

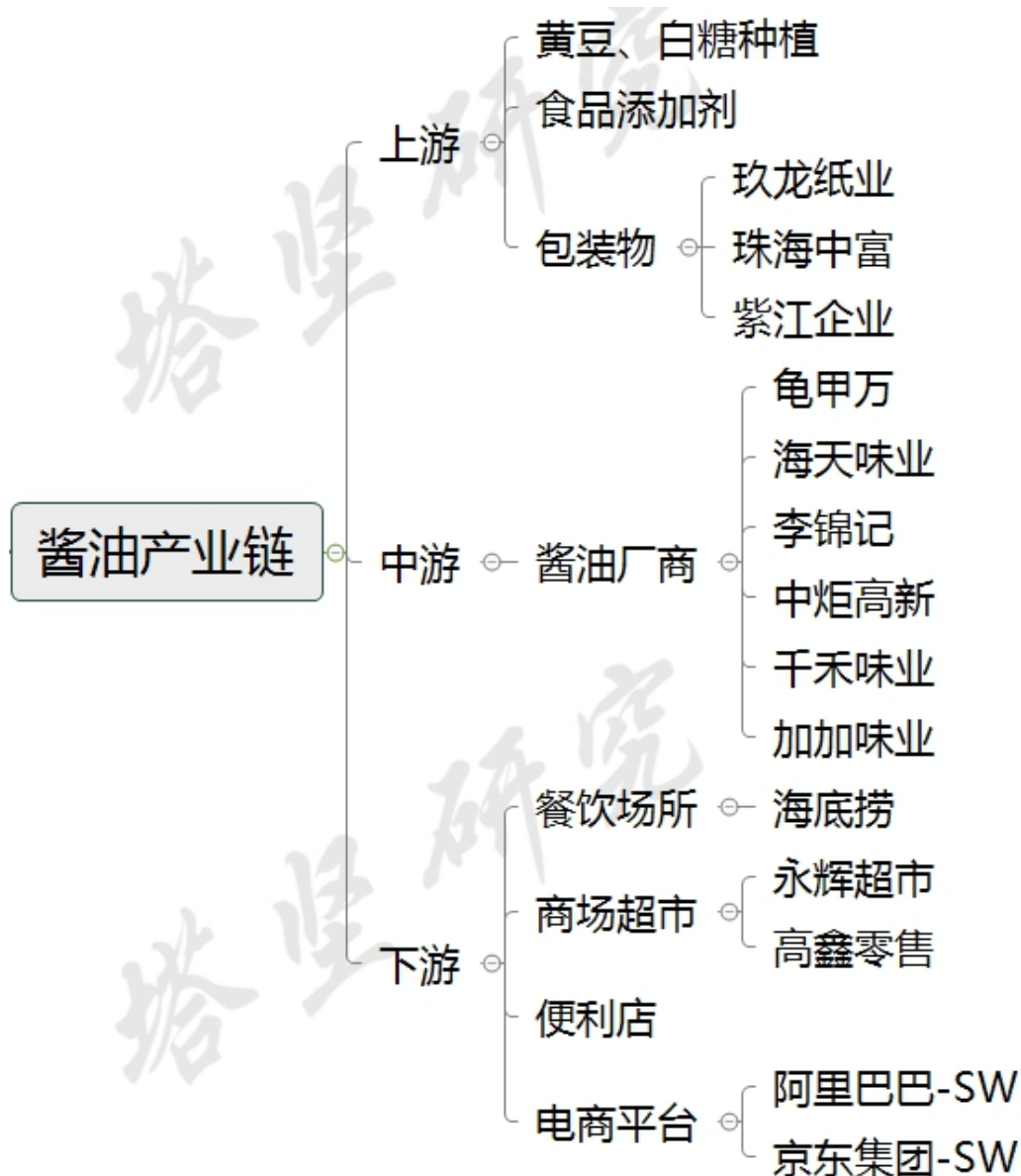
中炬高新 VS 海天味业 VS 千禾味业 VS 龟甲万

酱油产业链深度梳理

今天，我们来研究酱油产业链。

在这条产业链中：

- 1) 上游，是原材料供应商，包括黄豆、白糖等农产品，以及玻璃瓶、纸箱等包装物，可获得性较高。
- 2) 中游，是酱油厂商，包括国际酱油巨头龟甲万，国内海天味业、李锦记、中炬高新、千禾味业、加加味业等。
- 3) 下游，是餐饮行业、商超，以及采用买断式、款到发货销售模式的经销商、分销商。



