

# 调味品

# 行业深度分析

## 以至善之心，调味中精品系列报告

 投资评级 **领先大市-A 首次**

### ---酱油，最优调味品子行业

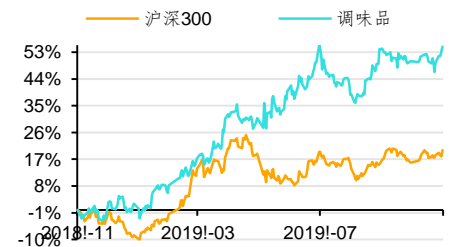
#### 投资要点

- ◆ **调味品行业将向名优品牌集中：**调味品具有产品种类多、消费额低、复购率高的特性，受经济周期波动影响小，刚需的属性带来提价的能力，因此行业是盈利能力与防御能力兼具的行业。产品多样化使得市场分散，目前整体行业CR5=21%，整体集中度较低，未来随着消费者对品牌的认知度越来越高，行业将呈现向名优品牌靠拢、集中度提高的趋势。
- ◆ **酱油行业后续增长空间大：**酱油在调味品细分行业中市场规模最大、渗透率最高、竞争格局最好、而且拥有全国性的龙头企业。从2015年开始酱油产量增速放缓，行业正逐渐步入产能稳定增长、产品结构升级、行业格局逐渐集中的阶段。行业梯队层次分明，海天遥遥领先，呈现一超多强的竞争格局。但行业集中度低，CR5占30%左右，未来市占率的提升空间大。随着消费升级和消费者对品牌的认可度提升，产品结构向高端化提升将继续打开行业后续的增长空间。
- ◆ **海天味业彰显酱油王者的风范：**早先从餐饮渠道端切入，打响自身品牌，凭借高性价比、产能扩张和全国性的营销网络，海天成为了酱油行业的王者。伴随消费升级，公司将继续酱油产品纵向结构的升级和横向调味品品类的拓宽，平台属性彰显，增强龙头优势，实现市占率的提升。
- ◆ **酱油梯队差异化路线获得发展空间：**（1）**中炬高新：**公司是目前酱油上市公司的老二，主要下游是家庭渠道，走渠道差异化发展。2014年开始建设阳西基地产能，通过新基地的高效率扩张、五级市场策略加快全国化覆盖的步伐和餐饮渠道的加码，公司的发展路径清晰坚定。2018年11月宝能正式入主，通过加大对中高层的奖励激励、提升前端的销售动力、改革过去冗余复杂内部治理，边际改善动力强。（2）**千禾味业：**通过主打零添加高价位产品，走产品差异化的发展。在西南片区占据较高的市占率，从2012年开始通过投入费用高举高打一线城市，获得较好的效果；今年继续向一线城市、二线城市和百强县渗透，通过产能的加码做保障。
- ◆ **投资建议：**酱油行业品牌效应强，一超多强的竞争格局稳定。海天龙头优势明显，业绩确定性强；中炬高新的体制改革和激励进行时，对于公司的边际效应改善最大；千禾的产品符合长期酱油的发展趋势。分别给予海天、中炬和千禾“买入-B，买入-A，增持-A”的评级。

- ◆ **风险提示：**销售不及预期、市场开拓不及预期、食品安全问题

首选股票	评级
600872	中炬高新 买入-A
603288	海天味业 买入-B
603027	千禾味业 增持-A

#### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.39	6.06	34.76
绝对收益	3.22	11.52	54.89

#### 分析师

 王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.com  
 021-20377089

#### 相关报告

## 内容目录

一、调味品：兼具赢利性与防御性的行业.....	5
1、生活必需品，兼具赢利性和防御性.....	5
2、行业整合空间大，集中度向品牌企业靠拢.....	5
3、小品种，大市场.....	6
4、调味品的下游渠道粘性：餐饮>家庭.....	7
二、酱油：最优调味品子行业.....	8
1、酱油的竞争格局怎么样？.....	9
2、酱油的市场空间还有多大？.....	10
三、海天味业：酱油王者，千亿标杆.....	13
1、产能航母，多品类发展.....	14
2、“有人烟处，必有海天”.....	17
3、餐饮王者，多渠道进军.....	18
4、控费王者，高盈利能力.....	19
四、酱油梯队：差异化路线获得发展空间.....	20
（一）中炬高新：酱油的追击者，弹性大.....	20
1、发展策略：全品类+全国化+全渠道.....	21
2、宝能入驻，净利润率有望提升.....	24
（二）千禾味业：零添加领导者，高端酱油市场有空间.....	27
1、发展策略：零添加+区域拓展.....	27
2、零添加+增大规模效应提升利润率.....	30
五、投资建议：关注顺序中炬、海天、千禾.....	32

## 图表目录

图 1：调味品的营业收入（亿元）.....	5
图 2：调味品的产量增长（万吨）.....	5
图 3：调味品的市占率分布.....	6
图 4：我国调味品的 CR5 集中度远低于其它国家.....	6
图 5：2017 年调味品子行业梳理.....	6
图 6：调味品下游渠道分布.....	7
图 7：高端餐饮增速逐渐占比下降.....	7
图 8：酱油产量历年增速.....	9
图 9：酱油销售额（零售口径）及增速.....	9
图 10：酱油调味品的竞争格局.....	9
图 11：酱油行业的主要品牌公司.....	9
图 12：日本的酱油行业从 20 世纪 70 年代开始消费升级.....	10
图 13：餐饮行业的营收及增速情况（单位：亿元）.....	11
图 14：2018 年消费者外出就餐频次变化.....	11
图 15：酱油的一般成本占比.....	11
图 16：包材价格在 2016-2017 年波动剧烈（单位：元）.....	11
图 17：调味品企业的历年提价.....	12
图 18：提价 10%后各价位段酱油消费者更改购买品种的比例.....	12
图 19：国内高端酱油行业规模（单位：亿元）.....	12

图 20: 海天的历史沿革 .....	13
图 21: 海天股权架构稳定 .....	13
图 22: 海天味业历年营业收入及增速 .....	14
图 23: 海天味业历年归母净利润及增速 .....	14
图 24: 海天味业历年 ROE .....	14
图 25: 海天味业的 ROE 分解 .....	14
图 26: 海天味业的产能建设 .....	15
图 27: 海天味业酱油产品的历年收入 .....	15
图 28: 海天味业酱油产品的毛利率 .....	15
图 29: 海天味业蚝油产品的历年收入 .....	16
图 30: 海天味业蚝油产品的毛利率 .....	16
图 31: 海天味业调味酱产品的历年收入 .....	16
图 32: 海天味业调味酱产品的毛利率 .....	16
图 33: 研发费用与管理费用支出 (单位: 亿元) .....	17
图 34: 研发费用的占比 .....	17
图 35: 海天味业营销结构 .....	17
图 36: 2019H1 海天味业各区域经销商数量 .....	17
图 37: 海天味业各区域收入情况 .....	18
图 38: 海天味业各区域收入增长情况 .....	18
图 39: 海天的发展和餐饮的发展 (单位: 亿元) .....	19
图 40: 海天味业下游各渠道的占比 .....	19
图 41: 调味品公司的毛利率比较 .....	20
图 42: 调味品公司的净利率比较 .....	20
图 43: 调味品公司的销售费用率比较 .....	20
图 44: 调味品公司的管理费用率比较 .....	20
图 45: 中炬高新 95%以上的收入来自于调味品 .....	21
图 46: 厨邦品牌销量占比 90%以上 .....	21
图 47: 中炬两大生产基地的产能建设 .....	21
图 48: 中炬高新调味品业务的占比 .....	22
图 49: 中炬的酱油产量 (万吨) .....	22
图 50: 中炬的酱油吨价情况 (元/吨) .....	22
图 51: 中炬的产品销售额 (单位: 亿元) 及占比 .....	23
图 52: 中炬的鸡精鸡粉销量增速提升 (单位: 万吨) .....	23
图 53: 中炬各区域实现的收入 (单位: 亿元) .....	23
图 54: 中炬各区域实现的增速 .....	23
图 55: 中炬和海天的酱油单价对比 (单位: 元/吨) .....	24
图 56: 中炬和海天的渠道占比对比 .....	24
图 57: 中炬的吨成本约是海天的 1.4 倍 .....	25
图 58: 豆粕的价格较大豆更低 .....	25
图 59: 阳西基地达产后有更高的效率 .....	25
图 60: 中山市大工业高峰期用电费用更高 1.4 倍左右 .....	25
图 61: 中炬和恒顺的管理费用率相对高企 .....	26
图 62: 各酱油公司的净利率比较 .....	26
图 63: 中炬高新的大股东结构 .....	26
图 64: 千禾味业目前聚焦调味品业务的发展 .....	27

图 65: 千禾味业调味品产量 (单位: 万吨) .....	27
图 66: 酱油品牌畅销产品及价位 .....	28
图 67: 千禾的主要产品及价位 .....	28
图 68: 千禾味业主营业务营业收入 (单位: 亿元) .....	28
图 69: 恒康酱醋的营业收入 (单位: 万元) .....	28
图 70: 公司区域收入分布 (单位: 亿元) .....	29
图 71: 千禾味业的渠道布局 .....	29
图 72: 2019H1 千禾各区域经销商情况 .....	29
图 73: 千禾味业的营收 (亿元) 及增速 .....	30
图 74: 千禾味业的利润 (亿元) 及增速 .....	30
图 75: 千禾的产能扩张 .....	30
图 76: 千禾和海天的酱油产品吨价相近 .....	31
图 77: 千禾和海天的酱油毛利率比较 .....	31
图 78: 2019H1 千禾味业不同区域的毛利率比较 .....	31
图 79: 千禾费用率的变动 .....	31
图 80: 千禾的 ROE 重回 20% 的水平 .....	31
表 1: 餐饮各渠道的特性 .....	8
表 2: 海天味业收入复合增速及毛利情况 .....	18
表 3: 国内调味品企业渠道建设情况 .....	18
表 4: 海天味业赞助的部分综艺节目 .....	19
表 5: 中炬调味品收入复合增速及毛利 .....	23
表 6: 中炬市场渠道分层级运作 .....	24
表 7: 2019 年激励方案与 2014 年激励方案对比 .....	27
表 8: 中炬高新盈利预测表 .....	32
表 9: 海天味业盈利预测表 .....	32
表 10: 千禾味业盈利预测表 .....	33

## 一、调味品：兼具赢利性与防御性的行业

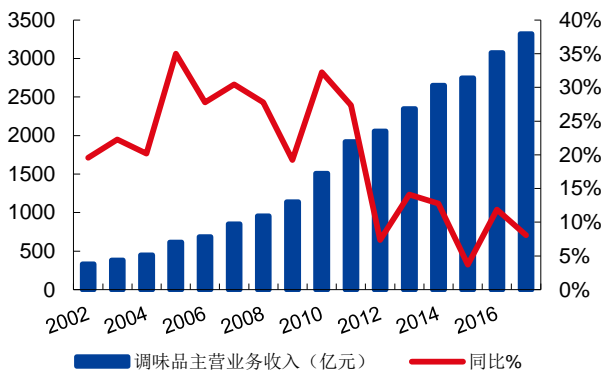
调味品是指在饮食、烹饪和食品加工中广泛应用的，用于调和滋味、气味，并具有去腥、除膻、解腻、增香、增鲜等作用的产品。我国自古就有“民以食为天、食以味为先”的说法，可见调味品在人们日常生活中的重要性。调味品行业的性质主要体现为：

### 1、生活必需品，兼具赢利性和防御性

调味品所调出的酸、甜、苦、辣、咸、鲜、香等滋味，是我国特色饮食文化的核心元素；作为日常烹饪的配料，需求稳定，不存在明显的周期性、季节性特点；由于不同区域因饮食习惯的不同，对调味品种类的需求会有所不同。

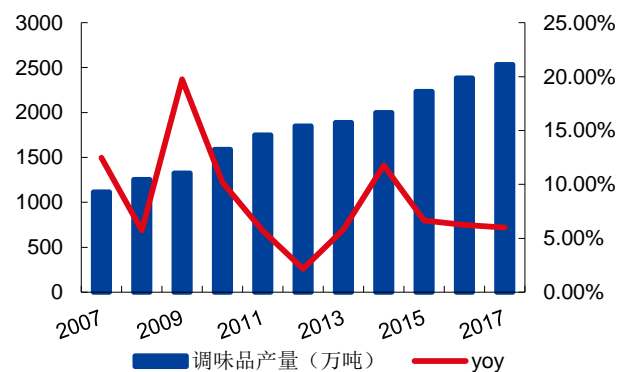
2017年调味品市场零售端的规模达到3322.1亿，同比增速8.1%。2012年以前行业基数低，快速发展，2006到2012年复合增速为20.8%；随着味精、盐的增速下滑，加上2013-2014年餐饮行业规模不景气，近五年的复合增速下降为10.0%。拆分量价来看，在2009年前，调味品产量主要以量增为主，产销量年均增长12.5%；2012-2017年期间随着行业的洗牌和产能的集聚，收入增速和量增增速都下滑，但整体上还是实现量价齐升。

图 1：调味品的营业收入（亿元）



资料来源：国家统计局、华金证券研究所

图 2：调味品的产量增长（万吨）

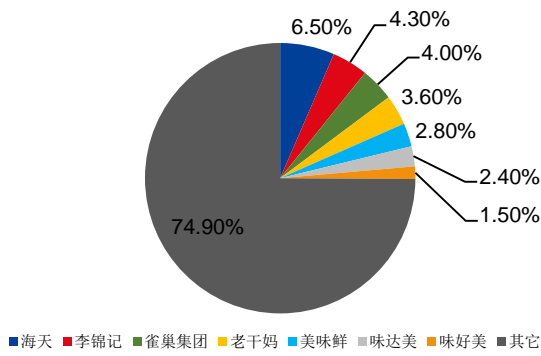


资料来源：国家统计局、华金证券研究所

### 2、行业整合空间大，集中度向品牌企业靠拢

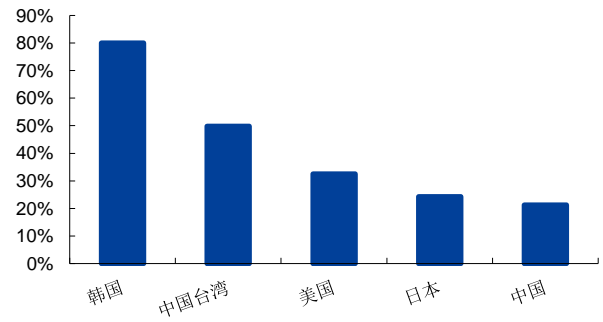
调味品行业的市场分散，人均消费较低。根据调味品行业蓝皮书的数据显示，行业中占有最大市占率的是海天（约6.5%），CR3=15%，CR5=21%，我国的行业集中度是远低于其它国家和地区。从人均消费额来看，2016年我国的人均调味品销售额为11美元，还不到日本的十分之一，未来看我国调味品的发展空间还很可观。

图 3：调味品的市占率分布



资料来源：《2017 年调味品行业蓝皮书》、华金证券研究所

图 4：我国调味品的 CR5 集中度远低于其它国家



资料来源：《2017 年调味品行业蓝皮书》、华金证券研究所

品牌认可度逐渐提高，行业护城河较深。随着消费升级，对于调味品的挑剔性也在增加，往往能够做出迎合大众口味的产品，快速抢占渠道，公司更能树立品牌和打响知名度。提到酱油，“海天”品牌大家都不陌生，提到辣椒酱，顺口就说出“老干妈”，要买榨菜，会先看有没有“乌江”榨菜。一旦公司提升了品牌知名度，大众的认可度就加宽了公司的护城河。而获得大众的认可，在行业集中度向上发展的过程中也占据更大的优势。

