

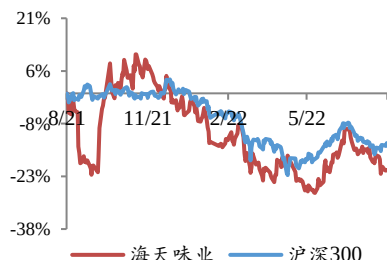
品牌势能+渠道壁垒+规模优势，共促长久发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-18

收盘价（元） 79.14
近 12 个月最高/最低（元） 111.35/72.70
总股本（百万股） 4,634
流通股本（百万股） 4,634
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 3,667
流通市值（亿元） 3,667

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

相关报告

1.稳中求变添活力，与食俱进谱新篇
2021-12-27

主要观点：

● 基于行业的变化，站在当前的时间点重新梳理行业核心逻辑。

新冠疫情对于行业的影响逐步长期化，站在当前的时间点上重新理解行业逻辑。**1.从行业属性来看：**调味品的“味觉记忆鲜明+生活必需”属性尤显突出，由此带来了消费粘度和代际传递的行业特性。**2.从发展趋势上看：**调味品地域上从分散走向整合，品类从传统单一的逐步走向复合。整体而言，调味品行业稳健发展，2021 年调味品行业规模为 4594 亿元，2014-2021 行业 CAGR 为 8.5%，实现稳健增长。

疫情以来行业发生的变化：**1）渠道变化：**①BC 端变化：B 端餐饮场景恢复缓慢餐饮收入端受损较大，C 端囤货导致后期经历去库存周期；②线上线下变化：线上社区团购整体冲击、线下 KA 商场等渠道变革。社区团购现在整体的价格体系基本上稳定，低价促销策略加持影响逐步减弱，目前这个价格体系相较去年逐步理顺。**2）成本上涨：**成本上涨带来新一轮提价：2021 年以来调味品原材料成本压力上行，大豆涨价严重，21 年原材料成本中，大豆涨幅接近 40%。包材成本中瓦楞纸涨幅超过 20%。2021 年的提价由龙头厂商海天味业率先提价，随后行业内其他公司跟随，目前提价进程较为顺畅。

● 核心竞争力拆解：规模优势+品类延伸平台化+渠道壁垒+强品牌力

1) 产能带来的规模优势：海天酱油产量由 15 年的 133.57 万吨增长到 21 年的 264.72 吨，6 年间产量翻倍。蚝油产量也迅速爬坡由 15 年的 39.15 万吨增长到 21 年的 95.56 万吨，6 年间实现接近 2.5 倍的增长。海天的吨制造费用和吨人工费用相较千禾和中炬高新控制较好，其中单位人力成本远低于其他企业，得益于公司生产基地智能化、技术型建设可以不断减少生产人员带来的投入成本。调味品龙头企业中海天毛利率控制最优，过去一直整体维持在 40%的较高水平。**2) 品类的延伸助力海天持续增长，龙头逐步走向平台化。**从单品销售额角度来看，海天的产品结构呈现金字塔形状，在酱油、蚝油、酱料三个传统品类中，目前有 2 个超 30 亿元的大单品以及多个亿元级别大单品。在产品结构升级的趋势下，酱油实现量价齐升，酱油/蚝油/酱类 15-18 年价增 CAGR 为 2.90%/2.13%/0.81%。我们对未来产品结构升级趋势进行探讨，认为健康化功能化的升级趋势和大包装化或成为 3 条主线。**3) 海天核心渠道壁垒：餐饮端优势易守难攻+“先付款，后结货”+经销商管理体系深入覆盖下线市场：**经销商管理体系优势，深入覆盖下线市场深度理解厨师的需求，在产品、价格、终端上的差异，海天着重大单品建设、厨师习惯培育以及性价比等并行措施。同时渠道占比中餐饮渠道占比过往超过 60%，疫情虽扰动驱动渠道占比，但公司高于行业平均值的渠道分布，也优于大部分上市公司同行的餐饮渠道占比；“先付款，后结货”的结算方式：保障现金流相对充裕；经销商管理体系优势，深入覆盖下线市场。**4) 强品牌宣传提升消费者认可度：**消费者渗透率及触及数量显著升高。过往加大投发力度，打造品牌势能，实现全国化路径

的品牌宣传。

● 回顾海天的发展历程，关键的时间节点把握住机遇

公司在每个关键的时间点把握住了机遇：①率先提出双百计划，全自动包装生产线的眼光；②提早进行产能布局，助力规模效应发展；③2005年，总投资达10亿，年产量超100万吨的海天高明生产基地一期工程盛大落成。④2013年底再造一个海天的进取意识。

● 投资建议

基于产品结构升级、提价平滑成本、降本增效等措施并行推进，公司具备一定的确定性。我们预计公司2022/2023/2024年收入分别为278.22/314.74/358.70亿元，同比增长分别为11.3%/13.1%/14%，归母净利润为74.63/87.43/104.32亿元，同比增长11.9%/17.2%/19.3%，对应EPS分别为1.61/1.89/2.25元/股，对应PE为49/42/35X，维持“买入”评级。

● 风险提示

- 1) 成本压力：原材料价格大幅上涨，运输费用压力，人工费用等上涨超预期。
- 2) 行业竞争加剧：公司新品推展不顺利，产品结构升级路径受损等。
- 3) 疫情控制及恢复不及预期：餐饮端恢复不及预期。
- 4) 食品安全风险：食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	25004	27822	31474	35870
收入同比 (%)	9.7%	11.3%	13.1%	14.0%
归属母公司净利润	6671	7463	8743	10432
净利润同比 (%)	4.2%	11.9%	17.2%	19.3%
毛利率 (%)	38.7%	38.8%	40.3%	42.0%
ROE (%)	28.5%	27.0%	24.0%	24.3%
每股收益 (元)	1.58	1.61	1.89	2.25
P/E	66.53	49.14	41.95	35.16
P/B	18.92	13.26	10.07	8.55
EV/EBITDA	54.16	40.45	33.68	27.91

资料来源：wind, 华安证券研究所

正文目录

1 行业变革进程中：渠道分化+新一轮提价	6
1.1 调味品行业具备消费粘度，区域走向全国	6
1.2 调味品行业经历产业升级，行业洗牌竞争激烈	7
1.3 2020 年疫情以来两大变化：渠道和提价	8
2 核心竞争力：规模优势+品类延伸平台化+渠道壁垒+强品牌力	12
2.1 产能带来的核心规模优势	12
2.2 产品精准卡位，产品力凸显	15
2.3 渠道端 TOB 端核心优势：打造核心壁垒，经销商体系深入下沉覆盖	19
> “先付款，后结货”的结算方式：保障现金流相对充裕。	20
> 经销商管理体系优势，深入覆盖下线市场	20
2.4 品牌营销力度大，消费者渗透率逐步提升	21
3 关键时刻抓准变革机遇，敢于再造一个新海天	24
3.1 关键的时刻，抓住每次变革的机遇	24
3.3 股价复盘：业绩与估值综合驱动	25
4. 盈利预测及估值分析：	27
5. 风险提示：	28
财务报表与盈利预测	29

图表目录

图表 1 调味品地域分布	6
图表 2 调味品行业市场规模及增速	7
图表 3 复调市场规模及增速	8
图表 4 中国调味品企业数量变动	8
图表 5 调味品融资情况梳理	8
图表 6 餐饮收入同比增速受疫情扰动明显	9
图表 7 存货周转天数变动图	9
图表 8 调味品渠道体系的构成	9
图表 9 调味品企业线上销售占比分析	10
图表 10 海天生抽酱油大单品在各大线上平台上销售	10
图表 11 原材料及包材成本上行	10
图表 12 恒顺醋业运输费用占总成本比例（%）变动	10
图表 13 海天 2021 年营业成本拆分	11
图表 14 提价信息梳理	11
图表 15 调味品提价历史回顾	12
图表 16 海天高明生产基地	13
图表 17 海天成本变动分析	14
图表 18 成本变动对比分析	14
图表 19 海天酱油产量变动图（吨）	14
图表 20 海天不同业务产量对比（吨）	14
图表 21 海天产销率变动	15
图表 22 海天毛利率变动图	15
图表 23 毛利率对比分析	15
图表 24 海天各业务比例变动图	16
图表 25 调味品的生命周期	16
图表 26 公司不断推出新品，卡位新消费形式，实现品类延伸	17
图表 27 海天酱油蚝油产品矩阵	18
图表 28 吨价变化趋势（元/吨）	19
图表 29 日本龟甲万酱油趋势梳理	19
图表 30 调味品市场渠道分布	20
图表 31 渠道占比分布对比	20
图表 32 应收账款对比分析	20
图表 33 覆盖范围对比（21A）	21
图表 34 海天经销商数量变动	21
图表 35 海天经销商数量变动及 21 年占比分布	21
图表 36 海天消费者渗透率等指标变动	22
图表 37 中国品牌力指数（C-BPI）酱油榜单	22
图表 38 中国品牌力指数（C-BPI）食醋榜单	22
图表 39 海天品牌及营销活动梳理	23

图表 40 销售费用及销售费用率变动.....	23
图表 41 广告费用占销售费用比例变动	23
图表 42 海天大事记.....	24
图表 43 营收（亿元）及增速.....	25
图表 44 归母净利润（亿元）及增速.....	25
图表 45 海天股价（元）变动	26
图表 46 复盘梳理.....	26
图表 47 收入拆分预测.....	27
图表 48 估值对比分析	28

1 行业变革进程中：渠道分化+新一轮提价

本章我们从调味品的产品属性深度挖掘了调味品产品的变迁历史，探求调味品在近期 20 年发展历程中，量价的变化，并立足于疫情爆发及疫情常态化的角度，探析对行业的影响。

1.1 调味品行业具备消费粘度，区域走向全国

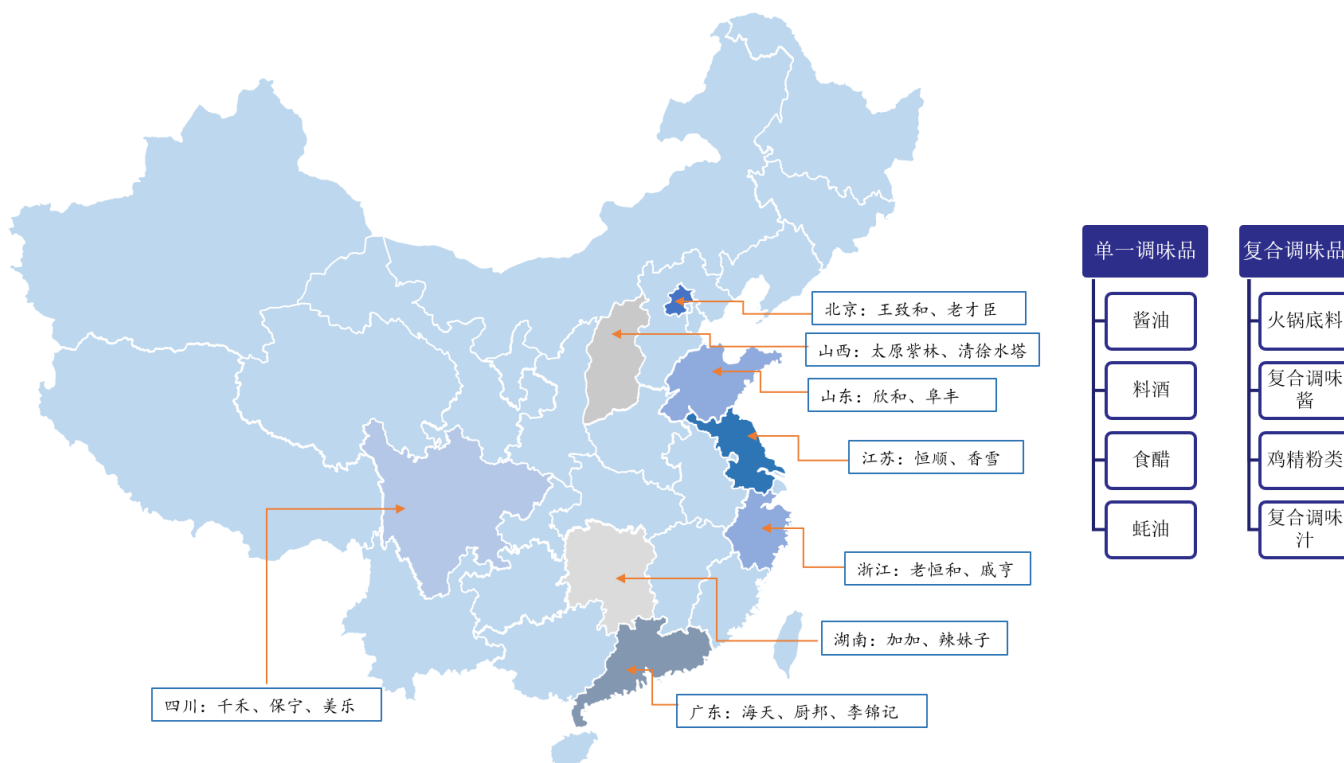
调味品产品属性：味觉记忆鲜明+生活必需。 1) 作为一种生活基本消费品，调味品贯穿于居民生活的一日三餐。2) 调味品与大米、食用油等必需消费品不同的是，不同调味品因口感差异会给消费者留下不同的味觉记忆，一旦积累形成美味记忆将进入重复购买模式，增加复购率。一方面在于调味品在消费行为中属于刚性需求，所以对于周期性影响非常小。

