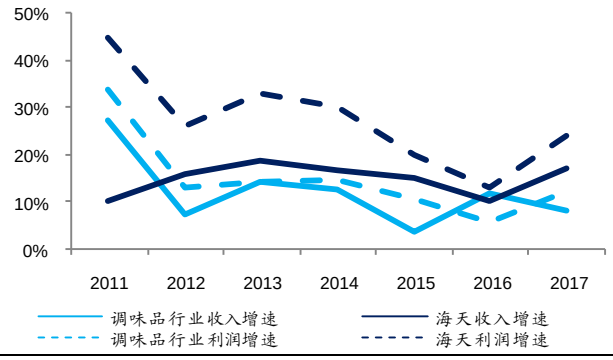
图6 2017 年各国调味品（不含食醋）的零售口径集中度 CR5



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

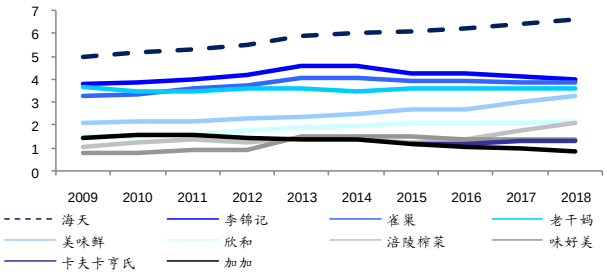
根据 Euromonitor 数据，从零售端看各厂商市占率，排名靠前的依次为海天、李锦记、雀巢、老干妈、美味鲜、欣和、涪陵榨菜、味好美、卡夫卡亨氏（以旗下味事达为代表）等。行业集中度 CR10 从 2009 年的 22.8%增加至 2018 年的 29.3%；海天市占率从 2009 年的 5%增加至 2018 年的 6.6%，市占率提升绝对值也高于所有同行。

图7 海天收入、利润增速高于调味品行业（2011-2017）



资料来源：国家统计局、前瞻网、wind，海通证券研究所

图8 海天在调味品零售端市占率行业第一（%，2009-2018）



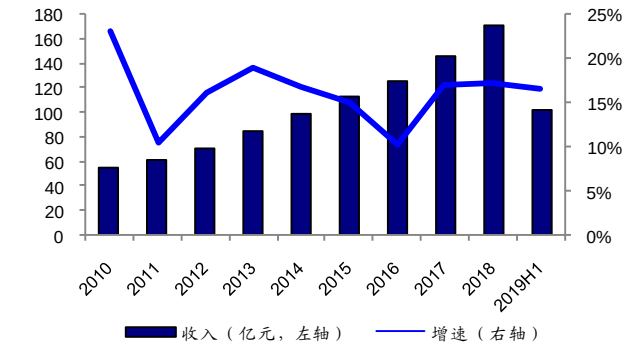
资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

2. 业绩长虹，激励充分

公司历史底蕴深厚，起源于乾隆年间，至今有 300 多年，于 1995 年由 25 家佛山古酱园合并而成，是首批“中华老字号”企业之一。产品丰富，涵盖酱油、蚝油、酱、醋、料酒、调味汁、鸡精&鸡粉、腐乳等多系列、百余品种、300 多规格。

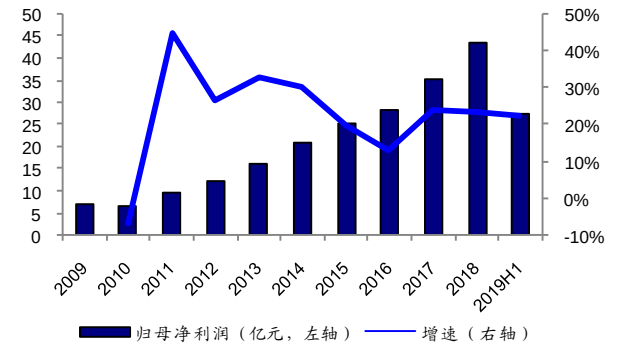
公司近些年的业绩增长非常稳健，2018 年收入 170.34 亿元（yoy16.80%），归母净利润 43.65 亿元（yoy23.60%）。2018 年年报披露的 2019 年经营目标为收入 197.6 亿元（yoy16%）、利润 52.38 亿元。

图9 公司收入及增速（2010-2019H1）



资料来源：wind，海通证券研究所

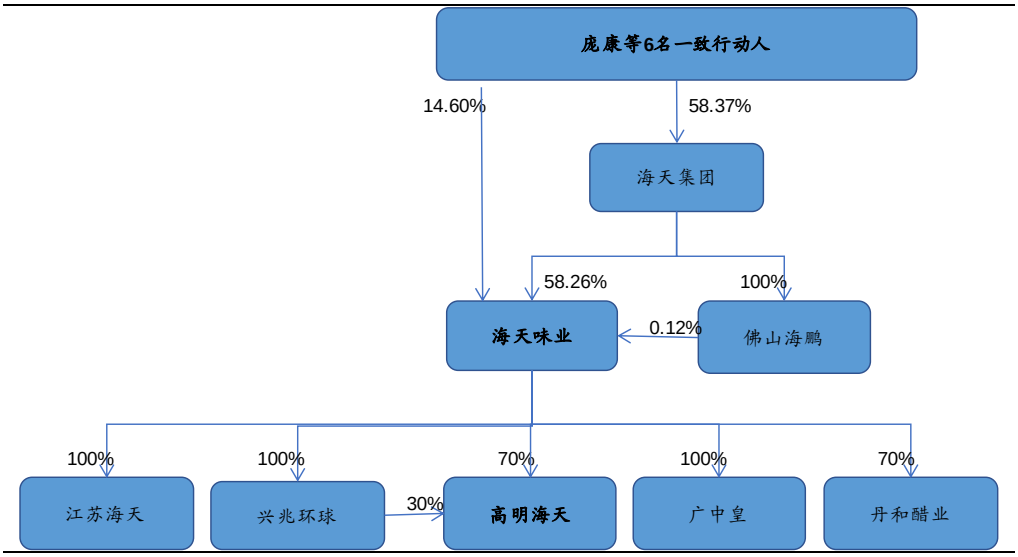
图10 公司归母净利润及增速（2009-2019H1）



资料来源：wind，海通证券研究所

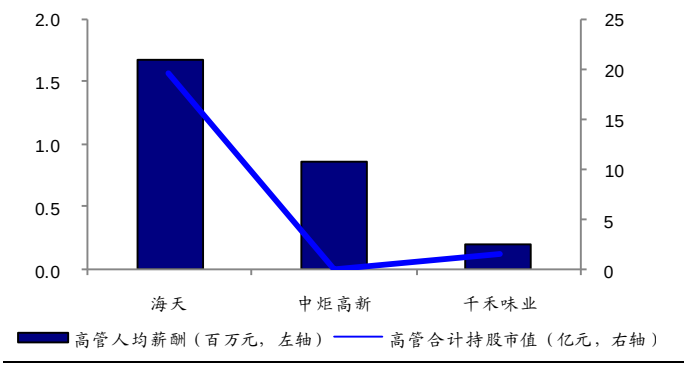
公司控股股东为海天集团，实际控制人为庞康（董事长）、程雪、黄文彪、吴振兴、叶燕桥、陈军阳六人，均为董事会成员，董高监也均有持股（除独董）。另外，2014年11月对93名核心技术、营销、生产、工程、管理等骨干人员做了股权激励，授予限制性股票658万股（约占当时股本的0.44%）。高管待遇、员工人均创收、员工人均薪酬上，也高于同行。