### 3、小品种，大市场

调味品市场的子行业较多，根据国家统计局的数据，2017 年我国的酱油行业产量约为 1040 万吨，食醋产量 450 左右，料酒的产量约为酱油的四分之一。

酱油是最优子行业。从调味品众多行业中可以看出，酱油的行业规模 700 亿元左右（2017 年），份额是子行业中最大，在全国有 99% 的渗透率，能够逐渐替代盐和味精的使用；此外，酱油的竞争格局是一超多强的格局，有全国化的龙头海天味业，市占率超过 10%，和日本酱油行业相比，我国酱油的行业集中还有待提高。

图 5：2017 年调味品子行业梳理

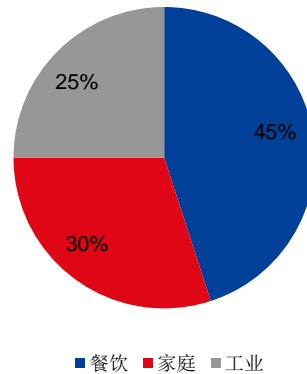
序号	对应子行业	子行业竞争格局	销售额 (亿元)	在调味品行业中占比	子行业最大公司市占率 (销售额)	国内市场渗透率	最大需求端	国外企业对比
1	酱油	最大公司市占率超过10%，与第二名相差较大	700 (同比+10%)	21%	海天占比15.6%	99%	餐饮	日本龟甲万国内占比33.2%
2	食醋	最大公司市占率超过5%，与第二名相差不大	175 (同比+16%)	5%	恒顺醋业5.2%			美国醋饮料市场16.8%，中国2%
3	复合调味粉、火锅料	完全竞争，前几名实力相当	560	17%	红九9.7.5%		零售	美国人均开支\$83.3，中国\$8.8
4	辣酱	最大公司市占率超过10%，与第二名相差较大	450 (同比+13%)	14%	老干妈20.50%	50%+	零售	日本酱料龙头丘比在黄酱和沙拉酱子行业的市占率分别达到62%和51%
	海鲜酱、排骨酱等酱类	完全竞争，没有突出的厂商			—		餐饮	
5	鸡精、鸡粉	寡头垄断	285	9%	太太乐鸡精45% 家乐鸡粉50%	60%+	餐饮	目前国内市占率最高的是外资企业
6	料酒	最大公司市占率超过5%，与第二名相差不大	110	3%	老恒和5.80%		餐饮	—
7	榨菜等酱菜	最大公司市占率超过10%，与第二名相差较大	50+ (同比+8%)	2%	乌江17%		家庭	—
8	蚝油	类寡头垄断	50	2%	李锦记和海天	20%	餐饮	李锦记在美国市场市占率88%

资料来源：华金证券研究所（根据公司公告、新闻整理）

#### 4、调味品的下游渠道粘性：餐饮>家庭

调味品的终端需求按照服务终端主要分为餐饮渠道、家庭渠道和流通渠道,占比分别为 45%, 30%, 25%。工业渠道占比较少,主要作为食品加工的原材料,工业化需求没有异质性和渠道粘性,对价格比较敏感,因此餐饮消费升级和家庭消费升级是调味品增长的重要动力。

图 6: 调味品下游渠道分布

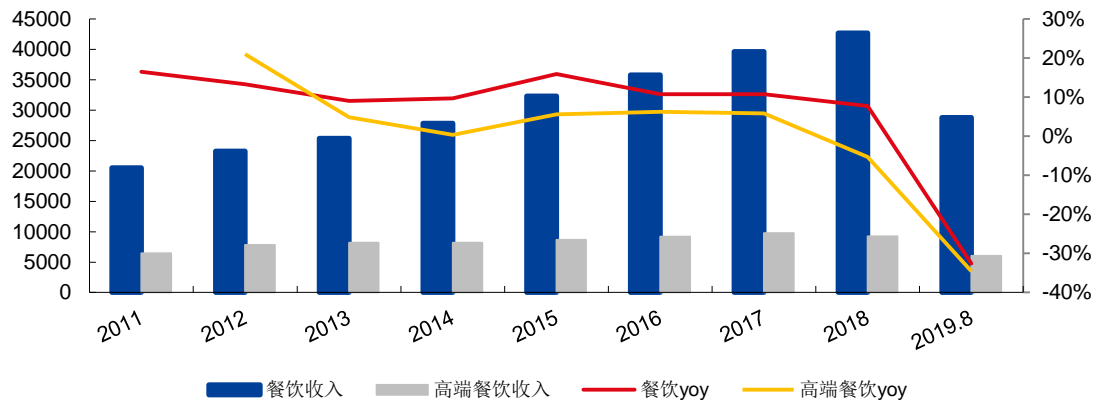


资料来源：调味品协会、华金证券研究所

#### 餐饮渠道：先发优势+促销力度构筑壁垒，易守难攻。

餐饮渠道主要通过经销商批发、农贸市场流通批发以及厂商直接对接。这该渠道调味品的特点就是单次用量大,而且消耗快。根据中国调味品协会过去的统计,调味品在餐饮消费中的比重已经突破 10%,在部分为了打造菜肴特色的企业里调味品的成本达到其收入的 20%。

图 7: 高端餐饮增速逐渐占比下降



资料来源：wind、华金证券研究所

餐饮渠道包含餐馆、饭店、酒店等,在三公消费风波以后,特色酒楼、餐饮连锁这些大众餐饮店崛起,市场规模占到 75%。调味品的选取主要是餐厨和餐馆老板决定,对于餐厨用惯的产品以及特定菜品的要求,形成了选择调味品的壁垒,一旦形成使用习惯或者招牌菜,转换成本高,因此这个渠道对于调味品企业相对易守难攻。调味品企业突破餐饮渠道主要做法有一方面采取赞

助厨师学校或者形成厨师俱乐部，从最早开始培养厨师的使用习惯；另一方面，丰富产品品类，同时遴选和增加优质的餐饮经销商，提升餐饮渠道的覆盖。

表 1：餐饮各渠道的特性

档次	对象	市场规模	对促销的反应	对品牌的粘性	扩大份额
高端	高档酒楼、星级酒店	20%	低	高	注重菜品质量，进入壁垒高，由已有品牌瓜分市场份额 注重性价比
大众	特色酒楼、餐饮连锁	75%	中	较高	注重性价比，对提价比较敏感，加大打折力度
低端	快餐、小食店、大排档	5%	高	低	注重降低成本，在品质保障的前提下更倾向于大包装、价格低廉或者促销力度大的产品

资料来源：华金证券研究所

### 家庭渠道：满足需求+促销力度构筑壁垒，需要费用投放。

随着城镇居民和农村居民的人均收入增加，生活水平提高，各种主食和菜肴的花样增多，菜系是否符合胃口就主要体现在调味品的使用上。调味品目前占家庭食品开支比重 1% 左右。

家庭渠道有商超、杂货铺、BC 店等；近几年，商超逐渐成为最重要的渠道，目前占比接近 80%。商超相比杂货铺、便利小店，环境更舒适，产品定位相对高端，这种渠道相对更加符合中高端调味品的推广。做决策的人是家庭做餐者，做菜相对酒店更具有随意性，因此产品的促销、摆放位置等都有可能影响调味品的选择。所以厂商在商超投放产品，除了要考虑进场等额外费用以外，还需要考虑竞品的摆放位置、竞品的产品种类或者推出各式各样的促销活动，需要厂商进行较高的费用投放。

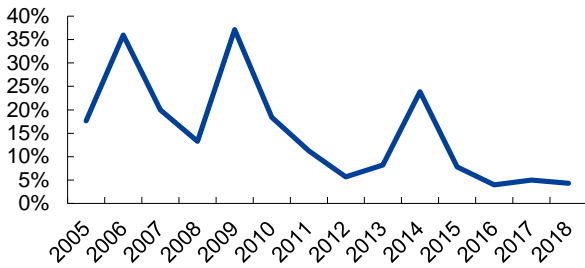
## 二、酱油：最优调味品子行业

从酱油的酿造工艺，可以分为高盐稀态酱油和低盐固态酱油。前者是国内的主流酱油酿造法，像海天、厨邦和李锦记，主要是通过大晒场晒制大豆 6 个月加曲发酵而成，属于南派工艺；以山东欣和六月鲜为代表的酱油，通过控制室温发酵而成，属于日式工艺。低盐固态操作简单，设备简单，发酵周期一般在 2-3 周，酱油风味差，在江浙沪一带还有部分低盐固态酱油的作坊存在。

酱油行业的发展分为两个阶段：第一阶段是 2011 年以前，行业处于放量阶段，体现为产量的年均复合增长超过 20%。第二阶段是 2012-2018 年，随着渗透率的提高、基数的加大，酱油的产量开始放缓，量增保持个位数的增长；根据国家统计局的数据，2018 年酱油产量可比口径的增速为 4.30%。我们认为，酱油行业已经从过去粗放式产能增长阶段逐渐步入产能稳定增长、产品结构升级、行业格局逐渐集中的阶段。

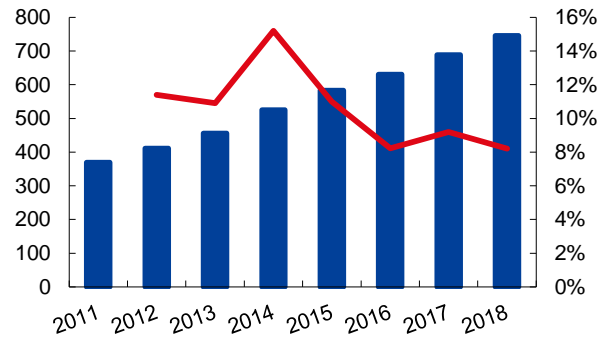


图 8：酱油产量历年增速



资料来源：国家统计局、产业信息网、华金证券研究所

图 9：酱油销售额（零售口径）及增速



资料来源：国家统计局、华金证券研究所

## 1、酱油的竞争格局怎么样？

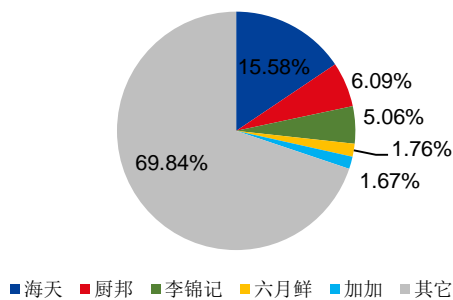
国内酱油市场梯队分层明显，一是海天因为有庞大的体量、全国化的销售渠道，成长为酱油行业的第一梯队；二是像李锦记、厨邦、欣和等半全国化品牌，有着自身的成熟市场，正在向着全国化迈进；三是像千禾、加加、东古等区域化品牌，在发源地市场享有很高的市占率；四梯队就是当地的其它酱油品牌，如山东的巧媳妇、广东的致美斋等。

因此目前竞争格局为一超多强，以海天为主，市占率在 16% 左右，CR5 为 30%（2017 年），市场还远不够集中。随着行业增速放缓及消费升级，未来酱油市场也将越来越往头部集中，具有名优品牌的酱油市占率将有望继续提升。

### （1）品牌认可度提升，市场份额向头部品牌集中。

受益于粤式菜系的推动，广式酱油获得了大发展，海天、厨邦、味事达、李锦记、东古快速向省外扩张。截至 2017 年酱油 CR5 市占率为 30%，其中海天一家独大，占据了约 16% 的市场份额。如前所述，随着品牌认可度逐渐提高，公司在行业筑造的护城河越宽，预计国内酱油行业最终将形成“由几大强势品牌主导市场、另外几家作为补充”的格局。

图 10：酱油调味品的竞争格局



资料来源：公司公告、产业信息网、华金证券研究所

图 11：酱油行业的主要品牌公司

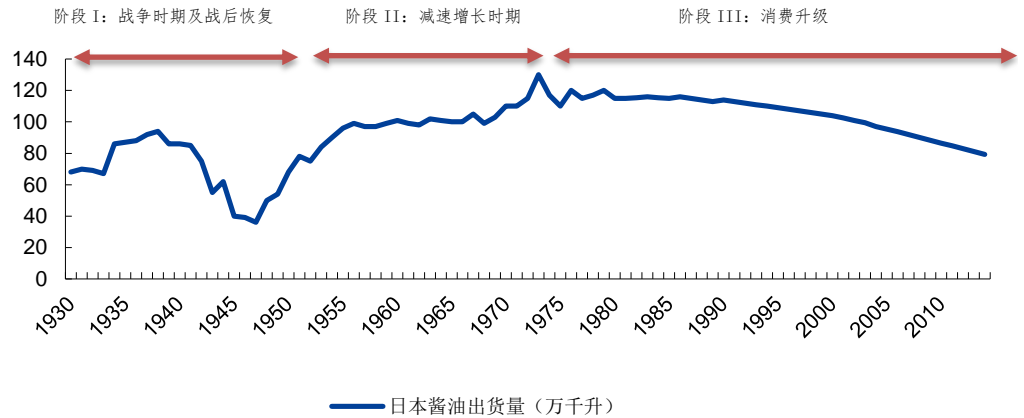
品牌	起源地	定位	总营收 (亿元)	市占率	渠道	经销商
海天	广东	全国化布局	170	16%	餐饮为主	5300 多家经销商；地级市覆盖率 100%
李锦记	广东	沿海和一线城市	50	5%	餐饮为主	主要一线城市设立销售部
厨邦	广东	华南和华东分销较好	42	4.2%	商超流通为主	1000 多家经销商，地级市覆盖率 60-70%
味事达	广东	广东、福建、浙江及一线城市	--	--	商超为主	
六月鲜	山东	山东、上海、广州及一线城市	20	1.8%	商超流通为主	
千禾	四川	西南和一线城市	11	0.9%	商超为主	800 多家经销商
东古	广东	东北、华北及二三线城市		--	商超流通为主	
加加	湖南	二三线城市及县级市场	18	1.8%	商超流通为主	1000 多家经销商

资料来源：公司公告，公司官网，新闻整理、华金证券研究所（注：总营收、经销商数量为 2018 年的公告数据，李锦记和六月鲜是预估的酱油收入）

### （2）对比国外调味品巨头，龙头企业集中空间较大。

日本过去与我国的口味相似，从 20 世纪 70 年代开始随着收入的增长，日本酱油也迎来了消费升级阶段，经历了传统的酱油到 1990 年前后的丸大豆酱油、1998 年前后的有机酱油、2009 年左右的酿造酱油等阶段。日本酱油的出货量在 1973 年前后达到最高 120 万千升，随日本饮食西化和老龄化的影响，销量逐渐下降到目前的 80 万千升左右，同时，由普通酱油向有机/酿造酱油的升级实现了价格中枢的逐渐上移。

