

# 民以食为天，食以味为先

## ——调味品行业深度报告

行业深度

◆ **产品/品牌/渠道三重壁垒造就行业坚实的护城河，调味品产业是国内少数的内资企业占绝对主导的优质赛道。** (1) 产品壁垒的根源来自中西饮食差异以及地理环境的独特性。(2) 品牌壁垒的根源来自根深蒂固的中国饮食文化，而日渐兴盛的食品消费老字号趋势又进一步强化了内资企业的品牌力。(3) 渠道壁垒的根源在于调味品的主要消费来自餐饮端而非家庭端，餐饮端易守难攻，家庭端易攻难守。外资定位高端，擅长现代流通渠道操作；内资深耕餐饮和传统流通渠道。内外资龙头企业在渠道策略的差异逐渐演变成渠道能力的差距，我们认为餐饮渠道在未来的重要性只增不减，内资龙头企业的渠道壁垒将会更加牢固。

◆ **存量规模大，增量空间广，调味品是一条典型的“长坡厚雪”型优质赛道。** (1) 我们引入城镇化率指标重新构建了调味品市场规模的测算模型，我们判断在 2023 年，我国调味品市场总的终端消费规模超过 6000 亿，CAGR 为 8.2%。生产端看，中小厂商加速淘汰；消费端看，居民消费品牌化趋势显著，头部企业市占率提升逻辑坚实；(2) 餐饮渠道作为调味品主要的需求来源，其产业变革趋势值得高度重视，“标准化、复合化”的调味品有望成为新的大品类，同时承载龙头酱油企业的平台化转型升级与新锐复合调味品公司的快速成长；(3) “价”的逻辑相对简单，长看消费升级，短看通胀压力，“一超多强”的竞争格局优于“群雄割据”和“双寡头”格局，各细分龙头的成本转嫁能力已被历史数据多次证实，足以支撑投资者对行业以及龙头公司的长期增长率保持更为乐观的判断。

◆ **渠道强弱分明，拓品类+抓管理是追赶者实现“弯道超车”的两条路径。** (1) 渠道策略虽然百花齐放，但实操层面却并无捷径，渠道下沉和餐饮拓展是绕不开的坎，海天已进入渠道管理优化阶段，而追赶者依然处于织网阶段，渠道强弱分明，海天地位稳固；(2) 品类细分往往对竞争格局造成冲击，新一轮消费升级的到来为追赶者打开了一扇时间窗口；(3) 体制差异决定管理效率高低，期待混改提速的背景下传统国有调味品企业优化治理结构、加大内部挖潜力度，缩小与行业标杆差距。

◆ **投资建议：(1) 海天地位牢固，渠道精耕品类拓展助力其从“酱油之王”向“调味品之王”蜕变，首次给予“买入”评级；(2) 机制改革提升经营绩效，中炬高新渐入佳境，首次给予“买入”评级；(3) 消费升级为品类细分/拓展提供契机，千禾味业/涪陵榨菜，首次给予“增持”评级。**

◆ **风险提示：经济放缓、物价下行、食品安全问题、成本上涨等风险。**

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
603288	海天味业	95.00	1.62	1.92	2.30	59	49	41	买入
600872	中炬高新	36.14	0.76	0.89	1.10	47	41	33	买入
603027	千禾味业	25.06	0.74	0.64	0.75	34	39	33	增持
002507	涪陵榨菜	28.78	0.84	1.05	1.28	34	28	23	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 05 月 17 日

## 买入（维持）

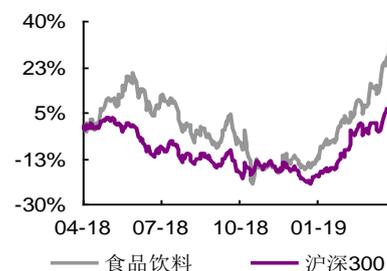
### 分析师

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

行稳致远，格局为王——食品饮料超额收益那些事儿

..... 2019-01-04

分化加剧，聚焦龙头——食品饮料行业 2018 年 Q3 回顾与总结

..... 2018-11-04

# 目 录

1、 寻一寻行业护城河到底在哪？ .....	7
1.1、 先天优势：饮食属性筑高产品壁垒，中餐文化抒写品牌张力 .....	7
1.2、 后天屏障：复杂结构叠加先发优势，内资企业更易念好渠道经 .....	9
2、 探一探真实市场空间究竟多大？ .....	15
2.1、 舌尖上的中国名副其实，6000 亿广阔市场任驰骋 .....	15
2.2、 大规模存量不掩增长潜力，量价双引擎扩容增量空间 .....	18
3、 捋一捋未来竞争格局如何变化？ .....	22
3.1、 渠道竞争力强弱分明，海天领跑一骑绝尘 .....	23
3.2、 突围方向之一：深耕品类，走差异化竞争路线 .....	25
3.3、 突围方向之二：机制改革，提升内部管理效率 .....	27
4、 重点公司分析 .....	29
4.1、 海天味业：多方优势锻造调味品绝对王者 .....	29
4.2、 中炬高新：宝能入驻后开启“双百”新征程 .....	31
4.3、 恒顺醋业：国企混改再次提速的食醋龙头 .....	34
4.4、 千禾味业：聚焦“零添加”定位的行业新星 .....	35
4.5、 涪陵榨菜：具备绝对定价权的榨菜龙头 .....	37
5、 风险提示 .....	39
6、 附录：海天味业 DCF 估值模型 .....	40
6.1、 关于营收增长率的假设 .....	40
6.2、 关于营运资本的假设 .....	40
6.3、 关于 FCFF 永续增长率的判断 .....	41
6.4、 DCF 建模计算结果 .....	41
7、 附录：中炬高新土地估值 .....	42

## 图目录

图 1：2018 年美国调味品产业各细分子行业结构 .....	7
图 2：2018 年中国调味品产业各细分子行业结构 .....	7
图 3：中炬、海天、千禾、榨菜、恒顺的产地优势 .....	8
图 4：食品消费老字号趋势明显 .....	9
图 5：中国调味品渠道结构 .....	10
图 6：2018 年调味品餐饮/家庭/工业渠道份额占比 .....	10
图 7：家庭作为调味品购买主体在零售终端分类 .....	10
图 8：调味品零售终端在现代/传统渠道分类 .....	11
图 9：中国调味品渠道通路（不含工厂端） .....	11
图 10：2018 年调味品在餐饮渠道的使用场景分布 .....	12
图 11：调味品餐饮渠道特点 .....	12
图 12：2018 年餐饮渠道使用者对调味品的选购原因分布（%） .....	12
图 13：各级别城市快消品零售总额占比 .....	13
图 14：2017 年调味品在各行政级别地区的渠道结构 .....	13
图 15：海天渠道网络建设历程 .....	14
图 16：中国调味品规模（亿元，主营收入口径） .....	16
图 17：中国调味品市场规模（亿元，工业销售产值口径） .....	16
图 18：2018 年中国市场调味品消费结构（%） .....	17
图 19：中国市场调味品各细分子类复合增速（%） .....	17
图 20：家庭烹饪与在外用餐调味品用量差异 .....	18
图 21：餐饮渠道调味品/酱油消费量占比（%） .....	18
图 22：餐饮渠道较家庭渠道调味品消费量增量（%） .....	19
图 23：居民可支配收入的增长与在外用餐支出相关性大 .....	19
图 24：餐饮服务市场规模（亿元） .....	19
图 25：中式餐饮规模（亿元） .....	19
图 26：2018 年餐饮消费的总结 .....	20
图 27：中国复合调味料市场规模增长迅速（%） .....	20
图 28：调味品/酱油零售单价持续提升 .....	21
图 29：居民酱油消费能接受的主力价格带 .....	21
图 30：中国调味品单价与发达国家对比（元/千克） .....	21
图 31：调味品 CPI 指数跟随 CPI 指数波动 .....	22
图 32：2016 年调味品行业遭受成本压力 .....	22
图 33：调味品行业提价后营收增速提升（%） .....	22
图 34：调味品行业提价后净利率提升明显 .....	22
图 35：复盘海天的王者之路 .....	23
图 36：酱油厂商在零售渠道的市场份额（%） .....	24

图 37：海天在酱油市场各统计口径下的市占率（%） .....	24
图 38：海天/中炬各渠道市占率（%，按销量口径计算） .....	24
图 39：海天/中炬渠道环节利润率（%） .....	24
图 40：各调味品厂商渠道战略对比 .....	25
图 41：各酱油厂商在线上的品类竞争策略 .....	27
图 42：2018 年海天/中炬/千禾单吨成本结构（元） .....	28
图 43：海天从上市初至今单吨成本变化（元） .....	28
图 44：海天历史产能与未来产能预估（万吨） .....	28
图 45：千禾与中炬酱油产能规划（万吨） .....	28
图 46：海天的管理费用中职工薪酬占营收比重（%） .....	29
图 47：不同企业属性食品饮料行业上市公司管理费用率 .....	29

## 表目录

表 1：中西方饮食差异对比 .....	7
表 2：外资进入中国调味品事件以及后续发展情况 .....	8
表 3：餐饮终端采购属性 .....	12
表 4：国内调味品公司渠道建设情况 .....	14
表 5：通过海天经营数据验证欧睿统计调味品家庭零售终端的准确性 .....	16
表 6：根据欧睿数据调整口径后计算的中国调味品市场零售总规模（亿元） .....	17
表 7：欧睿口径预测的 2017-2023 调味品市场量价复合增速（%） .....	18
表 8：调味品上市公司 2016-2017 提价潮 .....	22
表 9：各酱油厂商在线上的价格段竞争策略（以客单件为统计口径） .....	25
表 10： .....	30
表 12：海天味业财务数据和估值分析 .....	31
表 13：中炬高新业务分拆预测 .....	32
表 14：中炬高新财务数据和估值分析 .....	33
表 15：中炬高新与调味品行业估值对比 .....	34
表 16：千禾味业业务分拆预测 .....	36
表 17：千禾味业财务数据和估值分析 .....	36
表 18：千禾味业与调味品行业估值对比 .....	37
表 19：涪陵榨菜业务分拆预测 .....	38
表 20：涪陵榨菜财务数据和估值分析 .....	39
表 21：涪陵榨菜与调味品行业估值对比 .....	39
表 22：海天 WACC 计算指标 .....	41
表 23：海天味业股票价值的敏感性分析 .....	42
表 24：中炬高新土地储备情况（亩） .....	42
表 25：中炬高新存量房情况 .....	42

表 26：中炬高新存量房估值 .....	43
表 27：中炬高新可开发商住地估值 .....	43

## 报告聚焦

- **“中国味道”构筑护城河，估值溢价受益稀缺性。**从产品属性看，调味品与白酒产业具备类似特征，它是典型具备“中国特色”的稀缺的消费品赛道。由于饮食习惯根深蒂固，国内调味品企业凭借产地优势和品牌积淀形成强大的护城河，使得外资企业在快消品领域积累的生产、管理、营销经验很难在中国调味品产业中复制。因此，相对于其他快消品行业，调味品行业不仅在当下，而且在未来，都将是一个以内资为主导的领域。鉴于外资天然不具备优势，内资企业享有相对缓和的竞争环境。这是国内多数快消品产业不具备的特征。映射到资本市场，得益于上述稀缺性，板块持续享受估值溢价；同时，随着偏爱价值投资的外资在国内资本市场定价能力的提升，这种护城河优势带来的估值溢价有望长期维持。
- **从 DCF 角度理解龙头估值溢价的来源。**如何看待海天的估值是市场绕不开的话题，我们尝试在报告中提供新的视角来补充思考。在行业层面，我们在测算模型中引入城镇化率指标，重新测算调味品市场的总规模，预计未来五年中，中国调味品市场总规模将达到 6000 亿元，足以容纳海天实现从“酱油之王”向“调味品之王”的蜕变。公司层面，我们通过量化对比海天/中炬两家公司与渠道端近 10 年以来的动态博弈过程，验证海天的渠道优势不仅体现在于竞争对手之间做比较，而且体现在对渠道环节利润分配的掌控能力。综上，如果从 DCF 模型来理解海天的估值，我们认为调味品市场当前的存量规模、增量逻辑以及市场集中度提升的确定性趋势都足以支撑我们给予龙头公司在永续阶段更高增长率。
- **品类突破与管理提效是弯道超车的两条路径，中炬恒顺千禾各有看点。**在对竞争格局的研究方面，我们创新了研究工具，通过抓取阿里系大量的销售数据、发放千份关于调味品消费行为的调研问卷进行综合分析，帮助产业领域和资本市场投资者了解当下酱油消费最真实的价格带区间、酱油厂商最新的品类策略和价格带竞争策略。鉴往知来，我们认为在渠道为王的行业特征下，海天的竞争优势牢固。对于其他厂商而言，品类突破以及管理提效是实现弯道超车的两条路径。品类突破这条路径上，几乎每一轮消费升级都有成功案例；管理提效这条路径上，国企改革提速，调味品厂商“于无声中听惊雷”。以上两点不仅是值得跟踪的产业变革趋势，也是未来会对竞争格局产生变化的核心变量。其中，中炬恒顺期待管理提效，千禾期待品类突破，调味品厂商各有亮点。

## 1、寻一寻行业护城河到底在哪？

### 1.1、先天优势：饮食属性筑高产品壁垒，中餐文化抒写品牌张力

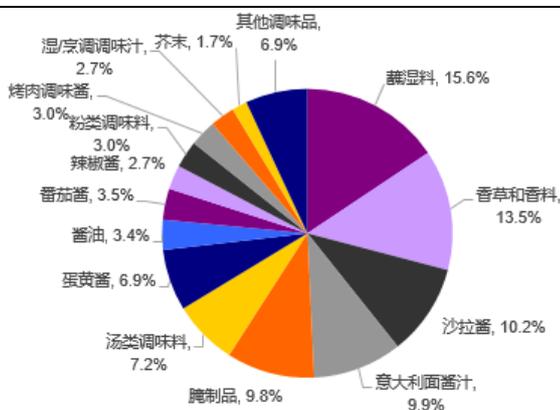
味觉记忆，根深蒂固——产品壁垒的根源之一。对于大多数消费品公司而言，穿越经济周期的核心驱动因素来自于人类自身在“衣食住行”方面的永恒需求。饮食方面，东西方在饮食观念、饮食对象、烹饪方式、饮食环境等方面差异显著，再叠加味觉记忆的深刻影响，中国的调味品在产品层面上形成了与西方调味品之间天然的差异。如，西方人认为菜肴用来饱腹，饮食结构中以肉奶蛋为主；中国人认为饮食是艺术，不仅原材料丰富多样，而且常通过调味品与烹饪方式的组合来追求饮食的“色香味”。因此，调味品可以说是中国饮食魅力的根源。由于饮食差异来源文化差异，我们认为中西方调味品产品结构上的差异也将长期存在（见图1和图2）。调味品与白酒一样，产品的壁垒实则来自于中西方文化之间的差异。

表 1：中西方饮食差异对比

	西方	中国
饮食观念	营养均衡搭配，饮食是科学	色香味搭配，饮食是艺术
饮食对象	口味相对单一，生、冷、甜为特色	口味丰富，食材繁复
烹饪方式	烧煎烤炸焖	炒炸闷爆煎烩煮蒸烤腌
饮食环境	简单安静	排场氛围

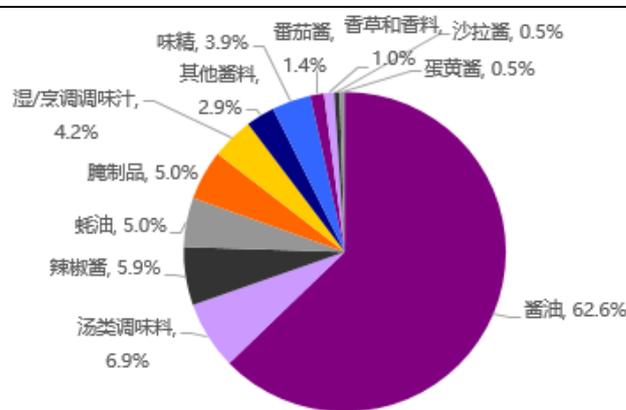
资料来源：光大证券研究所整理

图 1：2018 年美国调味品产业各细分子行业结构



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所 注：按销售额计算占比

图 2：2018 年中国调味品产业各细分子行业结构

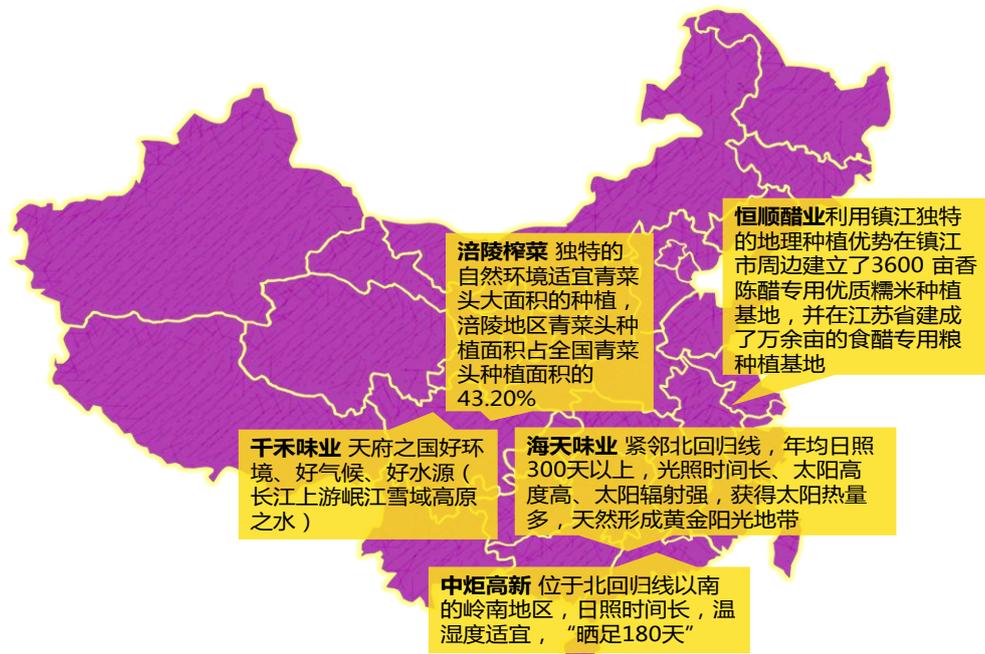


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所 注：按销售额计算占比

地大物博，云泥之别——产品壁垒的根源之二。“东酸西辣，南甜北咸”是对国内饮食与口味差异的简单概括，究其本质在于各地地理环境和人文习惯之间存在较大不同。对应到产业层面就容易看到，与其他消费品相比调味品行业的区域性特征更为明显。以市场集中度最高的酱油为例，它与其他快消品行业最大的不同在于地域和环境的差异使得酿造过程中微生物发酵带来的产品风味不尽一致。这种由于地理环境所决定的产品差异有利于强化产品壁垒。我们发现，外资品牌切入中国调味品市场往往更多地采用兼并收购的方式（表 2），但是由于调味品市场本身所具备的区域性特征又使得收购

完成后在产品全国化推广中面临问题，导致行业的发展更多地以一种内生且稳健的形式呈现出来。

图 3：中炬、海天、千禾、榨菜、恒顺的产地优势



资料来源：公司公告，光大证券研究所

表 2：外资进入中国调味品事件以及后续发展情况

外资企业	时间	事件
法国达能	1991	收购淘大
	2006	达能亚洲公司将旗下的淘大食品集团和上海淘大食品集团 60% 的股份出售给味之素
瑞士雀巢	1998	收购太太乐 80% 股份
	2001	收购四川豪吉 60% 的股份
联合利华	1998	收购老蔡酱油
	2000	全球收购百仕福公司，联合利华中国食品业务增加家乐、四季宝品牌
美国亨氏	2002	收购美味源，成立亨氏美味源，后改名为亨氏（中国）调味食品有限公司
	2010	以 1.65 亿美元价格收购酱油及腐乳生产商福达食品
新加坡福达	1996	收购“味事达”（酱油）和“广合”（腐乳）
	2000	与南京机轮调味品有限公司合资
	2000	福达(中国)公司在南京投资约 2 亿元成立味事达(南京)食品有限公司
	2010	福达食品被美国亨氏以 1.65 亿美元价格收购
新加坡第一家食品厂和新加坡超级集团	2006	控股恒顺醋业 49% 的股权
日本龟甲万	2000	世界最大酱油企业龟甲万和台湾统一企业合资成立了昆山统万微生物科技有限公司
	2008	统一企业联手龟甲万，与河北珍极合资成立统万珍极食品公司

日本味滋康	2005	收购北京和田宽食品有限公司等3家控股公司
日本味之素	2006	日本调味品巨头味之素收购香港达能亚洲公司旗下的淘大食品集团和上海淘大食品集团60%的股份
韩国希杰	2011	以2243.76万美元收购眉山泡菜企业吉香居49%的股份

资料来源：各公司年报，官网，光大证券研究所

**中餐文化，源远流长—品牌故事的土壤。**消费品的投资逻辑无非是产品力+品牌力+渠道力，放眼国内外各种消费品，中国调味品依托源远流长的中餐文化，通过品牌故事塑造品牌张力方面具备天然优势。如在品牌宣传时，海天将公司历史溯源于清代乾隆年间的佛山古酱园，李锦记将历史溯源于珠海蚝油庄，中炬将历史溯源于清末民初的香山酱园等。当下，食品消费的老字号趋势也使得调味品公司的品牌壁垒得以加固。

**图4：食品消费老字号趋势明显**



在天猫上老字号品牌被搜索的总次数：10亿

有成交量的老字号：700家

天猫上的老字号消费者：8600万

购买老字号品牌的90后消费者：320万

资料来源：《天猫食品行业趋势分析》，光大证券研究所

调味品的产品本质决定了这是一个少有的、本土公司更加受益国内市场增长的消费品行业：(1) 从消费品维度比较，调味品与白酒一样，是具有典型的中国特色的消费品；这条护城河的存在使得海外的调味品公司难以在产品特色上同国内公司展开直面竞争；(2) 中国各地口味之间的显著差异、调味品行业较低的进入门槛使得其区域性特征十分明显，外资常用的凭借资本优势进行兼并整合从而迅速做大规模的传统做法收效并不显著，细水长流、慢工出细活是这个产业的特征。

那么，我们不禁要问：既然产品和品牌有其天生的壁垒，那么渠道端是否有不一样的地方？

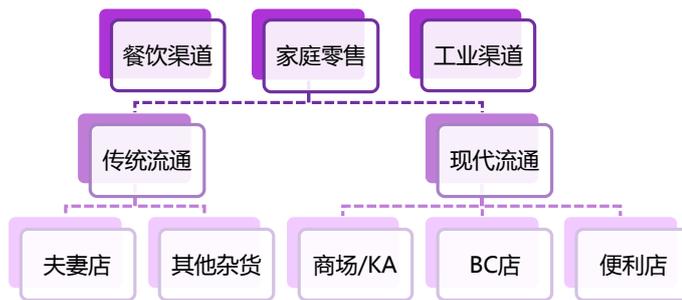
## 1.2、后天屏障：复杂结构叠加先发优势，内资企业更易念好渠道经

### 1.2.1、调味品的渠道结构相对复杂

**复杂之一：商场/KA 渠道虽然发展迅速，但是其在调味品零售总额的占比依然偏低。**根据采购主体分类，我国调味品渠道由餐饮(40%)/家庭(30%)/工业(30%)三分天下。家庭作为购买主体，在零售终端中又可以细分为现代流通渠道(占比70%)/传统流通渠道(占比27%)，商超/KA的零售总

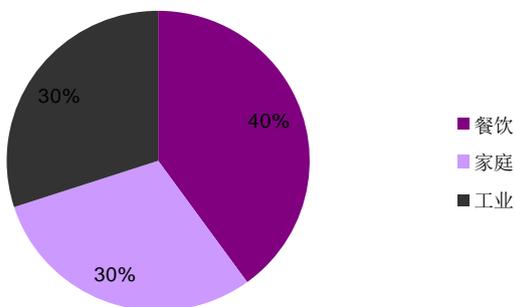
额虽然增长迅速,其在家庭零售渠道的占比已由 2004 年的 39%提升至 2018 年 67%。换言之,即使经历了过去十五年的发展,商超/KA 这一核心渠道占整个调味品零售总额的比重也就只有 20% (30%\*67%)。调味品商超/KA 渠道特征决定了,对于新的进入者而言,即使通过高额的费用投放猛攻商超渠道,想要放量做规模的难度很大。

图 5: 中国调味品渠道结构



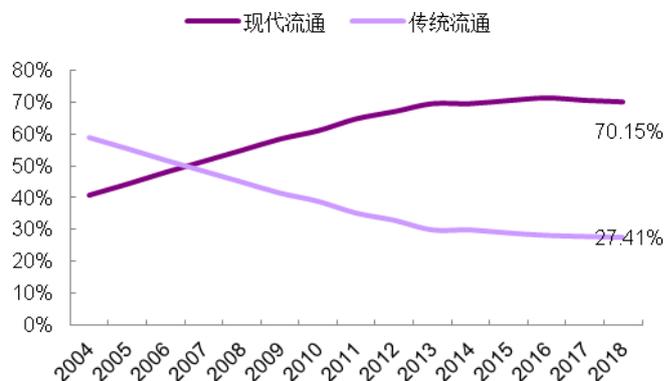
资料来源: 光大证券研究所整理

图 6: 2018 年调味品餐饮/家庭/工业渠道份额占比



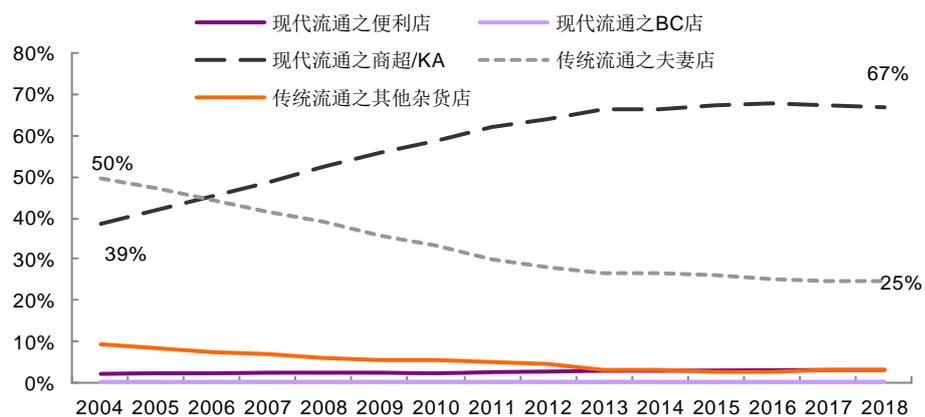
资料来源: 调味品协会, 光大证券研究所

图 7: 家庭作为调味品购买主体在零售终端分类



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

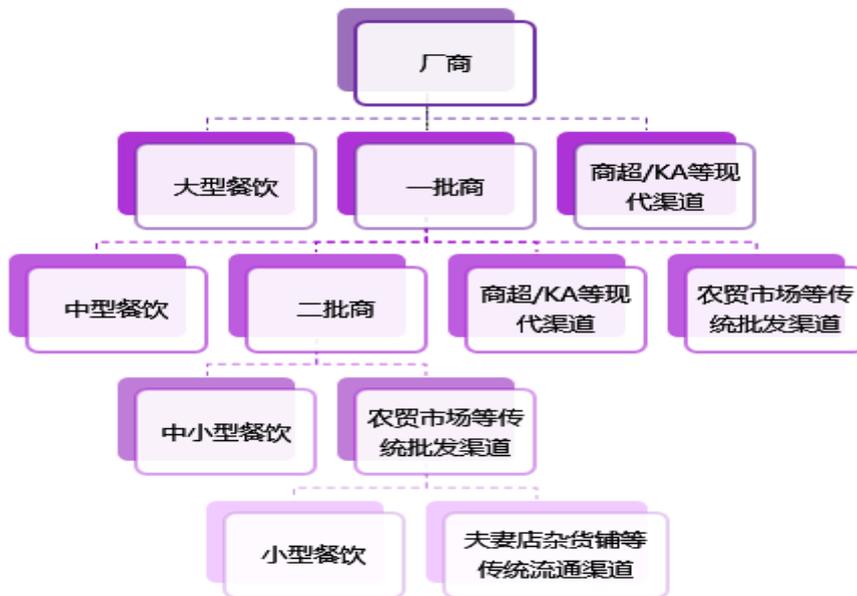
图 8：调味品零售终端在现代/传统渠道分类



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

复杂之二：渠道层级较多，运营操作难度不小。梳理调味品渠道通路（图 9）可以看到，相对于其他快消品而言，调味品渠道层级更多（往往存在 B2B2C 的形式），操作难度更大。

图 9：中国调味品渠道通路（不含工厂端）



资料来源：光大证券研究所整理

我们认为这里边的核心原因在于：

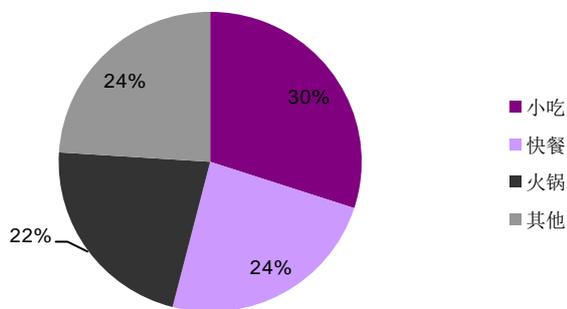
(1) 从餐饮渠道来看，各种类型的餐饮店不仅数量庞杂（图 10），而且在采购周期、结算周期、服务方式问题具备一定的特殊性，往往需要厂商通过中间商来更好地解决。而考虑到厨师的使用粘性、大用量带来的高周转、采购方对于价格较低的敏感度等特性（图 11、图 12），渠道壁垒得以树立。

表 3：餐饮终端采购属性

餐饮终端采购属性	高档	中档	低档
价值导向	品牌	质量	价格
采购形式	一揽子	部分一揽子	零星散采
采购场所	专业市场	批发市场	农贸市场
采购周期	10-15 天	5-7 天	1-3 天
供应商	固定	相对固定	不固定
结算周期	30-45 天	月结批结	现结
账务方式	送货上门	送货自提	自提
更改速度	专一慢	部分专一	不专一
特殊利益	有	少量	无

资料来源：《调味品营销》，作者：陈小龙 光大证券研究所

图 10：2018 年调味品在餐饮渠道的使用场景分布



资料来源：《2018 年全国调味品行业蓝皮书》，光大证券研究所

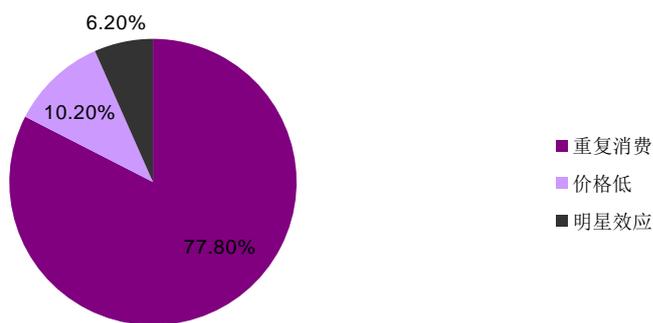
图 11：调味品餐饮渠道特点



资料来源：《调味品营销》，作者：陈小龙 光大证券研究所

图 12：2018 年餐饮渠道使用者对调味品的选购原因分布 (%)

餐饮渠道使用者对调味品的选购原因分布

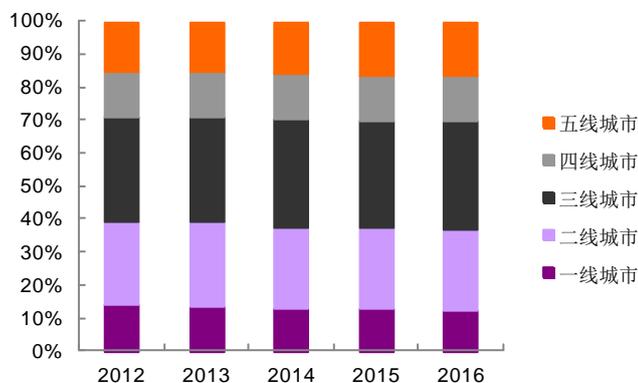


资料来源：《2018 年全国调味品行业蓝皮书》，光大证券研究所

(2) 从家庭零售渠道来看，家庭消费者的采购频次、销售单价、采购数量在快消品中属于偏低的水准，商超/KA 渠道出于货物周转速度以及销售总额的考量倾向于设置较高的准入门槛，从而使得调味品整体在现代流通渠道的发展受限；另外一方面，与部分快消品具备可选消费的属性不一样的是，调味品作为生活必需品，决定了其渠道必须下沉至人口规模更大的低线城市

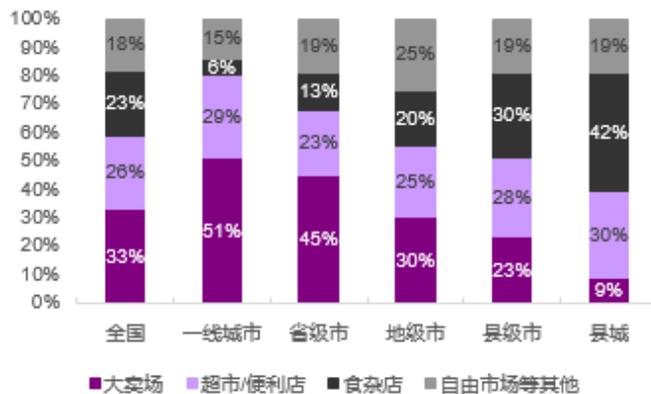
以及县乡市场才能收获更大的市场（图 12）。因此，渠道的下沉过程中则少不了多级分销商体系的支持。

