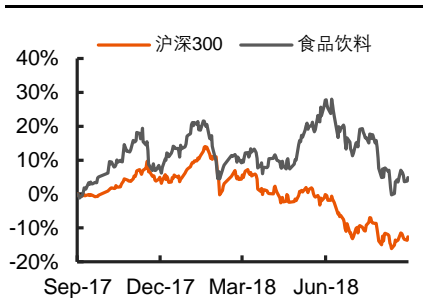


调味品行业 2018 年半年报综述

调味品增速略放缓&分化，细分龙头盈利能力再提升

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《中炬高新*美味鲜降费稳增长，总部&地产增厚利润》 2018-08-23
 《海天味业*成长价值兼备，毛利率再创新高》 2018-08-15
 《行业动态跟踪报告*食品饮料*2Q 行业趋势仍向好，绝对龙头确定稳增长》 2018-07-13
 《行业半年度策略报告*食品饮料*绝对龙头持续增长，潜在成长机会重估》 2018-06-21

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
 S1060511010014
 0755-22627143
 WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
 S1060518070002
 0755-33547353
 LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
 S1060117110064
 0755-33547523
 JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 调味品增速略放缓&分化，细分龙头盈利能力较快提升。1H18、2Q18 调味品营收+14.1%、14.9%，归母净利+23.5%、27%。**2Q18 营收增速同比降 3.9pct**；主因行业 1H17 提价、经销商提前拿货，双因素导致 2Q17 基数较高，此外宏观经济放缓，城镇居民人均消费性支出、城镇&乡村社零增速均下滑，消费增速承压对调味品增长或亦有一定影响。**2Q18 业绩增速呈分化态势**：细分行业龙头海天、中炬、涪陵收入&利润均实现快速增长。**2Q18 调味品盈利能力较快提升**：ROE 6%，同比+0.4pct，毛利率 42.2%，同比+2pct，净利率 20.1%，同比+1.3pct。得益于：1) 1H17 主要调味品公司提价，经销商老价格拿货，2Q18 仍有提价因素推动毛利率上升；2) 产品结构升级，中高端、高端产品占比逐渐提升；3) 技改、新产能释放带动生产效率进一步提升；4) 良好格局下未出现恶性费用战+2Q17 费用投放配合提价导致费用基数较大；5) 成本端 2Q18 基本同比持平。
- 格局良好费用投放温和，龙头侧重广告提升品牌拉力。调味品主要公司销售费用率同比有所下降主要得益于行业单寡头格局下竞争较缓和，龙头海天虽加大费用投放，但更侧重投向空中广告提升品牌拉力，而在渠道地推上各家还未出现大规模费用战。此外同比 17 年同期，各厂家为配合提价，加大费用投放支持渠道，导致费用基数较大，而 2Q18 无此因素影响。海天 1H18 海天广告费用 2.9 亿，占收入 3.4%，绝对额与占比均远高于竞争对手，原因在于其全国化网络搭建完成后，现阶段费用投放策略更倾向空中广告，提升整体品牌拉力；而促销推广费用 1.8 亿，高于竞争对手，收入比 2.1%，低于竞争对手，网络规模效应已开始显现。
- 酱油增速分化，强者更快。海天 1H18 酱油收入增速 15%，体量最大且增速最快。海天 16 年底先于行业提价，1H17 已是新价格，因此 1H18 收入增长主因量增、高端品（增速约 20%）占比提升。而销量快增主因截面上抢对手份额、纵深加速渠道下沉开拓空白市场。**中炬 1H18 酱油收入增 10%**，1Q18 收入增长仍含价格因素，估计 1H18 价格因素贡献 2-3pct，销量约增 8%。**千禾 1H18 酱油收入约增 3-4%**，若剔除提价因素，估计销量同比约持平。增速放缓主因 17 年两次压货：1) 17 年 4 月-7 月分区域提价，经销商备货造成 17 年同期高基数；2) 17 年底西南经销商压货，库存消化造成 1H18 大本营西南地区酱油负增长。
- 主力市场增速略慢，或因渗透率较高&竞争较激烈。除海天、涪陵在其主力市场华南区域增速约为 17%、18%，其他厂商在其主力市场增速略慢：中炬美味鲜华南增 9.2%、千禾西南收入降-10%、加加华中增 0.5%、恒顺

华东增 8.7%。或因各厂商在其主力市场的渗透率已较高，且面临其他一线品牌全国化扩张的进攻，竞争较为激烈。

- **策略：不确定下首选确定性成长。1、强烈推荐海天味业：宏观经济&消费增速承压下的确定性成长品种：**公司产品线完善、全国化渠道加速下沉至县乡镇村、侧重广告投放提升品牌拉力，铸就宽广护城河宽。行业存量整合、加速洗牌背景下，其调味品平台在对后面二三线品牌的追赶可作充分防守，而在向前抢空白市场、抢竞争对手份额的过程中可看作加速器；在宏观经济&消费增速承压的环境下，其平台具有较强韧性，可看作是稳定器，长期可看作众多 1-5 亿级中小单品/品类如醋、料酒的孵化器。预计 18、19 年 EPS 1.57、1.89 元，同比+19.8%、20.5%，维持“强烈推荐”评级。**2、推荐中炬高新：调味品稳步全国化、拓餐饮、推新品，总部&地产增厚利润：**公司调味品稳步推进全国化、战略重视餐饮渠道、渠道网络下大单品带动小单品&中小品类较快增长。阳西低人工&能耗成本+高效产能释放不断抬升毛利率。此外，公司预计总部 2H18 还将有 6500 万资产转让收入、中汇合创地产公司目前已售尚未结转收入的物业货值约 1 亿元尚待结转，都将增厚公司利润。预计 18、19 年 EPS 0.80、0.95 元，同比增 40%、20%，维持“推荐”评级。
- **风险提示：1、重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对公司信心降至冰点且信心重塑需要较长时间，从而造成业绩不达预期；**2、行业景气度下降风险：**虽然调味品是属于一个刚性需求较强的一个产品，但易受高端餐饮下滑等因素的影响，大众消费品的增速也有可能面临下行的风险；**3、原材料价格波动风险：**黄豆、白糖等农产品是公司生产产品的主要原材料，农产品价格主要受当年的种植面积、气候条件、市场供求以及国际期货市场价格等因素的影响。如果原材料价格上涨较大，将有可能对产品毛利率水平带来一定影响；**4、食品龙头企业通过兼并收购切入酱油/调味品行业打破现有格局、引起行业激烈竞争的风险：**调味品行业景气度较高，未来空间仍大，若现有食品龙头企业通过兼并收购酱油区域品牌，利用其渠道网络、品牌的品台优势切入调味品行业，或将打破现有竞争格局，引发激烈竞争。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2018-09-05	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E		2020E
海天味业	603288	68.99	1.31	1.57	1.89	2.39	52.77	43.94	36.50	28.87	强烈推荐
中炬高新	600872	28.81	0.57	0.80	0.95	1.20	50.64	36.01	30.33	24.01	推荐

正文目录

一、调味品增速略放缓，盈利水平凸显	6
二、业绩增速分化，龙头盈利再提升	11
2.1 细分龙头增速较快，盈利水平大幅提升	11
2.2 格局良好费用投放温和，龙头侧重广告提升品牌拉力	14
2.3 酱油：增速分化，强者更快	15
2.4 其他品类：蚝油全国化进程良好，酱、醋或受区域口味限制	17
2.5 主力市场增速略慢，或因渗透率较高&竞争激烈	18
三、基金持仓分析：调味品 2Q18 末仍低配，龙头重仓排序提升	20
四、策略：不确定下首选确定性成长	23
五、风险提示	23

图表目录

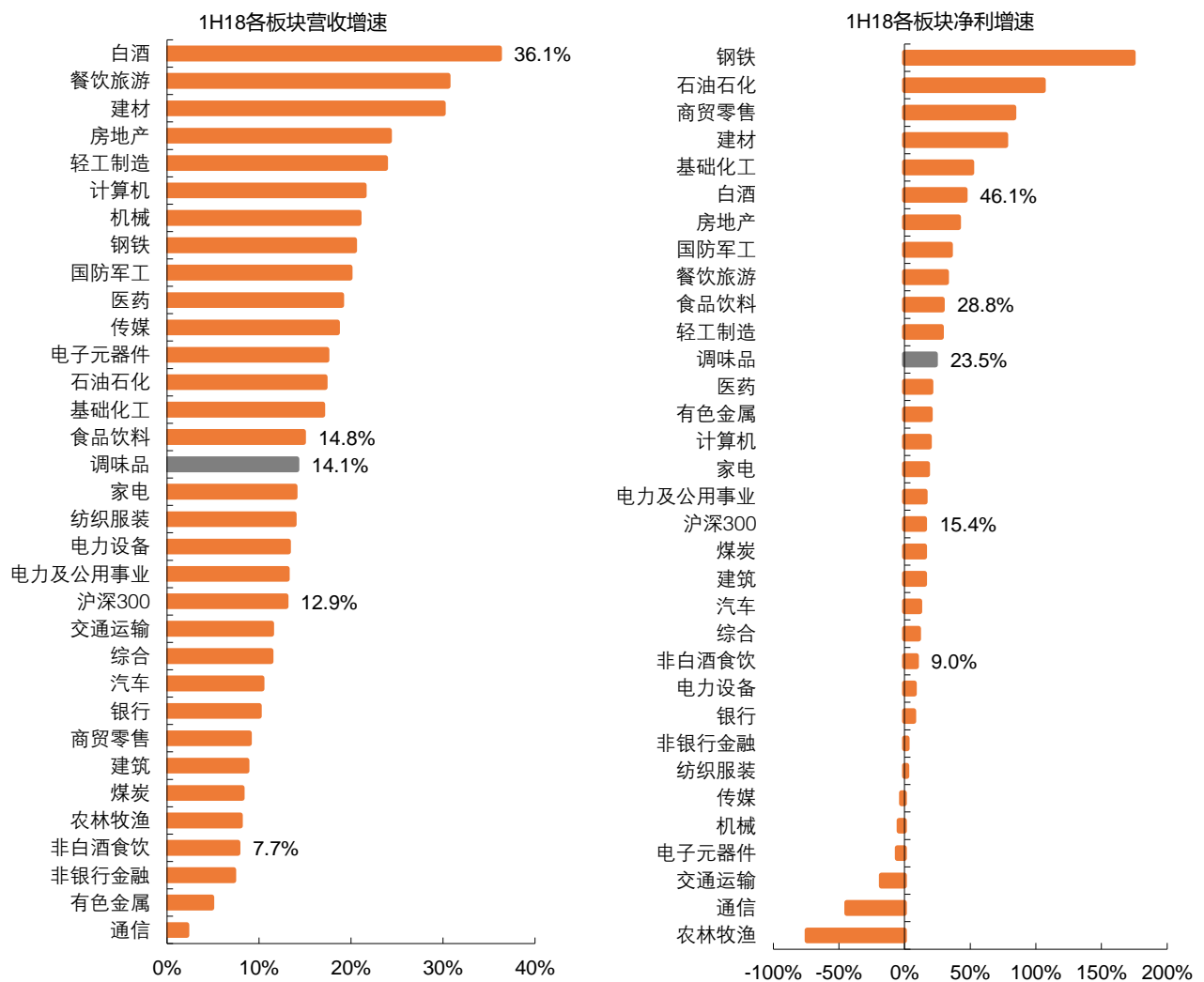
图表 1	1H18 调味品营收同比+14.1%，归母净利同比+23.5%.....	6
图表 2	2Q18 调味品营收同比 14.9%，归母净利同比 27%.....	7
图表 3	2Q18 城镇居民人均消费型支出累计同比有所回暖.....	7
图表 4	1H18 社零城镇、乡村增速均呈下滑趋势.....	7
图表 5	调味品 2Q18 营收增 14.1%，增速同比降 3.9 pct.....	8
图表 6	2Q18 调味品归母净利同比增 23.3%，增速同比-3.5 pct.....	8
图表 7	2Q18 调味品 ROE 为 6%，同比提高 0.4 pct.....	8
图表 8	2Q18 调味品毛销差、净利率分别为 29.6%、20.1%，同比分别提高 2、1.5pct.....	9
图表 9	2Q18 调味品毛利率、销售费用率、管理费用率分别为 42.2%、12.5%、6.2%，同比+2、-0.1、0.4pct	9
图表 10	调味品毛利率高于非白酒食品饮料行业整体、沪深 300，低于白酒.....	9
图表 11	调味品净利率高于非白酒食品饮料行业整体、沪深 300，低于白酒.....	9
图表 12	2Q18 调味品销售费用率高于沪深 300，低于白酒、非白酒食品饮料行业整体.....	9
图表 13	调味品管理费用率高于非白酒食品饮料行业整体，低于白酒、沪深 300.....	9
图表 14	2Q18 国内大豆价格较为平稳.....	10
图表 15	2Q18 豆粕价格先降后升.....	10
图表 16	2Q18 白糖价格仍处于下行通道.....	10
图表 17	2Q18 包材价格同比上升.....	10
图表 18	2Q18 年调味品主要公司营收(增速)分别为：海天 40.3 亿(+17.5%)、中炬 10.2 亿(+23%)、加加 4 亿(-11.7%)、千禾 2.3 亿(+2.6%)、榨菜 5.6 亿(+23.7%)、恒顺 4.1 亿(+11.2%).....	11
图表 19	2Q18 年调味品主要公司归母净利润(增速)分别为：海天 10 亿(+26%)、中炬 1.6 亿(+72%)、千禾 0.21 亿(-41%)、加加 0.25 亿(-39%)、榨菜 1.9 亿(+81%)、恒顺 0.52 亿(+21%).....	11
图表 20	2Q18 营收增速海天 17.5%、中炬(美味鲜) 19%、千禾 2.6%；涪陵、恒顺、加加营收增速分别为 23.7%、11.2%、-11.7%.....	11
图表 21	2Q18 海天业绩增长主要归因于营收增长、毛利率提高.....	12
图表 22	2Q18 中炬业绩增长主要归因于营收增长、毛利率提高、费用率下降.....	12
图表 23	2Q18 千禾业绩下降主要归因于营收增速放缓、毛利率下降、费用率上升.....	12
图表 24	2Q18 加加业绩下降主要归因于营收负增长、毛利率下降、费用率上升.....	12
图表 25	2Q18 涪陵榨菜业绩增长主要归因于营收增长、毛利率提高、销售费用率下降.....	12
图表 26	2Q18 恒顺业绩增长主要归因于营收增长、毛利率提高、销售费用率下降.....	12
图表 27	2Q18 调味品主要公司(期末预收款/2Q18 营收)比例分别为：榨菜 25%、海天 23%、中炬 15%、恒顺 11%、千禾 3%.....	13

图表 28	2Q18 调味品主要公司 ROE (扣非) 分别为: 榨菜 9.2%、海天 8.1%、中炬 4.9%、千禾 1.8%、恒顺 2.8% ¹³	
图表 29	2Q18 毛利率榨菜 58.6%、海天 47.6%、千禾 43.4%、恒顺 40.7%、中炬 41.2%.....	13
图表 30	2Q18 毛销差: 榨菜 41.9%、海天 33.7%、中炬 30.6%、恒顺 29.5%、千禾 23.4%.....	13
图表 31	2Q18 调味品主要公司 (扣非后) 净利率榨菜 34.2%、海天 24.9%、中炬 15.9%、恒顺 12.9%、千禾 9.2%、加加 6.2%	14
图表 32	2Q18 销售费用率千禾 20.2%、榨菜 16.7% 、恒顺 13.9%、海天 13.9%、中炬 10.6%	14
图表 33	2Q18 管理费用率榨菜 2.8%、海天 4.8%、中炬 8%、千禾 10.7%、恒顺 11.8%	14
图表 34	1H18 海天广告费用 2.9 亿, 占收入 3.4%	15
图表 35	1H18 海天促销推广费用 1.8 亿, 占收入 2.1%.....	15
图表 36	自 2H16 海天费用投放策略更侧重空中广告	15
图表 37	海天加大广告投放, 品牌拉力显现	15
图表 38	1H18 酱油收入增速分化.....	16
图表 39	1H18 酱油销量增速分化较明显.....	16
图表 40	酱油市场份额估计, 单寡头竞争格局	16
图表 41	17 年海天酱油体量最大 88.4 亿元.....	16
图表 42	一线品牌在主流价格带上挤压竞争对手份额.....	16
图表 43	1H18 酱油商超销售额约增 13%, 量价贡献分别约为 9pct、3pct.....	17
图表 44	酱油商超渠道份额估计	17
图表 45	1H18 规上&规下餐饮收入当月值同比增速下滑较为明显.....	17
图表 46	1H18 餐饮收入当月同比 (样本调整后) 增速放缓	17
图表 47	1H18 海天蚝油收入约增 20%、中炬 30%.....	18
图表 48	1H18 海天酱收入约增 3%、中炬约增 20%	18
图表 49	醋推广受区域口味限制, 1H18 海天醋约增 15%、恒顺 9%	18
图表 50	料酒无绝对龙头, 1H18 中炬、恒顺料酒增速较快	18
图表 51	调味品厂商 1H18 主力市场增速略慢, 或因渗透率较高&竞争激烈.....	19
图表 52	1H18 涪陵榨菜全国化推进迅速.....	19
图表 53	1H18 中炬 (美味鲜) 北部市场增速较快.....	19
图表 54	1H18 恒顺华北、华南、西部增速较快	19
图表 55	2Q18 食品饮料子版块中白酒和乳品超配, 分别为 1.96%、0.84%	20
图表 56	调味品板块基金持仓市值 2Q18 占基金股票投资市值 0.18%, 低配 0.27%.....	20
图表 57	2Q18 中炬高新、涪陵榨菜和海天味业的重仓排序均有上升.....	21
图表 58	2Q18 中炬高新、涪陵榨菜和海天味业的持仓占比环比提升+0.04pct、+0.01pct、+0.03pct .21	
图表 59	2Q18 中炬高新、涪陵榨菜、海天味业持股基金数环比提升	22
图表 60	2Q18 中炬高新基金占流通股比环比提升, 海天略升, 涪陵下降.....	22

一、调味品增速略放缓，盈利水平凸显

调味品净利明显快于收入增长，盈利能力、规模效应凸显。1H18 调味品营收+14.1%，白酒、非白酒食品饮料、沪深 300 营收分别增 36.1%、7.7%、12.9%；调味品归母净利润同比增 23.5%，白酒、非白酒食品饮料、沪深 300 营收分别增 46.1%、9%、15.4%。单二季度，调味品营收+14.1%，白酒、非白酒食品饮料、沪深 300 营收分别增 31.1%、9.6%、11.4%；调味品归母净利润同比增 27%，白酒、非白酒食品饮料、沪深 300 营收分别增 40.1%、16.3%、13%。调味品、白酒整体净利增速明显快于营收增速，体现较强的盈利能力和规模效应。

图表1 1H18 调味品营收同比+14.1%，归母净利同比+23.5%

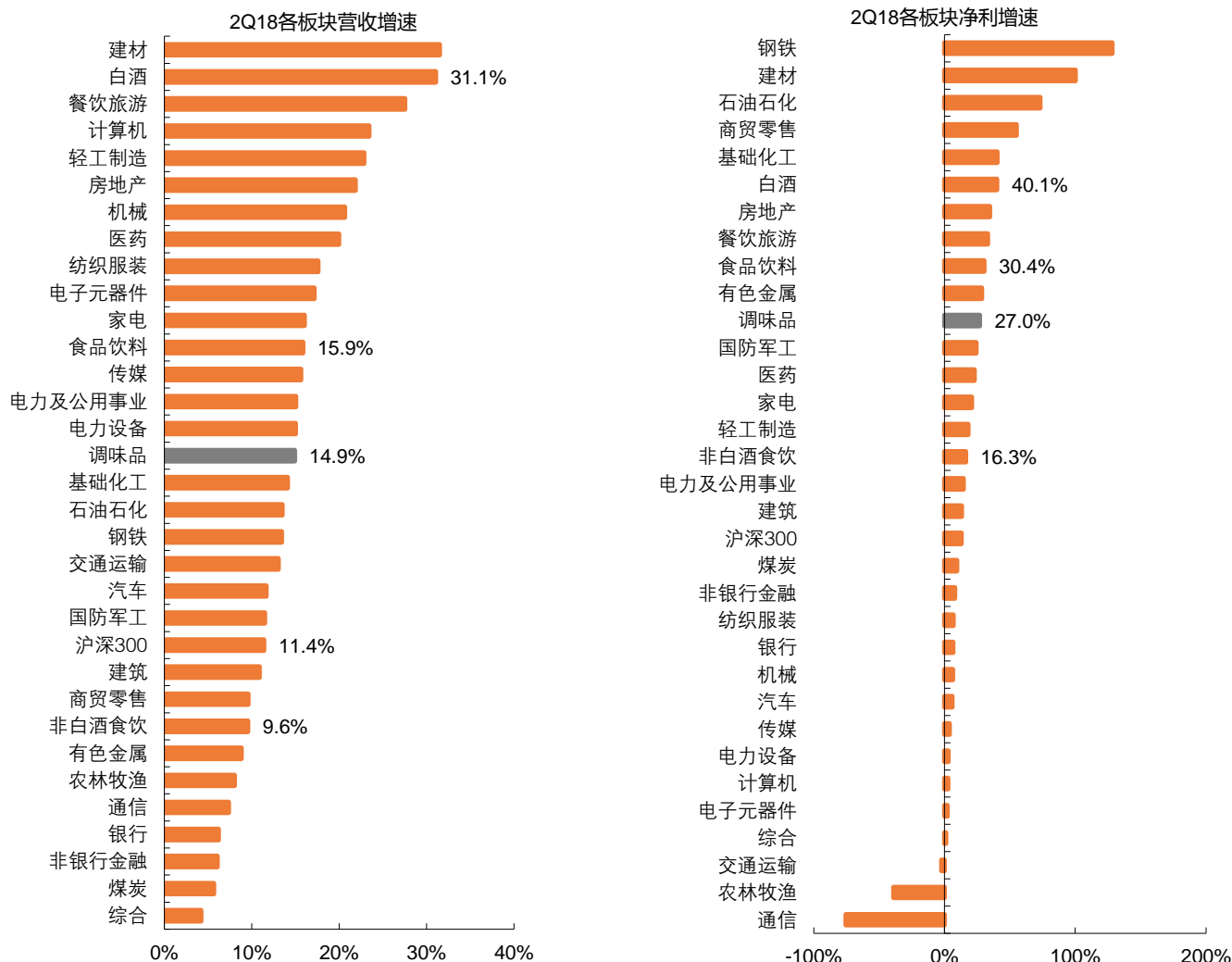


资料来源：WIND、平安证券研究所

备注：1) 本篇将食品饮料行业分为白酒（19家上市公司）和非白酒食品饮料（79家上市公司）；

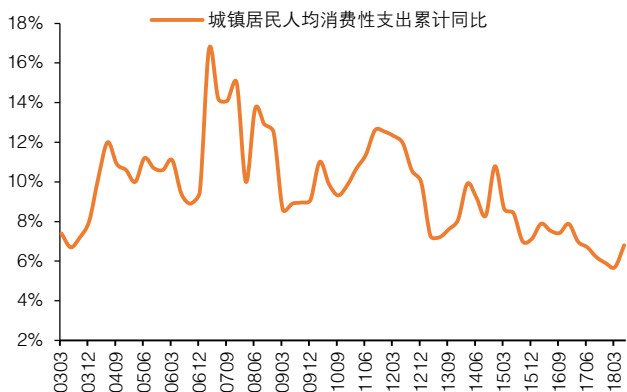
2) 本篇中“调味品”包括10家上市公司：海天味业、中炬高新、千禾味业、安琪酵母、涪陵榨菜、恒顺醋业、加加食品、佳隆股份、爱普股份、安记食品。

图表2 2Q18 调味品营收同比 14.9%，归母净利同比 27%



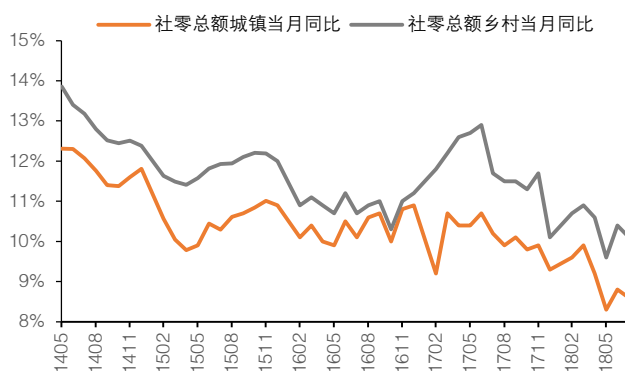
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表3 2Q18 城镇居民人均消费型支出累计同比有所回暖



