

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018年10月07日

分析师

张宇光 0755-83515512

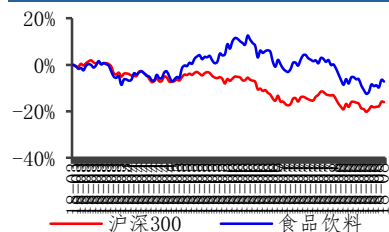
Email: zhangyuguang@cgws.com

执业证书编号: S1070518060003

黄瑞云 010-88366060-8862

Email: huangruiyun@cgws.com

执业证书编号: S1070518070002

行业表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<市场回暖，食品先行>> 2018-09-25

<<社消8月增速回暖，建议布局行业龙头>> 2018-09-17

<<机制改善预期明朗，中炬或迎新阶段>> 2018-09-10

调味品防御性强，龙头长期表现优异

——食品饮料复盘报告之一

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS		PE	
	18E	19E	18E	19E
贵州茅台	30.6	37.5	23.9	19.5
伊利股份	1.19	1.43	23.2	19.3
中炬高新	0.85	0.96	30.2	26.8
桃李面包	1.4	1.76	41.8	33.2

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 前言：以史为鉴，预判未来。**近期宏观经济不确定性加强，市场担忧消费可能会受到贸易战和居民部门加杠杆下实际可支配收入减少影响而下行。在消费增长可能放缓的情况下，我们借鉴日本等海外历史经验，梳理海外国家在消费下行阶段食品饮料行业及公司的市场表现情况，深入分析行业的发展趋势及公司的经营策略，对我国产业和公司的未来进行前瞻性预测，为国内未来投资提供参考。
- 经济、消费下行时，食品消费稳定，调味品刚性较强。**在日本经济下行时期，居民消费支出也有所放缓。消费下行的原因主要是：1、人口老龄化：老年人消费意愿普遍较弱，老龄人口占比提升下消费增长被抑制；2、财富减少：经济下行、人均可支配收入增速放缓、房产股票等居民主要资产价格下滑共同导致财富减少，影响居民消费意愿和消费能力；3、消费信贷下滑：信贷消费收缩、居民信心不足，提前消费能力减弱。但在消费下行期间，食品由于是生活必备的必需消费品，消费较稳定；其中调味品作为菜肴制作必备品，消费刚性较强，受经济、消费下行的影响较小，稳定性较强。
- 大盘下跌时，食品防御性强。**日本经济下行时，大盘出现大幅下滑。非必需消费品指数表现较不稳定，波动较大，在某些阶段会出现跌幅大于大盘的情况；而必需消费品和食品由于是生活必需品，弹性较小，受经济和消费影响小，跌幅皆小于大盘，体现了较好的防御性。细看下跌原因，必需消费品和食品防御性强主因：1、市场大跌期间投资者会追求稳定性更高、抗风险能力更强的必选消费，给予其相对更高的PE水平，使得二者PE跌幅较小；2、必需消费品和食品受经济环境影响较小，EPS持续稳定增长。双重作用下必需消费品和食品表现相对平稳。
- 海外龙头多元化、全球化并进发展，长期表现较优。**日本调味品行业出现新趋势：健康便捷、加工用调味品兴起，集中度提升。龙头龟甲万紧随行业趋势调整经营策略。长期看，其发展路径为：单品起家扩张-多品类运营-全球化布局。在经济下行期间，部分企业运营困难，而龙头市占率稳定较高、壁垒强，受经济周期影响小，因此龙头并购活动更频繁。从市场表现上，在市场大跌期间，龙头EPS稳定增长、PE跌幅小，因此具有较

好的防御性。长期上食品龙头业绩稳定下 EPS、PE 皆上行，具有戴维斯双击效应，长期表现优于市场。

- **调味品好行业，抗周期性明显。**中国调味品行业能较好地抵抗经济周期和消费环境的变化，未来量价提升空间广阔，确定性强。目前宏观经济、消费环境不确定性强，建议配置稳定性强的必需消费品，优选竞争格局较优、消费弹性较小、较为稳定的行业如调味品行业；在公司选择上建议选择壁垒强的行业龙头公司，推荐海天味业、中炬高新，建议关注恒顺醋业、千禾味业。
- **风险提示：**食品安全事件、经济消费环境持续低迷等。

目录

前言.....	6
1. 复盘日本：消费疲软时间，食品表现稳定.....	6
1.1 背景：经济下行消费低迷，食品、调味品消费稳定.....	6
1.2 市场：大盘下跌期间食品抗跌性强.....	9
2. 复盘龙头：调味品稳定性强，龙头龟甲万长期收益高.....	12
2.1 百年酱油企业，龙头地位稳固.....	12
2.2 市场趋于饱和，行业现新趋势.....	13
2.3 顺应行业趋势，积极战略转型.....	15
2.4 龙头抗跌性强，戴维斯双击效应显著.....	19
3. 调味品好行业，确定性强.....	21
4. 投资建议.....	23
5. 风险提示.....	24

图表目录

图 1:	日本私人消费占 GDP 比重在经济下行期间下滑	6
图 2:	日本私人消费增速在经济下滑时下降	6
图 3:	90 年代以来日本 15-65 岁人口占比逐渐下降	7
图 4:	75 年以来单身及老年家庭占比提升	7
图 5:	日本家庭人均可支配收入在经济下行期间负增长	7
图 6:	经济下行时, 国内银行的个人消费贷新增额下滑	7
图 7:	经济下行时日本消费者信心指数下滑	7
图 8:	日本食品支出占比在经济下行期间较为稳定	9
图 9:	调味料支出占比在经济下行期间较为稳定	9
图 10:	大盘下跌期间必需消费品指数相对平稳	10
图 11:	大盘下跌期间食品指数表现较为平稳	10
图 12:	00-03 年食品 PE 跌幅小、EPS 增速快	11
图 13:	07-08 年食品和必需品 PE 跌幅小, EPS 稳增长	11
图 14:	龟甲万历史发展	12
图 15:	92 年来龟甲万营业收入一直稳定增长	12
图 16:	92 年来龟甲万净利稳定增长	12
图 17:	06 年来龟甲万日本营收占比下降	13
图 18:	06 年来日本地区酱油收入占公司总收入比下降	13
图 19:	日本调味品人均消费量 07 年来有所下降	13
图 20:	92 年来日本居民酱油消费金额有所下降	13
图 21:	70 年代以来日本家庭外食消费金额快速提升	14
图 22:	70 年代日本外食消费占比快速增长	14
图 23:	70 年代以来家庭调理食品消费金额快速提升	14
图 24:	70 年代日本调理食品消费占比快速增长	14
图 25:	90 年代日本酱油酿造厂数量持续下降	15
图 26:	10 年来日本地区营收中来酱油收入占比下降	15
图 27:	02 年来国内酱油衍生品营收增速普遍快于酱油	15
图 28:	08 年来龟甲万加工、餐饮用的大容量酱油销售比重上升	16
图 29:	龟甲万海内外产品多样	16
图 30:	09 年来龟甲万豆奶业务营收快速增长	17
图 31:	18 年北美地区收入占比 42.3%	18
图 32:	18 年海外地区以食品批发业务为主	18
图 33:	龟甲万在大盘下跌期间表现相对平稳	20
图 34:	龟甲万 EPS 持续稳定增长	20
图 35:	龟甲万 PE 长期高于必需消费品指数和食品指数	21
图 36:	GDP 增速处于下滑趋势	21
图 37:	居民消费支出增速处于下滑趋势	21
图 38:	17 年中国调味品市场销售收入同比增 8%	22
图 39:	17 年中国调味品市场利润总额同比增 12.2%	22
图 40:	16 年中国调味品市场 CR5 为 20%	22
图 41:	16 年中国酱油市场 CR5 为 32%	22
图 42:	复合调味品市场快速增长	23

图 43: 酱油 15 年单价同比增 6.9%.....	23
表 1: 日本战后经济周期、消费趋势及居民结构对比.....	8
表 2: 日本食品饮料消费占比在经济下行期间较为稳定.....	9
表 3: 龟甲万积极开展国内兼并合作.....	17
表 4: 龟甲万积极在海外开展业务.....	18
表 5: 龟甲万积极开展国外兼并合作.....	19

前言

近期宏观经济不确定性加强，市场担忧消费可能会受到贸易战和居民部门加杠杆下实际可支配收入减少影响而下行。在消费增长可能放缓的情况下，我们借鉴日本等海外历史经验，梳理海外国家在消费下行阶段食品饮料行业及公司的市场表现情况，深入分析行业的发展趋势及公司的经营策略，对我国产业和公司的未来进行前瞻性预测，为国内未来投资提供参考。

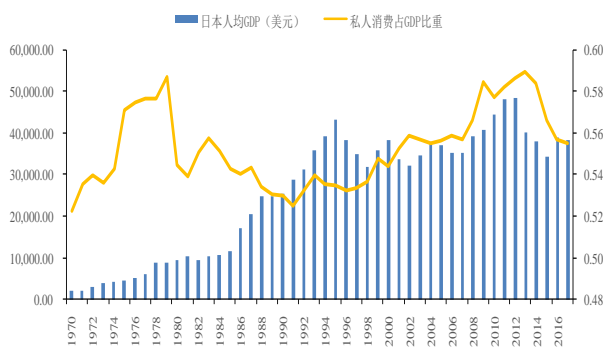
1. 复盘日本：消费疲软时间，食品表现稳定

1.1 背景：经济下行消费低迷，食品、调味品消费稳定

日本既经历过战后工业化引领经济恢复，随后消费引领及产业结构调整的快速成长时期，也经历过 73 年石油危机冲击、90 年代金融泡沫破裂、08 金融危机等多次经济下行冲击。本篇报告将着重关注日本两个经济下滑时期中消费和市场表现情况：1、90 年代经济泡沫破裂时期；2、2008 年金融危机爆发时期。

