

抽丝剥茧，社区团购对调味品影响下的得与失

调味品行业深度报告

▶ 社区团购成为调味品行业不得不重视的变化

社区团购兴起于2015年，爆发于2020年，社区团购的快速发展对调味品原有相对稳固的销售体系产生了直接影响，全行业感受到了冲击。社区团购既冲击了传统渠道结构又抓住了消费者，并且撼动了调味品的价格体系，进而对调味品行业的影响到了不可忽视的程度。

▶ 社区团购中的调味品：优选+高性价比

我们分析了几家社区团购平台的产品，综合来看社区团购平台中调味品核心在于便宜，而产品种类是平台挑选后的展示，并不十分齐全，以主流品牌为主，但仍有部分小品牌，较为多元化。从品类来看，以基础调味品为主，复调类产品较少；从价格来看，产品价格确实相对更低，而且有部分超低价产品；从产品分布来看，既有线下主流产品，又有渠道专供产品，较为鱼龙混杂；从参与品牌来看，以主流品牌为主，也有部分区域小品牌，更为多元化。

▶ 多重影响，上市公司经历阵痛

社区团购的爆发式成长对调味品上市公司带来多方面的影响。从竞争格局来看，不同品牌对社区团购的态度不一，可能会带来现有格局的变化，同时新渠道的竞争也需要费用投放支持，加大各企业费用投放的压力。从供应链来看，社区团购以低价、便宜为卖点，产品出厂到终端的加价率低于传统渠道，而且整体产品更低端，既影响了企业原有的渠道加价体系又影响了产品体系搭建。长期来看，社区团购对调味品而言不仅仅是渠道的变革，市场担忧对其稳健增长、结构升级的逻辑产生影响，带来估值重塑。

▶ 需求渐暖，企业破局

供需错位逐步解决，需求回暖：我们认为调味品市场需求疲软主要是在消费力和消费信心不足的情况下，C端和B端消费一定程度上出现了降级和被分流，而叠加各企业的供给并未减少，这样使得行业整体库存偏高，对于各企业而言显得更加艰难。站在上半年结束的时间点上，疫情已基本得到控制，终端需求正在逐步恢复，压制需求的因素逐步消除，同时需求回暖也将推动供给结构调整。

社区团购逐渐走向规范，长期低价体系难以维系：社区团购正逐渐从野蛮生长走向规范成长，渠道的价格体系也将全面低价走向市场化。我们认为社区团购的发展长期为调味品销售提供了多元化的渠道选择，但难以改变调味品行业竞争格局，更难以阻挡行业结构升级的趋势。

积极应对，行业发展趋势不减：发展至今，各大调味品企业或多或少都已经参与到社区团购发展中来，以积极拥抱+有效管控的理念适应渠道的变化，直面社区团购的冲击。后续随着社区团购的不断规范和企业的持续探索，社区团购有望成为

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

调味品重要的销售渠道，而不仅仅是影响其发展的不确定因素。此次社区团购的冲击也将使得行业应对渠道变化更加从容，该拥抱的时候积极拥抱，面临变化时也能更加警觉；也将推动各企业更加重视需求和渠道的变化，刺激行业整体效率提升，推动调味品行业销售效率向快消品靠近。我们认为渠道变化并不影响需求提升，结构升级的进程不会停滞，当消费水平和消费意愿回归时，消费价格也将回归。

投资建议

各大调味品上市公司或多或少都已经参与到社区团购的竞争和运作中来，结合渠道变化和企业应对策略，以及上市公司基本面的情况，我们重点推荐估值合理且内外部改革初见成效的**中炬高新**、确定性较高的龙头**海天味业**以及弹性较大开拓空间十足的**千禾味业**。

风险提示

原材料价格上涨、新渠道冲击、食品安全。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600872.SH	中炬高新	36.86	买入	1.12	1.18	1.51	1.88	36	31	24	20
603288.SH	海天味业	113.10	买入	1.98	1.8	2.11	2.47	72	63	54	46
603027.SH	千禾味业	22.88	买入	0.32	0.33	0.45	0.62	108	70	50	37

资料来源：wind、华西证券研究所

正文目录

引言	4
1. 什么是社区团购：依托社区的零售新业态	4
2. 社区团购成为调味品行业不得不重视的变化	5
3. 社区团购中的调味品：优选+高性价比	8
4. 社区团购对上市公司有何影响？	11
5. 调味品需求逐步回暖，推动供给结构调整	13
6. 积极应对+努力破局，变化中成长	15
7. 标的推荐	18
8. 风险提示	22

图表目录

图表 1 社区团购业务流程	4
图表 2 有代表性的社区团购平台	5
图表 3 社区团购市场规模快速增长（亿元）	5
图表 4 社区团购融资情况	5
图表 5 粮油调味类产品是社区团购平台的核心品类	6
图表 6 社区团购用户女性占比更高	7
图表 7 社区团购用户中 25-35 岁占比更高	7
图表 8 商超收入持续下降	7
图表 9 商超爆发“关店潮”	7
图表 10 社区团购平台价格更为优惠	7
图表 11 社区团购和传统流通业务模式对比	8
图表 12 社区团购平台调味品品类分析	8
图表 13 同款产品不同平台价格对比	9
图表 14 部分在社区团购出现的低价产品	9
图表 15 各大平台调味品分析	9
图表 16 各平台酱油品牌汇总	10
图表 17 近两年热度较高的酱油品牌	11
图表 18 调味品商超销售额持续下滑	12
图表 19 调味品商超渠道市场份额	12
图表 20 同一款产品不同平台价格对比	12
图表 21 部分社区团购平台的中低端产品	13
图表 22 调味品需求分析	13
图表 23 社零受疫情影响下降	14
图表 24 疫情后消费者信心指数快速下滑	14
图表 25 餐饮受疫情影响下降明显	14
图表 26 规模以上餐饮企业恢复优于整体市场恢复	14
图表 27 各企业应对社区团购的方法	15
图表 28 社区团购监管、处罚时间线	16
图表 29 中炬高新财务预测表	18
图表 30 海天味业财务预测表	19
图表 31 千禾味业财务预测表	20
图表 32 可比公司估值对比	21

引言

市场普遍认为调味品是具备抗周期属性的稳健板块，但自去年疫情以来，整个调味品板块不论是业绩还是股价均出现不小的波动，市场对调味品行业的看法也出现了较大的分歧。站在上半年结束的时间点上，基本也是调味品市场预期最低位，行业 Q2 同时面临高基数、高库存、原材料价格高位、竞争加剧、社区团购渠道影响和市场需求不佳等多重难题；下半年行业面临的各种问题是否能得到改善、行业是否真正处于拐点是大家近期最为关心的问题。

影响行业变化的因素是多方面的，本篇文章核心着眼于渠道端，分析近期热度极高的社区团购渠道对调味品的影响，探讨在社区团购火热发展过程中调味品行业发生了哪些变化，以及作为品牌方是否能够在渠道中实现破局。

1. 什么是社区团购：依托社区的零售新业态

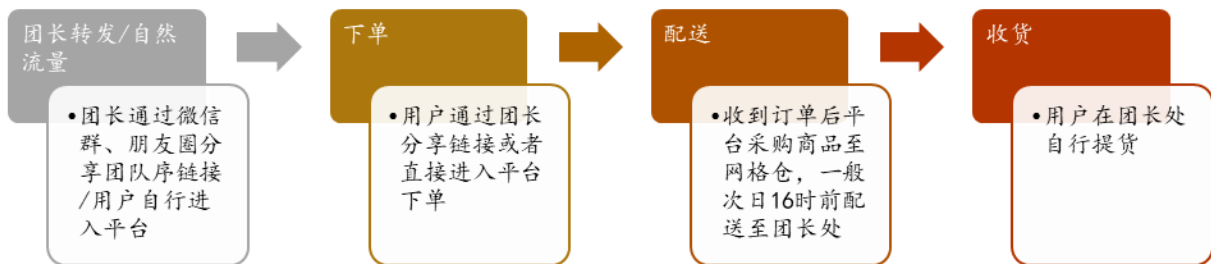
社区团购兴起于 2015 年，爆发于 2020 年，是以社区为核心，消费者通过团长推荐或自行在电商 APP/小程序下单，次日在团长处自提的一种新型电商模式，形成“预售+次日达+自提”的销售闭环。相较于传统零售和线上平台购物，社区团购具备便宜、预售和本地化的特点。

便宜：社区团购兴起于低线城市，以团购更划算为吸引点，售卖的多为日常生鲜类产品，平台前期为纳新补贴力度较大，因此形成了社区团购更便宜的消费者认知，消费者也会因为便宜接受次日达。