由此带来基础消费特性：消费粘度和代际传递。

在过往的发展历程中进行了口味的延伸，由此慢慢进行了品类的延伸。从单一的食盐逐步发展，不断变迁到不同口味，同时根据不同时间变化，还出现了复调这样新兴的产品。

过去，调味品呈现比较明显的地域分散状态，华北地区（北京：王致和、老才臣）（华东：恒顺、香雪）（广东：海天、厨邦、李锦记）作为区域代表。随着整个调味品行业的变迁，龙头品牌从区域走向全国。以海天为例，2002 年公司开始渗透县级市场，2014 年县级市场渗透率 50%，目前县级市场覆盖率达 90%，空白市场逐步填上，覆盖率逐步增加。未来我们也看好调味品在地域上从分散走向整合，品类从传统单一的形式逐步走向复合。

图表 1 调味品地域分布

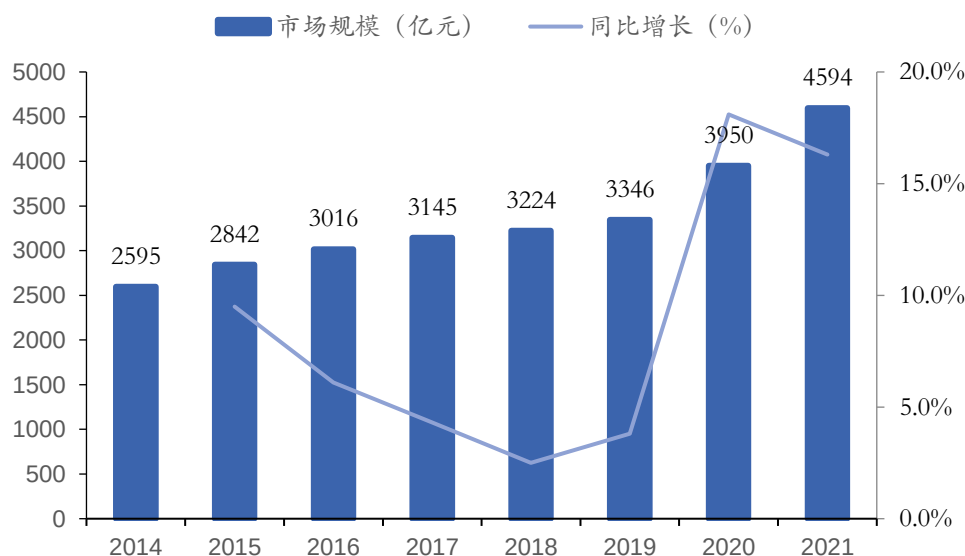


资料来源：中国调味品协会及公司官网，华安证券研究所（注：地图仅作为地域分布展示）

1.2 调味品行业经历产业升级，行业洗牌竞争激烈

从计划管控到产业升级变迁历史：1）第一阶段为改革开放前：调味品行业由政府进行管控，调味品企业以民营企业为主。在该阶段，调味品的产品结构较为单一，主要系单一调味品。2）第二阶段为 20 世纪 90 年代-2000 年：行业处于上升调整期。改革开放后，随着市场经济的不断发展，调味品逐步多元化，并出现了复合调味品品类，行业开始细分发展。3）第三阶段为 2001-2013 年，行业处于高速发展期。在此阶段，我国餐饮行业迅速发展，带动调味品需求的增加。2001-2013 年，我国调味品行业收入复合增速达 17.44%。4）2014 年至 2019 年：随着收入水平不断提高以及居民对健康观念的增强，中高端调味品市场存在一定的发展机遇，调味品的产品结构有所上移。5）2019 年至今：调味品行业玩家增加，渠道变化，成本压力上行，行业进入到全新的发展时期。调味品行业稳健发展，2021 年调味品行业规模为 4594 亿元，2014-2021 行业 CAGR 为 8.5%，实现稳健增长，整体行业进入存量发展时代。2020 年行业竞争玩家大幅涌入，根据企查查数据，截至 2021 年底，调味品在业存续企业为 41.96 万家，同比 2020 年下降 4%。2021 年注册量断崖式下降，吊销注销量大幅上升，净增数量大幅下降。

图表 2 调味品行业市场规模及增速

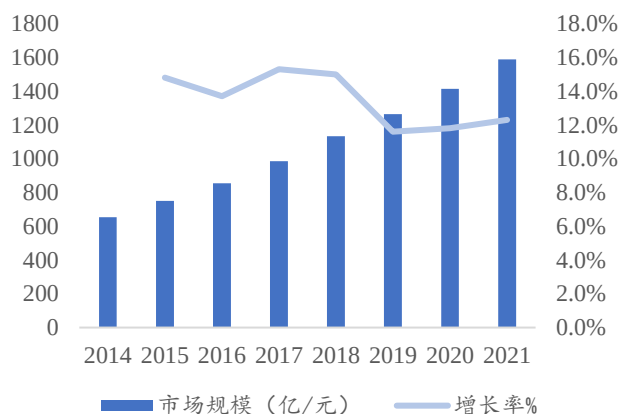


资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

➤ 行业竞争拥挤，行业洗牌

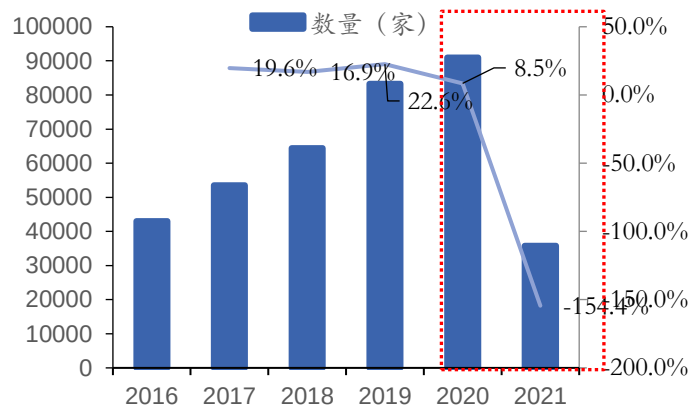
20 年受囤货热潮影响以及居民消费水平不断升级，调味品赛道也备受投资者青睐。复合调味品在近年来增速亮眼，2021 年行业规模约为 1588 亿元，2014-2021 年 CAGR 约为 13.5%，实现双位数增长。据天眼查数据显示，2021 年调味品相关企业融资超过 70 次，其中融资规模数亿元的有十多次。在老牌企业稳定发展的同时，仍有众多新的调味品牌也获得融资，成功加入赛道。2014-2020 年，调味品企业数量逐年增长，从 2014 年注册 18982 家增长到 2020 年注册 90991 家。2021 年行业进行重新洗牌，部分小玩家出局。

图表 3 复调市场规模及增速



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 4 中国调味品企业数量变动



资料来源：中国调味品协会，华安证券研究所

图表 5 调味品融资情况梳理

公司名称	融资轮次	融资总金额
么麻子	战略融资	未披露
加点滋味	A 轮	近亿金额
源森油茶	B 轮	6000 万
嘉豪食品	并购	6.96 亿美元
饭爷	C 轮	8300 万

资料来源：天眼查，华安证券研究所

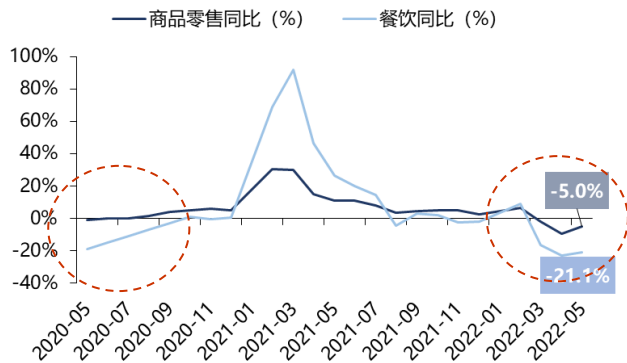
1.3 2020 年疫情以来两大变化：渠道和提价

➤ 核心变化 1：渠道

渠道具体变化 1：B 端餐饮场景受损、餐饮以及限额餐饮受损较大，C 端囤货导致后期经历去库存周期。

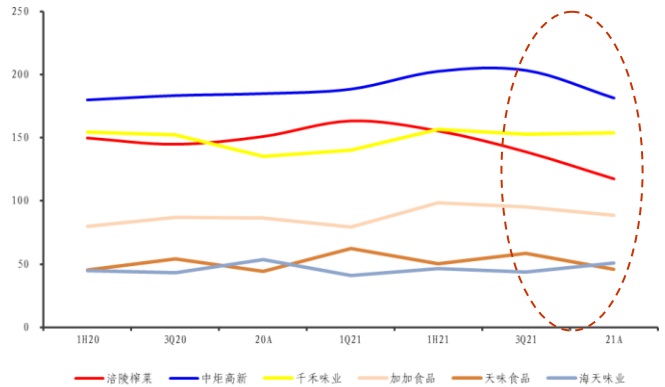
居民出行受到限制，根据社零数据以及餐饮收入、限额餐饮收入分析，整体受到疫情扰动明显。餐饮收入 20 年初期同比降幅明显，21 年逐步回暖，22 年 3 月开始疫情在上海、吉林等地爆发，居民外出餐饮受到限制。居家囤货比例增大，居家场景 TOC 端囤货需求增加，同时也使得复调在过程中进入大量玩家涌入，但 20 年初囤货也对后续库存水平等指标产生了一定的影响，产业链进入到消化库存阶段，同时渠道库存高企，2021 年初以来行业持续消化库存，21 年下半年开始逐步恢复，进入相对良性健康的区间。以中炬高新为例，2020A 存货周转天数在 185 天，1H2021 为 202 天，2021A 恢复到 181 天，库存水平逐渐恢复良性。

