

食品饮料

2021 三季报总结调味品篇：提价落地，春天即来

Q3 行业收入端弱复苏，提价预期相继落地。收入端不同企业表现分化，主销售区域与疫情反复地区重叠度较高的区域性受负面影响相对较大，全国化渠道网络布局完善的龙头公司优势渐显。另外，利润端压力主要来自于成本压力累积、费用如期投放，除海天味业、千禾味业、天味食品、日辰股份收入与利润增速之差有所收窄外，其他公司均有不同程度的扩大。目前，以海天味业为首的调味品公司纷纷提价，有望掀起行业性提价浪潮，我们认为行业至暗时刻已过，期待收入端持续回暖，利润端弹性释放。

收入端：Q3 收入增速分化，产品渠道重要性凸显。不同于 Q2 高基数下的收入端全面下滑，Q3 基数回归正常、终端需求逐渐恢复，社区团购等新渠道的冲击亦开始减弱，整体行业需求呈现弱复苏。Q3 调味品板块整体以渠道库存清理为重，各企业的复苏增长出现分化：

1) 基础调味品：龙头全国化渠道优势明显，扛风险能力强。**2) 复合调味品：**B 端餐饮恢复受疫情扰动，工业客户日渐恢复，C 端渠道库存清理为重。**3) 其他调味品：**安琪酵母收入端增速保持相对平稳，涪陵榨菜三季度渠道库存清理，出厂端恢复微弱增长。

盈利端：成本费用双重挤压，部分企业利润探至冰点。进入三季度，大豆价格维持高位之外，包材瓦楞纸、玻璃瓶的价格亦稳步走高，成本端压力进一步抬升。与此同时，部分企业储存的低价原材料使用完毕，如涪陵榨菜，上半年采购的高价原材料开始在三季度显现，带动毛利率走低。与此同时费用端各企业正常投放，在收入恢复未达预期的背景下，部分企业费用率明显高企，进一步挤压利润空间。从毛利率和费用率两个角度看，成本压力、产品结构调整、货折政策多方面影响毛利率水平；费用端如期投放，激励优化相继落地。

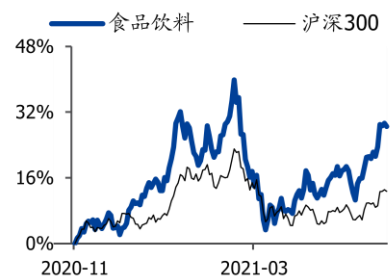
展望未来：提价相继落地，期待量价齐升。10月13日海天味业率先发布提价公告，计划在10月25日对部分产品提价3%-7%不等。恒顺又紧随其后，发布价格调整公告，决定于11月20日起对部分产品进行价格调整（调整幅度约5%-15%不等）。成本累积之下，且渠道库存清理至相对良性水平，我们预计或将掀起行业性提价浪潮。从历史的提价复盘来看，海天味业每一轮提价均有效实现利润空间增厚，我们期待行业逐渐回暖的同时，调味品行业有望迎来量价齐升的新局面。

投资建议：2021Q3 海天味业、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜、天味食品等合同负债在总营收的占比环比提升，经销商拿货积极性进一步走高。在春节时点提前的背景下，Q4 有望增加约半个月的备货期，下半年恢复性好转持续推进中。建议精选个股，核心推荐海天味业、千禾味业、日辰股份，并关注涪陵榨菜、天味食品恒顺醋业的边际改善机会。

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：三季报总结之白酒篇：表现留有余力，景气轮动正在演绎》2021-11-01
- 2、《食品饮料：啤酒&饮料 2021 三季报总结：短期成本压力不改长期向好趋势》2021-10-31
- 3、《食品饮料：2021Q3 基金持仓分析：整体降配，次高端与乳制品获加配》2021-10-30

