

调味品行业策略：需求、库存、价格多因子共振，调味品迎来复苏

2021年12月8日

看好/维持

食品饮料

行业报告

2022食品饮料年度策略系列之三

分析师	孟斯硕 电话：010-66554041 邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
分析师	王洁婷 电话：021-225102900 邮箱：wangjt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070003
研究助理	韦香怡 电话：010-66554023 邮箱：weixy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070032

投资摘要：

2021年餐饮业表现出了一定的韧性，预计如果2022年疫情缓和，经济将逐步恢复从而带动餐饮业缓慢复苏。2021年上半年餐饮数据较2019年同比持续改善，直到疫情再次散点式爆发。10月国庆节后疫情再次在多地散点式爆发，但10月份餐饮社零同比2%，好于预期，再次体现出餐饮业的韧性。我们认为在疫情可控的前提下，明年被压抑许久的消费需求有望得到释放，有利于餐饮业的恢复，从而带动调味品销量上升。

C端调味品消费能力将逐渐恢复。2021年消费整体疲软，社区团购迎合了当下的需求扰乱了调味品的价盘，影响企业利润。展望2022年，部分调味品企业拥抱社区团购，加上政策方面的规范，社区低价倾销现象正在缓解。目前渠道库存已经基本接近合理水平，社区团购的无序增长暂时告一段落，随着经济的恢复，我们判断C端调味品消费能力将逐渐恢复。

预计原材料价格整体维持高位，下半年有望改善。自2020年至2021年上半年以来，大豆、白糖、小麦等原材料涨价幅度较大，直到2021年下半年部分原料涨价趋势才有所缓和。而调味品企业通常对原材料进行锁价，并且部分调味品发酵周期较长，因此公司成本反应有所滞后。预计2021年Q4至2022年上半年调味品公司将面临更大的农产品原料成本压力。2022年下半年，大宗商品价格继续上行的压力预计将明显减小，但因需求同时恢复，明显回落的可能性也不大，预计维持高位震荡，因此我们认为，对成本回落释放业绩弹性的假设不应过于乐观，下半年好于上半年。

预计2022年Q1提价传导至终端，Q2-Q3体现在利润端。在多数农产品价格上涨背景下，本次提价市场预期较充分，接受度较高。因提价前多数企业渠道库存基本已经回归正常，预计本次提价3个月左右价格能够被传导至终端，企业营收和毛利率首先改善。因部分企业会在提价后增加销售费用，因此利润端会有所滞后，推测明年2-3季度涨价利好能够被传导至利润端。

投资建议：对于调味品我们的判断是，在疫情可控的前提下，最差的时间已经过去，随着明年经济的逐步恢复，餐饮端和C端需求均有望恢复。需求带来的量的改善以及提价带来的价的改善将共同发力带动企业利润明显改善，但因为成本压力持续存在，上半年空间不宜预期过大，判断下半年财务报表的改善可能会更加明显。

建议持续跟踪：安琪酵母(600298.SH)：公司已从今年9月开始通过多次提价对冲原材料成本的上涨，涨价幅度大，涨价品种营收占比高，将对四季度和明年业绩形成支撑。中长期来看，公司具备较强的提价能力和抗周期能力。由于国外糖蜜价格明显低于国内，随着疫情后国外产能的投放，公司原材料成本将回落带动公司盈利能力提升。

千禾味业(603027.SH)：公司仍处于向全国快速扩张进程中，截止2021年三季度，公司西部区域销售占比46%，外埠区域仍有很大提升空间。2021年商超客流下滑对公司影响较大，目前商超渠道客流有所恢复，预计明年商超客流继续恢复的过程中千禾的弹性较大。另外，公司正在发力低端“零添加”产品，我们认为这部分市场空间也较大。

