

## 调味品行业

### 看好（维持）

#### 市场数据（2019-09-19）

	行业指数涨幅
近一周	0.56%
近一月	5.57%
近三月	7.41%

#### 重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
海天味业	603288.SH	推荐
中炬高新	600872.SH	推荐
千禾味业	603027.SH	推荐
加加食品	002650.SZ	中性

#### 行业指数走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

#### 研究员

黄超  
 执业证书编号：S0070518020001  
 电话：010-83991714  
 邮箱：huangchao@grzq.com

#### 相关报告

## 如何看待调味品行业高估值及未来成长空间

### ——调味品行业点评报告

#### 投资要点

- 零售市场格局已稳定，餐饮市场为主要增量来源。**我国酱油市场格局地域性仍突出，仅考虑规模较大的海天、厨邦、李锦记、东古和加加，合计家庭渠道份额预计达到 47%左右。仅从零售市场来看，市场格局已经进入稳定阶段，强势的地域品牌在全国化的过程中还能够享受到一部分品牌红利。而餐饮渠道市场空间大、客户粘性强，除海天外主要酱油品牌在餐饮渠道拓展均较弱，这也成为未来主要的增量来源。
- 提价周期与库存周期带来的业绩弹性空间。**酱油公司盈利能力多年来一路走高，一方面在于产品结构优化带来的，另一方面更关键在于提价。多数企业会选择在渠道库存低点提价，渠道库存高点配合费用投放消化库存，所以库存周期决定了公司下一步的销售策略以及业绩弹性空间。从历史数据来看，调味品行业平均每隔 2-3 年提价一次，提价后主要公司净利率水平都有显著提升，但提升的空间已经趋缓。
- 高估值来自市场给予的确定性溢价，关注下一轮提价周期带来的投资机会。**调味品必需品、消耗量较小的特性决定行业受宏观经济环境影响较小，并且消费者对其价格敏感度较低。调味品行业格局稳定，是一桩持续而稳定的好生意，所以龙头企业将在较长时间内享受消费升级红利。市场给予高估值来源于对确定性的溢价，只要龙头企业能够维持稳定的业绩增速，估值水平短期都将持续维持高位。调味品单品类的天花板明显，未来成长点在于多品类扩张，逐步成为平台型公司。调味品公司业绩弹性最大的时期在于低库存叠加提价周期，目前龙头企业已处于低营销投入补库存期，预计 2020 年中旬或将迎来新一轮提价，将带动新一轮业绩增长。
- 风险因素：大众消费不及预期；食品安全事件。**

## 1. 零售市场格局已稳定，餐饮市场为主要增量来源

对于酱油行业的规模和竞争格局，现有的数据口径比较散乱，而且酱油行业工业及餐饮渠道的销售占比较高，所以不能完全适用快消品的行业逻辑，我们认为有必要分开分析。

从酱油总产量来看，根据国家统计局数据，2016年以来，酱油总产量增速回落至4-5%，我们预估2018年行业总产量约为1100万吨，总量已进入低速平衡期。

从企业收入端来看，根据中国工业统计年鉴，酱油、食醋及类似制品制造主营收入2016/2017年分别为1012亿元、1042亿元，增速亦跌至低个位数。根据此数据，我们测算2018年酱油行业市场规模（出厂端）约为620亿元。

海天、中炬2018年报表酱油业务销量分别为188万吨、40万吨，市场占比分别为16%、3.5%。

考虑到酱油行业工业/餐饮/家庭渠道占比分别为25%/45%/30%，那么实际上工业/餐饮/家庭渠道的市场容量分别为290/523/349万吨。

根据调研数据，海天餐饮/家庭渠道占比分别为6:4，中炬为2.5:7.5。

从餐饮渠道来看，海天、中炬销量分别为113万吨、10万吨，市场份额分别为21.6%、2%。

从家庭渠道来看，海天、中炬销量分别为75万吨、30万吨，市场分额分别为21.5%、8.6%。市场多以国内市场格局与日本进行对比，日本第一梯队六家龙头企业，CR5约为50%，排名第一、第二份额分别为30%、15%。

零售市场上，我国酱油市场格局地域性仍突出，广东地区海天、厨邦、李锦记、东古、致美斋，山东地区欣和六月鲜，华中地区加加，西南地区千禾。仅考虑规模较大的海天、厨邦、李锦记、东古和加加，合计家庭渠道份额预计达到47%左右，其实已与日本格局相近。

所以，仅从零售市场来看，市场格局已经进入稳定阶段，强势的地域品牌在全国化的过程中还能够享受到一部分品牌红利。而餐饮渠道市场空间大、客户粘性强，除海天外主要酱油品牌在餐饮渠道拓展均较弱，这也成为未来主要的增量来源。并且餐饮渠道因客户粘性强，低费用投放弥补产品低毛利率，整体净利率水平并不低于零售中档产品。可以看到，海天在餐饮渠道占比达6成的情况下，净利率水平仍然领跑行业。

## 2. 提价周期与库存周期带来的业绩弹性空间

酱油公司盈利能力多年来一路走高，一方面在于产品结构优化，另一方面更关键在于提价。

表 1：龙头调味品公司净利率水平稳步提升

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
海天净利率	17.08%	19.12%	21.29%	22.22%	22.82%	24.21%	25.63%	27.08%
美味鲜净利率	9.15%	10.86%	11.66%	11.68%	14.51%	16.21%	16.51%	17.64%

