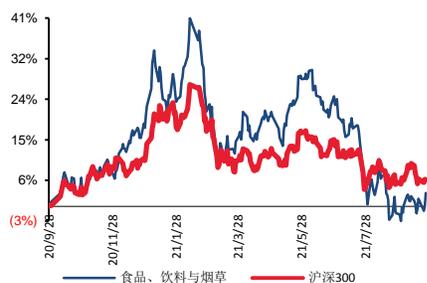


日常消费 食品、饮料与烟草

## 调味品行业跟踪：销售至暗已过，成本压力待解

## ■ 走势比较



## ■ 子行业评级

## 相关研究报告：

《龙大肉食：食品业务表现亮眼，全产业链布局凸显优势》  
--2021/09/07

《新乳业(002946)：低温鲜持续高增，高基数下成本较好平抑》  
--2021/09/02

《古井贡酒：结构升级明显，省外占比持续提升》--2021/09/02

## 证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

## 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

## 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

## 报告摘要

**事件：**9/23 市场传言，海天渠道因各种成本和原材料不断上涨，公司通知将于 2021 年 10 月在全国范围内海天全系列产品价格上调。9/26 公司发布澄清公告，近期公司正在评估是否对产品价格进行调整，但调价计划尚未最终确定；如实施调价计划，对公司未来业绩是否增长带来不确定性。

前期调味品板块跌幅较大，海天今年回撤 50%、中炬回撤 62%、千禾回撤 62%，板块市场情绪处于历史较低点，负面信息不断挖掘。

## 点评：

**至暗时刻已经过去，销售增速环比改善。**1) 二季度调味品行业上市公司集体表现较差，主要原因有：一是社区团购突然爆火，互联网烧钱模式下打乱了传统渠道模式，各家公司均积极研究应对，8 月份数据均较 7 月好转，销售至暗时刻已过；二是疫情反复下，餐饮未恢复；三是疫情后消费力下降今年开始显现；四是成本压力凸显，主要体现在大豆、包材和运费等。

**2) Q3 各家公司销售增速环比改善。**根据渠道调研，海天 7 月销售负增长，8 月逐步企稳，9 月销售增速转正，预计 Q3 收入正增长，渠道库存平均 2 个月；中炬高新 7、8 月份双位数下滑，9 月以来销售同比增长，环比改善明显，渠道库存 1 个月左右。千禾味业 Q3 销售和渠道库存均处于正常状态。整体来看，销售至暗时刻已过，边际改善正在发生。

**提价短期渠道会有一定囤货，中长期影响不确定。**1) 提价原因：今年海天公司主要原料物料（原材料如大豆、包材如纸箱、pet 瓶等）、运费、能源等成本持续大幅上涨，其中大豆价格从 19 年底开启单边上涨，21 年从年初的 4442 元/吨涨到现在的 5247 元/吨，涨幅 18%，pet 价格从 20 年 11 月开启单边上涨，21 年从年初的 5800 元/吨上涨到现在的 7450 元/吨涨幅 28%，瓦楞纸从 20 年 5 月开始震荡上行，21 年从 3756 元/吨到 4214 元/吨上涨 12%。

**2) 提价可能性：**海天对外沟通口径曾提及明年可能提价，主要是原料物料成本大幅上涨。目前，原料物料成本上涨在预期之中，但

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

涨幅依旧高于预期，此外碳中和下的能源成本上行在预期之外，成本压力逐步到达一定阈值，不排除提前提价的可能性。虽然公司口径为目前提价在规划中，具体时间尚未确定。

**3) 提价影响：**短期来看，渠道库存良性，会进行一定囤货，利好短期报表，长期来看，一方面提价能暂时缓解成本和利润压力，另一方面需求疲软下，提价可能对销量产生一定压力。建议理性对待海天提价预期。

**是否为提价最佳时点：不是最佳时点，但非最差时点。**最好的提价是需求拉动型提价，而非成本推动型提价，即最理想的是需求景气度向好、库存处于低位，这或者伴随产品品牌力提升，或者伴随经济快速发展，也就是 08-14 年两年一次的提价。

**1) 非最佳时点：**15 年以来 GDP 增速跌破 7%，需求都不如之前，此外海天品牌势能最快释放期间已过。目前，后疫情时代消费者需求确实存在一定压力，消费完全恢复时间不确定。

**2) 非最差时点：**渠道端提价众望所归，从 19 年开始渠道就在传提价传闻，一次次被否之后，此次提价也在预料之内。目前公司渠道库存整体在 2 个月左右（历史正常为 1.5-2 个月），局部地区 2-2.5 个月，虽然未处于历史较低位置，但依旧良性，渠道进货意愿是有的。

