

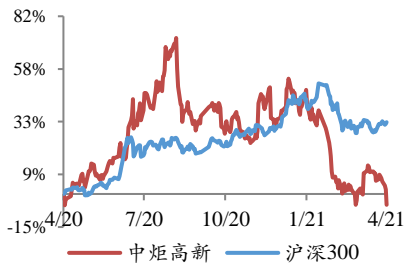
## 规模扩张管理提效双驱动，冲刺第一梯队

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-04-28

收盘价(元)	45.85
近12个月最高/最低(元)	82.85/45.80
总股本(百万股)	797
流通股本(百万股)	797
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	365
流通市值(亿元)	365

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：陆鑫鑫

执业证书号：S0010120120022

电话：13520271171

邮箱：lujx@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

● **摘要：**公司历史定位中高端，发展以稳为主，偏安东南一隅。然而，传统发酵调味品的升级势头不减，行业价值创造的历程远未结束，民营资本入主赋予扩张新动能，公司瞄准市场、渠道、产品的量价增长空间，有序推进产能建设，加速壮大销售团队和经销商队伍，加强市场推广和品牌声量，提升供应链数字化程度，规模成长战略达成可期，竞争优势边际显现，业绩有望迎来向上拐点。

● **调味品行业舌尖上大市场，头部企业空间广阔。**

调味品状态多样，原料广泛，满足多元化的烹饪需求，行业规模可观，收入口径2019年或已达到4,000亿元。餐饮业迅速发展及新型餐饮业态层出不穷，调味品餐饮渠道销售比例达到50%，家庭零售中占30%。酱油是调味品中的成熟品类，市场集中度处于较高水平，头部企业占据超50%份额，竞争格局日趋稳定。消费者对酱油品质和功能提出更高要求，较少关注价格因素，也为头部企业发展营造良好市场环境。

● **公司全国化提速、全渠道发力，行业地位有望进阶。**

**市场方面**，潜力较大的中西部和北部营收占比常年在30%以下，2019年销售发力迹象明显，占比持续增加至36%。特别在东北、江西等地的现代渠道销额与海天接近，有望重点发力取得领先。为支持营销网络建设，公司经销商团队与销售团队数量高速增长，广告投入力度加强。**渠道方面**，公司加紧补足餐饮渠道短板，多措并举开拓餐饮市场获取更多业绩增量。公司零售渠道的品牌资产多年积淀，“绿格子”超级符号深入人心。其中现代渠道货架资源有限，入场门槛高，利于头部企业。传统渠道终端分散，培育时间更需耐心，可借助现代渠道打入空白市场，积聚一定影响力后再推进传统渠道下沉。**价格方面**，紧跟消费升级趋势，不断推出调味新品，推动产品价格中枢上移，同时行业存在提价周期规律，可有效转移成本压力。

● **团队焕新活力，智造水平精进。**

公司转为民营体制后，擘画调味品业务五年双百发展计划。激励制度与人才战略提供发展长久动力，同时分步实现供应链数字化，加强研发投入获取技术壁垒。

● **投资建议**

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司调味品业务双百计划有序推进，2023年内生增长目标至少80亿，在市占率优先的前提下多品类发展及销售投入加强可能短期影响净利润增速。我们预计2021-2023年公司营收61.22、74.62、89.40亿元，同比增长20%/22%/20%，归母净利润为9.47、11.55、13.67亿元，同比增长6%/22%/18%，EPS分别为1.19、1.45、1.72。从当下市值剔除54亿房地产业务估值后，调味品业务对应PE分别为32.84、26.93、22.75，PEG分别为5.13、1.22、1.24，同业比较具备较强吸引力，给予“买入”评级。

**● 风险提示**

原料价格大幅上涨风险，食品安全风险，新品推广和市场拓展不及预期风险。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5123	6122	7462	8940
收入同比 (%)	9.6%	19.5%	21.9%	19.8%
归属母公司净利润	890	947	1155	1367
净利润同比 (%)	24.0%	6.4%	22.0%	18.4%
毛利率 (%)	41.6%	39.2%	39.2%	38.9%
ROE (%)	19.3%	18.6%	19.5%	19.8%
每股收益 (元)	1.12	1.19	1.45	1.72
P/E	59.66	38.59	31.63	26.71
P/B	11.50	7.17	6.18	5.28
EV/EBITDA	43.48	28.90	23.87	19.85

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

一、做精主业，书写新篇章 .....	6
1.1 积淀深厚，新起点再跨越 .....	6
1.2 聚焦调味品，经营业绩向好 .....	7
1.3 酱油是第一品类，新产品持续扩充 .....	8
1.4 深化布局营销网络，产能扩张计划明确 .....	9
二、舌尖上大市场，头部企业空间广阔 .....	11
2.1 调味品行业量利齐升，百家争鲜 .....	11
2.2 酱油行业呈现一超多强格局，品质功能升级利好良性发展 .....	13
三、全国化提速、全渠道发力，行业地位进阶 .....	16
3.1 市场：精耕东南，北上西进 .....	16
3.2 渠道：品牌引领零售渠道深耕，聚焦餐饮补足短板 .....	20
3.3 价格：产品升级叠加提价催化业绩稳中有进 .....	23
四、团队焕新活力，智造水平精进 .....	25
4.1 激励制度与人才战略提供发展长久动力 .....	25
4.2 分步实现供应链数字化，加强研发获取技术壁垒 .....	26
五、盈利预测与投资建议 .....	29
5.1 盈利预测 .....	29
5.2 公司地产估值测算 .....	31
5.3 投资建议 .....	31
风险提示： .....	32
财务报表与盈利预测 .....	33

## 图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 公司股权结构示意图 (截至 2020 年底) .....	6
图表 3 公司近五年营收保持增长 .....	7
图表 4 公司近五年归母净利润保持较快增长 .....	7
图表 5 调味品业务构成公司最主要的收入 (2020 年) .....	7
图表 6 调味品业务是公司最主要的毛利额来源 (2020 年) .....	7
图表 7 公司 2016-2020 年毛利率与净利率 (%) .....	8
图表 8 公司 2016-2020 年费用率 (%) .....	8
图表 9 公司调味品主要品牌与产品组合 .....	8
图表 10 酱油销售收入占比达到调味品 60% 以上 .....	9
图表 11 酱油毛利额占比达到调味品 70% 以上 .....	9
图表 12 调味品业务各品类毛利率对比 .....	9
图表 13 公司经销商数量快速增长 .....	10
图表 14 公司地级市和区县市场开发率提升 .....	10
图表 15 公司逐渐提高餐饮端销售比例 .....	10
图表 16 公司分品类产能规划 (单位: 万吨) .....	10
图表 17 我国调味品行业总收入或已突破 4,000 亿元 .....	11
图表 18 中国调味品行业出厂口径收入 .....	12
图表 19 餐饮是调味品主销渠道 .....	12
图表 20 调味品零售市场量价齐升 .....	13
图表 21 调味品零售市场集中度较低 .....	13
图表 22 我国规模以上企业酱油年产量高位下滑 (万吨) .....	13
图表 23 我国调味品百强企业酱油产量稳步增加 .....	13
图表 24 我国酱油市场 CR3 约 51% .....	14
图表 25 日本酱油 CR3 约 53% .....	14
图表 26 酱油是调味品零售端第一大品类 .....	14
图表 27 酱油价增对市场规模扩张的重要性逐步显现 .....	14
图表 28 我国人均酱油消费量与日本差距较小 (单位: 升) .....	15
图表 29 半年内调味品购买率 (2017 年) .....	15
图表 30 购买调味品的考虑因素 (2017 年) .....	15
图表 31 日本酱油向健康化和功能化方向发展 .....	16
图表 32 公司根据市场开发程度的五级分类 .....	16
图表 33 2012 年城镇居民人均调味品支出 (单位: 元) .....	17
图表 34 公司现代渠道年销售额地理分布情况 (2019 年) .....	17
图表 35 海天现代渠道年销售额地理分布情况 (2019 年) .....	18
图表 36 公司东南部营收占比逐步减小 .....	18
图表 37 公司中西部和北部营收增速较高 .....	18
图表 38 公司经销商队伍扩容提速 .....	19
图表 39 公司北部、中西部经销商占比较高 .....	19

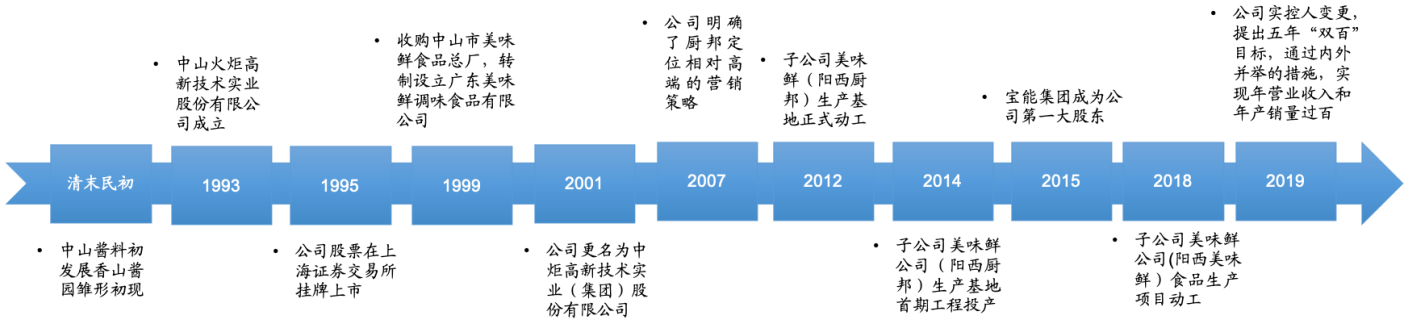
图表 40 海天中西部、北部经销商占比较高 .....	19
图表 41 公司销售队伍迅速壮大 .....	19
图表 42 销售人员薪酬与广告费用增长 (单位: 万元) .....	19
图表 43 调味品主要销售渠道的特征对比 .....	20
图表 44 厨邦品牌的绿格子超级符号 .....	21
图表 45 厨邦品牌消费者触及数量保持高速增长 .....	21
图表 46 我国连锁百强门店个数不断增长 .....	22
图表 47 我国连锁百强年度销售额不断增长 .....	22
图表 48 公司应收款项与营收比值不断下降 .....	22
图表 49 公司餐饮渠道占比预计将达到 40% .....	23
图表 50 公司酱油产品进化示意图 .....	23
图表 51 酱油行业通常的提价周期为 2-3 年 .....	24
图表 52 国产大豆市场价 (单位:元/吨) .....	24
图表 53 玻璃价格指数 .....	24
图表 54 白板纸价格指数 .....	24
图表 55 海天的授权发明专利主要聚焦菌种选育和改良 .....	25
图表 56 公司人均薪酬高于同行业平均水平 (2020 年) .....	26
图表 57 公司人均薪酬稳中有升 (单位: 万元) .....	26
图表 58 公司人均创收、创利保持增长态势 (单位:万元) .....	26
图表 59 公司生产效率还有提升空间 (单位: 元/吨) .....	27
图表 60 海天的生产效率行业领先 (单位: 元/吨) .....	27
图表 61 公司数字化供应链示意图 .....	27
图表 62 公司与海天研发投入对比 (单位: 亿元) .....	28
图表 63 公司研发人员不断增加 .....	28
图表 64 公司专利对比 .....	28
图表 65 海天的授权发明专利主要聚焦菌种选育和改良 .....	29
图表 66 公司营收按业务拆分预测 (单位: 百万元) .....	30
图表 67 公司盈利能力预测 .....	31
图表 68 可比公司 PE、PEG .....	32

# 一、做精主业，书写新篇章

## 1.1 积淀深厚，新起点再跨越

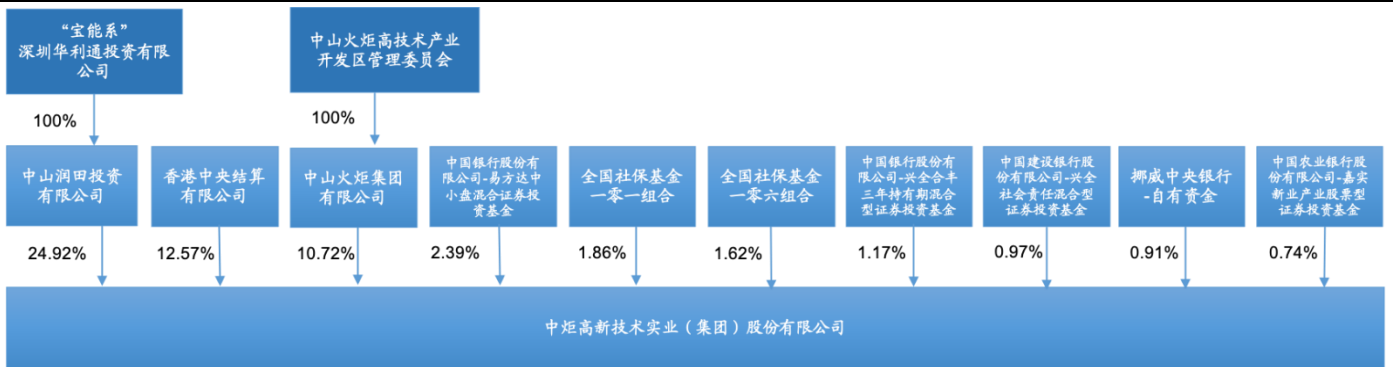
公司成立于1993年1月，于1995年1月在上交所上市，成立之初，公司的经营范围主要包括各项高新技术产品的开发、研制、生产，基础设施的开发、建设、商贸及各项服务业等。1999年，公司收购了中山市美味鲜食品总厂，并转制设立广东美味鲜调味食品有限公司，从此切入调味品行业。2001年公司更名为中炬高新技术实业(集团)股份有限公司。截至2005年，公司调味品业务营收占比稳步提升至年45%水平，调味品主业的地位逐步确立。2007年，公司明确了厨邦品牌为主的销售策略产品及品牌知名度不断提高，先后获得“最具市场竞争力”、“全国重点保护品牌”等称号，并于2008年被选为“人民大会堂宴会用酱油”。2015年宝能集团成为第一大股东，2019年姚振华先生成为实际控制人。

