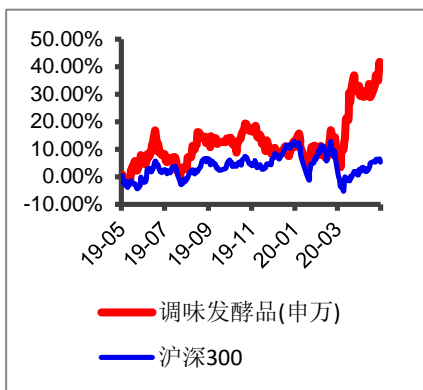


调味品行业

报告原因：专题报告

2020年6月4日

调味品板块近一年市场表现



分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

http://www.i618.com.cn

调味品行业专题

刚需产品优势明显，行业发展稳中有进

投资要点

- **行业盈利能力：疫情影响有限，调味品行业稳中有进。**调味品行业与餐饮的关联度较高，这次疫情对行业也将会带来一定的影响。申万调味品行业2020Q1营业总收入为94.28亿元，同比增长1.76%，归母净利润为21.51亿元，同比增长1.76%，增速放缓。**从上市公司角度来看，2020Q1个股业绩分化严重。主要有以下表现：**一是基础调味品与渠道结构有关，C端占比较高的企业影响较小；二是虽然B端占比较高，但龙头企业抗风险能力强；三是，在疫情期间在家中钻研厨艺成为全民娱乐，复合调味品家庭市场迎爆发；四是，疫情期间线上增速较快。具体来看：2020Q1营业收入同比增长为正向的有4家企业，分别是千禾味业、天味食品、海天味业、恒顺醋业；归母净利润实现正增长有7家企业，增速排名靠前分别是莲花健康、千禾味业，增速分别为130.01%、39.33%。可以看出，调味品行业作为刚需消费品，在疫情下，尽管受到餐饮业消费低迷的影响，但家庭消费和电商平台消费的增长弥补了餐饮渠道消费降低的缺口，总体受疫情影响较小。一些企业在疫情下增长速度不降反增，逆势增长。
- **后疫情时代思考：调味品行业变化。**1) **调味品产业的集中度在提升，强者更强局面进一步体现。**疫情之后，大的品牌企业将快速扩张并进行全国布局，定位精准且差异化明显的产品将更受青睐，中小企业的落后产能将快速出清，调味品产业的品牌集中度将得到进一步提高。2) **电商渠道是未来调味品值得着重关注的新兴渠道。**虽然调味品传统的经销商渠道目前依然是主流，是调味品实现大宗销售的主要方式。但是，这次疫情的防控非常严格，因此网上下单，快递送货成为了主流，各类生鲜食品网站平台迅速被消费者认知并采用。3) **复合调味料家庭市场迎爆发。**2020年疫情宅家期间，复合调味品中家庭市场迎来高速增长，因此，80后、90后等年轻人正在成为家庭厨房的主力人群，平时不善烹饪，以复合化、便捷化、为特征的复合调味品正好迎合了他们的需求。4) **地摊经济对调味品市场有一定的促进作用，**疫情重创餐饮行业，地摊经济将助力餐饮行业复苏，对调味品市场有一定的促进作用。
- **展望2020：如何看待调味品行业估值。**目前调味品估值处于历史高位，在食品饮料子板块中排名第二，主要在于资金面和基本面共同驱动。从年初到5月29日，近7成公司股价涨幅达30%以上，这一轮调味品板块上涨过程中，以安记食品、天味食品、日辰股份为代表的复合调味料最为突



出，其次是布局 C 端、线上渠道销售最为突出的千禾味业。未来，随着需求回暖，成本下行，预计对公司业绩弹性有一定贡献；且 C 端和 B 端共同促进复合调味品发展。总之来说，3 月底以来，由于疫情的影响，资金流入基本面较为稳定的食品饮料板块。虽然调味品行业目前估值较高，但是在宏观经济增长整体承压背景下，调味品作为刚需消费，随着餐饮渠道回暖，成本下行，预计对公司业绩弹性有一定贡献。因此，调味品板块仍是业绩增长确定性较强的板块之一，可能会继续受到资金的青睐。同时可以看出，在对 2020 年提出量化经营目标的调味品企业，均实现正增长，其中，千禾味业、加加食品等 2020 年实现加速增长。

- **投资建议：**从短期来看，餐饮连锁化发展和家庭端市场爆发促进复合调味料行业增长。中期来看，恒顺醋业虽然一季度调味品主业增速放缓，但是期待改革释放红利。长期来看，海天依旧享受行业地位，同时加快业务裂变和新业务发展，促进持续发展。
- **重点公司推荐：**海天味业、中炬高新、恒顺醋业
- **风险提示：**宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

目录

1.行业盈利能力：疫情影响有限，调味品行业稳中有进	4
1.1 2020Q1 行业食品饮料增速放缓，子板块分化严重.....	4
1.2 调味品种类较多，且与餐饮行业关联较大.....	5
1.3 调味品行业稳中有进，产品、渠道不同受疫情影响也不同.....	6
1.4 费用率明显回落，企业盈利能力不断提高。.....	9
2.后疫情时代思考：调味品行业变化	11
2.1 疫情之后，强者更强进一步体现.....	11
2.2 电商渠道是值得着重关注的新兴渠道.....	12
2.3 复合调味料家庭市场迎爆发.....	13
2.4 地摊经济对调味品市场有一定的促进作用.....	14
3. 展望 2020：如何看待调味品行业估值	15
3.1 目前调味品估值处于历史高位.....	15
3.2 需求回暖，成本下行.....	16
3.3 C 端和 B 端共同促进复合调味品发展.....	17
3.4 业绩逐渐改善，刚需支撑高估值.....	19
4.重点公司推荐	20
5.投资风险	21

1.行业盈利能力：疫情影响有限，调味品行业稳中有进

1.1 2020Q1 行业食品饮料增速放缓，子板块分化严重

受疫情影响 2020Q1 食品饮料行业业绩增速放缓，且子板块分化严重。2019 年申万食品饮料行业营业收入同比增长 14.58%；归母净利润同比增长 14.28%，同比下降 11.93pct，利润增速放缓。2020Q1 受新冠疫情影响，食品饮料收入、净利润增速均大幅下降，且子板块分化严重。2020Q1 食品饮料行业营业收入为 1917.94 亿元，同比增长 0.21%，归母净利润为 390.70 亿元，同比减少 0.66%。2020Q1 收入增速相对较快的子板块包括肉制品、食品综合、调味发酵品和白酒，收入增速分别为 42.07%、2.85%、1.76%和 1.25%；（2）2020Q1 净利润增速较快的子板块包括肉制品、调味发酵品、白酒和食品综合，增速分别为 13.63%、10.26%、9.26%和 2.95%。

图 1：食品饮料板块 2013-2020Q1 收入增速

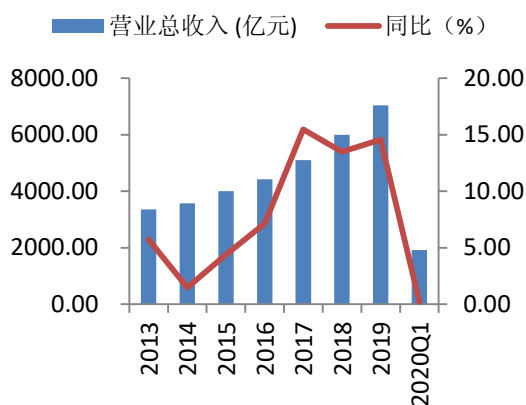
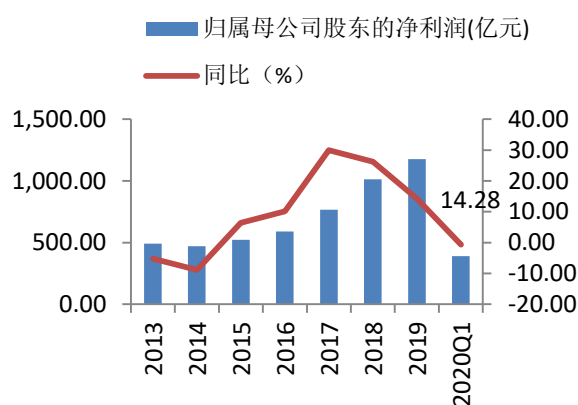


