



Research and
Development Center

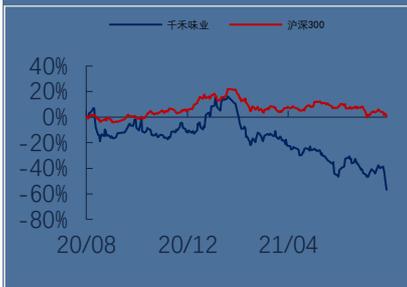
差异化战略，体验式营销

—千禾味业(603027)公司深度报告

2021年08月22日

马铮 首席研究员
S1500520110001
13392190215
mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
千禾味业(603027)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	18.53
52周内股价波动区间(元)	49.87-18.53
最近一月涨跌幅(%)	-81.47
总股本(亿股)	7.99
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	148.01

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

差异化战略，地推式营销

2021年08月22日

本期内容提要：

◆**投资建议：**千禾深耕“零添加”赛道十余年，品牌形象深入人心，具有先发优势。公司“零添加”产品兼顾健康和美味，品质领先于竞品。西南大本营市场地位稳固，全国化扩张持续推进，外埠市场占比不断提升。预计公司21-23年EPS分别为0.28/0.39/0.49元，对应PE分别为67.18/47.13/37.64倍。公司当前估值较高，但考虑到公司高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**调味品消费升级趋势明显，千禾占得先机。**国内调味品行业规模呈现稳健增长态势。调味品细分品类众多，行业整体集中度低，但是也不乏细分品类龙头。酱油行业发展成熟，是调味品最大的品类，行业集中度较高，呈现“一超多强”的市场竞争格局。近年来，随着城镇居民人均收入的不断提高，消费者对调味品品牌、质量、应用场景日益重视，愿意支付更多去获得更好的调味品。酱油品类也呈现出向高端升级的趋势明显，低盐、零添加和有机等高端产品逐渐兴起。千禾顺应行业发展的趋势，落实“以零添加为主，高鲜为辅”产品战略，形成差异化竞争。

◆**品牌力和产品力是竞争优势。**千禾深耕“零添加”市场十余年，在中高端赛道具有先发优势。公司冠名央视综艺节目，高举高打，持续投入空中广告。公司强化以用户为中心、以体验为核心的价值营销策略，利用大量导购做价值推广，加强终端服务。千禾产品定位高端，终端定价高，能给予渠道充分的利润空间，得以支撑较高的促销力度。天府之国，气候温和湿润，水源优质，微生物种群富集，是自然酿造的理想环境。公司高端酱油发酵周期长，产品品质高。千禾“零添加”产品品质领先于竞品，氨基酸态氮含量相比竞品更高，产品兼顾健康和美味。

◆**量价齐升助力业绩持续增长。**区域拓展和品类延伸带动量的增长。
(1)公司在西南区域精耕细作，大本营市场稳固。千禾聚焦中高端产品开拓在发达地区的市场，近年来外埠市场占比不断提高。
(2)公司凭借在渠道和品牌上积累的优势，也在发展食醋、料酒、酱类和复合调味品等品类，未来品类扩张仍有空间。公司产品结构持续优化，有利于产品均价提升。
(1)公司低毛利率的焦糖色业务占比持续下滑。
(2)公司在战略上聚焦“零添加”系列产品，中低端产品占比预计会有下降。

◆**股价催化剂：**产品提价；原材料价格下降；业绩超预期等。

◆**风险因素：**竞争加剧风险；原材料价格上涨超预期；食品安全风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,355	1,693	1,909	2,401	2,907
增长率 YoY %	27.2%	25.0%	12.7%	25.8%	21.1%
归属母公司净利润(百万元)	198	206	220	314	393
增长率 YoY%	-17.4%	3.8%	7.1%	42.5%	25.2%
毛利率%	46.2%	43.8%	41.6%	42.7%	43.0%
净资产收益率 ROE%	12.4%	10.8%	10.1%	13.0%	14.7%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.31	0.28	0.39	0.49
市盈率 P/E(倍)	49.40	120.27	67.18	47.13	37.64
市净率 P/B(倍)	10.66	15.73	6.75	6.13	5.53

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年08月20日收盘价

目录

1 投资逻辑	5
2 后起之秀，从高端市场破局	6
2.1 致力于打造高品质健康调味品	6
2.2 以零添加为战略核心，酱油和食醋双发力	6
2.3 深耕西南市场，差异化全国扩张	8
2.4 股权结构清晰，团队积极进取	10
3 复盘成长：顺应行业趋势，积极战略转型	11
3.1 立足食品添加剂，拓展调味品板块	11
3.2 原材料价格上涨，千禾跟随龙头提价	12
3.3 受益于疫情，公司业绩表现亮眼	13
4 调味品行业稳定增长，产品升级趋势明显	14
4.1 调味品行业稳定增长，整体集中度较低	14
4.2 酱油行业“一超多强”，龙头集中度提升仍有空间	15
5 “零添加”产品工艺领先，高端形象有先发优势	17
5.1 “零添加”产品品质领先，具有技术壁垒	17
5.2 全方位打造高端品牌形象，具有先发优势	18
5.3 募资加速推进产能建设	20
6 盈利预测	21
7 风险因素	22

表目录

表 1: 2017 年激励对象获授限制性股票的整体情况	11
表 2: 股权激励业绩目前达成情况	11
表 3: 16-17 年国内 A 股主要调味品企业提价情况	13
表 4: 零添加酱油产品对比	18
表 5: 公司募投项目产能	20
表 6: 公司收入预测	21
表 7: 可比公司估值对比	21

图目录

图 1: 千禾味业发展历程	6
图 2: 20 年公司收入以酱油为主	6
图 3: 调味品业务毛利率明显高于焦糖色	6
图 4: 酱油业务 2011-20 年复合增长 30.6%	7
图 5: 食醋业务 2011-20 年复合增长 23.0%	7
图 6: 11-20 年酱油业务销售量复合增长 28.1%	7
图 7: 11-20 年酱油业务单位出厂价格复合增长 1.9%	7
图 8: 11-20 年食醋业务销售量复合增长 19.3%	8
图 9: 11-20 年食醋业务单位出厂价格复合增长 3.1%	8
图 10: 酱油以豆粕、小麦和食盐主要原材料	8
图 11: 食醋以大米和麦麸为主要原材料	8
图 12: 西部区域仍是公司根据地市场	8
图 13: 20 年公司东部和西部区域仍维持 20% 以上增长	8
图 14: 经销商以中西部区域为主	9
图 15: 18-20 年经销商数量复合增长 28.7%	9
图 16: 20 年经销商平均贡献收入较上年持平	9
图 17: 20 年西部区域经销商平均贡献收入最大	9
图 18: 线上渠道收入高速增长	10
图 19: 线上渠道收入占比快速增长	10
图 20: 千禾味业股权结构	10
图 21: 2013 年公司收入以焦糖色为主	11
图 22: 焦糖色业务收入持续下滑	11
图 23: 高费用投入打开华东市场	11
图 24: 2014-15 年华东地区业务迅速拓展	11
图 25: 16 年下半年豆粕价格上涨	12
图 26: 17 年白砂糖价格持续上涨	12
图 27: 16 年下半年麦麸价格不断上涨	12
图 28: 16 年玻璃价格指数不断提升	12
图 29: 17Q3 收入增速开始下滑	13

图 30: 17Q3 利润增速开始下滑	13
图 31: 20Q3 收入增速开始下滑	13
图 32: 20Q3 利润增速开始下滑	13
图 33: 调味品企业营业收入稳定增长	14
图 34: 20 年国内调味品行业整体集中度较低	14
图 35: 调味品企业百强企业维持较快增长	14
图 36: 酱油为调味品最大品类	14
图 37: 城镇居民购买力持续提高	15
图 38: 酱油产品升级, 价格提升	15
图 39: 15-20 年酱油行业产量复合增长约 5%	16
图 40: 酱油行业“一超多强”的竞争格局	16
图 41: 酱油品类发展历程	16
图 42: 15-20 年酱油市场销售额复合增长约 8.5%	16
图 43: 15-20 年酱油市场销售均价复合增长约 3.7%	16
图 44: 源自岷山雪域优质水源	17
图 45: 古法新酿生产工艺	17
图 46: 公司独家冠名《新相亲大会》	18
图 47: 持续投入促销及广告宣传费用	18
图 48: 千禾销售人员数量与中炬相近	18
图 49: 千禾销售人均创收最低	18
图 50: 千禾固定资产周转率低于同业上市公司	19
图 51: 千禾存货周转率低于同业上市公司	19
图 52: 千禾吨价与海天相当, 低于中炬	19
图 53: 千禾吨成本与海天相当, 低于中炬	19
图 54: 千禾毛利率与海天相近、高于中炬	20
图 55: 千禾净利率低于海天和中炬	20
图 56: 酱油产能提升缓解生产压力	20
图 57: 外延收购扩大食醋产能	20

1 投资逻辑

市场担心中高端酱油赛道的竞争会加剧。我们认为：千禾主打“零添加”系列产品，深耕中高端市场十余年，品牌知名度持续提升，同时产品品质领先于竞品，具有竞争壁垒。

我们对千禾味业的核心推荐逻辑有以下三点：

- 1、调味品消费升级趋势明显，千禾已占得先机。**酱油向高端方向升级的趋势明显，低盐、零添加和有机等高端产品逐渐兴起。千禾深耕“零添加”市场十余年，高端品牌形象已深入人心，公司在高端酱油赛道具有先发优势。千禾“零添加”产品品质领先于竞品，千禾“零添加”酱油的氨基酸态氮含量最高，兼顾健康和美味。
- 2、差异化营销模式，销售团队战斗力强。**千禾通过加强员工培训，全员提升专业能力。公司通过大量导购做终端价值推广，差异化营销提升产品价值感。“零添加”酱油定价高，公司通过让利经销商和终端，提升渠道推力。
- 3、区域拓展、品类延伸，助力业绩持续高增。**公司在西南区域精耕细作，大本营市场稳固。公司聚焦中高端产品开拓在发达地区的市场，近年来外埠市场占比不断提高。凭借在渠道和品牌上的优势，公司也在发展料酒、酱类和复合调味品等新品类，品类扩张仍有很大空间。

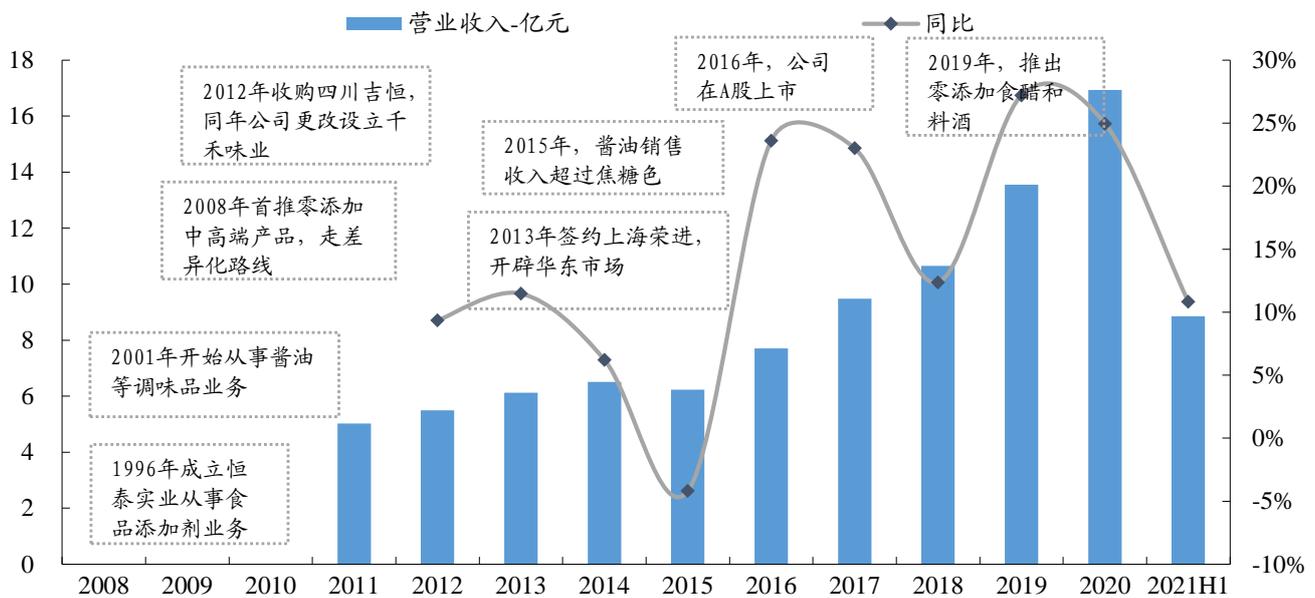
2 后起之秀，从高端市场破局

2.1 致力于打造高品质健康调味品

专注酿造健康美味的调味品。公司成立于1996年，位于东坡故里四川眉山，是中国专业酿造高品质健康酱油、食醋、料酒等调味品的股份制企业。公司是全国农产品加工业示范企业、中国调味品协会副会长单位、四川省农业产业化重点龙头企业、四川省企业技术中心和四川省博士后创新实践基地。

贯彻强执行力的价值观，坚守匠心酿造的使命。公司始终秉持“忠孝廉节，说到做到”核心价值观，坚持以“匠心酿造中国味道”为使命，做放心食品，酿更好味道，愿景是将“千禾”打造成高品质健康调味品第一品牌。

图 1: 千禾味业发展历程



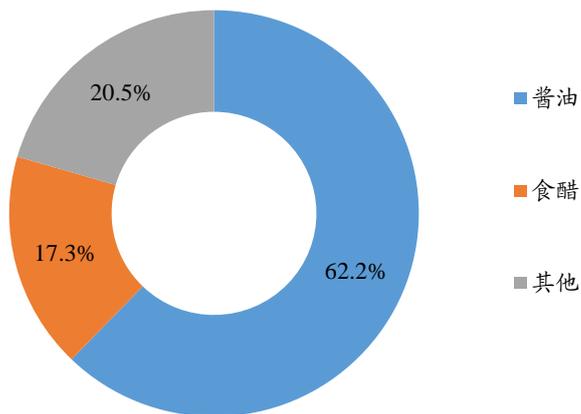
数据来源：公司官网，公司公告，招股说明书，信达证券研发中心

2.2 以零添加为战略核心，酱油和食醋双发力

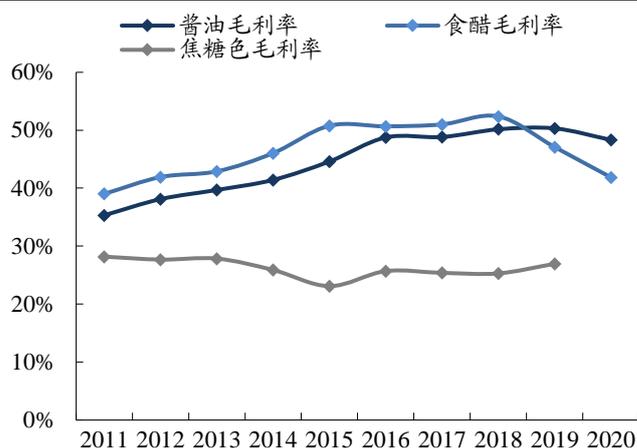
酱油是公司主要收入来源。公司目前已形成酱油、食醋、料酒等为主的调味品产品系列和以焦糖色为主的食品添加剂产品系列。20年酱油和食醋占总营业收入的比重分别为62%和17%。其他业务收入主要为焦糖色、料酒等。酱油和食醋等调味品业务毛利率持续高于40%，20年由于运杂费和包装费计入成本毛利率下滑。

图 2: 20 年公司收入以酱油为主

图 3: 调味品业务毛利率明显高于焦糖色



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

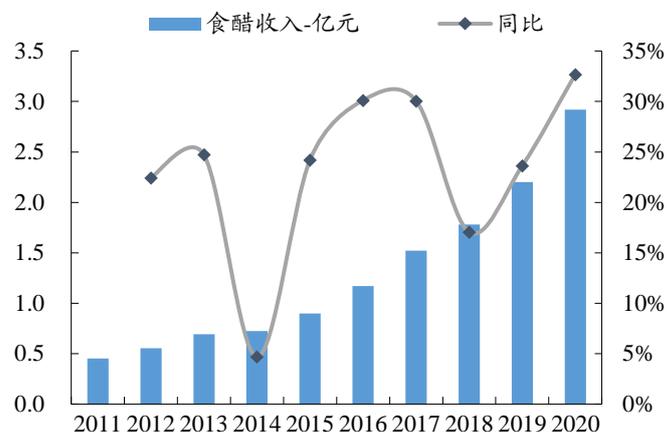
酱油和食醋业务收入近十年均保持高速增长态势。20年公司酱油销售收入为10.54亿元，同比增长26.2%，2011-20年复合增长率达30.6%。20年公司食醋销售收入为2.92亿元，同比增长32.7%，2011-20年复合增长率达23.0%。

图4：酱油业务2011-20年复合增长30.6%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图5：食醋业务2011-20年复合增长23.0%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

酱油和食醋业务均量价齐升。11-20年，公司酱油销售量复合增速为28.1%，单位出厂价格复合增速为1.9%；食醋销售量复合增速为19.3%，单位出厂价格复合增速为3.1%。20年酱油和食醋吨价同比下滑5.3%和3%，主要由于公司对经销商支持形式由费用调整至货折，以及促销力度加大。

图6：11-20年酱油业务销售量复合增长28.1%

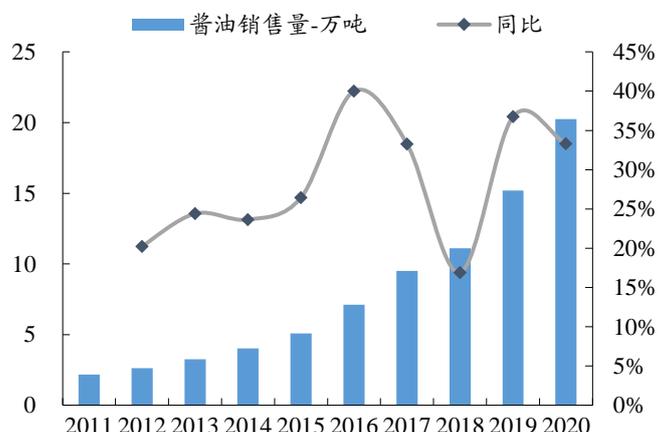


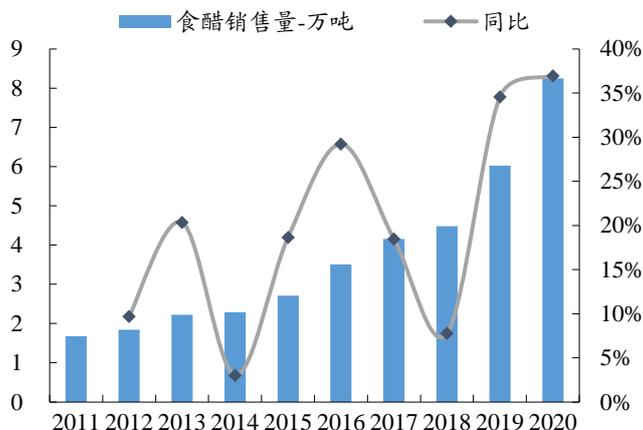
图7：11-20年酱油业务单位出厂价格复合增长1.9%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

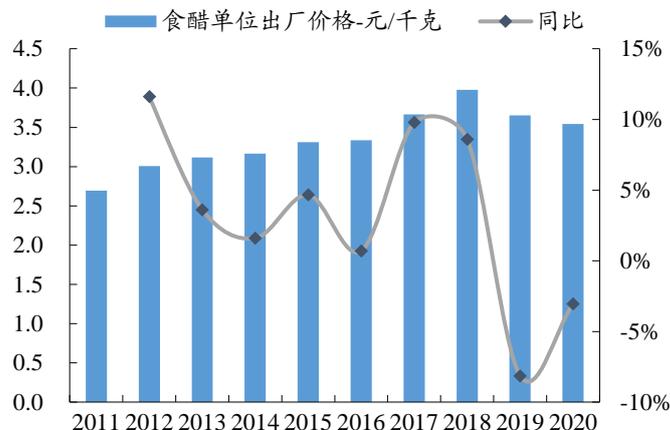
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：11-20 年食醋业务销售量复合增长 19.3%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

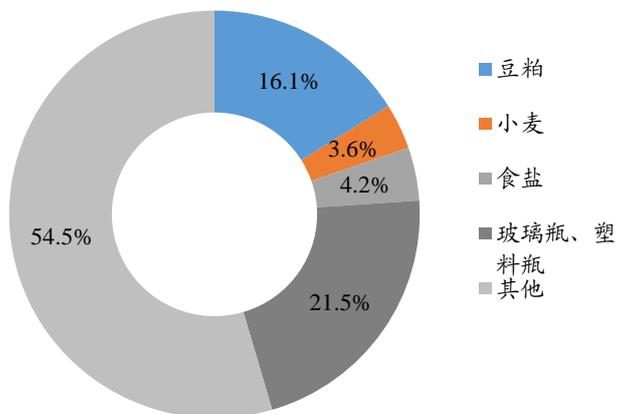
图 9：11-20 年食醋业务单位出厂价格复合增长 3.1%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