图表 6 餐饮收入同比增速受疫情扰动明显



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 存货周转天数变动图

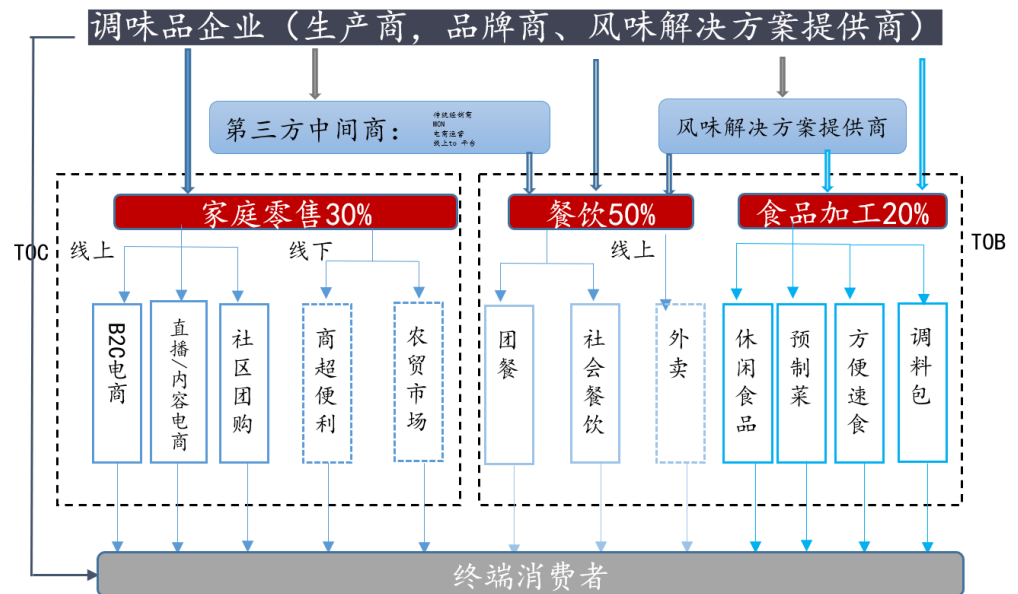


资料来源: wind, 华安证券研究所

渠道具体变化 2: 居民消费方式使得渠道发生变化, 线上线下表现分化, 线上社区团购整体冲击线下 KA 商场, 渠道发生变革。

调味品的三大渠道是餐饮端、家庭零售端及食品加工端。根据调味品协会统计数据, 调味品消费渠道中餐饮采购、家庭消费、食品加工分别占比为 50%、30%、20%。

图表 8 调味品渠道体系的构成



资料来源: 中国调味品协会, 华安证券研究所

疫情加速消费习惯变化: 伴随消费分级、分化, 商业模式的变化以及运营渠道多样化, 调味品企业渠道运营方式不断多样化, 在疫情的催化下更加速向线上和社区门店转换; 消费者减少到店频次, 集中采购、网上采购渐成常态。

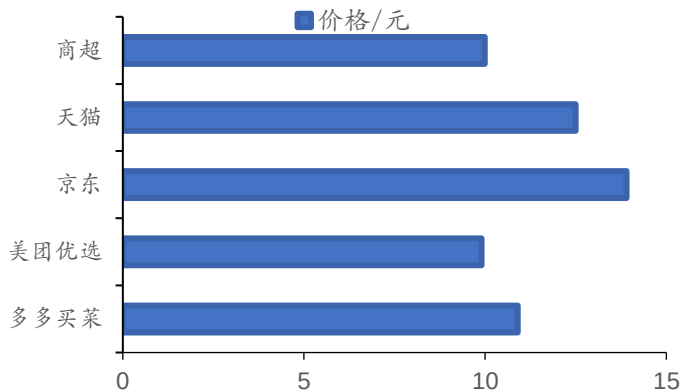
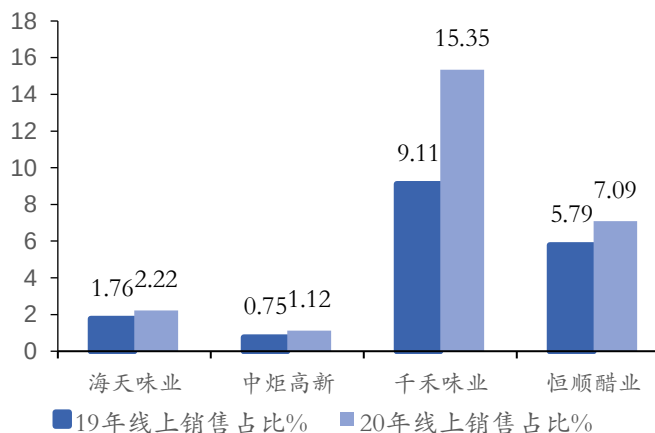
线上销售占比提升: 调味品企业加大线上销售的力度和措施, 19 到 20 年, 海天线上销售占比提升 0.46PCT, 中炬高新提升 0.37PCT, 千禾味业提升 6.24PCT, 恒顺醋业提升 1.3PCT。

积极布局, 拥抱线上业务: 海天拟通过在保证线下渠道稳定发展的同时, 公司加快布局线上业务, 满足快速迭代的市场需求和消费场景。中炬高新 21 年开始设立电商出

口部,开展线上和出口渠道的专业化运营。千禾成立零售事业部、特通事业部、运营部,零售事业部负责调味品零售渠道(包括线上和线下)网络拓展和产品销售。恒顺利用营销中心下设战区面向全国化布局,大力拓展线上业务。

图9 调味品企业线上销售占比分析

图10 海天生抽酱油大单品在各大线上平台上销售



资料来源: wind, 华安证券研究所 (注:线上代表直营电商)

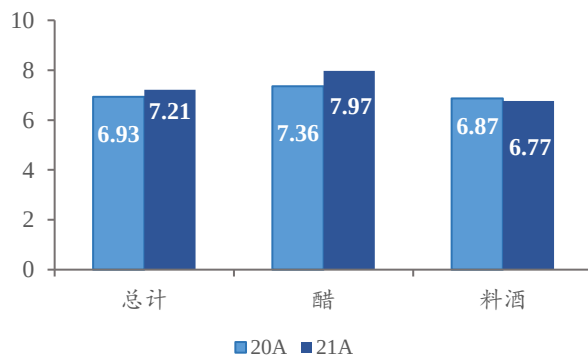
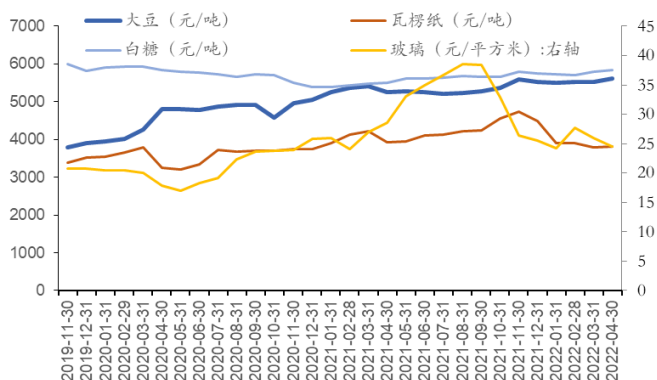
资料来源: 各大电商平台, 华安证券研究所 (注: 价格受 618 因素影响)

核心变化 2: 新一轮提价

成本上涨,倒逼提价,龙头定价权凸显。2021 年以来调味品原材料成本压力上行,大豆涨幅接近 40%,包材成本中瓦楞纸涨幅超过 20%,同时俄乌战争带动相关运输成本上涨,也给企业带来了运输成本方面的压力,以恒顺为例总运输成本占总成本比例由 20 年的 6.93%提升到 21 年的 7.21%。

图11 原材料及包材成本上行

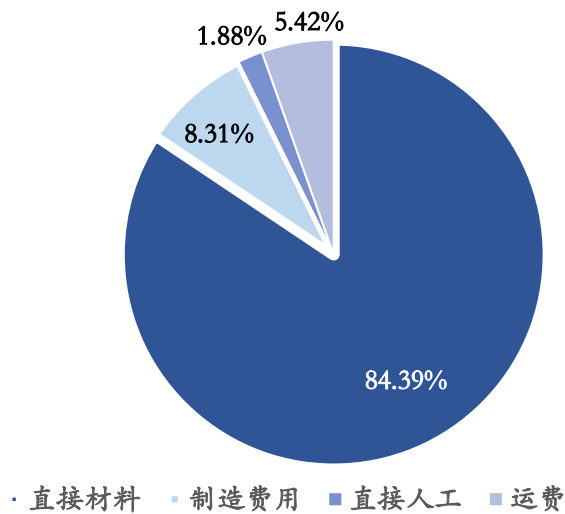
图12 恒顺醋业运输费用占总成本比例(%)变动



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 13 海天 2021 年营业成本拆分



资料来源：wind，华安证券研究所

➤ 提价：龙头成本转移能力的体现

进入到本轮的提价周期，由于原材料、包材等成本上涨，1H2021 年海天味业营收同比增长 6.36%，但同期营业成本上涨幅度达到 13.12%。根据海天味业的成本拆分，21 年直接材料占比为 84.39%，因此 21 年的大豆价格等原材料上涨带来成本压力，导致行业毛利率下降，2021 年的提价由龙头厂商海天味业率先发布，带领调味品行业集体提价。

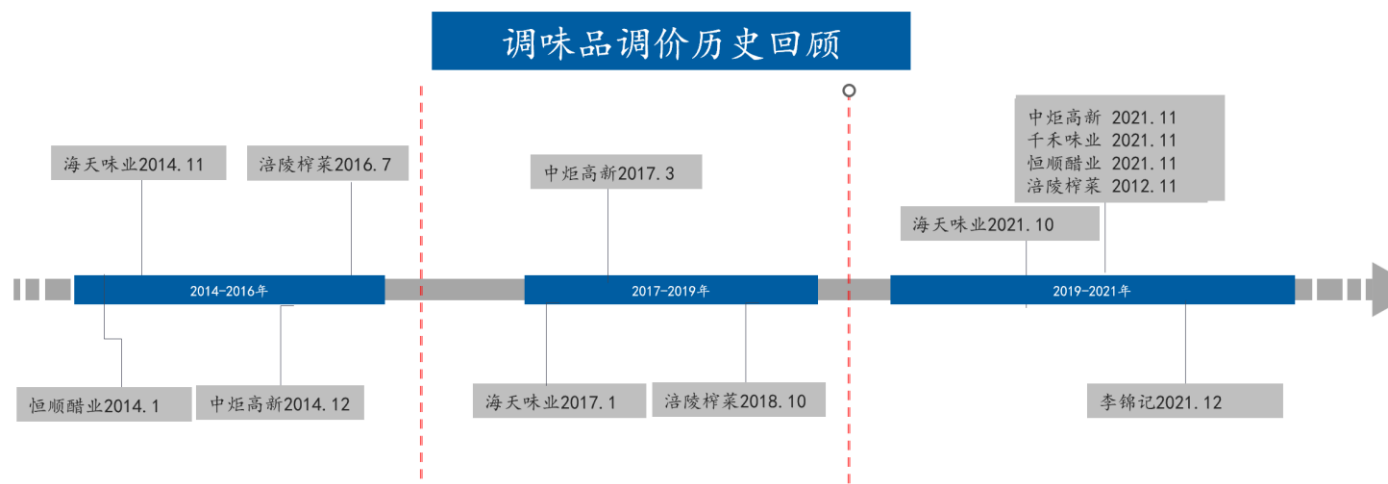
图表 14 提价信息梳理

公司简称	提价产品	提价幅度	提价时间
海天味业	酱油蚝油酱料等产品	3%-7%	2021. 10. 25
加加食品	酱油蚝油料酒鸡精 醋等产品	3%-7%	2021. 11. 16
千禾味业	部分低端产品	5%-6%	2021. 11. 18
中炬高新	酱油鸡精鸡粉等产品	3%-10%	2021. 11. 27
李锦记	部分产品	6%-10%	2021. 12. 16
恒顺醋业	部分产品	5%-15%	2022. 11. 20
涪陵榨菜	部分产品	3%-19%	2021. 11. 12

资料来源：公司公告，华安证券研究所

根据整体渠道调研，调味品行业的提价周期是 2-3 年，提价通常由龙头带头，其他厂家跟随。龙头海天具备绝对的定价能力，海天于 14 年 11 月和 17 年初率提价，之后中炬高新分别 14 年 12 月和 17 年 3 月在跟随涨价，榨菜跟随在 16 年 7 月和 18 年 10 月进行涨价。调味品刚需性强，消费者对调味品的敏感性相对不强，商品价格弹性指数低，因此行业中龙头企业的议价能力较强。从负面影响来看，过往提价周期中，出现过 14Q4 提价，但由于 15 年宏观环境的原因，对 15 年前 3 季度的业绩带来了影响。从整体来看，及时提价也有利于经销商的库存转移，从而减轻压力，增加渠道商的积极性。

图表 15 调味品提价历史回顾



资料来源：相关公司公告及官网，华安证券研究所

2 核心竞争力: 规模优势+品类延伸平台化+渠道壁垒+强品牌力

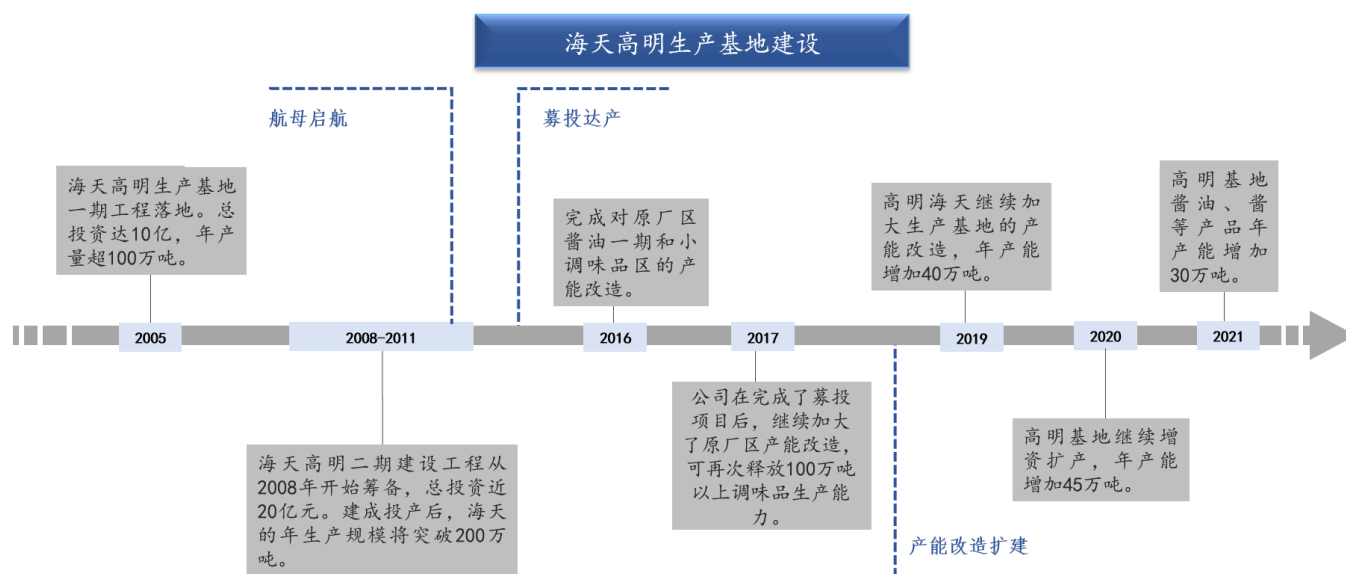
2.1 产能带来的核心规模优势

➤ 产能带来的规模优势

海天持续扩大产能规模。根据 2021 年报，公司产能达 430 万吨，整体产能利用率持续保持在 95%以上水平。公司调味品生产基地占地面积近 3000 亩，智能化程度高，拥有面积近 60 万平方米的天然晒池和发酵大罐，10 余条最高时速达 48000 瓶的自动包装线，4 个总仓储能力超过 500 万吨的立体仓库。效率规模上，人均年产酱油超过 300 吨，公司产能规模优势明显。

2005 年，海天味业投资 10 亿元建立 100 万吨的生产基地高明为中心，2008-2011 年投资 20 亿元建设高明二期。2014 年，公司上市为“150 万吨酱油调味品扩建项目”募集资金。项目全部建成投产后，公司总的生产能力将达到酱油 184.8 万吨、调味酱 30.2 万吨。募投项目达产后，公司不断进行高明基地扩建与改造项目。

图表 16 海天高明生产基地



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2014 年，公司在江苏宿迁建设生产基地，开启全国化布局建设落子。2021 年，全国多个生产基地已启动设计、施工，其中包括南宁一期生产基地、物流基地等。目前公司基本完成对全国产能布局，未来将加速释放产能。同时，公司推进生产基地自动化与智能化发展。2016 年，海天酱油产品包装车间纸箱自动拆垛项目正式投入使用，进一步推动海天高明二期工厂智能化。2018 年，海天酱油二期入选智能制造试点示范项目，加速海天技术型、信息化、规模化智能制造的转型升级。

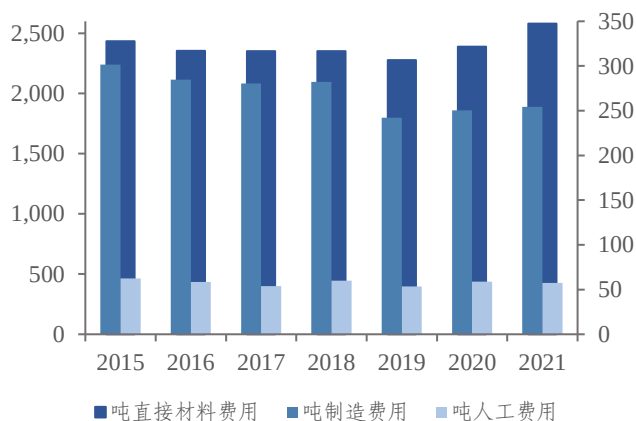
图表 23 宿迁产能梳理

时间	建设状况
2014	海天投资 1000 万元在江苏省宿迁市设立了“佛山市海天（江苏）调味食品有限公司”，标志着海天全国布局设厂拉开帷幕。
2015	江苏宿迁工厂一期工程基本完成。
2016	江苏工厂一期工程已经投产运行，公司的整体调味品生产能力超过 200 万吨。
2017	江苏工厂顺利投产且运行产能持续加大。
2019	江苏海天启动二期建设，已部分投产，年产能增加 20 万吨。
2020	宿迁基地二期项目开工建设，年产能增加 20 万吨。
2021	宿迁基地蚝油，醋等产品年产能增加 20 万。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

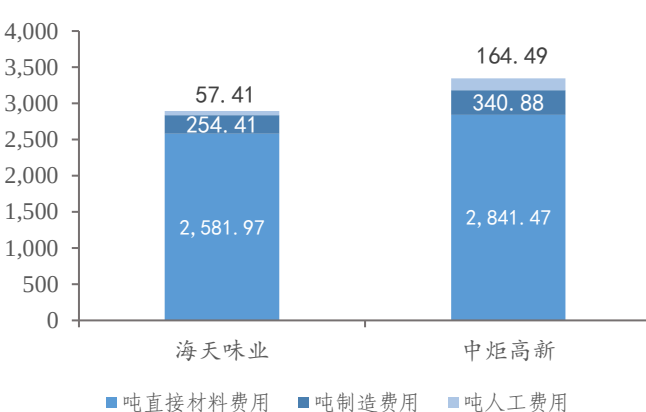
从吨成本角度来看：海天的吨制造费用和吨人工费用相较于中炬高新控制较好，其中单位人力成本远低于其他企业。得益于生产基地智能化、技术型建设，公司可以不断减少生产人员带来的投入成本，同时深入进行挖潜增效，进一步放大集约化规模优势和精益管理优势。

图表 17 海天成本变动分析



资料来源: wind, 华安证券研究所

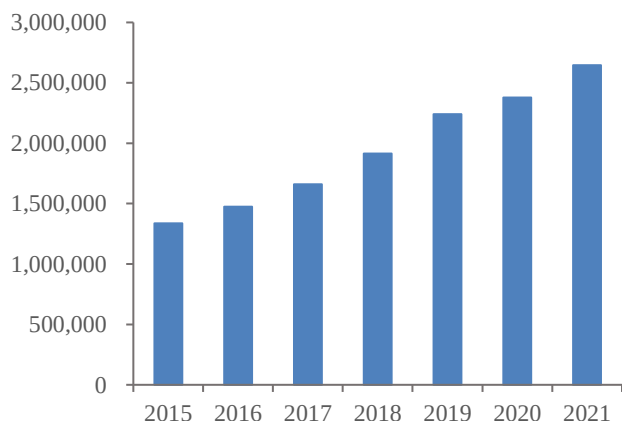
图表 18 成本变动对比分析



资料来源: wind, 华安证券研究所

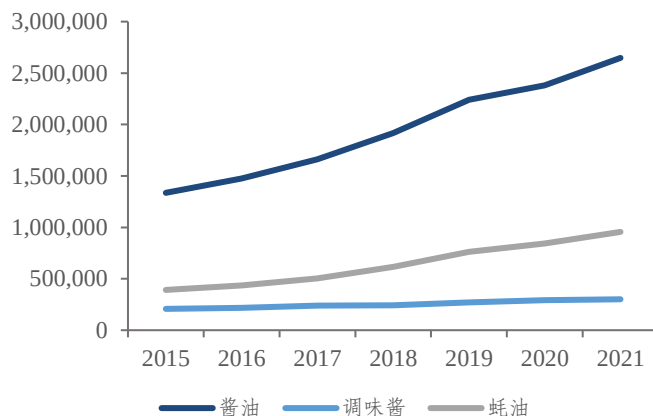
从产量角度来看: 海天酱油产量由 15 年的 133.57 万吨增长到 264.72 吨, 产量翻倍。蚝油产量也迅速爬坡由 15 年的 39.15 万吨增长到 21 年的 95.56 万吨, 6 年间实现接近 2.5 倍的增长。

图表 19 海天酱油产量变动图 (吨)



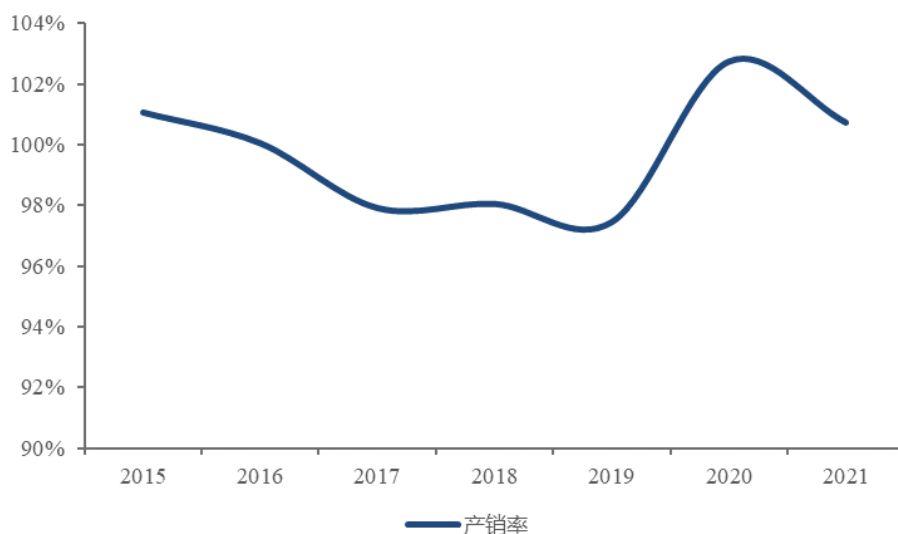
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 海天不同业务产量对比 (吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

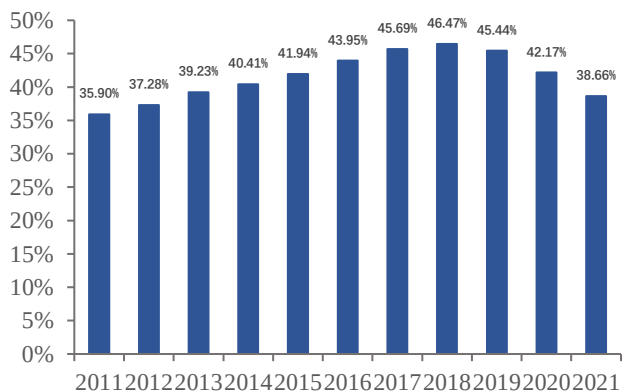
图表 21 海天产销率变动



资料来源：Wind，华安证券研究所

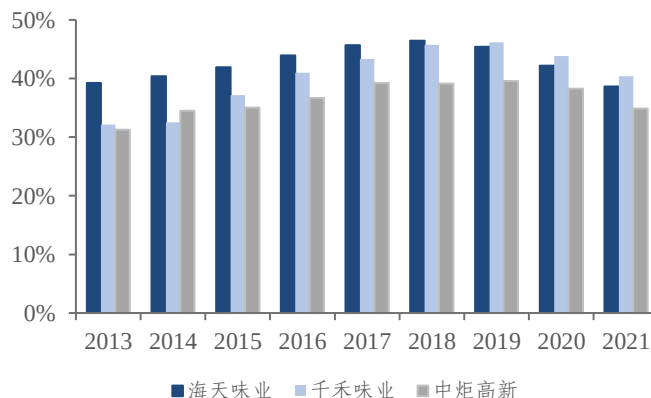
从毛利率角度来看：公司毛利率较优，实现良好的规模效应。调味品龙头企业中海天毛利率控制最优，17年以前具有明显优势，近几年与其他两家差距缩小，但除去21年，基本整体维持在40%的较高水平。一方面公司生产规模较大利于成本摊销，由此提升毛利率空间。另一方面公司加快工厂智能制造转型升级，整体生产运营效率不断提升（近两年毛利率有所下降除采购成本增加外，受会计准则变动调整）。22年原材料成本仍然处于高位，预判提价覆盖率接近公司成本端上涨水平，我们预计整体毛利率22年与21年基本持平。未来2年，随着叠加产品结构升级的不断推进及降本增效等多重措施并行，预判22、23年毛利率分别为40.25%、42.01%。

图表 22 海天毛利率变动图



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 毛利率对比分析



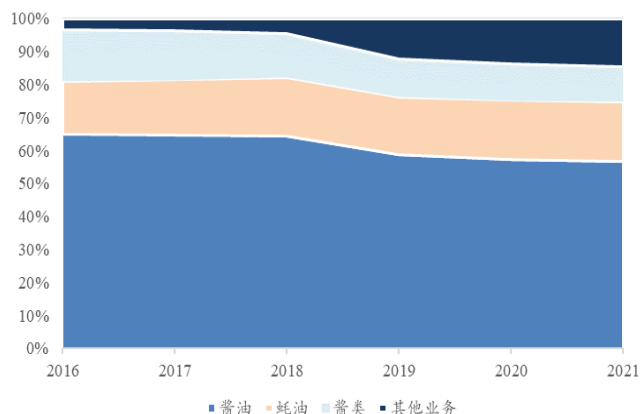
资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 产品精准卡位，产品力凸显

- 品类的延伸助力海天持续增长，龙头逐步走向平台化。公司根据不同品类所处产品生命周期进行合理延伸，同时根据消费习惯的变化及时布局新赛道。

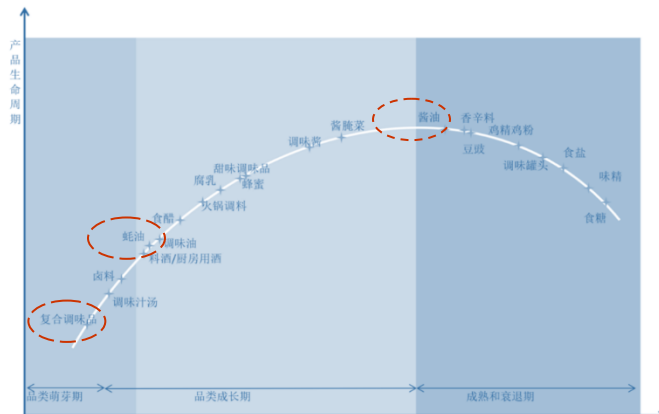
三大传统业务**酱油、蚝油、酱料**营收占公司总营收大头（2021年，公司总营收250.04亿元，酱油占56.74%，蚝油占14.13%，酱料10.66%，共计81.53%）。其中**酱油业务由2016年的60.83占比降至21年的56.74%**。从单品销售额角度来看，海天的产品结构呈现金字塔形状，在酱油、蚝油、酱料三个传统品类中，目前有2个超30亿元的大单品以及多个亿元级别大单品。

图表 24 海天各业务比例变动图



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 调味品的生命周期



资料来源：wind，华安证券研究所

公司于 2014 年上新招牌拌饭酱、2015 年上新私房豆豉酱，并于 2020 年上新火锅@ME 系列，跨入复调赛道，不断实现品类延伸。未来酱油品类呈现稳健较快发展，产品结构和盈利能力再上台阶，综合竞争优势进一步拉大；蚝油逐步发展成为一个全国化产品，成为厨房必备的调味品之一调味酱继黄豆酱之后，陆续推出了招牌拌饭酱、香菇酱等产品，都获得了很好的市场反馈，从而丰富了酱类产品结构规格，夯实后继发展基础。调味酱一酱一特色的特点凸显，发展适宜全国化和地域特色的单品。

图表 26 公司不断推出新品，卡位新消费形式，实现品类延伸



资料来源：公司官网及旗舰店，华安证券研究所

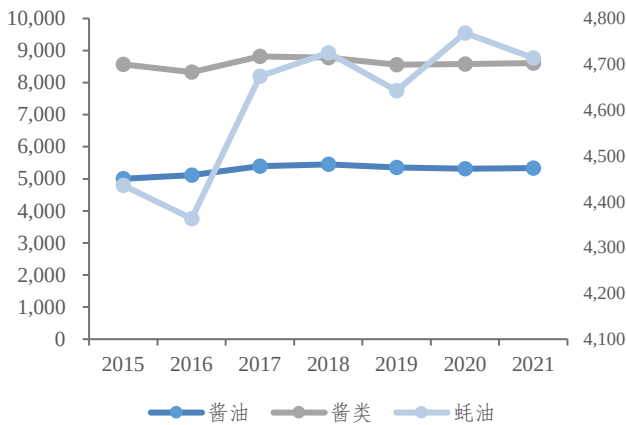
发展趋势探析：健康化功能化产品结构升级+大包装化

以酱油为例，我们梳理了海天产品结构升级的进程。1) 2014 年指向高端化和细分化：升级“海天金标酱油”为“特级金标”系列；推出高端产品“老字号系列”酱油，投放“365 极鲜”“零添加”“低盐”等新品，目前该系列酱油已成为营收过亿单品。同时着重细分化：针对“海天金标酱油”细分为甜金标和鲜金标。2) 2015 年细分化：投放含盐度较高的老金标和以辣味为主的辣金标。3) 2020 年着重“极简系”：推出即简裸酱油、清简酱油（追求食材本真味道），对标千禾味业零添加系列，抢占“零添加”市场。3) 2021 年打造“0 系列”：0 金标生抽、0 添加草菇老抽、0 添加味极鲜。4) 2022 年升级海天有机酱油。

图表 27 海天酱油蚝油产品矩阵

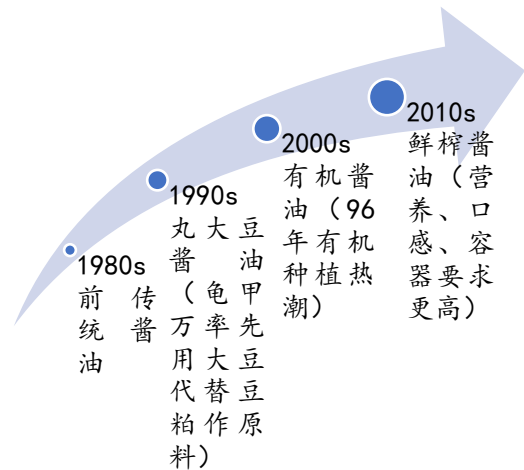
海天酱油系列产品矩阵										海天蚝油系列产品矩阵						
产品定位	超值系列		特惠系列		臻选系列		臻选系列		产品规格	超值系列		臻选系列		产品规格		
	生抽/老抽酱油		清选/豉油生/老抽/红抽、老抽、生抽		清选/豉油生/老抽/红抽、老抽、生抽		清选/豉油生/老抽/红抽、老抽、生抽			海天金字家/清选/精制蚝油			海天金字家/清选/精制蚝油			
																
	500ml、1.9L ¥6.5/L		500ml、1.9L、10.5L ¥7.14/L		350ml ¥7.4/L		350ml ¥7.4/L			2.27kg-6kg-10kg ¥5.5/kg-¥6.5/kg			2.27kg-6kg-10kg ¥5.5/kg-¥6.5/kg			
中端	畅销系列		经典系列(部分)		经典系列(部分)		经典系列(部分)		产品规格	畅销系列		经典系列		产品规格		
	金标生抽/草菇老抽		味极鲜		红烧/海鲜酱油		鲜味生抽			上等蚝油		金标蚝油				
																
中端	100ml、500ml、750ml、1.28L、1.6L ¥19.5/L		150ml、380ml、500ml、1.28L、1.6L ¥17.8/L		500ml、1.28L、1.6L ¥18.3/L		500ml、800ml、1.28L、1.9L、10.5L ¥18/L			260g、520g、700g、2.27kg、6kg、10kg ¥16.8/kg		265g、530g、715g、2.27kg、6kg ¥16.8/kg				
	特选系列		0添加系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	特选金标生抽/草菇老抽/一品鲜		特选味极鲜		0金标生抽/老抽		0添加味极鲜			简盐酱油		蒸鱼豉油				
																
中端	200ml、500ml、1.28L、1.6L、4.9L ¥19.9/L		250ml、500ml ¥20.9/L		500ml、750ml、1.28L、1.9L ¥19.9/L		750ml ¥23.8/L			150ml、500ml、1.28ml ¥19.3/L		450ml-1.75L ¥22.8/L (后升级为特选蒸鱼豉油 ¥25.8/L)				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	老字号365高鲜		老字号零添加		特选一品鲜		只有有机酱油			清简酱油		裸酱油				
																
中端	250ml、480ml、1.28L ¥25.9/L		250ml、480ml、1.28L ¥31.1/L		480ml ¥33.2/L		500ml (原“有机酱油”已下架) ¥39.8/L			460ml ¥54.1/L		460ml ¥62.3/L				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				
																
中端	545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg		700g、6kg ¥19.4/kg		685g ¥21.7/kg			545g、625g、740g ¥21.5/kg		908g ¥24.22/kg				
	特选系列		有机系列		特色系列		特色系列		产品规格	特选系列		经典系列		产品规格		
	海天0金标蚝油		财宝蚝油		一品鲜蚝油		招牌红蚝油			海天0金标蚝油		财宝蚝油				

图表 28 吨价变化趋势 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 日本龟甲万酱油趋势梳理



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

从吨价变化看未来方向, 产品大包装化或成为趋势。

酱油品类吨价持续变化, 2016 年-2021 年吨价变化分别为 5120、5400、5451、5356、5317 元/吨, 持续提升后于 20 年开始有所降低。从报表段来看, 吨价指成品价格, 根据渠道调研, 成品小包装吨价会高于大包装吨价。(①大包装耗材更少; ②大包装主以 PET 瓶子为主, 小包装主以玻璃瓶子为主, 成本更低)

大包装趋势驱动因素: 1) 从餐饮制作的角度来看, 同样的饭菜制作, 生抽使用量大于老抽, 因此使用速度上生抽大于老抽, 从性价比上消费者会追求大包装的性价比。2) 从产品忠诚度角度, 大包装有利于产品进行更少频次的更换, 加强品牌粘性。3) 从餐饮渠道层面, 大规格更经济实惠, 能给公司建立良好的竞争壁垒计算性价比时占据优势。

