



#### 核心观点

##### ❖ 公司是国内高品质健康调味品代表企业

公司专业从事高品质健康酱油、食醋、料酒等调味品的研生产和销售，酱油和食醋收入占比超过 60%。公司聚焦“零添加”产品，推广“零添加”酱油、食醋、料酒等产品，中高端产品占比及盈利水平提升。2020 年实现营业收入和归属于母公司净利润分别为 14.96、2.06 亿元，同比增长 30.14%、3.81%，毛利率和净利率分别为 43.85%、12.15%，行业中处于中游水平。

##### ❖ 我国调味品市场空间广阔，结构化升级趋势凸显

我国调味品零售市场规模稳健上升，但行业集中度不高。2020 年调味品行业市场规模为 3950 亿元，2014-2020 年 CAGR 为 7.25%。海天、雀巢、李锦记、老干妈、美味鲜 CR5 为 19.5%，行业集中度有待提高，市占率提升空间较大。从需求端来看，调味品下游消费中餐饮、家庭、食品加工渠道分别占比 50%、30%、20%。健康理念深入人心，调味品呈现高端化发展趋势。对标日本，我国调味品人均消费量较少，具备较强发展潜力。

##### ❖ 聚焦“零添加”，打造差异化品牌

公司主打“零添加”的健康化理念，并以优异的产品品质和良好的品牌形象被广大消费者所青睐，并通过大量的广告营销，形成了公司良好的品牌形象。公司产品布局偏向中高端，实行大单品战略，核心产品销量持续增长，产销比维持高位。公司现拥有 32 万吨酱油产能，18.3 万吨食醋产能，5 万吨料酒产能和 0.5 万吨蚝油产能，总产能达到 55.8 万吨，远期规划总产能达到 115.8 万吨。渠道方面以 C 端为主，推出新产品着手布局餐饮渠道，全国化进程稳步推进。

##### ❖ 首次覆盖给予“增持”评级

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 19.95、24.05、28.86 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 2.33、3.08、3.97 亿元；对应 EPS 分别为 0.29、0.39、0.50 元/股，对应 PE 分别为 58.86、44.57、34.56 倍，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：食品安全风险；原材料价格波动影响；行业竞争加剧等。

#### 盈利预测与估值

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	1693.27	1994.80	2405.00	2886.14
+/-%	24.95	17.81	20.56	20.01
净利润(百万)	205.80	233.00	307.73	396.91
+/-%	3.81	13.22	32.07	28.98
EPS(元)	0.26	0.29	0.39	0.50
PE	66.64	58.86	44.57	34.56

资料来源：招股说明书，预测截止日期 2021 年 09 月 06 日，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

#### 📌 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 食品饮料

报告时间 | 2021/09/06

#### 📌 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

ouyangyujian@cczq.com

#### 📌 联系人

何宇航

证书编号：S1100120090004

heyuhang@cczq.com

#### 📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、公司是国内高品质健康调味品代表企业 .....	5
1.1 打造高品质健康调味品第一品牌 .....	5
1.2 核心业务稳定增长，全国化稳步推进 .....	6
1.3 股权集中，股权激励计划激发员工积极性 .....	7
二、我国调味品市场空间广阔，结构化升级趋势凸显 .....	8
2.1 我国调味品行业市场空间广阔 .....	8
2.2 我国调味品行业趋向于高端化发展 .....	10
三、聚焦“零添加”，打造差异化品牌 .....	12
3.1 “零添加”形成品牌差异化，打造健康品牌形象 .....	12
3.2 聚焦单品战略，高质量打造强产品力 .....	14
3.3 渠道专注居民消费，全国化稳步推进 .....	18
四、投资建议 .....	22
风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1:	千禾味业营业收入稳定增长	6
图 2:	千禾味业归母净利润近期下降	6
图 3:	产品营业收入情况	7
图 4:	销售毛利率近期有所下降	7
图 5:	费用率有所减少	7
图 6:	盈利能力略有波动	7
图 7:	千禾味业股权结构	8
图 8:	中国调味品行业市场规模	8
图 9:	中国调味品行业零售市场规模	9
图 10:	2020 年中国调味品行业市占率不高	9
图 11:	中国酱油产量情况	9
图 12:	中国高端酱油市场规模	9
图 13:	2020 年中国调味品行业渠道份额占比	10
图 14:	餐饮收入 2019 年前稳定增长, 2020 年因疫情原因有所下降	10
图 15:	城镇居民可支配收入提高	11
图 16:	中国调味品人均消费量低于日本	11
图 17:	中国酱油市场竞争格局	11
图 18:	日本酱油市场竞争格局	11
图 19:	研发投入持续增长	12
图 20:	公司主打“零添加”	12
图 21:	销售费用率在行业中处于较高比例	13
图 22:	广告费和职工薪酬占销售费用较大比例	13
图 23:	2020 年千禾线上销售均价最高	14
图 24:	2020 年千禾淘宝销售额排名第二	14
图 25:	酱油产销比长期维持高位	16
图 26:	食醋产销比长期维持高位	16
图 27:	单位售价整体保持增长趋势	17
图 28:	酱油单位成本有所下滑	17
图 29:	酱油、食醋毛利率整体有所提升	17
图 30:	公司以经销为主	19
图 31:	经销商数量持续增长	19
图 32:	以西部为中心开启全国化进程	19
图 33:	东部和中部营收增长较快	19
图 34:	线上销售持续增长, 占比显著提升	20
图 35:	公司线上销售占比行业领先	20
表格 1.	千禾味业发展历程	5
表格 2.	千禾产品屡获奖项, 得到行业和社会的认可	12
表格 3.	千禾产品的工艺优势	14
表格 4.	市面主要零添加产品对比	15
表格 5.	千禾产品布局偏高端, 体系精简	15

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 6.	千禾产能快速扩张 .....	18
表格 7.	主要调味品企业渠道布局情况.....	20
表格 8.	可比上市公司盈利预测及估值表.....	22

## 一、公司是国内高品质健康调味品代表企业

### 1.1 打造高品质健康调味品第一品牌

千禾味业成立于 1996 年，位于四川眉山，以焦糖色起家，专业从事高品质健康酱油、食醋、料酒等调味品的研生产和销售。公司酱油、食醋等调味品使用的“千禾”商标是四川省著名商标，公司焦糖色使用的“恒泰”商标是中国驰名商标。千禾味业以“匠心酿造中国味道”为使命，精选优质原料，在传承中国古法酿造技艺的基础之上，结合信息技术创新具有自主知识产权的现代酿造工艺技术，以健康酿造理念构建严格的品质保障体系，努力将“千禾”打造成高品质健康调味品第一品牌。

复盘公司发展历史，我们将公司发展阶段分为以下几个阶段：

**1996-2000 年：专营焦糖色。**1996 年四川省恒泰食品添加剂实业有限公司成立，公司从事焦糖色等食品添加剂业务，为下游调味品行业提供相应原料。随着上游原材料供应商和调味品行业的纵向挤压扩张，公司利润空间减少，寻求转型发展。

**2001-2013 年：进军调味品。**2001 年公司开始发展下游调味品业务，着手生产中低端酱油，2008 年公司首推中高端“零添加”产品，避开中低端市场激烈竞争。2012 年公司收购四川吉恒，发展西南市场，并实现股改，整理变更设立千禾味业，同年建立公司博士后创新实践基地并于 12 月 17 日正式授牌。

**2014-2018 年：主营调味品。**2014 年公司焦糖色业务首次出现负增长，同比下降-2.19%，2015 年海天等调味品公司大幅度减少对焦糖色的采购需求，2015-2018 年焦糖色业务收入及占比下降。2014-2018 年公司主营调味品，酱油及食醋营业收入 CAGR 分别为 32.43%、25.39%。

