

本报告的主要看点:

1. 调味品行业当前发展趋势是什么?头部企业在上半年有哪些调整动作,对未来发展影响几何?
2. 在当前时点给出调味品行业投资策略。

三个维度解析行业发展趋势,静待基本面改善

基本结论

- 21年以来调味品板块经营进入阶段性困境,本篇报告从三个维度看未来行业发展趋势,挖掘重点公司投资机会:1)以史为鉴——复盘调味品历史发展周期;2)海外对标——解析成熟海外调味品市场的发展格局;3)挖掘机遇——解析当前行业困境及未来投资机会。
- 复盘我国调味品行业历史:我国调味品行业经历三大周期:1)快速扩容期(2002-2011):标准化调味品的渗透率提升打开调味品行业快速放量“黄金十年”,餐饮行业的繁荣则同步对25%的行业CAGR形成有力支撑。2)量价转换期(2012-2017):宏观经济景气度下滑叠加上游成本压力周期性显现,行业年增速下滑至10%左右,但该阶段受我国城镇化率、居民可支配收入水平加速提升支撑,同时受益于调味品必选属性,行业有较强周期性提价空间。3)产品升级期(2018至今):餐饮及外卖行业景气度提升,行业成长迎来新机遇亦吸引大量竞品,一方面,成本压力上行使得行业集中度提升速度边际加快;但另一方面,头部企业大多顺应消费升级趋势,采用产品迭代及推出新品实现产品的结构升级,间接使得行业均价上行。我们认为,随着我国人均可支配收入提升及居民消费升级,具备极强价格及集中度提升逻辑;且由于调味品口味粘性强,无论是快速扩展的“黄金十年”还是之后降速进入的量价转换期,行业格局均基本保持稳态,预计未来行业龙头份额可以持续稳步提升。
- 海外对标:1)行业方面:日本调味品行业发展历史呈现出“健康化”与“功能化”两条主线,其背后的推动因素与我国当前正经历的烹饪便捷化及饮食健康化诉求高度相似,即居民生活快节奏化与社会老龄化,我们认为“黄金十年”扩容升级逻辑正转入复合调味品及健康概念细分赛道;2)企业方面:海外龙头调味品企业多经历了“借大单品起家-品类多元化拓展-整合产业链形成平台型企业”的发展历程,我国头部企业当前尚处于品类多元化的平台化拓展初期,后期仍有较大规模成长空间。
- 当下的“危”与“机”:21年以来调味品板块增长放缓,我们认为主要源自:1)下游需求弱恢复:餐饮行业景气度恢复较慢,且社区团购引流对线下价盘及需求造成冲击;2)存销周期折叠:疫情后调味品经历20Q2及21Q1两轮集中补库存,在形成去年同期高基数的情况下渠道高库存拖累21Q2业绩;3)成本压力下竞争加剧:年初以来上游原材料及包材价格持续上行,同时疫情期间行业凭借高成长与高估值吸引大量资本,造成头部竞争加剧。我们认为,短期建议跟踪行业需求及库存水平以判断行业拐点(预计在四季度或明年上半年);中长期基础调味品头部企业集中仍有提升空间,复合调味品竞争红海后看好优质龙头。对标历史中枢及海外龙头,头部企业估值已具备较高性价比,我们建议关注海天、千禾、颐海、天味、中炬。

风险提示

- 餐饮景气度恢复不及预期/原材料成本上涨/行业竞争加剧/食品安全问题

刘宸倩 分析师 SAC执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gzq.com.cn

内容目录

引言	4
一、复盘历史：立足必选属性，借消费升级之风.....	4
1.1 快速扩容（2002-2011）	4
1.2 量价转换（2012-2017）	5
1.3 产品升级（2018 至今）	6
二、对标海外：行业成长循健康与功能两大主线，龙头跑出有赖于平台化发展9	
2.1 复盘海外调味品行业发展历程：便捷需求催生复合化，老龄化趋势促进健康化.....	9
2.2 复盘海外调味品龙头公司：与行业共繁荣，平台型企业是最终形态.....	11
三、当下的困境及机遇：多重压力下 Q2 业绩低预期，头部企业经营韧性有望加强.....	14
3.1 短期多重不利因素叠加，部分随时间推移正在减弱	14
3.2 行业长期集中度提升逻辑不变，静待基本面改善.....	15
四、估值分析：估值水平回到历史偏低水平，性价比逐步显现.....	18
五、投资建议	19
5.1 投资逻辑	19
5.2 重点公司逻辑	20
六、风险提示	21

图表目录

图表 1：我国调味品行业规模及增速.....	5
图表 2：中国餐饮行业收入规模及增速.....	5
图表 3：重点调味品企业渠道终端占比（2018 年）	5
图表 4：我国调味品 CPI 与 CPI 同比变动高度相关.....	6
图表 5：我国酱油行业产量与吨价增速情况（零售口径）	6
图表 6：海天随豆粕价格（元/吨）上行提价情况.....	6
图表 7：海天随瓦楞纸价格（元/吨）上行提价情况.....	6
图表 8：我国外卖市场规模及 yoy.....	6
图表 9：2018 年高端酱油产量高增拉动行业吨价上行.....	6
图表 10：我国调味品行业成长路径（以酱油为例）	7
图表 11：我国调味品主要子品类市场现状.....	7
图表 12：复合调味品市场规模增速高于调味品全市场.....	8
图表 13：复合调味品企业 ToB 定制业务收入呈现高增长	8
图表 14：日本酱油总出货量及 yoy 走势	9
图表 15：日本社会老龄化趋势与龟甲万产品健康化发展高度重合.....	10
图表 16：日本 70-80 年代经济高速增长.....	10

图表 17：日本人均 GDP 从 70 年代起起飞（美元）	10
图表 18：日本劳动女性占比从 70 年代起提升.....	11
图表 19：龟甲万部分功能化调味汁.....	11
图表 20：美国零售酱油市场中龟甲万市占率.....	11
图表 21：2019 年日本酱油市场格局.....	11
图表 22：龟甲万多元化产品矩阵.....	12
图表 23：2020 年龟甲万日本业务营收构成.....	12
图表 24：味好美多元化产品矩阵.....	12
图表 25：我国主要调味品年产量走势（万吨）	13
图表 26：我国平均每周工作时长高于其他国家.....	13
图表 27：日本与中国 65 岁以上人口占总人口比重（%）	13
图表 28：20 年以来调味品行业涌入大量资本.....	14
图表 29：调味品板块 20Q2 及 21Q1 两轮集中补库存.....	15
图表 30：海天/中炬/天味/千禾季度收入增速.....	15
图表 31：豆粕价格持续上行（元/公斤）	15
图表 32：玻璃价格持续上行（元/平方米）	15
图表 33：餐饮行业成本费用占营收比重持续上升（2019 年）	16
图表 34：餐饮行业净利率空间偏窄（2019 年）	16
图表 35：2013 年以来连锁餐饮营收增速高于行业平均.....	16
图表 36：连锁餐饮门店数加速上升.....	16
图表 37：天味营销结构不断改进.....	18
图表 38：海天味业 PE-band.....	18
图表 39：中炬高新 PE-band.....	18
图表 40：重点调味品企业估值表.....	18
图表 41：龟甲万 PE-band.....	19
图表 42：味好美 PE-band.....	19
图表 43：2020 年各国复合调味品渗透率.....	19
图表 44：2020 年各国调味品市场集中度.....	19

引言

21 年开年以来，我国调味品行业内部及上下游均调整较大、压力频现，当前市场担心：1) 以社区团购为代表的新零售渠道对头部品牌价盘及传统线下渠道形成冲击与分流，导致餐饮渠道与 KA 渠道景气度低迷且恢复缓慢；2) 疫情期间行业高成长与高估值吸引大量资本流入，头部竞争加剧，影响头部企业规模增长与市场份额抢占；3) 板块估值受板块受资金面、情绪面因素影响。

针对市场担忧，本文：1) 复盘我国调味品行业历史三大周期的发展支撑点与核心特征；2) 对标海外成熟调味品市场及国际调味品龙头发展历程，判断我国调味品行业及头部企业未来发展方向与空间；3) 归集今年上半年以来的行业内外不利因素，整理重点公司应对措施及改善进度；4) 结合最新估值及基本面改善情况，给予投资逻辑判断。

我们认为，当前调味品市场的调整趋势中兼具长期“底层逻辑”支撑与“新方向”凸显：1) 底层逻辑：调味品是居民生活的必需消费品，虽然行业周期当前已经降速转入产品升级期，但我们认为本轮周期仍延续长期与居民基础消费高度相关的底部逻辑，从食盐（原始调味品）到酱油（基础调味品）再到复合调味品，本质上来说，都是将 C 端消费者烹饪环节向生产端前移，降低烹饪难度、时间及失败率，同时降低 B 端后厨运营成本、缩短出餐速度并支撑连锁化扩张。2) 新方向：对标海外行业及国际龙头历史，我国当前的社会发展从社会经济发展速度及老龄化程度可以基本对标日本上世纪 60-80 年代，头部企业也已起步推进“平台化”发展，“黄金十年”扩容升级的逻辑正转入调味品复合化及健康化两大升级主线。

我们对今年行业逻辑的判断：21 年上半年行业面临需求弱恢复、高库存+高基数、渠道结构变化及竞争加剧等多重压力。当前社区团购引流影响减弱，餐饮及 KA 渠道恢复逻辑向好，头部企业内部调整及对新格局的适应融合正积极推进。我们认为行业集中度提升空间依旧较大，当前积极因素正在行业底部积累，估值已经具备相对较高性价比，建议关注头部企业应对措施实施进度及效果，同时跟踪下半年需求及库存改善情况以判断行业拐点。

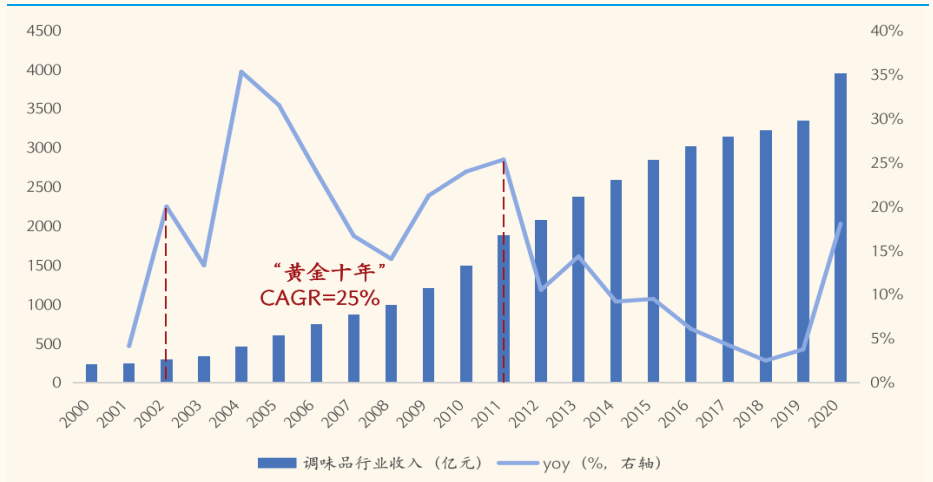
一、复盘历史：立足必选属性，借消费升级之风

■ 2000 年后，我国调味品行业正式崛起，回顾我国调味品行业发展历史，我们发现，行业成长与居民消费水平息息相关，随着我国人均可支配收入提升及居民消费升级，具备极强价格及集中度提升逻辑；且由于调味品口味粘性强，无论是快速扩展的“黄金十年”还是之后降速进入的量价转换期，行业格局均基本保持稳态，我们预计未来行业龙头份额可以持续稳步提升。