图 2：食品饮料板块 2013-2020Q1 归母净利润增速



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：wind，山西证券研究所

表 1：食品饮料子行业盈利能力变化（亿元）

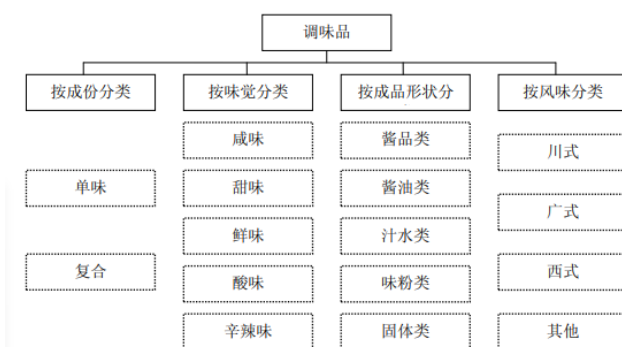
板块名称	2020Q1 营收	同比增长 (%)	2020Q1 归母净利润	同比增长 (%)
SW 肉制品	338.51	42.07	19.33	13.63
SW 食品综合	244.14	2.85	25.62	2.95
SW 调味发酵品	94.28	1.76	21.51	10.26
SW 白酒	775.22	1.25	301.91	9.26
SW 乳品	306.23	-10.61	10.23	-60.63
SW 其他酒类	6.41	-24.50	0.31	-57.69
SW 啤酒	96.23	-27.64	2.96	-69.80
SW 黄酒	7.67	-35.75	0.79	-55.53
SW 软饮料	37.66	-37.42	6.35	-48.68
SW 葡萄酒	11.58	-51.49	1.68	-65.84

资料来源：wind，山西证券研究所

1.2 调味品种类较多，且与餐饮行业关联较大

调味品分类情况。调味品是指在饮食、烹饪和食品加工中广泛应用的，用于调和滋味和气味并具有去腥、除膻、解腻、增香、增鲜等作用的产品。调味品按不同分类方式，可以分成不同类别。调味品按产品成份分类，可被分为单味调味品（基础调味品）和复合调味品；按味觉感受分类，可被分为咸味调味品、甜味调味品、鲜味调味品、酸味调味品、辛辣调味品等类别；按成品形状分类，可被分为酱品类、酱油类、汁水类、味粉类、固体类等；按地方风味分类，可被分为川式、广式、西式及其他地方风味等。

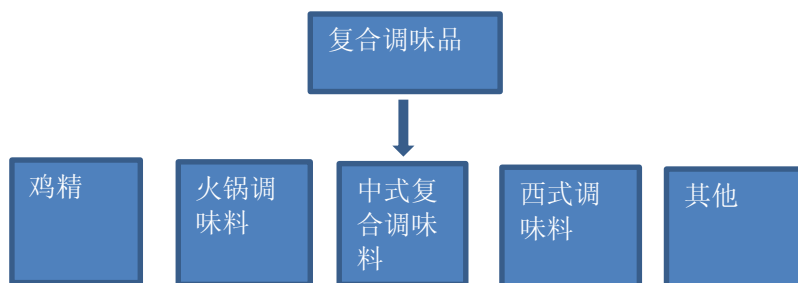
图 3：调味品分类情况



资料来源：天味食品招股说明书，山西证券研究所

复合调味品分类：复合调味品是以两种或两种以上调味品为原料，添加或不添加油脂、天然香辛料及动植物等成分，采用物理的或生物的技术进行加工处理及包装，最终制成可供安全食用的一类定型调味料产品，又称复合调味料。从产品结构看，中国复合调味料市场可以分为 5 个大类，分别是鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式调味料及其他。

图 4：复合调味品分类情况



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

调味品行业与餐饮的关联度较高。调味品行业的渠道包括餐饮渠道、家庭渠道和工业渠道，其中餐饮渠道面向各类餐饮经营主体，占比约 45%；零售渠道主要面向家庭消费者，占比约 30%；工业渠道主要面

向食品加工企业，占比约 25%，餐饮渠道，是我国最主要的消费渠道。从国际经验来看，各国餐饮行业与调味品的规模基本保持在 10:1 的水平。根据 wind 数据，我国调味品收入规模占餐饮行业的比例大致为 8.8%-9.8% 之间，可以看出二者正相关。

图 5：调味品三大渠道市场占比

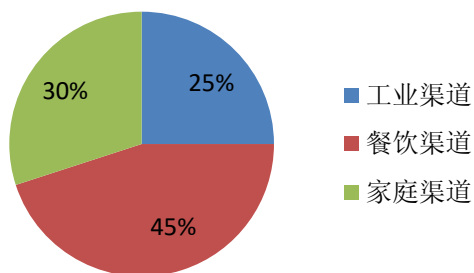
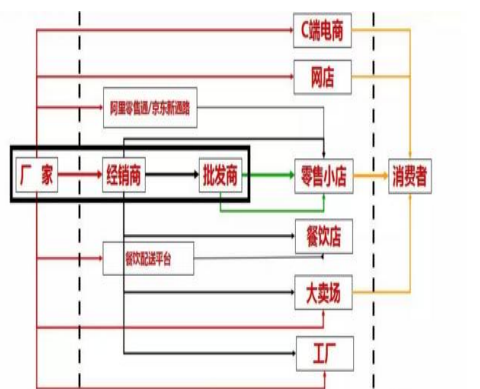


图 6：调味品具体的渠道通路



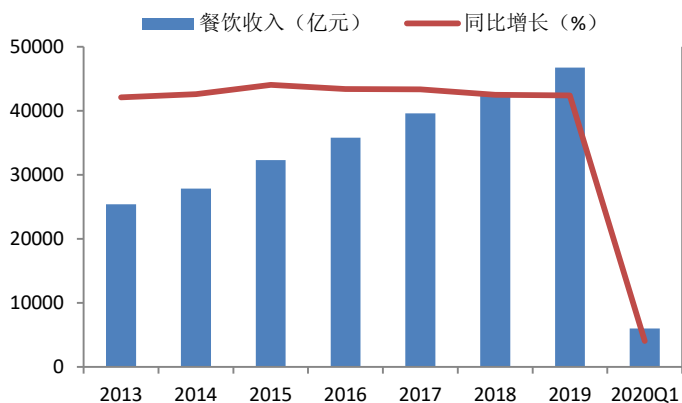
资料来源：中国调味品协会，山西证券研究所

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

1.3 调味品行业稳中有进，产品、渠道不同受疫情影响也不同

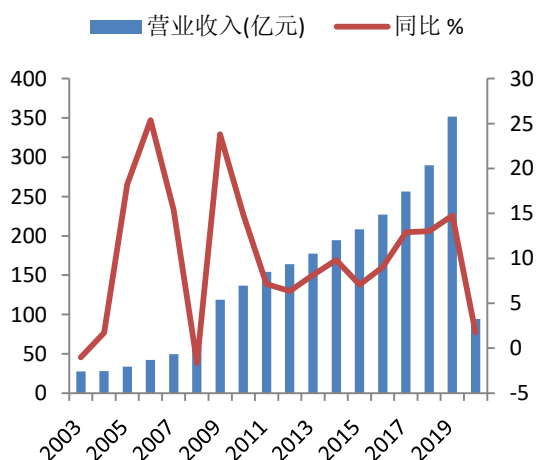
总体影响：餐饮行业的市场情况与调味品行业息息相关，这次疫情对行业带来一定的影响。餐饮渠道一直是调味品销售的重要渠道之一，占比高达 40% 以上。国家统计局数据显示 2020 年 1-3 月份，全国餐饮收入 6026 亿元，同比下降 44.3%。这对以餐饮渠道销售比重较大的调味品企业影响很大。另一方面，疫情爆发后，“宅经济”趋势上升，人们对生鲜、米面粮油、调味品等生活用品的需求上升，家庭销售注重品质，单品价格比餐饮产品高，调味品家庭渠道消费也随之大幅提升，但增加的销量还是无法完全弥补餐饮渠道销售断崖式下跌导致的缺口。因此，此次疫情给对整个调味品造成一定的影响。

图 7：餐饮行业收入情况表



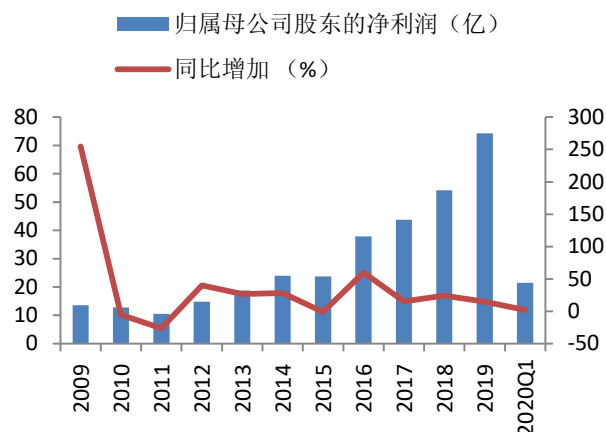
资料来源：中国产业经济信息网，山西证券研究所

图 8：调味品上市公司收入表现



资料来源：wind、山西证券研究所

图 9：调味品上市公司盈利表现



资料来源：wind、山西证券研究所

从上市公司角度来看，2020Q1 个股业绩分化严重。主要有以下表现：一是基础调味品与渠道结构有关，C 端占比较高的企业影响较小。因为新冠疫情，餐饮业遭受重创，调味品行业也因此受到冲击，因此对于餐饮渠道占比较大的公司影响大，而对于走家庭消费、商超渠道的受到疫情的影响相对要小一些；二是虽然 B 端占比较高，但龙头企业抗风险能力强；三是，在疫情期间在家中钻研厨艺成为全民娱乐，复合调味品家庭市场迎爆发；四是，疫情期间线上增速较快。

具体来看：申万调味品板块，2020Q1 营业收入同比增长为正向的有 4 家企业，分别是千禾味业、天味食品、海天味业、恒顺醋业；归母净利润实现正增长有 7 家企业，增速排名靠前分别是莲花健康、千禾味业，增速分别为 130.01%、39.33%。其中千禾味业利润增速超过 30% 的原因是销售渠道主要在商超，面向家庭端，且线上营收占比较高；天味食品 2020Q1 收入/归母净利润实现 9.83/4.75% 的增长，主要在于疫情期间，家庭端对于火锅和川菜调料的需求旺盛，且定制餐调营收占比仅为 2.7%；同时，板块内龙头抗风险能力强，海天味业虽然餐饮收入占比 50-60%，但 2020Q1 收入/归母净利润仍实现 7/9% 的增长，主要在于无论生产端还是销售端公司采取了一些措施，出台了较多帮助经销商、销售端的营销政策。可以看出，调味品行业作为刚需消费品，在疫情下，尽管受到餐饮业消费低迷的影响，但家庭消费和电商平台消费的增长弥补了餐饮渠道消费降低的缺口，总体受疫情影响较小。一些企业在疫情下增长速度不降反增，逆势增长。后疫情时代，各项消费逐步复苏，尤其是餐饮业的恢复将对调味品行业的稳健增长提供更大的机会。

表 2: 2020 年 1-3 月份调味品上市公司的主要财务经营指标 (亿元)

名称	主营产品	2020Q1 营业收入	同比增长%	2020Q1 归母净利润	同比增长%

千禾味业	酱油、食醋	3.59	23.65	0.70	39.33
天味食品	火锅底料、川菜调料	3.36	9.83	0.77	4.75
海天味业	酱油、蚝油、酱	58.84	7.17	16.13	9.17
恒顺醋业	食醋、料酒	4.66	0.35	0.76	3.69
星湖科技	食品添加剂	2.87	-3.79	0.32	-13.02
中炬高新	酱油	11.53	-6.32	2.06	8.94
加加食品	酱油类、食用植物油	4.92	-10.96	0.50	-9.59
日辰股份	酱汁类调味料	0.46	-15.53	0.15	0.81
莲花健康	味精、鸡精	2.96	-21.59	0.12	130.01
安记食品	复合调味粉、酱类调味品	0.77	-36.13	0.11	-19.76
佳隆股份	鸡粉	0.32	-59.87	-0.11	-234.85

资料来源：wind、山西证券研究所

表 3：渠道建设具体情况明细表

公司名称	流通及餐饮消费	家庭消费	渠道布局和营销策略	经销商数量 (家)
海天味业	50%-60%	30-40%	目前海天的网络已 100%覆盖了中国地级及以上城市，在中国内陆省份中，90%的省份销售过亿。线上占比 1.79%。	5000+
中炬高新	产品最终的使用上,70%以上用于家庭消费;目前,公司正加大餐饮市场的开拓力度,餐饮渠道的消费比例正在逐步提升。		2019 年经销商数量 1051 个, 开发空白地级市 21 个, 实现全国空白地级市开发率 83.4%, 区县开发率 38.32%, 逐步实现销售区域的平衡发展。线上占比 0.67%	1051
恒顺醋业	13%	87%	公司注重销售渠道建设, 利用营销中心下设的 30 个办事处布局全国, 拥有覆盖各地区的经销网点 50 万个, 同时大力拓展线上业务。线上占比 3.55%。	1200+

千禾味业	公司调味品产品的主要销售渠道包括零售渠道、餐饮渠道、电商渠道等，主要购物场所为 KA 超市、中小连锁超市、农贸副食干杂店、农贸市场、电商平台等。线上占比 6.94%。		
天味食品	公司已经建立了以经销商为主、定制餐调、电商、直营商超为辅的销售渠道。覆盖全国的销售网络，占比分别为 83%、11%、4%、1%	2019 年度合作经销商数量达到 1221 家，公司合作的经销商的范围延伸至市县一级。线上占比 3.46%	1221
安记食品	公司销售渠道以流通渠道为主，电商渠道、商超渠道、餐饮渠道、特通渠道和海外渠道为辅。	公司多年来持续进行渠道建设，销售网络已覆盖了全国 25 个省、自治区和直辖市的经销网络，辐射全国的各大批发农贸市场、连锁超市和便利店。线上占比 2.07%	-
加加食品	主要采取经销商代理模式，以独家经销制为主，以二、三线城市和县、乡（镇）市场为重点目标市场，陆续在全国各地发展了一千多家总经销商，形成以长沙、郑州、阆中三大生产基地为中心，辐射全国的销售网络。		1000+
佳隆股份	公司将销售目标市场集中在餐饮行业领域，采取了以经销为主，其他销售模式为辅的混合销售模式		
莲花健康	公司采取经销商为主，直销为辅的销售模式。公司产品主要面向终端消费市场大众消费者，具有客户群体较为分散的特点，该消费群体的特点决定了公司产品主要通过经销商模式进行销售。线上占比 0.06%。		

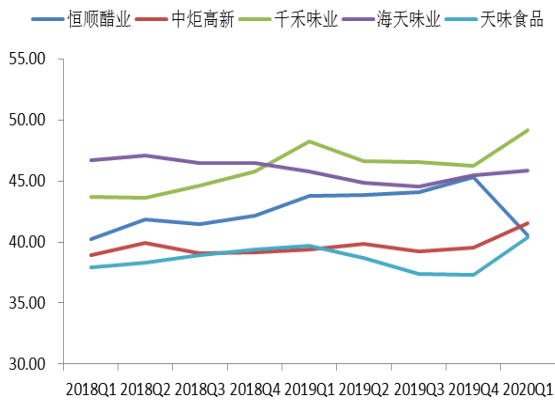
资料来源：公司 2019 年报，山西证券研究所

1.4 费用率明显回落，企业盈利能力不断提高。

疫情期间费用率明显回落，企业盈利能力不断提高。2020 一季度海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业和天味食品销售净利率为 27.43%/19.38%/19.59%/23.05%，同比+0.52/+2.11/+2.20/+0.86/-0.98pct。疫情期间费用率下降带来公司盈利能力提高。具体来看：一是销售毛利率分别为 45.82%/41.55%/49.18%/40.50%/40.40%，同比+0.04/+2.17/+0.92/-3.26/+0.66pct，可以看出，疫情期间产品结构稳定。二是销售期间费用率，销售期间费用率分别为 12.62%/19.11%/25.48%/19.11%/14.82%，同比-1.44/-0.72/-3.36/-5.22/-0.11pct，主要在于新冠肺炎疫情期间企业营销活动受限所致，其中销售费用率分别为 10.62%/10.63%/20.55%/17.28%/9.43%，同比 -1.40/+0.49/-2.12/-3.89/-0.12pct；管理费用率分别为