资料来源：WIND、平安证券研究所

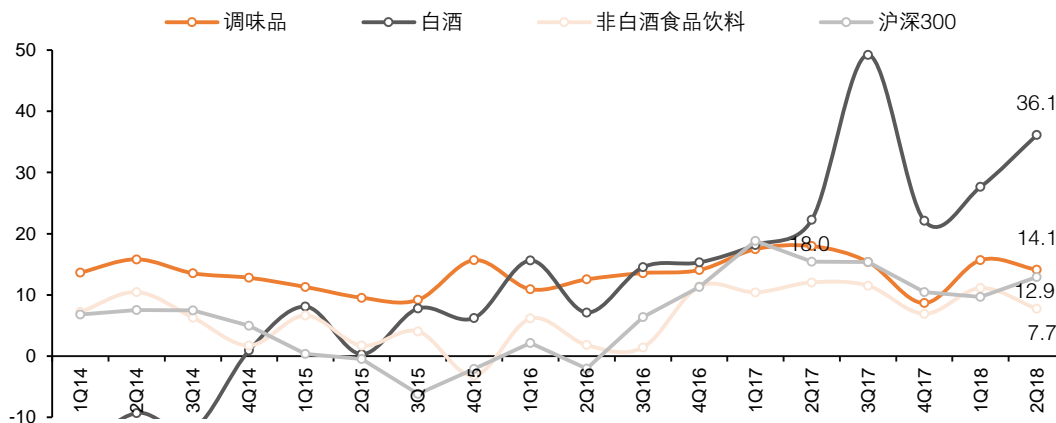
图表4 1H18 社零城镇、乡村增速均呈下滑趋势



资料来源：WIND、平安证券研究所

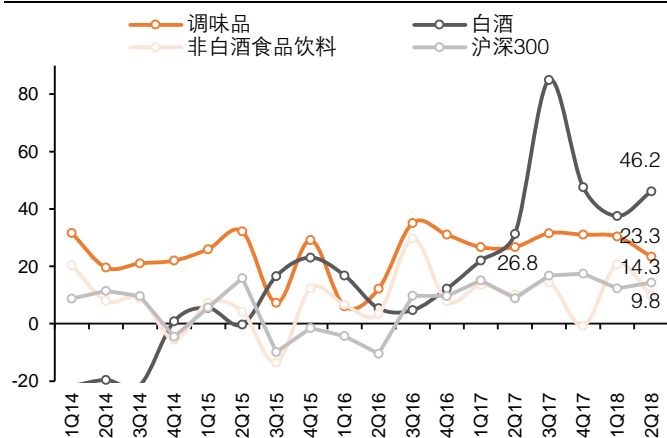
调味品 2Q18 营收增 14.1%，增速同比降 3.9pct，推测主因调味品主要公司 17 年 1-2 季度提价、经销商提前拿货，双因素导致 2Q17 基数较高，此外宏观经济放缓，城镇居民人均消费性支出、城镇 & 乡村社零增速均下滑，消费增速承压对调味品营收增长或亦有一定影响。2Q18 净利增 23.3%，增速同比降 3.5%，与收入保持一致趋势。板块间对比看，调味品单季度收入、净利增速仍快于非白酒食品公司及沪深 300，但明显慢于白酒增速。

图表5 调味品 2Q18 营收增 14.1%，增速同比降 3.9 pct



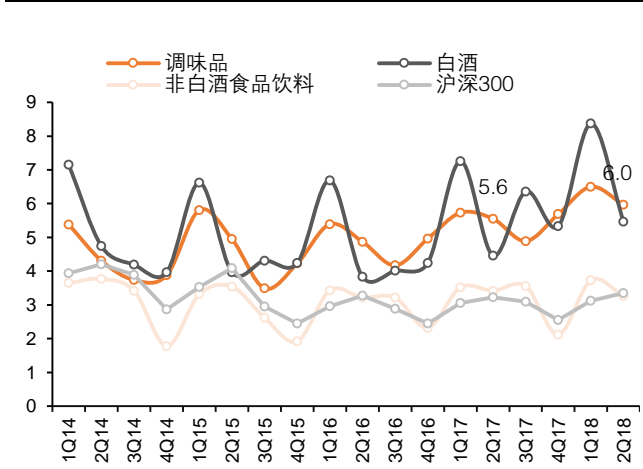
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表6 2Q18 调味品归母净利同比增 23.3%，增速同比 -3.5 pct



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表7 2Q18 调味品 ROE 为 6%，同比提高 0.4 pct

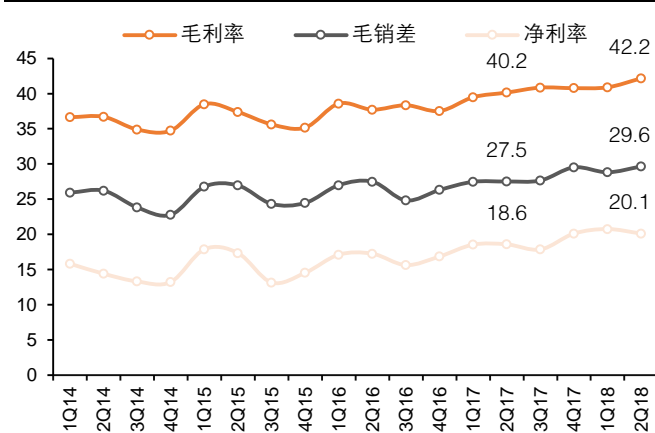


资料来源: WIND、平安证券研究所

单季度 ROE 中枢逐步抬升，保持较好盈利水平。2Q18 调味品 ROE 为 6%，同比提高 0.4 pct；对比白酒 5.5%、非白酒食品饮料 3.3%，沪深 300 同期 3.4%。调味品稳定且高水平的 ROE 凸显行业盈利能力。

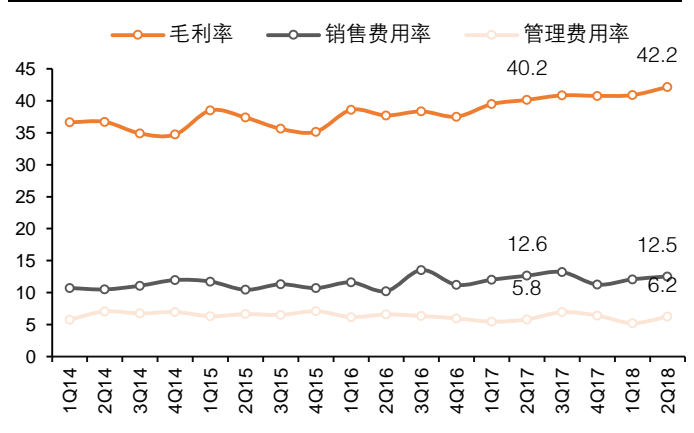
调味品毛利率、毛销差、净利率较快提升。2Q18 调味品毛利率 42.2%，毛销差（毛利率-销售费用率）、净利率分别为 29.6%、20.1%，同比提高 2、2.1、1.5pct。盈利能力较快提升得益于：1）1H17 主要调味品公司提价，经销商老价格拿货，2Q18 仍有部分提价因素推动毛利率上涨；2）产品结构升级，中高端、高端产品占比逐渐提升；3）一线品牌技改、新产能释放，生产效率进一步提升。横向对比看，毛利率白酒（74.7%）>调味品（42.2%）>非白酒食品饮料（33.4%）>沪深 300（20%），净利率白酒（32.2%）>调味品（20.1%）>沪深 300（12.4%）>非白酒食品饮料（8.9%）。

图表8 2Q18 调味品毛销差、净利率分别为 29.6%、20.1%，同比分别提高 2、1.5pct



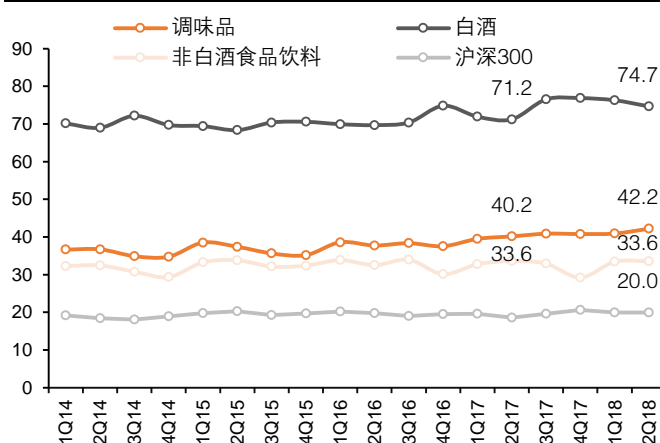
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表9 2Q18 调味品毛利率、销售费用率、管理费用率分别为 42.2%、12.5%、6.2%，同比+2、-0.1、0.4pct



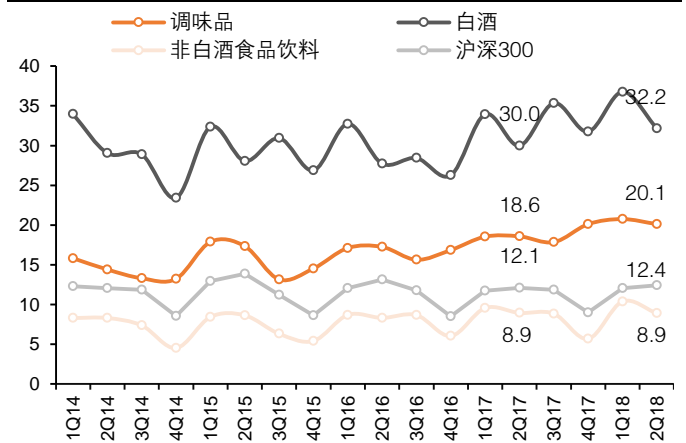
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表10 调味品毛利率高于非白酒食品饮料行业整体、沪深 300，低于白酒



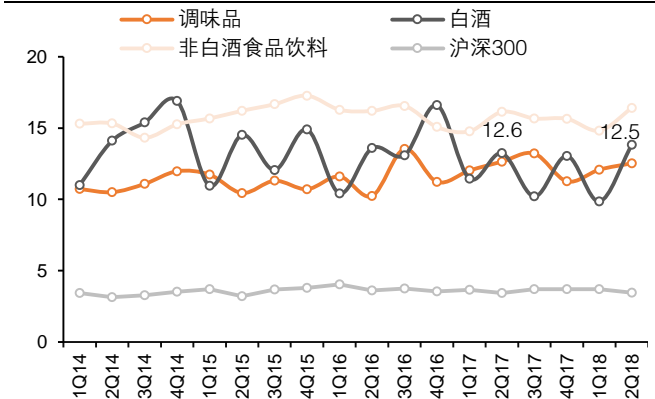
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表11 调味品净利率高于非白酒食品饮料行业整体、沪深 300，低于白酒



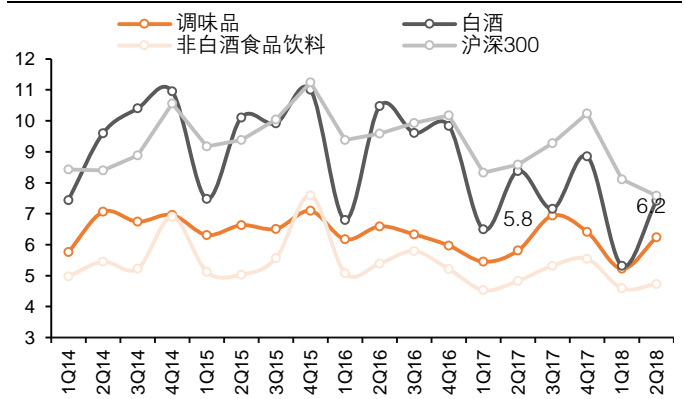
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表12 2Q18 调味品销售费用率高于沪深 300，低于白酒、非白酒食品饮料行业整体



资料来源: WIND、平安证券研究所

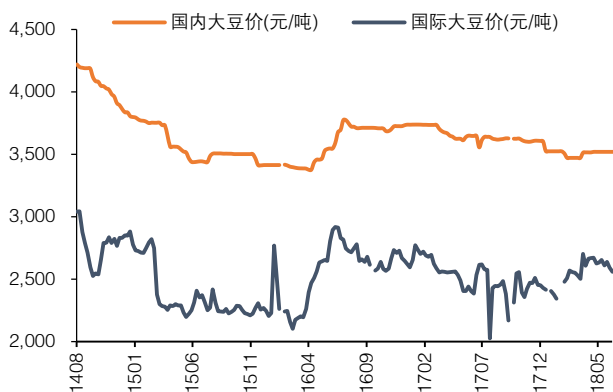
图表13 调味品管理费用率高于非白酒食品饮料行业整体，低于白酒、沪深 300



资料来源: WIND、平安证券研究所

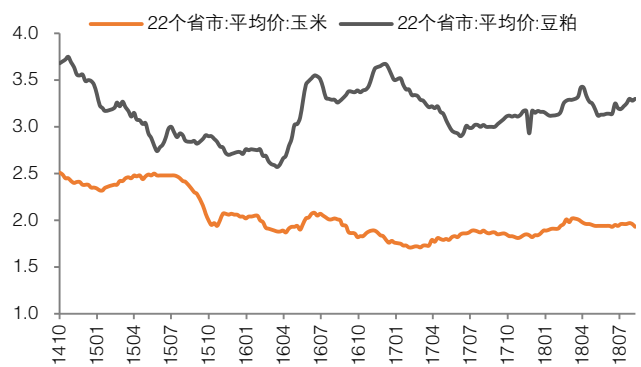
成本端 2Q18 基本同比持平，展望 2H18-1H19 压力或有限。2Q18 国内大豆价格基本同比持平，豆粕价格略升，由于 1Q17 豆粕价格降幅较快，白糖价格仍处于下行通道，估计调味品中较多使用白糖作为原材料的老抽、蚝油毛利率或有提升。往后看，市场担忧中美贸易战间接影响国内大豆采购价，我们认为主要调味品公司均对大豆采购价进行锁价，2H18、1H19 成本端压力有限。另一方面，主流调味品公司均于 16 年底、17 年初提价，距今已快 2 年，而成本端的上涨有望成为下次提价的催化剂，因此拥有定价权的行业龙头能较为顺畅地转嫁成本上涨压力，而品牌、渠道投入有限的中小、杂牌企业份额或将遭到进一步侵蚀。