**若龙头确认提价，行业提价空间打开，其他公司有望跟进，行业整体利润弹性释放。**1) 过往提价后，其他调味品公司跟进。上波调味品主要公司提价集中在 2016 年底 2017 年上半年，海天提价后，价格空间打开，中炬高新、千禾味业等行业内公司进行提价跟进。具体来说，海天 2016 年 12 月底对 90%左右产品直接提价 5%-6%，随后中炬高新在 2017 年 3 月对美味鲜及厨邦产品进行整体提价，提价幅度在 5%-6%，千禾味业在 2017 年 4 月对部分产品直接提价，幅度在 8%-10%。

**2) 若本次龙头提价，行业提价空间打开。**大豆为酱油、黄豆酱等核心调味品原材料，在调味品公司成本中占比较高，同时包材在辅料中占比较高，大豆价格上涨、包材价格上行是行业面临的共同问题，中炬高新、千禾味业均在季报中提到成本上行的压力。若本次龙头率先确认提价，则行业提价空间打开，我们认为行业内其他公司将进行跟进。一般来说，公司产品提价幅度均略超成本上涨幅度，未来利润弹性有望释放。

**行业评级及投资策略：销售至暗时刻已过，成本压力有待解决，但提价信息作为催化剂，对股价的影响多于对企业经营层面的影响。**

- 1) **经营层面**：考虑到基数及需求逐步恢复，高频数据视角可能最坏的时候已经过去。提价对行业内公司短期利好，长期存在一定不确定性，主要是需求依旧疲软。
- 2) **市场情绪**：今年调味品行业受各种负面因素影响，各公司今年均高位下跌，海天今年回撤 50%、中炬回撤 62%、千禾回撤 62%，板块市场情绪处于历史较低点，负面信息不断挖掘、行业长期逻辑被过度质疑。我们认为调味品行业依旧是食品饮料中最好的赛道之一，社区团购影响只是短期。估值下杀 peg 从 3 倍到 2 倍到现在的 1 倍，我们认为比较合理的 peg 在 1.5-2 倍左右。
- 3) **估值切换**：9、10 月份市场进入估值切换期，从锚定 21 年业绩到 22 年业绩。不考虑盈利预测修正，目前股价对应估值为海天 peg (22Y) 是 2.4，千禾 pe (22Y) 是 1，中炬 pe (22Y) 是 1.15，千禾估值性价比略高。

我们认为调味品行业股价处于磨底阶段，短期有一波反弹行情，主要是销售增速逐步企稳、估值切换、提价预期又起等，但是右侧还需跟踪确认，右侧真正来临的标志有：需求确认逐渐向好（餐饮数据好转）、未来收入预期提升及消费者信心恢复等。考虑到目前的市场情绪及估值，我们给予调味品行业“增持”评级，重点推荐海天味业、千禾味业、中炬高新、恒顺醋业、天味食品。

**风险提示**：经济下行风险；食品安全问题；疫情影响超预期；推荐公司业绩不及预期等。

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 21/09/24
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
603288	海天味业	增持	1.52	1.66	2	2.39	66.28	61	50	42	100.74
603027	千禾味业	增持	0.26	0.59	0.74	1	73.82	31	25	18	19.02
600872	中炬高新	增持	1.12	0.97	1.2	1.46	28.53	33	27	22	31.87
600305	恒顺醋业	增持	0.31	0.31	0.36	0.44	48.94	49	43	35	15.36
603317	天味食品	增持	0.48	0.52	0.66	0.93	46.54	43	34	24	22.42

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院整理

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com

华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。