

食品饮料行业深度

2020年05月08日

复盘龟甲万，浅析海天确定性溢价和估值行变

增持（维持）

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

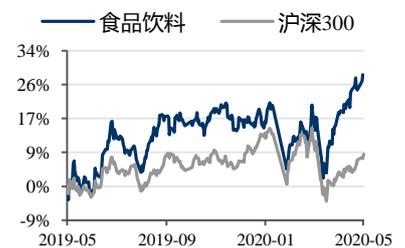
研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

投资要点

- **复盘海外：调味品龙头攻守兼备，估值中枢偏高显实力。在牛市上涨期，龟甲万与味好美皆显示出较好的进攻性，抬升估值；市场环境低迷时，均体现出较好的防御性，仍呈现14-117%超额收益，估值中枢易上难下。**复盘龙头龟甲万来看，酱油制品内需趋稳下，龟甲万通过业务多元化+海外扩张来驱动业绩增长，目前公司已涉足微生物医药、酒业、番茄及豆乳制品，海外业务占比约60%。龟甲万估值区间从早年的15-25X，一路提升至30-50X，**从基本面看**，调味品龙头每一阶段估值溢价率的提升都来源于市场对龙头突出的竞争壁垒的认识、对公司业绩增长确定性的认可；**从资金面看**，外资对龟甲万的持股比例持续上升，进一步强化市场对龙头确定性给予溢价的投资风格。
- **回望海天：以确定性为标杆，调味品板块估值之锚。**2019年国内调味品龙头海天味业实现营收近200亿元，同比+16.22%。公司管理机制、渠道控制力业内领先，保证了业绩的成长性和稳定性，截至19年公司经销商数量5806家，销售网络已100%覆盖地级及以上城市，90%的内陆省份销售过亿。2019H1，上证指数涨幅达23%，海天味业涨幅达62%，超额收益39%，估值攀升至60倍以上。因基本面强劲，大盘回调下，估值亦呈现易上难下的趋势。疫情发生后，2月餐饮消费几乎停滞，3月也仍在爬坡恢复中，但Q1海天实现收入增长7%，业绩增长9%，大幅跑赢行业，显示出了龙头确定性，这主要来源于1)品牌力领先，客群从B端向C端有效转化；2)渠道管理能力强，积极的风险应对。市场对后续调味品行业头部集中趋势继续看好，海天估值一度超过60X。
- **展望2020，不确定下的确定。CPI高位助力提价。**复盘看，17年至今食品指数与CPI走势逐步趋同，市场对食品板块尤其是必选消费提价预期高涨，相应食品板块估值得到提升。今年来猪价高位下，CPI持续走高，预计全年前高后低，CPI增速超过3%，利好食品饮料板块个股表现，20年存在一定的市场环境担忧或影响提价节奏，但促使21年提价预期进一步强化。**疫情催化龙头集中**，头部厂商具有更强的风险应对能力，危中反而生机，已经为疫后快速回补和顺势抢占份额埋下伏笔。**资金面看**，**外资持续流入给予溢价。**
- **投资建议：**海天自上市以来，估值区间从上市以来的30-40X抬升至目前的50-60X，市场对海天的认知逐步演变为确定性增长的全国调味品平台。而海天估值的提升背后也代表着市场对龙头确定性的肯定，由此，**食品饮料板块估值也迎来中枢抬升。**对食品板块而言，必选属性强，短期具备韧性，长期格局为王。在疫情以来，市场对龙头集中趋势进一步强化，龙头有能力抢占份额，呈现不确定中的确定。**继续关注Q1疫情受益标的的补库存效应延续+龙头持续增长的确性**，推荐恒顺醋业、安井食品、安琪酵母、双汇发展、洽洽食品、绝味食品、三只松鼠、中炬高新，建议关注三全食品、涪陵榨菜、海天味业。**长期来看把握**1)消费者新习惯培育和意识上升。乳制品、保健品、饮料边际环比改善明显，推荐伊利股份、汤臣倍健、香飘飘；休闲食品赛道多空间大，各子行业细分冠军值得关注；2)餐饮复苏和格局重塑，餐饮工业化进度加快以降低终端人工成本，利好速冻食材/复合调味料，推荐安井食品、安琪酵母，建议关注三全食品、颐海国际、天味食品。
- **风险提示：**疫情控制低于预期，食品安全风险，宏观经济波动。

行业走势



相关研究

- 1、《食品饮料行业专题：19年报&20Q1总结：必选韧性兑现，可选强者恒强》2020-05-06
- 2、《食品饮料行业跟踪周报：季报期紧握确定性，边际复苏值得期待》2020-04-19
- 3、《食品饮料：一季报业绩前瞻：必选显刚性，环比待复苏》2020-04-15

内容目录

1. 复盘海外：调味品龙头攻守兼备	5
1.1. 调味品龙头基业长青	5
1.2. 龟甲万：平台型潜力+业绩确定性助推估值走高	6
1.2.1. 历史回顾：百年调味品龙头，立足日本、定位全球	6
1.2.2. 股价复盘：确定性溢价穿越宏观波动，牛市估值中枢抬高，熊市抵御性强，估值易上难下	9
2. 回望海天：以确定性为标杆，调味品板块估值之锚	11
2.1. 历史回顾：从华南走向全国的调味品龙头	11
2.2. 股价复盘：教科书式业绩增长，收益领跑餐饮板块	12
2.3. 海天估值超过龟甲万是昙花一现还是众望所归？	14
3. 展望 2020，不确定下的确定	15
3.1. CPI 高位下，20-21 年潜在提价预期上升	15
3.2. 疫情期间龙头下滑幅度弱于行业、龙头集中大势所趋	17
3.3. 外资持续流入，给予确定性溢价	18
4. 投资建议	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 龟甲万与日经指数走势比较	5
图 2: 味好美与标普 500 走势比较	5
图 3: 龟甲万营收 (百万日元)	6
图 4: 龟甲万净利 (百万日元)	6
图 5: 龟甲万产品多元化发展	7
图 6: 日本豆奶行业消费量走势 (单位: 百万升)	8
图 7: 日本豆奶行业竞争格局	8
图 8: 龟甲万分地区收入变化 (亿日元)	8
图 9: 龟甲万分地区营业利润变化 (亿日元)	8
图 10: 13-15 年日本实际工资增速下滑	9
图 11: 龟甲万盈利能力	9
图 12: 龟甲万与日经指数走势比较	9
图 13: 龟甲万超额收益	9
图 14: 龟甲万复盘	10
图 15: 日本酱油业务竞争格局	10
图 16: 美国市场酱油业务竞争格局	10
图 17: 长期外资持股比上升推高股价	11
图 18: 海天味业营收历史 (亿元)	11
图 19: 海天味业净利率历史 (亿元)	11
图 20: 海外味业历史估值	13
图 21: 海天味业历史盈利能力	13
图 22: 海天味业复盘	13
图 23: 海天持仓小幅减少	14
图 24: 海天味业北向持股量	14
图 25: 2018 年中国酱油行业集中度	14
图 26: 2018 年日本酱油行业集中度	14
图 27: 龟甲万各业务线营业利润率 (%)	15
图 28: 猪肉价格走势	16
图 29: 货币政策宽松预计贯穿全年	16
图 30: 食品指数和 CPI 走势变化	16
图 31: 酱油吨价与 CPI 走势	16
图 32: 调味品行业涨价主要影响因素	17
图 33: 各子行业集中度 (2018 年)	17
图 34: MSCI 针对 A 股持续扩容历程	18
图 35: 海天味业与指数走势对比	19
图 36: A 股开始纳入 MSCI 各阶段行业持仓占比情况	19

表 1: 国际调味品公司估值与经营效益一览 (截至 2020 年 5 月 7 日)	5
表 2: 对比龟甲万, 海天成长性更足、盈利性更强	14
表 3: 部分 A 股千亿市值消费行业个股数据一览 (截至 2020 年 5 月 7 日)	20
表 4: 食品板块估值表 (截至 2020 年 5 月 7 日)	21