图 13：各级别城市快消品零售总额占比



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所

图 14：2017 年调味品在各行政级别地区的渠道结构



资料来源：katnar，光大证券研究所

### 1.2.2、内资企业先发优势已经确立

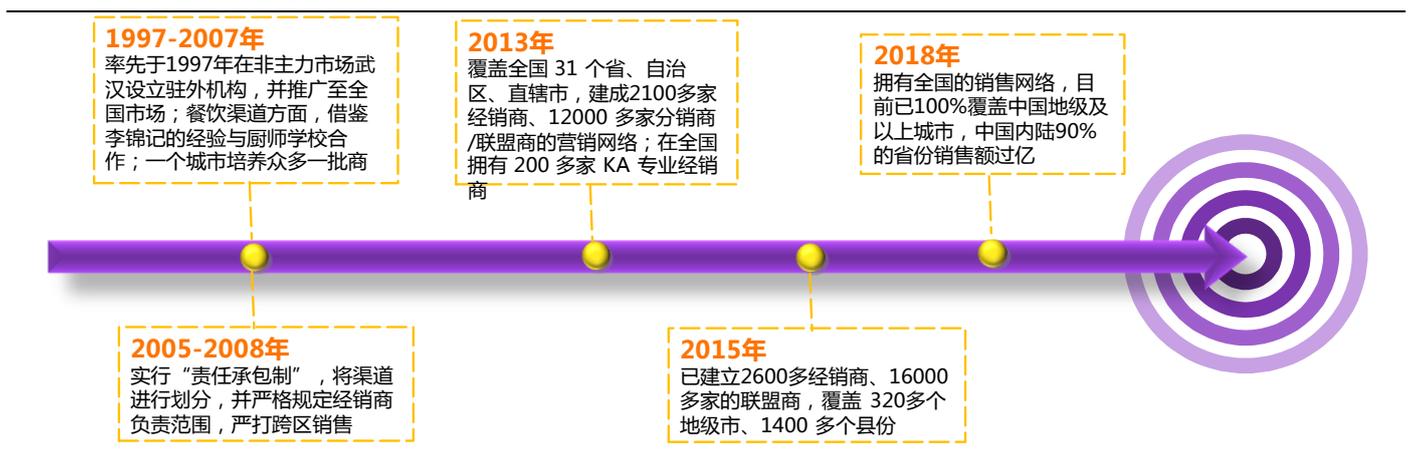
**内资企业做对了什么？**海天之所以能达到目前的高度与其在行业发展早期对渠道的建立和维护不无关系。早在上个世纪 90 年代中期，海天便通过建立驻外机构在当地市场服务经销商、招聘高素质市场营销人员自主培养承担销售执行实现向区域市场的突破。进入 21 世纪，海天借鉴李锦记的经验，与厨师学校合作，培养厨师使用海天酱油的习惯，并配合地面渠道的推广，实现餐饮渠道的突破。同时进行深度分销，一个城市培养大量一批商，经销商之间互相牵制，形成赛马效应，促成公司在厂商关系中的强势地位，提高渠道的管控力。随着公司渠道不断扩张和下沉，经销商相互冲货和管理难的问题逐渐凸显，海天借鉴改革开放实行“责任承包制”，将渠道进行划分，严格规定经销商的负责范围，并严禁跨区销售。经销商所承担的“责任田”变小了，而利润得到了提升，提高了经销商精耕细作的积极性，海天销售渠道逐渐变得简单而清晰。上市伊始，公司已建成 200 多家 KA 专业经销商、2100 多家经销商和 12000 多家分销商/联盟商的全国化营销网络，地级市和县级市覆盖率分别达到 90%和 50%以上。“二五”计划期间，海天不断加深渠道的广度和深度，从 2015 年的覆盖 320 多个地级市、1400 余个县逐步发展到目前地级及以上城市的全覆盖，90%的省份销售过亿。经过逾 20 年的精耕细作，海天扩建出一幅覆盖全国、结构清晰合理的销售网点战略图。

表 4：国内调味品公司渠道建设情况

	渠道结构 (%)			渠道深度 (覆盖率, %)			渠道规模			补充信息		
	餐饮	商超	其他	省级市	地级市	县级市	经销商数量 (家)	直控终端网点 (个)	经销商平均销售规模 (万元/家)	营销中心	销售大区	销售部
海天味业	60%+	15%	20%	100%	100%	70%+	3000+	50 万+	568 左右	在全国范围内设有 5 个营销中心、20 个销售大区、110 多个销售部、350 多个销售组或销售办事处		
中炬高新	20%	75%		-	77%	-	864	25 万	482 左右	拥有 90 个销售办事处, 900 人的业务团队		
李锦记	70%	20%										
千禾味业	华东地区以 KA 等现代渠道为主, 传统流通渠道占比 5%-10%			2019 年计划在全国地级市 (偏僻的二级城市除外) 和主要县城至少开发 200 家商超网点, 力争实现全国商超系统全覆盖			2000+	-	54 左右	调整营销中心组织架构, 设置零售事业部、餐饮事业部 (新增)、品牌部和综合服务部, 由 5 个销售大区调整至 6 个		
涪陵榨菜	2%	家庭 8%, 流通 90%		100%	79%	1000 余个	1200+	-	159 左右	8 个销售大区、37 个办事处		
恒顺醋业	20%	80%					1200	60 万	141 左右	营销中心下设 30 个办事处		

资料来源：各公司 2018 年最新年报，光大证券研究所

图 15：海天渠道网络建设历程



资料来源：公司公告，光大证券研究所

知名外资企业试图在中国调味品市场分一杯羹，其在华扩张进程却较为缓慢。外资企业以雄厚的资金实力为依托，凭借其先进的技术力量、一流的管理水平和丰富的营销经验，大多通过“外延并购+拓宽业务范围”的成长路径加快全球化布局，近年来在饮料、啤酒等众多中国快消品领域拓展顺利。中国调味品市场之巨同样也吸引了外资进入，但是外资企业却始终在这一传统领域表现得不温不火。究其原因，偏弱的销售渠道体系是它们难成强势搅局者的关键原因。

家庭渠道方面，传统流通市场的常青壁垒难以攻破，全国销售网络下沉力度不足。由于外资产品定位偏高端和本土企业在传统渠道具备先占优势，这决定了现代流通渠道是外资企业调味品的主战场。全球食品巨头卡夫亨氏聚焦高档产品，注重品牌和产品多于渠道铺设，目前重点布局大城市的商超渠道，二三线中小城市较少涉及。对于同样定位高品质、高价位酱油的日本

调味品巨头龟甲万,由于其核心销售渠道商超/KA 占中国调味品市场仅 20%,故其市占率表现远不如预期。因此,如何像中式调味品一样在批发流通渠道层层下沉和渗透,这是外资企业长期以来的最大痛点。

**餐饮渠道方面,外资企业同时面临众多竞争对手的强势对抗。另外一方面,发力电商平台但未成规模。**联合利华旗下调味品的餐饮渠道布局较分散,一般以区域为阵营,目前华南地区约占其 30%+ 的份额。联合利华餐饮在每一区域和不同的竞争对手都会有对抗,特别是本土企业海天、李锦记、珠江桥等本土强势企业,其精力分散不可避免。与时俱进是外资企业的显著特点,近年来外资企业开始转型电商渠道,如 2016 年卡夫亨氏与国内食材 B2B 领跑者美菜网达成战略合作,其餐饮业务逐渐向线上转移,同时也加速了其在京东、天猫等电商平台的渠道扩张。但是上述微弱优势仍然难以支撑其成为调味品行业的领军者。

综上,我们从产品/品牌/渠道三个维度来解释了调味品相对其他消费品之间的比较优势、内资企业相对于外资企业的护城河是如何树立的。那么,我们接下来想要探讨的一个问题便是:为什么国内的调味品龙头企业在体量大幅增长以后依然能维持较高速的、稳健的增长?除了其自身管理经营层面的因素以外,行业层面是否也为其提供了“长坡厚雪”的赛道?

## 2、探一探真实市场空间究竟多大?

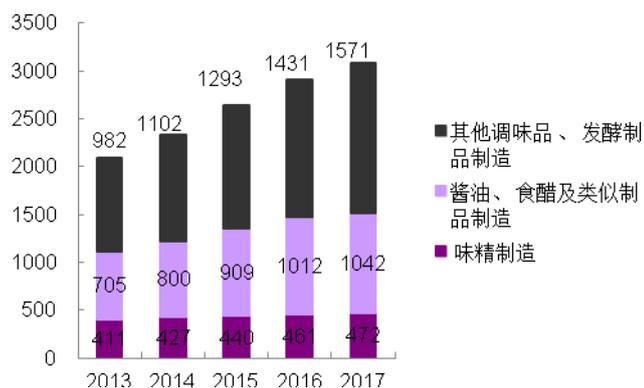
### 2.1、舌尖上的中国名副其实,6000 亿广阔市场任驰骋

对于调味品市场总规模的估算,市场常用的几个口径包括统计局公布的规模以上调味品、发酵制品制造企业主营业务收入(截至 2015 年 10 月 Wind 终端停止更新)、欧睿公布的零售终端数据、或者调味品协会公布的数据。这容易造成两个典型的问题:(1) 厂商出厂口径和市场零售额口径常被混为一谈;(2) 欧睿公布的数据可能并未充分考虑由城市化率带来的增量部分。我们认为在讨论调味品公司龙头公司的估值水平以及其成长天花板之前,有必要对调味品市场总的规模再做一次详细的计算。

**2017 年中国调味品市场按出厂口径计算规模为 3085.79 亿元。**根据《中国工业统计年鉴》数据,2017 年调味品规模以上工业企业实现主营收入 3085.79 亿元。酱油、食醋/味精/其他类比占比分别为 34%/15%/51%。根据草根调研,调味品渠道加价率一般在 15%-30%,假设我们按 20% 换算,可以得到 2017 年中国调味品市场终端销售规模达到 3700 亿元<sup>1</sup>。

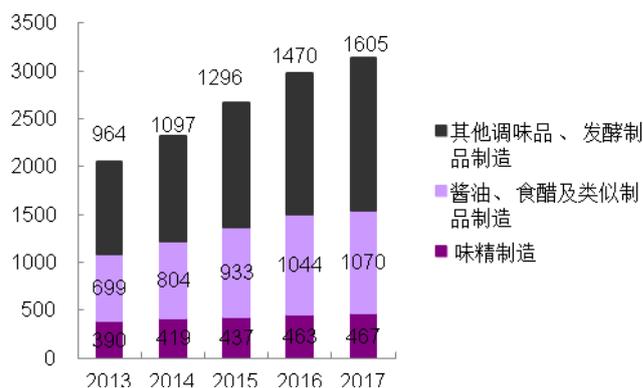
<sup>1</sup> 该数据基本与表 6 欧睿口径换算的调味品市场 2017 年终端销售规模接近

图 16: 中国调味品规模 (亿元, 主营收入口径)



资料来源:《中国工业统计年鉴》, 光大证券研究所 注: 统计口径为规模以上工业企业

图 17: 中国调味品市场规模 (亿元, 工业销售产值口径)



资料来源:《中国工业统计年鉴》, 光大证券研究所 注: 统计口径为规模以上工业企业

表 5: 通过海天经营数据验证欧睿统计调味品家庭零售终端的准确性

年份	海天家庭渠道 RSP 规模 (亿元)	海天零售终端市场份额 (%)	调味品家庭渠道 RSP 规模 (亿元)	海天所有渠道销售额 (亿元)	海天营收 (出厂口径, 亿元)	海天渠道环节利润 (亿元)	渠道利润 (%)
2010	29.6	5.24%	565	119	55	63	53%
2011	33.4	5.33%	626	133	61	73	54%
2012	37.8	5.45%	694	151	71	81	53%
2013	44.6	5.89%	758	179	84	95	53%
2014	50.8	5.95%	852	203	98	105	52%
2015	57.4	6.14%	935	230	113	117	51%
2016	62.8	6.25%	1005	251	125	127	50%
2017	70.5	6.44%	1094	282	146	136	48%
2018	78.6	6.61%	1191	315	170	144	46%

资料来源:海天味业历年年报, Euromonitor; 2018 年欧睿口径统计的海天零售终端销售额为 78.6 亿元, 市场份额占比为 6.61%, 调味品零售终端总规模 1191 亿元。借助调研反馈得到海天家庭零售占比为 25%, 换算得到海天全渠道销售收入为 315 亿元。考虑海天出厂口径的收入为 170 亿元, 计算得到渠道利润为 45.8%, 与调研反馈的数据基本一致。

**2023 年调味品市场销售口径总规模或接近 6300 亿元, 未来五年复合增速达到 8.2%。**欧睿数据显示 2012 年中国调味品 (Sauces, Dressings and Condiments) 零售口径销售额/消费量为 693 亿元/4454.4 亿元; 考虑到其计算销售额和消费量所采用的人口规模为 13.47 亿人, 可以得到 2012 年中国人均调味品支出为 51.48 元/人。通过统计局已公布的 2012 年全国城镇化人口占比 (52.57%) 以及城镇人口人均调味品支出金额 (76 元), 可以得到农村人口人均调味品支出金额为 24 元。因此我们可以以 2012 年数据 (城镇/农村人口数、城镇/农村人均调味品支出金额) 为基础, 采用欧睿口径的计算的调味品人均支出增速, 汇总城镇/农村调味品支出规模得到, 中国调味品家庭零售端的市场规模将由 2018 年的 1275 亿元上升至 2023 年的 1890 亿元。

我们认为调整口径后的数据能更多地反应由于城镇化率提升带来的市场增量，这往往是我们市场一致预期有所忽视的地方。进一步考虑家庭渠道销售额的占比（30%），我们估算中国调味品总的消费规模在 2023 年可能接近 6300 亿元。

表 6：根据欧睿数据调整口径后计算的中国调味品市场零售总规模（亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
零售口径总规模（亿元）	693.61	758.44	852.43	934.87	1005.13	1094.31	1190.67	1281.76	1380.40	1481.08	1582.97	1687.98
零售口径总消费量（千吨）	4454.40	4694.10	5056.50	5443.60	5697.10	5961.50	6224.70	6449.20	6672.40	6878.40	7064.50	7238.80
人口（亿人）	13.47	13.54	13.61	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95	14.00	14.05	14.08	14.12
人均支出（元/人）	51.48	56.01	62.65	68.35	73.12	79.14	85.65	91.86	98.59	105.45	112.40	119.58
人均消费量（千克/人）	3.31	3.47	3.72	3.98	4.14	4.31	4.48	4.62	4.77	4.90	5.02	5.13
城镇人口占比（%）	52.57	53.73	54.77	56.10	57.35	58.52	59.58	60.49	61.40	61.40	61.40	61.40
城镇人口（亿人）	7.08	7.28	7.45	7.67	7.88	8.09	8.28	8.44	8.60	8.76	8.93	9.09
农村人口（亿人）	6.39	6.27	6.15	6.00	5.86	5.74	5.62	5.51	5.40	5.28	5.16	5.02
城镇人均支出（元/人）	76.10	82.80	92.61	101.04	108.09	116.99	126.62	135.79	145.74	155.88	166.16	176.77
农村人均支出（元/人）	24.19	26.32	29.44	32.12	34.36	37.19	40.25	43.17	46.33	49.55	52.82	56.19
城镇人口调味品支出（亿元）	539.02	602.40	690.16	775.29	852.12	946.65	1048.68	1146.15	1252.92	1365.92	1483.37	1607.23
农村人口调味品支出（亿元）	154.59	164.91	181.18	192.86	201.45	213.31	226.16	237.98	250.39	261.78	272.32	282.30
调整后的调味品家庭零售终端规模（亿元）	693.61	767.31	871.34	968.15	1053.57	1159.96	1274.84	1384.13	1503.30	1627.70	1755.69	1889.52
按家庭消费占比换算的调味品总规模（亿元）	2312.04	2557.71	2904.48	3227.16	3511.91	3866.53	4249.46	4613.76	5011.01	5425.65	5852.31	6298.41

资料来源：Wind, Euromonitor, 《世界城市化展望 2018 年修正版》，光大证券研究所。注：零售口径总规模/总消费量指欧睿咨询统计的以“Retail Value”为口径估算的中国调味品（Sauces, Dressings and Condiments）家庭零售终端总销售额/总消费量；人口采用欧睿咨询采用的样本估算参数；城镇人口占比采用中国统计局公布的城镇人口比重，2021-2023 年数据根据联合国发布的《世界城市化展望 2018 年修正版》数据估算；2012 年城镇调味品人均支出 76.10 元采用统计局公布的数据，2012 年农村调味品人均支出根据城镇和综合人均支出计算得到，其余年份数据均以 2012 年为基数根据欧睿给的增速估算。

根据欧睿的数据，2018 年酱油和醋占中国居民调味品消费量的比重分别为 60%和 20%；而在考虑人均消费单价和人均消费量之后，蚝油、醋以及汤类复合调味料三个子领域的增速领先于其他调味品。但是，考虑到欧睿的调味品品类的统计口径与国内消费场景存在显著差异，从欧睿已有的细分子领域零售口径数据来推算总市场规模的做法其参考意义有限。

图 18：2018 年中国市场调味品消费结构（%）

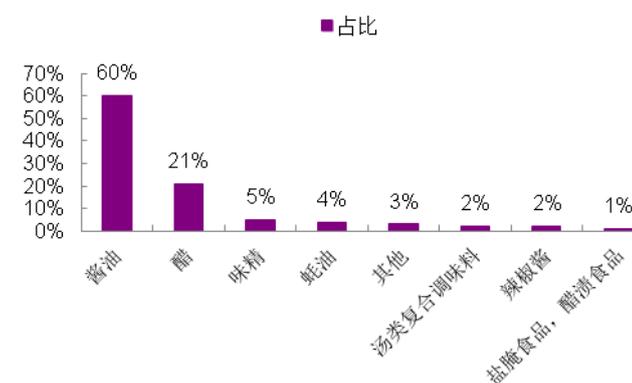


图 19：中国调味品各细分子类市场规模复合增速（%）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所

表 7：欧睿口径预测的 2017-2023 调味品市场量价复合增速 (%)