图表 1 公司发展历程



资料来源：华安证券研究所整理

图表 2 公司股权结构示意图 (截至 2020 年底)



资料来源：wind，华安证券研究所

历史上，公司实际控制人与大股东为中山火炬区国资委，持股比例 10.72%。2015 年 4 月起宝能系的前海人寿开始二级市场增持公司股份，并于 2018 年 9 月将持有的 24.92% 股份全部转让给同为宝能系的中山润田投资有限公司，同年 11 月董事会换届，2019 年 3 月，公司实际控制人变更，标志着宝能集团正式入主，公司正式转为民营体制，原实控人仍为第二大股东。“宝能系”入驻后，明确发展壮大调味品主

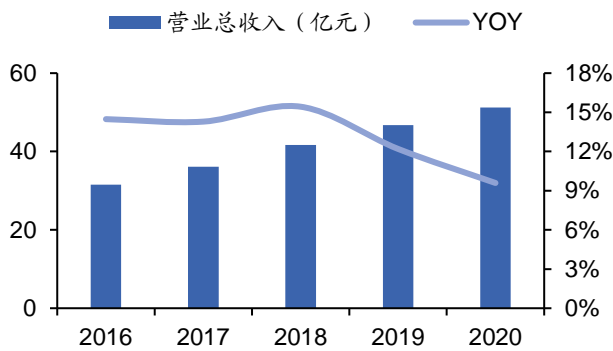


业的经营思路并打破公司长期坚守东南沿海的战略定位,提出五年“双百”目标,即到2023年,通过内外并举的措施,实现健康食品产业年营业收入过百亿,年产销量过百万吨的双百目标。

## 1.2 聚焦调味品,经营业绩向好

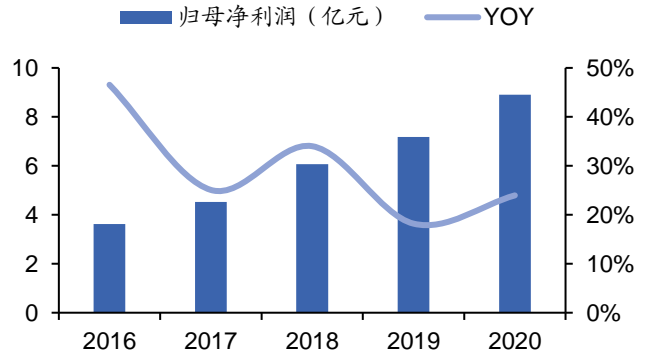
公司营收利润保持上升态势。2020年实现营业收入51.23亿元,同比增长9.59%,2016-2020年CAGR为12%。2020年归母净利润为8.90亿元,同比增长23.96%,2016-2020年CAGR为25%。

图表 3 公司近五年营收保持增长



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 4 公司近五年归母净利润保持较快增长

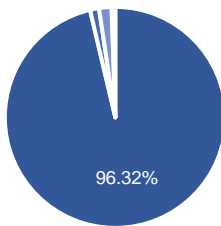


资料来源:公司公告,华安证券研究所

调味品贡献主要量利。调味品业务营收和毛利额均占公司整体的96%以上,其余为皮带轮及汽车、摩托车配件,房地产及服务和其他主营业务。

图表 5 调味品业务构成公司最主要的收入(2020年)

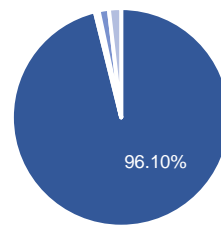
- 调味品
- 皮带轮及汽车、摩托车配件
- 房地产及服务



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 6 调味品业务是公司最主要的毛利额来源(2020年)

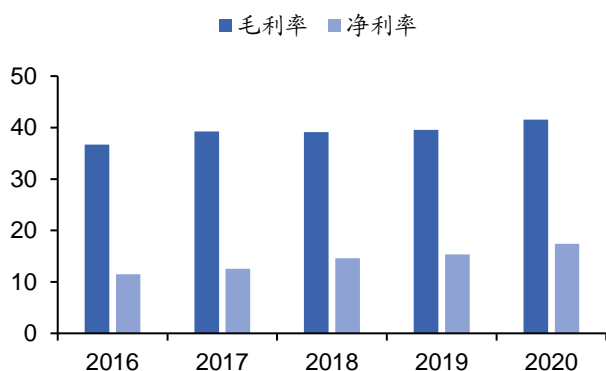
- 调味品
- 皮带轮及汽车、摩托车配件
- 房地产及服务



资料来源:公司公告,华安证券研究所

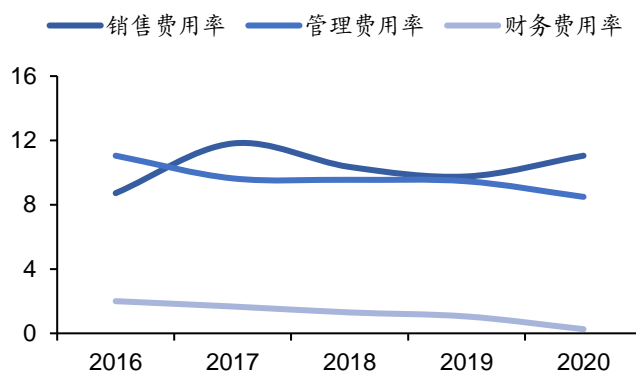
毛利率稳中有增,净利率逐渐上升,销售费用率上升。公司近五年年毛利率稳中有增,从2016年的36.69%稳定增长至2020年的41.56%。2018年开始,公司市场推广力度增强,销售队伍扩充,销售费用率逐步上行。公司同时优化管理效率和资金使用效率,管理费用率、财务费用率压控初见成效。综合来看,公司近五年年净利率逐渐上升,从2016年的11.46%逐渐上升至2020年的17.37%。

图表 7 公司 2016-2020 年毛利率与净利率 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 公司 2016-2020 年费用率 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 1.3 酱油是第一品类，新产品持续扩充

公司以酱油为核心发展出丰富的调味品组合。公司调味产品涵盖十一大类别：酱油、鸡精鸡粉、味精、酱料、蚝油、腐乳、醋类、料酒、汁类和食用油、罐头，共 100 多个品种，300 多个规格。第一品类是酱油，公司从 2018 年开始打造第二梯队鸡精和鸡粉。公司调味品有厨邦和美味鲜两大品牌，均以酱油为主力、鸡精和鸡粉为辅，并不断向蚝油、酱类、食醋、料酒等多个品类延伸，公司已逐渐成长为多元化的调味品平台，其中厨邦品牌主打“高鲜”的中高端产品，而美味鲜主要以性价比取胜，后期可能会逐步退出市场。

图表 9 公司调味品主要品牌与产品组合

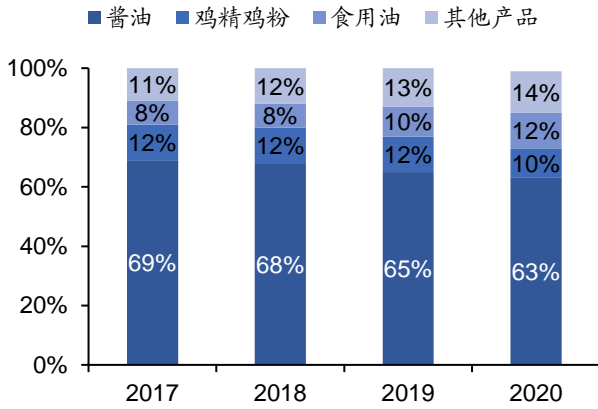


资料来源：公司公告，华安证券研究所

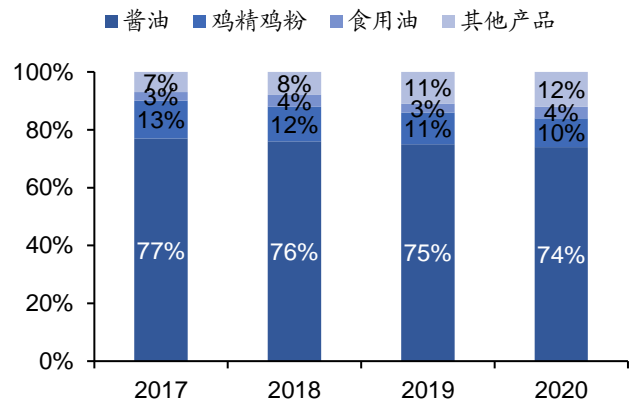
酱油仍是公司调味品主要业务，食用油和酱醋料酒等其他产品占比持续提升。酱油销售收入和毛利率在调味品业务中占比分别达到 60%和 70%以上，但近年来公司加大食用油和其他调味品投入力度，酱油占比有所下降。



图表 10 酱油销售收入占比达到调味品 60%以上



图表 11 酱油毛利额占比达到调味品 70%以上

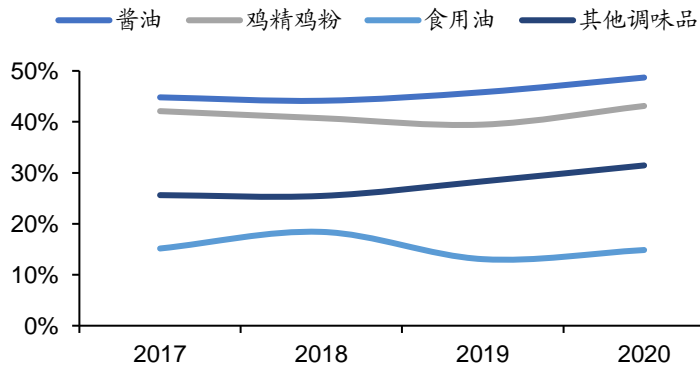


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

酱油毛利率始终领先，其他小品类毛利率有待提升。酱油产品发酵时间最长，毛利率也最高，随着公司采购管理精细化程度提升，2020年已接近50%。食用油定位偏高端，毛利率15%左右。随着料酒取得黄酒资质和醋产品升级，其他调味品毛利率有望持续增加。

图表 12 调味品业务各品类毛利率对比

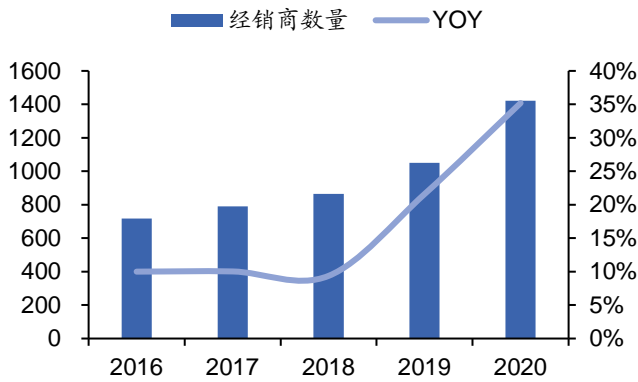


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.4 深化布局营销网络，产能扩张计划明确

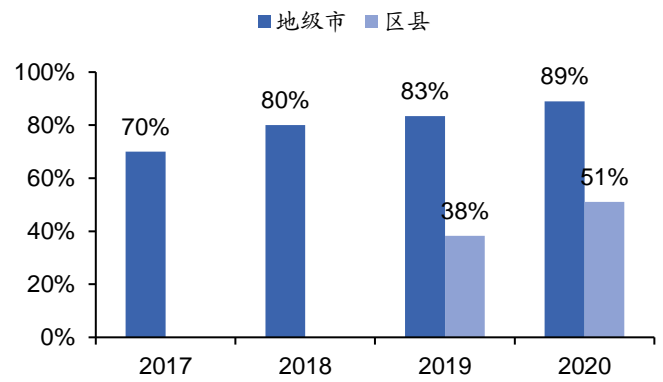
与经销商合作，深化布局全国化营销网络。公司采取经销商为主，直营为辅的营销模式。通过发展高质量的经销商队伍，力求产品最大化覆盖市场终端，截至2020年末，公司经销商数量已超过1,400家，在全国地级市开发率达89%，区县市场累计开发率51%，销售网络全国化加速推进。

