

调味品行业

中性

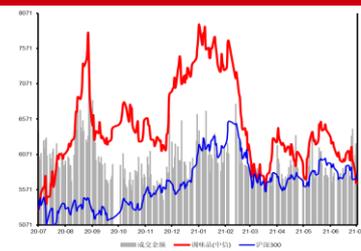
市场数据 (2021-07-07)

	行业指数涨幅
近一周	-1.91%
近一月	-3.04%
近三月	5.98%

重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
海天味业	603288.SH	中性
中炬高新	600872.SH	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

张志刚
 执业证书编号: S0070519050001
 电话: 010-83991717
 邮箱: zhangzg@grzq.com

联系人
 李思佳
 电话: 010-83991717
 邮箱: lisj@grzq.com

相关报告

库存消化难言乐观，静待下半年旺季催化

——调味品二季度业绩前瞻

事件

- 调味品企业与渠道近期反映，上半年品牌方出货力度较为稳健，但渠道库存持续高于正常水平。其中餐饮渠道需求恢复至往年9成左右且持续修复，C端需求基本回归正常。另外，传统渠道/现代渠道受社区团购渠道分流影响，库存存在积压现象。

投资要点

- **需求放缓导致渠道库存高企，调味品二季度业绩弹性有限。**春节后调味品普遍面临需求疲软、库存高企等问题。主要原因有三：1) 普通消费者收入恢复缓慢，调味品C端需求自疫情高景气回落至正常水平，但餐饮端仅恢复至疫情前8-9成。2) 疫后供给端为平滑业绩波动，普遍加大渠道压货力度，叠加春节备货，拉高春节前渠道库存，加大库存消化压力；3) 社区团购渠道以低价优势冲击调味品传统渠道（海天/厨邦社团价仅为后者7-8折），主要影响为压缩渠道利润率+改变流通结构（传统渠道客流下降）+加剧品牌竞争（地域品牌切入）。拖累传统渠道周转速度，低价甩货又降低经销商积极性。总体看，21Q2调味品企业业绩增速受需求不振、传统渠道库存积压影响，叠加20Q2业绩高基数（企业20Q2开启加库周期），应予以保守估计。
- **海天上半年未达销售目标，中炬加大费投压制盈利增长空间。**企业端，海天反映今年销量略有增长，但1-4月均未完成销售目标，淡季需求低于预期。库存方面，3、4月海天多区域库存量约2.5-3个月，东北等地约4个月（良性库存1.5个月），目前库存仍偏高。针对社团渠道低价，海天主要以管控、极端低价断供等方式干预，未与团购平台合作，也未实施产品区隔。公司可消化原材料价格上涨影响，但年内不会提价，产品结构提升/新品放量空间有限。中炬21年将重点改善营销体系，具体包括调整绩效考核体系、加大营销/动销激励/商超渠道投

入、强化蚝油/料酒等小品类资源倾斜等规划。公司 2020 年超额完成盈利目标, 预计 21 年需求转淡+费投增加+基数提高背景下, 全年盈利增速 15%左右。

- **餐饮修复空间仍存, 可期待下半年餐饮端需求改善。** 5 月社零餐饮较 19 年同期复合增速 0.66%, 环比+0.49pct, 维持修复势头。14-19 年我国社零餐饮年增速均在 9%+, 表明当前餐饮仍有修复空间。另外, 社团对渠道分流与利润冲击的影响虽不可逆, 但企业端已通过产品区隔、经销商资源分配等举措消化短期冲击, 如千禾推出低品质、大容量、低价格的渠道定制单品, 5-6 月终端动销趋势已向好。展望下半年, 预计社团渠道短期冲击将被逐步消化, 叠加餐饮需求好转, 调味品行业整体有望走出向上拐点, 可期待今年中秋旺季补库周期开启对企业 3、4 季度财报端的正向影响。
- **投资建议:** 今年大众品需求缓慢恢复, 渠道冲击拖慢库存消化进度, 竞争加剧倾向 (金龙鱼等巨头布局, 区域品牌借社团渠道切入) 的行业背景下, 对调味品 21Q2 业绩表现不应过于乐观。企业方面, 海天味业盈利受成本影响较小, 需求不足、提价条件不成熟是限制盈利弹性的主要因素; 中炬高新则仍处于区域扩张圈市场, 改善管理体系的发展阶段, 高费投限制盈利增速。当前板块估值与市场预期已回归至合理水平, 建议短看需求拐点与库存走势, 中看年内是否能再度开启提价预期。
- **风险因素:** 原材料价格波动; 行业增速不及预期; 行业竞争加剧。

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。