图11 海天股权结构图（截止2018年末）



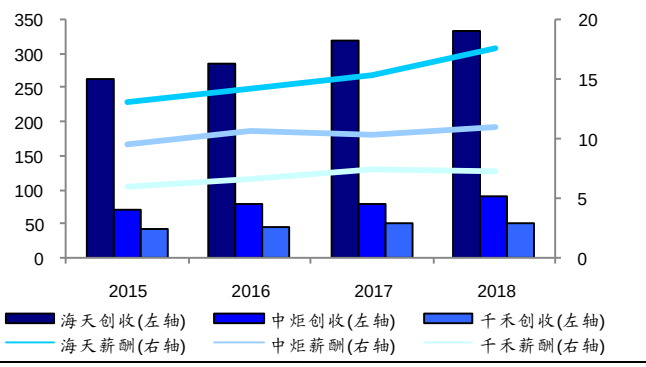
资料来源：wind，海通证券研究所

图12 2018年公司高管人均薪酬&合计持股市值均高于同行



资料来源：wind，海通证券研究所

图13 公司人均创收、薪酬均高于同行（万元，2015-2018）

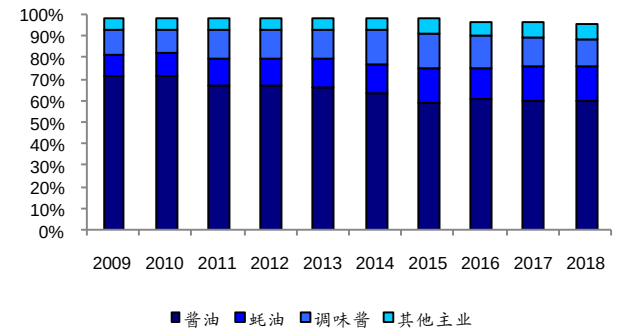


资料来源：wind，海通证券研究所

3. “三驾马车”、小品类齐头并进，产品升级趋势明显

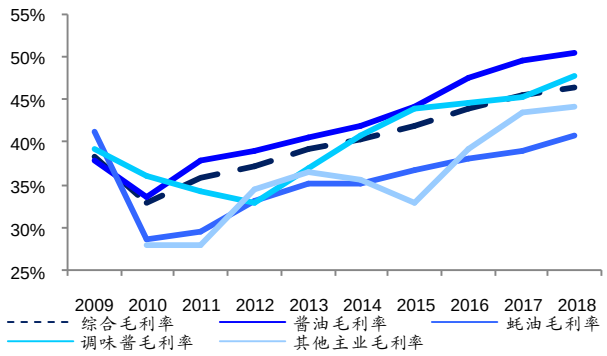
分产品看：**1**、酱油收入基数最大，增速略低于公司平均，占比从 70+%逐渐下降到 60+%，2018 年收入/增速/占比为 102.36 亿元/15.85%/60%；**2**、蚝油收入基数低，增速基本维持在 20%以上，2016 年增速仅为 4.8%，2018 年收入/增速/占比为 28.56 亿元/26.02%/17%；**3**、调味酱收入基数低，2016 年收入同比基本持平，2017 年又恢复较高增长，2018 年收入/增速/占比为 20.92 亿元/2.55%/12%。**4**、其他主业，收入占比稳定在 5-7%，2018 年收入/增速/占比为 11.23 亿元/16.79%/7%。

图14 公司各产品收入占比（2009-2018）



资料来源：wind，海通证券研究所

图15 公司各产品毛利率（2009-2018）



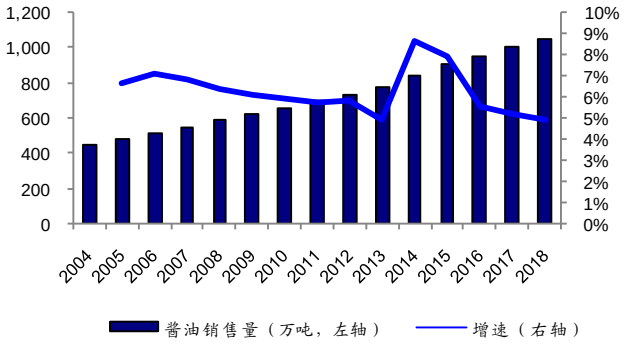
资料来源：wind，海通证券研究所

3.1 酱油：量价齐升依旧是主旋律，公司性价比优势突出

（1）量价齐升依旧是主旋律，龙头强者恒强

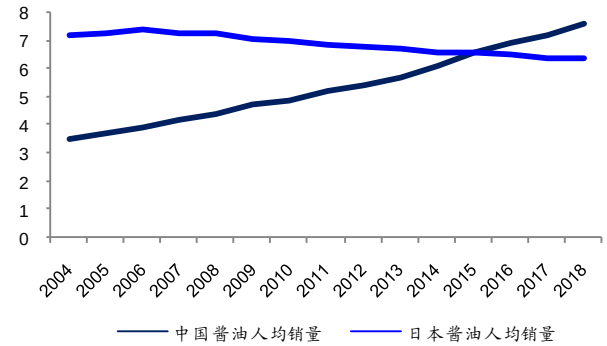
国内酱油的渗透率已非常高，量的增速已经放缓，据 Euromonitor 数据，2018 年销量为 1050.5 万吨，同增 4.90%。

图16 国内酱油销量增速放缓（2004-2018）



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

图17 国内酱油人均消费量已超日本（kg/年，2004-2018）



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

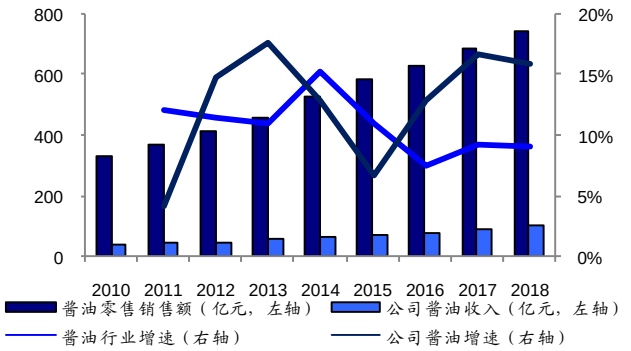
我们认为，升级方向上，主要是精品化、功能化、健康化，具体呈现出从“老抽---一般生抽---高档生抽（如鲜味酱油）、功能酱油（如蒸鱼、拌面、煲仔饭）---零添加、有机酱油”的升级趋势。

竞争格局上，类似于调味品，同为“一超多强”，龙头强者恒强。其他领先品牌还有厨邦、李锦记、欣和、东古、加加、千禾等，另外因为行业门槛低，区域性品牌、中

小厂商数量也非常多。

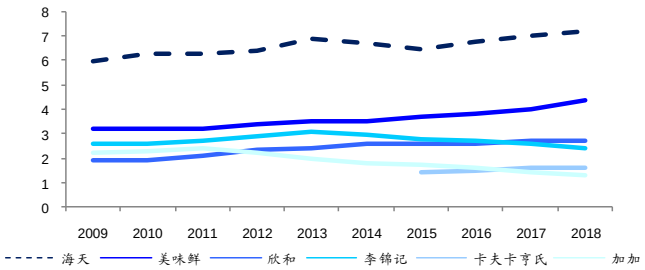
根据 Euromonitor 统计的零售数据，公司的零售端市占率从 2009 年的 6%上升到 2018 年的 7.2%，零售端行业集中度也在不断提升。

图18 公司酱油收入增速较快（2010-2018）



资料来源：Euromonitor，2010-2018 年公司年报，海通证券研究所

图19 公司在酱油零售端的市占率不断提升（%，2009-2018）



资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

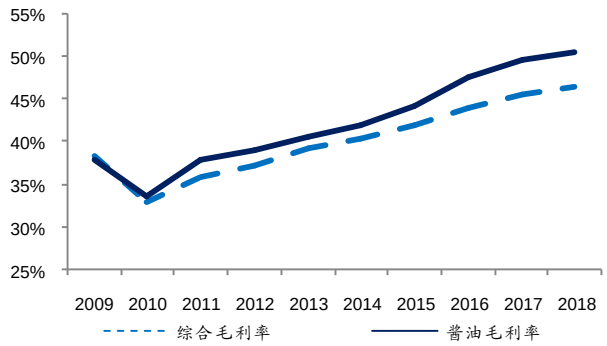
2018 年公司酱油销量为 187.80 万吨，收入为 102.36 亿元。具体公司产品看，品类丰富、结构齐全，覆盖高中低端各层次、各口味、多烹饪用途。主要有 9 大系列---畅销、经典、老字号、特级、有机、特色、特惠、超值、袋装，拥有金标生抽、草菇老抽、味极鲜等多款收入超 10 亿元的超级大单品，也有零添加、有机等高端品种，也有限盐酱油（“小小盐”）等小众产品。

迎合消费升级大趋势，公司高端产品占比持续提升，高中低档产品的比例由原来的 1:6:3，调整到 2016 年前三季度的约 3:6:1，我们预计目前高端产品比例已超过 30%。