1. 复盘海外：调味品龙头攻守兼备

1.1. 调味品龙头基业长青

复盘龟甲万、味好美，必选消费宏观波动期韧性足，复苏期进攻性强。我们将龟甲万与味好美分别与日经指数及 S&P 对比来看，可发现无论是 97-98 年、00-03 年日本资产泡沫破灭下的漫漫熊市，02 年互联网泡沫破灭，还是 08 年席卷全球的金融危机，龟甲万与味好美均体现出较好的防御性，危机中龟甲万、味好美超额收益从 14-117% 不等。而 08 年后开启的修复上涨周期中两支个股均一路上扬，体现出调味品板块在经济复苏后的进攻性。

图 1：龟甲万与日经指数走势比较



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：方框中数字为龟甲万相对 NKY 超额收益

图 2：味好美与标普 500 走势比较



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：方框中数字为味好美相对 S&P 超额收益

对比海外调味品龙头，海天味业比较优势明显。从海外龙头估值水平看，成长属性较高的龟甲万拥有更高的估值中枢，近五年估值中枢为 54X，PE-TTM 上限达到 72X。对比海外龙头看，海天近五年营收和利润复合增速达到 15/21%，在国际上处于领先地位，19 年海天 ROE 达到 32%，超出同时经营商贸和调味品业务的龟甲万 22pct，超出味好美 11pct。下文主要选取和海天业务相似性较高、同样主营酱油业务的龟甲万展开海外对比分析。

表 1：国际调味品公司估值与经营效益一览（截至 2020 年 5 月 7 日）

个股	当前市值 (亿美元)	近五年估 值中枢	PE-TTM 上限/下限	近五年 CAGR% (营收/净利)	调味品业 务占比	ROE- FY19	EBIT%- FY19
海天味业	497	43X	68/29X	15/21	95%	32%	31%
龟甲万	84	54X	72/24X	5/12	58%	10%	8%
味好美	214	26X	33/16X	5/10	未披露	21%	19%

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

1.2. 龟甲万：平台型潜力+业绩确定性助推估值走高

1.2.1. 历史回顾：百年调味品龙头，立足日本、定位全球

龟甲万是日本目前市占率第一的酱油企业，已拥有百年历史。

（一）1917-1956：聚焦国内业务

登陆资本市场，市占率不断提升。1949年，龟甲万在东京证券交易所上市，开启资本市场新征程的同时，对于公司经营管理提出更高要求。彼时，公司在调味品行业市占率逐步提升至14%，其中85%来自于酱油产品，出口比占10%，其中亚洲及北美洲各占一半出口额。

（二）1957-1999：海外及业务线扩张

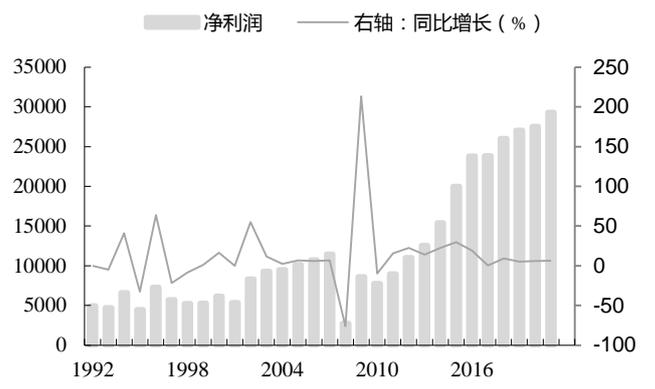
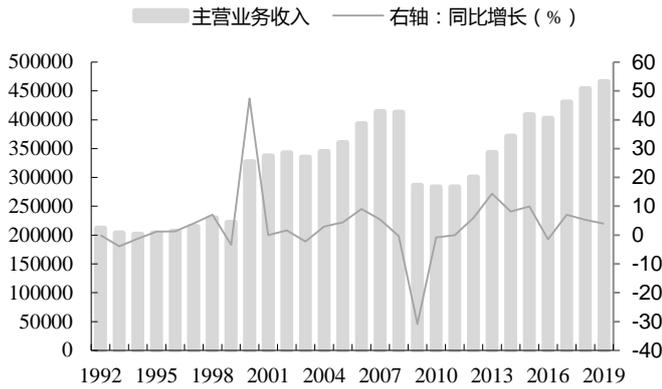
国际协作打开市场，海外直投建造工厂。1957年公司在美国设立龟甲万销售公司，大力发展海外业务。1972年开始相继在美国、新加坡、荷兰、台湾等地直投设厂，并根据当地习惯调节酱油鲜度口味以及装瓶技艺，进一步开拓海外市场。1962年起，公司开始涉足番茄制品、制酒及餐饮行业。

（三）2000年至今：攫取市场份额

酱油市占率霸主地位下，其他板块协调共赢。随着品牌知名度的扩大，公司市占率逐年提升。至2018年末，公司酱油类产品日本市占率达31%，常年处于行业第一。与此同时，2007-2008年，随着渠道拓展与品牌力的提升，公司在美市占率达61%。2000年公司获得可口可乐行销权，营收高增47.35%至3267亿日元。2009年，公司将**可口可乐行销权**剔出合并报表，从而导致业绩波动。之后的几年，公司营收端依旧保持较高的增长水平，主要源于公司海外业绩持续高增，以及04年所收购的仍处于板块增长期的豆乳企业的营收增量（CAGR5=8.64%）。

图3：龟甲万营收（百万日元）

图4：龟甲万净利（百万日元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

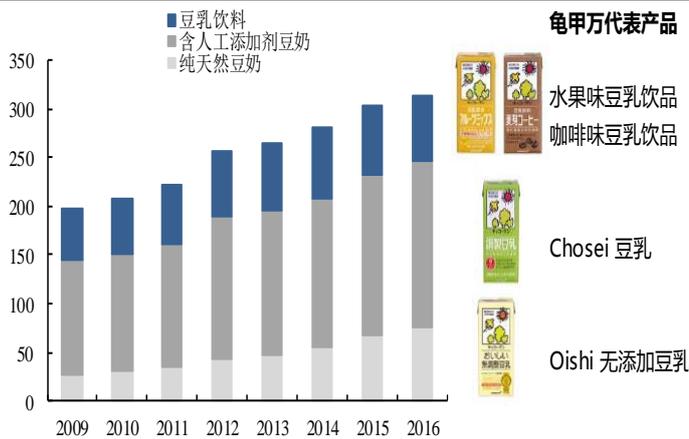
业务多元化, 挖掘品类机遇。1962年, 公司成立胜沼洋酒会社, 大举进入制酒业务。1963年公司与美国最大的蔬菜水果罐头制造商 Del Monte 签订合同, 授权公司在日本市场的番茄汁与番茄酱生产权。凭借现有酱油销售网络, 番茄类制品得以迅速扩张, 至20世纪70年代, 番茄制品市占率已达30%, 仅次于日本最大的番茄类产品加工制造商—Kagom; 2006年公司与 Del Monte 在泰国设立合资工厂, 并实现控股。公司在观察到单一酱油调味料需求下降, 而附加值更高的风味调味品、复合调味料正在逐步取代, 便早在95-97年推出了混合调味料, 对市场敏感度较高。2004年公司进军豆乳饮品业务, 并通过收购控股豆制品饮品公司, 17年日本豆奶消费量/公司豆奶销售增速分别为8/10.5%, 本土豆奶业务再次呈现较强的领跑行业的势头, 17-18年公司市占率连续上升1.9pct。

图5：龟甲万产品多元化发展



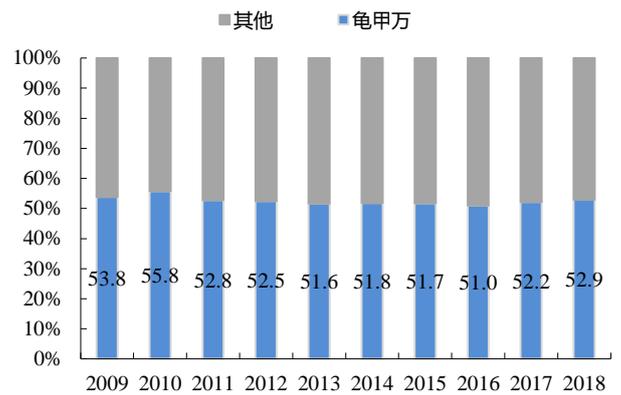
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：日本豆奶行业消费量走势（单位：百万升）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

