

食品饮料行业深度研究报告

他山之石一味之素：一门关于味道的生意

推荐（维持）

- ❖ **事件：**此前我们外发两篇中日国际对比报告《在迷雾中穿行—90年代日本食品饮料的变与不变》及《再看日本：物换星移几度秋，几家欢喜几家愁》，引起市场广泛关注。近期我们前往东京调研了日本酒精饮料、乳制品、饮料、方便食品、调味品等多个行业及龙头企业，对日本食品饮料行业有了更深入理解，因此推出了“他山之石”系列调研报告。前两篇报告《他山之石—东瀛啤酒见闻录》和《他山之石—东瀛乳品见闻录》分别讲述了日本啤酒及乳品行业概况，以下为第三篇《他山之石一味之素：一门关于味道的生意》。
- ❖ **用味道打开市场，海外市场稳步扩张，经典的品类扩张发展路径。**味之素是日本历史悠久的调味品行业龙头，成立于1909年，以生产味精起家，之后扩张到复合调味品、速冻食品、咖啡、健康等行业，逐步成为全球性食品制造企业。公司分板块看，海外食品营收占比最高，占43%，日本食品板块占33%，其余部分主要为生命支持和医疗健康业务。日本食品业务方面，调味品及加工食品占比过半，营收总体稳定，经营利润率17%左右，速冻食品占比26%，受竞争影响18财年同比小幅下降。公司制定19财年国内生产体系调整计划，重构生产体系、提升自动化生产水平以期改善毛利率。海外食品业务方面，亚洲及北美为主力市场，以调味品和速冻食品为主，过去三年收入复合增速达6%，发展良好。我们看到，公司发展是经典的调味品龙头品类扩张路径。首先，调味品品类不断丰富，国内传统味精类调味品规模停滞，但味之素份额高达90%，推出的复合调味品和定制调味品，较好迎合便捷化趋势，公司国内定制调味品收入规模已超鲜味和复合调味品之和，海外定制调味品增长则更为快速。
- ❖ **从公司看日本速冻食品发展：一门居然还在成长的生意。**在日本现阶段多数食品子行业增长放缓的背景下，速冻食品行业仍在增长，调研反馈行业增速在低个位数水平。我们此前专题报告也从长周期角度研究了速冻食品行业发展，80年代后饮食便捷化带动了速冻食品发展，泡沫破裂后仍稳步增长，其中餐饮渠道产量受餐饮行业增速放缓在进入21世纪之后出现下降，但占比仍高于零售渠道，但零售为代表的C端渠道产量在稳步提升，后续零售渠道增长预期较好。味之素2018财年日本速冻业务营收973亿日元，旗下Gyoza品牌在日本国内市占率达48%，位居首位，大单品主要为速冻饺子、炒面和炸鸡块，其渠道结构C端占比更高，达61%，餐饮及工业渠道占比39%。
- ❖ **对国内行业发展启示：看好复合调味品及速冻食品行业成长，相关产业链机会凸显。**首先，从味之素、龟甲万等调味品龙头的品类扩张路径可以看出，本质上是龙头企业在口味这个生意上顺应扩张趋势，龙头在品牌、产品及渠道优势确立后，后续在各个细分板块上往往可获得高市占或者份额领先。对标国内，龙头公司的份额提升空间依旧较大，龙头平台化发展趋势基本确定，复合调味品的成长性值得重视。其次，速冻食品作为一门在日本长期保持稳定增长的生意，核心来自消费者追求便捷化趋势不改，基于此我们也看好国内速冻品类的稳健成长。从渠道结构对比，国内速冻B端餐饮总体也高于C端家庭，由于国内餐饮规模更大，业态更丰富，B端渠道成长空间高于C端消费。从盈利能力展望来看，国内速冻食品C端盈利能力明显受到压制，即品牌化溢价被高费用率抵消，而B端渠道万亿餐饮市场给了龙头很大的份额提升和规模效应空间，国内速冻品类丰富度也高于日本，基于未来下游餐饮连锁化带来对上游供应链标准化、规模化和定制化需求的继续提升，长期专注B端餐饮的速冻龙头在产品研发、大单品打造和定价策略上形成竞争优势，我们看好具备产能全国化布局和渠道掌控力突出的龙头企业在B端深耕发展，盈利能力有望逐步提升。
- ❖ **投资建议：**基于以上分析和对比，我们继续看好调味品行业龙头基于品类扩张和份额提升的平台化发展路径，亦看好复合调味品及速冻食品两大细分行业成长性，在餐饮连锁化和消费便捷化趋势之下，相关产业链机会凸显。**继续强烈推荐速冻龙头安井食品，推荐火锅底料龙头颐海国际、川调底料龙头天味食品，关注已切入餐饮渠道发展的传统速冻龙头三全食品。**
- ❖ **风险因素：**日本行业发展对中国行业发展借鉴性不足。

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com

执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

联系人：程航

电话：021-20572565

邮箱：chenghang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	93	2.56
总市值(亿元)	36,032.68	6.11
流通市值(亿元)	33,398.84	7.67

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	12.73	60.63	38.57
相对表现	7.85	37.39	29.37



相关研究报告

《食品饮料行业周报（20190701-20190707）：中报前瞻及塞北牧场调研》

2019-07-08

《食品饮料行业2019年中报业绩前瞻：价格周期仍在，业绩应有保障》

2019-07-08

《食品饮料行业深度研究报告：他山之石—东瀛乳品见闻录》

2019-07-09

目录

一、味之素：一门关于味道的生意.....	5
二、用口味打开市场：海外业务稳步发展，品类扩张路径清晰.....	6
日本食品业务：调味品及加工食品占比过半，速冻食品份额小幅下降.....	6
海外食品业务：整体增长稳健，海外速冻食品增速最快.....	7
品类扩张：经典的调味品扩张路径.....	8
三、速冻食品在日本：一门居然还在成长的生意.....	9
四、对国内行业发展启示：看好复合调味品及速冻食品行业成长.....	14
调味品：关乎口味的生意，品类扩张是趋势所在.....	14
速冻食品：消费者追求便捷化，一门长期稳定成长的生意.....	14
推荐及关注个股.....	15
五、风险因素.....	15
附：市场表现：近年 ROE 稳步提升，估值中枢在 25 倍左右.....	15