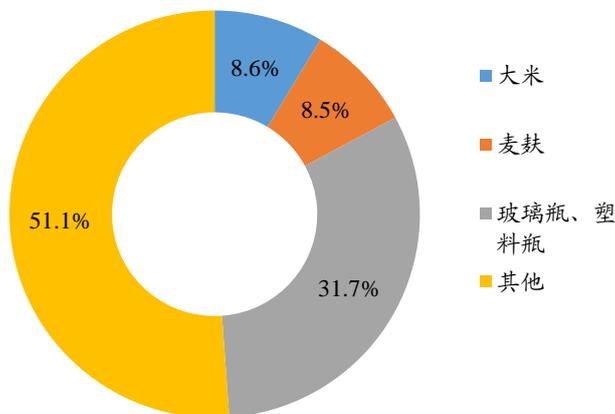
调味品的原材料主要为农产品和包材。酱油以豆粕、小麦和食盐为主要原材料。酱油主要选用非转基因豆粕/大豆/有机大豆、小麦/有机小麦为原料，采用种曲机、管道连续蒸煮、圆盘制曲机等生产设备和工艺，按照高盐稀态发酵工艺，经过长时间发酵而制成纯酿造酱油。食醋以大米和麦麸为主要原材料。食醋主要采用传统酿造工艺，精选优质糯米、荞麦、小麦、高粱、玉米五种粮食生产的纯酿造食醋。

图 10：酱油以豆粕、小麦和食盐主要原材料



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 11：食醋以大米和麦麸为主要原材料



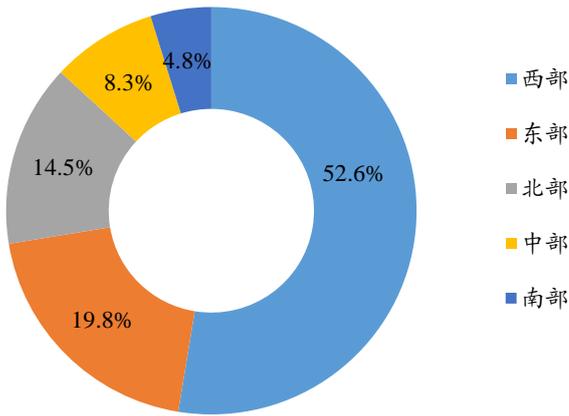
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

2.3 深耕西南市场，差异化全国扩张

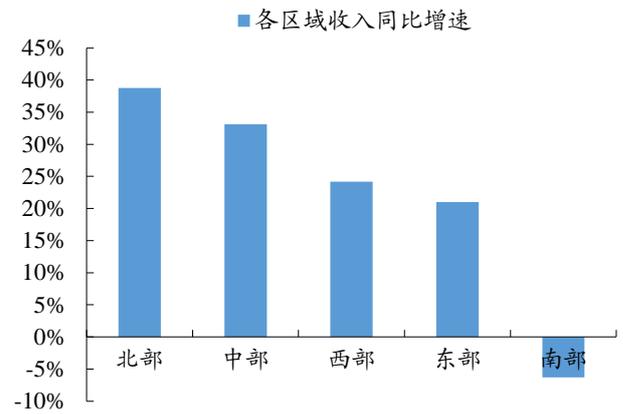
拓展华东区域，开辟第二大销售市场。13 年公司通过与荣进合作，打入华东区域市场。15 年公司开始拓展全国市场，16-17 年公司完成上海、北京、深圳等一线城市布局，并积极打入直辖市、省会城市、计划单列市等发达地级市市场，同时加强餐饮渠道建设，深化与品牌连锁餐饮企业的合作。20 年南部区域下滑 6.3%，主要是由于收入结算方式调整和焦糖色业务下滑。

图 12：西部区域仍是公司根据地市场

图 13：20 年公司东部和西部区域仍维持 20%以上增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

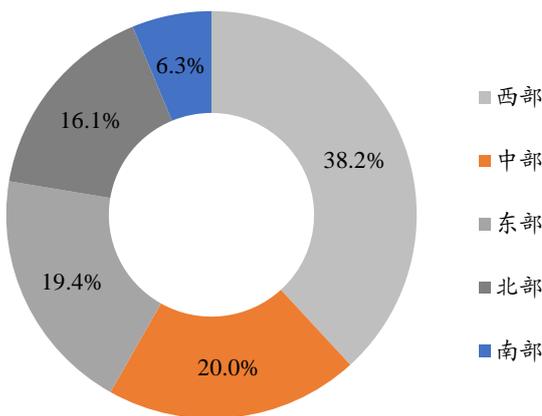


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

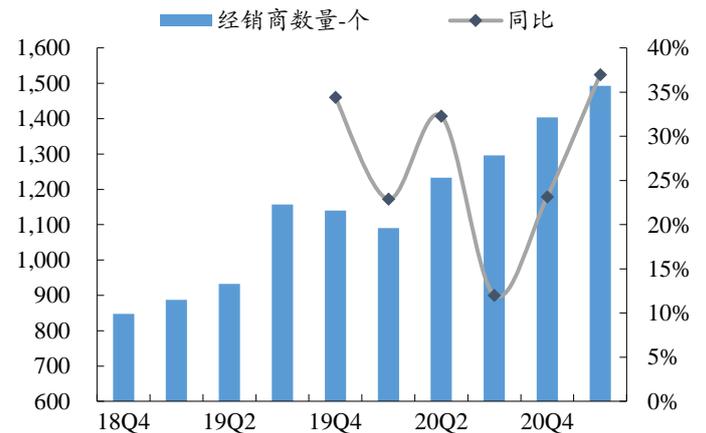
精耕细作西南市场，差异化开拓外埠市场。西南地区主要以县为单位设置经销商，经销商通过中小型商超、农贸市场、副食店和社区小店等零售终端以及镇级批发商等渠道销售产品。西南以外地区主要以一线城市、省会城市为主，地县级城市为辅开发商超型经销商。公司经销商数量增长较快，18-20年经销商数量复合增长28.7%。公司在西部区域发展成熟，西部经销商居多。中部地区虽然经销商数量占比较大，但是以中小经销商为主，单个经销商贡献收入不多。

图 14：经销商以中西部区域为主

图 15：18-20 年经销商数量复合增长 28.7%



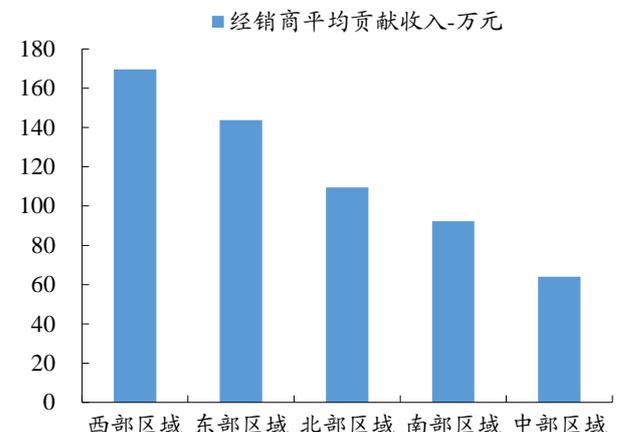
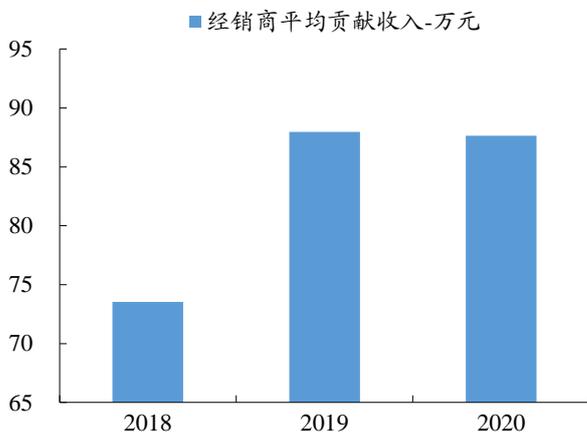
资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16：20 年经销商平均贡献收入较上年持平

图 17：20 年西部区域经销商平均贡献收入最大

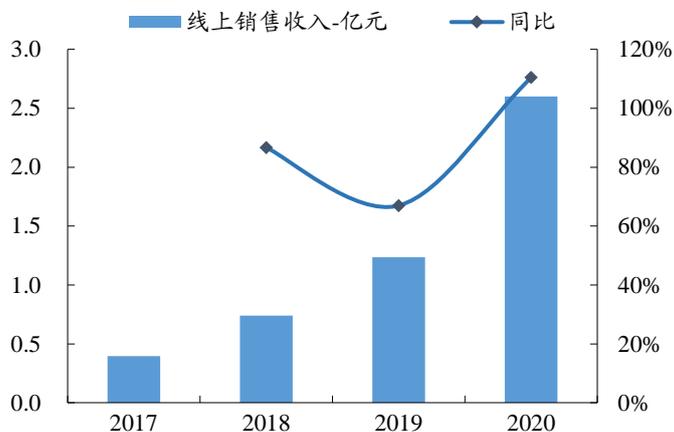


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

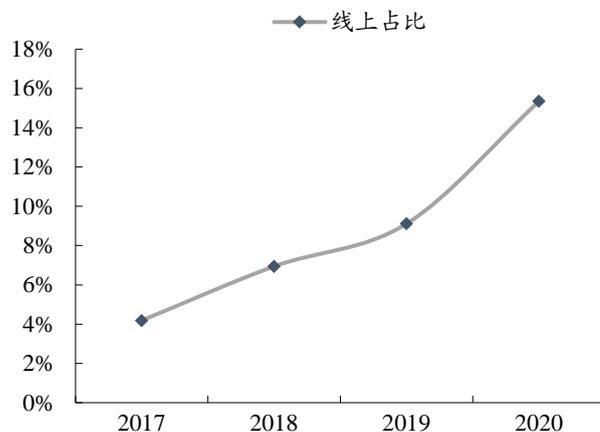
新冠疫情加速线上渠道发展趋势。公司积极应对商业模式变化，继续强化电商运营能力，提升服务质量，促进线上业务快速发展。20年公司线上渠道销售占比达到15.35%，与17年的4.18%相比，增长三倍有余。20年线上销售营业收入达2.60亿元，同比增长110.47%，实现翻倍式增长。

