

千禾味业 (603027.SH)

定位中高端差异化竞争，区域扩张迎高成长

● 调味品高端化和功能化是消费升级方向

借鉴日本，酱油成熟期增长主要源于消费升级。据彭博，16年国内酱油收入增速放缓至8%进入成熟期。17H1增速略有回暖，主要系餐饮微复苏和企业提价。酱油消费升级加提价，价格中枢上移，行业增长由增量驱动转向量价齐推。鲜味酱油目前高增长，零添加和有机酱油是未来消费升级方向。

● 差异化竞争是调味品后发企业弯道超车的重要机遇

彭博数据显示酱油行业集中度低，15年CR5仅27%，龙头海天占比13%。未来行业进入成熟期，竞争加剧集中度有望提升。全国性和区域强势品牌均布局鲜味酱油正受益高增长。对于零添加和有机酱油，全国性品牌的品牌\渠道综合实力强，但目前仍以传统酱油为主；区域性强势品牌千禾等差异化竞争聚焦中高端（千禾零添加产品约占50%），主力聚焦零添加和有机产品，健康升级方向下成长性高，有望区域扩张迎来高成长时期。

● 千禾定位中高端，全国区域拓展迎高增长

11年开始千禾聚焦调味品，13-16年酱油销量CAGR达30%，出厂价CAGR为2.6%，收入占比从11年19%增长到16年48%。调味品毛利率高于焦糖色且占比不断上升，拉动整体毛利率提升。公司调味品高增长主要由于产品结构优化和渠道扩张：（1）酱油和窖醋业务聚焦中高端差异化竞争，17H1中高端占比达65%。公司在西南大本营引领消费升级；外埠市场主推零添加、有机等高端产品，推动中高端产品快速扩张，产品结构持续优化，公司整体毛利率高于所有竞争对手。（2）西南大本营市场以县为单位下沉经销商，推动渠道持续下沉；外埠市场目前以一线城市和省会城市的商超渠道为主，持续扩大经销商规模实现区域扩张，有望迎来高成长时期。

● 盈利预测和投资建议

公司差异化定位中高端，符合消费升级的方向，看好公司产品结构优化及区域扩张，预计17-19年公司收入10.04/12.59/15.62亿元，同增30%/25%/24%，净利润1.56/2.01/2.63亿元，同增56%/29%/31%，目前股价对应PE估值38/29/22倍，维持买入评级。

● **风险提示：**经济增速下滑超预期；区域扩张不及预期；食品安全问题。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	623.59	770.86	1,004.26	1,259.29	1,561.70
增长率(%)	-4.18%	23.62%	30.28%	25.39%	24.01%
EBITDA(百万元)	110.64	139.97	230.94	295.23	373.40
净利润(百万元)	66.53	100.09	156.04	201.47	263.25
增长率(%)	25.60%	50.44%	55.91%	29.11%	30.66%
EPS(元/股)	0.554	0.626	0.488	0.630	0.823
市盈率(P/E)	-	29.44	37.77	29.25	22.39

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 18.43元

前次评级 买入

报告日期 2017-09-03

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	320/133
流通A股市值(百万元)	5978
每股净资产(元)	5.57
资产负债率(%)	13.27
一年内最高/最低(元)	48.91/16.65

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：

千禾味业新股报告：川渝调味品领导品牌，募投项目助力区域扩张 2016-02-21

千禾味业中报点评：产品结构升级叠加区域扩张，推动上半年公司业绩高速增长 2017-08-28

联系人：刘景瑜
gfliujingyu@gf.com.cn

目录索引

一、调味品高端化和功能化是长期消费升级趋势	5
1、借鉴日本消费升级之路，酱油高端化与功能化是长期消费升级趋势	5
(1) 收入提升+健康诉求增强，推动日本酱油向高端化和专业化发展	5
(2) 饮食生活习惯改变，引导酱油专业化进程	6
2、国内调味品行业销量增长平稳，消费升级+提价打开价格增长空间	7
(1) 国内酱油进入成熟期，未来有望复制日本酱油的消费升级之路	7
(2) 中高端酱油处于消费升级风口，功能化和健康化趋势明显	10
二、差异化竞争是调味品后发企业弯道超车的重要机遇	11
1、酱油行业集中度仍较低，区域竞争格局各异	11
(1) 华南市场：名牌集中，高中低端市场竞争激烈	12
(2) 华东市场：企业最多，未来集中度提升最快	13
(3) 西南市场：高、中、低端酱油品牌错位竞争	15
(4) 华中市场：寡头竞争各局	16
(5) 华北市场：地产品牌少，未来将成酱油企业争夺的主要市场	16
2、后发企业差异化定位中高端，引领消费升级趋势	17
(1) 零添加、有机酱油符合消费升级健康趋势	17
(2) 鲜味酱油符合消费升级功能性酱油趋势	19
三、千禾味业：定位中高端差异化竞争，区域拓展迎高增长	20
1、调味品占比提升带动毛利率上升，民企体制灵活经营效率高	20
2、聚焦中高端，千禾调味品差异化定位充分受益消费升级	21
(1) 酱油产品聚焦中高端，产品结构升级毛利率提升明显	22
(2) 打造鲜味、“零添加”和有机酱油，充分迎合消费升级趋势	23
(3) 进军高端食醋蓝海，千禾窖醋和有机醋发展空间广阔	25
3、精耕西南市场，外埠高举高打，多渠道驱动销量增长	26
(1) 西南地区：“直营+经销”模式，渠道持续下沉	26
(2) 外埠市场：全国化扩张“商超+地面推广”模式可期，复制欣和六月鲜崛起	29
(3) 开拓餐饮和电商渠道，多渠道驱动销量增长	34
四、盈利预测与投资建议	34

图表索引

图 1: 日本酱油行业 70 年代开始消费升级.....	5
图 2: 日本酱油经历了三次明显提价.....	6
图 3: 日本酱油向高端与专业化升级.....	6
图 4: 2002 年高端酱油在日本家庭用市场中占比 46%.....	6
图 5: 日本酱油迎合饮食西化与简便化向专业定位发展.....	7
图 6: 日本家庭汤类和酱类支出上升.....	7
图 7: 功能性酱油及衍生品产量增长稳健 (千 kl).....	7
图 8: 16 年我国调味品收入增速放缓至个位数.....	8
图 9: 16 年酱油零售额增速降至 8.23%.....	8
图 10: 主营酱油业务的企业 17H1 收入增速高于 16H1.....	8
图 11: 我国酱油产量增长放缓.....	9
图 12: 大陆酱油人均产量超过台湾 (升/人).....	9
图 13: 国产酱油提升空间大.....	9
图 14: 零售终端酱油价格上移明显.....	9
图 15: 日本市场中商超是主流渠道 (%).....	10
图 16: 中国市场中商超成为主流渠道 (%).....	10
图 17: 2015 年我国酱油行业 CR5=27%.....	12
图 18: 2016 年日本酱油行业 CR5=59%.....	12
图 19: 2016 年全国酱油产量 (万吨) 前三企业.....	12
图 20: 华南地区酱油产量 CR3 达到 70.21%.....	12
图 21: 2016 年酱油生产企业数量华东地区占比最多.....	14
图 22: 酱油单品数量华东市场占比最大.....	14
图 23: 区域性强势品牌有机认证产量更大 (吨).....	18
图 24: 区域性强势品牌有机酱油价格更低 (元/500ml).....	18
图 25: 千禾的“零添加”产品占比 50%.....	19
图 26: 千禾主力产品与海天与厨邦保持差异化竞争.....	19
图 27: 酱油成为千禾味业收入占比最高的品类.....	20
图 28: 公司酱油和食醋毛利率不断提升.....	20
图 29: 千禾味业酱油增长迅速.....	21
图 30: 千禾味业酱油收入增速高于竞争对手.....	21
图 31: 千禾味业为民营企业, 股权较为集中 (2017 年).....	21
图 32: 千禾味业酿造优势明显.....	22
图 33: 中高端酱油带动酱油销量提升.....	22
图 34: 千禾酱油出厂均价稳步提升.....	22
图 35: 千禾酱油毛利率超过海天.....	23
图 36: 千禾推出延长发酵时间的“零添加”系列和有机酱油.....	23
图 37: 千禾“零添加”酱油的氨基酸态氮含量高 (g/100ml).....	24
图 38: 千禾有机酱油的氨基酸态氮含量高 (g/100ml).....	24
图 39: 千禾推出定位儿童和红烧的高端功能性酱油.....	24

图 40: 东坡红在红烧酱油中价格高 (元/500ml)	24
图 41: 千禾食醋收入维持较快增长	25
图 42: 千禾食醋毛利率高于酱油和焦糖色	25
图 43: 西南地区直销所占比例上升	27
图 44: 直销收入增速两续两年保持 50%以上	27
图 45: 千禾西南地区调味品销售额低于海天	28
图 46: 经销渠道四川收入占西南地区的 85%以上	28
图 47: 云贵渝增速高于四川	28
图 48: 四川总人口数低于云贵渝之和 (万人)	29
图 49: 四川城镇居民人均可支配收入与云贵渝在同一水平 (万元)	29
图 50: 云贵渝的经销商数量和仅占四川的一半左右	29
图 51: 六月鲜品牌定位高端并采用导购模式	30
图 52: 欣和在上海酱油市场销售份额跃居第二	31
图 53: 欣和销量排第四, 高端定位凸显	31
图 54: 千禾在华东市场增长迅速	32
图 55: 千禾在一年内跃居华东酱油产品第四名	32
图 56: 千禾投入大量营销费用打开华东市场 (万元)	32
图 57: 千禾销售费用率大幅上升	32
图 58: 西南市场以外的经销商大幅增长	33
图 59: 千禾西南和华东以外市场在 15 年后迎来爆发	33
图 60: 千禾拟建设全国性营销网络	33
图 61: 公司产能利用率不断提升	34
图 62: 公司预计 2020 年公司酱油产量达到 12 万吨	34
表 1: 酱油行业产品提价频繁	9
表 2: 我国酱油产品结构升级过程	11
表 3: 华南企业品类多、价格带覆盖全面	13
表 4: 华东市场主要酱油生产企业及部分产品	14
表 5: 西南市场主要酱油生产企业及部分产品	15
表 6: 华中市场主要酱油生产企业及部分产品	16
表 7: 华北市场主要酱油生产企业及部分产品	16
表 8: 零添加、有机酱油竞争情况	17
表 9: 千禾高端酱油覆盖多价位段	17
表 10: 多家调味品公司推出鲜味酱油产品	19
表 11: 千禾食醋定价高于其他品牌	25
表 12: 有机醋主要品牌和产品价格	26
表 13: 西南地区采用“直销+经销”的销售模式	26
表 14: 调味品业务有望量价齐升	35
表 15: 可比公司估值 (对应 2017 年 9 月 1 日收盘价)	35

一、调味品高端化和功能化是长期消费升级趋势

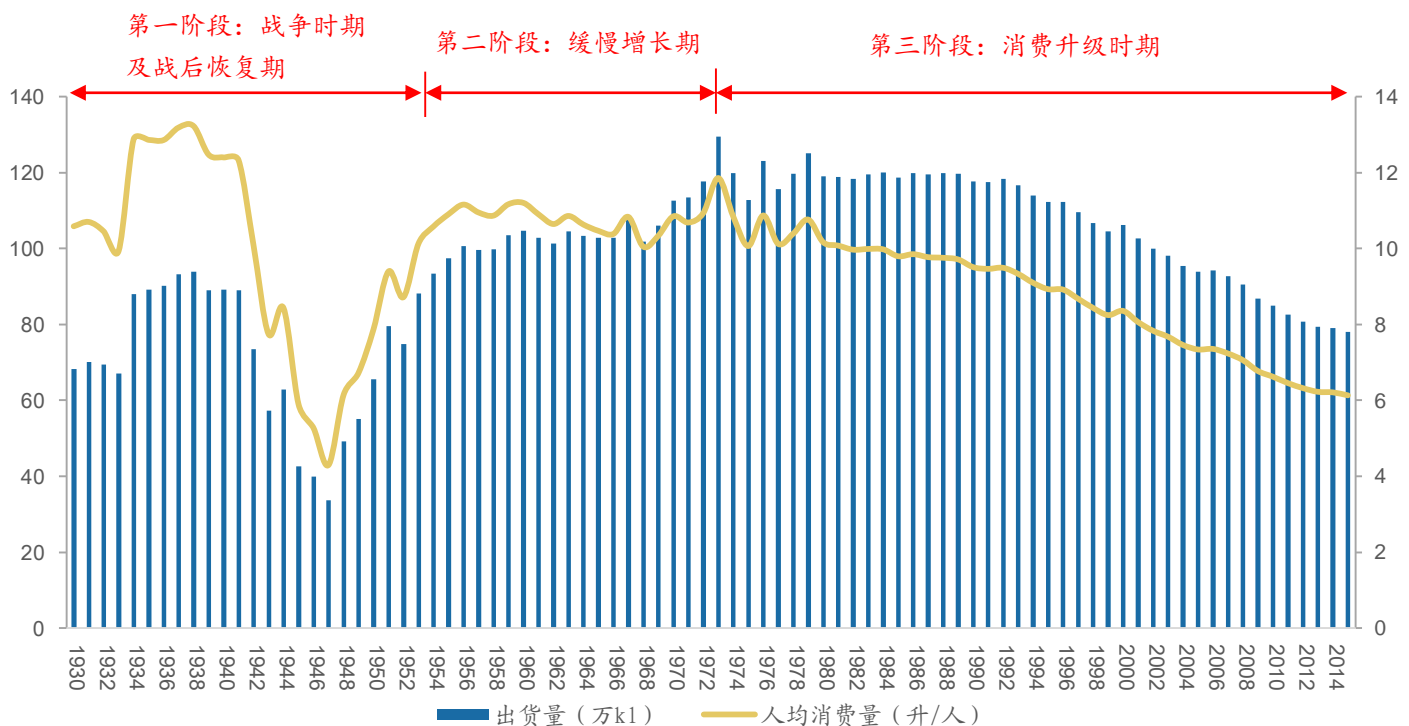
1、借鉴日本消费升级之路，酱油高端化与功能化是长期消费升级趋势

日本是消费品成熟大国，其酱油行业自70年代便步入成熟期，已经历过初创期、成长期、成熟期、衰退期四个完整的行业阶段，对国内酱油行业的发展有一定借鉴意义。日本酱油70年后开始步入成熟期，老龄化加快、人口红利消失使得其销量并无明显上升，主要依靠消费升级拉动行业增长。龙头在行业成熟期仍保持较快增长，不断抢占市场份额，彭博数据显示2015年龙头龟甲万占据了日本酱油市场33.1%的出货量。

（1）收入提升+健康诉求增强，推动日本酱油向高端化和专业化发展

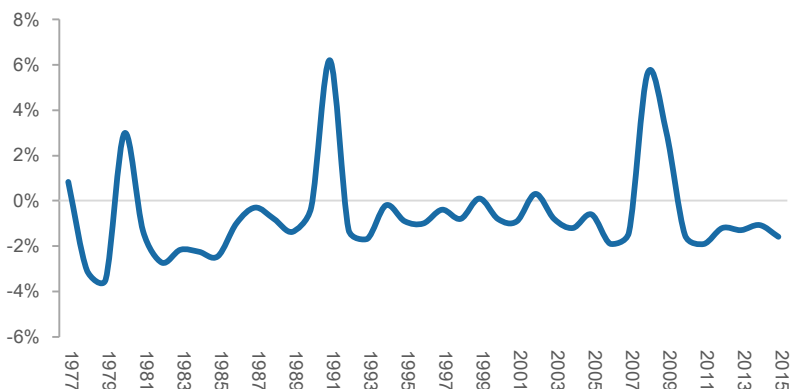
日本人均GDP在70年代增长迅速，1960-1995年人均GDP的CAGR高达13.7%，健康诉求增强，推动酱油行业消费升级。消费升级引导日本酱油三次明显提价，高附加值酱油占家庭用酱油比例超过40%。根据总务省统计局数据，日本酱油出货量在1973年达到顶点，随后进入缓慢下降阶段。但由于消费升级的原因，酱油价格中枢经历了三次明显的上移。第一次是由于80年前后低盐酱油的出现，第二次是由于90年前后丸大豆酱油的兴起，第三次是由于08年前后新鲜酱油的出现。在剔除CPI的影响后，三次消费升级对酱油真实价格的提升分别为3%、6%、5%左右。