图表目录

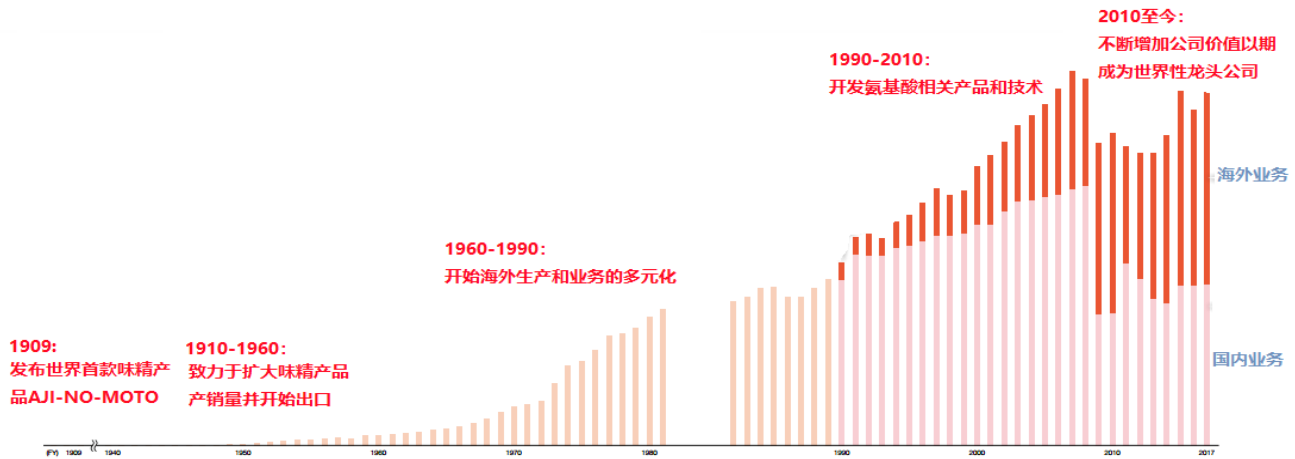
图表 1	公司发展历程图	5
图表 2	公司业务分布图	5
图表 3	公司营收及增速（亿日元）	6
图表 4	各板块营业收入占比（%）	6
图表 5	国内食品制造业务营收及利润率（亿日元，%）	6
图表 6	国内食品制造业务营收构成（%）	6
图表 7	新工厂自动化生产水平提高三倍	7
图表 8	新工厂生产灵活性增加	7
图表 9	海外食品制造业务营收构成（%）	7
图表 10	海外业务地区分布（%）	7
图表 11	海外食品制造业务营收及增速（亿日元，%）	8
图表 12	海外食品制造营收占比（%）	8
图表 13	味之素调味品业务品类升级路径	8
图表 14	日本调味品及加工产品营收各渠道占比（%）	9
图表 15	日本家庭渠道调味品市场规模变化（亿日元）	9
图表 16	味之素在日本家庭渠道各品类市场份额变化（%）	9
图表 17	日本调味品市场规模（十亿日元）	10
图表 18	速冻食品子行业市场规模（十亿日元）	10
图表 19	家庭方便食品消费额及增速（日元，%）	10
图表 20	非主食类方便食品如天妇罗	10
图表 21	非主食类方便食品消费额及增速（日元，%）	11
图表 22	主食类家庭方便食品消费额及增速（日元，%）	11
图表 23	家庭速冻类方便食品支出及增速（日元，%）	11
图表 24	家庭寿司类方便食品支出及增速（日元，%）	11
图表 25	日本速冻方便食品产量结构（单位：千吨，分产品类别）	11
图表 26	日本速冻方便食品产量（单位：千吨，分餐饮和零售渠道）	12
图表 27	味之素国内速冻食品渠道分布	12
图表 28	日本速冻食品行业市场规模及 Gyoza 市占率	12
图表 29	味之素国内/海外速冻食品销售额（亿日元）	13
图表 30	味之素国内/海外速冻食品经营利润率（%）	13
图表 31	日本速冻食品草根调研图	13
图表 32	日本速冻食品草根调研图	13

图表 33	速冻米面市场以水饺汤圆为主	14
图表 34	安井丸之尊产品系列	14
图表 35	调味品及速冻食品相关个股盈利预测表	15
图表 36	公司净利率历年趋势 (%)	16
图表 37	公司 ROE 历年趋势 (%)	16
图表 38	公司股价走势 (日元)	16
图表 39	公司分红率情况 (日元, %)	16
图表 40	公司历史估值水平	16
图表 41	公司股价及日经指数相对收益率 (%)	16

一、味之素：一门关于味道的生意

日本历史悠久的味精行业龙头，逐步成长为全球食品制造龙头。味之素公司成立于1909年，同年推出世界上首款味精产品 AJI-NO-MOTO，之后的五十年间一直致力于提升味精产销量并开始出口海外。1960年开始，公司开始从产品出口转为海外生产，并逐步拓展业务品类至速冻食品、动物营养等行业。1990年-2010年间，味之素致力于氨基酸技术和相关产品研究开发，并进一步拓展业务线，公司不断寻求经营价值提升以期成为全球性食品制造行业龙头。

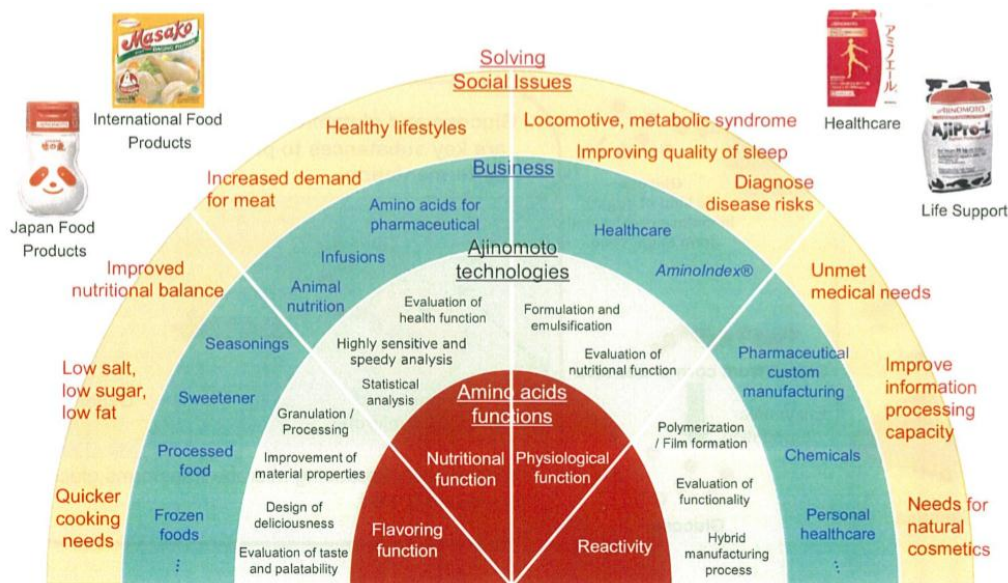
图表 1 公司发展历程图



资料来源：公司官网，华创证券

五大业务板块，海外营收占比高。截至目前，味之素拥有 128 家子公司，经过不断的品类丰富和业务拓展，公司现有业务分为日本食品制造、海外食品制造、速冻食品、生命支持及医药健康五大板块，产品包括调味料、速冻食品、咖啡、营养食品、医药、食品用及饲料用谷氨酸、化妆品等。在海外事业方面，味之素目前已在 中国、泰国、印尼、北美等 30 多个国家地区开展业务，海外营收占比达到 70%，且部分产品在海外多个市场份额位居第一。

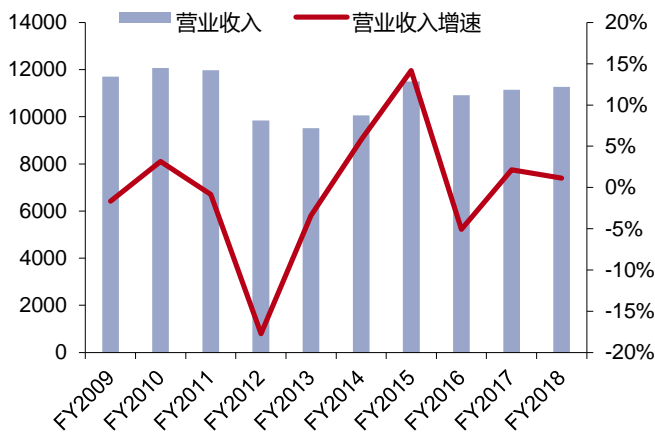
图表 2 公司业务分布图



资料来源：华创证券整理

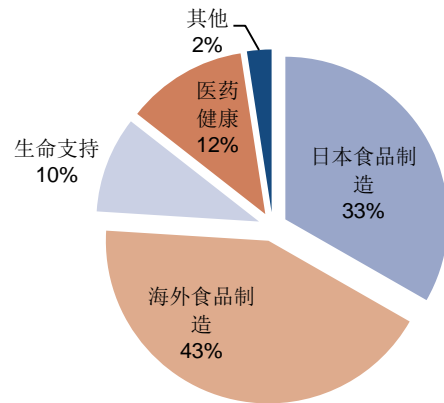
营业规模保持稳定，各板块业务结构基本稳定。公司 2018 财年实现营业收入 1.13 万亿日元（折合人民币约 712.2 亿元），同比增长 1.14%，经营利润¹为 926 亿日元，同比下降 3.14%，经营利润率为 8.21%，归母净利润 297 亿日元，同比下降 50%，净利率为 2.63%，2018 财年利润下滑主要系公司整体费用上升，此前历史年份业绩均较为稳定。分板块看，海外食品板块营收占比最高，占比为 43%，日本食品板块营收占比为 33%，其余部分营收主要来自生命支持（Life Support）和医疗健康（Healthcare）等业务。

