

推荐（维持）

多措并举，静待曙光

风险评级：中风险

中炬高新（600872）深度报告

2021年10月25日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

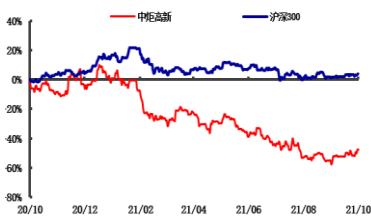
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2021年10月22日

收盘价(元)	34.96
总市值(亿元)	278.50
总股本(亿股)	7.97
流通股本(亿股)	7.97
ROE(TTM)	17.79%
12月最高价(元)	73.80
12月最低价(元)	26.96

股价走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

- **公司是我国调味品行业优质企业。**公司成立于1993年1月，总部位于广东省中山市。公司起初以高新园区开发起步，1999年10月收购了中山市美味鲜食品总厂，开始进军调味品行业。目前，公司共有中山与阳西两大调味品生产基地，旗下拥有“厨邦”、“美味鲜”两大品牌。经过多年的精心经营，公司已成为我国调味品行业的优质企业，先后获得“最具市场竞争力”、“人民大会堂宴会用酱油”等荣誉，在市场中形成了一定的品牌影响力和认可度。“厨邦酱油美味鲜，晒足180天”的广告语给消费者留下了深刻的印象，绿格子标识深入人心。2021年上半年，公司实现营业收入23.16亿元，营收位居我国调味品行业第二。
- **市场规模稳步扩张，BC端驱动行业上行。**从供给端来看，近几年调味品行业市场规模稳步扩张，行业持续扩容。2020年，我国调味品行业的市场规模为3950亿元，同比增长18.05%。从需求端来看，B端+C端，驱动行业需求提升与结构上移。餐饮端方面，外出就餐次数增加+餐饮连锁化+外卖渗透率的提高，拉动调味品行业需求进一步提升。零售端方面，消费频次增加+消费升级，激发调味品增长潜力。在多因素催化的背景下，预计调味品市场未来仍具备较大的增长空间。
- **龙头产品提价落地，行业有望迎来向上拐点。**在成本上涨的压力下，调味品龙头海天味业于10月13日发布部分产品提价公告，提价幅度在3%-7%不等。海天提价后，其他调味品公司产品提价的概率大幅增加。若其他调味品公司跟随提价，一方面有助于提振渠道积极性，另一方面有望增加调味品公司的营业收入与提高毛利率水平。调味品板块存在边际向好，行业有望迎来向上的拐点。
- **多措并举，提高市场竞争力。**工艺端，公司采用南派工艺酿造酱油，酿造出的酱油具有良好的风味与色泽，使酱油品质得以保障。渠道端，公司多渠道协同发展，持续加大餐饮渠道与线上渠道的布局。市场端，在现有业务区域的基础上，公司加大对空白市场的开发，持续精耕与下沉市场。产能端，公司产能持续释放。在现有扩产技改项目的基础上，公司拟通过定增进行阳西基地300万吨调味品扩产项目的建设。营销端，公司采用多元营销手段，通过超级话语与超级符号的方式，直击消费者心理。
- **投资建议：静待曙光，维持对公司的“推荐”评级。**作为调味品行业的优质企业，虽公司短期面临成本上涨、消化库存等扰动因素，但海天提价后，公司产品提价的概率大幅增加，届时公司有望迎来边际改善。若后续定增进展顺利，公司未来产能与业绩将有质的提升，进而提高公司在市场中的品牌与产品竞争力。预计公司2021/2022年每股收益分别为

1.03元和1.24元，对应PE估值分别为33.87倍和28.24倍，维持对公司的“推荐”评级。

- **风险提示：**控股股东股权质押风险，定增进展不及预期，房地产剥离不及预期，原材料价格波动风险，产品推广不及预期，渠道扩张不及预期，行业竞争加剧等。

目 录

1、我国调味品行业优质企业	5
1.1 公司转为民营性质，人才激励与培养机制促进公司长效发展	5
1.2 聚焦调味品业务，酱油是主要品类	7
1.3 多因素扰动，公司上半年业绩与盈利能力承压	9
2、市场规模稳步扩张，BC 端驱动行业上行	10
2.1 供给篇：市场规模稳步扩张，集中度有望提升	10
2.2 需求篇：B 端+C 端，推动行业需求提升与结构上移	13
2.2.1 需求结构：餐饮为主，零售为辅	13
2.2.2 餐饮端：外出就餐次数增加+餐饮连锁化+外卖渗透率提高，拉动需求提升	13
2.2.3 家庭端：消费频次增加+消费升级，激发调味品增长潜力	15
3、龙头产品提价落地，行业有望迎来向上拐点	17
3.1 成本篇：原材料成本上行，行业盈利能力承压	17
3.2 提价篇：龙头产品提价落地，行业有望迎来向上拐点	19
4、多措并举，提高市场竞争力	20
4.1 采用南派酿造工艺，酱油品质得以保障	20
4.2 多渠道协同发展，加码餐饮与线上渠道布局	20
4.3 加大空白市场开发，持续精耕与下沉市场	22
4.4 产能持续释放，看好公司长期成长空间	24
4.5 多元营销手段，直击消费者心理	26
5、千调百味，各具千秋	28
5.1 产品对比分析	28
5.2 渠道对比分析	29
5.3 盈利能力对比分析	29
6、投资建议	31
7、风险提示	32

插图目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构（截至 2021 年 6 月 30 日）	6
图 3：2021H1 公司各业务营收占比（%）	7
图 4：公司产品矩阵	8
图 5：2018-2021H1 公司调味品各品类营收占比	8
图 6：2021H1 公司调味品各品类营收占比	8
图 7：2016-2021H1 公司营业收入与增速	9
图 8：2016-2021H1 公司归母净利润与增速	9
图 9：公司 2016-2021H1 毛利率与净利率（%）	10
图 10：公司 2016-2021H1 期间费用率（%）	10
图 11：我国调味品行业市场规模与增速（亿元，%）	10
图 12：2020 年中美日调味品行业 CR5 对比（%）	11
图 13：2020 年我国酱油竞争格局（零售口径）	12
图 14：2020 年日本酱油竞争格局（零售口径）	12
图 15：2020 年我国调味品行业各渠道份额占比（%）	13
图 16：2019 年不同就餐方式调味品人均摄入量	13
图 17：我国人均居民可支配收入（元，%）	13

图 18: 2018 年消费者外出就餐次数变化占比	13
图 19: 我国连锁餐饮企业营业收入与增速（亿元，%）	14
图 20: 我国餐饮外卖收入与增速	15
图 21: 我国外卖消费者用户规模与增速	15
图 22: 我国高端酱油市场规模（亿元）	16
图 23: 酱油发展历程	16
图 24: 全国黄豆生产资料价格（元/吨）	17
图 25: 全国豆粕现货价（元/吨）	17
图 26: 白砂糖现货价格（元/吨）	18
图 27: 玻璃现货价（元/平方米）	18
图 28: 调味品公司业务侧重点有所不同	18
图 29: 中山市月平均气温曲线图（℃）	20
图 30: 2016-2020 年公司产品家庭端与餐饮端占比	21
图 31: 2020 年海天与公司调味品渠道结构对比	21
图 32: 公司调味品渠道结构（%）	21
图 33: 2016-2020 年公司各地区营收占比（%）	22
图 34: 2019 年海天与公司业务区域地理分布情况	23
图 35: 2016-2020 年公司经销商数量与增速	24
图 36: 2016-2020 年销售人员数量与增速	24
图 37: 厨邦酱油美味鲜，晒足 180 天	26
图 38: 绿格子标识	27
图 39: 厨邦大师开饭抖音号	27
图 40: 2021H1 调味品可比公司毛利率对比（%）	30
图 41: 2021H1 调味品可比公司净利率对比（%）	30

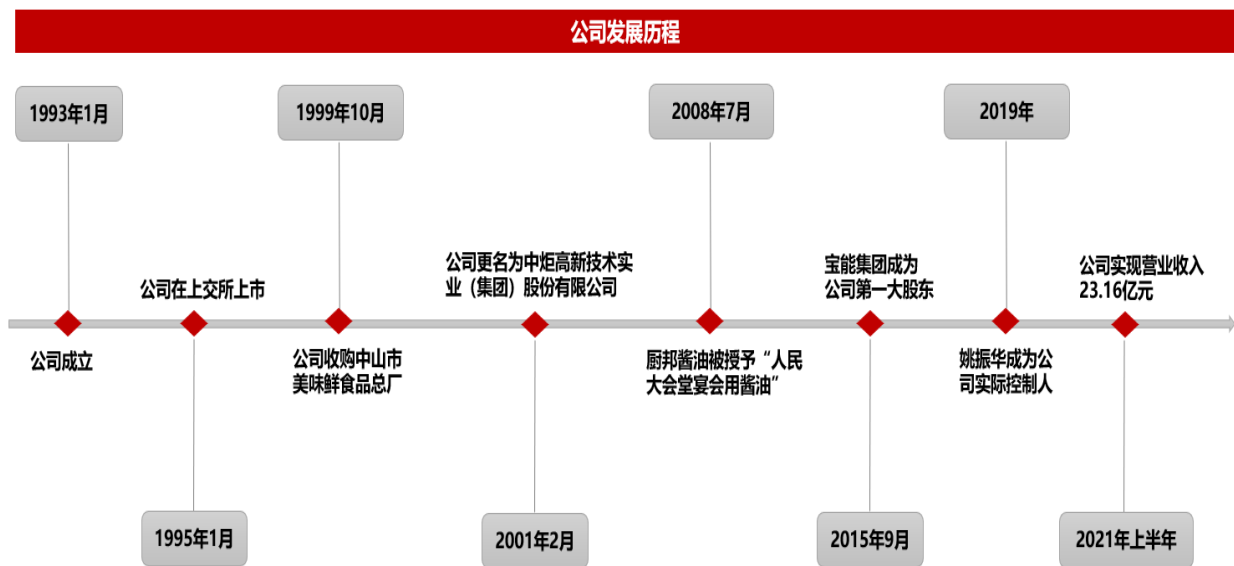
表格目录

表 1: 2018 年我国各线城市人口、调味品年花费及调味品年均购买次数	15
表 2: 原材料成本上行使以酱油为主的公司 Q2 盈利能力承压（%）	18
表 3: 调味品行业部分公司提价过程	19
表 4: 公司将市场划分为五级	23
表 5: 公司调味品分品类产能情况（万吨）	25
表 6: 美味鲜产能利用率情况	25
表 7: 300 万吨阳西基地扩产项目设计产能（万吨）	26
表 8: 2021H1 我国以酱油为主的调味品公司产品结构对比	28
表 9: 2021 年 8 月调味品公司淘宝、京东等线上平台价格中位数对比	29
表 10: 2020 年我国主要调味品公司销售渠道对比	29
表 11: 2021H1 调味品可比公司费用率对比（%）	30
表 12: 公司盈利预测简表（截至 2021 年 10 月 22 日）	31

1、我国调味品行业优质企业

公司是我国调味品行业优质企业。公司成立于1993年1月，总部位于广东省中山市。成立之初，公司以高新园区开发起步，经营范围涵盖高新技术产品的开发、研制与生产，基础设施的建设及各项服务业等。1995年1月，公司在上交所上市；1999年10月，公司收购了中山市美味鲜食品总厂，并改制设立广东美味鲜调味食品有限公司。此后，公司正式进军调味品行业。2001年2月，公司更名为中炬高新技术实业（集团）股份有限公司。目前，调味品业务是公司的主要创收来源。在调味品业务中，公司共有中山与阳西两大生产基地，旗下拥有“厨邦”与“美味鲜”两大品牌。其中，厨邦产品的定位相对高端。经过多年的精心经营，公司已成为我国调味品行业的优质企业，产品先后获得“最具市场竞争力”、“人民大会堂宴会用酱油”等荣誉，在市场中形成了一定的品牌影响力和认可度。“厨邦酱油美味鲜，晒足180天”的广告语给消费者留下了深刻的印象，绿格子标识深入人心。2021年上半年，公司实现营业收入23.16亿元，营收位居我国调味品行业第二。

图 1：公司发展历程



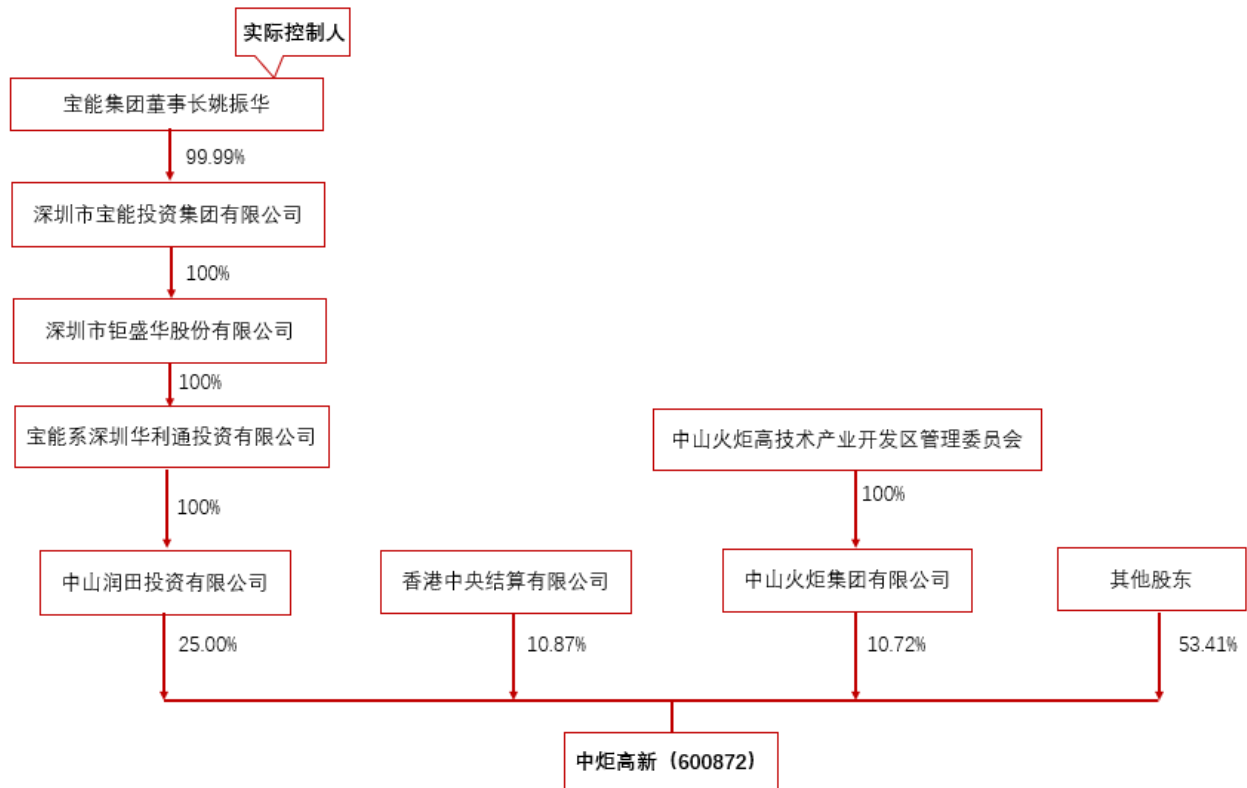
数据来源：东莞证券研究所

1.1 公司转为民营性质，人才激励与培养机制促进公司长效发展

宝能入局后，公司转为民营性质。此前，公司的控股股东与实际控制人是中山火炬高新区管委会全资控股子公司。2015年，宝能系旗下的保险机构前海人寿通过二级市场多次增持，宝能集团成为公司的第一大股东。2019年3月，公司的实际控制人变更为宝能集团的董事长姚振华先生。至此，公司的性质转为民营性质。截至2021年6月30日，宝能集团董事长姚振华先生通过中山润田投资有限公司间接持有公司共25.00%的股权，是公司的实际控制人。香港中央结算有限公司与中山火炬集团有限公司分别持有公司10.87%与10.72%的股权。

公司控股股东股权目前全部被质押，市场需持续关注后续进展。公司于2021年10月9日发布公告称，公司的第一大控股股东中山润田投资有限公司所持有的公司股权已全部处于质押/司法标记/司法冻结/轮候冻结状态。目前，该事项尚未对公司的日常经营、股权结构、公司治理等产生实质性影响，公司将进一步向股东核实冻结事项的相关情况。若后续控股股东无法解决资金流的问题，将面临平仓风险，届时公司实控人或发生变更。因此，市场需持续关注该事项的后续相关进展。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年 6 月 30 日）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

人才激励制度激发员工积极性。2019年，姚振华先生成为公司的实际控制人后，提出了“聚焦健康食品主业，把公司打造成为国内超一流的综合性调味品集团企业”的战略定位与“双百目标”。“双百目标”即力争到2023年，公司的营业收入过百亿，年产销量过百万吨。在明确战略定位与目标的基础上，公司制定了一系列人才激励机制，为公司后续发展提供推动力。2019年8月，公司出台了核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度（2019版），对收入、利润与净资产收益率的考核权重分别从20%、60%与20%调整为40%、40%与20%，并增加了超额奖金的配发度，一定程度上激发了员工工作的积极性。今年4月，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，募集资金总额不低于3亿元且不超过6亿元用于股权激励。截至2021年7月16日，公司的股份回购已完成，共募集资金约6亿元。目前，公司正积极结合业务发展的实际情况，对员工的股权激励计划进行规划，把员工与公司的利益进行绑定，提高员工的工作动力。

人才培养机制促进公司长效发展。在完善人才激励计划的同时，公司亦加强对人才的培养。2020年，公司成立了厨邦商学院，作为干部与储备人才的培养基地。同时，公司开展“3333人才工程”，即计划用第一个“三年”，通过建立“三个人才计划”，培养参与经营决策的经营层、实现经营目标的中层与部门核心梯队的储备层“三个层级”的核心人才，培养人数合计“不少于300人”。“3333人才工程”的实施，使公司在发展过程中确保了核心人才的输出，一定程度上满足了公司对战略性人才的需求。

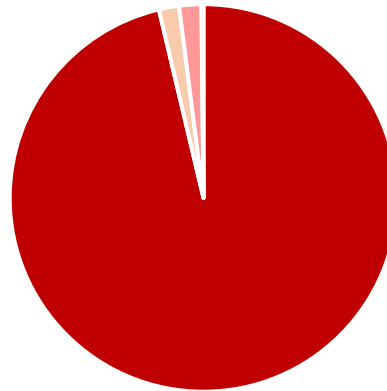
1.2 聚焦调味品业务，酱油是主要品类

公司经营范围较广，聚焦调味品业务。公司以高新园区开发起步，经营范围较广，主要涵盖调味品、皮带轮及汽车、摩托车配件、房地产及服务等业务。其中，调味品业务是公司的主要创收来源，近几年业务占比稳步提升。2021年上半年，公司调味品业务实现营业收入23.16亿元，占营业收入的96.63%。2016-2020年，公司的调味品业务营收占比从91.67%增加至96.23%。随着调味品业务不断发展壮大，公司计划将业务进一步做细做精，拟剥离已有的房地产业务。

房地产剥离业务或有所放缓。目前，公司的房地产业务已有初步的剥离方案，原计划房地产的剥离处置工作在6个月内完成。但由于此前中山火炬向中山市中级人民法院提起诉讼，近期中山中院查封了公司持有的中汇合创13.79%股权，公司房地产业务剥离进度或有所放缓。

图 3：2021H1 公司各业务营收占比（%）

■ 调味品业务 ■ 皮带轮及汽车、摩托车配件 ■ 房地产及服务 ■ 其他



数据来源：Wind，东莞证券研究所

厨邦与美味鲜是公司调味品旗下的两大品牌，产品矩阵日臻完善。目前，公司的调味品共有厨邦与美味鲜两大品牌。其中，厨邦定位中高端产品，业务占比超90%；美味鲜产品则以中低端产品为主，业务占比不到10%。从产品结构来看，公司的调味品产品涵盖酱油、鸡精鸡粉、食用油、蚝油等。针对产品经营，一方面，公司在原有酱油业务的基础上，不断提升酱油层级，相继推出厨邦零添加酱油与纯酿酱油，扩充产品价格带；另一方面，为进一步满足市场需求，公司以传统调味品为基础，逐步延伸产

品品类线，食用油、米醋、番茄酱、腐乳、火锅底料等产品陆续向市场推出，产品矩阵日臻完善。

图 4：公司产品矩阵

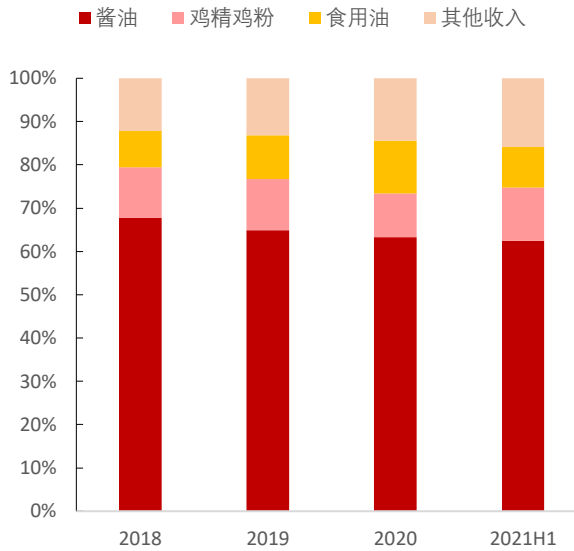
	厨邦 (中高端)	美味鲜 (中低端)
酱油		
鸡精鸡粉		
食用油		
其他产品		

数据来源：百度，东莞证券研究所

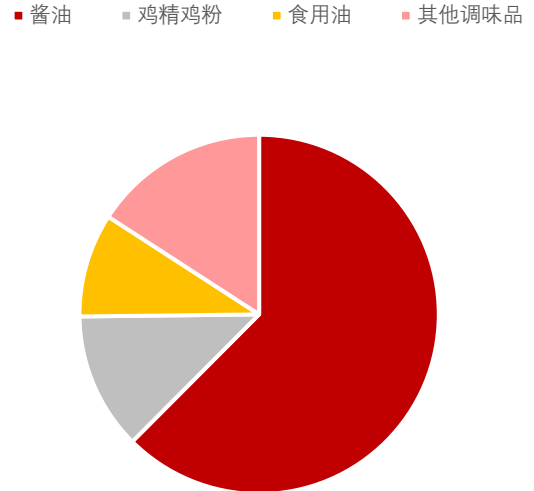
公司调味品两大品牌均以酱油为主要品类，新品类占比稳步提高。在公司的调味品业务中，厨邦与美味鲜两大品牌均以酱油为主要品类。2021H1，公司酱油实现营业收入 13.98 亿元，营收占比为 62.47%。鸡精鸡粉与食用油分别是公司的第二大与第三大品类，2021 年上半年营收占比分别为 12.34%与 9.33%。公司在发展传统调味品业务的基础上，不断推出新品类，以蚝油、番茄酱、火锅底料等为代表的产品营收占比稳步提升，调味平台逐步多元化。由于公司的产品划分口径从 2018 年发生变化，在此以 2018-2021H1 的数据作为参考依据。2018-2021H1，公司调味品业务中的其他收入营收占比从 12.21%增加至 15.85%。酱油营收占比从 2018 年的 67.80%下降至 2021H1 的 62.47%。

图 5:2018-2021H1 公司调味品各品类营收占比

图 6：2021H1 公司调味品各品类营收占比



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

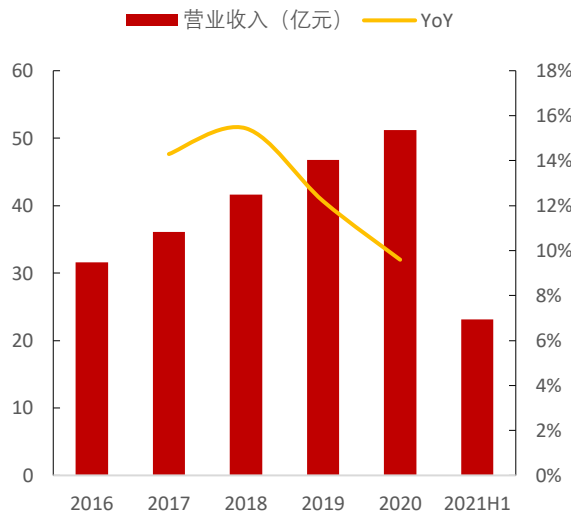


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

1.3 多因素扰动，公司上半年业绩与盈利能力承压

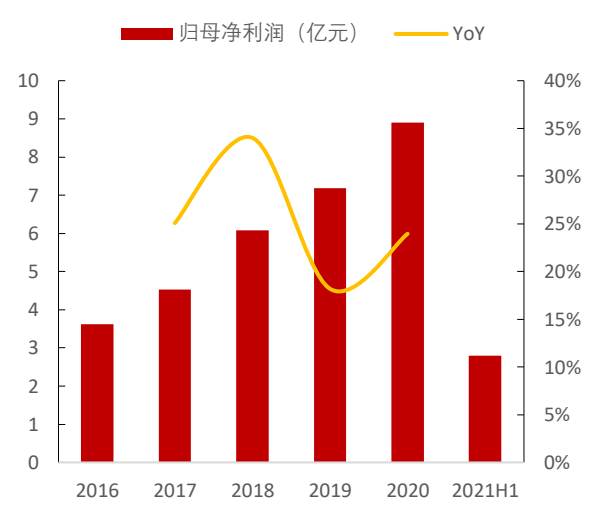
公司近几年业绩稳健增长，多因素扰动使今年上半年业绩承压。公司作为我国调味品行业优质企业，近几年业绩实现稳健增长。2016-2020年，公司的营业收入从31.58亿元增加至51.23亿元，年均复合增速为12.86%；归母净利润从3.62亿元增加至8.90亿元，年均复合增速为25.18%。受成本大幅上涨、去年二季度高基数、终端需求疲软、社区团购等多因素扰动，公司今年上半年业绩承压。2021H1，公司实现营业收入23.16亿元，同比下降9.34%；实现归母净利润2.80亿元，同比下降38.51%。单季度看，公司Q2实现营收10.53亿元，同比下降24.85%；实现归母净利润1.05亿元，同比下降57.86%。

图 7: 2016-2021H1 公司营业收入与增速



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

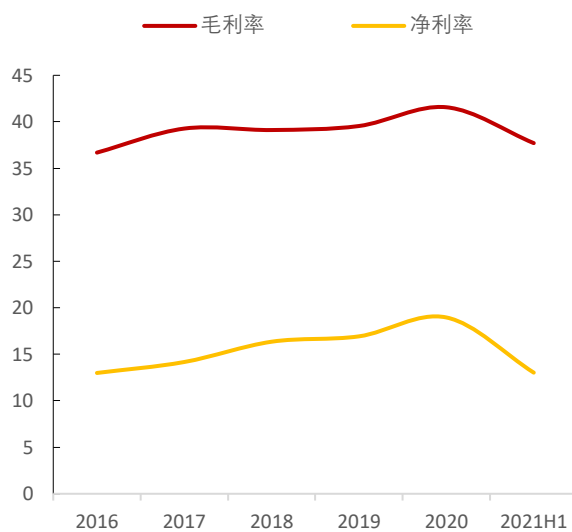
图 8: 2016-2021H1 公司归母净利润与增速



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

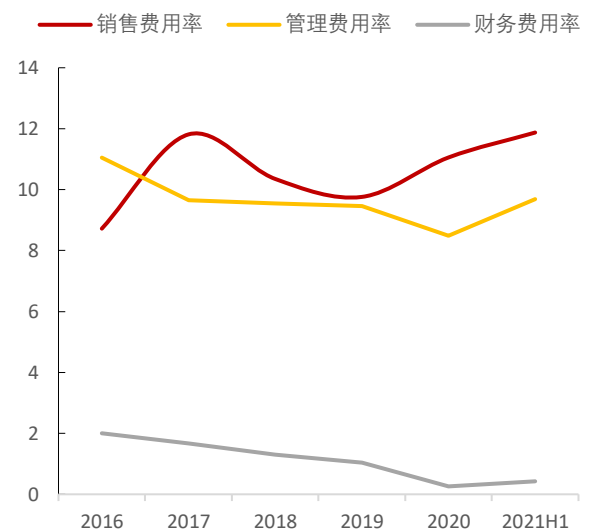
公司今年上半年盈利能力有所下滑。公司根据市场的实际需求，在夯实传统调味品类的基础上，不断优化产品结构，丰富产品矩阵。近几年，公司的盈利能力稳步提升。2016-2020年，公司毛利率从36.69%增加至41.56%。从费用端来看，2016-2020年，公司的销售费用率从8.72%增加至11.05%；管理费用率从11.05%下降至8.49%；财务费用率从2.00%下降至0.26%。公司销售费用率在2020年增幅较大主要系销售人员增加，使职工薪酬增多以及市场开发运费提高所致。综合毛利率与费用率的情况，公司净利率从2016年的12.99%增加至2020年的18.96%。今年上半年，黄豆、豆粕、玻璃等原材料价格持续上涨，公司的毛利率出现较大下滑。2021H1，公司实现毛利率37.71%，同比下降4.84个百分点。费用端，在新会计准则下，销售返利直接扣减收入，公司2021H1销售费用率同比持平；去年受疫情影响，公司享受社保减免优惠政策，今年上半年公司的管理费用率同比增加1.69个百分点；公司上半年财务费用率同比增加0.38个百分点主要系有息负债增加导致短期借款利息增加所致。综合来看，公司2021H1实现净利率13.02%，同比下降6.32个百分点，盈利能力下滑。

图 9：公司 2016-2021H1 毛利率与净利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 10：公司 2016-2021H1 期间费用率（%）



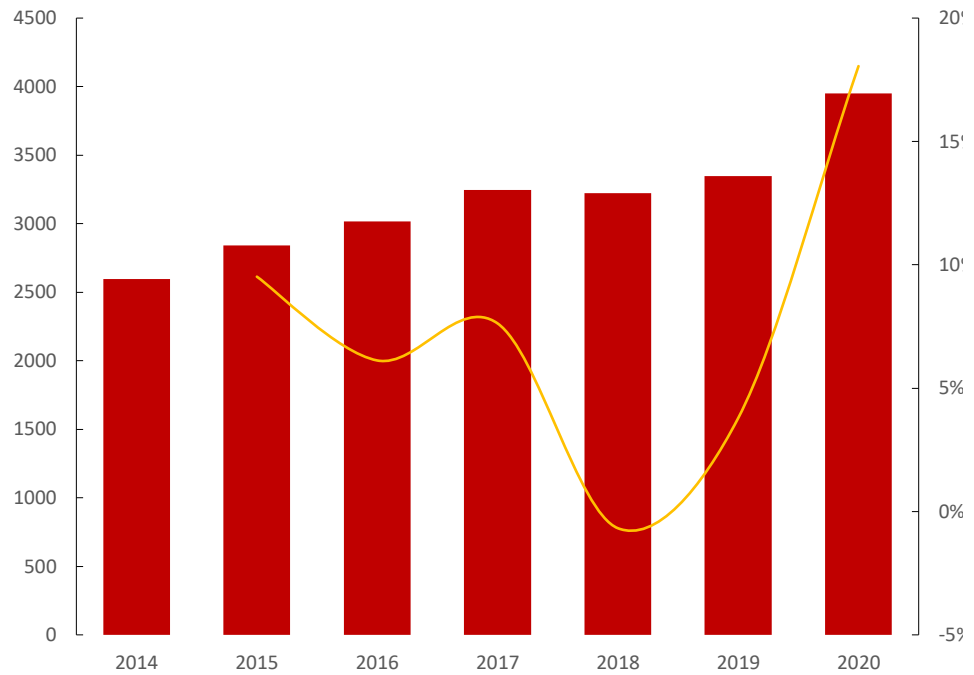
数据来源：Wind，东莞证券研究所

2、市场规模稳步扩张，BC 端驱动行业上行

2.1 供给篇：市场规模稳步扩张，集中度有望提升

市场规模稳步扩张，行业持续扩容。作为生活必需品，调味品行业具有典型的“小产品、大市场”的特点。近几年，市场规模稳步扩张，行业持续扩容。2020年，我国调味品行业的市场规模为3950亿元，同比增长18.05%。2014-2020年，我国调味品行业的市场规模从2595亿元增加至3950亿元，年均复合增速为7.25%。

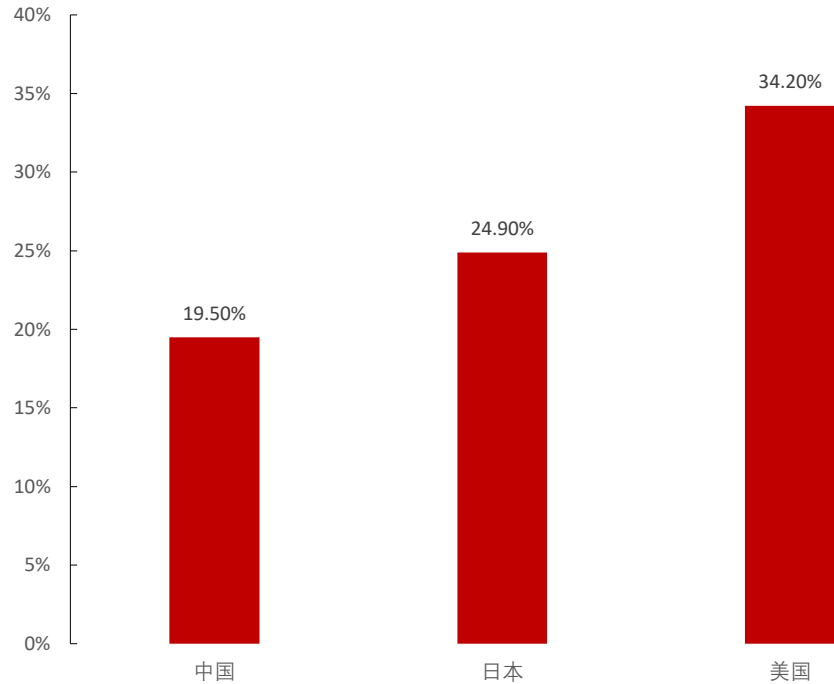
图 11：我国调味品行业市场规模与增速（亿元，%）



数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

竞争格局一超多强，市场集中度有望提升。目前，我国调味品行业形成了以海天味业为首的一超多强的竞争局面，行业整体集中度近几年有所提升。但与发达国家相比，我国调味品行业的集中度仍具有提升空间。根据 Euromonitor 数据显示，2020 年我国调味品行业的 CR5 为 19.50%，日本和美国的 CR5 分别为 24.90%与 34.20%。受疫情影响以及原材料价格涨幅较大，调味品部分企业利润承压，行业加速分化，部分经营能力较差、抗风险能力较低的小企业在发展中被清洗淘汰。在行业不断优化调整的背景下，市场份额未来有望进一步向龙头企业靠拢。

图 12：2020 年中美日调味品行业 CR5 对比（%）

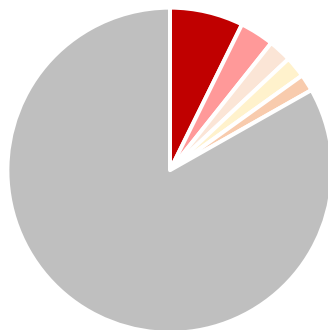


数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

细分板块中的酱油板块集中度较低，未来有进一步提升的空间。酱油作为调味品板块中的第一大子板块，目前集中度相对较低。根据 Euromonitor 数据显示，2020 年我国酱油板块的 CR5 为 16.80%。其中，调味品龙头海天味业仅占 7.30%。对标与我国饮食习惯相似的日本酱油市场，2020 年日本酱油板块的 CR5 为 74.30%，而作为日本酱油龙头的龟甲万占比已达 39.30%。在酱油行业优化整合的背景下，预计我国酱油行业的集中度未来有较大的提升空间。

图 13：2020 年我国酱油竞争格局（零售口径）

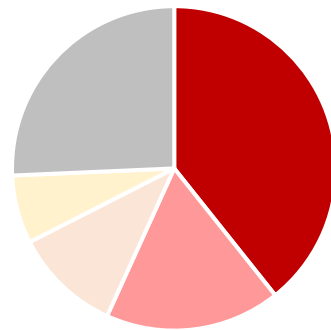
■ 海天味业 ■ 美味鲜 ■ 味达美 ■ 李锦记 ■ 卡夫亨氏 ■ 其他



数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

图 14：2020 年日本酱油竞争格局（零售口径）

■ 龟甲万 ■ Yamaki ■ Yamasa ■ Mizkan ■ 其他



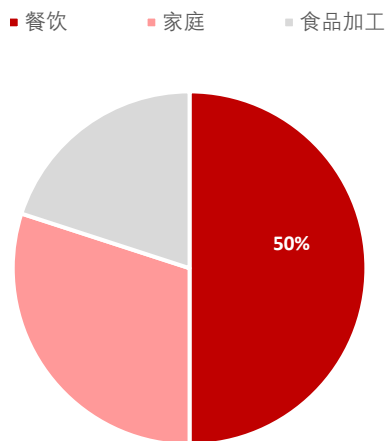
数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

2.2 需求篇：B 端+C 端，推动行业需求提升与结构上移

2.2.1 需求结构：餐饮为主，零售为辅

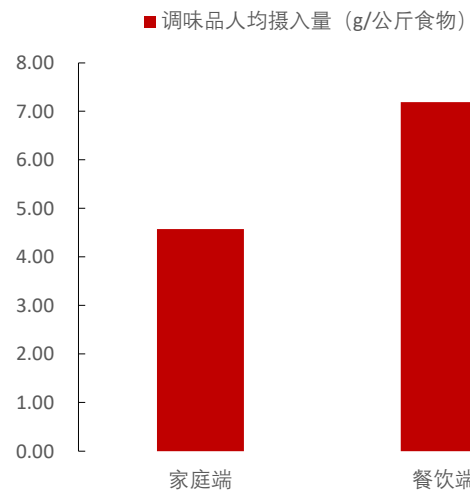
我国调味品需求结构以餐饮为主，零售为辅。目前，我国调味品的消费渠道包括餐饮、家庭与食品加工。其中，餐饮端的消费占比最大，其次为家庭端消费。2020 年，我国餐饮端的调味品消费占比为 50%，家庭端与食品加工渠道占比分别为 30%与 20%。在餐饮端方面，除了消费渠道占比最大之外，调味品人均摄入量也相对较高。2019 年，餐饮端调味品人均摄入量为 7.19g/公斤，约为家庭端的 1.56 倍。

图 15:2020 年我国调味品行业各渠道份额占比(%)



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

图 16:2019 年不同就餐方式调味品人均摄入量



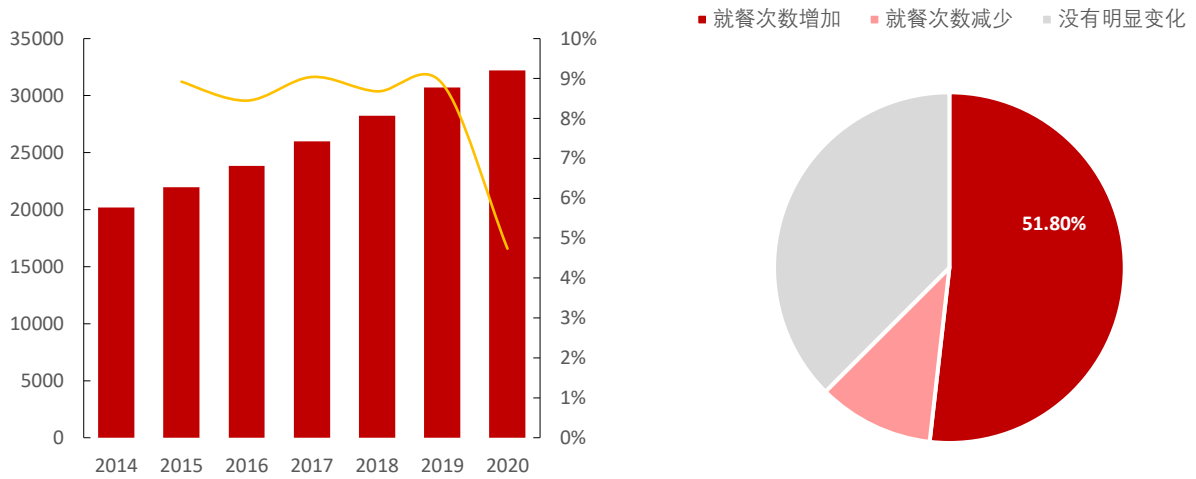
数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

2.2.2 餐饮端：外出就餐次数增加+餐饮连锁化+外卖渗透率提高，拉动需求提升

居民消费水平提高，外出就餐次数有所增加。随着我国经济不断发展，人均居民可支配收入稳中有所上升。2020 年，在疫情影响下，我国人均可支配收入为 32189 元，仍保持 4.74% 的增长。2016-2020 年，我国人均可支配收入从 23821 元增加至 32189 元，年均复合增速为 6.2%。在生活质量不断提高的背景下，居民外出就餐次数随之增加。根据艾瑞咨询数据显示，2018 年我国消费者外出就餐次数增加比例为 51.80%；外出就餐次数没有发生明显变化的比例为 37.50%。

图 17：我国人均居民可支配收入（元，%）

图 18:2018 年消费者外出就餐次数变化占比

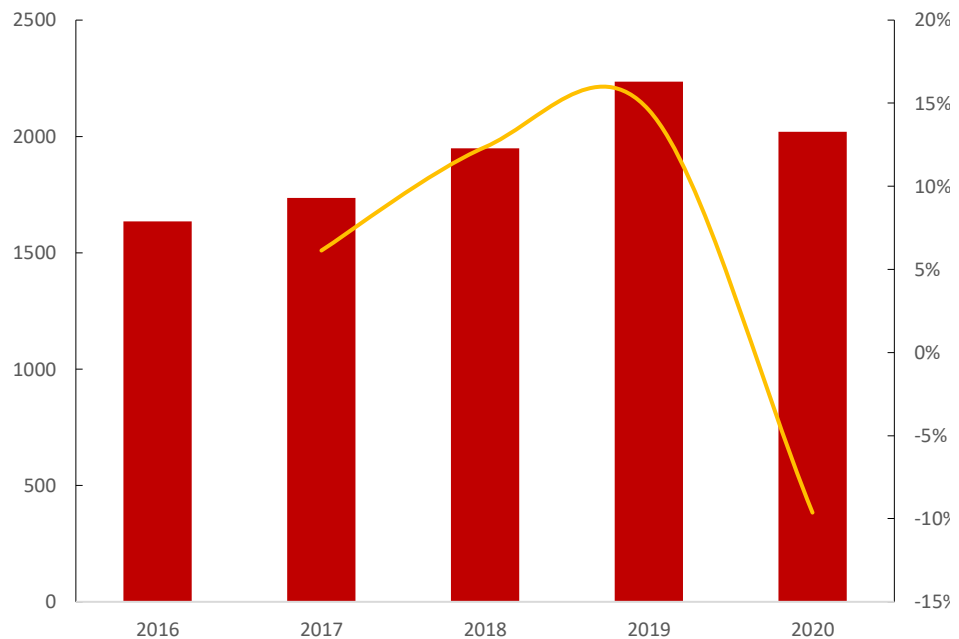


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

数据来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

餐饮连锁化趋势加速，拉动调味品需求的提升。近几年，我国餐饮行业的连锁化、规模化进程加速。受疫情影响，我国餐饮连锁化有所放缓。2020年，连锁餐饮企业营业收入同比下降9.63%。若剔除疫情影响因素，2019年，我国连锁餐饮企业营业收入为2234.50亿元，同比增长14.59%；2015-2019年，我国连锁餐饮企业营业收入从1526.61亿元增加至2234.50亿元，年均复合增速为10.00%。在发展连锁化餐饮店的过程中，一个主要的特征在于每家连锁店的调味品具有特色化、标准化、统一化的特点，对调味品公司的要求较高。因此，当调味品公司对一家连锁店的调味品进行分析后，即可按照标准化程序向各个连锁门店提供调味品，进而在一定程度上提高调味品企业的规模化水平，从而拉动调味品需求的提升。

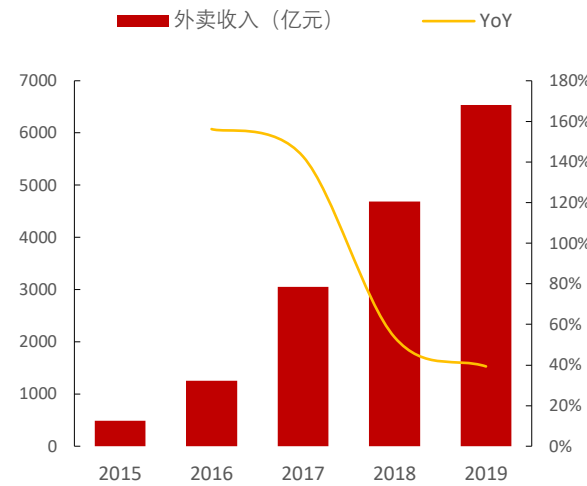
图 19：我国连锁餐饮企业营业收入与增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

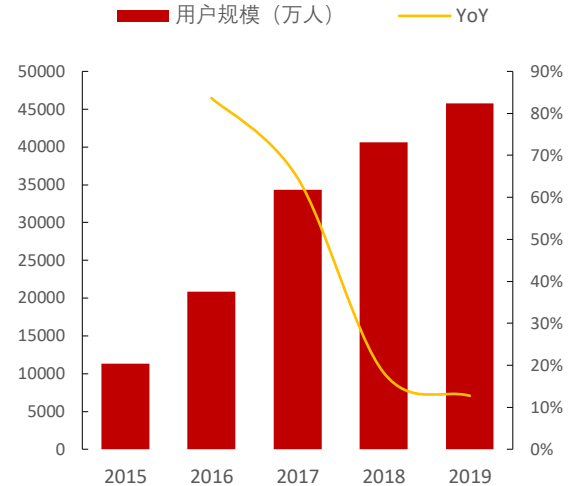
我国外卖市场交易规模持续增长，促进调味品市场进一步发展。自2015年以来，我国外卖市场迅速发展。根据艾瑞咨询数据显示，2019年我国餐饮外卖收入与外卖消费者用户规模分别达6536亿元与4.58亿人。2015-2019年，我国餐饮外卖收入与外卖消费者用户规模的年均复合增速分别为91.01%与41.69%。随着我国城镇化进程不断加速与8090后消费群体的崛起，预计我国外卖市场未来将持续扩容，进而进一步提高对调味品的需求。

图 20：我国餐饮外卖收入与增速



数据来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

图 21：我国外卖消费者用户规模与增速



数据来源：艾瑞咨询，东莞证券研究所

2.2.3 家庭端：消费频次增加+消费升级，激发调味品增长潜力

调味品消费频次与年花费均有所提高。近几年，随着居民生活质量的提高以及城市家庭数量的不断增加，我国调味品的消费频次与年花费均有所提高。针对消费频次增加的现象，一方面，酱油、醋等产品针对市场需求，推出小瓶的调味产品供消费者选择；另一方面，复合调味品快速发展。而火锅底料、番茄酱等复合调味品较酱油、醋来说，消费速度更快。根据 Frost Sullivan 数据显示，2018年一线城市调味品年均花费为239元，较2016年增长20%；调味品年购买次数16次，较2016年增长12%。二线城市调味品年均花费为174元，较2016年增长26%；调味品年购买次数13次，较2016年增长9%。三线城市调味品年均花费为138元，较2016年增长34%；调味品年购买次数11次，较2016年增长15%。四五线城市调味品年均花费为125元，较2016年增长20%；调味品年购买次数11次，较2016年增长16%。在居民生活质量与城镇化率不断提高的背景下，调味品零售市场未来仍具备较为强劲的增长空间。

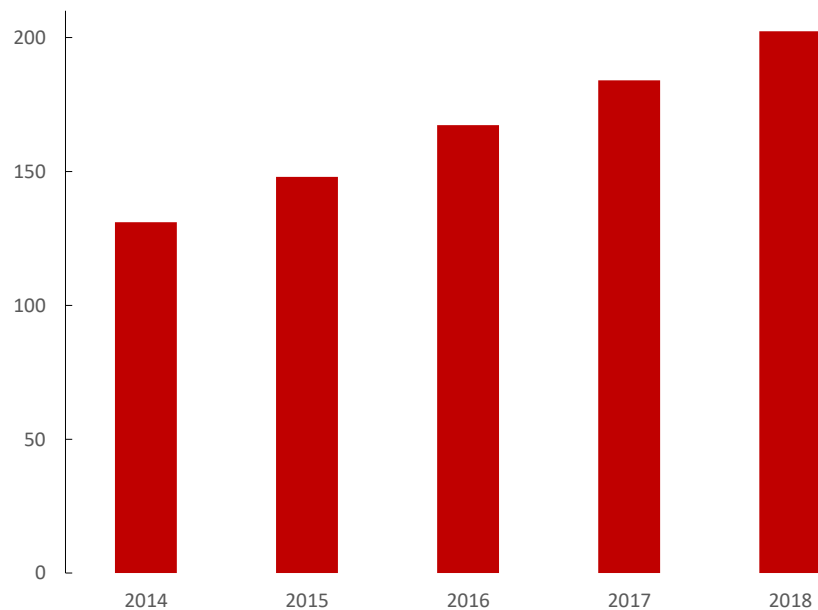
表 1：2018 年我国各线城市人口、调味品年花费及调味品年均购买次数

类别	一线城市	二线城市	三线城市	四五线城市
人口	1700 万城市家庭	3400 万城市家庭	5200 万城市家庭	5900 万城市家庭
调味品年花费	239 元	174 元	138 元	125 元
调味品年购买次数	16 次	13 次	11 次	11 次

资料来源：Frost Sullivan，东莞证券研究所

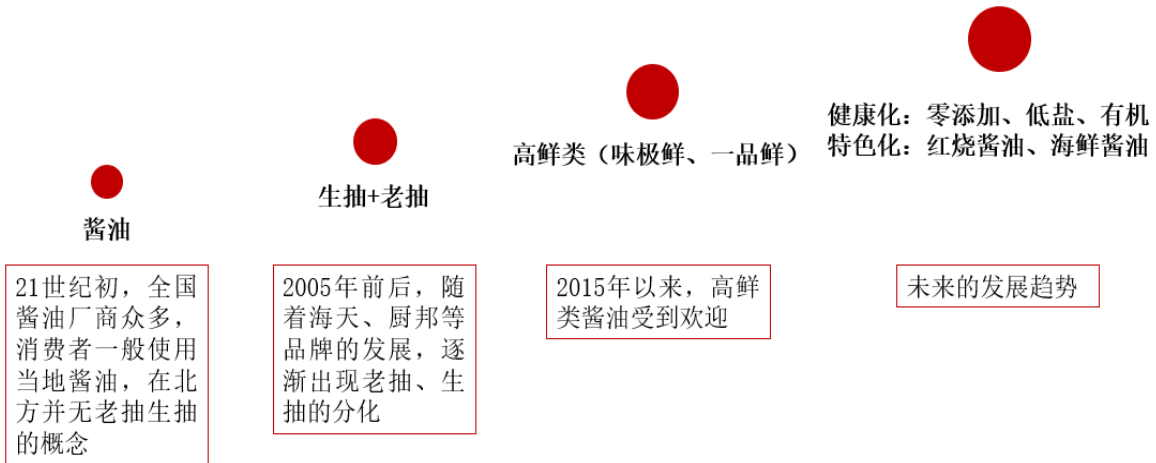
消费结构升级，调味品层级上移。随着居民收入水平的提高，人们对生活品质有了更高的要求，健康观念逐步深入人心。低盐、少糖、零添加等名词成为越来越多消费者在购买调味品时的重要考虑因素。以酱油行业为例，我国酱油行业在消费升级的背景下，逐步呈现出高端化与多功能化的趋势，产品范围从传统的酱油、生抽、老抽扩大到高鲜酱油、零添加酱油、有机酱油等。2014-2018年，我国高端酱油的市场规模从130.97亿元增加至202.35亿元，年均复合增速为11.49%。在消费升级背景下，越来越多的公司相继推出高端产品供市场选择。2020年双十一当天，海天味业推出高端特级酿造酱油；欣和食品在2020年双十二当天推出了六月鲜轻盐系列有机酱油。此外，千禾味业、厨邦等品牌旗下均有高端酱油产品供消费者选择。在需求升级的背景下，我国调味品层级将有所上移，进而带动调味品的价格进一步提升。

图 22：我国高端酱油市场规模（亿元）



数据来源：观研天下，东莞证券研究所

图 23：酱油发展历程



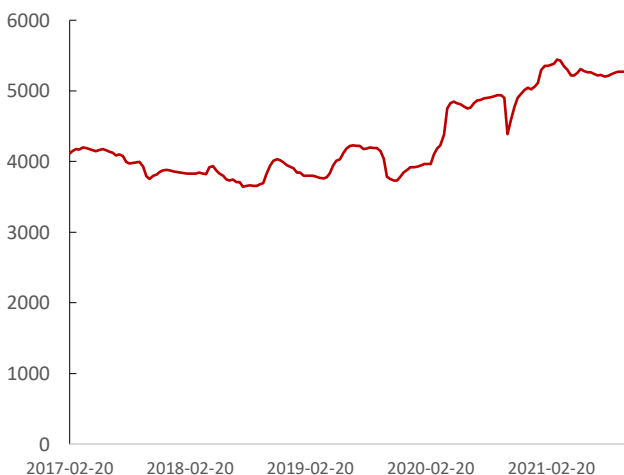
数据来源：观研天下，东莞证券研究所

3、龙头产品提价落地，行业有望迎来向上拐点

3.1 成本篇：原材料成本上行，行业盈利能力承压

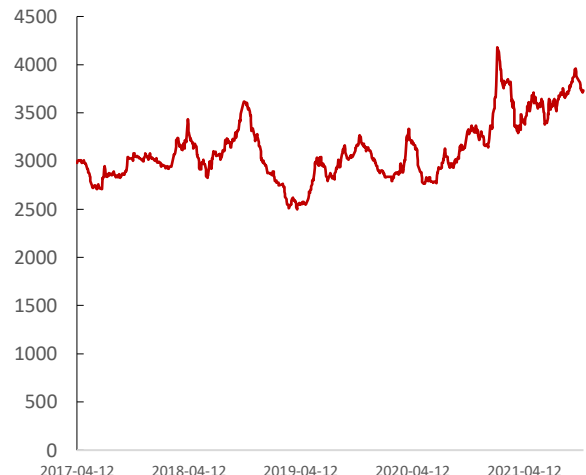
上游主要原材料成本处于近五年高位。在以酱油为主的调味品行业中，上游的黄豆、豆粕、白糖、包材等是调味品企业生产产品的主要原材料。一般而言，在成本结构中，黄豆与豆粕占比约 18%，白砂糖占比约 17%，包材占比约 28%（玻璃占 12%）。自 2020 年以来，黄豆、豆粕与玻璃的价格震荡上升。2021 年 10 月 10 日，黄豆生产资料价格为 5283.30 元/吨，同比增长 20.44%。2021 年 10 月 22 日，豆粕现货价为 3732.00 元/吨，同比增长 10.91%；玻璃现货价为 32.62 元/平方米，同比增长 37.35%；白砂糖现货价为 5800.00 元/吨，同比下降 0.34%。总体来看，近期原材料的价格涨幅有所趋缓。但除白砂糖之外，黄豆、豆粕、玻璃等调味品主要原材料价格仍处于近五年较高水平。

图 24：全国黄豆生产资料价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 25：全国豆粕现货价（元/吨）



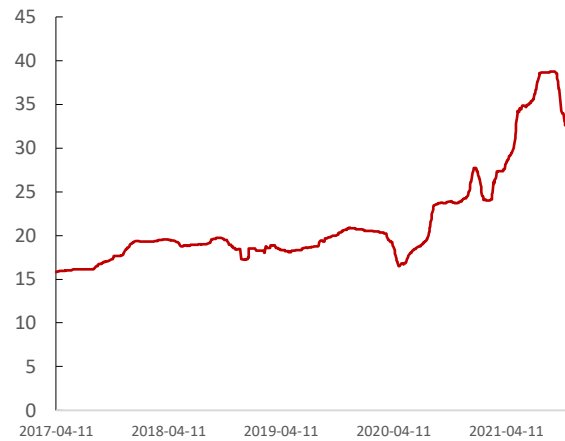
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 26：白砂糖现货价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

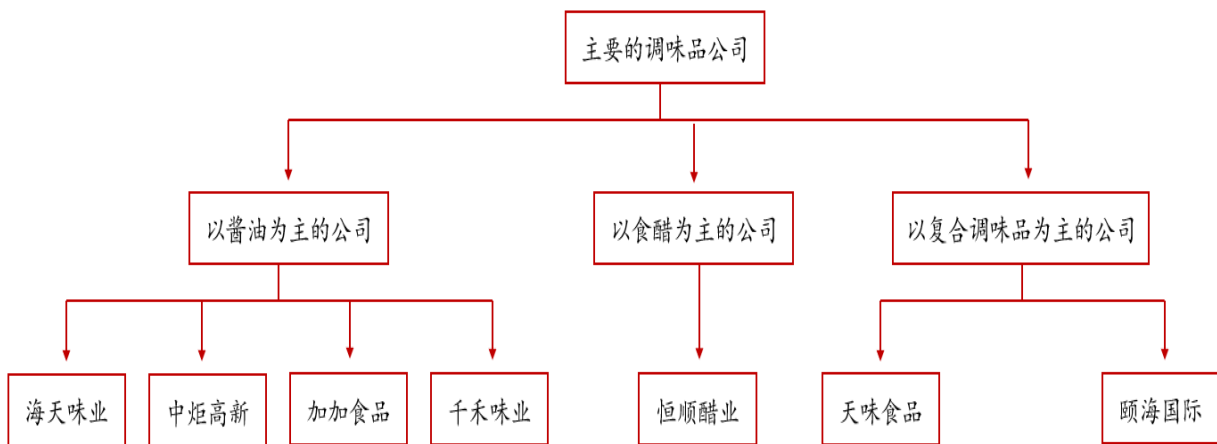
图 27：玻璃现货价（元/平方米）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

原材料成本上行使以酱油为主的公司盈利能力承压。我国调味品公司在经营过程中，会根据自身的发展路线，打造出属于自身的核心竞争力，业务侧重点亦有所不同。目前，我国调味品上市公司主要有 7 家，按照公司各类产品的营收占比，可将其分成三大类：以酱油为主的公司、以食醋为主的公司与以复合调味品为主的公司。其中，海天味业、中炬高新、千禾味业与加加食品的产品主要以酱油为主；恒顺醋业的产品主要以食醋为主；天味食品与颐海国际的产品主要以复合调味品为主。在黄豆、豆粕等成本上涨的压力下，以酱油为主的公司盈利能力承压。今年二季度，海天味业、中炬高新、千禾味业与加加食品的营业收入与归母净利润增速均出现了不同程度的下降，下降幅度分别在 7.24%-49.98%与 14.68%-142.84%之间。与此同时，相关公司的毛利率亦出现下滑，下滑幅度在 2.90 个百分点-11.24 个百分点，盈利能力趋弱。

图 28：调味品公司业务侧重点有所不同



数据来源：东莞证券研究所

表 2：原材料成本上行使以酱油为主的公司 Q2 盈利能力承压（%）

	2021Q1 营业收入	2021Q2 营业收入	2021Q1	2021Q2	2021Q2 毛利率	2021Q2 毛利率
	YoY	YoY			环比增速	同比增速

			归母净利润 YoY	归母净利润 YoY		
海天味业	21.65	-9.39	21.13	-14.68	-3.88	-2.90
中炬高新	9.51	-24.85	-15.17	-57.86	-2.72	-7.14
千禾味业	32.91	-7.24	-43.34	-70.08	-2.46	-9.29
加加食品	3.57	-49.98	-13.39	-142.84	-4.63	-11.24

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 提价篇：龙头产品提价落地，行业有望迎来向上拐点

根据调味品公司过往的提价时间，产品提价周期一般在1-3年。此前，海天味业分别在2010年12月、2012年7-9月、2014年11月与2016年12月对公司的产品进行提价；中炬高新分别在2011年下半年、2013年7月与2017年3月对产品进行提价；恒顺醋业分别在2010年11月、2014年3月、2016年6-9月与2019年1月对产品进行提价。总结来看，调味品产品的提价周期一般在1-3年左右。

龙头产品提价落地，行业有望迎来向上拐点。今年5月，中炬高新进行了一次小范围、有目的的提价。此次提价主要针对餐饮端，产品只涉及十几个品类，主要是鸡精鸡粉、大包装酱油等价位较低的品种，提价幅度在3%左右，并不能完全覆盖成本上涨。2020年受疫情影响，海天暂缓了产品提价计划。海天虽已明确提出今年没有提价的计划，但在原材料成本上行的压力下，公司于10月13日发布部分产品价格调整的公告，决定对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，调整幅度在3%-7%不等，新价格将在10月25日开始实施。作为调味品龙头的海天提价后，其他调味品公司产品提价的概率大幅增加。若其他调味品公司跟随提价，一方面有助于提振渠道积极性，另一方面有望增加调味品公司的营业收入与提高毛利率水平。调味品板块存在边际向好，行业有望迎来向上的拐点。

表 3：调味品行业部分公司提价过程

提价时间	海天味业	中炬高新	恒顺醋业
2010	12月对酱油产品提价		11月对高端产品提价10%，中低端产品提价5%
2011		下半年对产品提价6%-7%	
2012	7-9月对产品提价		
2013		7月对厨邦与美味鲜产品提价5%	
2014	11月对部分产品提价4%		3月对主要产品提价5%
2015			
2016	12月对收入占比为70%-80%的单品提价5%		6-9月，对经典醋系列19个单品平均提价约9%
2017		3月对所有产品提价5%-6%	
2018			
2019			1月对香醋和陈醋类产品平均提价15.04%；料酒类产品平均提价10%
2021	10月25日对部分产品提价3%-7%	5月对部分产品提价3%左右	

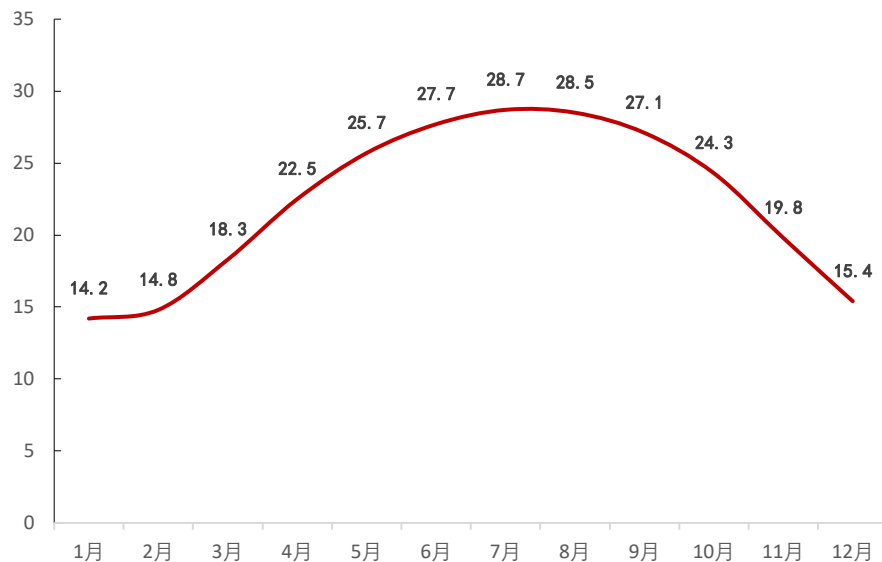
4、多措并举，提高市场竞争力

4.1 采用南派酿造工艺，酱油品质得以保障

酱油的酿造工艺分为南派工艺与北派工艺。酱油的酿造对地理位置要求非常高。从酿造方式来看，我国传统的酿造工艺主要分为“高盐稀态”的南派工艺和“低盐固态”的北派工艺。其中，北派工艺的酿造周期为 15-30 天，酿造出的酱油品质稍逊色。而高盐稀态的南派工艺需酿造 180 天，核心区域在北回归线以南的岭南地区，对原料的选取更加严格，曲种更加纯正，生产出的酱油更安全与健康。

公司采用南派工艺酿造酱油，酱油品质得以保障。公司目前共有中山与阳西两大生产基地，酱油均采用南派工艺酿造。公司的两大基地位于北回归线以南，属于亚热带季风气候，日照时间长，阳光辐射强度大，温湿度适宜，气温波动较小。优越的地理位置使公司酿造出的酱油具有良好的风味与色泽，酱油产品的品质得以保障。

图 29：中山市月平均气温曲线图（℃）



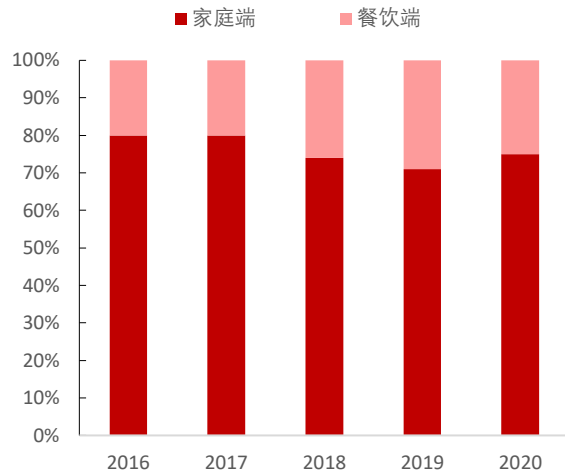
数据来源：公司资料，东莞证券研究所

4.2 多渠道协同发展，加码餐饮与线上渠道布局

产品主要面向家庭端，持续加码餐饮渠道布局。从需求结构来看，公司目前的产品主要面向家庭端销售。2020 年，公司在家庭端与餐饮端的销售占比分别为 75%与 25%。与家庭消费者相比，餐饮渠道具有消费粘性高、购买频次高、客单价高等特点。近几年，公司在原有渠道结构的基础上，持续加码餐饮渠道，通过开发餐饮端新品类、增加经销商的数量、对厨师进行培训等方式加大在餐饮端的布局，餐饮端营收占比近几年逐步提升。2016-2020 年，公司在餐饮端的营收占比从 20%增加至 25%，家庭端的营收占比从 80%下降至 75%。作为调味品龙头的海天，渠道结构与公司有所不同。海天渠道结构目前主要以餐饮端为主，家庭端为辅。2020 年，海天在餐饮端的销售占比达

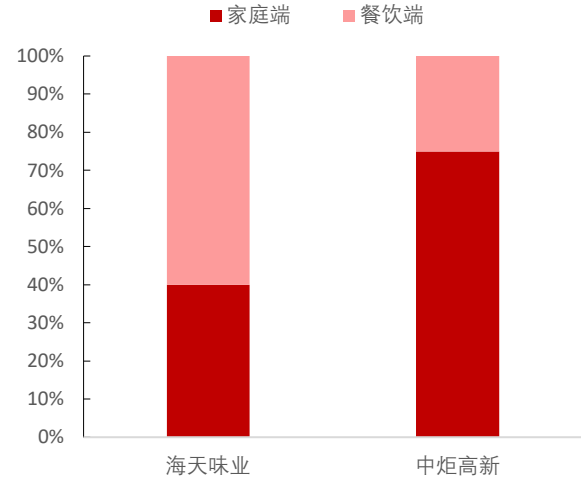
到 60%，家庭端的销售占比为 40%。在我国餐饮连锁与外卖渗透率不断提高的背景下，预计公司未来将进一步加大对餐饮渠道的布局，提高产品在餐饮端的市场竞争力。

图 30:2016-2020 年公司产品家庭端与餐饮端占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

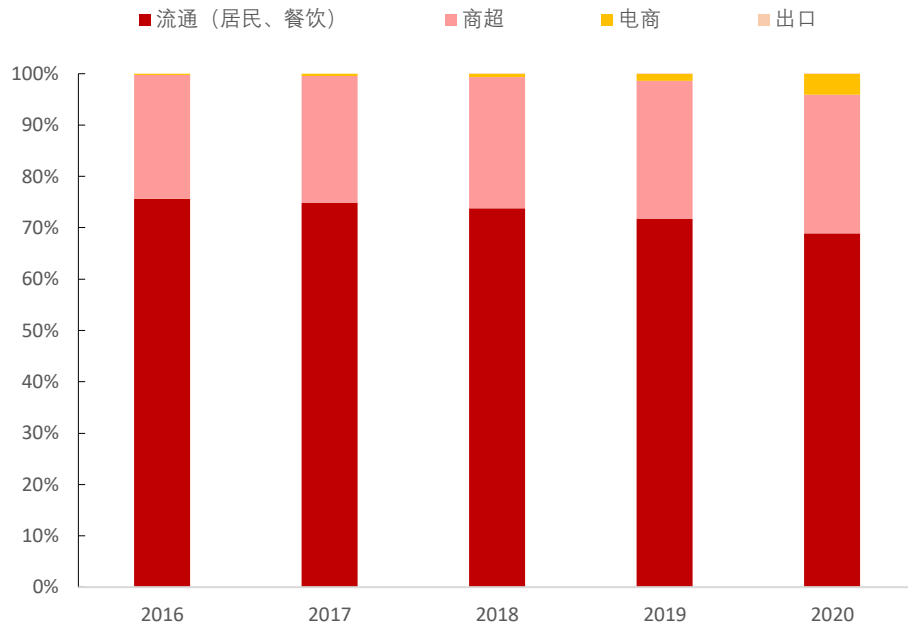
图 31：2020 年海天与公司调味品渠道结构对比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司线上电商业务实现快速增长。公司的产品以线下销售为主，线上销售渠道的业务占比较小。为优化渠道结构，迎合市场需求，近几年公司采取一系列措施发展线上业务。2020 年，公司切入鲜电商、O2O 线上业务；2021 年，公司成立电商部。电商部作为公司的独立部门，有利于增加公司对线上产品的把控力度，从而更好的梳理线上渠道秩序。通过多方面的努力，公司的线上业务实现了快速增长。2020 年，公司电商渠道实现营业收入 1.99 亿元，同比增长 237.46%。2016-2020 年，电商渠道的营业收入从 0.08 亿元增加至 1.99 亿元，年均复合增速为 123.97%；营收占比从 0.28%增加至 4.04%。

图 32：公司调味品渠道结构（%）



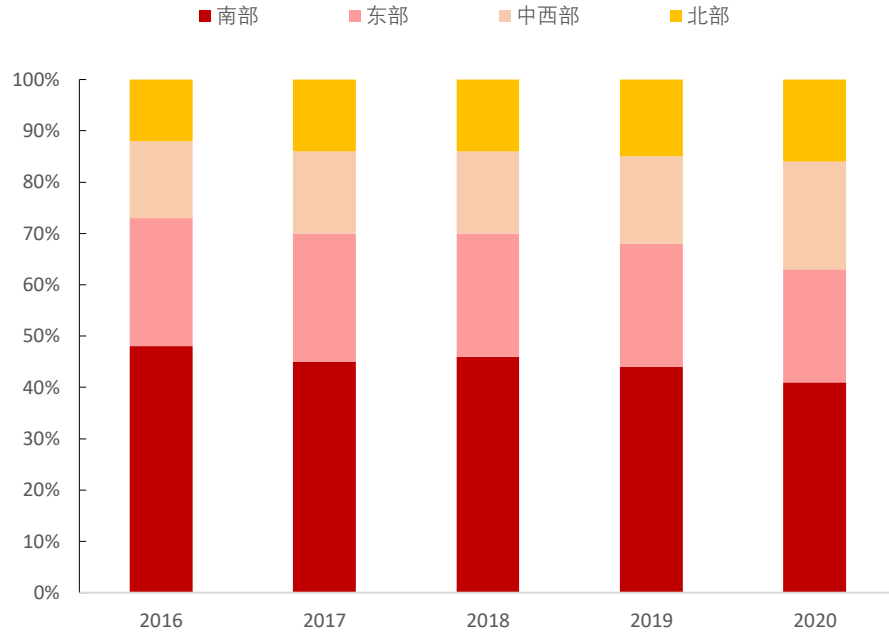
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

积极拥抱社区团购。社区团购作为一种新兴渠道，低价、便宜是其主要特点。调味品公司目前在社区团购的品类不是很多，主要以基础调味品为主，复合调味品较少。由于此前大部分调味品公司的渠道以经销商为主，社区团购低价营销模式在一定程度上影响了原有的渠道加价体系，对公司业绩产生了一定的冲击。从目前情况来看，社区团购对行业的冲击是边际递减的。一方面，国家监管趋严后社区团购的恶性低价竞争出现了明显好转；另一方面，社区团购平台在经过前期的补贴战后，行业逐步出清，平台秩序趋于良好。若社区团购秩序趋良，公司表示将适应并融入新渠道，积极拥抱社区团购，并考虑将部分性价比高的产品放入社区团购中进行销售，以提高公司的品牌影响力。

4.3 加大空白市场开发，持续精耕与下沉市场

公司业务主要集中在南部与东部地区，加大空白市场的开发。公司业务范围以总部为核心区域，逐步向外围延伸。目前，公司的业务主要集中在南部与东部地区。2020年，公司在南部地区与东部地区的营收占比分别为41%与22%。在核心区域的基础上，公司不断加大空白市场的开发，近几年中西部与北部地区的营收占比逐年提高。其中，公司在中西部地区的业务增速较快。2016-2020年，公司在中西部地区的营收占比从15%增加至21%；在北部地区的营收占比从12%增加至16%。

图 33：2016-2020 年公司各地区营收占比 (%)



数据来源：公司资料，东莞证券研究所

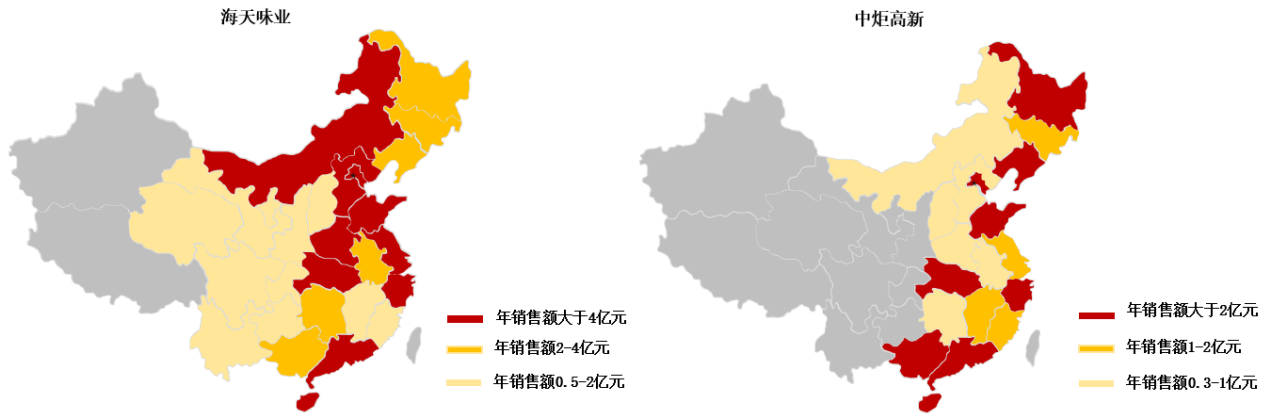
公司将市场划分为五大层级，有针对性的制定发展战略。为进一步提高品牌影响力与渗透力，公司在现有业务区域的基础上，将市场划分为五个不同层级。不同层级覆盖的地区、渗透程度与发展战略均有所不同。公司的一级市场覆盖的地区为广东、海南与浙江，产品渗透至乡镇，发展战略主要以品类扩张为主；二级市场覆盖的地区是广西与福建，产品渗透至县，主要以品类扩张与渠道下沉为主；三级市场覆盖的地区是江西与东北，产品渗透至地级市，主要以渠道下沉为主；四级市场覆盖的地区是北京、天津、上海、河北、河南等中东部市场，产品渗透至省会，主要以品类扩张与渠道下沉为主；五级市场覆盖的地区是西北、西南等其他市场，产品渗透至省会，主要以开发空白市场为主。截至2020年末，公司的地级市与区县级行政区的开发率分别为89%与51%，分别同比提升5.60个百分点与12.70个百分点，市场渗透率持续提升。目前，海天已实现经销商100%地级以上城市覆盖，且区域的年销售额较高。与调味品龙头海天相比，公司在渠道拓展方面仍有广阔的市场空间。

表 4：公司将市场划分为五级

市场层级	覆盖地区	渗透程度	发展战略
一级市场	广东、海南、浙江	乡镇	品类扩张
二级市场	广西、福建	县	品类扩张、渠道下沉
三级市场	江西、东北	地级市	渠道下沉
四级市场	北京、天津、上海、河北、河南等中东部市场	省会	渠道下沉、开发空白市场
五级市场	西北、西南等其他市场	省会	开发空白市场

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

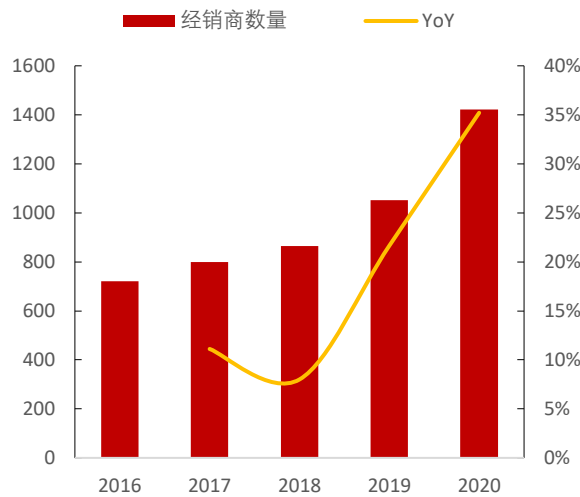
图 34：2019 年海天与公司业务区域地理分布情况



数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

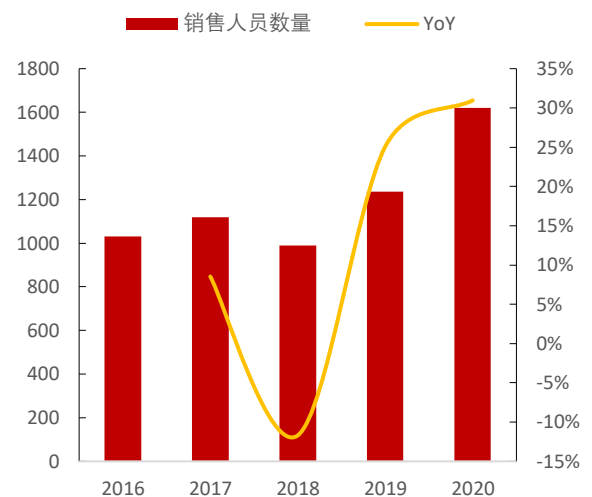
经销商与销售人员数量增长较快，为拓展市场提供了坚实的保障。为加大市场拓展力度，加速空白市场的开发，2019年以来，公司不断扩充经销商与销售人员的数量，近两年相关人员数量实现了快速增长。2020年，公司的经销商人数为1421人，同比增长35.20%；销售人员人数为1620人，同比增长30.96%。公司计划2021年销售人员数量超过1700人。人员的快速扩充，为公司后续开发与提高品牌影响力提供了坚实的保障。

图 35: 2016-2020 年公司经销商数量与增速



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 36: 2016-2020 年销售人员数量与增速



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4.4 产能持续释放，看好公司长期成长空间

公司产能持续释放。公司目前拥有中山与阳西两大调味品生产基地。美味鲜的生产基地在中山与阳西，厨邦的生产基地在阳西。截至2020年末，公司产能约80.51万吨。其中，酱油的产能体量最大，为51.37万吨；蚝油与食用油的产能分别为9.59万吨与6.83万吨。2020年4月8日，公司投资12.75亿元对中山基地进行技术升级和扩产改造。项目达产后，预计中山基地的年生产能力将从31.43万吨提升至58.43万吨。同时，阳西美味鲜基地规划产能65万吨，预计两年后达产；阳西厨邦基地技改即将完工，公司产能有望进一步释放。

表 5：公司调味品分品类产能情况（万吨）

产品类别	2019 年产能（万吨）	2020 年产能（万吨）
酱油	45.97	51.37
酱类	3.45	4.07
蚝油	6.76	9.59
醋	6.4	5.09
料酒	0.4	0.4
食用油	6.16	6.83
鸡精鸡粉	1.98	3.16
总计	71.12	80.51

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

美味鲜产能利用率基本饱和。2016-2020 年，公司美味鲜产能从 44.76 万吨增加至 70.66 万吨，年均复合增速达 12.09%。在产能持续推进的背景下，美味鲜的产能利用率基本处于饱和状态。2020 年，公司美味鲜的产能利用率为 98.69%；产销率为 99.86%，年均产销率接近 100%。

表 6：美味鲜产能利用率情况

	产量（万吨）	销量（万吨）	产能（万吨）	产能利用率	产销率
2016	42.22	42.61	44.76	94.33%	100.92%
2017	48.14	47.93	50.35	95.61%	99.57%
2018	54.72	53.04	55.14	99.25%	96.92%
2019	60.25	61.08	62.86	95.85%	101.39%
2020	69.73	69.64	70.66	98.69%	99.86%
五年均值	55.01	54.86	56.75	96.93%	99.73%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

定增有望扩大产能布局，公司未来业绩或有质的突破。为解决美味鲜产能利用率接近饱和的问题，进一步提升市场份额，公司于今年 7 月 25 日发布非公开发行 A 股股票预案公告，拟向公司控股股东中山润田募集资金不超过 77.91 亿元，主要用于公司阳西基地的 300 万吨调味品扩产项目建设。阳西基地 300 万吨调味品项目总投资预计 121.5 亿元，拟建设期共为 9 年，分三期建设。其中，一期建设期为 2021-2023 年，二期建设期为 2024-2026 年，三期建设期为 2027-2029 年。在建设过程中，公司会根据销售的情况调整建设进度。在阳西 300 万吨的扩产项目中，酱油的设计产能为 150 万吨，占总品类的 50%。食醋与蚝油的设计产能分别为 40 万吨与 30 万吨。此外，酱类、鸡精粉、料酒、复合调味料等品类均有不同的产能设计规划。可以看出，公司的品类在未来将逐步向多元化迈进，以更好的满足不同消费群体的市场需求。2020 年，公司调味品业务实现营业收入与净利润分别为 49.30 亿元与 9.34 亿元。从项目的经济效益来看，项目建成后，公司预计将实现年均销售收入 204.09 亿元与年均净利润 51.57 亿元。若该项扩产项目进展顺利，公司未来业绩将有质的突破，市场份额有望进一步提升。

市场需关注定增可能存在的风险。2021年10月20日，公司发布了关于收到上海证券交易所《控股股东股份质押事项的监管工作函》的回复公告。公告称控股股东中山润田目前存在债务违约金额29.75亿元，正积极采取措施与债权人沟通，通过展期、分期支付等方式化解短期债务风险。中山润田认为其具备认购本次非公开发行股份的资金能力。但仍存在地产项目销售及资产出售进度不及预期等导致中山润田无法及时筹措认购资金的风险。若中山润田无法及时筹措资金，则公司的定增将存在不能顺利进行的风险。

表 7：300 万吨阳西基地扩产项目设计产能（万吨）

产品类别	设计产能（万吨）
酱油	150
食醋	40
蚝油	30
酱类	25
复合调味料	15
鸡精粉	20
料酒	20
合计	300

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

4.5 多元营销手段，直击消费者心理

超级话语之“厨邦酱油美味鲜，晒足180天”。超级话语即用一句话阐明自身业务领域以及产品所具有的核心竞争特点，让消费者快速了解一个新品牌的产品情况，帮助消费者迅速建立新的品牌偏好，并留下深刻的印象。在发展调味品业务中，公司将厨邦酱油定位为“中国最好的酱油”，并采用超级话语的方式进行产品宣传。在宣传中，公司邀请李立群为广告代言人，以美味鲜生产基地作为宣传地点，打造出“厨邦酱油美味鲜，晒足180天”的宣传语。用该种方式进行产品宣传，一方面，消费者可以对公司酿制酱油的过程进行了解；另一方面，通俗易懂且有感召力的广告语直击人心，为后续公司开展业务奠定了良好的基础。

图 37：厨邦酱油美味鲜，晒足180天



数据来源：百度，东莞证券研究所

超级符号之绿格子标识。除了采用超级话语进行产品宣传推广外，公司进一步从产品设计出发，采用超级符号绿格子标识深加工产品包装。绿格子标识是从与厨邦有天然联系的生活场景中得来的灵感。绿格子是餐桌餐布的符号，在产品的包装中加入绿格子元素，从视觉上，可以让消费者的视觉聚焦在绿格子符号中，并使视觉刺激距离变长1倍；从生理上，可以一定程度上刺激人的食欲；从情感上，可以让部分格子控将注意力移到厨邦品牌上；从传播上，由于绿格子可以被简单描述，便于产品在消费者之间传播。

图 38：绿格子标识



数据来源：百度，东莞证券研究所

利用线上渠道进行产品宣传推广。公司在品牌宣传推广中，紧跟市场趋势，加大线上宣传渠道的布局。目前，公司已在淘宝、京东等平台进行直播，并在抖音、快手通过大V直播带货，提高产品在线上的曝光度。同时，公司在抖音开设了《大师开饭》美食专题账号。在该美食专题账号中，厨界大师在线教消费者做饭，可以在一定程度上增加客户与公司的粘性，提高品牌忠诚度。目前，该抖音号已获得消费者较高评价，粉丝破百万，获赞超377万。

图 39：厨邦大师开饭抖音号



厨邦大师开饭

广东美味鲜调味食品有限公司

抖音号: dashikaifan | 377.7w获赞 | 146.6w粉丝

大师喊你来开饭 记得不要深夜看家人们 开饭啦~

数据来源：百度，东莞证券研究所

5、千调百味，各具千秋

在我国调味品上市公司中，按照公司各类产品的营收占比，以酱油为主的公司主要有四家，分别是海天味业、中炬高新、千禾味业与加加食品。在此，将四家公司分别从产品、渠道、财务指标等方面进行对比分析。

5.1 产品对比分析

产品品类对比：均以酱油为主要品类，其他品类发展的侧重点有所不同。海天味业、中炬高新、千禾味业与加加食品在各自业务中的酱油营收占比最高。2021H1，四家公司的酱油营收占比分别为 59.73%、62.47%、63.03%与 50.88%。在夯实酱油品类的同时，调味品公司根据自身的实际情况，有侧重点的发展不同品类。中炬高新的产品以酱油为主线，以鸡精鸡粉与食用油为辅，并陆续发展蚝油、番茄酱、火锅底料等产品，延伸产品矩阵。相比而言，海天的第一大品类为酱油，蚝油与调味酱分别为第二大品类与第三大品类，2021H1 蚝油与调味酱的营收占比分别为 18.14%与 12.56%。千禾味业的业务范围相对较集中，以酱油和食醋为主。2021H1 千禾的酱油与食醋的营收占比分别为 63.03%与 16.77%。加加食品除酱油外，主要侧重于发展食用植物油、食醋等调味品。

表 8：2021H1 我国以酱油为主的调味品公司产品结构对比

公司名称	主要产品范围
海天味业	酱油（59.73%）、蚝油（18.14%）、调味酱（12.56%）、其他（9.57%）
中炬高新	酱油（62.47%）、鸡精鸡粉（12.34%）、食用油（9.33%）、其他（15.85%）
千禾味业	酱油（63.03%）、食醋（16.77%）、其他（20.20%）
加加食品	酱油（50.88%）、食用植物油（28.47%）、食醋（5.07%）、鸡精（4.94%）、味精（3.18%）、其他（7.46%）

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

产品层级对比：不同公司的产品定位有所差异。中炬高新以中高端产品为主。根据 Data Goal 数据显示，今年 8 月，厨邦产品线上平台价格的中位数为 23.8 元。相比而言，海天产品定位中端，价格更具性价比，8 月产品线上平台价格的中位数为 22.4 元。千禾味业的产品定位高端，致力于打造零添加酱油，以突出核心竞争力。千禾 8 月产品的线上平台价格中位数为 33.6 元，价格领跑以酱油为主的调味品公司。加加食品的产品在可比公司中的单价较低，主要定位中低端客群，8 月产品的线上平台价格中位数为 20.9 元。

表 9：2021 年 8 月调味品公司淘宝、京东等线上平台价格中位数对比

公司名称	产品定位	线上平台价格中位数
海天味业	中端产品	22.4 元
中炬高新	中高端产品	厨邦：23.8 元
千禾味业	高端产品	33.6 元
加加食品	中低端产品	20.9 元

资料来源：Data Goal，东莞证券研究所

5.2 渠道对比分析

销售渠道以经销商为主，大部分公司的产品主要面向零售端客户销售。从销售渠道看，海天味业、中炬高新、千禾味业与加加食品的销售渠道均以经销商为主，直营为辅。目前，海天味业的渠道销售网络已相对完善，实现了经销商 100%地级以上城市覆盖。2020 年，中炬高新地级市与区县级行政区的开发率分别为 89%与 51%，千禾味业和加加食品的渠道进展相对弱一些。同时，随着电商业务的兴起，部分公司开始发力线上电商渠道。2020 年，千禾味业的线上渠道占比最高，为 15.35%；海天味业、中炬高新与加加食品的线上渠道占比较少，在 1%-2%左右。从需求端来看，海天味业、中炬高新、千禾味业、加加食品的产品主要面向零售端客户销售，海天味业的产品则主要面向餐饮端销售，在餐饮市场中具有较强的竞争优势。2020 年，在海天味业的产品中，60%的营收来源于餐饮端，40%面向零售端。而在中炬高新的营收中，75%来源于家庭端，25%来源于餐饮端。

表 10：2020 年我国主要调味品公司销售渠道对比

公司名称	销售渠道	需求端
海天味业	经销商为主，经销商 100%地级以上城市覆盖率	餐饮端为主，占比 60%；家庭端占比 40%
中炬高新	经销商为主，地级市与区县级行政区的开发率分别为 89%与 51%	家庭端为主，占比 75%；餐饮端占比 25%
千禾味业	西南地区主要以 KA 为主，注重线上渠道布局	零售端为主
加加食品	缺少 KA、餐饮等强势渠道，逐步向一线商超进驻	零售端为主

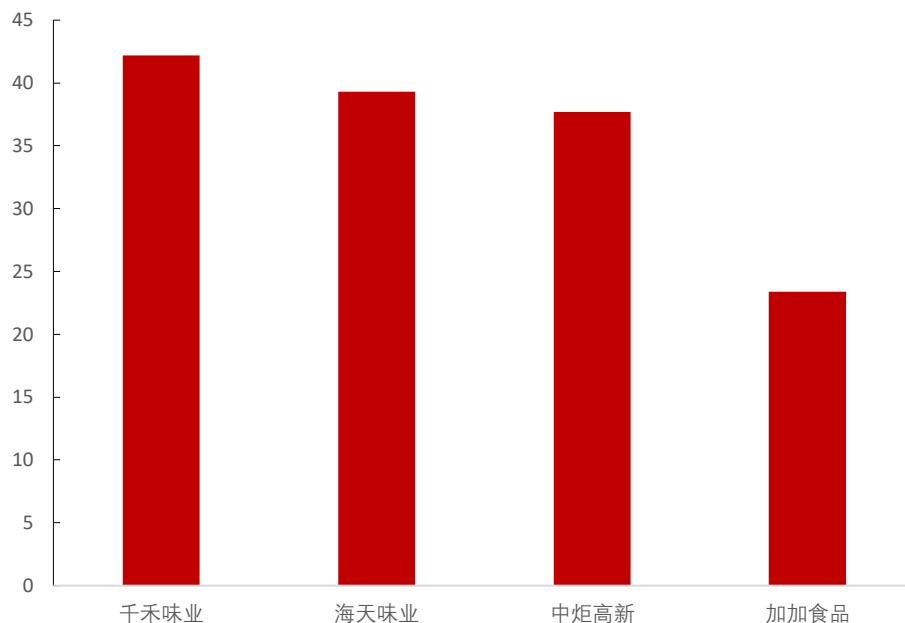
资料来源：Wind，东莞证券研究所

5.3 盈利能力对比分析

千禾味业的毛利率高于其他公司。2021H1，千禾味业的毛利率为 42.21%，高于其他公司水平，主要系公司产品定位高端客群，单价相对其他公司来说较高，带动了千禾味

业毛利率的整体水平。海天味业与中炬高新 2021H1 的毛利率分别为 39.31%与 37.71%。而产品层级相对较低的加加食品毛利率则较低，2021H1 为 23.37%。

图 40：2021H1 调味品可比公司毛利率对比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

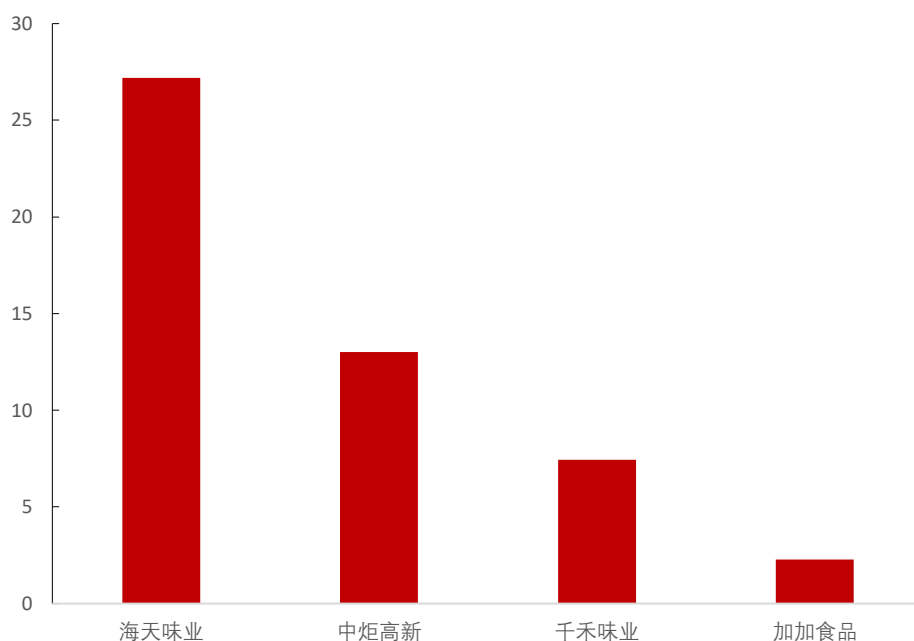
海天味业费用管控力度好，净利率在可比公司中具有明显优势。虽然海天味业的毛利率与千禾味业、中炬高新的毛利率相差不大，但海天味业目前在市场已经形成了规模效应，相对而言，销售费用率、管理费用率较其他公司低，费用管控能力好，从而使公司的净利率在主要调味品公司中具有明显优势。2021H1，海天味业的净利率为 27.21%，高出净利率排在第二的中炬高新 14.19 个百分点，盈利能力较强。而毛利率最高的千禾味业，净利率则相对较低。2021H1，千禾味业的净利率为 7.43%，仅高于净利率为 2.27%的加加食品。千禾味业毛利率与净利率水平不匹配主要系公司重视线上渠道的推进，且投入大量的费用进行产品宣传推广，使公司的销售费用率整体较高。2021H1，千禾的销售费用率高达 26.47%，远高于可比公司同期水平。

表 11：2021H1 调味品可比公司费用率对比（%）

	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
海天味业	5.48	4.21	-2.17
中炬高新	11.87	9.69	0.42
千禾味业	26.47	6.08	-0.05
加加食品	10.83	9.27	-0.63

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 41：2021H1 调味品可比公司净利率对比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

6、投资建议

龙头产品提价落地，行业有望迎来向上拐点。受成本上涨、终端需求疲软、库存积压等多因素扰动，调味品行业上半年业绩承压。在成本上涨的压力下，调味品龙头海天味业于10月13日发布部分产品提价公告，提价幅度在3%-7%不等。海天提价后，其他调味品公司产品提价的概率增加。若其他调味品公司跟随提价，一方面有助于提振渠道积极性，另一方面有望增加调味品公司的营业收入与提高毛利率水平。调味品板块存在边际向好，行业有望迎来向上的拐点。

静待曙光，维持对公司的“推荐”评级。作为调味品行业的优质企业，虽公司短期面临成本上涨、消化库存等扰动因素，但海天提价后，公司产品提价的概率大幅增加，届时公司有望迎来边际改善。若后续定增进展顺利，公司未来产能与业绩将有质的提升，进而提高公司在市场中的品牌与产品竞争力。预计公司2021/2022年每股收益分别为1.03元和1.24元，对应PE估值分别为33.87倍和28.24倍，维持对公司的“推荐”评级。

表 12：公司盈利预测简表（截至 2021 年 10 月 22 日）

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5123	5462	6417	7476
营业总成本	4066	4446	5208	6061
营业成本	2994	3241	3773	4373
营业税金及附加	58	91	107	125
销售费用	566	647	793	961
管理费用	281	288	326	359

财务费用	13	14	15	18
研发费用	154	165	194	226
公允价值变动净收益	1	0	0	0
资产减值损失	-14	-3	-3	-3
营业利润	1169	1098	1294	1500
加：营业外收入	2	1	1	1
减：营业外支出	40	30	18	11
利润总额	1130	1069	1277	1490
减：所得税	159	160	188	212
净利润	971	909	1090	1279
减：少数股东损益	81	86	104	121
归母公司所有者的净利润	890	822	986	1157
摊薄每股收益(元)	1.12	1.03	1.24	1.45
PE（倍）	31.30	33.87	28.24	24.06

资料来源：Wind，东莞证券研究所

7、风险提示

（1）**控股股东股权质押风险**。目前，公司的第一大控股股东中山润田投资有限公司所持有的公司股权已全部处于质押/司法标记/司法冻结/轮候冻结状态。若后续控股股东无法解决资金流的问题，将面临平仓风险，届时公司实控人或发生变更。

（2）**定增进展不及预期**。近日，公司发布公告称控股股东中山润田目前存在债务违约金额 29.75 亿元，正积极采取措施与债权人沟通，通过展期、分期支付等方式化解短期债务风险。中山润田认为其具备认购本次非公开发行股份的资金能力。但仍存在地产项目销售及资产出售进度不及预期等导致中山润田无法及时筹措认购资金的风险。若中山润田无法及时筹措资金，则公司的定增将存在不能顺利进行的风险。

（3）**房地产剥离不及预期**。公司原计划房地产的剥离处置工作在 6 个月内完成。但由于此前中山火炬向中山市中级人民法院提起诉讼，近期中山中院查封了公司持有的中汇合创 13.79% 股权，公司房地产业务剥离进度或有所放缓。

（4）**原材料价格波动风险**。

（5）**产品推广不及预期**。

（6）**渠道扩张不及预期**。

（7）**行业竞争加剧**。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn