



增持（首次）

所属行业：食品饮料
当前价格(元)：23.74

证券分析师

花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

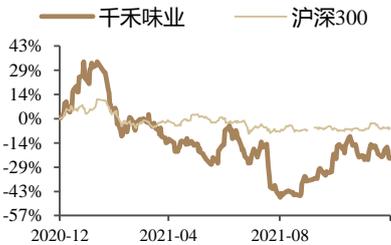
邓周贵

资格编号：S0120521030005

邮箱：dengzg@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.30	-3.30	22.72
相对涨幅(%)	-3.75	-3.56	20.91

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

千禾味业（603027.SH）深度报告： 酱心独运零添加，奋楫笃行战高端

投资要点

- 千禾味业：独辟蹊径，首推零添加；开疆拓土，剑指全国化。**2008年，公司于业内率先推出零添加酱油，定位中高端，在酱油红海中挖掘零添加蓝海，谋求差异化竞争。十余年来，公司剥离其他业务，聚焦调味品，围绕零添加深耕产品与市场，不断积淀品牌美誉度和知名度。放眼当下，公司以酱油、食醋、料酒为核心品类，三箭齐发；从西南大本营向外埠市场扩张，势头正盛。2020年调味品收入达15.0亿元，零添加占比已逾50%，2015-2020年营业收入CAGR高达22.1%。
- 竞争优势：零添加高质中价，深度绑定彰显品牌。**产品优势：公司潜心零添加十余年，零添加产品具备产品力优势，在不添加酵母抽提物的前提下，鲜度依然在竞品中领先，定价适中彰显性价比。品牌优势：公司持续开展消费者培育，树立高端品牌形象，有望逐渐占领消费者心智，实现零添加概念与千禾品牌的深度绑定，未来品牌力或化为核心竞争力，构筑护城河。
- 产品端：零添加酱油和食醋、料酒赛道高景气，三轮并驱拉动高增。**酱油高端化趋势显现，零添加酱油价位处超高端，享受人均收入增长和财富累积下的超高端酱油赛道扩容红利（超高端酱油15-20CAGR高达34.2%，测算静态天花板近130亿，存在百亿空间），并在远期对时下主流鲜酱油产品形成替代。食醋、料酒赛道景气度亦较高，格局尚存优化空间，公司积极布局以打造第二、第三增长曲线。中期产能无虞，支撑三大品类持续高增。
- 渠道端：线下精耕，挖掘空白市场，线上发力电商团购，多点开花。**线下空白点较多，商超渠道存在县级市空白和中大商超以及连锁便利店空白，餐饮、流通存在西南地区以外空白，流通已启动全国招商。线上势头强劲，电商业务高增，市占率远高于线下，2020年电商收入2.6亿；后续社区团购亦将发力，公司重视团购渠道，由电商部接手后增长可观，2022年有望贡献增量，对标电商具想象空间。
- 投资建议：赛道高景气+零添加优势+布局全国化，给予“增持”评级。**短期来看，公司业绩弹性充足，存在超预期可能。长期来看，零添加好赛道，公司具备产品、品牌先发优势，酱油和醋有望勾勒第二、第三曲线；全国化布局线上线下齐发力，空白点较多，大有可为。预计公司2021-2023年实现营业收入19.2/23.8/28.9亿元，实现归母净利润2.3/3.9/5.0亿元，对应PE分别为83.4/49.1/38.3X。高成长和高天花板带来公司的估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：新渠道建设不及预期，原材料价格居高不下，需求恢复不及预期**

股票数据

总股本(百万股):	798.78
流通A股(百万股):	794.57
52周内股价区间(元):	16.66-41.42
总市值(百万元):	18,963.09
总资产(百万元):	2,306.13
每股净资产(元):	2.47

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,355	1,693	1,924	2,382	2,887
(+/-)YOY(%)	27.2%	25.0%	13.6%	23.8%	21.2%
净利润(百万元)	198	206	227	386	495
(+/-)YOY(%)	-17.4%	3.8%	10.5%	69.8%	28.1%
全面摊薄EPS(元)	0.43	0.31	0.28	0.48	0.62
毛利率(%)	46.2%	43.8%	42.2%	43.6%	44.8%
净资产收益率(%)	12.4%	10.8%	10.4%	15.7%	17.6%

资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

投资摘要

核心逻辑

竞争优势：零添加高质中价，深度绑定彰显品牌。一方面，公司零添加产品具备产品力优势，在不添加酵母抽提物的前提下，鲜度依然在竞品中领先，且定价适中，物美价廉彰显性价比，形成自然动销。另一方面，公司潜心零添加十余年，于红海中开拓蓝海，持续开展消费者培育，树立高端品牌形象，有望逐渐占领消费者心智，实现零添加概念与千禾品牌的深度绑定，品牌力化为核心竞争力。

成长驱动：品类发展乘赛道之风，渠道扩张大有可为。产品端：零添加酱油和食醋、料酒赛道高景气，三轮并驱拉动高增。酱油高端化趋势显现，零添加酱油价位处超高端，享受人均收入增长和财富累积下的超高端酱油扩容红利（CAGR 远超酱油全行业，测算静态空间百亿），并在远期对时下主流高鲜酱油产品形成替代。食醋、料酒赛道景气度亦较高，格局尚存优化空间，公司积极布局以打造第二、第三增长曲线。中期产能无虞，支撑三大品类持续高增。渠道端：线下精耕，挖掘空白市场，线上发力电商团购，多点开花。线下空白点较多，商超渠道存在县级市空白和中小商超以及连锁便利店空白，餐饮存在西南地区以外空白和中小餐饮空白，流通存在西南以外地区空白，启动招商后有望放量。线上势头强劲，电商业务运营得当、高速发展，市占率远高于线下，2021 年占比预计 18.2%；后续社区团购亦将发力，公司重视团购渠道，由电商部接手后增长可观，2022 年有望贡献增量，对标电商具想象空间。

估值和投资建议

短期来看，公司业绩弹性充足，存在超预期可能。收入端多点放量：2022 年线下商超、餐饮渠道稳步拓展，流通料将起量；线上电商持续高增，团购有望贡献增量；叠加疫情可控、需求回暖，向好势头佳。利润端修复反转：2022 年原材料价格有望见顶回落，配合公司小幅度提价，消费环境改善后高端产品重回增长快车道带来产品结构优化，多因共振带动毛利率上行，传导至利润将有明显提振；若广告费用缩减，弹性更高。

长期来看，公司深耕零添加，产品工艺领先、高质中价，深度绑定后品牌力逐渐显现，在零添加领域具备较强竞争优势。品类发展乘赛道之风，零添加酱油、食醋、料酒业务增速快、空间大；渠道扩张线上线下并举，多点开花、大有可为。我们看好公司长期成长性，预计公司 2021-2023 年实现营业收入 19.2/23.8/28.9 亿元，同比增长 13.6%/23.8%/21.2%，实现归母净利润 2.3/3.9/5.0 亿元，同比增长 10.5%/69.8%/28.1%，对应 EPS 分别为 0.28/0.48/0.62 元，对应 PE 分别为 83.4/49.1/38.3X。高成长和高天花板带来公司的估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。

与市场预期的差异之处

市场或担心零添加壁垒不足，海天等龙头入局零添加威胁千禾未来成长，带来公司估值体系重塑。且不论海天、中炬等同业龙头可否逾越千禾零添加工艺壁垒，公司小而美的发展路线实际与大公司错位竞争。对于大体量龙头而言，零添加赛道高增但是体量过小，目前主流酱油消费尚未从高鲜过渡至零添加阶段，将资源向零添加酱油过度倾斜，对于海天、中炬等公司而言投入效益比较为低下。

长期来看，千禾将逐渐实现零添加与品牌绑定，伴随全国化进程，品牌美誉度和知名度沉淀，在零添加赛道的品牌力、话语权将不断加深。当零添加时代真正来临时，龙头或将出现实质上的战略倾斜，但彼时千禾品牌已化身核心竞争力，“千禾=零添加”已深入人心，零添加产品也将有所升级迭代，无惧竞争。

而对于其他规模较小的公司而言，我们认为千禾具备先发优势，零添加产品工艺壁垒是存在且显著的，无论是添加剂的严格控制还是氨基酸态氮量的高度，甚至是规模生产的机器设备，均非新进入者能够轻易挑战乃至超越的；零添加品牌的树立亦非一蹴而就，公司深耕十年积淀的品牌美誉度和知名度难以复刻。综合来看，我们认为，公司中长期发展逻辑尚且稳固，短期不存在可见的生存危机。

股价的催化因素

新渠道开拓顺利；高端产品动销回暖；新品表现超预期。

主要风险

新渠道建设不及预期。以团购、流通为代表的新渠道后续发展尚为未知数，存在不达预期的风险。公司积极开拓新渠道，但在中高端定位基础上开拓团购，存在较大挑战；流通渠道虽有前车之鉴（西南等地区已有经验），复制仍有难度，且拳头产品中低端零添加为新品，实际动销有待考察。

原材料价格居高不下。自 2020 年下半年以来的原材料成本上升幅度较大，调味品行业利润承压，成本压力短期或难回落。

需求恢复不及预期。疫情影响为主导，一方面整体消费力疲软，另一方面餐饮端受损明显。若 2022 年疫情反复，需求恢复可能不及预期。

内容目录

投资摘要.....	2
核心逻辑.....	2
估值和投资建议.....	2
与市场预期的差异之处.....	2
股价的催化因素.....	3
主要风险.....	3
1. 千禾味业：独辟蹊径，零添加概念先行者.....	7
1.1. 历史沿革：川渝起家，转战调味.....	7
1.2. 股权结构：股权集中，激励到位.....	9
1.3. 业绩复盘：战略聚焦，发力破局.....	10
2. 锚定零添加，掘金高端蓝海.....	11
2.1. 围绕零添加，大矩阵逐步成型.....	11
2.2. 诠释零添加，产品力名副其实.....	14
2.2.1. 标准严苛，零添加高质中价.....	14
2.2.2. 战略复刻，高鲜美味且健康.....	16
2.3. 绑定零添加，品牌力日益彰显.....	17
3. 发力零售端，线上线下共振.....	18
3.1. 走出西南，布局全国商超.....	18
3.2. 高举高打，电商渐入佳境.....	19
4. 如何看待千禾的成长驱动？.....	21
4.1. 产品端：厉兵秣马，三箭齐发.....	21
4.1.1. 剖析空间，零添加酱油前景优.....	21
4.1.2. 甄选赛道，食醋与料酒曲线佳.....	23
4.1.3. 产能无虞，助力业务乘势扩张.....	25
4.2. 渠道端：双管齐下，多点开花.....	27
4.2.1. 线下渠道精耕，挖掘空白市场.....	27
4.2.2. 测算潜在市场，外埠增量可观.....	27
4.2.3. 线上业务精进，电商团购可期.....	29
5. 盈利预测与投资建议.....	31
5.1. 盈利预测.....	31
5.2. 估值与投资建议.....	32
6. 风险提示.....	33

图表目录

图 1: 千禾味业历史沿革	7
图 2: 千禾聚焦调味品, 优化业务结构 (主营业务收入拆分: %)	8
图 3: 千禾味业股权结构 (2021 年三季报)	9
图 4: 千禾味业营业收入及增速	11
图 5: 千禾味业归母净利润及增速	11
图 6: 千禾调味品产品矩阵 (天猫)	13
图 7: 千禾注明零添加不含酵母抽提物	15
图 8: 千禾零添加不含酵母抽提物, 含氮量依然领先	15
图 9: 高鲜 (生抽) 酱油氨基酸态氮梯度表	16
图 10: 主流高鲜酱油价位、氨基酸态氮、添加剂对比	17
图 11: CHnbrand2021 年酱油品牌联想度千禾排第二	18
图 12: 千禾三年两次更换包装, 突出“0”的标识	18
图 13: 千禾主营业务收入分地区占比 (2018-2020)	18
图 14: 千禾线上高速发展	20
图 15: 千禾线上收入占比持续提升	20
图 16: 阿里平台酱油行业市占率 (2021M1-10, 销售额口径)	20
图 17: 阿里平台食醋行业市占率 (2021M1-10, 销售额口径)	20
图 18: 千禾天猫旗舰店粉丝数 (万人) 占优, 体现更高消费者粘性	21
图 19: 2020 年酱油行业零售规模 874 亿元	22
图 20: 酱油行业呈现量价齐升的增长态势	22
图 21: 高端&超高端酱油市场规模 (亿元) 及增速	22
图 22: 酱油不同档次分布情况	22
图 23: 中国财富结构优化, 筑高超高端天花板	23
图 24: 日本酱油 88% 为“本酿造”的零添加酱油	23
图 25: 千禾味业食醋业务收入及增速	24
图 26: 千禾味业料酒业务收入及增速	24
图 27: 食醋和料酒占营收比重 (%) 逐渐上升	24
图 28: 食醋和料酒赛道优质, 具备发展空间	24
图 29: 2019 年食醋竞争格局 (出厂收入口径)	25
图 30: 2019 年料酒竞争格局 (出厂收入口径)	25
图 31: 千禾主要调味品产能扩张梳理 (产能单位: 万吨)	26

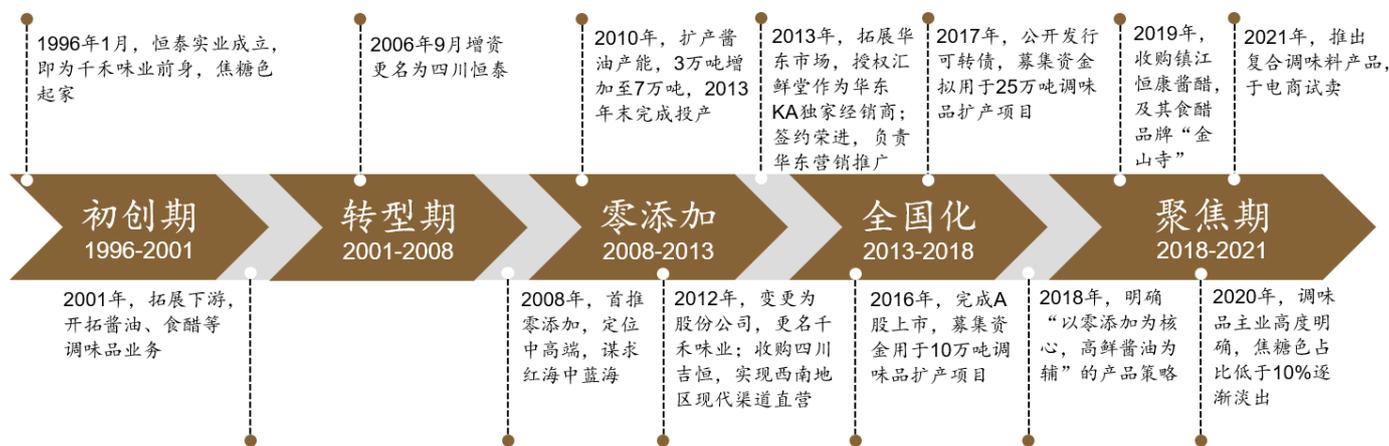
图 32: 千禾酱油、食醋产能利用率	26
图 33: 千禾酱油、食醋产销率.....	26
图 34: 测算 2020 年千禾分大区静态空间.....	28
图 35: 第一步测算, 得到 2012 年分省份农村人均调味品消费额	28
图 36: 第二步测算逻辑示意图.....	29
图 37: 测算 2021 年调味品在社区团购平台占比 4.18%, 2025 年或上升至 6.5%-9.7%.....	30
图 38: 千禾营收拆分及预测	32
表 1: 股权激励考核目标 (2017 年颁布)	10
表 2: 常见酱油食品添加剂	14
表 3: 可比公司估值表.....	33

