

食品饮料

证券研究报告
2019年07月18日

从消费模仿趋势看龙头调味品企业的发展轨道

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

消费模仿是提高调味品复购率的重要因素，消费模仿现象的日益显现，对优质调味品企业而言是一次良机

我们将消费者的产品购买动机简单分成习惯性消费和冲动型消费两类，习惯性消费的产品可对应食品饮料板块的调味品行业。对于调味品行业而言，产品习惯性消费的多寡可以用复购率来衡量。本文中，我们将以消费模仿的视角出发，透过对居民消费、收入、人口等经济指标的分析，解读消费模仿对于提高产品复购率的意义，剖析当前环境下调味品行业的成长动因。

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516070001
liupeng1@tfzq.com
何长天 联系人
hechangtian@tfzq.com

消费模仿成因分析：外部看中产阶级扩大、城镇化深入、人口回流、低线城市可供消费收入不断上升均是成因；内部看消费差距的缩小成为心理因素

宏观上看，目前我国城镇化率不断提升，每年新增2,000万左右城镇人口，消费基数快速扩大。低线城市消费增速自2016年开始反超一二线城市，2017年消费占比达48.8%。

行业走势图



资料来源：贝格数据

微观而言，消费者心理变化是消费模仿现象出现的个体因素，高低线城市消费者间的消费差距进一步缩小，增加低线城市消费者“模仿”动力。

消费模仿中调味品行业优质公司恒顺醋业+中炬高新的投资机会分析。经测算，中炬/恒顺收入增长空间可达69.2%/64.1%

近几年调味品行业增速放缓，市场集中度提升，2014年行业CR5的集中度为11.8%，2016年为20.1%。在消费模仿浪潮中，具有打造样板城市、保证产品品质、大单品先行等理念和策略的企业发展速度更快。同时，调味品龙头公司具有高产品质量、强品牌力、多推广渠道等优势，更容易成功实施相应策略，在消费模仿过程中拔得头筹。

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究简报:详解食品饮料板块国企改革效果及动因》2019-06-24
- 2 《食品饮料-行业深度研究:二次加速:益生菌开启阿尔法投资黄金十年》2019-06-12
- 3 《食品饮料-行业点评:政策加持,国产奶粉迎来转机——《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》点评》2019-06-06

龙头调味品公司在消费模仿趋势中的已有策略和未来发展建议

一线城市打造样板，三四线城市全面下沉：恒顺醋业采用“恒顺香醋”大单品策略，形成了更为合理的产品矩阵。同时，公司实施华东持续发力，华北、西部地区逐渐渗透的战略，打造样板城市，顺应消费模仿趋势，加速企业扩张。中炬高新以厨邦酱油大单品为矛，以“高鲜”品质为盾，取得了优异的成绩。同时，公司品牌持续升级，采取以东南五省为依托，逐步实现全国化的战略。

盈利预测与估值分析

恒顺醋业根据前期我们发布的年报分析报告，2018全年调味品收入增速为10.41%，根据公司最新经营目标，我们预计纯调味品19/20/21年收入为17.3/19.9/23.5亿元，净利润2.6/3.1/3.8亿元；2019/2020整体收入为19/21.6亿元，净利润为3.4/4亿元。当前股价对应纯调味品部分业绩19/20/21年48/40/33倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全问题 增长不及预期 行业集中度提升不及预期

内容目录

1、低线城市消费提升，消费模仿现象显现.....	4
1.1. 消费模仿：三四线城市居民的消费逐渐向一二线城市居民靠拢.....	4
1.2. 低线城市消费增速提升，高端产品热销.....	4
2. 消费模仿成因分析：外部看中产阶级扩大、城镇化深入、人口回流、低线城市可供消费收入不断上升均是成因；内部看消费差距的缩小成为心理因素.....	5
2.1. 城镇化率提升、人口回流及减税降费政策为消费模仿的宏观影响因素.....	5
2.1.1. 城镇化率提高和收入上升提高了三四线城市居民的消费能力.....	5
2.1.2. 人口回流现象明显，三四线城市消费基数壮大，消费需求增加.....	7
2.1.3. 减税降费政策减轻了居民税收负担，激活了三四线城市的消费活力.....	9
2.2. 消费者心理变化是消费模仿现象出现的个体因素.....	9
2.2.1. 高低线城市消费者间的消费差距进一步缩小增加低线城市消费者“模仿”动力.....	9
2.2.2. 意见领袖出现，社群文化明显，加速趋同过程.....	10
2.3. 电商及物流发展、智能手机普及等为消费模仿提供了技术保障.....	11
3. 龙头调味品公司在消费模仿趋势中的已有策略和未来发展建议.....	11
3.1. 调味品行业增速逐渐放缓，集中度有所提升.....	12
3.2. 消费模仿浪潮中企业应具备的理念与策略.....	12
3.2.1. 一线城市打造样板，三四线城市全面下沉.....	12
3.2.2. 始终保持产品高质量，树立良好品牌形象.....	13
3.2.3. 大单品先行，树立明星产品.....	14
3.2.4. 加强广告宣传，塑造产品“记忆点”.....	14
3.2.5. 线上线下同时发力，多渠道拓展.....	15
3.3. 投资机会分析：消费模仿过程中，调味品行业发展及重点公司分析.....	16
3.3.1. 由于强产品力、品牌力、渠道力，龙头调味品公司在消费模仿过程中具有更强的竞争优势.....	16
3.3.2. 恒顺醋业：大单品战略+提价打造合理产品矩阵+区域再拓展+加强宣传+多渠道发力.....	18
3.3.3. 中炬高新：完善产品矩阵助力多渠道布局+品牌升级+全国化战略+管理层赋能+阳西新产能.....	19
4. 风险提示.....	24
4.1. 食品安全问题.....	24
4.2. 增长不及预期.....	24
4.3. 行业集中度提升不及预期.....	24

图表目录

图 1：不同线级城市消费增速.....	4
图 2：各线城市出行意愿.....	5
图 5：城镇人口增长数量及城镇化率.....	6
图 6：主要城市居民月实际可消费收入及房价.....	6
图 7：全国居民收入基尼系数.....	7

图 8: 各线城市消费信心指数.....	7
图 9: 2012、2022E 中产阶级在各线城市的分布占比.....	7
图 10: 2012、2022E 我国中产阶级占比.....	7
图 12: 主要城市房价收入比.....	8
图 13: 中国总人口(亿)及 yoy.....	8
图 14: 上海常住人口(千万)及 yoy.....	8
图 15: 北京常住人口(千万)及 yoy.....	8
图 16: 非税收收入及税收收入增速.....	9
图 17: 2018 年社会消费品零售总额累计增长(%).....	10
图 18: 城镇零售渠道占比(%).....	11
图 19: 快递业务量(亿件).....	11
图 20: 规模以上快递业务收入(亿元).....	11
图 21: 调味品收入及增速.....	12
图 22: 盒马鲜生发展简要历程.....	13
图 23: 欧莱雅唇膏.....	14
图 24: 三只松鼠碧根果.....	14
图 25: 欧莱雅你值得拥有.....	15
图 26: 百草味天猫官网.....	16
图 27: “恒顺香醋号”高铁.....	19
图 28: APP 下厨房战略合作.....	19
图 29: 厨邦主要产品.....	20
图 30: 美味鲜主要产品.....	20
图 31: 厨邦顶级厨师训练营活动剪影.....	21
图 32: 厨邦顶级厨师训练营活动剪影.....	21
图 33: 宝能系在中炬高新中的董事会席位六有其四(一).....	22
图 34: 宝能系在中炬高新中的董事会席位六有其四(二).....	22
图 35: 宝能系在中炬高新中的董事会席位六有其四(三).....	23
图 36: 宝能系在中炬高新中的董事会席位六有其四(四).....	23
图 37: 阳西基地.....	23
图 38: 阳西基地.....	23
表 1: 2018 年规模以上工业经济效益.....	10
表 2: 海天、中炬、恒顺营业收入增加比例.....	12
表 3: 中国市场消费者首选十大品牌.....	17
表 4: 调味品十大品牌.....	17
表 5: 恒顺醋业分地区收入情况.....	18
表 6: 中炬高新主营业务分地区情况 2017.....	21
表 7: 中炬高新主营业务分地区情况 2018.....	21
表 8: 中炬高新现任董事会成员.....	22
表 9: 中炬高新 2019 年一季报前五大流通股东.....	23

1、低线城市消费提升，消费模仿现象显现

根据市场营销学的相关理论，我们将消费者的产品购买动机简单分成习惯性消费和冲动型消费两类，其中习惯性消费是指客户通常根据自己过去的使用习惯和爱好购买商品，或总是到自己熟悉的地点去购买商品。他们一般比较忠于自己熟悉的商品、商标和经销商，选择商品和购买地点具有定向性、重复性，他们见到自己习惯的商品就果断采取购买行动，不需要进行反复比较。而冲动型消费是指顾客在外界因素促发下所进行的事先没有计划或者意识的购买行为。冲动消费具有事前无意识、无计划，以及外界促发下形成的特点。

基于以上分类，习惯性消费的产品胜出因素主要有质量、性价比等理性因素，可以对应食品饮料板块的调味品行业；而冲动型消费的产品胜出因素是包装、色彩等感性因素，可以对应食品饮料行业的饮料和休闲食品行业。

对于调味品行业而言，创新是引领发展的第一动力，而产品复购率同样是衡量一个调味品公司优质与否的重要因素。以消费者习惯性消费为产品胜出因素的调味品行业，加强消费者粘性、提高产品复购率是一个较为长期的过程。下文中，我们将以消费模仿的视角出发，透过对居民消费、收入、人口等经济指标的分析，解读消费模仿对于提高产品复购率的意义，剖析当前环境下调味品行业的增长动因。

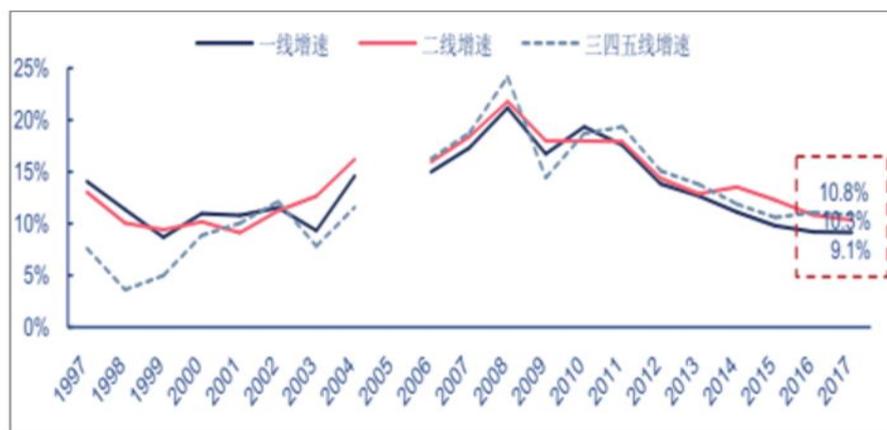
1.1. 消费模仿：三四线城市居民的消费逐渐向一二线城市居民靠拢

在消费心理学中，消费模仿是指当消费者对他人的消费行为认可并羡慕、向往时，便会产生仿效和重复他人行为的倾向，从而形成消费模仿。伴随着三四线城市居民收入水平的提升，三四线城市居民的消费水平、消费对象逐渐向一二线城市居民靠拢，一二线城市的消费区间与低线城市消费区间重叠部分加大。虽然未必是三四线城市的消费者刻意学习与模仿一二线城市消费者，但从结果上看，确实形成了这一“模仿”现象。因此，若将个体消费者间的模仿扩大至消费者群体间的模仿，同时将“模仿”的过程性弱化，那么，三四线城市消费者向一二线城市靠拢确实可以看做“消费模仿”的一种表现。

1.2. 低线城市消费增速提升，高端产品热销

低线城市消费增速提升。低线城市消费增速自 2016 年开始反超一二线城市，2017 年消费占比达 48.8%。伴随人均收入水平持续提升，低线城市的消费占比持续提升，并在 2016 年、2017 年连续两年增速超过一二线城市。随着消费能力提升，三四线城市的消费者会购买价格更高，品质更好的消费品，以提升自身的生活水平。

图 1：不同线级城市消费增速



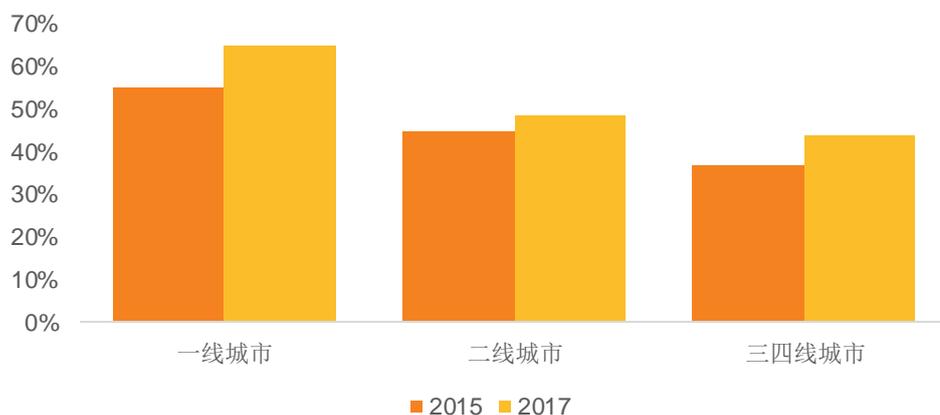
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

阿里巴巴发布的《2019 春节经济报告》显示，数字化的春节不只是大城市的狂欢，三、四线城市的增长速度尤其引人注目。天猫年货消费数据显示，一线城市的增速为 51%，而三线、四线城市均达到 55%。支付宝统计，上海、北京、广州依然是春节境外消费最大的城

市前三名，但舟山、潍坊等城市的增长速度却非常快，比这些一线城市高出 20 个百分点以上。

高端产品在三四线城市热销。消费增速的提高说明了三四线城市表现出了较高的消费欲望，而高端产品在三四线城市的热销则进一步说明了三四线城市消费向一二线靠拢。近年来，各线城市中高端产品客单价差距在慢慢缩小，三四五线城市客单价增速明显高于一二三线城市。三四线城市居民的旅游意愿也在增强。

图 2：各线城市出行意愿



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2. 消费模仿成因分析：外部看中产阶级扩大、城镇化深入、人口回流、低线城市可供消费收入不断上升均是成因；内部看消费差距的缩小成为心理因素

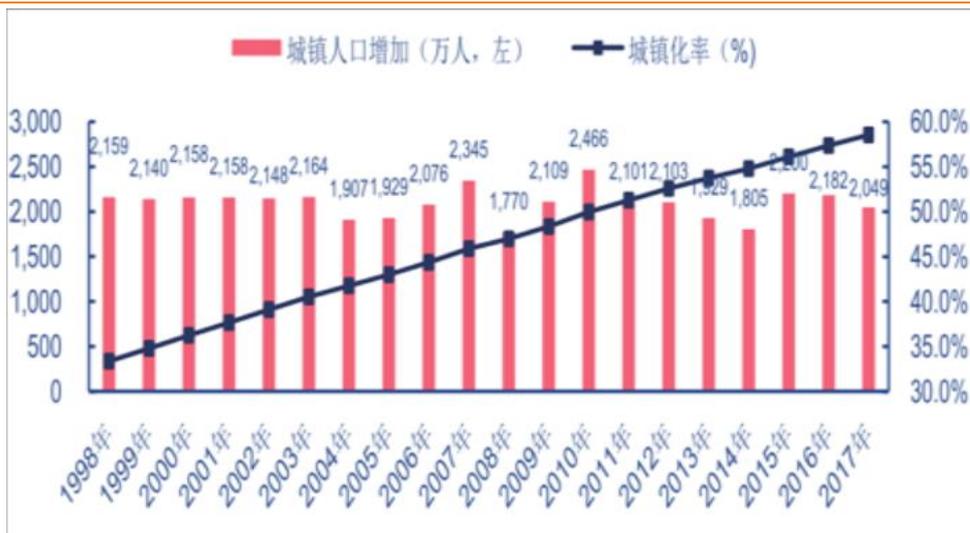
2.1. 城镇化率提升、人口回流及减税降费政策为消费模仿的宏观影响因素

2.1.1. 城镇化率提高和收入上升提高了三四线城市居民的消费能力

城镇化、棚改及房价财富效应共同驱动三四线消费快速增长。低线城市快速城镇化、过去两年棚改货币化安置以及三四线房价上涨的财富效应使低线城市的居民不再局限于追求温饱。根据马斯洛的需求层次理论，人类需求像阶梯一样从低到高按层次分为五种，分别是：生理需求、安全需求、社交需求、尊重需求和自我实现需求。在满足了正常的温饱等生理需求以及收入财富增加的前提下，其他更高层次的需求将被满足。

目前我国每年新增 2,000 万左右城镇人口，农村城镇化带来主要贡献。三四线城市城镇化水平低，增速快，带来三四线城镇人口爆发增长，消费基数快速扩大。

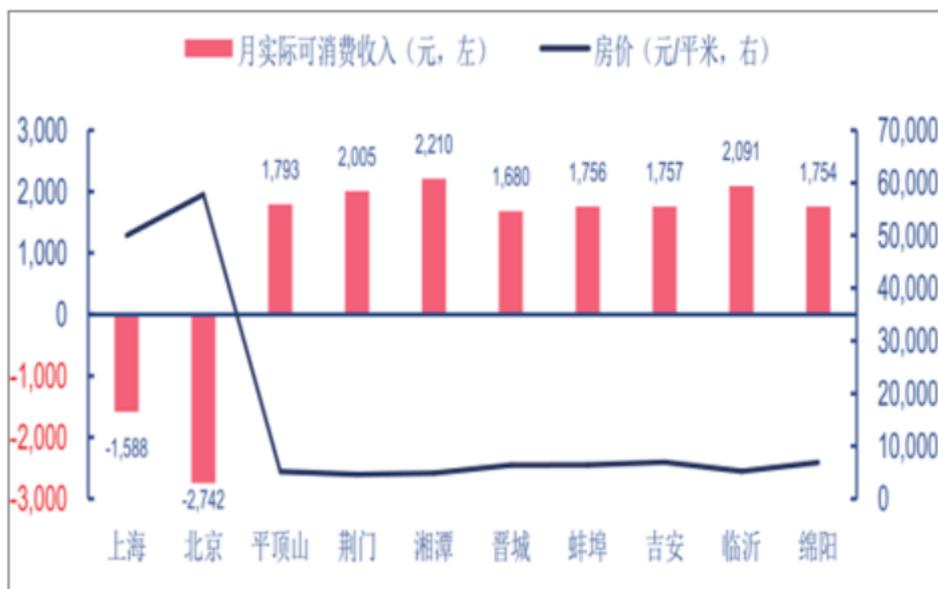
图 3：城镇人口增长数量及城镇化率



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

同时，低线城市居民购房压力小，剔除房贷后可支配收入高于一二线城市。根据中国产业信息网数据，低线城市由于房价收入比相对合理，按揭购房后月实际可供消费收入仍有近 2,000 元（假设人均购房面积 35 平米，实际可消费支出=可支配收入-住房按揭月供费用；假设首付比例 30%，贷款年限 30 年，利率按照每年基准利率计算无折扣）。一二线城市受高房价影响，按揭费用挤占居民消费能力。

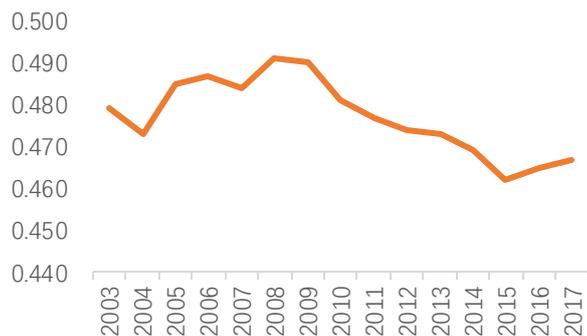
图 4：主要城市居民月实际可消费收入及房价



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

目前，低线城市与一二线城市的收入差距正在逐步缩小，中高收入人群的分布将会继续扩大，这是消费升级和消费模仿的重要基础。2009-2015 年，全国居民收入基尼系数呈下滑趋势，2015 年基尼系数为 0.462，2016 年上升至 0.465，总体下降趋势不变。同时，三四线城市的中产阶级将成为未来占比增长最快的群体。根据中国产业信息网数据预测，我国中产阶级占比大幅度提升，预计 2022 年达到 81%，成为中国消费升级的最主要力量。其中，三四线城市的中产阶级将成为未来占比增长最快的群体，预计 2022 年达 40%。根据尼尔森的测算，三线城市的消费信心指数增长速率高于一二线城市，三线城市消费信心指数为 113，增速为 4.63%，高于一二线城市增速。

图 5：全国居民收入基尼系数



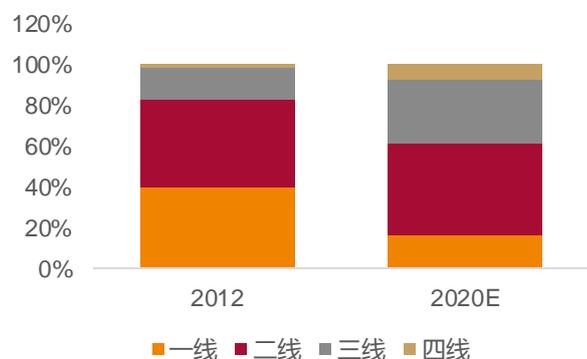
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：各线城市消费信心指数



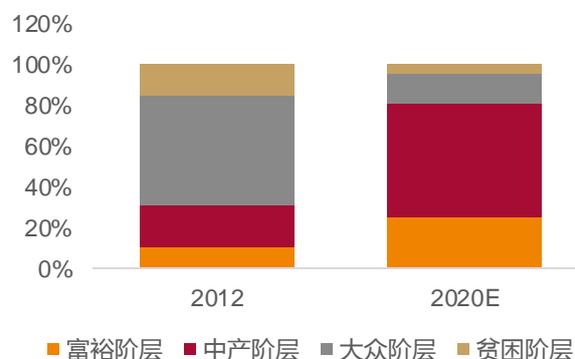
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 7：2012、2022E 中产阶层在各线城市的分布占比



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 8：2012、2022E 我国中产阶层占比



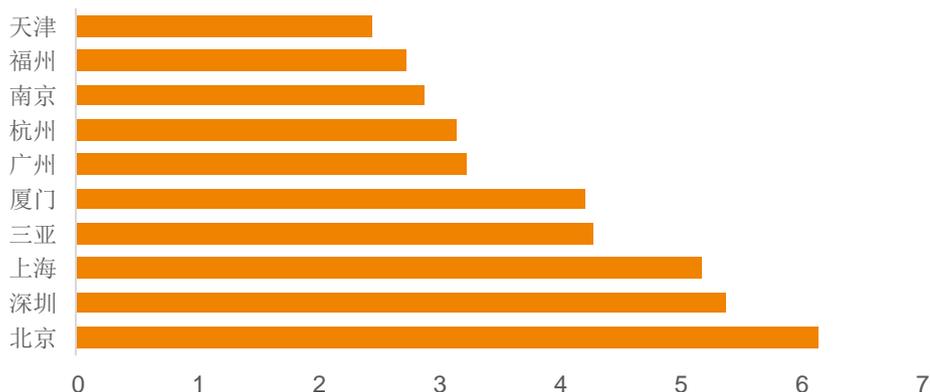
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2.1.2. 人口回流现象明显，三四线城市消费基数壮大，消费需求增加

据国家卫健委 2018 年 12 月 22 日发布的《中国流动人口发展报告 2018》，流动人口增速一直下行，自 15 年转为负值。该人口报告公布的数据显示，近年来，全国的流动人口规模逐年下降：2016 年全国流动人口规模比 2015 年减少了 171 万人，2017 年继续减少了 82 万人。随着工业转移以及外流人口规模的减小，三四线城市的消费人群基数逐渐壮大，消费需求增长。

一二线城市房价、生活成本高推动人口回流。2017 年北京、上海、深圳等城市房价较高，其中北京房价达 6.8 万元/m²，上海达 4.8 万元/m²。同时，根据中国房价行情网在 2018 年推算出的主要城市房价收入比，北京、厦门、深圳等一二线城市房价收入比较高，其中北京占据榜首，房价收入比为 6.16，深圳次之，房价收入比为 5.39，广州、上海的房价收入比分别为 3.23 和 5.19。

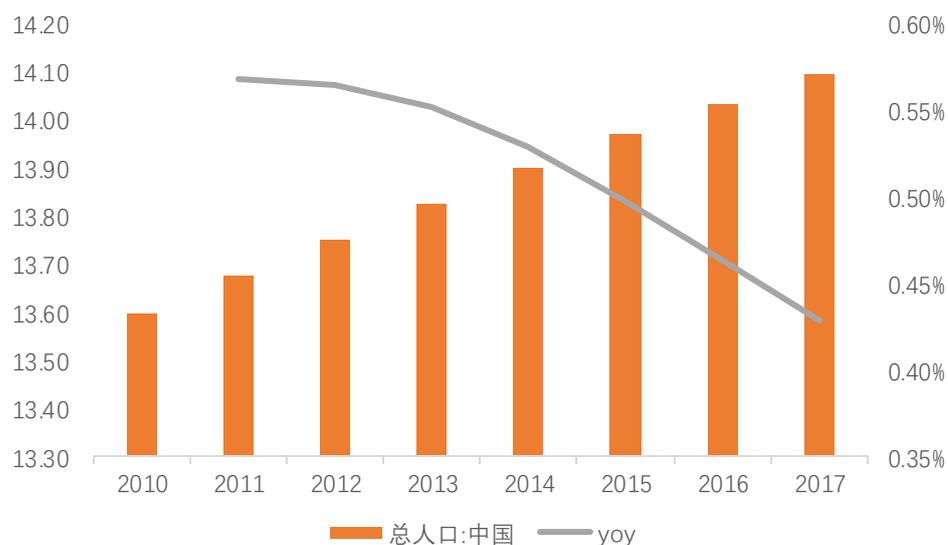
图 9：主要城市房价收入比



资料来源：中国房价行情网，天风证券研究所

数据表明，北京、上海的常住外来人口数量呈下降趋势，同时相较于中国总人口的增速有一定差距。北京常住外来人口数在 2016 年减少 15.1 万人。2017 年北京常住人口为 2170.7 万，比上年同期下降了 2.3 万。2016 年上海常住外来人口数比 2014 年减少 16.2 万人。同时上海常住人口在 2015 年首次出现了负增长，从 2014 年的 2425 万人减至 2415 万人，2017 年底为 2418 万人。

图 10：中国总人口(亿)及 yoy



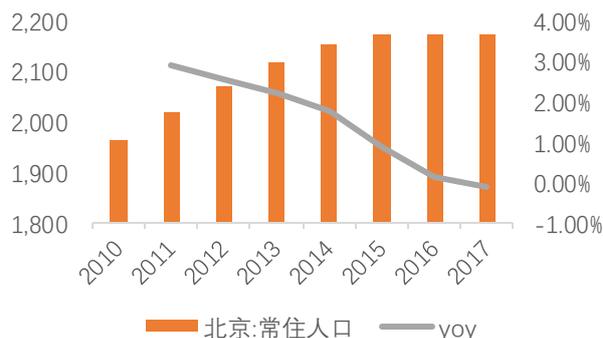
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：上海常住人口(千万)及 yoy



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：北京常住人口(千万)及 yoy



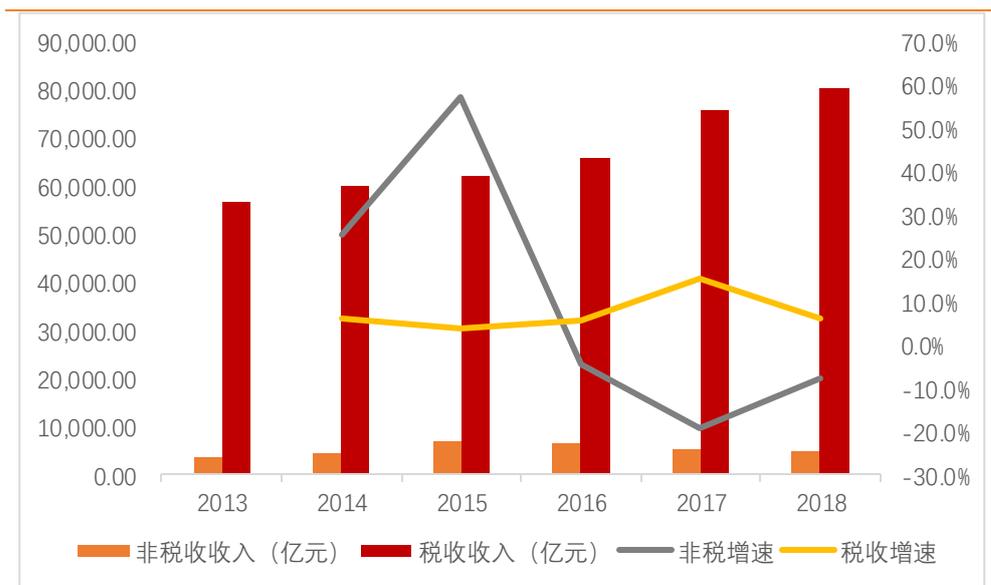
资料来源：wind，天风证券研究所

在消费升级的大背景下，由于一线城市严格的户籍制度以及高昂的房价和生活成本，加之低线城市较为合理的房价以及收入提高带来的财富效应增强等因素的存在，人口回流现象明显，消费观念和消费能力在一二线城市和低线城市之间呈现一致趋势。

2.1.3. 减税降费政策减轻了居民税收负担，激活了三四线城市的消费活力

18 年财政政策的总基调是减税降费，表现为税收增速放缓、非税收入下滑。财政部和税务总局均表示 19 年将深化增值税改革，同时减轻居民税负，降低社保费率等方案也将陆续出台，我们预计 19 年减税降费规模将进一步扩大。降费降税有利于进一步激发低线城市消费活力。

图 13：非税收入及税收收入增速



资料来源：wind，天风证券研究所

举个例子，小微企业普惠性减税措施是 2019 年减税降费的“先手棋”，对深化供给侧结构性改革，减轻企业负担，激发市场活力，推动形成积极的社会预期具有重要作用。1 月 9 日，国务院常务会议确定新推出小微企业普惠性减税措施。总体上看，这次新推出的小微企业普惠性减税措施主要体现了以下特点。一、扩大小规模纳税人、小型微利企业和投资初创科技企业优惠范围，彰显普惠性减税。二、增加相关优惠税种、实行减半再减半优惠政策和叠加享受优惠政策。三、统筹考虑了各地实际情况，统筹考虑了新老政策衔接。6 个地方税种和 2 项附加的减征优惠，由省级人民政府根据本地区实际情况以及宏观调控需要确定，有利于各地因地制宜、因需施策。

为了保证减税降费的政策有效落实下去，目前，税务总局和 36 个省级税务局均已成立了由主要负责人任组长的实施减税降费工作领导小组，领导小组下设办公室和政策制定、征管核算、督查督办、服务宣传等专项工作组，制定了减税降费重点工作任务清单，明确了各项任务时间节点和责任部门，确保各项工作有序推进。

2.2. 消费者心理变化是消费模仿现象出现的个体因素

2.2.1. 高低线城市消费者间的消费差距进一步缩小增加低线城市消费者“模仿”动力

根据下表统计数据，一二线城市工业经济与消费水平并没有明显的上升，反而有下降的现象。规模以上工业经济发展是下滑明显，长三角地区在 1-10 月规模以上工业经济效益出现了倒退，营业收入与利润总额均有明显的下滑。在全国的规模以上工业经济效益在较快增长的时期，浙江与江苏作为中国较为发达的地区，也是工业重镇，增长却出现了停滞。与此同时，2018 年长三角地区除上海保持较为稳定的社零增速之外，浙江与苏州的社零增

速均有回落。

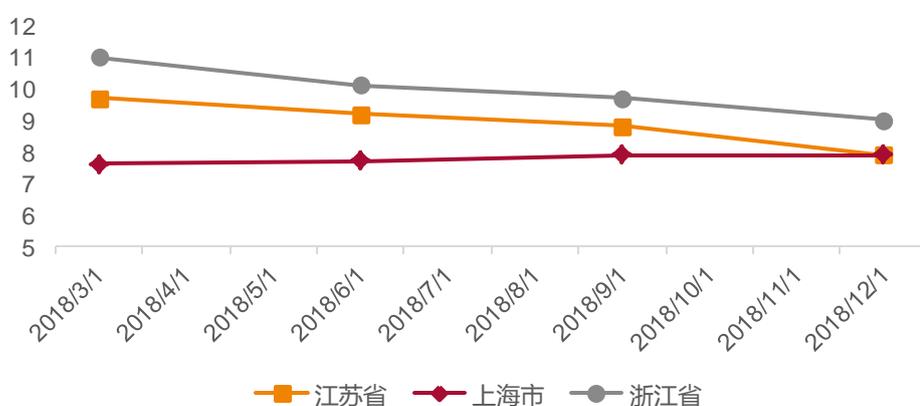
因此，可以看到，不仅存在三四线城市向一二线城市的消费模仿，一二线城市的消费者自身的消费水平本身就在下滑。在这种双方面都在不断接近的过程中，三四线城市的消费者会发现自己接近一二线城市的可能性越来越大，消费水平也越来越接近一二线城市。

表 1：2018 年规模以上工业经济效益

	主营业务收入（亿元）		增长率	利润总额（亿元）		增长率
	2018	2017		2018	2017	
全国	1,022,241.10	1,133,160.76	-10.8%	66,351.40	74,916.25	-12.9%
浙江	55,720.10	59,937.35	-7.0%	3,714.30	3,950.65	-6.0%
江苏	128,085.59	154,899.90	-20.9%	8,491.89	10,359.66	-22.0%

资料来源：浙江统计局，江苏统计局，国家统计局，天风证券研究所

图 14：2018 年社会消费品零售总额累计增长(%)



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

从消费心理的角度来看，与一二线城市消费水平差距的缩小会促进其在消费时努力达到与一二线城市相同的消费水平。当与一二线城市的消费相差太多时，消费者会认为差距过大，从而缺乏动力去向一二线城市看齐。但是，当距离一二线城市的消费水平差距变小，只要稍加努力就可以达到时，三四线城市的消费者将更有动力去达到更高层级的消费水平，进一步推动了消费模仿这种现象的出现。

2.2.2. 意见领袖出现，社群文化明显，加速趋同过程

在消费过程中，存在着意见领袖对消费行为的影响。意见领袖是在团队中构成信息和影响的重要来源，并能左右多数人态度倾向的少数人。在消费行为学中，特指为他人过滤、解释或提供信息的人，这种人因为持续关注程度高而对某类产品或服务有更多的知识和经验。家庭成员、朋友或媒体、虚拟社区消息灵通的权威人士常常充当意见领袖。

从一线城市回流的人群相对于一直生活在本地的人群大多拥有更多的消费经验，对产品的认知也比本地居民要多，因此，非常容易在当地居民中成为意见领袖。其所购买的产品或者说对产品的认知会对当地居民产生较大的影响。

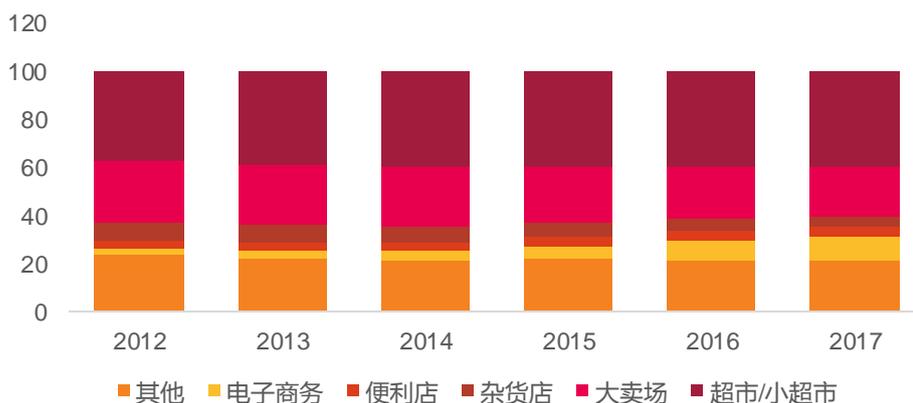
三四线城市的社群文化相比于一二线城市也更为明显，主要原因是二者的社交圈有一定差别。一二线城市的个体相对于比较独立，认识的人中可能有不少是工作伙伴，真正熟识的人并不多。而三四线城市更依赖熟人文化，生活圈中的人大多都比较熟悉。因此一旦有处于领袖的人推荐某一产品并存在跟风的人，再加上熟识的人进行推荐，就很有可能购买产品。

意见领袖的出现加上固有的社群文化，使得三四线城市的居民在消费过程中更易受他人主导，对产品的主见不足。在消费水平不断提升的过程中，容易形成对高端产品的青睐，加速消费模仿过程。

2.3. 电商及物流发展、智能手机普及等为消费模仿提供了技术保障

电商平台的发展为消费模仿使模仿一二线城市的消费行为成为可能。电商平台的成长非常迅速。通过对城镇零售渠道占比进行分析可以看到，电商渠道销售额从 2012 年的 2.4% 增长到 2018 年的 9.8%。电商平台的发展为低线城市消费者购买一二线城市消费产品提供了平台。一些较为高端的产品在低线城市未必铺设了线下渠道，但通过电商平台，消费者就能够轻松购买到自己心仪的产品，突破了地域的限制。

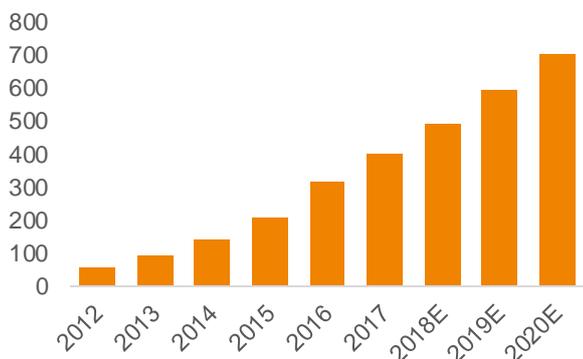
图 15：城镇零售渠道占比 (%)



资料来源：贝恩&凯度报告，天风证券研究所

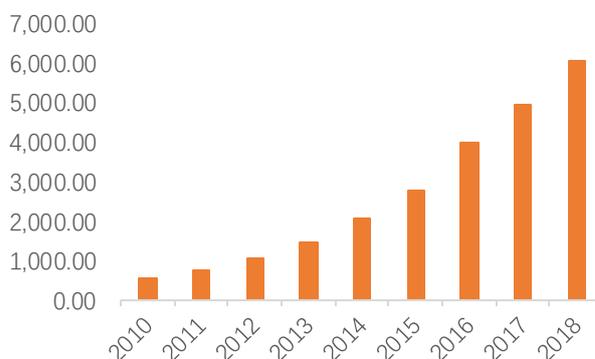
物流发展为低线城市网络消费提供了强有力支持。物流条件，尤其是快递的不断完善为电商平台的发展提供了技术支持，进一步为低线城市的网络消费提供了强有力的帮助。低线城市可能缺乏高端产品的购买渠道，电商平台为其提供了购买可能，而快递则是实现这一购买可能不可或缺的链条。近年来，快递业发展迅速，快递业务量不断增加，行业收入也在不断增长，行业发展良好。快递业的不断增长为网络消费提供了支撑，也是消费模仿现象出现的重要驱动力。

图 16：快递业务量 (亿件)



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 17：规模以上快递业务收入 (亿元)



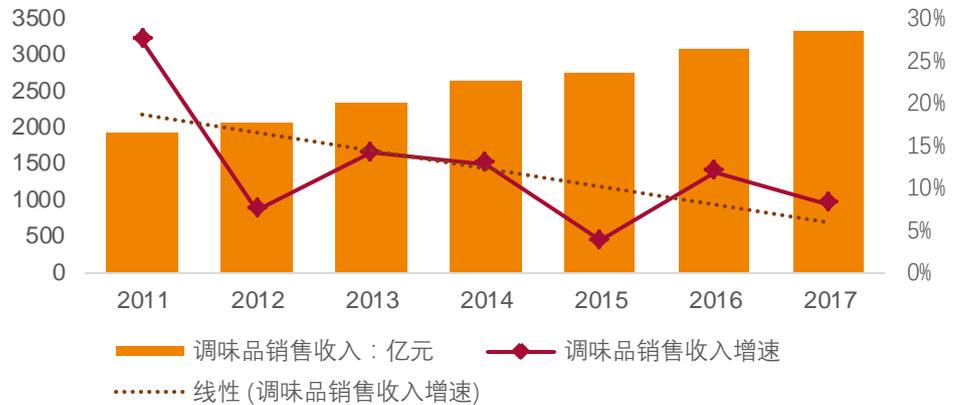
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 龙头调味品公司在消费模仿趋势中的已有策略和未来发展建议

3.1. 调味品行业增速逐渐放缓，集中度有所提升

从调味品行业收入情况来看，调味品市场规模在扩大，增速却在放缓。营业收入是重要的衡量指标。从2011年至2017年，虽然增速有所波动，但整体而言呈现出下滑的趋势。因此，经过了前些年的高增长后，未来调味品增速很有可能会继续下滑，收入增长逐渐变慢。

图 18：调味品收入及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

在收入放缓时，市场规模的扩张有限，因此，抢占现有市场，扩大企业的市场占有率成为了现有企业发展的突破点。

消费模仿背景下，行业集中度发展预测

在消费模仿的背景下，消费者的消费水平逐渐上升，具有高品质的产品更容易受到消费者的青睐，因此头部企业能够因此获得较大的发展空间，行业集中度将能够得到提升。

我们测算了海天、中炬与恒顺在消费模仿的背景下，营业收入还具有的增长空间。在测算时，将中国的行政区域划分为东部（包含了企业年报中的东部与南部）与中西部。计算如果中西部消费者人均消费能够达到东部的水平，企业的营业收入将能够增加多少。

表 2：海天、中炬、恒顺营业收入增加比例

	海天	中炬	恒顺
营业收入增加比例	3.2%	69.2%	64.1%

资料来源：Wind，海天、恒顺、中炬 2018 年年报，天风证券研究所

从增厚收入的比例可以看到，海天的比例较小，这与海天目前全国化已经取得一定成效，消费者接受程度较高有关。而中炬与恒顺则有了 60%以上的增加。说明了在低线城市，消费者对于恒顺与中炬的消费力仍然不够。

3.2. 消费模仿浪潮中企业应具备的理念与策略

随着“消费模仿”这一趋势变得越来越明显，为迎合消费者需求的变化，企业的发展策略也在不断变化。从一二线城市向三四线城市进行市场开拓已成为了必然之势，而如何进行发展能够使市场拓展所需花费的成本与精力降至最低，则成为了企业需要进一步思考的问题。

3.2.1. 一线城市打造样板，三四线城市全面下沉

既然消费趋势可以趋同，三四线的城市的消费者希望消费一线城市的消费者所能够消费的产品，那么，三四线城市与一二线城市的门店开设方式，渠道拓展模式，也有可以“趋同”的可能性。即以一二线城市为依托，打造出“样板”，再将“样板”的经营理念、发展模式下放至三四线城市。虽然在每个区域进行发展时要能够尽可能地注意区域的不同性，但是，有了“样板”，再在“样板”上进行调整，可以尽可能地减少从零开始所需要耗费的

精力与成本。目前，许多企业已经践行“一二线城市打造样板，三四线城市开拓市场”这一策略，并取得了良好的效果。

盒马鲜生：北京上海摸索样板，二三线城市全面铺开

2016年1月第一家盒马金桥店开业，此后，盒马鲜生并没有急于扩张，而是在一线城市不断开店检验自己的经营模式是否正确。在上海开店运行摸索营业模式后，盒马鲜生并没有像一些地区性企业从上海周边的苏州、杭州等地开始扩张，而是在宁波开设了一家店后直接入驻了北京，希望能够实验“上海”模式的可行性，以及从华东进入华北，需要进行什么变动。在入驻北京的过程中，先后解决了物业问题、与居民的纠纷等问题，吸取了宝贵的经验。在2017年6月9日，盒马鲜生在北京开店。盒马鲜生在理顺了发展模式后，2018年9月28日，“5城10店”同时开放，说明盒马鲜生模式验证成功，可以向全国放量铺设。除一线城市外，盒马进入了苏州、杭州、成都、贵阳、西安、武汉、南京、福州、宁波等新一线和二线城市。

图 19：盒马鲜生发展简要历程



资料来源：钛媒体，天风证券研究所

盒马在一线城市验证了模式的成功，向二三线城市开始铺设，铺设的地点也非常讲究，覆盖了西北、西南、华中、华南等多地区。

欧莱雅：顺应消费趋势，取经一线城市，深挖三四线城市

欧莱雅作为老牌的化妆品品牌，一直具有极强的市场竞争力。一二线城市也是其重点打造的地区，在大商场低层的化妆品专区中，随处可见欧莱雅的产品，在消费者心中具有极强的品牌价值。欧莱雅在一二线城市的打造中，积累了非常多的经验。可以说，在选址，招聘人员，开设柜台等方面，欧莱雅已经是“熟练工”了。

随着近几年三四线城市的消费人群的增多以及消费者消费能力的增强，欧莱雅开始注意到三四线城市所蕴藏的极强的发展潜力，并开始考虑深度挖掘三四线城市。虽然之前欧莱雅已经提出过向三四线城市进行渠道下沉，但重要性并不高。在2017年，欧莱雅中国首席执行官铂涵表示中国有200多个新兴的城市在崛起，有5亿多的潜在消费者目前未被接触，未来将深挖三四线城市市场。来自欧莱雅的一组2017年的调查数据显示，70%的小镇青年愿意将大于80%的工资消费掉；小镇青年的消费增长率高于一二线城市，已达8.4%。

可以看到，欧莱雅在一二线城市取得了成功。掌握了运营技术与推广方式后，开始注重三四线城市的消费人群，并将向三四线城市拓展业务作为一项重要的任务。而在一二线城市所积累的运营经验，在对三四线城市进行深挖方面，也会具有很大的帮助。

3.2.2. 始终保持产品质量，树立良好品牌形象

三四线城市消费者的购买习惯与一二线城市有较大的差别，一二线城市的消费者比较独立，而三四线城市不同。三四线城市不是移民城市，具有一定的熟人经济。大家的社交圈基本上都是自己认识的人，因此，一个产品在三四线城市很大程度上要依赖于口碑传播。他们的消费都是基于信任关系来驱动的，单个的产品扎根在当地的意见领袖身上，很快就会传播开来。

相同的，如果一个产品由于出现了质量问题或者质量比起以前有所下滑，消费者对其所建立的信任就会下滑，并且迅速传播，企业要采取许多措施才能够挽救流失的顾客。

考虑到三四线城市消费者的消费能力在不断提高，再加上物价的普遍上涨，产品的低价对消费者所产生的吸引力有限。相比于产品的价格，消费者会更加注重产品的质量。因此，在向三四线城市进行渠道扩展时，企业必须能够始终如一保持产品的质量，树立良好的品牌形象，增强消费者的信心。

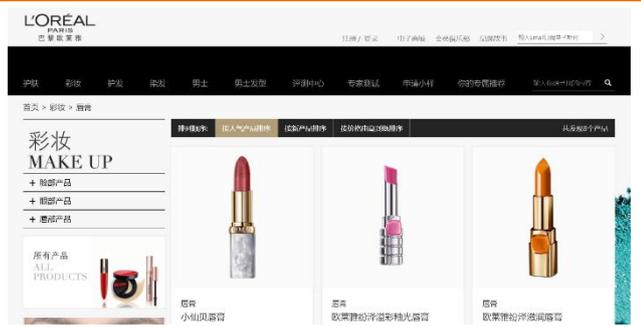
3.2.3. 大单品先行，树立明星产品

在许多场合，某款或者某几款产品就代表了整个企业，而且这种产品所创造的形象会深入人心。在企业渠道下沉的过程中，大单品起到了开拓市场和打通渠道的作用，随着大单品对市场的开拓不断成熟，其他品类的产品就会顺势而入。

大单品策略一直都是欧莱雅在开拓市场中所使用的一种方式，从欧莱雅的宣传语“我们的使命是让每一位中国女性都拥有一支唇膏”就可以看出，唇膏（包含口红）等是欧莱雅作为冲锋战士对中国战场进行试探的大单品。在多年的发展中，欧莱雅的唇膏确实取得了非常大的成功，其价格并不高，但是色号齐全。在互联网如此发达的现在，其产品常常被发掘为某某口红的评价替代而火爆全网络。2017年，欧莱雅中国首席执行官靳铂涵表明唇膏、唇彩在一二线城市发展非常快，并认为这样一轮增长势头将从一二线城市进入内陆，从一二线城市到三四线城市。伴随着欧莱雅深入挖掘三四线城市的战略，欧莱雅的唇彩将成为有利的大单品，提升欧莱雅的知名度。当唇彩取得成功后，也会带动欧莱雅彩妆的发展。

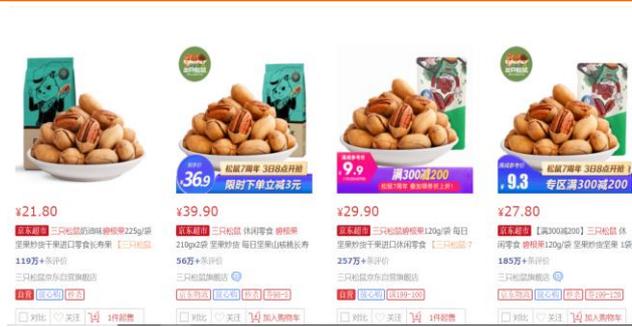
三只松鼠也是利用了大单品战略迅速打开了知名度。在2013年，提到坚果类的产品，消费者首先能够想到的首先是开心果等产品，碧根果并不是一种必选产品，相比起开心果，碧根果的关注度也并不高。三只松鼠并没有从大家熟知的开心果打开市场，而是主打碧根果，让消费者一想到碧根果就能想到“三只松鼠”，以此打开市场，成功建立品牌形象。

图 20：欧莱雅唇膏



资料来源：欧莱雅官网，天风证券研究所

图 21：三只松鼠碧根果



资料来源：京东，天风证券研究所

3.2.4. 加强广告宣传，塑造产品“记忆点”

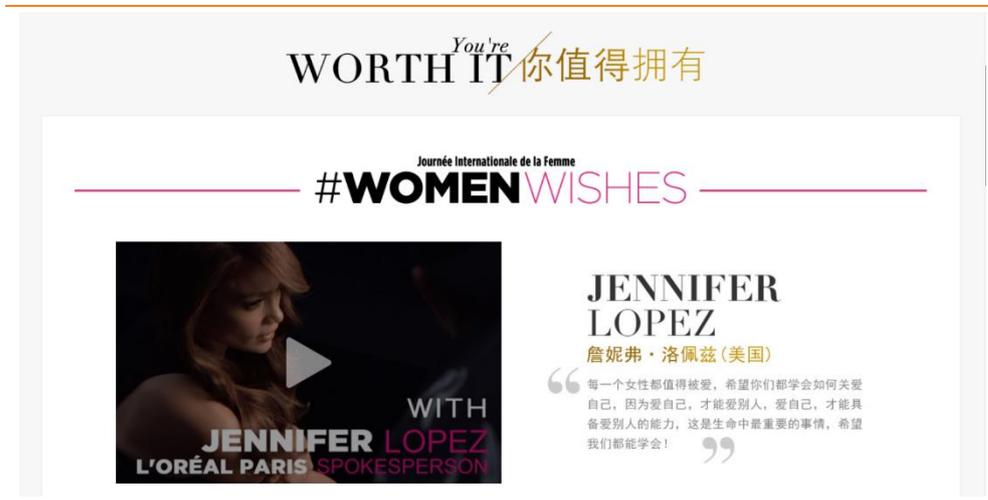
企业要想从一二线城市向三四线城市扩展，除了打造样板加快拓展速度，减少开拓阻力之外，还需要让三四线城市的消费者“记住”产品，也就是消费者在有购买需求时，立刻就能够想到该种产品。在消费模仿的大环境下，会有不止一个产品向三、四线城市扩张，那么，在这种扩张模式下，如何让消费者立刻记住产品，产生购买需求则成为了企业需要重点思考的问题。

广告宣传是提供记忆点最为直接的方式，不断洗脑的广告语会使得消费者在心理上对某种

产品特别的印象。在这个方面，OPPO 手机是一个典型的例子。OPPO 曾经打出的“充电五分钟，通话两小时”标语，就使许多消费者在选择手机时偏向于选择 OPPO 手机。

除了洗脑的标语之外，如何投放广告也起着重要的作用。根据尼尔森网联 AIS 全媒体广告监测的数据，OPPO 花在地方卫视上的广告费用占其电视广告总支出的 83%。欧莱雅在进行宣传时，也投放了电视广告进行宣传，一句“你值得拥有”更是传遍了大街小巷。

图 22：欧莱雅你值得拥有



资料来源：欧莱雅官网，天风证券研究所

对于消费者而言，对产品有很大一部分的接触是来源于不知不觉中的广告宣传，这种广告宣传会加强消费者对产品的记忆度，消费者在进行选择时会优先选择记忆点较高的产品。企业从一二线城市进入三四线城市时，成功的广告宣传能够降低渠道开发的难度和在消费者心中树立品牌形象的难度，加快企业在三四线城市发展的难度。

3.2.5. 线上线下同时发力，多渠道拓展

前文中提到了，城市间人群消费模仿现象的出现于电商的发展有着密切的关系。三四线城市消费者在实体所无法购买的产品可以在网络平台上购买。因此，在消费模仿的背景下，电商平台成为了兵家必争之地。但是，线上平台对于消费模仿的贡献并不意味着只需要发展线上平台。随着消费水平的提升，消费领域涌进越来越多的企业，行业内竞争逐渐加剧，单一的线上渠道和线下渠道都不足以应对激烈的竞争。因此，“两条腿走路”是企业发展中所必需的。

身处网络购物如此发展的时代，许多具有实体店的企业在注意到了电商平台的大流量后，线上线下协同发展，在经历不断的调整后，最终走向了成功。百草味就是其中一个典型的例子，其发展渠道说明了线上与线下共同发力的必要性。

百草味在 2003 年开设了第一家线下店。2010 年，当电商席卷而至时，百草味关掉了线下门店，将战场转移至网络平台，与三只松鼠等企业展开直接的竞争。经过多年的发展，2016 年，百草味年销售额突破 27 亿，用户超过 2000 万。百草味自 2011 年开始参加天猫双十一活动，几年间销售额几乎是指数级增长。从 2011 年的 50 万到 2016 年的 2.52 亿，增长了 500 多倍，庞大的数字也使百草味稳居国内零食电商前三的位置。

百草味在线上平台取得了巨大的成功，但是在 2017 年，线下店却再次启程。在三只松鼠与良品铺子的围攻下，百草味渐渐感到单一的渠道难以形成强有力的竞争。在百草味与“好想你”合并 10 个月后，好想你即为百草味设计了一条重拾线下市场的道路。线上线下“双剑合璧”抵御三只松鼠和良品铺子两大线上劲敌。

图 23：百草味天猫官网



资料来源：天猫，天风证券研究所

3.3. 投资机会分析：消费模仿过程中，调味品行业发展及重点公司分析

3.3.1. 由于强产品力、品牌力、渠道力，龙头调味品公司在消费模仿过程中具有更强的竞争优势

调味品为消费者每天生活中所必需的产品，弹性较低，因此容易在消费模仿过程中成为被模仿的标的行业。在低线城市向高线城市进行消费模仿的过程中，龙头企业的调味品由于其高品质、品牌力强、更多的消费渠道与具有更强的宣传能力而具有更强的竞争优势。这四点并非是割裂的，龙头企业由于其具有高品质的产品，因此能够拥有更强的品牌力，而更强的宣传能力和更多的消费渠道会树立更好的品牌形象，进一步促进大众对产品高品质的认知。

在消费模仿过程中，龙头企业高品质产品更易得到消费者青睐。

随着三四线城市居民收入水平的提高，基本的温饱问题已经解决，更高层次的需求将会被满足，对健康食品的需求浮出水面。食品安全问题近年来在网络上常常被曝光，例如，2016年达利园被检测出软面包菌落总数超标 186 倍。在不断曝光的食品安全事件中，食品安全问题也得到了更多人的重视，高品质的产品更容易得到青睐。

消费者难以通过自身检验产品的质量安全，他们对产品的判断多是通过产品的口碑及对品牌的熟悉度，将会优先选择具有良好的口碑与高知名度的产品。而龙头企业的产品通常具有更多的知名度和更好的品牌形象，更容易被消费者评价为“高品质”。事实上，龙头企业也确实更有可能达到“高品质”。因此，在低线城市消费者获得对健康食品的需求而向高线城市进行消费模仿时，龙头企业的产品将会成为首选。

高品牌力提升了消费者对于产品的信任度。

在三四线城市消费者向一二线城市消费者进行消费模仿时，消费者会思考一个问题——什么样的产品是更好的产品，是一二线消费者会选择的产品。术业有专攻，消费者难以熟悉每个消费品，在不熟悉的领域，消费者听说过的，有名的产品就会成为首要的选择，即具有高品牌力的产品将会受到青睐。而龙头企业由于具有更高的品牌力，因此容易被消费者选择。

高品牌力也许不能保证产品一定是高质量的，但从消费者的角度来看，产品知名度高，说明有更多的消费者购买此产品，“从众消费”也许不会购买到性价比非常高的产品，但很可能不会犯错。

根据凯度消费者指数发布的《2018 全球品牌足迹报告》可以看到，根据消费者触及数及购买频次高的产品所得出的中国消费者首选十大品牌中，几乎都是耳熟能详，具有较强品牌力的公司。说明了具有强品牌力的产品更受消费者的喜爱。

表 3：中国市场消费者首选十大品牌

品牌	消费者触及数（百万）	渗透率（%）	购买频次	消费者触及数增长（%）
伊利	1218	89.6	7.9	6
蒙牛	1043	87.2	6.9	0
康师傅	916	82.6	6.4	0
海天	499	71.4	4.1	6
旺旺	475	65.8	4.2	-9
双汇	429	59.1	4.2	-4
光明	428	40.9	6.1	-9
统一	394	59.6	3.8	-12
立白	380	66.5	3.3	2
农夫山泉	335	55.3	3.5	34

资料来源：亿欧网，凯度消费者指数，天风证券研究所

在调味品领域同样如此，根据十大品牌网所公布的调味品品牌榜，可以看到，品牌力高的公司都具有较强的知名度，并且能够获取较高行业地位。此外，海天、中炬、恒顺等为上市公司，说明了高品牌力的产品确实能在一定程度上获得消费者的信赖。这种信赖，在消费模仿过程中，将形成较大的优势。

表 4：调味品十大品牌

海天	李锦记	老干妈	太太乐	王致和	厨邦	恒顺	王守义-十三香	欣和	味事达
----	-----	-----	-----	-----	----	----	---------	----	-----

资料来源：十大品牌网，天风证券研究所

多渠道开拓，建立更强销售网络，创造更多消费可能。

龙头企业具有渠道优势，消费者能够更为容易的接触到产品。在线下渠道的开拓方面，龙头企业具有更多的经验，能够下沉到更深的区域，从而在部分上解决三四线城市消费者“想买而买不到”的问题。

在线上运营方面，龙头企业也具有更多的经验与优势。在线下所建立的品牌知名度将促进明星产品在网络上热销，热销产品又能够带动同品牌的其他产品热销。再加上龙头企业更可能获得较多的运营经验，在线上渠道的打造上，龙头企业同样具有优势。

“酒香也怕巷子深”——大量的宣传加深产品在消费者心中的印象。

俗话说“酒香不怕巷子深”，但在如今飞速发展的时代，许多人提出了另一个观点——“酒香也怕巷子深”，侧面说明了宣传对于产品推广的重要性。在前文中提到，不少企业在线下渠道的同时，会铺设大量的宣传，使消费者对产品有一定的印象，最终转化为购买行为。

囿于地域的限制，消费者不能够亲自体验产品在全国范围内的销售情况以及口碑，能够接触到的信息更多来源于线上及线下对于产品的宣传。企业在一二线城市取得了成功，如果能够及时向三四线城市铺设宣传，提升消费者对产品的认知，就更可能使产品在低线城市的销售达到预期。而龙头企业由于其本身拥有大量的资源，更有可能成功地在三四线城市进行宣传，加深其产品在消费者心中的印象，例如产品高品质等，因此，更有可能在消费模仿趋势下中获得成功。

下文中，我们将着重分析恒顺醋业与中炬高新如何借力消费模仿，优化产品矩阵，提升渠

道力，加强品牌建设，增强用户对产品的粘性，提高复购率，提高市场地位。

3.3.2. 恒顺醋业：大单品战略+提价打造合理产品矩阵+区域再拓展+加强宣传+多渠道发力

恒顺是中国四大名醋，在引领中国醋业发展的基础上，已形成香醋、白醋、料酒、酱油、酱菜等系列产品，号称“百年恒顺”，产品广销至 50 多个国家同时供应我国驻外国家使(领)馆达 160 多个。公司是目前中国最大的制醋企业、国家级农业产业化重点龙头企业。

实行大单品战略，统一价格体系打造全国样板。2018 年，公司醋类产品销售收入为 11.6 亿，同比增幅为 12.49%，公司的盈利水平得到有效提升。19 年整体目标是保持持续高速增长的状态。基于这个目标，公司在产品、渠道和市场都有相应的规划。目前公司有四到五款产品已经进行了调价，其中恒顺香醋的调价增幅达到了 15%。这个幅度在公司或者市场上来说都是比较罕见的。这种调价策略其实反应的是公司的产品战略的变化。

首先，18 年开始主要重点打造 A 类产品，A 类产品又进一步聚焦到恒顺香醋的品类。推动“大单品”策略，提升“恒顺香醋”的品牌知名度。持续规划实施“A”产品的渠道大单品发展战略，聚焦重点单品，突出“恒顺香醋”企业明星产品定位，并配备专项资源做好产品的进场、铺市等基础工作，大幅地提升了 A 产品的市场占有率。其次，恒顺香醋主要是为华东、华中和华南等核心区域所打造的产品。公司在 19 年对于两个恒顺香醋的产品名称进行了整合，主要目的是为了把两种产品的包装形式、市场定位、渠道定位和价格体系全部统一起来，这样有利于厂家对于全国性市场的运作，这也是公司为了顺应市场中 KA 渠道整合、价格体系透明化的大趋势而做出的变化。这样有助于公司品牌的提升、品类的提升，以及恒顺香醋的市场占有率的提升。

大幅提价打造更合理的产品矩阵。由于包材上涨，公司决定对恒顺香醋、恒顺陈醋、恒顺料酒系列产品，以及镇江香醋两款系列产品出厂价格进行调整，价格上浮 6~15%不等，并于 2019 年 1 月 1 日开始实施。目前要重点打造恒顺香醋，树立恒顺香醋名片，让消费者有明星产品的概念。公司在销售核心区与外围区的产品包装、价格体系有一定差异。这一步整合就是要将恒顺打造为全国性的产品。

华东持续发力，华北、西部地区镇江香醋逐渐渗透。根据 18 年报数据显示，华东大区依然是公司主战场，报告期内营收 8.24 亿。值得注意的是，华北地区和西部大区营收增长迅速，同比增长为 13.22%和 17.68%。华北地区营收增加受益健康理念流行，低钠味鲜大的香醋组建打开华北市场，随着公司加大推广力度，华北市场未来有很大提升空间。

表 5：恒顺醋业分地区收入情况

分地区	营业收入(元)	营收增速(%)
华东大区	824,824,845.05	20.32%
华南大区	218,454,099.56	12.32%
华中大区	238,775,666.60	12.31%
西部大区	147,731,770.10	17.68%
华北大区	98,214,644.62	13.22%

资料来源：wind，天风证券研究所

创新品牌传播方式，注重新媒体资源投入，不断加强市场教育。在近几年的广告宣传中，恒顺加强了与年轻消费者的沟通，增添品牌时尚感。不仅通过在央视“我要上春晚”及地方媒体插播广告、动车冠名等传统媒体方式频繁出现在大众视野中，还进一步通过恒顺官方微信公众号、美食 APP 下厨房战略合作等新媒体方式加强品牌宣传，增进与年轻消费者的互动，增添品牌时尚感。

图 24：“恒顺香醋号”高铁



资料来源：北国网，天风证券研究所

图 25：APP 下厨房战略合作



资料来源：下厨房，天风证券研究所

公司注重零售新渠道的探索，多领域提高产品复购率。以特通、电商、产品定制等形式拓展新型业务，通过特通与定制的方式覆盖多方位覆盖个性化需求，打造自营的天猫旗舰店和京东旗舰店主推高端醋、保健醋等，与“零售通”、“新通路”、美菜网、盒马鲜生等电商平台紧密对接，通过大数据、数字化营销手段提升终端渠道覆盖率、渗透率、资源配给效率，增强品牌方对于终端和渠道的全路线把控。截至目前，上述电商平台已上架多种恒顺产品，零售新渠道建设稳步推进。线上线下多领域的覆盖有利于提高产品复购率，增加用户粘性。

消费升级，支付手段多元化，物流基础设施日益完善，技术助攻使得不同城市中高端产品消费差距日益缩小。消费升级背景下，消费者对实物或服务品质要求提高。恒顺引导“醋不仅是调味品，更是健康产品”的健康概念。一是在产品的定位上，突出“民生产品”和“养生产品”概念。在“民生产品”的定位上，以消费者体验感为目标的产品品质保障，强化“零添加 安心选”的产品定位；在“养生产品”的定位上，推出“食醋健康”理念，并重点研发了十年八度香酯醋和有机醋系列，特别是在醋的直饮上，研发了新口味的“健康产品”：蜂蜜醋、香妃醋、苹果醋。从产品的包装形式、口感的配方、营销的方式进行全新的规划。公司通过电商渠道，着力推广中高端产品，比如通过打造自营的天猫旗舰店和京东旗舰店主推高端醋、保健醋等。

恒顺醋业盈利预测与估值分析根据前期我们发布的年报分析报告，2018 全年调味品收入增速为 10.41%，根据公司最新经营目标，我们预计纯调味品 19/20/21 年收入为 17.3/19.9/23.5 亿元，净利润 2.6/3.1/3.8 亿元；2019/2020 整体收入为 19/21.6 亿元，净利润为 3.4/4 亿元。当前股价对应纯调味品部分业绩 19/20/21 年 48/40/33 倍 PE，维持“买入”评级。

3.3.3. 中炬高新：完善产品矩阵助力多渠道布局+品牌升级+全国化战略+管理层赋能+阳西新产能

中炬高新是全国国家级开发区的首家上市公司，一直致力于从事高新技术产业投资，国家

级开发区建设管理。经过二十多年的发展，目前公司所从事的业务包括调味食品、房地产开发、工业园区开发管理及汽车配件等。其中，调味食品行业的收入及效益规模，占公司较大的比重。子公司美味鲜公司主要从事酱油、鸡精鸡粉、食用油、调味酱等各类调味品的生产和销售，其中酱油的销售额占业务总收入的70%，鸡精鸡粉占比10-15%，其他调味品占比10-15%；近年，公司陆续推出了食用油、罐头、料酒、米醋等系列新产品，拟从调味食品向健康食品方向逐步发展。

渠道力持续提升，厨邦酱油大单品优势显现，经销商竞争力不断加强。美味鲜公司主要有厨邦品牌和美味鲜品牌两个子品牌。其中美味鲜品牌的定位相对较为低端，主要销售于餐饮渠道。厨邦品牌为目前公司的主打品牌，定位高端，主要销售于家庭渠道，体现公司差异化竞争策略。两大品牌相辅相成，打造了美味鲜公司调味品完整的产品矩阵。

图 26：厨邦主要产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 27：美味鲜主要产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

在餐饮渠道部分，中炬 18 年餐饮收入占比约为 20%。餐饮市场短期出现萎靡，可能和餐饮市场与宏观环境短期波动的相关性较高有关，但长期看好餐饮市场，同时公司将也提高对餐饮行业的关注度。

家庭消费领域是中炬高新的主要高地。根据根据企业年报中的数据，子公司美味鲜公司的调味品收入中酱油占比大约为 70%，而家庭消费的收入和餐饮渠道的收入之比大概是 4:1，那么我们可以大致推算出家庭消费领域的酱油消费占美味鲜公司总收入的 56%左右，可以推测出主打中高端主要针对家庭市场营销的厨邦酱油是美味鲜公司的大单品。厨邦酱油主打的独特高鲜度和海鲜酱油的特点赢得了消费者的喜爱。同时，在家庭消费领域，美味鲜公司依托厨邦酱油的市场号召力，逐步布局了厨邦鸡精粉、厨邦食用油、厨邦料酒等产品，丰富了产品矩阵，增加了消费者的消费黏性。

公司高度重视食品生产加工的安全卫生和产品品质，积极推行标准化、精益化管理，建立并实施了从原料到成品的全流程食品安全保证体系。公司重视保障源头用料的安全和高品质，建成了中国面积最大的中山沿江大晒场和阳西依山大晒场进行天然发酵，公司在行业内形成了独具美味鲜特色的五步品控法，即“高标准、重源头、抓过程、严出厂、建溯源”。公司质量管理和食品安全管理水平处于国内甚至国际同行先进水平。

不断提升品牌力，加强餐饮渠道的竞争力，增加用户粘性，提高复购率。厨邦“晒足 180 天”的超级话语深入人心，其绿格子包装“超级符号”简单、醒目，品牌获得了消费者的

广泛认可。公司根据品牌的不同消费群体，围绕多品类发展规划，通过传统媒体与新媒体相结合，持续传播厨邦价值内涵，不断提升厨邦品牌的美誉度。

针对公司发力的餐饮渠道，中炬在公司刊物《厨邦财富》中刊载的厨邦顶级厨师训练营，在公司良好的产品力的前提下，通过厨艺比拼加强厨邦与厨师的粘性，同时也达到了推广产品的目的，体现了公司关于餐饮行业的中长期布局。总体来说，家庭消费重视口碑，品质。餐饮讲究先入为主，公司要抢占餐饮市场还要多加努力。同时，厨邦积极聘请厨师顾问带动餐饮发展，未来会逐步提升商超与餐饮渠道的销售比例。公司用这种意见领袖的方式影响餐饮市场，增强用户对产品的认知，提高复购率。

图 28：厨邦顶级厨师训练营活动剪影



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 29：厨邦顶级厨师训练营活动剪影



资料来源：公司官网，天风证券研究所

从目前公司的经营状况来看，大头家用消费领域增速保持稳定。公司厨邦产品布局高端，是公司的主打产品，厨邦系列相对高端的定位，的确会对该产品进入一些中低端的对价格敏感度高的餐饮渠道产生影响。但是厨邦产品在公司的主营销区（以吃海鲜为主的东南沿海省份）有较大活力。随着公司不断努力通过厨师训练营、餐饮协会等渠道提高品牌力，一定的时间之后，公司的业绩有望取得更大的突破。

调味品赛道优良，中炬采取以东南五省为依托，逐步实现全国化的战略。从整体调味品行业来看，厨邦目前在东南五省（广东、广西、福建、海南、浙江）占比较高，但是其他区域与龙头海天还是有一定差距，目前公司还是走在全国化的道路上。同时，厨邦以沿海发达省份作为支撑，通过独特的海鲜酱油打造样板地区，进而逐步往中东部等省份以及三四线城市渗透的策略也符合我们上面论述过的逻辑。

表 6：中炬高新主营业务分地区情况 2017

分地区	营业收入（元）	营业收入占比（%）	营业成本（元）	毛利率（%）
东部区域	890,316,942.17	25	534,741,246.42	39.94
南部区域	1,587,011,198.51	44	968,376,372.08	38.98
中西部区域	560,243,151.03	16	336,492,665.36	39.4
北部区域	473,342,762.66	13	284,298,643.44	39.94
国外	56,384,672.07	2	37,058,184.61	34.28

资料来源：wind，公司 2017 年报，天风证券研究所

表 7：中炬高新主营业务分地区情况 2018

分地区	营业收入（元）	营业收入占比（%）	营业成本（元）	毛利率（%）
东部区域	978,907,439.36	24	571,922,866.49	41.58
南部区域	1,847,947,590.16	46	1,137,265,158.19	38.46
中西部区域	630,131,901.83	16	388,520,699.04	38.34

北部区域	556,746,680.54	14	353,597,746.34	36.49
------	----------------	----	----------------	-------

资料来源: wind, 公司 2018 年报, 天风证券研究所

由于调味品行业总体的集中度相对较低的特点, 中炬的发展潜力巨大, 通过深耕渠道, 提升品牌力以及优化产品等方式能取得较大的成长空间。

公司 2018 年年报披露, 报告期内, 公司在全国 337 个地市级, 已经开发 260 个, 开发率为 77%。未来将加快空白地级市和三级市场区县的开发力度, 全国性布局初具规模。同时, 公司积极尝试线上渠道的拓展, 开展网络营销, 并逐步开拓海外市场, 推动厨邦品牌走向国际化。公司将继续大力开拓市场, 发展经销商; 2018 年末经销商数量 864 家, 预计到 2019 年末可达到 1000 家; 公司销售区域已覆盖近 80%以上地级城市。

宝能带来了新动能! 公司管理层的变动将释放未来经营空间。公司于 18 年 11 月 15 日召开了 2018 年第三次临时股东大会, 审议有关换届选举事宜, 宝能系将控制更多席位, 加强对公司经营管理的把控。11 月 26 日召开 9 届 2 次董事会, 聘任了新一届高管, 目前业务领导岗均为第八届高管的成员, 实现了公司管理层变动的平稳过渡。19 年目标由于管理层变动暂时未定。预计将于年度董事会公布预算。预算目标增速大概率高于 18 年。

18 年 9 月 7 日晚中炬高新发布公告, 前海人寿将其持有 1.99 亿股 A 股股份, 占比总股本 24.92%, 转让给中山润田投资有限公司, 转让价格为 28.76 元/股, 转让价款合计 57.09 亿元。转让后中山润田持有中炬高新 24.92%, 成为公司第一大股东, 前海人寿不再持有公司股份。

表 8: 中炬高新现任董事会成员

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
陈琳	董事长, 董事	2018/11/15	女	中国	硕士	1972
黄炜	董事	2018/11/15	男	中国	硕士	1974
彭海泓	董事	2018/11/15	男	中国	硕士	1969
余健华	董事	2018/11/15	男	中国	硕士	1977
周艳梅	董事	2018/11/15	女	中国	本科	1979
周莹	董事	2018/11/15	女	中国	本科	1989
陈燕维	独立董事	2018/1/10	女	中国	本科	1978
梁彤纓	独立董事	2018/11/15	男	中国	博士	1961
秦志华	独立董事	2018/11/15	男	中国	博士	1955

资料来源: wind, 天风证券研究所

除独立董事之外, 目前宝能系在中炬高新中的董事会席位六有其四。分别是董事长陈琳以及董事黄炜、董事周艳梅和董事周莹。

图 30: 宝能系在中炬高新中的董事会席位六有其四 (一)



陈琳
★ 点击联系我

女 | 年龄: 47岁 | 家乡: 中国
广东韶能集团股份有限公司
提名委员会委员 | 战略委员会召集人 | 战略委员会委员

工作电话: --
邮箱: --
联系地址: --



黄炜
★ 点击联系我

男 | 年龄: 45岁 | 家乡: 中国
新疆前海联合基金管理有限公司
董事 | 战略委员会委员 | 审计委员会委员

工作电话: --
邮箱: --
联系地址: --

人物介绍

硕士研究生。历任深圳市钜华投资发展有限公司总经理秘书, 深圳深业物流集团股份有限公司部门经理, 总经理助理, 副总经理。现任前海人寿保险股份有限公司监事会主席, 新疆前海联合财产保险股份有限公司监事会主席, 德华征信有限公司执行(常务)董事, 深圳宝源物流有限公司董事长, 宝能控股(中国)有限公司副董事长, 深圳市钜盛华股份有限公司监事, 广东韶能集团股份有限公司董事, 中国南玻集团股份有限公司董事长。

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 31: 宝能系在中炬高新中的董事会席位六有其四 (二)



陈琳
★ 点击联系我

女 | 年龄: 47岁 | 家乡: 中国
广东韶能集团股份有限公司
提名委员会委员 | 战略委员会召集人 | 战略委员会委员

工作电话: --
邮箱: --
联系地址: --



黄炜
★ 点击联系我

男 | 年龄: 45岁 | 家乡: 中国
新疆前海联合基金管理有限公司
董事 | 战略委员会委员 | 审计委员会委员

工作电话: --
邮箱: --
联系地址: --

人物介绍

毕业于中国湖南大学并持有经济学硕士学位。黄先生于投资领域拥有十九年经验。于二零零二年八月至二零零四年十一月, 被担任中国工商银行深圳分行个人住房贷款部副经理; 于二零零四年十一月至二零零八年九月担任企业融资管理中心副总经理; 于二零零八年九月至二零一二年二月担任企业融资管理中心总经理, 以及于二零一三年一月至二零一三年十二月担任机构银行业务部总经理。自二零一三年十二月起, 被担任深圳宝能投资集团有限公司的高级副总裁。该公司为一家主要从事房地产、物流、文化旅游及金融业务的综合企业。

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 32：宝能系在中炬高新中的董事会席位六有其四（三）



人物介绍

本科，2001年5月至2003年1月，任深圳雷诺房地产开发有限公司会计；2003年2月至2011年6月，任深圳市新世界房地产开发有限公司资金管理投资部经理；2011年7月任职深圳市宝能投资集团有限公司，现任资金管理中心副总经理，兼任深圳明优投资有限公司法定代表人，总经理及执行董事，深圳乐维投资有限公司法定代表人，总经理及执行董事，深圳佳禄投资有限公司法定代表人，总经理及执行董事，宝仁医院管理有限公司法定代表人，总经理及执行董事。

资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：宝能系在中炬高新中的董事会席位六有其四（四）



人物介绍

中共预备党员，本科，2012年9月至2014年8月任深圳市海雅商业股份有限公司总经理助理，2014年9月起任职深圳市宝能投资集团有限公司，现任董事会办公室副主任，综合管理中心总经理，人力资源中心副总经理。

资料来源：wind，天风证券研究所

前海入主后所带来的决策经营效率提升、激励机制更快落地的优势仍然持续，困扰公司估值和未来空间的三个问题：激励问题、少数股东权益问题、地产业绩问题有望得以解决，外部循环有望彻底打破，甚至可能成为纯调味品公司，有望实现利润率，ROE 和估值（主要是 PS）三重提升的黄金阶段。

表 9：中炬高新 2019 年一季报前五大流通股东

排名	股东名称	方向	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)	持股数量变动 (股)	持股比例变动 (%)	股本性质
1	中山润田投资有限公司	不变	198,520,905	24.9199	0	0.0000	A 股流通股
2	中山火炬集团有限公司	不变	85,425,450	10.7233	0	0.0000	A 股流通股
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	增加	29,371,860	3.6870	4,982,386	0.6254	A 股流通股
4	全国社保基金一零一组合	增加	16,060,566	2.0160	5,449,860	0.6841	A 股流通股
5	全国社保基金一零六组合	减少	15,648,949	1.9644	-2,138,150	-0.2684	A 股流通股

资料来源：wind，天风证券研究所

阳西基地助推产能和生产效率进一步提升，产品毛利率有望升高公司总体的自动化率将提升，旧产能也有改善。自动化率的提升以及设备的升级同样对公司产品质量和品控有较大的提高，作为提高复购率的前提因素，产品力是至关重要的。继续大力看好酱油行业龙头中炬高新。

图 34：阳西基地

图 35：阳西基地



资料来源：厨邦微信公众号，天风证券研究所



资料来源：厨邦微信公众号，天风证券研究所

4. 风险提示

4.1. 食品安全问题

随着国家对食品安全的日趋重视和消费者食品安全意识以及权益保护意识的增强，产品质量、食品安全控制已经成为食品加工企业经营的重中之重。如果企业在生产过程中出现疏忽，发生食品安全问题，可能会增加公司的成本或减少公司的收入，甚至影响公司的品牌和美誉度。如果行业内个别企业发生严重的食品安全事故，所产生的负面影响将会波及整个行业，对行业形象、消费者信心造成严重损害，将对调味品行业企业的产品销售产生重大影响。

4.2. 增长不及预期

随着我国快捷消费食品安全的标准越来越高，行业进入门槛不断提高；同时随着市场竞争的不断深入，调味品行业市场份额有进一步集中的可能。市场门槛不高，新产品层出不穷。在行业竞争加剧的情况下，如果现有企业不能注重创新，提高自身竞争力，很有可能被消费者淘汰。

4.3. 行业集中度提升不及预期

上文中我们测算了调味品行业中恒顺醋业、海天味业、中炬高新的增长空间，集中度的提升是实现增长空间的重要途径，由于调味品地方特色较重，存在未来行业集中度提升速度减慢的可能性，这会对标的公司的业绩构成很大风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com