	消费量复合增速 (2017-2023, %)	消费价格复合增 速 (2017-2023, %)	消费量复合增速 (2012-2017, %)	消费价格复合增 速 (2012-2017, %)	消费额增速 (2017-2023, %)	消费额增速 (2012-2017, %)
调味品整体	4.9%	4.0%	6.0%	3.0%	9.1%	9.2%
酱油	4.9%	4.0%	6.0%	4.0%	9.1%	10.2%
汤类调味料	6.0%	3.0%	8.0%	3.0%	9.2%	11.2%
醋	6.0%	4.0%	7.0%	4.0%	10.2%	11.3%
味精	-3.0%	1.0%	-4.0%	-1.0%	-2.0%	-5.0%
盐腌食品，醋渍食品	3.0%	4.0%	4.0%	3.0%	7.1%	7.1%
蚝油	7.0%	4.0%	9.0%	4.0%	11.3%	13.4%
辣椒酱	4.0%	3.0%	5.0%	4.0%	7.1%	9.2%

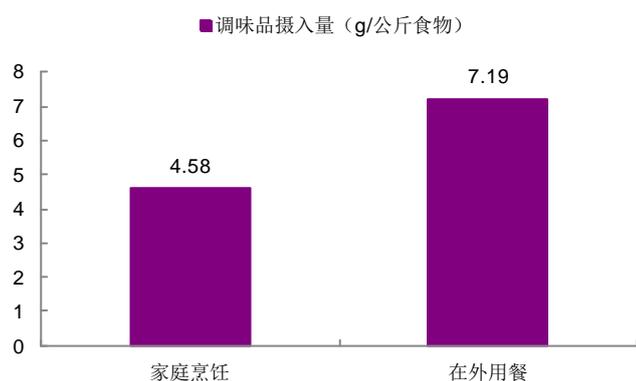
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

## 2.2、大规模存量不掩增长潜力，量价双引擎扩容增量空间

### 2.2.1、餐饮新象孕新机：酱醋稳增有保障，复合品类高增长

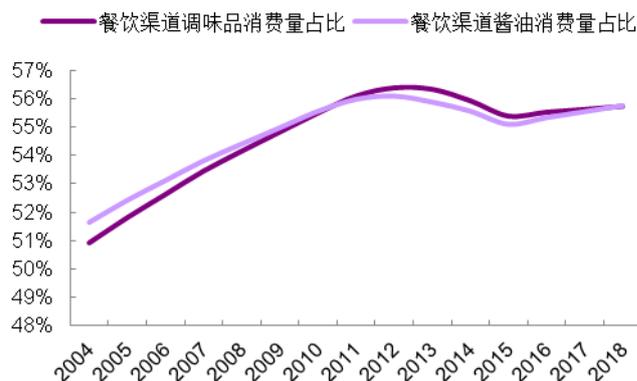
2018 年餐饮渠道调味品消费量较家庭渠道消费量多出近 30%。居民在外用餐的调味品摄入量是家庭烹饪的 1.6 倍，根据欧睿的数据，餐饮渠道调味品消费量占比由 2004 年的 51% 稳步提升至 2018 年 56%（不考虑工业渠道）；餐饮渠道消费量较家庭端消费的增量由 2004 年的 3.79% 提升至 2018 年 26%。这意味着随着城镇化率的继续推进、居民可支配收入的持续提升，餐饮渠道的重要程度性只增不减（图 21）。

图 20：家庭烹饪与在外用餐调味品用量差异



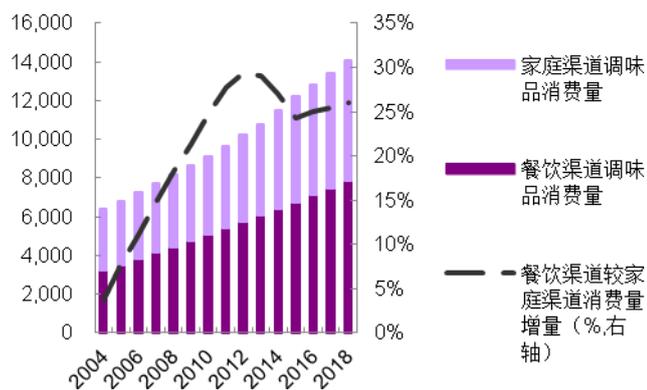
资料来源：《调味品行业研究》2014 年西南财大硕士论文 作者：张滕文，光大证券研究所

图 21：餐饮渠道调味品/酱油消费量占比 (%)



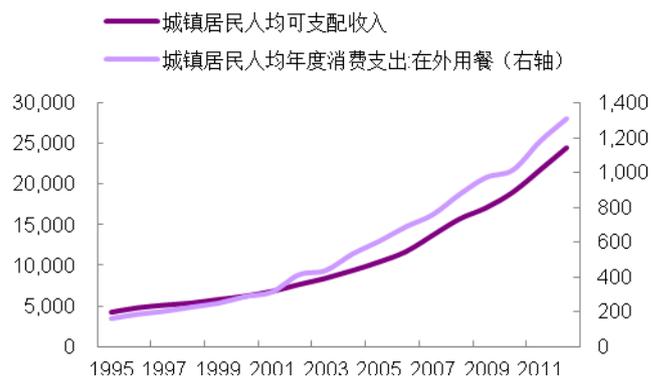
资料来源：Euromonitor，光大证券研究所 注：暂时不考虑工业渠道的影响

图 22：餐饮渠道较家庭渠道调味品消费量增量 (%)



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所 注：左轴单位是千吨

图 23：居民可支配收入的增长与在外用餐支出

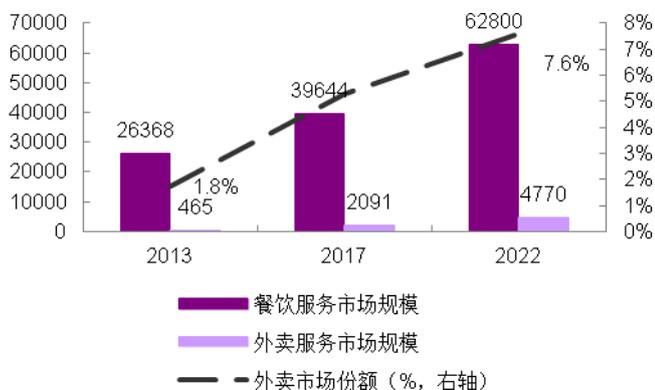


资料来源：Euromonitor，光大证券研究所 注：左右轴单位为元

餐饮渠道 9%的自然增长保障调味品量的增长。与此同时，餐饮消费新趋势打开“标准化”、“复合化”的调味品的增长空间。根据 frost&sullivan 的估算和预测，中国餐饮服务市场规模在 2017-2022 年有望保持 10%的复合增速，中式餐饮规模将从 3192 亿元增长至 4889 亿元，复合增速接近 9%，这是调味品在餐饮渠道的消费量未来 5 年每年实现 9%左右自然增长的基础（图 24-图 25）。

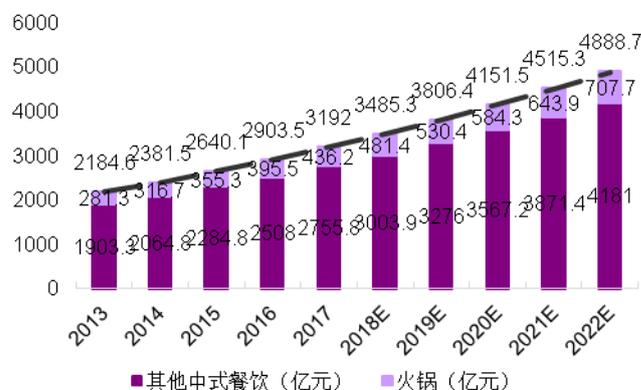
但是，我们更为关心的是餐饮渠道发生的变化对调味品市场消费结构带来的变化。青桐资本提供了两个有意思的视角：（1）小吃 1 年增加 61 万家，但分结构来看，一线城市门店减少的同时，低线城市门店数量增速更快。在行业营收不断增长的背景下，这或许意味着一线城市单店营收额增长，一线城市品牌连锁化的趋势在增强；（2）外卖市场增长迅速<sup>2</sup>，外卖给餐饮行业带来了一系列变化，最为典型便是餐饮的零售化，即更大的服务半径催生更加标准化的零售产品出现。我们认为餐饮渠道消费者年龄结构的变化以及餐饮供应链技术水平的提升造成了新餐饮以上特征。而“标准化、傻瓜化、复合化”的调味品正好可以满足餐饮“标准化、零售化、定制化、连锁化、快捷化”的需求。

图 24：餐饮服务市场规模规模 (亿元)



资料来源：frost&sullivan，《海底捞招股说明书》，光大证券研究所

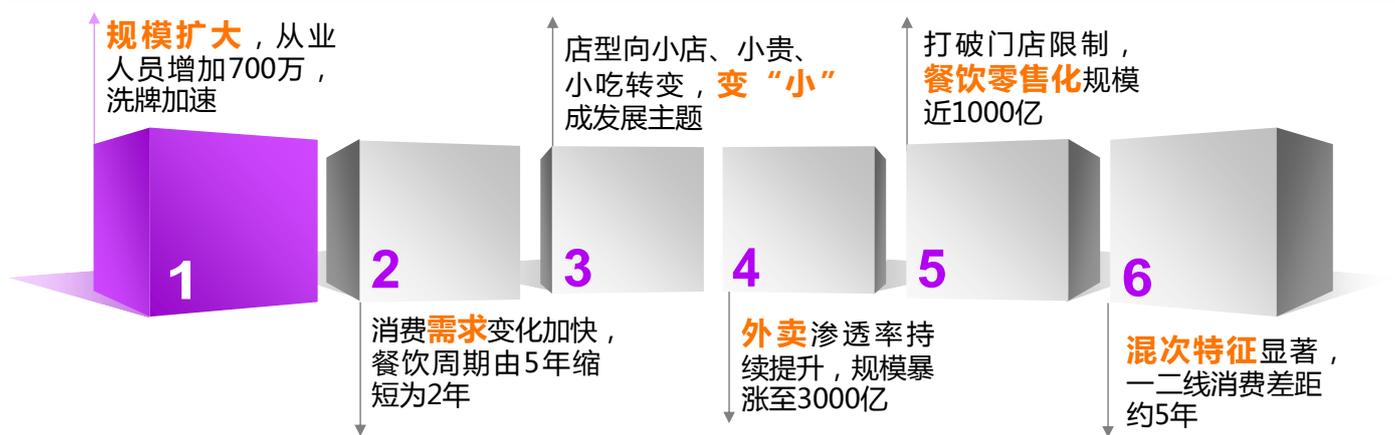
图 25：中式餐饮规模 (亿元)



资料来源：frost&sullivan，《海底捞招股说明书》，光大证券研究所

<sup>2</sup> 青桐数据显示 2018 年外卖市场增长至 3000 亿，外卖平均渗透率 13%。根据 frost&sullivan 的预测外卖市场规模将从 2017 年的 2091 亿元增长至 2022 年的 4770 亿元，CAGR18%

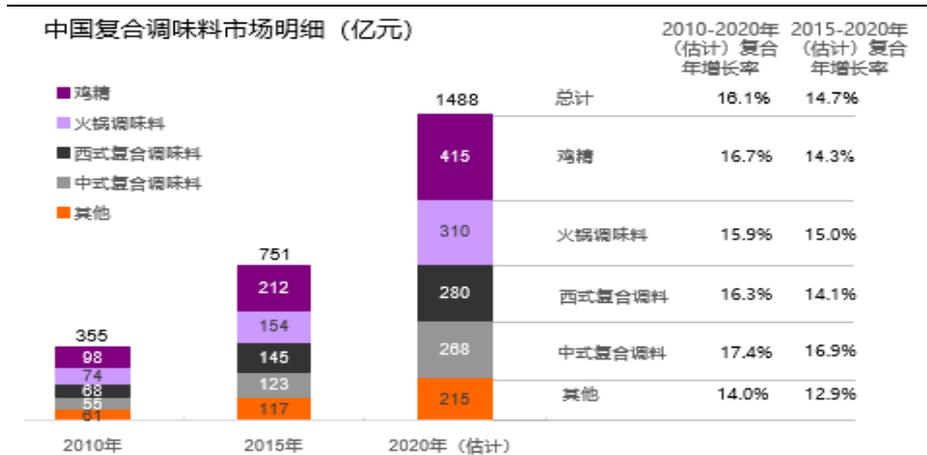
图 26：2018 年餐饮消费的总结



资料来源：亿欧网、青桐资本，<https://www.iyiou.com/p/88803.html>

事实上，产业层面正在不断验证餐饮渠道变迁带来的新变化。（1）从总量来看，根据 frost&sullivan 的数据，国内复合调味料市场总规模有望从 2015 年的 751 亿元增加至 2020 年的 1488 亿元，CAGR 达到 15%，其中火锅调味料/中式复合调味料/西式复合调味料的复合增速分别达到 15%/17%/14%，显著高于调味品整体 8%左右的平均水平。（2）微观层面来看，蚝油从消费者教育逐渐进入市场扩容阶段，2018 年海天/中炬分别实现 26%/42%的营收增速；而以火锅底料为主的复合调味品生产商如颐海国际、天味食品等加速登陆境内外资本市场扩充产能抢占市场，传统龙头海天开始加大复合调味料的研发力度，并提出 40 万吨复合调味料产能扩张计划。

图 27：中国复合调味料市场规模增长迅速（%）



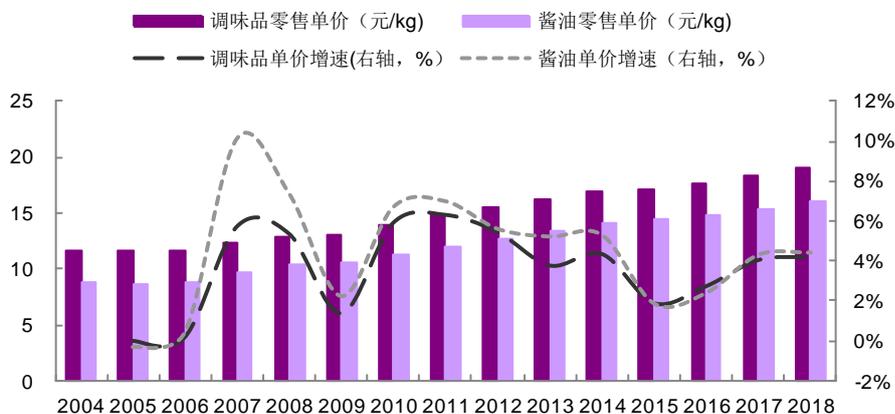
资料来源：frost&sullivan,《颐海国际招股说明书》，光大证券研究所

### 2.2.2、提价周期存规律：长看消费升级，短看通胀压力

长期来看，产品结构升级带来单价提升，国内调味品消费单价的整体提升依然处于早期。中国的酱油消费从普通酱油依次跨越生抽/老抽/进入高鲜阶段，在消费健康诉求的推动下目前已开始出现淡盐酱油/零添加酱油，国内居民酱油的主力消费带逐渐上升至 10-15 元区间。从全口径的数据来看，

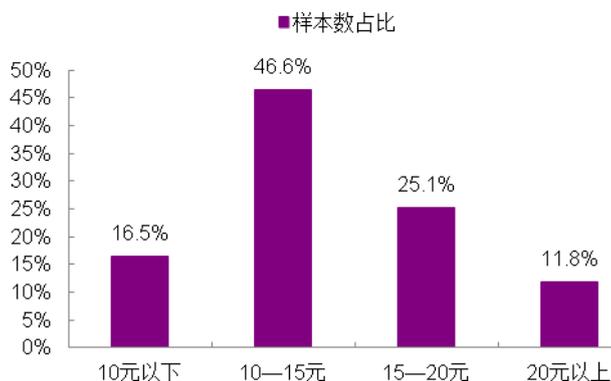
2004-2018 年国内调味品人均消费单价提升了 65%，基本保持年均 4% 的复合增速。但是，从横向的国别比较来看，目前的消费单价仅为日本/美国的 40%/50%，国内调味品市场消费单价的提升依然处于早期阶段。

图 28：调味品/酱油零售单价持续提升



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

图 29：居民酱油消费能接受的主力价格带



资料来源：光大证券研究所 注：采用春节期间发起的朋友圈千份问卷调查获取的数据

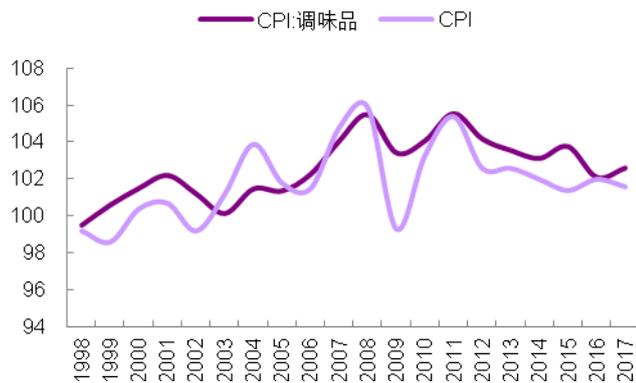
图 30：中国调味品单价与发达国家对比（元/千克）



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所

短期来看，调味品成本转嫁能力强，三年左右的温和通胀周期有利于行业结构优化。调味品成本转嫁能力较强的两大因素：其一，酱醋类全国性产品竞争格局相对清晰，酱醋行业一超多强格局优于“群雄割据”和“双寡头”的模式，龙头与跟随者遇到成本上升时容易达成战略一致；其二，调味品占居民消费的比重偏低，消费者对价格的敏感性相对偏弱。从长期来看，国内调味品的价格波动基本跟随 CPI 波动，并且随着行业竞争格局的优化其上升幅度往往略高于 CPI 指数。（图 31）。2016 年初至 2017 年三季度，调味品综合成本上升近 30%（图 32），调味品公司从 2016Q2-2017Q1 迎来提价潮。与此同时，调味品行业整体增速从 2016Q4 的 12% 逐季上升至 2017Q2 的 20%。行业整体净利率由 18% 上升至 20%，直至 2017Q4 达到 23%（图 33-图 34）。2019 年以来，猪周期反转明显，叠加国际油价上行预期，国内通胀上行压力开始加大，根据历史规律，调味品有望再次迎来新一轮提价周期。

图 31: 调味品 CPI 指数跟随 CPI 指数波动



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 32: 2016 年调味品行业遭受成本压力



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 33: 调味品行业提价后营收增速提升 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 34: 调味品行业提价后净利率提升明显



资料来源: Wind, 公司财报, 光大证券研究所

表 8: 调味品上市公司 2016-2017 提价潮

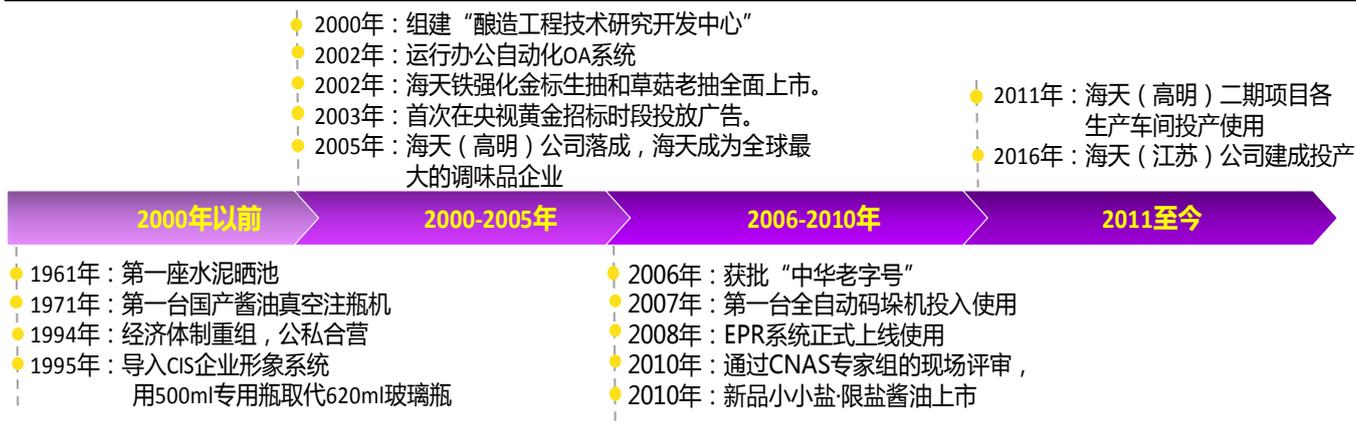
公司	提价时间	提价幅度	提价品类
恒顺醋业	2016 年 6 月	9%	经典醋系列 19 个单品
涪陵榨菜	2016 年 7 月	8%-12%	11 个单品
海天味业	2016 年 12 月	5%	收入占比 70% 以上的产品
涪陵榨菜	2017 年 2 月	15%-17%	80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品
中炬高新	2017 年 3 月	5%-6%	全线产品
千禾味业	2017 年 3 月	8%	全线产品

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

### 3、 掎一掎未来竞争格局如何变化?

复盘海天的发展历史, 可以看到海天之所以能形成目前一家独大的局面, 在渠道布局、生产经营、品牌建设、管理效率以及单品战略上均有其独到之处。我们继续从以上五个维度来解析调味品市场的竞争要素, 寻找有可能对当下的调味品竞争格局造成冲击的变化。

图 35：复盘海天的王者之路



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 3.1、渠道竞争力强弱分明，海天领跑一骑绝尘

**家庭渠道虽存变数，但难以左右胜负。**之前有一种观点认为随着国内 KA 的进一步扩张和向下渗透，调味品在家庭零售渠道的集中度可能会有提升，至少对于全国性品牌而言受益更加明显。但是，根据欧睿数据，2009-2018 年国内酱油厂商 CR5 在零售终端的市场份额仅从 16% 上升至 18%，十年时间提升不到 2.5pcts，即使强如海天，其在零售终端的市场份额也就提升了 1.2pcts，而李锦记甚至下滑了 0.2pcts。为什么？我们认为这背后的主要原因有两点：（1）调味品具有单价低、购买频次低、厂商多的特点，商超留给调味品企业的货架资源非常有限导致渠道费用居高不下，从而使得 KA 渠道天然具备易攻难守的属性；（2）对于品牌企业来说，家庭端占比不大，出于费效比考虑持续地投入并不经济。

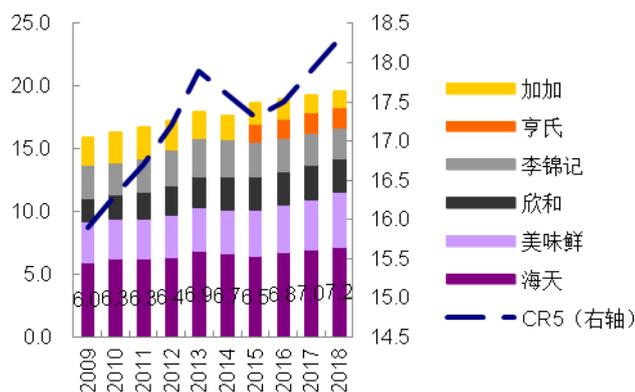
**餐饮端来看，海天的渠道壁垒不断加固。**（1）静态来看，按 2018 年数据，我们计算其总产量/总销量/餐饮端销量的市占率分别达到 18%/18%/20%（图 37）。（2）动态来看，按销量口径计算，2014-2018 年，海天餐饮/家庭渠道市占率分别由 16.7%/8.7% 提升至 19.2%/10.1%。中炬餐饮/家庭渠道市占率分别由 1.23%/5.77% 提升至 1.37%/6.48%。简而言之，过去 5 年，海天餐饮渠道/家庭渠道市占率提升 2.5/1.4pcts，对应中炬餐饮/家庭渠道市占率提升 0.14/0.72pcts。我们相信，凭借海天在渠道广度和深度的巨大领先优势，其市占率依然有望稳步提升。

**目前，调味品公司基本处于渠道织网的阶段，而海天已率先进入渠道管理优化的阶段。**衡量调味品厂商对渠道管控的能力往往可以从前五大客户收入占比、预收账款周转天数等角度来衡量。但是我们认为这仍不足以充分刻画厂商与渠道之间的强弱关系。我们根据欧睿提供的数据与上市公司年报数据换算可以发现：（1）海天渠道环节的利润率从 2011 年 54% 稳步、逐年下滑至 46%<sup>3</sup>，这不仅表示着海天的产品从出厂价到终端价具有足够高的加倍率来支撑其多级分销体系，而且也意味着海天对渠道端具备较强的掌控

<sup>3</sup> 以 2018 年为例，欧睿数据显示海天调味品业务家庭零售端销售额 78.6 亿；根据家庭端销售占比 25% 换算得到全口径销售额 314 亿元（暂不考虑两大渠道单价差异，调研反馈海天对餐饮和家庭渠道的到岸价一致，经销商到终端的供货价有差异）。海天营业收入 170 亿元，估算海天渠道环节利润率 45.9%。（根据调研反馈，海天渠道环节加价率为 45%，其中一批商 10-15%，二批商 10%，剩下的是零售商）

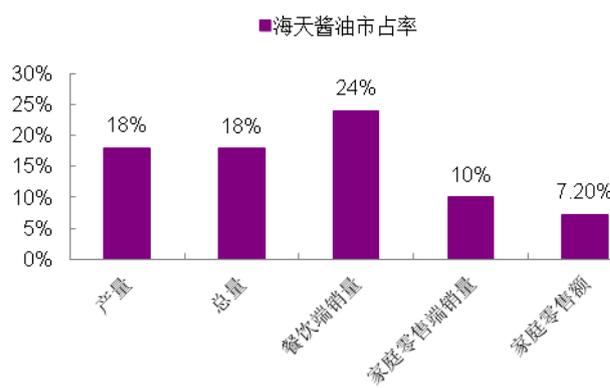
力，在提升市占率收购市场份额的同时还能形成对渠道利润的挤占。(2) 观察中炬的数据我们则发现，其渠道环节的利润率在过去几年相对稳定，并且从更长时间的时间周期来看，该指标存在明显波动，这意味着在中炬在市场扩张的同时与渠道环节的博弈存在更大的变数，究其原因依然在于渠道管控能力的差异(图 39)。

图 36: 酱油厂商在零售渠道的市场份额 (%)



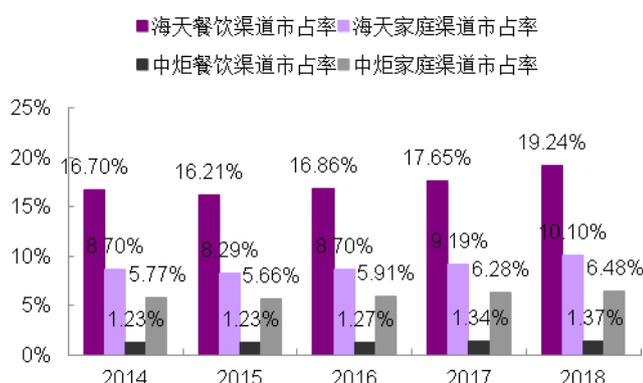
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 37: 2018 年海天在酱油市场各统计口径下市占率 (%)



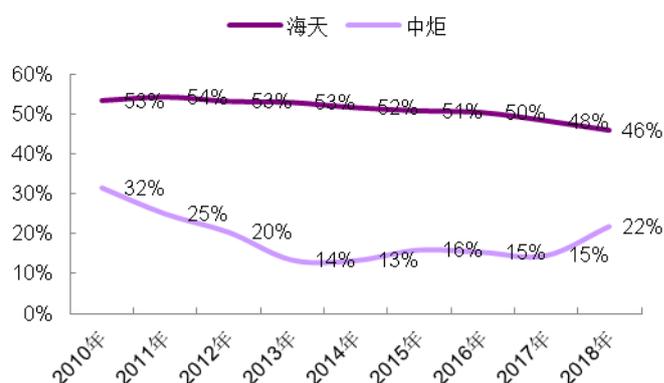
资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 38: 海天/中炬各渠道市占率 (%，按销量口径计算)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

图 39: 海天/中炬渠道环节利润率 (%)



资料来源: Euromonitor, 光大证券研究所

由于餐饮渠道易守难攻，海天优势显著，各大调味品厂商另辟蹊径，对新零售、新模式从战略上给予高度关注。如在电商渠道方面，中炬、恒顺开始尝试拓展，千禾、欣和则强化线上运营。但是，实操层面而言，渠道深耕并无捷径，真正能够起量的依然在线下。因此，我们能够看到在战术的执行层面，渠道下沉和餐饮拓展依然是各大厂商的重点所在，如中炬提出加快空白地级市和三级市场区县开发力度、恒顺持续打造终端的“春耕造林”计划推动华东市场渠道下沉、千禾则继续通过强化终端基础建设进一步扩大西南市场的渗透率和覆盖率。从目前渠道覆盖的进度来看，中炬有望成为第二家实现全国化布局的调味品企业。

图 40：各调味品厂商渠道战略对比



资料来源：各公司公告，光大证券研究所

### 3.2、突围方向之一：深耕品类，走差异化竞争路线

由于我们无法获取餐饮端以及线下商超渠道的销售数据，暂时只能以淘数据<sup>4</sup>作为样本，大致可以概括出各酱油厂商在品类方面的竞争格局。

海天凭借产能优势，通过产品搭售组合、促销活动等手段实施全价格段卡位。以客单价口径计算，海天的主力布局区间基本在 10-40 元/单，其中 10-20/20-30/30-40 客单价的“宝贝”数占比分别为 21%/25%/18%。而李锦记是唯一一个在各客单价区间与海天进行竞争的酱油，不过它的主力布局区间则更多集中在 10-20 元/单（宝贝数占比 30%）。海天/中炬卡位主力单价区间，千禾/欣和/厨邦/等各有侧重，如千禾战略性放弃 0-10 元/单，主攻 30 元以上的价格区间，欣和厨邦则避开 20-30 元/单价格区间，集中精力抢占 0-10 元/单和 30-40 元/单的价格区间。

表 9：各酱油厂商在线上的价格段竞争策略（以客单件为统计口径）

品牌	价格带区间（元）											宝贝数占比
	0-10	10-20	20-30	30-40	40-50	50-60	60-70	70-80	80-90	90-100	>100	
海天	7%	21%	25%	18%	8%	6%	4%	3%	3%	1%	3%	15%
李锦记	9%	30%	25%	8%	9%	7%	3%	1%	1%	1%	5%	15%
千禾		8%	8%	19%	13%	6%	7%	6%	5%	8%	19%	11%
欣和	14%	23%	16%	17%	5%	3%	13%	2%	3%		4%	10%
厨邦	14%	19%	19%	15%	8%	10%	5%	3%	3%		3%	6%
加加	16%	37%	34%	5%	8%							4%
老恒和	5%	11%	11%	11%	5%	16%				11%	32%	2%
中坝			16%	32%	26%	5%		11%	5%	5%		2%
万字牌（日本）		6%	6%	6%	17%	11%	11%	11%		11%	22%	2%
鲁花		31%	19%	19%	13%	6%	6%			6%		2%

<sup>4</sup> 我们截取了 2019 年 4 月 12 日-2019 年 4 月 19 日，阿里系平台 1000 个酱油“宝贝”，22 万单的销售数据作为统计样本

味事达	7%	20%	13%	13%	7%	13%	0%	7%	7%	7%	7%	2%
万字			7%	14%	21%	14%	21%	14%		7%		1%
美极	8%	8%	15%	0	15%	8%		8%	31%		8%	1%
金兰		8%	23%	31%		23%					15%	1%
伊例家		8%		15%	8%	31%	31%		8%			1%
东古	33%	50%		17%								1%
太太乐		40%	20%		10%	10%	10%			10%		1%
休比	40%	50%	10%									1%
其他	25%	13%	29%	8%	17%	4%				4%		2%

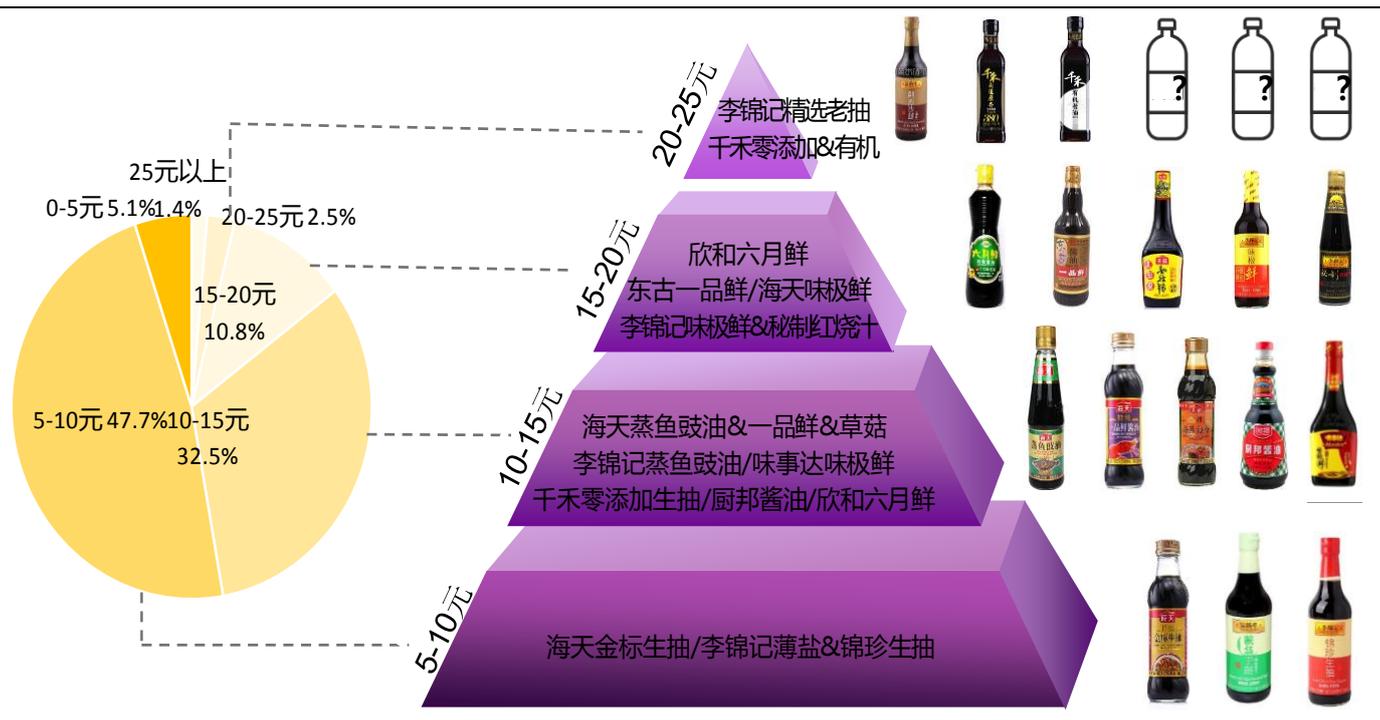
资料来源：淘数据，光大证券研究所

**各大厂商凭借品类细分和产品差异化争夺高端市场。**我们通过估算线上大量样本数据<sup>5</sup>发现目前居民的酱油消费带（以 500ml/瓶为统计口径换算）仍以 5-10 元为主力区间，销量占比接近 48%。与此同时，随着居民消费升级的稳步推进，10-15 元/15-20 元的占比分别达到 32.5%/10.8%。在家庭端主力消费带，海天凭借三大王牌单品金标生抽、味极鲜以及草菇老抽占绝对优势，若考虑到餐饮端消费量，海天优势更加牢固。**由于 5-10 元价格带的格局相对稳定，10-15 元价格带的高鲜酱油竞争最为激烈。**仅从线上数据来看，李锦记凭借其明星产品蒸鱼豉油小幅领先，味事达凭借其具备先发优势的产品味极鲜紧随其后，千禾打出零添加概念加速赶超，欣和六月鲜则通过强调 6 个月酿造期的宣传策略切割市场。

