

# 数说中报之调味品篇：将迎更广阔的空间

——2018年中报点评

✉ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002  
☎ : 021-80106029 李晓璐  
✉ : lixiaolu@stocke.com.cn

## 行业评级

食品饮料 看好

## 报告导读

调味品作为生活必需品，消费季节性弱，随着消费升级的带动，优势向龙头企业逐步集中，将迎更广阔的发展空间。

## 投资要点

### □ 百花齐放

调味品细分品类是一个庞大的家族，并且行业集中度尚低。2018Q2 调味品版块实现总营收 121.2 亿元，同比增长 13%。2018 年上半年调味品版块实现总营收超 250 亿元，同比增长 14.5%。回顾过去，可以明显看出调味品上市公司的消费季节性弱，并且随着时间的推移以及样本数越来越多，整个版块的营收规模不断扩大，这些都可以概括为调味品行业的特点，显著区分与大多数的食品饮料子行业，尤其是酒水饮料。

### □ 盈利能力处在上升阶段

综合毛利率和费用投入看，我们认为调味品作为生活必需品，消费季节性弱，随着消费升级的带动，优势将向龙头企业逐步集中，这部分企业借助资金实力和品牌力，持续增加研发和市场推广费用，未来还有很大的发展空间，当前盈利能力处在上升阶段。受益于营收增长及盈利能力抬升，2018Q2 调味品版块实现归母净利润 20.22 亿元，同比增长 18%，快于营收增速。

### □ 运营效率高，龙头企业在扩张

从运营效率各项指标看，调味品上市公司库存周转天数、应收账款周转天数和应付账款周转天数均有所加快，显示调味品上市公司现金周转效率持续提高。调味品上市公司账面 2018Q2 累计货币现金 109.51 亿元，同比增长 53%，货币现金充裕，并且吸金能力较强。结合购买固定资产等现金支出和投资性现金流看，调味品公司仍在扩张，做大做强意愿较强烈，对行业前景较乐观。

## 相关报告

报告撰写人：张海涛

数据支持人：李晓璐

## 正文目录

<b>1. 百花齐放</b>	<b>3</b>
1.1. 季节性弱，今年上半年两个季度板块营收保持稳健增长	3
1.2. 盈利能力处于抬升通道	4
1.3. 2018Q2 行业归母净利润同比增长 18%	6
<b>2. 经营效率持续提高，龙头企业在扩张</b>	<b>7</b>
<b>3. 估值</b>	<b>8</b>

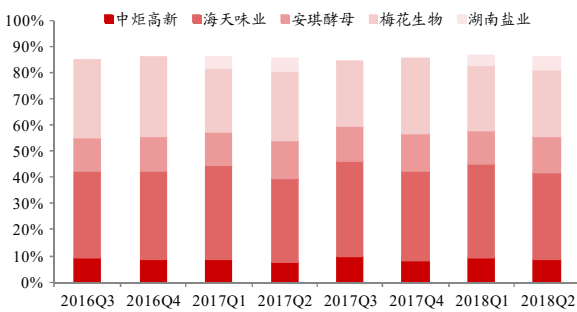
## 图表目录

图 1: 五家公司分季度营收在子板块中的占比	3
图 2: 五家公司分季度归母净利润在子板块中的占比	3
图 3: 调味品上市公司的 2018Q2 营收同比增长 13%	3
图 4: 四家上市公司分季度营收增速	3
图 5: 调味品板块平均毛利率走势	4
图 6: 四家重点公司分季度毛利率水平对比及走势	4
图 7: 调味品板块平均销售费用率走势	4
图 8: 四家重点公司分季度销售费用率水平对比及走势	4
图 9: 调味品板块平均管理费用率	5
图 10: 调味品板块平均三项费用率	5
图 11: 调味品板块费用细分	5
图 12: 十家公司研发支出占各自营收的比重	5
图 13: 调味品板块平均净利润率走高	5
图 14: 四家重点公司分季度净利润率水平对比及走势	5
图 15: 调味品上市公司分季度归母净利润走势	6
图 16: 四家重点上市公司分季度归母净利润走势	6
图 17: 调味品板块平均存货周转天数	7
图 18: 调味品板块库存细分占比	7
图 19: 调味品板块平均应收账款周转天数	7
图 20: 调味品板块平均应付账款周转天数	7
图 21: 调味品上市公司合计货币现金	7
图 22: 调味品上市公司收到的现金占营收的比重	7
图 23: 调味品板块经营性现金流变动	8
图 24: 调味品上市公司仍在扩张	8
图 25: 上市公司历史市盈率(TTM,月度)	8
图 26: 上市公司历史市盈率(TTM,月度)	8
表 1: 十家公司估值指标	8