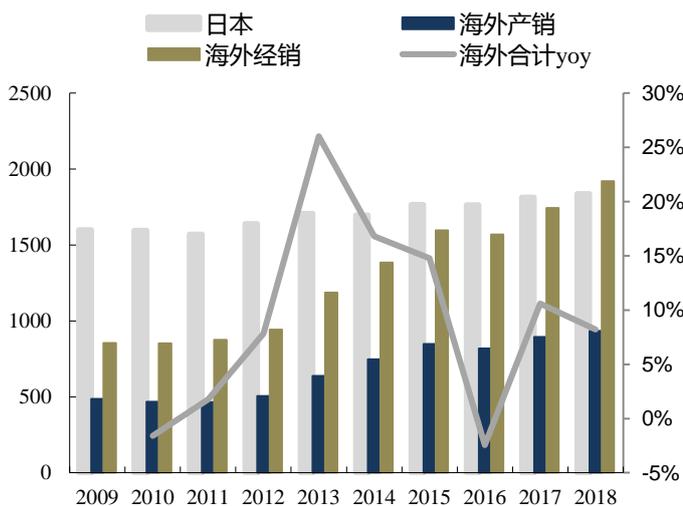
图 7：日本豆奶行业竞争格局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外业务高歌猛进，立足日本、放眼全球。 FY2010，龟甲万收购香港、新加坡的实力经销商 Yamakawa；FY2012，Naoi Group AS 和 Naoi Group AB 的经销零售业务整合成为龟甲万旗下全资子公司（后 JFC 挪威、瑞典子公司）。FY2014，公司将所有东方食品所有贸易业务整合到 JFC 商贸公司名下，利用 JFC 在美国市场的影响力，进一步加强了产品采购和销售的溢价能力，同样依托较强的海外渠道建设能力，公司在海外的自产调味品同样实现高增长。11-15 年海外业务合计收入复合增长 16%，利润复合增长 17%；15 年海外业务收入占比 58%，利润占比 75%。而同期公司日本本土业务收入基本保持平稳，利润略有波动，海外业务成为公司的主要支柱。

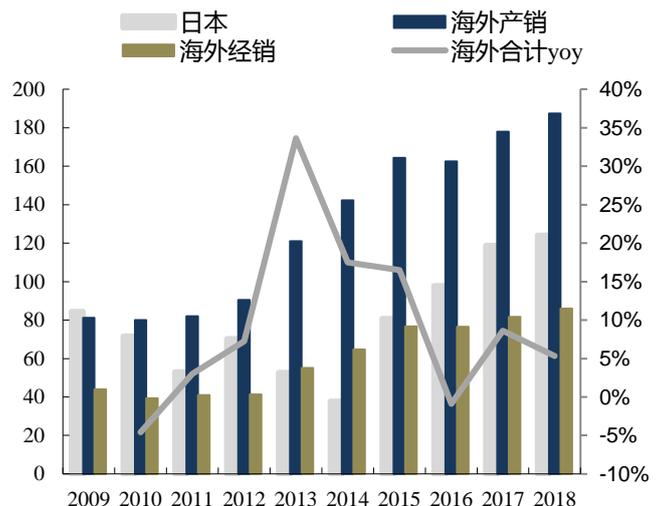
图 8：龟甲万分地区收入变化（亿日元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：海外产销主要为调味品业务生产与销售；海外经销为商贸零售即经销商业务。

图 9：龟甲万分地区营业利润变化（亿日元）

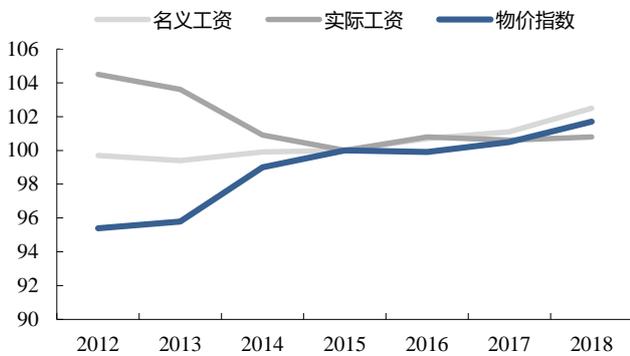


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2.2. 股价复盘：确定性溢价穿越宏观波动，牛市估值中枢抬高，熊市抵御性强，估值易上难下

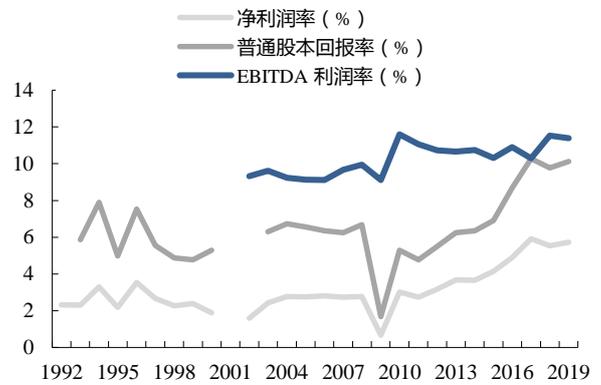
以确定性给溢价，龟甲万宏观波动期现超额收益。15年8月国际经济形势不明朗、18年开始中美贸易战，都带来全球各股指有不同程度下跌，持续周期达半年至一年不等。13-15年日本实际工资增速呈现下滑态势，同样日本GDP也保持低个位数波动，而与此同时，龟甲万得益于自身强劲的基本面（海外业务扩张迅猛，行业低位助力提价，豆乳等小品类增速领先）和必选消费的业绩确定性，公司利润率稳步提升，在15年股市震荡、18年贸易战期间均实现10%以上超额收益。除09年前因可口可乐业务剔除报表导致的PE波动，15年后公司PE高点超过50X。