图表 13 公司经销商数量快速增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

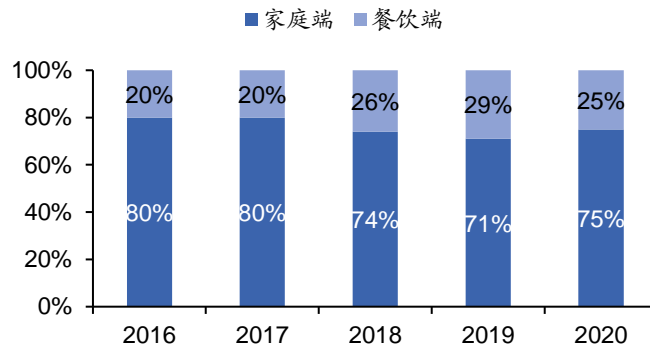
图表 14 公司地级市和区县市场开发率提升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**加速开拓餐饮市场。**公司把握餐饮连锁化发展的大趋势，餐饮渠道营收占比正在逐步提升，2016-2020 年占比由 20% 提升至 25%，并计划在 3-5 年内将餐饮营收比例提高至 40%。

图表 15 公司逐渐提高餐饮端销售比例



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**依托三大基地加速产能扩张。**公司拥有中山及阳西美味鲜、阳西厨邦三大生产基地。2020 年合计产能 80 余万吨，其中酱油约 51 万吨。当下，中山基地技改拓建，阳西厨邦即将完工，阳西美味鲜预计两年后达产，预计公司 2023 年总产能将达到 170 万吨，其中酱油 81 万吨，蚝油、食用油均在 30 万吨左右，醋超过 13 万吨。

图表 16 公司分品类产能规划 (单位: 万吨)

品类	2019	2020	2023E
酱油	45.97	51.37	81.37
酱类	3.45	4.07	4.07
蚝油	6.76	9.59	29.59
醋	6.4	5.09	13.29
料酒	0.40	0.40	7.00

食用油	6.16	6.83	31.83
鸡精鸡粉	1.98	3.16	3.16
合计	71.12	80.51	170.31

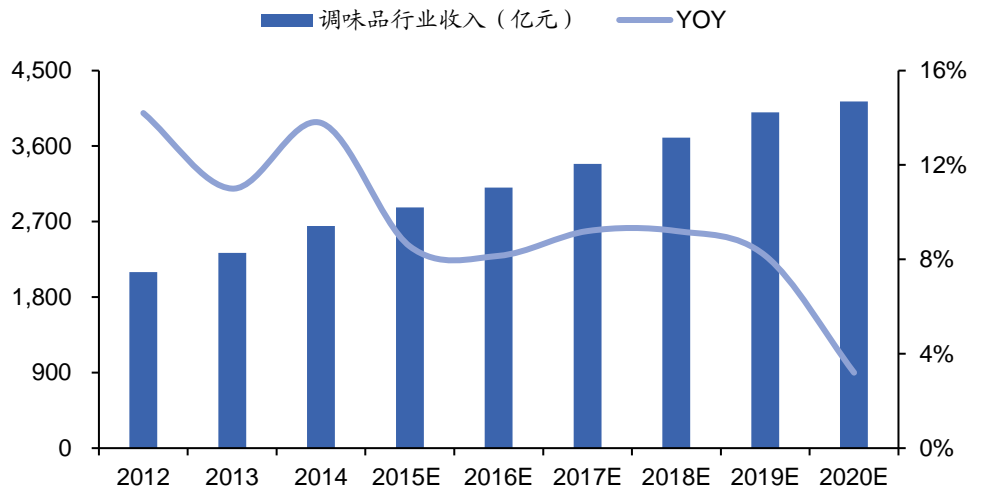
资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 二、舌尖上大市场，头部企业空间广阔

### 2.1 调味品行业量利齐升，百家争鲜

调味品行业规模可观，且保持较快增长。国家统计局公布 2014 年中国调味品行业收入约 2649.1 亿元，同比增长 13.8%。因统计口径调整，此数据停止更新。我们参考欧睿统计的调味品零售市场约 8%-9% 的年化增速，预测后续五年的调味品行业收入，2019 年或已达到 4,000 亿元。2020 年疫情冲击餐饮消费，家庭消费量不足以弥补餐饮下滑，因此增速出现短暂放缓。预期疫情后增速仍将维持在 5%-10% 区间。

图表 17 我国调味品行业总收入或已突破 4,000 亿元



资料来源：国家统计局，欧睿，华安证券研究所

调味品状态多样，原料广泛，满足多元化的烹饪需求。按状态分，包括酱油、醋等液态调味汁、半固态的酱以及固定的调味粉。按成分来源，又可细分为味精、糖、盐、酱油等单一调味品和火锅底料等各式复合调味品，复合调味品主要用于便餐和预制菜肴，使用更加便捷。

图表 18 中国调味品行业出厂口径收入

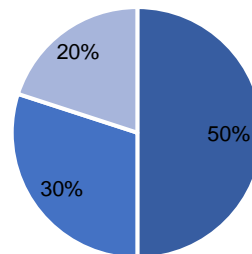
调味品	具体分类	主要包括	
按状态划分	液体调味品	调味料酒、鸡汁调味料、牛肉汁调味料、烧烤汁、鲍鱼汁、香辛料调味汁等	
	半固态调味品	花生酱、芝麻酱、辣椒酱、风味酱、芥末酱、复合调味酱等	
	固态调味品	鸡精、酱油粉、咖喱粉、香辛料粉、复合调味粉等	
按成分划分	单一调味料	酿造酱油	大豆加工副产品为原料经发酵制得的液体调味品
		酿造食醋	单独或混合使用各种含有淀粉、糖的物料或乙醇，经微生物发酵酿制而成的液体调味品
		味精	谷氨酸钠 (99%味精)、加盐味精、增鲜味精
		调味油	香辛料调味油、芝麻油等
		水产调味料	蚝油、鱼露、虾酱、鱼子酱、虾油等
		复合调味料	火锅调味料、中式复合调味料、鸡精、西式复合调味料、日韩式等其他复合调味料

资料来源：华安证券研究所整理

**餐饮渠道约占调味品销售一半。**据 2020 年 2 月中国调味品协会发布的数据，近年来随着餐饮业发展迅速以及新型餐饮的诞生，调味品在餐饮行业中销售比例达到整体调味品产业 50%。其中包括餐饮定制类与品牌类型产品。另外，在食品工业中销售占比达 20%、在家庭零售中占比 30%。

图表 19 餐饮是调味品主销渠道

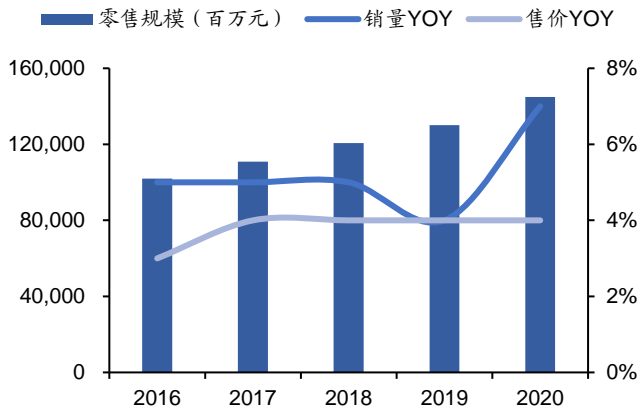
■ 餐饮渠道 ■ 零售渠道 ■ 食品工业渠道



资料来源：中国调味品协会，华安证券研究所

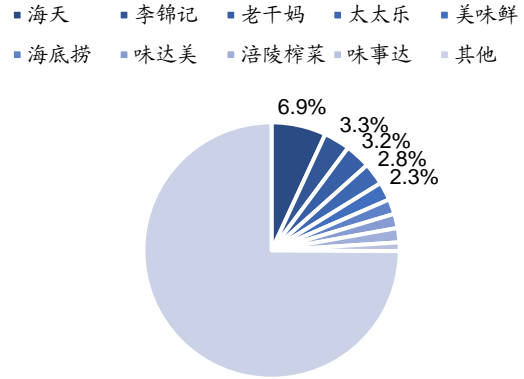
**调味品零售市场量价齐升，市场集中度有待提升，仍未出现绝对龙头。**调味品零售规模保持较快增长，从 2016 年的 1,019 亿元增至 2020 年的 1,450 亿元，CAGR 达到 9.2%。增长动力拆分来看，量、价增幅分别约为 5%、4%，比重接近，共同驱动市场扩张。调味品市场集中度偏低，CR5 仅 18.5%，CR10 仅 25%。海天作为龙头企业，市占率不到 7%，行业二三梯队仍有较多发展空间。

图表 20 调味品零售市场量价齐升



资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

图表 21 调味品零售市场集中度较低

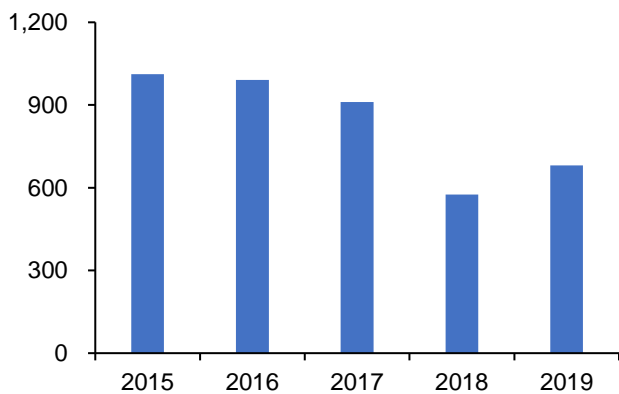


资料来源: 欧睿, 华安证券研究所

## 2.2 酱油行业呈现一超多强格局, 品质功能升级利好良性发展

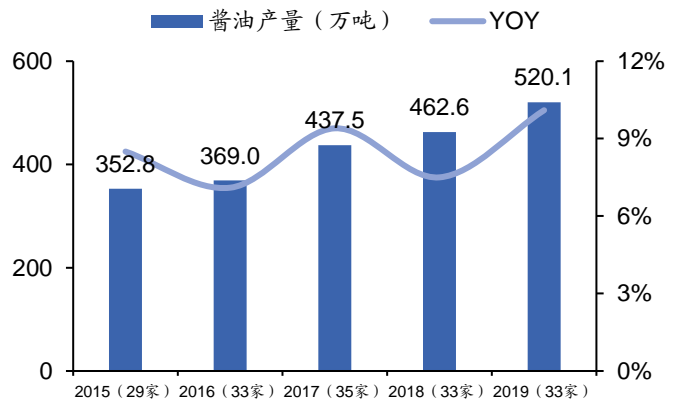
从产量角度分析, 中大型酱油企业年产量占全国规模以上酱油企业总产量比例逐年上升, 其中海天占比达到 33%。由于新的国家标准只承认酿造酱油, 之前市场上充斥的配制酱油逐步淡出, 规模以上企业的酱油年产量出现下滑, 从超千万吨降至 680.6 万吨。与此相反, 调味品协会统计的行业大中型企业合计产量却从 2015 年的 352.8 万吨增加至 2019 年的 520.1 万吨, 供应口径集中度不断提升。2019 年占比提升至 76%, 其中, 海天 2019 年酱油产量 224.4 万吨, 占全国酱油总产量的 33%。

图表 22 我国规模以上企业酱油年产量高位下滑 (万吨)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 23 我国调味品百强企业酱油产量稳步增加

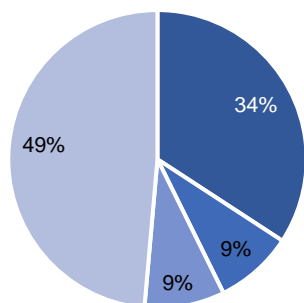


资料来源: 中国调味品协会, 华安证券研究所

对标日本, 我国酱油行业市场集中度处于较高水平, 头部企业占据超 50% 份额, 竞争格局日趋稳定。假设酱油出厂均价 5,000 元/吨, 2019 年规模以上企业酱油收入 340.3 亿元, 结合公司披露的销售收入计算份额, 海天占比高达 34%, 与中炬高新和李锦记相比, 市场份额具备明显的领先优势, CR3 达到 51%, 与日本的 CR3 53% 非常接近, 行业一超多强格局基本形成。

图表 24 我国酱油市场 CR3 约 51%

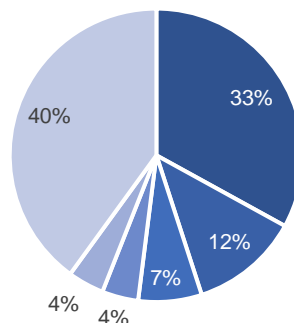
■ 海天 ■ 中炬高新 ■ 李锦记 ■ 其他



资料来源：国家统计局，公司公告，华安证券研究所

图表 25 日本酱油 CR3 约 53%

■ Kikkoman & Higeta ■ Yamasa ■ Shoda  
■ Marukin ■ Higashimaru ■ 其他

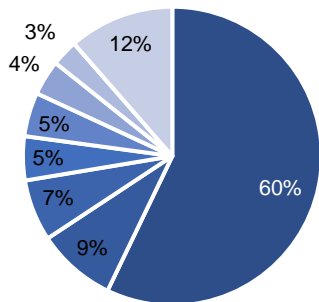


资料来源：龟甲万，华安证券研究所

在调味品的零售市场，酱油占比最大，未来市场增长更为依靠品类升级带来的价格提升。近年来主打鲜味的酱油对味精形成替代，零售额占比逐步提升至 60%，调味品第一品类地位难以撼动。2020 年酱油零售额达到 874.3 亿元。量价拆分来看，酱油迎合消费升级趋势不断创新，2018 年以来价格提升的幅度相较量而言更为明显。