内容目录

1、调味品板块半年度经营情况总览	3
1.1 收入端：Q3 收入增速分化，产品渠道重要性凸显	3
1.2 盈利端：成本费用双重挤压，利润空间受到挤压	4
1.2 展望未来：提价相继落地，期待量价齐升	7
2、风险提示	8

图表目录

图表 1: 营收增速与归母净利润增速之差 (pct)	3
图表 2: 基础调味品单季度营收同比增速对比 (%)	4
图表 3: 复合调味品及其他调味品单季度营收同比增速对比 (%)	4
图表 4: 各公司酱油业务各季度营收增速对比	4
图表 5: 日辰股份分渠道业务营收增速对比	4
图表 6: 基础调味品单季度归母净利润同比增速对比 (%)	5
图表 7: 复合调味品单季度归母净利润同比增速对比 (%)	5
图表 8: 其他调味品单季度归母净利润同比增速对比 (%)	5
图表 9: 全国黄豆市场价格走势 (元/吨)	5
图表 10: 全国瓦楞纸高强市场价走势 (元/吨)	5
图表 11: 青菜头价格走势	5
图表 12: 玻璃制造 PPI 当月同比走势	5
图表 13: 各公司毛销差同比变动幅度 (pct)	6
图表 14: 基础调味品毛利率对比 (%)	6
图表 15: 基础调味品净利率对比 (%)	6
图表 16: 复合调味料盈利能力走势情况 (%)	7
图表 17: 其他调味料盈利能力走势情况 (%)	7
图表 18: 基础调味品销售费用率对比 (%)	7
图表 19: 复合调味品及其他调味品销售费用率走势情况 (%)	7
图表 20: 海天提价实现盈利能力持续上行	8
图表 21: 基础调味品公司合同负债/营业总收入对比	8
图表 22: 复合及其他调味品公司合同负债/营业总收入对比	8

1、调味品板块半年度经营情况总览

总体来看，三季度调味品板块营收增速整体实现弱复苏，而不同企业的收入表现出现分化，主销售区域与疫情反复地区重叠度较高的区域性或半全国化公司受负面影响相对较大，全国化渠道网络布局完善的龙头公司优势渐显。另外，在利润端，除海天味业、千禾味业、天味食品、日辰股份收入与利润增速之差有所收窄外，其他公司均有不同程度的扩大，利润压力主要来自于成本压力累积、费用如期投放。但目前，以海天味业为首的调味品公司纷纷提价，有望掀起行业性提价浪潮，实现对成本压力的覆盖，我们认为行业至暗时刻已过，期待收入端持续回暖，利润端弹性释放。

图表 1: 营收增速与归母净利润增速之差 (pct)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
海天味业	-2.0	-6.5	-3.8	-5.9	0.5	5.3	0.4
中炬高新	-15.3	-20.1	-8.2	-14.1	24.7	33.0	46.4
千禾味业	-15.7	-90.5	-9.1	140.2	76.2	62.8	12.3
恒顺醋业	-3.3	11.5	34.5	-2.4	7.1	40.1	56.2
天味食品	4.5	-240.8	5.4	85.8	52.1	88.3	59.1
日辰股份	-16.3	-10.7	-21.3	20.9	51.9	32.7	27.2
涪陵榨菜	-15.0	-21.8	12.9	-64.4	24.1	16.8	40.4
安琪酵母	-15.3	-61.9	-32.9	-32.4	-16.2	19.7	48.4