**2019 年至今：聚焦零添加。**公司聚焦“零添加”产品，推广“零添加”酱油、食醋、料酒等产品，中高端产品占比及盈利水平提升。

表格 1. 千禾味业发展历程

年份	历史成就
1996 年	公司成立
2001 年	发展下游调味品业务，生产中低端酱油
2008 年	推出中高端零添加产品

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

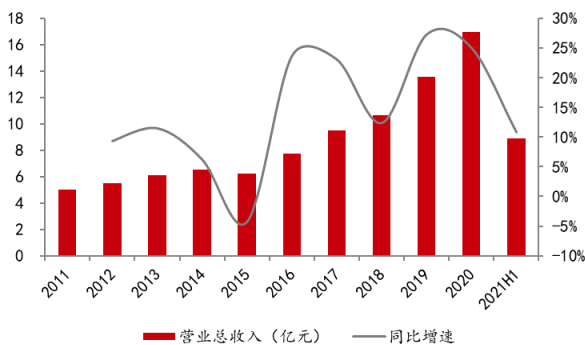
2010年	获得有机食品认证
2012年	收购四川吉恒，发展西南市场
2013年	停止双倍焦糖色等产品生产线，优化产品矩阵
2016年	公司A股上市
2017年	公司通过高新技术企业认定
2019年	收购恒康醋业

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 1.2 核心业务稳定增长，全国化稳步推进

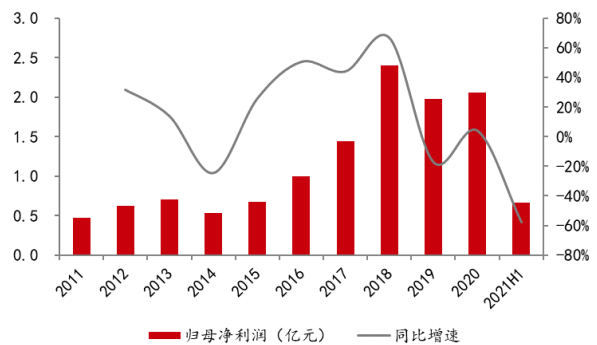
千禾味业营业收入稳定增长，归母净利润近期下降。千禾味业定位中高端调味品，聚焦“零添加”。2020年公司实现营业收入16.93亿元，同比增长24.95%，其中调味品实现营业收入14.96亿元，同比增长30.14%；实现归属于上市公司股东的净利润2.06亿元，同比增长3.81%。2021年上半年公司实现营业收入8.86亿元，同比增长10.82%；实现归属于上市公司股东的净利润0.66亿元，同比增长-58.09%，由于原材料及宣传费用的增加，短期业绩下滑。

图 1：千禾味业营业收入稳定增长



资料来源：wind，公司公告，川财证券研究所

图 2：千禾味业归母净利润近期下降

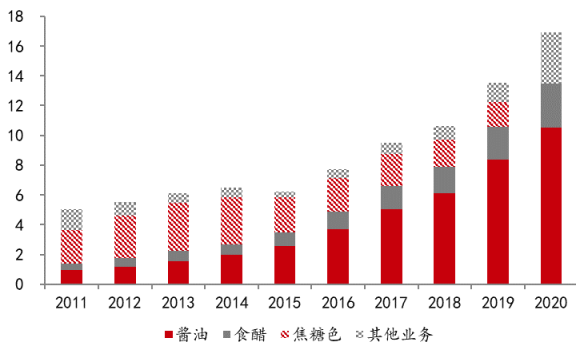


资料来源：wind，公司公告，川财证券研究所

酱油及食醋业务收入及占比始终保持上升趋势，焦糖色业务收入不断下降。2015年，酱油和食醋收入占营业总收入首次超过50%。公司毛利率2011-2019年稳定增长，2020年为43.85%，同比下降2.36个百分点，2021年上半年毛利率为42.21%。

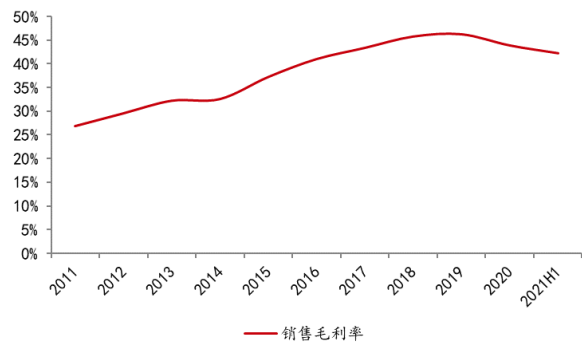
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 3：产品营业收入情况



资料来源: wind, 公司公告, 川财证券研究所

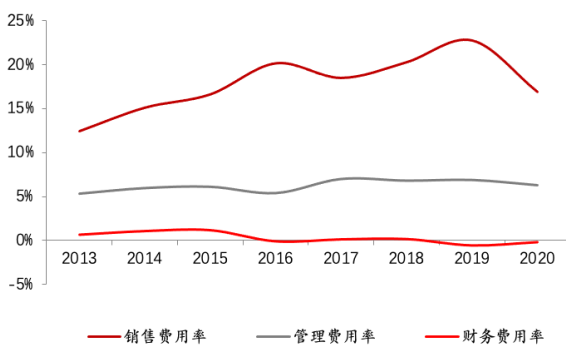
图 4：销售毛利率近期有所下降



资料来源: wind, 公司公告, 川财证券研究所

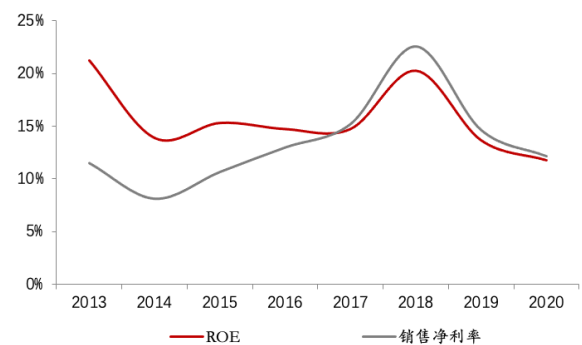
费用情况有所优化，净利率有所波动。公司销售费用率较高，2020 年销售费用率 16.94%，且在 2016-2019 年基本位置在 20% 左右，2020 年有所下滑主要系销售增加以及本期执行新收入准则，将与合同履行直接相关的运杂费、包装费用计入营业成本进行核算。管理费用率和财务费用率基本持平，2020 年分别为 6.30%、-0.19%。从 ROE 和净利率来看，ROE 总体有所下滑，主要系权益乘数和总资产周转率下降，净利率有所波动，2020 年分别为 11.79%、12.15%。

图 5：费用率有所减少



资料来源: wind, 公司公告, 川财证券研究所

图 6：盈利能力略有波动



资料来源: wind, 公司公告, 川财证券研究所

### 1.3 股权集中，股权激励计划激发员工积极性

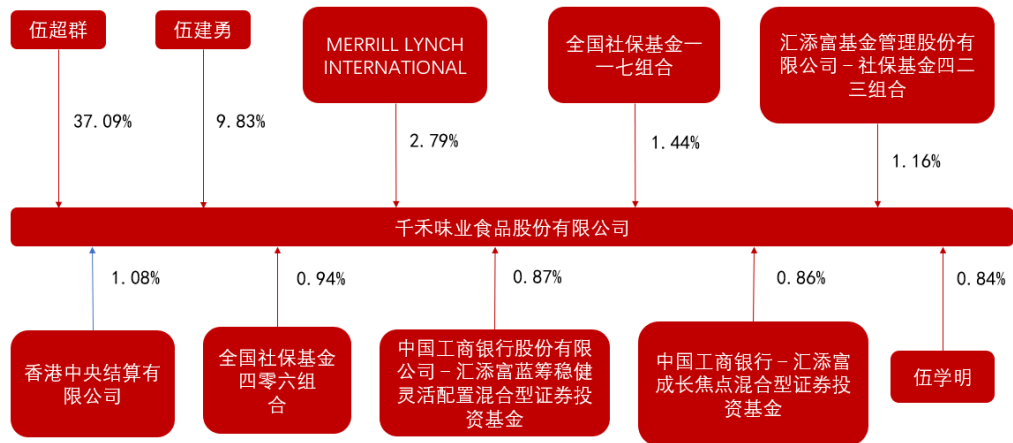
千禾味业作为民营企业，股权集中。公司总裁伍超群、销售总经理伍建勇、总工程师伍学明分别持股 37.09%、9.83%、0.84%，伍超群是公司实际控制人