图表 26 酱油是调味品零售端第一大品类

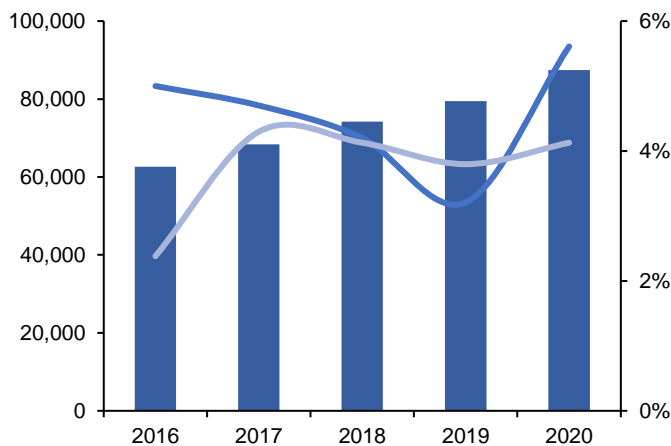
■ 酱油 ■ 辣酱 ■ 汤类调味料 ■ 烹调酱汁  
■ 腌渍品 ■ 蚝油 ■ 味精 ■ 其他



资料来源：欧睿，华安证券研究所

图表 27 酱油价增对市场规模扩张的重要性逐步显现

■ 零售规模 (百万元) ■ 销量 YOY ■ 售价 YOY

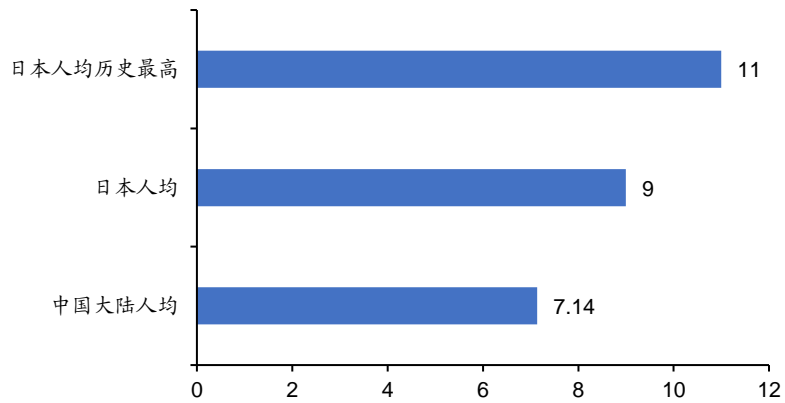


资料来源：欧睿，华安证券研究所

我国人均酱油消费量已处于较高水平，未来预计量增空间有限。日本目前人均酱油消耗量是 9 升，历史峰值为 11 升，大陆的人均酱油消费量 7.14 升，即便与酱油消费非常成熟的日本相比提升空间也不大。



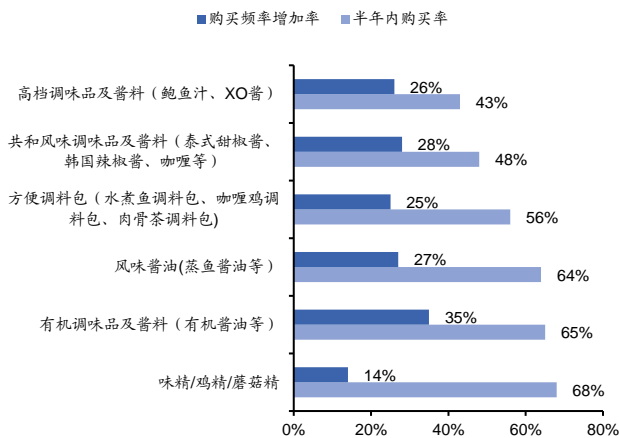
图表 28 我国人均酱油消费量与日本差距较小 (单位: 升)



资料来源: 中国调味品协会, 华安证券研究所

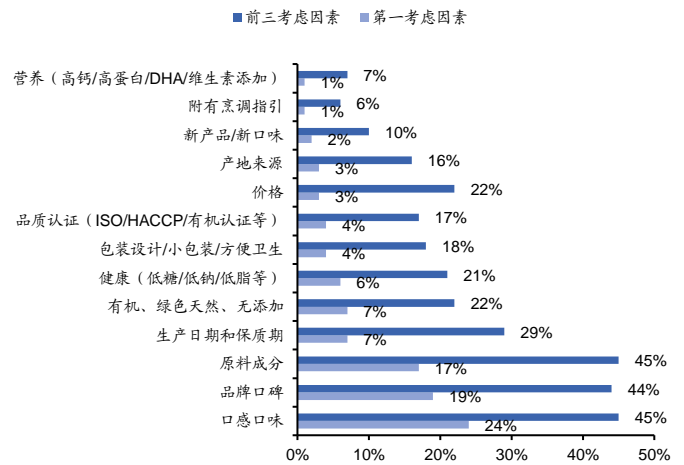
消费者对酱油品质和功能提出更高要求, 较少关注价格因素, 为头部企业发展营造良好市场环境。根据香港贸发局 2017 年对内地消费者的问卷调查, 风味酱油、有机酱油的购买频率均有 30% 左右的增长, 消费者对调味品口感、品牌和原料成本关注度始终居于前三位, 而价格作为第一考虑因素比例仅有 3%。

图表 29 半年内调味品购买率 (2017 年)



资料来源: 香港贸发局, 华安证券研究所

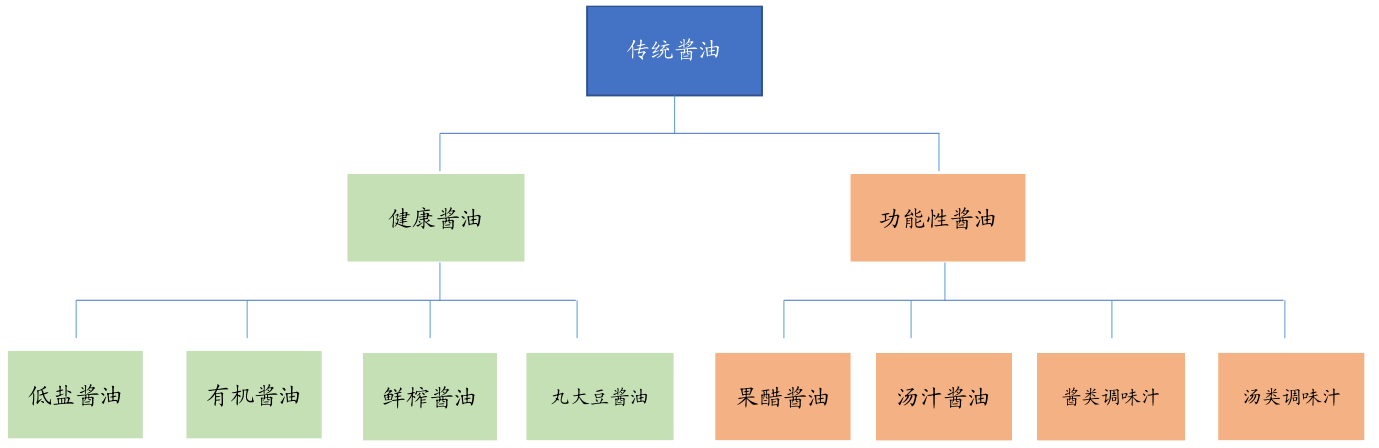
图表 30 购买调味品的考虑因素 (2017 年)



资料来源: 香港贸发局, 华安证券研究所

收入的增长及社会节奏加快推动日本酱油朝向健康化、功能化方向发展。零售端与餐饮端兴起的健康化、便捷化、标准化的需求趋势催生酱油从单一品类衍生出低盐、有机等健康品种, 以及如荞麦面蘸料、天妇罗蘸料、照烧酱、寿喜烧酱等复合酱油。

图表 31 日本酱油向健康化和功能化方向发展



资料来源：华安证券研究所整理

### 三、全国化提速、全渠道发力，行业地位进阶

#### 3.1 市场：精耕东南，北上西进

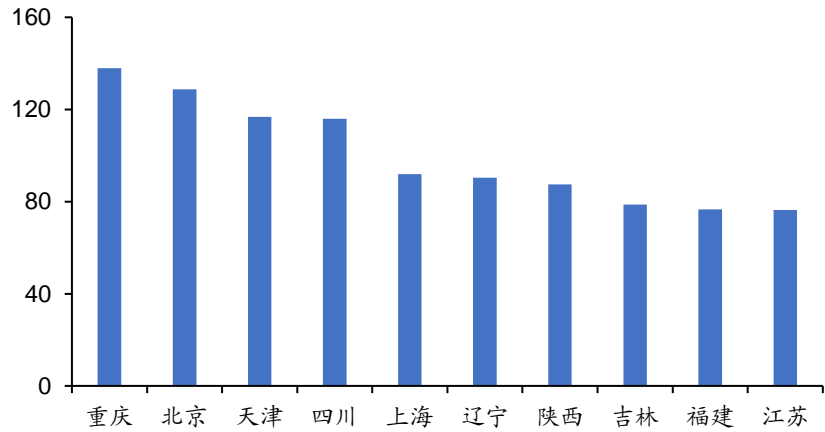
公司在北部、中部区域的市场潜力有待开发。公司根据人均消费金额把全国市场分成五级：一级市场成熟度最高，包括广东、海南、浙江，人均消费在 10 元以上，销售网络已下沉至乡镇。二级市场包括广西、福建，人均消费超过 5 元，销售网络覆盖县城层级。一二级市场是公司比较强势的销区，主要分布于东南沿海省份。三四级市场年人均消费继续依次递减，包括四个直辖市、东北、华中、西北、西南等广大市场，存在大量空白区域有待公司开发。根据国家统计局 2012 年对城镇居民调味品支出的统计，公司发展层级较低的北京、天津、上海、江苏等省市位列前十，且由于人均可支配收入高，对中高端调味品需求旺盛，与公司偏中高端的定位契合度比较高。

图表 32 公司根据市场开发程度的五级分类

市场分级	区域	渗透情况	年人均消费
一级市场	广东、海南、浙江	乡镇	10 元以上
二级市场	广西、福建	县	5-10 元
三级市场	江西、东北	地级市	2-5 元
四级市场	北京、天津、上海、河南、河北等 中东部市场	省会等中心城市	1-2 元
五级市场	西北、西南等其他市场	省会等中心城市	1 元以下

资料来源：公司公告，华安证券研究所

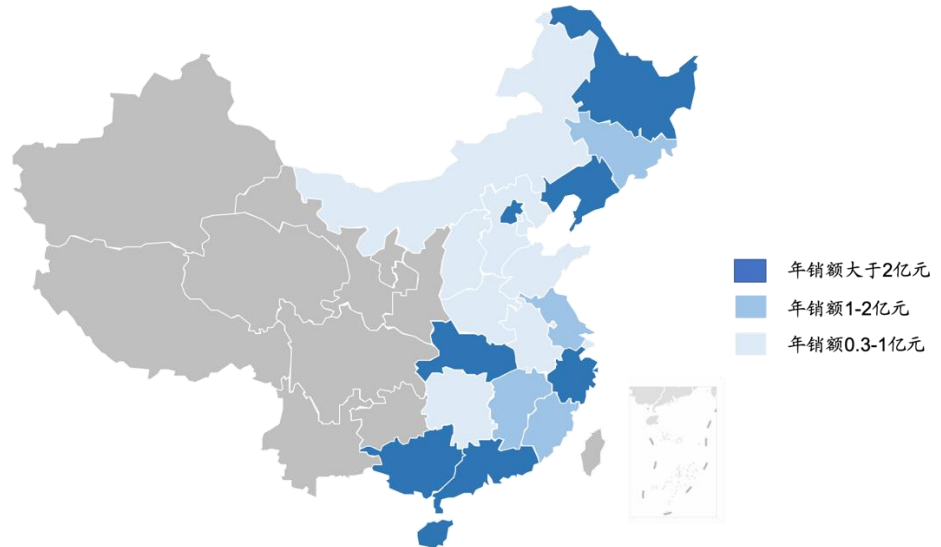
图表 33 2012 年城镇居民人均调味品支出 (单位: 元)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