预售：下单和收货 T+1 的业务模式是典型的预售，只是社区团购的预售周期更短，产品品类更加集中。预售的属性给了平台方更多的备货时间，中间的时间差也使得平台方能够不断优化供应链体系。

本地化：社区团购的发展离不开团长这一职位的开发，团长既能成为平台有效的前置仓，也能在熟人社区不断进行平台宣传和提供信任背书。

图表 1 社区团购业务流程



资料来源：百度百科、华西证券研究所

图表 2 有代表性的社区团购平台



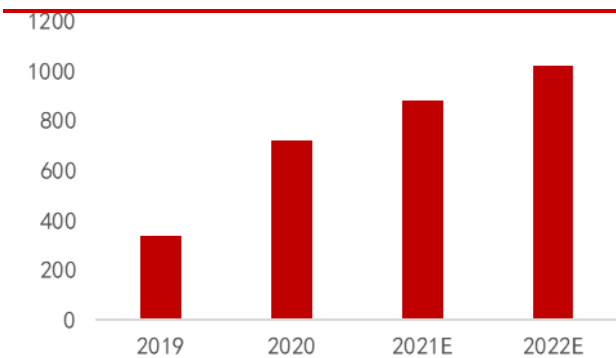
资料来源：华西证券研究所

2. 社区团购成为调味品行业不得不重视的变化

从业务模式来看，社区团购是本地生活 O2O 的升级模式，但即使在 O2O 快速发展的阶段，品牌商、经销商和消费者都没有感受到其对调味品行业过大的冲击和影响。另一方面，在线上购物快速发展和普及率不断提升的过程中，我们也基本可以认为电商渠道对调味品而言更多是渠道补充，对调味品原有的渠道结构和经销体系并不会产生太大的影响。但在社区团购兴起之后，全行业感受到了冲击，原有相对稳固的调味品销售体系受到了较为直接的影响。

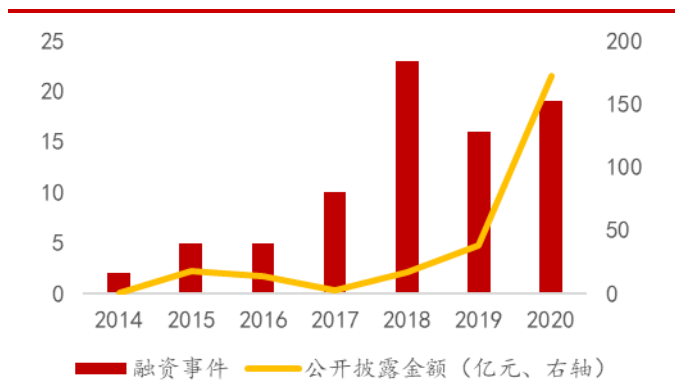
我们认为一方面因为社区团购快速成长，渠道重要性快速提升，2020 年市场规模达到 720 亿元，相较于 2019 年规模翻倍，预计未来 2-3 年仍将维持高速增长；另一方面对于调味品品类而言，社区团购既冲击了传统渠道又抓住了消费者，并且撼动了调味品的价格体系，进而对调味品行业的影响到了不可忽视的程度。

图表 3 社区团购市场规模快速增长（亿元）



资料来源：艾媒咨询、华西证券研究所

图表 4 社区团购融资情况



资料来源：企查查、华西证券研究所

1) 以解决一日三餐为主要诉求的厨房类产品是社区团购平台的核心品类，相应的调味料在社区团购平台的重要性更高，平台主动发力冲击了调味品传统渠道。

社区团购最初出现是为了解决家庭买菜的需求，因为可以买到便宜、质量还不错的生鲜类产品而不断吸引消费者，生鲜类产品一直是各大社区团购平台最大而且必有

的品类。平台在做品类扩张时率先选择的是与生鲜类消费场景以及消费人群相类似的品类，因此调味品自然成为匹配度最高、甚至是引流的核心品类，也是平台最为重视的标准化品类。我们以社区团购发展最为迅猛的长沙为例，分析了几大社区团购平台中细分品类的数量和占比后，可以发现在美团优选、多多买菜、橙心优选三大平台中，粮油调味类产品占比仅次于生鲜类产品，是平台的第二大品类，SKU占比超过10%；而发展较为成熟的兴盛优选，产品品类较为丰富，粮油调味类产品占比5%，但仍然是重要的细分品类。我们初步判断在社区团购平台发展初期粮油调味类产品的重要性较高，是最重要的标品，而随着平台不断成熟，供应的品类也会更加多元化，粮油调味料类产品占比将会下降，但重要性依旧很高。

社区团购快速发展，同时平台又十分重视调味品的采买和销售，相应的社区团购也成为调味品增长最快的细分赛道。调味品行业的增量毕竟有限，增量需求远不能满足社区团购的蓬勃发展，自然就会影响到其他渠道，使得调味品的传统渠道体系受到冲击。而对于电商和O2O渠道而言，调味品在渠道的重要性相对排后，渠道发展过程中平台方并未主动介入调味品品类，更多的是品牌方和经销商主动拥抱，大家应对渠道变化也更加得心应手。当新渠道的发展冲击到了原有渠道的供需结构，渠道冲击开始出现。

图表5 粮油调味类产品是社区团购平台的核心品类

美团优选		多多买菜		橙心优选		兴盛优选	
品类	SKU数量	品类	SKU数量	品类	SKU数量	品类	SKU数量
蔬菜	115	蔬菜	62	蔬菜	70	蔬菜	123
水果	103	水果	70	水果	95	水果	117
肉禽蛋	104	蛋	5	肉禽蛋	110	肉禽蛋	151
海鲜水产	64	粮油调味	94	海鲜水产	38	水产豆腐	87
粮油调味	156	酒水乳饮	77	粮油调味	192	粮油调味	87
休闲零食	125	零食	98	乳品烘焙	92	休闲零食	139
酒水饮料	116	个护	35	速食冻品	82	酒水乳饮	123
速食冻品	89	百货	30	酒饮冲调	117	烘焙	18
乳饮冲调	3			休闲零食	121	农副产品	54
纸品清洁	130			面包蛋糕	5	餐食料理	58
个护美妆	73			母婴玩具	10	冲饮保健	28
家纺服饰	3			医疗健康	1	纸品	25
花卉绿植	3			日用百货	170	美妆	23
日用百货	81			个护清洁	136	家具家装	46
宠物生活	1			美妆护肤	18	个护日化	74
数码家电	3			鲜花宠物	3	厨卫清洁	90
母婴玩具	3			数码家电	24	服饰家纺	93
						母婴文体	49
						绿植花卉	19
						家电数码	86
生鲜占比	32.94%	生鲜占比	29.09%	生鲜占比	24.38%	生鲜占比	32.08%
粮油调味占比	13.31%	粮油调味占比	19.96%	粮油调味占比	14.95%	粮油调味占比	5.84%
合计	1172	合计	471	合计	1284	合计	1490

资料来源：各平台官网、华西证券研究所

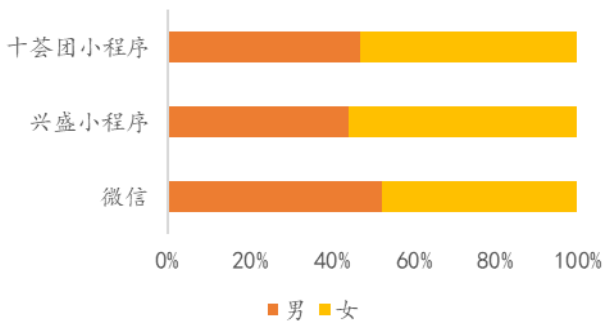
2) 社区团购的目标群体与调味品实际购买使用人群重合度极高，抓住了核心消费者。

社区团购兴起于二、三线城市，从消费者画像来看，核心消费人群集中在低线城市，以25-35岁的女性为主，这部分人也是生鲜和厨房用品的核心采购人群，社区团购满足了他们便捷+便宜的诉求，此外他们也是商超、流通渠道的核心消费人群。

商超景气度持续下降，2020年以来各大商超上市公司的收入逐季下滑，2020年全行业下跌超过10%，2021年情况未见好转，多数企业Q1销售额同比下降两位数以上，并且爆发了关店潮，2021年沃尔玛在国内已经关了9家门店。商超渠道经营压力持续加大。