图表14 2Q18 国内大豆价格较为平稳



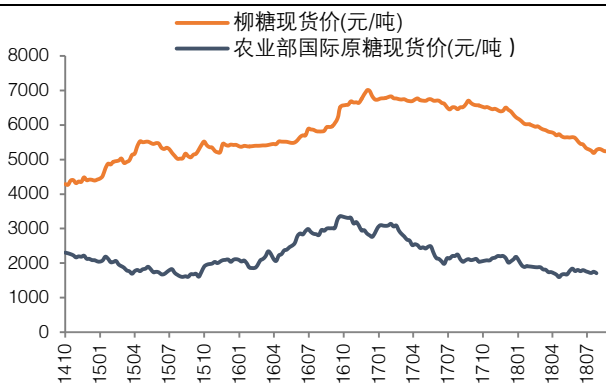
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表15 2Q18 豆粕价格先降后升



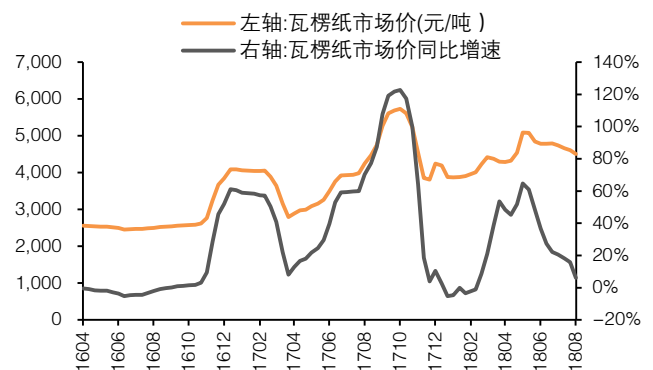
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表16 2Q18 白糖价格仍处于下行通道



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表17 2Q18 包材价格同比上升



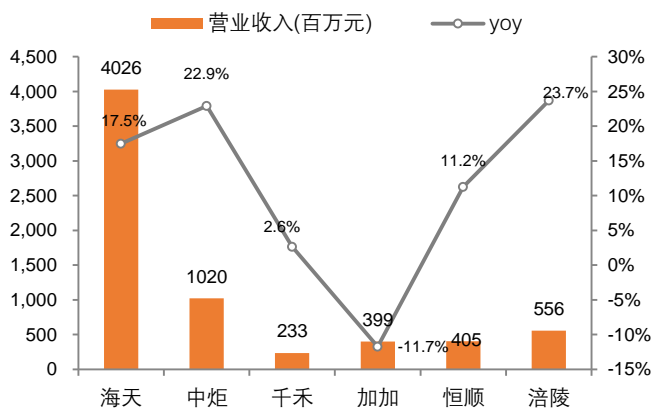
资料来源：WIND、平安证券研究所

二、业绩增速分化，龙头盈利再提升

2.1 细分龙头增速较快，盈利水平大幅提升

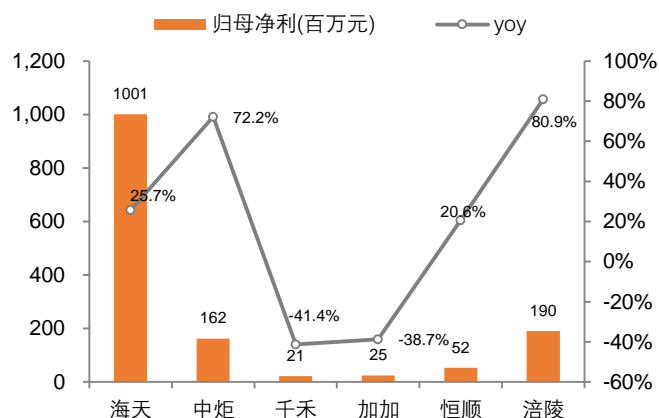
2Q18 调味品主要公司收入、利润增速分化较为明显。细分子行业一线品牌增速较快，而区域型品牌收入放缓甚至下降，利润端负增长。主要公司营收（增速）分别为：海天 40.3 亿（+17.5%）、中炬 10.2 亿（+23%）、加加 4 亿（-11.7%）、千禾 2.3 亿（+2.6%）、榨菜 5.6 亿（+23.7%）、恒顺 4.1 亿（+11.2%）。归母净利润（增速）分别为：海天 10 亿（+26%）、中炬 1.6 亿（+72%）、千禾 0.21 亿（-41%）、加加 0.25 亿（-39%）、榨菜 1.9 亿（+81%）、恒顺 0.52 亿（+21%）。

图表18 2Q18 年调味品主要公司营收（增速）分别为：海天 40.3 亿（+17.5%）、中炬 10.2 亿（+23%）、加加 4 亿（-11.7%）、千禾 2.3 亿（+2.6%）、榨菜 5.6 亿（+23.7%）、恒顺 4.1 亿（+11.2%）



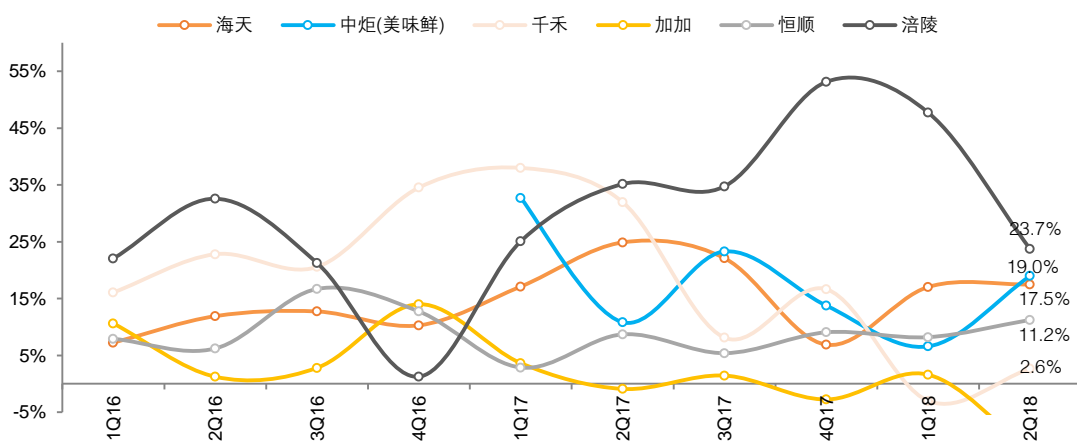
资料来源：WIND、平安证券研究所

图表19 2Q18 年调味品主要公司归母净利润（增速）分别为：海天 10 亿（+26%）、中炬 1.6 亿（+72%）、千禾 0.21 亿（-41%）、加加 0.25 亿（-39%）、榨菜 1.9 亿（+81%）、恒顺 0.52 亿（+21%）



资料来源：WIND、平安证券研究所

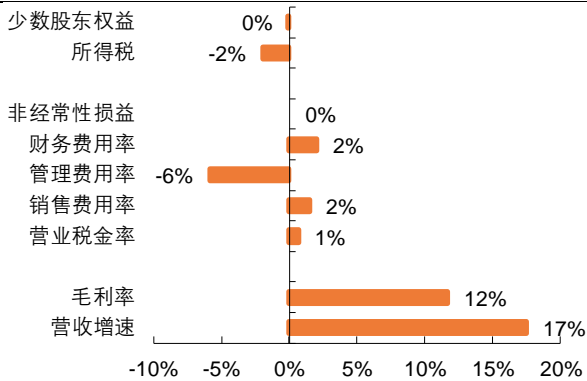
图表20 2Q18 营收增速海天 17.5%、中炬（美味鲜）19%、千禾 2.6%；涪陵、恒顺、加加营收增速分别为 23.7%、11.2%、-11.7%



资料来源：WIND、平安证券研究所
备注：中炬高新在此仅考虑其主业子公司美味鲜收入

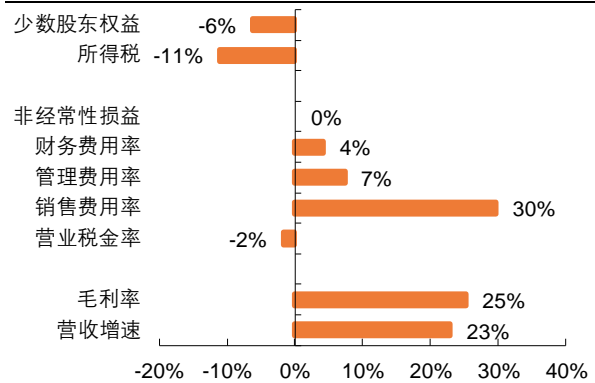
2Q18 细分行业龙头业绩增长主要归因于营收增长、毛利率提高、费用率下降。

图表21 2Q18 海天业绩增长主要归因于营收增长、毛利率提高



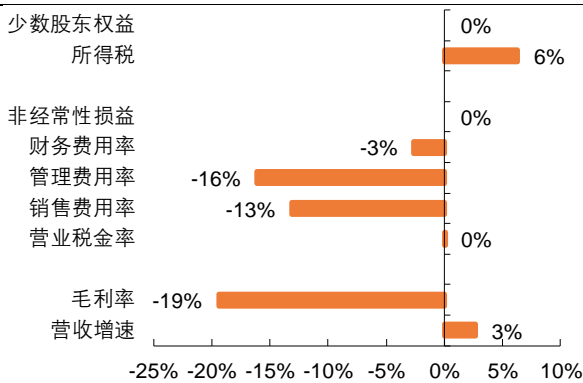
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表22 2Q18 中炬业绩增长主要归因于营收增长、毛利率提高、费用率下降



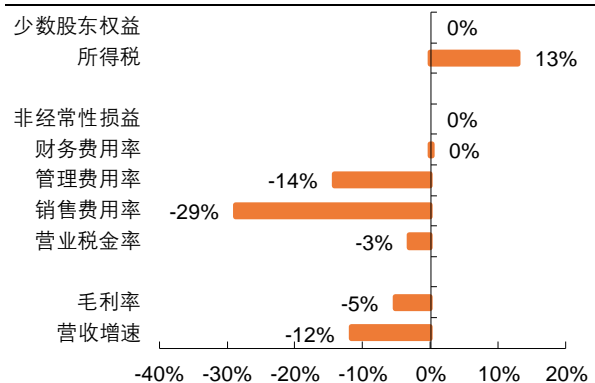
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表23 2Q18 千禾业绩下降主要归因于营收增速放缓、毛利率下降、费用率上升



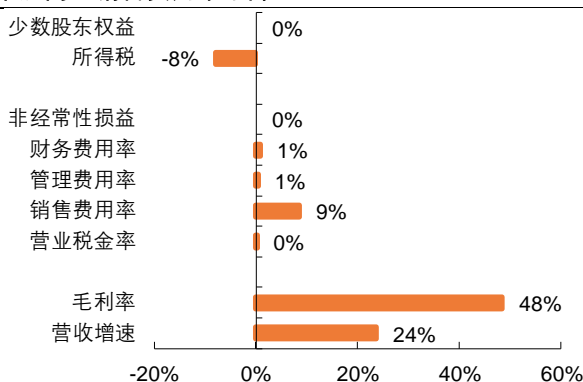
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表24 2Q18 加加业绩下降主要归因于营收负增长、毛利率下降、费用率上升



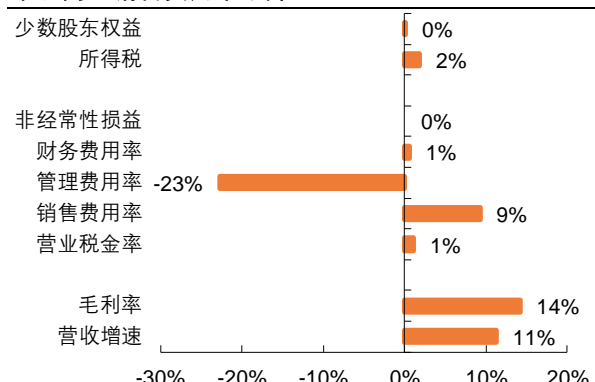
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表25 2Q18 涪陵榨菜业绩增长主要归因于营收增长、毛利率提高、销售费用率下降



资料来源: WIND、平安证券研究所

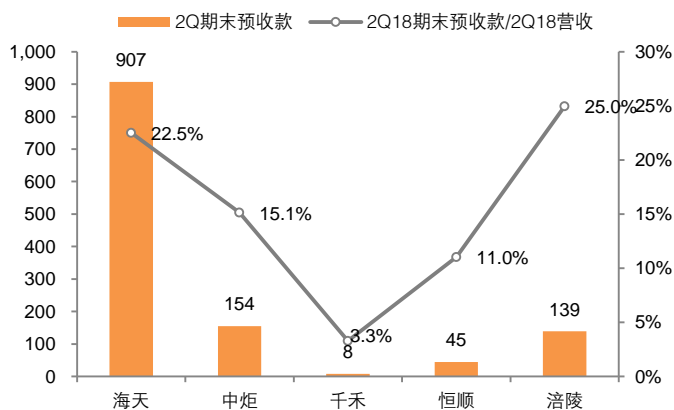
图表26 2Q18 恒顺业绩增长主要归因于营收增长、毛利率提高、销售费用率下降



资料来源: WIND、平安证券研究所

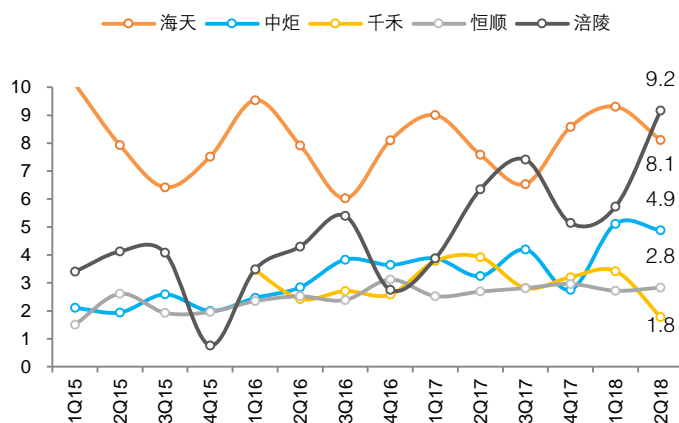
2Q18 末调味品公司预收款仍较为充足。2Q18 调味品主要公司（期末预收款/2Q18 营收）比例分别为：榨菜 25%（同比+4.5pct）、海天 23%（+3.2pct）、中炬 15%（-3.6pct）、恒顺 11%（+1.1pct）、千禾 4.3%（同比持平）。