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



人，与伍建勇为父子关系，与董事伍学明为兄弟关系，伍超群及家人共计持有 47.76% 的股份。

图 7：千禾味业股权结构



资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所

公司实施股权激励计划，激发员工积极性。公司不断完善员工发展机制和激励机制，2017 年对部分董事、高管等管理人员实施限制性股票激励政策，同时注重人才建设，完善人才培养使用机制，培养员工创新能力，激发工作积极性，促进人才队伍的年轻化、专业化。

## 二、我国调味品市场空间广阔，结构化升级趋势凸显

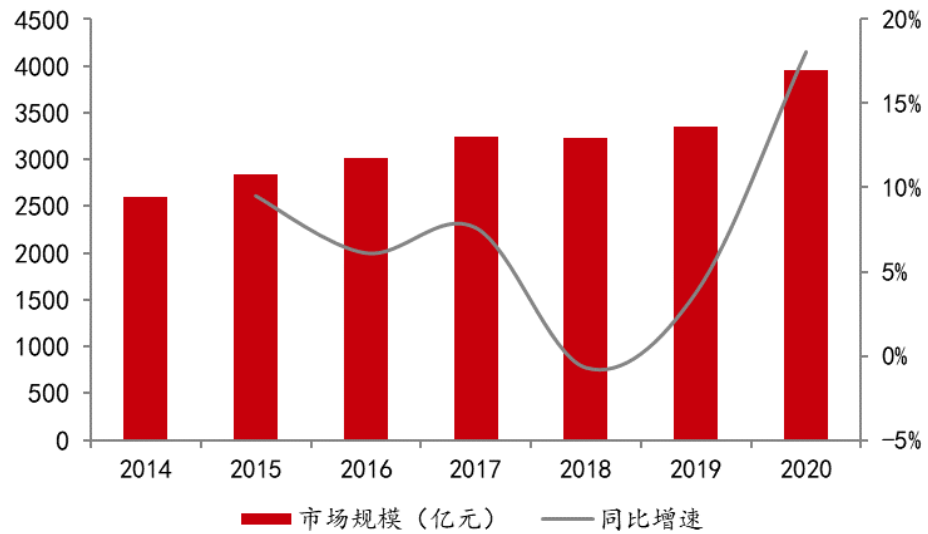
### 2.1 我国调味品行业市场空间广阔

我国调味品零售市场规模稳健上升，但行业集中度不高。调味品刚性需求强，不易受宏观经济影响，周期性特征弱，行业盈利水平较好。2020 年调味品行业市场规模为 3950 亿元，2014-2020 年 CAGR 为 7.25%；零售市场规模为 1450 亿元，同比增速 11.41%，2006-2020 年 CAGR 为 9.51%。2020 年海天、雀巢、李锦记、老干妈、美味鲜 CR5 为 19.5%，行业集中度有待提高，市占率提升空间较大。

图 8：中国调味品行业市场规模

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

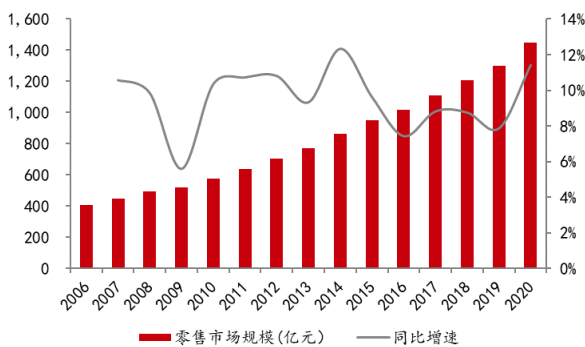




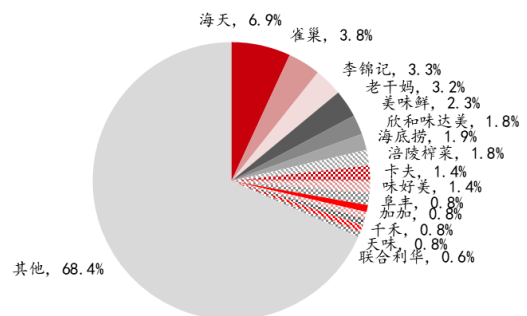
资料来源: 艾媒咨询, 川财证券研究所

图 9: 中国调味品行业零售市场规模

图 10: 2020 年中国调味品行业市占率不高



资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所



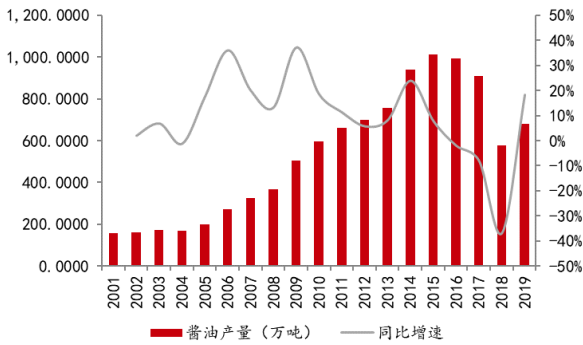
资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

酱油行业发展成熟，产品结构性增长。酱油在调味品的细分子领域内体量占比较大，2015 年前酱油产量处于稳定增长状态，2015 年产量达到 1012 万吨，2001-2015 年 CAGR 为 14.24%，2015 年后酱油产量有所下降，2019 年产量为 681 万吨，2015-2019 年 CAGR 为 -9.44%。酱油行业发展到成熟阶段，总体产量增速放缓，而高端酱油市场规模处于稳定增长状态，2018 年高端酱油市场规模为 202.35 亿元，2014-2018 年 CAGR 为 11%，酱油行业逐步进入产业结构升级、产品结构性增长阶段。

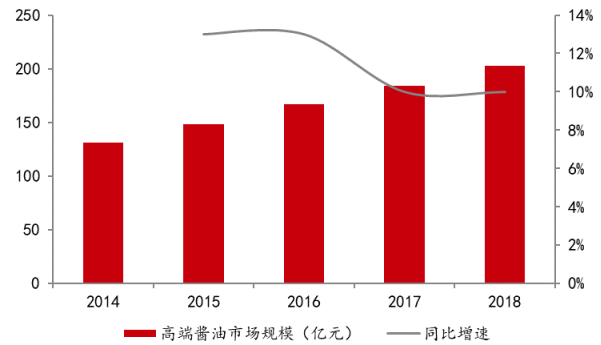
图 11: 中国酱油产量情况

图 12: 中国高端酱油市场规模

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



资料来源: wind, 川财证券研究所

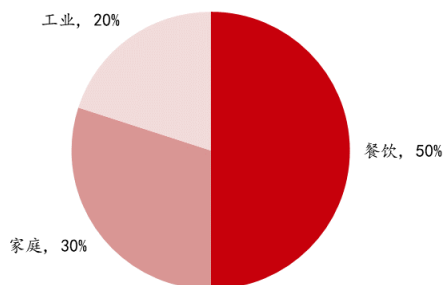


资料来源: 前瞻产业研究院, 川财证券研究所

## 2.2 我国调味品行业趋向于高端化发展

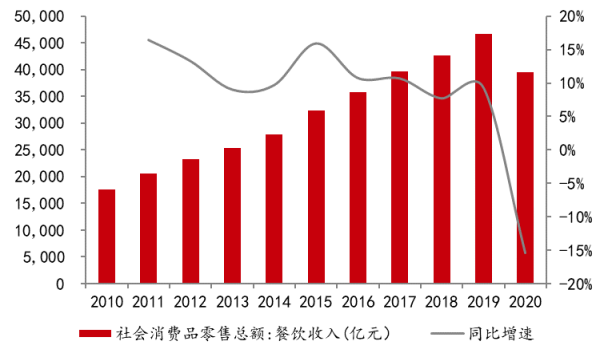
我国调味品有向高端化发展趋势。从需求端来看,根据中国调味品协会调研显示,调味品下游消费中餐饮、家庭、食品加工渠道分别占比 50%、30%、20%,餐饮渠道占比较大,2019 年前餐饮行业收入始终稳定增长,2020 年因疫情影响收入下降,餐饮行业的扩容拉动了调味品的消费增长。同时,由于疫情原因,健康理念深入人心,居民更加注重调味品的天然健康标准,伴随着城镇化率的增长和人们消费水平的提高,中产阶级群体扩大,居民消费升级,调味品品质需求显著提升,推动了调味品价格提升,调味品呈现高端化发展趋势。对标日本,我国调味品人均消费量较少,仅为 10.7kg 每年,具备较强发展潜力。从供给端看,调味品原材料一般包括黄豆等酿造原料及玻璃塑料等包装用品,原材料成本的上升提高了调味品价格。

图 13: 2020 年中国调味品行业渠道份额占比



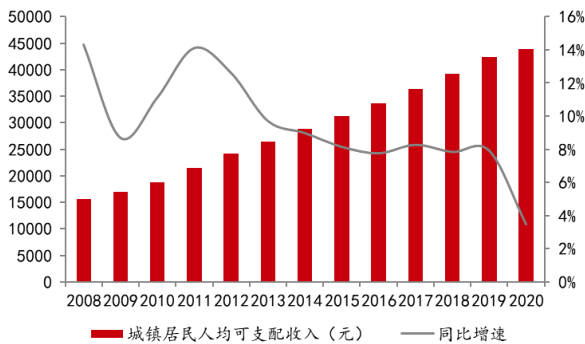
资料来源: 中国调味品协会, 前瞻产业研究院, 川财证券研究所

图 14: 餐饮收入 2019 年前稳定增长, 2020 年因疫情原因有所下降



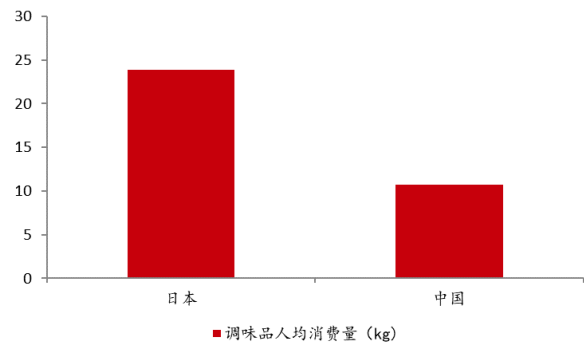
资料来源: 前瞻产业研究院, 川财证券研究所

图 15: 城镇居民人均可支配收入提高



资料来源: Euromonitor, 前瞻产业研究院, 川财证券研究所

图 16: 中国调味品人均消费量低于日本



资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

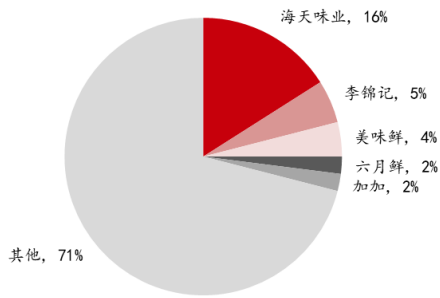
同时，调味品结构不断升级，根据前瞻产业研究院，调味品子行业处于不同发展阶段，复合调味料处于导入期，料酒、食酱油处于快速成长期，鸡精、食盐处于成熟期，味精处于行业衰退期，调味品行业实现品类迭代，酱油、料酒逐步替代味精等份额，同时调味品子行业产品升级，我国酱油由老抽、生抽向高鲜酱油发展，零添加酱油、有机酱油市场份额同时提高。

对标日本酱油行业竞争格局，中国酱油集中度提升空间较大。日本酱油 CR3 为 43.5%。国内酱油行业包括全国化品牌海天、半全国化品牌李锦记、厨邦等、区域性品牌千禾、加加等、当地酱油品牌广州致美斋等及酱油家庭作坊，格局较为分散，呈现一超多强局面，CR3 为 25%，海天味业、李锦记分别占比 16%、5%、4%，集中度有待提高。

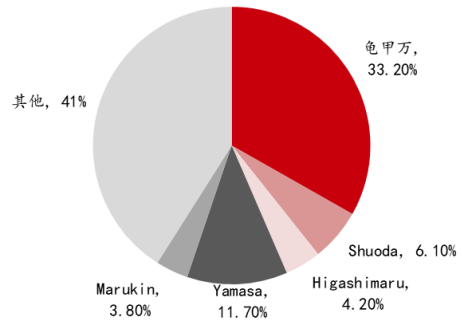
高端酱油量价齐升，发展空间巨大。2018 年高端酱油市场规模在 202 亿元左右，同比增长 10%，行业增速高，但和日本相比我国高端酱油占比仍处于较低水平，酱油发展空间大。高端酱油定价为 8 元/500ml 以上，千禾、海天的零添加、高端酱油均价为每瓶 20、10 多元，而日本龟甲万产品的价格定位每瓶超过 30 元，高端酱油价格存在上涨空间，随着消费升级，我国酱油企业不断进入高端酱油赛道，推出零添加等高端酱油，高档酱油产品将逐渐扩容，酱油的市场空间向上打开。

图 17: 中国酱油市场竞争格局

图 18: 日本酱油市场竞争格局



资料来源: Euromonitor, 前瞻产业研究院, 川财证券研究所



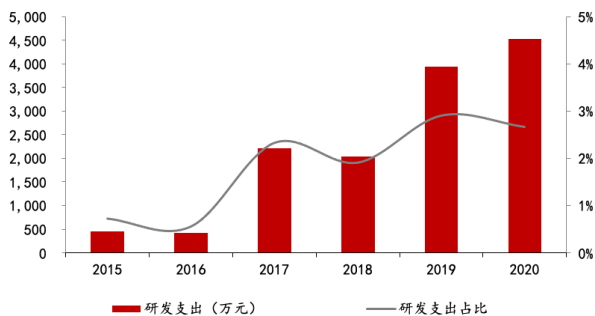
资料来源: Euromonitor, 川财证券研究所

### 三、聚焦“零添加”，打造差异化品牌

#### 3.1 “零添加”形成品牌差异化，打造健康品牌形象

公司聚焦“零添加”健康化，研发投入持续增长。公司主打“零添加”的健康化理念，并以优异的产品品质和良好的品牌形象被广大消费者所青睐，在国内屡次获奖。公司专注聚焦零添加酿造酱油、食醋、料酒等高品质健康调味品，打造健康的品牌形象，通过“零添加”形成独具特色的差异化品牌竞争优势。公司持续加大在研发投入上的力度，研发支出持续增长，2020年达到4522万元，研发支出占营收比例提升至2.67%。

图 19：研发投入持续增长



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 20：公司主打“零添加”



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

表格 2. 千禾产品屡获奖项，得到行业和社会的认可

时间	所获奖项
2007年	获得四川省名牌产品称号

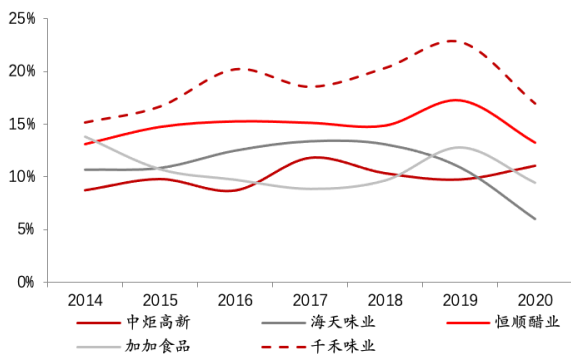
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