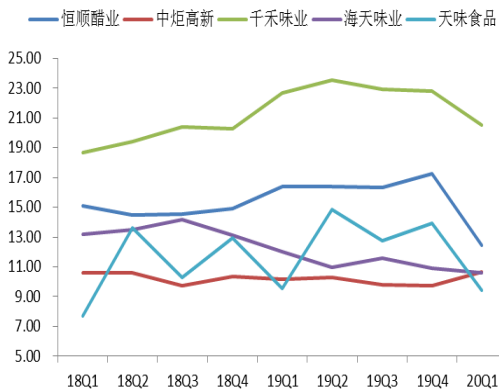
3.54%/7.92%/5.37%/8.16%/5.86%，同比+0.09/-0.36/-1.11/-1.13/+0.23pct。

图 10：调味品部分公司毛利率情况



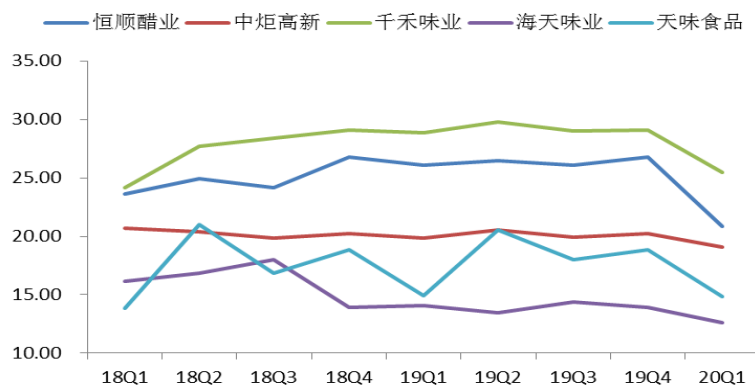
资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：调味品部分公司销售费用率情况



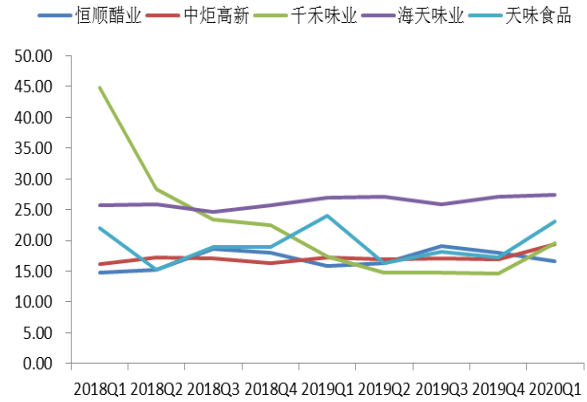
资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：调味品部分公司销售期间费用率情况



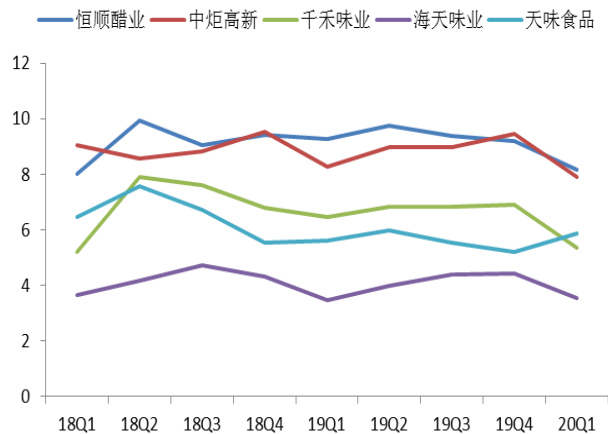
资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：调味品部分公司净利率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 13：调味品部分公司管理费用率情况



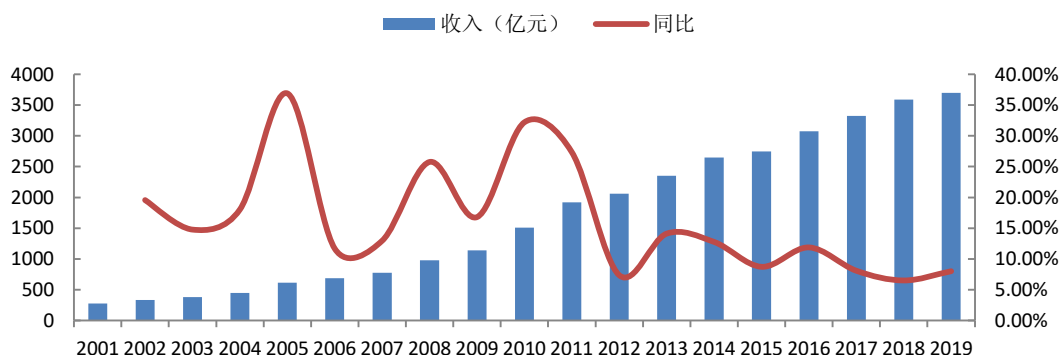
资料来源：wind，山西证券研究所

2.后疫情时代思考：调味品行业变化

2.1 疫情之后，强者更强进一步体现

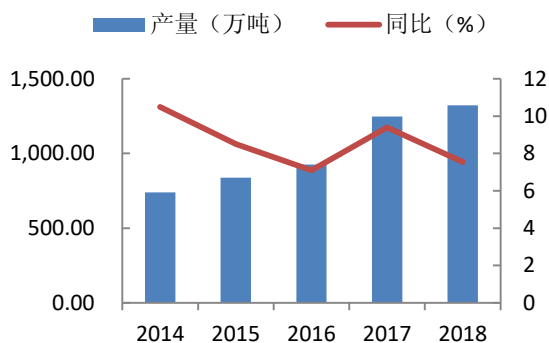
虽然调味品市场稳步增长，但对于中小生产企业而言，在生产层面和营销渠道层面不具有规模优势，在行业增速放缓或负增长的背景下将面临明显的经营压力，龙头企业市场占有率在这一过程中会持续提高。根据 2018 年中国调味品著名品牌企业 100 强数据统计中上市公司（14 家）的销售收入增长率为 13%，高于百强企业的 10.77% 的增长率，更高于近期国家统计局公布的规模以上调味品企业 6.5% 的增长率。另外，2018 年度上市公司（14 家）总销售收入为 419.79 亿元，占统计企业总销售收入的 44.72%，相比百强统计中 2017 年度上市公司（14 家）占统计企业（94 家）总收入的 38.00% 而言，调味品产业的集中度在提升，强者更强局面进一步体现。新冠肺炎疫情之后，大的品牌企业将快速扩张并进行全国布局，定位精准且差异化明显的产品将更受青睐，中小企业的落后产能将快速出清，调味品产业的品牌集中度将得到进一步提高。

图 15：调味品行业市场规模情况



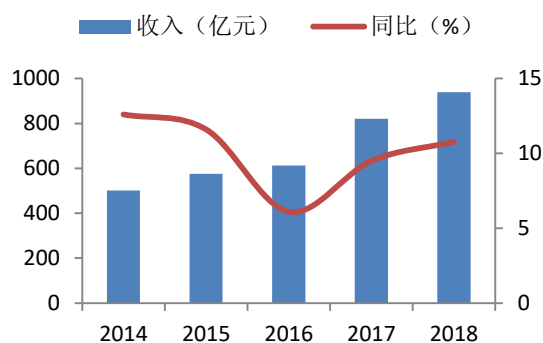
资料来源：中国调味协会数据，山西证券研究所

图 16：2018 年调味品百强企业产量情况



资料来源：中国调味协会数据，山西证券研究所

图 17：2018 年调味品百强企业销售收入情况



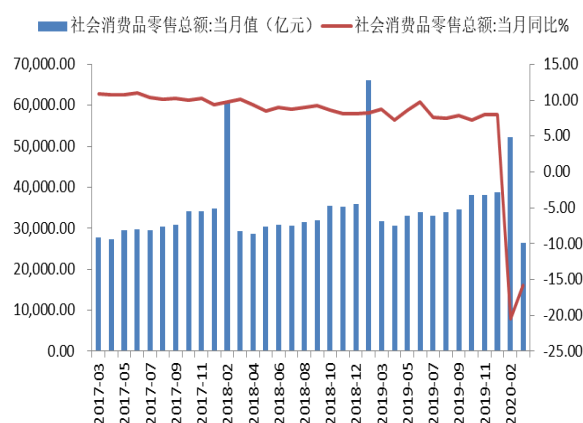
资料来源：中国调味协会数据，山西证券研究所

2.2 电商渠道是值得着重关注的新兴渠道

电商渠道是未来调味品值得着重关注的新兴渠道。虽然，调味品传统的经销商渠道目前依然是主流，是调味品实现大宗销售的主要方式。目前调味品电商销售额仅占全部销售的 1.5% 左右。但是，这次疫情的防控非常严格，各个小区严格管理，以家庭为单位，限制个人的外出频次和时间。因此网上下单，快递送货成为了主流，各类生鲜食品网站平台迅速被消费者认知并采用。受新冠肺炎疫情的影响，一季度社零总额同比下降 19.0%，但实物商品网上零售额同比增长 5.9%，占社零总额的比重为 23.6%，网上零售保持逆势增长。疫情发生以后，由于线上消费对到店消费的替代率提高，越来越多的消费者选择和习惯在线购买和到家服务，带动企业推进线上线下融合发展的意愿进一步增强。根据美团发布的《2020 春节宅经济大数据》显示，春节期间，酱油醋、十三香等各式调味料的总体销量增长了 8 倍多。京东的宅经济相关数据也显示，今年 1 月 18 日至 3 月，京东平台调味品成交额增长超过 129%。两项数据的增长，显示出 C 端调味品需求旺盛。