图 12：日本的酱油行业从 20 世纪 70 年代开始消费升级



资料来源：日本总务省统计局、中国产业信息网、华金证券研究所

龟甲万是 350 多年历史的老字号，发源于日本千叶县野田地区，于 1980 年改名为现在的“龟甲万株式会社”。

- **经营+知名度：**20 年代以前，万字酱油获得了万国博览会的酱油类最高奖，同时为了打造家族基业，成立“野田酱油酿造组合”（后延伸为株式会社），由三大家族合并经营龟甲万，一战的爆发让需求大增，也带动龟甲万坐稳了酱油龙头的地位。
- **全球扩张+'制定'规范：**20 世纪中期，龟甲万 1972 年在美国建厂，率先开启了全球化的扩张进程，从此行销全球 100 多个国家和地区，拥有 2000 多种酱油相关产品；开始研发和推广减盐酱油，在讲究健康和长寿的日本饮食文化背景下，市占率获得快速提升。同时，公司主动分享自身的最新酿造技术，带领酱油的生产越来越规范。
- **创新+多元化发展：**20 世纪末期，公司规模化优势凸显。随着酱油出货量的下降，主动进行产品多元化创新，加大海外的营销，2018 年财年公司的国外收入占 58%，在北美和欧洲市场酱油的销售额在不断增加；而在国内，公司加大广告投放、加上大单品鲜榨酱油增长稳定，万字酱油的市占率超过 33%，稳居龙头位置。

借鉴以上日本酱油的消费升级和龟甲万发展历程，对比龟甲万市占率 33%，CR5 约 60%，我国的酱油行业龙头市占率还较低，未来集中度将逐渐向头部品牌集中。

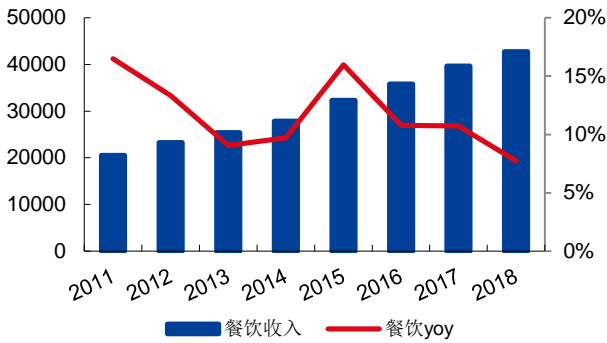
## 2、酱油的市场空间还有多大？

酱油行业产能粗放式增长的时期已经过去，预计贡献酱油未来的市场空间因素中，产品结构升级的影响将会大于产能增长的影响。

### (1) 量：餐饮有所回暖，对标日韩我国人均消费量尚未触顶

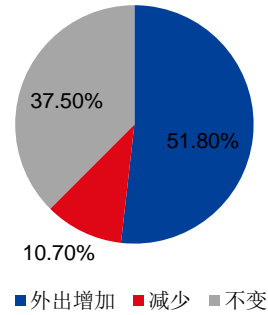
从 2012-2013 年餐饮行业受八项规定冲击后，增速下滑到个位数。随着 2015 年开始大众餐饮的崛起和外卖的高速发展影响，餐饮行业逐渐恢复原来的景气程度，根据调味品招商网的统计，酱油约有 56% 是在餐饮渠道被消费的，2018 年外出消费的比例增长在 50% 以上，餐饮的小幅回暖和外出就餐比例增加正向提升酱油的使用量。此外我国整体调味品人均消费量相比日韩等饮食习惯相近的国家还有距离，整体未来酱油的量增继续，但速度相较以前或放缓。

图 13: 餐饮行业的营收及增速情况 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局、华金证券研究所

图 14: 2018 年消费者外出就餐频次变化

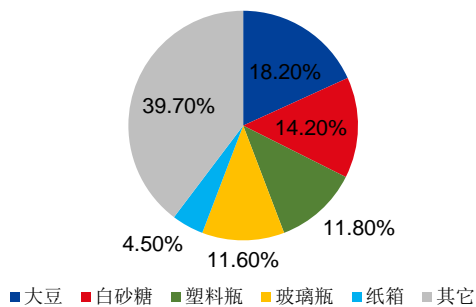


资料来源: 调味品招商网、华金证券研究所

## (2) 主动提价: 成本驱动, 平均两到三年提一次, 成功率提高

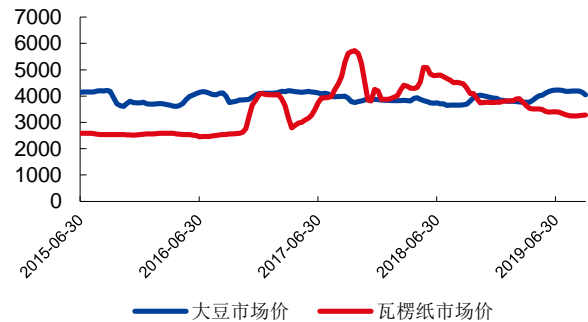
成本倒逼行业提价, 两到三年为一周期。酱油的产业链较短, 上游主要是黄豆、白糖等大宗商品, 价格透明, 占成本比重约 50%; 以及塑料瓶、玻璃瓶、瓦楞纸等包装材料, 占成本比重约 30%。当原材料价格的上涨压缩利润的空间时, 厂商会选择提价, 一般以龙头海天提价为先, 其它厂商跟随, 周期为两到三年。以 2016-2017 年为例, 受环保限产的影响包材的价格大幅上升, 瓦楞纸箱两年上涨幅度约 60%, 厂商毛利率受到影响, 在 2017 年开启全面的提价。

图 15: 酱油的一般成本占比



资料来源: 调味品招商网、华金证券研究所

图 16: 包材价格在 2016-2017 年波动剧烈 (单位: 元)



资料来源: wind、华金证券研究所

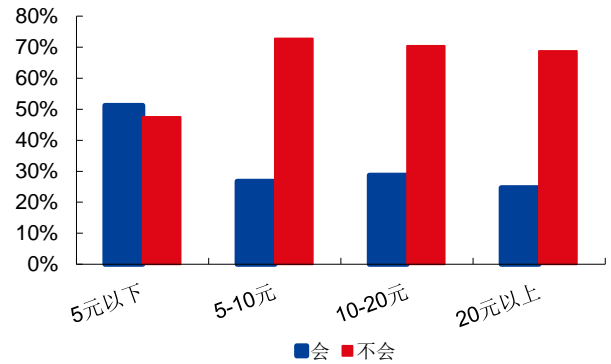
下游直接面向消费者, 提价成功的概率大。因为酱油相比其它产品的单价低, 且消费频次高 (餐饮渠道用量大, 家庭渠道两到三个月左右使用完一瓶酱油), 所以对酱油产品的单价较不敏感。我们做过一次面向全国各省市 1000 多名消费者的问卷调研, 结果显示, 同样提价 10% 消费者对高端酱油 (单价在 8 元/500ml 以上) 忠诚度比中低端价位的酱油更高。

图 17：调味品企业的历年提价

年份	公司	提价内容	原因
2007	加加	酱油每箱上涨1.5元	物流成本上升
2008	海天	全标生抽提价0.5元，提价幅度10%	原材料成本上升
	李锦记	蒸鱼豉油提价0.4元，提价幅度4.5%；酱油整体提价7-10%	原材料成本上升
	味事达	味极鲜提价0.5元，幅度约9%	原材料成本上升
2011	海天	酱油幅度8.47%，蚝油幅度4.19%，调味酱2.75%	原材料成本上升
	涪陵榨菜	乌江榨菜等产品整体提价10%	市场需求提价
2012	海天	全标和银标酱油价格上涨0.5元，提价幅度分别为10%和12.5%	原材料成本上升
	李锦记	酱油、辣椒酱、鸡精等调味品涨价幅度为5%-10%	原材料成本上升
2013	海天	乌江榨菜等产品终端价提升50%	调整产品销售结构
	李锦记	酱油产品提价7%-10%	产品结构升级
2014	海天	60%产品提价4%	理顺价格体系，拓宽渠道利润
2016.6	恒顺醋业	经典醋系列19个单品提价19%	原材料成本上升
2016.7	涪陵榨菜	11个单品上调到岸价8-12%	原料缺口大，收购价格上涨
2016.7	海天味业	酱油、蚝油、调味酱等主要品类产品提价5%	原材料成本上升
2017.2	涪陵榨菜	80g和88g榨菜主力9个单品提价幅度为15-17%	原材料成本上升
2017.3	味事达	美味鲜及厨邦产品整体提价5-6%	原材料成本上升
2017.3	千禾味业	全线产品提价8%	原材料成本上升

资料来源：新闻整理、华金证券研究所

图 18：提价 10%后各价位段酱油消费者更改购买品种的比例



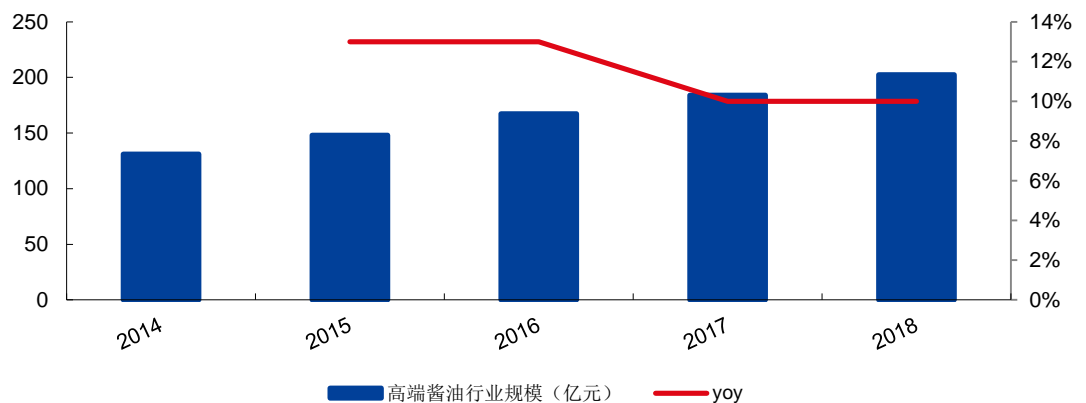
资料来源：调查问卷、华金证券研究所

### (3) 间接提价：消费升级推动产品结构升级，向上打开行业空间

**酱油升级路径：酱油→生抽、老抽→鲜味酱油→高鲜酱油→零添加→有机酱油。**（1）90年代以前酱油都是零卖零买，随着现代的工业化发展和物流发展慢慢过渡，更符合卫生要求、方便运输和储存的包装酱油应运而生。（2）九十年代在千千万万家酱油小作坊和小企业中，海天也许并不是第一个使用包装酱油的，但确实第一个通过从散装到瓶装的过渡发展把品牌树立起来的酱油企业，海天的生抽和老抽开始享誉市场。（3）味事达于90年代末期首推出味极鲜，味极鲜属于有鲜味的生抽，具有更高的氨基酸态氮含量；也逐渐成为替代味精调味的主要产品。近几年，随着消费升级和对健康的重视，消费者开始追捧低盐和淡盐化产品，酱油厂商顺应趋势推出了零添加、淡盐酱油等高端酱油品种。

参考日本的消费升级和集中度提升，预计我国的高端酱油价格带将逐渐扩容和上移。根据产业信息网的数据，高端酱油一般界定为8元/500ml以上，2018年市场规模在200亿元左右，同比增长10%。如前参考日本的消费升级，随着集中度的提升，日本经历了三次价格中枢的上移，龟甲万产品价格定位为超过每瓶30元（万字甜口酱油京东价39元/瓶）；对比我国，千禾大容量的零添加酱油均价在每瓶20多元，海天高端酱油均价在每瓶10多元，随着国内消费者消费升级观念和接受度的增强，我国当前高档酱油产品将逐渐扩容，高档价格带将逐渐上移，向上打开酱油的市场空间。

图 19：国内高端酱油行业规模（单位：亿元）

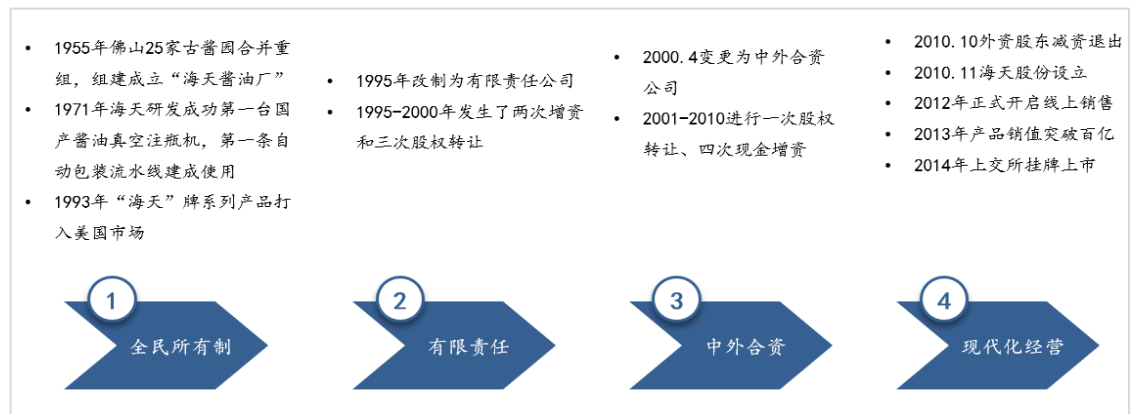


资料来源：中国产业信息网、华金证券研究所

### 三、海天味业：酱油王者，千亿标杆

**300多年老字号，最大的调味品民营企业。**海天的历史，可以追溯到清朝乾隆年间的“佛山古酱园”。1955年，佛山25家实力卓著、享誉港澳的古酱园合并重组，由于“海天酱园”是25家酱园中工艺最讲究、产品口感最醇厚、酱园规模最大、影响最广的老字号酱园，因此将新组建的厂命名为“佛山市公私合营海天酱油厂”，后更名为佛山市珠江酱油厂，即海天酱油的前身。酱油厂随着改制、股权转让、增资扩股、资产重组，成为了现在最大规模的调味品民营企业。2014年实现上交所上市。

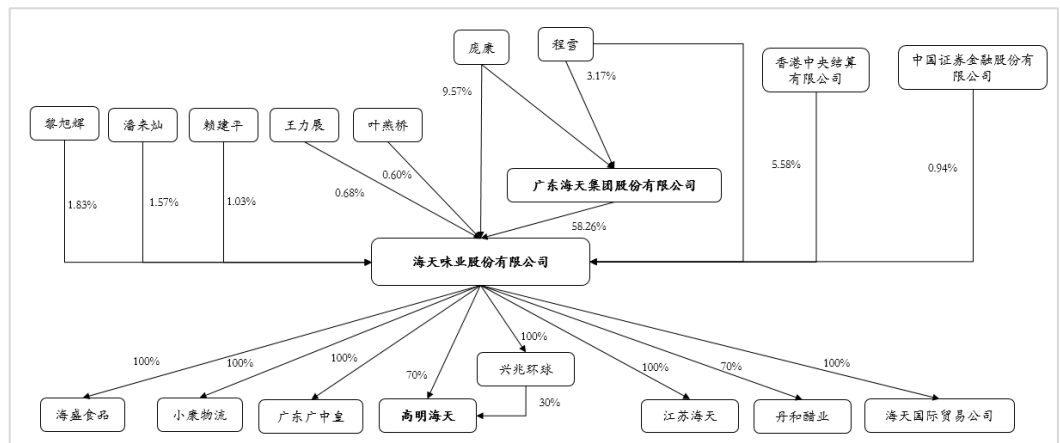
图 20：海天的历史沿革



资料来源：华金证券研究所（根据公司公告整理）

**股权结构稳定，员工持股积极性高。**庞康、程雪等6名一致行动人为公司的实际控制人，通过直接和间接的海天集团持有公司的股权，庞康先生为董事长。2014年11月，公司也对93名核心技术营销、生产等公司中层人员授予了658万限制性股票激励，从管理层向下进一步扩大受益面，充分调动核心人员的积极性。