图表27 2Q18 调味品主要公司（期末预收款/2Q18 营收）比例分别为：榨菜 25%、海天 23%、中炬 15%、恒顺 11%、千禾 3%



资料来源：WIND、平安证券研究所

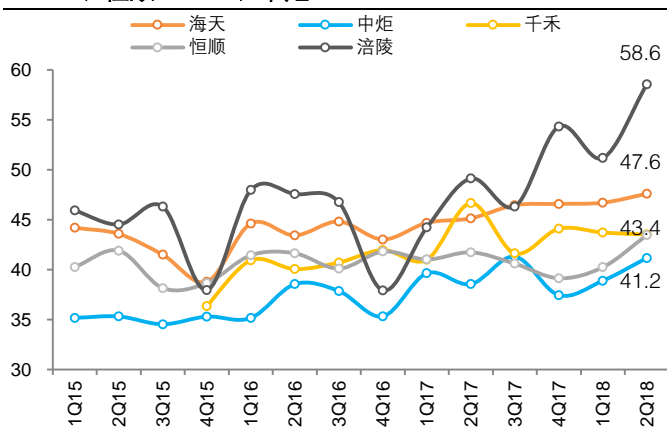
图表28 2Q18 调味品主要公司 ROE（扣非）分别为：榨菜 9.2%、海天 8.1%、中炬 4.9%、千禾 1.8%、恒顺 2.8%



资料来源：WIND、平安证券研究所

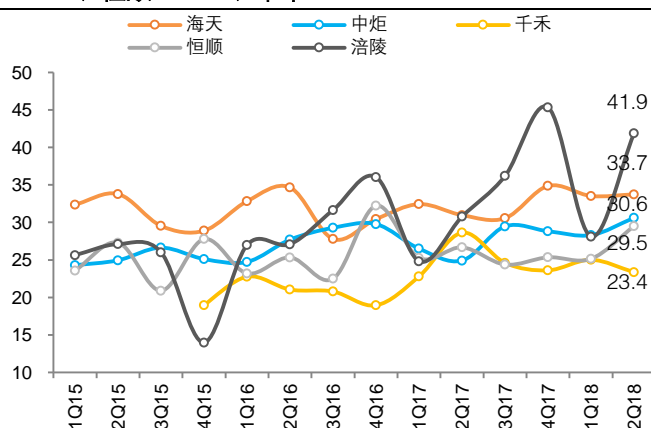
2Q18 主要调味品公司盈利水平大幅提升。ROE（扣非）分别为：榨菜 9.2%>海天 8.1%>中炬 4.9%>千禾 1.8%>恒顺 2.8%。综合毛利率：涪陵榨菜 58.6%>海天 47.6%>千禾 43.5%>恒顺 43.4%>中炬 41.2%；毛销差（毛利率-销售费用率）：榨菜 41.9%>海天 33.7%>中炬 30.6%>恒顺 29.5%>千禾 23.4%。扣非后净利率：榨菜 34.2%（+10.8pct）>海天 24.9%（+1.6pct）>中炬 15.9%（+4.5pct）>恒顺 12.9%（+1pct）>千禾 9.2%（-7pct）。

图表29 2Q18 毛利率榨菜 58.6%、海天 47.6%、千禾 43.4%、恒顺 40.7%、中炬 41.2%



资料来源：WIND、平安证券研究所

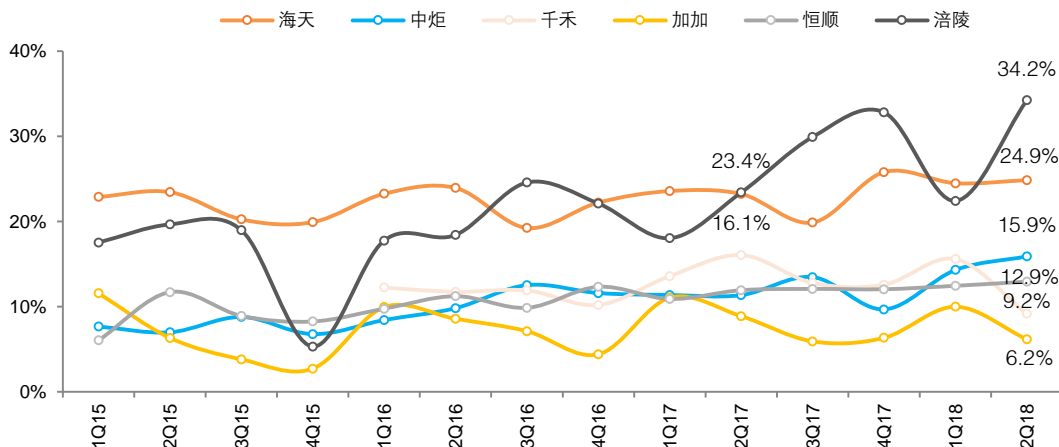
图表30 2Q18 毛销差：榨菜 41.9%、海天 33.7%、中炬 30.6%、恒顺 29.5%、千禾 23.4%



资料来源：WIND、平安证券研究所

盈利能力较快提升得益于：1) 1H17 主要调味品公司提价，经销商老价格拿货，2Q18 仍有提价因素推动毛利率上涨；2) 产品结构升级，中高端、高端产品占比逐渐提升；3) 技改、新产能释放带动生产效率进一步提升；4) 良好格局下未出现恶性费用战+2Q17 费用投放配合提价导致费用基数较大。

图表31 2Q18 调味品主要公司（扣非后）净利率榨菜 34.2%、海天 24.9%、中炬 15.9%、恒顺 12.9%、千禾 9.2%、加加 6.2%

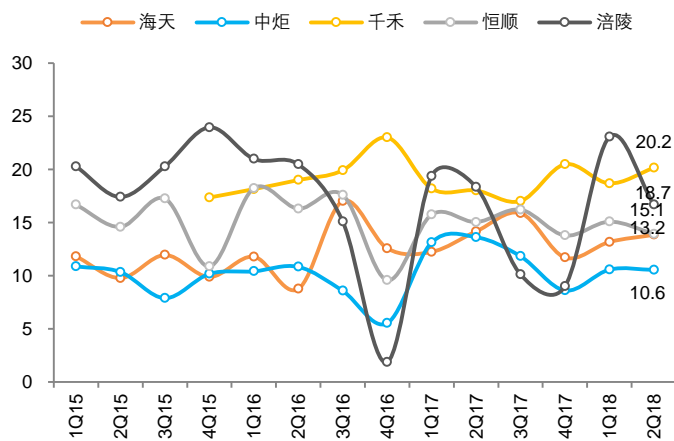


资料来源：WIND、平安证券研究所
备注：中炬高新合并报表受母公司及其他子公司非经常性收入干扰，在此仅考虑其主业子公司美味鲜收入

2.2 格局良好费用投放温和，龙头侧重广告提升品牌拉力

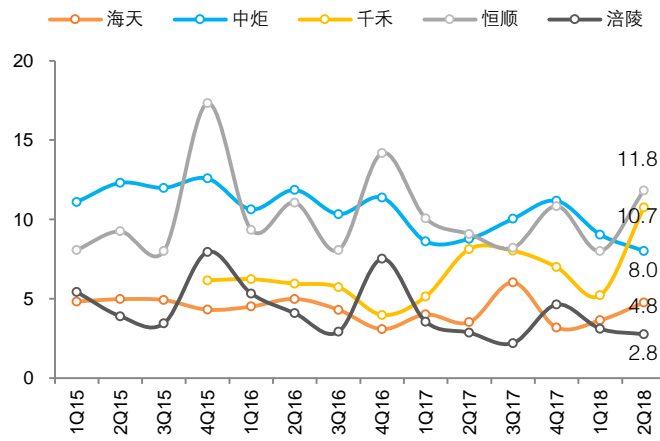
2Q18 销售费用率有所下降。销售费用率：千禾 20.2% (+2.1pct) > 榨菜 16.7% (同比-1.7pct) > 恒顺 13.9% (-1.1pct)、海天 13.9% (-0.3pct) > 中炬 10.6% (-3.1pct)；管理费用率：榨菜 2.8% (-0.1pct) < 海天 4.8% (+1.2pct) < 中炬 8% (-0.8pct) < 千禾 10.7% (+2.6pct) < 恒顺 11.8% (+2.8pct)。

图表32 2Q18 销售费用率千禾 20.2%、榨菜 16.7%、恒顺 13.9%、海天 13.9%、中炬 10.6%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表33 2Q18 管理费用率榨菜 2.8%、海天 4.8%、中炬 8%、千禾 10.7%、恒顺 11.8%

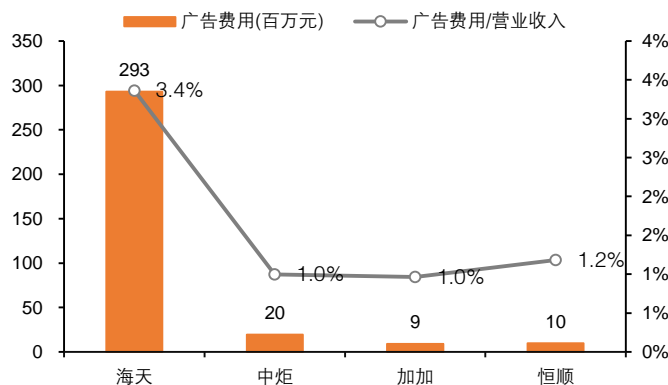


资料来源：WIND、平安证券研究所

我们认为调味品主要公司销售费用率同比有所下降主要得益于行业单寡头格局下竞争较缓和，龙头海天虽加大费用投放，但更侧重投向空中广告提升品牌拉力，而在渠道地推上各家还未出现大规模费用战。此外同比 17 年同期，各厂家为配合提价，加大费用投放支持渠道，导致费用基数较大，而 2Q18 无此因素影响。

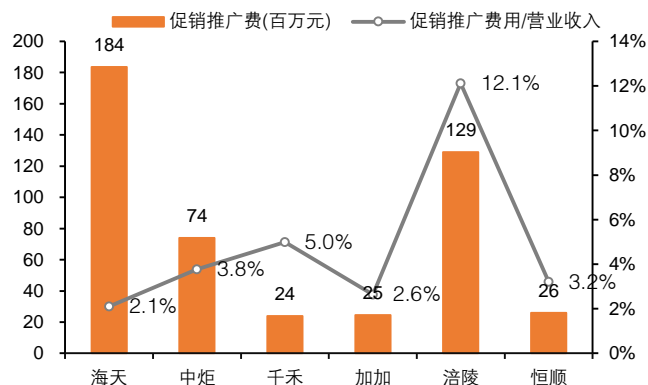
海天 1H18 海天广告费用 2.9 亿，占收入 3.4%，绝对额与占比均远高于竞争对手，原因在于其全国化网络搭建完成后，现阶段费用投放策略更倾向空中广告，提升整体品牌拉力；而促销推广费用 1.8 亿，高于竞争对手，收入比 2.1%，低于竞争对手，网络规模效应已开始显现。

图表34 1H18 海天广告费用 2.9 亿，占收入 3.4%



资料来源: WIND、平安证券研究

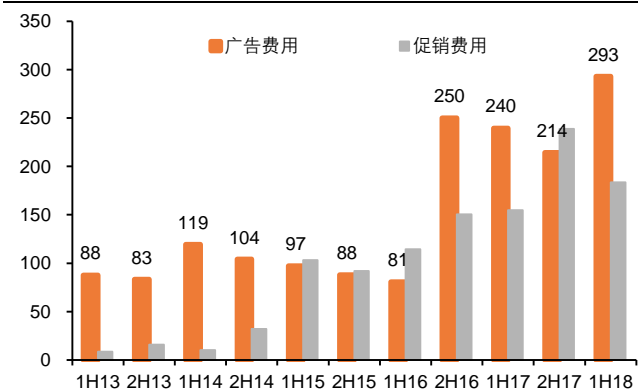
图表35 1H18 海天促销推广费用 1.8 亿，占收入 2.1%



资料来源: WIND、平安证券研究所

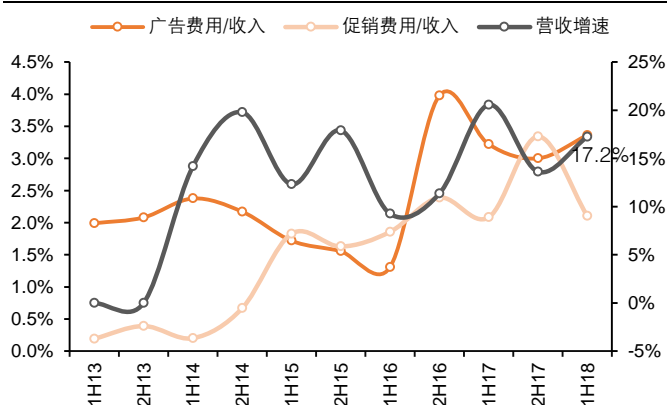
备注: 中炬高新仅披露运费及业务费, 在此按运费、业务费比例1:1粗略估算其促销推广费用

图表36 自 2H16 海天费用投放策略更侧重空中广告



资料来源: WIND、平安证券研究

图表37 海天加大广告投放, 品牌拉力显现



资料来源: WIND、平安证券研究所

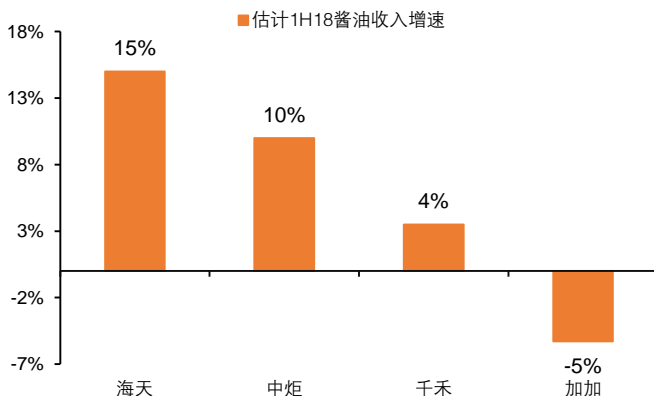
2.3 酱油: 增速分化, 强者更快

1H18 酱油增速分化, 强者更快。海天 1H18 酱油收入增速 15%，体量最大且增速最快。海天 16 年底先于行业提价, 1H17 已是新价格, 因此 1H18 收入增长基本由量增、高端酱油 (增速 20%) 占比提升贡献。推测销量快增主因截面上抢对手份额、纵深加速渠道下沉开拓空白市场。

中炬 1H18 酱油收入增 10%，1Q18 收入增长仍含价格因素，估计 1H18 价格因素贡献 2-3pct，销量增长约 8%。分区域看, 1H18 美味鲜在北部区域 (收入占比 14%) 增速最快, 同比+22.2%, 或因较早进入的省份如内蒙古、辽宁、河北等经销商已培育较成熟, 渠道推力开始显现; 大本营南部区域 (占比 45%) 增速较慢为 9.2%, 或因华南市场上调味品竞争更为激烈; 东部 (占比 26%) 和中西部 (占比 16%) 区域略高于平均增速。

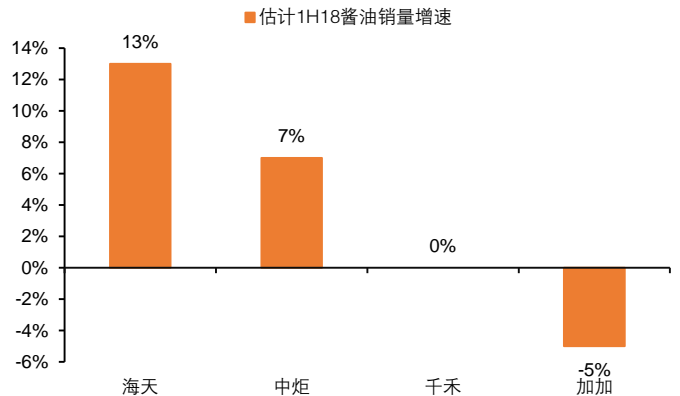
千禾 1H18 酱油收入约增 3-4%，若剔除提价因素，估计销量同比约持平。增速放缓主要因为 17 年两次压货: 1) 17 年 4 月-7 月分区域提价, 经销商备货造成 17 年同期基数高; 2) 17 年底西南经销商压货, 库存消化造成 1H18 大本营西南地区酱油负增长。此外 1H18 给华东大商荣进费用支持报表上从销售费用调整到抵减营收对酱油收入增速也有一定影响。

图表38 1H18 酱油收入增速分化



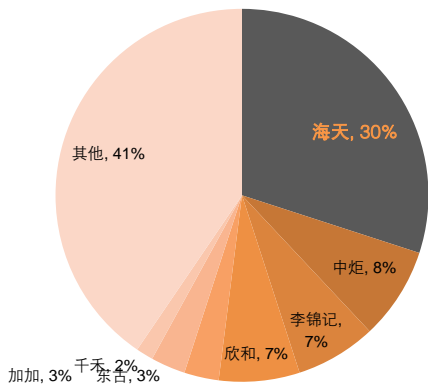
资料来源: WIND、公司公告, 平安证券研究所

图表39 1H18 酱油销量增速分化较明显



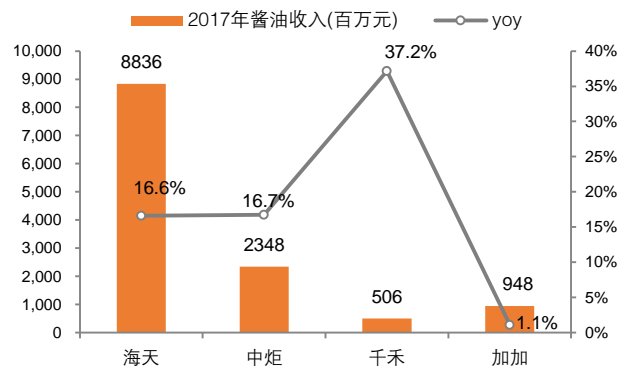
资料来源: WIND、公司公告, 平安证券研究所

图表40 酱油市场份额估计, 单寡头竞争格局



资料来源: WIND、公司公告, 平安证券研究所

图表41 17年海天酱油体量最大 88.4 亿元



资料来源: WIND、公司公告, 平安证券研究所

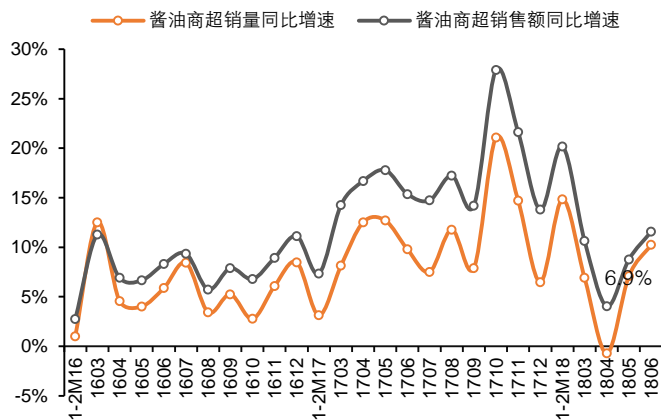
图表42 一线品牌在主流价格带上挤压竞争对手份额

需求端	供给端	价格带	市场容量估计	空间、竞争格局、打法
消费升级	概念升级	元/500ml		
健康	有机	50元		<p>各区域龙头品牌均提前布局高端价格带:</p> <ul style="list-style-type: none"> 全国&华北: 海天“老字号”系列&海天有机等 华东: 欣和六月鲜特级&禾然有机、巧媳妇原酿零添加、海大头道鲜特级等 华南: 厨邦纯酿、李锦记零添加醇味鲜、珠江桥御品头道等 华中: 加加原酿造等 西南: 千禾零添加系列&有机等 <p>费用驱动:</p> <ul style="list-style-type: none"> 商超系统中导购&促销员教育消费者、培育市场提高复购率、维持动销 促销-货折-费用战
	零添加原酿造头道	20元		
好吃	主流价格带:			
	高鲜	12元	<p>成本优势+产品力, 渠道自下而上+品牌自上而下驱动</p> <p>目标人群数量&市场容量最大, 迎合餐饮消费升级</p> <p>强劲的产品力和品牌力提高复购率</p> <p>竞争: 利用制造成本优势、产品力、品牌力将竞争对手份额慢慢挤压出主流价格带</p>	
	鲜味	7元		
吃饱	实惠酱油	5元	<p>市场容量: 县乡镇村潜力巨大, 过去很多基层消费群体可能拿着瓶子就去街边打散装酱油或配制酱油, 购买力提升/消费升级后或将选择品牌厂商的中低端产品, 该类群体较头部购买力人群基数更为庞大, 消费升级对市场扩容的边际贡献更大。</p>	

资料来源: WIND、平安证券研究所

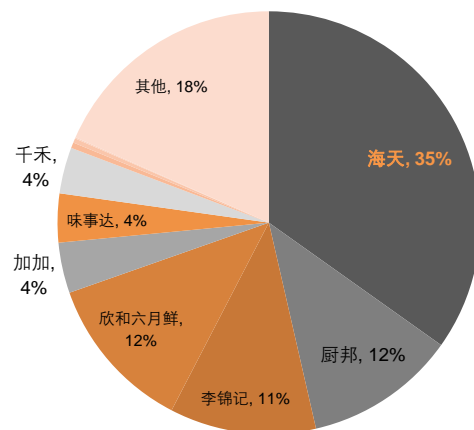
分渠道看,1H18酱油商超终端销售额同比约增13%,其中销量增长约贡献9pct,价格贡献约3pct;海天、中炬份额约达35%、12%;餐饮流通端可参考社会消费品零售总额:1H18规上&规下餐饮收入当月值同比增速持续下滑,考虑(经样本调整的)餐饮收入总额累计同比增9.9%,较1H17降1.3pct;规上餐饮累计同比增7.2%,较1H17降1.2pct。我们估计海天商超渠道或略快于流通餐饮,中炬商超和餐饮增速略高于平均水平。

图表43 1H18 酱油商超销售额约增13%,量价贡献分别为9pct、3pct



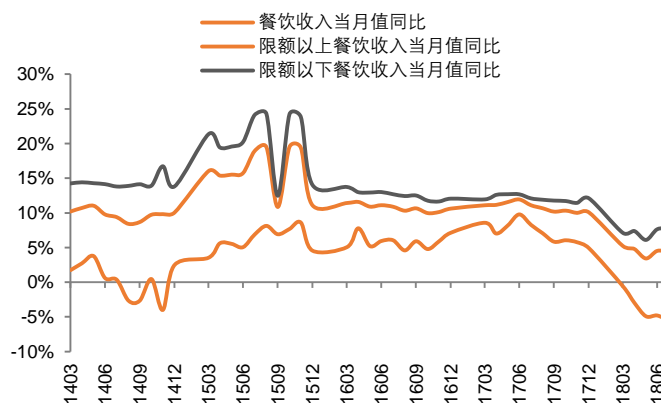
资料来源: 全国超市信息网、平安证券研究所

图表44 酱油商超渠道份额估计



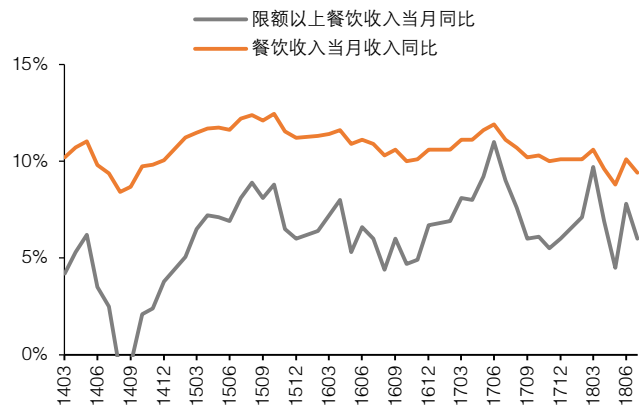
资料来源: 平安证券研究所

图表45 1H18 规上&规下餐饮收入当月值同比增速下滑较为明显



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表46 1H18 餐饮收入当月同比(样本调整后)增速放缓



资料来源: WIND、平安证券研究所

2.4 其他品类: 蚝油全国化进程良好, 酱、醋或受区域口味限制

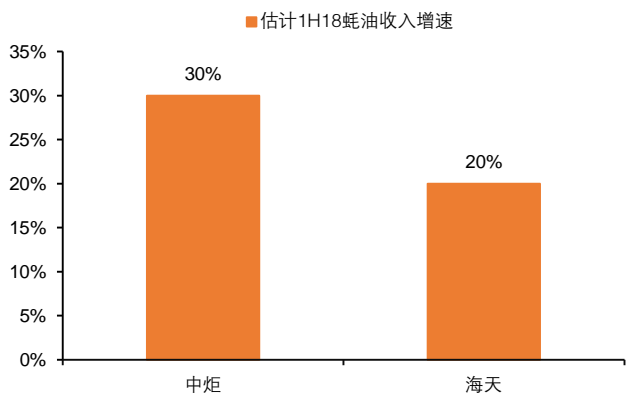
1H18 海天蚝油销量+20%, 增速仍快原因在于蚝油在南部市场属超级单品, 但全国范围看仍有较多空白市场, 因其在餐饮渠道使用较多, 推广较为顺畅, 此外 1H18 广告投放力度较大, 品牌拉力+渠道推力共同带动量增。而调味酱主要面向 C 端消费者, 在新区域推广上短期或存阻力, 2Q18 有所放缓, 需观察后续公司产品+渠道+营销调整效果。

中炬 1H18 新品类由于基数较低, 在其现有渠道网络下大单品带动小单品&中小品类较快增长, 估计食用油、蚝油、酱、料酒增速分别为 25%+、30%、20%、90%+。

醋品类推广受区域口味限制，增速相较其他品类略慢。海天 1H18 醋收入约增 15% (17 年收入估计 5 亿+)，其中丹和醋并入海天渠道后 1H18 归母净利较 1H17 翻倍；恒顺食醋收入 5.7 亿，同比增 9.2%；千禾、加加醋收入分别约+2%、-7%。

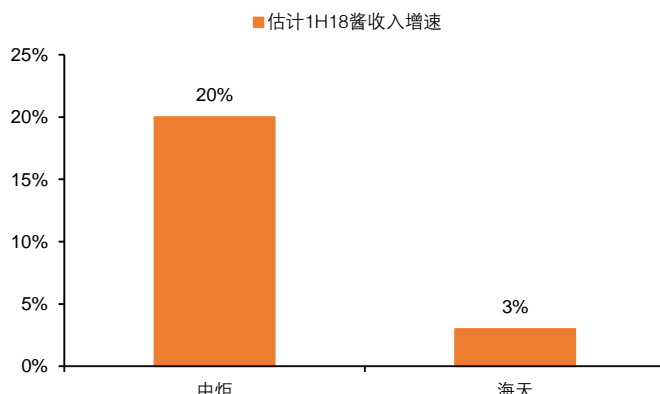
料酒处于品类生命周期的成长初级阶段，基数较低且无全国化绝对龙头，各调味品公司以抢市场份额为首要目标。1H18 中炬、恒顺、千禾、海天增速分别为 90%+、30%、20%、15%。

图表47 1H18 海天蚝油收入约增 20%、中炬 30%



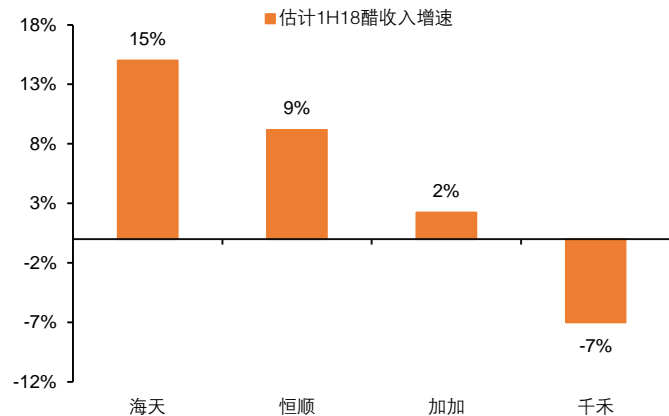
资料来源: WIND、公司公告, 平安证券研究所

图表48 1H18 海天酱收入约增 3%、中炬约增 20%



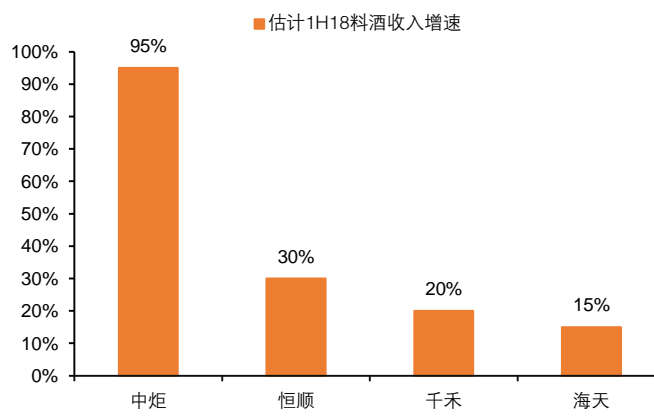
资料来源: WIND、公司公告, 平安证券研究

图表49 醋推广受区域口味限制，1H18 海天醋约增 15%、恒顺 9%



资料来源: WIND、公司公告, 平安证券研究所

图表50 料酒无绝对龙头，1H18 中炬、恒顺料酒增速较快

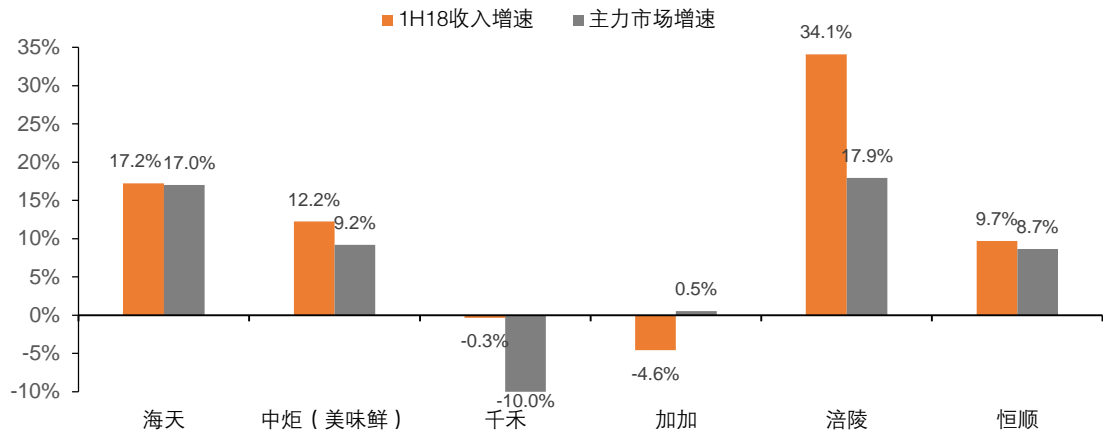


资料来源: WIND、公司公告, 平安证券研究

2.5 主力市场增速略慢，或因渗透率较高&竞争激烈

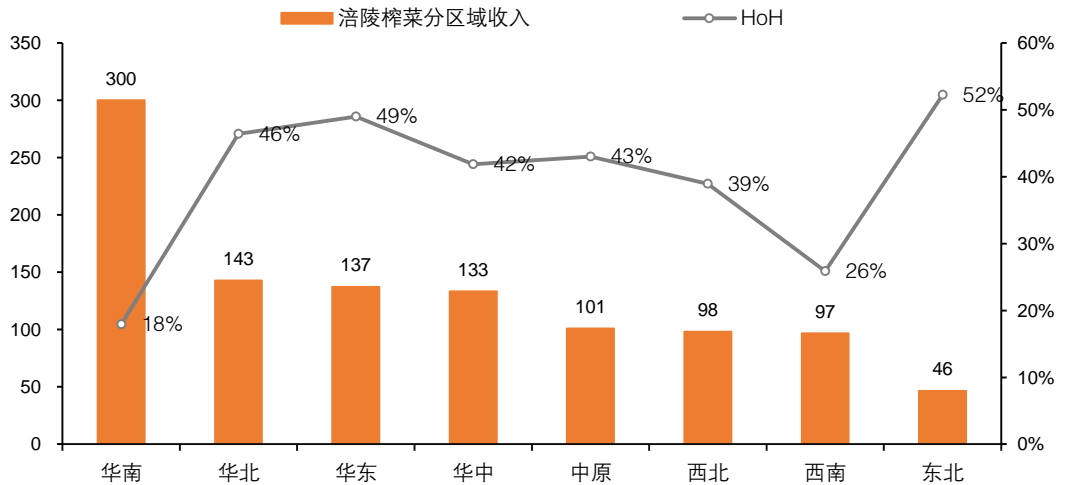
除海天、涪陵在其主力市场华南区域增速约为 17%、18%，其他厂商在其主力市场增速略慢：中炬美味鲜华南增 9.2%、千禾西南收入降 10%、加加华中增 0.5%、恒顺华东增 8.7%。或因各厂商在其主力市场的渗透率已较高，且面临其他一线品牌全国化扩张的进攻，竞争较为激烈。

图表51 调味品厂商 1H18 主力市场增速略慢，或因渗透率较高&竞争激烈



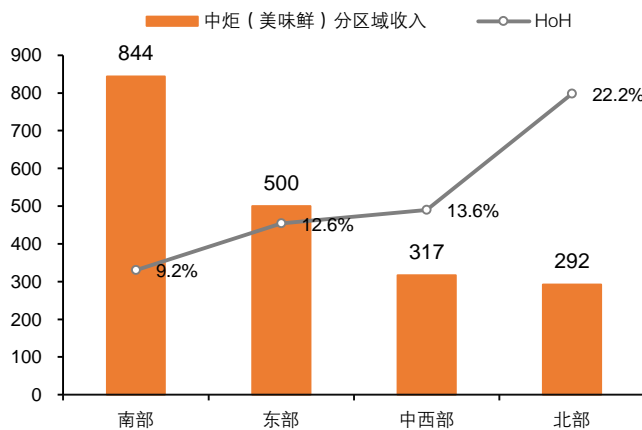
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表52 1H18 涪陵榨菜全国化推进迅速



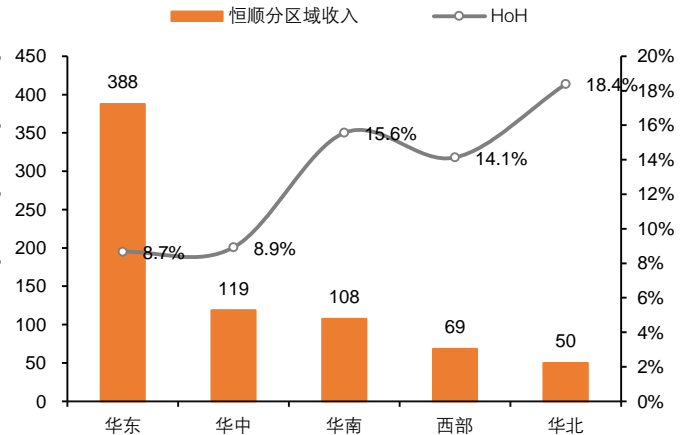
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表53 1H18 中炬 (美味鲜) 北部市场增速较快



资料来源: WIND、公司公告, 平安证券研究所

图表54 1H18 恒顺华北、华南、西部增速较快

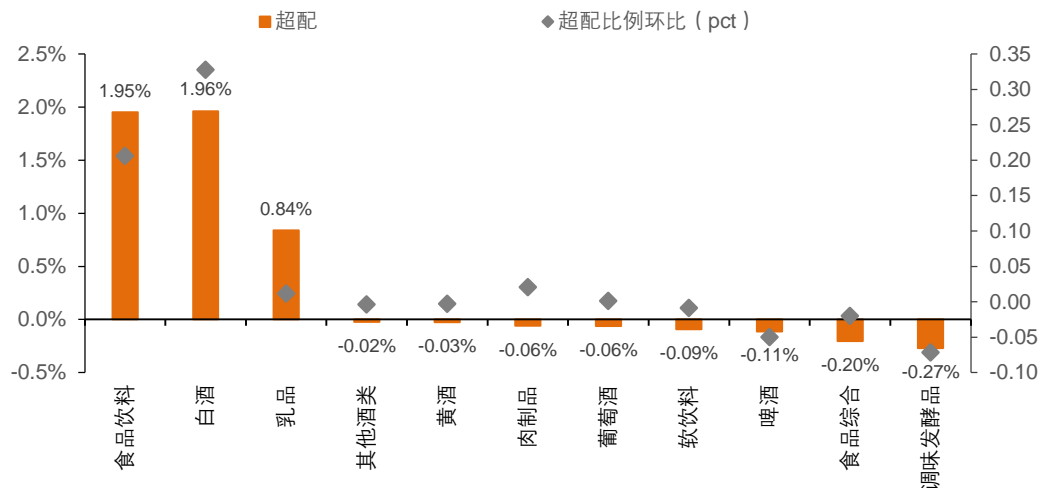


资料来源: WIND、公司公告, 平安证券研究所

三、基金持仓分析：调味品 2Q18 末仍低配，龙头重仓排序提升

白酒、乳品超配环比提高，调味品仍在低配。2Q18 白酒持仓占比 5.15%，较 1Q18+1.18pct；超配 1.96%，较 1Q18+0.33pct。乳品持仓占比 1.23%，较 1Q18+0.03pct；超配 0.84%，较 1Q18+0.01pct。其它子版块中除啤酒外，持仓占比均有小幅提升。调味品持仓占比为 0.18%，环比提高 0.05pct，低配 0.27%，环比继续降 0.07pct。