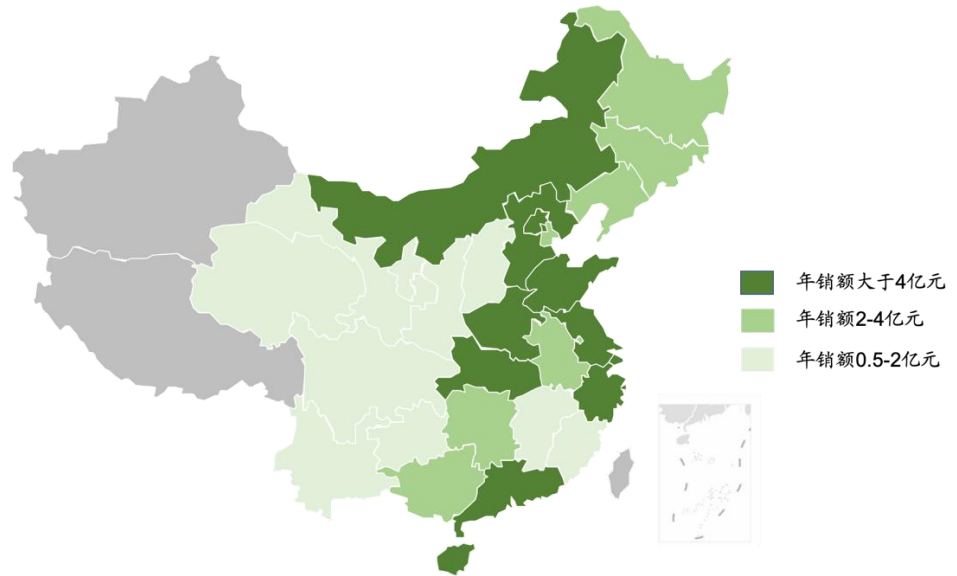
公司在二、三级市场现代渠道与海天并跑, 有望重点发力取得领先。我们将公司和海天在各省市现代渠道的年销售额按相对大小分为三级, 更为精确的呈现二者市场开拓进展。与公司自身分级类似, 年销售额大于 2 亿元的区域包括两广、浙江、海南等, 同时湖北、北京和东北表现也较为强势。西北、西南基本处于尚未开发状态。海天则基本实现了全国覆盖, 强势区域遍及华北、华东、华中和华南。但是, 我们发现公司在东北、广西、江西、福建的现代渠道销额与海天接近, 是公司能够放大优势实现局部领先的地域。同时, 由于消费习惯、运距等原因, 广式酱油品牌对西南、西北渗透程度均较低, 是潜在的增量空间。

图表 34 公司现代渠道年销售额地理分布情况 (2019 年)



资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

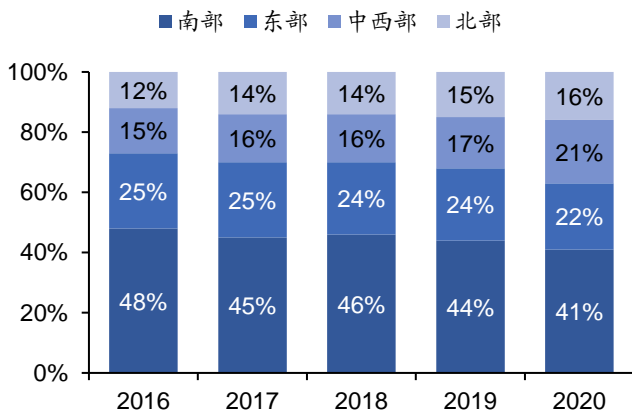
图表 35 海天现代渠道年销售额地理分布情况 (2019 年)



资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

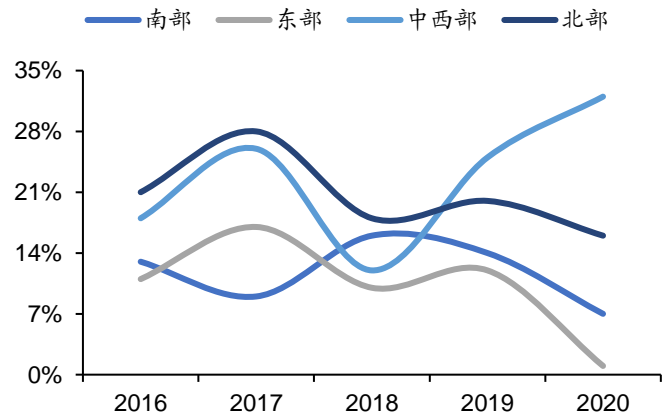
公司中西部和北部营收占比常年在 30%以下, 2019 年销售发力迹象明显, 占比预计持续增加。2020 年, 中西部营收占比已超过 20%, 北部占比亦提升至 16%, 东南部优势区域比例则减至 70%以内。增速方面, 近两年中西部增速超过 25%, 北部也在 20%左右, 明显高于东部、南部等成熟市场。

图表 36 公司东南部营收占比逐步减小



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

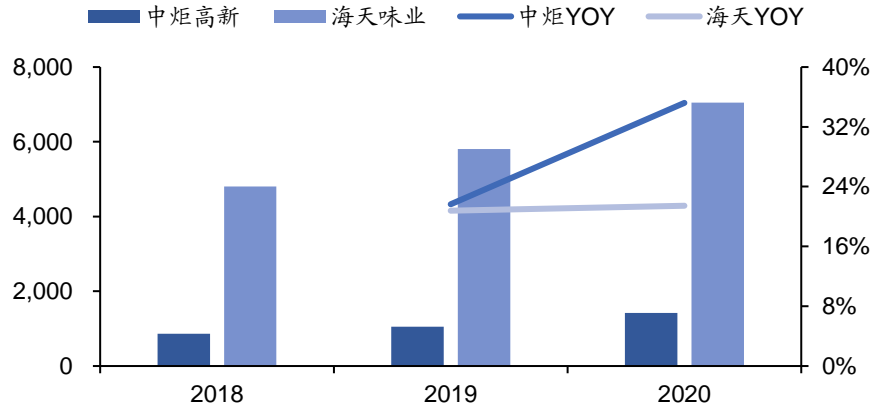
图表 37 公司中西部和北部营收增速较高



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

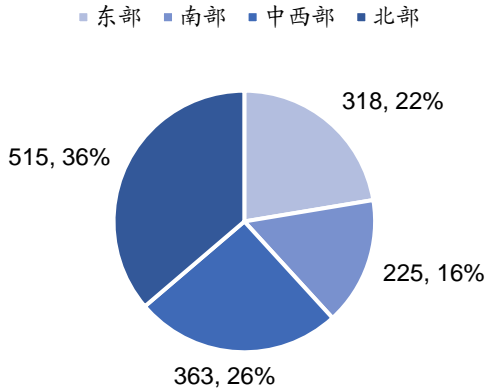
公司经销商数量高速增长, 北部和中西部占比高, 销售网络逐步完善。公司与海天的经销业务均占绝对比例, 主要通过经销商完成网点开拓、终端维护、市场信息反馈, 经销商招募与合作是构筑营销网络的前提, 特别对于培育期的局域市场, 通常需要多家较小的经销商实现多渠道铺货, 而成熟市场经营多年, 大经销商多渠道操作能力和下沉市场运营能力均较强, 市场向这些实力较强的经销商集中, 数量反而会减少。公司 2020 年经销商超过 1,400 家, 虽然与海天的 7,051 家相比较低, 但同比增速达到 35%。如观察区域占比, 公司中西部和北部经销商占比小计达到 62%, 海天则更高, 达到 75%, 我们判断上述区域均是双方下一步重点耕耘的市场。

图表 38 公司经销商队伍扩容提速



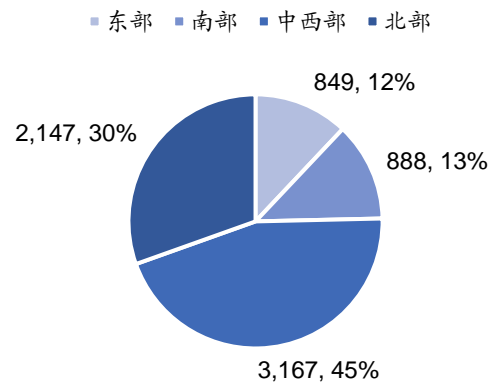
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 39 公司北部、中西部经销商占比较高



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

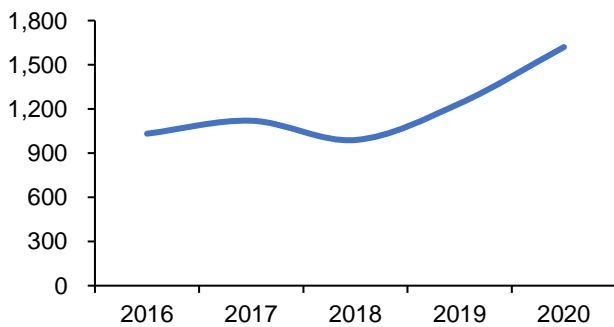
图表 40 海天中西部、北部经销商占比较高



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

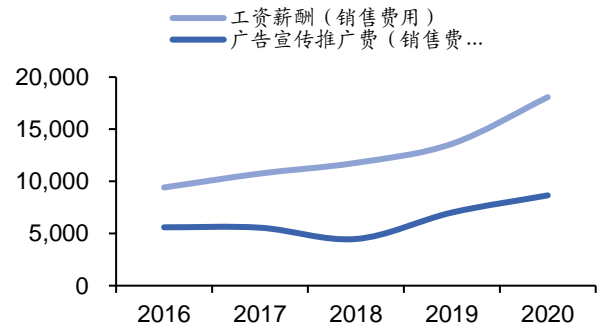
**销售队伍同步扩充, 广告投入力度加强。**为匹配销售区域拓展和经销商数量增加, 公司销售队伍从 2018 年开始大幅度提升, 从 989 人增至 2020 年的 1,620 人, 广告宣传费用也从 2018 年的 4,473 万元增至 2020 年的 8,657 万元。销售人员和市场投入的增加有助于公司完善经销商服务与管理体系, 放大品牌声量, 促进终端销售。

图表 41 公司销售队伍迅速壮大



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 42 销售人员薪酬与广告费用增长 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 3.2 渠道：品牌引领零售渠道深耕，聚焦餐饮补足短板

调味品主销渠道的特点均不一样，需要企业专业区分管理。作为调味品占比最大的餐饮渠道，厨师对购买决策影响力大，会综合产品口味、质量和成本进行多维度的专业考量，但惯用之后轻易不会更换。而调味品在家庭厨房支出中占比不到 2%，加之日常使用量少，购买频次低，普通消费者往往缺乏鉴别能力，企业在零售渠道必须加强品牌建设，获取足够的货架资源，同时根据消费者需求的变化及时升级更新产品品类，逐步占领消费者心智。

图表 43 调味品主要销售渠道的特征对比

项目	餐饮渠道	食品工业渠道	零售渠道
主要购买决策者	厨师，餐厅采购员	企业采购人员	家庭主妇
需求特点	注重口味、质量，采购人员控制成本	多采用低档基础调味品	对营销宣传和促销敏感，对品牌敏感
购买渠道	企业直供、农批市场	企业直供、农批市场	商超、农批市场、电商
价格敏感度	调味品占餐饮成本不到 10%，但影响菜品色香味，高中低端餐饮企业价格敏感度不同，多购买中等价位产品，注重性价比	占成本比重较小，大宗采购为主，价格敏感度较低	占家庭食品支出不到 2%，价格敏感度低
使用习惯	喜欢高品质产品，由于菜品口味需保持一致，消费粘性高。但也愿意尝试新产品，试用后品质好会继续使用	与供应商一般有长期稳定的合作关系	年长者偏爱基础调味品，年轻人偏爱新型调味品
吸引复购方式	品质、价格、厨师折扣	价格，服务	品牌营销、铺货质量、促销推广

资料来源：公司公告，华安证券研究所

零售渠道是公司最主要渠道，目前占比达到 75%。品牌资产经过多年积淀，“绿格子”超级符号深入人心。助力公司渠道拓展。厨邦品牌走差异化的“原产地、天然、安全”这一品牌定位战略，并引入“超级符号”（绿格子餐桌布）和“超级话语”（晒足 180 天）。绿格子图案用作企业核心标识，将天然和健康的含义图案化。绿格子作为背景或边框，创作了很多品牌接触点，产品内、外包装、平面和视频广告、网页、代言人围裙、商超、零售店和展会内各种相关物体等。当消费者走进卖场、商店，或展会时，货架上、堆头或展台上的厨邦产品汇成一大片绿格子，赫然进入眼帘。主题广告语朗朗上口，180 天的数字比文字更为具体，直白，易懂，令广告受众印象深刻。



图表 44 厨邦品牌的绿格子超级符号



资料来源：华与华，华安证券研究所

**厨邦品牌消费者触及数量快速增长。**凯度采用消费者触及数(CRP)指标评估品牌的渗透率和购买频次，从而反映消费者的真实选择。厨邦在增速最快的快消品牌榜单中位列第五，消费者触及数达到 1.31 亿，同比增长 10.2%。虽然消费者触及数、渗透率与海天还有较大距离，随着公司加强全国市场推广，品牌影响力和消费者忠诚度将持续提升。

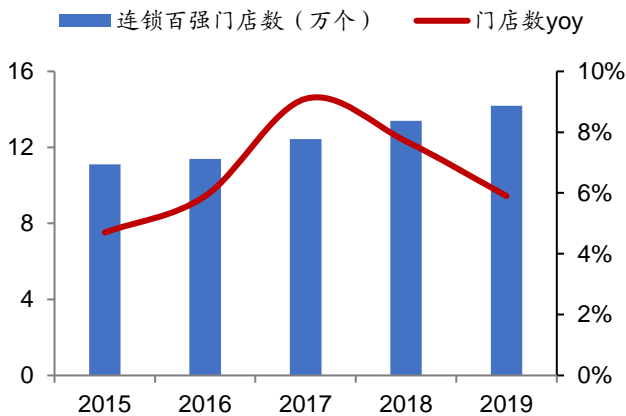
图表 45 厨邦品牌消费者触及数量保持高速增长

2019 年排名	品牌	消费者触及数 (亿)	渗透率 (%)	消费者触及数增长 (%)
1	洁柔	1.57	32.9	11.4
2	蓝月亮	2.18	48.4	10.7
3	今麦郎	1.84	25.9	10.4
4	桃李	2.57	30.3	10.2
5	厨邦	1.31	27.8	10.2
6	农夫山泉	4.08	63.2	9.9
7	奥妙	1.32	34.8	8.6
8	海天	5.66	75.7	8.1
9	鲁花	2.20	43.4	8.1
10	百事可乐	1.41	32.5	6.7

