



Research and
Development Center

6月连锁渠道酱油板块终端数据跟踪

食品饮料行业专题研究报告

2019年8月7日

王见鹿 行业分析师

毕翹楚 研究助理

6月连锁渠道酱油板块终端数据跟踪

行业专题研究

2019年8月7日

本期内容提要:

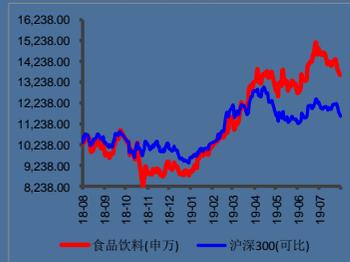
- 酱油 1H19 终端销售增速加快，主要由量增驱动，竞争格局较为良性。**酱油板块 1H2019 的累计销售收入增速为 10.7%，较去年同期上升 2.6 个百分点；1Q 和 2Q2019 对应收入增速分别为 10.5% 和 10.9%，2Q 增速进一步提升。相比 2018 年同期，本轮增长由量增而非价涨驱动，可见品牌企业渠道下沉、进一步替代家庭散装酱油消费的趋势有所增强。板块内核心企业的增速趋势有所分化，其中海天和千禾的 2Q2019 收入增速相较 1Q2019 有所放缓，但后者增速仍领跑行业；而厨邦及欣和则符合行业趋势，2Q 增速更上一层楼，主要因两家公司去年同期增速较低。从价格端来看，酱油板块近两年均实现了终端价格的上调，2018 年的上调幅度达到 5%，6M2019 年也有近 2% 的平均增幅，目前的均价约为 1.45 元/100ml，侧面印证了消费者对低频的必需消费品，价格并不敏感。我们判断，随着消费者对品质生活和健康饮食的愈发重视，酱油品类后续仍有小幅升级提价的空间。近期各大品牌均无明显的降价抢市场行为，月均价格波动也很不明显。我们认为这代表了酱油当前的竞争格局良性，企业主要依靠产品力来扩大其销售规模。
- 风险因素：**经济环境低迷导致销售不及预期的风险；成本上涨过快或原材料价格波动过大的风险；二级市场股票价格的不确定性；企业经营管理出现重大失误；产品结构和销售渠道的持续多元化也意味着公司的整体业绩驱动可能来自非酱油板块。

证券研究报告

行业研究——专题研究

食品饮料行业

食品饮料行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

王见鹿 行业分析师

执业编号：S1500517100001

联系电话：+86 21 61678591

邮箱：wangjianlu@cindasc.com

毕翘楚 研究助理

联系电话：+86 21 61678587

邮箱：biqiaochu@cindasc.com

行业规模及信达覆盖

股票家数（只）	97
总市值（亿元）	34257
流通市值（亿元）	31667
信达覆盖家（只）	5
覆盖流通市值（亿元）	321

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

目录

调味品-酱油子板块二季度增速加快，渠道下沉驱动销量增长	1
行业竞争环境良性，头部企业巩固市场份额	2
各品牌增速变化趋势略有差异，海天及千禾 2Q 单季增速放缓	4
消费升级带动板块提价趋势持续	4
板块重点个股估值（PE Band）	6
风险因素	7

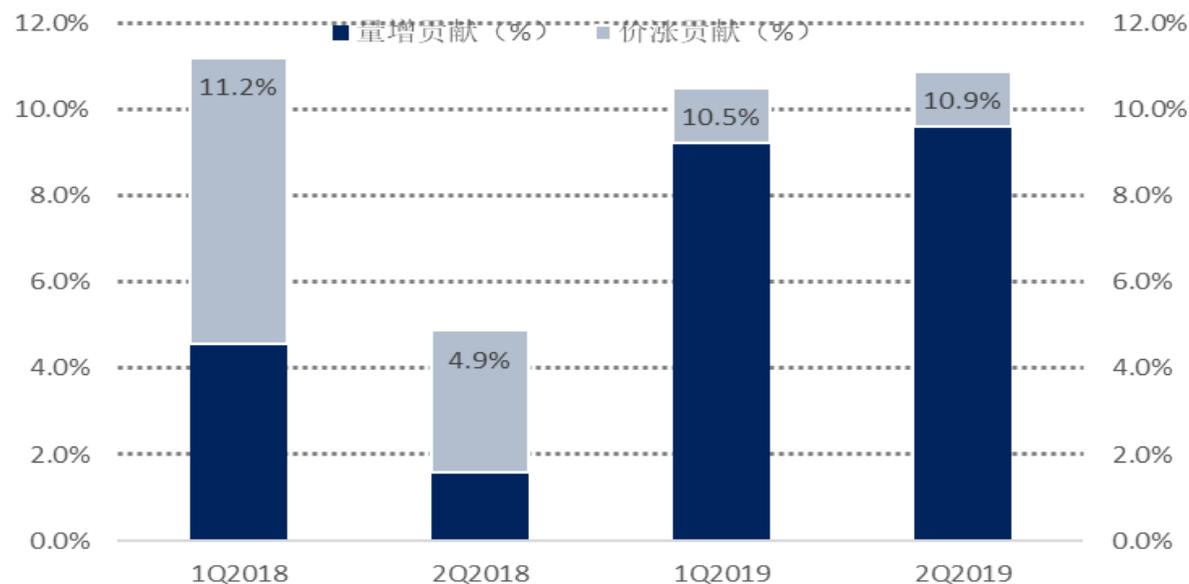
图目录

图 1 1H2018 和 1H2019，酱油板块的收入增速驱动力（%）	1
图 2 核心企业监控收入对比（万元）	2
图 3 近 3 年酱油板块的市占率对比（%）	3
图 4 近 3 年酱油板块的市占率对比（%）	3
图 5 1H2018 和 1H2019，酱油板块主要企业收入增速变化情况（%）	4
图 6 近 3 年均价对比（元/100ml）	5
图 7 近 3 年均价对比（元/100ml）	5
图 8 千禾味业 PE Band（倍）	6
图 9 中炬高新 PE Band（倍）	6
图 10 海天味业 PE Band（倍）	6

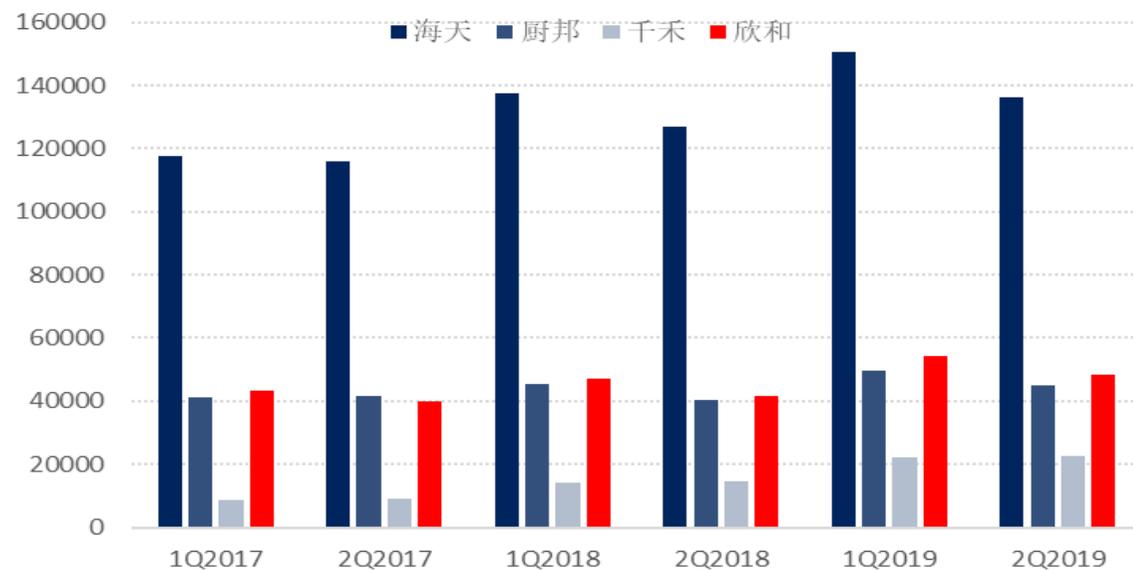
调味品-酱油子板块二季度增速加快，渠道下沉驱动销量增长

根据全国连锁超市信息网，酱油板块 1H2019 的累计销售收入增速为 10.7%，较去年同期的 8.1% 上升 2.6 个百分点；分季度来看，1Q 和 2Q2019 对应收入增速分别为 10.5% 和 10.9%，2Q 增速进一步提升。相比 2018 年同期，本轮增长由量增而非价涨驱动，可见品牌企业渠道下沉、进一步替代家庭散装酱油消费的趋势有所增强。

图 1 1H2018 和 1H2019，酱油板块的收入增速驱动力（%）



资料来源：全国连锁超市信息网，信达证券研发中心

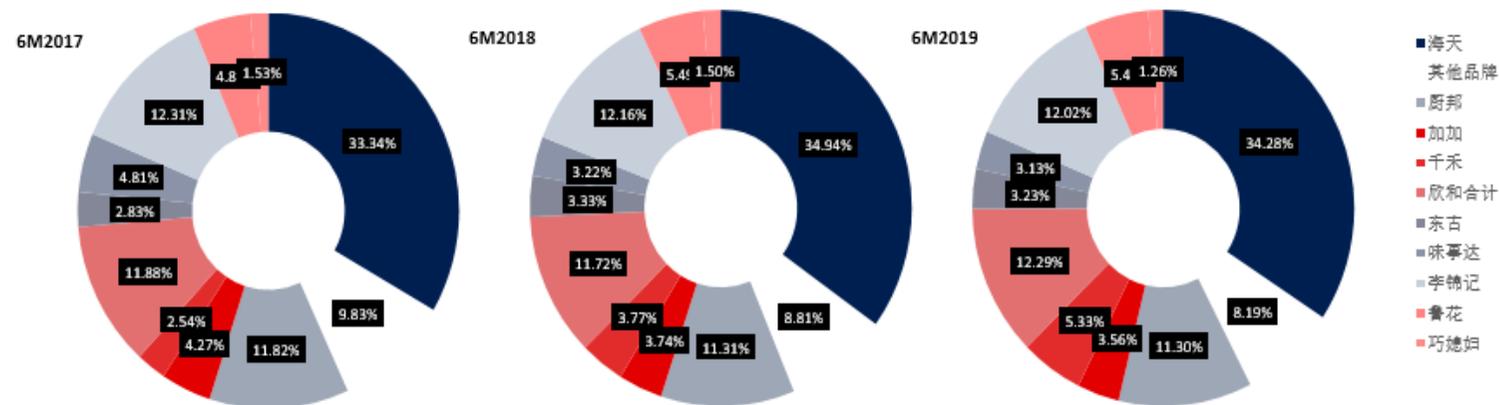
图 2 核心企业监控收入对比 (万元)


资料来源：全国连锁超市信息网，信达证券研发中心

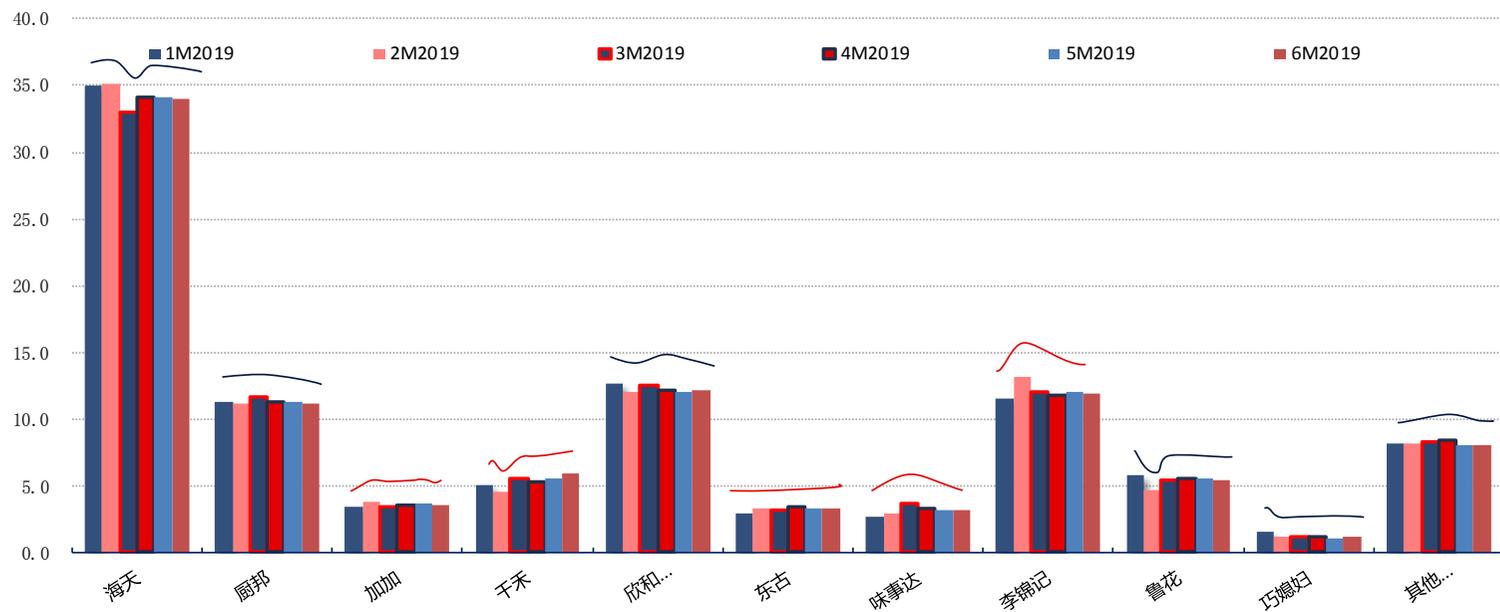
行业竞争环境良性，头部企业巩固市场份额

截止 1H2019，连锁零售端前十大品牌的整体市占率由去年同期的 91.2% 上升至 91.8%，其他品牌的市场份额则被进一步蚕食。

其中，酱油板块头部企业的市占率变化较不明显。截止 1H2019，海天以 34.28% 的市占率领衔行业；欣和、李锦记和厨邦三大品牌分别以 12.29%、12.02% 和 11.30% 的市场份额处于第二梯队；第三梯队为在 2017 年以前市占率尚不到 5% 的企业，但近两年来，分别主打“零添加”和“自然鲜”的千禾和鲁花，由于其产品定位更贴近消费者的健康饮食诉求，成功的实现了产品“差异化”，市场占有率快速增长——其中，千禾的市占率由 1H2017 的 2.49% 上升至 5.21%；鲁花则由 4.73% 上升至 5.41%。

图 3 近 3 年酱油板块的市占率对比 (%)


资料来源: 全国连锁超市信息网, 信达证券研发中心

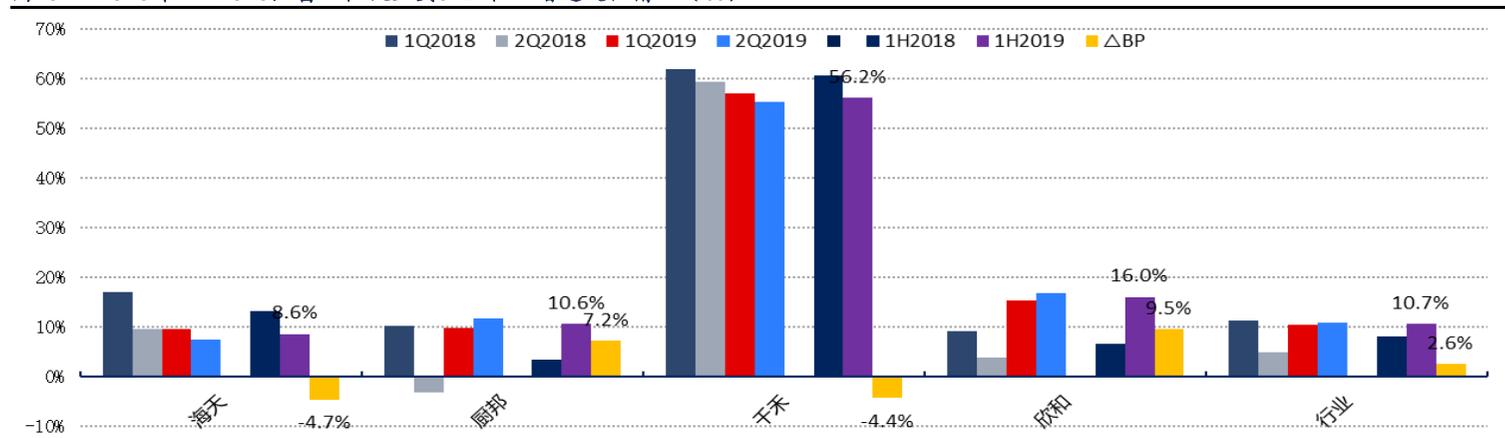
图 4 近 3 年酱油板块的市占率对比 (%)


资料来源: 全国连锁超市信息网, 信达证券研发中心

各品牌增速变化趋势略有差异，海天及千禾 2Q 单季增速放缓

板块内核心企业的增速趋势有所分化，其中海天和千禾的 2Q2019 收入增速相较 1Q2019 有所放缓，但后者增速仍领跑行业；而厨邦及欣和则符合行业趋势，2Q 增速更上一层楼，主要因两家公司去年同期增速较低。

图 5 1H2018 和 1H2019，酱油板块主要企业收入增速变化情况 (%)

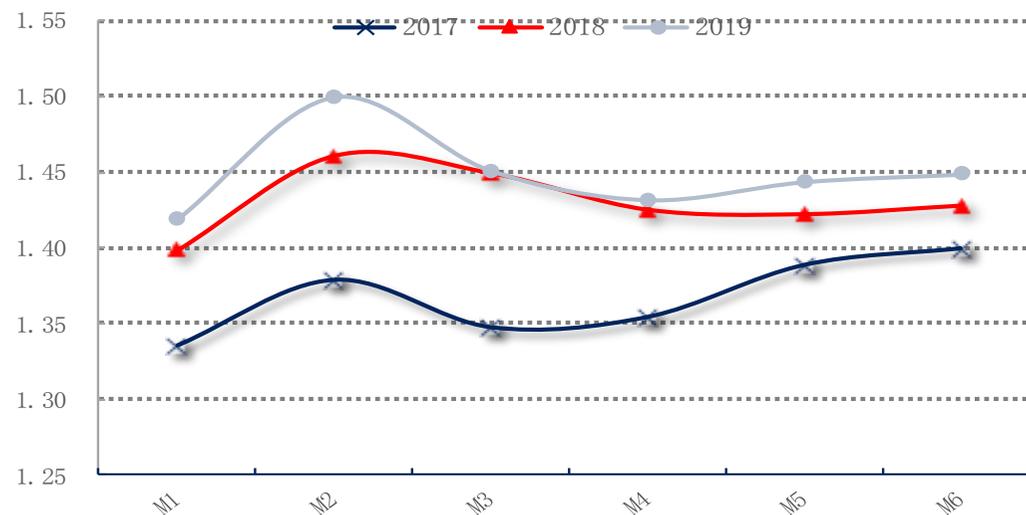


资料来源：全国连锁超市信息网，信达证券研发中心

总体而言，连锁渠道作为板块内企业的主流销售渠道，其营收变化一定程度上将体现为企业的财报收入变化，因此我们提示海天味业业绩增速放缓的风险。需要提示的是，作为国产酱油第一品牌，海天味业近年来为了应对酱油板块的增速瓶颈，正持续发力蚝油、醋、拌饭酱等相关品类；同时，其占比更大的餐饮渠道并未被监控。产品结构和销售渠道的持续多元化也意味着公司的整体业绩驱动可能来自非酱油板块。

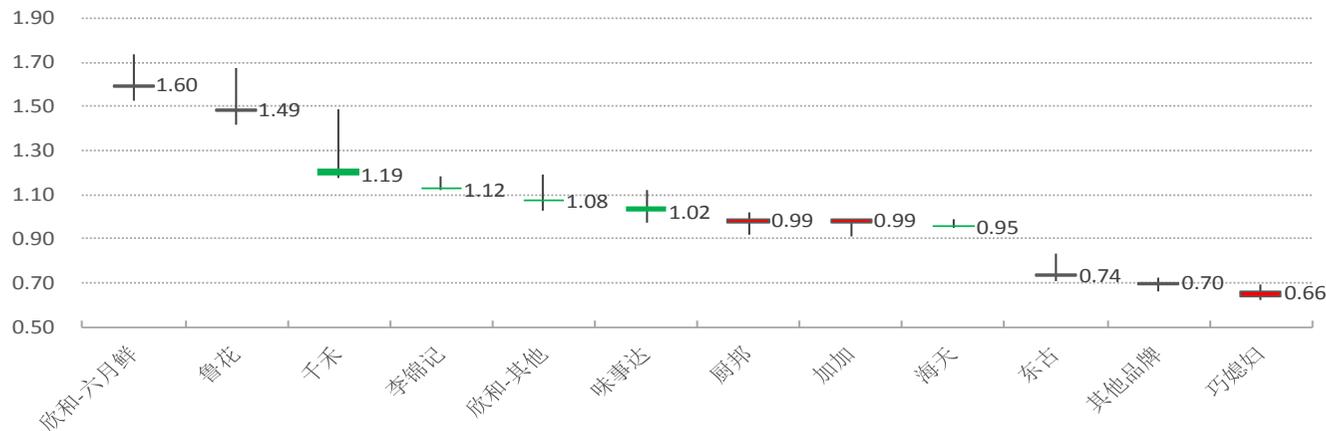
消费升级带动板块提价趋势持续

从价格端来看，酱油板块近两年均实现了终端价格的上调，2018 年的上调幅度达到 5%，6M2019 年也有近 2% 的平均增幅，目前的均价约为 1.45 元/100ml，侧面印证了消费者对低频的必需消费品，价格并不敏感。我们判断，随着消费者对品质生活和健康饮食的愈发重视，酱油品类后续仍有小幅升级提价的空间。

图 6 近 3 年均价对比 (元/100ml)


资料来源: 全国连锁超市信息网, 信达证券研发中心

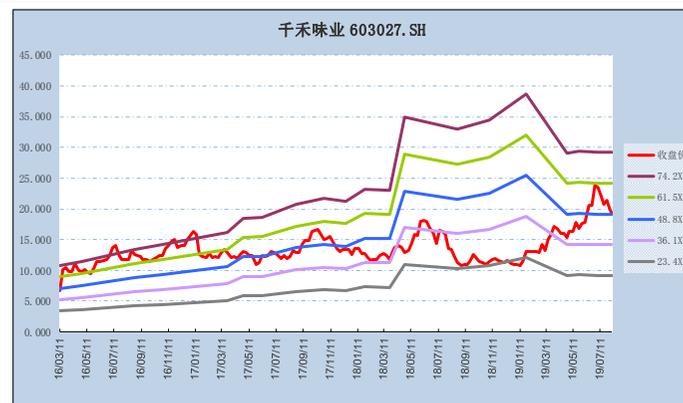
分品牌来看, 近期各大品牌均无明显的降价抢市场行为, 月均价格波动也很不明显。我们认为这代表了酱油当前的竞争格局良性, 企业主要依靠产品力来扩大其销售规模。

图 7 近 3 年均价对比 (元/100ml)


资料来源: 全国连锁超市信息网, 信达证券研发中心

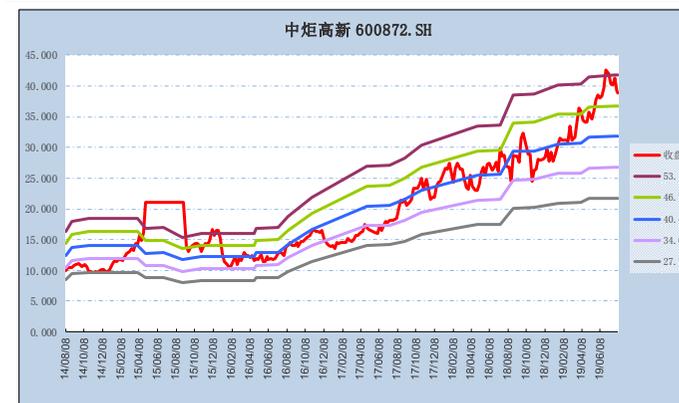
板块重点个股估值 (PE Band)

图 8 千禾味业 PE Band (倍)



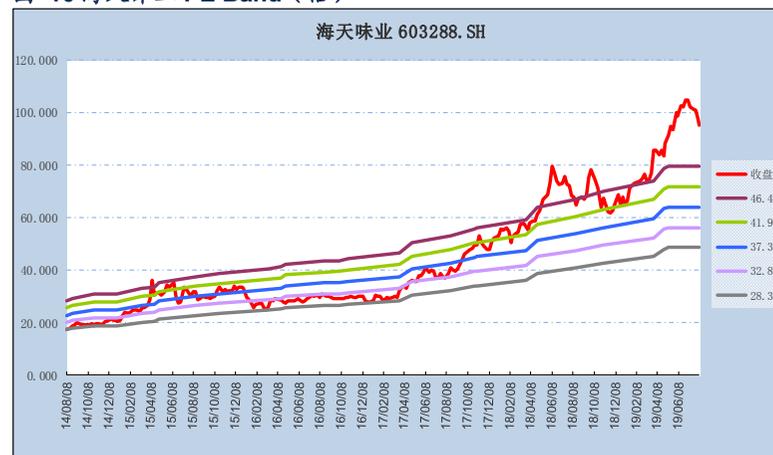
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9 中炬高新 PE Band (倍)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 10 海天味业 PE Band (倍)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

经济环境低迷导致销售不及预期的风险；成本上涨过快或原材料价格波动过大的风险；二级市场股票价格的不确定性；企业经营管理出现重大失误。

研究团队简介

王见鹿，食品饮料行业分析师。多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

毕翹楚，研究助理，复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。