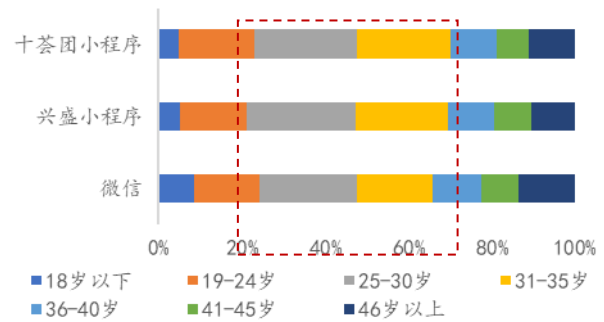
消费者的重合一定程度上使得社区团购对传统渠道消费者进行了抢夺，再叠加商超等传统渠道的不景气，愈发显现出社区团购渠道对传统渠道的影响。

图表 6 社区团购用户女性占比更高



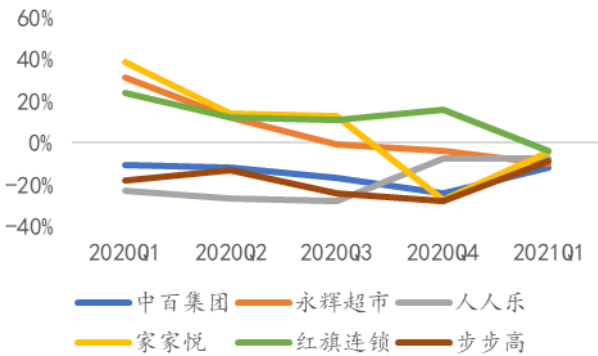
资料来源: QuestMobile、华西证券研究所

图表 7 社区团购用户中 25-35 岁占比更高



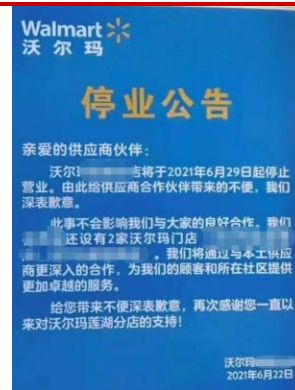
资料来源: QuestMobile、华西证券研究所

图表 8 商超收入持续下降



资料来源: wind、华西证券研究所

图表 9 商超爆发“关店潮”



资料来源: 百度图片、华西证券研究所

3) 社区团购平台打破了调味品行业的供应链系统，影响了行业的价格体系。

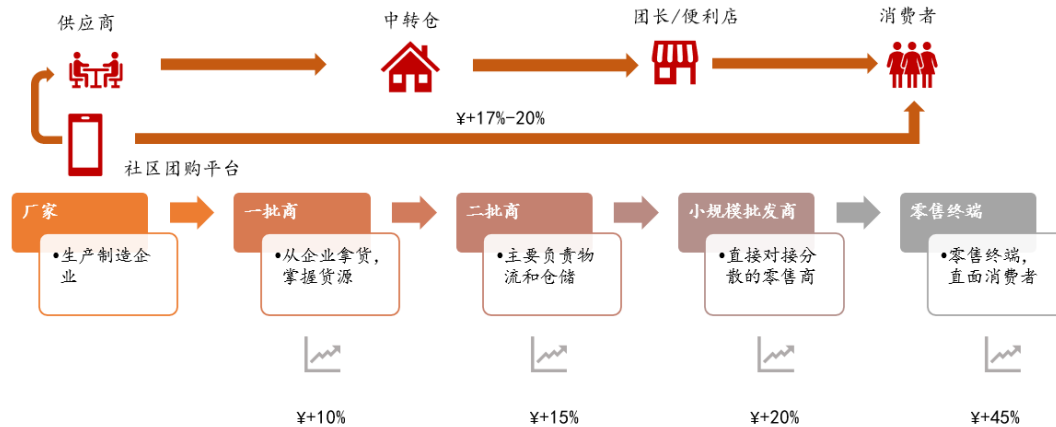
社区团购与传统流通体系最大的冲突点在于其对供应链系统的冲击。传统经销体系下，一般是二到三级的经销体系，产品从出厂到消费者手中一般经历一批、二批、三批（可能没有）和终端多个环节，每个环节的加价率逐步提升，供应链各个环节均有利可图，而且利润率相对稳定可观。但就社区团购平台而言，零售价较传统渠道便宜 20%以上，打破了原来的加价体系。另一方面，社区团购采购的渠道较为多样化，不局限于一批商、二批商，甚至不一定通过经销商拿货，这样更加使得市场价格体系混乱，原有的加价机制被破坏，影响了整个行业的价格体系。而社区团购平台销售量，回款周期快，但市场比价被压价，部分经销商参与之后盈利能力反而受影响，行业整体盈利能力受影响。

图表 10 社区团购平台价格更为优惠

	美团优选	多多买菜	橙心优选	兴盛优选	超市零售价
海天味极鲜 750ml	9.99	9.99	21.89 (1.9L)	-	11.8
李锦记薄盐生抽 500ml	6.99	6.49	-	13.8 (500ml X 2)	10
海天上等蚝油 700g	5.9	8.89 (520g X 2)	5	-	9
恒顺镇江香醋 500ml	4.99	4.99	4.5	-	10

资料来源: 各平台官网、华西证券研究所

图表 11 社区团购和传统流通业务模式对比



资料来源：亿欧智库、华西证券研究所

因此综合来看，社区团购的快速奔跑，对于参与其中的调味品而言，冲击了行业相对稳固的渠道体系，影响了行业的价盘，分散了消费者的注意力，对行业的影响到了各个环节的从业人员不得不重视的程度。

3. 社区团购中的调味品：优选+高性价比

社区团购本身是购物平台，但因其“预售+次日达+自提”的属性具备差异化，我们分析了几家社区团购平台的调味品产品分布，总结了社区团购平台到底在卖哪些调味品，从几个维度来解答困惑：社区团购中有哪些调味品品类？社区团购的调味品是不是真的便宜？社区团购中的产品跟线下有没有区别？有没有新的品牌可能在社区团购平台中出现？

1) 社区团购平台中有哪些调味品品类？

各类产品都有，以基础调味品为主

我们选择了多多买菜、美团优选、橙心优选和兴盛优选四家社区团购平台来对比分析。从覆盖的调味品产品品类上来看，正如各大平台的名字一样，产品更多是“优选”，平台中并非所有的调味品品类都有，但酱油、食醋、蚝油、料酒和食用油等基础调味品基本都有，各个平台的复合调味品产品较少，有的话也仅仅只有一两款产品。因此可以看到社区团购平台更多以偏刚需的基础调味品为主，价格偏高的复合调味品等仍然较少，因此初步判断社区团购对基础调味品的影响远大于复合调味品。

图表 12 社区团购平台调味品品类分析

	美团优选	多多买菜	橙心优选	兴盛优选
盐	√	√	√	√
酱油	√	√	√	√
食醋	√	√	√	√
蚝油	√	√	√	√
食用油	√	√	√	√
火锅底料	√	√	×	×
复合调味料	×	×	√	√

资料来源：各平台官网、华西证券研究所

2) 社区团购的调味品是不是真的便宜?

确实比较便宜，而且有些十分便宜

我们从价格端分析了社区团购平台中调味品的情况，通过对比分析，基本可以得出社区团购平台价格更低的结论。在可比口径下，社区团购平台的产品明显低于线下零售渠道，以 750ml 的海天味极鲜为例，社区团购平台的价格基本在 10 元左右，而线下商超的成交价格多在 12 元左右。另一方面，社区团购平台中甚至有低至 5 元以下的酱油产品，产品多为中小品牌的产品，拉低品类平均价格。

图表 13 同款产品不同平台价格对比

地区	平台	价格(元)	产品(750ml 味极鲜)
北京	美团优选	9.9	
上海	美团优选	9.99	
上海	橙心优选	9.99	
重庆	多多买卖	9.99	
成都	美团优选	7.99	
南昌	美团优选	10.9	
台州	美团优选	9.99	
上海	某家乐福	11.9	

资料来源：各平台官网、华西证券研究所

图表 14 部分在社区团购出现的低价产品



资料来源：各平台官网、华西证券研究所

3) 社区团购平台中的产品跟线下有没有区别?

有区别，社区团购更加鱼龙混杂

对比了几大社区团购平台中的调味品产品，我们发现社区团购平台中的调味品产品与商超、农贸市场等渠道的产品仍有较大的区别。从商超来看，因为商超渠道进场需要进场费、条码费等基础费用，并且商超会有一些的销售扣点，因此进入商超渠道的多为营销费用充足的头部品牌以及进行新品和品牌推广的腰部品牌，品牌数量较多，但多数为具备一定知名度的品牌。从流通渠道来看，品牌知名度并非唯一的产品选择标准，消费者口碑好、周转率快、利润空间大等也是流通渠道商家选择产品的重要标准，因此产品和品牌并不齐全，但价格更加的亲民，整体仍以具备一定品牌知名度的产品为主。

图表 15 各大平台调味品分析

	商超	流通	社区团购
品牌	以头部和腰部品牌为主	以高性价比品牌为主，各类都有	优选品牌，单个平台一般 3-5 个品牌
产品种类	各类调味品都有	各类调味品都有	基础调味品为主，复调较少
价格区间	各个价格带	中低档产品为主	中低档产品为主，偏低档
折扣力度	部分产品有折扣	折扣较少	折扣力度较大

资料来源：华西证券研究所

聚焦到社区团购平台，社区团购为品牌和产品优选，不论是品牌还是产品种类都更加多元。从购买体验来看，产品的展示是以销量和推荐程度为标准排序，购买体验感一般，如果想具体找到某个特定单品，通过搜索按钮更为快捷。从产品品牌分布来看，以酱油为例，上架品牌一般控制在 5 个以内，海天基本是所有平台的共有品牌，部分平台有厨邦、加加等品牌，其余的会出现长康、东古等地方品牌。从价格来看，酱油产品价格多在 10 元以下，部分产品低至 5 元以下，而容量多数是 1L 以上的大容量，如果计算平均价格，普遍低于传统线下渠道。

图表 16 各平台酱油品牌汇总

区域	平台	品牌	区域	平台	品牌	区域	平台	品牌	
北京	美团优选	海天	重庆	美团优选	海天	南昌	美团优选	海天	
		厨邦			千禾			厨邦	
		东古			伊例家			李锦记	
		李锦记			海天			长康	
	多多买菜	海天		多多买菜	千禾		海天	橙心优选	海天
		千禾			晒油		加加		
		厨邦			闽州		厨邦		
	橙心优选	海天		橙心优选	海天		海天	橙心优选	李锦记
		东古			李锦记		王致和		
		厨邦			千禾		欣和		
		李锦记			东古		晒油		
		味事达			加加		长康		

资料来源：各平台官网、华西证券研究所

参考草根调研，我们了解到部分品牌会定制更适宜在社区团购平台销售的产品，从品名、规格等维度与公司主销产品进行区分，但就平台方而言，他们反倒会更加倾向于售卖大品牌的流量型产品。我们具体分析了社区团购中的酱油产品，平台中确实会有线下较为少见的海天鲜味生抽等产品，但同样也会有 550ml/1.9L 的海天金标生抽。从价格层面来看，同样的产品，社区团购平台的价格远低于线下流通和商超的价格，因此不论最终社区团购的产品价格能否恢复至合理区间，短期内社区团购平台对调味品企业价格体系的影响仍然是各品牌需要解决的困境。综合来看，社区团购平台中的调味品产品与线下渠道产品会有一些的重合，但社区团购平台调味品更为多元化，价格容纳区间也更大。

4) 有没有新的品牌可能在社区团购平台中出现？

基本不会，但可能会带来现有品牌格局的变化

我们纵观几大社区团购平台的调味品品牌，可以发现海天仍然是当之无愧的数量和流量之王，龙头地位并没有因为渠道的变化而受到撼动，其他产品大部分仍以消费者耳熟能详的品牌为主，李锦记出现的频率仅次于海天，厨邦、加加等也有出现。除过这些品牌之外，确实有部分产品是日常不太常见的品牌，但不可否认，这些产品多数从包装到功能都偏低端，核心的氨基酸态氮含量偏低，这类产品区隔出了追求极致性价比的部分消费者，但很难成为消费主流。另一方面，从产能维度来看，除金龙鱼、千禾等这些快速发展的腰部品牌外，尾部的品牌并未有大规模的产能建设，产能并不能支撑规模提升。

从竞争格局来看，虽然社区团购中仍是主流品牌竞争，但不同品牌的应对策略可能会使得社区团购中品牌结构与传统渠道不同，进而使得现有品牌格局出现变化。

图表 17 近两年热度较高的酱油品牌

序号	品牌	产品	上市时间	主打特色	价格	规模相关	产品2
1	太太乐	原味鲜	2019年	强调0添加，三重鲜，请了刘诗诗做代言	15.9/450ML	2018年太太乐销售额突破50亿元，并提出到2023年做到100亿元规模，实现业绩翻倍，主要还是依赖鸡精类产品，预计酱油规模占比很低	
2	丸庄	黑豆酱油	2019年	高端黑豆酱油	19.9/480ML	江苏泰州基地总产能16万吨，预计5年内达成（不排除提前达产），届时销售总额将达18亿元，利税达1亿元，首批3万吨“丸庄酱油”已于2019年6月上市	
3	大王	黑豆醇酱油	2020年	主打“纯粮精酿，酱香浓郁”	22.9/500ML	年产可达10万吨以上	
4	加加	减盐酱油	2019年	减盐健康	11.4/500ML	公司调味品产能合计24.4万吨	
5	老恒和	恒和太油	2018年	高端	150/150ML	2019年酱油产品增加31.1%至1.96亿元	
6	六月鲜	轻酱油	2020年	减盐健康	21.9/500ML		
7	好记	有机鲜酱油	2020年9月	主打木桶酿造酱油技法，请了张嘉译做代言	19.9/590ML	公司基地内有2500个酱油发酵木桶，单个酱油发酵木桶容量为23吨，合计产能5.75万吨，截止到2020年9月30号，已发货1467.87吨，销售额2194.18万元，预收货款5700万元	

资料来源：各平台官网、华西证券研究所

因此，综合来看社区团购平台中调味品核心在于便宜，而产品种类是平台挑选后的展示，并不十分齐全，以主流品牌为主，但仍有部分小品牌，较为多元化。

4. 社区团购对上市公司有何影响？

我们进一步将社区团购行业变化聚焦到上市公司层面，分析社区团购的快速发展短中长期对上市公司有什么影响？

影响市场份额和竞争格局：参考商超渠道数据来看，自 2020Q4 以来商超增长明显疲软，部分月份甚至出现了增速下降，商超渠道调味品消费明显疲软，社区团购分流是重要原因。从份额来看，海天作为龙头，渠道收入占比不降反增，而 6 大品牌之外的中小品牌占比有所下降。商超流量下降使得中小品牌感受到了更大的竞争和销售压力，形成了挤压，而转身投入社区团购怀抱不失为一种自救的方式。我们在上文提到，社区团购平台中的品牌多以现有品牌为主，但仍有部分区域品牌参与竞争。不过因为现有品牌对社区团购的态度不一，尽管短期难以有新的品牌崛起，但仍然会对市场格局带来一定的影响，可能会使得品牌方投入更多的费用，提升费用率。

具体来看，不可否认社区团购是目前调味品细分渠道中增长最快的，现阶段会将其他渠道的消费力进行一定的分流，特别对传统农贸、商超等渠道影响更为明显，一

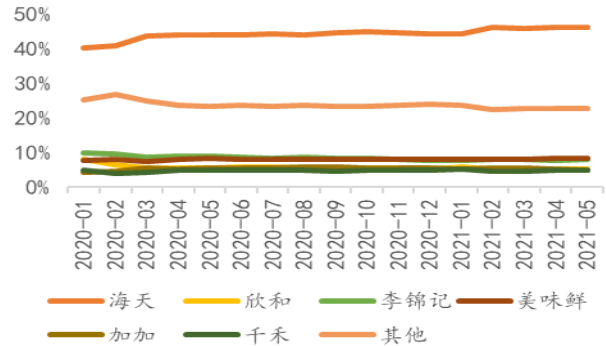
方面在社区团购平台中发展较好的品牌整体增速会更快，而部分在社区团购平台发展过程中应对一般的企业，既没能获取增量，传统渠道的增长又受到影响，因此业绩增速短期表现一般，份额很可能会受到有一定的影响。

图表 18 调味品商超销售额持续下滑



资料来源: nielsen、华西证券研究所

图表 19 调味品商超渠道市场份额



资料来源: nielsen、华西证券研究所

从费用投放的角度去看，各品牌既要加大费用应对传统渠道消费力下降，又要在社区团购进行适当的费用投放获取曝光，再考虑去年同期因为疫情费用率整体偏低，因此短期费用端会面临一定的压力，即使不考虑基数影响，整体费用率大概率也将上升。

影响市场布局的节奏：社区团购与传统零售和 O2O 相比，自低线城市兴起，打破了供货的区域限制，可以帮助品牌更快地实现市场渗透。在此背景下，社区团购平台的快速发展可能会对品牌的区域布局节奏有所影响，影响渠道下沉进程。

影响价格体系：社区团购以低价、便宜为卖点，必然需要找到更低价的货源，产品出厂到终端的加价率低于传统渠道，会对原有的加价体系产生一定的影响；而且整体产品更低端，短期内拉低行业整体产品均价。

压缩经销商利润空间，影响原有加价体系：强大的经销网络、健全的分销体系是消费品品牌的核心竞争力，产品从出厂开始逐级加价到达消费者手中，不同层级的经销商扮演着不同的角色，但均有一定的盈利空间。社区团购目前还没有既定的采购渠道，主要通过经销商拿货，目前仍处于渠道议价能力更强的时间周期，社区团购的低价压缩了经销商的利润空间，参与者选择“以量换利”，对原有价格体系带来冲击。以酱油为例，某款出厂价 15 元的大容量酱油，公司管控的流通和 KA 最低价分别为 19 元和 22 元，这样各环节均能获得较为满意的利润空间，而社区团购平台定价多为 18、19 元，靠近底价甚至低于底价，这样的话部分环节经销商利润空间缩小，甚至难以参与，打破原有的经销体系。更为严重的情况下，可能会出现产品窜货的风险，为满足市场需求，跨区域销售，对于公司销售管理和价格管控带来更大的难度。

图表 20 同一款产品不同平台价格对比

某品牌某款大容量酱油	
出厂价	15 元
公司管控的 KA 最低价	22 元
公司管控的流通最低价	19 元
上海-多多买菜	18.9 元
重庆-美团优选	18.8 元
成都-橙心优选	19.99 元
台州-橙心优选	19.9 元

资料来源: 各平台官网、华西证券研究所

产品更低端，短期内拉低整体均价：社区团购平台中的酱油产品中不乏氨基酸态氮含量仅为 0.4/0.5 的产品，而现在多数厂家已经可以生产氨基酸态氮含量 0.8 以上的特级酱油。其中中坝、龙牌、虬川河等中小品牌在社区团购平台中的主推产品氨基酸态氮含量都在 0.4g/100ml 以下，低端产品的快速增长对于行业的产品结构将带来直接的影响，而且并不符合行业结构升级的核心逻辑。

图表 21 部分社区团购平台的中低端产品

品牌	产品	氨基酸态氮含量 (g/100ml)	酱油标准
龙牌	龙牌酱油	0.4	
虬川河	金标生抽	0.01	
禾上农	味极鲜	0.4	
味际美	鲜味生抽	0.012	
中坝	鲜味生抽	0.4	

资料来源：各平台官网、华西证券研究所

行业稳健增长、结构升级的逻辑重塑：调味品一直以来深受资本市场青睐，核心在于稳健增长和结构升级逻辑的持续演绎，行业龙头海天长期以来维持稳健的业绩增长，同时随着中炬、千禾等公司体量的不断增加，也进一步提升了行业的竞争壁垒。但社区团购的爆发，一方面使得整体消费出现了一定的降级，给了低价产品生存空间，使得行业结构升级的进程短期受到影响；另一方面，以往市场需求、销售渠道不断变化的过程中，海天、中炬等上市公司基本都能从容应对，但此次社区团购冲击过程中，各企业前期应对的都较为一般，社区团购从野蛮生长到初具规模过程中，调味品企业均一定程度上受到影响，叠加疫情前后需求的波动，行业增长的稳健性受到影响，单二季度行业增速可能降到历史低位。因此，社区团购对调味品而言不仅仅是渠道的变革，长期市场担忧对其稳健增长、结构升级的逻辑产生影响，带来估值重塑。

5. 调味品需求逐步回暖，推动供给结构调整

今年以来调味品行业疲软，归因时普遍都会提到社区团购平台的影响，但在我们看来社区团购本质是渠道的多元化，并不能归因为需求疲软的核心因素。我们认为调味品市场需求疲软主要是在消费力和消费信心不足的情况下，C 端和 B 端消费一定程度上出现了降级和被分流，而叠加各企业的供给并未减少，使得行业整体库存偏高，对于各企业而言显得更加艰难。

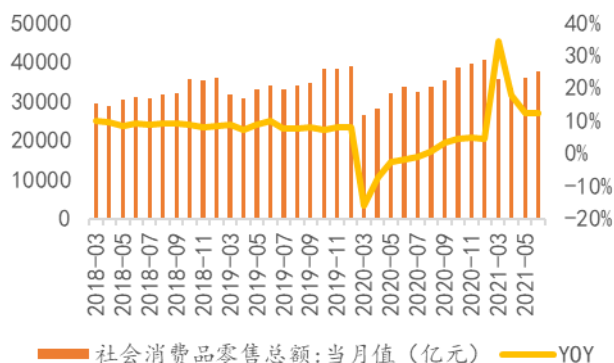
图表 22 调味品需求分析

调味品需求	消费力和消费信心下降	
	C端需求	B端需求
	外出就餐频次增加，居家做饭需求降低 家庭库存偏高、大容量产品偏多 消费降低：收入+社区团购	复调、方便食品分流
		消费力还未完全恢复至疫情前水平 中小餐饮恢复较慢 复调分流

资料来源：华西证券研究所

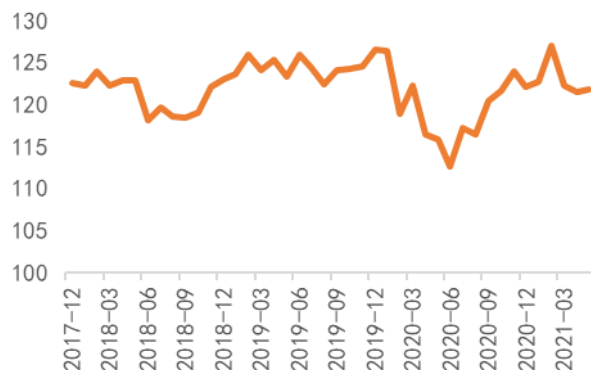
疫情影响收入进而影响消费力：突然爆发的疫情对众多行业产生影响，对居民收入和消费信心产生较大影响，2020年我国居民人均可支配收入32189元，扣除价格因素实际仅增长2.1%，远低于往年的平均增速；消费者信心指数也出现了明显的下降，影响了消费意愿。2021年以来，年初疫情反复等因素使得整体消费力恢复不达预期。

图表 23 社零受疫情影响下降



资料来源：艾媒咨询、华西证券研究所

图表 24 疫情后消费者信心指数快速下滑

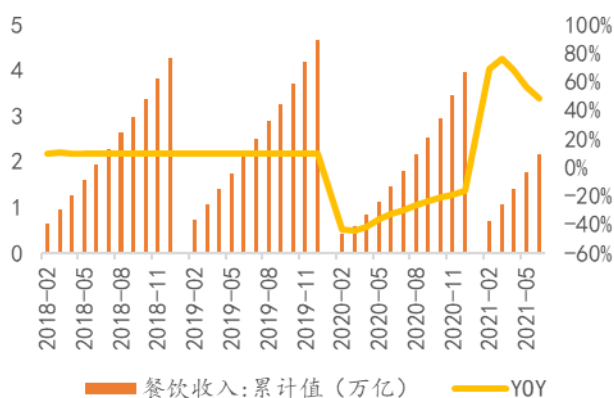


资料来源：QuestMobile、华西证券研究所

2) C端调味品消费受多重因素压制：①内部消费结构的变化，即餐饮的恢复分流了家庭端消费的需求；②家庭库存偏高，仍需一部分时间消化，并且疫情以来多家企业主推了1.5L以上的大包装产品，这也进一步使得库存消化周期延长；③社区团购平台的兴起使得低价产品再次进入消费者视野，带动消费均价下降；④复合调味料、预制菜以及方便食品的快速发展和一定程度上均抑制了基础调味品的用量，影响了需求。

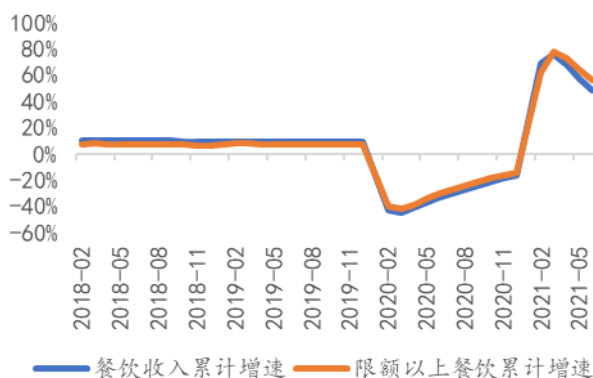
3) B端需求还未完全恢复：①餐饮消费恢复较慢，需求一般；②中小餐饮恢复更慢，需求不足；③复合调味料以及预制菜快速发展和一定程度上抑制了基础调味品的用量，影响了需求。

图表 25 餐饮受疫情影响下降明显



资料来源：wind、华西证券研究所

图表 26 规模以上餐饮企业恢复优于整体市场恢复



资料来源：wind、华西证券研究所

站在上半年结束的时间点上，疫情已基本得到控制，我们认为终端需求正在逐步恢复，压制需求的因素逐步消除。①居民消费信心环比逐月提升；②餐饮基本恢复到19年同期水平，同比增速仍然较高；③家庭和终端库存逐渐消化，需求恢复常态化。

需求回暖，推动供给结构调整：2020年受疫情影响，餐饮消费受阻，居民消费意愿下降，进而使得调味品需求有所下降，2020年酱油产能仅同比增长3%。2020年需求下降也使得行业内各企业短期经营面临较大压力，对中小企业影响更甚，为尽量避免产能利用率下降和经营效益下滑，中小企业也在积极谋求出路。对于其中以B端餐

饮为核心渠道的中小调味品企业而言，2020 年餐饮需求的大规模下滑使得企业面临困境，其中部分企业选择转做 C 端消费者渠道，但这些企业缺乏前期的品牌和渠道沉淀，而社区团购平台正好补足了这一短板，品牌方提供高性价比的产品，平台方提供销售渠道，实现双方合作共赢。另一方面，面对社区团购快速发展的历史机遇，部分企业想顺应发展趋势，参与社区团购中调味品行业的竞争，但苦于自己没有产能，而行业中因疫情而闲置的产能成为他们的选择，这也给了在疫情中产能利用率不高的调味品企业以业务来源。而想进军社区团购中调味品赛道的企业也多是想以高性价比产品与头部企业错位竞争，因此这部分产品也多是以低价、高性价比产品为主。但是随着市场需求不断回暖，特别是餐饮需求的增长，之前转做 C 端以及承接部分代加工业务的中小企业有望重新回归到自有品牌、自有渠道的生产销售，争取更高的盈利空间，相应的也调整了行业的供给结构，既缓解了 C 端市场的竞争压力，又推动调味品消费回归理性。

6. 积极应对+努力破局，变化中成长

调味品行业的发展并非一帆风顺，行业成长过程中也受到过政策变化、新兴渠道和新品类的冲击，但最终行业均实现破局，迎来新一轮的成长。各企业正在积极应对，加速破局。结合行业现状和各企业的应对举措，我们做出以下判断：

1) 品牌方积极应对，直面行业变化

社区团购合作的货源供应方十分多元，并不限于一批、二批，社区团购的产品多是从经销链路中拿货，并非跟企业合作；而若是直接由企业统筹配送，社区团购平台众多，企业难以与各个平台一一合作，因此早期品牌方对于社区团购多持观望态度，不支持不反对。

疫情的突然爆发无疑是给社区团购添了一把火，加上互联网巨头和资本的助力，社区团购迎来飞速发展，开始对线下零售渠道带来不可忽视的冲击，不同企业对于社区团购的态度也有了相应的变化。各家企业普遍有几种应对之策：

- ① 选定合适的或特定产品积极合作，从企业端梳理价格体系，企业和平台直接合作，经销商负责送货，确保经销商仍旧有利可图；
- ② 将权力下放至区域，由区域负责人自行进行市场管控；
- ③ 公司直接管控，对于流窜到社区团购平台的产品进行严格的溯源和管控，对涉及到的经销商和销售人员进行严厉的处罚。

发展至今，各大调味品企业都已经或多或少参与到社区团购的发展中来，以积极拥抱+有效管控的理念适应渠道的变化，直面社区团购的冲击。后续随着社区团购的不断规范和企业的持续探索，社区团购有望成为调味品重要的销售渠道，而不仅仅是影响其发展的不确定因素。

图表 27 各企业应对社区团购的方法

	对社区团购的应对方法	社区团购产品
海天	投入成本开展专门的活动、设计针对性的产品、由指定经销商进行供货、设立价格限制。由谨慎观望到理性支持。	社区团购平台第一大调味品品牌，各大平台均有海天产品在售，在部分平台销售额占比超过 40%。产品分两类，一类是主流爆款产品，如金标生抽、味极鲜，现阶段价格仍低于流通和商超渠道；一类是低端产品（氨基酸态氮含量低于 0.5g/100ml），价格更低。
中炬	积极拥抱+有效管控，成立电商出口部负责社区团购相关业务。指定经销商、指定平台、指定产品合作，管控价格，借助数字化手段严查窜货。	多个社区团购平台均有厨邦产品在售，但单个平台产品数量不多。较少见到核心产品特级生抽，各个平台多为鲜味生抽（0.5g/100ml）。

千禾	积极拥抱，划归电商部负责。直接合作+指定经销商合作。	仅部分区域（西南+华东）社区团购平台有千禾产品在售。西南地区社区团购平台千禾产品较为多元化，但整体来看产品较为杂乱（如同一个平台出现鲜字生抽、特鲜生抽、鲜味生抽和头道金标生抽），零添加产品较少出现。
颐海	目前仍在观望，上半年没怎么做，和经销商合作尝试了一下。	社区团购平台整体复调类产品较少，仅部分区域、部分平台有颐海几款产品，多是线下在售产品，价格更低。
天味	公司无明文规定，将权力下放至省区经理和经销商。部分省区指定经销商、指定产品参与，部分区域经销商自行参与。	整体产品在社区团购平台较少，多是线下在售产品，部分平台进行产品组合销售，价格更低。
榨菜	与兴盛优选直接合作，鼓励经销商自行去做，内部有部门专门管控价格。	整体产品在社区团购平台较少，主推榨菜以外的产品，如萝卜、泡菜。
恒顺	指定经销商、指定产品做，设定最低零售价，低于底价终止平台合作并处罚经销商。	部分平台有产品在售，单个平台产品数量不多，以恒顺香醋和料酒为主，多数是线下在售产品，价格更低。

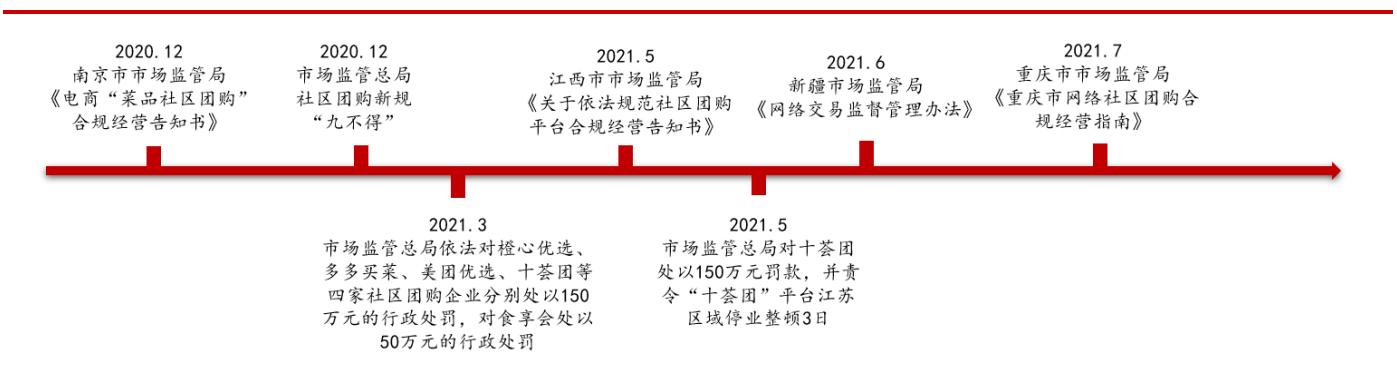
资料来源：华西证券研究所

2) 社区团购逐渐走向规范，长期低价体系难以维系

社区团购是疫情红利下快速发展的新兴渠道，渠道发展正逐渐从野蛮生长走向规范成长，渠道的价格体系也将全面从低价走向市场化，我们认为社区团购的发展长期为调味品销售提供了多元化的渠道选择，但难以改变调味品行业竞争格局，更难以阻挡行业结构升级的趋势。

政策趋严+竞争加剧，加速社区团购洗牌：自去年下半年国家市场监管总局联合商务部召开的规范社区团购秩序行政指导会提出互联网平台企业应严格遵守“九不得”以来，各地也纷纷出台相关政策对社区团购进行监管，主要针对低价倾销、垄断竞争、虚假或混淆宣传等行为进行了明确的限制和监管，社区团购发展不再无法可依。国家市场监管总局也对橙心优选、多多买菜、十荟团等平台因低价倾销、虚假宣传等原因进行了一定程度的处罚，加大市场监管力度。另一方面，社区团购平台的持续发展对其供应链管理、商业模式更新和人员管理等能力提出很高的要求。随着越来越多的企业入局，行业竞争加剧、政策高压监管使得众多企业压力加大，部分平台已在竞争中处于下风，逐渐退出市场，社区团购市场加速洗牌。

图表 28 社区团购监管、处罚时间线



资料来源：国家市场监督管理总局、华西证券研究所

价格体系逐渐规范，优质产品依旧受追捧：随着业务模式的不断清晰，社区团购平台也将更加规范，平台定位和目标消费者也将更加清晰，不再单纯依赖低价吸引消费者，对品牌方的价格体系冲击也将逐渐减小。对于平台方而言，优质的、具备性价比的产品一直是平台的核心竞争力，消费者追求更好、更优的产品诉求不会下降，因此我们认为好产品和强品牌对于社区团购平台仍然具备议价能力，品牌方通过合适的方式与社区团购平台合作，有望实现共赢。

3) 应对渠道变化开始显得从容，有望从困境中走出

我们上文已经提到了各企业有积极拥抱的，有严格管控的，大家已经开始摸清社区团购的玩法和套路。对于希望更大程度地获取下沉市场流量或者想快速提升销量的企业而言，积极拥抱不失为一种有效的策略，而且企业端直接参与，不论自己把控渠道还是将管理权下放至省区经理，公司对于渠道仍有掌控权。而对于线下经销网络发达，消费者粘性高的品牌，严格管控能确保公司业务基本盘的稳定。另一方面，直到现在我们仍可以确定地说，社区团购是现有渠道的补充，并非核心渠道，我们既要正视其对行业带来的冲击，但也不用过分高估新渠道对原有商业体系的影响。对于品牌方而言，此次社区团购的冲击也将使得其应对渠道的变化更加从容，该拥抱的时候积极拥抱，面临变化时也能更加警觉。

推动企业更加重视需求和渠道的变化。调味品是快消品中的慢赛道，消费者需求和注意力变化周期较长，近几年复合调味料的发展才算是调味品行业的一次大变革，但对于基础的酱油、醋等产品的需求依旧较为稳定，同时销售渠道的变化也较慢，传统流通一直是调味品的核心渠道。这一轮社区团购对行业的冲击是快速而猛烈的，20年上半年开始需求激增，20年下半年和21年上半年行业整体经营便受到了不得不重视的影响，这也将推动各企业更加重视需求和渠道的变化，对行业整体效率提升有较为明显的作用，推动调味品行业销售效率向快消品靠近。

4) 渠道变化不影响需求提升，结构升级的进程不会停滞

社区团购中的产品多是高性价比产品，部分是核心产品低价引流，另一部分是低质、低价类产品。我们认为一方面消费是存在分层的，高性价比产品有其目标消费人群，但对于更加认可主流甚至高端产品的消费者，最终消费仍会回归，消费者对于产品品质和优质品牌的追求仍是长期诉求，并且高性价比产品在产品品质和包装等层面确有一定的局限，难以成为主流产品的替代，因此我们认为渠道变化短期可能会对需求有所扰动，但并不会改变消费者长期的选择。同时我们也基本确信社区团购的补贴不会是常态，生鲜产品会因采购环节缩短而具备价格优势，而标品产品品质与价格成正比，当消费水平和消费意愿回归时，消费价格也将回归。

7. 标的推荐

各大调味品上市公司或多或少都已经参与到社区团购的竞争和运作中来，结合渠道变化和企业应对策略，以及上市公司基本面的情况，我们重点推荐估值合理且内外部改革初见成效的**中炬高新**、确定性较高的龙头**海天味业**以及弹性较大开拓空间十足的**千禾味业**。

中炬高新：中炬以商超为核心渠道，社区团购的兴起对传统商超渠道的冲击同样对厨邦有所影响，这也是公司上半年业绩承压的原因之一。但面对社区团购的冲击，厨邦通过定制化产品+严控货源流窜等方式进行的参与和管控，已初见成效。具体到公司整体经营层面，公司内部销售人员薪酬体系调整已落地，将业绩完成率与收入挂钩，股权激励也已提上日程。公司渠道端积极推动餐饮渠道布局，餐批旗舰店战略持续深化，叠加产品组合，餐饮渠道销售持续恢复；区域端加速广东、浙江等优势市场恢复。下半年随着业绩基数压力减小，渠道库存恢复良性，公司有望恢复常态化增长，确保全年业绩稳健增长。长期来看，公司组织基本理顺，大股东定增支持新一轮300万吨产能建设，确保公司长远发展，业绩有望随着行业和公司发展持续增长。

盈利预测：参考最新渠道跟踪，我们调整了公司的盈利预测。我们预计公司21-23年收入分别为58.0/71.1/83.8亿元，同比+13.2%/+22.5%/+17.8%，上次预测为分别同比+20.0%/+15.9%/+13.6%；归母净利润分别为9.4/12.0/15.0亿元，分别同比+5.7%/+27.7%/+24.6%，上次预测分别为同比+10.9%/+23.1%/+21.8%；EPS为1.18/1.51/1.88元，当前股价对应估值分别为31/24/20倍，维持买入评级。

风险提示：原材料价格上涨、新渠道冲击、行业竞争加剧、食品安全。

图表 29 中炬高新财务预测表

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,123	5,802	7,110	8,378	净利润	971	1,022	1,300	1,614
YoY (%)	9.6%	13.2%	22.5%	17.8%	折旧和摊销	154	810	60	60
营业成本	2,994	3,423	4,159	4,868	营运资金变动	-97	-130	-196	-252
营业税金及附加	58	64	78	92	经营活动现金流	1,001	1,619	1,059	1,296
销售费用	566	772	924	1,047	资本开支	-327	-947	-28	-24
管理费用	281	302	356	419	投资	-857	-100	-100	-100
财务费用	13	6	6	-16	投资活动现金流	-1,125	-953	-12	13
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	85	99	121	142	债务募资	560	0	0	0
营业利润	1,169	1,187	1,528	1,898	筹资活动现金流	-407	-14	-14	-14
营业外收支	-39	1	1	1	现金净流量	-531	651	1,032	1,295
利润总额	1,130	1,188	1,529	1,899	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	159	166	229	285	成长能力 (%)				
净利润	971	1,022	1,300	1,614	营业收入增长率	9.6%	13.2%	22.5%	17.8%
归属于母公司净利润	890	940	1,201	1,497	净利润增长率	24.0%	5.7%	27.7%	24.6%
YoY (%)	24.0%	5.7%	27.7%	24.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.12	1.18	1.51	1.88	毛利率	41.6%	41.0%	41.5%	41.9%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	19.0%	17.6%	18.3%	19.3%
货币资金	242	892	1,925	3,220	总资产收益率 ROA	13.4%	11.9%	12.6%	13.1%
预付款项	5	7	8	9	净资产收益率 ROE	19.3%	16.9%	17.8%	18.1%
存货	1,682	1,953	2,350	2,757	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,170	2,328	2,543	2,810	流动比率	2.63	2.95	3.29	3.67

流动资产合计	4,099	5,181	6,825	8,796	速动比率	1.55	1.83	2.15	2.51
长期股权投资	5	5	5	5	现金比率	0.16	0.51	0.93	1.34
固定资产	1,458	1,658	1,708	1,758	资产负债率	25.0%	23.7%	23.0%	21.9%
无形资产	198	188	178	168	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2,560	2,702	2,673	2,641	总资产周转率	0.77	0.74	0.75	0.73
资产合计	6,659	7,883	9,499	11,437	每股指标 (元)				
短期借款	360	360	360	360	每股收益	1.12	1.18	1.51	1.88
应付账款及票据	552	642	806	974	每股净资产	5.79	6.97	8.48	10.36
其他流动负债	645	756	910	1,066	每股经营现金流	1.26	2.03	1.33	1.63
流动负债合计	1,557	1,759	2,076	2,399	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	110	110	110	110	PE	33.00	31.23	24.45	19.62
非流动负债合计	110	110	110	110	PB	11.50	6.93	5.69	4.66
负债合计	1,667	1,869	2,185	2,509					
股本	797	797	797	797					
少数股东权益	376	458	556	674					
股东权益合计	4,992	6,014	7,313	8,928					
负债和股东权益合计	6,659	7,883	9,499	11,437					

资料来源：WIND、华西证券研究所

海天味业：公司作为行业龙头，不仅在规模上具备绝对优势，并且在多个渠道做到行业第一，社区团购快速成长过程中，海天依旧是平台中调味品系列的流量产品，和社区团购中位列第一的品牌，展现了公司面临市场变化强大的应对能力。我们认为海天长期以来铸就的规模、品牌和组织优势短期内很难被超越，公司仍然持续不断地在品类扩张、渠道下沉等方面发力，大概率将是强者恒强，不断强化竞争优势。