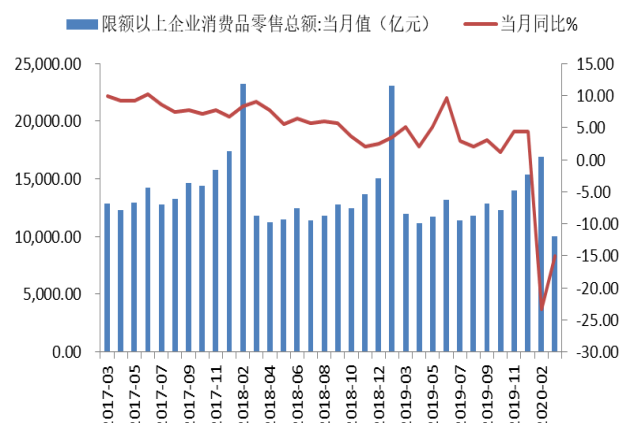
数字经济在调味品产业中的应用大有可为。疫情下，线上销售成为热门，各大电商平台的客户端短期内爆发式增长。未来随着线上销售比例的进一步提高，客户的销售大数据比以往更容易获得，更具有实际参考价值。未来再辅以产品国际二维码的使用、企业客户平台管理等其他大数据获取手段，调味品产业的大数据分析将会更加细分和精准。这些大数据分析包括对调味品的市场需求分析、单个客户喜好分析、各渠道分析及竞品分析等。这些精准化的数字分析，可以帮助企业精准的研发产品，并制定相应的企业发展战略。

图 18: 社会消费品零售总额当月(亿元)及同比(%)



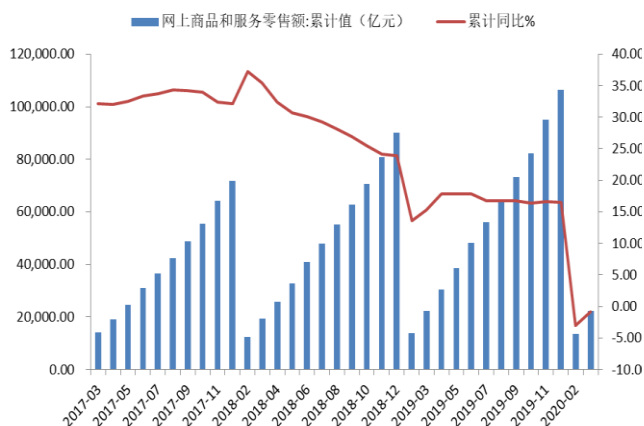
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 19: 限上消费品零售总额当月(亿元)及同比(%)



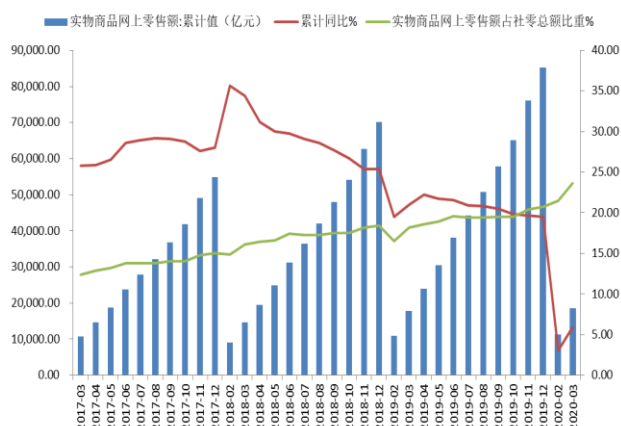
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 20：网上商品零售额累计值（亿元）及同比



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 21：实物商品网上零售额累计值、同比及占比%

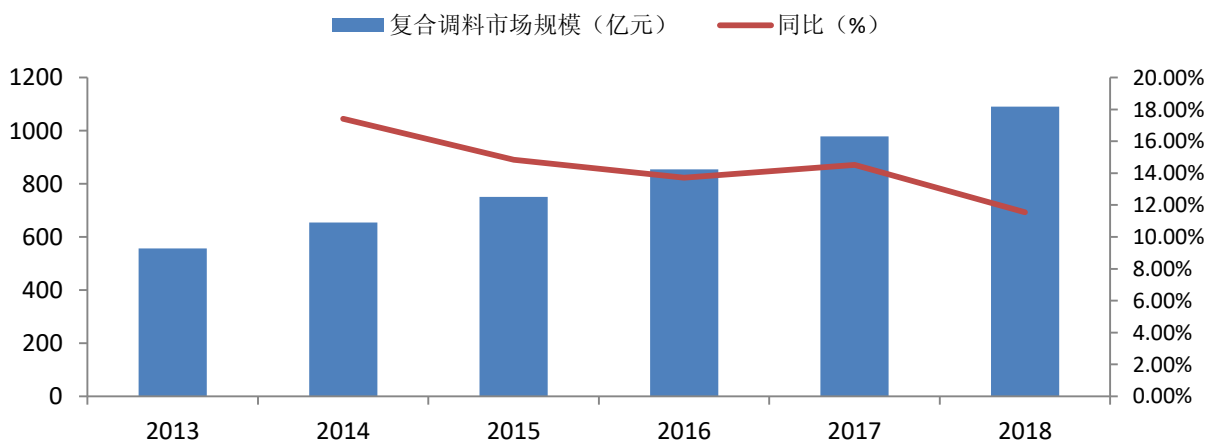


数据来源：国家统计局，山西证券研究所

2.3 复合调味料家庭市场迎爆发

我国复合调味品市场仍有较大的增长空间。调味品按不同分类方式，可以分成不同类别。调味品按产品成份分类，可被分为单味调味品（基础调味品）和复合调味品。近二十年来，随着 GDP 持续增长，我国已步入了消费结构升级、实物消费与服务消费并重的发展轨道，消费者更加关注自身生活品质的提升。我国居民收入水平的提高，饮食习惯的改变，消费者已不满足于过去简单的油、盐、酱、醋单一调味品的需求，用复合调味料替代糖、酱油、味精等已成为更多家庭和餐饮企业的重要选择，一方面调味品复合化可以让年轻的家庭消费者方便快捷的烹饪美味，解决其不会做、没时间做的消费痛点；另一方面，餐饮行业需求日益增大，规范化和连锁化经营带来了标准化复合调味料需求的快速增长。2018 年复合调料规模达 1091 亿元，预计 2015-2020 年仍保持 14.7% 复合增速。

图 22：2013-2018 年中国复合调味品市场规模增长趋势



资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

复合调味品在餐饮渠道受冷，但迎来了在家庭渠道崛起的机遇。复合调味品主力销售渠道是餐饮市场，不过复合调味品家庭市场的发展潜力，早就吸引了如海底捞、呷哺呷哺、黄记煌、德庄等餐饮品牌进入，呷哺呷哺推出打入流通渠道的包括麻辣、番茄、菌汤等多种口味的火锅底料，黄记煌 8 种不同口味的“一汁成菜”酱料布局 C 端市场，申唐产业集团推出“九眼桥”系列产品，包含火锅底料、老坛酸菜鱼调料、青花鱼调料、小龙虾调味料、麻辣烧鸡公调料、香辣蘸碟等。根据《粮油调味营销》显示，2020 年疫情宅家期间，家庭调味品消费增长或将达到 2019 年同期消费量的 4 倍，其中，复合调味品尤其是中式复合调味料，因其便捷化特征迎合了“懒人经济”，在家庭市场同样迎来高速增长。在疫情期间，在家中钻研厨艺成为全民娱乐，男女老少纷纷系上围裙钻研厨艺，并将火锅、酸菜鱼、回锅肉、鱼香肉丝、小龙虾、麻辣香锅等各式美食晒至朋友圈或抖音、快手等短视频平台。因此，80 后、90 后等年轻人正在成为家庭厨房的主力人群，他们平时不善烹饪，以复合化、便捷化、为特征的中式复合调味品正好迎合了他们的需求。