图20 公司拥有高中低齐全的酱油产品结构

资料来源：公司官网，海通证券研究所

图21 产品升级助推毛利率持续提升（2009-2018）

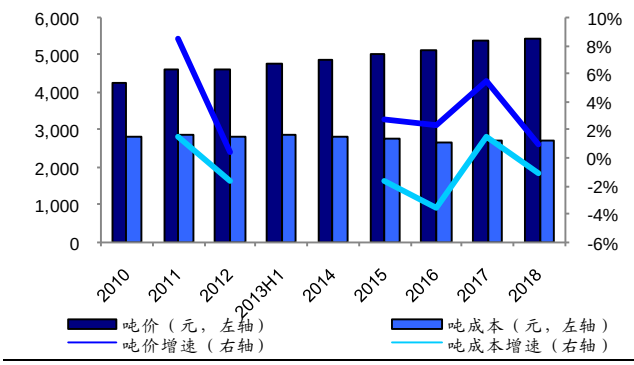


资料来源：wind，海通证券研究所

（2）酱油吨价提高驱动毛利率提升

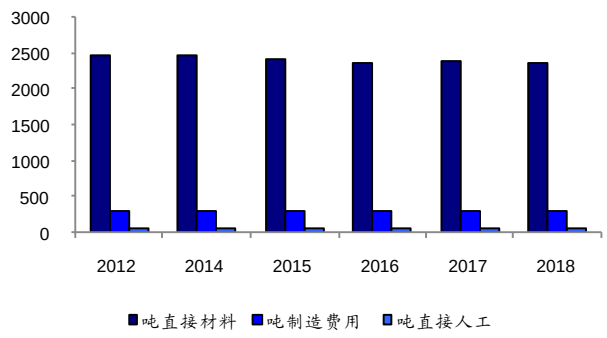
酱油毛利率从 2010 年的 33.57%上升到 2018 年的 50.55%，主要靠吨价的提升。吨价从 2010 年的 4249 元提升到 2018 年的 5451 元，提高 28%；吨成本从 2010 年的 2822 元下降到 2018 年的 2696 元，降低 4%。

图22 公司酱油吨价提升、吨成本下降（2010-2018）



资料来源：公司招股说明书、2014-2018 年公司年报，海通证券研究所
备注：13 年未披露销量数据

图23 酱油吨直接材料呈下降趋势（元，2012-2018）

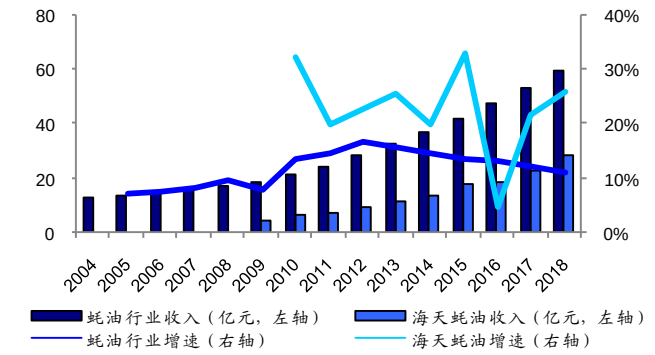


资料来源：公司招股说明书、2014-2018 年公司年报，海通证券研究所

3.2 蚝油：市场有待进一步培育，多举措恢复收入较高增长

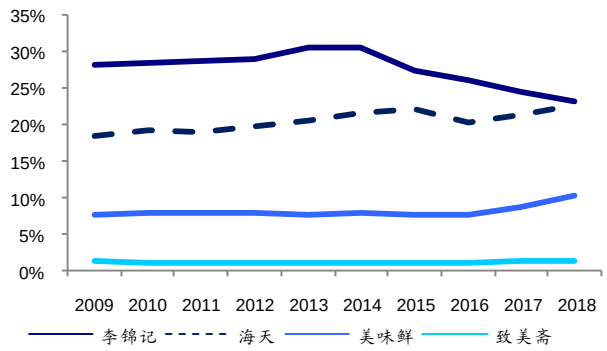
近些年蚝油行业的收入增速较快，据 Euromonitor 统计，从 2004 年的 12.5 亿元增长至 2018 年的 59.14 亿元。2009 年至 2018 年，公司蚝油收入从 4.57 亿元增至 28.56 亿元，按照 2018 年行业市场规模 59.14 亿元测算，2018 年公司市占率为 48%。据 Euromonitor 统计的零售数据，2018 年行业零售端集中度 CR5 为 59%，其中公司的零售端市占率从 2009 年的 19%上升到 2018 年的 23%。

图24 公司蚝油收入增速远高于行业（2004-2018）



资料来源：Euromonitor、wind，海通证券研究所

图25 公司在蚝油零售端的市占率不断提升（2009-2018）



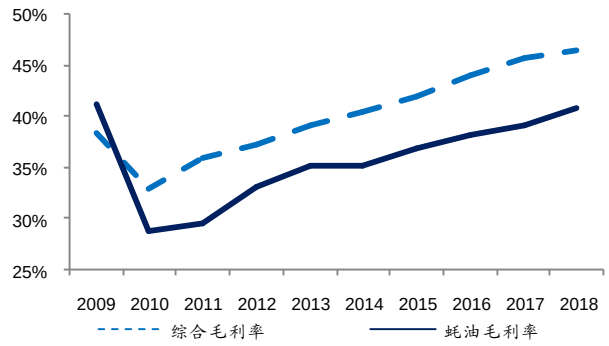
资料来源：Euromonitor，海通证券研究所

公司蚝油产品 2018 年的销量为 60.43 万吨。主要蚝油产品有金标蚝油、上等蚝油，其中上等蚝油销售收入已突破 10 亿元。2016 年蚝油收入为 18.63 亿元，同比增速为 4.8%，主要是对蚝油进行了产品升级，并加大推广力度，但效果未达预期。在 2017、2018 年又恢复了较快增长。

图26 公司主要蚝油产品

资料来源：公司官网，海通证券研究所

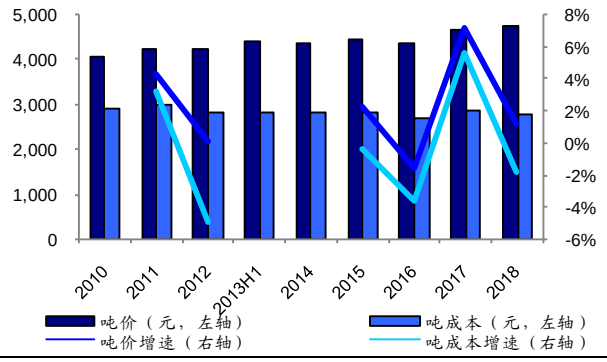
图27 公司蚝油毛利率持续提升（2009-2018）



资料来源：wind，海通证券研究所

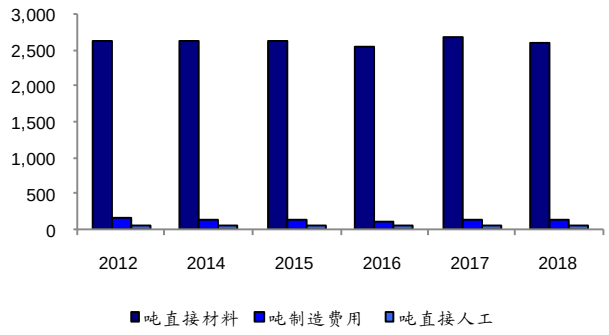
公司蚝油毛利率从 2010 年的 28.79%上升到 2018 年的 40.92%，主要靠吨价的提升。吨价从 2010 年的 4058 元提升到 2018 年的 4725 元，提高 16.44%；吨成本从 2010 年的 2890 元下降到 2018 年的 2792 元，降低 3.40%。

图28 公司蚝油吨价提升、吨成本略微下降（2010-2018）



资料来源：公司招股说明书、2014-2018 年公司年报，海通证券研究所

图29 公司蚝油吨成本变化不大（元，2012-2018）

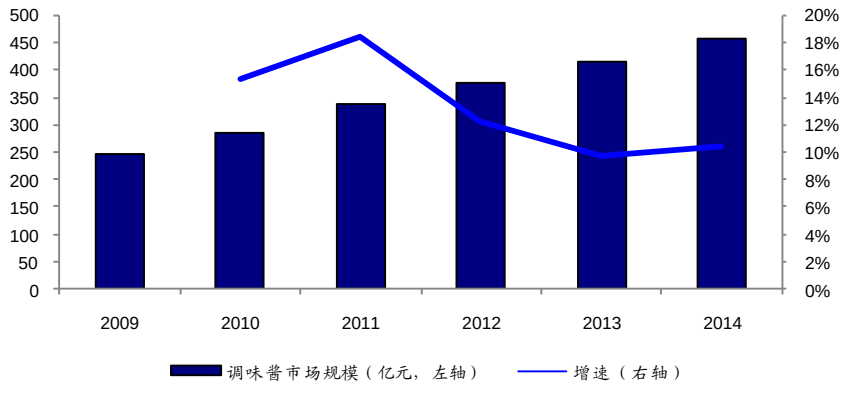


资料来源：公司招股说明书、2014-2018 年公司年报，海通证券研究所

3.3 调味酱：黄豆酱依赖较大，有待开发新的大单品

调味酱丰富多样、工艺与口味偏好差异化大，品类非常丰富，主要有辣椒酱、香菇酱、海鲜酱、豆类酱、番茄酱等。行业规模难以统计，据中国产业信息网披露，2014 年调味酱行业收入规模为 457.7 亿元，同增 10.29%。