图：酱油产业链

来源：塔坚研究

对于这条产业链，我们需要深入思考几个问题：

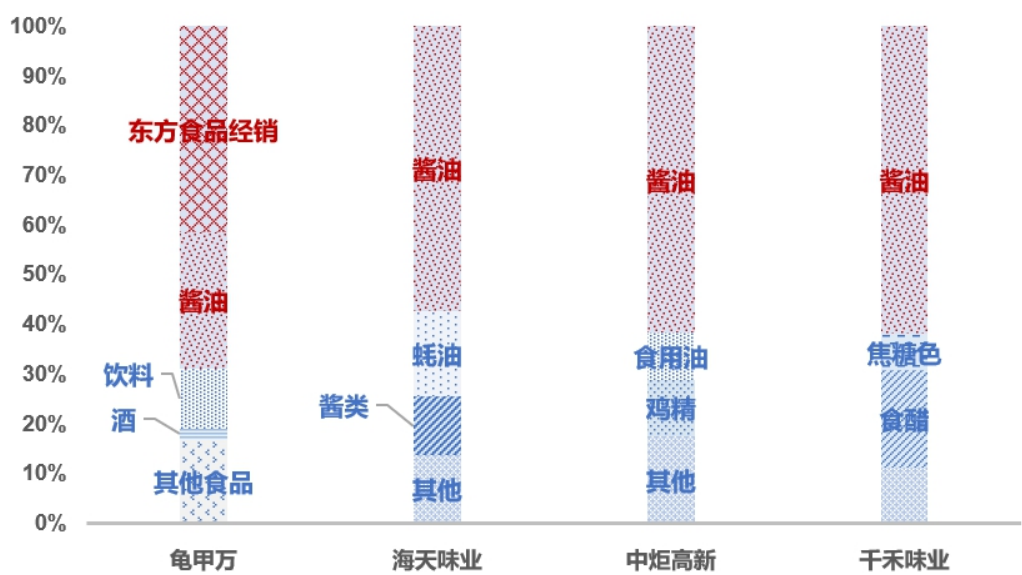
- 1) 产业链的增长驱动力，来自哪几个优势？
- 2) 产业链上的几大龙头，竞争格局如何？赛道竞争的核心是什么？

(壹)

本报告，我们选取龟甲万、海天味业、中炬高新、千禾味业作对比，加加食品因违规担保被 ST，暂不纳入本报告对比。

从 2020 年三季度收入体量来看：海天味业（170.86 亿元）>中炬高新（38.10 亿元）>千禾味业（12.22 亿元），日本龟甲万 2020 财年（2019 年 3 月至 2020 年 3 月）收入 307.15 亿元，整体规模高于海天味业。

从收入结构上看：



图：收入结构

来源：塔坚研究

龟甲万——海外食品批发占比 42%，日本本土及海外酱油业务占比 27.8%，饮料占比 12.1%，酒类占比 2.3%，其他食品制造及销售占比 17.1%。

海天味业——酱油业务占比 57.17%，蚝油占比 17.23%，酱类占比 13.7%，其他业务，包括料酒、鸡精、酱渣等，占比 13.7%。

中炬高新——收入的 61.6%来自酱油，11.27%来自鸡精，9.56%来自食用油，其他业务占比 17.56%，包括部分健康食品、汽车配件、房地产、物业销售等业务。

千禾味业——收入的 61.83%来自酱油，19.65%来自食醋，7.38%来自焦糖色，11.14%来自其他业务。

接下来，我们从 2020 年三季报数据，分别对比一下几家的增长情况。

公司名称	营业收入	净利润	销售毛利率	销售净利率	营业收入增速	净利润增速
龟甲万 (2019.3-2020.3)	307.15	17.70	38.76	5.76	3.32	2.32
海天味业	170.86	45.77	42.27	26.79	15.26	19.28
中炬高新	38.10	7.28	41.83	19.11	7.90	21.27
千禾味业	12.22	2.24	49.45	18.32	31.45	63.67

