

第 12 周晚课—主营业务分析

第一环节：课前提问

1、在财报第三节“公司业务概要”部分我们可以了解到什么信息？

答案：公司的主营业务、公司经营模式及运营策略、行业发展现状、核心竞争力分析。

2、财报第四节“经营情况讨论与分析”主要包括两部分内容？

答案：一块是总结过去一年的工作情况，包括经营情况讨论与分析和报告期内主要经营情况；另一块是展望未来，主要是公司关于公司未来发展的讨论与分析。也就是讲述公司的“过去和将来”。

3、公司从前 5 名客户获得的营业收入占营业收入的比例越大越好，还是越低越好？

答案：这个比例越低越好，超过 20%意味着风险较大。因为前 5 名客户一旦流失就会给公司的营业收入带来较大影响。

4、对于盈利能力强的公司，喜欢把研发投入费用化还是资本化？

答案：费用化。研发投入费用化会把研发支出计入当期利润表减少当期利润，可以少缴纳企业所得税。

阅读	详情	公司
★ 费用化	<ul style="list-style-type: none">计入当期利润表减少当期利润少缴纳企业所得税	<ul style="list-style-type: none">盈利能力强净利润现金含量高
★ 资本化	<ul style="list-style-type: none">计入资产负债表折旧摊销在使用期内扣除减少当期费用增加当期净利润	<ul style="list-style-type: none">盈利能力差净利润现金含量低

5、公司的投资一般分为哪两类？

答案：股权投资（对外收购其他公司）和非股权投资（对内加大场地、设备等生产资料的投资）

6、在研究“公司关于公司未来发展的讨论与分析”时为什么需要进行同业公司对比？

答案：我们把同行业不同公司的这部分内容进行比较，这样我们就能对整个行业有更深入的认识，同时也能发现哪家公司的决策层更优秀。

第二环节：本周重点

【海天长期上涨的秘密】

上周咱们讲了了解企业基本情况，包括名称、经营所在地、主营业务、商业模式、行业信息，简单认识了企业，如果企业生存在一个容易赚钱的行业就一定能稳赢吗？企业经营的好不好呢？

本周的课程重点是通过上市公司年度报告【第四节：经营情况讨论与分析】，了解上市公司近几年的主营业务经营情况，包括营业收入、营业成本以及毛利率的变动情况。以此，来找到公司股价能够持续上涨的秘密。

一、总体经营情况概述

第一部分经营活动讨论及分析中，企业首先对近一年的经营情况做了简单的分析总结。翻译成现场讲话就是：

董事会领导：“在过去的一年里，公司上下团结一心、抓住各项发展机遇，取得令人鼓舞的成绩，各项指标实现新的突破：……”

第四节 经营情况讨论与分析

一、经营情况讨论与分析

报告期是公司三五规划的第二年，也是极为特殊的一年。这一年，公司全体员工一起感受和经历了新冠疫情带来的巨大冲击和严峻考验，也一起用坚定的信念和快速的行动克服了诸多的困难，在做好防疫防控的同时，全力组织员工做好复工复产，在全体员工的共同努力下，全体员工攻坚克难，实现了营业收入持续增长，报告期内，公司营业收入 227.92 亿元，同比增长 15.13%；归属于上市公司股东的净利润 64.03 亿元，同比增长 19.61%；归属于上市公司股东的净资产 200.68 亿元，同比增长 21.03%；整体净利率 28.12%，同比提高了 1.06 个百分点，公司能够取得这样的发展实属不易；但通过艰难磨砺后，也使公司发展路径更加清晰，促使公司在诸多方面取得的一些积极变化，为公司的进一步发展奠定了良好的基础，也使公司整体的竞争力得到进一步提升。

这时候我们在台下听着领导的激情陈述，是不是感觉到激动万分？为公司取得的成绩而热烈鼓掌？不过先别急，在一片掌声的背后，同学们有没有听过，曾经有很多人质疑过海天？

通过海天味业的官网我们了解到，2014 年海天味业公开发行的 7485 万股 A 股正式在上海证券交易所挂牌交易。A 股上市，对于海天来说又是一次重要的跨越。上市后，海天将借助资本市场的力量，扩大经济规模和产能，不断做大做强。加快网络细化，加快多品种发展，通过收购兼并做大其他调味品领域，同时立下“力争五年再造一个新海天”的宏伟目标。

“再造一个海天”计划，是海天在达成百亿销值大关、实现 A 股成功上市的新的历史发展起点上，提出的第二个五年计划，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。

但这个宏伟计划，在海天上市之初，遭到了来自同业以及媒体的质疑。

下图为新京报 2014 年 3 月 31 日报纸版面：



来自外界的质疑主要涉及两个方面：

第一，海天上市募集资金总额约为 18.38 亿元，将投资于子公司“海天高明 150 万吨酱油调味品扩建工程”项目。该项目建成投产后，将新增酱油年产 100 万吨左右，与目前年产 108 万吨的产能相比，新增产能接近目前产能的一倍，相当于“再造一个海天”。业内人士估计，届时海天股份的酱油总产能

将达到 184.8 万吨。

根据数据统计显示, 2014 年国内人均年酱油消费量约为 3.7 公斤。照此计算,184 万吨酱油的年产量需要约 4.97 亿名消费者来支撑。也就是说, 需要有超过 1/3 的中国人来为海天味业消化这庞大的酱油产能, “并且一年到头只能吃海天”。业内人士质疑: “海天的步子迈大了, 就算国民生活水平提高了, 也不可能比以前多喝一倍酱油吧?”

第二, 人们发现, 在“海天”多款酱油的配料表中, “非转基因脱脂大豆”与“非转基因黄豆”排位靠前, 同属于主要原料, 高中低档产品概莫能外。而业内人士解释到: “脱脂大豆就是豆粕, 是大豆提取豆油之后的副产品, 一般都是油料厂的下脚料。”这引起了大部分消费者对海天酱油质量的担心。

面对社会舆论带来的巨大压力, 海天如何借助资本的力量, 一步一步创造宏伟蓝图呢?

下面让我们通过年报中经营情况分析章节的内容, 对海天过去几年的发展状况, 以及未来的发展趋势, 做一个简要回顾。

二、海天历年经营回顾

针对“再造一个海天”的宏伟目标, 从 2014 年起, 海天主要的工作重点基本都集中在如何扩大销售规模, 同时提升产品的盈利能力方面。

总体来说, 2014 年-2018 年(海天的二五计划), 海天味业的工作重点主要针对实现再造一个海天的战略目标而制定的具体措施, 目的也很明确: 增加销量, 提升产品竞争力, 增强产品盈利能力, 最终实现销售规模和利润的飞越。

那么, 通过五年的努力, 海天的付出有没有得到回报呢? 再造一个海天的宏伟目标有没有实现呢? 通过年报中【第四节 经营情况讨论与分析】的内容, 我们可以找到答案。通过数据汇总, 我们看到:

单位: 亿元

海天味业	2020		2019		2018		2017		2016		2015		2014
	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额
营业收入	227.92	15%	197.97	16%	170.34	17%	145.84	17%	124.59	10%	112.94	15%	98.17

从上市以来, 海天的营业收入保持着高速发展, 到 2018 年, 营收规模达到 170 亿元, 相对于 2014 年, 营业收入增长 74%, 基本实现了营收规模翻一倍的战略目标。

那么，企业营业收入的高速增长对于投资者来说有多重要呢？



我们看到，自上市以来，在二五计划期间，海天的营收规模上涨了 74%，而股价上涨了 590%。营业收入稳定快速的增长（带来净利润的稳定快速增长）为股价上涨提供了源源不断的动力，为投资者带来了丰厚的回报。

