

海天味业 (603288.SH)

管理团队和渠道为核心竞争优势，公司有望成为调味品平台型企业

● 优秀管理团队和渠道高占有率是公司核心竞争优势

1、优秀管理团队为公司最核心竞争优势。海天管理团队优秀，薪酬、股权激励水平远超同行业竞争对手，甚至超过白酒与乳业的管理标杆洋河股份与伊利股份，高激励水平推动管理层的高积极性。公司 ROE 维持 30%+，其中管理层严格成本控制导致公司净利率维持 20%+，高效存货、账款管理导致公司维持高总资产周转率。**2、渠道高占有率是公司另一个核心竞争优势。**餐饮渠道易守难攻、公司无明显竞争对手，2017 年海天收入市占率 20.78%，第二品牌李锦记市占率 8.23%，第三品牌美味鲜市占率 2.21%。家庭渠道竞争相对激烈，海天收入市占率 15.58%，第二品牌美味鲜市占率 10.49%。海天渠道在全国范围下沉至县级市，终端覆盖率远超竞品。**3、公司拥有产品定价权。**渠道高占有率导致公司能实现主动提价，提价频率平均两年一次。

● 海天酱油龙头地位稳固，有望成就调味品行业平台型企业

1、我们预计未来 5 年酱油行业量、价复合增长 5%、3%+。公司在酱油行业无明显对手，对比日本成熟经验，海天市占率仍有较大提升空间。2、海天具备优秀管理团队和全国化渠道，最有望成就调味品行业平台型企业。公司已确立酱油为核心业务，蚝油和酱类为成长业务，醋类为种子业务，多种储备业务的同心多元化路径。2017 年公司蚝油收入市占率 45.32%。

● 核心酱油业务继续量价齐升，未来 5 年公司收入有望复合增长 14%

2010-2017 年公司收入复合增长 14.90%，净利润复合增长 27.07%。**1、预计未来 5 年公司酱油收入复合增长 14%左右。**2010-2017 年公司酱油量、价复合增长 8.33%、3.48%。受益提价和产品结构升级，预计未来 5 年公司酱油均价复合增长 4%+。受益大众餐饮回暖和渠道细化，预计未来 5 年酱油销量复合增长约 10%。**2、预计未来 5 年公司蚝油收入有望复合增长 17%左右。**2010-2017 年公司蚝油收入复合增长 20.78%。蚝油为公司重点发展的第二大品类。蚝油渠道从地方向全国扩张，从餐饮向家庭扩张，预计未来 5 年公司蚝油收入复合增长 17%。**3、预计未来 5 年公司酱类收入复合增长 5%以上。**2010-2017 年公司酱类收入复合增长 19.60%。公司黄豆酱和招牌拌饭酱目前仍属于区域销售，叠加新品放量，未来 5 年公司酱类收入有望复合增长 5%+。

● 盈利预测及投资建议

我们预计 18-20 年公司收入 169.26/200.18/230.47 亿元，同比增长 16.06%/18.27%/15.13%；净利润 42.59/52.11/61.91 亿元，同比增长 20.60%/22.37%/18.79%；EPS 为 1.58/1.93/2.29 元/股，目前股价对应 PE 估值 43/35/29 倍。2018 年以来公司业绩增速明显优于竞争对手，且公司有望打造调味品平台型企业，我们将公司评级上调至“买入”。

风险提示：行业增长不及预期；渠道扩张不及预期；平台化进程存在不确定性；食品安全等。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12,458.56	14,584.31	16,926.42	20,018.14	23,046.91
增长率(%)	10.31%	17.06%	16.06%	18.27%	15.13%
EBITDA(百万元)	3,650.43	4,383.15	5,382.37	6,574.77	7,786.14
净利润(百万元)	2,843.13	3,531.44	4,258.95	5,211.49	6,190.61
增长率(%)	13.29%	24.21%	20.60%	22.37%	18.79%
EPS(元/股)	1.05	1.31	1.58	1.93	2.29
市盈率(P/E)	27.90	41.15	42.81	34.99	29.45
市净率(P/B)	7.92	12.36	13.29	11.26	9.27

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

67.50 元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2018-08-21

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,701/2,697
流通 A 股市值(百万元)	176,592
每股净资产(元)	4.35
资产负债率(%)	27.99
一年内最高/最低(元)	80.94/40.50

相对市场表现



分析师：王永锋 S0260515030002



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：王文丹 S0260516110001



01059136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

海天味业 (603288.SH)：盈利 2018-04-27
能力稳步提升，公司业绩有望持续稳增长

海天味业 (603288.SH)：收入 2017-10-27
入稳健增长，提价推动盈利能力提升

海天味业 (603288.SH)：业绩 2017-08-15
绩加速增长，盈利能力有望持续提升

联系人：刘景瑜

gliujingyu@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、优秀管理团队和渠道高占有率是公司核心竞争优势	6
1、海天 ROE 维持 30%以上，优秀管理团队和渠道高占有率为主要原因	6
(1) 管理团队薪酬、股权激励水平远超同业，是公司竞争优势的根源	7
(2) 公司净利率维持 20%以上，主要源于管理层成本控制能力强	8
(3) 公司总资产周转率 1 次左右，主要源于管理层对存货、账款高效管理	12
2、渠道高占有率是公司另一个核心竞争优势	14
(1) 受益渠道高占有率和渠道精细化管理，公司供应链灵活高效	14
(2) 餐饮渠道易守难攻，海天无明显竞争对手	16
(3) 家庭渠道竞争相对激烈，海天终端覆盖率远超对手	20
3、海天为唯一全国性调味品品牌	21
二、海天酱油龙头地位稳固，有望成就调味品行业平台型企业	22
1、酱油行业未来 5 年量价齐升，收入有望复合增长 8%以上	22
2、酱油行业集中度仍有较大提升空间	27
3、海天最有望成就调味品行业平台型企业	27
三、核心酱油业务继续量价齐升，未来 5 年公司收入有望复合增长 14%左右	29
1、预计未来 5 年酱油量、价复合增长 10%、4%+	30
(1) 受益大众餐饮回暖和渠道细化，预计未来 5 年海天酱油销量复合增长 10%左右	30
(2) 受益提价和产品结构升级，预计未来 5 年海天酱油均价复合增长 4%+	32
2、蚝油加大家庭消费培育，未来 5 年收入有望复合增长 17%左右	34
3、酱类受益新品投放，未来 5 年收入有望复合增长 5%以上	36
四、内延拓展叠加外延并购，海天有望打造调味品平台型企业	37
1、美国调味品龙头打造平台型企业，30 余年年化收益率 14%+	37
2、单品类向平台型企业发展过程中收益率和经营风险递减	42
3、海天开启外延并购之路，有望打造调味品平台型企业	45
五、盈利预测	47
风险提示	48

图表索引

图 1: 海天毛利率持续提升 (%)	9
图 2: 海天净利率持续提升, 远超对手 (%)	9
图 3: 2017 年海天酱油收入规模为第二公司的 3 倍 (亿元)	9
图 4: 海天原材料利用率保持领先	9
图 5: 海天吨成本明显低于竞争对手 (元/吨)	10
图 6: 瓦楞纸价格 16 年以来接近翻倍	10
图 7: 海天 2017 年酱油单位原材料成本同比下降	10
图 8: 海天采取成本领先战略, 竞争对手被迫采取差异化战略	11
图 9: 过去 5 年海天酱油均价复合增长 3.13%, 高于 CPI 增速	12
图 10: 海天味业固定资产周转率和存货周转率持续提升	13
图 11: 海天对上游供应商和下游经销商占款能力强 (2017 年)	14
图 12: 海天促销及广告费用投放远高于竞争对手 (亿元)	15
图 13: 海天渠道精细化管理	15
图 14: 海天渠道运作高效	16
图 15: 海天市场销售人员数量远低于伊利和洋河	16
图 16: 海天渠道结构: 餐饮渠道收入占比 60% (2017 年)	17
图 17: 调味品行业渠道结构: 餐饮渠道收入占比 45% (2017 年)	17
图 18: 海天在餐饮渠道无明显竞争对手: 收入市占率 20.78% (2017 年, 酱油品类)	18
图 19: 餐饮消费粘性和二批商网络铸就餐饮渠道壁垒	19
图 20: 家庭渠道竞争相对激烈: 海天收入市占率 15.58%	20
图 21: 2010-2017 年酱油产量复合增长 7.51%	23
图 22: 2010-2017 年酱油均价复合增长 3.48%	23
图 23: 2010-2017 年酱油行业收入复合增长 11.25%	23
图 24: 目前我国酱油人均消费量: 7.55kg/人	24
图 25: 日本酱油人均消费量高点: 13.23kg/人	24
图 26: 酱油人均消费量有望持续提升	24
图 27: 预计未来 5 年餐饮行业收入复合增长 8-10%	24
图 28: 近几年外卖行业收入增速 20%+	25
图 29: 酱油含盐量逐渐降低	25
图 30: 2017 年酱油行业高端产品收入占比仅 22%, 未来结构升级空间巨大	26
图 31: 13 年以来海天味极鲜收入保持 20%以上增速 (亿元)	26
图 32: 13-17 年厨邦收入复合增长 11% (亿元)	26
图 33: 2017 年国内酱油收入 CR5=28.22%	27
图 34: 2016 年日本酱油行业收入 CR5=59%	27
图 35: 酱油使用渗透率最高 (2017 年)	29
图 36: 2010-2017 年海天收入复合增长 14.90%, 净利润复合增长 27.07%	29
图 37: 酱油收入占比逐渐下降, 2017 年占比 60.59%	29
图 38: 海天已基本实现实现全国化	30

图 39: 海天酱油、蚝油市占率第一	30
图 40: 2010-2017 年海天酱油销量复合增长 8.33%	31
图 41: 近两年海天中低端产品增速 10%+	31
图 42: 海天高端产品收入增速 20%+	31
图 43: 海天酱油中低端产品（终端价 8 元/500ml 以下）占比 65%（2017 年）	32
图 44: 中炬高新高档产品（终端价 8 元/500ml 以上）占比 80%（2017 年）	32
图 45: 海天高端产品 13-17 年 CAGR 达 50%+	33
图 46: 海天 17 年高端占比达 35%	33
图 47: 2010-2017 年海天酱油收入复合增长 12.10%	33
图 48: 2010-2017 年海天酱油均价复合增长 3.48%	34
图 49: 公司酱油结构升级明显	34
图 50: 海天蚝油 2010-2017 年收入 CAGR=20.78%	34
图 51: 海天蚝油市占率 45.32%（2017 年）	34
图 52: 蚝油餐饮市场逐渐成熟	35
图 53: 海天蚝油 10-17 年销量复合年平均增速 18.37%	35
图 54: 香港市场人均消费量远超内地（kg/人）	36
图 55: 家庭渠道蚝油渗透率较低（2017 年）	36
图 56: 酱类和其他复合调味品子品类众多，易开发大单品	36
图 57: 酱类中仅辣椒酱形成寡头垄断格局（2017 年）	36
图 58: 2010-2017 年海天酱类收入复合增长 19.60%	37
图 59: 上市以来研发投入持续增加，品类储备丰富	37
图 60: 公司在酱类导入了多种新产品	37
图 61: 亨氏 32 年（美元，前复权）年化收益率 14.39%	38
图 62: 味好美 34 年（美元，前复权）年化涨幅 15.1%	38
图 63: 亨氏与味好美为美国调味品行业龙头（2017 年）	38
图 64: 亨氏番茄酱和调味酱占比 50.26%（2014 年）	38
图 65: 亨氏多元化时期历经 30 余年，90 年代初期打造成平台型企业	39
图 66: 味好美通过同心多元化构造调味品帝国	40
图 67: 味好美多元化时期历经 20 余年，90 年代初期打造成平台型企业	40
图 68: 味好美 90 年代之后进入调整优化阶段	41
图 69: 平台型公司通过扩充品类延长生命周期	41
图 70: 调味品公司迈向平台型企业过程中经营风险和投资回报率均不断下降	42
图 71: 味好美多元化时期收入年复合增速 6.31%	43
图 72: 味好美调整优化期收入年复合增速 4.63%	43
图 73: 味好美多元化时期净利润年复合增速 15.63%	43
图 74: 味好美调整优化期净利润年复合增速 8.62%	43
图 75: 味好美多元化时期毛利率不断提升，净利率波动大	43
图 76: 味好美调整优化期毛利率保持稳定，净利率仍能不断提升	43
图 77: 味好美多元化时期：年化复合收益率 22.73%（美元）	44
图 78: 味好美整合优化期：年化收益率 11.62%（美元）	44
图 79: 亨氏多元化时期收入年复合增速 7.83%	44
图 80: 亨氏调整优化期收入年复合增速 2.73%	44
图 81: 亨氏多元化时期净利润年复合增速 14.66%	44

图 82: 亨氏调整优化期净利润年复合增速 2.22%.....	44
图 83: 亨氏多元化后期年化复合回报率 28.54% (美元)	45
图 84: 亨氏调整优化期年化复合回报率 8.05% (美元)	45
图 85: 1999-2009 年海天单品类发展期收入 CAGR=20.69%.....	45
图 86: 多品类发展初期, 其他品类开始贡献更多增速	45
图 87: 海天同心多元化路径明确, 多品类协调发展	46
图 88: 海天味业现金流充裕	46
图 89: 食醋产量近年增速较调味品行业整体快	46
图 90: 醋的口感记忆明显使四大名醋区域性强, 产能点状分布, 聚集于发源地	47
表 1: 海天 ROE 在消费品行业排名第 3 (近 3 年平均)	6
表 2: 公司掌舵人深耕公司 36 年	7
表 3: 海天高管激励水平远高于同业	8
表 4: 海天高管激励水平优于洋河、伊利等优秀企业	8
表 5: 海天酱油产品线丰富, 可支撑更灵活的促销战略	11
表 6: 海天总资产周转率高于同行业竞争对手和多个优秀消费品龙头 (2017 年)	13
表 7: 管理层严格控制存货, 海天存货周转率天数逐年下降	13
表 8: 海天渠道布局最完善	16
表 9: 餐饮和家庭消费是决定调味品产业未来增长速度的主要渠道	17
表 10: 海天在餐饮渠道深度分销	18
表 11: 餐饮终端采购属性: 中高档供应商相对固定	19
表 12: 海天渠道覆盖率高: 2017 年渠道覆盖率 71.4%	20
表 13: 海天在酱油行业品牌历史最悠久	21
表 14: 海天在酱油行业品牌力最强 (2017 年)	22
表 15: 酱油企业提价情况	25
表 16: 海天作为酱油龙头最有望整合调味品行业	28
表 17: 海天渠道目前已经基本搭建完善, 但终端网点仍有细化空间	30
表 18: 海天直接提价频率: 酱油产品平均 2 年提价一次	34

一、优秀管理团队和渠道高占有率是公司核心竞争优势

1、海天 ROE 维持 30%以上，优秀管理团队和渠道高占有率为主要原因

优秀的管理团队为公司最核心竞争优势，是其他竞争优势的根本来源。渠道高占有率是公司另一个核心竞争优势，导致公司具备产品定价权。受益于管理层持续、高效的经营管理输出，海天上市以来ROE一直维持30%以上水平。横向对比来看，海天近三年平均ROE水平31.22%，在消费品行业排名第三位，仅次于海澜之家（34.66%）和格力电器（31.76%）。纵向对比来看，海天ROE水平维持30%以上且提升趋势明显，从2015年30.91%提升至2017年32.45%。拆分来看，海天高ROE主要受益于高盈利水平和高周转——2017年海天净利率高达24.21%，总资产周转率0.98，杠杆比率1.37。其中公司总资产周转率绝对值不高主要源于公司现金流状况较好、账上现金及理财规模不断增长导致。

表1：海天ROE在消费品行业排名第3（近3年平均）

公司	ROE (%)				所属行业	2017 年 ROE 分解			
	2015	2016	2017	平均		净利率 (%)	总资产周转率	杠杆比率	高 ROE 来源
海澜之家	38.53	34.07	31.37	34.66	纺织服装	18.29	0.74	2.33	较高盈利+高杠杆
格力电器	27.34	30.42	37.51	31.76	家用电器	15.00	0.76	3.33	较高盈利+高杠杆
海天味业	30.91	30.30	32.45	31.22	食品饮料	24.21	0.98	1.37	高盈利+高周转
老板电器	29.39	33.07	31.12	31.20	家用电器	20.82	0.98	1.53	高盈利+高周转
华东医药	41.88	28.23	22.71	30.94	医药生物	6.78	1.83	1.94	高周转
济川药业	27.67	29.54	30.36	29.19	医药生物	21.69	0.97	1.45	高盈利+高周转
双汇发展	26.35	28.42	29.97	28.25	食品饮料	8.92	2.28	1.54	高周转
贵州茅台	26.42	24.44	32.95	27.94	食品饮料	47.50	0.49	1.51	高盈利
信立泰	30.25	28.07	25.44	27.92	医药生物	34.59	0.62	1.17	高盈利
美的集团	28.66	26.62	25.63	26.97	家用电器	7.69	1.16	3.10	高周转+高杠杆
承德露露	30.99	24.66	20.81	25.49	食品饮料	19.80	0.71	1.49	较高盈利
伊利股份	23.99	26.29	24.91	25.06	食品饮料	8.82	1.54	1.84	高周转
洋河股份	25.15	23.79	23.85	24.26	食品饮料	33.23	0.49	1.48	高盈利
苏泊尔	21.66	24.05	26.86	24.19	家用电器	9.22	1.67	1.75	高周转
东阿阿胶	25.12	24.10	22.46	23.90	医药生物	27.73	0.66	1.23	高盈利
恒瑞医药	24.31	23.20	23.18	23.56	医药生物	23.80	0.85	1.17	高盈利
我武生物	21.49	20.86	25.55	22.63	医药生物	48.27	0.50	1.06	高盈利
小天鹅 A	19.24	21.16	23.12	21.17	家用电器	7.99	1.06	3.09	高周转+高杠杆
青岛海尔	19.31	20.53	23.65	21.16	家用电器	5.68	1.13	4.83	高周转+高杠杆

资料来源：wind，广发证券发展研究中心 注：表中覆盖范围为2015年之前上市公司

(1) 管理团队薪酬、股权激励水平远超同业，是公司竞争优势的根源

消费品公司都是长跑型冠军，拥有经验丰富、稳定的公司掌舵人是公司成为长跑冠军的保障，如洋河、伊利的董事长在公司工作32和26年，率领公司持续向上发展。海天掌舵人庞康深耕公司和行业36年，为海天打造全国性品牌和强势的渠道，带领海天成为调味品行业龙头。

海天不仅拥有稳定、专业的掌舵人，且整个管理团队专业性和执行力强。公司主要高管如技术研发负责人、市场负责人、财务负责人、品牌负责人等在海天工作时间均达17年以上，推动公司的品牌、营销、营运和财务预算不断优化，辅助掌舵人经营目标顺利完成。

表2：公司掌舵人深耕公司36年

	高管	职务	年龄	任职时长	个人履历	上任后主要战略
海天味业	庞康	董事长	62	36	本科学历，1982年至1988年任本公司前身佛山市珠江酱油厂副厂长，1988年至2016年11月历任公司副经理、总经理、董事长兼总经理，现任公司董事长兼总裁。	(1) 为海天打造全国性品牌和强势的渠道，带领海天成为调味品行业龙头。 (2) 建立海天狼性文化。
洋河股份	王耀	董事长	53	32	1986年7月加入洋河，此后历任江苏双沟酒业党委副书记、总经理；苏酒常务副总经理；苏酒集团总裁助理副总裁等职务。	(1) 市场渠道大升级。推动常规工作精细化、极致化、标准化。 (2) 进一步提升品牌力。
伊利股份	潘刚	董事长	48	26	经济学博士。1992年7月毕业后进入伊利集团的前身呼和浩特市回民奶食品厂；1996年11月—1999年12月担任伊利集团矿泉饮料有限责任公司董事长、总经理兼党总支书记；	(1) 组建了伊利液态奶事业部，开启了中国的“液态奶时代”。 (2) 推动“伊利”品牌家喻户晓。

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

海天公司管理层和员工持有公司80%以上的股份，激发企业整体活力。根据wind，海天薪酬排名前10位的管理层人员2017年薪酬+持股市值合计均在3亿-140亿区间，激励力度和广度远超同行业竞争对手，甚至超过了白酒与乳业的管理标杆洋河股份与伊利股份。(1) 目前海天公司150名左右的员工持有公司80%以上股份，伊利和洋河仅6位管理层持有股份，调味品公司中炬管理层无持股、千禾仅7位管理层持股。(2) 从排名前10位的高管薪酬来看，海天高管的薪酬和持股市值明显高于同行业竞争对手以及伊利和洋河。海天前十位高管平均薪酬和持股市值高达22.89亿元，分别为同行业中炬高新、千禾味业的1462.8倍和6.7倍，分别为洋河股份和伊利股份的11.0倍和1.5倍。

高激励水平推动了管理层的高积极性，激发更强的管理能力。高基数规模下，海天每年的业绩目标都具备挑战性，高于同行业竞争对手设定目标。例如2017年海天收入145.84亿元，2018年收入目标同比增长16%、净利润同比增长20%，高于中炬高新、恒顺醋业等企业目标。

表3: 海天高管激励水平远高于同业

高管总 薪酬 排名	高管薪酬 (万元)			高管持股市值 (万元)			高管薪酬+持股市值 (万元)			海天与 第二名的 倍数
	海天	中炬	千禾	海天	中炬	千禾	海天	中炬	千禾	
1	439	247	66	1,390,239	0	255,266	1,390,678	247	255,332	5.4
2	428	206	28	460,784	0	75,038	461,212	206	75,066	6.1
3	113	165	41	86,895	0	9,165	87,008	165	9,206	9.5
4	245	165	40	77,711	0	1,223	77,956	165	1,263	61.7
5	250	165	26	74,633	0	1,007	74,883	165	1,033	72.5
6	116	165	26	49,190	0	690	49,306	165	716	68.9
7	116	165	17	44,101	0	360	44,218	165	377	117.3
8	229	163	14	40,709	0	0	40,937	163	14	251.1
9	120	88	7	32,228	0	0	32,348	88	7	367.6
10	132	36	6	30,532	0	0	30,663	36	6	851.8
均值	219	157	27	228,702	0	34,275	228,921	157	34,302	6.7