图：2020 年三季报数据 （单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

从三季报数据来看，千禾味业>海天味业>中炬高新>龟甲万，其中：

1) 千禾味业——2020 年前三季度增速 31.45%，因其体量较小，且在渠道和产能方面大力投入，其中：

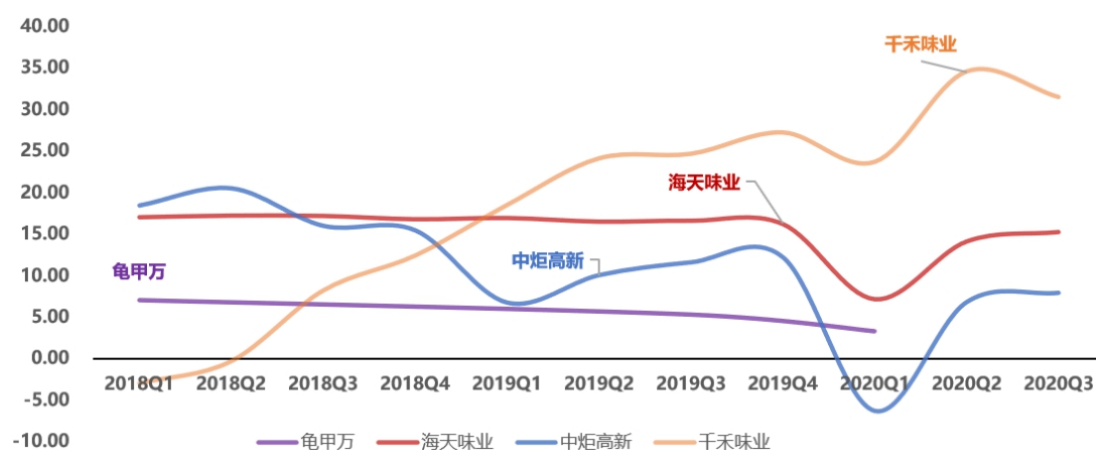
渠道投入方面，2016 年起，其销售费用率长期保持在 20%左右，线上线下宣传同步进行，销售费用率高于行业平均水平 10 个百分点。

产能扩建方面，千禾味业投资 5.39 亿元建设“年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目”，一期年产 10 万吨酿造酱油生产线建设完成，并且于 2019 年 6 月投入使用。

此外，千禾味业主攻零添加、高鲜等中高端酱油，毛利率持续上升，因此净利率增速高于营业收入增速。

2) 龟甲万——受卫生事件影响，餐饮行业停止营业，龟甲万的食品销售及海外批发业务发展放缓，整体增速偏低。

我们拉长周期，对比近期季度收入增速，整体来看：千禾味业>海天味业>中炬高新>龟甲万，其中：



图：季度收入增速

来源：塔坚研究

1) 千禾味业——体量较小，自 2018 年以来，其增速持续上升，主要在于其聚焦零添加、高鲜酱油，主攻发展更快的高端酱油细分市场，高端酱油 2014-2018 年复合增速约 12%，而酱油行业增速在 9% 左右。

2) 海天味业——历史增速平稳增长，值得注意的是，其餐饮端收入占比约 60%，在 2020 年上半年卫生事件影响下，餐饮全面受影响，但海天的增速优于餐饮占比 24% 的中炬高新，主要是其加大营销力度，及时切换主攻非餐饮渠道，市占率持续提升。

3) 中炬高新——收入增速波动较大，主要是因为 2018 年其出售物业资产实现收入 1.53 亿元，而 2019 年该类收入仅为 0.48 亿元，导致 2019 年增速低于行业水平，实际上其调味品业务 2019 年同比增长 15.78%，与海天味业水平接近。

4) 龟甲万——增速维持在 5%左右，主要是日本本土以及欧美等主要市场消费升级相对充分，且由于人口老龄化、烹饪方式改变等因素影响，日本酱油使用量自 1990 年代便进入下行通道，龟甲万主要靠提升市场份额和扩展新产品维持增长。

(叁)

增长看完后，我们再来看回报对比：海天味业>中炬高新>千禾味业>龟甲万。

ROE	2017	2018	2019	ROIC	2017	2018	2019	ROA	2017	2018	2019
龟甲万		10.12	9.89	龟甲万		8.14	7.84	龟甲万		7.33	7.10
海天味业	32.45	34.06	35.15	海天味业	31.79	33.03	33.48	海天味业	23.70	23.94	23.86
中炬高新	15.26	18.01	19.01	中炬高新	13.26	15.75	17.23	中炬高新	10.01	12.07	13.26
千禾味业	14.75	20.26	13.68	千禾味业	14.85	17.51	11.13	千禾味业	12.96	15.35	9.95