1. 千禾味业：独辟蹊径，零添加概念先行者

1.1. 历史沿革：川渝起家，转战调味

千禾味业股份有限公司成立于 1996 年，地处东坡故里四川眉山。历经二十余载，公司发展成为国内调味品和食品添加剂双龙头，生产以酱油、食醋、料酒为主的调味品系列产品和以焦糖色为主的食品添加剂系列产品。近年来，千禾焦糖色业务占比逐渐下降，公司聚焦调味品，坚持以“匠心酿造中国味道”为使命，旨在将“千禾”打造成高品质健康调味品第一品牌。公司独辟蹊径，深耕零添加酿造发酵工艺，凭借“零添加”系列产品，实现差异化竞争，立足西南大本营，持续迈向全国化。

图 1：千禾味业历史沿革



资料来源：公司公告，德邦研究所

➤ 1996-2001：成立伊始，焦糖色起家。

1996 年 1 月，伍学明和伍超群先生共同出资，设立“恒泰实业”（全称“四川省恒泰食品添加剂实业有限责任公司”），即为千禾味业前身。自此，公司持续从事焦糖色等食品添加剂的研发、生产和销售，成为国内焦糖色主要生产企业。

➤ 2001-2008：延伸下游，切入调味品。

2001 年，公司向更具发展潜力的焦糖色下游拓展，开始从事酱油、食醋等调味品的研发、生产和销售。

2006 年，恒泰实业与四川千禾、品源生物三方签订《合并协议》，“恒泰实业”变更为“四川恒泰”，注销四川千禾、品源生物。其中，四川千禾系 2001 年 8 月成立的四川千和香（2003 年 3 月更名为“四川千禾”），主要生产销售调味品等；品源生物成立于 2004 年 1 月，业务涵盖饲料添加剂、食品加工机械、日化、五金、塑料等等。

➤ 2008-2013：首推零添加，扎根西南快速发展。

2008 年，公司率先推出零添加系列产品，定位中高端，挖掘零添加蓝海，谋

求差异化竞争。2012年2月收购四川吉恒，负责西南地区KA和主要地方连锁超市等现代渠道的销售。同年4月，公司进行股份制改革，由“恒泰实业”变更为“千禾味业”。截至2013年底，四川吉恒已完成与西南地区KA和主要地方连锁超市的合作。借助零添加，公司扎根西南市场，精耕细作，2014年已在川渝地区市占率名列前茅，积累较高的品牌知名度和美誉度。

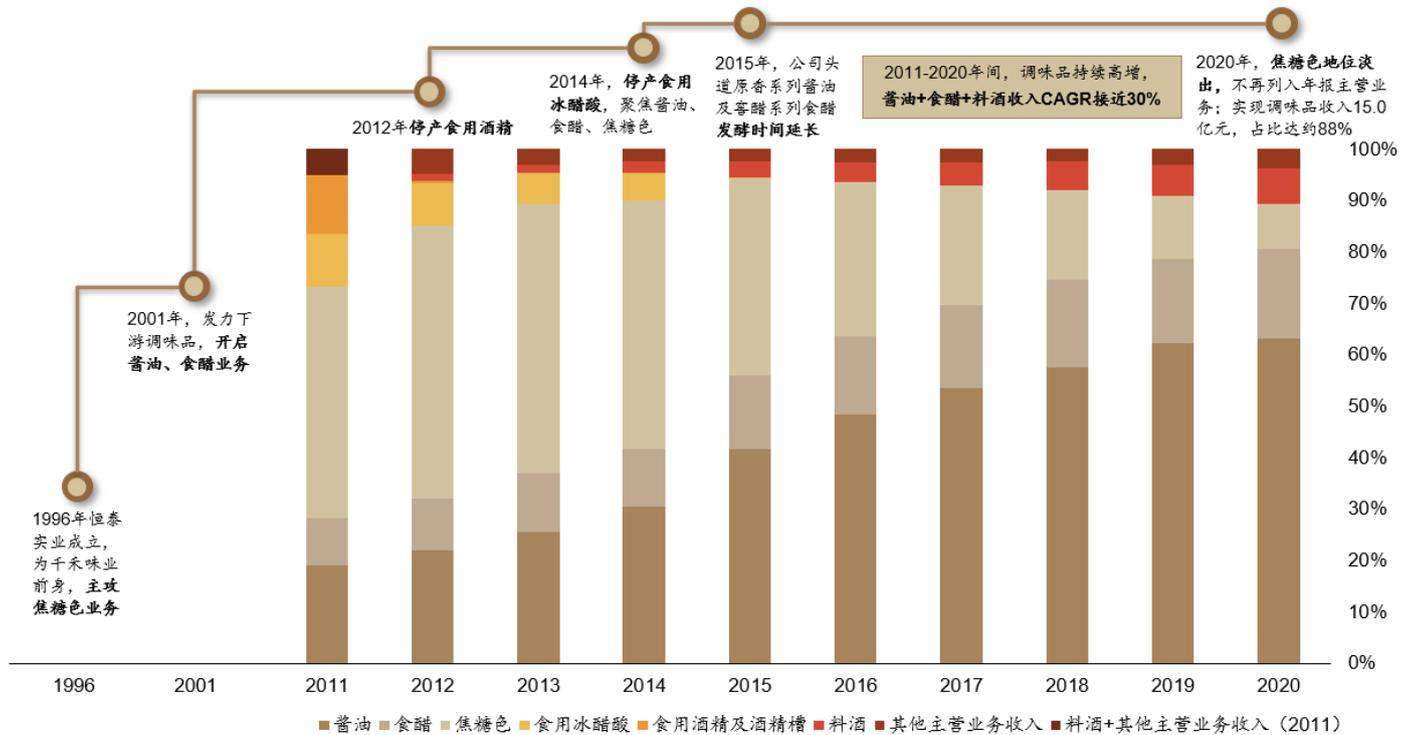
➤ **2013-2018：加速全国化，聚焦三大调味品类。**

2013年，公司川渝地区经销商发展趋于成熟，开始进军西南以外地区市场。下半年，公司发力华东市场，签约上海汇鲜堂食品销售有限公司，在华东地区KA和地方连锁超市独家经销“千禾”牌酱油、醋产品，同时通过上海荣进实业有限公司在华东市场进行推广和促销(汇鲜堂和荣进为同一控制下企业)。至2018年，华东市场收入已过亿，实现快速突破。

聚焦调味品，焦糖色业务占比逐渐下降。据2014年招股书申报稿，彼时公司为国内焦糖色主要生产厂家，焦糖色产品品质、着色效果在国内处于领先水平，所生产的酿造型焦糖色多用于酱油、醋、黄酒等酿造产品(以及少量双倍焦糖色，用于碳酸饮料等)，2013年前五大下游客户包括海天、李锦记和美味鲜。而2013年至2018年，以酱油、醋、料酒为主的调味品业务高速发展，公司焦糖色业务占比由52.2%下降至17.4%，酱油占比由25.5%提升至57.1%。

2016年，公司登陆A股，募集资金主要用于“年产10万吨酿造酱油、食醋生产线项目”，避免产能掣肘未来发展，为调味品发展壮大和全国化奠定基石。

图2：千禾聚焦调味品，优化业务结构（主营业务收入拆分：%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：公司公告中无2011年料酒与其他主营业务收入的拆分数据，因而合并处理。

➤ **2018-至今：战略聚焦零添加，高鲜为辅。**

战略升级, 高端旗帜鲜明。2018 年公司战略聚焦零添加, 同步拓展高鲜产品, 进一步明确“以零添加为核心, 高鲜酱油为辅”的产品策略。公司主打的窖醋和年份料酒系列产品亦均为零添加, 零添加品牌形象深入人心。

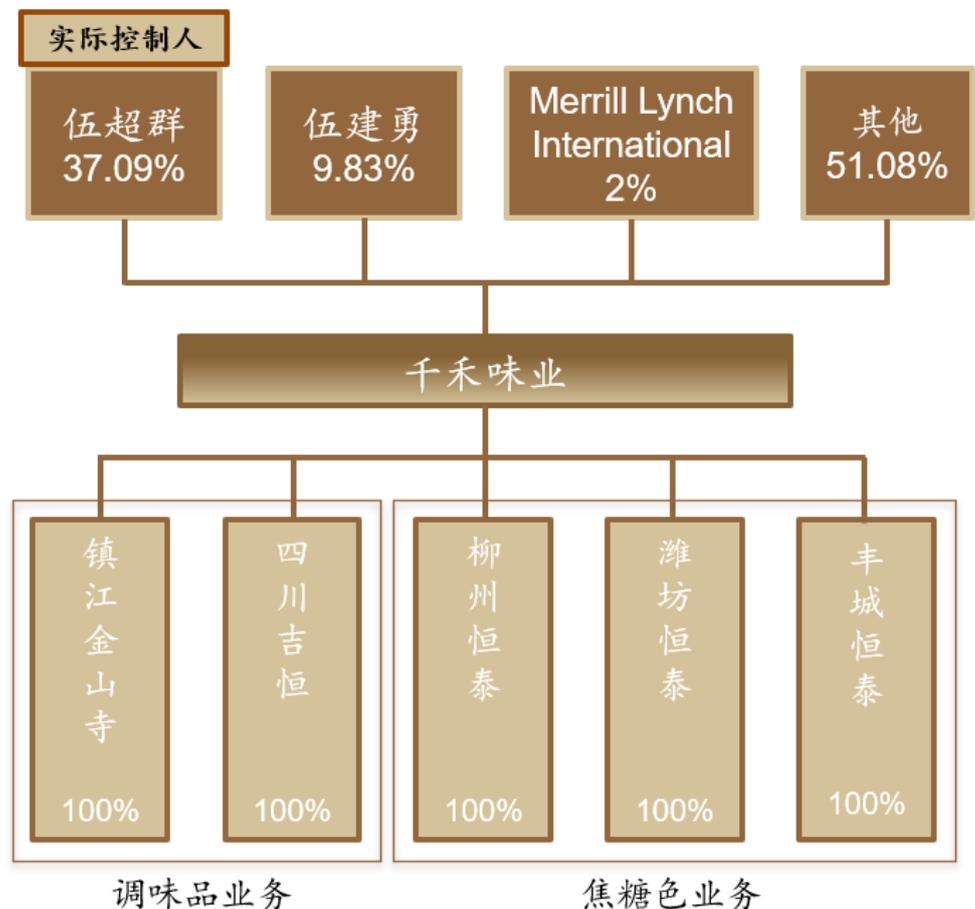
外延加码, 形成犄角之势。2019 年, 公司收购镇江恒康酱醋, 旨在打造华东地区生产基地, 与原有华东地区调味品市场布局相辅相成, 有利于加强华东市场精耕, 提升综合竞争力。

披沙拣金, 只取调味一瓢。2020 年, 千禾调味品业务维持高增, 公司年报主营业务收入中已不再单独披露焦糖色 (占比低于 10%)。从停产食用酒精、停产冰醋酸, 到如今焦糖色主业淡出, 公司已基本完成调味品业务转型, 2020 年调味品收入占营业收入约达 88%。

1.2. 股权结构: 股权集中, 激励到位

伍氏家族控股, 民营企业, 股权集中。创始人伍超群先生担任董事长兼总裁, 为公司实际控制人, 持有 37.09% 的股份; 伍建勇先生为第二大股东, 持股 9.83%; 伍学明先生为第十大股东, 持股 0.84%。其中, 伍超群与伍学明乃兄弟关系, 伍学明与伍建勇乃父子关系; 三人合计持有股份 47.13%, 占据绝对控股地位, 主导公司经营决策。

图 3: 千禾味业股权结构 (2021 年三季度)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

推行股权激励，助力长期发展。2017 年公司推行限制性股票激励计划，对包括董事、高管、中层管理人员及核心骨干在内的 111 名员工授予 630 万股限制性股票，业绩考核目标以 2016 年为基准，2017-2020 营业收入增长率不低于 20%/40%/70%/100%，或净利润增长率不低于 50%/80%/150%/220%。通过股权激励绑定核心业务人员与公司长期利益，有望提升员工积极性，助力公司发展。目前来看，公司已顺利达成 17-20 年四年四期业绩考核目标。其中 2017、2019、2020 年收入考核达标，2017、2018 年净利润考核达标。

表 1：股权激励考核目标（2017 年颁布）

	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入					
较 2016 增长目标		20%	40%	70%	100%
营业收入	7.71	9.48	10.65	13.55	16.93
较 2016 年实际增长		23%	38%	76%	120%
收入达标情况		是	否	是	是
净利润					
较 2016 增长目标		50%	80%	150%	220%
扣非归母净利润	0.88	1.30	1.55	1.83	2.01
较 2016 年实际增长		50.1%	91%	114%	131%
利润达标情况		是	是	否	否
考核完成情况					
业绩考核达标		是	是	是	是

资料来源：公司公告，德邦研究所

*：根据股权激励计划草案，“净利润”指扣非归母净利润，并需剔除本激励计划股份支付费用影响。本表扣非归母净利润绝对值并未剔除股份支付费用影响，但较 2016 年实际增长的计算则剔除了股份支付费用影响，可直接对比增长目标