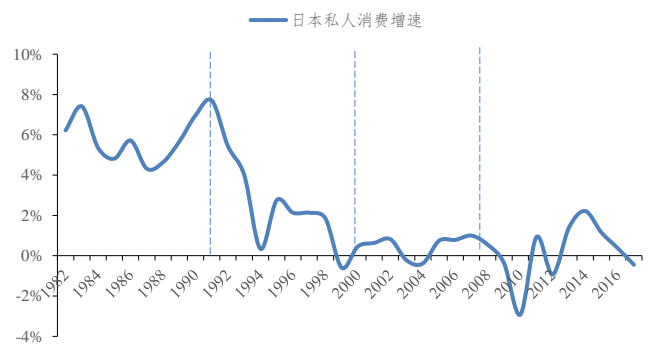
日本经济低迷时期，私人消费快速下行。80 年代日本高新科技景气，同时日元升值、利率下降导致金融及房地产行业繁荣，产生经济泡沫。90 年代初，经济泡沫破裂，经济增速快速下滑至 3% 以下，1998 年甚至出现负增长，增速为 -1.1%。在此阶段，日本私人消费增速也自 1991 年的 7.7% 快速下滑至 2000 年的 0.5%。随后日本经济有所回暖，但在 08 年经济再次下行。在国内消费低迷的情况下，日本外贸依赖度高，因此更容易受到 08 年金融危机等全球性经济下行的影响，08、09 年 GDP 增速分别为 -1.1%、-5.4%。在此阶段，日本私人消费增速也快速下行，09 年开始出现负增长。

图 1：日本私人消费占 GDP 比重在经济下行期间下滑



资料来源：Bloomberg，长城证券研究所

图 2：日本私人消费增速在经济下滑时下降



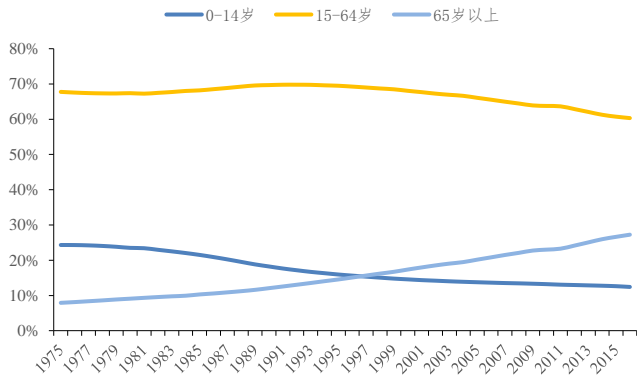
资料来源：Bloomberg，长城证券研究所

消费不景气主要与人口结构、收入和信贷等因素有关：

1、人口老龄化：90 年代以来，日本 15-64 岁作为主要劳动力的人口占比开始下滑，65 岁以上的人口占比逐渐提升。随着女性就业率提高、城市生活压力加大等，80 年代开始日本年轻人更倾向于推迟或者不结婚，日本单身、老年单身家庭比例上升，生育率下降。

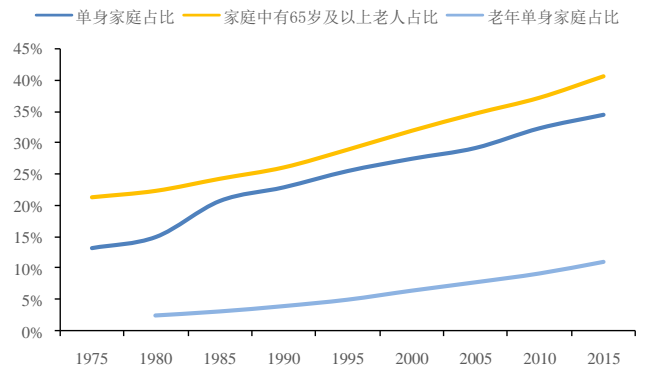
2005年，日本人口首次出现负增长，进入老龄化社会。在消费生命周期上，46岁以后人们的消费支出逐渐减少，老年人消费意愿普遍比青壮年低，进一步抑制了消费增长。

图 3：90 年代以来日本 15-65 岁人口占比逐渐下降



资料来源：Wind, 长城证券研究所

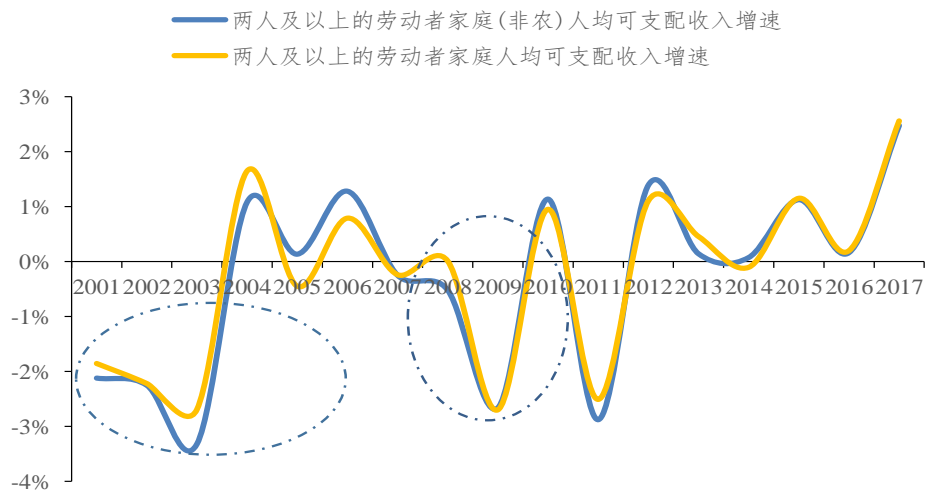
图 4：75 年以来单身及老年家庭占比提升



资料来源：日本总务省统计局，长城证券研究所

2、经济低迷时人均可支配收入下滑，购买力下降：在两次经济低迷期间，日本两人及以上劳动者家庭的人均可支配收入增速均出现负增长。两次经济下滑时期，主要资产如房产价格、股票价格皆下滑，叠加人均可支配收入下滑，居民财富减少，购买力下降，影响居民的消费意愿和消费能力。

图 5：日本家庭人均可支配收入在经济下行期间负增长

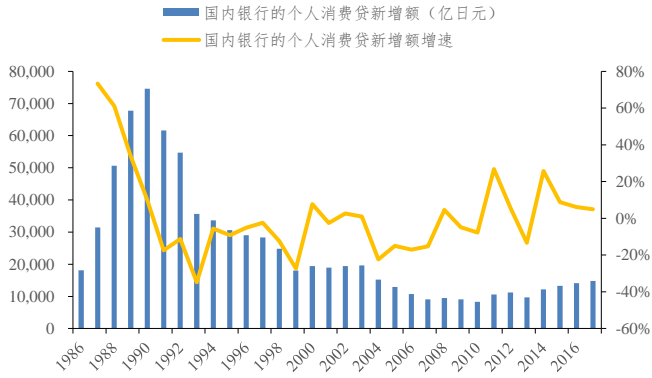


资料来源：Bloomberg，长城证券研究所

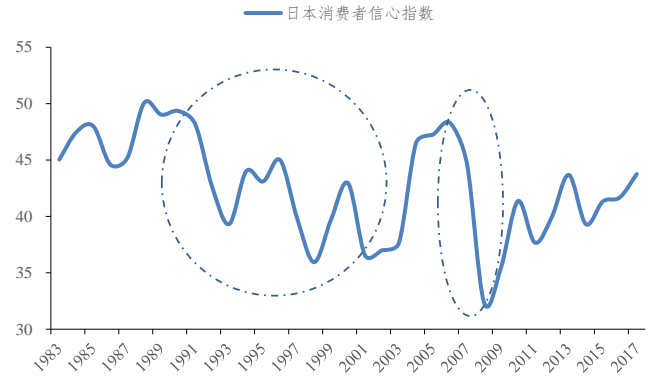
3、消费信贷下滑，消费信心及能力不足：日本信贷消费在 80 年代快速发展，但在两次经济下行阶段，日本国内银行的个人消费贷新增额增速皆下行。一方面是由于政府收紧信贷，如 91 年商业银行停止了房地产贷款、06 出台《贷金业法》并于 07 年开始实施第一条等，均进一步限制了居民提前消费的能力；另一方面经济下行时日本消费者信心指数下滑，消费欲望有所下滑。消费信心不足、财富减少下现时消费能力不足、信贷收紧下提前消费能力减弱，多重因素影响下日本消费不景气。

图 6：经济下行时，国内银行的个人消费贷新增额下滑

图 7：经济下行时日本消费者信心指数下滑



资料来源: Wind, 长城证券研究所



资料来源: Wind, 长城证券研究所

表 1: 日本战后经济周期、消费趋势及居民结构对比

年份	经济周期	原因	消费特点	人口结构及特点
1955-1964	快速增长	快速工业化，1960 年政府收入倍增计划	“基本生活需求-初级耐用品-高级耐用品-住房”发展轨迹	1、战后人口潮，人口增速 12.5%，65 岁以上人口比例不足 10%； 2、都市圈净迁入人口规模迅速扩大，60 年代初达到最大后减少
1965-1973	上行	消费引领经济增长	高级耐用品为热点	
1973	下行	石油危机（外部冲击）		70 年代都市圈净迁入人口规模上迁移人口迅速减少
1975-1985	上行	产业结构调整，向知识密集型产业转移，	消费需求多元，区域发展不平衡	1、人口增速减缓，65 岁以上老人比例超过 10%； 2、战后婴儿潮人群进入中年，消费成熟理性，倾向于量入为出及实用主义。新人类成为消费主力，受都市生活条件影响较强消费能力及消费倾向，个性化享乐主义消费。 3、单独家庭比例升高。
90 年代后	急速下滑，停滞	央行货币政策收紧，上调基准利率，流动性危机。泡沫破灭，股价暴跌，居民抛售房产，房价暴跌	银行收紧个人信用消费，私人消费增速急速回落	
进入 21 世纪	逐渐恢复			2005 年日本首次出现人口负增长，人口老龄化
2008 金融危机	再跌入负增长			