图 10：13-15 年日本实际工资增速下滑



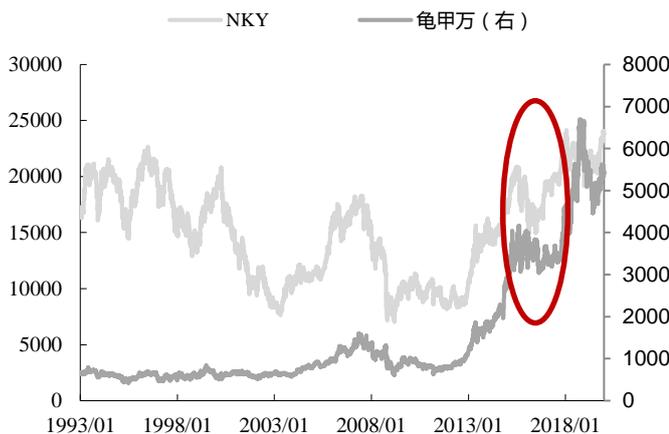
数据来源：日本统计局，东吴证券研究所
注：均以指数单位计，无单位

图 11：龟甲万盈利能力



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 12：龟甲万与日经指数走势比较



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 13：龟甲万超额收益

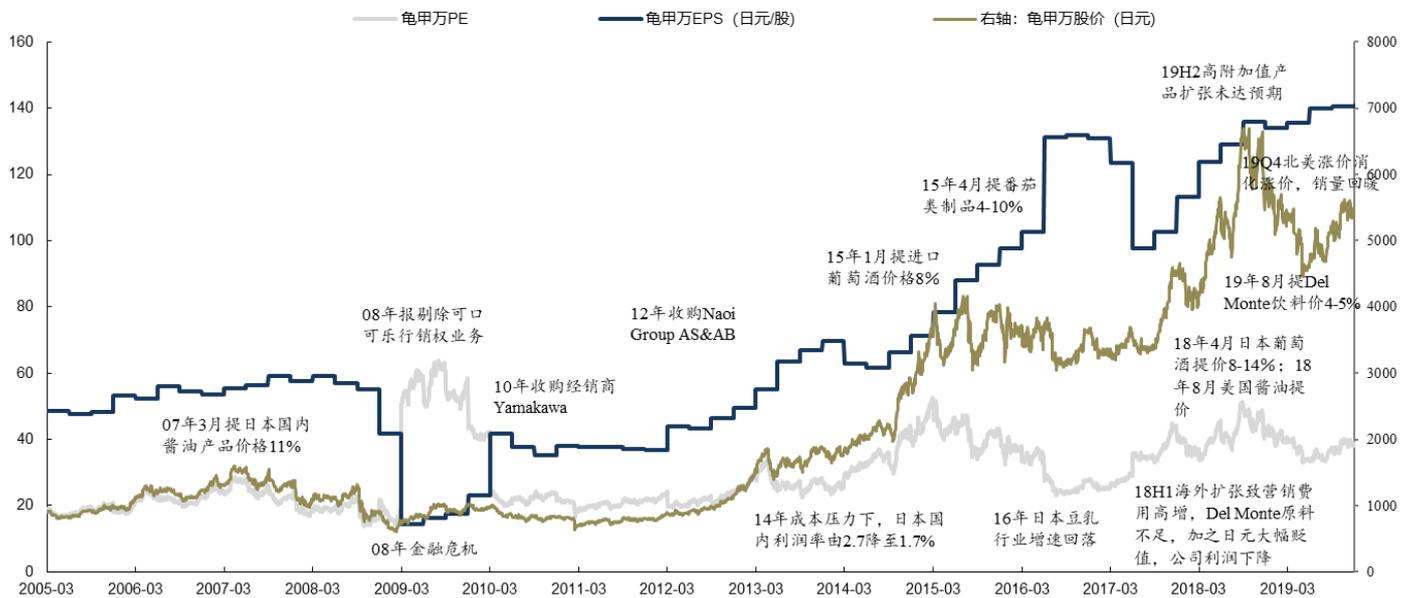


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

注：红圈为相对收益增长较快的阶段

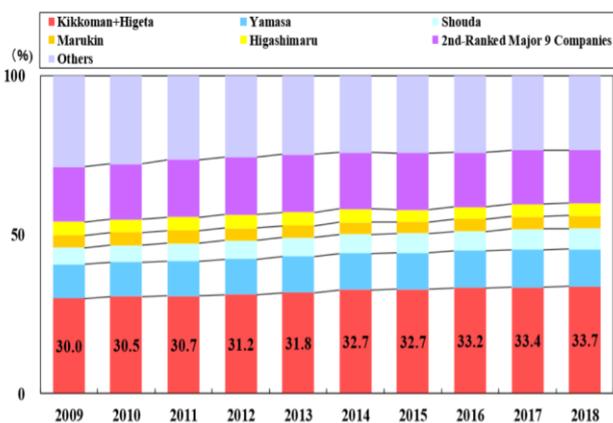
复盘龟甲万走势来看，公司竞争优势不断得到认可，确定性溢价攀升。2009年公司酱油业务在日本市占率已占30%，超过第二名约20pct；在美国酱油业务市占率虽近年来稳定在57%上下，但行业第二名市占率持续萎缩，除top1外竞争激烈，但寡头始终稳固，相对优势持续体现。我们认为近年来依靠渠道掌控力提升+提价预期+品类多元化不断提高业绩确定性和稳步成长的确定性，带来了高估值，业绩落地后也会提升EPS带来估值回落。08-10年因可口可乐行销权剔除报表拉低EPS导致估值明显上扬，此后得到修正；15-16年因宏观经济影响+公司新兴豆乳业务低预期+提价后净利润提高导致估值回落，18H1海外业务业绩波动导致PE波动，18年-19Q2日本和海外不同系列产品相继提价以及提价预期阶段性抬高估值，Q3提价落地后估值回落，Q4提价对销量的影响降低，销售回暖继续推高估值。

图 14：龟甲万复盘



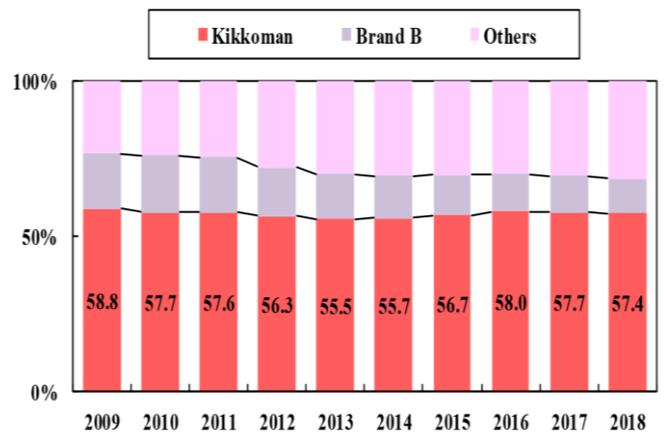
数据来源：Bloomberg，公司公告，公司官网，东吴证券研究所

图 15：日本酱油业务竞争格局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 16：美国市场酱油业务竞争格局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

资金面：外资持股入场，推高间接推高股价。除基本面影响因素外，外资的持续流入更倾向于给予龙头估值溢价，间接推高股价。2012年底，龟甲万外资持股占比仅13%；2019年底，外资占比一度提升至25%，比例几乎翻倍，而此间，龟甲万股价上涨368%，期末PE-TTM由23X提高至38X。外资不断涌入情况下，间接推高股价。

图 17：长期外资持股比上升推高股价



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

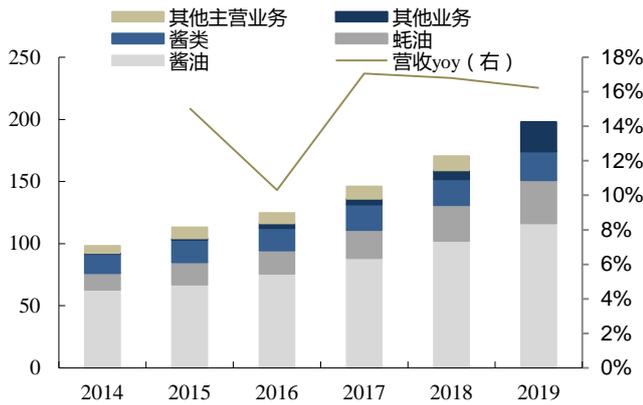
2. 回望海天：以确定性为标杆，调味品板块估值之锚

2.1. 历史回顾：从华南走向全国的调味品龙头

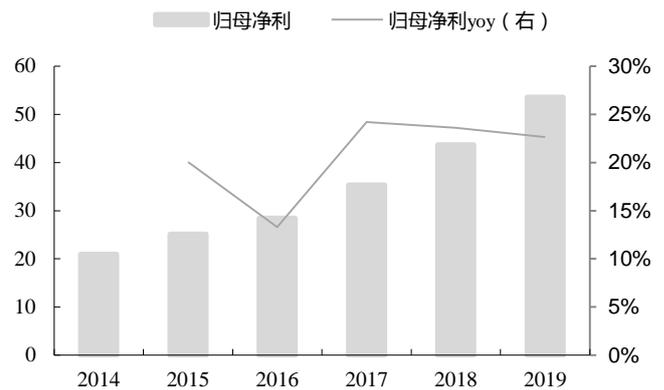
华南酱油龙头，调味品王国版图已现。海天作为“中华老字号”企业之一，发展至今已60余年，目前产品涵盖酱油、蚝油、酱、醋、料酒、调味汁、鸡精、鸡粉、腐乳等几大系列百余品种300多规格。1971年，海天实现国内首条酱油自动包装流水线，正式进入机械化生产时期。2001年，海天提出“双百工程”规划蓝图（百亿销值，百万吨产量），2013年海天销值（含税收入）突破百亿，2014年公司强势登陆上交所。2015年，海天实现薪酬体系改革，绩效挂钩的“自主经营模式”进一步驱动公司内在价值活力；同年打造出6个销值10亿以上的大单品。2016年，公司着力推进智能车间打造与品牌发展战略，大力投入真人秀综艺等内容营销，进一步提升海天品牌价值及品牌影响力。2019年实现收入197.97亿元，同比增长16.22%，耗油等小品类收入连续3年增速超过20%，公司正迈向综合性调味品龙头。截至19年公司经销商数量5806家，销售网络已100%覆盖地级及以上城市，90%的内陆省份销售过亿，通过多年的精耕，覆盖率逐年提升，渠道控制力业内绝对领先。