图：代表公司回报情况（单位：%）

来源：塔坚研究

通过杜邦分析来看：

净利率	2017	2018	2019	总资产周 转率	2017	2018	2019	权益乘数	2017	2018	2019
龟甲万		5.82	5.76	龟甲万		1.28	1.25	龟甲万		1.34	1.39
海天味业	24.21	25.63	27.06	海天味业	0.98	0.93	0.88	海天味业	1.39	1.45	1.49
中炬高新	14.17	16.35	16.93	中炬高新	0.71	0.74	0.78	中炬高新	1.54	1.52	1.40
千禾味业	15.19	22.53	14.63	千禾味业	0.85	0.68	0.68	千禾味业	1.13	1.48	1.29

图：杜邦分析

来源：塔坚研究

海天味业——回报领先，主要是其毛利率较高，且期间费用率较低。毛利率水平的差距，主要源于原材料的成本差异，包括规模效应以及原材料配比。

中炬高新旗下**厨邦**品牌产品的原材料全为黄豆，而海天的原材料为黄豆+豆粕，千禾的原材料以豆粕为主。

其中，豆粕是大豆提取豆油后的副产物，豆粕价格较黄豆低 20%左右。而豆粕酿制酱油的出油率又高于黄豆 25%-30%，海天选择黄豆和豆粕结合的原材料配比，使得其采购价更低而产出更高。

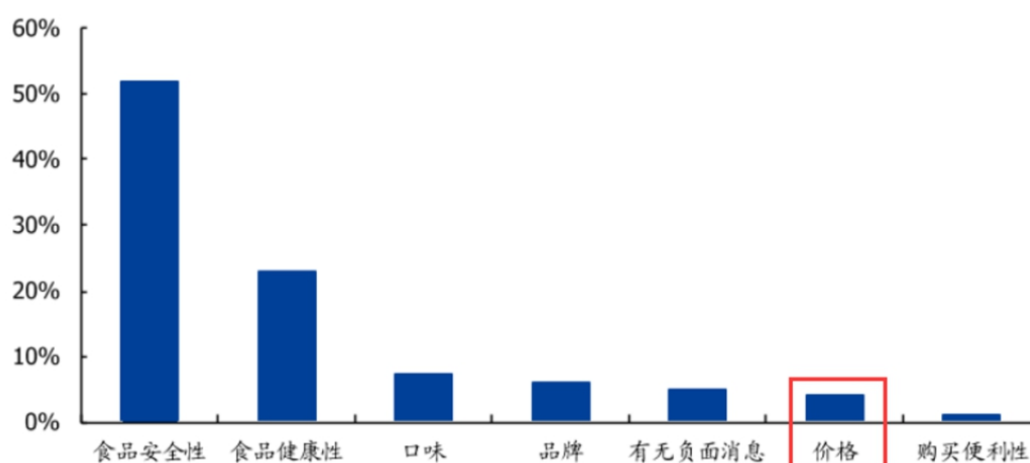
一般来说，黄豆酿造酱油为传统工艺，酱油脂香味好、口感厚、发酵油氨基态氮含量相对较低、色泽较浅；豆粕发酵后的氨基态氮含量相对较高、鲜味足、色泽红润。

千禾味业定位高端，在渠道和品牌商投入较大，销售费用率较高。

龟甲万——回报水平远低于国内厂商，其净利率在 5%到 6%之间，大约是海天味业的 1/5，不过资产周转率却高于行业整体水平，主要与其自身的业务结构有关，龟甲万 42%的收入来自海外食品批发，这部分业务具有低毛利高周转特点。

(肆)

根据欧睿国际和野村东方国际证券数据，我国 2019 年酱油行业市场规模（出厂口径）约为 664 亿元，2006 年至 2020 年酱油行业出厂口径收入复合增速为 10.7%。按照消费者关注因素来看，这个领域的龙头品牌会有强者恒强的逻辑。