1.1 快速扩容（2002-2011）

■ 调味品标准化带来“黄金十年”，渗透率提升指引行业繁荣。2002-2011 年又被称作我国调味品行业的“黄金十年”，在该阶段，随着城镇化率的提升，以酱油为代表的基础调味品以标准化产品的形态进入市场，形成对散装调味品的强势替代，并凭借其高质量快速形成老抽、生抽等大品类，成功教育了市场，市场整体随着标准化调味品的渗透率提升而扩容，因此以“量增”为主，在此期间大量竞品被吸引进入行业，市场格局高度分散，呈现“扩容式竞争”状态。这十年间行业规模 CAGR 高达 25%，增速最高曾达到 35%，并孕育出了海天、厨邦、李锦记等大规模平台型调味品企业。

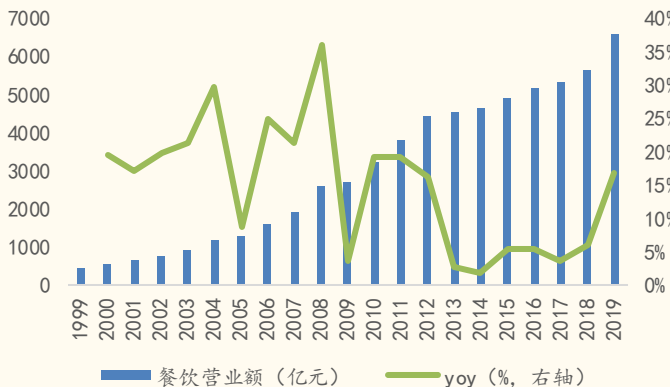
图表 1: 我国调味品行业规模及增速



来源: 艾媒咨询, 产业信息网, 国金证券研究所

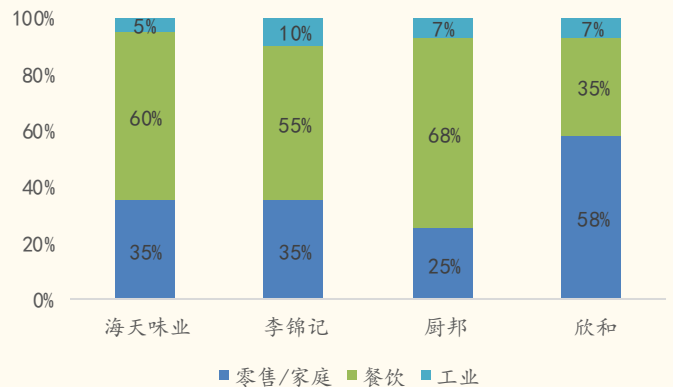
- **与餐饮行业共繁荣, 餐饮渠道成长为核心放量渠道。**我国在“黄金十年”间成长起来的调味品头部企业大多呈现出高餐饮渠道收入占比的状态, 因此餐饮行业的繁荣是支撑行业“黄金十年”的重要因素, 在我国餐饮行业 2009 年收入增长减速后, 调味品行业成长亦在 2011 年左右降速结束“黄金十年”, 二者的成长呈现高度相关性。但同时, B 端对价格的高度敏感性使得餐饮渠道长期利润空间偏低, 故在“黄金十年”期间, 行业整体以量升为主, 价升缓慢。

图表 2: 中国餐饮行业收入规模及增速



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 3: 重点调味品企业渠道终端占比 (2018 年)

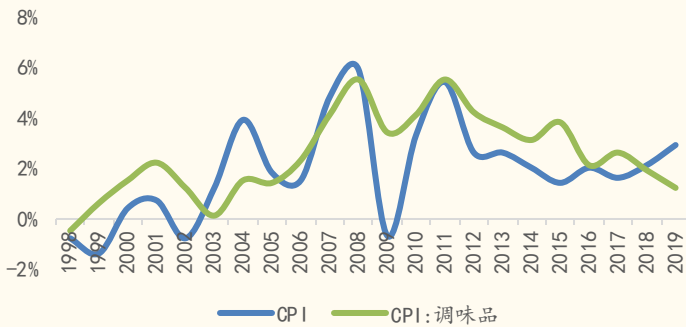


来源: 各公司公告, 国金证券研究所

1.2 量价转换 (2012-2017)

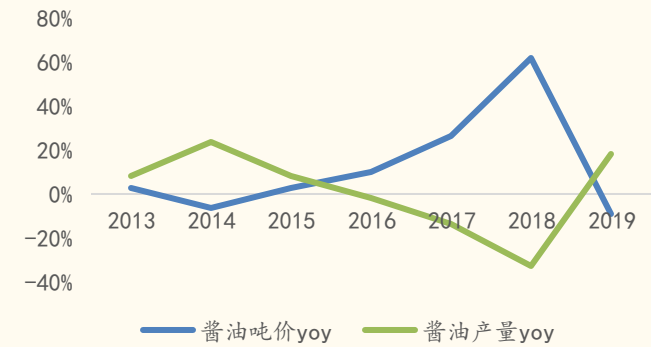
- **宏观周期轮动压力频现, 量增逐步向价增过渡。**2012 年起, 受宏观经济增长降速及高基数影响, 调味品行业“黄金十年”结束, 叠加成本压力周期性显现, 年增速下滑至 10% 左右。但与此同时, 我国城镇化率、居民可支配收入水平等均加速提升, 调味品作为必需消费品首先受益。调味品价格与 CPI 拟合较好, 同时波动较 CPI 更为稳定平缓, 我们认为主要系调味品消费频次低、支出占比小、单品价格不高, 同时作为生活必选消费品, 消费者价格敏感性较弱, 因此行业周期性提价以平滑成本波动或调节渠道利润均有较大空间 (如海天在 2010、2012 及 2017 年分别针对原材料或包材价格上行进行过提价, 仅 2014 年提价系拓宽渠道利润), 从零售口径来看, 我国调味品黄金十年间受益最大的酱油已经从 2015 年转入价升量减阶段。

图表 4: 我国调味品 CPI 与 CPI 同比变动高度相关



来源: wind, 国金证券研究所

图表 5: 我国酱油行业产量与吨价增速情况 (零售口径)



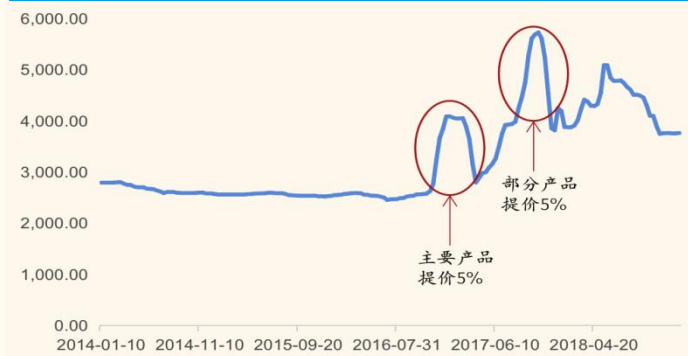
来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

图表 6: 海天随豆粕价格 (元/吨) 上行提价情况



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 海天随瓦楞纸价格 (元/吨) 上行提价情况

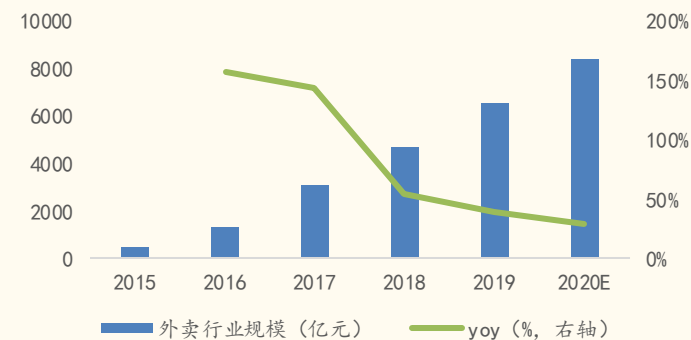


来源: wind, 国金证券研究所

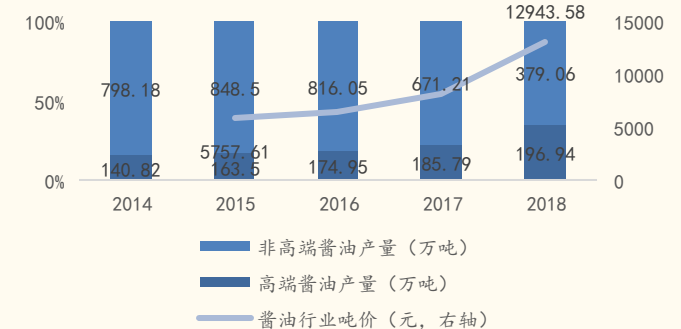
1.3 产品升级 (2018 至今)

- 下游景气度恢复, 借势居民消费升级。2018 年以来, 宏观经济再次进入上行周期, 消费需求恢复, 下游餐饮行业景气度高涨伴随外卖市场蓬勃, 为行业扩容带来新机遇, 但同时, 成本端压力仍然是影响行业的重要因素, 在成本上行对行业供给的冲击下, 行业集中度提升速度边际加快, 而头部企业具备强规模效应、品牌力及议价能力, 在市场份额的抢占过程中首先受益, 行业份额加速向头部挤压。但市场竞争加剧亦导致对提价空间的挤压, 2018 年起, 在应对行业成本压力时, 少见头部企业对主要产品进行提价以直接对冲成本上行 (酱油龙头海天味业自 17 年起再无大幅提价动作), 而是倾向于采用产品迭代及推出新品实现产品的结构升级, 从而间接推动行业均价上行, 扩大利润空间。