图表 3 公司营收及增速（亿日元）



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 4 各板块营业收入占比 (%)



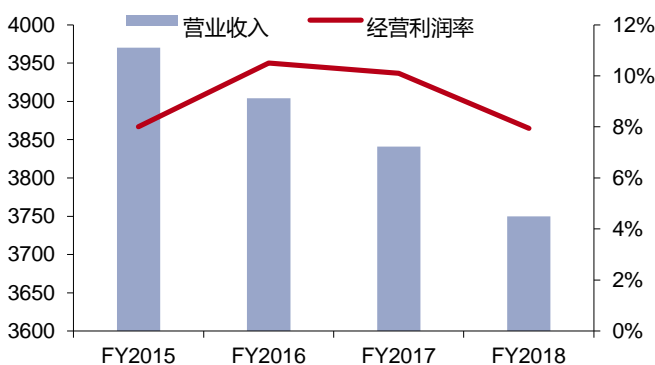
资料来源: 公司资料, 华创证券

二、用口味打开市场：海外业务稳步发展，品类扩张路径清晰

日本食品业务：调味品及加工食品占比过半，速冻食品份额小幅下降

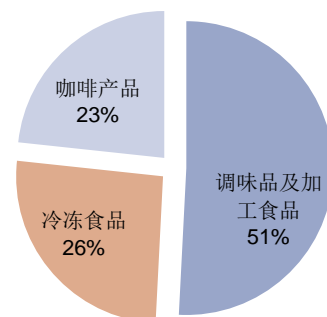
国内食品制造业务营收下降，盈利能力受费用影响有所下降。2018 财年，味之素国内食品制造业务营收为 3750 亿日元，较去年下降 2.38%，经营利润为 298 亿日元（扣除 119 亿元摊销成本后利润），经营利润率为 7.95%，较去年下降 2.2pcts，主要系当期公司成本费用增加及减值损失加大所致。其中，调味品及加工食品营收为 1910 亿日元，占比 51%，经营利润率为 17.02%；速冻食品营收为 973 亿日元，占比 26%，经营利润率为 4.21%；咖啡产品营收为 876 亿日元，占比 23%，经营利润率为 5.71%。

图表 5 国内食品制造业务营收及利润率（亿日元，%）



资料来源: 公司资料, 华创证券

图表 6 国内食品制造业务营收构成 (%)

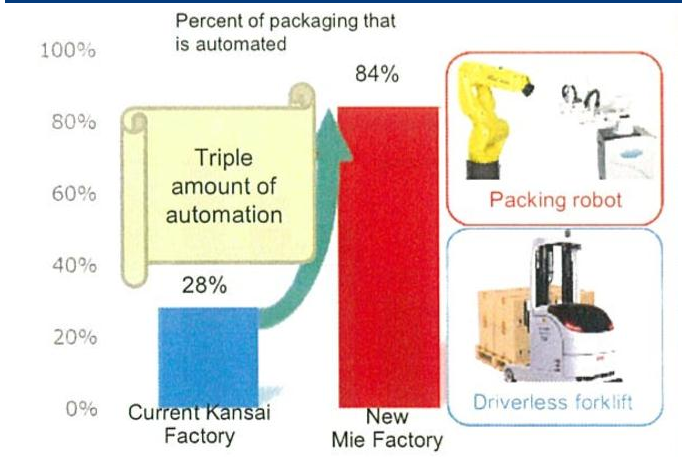


资料来源: 公司资料, 华创证券

¹ 注：该利润为味之素公司内部使用利润统计，计算方式为：经营利润=营业收入-主营业务成本-SG&A 费用-研发费用+合资企业的利润份额

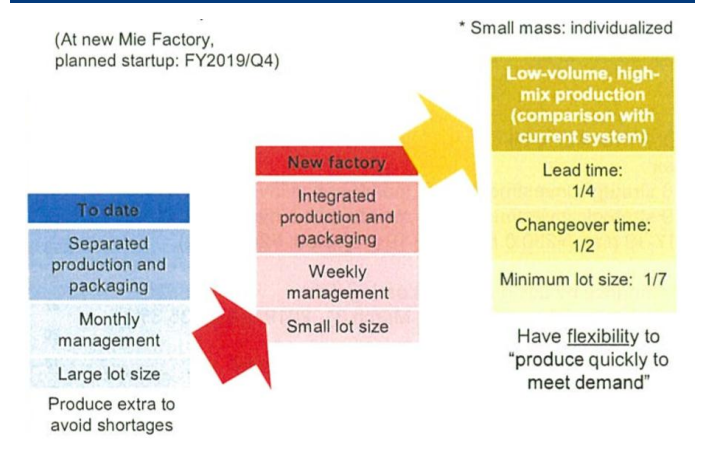
新工厂投产重构生产结构,提高自动化水平灵活生产。国内食品制造业务中除了调味品及加工食品营收保持稳定外,咖啡、速冻食品营收分别较去年下降 3.47%, 5.81%。此外,由于公司整体费用水平的增加,该板块的毛利润显著下降。为了应对国内食品制造业务当前的情况,味之素制定 2019 财年重构国内生产体系的计划,主要措施有: 1) 重构国内食品生产结构: 2019 年将有两个新工厂投入使用,之后将根据实际需求灵活的排列组合生产结构; 2) 提高自动化生产水平: 即将投产的新工厂自动化水平比旧工厂高出三倍,生产效率将会逐步提高; 3) 灵活应对小体量生产: 即将投产的工厂可实现小体量、高度综合生产,可将最小生产规模缩小至原来的 1/7。

图表 7 新工厂自动化生产水平提高三倍



资料来源: 公司资料, 华创证券

图表 8 新工厂生产灵活性增加

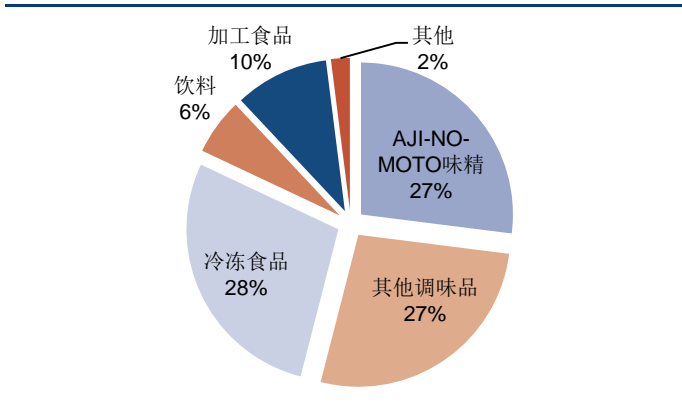


资料来源: 公司资料, 华创证券

海外食品业务: 整体增长稳健, 海外速冻食品增速最快

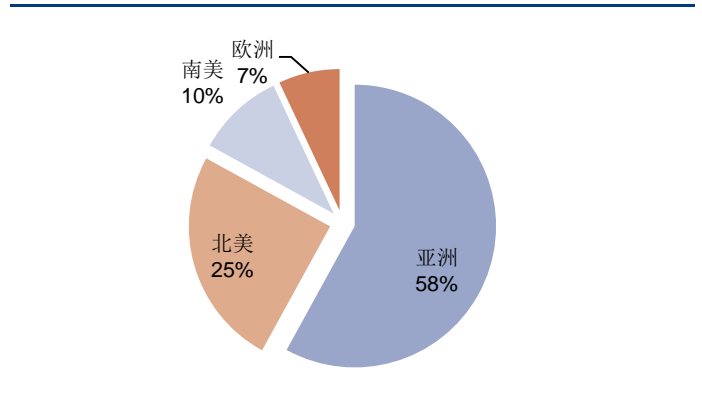
调味品及速冻食品营收占比高, 亚洲北美为海外主要市场。味之素 2018 财年海外食品营收达 4817 亿日元, 海外食品业务主要包括调味品、速冻食品、加工食品、饮料, 占比分别为 54%、28%、10%、6%, 调味品中味精和其他调味品营收各占一半。味之素海外业务涉及亚洲、北美、南美、欧洲地区, 其中亚洲及北美为主力市场, 营收占比分别为 58%、25%。

图表 9 海外食品制造业务营收构成 (%)



资料来源: 公司资料, 华创证券 注:

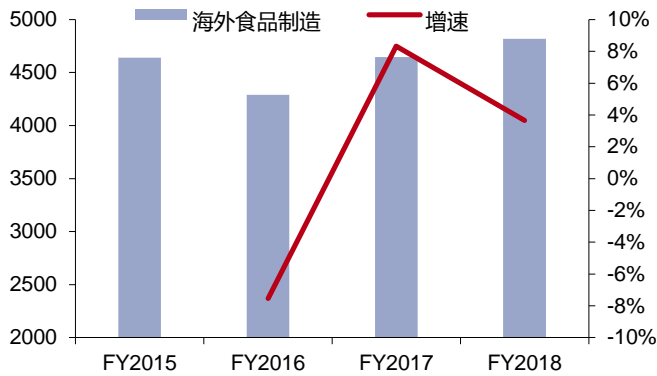
图表 10 海外业务地区分布 (%)



资料来源: 公司资料, 华创证券

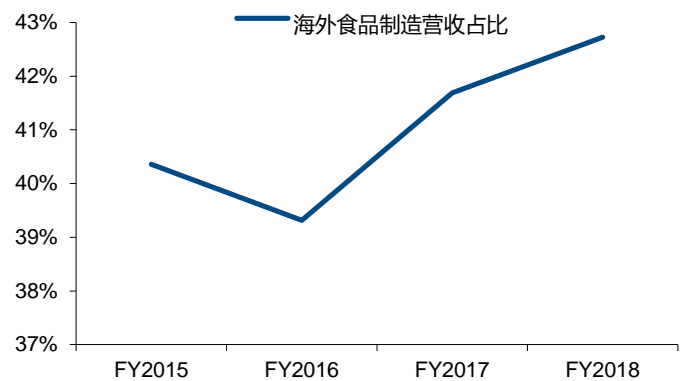
海外食品制造营收增长较快, 近三年营收占比逐步提升。2016-2018 财年, 味之素海外食品制造业务营收从 4289.9 亿日元增长至 4817.0 亿日元, 复合增速为 5.97%, 2018 财年海外食品业务营收占比达 42.72%, 较 2016 财年提升 3.4pcts, 近三年海外食品制造业务发展较好。

图表 11 海外食品制造业务营收及增速（亿日元，%）



资料来源：公司官网，华创证券

图表 12 海外食品制造营收占比 (%)



资料来源：公司资料，华创证券

品类扩张：经典的调味品扩张路径

调味品品类不断丰富，海外定制调味品增长快。在推出 AJI-NO-MOTO 味精大获成功后，味之素不断丰富公司调味品产品线，推出了口味层次更加丰富的复合调味品及具有特色饮食风味的定制调味品。定制调味品（Menu-Specific Seasonings）根据不同国家或地区的饮食文化和口味习惯，为消费者提供配置好的调味品。如味之素在印尼推出的 Sajiku 风味面粉产品，将其加入面粉调和，裹在鸡肉外层即可制作风味炸鸡；Cook Do 产品在日本提供中式名菜的调味料，如麻婆豆腐、回锅肉调料等。定制调味品根据不同饮食文化特点，使得消费者在家即可方便的做出较复杂的菜式，迎合了家庭餐饮方便化的趋取。国内方面，定制调味品营收超过鲜味调味品和复合调味品营收之和；海外方面，2018 财年定制调味品营收增长较快，增速达 16% 以上。

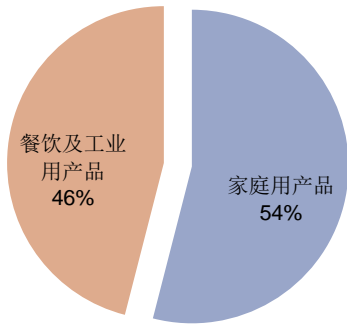
图表 13 味之素调味品业务品类升级路径

品类	代表品牌	主要产品展示
鲜味调味品	AJI-NO-MOTO Hi-Me	
复合调味品	Sazón HONDASHI	
定制调味品	Satis! AJI-NO-MIX Deli Arroz Cook Do Cook Do Kyo-no Ohzara	

资料来源：公司官网，华创证券

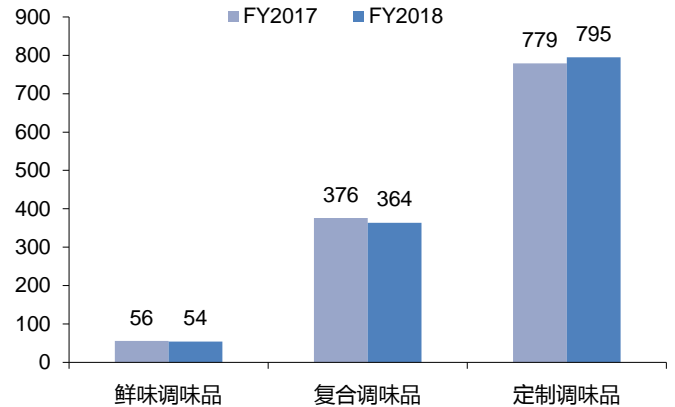
国内调味品以家庭渠道为主，定制调味品市场份额增加。味之素国内调味品及加工产品以家庭渠道为主，2018 财年家庭用产品营收占比为 54%，超过餐饮渠道和工业渠道总和。具体看家庭渠道调味品市场，2017 年-2018 财年，鲜味调味品和复合调味品市场规模均有所萎缩，而定制调味品市场规模从 779 亿日元增长至 795 亿日元，增幅为 2.05%，同期味之素在日本定制调味品市场份额在 30%左右，未来味之素在日本定制调味品市场仍有份额提升空间。

图表 14 日本调味品及加工产品营收各渠道占比 (%)



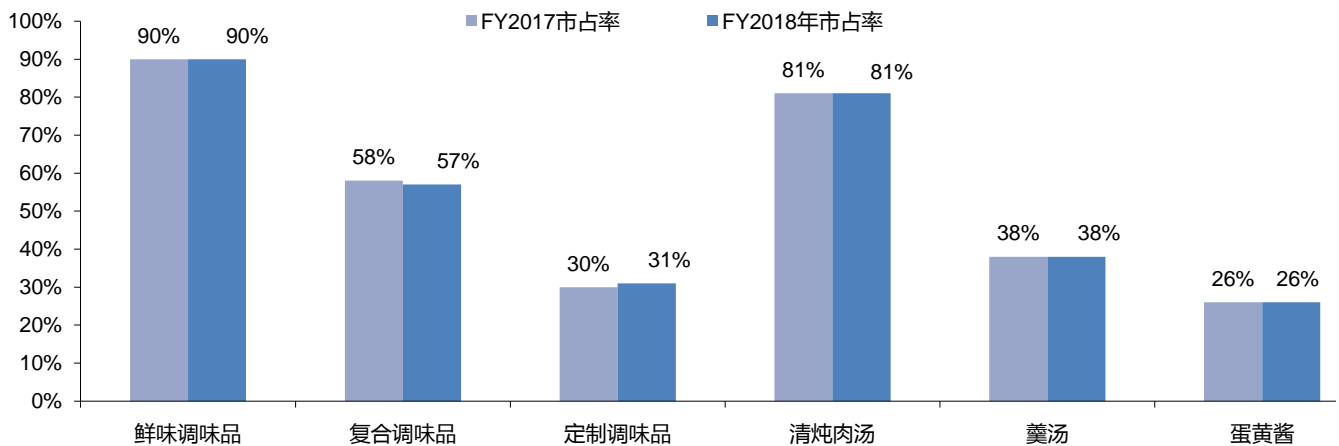
资料来源: 公司资料, 华创证券

图表 15 日本家庭渠道调味品市场规模变化 (亿日元)