再如，2021 年 9 月 23 日，海天味业即将涨价的消息刷爆了朋友圈。不少海天经销商在朋友圈表示：“因各种成本和原材料不断上涨，我司接工厂通知，将于 2021 年 10 月在全国范围内海天全系列产品价格大幅上调！时间紧迫，请广大客户提前做好备货！！”



我们知道，提价带来的最直接的结果就是营业收入的上升。因此，9 月 24 日，海天股价开盘直奔涨停，达到 100.74 元/股。

海天味业 ▾ 100.74(+10.00%) 高 100.74 低 95.00 开 95.00 换 0.4
SH603288



在海天的带动下，同行业公司中炬高新、千禾味业也出现了不同程度的上涨。

千禾味业
SH603027

19.02(+10.01%) 高 19.02 低 18.00 开 18.00 换 3.2



中炬高新
SH600872

31.87(+8.36%) 高 32.35 低 30.30 开 30.30 换 5.8



可以看到，作为行业龙头的海天味业对于整个板块都有明显的带头作用。可见，营业收入对于股价的刺激是立竿见影的。

那为什么会这样呢？

因为，营业收入是企业核心业务发展状况地重要指标，是企业价值创造能力的体现，企业持续不

断创造价值的能力，势必会得到市场的认可，当然对股价地推动作用是不言而喻的。因此，对投资者来说，主营业务发展情况是我们分析的重点。

从 2019 年开始，海天进入第三个五年计划，“三五计划”的主要目标是未来五年收入和利润保持两位数以上增长，企业运营稳步成长。在 2019 及 2020 年海天味业年度报告中我们也看到，针对三五计划，海天也做出了针对性的工作部署。

企业管理层每一年度所部署的工作重点和措施都应该以实现企业战略目标为前提，并且能够对各项工作重点的实施情况进行监督，对执行结果负责，这是管理层的责任。优秀的管理层势必会针对企业的战略目标制定行之有效的措施，并且这些措施能够得到有效的执行，使企业能够持续的成长，达到企业战略目标。这是值得投资者信赖的管理层，也是符合我们寻找的潜在投资标的条件之一。

那么，海天的三五计划具体执行的怎么样呢？有没有带来预期的效果呢？对股票价格有没有带来持续的推动力呢？

接下来，我们通过以下四步来深度分析一下近几年企业的主营业务的经营情况。



第三环节：实践分析

一、企业产品的宽度和深度★★

对于企业产品的分析，投资者主要应该关注企业产品的宽度和深度。

所谓产品的宽度主要是衡量企业能够提供多少种产品或提供多少种服务，而产品的深度主要是衡量企业每一种产品包含多少类型。

我们拿世界 500 强宝洁公司为例，其产品种类众多，包括洗发、护发、护肤用品、化妆品、婴儿护理产品、妇女卫生用品、医药、织物、家居护理、个人清洁用品等。几乎满足了人们日常生活的所需要的所有物品，可以说宝洁产品的宽度非常广。

再看看产品深度，就以宝洁出品的洗发水为例，我们日常看到的海飞丝、沙宣、潘婷、飘柔等品牌，其实都是属于宝洁公司的品牌，四种产品有的主攻去屑，有的可以增加柔顺，有的满足高端用户，有的适用于平民百姓，不同类型的产品满足不同需求的人群，这就是产品深度带来的好处。所以宝洁公司的产品畅销全世界，具有很高的市场占有率和知名度，宝洁公司的产品策略也成为了商界非常成功且经典的案例之一。

接下来，我们从产品的宽度和深度两个维度，来分析下海天味业的产品情况。

首先，我们可以通过年度报告【第三节公司业务概要】部分，简单了解下企业产品和服务的情况。

第三节 公司业务概要

一、报告期内公司所从事的主要业务、经营模式及行业情况说明

（一）公司的主营业务

报告期内，公司的主营业务未发生变化，依然坚持主业，坚持调味品的生产和销售，并在调味品行业内实施相关多元化，产品涵盖酱油、蚝油、酱、醋、鸡精、味精、料酒等调味品。多年来公司调味品的产销量及收入连续多年名列行业第一，其中酱油、调味酱和蚝油是目前公司最主要的产品。

海天酱油产销量连续二十四年稳居全国第一，并遥遥领先。连续三年年均增长 14.5%。品种覆盖高中低各个层次、各种口味和多种烹调用途，其中不乏畅销多年深受消费者熟悉的主流产品，有众多引领消费升级的高端酱油，也有经济实惠的大众产品。公司持续通过全面推进精品战略，有力提升产品竞争壁垒，采取措施聚焦渠道效率和质量建设，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。

海天蚝油历史悠久，技术领先，销量处于绝对领先地位，连续三年年均增长 21.3%。且呈现加速增长的势头，随着市场网络的逐步深入和海天蚝油良好的独特风味，海天蚝油呈现出从地方性向全国化、从餐饮向居民的快速发展势头。公司有效抓住蚝油全国化和居民消费的发展机会，实现蚝油领先优势的进一步扩大，产品综合竞争力得到质的提升。

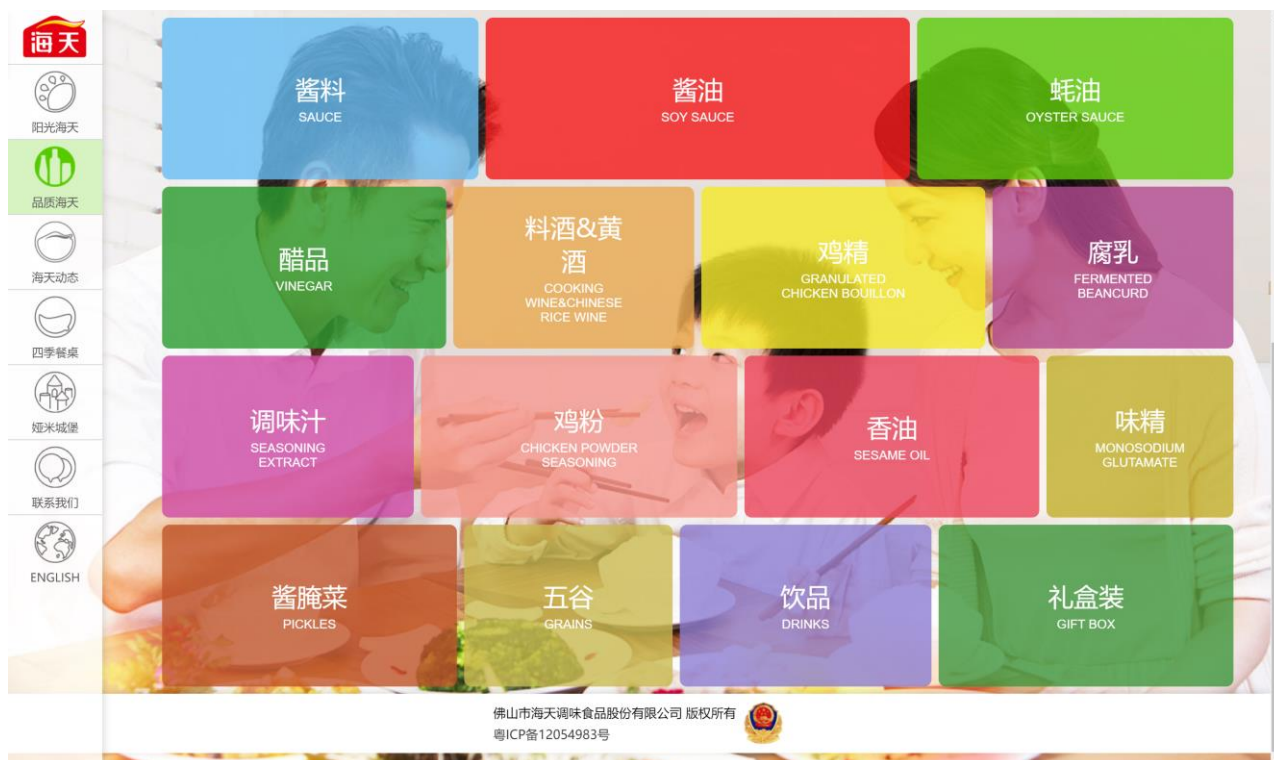
海天调味酱处于领先地位，销量连续三年年均增长 8.4%，公司加强对调味酱传统市场的主动调整，通过产品结构规格的优化，市场渠道的调整，有效提升产品盈利能力，夯实后继发展基础。调味酱品种众多，一酱一特色，货真价实，既拥有适用范围广的全国性基础酱料，也有独具特色的地方风味酱料，多年来保持了稳定发展，深受消费者欢迎。