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

表4: 海天高管激励水平优于洋河、伊利等优秀企业

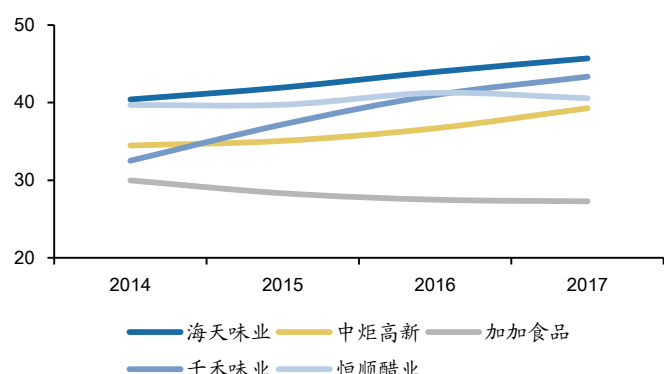
高管总 薪酬 排名	高管薪酬 (万元)			高管持股市值 (万元)			高管薪酬+持股市值 (万元)			海天与 第二名的 倍数
	海天	洋河	伊利	海天	洋河	伊利	海天	洋河	伊利	
1	439	103	1,487	1,390,239	67,988	759,963	1,390,678	68,092	761,449	1.8
2	428	92	588	460,784	65,297	270,686	461,212	65,389	271,274	1.7
3	113	91	637	86,895	38,850	268,169	87,008	38,942	268,806	0.3
4	245	92	358	77,711	33,100	255,397	77,956	33,192	255,756	0.3
5	250	92	165	74,633	748	2,318	74,883	839	2,483	30.2
6	116	128	187	49,190	345	359	49,306	473	545	90.5
7	116	121	104	44,101	0	0	44,218	121	104	365.4
8	229	97	89	40,709	0	0	40,937	97	89	422.0
9	120	92	65	32,228	0	0	32,348	92	65	351.6
10	132	91	39	30,532	0	0	30,663	91	39	337.0
均值	219	100	372	228,702	20,633	155,689	228,921	20,733	156,061	1.5

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

(2) 公司净利率维持 20%以上, 主要源于管理层成本控制能力强

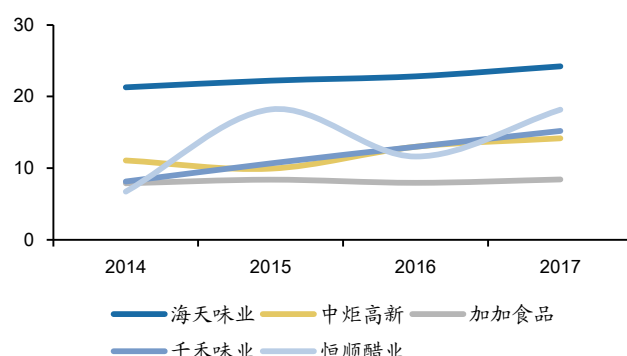
海天净利率逐年提升, 2017年高达24.21%, 较同业竞争对手恒顺醋业、千禾味业、中炬高新分别高6.05、9.02和10.05个PCT。公司产品结构中低端为主, 但2017年毛利率高达45.69%, 甚至高于聚焦高端和超高端酱油的中炬高新(2017年毛利率39.27%)和千禾味业(2017年毛利率43.34%)。高盈利能力主要源于公司管理层成本控制能力强, 为公司打造了较强的成本优势, 且公司具备产品定价权。

图1: 海天毛利率持续提升 (%)



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

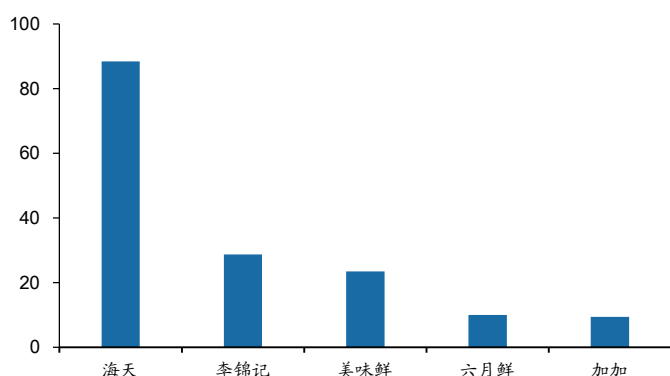
图2: 海天净利率持续提升, 远超对手 (%)



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

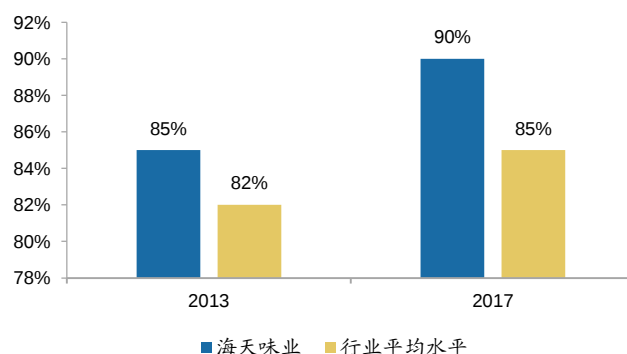
管理层成本控制能力强, 导致公司拥有明显成本优势。(1) 公司能够获得更便宜的采购价格且原材料利用率领先行业水平, 导致其原材料成本低。2017年公司酱油收入88.36亿元, 为第二大酱油公司李锦记的3倍, 为第三大酱油公司中炬高新的4倍, 规模优势明显。公司管理层利用规模优势、稳定的采购量形成对上游供应商强势的话语权——与上游供应商达成长期战略合作, 确保原材料、包材等供货及时性; 公司针对不同商品制定长短不同的定价周期锁定采购价格, 保证收购价格低于竞争对手。且公司原材料利用率(主要是黄豆利用率)从13年至17年出现了明显的跃升, 黄豆利用率从2013年的85%提升至90%, 而同期行业平均水平则仅从82%提升到了85%。从吨成本表现来看, 海天酱油吨成本分别较中炬高新和加加食品低21.60%和14.05%, 酱油单位直接材料成本2387元/吨, 分别较中炬高新和加加食品低22.87%和9.51%。

图3: 2017年海天酱油收入规模为第二公司的3倍 (亿元)



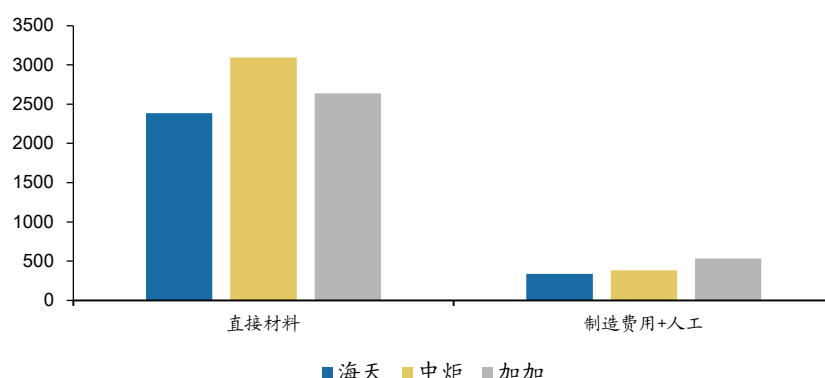
资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图4: 海天原材料利用率保持领先



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图5：海天吨成本明显低于竞争对手（元/吨）

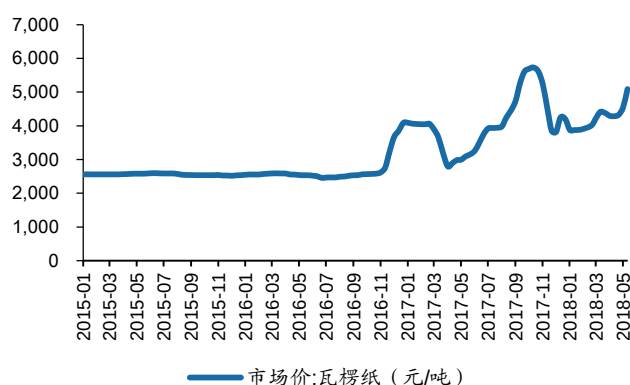


资料来源：wind，广发证券发展研究中心

（2）公司设备全自动化，生产过程基本无人接触，导致其人工和制造费用成本低。调味品行业生产设备耐用持久、技术相对稳定，先进的生产设备带来的成本优势可持续。公司很早就引入多项国内外先进的工艺技术和设备，且公司一直不断提升生产设备的自动化水平，提高生产效率和生产能力，进一步扩大成本优势。海天味业单位酱油的人工和制造费用成本339元/吨，较中炬高新和加加食品分别低11.36%和36.48%。

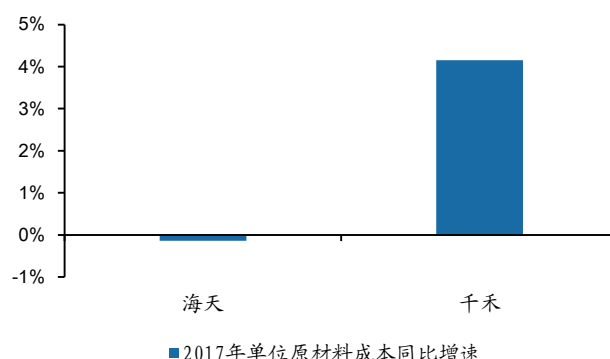
据wind行业数据，酱油主要原材料豆粕日均价从2016年4月的2400元/吨涨至2018年4月的3260元/吨，涨幅接近40%；包材瓦楞纸行业均价16年来接近翻倍，玻璃价格指数16年来涨幅也接近40%。但受益于公司管理层对成本的控制，2017年海天酱油单位原材料成本同比下降0.14个百分点，竞争对手单位原材料成本出现明显提高，如千禾酱油单位原材料成本同比提升4.15个百分点。且2018年一季度在竞争对手毛利率均受成本上涨而出现下降的时候，海天毛利率受益于产能技改逆势上扬。

图6：瓦楞纸价格16年以来接近翻倍



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图7：海天2017年酱油单位原材料成本同比下降



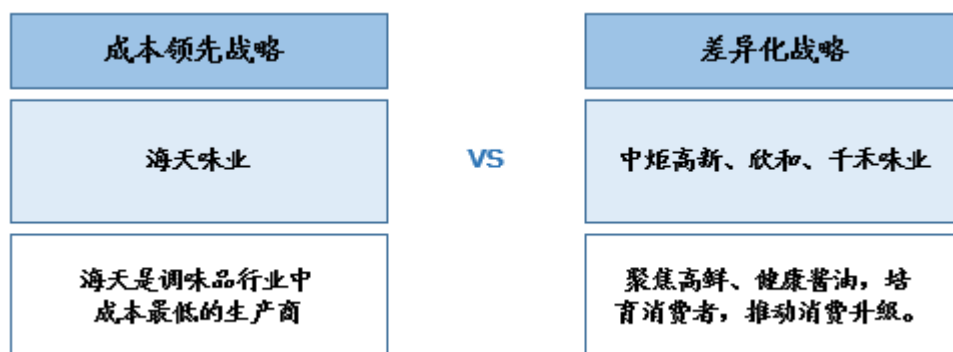
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

受益于管理层的强成本控制力，海天得以采取成本领先战略，产品聚焦目前调味品行业消费量最大的中低端价位段，占据最多的市场份额。其竞争对手被迫采取

差异化竞争战略，如聚焦海天以前发力不明显的鲜味酱油和健康酱油产品。但海天凭借成本优势和渠道优势很容易可抵消甚至赶超竞争对手的差异化战略效果。

海天具备丰富的业务产品线，且成本优势和渠道优势明显，导致公司的市场战略发挥空间更大，抢占市场份额的能力更强——可通过有针对性的促销策略在与竞品的竞争中胜出，抢占市场份额。以公司最成熟的酱油业务为例，目前海天酱油拥有3款收入15亿元以上的畅销大单品（金标生抽、草菇老抽和味极鲜），同时在各价位段布局多种基础产品。而同行业竞争对手产品线单一，如中炬高新聚焦厨邦酱油大单品瞄准鲜味酱油市场、欣和聚焦六月鲜鲜味酱油、千禾聚焦有机和零添加。当欣和、中炬高新等采取差异化战略的企业把消费者群体培育成熟、推动鲜味酱油迎接放量机会时，海天可加大味极鲜一款鲜味单品促销力度，保证公司整体盈利能力的同时凭借性价比快速抢占市场份额。海天2016年底开始发力布局鲜味酱油，迅速将味极鲜打造成一款年收入15亿元以上的超级大单品，抢占鲜味酱油市场份额，赶超六月鲜和厨邦的差异化战略效果。

图8：海天采取成本领先战略，竞争对手被迫采取差异化战略



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

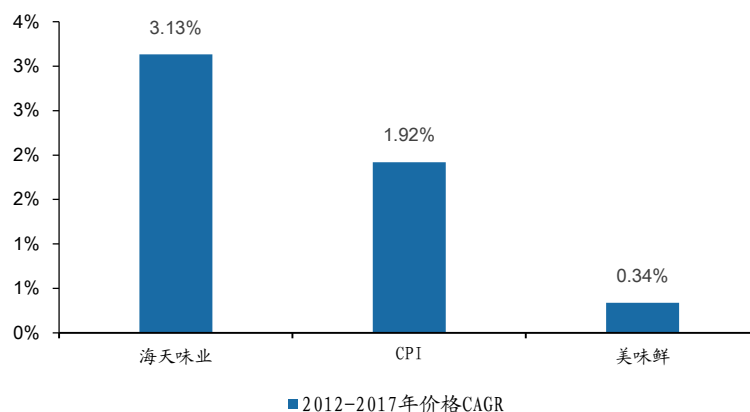
表5：海天酱油产品线丰富，可支撑更灵活的促销战略

	海天	中炬高新	欣和	千禾
畅销系列	金标生抽（15 亿元以上大单品）			
	草菇老抽（15 亿元以上大单品）			
	味极鲜（15 亿元以上大单品）	厨邦酱油（占酱油收入比例 60%+）	六月鲜	
有机系列	有机酱油			千禾有机酱油
老字号系列	零添加、365 高鲜、第一道、淡盐			千禾零添加酱油
经典系列	凉拌酱油、红烧酱油、金装一品鲜、鲜味生抽、老抽王等 12 个产品			
特级系列	特级金标生抽、特级一品鲜酱油、特级草菇老抽、特级味极鲜			
特色系列	海鲜酱油、蒸鱼豉油、辣椒豉油、淡口酱油等 12 个产品			
特惠酱油	威极酱油、生抽豉油、锦标老抽等 8 个产品			
超值系列	老抽酱油、生抽酱油等 6 个产品			
袋装系列	黄豆酱油、老抽酱油等 4 个产品			

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

另外，公司具备渠道高占有率优势，导致其拥有产品定价权，进一步推动盈利能力提升。调味品客单价低且即时性消费占比多，消费者不愿花时间寻找性价比更高的产品，渠道覆盖率广的企业可增强其产品定价权。海天能够实现主动提价，提价频率平均两年一次。2012-2017年海天酱油均价复合增长3.13%，同时期CPI复合增长1.92%，同行业竞争对手美味鲜酱油均价复合增长0.34%。因此海天虽然聚焦中低价位段，但同品类产品海天定价高于竞争对手。

图9：过去5年海天酱油均价复合增长3.13%，高于CPI增速



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

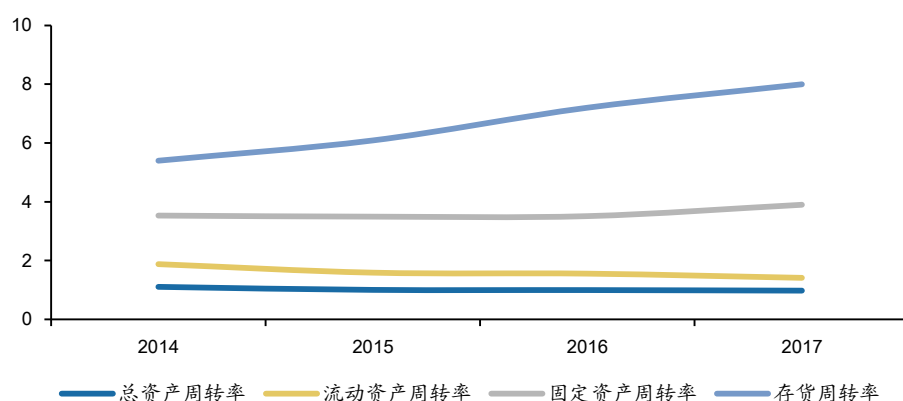
（3）公司总资产周转率1次左右，主要源于管理层对存货、账款高效管理

对采取大规模生产、低成本竞争战略的企业而言，管理层能够实现对存货、应收账款有效管理是重要的成功因素。海天总资产周转率维持1次左右，主要源于管理层对存货和账款实现了高效管理。（1）公司不断推动内部的均衡供货、均衡生产，提高产品运转，存货管理效率明显提升——公司存货周转率从2014年5.40次提升至2017年8.00次。存货周转率与行业属性相关性较强，同行业比较来看，其他调味品企业存货周转率均低于5次，海天存货管理明显更高效。公司管理层不断提高存货管理效率，各类存货周转天数逐年下降。2017年其存货周转天数45天，其中原材料周转天数4.3天、在产品周转天数26.0天、产成品周转天数12.6天，较前几年明显优化。

（2）2017年公司应收账款周转率5912.61次，主要源于公司市场地位稳固，下游经销商先款后货，无应收账款。2017年公司应收账款0.02亿元，系收购镇江丹和醋业、合并报表时并入该公司期末应收账款所致。调味品行业中除海天味业，仅涪陵榨菜对账款管理能力较强，但公司对下游部分强势经销商仍存在优惠政策、存在部分应收账款。

（3）近几年公司持续受益2010年的产能扩张计划，固定资产周转率持续提升，从2014年3.53次提升至2017年3.90次，远高于同行业其他竞争对手。2017年公司总资产周转率下降主要源于公司现金流状况较好，账上现金及理财规模不断增长导致。

图10: 海天味业固定资产周转率和存货周转率持续提升



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

表6: 海天总资产周转率高于同行业竞争对手和多个优秀消费品龙头 (2017年)

公司	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	固定资产周转率
海天味业	0.98	8.00	5912.61	3.90
千禾味业	0.85	2.38	15.32	2.17
中炬高新	0.71	1.59	65.28	2.97
涪陵榨菜	0.69	3.75	988.74	2.08
加加食品	0.66	4.24	22.66	1.19
恒顺醋业	0.64	2.98	13.16	1.74

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

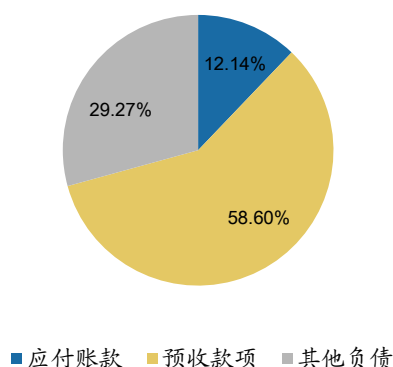
表7: 管理层严格控制存货, 海天存货周转率天数逐年下降

	存货周转天数	原材料周转天数	在产品周转天数	产成品周转天数
2014	66.7	5.2	42.0	16.7
2015	59.1	4.7	36.6	15.5
2016	50.0	4.4	31.8	11.6
2017	45.0	4.3	26.0	12.6

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

公司无长期借款、零负债经营, 让上游供货商和下游经销商提供无息营运资金, 主要受益于其渠道高占有率优势和规模优势。海天在调味品行业餐饮渠道和家庭渠道均处于明显龙头地位, 且公司规模优势明显, 导致公司对上下游享有较强的话语权。公司无长期借款, 流动负债主要来源于对上游供货商和下游经销商的占款——对上游供应商先货后款, 对下游经销商要求先款后货。2017年公司总负债45.72亿元, 其中应付账款 (对上游供应商占款) 占比12.14%, 预收款项 (对下游经销商占款) 占比58.60%。海天作为调味品行业龙头, 渠道地位和规模优势持续增强, 对上下游占款能力有望持续增强。

图11: 海天对上游供应商和下游经销商占款能力强 (2017年)



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

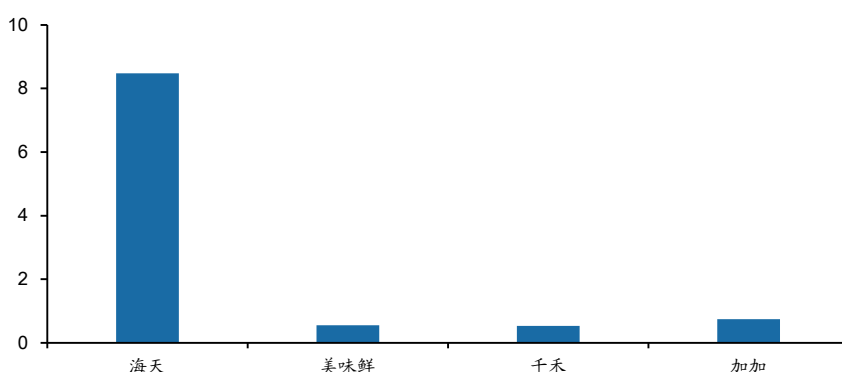
2、渠道高占有率是公司另一个核心竞争优势

(1) 受益渠道高占有率和渠道精细化管理, 公司供应链灵活高效

渠道占有率高是海天的第二核心竞争优势。公司渠道精细化管理, 构建厂商-一批商-分销商全国化网络、深度分销、壁垒极强。海天采取直控终端、深度分销的渠道模式。公司在全中国划分了6个大区, 采取经销商制; 厂商关系上实行垂直管理与厂商“1+1”帮扶。由于餐饮渠道购买较为分散, 完全由一批经销商开发不太现实, 需要开发二批商(分销商), 厂商合作的模式有助于海天帮助一批经销商开拓二批经销商, 实现更好的渠道开拓与客情维护。厂商协作的深度分销机制是当前中国调味品市场购买场景重餐饮、重流通背景下的必然选择, 而自1994年以来不断积累的渠道织网也为海天构建了在餐饮渠道深度分销的强大护城河, 这样的护城河需要投入大量人员、资金和时间才能建立。2017年海天销售人员1804人, 远高于竞争对手。2017年海天促销和广告费用8.48亿元, 第二名美味鲜仅0.56亿元, 海天每年渠道费用投放为美味鲜的15倍。