图 18：海天味业营收历史（亿元）

图 19：海天味业净利率历史（亿元）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.2. 股价复盘：教科书式业绩增长，收益领跑食品饮料板块

海天味业自上市以来，股价走势强劲，上市之初市值不到 500 亿元，截至 2020Q1 市值已超 3450 亿元。复盘海天的市值走势主要分为三个阶段：2014-2015 年，酱油龙头渠道下沉高速增长+产品升级驱动；2015-2017，股灾+公司调整升级蓄势待发；2017-至今，综合型调味品龙头趋势强化，业绩确定性吸引力凸显。

2014-2015 年，酱油龙头渠道下沉高速增长+产品升级驱动：14 年，公司完善的销售网络支撑起高端酱油、蚝油、酱料等几大核心产品在 14 年的快速发展。当年实现营业收入 98.17 亿元，同比增长 16.85%；归母净利润 20.90 亿元，同比增长 30.12%，优异的业绩表现也推高公司估值。14 年末对约 60% 产品提价约 4-5%，强化次年业绩提升确定性预期，叠加当年推出股权激励绑定核心管理团队利益，市盈率一度高达 50X。

2015-2017，股灾+公司调整升级蓄势待发；15 年 6 月 11 日发生股灾，至 16 年初上证指数已腰斩，公司虽受宏观经济影响但业绩仍保持两位数增长，估值难免受到牵连下滑至 30 倍左右。叠加公司工程建设+产品研发+品牌投入，市场估值维持在历史低位。

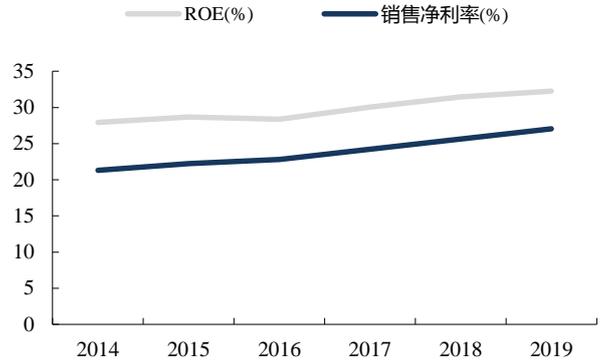
2017-至今，综合型调味品龙头趋势强化，业绩确定性吸引力凸显：2017-2018 年公司坚持品牌投放策略，带动三大核心产品酱油、酱类及蚝油的稳定发展，其中酱油收入 CAGR 达 16.2%，蚝油收入 CAGR 达 23.8%。市场对公司成为调味品综合性平台预期提升，认为公司有能力依托原有渠道优势，不断叠加成长型品类，保持稳定增长，公司估值一度高达 58 倍。2019H1，上证指数涨幅达 23.47%，海天味业涨幅达 61.53%，获得超额收益 38.06%，估值攀升至 60 倍以上。因基本面强劲，后跟随大盘回调，估值也依然维持高位。20 年初公司展现亮眼 19 年年报，此外在疫情持续发酵，国内餐饮复苏仍未完全的背景下，公司强劲的基本面支撑起对海天 20 年业绩确定+行业整合加速的坚定信心，受到资本市场青睐，PE 估值创下历史新高，达 64 倍。

图 20: 海外味业历史估值



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 21: 海天味业历史盈利能力



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 22: 海天味业复盘

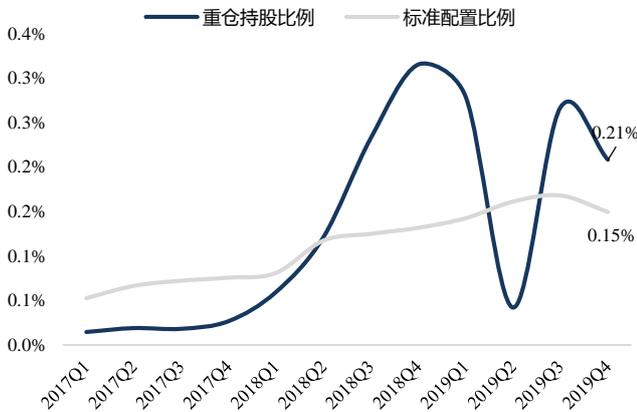


数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

内资显超配趋势, 外资持股比例稳定上升。2019Q4 海天的重仓持股比例为 0.21%, 在除白酒外的食品饮料行业中排名第二, 环比下降 0.06pct., 超配 0.06%。18 年以来外资持股海天数量呈上升态势, 虽 20 年 3 月以来受海外疫情爆发, 外围股市大幅下跌引发流动性风险, 包括 A 股在内的全球资产被市场抛售而转向持有核心避险资产美元, 美元指数逆势走强。自 3 月 6 日至 3 月 26 日, 公司港股通持股占总股本比由 5.97%下降至

5.47%，但3月20日海天已呈现率先反弹态势，截至4月23日港股通持股占总股本比已经提高至6.04%。

图 23：海天持仓小幅减少



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 24：海天味业北向持股量



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2.3. 海天估值超过龟甲万是昙花一现还是众望所归？

为何海天估值已超过龟甲万高点？我们认为在同样的业绩确定性下，这主要源于海天在国内调味品行业发展拥有更高的天花板，更强的成长性，更厚的盈利性。

表 2：对比龟甲万，海天成长性更足、盈利性更强

	估值			成长性		盈利性		稳定性		
	中枢	高点	低点	五年 营收 CAGR	五年 利润 CAGR	ROE- FY19	EBIT%- FY19	分红率 -FY19	五年净利润 增速中位数	五年净利润 增速平均数
海天味业	43	68	29	15%	21%	32%	31%	46.79%	22.64%	20.76%
龟甲万	37	52	24	5%	12%	10%	8%	31.50%	19.26%	16.14%

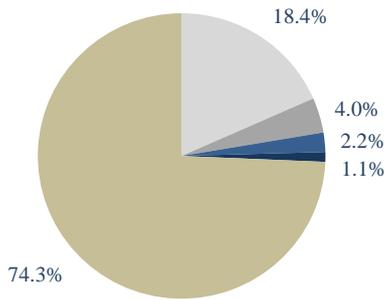
数据来源：Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

探天花板：我国酱油集中度远低于日本，且海天已经打开多品类成长空间。对标2018年日本酱油 CR3 占比 51.90% 的行业集中度，我国 CR3 占比 24.60% 下头部企业具备极大提升空间。此外，海天耗油等品类多年保持 20% 以上增速，酱类等业务蓬勃发展，醋产品也在储备阶段，调味品综合平台规模已具，依托渠道掌控力和子品类迭代红利发展前景广阔。