图30 国内调味酱稳健增长（2009-2014）



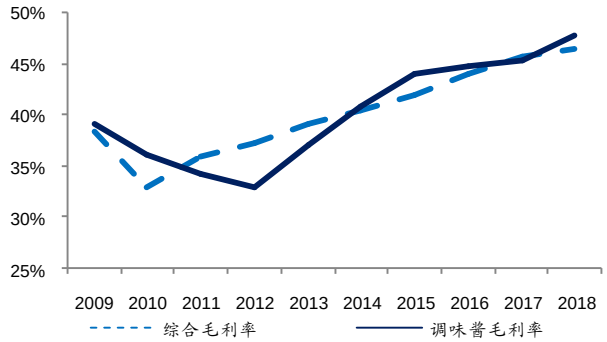
资料来源：中国产业信息网、智研咨询，海通证券研究所

2009 年至 2018 年，公司调味酱收入从 5.15 亿元增至 20.92 亿元，主要产品有黄豆酱、拌饭酱、海鲜酱、辣酱等，黄豆酱 2015 年就已是超过 10 亿元的超级大单品，因此我们认为调味酱业务对黄豆酱依赖较大。

图31 公司主要调味酱产品

资料来源：公司官网，海通证券研究所

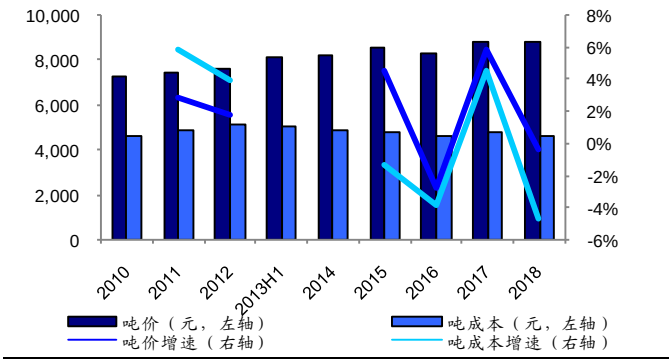
图32 公司调味酱毛利率持续提升（2009-2018）



资料来源：wind，海通证券研究所

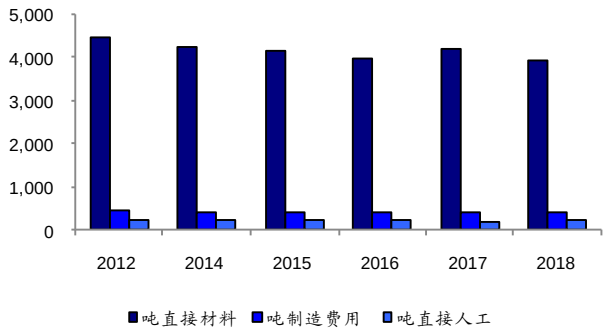
公司调味酱毛利率从 2010 年的 36.19%上升到 2018 年的 47.75%，主要依赖吨价的提升。吨价从 2010 年的 7269 元提升到 2018 年的 8779 元，提高 21%；吨成本从 2010 年的 4638 元下降到 2018 年的 4588 元，降低 1%。

图33 公司调味酱吨价提升、吨成本略微增加（2010-2018）



资料来源：公司招股说明书、2014-2018 年公司年报，海通证券研究所

图34 公司调味酱吨成本变化不大（元/吨，2012-2018）



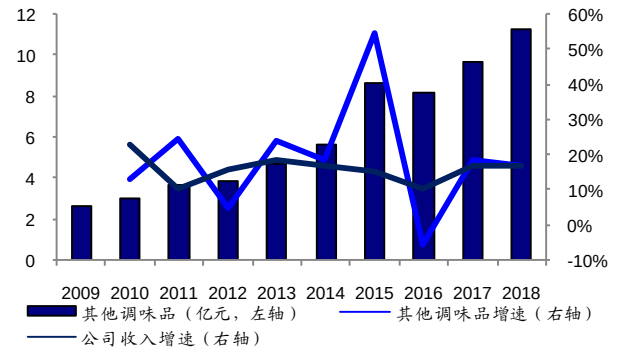
资料来源：公司招股说明书、2014-2018 年公司年报，海通证券研究所

3.4 其他调味品：内生、外延并举，多品类发展更进一步

我们认为，公司作为调味品行业龙头，产品、品牌、渠道优势已成，也在通过内生与外延并购的方式开拓其他调味品，进一步丰富品类，共享生产、品牌、渠道等优势。2017 年 1 月以 4027 万元收购镇江丹和醋业 70%股份，又在 2014 年收购“广中皇”。

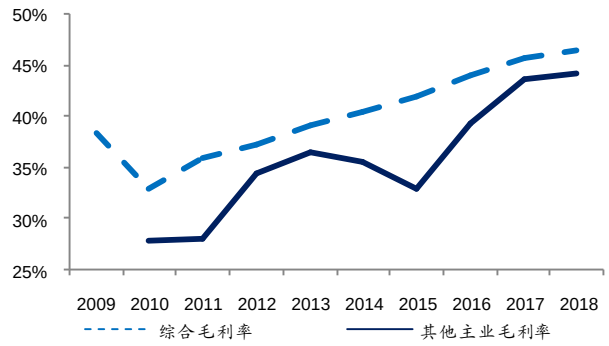
目前其他调味品有食醋、料酒、腐乳、鸡精&鸡粉等。2009 年至 2018 年，其他调味品收入从 2.63 亿元增至 11.23 亿元；毛利率从 2010 年的 27.95%，持续增长至 2018 年的 44.14%。

图35 公司其他调味品收入不断增长（2009-2018）



资料来源：wind，海通证券研究所

图36 公司其他主业毛利率持续提升（2009-2018）



资料来源：wind，海通证券研究所

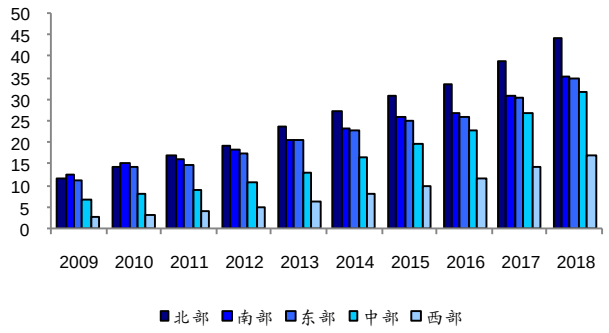
4. 渠道管控能力强，餐饮收入增速下滑不必过度担忧

4.1 区域发展趋于均衡，经销商管控强势

我们认为，调味品属于单价低、选择随意性大的一般必选消费品，渠道非常关键，尤其是在行业增速放缓背景下，渠道竞争更是焦点。中国质量网援引凯度发布的《2017全球品牌足迹报告》披露，公司旗下产品的消费者接触数达4.99亿次，城市家庭“渗透率”高达71.4%，平均每个家庭购买了海天产品4.1次。

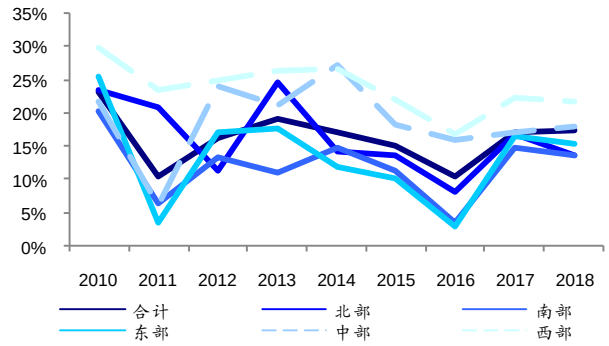
公司收入区域分布也趋于均衡，北部、南部、东部占比高，2018年占比25.99%、20.62%、20.51%，增速13.57%、13.61%、15.34%；中部、西部收入增速快，2018年占比18.53%、10.08%，增速18.01%、21.81%。