1.3. 业绩复盘：战略聚焦，发力破局

➤ 2011-2015 年正值业务变革，切换调味品为战略重心。

焦糖色收缩，部分业务关停，短期拖累业绩增速。2011-2015 年，公司业绩平平，营业收入 CAGR 仅 5.5%，归母净利润 CAGR 仅 9.0%，整体呈现低速发展。分品类来看，可初见端倪。2011-2015 年酱油/食醋/焦糖色业务 CAGR 分别为 28.1%/18.7%/1.3%，食醋、酱为代表的调味品业务高速发展，且产品结构优化，“头道原香”酱油系列和窖醋系列等中高端产品销售比重逐渐加大。焦糖色业务有所萎缩，2011-2013 年间，凭借多年市场耕耘所积累的先发优势，公司焦糖色业务健康增长；但 2014 和 2015 年，受主要客户采购量减少，焦糖色收入出现下滑，2014 年焦糖色业务比重 48.2%，2015 年增速-24.5%，比重降至 38.0%。此外，部分小业务关停亦业绩起到负面影响，2011 年占比营收 11.2%的食用酒精及酒精槽业务于 2012 年初关停，2011 年占比营收 10.4%的食用冰醋酸产品 2014 年末停产。

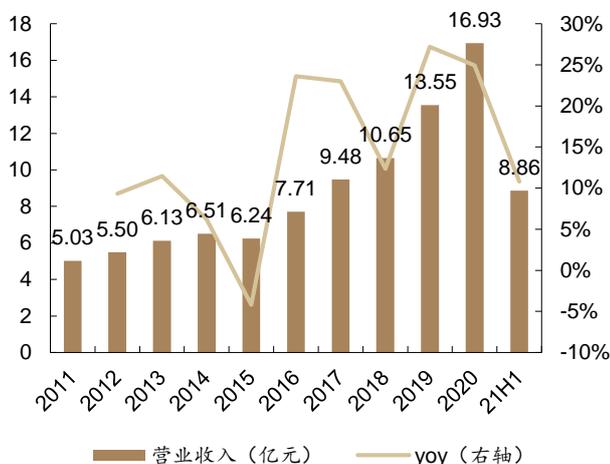
专注主业，力求调味品破局。淘汰落后产能食用酒精生产线和停止生产食用冰醋酸后，公司更专注于焦糖色和调味品两项主业。其中，焦糖色行业逐渐衰退，一方面，部分下游企业自行布局产能，另一方面，产品升级后焦糖色需求下降；反观调味品行业，需求广阔、前景十足。公司以“打造中国高品质健康酱油第一品牌”为首要目标，把握高端化契机，力图从酱油、食醋业务出发，沿差异化路线破局；同时谋求上市，募集资金以扩大产能。

► 2015-2020 年聚焦调味品持续发力，带动业绩高增。

焦糖色缓慢收缩，调味品势头不减。伴随 2016 年上市，公司近年发展迅速，2015-2020 年收入 CAGR 达 22.1%，归母净利润 CAGR 达 25.3%。分品类来看，2015-2020 年酱油/食醋/焦糖色业务 CAGR 分别为 32.5%/26.6%/-9.2%，战略倾斜下，焦糖色有一定下滑，而调味品则欣欣向荣，持续拉动业绩增长。

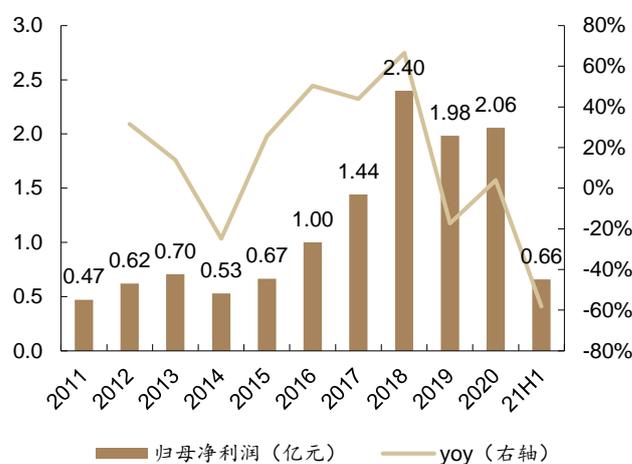
2018 年收入增速洼地，乃高基数叠加焦糖色拖累所致；同期归母净利润增速顶峰，主因非经常性损益较高。公司 2018 年收入增速明显放缓，主要系 2017 年 4 月 1 日公司全线产品提价 8%，经销商有所囤货后奠定业绩高基数，2018 年酱油、食醋增速明显放缓；同时焦糖色业务加速下滑，同比下降 15.5%，进一步拖累收入增长。2018 年归母净利润增速近年最高，主要系当年转让全资子公司股权获取超过 8000 万无形资产处置收益，计入非经常性损益。

图 4：千禾味业营业收入及增速



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：千禾味业归母净利润及增速



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 锚定零添加，掘金高端蓝海

2.1. 围绕零添加，大矩阵逐步成型

公司聚焦调味品，涉及调味品品类包括酱油、食醋、料酒、蚝油、芝麻香油、复合调味料等；以酱油、食醋、料酒三大品类为基石，零添加为核心，纵向拓展 SKU、拉伸价格带，横向尝试切入新赛道。其中，酱油包括零添加系列、高鲜系列、有机系列、东坡红系列等，食醋包括窖醋系列、有机系列、食醋系列、香醋系列等，料酒包括年份系列等。公司 2021 年推出复合调味料于线上售卖，包括鱼香肉丝、糖醋排骨、麻婆豆腐等调料酱汁，走小包装路线主打家用场景。

酱油为主，拓宽价格带。品类上来看，矩阵以酱油为主导，食醋、料酒为辅。根据公司公告，2020 年酱油业务体量已达 10.5 亿元，占营业收入 62.2%，为核心业务。酱油 SKU 数量亦更多，从经典大单品头道原香出发，向上布局有机，向下布局高鲜等，价格带有所拉长。头道原香 180/280/380 天零售指导价分别为 16.8/22.8/29.8 元（每 500ml），基本覆盖 15-30 元价格带，180 天为主力大单品。高鲜酱油补位 10-15 元（每 500ml）价格带，辅助零添加产品进行市场推广，弥

补全国化扩张时零添加价位较高的缺陷，满足不同消费人群的需求，2020 年占比接近 20%，2021Q1-3 相对零添加具备更好的增速表现。有机酱油重塑高端天花板，有机酱油和天元有机分别于天猫旗舰店标价 49.8/298 元（每 500ml），天元有机礼盒更是以“酱油+食醋”组成 598 元高价，彰显品牌高度。其余酱油产品以中低端为主，主要分布在西南地区的流通、餐饮等渠道。

零添加为基，占据半壁江山。除部分策略性补位的高鲜、餐饮等酱油产品为非零添加外，其他酱油产品（包括有机）均为零添加，零添加价位明显更高。根据天猫旗舰店陈列情况，食醋、料酒产品也已具备一定 SKU 规模，线上产品均为零添加，非零添加产品则主要在线下售卖。近年来，千禾的零添加产品收入占调味品整体比重逾 50%；其中，酱油零添加占比接近 50%，食醋和料酒则更高。

图 6: 千禾调味品产品矩阵 (天猫)

系列	代表产品	单品示例	氨基酸态氮 (g/100ml)	是否零添加	备注
零添加系列 (180/280/380)	头道原香 (180/280/380天)	头道原香180/280/380 御藏本酿180/380	180天≥1.1【1.0】 280天≥1.2【1.1】 380天≥1.2	是	线下渠道为主; 180天产品配料更新, 不含非转基因脱脂大豆
	御藏本酿 (180/380天)	500ml规格: 17.8/23.9/28.8元 17.8/28.8元	180天≥1.1 380天≥1.2		线上渠道为主; 180天产品配料含有非转基因黄豆和非转基因脱脂大豆
高鲜系列	鼎鼎鲜	鼎鼎鲜 135高鲜 味极鲜 一品鲜	≥1.35	否	零添加是公司战略产品, 高鲜酱油是阶段性策略性产品; 西南以外地区销售高鲜135、鼎鼎鲜、味极鲜等高鲜酱油, 完善品类布局
	135高鲜		≥1.35		
	味极鲜		≥1.2		
	一品鲜	15~17元 500ml 14.8元 500ml 13.8元 500ml 19.8元 1L	≥1.2		
有机系列	有机	有机 天元有机	≥1.2	是	配料仅含水、有机黄豆、有机小麦、食用盐 (不加碘)
	天元有机	49.8元 500ml 298元 516ml	≥1.2		礼盒装; 配料仅含水、有机黑豆、有机黑小麦、食用盐 (不加碘)
东坡红系列	东坡红	东坡红 纯酿红烧	≥0.9	否	2018年9月针对餐饮推出; 配料含有谷氨酸钠、焦糖色
	纯酿红烧	17.8元 500ml 19.8元 500ml	≥1.0【0.8】		含有白砂糖、红糖
其他	春曲原酿	春曲原酿 素面鲜&凉拌鲜	≥1.1	是	保质期18个月, 偏短 (零添加系列均为24个月)
	素面鲜&凉拌鲜	17.8元 500ml 9.8元 500ml	≥0.8	否	-
系列	代表产品	单品示例	总酸含量 (g/100ml)	是否零添加	备注
零醋系列	零醋 (3/5/6/10年)	3年 5年 6年 10年	3年≥5.00 5年≥6.00 6年≥6.00 10年≥6.00	是	大米、玉米、高粱、小麦、荞麦
		11.8元 500ml 15.8元 500ml 22.8元 500ml 29.8元 500ml			
有机系列	有机	有机 天元有机	≥6.00	是	配料仅含水、有机糙米、有机小麦、有机燕麦、食用盐 (不加碘)
	天元有机	49.8元 500ml 298元 516ml	≥6.00		礼盒装; 配料与有机相同
白醋系列	千禾白醋	千禾白醋 糯米白醋 9° 糯米白醋	≥5.00	是	配料: 水、大米、白砂糖
	糯米白醋		≥5.00		配料: 水、糯米、大米、白砂糖
	9度糯米醋	7.8元 500ml 9.8元 500ml 11.8元 500ml 13.8元 500ml	≥9.00		配料: 水、糯米、大米、白砂糖
	柠檬醋		≥5.00		配料: 水、大米、白砂糖、柠檬
香醋系列	糯米香醋	糯米香醋 姜蒜香醋	≥5.00	是	配料: 水、糯米、大米、麦麸、白砂糖、食用盐
	姜蒜香醋	11.8元 500ml 11.8元 500ml	≥5.00		配料含大蒜、生姜
系列	代表产品	单品示例	酒精度 (vol)	是否零添加	备注
年份系列	年份料酒 (3/6年)	3年份 6年份	12°	是	米酒 (水、糯米、大米), 3年/6年陈酿米酒
		11.8元 500ml 11.8元 500ml	12°		
其他系列	葱姜料酒	葱姜料酒 烹调料酒 五香料酒 糯米料酒	10°	是	水、大米、葱、生姜、食用盐
	烹调料酒		10°		水、大米、糯米、食用盐、香辛料
	五香料酒	9.8元 500ml 9.8元 500ml 9.8元 500ml 10.8元 500ml	10°		水、大米、食用盐、香辛料
	糯米料酒		12°		水、大米、糯米、食用盐、香辛料

资料来源: 天猫 (包括千禾天猫旗舰店等), 公司公告, 德邦研究所

注: 【】内表示配料调整 (非转基因脱脂大豆改为非转基因黄豆) 等因素变化后的氨基酸态氮量; 为保持可比, 产品价格一律选取天猫旗舰店的实时标价, 非划线价、不考虑促销、不考虑券减免, 价格摘录时间为 2021 年 11 月; 高鲜酱油系列等部分产品千禾天猫旗舰店并未上架售卖, 选取其他天猫店铺补充, 价格仅供参考; 线上仅为部分产品, 例如高鲜老抽酱油、非零添加食醋、非零添加料酒均未陈列, 线下渠道可见。

2.2. 诠释零添加，产品力名副其实

2.2.1. 标准严苛，零添加高质中价

零添加内涵：对于酱油而言，零添加的概念仍较为模糊。根据千禾投资者问答及行业各酱油产品配料表，零添加主要含义在于**不添加味精、增味剂、甜味剂、着色剂、防腐剂、香精香料等**。根据各种不同酱油产品的配料表，可大致总结常见的各项酱油食品添加剂。

表 2：常见酱油食品添加剂

零添加概念	配料表常见添加物质
味精	*谷氨酸钠
增味剂	呈味核苷酸二钠、肌苷酸二钠
甜味剂	*果葡糖浆、三氯蔗糖（蔗糖素）、甘草酸三钾
着色剂	焦糖色
防腐剂	苯甲酸钠、山梨酸钾
香精香料	食用香料

资料来源：国家食品安全标准，各品牌天猫旗舰店，德邦研究所

*注：根据国家食品安全标准（GB 2760-2014），谷氨酸钠属于增味剂，而果葡糖浆并非食品添加剂。本表分类根据零添加宣传语和产品配料表整理，或存在争议，特注明。

零添加酱油：更高标准，不采用酵母抽提物。对比发现，市面上的其他零添加酱油多有出现酵母抽提物，包括海天零添加、厨邦纯酿酱油、李锦记零添加醇味鲜等。严格来说，根据国家食品安全标准（GB 2760-2014 及 GB/T 23530-2009），酵母抽提物并不算食品添加剂，归为食品配料；酵母抽提物作为食品增鲜剂，在酱油、鸡精、复调中有广泛应用。但对于部分消费者而言，酵母抽提物或仍被视为化学物质，千禾摒弃酵母抽提物的抉择，将进一步消除消费者对添加剂的顾虑。

告别增鲜剂，含氮量依然拔群。考虑到氨基酸态氮为衡量酱油鲜味的重要指标，而酵母抽提物对于氨基酸态氮含量有较大提振作用，千禾零添加 180 天在没有酵母抽提物的前提下达到 1.0g/100ml 的氨基酸态氮高度，体现出了更强的产品性能。千禾天猫旗舰店的产品宣传中更是明确指出零添加酱油产品不添加酵母抽提物，零添加配料表中只含有常见原材料（黄豆、小麦、水、食用盐、白砂糖等）。采用常见原料自然发酵，原汁原味、原酿原香，千禾定义了更具含金量的零添加。