盈利预测：维持盈利预测不变，我们预计公司 21-23 年收入分别为 264.8/307.2/356.3 亿元，分别同比+16.2%/+16.0%/+16.0%；归母净利润分别为 75.7/88.9/104.2 亿元，分别同比+18.2%/+17.4%/+17.2%；EPS 分别为 2.34/2.74/3.21 元，当前股价对应估值分别为 63/54/46 倍，维持买入评级。

风险提示：原材料价格上涨、新渠道冲击、行业竞争加剧、食品安全。

图表 30 海天味业财务预测表

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	22,792	26,480	30,717	35,631	净利润	6,409	7,579	8,894	10,426
YoY (%)	15.1%	16.2%	16.0%	16.0%	折旧和摊销	575	20	20	20
营业成本	13,181	15,455	17,724	20,310	营运资金变动	751	1,283	422	1,039
营业税金及附加	211	238	276	321	经营活动现金流	6,950	8,707	9,132	11,319
销售费用	1,366	1,456	1,689	1,924	资本开支	-905	-964	-85	-62
管理费用	361	410	476	552	投资	-1,552	-100	-100	-100
财务费用	-392	-532	-567	-609	投资活动现金流	-1,920	-883	25	11
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	36	185	215	178	债务募资	107	0	0	0
营业利润	7,644	9,023	10,589	12,413	筹资活动现金流	-2,949	-4	-4	-4
营业外收支	-1	-1	-1	-1	现金净流量	2,082	7,819	9,154	11,327
利润总额	7,642	9,022	10,588	12,412	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	1,233	1,444	1,694	1,986	成长能力 (%)				
净利润	6,409	7,579	8,894	10,426	—营业收入增长率	15.1%	16.2%	16.0%	16.0%
归属于母公司净利润	6,403	7,571	8,885	10,416	净利润增长率	19.6%	18.2%	17.4%	17.2%

YoY (%)	19.6%	18.2%	17.4%	17.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.52	1.80	2.11	2.47	毛利率	42.2%	41.6%	42.3%	43.0%
资产负债表 (百万元)					偿债能力 (%)				
货币资金	16,958	24,777	33,931	45,257	净利润率	28.1%	28.6%	29.0%	29.3%
预付款项	16	23	25	28	总资产收益率 ROA	21.7%	19.5%	18.3%	17.2%
存货	2,100	2,431	2,828	3,225	净资产收益率 ROE	31.9%	27.4%	24.3%	22.2%
其他流动资产	5,127	5,312	5,523	5,784	经营效率 (%)				
流动资产合计	24,200	32,543	42,307	54,295	总资产周转率	0.77	0.68	0.63	0.59
长期股权投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
固定资产	3,914	4,904	4,994	5,084	每股收益	1.52	1.80	2.11	2.47
无形资产	385	375	365	355	每股净资产	4.76	6.56	8.67	11.14
非流动资产合计	5,333	6,276	6,338	6,377	每股经营现金流	1.65	2.07	2.17	2.69
资产合计	29,534	38,819	48,645	60,672	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	93	93	93	93	估值分析				
应付账款及票据	1,415	1,731	1,982	2,256	PE	74.41	62.93	53.62	45.74
其他流动负债	7,573	8,963	9,644	10,971	PB	42.10	17.69	13.38	10.41
流动负债合计	9,080	10,787	11,719	13,319					
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	287	287	287	287					
非流动负债合计	287	287	287	287					
负债合计	9,368	11,074	12,006	13,606					
股本	3,240	3,240	3,240	3,240					
少数股东权益	98	105	114	125					
股东权益合计	20,166	27,745	36,639	47,066					
负债和股东权益合计	29,534	38,819	48,645	60,672					

资料来源: WIND、华西证券研究所

千禾味业: 公司积极拥抱线上电商渠道, 公司对于新渠道的态度和应对之策一直都较为积极和有效, 此次社区团购发展也在积极探索和参与。公司以健康调味品为突破口, 与零添加细分品类相互成就, 通过差异化布局培育蓝海市场, 占据高端调味品市场领先地位, 并不断进行价格带扩张, 延伸高鲜和有机系列, 提升消费者覆盖率。随着公司产能加速投产, 有望维持快速增长, 提升行业地位。

盈利预测: 参考公司发展动态, 我们调整了盈利预测。我们预计公司 21-23 年收入分别为 21.5/27.6/34.5 亿元, 分别同比+27.0%/+28.4%/+25.1%, 上次预测 21 和 22 年收入增速分别 28.7%和 25.8%; 归母净利润分别为 2.6/3.7/5.0 亿元, 分别同比+26.3%/+41.8%/+34.5%, 上次预测 21 和 22 年归母净利润增速分别为 31.5%/+33.1%; EPS 分别为 0.33/0.45/0.62 元, 当前股价对应估值分别为 70/50/37 倍, 维持买入评级。

风险提示: 原材料价格上涨、新渠道冲击、行业竞争加剧、食品安全。

图表 31 千禾味业财务预测表

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,693	2,150	2,760	3,454	净利润	206	260	369	496
YoY (%)	25.0%	27.0%	28.4%	25.1%	折旧和摊销	83	35	28	25
营业成本	951	1,258	1,606	2,003	营运资金变动	15	-130	-115	-136
营业税金及附加	16	20	25	32	经营活动现金流	378	154	267	367
销售费用	287	473	577	691	资本开支	-211	-349	-249	-149
管理费用	61	80	97	117	投资	-77	0	0	0

财务费用	-3	-6	-5	-6	投资活动现金流	-279	-338	-235	-132
资产减值损失	-90	0	0	0	股权募资	0	133	0	0
投资收益	9	11	14	17	债务募资	-6	0	0	0
营业利润	262	305	433	582	筹资活动现金流	-68	133	0	0
营业外收支	-5	1	1	1	现金净流量	31	-51	32	235
利润总额	257	306	434	583	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	51	46	65	87	成长能力				
净利润	206	260	369	496	营业收入增长率	25.0%	27.0%	28.4%	25.1%
归属于母公司净利润	206	260	369	496	净利润增长率	3.8%	26.3%	41.8%	34.5%
YoY(%)	3.8%	26.3%	41.8%	34.5%	盈利能力				
每股收益	0.31	0.33	0.45	0.62	毛利率	43.8%	41.5%	41.8%	42.0%
资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	12.2%	12.1%	13.4%	14.3%
货币资金	117	66	98	333	总资产收益率 ROA	9.4%	9.8%	11.9%	13.4%
预付款项	22	31	40	50	净资产收益率 ROE	10.8%	11.3%	13.9%	15.7%
存货	395	517	660	823	偿债能力				
其他流动资产	527	599	642	705	流动比率	4.45	3.89	3.68	3.88
流动资产合计	1,062	1,213	1,440	1,911	速动比率	2.70	2.13	1.89	2.11
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.49	0.21	0.25	0.68
固定资产	827	1,041	1,163	1,238	资产负债率	13.2%	13.6%	14.2%	14.6%
无形资产	105	105	105	105	经营效率				
非流动资产合计	1,124	1,438	1,660	1,785	总资产周转率	0.77	0.81	0.89	0.93
资产合计	2,185	2,651	3,100	3,696	每股指标(元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.31	0.33	0.46	0.62
应付账款及票据	72	103	141	192	每股净资产	2.38	2.87	3.33	3.95
其他流动负债	167	208	251	300	每股经营现金流	0.47	0.19	0.33	0.46
流动负债合计	239	311	392	492	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	49	49	49	49	PE	73.62	70.32	49.59	36.88
非流动负债合计	49	49	49	49	PB	15.73	8.40	7.24	6.10
负债合计	288	360	441	541					
股本	666	799	799	799					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,898	2,291	2,659	3,155					
负债和股东权益合计	2,185	2,651	3,100	3,696					

资料来源: WIND、华西证券研究所

图表 32 可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS		
			TTM	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600872.SH	中炬高新	294	34	31	24	20	1.18	1.51	2.94
603288.SH	海天味业	4,764	71	63	54	46	2.34	2.74	4,764
603027.SH	千禾味业	183	104	70	50	37	0.33	0.45	183
603317.SH	天味食品	191	52	44	33	25	0.57	0.77	191

资料来源: WIND、华西证券研究所

8. 风险提示

原材料成本上涨的风险：各公司营业成本中 8 成是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。各公司原材料以采购为主，价格波动难免会对成本端产生影响。

新渠道冲击：社区团购作为新渠道的代表，对行业发展带来较大冲击，未来不排除有其他新的渠道出现，对行业现有渠道体系形成冲击。

食品安全的风险：调味品企业作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得整个行业存在业绩下滑的风险。各公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，3 年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020 年 9 月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxqz/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。