- 2007年 被认定为四川省生产绿色酱油、食醋等产品的厂家
- 2008年 “千禾”商标被认定为四川省著名商标
- 2010年 成为四川省获得有机食品认证的企业
- 2014年 “千禾”酿造食醋获得四川省名牌产品称号
- 2021年 传统发酵食品产业发展大会的产品创新大赛中获得大金奖、金奖和感官质量奖三项大奖

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

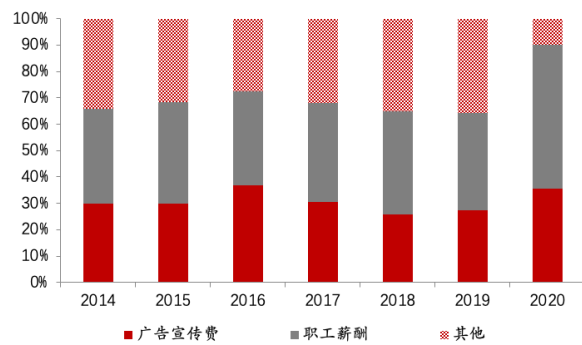
**销售费用持续增长，加大广告投入打造品牌形象。**由于公司目前的经营规模偏小，处于区域性品牌向全国性品牌过渡期，销售费用投入力度较大。公司销售费用率长期处于高位，在整个行业中也处于较高位置，2020年销售费用率达16.94%，且在2016-2019年基本位置在20%左右，2020年有所下滑主要系销售增加以及本期执行新收入准则，将与合同履行直接相关的运杂费、包装费用计入营业成本进行核算。公司的销售费用中广告宣传费和职工薪酬占比较大，从费用投放方式来看，公司将线上、线下品牌宣传结合，在西南区域，公司通过公交车、地铁、交通广播等线下媒介投放实体广告，并和新潮传媒合作在14个华东、华北重点城市投放电梯广告。通过大量的广告营销，形成了公司良好的品牌形象。

图 21：销售费用率在行业中处于较高比例



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22：广告费和职工薪酬占销售费用较大比例

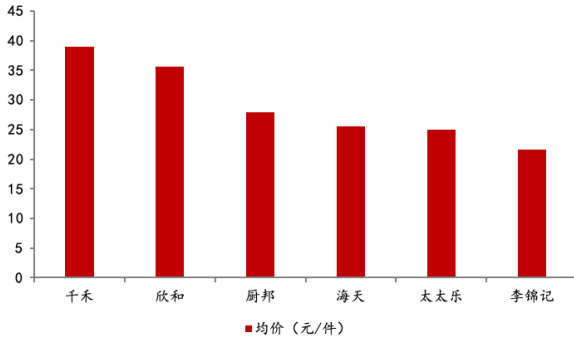


资料来源：公司公告，川财证券研究所

**“零添加”的健康形象深入人心，线上销售获得消费者认可。**公司多年主打“零添加”，其健康形象深入人心。根据淘数据显示，2020年千禾在淘宝实现销售额2.24亿元，销量573万件，均价达到39元/件，是淘宝平台销售均价最高的调味品品牌。较高的产品价格并没有影响千禾的销售，千禾在淘宝的销售额排名第二，仅次于海天味业，2020年占淘宝调味品销售额的11.62%。公司产品价格虽高，仍得到消费者的一致认可，其品牌影响力持续增强。

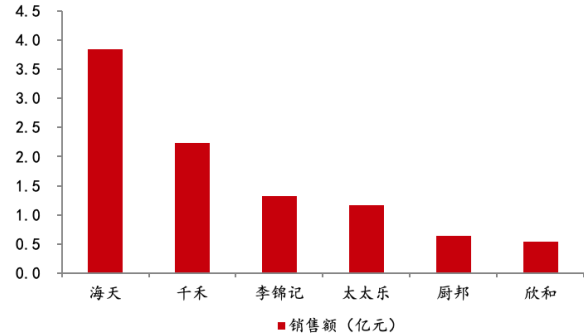
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 23：2020 年千禾线上销售均价最高



资料来源：淘数据，川财证券研究所

图 24：2020 年千禾淘宝销售额排名第二



资料来源：淘数据，川财证券研究所

### 3.2 聚焦单品战略，高质量打造强产品力

“零添加”仍能保持产品高质量。公司的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，采用先进的种曲机、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，并结合窖藏工艺生产窖醋。氨基酸态氮是判定发酵产品发酵程度的特性指标，氨基酸态氮的数值越高酱油的味道就越鲜，而这种鲜味在无添加的酱油产品中主要来自于黄豆蛋白质所分解的氨基酸。千禾的无添加酱油配料一般只有水、大豆、黄豆、小麦、食用盐，其他品牌的产品大多有添加酵母提取物以增加鲜味。从氨基酸态氮含量来看，公司的零添加酱油 180 天、280 天系列产品氨基酸态氮含量超过 1.1g/100ml，380 天系列更是超过了 1.2g/100ml，高于其他品牌的无添加酱油。

表格 3. 千禾产品的工艺优势

类型	主要特点
原料优势	公司酿造酱油的用水来自于都江堰宝瓶口，水源是来自海拔 5300 米岷山的零污染雪水，主要原料为非转基因豆粕/大豆/有机大豆、小麦/有机小麦
自然条件优势	成都地区的天府之国的气候特别适合微生物生长
菌种选育优势	公司多年以前从事过发酵技术要求更高的赖氨酸的生产，在菌种选育上具备优势，并运用高活性菌种培养、多因子调控制曲、多菌种发酵和高效分离等现代技术
含量	氨基酸态氮含量：产品氨基酸态氮含量大于等于 1.1g/100ml； 含盐量：含盐量更低，钠的 NRV 仅 27%； 无增鲜物质：鲜味主要来自于原材料的自然分解，不添加酵母抽提物

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



表格 4. 市面主要零添加产品对比

品牌	规格	配料	氨基酸态氮含量
千禾零添加酱油 180 天特级生抽	1.28L*2/59.8 元	水、非转基因脱脂大豆、非转基因黄豆、小麦、食用盐（未加碘）、白砂糖	≥ 1.1g/100ml
千禾零添加酱油 280 天特级生抽	1L*2/56.8 元	水、非转基因黄豆、小麦、食用盐（未加碘）	≥ 1.1g/100ml
千禾零添加酱油 380 天特级生抽	1L/45.8 元	水、非转基因黄豆、小麦、食用盐（未加碘）	≥ 1.2g/100ml
海天味极鲜零添加	480ml/12.5 元	水，非转基因黄豆，食用盐(未加碘)、小麦、白砂糖、酵母提取物	≥1.00g/100ml
李锦记零添加醇味鲜	400ml/22.8 元	水，非转基因大豆，食用盐、小麦、酵母提取物	≥0.90g/100ml
厨邦零添加纯酿酱油 生抽	500ml*2/39.9 元	水，非转基因黄豆，食用盐、小麦、白砂糖、酵母提取物	≥0.80g/100ml

资料来源：京东，天猫，川财证券研究所





价格带布局偏中高端，实行大单品战略。公司产品布局偏向中高端，500ml 的酱油价格集中在 15 元以上。在产品系列上，遵循大单品战略，酱油只有 4 个个品类，分为零添加、头道原香、千禾有机和东坡红，每个品类大约有 3 款产品，因此酱油只有 10-15 款产品，在产品的延伸上做到了精简，同时也能有效集中公司的优势资源，避免过多产品线稀释品牌力。在高端化上，公司推出有机天元系列，售价 298 元/瓶，包装为阴阳太极的设计，定位极高端礼品，进一步打开了酱油行业价格带的天花板，强化公司的高端形象。