资料来源：凯度，华安证券研究所

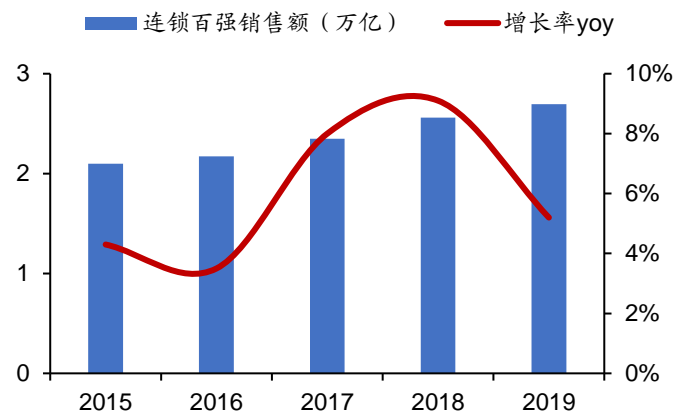
**现代渠道货架资源有限，入场门槛高，利于头部企业。**公司作为调味品头部企业，费用承担能力强，与地方小品牌相比较易抢占有限的商超货架资源，目前已实现全国中心城市和重点地区的现代渠道覆盖。另外，长期来看，随着居民生活水平的提高和城镇化的加速，现代渠道覆盖面越来越广，将自上而下挤占传统渠道。2019 年我国快消品连锁百强共有门店 14.2 万个，同比上升 6%，销售收入 2.7 万亿元，同比提升 5.2%。公司将凭借货架资源优势实现渠道下沉，而地方小品牌知名度和费用负担能力低，生存空间不断缩小。

图表 46 我国连锁百强门店个数不断增长



资料来源：中国连锁经营协会，华安证券研究所

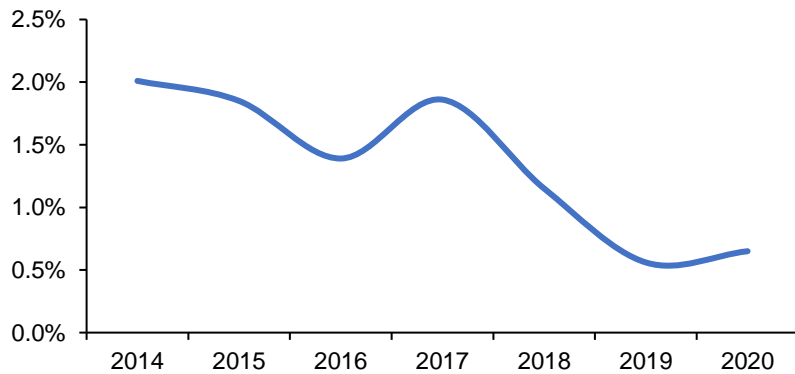
图表 47 我国连锁百强年度销售额不断增长



资料来源：中国连锁经营协会，华安证券研究所

传统渠道终端分散，培育时间更需耐心，公司借助现代渠道打入空白市场，积聚一定影响力后再推进传统渠道下沉。调味品传统渠道操作一般采取“经销商-分销商-终端”三级网络设置，企业规模越大，产品适用范围越广，经销商对其毛利要求越低，仅以畅销单品打开通路，附带经销其他高毛利区域小品获利。公司与海天相比经销商议价能力偏弱，但应收账款与营收比例不断下降佐证公司供应链地位提升。未来可在发挥现代渠道优势树立区域品牌影响力后逐步开发低线市场的农批小店。

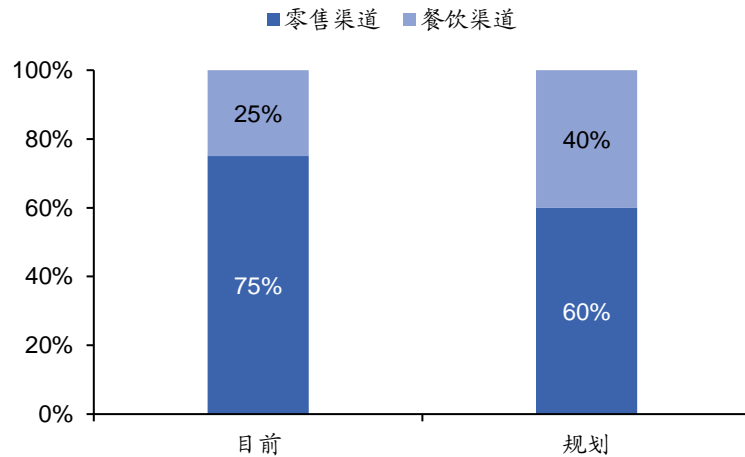
图表 48 公司应收款项与营收比值不断下降



资料来源：公司公告，华安证券研究所

餐饮渠道高粘性、费用率低，吸引力大但易守难攻，公司加速开拓餐饮市场获取更多业绩增量。2020 年公司餐饮渠道收入占比 25%，对比海天/李锦记 60%/70% 的营收占比仍有较大挖掘潜力，规划未来三年实现餐饮占比提升至 40%。主要措施包括：（1）引入餐饮资源丰富的经销商进行合作，加快餐饮门店开发。（2）抓住厨师 KOL，通过举办凉菜大赛、巡回品鉴交流会，建立顶级厨师训练营等多种方式维护客户关系，积累厨师资源。（3）增加捆绑装、组合装等档次略低的大包装餐饮特供产品，更好匹配餐厅使用量大和性价比需求。

图表 49 公司餐饮渠道占比预计将达到 40%



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.3 价格：产品升级叠加提价催化业绩稳中有进

紧跟消费升级趋势，不断推出调味新品，推动产品价格中枢上移。酱油由原来的单一产品衍生出生抽和老抽，到氨基酸态氮超过达到 1.2 的高鲜度酱油，继而细分为减盐等健康产品和海鲜酱油、蒸鱼豉油等功能化产品。待有机认证通过后，近期还计划推出有机酱油系列。同时，公司始终跟随消费趋势，围绕厨房使用场景丰富升级产品系列，逐步形成酱油与鸡精鸡粉、食用油、酱醋料酒蚝油等协调发展的品类结构。

图表 50 公司酱油产品进化示意图



资料来源：华安证券研究所整理

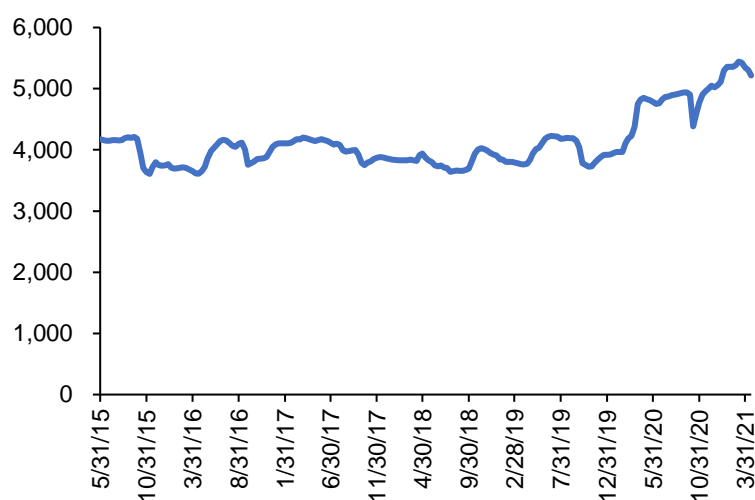
2020 年下半年以来，原材料价格出现明显上涨，酱油行业存在提价预期。酱油在餐饮渠道口味粘性较强，有利于在位品牌，在零售渠道支出占比较低，需求弹性也不大，因此行业出现价格战的可能性较小，头部企业反而能够有效将成本上行压力向下游传递，保持利润水平稳定。复盘历史，酱油产品大约 2-3 年提价一次，每次 5% 左右幅度。2020 年疫情冲击餐饮业，提价时机暂不具备。同时，主要原材料如大豆、玻璃、包装纸等价格出现不同程度的上涨。我们判断提价延迟也有助于成本控制能力更强的头部企业加速收割市场份额，加速行业集中度提升。

图表 51 酱油行业通常的提价周期为 2-3 年

时间	提价情况
2010-2011	海天部分产品率先提价，中炬高新跟随
2014	海天 2014 年 11 月对 60% 产品提价 4%-5%，中炬高新终端提价 5%
2016-2017	海天 2016 年 12 月底对 90% 左右产品提价 5%-6%，中炬高新在 2017 年 3 月对美味鲜及厨邦产品进行提价，幅度在 5%-6%，千禾味业在 2017 年 4 月对部分产品提价，幅度在 8%-10%。
2020-2021	支持疫情后消费恢复，提价时机暂不具备

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 52 国产大豆市场价 (单位:元/吨)



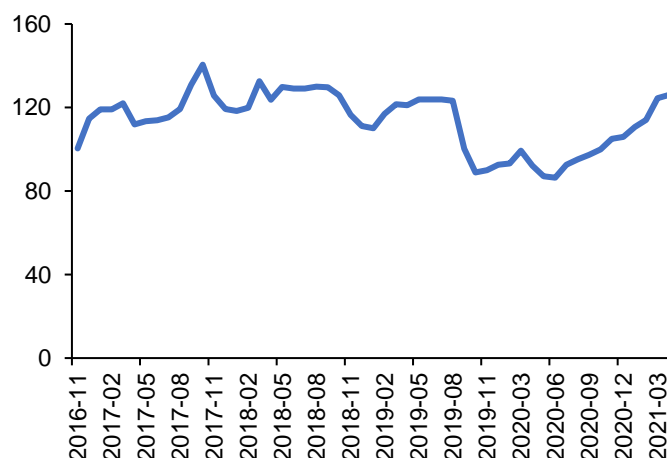
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 53 玻璃价格指数



资料来源：中国玻璃信息网，华安证券研究所

图表 54 白板纸价格指数



资料来源：中纸在线，华安证券研究所

## 四、团队焕新活力，智造水平精进

### 4.1 激励制度与人才战略提供发展长久动力

转为民营体制后，公司聚焦调味品主业，擘画发展新战略。2019 年公司出台了五年双百发展计划，规划到 2023 年实现健康食品年营收过百亿、年产销量过百万吨的双百目标，其中内生增长为主，目标超过 80 亿，并制定了配套的未来三年行动方案。

加强核心管理团队现金激励，股权激励方案正在酝酿。2019 年 8 月，公司出台了修订的《核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度(2019 版)》，与修订前的方案相比，主要改变体现在：(1) 增加收入指标考核权重，向五年双百目标迈进。公司对收入、利润、净资产收益率的考核权重由原来的 20%、60%、20%调整为 40%、40%、20%，增加对收入的考核。(2) 增加超额奖金梯度，多层次激发内生活力。(3) 此外，制度规定高级管理人员薪酬在基本年薪、绩效年薪以外，还包括长期股权激励。2021 年 4 月，公司拟以拟至多 6 亿元进行股票回购用于股权激励，具体方案尚在酝酿中，授予范围除高级管理层，重点向一线业务骨干人员倾斜，实现公司管理团队与股东利益的深度绑定。

图表 55 海天的授权发明专利主要聚焦菌种选育和改良

授权专利名称	授权公告时间	主要内容
绩效考核范围	核心管理人员，主要包括公司高级管理人员和中层管理、技术骨干。	
绩效考核指标	加权经营指标完成率，由营业收入、扣非后归母净利润、净资产收益率三项指标完成率构成，占比分别为 40%，40%，20%。	
具体考核办法	加权完成率<0.8	高级管理人员基本年薪减少 20%，不计提绩效年薪。
	0.8≤加权完成率<1	高级管理人员只领取基本年薪。
	1≤加权完成率<1.1，且营收、归母净利润指标均完成	核心管理人员按公司经审计年度净利润的 5%计提绩效年薪奖金包进行奖励。
	加权完成率≥1.1，且营收、归母净利润指标均完成	核心管理人员按公司经审计年度净利润的 5%计提绩效年薪奖金包进行奖励，另计提超出当年目标利润的增量利润额的 15%作为绩效年薪奖金包进行奖励。
	加权完成率≥1.2，且营收、归母净利润指标均完成	核心管理人员按公司经审计年度净利润的 5%计提绩效年薪奖金包进行奖励，另计提超出当年目标利润的增量利润额的 25%作为绩效年薪奖金包进行奖励。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

