

调味品跟踪报告：拐点渐进，关注改善

2021.08.02

证券分析师：陈青青 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

核心观点

- 2021H1回顾：高库存、高费用投放、高基数影响下，主要调味品企业收入、利润均承压
 - 疫情影响下终端消费恢复不及预期+渠道库存波动，行业短期需求受到冲击
 - 社区团购分流传统零售渠道+行业竞争加剧+原材料成本大幅波动，板块盈利能力承压
 - 20Q2渠道补库+部分企业费用投放滞后确认，20Q2收入、利润基数均较高
- 行业悲观预期快速释放，板块逐渐出现边际好转迹象，业绩改善有望从21Q3开始逐季兑现
 - 当前板块库存仍然偏高，但动销逐渐好转，部分企业如千禾、中炬库存已逐渐消化完毕
 - 下半年餐饮、零售消费逐步恢复+消费旺季即将来临，调味品消费有望迎来复苏
 - 主要调味品企业布局社区团购+商超渠道流量下滑收窄，社区团购影响边际减弱
 - Q3开始收入、利润基数回归正常，收入、利润增速有望回归正轨并持续到明年至少2季度
- 投资建议：行业最悲观的时候已经过去，建议关注当前估值回落至合理区间且下半年有改善预期的调味品板块。建议关注海天味业、千禾味业、中炬高新、颐海国际、天味食品。

上半年回顾：高基数、高库存、高费用投放下，收入、利润均承压

收入

- **Q2收入高基数**：2020Q2受疫情影响，C端囤货意愿强，渠道补库存
- **渠道高库存**：20年底厂家为完成年度业绩选择压货，21Q1疫情仍有扰动，疫情加重预期下渠道主动备货进一步推高库存
- **新兴渠道冲击下库存消化低于预期**：社区团购、生鲜店分流商超渠道，商超、部分流通渠道客流下滑明显，库存下滑低于预期。
- **终端消费疲软**：消费者今年囤货意愿减弱，同时消费意愿下降。

成本

- **成本上涨且头部厂家不提价压缩毛利空间**：大豆、包材等原材料上半年大幅波动，龙头海天宣布不提价导致其他厂家毛利率出现波动。

费用

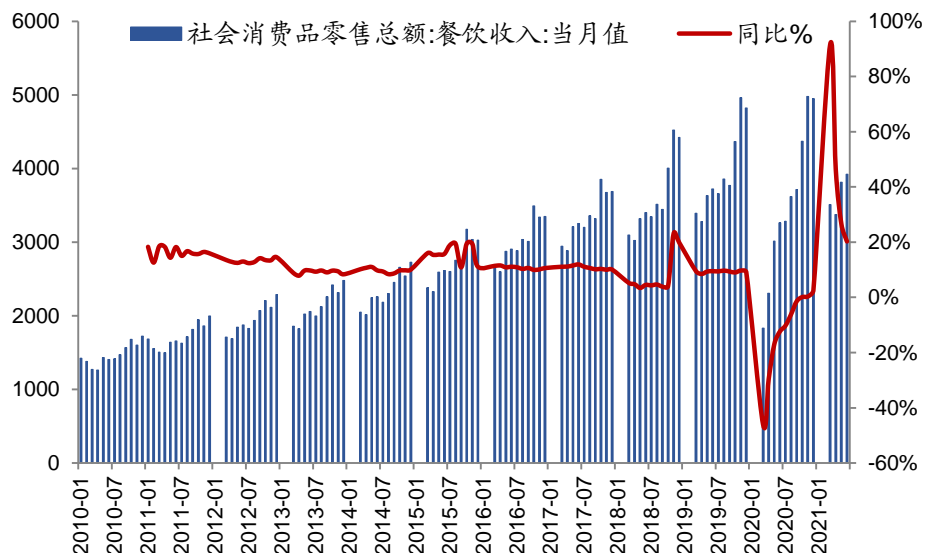
- **20H1费投低基数**：20H1因疫情费投节奏被扰乱，多数费用在20H2确认
- **行业整体竞争加剧**：行业新增供给增加&成本压力&餐饮恢复不及预期影响下，头部企业费用投放力度加大。

资料来源：国信证券经济研究所整理

终端消费整体疲软：餐饮恢复不及预期，零售端消费者囤货意愿减弱

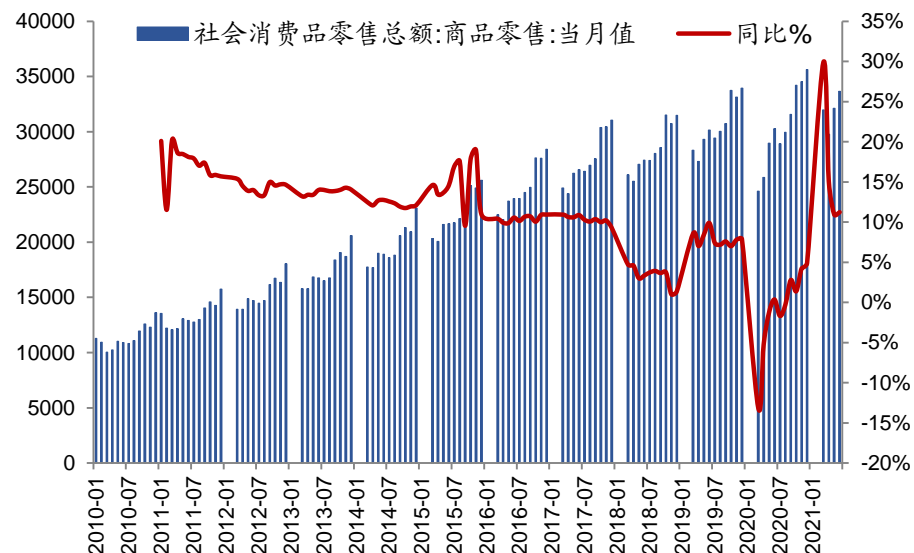
- **餐饮恢复不及预期**：从4-6月的社零数据看，餐饮收入增速持续回落，目前恢复仍处于低位。渠道调研时，多数经销商反馈餐饮端出货仅恢复疫情前的70%左右。
- **零售端消费者囤货意愿减弱**：消费者2020年对必选消费品囤货较多，家中库存仍在消化，今年上半年囤货意愿不高，渠道调研时多数区域反馈上半年终端消费也较为疲软。