定价显现性价比，高质中价为畅销密码。横向对比竞品所处的价位，据天猫旗舰店 2021 年 12 月 30 日数据，每 500ml 千禾零添加 180 天/海天老字号零添加/厨邦零添加纯酿/李锦记零添加醇味鲜定价分别为每 17.3/18.7/19.5/20.0 元（按 500ml*2 瓶的售价折算），其氨基酸态氮含量分别为 1.0/1.0/0.8/0.9（g/100ml）。由此可见，千禾零添加味道更鲜，且不添加酵母抽提物的同时，定价却更低，彰显性价比。看似微小的产品差异，体现出千禾过硬的零添加工艺，细究之下产品力领先同行，零添加具备强竞争力。

图 7：千禾注明零添加不含酵母抽提物



资料来源：各品牌天猫旗舰店，德邦研究所

图 8：千禾零添加不含酵母抽提物，含氮量依然领先

	<p>千禾零添加头道原香180天</p> <p>头道原香 一丝不苟</p> <p>产品名称：千禾零添加酱油180天 质量等级：特级 产品类别：高盐稀态发酵酱油</p> <p>24 保质期 (个月)</p> <p>氨基酸态氮：大于或等于1.0g/100ml</p> <p>产品配料：水、非转基因黄豆、小麦、食用盐（未加碘）、白砂糖</p> <p>贮存条件：阴凉、干燥、通风，使用后盖紧瓶盖，冷藏更佳 食品生产许可证编号:SC20151140250015 ·本酿造产品如有少量沉淀不影响食用 ·直接佐餐食用</p>		<p>海天零添加</p> <p>宝贝信息：</p> <p>【产品名称】：海天老字号零添加酱油 【规格】：480ml 【保质期】：18个月 【配料】：水，非转基因黄豆，小麦，食用盐，白砂糖，酵母抽提物 【储藏方法】：请贮藏于阴凉干燥处，开启后请冷藏 【氨基酸态氮】≥1.0g/100ml</p>
	<p>厨邦纯酿</p> <p>品 牌：厨邦 产品名称：纯酿酱油 规 格：500ml 保 质 期：18个月 产 地：广东省</p> <p>产品标准号：GB/T 18186 高盐稀态</p> <p>氨基酸态氮：≥0.80g/100ml</p> <p>质量等级：特级 生产日期：请见瓶盖或标签</p> <p>产品配料表：水、非转基因脱脂大豆、小麦、食用盐、白砂糖、酵母提取物</p>		<p>李锦记零添加醇味鲜</p> <p>【品 名】：李锦记零添加醇味鲜特级酿造酱油 【配 料】：水、非转基因脱脂大豆、食用盐、小麦、酵母提取物 【质量等级】：特级 【保质期】：18个月 【产品规格】：500ml/瓶 【贮存条件】：存放于阴凉干爽处、使用后请即盖好并冷藏存放 【用 法】：佐餐和烹调，蘸点、凉拌、炒</p> <p>【氨基酸态氮】≥0.90g/100ml</p>

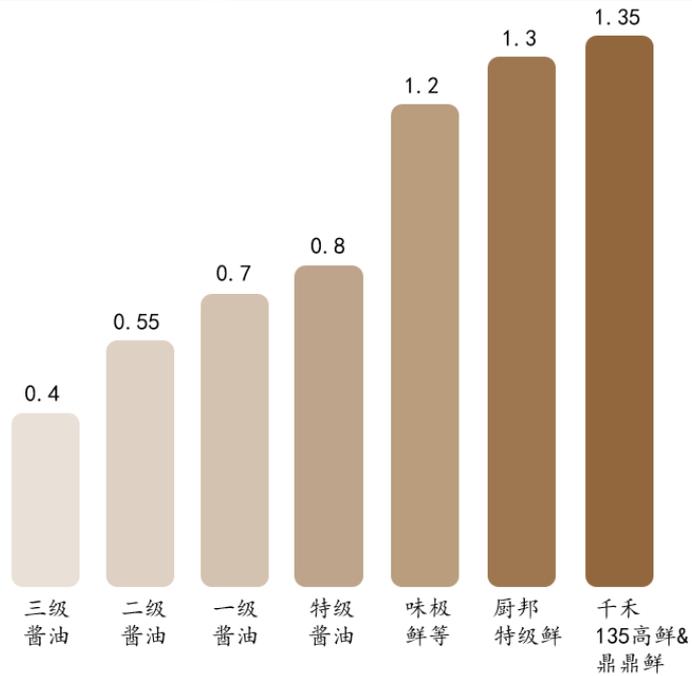
资料来源：各品牌天猫旗舰店，德邦研究所

2.2.2. 战略复刻，高鲜美味且健康

高鲜酱油：战略复刻，合理定价+极致鲜度+添加剂品种少，竞争力强。以高鲜生抽酱油为例，千禾高鲜酱油虽为策略性补位产品，但鲜度高（尤其 135 高鲜、鼎鼎鲜），且价格区间合理（尚低于海天 365 高鲜），亦具强竞争力。海天增鲜剂与千禾相仿，鲜度仅达 1.2g/100ml 氨基酸态氮含量；厨邦 180 天晒制，生产周期与千禾相近，厨邦特级鲜产品已达 1.3g/100ml 氨基酸态氮含量，但较千禾 135 高鲜和鼎鼎鲜的 1.35g/100ml 含量尚有差距。添加剂角度来看，千禾高鲜酱油加入增鲜剂（指味精及其他能够提鲜的增味剂，包括呈味核苷酸二钠、肌苷酸二钠等）和甜味剂，但不含着色剂和防腐剂，横向对比下添加剂品种较少。

美味+健康，构筑千禾产品壁垒，创造溢价空间。高鲜与零添加共同反映出千禾独特的产品优势：酱油产品鲜味十足（美味），且添加剂品种较少（健康）。高产品性能辅以合理定价，性价比凸显。

图 9：高鲜（生抽）酱油氨基酸态氮梯度表



资料来源：国家酿造酱油标准，各品牌天猫旗舰店，德邦研究所

图 10：主流高鲜酱油价位、氨基酸态氮、添加剂对比

品牌	产品	单价 (元/500ml)	氨基酸态氮含量 (g/100ml)	增鲜剂 (味精及其他增味剂)	其他添加物 (非常见原料)
千禾	味极鲜	13.8	≥1.2	谷氨酸钠、酵母抽提物、 呈味核苷酸二钠、肌苷酸二钠	三氯蔗糖
	135高鲜	14.8	≥1.35	谷氨酸钠、酵母抽提物、 呈味核苷酸二钠、肌苷酸二钠	三氯蔗糖
	鼎鼎鲜	16	≥1.35	谷氨酸钠、酵母抽提物、 呈味核苷酸二钠、肌苷酸二钠	三氯蔗糖
海天	味极鲜	9.9	≥1.2	谷氨酸钠、酵母抽提物、 呈味核苷酸二钠、肌苷酸二钠	苯甲酸钠、三氯蔗糖
	365高鲜	17	≥1.2	谷氨酸钠、酵母抽提物、 呈味核苷酸二钠、肌苷酸二钠	三氯蔗糖
厨邦	味极鲜	11.1	≥1.2	谷氨酸钠、酵母抽提物、 呈味核苷酸二钠	山梨酸钾、蔗糖素（三氯蔗糖）、 甘草酸三钾、果葡糖浆、焦糖色、 食用香料
	特级鲜	13.3	≥1.3	谷氨酸钠、酵母抽提物、 呈味核苷酸二钠	山梨酸钾、蔗糖素（三氯蔗糖）、 甘草酸三钾、果葡糖浆、焦糖色、 食用香料
李锦记	味极鲜	9	≥1.2	谷氨酸钠、呈味核苷酸二钠	果葡糖浆、焦糖色
	天成一味 特级鲜	11.9	≥1.2	谷氨酸钠、呈味核苷酸二钠	焦糖色

资料来源：天猫（包括各品牌天猫旗舰店等），德邦研究所

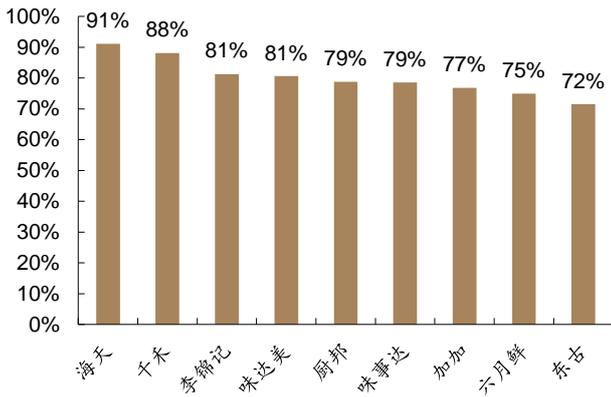
注：部分单价数据为大规格包装计算而得，且非品牌旗舰店所售，或有促销、甩货等，仅供参考

2.3. 绑定零添加，品牌力日益彰显

十余年潜心零添加，深度绑定塑造形象。公司自 2001 年开始发力下游，以酱油和醋为主，进军调味品行业。在 2008 年之前，公司拥有较多中低端产品；自 2008 年推出零添加产品后，围绕零添加深耕市场，于红海之中寻求蓝海，进行消费者教育的同时树立鲜明的品牌形象，提前占位高端酱油市场。历经十余年深耕，公司酱油、食醋、料酒产品中零添加占比均已达到较高水平；凭借与零添加之间的深度绑定，公司逐渐占领消费者心智，塑造“千禾=零添加”的品牌印象。根据 Chnbrand 发布的 2021 年中国酱油品牌联想度（越高说明消费者越容易把酱油与该相关品牌进行挂钩）指标来看，千禾品牌联想度仅次于海天，说明消费者对于千禾已较为熟悉，千禾作为酱油品牌具备较高知名度。

三年内三个包装，贯彻零添加初心。酱油的包装造型在很大程度上影响着人们对于品牌的定位和印象，千禾不断更迭包装，试图聚焦于“零添加”概念。从 2018-2020 年的两次更新换代来看，包装样式愈发突出和强化“零添加”。2019 年在包装上突出了零添加字样，并对零添加本身进行了文字诠释，有助于实现消费者教育，培育蓝海市场；2020 年的包装则去掉了关于 0 的解释，返璞归真，突出 0 本身，黄黑色的经典配色则得到延续。我们认为，这样的设计简化要素、突出重点，使产品陈列更为醒目的同时，有利于构建千禾与“零添加”的关联度。

图 11: CHnbrand2021 年酱油品牌联想度千禾排第二



资料来源: CHnbrand, 德邦研究所

图 12: 千禾三年两次更换包装, 突出“0”的标识



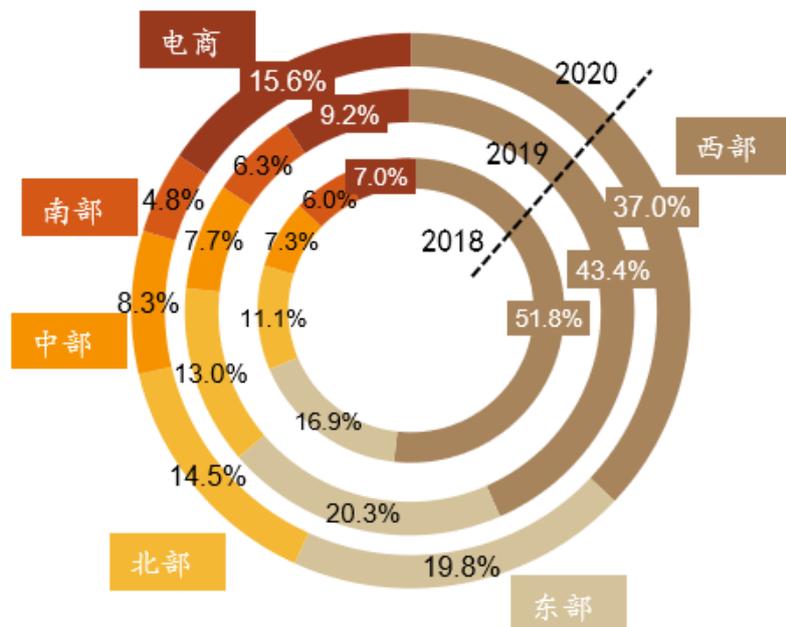
资料来源: 公司官网, 德邦研究所

3. 发力零售端, 线上线下共振

3.1. 走出西南, 布局全国商超

地区收入更分散, 全国化进行时。通过分地区主营业务拆分, 可见 2018-2020 年公司西部地区收入占比显著下降 (公司报表口径西部地区含直营电商收入, 特作拆分, 排除电商影响), 对应东部、北部、中部地区有不同程度上升。其中, 南部地区 2020 年占比有所下滑, 主要是南部区域主要客户结算方式改变, 影响到收入和毛利率 (收入 yoy-6.29%, 毛利率 yoy-10.5pct); 东部区域 2020 年收入占比有所下滑, 系东部市场 KA 开发较早, 布局已较为成熟, 占比逐渐趋稳; 北部、中部地区增速亮眼, 2020 年 yoy 分别+38.8%/+33.13%, 占比上升。整体来看, 公司收入地区分布上更为分散, 全国化有序进行中。

图 13: 千禾主营业务收入分地区占比 (2018-2020)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

注: 西部地区包括直营的电商收入, 已剔除电商, 可能仍与真实情况存在差异;

2019 年地区划分由原 2018 年八大区变更为西部/东部/北部/中部/南部五大区, 本图 2018 年数据根据 2019 年增速反算

西南地区全渠道、全品类，零售端为主渠道。公司在西南地区实现全渠道、全品类运营，渠道涵盖商超、流通、餐饮，产品囊括酱油、食醋、料酒及零添加、非零添加，而外埠市场以开拓商超渠道为主。整体渠道分布以 C 端为主，2019 年占收入比重超过 90%。

商超：向外开拓华东见效，复制策略华北起量。2012 年 2 月，公司收购四川吉恒后，西南地区现代渠道由公司直营，四川吉恒负责西南地区的 KA 超市、主要地方连锁超市等现代渠道的销售，其他地区商超渠道则通过经销商经销。

2013 年公司与上海汇鲜堂签约十年期合作，由其独家负责华东地区（上海、江苏、浙江、安徽）商超渠道经销，成效显著。2014 年汇鲜堂成为公司调味品销售第一大客户，2013-2016 年华东地区收入 CAGR 达 25.0%，成功将华东地区打造为外埠市场首个战略根据地。2020 年报表来看，东部市场（与华东有所不同）已为西部市场之外的第二大市场。

借鉴华东地区成功经验，公司于 2015 年 12 月开始开拓北京市场，进军华北，2016/2017 年华北地区高增。目前京津地区布局基本完成，2020 年报表来看，北部市场（与华北有所不同）为西部、东部市场之外的第三大市场。

餐饮：西南地区为主，经销直供结合。2016 年 3 月开始建立餐饮渠道独立团队，以独立产品开发独立渠道，餐饮经销和餐饮直供并存；2017 年通过直供，与北京西贝、眉州东坡、姐弟俩等品牌餐饮连锁企业取得合作；2018 年 7 月调整营销组织架构，下设餐饮事业部、零售事业部、品牌部、综合服务部，其中餐饮事业部为新设立，意在增强餐饮队伍建设，加大餐饮渠道推广力度，开拓华北、华中、华南餐饮市场，并于同年 9 月推出餐饮渠道产品千禾东坡红。2020 年餐饮收入 1.05 亿，同比增长 40%，占调味品收入 7%；鉴于千禾对零添加中高端的定位，餐饮端或非时下战略重点，但仍保持稳定投入和快速增长。

3.2. 高举高打，电商渐入佳境

调味品走线上天生易“水土不服”，销售占比较低。据欧睿数据，2020 年调味品电商渠道占比 6.1%；据国家统计局数据，2020 年实物商品网上零售额占社会消费品零售总额约 25%，相比之下调味品电商渗透率上升缓慢。以酱油为例，2020 年淘系平台酱油行业销售额 9.5 亿元，而 2020 年酱油零售额 874 亿，淘系平台销售占 C 端仅 1.1%。我们认为，电商渠道与 KA 渠道同样面对家庭消费需求，但在渠道特性和打法上差异较大，酱油在电商难以发展的原因可能包括：

(1) 承担获客成本，但孵化复购较难，需培育消费者粘性。由于购买间隔长，C 端酱油消费者专业性不足、忠诚度较低、易被折扣所吸引，线上付诸成本获客后留存难度较大，不利于销量稳定增长；

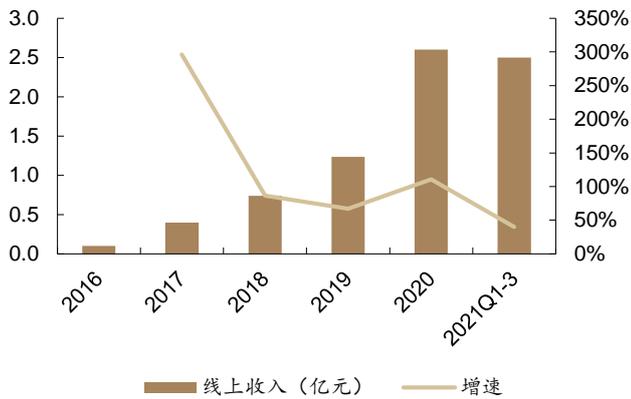
(2) 酱油附加值低，电商渠道利润低。酱油多以玻璃瓶包装，部分大容量以 PET 包装，产品运费高且有运输损耗，叠加电商促销推广时的费投，导致净利润率较低；

(3) 线下购买方便，线上购买消费习惯尚未形成，难以薄利多销。酱油的购买频率低于消费者前往线下商超和农贸市场的频率，且目前线上消费者画像偏年轻化，与酱油消费主体并不符合，消费者直接从线下终端进行购买为主流消费习惯，线上走量空间有限；

(4) 地方性品牌居多，线下销售局限于区域，难以全国化推广。酱油市场格局分散，地方性品牌较多，全国知名品牌较少。对于地方性品牌而言，品牌力不足、口味差异化的情况下电商渠道越发难以获客，线下布局投入效率更高。

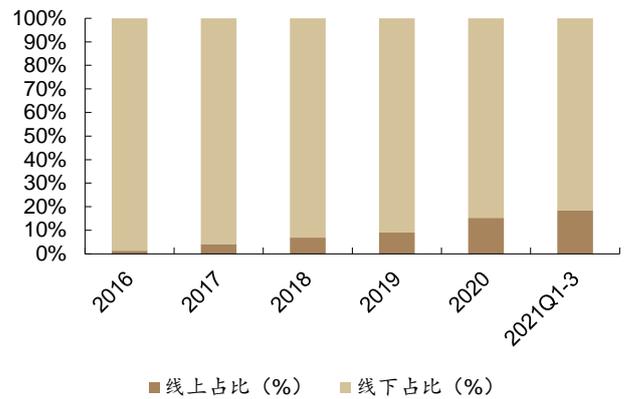
高端定位+资源倾斜+粘性培育，电商之路水到渠成。相比于其他酱油品牌，千禾更加适应电商渠道，主要因产品毛利率本身较高，覆盖履约成本后仍旧利润可观，同时偏中高端的产品定位能更好迎合天猫、京东线上年轻消费者的品质需求。针对线上渠道，千禾于2015年11月专门成立电商部进行运营，采取高举高打策略，主打零添加，实现了电商渠道的高速发展。天猫旗舰店并未售卖高鲜酱油，主要为零添加酱油产品，并推出差异化产品如御藏本酿、春曲原酿等，与线下渠道产品相互区隔；除酱油之外，食醋与料酒亦有陈列销售，均为零添加。

图 14：千禾线上高速发展



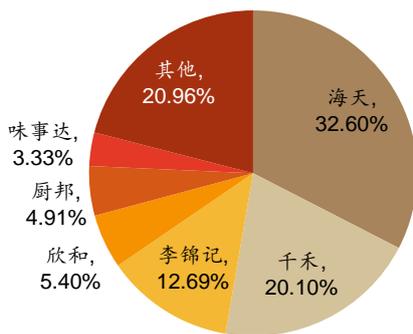
资料来源：渠道跟踪，公司年报，德邦研究所

图 15：千禾线上收入占比持续提升



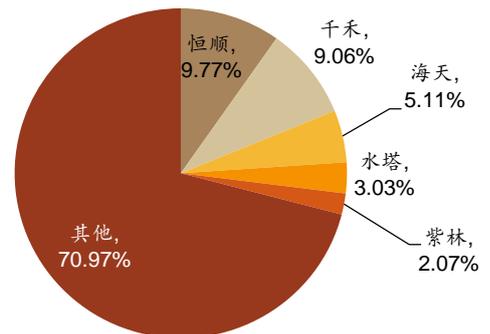
资料来源：渠道跟踪，公司年报，德邦研究所

图 16：阿里平台酱油行业市占率（2021M1-10，销售额口径）



资料来源：淘数据，德邦研究所

图 17：阿里平台食醋行业市占率（2021M1-10，销售额口径）

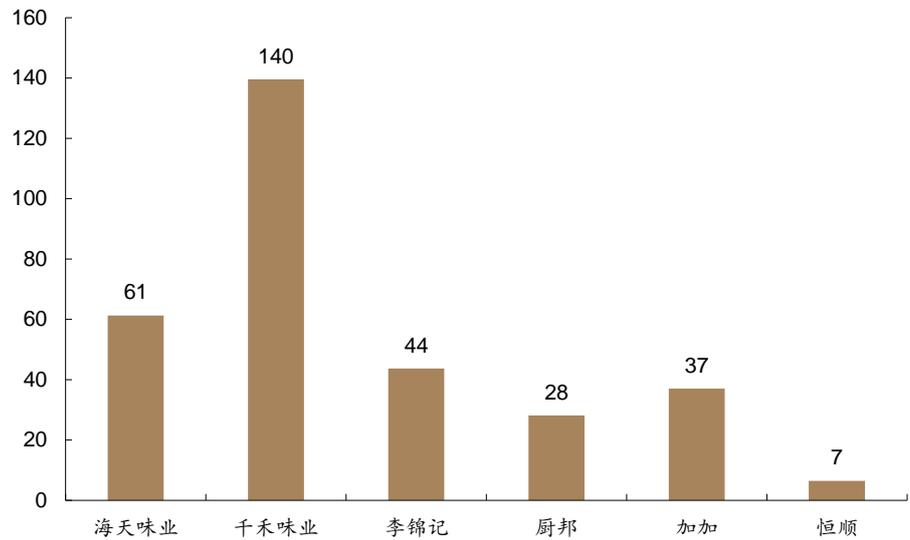


资料来源：淘数据，德邦研究所

电商高速增长，线上格局优化。结合渠道跟踪，公司2016年电商收入仅1000万元，至2020年规模已达2.6亿元；2021年前三季度收入已达2.5亿元，同比增长约40%，四季度双节加持下将持续放量。若全年增速持平40%，保守估计2021年电商收入将达到3.64亿元；结合盈利预测，按2021年营业收入接近20亿元计算，全年线上收入占比将达18.2%。竞争格局来看，千禾线上份额明显优于线下，淘系平台酱油市占率高达20.1%，仅次于海天，食醋市占率高达9.1%，仅次于恒顺。

助推全国化+培育消费粘性，备战产能过剩时代。如何看待电商发展对于千禾竞争力的提升？一方面，电商业务能够打破区域间的地理隔阂，与线下渠道铺设和产品品牌推广遥相呼应，从而加速全国化进程。另一方面，电商消费有助于推行会员制，产生粘性消费群体，千禾酱油电商复购率较高，公司有望通过培育忠实消费者群体，避开平台式竞争。加快全国化步伐和培育高粘性消费客户，有助于千禾构筑竞争壁垒，从而在中期产能过剩时代，凭借高质量产品、高粘性群体和较强的产品分销能力，有望从竞争中脱颖而出。

图 18：千禾天猫旗舰店粉丝数（万人）占优，体现更高消费者粘性



资料来源：各品牌天猫旗舰店，德邦研究所（截止 2021 年 12 月）

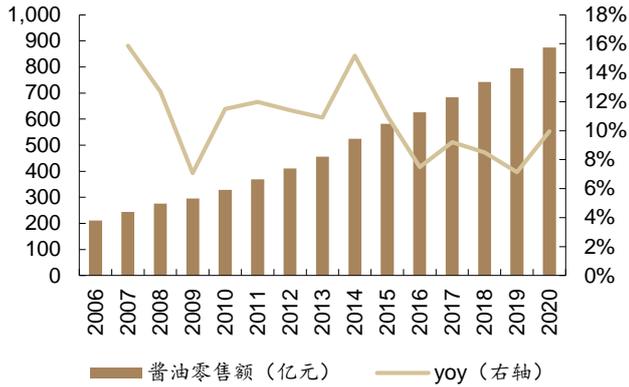
4. 如何看待千禾的成长驱动？

4.1. 产品端：厉兵秣马，三箭齐发

4.1.1. 剖析空间，零添加酱油前景优

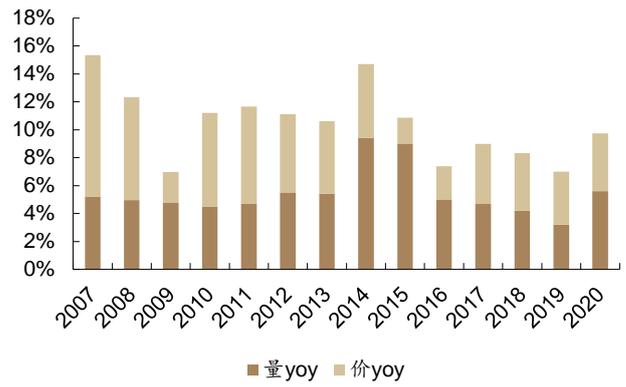
酱油行业 2020 年零售规模 874 亿元，总规模过千亿，量价共驱增长。根据欧睿数据，2020 年酱油行业零售额达 874.3 亿元，同比增长 9.97%，或由于疫情期间餐饮消费需求向家庭端转换，2015-2020 年复合增速达 8.45%。欧睿数据显示，2020 年零售端酱油消费量 505.7 万吨，餐饮端酱油消费量 551.8 万吨；考虑餐饮端需求，酱油行业总规模已过千亿。量价拆分来看，2015-2020 年间消费量 CAGR 为 4.54%，均价 CAGR 为 3.74%，行业扩容来源于量价双重驱动。

图 19: 2020 年酱油行业零售规模 874 亿元



资料来源: 欧睿, 德邦研究所

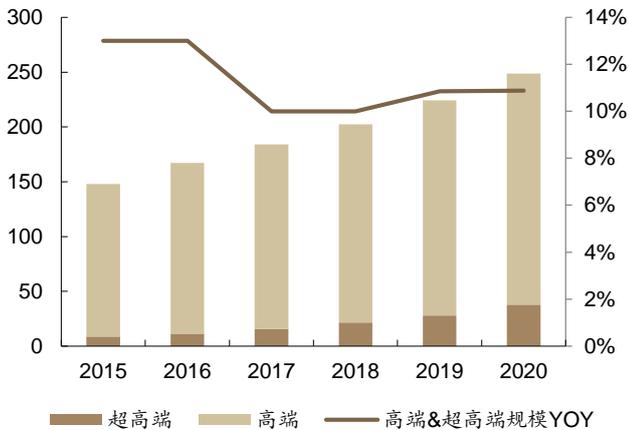
图 20: 酱油行业呈现量价齐升的增长态势



资料来源: 欧睿, 德邦研究所

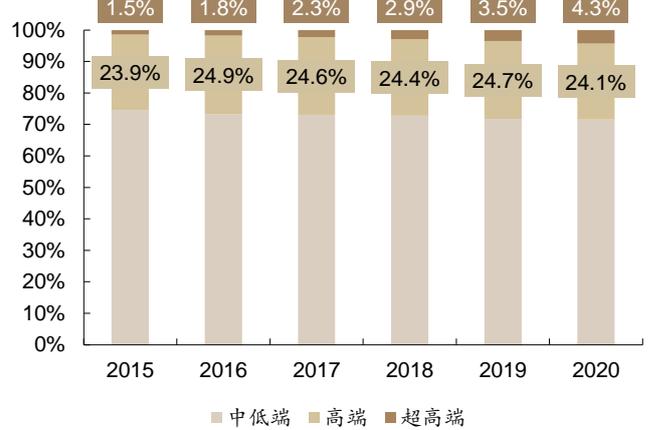
高端化趋势显现, 2020 年高端及超高端酱油零售端规模 248.7 亿元, 占比达 28.4%。结合观研天下、头豹研究院和欧睿数据, 将酱油按照价格带分为中低端、高端和超高端, 中低端价格带为 8 元/kg 及以下, 高端价格带位于 8-12 元/kg, 超高端价格带为 12 元/kg 及以上。2020 年酱油行业零售端市场规模 874.3 亿元, 其中高端及超高端酱油规模达 248.7 亿元, 超高端/高端/中低端酱油占比分别为 4.3%/24.1%/71.6%。2015-2020 年高端及超高端酱油零售额 CAGR 达 10.9%, 高于酱油零售额 CAGR8.5%, 超高端 CAGR 高达 34.2%, 体现酱油高端化趋势。