图：消费者购买调味品关注因素对比

来源：益普索咨询，国盛证券研究所

酱油属于典型的刚需、必选消费赛道，有提价逻辑，因此，接下来，我们从量和价，两个维度来看这个赛道的逻辑，用公式表示如下：

酱油行业规模=人口×人均酱油消费量×酱油均价；

我们逐个来看：

1) 人口

根据 World Population Prospect 的预测数据，中国人口数量将于 2030 年达到峰值，约 14.16 亿人，之后可能会缓慢下降。

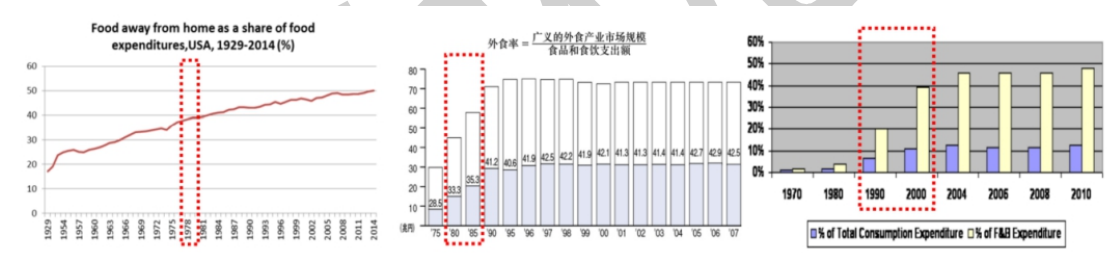
2) 人均消费量

2018 年，国内酱油行业主要的消费群体中，主要分为餐饮、家庭和工业三大渠道，其中餐饮占比 60%，家庭和食品加工分别占比 30%和 10%，我们重点看餐饮渠道、家庭渠道。

餐饮渠道——

餐饮渠道是人均酱油消费量提升的核心驱动。餐饮消费更加注重产品的口感，相较于家庭的调味品用量会更多，根据野村东方国际证券的数据，一般在外就餐每公斤消耗的调味品重量，约是家庭烹饪的 1.6 倍。

餐饮渠道的增长驱动主要看**外食率**提升。外食率，是指餐饮市场规模/（餐饮市场规模+家庭食品饮料支出）的比值。根据华创证券测算，我国当前外食率为 38%，对比美国（50%）、日本（42%）、韩国（45%）外食率水平，仍有差距。



图：各国外出就餐比例变化（从做到右依次为美国、日本、韩国）

来源：美国农业部、日本视频服饰协会、CEIC、华创证券

外食率提升主要来自消费水平的提升和人口结构的变化，以及外卖的发展。其中：

a: 根据统计, 城镇地区居民平均每周外出就餐次数是农村地区的 2-3 倍。国内城镇化率目前在 60%, 未来仍有提升空间, 相应可以带来外出就餐比例的持续提升。

b: 餐饮外卖快速发展, 2015 年至 2018 年, 外卖复合增速高达 121%, 截至 2019 年底, 外卖行业市场渗透率达 13%, 比 2018 年底提升 2.2 个百分点。

目前外卖主要集中在一二线城市(收入占比 60%以上), 随着家庭构成小型化, 生活节奏加快, 年轻人烹饪技能弱化, 预计仍有较大的渗透空间。

再看家庭消费。

(伍)

酱油的渗透率已经接近 100%, 家庭酱油消费的增长, 主要来自酱油品类的更替和使用功能的不断细分。

酱油从“散装酱油——淘大黄豆酱油——老抽——生抽——鲜味酱油”，钠含量不断降低，例如鲜味酱油钠含量，较淘大黄豆酱油降低 30.80%，较生抽降低 10.08%。酱油盐度降低，相同口味下每千克食物酱油用量增加，推动酱油人均消费量提升。

酱油功能越来越细分(红烧酱油、海鲜酱油、凉拌酱油等)，促使消费者从原来的一瓶酱油打天下，变成购买多瓶酱油来满足不同烹饪需求，带来酱油购买量上升。据统计，上海家庭户均拥有两瓶酱油的占比达到 90%，广州、福州、武汉、杭州等地的占比也超过了 50%。

值得注意的是，上述增长逻辑在餐饮消费中也适用，但是，
提升会替代部分家庭消费需求，因此，餐饮消费需求增速大概率会高于家庭消费。

酱油人均消费量的上升空间，我们对标日本来看，日本酱油行业成熟期人均消费量 13.23kg/年。由于 0-14 岁的儿童以及 65 岁以上的老人对于调味品的摄入量相对青年人通常会更低，1990 年代后，随着老龄化程度加大，日本人均酱油消费量开始下滑。

根据 World Population Prospect 对中国人口结构的预测，15-64 岁的人口结构占比预计将在 2030 年附近达到峰值。

假设我国我国酱油人均消费量从 2017 年的 7.55kg/人, 上升至日本酱油行业成熟期人均消费量 13.23kg/人, 复合增速为 4.8%。

酱油消费量看完，我们接着看价格变动逻辑。

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

【版权与免责声明】 1) 版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4) 阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6) 平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

【数据支持】 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如大家对以上数据终端有意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。