图表 8: 我国外卖市场规模及 yoy



图表 9: 2018 年高端酱油产量高增拉动行业吨价上行

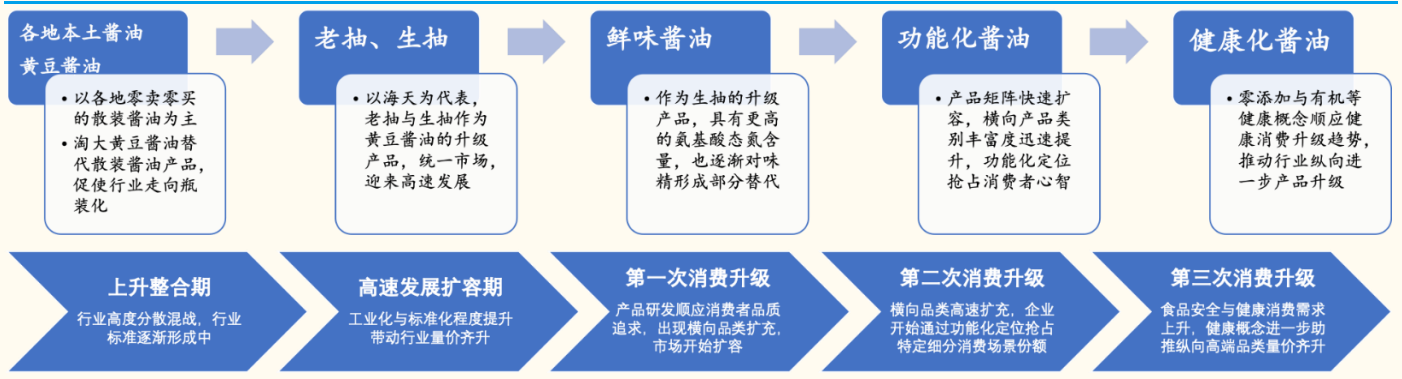


来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

来源：中国产业信息网，国家统计局，国金证券研究所

- 从食盐到酱油再到复合调味品，行业产品功能化升级逻辑未变。**我国调味品“黄金十年”间成长最为突出的酱油，本质上是一种对食盐形成替代的调味品，并且随着品类的成长与居民烹饪调味需求的升级，先是由生抽、老抽升级至高鲜酱油，演化出“增鲜”功能，从而进一步味精与鸡精形成一定替代，再逐步分化出蒸鱼豉油、面条鲜等年销值超 10 亿元的功能性大单品，一步步简化居民烹饪过程。而反观我国当前成长最快且本次疫情居家期间市场教育程度大幅提升的复合调味品，是由两种或两种以上的基础调味品经特定方式加工制成的调味品，对 C 端来说，将消费者自行将基础调味品混合使用的工序提前至生产端，从而进一步降低了烹饪难度、使用时间及失败率；而对 B 端来说，标准化的复合调味品有助于降低后厨运营成本、缩短出餐速度并支撑连锁化扩张；同时，将消费场景进一步按照不同菜系、菜式进行了细分——本质上与原本酱油的升级路径逻辑一致，即在我国 C 端人均可支配收入增加、家庭规模缩减、生活节奏加快以及 B 端餐饮连锁化提升要求上游供给标准化、外卖业繁荣倒逼出餐速度加快的趋势下，满足了 B、C 端共同的对烹饪便捷性的需求。

图表 10：我国调味品行业成长路径（以酱油为例）



来源：国金证券研究所整理

图表 11：我国调味品主要子品类市场现状

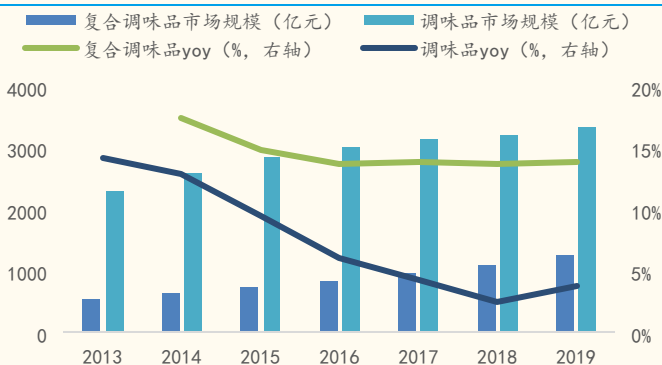
所处阶段	子品类	市场规模及增速	市场集中度 (CR5)	市场竞争格局	产品发展情况	主要企业
导入期	复合调味品	2020 年约 1500 亿元； 2015-2020 川调 CAGR=17%，底料 CAGR=15%	20%（颐海市占率约 10.08%）	市场高度分散	产品品类高度丰富，且仍在不断细分，偏西式（如沙拉酱、蛋黄酱、番茄酱）的细分行业集中度高，而偏中式的复合调味品市场（如中式复调及火锅底料）则由于中式菜系口味繁多而整体较为分散。	颐海、天味、日辰
成长期	酱油	2019 年约 800 亿元； 2015-2019CAGR=8.81%	30%（海天市占率约 20%）	海天一家独大，市场总体仍较分散	当前产品结构升级化、功能化阶段已经成熟，进入健康化阶段 1) 鲜味、高鲜酱油作为生抽的升级产品，对味精形成一定替代。代表产品：海天味极鲜，年销值已超 10 亿； 2) 功能性酱油通过直击丰富的酱油消费场景，推动酱油消费多元化。代表产品：李锦记蒸鱼豉油与加加面条鲜，年销值已超 10 亿； 3) 健康化酱油借由零添加、原酿造以及有机概念顺应消费升级趋势，叠加居民食品安全与健康消费需求上升，成为当前酱油行业重要增长点。代表产	海天、美味鲜、李锦记、加加、东古

					品：千禾零添加、头道原香，年销值 4-5 亿；千禾、海天有机酱油，概念超前、体量尚小	
	食醋	2019 年约 170 亿元； 2010-2018CAGR=11%	23%（恒顺市占率约 7%）	呈区域割据状态，缺乏全国性龙头企业	作为酸味调味品，几乎不存在替代品（主要替代品柠檬价格过高） 当前，市场仍以传统四大名醋的中低端消费为主，调和醋（功能醋）、保健醋及醋饮料尚处开拓早期，产品消费场景丰富度较低	恒顺、紫林、水塔、海天
	料酒	2018 年 108.8 亿元； 2015-2018CAGR =17%	18%（老恒和市占率约 8%）	发展呈区域性，行业竞争高度分散	依据生产企业原料酒的不同，产品市场定位与品种天生丰富，细分产品层出不穷，但同时也会导致行业长期集中度较低、龙头企业优势不明显，而且品类自身存在部分被黄酒等替代的趋势	老恒和、海天、王致和、老才臣、恒顺
成熟期	鸡精鸡粉	2019 年约 45 亿元； 2014-2019CAGR=16%	85%（太太乐市占率 40%）	高度集中	味精的升级版增鲜调味品，但品类受“鲜”局限，细分品类少，存在受酱油替代的趋势	太太乐、美极、豪吉、家乐
衰退期	味精	2019 年产量 205 万吨； 产量呈现下滑趋势，2019 年下滑 6.82%	65%（CR2）	高度集中	使用时间最长、最基础廉价的烹饪增鲜调味品，产品同质化程度极高，几乎不存在细分品类，受到高鲜酱油的强势替代	阜丰、梅花、伊品、三九味精、莲花

来源：中国调味品协会，中国产业信息网，前瞻产业研究院，中研普华，紫林醋业招股说明书，国家统计局，国金证券研究所整理

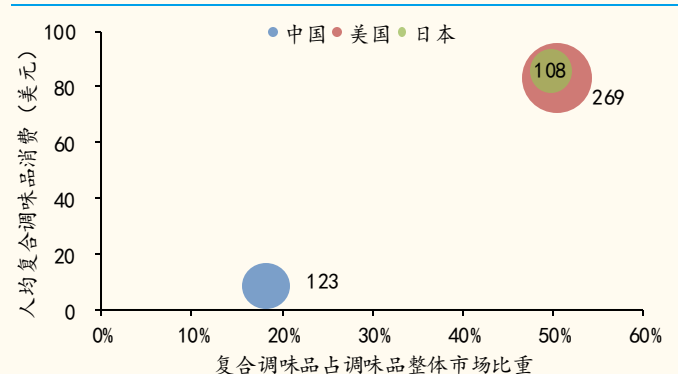
- **“黄金十年”扩容升级逻辑正转入细分赛道。**回顾 20 年疫情期间调味品板块表现，复合调味品及健康概念化产品的成长显著领跑调味品板块，例如复调头部企业天味 20 年营收同比增长 36.9%，同比 19 年进一步加速；主打“零添加”中高端定位的千禾 20 年营收亦实现同比 25% 的增长，延续 19 年稳步增长趋势，二者均受益于疫情居家消费，规模成长速度显著快于海天及中炬。我们认为，我国调味品行业发展仍延续与居民基础消费高度相关的底层逻辑不变，当前调味品板块整体增速虽不复“黄金十年”，主要系以酱油为主的传统成熟调味品渗透率较高、体量较大。从细分赛道角度来看，“黄金十年”成长逻辑正转入疫情后快速崛起的复合调味品及健康化升级两大细分赛道，当前复合调味品及高端酱油市场均以近 20% 的 CAGR 扩容，且渗透率及市场集中度提升仍有广阔空间，疫情期间消费者教育加强后有望进一步加速成长。

图表 12：复合调味品市场规模增速高于调味品全市场



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

图表 13：复合调味品企业 ToB 定制业务收入呈现高增长



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所，注：气泡图面积代表市场规模大小（亿美元）

- **展望未来，我们认为我国未来调味品行业的发展将呈现出以下特征：1）**随着消费升级，消费者愈发趋向为产品口味、品质与品牌付出溢价，行业头部品牌有望凭借强品牌力与推新能力紧跟行业风向；**2）**行业横向趋向功

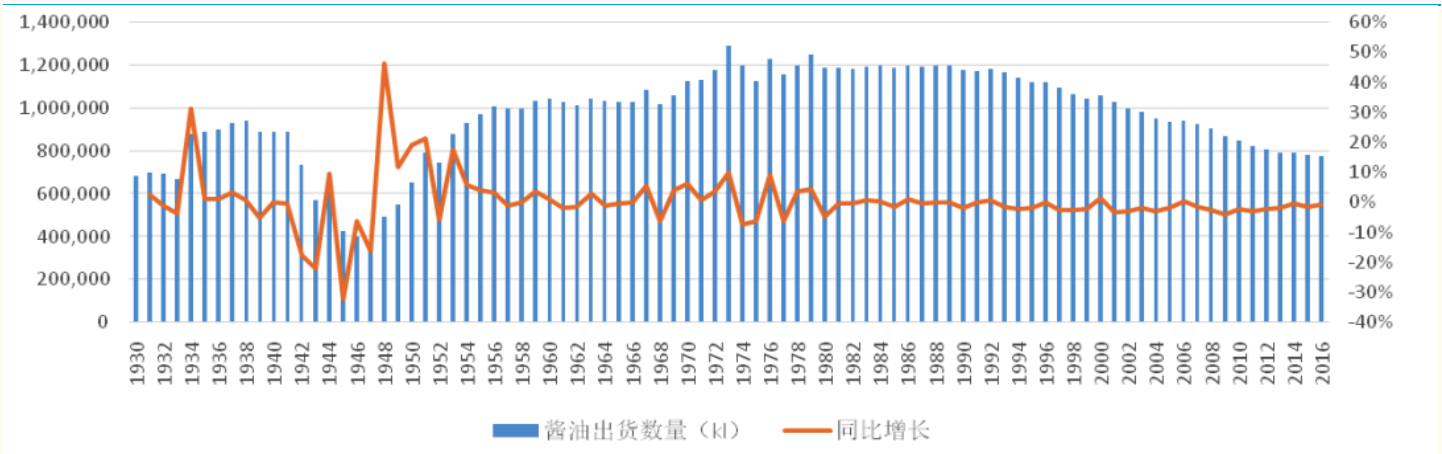
能化细分与消费场景多元化，企业跨赛道业务拓展趋向频繁；3) 行业纵向趋向层层递推高端概念化；4) 竞争格局由行业混战趋向品牌竞争，随着市场集中度提升，行业头部量价齐升。例如，我国酱油行业横向产品矩阵已高度丰富、成熟化，出现了酱油行业及蚝油行业中市占率分别超 20%与 70%的龙头海天味业，且已经进入纵向产品升级的零添加、原酿造以及有机等高端概念产品拓展阶段。

二、对标海外：行业成长循健康与功能两大主线，龙头跑出有赖于平台化发展

2.1 复盘海外调味品行业发展历程：便捷需求催生复合化，老龄化趋势促进健康化

- 对标与我国饮食习惯最为相似的日本调味品行业，其行业发展与国内调味品龙头龟甲万的产品发展历程息息相关。日本酱油产量自二战后首次下滑，虽然之后随着社会经济重建与发展，酱油出货量在 70 年代达到巅峰之后再次进入持续的平缓下行通道，我们认为，这与我国自 15 年起酱油产量持续下滑的走势高度类似。
- 而从酱油产量缩减的原因来看，日本调味品行业主要系随着民众生活习惯与消费需求的转变进入了内部结构性调整与升级，可以具体分为**健康化与功能化两大主线方向**。

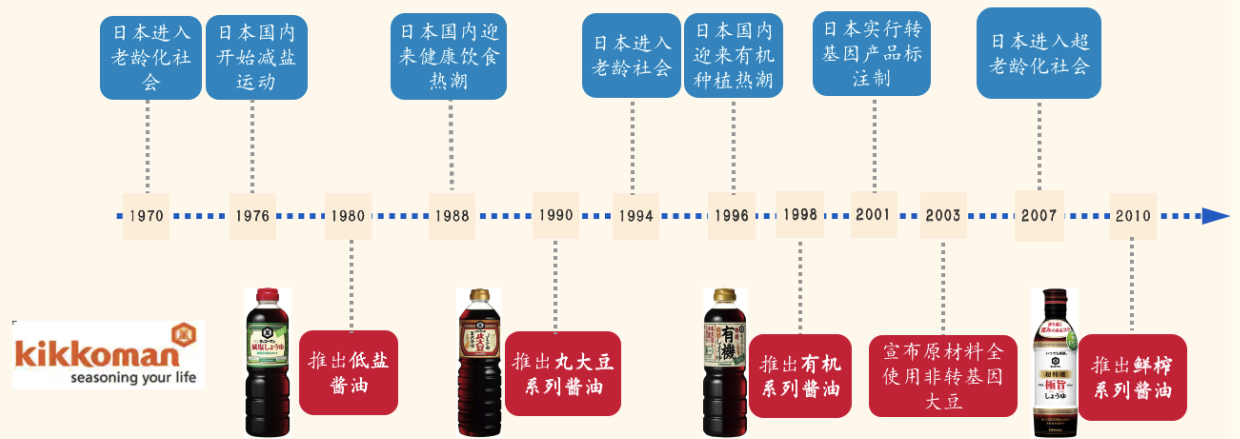
图表 14：日本酱油总出货量及 yoy 走势



来源：日本酱油协会，国金证券研究所

- **健康化升级主线：**80 年代初，随着日本进入老龄化国家行列，消费者对饮食健康的诉求上升，日本国内开始减盐运动，对此，1980 年龟甲万率先在业内推出低盐酱油，成功受益于健康饮食热潮的市场扩容红利，并在此后接连推出豆含量更高的丸大豆酱油、主打有机概念的特级有机酱油，在此期间，公司酱油业务中健康酱油的占比从 1998 年的 34.6%快速上升至 2002 年的 48.4%，2010 年，公司在此前健康概念基础上加码“随时新鲜”理念的鲜榨系列酱油推出，系列营收 2011-2015 年 CAGR 高达 68%，在公司日本市场的营收占比提升至 18%，对公司核心酱油业务的可持续成长提供了全新的支撑。受益于健康化产品升级理念，龟甲万在日本酱油市场中的市占率一直保持上升的趋势。2010-2015 年间龟甲万在日本酱油市场的市占率上升了 2.5%，而第二大的 Yamasa 和第三大的 Shoda 的市占率分别仅提升了 0.7%。

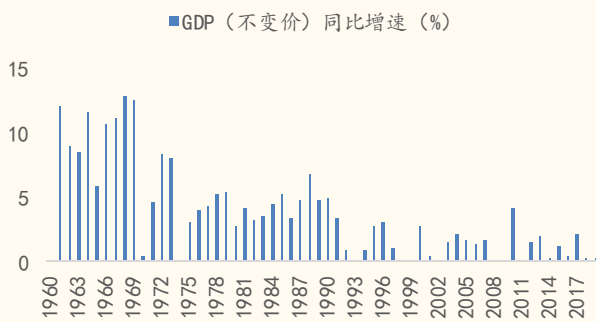
图表 15: 日本社会老龄化趋势与龟甲万产品健康化发展高度重合



来源: 立鼎产业研究中心, 公司官网, 国金证券研究所

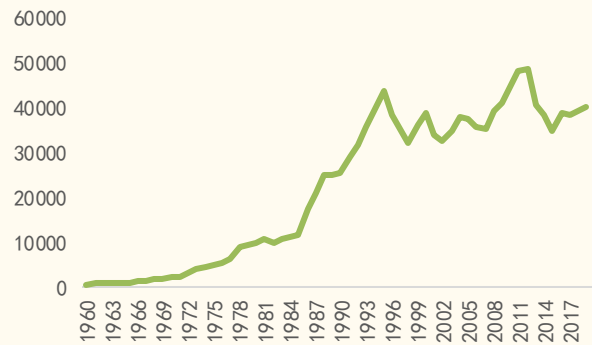
- **功能化升级主线:** 1) **饮食西化:** 60-80 年代, 日本饮食出现西化趋势, 居民对调味品的需求也转向适用于西式烹饪方式, 同时, 日本开放肉类进口, 龟甲万一方面宣传酱油不仅适用于传统日式烹饪, 亦可用于西式菜肴只做, 另一方面推出适用于烹饪红肉的烧肉调味汁, 日本调味品市场趋向风味化; 2) **烹饪便捷化:** 60-80 年代, 得益于朝鲜战争期间美国支援日本制造业发展+所得倍增计划+东京奥运会, 日本经济发展进入快车道, 同时产业结构重心从第二产业向第三产业转移, 社会中女性工作比例提升、家庭小型化、生活快节奏化, 此类趋势均使得家庭烹饪时间缩短, 居民愈发倾向于追求更快捷简单的烹饪方式, 因此一方面酱油及食醋等基础调味品趋向风味化与功能化 (如鲣鱼汤酱油与昆布酱油), 另一方面复合调味汁需求崛起, 对细分菜式烹饪场景进行需求挖掘, 打开调味品行业的全新发展曲线。

图表 16: 日本 70-80 年代经济高速增长



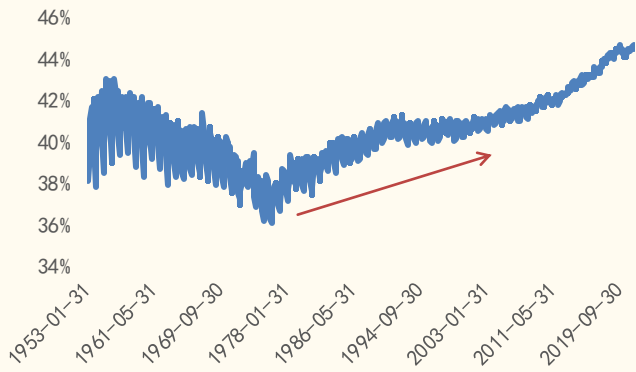
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 日本人均 GDP 从 70 年代起起飞 (美元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 日本劳动女性占比从 70 年代起提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 龟甲万部分功能化调味汁



烧肉调味汁

制汤酱油

橙汁风味酱油

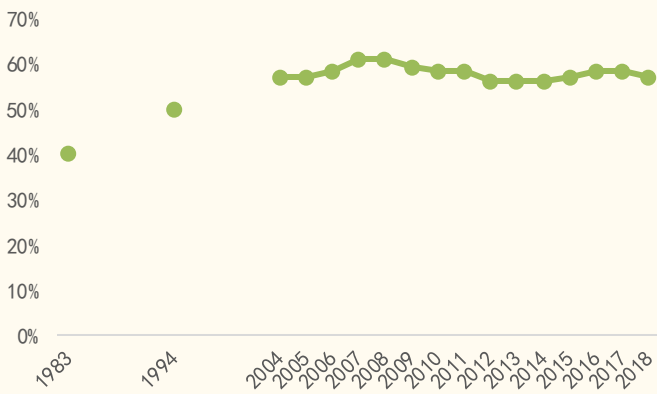
来源: 公司官网, 国金证券研究所

2.2 复盘海外调味品龙头公司: 与行业共繁荣, 平台型企业是最终形态

我们对调味品海外龙头公司的发展历程进行复盘, 发现海外龙头多呈现出借大单品起家-品类多元化拓展-整合产业链形成平台型企业的三大发展阶段:

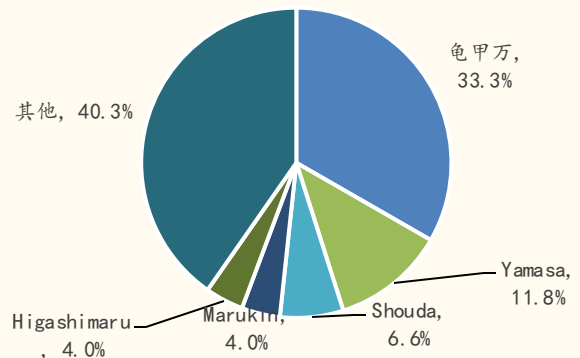
- 1) 早期, 行业需求扩容升级, 标准化造就大单品。味好美、卡夫亨氏、丘比、龟甲万等当下的国际龙头公司的起家大多受益于调味品行业产品标准化需求快速成长的风口, 以龟甲万为例, 17 世纪日本经济发展迅速, 城镇化率提升, 居民烹饪需求开始由食盐等原始调味品向酱油快速转化, 但此时的酱油行业仍以小型家庭酱油工坊形式为主, 1909 年龟甲万建立日本第一座全自动酱油酿造工厂, 缩短酿造时间亦形成了规模化生产, 从而正式拉开了日本酱油工业化生产的帷幕, 1952 年龟甲万在日本调味品市场中市占率达到 14%, 其中 85% 来自酱油业务, 此后公司更是凭借酱油这一大单品开启国际化, 当前在美国零售酱油市场中的市占率长期稳定在 57% 左右。在美国, 卡夫亨氏也以番茄酱大单品起家, 并长期在这一单品上深耕, 持续改良配方, 稳定占据美国番茄酱市场 50% 以上份额。
- 我们认为, 海外调味品龙头往往在行业早期扩容式无序竞争中即崭露头角, 而契机则在于为行业提供了标准化与规模化的产品, 一方面助力市场更好地渗透、扩容, 打开规模增长天花板, 公司既受益于行业风口亦进一步造就了行业繁荣; 另一方面, 公司凭借领先行业的大单品, 自身能够完成原始资本的积累, 同时以产品力拉动品牌力与渠道力, 为将来的持久经营奠定良好基础。

图表 20: 美国零售酱油市场中龟甲万市占率



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 21: 2019 年日本酱油市场格局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 2) 中期: 多品类发展, 巩固已有份额, 寻找最新增长点。随着居民消费升级, 市场对调味品的需求亦在不断发生改变, 1952 年起, 日本酱油行业增

速放缓，龟甲万公司立足于自身凭借酱油形成的突出品牌力与渠道力，开启了国际化拓展与新品类建设，公司的番茄制品业务（含番茄酱、番茄饮料、番茄复合酱料）及酒类业务均布局于 70 年代，此后还陆续跟随市场需求推出烧肉酱料、豆浆及复合调味酱汁，20 年调味料及无酒精饮料营收占比已经超过酱油业务，成为公司规模的重要组成部分。无独有偶，以香辛料起家的味好美亦在同一时期通过兼并收购拓展业务布局，当前在全球超 150 个国家中拥有共 32 个品牌，母品牌味好美自身即拥有香辛料、复合调味料及调味酱等产品。