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

提价一直是消费品企业盈利提升的主要逻辑，一般来说，调味品提价在原材料价格上涨、成本压力增大的背景之下，提价幅度一般都足以覆盖成本上涨，故直接带来毛利率、净利率水平的提升。

从历史数据来看，调味品行业平均每隔 2-3 年提价一次，海天在 2012、2014、2016 年分别提价，中炬于 2013、2017 年跟随提价，可以看到两个公司在 2013-2014 年、2017 年净利率水平都有显著提升，但提升的空间已经趋缓。

表 2：调味品龙头企业历史提价信息

	提价时间	提价范围	提价幅度
海天味业	2010 年度	酱油产品	约 4%
	2012 年三季度	60% 产品	约 4%-5%
	2014 年 11 月	多数产品	约 4%-5%
	2016 年 12 月	多数产品	约 5%
中炬高新	2013 年 7 月	厨邦及美味鲜全线产品	约 5%
	2017 年 3 月初		约 5%-6%

数据来源：公司公告，公司新闻，国融证券研究与战略发展部

虽然提价能够直接提升净利率水平，但渠道对提价的消化时间以及最终反应到收入端增幅与库存周期息息相关。多数企业会选择在渠道库存低点提价，渠道库存高点配合费用投放消化库存，所以库存周期决定了公司下一步的销售策略以及业绩弹性空间。对于渠道控制力较强的公司来说，以海天为例，能够做到库存周期波动较低，业绩增速稳健。而像千禾这种处于成长期的公司来说，大面积铺货过程中使得库存周期很明显，业绩的季度性波动较大。

表 3：提价周期与库存周期影响业绩增速

	营业总收入	同比 (%)	销售费用	占营收比重 (%)
15Q1	319,373	14.17	37,777	11.83
15Q2	245,217	9.99	23,984	9.78
15Q3	247,649	10.03	29,600	11.95
15Q4	<b>317,199</b>	<b>24.9</b>	31,361	9.89
16Q1	<b>342,489</b>	<b>7.24</b>	40,385	11.79
16Q2	274,389	11.9	24,046	8.76
16Q3	279,156	12.72	47,539	<b>17.03</b>
16Q4	349,822	10.28	44,020	<b>12.58</b>
17Q1	401,103	17.11	49,129	<b>12.25</b>
17Q2	<b>342,655</b>	<b>24.88</b>	48,555	<b>14.17</b>

17Q3	340,823	22.09	54,176	15.90
17Q4	373,850	6.87	43,795	11.71
18Q1	469,442	17.04	61,879	13.18
18Q2	402,563	17.48	55,770	13.85
18Q3	399,171	17.12	62,609	15.68
18Q4	432,272	15.63	43,344	10.03
19Q1	549,015	16.95	66,032	12.03
19Q2	466,982	16.00	45,683	9.78

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

以海天为例，库存周期对于销售策略以及业绩增速均产生较大的影响。

15 年弱势经济背景下，海天为完成股权激励目标压货，15Q4 单季度实现 25% 的收入增长，渠道高库存情况下，16H1 收入增速大幅降至个位数。16H2 加速费用投放弃股权激励行权，进入纠错期，16H2 开启费用投放战略，销售费用率开始走高，尤其广告及促销项金额快速攀升，16H2 去库存周期后经销体系修复工作完成。

17 年低库存下顺利进入提价周期，提价初期配合费用投放，渠道补库意愿加强，17Q2Q3 收入增速上升至 20% 以上。17Q4 至今费用投放逐步减低的情况下收入增速平稳在 17% 上下，说明渠道库存处于缓幅上升但较为合理的位置。

预计下一轮提价之前，又会出现一次加大费用投放的去库存期，将出现季度性的业绩增速低点，之后进入提价周期开始新一轮增长。

### 3. 高估值来自市场给予的确定性溢价，关注下一轮提价周期带来的投资机会

目前几家调味品公司 Pe 都达 40-50 倍的高位，为何市场愿意给调味品行业估值溢价，长期来看调味品公司未来的成长看点又是什么？

首先，我们认为调味品并不是高成长行业，但其必需品、消耗量较小的特性决定行业受宏观经济环境影响较小，并且消费者对其价格敏感度较低。调味品行业格局稳定，是一桩持续而稳定的好生意，所以龙头企业将在较长时间内享受消费升级红利。市场给予高估值来源于对确定性的溢价，只要龙头企业能够维持稳定的业绩增速，估值水平短期都将持续维持高位。

其次，我们认为调味品单品类的天花板明显，未来成长点在于多品类扩张，利用现有的渠道网络、品牌影响力推广其他的产品，逐步成为平台型公司。目前海天的毛利率、净利率水平已达 45%、27%，对于快消品来说已经是非常高的盈利水平，未来提升空间将越来越小。而多品类扩张后，新品类盈利能力将低于酱油品类，那么整体利润率水平会面临拉低的风险。

调味品公司业绩弹性最大的时期在于低库存叠加提价周期，目前龙头企业已处于低营销投入补库存期，预计 2020 年中旬或将迎来新一轮提价，将带动新一轮业绩增长。

仅供内部使用，请勿转发

### 投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上；  
 推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；  
 中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；  
 谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；  
 中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；  
 看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

### 免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，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。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。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。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。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。