表格 5. 千禾产品布局偏高端，体系精简

品类	产品	规格	价格（元）	部分产品展示	
酱油	零添加酱油 180 天	500ml	9.9		
	零添加酱油 280 天	500ml	22.8		
	零添加酱油 380 天	500ml	27.8		
	头道原香	头道原香 180 天	500ml	16.8	
		头道原香 280 天	500ml	22.8	
		头道原香 380 天	500ml	27.8	
	千禾有机	天元有机酱油	516ml	298	
		有机酱油	500ml	49.8	
		有机酱油小童装	210ml	22	
东坡红	东坡红特级头道老抽	500ml	16.8		
	东坡红纯酿红烧	500ml	16.8		

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



醋	窖醋	窖醋 3 年	500ml	11.8	
		窖醋 5 年	500ml	16.8	
		窖醋 6 年	500ml	18.8	
		窖醋 10 年	500ml	28.8	
	白醋	柠檬醋	500ml	12.8	
		9 度糯米醋	500ml	11.8	
		糯米白醋	500ml	9.8	
		千禾白醋	500ml	7.8	
	千禾有机	天元有机窖醋	516ml	298	
		有机醋	500ml	49.8	
料酒	调味料酒	3 年年份料酒	500ml	13.8	
		6 年年份料酒	500ml	17.8	

资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

**核心产品销量持续增长，产销比维持高位。**公司核心产品是酱油和食醋，产量和销量持续增长。2020 年公司酱油产量和销量分别为 20.31、20.25 万吨，产销比达到 99.69%，2013-2020 年销量 CAGR 为 29.84%。2020 年食醋产量和销量分别为 8.40、8.25 万吨，产销比达到 98.18%，2013-2020 年销量 CAGR 为 20.63%。从均价来看，酱油从 2013 年 4800 元/吨提升至 2020 年的 5206 元/吨，食醋从 2013 年的 3116 元/吨提升至 2020 年的 3543 元/吨。其中酱油成本整体来看略有下滑，2020 年为 2681 元/吨，食醋成本略有提升，2020 年为 2022 元/吨。酱油和食醋毛利率整体处于上升趋势，2020 年毛利率分别为 48.34%、41.85%，较去年有所下滑，主要系执行新收入准则，将与合同履行直接相关的运杂费、包装费用计入营业成本进行核算同时对部分食醋产品加大促销力度所致；焦糖色作为公司最早期产品毛利率较为稳定，2019 年为 26.93%。

图 25： 酱油产销比长期维持高位

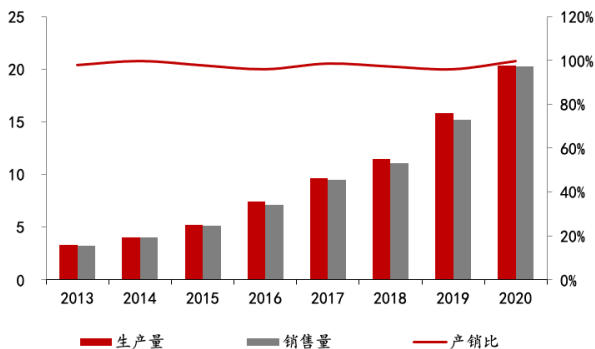
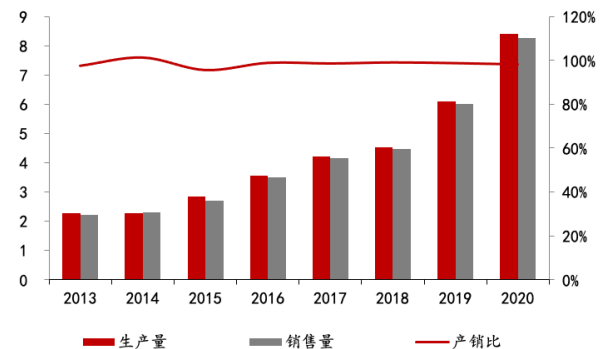


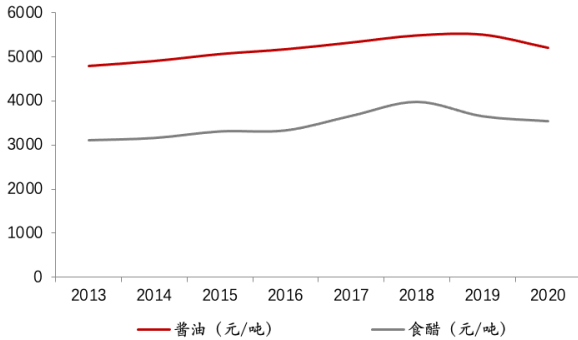
图 26： 食醋产销比长期维持高位



本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：公司公告，川财证券研究所

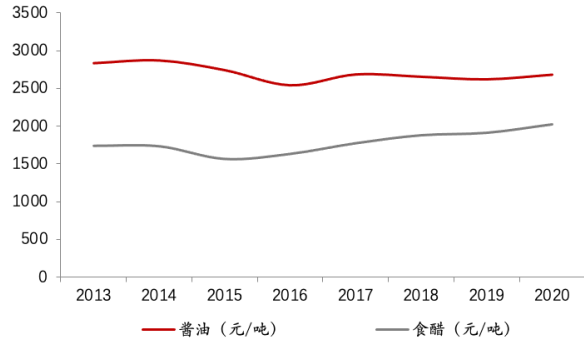
图 27：单位售价整体保持增长趋势



资料来源：公司公告，川财证券研究所

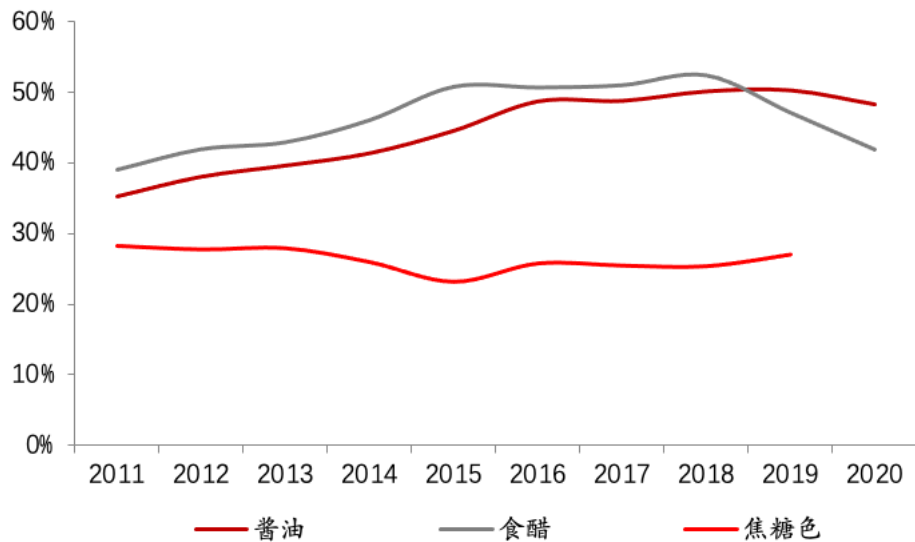
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 28：酱油单位成本有所下滑



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 29：酱油、食醋毛利率整体有所提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

产能扩张计划快速推进,有效保障公司发展。公司目前有眉山工厂、柳州恒泰、潍坊恒泰、丰城恒泰、镇江金山 5 个生产基地。其中眉山工厂、镇江金山寺主要从事调味品的生产,柳州恒泰等子公司主要从事焦糖色产品的生产。产能方面,公司在 2013 年拥有酱油产能 7 万吨,食醋产能 3 万吨,焦糖色产能 16.5 万吨。2016 年公司 IPO 募资新建 5 万吨酱油和 5 万吨食醋产能,于 2017 年达产,届时公司拥有 12 万吨酱油和 8 万吨食醋产能。2018 年公司发行可转债募资新建 20 万吨酱油和 5 万吨食醋产能,2019 年收购恒康醋业获得了 5.3 万吨