风险提示：疫情导致社零再次回落，经济的实质性萧条加上对经济回暖的信心不足导致消费动力不足。

行业重点公司盈利预测（万得一致预期）

简称	EPS(元)				PE				PB
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
安琪酵母	1.66	1.70	2.02	2.42	30.69	32.05	26.89	22.48	6.9
海天味业	1.98	1.60	1.94	2.28	101.49	68.63	56.70	48.20	22.3
千禾味业	0.31	0.28	0.42	0.54	120.91	84.61	56.20	43.41	10.1

中炬高新	1.12	0.85	1.07	1.29	59.66	39.42	31.22	25.79	7.89
天味食品	0.58	0.30	0.47	0.62	142.33	79.62	50.72	38.53	5.07

资料来源: Wind 资讯、东兴证券研究所

目 录

1. B 端和 C 端需求有望共同恢复	4
1.1 餐饮仍有韧性，判断明年 B 端需求有望恢复	4
1.2 社会库存压力降低，社团冲击减弱，经济恢复过程家庭端调味品消费能力提升	5
1.2.1 社区团购乱象被规范，调味品企业寻求与社团的共同发展	5
2. 受成本压力，调味品提价潮开启	5
2.1 预计 2022 年上半年原材料压力依然较大	6
2.2 判断本轮提价传导将较为顺利	7
3. 投资建议：	8
4. 风险提示	8
相关报告汇总	9

插图目录

图 1： 社会消费品零售总额：当月同比：2021 年 V.S.2019 年	4
图 2： 小麦价格：元/吨	7
图 3： 黄豆价格：元/吨	7

表格目录

表 1： 调味品公司提价参考	6
-----------------------------	----------

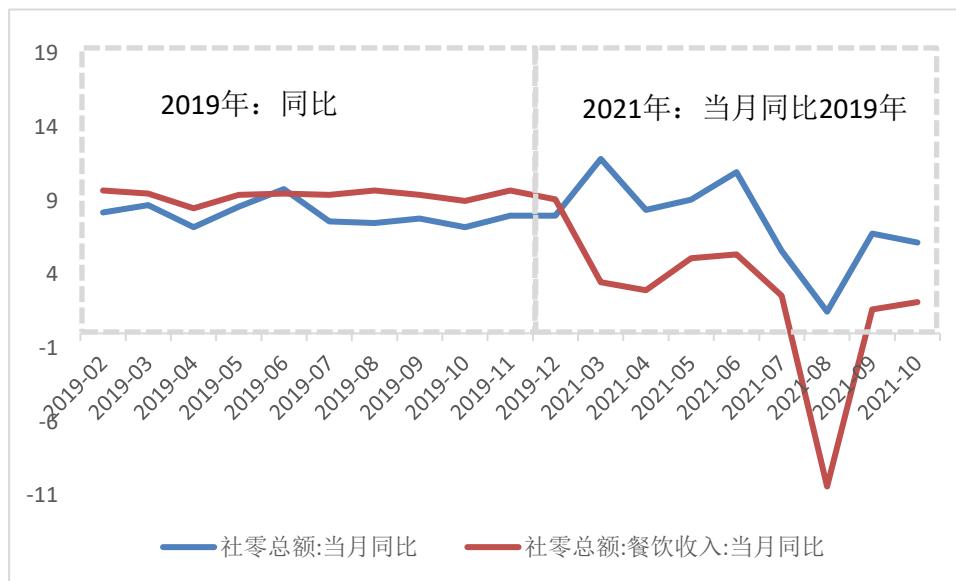
1. B 端和 C 端需求有望共同恢复

除去库存周期因素，调味品行业整体的收入增速来自于两个部分：价格方面主要来自于企业提价或产品升级带来的价格增长；量的方面主要参考餐饮端和 C 端需求。餐饮业（包括外卖）增长带来的需求增量是近几年调味品需求总量增长的主要推手，而 C 端通常较为平稳。不过，2021 年疫情使得我国消费水平整体回落，C 端需求同样下降。