图 25：2018 年中国酱油行业集中度

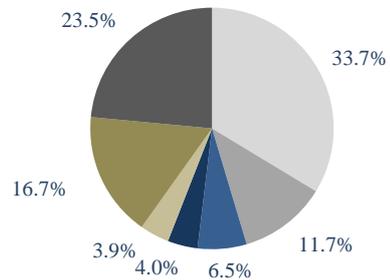
图 26：2018 年日本酱油行业集中度

■海天 ■美味鲜 ■加加 ■千禾味业 ■其他



数据来源：前瞻经济学人，东吴证券研究所

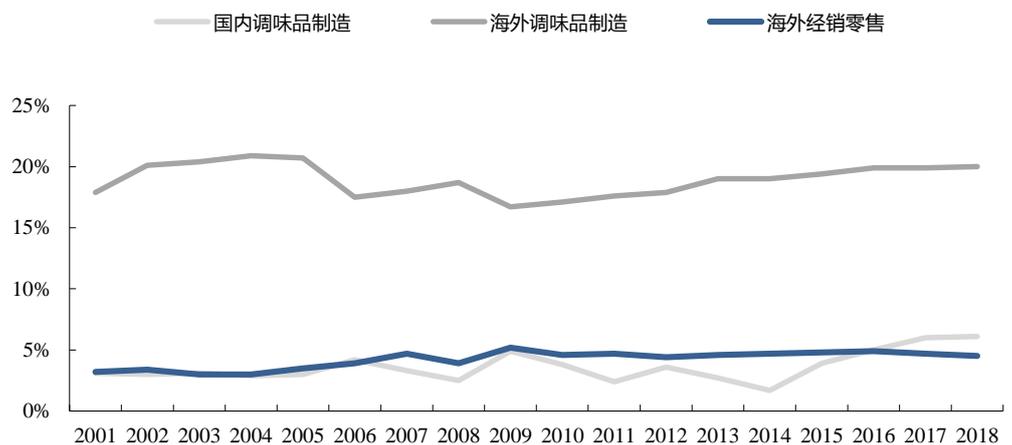
■Kikkoman ■Yamasa ■Shouda
■Marukin ■Higashimaru ■其他9家腰部企业
■Others



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

比成长、比盈利：海天盈利能力更佳，成长性更足。对比海天及龟甲万近五年盈利成长性，海天五年营收 CAGR 增幅达 15%，净利增速达 21%；而龟甲万营收增速仅 5%，净利增速 12%，明显海天的增长势头更为强劲。究其原因在于，1) 市场环境：日本本土经过多年竞争，酱油等市场发展已较完备，本市场竞争格局稳定、消费升级相对充分，盈利性整体低于中国；2) 落实到公司层面：海天各品类仍处于向外埠拓展的发展期，盈利能力受规模效应而向上攀升。而龟甲万本土产品盈利能力不佳，例如日本国内调味品的加工与制造营业利润率常年低于 4%；而海外经销零售业务营业利润率也常年徘徊在 5%左右，仅为海外调味品生产营业利润率的 1/3，从而间接拉低公司整体盈利水平。

图 27：龟甲万各业务线营业利润率 (%)



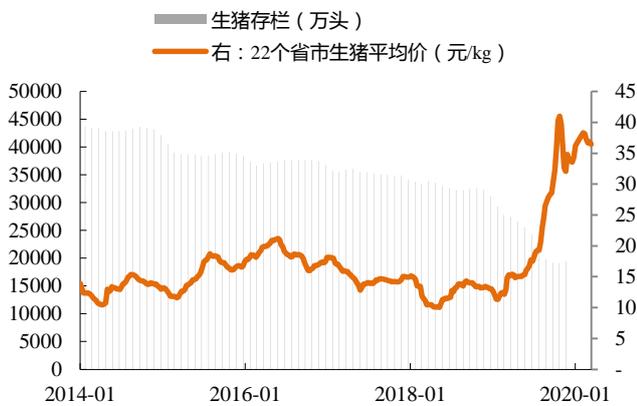
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 展望 2020，不确定下的确定

3.1. CPI 高位下，20-21 年潜在提价预期上升

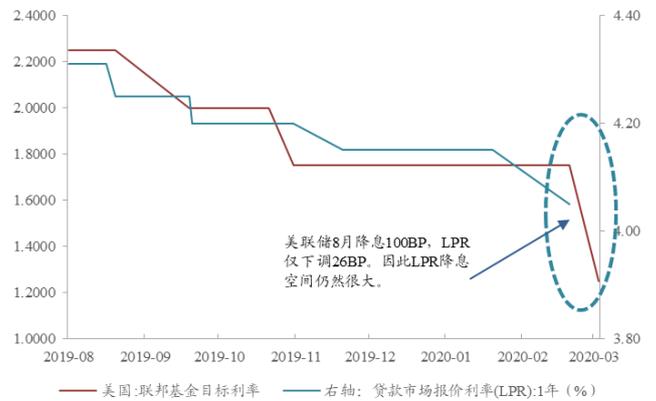
猪价高位+货币政策宽松预期，CPI持续走高。因前期非洲猪瘟导致存栏不足，生猪供不应求，至3月下旬生猪价格仍在35元/公斤以上，猪价高企导致CPI持续上涨，2/3月CPI分别同比增长5.2%/4.3%。伴随猪瘟疫情后在国家政策调节下，养殖端补栏，预计今年生猪出栏量呈现前低后高的局面，对应猪价也将走出前高后低的走势。但此次疫情导致部分中小农户资金链承压，或拉长补栏周期，拉高今年平均猪价，影响CPI走势。此外，受疫情影响，今年经济下行压力较大，预计今年降准对冲到期MLF的量将大于去年水平（约2.4万亿），从目前看2020年仍有多次降准的调整空间；此外，在降息周期打开、LPR不断推进、以及疫情影响下国内外经济受创较大的背景下，存款端的利率水平存在下行的压力。

图 28：猪肉价格走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 29：货币政策宽松预计贯穿全年



数据来源：Wind，东吴证券研究所

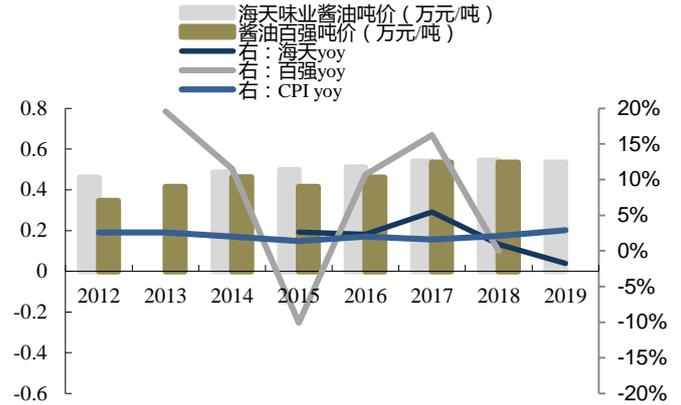
复盘来看，食品指数与CPI走势逐步趋同。从17年至今，食品指数与CPI走势趋同，在CPI上行期间，市场对食品板块尤其是必选消费提价预期高涨，相应食品板块估值得到提升。从海天酱油产品吨价和CPI走势看，15-19年海天酱油吨价复合增速1.9%，基本和CPI复合一致(2%)；从酱油行业吨价提升看，14-18年百强吨价CAGR为3.6%，海天在行业中率先树立品牌效应，引领消费升级，吨价提升早于行业百强，而行业中后起之秀难以撼动海天餐饮行业壁垒，选择转战溢价水平更高的C端，故百强吨价逐步与海天吨价趋同。

图 30：食品指数和CPI走势变化

图 31：酱油吨价与CPI走势

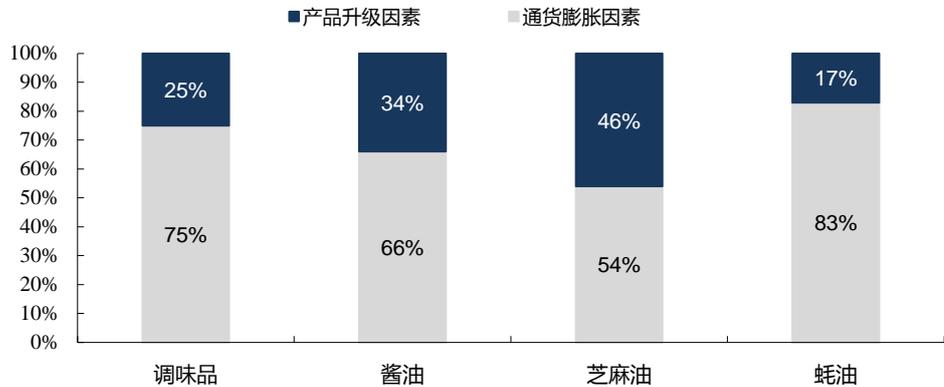


数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: 公司公告, 国家统计局, 东吴证券研究所

图 32: 调味品行业涨价主要影响因素



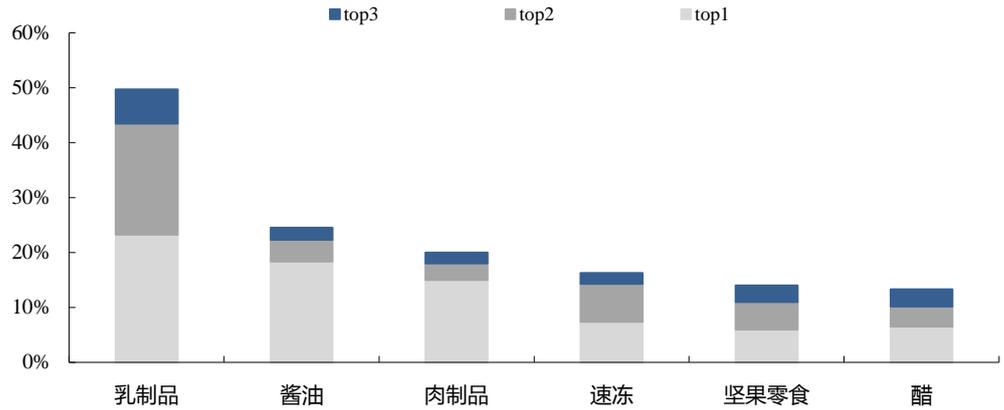
数据来源: 智研咨询, 东吴证券研究所

3.2. 疫情期间龙头下滑幅度弱于行业、龙头集中大势所趋

在疫情中, 食品饮料板块虽为必选消费、有较强的消费刚性, 但难免受到复工、物流、渠道等因素冲击。但在此次危机中, 我们认为, 头部厂商具有更强的风险应对能力, 危中反而生机, 已经为疫后快速回补和顺势抢占份额埋下伏笔:

1) Q1 头部企业较早复工, 物流保障程度高, 承接中小厂商的供给不足, 中小企业生存空间更窄, 将进一步驱动行业集中; 2) 龙头资金实力强, 疫情中积极保障渠道价值链稳定, 进一步绑定上下游; 3) 龙头进一步拓宽+开拓新渠道, 挖掘新兴渠道和消费场景。

图 33: 各子行业集中度 (2018 年)



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

3.3. 外资持续流入，给予确定性溢价

2019 年金融对外开放持续推进，MSCI 扩容针对 A 股持续扩容，外资流入创新高。2019 年 9 月，国家外汇管理局取消了合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)投资额度的限制，金融对外开放政策持续加码。同时，A 股被进一步纳入各国际指数，2018 年 6 月 1 日起，首批 226 只中国 A 股股票被纳入 MSCI 新兴市场指数，比例为 2.5%，至 2018 年 9 月 3 日纳入比例上升为 5%，对应的权重为 0.73%。2019 年 5 月，MSCI 将指数中中国大盘 A 股纳入因子从 5%增加至 10%，同时以 10%的纳入因子纳入中国创业板大盘 A 股。2019 年 8 月 MSCI 将指数中的所有中国大盘 A 股纳入因子从 10%增加至 15%。19 年 11 月，MSCI 宣布将中国大盘 A 股纳入因子从 15%增加至 20%，并且以中盘股为主，当日北向资金单日净流入超 200 亿元再次创下新高。

图 34：MSCI 针对 A 股持续扩容历程

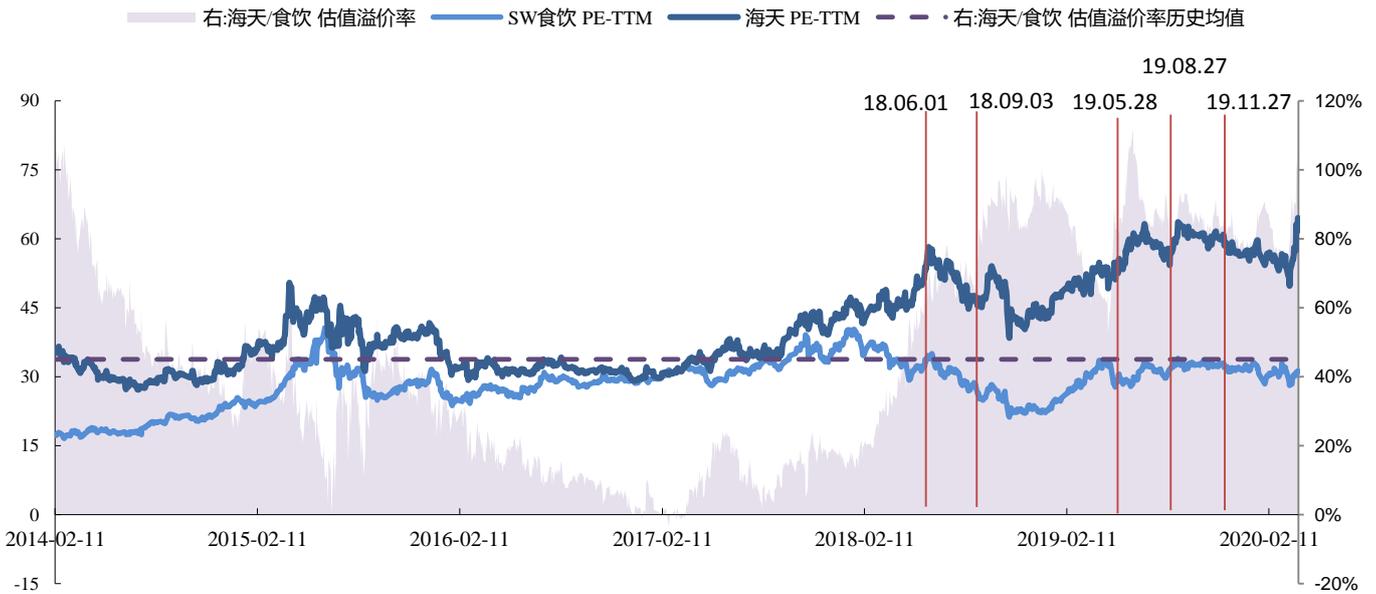


数据来源：MSCI，东吴证券研究所

从外资流入时点看，历次扩容外资给予确定性溢价。在历次 MSCI 扩容生效前后，

海天估值都呈现上扬态势，海天相对食品板块估值溢价率阶段性提升，19年6月估值溢价率超过一倍，此后食品板块估值持续小幅抬升，叠加自身经营业绩，整体指数都呈现持续的上扬态势，估值溢价率逐步回落。可以说历次海天作为估值锚，引领起板块估值提升，而这实际上是投资者对确定性业绩从认知到偏好的过程。