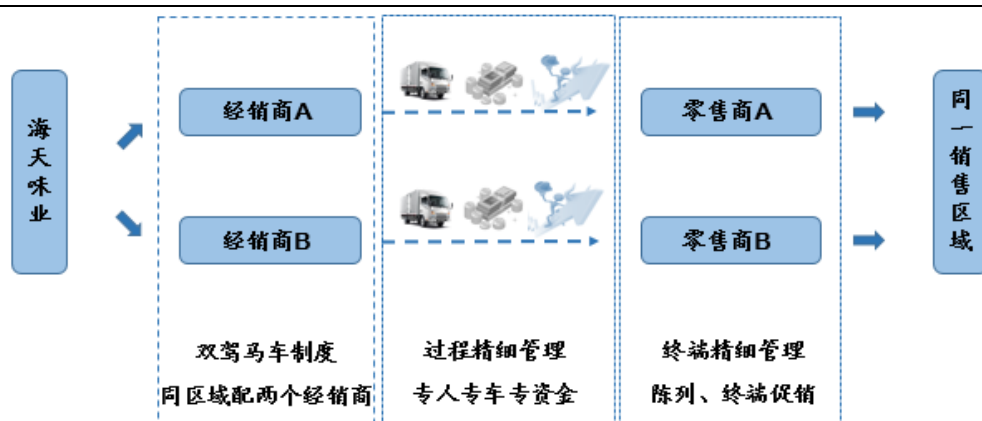
海天味业对渠道的精细化管理水平高。海天在同一区域实行双驾马车制度, 配备两名以上经销商, 竞争淘汰。对于每一名经销商公司要求专人专车专项资金, 保证海天的渠道运作。海天对每一环节的渠道费用掌握精细, 指导经销商运作市场, 可确保高水平费用投放效率, 保证每个环节经销商利润的同时, 最大化公司的费用投放效率。

图12: 海天促销及广告费用投放远高于竞争对手 (亿元)



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图13: 海天渠道精细化管理

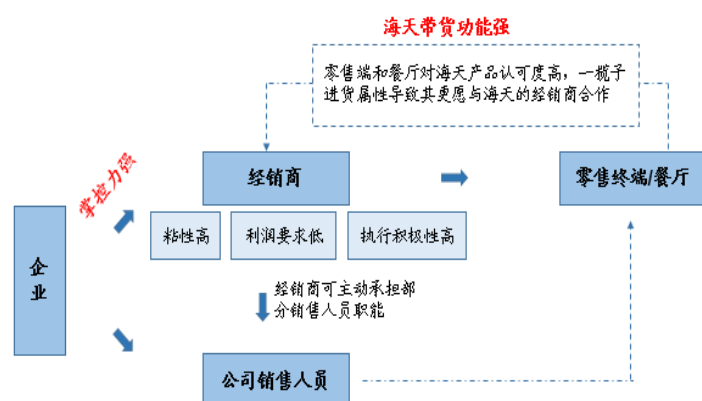


资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

海天渠道占有率高，经销商粘性更强，保障渠道运行更高效。海天对渠道精细化管理，公司目标细化至每个区域、且区域目标完成度高。食品饮料行业具备同样渠道能力的还有伊利和洋河，但海天渠道运营效率更高——海天对渠道的掌控力度与伊利、洋河近似，但海天对市场投放的销售人员数量仅1804人，洋河5036人，伊利15438人。主要源于海天的行业竞争地位明显优于伊利和洋河。

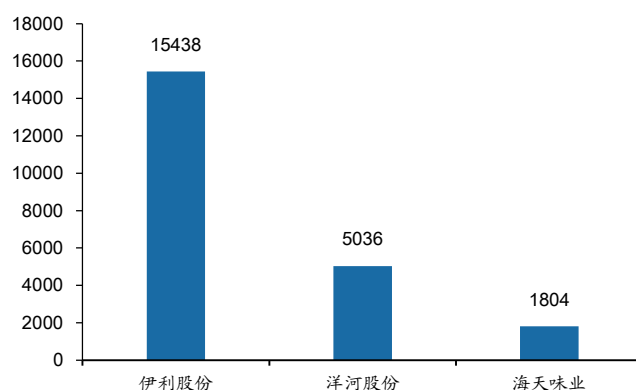
海天产品带货能力强，调味品经销商经销海天的产品更能吸引下游零售端客户，无其他更优选择。因此海天的经销商对公司粘性更强、利润要求更低（主要依赖海天的带货功能、利润可从其他经销品类补回）、执行积极性更高（完不成目标会被撤销经销资格），保障渠道高效运作。对于伊利和洋河，伊利为乳制品双寡头之一、洋河在白酒市场竞争对手相较更多，两者经销商粘性相对较弱，公司对市场增加掌控只能依赖公司内部销售人员。

图14: 海天渠道运作高效



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图15: 海天市场销售人员数量远低于伊利和洋河



资料来源: 彭博, wind, 广发证券发展研究中心

(2) 餐饮渠道易守难攻, 海天无明显竞争对手

海天味业是渠道布局最完善的调味品企业, 餐饮渠道为主。从渠道开发程度来看, 海天2017年报披露公司目前开发90%+地级市, 50%+县城, 覆盖了300多地级市, 1600多县份市场, 覆盖终端数量80多万个。李锦记和美味鲜仅覆盖地级市, 低线城市空白大, 覆盖终端数量相对较少。从经销商数量来看, 海天目前拥有4000家一批商, 李锦记和美味鲜一批商数量不到1000家。

调味品渠道主要分为餐饮渠道、家庭渠道和食品加工渠道。其中餐饮渠道走量明显且消费粘性更大, 2017年行业餐饮渠道收入占比45%左右, 家庭渠道占比30%左右。据中国产业信息网统计, 餐饮渠道每千克食物调味品摄入量为家庭渠道的1.57倍。家庭渠道更容易实现消费升级。海天渠道以餐饮为主, 2017年餐饮渠道收入占比60%, 家庭渠道(商超、BC类超市和农贸市场)收入占比30%。

表8: 海天渠道布局最完善

	经销商数量(个)	主要覆盖区域	渠道类型	区域开发程度
海天	4000家一批商, 10000多家分销商	全国化布局完全。覆盖300多地级市, 1600多县份市场。覆盖终端数量80多万个。	商超占比15%, 餐饮占比60%+, BC类超市和农贸市场占比10%+, 封闭渠道占比10%+。	地级市开发率90%+, 县城开发50%+
李锦记	500-1000家一批商, 3000家左右分销商	在上海、广州、北京和成都设立销售部, 对经销商要求高, 不随意发展。	餐饮渠道占比高达70%。从高端餐饮渠道扩展到商超。	一、二线城市基本覆盖, 拟加强低线城市深度覆盖。
美味鲜	800家一批商	泛全国化。终端数量25万个左右。	目前公司农贸、餐饮、商超渠道占比分别约为48%、24%、28%。	地级市基本覆盖, 拟加快县级经销商的开发。
千禾	900-1000	西南地区调味品行业龙头。现主力发展华东地区。	目前销售渠道集中在家庭消费。除积极拓展餐饮渠道外, 公司还在积极拓展电商渠道	全国化初期阶段, 较依赖重要的经销商开拓市场, 通过与当地经销商合作模式推广差异化产品参与竞争
欣和	-	主要为山东省内, 华东、华北次	餐饮35%, 家庭65%。山东省	欣和对山东市场全面深度

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

和		之	内餐饮及零售渠道，华北和华东主要是商超	分销
加加	1000 多家一批商	集中在华中、华东。覆盖全国 80%的县。以二、三线城市和县、乡（镇）市场为重点目标市场。	传统的商贸流通渠道为主，拟加强餐饮和商超的拓展。餐饮渠道 10%。	覆盖全国 80%的县城。

资料来源：wind，公司官网，广发证券发展研究中心

表9：餐饮和家庭消费是决定调味品产业未来增长速度的主要渠道

消费场景	家庭消费	餐饮消费	食品加工
消费特点	注重健康、品质，接受促销以及品牌宣传，更青睐大品牌	重视性价比，控制企业成本，多采用中低端产品	大宗采购为主，采用基础性低端产品
主要渠道	商超，传统农贸市场	直供、商超、批发市场	直供、批发市场
价格敏感度	占食品开支不足 2%，价格敏感度低	占餐饮成本较低，具有一定价格敏感度，消费粘性强	与供应商建立长期合作，粘性较高，价格敏感度低

资料来源：中商产业研究院，广发证券发展研究中心

图16：海天渠道结构：餐饮渠道收入占比60%（2017年）

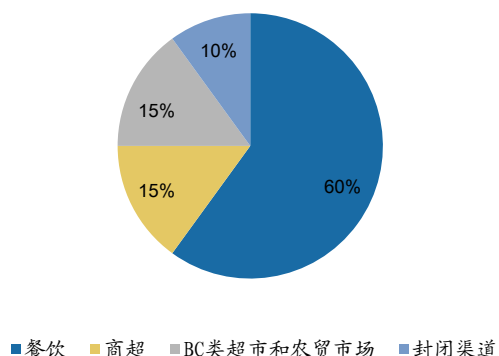
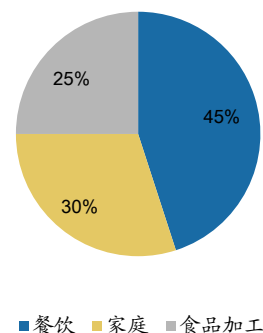


图17：调味品行业渠道结构：餐饮渠道收入占比45%（2017年）



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

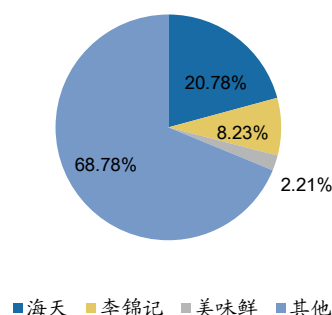
资料来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

海天在餐饮渠道收入市占率20.78%，第二品牌李锦记收入市占率8.23%，海天市占率远超追随者。2017年酱油行业收入567亿元（出厂口径），行业餐饮渠道占比45%左右，即2017年酱油行业餐饮渠道收入255亿元。2017年海天餐饮渠道占总收入比例60%，公司餐饮渠道酱油收入53亿元，收入市占率20.78%；第二品牌李锦记餐饮渠道收入21亿元，市占率8.23%；第三品牌美味鲜餐饮渠道收入5.64亿元，市占率2.21%。海天在餐饮渠道市占率远超追随者。

海天聚焦中低档价位，布局高档价位，市占率有望持续提升。目前海天在餐饮渠道产品主要为草菇老抽、金标生抽等中低档价位产品，卡位中低档价格带。李锦记餐饮渠道聚焦中高档价位，服务对象主要为高档餐厅，与海天形成错位竞争。中炬高新目前发力餐饮渠道，其产品定位中高档，且酱油品类相对单一，以鲜味酱油为主，对海天威胁较小。目前餐饮渠道中低档价位海天无明显竞争对手，高档价位海天味极鲜早有布局，可满足客户多重需求。海天未来有望继续收割杂牌份额助力其餐饮渠道市占率持续提升——厨师专业性逐渐增强是餐饮行业发展趋势，越来越多杂牌餐厅厨师去厨师学校进修，被培养使用海天调味品的习惯，推动海天收割杂

牌餐饮市场份额。

图18: 海天在餐饮渠道无明显竞争对手: 收入市占率20.78% (2017年, 酱油品类)



资料来源: 彭博, wind, 广发证券发展研究中心

表10: 海天在餐饮渠道深度分销

公司	餐饮渠道 占酱油收入比重	运作模式	近年来餐饮渠道建设情况
海天 味业	60%	在全国划了六个大区; 采用经销商制, 垂直管理, 帮助一批商发展分销商	海天在餐饮渠道产品主要为草菇老抽、金标生抽等中低档价位产品, 卡位中低档价格带 产品质量好, 受厨师认可, 如草菇老抽上色功能最好 赞助新东方厨师学校, 培养厨师使用习惯
李锦 记	70%	定位高端餐饮渠道, 点对点推广	常围绕中国八大菜系推产品, 最成功的是蒸鱼豉油的开发和推广 (李锦记通过厨师研讨会召集湘菜名厨, 用自己的产品做原材料创新改造湖南名菜“霸王鱼头”) 李锦记在每个城市都设置一个餐饮部专攻餐厅酒店, 每进入一个地区会找出一道当地的经典菜系, 让香港总部的名厨用自己的调味品试做创新菜式, 然后销售人员带着这些创新菜式一一拜访餐饮店, 从而打入市场。
中炬 高新	24%	采取经销商为主, 直销为辅的经营模式; 产品品类相对较少	举办烹饪比赛, 培育市场; 招经销商时会特意往餐饮方向倾斜 (优先选择在餐饮方面有优势的经销商), 增加经销商加大餐饮渠道服务力度。
加加	6%	-	开发团餐特通渠道, 努力实现“加加”和“盘中餐”两大品牌齐头并进

资料来源: wind, 公司官网, 广发证券发展研究中心

餐饮渠道消费粘性大, 易守难攻, 海天在餐饮渠道的高市占率即为强大的壁垒。
海天借助“人才南下、粤菜北上”潮流实现餐饮渠道全国化——海天发力餐饮恰逢南方“淘金”热潮、粤菜北进。南方厨师习惯使用海天产品, 到北方点名海天的产品, 且在当地培养了大批的粤菜厨师, 助力海天形成行业内较强口碑影响力。彼时行业刚刚开始有品牌概念 (直至2000年海天市场率仅有4-5%, 杂牌众多), 海天通过粤菜北上在餐饮渠道打响了品牌。餐饮渠道粘性大: 中高档餐厅调味品供应关系

主要依靠餐厅采购经理和经销商的人际关系维系，不轻易更换供应商。厨师为了方便给菜品所用调味品定量，从而保证菜品味道的稳定性，一旦选择了某种调味品，除非有重大功能升级，否则很少更换。餐饮渠道易守难攻，海天的高市占率为其筑就渠道壁垒。

海天产品性价比高且品类齐全，迎合餐饮渠道采购经理和厨师的双重需求。(1) 餐厅厨师选取调味品主要考虑其调味和调色功能，海天受益于出众的品质，厨师对其产品高度认同；且海天赞助新东方厨师学校，从源头培育厨师对海天产品的使用习惯。(2) 采购经理选取调味品参考厨师意见的同时主要考虑其价格。海天受益于规模效应，同类产品成本更低，产品剪价比高，可迎合餐饮渠道采购经理和厨师的双重需求。此外，厨房采购调味品一般都是大批量采购，并且倾向于系列化采购，用户粘性高，青睐能够一站式解决厨房需求的大品牌。相较竞争对手，海天品类最齐全，迎合度高——海天产品涵盖中高低档酱油、蚝油、酱类、醋、料酒和腐乳等，李锦记以中高档酱油和好友为主，中炬高新以高鲜酱油、料酒为主。

海天优先占据优质经销商资源，二批商网络健全且难以复制。借助当地优质经销商与餐饮采购经理的紧密关系开发餐饮渠道是最有效的方式。餐饮渠道对二批商要求较高——(1) 较好的服务意识，能够高效、高频扫街式拜访周围餐厅，维持客户关系；(2) 足够的资金实力，能够承担餐厅的账期；(3) 产品齐全，能够满足餐厅的一揽子采购需求。

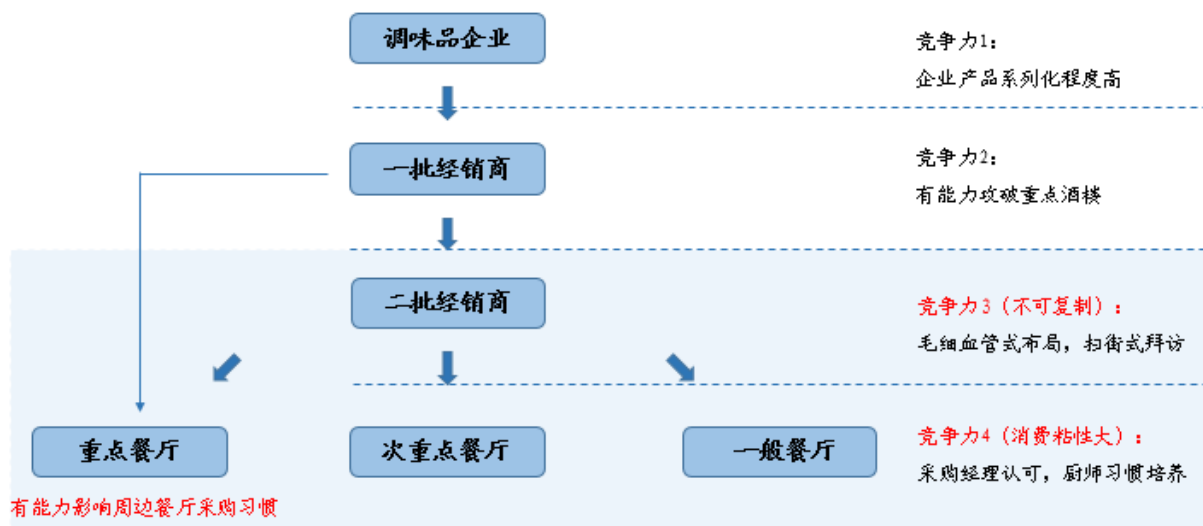
海天受厨师认可程度高且品类齐全，带货能力强——餐厅调味品进货为一揽子进货，由于厨师对海天认可程度高，因此其更倾向于向经销海天产品的经销商进货，顺带采购其他调味品品类，即海天产品可带动经销商手中其他调味品品类的销售。另外2016年底提价以来，海天渠道利润率提升明显(终端价提升幅度较出厂价提升幅度大)，抢占优质经销商能力强。海天经销商具备排他性——老经销商(经销20-30年，以前就经销两个品牌)可以继续经营两个品牌，新加盟经销商只能代理海天产品，独占优质经销商资源。第二名调味品企业很难抢占优质经销商开发市场，海天完善的餐饮覆盖网络难以复制。

表11: 餐饮终端采购属性: 中高档供应商相对固定

属性	高档	中档	低档
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	部分专一	不专一
特殊利益	有	少量	无

资料来源: 陈小龙《调味品营销第一书》，广发证券发展研究中心

图19: 餐饮消费粘性和二批商网络铸就餐饮渠道壁垒

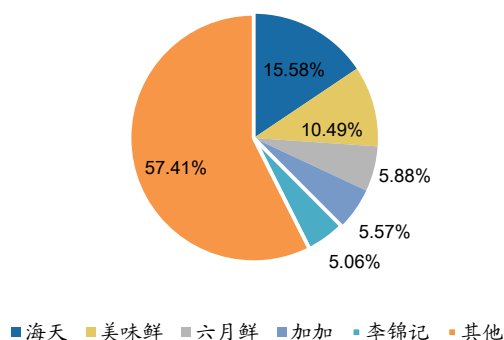


资料来源：彭博，wind，广发证券发展研究中心

(3) 家庭渠道竞争相对激烈，海天终端覆盖率远超对手

家庭渠道竞争相对激烈，海天市占率15.58%。对于家庭渠道，海天是唯一实现全国渠道覆盖的公司，高覆盖率筑就海天家庭渠道壁垒。2017年酱油行业家庭渠道收入170亿元（收入占比30%左右）。2017年酱油行业家庭渠道海天收入26.51亿元，市占率15.58%；第二品牌美味鲜收入17.84亿元，市占率10.49%；第三品牌六月鲜收入10亿元左右，市占率5.88%。相较餐饮渠道，家庭渠道竞争较激烈，但海天市占率仍遥遥领先于竞争对手。凯度消费指数显示，2017年海天渠道覆盖率高达71.4%，是调味品行业渠道覆盖率最高的企业。调味品作为日常刚需消费品，对于家庭消费而言渠道为王，高渠道覆盖率是海天最强的家庭渠道壁垒。目前海天家庭渠道在全国范围下沉至县级市以及乡镇市场，美味鲜、六月鲜等品牌仅在大本营地区实现渠道深耕，大本营以外地区主要覆盖地级市。

图20：家庭渠道竞争相对激烈：海天收入市占率15.58%



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

表12：海天渠道覆盖率高：2017年渠道覆盖率71.4%

厂商	类别	消费者（亿家户）		增长 率%	渠道覆盖率（%）
		截至2016年10月7日的一年	截至2017年10月6日的一年		截至2017年10月6日的一年

宝洁集团	日化	1.54	1.59	2.9%	92.8
伊利集团	食品	1.46	1.53	5.1%	89.6
蒙牛集团	食品	1.46	1.51	3.5%	88.1
康师傅控股	食品	1.38	1.42	3.0%	82.9
雀巢集团	食品	1.38	1.4	0.9%	81.6
联合利华	日化	1.34	1.35	0.5%	79.0
恒安集团	日化	1.27	1.3	2.5%	76.3
可口可乐	食品	1.26	1.27	1.1%	74.3
纳爱斯集团	日化	1.24	1.25	0.8%	73.3
立白集团	日化	1.2	1.24	3.7%	72.7
海天	食品	1.16	1.22	5.3%	71.4
玛氏集团	食品	1.23	1.22	-0.8%	71.4
高露洁集团	日化	1.15	1.19	2.8%	69.4
亿滋	食品	1.17	1.18	0.5%	69.0
旺旺集团	食品	1.13	1.14	1.3%	66.8
百事可乐	食品	1.11	1.14	2.4%	66.6
农夫山泉	食品	1.01	1.11	9.4%	64.9
达利集团	食品	1.05	1.06	1.1%	62.0
益海嘉里	食品	1.03	1.04	1.7%	61.0
双汇集团	食品	1.00	1.03	2.5%	60.0
统一集团	食品	1.05	1.02	-3.0%	59.6