2.4 地摊经济对调味品市场有一定的促进作用

地摊经济是指通过摆地摊获得收入来源形成的一种经济形式。今年《政府工作报告》明确提出：“通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力。随后中央文明办也明确要求不将占道经营、马路市场、流动商贩列为今年文明城市测评考核内容。同时，电商巨头也身体力行支持“地摊经济”，5 月 29 日，阿里 1688 发布“地摊经济”扶持计划，将提供超过 700 亿元的免息赊购，通过源头好货、数据智能、金融扶持、客户保障四大维度赋能，为超 3000 万“摊主”提供全方位的进货和经营支持。并且 6 月 1 日李克强总理在烟台考察时说：“地摊经济、小店经济是就业岗位的重要来源，是人间的烟火，和‘高大上’一样，是中国的生机。”因此，随着各地政策的放开，“地摊经济”成为了经济复苏的新动力，一方面拉动就业人数上升，另一方面带动消费。民以食为天，地摊经济松绑，各种美食“接管”街道，开启夜宵模式，这无疑利好餐饮行业。美食摊无需门面，节省房租，只需承担食材、设备成本。疫情重创餐饮行业，允许摊贩占道经营，将助力餐饮行业复苏，对调味品市场有一定的促进作用。

表 4：各地地摊经济政策情况

序号	各地出台地摊经济政策
1	成都率先为地摊经济松绑，5 月底成都已经设置临时占道摊点、摊区 2230 个，允许临时越门经营点位 17147 个和流动摊贩经营点 20130 个。
2	近日，《上海市城市管理行政执法局关于优化营商环境的指导意见》（简称《指导意见》）发布，支持特色小店开展“外摆摊”经营，实施“轻微免罚”制度，支持新消费业态发展，推进夜市经济发展，同时对外摆时间、摆放范围等实施精细化管理。
3	广州市城市管理综合执法局表示，该市探索试行在新冠肺炎疫情常态化防控期间，允许部分区域商家(个体户)临时借道经营、建设流动商贩临时疏导区等政策。

4	6月4日，黑龙江省住建厅在其官网发布《关于优化城市管理助力经济发展的通知》，推出12条举措扶持“地摊经济”，将全面恢复市场摊区，积极拓展市场摊区，制定发布摊区地图，允许合理占道经营，适度允许店外经营，免除业户相关费用等。另外，2020年，黑龙江省各地城管执法部门不得将占道经营列入相关考核内容。
5	陕西省下发通知，提出“在不影响人行通道、确保安全的情况下，允许城区临街店铺出店经营，允许大型商场适度占道促销，允许在居民居住集中区开辟临时摊点摊区，允许流动商贩在一定时间和区域占道经营”。同时，西安市今年计划设置100处蔬菜早市、100处夜市烧烤集中经营区和100处食品摊贩临时摊群点。

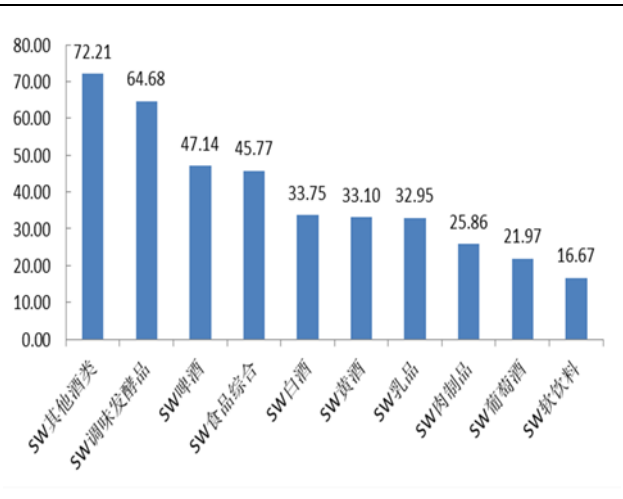
资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

3. 展望 2020：如何看待调味品行业估值

3.1 目前调味品估值处于历史高位

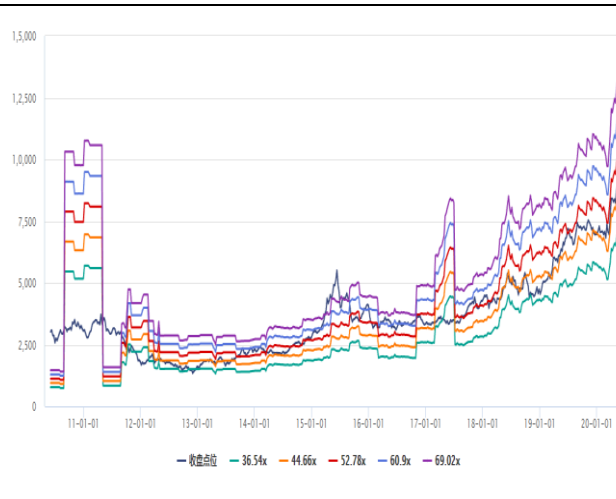
目前调味品估值处于历史高位，在食品饮料子板块中排名第二，主要在于资金面和基本面共同驱动。从年初到5月29日，近7成公司股价涨幅达30%以上，这一轮调味品板块上涨过程中，以安记食品、天味食品、日辰股份为代表的复合调味料最为突出，其次是布局C端、线上渠道销售最为突出的千禾味业。因此，涨幅排名靠前的是千禾味业、安记食品、日辰股份、天味食品，且部分个股股价已创历史新高：如千禾味业、海天味业等。

图 23：食品饮料子板块动态市盈率



数据来源：wind，山西证券研究所

图 24：调味品估值情况



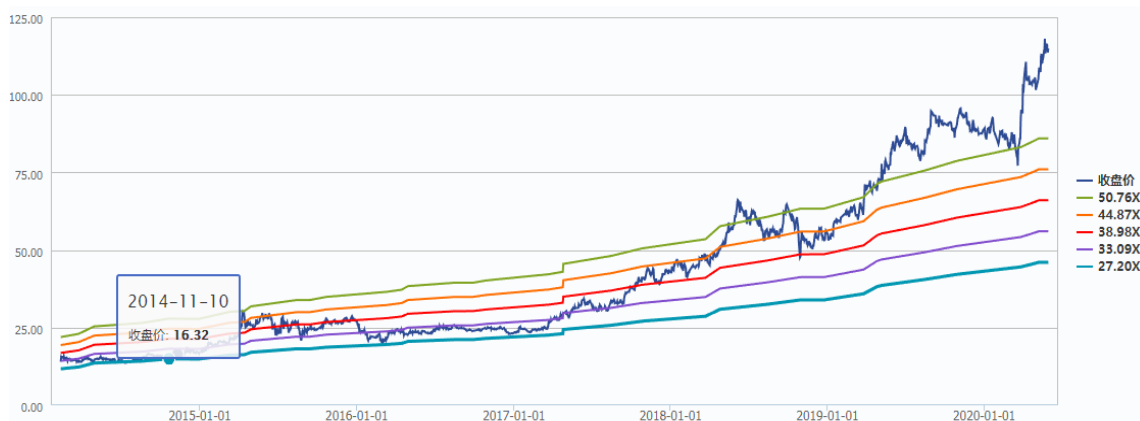
数据来源：wind，山西证券研究所

表 5：调味品公司市场情况

公司代码	公司简称	收盘价	区间涨跌幅 (2020-01-01 至 05-29)	市盈率 PE (TTM)
603317.SH	天味食品	48.28	56.65	96.26
603755.SH	日辰股份	82.00	68.69	94.70
603696.SH	安记食品	14.34	70.11	83.98
603027.SH	千禾味业	38.41	80.67	83.12
603288.SH	海天味业	114.90	29.35	67.84
600872.SH	中炬高新	55.00	40.55	59.62
600305.SH	恒顺醋业	23.24	52.39	55.45
002650.SZ	加加食品	5.03	40.50	36.87
600186.SH	莲花健康	2.61	2.14	29.26
600866.SH	星湖科技	4.53	2.03	23.13
002495.SZ	佳隆股份	2.76	-4.17	304.39