资料来源: 公司资料, 华创证券

图表 16 味之素在日本家庭渠道各品类市场份额变化 (%)

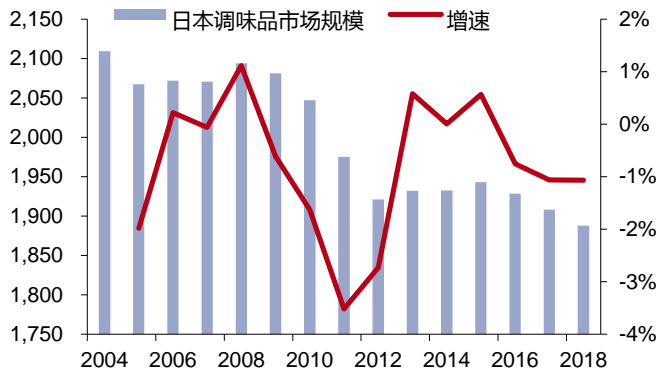


资料来源: 公司资料, 华创证券

三、速冻食品在日本: 一门居然还在成长的生意

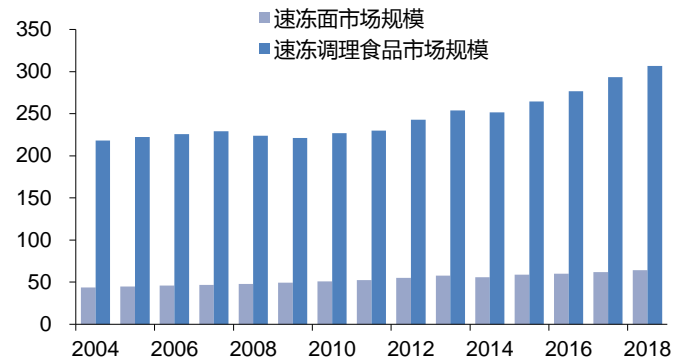
日本多数食品子行业趋近饱和，速冻食品行业规模逆势增长。由于日本人口老龄化严重以及食品市场较为成熟，多数食品子行业市场正在逐渐萎缩。根据 Euromonitor 数据，2004-2018 年，日本调味市场规模从 2.11 万亿日元下降至 1.89 万亿日元。但在日本多数子行业进入成熟稳定发展阶段之后，速冻食品行业却仍在增长，根据调研反馈，速冻食品行业消费额增速保持在 1%-2%，速冻食品市场容量预计仍有约 5% 增长。欧睿数据也表明，2004-2018 年，日本速冻面市场规模从 436 亿日元增长至 641 亿日元，年复合增速为 2.79%；速冻调理食品市场规模从 2183 亿日元增长至 3066 亿日元，年复合增速为 2.46%。

图表 17 日本调味品市场规模（十亿日元）



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 18 速冻食品子行业市场规模（十亿日元）

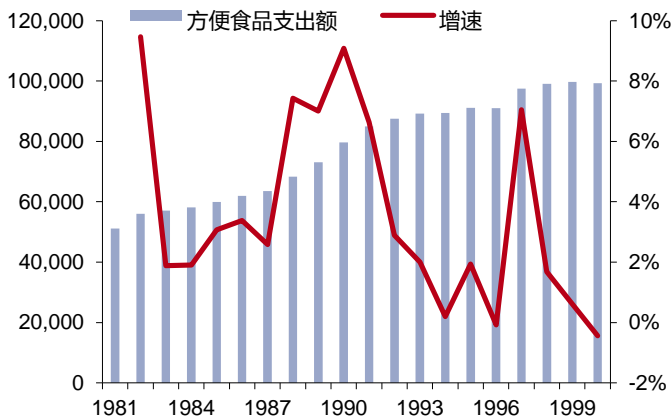


资料来源: Euromonitor, 华创证券

在我们此前的日本专题报告《在迷雾中穿行—90年代日本食品饮料的变与不变》，我们也从长周期研究了日本速冻食品行业发展。我们认为，日本速冻食品长期保持增长的原因，核心来自无论是家庭消费还是餐饮工业消费都在追求便捷化。

80年代后饮食便捷化带动方便食品发展，泡沫破裂后仍稳步增长。在日本，方便食品主要分为主食类和非主食类方便食品，主食类方便食品一般包括预制便当、预制寿司、预制米面、面包等食品，非主食类方便食品包括预制沙拉、鳗鱼、牛排、天妇罗和速冻食品等。上世纪80年代后，随着人口老龄化、女性社会化、人口晚婚化单身化以及城镇化带来的都市生活圈集中，居民饮食呈现便捷化趋势，日本年家庭方便食品消费额从1981年5.1万日元提升至1991年的8.5万日元，CAGR为5.2%，90年代后增速逐渐放缓至2%左右。

图表 19 家庭方便食品消费额及增速（日元，%）



资料来源: 日本统计局, 华创证券

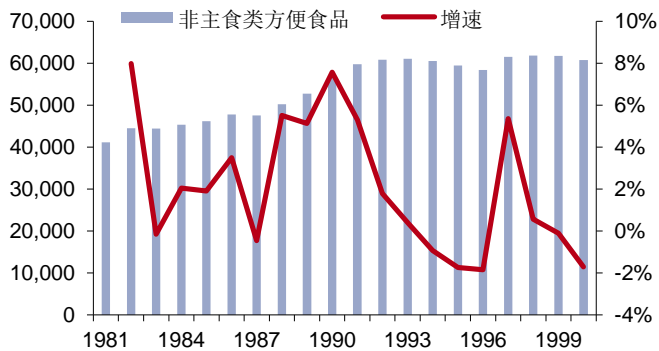
图表 20 非主食类方便食品如天妇罗



资料来源: frozen food press

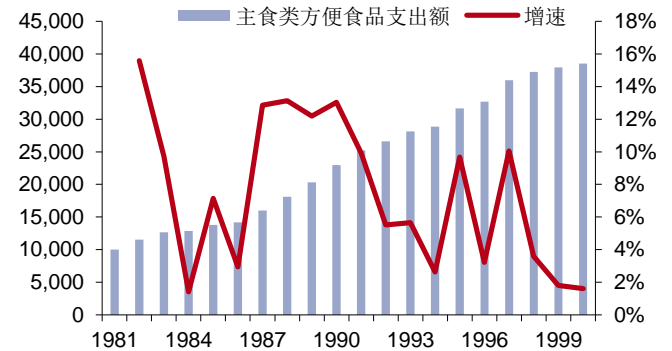
非主食类方便食品支出整体保持稳定，速冻类方便食品稳步增长。地产泡沫破裂后，居民外出就餐减少，部分回归家庭做饭，部分消费主食类及速冻方便食品。90年代期间，年家庭非主食类方便食品支出稳定在6万日元附近，而家庭主食类方便食品消费额从1990年2.3万日元提升到2000年的3.9万日元，CAGR为5.3%，高于整体方便食品消费额增速。主食类方便食品中，寿司类方便食品消费额持续增长，从1990年的1.6万日元提升到2000年的2.7万日元，CAGR为5.1%；速冻类方便食品消费额也从1990年的2908日元提升到2000年的4500日元，CAGR为4.5%。

图表 21 非主食类方便食品消费额及增速（日元，%）



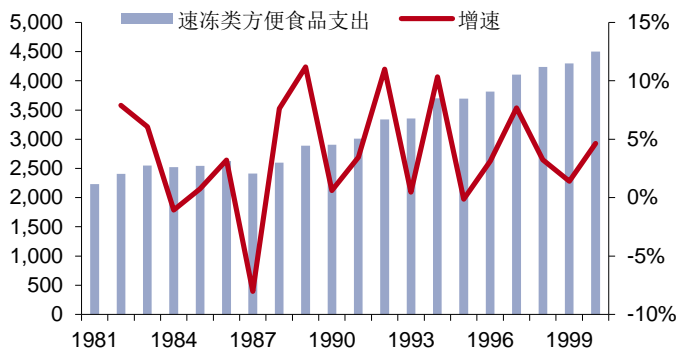
资料来源：日本统计局，华创证券

图表 22 主食类家庭方便食品消费额及增速（日元，%）



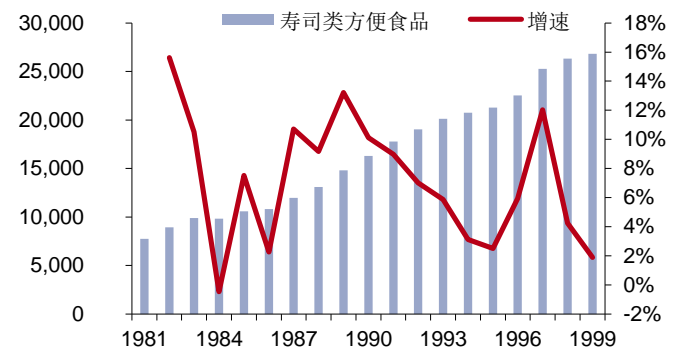
资料来源：日本统计局，华创证券

图表 23 家庭速冻类方便食品支出及增速（日元，%）



资料来源：日本统计局，华创证券

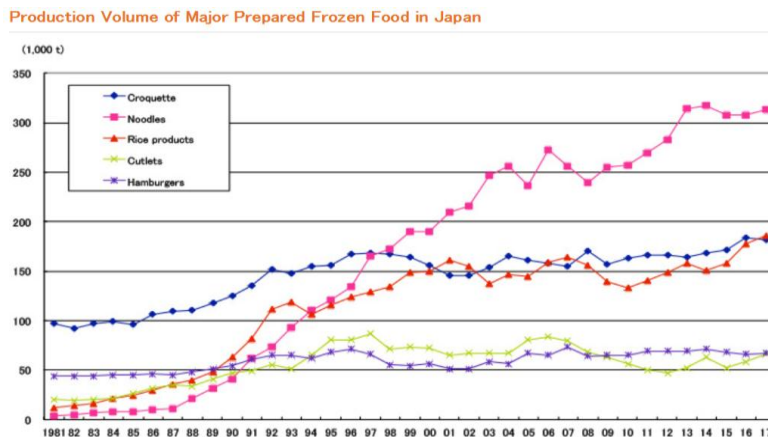
图表 24 家庭寿司类方便食品支出及增速（日元，%）



资料来源：日本统计局，华创证券

速冻方便食品中，速冻米面品类增长较快，餐饮渠道 90 年代中期开始下滑。根据日本速冻食品协会数据显示，分品类看，速冻米面产量在 90 年代持续增长，1990 年-2000 年间速冻米产量从约 6 万吨增长到约 15 万吨，速冻面产量从约 4 万吨增长到约 19 万吨，速冻丸子、汉堡和肉片产量保持平稳；分渠道看，餐饮渠道产量在 90 年代中期开始下滑，其原因或与餐饮渠道受经济波动影响相关，而零售渠道产量稳步提升。

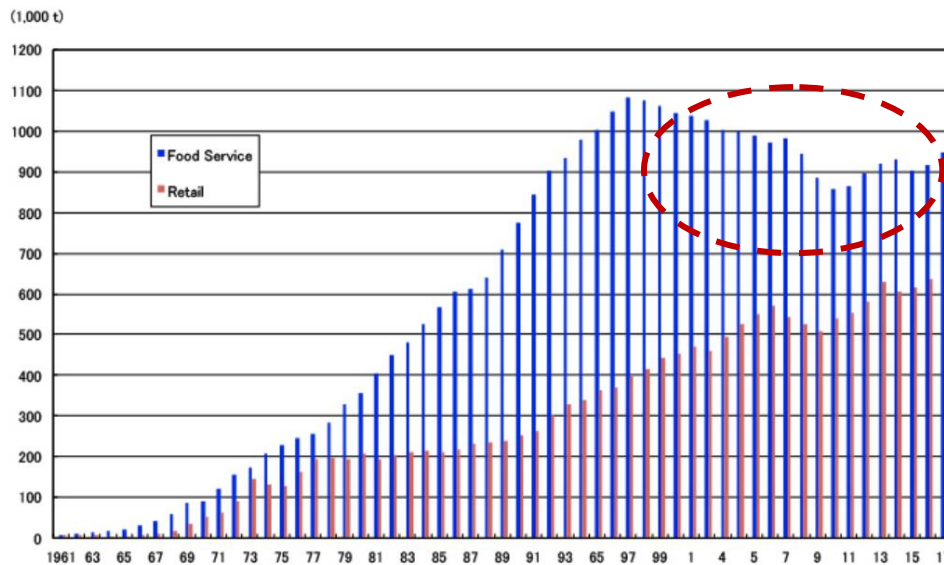
图表 25 日本速冻方便食品产量结构（单位：千吨，分产品类别）



资料来源：日本速冻食品协会，华创证券

图表 26 日本速冻方便食品产量（单位：千吨，分餐饮和零售渠道）

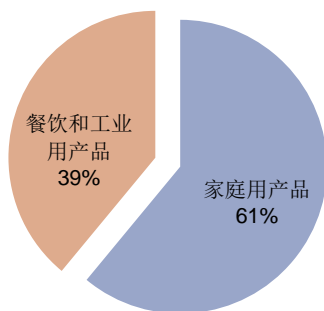
Production Volume of Frozen Food for Food Service & Retail in Japan



资料来源：日本速冻食品协会，华创证券

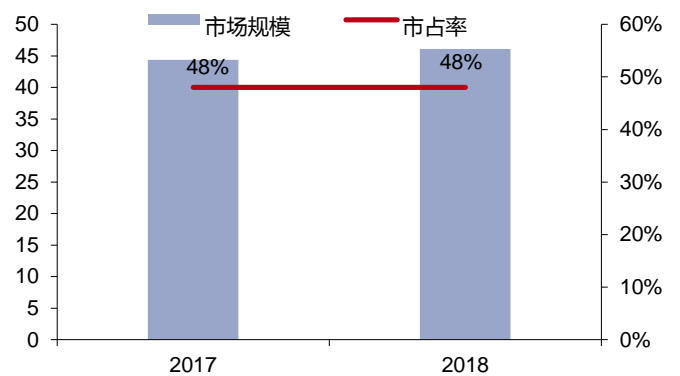
味之素速冻食品业务日本市占率第一，以 C 端渠道为主。味之素速冻食品业务主要为速冻饺子、速冻炒面以及炸鸡块，速冻饺子年销售额约 200 亿日元，其中 Gyoza 速冻品牌在日本国内市占率高达 48%，位居首位。从渠道结构来看，公司 2018 财年速冻食品家庭渠道占比为 61%，餐饮及工业渠道占比为 39%。从渠道草根调研来看，味之素在日本 C 端渠道尤其是便利店渠道销售覆盖率较高。2018 财年味之素国内该板块业务营收为 973 亿日元，同比下降 3.47%，海外该板块业务营收为 1153 亿日元，同比增长 8.57%。