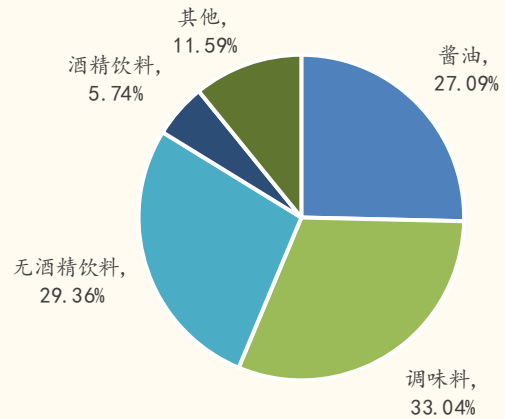
- 我们认为，立足大单品的龙头企业更具备发展多元化业务的基础与能力，对市场需求的跟踪布局更加密切，同时在多元化拓展的过程中，其自身品牌力与渠道力更有效提升了业务拓展的成功率，在此阶段，龙头企业的核心大单品由一个拓展到了多个，有效地平滑了单一业务经营风险，同时保证了持续受益于最新调味品需求风口的成长红利。

图表 22: 龟甲万多元化产品矩阵



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 23: 2020 年龟甲万日本业务营收构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24: 味好美多元化产品矩阵



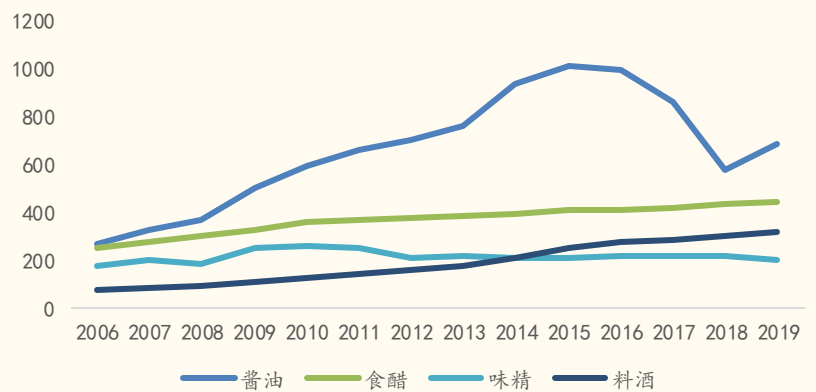
来源：公司官网，国金证券研究所

- 3) 后期：产业链整合提升效率，平台型调味品公司形成。在经历品类扩充与多业务发展后，调味品头部公司已经具备领先行业的业务规模与渠道网络，对市场份额的吸收已经初步完成，在市场竞争中立足于绝对的领先地位，此时，海外龙头公司往往选择将收购兼并范围延伸至上下游，对产业链进行整合，从而降低上游原材料成本与下游渠道结构、景气度等变化对

公司业务的影响，进一步扩大规模效应、提升经营效率，形成平台型调味品企业。如味好美在持续收购腌泡汁、植物香辛料等调味品业务的同时，于1986年收购旧金山的韭菜供应商 Armano Farms，向上游布局原材料业务；亨氏借第二次世界大战后经济重建之机，在下游收购雷默兄弟公司、斯达-基斯特食品公司、奥尔-艾达食品公司等，并在2015年与卡夫公司合并，成为全球第五大食品和饮料公司，实现调味品、奶酪制品、肉制品等多领域发展的平台型公司；而龟甲万亦在下游开设餐厅，在上游亦有大米种植布局，形成与公司主营产品的协同作用。

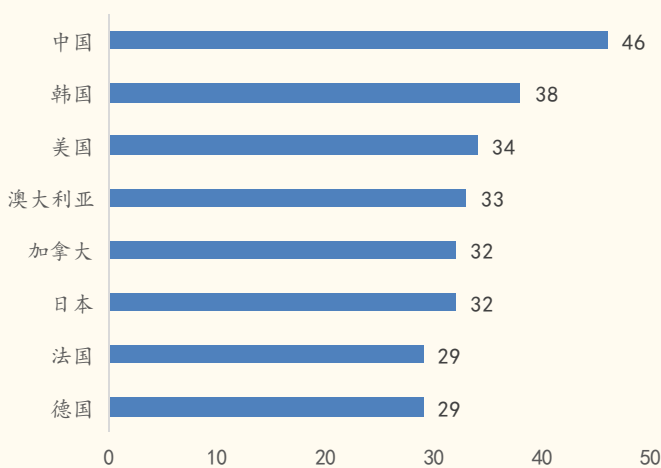
- 我们认为，1) 从行业来看，随着我国居民生活节奏加快，我国当前行业需求已经从基础调味品逐步转向复合调味品，具体表现为味精（原始调味品）产量长期处于下行通道，以及酱油（基础调味品）产量也自2015年起收缩，因此，我国进入老龄化社会且居民生活节奏加快，叠加疫情居家便捷烹饪场景对市场进行教育，行业健康化消费需求升级有望对标日本行业历史加速凸显，看好我国调味品行业功能化与健康化产品的成长空间；2) 从企业来看，我国调味品行业酱油头部企业已经初具多元化业务布局的雏形（如海天的酱油、调味酱及蚝油三大核心业务布局），当下对复合调味品的布局已经启动，未来有望凭借头部品牌力及强渠道力，在持续巩固提升自身传统业务的市场份额的同时，发展多种调味品成长曲线，对调味品多赛道份额进行整合。

图表 25: 我国主要调味品年产量走势 (万吨)



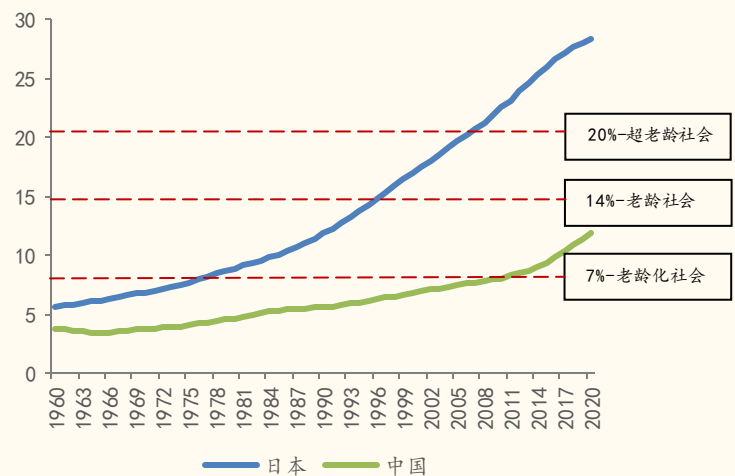
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 26: 我国平均每周工作时长高于其他国家



来源: 国家统计局, OECD, 国金证券研究所

图表 27: 日本与中国 65 岁以上人口占总人口比重 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

三、当下的困境及机遇：多重压力下 Q2 业绩低预期，头部企业经营韧性有望加强

3.1 短期多重不利因素叠加，部分随时间推移正在减弱

近期调味品板块调整幅度较大，且 21Q2 整体业绩表现低于预期，主要源自行业面临多处调整及景气度承压，站在当前的节点上，我们认为前期预期增速将很难保持，原因主要在于：

- **近年资本大量涌入行业，疫情后供给爆发加剧竞争。**调味品行业作为兼具高成长与高估值的优质赛道，近年来吸引了大量融资进入，尤其是 2020 年疫情以来，资本投入调味品行业的频次明显加快，且方向集中转向复合调味品，导致短期内供给大增，高成长赛道竞争显著加剧。同时，去年疫情使行业尾部出清，叠加大量跨赛道竞品（如金龙鱼、鲁花）入局，形成头部挤压式竞争程度加剧的格局。在这种情况下，头部企业均加大品牌及渠道建设投入以抢占市场份额，但竞品增加同时也带来获客成本增加的趋势，使得销售费用率进一步上行，利润端承压。

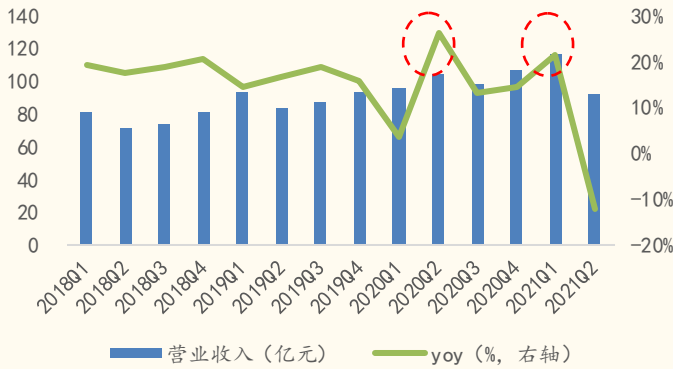
图表 28：20 年以来调味品行业涌入大量资本

品牌	主营产品	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
么麻子	调味油	2020	拟 IPO		绝味
王家渡食品	川味预制菜	2020	A 轮		复星
四川友联味业	火锅底料	2020	启动上市		
合肥燕庄	芝麻油	2020.1	收购 67% 股权	1.69 亿元	海天味业
味远红方	中餐定制复合调味品	2020.4	二轮		华润润湘联合基金、番茄资本
饭扫光	川味酱菜	2020.12	B 轮	超亿元	深创投、地方产业基金
澄明食品	火锅底料	2020.12	A 轮	6000 万元	嘉御基金、不惑创投、启承资本
加点滋味	复合调味品	2021.2	天使+轮	近千万美元	高瓴创投、idg 资本、翊翎资本、青山资本
		2020.11	首轮	数百万美元	青山资本
口味全	酱油	2021.1	天使轮	1000 万元	险峰长青、42Capital
		2021.4	Pre-A 轮	5000 万元	经纬中国、险峰长青、42Capital
四川丁点儿	调味油	2021	递交招股书		
申唐	火锅底料	2021	A 轮		
美鑫食品	复合调味品	2021.6	A 轮	数千万元	金鼎资本
禧宝制研	复合调味品	2021.3	天使轮	近千万元	梅花创投
		2021.8	天使+轮	数千万元	洪泰基金、金沙江创投

来源：36 氪，企查查，国金证券研究所

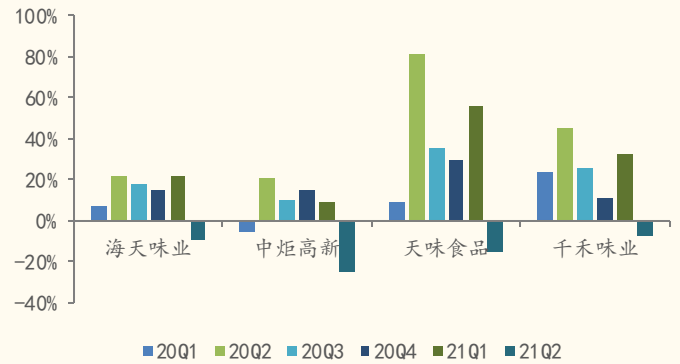
- **存销周期被打乱，需求弱恢复使基本面承压。**20 年疫情以来行业经历两轮补库存，第一次出现在 20Q2，主要系疫情冲击下 C 端需求超预期快速消化渠道库存，二季度行业复工叠加头部企业积极投放经销商支持费用，补库存需求强势反弹。第二次出现在 21 年年初，主要系 20 年底至 21 年初国内疫情反复，经销商及消费者基于疫情居家场景再现的预期而增加囤货，且部分经销商为追赶完成 20 年全年任务，年底压货向后结转，导致今年上半年渠道库存高企；同时，需求端来看，近期华东渠道反馈，1-7 月整体调味品同比增长不到 10%，其中餐饮渠道仅同比增长 4-5%，且 7 月受疫情反复影响，单月同比下滑明显；C 端出货频率提升但单次使用量有限，故 B 端与 C 端并非简单的此消彼长关系，整体使用量依然有 20% 左右的流失。

图表 29: 调味品板块 20Q2 及 21Q1 两轮集中补库存



来源: wind, 国金证券研究所

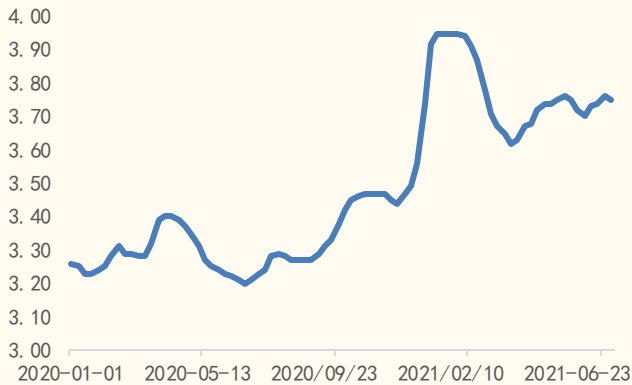
图表 30: 海天/中炬/天味/千禾季度收入增速



来源: wind, 国金证券研究所

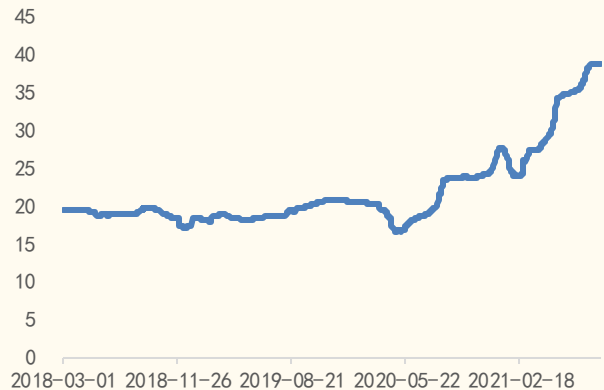
- 新一轮成本上行区间使利润端承压, 叠加库存积压, 向下游传导困难。一方面, 行业头部竞争加剧, 挤压提价应对空间, 行业内议价能力领先的海天已明确年内无提价计划; 另一方面, 我国当前宏观经济尚处调整恢复期, 调味品作为居民必需消费品, 头部企业承担一定社会责任, 因此提价上面还临政策压力。近期头部企业反馈, 如明年成本压力上行趋势仍然保持, 不排除行业性提价的可能性。

图表 31: 豆粕价格持续上行 (元/公斤)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 32: 玻璃价格持续上行 (元/平方米)



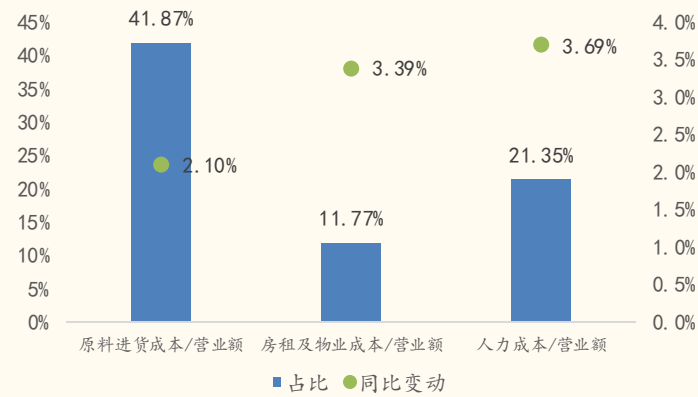
来源: wind, 国金证券研究所

3.2 行业长期集中度提升逻辑不变, 静待基本面改善

3.2.1 行业端: 餐饮连锁化提升利好头部品牌, 社区团购渠道梳理有序推进

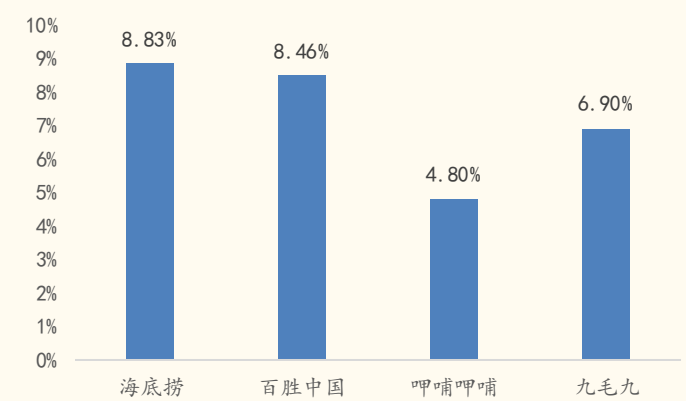
- 餐饮渠道: 疫情期期间餐饮行业关店率提升, 连锁化利好头部品牌份额提升。疫情期期间因线下门店客流减少, 对餐饮行业的资金链条造成打击, 叠加成本压力凸显, 因此多数中小餐饮企业退出, 行业关店率显著上升, 商圈空白商铺增多, 而连锁品牌则呈现逆势扩张趋势。我们认为主要系餐饮连锁门店标准化程度高, 抗风险能力更强: 一方面, 为了应对上游成本压力的转嫁, 餐饮连锁业态趋向于门店“轻资产化”以优化单店模型, 从而提升门店周转效率与拓店效率, 因此, 连锁业态对供应链上游的产业化程度及规模效应要求更高, 多使用半成品与复合调味品, 以有效节约原料采购成本、后厨面积及员工人数, 同时实现稳定快速的出餐, 故复合调味品市场规模扩张将大大受益于连锁餐饮市场成长加速。另一方面, 连锁业态形成的规模效应使营收增速其具备高于全餐饮行业平均水平, 将是未来行业成长最快的核心业态, 因此连锁化率的提升有助于调味品行业下游占比最高的餐饮渠道扩容, 而连锁企业对稳定品质的高要求将使得兼具强研发定制与渠道能力的调味品头部品牌首先受益, 有利于头部份额提升。

图表 33: 餐饮行业成本费用占营收比重持续上升 (2019 年)



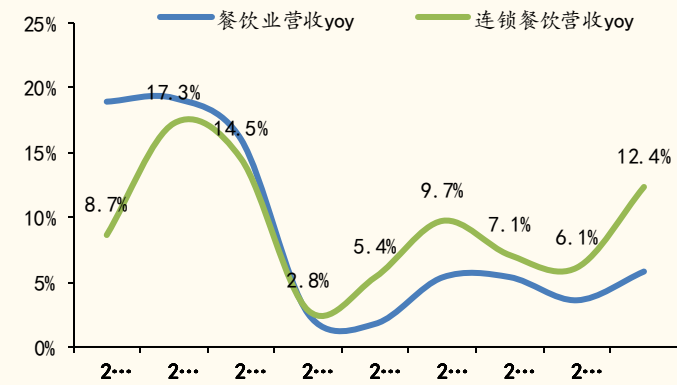
来源: 中国饭店业协会, 国金证券研究所

图表 34: 餐饮行业净利率空间偏窄 (2019 年)



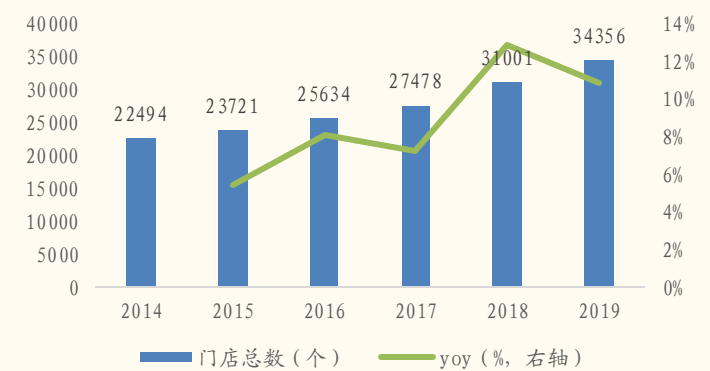
来源: Wind, 国金证券研究所, 注: 由于 2020 年疫情下餐饮门店受影响较大, 因此此处均采用 2019 年净利率作为正常经营盈利水平参考。

图表 35: 2013 年以来连锁餐饮营收增速高于行业平均



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 36: 连锁餐饮门店数加速上升



来源: 中国统计年鉴, 国金证券研究所

社区团购渠道: 主要作为补充性渠道, 尚需布局融入。1) 整体来看, 该渠道当前保持了三位数增长, 但基数较低, 覆盖区域及产品量均有增加, 且结账过程顺畅, 厂商及渠道均乐于做该渠道; 但整体占比仍较小, 仅作为补充渠道; 且仍存在消费者体验、利润低等问题, 建议谨慎看待未来走势。2) 投放策略来看, 厂商希望在该渠道孵化新品、处理 KA 渠道滞销品, 找到原有产品增长空间, 当前渠道反馈头部企业受影响较小, 线下价盘相对稳定。3) 最新反馈: 头部企业均认为社区团购渠道当前“烧钱”引流模式的长期可持续性较低, 预计渠道格局稳定之后折扣水平与 KA 渠道接近, 8 月起已观察到消费者开始向传统线下渠道回流的现象。

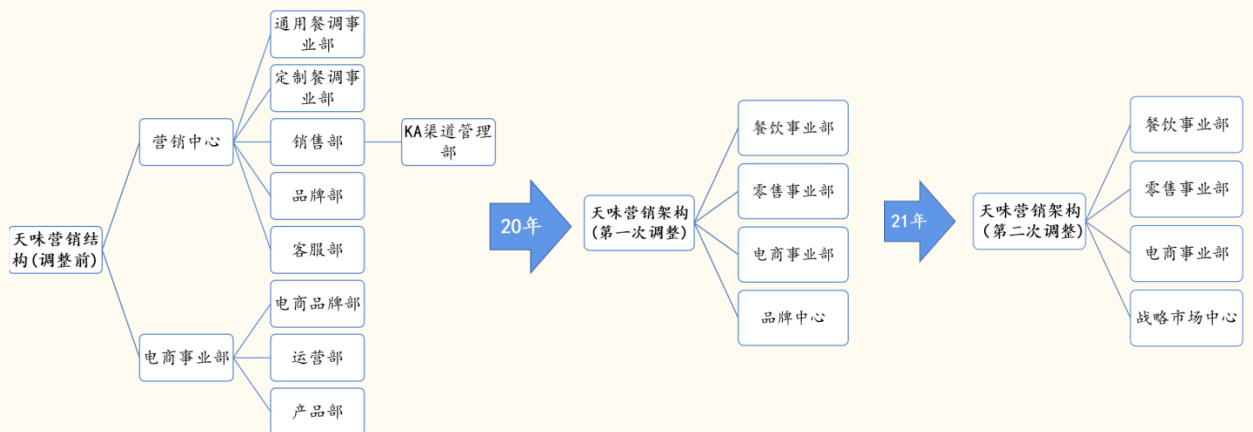
KA 渠道: 景气度下滑, 但相较社区团购仍具强不可替代性。当前市场普遍担忧社区团购渠道对 KA 渠道的分流, 我们认为: 1) 社区团购作为新零售渠道, 头部厂商必须提前布局抢占, 有利于培育品牌形象与消费者熟悉度; 2) KA 渠道具备更复杂多样的产品结构及即时获取的便利性, 对价格敏感度不高的消费者来说仍具较强不可替代性, 且社区团购的质量、售后等问题仍严重影响消费者购物体验, 如华东渠道反馈, 6 月商超渠道动销环比改善 10% 以上, 主要系华东地区的社区团购 3 月大力推广引流走的部分消费者回流。因此, 长期来看, 社区团购与 KA 渠道实际上是相辅相成的关系, 故当前各大厂商在社区团购渠道中抢占的是竞品而非自身 KA 渠道的量, KA 渠道未来仍是头部厂商对 C 端进行产品结构升级的重要投放及建设渠道。