图37 北、南、东部收入占比高（亿元，2009-2018）



资料来源：wind，海通证券研究所

图38 中、西部收入增速快（2010-2018）

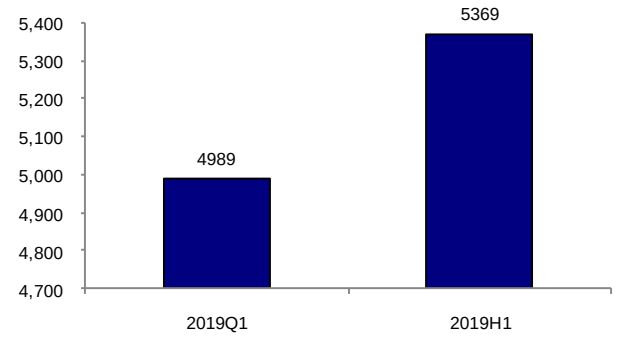


资料来源：wind，海通证券研究所

2017年，销售网络渗透到全国绝大部分县市，覆盖范围同比增加10+%，经销商数量增长到3600+家，2018年在90%内陆省份的销售过亿元。

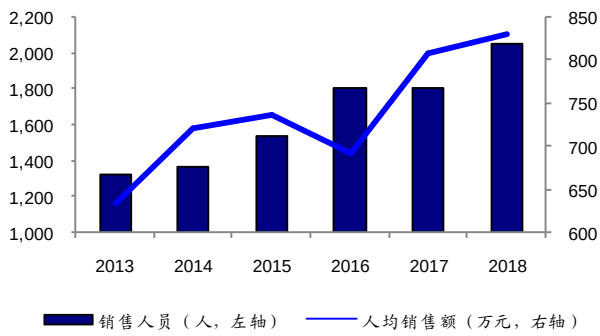
2019年，销售网络已100%覆盖全国地级及以上城市，经销商数量为5300+个，销售人员2000+人。我们认为，对于公司来说，覆盖范围（地级市）已经很广，未来关键是如何进行渠道深耕，提高覆盖质量。

图39 公司经销商数量（家，2019Q1-2019H1）



资料来源：2019 一季报、2019 半年报经营数据公告，海通证券研究

图40 公司销售人数及其平均销售额变化（2013-2018）



资料来源：wind，海通证券研究所

根据 2014 年 1 月发布的招股书中披露：

- **经销商数量设置上：**地级市开发率约 90%（2013 年末），规模以上地级市按不同渠道设置经销商数量不少于 2 家，规模以下不少于 1 家，使经销商“术业有专攻”的做好自身擅长渠道；针对销售额较大的县级市场，设置不少于 2 家的县级经销商，全国县区域的开发率约 50%。

- **经销商具体要求及管理上：**经销商必须保证“专人、专车、专项资金”；实行周订单制度、买断式销售，无退货情况，结算方式为“先款后货”；连续 3 个月销售不达标或营销力度不达标，下发书面整改通知，整改效果不明显则缩小其经销范围或直接更换。

- **二批商的开发与管理上：**与经销商共同筛选与管理，逐步掌握其订单频率、销售量等网络数据，提高控制力度。

公司对经销商的强势地位，我们认为其背后的支撑有：**1、**公司是行业龙头，产品、品牌、市场支持均有明显优势；**2、**公司的流量产品，具备较强带货功能；**3、**经销商数量多、体量小，没有对单一经销商形成较强依赖（2018 年最大客户收入占比仅为 0.61%，前五大客户合计收入占比为 2.52%）。

4.2 得餐饮者得天下，餐饮增速下滑不必过于担忧

据恒顺醋业 2017 年年报披露，调味品消费终端有餐饮、家庭、工业，三者占比 10 年来为 40%：30%：30%。我们认为，三者具体比例虽难以精确测算，但餐饮渠道确实是调味品行业量最大、粘性最好的渠道。

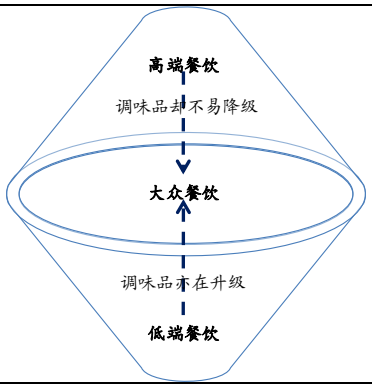
我们认为，公司产品端高性价比、品类丰富；借力经销商，渠道网络密集分布于全国；又通过举办厨师推介会、赞助厨艺大赛等多种方式，培养厨师使用海天产品的习惯。凭借以上优势与举措，牢牢把控餐饮龙头地位。

近几年，受宏观经济、政策等多因素影响，餐饮业收入增速波动较大。其中受八项规定等因素影响，2013 年初餐饮收入的增速出现明显下滑，限额以上餐饮收入更是负增长。2018 年餐饮收入、限额以上餐饮收入的增速均又出现下滑，2018 年国内餐饮收入为 4.27 万亿元（yoy9.5%），限额以上餐饮收入为 9236 亿元（yoy6.4%）。

我们认为，之前受冲击较大的高端餐饮式向大众餐饮转型（快餐、火锅等），叠加消费升级背景下，低端餐饮转向大众餐饮，大众餐饮扩容明显，已成为主流。同时我们认为，不论餐饮结构如何变化，调味品行业都会直接受益于餐饮业的增长；且低端餐饮

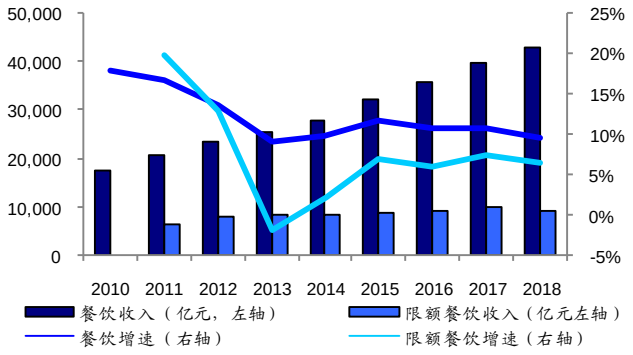
转向大众餐饮，也会带来调味品升级；同时高端餐饮转向翻台率更高的大众餐饮，厨师对调味品使用的习惯并不会轻易改变，降级可能性更小。因此我们认为，不管是短期还是长期来看，调味品在餐饮业的消费都会持续增加。

图41 纺锤形餐饮结构下，调味品易升级不易降级



资料来源：海通证券研究所

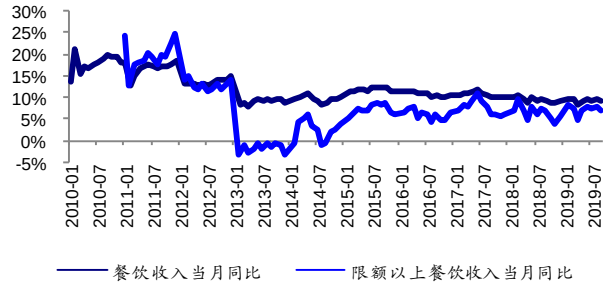
图42 国内餐饮收入增速逐渐放缓（2010-2018）



资料来源：wind，海通证券研究所

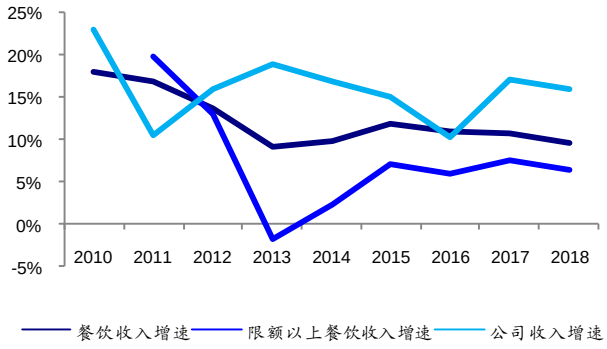
另外，从2010-2018年历史数据来看，公司收入增速与餐饮收入增速或限额以上餐饮收入增速之间并没有很强的关联性，公司有较强的抗周期性。

图43 餐饮收入、限额以上餐饮收入增速下滑（2010-2019.9）



资料来源：wind，海通证券研究所

图44 公司收入、餐饮收入的增速关联性不明显（2010-2018）



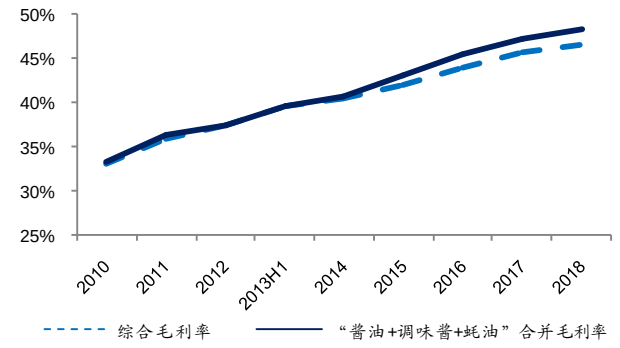
资料来源：wind，海通证券研究所

5. 吨价推升毛利率，加大广告与促销投入

（1）毛利率提升主要由吨价提升带动

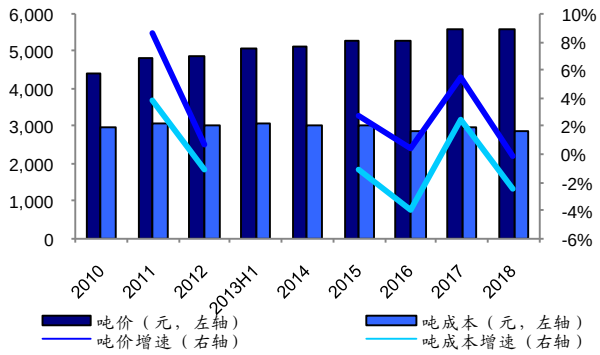
公司毛利率从2010年的32.99%提升至2018年的46.47%，主要产品“酱油+蚝油+调味酱”的合并毛利率从2010年的33.31%上升到2018年的48.35%，基本都是靠吨价的提升。吨价从2010年的4433元提升到2018年的5581元，提高25.91%；吨成本从2010年的2956.17元下降到2018年的2883元，降低2.49%。

图45 综合毛利率 VS“酱油+蚝油+调味酱”毛利率（2010-2018）



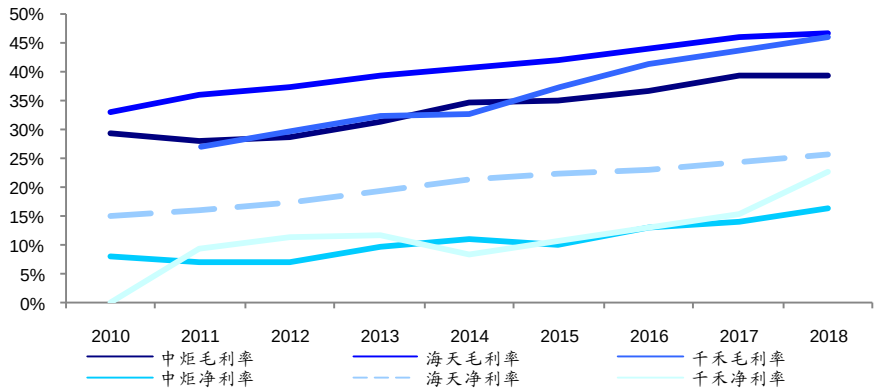
资料来源：wind，海通证券研究所

图46 “酱油+蚝油+调味酱”吨价、吨成本及增速（2010-2018）



资料来源：公司招股说明书、2014-2017 年年报，海通证券研究所

图47 公司毛利率&净利率均高于同行（2010-2018）



资料来源：wind，海通证券研究所

吨价提升主要依赖于产品升级和提价，提价背后的原因大多为原材料涨价。梳理公司历史的提价信息，可发现平均每 2-3 年提价一次，另外目前国内调味品均价相比海外还较低，未来持续的提价空间较大。

表 1 公司部分历史提价信息

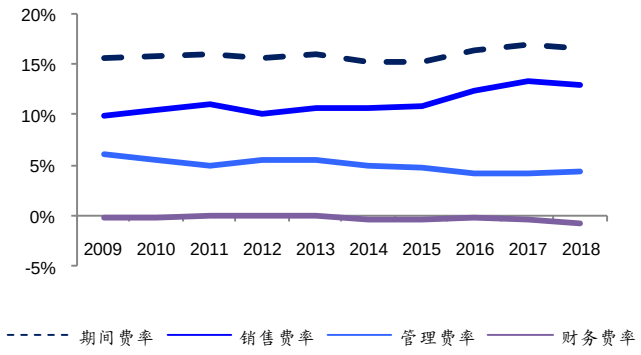
提价时间	提价范围与幅度
2010 年底	酱油产品
2013 年 1-11 月	主要产品
2016 年底	约 70-80%的产品进行提价，幅度 5%-6%

资料来源：公司招股说明书、每日经济网、中国产业信息网，海通证券研究所

（2）加大广告、促销投入，各项财务指标非常优秀

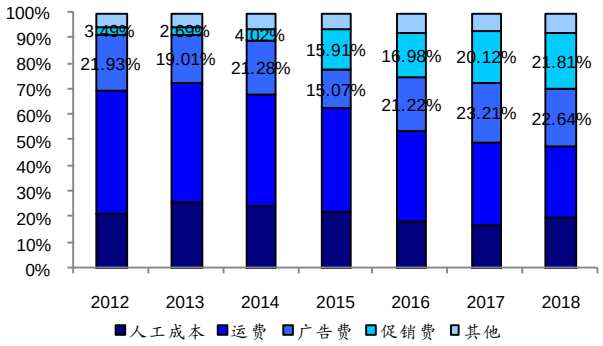
2018 年公司期间费率（含研发费）为 16.57%，销售费率、管理费率（含研发费用）、财务费率分别为 13.13%、4.34%、-0.90%。财务费率常年为负；管理费率在 2009-2018 年整体保持下降趋势；销售费率 2016 年开始明显提升，主要系广告费、促销费明显增加带动。

图48 销售费率带动期间费率逐渐上升（2009-2018）



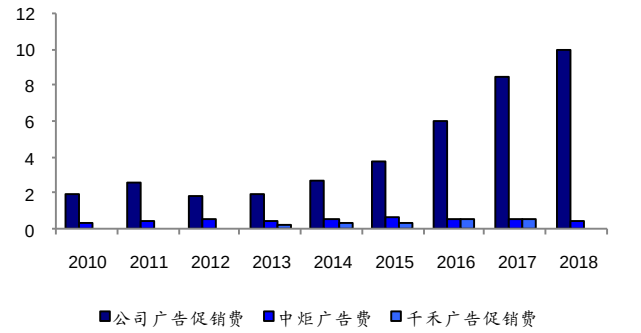
资料来源：wind，海通证券研究所

图49 销售费用中的广告、促销费占比持续提升（2012-2018）



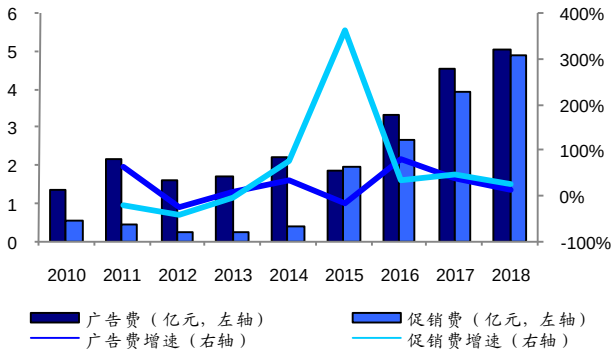
资料来源：公司 2013-2018 年年报，海通证券研究所

图50 海天广告促销费远超同行（亿元，2010-2018）



资料来源：各公司 2010-2017 年年报，海通证券研究所

图51 公司促销费开始接近广告费（2010-2018）



资料来源：公司招股书、公司 2013-2018 年年报，海通证券研究所

广告投入短期可刺激销售，长期可提升品牌知名度，从而提高复购率、提高产品溢价。我们认为，公司广告投入主要是利用不同综艺节目形象，对旗下的核心品类进行植入与推广。比如，蚝油的鲜对应《吐槽大会》中段子的鲜、酱油的经典对应《熟悉的味道》里的温情、拌饭酱的年轻活力对应《奇葩说》的个性张扬。在新浪财经援引的“2018胡润品牌榜”中，海天品牌价值高居第 34 位。

图52 公司主要荣誉认证

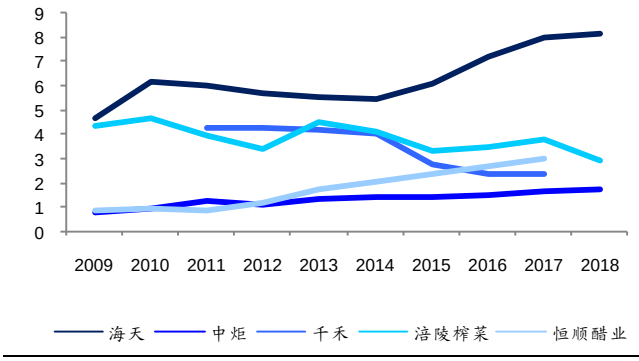
资料来源：公司官网，海通证券研究所

我们认为，海天财务报表非常优秀，对上下游强势，现金流非常强劲。应收账款很

少、应收票据为 0，应付账款、预收账款较多；运营能力非常优秀，近几年存货周转率总体持续提高到 2018 的 8 次，同行一般在 4 次以下；固定资产周转率稳定在 3-5 次。

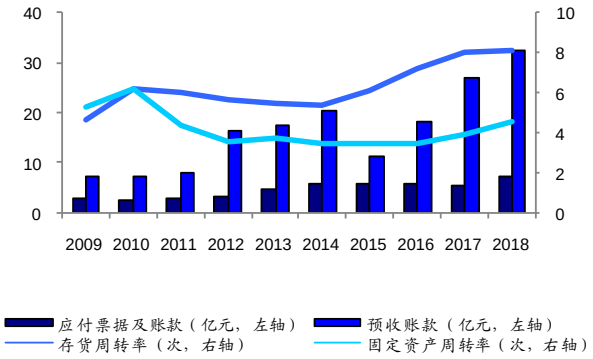
依靠于高利润率、高周转率，公司 ROE 常年保持在 30%以上，2018 年公司 ROE 为 34.06%（净利率 25.62%、资产周转率 0.93 次、权益乘数 1.42）。