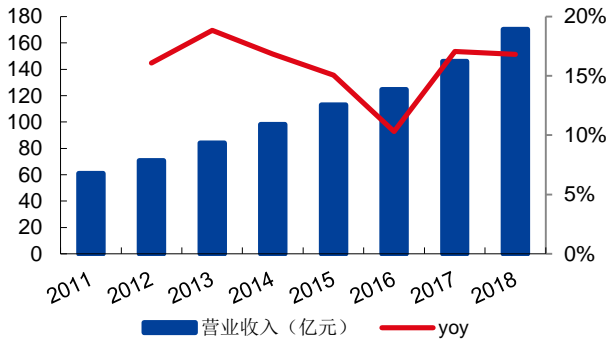
图 21：海天股权架构稳定



资料来源：华金证券研究所（根据公司公告整理）

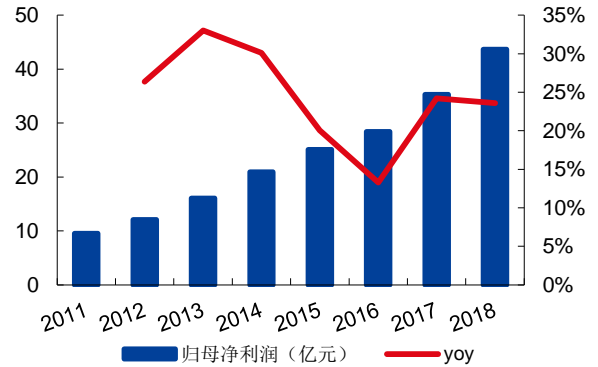
**经营思路有序，业绩稳如磐石。**公司目前拥有酱油、蚝油、调味酱三大核心业务，其中酱油贡献最多的收入和毛利。此外，公司稳步拓展其它小品类，食醋、料酒、腐乳、鸡精鸡粉等，逐渐丰富产品结构，调味品平台属性已经显现。有序的经营也体现在优秀的基本面上，公司的收入和业绩均保持两位数的增长，2018年公司营业收入170.34亿元，同比增长16.80%，从2011年到2018年复合增长率为15.14%，归母净利润43.65亿元，同比增长23.60%。通过销售净利润率的不断提高，公司的ROE常年居于30%以上。

图 22：海天味业历年营业收入及增速



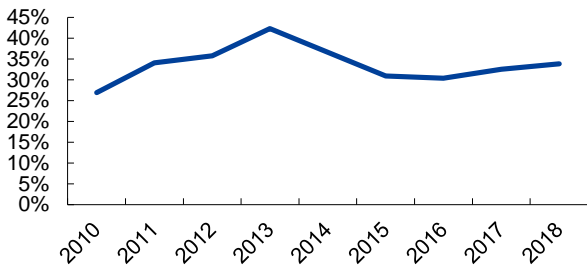
资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 23：海天味业历年归母净利润及增速



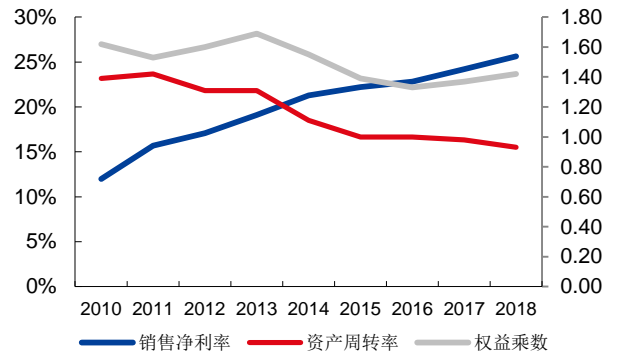
资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 24：海天味业历年 ROE



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 25：海天味业的 ROE 分解

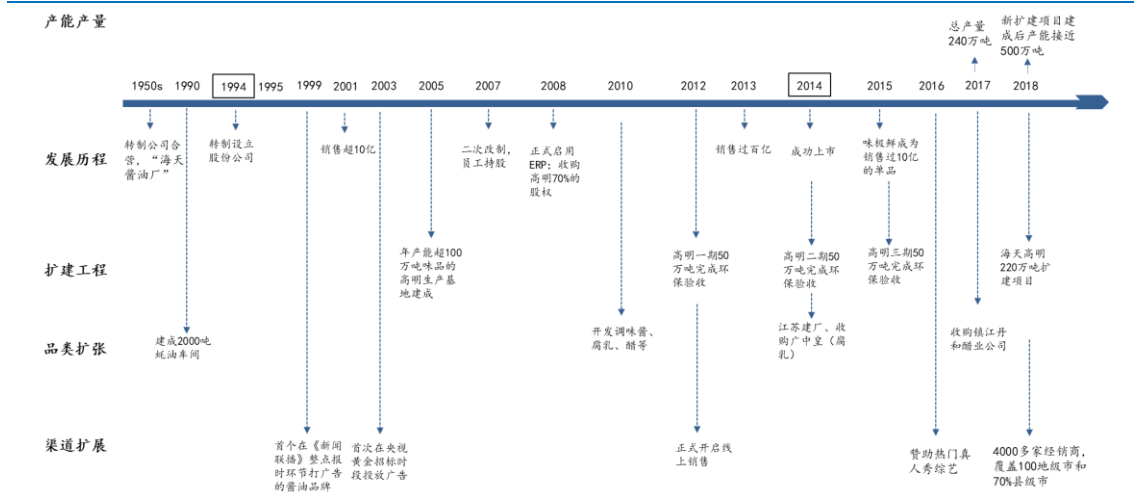


资料来源：公司公告、华金证券研究所

## 1、产能航母，多品类发展

**产能航母，规模优势明显。**公司产品涵盖酱油、蚝油、酱、醋、鸡精、料酒等，形成5个10亿级规格大单品、多个亿级单品，覆盖高中低各个层次，多口味和多烹调用途。高明产区扩建项目扩建成功后，海天调味品的总产能将接近500万吨。相比之下，中炬未来五年规划150万吨左右，千禾50万吨，海天的规模效益显著，虽然海天酱油价位较后两者更低，但是海天综合毛利46%最高（2018年中炬的综合毛利率39%，千禾45%）。

图 26: 海天味业的产能建设

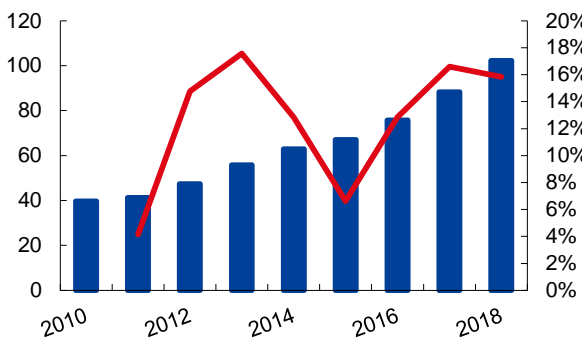


资料来源: 华金证券研究所 (根据公司公告整理)

酱油是最主要的拳头产品, 向中高端酱油升级。公司的两大明星产品--金标生抽和草菇老抽, 畅销 60 年, 销售额皆超 15 亿; 公司后续推出的海天味极鲜迎合鲜味酱油的趋势, 是第三款酱油超 10 亿的销售大单品。从 2013 年起, 公司推出高端产品—老字号和有机系列, 其中海天老字号酱油、海天有机酱油成为了 2 个亿级的单品, 贡献销售额的同时, 也完善了酱油产品的价格带, 目前高端产品占比 30% 以上, 随着消费升级趋势, 预计未来高端占比将会继续上升。

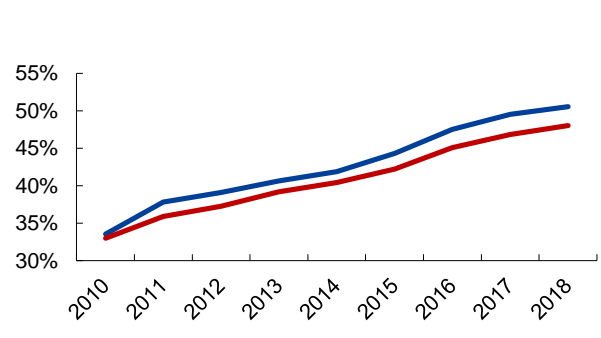
2018 年酱油收入实现 102.36 亿元, 同增 15.85%, 成为首个酱油营收超百亿的公司; 生产酱油 191.57 万吨, 酱油总销量达到 187.80 万吨。从 2010-2018 年, 酱油的销售额复合增长 12.6%, 其中主要以量增为主 (9% 左右), 未来随着高端占比的持续提升, 价增的贡献将持续提升。

图 27: 海天味业酱油产品的历年收入



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

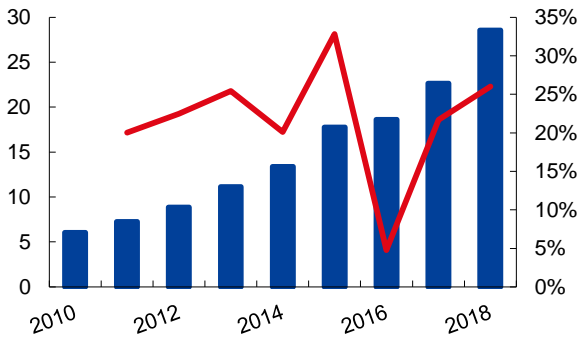
图 28: 海天味业酱油产品的毛利率



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

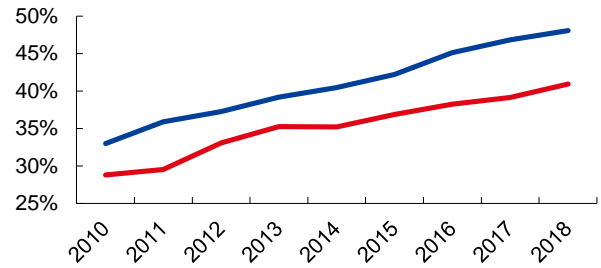
蚝油市场需求旺盛, 公司扩张势头强劲。蚝油市场主要的玩家有海天和李锦记, 目前海天的市占率接近 50%。2018 年生产蚝油 61.70 万吨, 销售 60.43 万吨, 实现营业收入 28.55 亿元, 同比增长 26%; 蚝油毛利率 40.92%, 同比增长 1.78%, 上等蚝油是海天的 10 亿大单品之一。从 2010-2018 年, 蚝油销售额复合增长为 21.4%, 其中量增贡献 19% 左右, 也推动海天蚝油从地方性向全国化的快速发展。随着居民收入和生活水平的提高, 蚝油也呈现从餐饮端向居民端快速发展的势头, 将继续带动销售的快速增长。

图 29: 海天味业蚝油产品的历年收入



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

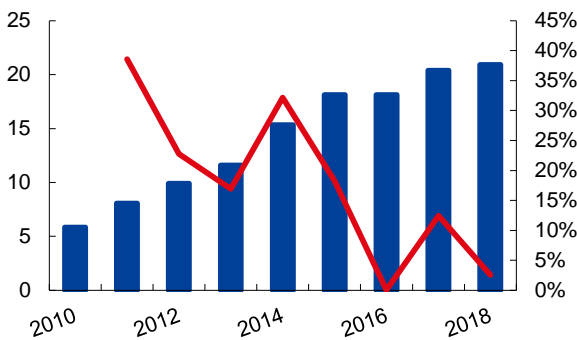
图 30: 海天味业蚝油产品的毛利率



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

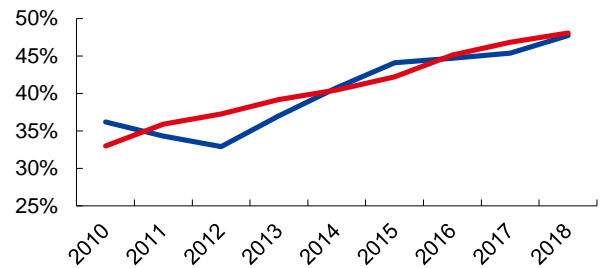
调味酱的市场广阔, 公司产品盈利能力回升。据史料记载, 我国食用调味酱的历史悠久, 早在 3000 年前的周朝就有调味酱生产的记载。海天的调味酱主要包括黄豆酱、海鲜酱、锦上鲜系列, 招牌拌饭酱; 其中黄豆酱是海天超 10 亿大单品。近几年酱的增速下滑, 主要系从 2015 年开始公司主动加强了对调味酱传统老市场的主动调整, 包括产品规格、酱的品类、渠道等, 2019Q1 实现 7.2 亿元营收, 同比增长 6.13%, 2019H1 调味酱同比增长 7.48%, 盈利能力有所回升。

图 31: 海天味业调味酱产品的历年收入



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 32: 海天味业调味酱产品的毛利率

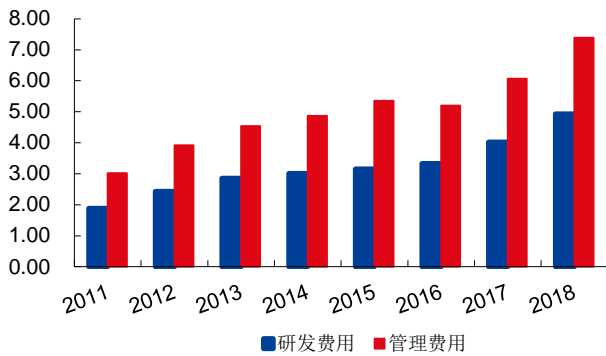


资料来源: 公司公告、华金证券研究所

积极扩充其它品类, 平台属性突显。公司通过加大研发力度+积极并购实现产品品类的扩充, 比如 2017 年收购镇江丹和醋业 70% 股份, 目前海天食醋销量超 10 万吨; 2014 年收购“广中皇”腐乳, 进行全国性的发展; 料酒方面, 公司加大研发, 推出高端料酒和黄酒等, 实现收入较快增长。海天的研发费用支出稳定, 占营收的 2.89%, 常年占管理费用的 63% 左右, 彰显对新产品新技术的研究开发力度。

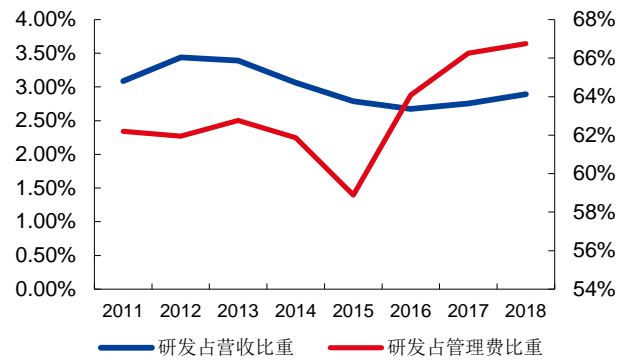


图 33: 研发费用与管理费用支出 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、华金证券研究所 (2018 年单独披露研发费用)

图 34: 研发费用的占比

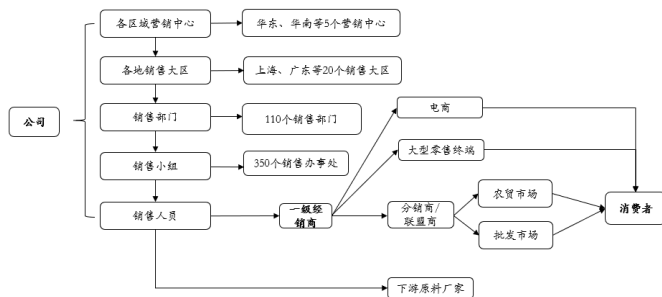


资料来源: 公司公告、华金证券研究所

## 2、“有人烟处，必有海天”

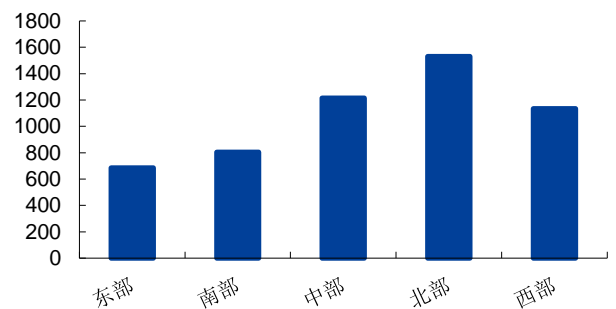
**全国的销售网络，强势的话语权。**目前公司在全国设有 5 个营销中心、20 多个销售大区、110 个销售部门和 350 个销售办事处；截至 2019H1 海天的销售网络已 100% 覆盖了中国地级及以上城市，经销商总数达 5369 家，对经销商的销售均为买断式销售。公司根据其市场覆盖能力和市场需求情况来划定经销商区域，主要层级设立最多三层，在经销商下面会适当设立分销商/联盟商，每个单位区域的经销商至少配置在两名以上，增加销售覆盖面的同时也保持相互的竞争，通过将经销商的年度目标细化到月份来整体把控渠道的秩序。在收款政策方面，从 1998 年开始公司采取“先款后货”，至今未变。

图 35: 海天味业营销结构



资料来源: 华金证券研究所 (根据公司公告整理)

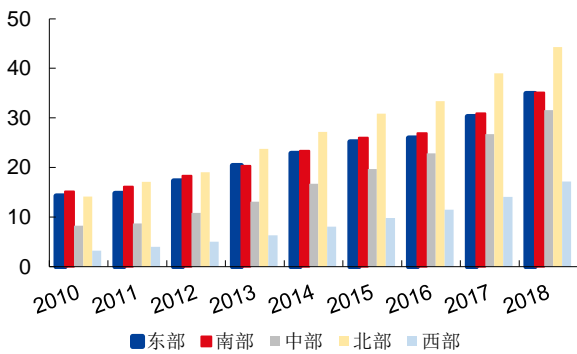
图 36: 2019H1 海天味业各区域经销商数量



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

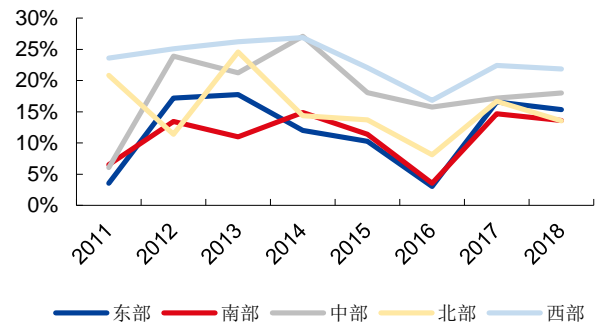
在中国内陆省份中，90%的省份销售过亿，覆盖范围与销售增长基本同步。分区域看，各区域均衡发展，均保持两位数以上的增速；其中北部、东部和南部是公司的成熟区域，北部从 2013 年开始成为公司的销售第一大区，2018 年销售额接近 39 亿元，中西部是新兴区域，毛利率相对成熟区域更高。

图 37: 海天味业各区域收入情况



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 38: 海天味业各区域收入增长情况



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

表 2: 海天味业收入复合增速及毛利情况

	收入	收入占比	毛利率	2010-2018 复合增长
东部	30.29	18.58%	47.11%	11.83%
南部	30.91	18.96%	47.58%	11.06%
中部	26.75	16.40%	48.95%	18.26%
北部	38.97	23.90%	47.99%	15.30%
西部	14.09	8.64%	49.52%	23.08%

资料来源: 公司公告、华金证券研究所

相比来看,海天是唯一一家渠道覆盖达到全国化的调味品企业,经销商数量最多,且单个经销商覆盖终端的数量较少,对终端有更好的终端管控能力。

表 3: 国内调味品企业渠道建设情况

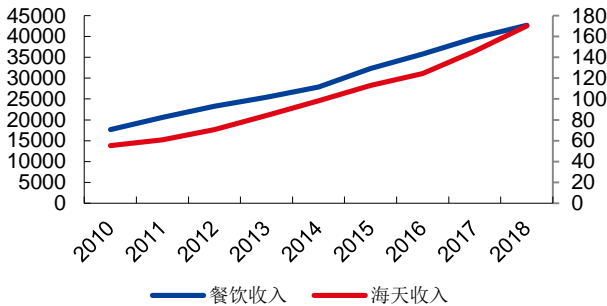
公司	渠道结构	经销商数量	经销商平均销售规模 (万元/家)	终端数量	渠道覆盖率
海天味业	餐饮 60%, 家庭 40%	4807	339.21	超过 60 万家	100%地级市, 70% 县级市
中炬高新	80%家庭, 20%餐饮	864	430.21	20 万多家	77%的地级市
千禾味业	西南市区外以 KA 为主	848	73.58	--	西南地区市占率高
恒顺醋业	80%家庭渠道, 20%餐饮	1189	109.08	--	华东地区占比高

资料来源: 公司公告、华金证券研究所 (注: 经销商数量和渠道覆盖率截至 2018 年年末)

### 3、餐饮王者, 多渠道进军

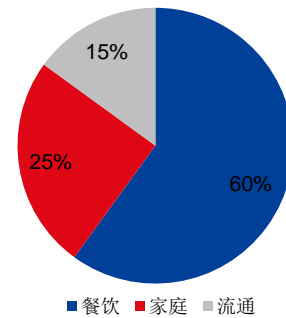
**餐饮渠道的王者。**公司是从餐饮渠道入手,通过赞助烹饪学校和厨师赛事活动,在厨师成长阶段形成最强味道记忆,培养厨师粘性;如前所述,餐饮渠道易守难攻,公司靠这样的渠道特性在餐饮快速发展的阶段获得了长足的发展,市占率提升较快。海天目前餐饮渠道:家庭渠道:流通渠道的占比=60%: 25%: 15%,金标生抽和草菇老抽基本成为餐厨必备,产品在餐饮渠道优势明显;通过加大赞助力度和完善品类的丰富,给餐饮企业提供一篮子服务,继续强化公司在餐饮渠道的优势。

图 39: 海天的发展和餐饮的发展 (单位: 亿元)



资料来源: 国家统计局、公司公告、华金证券研究所

图 40: 海天味业下游各渠道的占比



资料来源: wind、华金证券研究所

**多渠道发力。**近年来公司加大对家庭渠道的力度加大, 通过不同综艺节目的形象, 对旗下的核心品类进行植入与推广, 推进品牌产品在品牌消费人群中的持续传播及占位; 其中商超渠道是推广产品、树立品牌的重要渠道, 公司通过设置专门负责 KA 的销售组、增加具备较强 KA 资源的经销商、加大费用支持等做法, 来提升公司产品在家庭渠道的认可度和市占率。

表 4: 海天味业赞助的部分综艺节目

时间	内容
2019	海天蚝油独家冠名《挑战不可能之加油中国》
2019	海天蚝油赞助的《吐槽大会》第三季
2018	海天酱油冠名的《熟悉的味道》第二季
2018	海天味极鲜冠名的《跨界歌王》第三季
2018	海天招牌拌饭酱超级赞助的《奇葩说》第五季
2018	《中餐厅》第二季指定产品
2017	海天黄豆酱赞助的《最强大脑》第四季

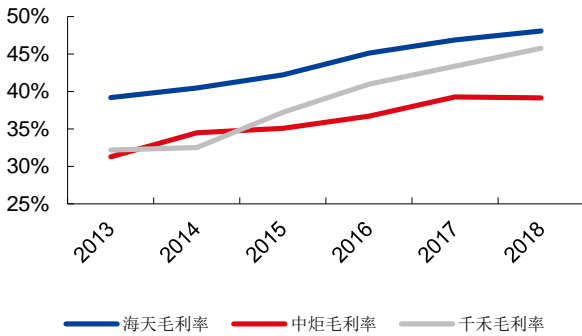
资料来源: 公司官网、华金证券研究所

**积极拓展线上业务, 加快走向国际。**截至 2019H1 公司线上渠道销售额 2.07 亿元, 占总营收比重的 2%, 同比增长 44%, 巩固线下的竞争优势。受益于海外市场需求扩容, 海天也将加快走向国际的步伐。

#### 4、控费王者, 高盈利能力

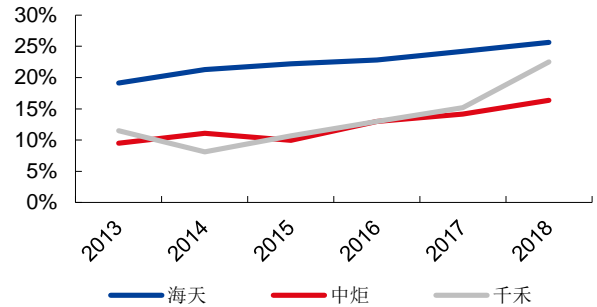
**保持高净利率水平。**公司依靠强大的规模优势和强势的话语权水平, 对成本的控制有方; 随着公司加码家庭渠道, 同时将餐饮渠道的产品继续向高鲜酱油升级, 产品结构升级将继续公司的盈利能力提升吨价, 因此海天能保持较高的毛利率水平; 加上公司对三项费用控制得当, 盈利能力在调味品公司中遥遥领先, 且能继续保持。

图 41: 调味品公司的毛利率比较



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

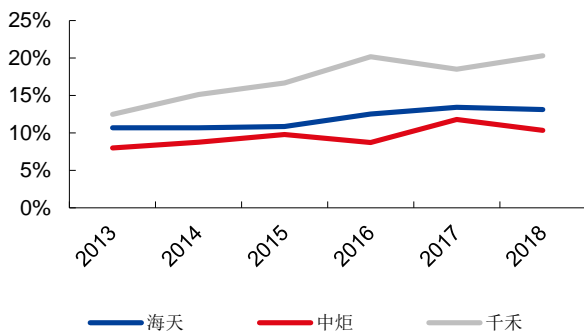
图 42: 调味品公司的净利率比较



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

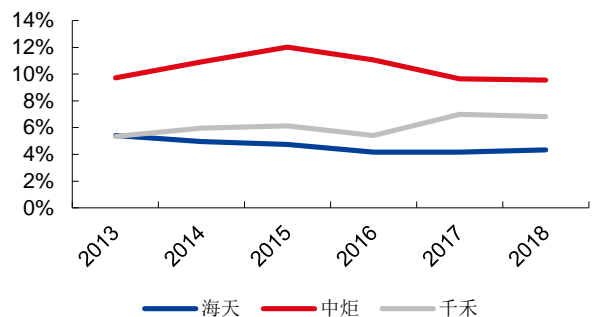
公司期间费用率控制优秀。2018 年三费率仅为 17%，其中销售费用率为 13%，销售费用率近两年呈现上升的态势，主要系公司加大品牌宣传，综艺节目赞助和广告费用支出增加，放大品牌优势，增强号召力，但总体销售费用率控制在较低水平，平均在 10%左右；2018 年管理费用率约为 4%，并在逐年递减，其中研发费用常年占管理费用的 63%左右，而其它管理费用低，彰显了公司一方面对新产品新技术开发的重视程度，另一方面内部管理精干，整体有利于提高企业竞争力。

图 43: 调味品公司的销售费用率比较



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 44: 调味品公司的管理费用率比较



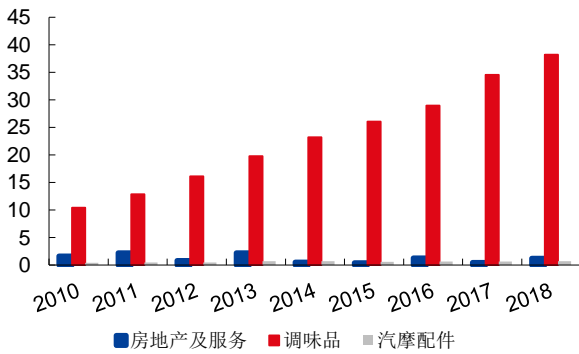
资料来源: 公司公告、华金证券研究所

## 四、酱油梯队：差异化路线获得发展空间

### (一) 中炬高新：酱油的追击者，弹性大

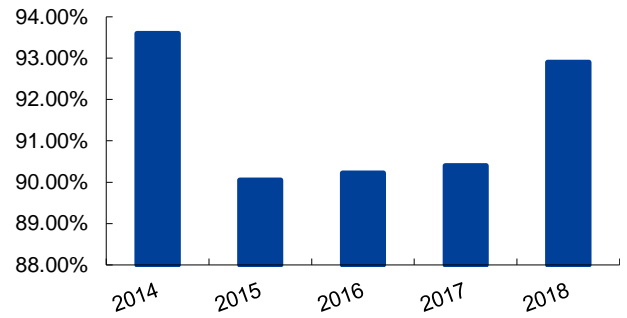
中炬高新位于广东中山，主要从事调味品、房地产开发、汽摩配件制造等业务。调味品收入占据总营收的 95%以上，主要由子公司广东美味鲜调味食品有限公司运营，旗下有“厨邦”和“美味鲜”两个品牌，其中“厨邦”品牌占公司调味品总销量的 90%以上，“美味鲜”品牌定位为面向餐饮和居民消费的中低档产品。

图 45: 中炬高新 95%以上的收入来自于调味品



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

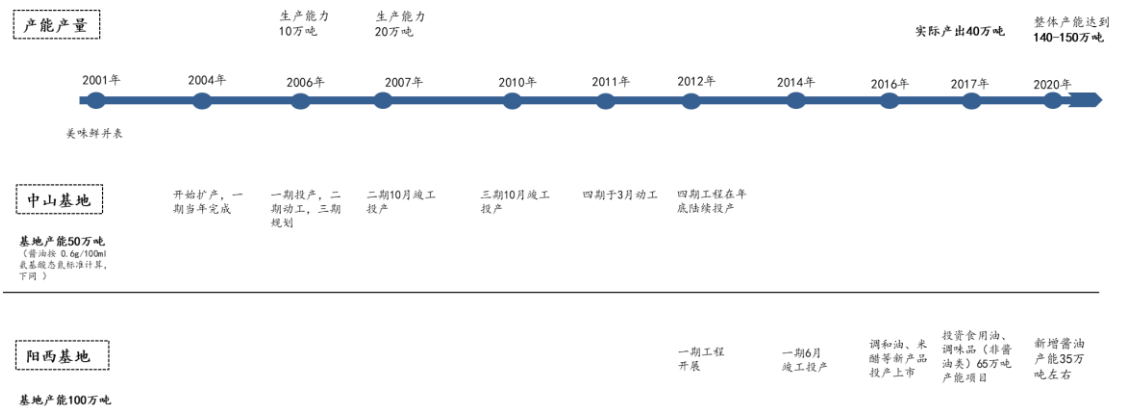
图 46: 厨邦品牌销量占比 90%以上



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

公司目前拥有两个生产基地, 中山基地设备较陈旧, 生产效率低, 产能在 50 万吨左右; 从 2012 年开始建设阳西生产基地, 基本可以比肩海天的高明生产基地的生产效率, 目前整体产能设计在 100 万吨左右, 明确酱油和鸡精鸡粉是第一二品类、推出佐餐酱等高端产品、并有序延伸到食用油等厨房食品。

图 47: 中炬两大生产基地的产能建设



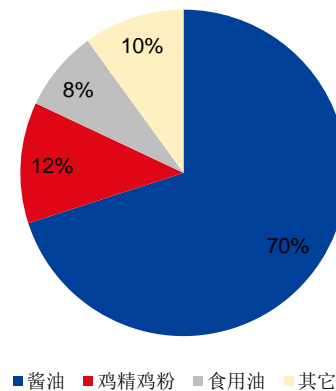
资料来源: 华金证券研究所 (根据公司公告整理)

## 1、发展策略: 全品类+全国化+全渠道

### (1) 酱油是拳头产品, 小品类快速发展

公司产品覆盖酱油、鸡精鸡粉、食用油、食醋等九大系列。酱油目前占营收比重约 70%, 增速 10%左右。鸡精鸡粉占 12%, 增速约 10-20%; 食用油占比约 8%, 增速 15-20%; 其他品类(如料酒、酱料、食醋等)增速在 20-30%左右。

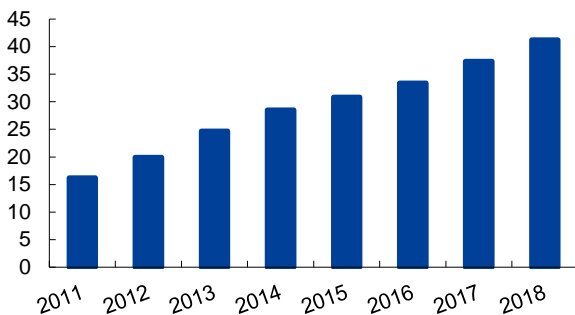
图 48: 中炬高新调味品业务的占比



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

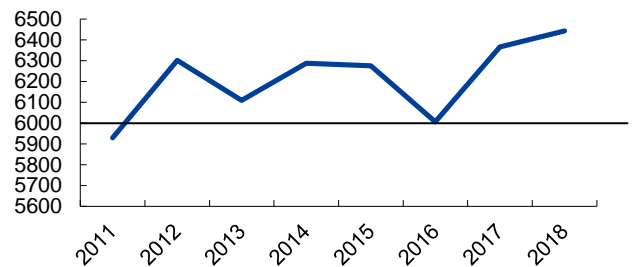
**抓住酱油行业的快速成长期，成长为中高端酱油品牌。**公司产品以高鲜酱油为主，吨价基本在 6000 元以上，同比海天会更高。拆分公司过去的酱油量价看，酱油收入从 2011 年 2018 年的复合增长率为 15.40%，主要以量增为主，销量从 2011 年的 16 万吨上升至 2018 年的 41 万吨，复合增长率 14.28%。公司一方面继续建设生产基地，扩充酱油产能，最新一期阳西基地明年可再达产 10 多万吨酱油产能；另一方面，加码中高端鲜酱油的同时，研发更符合全国化口味的酱油，完善品类。

图 49: 中炬的酱油产量 (万吨)



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

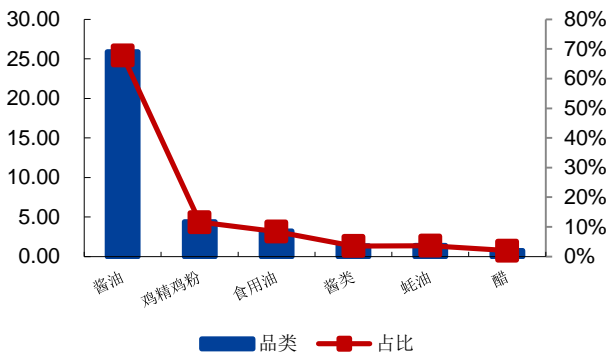
图 50: 中炬的酱油吨价情况 (元/吨)



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

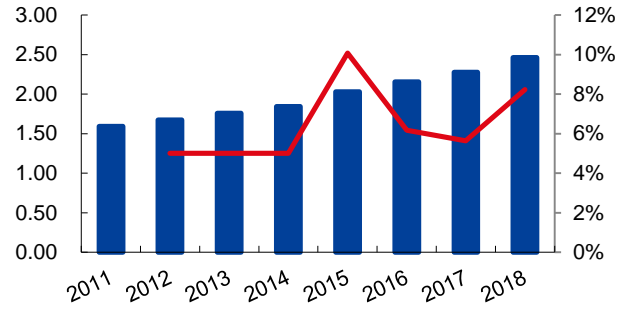
**鸡精鸡粉有较大的提价空间，食用油周转率高。**餐饮行业是鸡精、鸡粉产品消费的最主要渠道，占其总销售量的七成左右，随着特色酒楼、连锁火锅、连锁快餐等不同业态餐饮企业出现，对鸡精鸡粉的需求将继续增加。厨邦鸡精鸡粉目前规模 4 亿左右，价格适中，品类较丰富，随着家庭对鸡精鸡粉的认可度提升，对应有较大的提价空间。食用油方面，市场需求量大，虽然利润较薄，但是周转率高，公司将维持原有计划发展。

图 51：中炬的产品销售额（单位：亿元）及占比



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 52：中炬的鸡精鸡粉销量增速提升（单位：万吨）



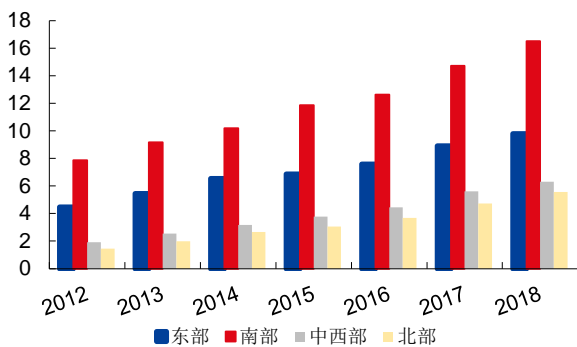
资料来源：公司公告、华金证券研究所

**研发+兼并收购小品类，由酱油渠道带动发展。**公司也在蚝油、调味酱、醋方面都有新品的推出，其中海天在蚝油和调味酱上做得比较完善，消费者教育较好，公司可采取跟随的策略，享受产能释放带来的增速发展。此外，由于酱油已经形成了拳头产品，渠道销售顺畅，与经销商的利益链条梳理得当，其它品类可享受品牌红利和渠道共享，通过酱油产品的渠道带动品类的发展。

## （2）区域性发展较明显，从沿海向内陆推进

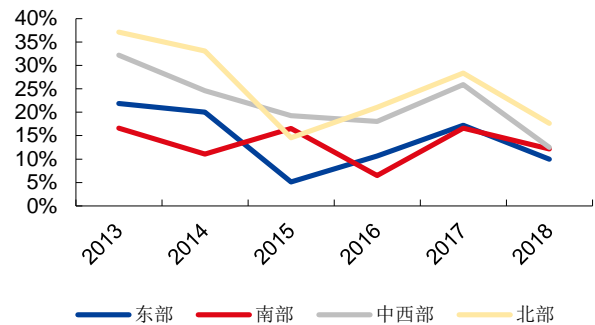
相较海天的全国化市场布局来说，厨邦品牌还处于突破区域销售的半全国化品牌，东部和南部的收入占比超过 70%。公司制定“稳步发展东南沿海、重点提升中北东北、加速开拓西南区域”的渠道规划战略，加大经销商的招商力度，截至 2019H1，增加经销商数量至 975 名，主要集中在中西部和北部区域，加快全国化的脚步。

图 53：中炬各区域实现的收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 54：中炬各区域实现的增速



资料来源：公司公告、华金证券研究所

表 5：中炬调味品收入复合增速及毛利

	收入	收入占比	毛利率	2012-2018 年复合增长
东部	978.91	23.49%	41.58%	13.97%
南部	1651.54	39.64%	38.46%	13.17%
中西部	630.13	15.12%	38.34%	21.91%
北部	556.75	13.36%	36.49%	25.03%

资料来源：公司公告、华金证券研究所

一、二级市场稳扎稳打，其它市场跑马圈地。公司按照人均消费额将全国市场划分为五个层

次，一级市场（广东、浙江和海南）和二级市场（福建、广西）更偏好于鲜酱油，人均消费额较高，公司巩固酱油品类的销售，将渠道向县乡镇深入，同时增加品类的扩张，销售收入复合增长在 10-15%左右。其它市场，主要先以开发空白地级市为主，增加厨邦酱油的渗透率，销售收入复合增长约 20-25%。在全国 338 个地级市中，截至 2019H1 中炬已覆盖全国 81%，相比海天实现了地级市的全覆盖，中炬离全国化的布局尚存在近百个空白点，增长空间广阔。

表 6：中炬市场渠道分层级运作

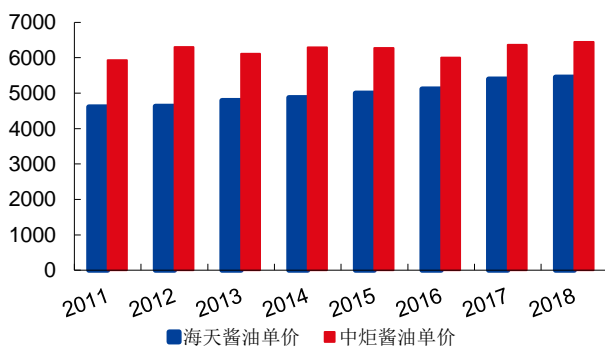
分级	地区	渗透率	收入占比	基本运作
一级	广东、浙江、海南	乡镇	60%	广东收入约 40%，在海南有较大的向下渗透空间
二级	广西、福建	县	15%	渠道继续下沉
三级	江西、东北	地级市	10%	完成地级市的全覆盖
四级	北京、上海、天津等	省会城市	15%	江苏、安徽等地是重点开发市场
五级	西北、西南	省会城市		云贵等地区加速布局

资料来源：wind、华金证券研究所

### （3）稳固传统渠道，加码餐饮渠道

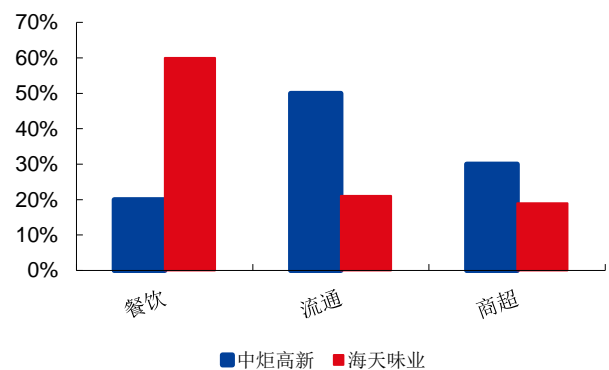
2018 年海天酱油吨价 5400 元，厨邦酱油吨价 6480 元，厨邦酱油大多数定位于中高端价格带，而家庭渠道重质轻价更加符合中高端酱油的推广，因此公司约 80%的渠道面向家庭终端（流通渠道占比达到 50%，商超 30%）。餐饮渠道比较薄弱，近年来发力餐饮，占比从 2013 年的 5% 提升到 20%，复合增速 25%左右；公司一方面通过举办厨邦顶级厨师训练营、凉菜大赛（2015-2018 年已举办四届）、厨师线上积分系统等，打通线上线下的活动，进一步影响厨师群体；另一方面，选取千家餐饮门店改造成厨邦的餐厅旗舰店，通过堆头的陈列和广告宣传，来加大厨邦品牌的影响力。通过厨师俱乐部绑定意见领袖+厨邦餐厅旗舰店的宣传+完善针对餐饮渠道的高性价比产品，预计能够较快提升餐饮渠道的占比。

图 55：中炬和海天的酱油单价对比（单位：元/吨）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 56：中炬和海天的渠道占比对比



资料来源：wind、华金证券研究所

## 2、宝能入驻，净利润率有望提升

### （1）净利率与海天相比还有较大的提升空间

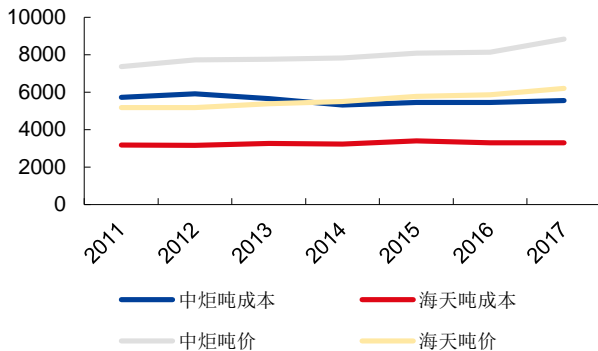
如前图所示，中炬具有较高的产品吨价，毛利率 2018 年的 39.31%，但低于海天约 7pct。此外，受益于毛利率从 2011 年的 27.91%提升至 39.31%，推动净利率的稳步上升，受毛利率和费用率的影响，净利润率相比海天相差 10pct 左右。



## I、毛利率的差距主要系原材料成本差异和生产费用导致吨成本差异。

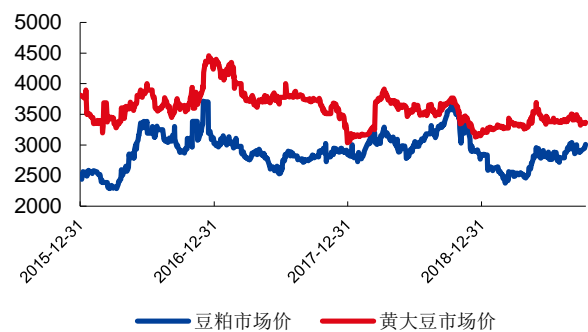
**原材料利用率或可提升：**海天吨直接材料是中炬的 75%，主要差异在原材料上。目前海天采购大豆和豆粕的比例约 1:1，豆粕是不含油脂的大豆，比大豆市场价约更低 300-400 元/吨；而中炬主要以采购大豆为主，我们预计未来三年工艺保持稳定。海天的原材料利用率达到 90%，若公司通过新基地的投产，技术进步提升原材料利用率至海天的水平，粗略测算可缩短与海天毛利差距约 0.5-1pct。

图 57：中炬的吨成本约是海天的 1.4 倍



资料来源：公司公告、华金证券研究所

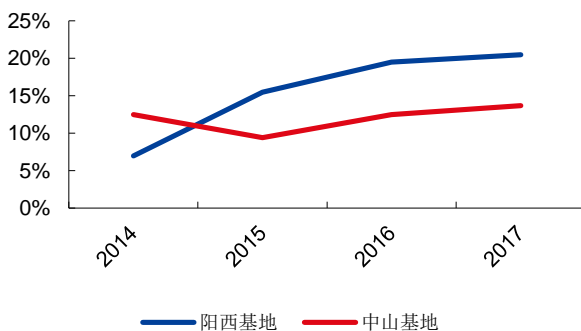
图 58：豆粕的价格较大豆更低



资料来源：国家统计局、华金证券研究所

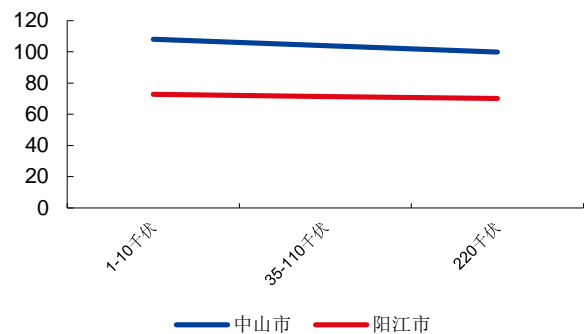
**新基地投产提升效率：**海天的吨制造费用是中炬的 17%，主要差异在自动化水平上，比如高明基地的产能效率是中山基地三倍以上，目前建设的阳西三期更靠近高明基地的生产效率，投产后整体效率可进一步提升。此外，阳西地区用工成本和水电费用平均比中山市要更低约 10%，阳西基地的投产预计可从规模化、产能效率、制造费用等方面全面提升公司效率。