图 18：线上渠道收入高速增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19：线上渠道收入占比快速增长

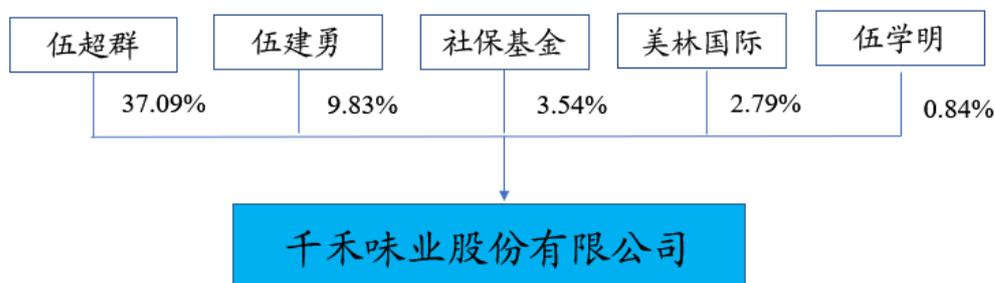


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.4 股权结构清晰，团队积极进取

民营体制，家族控股。截止2021年6月末，公司第一大股东为伍超群，是公司实际控制人。伍超群是第二大股东伍建勇的叔叔。截止2021年6月末，伍超群持股占比37.09%，伍建勇持股占比9.83%，伍学明持股占比0.84%，伍氏家族合计持股47.76%。

图 20：千禾味业股权结构



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

股权激励绑定管理团队利益。为了充分调动管理人员及核心骨干的积极性，17年公司推出了限制性股票激励计划，涉及激励对象共111人，占17年末公司总人员的比重为6.05%。该激励计划设定了以16年为基数，17-20年营业收入增长率分别不低于20%、40%、70%、100%；或者17-20年公司净利润增长率分别不低于50%、80%、150%、220%的业绩考核目标。以16年为基数，17-20年公司营业收入实际增长率分别为23%、38%、76%和120%，仅18年没有达到激励计划营业收入目标增速。18年公司实际净利润增长率达到140%，达到了净利润目标增速，当年公司仍达成解锁条件。

表 1: 2017 年激励对象获授限制性股票的整体情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占计划公告日股本总额的比例
1	刘德华	董事/副总裁	17.16	2.75%	0.0536%
2	何天奎	董事/财务总监	15.33	2.46%	0.0479%
3	吕科霖	董秘/总裁办主任	20.00	3.21%	0.0625%
中层管理人员及核心骨干 (108 人)			571.51	91.59%	1.7863%
合计			624.00	100.00%	1.9503%

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 2: 股权激励业绩目前达成情况

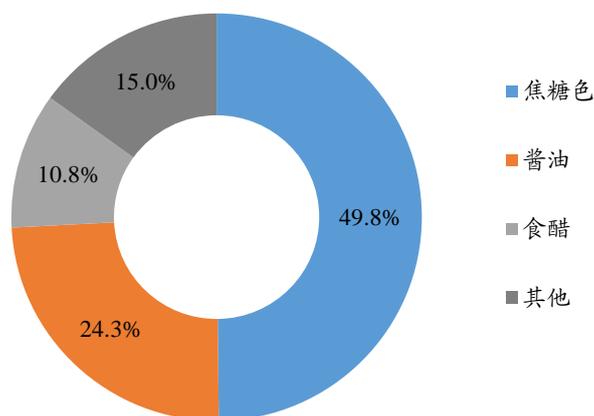
	2017	2018	2019	2020
营收目标增速	20%	40%	70%	100%
营收实际增速	23%	38%	76%	120%
净利润目标增速	50%	80%	150%	220%
净利润实际增速	44%	140%	98%	106%

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

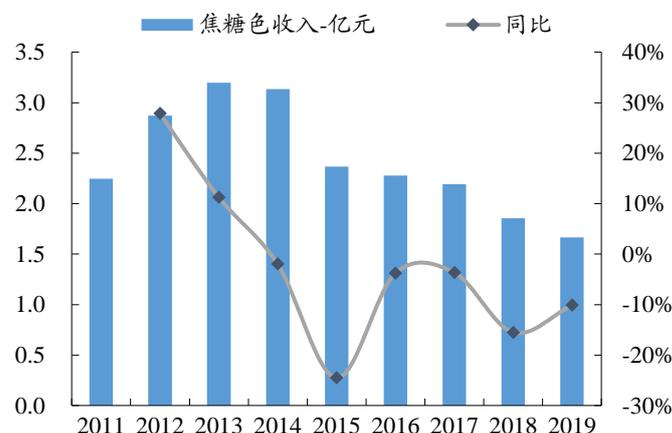
3 复盘成长: 顺应行业趋势, 积极战略转型

3.1 立足食品添加剂, 拓展调味品板块

公司最开始以焦糖色起家, 为调味品企业提供原材料, 前两大客户是李锦记和海天。2014 年公司对海天和李锦记的销售收入合计占食品添加剂销售收入比例为 43.24%。2015 年, 海天对公司焦糖色的采购额同比下滑 70.19%, 导致公司焦糖色收入同比减少 24.51%。大客户的流失直接导致了传统焦糖色业务逐渐下滑。

图 21: 2013 年公司收入以焦糖色为主


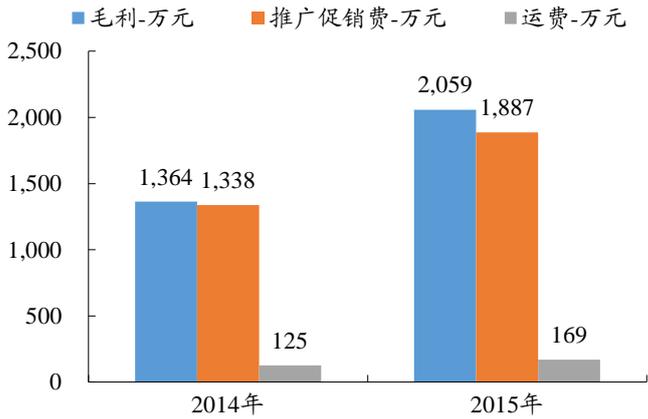
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 焦糖色业务收入持续下滑


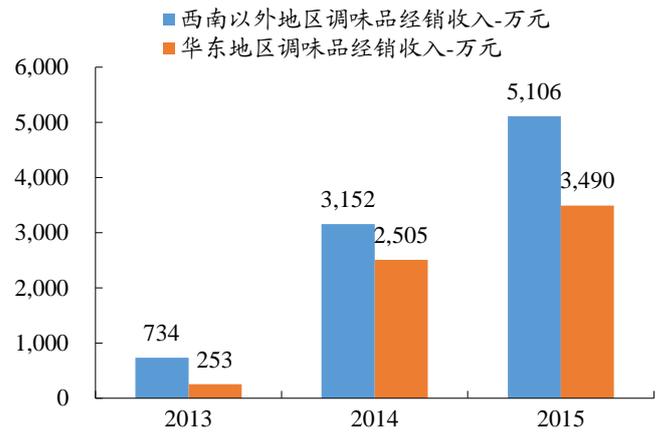
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

调味品业务逐步拓展新市场。2013 年下半年, 公司通过大商汇鲜堂及其关联方上海荣进开拓华东 KA 系统、连锁超市渠道。新开拓市场方面, 公司和经销商共同分担商超入场费等前期费用, 并给予推广促销费用支持。2013 年、2014 年以及 2015 年, 公司对汇鲜堂的销售收入分别为 244.4 万元、2,477.13 万元及 3,345.01 万元, 并于 2014 年起成为公司调味品第一大客户。2015 年开始拓展全国市场, 除华东和西南地区外, 其他区域收入也快速发展。

图 23: 高费用投入打开华东市场
图 24: 2014-15 年华东地区业务迅速拓展



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 原材料价格上涨，千禾跟随龙头提价

2016年调味品主要原材料价格不断上涨，在此背景下各家企业纷纷开始提价。千禾自2017年4月份起上调了调味品的出厂价，以及相关的建议终端价及零售价，其出厂价的调价幅度在8%左右；各级经销商同步开始调整终端价及零售价，在6月份整体完成提价。

图 25：16 年下半年豆粕价格上涨



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26：17 年白砂糖价格持续上涨



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 27：16 年下半年麦麸价格不断上涨



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28：16 年玻璃价格指数不断提升



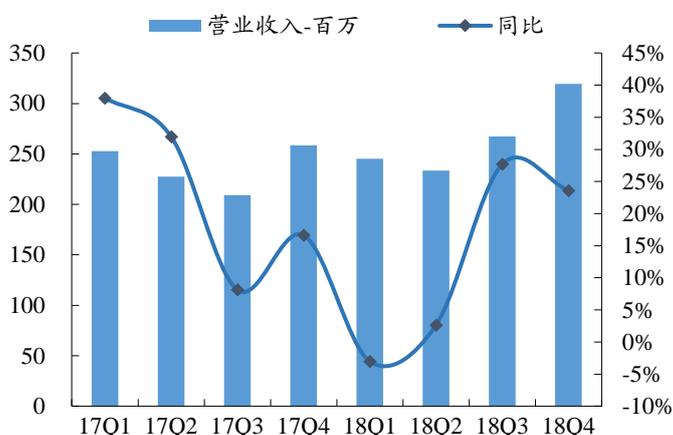
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3: 16-17 年国内 A 股主要调味品企业提价情况

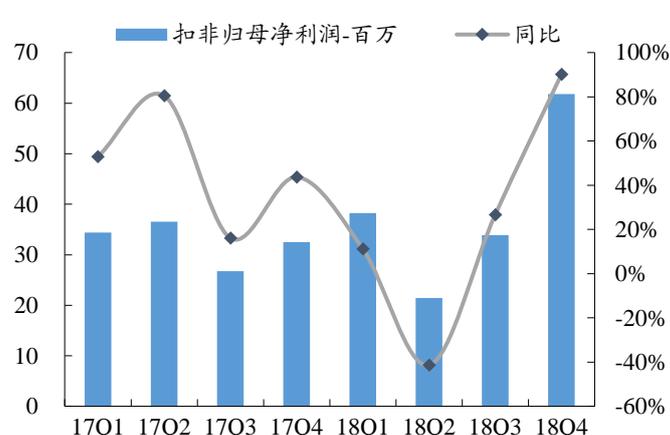
公司名称	提价产品	提价幅度	提价时间
恒顺醋业	经典醋系列 19 个单品	9%	2016 年 6 月
涪陵榨菜	11 个单品	8%-12%	2016 年 7 月
海天味业	收入占比 70% 以上的单品	5%	2017 年 1 月
涪陵榨菜	80g 和 88g 榨菜主力 9 个单品	15%-17%	2017 年 2 月
中炬高新	全线产品	5%-6%	2017 年 3 月
千禾味业	全线产品	8%	2017 年 3 月