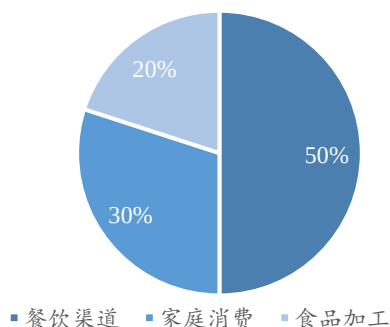
2.3 渠道端 TOB 端核心优势: 打造核心壁垒, 经销商体系深入下沉覆盖

理解餐饮端易守难攻的底层逻辑, 深度理解厨师的需求: 1) 在产品方面: 厨师对调味品的使用频次高且长期重复使用, 为保证菜品和味道的质量, 往往选择使用具有安全性、稳定性、高质量等特点的调味品。2) 在价格方面: 厨师具有一定习惯, 对某些品类和品牌的黏性较大, 因此在行业普遍提价情况下, 价格敏感度较低。但目前餐饮店往往会设置采购员, 采购员会根据厨师的要求选购更具性价比的产品, 因此餐饮市场在选购调味品时会更偏理性。3) 在终端方面: 厨师根据菜谱、使用习惯、做菜方法等对调味品有一定要求, 在选择一种调味品后, 为保证成菜品质的连贯性, 一般不会轻易更换, 因此具备较高的品牌忠诚度。

海天着重大单品建设、厨师习惯培育以及性价比等并行措施, 取得核心壁垒。 1) **性价比及进取心:** 早在 90 年代, 海天依托低成本开始抢占了餐饮渠道。主要便通过建立驻外机构在当地市场服务经销商, 并招聘市场营销人员自主承担销售执行, 以实现向区域市场的突破, B 端的先发优势因此得以建立。2) **大单品:** 海天依靠大单品取胜, 着重性价比, 海天味业早前根据餐饮店需求推出的蒸鱼豉油为例, 这款产品不仅打入了粤菜餐厅, 更成了湘菜餐厅调味的一款通用必备酱油。3) **厨师习惯培育:** 鉴于餐饮对菜品味道的一致性有严格要求, 通常不会轻易改变调味品品牌。海天也借鉴李锦记的经验, 通过与厨师学校合作, 培养厨师使用海天酱油的习惯。再结合渠道的持续推广, 海天在 B 端更加易守难攻。海天还连续几十

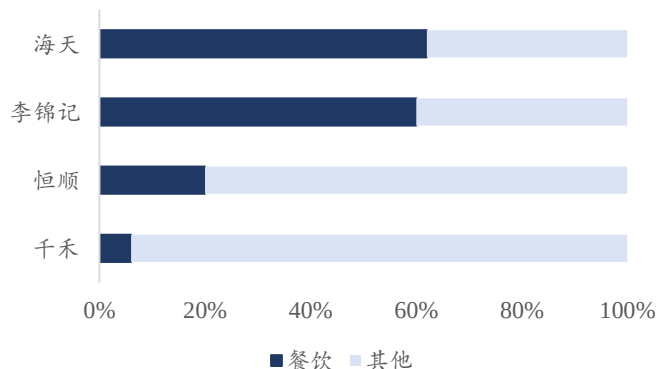
年赞助新东方厨师学校和多个厨师赛事活动，增加厨师们对海天产品的使用粘性。从过往历史来看，海天味业渠道占比中餐饮渠道占比超过 60%，疫情使得公司的渠道占比分布有一定变化，但整体 B 端比例高于行业渠道分布，也优于同行的餐饮渠道占比。

图表 30 调味品市场渠道分布



资料来源：调味品协会，华安证券研究所

图表 31 渠道占比分布对比

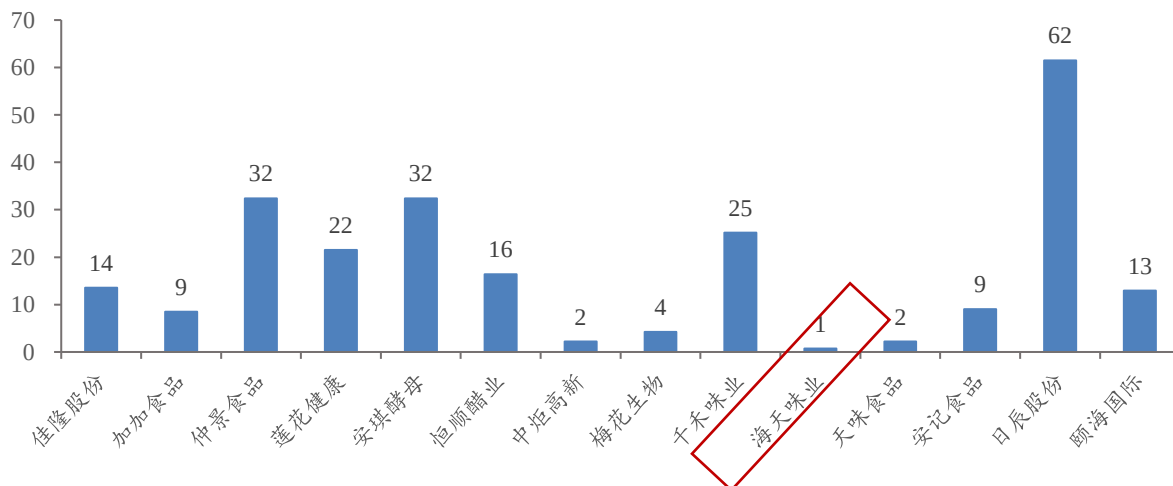


资料来源：调味品协会、公司公告、前瞻产业研究院等，华安证券研究所

➤ “先付款，后结货”的结算方式：保障现金流相对充裕。

海天味业拥有调味品行业中最大的销售网络，公司主要采取经销商为主的销售模式，往往都是“先付款，后结货”的结算方式，这种模式可以有效的保障现金流供应，以及减少坏账的发生。而公司通过提升下游经销商的质量和分布，实现全国化的市场覆盖，最终通过经销商实现商品销售给终端消费者。因此这种模式可以实现公司和经销商的合作共赢，在帮助经销商扩大渠道的同时也实现自身销售增加。

图表 32 应收账款对比分析



资料来源：Wind，华安证券研究所

➤ 经销商管理体系优势，深入覆盖下线市场

- 1) **加大经销商管理:** 由于公司采用经销/分销的销售体系, 因此经销商也被纳入公司管理体系。由公司驻地各级销售机构能够加深下游经销商的精细化管理, 以及帮助经销商开拓新的销售渠道, 更好的完成货款结算事宜。因此海天味业对经销商的指导和管理也是其同行难以效仿的一大核心优势。
- 2) **销售渠道管理:** 公司对重点的销售渠道成立管理部门, 如此能够更好的帮助经销商进行渠道的开拓, 以及协助经销商进行重点突破。比如公司在重点一线城市设置 KA 销售组, 为了能够重点发展 KA 优势的经销商, 实现经销商专业化程度最大。
- 3) **覆盖率持续加深:** 2002 年开始渗透县级市场; 2014 年县级市场渗透率 50%; 目前县级市场覆盖率达 90%。

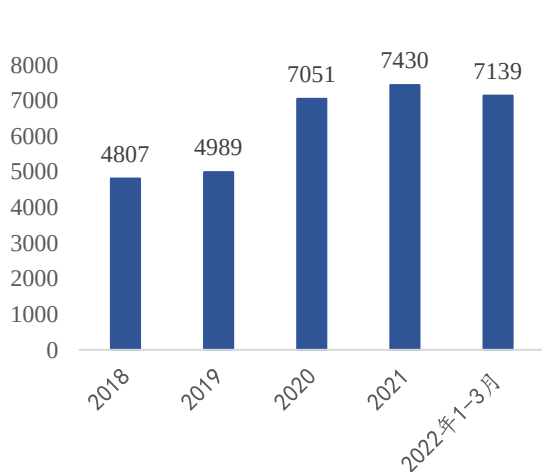
图表 33 覆盖范围对比（21A）

公司名称	经销商数量	地级覆盖率	县级覆盖率
海天味业	7430	100%	90%
中炬高新	1700	92.28%	59.97%
恒顺醋业	1805	89.7%	50.1%
天味食品	3409	31 个省	-

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

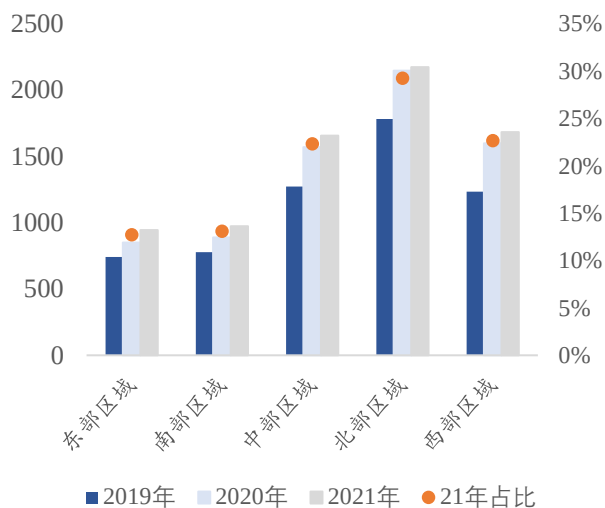
- 1) **经销商数量:** 2020 年海天味业的经销商数量大幅度增加, 据经营数据显示, 2020 年全国经销商合计 7051 家, 同比增长 21.4%。2021 年末经销商合计 7430 家, 约为 2018 年的 1.5 倍, 实现快速蓬勃发展, 经销商的爆发增长驱动营业收入增加。
- 2) **经销商区域分布:** 海天的经销商 21A 分布中北部/西部/中部/南部/东部区域分别占比为 29.25%/22.65%/22.30%/13.08%/12.72%。

图表 34 海天经销商数量变动



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 海天经销商数量变动及 21 年占比分布

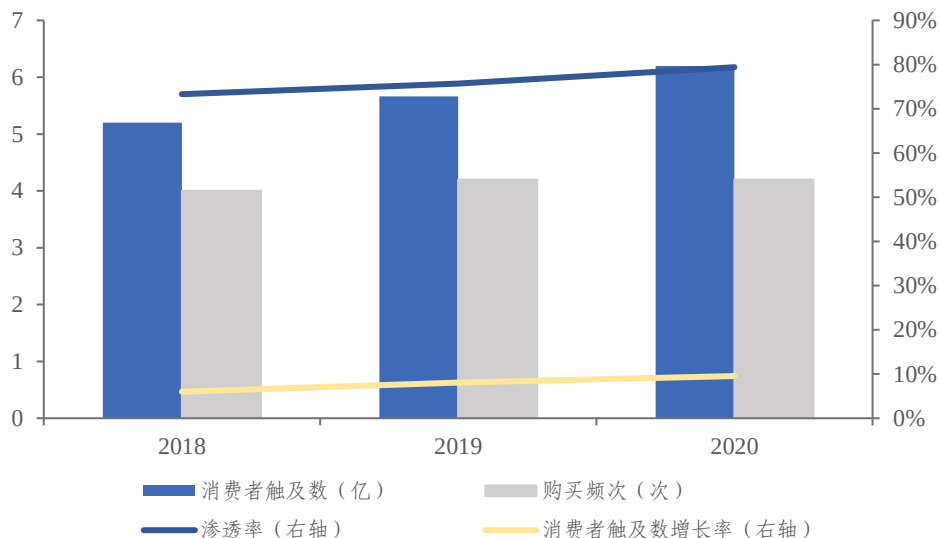


资料来源: wind, 华安证券研究所

2.4 品牌营销力度大, 消费者渗透率逐步提升

消费者渗透率及触及数量显著升高。根据凯度消费者指数的《亚洲市场品牌足迹》，海天 18-20 年消费者触及数量及渗透率不断增长，消费者购买频次也有提升。20 年消费者触及数达 6.2 亿、渗透率达 79.4%，排名中国消费者十大首选品牌第四，并且在其中以 9.5% 的消费者触及数增长率领跑调味品行业。