图 21: 高端&超高端酱油市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 观研天下, 头豹研究院, 德邦研究所

图 22: 酱油不同档次分布情况



资料来源: 观研天下, 头豹研究院, 欧睿, 德邦研究所

注: 参照数据来源, 根据价格带划分酱油档次, 中低端 (<8 元/kg), 高端 (8-12 元/kg), 超高端 (>12 元/kg)

根据木丁商品信息, 2021M1-8 千禾酱油线下商超销售均价为 15.7 元/kg, 其中鼎鼎鲜均价达 15.9 元/kg。公司零添加酱油中主要包含的头道原香系列、有机系列、纯酿红烧、春曲原酿等天猫旗舰店零售价均高于鼎鼎鲜。据此判断, 千禾零添加酱油产品价格带应位于 15.9 元/kg 以上, 零添加酱油均属于超高端酱油。

如何看待零添加酱油未来发展? β 扩容+ α 替代, 共筑零添加酱油“雪坡”。

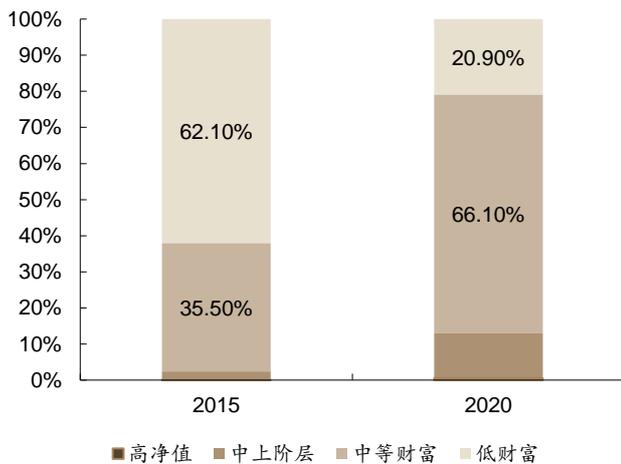
“ β ”端: 超高端体量扩容, 测得百亿静态空间。根据瑞士信贷发布的《全球财富报告》, 其将全球成年人按财富水平进行分类, 分别为低财富人群 (<\$10,000)、中等财富人群 (\$10,000-\$100,000)、中上阶层 (\$100,000-\$1,000,000) 和高净值人群 (>\$1,000,000)。对比 2015 年和 2020

年财富结构，发现低财富人群明显收缩，中等财富人群和中上阶层有较大扩容，财富结构优化有望带动高端及超高端酱油快速放量。

鉴于酱油单价较低，我们进一步将中上阶层和高净值人群同超高端酱油进行对标，在 2020 年 1.44 亿消费群体基础下，结合欧睿人均年度酱油消费 7.5kg，可得超高端酱油消费总量 107.9 万吨，按 12 元/kg 价格保守估计，超高端潜在市场份额已达 129.5 亿元。即 2020 年超高端酱油静态空间 130 亿，较目前 37.9 亿实际体量仍存在百亿扩容空间。结合近五年超高端 CAGR34.2% 来看，伴随品牌推广和消费者教育，超高端扩容迅速、表现优异。

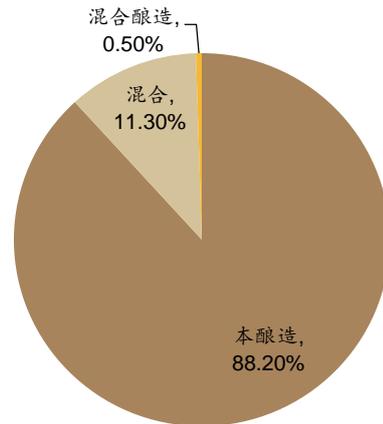
“a”端：超高端内部替代，高鲜-零添加-有机。我国酱油的发展迭代顺序为老抽-生抽-鲜味-高鲜-零添加-有机，目前超高端以高鲜、零添加、有机为主，未来有望逐渐实现零添加对于高鲜的替代。零添加较为超前，取缔高鲜主流地位尚需时日，但对标日本，我们认为大势所趋。据日本酱油协会，2018 年日本 88% 的酱油是使用“本酿造”方法酿造的零添加产品，酿造工艺传统自然。与其对应的，混合酿造酱油和混合酱油则分别在酿造原料和生酱油中添加氨基酸液、酶解液、甘味料等添加成分来酿造酱油。目前来看，我国零添加酱油占比比较低，超高端整体占比仅 4.3%，预计零添加不足 4%；展望远期，零添加渗透率或不及日本，但即便 40% 占比，仍有十倍空间。

图 23：中国财富结构优化，筑高超高端天花板



资料来源：瑞士信贷，德邦研究所

图 24：日本酱油 88% 为“本酿造”的零添加酱油



资料来源：日本酱油协会，德邦研究所

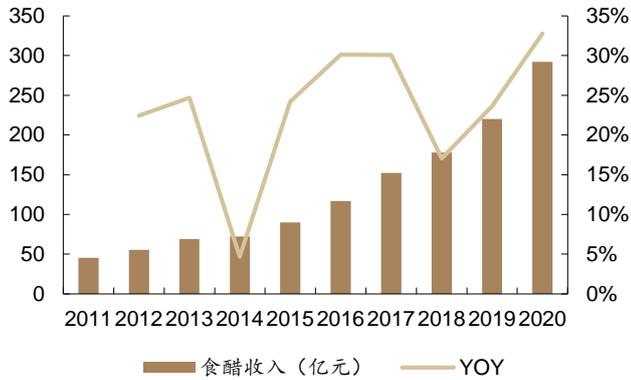
4.1.2. 甄选赛道，食醋与料酒曲线佳

调味品细分赛道中蕴藏机遇，以蚝油、料酒、复调为代表的部分品类增速超过行业整体，赛道红利优渥。公司积极布局高景气细分赛道，筑高想象空间。

食醋打造第二曲线，料酒打造第三曲线。食醋业务收入从 2011 年 0.45 亿元发展至 2020 年 2.92 亿元，2011-2020 年 CAGR 达 23.0%；料酒业务收入从 2012 年 0.073 亿元发展至 2020 年 1.14 亿元，2012-2020 年 CAGR 高达 41.0%。公司食醋和料酒业务占营收比重逐渐上升，2020 年食醋/料酒占比分别为 17.3%/6.7%；伴随高速增长持续，及焦糖色业务维稳下滑，食醋/料酒占比将保持上升趋势。

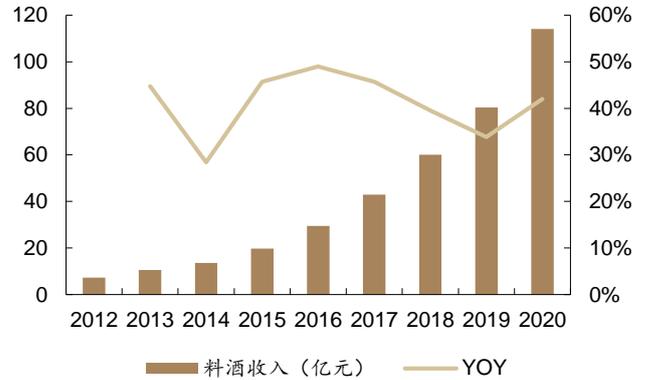
公司对于食醋和料酒有独到的见解，推出差异化产品。料酒采用白酒基酒，香气馥郁且去腥效果更强，不同于以黄酒为基酒的老恒和等品牌料酒；食醋延长发酵时间，主打陈酿窖醋，以大米、小麦、高粱、玉米、荞麦 5 种原料独特配比，与陈醋（高粱为主料）、香醋（糯米等）、麸醋（麸皮为主料）、米醋（优质大米为原料）均有所不同，酸味柔和醇香、营养价值丰富。此外，食醋与料酒均为零添加产品，契合公司品牌形象，在营销推广和消费者教育上与酱油具备协同效应。

图 25：千禾味业食醋业务收入及增速



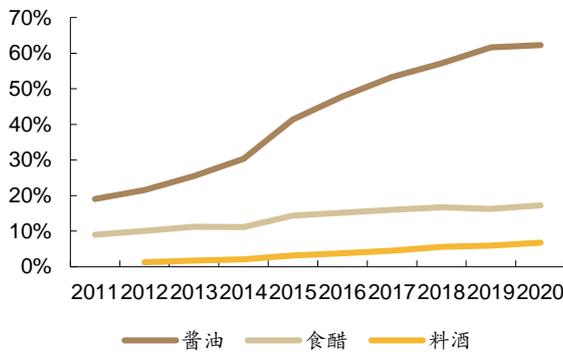
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 26：千禾味业料酒业务收入及增速



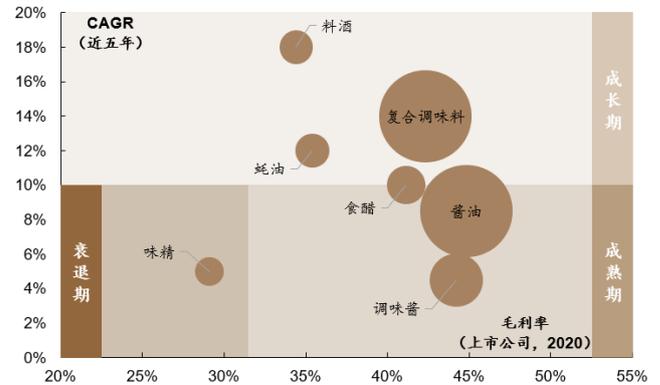
资料来源：公司公告，投资者交流纪要，德邦研究所

图 27：食醋和料酒占营收比重 (%) 逐渐上升



资料来源：公司公告，德邦研究所

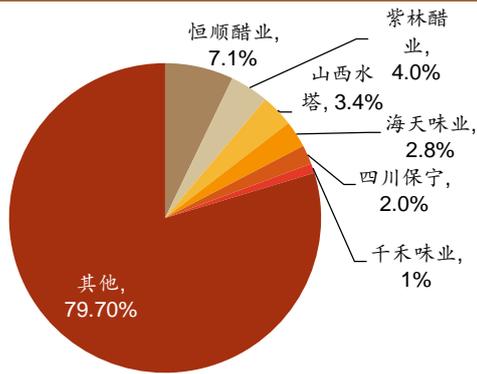
图 28：食醋和料酒赛道优质，具备发展空间



资料来源：欧睿，Wind，前瞻产业研究，中商产业研究，德邦研究所

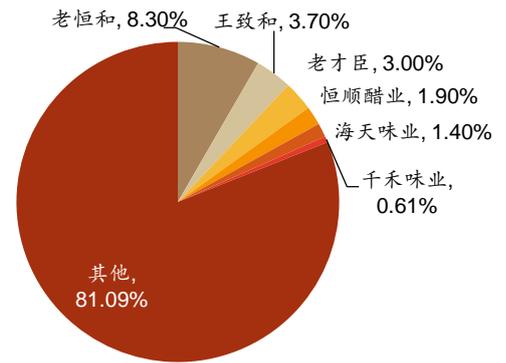
食醋和料酒细分赛道景气度相对较高，格局尚存优化空间。从近五年的复合增速来看，料酒、复调、蚝油属于高速增长品类，正在快速成长中；食醋、酱油、调味酱已步入成熟期，其中食醋景气度依然较高。根据新思界数据，2011-2018 年我国料酒销售规模 CAGR 达 18.6%，增速明显优于其他调味品细分赛道；根据调味品协会百强数据，百强企业食醋收入 2010-2019CAGR 达 10.0%，食醋仍为增长型优良赛道。市场格局来看，2019 年食醋行业 CR5 为 19.3%，千禾占比仅为 1.0%，2019 年料酒行业 CR5 为 18.3%，千禾占比仅 0.6%；行业格局有待整合优化，千禾市占率亦有充足提升空间。公司选取食醋和料酒，有望享受赛道发展红利，在细分赛道提升份额，快速实现调味品业务做大做强。

图 29: 2019 年食醋竞争格局 (出厂收入口径)



资料来源: 华经产业研究院, 德邦研究所

图 30: 2019 年料酒竞争格局 (出厂收入口径)



资料来源: 新思界, 德邦研究所

4.1.3. 产能无虞, 助力业务乘势扩张

产能有序投入, 奠定扩张基础。公司自 2001 年开始切入下游调味品业务, 前瞻扩产, 保障业务高增的同时产能无虞。2010 年面临产能瓶颈开启第一轮扩产, 2013 年扩产结束后总产能 10 万吨 (酱油 7 万吨+食醋 3 万吨);

2016 年上市募集资金补充投入“年产 10 万吨酿造酱油、食醋生产线项目” (酱油 5 万吨+食醋 5 万吨), 当年达产后酱油和食醋产能达到 20 万吨, 较 2013 年产能翻番;

2016 年开启料酒、蚝油产能建造项目, 2017 年投产补充 5.5 万吨产能 (料酒 5 万吨+蚝油 0.5 万吨);

2019 年收购金山寺, 补充江苏镇江香醋产能 (食醋 5.3 万吨), 为华东市场服务, 同年“年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线项目” (酱油 20 万吨+食醋 5 万吨) 第一期投产, 新增酱油产能 10 万吨;

2021 年第二期投产, 酱油扩产 10 万吨, 食醋扩产 5 万吨; 同年公司将“36 万吨调味品生产线项目”调整为建设“年产 60 万吨调味品智能制造项目” (酱油 50 万吨+料酒 10 万吨), 移除原有“36 万吨扩产计划”中的黄豆酱 3 万吨产能。据目前规划,“60 万吨调味品项目”一期拟于 2022 年底完成, 投产酱油 20 万吨, 料酒 10 万吨; 二期拟于 2024 年底完成, 投产酱油 30 万吨。

图 31：千禾主要调味品产能扩张梳理（产能单位：万吨）

品类	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
酱油	3	5.95	7	7*	7*	12	12	12	22	22	32	52	52	82
		+2.95	+1.05			+5			+10		+10	+20		+30
食醋	2.33	2.9	3	3	3	8	8	8	13.3	13.3	18.3	18.3	18.3	18.3
		+0.57	+0.10			+5			+5.3		+5			
料酒							5	5	5	5	5	15	15	15
												+10		
蚝油							0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
总产能	5.33	8.85	10	10	10	20	25.5	25.5	40.8	40.8	55.8	85.8	85.8	115.8

资料来源：公司公告，投资者交流问答，德邦研究所

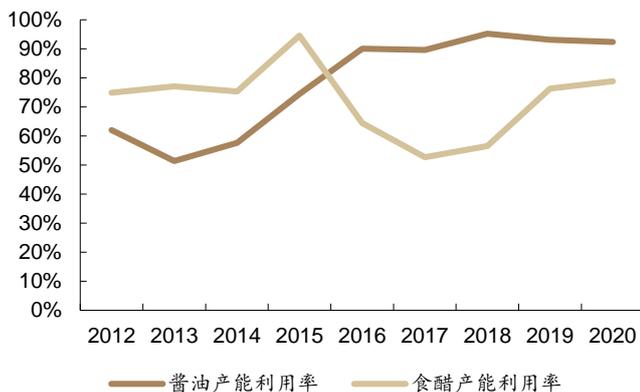
注：产能数据为年末节点产能，非当年全年平均产能；公司还有焦糖色产能和少量其他调味品产能

*由于延长发酵时间的影响，2014、2015年酱油的实际产能从7万吨降低为6.16万吨，表中仍标注为7万吨

预计 2024 年底公司调味品总产能达 115.8 万吨，其中包括酱油 82 万吨、食醋 18.3 万吨、料酒 15 万吨、蚝油 0.5 万吨。在没有其他新项目投入的假设基础上，产能相较 2021 年 55.8 万吨亦可实现翻番。实际上，2021 年公司复合调味料已在电商上线试销，2024 年或将具备一定规模；公司亦有芝麻香油、蚝油等其他调味品业务，加上此前取消的 36 万吨扩产项目中的黄豆酱或于未来重新提上议程，仍有些许增量空间。

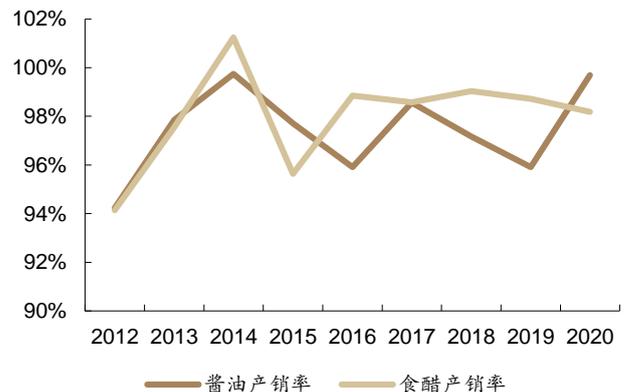
酱油产能紧俏、食醋产能爬坡，基本实现以销定产。结合适当估算，从产能利用率来看，公司酱油产能持续紧俏，2021 年 20 万吨新产能投产，可起到有效补充；食醋扩产加收购后产能尚且充裕，产能利用率处于爬坡过程。新产能的投放并非一步到位，而是参照实际所需逐步推进，直至满产。产销率来看，公司酱油、食醋产销率处于高位（94%+），结合月度销售预测和实际订单情况，基本实现以销定产。

图 32：千禾酱油、食醋产能利用率



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 33：千禾酱油、食醋产销率



资料来源：公司公告，德邦研究所

4.2. 渠道端：双管齐下，多点开花

4.2.1. 线下渠道精耕，挖掘空白市场

分渠道角度，看待千禾的渠道精耕和市场拓展空间：

商超：主打零添加产品，辅以高鲜产品，渠道留有空白待精耕。目前商超布局以各省会城市和重要地级市为主，西南、华东、华北地区以外市场的商超布局仍存在较大空白，且商超布局以大型 KA 为主，部分中大商超以及连锁便利店均未铺开。随着公司投入加码，不断复制成功经验，有望实现更多单点突破，最终集点成面，辅以精耕下沉，加速商超渠道全国化进程。

餐饮：主打非零添加中低端产品，增速亮眼有望延续。餐饮主要仍集中在西南地区，客户主要面向连锁餐饮店和工厂，体量尚小，但在稳定投入下保持 30% 以上较高增速，具备放量空间。餐饮渠道为调味品重中之重，未来战略地位或将抬升；基于目前体量，高增速有望维持。

流通：主打中低端零添加，辅以非零添加产品，开启招商后 2022 年有望放量。2019 年试点效果较佳，2020 年受到疫情影响扩张受阻，2021 年 Q4 开启流通渠道招商，2022 年有望看到增量。中低端零添加产品既能满足公司品牌宣传和定位，又具备较高性价比足以形成渠道自然动销，成为切入西南以外地区流通渠道的利器。

4.2.2. 测算潜在市场，外埠增量可观

通过测算得到 2020 年分省份人均调味品消费数据，结合各省份城镇化率、千禾大区划分情况，计算出各大区域城镇化率、调味品市场空间、人均消费额等。参照西部大本营 1.72% 市占率，通过城镇化率来修正其他地区的“饱和市占率”水平后，测算公司 2020 年全国线下收入天花板 27.7 亿元。即若能达到饱和市占率，存在接近一倍空间，西部以外市场潜力巨大。考虑到西部地区除西南市场较成熟外，西南以外亦存在较大空间，对标西部 1.72% 市占率实际偏低，西南地区市占率应当更高。若对标西南地区，将筑高全国线下收入天花板。

附 2020 年分省份人均消费额测算方式：纳入城镇化率的影响，测算各省份的城镇、农村人均消费额；结合城镇化率，推算各省份乃至各大区人均消费额。

(1) 根据 2007-2012 年城镇人均消费额、城镇化率、全国人均消费额数据，计算 2007-2012 年全国农村人均消费额，并计算农村城镇的人均消费额比率。2012 年农村城镇比率为 33.32%，假设比率在不同省份相对固定，结合 2012 年各省份的城镇人均消费额，可推算 2012 年各省份农村人均消费额。

图 34：测算 2020 年千禾分大区静态空间

2020年	人口数量 (亿)	城镇化率	城镇人均 (元)	农村人均 (元)	人均消费额 (元)	调味品消费额 (亿元)	千禾线下收入 (亿元)	市占率	饱和市占率	静态空间 (亿元)
东部	3.17	70.49%	132	42	105	335	3.31	0.99%	2.12%	7.11
南部	1.86	68.03%	121	36	94	176	0.8	0.46%	2.05%	3.60
中部	3.30	58.63%	110	36	79	261	1.39	0.53%	1.77%	4.61
北部	2.68	67.39%	148	44	114	305	2.42	0.79%	2.03%	6.19
西部	3.09	56.97%	166	52	117	360	6.18	1.72%	1.72%	6.18
全国范围	14.10	63.84%	135	42	102	1436	14.1	0.98%	1.93%	27.68

与欧睿2020年调味品
零售额1450亿元相符

资料来源：公司公告，国家统计局，欧睿，德邦研究所测算

注：以西部地区市占率（除去电商部分）为准绳，其他地区的“饱和市占率”为经过城镇化率调整后的相应值，用以计算静态收入空间；

以东部地区为例，东部“饱和市占率”=（东部城镇化率/西部城镇化率）* 西部市占率；

由于数据可得性，本测算不包含港澳台，公司报表口径南部地区含有香港、澳门

图 35：第一步测算，得到 2012 年分省份农村人均调味品消费额

年份	城镇人均消费额 (元)	全国人均消费额 (元)	城镇化率 (%)	农村人均消费额 (元)	农村：城市 比率 (%)
2006	39.9	-	-	-	-
2007	45.5	34.2	45.9%	24.59	54.01%
2008	52.3	37.3	47.0%	24.04	46.00%
2009	58.3	39.2	48.3%	21.37	36.69%
2010	63.3	43.1	49.9%	22.96	36.28%
2011	68.8	47.5	51.8%	24.54	35.65%
2012	76.1	52.3	53.1%	25.35	33.32%
2013	—(停更)—	56.9	54.5%	-	-
数据来源	国家统计局	欧睿	国家统计局	计算	计算

假设：农村消费额/城镇消费额的折算比率在不同省份之间相同

即：2012年各省份 农村 = 城镇 * 33.32%

(城镇人均来自于国家统计局)

表：2012年 分省份 城镇、农村调味品人均消费额

(元)	重庆	浙江	云南	新疆	西藏	天津	四川	上海
城镇	137.9	65.0	65.5	57.9	59.3	116.8	116.0	91.9
农村	45.95	21.66	21.83	19.29	19.76	38.91	38.63	30.62
(元)	陕西	山西	山东	青海	宁夏	内蒙古	辽宁	江西
城镇	87.5	56.6	67.1	61.4	58.9	62.8	90.3	56.8
农村	29.16	18.85	22.34	20.44	19.63	20.92	30.09	18.94
(元)	江苏	吉林	湖南	湖北	黑龙江	河南	河北	海南
城镇	76.4	78.7	57.4	73.9	74.4	64.2	69.1	53.6
农村	25.44	26.22	19.11	24.62	24.80	21.38	23.02	17.84
(元)	贵州	广西	广东	甘肃	福建	北京	安徽	
城镇	67.2	45.7	74.2	77.0	76.6	128.7	48.0	
农村	22.39	15.24	24.70	25.66	25.52	42.89	15.99	

资料来源：国家统计局，欧睿，德邦研究所

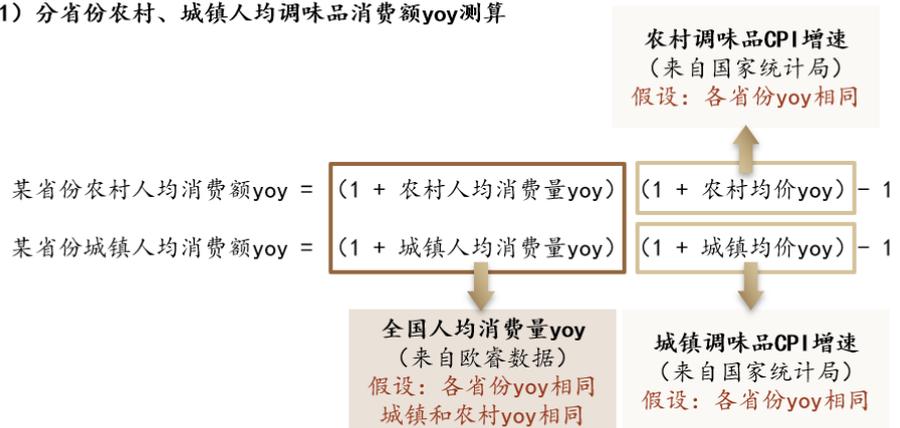
(2) 根据 2013-2020 年城镇人均消费额增速、农村人均消费额增速，将分省份数据从 2012 年推算至 2020 年。从量价维度计算消费额增速：

价增：以全国城镇调味品 CPI 增速代表各省份城镇调味品 CPI 增速，假设增速在省份之间相同；以全国农村调味品 CPI 增速代表各省份农村调味品 CPI 增速，假设增速在省份之间相同。(2013-2020 调味品 CPI 增速来自国家统计局)

量增：采用全国调味品人均消费量增速，假设增速在省份之间相同，在城镇和农村之间亦相同。(2013-2020 人均消费量增速来自欧睿)

图 36：第二步测算逻辑示意图

(2.1) 分省份农村、城镇人均调味品消费额yoy测算



(2.2) 根据2013-2020年增速和2012年数据，计算2020年各省份的农村、城镇人均调味品销售额
 $2020\text{年消费额} = 2012\text{年消费额} \times (1+2012\text{年yoy}) \times (1+2013\text{年yoy}) \times \dots \times (1+2020\text{年yoy})$

(2.3) 根据千禾报表的区域划分，计算各大区的城镇化率、人口、人均调味品消费额等指标

资料来源：国家统计局，欧睿，德邦研究所绘制

4.2.3. 线上业务精进，电商团购可期

电商为镜，团购驾轻就熟。公司重视社区团购渠道，于 6 月份将社区团购并入电商部，由原本运营出色的电商团队进行嫁接，有望在 2022 年发力。据最近跟踪，公司推出新品千禾零添加原酿酱油，配合千禾味极鲜等，以若干酱油产品为主打，采取 1L 装规格；食醋和料酒则有糯米香醋、糯米料酒等，规格 500ml 或 1L 均有。2021H1 由于进入社区团购较晚，且公司产品定位偏高端，零添加和高鲜本身不适合团购平台，社区团购体量仅 100 万；下半年经过几个月运营调整后，9 月单月已超百万体量，保持良好势头，若 12 月份可达 700-800 万体量，2022 年将有望贡献 1 亿收入增量。

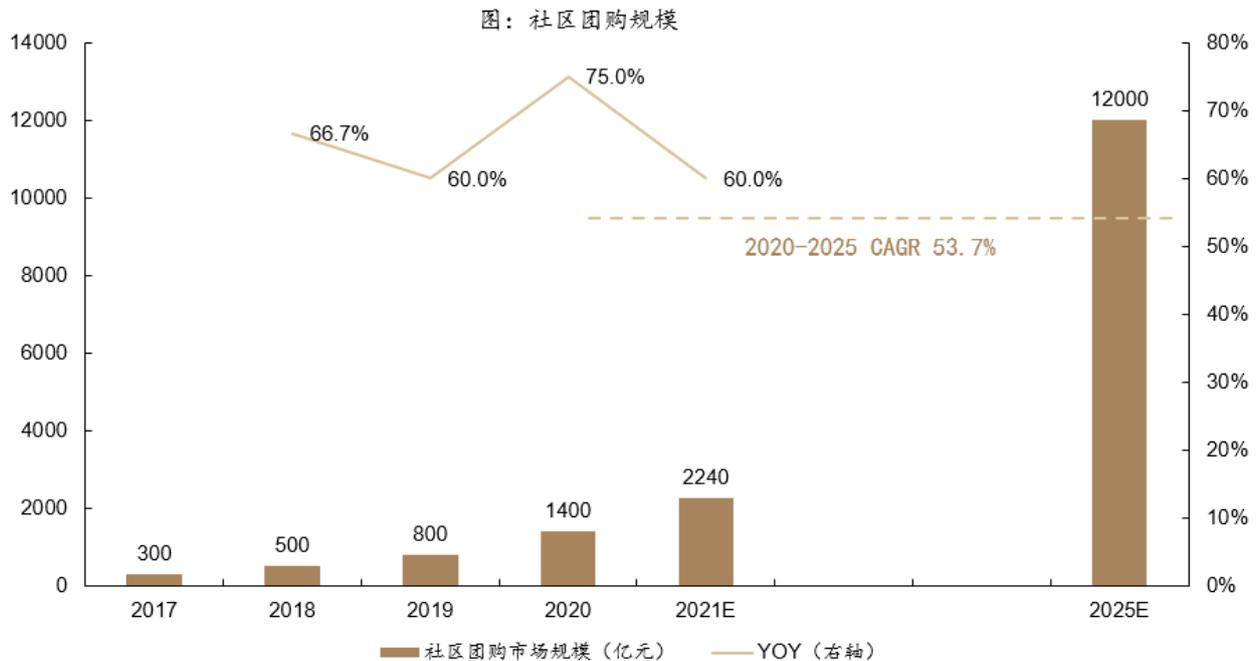
图 37: 测算 2021 年调味品在社区团购平台占比 4.18%，2025 年或上升至 6.5%-9.7%

表: 社区团购平台中调味品占比

某头部社区团购平台销售情况 (2020H1)	
粮油调味销售额 (亿元)	8.37
粮油调味中调味品占比	24%
调味品销售额 (亿元)	2.01
平台销售额 (亿元)	72.25
社区团购平台中调味品占比	2.78%

表: 调味品社区团购渠道占比测算

年份	社区团购规模 (亿元)	团购中调味品占比	团购渠道调味品 (亿元)	调味品零售额 (亿元)	调味品团购渠道
2020	1400	2.78%	38.9	1450	2.68%
2021	2240	2.78%	62.3	1491	4.18%
2025	12000	1.0%~1.5%	120~180	1854	6.5%~9.7%



资料来源: 新经销, 欧睿, 德邦研究所测算

测算 2021 年调味品零售中社区团购渠道占比为 4.18%，2025 年占比或提升至 6.5%-9.7%。根据新经销数据，某头部社区团购平台 2020H1 实现销售额 72.25 亿元，其中调味品销售额 2.01 亿元，占比 2.78%。对于社区团购规模，参照新经销预测，2025 年社区团购有望达到 1.19-1.49 万亿元体量，保守估计 2025 年为 1.20 万亿元，20-25 年 CAGR 达 53.7%。假设团购平台中调味品占比保持 2.78%，2021 年团购增速 60%，可得 2020/2021 年团购规模 1400/2240 亿元，团购渠道调味品销售额分别为 38.9/62.3 亿元；2025 年调味品占比应当有所下降，原因系团购平台从生鲜发展至调味粮油后，将继续向休闲食品、乳制品、日用品等其他品类持续拓展，调味品作为已经相对成熟的品类，销售比重理应下滑，给出 1.0%-1.5% 占比估计，结合 1.2 万亿元团购总体量，2025 年团购渠道调味品销售额为 120-180 亿元。根据欧睿调味品零售额数据，计算 2020/2021 年调味品社区团购渠道占比分别为 2.68%/4.18%，2025 年占比则位于区间 6.5%-9.7% 内。

团购蓬勃发展，对标电商有想象空间。基于 2021 年团购平台调味品销售额 62.3 亿元的测算，根据新经销，2020H1 该头部社区团购平台调味品销售额中，酱油占 17.1%，食醋占 3.1%，粗略推算 2021 年团购平台酱油/食醋销售额分别为 10.65/1.93 亿元。根据淘数据，2021 年 M1-10 淘系平台千禾酱油市占率为 20.1%，食醋市占率为 9.1%。对标淘系平台市占率水平，团购平台酱油/食醋最高可达 2.14/0.18 亿元体量，2021 年团购发展对应公司的想象空间已超 2 亿。当然，社

区团购与传统电商存在诸多不同，其中差异之一在于消费者画像，**团购天然下沉属性并不利于千禾高端产品推广，做大团购并非易事**。目前公司社区团购在积极扩张，而能否在市占率表现上如电商般优异，仍有待斟酌；我们给予对半折扣，2021年千禾团购具备1亿潜在空间（2亿*50%），经过2021H2调整蓄力，未来或可逐步兑现。综合来看，公司电商预计保持高增，团购具备放量可能，线上业务前景佳。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

对于公司业务，分年度进行量价拆分和预测。整体业绩来看，原定2021年业绩目标（收入21.4亿元和利润2.55亿元）完成难度较大。预计公司**2021-2023年实现营业收入19.2/23.8/28.9亿元，同比增长13.6%/23.8%/21.2%；实现归母净利润2.3/3.9/5.0亿元，同比增长10.5%/69.8%/28.1%**。

2021年，来自原材料涨价的成本压力较大，消费力在疫情反复之下依旧疲软，预计全年非零添加产品增速快于零添加产品，短期或出现消费降级，因而我们对毛利率进行适当下修，给予产品均价小幅同比下跌。

2022年，伴随原材料高位震荡甚至下行，成本压力有望得到缓释。但一方面，公司的酿造周期为180天，2021Q3开始原材料现价采购，报表端毛利率压力将延后半年，在2022Q1开始集中释放；另一方面，2021Q4来看原材料暂时没有明显下行趋势，2022H1盈利能力修复程度或有限。此外，千禾于11月中提价，但提价幅度（3%-7%）并不高，主要针对低毛利率产品进行结构优化，占收入不及30%，对公司毛利率改善效果有限。

综合来看，对于2022年毛利率回暖不宜过于乐观，吨价在提价和产品结构优化下或有改善，但考虑到公司社区团购和流通、餐饮渠道发力，产品结构或有所改变，可能成为制约吨价上行的因素。广告费用收缩假设下，2022年净利润或将高增，具体增速难以判断——2021年接近1亿的广告费投入对利润分流显著，若2022年不投广告费，将迎来较大利润弹性。

2023年，基于原材料价格于2022年回落的假设，毛利率有望得到较大程度修复，或将彰显更大利润弹性。若届时疫情能够好转，消费力修复，零添加产品销售增速重新向好，吨价亦有更多改善空间。

分产品来看，我们认为，公司三大调味品业务增速应符合**料酒>酱油>食醋**的关系。其中料酒规模最小，行业景气度最高，能够快速起量；酱油业务为核心，零添加空间广阔，高鲜和中低端产品均为渠道和市场开拓的重点推产品类，能够贡献较大增量；相比之下，食醋业务增速或相对较低，但仍稳居第二大核心业务。预计2021-2023年酱油业务收入增速分别为14.8%/26.3%/22.4%，食醋业务收入增速分别为6.9%/21.2%/17.3%，料酒业务收入增速分别为25.0%/30.0%/25.0%。

图 38: 千禾营收拆分及预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	770.86	948.17	1065.45	1355.15	1693.27	1923.79	2381.99	2886.73
YOY	23.62%	23.00%	12.37%	27.19%	24.95%	13.61%	23.82%	21.19%
毛利率	40.97%	43.34%	45.74%	46.21%	43.85%	42.23%	43.59%	44.79%
酱油	368.57	505.58	608.69	835.15	1053.97	1210.38	1528.10	1870.40
YOY	42.99%	37.17%	20.39%	37.20%	26.20%	14.84%	26.25%	22.40%
毛利率	48.76%	48.83%	50.17%	50.32%	48.34%	46.0%	47.0%	48.0%
食醋	116.96	152.12	178.04	220.08	292.24	312.46	378.71	444.22
YOY	30.11%	30.06%	17.04%	23.61%	32.79%	6.92%	21.20%	17.30%
毛利率	50.64%	50.97%	52.36%	47.07%	41.85%	39.5%	40.5%	41.5%
焦糖色	227.66	219.37	185.38	166.62	146.00	138.70	124.83	112.35
YOY	-3.79%	-3.64%	-15.49%	-10.12%	-12%	-5.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	25.68%	25.38%	25.29%	26.93%		23.0%	24.0%	25.0%
其他主营业务 (含料酒)	49.47	66.78	84.28	122.18	176.94	226.43	297.17	380.81
YOY	42.45%	34.98%	26.20%	44.98%	44.81%	27.97%	31.24%	28.15%
毛利率	35.57%	43.75%	47.34%	44.22%		40.0%	41.0%	42.0%
其他业务	8.20	4.31	9.06	11.11	24.13	35.82	53.18	78.95
YOY	145.00%	-47.36%	109.95%	22.69%	117.10%	48.5%	48.5%	48.5%
毛利率 (%)	9.72%	36.58%	22.10%	30.54%	28.80%	27.0%	28.0%	29.0%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

注: 2020 年焦糖色已非公司主营业务, 为保持可比, 从其他主营业务中拆出进行预测

5.2. 估值与投资建议

短期来看, 公司业绩弹性充足, 存在超预期可能。收入端多点放量: 2022 年线下商超、餐饮渠道稳步拓展, 流通料将起量; 线上电商持续高增, 团购有望贡献增量; 叠加疫情可控、需求回暖, 向好势头佳。利润端修复反转: 2022 年原材料价格有望见顶回落, 配合公司小幅度提价, 消费环境改善后高端产品重回增长快车道带来产品结构优化, 多因共振带动毛利率上行, 传导至利润将有明显提振; 若广告费用缩减, 弹性更高。

长期来看, 公司深耕零添加, 产品工艺领先、高质中价, 深度绑定后品牌力逐渐显现, 在零添加领域具备较强竞争优势。品类发展乘赛道之风, 零添加酱油、食醋、料酒业务增速快、空间大; 渠道扩张线上线下并举, 多点开花、大有可为。我们看好公司长期成长性, 预计公司 2021-2023 年实现营业收入 19.2/23.8/28.9 亿元, 同比增长 13.6%/23.8%/21.2%, 实现归母净利润 2.3/3.9/5.0 亿元, 同比增长 10.5%/69.8%/28.1%, 对应 EPS 分别为 0.28/0.48/0.62 元, 对应 PE 分别为 83.4/49.1/38.3X。高成长和高天花板带来公司的估值溢价, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 3: 可比公司估值表

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				PE				21-23 利 润 CAGR
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
603288.SH	海天味业	4410	104.68	1.98	1.61	1.99	2.38	101.49	65.01	52.69	44.01	21.53%
600872.SH	中炬高新	305	38.25	1.12	0.85	1.07	1.29	59.66	45.25	35.83	29.60	23.64%
600305.SH	恒顺醋业	159	15.89	0.31	0.24	0.31	0.38	70.54	65.04	50.56	41.43	25.28%
	平均值							65.10	55.15	43.19	35.52	24.46%
603027.SH	千禾味业	190	23.74	0.31	0.28	0.48	0.62	120.91	83.36	49.09	38.32	47.49%

资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 市值和收盘价为截至 12.30 数据, 中炬高新、恒顺醋业预测数据来自 wind 一致预期

6. 风险提示

新渠道建设不及预期。以团购、流通为代表的新渠道后续发展尚为未知数, 存在不达预期的风险。公司积极开拓新渠道, 但在中高端定位基础上开拓团购, 存在较大挑战; 流通渠道虽有前车之鉴 (西南等地区已有经验), 复制仍有难度, 且拳头产品中低端零添加为新品, 实际动销有待考察。

原材料价格居高不下。自 2020 年下半年以来的原材料成本上升幅度较大, 调味品行业利润承压, 成本压力短期或难回落。

需求恢复不及预期。疫情影响为主导, 一方面整体消费力疲软, 另一方面餐饮端受损明显。若 2022 年疫情反复, 需求恢复可能不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.31	0.28	0.48	0.62
每股净资产	2.85	2.74	3.08	3.51
每股经营现金流	0.57	0.34	0.54	0.76
每股股利	0.09	0.09	0.15	0.19
价值评估(倍)				
P/E	120.27	83.36	49.09	38.32
P/B	13.11	8.66	7.71	6.76
P/S	9.33	9.86	7.96	6.57
EV/EBITDA	58.12	47.19	30.34	24.05
股息率%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	43.8%	42.2%	43.6%	44.8%
净利润率	12.2%	11.8%	16.2%	17.1%
净资产收益率	10.8%	10.4%	15.7%	17.6%
资产回报率	9.4%	8.3%	12.3%	14.2%
投资回报率	14.5%	9.6%	14.2%	16.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	25.0%	13.6%	23.8%	21.2%
EBIT 增长率	51.3%	-20.4%	71.3%	28.2%
净利润增长率	3.8%	10.5%	69.8%	28.1%
偿债能力指标				
资产负债率	13.2%	19.8%	21.9%	19.6%
流动比率	4.4	2.5	2.0	2.1
速动比率	2.7	1.4	1.1	1.0
现金比率	0.5	0.3	0.1	-0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	26.7	33.3	34.7	31.6
存货周转天数	151.7	160.3	157.2	156.4
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	2.0	1.7	1.6	1.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	206	227	386	495
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	171	129	164	199
非经营收益	-14	-8	-3	-5
营运资金变动	15	-77	-118	-84
经营活动现金流	378	272	429	605
资产	-211	-507	-507	-508
投资	-77	0	0	0
其他	9	12	12	16
投资活动现金流	-279	-495	-495	-492
债权募资	-6	167	118	-56
股权募资	0	133	0	0
其他	-62	-71	-123	-156
融资活动现金流	-68	229	-5	-212
现金净流量	31	7	-71	-99

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,693	1,924	2,382	2,887
营业成本	951	1,111	1,344	1,594
毛利率%	43.8%	42.2%	43.6%	44.8%
营业税金及附加	16	19	23	27
营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	287	423	405	491
营业费用率%	16.9%	22.0%	17.0%	17.0%
管理费用	61	67	95	115
管理费用率%	3.6%	3.5%	4.0%	4.0%
研发费用	45	52	71	87
研发费用率%	2.7%	2.7%	3.0%	3.0%
EBIT	343	273	469	601
财务费用	-3	-1	3	4
财务费用率%	-0.2%	-0.0%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-90	0	0	0
投资收益	9	12	12	16
营业利润	262	276	468	599
营业外收支	-5	-2	-2	-3
利润总额	257	274	465	596
EBITDA	426	403	633	800
所得税	51	47	79	101
有效所得税率%	19.9%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	206	227	386	495

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	117	124	53	-46
应收账款及应收票据	124	176	227	251
存货	395	488	579	683
其它流动资产	425	442	450	458
流动资产合计	1,062	1,230	1,310	1,345
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	827	1,140	1,456	1,754
在建工程	140	207	236	248
无形资产	105	101	97	93
非流动资产合计	1,124	1,500	1,840	2,146
资产总计	2,185	2,729	3,150	3,491
短期借款	0	167	285	229
应付票据及应付账款	72	135	139	160
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	167	188	217	247
流动负债合计	239	490	641	635
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	49	49	49	49
非流动负债合计	49	49	49	49
负债总计	288	539	689	684
实收资本	666	799	799	799
普通股股东权益	1,898	2,190	2,461	2,807
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,185	2,729	3,150	3,491

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。