图 35：海天味业与指数走势对比

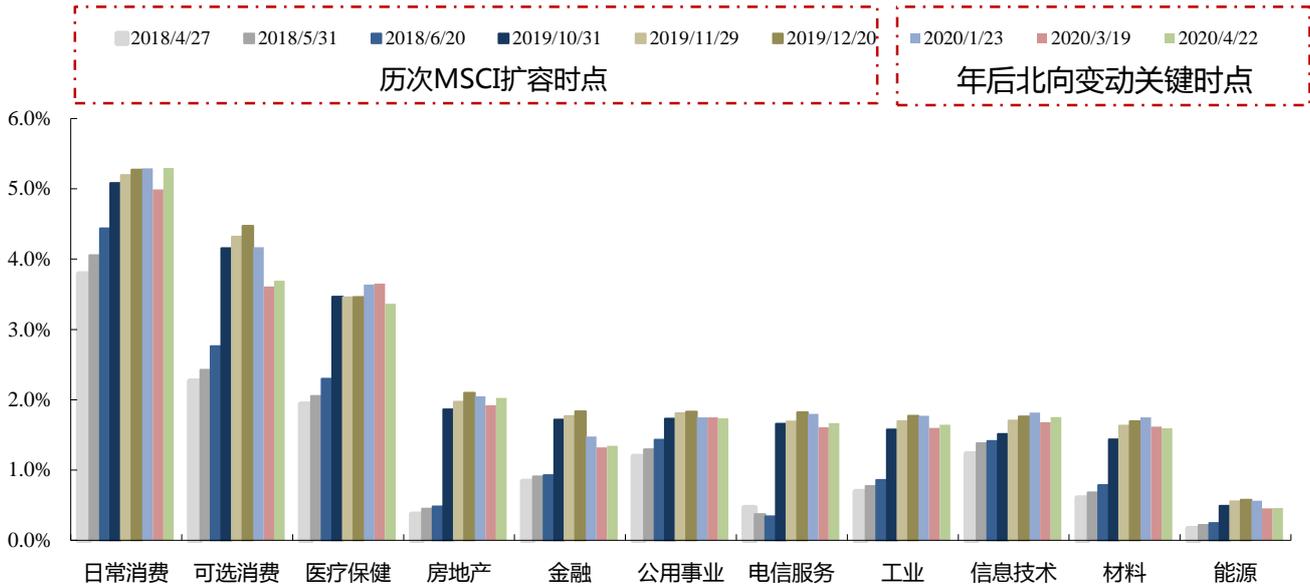


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

注：红线为历次 MSCI 扩容生效时间

北向持仓集中消费行业，消费龙头受到青睐。从北向资金的持仓变化来看，日常消费、可选消费、医疗保健一直属于超配行业。在个股上，以消费品行业为代表的白马股成为了外资进入的主要选择。随着 MSCI 不断扩容，A 股纳入因子不断升高，北向资金青睐的消费品行业、电子信息技术行业及金融板块均领涨于 A 股，其中又以日常消费板块持仓占比最高。2018 年 5 月 A 股开始纳入 MSCI 全球市场指数前后及 2019 年 11 月 MSCI 扩容前后，消费品行业（包括日常消费及可选消费）始终居仓位占比首位，这也导致消费行业估值持续走高。在美股暴跌外资流动性紧张的情况下，各个板块外资持仓发生不同程度回调，但日常消费板块在回调后迅速恢复至春节前持仓水平，刚性十足。

图 36：A 股开始纳入 MSCI 各阶段行业持仓占比情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：Wind 划分标准中食品饮料板均属于日常消费

表 3：部分 A 股千亿市值消费行业个股数据一览（截至 2020 年 5 月 7 日）

	总市值 (亿元)	PE -TTM	PE -2020	EV/EBITDA	14-19 年 收入 CAGR	14-19 年 利润 CAGR	20 年利 润 yoy	未来三年预计 利润 CAGR	PEG -2020
中国国旅*	1,781	77	36	22	19%	26%	4%	14%	13.69
海天味业*	3,490	63	54	50	15%	21%	1%	6%	10.13
双汇发展	1,400	25	23	18	6%	6%	18%	18%	3.15
伊利股份	1,763	27	24	20	10%	11%	10%	11%	2.32
比亚迪*	1,639	98	73	13	17%	30%	-15%	6%	-1.84
贵州茅台	16,481	38	33	26	22%	22%	36%	37%	1.97
中公教育*	1,576	83	60	64	12%	33018%	12%	16%	2.89
格力电器*	3,255	13	12	7	7%	12%	39%	35%	1.63
洋河股份	1,499	19	17	12	10%	10%	9%	6%	1.42
美的集团*	3,780	15	14	-	15%	18%	6%	10%	3.22
五粮液	5,508	31	24	25	19%	24%	17%	10%	0.85
泸州老窖	1,176	25	19	23	25%	40%	20%	21%	1.34

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：标注*为 Wind 一致预期数据

4. 投资建议

复盘国际调味品龙头龟甲万、味好美，我们发现：市场往往愿意给予确定性以溢价，而必选消费属性纯正的调味品更是深得市场青睐。从股价表现看，调味品龙头在牛市或

是经济上行周期具备弹性，在熊市或者经济下行周期具备刚性，有能力穿越周期。龟甲万估值区间从早年的 15-25X，一路提升至 30-50X，**从基本面看**，调味品龙头每一阶段估值溢价率的提升都来源于市场对龙头突出的竞争壁垒的认识、对公司业绩增长确定性的认可；**从资金面看**，外资对龟甲万的持股比例上升，进一步强化了市场对龙头确定性给予溢价的投资风格。

回望海天，树板块估值锚。海天自上市以来，估值区间从上市以来的 30-40X 抬升至目前的 50-60X，市场对海天的认知逐步演变为确定性增长的全国调味品平台。而海天估值的提升背后也代表着市场对龙头确定性的肯定，由此，食品饮料板块估值也迎来中枢抬升。对食品板块而言，必选属性强，短期具备韧性，长期格局为王。在疫情以来，市场对龙头集中趋势进一步强化，龙头有能力抢占份额，呈现不确定中的确定。继续关注 Q1 疫情受益标的的补库存效应延续+龙头持续增长的确性，推荐恒顺醋业、安井食品、安琪酵母、双汇发展、洽洽食品、绝味食品、三只松鼠、中炬高新，建议关注三全食品、涪陵榨菜、海天味业。长期来看把握 1) 消费者新习惯培育和健康意识上升。乳制品、保健品、饮料边际环比改善明显，推荐伊利股份、汤臣倍健、香飘飘；休闲食品赛道多空间大，各子行业细分冠军值得关注；2) 餐饮复苏和格局重塑，餐饮工业化进度加快以降低终端人工成本，利好速冻食材/复合调味料，推荐安井食品、安琪酵母，建议关注三全食品、颐海国际、天味食品。

表 4：食品板块估值表（截至 2020 年 5 月 7 日）

	股票名称	市值 (亿元)	PE (倍)			营业总收入 (亿元)			归属母公司股东净利润 (亿元)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
调味品	海天味业*	3,490	65	55	47	198	228	264	54	63	74
	中炬高新	395	55	46	38	47	53	62	7	9	10
	恒顺醋业	155	48	42	36	18	21	23	3	4	4
	涪陵榨菜*	265	44	37	31	20	22	25	6	7	8
肉制品	双汇发展	1,400	26	23	21	603	728	768	54	60	66
速冻食品	安井食品	238	64	51	41	53	66	79	4	5	6
	三全食品*	179	81	45	39	60	65	72	2	4	5
乳品/饮品	伊利股份	1,763	25	30	23	902	970	1,064	69	59	78
	光明乳业*	152	31	28	24	226	241	262	5	5	6
	香飘飘	112	32	30	27	40	44	51	3	4	4
	绝味食品	322	40	34	28	52	60	69	8	9	12
休闲食品	三只松鼠	320	134	94	68	102	138	183	2	3	5
	洽洽食品	253	42	35	29	48	57	66	6	7	9
	桃李面包	329	48	42	35	56	66	77	7	8	9
	盐津铺子*	98	76	52	36	14	18	23	1	2	3
保健品	汤臣倍健	303	-85	23	19	53	63	75	-4	13	16

数据来源：Wind，东吴证券研究所 注：*标为 Wind 一致预期

5. 风险提示

宏观经济波动对居民消费的影响。宏观经济疲软降低居民消费欲，存在经济波动下

需求低于预期。

食品安全事故。食品安全事故会对整个行业造成重创，如 2008 年“三聚氰胺”事件造成中国乳制品行业多年低迷，2012 年“毒胶囊”事件对医药保健行业产生冲击。

政策变化的风险。政策变化对酒类存在显著影响，三公消费整治期存在行业性疲软。

行业竞争加剧，影响业绩增长。白酒、啤酒、乳制品等行业竞争激烈，行业竞争加剧将增加费用减少利润，影响公司业绩。

产能投放不达预期，部分公司供不应求，存在以销定产的状况，产能投放不达预期将影响业绩增长，会影响到业绩增长。

原材料价格波动风险。原材料价格波动会对生产成本、提价节奏产生一定影响，在食品饮料板块存在生猪价格回升不达预期，鸡肉等原材料价格上涨风险。

国内外疫情控制不达预期。疫情控制不达预期，影响出口及消费。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