图表 27 味之素国内速冻食品渠道分布



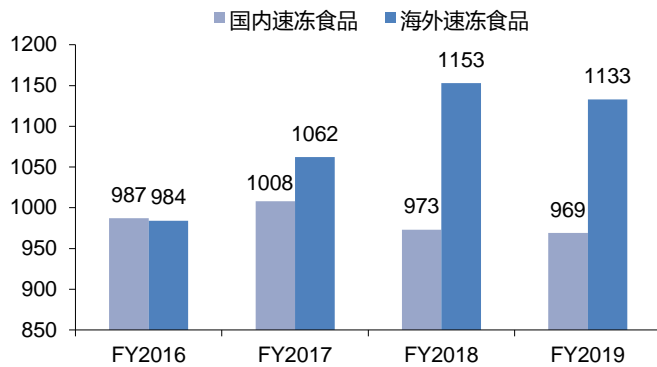
资料来源：公司资料，华创证券

图表 28 日本速冻食品行业市场规模及 Gyoza 市占率



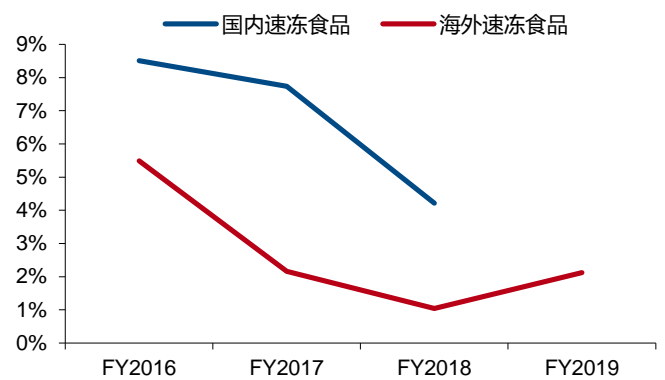
资料来源：公司资料，华创证券

图表 29 味之素国内/海外速冻食品销售额（亿日元）



资料来源：公司资料，华创证券 注：2019 财年数据为预测值

图表 30 味之素国内/海外速冻食品经营利润率（%）



资料来源：公司资料，华创证券 注：2019 财年数据为预测值

图表 31 日本速冻食品草根调研图



资料来源：草根调研，华创证券

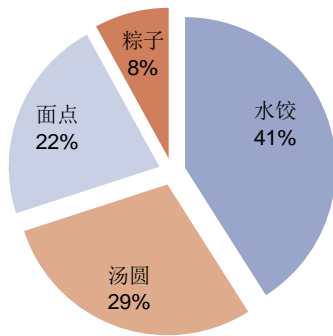
图表 32 日本速冻食品草根调研图



资料来源：草根调研，华创证券

日本速冻食品品类丰富，国内近年品类创新加快。草根调研反馈，日本速冻食品丰富度高，便利店速冻食品陈列货架占比高，除常见的主食以外，还有海鲜，肉类及其他预调食品等多种 SKU。同时日本速冻食品搭配丰富，营养均衡，均为预先配置，提供各式各样的口味，微波加热食用，方便营养。对标国内，国内速冻食品 C 端渠道主要是以速冻米面类为主，其中水饺汤圆占比较高，其收入合计占速冻面米市场约 70%，三全思念占速冻米面市场份额分别为 28%/19%，位居前两位，但总体来看国内 C 端速冻食品品类丰富度不及日本。近年来，我国速冻食品呈现出多品类、宽渠道、高端化趋势。品类创新方面，思念千味央厨推出速冻油条，针对 B 端餐饮渠道成为亿元级大单品，安井推出红糖发糕、流沙包、桂花糕等新品；高端化方面，安井推出针对 C 端渠道的丸之尊品牌，以速冻火锅料制品为主，收入保持较快增速。

图表 33 速冻米面市场以水饺汤圆为主



资料来源：中国产业信息网，华创证券

图表 34 安井丸之尊产品系列



资料来源：公司官网，华创证券

四、对国内行业发展启示：看好复合调味品及速冻食品行业成长

调味品：关乎口味的生意，品类扩张是趋势所在

从上文分析，我们看到，以味之素为代表的日本调味品龙头，业务和品类发展路径从味精这类基础调味品扩张到复合调味品、加工食品及速冻食品等，本质上是在关于口味的这个生意上顺应扩张趋势。从市占率角度，当前日本调味品行业总体已高度成熟，竞争格局也进入高度稳定阶段，龙头在品类扩张步伐之下，在各个细分板块基本也保持在高市占率，这说明，以味之素为代表的龙头企业在品牌、产品及渠道的优势基本确立后，各个细分板块收割份额或保持份额领先都是大概率事件。

对标国内的调味品市场，我们认为有几点启示：

- 1) **龙头公司的细分品类的份额提升空间依旧较大。**这与产业发展阶段有关，海天作为全国化品牌，目前在调味品市占率不超 10%，酱油品类市占率仅 15%，对标日本味之素、龟甲万，仍有相当大的份额提升空间。
- 2) **调味品龙头公司平台化发展趋势基本确定。**味之素从味精起家，龟甲万从酱油起家，但最终都朝着品类多元化、市场国际化的方向发展，国内调味品公司当前走出去海外扩张紧迫性不强，但品类多元化扩张趋势已逐步显现。海天从酱油到蚝油、酱类等，中炬从酱油发展到鸡精鸡粉、蚝油、食用油等，未来调味品龙头公司基于品类多元化的逻辑，长期的成长路径清晰。
- 3) **复合调味品的成长性值得重视。**从味之素为代表的日本龙头发展来看，日本复合调味品虽然当前规模增速趋缓，但在过去也经历了较快的成长阶段，同时，近几年味之素在日本国内及海外发达国家的定制调味品业务正成为新的增长点。对比中国，复合调味品行业成为调味品当中增长最快的品类，年复合增速达 15% 以上，其中火锅底料为代表的品类受益于 B 端餐饮连锁化和 C 端消费便捷化，成为成长性表现突出的细分赛道。此外，对标日本成熟市场的定制业务，我们看到国内以火锅底料为代表的 B 端定制也正在兴起，颐海及天味等龙头近几年定制业务增长快速。

速冻食品：消费者追求便捷化，一门长期稳定成长的生意

从上文分析可以看到，日本速冻食品长周期之下仍保持稳定增长，增长驱动因素当然包括女性工作率提升、城市圈继续中心化、年轻群体工作压力大导致不愿做饭等等，但核心是来自无论是家庭消费还是餐饮工业消费都在追求便捷化。因此，从需求的便捷化趋势来看，对中国现在的行业也有很好的映射。中国的速冻食品以速冻米面和速冻火锅料制品为主，行业整体增长在 10% 以上。日本社会经历的城镇化加快、女性工作率提升及年轻群体懒人意识等也

在中国社会逐步演变（我们在日本专题报告的研究前提上作了详细比较），因此便捷化趋势之下，我们也看好国内速冻食品行业的稳健增长。

渠道结构对比：B 端占比过半，C 端增长稳健。从日本速冻渠道结构来看，Food Service 为代表的 B 端渠道占比过半，但在近 20 年主要受餐饮行业低迷影响，B 端渠道处在下滑之下，但 C 端渠道仍保持持续稳健增长。对比中国，B 端餐饮等渠道消费总体也高于 C 端家庭消费，由于国内餐饮业态更加丰富，餐饮市场规模更大，因而国内速冻的 B 端渠道的成长空间将明显高于 C 端家庭消费。

盈利能力展望：更看好国内餐饮渠道企业的盈利能力提升。由于我们没有详细的日本 B 端和 C 端渠道拆分的盈利能力指标，但我们可以从几方面对比日本和中国渠道差异带来的盈利能力变化。首先，C 端渠道方面，日本便利店渠道文化深入人心，国内目前 C 端很多还是连锁商超为主，渠道差异使得其对上游速冻企业的议价能力有差异。很明显，目前以商超渠道为代表的 C 端渠道对上游议价能力有一定优势，速冻食品 C 端盈利能力明显受到压制，或者说速冻 C 端品牌化带来的毛利率优势多数被高费用率所抵消。其次，B 端渠道方面，国内餐饮万亿市场给予了龙头企业很大的份额提升和规模效应空间，国内餐饮渠道的速冻品类 SKU 丰富度要明显高于日本，从未来餐饮渠道发展来看，基于下游餐饮连锁化带来对上游速冻供应链标准化、规模化和定制化需求将继续提升，因此长期专注 B 端餐饮渠道的速冻公司在产品研发、大单品打造和定价策略方面会形成竞争优势，我们看好具备产能全国化布局和渠道掌控力突出的龙头企业在 B 端深耕发展，盈利能力有望逐步提升。

推荐及关注个股

基于以上分析和对比，我们继续看好调味品行业龙头基于品类扩张和份额提升的平台化发展路径，复合调味品及速冻食品两大细分行业成长性，在餐饮连锁化和消费便捷化趋势之下，相关产业链机会凸显。继续强烈推荐速冻龙头安井食品，推荐火锅底料龙头颐海国际、川调底料龙头天味食品，关注已切入餐饮渠道发展的传统速冻龙头三全食品。

图表 35 调味品及速冻食品相关个股盈利预测表

简称	股价（元）	市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）			评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
海天味业	102.73	2,774	1.96	2.36	2.78	52.4	43.5	37.0	强推
中炬高新	40.95	326	0.98	1.24	1.5	41.8	33.0	27.3	强推
安井食品	48.04	111	1.49	1.82	2.26	32.2	26.4	21.3	强推
天味食品	42.96	177	0.76	0.95	1.15	56.5	45.2	37.4	推荐
颐海国际	39.67	415	0.69	0.92	1.20	57.5	43.1	33.1	推荐
三全食品	9.83	79	0.19	0.26	0.34	51.7	37.8	28.9	-

资料来源：wind、华创证券预测 注：收盘日为 2019 年 7 月 10 日，颐海国际单位为人民币，三全食品 EPS 为 wind 一致预期

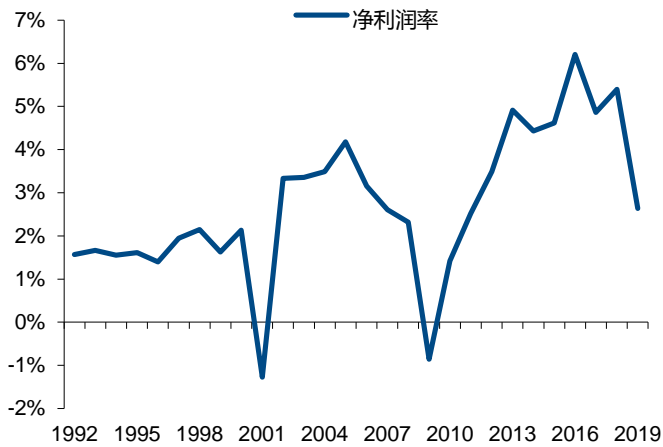
五、风险因素

日本行业发展对中国行业发展借鉴性不足。

附：市场表现：近年 ROE 稳步提升，估值中枢在 25 倍左右

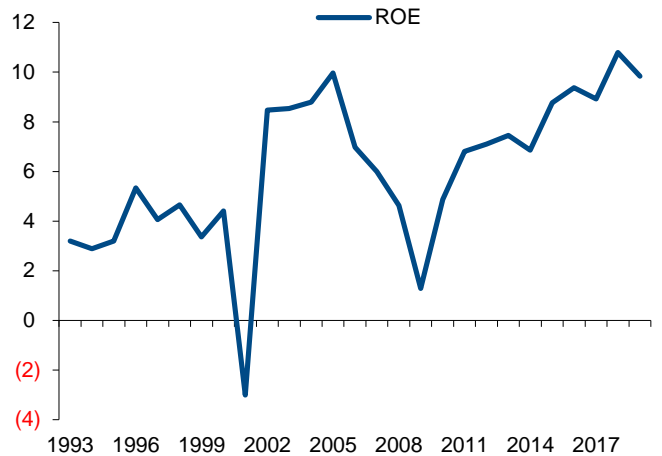
公司近 10 年 ROE 稳步提升。从 1992 财年至今，味之素净利率除两次波动外整体提升，2019 财年因公司整体费用水平提升利润率有所下降，2014-2018 财年，公司净利率均稳定在 5% 左右，体现了较好的盈利水平。2009 年至今公司 ROE 稳步提升，从 1.29% 提升至 9.83%，幅度达 8.54pcts，公司成长性良好。

图表 36 公司净利率历年趋势 (%)



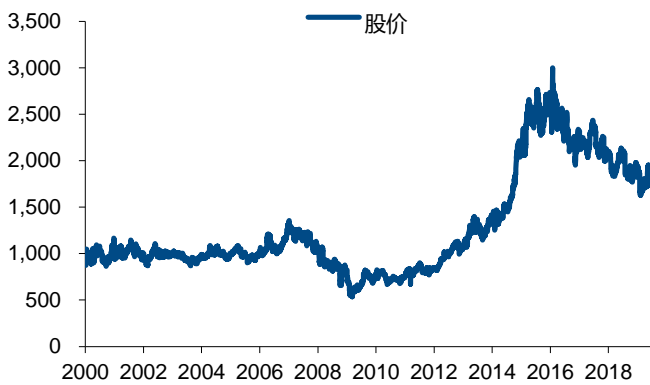
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 37 公司 ROE 历年趋势 (%)



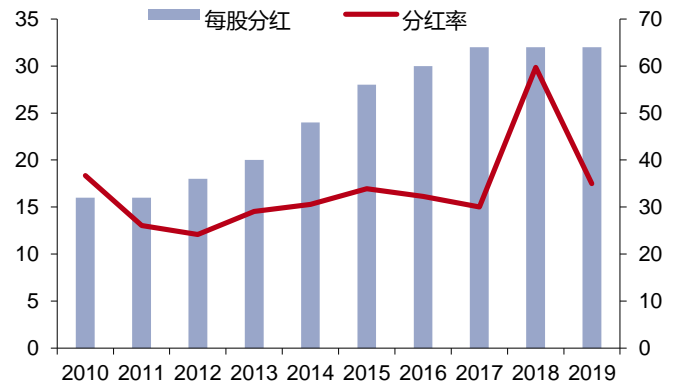
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 38 公司股价走势 (日元)



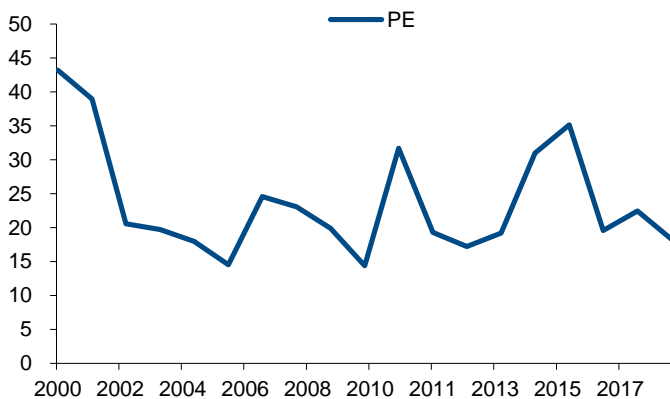
资料来源: 公司资料, 华创证券

图表 39 公司分红率情况 (日元, %)



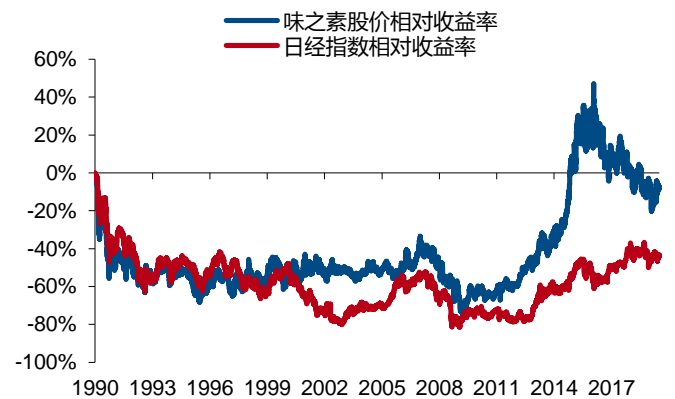
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 40 公司历史估值水平



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 41 公司股价及日经指数相对收益率 (%)



资料来源: Bloomberg, 华创证券

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，3年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

研究员：于芝欢

厦门大学管理学硕士，1.5年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。10年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500