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

高基数压力，叠加焦糖色业务下滑，18 年公司业绩表现较差。因产品提价导致 2017 年半年度收入基数较高、2018 年上半年焦糖色业务下滑等原因导致公司 2018 年上半年营业收入较去年同期未增长。公司 2018 年半年度扣非后净利润出现了下滑，主要原因是销售人员储备导致的销售费用增长和列支股权激励费用导致的管理费用增长。

图 29: 17Q3 收入增速开始下滑


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 30: 17Q3 利润增速开始下滑


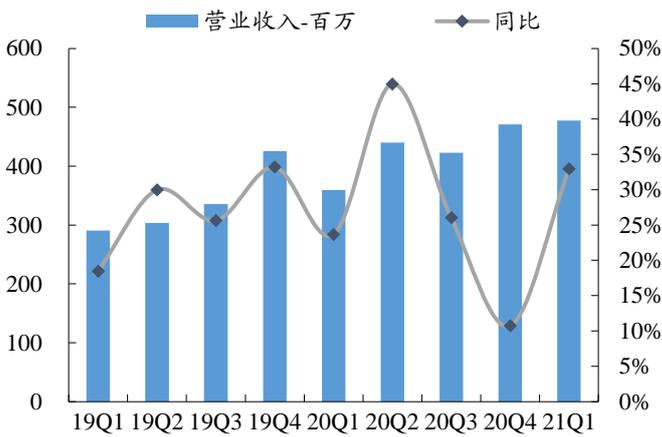
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3 受益于疫情，公司业绩表现亮眼

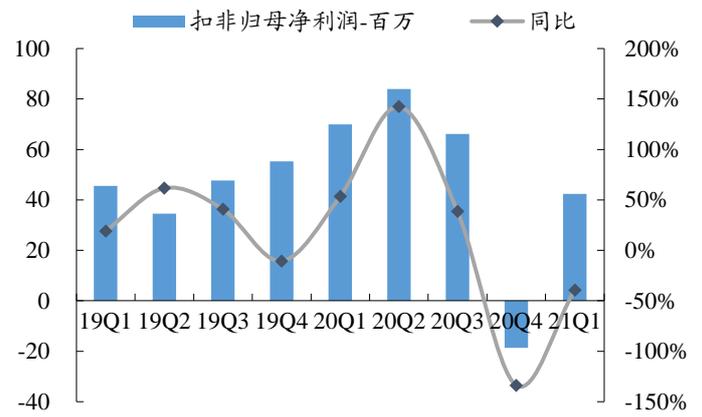
千禾整合行业资源，提升综合竞争力。2019 年公司以 1.5 亿元对价收购浙江恒康酱醋 100% 股权，新增食醋产能约 5.3 万吨。通过收购恒康酱醋，公司快速布局香醋产业，有利于发挥产业集群优势，利用在研发、生产、营销、人才队伍、品牌等方面的管理优势，做大做强公司食醋业务。

20Q2 公司营收和利润均有超预期表现。受益于疫情居家消费增加，C 端渠道短期扩容，以及终端渠道补库存，20Q2 公司营业收入超预期增长。疫情期间终端导购推广活动的减少有效降低了费用率，同时产品结构的提升也使得毛利率提升，因此公司利润端有超预期增长。20Q4 由于公司对收购镇江金山寺形成的商誉减值 8,994 万元，当期利润下滑。

图 31: 20Q3 收入增速开始下滑
图 32: 20Q3 利润增速开始下滑



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

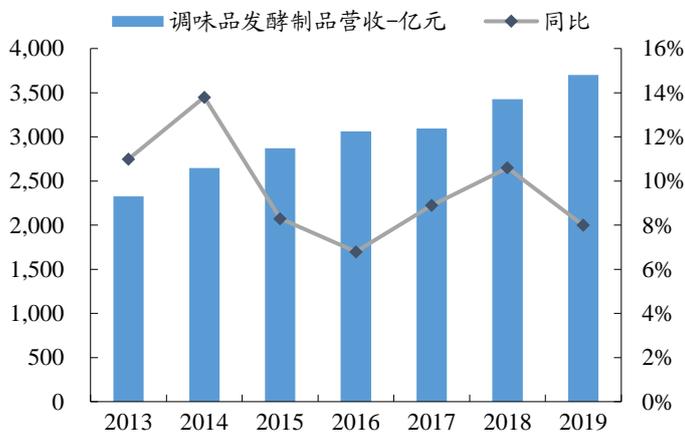
4 调味品行业稳定增长，产品升级趋势明显

4.1 调味品行业稳定增长，整体集中度较低

调味品行业规模呈现稳健增长态势。近年来，受益于餐饮业、食品加工业的快速发展以及居民生活消费的升级，我国调味品行业繁荣发展。12-19年，我国调味品、发酵制品制造业主营业务收入年均复合增长率为8.3%。

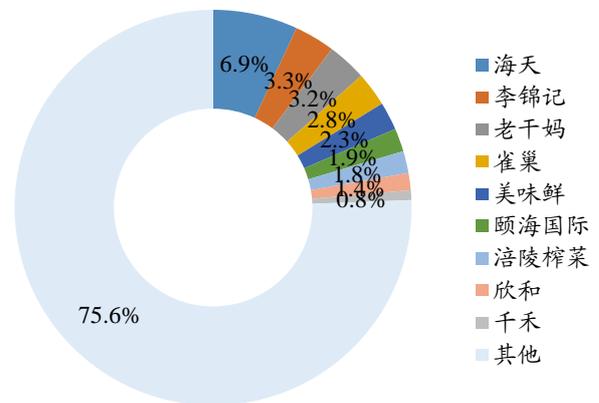
国内调味品行业整体集中度较低，主要由于子行业众多，市场格局较为分散。根据中国调味品协会数据来看，2020年国内调味品百强企业收入为1,134亿元，占行业总收入的比例不到30%。随着渠道不断精细化、产品细分化，大型零头企业通过全国性的广告宣传、全渠道营销策略及开始多元化经营后，行业集中度仍将不断提高。

图 33: 调味品企业营业收入稳定增长



数据来源：国家统计局，中商产业研究院，信达证券研发中心

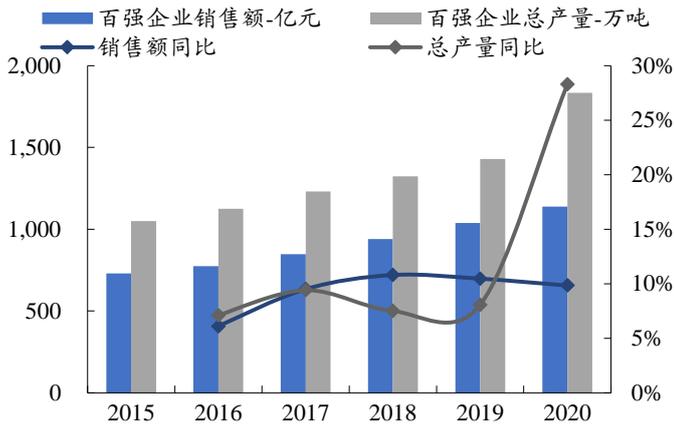
图 34: 20 年国内调味品行业整体集中度较低



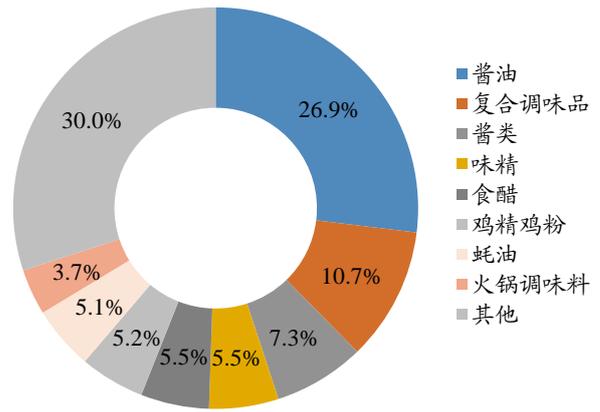
数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

图 35: 调味品企业百强企业维持较快增长

图 36: 酱油为调味品最大品类



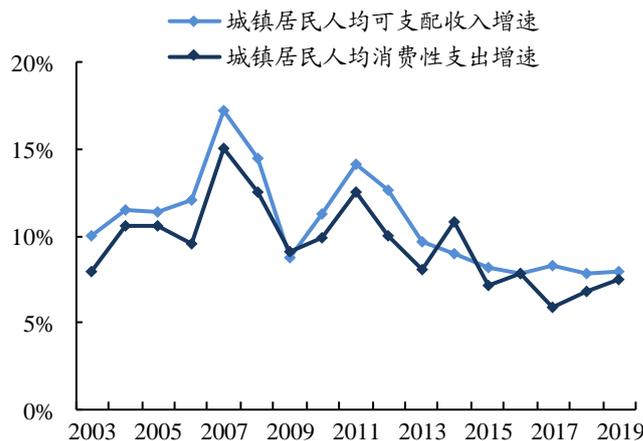
数据来源：中国调味品协会，中商产业研究院，信达证券研发中心



数据来源：中国调味品协会，中商产业研究院，信达证券研发中心

调味品消费升级趋势明显。随着城镇居民人均收入的不断提高，消费者对调味品品牌、质量、应用场景日益重视，愿意支付更多去获得更好的调味品。美味是调味品的核心，但是消费者对健康理念认识在逐渐加强。调味品行业内部已然呈现出产品结构向高端方向升级的趋势，以酱油为例，低盐、零添加和有机等中高端酱油逐渐兴起。

图 37: 城镇居民购买力持续提高



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 38: 酱油产品升级，价格提升

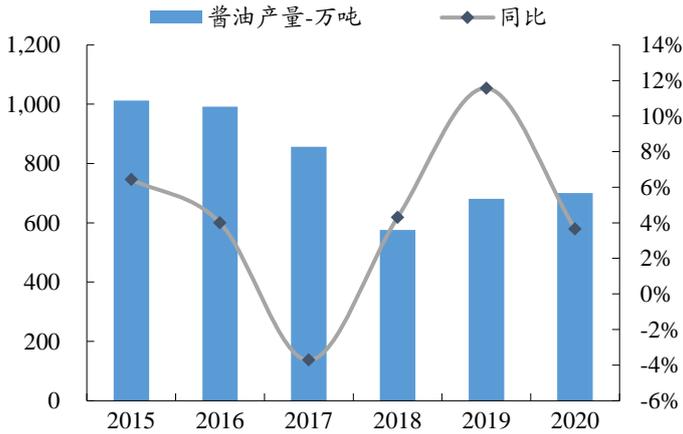


数据来源：京东，天猫，信达证券研发中心

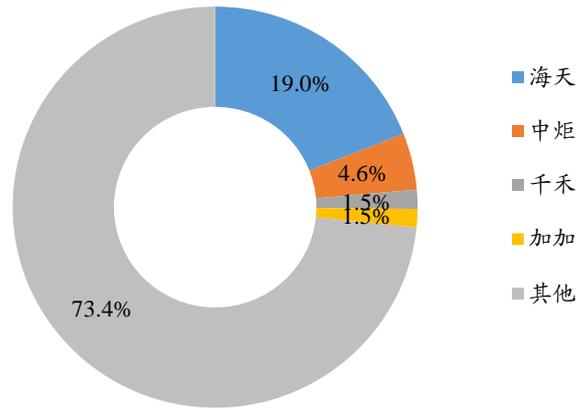
4.2 酱油行业“一超多强”，龙头集中度提升仍有空间

酱油品类发展成熟，近年来行业总产量微增。酱油是以富含蛋白质的豆类和富含淀粉的谷类及其副产品为主要原料，在微生物酶的催化作用下分解熟成并经浸滤提取的调味汁液。酱油的酿制起源于中国，在中国饮食文化中具有不可替代的地位。酱油产业的销售额和企业规模均居调味品行业首位。根据国家统计局数据，15-20年酱油行业产量复合增长约5%，行业总产量仍有增长。考虑到统计口径的变化，我们以2015年行业总产量为基数，按每年同比数据测算，2020年行业总产量约为1,222万吨。参考2020年百强调味品企业酱油出厂吨价5,605元/吨，我们预计行业出厂口径规模为684.9亿元。

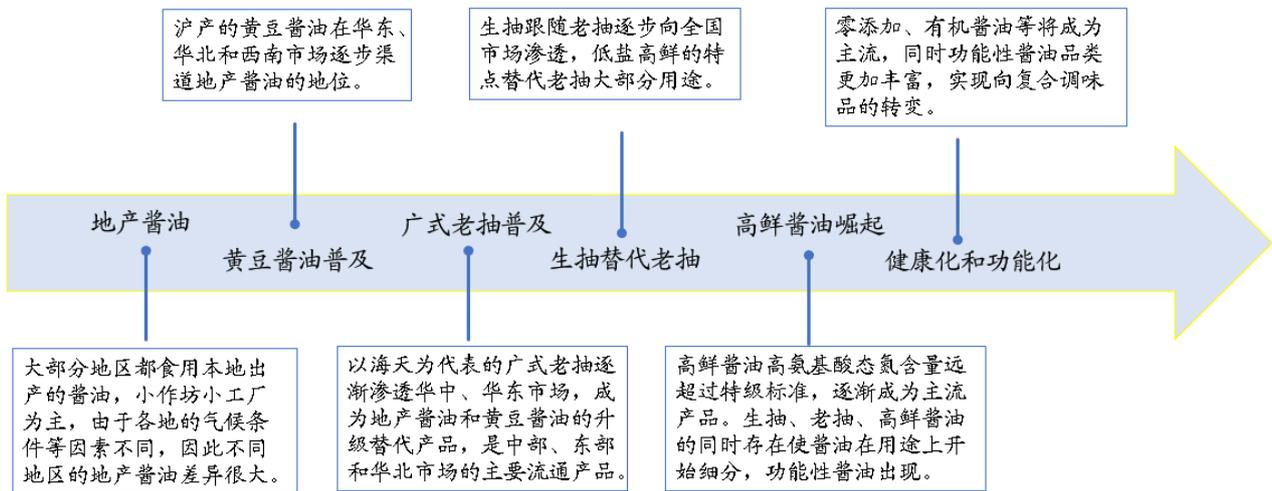
酱油行业形成“一超多强”的竞争格局。我国酱油行业的竞争格局分为三个层次，一是全国性品牌，如海天味业、李锦记等，市场区域涉及全国多个省份，品牌营销意识强，营销策略成熟；二是地方性强势品牌和外企品牌，如四川的千禾、华中的加加、山东的欣和等，外资品牌则以味事达等为代表；三是小规模工厂或家庭作坊，一般采取自产自销，产品价格低廉，主攻农村、乡镇市场。依据我们测算的酱油行业规模，20年海天的酱油品类市占率达到19%，远超中炬和千禾等企业。

图 39: 15-20 年酱油行业产量复合增长约 5%


数据来源：国家统计局，智研咨询，信达证券研发中心 注：由于统计口径变动，2018 年酱油行业产量明显下降

图 40: 酱油行业“一起多强”的竞争格局


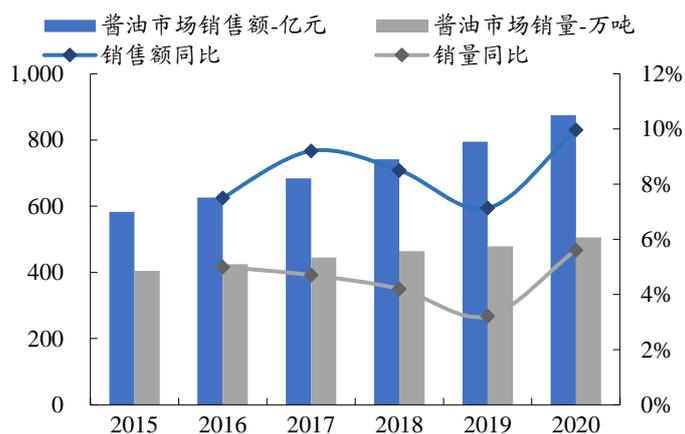
数据来源：信达证券研发中心测算

图 41: 酱油品类发展历程


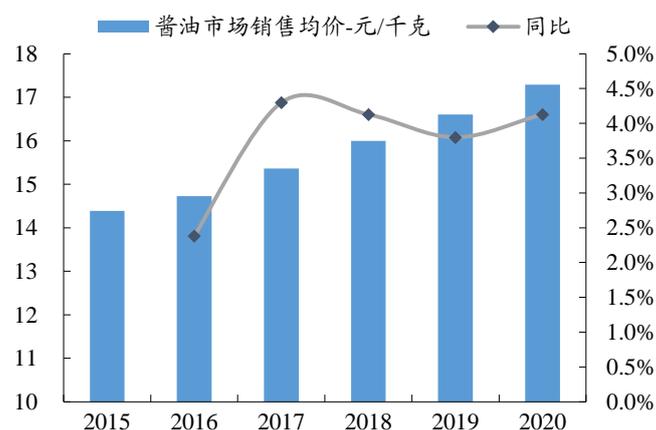
数据来源：信达证券研发中心

酱油行业保持量价齐升。根据欧睿数据，15-20 年酱油市场销售额复合增长 8.5%，拆分量价来看，期间销量复合增长 4.5%，销售均价复合增长 3.7%。19-20 年酱油行业并没有提价行为，但市场销售均价同比仍有 3.8%和 4.1%，反映出酱油产品升级的趋势明显。

图 42: 15-20 年酱油市场销售额复合增长约 8.5%
图 43: 15-20 年酱油市场销售均价复合增长约 3.7%



数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心



数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

5 “零添加”产品工艺领先，高端形象有先发优势

5.1 “零添加”产品品质领先，具有技术壁垒

气候温润、水源优质，形成自然发酵场优势。长江上游岷山雪域高原之水，水质清冽，纯净甘美。天府之国，气候温和湿润，微生物种群富集，是自然酿造的理想环境。

传承古法酿造技艺，融合现代生产工艺。公司在传承中国古法酿造技艺的基础之上，创新具有自主知识产权的现代酿造工艺技术，结合自动化成套设备和物联网信息融合技术，以健康酿造理念构建严格的品质保障体系，科学还原酱油、食醋、料酒等调味品酿法自然，实现高端化、集群化、规模化的古法新酿。公司引进了日本酱油制曲、发酵、布酱设备和德国顶级智能灌装线，同时邀请国内外顶尖专家团队和一流设备供应商参与设计研发。

图 44：源自岷山雪域优质水源



数据来源：公司官网，信达证券研发中心

图 45：古法新酿生产工艺



数据来源：公司官网，信达证券研发中心

千禾定位精准，产品有卖点。公司定位是做健康美味的调味品。健康卖点包括不添加防腐剂、不添加味精、非转基因原料等。美味卖点则是氨基酸态氮指标，国家特级酱油标准是 0.8 g/100ml，公司产品的氨基酸态氮含量基本上是在 1.2 g/100ml 以上，味道相比一般酱油非常鲜美。

千禾“零添加”产品品质领先于竞品。千禾、欣和以及龟甲万零添加酱油的配料表最为精简，均不添加味精、色素、防腐剂，产品最贴近自然的状态，但千禾零添加酱油氨基酸态氮含量最为出众。千禾零添加酱油 380 天产品发酵时间更长，蛋白质分解得更加彻底，氨基酸态氮含量达到 1.2g/100ml，远高于竞品。零添加同时好吃的酱油技术壁垒较高，目前千禾做的最好，竞品模仿和追赶仍需时日。公司从各个环节控制微生物污染，包括采用先

进的灭菌工艺及灭菌设备对产品灭菌，设备 CIP 清洗、洁净区内灌装、包装物的消毒清洗及控制瓶盖和瓶的密封性等来控制微生物的交叉污染，以确保产品在保质期内的品质。

表 4：零添加酱油产品对比

名称	氨基酸态氮含量	配料	保质期
千禾零添加酱油 380 天	1.2g/100ml	水、非转基因黄豆、小麦、食用盐	24 个月
千禾零添加酱油 180 天	1.1g/100ml	水、非转基因脱脂大豆、非转基因黄豆、小麦、食用盐、白砂糖	24 个月
海天即简裸酱油	1.0g/100ml	水、非转基因黄豆、小麦、食用盐、白砂糖	18 个月
六月鲜特级原汁酱油	1.0g/100ml	水、非转基因脱脂大豆、小麦、食用盐	18 个月
李锦记零添加醇味鲜特级酿造酱油	0.9g/100ml	水、非转基因脱脂大豆、食用盐、小麦、酵母提取物	18 个月
万字特选丸大豆酱油（龟甲万）	0.8g/100ml	水、大豆、小麦、食用盐	18 个月
厨邦纯酿清蒸酱油	0.8g/100ml	水、非转基因脱脂大豆、小麦、食用盐、白砂糖、酵母提取物	18 个月

数据来源：京东，天猫，信达证券研发中心

5.2 全方位打造高端品牌形象，具有先发优势

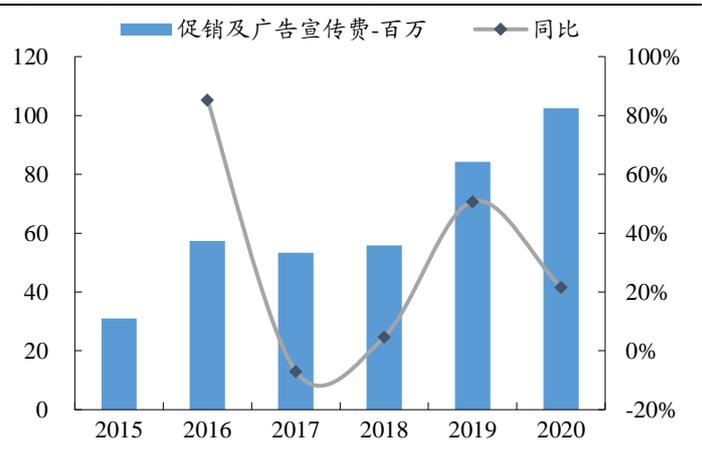
高举高打，持续投入空中广告。2016 年公司冠名了央视 7 套美食栏目《食尚大转盘》，2019 年公司开始冠名江苏卫视《新相亲大会》。公司通过持续冠名综艺节目可以获得更多消费者的关注和喜爱，同时塑造公司品牌力。

图 46：公司独家冠名《新相亲大会》



数据来源：公司官网，信达证券研发中心

图 47：持续投入促销及广告宣传费用



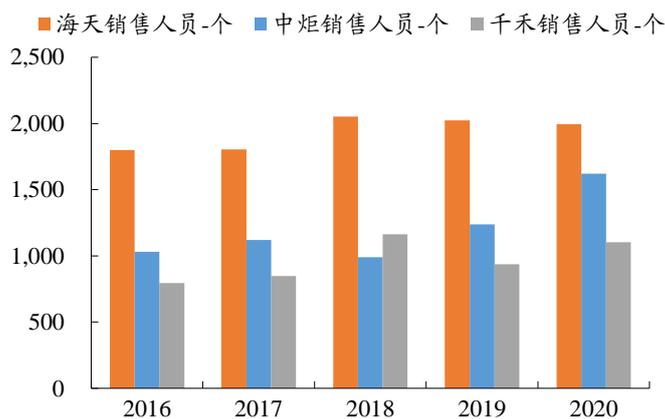
数据来源：公司公告，信达证券研发中心

差异化营销提升产品价值感。千禾实行强化以用户为中心、以体验为核心的价值营销策略。一是通过加强培训，全员提升专业能力、创新销售方法；二是全国核心门店设置店中店或零添加专柜，差异化营销；三是统一标准，提升人员素养、物料质量，展现千禾高品质形象。

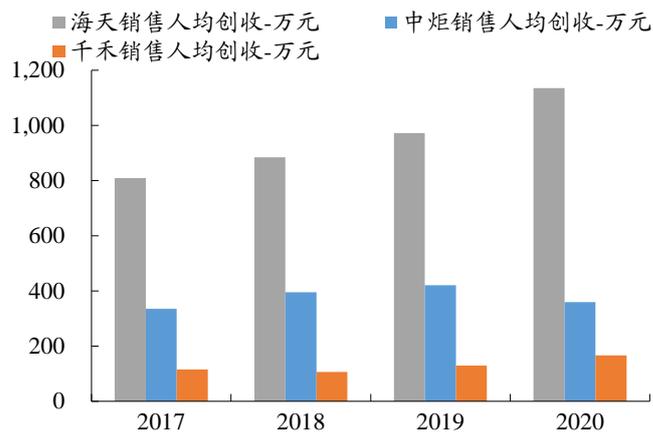
千禾善于利用导购做价值推广。以华东大商汇鲜堂为例，汇鲜堂的优势主要采用导购的方法。汇鲜堂导购员人数众多，最多的时候能达到上千人。相对于其他品牌的导购，汇鲜堂的导购员也能做到差异化竞争。首先在推广方法上，导购有一个口诀——三看三比，比原料、比配方和比工艺。

图 48：千禾销售人员数量与中炬相近

图 49：千禾销售人均创收最低



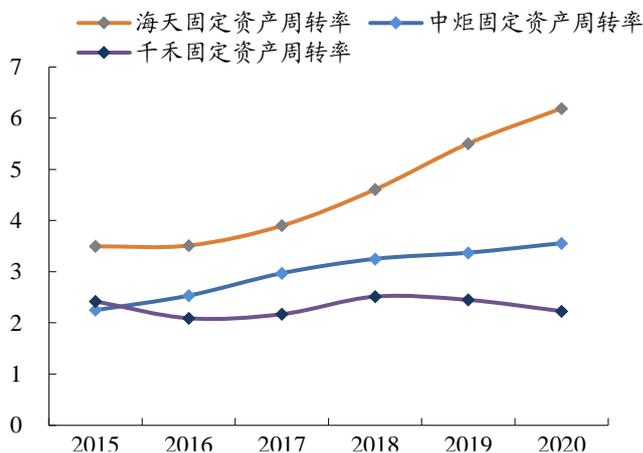
数据来源: Wind, 信达证券研发中心



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

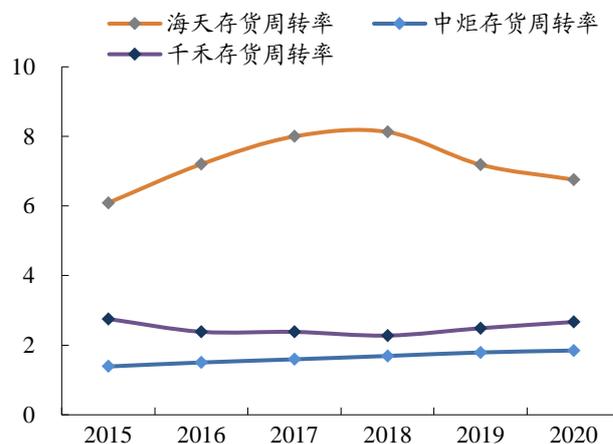
高端酱油本质是“低周转，高毛利”的生意模式。高端酱油由于发酵周期长，风味物质更加浓郁，产品定价也更高。千禾主推“零添加”系列，产品以中高端为主，发酵周期较长，因此存货周转率和固定资产周转率均低于同行业公司。

图 50: 千禾固定资产周转率低于同业上市公司



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

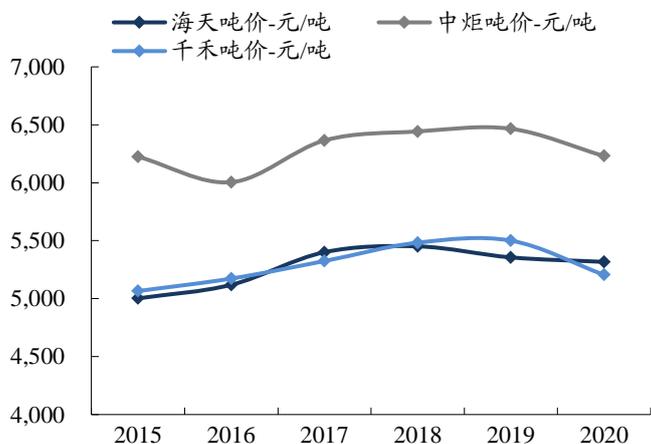
图 51: 千禾存货周转率低于同业上市公司



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

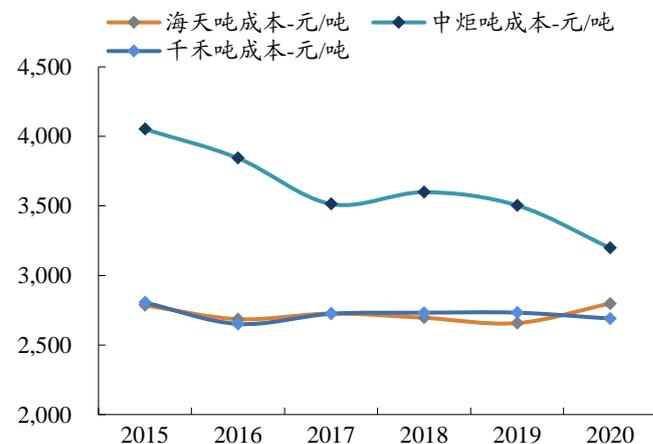
让利渠道，强化推力。从报表端来看，千禾酱油吨价、吨成本与海天相差无异。零添加相比“普通”酱油，吨成本差异不大，但是终端售价高。千禾产品定位高端，能给予渠道充分的利润空间，得以支撑较高的促销力度。

图 52: 千禾吨价与海天相当，低于中炬

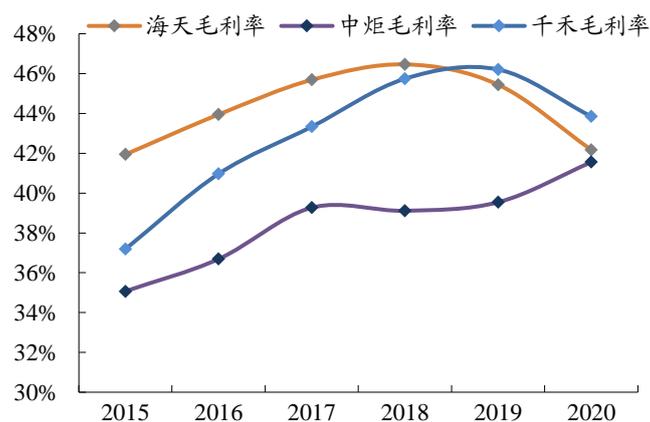


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

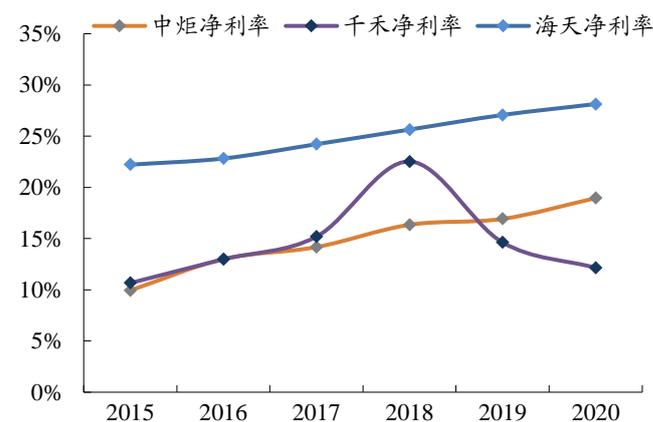
图 53: 千禾吨成本与海天相当，低于中炬



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 54: 千禾毛利率与海天相近、高于中炬


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 55: 千禾净利率低于海天和中炬


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

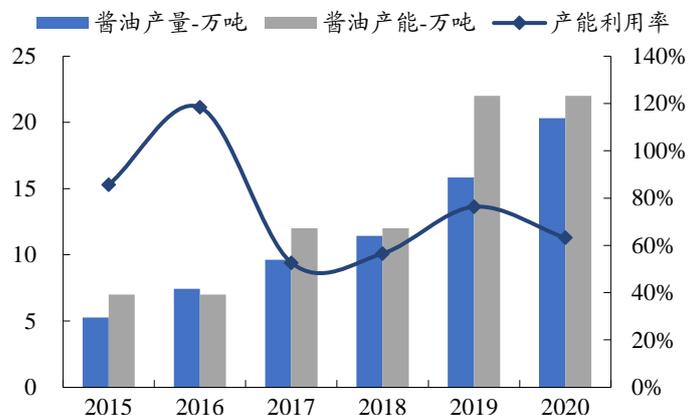
5.3 募资加速推进产能建设

募投项目全部扩建完成后, 调味品产能将提升至约 110 万吨, 较 2020 年提升 212.5%。公司 IPO 募集资金用于年产 10 万吨酿造酱油、食醋生产线项目已于 17 年末投产。17 年开始投资新建“年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目”, 建设完成后可增加酱油产能 20 万吨/年、食醋 5 万吨/年的规模, 目前一期年产 10 万吨酿造酱油生产线已于 19 年完成, 二期年产 10 万吨酿造酱油生产线和年产 5 万吨酿造食醋生产线正在建设, 预计 21 年底建成投产。2020 年公司计划建设“年产 60 万吨调味品生产线项目”, 建成后将新增 50 万吨酿造酱油、10 万吨酿造料酒产能, 持续补充公司产能, 预计 2024 年底建成投产。

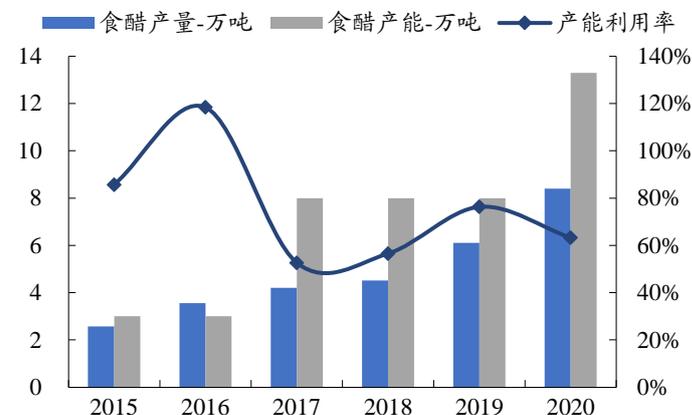
表 5: 公司募投项目产能

	上市前产能	IPO 项目产能	25 万吨调味品扩产项目产能	收购金山寺产能	60 万吨调味品智能制造项目产能	全部投产后产能
酱油(万吨)	7	5	20		50	82.0
食醋(万吨)	3	5	5	5.3		18.3
焦糖色(万吨)	14					14.0
料酒(万吨)					10	10.0
合计(万吨)	24	10	25	5	59	123.3

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 56: 酱油产能提升缓解生产压力


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 57: 外延收购扩大食醋产能


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

6 盈利预测

我们预计公司 21-23 年实现营业收入分别为 19.09 亿元、24.01 亿元和 29.07 亿元，同比增速分别为 12.7%、25.8%和 21.1%，毛利率分别为 41.6%、42.7%和 43.0%。细分来看：

酱油：受益于调味品消费升级的趋势，以及公司不断开拓外埠市场，预计 21-23 年酱油业务收入增速分别为 16.6%、27.7%和 21.8%。21 年由于原材料成本上涨，公司毛利率承压。长期来看，公司聚焦零添加战略，不断提升零添加产品占比，预计公司毛利率会持续提升。

费用率：由于 21H1 公司投入广告和促销费用增加，全年销售费用率会有所上升。我们预计 21-23 年公司销售费用率分别为 21.5%、21.0%和 21.0%。

基于上述假设，我们预计公司 20-22 年实现归母净利润分别为 2.20 亿元、3.14 亿元和 3.93 亿元，同比增长分别为 7.1%、42.5%和 25.2%。

表 6：公司收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
酱油	收入-百万元	835	1,054	1,229	1,569	1,911
	YOY	37.2%	26.2%	16.6%	27.7%	21.8%
	毛利率	50.3%	48.3%	45.5%	46.6%	46.8%
食醋	收入-百万元	220	292	298	381	464
	YOY	23.6%	32.8%	2.0%	27.7%	21.8%
	毛利率	47.1%	41.9%	38.9%	40.1%	40.4%
其他	收入-百万元	133	347	382	450	532
	YOY	42.8%	160.3%	10.0%	18.0%	18.0%
	毛利率	43.1%	31.9%	31.3%	31.3%	31.3%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

相对估值：对比 5 家可比上市调味品公司，从市盈率来看，千禾味业 21 年预测 PE 要高于 5 家平均水平，但 21 年预测 PEG 低于 5 家平均水平。公司主打“零添加”产品，顺应调味品消费升级的趋势，区域拓展持续推进，预计未来 3 年公司业绩增速仍将保持较高增速。

表 7：可比公司估值对比

证券简称	EPS (元)			PE (倍)			PEG	当前市值 (亿元)	当前股价 (元)
	TTM	21E	22E	TTM	21E	22E			
海天味业	1.6	1.79	2.12	65.9	58.9	49.8	2.7	4,442.2	105.5
天味食品	0.5	0.56	0.74	47.9	41.8	31.6	1.0	175.9	23.3
恒顺醋业	0.3	0.36	0.42	49.1	43.5	37.4	2.2	155.9	15.5
中炬高新	1.1	1.24	1.50	29.0	25.2	20.8	1.0	249.4	31.3
涪陵榨菜	0.8	0.92	1.19	34.9	31.8	24.8	1.0	261.4	29.5
平均					40.2	32.9	1.6		
千禾味业	0.1	0.28	0.39	129.2	67.2	47.1	1.4	148.0	18.5

数据来源：Wind，信达证券研发中心注：除天味食品外，其他公司均采用 Wind 一致预测，更新于 2021 年 8 月 20 日。

投资建议：公司深耕“零添加”市场十余年，高端品牌形象已深入人心。千禾“零添加”产品品质领先于竞品，“零添加”酱油的氨基酸态氮含量最高，产品兼顾健康和美味。公司西南地区市场稳固，全国化扩张持续推进，外埠市场占比不断提升。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.28/0.39/0.49 元，对应 PE 分别为 67.18/47.13/37.64 倍。公司当前估值较高，但考虑到公司高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

7 风险因素

竞争加剧风险。若更多的企业进入高端酱油市场，行业竞争存在加剧的风险。

原材料成本上涨超预期。若原材料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

食品安全风险。公司为食品生产制造企业，若发生食品安全事故将对千禾品牌造成不利影响。

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	954	1,062	1,185	1,277	1,430
货币资金	86	117	166	107	99
应收票据	1	0	1	1	1
应收账款	164	124	131	164	199
预付账款	30	22	28	34	41
存货	319	395	458	566	681
其他	354	403	402	405	408
非流动资产	1,101	1,124	1,325	1,509	1,675
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	692	827	1,028	1,212	1,378
无形资产	121	105	105	105	105
其他	288	192	192	192	192
资产总计	2,056	2,185	2,511	2,786	3,104
流动负债	275	239	270	322	377
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	83	72	92	113	136
其他	192	167	179	209	241
非流动负债	188	49	49	49	49
长期借款	0	0	0	0	0
其他	188	49	49	49	49
负债合计	463	288	319	371	426
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,593	1,898	2,191	2,415	2,679
负债和股东权益	2,056	2,185	2,511	2,786	3,104

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,355	1,693	1,909	2,401	2,907
同比(%)	27.2%	25.0%	12.7%	25.8%	21.1%
归属母公司净利润	198	206	220	314	393
同比(%)	-17.4%	3.8%	7.1%	42.5%	25.2%
毛利率(%)	46.2%	43.8%	41.6%	42.7%	43.0%
ROE%	12.4%	10.8%	10.1%	13.0%	14.7%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.31	0.28	0.39	0.49
P/E	49.40	120.27	67.18	47.13	37.64
P/B	10.66	15.73	6.75	6.13	5.53
EV/EBITDA	34.42	58.84	41.12	30.34	24.68

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,355	1,693	1,909	2,401	2,907
营业成本	729	951	1,114	1,376	1,658
营业税金及附加	13	16	17	22	26
销售费用	309	287	410	504	610
管理费用	54	61	65	79	93
研发费用	39	45	52	62	73
财务费用	-8	-3	-2	-2	-1
减值损失合计	0	-90	0	0	0
投资净收益	5	9	10	12	15
其他	8	7	6	7	9
营业利润	232	262	268	378	471
营业外收支	0	-5	-9	-9	-9
利润总额	232	257	259	369	463
所得税	34	51	39	55	69
净利润	198	206	220	314	393
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	198	206	220	314	393
EBITDA	290	421	356	484	596
EPS(当年)(元)	0.43	0.31	0.28	0.39	0.49

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	192	378	275	328	416
净利润	198	206	220	314	393
折旧摊销	66	83	98	116	134
财务费用	1	-1	0	0	0
投资损失	-5	-9	-10	-12	-15
营运资金变动	-66	15	-43	-99	-105
其它	-2	84	8	9	9
投资活动现金流	-266	-279	-299	-296	-294
资本支出	-236	-211	-309	-309	-309
长期投资	-40	-77	0	0	0
其他	10	9	10	12	15
筹资活动现金流	-175	-68	73	-90	-130
吸收投资	0	0	133	0	0
借款	10	0	0	0	0
支付利息或股息	-74	-61	-60	-90	-130
现金流净增加额	-248	31	49	-59	-8

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。