图1：日本酱油行业70年代开始消费升级



数据来源：农林水产省，总务省统计局，广发证券发展研究中心

图2: 日本酱油经历了三次明显提价



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

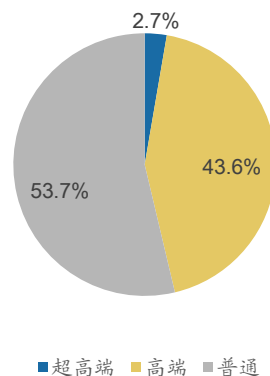
日本酱油消费升级向高端化推进。相比传统酱油,消费升级的产品具备溢价空间,盈利能力更强。日本酱油行业的消费升级一方面向具备高附加值的酱油发展,主要产品如低盐酱油、丸大豆酱油、有机酱油,相对传统酱油更能满足消费者的健康诉求。另一方面则向专业化的方向发展,如一系列的功能性酱油及酱油衍生品,在用途上定位精准,满足消费者的便利性需求。随着具备附加价值的健康酱油的推广,至2002年在家庭用酱油市场中,350日元/升以上的超高端酱油占比2.7%,250-350日元/升的高端酱油占比43.6%。

图3: 日本酱油向高端与专业化升级



资料来源: 日本酱油协会, 广发证券发展研究中心

图4: 2002年高端酱油在日本家庭用市场中占比46%



资料来源: 龟甲万, 广发证券发展研究中心

(2) 饮食生活习惯改变, 引导酱油专业化进程

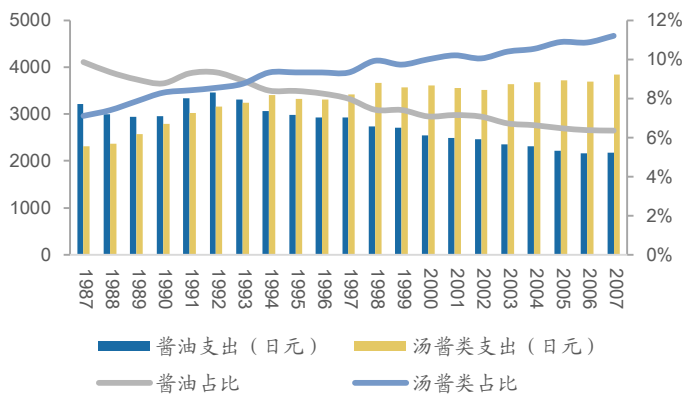
日本饮食文化的改变为酱油功能化的发展奠定了良好的契机,功能性酱油及酱油衍生品增长明显优于酱油整体。1963年以来,日本饮食文化西化与简便化。功能化酱油以传统酱油为原料加工制成,定位专业,简化烹调过程,适应饮食简便化、快速化的趋势。作为酱油衍生品的汤类和酱类产品拥有良好的消费基础,从80年代以来保持了良好的增长趋势。1987年至2007年,日本家庭的酱油支出由3217下降到2175日元,酱油在调味品支出中的占比也由10%下降至6%;而酱类和汤类的支出从2317上升到3844日元,占比由7%上升至11%。从产量来看,酱类产量从82年的4万升增长到06年的16万升,面条汤汁的产量从82年的5万升增长到08年的21万升,两类产品在约25年的时间内增长了300%左右。

图5：日本酱油迎合饮食西化与简便化向专业定位发展



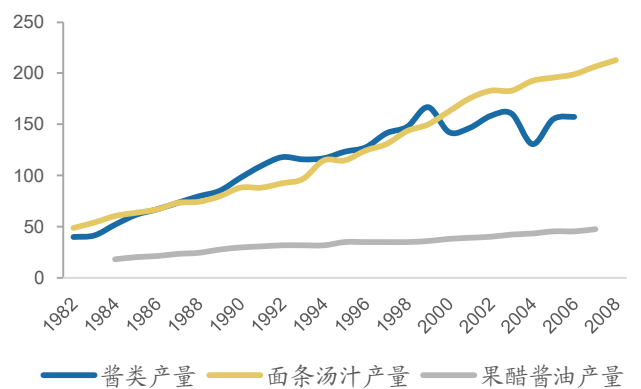
数据来源：日刊经济通信社，广发证券发展研究中心

图6：日本家庭汤类和酱类支出上升



资料来源：总务省统计局，广发证券发展研究中心

图7：功能性酱油及衍生品产量增长稳健（千kl）



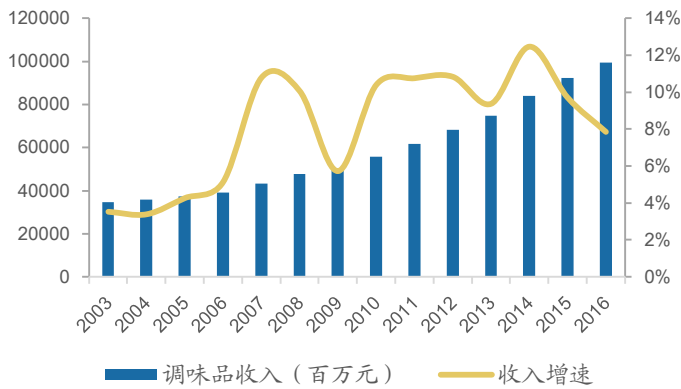
资料来源：日刊经济通信社，广发证券发展研究中心

2、国内调味品行业销量增长平稳，消费升级+提价打开价格增长空间

（1）国内酱油进入成熟期，未来有望复制日本酱油的消费升级之路

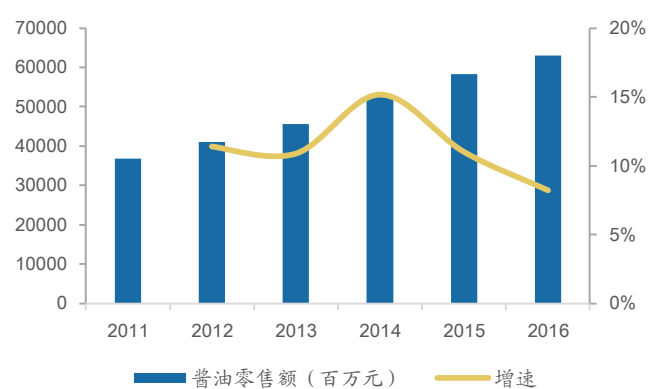
国内酱油行业进入成熟期，销量增速放缓。我国调味品行业技术门槛低，根据彭博数据，2012年之前各调味品企业野蛮式增长，行业经历了十几年高速增长期，02-11年收入CAGR高达21.54%。2012年以来，随着我国经济增速逐渐放缓，三公消费对餐饮行业造成较大打击，调味品收入增速降至7.35%，到2016年，调味品行业收入增速放缓至7.83%。酱油是调味品行业中体量较大，也是发展较为成熟的子行业，16年酱油行业收入增速放缓至8.23%。2017上半年酱油行业增速略有回升，主营酱油业务的企业17H收入增速高于16H，我们认为主要是受益于两方面：第一，2017年餐饮行业略微复苏，增速恢复至11%以上；第二，酱油原材料涨价，大部分企业纷纷提价覆盖成本端的提升。

图8: 16年我国调味品收入增速放缓至个位数



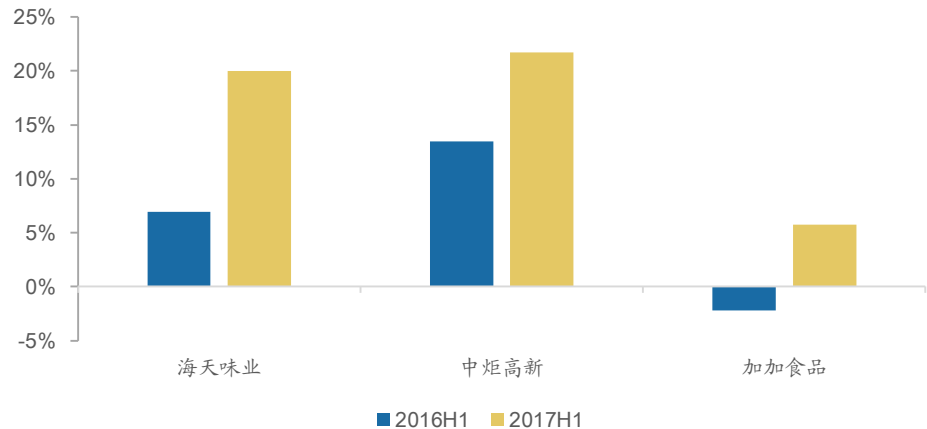
资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图9: 16年酱油零售额增速降至8.23%



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

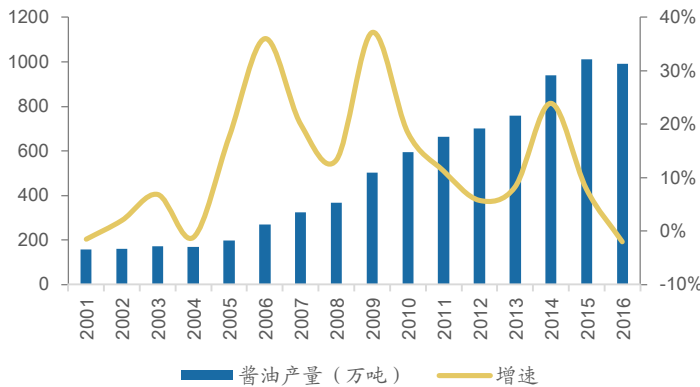
图10: 主营酱油业务的企业17H1收入增速高于16H1



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

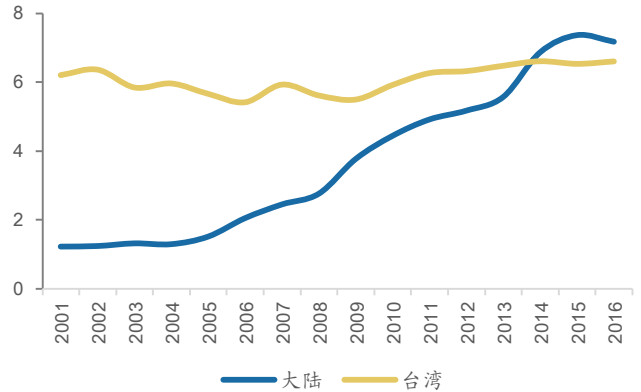
酱油人均产量已超过台湾地区，预计未来增速维持低位。由于国内缺乏酱油行业销量数据，我们借助产量反映行业趋势。Wind数据显示，我国酱油产量从04年的169万吨迅速增长到11年的662万吨，呈现出放量式的高速增长。但从2012年开始，随着酱油的人均产量超过5升，产量同比增速下滑，酱油行业逐渐告别粗放增长的时代。2016年大陆酱油人均产量达7.2升/人，高于台湾地区，但低于日本历史高位的12升/人。人均产量趋于饱和，但受益餐饮行业的略微复苏，未来产量增速将维持在低位。

图11: 我国酱油产量增长放缓



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

图12: 大陆酱油人均产量超过台湾 (升/人)

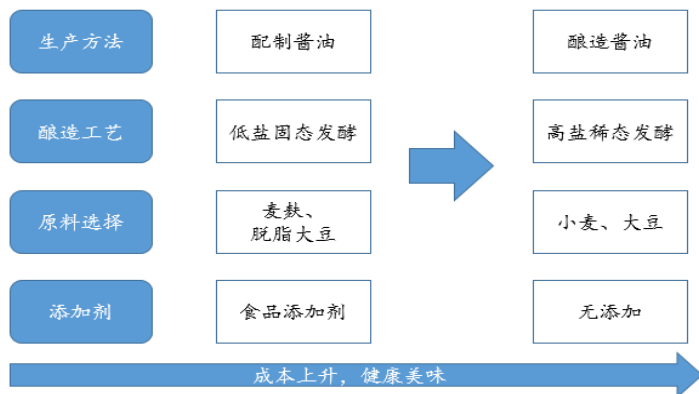


资料来源: wind, 经济部统计处, 广发证券发展研究中心

目前国内酱油行业已进入成熟期, 但国产酱油在生产方法、酿造工艺、材料选择方面仍部分停留在经济不发达时期的水平。借鉴日本酱油发展, 我们认为未来调味品行业增长主要依靠调味品产品结构升级以及提价不断拉动均价提升。

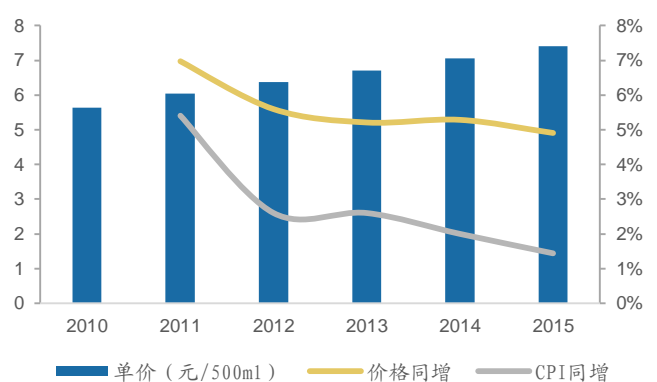
酱油向高端化和功能化升级叠加产品提价, 行业价格中枢不断上移。目前酱油销量增长较为平稳, 消费升级使酱油的增长聚焦于价格的突破上。酱油行业在基础的老抽与生抽上不断推出新品, 主要分为具备附加值的高端酱油和专业化的功能性酱油。同时为应对成本上涨、调节市场供需等因素, 酱油企业近年来纷纷提价, 推动了行业的价格中枢上移。根据彭博数据, 酱油价格增速从2011年以来一直维持高于CPI的增长, 尤其是最近两年由于高端的零添加和有机酱油的推出, 价格增速与CPI增速的差距有拉大的趋势。我们认为, 未来酱油行业的增长将由以前高增量驱动向量稳价升转变, 中高端酱油酱油将有迎来快速发展时期。

图13: 国产酱油提升空间大



资料来源: 中国调味品协会, 广发证券发展研究中心

图14: 零售终端酱油价格上移明显



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表1: 酱油行业产品提价频繁

年份	公司	提价情况	提价原因
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%。	
	味事达 (亨氏)	380ml 味极鲜酱油提价 0.5 元, 提价幅度约 9%	

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

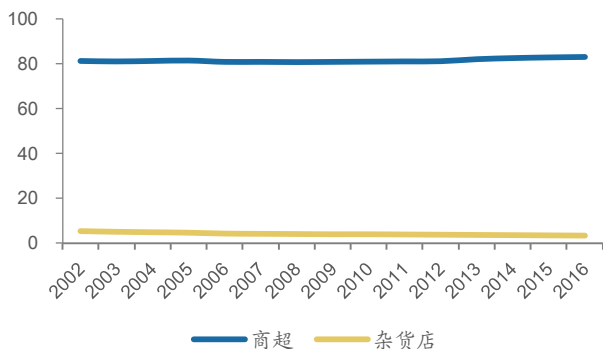
2011年	美味鲜	厨邦酱油提价 6-7%	考虑自身竞争格局和根据市场需求提价
	海天味业	酱油提价幅度为 8.47%	
2012年	海天味业	海天 500ml 金标和银标酱油价格上涨 0.5 元，提价幅度分别为 10%和 12.5%	原材料成本上升
	李锦记、亨氏	酱油、辣椒酱、鸡精等调味品涨价幅度为 5%-10%	原材料成本上升
2013年	海天味业	酱油提价幅度为 2.59%	
	李锦记	酱油产品提价 7%-10%	产品结构升级
2014年	海天味业	60%产品提价 4%	理顺价格体系，拓宽渠道利润
2017年	海天味业	酱油、蚝油、调味酱等主要品类产品提价 5%左右	原材料成本上升
	千禾味业	酱油提价 5-6%	原材料成本上升
	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：中国调味品协会，广发证券发展研究中心

(2) 中高端酱油处于消费升级风口，功能化和健康化趋势明显

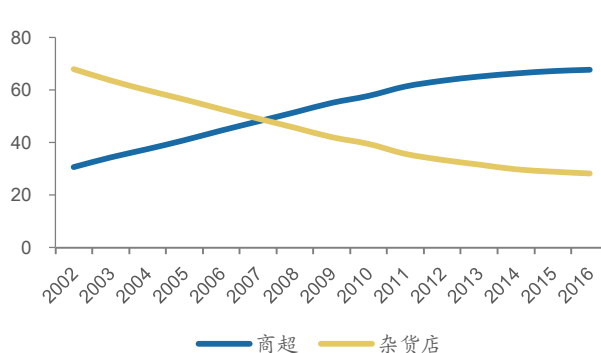
对比日本酱油市场，我国现在已具备人均GDP增加、健康诉求提升、饮食简便化和渠道转移等外部条件，因此预计未来将复制日本酱油的消费升级之路。03年以来我国人均GDP维持10%以上的增速，并于2011年首次突破5000美元关口，消费者对高端产品需求提升。从互联网餐饮外卖市场的快速增长可发现，消费者饮食趋于简便化，助力功能性酱油发展。另外，随着我国调味品市场的发展，零售渠道中商超占比提升迅速，从2002年的30.6%上升到2016年的67.9%，成为主要渠道，且对比日本还有一定的提升空间。而传统的杂货店占比同期大幅下降，从68.1%跌落至28.2%。鉴于消费升级的产品价格高、定位高端，其流通渠道主要在商超等现代渠道，传统渠道则主要销售一些中低端的产品。因此，渠道的转移有利于消费升级后的高端产品快速扩张，商超占比有望进一步扩大。

图15: 日本市场中商超是主流渠道 (%)



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图16: 中国市场中商超成为主流渠道 (%)



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

我国酱油行业经历了从其他酱油-黄豆酱油-老抽-生抽-功能化酱油的发展阶段，正向零添加和有机酱油等健康化酱油发展。我国酱油行业在90年代以前，由于酿造工艺不完善，主要以本地的酱油厂生产的其他散装酱油为主；90年代时，淘大黄豆酱

油进入内地市场，很快就代替了当地的散装酱油；90年代后期以海天为代表的广式酱油老抽进入内陆市场，逐渐在全国打开市场，目前使用频次逐渐高于老抽。而近几年功能性酱油如儿童酱油、红烧酱油、鲜味酱油等由于能满足消费者差异性需求逐渐受到消费者的欢迎，其中鲜味酱油由于含盐量低，鲜味十足，能提升菜肴的风味，成为生抽和老抽的升级产品，目前正迅速的发展。从酱油的历史演变来看，我国酱油的产品升级符合日本功能化和健康化的趋势，目前各大酱油厂商均开始迎合消费升级趋势，布局零添加和有机酱油，未来酱油行业将向零添加和有机酱油发展。

表2: 我国酱油产品结构升级过程

时间	酱油品种	发展历史	代表产品
90年代以前	其他酱油	我国酱油以各地本土酱油为主	散装酱油
90年代	黄豆酱油	淘大黄豆酱油进入内地，代替其他的酱油品牌	淘大黄豆酱油
90年代后期	老抽	以海天为主的老抽进入内地市场，成为黄豆酱油的升级产品，老抽迎来高速发展	海天红烧酱油
2000年后	生抽	跟随老抽进入中部、东部和华北地区，由于以调鲜为主，味精和糖添加较少，很快就受到消费者的欢迎	海天金标生抽
2010年后	功能化酱油	红烧酱油、儿童酱油和鲜味酱油逐渐从沿海向内陆逐渐渗透，成为老抽和生抽的升级产品	味事达味极鲜

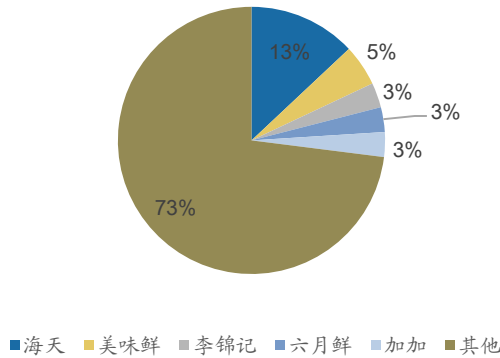
数据来源：中国调味品协会，广发证券发展研究中心

二、差异化竞争领是调味品后发企业弯道超车的重要机遇

1、酱油行业集中度仍较低，区域竞争格局各异

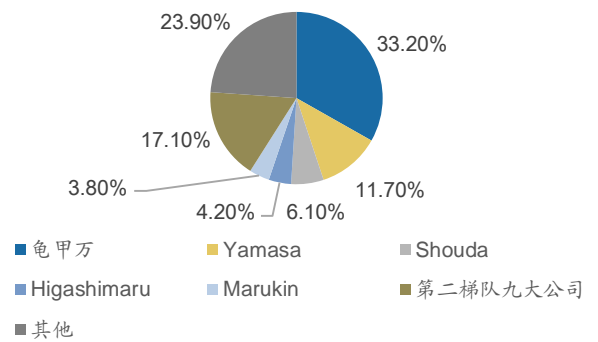
酱油行业格局仍然分散，成熟期竞争加剧集中度有望提升。目前，我国酱油行业集中度较低，2015年市场份额CR5仅为27%，与较为成熟的日本市场相比仍存在较大差距。龙头海天2015年市场份额仅为13%，2016年为15%，市占率不到日本龙头的一半。未来行业进入成熟期，低增速背景下大企业通过兼并收购抢占小企业市场份额的情形会愈演愈烈，预计未来行业集中度会有较大幅度的提升。

图17: 2015年我国酱油行业CR5=27%



资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图18: 2016年日本酱油行业CR5=59%



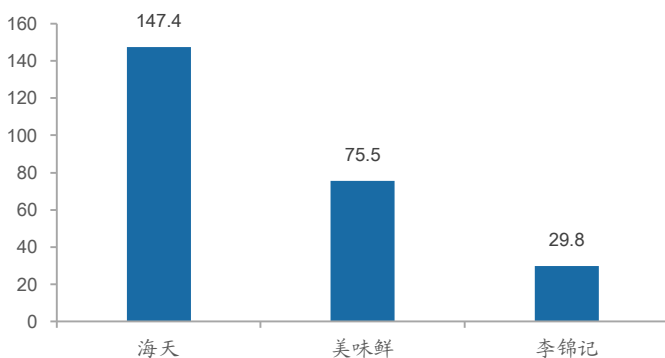
资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

我国酱油市场规模较大, 各区域形成不同竞争格局。我国酱油市场规模远大于日本市场, 按地理区域可划分为五个主要的市场: 华南、华东、西南、华中和华北市场, 各地形成了不同竞争格局。知名企业主要集中在南部, 西北和东北主要被中小品牌占领, 目前酱油行业中仅有海天一家全国性品牌, 厨邦(美味鲜)、李锦记等南方强势区域龙头尚未在北部实现全面布局。

(1) 华南市场: 名牌集中, 高中低端市场竞争激烈

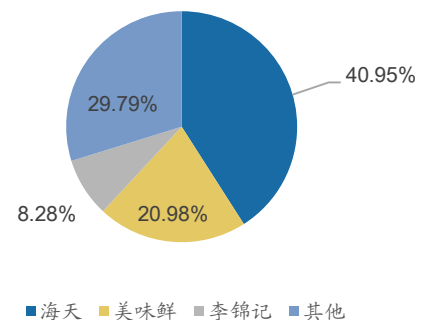
华南企业数量不多, 但名牌集中, 囊括全国性龙头海天和多个泛区域性品牌(厨邦、李锦记等)以及历史悠久的传统品牌(致美斋、珠江桥等)。其中, 海天、美味鲜(厨邦)和李锦记为全国酱油产量和销售收入排名前三的企业。2016年, 海天、美味鲜和李锦记产量在华南地区产量占比达到70.21%。华南各企业酱油品类多、价格带覆盖全面, 海天和美味鲜(厨邦)的产品结构完整, 覆盖高中低端产品; 致美斋和珠江桥主要以中高端为主; 东古主要以中低端为主。总的来看, 华南地区在高中低端酱油市场都有着激烈的竞争。目前, 海天和美味鲜为华南地区的龙头, 在广东餐饮渠道厨邦和海天形成分庭抗礼的局面, 市占率均为20%。因此, 对于一些后发的强势区域性品牌来说, 华南市场进入难度较大。

图19: 2016年全国酱油产量(万吨)前三企业



资料来源: 中国调味品协会, 广发证券发展研究中心

图20: 华南地区酱油产量CR3达到70.21%



资料来源: 中国调味品协会, 广发证券发展研究中心

表3: 华南企业品类多、价格带覆盖全面

公司	产品	氨基酸氮量 (g/100ml)	价格(元)	主要销售区域
致美斋	特制生抽王	0.85	16.9	广东
	致美斋生抽 XO	0.9	16.9	
	鲜味生抽	0.55	15.9	
	金标生抽	0.85	9.9	
海天	365 高鲜头道酱油	1.2	22.8	全国
	零添加头道酱油	1	22.8	
	淡盐头道酱油	1	25.8	
	第一道头道酱油	1	25.8	
	特级草菇老抽	-	12.8	
	海鲜生抽	0.8	11.8	
	特级金标生抽	1.2	9.9	
	特级一品鲜生抽	1.2	9.9	
	蒸鱼豉油	0.7	9.9	
	老抽王	0.4	8	
	鲜味生抽	0.5	6.9	
美味鲜	厨邦纯酿酱油	0.8	18	华南、华东
	厨邦酱油	1.3	8.8	
	一品鲜	1.2	8.8	
	淡盐酱油	1	8	
	金品生抽	0.8	7.5	
	蒸鱼豉油	0.7	7.5	
珠江桥	御品头抽	0.8	18.8	广东
	低盐酱油	-	9.9	
美极	美极鲜味汁	-	31	广东
李锦记	零添加醇味鲜	0.9	21.6	华南
	特级头抽	0.9	18.9	
	天成一味特级鲜酱油	1.2	17.8	
	薄盐生抽	-	9.8	
	精选生抽	0.8	8.5	
	一品鲜	1.2	8.5	
东古	金标生抽	0.8	9.8	广东
	一品鲜	1.25	9	
	鲜味生抽	0.4	6	

数据来源: 天猫商城, 广发证券发展研究中心

(2) 华东市场: 企业最多, 未来集中度提升最快

华东企业最多, 区域品牌之间竞争激烈, 外资收购的国内酱油品牌也参与竞争, 形成了以沪产酱油和山东酱油为首的主要竞争格局。主要包括欣和、巧媳妇等山东酱油, 淘大、家乐、老蔡酱油等沪产和外资品牌酱油。酱油品类最多, 覆盖各

个价位段，每个价位段上都有多个品牌参与竞争。预计华东市场将成为企业、品牌并购最激烈，集中度提升最快的市场，一些区域性强势品牌有望在竞争中脱颖而出，成为泛区域的龙头企业。

图21: 2016年酱油生产企业数量华东地区占比最多

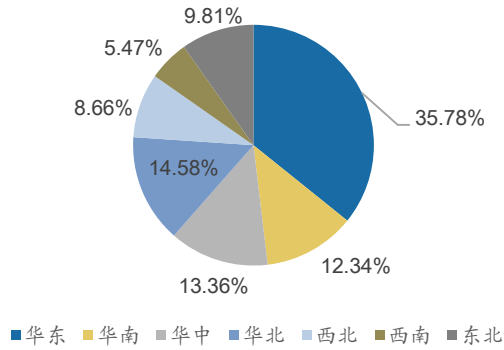
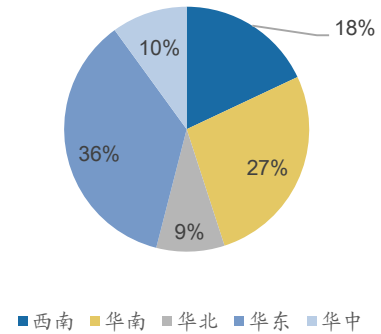


图22: 酱油单品数量华东市场占比最大



资料来源: 中国调味品协会, 广发证券发展研究中心

资料来源: 中国调味品协会, 广发证券发展研究中心

表4: 华东市场主要酱油生产企业及部分产品

公司	产品	氨基酸氮量 (g/100ml)	价格 (元)	主要销售区域
富氏食品	鲜味极鲜酱油	1.2	12.7	山东
欣和	六月鲜特级酱油	1.2	13.8	山东
	六月鲜特级原汁酱油	1	15.5	
	六月鲜红烧酱油	0.9	13.8	
	六月鲜柠檬蒸鱼酱油 380ml	0.9	11.9	
	六月鲜特级淡盐酱油 375ml	0.9	29.9	
	味达美味极鲜酱油	1.2	9.9	
	味达美冰糖老抽酱油	0.7	9.5	
	禾然有机有机酱油	0.9	35.8	
	禾然有机有机醇酱油	1	54.8	
	禾然有机淡盐有机酱油	0.9	68	
巧媳妇	特级味极鲜酱油	1.2	9.9	山东
	绿酿特级酱油	1.2	11.9	
	原酿零添加酱油	1	18.8	
淘大	黄豆酱油	0.4	5.9	上海
	金标生抽	0.7	7.5	
	金标老抽	0.7	9.8	
	草菇老抽	0.4	7.8	
	头道鲜特级老抽	0.8	18.2	
家乐 (联合利华)	热炒鲜露调味酱油	-	17.5	上海
	海味点蘸鲜露调味酱油 230g	-	9.8	
老蔡酱油 (联合利华)	-	-	-	上海
福州民天	民天美味酱油	1.25	29.8	福建

	民天特级酱油	-	11.8	
	民天特酿生抽	0.4	12.8	
鲁花	自然鲜酱香酱油	1.2	19.9	山东
徐州恒顺万通食品	原生黄豆抽油酱油	1	16.8	江苏
	非转基因生抽酱油	0.4	9.8	
	凉拌酱油	0.4	9.8	
老恒和	鱼生酱油 200ml	1.3	28	浙江
	鲜上鲜特级生抽	1.3	21.4	
	恒和太油 200ml	1.3	28.8	
	草菇老抽	0.4	18.9	
	虾籽酱油 200ml	0.8	120	

数据来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

（3）西南市场：高、中、低端酱油品牌错位竞争

西南企业最少，千禾味业成为区域龙头。千禾味业主要定位高端健康酱油，其中“零添加”酱油成为大单品，在公司酱油产品中占比达到50%，价格在19元-40元之间。次高端、中端酱油品牌以清香园生产的中坝酱油为主，价格带在10-19元之间，而味莼园则主打低端酱油，产品价格在3.3-6.6元之间，产品还包括袋装酱油。其他地产品牌虽也有不同价位段的产品，但产品品类较少，销量低。西南市场在各价位段都有主导的品牌，形成错位竞争的格局，我们认为这种错位竞争格局属于相对比较稳固的竞争格局，未来一段时间内会维持。

表5：西南市场主要酱油生产企业及部分产品

公司	产品	氨基酸氮量 (g/100ml)	价格 (元)	主要销售区域
千禾味业	千禾有机酱油	1.2	39.8	西南
	头道原香 380 天珍品生抽	1.2	29.8	
	头道原香 280 天珍品生抽	1.1	22.8	
	头道原香 180 天珍品生抽	1	19.9	
	东坡红纯酿红烧		19.8	
味莼园	特鲜酱油	0.7	6.6	贵州
	黄豆酱油	0.55	6.3	
	特鲜酱油 (袋装)	0.7	5.2	
	鲜味酱油 (袋装)	0.55	3.3	
清香园	中坝特级双蘑老抽	0.8	19.8	四川
	中坝头道原汁	1.1	18.9	
	中坝口蘑头鲜原汁生抽	1	13.9	
	中坝特级银标	0.9	13.9	
	中坝面条鲜生抽	0.8	11.9	
国酿食品	同兴老号 1938 酿造酱油	1	58	四川

	大王酱油 窝子油	0.9	22	
	大王一级酱油 (800ml)	-	8.6	

数据来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

(4) 华中市场：寡头竞争各局

华中地区地产知名品牌较少，全国性品牌海天和区域优势品牌加加酱油成为市场主导品牌。在部分地级市场，海天的市场占有率达到95%。华中地区酱油企业相对较少，其他地产品牌产品少，销量低。

表6：华中市场主要酱油生产企业及部分产品

公司	产品	氨基酸氮量 (g/100ml)	价格 (元)	主要销售区域
加加食品	特制老抽酱油	0.7	11.8	湖南
	特级面条鲜酱油	1.2	13.8	
	原酿造酱油	1	15	
	金标生抽酱油	1	9.8	
	红烧酱油	0.4	7.9	
	特级金标生抽酱油	1.25	13.9	
	特级一品鲜酱油	1.25	9.8	
龙牌食品	酿造酱油	0.4	20	湖南

数据来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

(5) 华北市场：地产品牌少，未来将成酱油企业争夺的主要市场

华北地区缺少强势的地产品牌，外来品牌除海天在该市场有布局之外，南部的泛区域强势品牌在该市场的布局晚，渠道少。以美味鲜为例，北京和天津仅仅属于其战略规划中的四级市场，而内蒙古、山西则为五级市场。华北市场中海天和合资企业珍极为主要竞争者。华北市场的竞争与华南、华东市场相比较为缓和，仍属于蓝海市场。未来华北会成为全国性品牌和区域强势品牌重点争夺的市场，有望成为后发的区域强势品牌弯道超车的重点市场。

表7：华北市场主要酱油生产企业及部分产品

公司	产品	氨基酸氮量 (g/100ml)	价格 (元)	主要销售区域
北京金狮	黄豆酱油	0.55	9.9	北京
	金狮生抽酱油	0.55	9.9	
	凉拌酱油	0.7	9.9	
	利康酱油 1.75L	0.4	17.8	
	北京金狮酱油 1L	0.4	11.9	
	醇香酱油 1.75L	0.4	17.8	
	福酱油 1.75L	0.4	17.5	
	金狮草菇老抽酱油 1.28L	0.7	17.5	

统万珍极酿造集团	180 原酿酱油	0.8	-	华北
	180 精酿生抽	0.8	-	
	180 精酿老抽	0.8	-	
	道道鲜生抽	0.4	-	

数据来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

诸侯割据局面会不断弱化，最终涌现出若干家全国性龙头。综合以上对区域竞争格局的分析，虽然当前酱油行业存在着区域割据的竞争格局，但由于酱油产品本身不存在地区口味上的较大差异，因而产品适宜在全国推广，未来区域酱油品牌进行全国扩张是必然的趋势。我们认为未来我国酱油行业中的若干家优秀区域性品牌有望通过渠道的不断扩张从而成长为全国性的酱油龙头企业，推动行业集中度不断提升。

2、后发企业差异化定位中高端，引领消费升级趋势

中高端酱油符合消费升级趋势，差异化竞争领跑消费升级将是调味品后发企业弯道超车的重要机遇和方法。根据我们行业部分的分析，未来酱油行业的发展趋势是健康化和功能化，目前我国的健康酱油主要包括零添加和有机酱油产品，功能性酱油目前以鲜味酱油为主。因此，对于区域性强势品牌来说，若想弯道超车推进全国化，零添加、有机和鲜味酱油将会成为其重要的发力点。

（1）零添加、有机酱油符合消费升级健康趋势

区域性强势品牌较早进入零添加和有机酱油领域，具有领先优势。零添加和有机酱油参与者可分为三类，第一类是全国性或泛全国性品牌（如海天和厨邦），第二类是区域性强势品牌，第三类是少数中小品牌。千禾和欣和两家区域性强势品牌通过差异化定位中高端，较早进入有机和零添加领域，高端产品占比较高，具有一定的领先优势，其中千禾的高端酱油覆盖价位段较广。海天、厨邦等全国性或泛全国性品牌产品线更加全面，属于综合性龙头，品牌和渠道力强。第三类为少数地方性中小品牌，无论是品牌力还是规模上均弱于前两类企业。

表8：零添加、有机酱油竞争情况

类型	产品定位	覆盖区域
全国性品牌	覆盖各价位段，但中低档产品仍是主力，零添加和有机产品占比低	全国性品牌，立足大本营辐射全国，高端产品主要布局于其优势区域，大部分市场仍以传统产品为主
区域性强势品牌	定位上更加的高端，推出有机与零添加产品的时间早	区域性强势品牌，主要经营大本营市场与经济发达的一线城市，正在拓展全国。
中小品牌	部分品牌覆盖多价位段，高端产品占比低；部分品牌经营多种有机健康食品，酱油只是小品类	地方性品牌，产量小、品牌力弱，高端产品主要布局在一二线城市的现代渠道

数据来源：调味品协会，广发证券发展研究中心

表9：千禾高端酱油覆盖多价位段

品牌	产品	价格
千禾	头道原香零添加 180 天	19.9 元/500ml
	头道原香零添加 280 天	22.8 元/500ml

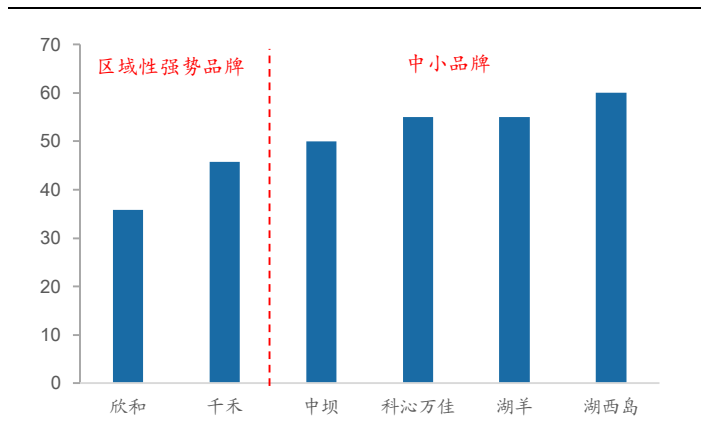
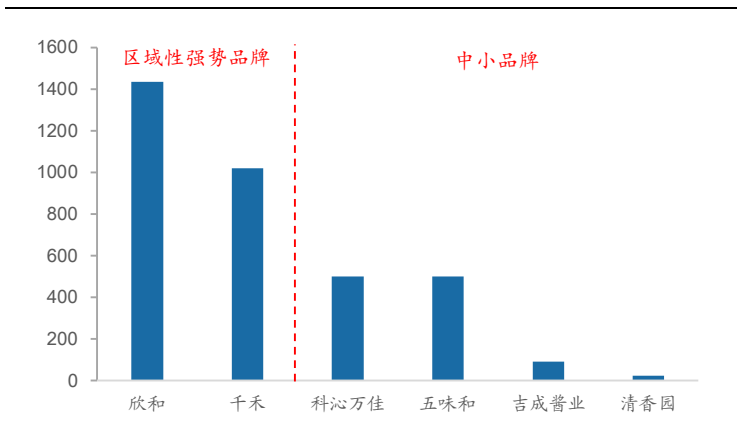
	头道原香零添加 380 天	29.8 元/500ml
	有机酱油	45.8 元/500ml
海天	老字号零添加	22.8 元/480ml
	有机酱油	25 元/250ml
李锦记	零添加醇味鲜	21.6 元//500ml
欣和	六月鲜特级原汁酱油	16.9 元/500ml
	禾然有机	35.8 元/500ml
厨邦	纯酿酱油	16.9 元/500ml

数据来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

具备规模优势，区域性强势品牌有机酱油全面领先于中小品牌。以有机酱油为例，区域性强势品牌的有机认证产量均在千吨以上，远高于中小品牌。这使得区域性品牌的规模效应明显，相应的有机产品的价格也低于规模较小的中小品牌。此外，较大的规模有利于千禾和欣和在消费升级中的全国扩张，而中小品牌容易遭遇产能瓶颈。在覆盖区域与品牌力上，区域性强势品牌也远远领先于中小品牌。

图23: 区域性强势品牌有机认证产量更大(吨)

图24: 区域性强势品牌有机酱油价格更低(元/500ml)

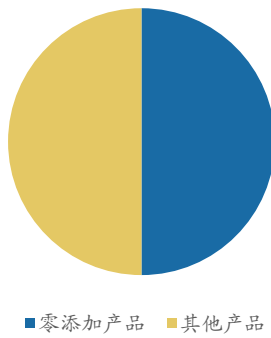


资料来源：中国食品农产品认证信息系统，广发证券发展研究中心

资料来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

定位零添加和有机等符合消费升级产品，健康升级方向下，差异化定位竞争是区域性品牌能在酱油龙头攻势下弯道超车的机遇。从时间上来看，早在鲜味酱油普及的2011年及之前，区域性强势品牌千禾和欣和就已预见到健康升级的趋势并推出了零添加和有机产品。更早的品牌宣传使得千禾在消费者中建立起健康高端的品牌形象，定位与理念领先于其他品牌。从产品结构上看，千禾更加的聚焦在中高端，其零添加产品占比高达50%。千禾的拳头产品头道原香系列则主打零添加的概念，价格在15元以上。因此，健康升级方向下，差异化定位竞争是区域性品牌能在酱油龙头攻势下在中高端酱油领域弯道超车的机遇。

图25: 千禾的“零添加”产品占比50%



资料来源: 中国食品农产品认证信息系统, 广发证券发展研究中心

图26: 千禾主力产品与海天与厨邦保持差异化竞争



资料来源: 京东商城, 广发证券发展研究中心

(2) 鲜味酱油符合消费升级功能性酱油趋势

鲜味酱油符合酱油功能化趋势, 调味品企业纷纷布局。鲜味酱油多定位在10元/500ml左右, 处于中端价位段。属于最早受益消费升级的品类, 目前迎来了高速增长期, 全国性和区域强势品牌均有所布局, 全国性品牌尽管规模较大, 但与区域性强势品牌相比并无明显的领先优势, 两者目前都受益于传统酱油向鲜味酱油升级的趋势。

表10: 多家调味品公司推出鲜味酱油产品

品牌	产品	价格
千禾	鼎鼎鲜 135 头道酱油	16.9 元/500ml
	鼎鼎鲜特级红烧酱油	15.6 元/500ml
	千禾 135 高鲜酱油	9.8 元/500ml
海天	特级味极鲜酱油	11.8 元/500ml
	特级一品鲜酱油	9.9 元/500ml
	味极鲜特级酱油	9.9 元/380ml
	鲜味酱油	6.9 元/500ml
加加	特级一品鲜酱油	9.8 元/500ml
	味极鲜酱油	18.8 元/1.6L
	特级面条鲜	12.8 元/500ml
欣和	六月鲜特级酱油	11.9 元/500ml
味事达	味极鲜酿造酱油	15.9 元/800ml
李锦记	味极特级鲜酿造酱油	9 元/500ml
厨邦	特级鲜味生抽	14.5 元/820ml
伊例家	一品鲜味酱油	12.9 元/1L
巧媳妇	味极鲜酱油	9.9 元/500ml

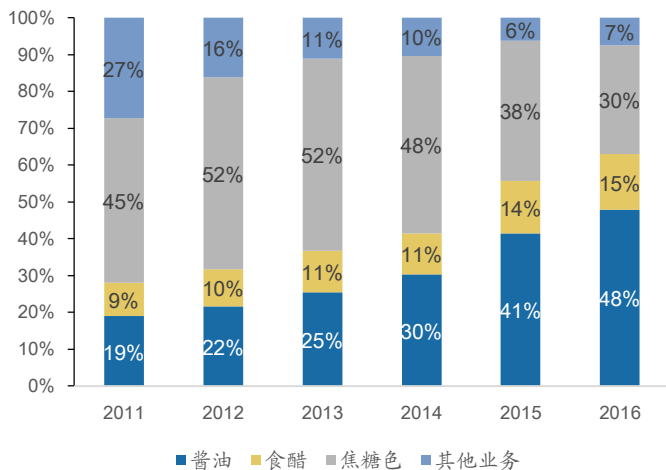
数据来源: 京东商城, 天猫商城, 广发证券发展研究中心

三、千禾味业：定位中高端差异化竞争，区域拓展迎高速增长

1、调味品占比提升带动毛利率上升，民企体制灵活经营效率高

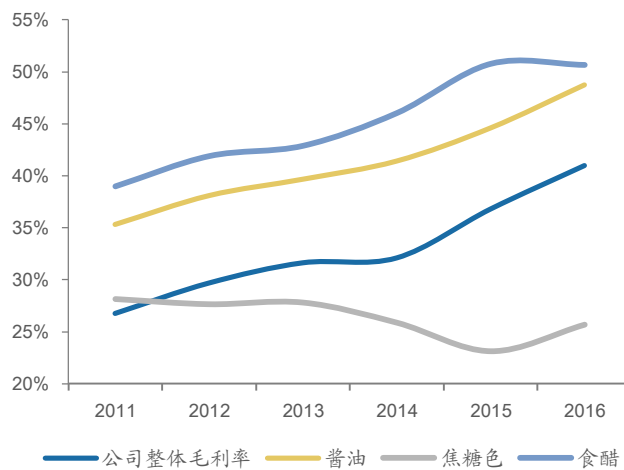
调味品收入占比不断上升带动毛利率上升。千禾味业原本主要从事焦糖色的生产，从2011年开始聚焦于调味品业务。2011-2016年，公司焦糖色占比从45%下降到30%，酱油与食醋的占比逐年提升。其中酱油占比增长迅速，从11年的19%增长到16年的48%，已成为千禾味业收入占比最大的业务。公司调味品中酱油和食醋毛利率高于焦糖色，且处于不断上升的状态，公司聚焦调味品的策略提升了公司整体的毛利率水平。未来随着高端和功能性调味品的发展，公司调味品占比有望继续提升，毛利率仍有较大提升空间。

图27：酱油成为千禾味业收入占比最高的品类



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

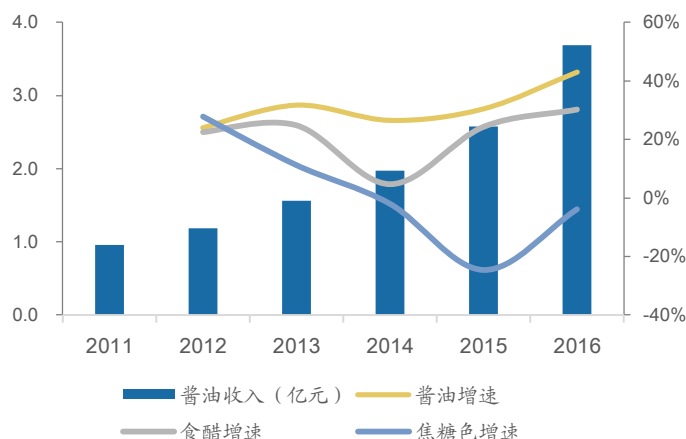
图28：公司酱油和食醋毛利率不断提升



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

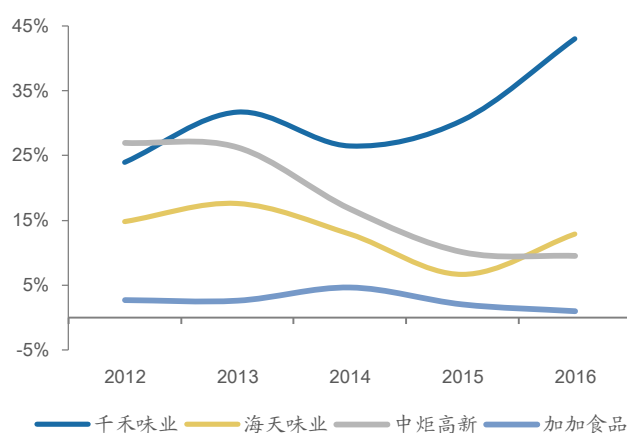
定位中高端，受益消费升级，酱油维持高增长。2011年千禾味业的酱油收入仅0.96亿元，至2016年迅速增长到3.69亿元，CAGR达到31%。受益于公司聚焦调味品，重点打造高端健康酱油的战略，酱油的收入增速高于食醋与焦糖色。13年开始，千禾味业的酱油收入增长持续高于竞争对手。2015年受宏观经济影响，竞争对手的增速均下降到10%及以下，千禾仍保持了30%的增长。其保持强劲增长主要有两方面原因：一是千禾酱油的基数小，目前销售规模不到4亿；二是千禾定位中高端酱油，充分享受了消费升级的红利。我们认为千禾酱油目前还只是区域性酱油企业，公司正在拓展区域，未来具备更好的发展潜力，成长空间大。

图29: 千禾味业酱油增长迅速



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

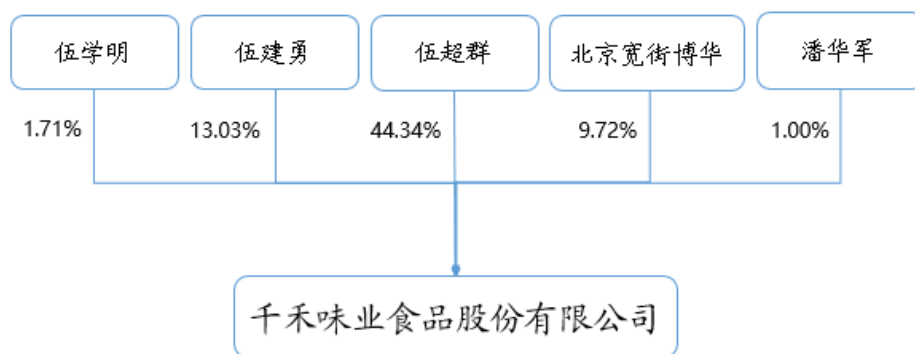
图30: 千禾味业酱油收入增速高于竞争对手



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

民营体制股权集中度高, 股票激励计划提升管理层积极性。千禾味业是四川眉山的民营家族企业, 第一大股东是公司董事长兼总裁、实际控制人伍超群先生, 直接持有公司44.43%的股票, 伍超群的哥哥伍学明以及伍学明之子分别持有公司1.59%和13.03%的股份, 三者持股集中度较高。民营体制下公司机制较为灵活, 今年8月24日, 公司发布限制性股票激励机制计划, 授予予董事、中高层管理人员和核心骨干等109人630万股的股票激励, 计划设定了以公司2016年营业收入为基数, 2017-2020年营业收入增长率分别不低于20%、40%、70%、100%; 或以公司2016年净利润为基数, 2017-2020年公司净利润增长率分别不低于50%、80%、150%、220%的业绩考核目标。此举有效的将股东利益、管理层利益和核心团队利益绑定, 有助于吸引和留住人才, 有助于充分调动公司管理层的积极性, 提升运营效率。

图31: 千禾味业为民营企业, 股权较为集中 (2017年)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

2、聚焦中高端, 千禾调味品差异化定位充分受益消费升级

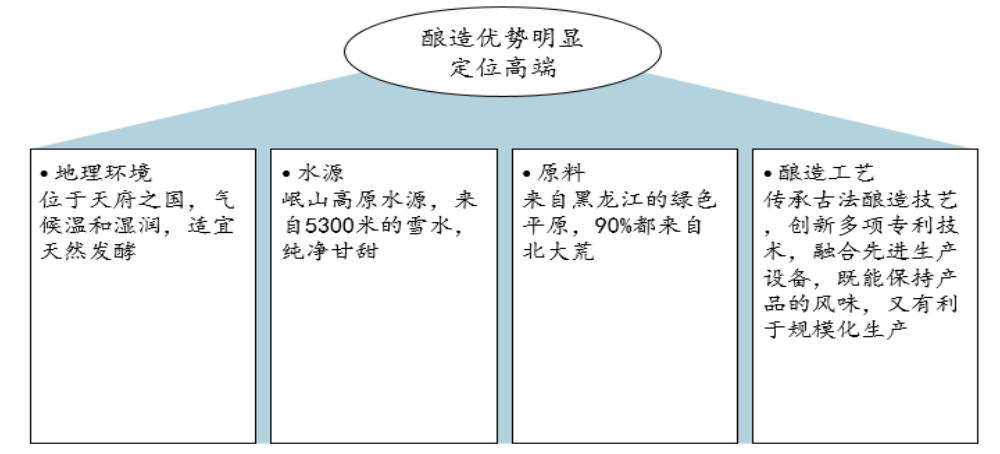
千禾的调味品业务起步较晚, 相对于领先的全国性大企业是一个追随者。且目前酱油行业量的增长开始放缓, 市场竞争激烈。作为后来者, 千禾定位于中高端健

康化的酱油和食醋，走在消费升级的前沿，力图通过差异化实现弯道超车。

(1) 酱油产品聚焦中高端，产品结构升级毛利率提升明显

酿造优势明显，打造高品质健康酱油。适宜的地理环境、优质的水源和原料以及先进的酿造工艺确保了千禾酱油高品质健康的特点，日式的罐内发酵工艺使得千禾酱油的生产相对广式酱油更为可控。通过在中高端酱油领域多年的深耕，千禾具有深厚的技术底蕴，中高端酱油的生产处于国内领先水平。

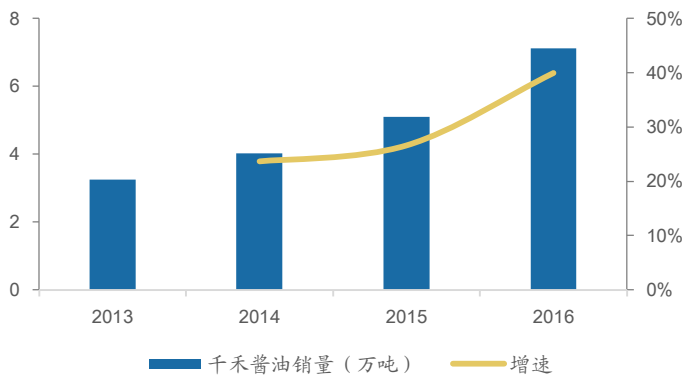
图32: 千禾味业酿造优势明显



数据来源: 官网, 广发证券发展研究中心

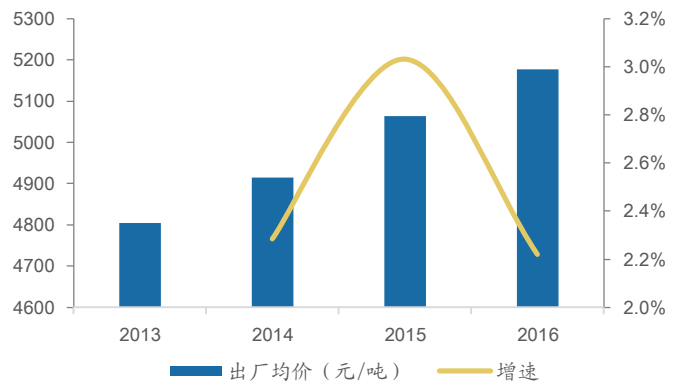
聚焦中高端产品，产品结构升级和产品提价将带动均价和毛利率提升。公司酱油聚焦中高端产品，主要产品包括高鲜和鼎鼎香等鲜酱油、头道原香系列和有机酱油。2017年上半年，公司酱油收入达2.5亿，其中中高端酱油占比达65%，“零添加”的头道原香占比达1/3。由于中低端酱油市场呈现红海竞争的形势，千禾的中低端产品与全国性的品牌相比不具备优势。受益于公司中高端产品的快速扩张，千禾的酱油销量从13年的3.3万吨增长到16年的7.1万吨，维持约30%年复合增速。千禾酱油出厂均价从2013年的4800元/吨上升到2016年的5177元/吨，酱油的毛利率也随着产品结构升级而稳步上升，2016年达到了48.76%的新高。公司今年4月份对酱油提价5%-8%，而海天在11年-14年每年都会对酱油产品提价，带动毛利率不断提升，我们认为产品提价也将进一步提升公司酱油毛利率。

图33: 中高端酱油带动酱油销量提升



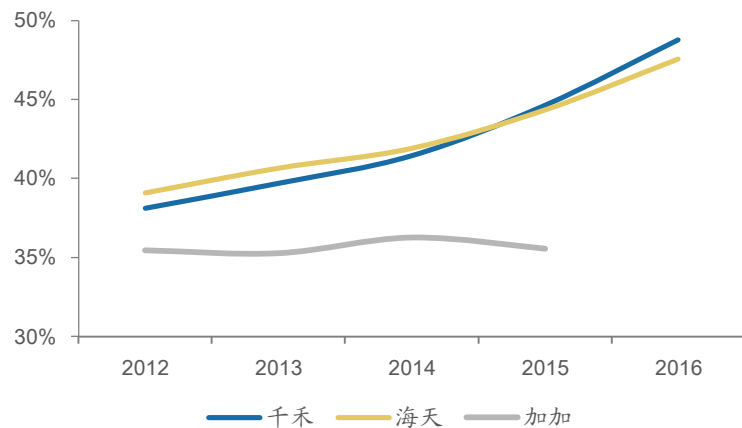
资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图34: 千禾酱油出厂均价稳步提升



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图35: 千禾酱油毛利率超过海天



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(2) 打造鲜味、“零添加”和有机酱油，充分迎合消费升级趋势

鼎鼎鲜迎合当前鲜味酱油消费趋势，预计仍将延续高速增长。当前酱油行业的趋势是“鲜味”和“零添加”，满足健康化和功能化的趋势。目前千禾旗下有鼎鼎鲜和高鲜酱油两款鲜味酱油，鼎鼎鲜是2016年公司和上海荣进针对华东地区联合推出的新产品，鼎鼎鲜迎合华东地区偏好“鲜”和“甜”的消费习惯，在2016年下半年上市后，成为华东地区的爆款产品。2017年上半年在华东地区鼎鼎鲜销售占比为37%-38%，在所有品类中占比最高。鼎鼎鲜和高鲜酱油迎合当前鲜味酱油的消费趋势，目前体量仍然较小，预计将延续高速增长。

“零添加”系列延长发酵时间，多样化产品结构，迎合不同消费需求。酱油的发酵时间越长风味越好，传统的高盐稀态发酵周期一般为3-6个月，大多数大型企业均发酵至6个月的上限。千禾为满足消费升级需求，延长部分产品的发酵时间，打造出发酵周期为280天、380天的产品，具备了零添加和发酵期长两个卖点，比普通的“零添加”酱油更高端。此外，公司还推出了目前市面上最高端的有机酱油，丰富自身的产品线。公司高端酱油产品线丰富，相比之下，其他品牌的高端酱油产品单一，供消费者选择的空間小。

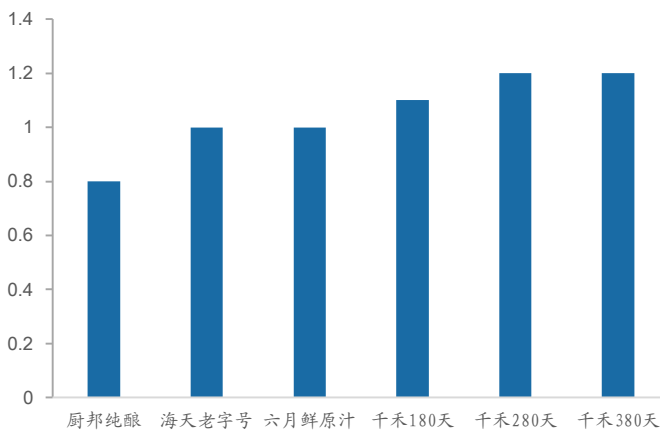
图36: 千禾推出延长发酵时间的“零添加”系列和有机酱油



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

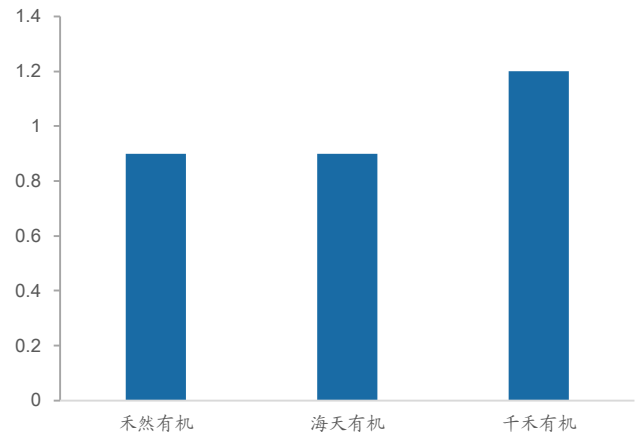
打破技术瓶颈，兼顾健康与美味。酱油作为调味品，除满足消费者的健康诉求外最根本的还是要满足美味的需求。由于“零添加”和有机酱油不能添加食品添加剂，受技术门槛的限制，高端酱油的氨基酸态氮含量普遍较低。而氨基酸态氮含量直接决定了酱油的鲜味，是评价酱油口感与健康的重要指标。千禾味业通过先进的发酵技术，在“零添加”的条件下生产出氨基酸态氮含量1.2g/100ml的高端酱油，达到了鲜味酱油的口感。而大部分其他品牌的高端酱油含量均在1.0g/100ml以下，低于千禾的水平。

图37: 千禾“零添加”酱油的氨基酸态氮含量高 (g/100ml)



资料来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图38: 千禾有机酱油的氨基酸态氮含量高 (g/100ml)



资料来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

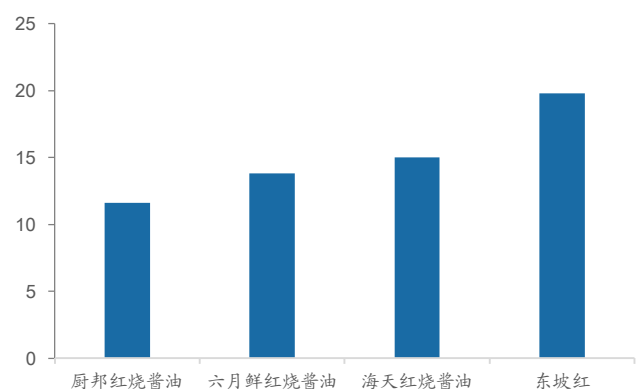
推出高端功能性酱油，精确定位消费需求。除“零添加”产品外，千禾还推出了一系列功能性酱油，并且延续了高端健康的宗旨。千禾有机儿童酱油主要针对特定人群，并在有机的基础上附加了低盐的卖点，具备更高的附加值，售价达到54元/500ml。新推出的东坡红主要针对华东市场的口味，是用于红烧的特级头道老抽，不添加防腐剂，在具备老抽上色功能的同时也兼顾了口味，因此售价远高于其他品牌的红烧酱油。千禾将酱油的高端化与功能化趋势相结合，更好的满足了消费者的需求，并进一步提高了产品的附加值。

图39: 千禾推出定位儿童和红烧的高端功能性酱油



资料来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图40: 东坡红在红烧酱油中价格高 (元/500ml)



资料来源: 天猫商城, 广发证券发展研究中心

创新高端产品，低盐稀态可期。除目前主推的“零添加”酱油外，千禾还在筹划

推出其专利产品低盐稀态发酵酱油。该技术解决了低盐固态发酵过程中氨基酸态氮生成率低，产品风味欠佳的问题；同时避免了高盐稀态酿造酱油盐含量高、发酵周期长的问题。低盐稀态产品比目前的产品降盐50%，更符合健康诉求。同时采用无杂菌发酵，因此不需要高温灭菌，更好的保留了酱油的风味，类似于巴氏奶相对常温奶的优势。千禾不仅大力推广“零添加”酱油，还不断研发出更高端的新品，在酱油高端化的道路上领先优势明显。

（3）进军高端食醋蓝海，千禾窖醋和有机醋发展空间广阔

主打窖醋定位高端，千禾食醋迎合消费升级趋势。2016年千禾食醋收入1.17亿，同比增长30%，收入占比也从2011年的9%增长到2016年的15%，千禾食醋是公司毛利率最高的产品，因此食醋逐渐成为公司重要的盈利点。千禾食醋主打零添加窖醋系列，定位高端，不含着色剂和防腐剂等添加剂。千禾窖醋是选用糯米、小麦、高粱、荞麦、玉米五种粮食，利用希腊酒窖工艺，在进行醋固态发酵之后，再二次发酵。其中窖醋6年21.8元，10年28.8元，高于同行业海天、恒顺等公司产品的定价水平，千禾食醋主打零添加定位高端，满足消费者追求健康品质的消费升级趋势。

图41：千禾食醋收入维持较快增长

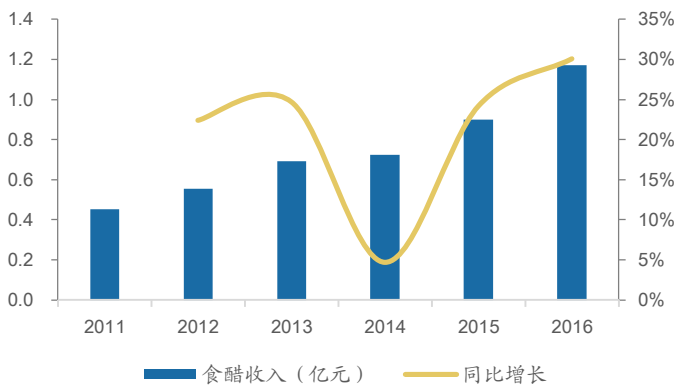
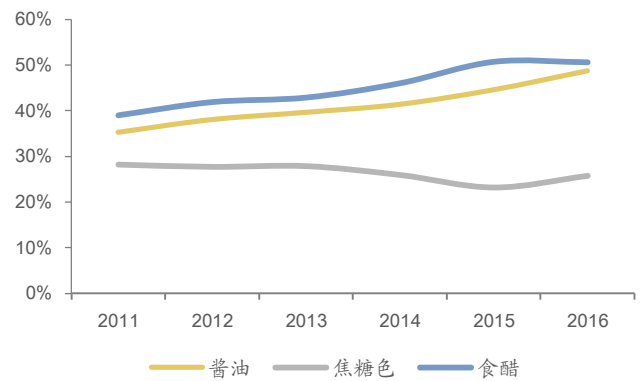


图42：千禾食醋毛利率高于酱油和焦糖色



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表11：千禾食醋定价高于其他品牌

品牌	产品	价格(元)	品牌	产品	价格(元)
千禾	姜蒜香醋	9.8	海天	陈醋	6.9
	糯米香醋	9.8		香醋	6.9
	窖醋3年	9.9		宴会香醋	10
	窖醋5年	15.8		姜蒜香醋	12
	窖醋6年	21.8		纯酿米醋	19.8
	窖醋10年	28.8	恒顺	镇江陈醋	7.5
	有机醋	45.8		金优香醋	15.9
	有机糯米白醋	49.8		镇江香醋(珍品)	18.6
加加	9度米醋	12	镇江香醋3年	22	
	金标香醋	11.8	镇江香醋6年	32	

数据来源：京东，广发证券发展研究中心

千禾有机醋竞争格局良好，市场空间广大。千禾食醋包括有机醋和有机糯米白醋两大有机产品，不添加酸味剂、色素、防腐剂，定价在40元以上。目前有机醋市场竞争对手较少，主要是禾然、湖西岛、中坝等品牌，而国内的调味品龙头均尚未布局有机醋行业。目前千禾在品牌上具有竞争优势，随着消费者对有机健康食品需求的提升，未来千禾有机醋发展空间广大。

表12: 有机醋主要品牌和产品价格

品牌	产品	价格
千禾	有机醋	45.8元/500ml
	有机糯米白醋	49.8元/500ml
禾然	禾然有机醋	34.8元/500ml
湖西岛	有机糯香醋	39元/300ml
	有机陈香醋	29元/300ml
	有机陈酿香醋	48元/168ml
中坝	有机食醋	40.9元/500ml

数据来源：天猫，京东，广发证券发展研究中心

借助酱油品牌渠道优势叠加产能的释放，千禾食醋发展空间巨大。由于醋和酱油同属于调味品，互为互补品，消费者在购买千禾的酱油时，也可能选购千禾的食醋，食醋可以依托酱油的品牌和渠道扩大消费群体，扩大市场份额。公司近年来大力发展食醋，不断增加食醋产能，从2013年2.27万吨增加到2016年3.55万吨，另外今年公司继续投资25万吨酿造酱油、食醋生产线项目，配合公司全国化战略，食醋发展空间巨大。

3、精耕西南市场，外埠高举高打，多渠道驱动销量增长

(1) 西南地区：“直营+经销”模式，渠道持续下沉

千禾在西南地区采用“直营+经销”的模式进行调味品销售。子公司四川吉恒负责西南地区的现代渠道，截止2013年底，已完成与西南地区主要KA超市、地方连锁超市的合作。同时，公司在西南地区以县为单位设置经销商，覆盖其所在县（市、区）的中小型商超、农贸市场、副食店和社区小店等零售终端以及镇级批发商等渠道。

表 13: 西南地区采用“直营+经销”的销售模式

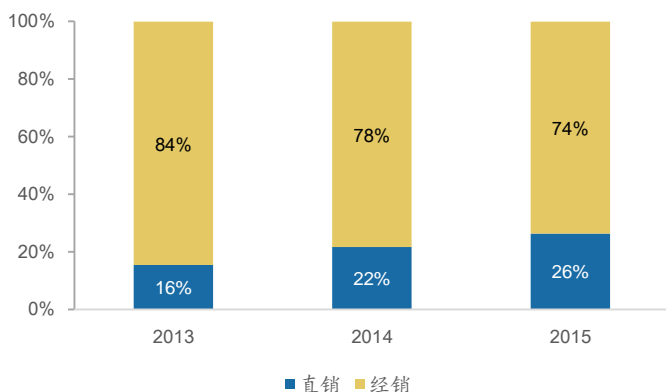
模式	负责人	负责渠道	渠道深度
直销	四川吉恒（子公司）	主要 KA 超市、地方连锁超市	-
经销	经销商	中小型商超、农贸市场、副食店和社区小店等零售终端以及镇级批发商	县级

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

加码直销模式，助力消费升级。直销模式主要面向高档的商超渠道，是“零添加”产品的主要销售场所，千禾从2013年开始加大直销渠道的拓展力度，配合公司“零添加”产品的扩张。公司西南地区的调味品销售额中直销所占比例逐年上升，从13年的16%上升到15年的26%。从销售额上看，直销收入从13年的3380万元增长到15年的7790万元，两年的增速均在50%以上，而经销收入增长相对缓慢。2016

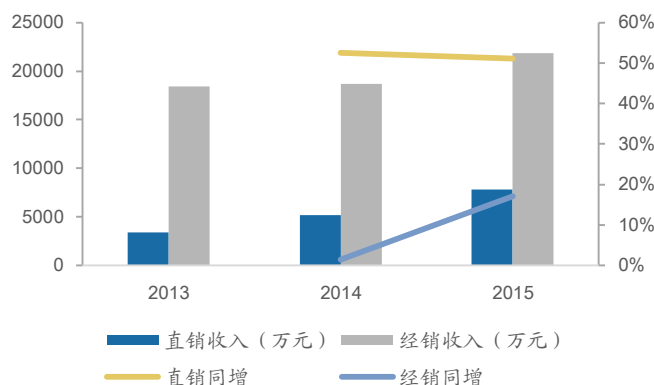
年公司调味品在四川卖场绝对占比达35%，随着公司对直营模式的持续加码，2017年有望提升至40%以上。

图43: 西南地区直销所占比例上升



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图44: 直销收入增速两续两年保持50%以上

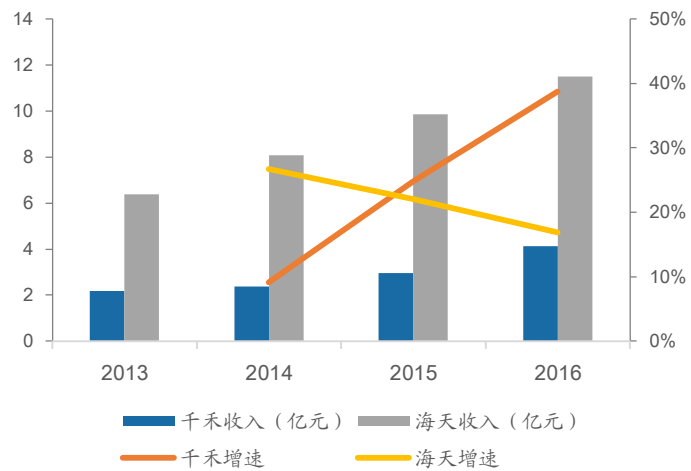


资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

西南市场竞争激烈, 海天占据领先地位, 但千禾以产品差异化构建竞争优势。千禾在西南地区的主要竞争对手是海天和一些地方性小品牌。行业龙头海天在西南地区占据了领先地位, 且增长迅速, 其西部地区的销售额从11年的4亿增长到16年的11.5亿, 年复合增速达23%。千禾虽然在西南地区占据市场前列, 但调味品销售额仅4亿, 相比海天的体量仍有一定差距。剩下的地方性小品牌同质化严重, 市场份额有限, 呈现激烈的红海竞争。

千禾以高端“零添加”调味品作为核心竞争力, 引领川调向中高端升级, 形成差异化竞争。海天的优势区域集中在华南和华东, 少量的高端产品投入到电商平台和优势地区, 西南地区则主要以中低端产品打开市场。大量地方小品牌受资金与技术的限制, 无法分羹高端市场。千禾的“零添加”产品在西南地区缺少竞争对手, 能独享消费升级的红利。基于以下两个因素, 千禾的高端产品在西南地区有较大的想象空间: 第一, 西南地区受消费习惯的影响, 调味品消费水平略低于全国平均水平, 过去四川主流消费集中在10元价位段, 目前逐步向10元以上的中高端升级, 有更大的消费升级空间; 第二, 千禾地处西南, 在大本营市场经营二十余年, 在当地有较高的品牌知名度。我们认为, 公司着力打造自身的高端形象, 不断提升在当地的品牌影响力, 随着西南大本营市场进入消费升级的爆发阶段, 千禾在西南地区的销售额有望开启快速增长。

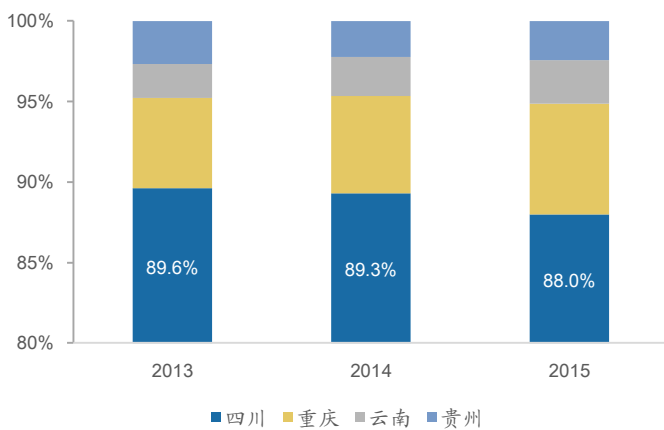
图45: 千禾西南地区调味品销售额低于海天



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

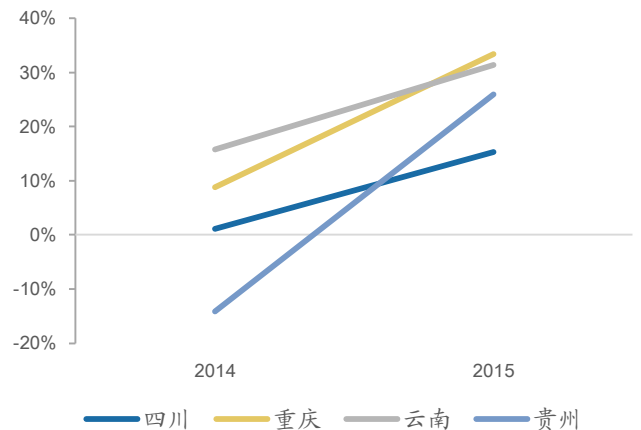
坐镇四川大本营市场，深耕川外云贵渝市场。从经销渠道的角度来看，千禾在四川当地的渠道下沉相对成熟，而在西南的其他三个省市重庆、贵州和云南还有较大的下沉空间。13-15年千禾经销渠道的收入中，四川一直占据了85%以上的比例。对比人口和城镇居民人均可支配收入，云贵渝三省市的人口总和达1.13亿人，高于四川的0.82亿人；四个省市的城镇居民人均可支配收入都位于2.2-2.5万元的水平，相差不明显。由于整个西南调味品市场的竞争格局相似，若云贵渝三省市的渠道下沉到四川的程度，则四川的收入占比有望下降到50%以下，千禾在西南地区经销收入将实现翻倍。由于基数较小空间较大的原因，2015年重庆、云南、贵州的经销收入同比增长高达33%、31%和26%，而四川地区的增速为15%，云贵渝的高速增长将大幅提升千禾在西南大本营市场的份额。