图：社零餐饮收入当月值及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：社零商品零售收入当月值及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

新兴渠道冲击明显：商超渠道被新兴渠道分流，产品价盘受到明显冲击

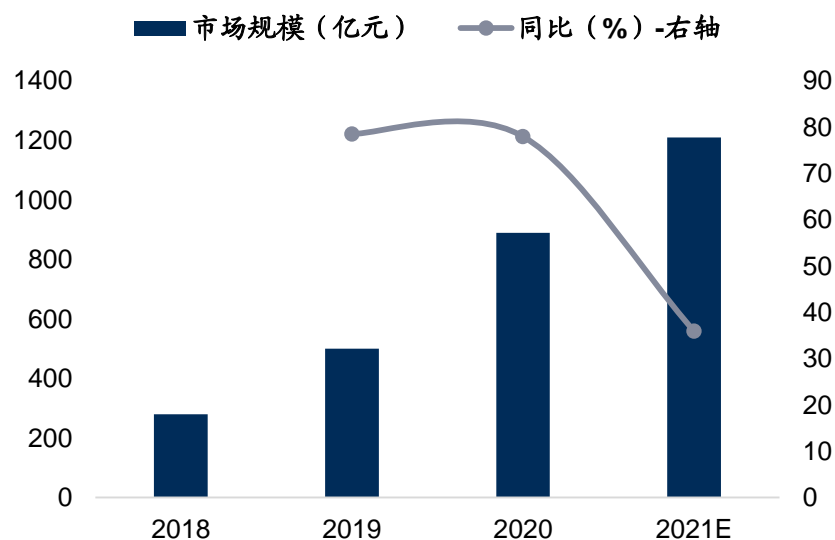
- **社区团购蓬勃发展，持续分流商超渠道：**2020年受疫情影响社区团购加速发展，2021年多家互联网巨头发力社区团购，商超渠道被分流，预计今年商超渠道流量下滑10%+。
- **厂家布局较晚，产品价盘受到冲击：**目前调味品在社区团购平台销售比例约为10%左右，但由于平台的低价行为扰乱了企业产品价盘，部分传统渠道经销商出货受阻。

表：2021年开始互联网巨头加速社区团购布局

公司名称	时间	相关部门或业务
阿里	2021年6月	菜鸟
	2021年5月	十荟团
	2021年6月	MMC 事业部（零售通、盒马集市两部门合并）
腾讯	2021年5月	兴盛优选
美团	2021年6月	美团优选
拼多多	2021年5月	多多买菜
京东	2021年4月	京喜拼拼、兴盛优选
滴滴	2021年5月	橙心优选

资料来源：国信证券经济研究所整理

图：社区团购市场规模持续增长



资料来源：智研咨询，国信证券经济研究所整理

渠道高库存：20H2冲业绩压货+21Q1渠道提前备货，但终端消化不及预期

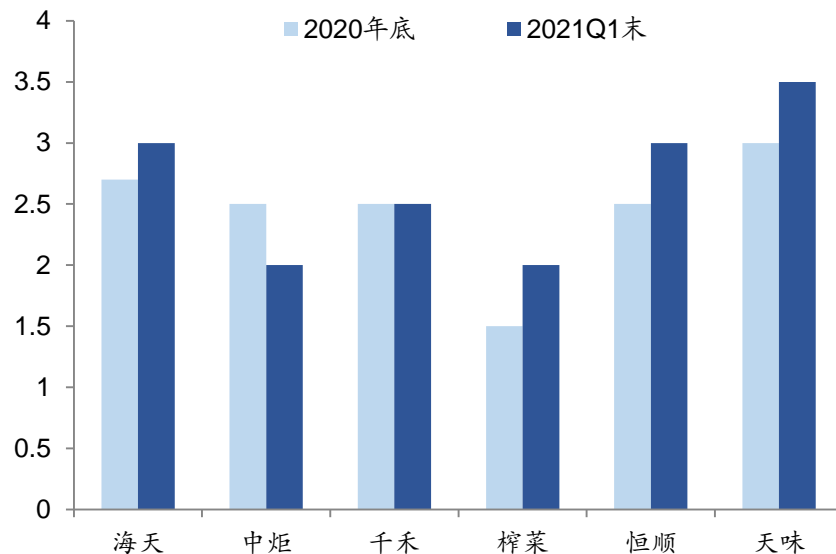
- 20H2厂家冲业绩压货，年底库存普遍偏高：20H2开始大多数选择通过向渠道压货的方式来冲击年度目标，据渠道反馈主要调味品企业20年底库存在2.5-3个月左右。
- 21Q1多地出现疫情反复，渠道积极备货，渠道库存进一步被推高，但终端因为消费疲软和社区团购扰动，库存消化不及预期。