## 1. 百花齐放

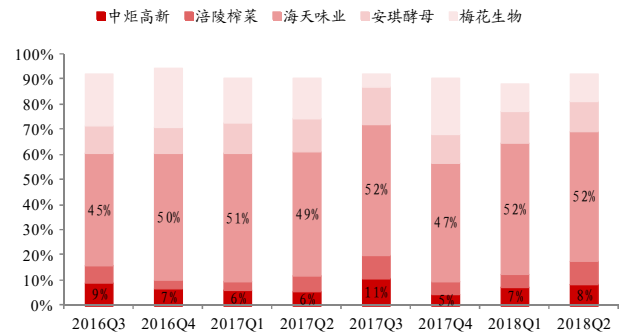
调味品细分品类是一个庞大的家族，并且行业集中度尚低，从业务模式相当，主营业务相近相仿的角度，我们选取十家 A 股调味品上市公司作为本报告的研究标的池，它们分别是**中炬高新、涪陵榨菜、海天味业、安琪酵母、千禾味业、恒顺醋业、加加食品、梅花生物、佳隆股份和湖南盐业**。从 2018H1 营收规模看，排名前五的分别是海天味业、梅花生物、安琪酵母、中炬高新、湖南盐业。同期净利润规模排名前五的是海天味业、安琪酵母、梅花生物、中炬高新和涪陵榨菜。可以看出海天味业是调味品上市公司的绝对龙头企业，而中炬高新、安琪酵母、涪陵榨菜等兼具主营业务专一和盈利能力较强等特质，我们在接下来的分析中也会重点讨论。

图 1：五家公司分季度营收在子版块中的占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：五家公司分季度归母净利润在子版块中的占比

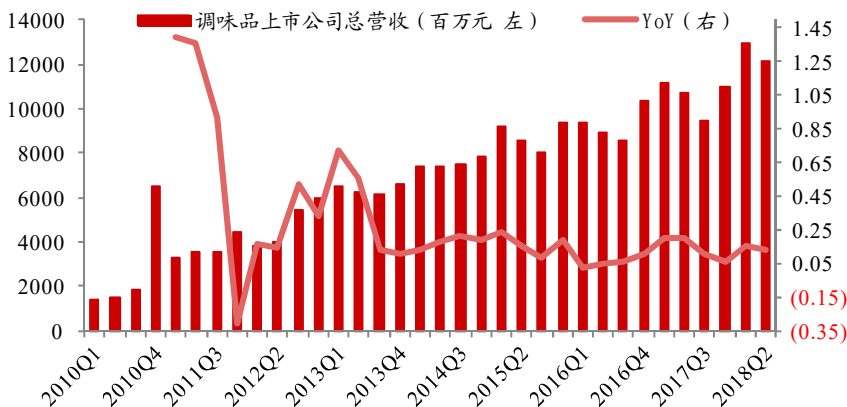


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.1. 季节性弱，今年上半年两个季度版块营收保持稳健增长

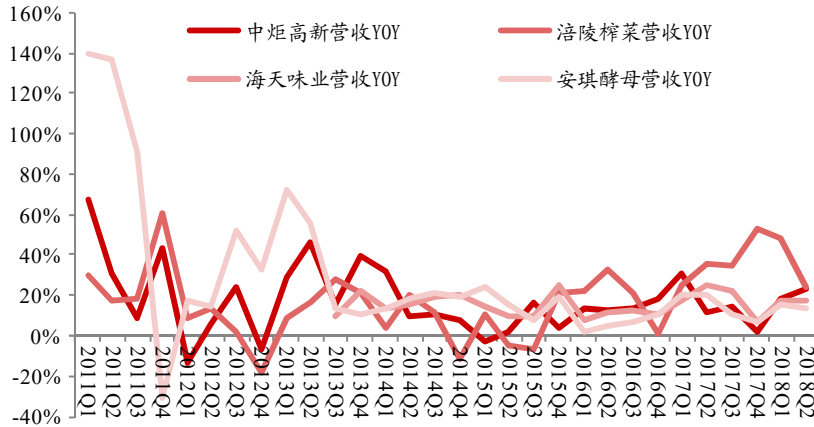
2018Q2 调味品版块实现总营收 121.2 亿元，同比增长 13%。2018 年上半年调味品版块实现总营收超 250 亿元，同比增长 14.5%。回顾过去，可以明显看出调味品上市公司的分季度增长平稳（2011Q1/Q2 超高增长主要来自于当时安琪酵母超高增长的带动），消费季节性弱，并且随着时间的推移以及样本数越来越多，整个版块的营收规模不断扩大，这些都可以概括为调味品行业的特点，显著区分与大多数的食品饮料子行业，尤其是酒水饮料。

图 3：调味品上市公司的 2018Q2 营收同比增长 13%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：四家上市公司分季度营收增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

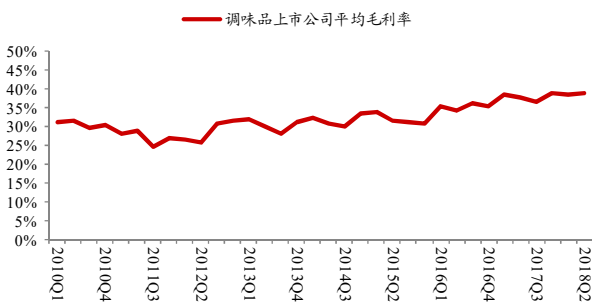
## 1.2. 盈利能力处于抬升通道

2018Q2 调味品板块平均毛利率 39%，同比提高约 1 个百分点。近些年调味品上市公司平均毛利率缓慢走高，从 2010 年的 30% 上下增加到 40% 附近。四家重点企业里，涪陵榨菜的毛利率最高，2018Q2 毛利率达到历史新高的 59%；海天味业的毛利率次之，2018Q2 毛利率为 48%；随着阳西新项目投产，中炬高新 2018Q2 毛利率达到 41%；安琪酵母 2018Q2 毛利率为 36%。

2018Q2 调味品板块平均三项费用率约 18%，同比下降约 1 个百分点，其中销售费用率为 12%，同比持平，管理费用率 6%，同比基本持平，财务费用率同比下降。拆分费用看，员工薪酬占费用大头，其次是仓储运费和广告推广费用。此外，调味品公司的研发费用占营业收入的比重很高，这跟调味品行业本身的特性有较大的关联，比如部分产品发酵时间长，如何提高技术改进工艺降低成本很关键。

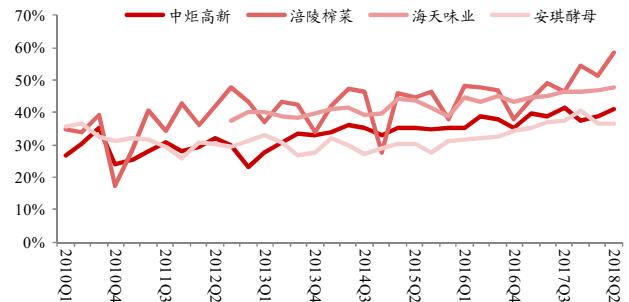
2018Q2 调味品板块平均净利润率约 17%，同比提高约 1 个百分点。分公司看，涪陵榨菜的净利润率上升趋势明显，2018Q2 达到了 34%，同比提高了约 10 个百分点。其次为海天味业，2018Q2 达到了 26%，同比提高 1 个百分点。综合毛利率和费用投入看，我们认为调味品作为生活必需品，消费季节性弱，随着消费升级的带动，优势将向龙头企业逐步集中，这部分企业借助资金实力和品牌实力，持续增加研发和市场推广费用，未来还有很大的发展空间，当前盈利能力处在上升阶段。

图 5：调味品板块平均毛利率走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

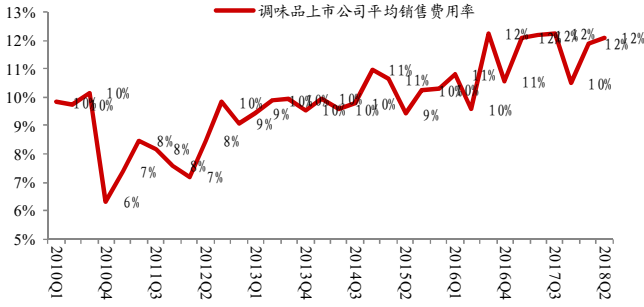
图 6：四家重点公司分季度毛利率水平对比及走势



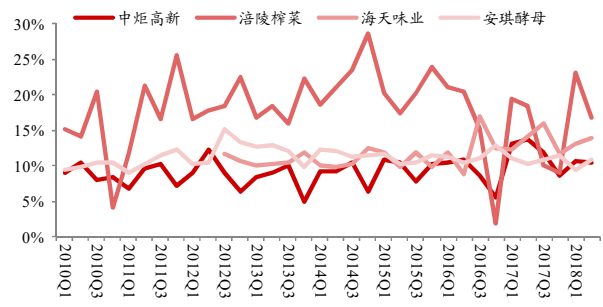
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 7：调味品板块平均销售费用率走势

图 8：四家重点公司分季度销售费用率水平对比及走势

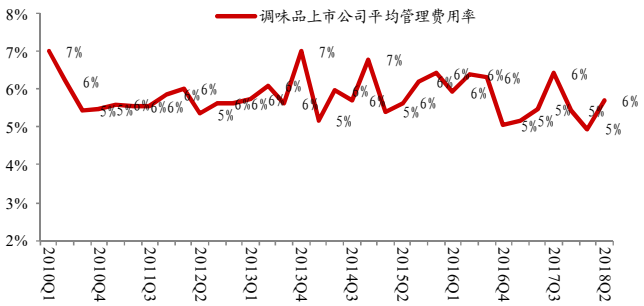


资料来源: Wind, 浙商证券研究所



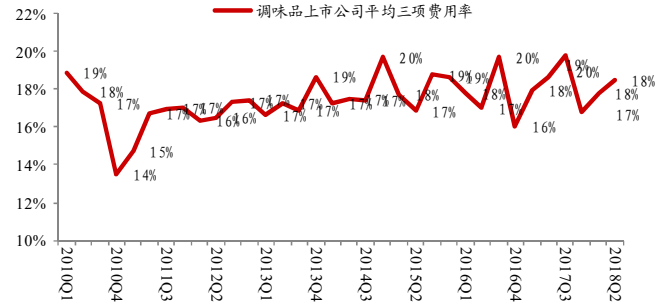
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 9: 调味品版块平均管理费用率



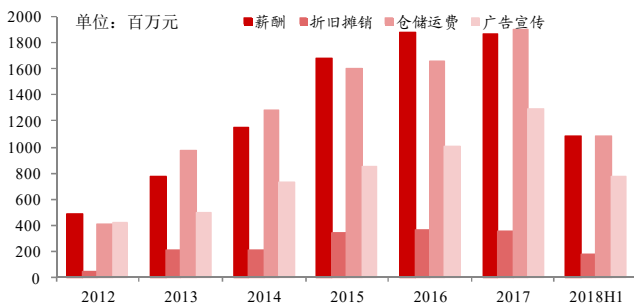
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 10: 调味品版块平均三项费用率



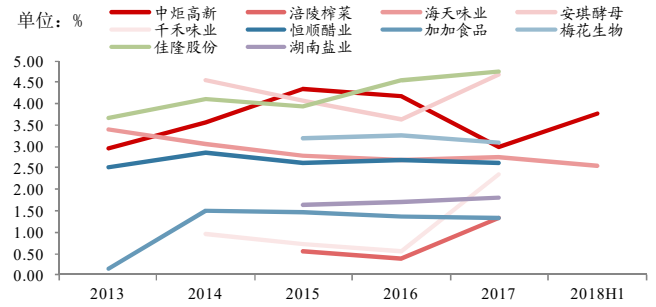
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 11: 调味品版块费用细分



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

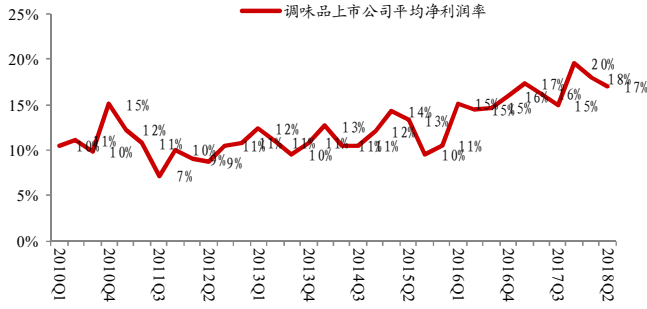
图 12: 十家公司研发支出占各自营收的比重



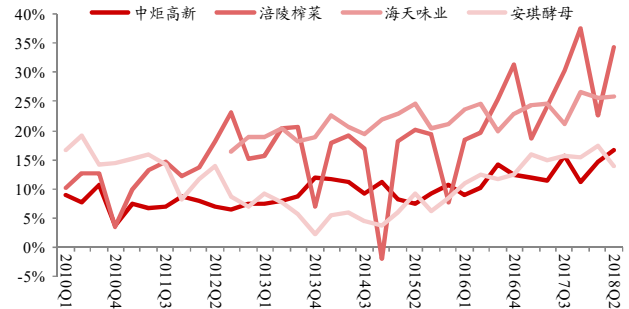
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 13: 调味品版块平均净利润率走高

图 14: 四家重点公司分季度净利润率水平对比及走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

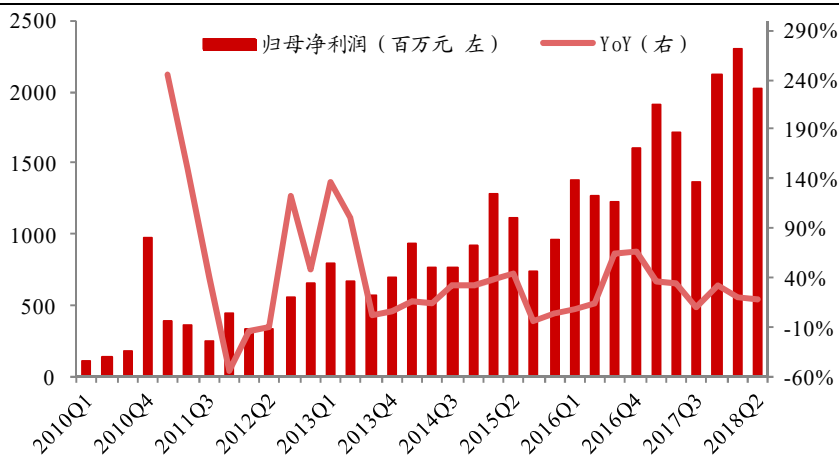


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 1.3. 2018Q2 行业归母净利润同比增长 18%

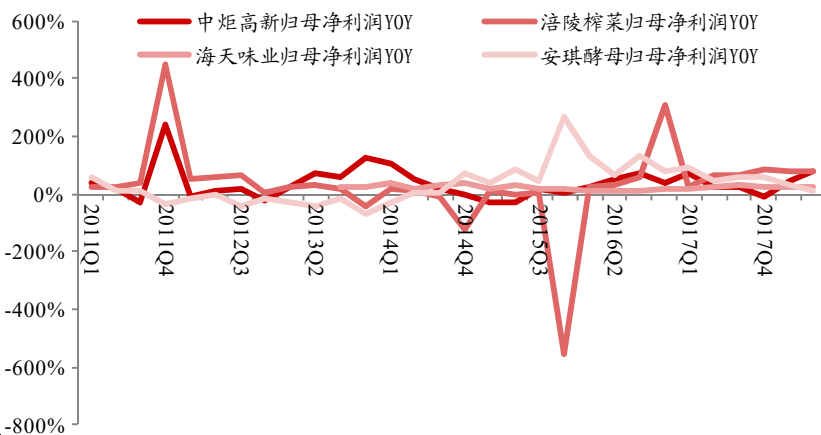
受益于营收增长和盈利能力抬升,2018Q2 调味品版块实现归母净利润 20.22 亿元,同比增长 18%,快于营收增速。分公司看,上半年前两个季度增速最快的是涪陵榨菜和中炬高新。涪陵榨菜今年前两个季度归母净利润分别同比增长 80%和 86%,中炬高新今年前两个季度归母净利润分别同比增长 47%和 77%。

图 15: 调味品上市公司分季度归母净利润走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 四家重点上市公司分季度归母净利润走势



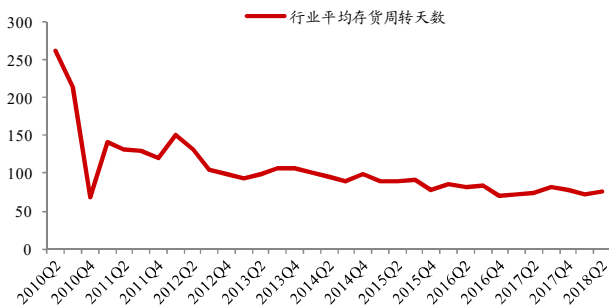
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2. 经营效率持续提高，龙头企业在扩张

调味品上市公司 2018Q2 库存周转天数 77 天，从过往看，调味品公司库存周转天数没有特别明显的季节性，Q4 周转略微快一些。应收账款周转天数和应付账款周转天数均有所加快，显示调味品上市公司现金周转效率持续提高。

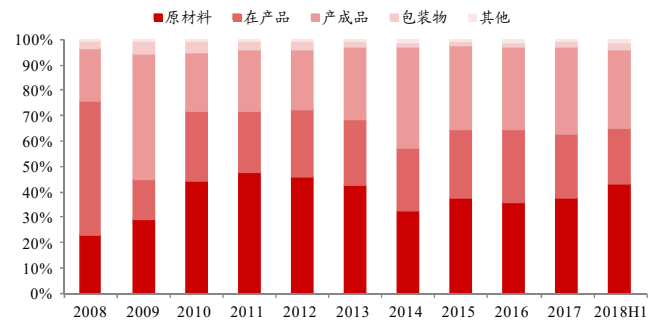
调味品上市公司账面 2018Q2 累计货币现金 109.51 亿元，同比增长 53%，货币现金充裕，并且现金收入比在连续 34 个分季度里有 23 个季度超过 1，占比 68%，显示吸金能力较强。结合购买固定资产等现金支出和投资性现金流看，调味品公司仍在扩张，做大做强的意愿较强烈，对行业前景较乐观。

图 17：调味品板块平均存货周转天数



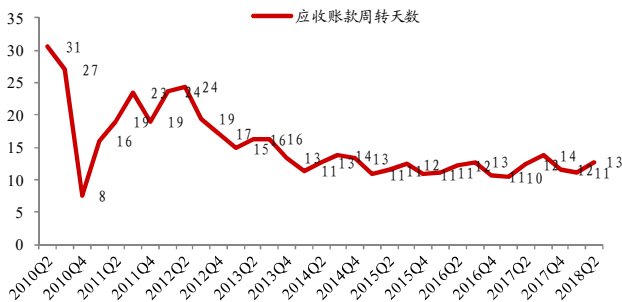
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：调味品板块库存细分占比



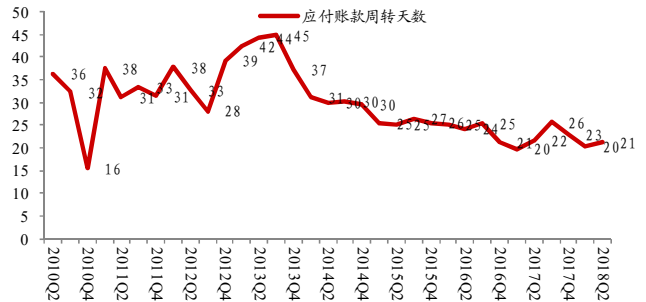
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：调味品板块平均应收账款周转天数



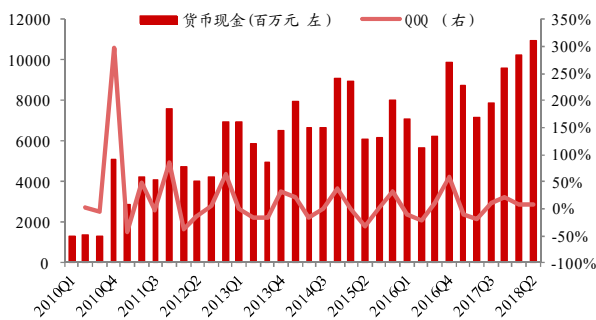
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：调味品板块平均应付账款周转天数



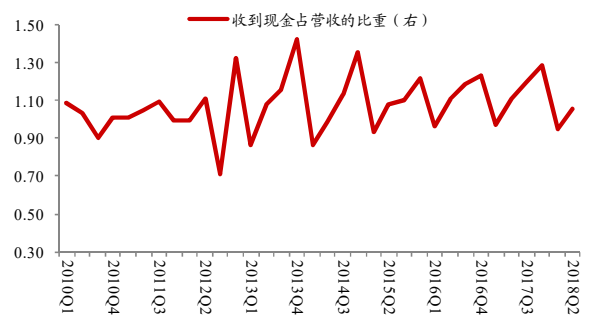
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：调味品上市公司合计货币现金



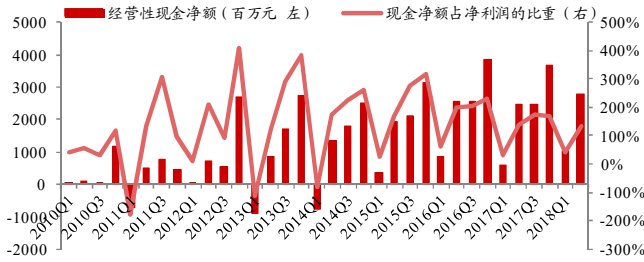
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：调味品上市公司收到的现金占营收的比重



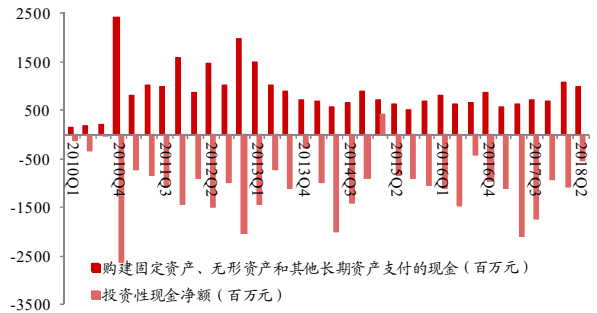
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：调味品版块经营性现金流变动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：调味品上市公司仍在扩张

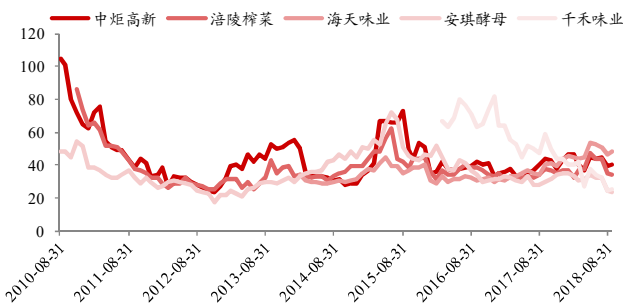


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. 估值

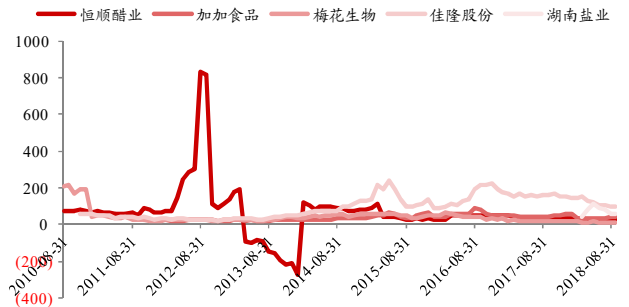
回顾过去 8 年的静态 PE，当前时点绝大部分调味品公司的估值处在中枢附近。

图 25：上市公司历史市盈率(TTM,月度)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：上市公司历史市盈率(TTM,月度)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：十家公司估值指标

代码	公司名称	股价(元)	2018PE	2019PE	2020PE
600872.SH	中炬高新	28.5	37.66	30.55	24.67
002507.SZ	涪陵榨菜	22.64	29.35	23.36	18.85
603288.SH	海天味业	68.63	44.50	36.91	31.14
600298.SH	安琪酵母	25.44	20.61	16.71	13.75
603027.SH	千禾味业	15.18	24.92	22.64	18.41
600305.SH	恒顺醋业	9.41	28.13	24.86	21.54
002650.SZ	加加食品	4.86	NA	NA	NA
600873.SH	梅花生物	4.00	10.72	9.96	8.50
002495.SZ	佳隆股份	2.75	NA	NA	NA
600929.SH	湖南盐业	10.06	NA	NA	NA

资料来源：Wind 一致预期，浙商证券研究所。以 09 月 17 日股价为准。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>