图46: 经销渠道四川收入占西南地区的85%以上



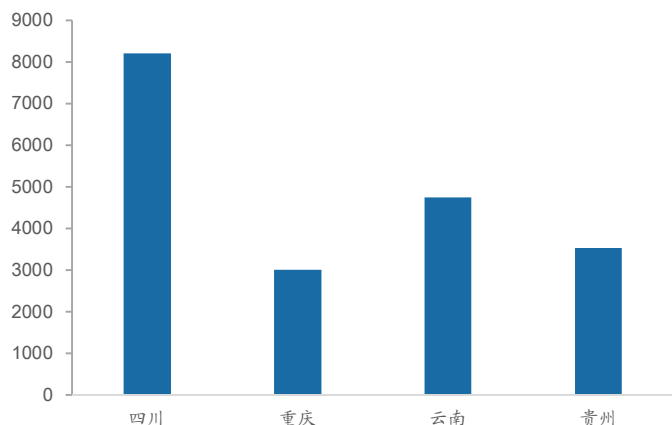
资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图47: 云贵渝增速高于四川



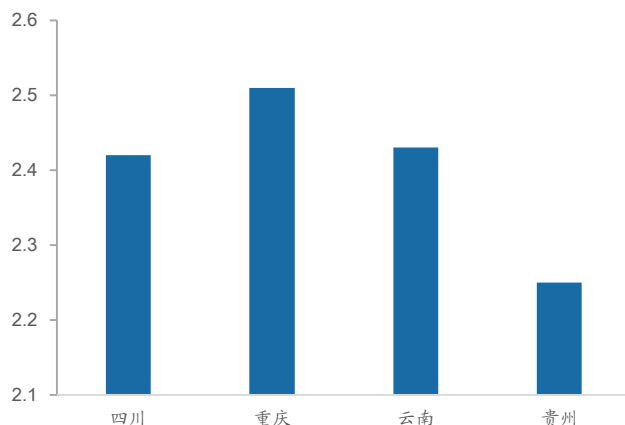
资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图48: 四川总人口数低于云贵渝之和 (万人)



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

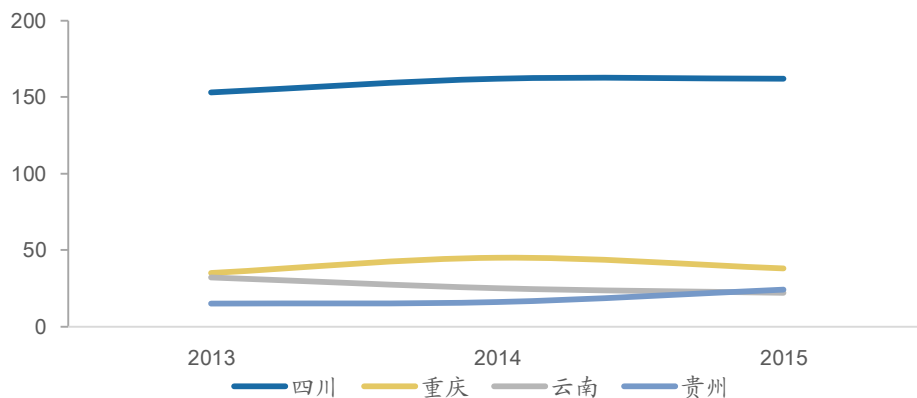
图49: 四川城镇居民人均可支配收入与云贵渝在同一水平 (万元)



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

从经销商的数量来看, 2015年四川的经销商数量维持在160家左右, 重庆、云南、贵州的经销商数量均在50家以下, 三省市的经销商数量和仅占四川的50%左右。其中, 千禾2015年在成都的经销商数量为34家, 已超过云贵, 接近重庆的水平。2016年, 公司在西南区域新增100多家经销商。由于经销商负责县乡级渠道的覆盖, 其数量体现了对某一地区的开发深度, 千禾对云贵渝三省市的开发还有待加强, 深耕空间大。

图50: 云贵渝的经销商数量和仅占四川的一半左右



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

(2) 外埠市场: 全国化扩张“商超+地面推广”模式可期, 复制欣和六月鲜崛起

千禾完成西南大本营的深入布局后, 开始拓张外埠市场。为配合高端健康的定位, 千禾对外埠市场的开发采取高举高打的战略, 以一线城市和省会城市的商超渠道为主, 主推零添加、有机的高端产品矩阵。2013年, 千禾在以上海为中心的华东市场开始运作。上海经济发达, 对健康的关注度高, 适合高端产品的入驻, 因此上海经常引领全国的消费升级。而在上一轮鲜味酱油的升级中, 欣和六月鲜凭借高端定位在华东市场迅速崛起, 引领酱油行业进入“10元时代”, 对千禾有重大借鉴意

义。

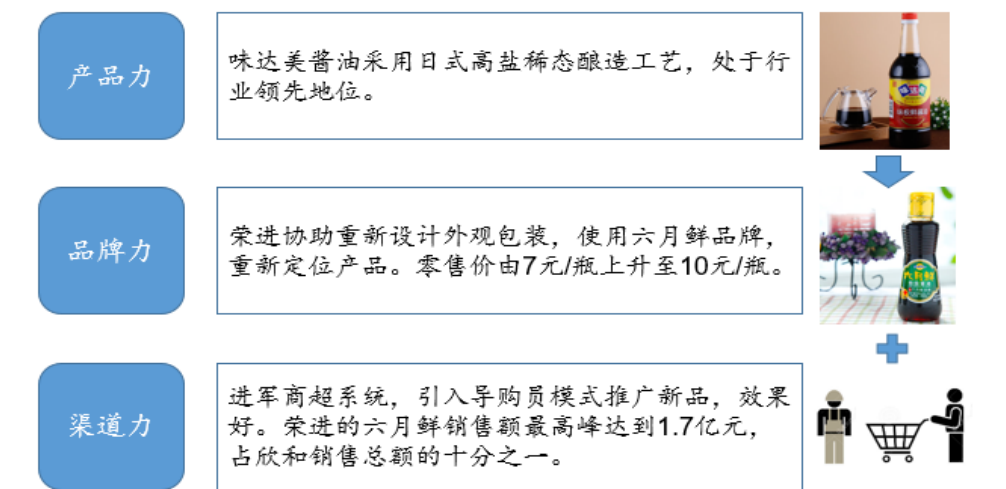
1) 定位高端叠加“商超+地面推广”模式，有望复制欣和六月鲜省外快速崛起模式

2003年，欣和在完成对山东大本营的布局后开始瞄准消费能力更强的华东市场。产品力上，欣和味达美酱油当时就采用日式的高盐稀态酿造工艺，处于行业领先地位。渠道上，欣和与以操作商超见长的荣进合作，由其全面负责华东地区的商超渠道，共同缔造出六月鲜的增长奇迹。

升级产品打造六月鲜品牌。欣和旗下有味达美、小康、欣和三个酱油品牌，但利润空间较低难以支撑运作外埠市场的高昂费用，产品升级势在必行。味达美酱油采用领先的日式高盐稀态工艺，发酵时长六个月，实际零售价仅为7元，远低于预期，需要重新定位。通过对产品的外观包装进行重新设计，定价10元的“六月鲜”酿造酱油诞生，并陆续进军上海各商超系统。

“商超+地面推广”模式，符合消费升级的高端产品扩张。相对于主流产品，消费升级的产品在品质和口感等属性上有改进，但通常定价较高，不易被消费者主动了解。荣进超前的将应用在化妆品和啤酒行业的导购员模式引入调味品营销，有效架起了厂商与消费者之间产品信息的沟通纽带。导购员现场介绍、试吃，近距离的与消费者进行体验式销售。凭借先进的营销方式，荣进的六月鲜销售额最高峰达到1.7亿元，占欣和销售总额的十分之一。

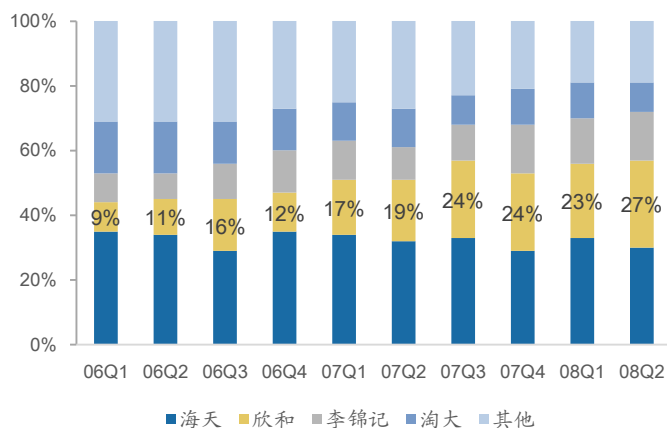
图51：六月鲜品牌定位高端并采用导购模式



数据来源：糖烟酒周刊，广发证券发展研究中心

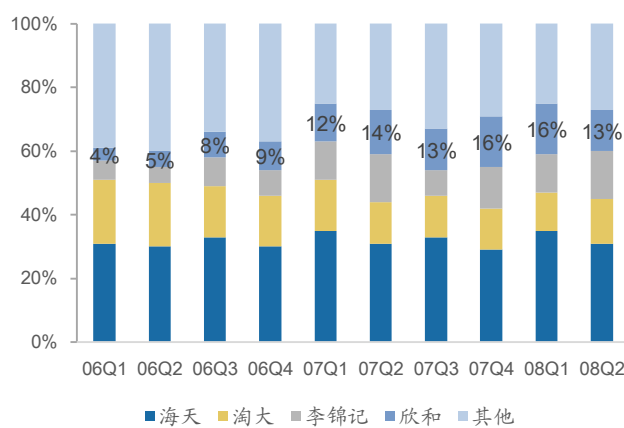
六月鲜迅速崛起，占据上海市场第二大份额。2003-2005年，荣进与欣和连续三年对上海市场加大投入，06年欣和也将上海确立为重点市场。尽管在上海市场有当地的淘大、老蔡以及广东的致美斋、海天等竞争对手，但六月鲜依靠定位与渠道的优势迅速崛起，成为销售额市占率第二的品牌。而在销量上，欣和甚至低于销售额第三和第四的李锦记与淘大，凸显了六月鲜的高端定位，在激烈的红海中开拓出鲜味酱油这块蓝海市场。

图52: 欣和在上海酱油市场销售份额跃居第二



资料来源: 央视-TNS消费者指数, 广发证券发展研究中心

图53: 欣和销量排第四, 高端定位凸显



资料来源: 央视-TNS消费者指数, 广发证券发展研究中心

我们认为, 六月鲜引领消费升级的高端定位以及针对商超渠道采用导购员模式进行新品推广是其成功的关键。而荣进在六月鲜品牌的设计中起到重要作用, 在商场的推广中更是中流砥柱。

2) 联手上海优秀地推经销商汇鲜堂, 千禾华东市场快速发展

2013年千禾进军华东市场, 授权汇鲜堂作为华东地区KA系统、连锁超市渠道高端调味产品的独家区域经销商, 并通过荣进实业(和汇鲜堂是同一控制下企业)进行推广促销。在产品力上, 千禾定位零添加和有机的高端产品矩阵领先于市场; 在渠道上, 千禾定位商超并与汇鲜堂合作采用导购员模式。对比六月鲜的崛起, 千禾已具备产品定位及渠道模式两个关键性的条件, 因此千禾在上海地区获得成功是大概率事件。

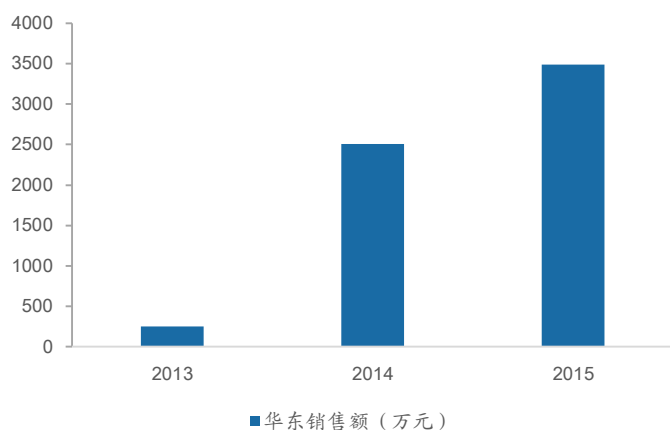
汇鲜堂定位高端, 符合千禾产品结构。汇鲜堂是一家专营优质调味品的大型贸易公司, 其对所经销产品的定位是美味的健康型调味品, 目标对象是以城市家庭为主体的消费者, 与千禾不谋而合。

汇鲜堂的核心优势是其强大的销售团队和市场推广能力。其主要覆盖江浙沪地区的现代渠道, 如家乐福、大润发、欧尚、世纪联华等1000多家KA大卖场, 以及联华、农工商为代表的2000多家连锁超市。其终端导购人员达700人, 每月有近200万人次与顾客接触交流的机会, 并产生20多万人次的成功导购交易。此外汇鲜堂正在筹划打造一支专业队伍主要发力于二三线城市及郊区的传统小店和加盟超市, 并成立了电商部门负责品牌在线上渠道的运营。

汇鲜堂经销能力强, 多个代理品牌表现良好。汇鲜堂通过20多个单品实现接近6亿的销售额, 除欣和六月鲜外, 荣进还有众多代理产品在同类产品上海市场的占有率名列前茅。根据快消品资讯, 2015年荣进代理的老恒和料酒排名第一、龙溪麻油排名第二、东湖醋排名第三、味美思鸡精排名第四。

千禾在华东地区发展迅速, 跃居上海酱油市场第四名。千禾在华东市场的销售额快速提升, 13至15年公司在华东地区的销售额分别为253万元、2505万元、3490万元, 14年和15年的增速分别高达892%和39%, 呈现爆发式增长。根据快消品资讯, 2014年千禾在进入华东市场仅一年的时间里已跃升为上海市场酱油产品的第四名, 仅次于海天、欣和和李锦记, 超过了众多著名品牌。

图54: 千禾在华东市场增长迅速



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

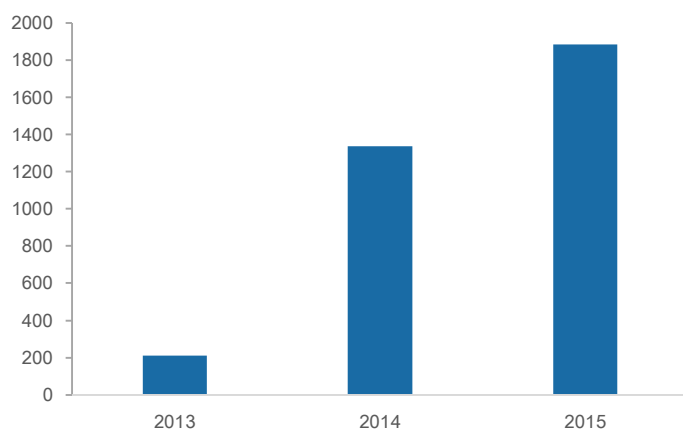
图55: 千禾在一年内跃居华东酱油产品第四名



资料来源: 快消品资讯, 广发证券发展研究中心

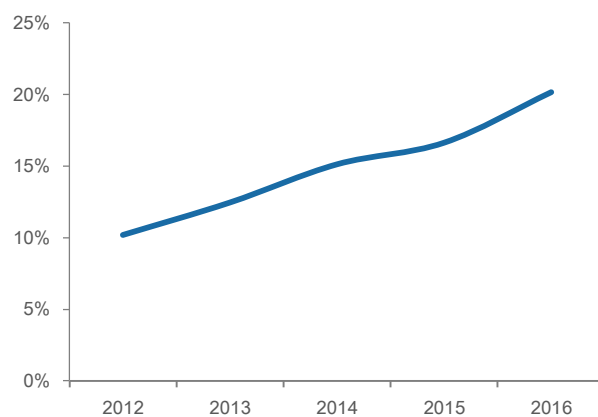
初期入场费用高, 盈利能力逐步兑现。为打开华东市场, 千禾前期投入巨大。13-15年千禾向荣进支付营销费用211万元、1338万元、1887万元进行地面的推广促销活动, 以战略性的亏损为代价迅速做大规模。导致同期千禾的销售费用率出现大幅上升。随着市场空间的打开和销售规模的扩大, 费用率将逐年下降, 16年千禾在华东市场已开始盈利, 未来盈利能力将逐步兑现。

图56: 千禾投入大量营销费用打开华东市场 (万元)



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图57: 千禾销售费用率大幅上升



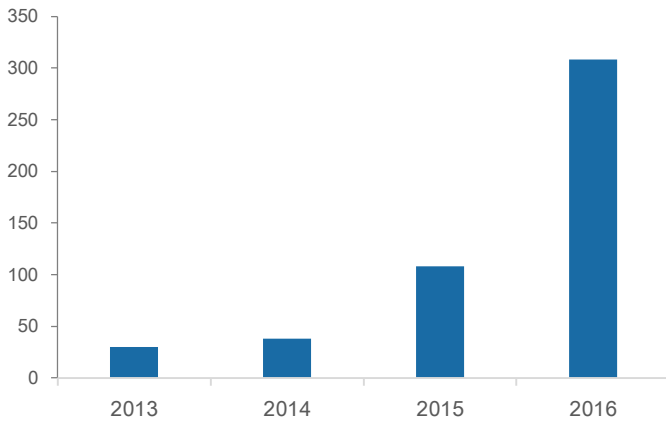
资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

3) 渠道+产能扩张, 大力开拓西南、华东以外市场

渠道扩张加快全国开发脚步, 西南和华东以外市场加速布局。15年公司开始发力外埠市场, 西南以外地区的经销商从30余家迅速增长到108家。16年西南以外地区又新增200多家经销商, 17年预计全国再增加300家经销商。由于华东实行独家区域经销 (大的渠道比如KA是汇鲜堂在做, 汇鲜堂和荣进为同一控制下企业), 因此大部分新增经销商均为华东以外的全国性市场。同时为配合公司群国华进程, 公司大力提升公司营销网络建设, 2016年公司在成都建设1个营销管理中心, 在重庆、昆明、贵阳、沈阳、西安、广州、武汉等10地设立办事处, 在完善省会城市及发达地级城市的地方卖场渠道的同时, 加大对中国百强县的市场网络建设。从收入

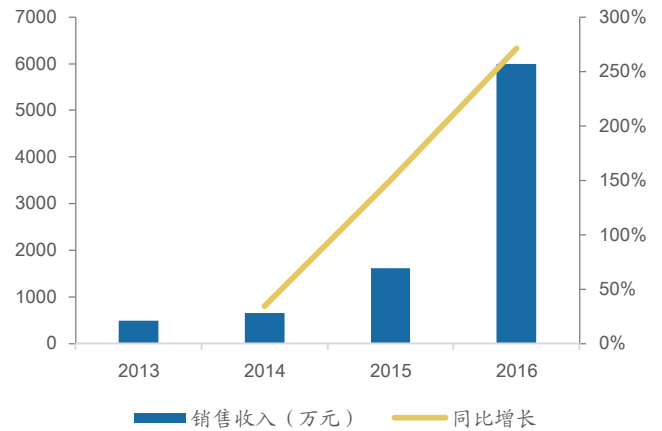
看，除西南和华东以外的其他市场在15年迎来爆发，调味品销售额猛增至1616万元，同比增长150%，16年销售额已超过6000万元。

图58: 西南市场以外的经销商大幅增长



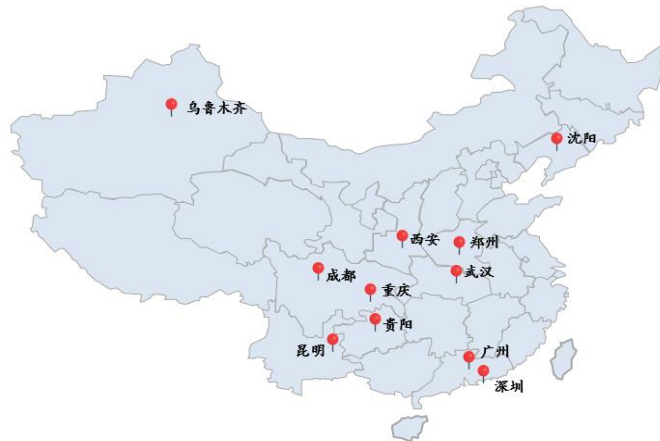
资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图59: 千禾西南和华东以外市场在15年后迎来爆发



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

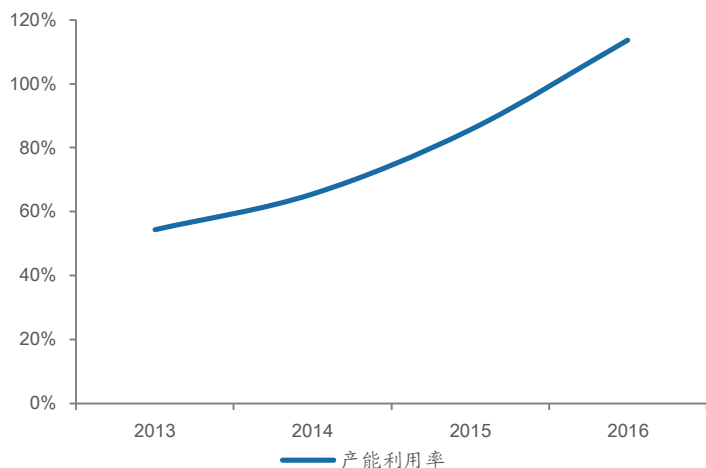
图60: 千禾拟建设全国性营销网络



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

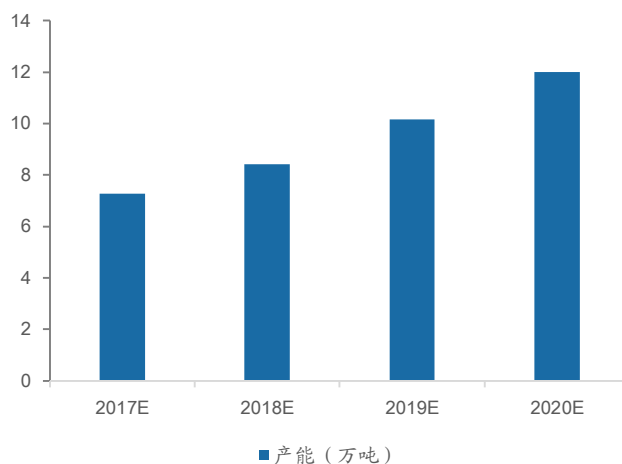
酱油产能扩建, 助力全国市场扩张。2010年千禾完成技改项目后酱油产能增加至7万吨, 随后几年产能逐步释放, 至2016年实际产能利用率已达到114%。同时募投5万吨酱油项目竣工投产, 继续扩大公司的酱油产量以适应全国化的需求, 预计正式运营期间第一、二、三、四年达产率分别为15%、30%、60%、100%, 至2020年公司酱油产量将达到12万吨。公司酱油产能的扩展打破公司产能的瓶颈, 助力全国市场扩张。

图61: 公司产能利用率不断提升



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图62: 公司预计2020年公司酱油产量达到12万吨



资料来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

(3) 开拓餐饮和电商渠道, 多渠道驱动销量增长

加码全国餐饮渠道, 高端餐饮与川菜搭档双轮驱动, 提升市场占有率。根据中商产业研究院, 酱油行业中餐饮渠道消费占比为45%, 是酱油消费最主要的渠道, 海天和李锦记餐饮渠道占比均超过60%。而千禾由于以前定位高端且受产能限制, 餐饮渠道体量较小, 随着公司产能逐渐释放, 以及公司产品品类的多样化, 多渠道运作成为千禾的最佳选择。公司16年正式布局餐饮渠道, 通过独立渠道、独立产品、独立团队运营, 公司餐饮渠道目前采用两种模式, 一种是B2B模式, 即供货给专门的经销商, 由经销商销售给下游的餐饮企业, 公司16年新加了100多家餐饮渠道经销商来开拓市场。第二种模式是B2C, 公司直接和餐饮店合作, 目前公司已经和西贝、眉州东坡、田老师红烧肉、姐弟俩、旺旺等全国性餐饮企业合作, 17年将继续加大合作企业的数量。另外, 参考海天借粤菜风靡全国从而走向外埠市场的经验, 结合千禾作为川调第一股的雄厚实力, 以及川菜的公司目前餐饮渠道占比较小的现状, 未来有较大发展空间。

加码电商渠道, 高效运营促销量高增长。公司于今年组建电商渠道团队, 目前团队有20多人, 自行运营天猫、京东自营旗舰店(客服设在厂区统一管理), 高效的运营管理有力的促进了产品销售渠道的拓展, 顺应了互联网时代的趋势。16年销量整体不到1000万, 今年上半年已经超过去年总量, 收效良好, 未来成长可期。

四、盈利预测与投资建议

基于上述分析, 我们认为公司调味品销量的增长主要来源于西南大本营市场渠道下沉和外埠市场扩张。其中酱油业务, 基于13-16年销量增长CAGR达29.86%, 我们预计公司产品在需求端仍旧能保持30%左右增长, 公司今年新产能释放, 加上16年底约有近1万吨库存, 即便产能利用率维持在2016年水平, 也可以达到新增2吨以上的销量, 足以满足需求30%的增长; 而对于食醋业务, 公司招股说明书披露, 食醋新增产能2016年开始释放, 销量增长29%, 今年产能新增32%左右, 预计销量增长30%以上。调味品均价增长主要源于公司产品结构优化和提价, 公司外埠

市场经营的调味品基本为中高端产品，公司外埠市场发展速度由于大本营市场，产品结构持续优化，酱油和醋的中高端产品占比将持续提升，加上酱油产品今年提价，因此预计酱油和醋的毛利率均会有所提高。另外，未来公司继续聚焦调味品业务，焦糖色业务规模持续萎缩，由于调味品毛利率远高于焦糖色，公司毛利率提升空间大。

看好公司产品结构优化以及区域扩张，我们预计17-19年公司收入10.04/12.59/15.62亿元，同比增长30%/25%/24%，净利润1.56/2.01/2.63亿元，同比增长56%/29%/31%，目前股价对应PE估值38/29/22倍，维持买入评级。

表14: 调味品业务有望量价齐升

百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
酱油						
收入	197.59	257.76	368.57	565.02	768.42	1022.00
yoy		30.45%	42.99%	53.30%	36.00%	33.00%
毛利率	41.42%	44.61%	48.76%	51.00%	50.00%	49.50%
焦糖色						
收入	313.46	236.62	227.66	218.55	207.63	197.24
yoy		-24.51%	-3.79%	-4.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	25.87%	23.10%	25.68%	24.00%	23.00%	23.00%
醋						
收入	72.37	89.89	116.96	163.02	225.57	284.78
yoy		24.21%	30.11%	39.38%	38.37%	26.25%
毛利率	46.03%	50.75%	50.64%	51.00%	51.00%	51.00%
总收入	650.78	623.59	770.86	1,004.26	1,259.29	1,561.70
yoy		-4.18%	23.62%	30.28%	25.39%	24.01%
整体毛利率	32.51%	37.19%	40.97%	44.03%	44.90%	45.78%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表15: 可比公司估值 (对应2017年9月1日收盘价)

可比公司	净利润增速			营收增速			PE		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
千禾味业	50.44%	55.91%	29.11%	23.62%	30.28%	25.39%	29.44	37.77	29.25
海天味业	13.29%	21.50%	18.18%	10.31%	18.44%	15.40%	38.85	31.87	27.01
中炬高新	46.55%	37.18%	25.86%	14.48%	18.52%	17.31%	48.31	34.51	27.52

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 注释: 海天味业和中炬高新的业绩预测为wind一致预期, 千禾味业为广发证券预测

风险提示

经济增速下滑超预期; 区域扩张不及预期; 食品安全问题。

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	271	518	782	914	1225
货币资金	48	92	195	251	372
应收及预付	51	98	96	122	153
存货	171	211	209	268	328
其他流动资产	0	117	282	272	372
非流动资产	453	508	550	533	638
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	297	441	496	516	579
在建工程	100	0	0	0	0
无形资产	46	53	54	57	59
其他长期资产	11	14	0	0	0
资产总计	724	1027	1332	1566	1863
流动负债	236	116	125	158	192
短期借款	135	0	0	0	0
应付及预收	91	102	125	158	192
其他流动负债	10	14	0	0	0
非流动负债	21	20	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	21	20	0	0	0
负债合计	257	136	125	158	192
股本	120	160	320	320	320
资本公积	97	395	395	395	395
留存收益	251	335	491	693	956
归属母公司股东权益	467	890	1206	1408	1671
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	724	1027	1332	1566	1863

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	624	771	1004	1259	1562
营业成本	392	455	562	694	847
营业税金及附加	4	10	12	15	19
销售费用	104	156	183	232	290
管理费用	38	42	60	76	94
财务费用	7	-1	-3	-5	-8
资产减值损失	0	1	3	4	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	2	0	0
营业利润	78	110	189	244	319
营业外收入	4	15	0	0	0
营业外支出	1	3	2	2	2
利润总额	81	122	187	242	317
所得税	14	22	31	41	54
净利润	67	100	156	201	263
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	67	100	156	201	263
EBITDA	111	140	231	295	373
EPS (元)	0.55	0.63	0.49	0.63	0.82

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	73	69	165	202	270
净利润	67	100	156	201	263
折旧摊销	25	31	44	52	61
营运资金变动	-25	-62	-45	-57	-58
其它	7	0	10	5	3
投资活动现金流	-61	-218	-43	-46	-49
资本支出	-61	-111	-45	-46	-49
投资变动	0	-108	2	0	0
其他	0	1	0	0	0
筹资活动现金流	-15	209	-20	0	0
银行借款	175	20	0	0	0
股权融资	0	344	0	0	0
其他	-20	-1	0	0	0
现金净增加额	-3	61	103	156	221
期初现金余额	40	48	92	195	351
期末现金余额	37	109	195	351	572

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-4.2	23.6	30.3	25.4	24.0
营业利润增长	22.1	40.0	72.0	29.4	30.4
归属母公司净利润增长	25.6	50.4	55.9	29.1	30.7
获利能力(%)					
毛利率	37.2	41.0	44.0	44.9	45.8
净利率	10.7	13.0	15.5	16.0	16.9
ROE	14.2	11.2	12.9	14.3	15.8
ROIC	12.8	11.2	15.4	19.1	23.6
偿债能力					
资产负债率(%)	35.4	13.3	9.4	10.1	10.3
净负债比率	0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3
流动比率	1.15	4.46	5.36	5.79	6.39
速动比率	0.37	2.32	3.43	3.82	4.40
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.88	0.91	0.98	1.00
应收账款周转率	17.33	16.80	17.06	17.02	17.00
存货周转率	2.75	2.38	2.68	2.58	2.58
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.63	0.49	0.63	0.82
每股经营现金流	0.61	0.43	0.52	0.63	0.84
每股净资产	3.90	5.57	3.77	4.40	5.22
估值比率					
P/E	-	29.44	37.77	29.25	22.39
P/B	-	3.3	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	0.8	42.1	25.5	20.0	15.8

广发食品饮料研究小组

- 王永锋： 分析师，经济学硕士，9年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 卢文琳： 分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 王文丹： 分析师，经济学硕士，3年证券行业工作经验。2016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，1年证券行业工作经验。2016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。

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。