从【公司业务概要】中我们看到，海天味业的产品涵盖了酱油、蚝油、酱类、醋、鸡精、味精、料酒等调味料，其中主打的产品包括酱油、调味酱以及蚝油。同时，我们看到这三类产品目前都处于市场领先地位，销量逐年上升，已成为海天的明星产品。

除此以外，我们还可以通过上市公司官网来获取公司产品的信息。以海天味业为例，我们登录海天味业的官方网站：<http://www.haitian-food.com/>。



然后，点击【品质海天】，然后选择【品牌产品】。



在这里，我们也可以获得到海天味业的所有产品的信息。可以看到，海天味业的产品涵盖的范围非常的广泛，几乎涵盖了我們日常生活中需要的所有调味料。说明海天拥有良好的产品宽度，能够最大限度地满足所有客户地需求。

接下来，我们可以点击一个产品，看看一种产品有多少类型？我们选择海天主打的“酱油”产品，来看看海天的酱油产品有多少种类呢？



我们看到，海天的酱油产品有九大系列，点击每一个不同的系列，我们还发现每个系列中还有许多不同的产品。比如我们点击“经典系列”：

经典系列

海天酱油经典系列，涵盖海天凉拌酱油、海天红烧酱油、海天鲜味生抽、海天老抽王等多个产品，都是中国老百姓耳熟能详的海天酱油代表产品。纵使时光流逝，经典味道，品质如一。



可以看到，海天酱油的经典系列中还有 12 中不同类型的酱油，说明海天对于消费者的需求进行了深度挖掘，最大限度的去满足每一位消费者的需求。换句话说，对于酱油这个产品，海天通过市场

调查，开发出不同品种的酱油，对于不同背景，拥有不同需求的消费者，他们都能在海天找到满足自己需求的产品。这就说明海天的产品有一定的深度。

因此，我们看到海天的产品不仅种类齐全（产品宽度），同时，对于每一类型的产品，还包含很多不同的品种（产品深度），更好的去满足市场需求。

二、主营业务规模以及盈利能力★★★★★

接下来，我们重点来看看海天近几年主营业务经营情况。

在第二部分主要经营情况中，首先，我们看到是【利润表及现金流量表相关科目变动分析表】。这张表可以理解为企业关键经营数据的汇总表。

（一）主营业务分析

1. 利润表及现金流量表相关科目变动分析表

单位：元 币种：人民币

科目	本期数	上年同期数	变动比例（%）
营业收入	22,791,873,936.49	19,796,889,800.07	15.13
营业成本	13,180,788,066.91	10,800,720,678.76	22.04
销售费用	1,365,533,071.16	2,162,819,226.68	-36.86
管理费用	361,389,131.13	289,903,386.14	24.66
研发费用	711,748,662.76	587,425,290.51	21.16
财务费用	-392,238,055.13	-292,740,159.04	33.99
经营活动产生的现金流量净额	6,950,432,014.98	6,567,569,488.52	5.83
投资活动产生的现金流量净额	-1,919,576,130.45	88,851,368.12	-2,260.44
筹资活动产生的现金流量净额	-2,948,974,958.14	-2,647,449,682.50	11.39

营业成本变动原因说明：主要原因是销售增加以及根据新收入准则将运费调整至营业成本所致。

销售费用变动原因说明：主要原因是根据新收入准则，将运费调整至营业成本、促销费冲减营业收入所致。

财务费用变动原因说明：主要原因是本期存款利息收入增加。

投资活动产生的现金流量净额变动原因说明：主要是本期理财产品到期收回的金额下降，以及固定资产投入增加所致。

上表中包含了企业2020年以及2019年度的营业收入，营业成本，期间费用，以及现金流量的变动情况，对于某些关键数据变动较大的情况进行了简单的说明。我们可以通过这些数据快速了解一家企业本年度的经营状况。当然也可以结合以前年度的经营情况综合来看下各项关键经营数据的变动情况。

第一步、营业收入情况

1、纵向和以前年度比较

我们将海天未来过往 5 年的营业收入数据进行汇总，以便同学们对海天的发展变化有一个直观的了解，如下表：

单位：亿元

海天味业	2020		2019		2018		2017		2016	
	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动
营业收入	227.92	15%	197.97	16%	170.34	17%	145.84	17%	124.59	10%

可以看到，过往 5 年，海天营业收入的增长速度保持在 10% 以上。从 2019 年开始，海天进入“三五计划”，力争企业营收以及利润规模保持持续稳定的增长。我们看到 2019 年-2020 年，海天的营业收入均保持在 15% 以上的增长速度，即使在疫情的冲击下，也能够保持稳定的发展，说明管理层优秀的决策能力以及较强的执行力。

从上表中我们看到，截至 2020 年，海天的营业收入已经达到 200 亿的规模，但在行业当中，海天处于什么地位呢？

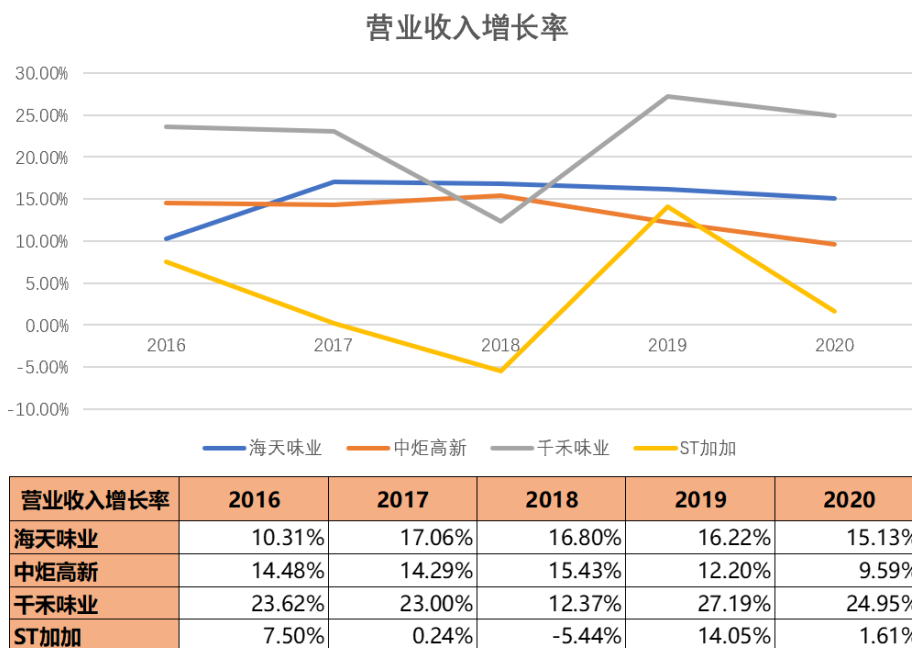
2、横向和同行业比较

我们打开“萝卜投研”APP，找到“海天味业”并进入同业对比板块，左下角找到 2020 年报，可以看到如下信息：

同业对比			
股票名称	总市值	营业收入	净利润
海天味业	5492.55亿	227.92亿	64.09亿
当前排名	1	1	1
中炬高新	371.87亿	51.23亿	9.71亿
天味食品	277.40亿	23.65亿	3.64亿
千禾味业	219.01亿	16.93亿	2.06亿
恒顺醋业	180.33亿	20.14亿	3.20亿
仲景食品	71.23亿	7.27亿	1.28亿
ST加加	69.70亿	20.73亿	1.76亿
日辰股份	61.58亿	2.63亿	8125.05万
莲花健康	37.67亿	16.55亿	7694.25万
星湖科技	27.79亿	11.16亿	1.49亿
安记食品	23.33亿	4.20亿	5281.75万
佳隆股份	21.99亿	2.43亿	974.90万