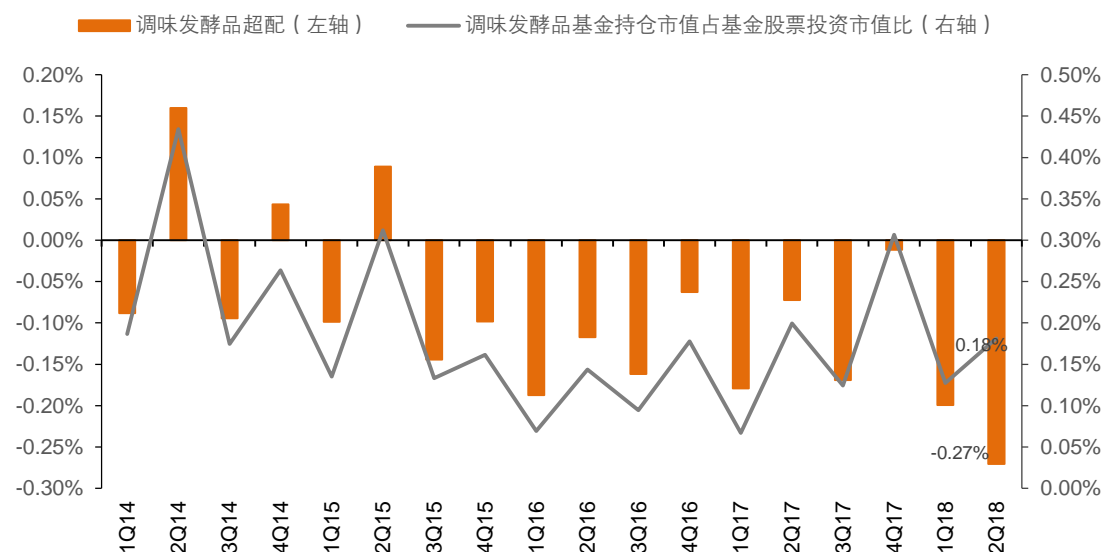
图表55 2Q18 食品饮料子版块中白酒和乳品超配，分别为 1.96%、0.84%



资料来源：Wind，平安证券研究所

2Q18 调味品板块基金持仓占比为 0.18%，低配 0.27%。2Q18 调味品板块市值占 A 股总市值 0.45%，基金持仓相对低配 0.27%，1Q18 低配 0.2%，低配幅度持续下滑。2Q18 调味品行业中中炬高新、涪陵榨菜和海天味业进入食品饮料重仓股前 20，持仓占比分别为 0.12%、0.08%、0.06%，环比 +0.04pct、+0.01pct、+0.03pct。

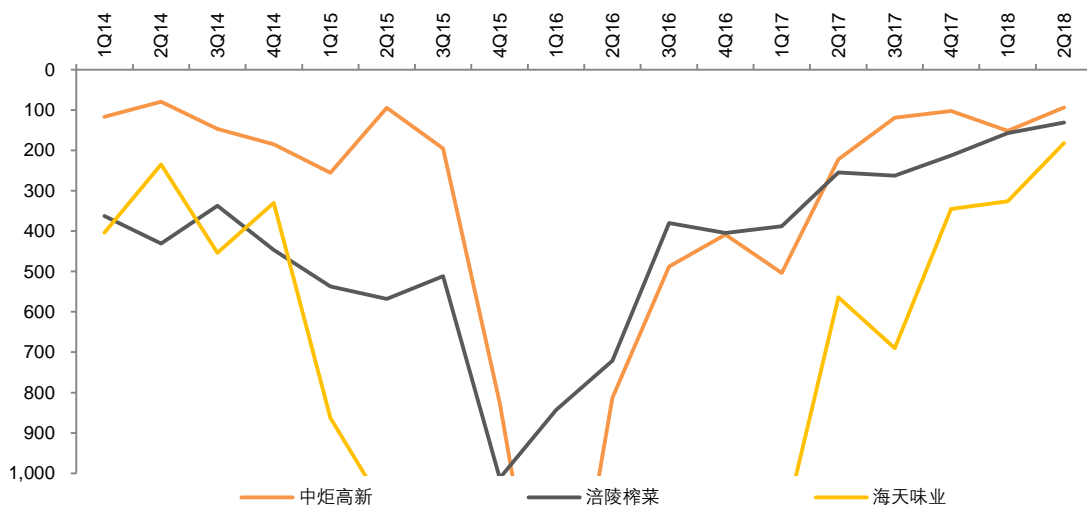
图表56 调味品板块基金持仓市值 2Q18 占基金股票投资市值 0.18%，低配 0.27%



资料来源：Wind，平安证券研究所

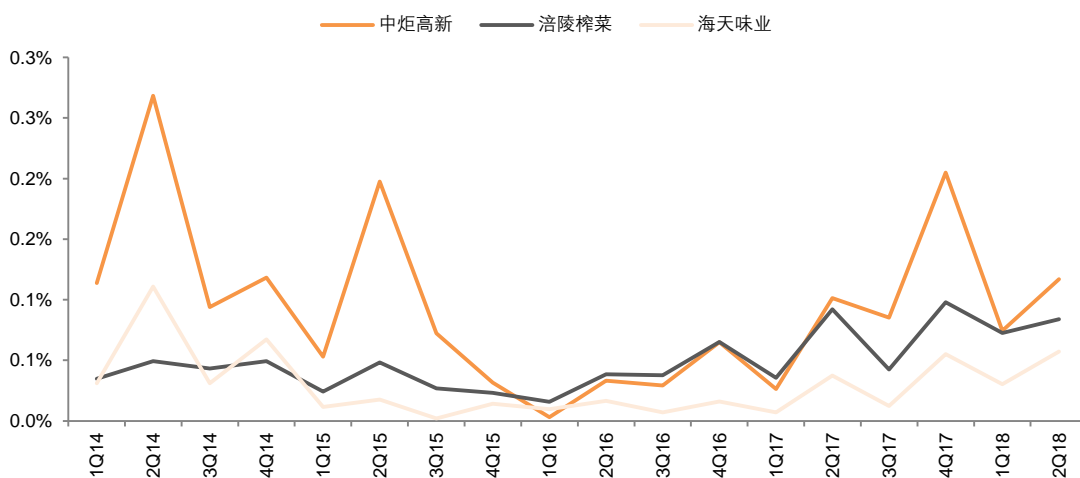
从重仓排序来看，2Q18 调味品行业中炬高新、涪陵榨菜和海天味业分别位于 94、131、182 名，较 1Q18 上升 58、26、144 名，海天重仓排名提升最大。从持仓占比来看，2Q18 中炬高新、涪陵榨菜和海天味业均有小幅提升，总体与 1Q18 持仓比例持平。

图表57 2Q18 中炬高新、涪陵榨菜和海天味业的重仓排序均有上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

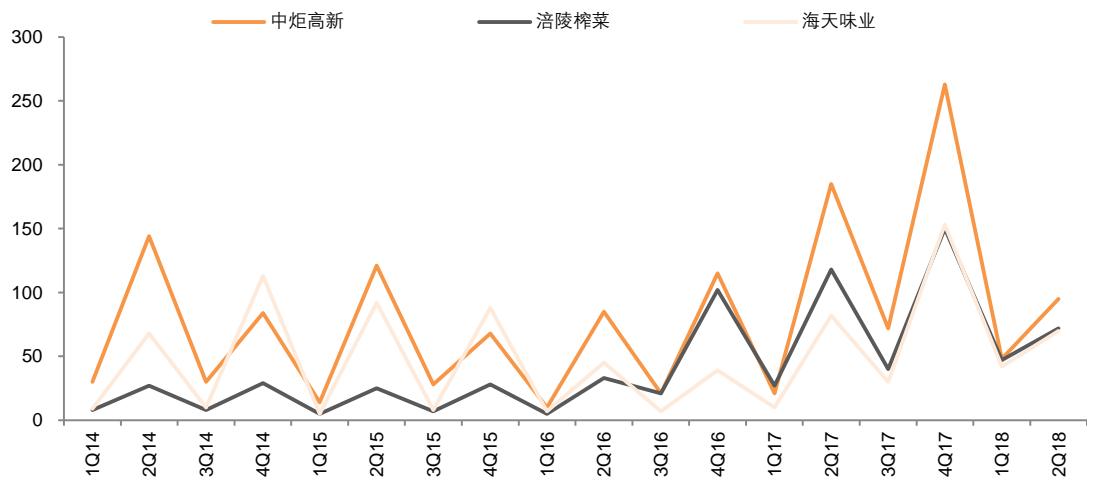
图表58 2Q18 中炬高新、涪陵榨菜和海天味业的持仓占比环比提升+0.04pct、+0.01pct、+0.03pct



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从持股基金数来看，2Q18 食品饮料行业前十大重仓股中持股机构数最多的和增幅最大的调味品公司均为中炬高新，持股基金数共 95 家，较 1Q18+47 家。涪陵榨菜和海天味业的持股机构数分别为 72 家和 70 家，较 1Q18 分别+25 家、+28 家。

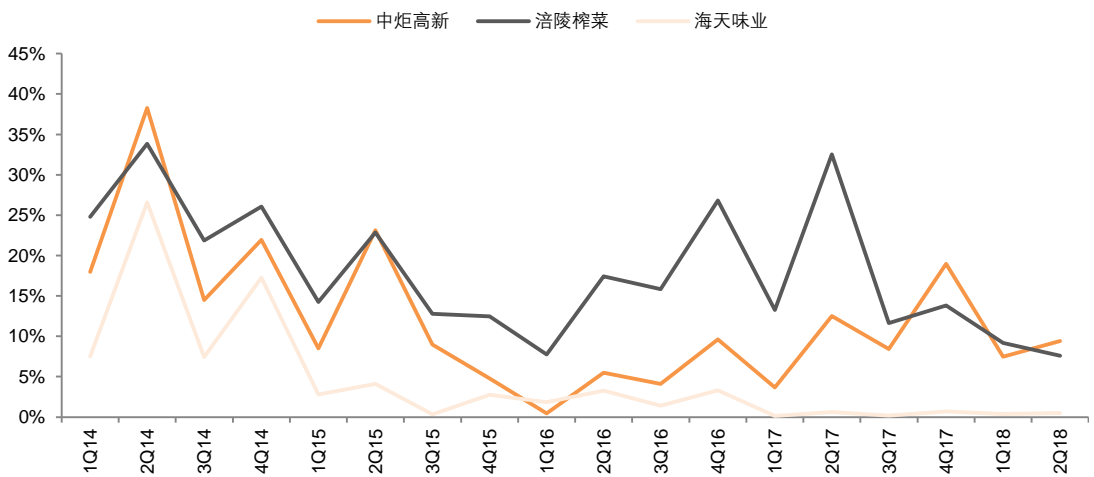
图表59 2Q18 中炬高新、涪陵榨菜、海天味业持股基金数环比提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

从基金持股占流通股比来看,2Q18 食品饮料重仓前十股中基金持股占流通股比例最大的调味品公司为中炬高新,占比 9.4%,较 1Q18+1.9pct;涪陵榨菜 2Q18 基金持股占流通股比例为 7.6%,较 1Q18-1.6pct;海天味业 2Q18 基金持股占流通股比例为 0.5%,较 1Q18 基本持平。

图表60 2Q18 中炬高新基金占流通股环比提升,海天略升,涪陵下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、策略：不确定下首选确定性成长

■ 强烈推荐海天味业：宏观经济&消费增速承压下的确定性成长品种

公司产品线完善、全国化渠道加速下沉至县乡镇村、侧重广告投放提升品牌拉力，铸就宽广护城河宽。行业存量整合、加速洗牌背景下，其调味品平台在对后面二三线品牌的追赶可作充分防守，而在向前抢空白市场、抢竞争对手份额的过程中可看作加速器；在宏观经济&消费增速承压的环境下，其平台具有较强韧性，可看作是稳定器，长期可看作众多 1-5 亿级中小单品/品类如醋、料酒的孵化器。预计 18、19 年 EPS 1.57、1.89 元，同比+19.8%、20.5%，维持“强烈推荐”评级。

■ 推荐中炬高新：调味品稳步全国化、拓餐饮、推新品，总部&地产增厚利润

公司调味品稳步推进全国化、战略重视餐饮渠道、渠道网络下大单品带动小单品&中小品类较快增长。阳西低人工&能耗成本+高效产能释放不断抬升毛利率。此外，公司预计总部 2H18 还将有 6500 万资产转让收入、中汇合创地产公司目前已售尚未结转收入的物业货值约 1 亿元尚待结转，都将增厚公司利润。预计 18、19 年 EPS 0.80、0.95 元，同比增 40%、20%，维持“推荐”评级。

五、风险提示

- 1、重大食品安全事件的风险：**消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对公司信心降至冰点且信心重塑需要较长时间，从而造成业绩不达预期；
- 2、行业景气度下降风险：**虽然调味品是属于一个刚性需求较强的一个产品，但易受高端餐饮下滑等因素的影响，大众消费品的增速也有可能面临下行的风险；
- 3、原材料价格波动风险：**黄豆、白糖等农产品是公司生产产品的主要原材料，农产品价格主要受当年的种植面积、气候条件、市场供求以及国际期货市场价格等因素的影响。如果原材料价格上涨较大，将有可能对产品毛利率水平带来一定影响；
- 4、食品龙头企业通过兼并收购切入酱油/调味品行业打破现有格局、引起行业激烈竞争的风险：**调味品行业景气度较高，未来空间仍大，若现有食品龙头企业通过兼并收购酱油区域品牌，利用其渠道网络、品牌的品台优势切入调味品行业，或将打破现有竞争格局，引发激烈竞争。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033