图表 36 海天消费者渗透率等指标变动

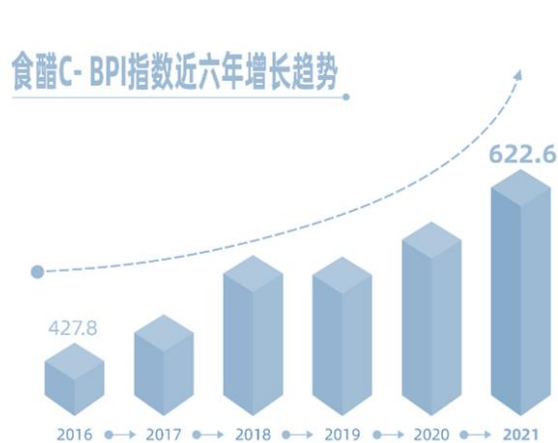
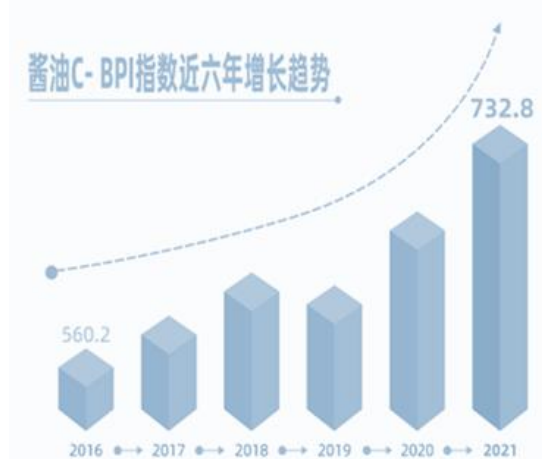


资料来源：凯度指数，华安证券研究所

强品牌力背书。根据 2021 中国品牌力指数（C-BPI）榜单，海天在调味品行业斩获酱油、蚝油、酱料、食醋等四项行业第一。其中酱油连续 11 年蝉联榜首，食醋连续 10 年为品牌第一，蚝油 20、21 年均登顶。除此之外，海天还获得了“中华老字号”、“中国轻工业百强企业”，“中国轻工业食品行业五十强企业”，“中国轻工业科技百强企业”等荣誉，显示其强劲的品牌力。

图表 37 中国品牌力指数（C-BPI）酱油榜单

图表 38 中国品牌力指数（C-BPI）食醋榜单



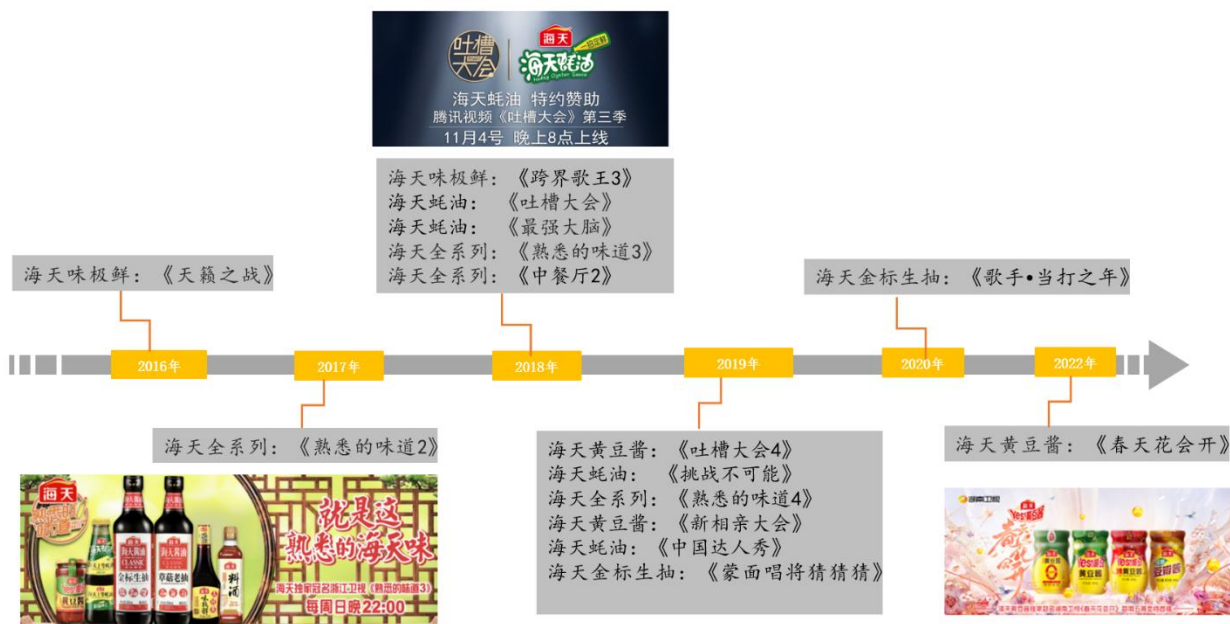
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

着重品牌形象塑造，不断进行品牌化营销。近几年，公司支出大量广告费用冠名不同类型热门综艺节目、真人秀等提升品牌知名度，加强传播力度，吸引大众消费者。公司还加入“强国品牌计划”，多次在央视重点

频道黄金时段投放强国工程、品牌故事短片，展现海天产品品质与企业态度，打造全国知名品牌。面对当前信息化和线上消费快速发展的趋势，公司不断创新品牌营销策略，加大网络综艺和社区媒体宣传，通过直播、种草、头部达人合作等多种新媒体形式与消费者融合互动。从传统媒体到新兴传播方式等多方面投入，全方位提升品牌影响力。

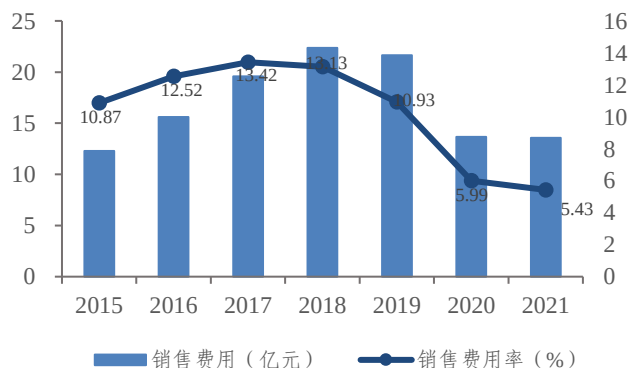
图表 39 海天品牌及营销活动梳理



资料来源：公司公告及官网，华安证券研究所

自2015年以来，销售费用率分别为10.87%、12.52%、13.42%、13.13%、10.93%，20年销售费用率分别为5.99%（销售费用率的下降是由于销售运费及促销费记账方式调整所致），21年销售费用率5.43%，同比下降0.56PCT。销售费用绝对值中，广告费用投入加大，广告费用占销售费用比重自上市起呈整体上升趋势，近两年广告费用占销售费用比重均大于30%。

图表 40 销售费用及销售费用率变动



图表 41 广告费用占销售费用比例变动



资料来源：wind，华安证券研究所

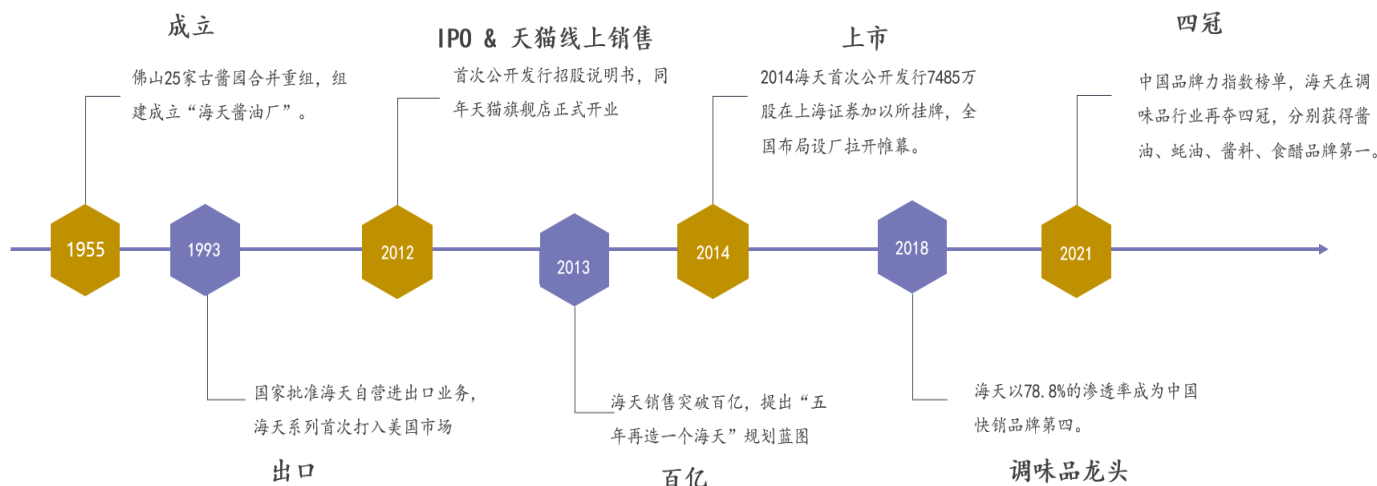
资料来源：wind，华安证券研究所

3 关键时刻抓准变革机遇，敢于再造一个新海天

3.1 关键的时刻，抓住每次变革的机遇

公司经过 60 余年的发展，由分散到集中，由区域到全国，海天竞争力，是海天生产的根本，产品、网络、科研、规模，都是海天在业内的竞争优势所在。

图表 42 海天大事记



资料来源：公司官网，华安证券研究所

- **提出双百计划，全自动化包装生产线的眼光：**2001 年，海天提出“双百工程”（百亿销值，百万吨产量）；2003 年，公司从德国原装进口引进公司第一条全自动化包装生产线，包装速度达 24000 瓶/小时。
- **提早进行产能布局，助力规模效应发展：**2005 年，总投资达 10 亿，年产量超 100 万吨的海天高明生产基地一期工程盛大落成，2008 年开始高明二期建设工程开始筹备，建成投产后，海天的年生产规模将突破 200 万吨。
- **再造一个海天的进取意识：**2013 年，海天销值突破百亿，同年，海天提出未来五年“再造一个海天”。具体来说，力争到 2018 年，实现规模和利润在 2013 年的基础上再翻一番的目标，保持海天持续、健康、稳定的发展势头，继续巩固海天在调味品行业地位，进一步扩大在酱油、蚝油、酱料的优势，并加快培育和建立料酒、醋、复合酱等潜力品的发展。在坚持以调味主业为核心优先发展的同时，利用好海天的平台和优势资源，全力加快新业务的拓展，不断建立新的优势。

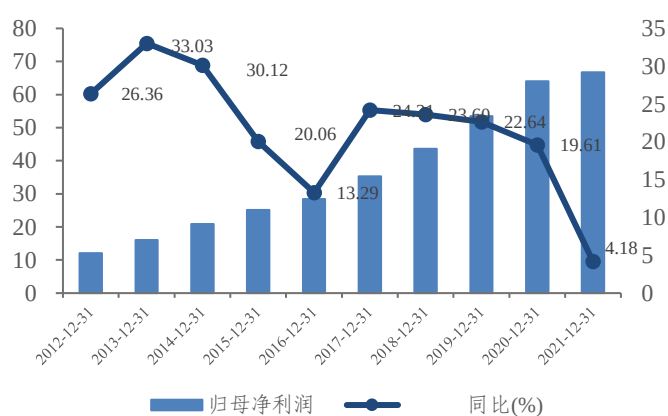
从结果的角度来看，海天营收 18 年实现 170 亿元，13-18 年收入 CAGR 为 15.18%，利润端 18 年实现归母净利润 43.65 亿元，13-18 年归母净利润 CAGR 为 22.14%。

图表 43 营收 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 44 归母净利润 (亿元) 及增速

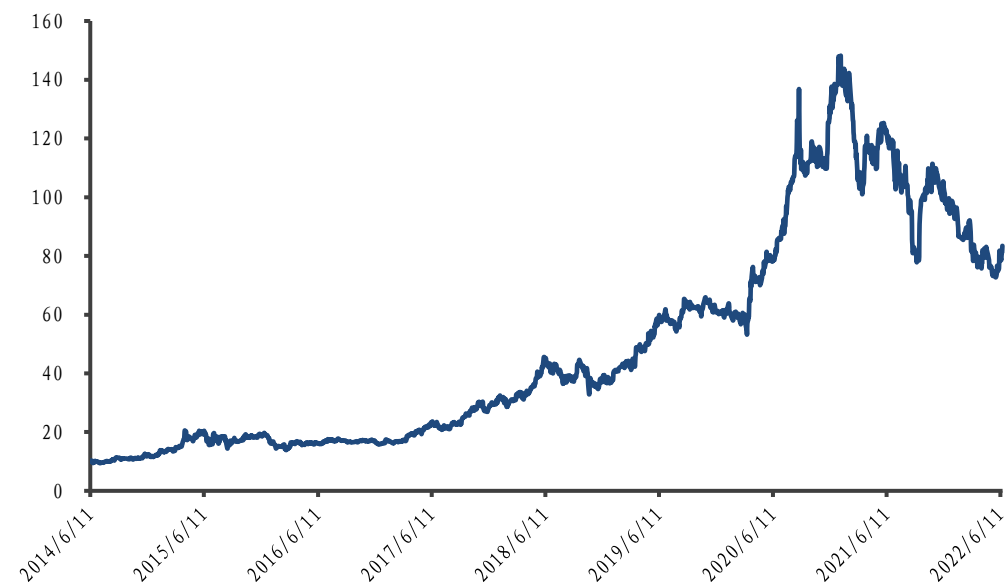


资料来源: wind, 华安证券研究所

拉长时间维度来看, 12-21 年收入 CAGR 为 15.07%, 12-21 年归母净利润 CAGR 为 20.91%, 收入规模扩张和利润表现均领跑同行业。

3.3 股价复盘: 业绩与估值综合驱动

图表 45 海天股价（元）变动



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 46 复盘梳理

区间	涨跌幅	营收 yoy	归母净利润 yoy	原因
17	86.94	17.06%	24.21%	收入：需求复苏+行业整体提价驱动改善 价格：16 年下半年开始完成一轮行业提价，2017 年海天实现量价齐升 销量：餐饮复苏+品牌企业渠道扩张和下沉
18	29.63	16.80%	23.60%	面对成本压力，行业内的公司过去两年已通过直接或间接提价消化成本 受于餐饮及外卖行业快速增长，其中酱油、蚝油实现由销量驱动的稳健增长，18 年底公司对酱类市场渠道梳理基本完毕，19Q1 酱类增速逐步改善
19	58.01	16.22%	22.64%	
20	125.76	15.13%	19.61%	初期囤货，库存压力走高，快于同行的非餐饮动销增速部分对冲了餐饮端的下降。
21	-31.45	9.71%	4.18%	成本上涨、社区团购冲击、库存水平处于高位，年末提价
22 年初至今	-16.56			社区团购冲击逐步消除、库存环比改善、0 添加新品卡位

资料来源：wind，华安证券研究所（截止日期为 2022/08/16）

4. 盈利预测及估值分析：

根据行业整体变化，我们将公司三大主营业务做了拆分。1）价增：根据整体去年提价信息，我们确定今年价增的区间为 3-7%，结合整体提价顺畅情况及传导效应，我们认为提价区间中枢约为 5%。2）量增：量增方向，餐饮端受到疫情表现相对疲软，C 端需求复苏仍待观测，因此量增维持稳健发展。3）毛利率：公司提价成本压力，同时降本增效措施持续推进，结合公司酱油等产品的升级趋势，结构化升级持续落地，我们预期 22 年毛利率基本保持平稳。4）费用端基本保持相对平稳，费用投放理性，促使利润匹配收入增长趋势。结合以上，我们预计公司 2022/2023/2024 年收入分别为 278.22/314.74/358.70 亿元，同比增长分别为 11.3%/13.1%/14%，归母净利润为 74.63/87.43/104.32 亿元，同比增长 11.9%/17.2%/19.3%。

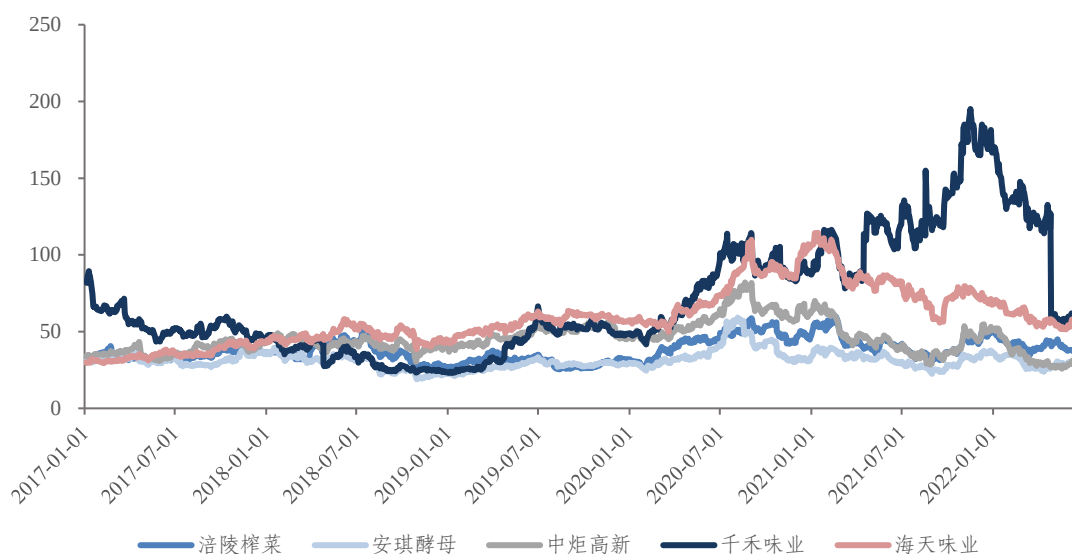
图表 47 收入拆分预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	19,796.89	22,791.87	25,004.03	27,822.01	31,473.98	35,869.71
yoy	16.22%	15.13%	9.71%	11.27%	13.13%	13.97%
毛利率 (%)	45.44	42.17	38.66	38.76	40.25	42.01
酱油						
收入 (百万)	11,628.51	13,043.40	14,188.11	15,344.44	16,746.92	18,448.41
yoy	13.60%	12.17%	8.78%	8.15%	9.14%	10.16%
毛利率 (%)	50.38	47.38	42.91	43.26	43.90	44.49
蚝油						
收入 (百万)	3,489.82	4,112.93	4,531.51	4,962.68	5,731.90	6,620.34
yoy	22.21%	17.86%	10.18%	9.51%	15.50%	15.50%
毛利率 (%)	37.96	35.36	34.61	35.39	37.91	39.79
酱类						
收入 (百万)	2,291.44	2,524.15	2,665.85	2,883.12	3,205.45	3,563.82
yoy	9.52%	10.16%	5.61%	8.15%	11.18%	11.18%
毛利率 (%)	47.56	44.20	39.52	37.65	38.88	41.17

资料来源：wind，华安证券研究所

根据同行业比较，海天整体估值高于行业涪陵榨菜、中炬高新、安琪酵母等，但从公司本身角度来看，过去 5 年 PE-TTM 接近 60X，受产品结构升级、提价平滑成本、降本增效等措施并行推进，公司具备一定的确定性。我们预计公司 2022/2023/2024 年收入分别为 278.22/314.74/358.70 亿元，同比增长分别为 11.3%/13.1%/14%，归母净利润为 74.63/87.43/104.32 亿元，同比增长 11.9%/17.2%/19.3%，对应 EPS 分别为 1.61/1.89/2.25 元/股，对应 PE 为 49/42/35X，维持“买入”评级。

图表 48 估值对比分析



资料来源：wind，华安证券研究所

5. 风险提示：

- 1) **成本压力：**原材料价格大幅上涨，运输费用压力，人工费用等上涨超预期。
- 2) **行业竞争加剧：**公司新品推展不顺利，产品结构升级路径受损等。
- 3) **疫情控制及恢复不及预期：**餐饮端恢复不及预期。
- 4) **食品安全风险：**食品安全事件。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	27579	32729	42204	48943	营业收入	25004	27822	31474	35870
现金	19814	23649	32621	38446	营业成本	15337	17038	18806	20799
应收账款	56	68	160	199	营业税金及附加	218	223	252	291
其他应收款	16	22	30	36	销售费用	1357	1391	1589	1865
预付账款	16	26	30	35	管理费用	394	415	475	556
存货	2227	3074	2986	3370	财务费用	-584	-489	-584	-743
其他流动资产	5450	5890	6378	6858	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	5759	5928	6173	6362	公允价值变动收益	128	100	120	120
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	39	56	31	36
固定资产	3614	3778	4009	4175	营业利润	7820	8746	10244	12224
无形资产	377	377	377	377	营业外收入	16	17	18	18
其他非流动资产	1768	1773	1787	1811	营业外支出	16	13	12	12
资产总计	33338	38656	48377	55305	利润总额	7821	8750	10250	12230
流动负债	9477	10533	11510	11940	所得税	1149	1286	1507	1798
短期借款	105	115	123	131	净利润	6671	7464	8743	10433
应付账款	1607	1233	1693	1427	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	7765	9185	9694	10381	归属母公司净利润	6671	7463	8743	10432
非流动负债	361	361	361	361	EBITDA	7813	8486	9927	11770
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.58	1.61	1.89	2.25
其他非流动负债	361	361	361	361					
负债合计	9838	10894	11871	12301	主要财务比率				
少数股东权益	98	100	101	102	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
股本	4213	4634	4634	4634	成长能力				
资本公积	142	142	142	142	营业收入	9.7%	11.3%	13.1%	14.0%
留存收益	19046	22886	31629	38126	营业利润	2.3%	11.8%	17.1%	19.3%
归属母公司股东权益	23402	27663	36405	42902	归属于母公司净利	4.2%	11.9%	17.2%	19.3%
负债和股东权益	33338	38656	48377	55305	获利能力				
					毛利率（%）	38.7%	38.8%	40.3%	42.0%
					净利率（%）	26.7%	26.8%	27.8%	29.1%
					ROE（%）	28.5%	27.0%	24.0%	24.3%
					ROIC（%）	25.5%	24.7%	22.1%	22.4%
					偿债能力				
					资产负债率（%）	29.5%	28.2%	24.5%	22.2%
					净负债比率（%）	41.9%	39.2%	32.5%	28.6%
					流动比率	2.91	3.11	3.67	4.10
					速动比率	2.67	2.80	3.39	3.79
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	0.77	0.72	0.69
					应收账款周转率	512.70	450.00	276.92	200.00
					应付账款周转率	11.76	12.00	12.86	13.33
					每股指标（元）				
					每股收益	1.58	1.61	1.89	2.25
					每股经营现金流薄）	1.36	1.69	2.14	2.30
					每股净资产	5.56	5.97	7.86	9.26
					估值比率				
					P/E	66.53	49.14	41.95	35.16
					P/B	18.92	13.26	10.07	8.55
					EV/EBITDA	54.16	40.45	33.68	27.91

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6324	7837	9923	10669
净利润	6671	7464	8743	10433
折旧摊销	745	385	419	444
财务费用	-594	6	7	7
投资损失	-39	-56	-31	-36
营运资金变动	-258	142	911	-53
其他经营现金流	6728	7218	7706	10360
投资活动现金流	-4925	-804	-953	-911
资本支出	-1014	-546	-654	-624
长期投资	-4687	-380	-420	-410
其他投资现金流	776	122	121	123
筹资活动现金流	-2911	-3198	2	-3934
短期借款	12	10	9	8
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	972	421	0	0
资本公积增加	-648	0	0	0
其他筹资现金流	-3247	-3629	-7	-3942
现金净增加额	-1516	3836	8971	5825

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

重要声明

分析师声明

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

免责声明

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

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

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

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。