资料来源: 互联网, 长城证券研究所

消费下行期间食品饮料消费较为稳定。在两次消费下滑期间，服装鞋履消费占比快速下滑，而食品饮料的消费占比维持第一，且比重维持在 25% 左右。08 年金融危机发生后，各类消费占比均有波动，而作为必需消费的食品饮料消费占比稳定增长，受经济下行影响较小。

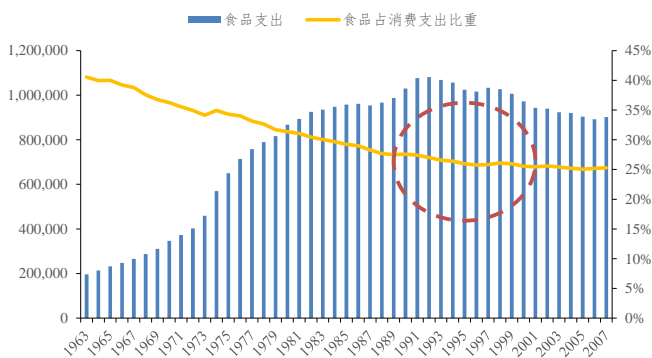
表 2：日本食品饮料消费占比在经济下行期间较为稳定

项目	90 年代	08 年金融危机
食品	占比在 95-00 年间下降 0.3pct，2000 年占 23.3%	占比在 07-11 年间增加 0.6pct，2009 年占比 23.7%
服装鞋履	占比在 95-00 年间下降 1pct，2000 年占 5.1%	占比在 07-11 年间下降 0.3pct，2009 年占比 4%
保健医疗	占比在 95-00 年间增 0.6pct，2000 年占 3.6%	占比在 07-11 年间增加 0.1pct，2009 年占比 4.5%
交通	占比在 95-00 年间增 1.4pct，2000 年占 11.4%	占比在 07-11 年间增加 0.1pct，2009 年占比 12.9%
教育	占比在 95-00 年间下降 0.3pct，2000 年占 4.4%	占比在 07-11 年间下降 0.1pct，2009 年占比 4.1%
娱乐	占比在 95-00 年间增 0.5pct，2000 年占 10.1%	占比在 07-11 年间下降 0.2pct，2009 年占比 10.3%
家居（住房、水电费、家居）	占比在 95-00 年间增 0.4pct，2000 年占 16.8%	占比在 07-11 年间增加 1.5pct，2009 年占比 18%

资料来源：日本总务省统计局，长城证券研究所

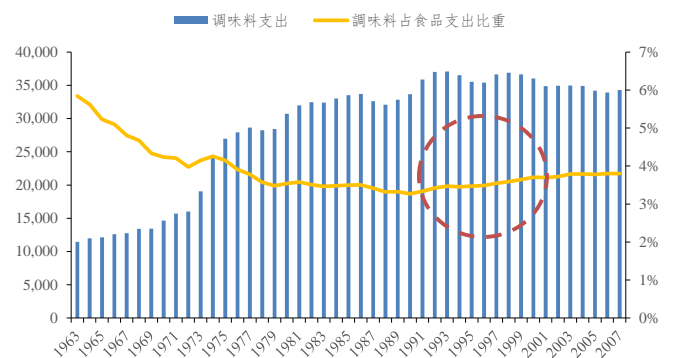
调味品消费刚性较强。日本居民饮食习惯与中国相似，无论是在家烹饪还是生活节奏加快后在外用餐，调味品都是菜肴制作的必备品，因此在经济下行阶段，调味品的消费刚性较强，占食品支出比重一直维持在 4% 左右的水平，占消费支出比重稳定在 0.9% 左右的水平，受消费下行和经济下行的影响较小。

图 8：日本食品支出占比在经济下行期间较为稳定



资料来源：日本总务省统计局，长城证券研究所

图 9：调味料支出占比在经济下行期间较为稳定



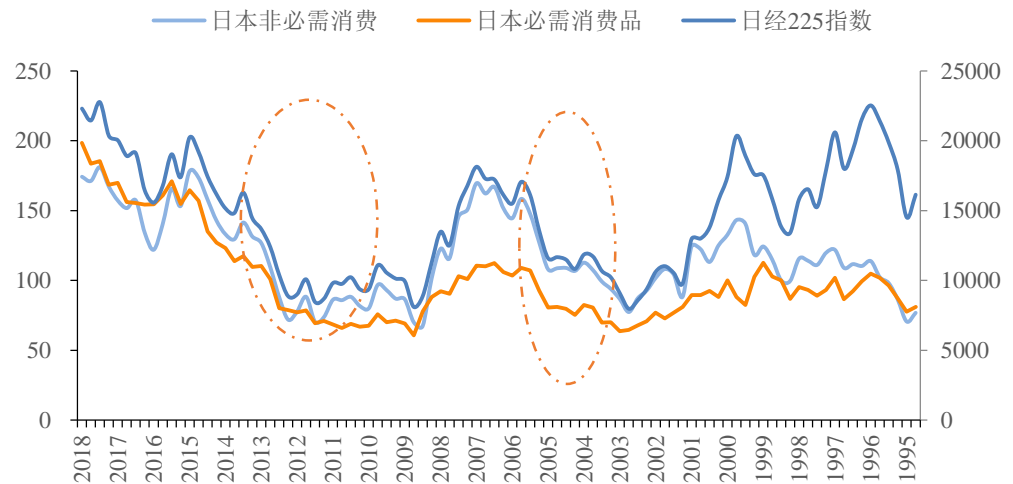
资料来源：日本总务省统计局，长城证券研究所

1.2 市场：大盘下跌期间食品抗跌性强

市场表现上，大盘下跌期间必需消费品表现相对平稳。在两次经济下滑期间，日经 225 指数都出现大幅下滑。我们选择 2000-2003 年和 2007-2012 年这两个区间具体来看，在大

盘指数大幅下挫的时候，日本非必需消费品波动较大，必需消费品指数的跌幅皆小于大盘：1、2000-2003 年，日经 225 指数下跌 54.2%，同期消费指数跌幅小于大盘，其中必需消费品指数（-35.4%）波动小于非必需消费品指数（-41.7%）；2、2007-2008 年，非必需消费品（-40.3%）波动大于大盘（日经 225 指数-37.9%），而必需消费品指数（-20.3%）表现相对平稳。由于可选消费品受经济消费环境影响较大，弹性更强，因此有时跌幅小于大盘，而有时跌幅大于大盘。而必需消费品弹性较小，每次大盘下跌期间跌幅皆小于大盘，具有较强的防御性。

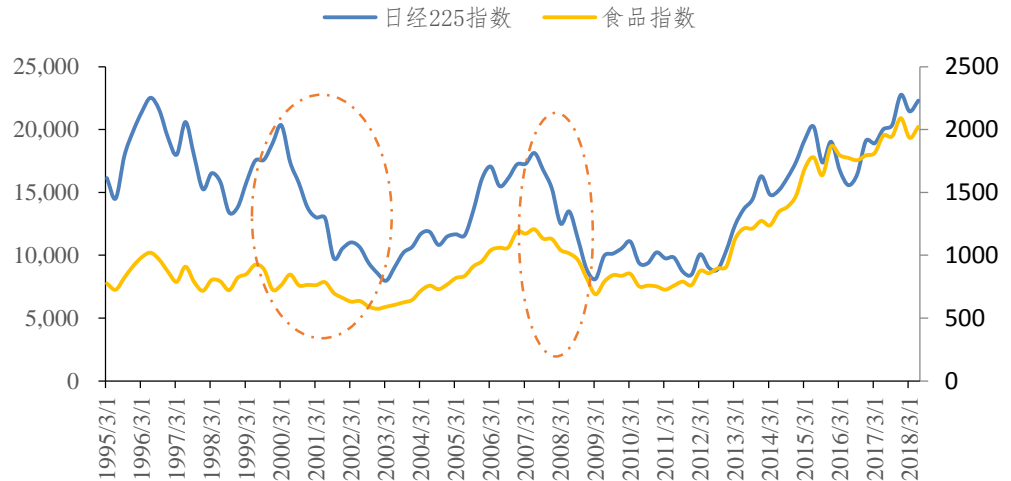
图 10：大盘下跌期间必需消费品指数相对平稳



资料来源：Bloomberg，长城证券研究所

食品指数表现优于大盘、必需消费品和非必需消费品，抗跌性强。在两次大盘下滑期间，食品指数表现皆较优：1、2000-2003 年，食品指数跌幅较大盘、必需消费品、非必需消费品而言最小（-30.2%），体现较好的防御性；2、2007-2008 年，食品指数（-20.4%）波动小，跌幅小于大盘。必需消费品和食品都是生活必需品，弹性较小，受经济下滑和消费支出放缓影响较小，都体现了较好的防御性。

图 11：大盘下跌期间食品指数表现较为平稳

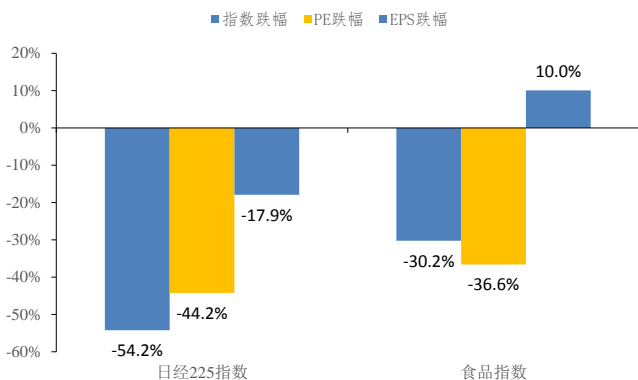


资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所

食品和必需品 PE 跌幅小、EPS 稳增长下防御性强。具体看下跌原因：(1) 2000-2003 年，由于非必需消费品和必需消费品数据异常，只对大盘和食品指数进行原因拆分。本阶段大盘下跌主因 PE、EPS 皆大幅下滑，而食品表现的下跌主要是由于 PE 下跌导致，但跌幅 (-36.6%) 小于大盘 (-44.2%)，叠加 EPS 稳步增长 (+10%) 影响，食品表现平稳；(2) 2007-2008 年，大盘和非必需消费品下跌主因 EPS、PE 均下滑，而必需消费品和食品指数下跌主要是由于 PE 下跌导致，但跌幅小于大盘。二者 EPS 受宏观环境影响小，必需消费品 EPS 下滑 0.1%、食品 EPS 增长 7.2%。PE 跌幅小叠加 EPS 稳定增长使得必需消费品和食品防御性强。