图53 公司存货周转率高于同行（次，2009-2018）



资料来源：wind，海通证券研究所

图54 公司议价能力强、运营能力优秀（2009-2018）



资料来源：wind，海通证券研究所

6. 盈利预测与估值

通过此篇深度报告，论述我们看好公司的理由：1、调味品、酱油行业均处于“量价齐升”阶段，“一超多强”的竞争格局已成型，公司品牌、规模、渠道等优势牢固，并在不断加强，同行难以超越；2、公司产品正在不断升级，高端产品占比不断提升；同时提价预期较强，未来吨价有望持续提升，增强盈利能力；3、2019 年餐饮增速仍保持高个位数增长；另外历史数据显示，公司具备抗餐饮周期的能力，因此不必过于担忧。

6.1 业务拆分

通过参考公司过往几年年报的各项业务情况，我们对于公司具体业务作出如下假设：

1、2019-2021 年，酱油业务增速维持在 15%，调味酱业务增速维持在 8-15%区间，蚝油业务增速维持在 25%，其他调味品业务增速维持在 17%、其他业务增速维持在 20%。

2、2019-2021 年，酱油毛利率维持在 49%、调味酱毛利率维持在 48%、蚝油毛利率维持在 41%，其他调味品毛利率维持在 44%、其他业务毛利率维持在 10%。

表 2 公司业绩拆分预测（百万元）

		2018	2019E	2020E	2021E
酱油	收入	10236.30	11771.75	13537.51	15568.13
	YOY	15.85%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利	5174.45	5768.16	6633.38	7628.39
	毛利率(%)	50.55%	49.00%	49.00%	49.00%
调味酱	收入	2092.31	2259.69	2485.66	2858.51
	YOY	2.55%	8.00%	10.00%	15.00%
	毛利	999.08	1084.65	1193.12	1372.09
	毛利率(%)	47.75%	48.00%	48.00%	48.00%
蚝油	收入	2855.62	3569.53	4461.91	5577.38

	YOY	26.02%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利	1168.52	1463.51	1829.38	2286.73
	毛利率(%)	40.92%	41.00%	41.00%	41.00%
其他调味品	收入	1122.64	1313.49	1536.78	1798.03
	YOY	16.79%	17.00%	17.00%	17.00%
	毛利	495.53	577.94	676.18	791.14
	毛利率(%)	44.14%	44.00%	44.00%	44.00%
其他业务	收入	727.61	873.13	1047.76	1257.31
	YOY	51.30%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利	78.29	87.31	104.78	125.73
	毛利率(%)	10.76%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	**收入**	17034.48	19787.59	23069.62	27059.37
	YOY	16.80%	16.16%	16.59%	17.29%
	毛利	7915.87	8981.56	10436.84	12204.07
	毛利率	46.47%	45.39%	45.24%	45.10%

资料来源：wind，海通证券研究所

表 3 公司利润表预测（百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	17034	19788	23070	27059
营业成本	9119	10806	12633	14855
毛利率%	46.5%	45.4%	45.2%	45.1%
营业税金及附加	190	218	256	299
营业费用	2236	2276	2653	3112
管理费用	246	237	277	325
财务费用	-153	-247	-385	-550
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	295	300	500	600
营业利润	5241	6363	7613	8987
营业外收支	-18	0	0	0
利润总额	5223	6363	7613	8987
所得税	856	1038	1245	1467
少数股东损益	2	1	2	2
归属母公司所有者净利润	4365	5324	6366	7518
EPS（元）	1.62	1.97	2.36	2.78

资料来源：wind，海通证券研究所

6.2 估值

（1）相对估值

我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.97/2.36/2.78 元，相关可比公司 2019 年 PE 在 49-63 倍。考虑到公司作为行业绝对龙头，品牌、渠道、产品力都极其优秀，且在不断加强，给予公司一定估值溢价。给予公司 2019 年 55-65 倍 PE，对应合理价值区间 108.35-128.05 元，给予“优于大市”评级。

表 4 可比公司估值对比（2019.11.15）

公司名称	股票代码	股价（元/股）	每股收益（元/股）		市盈率（X）	
			2019E	2020E	2019E	2020E
603027.SH	千禾味业	23.22	0.47	0.60	49.40	38.70
600872.SH	中炬高新	45.70	0.91	1.14	50.22	40.09
603317.SH	天味食品	46.90	0.79	1.00	59.37	46.90
603755.SH	日辰股份	50.39	0.80	1.00	62.99	50.39

资料来源：可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期，海通证券研究所

（2）DCF 估值

我们采用 DCF 估值方法，计算公司合理市值：

- 保守假设下，我们假定公司永续增长率 3.50%，折现率 8.50%，2019 年公司股权现值 2424.07+150（货币资金）=2574.07 亿元（四舍五入），对应每股现值 95.32 元
- 中性假设下，我们假定公司永续增长率 4.0%，折现率 7.5%，2019 年公司股权现值 3410.53+150（货币资金）=3560.53 亿元（四舍五入），对应每股现值 131.85 元。

表 5 DCF 企业价值的敏感性分析

NPV（亿元）		永续增长率（%）		
		3.50%	**4.00%**	4.50%
WACC（%）	6.50%	4186.12	4860.90	5873.08
	7.00%	3553.71	4013.65	4657.56
	7.50%	3081.29	3410.53	3849.52
	8.00%	2715.43	2959.89	3274.20
	8.50%	2424.07	2610.81	2844.24

资料来源：wind，海通证券研究所

综合以上估值，最终给予公司整体市值区间为 2928-3461 亿元，对应合理价值区间 108.35-128.05 元，给予“优于大市”评级。

7. 风险提示

餐饮行业景气下滑；原材料价格波动影响；行业竞争加剧等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标（元）				
每股收益	1.62	1.97	2.36	2.78
每股净资产	5.14	7.10	9.45	12.24
每股经营现金流	2.22	2.23	2.80	3.15
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	42.56	55.44	46.36	39.26
P/B	13.39	15.40	11.56	8.93
P/S	17.80	15.32	13.14	11.20
EV/EBITDA	33.95	44.02	37.78	31.40
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	46.5%	45.4%	45.2%	45.1%
净利润率	25.6%	26.9%	27.6%	27.8%
净资产收益率	31.5%	27.8%	24.9%	22.8%
资产回报率	21.7%	20.6%	18.9%	17.7%
投资回报率	89.3%	129.5%	245.9%	701.0%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	16.8%	16.2%	16.6%	17.3%
EBIT 增长率	20.5%	20.3%	16.0%	16.7%
净利润增长率	23.6%	22.0%	19.6%	18.1%
偿债能力指标				
资产负债率	31.1%	26.0%	24.0%	22.0%
流动比率	2.6	3.3	3.8	4.3
速动比率	2.4	3.1	3.6	4.0
现金比率	1.5	2.3	2.9	3.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.1	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	44.9	45.3	45.1	45.2
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.7
固定资产周转率	4.6	5.6	7.2	9.5

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4365	5324	6366	7518
少数股东损益	2	1	2	2
非现金支出	443	637	567	638
非经营收益	-486	-300	-500	-600
营运资金变动	1673	369	1123	943
经营活动现金流	**5996**	**6031**	**7558**	**8501**
资产	-223	-250	-250	-250
投资	0	0	0	0
其他	392	300	500	600
投资活动现金流	**169**	**50**	**250**	**350**
债权募资	20	-20	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-2333	-40	0	0
融资活动现金流	**-2313**	**-59**	**0**	**0**
现金净流量	**3852**	**6022**	**7808**	**8851**

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**17034**	**19788**	**23070**	**27059**
营业成本	9119	10806	12633	14855
毛利率%	46.5%	45.4%	45.2%	45.1%
营业税金及附加	190	218	256	299
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	2236	2276	2653	3112
营业费用率%	13.1%	11.5%	11.5%	11.5%
管理费用	246	237	277	325
管理费用率%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
EBIT	4751	5716	6628	7738
财务费用	-153	-247	-385	-550
财务费用率%	-0.9%	-1.2%	-1.7%	-2.0%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	295	300	500	600
营业利润	**5241**	**6363**	**7613**	**8987**
营业外收支	-18	0	0	0
利润总额	**5223**	**6363**	**7613**	**8987**
EBITDA	5194	6353	7195	8375
所得税	856	1038	1245	1467
有效所得税率%	16.4%	16.3%	16.3%	16.3%
少数股东损益	2	1	2	2
归属母公司所有者净利润	**4365**	**5324**	**6366**	**7518**