图 59：阳西基地达产后有更高的效率



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 60：中山市大工业高峰期用电费用更高 1.4 倍左右



资料来源：广东省政府网、华金证券研究所

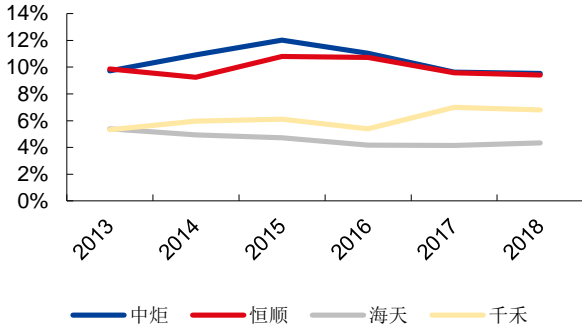
## II、通过降低费用率进一步提升净利率水平

**销售费用率较可控：**中炬整体的销售费用率 10.3%，海天 13%，公司与海天相比，过去在前端投入较少，像海天每年 4.54 亿元的广告费用投入，公司的广告费用投入较低，2018 年为 4473 万元，同比降幅 20%左右。今年管理层变更后，考虑公司加大全国化和全渠道的扩张，广告费用和销售费用额将会慢慢加大，由于销售费用率过去偏低，整体将可控。

**管理费用率由于国企的性质，处于高位。**公司的管理费用率在同调味品公司处于较高水平，

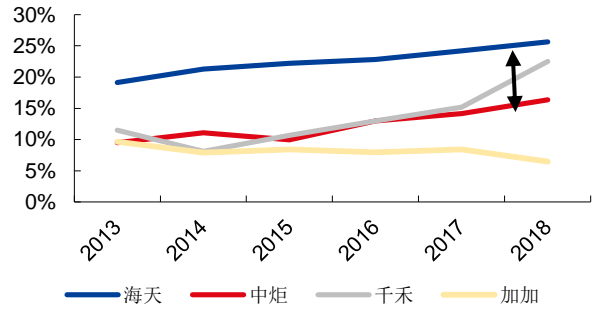
比海天高于 5pct 左右，主要系公司过去国企经营体制下，人员冗余，且职工薪酬占收入比重高。随着宝能的入主，管理层对总部人员进行了调整和优化，降本增效，整体管理费用率的下降空间较大。

图 61：中炬和恒顺的管理费用率相对高企



资料来源：wind、华金证券研究所

图 62：各酱油公司的净利率比较



资料来源：wind、华金证券研究所

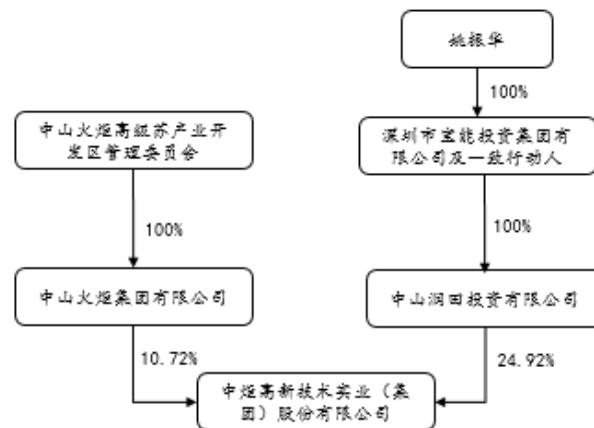
## (2) 宝能变革提升效率，有望加快提高净利率

2015 年宝能旗下的前海人寿通过二级市场连续增持公司股份成为公司第一大股东，18 年前前海人寿通过协议转让方式将股份全数转让给中山润田，后者也是宝能旗下公司；同年的 11 月 15 日通过董事会换届选举，宝能获得 6 个董事席位（非独董）的 4 席，正式获得中炬高新的实际掌控权。

在过去国企体制下，中炬在酱油中的地位虽仅次于海天，但是距离较远，主要由于公司内部治理机制不灵活，对前端和上层没有很好激励政策。比如中炬的高管薪酬与海天差距甚远，而且中炬高管无股权，海天高管基本都有公司股权，体现在公司治理上，海天的员工更有动力去经营。

随着宝能入主以后，公司在保证原有美味鲜团队人马不改变的情况下，陆续在改善过去机制不灵活的局面。除了提薪以外，2019 年 8 月先出台对中上层的激励方案，考核指标更加均衡，奖金分配力度提高，更具有激励效应，可静待公司后续梳理好内外的机制，蒸蒸日上地发展。

图 63：中炬高新的大股东结构



资料来源：公司公告、华金证券研究所

表 7：2019 年激励方案与 2014 年激励方案对比

	2014 年版	2019 版
总经理基本薪资	总经理 50 万/年，副总 40 万/年，总助 32 万/年	总经理 100-200 万/年，副总 50-120 万/年，总助 40-100 万/年
考核指标	收入：净利润：ROE=2：6：2	收入：净利润：ROE=4：4：2
奖金分配	指标完成率 1 以上，计提净利润 5%作为奖金包	完成率达到 1.1 倍及 1.2 倍以上时，除了净利润的 5%，还分别提取归母净利润超额部分 15%及 25%加大奖金包

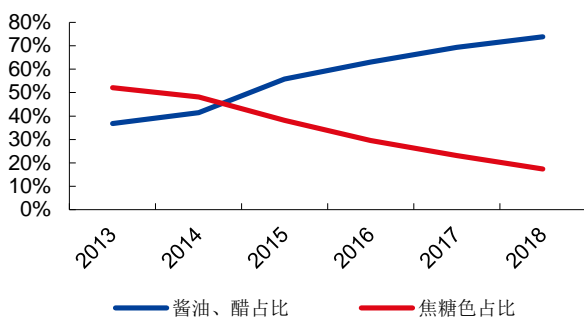
资料来源：公司公告、华金证券研究所

## （二）千禾味业：零添加领导者，高端酱油市场有空间

千禾味业成立于 1996 年，位于四川峨眉山，发家于焦糖色业务，从 2001 年开始涉足下游的调味品业务，2016 年在上交所上市。目前是西部最大的专业酿造酱油、食醋的股份制企业。

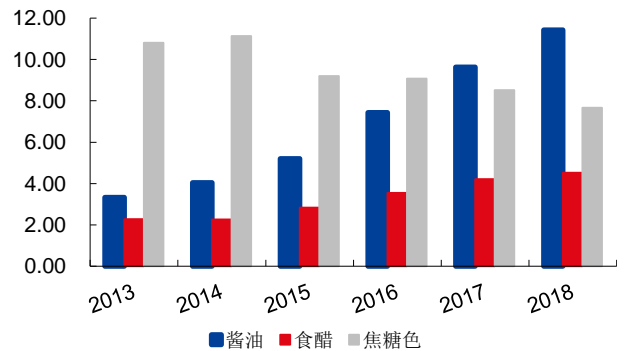
目前公司形成了两大系列产品，一是“千禾牌”调味品，酱油、食醋和料酒为主；二是“恒泰牌”食品添加剂，仍以焦糖色为主。业务定位清晰，专注于调味品发展战略，稳定发展焦糖色业务，酱醋业务比重从 36.78%（2013 年）提升到 73.87%（2018 年），其中酱油是主要产品，占比接近 60%。

图 64：千禾味业目前聚焦调味品业务的发展



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 65：千禾味业调味品产量（单位：万吨）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

### 1、发展策略：零添加+区域拓展

**聚焦零添加产品，走高端路线。**公司的产品系列分为头道原香系列、千禾有机系列、窖醋系列、料酒系列等，其中头道原香系列及千禾有机系列属于高端零添加产品；产品价位更高，目前零添加系列约占产品结构的 60%。一方面，零添加产品保证千禾避免了和其它同业厂商的直面竞争，另一方面，因为零添加产品的技术研发和规模化成本，加上先发优势，强化千禾在高端调味品赛道上的竞争优势。

图 66: 酱油品牌畅销产品及价位

品牌	名称	规格	单价
海天	金标生抽	500ml	8.5
	草菇老抽	500ml	9
	特级味极鲜酱油	380ml	9.9
	老字号零添加	480ml	22.8
	老字号365高鲜	480ml	25.8
厨邦	厨邦生抽	410ml	7.9
	味极鲜	360ml	8.3
	红烧酱油	410ml	8.5
	鲜酱油	900ml	21
	纯酿酱油	500ml	22
李锦记	精选生抽	500ml	9.9
	味极鲜酱油	1.65L	17.9

资料来源: 京东、华金证券研究所

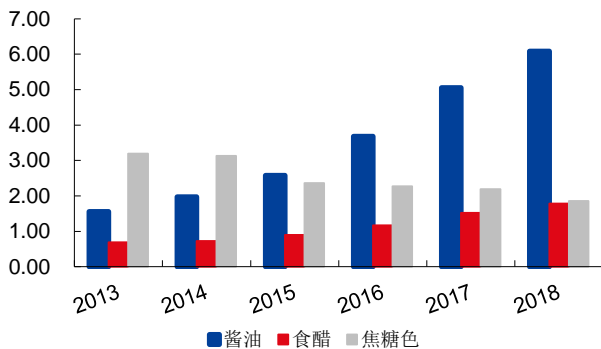
图 67: 千禾的主要产品及价位

产品	系列	名称	规格	单价
酱油	头道原香	零添加御藏本酿180天特级生抽	1L	19.9
		零添加头道原香280天特级生抽	1L	29.9
		零添加头道原香380天特级生抽	1L	46.8
	干禾有机	有机酱油 特级生抽 酿造酱油	0.5L	46.8
	高鲜	鼎鼎鲜135头道酱油	1L	28.8
食醋	零添加	零添加酿造糯米白醋	0.5L	9.8
		零添加3年窖醋	1L	9.9
		零添加5年窖醋	1L	15.8
		零添加御藏窖醋6年	0.5L	22.8
		零添加御藏窖醋10年	0.5L	29.8
料酒	零添加	零添加3年料酒	0.5L	12.8
		零添加6年料酒	0.5L	19.8

资料来源: 京东、华金证券研究所

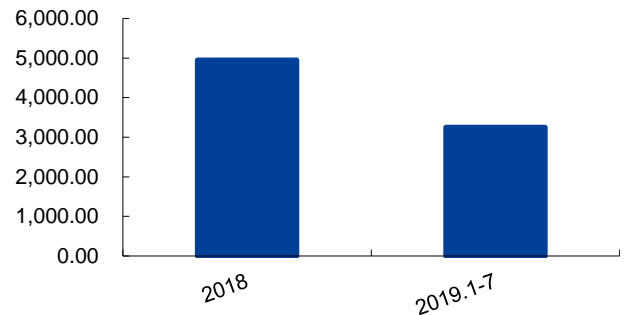
**合理扩品, 丰富产品结构。**凭借零添加酱油在高端领域形成的品牌认可度和渠道优势, 公司顺势扩展食醋和料酒。像食醋具有很强的地域性, 千禾主打零添加的食醋产品在西南地区享有较高的市占率, 但是全国化推广较困难, 因此在 2019 年公告收购镇江恒康酱醋 100% 股权, 一方面补充食醋的产品线, 另一方面有助于公司加快在华东市场的产品布局, 此举有望强化华东市场的品类优势和巩固渠道。料酒方面, 公司目前产能 5 万吨左右, 在西南区域有较好的市场表现。

图 68: 千禾味业主营业务营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

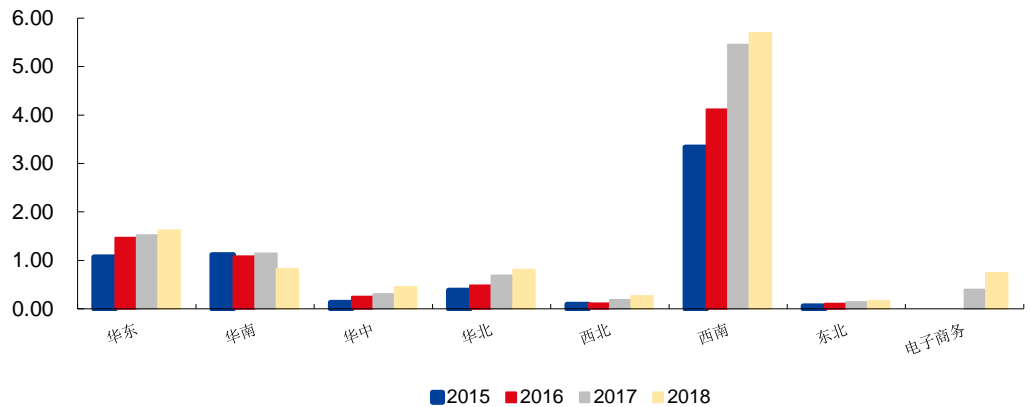
图 69: 恒康酱醋的营业收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

**深耕西南地区, 高举高打一线城市。**目前西南地区营收占比 50% 左右; 西南片区以外, 公司从 2012 年开拓一线城市, 首站是上海, 依靠当地的大经销商+高举高打的费用投放打入商超市场, 产品上除了零添加产品以外, 还针对华东市场特别定制高鲜酱油鼎鼎鲜产品, 具备更高的性价比, 目前公司在上海地区的商超市场份额排名靠前, 华东区域也已经进入盈利阶段。依托于华东区域的成功经验, 公司继续高举高打其它一线城市, 2015 年相继进入北京、深圳, 因地制宜地制定开拓模式, 并逐步从核心城市向百强县、周边区域扩散。

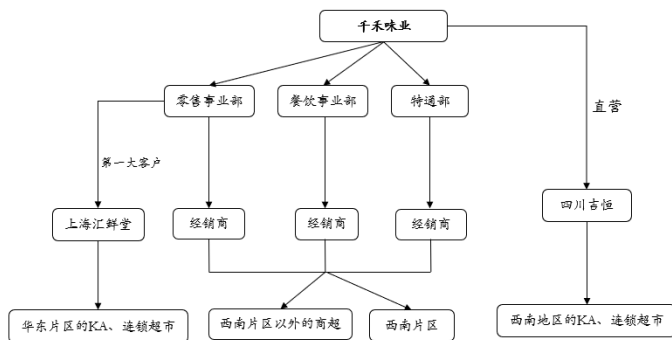
图 70: 公司区域收入分布 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