1.1 餐饮仍有韧性，判断明年 B 端需求有望恢复

2021 年全年餐饮业零售总额持续不理想，餐饮业受疫情影响较社零整体更大。餐饮业属于辛苦且利润率较低的行业，近年来受到外卖平台冲击，小型餐饮业尤其难做。而受疫情冲击后餐饮门店关闭后重新开业的难度较高，恢复起来相对较慢。另外，疫情之下，中低收入人群受到的影响更大，其整体可支配收入至今仍未有恢复到疫情前水平，消费能力受到影响，因此餐饮业的恢复速度整体较弱。

图1：社会消费品零售总额：当月同比：2021 年 V.S. 2019 年



资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

2021 年餐饮业表现出了一定的韧性，预计如果 2022 年疫情缓和，经济将逐步恢复从而带动餐饮业缓慢复苏。

2021 年上半年餐饮数据较 2019 年同比持续改善，其中 5 月和 6 月餐饮社零增速同比 2019 年均达到 5% 以上，直到疫情再次散点式爆发。可见，餐饮的自变量主要来自于疫情，一旦疫情解除，餐饮业虽然恢复速度相对较慢，但也会缓慢恢复。10 月国庆节后，疫情再次在多地散点式爆发，防控形式较 3 季度更为严峻，但 10 月份餐饮社零较 2020 年同比增长 2%，较 2019 年同比增长 2.12%，好于预期，再次体现出餐饮业的韧性。

展望 2022 年，我们认为，2021 年部分地区防控效果不佳导致小部分蔓延，预计 2022 年各地区对防控的经验会更加充足。目前部分地区开始进行第三针加强针的陆续接种，如果能够控制住新的病毒从境外输入，预计明年疫情的形式会好于今年。我们认为 Omicron 的传播可能增加了国外经济复苏的阻力，2022 年我国出口仍然被看好，加上 2022 年房地产信贷政策预计较今年有所放松，我们判断明年经济将从疫情中逐渐恢复。从 2019 年 11 月爆发至今，新冠疫情已经持续两年，消费者也正在逐渐习惯在疫情的壓力下继续对美好生活的追求，在第三针加强针的加持下，外出用餐的安全性得到提升，因此，我们倾向于判断明年被压抑许久的消费需求有望得到释放，有利于 C 端和 B 端调味品需求的共同恢复。

1.2 社会库存压力降低，社团冲击减弱，经济恢复过程家庭端调味品消费能力提升

2021 年消费整体疲软，C 端需求也受到较大影响。一方面是因为上半年终端（包括家里储存的调味品）和渠道库存均较高，下半年处于去库存的过程；另一方面，疫情影响了整体的消费水平，社区团购恰好提供了相对廉价的产品，使得整体消费能力的下降对调味品的影响被放大。展望 2022 年，库存已经基本接近合理水平，社区团购的无序增长暂时告一段落，随着经济的恢复，我们判断 C 端调味品消费能力将逐步提升。

社区团购乱象被规范，调味品企业寻求与社团的共同发展。2021 年，社区团购对调味品行业带来较大的影响。经销商为了追求销量在社区团购平台上铺更多低价产品和大包装产品，从而影响了品牌商的整体利润率，倒逼品牌商直接参与社区团购，以降低其负面影响。

海天选择拥抱社区团购，在与社区团购的合作中逐步规范上架产品的 SKU。我们认为公司的参与能够引导社区团购产品向大品牌 and 优质产品倾斜，有利于降低杂牌对渠道的冲击，从而改善公司在社区团购渠道的整体利润率水平，也有利于调味品行业的整体发展。千禾味业同样拥抱社区团购，且其渠道下沉潜力较大，空白市场仍然较多，因此千禾与社团合作有利于其市场份额的提升。

2021 年，调味品企业整体库存压力较大，对社区团购扰乱价盘的包容性也更大。我们认为随着渠道库存的良性化，渠道及厂家在对社区团购的谈判中将更加强势，有利于调味品价盘的良性发展。基础调味品因重量问题线上销量一直不佳，主要因为物流费用较高，而社区团购虽然物流成本比传统网购更低，但相对其他产品，其价值量与物流成本的比值依然较低，因此我们判断，基础调味品在社区团购的占比不会很高，社区团购对调味品的整体冲击有限。

2. 受成本压力，调味品提价潮开启

前面提到，调味品的另一重要增量来自于价的变化。自今年 10 月份海天味业提价起，调味品开启一轮提价行情。

表1：调味品公司提价参考

公司	公布时间	提价幅度	内容
海天味业	2021/10/13	3%-7%	对酱油、蚝油、酱料等部分产品
恒顺醋业	2021/11/3	5%-15%	对部分产品进行价格调整
安琪酵母	2021年9月-11月多次提价	10%-30%左右	大包酵母类产品提价幅度较大
天味食品	2021年11月5日		陆续对部分产品价格进行适当上调
千禾味业	2021年11月17日		对部分产品出厂价格进行调整
中炬高新	2021年11月下旬		对部分产品出厂价格进行调整

资料来源：公司公告、上证投资者互动平台等、东兴证券研究所

安琪酵母：本轮提价中，安琪酵母提价较多，主因其原材料糖蜜成本上涨幅度较大（柳州糖蜜价格从2019年底的835元/吨上涨到1700元/吨，近一倍涨幅）。另外，公司竞争格局较好，酵母市占率高达60%，具备提价能力。后续主要关注蜜糖价格的变化，若糖蜜价格回落，公司业绩弹性较大。

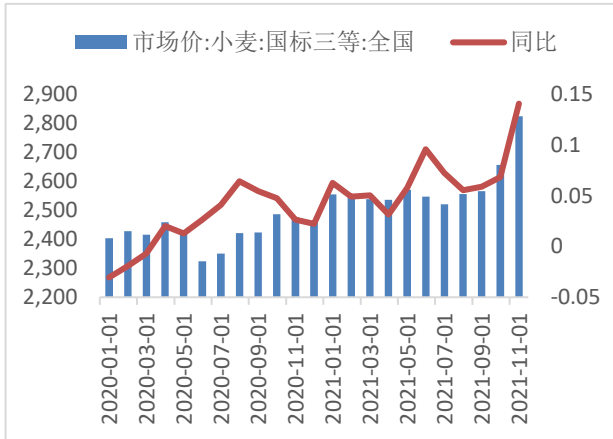
海天味业：基础调味品中海天味业B端护城河较深，是调味品龙头企业，同样具备较强的提价能力。根据草根调研，目前海天提价传导较顺利。餐饮端是调味品最大的需求端，餐饮渠道约占海天收入的60%，今年受疫情影响较大，如果疫情能够明显好转，餐饮恢复，海天受益较明显。

千禾味业：提价产品范围相对较小，预计仍未能覆盖成本上涨，后续可以继续关注更多产品提价的可能性。公司库存较良性，预计未来提价传导会比较顺利。由于公司产品主要在C端销售，如果明年C端需求恢复较好，公司业绩弹性更大。

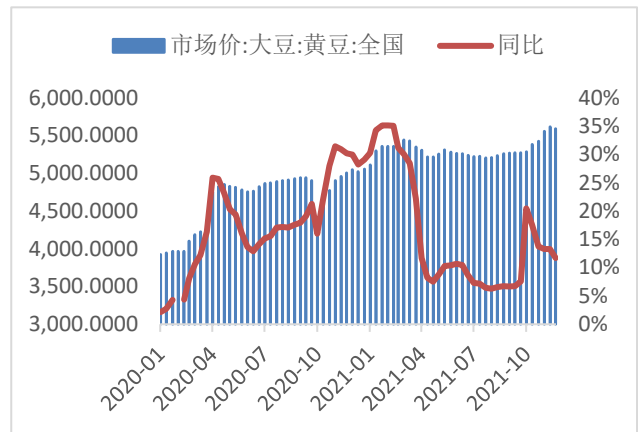
天味食品：复合调味品因去年新增进入者较多，库存较高，今年需求疲弱，因此整体竞争格局相较基础调味品更弱，但目前已经边际好转。其中库存基本降到较低水平，部分小企业收缩战线，因此复合调味品也开始逐步涨价，但整体涨幅和速度较弱。

2.1 预计2022年上半年原材料压力依然较大

由于大部分企业都会对原材料进行数个月的锁价，且酱油平均有6个月的酿造周期，因此财报中的成本提升较原材料涨价有明显的滞后，酱油厂家财报成本滞后时间更长。酱油厂商的主要成本是大豆、豆粕、小麦、包材、运输等成本。自2020年至2021年上半年以来，大豆、白糖、小麦等原材料涨价幅度较大，直到2021年下半年，部分原料涨价趋势才有所缓和，因此，预计2021年Q4至2022年上半年调味品公司将面临更大的农产品原料成本压力。

图2：小麦价格：元/吨


资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

图3：黄豆价格：元/吨


资料来源：Wind 资讯、东兴证券研究所

2021 年下半年来，能源、运输、包材等价格均有明显的上涨。2021 年很多生产商家纷纷被限电限产，我们认为，市场本身的能源不足及能源价格上涨是一部分原因，另一部分源于能源价格上涨引起的经济结构失衡（服务业占比下降导致的能耗控制不达标）所致的“双碳”政策压力加大。目前，国家已出台多项政策保证煤炭供应，随着明年国际能源投产的进一步恢复，明年大宗商品价格继续上行的压力预计将减小，但因需求同时恢复，明显回落的可能性也不大，预计维持高位震荡。

结合对农产品价格的判断，我们推测，2022 年下半年原材料价格压力整体小于上半年，但亦难以大幅改善，因此我们建议，对成本回落释放业绩弹性的假设不应过于乐观。

2.2 判断本轮提价传导将较为顺利

调味品龙头企业，尤其是海天味业的成本控制能力明显强于中小企业，因此，当海天味业迫于成本压力而开始提价时，其他企业的提价需求则更加强烈。可以预料的是后面的一年时间里其他调味品品牌会跟随提价，有利于调味品行业提价的顺利传导。

根据草根调研，调味品本次提价较为顺利，主要原因是除安琪酵母外，多数企业提价幅度并不大，且 2021 年许多农产品价格均出现上涨，而调味品单价相对较低，产品涨价对居民购买力影响很低，因此 C 端提价较容易。

B 端方面，从以往的经验来看，B 端提价相对较难，但因调味品在 B 端原材料成本中占比也较低，大约为 6% 左右，因此对 B 端的影响并不是很大。2021 年餐饮渠道经历了米面粮油的提价，因此对调味品提价存在心理预期，本次提价接受度普遍较高。

由于渠道涨价的幅度会高于出厂价的涨幅，因此，涨价除了直接增厚企业毛利率和净利率外可以增厚渠道利润。在渠道库存较低，宏观环境向好的情况下，渠道顺价将进行得更加顺利，也有利于未来渠道的进一步扩张，除非明年需求不及预期，价格无法顺利传导。

据我们推测，目前多数企业渠道库存基本已经回归正常，预计公司发布提价通知后的 3 个月左右渠道价格能够被理顺，收入端及毛利率得到改善。因部分企业会在提价后增加销售费用，因此利润端会有部分滞后，推测明年 2-3 季度涨价利好能够被传导至利润端。

3. 投资建议：

对于调味品我们的判断是，在疫情可控的前提下，最差的时间已经过去，随着明年经济的逐步恢复，餐饮端和 C 端需求均有望恢复。需求带来的量的改善以及提价带来的价的改善将共同发力带动企业利润明显改善，股价有望迎来戴维斯双击，但因为成本压力持续存在，上半年空间不宜预期过大，判断下半年财务报表的改善可能会更加明显。

建议持续跟踪：

安琪酵母 (600298.SH)：主导产品包括酵母、酵母抽提物、营养健康产品等。其中，酵母营收占比 50% 左右，为亚洲第一，全球第三大酵母公司。酵母主要用于面包、馒头类的发酵，具备需求刚性，随着国内生活水平的提高，酵母需求维持稳定个位数增长态势。公司收入 30% 来自于国外，与国外鲜酵母有所区别的是，公司的产品为干酵母，在疫情期间运力不足的情况下具备优势，进一步打开了国际市场。

公司的周期波动主要来自于其原材料糖蜜的价格波动。供给方面，预计 21/22 榨季国内糖产量将小幅下降支撑糖价及糖蜜价格。需求方面，下游酒精、动物饲料需求旺盛，同时，疫情影响了公司国外产能的投放，公司将产能集中到国内，导致国内糖蜜价格上涨。我们建议对明年糖蜜价格回落不应过于乐观。公司已从今年 9 月开始通过多次提价对冲原材料成本的上涨，涨价幅度大，涨价品种营收占比高，将对四季度和明年业绩形成支撑。中长期来看，公司具备较强的提价能力和抗周期能力。由于国外糖蜜价格明显低于国内，随着疫情后国外产能的投放，公司原材料成本将回落且国外市占率进一步提升，公司盈利能力将得到加强。酵母抽提物营收占比约 20%，有望长期维持 20% 以上增速；动物营养、微生物营养等均具备较大的成长空间。

千禾味业 (603027.SH)：公司主打“零添加”高端酱油，该品类在酱油中占比较低，但近年来随着居民消费结构的升级及健康意识的提升，“零添加”产品获得快速增长。千禾的酱油做为“零添加”的代表，其氨基酸态氮的含量较高，产品健康与美味兼具，拥有一定技术壁垒，其“零添加”概念正逐步占领消费者心智，在细分领域拥有较强的品牌力。

公司产品出厂价较低，但终端零售价高，渠道利润空间强于竞争对手，有利于公司渠道的快速扩张。公司起步于西南地区，在向全国快速扩张中，外埠区域销售占比明显提升。截止 2021 年三季度，公司西部区域销售占比 46%，外埠区域仍有很大提升空间。公司主要渠道在商超，2021 年商超客流下滑对公司影响较大，目前商超渠道客流有所恢复，预计明年商超客流继续恢复的过程中千禾的弹性较大。另外，公司正在发力低端“零添加”产品，抢占海天市场份额，我们认为这部分市场空间也较大。

4. 风险提示

疫情导致社零再次回落，经济的实质性萧条加上对经济回暖的信心不足导致消费动力不足。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	食品饮料策略：紧握确定性成长	2021-12-07
行业深度报告	白酒行业策略：乘需求复苏之风 扬改革升级之帆	2021-12-07
行业普通报告	食品饮料行业报告：百威英博提价，行业结构升级逻辑持续	2021-12-06
行业普通报告	食品饮料行业：食饮新消费受资本关注，产业资本布局新方向	2021-11-22
行业普通报告	食品饮料行业：双十一落下帷幕，酒类、休闲零食等板块火爆	2021-11-16
行业普通报告	食品饮料行业周观点：继续寻找提价受益个股	2021-11-08
行业普通报告	20211031 东兴食饮周报：三季度印证需求回暖，关注明年提价预期	2021-11-02
行业普通报告	食品饮料行业周观点：关于白酒周期波动的几点思考	2021-10-26
行业普通报告	食品饮料行业报告：食品饮料行业周观点：糖酒会反馈积极，白酒景气度不改	2021-10-13
行业深度报告	植物蛋白饮品系列报告（一）：乘风健康消费，空间广阔、赛道革新	2021-09-16
公司深度报告	洋河股份（002304）：改革路径渐清晰，复兴之路重启	2021-02-09
公司普通报告	伊利股份（600887）：盈利改善逻辑不断兑现，各细分板块剑指行业第一	2021-10-29
公司普通报告	伊利股份（600887）：盈利改善逻辑持续验证，利润率长期释放可期	2021-09-02
公司普通报告	绝味食品（603517）：毛利率提升，疫情后迎来新一轮增长	2021-04-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300/恒生指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526