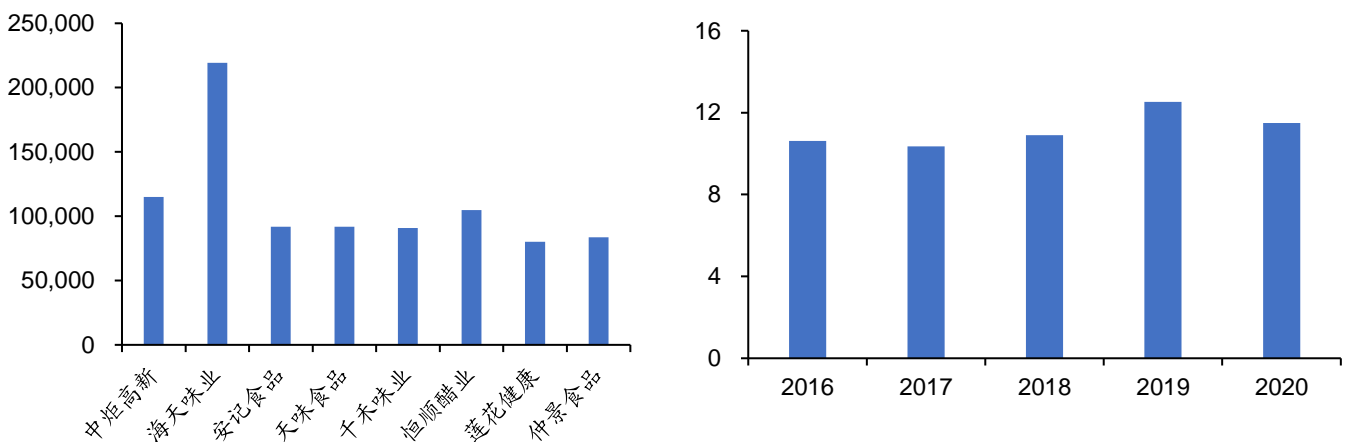
民营体制下公司经营效率提高，员工待遇、效率同步提升。员工激励与绩



效方面,公司近五年人均薪酬稳中有升,2020年达11.49万元,高于调味品行业上市公司的平均水平。另一方面,随着公司管理精细化工作深入推进,人员效率同步得到显著提升。公司人均创收从2016年的78.73万元升至2020年的100.07万元,增幅27%,人均创利也从2016年的10.08万元升至2020年的17.38万元,增幅达到72%。

**公司人才储备加速,以人才促经营。**2020年,干部和储备人才培养基地——厨邦商学院成立,负责探索更加专业的人才培养机制,支撑企业未来快速发展变革。开展“3333人才工程”,计划用三年时间,通过“凌云”、“领英”、“磐石”三个专项计划,培养经营层、中层、部门核心梯队“三个层级”人才“不少于300人”,确保人才发展支撑企业的经营目标。

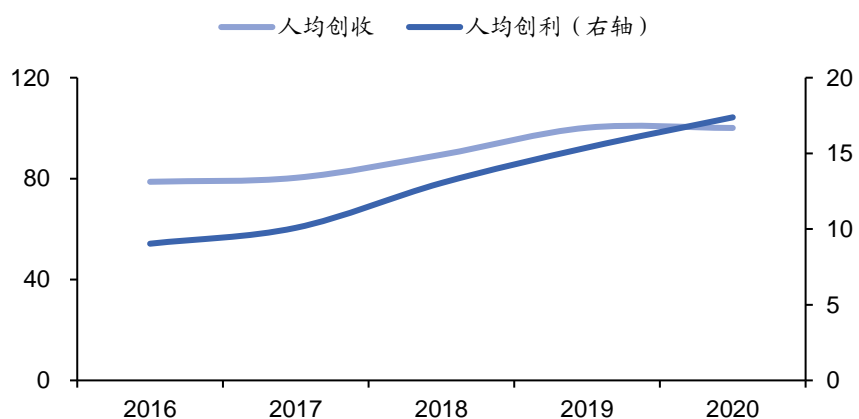
图表 56 公司人均薪酬高于同行业平均水平 (2020 年) 图表 57 公司人均薪酬稳中有升 (单位: 万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 58 公司人均创收、创利保持增长态势 (单位:万元)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

## 4.2 分步实现供应链数字化, 加强研发获取技术壁垒

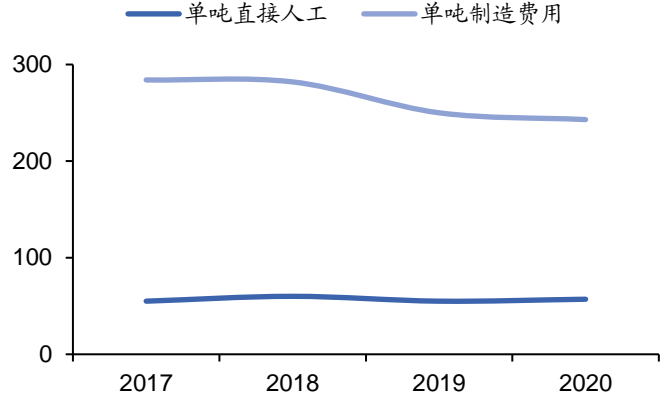
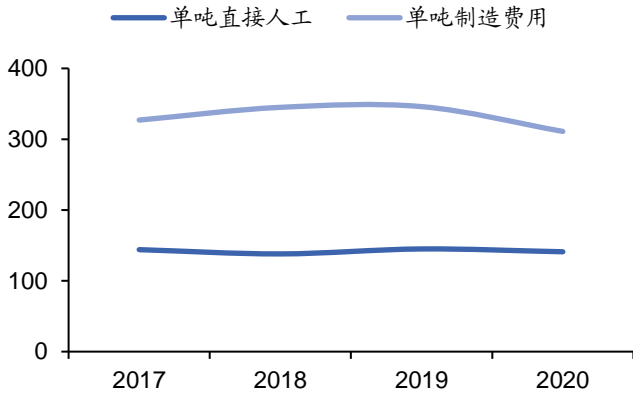
公司生产效率行业领先,但与海天相比还有提升空间。2020年,公司单位制造费用和人工成本分别为311元/吨、141元/吨,海天则为243元/吨、57元/吨,二者合



计差值达到 160 元/吨，占公司生产成本的 5%左右。为加强成本管控，公司建立成本指标体系，开展采购管理、成本核算等各项成本管理与控制工作，并继续推广厨邦智造管理活动经验，导入方针管理及精益生产模式，有望实现控本降费。

图表 59 公司生产效率还有提升空间 (单位: 元/吨)

图表 60 海天的生产效率行业领先 (单位: 元/吨)

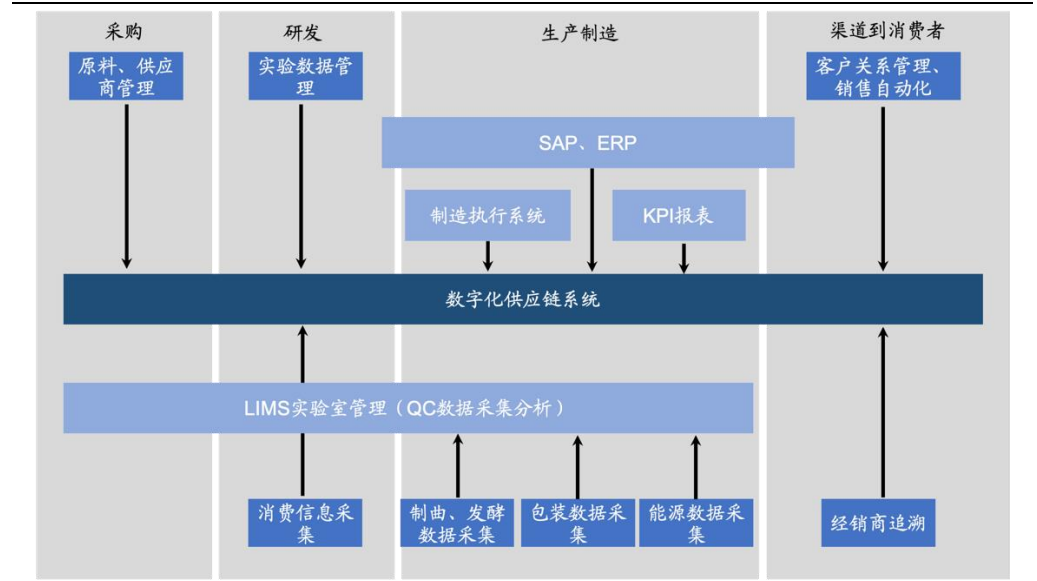


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司加强供应链数字化程度，进一步降低企业运营成本，提升经营效益。传统酿造行业的转型升级，不仅在于生产工艺的改进，更在于生产管理的全流程智能化升级。在财务、人事等系统先后上线的基础上，公司 2020 年完成了营销管理系统费用和订单平台的上线，为营销政策制定提供有效数据支撑。下阶段，生产设备与信息化融合成为公司转型升级的重要支撑。未来的酱油生产场景将是生产基地配备中央生产控制系统，原料选择、蒸料、圆盘制曲、恒温发酵、压榨、罐装等工序均为自动化、智能化控制，实现从原料管理、酱油酿造生产到成品检测放行全过程的自动化管控，最大限度减少人力投入，实现每一瓶产品的稳定、高效、安全生产。最终，供应链各环节的数字化构筑企业大数据平台，应用大数据驱动生产，驱动与消费者的信息互通，驱动找寻消费者的需求动力，实现供应链的进化。

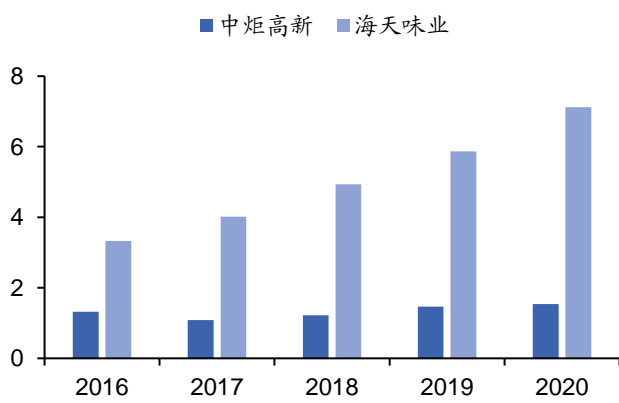
图表 61 公司数字化供应链示意图



资料来源：华安证券研究所整理

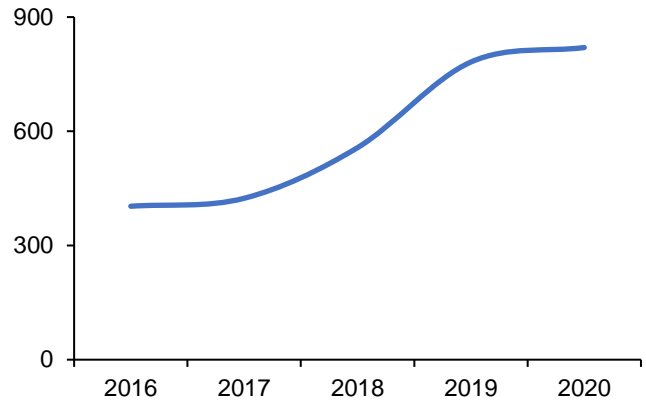
**保持较高研发投入强度，成立厨邦食品研究院主导研发，研发队伍较快扩充。**公司历史上先后建立了省级技术中心、省级工程中心、微生物技术国家重点实验室、国家认可实验室、博士后工作站、厨邦食品研究院等科技创新及研发平台。并先后与众多高校和科研院所建立了科研合作关系，开展了众多前沿课题的研究，每年研发投入均超过1亿元。目前，公司整合原技术中心、各分厂研发团队及相关职能部门，成立厨邦食品研究院，专职主导公司研发工作，从促进生产技术和工艺的优化、基础研究、新产品研发三个方向实现资源整合，加快新技术开发和成果转化，缓解公司新产品开发周期长的现状。

图表 62 公司与海天研发投入对比 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

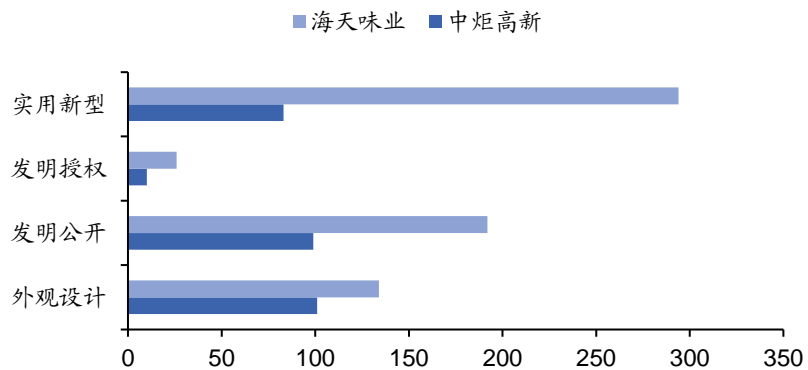
图表 63 公司研发人员不断增加



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**注重知识产权管理，但发明授权情况与海天相比还有差距。**公司知识产权工作起步较早，企业知识产权创造、管理、运用和保护水平较高。据知网专利系统统计，公司共申请专利 293 件，其中发明公开 99 件，发明授权 10 件，涉及酱油等调味品工艺、配方、质量监测。但与海天 646 件专利申请数相比，公司还有一定差距，特别是技术壁垒较高的发明授权数量较少。

图表 64 公司专利对比



资料来源：中国知网专利检索系统，华安证券研究所

菌种是发酵的基础，优良菌种选育是现代发酵工业的核心技术之一，构成企业的技术竞争壁垒。在理解微生物群落交替与代谢调控机理的基础上，行业领先企业凭借主要功能菌群改良达到发酵投入产出最大化，同时利用风味优势增强消费者粘性。例如，海天发明授权大多关于发酵调味品的微生物选育与改良，其中关于酱油的菌种专利达到 5 项，应用场景包括提升原料利用率、增加酱油鲜味、风味成分等。