表：主要调味品企业2020年业绩完成情况

重点公司	2020H1收入增速	2020全年收入增速	2020年目标增速
海天味业	14.12%	15.13%	15%
中炬高新	6.78%	9.59%	13%
千禾味业	34.53%	24.95%	29%
恒顺醋业	7.39%	9.94%	12%
涪陵榨菜	10.28%	14.23%	18%
天味食品	45.98%	36.90%	30%；股票期权 50%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图：20年底及21Q1末渠道库存处于高位（月）

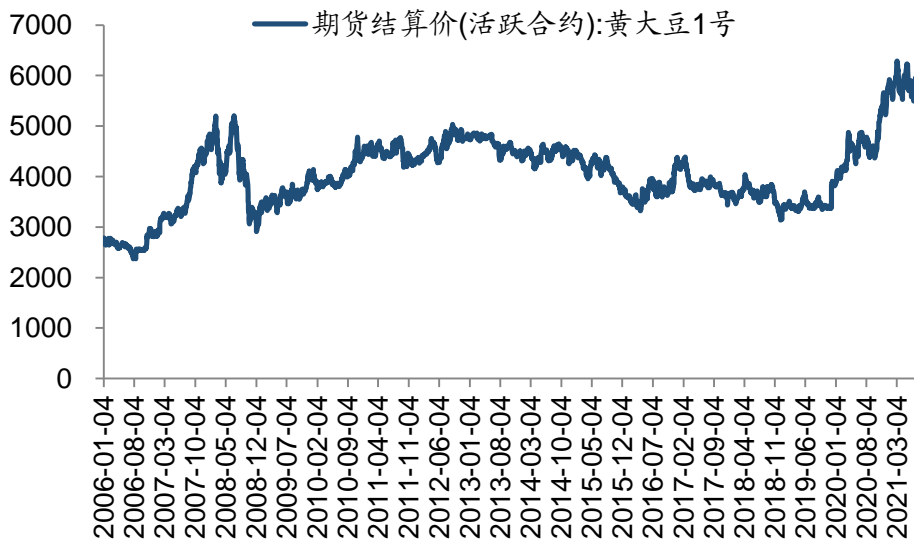


资料来源：渠道调研，国信证券经济研究所整理

成本压力大：原材料成本大幅上涨且龙头宣布不涨价，压缩企业毛利率

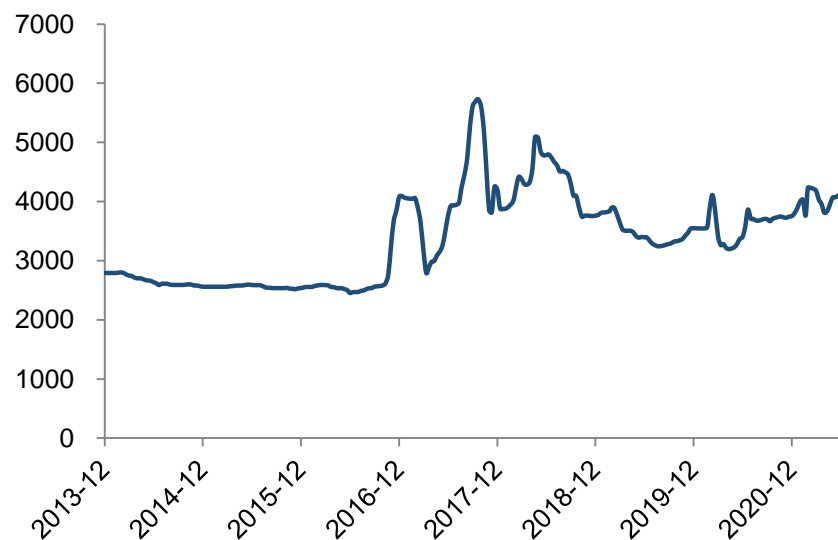
- 原材料成本大幅上涨：2020Q3末开始主要原材料黄豆价格大幅上涨，主要包材瓦楞纸、玻璃等价格也出现明显上涨。
- 龙头海天2020年底宣布2021年无涨价计划，其他公司不敢贸然涨价，毛利率承压。

图：2020年Q3末开始大豆价格大幅上涨（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：瓦楞纸市场价（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业竞争加剧+行业性去库存，企业费用投放进一步提升

■ 资本化推动行业供给扩张+头部企业份额优先+行业性清库存，企业费用投放进一步提升

- 资本化推动供给快速扩张：由于调味品行业还处于成长期+盈利性强+二级市场高估值，近年来各路资金等纷纷进入，直接推动产能快速提高，行业竞争加剧。
- 从头部企业业绩目标看，头部企业利润目标增速普遍慢于收入，这说明头部企业更注重份额和收入的高增，愿意用更多的费用投放占领消费者心智，抢占市场。

图：调味品近期涌入大量融资

品牌	产品类别	融资时间	投资方
美鑫食品	复合调味品	2021.6	金鼎资本
口味全	酱油	2021.4	经纬中国、险峰长青、42Capital
		2021.1	险峰长青、42Capital
加点滋味	复合调味品	2021.2	高瓴创投、idg资本、翊翎资本、青山资本
		2020.11	青山资本
饭扫光	川味酱菜	2020.12	深创投、地方产业基金
澄明食品	火锅底料	2020.12	嘉御基金、不惑创投、启承资本
味远红方	中餐定制复合调味品	2020.4	番茄资本
辣工坊	辣酱	2019.12	晨光生物
二和嫁嫁	牛肉酱	2019.11	江夏科投
么麻子	调味品等	2019.9	中金资本、绝了基金、伍壹柒基金、绝味
56食品	复合调味品	2019.8	管方资本