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9457	15480	23288	32138
应收账款及应收票据	2	2	3	3
存货	1203	1341	1561	1839
其它流动资产	5145	5122	5137	5145
流动资产合计	15808	21944	29989	39126
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3746	3359	3042	2654
在建工程	252	252	252	252
无形资产	144	144	144	144
非流动资产合计	4336	3949	3632	3245
资产总计	**20144**	**25894**	**33621**	**42371**
短期借款	20	0	0	0
应付票据及应付账款	745	771	901	1060
预收账款	3237	3697	4347	5077
其它流动负债	2147	2144	2723	3064
流动负债合计	6148	6612	7971	9201
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	108	108	108	108
非流动负债合计	108	108	108	108
负债总计	**6256**	**6720**	**8079**	**9309**
实收资本	2700	2700	2700	2700
普通股股东权益	13875	19160	25526	33044
少数股东权益	13	14	16	18
负债和所有者权益合计	**20144**	**25894**	**33621**	**42371**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 15 日
资料来源：公司年报（2018），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

闻宏伟　　食品饮料行业
唐宇　　食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　洋河股份,伊力特,贵州茅台,澳优,双汇发展,伊利股份,中炬高新,汤臣倍健,今世缘,青岛啤酒,金禾实业,安井食品

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路　颖　　所长
(021)23219403　luying@htsec.com

高道德　　副所长
(021)63411586　gaodd@htsec.com

姜　超　　副所长
(021)23212042　jc9001@htsec.com

邓　勇　　副所长
(021)23219404　dengyong@htsec.com

荀玉根　　副所长
(021)23219658　xyg6052@htsec.com

涂力磊　　所长助理
(021)23219747　tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
于　博(021)23219820　yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885　ljl11087@htsec.com
宋　潇(021)23154483　sx11788@htsec.com
陈　兴(021)23154504　cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394　yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732　fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395　zhengyb@htsec.com
罗　蕾(021)23219984　ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883　yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230　ylq9619@htsec.com
姚　石(021)23219443　ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745　lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386　zzg11641@htsec.com
梁　镇(021)23219449　lz11936@htsec.com
联系人
颜　伟(021)23219914　yw10384@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586　gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419　niyt@htsec.com
陈　瑶(021)23219645　chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004　tangyy@htsec.com
皮　灵(021)23154168　pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326　xyh10763@htsec.com
谈　鑫(021)23219686　tx10771@htsec.com
王　毅(021)23219819　wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433　csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370　zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774　zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445　tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167　wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队
姜　超(021)23212042　jc9001@htsec.com
周　霞(021)23219807　zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121　jps10296@htsec.com
杜　佳(021)23154149　dj11195@htsec.com
李　波(021)23154484　lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142　wqz12709@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658　xyg6052@htsec.com
钟　青(010)56760096　zq10540@htsec.com
高　上(021)23154132　gs10373@htsec.com
李　影(021)23154117　ly11082@htsec.com
姚　佩(021)23154184　yp11059@htsec.com
周旭辉　zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141　zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401　lsx11330@htsec.com
曾　知(021)23219810　zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406　tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733　zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400　wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147　wxk12750@htsec.com
李　凡　lf12596@htsec.com

中小市值团队
张　宇(021)23219583　zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420　ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223　kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
相　姜(021)23219945　xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123　wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434　lml@htsec.com
陈久红(021)23219393　chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387　wuyiping@htsec.com
朱　蕾(021)23219946　zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953　zhr8381@htsec.com
王　旭(021)23219396　wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓　勇(021)23219404　dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143　zjj10419@htsec.com
胡　歆(021)23154505　hx11853@htsec.com
联系人
张　璇(021)23219411　zx12361@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398　ywx9461@htsec.com
郑　琴(021)23219808　zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998　hwb10850@htsec.com
吴佳栓 0755-82900465　wjs11852@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096　lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092　zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384　fgq12116@htsec.com

汽车行业
王　猛(021)23154017　wm10860@htsec.com
杜　威(0755)82900463　dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145　cyq12265@htsec.com
郑　蕾 075523617756　zl12742@htsec.com

公用事业
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
张　磊(021)23212001　zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398　fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125　lhk11523@htsec.com
高　瑜(021)23219415　gy12362@htsec.com

互联网及传媒
郝艳辉(010)58067906　hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120　sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907　myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104　cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施　毅(021)23219480　sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392　cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)23154394　gjy11909@htsec.com
郑景毅　zjy12711@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747　tll5535@htsec.com
谢　盐(021)23219436　xiey@htsec.com
金　晶(021)23154128　jj10777@htsec.com
杨　凡(021)23219812　yf11127@htsec.com

电子行业
陈　平(021)23219646　cp9808@htsec.com
尹　苓(021)23154119　yl11569@htsec.com
谢　磊(021)23212214　xl10881@htsec.com
蒋　俊(021)23154170　jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139　xjc12802@htsec.com

煤炭行业
李　淼(010)58067998　lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146　dyc10422@htsec.com
吴　杰(021)23154113　wj10521@htsec.com
联系人
王　涛(021)23219760　wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业
张一弛(021)23219402　zyc9637@htsec.com
房　青(021)23219692　fangq@htsec.com
曾　彪(021)23154148　zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171　xbq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513　cjb11782@htsec.com

基础化工行业
刘　威(0755)82764281　lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130　lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397　zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431　swr12178@htsec.com
李　智(021)23219392　lz11785@htsec.com

计算机行业
郑宏达(021)23219392　zhd10834@htsec.com
杨　林(021)23154174　yl11036@htsec.com
鲁　立(021)23154138　ll11383@htsec.com
于成龙　ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131　hjj10361@htsec.com
洪　琳(021)23154137　hl11570@htsec.com

通信行业
朱劲松(010)50949926　zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926　ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383　zzq11650@htsec.com
张　弋 01050949962　zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095　ytx12741@htsec.com

非银行金融行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
何　婷(021)23219634　ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127　lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(021)23154388　rgb12695@htsec.com

交通运输行业
虞　楠(021)23219382　yun@htsec.com
罗月江（010）56760091　lyj12399@htsec.com
李　轩(021)23154652　lx12671@htsec.com
联系人
李　丹(021)23154401　ld11766@htsec.com

纺织服装行业
梁　希(021)23219407　lx11040@htsec.com
盛　开(021)23154510　sk11787@htsec.com
联系人
刘　溢(021)23219748　ly12337@htsec.com

建筑建材行业
冯晨阳(021)23212081　fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122　pyl10297@htsec.com
申　浩(021)23154114　sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

机械行业
余炜超(021)23219816　swc11480@htsec.com
耿　耘(021)23219814　gy10234@htsec.com
杨　震(021)23154124　yz10334@htsec.com
周　丹　zd12213@htsec.com
联系人
吉　晟(021)23154145　js12801@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇(021)23219391　liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399　zhl11756@htsec.com

建筑工程行业
张欣劼　zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134　lfh12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368　dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业
丁　频(021)23219405　dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164　cxl9730@htsec.com
陈　阳(021)23212041　cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396　myq12354@htsec.com

食品饮料行业
闻宏伟(010)58067941　whw9587@htsec.com
唐　宇(021)23219389　ty11049@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171　cbs10969@htsec.com

军工行业
张恒晅　zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172　zyx11631@htsec.com

银行行业
孙　婷(010)50949926　st9998@htsec.com
解巍巍　xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395　ljl12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489　tmy10908@htsec.com

社会服务行业
汪立亭(021)23219399　wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671　cyy10636@htsec.com
许樱之　xyz11630@htsec.com

家电行业
陈子仪(021)23219244　chenzy@htsec.com
李　阳(021)23154382　ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383　zmc11316@htsec.com
刘　璐(021)23214390　ll11838@htsec.com

造纸轻工行业
衣桢永(021)23212208　yzy12003@htsec.com
赵　洋(021)23154126　zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队
蔡铁清(0755)82775962　ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963　fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022　gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933　liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133　wyq10541@htsec.com
饶　伟(0755)82775282　rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含　gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队
胡雪梅(021)23219385　huxm@htsec.com
朱　健(021)23219592　zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384　jiwj@htsec.com
黄　毓(021)23219410　huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281　qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192　hyx10493@htsec.com
黄　诚(021)23219397　hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373　mwy10474@htsec.com
马晓男　mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268　yyx10310@htsec.com
张思宇　zsy11797@htsec.com
王朝领　wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650　syj12493@htsec.com
李　寅 021-23219691　ly12488@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦(010)58067988　yyq9989@htsec.com
郭　楠 010-5806 7936　gn12384@htsec.com
张丽萱(010)58067931　zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977　yys10962@htsec.com
杜　飞　df12021@htsec.com
何　嘉(010)58067929　hj12311@htsec.com
李　婕　lj12330@htsec.com
欧阳亚群　oyyq12331@htsec.com
郭金垚(010)58067851　gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com