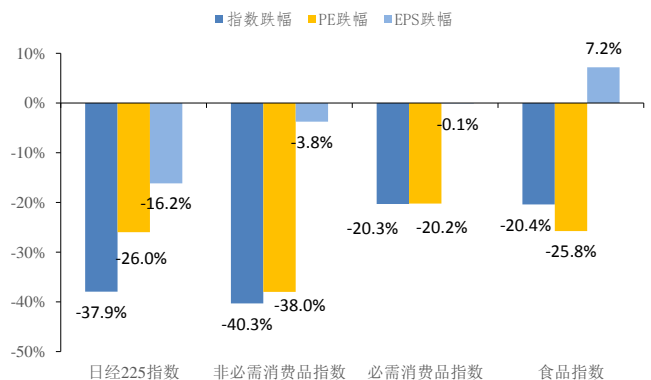
在两次大盘大跌区间中，一方面由于必需品和食品是必须消费，受经济影响较小，EPS 持续增长；另一方面由于在经济下行、消费放缓期间，市场通常会追求稳定性更高、抗风险能力更强的必选消费，给予其更高的 PE 水平，因此 PE 跌幅较小。双重作用下食品和必需品表现相对平稳。

图 12: 00-03 年食品 PE 跌幅小、EPS 增速快



资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所

图 13: 07-08 年食品和必需品 PE 跌幅小，EPS 稳增长



资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所

2. 复盘龙头：调味品稳定性强，龙头龟甲万长期收益高

2.1 百年酱油企业，龙头地位稳固

百年酱油老企，日本调味品龙头。龟甲万株式会社在 1917 年创立，具有悠久的酱油酿造历史，在日本酱油行业的市占率达到 33.5%，是日本市场份额第一的调味品生产龙头。目前公司主要业务包括酱油、复合调味料、香料、烧酒、清酒、果汁、药物和餐厅管理服务。龟甲万在第二次世界大战结束后开始开展出口业务，目前在日本有 3 家、海外有 7 家酱油制造工厂，在世界各地销售。其中龟甲万酱油是其明星产品，在国际上深受好评。

图 14：龟甲万历史发展

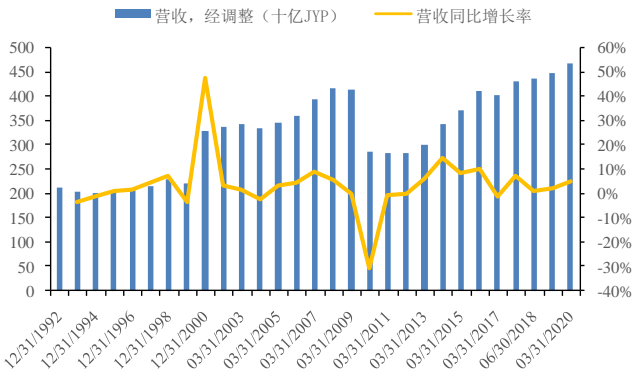


资料来源：公司官网，长城证券研究所

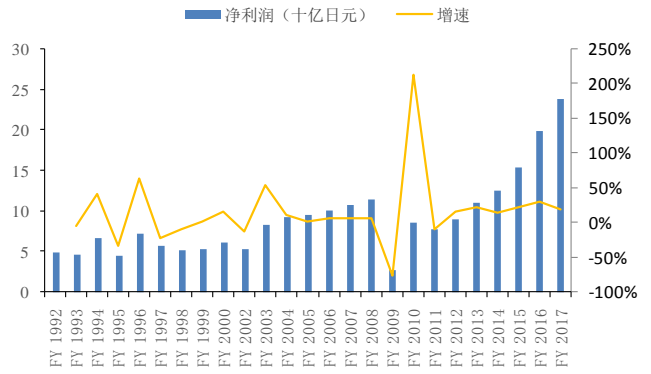
受经济环境影响小，营收、净利稳定增长。龟甲万营业收入一直稳定增长，90 年代日本经济下行时期仍然保持比较稳定的营收，2000 年营收增 47%。2010 年营收下滑源于出售可口可乐资产。随后日本经济逐渐自金融危机中恢复，公司营业收入增速维持在 2-10% 的水平。公司净利增速平稳增长，除因出售可口可乐业务造成净利增速下滑外，基本维持 20% 以上的增速增长。

图 15：92 年来龟甲万营业收入一直稳定增长

图 16：92 年来龟甲万净利稳定增长



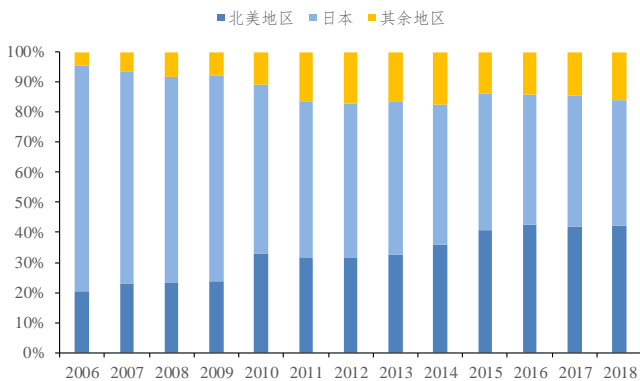
资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所



资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所

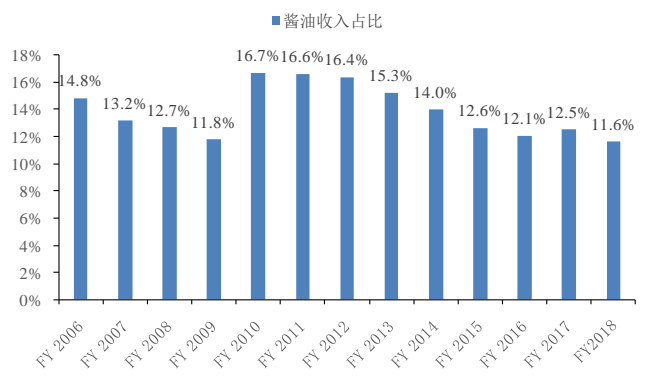
多品类销售，全球化扩张。 龟甲万经过几次战略调整，目前已经是多品类运营的全球化食品企业。龟甲万日本地区营收占比自 2006 年的 75.1% 大幅降至 2018 年的 41.8%；日本地区酱油收入占公司总收入比自 06 年的 14.8% 降至 18 年的 11.6%，全球化和多元化转型较为成功。

图 17: 06 年来龟甲万日本营收占比下降



资料来源: 龟甲万官网, 长城证券研究所

图 18: 06 年来日本地区酱油收入占公司总收入比下降



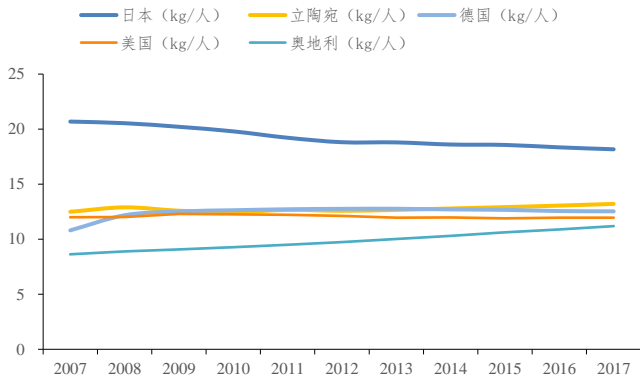
资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所

2.2 市场趋于饱和，行业现新趋势

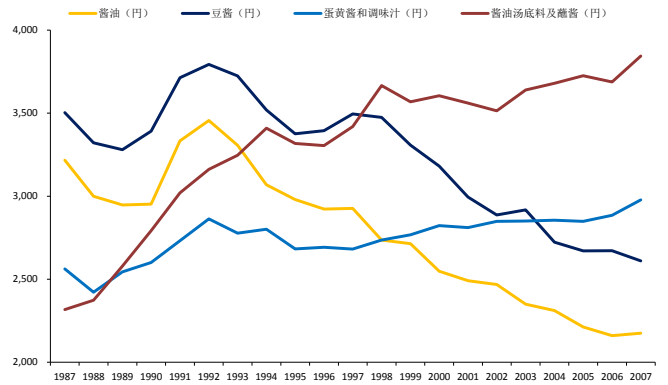
日本调味品市场趋于饱和，行业出现了三大新趋势：**1、健康轻盐、复合调味品逐渐兴起。** 随着新生人口数下降、饮食习惯趋于少盐化，日本酱油产量由 1992 年约 120 万千升下降到 2017 年的 76.9 万千升，日本调味品最大的传统子品类酱油市场逐渐趋于饱和。而随着生活节奏加快、女性进入职场，料理时间短、口味多样、简单方便的复合调味品兴起。1992-2017 年日本家庭酱油消费额减少约 43%，而酱油汤底料及蘸酱的消费额增加约 50%。

图 19: 日本调味品人均消费量 07 年来有所下降

图 20: 92 年来日本居民酱油消费金额有所下降



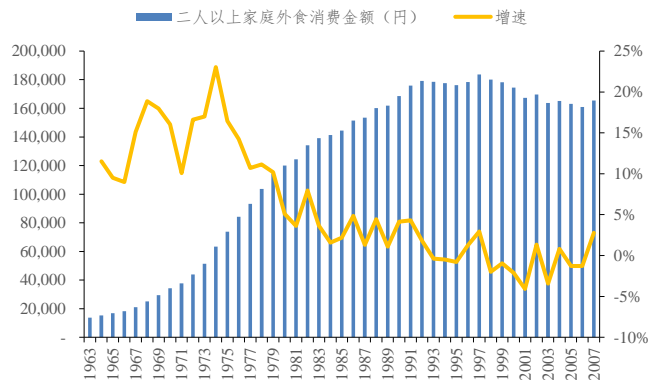
资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所



资料来源: 日本总务省统计局, 长城证券研究所

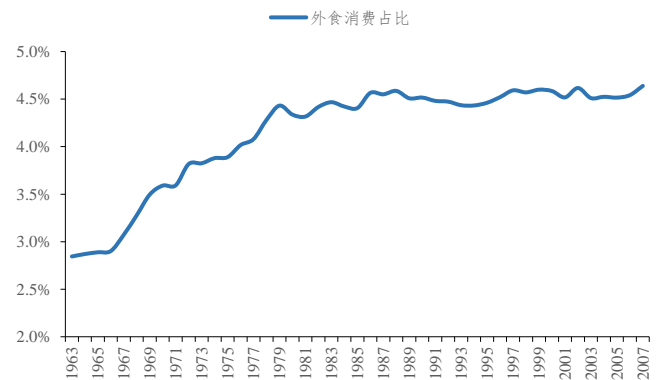
2、餐饮业、调理食品业快速发展带动加工用调味品逐渐兴起。70年代以来,日本餐饮业、调理食品业随经济发展、人们生活节奏加快而快速成长,97年日本餐馆业规模达13万亿日元,1975-1997CAGR为6.7%。在此阶段,日本家庭外食和调理食品消费金额皆快速增加,增速最高分别可达23%、22.7%。随着方便快捷的饮食产品和服务如加工食品、冷冻食品、餐饮、外卖等兴起,大包装、用于加工食品和餐饮的调味品迎来成长期,10L以上容量的酱油占比自1985年提升15.9pct至2005年的32.9%。

图 21: 70年代以来日本家庭外食消费金额快速提升



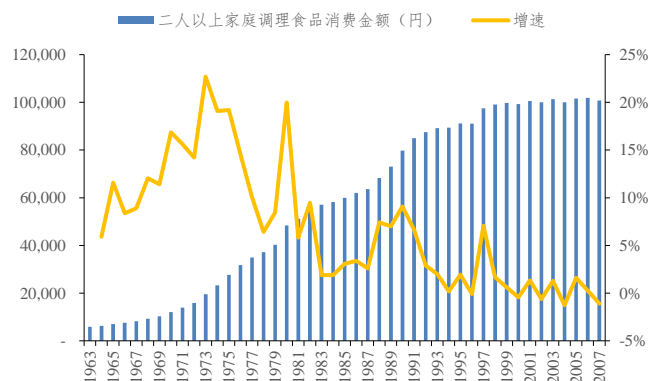
资料来源: 日本总务省统计局, 长城证券研究所

图 22: 70年代日本外食消费占比快速增长



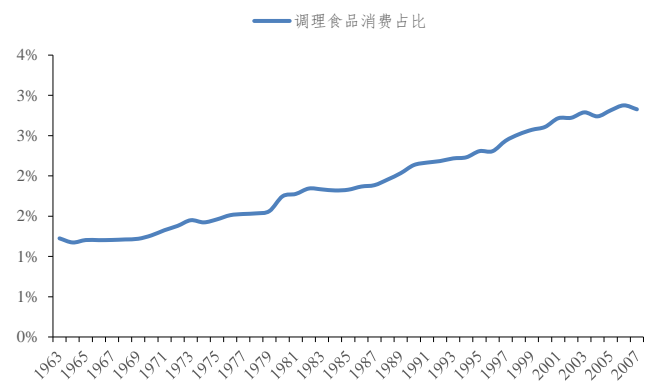
资料来源: 日本总务省统计局, 长城证券研究所

图 23: 70年代以来家庭调理食品消费金额快速提升



资料来源: 日本总务省统计局, 长城证券研究所

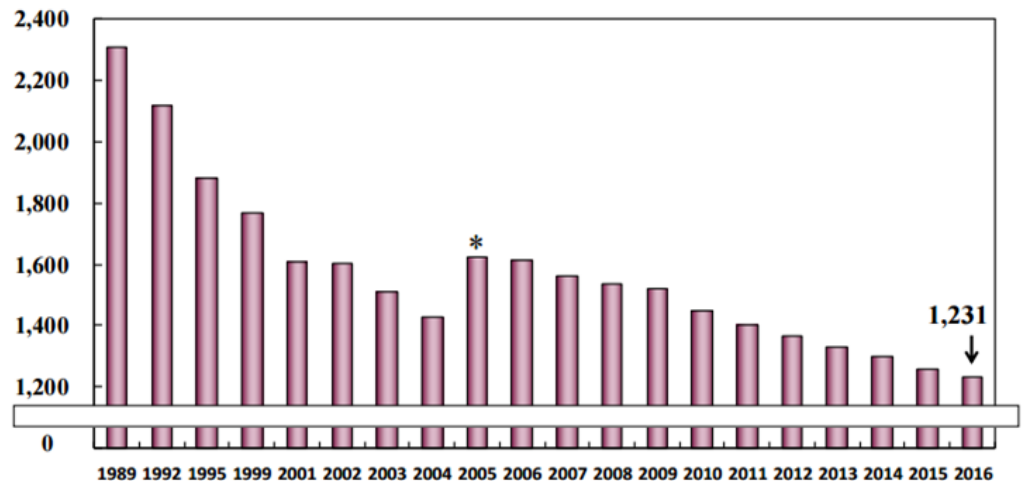
图 24: 70年代日本调理食品消费占比快速增长



资料来源: 日本总务省统计局, 长城证券研究所

3、经济下行期间行业集中度快速提升。经济下行期间，专业化龙头企业由于具有品牌力强、产品多元、规模优势显著等壁垒而更具竞争优势，中小企业更易被淘汰。因此龙头企业在企业下滑期间兼并收购活动更活跃，行业集中度快速提升。90年代，日本酱油酿造厂数量持续下降，1989-2001年下滑近30%，16年共1231间酱油酿造厂。日本调味品行业经过多年整合，目前集中度较高，17年酱油行业CR5为78%。

图 25: 90 年代日本酱油酿造厂数量持续下降
(Companies)



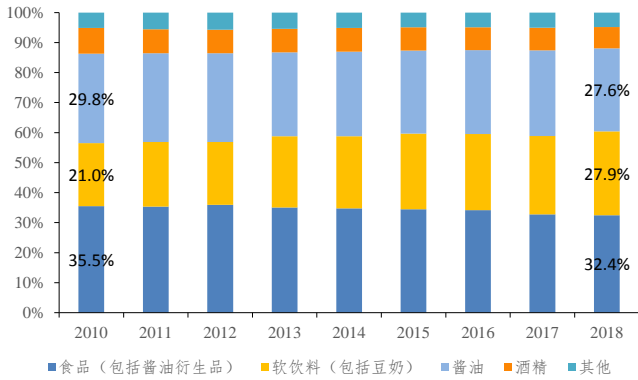
资料来源：日本酱油协会资料，龟甲万官网，长城证券研究所

2.3 顺应行业趋势，积极战略转型

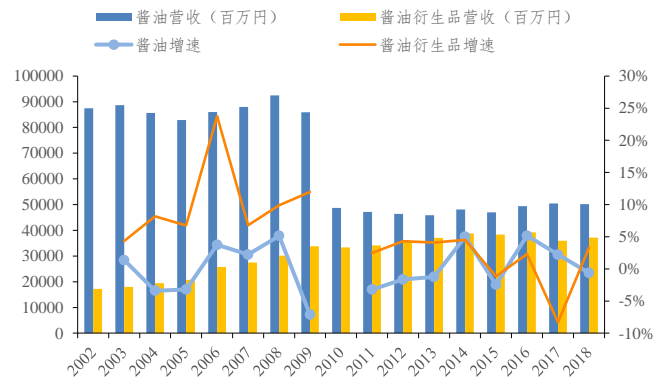
采用多元化和全球化战略应对挑战。1、顺应行业趋势战略转型，开展多元化战略：
(1) 传统产品结构升级，向健康、复合调味品延伸。公司产品结构升级，迎合消费者口味转变。龟甲万创立出减盐酱油、有机酱油等，健康酱油占比自98年提升13.8pct至02年的48.4%。公司还加大以酱油为基础的复合调味品创新研发力度，在酱油汤底料及蘸酱子品类上，分别在1995、1997年上线Hon Tsuyu、Yakiniku no Tare两款产品，获得约6.3%的年均销售增长率。瞄准复合调味品子品类上日本口味产品的市场空缺及需求上升时期，于2002年上线Uchi-no-Gohan产品。公司日本地区酱油收入占比持续下滑，酱油衍生品收入增速较快，紧跟市场需求变化的产品升级策略使其一直保持龙头地位。

图 26: 10 年来日本地区营收中来酱油收入占比下降

图 27: 02 年来国内酱油衍生品营收增速普遍快于酱油



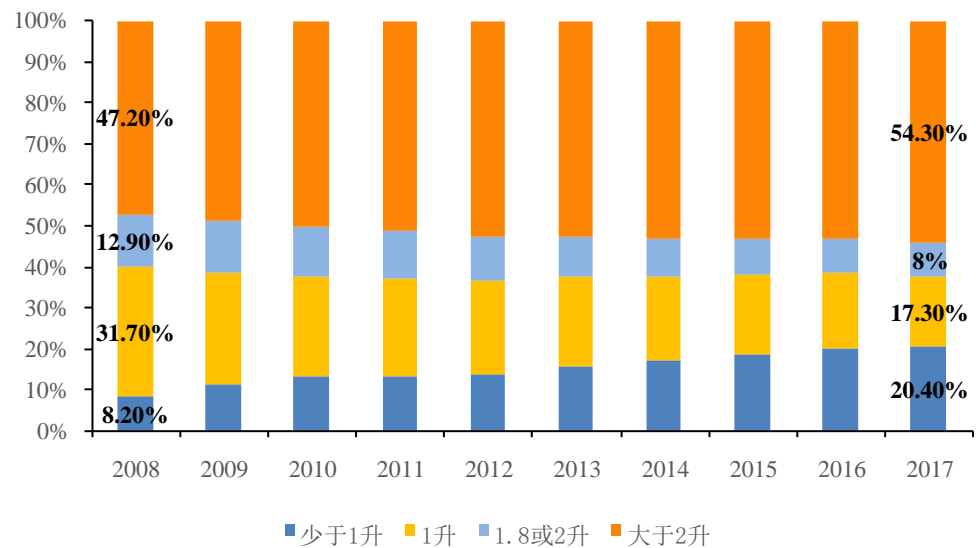
资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所



资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所

(2) 紧随加工用酱油兴起步伐，提升产品容量。紧跟日本消费者生活节奏加快，饮食偏向简单、快捷，由家庭消费向餐饮消费转变的消费趋势；加工用酱油随日本餐饮业、外卖、加工食品行业快速发展而兴起的行业趋势，公司适时推广大容量酱油。2升以上酱油占酱油销量比重自08年提升7.1pct至17年的54.3%，家庭主要使用量的1-2升酱油占比自08年下降19.3pct至17年的25.3%。

图 28: 08 年来龟甲万加工、餐饮用的大容量酱油销售比重上升



资料来源: 龟甲万官网, 长城证券研究所

(3) 积极开拓新品类，品类多元化。龟甲万积极进行品类多元化，目前已经有龟甲万、manjou、Del Monte、Man's Wine、龟甲万豆浆等多个品牌，涉及酒类、饮料等多个领域。公司察觉到日本消费者饮食西化的趋势，在1962年便成立胜沼洋酒进军葡萄酒市场、90年成为Del Monte永久代理商销售番茄酱、烧肉酱等产品、开展豆奶业务。龟甲万在日本豆奶业市占率自08年来一直维持在50%以上，17年已达到52.2%。06年来公司国内食品、软饮料营收占比持续提升，18年分别占32.4%、27.9%，龟甲万已成为综合食品集团。

图 29: 龟甲万海内外产品多样

<Japan>

- Foods-Manufacturing and Sales



Soy Sauce



Food Products



Beverages



Liquor and Wine

- Others



Biochemical business, chemicals, logistics and other businesses

<Overseas>

- Foods-Manufacturing and Sales



North America Europe Asia & Oceania Soy Sauce



Del Monte Asia & Oceania



Country Life North America Other Foods

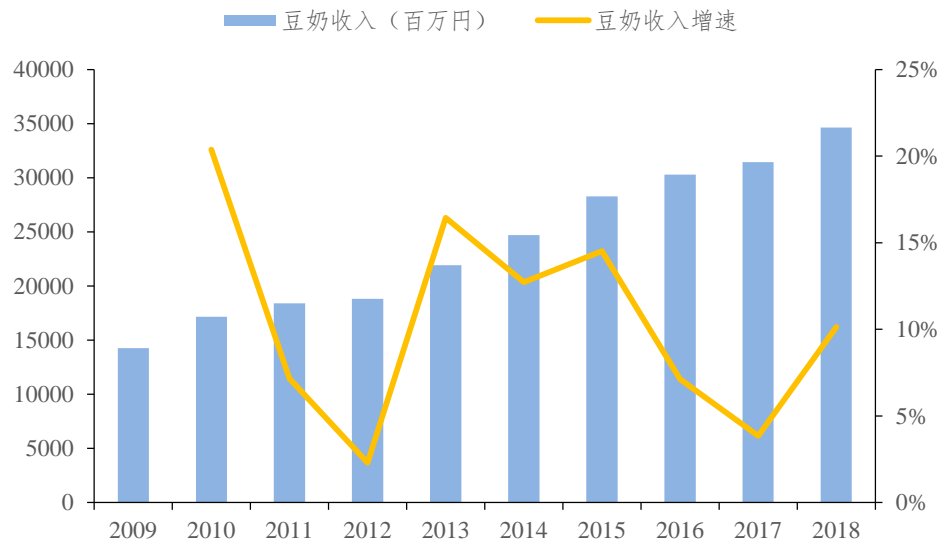
- Foods-Wholesale



Sales of oriental food products in Japan and overseas

资料来源：龟甲万官网，长城证券研究所

图 30: 09 年来龟甲万豆奶业务营收快速增长



资料来源：Bloomberg，长城证券研究所

2、积极外延并购，开展全球化战略：(1) 经济下行期间龙头收购活动更活跃。在经济、消费不景气期间，小企业更难经营，收购成本低，而龙头由于具有较强的竞争优势和壁垒，受到影响较小，此期间收购活动更活跃。08 年金融危机爆发时，龟甲万大量并购国内、国外企业，发起了了罐头食品企业、豆奶企业、药物企业等 4 起收购项目，而此前平均每年只有一起并购事件，经济下行期间龙头收购活动更加活跃。

表 3: 龟甲万积极开展国内兼并合作

时间	事件及发展历程
(1)	
2004 年 3 月	与 Kibun Foods Group 的资本和业务联盟
2006 年 6 月	Kibun Food Chemifa Co., Ltd. 成为龟甲万合并子公司

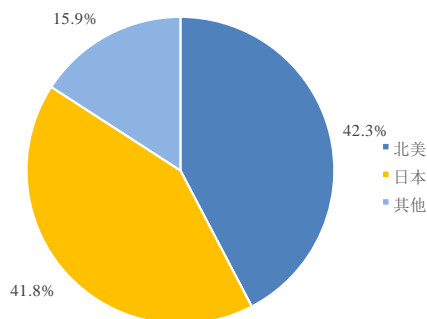
2008年8月	Kibun Food Chemifa Co., Ltd. 成为龟甲万全资子公司
2009年4月	Kibun Food Chemifa Co., Ltd. 更名为 Foodchemifa 有限公司
2010年4月	龟甲万饮料公司通过吸收式公司拆分承担了 Foodchemifa 有限公司饮料部门的饮料销售业务
2011年4月	整合 Kikkoman 食品公司的生化业务及功能材料业务（健康食品销售部）和 Foodchemifa Co., Ltd. 的化学品业务
2011年4月	Foodchemifa Co., Ltd. 公司名称改为龟甲万大豆食品公司
(2)	
2006年4月	将烧酒业务转移到札幌啤酒有限公司
(3)	
2008年6月	与 Riken Vitamin Co., Ltd. 建立股权业务联盟
2016年6月	出售 Riken Vitamin Co., Ltd. 的 6,600,000 股股份（投票比例）持有的权利从 34.5% 变为 6.5%）（基于股权的商业联盟仍在继续。）
(4)	
2009年3月	出售合并子公司 Tone Coca-Cola 的一半以上权益可口可乐（日本）公司的瓶装有限公司（可口可乐公司）

资料来源：龟甲万官网，长城证券研究所

(2) 全球化布局，开拓海外新市场。 龟甲万最早在 1957 年在美国建立销售公司，但在 70 年代才开始通过海外并购，商业合作等多种方式发力全球业务。针对海外业务，公司研发专门针对海外消费者口味的产品如照烧烤肉酱，将调味品打造成国际性调料，深受消费者喜爱。09-12 年海外业务占比持续提升，北美地区占比由 23% 快速升至 32%，18 年北美地区占总营收 42.3%。

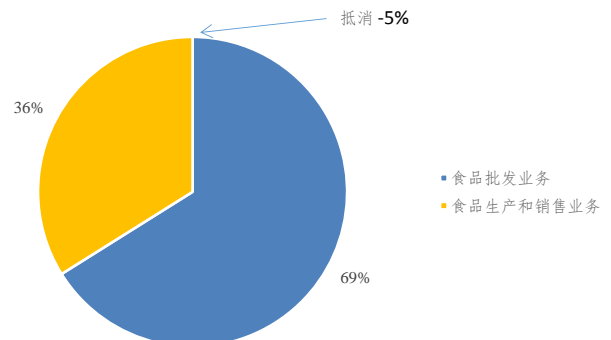
海外营收以食品批发业务为主，18 年占 69%。公司通过收购等方式整合 JFC 全球化批发业务，在欧洲及环太平洋多个国家共建立 44 个办公室。18 年海外批发业务营收达 1745 亿日元，08-18 CAGR 为 9%，增长较快。全球化战略使龟甲万在面临日本国内市场因老龄化危机而市场萎缩的困境时营收仍能保持较快增长；在遭遇金融危机时也能比较快地走出困境。

图 31：18 年北美地区收入占比 42.3%



资料来源：Bloomberg，长城证券研究所

图 32：18 年海外地区以食品批发业务为主



资料来源：Bloomberg，长城证券研究所

表 4：龟甲万积极在海外开展业务

年份	大洲	国家/地区	业务类型/事件
1957	美洲	美国旧金山, 加利福尼亚州	成立了一家酱油销售公司
1969	美洲	/	参与美国食品管理 - 批发业务
1973	美洲	美国威斯康星州沃尔沃思	酱油生产厂开始发货
1979	欧洲	德国杜塞尔多夫	成立了一家酱油销售公司
1984	亚洲	新加坡	酱油生产厂开始发货
1990	亚洲	台湾(台南)	合资酱油生产厂开始发货
1997	欧洲	/	酱油生产厂开始出货 HoogezandSappemeer, 荷兰人
1998	美洲	美国加利福尼亚州福尔瑟姆	第二家美国酱油厂开始发货
2002	亚洲	中国江苏省昆山市	合资酱油生产厂开始出货
2006	亚洲	泰国桐艾府	合资企业德尔蒙特工厂开始发货
2008	亚洲	中国福建省厦门市	中国合资的 Del Monte 工厂开始发货
2009	亚洲	中国河北省石家庄	合资酱油生产厂开始出货
2014	亚洲	中国(上海)	成立酱油销售公司

资料来源: 龟甲万官网, 长城证券研究所

表 5: 龟甲万积极开展国外兼并合作

时间	事件及发展历程
(1)	
2005年3月	通过与当地合作伙伴的合资企业成立 Country Life, LLC
2006年4月	Country Life, LLC 成为龟甲万的全资子公司
(2)	
2008年9月	通过 TOB 获得 Allergy Research Group, 成为龟甲万的子公司
(3)	
2010年12月	收购 Yamakawa Trading Co. (Pte) Ltd. (更名为 JFC (S) Pte, Ltd) 和 Yamakawa (H.K.) Limited, 使其成为龟甲万的全资子公司。
(4)	
2012年8月	Naoi Group AS (更名为 JFC Norden (Norway) AS) 和 Naoi Group AB 的批发零售部门分拆(更名为 renamed JFC Norden(Sweden) AB), 使其成为龟甲万全资子公司。

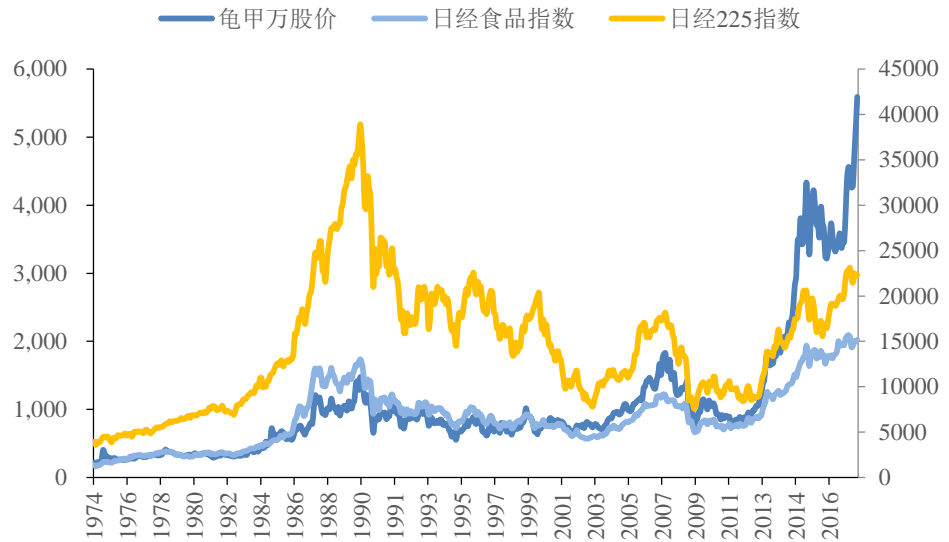
资料来源: 龟甲万官网, 长城证券研究所

2.4 龙头抗跌性强, 戴维斯双击效应显著

大盘下跌期间, 调味品龙头抗跌性较强。食品饮料子行业中, 调味品需求更为刚性, 受经济影响的波动性相对较小, 因而在市场大幅下跌时往往能表现较好的防御性。龙头龟甲万在两次大盘下跌期间都表现相对平稳, 跌幅较小。1999-2002 年在日本非必需品、必需品指数分别下跌 37.9%、17.8% 期间, 龙头龟甲万股价仍然逆势上涨

0.89%；2007-2008 年公司股价下跌 18.9%，远低于大盘和日本非必需消费品指数的跌幅，体现出较好的防御性。

图 33：龟甲万在大盘下跌期间表现相对平稳

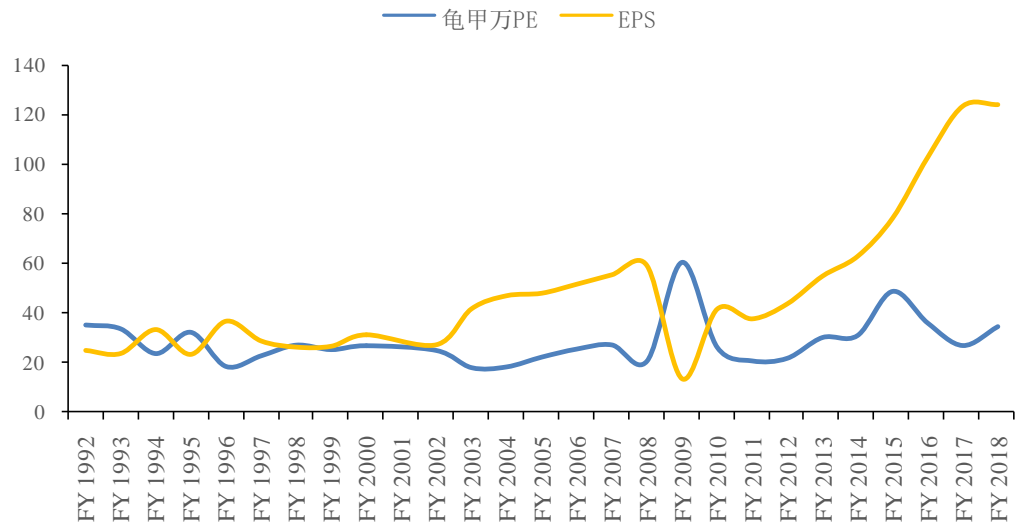


资料来源：Bloomberg，长城证券研究所

调味品龙头企业长期表现优于大盘和行业指数：(1) 多元化全球化战略下业绩稳定，EPS 持续增长。调味品属于生活必需品，弹性小，受经济周期影响小，业绩增长较为稳定。龟甲万自 1992 年来，除了 09 年因出售可口可乐业务、10 年因可口可乐业务股权转让获得税收收益而使得 EPS 波动较大外，EPS 一直因海外业务扩张、品类多元化而保持稳定增长态势。

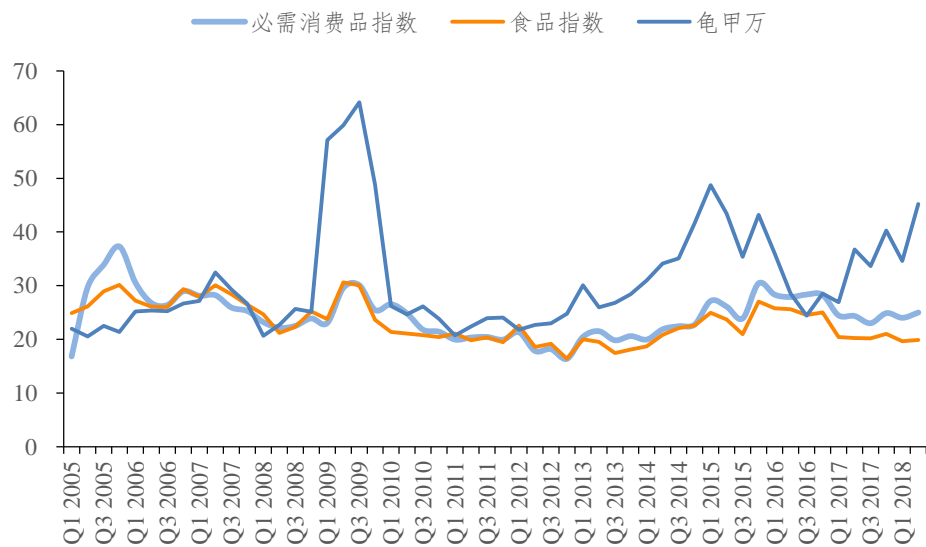
(2) 龙头地位稳固，PE 表现平稳。90 年代末，龟甲万全球化布局出现成效，叠加国内经济不景气使得投资者偏好确定性强的品种，因此该阶段公司 PE 较为稳定，维持在 25-27X 左右的水平。08、09 年随着收购活动更为频繁、出售营业利润下滑的可口可乐业务（09 年由于软饮料行业经营状况严峻，分部营业利润下滑 34.4%；该分部销售额占 30%，但营业利润仅占 12%）、金融危机爆发投资者给予稳定性强的公司估值溢价，公司 PE 一度快速增至 60.5X。公司龙头地位稳固，业绩增长一直较为稳定，确定性很强，投资者给予更多的估值溢价，因此近几年在必需消费品指数和食品指数 PE 上升背景下估值增幅更大。EPS 和 PE 稳定增长的双重作用下，龟甲万市场表现一直优于大盘和行业指数。

图 34：龟甲万 EPS 持续稳定增长



资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所

图 35: 龟甲万 PE 长期高于必需消费品指数和食品指数



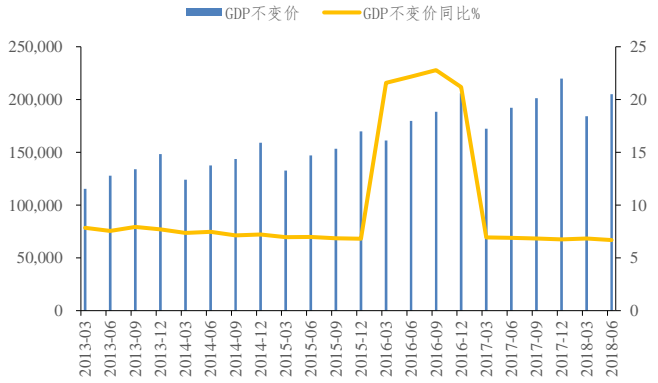
资料来源: Bloomberg, 长城证券研究所

3. 调味品好行业，确定性强

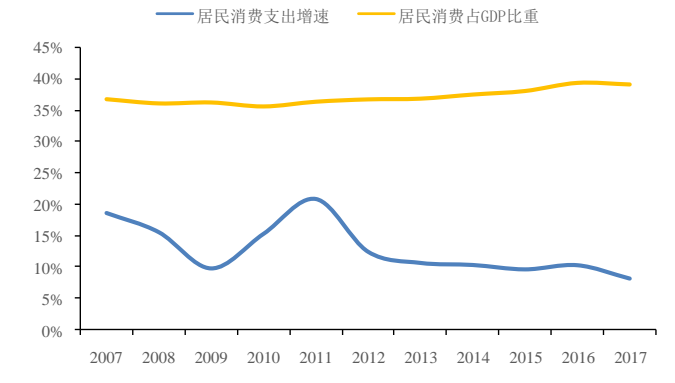
国内宏观经济和消费环境出现不确定性。中国经济增速逐渐放缓，GDP 增速自 2010 年的 10.6% 下行，2018 年上半年 GDP 同比增 6.8%。叠加中美贸易争端影响，中国经济出现不确定性。近年中国居民消费支出增速有所放缓，自 2011 年的 20.8% 的高速增长降至 2017 年的 8.2%。随着贸易争端、居民加杠杆，居民实际可支配收入下滑，消费环境或出现变化。