图表 65 海天的授权发明专利主要聚焦菌种选育和改良

授权专利名称	授权公告时间	主要内容
一株米曲霉 ZA116 菌株及其应用	2020-01-14	在发酵阶段自溶率高，所得酱油谷氨酸含量高，原油更加澄清；本发明采用高自溶率米曲霉 ZA116，通过将菌体内的酶和营养物质充分释放，来提高酱油的品质，不涉及现有生产工艺的改变和生产设备的更换，投产成本低，易于产业化推广。
一种嗜盐四联球菌及其应用	2020-04-14	能够显著提高酱油或酱中 4-乙烯基愈创木酚的含量，从而增加酱油的香气，提高风味品质。
一株米曲霉 ZA133 及其应用	2020-06-23	该米曲霉 ZA133 具有高产琥珀酸和高产谷氨酸的特性,采用该菌株进行酱油原油发酵,原油中谷氨酸产量能够高达 10.9 克/升,琥珀酸产量能够达到 3.1 克/升,氨基氮得率能够提高 9%。感官鉴评结果显示 ZA133 发酵获得的酱油原油的鲜味更突出、持久、口感更协调丰富。该菌株经过连续传代 10 代后所产的谷氨酸、琥珀酸及氨基氮含量在各代之间稳定，未显示出回复突变，表明该菌株具有很好的遗传稳定性。
一株增加酱油中 3-羟基-2-丁酮含量的植物乳杆菌及其应用	2020-08-18	该菌株能够在酱油和/或酱发酵阶段明显提高发酵产物中 3-羟基-2-丁酮的含量,从而增加酱油和/或酱的香气,提高酱油和/或酱的风味和口感。无需后期调配,即保留了酱油和/或酱浓郁和风味,又无安全风险,为酱油和/或酱的酿造提供香气四溢、风味鲜甜、滋味醇厚香的原油。
一种米曲霉 ZA109 及其应用	2020-09-04	达到去除酱油苦味的目的的同时,在保有米曲霉原有酶系完整的基础上,高活力的脯氨酸氨肽酶还能促进蛋白质的深度水解,有利于降低制曲阶段的原料消耗率;应用该菌株酿造酱油或酱,能够进一步提高原料利用率,生产出滋味更加鲜甜适口的调味品。

资料来源：中国知网专利检索系统，华安证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

调味品收入端产品拆分预测：（1）酱油营收增速 14%/19%/16%。销量增速

13%保持以上, 因 2022 年存在提价预期当年营收增速偏高。(2) 鸡精鸡粉产品的生命周期已趋成熟, 营收增速 5.5%左右, 销量增速维持在 5%水平, 单价相对稳定。(3) 食用油营收增速 39%/35%/31%, 销量增速 32%/30%/29%, 受原材料价格上涨因素影响, 2021 行业普遍提价, 价格预计 6%增幅。(4) 其他调味品(料酒、酱、醋、蚝油等)产能逐步释放, 醋、料酒等产品结构升级有助于单价提升, 预测营收增速 39%/35%/31%, 销量增速 32%/30%/29%。(5) 综合来看, 2021-2023 年公司调味品业务营收增速分别达到 20%/21%/20%。

**图表 66 公司营收按业务拆分预测 (单位: 百万元)**

年份	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	4,166.46	4,674.89	5,123.37	6,122.11	7,462.28	8,939.70
<b>YOY</b>	15.40%	12.20%	9.59%	19.49%	21.89%	19.80%
<b>调味品板块营收</b>	3,817.33	4,436.19	4,930.19	5,901.35	7,222.53	8,679.33
<b>YOY</b>	10.56%	16.23%	11.12%	20.00%	20.73%	20.21%
<b>酱油</b>						
<b>营业收入</b>	2,589.51	2,880.22	3,122.92	3,562.24	4,226.60	4,871.58
<b>YOY</b>	9.12%	11.23%	8.43%	14.07%	18.65%	15.26%
<b>销量 (万吨)</b>	40.19	44.54	50.11	56.88	64.27	72.63
<b>YOY</b>	7.81%	10.83%	12.51%	13.50%	13.00%	13.00%
<b>单价 (元/吨)</b>	6,443.05	6,466.32	6,231.52	6,262.68	6,575.81	6,707.32
<b>YOY</b>	1.22%	0.36%	-3.63%	0.50%	5.00%	2.00%
<b>鸡精鸡粉</b>						
<b>营业收入</b>	442.68	526.74	494.09	521.38	550.19	580.59
<b>YOY</b>	7.24%	18.99%	-6.20%	5.53%	5.52%	5.53%
<b>销量 (万吨)</b>	2.44	2.91	2.71	2.84	2.98	3.13
<b>YOY</b>	7.27%	19.20%	-6.88%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>单价 (元/吨)</b>	18,163.67	18,131.71	18,263.30	18,354.62	18,446.39	18,538.62
<b>YOY</b>	-0.03%	-0.18%	0.73%	0.50%	0.50%	0.50%
<b>食用油</b>						
<b>营业收入</b>	321.26	446.60	602.87	843.53	1,134.97	1,497.60
<b>YOY</b>	15.93%	39.02%	34.99%	39.92%	34.55%	31.95%
<b>销量 (万吨)</b>	2.79	3.87	4.51	5.96	7.75	10.07
<b>YOY</b>	23.19%	38.67%	16.73%	32.00%	30.00%	30.00%
<b>单价 (元/吨)</b>	11,517.90	11,546.56	13,353.27	14,154.46	14,649.87	14,869.62
<b>YOY</b>	-5.89%	0.25%	15.65%	6.00%	3.50%	1.50%
<b>其他调味品 (料酒、酱、醋、蚝油等)</b>						
<b>营业收入</b>	463.87	583.35	710.31	974.19	1,310.77	1,729.56
<b>YOY</b>	18.99%	25.76%	21.76%	37.15%	34.55%	31.95%
<b>销量 (万吨)</b>	7.62	9.77	12.30	15.99	20.79	27.03
<b>YOY</b>	24.67%	28.19%	25.91%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>单价 (元/吨)</b>	6,086.30	5,970.67	5,774.10	6,091.67	6,304.88	6,399.45
<b>YOY</b>	-4.55%	-1.90%	-3.29%	5.50%	3.50%	1.50%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2021 年成本端有上涨压力, 虽生产效率仍有挖潜空间, 除行业出现提价的食用

油外，其他品类预计毛利率将有所下滑。2022-2023 年毛利率较低的食用油和其他调味品营收占比提升，毛利率稳中略降，整体预测为 39.21%/39.20%/38.92%。费用方面，2020 年受疫情影响，行业竞争放缓，公司促销、推广等投入较少，未来随着投入逐步加强，销售费用率将有所上升，而因管理和财务体系日趋高效，管理费用率和财务费用率也有压降空间。综合来看，2021 年归母净利率同比小幅下降，但三年均维持在 15%以上。

**图表 67 公司盈利能力预测**

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>综合毛利率</b>	<b>39.12%</b>	<b>39.55%</b>	<b>41.56%</b>	<b>39.21%</b>	<b>39.20%</b>	<b>38.92%</b>
酱油	44.14%	45.82%	48.69%	46.39%	47.41%	47.93%
鸡精鸡粉	40.72%	39.46%	43.12%	40.57%	39.10%	38.79%
食用油	18.41%	13.06%	14.85%	15.65%	16.06%	16.47%
其他调味品（料酒、酱、醋、蚝油等）	25.46%	28.32%	31.45%	31.77%	32.10%	32.44%
销售费用率	10.35%	9.76%	11.05%	12.00%	12.20%	12.40%
管理费用率	6.62%	6.31%	5.48%	5.00%	4.80%	4.60%
财务费用率	1.30%	1.05%	0.26%	0.18%	0.07%	-0.03%
<b>归母净利率</b>	<b>14.58%</b>	<b>15.36%</b>	<b>17.37%</b>	<b>15.46%</b>	<b>15.48%</b>	<b>15.30%</b>

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 5.2 公司地产估值测算

公司地产业务由旗下中汇合创子公司运营，除少量存量房（汇景东方一期与二期）待出售以外，主要是岐江新城规划片区内 660 亩未开发的商住用地。如按 2.0 容积率计算，相当于可开发 88 万平方米面积。按 2018 年中山平均楼面地价 10,000 元/平测算，土地价值 88 亿。考虑到开发出售时间不确定，给予 60%折价，未开发土地价值 61.6 亿。公司对中汇合创持股比例为 83.51%，归属母公司价值约 44 亿。另外，公司在岐江新城旁边地块约 84.6 亩，2017 年开始动工建造商品房，预计总可售面积 9 万平方米，按目前地价、10%净利率、3 年折现，净利约 10 亿。地产业务价值合计 54 亿。

## 5.3 投资建议

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司调味品业务双百计划有序推进，2023 年内生增长目标至少 80 亿，在市占率优先的前提下多品类发展及销售投入加强可能短期影响净利润增速。我们预计 2021-2023 年公司营收 61.22、74.62、89.40 亿元，同比增长 20%/22%/20%，归母净利润为 9.47、11.55、13.67 亿元，同比增长 6%/22%/18%，EPS 分别为 1.19、1.45、1.72。从当下市值剔除 54 亿房地产业务估值后，调味品业务对应 PE 分别为 32.84、26.93、22.75，PEG 分别为 5.13、1.22、1.24，同业比较具备较强吸引力，给予“买入”评级。

**图表 68 可比公司 PE、PEG**

可比公司	PE			PEG		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
海天味业	69.77	59.03	50.26	3.78	3.25	2.66
恒顺醋业	51.18	43.70	38.21	3.13	2.56	2.66
千禾味业	69.69	51.83	43.67	1.43	1.50	2.34
平均值	63.55	51.52	44.05	2.78	2.44	2.55

资料来源: wind 一致预测, 华安证券研究所

## 风险提示:

原料价格大幅上涨风险, 食品安全风险, 新品推广和市场拓展不及预期风险。



**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4099	4422	5341	6499	<b>营业收入</b>	5123	6122	7462	8940
现金	242	624	1161	1839	营业成本	2994	3722	4537	5460
应收账款	33	37	43	49	营业税金及附加	58	84	102	122
其他应收款	33	35	43	51	销售费用	566	735	910	1109
预付账款	5	7	9	11	管理费用	281	306	358	411
存货	1682	2165	2639	3176	财务费用	13	11	5	-3
其他流动资产	2104	1553	1446	1373	资产减值损失	-1	3	0	0
<b>非流动资产</b>	2560	2877	3209	3560	公允价值变动收益	-1	-16	-17	-15
长期投资	5	5	4	4	投资净收益	85	102	125	149
固定资产	1458	1563	1658	1732	<b>营业利润</b>	1169	1226	1496	1771
无形资产	198	254	305	362	营业外收入	2	2	2	3
其他非流动资产	900	1056	1241	1462	营业外支出	40	8	10	12
<b>资产总计</b>	6659	7298	8549	10059	<b>利润总额</b>	1130	1220	1489	1762
<b>流动负债</b>	1557	1618	1932	2290	所得税	159	174	212	252
短期借款	360	360	360	360	<b>净利润</b>	971	1046	1276	1511
应付账款	493	571	721	898	少数股东损益	81	99	121	144
其他流动负债	704	687	851	1032	<b>归属母公司净利润</b>	890	947	1155	1367
<b>非流动负债</b>	110	110	110	110	EBITDA	1224	1255	1497	1766
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.12	1.19	1.45	1.72
其他非流动负债	110	110	110	110					
<b>负债合计</b>	1667	1728	2042	2400					
少数股东权益	376	475	596	740	<b>主要财务比率</b>				
股本	797	797	797	797	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	91	91	91	91	<b>成长能力</b>				
留存收益	3728	4207	5023	6031	营业收入	9.6%	19.5%	21.9%	19.8%
归属母公司股东权	4616	5095	5911	6919	营业利润	25.5%	4.9%	22.0%	18.4%
<b>负债和股东权益</b>	6659	7298	8549	10059	归属于母公司净利	24.0%	6.4%	22.0%	18.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	41.6%	39.2%	39.2%	38.9%
					净利率 (%)	17.4%	15.5%	15.5%	15.3%
					ROE (%)	19.3%	18.6%	19.5%	19.8%
					ROIC (%)	17.2%	15.7%	16.5%	16.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	25.0%	23.7%	23.9%	23.9%
					净负债比率 (%)	33.4%	31.0%	31.4%	31.3%
					流动比率	2.63	2.73	2.76	2.84
					速动比率	1.55	1.39	1.39	1.45
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.77	0.84	0.87	0.89
					应收账款周转率	157.31	165.91	173.81	182.50
					应付账款周转率	6.08	6.52	6.29	6.08
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.12	1.19	1.45	1.72
					每股经营现金流薄)	1.26	1.58	1.61	1.86
					每股净资产	5.79	6.40	7.42	8.69
					<b>估值比率</b>				
					P/E	59.66	38.59	31.63	26.71
					P/B	11.50	7.17	6.18	5.28
					EV/EBITDA	43.48	28.90	23.87	19.85

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

**联系人：**陆金鑫，北京大学生物学学士，中科院化学所博士。8年粮油央企战略运营与研发管理经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。