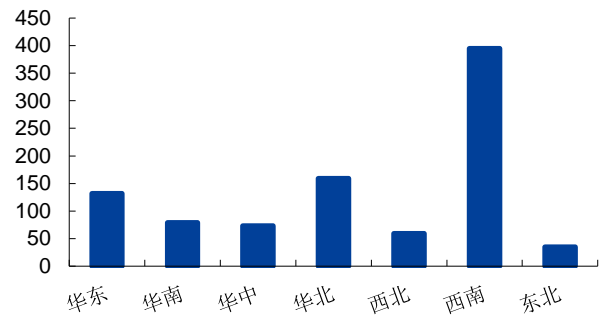
**多渠道齐驱, 更积极地挖掘外阜市场。**公司目前分有零售、餐饮、特通和电商四个事业部, 分管四个渠道。其中零售流通渠道占比超过 80%, 当前公司西南区域商超渠道由子公司四川吉恒直营, 经销商渠道约 80%分布在传统渠道上, 通过子公司和经销商合力推动渠道的下沉; 在西南以外区域经销商主要集中在商超渠道。今年公司计划增加 200 余名经销商, 主要分布在经济百强县市, 主要布局商超渠道, 通过增加经销商的覆盖积极推进全国化的扩张。

图 71: 千禾味业的渠道布局



资料来源: 华金证券研究所 (根据公司公告整理)

图 72: 2019H1 千禾各区域经销商情况



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

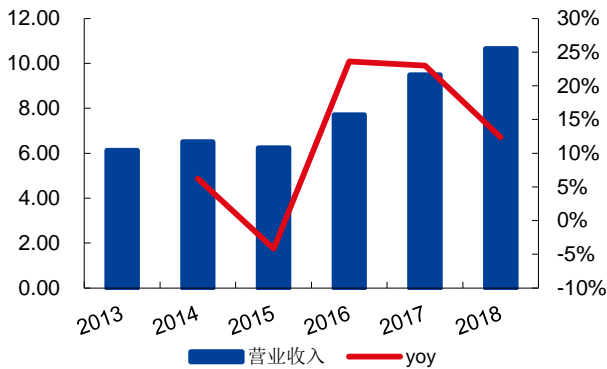
**(1) 优先发展家庭渠道, 提升营销实力。**零添加产品更契合消费者追求健康的理念, 价格也会比普通高鲜产品价格更高, 因此家庭渠道重视质量的特性更契合零添加产品; 同时商超渠道能够更快地树立品牌, 所以公司确立在外阜市场现阶段主攻商超渠道。在方式上, 公司通过增加前端销售团队, 搭配地推、促销的手段进行市场推广, 培养消费者的认知和购买习惯。由于公司高举高打的销售费用, 销售费用率呈现上升水平, 随着核心市场逐步实现盈利, 费用的投入效率将后续显现。

**(2) 餐饮和电商渠道的建设也在加速。**公司通过率先开拓华北、华中等地的餐饮市场, 通过培养厨师习惯, 以及提供性价比和差异化的产品等途径切入餐饮端, 2018 年该渠道营收约 500 万, 未来随着产品价格带的继续丰富、市场继续深耕、经销商数量的增加, 餐饮渠道占比有望继续提升。此外, 公司整合天猫和京东平台, 通过网络直播、网络造节等创新型营销活动, 突破线下销售地域的限制, 加大电商的销售, 目前占收入的 10%左右, 2019H1 实现 59% 的高速增长。

## 2、零添加+增大规模效应提升利润率

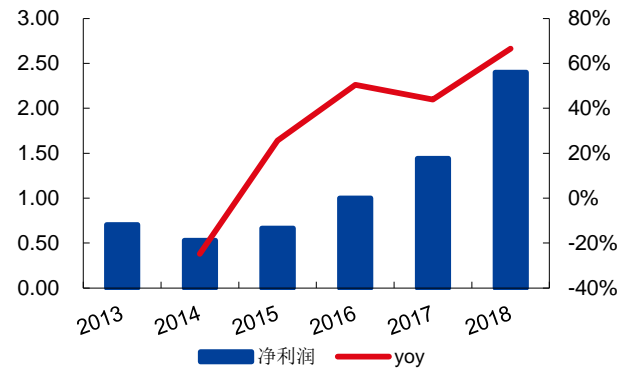
随着公司逐渐聚焦调味品业务以后，业绩实现稳定增长。2018 年公司实现营业收入 10.65 亿元，同比增长 12.37%；其中调味品实现营收 8.47 亿元，同比增长 20.5%；实现净利润 2.40 亿元，同比增长 66.61%。

图 73：千禾味业的营收（亿元）及增速



资料来源：公司公告、华金证券研究所

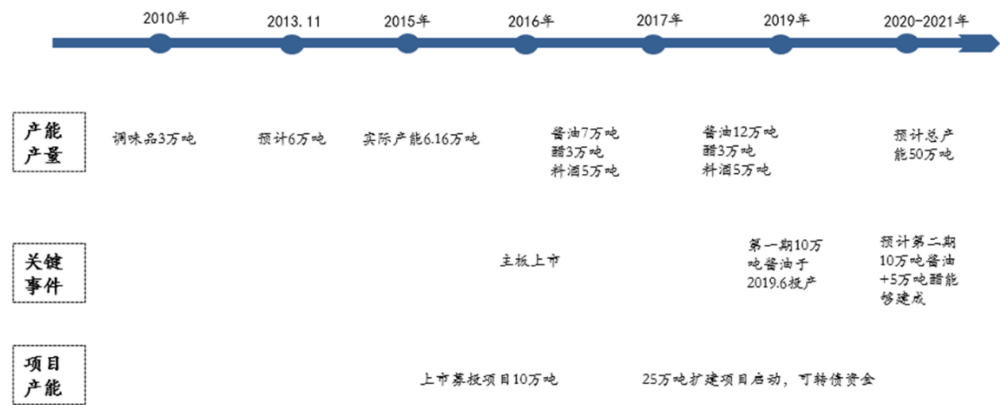
图 74：千禾味业的利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告、华金证券研究所

产能逐步扩张，规模效应提升效率。公司未来五年总设计产能约为 50 万吨，目前酱油设计产能约 22 万吨，食醋 3 万吨，料酒为 5 万吨。募集资金新建 25 万吨的项目中第一期已经投产，公司将争取在 2021 年完成第二期的达产。随着产能的持续增加，将逐步提高公司的生产效率。

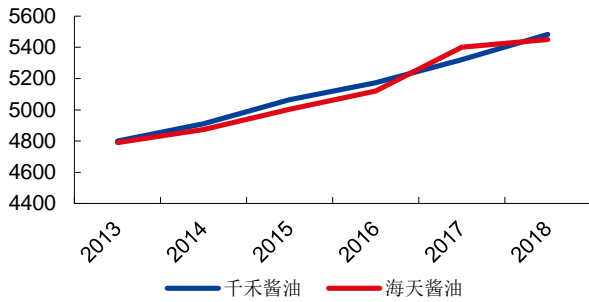
图 75：千禾的产能扩张



资料来源：华金证券研究所（根据公司公告整理）

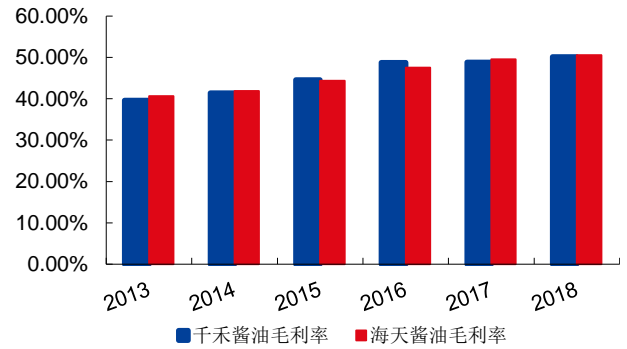
千禾毛利率更接近海天。公司在西南片区内以直销为主，提升了西南片区的毛利率高，西南片区以外以零添加等高端产品为主打，2018 年千禾酱油产品吨价约 5484 元/吨，海天 5451 元/吨，吨价相近，毛利率相当。随着千禾高端产品占比、规模的持续提升以及电商等高毛利渠道的加强，预计毛利率将继续提升。

图 76: 千禾和海天的酱油产品吨价相近



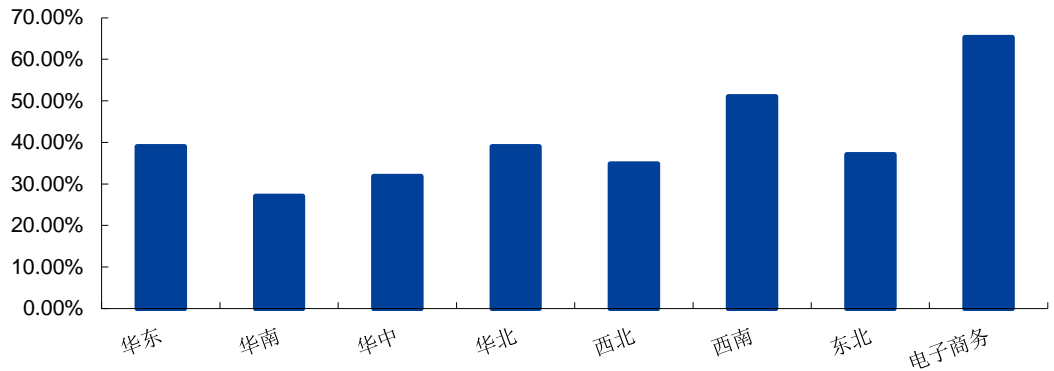
资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 77: 千禾和海天的酱油毛利率比较



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 78: 2019H1 千禾味业不同区域的毛利率比较



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

**有针对性投放销售费用, 提高效率。**公司将资源聚焦零添加产品, 加大对销售人员的零添加任务考核; 扩大西南地区的优势, 加大川渝地区广告的投放频次, 销售费用率受营销的高举高打, 近几年有所上升。未来随着公司发展的步伐加快, 零添加的市场逐渐完善, 预期能更好地提升地推费用的效率。产能的继续扩张、规模化效应显现将推动毛利率的上升, 投放费用的效率提升, 未来公司的净利润率还有上升的空间。

图 79: 千禾费用率的变动

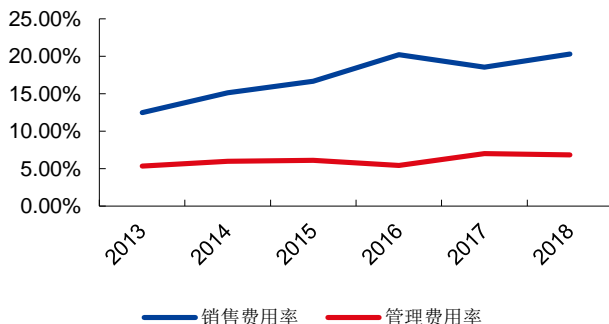
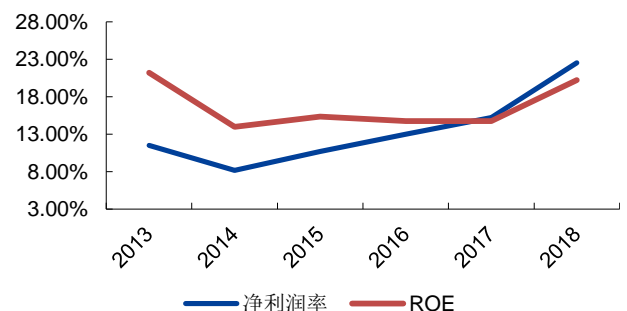


图 80: 千禾的 ROE 重回 20% 的水平



资料来源：公司公告、华金证券研究所

资料来源：公司公告、华金证券研究所

**限制性股票激励计划，提升员工的积极性。**2017年推出股权激励计划，激励对象涉及高管、中高层和核心骨干等百余名。股权激励将公司业绩和员工的切身利益绑定，有助于激发员工的积极性，同时考核目标也成为未来业绩规划的基准，指引公司有方向有目标的增长。

## 五、投资建议:关注顺序中炬、海天、千禾

从整个市场来看，调味品行业抵抗经济的波动，是具备高毛利和高复购率的行业；其中酱油因为单品类市场规模最大，渗透率最高，具有一超多强的竞争格局，最为稳定，是子行业中最优的赛道，业绩确定性强。分产业链来看，下游餐饮渠道相对于家庭渠道的粘性更强，餐饮和外卖依然还是调味品量增长的主要来源；而家庭渠道对产品健康的追求，将提升品牌企业的认可度，促进产品结构不断优化升级，产品高端化是未来的趋势。而上游，行业的集中度向品牌提升，企业的话语权能力将逐渐增强，对成本的管控能力增强，提升盈利能力，尤其是龙头企业和品牌企业的受益性最高。

1. 从边际改善的角度，宝能入主中炬高新后，加强对前端销售人员和中上管理层的激励，长期来看将大大扭转过去国企效率低下的局面。给予中炬高新的买入评级，预计2019-2021年的EPS分别为0.92、1.19和1.47元/股，实现ROE分别为17.9%、19.9%和21.0%。

表8：中炬高新盈利预测表

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3609.37	4166.46	4717.37	5695.22	6868.82
yoy%	14.29%	15.43%	13.22%	20.73%	20.61%
净利润（百万元）	453.26	607.43	732.84	946.78	1169.72
yoy%	25.08%	34.01%	20.65%	29.19%	23.55%
每股收益（元）	0.57	0.76	0.92	1.19	1.47
市盈率	66.24	49.43	40.97	31.71	25.67
净资产收益率%	14.43%	16.85%	17.87%	19.90%	21.03%

资料来源：华金证券研究所（以2019/10/31收盘价计算）

风险提示：阳西产能扩张不及预期、激励不及预期、市场开拓不及预期、食品安全问题

2. 从核心优势来看，海天的龙头地位对上下游有强势的话语权，拥有主动提价的权利，产能扩张加上全国化的渠道扩张，继续称霸调味品行业。维持海天味业的买入评级，预计2019-2021年的EPS分别为1.94、2.36和2.79元/股，实现ROE分别为33.0%、34.7%和35.6%。

表9：海天味业盈利预测表

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	14584.3	17034.5	19770.3	23181.0	26883.3
yoy%	17.06%	16.80%	16.06%	17.25%	15.97%
净利润（百万元）	3531.4	4364.8	5254.7	6365.8	7540.3
yoy%	24.21%	23.60%	20.18%	21.35%	18.45%
每股收益（元）	1.31	1.62	1.94	2.36	2.79
市盈率	74.59	60.34	50.21	41.38	34.93
净资产收益率%	30.05%	31.46%	33.03%	34.72%	35.63%



资料来源：华金证券研究所（以2019/10/31收盘价计算）

风险提示：高明基地产能扩张不及预期、提价不及预期、食品安全问题

3. 从产品趋势角度，借鉴海外酱油市场的发展，高端零添加产品的趋势是主流，越来越多的厂商将汇入大流，市占率将逐渐向名优品牌聚拢。维持对千禾味业增持评级，预计2019-2021的EPS分别为0.45、0.61和0.74元/股，实现ROE分别为13.3%、16.1%和17.1%。

表 10：千禾味业盈利预测表

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	948.17	1065.45	1314.45	1642.52	1976.74
yoy%	23.00%	12.37%	23.37%	24.96%	20.35%
净利润（百万元）	144.06	240.02	205.62	280.23	338.56
yoy%	43.93%	66.61%	-14.33%	36.28%	20.82%
每股收益（元）	0.31	0.52	0.45	0.61	0.74
市盈率	65.28	39.18	45.73	33.56	27.77
净资产收益率%	13.55%	18.37%	13.28%	16.09%	17.14%

资料来源：华金证券研究所（以2019/10/31收盘价计算）

风险提示：外阜市场开拓不及预期、产能扩张不及预期、食品安全问题

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)