资料来源: wind, 国盛证券研究所

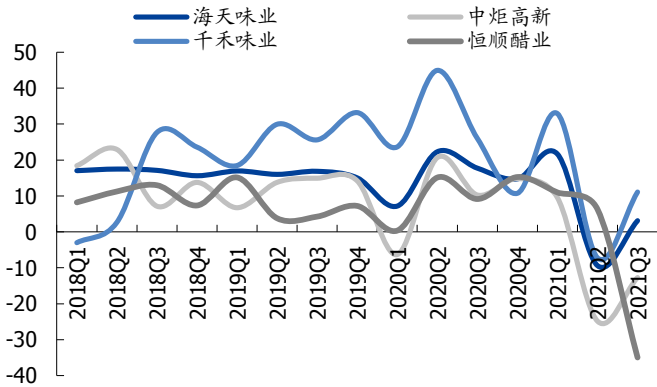
1.1 收入端: Q3 收入增速分化, 产品渠道重要性凸显

Q3 收入增速分化, 产品渠道重要性凸显。不同于二季度高基数下的收入端全面下滑, 今年三季度基数回归正常、终端需求逐渐恢复, 社区团购等新渠道的冲击亦开始减弱, 整体行业需求呈现弱复苏。Q3 调味品板块整体以渠道库存清理为重, 各企业的复苏增长出现分化, 分板块及公司看:

- **基础调味品: 弱复苏背景下, 龙头全国化渠道优势明显, 扛风险能力强。**海天味业、千禾味业收入增速回正, 恒顺醋业收入端降幅扩大, 中炬高新收入增速降幅收窄。**总结来看,**我们认为产品及渠道的优势成为决定复苏程度的核心因素, 区域性企业或者主销区集中的企业, 亦受到疫情反复的影响, 以恒顺醋业、中炬高新为例, 江苏、广东的疫情对其生产销售产生一定程度影响, 并进而阻碍其恢复进度, 而渠道布局较为完善的海天味业实现正增长, 主销售区未与疫情爆发区严重重叠的公司, 如千禾味业, 在 C 端渠道恢复之际, 实现了收入增长恢复。
- **复合调味品: B 端餐饮恢复受疫情扰动, 工业客户日渐恢复, C 端渠道库存清理为重。**日辰股份保持双位数正增长, 而天味食品营收增速降幅扩大。其中日辰股份 Q3 收入增长来自于工业客户恢复, 而餐饮渠道因疫情影响降速明显, 另外天味食品作为 C 端复合调味料的代表企业, 三季度积极进行库存清理, 出厂端营收降幅进一步扩大。
- **其他调味品: 安琪酵母收入端增速保持相对平稳, 涪陵榨菜三季度渠道库存清理, 出厂端恢复微弱增长。**

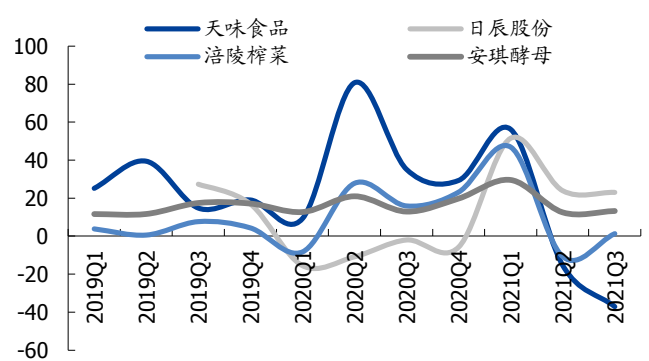
目前来看，三季度末调味品渠道库存清理至相对良性水平，根据草根调研，四季度经销商拿货积极性较高，同时四季度春节备货时点提前，预计四季度销量将有望回升。另外，近期海天、恒顺醋业等公司纷纷提价落地，价格提升亦有望对收入增长形成支撑。

图表 2: 基础调味品单季度营收同比增速对比 (%)



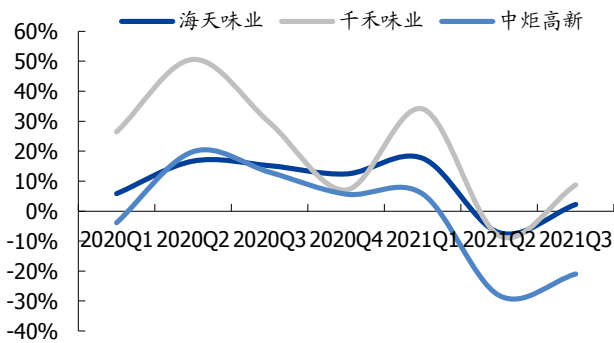
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 复合调味品及其他调味品单季度营收同比增速对比 (%)



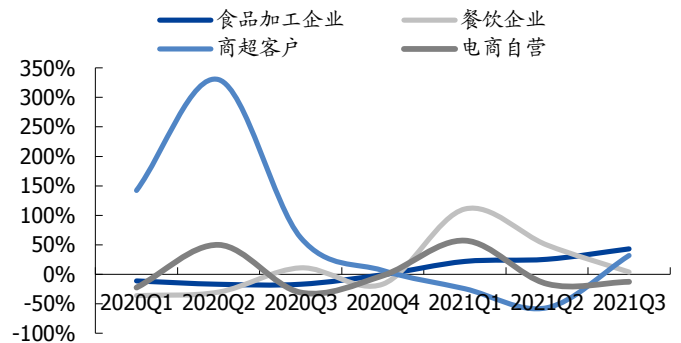
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 各公司酱油业务各季度营收增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 日辰股份分渠道业务营收增速对比

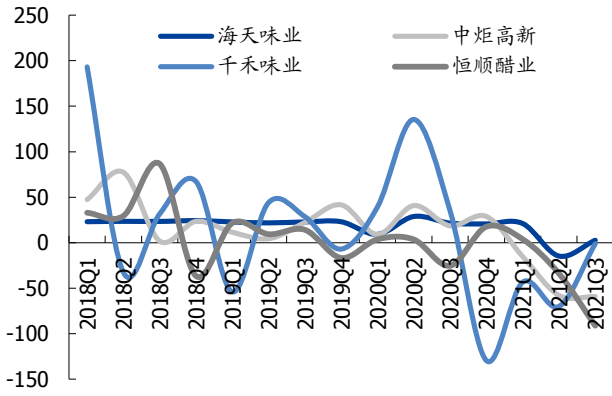


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 盈利端：成本费用双重挤压，利润空间受到挤压

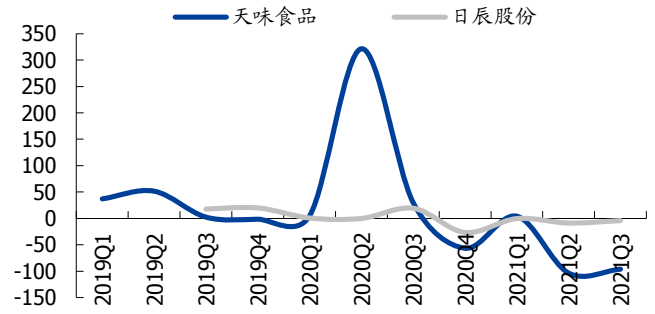
成本压力累积，费用如期投放，部分企业利润探至冰点。进入三季度，大豆价格维持高位之外，包材瓦楞纸、玻璃瓶的价格亦稳步走高，成本端压力进一步抬升。与此同时，部分企业储存的低价原材料使用完毕，如涪陵榨菜，上半年采购的高价原材料开始在三季度显现，带动毛利率走低。与此同时费用端各企业正常投放，在收入恢复未达预期的背景下，部分企业费用率明显高企，进一步挤压利润空间。

图表 6: 基础调味品单季度归母净利润同比增速对比 (%)



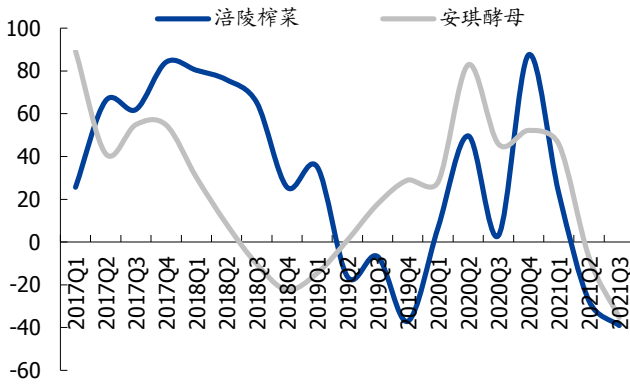
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 复合调味品单季度归母净利润同比增速对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 其他调味品单季度归母净利润同比增速对比 (%)



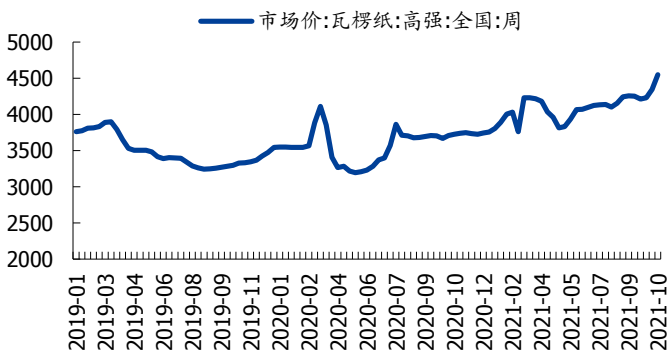
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 全国黄豆市场价格走势 (元/吨)



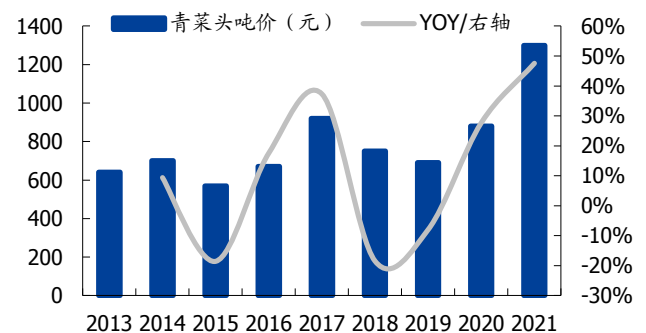
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所 (截至 2021 年 10 月 20 日)

图表 10: 全国瓦楞纸高强市场价走势 (元/吨)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所 (截至 2021 年 8 月 20 日)

图表 11: 青菜头价格走势



资料来源: 重庆市涪陵区人民政府, 国盛证券研究所

图表 12: 玻璃制造 PPI 当月同比走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

分板块及公司来看，龙头的成本管控能力最优。在整个三季度，海天味业为唯一一个毛销差同比扩大的公司，2021Q3 毛利率环比走高 0.85pct 至 37.91%，Q3 毛销差亦拓宽 0.09pct，龙头在成本管控上的优势显现。其他公司毛销差均出现了不同程度的下降。从毛利率及费用率两个角度拆分来看：

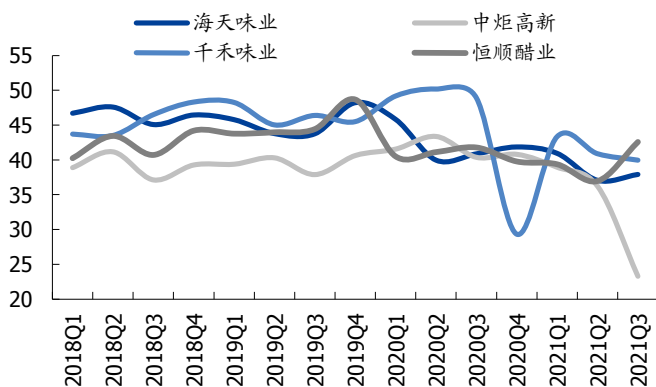
- **成本压力、产品结构调整、货折政策多方面影响毛利率水平。**剔除运费政策调整影响因素之后，除了成本上涨之外，部分企业的产品结构调整对整体毛利率亦有一定影响，如日辰股份工业客户收入占比提升，拉低整体毛利率。

图表 13: 各公司毛销差同比变动幅度 (pct)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
海天味业	1.4	1.8	0.2	3.2	0.0	-3.9	0.1
中炬高新	1.7	0.6	1.6	-0.9	-4.1	-5.8	-9.7
千禾味业	3.0	7.7	2.5	1.1	-11.0	-14.9	-4.3
恒顺醋业	0.6	-2.5	1.9	-2.1	-1.1	-3.3	-11.0
天味食品	0.7	9.8	0.3	-11.2	-11.1	-25.7	-16.4
日辰股份	-1.7	-2.3	-1.4	-1.7	-3.7	-4.7	-7.0
涪陵榨菜	3.7	4.8	-3.1	12.4	-5.8	-9.1	-21.1
安琪酵母	2.2	6.5	5.7	-0.6	-0.4	-7.4	-8.7

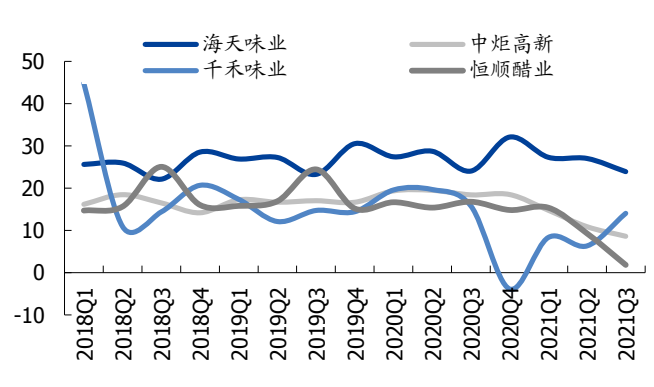
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 基础调味品毛利率对比 (%)



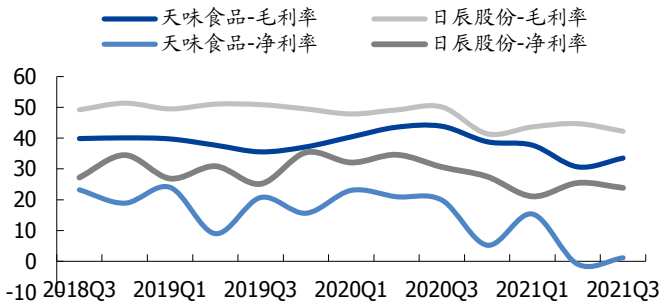
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 基础调味品净利率对比 (%)



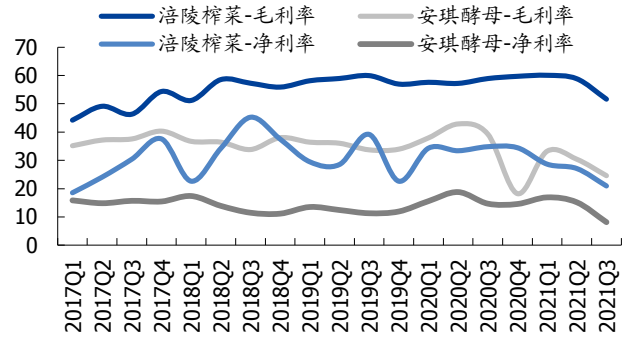
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 16: 复合调味料盈利能力走势情况 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

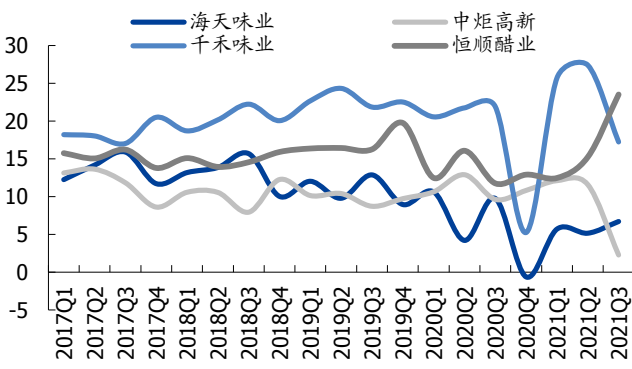
图表 17: 其他调味料盈利能力走势情况 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

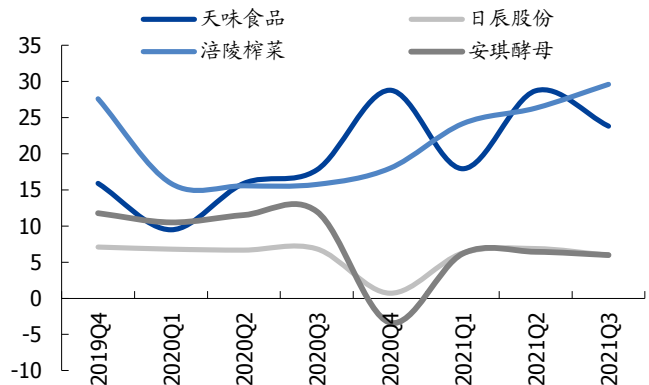
➤ **费用端如期投放, 激励优化相继落地。**此前我们的分析中, 出现了行业性销售费用大幅投放的现象, 典型代表如千禾味业 (2021H1 广告合同费用超 9000 万)、恒顺醋业 (投放《非诚勿扰》广告)。除销售费用外, 激励机制同比优化亦带动管理费用走高。部分公司增加人员队伍, 同时对人员薪酬有不同程度的调整, 典型代表如日辰股份、天味食品。近日, 日辰股份股权激励落地, 长效激励机制进一步完善。在今年三季度, 各公司的费用投放稳定推进, 在收入增速恢复较为平缓的背景下, 费用率明显高企, 进一步挤压利润。但从长期来看, 短期的利润承压将对长期的活力释放、收入增长实现较为有效的支撑。

图表 18: 基础调味品销售费用率对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 复合调味品及其他调味品销售费用率走势情况 (%)

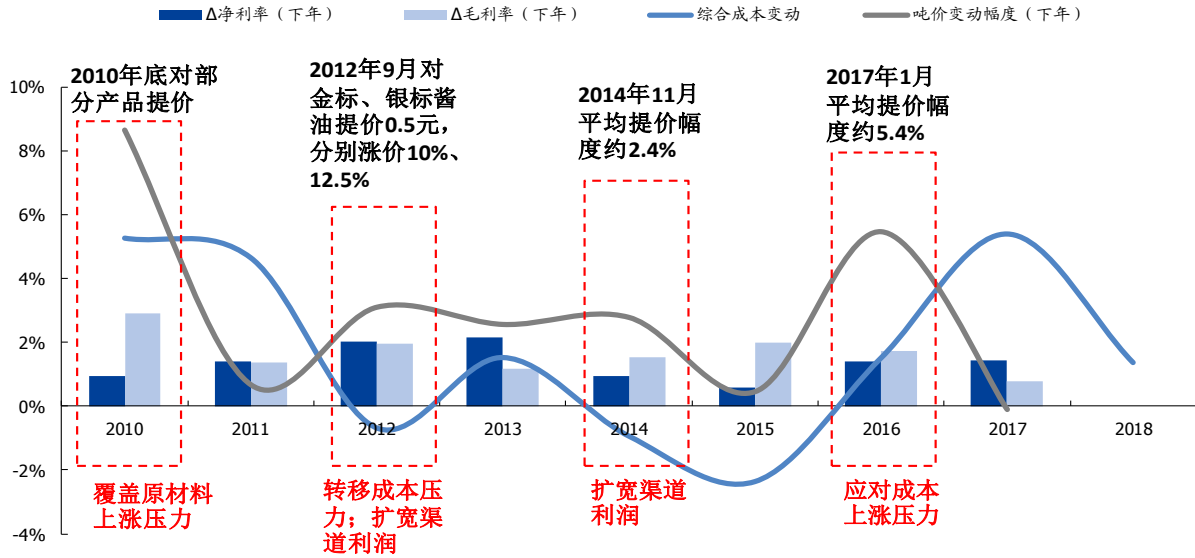


资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.2 展望未来: 提价相继落地, 期待量价齐升

未来预判: 提价相继落地, 暗黑时刻已过, 期待量价齐升。10月13日, 海天味业率先发布提价公告, 计划在10月25日对部分产品提价3%-7%不等。随后11月2日, 恒顺又紧随其后, 发布价格调整公告, 决定于11月20日起对部分产品进行价格调整 (调整幅度约5%-15%不等)。成本累积之下, 且渠道库存清理至相对良性水平, 我们预计或将掀起行业性提价浪潮。从历史的提价复盘来看, 海天味业每一轮提价均有效实现利润空间增厚, 我们期待行业逐渐回暖的同时, 调味品行业有望迎来量价齐升的新局面。

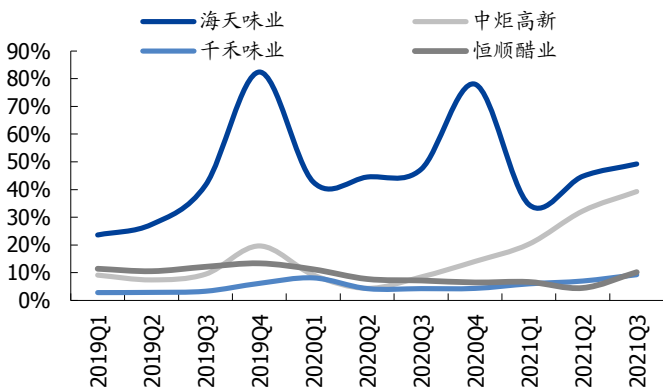
图表 20: 海天提价实现盈利能力持续上行



资料来源: 公司公告, 百度, 国盛证券研究所 (注: 综合成本变动指对大豆、白砂糖、塑料、玻璃、瓦楞纸价格变动幅度按比例进行加权计算得出的成本变动情况。由于数据缺失, 2017年前, 瓦楞纸价格选用“出厂平均价: 瓦楞纸”指标, 2018年瓦楞纸价格变动幅度采用“市场价: 瓦楞纸: 高强: 全国”价格指标的变动幅度作为估计。另: 此处的吨价为酱油、蚝油、酱类的平均吨价。)

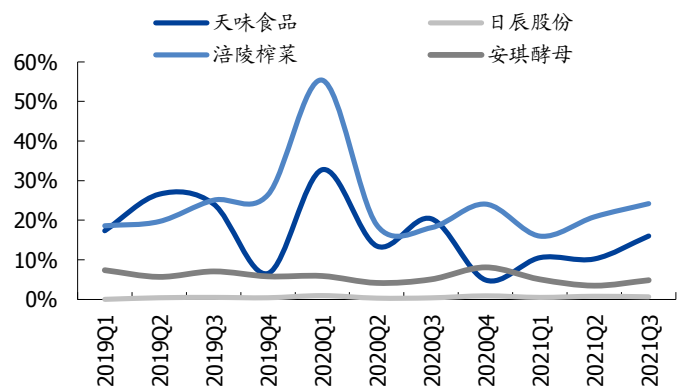
分公司来看, 2021Q3 海天味业、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜、天味食品等合同负债在总营收的占比环比提升, 经销商拿货积极性进一步走高。在春节时点提前的背景下, Q4 有望增加约半个月的备货期, 预期 Q4 营收有望实现走高。我们认为至暗时刻已过, 下半年恢复性好转持续推进中。建议精选个股, 核心推荐海天味业、千禾味业、日辰股份, 并关注涪陵榨菜、天味食品、恒顺醋业的边际改善机会。

图表 21: 基础调味品公司合同负债/营业总收入对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 复合及其他调味品公司合同负债/营业总收入对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2、风险提示

宏观经济下行风险; 行业竞争加剧风险; 原材料价格波动风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com