资料来源：百度，国信证券经济研究所整理

图：主要调味品公司2021年收入及利润目标

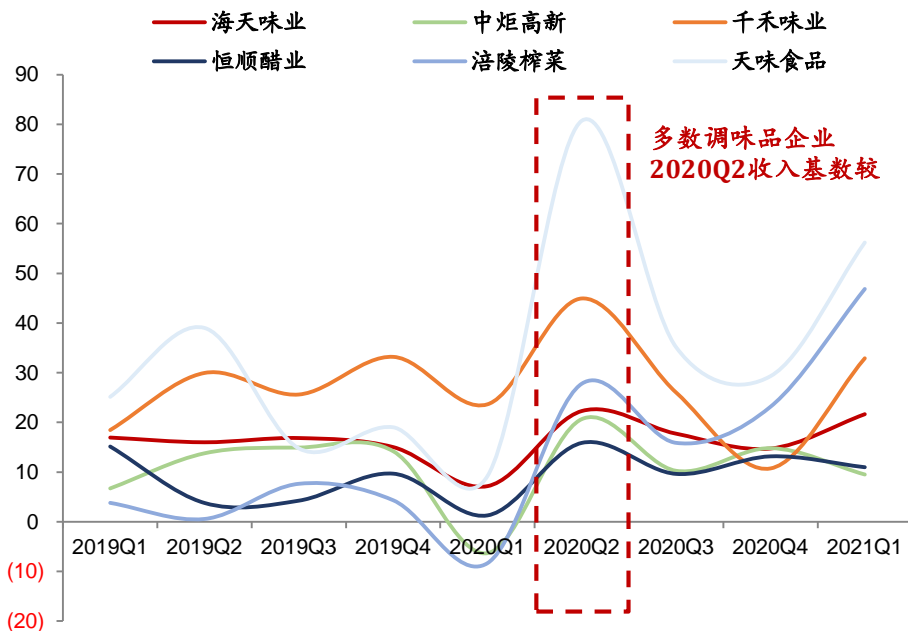
公司	21年收入目标增速	21年利润目标增速
海天味业	16%	18%
中炬高新	19.06%	10.68%
千禾味业	26%	24%
恒顺醋业	13%	13%
涪陵榨菜	30%	预计慢于收入增速
天味食品	30%	15%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高基数：20Q2渠道补库+费用投放滞后确认，20Q2收入利润基数均较高

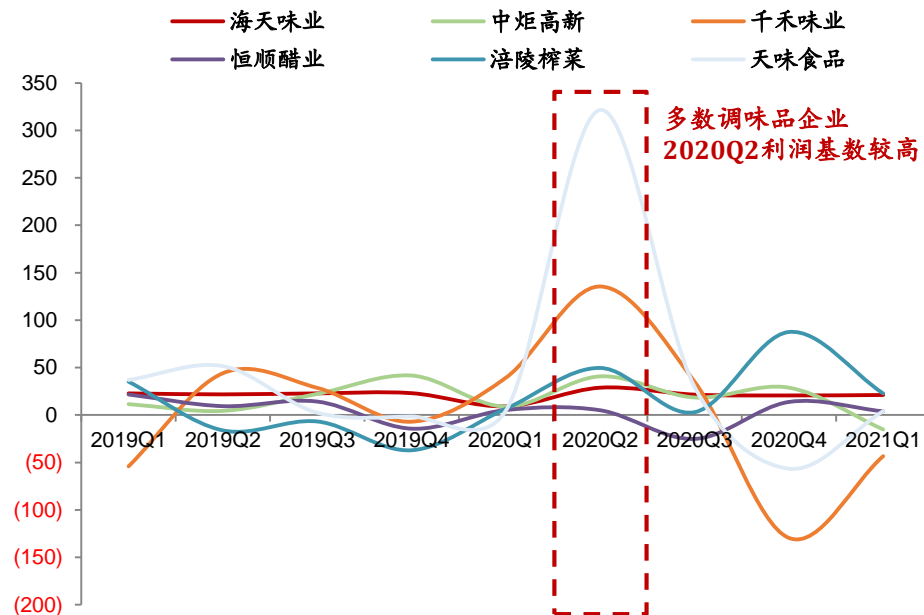
- 20Q2渠道补库存：疫情影响下20Q1必选消费终端需求爆发，库存持续消化见底；20Q2物流、生产恢复正常，加上消费者囤货意愿加强，渠道开始补库存，造成20Q2收入基数偏高。
- 部分企业20Q2多数费用投放后置到Q3、Q4确认，造成Q2销售费用率较低：如天味、海天、涪陵榨菜20Q2销售费用率对比20全年整体费用率水平较低。

图：2020Q2主要调味品企业收入基数较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2020Q2主要调味品企业利润基数较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

中报前瞻：龙头经营韧性强，利润增速普遍慢于收入增速

- **海天味业**：据渠道反馈Q2销售口径（含税）增速10%+，费用投放未有大幅提升，且成本上涨压力得到有效对冲，预计海天Q2收入和利润同增10%、10%。
- **中炬高新**：由于4/5月份动销较差，且公司今年加大的费投力度，预计Q2收入/利润下滑10/25%。
- **千禾味业**：收入增速放缓，Q2加大费投力度，预计Q2收入和利润同比-5%/-40%。
- **颐海国际**：海底捞经营趋于正常，预计H1关联方业务收入增速60%；第三方业务增速有所放缓，预计增速微正；整体看颐海21H1收入、利润同比增速分别为20%/5%。
- **天味食品**：20Q2收入和利润基数均较高，预计公司Q2收入/利润分别为-10%/-40%。
- **涪陵榨菜**：预计21H1销售收入同增20%，预计Q2收入和利润同比2.8%/-15%。