回顾过去二十年的酱油厂商的竞争历史可以发现，消费升级往往伴随着**品类细分**，而**品类细分**往往会对原本的竞争格局造成冲击。如蚝油品类，海天对李锦记从跟随到实现反超，蚝油收入占比接近总营收的 30%，成为该品类的绝对龙头；如在 2011-2014 年酱油消费的第一次升级时（传统老抽向鲜味酱油），厨邦凭借“天然晒制天然鲜”的卖点实现了品类升级下的快速增长（酱油业务复合增速达到 20%，海天同期复合增速 15%）；如高鲜品类，味事达较早开发“味极鲜”品类，成为领导品牌，至今仍享受品类红利。当下，居民的消费升级、厂商的市场培育、餐饮渠道的需求变化均在推动调味品品类的再次细分，调味品厂商正迎来新的战略突围期。具体来看，中炬如何强化其高鲜品类优势、千禾如何凭借“零添加”概念抢占消费者心智、复合调味料厂商如何围绕餐饮渠道做深做透，均是未来值得跟踪的产业趋势。

<sup>5</sup>我们梳理了淘数据销量超过 100 单的 412 个热门宝贝，并将每个宝贝的规格统一换算为 500ml/瓶。

图 41：各酱油厂商在线上的品类竞争策略



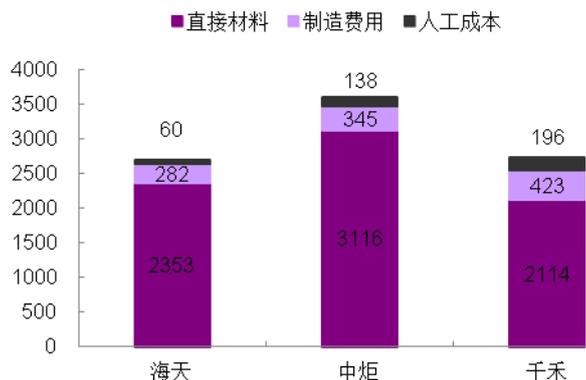
资料来源：淘数据，光大证券研究所

### 3.3、突围方向之二：机制改革，提升内部管理效率

海天品类优势的根源在于产能规模带来的成本优势以及管理极致带来的费用精简，当前国内其他对手在产能和管理效率上难以望其项背，但是通过机制改革有望实现自身的突破。

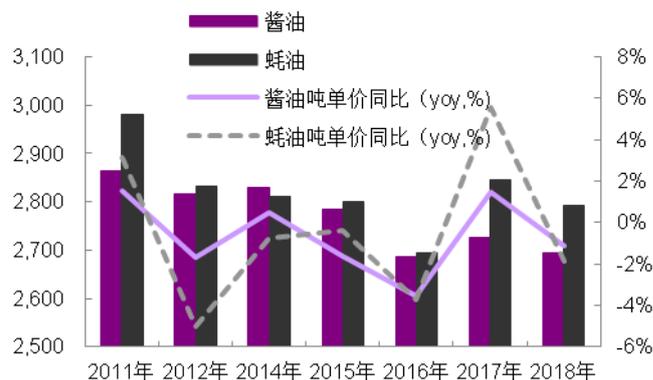
海天上一轮产能扩张始于 2010 年，直至 2018 年产能完全释放完毕，酱油产能从 94 万吨增加至 185 万吨。随着新技术新技改项目的投入，在过去的十年间，海天的酱油吨单价从 2822 元/吨降至 2696 元/吨，降幅达到 4.5%；即使在 2016-2017 年行业成本大幅上升的背景下（图 43），其单吨成本基本未受影响。目前公司的收得率达到 92%，高于行业平均水平近 10pcts。2018 年海天单吨成本中的制造费用和人工费用（海天是行业内首次将手工操作完全转化成机械化操作的厂商）分别为 60 元/282 元，只有中炬的 43%和 82%；千禾的 30%和 67%。未来 5 年，随着高明 220 万吨（150 万吨酱油、30 万吨酱料、40 万吨复合调味料）调味品扩建项目的逐步实施，海天的产能优势有望继续支持公司通过高性价比产品占据主流价格带的品类策略。

图 42：2018 年海天/中炬/千禾单吨成本结构（元）



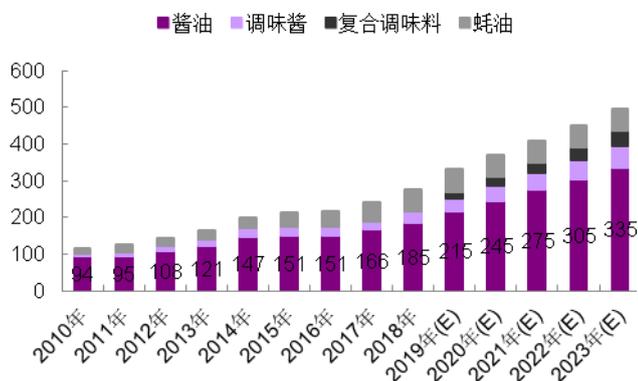
资料来源：公司公告，光大证券研究所 注：每家公司氨氮折算口径不一致；

图 43：海天从上市初至今单吨成本变化（元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 44：海天历史产能与未来产能预估（万吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 45：千禾与中炬酱油产能规划（万吨）

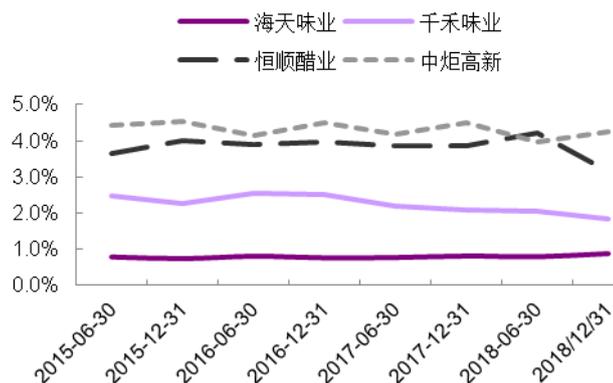


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

海天受益于国企改革，期待新一轮国企改革背景下老牌国企的效率提升。海天在管理效率上追求极致，费用结构简单清晰，横向对比管理费用中的职工薪酬占营收的比重可以看到，海天该数据不仅远低于行业内的竞争对手者（图 46），即使放在全部食品饮料上市公司的维度也已做到了足够优秀<sup>6</sup>。我们进一步考察发现，食品饮料上市公司中，外资/民营/地方国有企业/中央国有企业的管理费用率分别为 3.2%/4.8%/5.9%/6.2%，管理费用中的职工薪酬占营收比重分别为 1.5%/2.2%/2.8%/2.6%（图 47），这意味着食品饮料这种完全竞争的行业，对标民营企业 and 外资企业，国有企业在管理效率上未来存在非常大的提升空间。事实上海天便是国企改革的受益者，早在上世纪 90 年代中期海天通过第一轮国企改革实现了职工持股成为市属全民所有制企业。全员持股的架构进一步强化了管理层和经营层以及普通员工在上市之后的目标导向，逐步造就了海天强大精细的管理能力。从这个层面而言，处于同一行业的恒顺和中炬未来也有望通过新一轮企业改制实现管理效率的提升。

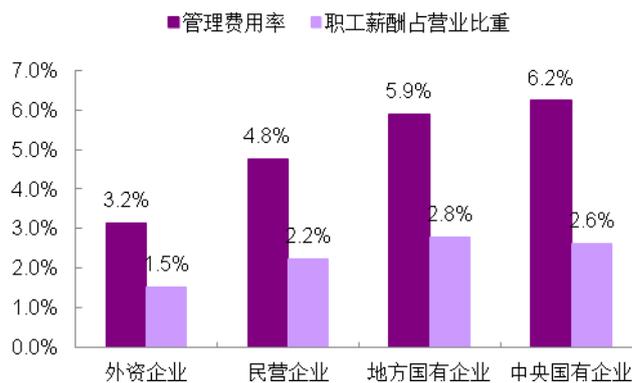
<sup>6</sup> 海天管理费用中职工薪酬占营收比重仅为 0.87%（按 2018 年报数据），在 103 家食品饮料上市公司中排第五（升序排列）

图 46：海天的管理费用中职工薪酬占营收比重（%）



资料来源：Wind，公司财报，光大证券研究所

图 47：不同企业属性食品饮料行业上市公司管理费用率



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：2018 年年报数据计算

## 4、重点公司分析

### 4.1、海天味业：多方优势锻造调味品绝对王者

**天时、地利、人和成就调味品行业巨型航母。**从外部因素看，受益于中国巨大的人口基数以及独特的饮食文化，中国调味品行业属于国内为数不多的内资企业具备竞争优势的消费品行业，庞大的市场规模足以支撑海天从“酱油之王”向“调味品之王”的蜕变。从内部因素看，早年的国企改革使得海天较早就建立起优质的公司治理结构，推动公司在成本控制、管理效率、销售执行上做到极致，这是公司能够长期实现稳健增长成功穿越经济周期的本质因素。

**海天长期成长逻辑之一：渠道精耕。**海天已率先完成全国化布局，开始步入渠道精耕的阶段。凭借渠道建设方面的巨大领先优势，海天正在不断加深加固自身的护城河。相对竞争对手而言，海天在餐饮/家庭两端的销量市占率分别高达 24%/10%，未来伴随渠道精耕的推进以及中小厂商的退出，渠道优势大概率得以强化；相对经销商而言，海天在保障渠道利润足以支撑其多级分销体系的前提下，不断强化其经销商管控能力，对于利润如何在厂商、渠道、终端三者之间的分配有着更强大的自主权。从自身层面而言，公司充分重视新零售、新业态、新模式，过去三年通过持续高强度的广宣投放，公司品牌价值提升明显，家庭覆盖率增长迅速，为低线、乡镇市场未来的渠道变革做好准备；另外一方面，公司对线上、出口、特通渠道也保持密切跟踪，保障渠道深度和广度足以承载居民调味品消费升级。

**海天长期成长逻辑之二：品类拓展。**从竞争策略而言，海天具备的能力在于通过产能规模的绝对优势做到高中低端全价格带布局，待消费带自然迁移至主力区间之后实现市场收割。但是，长期增长逻辑来看，如何从需求端的变化着手来拓展品类矩阵是关键。公司蚝油的品类经过多年发展，营收总额占比提升明显，2018 年达到 29%创历史新高；黄豆酱品类作为公司原创品类，2018 年虽然增速出现明显放缓，但公司正努力通过市场教育、渠道拓展、品种丰富来打破增长瓶颈，期待 2019 年下半年见到成效。2014 年/2017 年公司相继通过兼并收购的方式进入腐乳/醋领域，在第三个五年规划中，海天正通过新建 40 万吨产能切入复合调味料市场，通过前瞻性布局把握餐饮

渠道需求变化所带来的机遇。随着未来 5-10 亿量级品类的逐步增加，海天长期增长逻辑坚实。

短期来看，公司成本压力得以缓解，提价周期值得期待。2018 年公司通过技改推动部分生产损耗下降，酱油/蚝油/酱类的单位成本下降 1%/2%/5%，2019 年继续加大技改投入力度，资本开支提升可能带来毛利率阶段性承压，但是，考虑到 2018Q3 年开始行业成本压力出现缓解，大豆/豆粕/包材等原材料价格有望在 2019 年继续维持稳中有降的趋势，公司毛利率保持稳中略降的概率较大。另外一方面，调味品 3 年一个调价周期，不排除公司提早进入提价周期。

### 关键假设

(1) 酱油业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 14%/16%/15%，其中销售量的增长分别为 12%/12%/12%，销售单价的增长分别为 2.0%/4.0%/3.0%。

(2) 蚝油业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 22%/21%/19%，其中销售量的增长分别为 20%/16%/16%，销售单价的增长分别为 2.0%/4.0%/3.0%。

(3) 黄豆酱业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 8%/12%/18%，其中销售量的增长分别为 6%/8%/15%，销售单价的增长分别为 2.0%/4.0%/3.0%。

(4) 毛利率和费用率，考虑未来原材料价格走势/公司极强的成本管控能力/高端产品收入占比的提升，我们预测公司 2019/2020/2021 年综合毛利率分别为 47.05%/48.12%/48.10%；费用率方面，考虑公司销售费用管控的精细化以及未来五年发展目标，我们预测公司 2019/2020/2021 年销售费用率分别为 12.81%/12.60%/12.61%；考虑公司过往管理费用率（含研发费用）基本稳定的历史规律，我们预测公司 2019/2020/2021 年管理费用率分别为 4.36%/4.47%/4.53%。

表 10：海天味业业务分拆预测

项目（单位，百万元）	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
酱油收入	6,299.29	6,716.15	7,578.67	8,835.86	10,236.30	11,693.95	13,621.11	15,713.31
yoy(%)	12.85%	6.62%	12.84%	16.59%	15.85%	14.24%	16.48%	15.36%
蚝油收入	1,337.61	1,777.40	1,862.71	2,266.05	2,855.62	3,495.28	4,216.70	5,038.12
yoy(%)	20.06%	32.88%	4.80%	21.65%	26.02%	22.40%	20.64%	19.48%
酱类收入	1,533.02	1,812.53	1,814.44	2,040.28	2,092.31	2,262.21	2,540.91	3,009.71
yoy(%)	32.21%	18.23%	0.11%	12.45%	2.55%	8.12%	12.32%	18.45%
其他主营业务收入	559.80	864.89	812.67	961.21	1,122.64	1,324.72	1,523.42	1,751.94
yoy(%)	18.25%	54.50%	-6.04%	18.28%	16.79%	18.00%	15.00%	15.00%
毛利率	40.41%	41.94%	43.95%	45.69%	46.47%	47.05%	48.12%	48.10%
销售费用率 (%)	10.70%	10.86%	12.52%	13.42%	13.13%	12.81%	12.60%	12.61%
管理费用率 (%)	4.96%	4.74%	4.17%	4.16%	4.34%	4.36%	4.47%	4.53%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

盈利预测和估值。我们预测海天味业 2019/2020/2021 年营业收入 196.49/229.06/267.02 亿元，同比增长 15.35%/16.58%/16.57%；归母净利润

润为 51.87/62.08/74.16 亿元，同比增长 18.83%/19.70%/19.46%；EPS 为 1.92/2.30/2.75 元，当前股价对应 PE 为 49x/41x/35x。但是我们认为海天作为调味品行业的龙头公司，海天的产品力强、渠道布局成熟、平台化优势突出、发展较为稳定，更适合于 DCF 法估值<sup>7</sup>。通过 DCF 模型，我们计算海天的每股价值为 115.06 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：食品安全问题，宏观经济下滑，品类拓展不及预期。**

**表 11：海天味业财务数据和估值分析**

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	14,584	17,034	19,649	22,906	26,702
营业收入增长率	17.06%	16.80%	15.35%	16.58%	16.57%
净利润（百万元）	3,531	4,365	5,187	6,208	7,416
净利润增长率	24.21%	23.60%	18.83%	19.70%	19.46%
EPS（元）	1.31	1.62	1.92	2.30	2.75
ROE（归属母公司） （摊薄）	30.05%	31.46%	31.66%	29.51%	27.89%
P/E	73	59	49	41	35
P/B	22	18	16	12	10

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 17 日

## 4.2、中炬高新：宝能入驻后开启“双百”新征程

**品类优势契合消费升级趋势，产能扩展助力冲刺“双百”目标。**公司作为南派酱油的代表，致力于通过高鲜酱油来实施品类的差异化竞争策略。随着居民酱油消费价格带的提升，公司在高鲜领域多年积累的品牌效应逐步迈入收获阶段。在过去 5 年里，美味鲜家庭端市场份额提升幅度位居品牌第一位，2018 年市场份额提升至 4.4%，仅落后于海天 2.8 个 pcts，稳居第二梯队首位。公司 2019 年提出“双百计划”，未来将依托于酱油、蚝油、食用油、鸡精鸡粉等多品类的产能扩建以及外延式发展冲刺“营收过百亿、产销量过百亿”的目标。

**改制完成，长期战略清晰，效率提升值得期待。**自 2014 年宝能举牌以来，实控人变更终于在 2018 年 11 月尘埃落定。上市公司历史财务数据证明对于完全竞争性的消费品行业而言，民营体制较国有体制在成本费用管控上优势明显，我们相信这种管理体制带来的公司治理结构的变化终将得到全方位体现。另外一方面，宝能入驻后明晰了公司长远发展战略，其在资本运作上的经验有望帮助公司通过兼并收购实现跨越式发展。