数据来源：wind，山西证券研究所

图 25：海天味业估值



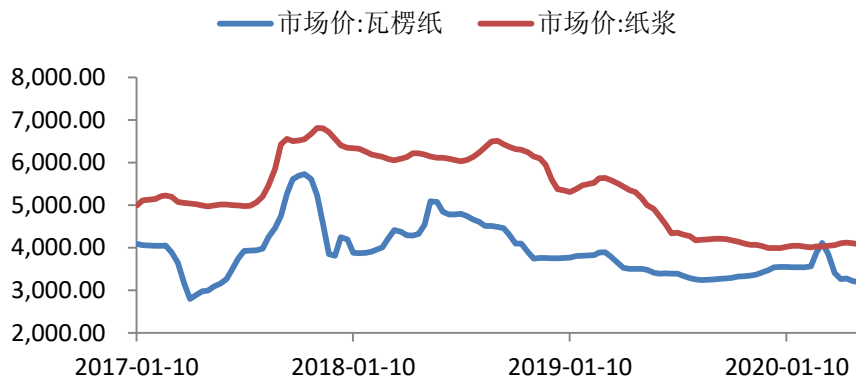
数据来源：wind，山西证券研究所

3.2 需求回暖，成本下行

整体需求：餐饮有所好转，行业发展空间较大。虽然短期内餐饮行业遭受疫情的重大影响，人之生活不过衣食住行，随着疫情防控的解除，政策扶持力度的加大，人们对于消费的报复性反弹，餐饮消费行业长期增长趋势不改，助力调味品行业消费回补。且作为日常生活必需品，调味品刚性需求极强，受宏观经济影响不明显，周期性特征不突出，行业盈利水平良好。长期来看，伴随城镇化率的持续提升以及中高阶层消费群体的日益庞大，调味品消费量和品质需求均有显著提升，行业发展空间较大。

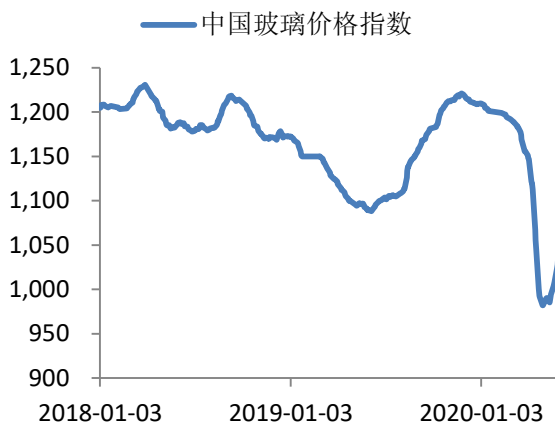
包装成本下行，预计对公司业绩弹性有一定贡献。调味品主要原材料为黄豆、面粉、白糖、食盐等农产品及玻璃瓶、塑料瓶和纸箱等包装物，其中，包装占比约为成本的 30%。2020 年 4 月份后包材成本大幅下降，预计对公司业绩弹性有一定贡献。

图 26：瓦楞纸价格回落



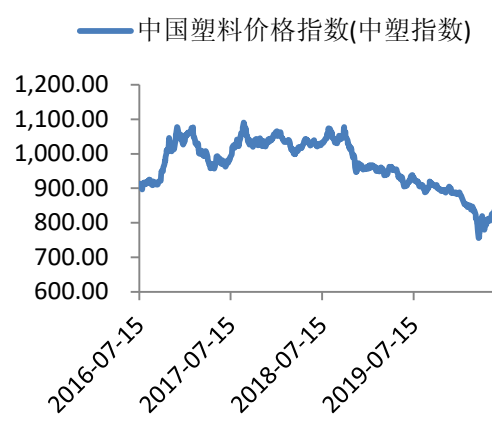
资料来源：wind，山西证券研究所

图 27：玻璃价格指数 4 月份大幅回落



资料来源：wind，山西证券研究所

图 28：塑料价格指数自 4 月份大幅回落



资料来源：wind，山西证券研究所

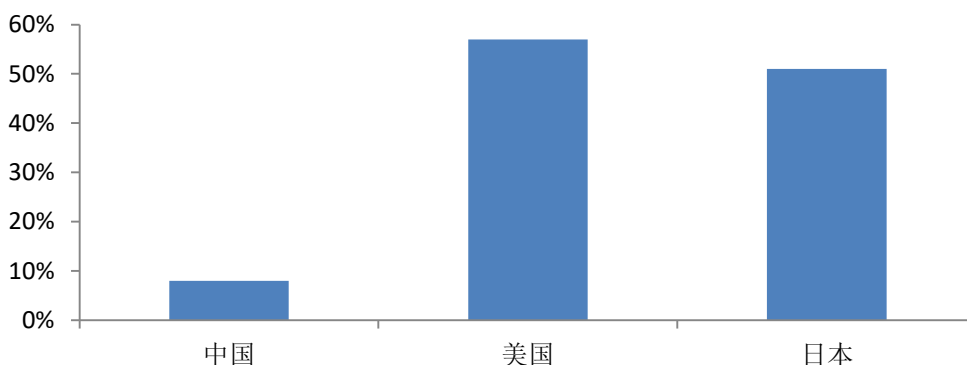
3.3 C 端和 B 端共同促进复合调味品发展

便携性的食品消费诉求使得调味料从“单一”走向“半复合”再到“全复合”逐步演变。一方面，复合调味料免去了厨房小白“该放什么？放多少？”的苦恼，成为 C 端懒宅们的居家做饭神器；另一方面，它极大地减少了烹饪时间和难度，提高了烹饪效率，标准化的操作帮助 B 端市场实现快速配餐的诉求。

从 B 端需求来看，餐饮连锁化和外卖行业高速发展助力复合调味品增长。餐饮连锁行业的转型升级成为复合调味料增长的重要推力。近十年来，我国餐饮行业受到限制三公消费影响，餐饮格局发生重大变化，高端餐饮失速，但由于经济的稳健增长、居民可支配收入的持续提高，大众餐饮取而代之。随着消费者对

品牌、食品安全、食物及服务的质量愈发看重，餐饮行业连锁化率将进一步提高。根据欧睿数据，2018 年我国连锁餐饮化率约 8%，相较于日本（51%）、美国（57%）的渗透率仍有较大的提升空间。餐饮经营模式连锁化尤其以“中央厨房门店”的经营模式最为普遍。目前，我国已有超过 70%的连锁餐饮企业自建了中央厨房，且各连锁餐饮企业都在不同程度上实行了标准化的生产。“中央厨房门店”的经营模式为复合调味料企业，复合调味料企业可以根据餐饮企业的要求，为其定制适用于某款菜品烹饪的调味料，不仅大大简化了厨师工作，更让餐饮企业的特色化、标准化以及规模化成为可能。

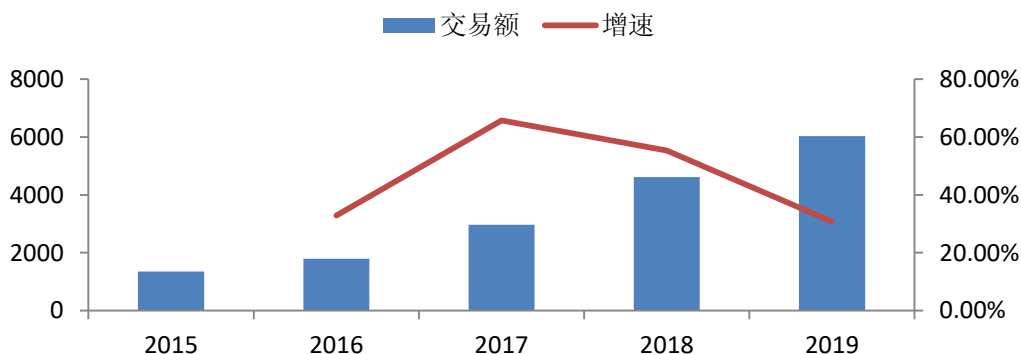
图 29：我国餐饮连锁化率仍有空间



数据来源：欧睿，山西证券研究所

外卖市场高速发展利于复合调味品。互联网对餐饮行业不断渗透，消费者的消费习惯被动改造，使得餐饮这一传统行业经历巨大改变，大部分餐饮企业尤其是快餐餐饮企业均加入到外卖行列。快餐餐饮企业对标准化、快速化的程度要求较高，对复合调味料需求量大，因此复合调味料市场也受益于外卖规模的快速增长。自 2015 年起我国外卖市场交易规模开始进入高速增长，根据美团研究院和中国饭店协会联合发布的《中国外卖产业调查研究报告》显示，2019 年外卖规模达到 6035 亿元，涨幅为 30.8%，预计未来行业规模仍将稳定扩大。