图 36: GDP 增速处于下滑趋势

图 37: 居民消费支出增速处于下滑趋势



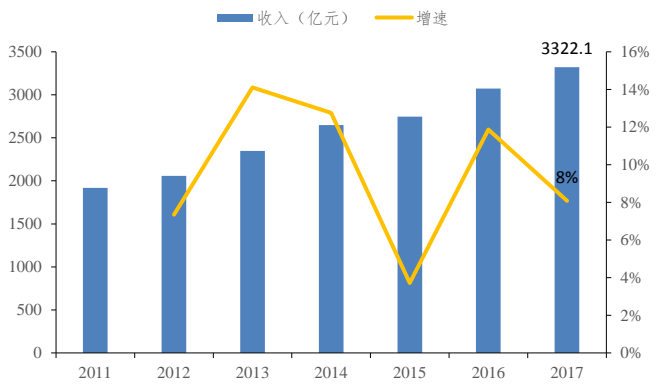
资料来源：国家统计局，长城证券研究所



资料来源：Wind，长城证券研究所

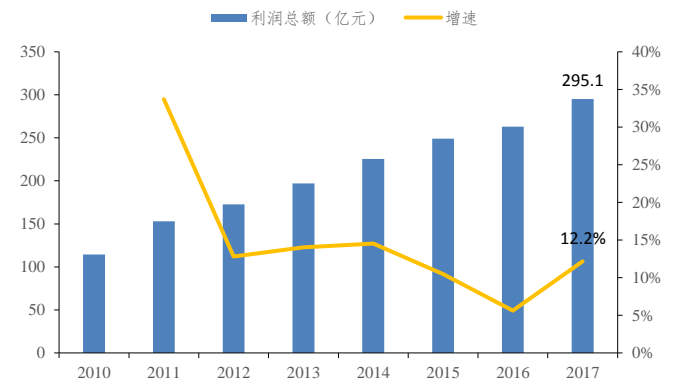
中国调味品行业收入、利润稳步提升。2010 年以来，中国调味品市场收入、利润稳步增长，17 年调味品行业收入达 3322 亿元，同比增 8%；利润总额达 295 亿元，同比增 12.2%。目前我国调味品市场集中度仍较低，16 年 CR5 为 20%，其中龙头海天市占率为 6.5%。调味品主要由酱油、食醋、味精、鸡精鸡粉组成，从产量上看，酱油和食醋的产量占比最大。在酱油市场上，16 年我国 CR3 为 25%，仍低于日本约 50% 左右的水平；其中龙头海天市占率约 17%，仍旧有很大提升空间。

图 38：17 年中国调味品市场销售收入同比增 8%



资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

图 39：17 年中国调味品市场利润总额同比增 12.2%



资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

图 40：16 年中国调味品市场 CR5 为 20%

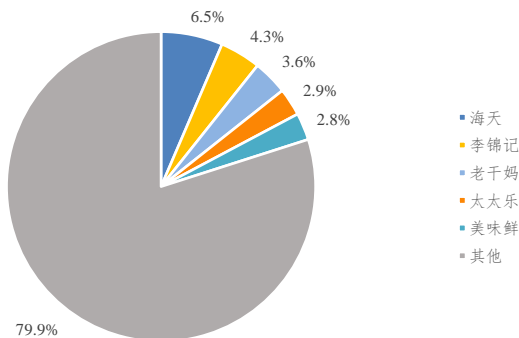
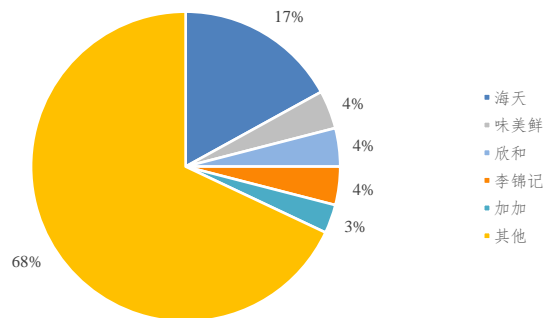


图 41：16 年中国酱油市场 CR5 为 32%



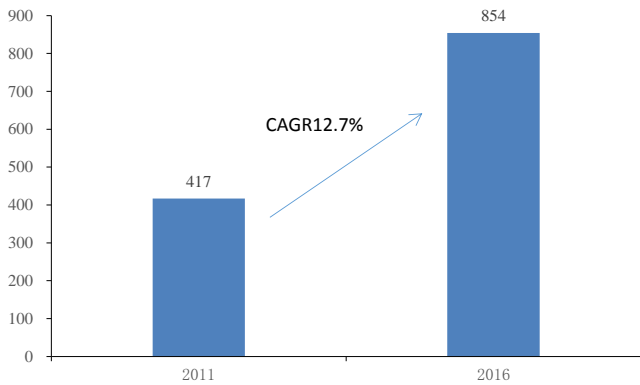
资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，长城证券研究所

经济下行下或现并购整合浪潮，集中度进一步提升。经济下行期间部分企业由于规模优势、品牌优势不明显，更易受到经济消费环境下行影响。而龙头企业市场份额通常趋于稳定、壁垒更坚固，受经济环境影响较小。故在此阶段，行业或出现并购整合浪潮，龙头企业可以以更低的收购成本进行收购，进一步完善战略布局，行业集中度有望进一步提升。

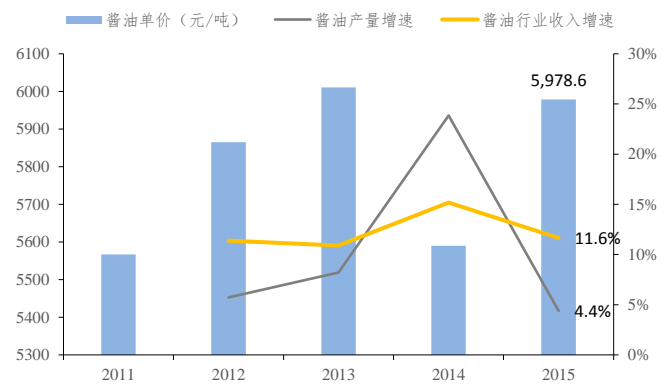
行业未来量价提升空间大。中国调味品行业量价提升空间仍很大：1、量：随着消费者饮食追求多样化、简单便捷，新式调味品未来空间广阔。我国复合调味品市场 2011-2016 的 CAGR 为 12.7%，增长迅猛；2、价：（1）消费升级：随着人们健康意识增强、生活节奏加快，低盐、零添加等中高端调味品兴起，产品结构持续升级；（2）提价：调味品由于是生活必需品，消费者价格弹性较弱，而龙头品牌力强，具有产品定价权，可以定期对产品进行直接提价。

图 42：复合调味品市场快速增长



资料来源：中商产业研究院，长城证券研究所

图 43：酱油 15 年单价同比增 6.9%



资料来源：中国产业信息网，长城证券研究所

调味品为长青行业，确定性强，受经济消费下行影响小。调味品在中国具有悠久的历史，早在千年前，人们便使用调味品进行烹饪。截止至今日，调味品仍旧是人们日常饮食所必备的消费品，具有刚需的性质，因此受到经济不确定性、消费环境变化的影响较小，稳定性较强。此外，行业未来量价仍可持续提升，发展空间广阔，成长性强。调味品独特的属性使其能够较好地抵抗经济周期和消费环境的变化。

4. 投资建议

通过复盘日本经济下行期间消费和市场表现情况，可见在经济下行期间，由于居民财富减少、信贷收缩，消费会有所下行，而其中食品作为生活必备的必需消费品，受经济、消费下行的影响较小。在市场表现上，历年经济下行大盘下跌时，必需消费品和食品在 PE 跌幅小、EPS 持续增长的双重作用下表现出较好的防御性。

通过复盘日本调味品行业发展趋势和龙头发展历程，可见日本调味品龙头龟甲万前期紧随行业变化趋势调整经营策略，长期发展路径为：从单品起家扩张，再到多品类运营，最后通过外延并购全球化布局。龟甲万以酱油起家，期间随着消费者健康化、便捷化的消费需求不断进行产品结构升级；在酱油市场份额稳固后逐步进入番茄酱、豆奶、酒类等领域进行多品类发展；最后走出日本，步入欧洲、美国，进行全球化布局。短期经济

下行期间龙头并购活动活跃，PE 跌幅小、EPS 稳增长下防御性强；长期上龙头业绩稳定下 EPS、PE 皆上行，具有戴维斯双击效应。

目前中国经济和消费环境面临众多挑战，不确定性强。而必需消费品多为生活必需品，受经济、消费环境影响较小，弹性较小，因此拥有更强的防御性。建议在经济、消费形势不稳定的期间配置业绩确定性强的必需消费品。我国调味品市场未来发展空间广阔，独特的属性使其能够较好地抵抗经济周期和消费环境的变化。建议优选竞争格局较优、消费弹性较小、较为稳定的行业如调味品行业；在公司选择上建议选择壁垒强的行业龙头公司，如海天味业、中炬高新等。

5. 风险提示

食品安全事件、经济消费环境持续低迷等。

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>