3.2.2 企业端: 内修机制外筑壁垒, 调整中蕴含成长空间

面对上半年行业多处调整及压力上行，头部企业大多均迅速反应，从公司内部机制、库存消化、渠道管理等多方面积极采取措施应对：

- **海天味业：**近期公司反馈，**1) 库存：**8月起渠道库存已开始好转，公司注重实销与持久经营，不会为了完成目标向经销商压库存、透支次年业绩；**2) 渠道：**6月公司已成立专门部门对社区团购渠道进行对接，正在稳步推进渠道规范与融合，且公司渠道掌控力强、合作经销商适应性突出，当前已观察到社区团购分流走的消费者开始出现向传统线下渠道回流的现象；**3) 竞争：**头部企业议价及谈判能力突出，且行业标准趋严，短期内竞争格局不会发生较大转变，对于成本上行压力，也不排除未来提价的可能性。我们认为公司品牌力突出，渠道韧性强，经营管理反应迅速，建议关注四季度需求改善情况。
- **千禾味业：**近期华东渠道反馈：**1) 动销及库存：**千禾线下主要依托 KA 渠道，但 18 年 KA 渠道来客数持续下滑，叠加 20 年疫情形成高基数，上半年预计有双位数相对增长，但距公司上半年 26% 增速目标仍有缺口；库存方面，年初及春节压货已基本消化完毕，KA 渠道库存很低；线上方面，618 后线上目标完成情况较好。**2) 费用投放：**公司 21 年上半年在江苏地区集中投入三期广告费用，合计超 1 亿元，主要意在提升零添加品牌好感度及消费者熟悉度，利于进一步推进渠道渗透。**3) 渠道管理：**19 年底-20 年上半年表现较好，今年 4 月后采用聚焦策略、收紧管控费用，希望做更细致的分化；6 月起社区团购渠道收回电商部，由公司直营、徐毅总亲自操作，优势在于可以动用电商部针对性研发新品权力打造适合社区团购渠道的产品及价格形象。
- **颐海国际：**近期渠道反馈，**1) 动销：**7-9 月整体增速已经转正，整体增幅 18%+，增长主要来自底料和方便速食（老品）拆分后新增的经销商与网点，以及去年同期低基数。**2) 库存：**目前公司渠道库存情况良好，主要系公司对经销商库存的管理非常严格，不允许经销商压货，经销商正常订货频率与出货频率同步机制调。**3) 机制调整：**公司上半年再次取消 20 年 8 月设立的区域长职位，恢复以合伙人为主的扁平化结构将之前收回的合伙人权利放还，使其能够更加灵活自主地处理自己的市场。公司当前研发机制改革，设立多品类小组，以区域为单元来做新品的研发，做好区域再推向全国。**4) 渠道建设：**持续扩大卖场“零库存”实施范围，区域分仓数量增加到 10 个，持续优化渠道库存，促进渠道健康发展。**5) 新品推广：**上半年公司开发了 17 种新品（9 款中式复调，8 款方便速食），其中冲泡系列是今年主推产品，公司在淡季期间加大市场投入，调整了经销商终端价格、让利消费者，同时调整了经销商销售渠道、细分网点，协助经销商做核心网点的活动规划，有效强化了经销网络，为下半年及明年推新做好了准备；产能方面，上半年有霸州一期（1 万吨）及开封两大工厂投产，下半年预计还有漯河（30 万吨）及肇庆一期（1.8 万吨）工厂投产，有望缓解方便速食产品产能瓶颈，利于下半年及明年新品铺货大面积铺开。
- **天味食品：**营销结构方面，公司 20 年按照“全员赋能”思维，针对不同渠道设置了专业化的能力中心，当前已经将营销中心精简划分为零售事业部、电商事业部、餐饮事业部三大事业部及品牌中心，形成扁平化的营销架构；21 年针对“大营销”战略下工作中的不协调与不统一问题，公司迅速总结改进，21 年起全面构建一级组织“战略市场中心”，将品牌建设提升至公司核心战略层面，综合引领战略、品牌、营销和产品创新工作，积极推动品牌传播“品销合一”；此外，20-21 年公司连续落地股权激励计划，21 年计划进一步扩大了中层管理人员的授予人数，且向销售端一线人员倾斜，意在保障并绑定核心员工及团队的利益，有效激发一线销售人员积极性。

图表 37: 天味营销结构不断改进

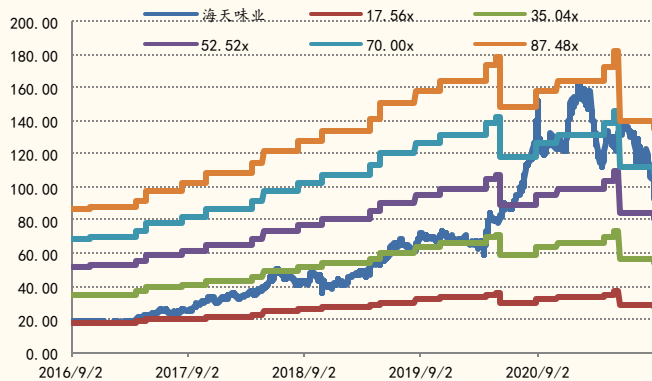


来源: 公司招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

四、估值分析: 估值水平回到历史偏低水平, 性价比逐步显现

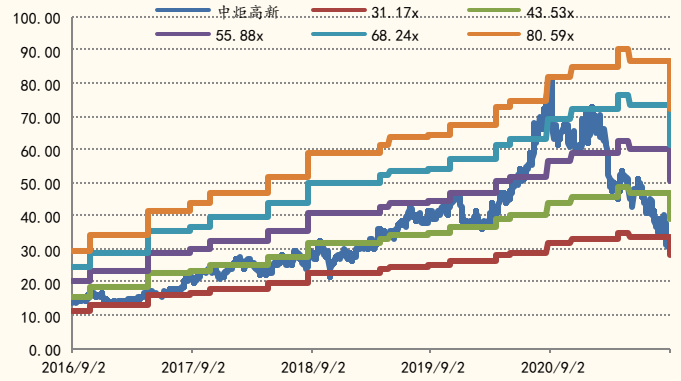
- **回顾 Q2 业绩, 我们认为:** 1) **收入端:** 21H1 受存销周期折叠+餐饮景气度弱恢复+社区团购冲击仍未消除+去年同期高基数的四重因素叠加影响, 预计长期基本面将持续改善; 2) **利润端:** 21H1 全行业面对上游成本大幅周期性上行的压力, 导致毛利率大幅收窄, 但长期来看, 头部公司将优化产品结构, 叠加产能规模及自动化水平提升, 毛利率有望保持稳步提升; 净利率方面, 我们认为中长期赛道成长+费用回归常态化之中蕴含规模及利润双弹性。
- **回顾历史估值, 压力下估值已回调至历史中枢附近。** 21 年调味品行业多重压力下, 板块内重点企业估值已大幅回调至历史估值中枢附近, 我们认为, 龙头企业集中度提升的逻辑不变, 短期竞争压力不影响长期竞争格局, 调味品企业的业绩依旧具备较强确定性。当前估值性价比已经体现, 建议重点关注布局机会。

图表 38: 海天味业 PE-band



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 中炬高新 PE-band



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 重点调味品企业估值表

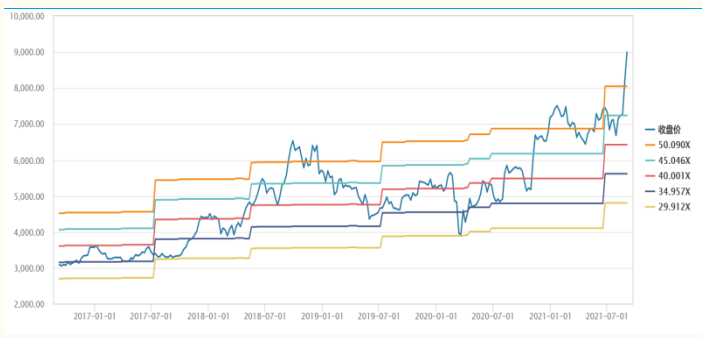
公司	收入增速				归母净利润增速				估值水平 (倍)			历史 5 年估值中枢 (TTM)
	21H2	21E	22E	23E	21H2	21E	22E	23E	21E	22E	23E	
海天味业	14%	10%	16%	17%	13%	8%	17%	18%	54	46	39	53X
中炬高新	5%	-2%	14%	12%	-1%	-20%	12%	10%	34	31	28	56X

千禾味业	28%	20%	31%	29%	259%	17%	33%	31%	58	44	33	53X
天味食品	10%	10%	30%	25%	6%	-31%	20%	21%	64	53	44	59X
恒顺醋业	15%	12%	14%	13%	6%	-4%	18%	17%	48	40	35	49X
颐海国际	18%	18%	32%	33%	24%	7%	25%	20%	39	31	26	55X

来源：国金证券研究所

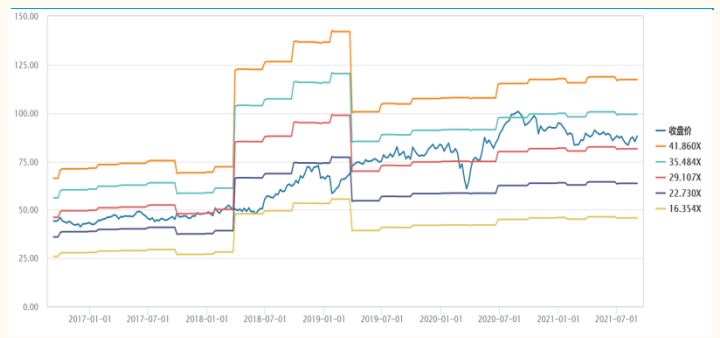
- **对标海外，我国头部企业应享受相对较高估值。** 21 国际调味品巨头龟甲万、味好美与亨氏近五年估值中枢分别位于 40X、29X 及 24X，我们认为，相较国际竞品，**1) 发展阶段：**我国调味品刚刚升级进入复合调味品及健康化基础调味品阶段，且餐饮连锁化率仍在加速提升中，标准化调味品市场仍有广阔渗透与市场教育空间。**2) 发展空间：**相较美国、日本等国的饮食习惯与格局，我国菜系丰富、地域性口味偏好繁多，调味品种类及升级需求天花板天生更高；同时，在此基础上，由于我国标准化调味品发展时间较海外尚短，因此行业集中度仍有较大提升空间，当下疫情使行业出清后，头部企业有望加速提升市占率。综上，当下时点，虽我国重点调味品企业估值水平仍高于国际调味品巨头企业历史中枢，但考虑到我国调味品行业所处的发展阶段，我们认为我国头部企业长期具备更强的估值消化能力，同时，集中度提升空间下头部企业凭借品牌力与渠道力抢占市场份额具备确定性，当前估值位置具备相对较高性价比，静待基本面改善。