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

镇江香醋以及 5 万吨料酒和 0.5 万吨蚝油产能，发行可转债新建的 25 万吨扩产项目期投产，新增 10 万吨酱油产能，并投资扩建年产 36 万吨调味品生产线项目，包括 30 万吨酿造酱油、3 万吨蚝油、3 万吨黄豆酱产能。2020 年将年产 36 万吨改为年产 60 万吨调味品智能制造项目，包括年产 50 万吨酿造酱油、10 万吨料酒产能。2021 年发行可转债新建的 25 万吨扩产项目全部投产，新增 10 万吨酱油和 5 万吨食醋产能。预计 2022 年年产 60 万吨调味品智能制造项目一期达产，新增 20 万吨酱油和 10 万吨料酒产能，2024 年全部达产，新增 30 万吨酱油产能。公司现在拥有 32 万吨酱油产能，18.3 万吨食醋产能，5 万吨料酒产能和 0.5 万吨蚝油产能，总产能达到 55.8 万吨。远期规划产能为 82 万吨酱油产能，18.3 万吨食醋产能，15 万吨料酒产能和 0.5 万吨蚝油产能，总产能达到 115.8 万吨。

表格 6. 千禾产能快速扩张

时间	主要事件	产能情况 (万吨)				
		酱油	食醋	料酒	蚝油	合计
2015 年前	/	7	3	/	/	10
2016 年	IPO 募资新建 5 万吨酱油和 5 万吨食醋产能	7	3	/	/	10
2017 年	IPO 新建的 10 万吨产能达产	12	8	/	/	20
2018 年	发行可转债募资新建 20 万吨酱油和 5 万吨食醋产能	12	8	/	/	20
2019 年	收购恒康醋业获得了 5.3 万吨镇江香醋产能，发行可转债新建的 25 万吨扩产项目一期投产，新增 10 万吨酱油产能。投资扩建年产 36 万吨调味品生产线项目，包括 30 万吨酿造酱油、3 万吨蚝油、3 万吨黄豆酱产能	22	13.3	5	0.5	40.8
2020 年	调整年产 36 万吨调味品生产线项目为年产 60 万吨调味品智能制造项目，包括年产 50 万吨酿造酱油、10 万吨料酒产能	22	13.3	5	0.5	40.8
2021 年	发行可转债新建的 25 万吨扩产项目全部投产，新增 10 万吨酱油和 5 万吨食醋产能	32	18.3	5	0.5	55.8
2022 年	预计年产 60 万吨调味品智能制造项目一期达产，新增 20 万吨酱油和 10 万吨料酒产能	52	18.3	15	0.5	85.8
2024 年	预计年产 60 万吨调味品智能制造项目全部达产，新增 30 万吨酱油产能	82	18.3	15	0.5	115.8

资料来源：公司公告，川财证券研究所

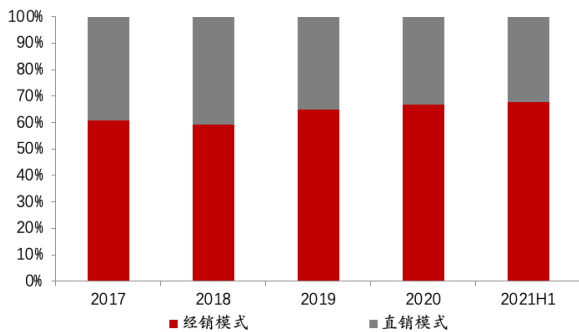
### 3.3 渠道专注居民消费，全国化稳步推进

经销为主，经销商数量持续增长。公司销售模式以经销为主，直销为辅，经销模式占比长期超过 60%，2020 年经销模式营收为 11.15 亿元，占比达到 66.79%，2021 年上半年占比达到 67.87%。经销商数量快速增长，从 2019 年的 1140 家

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

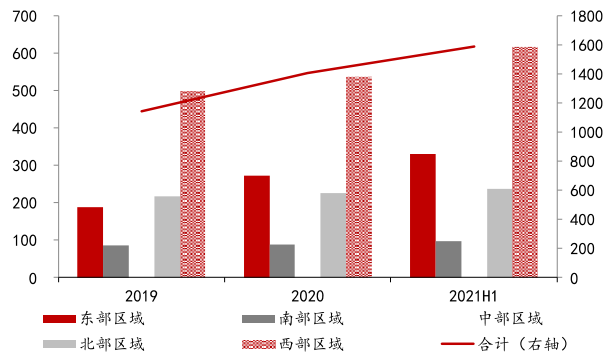
提升至 2021 年上半年的 1587 家，经销商数量的增长为公司营收提供增量。从区域来看，西部经销商数量最多，2021 年上半年达到 615 家，中部和东部区域的经销商数量增长最快，2021 年上半年分别为 310、329 家。公司采用高度让利于渠道的方式绑定大经销商，一级经销商每年的整体毛利率超过 100%；而海天一级经销商每年的整体毛利率约为 60%。全面铺开省会城市及重要地级城市的营销网络建设，强化渠道和经销商管理，实现营业收入稳步增长。

图 30：公司以经销为主



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 31：经销商数量持续增长



资料来源：公司公告，川财证券研究所

西部为公司主要销售区域，全国化进程稳步推进。公司立足于西部地区，西部营收占比保持在 50% 以上，2021H1 为 52.88%，东部、北部、中部、南部实现营收占比分别为 19.16%、13.23%、8.38%、6.35%。公司在西部地区市占率达到 30%，持续开拓调味品全国市场，其他地区市场份额稳步提升。其中东部和中部增长较快，2021 年 H1 营收占比提升至 19.16%、8.38%，营收增速分别为 24.47%、23.58%；南部由于基数较低，受益于渠道开拓维持较高增速。

图 32：以西部为中心开启全国化进程

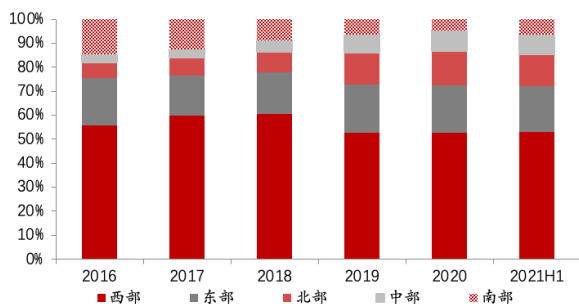
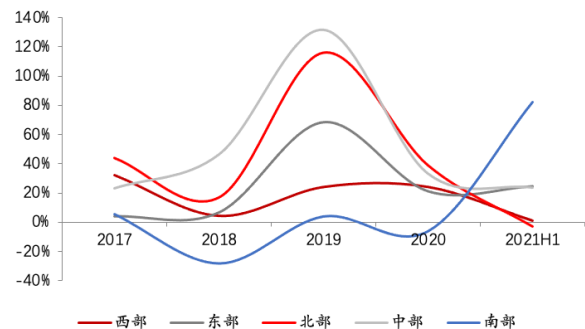


图 33：东部和中部营收增长较快



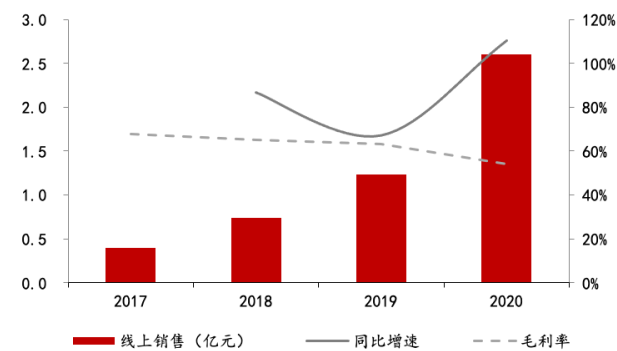
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：公司公告，川财证券研究所