我们以上市公司总市值进行排名，筛选出行业内最具实力的公司，可以看到，以营业总收入为维度海天味业排名第一，且体量明显远超过同行业企业，可以说海天味业当前在调味品这个日消行业、刚需市场里占据着绝对优势的市场份额。

3、同行业公司纵向发展比较



我们选出市值靠前，与海天味业属于直接竞争关系的公司，对其成长性进行分析，我们看到海天近五年保持着平稳的增长，增长速度大部分时间保持在 15% 以上，说明海天味业的收入稳定且成长性好。千禾味业的增长速度虽然有时会超过海天，但是稳定性较差，而且其营收规模几乎不及海天的十分之一，单独看来尚不构成实质性威胁。

营业收入情况我们了解完了，接下来我们来看看营业成本和毛利率的情况。

第二步、毛利率分析

营业成本是指企业为生产产品或提供劳务所产生的直接费用，营业收入减去营业成本就形成了企业的毛利润，毛利润除以营业收入就是毛利率。如下图所示：

$$\text{毛利率} = \frac{\text{营业收入} - \text{营业成本}}{\text{营业收入}}$$

企业的毛利率越高就证明企业产品的竞争力越强，能为企业创造出更多的净利润，直接关系到投资回报水平。

海天近几年大力推进智能化建设以及品牌影响力，其主要目的就是为了利用智能设备提高生产效率，降低生产成本，同时提升产品品牌价值。也就是说，海天想在不断降低产品成本的同时，保持甚至能够在必要时提高产品售价，来提升海天的毛利率水平，最终达到产品利润规模持续增长的目的。而具体效果如何，我们可以通过【收入与成本分析】做进一步了解。

(1). 主营业务分行业、分产品、分地区情况

单位:元 币种:人民币

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年增减(%)	营业成本比上年增减(%)	毛利率比上年增减(%)
食品制造业	21,630,860,568.58	12,217,871,367.79	43.52	15.29	23.40	减少 3.71 个百分点
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年增减(%)	营业成本比上年增减(%)	毛利率比上年增减(%)
酱油	13,043,396,033.15	6,863,724,532.39	47.38	12.17	18.94	减少 3.00 个百分点
调味酱	2,524,151,981.16	1,408,593,828.13	44.20	10.16	17.21	减少 3.36 个百分点
蚝油	4,112,934,207.41	2,658,576,139.02	35.36	17.86	22.79	减少 2.60 个百分点
主营业务分地区情况						
分地区	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年增减(%)	营业成本比上年增减(%)	毛利率比上年增减(%)
东部区域	4,483,055,272.96	2,501,221,657.13	44.21	14.68	19.66	减少 2.32 个百分点
南部区域	4,123,886,956.90	2,277,187,231.31	44.78	3.67	7.49	减少 1.96 个百分点
中部区域	4,655,474,647.36	2,618,839,686.14	43.75	24.37	34.89	减少 4.38 个百分点
北部区域	5,676,312,535.22	3,218,986,208.18	43.29	13.49	21.51	减少 3.74 个百分点
西部区域	2,692,131,156.14	1,601,636,585.03	40.51	26.39	45.43	减少 7.79 个百分点

首先我们看到【主营业务分行业、分产品、分地区情况】表，这里我们能够了解到上市公司目前主营业务的毛利率水平，以及主要销售的产品和服务是什么，同时也能够看到每个主营产品的毛利率，来了解到企业的什么产品为企业的利润贡献最大。

我们看到，海天属于食品制造业，酱油、调味酱以及蚝油是海天销量最好的产品，其中酱油的销

售收入占总营业收入的比例超过了 60%，是海天的明星产品。同时，我们看到酱油产品的毛利率为 47.38%，也是所有产品里毛利率最高，为企业利润的贡献最大的产品。


单位：亿元

海天味业	2020		2019		2018		2017		2016	
	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动
营业收入	216.31	15%	187.62	15%	163.07	16%	141.03	17%	120.68	8%
营业成本	122.18	23%	99.01	17%	84.70	13%	74.95	13%	66.23	3%
毛利率	43.52%	-3.71%	47.23%	-0.83%	48.06%	1.21%	46.85%	1.73%	45.12%	2.90%

通过数据汇总,我们发现,过去五年海天的平均毛利率达到了 46.16%,超过行业平均水平 36.42%。在“二五计划”期间毛利率呈现稳定增长,在 2018 年达到峰值 48.06%。但近两年,海天的毛利率有所下降,截至 2020 年,毛利率下降至 43.52%。

通过毛利率的计算公式,我们看到毛利率的下降主要有两方面的原因导致:第一、营业收入下降;第二、营业成本上升。如下图所示:

$$\text{毛利率} = \frac{\text{营业收入} - \text{营业成本}}{\text{营业收入}}$$

营业收入下降
营业成本上升

 毛利率下降

营业收入的下降可能是由于产品价格的下降,也有可能是产品销量的下降导致,当然也有可能出现产品价格和销量都下降的情况,但无论是哪种情况,都预示着企业产品竞争力可能出现了问题。

而导致营业成本上升的原因可能包括产品原材料价格的上涨,生产工人的薪水的提高,或者是企业生产过程中相关成本上升所致。同样,无论哪种情况,都可能说明企业管理层的管理效率出现问题。因此,无论怎么样,企业毛利率的下降都应该引起投资者的关注。

接下来,我们看看海天毛利率下降的原因是什么?

主营业务分行业、分产品、分地区情况的说明

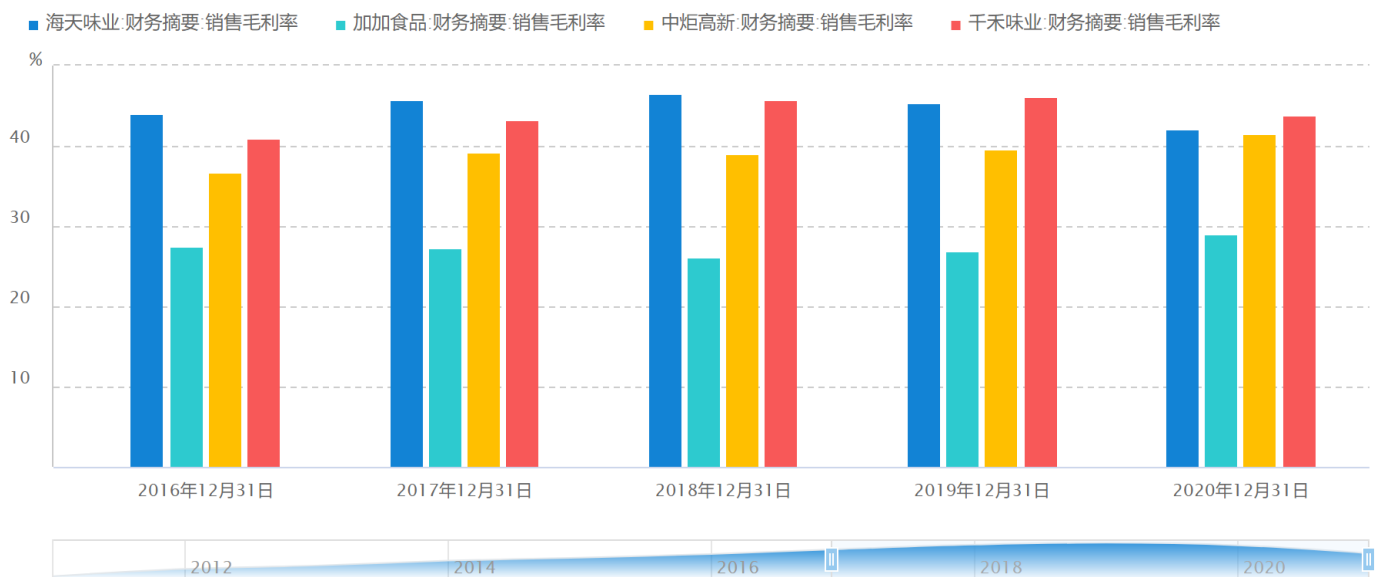
(1) 分行业:

报告期内, 公司食品制造业实现营业收入 216.31 亿, 同比增长 15.29%, 毛利率同比下降 3.71 个百分点, 主要是根据新收入准则, 将运费调整至营业成本、促销费冲减营业收入所致。

根据企业的说明, 我们看到毛利率下降主要是由于会计准则的改变, 导致营业成本上升, 营业收入下降。但是, 会计准则的变化对于整个行业的影响应该是相同的, 也就是说这并不会仅仅对海天有影响, 而是对通行业中其他公司都会产生同样的影响。那我们来看看同行业对比的情况:

电脑网页进入萝卜投研官网搜索海天味业, 点击【同类公司对比】, 选择【单指标对比】, 勾选对比公司, 选择【销售毛利率】, 即可看到同业五年毛利率对比情况。

手机用户可以进入萝卜投研 APP, 搜索海天味业, 点击【同业对比】, 进入【对比详情】, 设置【对比指标】和【时间】, 即可看到同业毛利率对比情况 (钉钉群有操作视频可以发)。



2016-2018 年, 海天的毛利率在行业中保持领先地位, 但从 2019 年开始, 千禾味业的销售毛利率逐步上升, 超过海天味业, 在 2020 年差距进一步扩大。

根据海天的解释, 2020 年毛利率进一步下降主要是因为新会计准则的实施, 在新收入会计准则下, 企业运输费调整至营业成本, 使得营业成本大幅增加, 同时促销费冲减营业收入, 导致营业收入减少, 最终导致毛利率的下降。

然而我们知道, 新会计准则的实施是适用于所有上市公司的, 也就是说, 同行业公司也应该执行

新准则的要求，产生同样的影响，但是我们看到，2020 年千禾味业毛利率进一步超越海天味业，将差距进一步拉大。因此，海天的毛利率下降有可能是有其他的原因所致。

如前所述，导致企业毛利率下降的原因主要有两个，1、产品销售收入的下落，2、产品成本的上升，那么接下来，我们利用报告中披露的营业收入、营业成本以及【产销量情况分析表】的数据，来计算出海天主营产品的单位销售价格以及单位生产成本，来分析判断下海天毛利率下降的原因。

1、分析单位销售价格

首先，我们来看看近几年海天产品销售收入持续增长的原因。销售收入的变动主要来自于两个方面：（1）产品销售量的变化；（2）产品销售价格的变化。因为我们知道，企业的营业收入等于单位销售价格乘以销售数量，如下图所示：

$$\text{营业收入} = \text{单位销售价格} \times \text{销售数量}$$

比如，我们卖西瓜，一个西瓜卖 10 元，卖了 10 个西瓜，一共收入 100 元，这 100 元就是营业收入。

我们可以通过【主营业务分行业、分产品、分地区情况】表可以获取海天三类主营产品的营业收入金额。如下图所示：

(1). 主营业务分行业、分产品、分地区情况

单位：元 币种：人民币

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
食品制造业	21,630,860,568.58	12,217,871,367.79	43.52	15.29	23.40	减少 3.71 个百分点
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
酱油	13,043,396,033.15	6,863,724,532.39	47.38	12.17	18.94	减少 3.00 个百分点
调味酱	2,524,151,981.16	1,408,593,828.13	44.20	10.16	17.21	减少 3.36 个百分点
蚝油	4,112,934,207.41	2,658,576,139.02	35.36	17.86	22.79	减少 2.60 个百分点

同时，我们通过【产销量情况分析表】可以获得三类产品的销售量（以吨为单位）。如下图所示：

(2). 产销量情况分析表

√ 适用 □ 不适用

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
酱油	吨	2,379,225	2,453,261	102,923	6.13	12.99	-41.84
调味酱	吨	292,682	294,278	16,709	8.23	9.92	-8.72
蚝油	吨	842,561	862,525	38,715	10.50	14.74	-34.02

根据上述数据，我们用海天的营业收入金额除以【产销量情况分析表】中的销售量，就可以得到海天三类主营产品的单位价格。如下图所示：

$$\text{单位销售价格} = \frac{\text{营业收入}}{\text{销售数量}}$$

我们将近五年数据汇总如下：

海天产品单价变动趋势表

酱油	2016		2017		2018		2019		2020	
	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动
营业收入 (亿)	75.79	12.8%	88.36	16.6%	102.36	15.8%	116.29	13.6%	130.43	12.2%
销量(吨)	1,480,300	10.3%	1,636,200	10.5%	1,877,957	14.8%	2,171,305	15.6%	2,453,261	13.0%
单价 (元/吨)	5,120	2.3%	5,400	5.5%	5,451	0.9%	5,356	-1.7%	5,317	-0.7%
调味酱	2016		2017		2018		2019		2020	
	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动
营业收入 (亿)	18.14	0.1%	20.40	12.4%	20.92	2.6%	22.91	9.5%	25.24	10.2%
销量(吨)	217,900	3.0%	231,400	6.2%	238,328	3.0%	267,726	12.3%	294,278	9.9%
单价 (元/吨)	8,327	-2.8%	8,817	5.9%	8,779	-0.4%	8,559	-2.5%	8,577	0.2%
蚝油	2016		2017		2018		2019		2020	
	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动
营业收入 (亿)	18.63	4.8%	22.66	21.7%	28.56	26.0%	34.90	22.2%	41.13	17.9%
销量(吨)	426,900	6.5%	484,800	13.6%	604,320	24.7%	751,722	24.4%	862,525	14.7%
单价 (元/吨)	4,363	-1.6%	4,674	7.1%	4,725	1.1%	4,642	-1.8%	4,768	2.7%

我们看到，酱油，调味酱以及蚝油作为海天的主打产品，营业收入合计超过总营业收入的 90%。但从上述数据中，我们发现过去五年间，海天味业三大主营产品的销量均呈现增长态势，尤其从 2018 年之后，增长速度有所加快，说明海天的营销转型和升级起到了良好的效果。

同时，我们看到从 2018 年以来，除了蚝油的单位价格有小幅的上涨（0.9%），从 4725 元/吨上涨到 4768 元/吨，酱油和调味酱的单位价格都有不同程度的下降，下降幅度超过 2%。

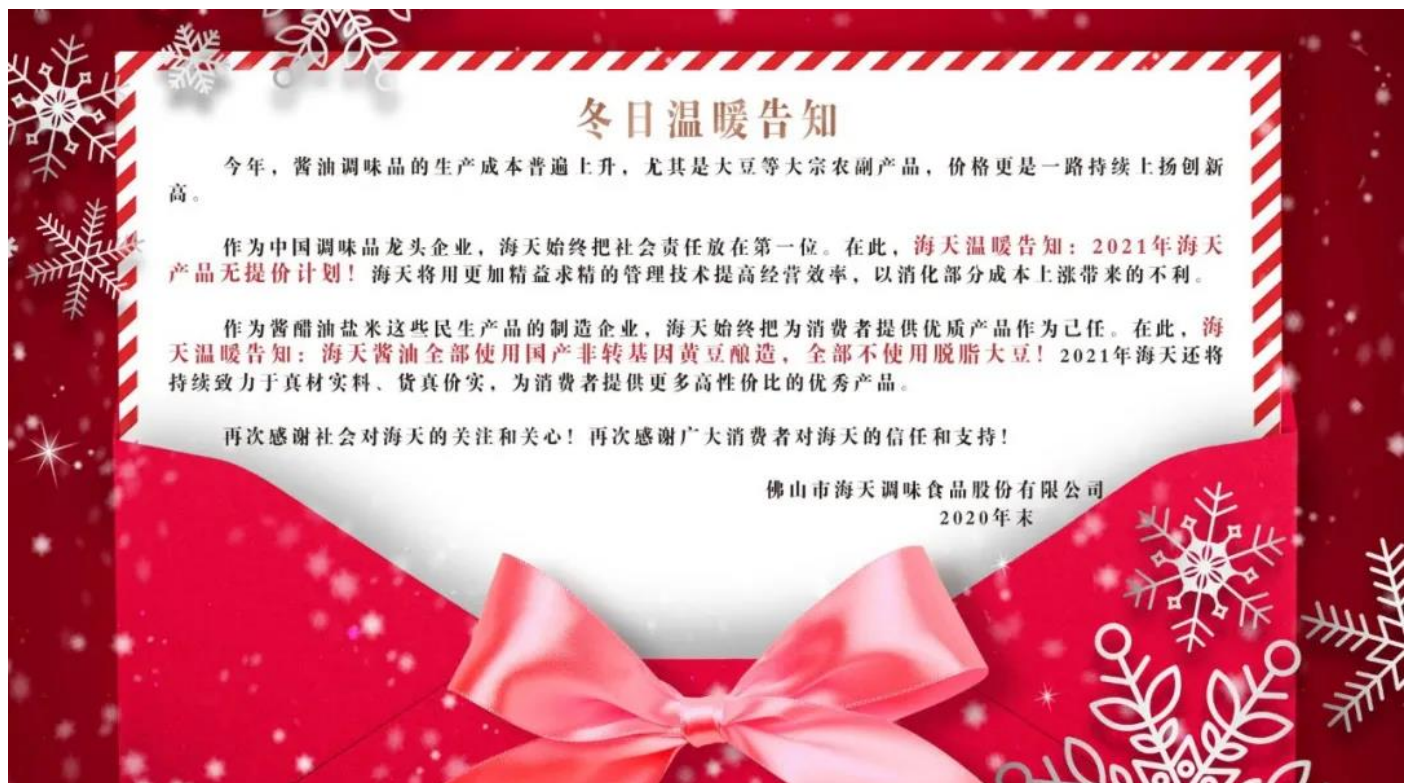
我们知道，在 2020 年整个行业都受到新会计准则的影响，促销费冲减营业收入导致全行业企业的营业收入有所下降，但海天管理层在 2020 年度并没有及时通过提高产品售价来避免产品的毛利率水平下降。说明海天可能还并没有形成绝对的产品定价能力，毕竟通过降价来保证产品销量是产品竞争力下降的典型表现之一。

我们可以百度搜索“海天味业提价历史”发现：

《调料家》在梳理海天味业过去的提价时间时发现，海天味业分别于2010年12月、2012年7-9月、2014年11月、2016年12月，而兴业证券、民生证券、光大证券等多家证券机构也先后发布研报预测，海天味业进入新一轮的调价周期。

资料来源: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1686285149632790697&wfr=spider&for=pc>

根据公开信息显示,海天味业过去经历了四次比较大幅度的价格调整,根据 2-3 年一次的提价周期,海天味业本该在 2020 年初进行一波提价,但受疫情影响,公司暂缓提价进程。公司 2020 年末在官网也发布了不提价的公告。但近期是否会进入提价周期,还需根据成本的未来变动情况而定。



官网链接: <http://www.haitian-food.com/index.php?ac=article&at=read&did=2273>

同时,进一步说明近两年海天在品牌建设方面的投入并没有带来明显的产品溢价。产品溢价主要体现在消费者愿意支付更多的钱来购买你的产品,产品溢价主要来自于产品的品牌价值,比如有的人愿意花费上万元购买一个名牌包包,其实就是为了品牌而支付更多的钱。

海天近几年不断地加大品牌建设力度,也是希望能够通过提升品牌价值,来提升自身地竞争地位,建立强大地护城河。但是,作为日常消费品,面对众多的产品,目前大部分消费者可能还不愿意为购买海天酱油支付更多的钱,海天品牌价值还没有充分的体现出来。

2、分析单位生产成本

接下来,我们来计算一下海天三大主营产品单位生产成本。和单位销售价格一样,我们用营业

成本除以产品的销量（以吨为单位），就能得到产品的单位生产成本了。如下图所示：

$$\text{单位生产成本} = \frac{\text{营业成本}}{\text{销售数量}}$$

我们用海天的营业成本除以【产销量情况分析表】中的销售量，来计算三类主营产品单位生产成本。

我们从【主营业务分行业、分产品、分地区情况】表中可以获取三大主营产品的营业总成本。如图所示：

(1). 主营业务分行业、分产品、分地区情况

单位：元 币种：人民币

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年 增减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年 增减 (%)
食品制造业	21,630,860,568.58	12,217,871,367.79	43.52	15.29	23.40	减少 3.71 个百分点
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年 增减 (%)	营业成本比上年 增减 (%)	毛利率比上年 增减 (%)
酱油	13,043,396,033.15	6,863,724,532.39	47.38	12.17	18.94	减少 3.00 个百分点
调味酱	2,524,151,981.16	1,408,593,828.13	44.20	10.16	17.21	减少 3.36 个百分点
蚝油	4,112,934,207.41	2,658,576,139.02	35.36	17.86	22.79	减少 2.60 个百分点
主营业务分地区情况						

同时，我们从【产销量情况分析表】中可以直接获取三大主营产品当年度的销售量。如下图所示：

(2). 产销量情况分析表

√适用 □不适用

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量比上年 增减 (%)	销售量比上年 增减 (%)	库存量比上年 增减 (%)
酱油	吨	2,379,225	2,453,261	102,923	6.13	12.99	-41.84
调味酱	吨	292,682	294,278	16,709	8.23	9.92	-8.72
蚝油	吨	842,561	862,525	38,715	10.50	14.74	-34.02

让我们看看过去五年，海天产品单位成本的变动情况：

海天产品单位成本变动趋势表

酱油	2016		2017		2018		2019		2020	
	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动
营业成本 (亿)	39.76	6.3%	44.60	12.2%	50.62	13.5%	57.71	14.0%	68.64	18.9%
销量(吨)	1,480,300	10.3%	1,636,200	10.5%	1,877,957	14.8%	2,171,305	15.6%	2,453,261	13.0%
单位成本 (元/吨)	2,686	-3.5%	2,726	1.5%	2,696	-1.1%	2,658	-1.4%	2,798	5.3%
调味酱	2016		2017		2018		2019		2020	
	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动
营业成本 (亿)	10.03	-1.0%	11.14	11.1%	10.93	-1.9%	12.02	9.9%	14.09	17.2%
销量(吨)	217,900	3.0%	231,400	6.2%	238,328	3.0%	267,726	12.3%	294,278	9.9%
单位成本 (元/吨)	4,605	-3.9%	4,816	4.6%	4,588	-4.7%	4,489	-2.2%	4,787	6.6%
蚝油	2016		2017		2018		2019		2020	
	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动	金额	同比变动
营业成本 (亿)	11.51	2.6%	13.79	19.9%	16.87	22.3%	21.65	28.3%	26.59	22.8%
销量(吨)	426,900	6.5%	484,800	13.6%	604,320	24.7%	751,722	24.4%	862,525	14.7%
单位成本 (元/吨)	2,695	-3.7%	2,845	5.6%	2,792	-1.9%	2,880	3.2%	3,082	7.0%

可以看到，从 2016-2019 年间，除了蚝油，酱油和调味酱产品的单位成本从整体来看逐步下降，说明在“二五计划”期间，海天通过智能化体系的建设以及技术创新，生产成本得到了有效的控制，生产效率逐步提升。但在 2020 年，产品单位成本均出现大幅上涨。

通过 2020 年年度报告中的【成本分析表】，我们可以看出，成本结构中除新会计准则导致运费大幅上涨的影响外，直接材料，制造费用以及直接人工都有明显的上涨，最终导致了单位成本的上升。如下图所示：

(3). 成本分析表

单位：元

分行业情况							情况说明
分行业	成本构成项目	本期金额	本期占总成本比例 (%)	上年同期金额	上年同期占总成本比例 (%)	本期金额较上年同期变动比例 (%)	
食品制造业	直接材料	10,190,361,014.39	83.41	8,789,817,110.75	84.47	15.93	
	制造费用	975,193,045.33	7.98	863,878,468.67	8.30	12.89	
	直接人工	308,566,978.69	2.53	247,092,605.46	2.37	24.88	
	运费	743,750,329.38	6.09	505,649,190.40	4.86	47.09	

通过 2014 年年度报告（如下图所示），我们可以看到，海天自上市以来，借助资本迅速扩大经济规模和产能，同时不断推进智能化制造体系的建设，目的就是通过提高生产效率，降低产品生产成本。我们通过前面地分析，可以看到在 2014-2018 年，海天整体生产效率逐渐获得提升，生产成本得

到有效控制，产品竞争力逐步上升。

2014 年年度报告

3、募集资金使用情况

(1) 募集资金总体使用情况

√适用 □不适用

单位:万元 币种:人民币						
募集年份	募集方式	募集资金总额	本年度已使用募集资金总额	已累计使用募集资金总额	尚未使用募集资金总额	尚未使用募集资金用途及去向
2014	首次发行	183,791.61	173,758.97	173,758.97	11,137.84	150 万吨酱油调味品扩建项目
合计	/	183,791.61	173,758.97	173,758.97	11,137.84	/
募集资金总体使用情况说明			1、2014 年 1 月 29 日，公司通过首次公开发行实际募集资金净额 183,791.61 万元。 2、2014 年 3 月 24 日，经公司第二届董事会第五次会议审议批准，公司以募集资金置换截至 2014 年 2 月 28 日止，预先已投入募集资金投资项目的自筹资金合计人民币 163,493.00 万元。 3、2014 年公司使用募集资金总额为 173,758.97 万元，已累计使用募集资金总额为 173,758.97 万元（“本年度已使用募集资金总额”包括募集资金到账后“本年度投入金额”及实际已置换先期投入金额合计人民币 163,493.00 万元）。 4、截至 2014 年 12 月 31 日，募集资金尚余 11,137.84 万元（含利息 1,105.29 万元），公司将继续用于“150 万吨酱油调味品扩建项目”的后续投入，并根据有关法律法规及《上海证券交易所上市公司募集资金管理办法》做好募集资金的存储和使用。			

(2) 募集资金承诺项目情况

√适用 □不适用

单位:万元 币种:人民币											
承诺项目名称	是否变更项目	募集资金拟投入金额	募集资金本年度投入金额	募集资金累计实际投入金额	是否符合计划进度	项目进度	预计收益	产生收益情况	是否符合预计收益	未达到计划进度和收益说明	变更原因及募集资金变更程序说明
海天高明 150 万吨酱油调味品扩建工程	否	185,694.67	173,758.97	173,758.97	是	93.57%	141,144.00				
合计	/	185,694.67	173,758.97	173,758.97	/	/	141,144.00	/	/	/	/

但 2020 年，在疫情，新会计准则、原材料成本上涨以及人工成本增加等因素影响下，导致海天产品单位成本出现大幅上涨，表明海天生产规模的不断扩张并没有给海天带来绝对的市场话语权。

换句话说，海天目前还不能依仗自己的市场规模，压低原材料价格，或者任意提高产品销售价格，来维持自身的毛利率水平，上下游议价能力有待提升。

虽然海天的营收规模在稳步上升，但由于营业成本的上升，产品单价的下降，营收规模的持续增长并没有导致企业产品收益率的提升，产品竞争力开始下降，来自同行的竞争压力越来越大。这不得不引起海天以及投资者的重视。

三、企业上下游竞争格局★★

接下来，我们看看海天采购及销售集中度的情况。采购及销售集中度主要反映企业采购以及销售是否集中依赖于少数几个供应商和客户的情况，相关信息在【主要销售客户及主要供应商情况】中进行了披露。

公司前五名客户的销售情况如下：

客户名称	营业收入	占营业收入总额的比例（%）
第一名	170,665,892.04	0.75
第二名	118,048,469.90	0.52
第三名	101,954,386.55	0.45
第四名	75,979,753.52	0.33
第五名	68,796,267.09	0.30
合计	535,444,769.10	2.35

可以看到，海天最大的前五名客户的销售额占总营业收入的比例仅为 2.35%，每个客户的销售额占比均不超过 1%。表明海天的营业收入并不依赖于某一个或某几个客户。从【第三节公司业务概要】章节，我们看到海天的销售模式主要以经销商为主。

（3）销售模式

公司主要采取经销商为主的销售模式，采用“先款后货”的结算方式，有力保障公司充裕的现金流以及防止坏账的发生。通过提升经销商的质量，来最大化覆盖市场终端，在和经销商的合作中充分的体现共赢；每一年销售策略均持续优化，逐步建立了适合自身发展的销售模式。

根据海天采取的以经销商为主的销售模式，这样的销售集中度大大提升了海天在市场中的议价能力。

公司前五名供应商采购情况如下：

供应商名称	采购金额	占采购总额的比例（%）
第一名	739,234,536.94	6.63
第二名	516,151,033.87	4.63
第三名	470,585,964.24	4.22
第四名	337,744,361.15	3.03
第五名	335,912,140.75	3.01
合计	2,399,628,036.95	21.52

2020 年度，海天从最大的前五名供应商处采购原材料的采购额占总采购额的 21.52%。要知道企业对于供应商的集中度过高，会大大降低企业对供应商的议价能力，而且资金占用量大，对企业稳定运营埋下潜在隐患。但如果集中度过低，又会大大降低企业的采购效率，增加采购成本，同时难以保证货物质量的稳定。

因此企业管理层应该结合自身运营的实际情况，将采购集中度保持在一个合理的比例，即能够保证原料采购灵活性，也能够合理控制采购成本。这里我们建议对于供应商的集中度保持在 20%-40% 之间较为合理。

从【**第三节：公司业务概要**】中我们了解到，海天在管理系统上，通过 ERP 系统进行采购管理，使公司整体供应链系统严密而高效。采购部门与使用部门之间形成目标一致的供应链上下游，根据生产计划确定最佳的采购计划；通过稳定的采购量和灵活的定价策略，降低采购成本。

通过数据汇总，我们发现海天通过智能设备的使用，近五年的采购集中度逐步降低，整体保持在 20%-24% 之间，在销售规模逐年增长的情况下，稳定的采购集中度，表现出海天优秀的采购效率和管理能力，在强化议价权的同时，保证采购成本处于合理水平。同时，单一供应商的依赖度相对较低，即使突然停止供应，也不会对企业运营产生实质性影响。

因此，海天上下游的议价能力较强，处于主导地位。

四、企业未来发展趋势★★

通过对未来发展趋势的分析，国内经济大循环，全面促进消费，城镇化进程推进，在这样的大背景下，给海天所处的大消费类行业带来了无限的机遇。但通过我们上述分析，我们发现 2019 年开始，海天产品的单位售价有所下降，单位成本有所上升，导致产品竞争力开始进入下降趋势。

面对大环境的机遇，以及同业竞争压力，海天应该利用自身的优势，采取有效措施，扭转不利局面。我们可以通过第四章的第三部分【**公司关于公司未来发展的讨论与分析**】来了解下企业未来的经营计划。

一、以科技领航企业发展。

公司继续加快企业创新步伐，以科技领航企业发展，加大在生物发酵及相关领域的前沿技术、核心技术、核心菌种等方面的研究，强化以科技项目价值为导向，促进科研项目的高质高效产出，加快科技进步和成果转化速度，进一步拉大科技领先优势。

二、以产品领航市场发展。

继续坚持优先做好酱油、蚝油、发酵酱三大核心品类的发展，进一步放大竞争优势，拉大差距，并加快复合酱、鸡精、火锅料、醋等后继品类的提速发展，将一个个新产品做大，构建未来新的增长力。

三、前瞻性做好产能布局。

在市场规模不断扩大的同时，加快产能布局，除高明海天正不断加大生产基地的产能改造，实现年产能不断提升外，江苏海天等全国化生产、物流基地也将逐步开工建设，为市场的稳定发展提供了有力的保障，更好的把握市场发展机遇。

四、以数字化创新业务，提高企业管理层次。

近年，公司加快了生产制造升级改造的步伐，使生产、采购、销售、物流等核心业务链以数字化为核心，通过信息化、智能化系统，深度连接并实现高效联动运转。今后，公司将继续强化大数据在智能制造技术中的应用，通过推动产、供、销全流程的自动化联动，推动多项业务信息系统的内部互联互通，继续为提升生产效率和管理水平赋能，支撑未来多平台、多业务发展。

五、加快新优势的建立，实现企业高质量发展。

适应多变的时代、快速迭代的市场和需求，充分利用好海天积累的优势，加快产品创新步伐，加快新业务、新渠道、新品类尽快出成果，加快新优势的建立，推动公司实现更高质量增长。

六、提高人才层次，加快企业转型升级。

深入推进自主经营模式创变升级，加快人才队伍的升级迭代，以支撑公司多品类、多业务发展，加快打造一支年轻化、技能化、精英化的人才队伍，提高人才队伍层次，加快企业转型升级发展。

目前，海天主要的问题是 1、产品价格下降；2、生产成本上升。针对这两个问题，我们看到海天未来

的经营计划中：

- 1、以科技领航企业发展，以科技项目价值为导向，以及持续优化明星产品，目的在于通过科技提升产品溢价，增强产品竞争力以及市场议价能力；
- 2、加快产能布局，生产制造升级改造，建立核心业务链，通过产能的不断扩大，智能化系统的不断完善，不断提高生产效率，降低产品单位成本，保证盈利水平；
- 3、同时，海天利用自身优势，加快产品迭代更新，开发新业务，新渠道等，都能够进一步促进海天的销售规模稳定增长；

通过上述措施，不仅能够有效应对两个主要的问题，同时也能够保证企业“三五计划”顺利实施。但是这些措施能够得到有效实施，以及效果如何，需要我们持续关注。

第四环节：总结

总的来说，虽然海天味业近一年毛利率有所下降，但仍然长期保持在 40%以上，具备强大的盈利能力。同时，强大的市场地位，以及丰富的产品结构为海天的持续增长提供了动力。从近两年的股票价格走势上也得到了体现。

海天味业 ▾
SH603288

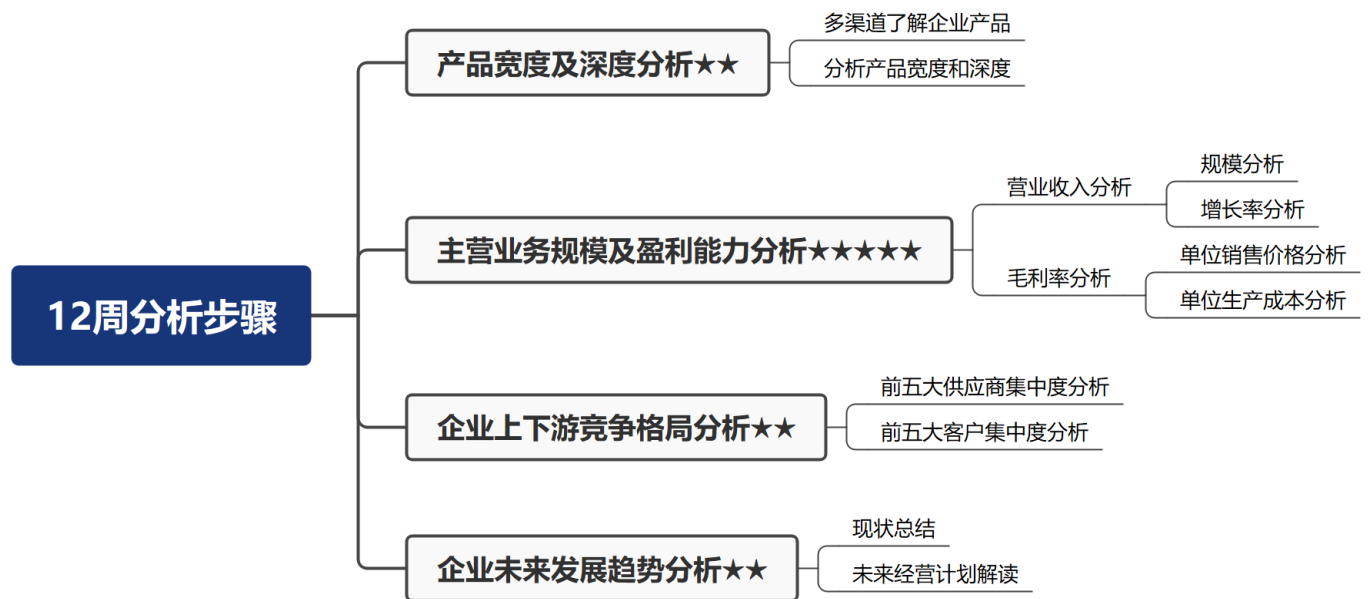
114.67(+2.04%) 高 115.70 低 110.50 开 112.18 换 0.2



可以看到，2019-2020 年间，海天味业股价的涨幅也达到了 70%，与其主营业务快速发展有直接的关系。

【步骤小结】

- 1、查看公司官网，看企业的产品有哪些，基本情况如何；
- 2、用 i 问财查询企业连续 5 年的营业收入，看规模，通过增长率看成长性；
- 3、看年报，“第四节 经营情况讨论与分析”，在“主营业务分析”部分，找到“营业收入构成”，看收入的细节；
- 4、看年报，“第四节 经营情况讨论与分析”找到“主营业务分析”，看毛利率的变动，分析产品的毛利率，看企业的盈利能力强不强；
- 5、看年报，通过前五大客户和供应商占比，看企业上下游竞争格局；
- 6、看年报，“第四节 经营情况讨论与分析”，第三部分中【公司关于公司未来发展的讨论与分析】，可以看到企业针对目前出现的问题以及企业发展战略，制定的未来经营计划。



重要声明：

以上关于企业分析的内容，仅作为教学案例，帮助大家掌握投资技能，不作为投资建议。