**多管齐下拓宽渠道，全国化布局提速。**公司在华南地区的具备较高知名度，在东南沿海的品牌力甚至不输海天，是第二梯队中最有可能实现全国化的企业。2018 年公司经销商数量 864 家，地级市开发率达到 77%，2019 年规划做到 1000 家经销商，地级市覆盖率做到 80%以上；公司餐饮渠道收入占比接近 20%，公司正通过厨邦顶级厨师训练营、厨邦超级凉菜大赛等方式继续加大餐饮渠道覆盖力度。

**短期看点在于扩产能、扩品类、降费率、提净率。**阳西基地优质产能释放，收入占由 2014 年的 9%提升至 2018 年的 40%，净利率由 15%提升至

<sup>7</sup> 海天的 DCF 估值测算详见附录 6

21%，高出中山基地近 8pcts。未来两年，阳西基地将继续新增 10 万吨酱油产能，带动公司综合净利率持续改善。其他品类方面，蚝油有望新增 5+万吨产能，承载行业整体性地快速发展；鸡精鸡粉、醋、料酒等品类产能规划也已经逐步落地。

### 关键假设

(1) 调味品方面，考虑公司酱油品类稳健增长，蚝油、食用油等品类增长较快，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 14%/16%/16%，其中主要品类预测如下：

酱油 2019/2020/2021 年收入增速分别为 13.12%/13.30%/12.20%，销量增长分别为 12%/10%/10%，销售单价增长分别为 1%/3%/2%；

食用油 2019/2020/2021 年收入增速分别为 25%/20%/20%，销量增长分别为 25%/20%/20%，销售单价增长分别为 0%/0%/0%；

鸡精鸡粉 2019/2020/2021 年收入增速分别为 16.15%/18.45%/17.30%；销量增长分别为 15%/15%/15%，销售单价增长分别为 1%/3%/2%；

酱类 2019/2020/2021 年收入增速分别为 10.09%/12.27%/11.18%；销量增长分别为 9%/9%/9%，销售单价增长分别为 1%/3%/2%；

蚝油 2019/2020/2021 年收入增速分别为 41.40%/44.20%/42.80%；销量增长分别为 40%/40%/40%，销售单价增长分别为 1%/3%/2%；

其他品类包括醋类、料酒、腐乳等 2019/2020/2021 年收入增速分别为 21.93%/20.65%/20.42%。

(2) 考虑到公司聚焦主业的战略方向，我们保守估计房地产业务以及制造业其他业务在 2019/2020/2021 保持稳中略降的趋势。

(3) 毛利率和费用率，考虑阳西基地产能释放带来的效率提升，我们预测公司 2019/2020/2021 年综合毛利率分别为 39.18%/39.60%/39.78%；费用率方面，考虑公司改制落地，费用管控趋于精细，我们预测公司 2019/2020/2021 年销售费用率分别为 9.29%/9.09%/8.99%；管理费用率（含研发费用）分别为 9.39%/9.33%/9.17%。

表 12：中炬高新业务分拆预测

项目（单位，百万元）	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
调味品收入	2,319.86	2,606.95	2,894.74	3452.93	3817.33	4421.75	5139.61	5943.53
yoy(%)						15.83%	16.23%	15.64%
调味品：酱油				2,373.09	2,589.51	2,929.26	3,318.85	3,723.75
yoy(%)					9.12%	13.12%	13.30%	12.20%
调味品：鸡精鸡粉				412.80	442.68	514.18	609.04	714.41
yoy(%)					7.24%	16.15%	18.45%	17.30%
调味品：酱类				124.88	135.48	149.15	167.45	186.18
yoy(%)					8.49%	10.09%	12.27%	11.18%
调味品：蚝油				98.45	139.61	197.41	284.66	406.50
yoy(%)					41.80%	41.40%	44.20%	42.80%
调味品：醋类				72.40	76.91	87.00	100.36	114.65

yoy(%)					6.23%	13.12%	15.36%	14.24%
调味品: 料酒			34.16	57.68	87.39	117.01	155.16	
yoy(%)					68.88%	51.50%	33.90%	32.60%
调味品: 腐乳			33.87	33.12	33.45	36.18	38.74	
yoy(%)					-2.21%	1.00%	8.15%	7.10%
调味品: 食用油			277.11	321.26	401.57	481.89	578.26	
yoy(%)					15.93%	25.00%	20.00%	20.00%
调味品: 其他			26.18	21.07	22.35	24.17	25.89	
yoy(%)					-19.51%	6.05%	8.15%	7.10%
皮带轮及汽车、摩托车配件	71.27	60.27	69.49	64.97	69.90	70	70	70
yoy(%)	1.06%	-15.43%	15.30%	-6.50%	7.59%	0%	0%	0%
房地产及服务	53.17	43.80	129.55	49.50	126.50	127	101	81
yoy(%)	-76.18%	-17.62%	195.78%	-61.79%	155.56%	0%	-20%	-20%
其他业务	197.60	47.57	64.22	42.07	152.73	76	76	76
yoy(%)	340.78%	-75.93%	35.00%	-34.49%	263.04%	-50%	0%	0%
毛利率	34%	35%	37%	39%	39%	39.18%	39.60%	39.78%
销售费用率 (%)	8.74%	9.80%	8.72%	11.81%	10.35%	9.29%	9.09%	8.99%
管理费用率 (%)	10.91%	12.01%	11.05%	9.64%	9.55%	9.39%	9.33%	9.17%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

**盈利预测和估值。**我们预测中炬高新 2019/2020/2021 年营业收入 46.95/53.87/61.71 亿元, 同比增长 12.67%/14.75%/14.55%; 归母净利润为 7.10/8.79/10.27 亿元, 同比增长 16.81%/23.85%/16.86%; EPS 为 0.89/1.10/1.29 元。截止 2019 年 5 月 17 日, 公司总市值 288 亿, 扣除房地产估值 40 亿<sup>8</sup>, 调味品业务估值 248 亿, 对应 2019 年调味品业务估值 37 倍, 行业当前水平为 39 倍。考虑中炬高新在宝能入驻后有望提升经营效率、厨邦品牌价值得以强化, 公司业绩增长确定性较强, 未来有望率先从第二梯队突围, 公司应适当享受超越行业平均水平的估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级

**风险提示:** 食品安全, 机制改革不及预期, 成本上涨超预期, 产能建设不及预期。

表 13: 中炬高新财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,609	4,166	4,695	5,387	6,171
营业收入增长率	14.29%	15.43%	12.67%	14.75%	14.55%
净利润 (百万元)	453	607	710	879	1,027
净利润增长率	25.08%	34.01%	16.81%	23.85%	16.86%
EPS (元)	0.57	0.76	0.89	1.10	1.29
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.43%	16.85%	17.17%	18.39%	18.59%
P/E	64	47	41	33	28
P/B	9	8	7	6	5

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 5 月 17 日

<sup>8</sup> 测算过程详见附录 7

表 14：中炬高新与调味品行业估值对比

股票代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				18-21 cagr	PEG
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
002507.SZ	涪陵榨菜	28.78	0.84	1.03	1.25	1.47	34	28	23	20	21%	1.4
600305.SH	恒顺醋业	14.11	0.39	0.45	0.52	0.60	36	32	27	23	16%	2.0
603027.SH	千禾味业	25.06	0.74	0.69	0.85	1.05	34	36	29	24	12%	2.9
603288.SH	海天味业	95.00	1.62	1.95	2.32	2.73	59	49	41	35	19%	2.6
603317.SH	天味食品	36.72	0.72	0.74	0.93	1.10	51	49	39	33	15%	3.2
平均值							43	39	32	27		2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所；EPS 取 wind 一致盈利预期；股价时间为 2019 年 5 月 17 日

### 4.3、恒顺醋业：国企混改再次提速的食醋龙头

恒顺是食醋产业最具竞争力的细分龙头。食醋产业当前总产值在 100-150 亿左右，百强企业 CR5 产量市占率 47%，恒顺产量占比接近 10%。相比较于酱油百强 CR5 产量接近 75% 的市场格局，食醋龙头市占率提升可期。恒顺作为国内唯一上市的食醋龙头企业，凭借其四大名醋之“镇江香醋”的品牌积淀，是国内调味品赛道具备一定稀缺性的企业。

**国企混改再次提速，恒顺经营提效值得期待。**公司战略重心重新转移至调味品主业以来，调味品占总收入的比重持续提升，通过持续地聚焦主业、剥离辅业，公司治理在微观层面持续呈现积极的变化，营运能力、管理费用率、现金流等指标出现明显改善。本轮国企改革由点到面，重心下移的趋势明显，随着江苏混改的进一步推进，公司经营效率的提升值得期待。

**渠道策略清晰保障公司做深做透核心市场。**2018 年公司华东大区营收占比接近 50%，同比增速达到 20%，这意味着华东地区作为公司传统的强势市场依然具备做深做透的市场空间。一方面，公司通过持续打造终端的“春耕造林”计划推动渠道下沉，2018 年新增 1.8 万家农贸店、583 家乡镇超市店；另外一方面，公司加强对餐饮渠道的重视力度，目前餐饮端贡献收入仅 2 亿，上海市场占比过半，公司成立餐饮事业部，未来将凭借品牌优势、高性价比产品以及更大力度的广告投放抢占上海、杭州等华东核心市场的餐饮渠道。除此以外，公司对线上/线下渠道的新变化保持密切关注，主动探索新营销、新零售模式，线上与 2B/2C 电商展开全面合作，线下联合阿里探索智慧门店的落地尝试。

**短期而言，公司的产品策略聚焦大单品和高端化，盈利改善已见成效。**核心醋品类方面，公司顺应长三角地区居民消费升级趋势，2018 年高端醋收入同比增长 15%，占比持续提升 2pcts 至 16%，推动吨单价持续提升；料酒品类方面，公司高度重视料酒子领域的战略发展期，凭借工艺/渠道方面的优势，抢占行业新赛道，2018 年实现收入 1.93 亿，销量增长 34%。从更长远的维度来看，公司在醋品类做大做强、料酒品类积累多品类运营经验之后，可以横向切入属于健康食品的功能醋、饮料醋等品类，从而打开目标市场的规模瓶颈。

风险提示：食品安全，省外扩张不及预期，成本上涨超预期，新品拓展不及预期。

#### 4.4、千禾味业：聚焦“零添加”定位的行业新星

**主打品类差异化，公司发展进入提速期。**酱油行业呈现一超多强的竞争格局，除了已经实现全国化的海天和加速全国化的中炬，千禾是目前唯一登陆 A 股市场的区域性酱油企业。公司虽以焦糖色业务起家，但是通过品类差异化的战略导向，避开龙头锋芒，专注高端酱醋市场。依托西南地区独特的地理环境和公司一直以来坚守的“零添加”&“有机”酿造工艺，公司品牌力提升明显，品类差异化策略初见成效。随着酱油消费新一轮升级开启，公司进入加速发展的窗口期。

**品类突围是区域性唯一路径，公司长期发展战略清晰，短期业绩目标坚定。**对于区域性的酱油企业而言，虽然渠道和产能不构成核心竞争力，但是通过品类的差异化走大单品策略是一条可行路径。在传统酱油向老抽/生抽升级、老抽/生抽向高鲜酱油升级的阶段均有大单品实现弯道超车的类似案例。公司前瞻性布局“零添加”和“有机”品类，在持续进行终端让利和消费者教育的同时依然能够做到毛利率水平的持续优化，意味着当前高端酱油品类相对宽松的竞争格局为公司高举高打的竞争策略提供了有利环境，2018 年公司零添加酱油收入占比提升至 46%，2019 年公司提出零添加酱油品类继续实现 30%增长的目标。从营收总收入端来看，公司股权激励计划亦拟定了 2019/2020 年营收同比增速分别不低于 20%/18%的目标。

**短期抓手之一，渠道拓展。**考虑到公司 95%的收入来自于家庭端，公司在全中国扩张中基本采用“城市包围农村”的拓展策略来抢占 KA 渠道。华东市场作为公司传统的战略重心，2018 年下半年以来，在渠道库存消化完毕以及品牌成熟度提升的背景下重新迎来恢复性增长。2019 年公司将继续加大经销商支持力度确保高增长目标的达成；华东以外的市场，公司则通过加大营销人员投入加速开拓，目前成效开始显现，2018 年华北/华中/西北均实现了 30%以上的高增长。在传统根据地西南市场，公司正采取全渠道/全品类策略，通过强化终端基础建设进一步扩大渗透率和覆盖率来巩固优势。

**短期抓手之二，费用投放和团队执行。**近几年公司费用投放策略积极，广宣促销费占收入比重基本维持在 5%-7%的较高水平，2018 年西南地区广告投放方式逐渐从平面媒体向全方位立体式转变，2019 年公司将继续跟踪低空飞行+地面推广相结合的广告效果，进而择机在 2020 年向全国层面展开；人员方面，公司继续提升终端渠道的团队规模，2019 年将在全国范围内新增 3000 人左右的销售队伍。与此同时，公司也将同通过强化考核、提升激励等措施保障团队执行，提升人均产出。

#### 关键假设

(1) 酱油业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 25.66%/20.36%/17.30%，其中销售量的增长分别为 22%/18%/15%，销售单价的增长分别为 3%/2%/2%。

(2) 焦糖色业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 -5%/-5%/0%。

(3) 食醋业务，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 27.50%/20.00%/20.00%。其中销售量的增长分别为 25%/20%/20%，销售单价的增长分别为 2%/0%/0%。

(4) 毛利率和费用率，考虑公司零添加高毛利产品占比的上升，我们预测公司 2019/2020/2021 年综合毛利率分别为 47.55%/48.47%/48.86%；销售费用率方面，考虑到公司最近几年采取高举高打的策略抢占零添加市场，消费者培育仍需时间，我们预测公司 2019/2020/2021 年销售费用率分别为 20.90%/21.60%/21.50%；管理费用率方面，考虑公司管理费用率长期保持稳定以及管理效率的提升，我们预测公司 2019/2020/2021 年管理费用(含研发费用)率分别为 5.05%/5.02%/4.97%。

表 15: 千禾味业业务分拆预测

项目(单位,百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
酱油	197.59	257.76	368.57	505.58	608.69	764.88	920.61	1079.87
yoy(%)	26.5%	30%	43%	37%	20%	26%	20%	17%
焦糖色	313.46	236.62	227.66	219.37	185.38	176.11	167.30	167.30
yoy(%)	-1.92%	-25%	-4%	-4%	-15%	-5%	-5%	0%
食醋	72.37	89.89	116.96	152.12	178.04	227.00	272.40	326.88
yoy(%)	4.67%	24%	30%	30%	17%	28%	20%	20%
其他业务	32.54	38.08	57.67	71.10	93.34	149.34	179.21	215.06
yoy(%)	3.93%	17.03%	51.44%	23.29%	31.28%	60%	20%	20%
综合毛利率	32.51%	37.19%	40.97%	43.34%	45.74%	47.55%	48.47%	48.86%
销售费用率(%)	15.21%	16.68%	20.24%	18.56%	20.30%	20.90%	21.60%	21.50%
管理费用率(%)	5.97%	6.12%	5.40%	7.00%	6.81%	5.05%	5.02%	4.97%

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测

**盈利预测和估值。**我们预测千禾味业 2019/2020/2021 年营业收入 13.17/15.40/17.89 亿元,同比增长 23.64%/16.87%/16.21%;归母净利润为 2.09/2.44/2.96 亿元,同比增长 -12.93%/16.78%/21.19%; EPS 为 0.64/0.75/0.91 元,当前股价对应 PE 为 39x/33x/27x,行业平均水平为 39x/32x/27x,公司目前股价与行业平均估值水平接近,首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示:**食品安全,费用投放剧烈,省外拓展不及预期,行业竞争加剧。

表 16: 千禾味业财务数据和估值分析

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	948	1,065	1,317	1,540	1,789
营业收入增长率	23.00%	12.37%	23.64%	16.87%	16.21%
净利润(百万元)	144	240	209	244	296
净利润增长率	43.93%	66.61%	-12.93%	16.78%	21.19%
EPS(元)	0.44	0.74	0.64	0.75	0.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.55%	18.37%	14.08%	14.66%	15.67%
P/E	57	34	39	33	28
P/B	8	6	6	5	4

资料来源:公司公告,光大证券研究所预测,股价时间为 2019 年 5 月 17 日

表 17：千禾味业与调味品行业估值对比

股票代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				18-21cagr	PEG
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
002507.SZ	涪陵榨菜	28.78	0.84	1.03	1.25	1.47	34	28	23	20	21%	1.36
600305.SH	恒顺醋业	14.11	0.39	0.45	0.52	0.60	36	32	27	23	16%	2.02
600872.SH	中炬高新	36.14	0.76	0.94	1.18	1.44	47	38	31	25	24%	1.63
603288.SH	海天味业	95.00	1.62	1.95	2.32	2.73	59	49	41	35	19%	2.57
603317.SH	天味食品	36.72	0.72	0.74	0.93	1.10	51	49	39	33	15%	3.22
平均值							46	39	32	27	19%	2

资料来源：Wind，光大证券研究所；EPS 取 wind 一致盈利预期；股价时间为 2019 年 5 月 17 日

#### 4.5、涪陵榨菜：具备绝对定价权的榨菜龙头

小行业，大公司，涪陵榨菜具备绝对定价权。2018 年，我国包装榨菜终端消费市场规模预估在 130 亿<sup>9</sup>，涪陵榨菜终端零售规模接近 30 亿，市占率接近 25%，包装榨菜行业是属于典型小行业大公司的竞争格局。2011-2018 年期间，公司通过直接提价或者缩包装、减克重的间接提价方式，实现单吨售价年均复合增长 9%，带动毛利率从 36.5% 上升至 55.7%，体现出绝对定价权。另外一方面，随着公司对中小厂商份额的持续挤压，公司品牌推力不断提升，当前渠道环节利润率在 +50%，相对于调味品其他品类优势显著，目前渠道推力充足，公司领导地位进一步被强化。

单品升级+品类拓展为公司持续增长提供动力。在传统榨菜以外，公司近年加大单品升级和新品培育力度。脆口系列主打盐度低、口感嫩、充氮保鲜的健康概念，强化产品休闲零食的属性，2015 年以来该品类实现快速增长，2018 年公司拟再新增 1.6 万吨产能，保障未来三年该品类实现 30% 左右的复合增长；2015 年公司收购惠通食品切入泡菜、辣酱开胃菜领域，通过削减 SKU，优化产品结构，渠道资源共享，逐步提升其在泡菜市场占有率，2018 年公司泡菜业务实现营业收入 1.47 亿元，同增 20%，随着辽宁 5 万吨生产基地的建设投产，泡菜业务有望继续为公司提供新的增长动力。

传统渠道搭建完毕，积极调整应对一线市场渠道新变化。2013 年公司通过差异化战略经销商模式行渠道下沉，用时两年完成目标县级市场的覆盖；2015 年公司进行渠道细化，逐步建立多层次、长短渠道相结合的经销模式，目前公司拥有 1200 家一级经销商、覆盖了全国 34 个省市自治区，264 个地市级市场，具备强大的渠道掌控力。目前，针对一线城市出现的渠道变革迹象，公司正加大对于社区团购、外卖平台等新零售下新终端的开拓力度，公司渠道策略调整未来有望带来积极成效。

短期来看，成本红利有望继续助推全年毛利率上行，费用投放保持积极有利于三四线城市渠道下沉，全力冲刺全年预算收入目标。今年一季度公司毛利率继续提升主要系 19 年使用 18 年采购的低价青菜头。从全年来看，原材料继续丰产，预计完成全年毛利率 58% 的预算指引目标压力不大。在此背

<sup>9</sup> 根据调味品协会数据，榨菜产量规模在 100 万吨，行业出厂均价 1 万元/吨，渠道价差 30%，估计行业规模 130 亿。泡菜规模在 400 亿。

景下，公司有望继续保持积极的费用投放政策，通过扩大销售队伍、细化销售政策全力冲刺全年营收增长 26% 的预算目标。

### 关键假设

(1) 榨菜业务，考虑公司榨菜品类和其他品类稳健增长，我们预测公司 2019/2020/2021 年收入增速分别为 15.81%/14.74%/13.94%；其中乌江系列 2019/2020/2021 年收入增速分别为 15.56%/13.42%/12.36%，销量的增长分别为 8%/7%/6.5%，销售单价的增长分别为 7%/6%/5.5%；其中脆口系列 2019/2020/2021 年收入增速分别为 17.30%/22.40%/22.40%，销量的增长分别为 15%/20%/20%，销售单价的增长分别为 2%/2%/2%；

(2) 其他业务方面，我们预测公司 2019/2020/2021 年泡菜收入增速分别为 15%/20%/20%；榨菜酱油收入增速分别为 15%/20%/20%；其他佐餐开胃菜收入增速分别为 25%/30%/30%

(3) 毛利率和费用率，考虑公司原材料成本红利以及脆口系列高毛利产品收入占比提升，我们预测公司 2019/2020/2021 年综合毛利率分别为 60.03%/61.70%/61.54%；(2) 费用率方面，近年公司费用投放保持相对稳定状态，但是 2019 年行业普遍享受成本红利引发低端产品竞争加剧，公司加大费用投放力度确保市场份额稳固，我们预测公司 2019/2020/2021 年销售费用率分别为 16.07%/14.57%/13.27%；管理费用率(含研发费用)分别为 3.20%/3.22%/3.15%。

表 18: 涪陵榨菜业务分拆预测

项目 (单位: 百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
榨菜	821.11	870.02	985.52	1,284.26	1626.88	1884.14	2161.92	2463.21
	-1.18%	5.96%	13.28%	30.31%	26.76%	15.81%	14.74%	13.94%
榨菜: 乌江系列				1,144	1390.19	1606.50	1822.09	2047.26
榨菜: 脆口系列				140	236.7	278	340	416
泡菜		21.14	84.99	123.22	147	169	203	243
					19%	15%	20%	20%
榨菜酱油	1.42	1.47	2.18	2.48	2.71	3.12	3.74	4.49
					9%	15%	20%	20%
其他佐餐开胃菜	81.89	36.04	44.84	106.78	134.70	168	219	285
					26%	25%	30%	30%
其他业务	2.01	1.98	3.29	3.50	2.22	2	2	2
					-37%	0%	0%	0%
毛利率	42.39%	45.80%	50.81%	52.59%	55.73%	60.03%	61.70%	61.54%
销售费用率 (%)	22.56%	20.26%	15.88%	14.44%	14.66%	16.07%	14.57%	13.27%
管理费用率 (%)	4.41%	4.97%	4.64%	3.18%	3.13%	3.20%	3.22%	3.15%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

**盈利预测和估值。**我们预测涪陵榨菜 2019/2020/2021 年营业收入 22.28/25.91/30.00 亿元, 同比增长 16.38%/16.29%/15.77%; 归母净利润为 8.25/10.07/11.89 亿元, 同比增长 24.74%/22.02%/18.03%; EPS 为 1.05/1.28/1.51 元, 当前股价对应 PE 为 28x/23x/20x, 行业平均水平为 41x/33x/28x, 虽然公司估值水平较行业平均水平存在折价, 但是考虑到公司

所处细分行业的市场规模较酱醋行业较小，公司长期的成长空间仍需时间验证，我们首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：食品安全，提价后终端接受不及预期，青菜头原材料价格波动风险。**

**表 19：涪陵榨菜财务数据和估值分析**

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,520	1,914	2,228	2,591	2,999
营业收入增长率	35.64%	25.92%	16.38%	16.29%	15.77%
净利润（百万元）	414	662	825	1,007	1,189
净利润增长率	61.00%	59.78%	24.74%	22.02%	18.03%
EPS（元）	0.52	0.84	1.05	1.28	1.51
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.48%	26.78%	26.70%	25.88%	24.62%
P/E	55	34	28	23	19
P/B	12	9	7	6	5

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 5 月 17 日

**表 20：涪陵榨菜与调味品行业估值对比**

股票代码	简称	收盘价（元）	EPS（元）				PE				18-21cagr	PEG
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
600305.SH	恒顺醋业	14.11	0.39	0.45	0.52	0.60	36	32	27	23	16%	2.02
600872.SH	中炬高新	36.14	0.76	0.94	1.18	1.44	47	38	31	25	24%	1.63
603027.SH	千禾味业	25.06	0.74	0.69	0.85	1.05	34	36	29	24	12%	2.93
603288.SH	海天味业	95.00	1.62	1.95	2.32	2.73	59	49	41	35	19%	2.57
603317.SH	天味食品	36.72	0.72	0.74	0.93	1.10	51	49	39	33	15%	3.22
平均值							46	41	34	28	17%	2

资料来源：Wind，光大证券研究所；EPS 取 wind 一致盈利预期；股价时间为 2019 年 5 月 17 日

## 5、风险提示

经济增速放缓压力加大。如果经济总需求下行，影响人均收入和消费意愿，公司收入增长或将放缓。

物价下行风险。食品饮料行业的超额收益与物价水平关系密切，若未来物价进入持续下行时期，对食品板块将会产生压制性影响。

成本大幅上涨。一方面粮食等生产原材料成本的提高，另一方面成品包装使用的包材成本上升，都会对公司盈利能力及产品策略产生较大影响。

食品安全问题。如果食品安全问题出现，不仅相关公司生产经营或将受到冲击，同时亦有可能产生负面溢出效应波及至行业层面。

## 6、附录：海天味业 DCF 估值模型

### 6.1、关于营收增长率的假设

**产能释放奠定海天营收增长基础。**根据公司公告未来 5 年，海天预计将逐步实施高明 220 万吨（150 万吨酱油、30 万吨酱料、40 万吨复合调味料）调味品扩建项目。2018 年，海天包括酱油、酱料、复合调味料及耗油在内的总产能为 275 万吨，其中酱油产能为 185 万吨；2023 年高明项目建成后，海天的总产能将达到 495 万吨，其中酱油产能将达到 335 万吨。

一方面，海天产能释放带来的销量增长将进一步提升其在酱油/蚝油品类的市场占有率，并且通过品类延伸，切入增速最高的复合调味料领域，有望正向拉动总体营收水平；另一方面，产能扩建带来的规模优势有望进一步帮助海天的产品占据主流价格带，握牢产品定价权。在产能扩建所带来的量价双重作用下，提升业绩的天花板。

**此外，多重优势构筑了海天的竞争壁垒，助其跑赢行业增速。**目前调味品的主要竞争对手依然处于渠道织网的阶段，而海天已率先进入渠道管理优化的阶段，特别是其餐饮渠道的领先优势显著，考虑到餐饮渠道天然的易守难攻的优势以及餐饮渠道更大的市场容量，海天跑赢行业平均水平是大概率事件。另外一方面，中小落后企业产能加速退出、调味品消费行为品牌化趋势的强化均有利于龙头企业市场份额的加速提升。

我们以 2019 至 2023 年为显性预测期，2024 至 2031 年为半显性预测期，2031 年后为永续增长期。

显性预测期内，我们综合考虑以下因素：（1）海天的产能扩张预计能保持 12.5% 的年均复合增速，产能不会成为营收增长的瓶颈；（2）19-20 年 CPI 上行以及行业存在的 3 年一次调价周期的规律，导致 19-20 年行业增速有小幅提升；（3）龙头企业市占率逐年稳健提升的行业现状。我们可以假设 19-23 年，海天的营收增速分别为 15%/16.8%/16.5%/16.3%/15%。

半显性预测期内，海天的产能扩建计划暂告一段落，在高产能基础上稳步扩张市场份额，进入平稳发展期。考虑到整体公司规模扩大，以及经济增速系统性下移带来的冲击，收入增长率逐年下降 1.3pct。

### 6.2、关于营运资本的假设

营运资本变动是影响企业自由现金流的重要因素。营运资本为流动资产减去流动负债净额，反映了公司的资产利用率及偿债能力，其变动反映了企业资金的消耗情况。预收账款、预付账款及货币资金对海天的营运资本影响较大。

海天占据了产业链核心位置，以行业的绝对龙头地位掌握话语权，议价能力较强。在对上游供应商先货后款、下游经销商先款后货的情况下，海天的预收款项 2018 年达到了 32.37 亿元，占营业收入的 19.0%；而预付款项仅有 0.17 亿元，占营业成本的 0.19%。预计未来在行业地位不断稳固的基础上，海天的议价能力更强，通过对上游供应商与下游经销商的控制获取更大的利润空间。在预测期内，预计 2019 年预付账款占营业成本的比重维持

0.19%，此后每两年下降 1%；2019 年起预收账款占营业收入比重预测每年增加 0.05%。

此外，海天的营收增长保障了公司有较为稳定的现金流流入，流动性充分。2018 年海天货币资金/营收的比重预计比重为 55.0%。我们预计显现预测期内，公司货币资金/营业收入为 56%/57%/57%/58%/58%；进一步考虑到 2024 年后公司本轮产能扩张接近尾声，我们预测半显性内公司货币资金/营业收入稳定在 60%。海天稳健庞大的货币资金保障了公司良好的偿债能力、较低的风险。

在预收账款、预付账款及货币资金的假设下，我们测算出未来海天的营运资本变动在 15 亿至 40 亿间，由于海天的增长较为稳健，该变动处于合理范围。

### 6.3、关于 FCFF 永续增长率的判断

在营收增长及营运资本变动这两个关键假设及其他假设条件下，在预测期内企业自由现金流(FCFF)的增长率逐年降低，在预测期最后两年，FCFF 的平均增长率为 2%左右。

从公司层面而言，海天作为调味品行业中的航母级企业，其品牌力不断夯实、竞争壁垒逐步加固，全国性布局及渠道下沉更保证了海天的稳健发展。在产能落地后，公司品类得以进一步拓展，公司有望实现从“酱油之王”向“调味品之王”的蜕变，公司的市场目标空间也随之增大。

从产业层面而言，调味品行业属于低客单价的生活必需品，一超多强的竞争格局短期难以撼动，即使在行业销量增长放缓的背景下，龙头带动行业整体提价抵御成本压力的能力很强。

在此基础上，我们预测 FCFF 永续增长率为 2%，该增长率也与预测期末的现金流平均增长率一致。

### 6.4、DCF 建模计算结果

我们对海天的营收增长率、营运资本及 FCFF 永续增长率作出关键性假设后，用 WACC 将预测 FCFF 进行折现，得到企业价值。

表 21：海天 WACC 计算指标

指标	预测值
债务成本	3.5%
税率	16%
无风险利率	3.4%
市场超额溢价	3.4%
贝塔值	0.9
税后债务成本	2.94%
权益成本	6.46%
<b>WACC</b>	<b>5.6%</b>

资料来源：光大证券研究所

以 FCFF 折现的企业价值加回债权价值、减去所持现金后，能够得到海天的总权益价值，再除以 27.05 亿普通股数量，我们计算出海天的股票价值。

如前文所述，FCFF 折现所使用的现金流与 WACC 对预测结果存在较大影响，现金流或 WACC 的不稳将导致所预测的股票价值与实际价值存在巨大偏差，而 FCFF 永续增长率是影响现金流的关键因素。因此，我们以 FCFF 永续增长率和 WACC 为双变量，进行敏感性分析，结果如下：

表 22：海天味业股票价值的敏感性分析

	\$115.06	WACC				
		4.60%	5.10%	5.60%	6.10%	6.60%
永续增长率	1.00%	\$126.58	\$109.28	\$95.83	\$85.08	\$76.32
	1.50%	\$141.99	\$120.29	\$103.96	\$91.26	\$81.11
	2.00%	\$163.32	\$134.84	\$114.36	\$98.95	\$86.95
	2.50%	\$194.81	\$154.98	\$128.10	\$108.77	\$94.22
	3.00%	\$245.99	\$184.72	\$147.13	\$121.75	\$103.50

资料来源：光大证券研究所整理估算

## 7、附录：中炬高新土地估值

中炬高新土地估值 40 亿。我们根据中炬高新的土地储备，分别计算存量房价值以及土地价值，其中土地价值部分，我们暂不考虑配套用地（包括中汇合创/中炬高新在岐江新城的土地面积为 453/468 亩），只考虑中汇合创 660 亩可开发商住地的价值。我们预计存量房估值 2 亿元，未开发商住地 38 亿，合计 40 亿。

表 23：中炬高新土地储备情况（亩）

项目	商住地	商住开发用地	配套用地	已开发商住地	可开发商住地(含配套用地)	可开发商住地(不含配套)
中汇合创在岐江新城的土地	1353	900	453	240	1113	660
中炬高新在岐江新城的土地面积	553	0	468		468	0
中炬高新在岐江新城以外的土地面积		85	0	86	0	
合计	1906				1581	660

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 24：中炬高新存量房情况

项目	开发土地面积	建筑面积	容积率	已开盘	签约套数	销售均价	回笼资金	销售面积	可供出售面积	可供回收资金
一期低密度别墅区和配套商业开发区(2011 年开盘)	14.46	18.2	1.26	207	109	1.27	3.42	2.69	2.42	3.07
二期高层住宅项目(9 幢楼有 2 幢楼封顶)	4.15	9.84	2.37			0.88			1.42	1.25
中炬高新在岐江新城以外已开发项目(2019 年销售)						0.88			9	7.91

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 注：已开盘/已签约套数按截止 2018 年 3 月数据统计；面积单位为万平方米；销售均价单位万元/平方米；回笼资金和可供回收资金单位为亿元；可供回收资金的计算按销售均价和可供出售面积计算；其中二期高层住宅项目以及中炬高新在岐江新城以外开发项目销售均价取公司 2018 年年报公布的中山市全市住宅均价 8792 元/平米

表 25：中炬高新存量房估值

项目	数值
可回收资金 (亿元)	12.24
净利率	20%
折现率	9%
折现年数	5
净现金流折现 (亿元)	2

资料来源：光大证券研究所估算

表表 26：中炬高新可开发商住地估值 27：

项目	数值
可开发商住地 (亩)	660
容积率	2
销售均价 (万/平米)	2
土地成本 (亿元)	9
建安成本 (亿元)	15
销售回款 (亿元)	184
土地增值税 (亿元)	87
所得税 (亿元)	24
净现金流 (亿元)	73
折现率	9%
折现年数	5
净现金流折现 (亿元)	48
中炬高新对中汇合创的持股比例	79.16%
中炬高新股权价值	38

资料来源：公司公告，光大证券研究所计算 注：目前中山全市住宅均价为 8792 元/月，公司已开发项目目前销售均价为 1.27 万元，考虑区位优势，我们假设未来 5 年销售均价维持稳定且略有上升，为 2 万元/平米；扣除项目只考虑拿地成本和建安成本，广州普通档次单方造价为 3500-4600 元，考虑中汇合创地块所处区位，我们取 3500/元作为建安成本的单方造价

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