资料来源：凯度，广发证券发展研究中心

3、海天为唯一全国性调味品品牌

海天始于300年前清朝的佛山酱园，品牌历史厚重。海天发轫于清代“佛山酱园”，距今已经有300多年的历史。中炬高新距今历史150多年，食醋行业龙头恒顺距今历史不到200年。调味品行业为传统消费，重传统、重历史基因的大环境下海天品牌优势突出。

表13：海天在酱油行业品牌历史最悠久

品牌/公司	前身/缘起	诞生时代	距今年份
海天味业	佛山酱园、海天酱园	清朝	300 多年
中炬高新	香山酱园	清末民初	150 多年
恒顺醋业	朱恒顺糟坊	清末民初	不到 200 年

资料来源：公司官网，广发证券发展研究中心

海天是调味品行业唯一全国性品牌，消费者心理占有率高。根据Chnbrand发布的中国品牌力指数，酱油行业前两大品牌海天和李锦记地位稳固，海天连续多年排名第一位。Chnbrand调研的267万样本中，49.9%消费者谈及酱油第一提及海天，18.6%第一提及李锦记，其他品牌第一提及概率均小于5%，海天消费者心理占有率明显高于其他品牌。

酱油行业各品牌，目前海天和李锦记品牌传播最广泛，其中李锦记品牌传播仅

下沉至地级市，海天品牌传播下沉至县级甚至乡镇级市场，是唯一实现了真正全国化的品牌。全国化品牌的打造需要漫长的时间和大量广告投入的积累。而在目前媒体碎片化程度日益提升的时代，其他品牌很难复制大量投放央视广告快速塑造一个全国性品牌的历史。全国性品牌打造更加困难。海天作为最大全国性品牌，壁垒强。

表14: 海天在酱油行业品牌力最强（2017年）

品牌	品牌发源地	C-BPI得分	品牌认知			品牌关系		
			心理占有率(%)	头脑占有率(%)	认知覆盖率(%)	品牌联想(%)	品牌忠诚(%)	品牌偏好(%)
海天	广东	628.3	49.9	81.6	85.2	81.3	53.9	44.2
李锦记	广东	457.6	18.6	67.6	73.5	69.8	52	18.4
加加	湖南	321.3	4.4	39.8	49.4	67.6	46.2	4.9
美味鲜	广东	310.7	2.6	33.6	45.9	69.2	49	4
淘大	上海	302.9	4.1	38.1	46.9	63.6	43.8	3.6
厨邦	广东	281.5	1.8	22.7	33.4	71.8	49.1	2.4
味事达	广东	275.7	2.5	19	29.3	67.7	53	2.6
东古	广东	262.3	1.3	16.8	26.3	65.7	53.2	1.8
六月鲜	山东	260.6	1.1	11.7	20.3	71.8	54.7	1.9

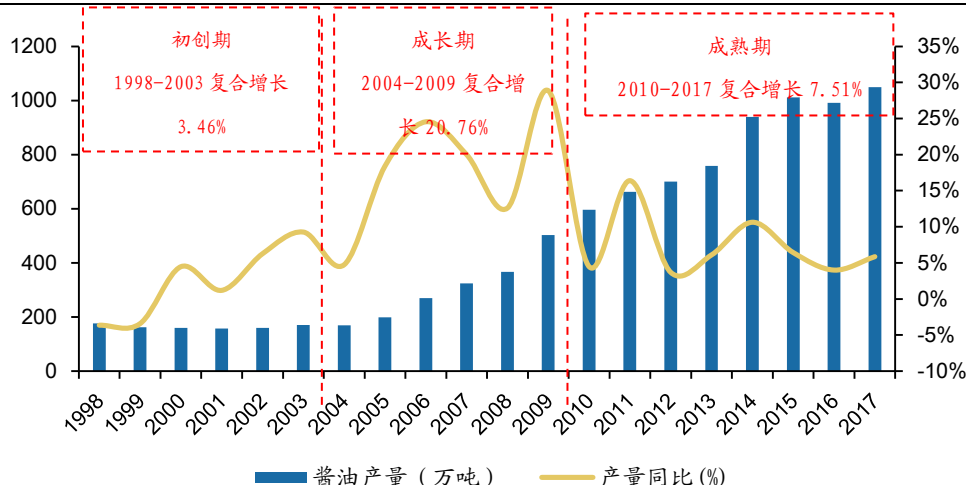
资料来源：Chnbrand，广发证券发展研究中心 注：该研究成果源于267万样本调研，品牌力满分1000分

二、海天酱油龙头地位稳固，有望成就调味品行业平台型企业

1、酱油行业未来5年量价齐升，收入有望复合增长8%以上

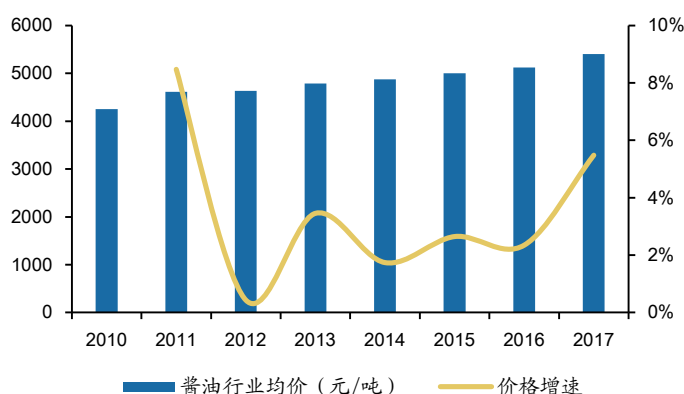
2010年以来酱油行业收入稳增长，2017年酱油行业收入567亿元。根据wind，1998-2003年为酱油行业初创期，产量复合增长3.46%。2004-2009年进入成长期，产量增速明显提升，2004-2009年复合增长20.76%。2010年以来酱油行业产量增速放缓，2010-2017年酱油行业产量复合增长7.51%，均价复合增长3.48%。酱油行业收入2010-2017年复合增长11.25%，2017年567亿元。其中由于酱油行业渠道结构与龙头海天最相似，行业均价由海天产品均价估算得到。

图21: 2010-2017年酱油产量复合增长7.51%



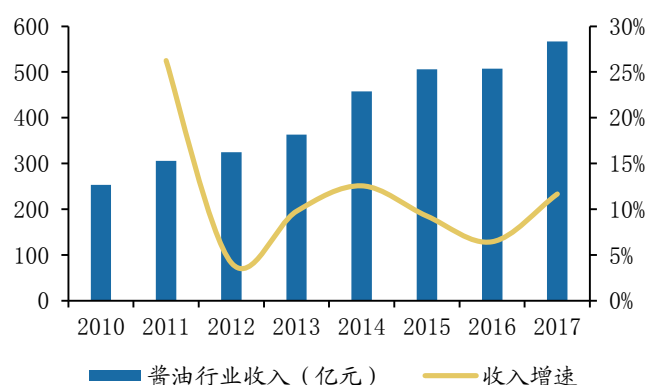
资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图22: 2010-2017年酱油均价复合增长3.48%



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图23: 2010-2017年酱油行业收入复合增长11.25%



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

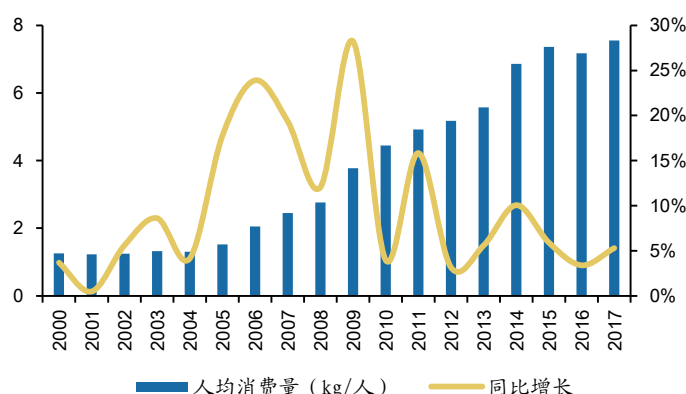
受益家庭烹饪向餐饮转化和酱油低盐化趋势,我们预计未来5年酱油行业销量有望维持5%左右复合增长。2017年我国酱油人均消费量7.55kg/人,日本酱油行业成熟期人均消费量13.23kg/人,我国酱油行业消费量仍有较大发展空间。其中日本酱油人均消费量下滑主要源于复合调味料兴起替代酱油的部分使用场景,目前我国复合调味料使用仍少,对酱油消费量影响小。2010-2017年我国酱油产量复合增长7.51%,2016、2017年同比分别增长4.00%和5.86%,我们预计未来5年酱油销量有望维持5%左右复合增速,主要因为以下两方面原因:

(1) 家庭烹饪向餐饮转化,推动人均酱油消费量提升。餐饮行业核心竞争力为菜品口味,餐饮为提高色香味,使用的调味品较多。据调味品协会,家庭烹饪中,每千克食物调味品的摄入量为4.58克,餐饮渠道每千克食物调味品的摄入量为7.19克,约为家庭烹饪消费量的1.57倍。2010-2017年餐饮收入复合增长12.27%。我们认为人均收入持续提升居民餐饮消费能力、城镇化推动居民向餐饮消费习惯转变、外卖模式加速家庭烹饪向餐饮消费转化。目前外卖模式主要集中在二线城市(收

入占比60%以上)，仍有较大的渗透空间，家庭烹饪有望持续向餐饮消费转化。我们预计未来5年餐饮收入有望维持8-10%复合增长，继续推动我国酱油人均消费量提升。

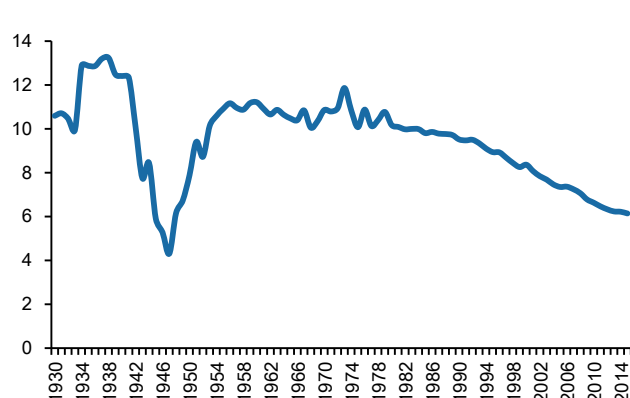
(2) 酱油产品结构升级过程中含盐量不断降低，推动人均酱油消费量提升。上世纪90年代以来，酱油行业不断升级，从散装酱油——淘大黄豆酱油——老抽——生抽——鲜味酱油，酱油钠含量不断降低，例如鲜味酱油钠含量较淘大黄豆酱油降低30.80%，较生抽降低10.08%。酱油盐度降低，相同口味下每千克食物酱油用量增加，推动酱油人均消费量提升。

图24：目前我国酱油人均消费量：7.55kg/人



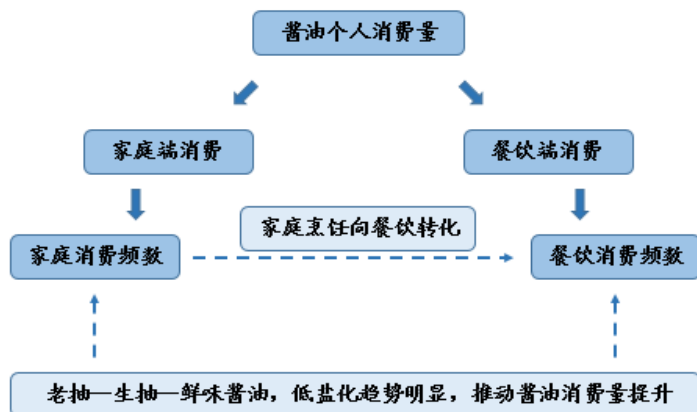
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图25：日本酱油人均消费量高点：13.23kg/人



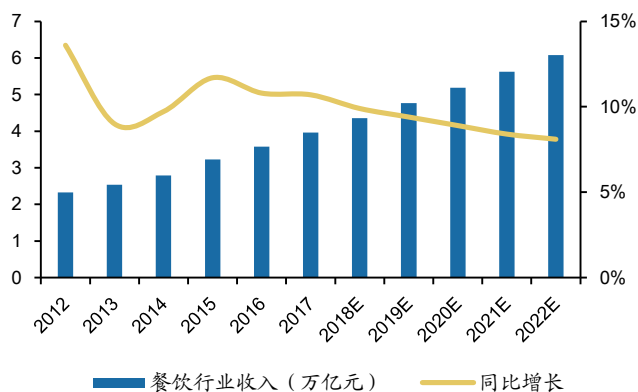
资料来源：日本总务省统计局，广发证券发展研究中心

图26：酱油人均消费量有望持续提升



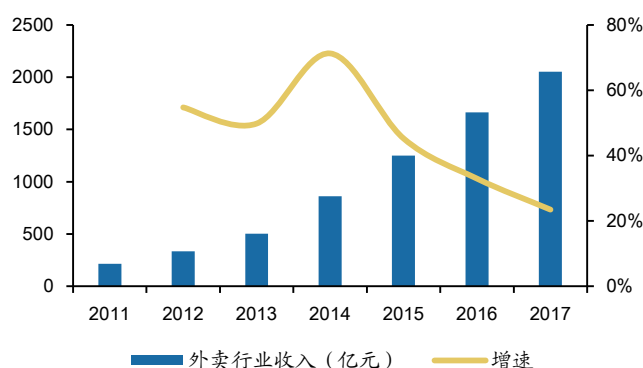
资料来源：Trustdata，广发证券发展研究中心

图27：预计未来5年餐饮行业收入复合增长8-10%



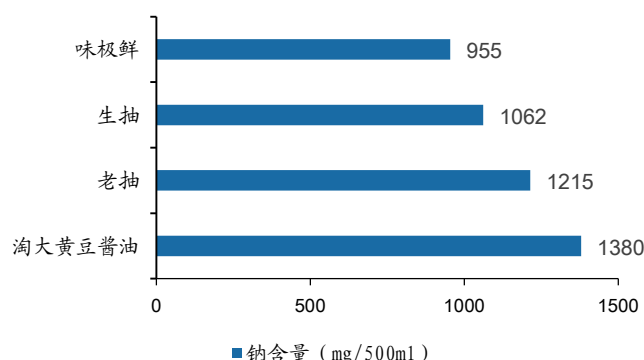
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图28：近几年外卖行业收入增速20%+



资料来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图29：酱油含盐量逐渐降低



资料来源：京东，广发证券发展研究中心

受益龙头带动的行业性提价和产品结构升级，我们预计未来5年酱油行业均价有望维持3%以上复合增长。叠加销量增长，预计未来5年酱油行业收入复合增长8%以上。2010-2017年酱油均价复合增长3.48%，受益于龙头带动的行业性提价和产品结构升级，我们预计未来5年行业均价仍能维持3%以上复合增长。

(1) 龙头提价带动行业性提价，推动行业均价提升。酱油消费频率相对较低，且龙头竞争优势明显优于追赶者，行业竞争良性。复盘酱油行业提价历史，成本端提升时，龙头率先提价，其他品牌跟随提价，推动行业均价提升。供给侧改革导致酱油上游成本（纸箱、玻璃等）价格持续提升，为覆盖成本端压力，酱油龙头企业有望持续提价，推动行业均价提升。

表15：酱油企业提价情况

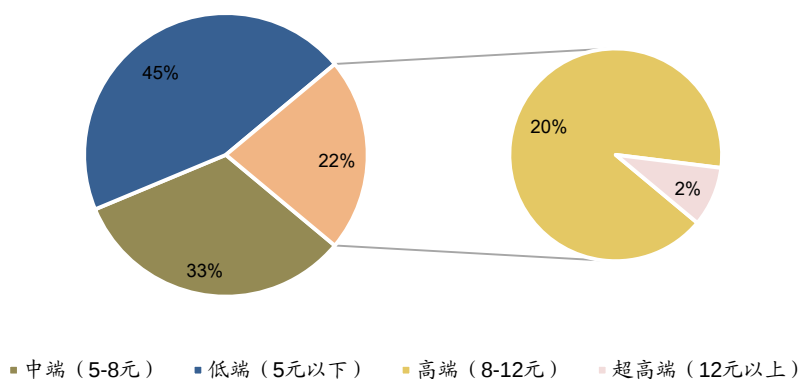
年份	公司	提价情况	提价原因
2007 年	加加食品	酱油每箱价格上涨 1.5 元	物流成本上升
2008 年	海天	海天金标酱油提价 0.5 元，提价幅度 10%	原材料成本上升
	李锦记	410ml 蒸鱼豉油提价 0.4 元，提价幅度 4.5%；酱油产品整体提价 7%-10%。	原材料成本上升
	味事达（亨氏）	380ml 味极鲜酱油提价 0.5 元，提价幅度约 9%	原材料成本上升
2011 年	美味鲜	厨邦酱油提价 6-7%	原材料成本上升
	海天味业	酱油幅度 8.47%，蚝油幅度 4.19%，调味酱 2.75%	考虑自身竞争格局和市场需求提价
2012 年	海天味业	海天 500ml 金标和银标酱油价格上涨 0.5 元，提价幅度分别为 10%和 12.5%	原材料成本上升
	李锦记、亨氏	酱油、辣椒酱、鸡精等调味品涨价幅度为 5%-10%	原材料成本上升
2013 年	海天味业	酱油幅度 2.59%，蚝油幅度 3.31%，调味酱 8.15%	-
	李锦记	酱油产品提价 7%-10%	产品结构升级
2014 年	海天味业	60%产品提价 4%	理顺价格体系，拓宽渠道利润
2016 年	海天味业	酱油、蚝油、调味酱等主要品类产品提价 5%左右	原材料成本上升
2017 年	美味鲜	美味鲜及厨邦产品整体提价 5-6%	原材料成本上升

资料来源：糖酒快讯，广发证券发展研究中心

(2) 酱油产品本身存在升级，会逐渐向美味、健康和功能细分三个方向升级，

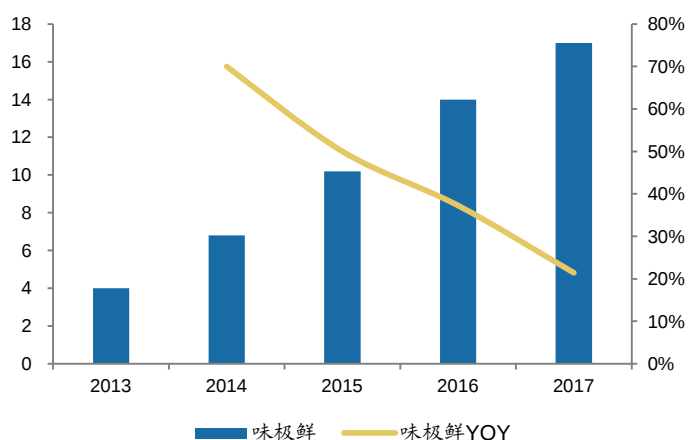
推动行业均价提升。目前高鲜酱油（定价高端、终端价8元/500ml以上）进入放量阶段，有望推动行业均价持续提升。据中国食品网数据，当前酱油行业消费结构仍以中低档酱油（终端价8元/500mL以下）为主，2017年其收入占比高达78%。高档酱油（终端价8-12元/500mL）占比20%，超高端（终端价格12元/500mL以上）占比仅2%，行业产品结构升级空间巨大。高鲜酱油目前突破消费者教育阶段进入放量阶段，预计未来5年收入复合增速高于行业整体，推动行业产品结构升级。高鲜酱油氨基酸含氮量超过0.8g/100mL，消费者食用后可获得非常明确的“鲜味”体验，一般难以再转换到普通酱油。随着人均收入的提升，消费者对于酱油的可接受价格逐渐提升，很容易过渡到这个价格带，从而推动高端酱油的放量式增长。海天味极鲜目前收入规模15亿元以上，2017年依然保持20%以上高速增长。中炬高新聚焦高鲜酱油，打造410厨邦酱油大单品，2013-2017年收入复合增长11%。我们认为高鲜酱油是目前酱油行业升级的风口，预计未来5年收入增速高于酱油行业整体增速，推动行业产品结构持续升级。另外，受益居民收入提升和相关企业消费者培育，定位“零添加”、“有机”的超高端酱油市场正逐渐打开，拉动行业产品结构升级。

图30：2017年酱油行业高端产品收入占比仅22%，未来结构升级空间巨大



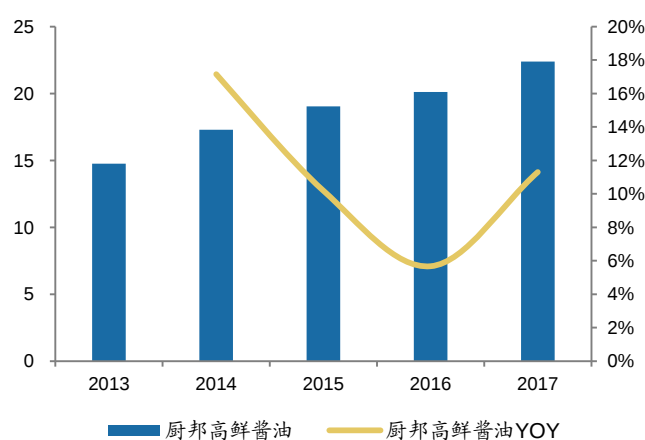
资料来源：中国食品网，广发证券发展研究中心

图31：13年以来海天味极鲜收入保持20%以上增速（亿元）



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图32：13-17年厨邦收入复合增长11%（亿元）

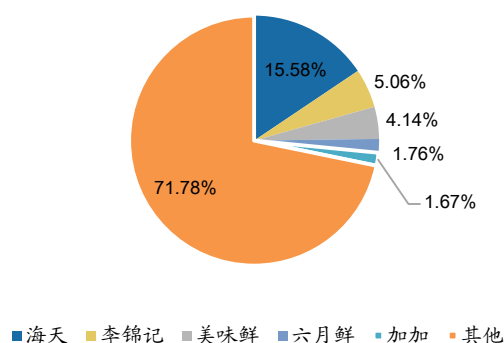


资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2、酱油行业集中度仍有较大提升空间

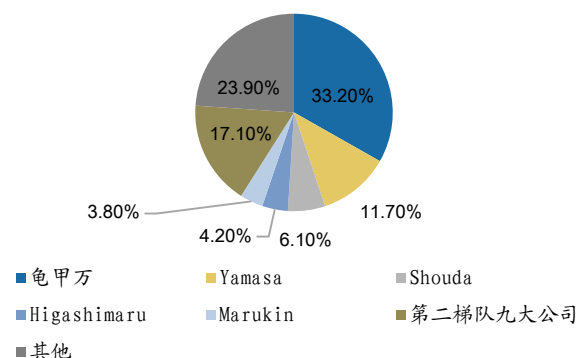
酱油行业集中度有望持续提升。2017年酱油空间567亿元，CR5为28.22%，其中海天酱油收入88.36亿元，市占率15.58%；第二品牌李锦记收入30亿元左右，市占率5.06%；第三品牌美味鲜收入23.48亿元，市占率4.14%。海天市占率明显高于竞争对手，借鉴日本酱油行业龙头龟甲万收入市占率33.20%，我国酱油行业集中度仍有较大提升空间。海天团队和体制活力最强，且公司具备较深厚的品牌、渠道和规模壁垒，在酱油行业无明显竞争对手，市占率有望持续提升。

图33：2017年国内酱油收入CR5=28.22%



资料来源：wind，彭博，广发证券发展研究中心

图34：2016年日本酱油行业收入CR5=59%



资料来源：彭博，广发证券发展研究中心

成本提升在短期将加速催化行业整合。我们预计海天酱油未来5年可获得20%左右收入份额，170亿元酱油收入规模可期。我国酱油行业已经进入成熟期，2012年以来行业营业收入增速放缓，稳定在个位数增长，龙头企业将寻求挤压式增长机会，利用上游成本上升的机会收割市场份额。在前期的供给侧改革不断深化，环保监管加强的背景下，2016年Q4起包材（铝、玻璃、塑料、箱板纸等）、原材料等普遍性成本提升明显。酱油行业包材占比28.66%，加上2016年主要的调味品原料也出现了上涨，调味品企业均承受了较大成本压力。

2017年在成本大幅度上升的情况下，酱油行业的龙头企业如海天和美味鲜均小幅提价覆盖成本上涨，由于龙头具有规模优势，成本较低，而中小企业成本更高，且品牌力弱，转嫁能力较差，提价幅度也会低于龙头企业，将面临着销售和经营环境恶化。由于过去行业整体增长较快，龙头优势并不明显，集中度提升较为缓慢，在2017-2018年成本上升的冲击下，落后产能有望加速被淘汰，看好龙头凭借强大的品牌力与渠道力加速提高市场占有率。2018上半年海天收入同比增长17%，美味鲜收入同比增长12%，海天增速明显优于竞争对手。

3、海天最有望成就调味品行业平台型企业

调味品行业空间3000亿元以上，空间广阔。多个子行业无明显龙头，适合布局整合。根据wind，2017年调味品行业收入3826亿元，空间广阔且集中度低，龙头市占率3.81%。分子行业来看，酱油赛道优势明显，行业空间大且格局明朗，龙头竞争

优势远超竞争对手，龙头市占率15.58%。醋行业空间相对较小，2017年收入150亿元左右，且由于区域口味差异，竞争格局分散，前五大品牌市占率17%。蚝油2017年规模50亿元以上，且格局稳定，龙头海天市占率45%，为第二名李锦记的6-7倍，且蚝油目前正从餐饮渠道向家庭消费转化，预计未来5年行业收入有望维持10%左右复合增速，预计龙头最受益。料酒和酱类2017年行业空间分别高达165亿元和450亿元以上，其中料酒正逐渐向家庭消费转化，且各个调味品企业纷纷布局料酒和酱类，有望推动行业扩容，预计未来5年分别能维持15-20%和10%左右的收入增速。料酒和酱类无区域差异且竞争格局分散，目前无明显行业龙头，适合渠道和品牌强势的龙头企业布局。

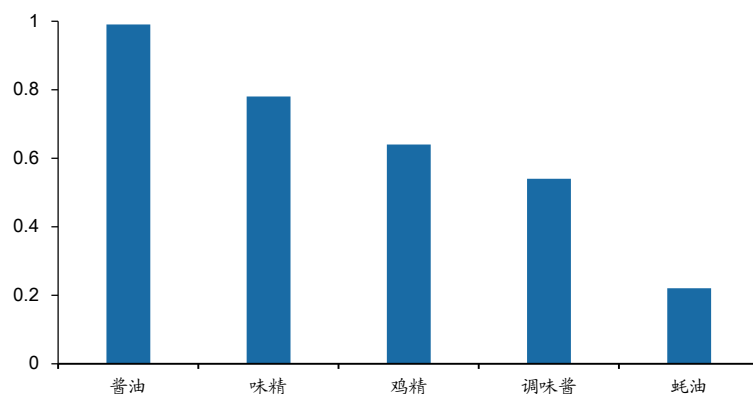
受益优秀管理团队和渠道的高占有率，海天最有望整合调味品行业。我们预计海天作为酱油龙头最有望整合调味品行业。酱油是使用覆盖率最高的调味品子品类，其使用覆盖率高达99%，远高于其他调味品类。受益高使用覆盖率，酱油企业最有望建立全国化品牌和渠道——海天品牌全国化程度最高且全国渠道覆盖率高达71.4%。调味品品牌和渠道共享性高，海天最有望凭借优秀管理团队和渠道力布局其他品类，整合调味品行业，打造调味品平台型企业。目前海天的平台属性已经逐渐显现，如海天在蚝油市场已经获得45%左右市占率，第二名李锦记蚝油市占率7%，在蚝油行业龙头地位明显。

表16: 海天作为酱油龙头最有望整合调味品行业

调味品 品类	2017 年收入规模 (亿元)	2017 年产量规模 (万吨)	增长速度 (2010-2017 年收入 CAGR)	前五大品牌	竞争格局 (收入市 占率)	预计未来 5 年 行业复合增速
酱油	567	1050	11.25%	海天、李锦记、美味鲜、六月鲜、加加	28.22% (海天 15.58%)	8%+
蚝油	50+	87	13.70%	海天、厨邦、李锦记、欣和、味事达	海天市占率 45%左右	10%
醋	150	424	10.33% (2017 年增长 7%左右)	恒顺、水塔、紫林、四川保宁、佛山海天	CR5=17%	6%
酱类	450+	376	11.84%	老干妈、李锦记、阿香婆、吉香居	品类较多，竞争格局分散	10%
料酒	215	300+	20%+	老恒和、王致和、老才臣、恒顺、成都巨龙	格局分散 (龙头老恒和市占率 3%)	15-20%
鸡精鸡粉	200	99	16.70%	太太乐、美极、豪吉、家乐、佳隆	CR5=85%	14%
榨菜	75	85	基本为零	涪陵榨菜一家独大	CR5=38.56% (涪陵榨菜 16.79%)	4% (价涨为主)
泡菜	400+	—	10%左右	吉香居、味聚特、川南、鱼泉、铜钱桥	竞争格局分散 (龙头年收入 10 亿元以下)	5-10%
味精	150+	814	-3.70%	阜丰、梅花、伊品、三九味精、莲花	CR2=65%+	继续下滑

资料来源: wind, 彭博, 公司公告, 广发证券发展研究中心

图35：酱油使用渗透率最高（2017年）

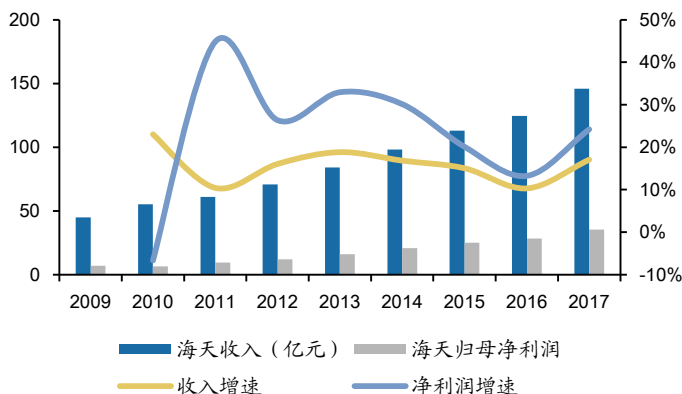


资料来源：中国食品网，广发证券发展研究中心

三、核心酱油业务继续量价齐升，未来 5 年公司收入有望复合增长 14%左右

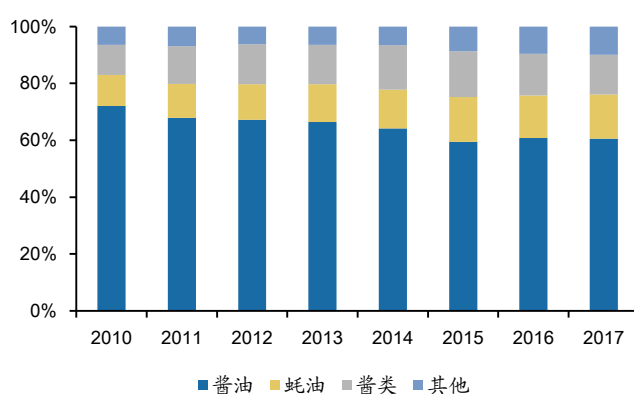
海天味业业绩持续稳增长，2010-2017年收入复合增长14.90%，净利润复合增长27.07%。海天味业专注调味品生产和营销，业绩持续稳增长——2017年公司收入145.84亿元，净利润35.31亿元。较大基数效应下，公司业绩仍保持稳定增长，2010-2017年公司收入复合增长14.90%，净利润复合增长27.07%。公司产品涵盖酱油、蚝油和酱类等多个品类，酱油是公司发展最成熟的品类，收入占比逐年下降，但公司业务目前仍以酱油为主——2017年公司酱油、蚝油、酱类产品收入占比分别为60.59%、15.54%和13.99%。公司目前已经基本实现全国化，其中北部市场占比最高，2017年其收入占比27.63%。目前海天在酱油和蚝油领域市占率均居首位——酱油市占率15.58%，蚝油市占率45.32%。

图36：2010-2017年海天收入复合增长14.90%，净利润复合增长27.07%



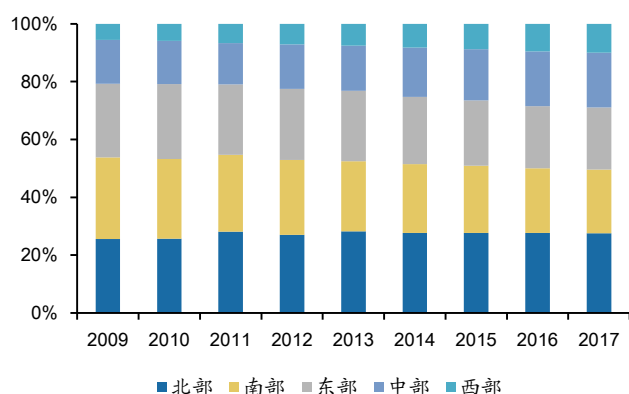
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图37：酱油收入占比逐渐下降，2017年占比60.59%



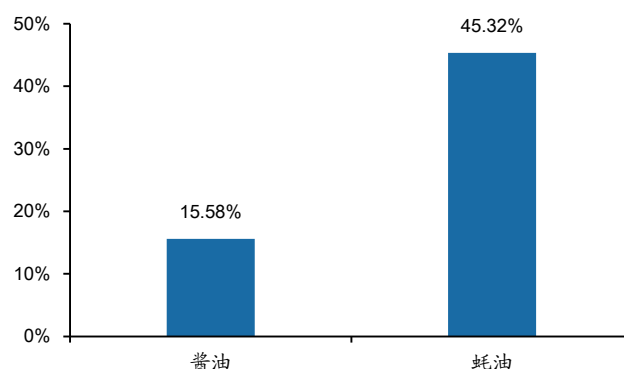
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图38：海天已基本实现全国化



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图39：海天酱油、蚝油市占率第一



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

1、预计未来5年酱油量、价复合增长10%、4%+

（1）受益大众餐饮回暖和渠道细化，预计未来5年海天酱油销量复合增长10%左右

渠道不断细化推动公司酱油销量持续稳增长。根据wind数据，2010-2017年海天酱油销量复合增长8.33%，2016、2017年销量分别同比增长10.26%和10.53%。目前海天拥有80万个直控终端销售网点。数量上来看，对比与之渠道非常相近的双汇90万个终端、金龙鱼100多万个销售终端，海天终端覆盖数量仍有较大提升空间。从覆盖率上来看，公司17年预计只开发了1600多个县份，县级市场覆盖率60%，仍有40%的空白市场。目前，海天仍不断细化渠道，进一步分拆销售区域，推动经销商深耕市场，实现1+1>2销售效果。

表17：海天渠道目前已经基本搭建完善，但终端网点仍有细化空间

	年代	渠道建设	销售规模
市场经营起步阶段	2000年之前	为了走向和全国市场，海天迅速布局营销网络，构建销售队伍，全国经销商数量达百家。	销售达到10亿规模
地级市网络铺设	2000-2005	销售网络全国纵向扩张基本完成，重点在地级市横向销售网络布局。在地级市布局多家经销商，区分商超、零售、餐饮渠道。	销售总量翻倍
渠道进一步下沉至县级	2005-2008	密集的网络布局产生了渠道冲突，经销商相互冲货、价格冲突、管理难度增加、经销商利润下降。海天实行“责任承包制”，将渠道进行划分，并严格规定经销商的负责范围，严打跨区域销售行为。	渠道利润得到提升
	2008-2015	至2015年底，海天建立了2600多家经销商，1.6万家联盟商，销售网络覆盖320多个地级市，1400多个县份	营收突破百亿
不断细化、优化渠道	2015-至今	销售网络继续拓展，渠道继续向村镇级别下沉，2017年销售覆盖范围同比增长10%。渠道拓展空间仍存	营收超过145亿。

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

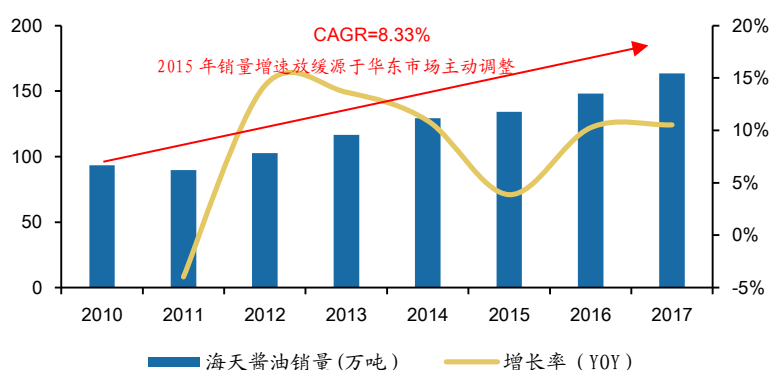
中低价位段受益于大众餐饮回暖且格局持续向好，高端价位段市场快速增长，

预计未来5年海天酱油销量有望复合增长10%左右。2010-2017年公司酱油销量复合增长8.33%，其中2015年销量增速明显放缓至3.87%，主要源于公司主动调整华东市场产品结构、控制发货导致。除此之外，近几年公司酱油销量同比增速均达10%+。

公司多年来基本实现产销同步，且产能利用率维持在较高水平，2017年公司酱油产能利用率90%。即公司酱油产品未来的产能规划基本与销量增长趋势一致。目前公司正在进行高明区产能技改，预计2020年公司酱油产能达234.80万吨。2017年公司酱油销量163.62万吨，根据公司产能规划，未来3年酱油产量可复合增长12.79%，可支撑公司的销量增长。

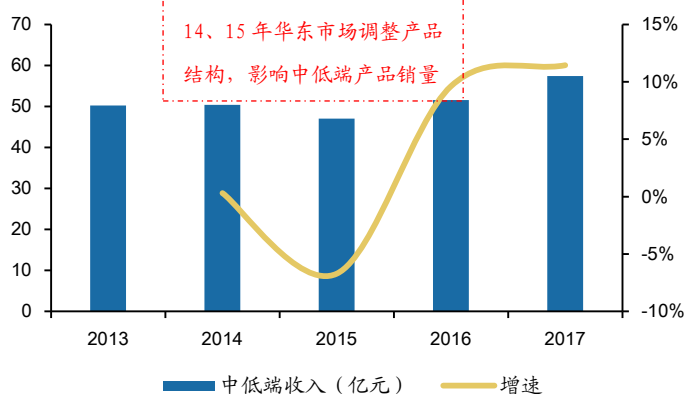
我们保守预计未来5年公司酱油销量复合增长10%左右：（1）海天在中低价位段无明显竞争对手。2016、2017年海天中低端产品收入增长10%+，剔除均价提升影响，销量增长5%+，主要受益于大众餐饮回暖和供给侧改革——2016年以来大众餐饮回暖进一步推动中低端酱油市场扩容，且环保政策趋严导致众多杂牌酱油企业陆续退出市场，让渡市场份额，海天在中低端餐饮渠道无对手，受益明显。受益外卖渗透率提升，大众餐饮回暖趋势有望持续，且环保政策影响持续，预计未来中低端价格带集中度持续提升，未来5年海天中低端产品销量有望持续稳增长。（2）2013年以来公司高端产品收入增长20%+，高端产品提价较少，销量增速与收入增速基本一致。未来5年高端酱油市场受益于消费升级进入放量阶段，高端价格带增速快于市场整体，有望实现10%+复合增长，拉动公司高端产品销量持续快速增长。

图40：2010-2017年海天酱油销量复合增长8.33%



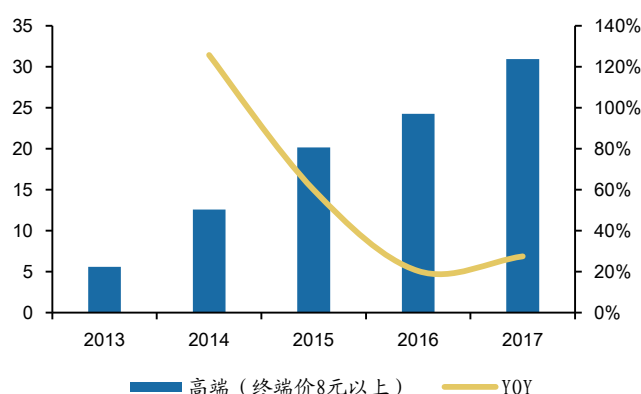
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图41：近两年海天中低端产品增速10%+



资料来源：Wind，公司公告，广发证券发展研究中心

图42：海天高端产品收入增速20%+



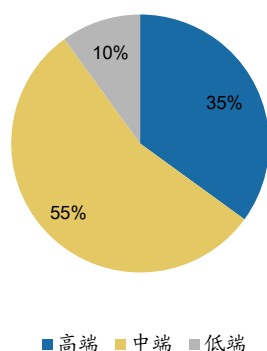
资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

(2) 受益提价和产品结构升级, 预计未来5年海天酱油均价复合增长4%+

海天产品性价比高, 聚焦中低价位段, 在中低价位段无明显竞争对手。以中低端产品作为支撑, 公司产品结构有望持续提升。海天酱油产品线覆盖高中低端全价位段。目前酱油行业大部分的消费仍集中于中低端产品, 中低端产品消费占比78%。海天作为龙头企业, 产品结构一直与行业保持一致, 以便获得更多的市场份额——2017年海天酱油以中低端酱油为主, 中端酱油收入49亿元, 占比55%; 低端酱油收入9亿元, 占比10%; 高端收入31亿元, 占比35%。

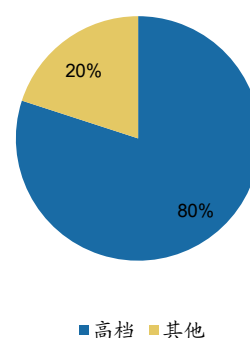
广东较好的生产条件、规模效应和先进的生产设备筑就海天的成本优势, 导致同价位段下海天产品性价比更高。2017年海天中低档产品收入合计58亿元, 酱油行业中低档收入442亿元左右, 海天在中低端酱油市场收入市占率13%。对于行业中低价位段, 其他品牌企业仅有布局、无明显发力, 海天无明显竞争对手。受益消费者品牌意识提升和供给侧改革, 海天有望在中低端不断收割杂牌企业市场份额, 巩固龙头地位。但海天在各个价位段均有布局, 当高端市场打开, 海天凭借品牌和渠道力可迅速抢占市场份额, 推动产品结构持续提升。

图43: 海天酱油中低端产品(终端价8元/500ml以下)占比65%(2017年)



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图44: 中炬高新高档产品(终端价8元/500ml以上)占比80%(2017年)

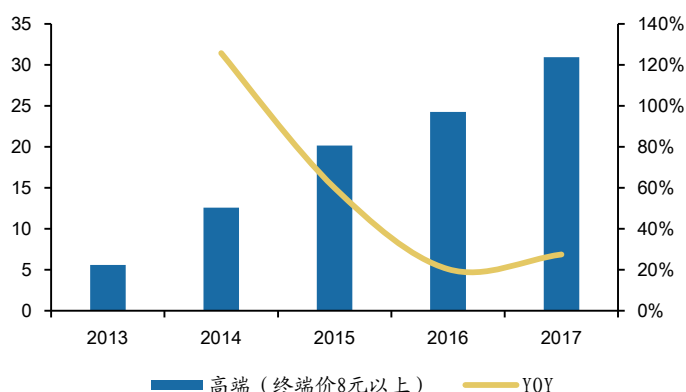


资料来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

预计未来5年公司产品结构升级有望推动酱油均价复合增长1-2%。以中低端产品为基础, 公司近几年产品结构升级趋势明显——2013-2017年海天高端产品(终端价8元/瓶以上)增速50%+, 占比从2014年20%提升至2017年35%。目前公司高端大单品味极鲜主要走家庭渠道, 未来公司有望将其投放餐饮渠道。味极鲜提鲜能力强, 复合餐饮渠道口味选择, 有望持续放量, 进一步推动公司产品结构提升。

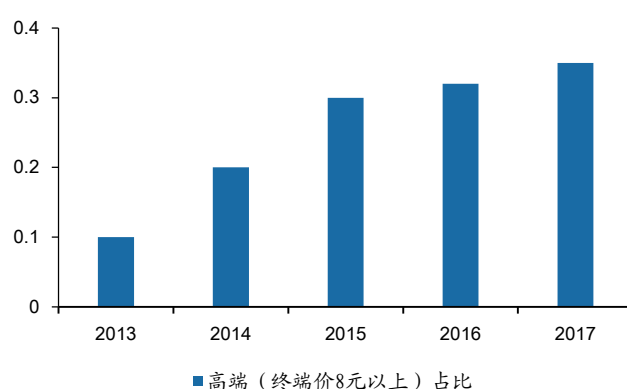
2016年公司酱油均价同比提升2.35%, 主要源于产品结构升级; 2017年酱油均价同比提升5.48%, 其中提价贡献4%左右, 即产品结构升级贡献1.5%左右。我们预计未来5年公司产品结构升级有望推动酱油均价复合增长1-2%。

图45: 海天高端产品13-17年CAGR达50%+



资料来源: Wind, 公司公告, 广发证券发展研究中心

图46: 海天17年高端占比达35%

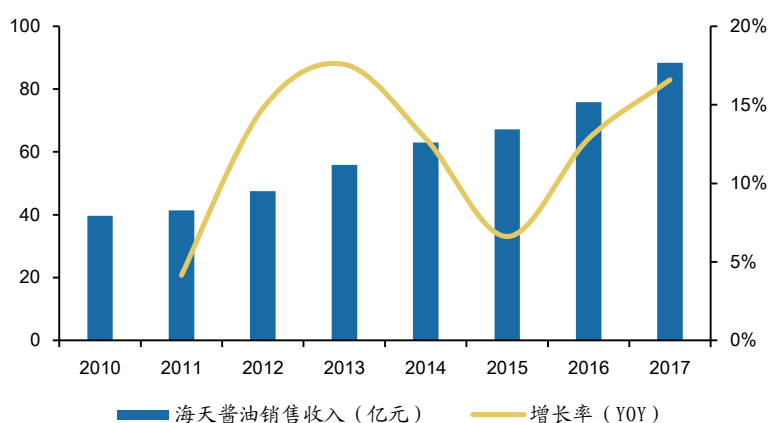


资料来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

受益于品牌和渠道壁垒, 海天具备较强的定价权。未来5年公司有望主动提价2-3次, 直接提价有望推动公司酱油均价未来5年复合增长3%左右。2010-2017年海天酱油收入复合增长12.10%, 其中酱油均价复合增长3.48%, 主要受益于提价和产品结构升级。

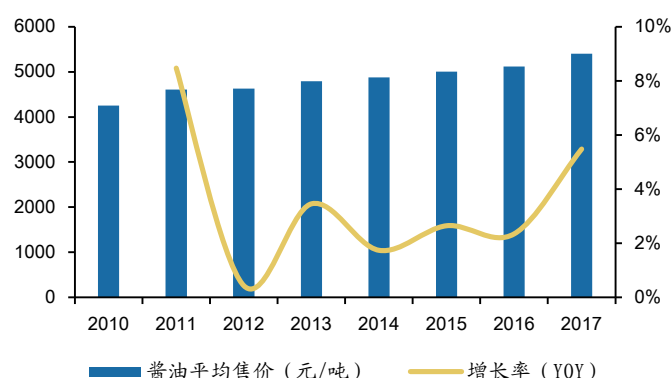
公司酱油产品主动提价频率平均2年一次, 每次提价幅度5%以上——2011年公司酱油提价8%, 2014年酱油产品提价7%左右, 2017年初提价5-6%。2017年以来环保政策导致纸箱价格上涨, 公司成本端压力持续上涨, 公司提价动力较强。我们预计未来5年公司酱油产品有望主动提价2-3次, 提价有望推动酱油均价复合增长3%左右。叠加产品结构升级, 预计未来5年公司酱油均价复合增长4%+。

图47: 2010-2017年海天酱油收入复合增长12.10%



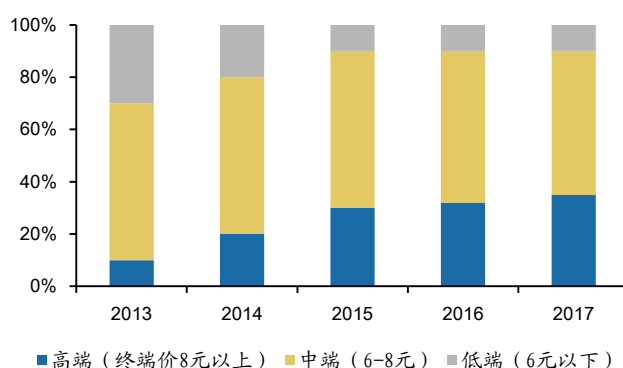
资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图48: 2010-2017年海天酱油均价复合增长3.48%



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图49: 公司酱油结构升级明显



资料来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表18: 海天直接提价频率: 酱油产品平均2年提价一次

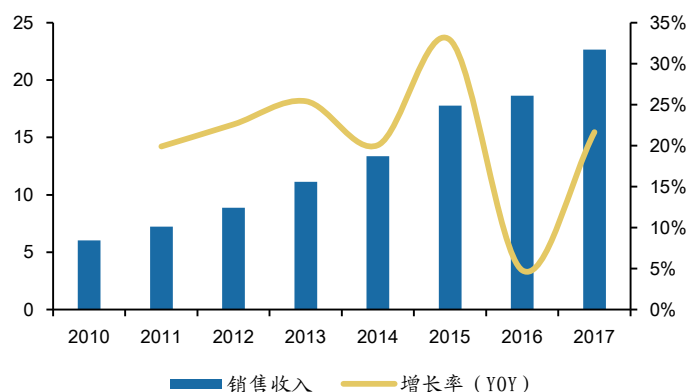
时间	提价情况
2011 年	酱油提高出厂价 8%
2012 年 9 月	上调其蚝油和调味酱出厂价 7%-8%
2014 年 11 月	酱油产品提价 7%左右
2017/1/1 (16 年底宣布)	占比 70-80%的高中低各品类产品, 提价 5-6%
2018 年一季度	主要产品出厂价、终端价提升 3.5%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

2、蚝油加大家庭消费培育, 未来 5 年收入有望复合增长 17%左右

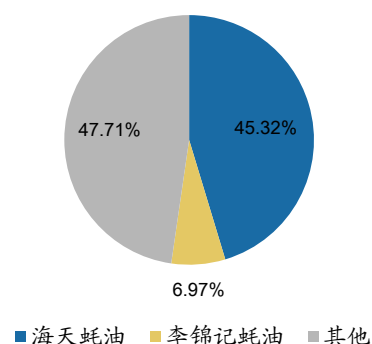
海天为蚝油行业明显龙头, 2017年市占率45.32%。2010-2017年海天蚝油收入复合增长20.78%, 2017年收入22.66亿元。2017年蚝油行业收入50亿元, 海天蚝油收入市占率45.32%, 第二品牌李锦记蚝油收入3.5亿元, 市占率6.97%, 远低于海天。海天在蚝油行业龙头地位明显, 且2018年开始公司加大蚝油业务推动力, 蚝油有望接力酱油成为公司下一个核心业务。

图50: 海天蚝油2010-2017年收入CAGR=20.78%



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 51: 海天蚝油市占率 45.32% (2017 年)



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

海天加大蚝油家庭消费者培育。受益强势广告营销和渠道推广，海天蚝油未来5年收入有望维持17%左右复合增长。蚝油是李锦记第一家打出品牌的，首先推向餐饮渠道，同时李锦记的蚝油一直坚守高端市场，价格空缺给了海天发展机会。2000年海天在解决了蚝油化水的技术难题之后，推出物美价廉的上等蚝油，最终超越李锦记成为蚝油市场龙头，连续数年成为蚝油市场全国产销量第一，目前收入为第二名李锦记的6-7倍。经过李锦记和海天近20年的不断竞争培育，目前蚝油在餐饮渠道较成熟。

相比于酱油，蚝油家庭消费基础不深，需要进行消费者培育，仍有较大的发展空间——先行培育的香港市场人均消费量是内地的两倍，蚝油目前在家庭渠道渗透率22%，远低于其他调味品。

2010-2017年海天蚝油销量复合增长18.37%。目前公司加强蚝油的品牌和渠道运作，推动蚝油业务渠道扩张——从地方市场向全国化市场扩张，从餐饮市场向家庭消费市场扩张，我们预计未来5年其销量仍有望维持15%以上复合增长。（1）2018年开始，公司加大蚝油品牌运作。目前海天以单品蚝油的名义斥资2亿夺下江苏卫视综艺节目《我们战斗吧》的独家冠名权，赞助江苏卫视《一站到底》、《全家好排档》。蚝油的消费者培育有望北上持续扩大，推动蚝油家庭消费量。（2）渠道操作方面，2018年海天加大商超渠道蚝油条码数量，推动蚝油销量增长。海天经过20年打造起来的密集深入的销售渠道，能够保证海天产品在短时间内快速分销到各个终端。蚝油相比酱油，因为使用量大，周转率快于酱油，一旦消费者被教育起来，经销商的积极性大幅提升促进终端动销。

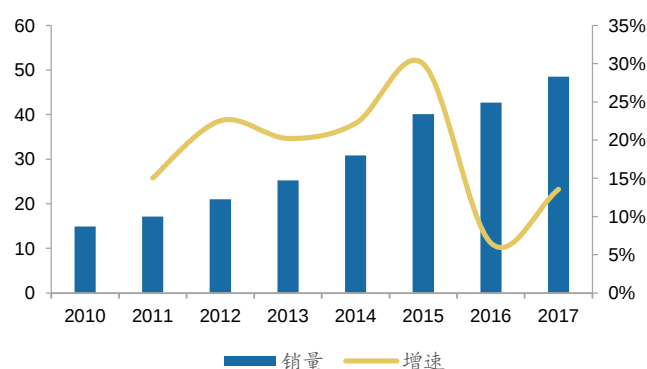
蚝油提价能力较酱油稍弱，因此我们预计未来5年其价格复合增长基本通胀速度保持一致，复合增长2%左右。即海天蚝油未来5年收入有望维持17%左右复合增长。

图 52：蚝油餐饮市场逐渐成熟



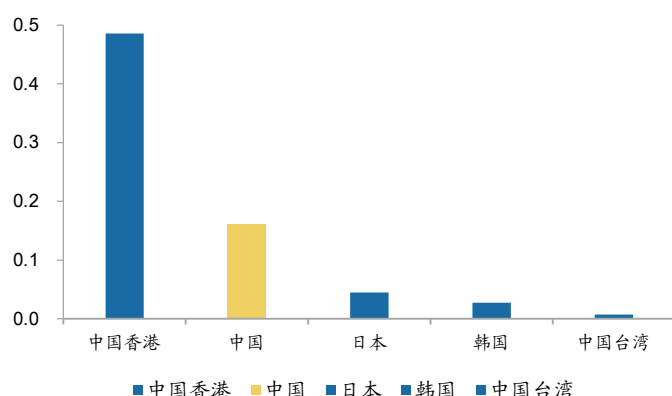
资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 53：海天蚝油 10-17 年销量复合年平均增速 18.37%



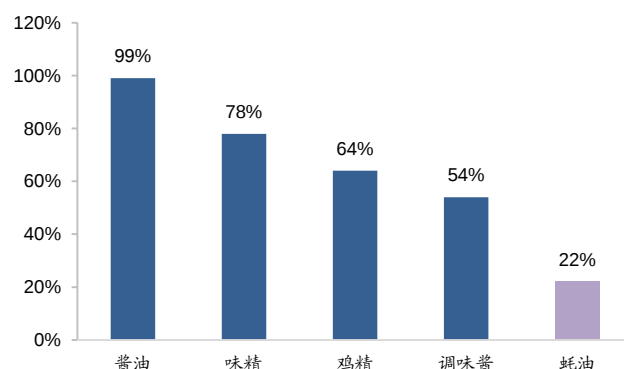
资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 54: 香港市场人均消费量远超内地 (kg/人)



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 55: 家庭渠道蚝油渗透率较低 (2017 年)

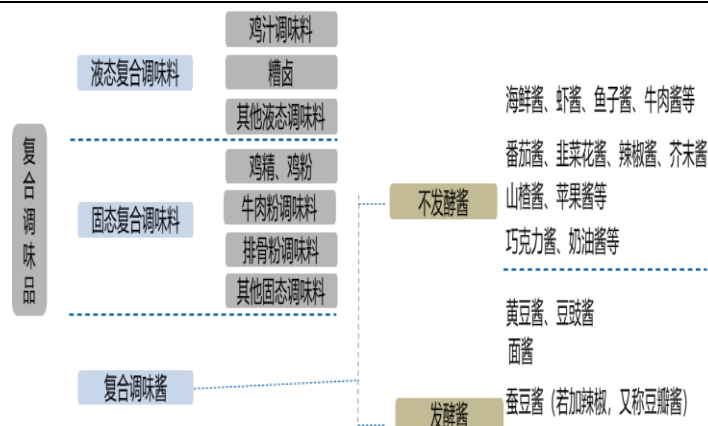


资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3、酱类受益新品投放, 未来 5 年收入有望复合增长 5%以上

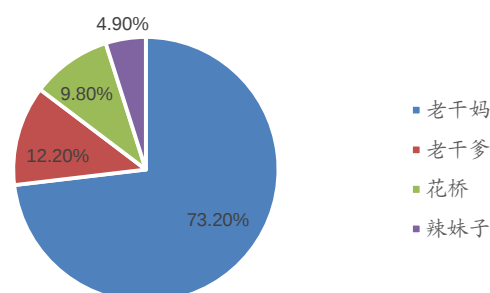
调味酱和复合调味品品类多可扩展空间大, 竞争格局不明确, 是调味品企业扩充品类的优选。调味酱是一个子品类非常庞杂的调味品领域, 包括辣椒酱、豆瓣酱等多个子类, 市场总空间高达450亿元以上, 且2010-2017年收入复合增长10%以上。由于子品类较多, 因此市场份额比较分散, 目前仅辣椒酱品类中出现了明显的寡头, 其他品类仍旧是蓝海市场, 适合调味品龙头企业扩充品类、进行布局。

图 56: 酱类和其他复合调味品子品类众多, 易开发大单品



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 57: 酱类中仅辣椒酱形成寡头垄断格局 (2017 年)

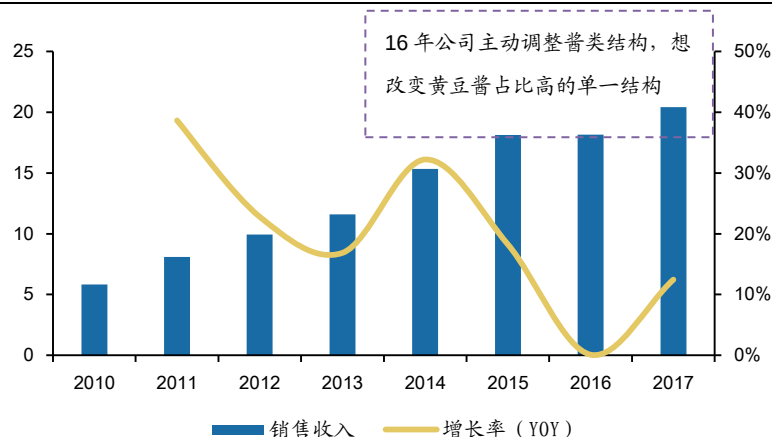


资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

海天作为调味品龙头研发优势明显, 新品有望借助原有渠道实现快速增长。预计未来5年酱类收入有望复合增长5%左右。2010-2017年海天酱类收入复合增长19.60%。2016年由于公司主动调整产品结构导致增长放缓, 2017年调味酱收入增速恢复10%以上的增长。目前公司酱类业务过度依赖黄豆酱大单品 (年收入15亿元以上, 占酱类比例75%以上), 发展遭遇短期瓶颈。管理层目前已经意识到酱类业务问题, 正在积极变革。受益主力产品黄豆酱和拌饭酱持续快速增长以及新品的不断导入, 我们保守预计未来5年公司酱类收入能保持5%以上复合增长。(1) 主力大单品黄豆酱2017年收入规模15亿元以上, 2017年仍维持15%左右收入增长。海天招牌

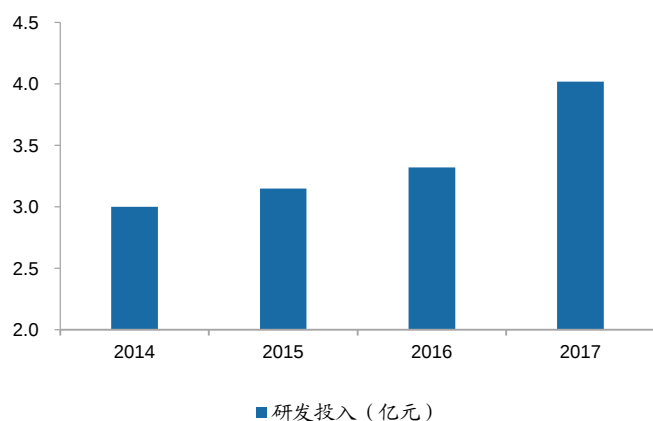
拌饭酱于2011年6月推出，推广两年就已经接近2个亿元，目前收入3亿元以上，维持10%+增长。黄豆酱和招牌拌饭酱目前仍属于区域销售，收入增长空间大，未来5年有望维持5%以上复合增长。（2）酱类的创造性需求空间大，开发出好产品即有望快速放量。海天每年至少开发一个新酱类产品，并不断导入渠道，如海鲜酱、锦上鲜系列，推动酱类收入持续增长。

图58：2010-2017年海天酱类收入复合增长19.60%



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图59：上市以来研发投入持续增加，品类储备丰富



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 60：公司在酱类导入了多种新产品



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

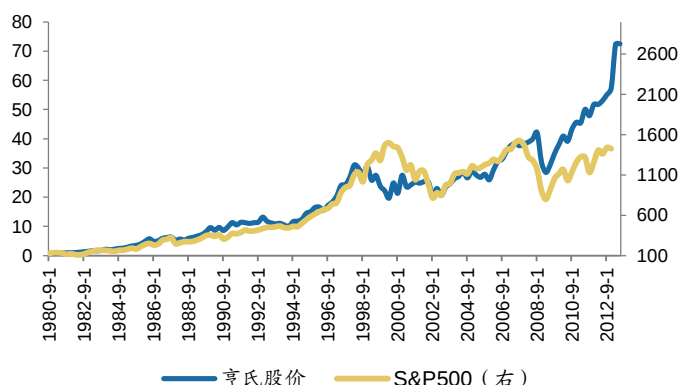
四、内延拓展叠加外延并购，海天有望打造调味品平台型企业

1、美国调味品龙头打造平台型企业，30 余年年化收益率 14%+

亨氏与味好美通过品类扩张成长为调味品平台型企业，30余年股价年化收益率

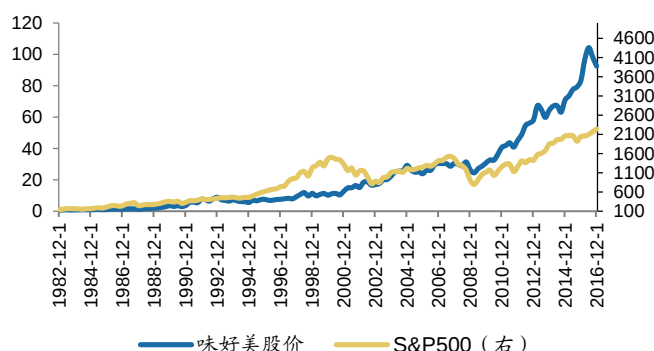
14%以上。亨氏和味好美作为美国调味品行业的两大龙头，两者最早都起步于单一或者少数几个调味品品类，在逐渐确立品牌力和完成渠道布局后不断的向其他品类进行扩张，最终成长为平台型企业，并不断通过并购进行国际化布局，突破发展瓶颈，收入利润得以不断增长。在番茄酱领域，亨氏凭借品牌效应不断提升集中度，已经形成一家独大格局。亨氏股价持续上升，在长达32年的时间里上涨74倍，年化收益率14.39%，而同期大盘S&P500指数年化涨幅仅7.63%。目前卡夫亨氏市值4935亿人民币。以香辛料为主业的味好美近些年来在调味品行业中的市占率不断提升(从07年的6.3%上升至16年的7.9%)，目前市占率仅仅次于卡夫亨氏，其股价在34年间上涨119倍，年化涨幅15.10%。目前味好美市值1053亿人民币。

图61: 亨氏32年(美元, 前复权)年化收益率14.39%



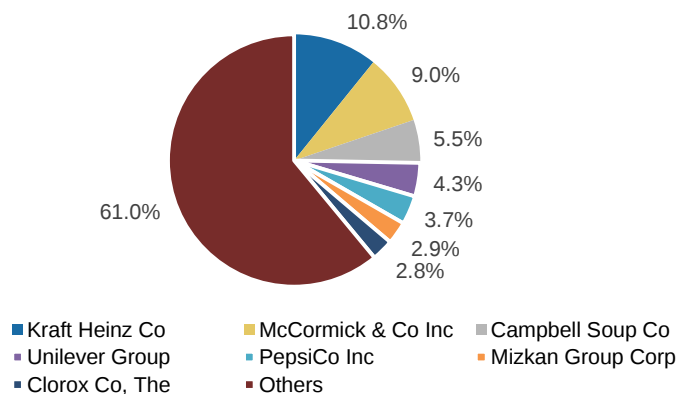
资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图62: 味好美34年(美元, 前复权)年化涨幅15.1%



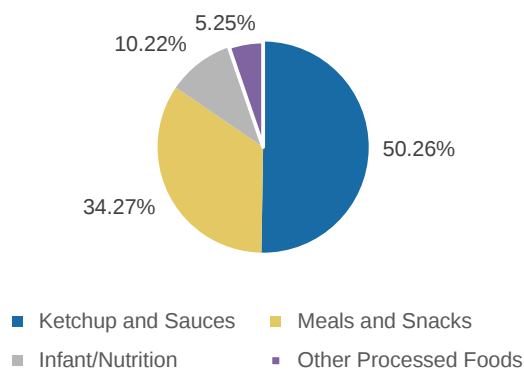
资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图63: 亨氏与味好美为美国调味品行业龙头(2017年)



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图64: 亨氏番茄酱和调味酱占比50.26%(2014年)

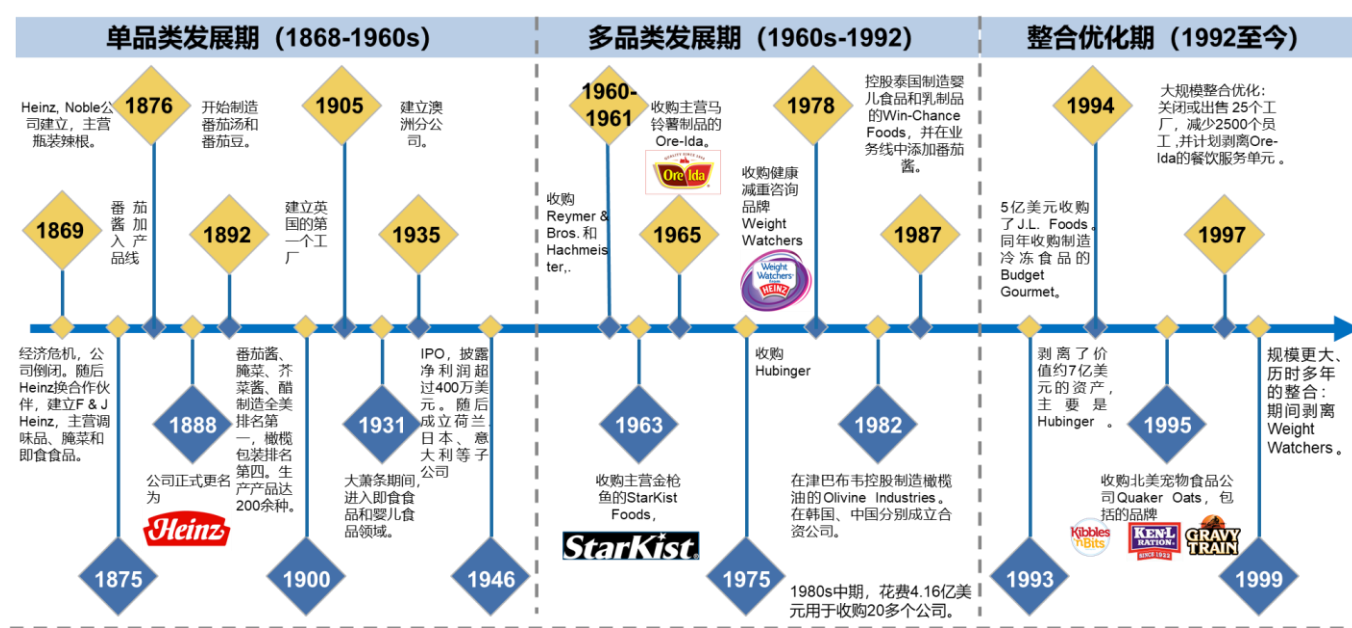


资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心, 注释: 2015年卡夫和亨氏完成合并。

亨氏: 以番茄酱为起点, 历时30余年多元化打造食品巨头。亨氏的发展历程主要分为三个主要阶段。(1)起步期(1869-1960年)。Heinz, Noble & Company于1869年成立,最早以主营瓶装辣根为主,1875年由于遇到经济危机,公司倒闭。随后Heinz换合作伙伴,建立了Heinz公司的前身F & J Heinz,主营调味品、腌菜和即食食品。1876年正式进入番茄酱领域,1888年更名为Heinz,至1900年,亨氏在番茄酱、腌菜、芥菜酱、醋制造全美排名第一,生产产品达200余种。但在20世纪

60年代之前，除了在大萧条期间进入即食食品和婴儿食品领域以外，亨氏仍以调味品生产为主，尽管产品种类较多，但基本都为非发酵调味品，实际上生产协同性比较高，可以认为是同一品类。（2）多元化时期（1960-1993年）。自20世纪60年代开始，亨氏开始寻求调味品品类之外的发展，以收购主营金枪鱼的StarKist Foods和收购主营马铃薯制品的Ore-Ida为标志，亨氏进军食品制造领域。O'Reilly自1979年就任CEO以来，加速进行多元化，在1980s中期收购了20余家公司。（3）整合优化期（1993-至今）。自1993年开始，亨氏食品平台基本已经打造完成，开始进入整合优化期，标志性事件是开始出售资产，亨氏于1993年剥离了价值约7亿美元的资产，主要是其在1975年收购的Hubinger，90年代又相继剥离了多项资产。从亨氏的发展历程来看，其多元化时期历时30余年，到90年代初基本上就已经打造成了平台型企业。

图65：亨氏多元化时期历经30余年，90年代初期打造成平台型企业

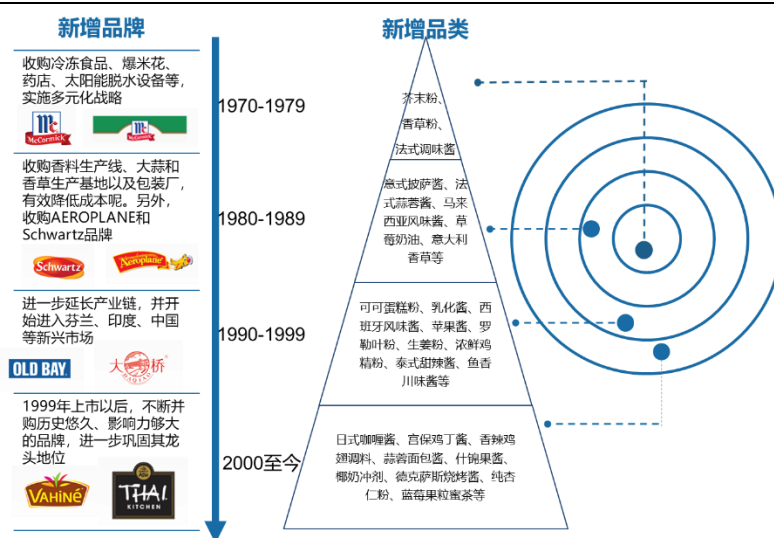


数据来源：company-histories.com，广发证券发展研究中心

味好美：外延并购进行同心多元化，成就美国调味品帝国。味好美1889年创立于美国，1896年通过收购F.G. Spice正式进入香辛料行业。上世纪70年代以后，跟随着现代食品产业的大发展，味好美开始走同心多元化道路，不断扩展品类打造调味品帝国。到现在为止，味好美已经涵盖了复合调料、沙司、乳化酱、香辛料等各个调味品品类。在这个过程中，我们发现味好美的发展主要分为三个阶段。（1）起步期（1896-1970年）。自1896年进入香辛料行业后，一直到20世纪60年代，味好美尽管进行了多起并购，但主要产品仍然是围绕着香辛料，主要为了扩充产品线，产品之间协调性较高，可以看成是单品类发展期。（2）多元化时期（1971-1993年）。自70年代开始，味好美扩大了商业版图，开始进行上下游并购，扩充产品类别。部分品类已经脱离调味品行业，可以看成是多元化时期。（3）调整优化期（1994-至今）。1993年之后，味好美进入了调整优化期，开始寄希望于国际化，94年一年进行了多起重要的国际化收购，这些收购目的已经转为依托本土品牌扩张市场，而非是扩充品类。同时，在95年之后味好美开始出售资产进行业务整合，标志着其已经

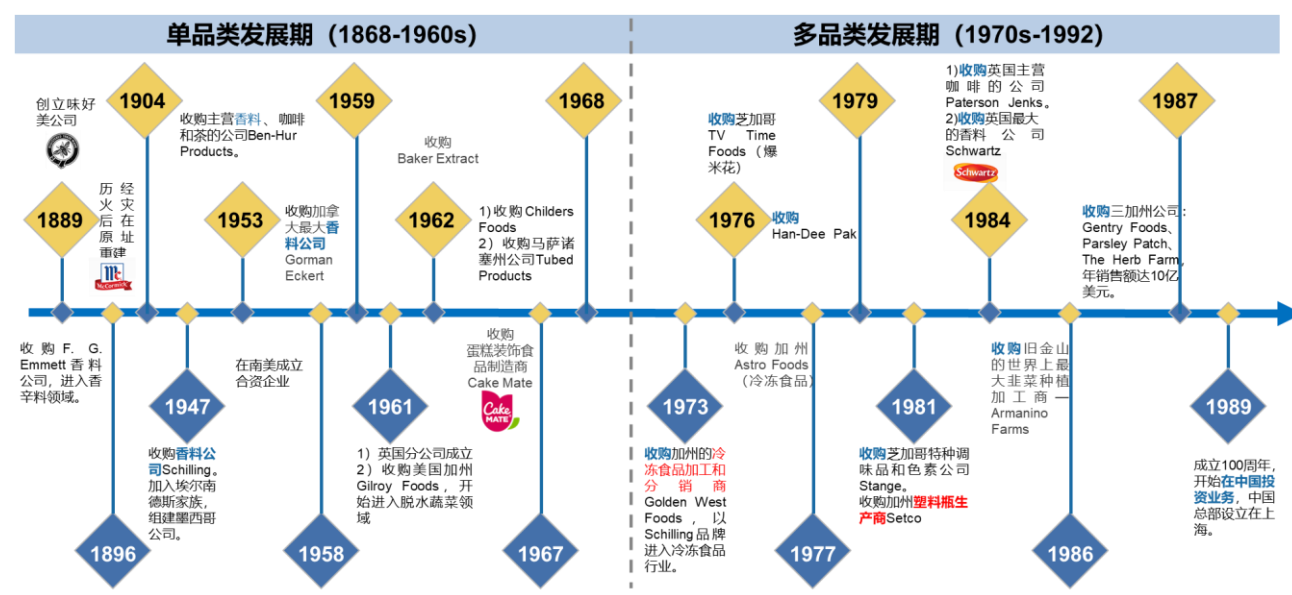
进入调整优化阶段。因此，至90年代初期，味好美历时20余年进行多元化，已经成长为一家平台型企业。

图66：味好美通过同心多元化构造调味品帝国



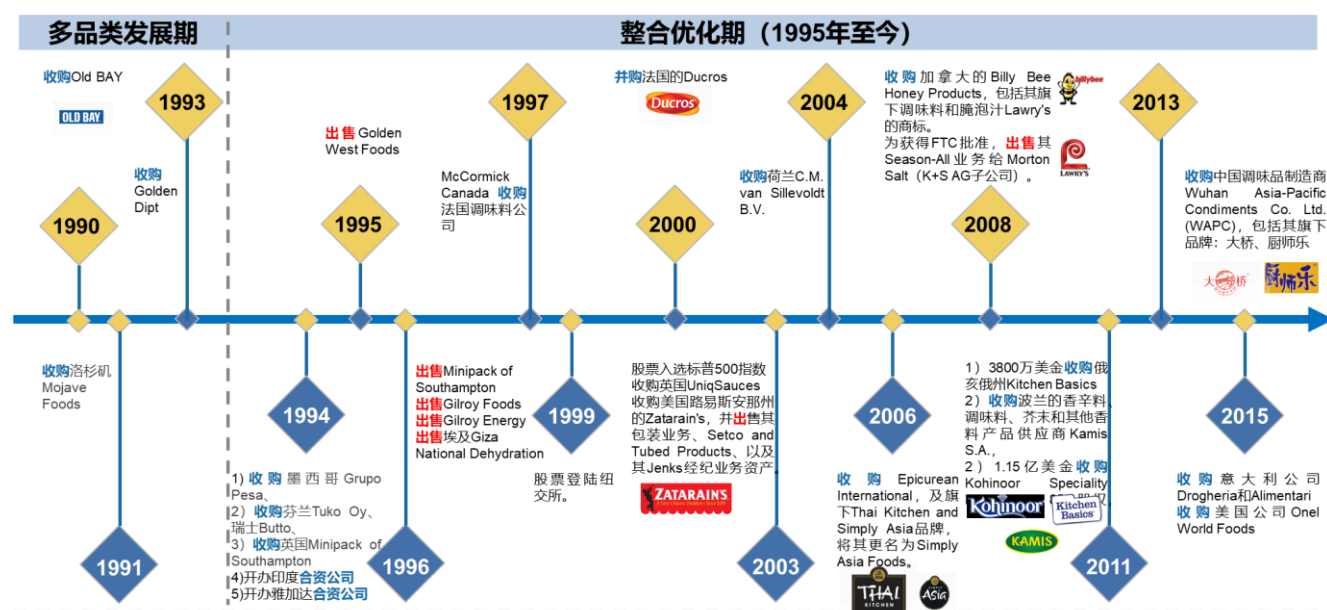
资料来源：味好美官网，广发证券发展研究中心

图67：味好美多元化时期历经20余年，90年代初期打造成平台型企业



数据来源：味好美官网，广发证券发展研究中心

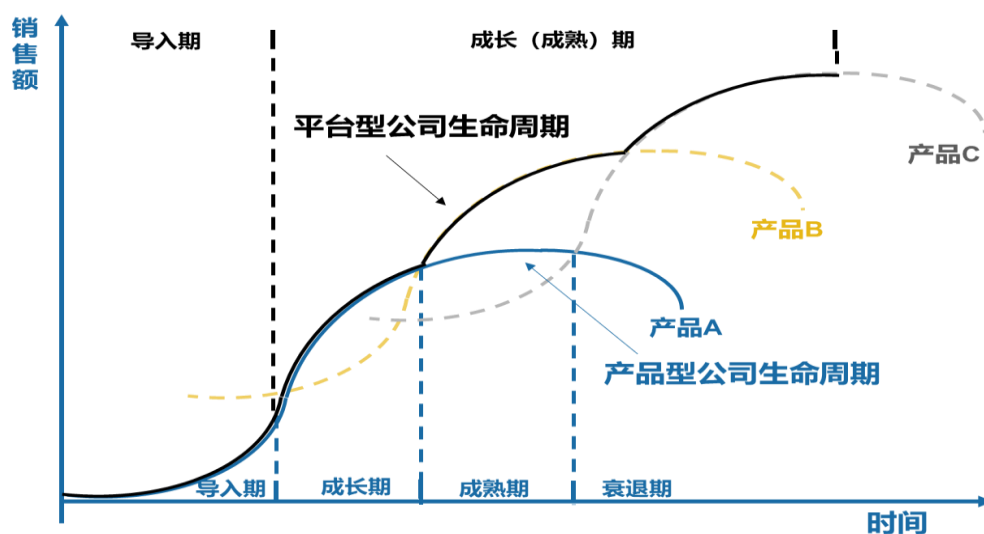
图68：味好美90年代之后进入调整优化阶段



数据来源：味好美官网，广发证券发展研究中心

调味品消费量与人口正相关，不断横向扩张品类为龙头企业打造新增长点。对于调味品行业来说，某一品类渗透率达到较高水平或者进入成熟期后消费量与人口是正相关的，产品生命周期结束后企业便会进入发展瓶颈期。对于某一品类的龙头来说，如果要获取超过行业平均的收入增速，可以通过（1）抢夺中小企业的份额；（2）凭借品牌力均价提升幅度超过行业平均；（3）凭借渠道力进入其他品类；（4）海外扩张这四种方法。从美国调味品龙头味好美和亨氏的经验看，先扩充品类打造成平台型企业，然后凭借资本实力进行海外扩张是调味品龙头最终的发展方向。即对于已经在某一品类奠定龙头地位的调味品企业来说，通过不断横向扩张才能够为延长企业生命周期，打造新增长点。

图69：平台型公司通过扩充品类延长生命周期

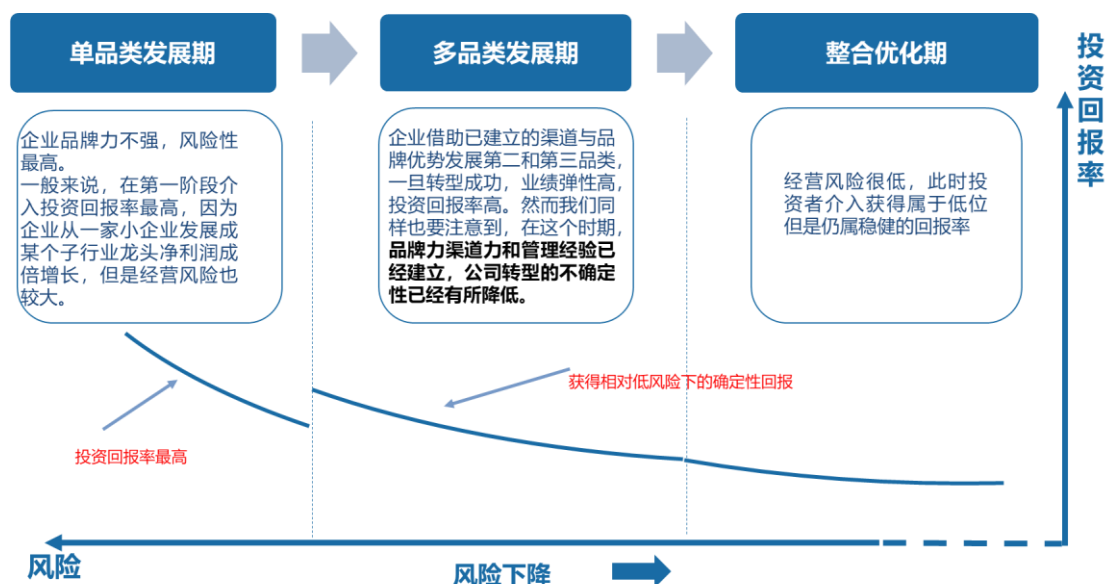


数据来源：雷蒙德·弗农《产品周期中的国际投资与国际贸易》，广发证券发展研究中心

2、单品类向平台型企业发展过程中收益率和经营风险递减

调味品公司成长为平台型企业，经营风险和投资回报率递减。根据我们前文的论述，调味品主要经历三个阶段，最终成长为平台型企业，我们认为在这三个阶段中调味品企业的经营风险是不断降低的，而在不同时期介入投资的回报率也是逐渐递减的。在单品类发展阶段，调味品企业从一家小企业发展一个品类里的龙头，品牌力和渠道力都需要从头开始建设，经营风险最高，但收入利润在这个过程中也能实现成倍的增长，此时介入投资回报率也最高。多元化时期是企业从一个品类龙头转型成调味品平台企业的关键时期，在转型初期，经营风险可能会略高，但一个新增品类成功后，积累了经验，加上前一阶段铸就的品牌力和渠道力，风险会逐渐降低，而在这个阶段介入投资回报率虽然不如第一阶段，但是由于有了第一阶段的基础，收益的确定性提高。进入调整优化期，企业其实增长已经乏力，会开始寻求国际化以及不断的整合旗下资产，平台型企业资本实力及品牌力强大，渠道近乎完善，经营风险已经很低，投资回报率相应较低。

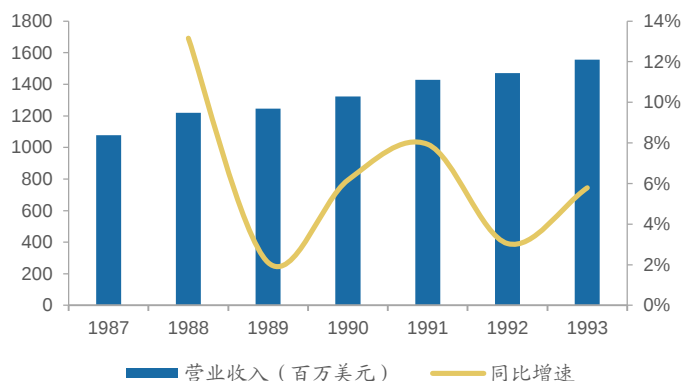
图70：调味品公司迈向平台型企业过程中经营风险和投资回报率均不断下降



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

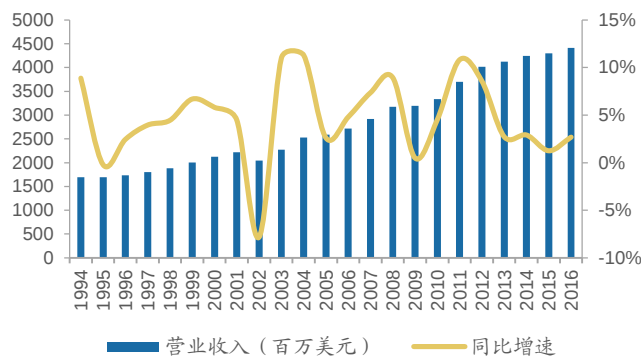
借鉴亨氏和味好美数十年表现，多元化时期投资回报率明显高于调整优化期。以味好美为例，由于数据所限，我们只能研究味好美多元化后期（1987-1993年）以及调整优化期间（1994-至今）的财务及二级市场表现，在多元化时期，味好美营收及净利润复合增速明显快于调整优化期，且多元化期间公司毛利率持续提升、净利率波动上升，优化整合期间毛利率稳定、净利率持续提升。同时在多元化时期的股价的年化复合投资回报率达到22.73%，高于整合优化期的11.62%。

图71: 味好美多元化时期收入年复合增速6.31%



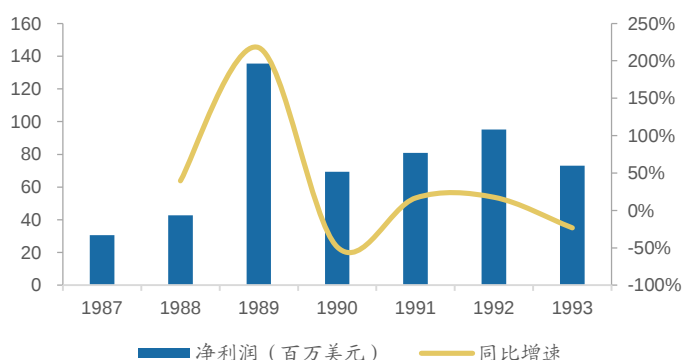
资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图72: 味好美调整优化期收入年复合增速4.63%



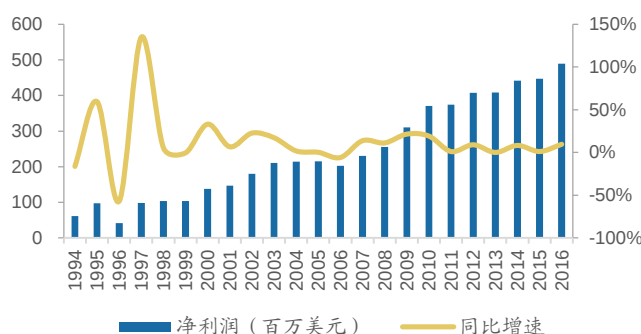
资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图73: 味好美多元化时期净利润年复合增速15.63%



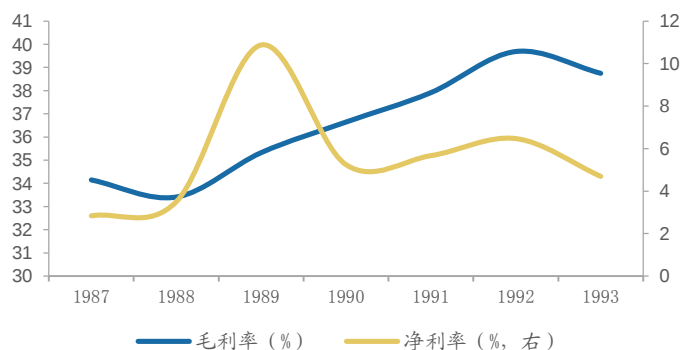
资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图74: 味好美调整优化期净利润年复合增速8.62%



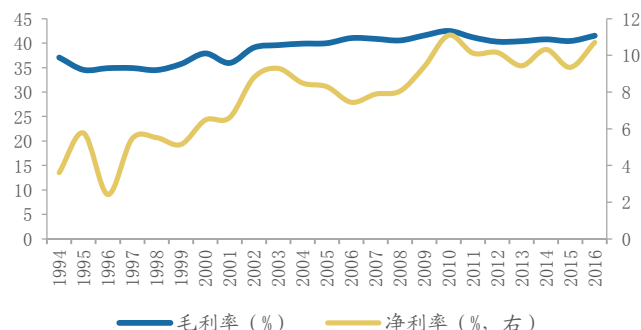
资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图75: 味好美多元化时期毛利率不断提升, 净利率波动大



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图76: 味好美调整优化期毛利率保持稳定, 净利率仍能不断提升



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图77: 味好美多元化时期: 年化复合收益率22.73%(美元)

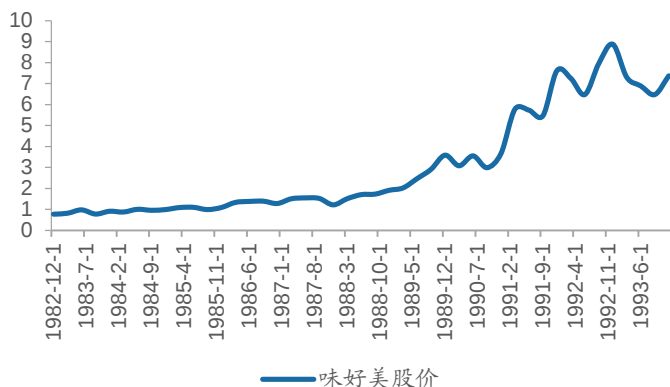


图78: 味好美整合优化期: 年化收益率11.62%(美元)



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

以亨氏为例, 亨氏在多元化后期(1980-1991)和优化调整期(1992-至今)财务和二级市场表现同样符合我们的理论, 在多元化后期, 亨氏收入净利润的年复合增速都要明显高于调整优化期, 同时在多元化时期, 年化复合回报率达到28.54%, 而调整优化期年化复合回报率降低到了8.05%。

图79: 亨氏多元化时期收入年复合增速7.83%

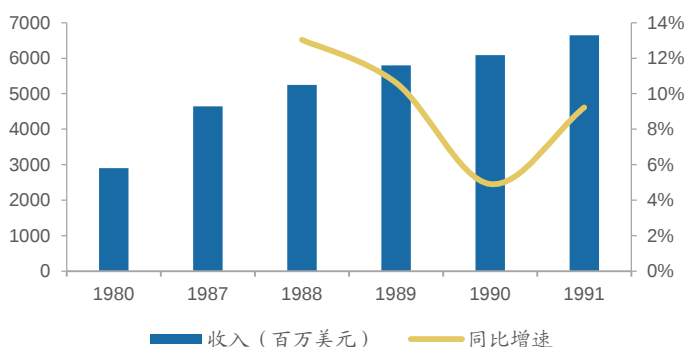
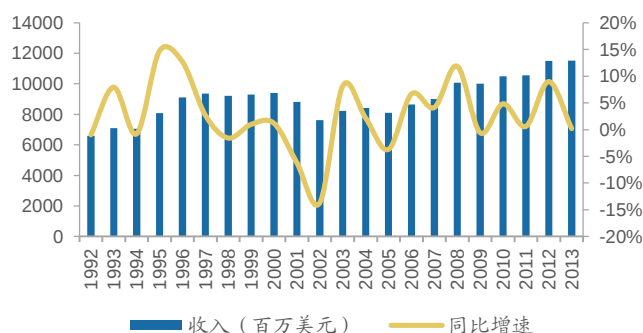


图80: 亨氏调整优化期收入年复合增速2.73%



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图81: 亨氏多元化时期净利润年复合增速14.66%

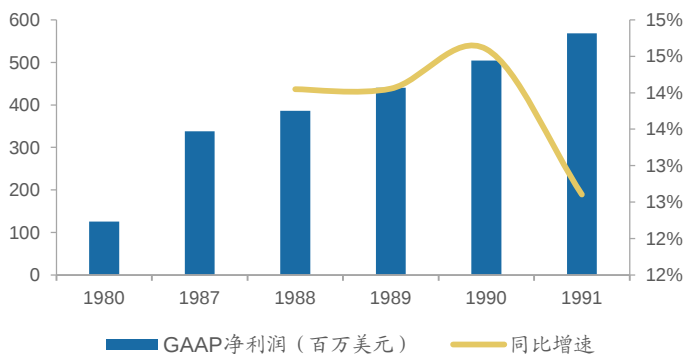
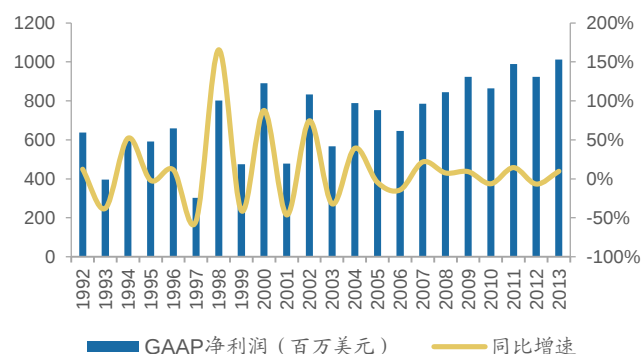


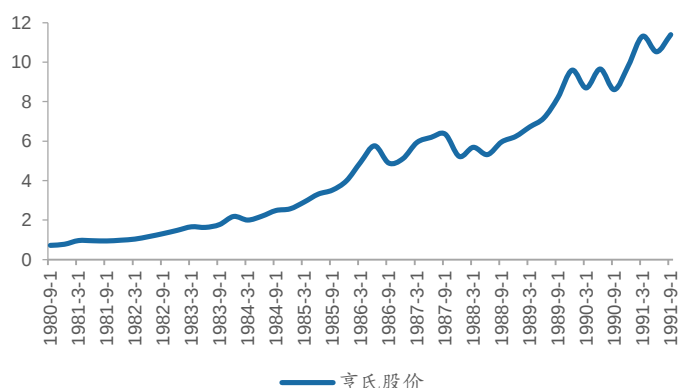
图82: 亨氏调整优化期净利润年复合增速2.22%



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图83: 亨氏多元化后期年化复合回报率28.54% (美元)



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图84: 亨氏调整优化期年化复合回报率8.05% (美元)

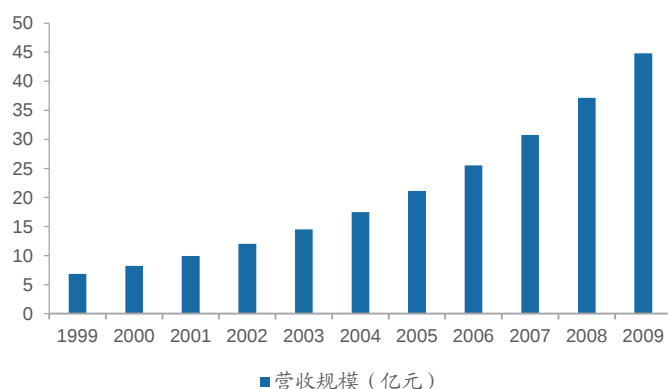


资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

3、海天开启外延并购之路, 有望打造调味品平台型企业

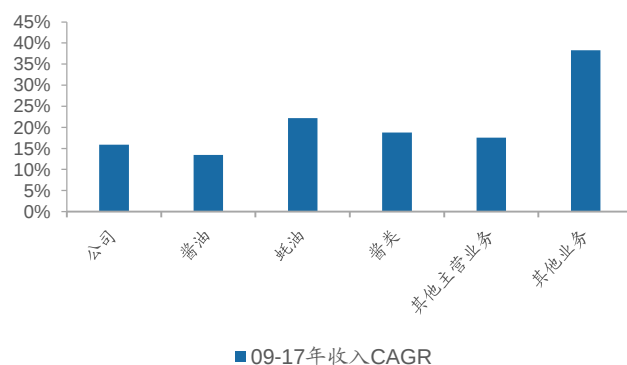
借助优秀的管理团队运作和全国化渠道, 我们认为海天有望打造调味品行业平台型企业。海天味业自94年改制到2010年基本上以酱油业务为主, 并通过十余年的发展成为了酱油品类的龙头, 收入成倍的增长, 收入CAGR达到20.69%, 自2010年之后, 酱油业务进入稳健增长期, 公司加大了对其他品类的投入, 而其他品类的增长基本都快于酱油业务的增长, 带动了公司营收的稳健增长, 使得酱油业务占比也从10年的72%下降到17年的61%。海天目前逐渐确立了以酱油为核心业务, 蚝油和酱类为成长业务, 醋类为种子业务, 料酒、腐乳、复合调味品等为储备业务的同心多元化路径。

图85: 1999-2009年海天单品类发展期收入 CAGR=20.69%



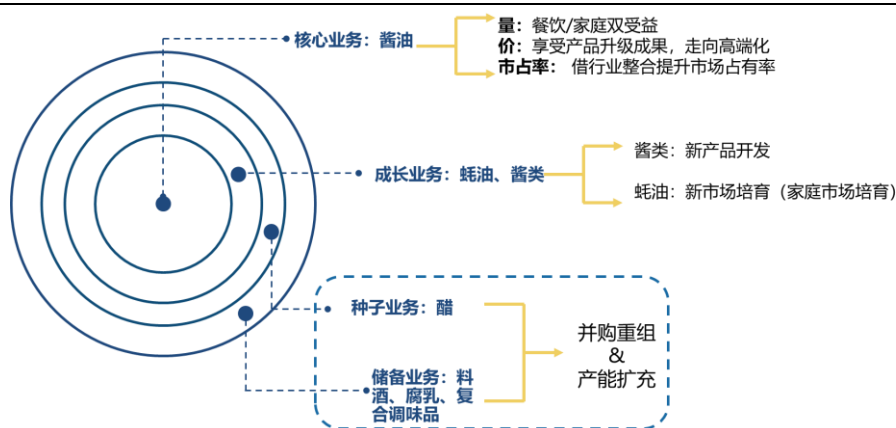
资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图86: 多品类发展初期, 其他品类开始贡献更多增速



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图87：海天同心多元化路径明确，多品类协调发展

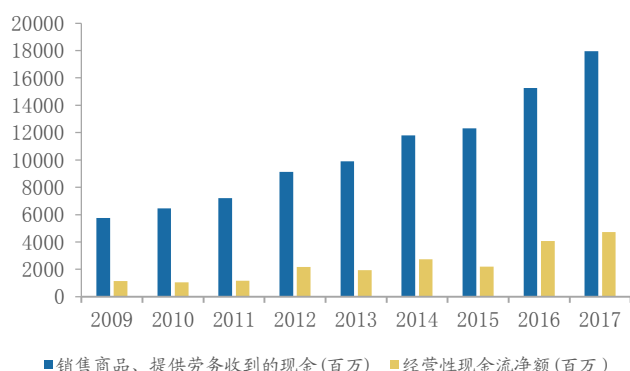


资料来源：wind，广发证券发展研究中心

海天现金流充裕，收购“广中皇”腐乳与丹和醋业迈开外延并购之路。作为细分品类最多的食品子行业，调味品中还有很多子品类具有巨大的整合空间。每一细分品类彼此间替代性不大，都有市场和空间，其中多数都没有形成强势企业。海天2014年4月收购了南式腐乳著名品牌“广中皇”，2017年收购了丹和醋业，将利用公司渠道和产能优势进行全国性发展，目前仍在整合期，有望在后期放量。随着公司体量的不断增大，其外延式拓展的需求和迫切性也在不断增加，海天作为调味品行业的绝对龙头，对渠道较为强势，先款后货使得其现金流充裕，预计外延并购式扩张将持续进行。

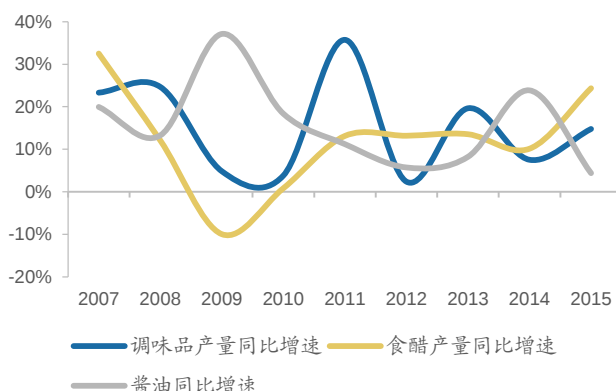
食醋行业空间大且无绝对龙头。海天加码醋业，有望通过布局四大香型成为醋行业龙头。食醋在我国消费基础深厚，食醋行业近几年在几大区域龙头的培育下增长有所加速。但就目前来看，我国食醋消费量与日美等国相比仍旧有较大空间，且食醋与其他调味品不同，具有较强的地域性，各地区口味迥异，且四大名醋之中除四川保宁醋之外，都申请了原产地域产品保护，区域割裂严重，无绝对龙头——目前醋行业龙头为恒顺醋业，年收入仅15亿元。海天于17年收购了镇江的丹和醋业70%股权，布局醋业。由于食醋具有较强的地域性，公司计划通过资本运作的方式，分食醋的香型进行跨区域收购，从总规模方面打造醋行业龙头。但平台化过程中仍存在不确定性。

图88：海天味业现金流充裕



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图89：食醋产量近年增速较调味品行业整体快



资料来源：中国调味品协会，广发证券发展研究中心

图90：醋的口感记忆明显使四大名醋区域性强，产能点状分布，聚集于发源地



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

五、盈利预测

根据以上分析，我们针对盈利预测给予以下关键假设：

(1) 公司作为行业龙头定价权强，未来3年公司有望继续提升出厂价。另外受益酱油行业消费升级，且公司在鲜味酱油早有布局，有望持续快速放量，带动公司产品结构升级。公司酱油均价未来5年有望复合增长4%以上。

(2) 公司在成熟市场渠道不断细化，推动产品销量提升。在不成熟市场公司加大品类陈放力度，加大海天品牌产品的单次购买量，推动多品类发展。公司酱油销量未来5年有望复合增长10%左右。公司蚝油、酱类未来5年收入有望复合增长17%、10%左右。

(3) 公司在酱油行业无明显对手，享受酱油行业增长红利。酱油行业未来5年收入有望复合增长8%以上，公司酱油业务收入有望复合增长14%以上，公司酱油份额有望持续提升。

(4) 公司积极发展蚝油、酱类业务，扩大市场份额，同时，公司通过收购布局醋、腐乳等品类，开启平台化道路。

我们预计18-20年公司收入169.26/200.18/230.47亿元，同比增长16.06%/18.27%/15.13%；净利润42.59/52.11/61.91亿元，同比增长20.60%/22.37%/18.79%；EPS为1.58/1.93/2.29元/股，目前股价对应PE估值43/35/29倍。

我们上调公司评级至“买入”，主要源于以下两点：

(1) 2018年以来,调味品行业包材上涨压力持续提升,海天竞争优势更加凸显,业绩增速明显优于竞争对手,龙头地位更加凸显——2018上半年海天收入同比增长17%,美味鲜收入同比增长12%。我们预计公司凭借优秀管理团队和渠道高占有率两大核心竞争优势,与竞争对手拉开的差距将逐渐扩大。

(2) 三季度后公司进入估值切换期,公司2019年PE估值为35倍。另外,调味品品牌和渠道共享性高,受益优秀管理团队和渠道的高占有率,我们认为海天有望整合调味品行业。目前海天的平台属性已经逐渐显现,除酱油品类之外,在蚝油行业龙头地位明显。

风险提示

- (1) 经济增速大幅下滑;中高端酱油增长低于预期;行业增长不及预期;
- (2) 公司渠道扩张不及预期;
- (3) 平台化扩张不及预期:若公司平台化成功,后期投资回报较好;公司平台化或无法成功,影响投资回报率;
- (4) 食品安全问题等。

资产负债表		单位：百万元				现金流量表		单位：百万元			
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	8828	11794	14849	18022	21842	经营活动现金流	4074	4721	1296	3821	4141
货币资金	5197	5613	6104	6857	7558	净利润	2843	3531	4259	5211	6191
应收及预付	23	34	31	37	43	折旧摊销	381	442	487	537	592
存货	940	1041	1054	1170	1296	营运资金变动	945	1009	-3380	-1782	-2485
其他流动资产	2668	5107	7660	9958	12946	其它	-96	-262	-71	-145	-156
非流动资产	4635	4542	4883	5275	5554	投资活动现金流	-1758	-2460	-747	-772	-712
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-788	-259	-897	-922	-862
固定资产	3830	3650	3941	4135	4215	投资变动	-1013	-2256	150	150	150
在建工程	582	615	755	955	1155	其他	43	55	0	0	0
无形资产	157	182	171	169	168	筹资活动现金流	-1635	-1857	-58	-2296	-2728
其他长期资产	65	95	16	16	16	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	13464	16336	19732	23297	27396	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	3404	4514	6005	7087	7724	其他	-1635	-1839	0	-2296	-2728
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	681	405	491	753	701
应付及预收	3398	4508	6005	7087	7724	期初现金余额	4519	5197	5613	6104	6857
其他流动负债	5	7	0	0	0	期末现金余额	5200	5601	6104	6857	7558
非流动负债	46	58	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	46	58	0	0	0						
负债合计	3450	4572	6005	7087	7724						
股本	2705	2701	2701	2701	2701						
资本公积	1320	1292	1292	1292	1292						
留存收益	6041	7736	9699	12183	15645						
归属母公司股东	10014	11753	13716	16200	19662						
少数股东权益	0	11	11	11	11						
负债和股东权益	13464	16336	19732	23297	27396						

利润表						获利能力(%)					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率	43.9	45.7	47.1	48.0	48.7
						净利率	22.8	24.2	25.2	26.0	26.9
营业收入	12459	14584	16926	20018	23047	ROE	28.4	30.0	31.1	32.2	31.5
营业成本	6983	7921	8949	10412	11830	ROIC	56.6	53.7	53.7	54.0	49.7
营业税金及附加	127	159	203	191	219	偿债能力					
销售费用	1560	1957	2200	2582	2927	资产负债率(%)	25.6	28.0	30.4	30.4	28.2
管理费用	520	607	679	795	876	净负债比率	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4
财务费用	-46	-82	-49	-45	-50	流动比率	2.59	2.61	2.47	2.54	2.83
资产减值损失	0	0	11	13	3	速动比率	2.31	2.38	2.29	2.37	2.66
公允价值变动收	0	0	0	0	0	营运能力					
投资净收益	87	144	150	150	150	总资产周转率	1.00	0.98	0.94	0.93	0.91
营业利润	3402	4167	5084	6220	7392	应收账款周转率		11,825.2	11,825.2	11,825.2	11,825.2
营业外收入	13	5	11	9	9	存货周转率	7.20	8.00	8.49	8.90	9.13
营业外支出	1	1	1	1	1	每股指标(元)					
利润总额	3413	4215	5093	6229	7400	每股收益	1.05	1.31	1.58	1.93	2.29
所得税	570	684	834	1017	1210	每股经营现金流	1.51	1.75	0.48	1.41	1.53
净利润	2843	3531	4259	5211	6191	每股净资产	3.70	4.35	5.08	6.00	7.28
少数股东损益	0	0	0	0	0	估值比率					
归属母公司净利	2843	3531	4259	5211	6191	P/E	27.9	41.2	42.8	35.0	29.5
EBITDA	3650	4383	5382	6575	7786	P/B	7.9	12.4	13.3	11.3	9.3
EPS(元)	1.05	1.31	1.58	1.93	2.29	EV/EBITDA	20.3	31.9	32.7	26.7	22.4

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10 年证券行业工作经验。2017 年食品饮料最佳分析师新财富第 3 名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4 年证券行业工作经验。2017 年食品饮料最佳分析师新财富第 3 名团队成员。
- 刘景瑜：研究助理，统计学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。2017 年食品饮料最佳分析师新财富第 3 名团队成员。
- 张志遂：研究助理，经济学硕士，2 年证券行业工作经验。2017 年食品饮料最佳分析师新财富第 3 名团队成员。
- 陈 涛：研究助理，统计学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。