资料来源：公司公告，川财证券研究所

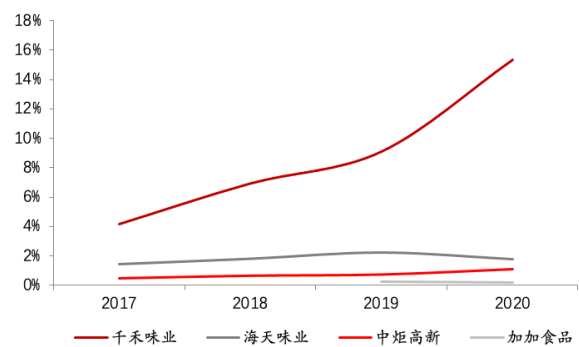
**线上销售快速发展，行业占比领先。**公司十分注重线上渠道的发展，线上的布局在整个行业中均处于相对领先的位置。由于公司产品的单价相对较高，其无添加、健康的产品定位能比较好抓住电商平台年轻消费群体、高收入群体以及育儿家庭的消费需求。线上销售增长迅速，特别是在2020年疫情的大背景下，线上销售收入实现翻倍增长，2020年公司实现线上销售收入2.60亿元，同比增长110.47%，线上销售的额毛利率为54.05%，高于公司整体毛利率。从行业对比来看，公司的线上销售占比为15.35%，高于其他调味品公司，处于领先地位。我们认为随着公司在线上战略定位的调整，积极尝试直播带货等新渠道、新模式，创新推广思维，增强网络营销的趣味性，电商渠道有望为公司贡献稳定的增量。

图 34：线上销售持续增长，占比显著提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 35：公司线上销售占比行业领先



资料来源：公司公告，川财证券研究所

**以C端为主，推出新产品着手布局餐饮渠道。**公司主要以商超为主，聚焦C端市场，销售由零售事业部、餐饮事业部、电商事业部和四川吉恒负责，主要销售渠道包括零售渠道、餐饮渠道、电商渠道等，主要购物场所为KA超市、中小连锁超市、农贸副食干杂店、农贸市场、电商平台等。目前以海天、李锦记等为代表的全国性品牌，通过完善的渠道体系，渗透餐饮等B端渠道。公司也成立餐饮事业部，并推出大包装“东坡红”系列产品进军餐饮渠道，在团队方面建立近百人的团队，探索合适的餐饮模式。公司目前的餐饮布局主要集中在四川、重庆、河南等重点区域。

表格 7. 主要调味品企业渠道布局情况

公司	渠道布局情况
千禾味业	商超为主，发力电商和餐饮渠道。拥有1500多家经销商，在西南地区以县为单位设置经销商，股改所在县

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

的中小型商超、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。推出东坡红大瓶装进军  
餐饮渠道

海天味业 餐饮占比达 60%，网络覆盖全国 31 个省级行政区域，320 多个地级市，2000 多个县份市场，一级经销商  
7000 多家

中炬高新 餐饮渠道占比月 20%，经销商数量超过 1400 家，在全国地级市开发率达 89.02%，区县市场累计开发率  
51.04%

恒顺醋业 全国有 30 个营销中心办事处，拥有覆盖各地区的经销网点 50 万个，拥有 1500 多家经销商

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 四、投资建议

我们认为公司高品质健康酱油、食醋、料酒等调味品的研生产和销售，随着公司全国化进程稳步推进以及结构化升级，业绩有望迎来快速增长。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 19.95、24.05、28.86 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 2.33、3.08、3.97 亿元；对应 EPS 分别为 0.29、0.39、0.50 元/股，对应 PE 分别为 58.86、44.57、34.56 倍，首次覆盖给予增持评级。

表格 8. 可比上市公司盈利预测及估值表

日期 股票代码	2021/09/06 公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
603027.SH	千禾味业	17.17	137	0.29	0.39	0.50	58.86	44.57	34.56
可比公司									
603288.SH	海天味业	90.07	3787	1.79	2.12	2.50	52.38	44.23	37.64
600305.SH	恒顺醋业	14.27	142	0.33	0.39	0.46	42.93	36.48	30.77
600872.SH	中炬高新	32.66	260	1.24	1.50	1.82	29.20	23.94	19.99

资料来源: wind, 川财证券研究所



## 风险提示

食品安全风险；

原材料价格波动影响；

行业竞争加剧；

全国化进程不达预期。

报表预测					
利润表 (亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1355.15	1693.27	1994.80	2405.00	2886.14
减:营业成本	728.99	950.82	1107.65	1329.00	1586.86
营业税金及附加	13.05	15.79	18.60	22.43	26.91
营业费用	308.76	286.85	418.91	505.05	606.09
管理费用	53.90	61.41	79.79	96.20	115.45
财务费用	-7.52	-3.22	-4.27	-9.71	-16.11
资产减值损失	0.00	-89.94	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	5.22	8.83	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-43.93	-223.53	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	219.25	256.87	274.12	362.03	466.95
加:其他非经营损益	0.17	-4.97	0.00	0.00	0.00
利润总额	219.42	251.90	274.12	362.03	466.95
减:所得税	30.09	49.13	41.12	54.30	70.04
净利润	189.33	202.76	233.00	307.73	396.91
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	198.25	205.80	233.00	307.73	396.91
资产负债表 (亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	30.44	39.96	339.32	523.90	908.27
应收和预付款项	201.85	157.43	263.67	243.61	364.64
存货	318.77	395.05	436.52	561.23	630.10
其他流动资产	347.51	391.75	391.75	391.75	391.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	890.65	967.07	836.50	705.94	575.38
无形资产和开发支出	182.20	105.26	90.12	74.98	59.84
其他非流动资产	13.95	32.79	32.76	32.74	32.74
资产总计	1985.37	2089.31	2390.65	2534.15	2962.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	193.85	117.02	250.61	172.54	315.35
长期借款	158.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	40.98	54.00	54.00	54.00	54.00
负债合计	392.83	171.02	304.61	226.55	369.35
股本	465.85	665.68	665.68	665.68	665.68
资本公积	318.29	315.47	315.47	315.47	315.47
留存收益	808.40	916.77	1084.53	1306.09	1591.86
归属母公司股东权益	1592.53	1897.91	2065.67	2287.23	2573.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1592.53	1897.91	2065.67	2287.23	2573.00
负债和股东权益合计	1985.37	2068.93	2370.28	2513.78	2942.35

现金流量表 (亿元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	192.22	380.03	360.34	261.03	479.40
投资性现金净流量	-265.82	-278.64	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-174.60	-67.99	-60.97	-76.45	-95.02
现金流量净额	-248.19	33.40	299.36	184.58	384.37

财务分析和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率	46.21%	43.85%	44.47%	44.74%	45.02%
销售净利率	13.97%	11.97%	11.68%	12.80%	13.75%
ROE	12.45%	10.84%	11.28%	13.45%	15.43%
ROA	10.66%	11.88%	11.29%	13.90%	15.22%
成长能力					
销售收入增长率	27.19%	24.95%	17.81%	20.56%	20.01%
净利润增长率	5.68%	7.09%	14.91%	32.07%	28.98%
资本结构					
资产负债率	19.79%	8.19%	12.74%	8.94%	12.47%
流动比率	3.83	5.75	4.70	7.59	6.21
速动比率	2.45	3.43	3.26	5.11	4.50
经营效率					
总资产周转率	0.68	0.81	0.83	0.95	0.97
存货周转率	2.29	2.41	2.54	2.37	2.52
业绩和估值					
EPS	0.25	0.26	0.29	0.39	0.50
BPS	1.99	2.38	2.59	2.86	3.22
PE	69.18	66.64	58.86	44.57	34.56
PB	8.61	7.23	6.64	6.00	5.33

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004