图：主要调味品企业中报业绩预测

	收入增速				利润增速			
	2020Q4	2021Q1	2021Q2E	2021H1E	2020Q4	2021Q1	2021Q2E	2021H1E
海天味业	14.7%	21.7%	10%	15.9%	20.6%	21.1%	10%	15.5%
千禾味业	10.7%	32.9%	-5%	12%	-129.5%	-43.3%	-40%	-42%
中炬高新	14.8%	9.5%	-10%	-1.2%	28.9%	-15.2%	-25%	-21%
涪陵榨菜	23.2%	46.9%	2.8%	20%	87.5%	22.7%	-15%	0%
天味食品	29.3%	56.2%	-10%	14%	-56.5%	4.1%	-40%	-23%
颐海国际				20%				5%

资料来源：渠道调研，国信证券经济研究所预测

渠道调研反馈：当前库存仍然偏高，但部分企业库存已逐渐消化完毕

■ 千禾、中炬库存消化基本完毕，海天、榨菜、天味食品目前仍然处于渠道去库存状态。

- 海天味业：厂家没有调整经销商的进货，经销商依然正常进货，目前海天整体库存水平在2.5-3个月左右，多地经销商反馈销售压力较大。
- 中炬高新：公司整体库存从6月底的2个月消化到1.5个月，比去年同期要好一些。
- 千禾味业：库存消化基本结束，西南、华东、华南多地库存在1.5个月左右。
- 涪陵榨菜：整体库存依然偏高，目前9周左右（安全库存一般在7周及7周以下）。
- 天味食品：目前库存压力较大，华东、西南等地库存目前在2.5个月左右。

图：主要调味品企业当前库存情况

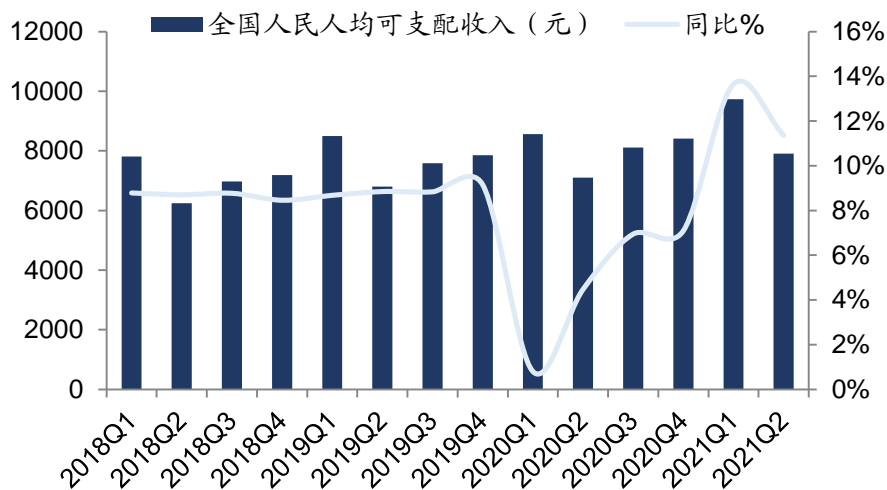
调研区域	海天味业	中炬高新	千禾味业	天味食品	恒顺醋业	涪陵榨菜
西南（四川、重庆）	2-3个月	1.5-2个月	1.5-2个月	2.5个月左右	—	—
华东（上海、浙江、江苏）	2.5-3个月	1个月左右	1个月左右	2.5-3个月	1.5个月左右	—
福建地区	2-2.5个月	2.5个月左右	1.2-1.5个月	—	1.15个月	—
公司层面交流	2.5-3个月	1.5个月左右	—	2个月	—	9周左右

资料来源：渠道调研，国信证券经济研究所整理

下半年终端消费恢复+消费旺季即将来临，调味品消费有望迎来复苏

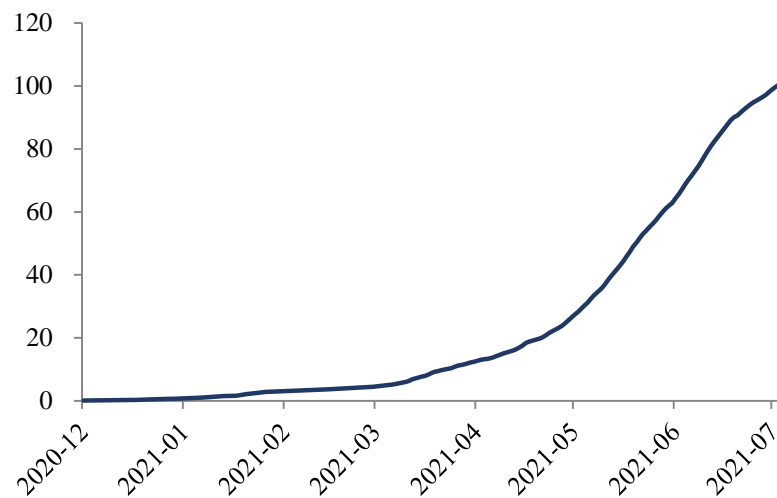
- **下半年终端消费有望持续恢复：**1) 居民可支配收入已恢复到疫情前水平；2) 2021年5月开始我国新冠疫苗接种率边际提速，截至目前接种率已经超过9成，疫情影响有望持续减弱。
- **消费旺季即将来临，经销商信心逐渐恢复，看好下半年调味品动销环比改善：**由于21H1面临较大压力，调研时多数经销商反馈完成全年目标压力较大，但是经销商信心在恢复，尤其是即将步入下半年的销售旺季，经销商普遍觉得下半年库存会快速去化，并且动销环比上半年将有所改善。

图：全国人均可支配收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：每百人新冠疫苗接种量（剂次）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

主要调味品企业加速布局，社区团购影响边际减弱

- **主要调味品企业加速布局社区团购：**出于保护市场价盘和经销商利润的考虑，多数调味品企业开始主动寻求和社区团购平台的合作，并严厉打击窜货行为，经销商信心逐渐修复。
- **商超渠道流量降幅收窄：**调研时多数经销商表示最近一段时间由于超市开始加大服务、配送力度，部分更追求质量的消费者回流商超，预计21H2商超渠道流量降幅收窄。
- **相关政策不断加码，低价行为逐渐受到抑制：**7月2日国家市场监督管理总局出台《价格违法行为行政处罚规定（修改征求意见稿）》，对新业态中的价格违法行为处罚力度加大。
- **调研时一些经销商反馈因为平台补贴造成的价格倒挂现象逐渐消失，渠道利润逐渐恢复。**

图：主要调味品企业布局社区团购情况

合作时间	企业	合作方式
2021年5月	海天味业	指定经销商指定产品做
2021年5月	恒顺醋业	指定经销商指定产品做
2021年5月	涪陵榨菜	直接与兴盛优选签约
2021年6月	千禾味业	直接合作/指定经销商做两种方式并存

资料来源：渠道调研，国信证券经济研究所整理

图：国家对于社区团购低价行为监管趋严

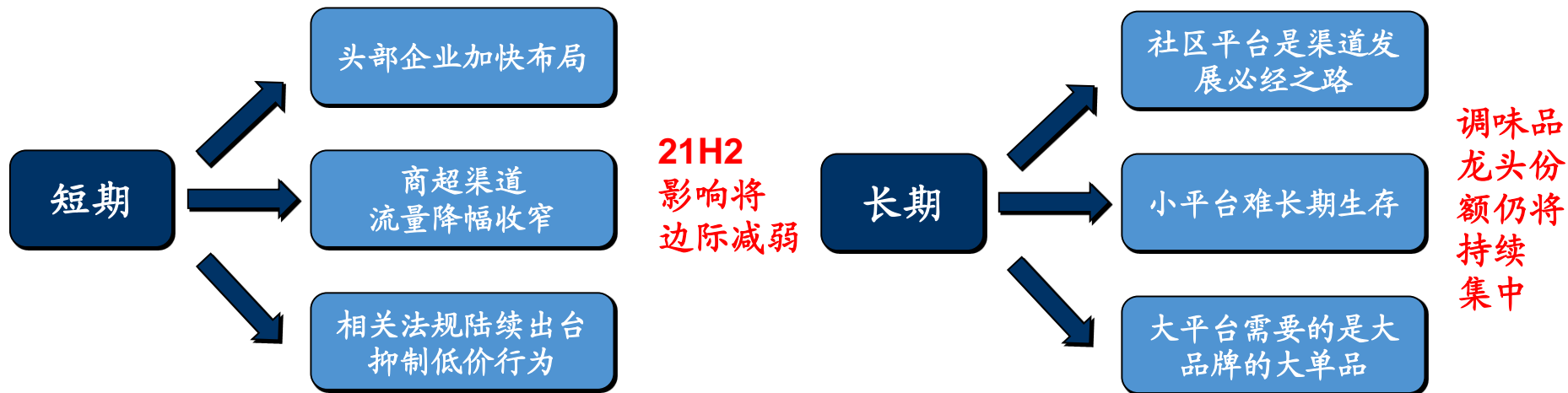
时间	处罚措施及法规内容
2021年3月	十荟团、橙心优选、多多买菜、美团优选四家社区团购企业，因为以低于成本的价格倾销、利用虚假的或者使人误解的价格手段，诱骗消费者与其进行交易等现象，被分别处罚150万元
2021年5月	针对十荟团的低价倾销行为，对其处以150万元人民币罚款，并责令江苏区域停业整顿3日
2021年7月	出台相关法规，显著对新业态中的价格违法行为强化了惩罚力度：大数据杀熟及低价倾销的罚款从绝对额罚款变成了销售额比例罚款

资料来源：国信证券经济研究所整理

社区团购势不可挡，拥抱大品牌是双赢，看好调味品龙头巩固份额优势

- 从中长期视角看，社区团购发展势不可挡，调味品企业积极拥抱乃是上策：渠道调研时，多数经销商普遍看好社区团购未来发展，并认为未来社区团购渠道占比未来可达到30%，对调味品企业来说未来做大做强社区团购平台将是必经之路。
- **社区团购平台的兴起是否利于头部品牌集中？——社区平台与大品牌合作是双赢结果。**
- ✓ 社区团购群雄逐鹿，资本的加持下，大平台流量将持续提升，地方小平台长期难生存。
- ✓ **社区团购平台和电商所不同的是，社区团购并不会增加品牌曝光度，反而需要大品牌的核心单品进行导流。** Q2海天没有明显发力但在多数全国性平台市占率保持领先印证了这点。

图：短期社区团购影响边际减弱，中长期行业进一步集中趋势仍未变化



资料来源：国信证券经济研究所整理

提价之辩：年内难见提价，龙头引领的提价最早将于2022年初到来

- 2021年海天为何不直接提价？——出于民生考虑，传言海天已下发涨价函但受到窗口指导
- 当前板块是否具备提价基础？——不具备。1) 海天多次在公共场合透露无提价计划，年内提价概率不高；2) 海天目前渠道库存偏高，价盘未稳，贸然提价容易丢失市场份额；3) 海天不提价，其他厂家提价更难实现（中炬之前提价也只是对餐饮非主力产品小幅提价）
- 提价最早或于2022年初到来：调味品企业过往的提价周期在3-4年，我们认为2022年初是比较好的提价观察窗口，随着头部企业库存逐渐去化，价盘稳定，2022年初提价或更为顺畅

图：酱油龙头公司提价梳理，提价周期在3-4年

公司	提价时间	提价范围	提价幅度
海天味业	2007年底	酱油	5-6%
	2010年底	酱油	约为5%
	2012年Q3	60%产品	5-7%
	2014年11月	多数产品	6%
	2017年1月	多数产品	6-8%
中炬高新	2013年7月	全线调味品产品	5%
	2017年3月	全线调味品产品	5-6%
千禾味业	2017年3月	全线产品	8%