图 30：2015-2019 年外卖产业交易额及增速（亿元/%）



数据来源：前瞻产业研究，山西证券研究所

从 C 端需求来看，首先，从各国复合调味品占比情况来看，据 Euromonitor 数据，中国仍以酱油、醋等单一调味品为主，复合调味品占比仍然很小，远低于其他国家，如日本、韩国、美国，复合调味品由于种类多、用量大、附加值高，消费占比在 59% 以上。其次从各国复合调味品人均消费量来看，2017 年我国零售端复合调味品人均消费为 4.3kg/年，相较日本 18kg/人仍有 4 倍的成长空间。

图 31：各国复合调味品占比情况

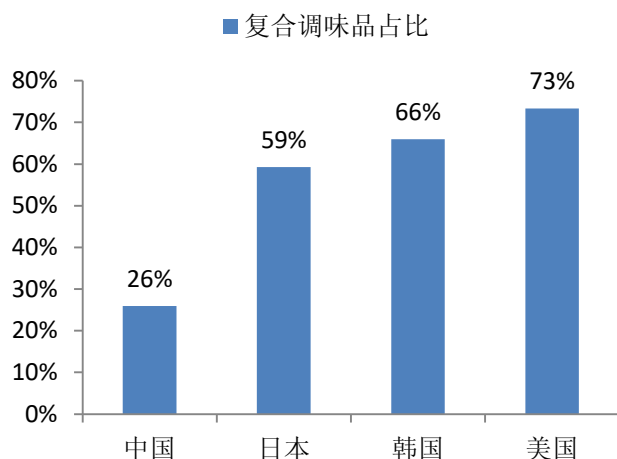
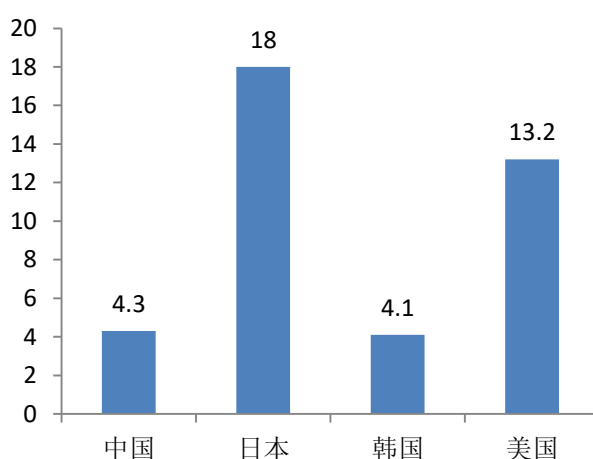


图 32：我国复合调味品人均消费量情况 (kg)



资料来源：Euromonitor，山西证券研究所

资料来源：Euromonitor，山西证券研究所

3.4 业绩逐渐改善，刚需支撑高估值

3 月底以来，由于疫情的影响，资金流入基本面较为稳定的食品饮料板块。虽然调味品行业目前估值较高，但是在宏观经济增长整体承压背景下，调味品作为刚需消费，随着餐饮渠道回暖，成本下行，预计对公司业绩弹性有一定贡献。因此，调味品板块仍是业绩增长确定性较强的板块之一，可能会继续受到资金的青睐。同时可以看出，在对 2020 年提出量化经营目标的调味品企业，均实现正增长，其中，千禾味业、加加食品等 2020 年实现加速增长。

表 6：调味品部分公司 2020 年目标情况

公司简称	2019 年	2020 年
海天味业	2019 年的公司计划营业总收入目标为 197.6 亿元，同比+16%，利润目标为 52.38 亿元，同比+20%	2020 年的公司计划营业总收入目标为 227.8 亿元，利润目标为 63.2 亿元。收入和利润增速分别为 15%、18%
中炬高新	-	2020 年集团预计实现营业收入确保目标 53 亿元，同比增幅 13.30%；预计实现净利润 9.2 亿元；预计归母净利润

		8.34 亿元，同比增幅 16%。
千禾味业	2019 年营收目标增速为 25.2%，其中调味品收入增速为 30.6%；扣非净利润目标为 2.1 亿元，同比增长 35.5%	公司 2020 年营业收入预算同比增长 29.35%，其中调味品收入同比增长 36.73%；实现归母净利同比增 46.88%，归母经常性净利同比增长 52.15%。
恒顺醋业	力争实现：主营调味品业务销售 12% 增长，扣除非经常性损益净利润实现 15% 增长的年度经营总目标	公司力争实现：主营调味品业务销售超 12% 增长，扣除非经常性损益净利润实现 12% 增长以上的年度经营总目标。
天味食品	-	2020 年公司计划营业收入目标为 22.46 亿元，同比增长 30%，净利润 3.42 亿元，同比增长 15%。
安记食品	-	-
加加食品	根据 2019 年财务决算报告，2019 年实现营业收入 20.96 亿元，同比 17.23%；实现归属于股东的净利润 1.59 亿元，同比 38.26%	根据 2020 年度财务预算报告，2020 年营业收入 25.96 亿元，同比增长 27.27%；利润总额 2.56 亿元，同比增长 33.41%；归属上市公司股东的净利润 2.00 亿元，同比增长 23.11%。
佳隆股份	-	-
莲花健康	-	根据 2020 财务预算报告，营业收入：2020 年计划实现营业收入 17.05 亿元，同比增长 0.12%；利润总额：2020 年计划实现利润总额 7100 万元，同比增长 2.9%。

资料来源：公司公告，山西证券研究所

4.重点公司推荐

从短期来看，餐饮连锁化发展和家庭端市场爆发促进复合调味料行业增长。中期来看，恒顺醋业虽然一季度调味品主业增速放缓，但是期待改革释放红利。长期来看，海天依旧享受行业地位，同时加快业务裂变和新业务发展，促进持续发展。

海天味业 (603288.SH)：疫情影响有限，尽力确保经营达到 2020 年度目标。公司 2020 年一季度实现营业收入 58.84 亿元，同比增长 7.17%；归母净利润 16.13 亿元，同比增长 9.17%，业绩整体稳健。在新冠肺炎疫情疫情影响下，餐饮渠道承压，但是公司依然强调 2020 年目标不减。同时公司继续加大生产基地的产能改造，在未来公司“三五”计划中多地生产基地将陆续开工，可依据销售实际情况，再次释放超过 100 万吨以上调味品生产能力，为“三五”发展保驾护航。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.34/2.75/3.28 元，对应

当前股价，2020-2022 年 PE 分别为 49X/42X/35X，维持“买入”评级。

中炬高新 (600872.SH)：业绩暂受影响，2020 年目标稳健增长。受疫情影响带来的停工停产，以及下游餐饮需求的减弱，一季度业绩受到一定影响，2020Q1 实现营业收入 11.53 亿元，同比-6.32%，归母净利润 2.06 亿元，同比+8.94%。但是，2020 年目标稳健增长，我们认为，公司制定双百目标，业绩确定性强，因此通过在全国化市场开拓、发展餐饮渠道以及品类外拓等策略，促进公司持续发展。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.07/1.31/1.57 元，对应当前股价，2020-2022 年 PE 分别为 49X/40X/33X，维持“买入”评级。

恒顺醋业 (600305.SH)：调味品主业增速放缓，期待改革释放红利。公司 2020 一季度实现营业收入 4.66 亿元，同比增长 0.35%；归母净利润 0.76 亿元，同比+3.69%，（其中，扣除非经常性损益的净利润 0.69 亿元，同比增长 7.97%），调味品主业增速放缓。2020 年，受疫情影响调味品行业将面临着严峻的考验，但是公司进一步深化企业内部变革，全力推进企业高质量发展。2020 年公司经营目标主营调味品业务销售超 12% 增长，扣除非经常性损益净利润实现 12% 增长。公司继续聚焦主业谋发展，同时深化改革增动力，实现业绩的加速增长。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.48/0.55/0.63 元，对应当前股价，2020-2022 年 PE 分别为 47X/41X/35X，维持“买入”评级。

5.投资风险

宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