图表 41：龟甲万 PE-band



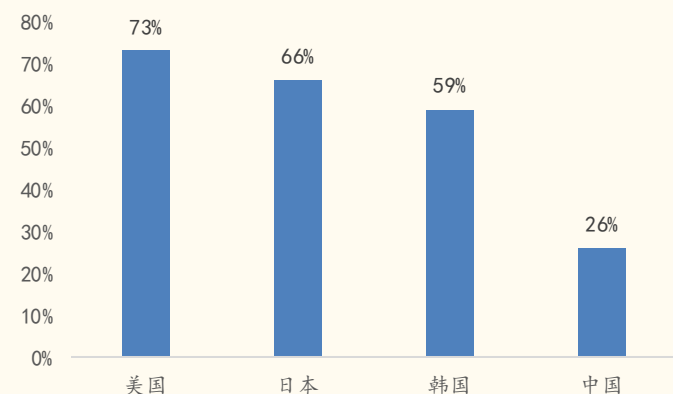
来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：味好美 PE-band



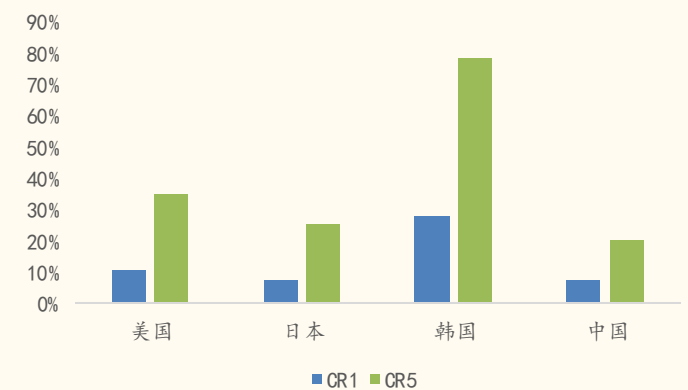
来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：2020 年各国复合调味品渗透率



来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 44：2020 年各国调味品市场集中度



来源：Bloomberg，国金证券研究所

五、投资建议

5.1 投资逻辑

- 短期来看，社区团购影响走弱，线下客流已经出现回流，我们建议通过下游餐饮需求恢复及渠道库存水平两大指标来判断行业拐点；同时中报落地后，上半年多重压力下，板块内重点企业估值已大幅回调至历史估值中枢附近，我们认为上半年存在存销周期折叠+餐饮景气度弱恢复+社区团购冲击仍未消除+去年同期高基数四重压力，但有望随时间推移与企业采取应对措施而逐步弱化，我们建议密切关注头部企业短期应对措施实施进度与效果，同时通过下游餐饮需求恢复及渠道库存水平两大指标判断行业拐点（当前预计出现在四季度或明年上半年）。
- 中长期来看，基础调味品领域头部企业具备强渠道及品牌双护城河，有望在稳健成长的同时发展调味品平台业务，而复合调味品及高端基础调味品细分赛道则有望延续调味品“黄金十年”逻辑，在行业快速扩容及居民消费升级趋势中快速抢占份额，我们在新兴赛道的集中度提升趋势下看好龙头跑出。

5.2 重点公司逻辑

- **海天味业：**公司 21H1 实现营收 123.32 亿元，同比+6.36%；归母净利实现 33.53 亿元，同比+3.07%。其中单 21Q2 实现营收 51.74 亿元，同比-9.39%；归母净利 13.99 亿元，同比-14.68%。营收增速低于预期，主要系需求恢复疲软，叠加渠道仍在消化库存；21H1 毛利率同比-3.63pct，主要系成本压力持续上行，叠加竞争加剧挤压提价空间；费用端，销售费用率同比-1.98pct，主要系广告费用投放减少，管理/研发/财务费用分别同比+0.11/0.09/0.45pct；传导至净利率实现 27.21%，同比-0.87pct。我们认为公司具备强渠道掌控力，在覆盖全国的经销渠道网络基础上持续精耕，当前公司积极拥抱社区团购等新零售渠道，梳理整合速度领先行业。公司长期将保持行业领先优势，稳健抢占头部市场份额。我们建议关注下半年需求改善情况，预计公司 2021-2023 年收入增速为 10%/16%/17%，归母净利增速为 8%/17%/18%，PE 为 54/46/39 倍
- **千禾味业：**公司 21H1 实现营收 8.86 亿元，同比+10.82%（对比 19H1 增长 49.08%）；归母净利 6581.28 万元，同比-58.09%（对比 19H1 下滑 24.62%）。其中单 21Q2 实现营收 4.08 亿元，同比-7.24%，归母净利 2593 万元，同比-70.08%。营收增速放缓主要系去年同期高基数；利润端，21H1 公司毛利率同比-7.58pct，主要系新会计准则调整运杂费至营业成本，但 21Q2 毛利率环比亦下滑 2.52pct，成本端压力持续上行；21H1 管理费用率 3.52%，同比-0.09pct；销售费用率在执行新会计准则的基础上仍同比+5.26pct 至 26.46%，主要系公司上半年在江苏地区“零添加”系列广告费集中投放，当前已执行完毕；传导至 21H1 净利率端收窄至 7.43%，同比大幅下滑 12.22pct。近期渠道反馈，千禾线下 KA 渠道客流量受新零售渠道冲击持续下滑，但 7 月环比改善明显，且库存亦处于较低位置，线上新零售渠道销售增长稳健，长期“零添加”定位+渠道拓展“双差异化”叠加机制高激励优势显著。我们预计公司 21-23 年收入增速分别为 20%/31%/29%；归母净利增速分别为 17%/33%/31%，PE 分别为 58/44/33 倍。
- **颐海国际：**1) 收入端：公司 21H1 年实现营收 26.31 亿元，同比+18.6%，其中关联方/第三方营收同比分别+79.0%/+1.1%，关联方收入高增且占比同比扩大 11.5pct 至 34%，主要系 20H1 海底捞门店受疫情冲击较大形成低基数，对比 19H1 关联方收入+26.1%，占比下降 8.8pct，去关联方化仍在稳步推进。第三方火锅调味料/中式复调/方便速食收入分别同比-7.2%/+4.4%/+6.6%，主要系去年疫情居家消费形成高基数，叠加上半年本为复调淡季且公司新品尚未全面铺开放量；电商渠道 21H1 营收同比+11.4%，线上渠道建设顺利。2) 利润端：21H1 归母净利润 3.49 亿元，同比-12.6%，其中毛利率实现 32.7%，同比-7.0pct，主要系关联方收入占比恢复+上半年新品推广拉低利润+成本压力，其中关联方毛利率同比-1.2pct，第三方同比-6.7pct。拆分来看，第三方销售火锅调味料/中式复调/方便速食毛利率分别为 51.4%/34.8%/26.5%，分别同比-3.6pct/-10.8pct/-5.2pct，中式复调下滑幅度最大主要系配合更换“筷手小厨”新包装的促

销活动挤压利润空间，平均售价同比-11.0%，但方便速食第三方平均售价同比+8.6%，主要受益于新品结构升级。费用端，21H1 销售费用率同比+2.9pct至12.4%，主要系“筷手小厨”子品牌推广投入加大（广告营销费用率+0.4pct）及分仓运输仓储成本上涨（运输费用率+1.7pct）；管理费用率同比-1.8pct至5.1%，主要系去年同期筹建工厂致开支增加。传导至净利率端同比-4.7pct至13.3%，低于预期。我们认为，公司短期业绩压力较大，网点铺新、经销商合作、内部机制等多方面调整仍需时间，去海底捞化仍需长时间推动，建议跟踪关注下半年旺季行业复苏下老品放量及冲泡系列新品铺货情况。我们预计公司21-23年收入增速分别为18%/32%/33%，归母净利润增速分别为7%/25%/20%，对应PE分别为39/31/26倍。

- **天味食品：**公司21H1实现营收10.17亿元，同比+10.62%；归母净利润7563.76万元，同比-62.12%。其中单21Q2营收4.95亿元，同比-15.41%；归母净利润-451.76万元，同比-103.68%。营收大幅下滑主要系早去年同期高基数之上，今年为保证渠道库存及货龄健康加大买赠力度去库存，叠加市场竞争加剧下淡季需求出现分流。21H1毛利率在成本压力下同比-12.88pct，叠加广告费投放加大致销售费用率同比+9.61pct，净利率率同比大幅下滑14.29pct。我们认为，上半年公司大力去库存，下半年或随需求改善转好。长期来看，公司当前积极推进品牌建设与渠道开发，且复调行业集中度仍有较大提升空间，公司作为行业头部企业，有望随赛道扩容首先受益，静待公司费用投放红利释放。建议关注下半年复调旺季需求需求方释放，我们预计公司21-23年收入增速分别为10%/30%/25%，归母净利润增速分别为-31%/20%/21%，对应PE分别为64/53/44倍。
- **中炬高新：**公司21H1实现营收23.16亿元，同比-9.34%；归母净利润实现2.80亿元，同比-38.51%。其中单21Q2实现营收10.53亿元，同比-24.85%；归母净利润1.05亿元，同比-57.86%。营收下滑主要系去年同期补库存高基数，叠加渠道库存仍在消化；21H1毛利率同比-4.84pct至37.71%，主要系成本端压力上行；费用端，销售费用率同比持平，主要系返利减少，管理费用率同比+0.82pct；最终传导至美味鲜净利率率同比-5.16pct。公司当前积极改进疫情期间暴露出的内部机制问题：**1）渠道：**恢复价格体系的正常有序及产品价格弹性，保障已有经销商的稳定收入和利润预期，同时加快空白市场开发与渠道下沉；**2）产品：**着力推动产品矩阵拓展裂变，力求迎合不同消费者需求，向上布局健康概念推动结构升级，开拓利润空间，向下开发中低档高性价比产品，打开餐饮渠道增长曲线。我们认为，行业调整叠加成本上行可能放大公司内部调整阵痛，当前渠道库存低于历史水平，建议短期关注下半年需求改善，中长期跟踪该公司内部改革进度。我们预计公司21-23年收入增速为-2%/14%/12%，归母净利润增速为-20%/12%/10%，PE为34/31/28倍。

六、风险提示

- **餐饮景气度恢复不及预期。**餐饮渠道是调味品行业下游重要放量渠道，若其需求景气度持续弱恢复或出现较大需求流失，将会拖累行业公司的规模成长。
- **原材料价格大幅上涨。**若上游原料价格大幅波动，将会对行业公司业绩产生一定的影响。
- **行业竞争加剧。**若未来行业竞争进一步加剧，各公司费用投放超预期，将会进一步影响整体业绩表现。
- **食品安全问题。**食品行业安全是首要标准，若出现食品安全问题，将会严重影响各公司口碑与销售。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402