资料来源：国信证券经济研究所整理

图：大豆价格仍然处于高位（元/吨）

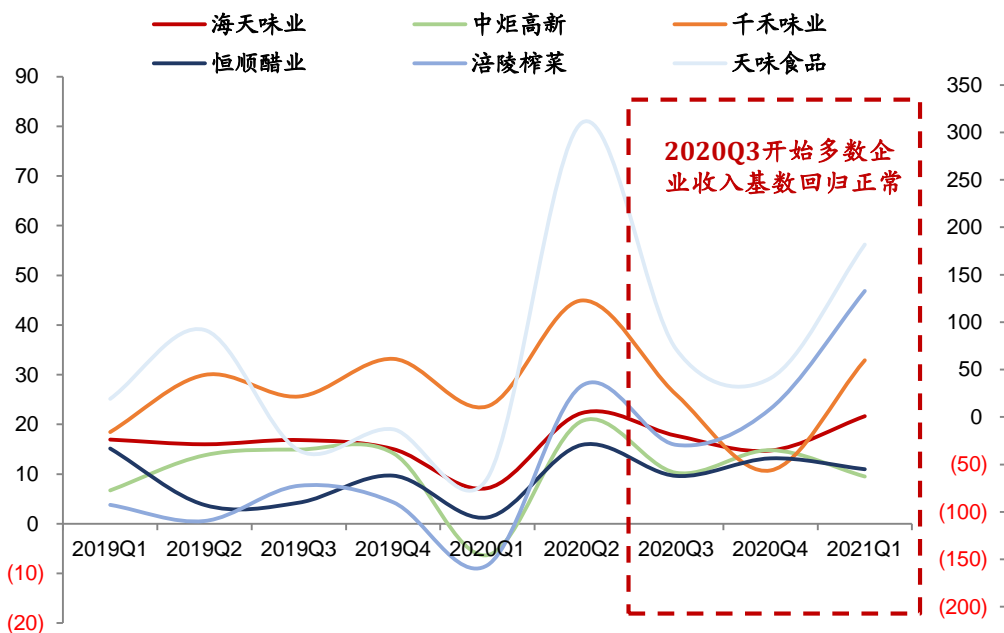


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

Q3开始收入、利润基数回归正常，收入、利润增速有望回归正轨

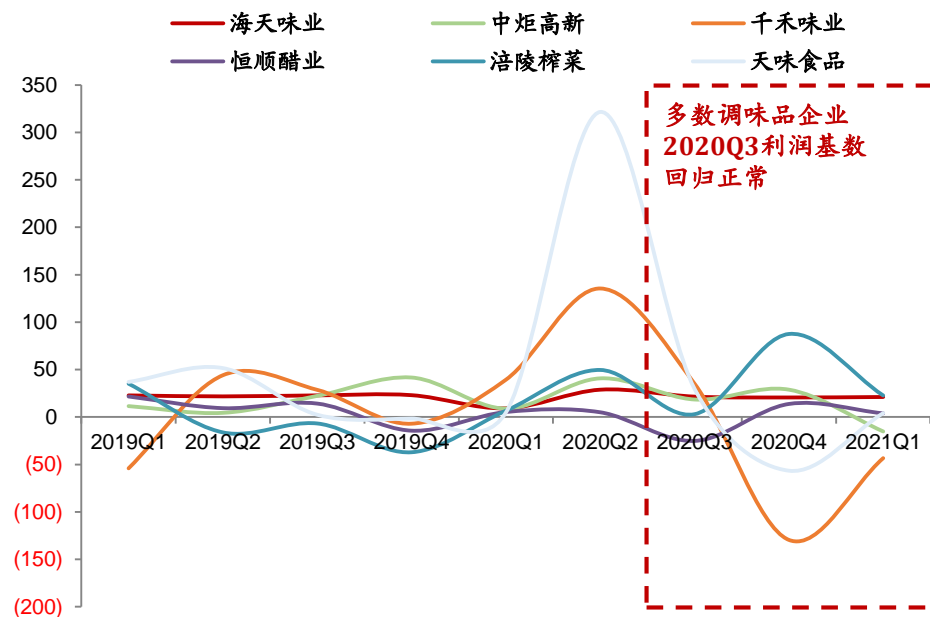
➤ Q3开始报表基数将恢复正常，Q2基数影响将消散

图：20Q3开始主要调味品企业收入基数回归正常



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：20Q3开始主要调味品企业利润基数回归正常

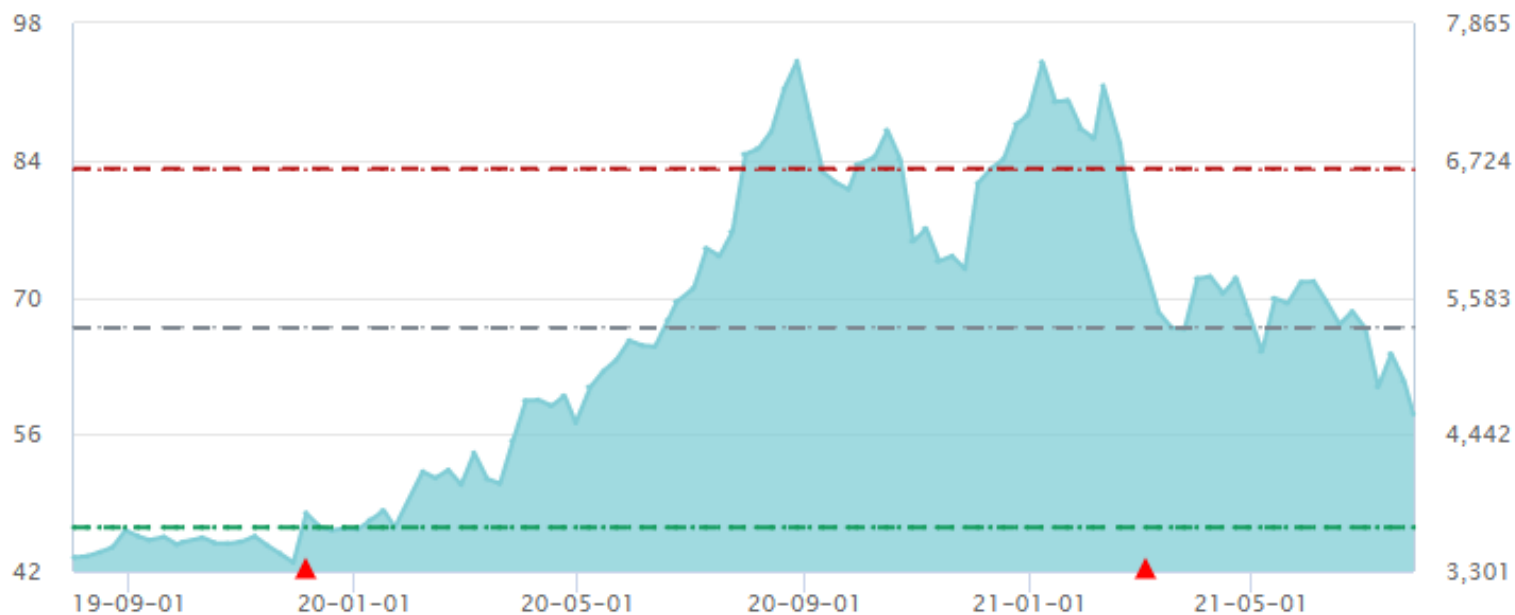


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

基本面不再悲观，短期看渠道动销恢复，中长期关注行业扩容+集中度提升

- 目前调味品行业估值中枢已回落至50%分位数以下，行业处于底部博弈期，但基本面不再悲观，压制基本面的社区团购、渠道库存、基数效应影响均将在Q3开始逐季改善；
- 中长期视角看，调味品行业未来5年仍将维持5-10%的增速水平，细分高成长赛道（复合调味品、食醋）增速10-15%，行业扩容仍将持续。当前调味品行业集中度依然偏低，未来集中度提升依然是行业发展主旋律。

图：近两年调味品（中信）指数PE-TTM，目前处于33.98%分位数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：拐点渐进，关注改善

- 板块短期业绩受到行业景气度及自身调整影响，但最悲观的时候或已过去，建议重点关注当前估值回落至合理区间且下半年有业绩改善预期的调味品板块。
- 具备护城河的头部企业提高市场份额的长线逻辑具备确定性，推荐海天味业；
- 基于自下而上的动销改善和长期成长性角度，我们推荐千禾味业、中炬高新；
- 看好复合调味品行业未来成长性，龙头企业有望跑赢行业，推荐颐海国际、天味食品。

图：主要调味品标的业绩预测及当前估值水平（截止至7月28日）

代码	简称	股价	归母净利润（百万元）				PE			总市值 (亿元)
			2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
1579.HK	颐海国际	50.95	885.22	1,005.93	1,236.47	1,524.42	35.50	28.88	23.42	457.50
603288	海天味业	122.58	6,402.86	7,542.45	9,268.31	11,209.67	48.42	39.40	32.58	4,747.57
603317	天味食品	28.80	364.27	448.20	599.50	789.61	33.72	25.21	19.14	181.26
300999	金龙鱼	81.00	6,000.87	7,714	9,056	10,459	48.95	41.69	36.10	3,775.60
600872	中炬高新	37.08	889.93	938.32	1095.74	1281.58	29.61	25.36	21.68	277.87
603027	千禾味业	26.06	205.80	270	371	490	68.41	49.65	37.63	184.36
600305	恒顺醋业	17.51	314.77	360	420	491	44.39	38.03	32.56	159.67
002507	涪陵榨菜	33.51	777.11	773	971	1,226	30.76	24.48	19.38	267.27
	均值						43.47	34.83	28.44	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：1、千禾、恒顺、金龙鱼的业绩预测来自wind一致预期；2、颐海的股价、总市值单位为港元。

风险提示

- 一、原材料成本大幅上涨
- 二、行业竞争进一步加剧
- 三、食品安全风险
- 四、传统渠道流量下滑超出预期
- 五、新冠疫情未来出现反复

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM