

2023 年 01 月 03 日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

健康消费风乍起，“零添加龙头”启航

——千禾味业（603027.SH）公司深度报告

买入（维持）

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：何宇航 S1050522090002

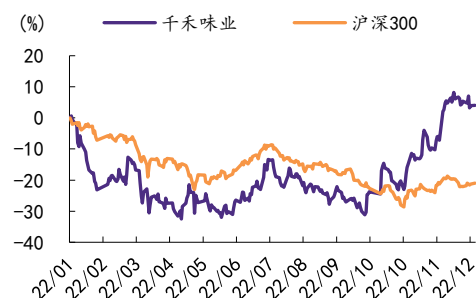
heyh1@cfsc.com.cn

基本数据

2023-01-03

当前股价（元）	19.85
总市值（亿元）	190
总股本（百万股）	959
流通股本（百万股）	959
52 周价格范围（元）	13.75-24.23
日均成交额（百万元）	277.22

市场表现



资料来源：Wind，

相关研究

- 1、《千禾味业（603027）：上调目标叠加大股东定增，彰显未来发展信心》2022-12-02
- 2、《千禾味业（603027）：业绩稳健增长，全年利润可期》2022-10-30
- 3、《千禾味业（603027）：费用缩减释放利润弹性，全年目标望顺利实现》2022-08-30

立足西南，零添加龙头

公司坐落于四川眉山，聚焦“零添加”产品。2022Q1-3 营收和归母净利润分别 15.5/1.9 亿元，同增 14.6%/42.1%；毛利率/净利率分别 34.7%/12.1%。

行业规模持续扩大，结构化升级可期

2020 年调味品行业规模 3950 亿元，2014-2020 年 CAGR 为 7.3%，预计 2025 年行业规模 5500 亿元；CR5 为 19.5%，市占率提升空间较大。酱油行业零售额从 2012 年 411 亿元增至 2020 年 874 亿元，8 年 CAGR 为 9.9%，预计 2025 年达 1300 亿元。市占率第一为海天味业（约 18%），千禾为 1.5%，CR3 约 23%。高端酱油市场规模从 2014 年 131 亿元增至 2020 年 250 亿元，6 年 CAGR 为 11.4%，结构化升级显著。

聚焦“零添加”，全国化稳步推进

品牌端：公司主打“零添加”的健康化理念，并以优异产品品质和良好品牌形象被广大消费者所青睐。**产品端：**布局偏向中高端，实行大单品战略，核心产品销量持续增长，2022 年 Q1-3 酱油和食醋占比分别为 60%/17%，料酒是公司第三大产品。**量价：**酱油吨价从 2013 年 4800 元/吨降至 2021 年 4485 元/吨，食醋从 2013 年 3116 元/吨提升至 2021 年 3434 元/吨。2021 年酱油/食醋销量 26.4/9.4 万吨，10 年 CAGR 分别 27.9%/18.4%。**产能端：**公司现总产能达 55.8 万吨：32 万吨酱油产能、18.3 万吨食醋产能、5 万吨料酒产能和 0.5 万吨蚝油产能，远期规划达 115.8 万吨。**渠道端：**以 C 端为主，推出新产品着手布局餐饮渠道，全国化进程稳步推进。**区域扩张：**2022Q1-3 西部/东部/北部/中部/南部占比 45%/21%/16%/10%/7%。西部占比从 2018 年 58%降至 45%，除南部占比均有提升，全国化稳步推进。

盈利预测

暂不考虑增发的影响，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.37/0.70/0.82 元/股，对应 PE 分别为 54/29/24 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、区域扩张不及预期、新品推广不及预期、提价不及预期、增发进展不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	1,925	2,273	3,086	3,639
增长率（%）	13.7%	18.1%	35.8%	17.9%
归母净利润（百万元）	221	292	556	658
增长率（%）	7.6%	32.0%	90.2%	18.3%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.37	0.70	0.82
ROE（%）	10.7%	12.8%	20.7%	20.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、立足西南，零添加龙头.....	5
1.1、创立于西南，中高端调味品代表企业	5
1.2、股权集中，股权激励激发员工积极性	6
1.3、调味品业务增长较快，盈利能力持续提升	7
2、行业规模持续扩大，结构化升级可期.....	9
2.1、调味品规模持续扩大，酱油、食醋仍有发展空间	9
2.2、酱油行业结构化升级趋势显著，高端酱油市场发展迅速	12
3、聚焦“零添加”，全国化稳步推进.....	14
3.1、产品以中高端为主，打造核心产品力	14
3.2、异化路线，品牌深度绑定“零添加”	18
3.3、渠道专注居民消费，全国化稳步推进	21
4、加速推进外埠市场，产能扩张奠定发展基础.....	24
4.1、西部为本、外部差异化竞争，积极拥抱新兴渠道	24
4.2、提价缓解利润压力，产能扩张奠定发展基础	25
5、投资建议.....	28
6、风险提示.....	29

图表目录

图表 1：千禾味业发展历程一览	5
图表 2：千禾味业股权结构集中，伍超群为实控人	6
图表 3：千禾管理层均具备长期从业经验	7
图表 4：千禾味业股权激励计划	7
图表 5：2022Q1-3 酱油/食醋收入占比 60%/17%	8
图表 6：2014-2021 年酱油/食醋营收 CAGR 为 29%/24%	8
图表 7：营收从 2015 年 6.2 亿元增至 2021 年 19.3 亿元，6 年 CAGR 为 20.7%	8
图表 8：归母净利润从 2015 年 0.7 亿元增至 2021 年 2.2 亿元，6 年 CAGR 为 22.0%	8
图表 9：2022 年前三季度毛利率为 34.7%	9
图表 10：2022Q1-3 销售费用率/管理费用率分别 14.2%/5.6%	9
图表 11：2022 年前三季度净利率为 12.1%	9
图表 12：2021 年 ROE 为 11.2%	9
图表 13：调味品行业 2020 年市场规模 3950 亿元，预计 2025 年达 5500 亿元	10
图表 14：百强调味品企业产量 2020 年 1627 万吨，7 年 CAGR 为 13%	10
图表 15：酱油行业零售额 2020 年 874 亿元，8 年 CAGR 为 10%	10
图表 16：我国酱油行业产量 2020 年为 1344 万吨，10 年 CAGR 为 8%	10

图表 17: 酱油行业整体呈现量价齐升	11
图表 18: 我国酱油行业 CR3 仅 20% (按产量)	11
图表 19: 2020 年我国食醋行业市场规模约 180 亿元	11
图表 20: 我国食醋产量从 2012 年 377 万吨增至 2019 年 445 万吨, 7 年 CAGR 为 2.4%	11
图表 21: 食醋行业整体呈现量价齐升	12
图表 22: 食醋行业 CR5 约为 19%	12
图表 23: 我国酱油升级趋势显著	12
图表 24: 2021 年城镇居民可支配收入 4.7 万亿, 同比+8%	13
图表 25: 我国高净值人群数量稳步提升	13
图表 26: 高端酱油市场快速扩容	13
图表 27: 酱油零售价格持续攀升	13
图表 28: 产品聚焦调味品	14
图表 29: 酱油为核心产品	14
图表 30: 千禾产品矩阵布局偏中高端	14
图表 31: 市面主要零添加产品对比	15
图表 32: 市面主要高鲜酱油产品对比	16
图表 33: 公司主要产品产销情况	17
图表 34: 千禾酱油单位生产成本 2021 年为 2407 元/吨	17
图表 35: 千禾酱油品类单位制造费用/人工成本和材料均处于下降趋势 (元/吨)	17
图表 36: 酱油/食醋单位售价 2021 年为 4485/3434 元/吨	17
图表 37: 千禾酱油均价在行业中处于低位 (元/吨)	17
图表 38: 千禾毛利率行业处于较高位置	18
图表 39: 千禾各产品毛利率整体处于上升态势	18
图表 40: 千禾与零添加深度绑定	18
图表 41: 黑色包装形成差异化	18
图表 42: 千禾所获奖项一览	18
图表 43: 公司独家冠名综艺节目	19
图表 44: 千禾推出年度广告大片《舌根上的男孩》	19
图表 45: 2021 年销售费用 3.9 亿元	19
图表 46: 2021Q1-3 千禾销售费用率为 14.2%	19
图表 47: 2020 年千禾线上销售均价最高	20
图表 48: 2020 年千禾淘宝销售额排名第二	20
图表 49: 2022 中国顾客满意度指数酱油排名中千禾第四	20
图表 50: 2022 中国顾客推荐度指数酱油排名中千禾第一	20
图表 51: 2022 中国顾客推荐度指数食醋排名中食醋第三	21
图表 52: 2021 中国品牌力指数联想指标得分	21

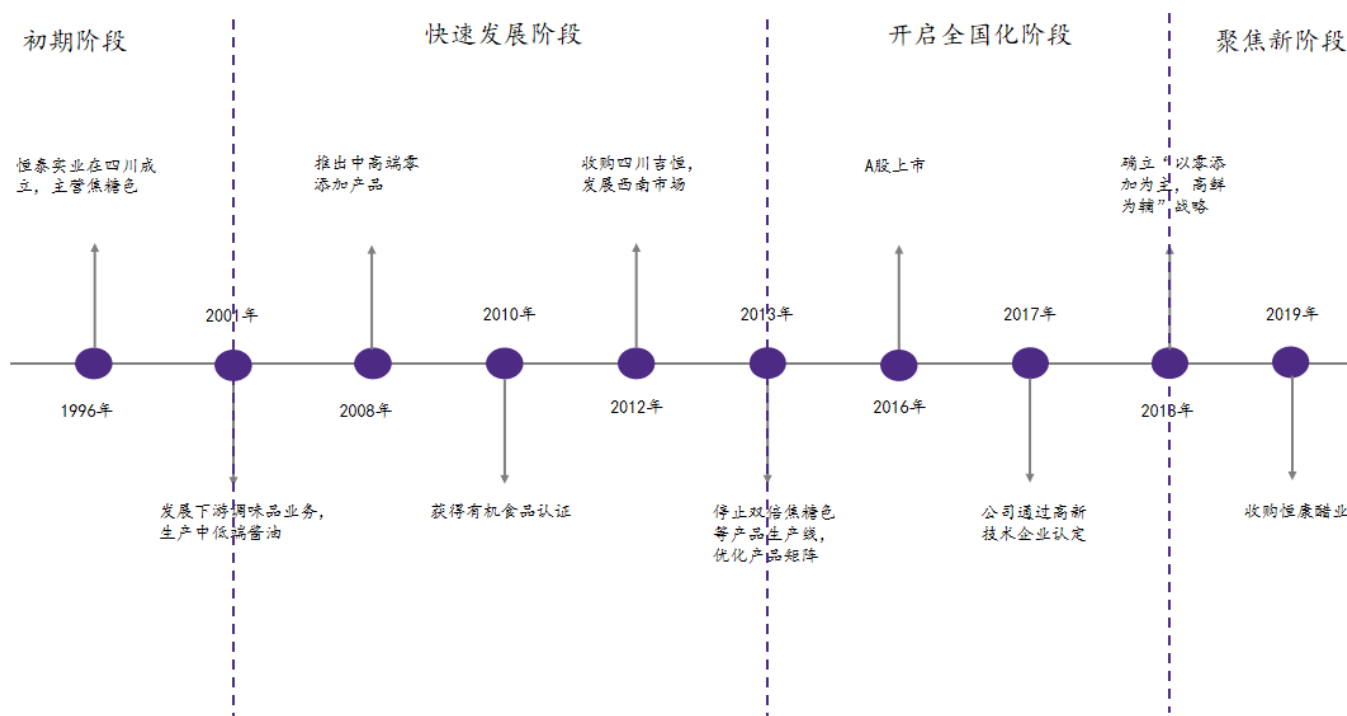
图表 53: 西部占比下滑, 北部、中部增长较快	21
图表 54: 2022Q1-3 西部/东部/北部/中部/南部营收增速 13%/6%/26%/29%/7%	21
图表 55: 招商进度加快, 2022Q1-3 经销商 2033 家.....	22
图表 56: 2021 年经销商平均收入 70 万元/家.....	22
图表 57: 主要调味品企业渠道布局情况	22
图表 58: 千禾渠道利润率高于海天	23
图表 59: 线上销售持续增长, 2021 年占比 20%	23
图表 60: 公司线上销售占比行业领先	23
图表 61: 千禾积极布局省外市场	25
图表 62: 千禾社区团购主要产品	25
图表 63: 调味品企业提价政策	26
图表 64: 千禾产能快速扩张, 现有产能 55 万吨, 远期规划产能达 115 万吨	26
图表 65: 盈利预测	28

1、立足西南，零添加龙头

1.1、创立于西南，中高端调味品代表企业

千禾味业位于四川眉山，是中国专业酿造高品质健康酱油、食醋、料酒等调味品的企业。千禾以“匠心酿造中国味道”为企业使命，致力于打造高品质健康调味品第一品牌。在调味品赛道上，千禾另辟蹊径专注聚焦于零添加酿造酱油、食醋、料酒等高品质健康调味品，紧紧把握消费升级时代趋势，以中高端产品为主，形成独具特色的差异化品牌竞争优势。通过全方位整合媒体、渠道和终端资源，集中爆发突破，形成点线面相结合、品牌推广与消费者体验相融合的品牌传播模式，凸显品牌张力。

图表 1：千禾味业发展历程一览



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

我们将公司发展历史主要分为四大阶段：

1996-2000 年：主要从事焦糖色业务。伍超群、伍学明在 1996 年成立四川省恒泰食品添加剂实业有限公司，主要从事焦糖色等食品添加剂业务，为下游调味品行业提供相应原料，是国内焦糖色的主要生产企业。

2001-2013 年：开始进入调味品赛道。2001 年由于焦糖色业务发展放缓，公司开始发展焦糖色的下游业务即调味品，开始生产中低端酱油。并在 2008 年公司推出“零添加”产品，定位中高端。2012 年公司收购四川吉恒并进行股份制改革，设立千禾味业。

2014-2018 年：主营调味品，开启全国扩张之路。2014 年公司焦糖色业务首次出现负

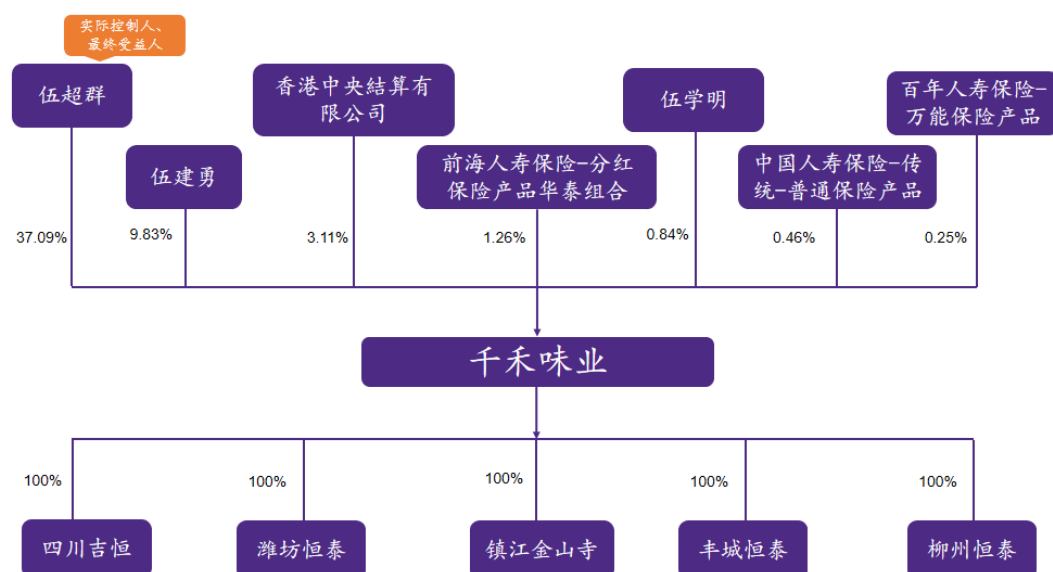
增长，同时由于调味品公司开始减少焦糖色的使用和采购，公司焦糖色业务发展受阻。于是公司开始聚焦调味品并以此为主营业务，其中酱油和食醋 4 年营收 CAGR 分别为 32.43%、25.39%。同一时期，公司走出西部地区，以核心城市为主打造样板市场，开启全国化道路，西部地区收入占比有所下滑。

2019 年至今：聚焦零添加，完成向中高端调味品企业转型。焦糖色业务占比逐渐走低，从主营业务中淡出。千禾目前聚焦“零添加”产品，加强原生态自然发酵、零添加、健康好吃、高质量产品的开发和推广，优化现有的产品结构，形成以酱油、食醋、料酒为主的产品线，中高端产品占比及盈利水平提升。

1.2、股权集中，股权激励激发员工积极性

千禾味业股权集中，伍超群为实际控制人。第一大股东伍超群是公司董事长、总裁，持股比例为 37.09%，具备多年的调味品行业经验，也是公司的创始人；伍建勇与伍超群为父子关系，作为公司董事持股 9.83%；总工程师伍学明与伍建勇是兄弟关系，同时是公司前身四川恒泰食品的创始人之一，持股比例为 0.84%，伍超群及家人共计持有 47.76%的股份，是公司实际控制人。

图表 2：千禾味业股权结构集中，伍超群为实控人



资料来源：wind，华鑫证券研究

公司管理人员具备长期从业经验，股权激励计划激发员工积极性。伍超群和伍学明作为公司创始人，在调味品行业工作超过 20 年，公司管理层均具备调味品行业长期的从业经验，管理经验丰富。公司通过不断完善员工发展机制和激励机制，2022 年推出限制性股票激励政策，向董监高等 73 名对象授予限制性股票，共计 693 万股，占总股本的 0.72%，授予价格为 8.09 元/股。业绩目标：以 2021 年为基数，2023/2024/2025 年增长率分别不低于

60%/89%/118%，对应 2023/2024/2025 年收入分别为 30.8/36.4/42.0 亿元，2024/2025 年增速分别为 18.1%/15.3%。扣非归母净利润目标：以 2021 年为基数，2023/2024/2025 年增长率分别不低于 155%/201%/247%，对应 2023/2024/2025 年扣非归母净利润分别为 5.6/6.6/7.6 亿元，2024/2025 年增速分别为 18.0%/15.2%。收入或扣非归母净利润达成其中之一。摊销总费用为 7241 万元，2023/2024/2025 年分别摊销 4707/1810/724 万元。同时公司注重人才建设，完善人才培养使用机制，培养员工创新能力，激发工作积极性，促进人才队伍的年轻化、专业化。

图表 3：千禾管理层均具备长期从业经验

姓名	职位	任职年限（年）	薪酬（万元）	直接持股比例
伍超群	董事长、总裁	26	151.00	37.09%
伍建勇	董事	14	32.84	9.83%
刘德华	董事、副总裁	25	89.90	0.22%
何天奎	董事、财务总监	23	23.30	0.08%
徐毅	董事、副总裁	19	100.98	0.03%
伍学明	总工程师	26	/	0.84%

资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究，注：薪酬为 2021 年报披露数据，持股比例为 2022 年中报披露数据

图表 4：千禾味业股权激励计划

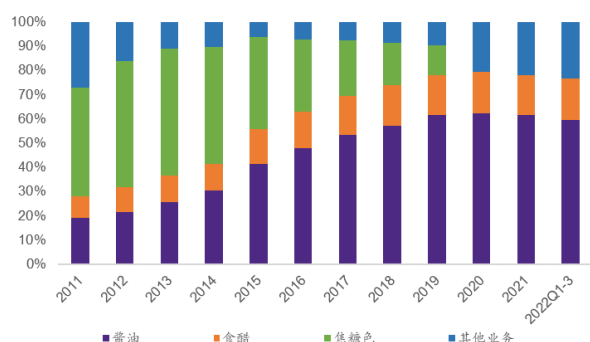
	2023	2024	2025
营收目标（较 2021 年）	60%	89%	118%
扣非归母净利润目标（较 2021 年）	155%	201%	247%

资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

1.3、调味品业务增长较快，盈利能力持续提升

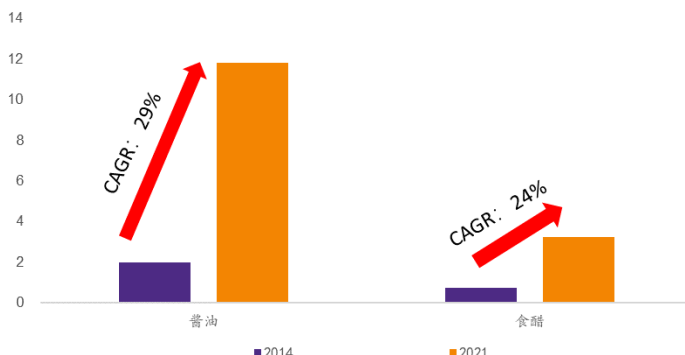
酱油及食醋业务增长较快，代替焦糖色成为主营。由于主要调味品公司对焦糖色需求减少，公司焦糖色业务在 2014 年出现负增长，且 2014-2019 年每年均有所下滑，2019 年焦糖色较 2014 年营收下滑 46.65%。与之相对应的是公司聚焦调味品并以此为主营业务，2015 年酱油和食醋收入占营业总收入首次超过 50%，随后以酱油和食醋为主的调味品业务成为公司核心，酱油和食醋业务快速增长，2014-2021 年 CAGR 分别为 29.08%、23.86%。

图表 5：2022Q1-3 酱油/食醋收入占比 60%/17%



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

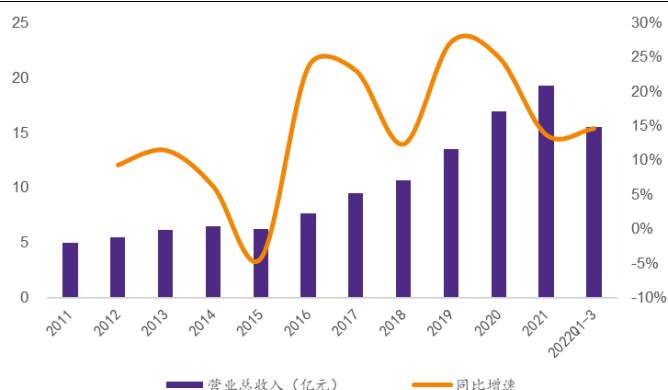
图表 6：2014-2021 年酱油/食醋营收（亿元）CAGR 为 29%/24%



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

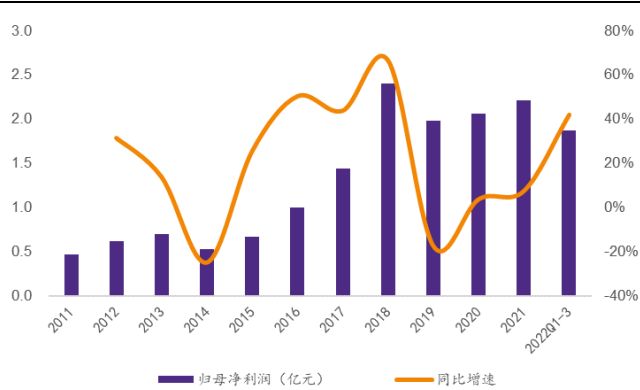
营业收入稳定增长，归母净利润近期略有波动。2015 年前公司焦糖色业务遭遇瓶颈，收入增长缓慢。开始聚焦调味品业务，营收开启快速增长模式，2021 年公司营业收入同比增长 13.70%，2015-2021 年营收从 6.24 亿元增至 19.25 亿元，6 年 CAGR 为 20.65%。归母净利润有所波动，2018 年主要系转让子公司股权从而资产处置收益增加导致净利润高增，2019 年回归正常。拉长看整体保持较高增速，归母净利润从 2015 年 0.67 亿元增至 2021 年 2.21 亿元，6 年 CAGR 为 22.01%。2022 年 Q1-3 实现营收和归母净利润分别为 15.54、1.87 亿元，分别同比增长 14.63%、42.05%，净利润高增主要系费用投入大幅收窄叠加 2021 年同期低基数所致。

图表 7：营收从 2015 年 6.2 亿元增至 2021 年 19.3 亿元，6 年 CAGR 为 20.7%



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

图表 8：归母净利润从 2015 年 0.7 亿元增至 2021 年 2.2 亿元，6 年 CAGR 为 22.0%

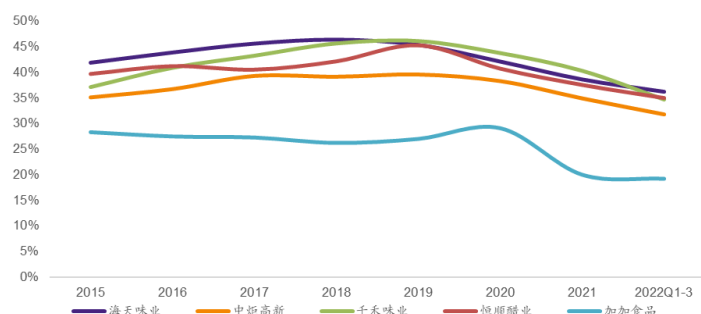


资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

盈利能力稳步提升，在行业中处于较高水平。公司毛利率稳定增长，2019 年达到高点 46.21%，2021 年下滑至 40.38%，2022 年前三季度毛利率为 34.74%，在行业中处于较高水平。随着公司产品结构不断优化，高端产品占比提升将带动毛利率水平持续增长。由于公司还处在全国化扩张阶段，宣传推广投入较大，导致销售费用率较高，2021 年销售费用率提升至 20.15%。2022 年前三季度销售费用率为 14.22%，同比下降 9.05pct，主要系广告和

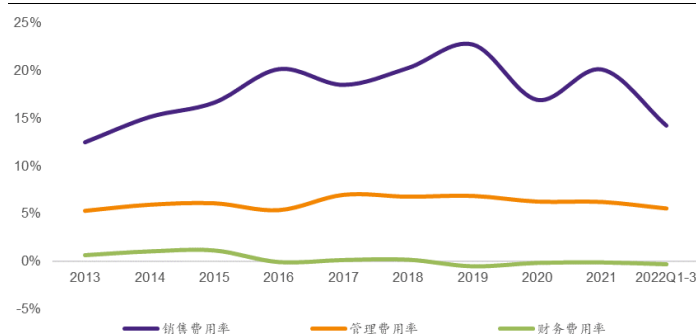
促销投入减少。管理费用率和财务费用率基本持平，2022 年前三季度分别为 5.58%、-0.34%。净利率水平基本维持稳健，2018 年较高主要系非经常性损益增加，2022 年前三季度为 12.06%。ROE 在 2021 年为 11.15%。

图表 9：2022 年前三季度毛利率为 34.7%



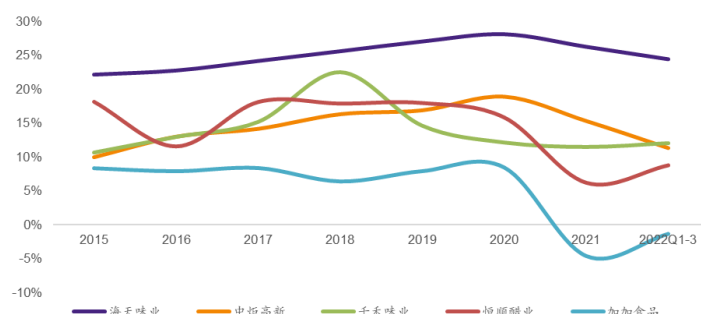
资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、加加食品公告，华鑫证券研究

图表 10：2022Q1-3 销售费用率/管理费用率分别 14.2%/5.6%



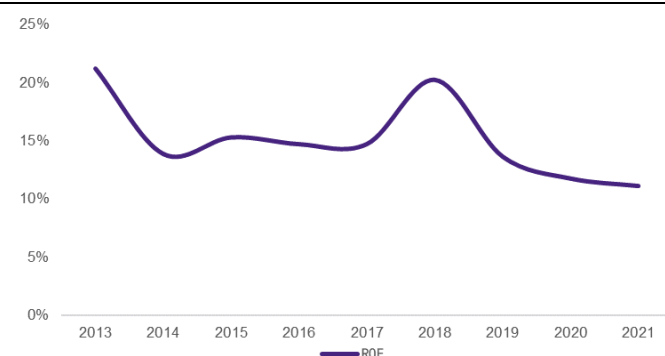
资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

图表 11：2022 年前三季度净利率为 12.1%



资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、加加食品公告，华鑫证券研究

图表 12：2021 年 ROE 为 11.2%



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

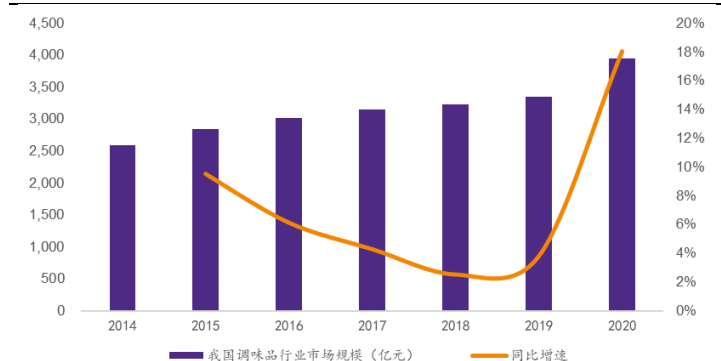
2、行业规模持续扩大，结构化升级可期

2.1、调味品规模持续扩大，酱油、食醋仍有发展空间

调味品行业市场规模约 4000 亿元，量价齐升。我国调味品市场规模持续增长，从 2014 年 2595 亿元增至 2020 年 3950 亿元，6 年 CAGR 为 7.25%。我们假设 2021-2025 年调味品市场规模 CAGR 在 7%左右浮动，分别取 6%、7%、8%得到 2025 年调味品行业市场规模为 5286、5540、5804 亿元，取中间值得到约 5500 亿元。从产量来看，我国百强企业调味食品总产量

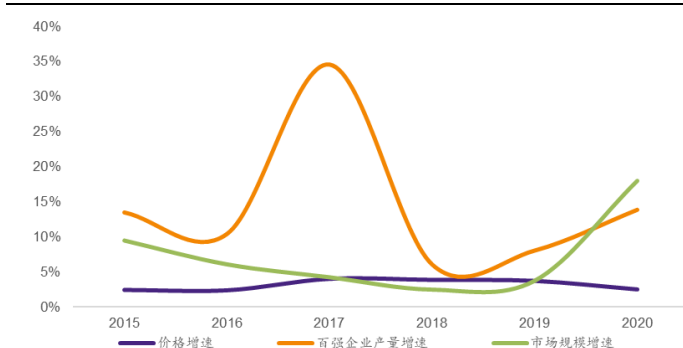
从 2013 年的 700 万吨增至 2020 年的 1627 万吨，7 年 CAGR 为 12.81%。

图表 13：调味品行业 2020 年市场规模 3950 亿元，预计 2025 年达 5500 亿元



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

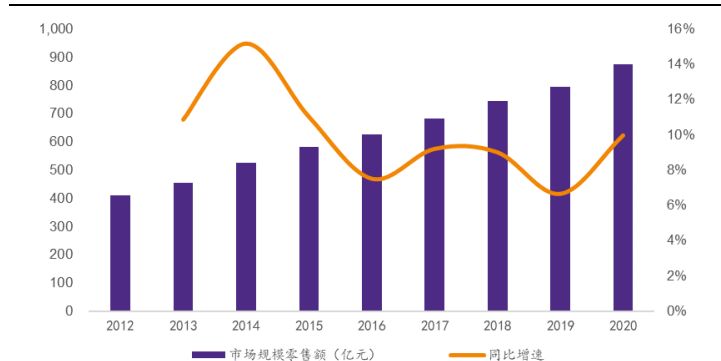
图表 14：百强调味品企业产量 2020 年 1627 万吨，7 年 CAGR 为 13%



资料来源：中国调味品协会，华鑫证券研究

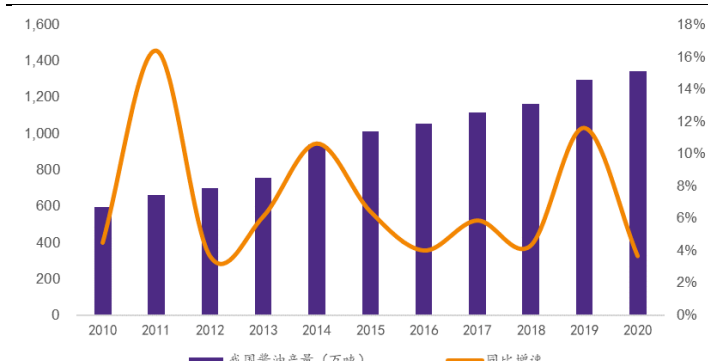
酱油为最大子行业，仍处在发展阶段。我国酱油行业零售额从 2012 年 411 亿元增至 2020 年 874 亿元，8 年 CAGR 为 9.90%。预计 2025 年将达 1300 亿元。从产量来看，从 2010 年的 596 万吨增至 2020 年的 1344 万吨，10 年 CAGR 为 8.48%。2015-2020 年我国酱油均价 CAGR 约为 2.5%，产量 CAGR 约为 5.8%。根据产量排名，我国酱油行业市占率排第一的是海天味业，约为 18%，海天味业和中炬高新加起来市占率仅 20%左右，千禾市占率约 1.5%，远低于日本 CR2 的 59%。未来随着头部企业产能和渠道的扩张，行业集中度仍有较大提升空间。

图表 15：酱油行业零售额 2020 年 874 亿元，8 年 CAGR 为 10%



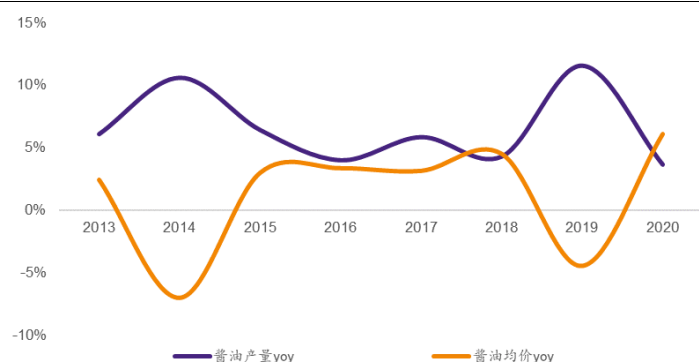
资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 16：我国酱油行业产量 2020 年为 1344 万吨，10 年 CAGR 为 8%

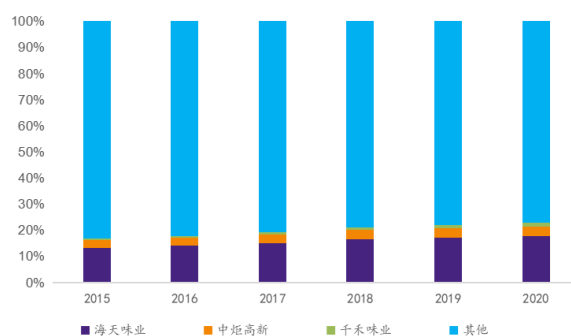


资料来源：国家统计局，艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 17：酱油行业整体呈现量价齐升



图表 18：我国酱油行业 CR3 仅 20%（按产量）

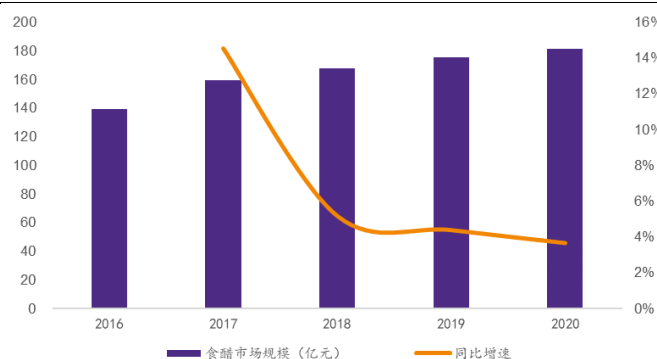


资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

资料来源：艾媒咨询，海天味业、中炬高新、千禾味业公告，华鑫证券研究

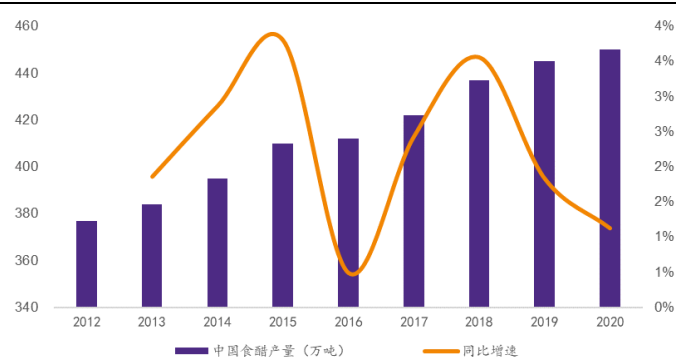
食醋行业发展相对稳健，行业集中度较低。我国幅员辽阔，食醋文化历史悠久，各地均有食醋的相关饮食习俗，也诞生了四大名醋。食醋行业近年来发展较为稳健，2020 年我国食醋行业市场规模约为 180 亿元，产量约为 450 万吨，分别同比增长约 4%、1%。从量价看，2016-2020 年产量和均价 CAGR 分别为 2.23%、4.51%。从集中度来看，由于各地口味不一，品牌选择多样，导致我国食醋行业集中度相对较低，其中 CR5 不到 20%。

图表 19：2020 年我国食醋行业市场规模约 180 亿元



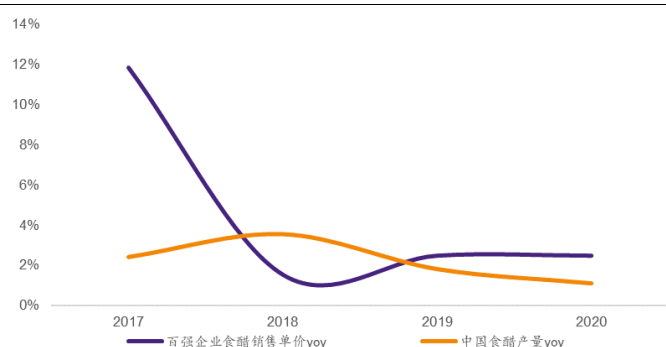
资料来源：华经产业研究院，中国调味品协会，前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 20：我国食醋产量从 2012 年 377 万吨增至 2019 年 445 万吨，7 年 CAGR 为 2.4%



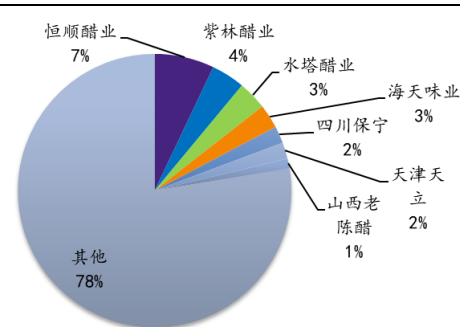
资料来源：观研天下，华鑫证券研究

图表 21：食醋行业整体呈现量价齐升



资料来源：中国调味品协会，中国调味品协会，观研天下，华鑫证券研究

图表 22：食醋行业 CR5 约为 19%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

2.2、酱油行业结构化升级趋势显著，高端酱油市场发展迅速

调味品行业结构化升级趋势显著。随着生活水平的提高以及收入的增长，酱油产品持续升级，从最初传统的老抽、生抽到追求味道的高鲜酱油再到现如今追求健康的零添加、有机产品，产品矩阵不断完善。与之相对应的是价值带也不断突破，从低端（5 元以下）到中端（5-9 元）到中高端（9-15 元）再到高端（15 元以上）。当前酱油主流价格带在 8-15 元左右，以高鲜和部分零添加产品为主。在疫情影响下，消费者对产品的健康需求提升，也催化零添加和有机酱油的发展。以千禾为首，海天、厨邦、李锦记、欣和等均推出零添加产品以占领市场。从长期来看，随着健康化观念持续导入并被广大消费者所接受，以及场景的扩大与细分，产品的健康属性将会成为关注点，酱油功能性的多样化和细分化也将成为主要趋势，在此背景下主流产品的价格带有望持续攀升。

图表 23：我国酱油升级趋势显著

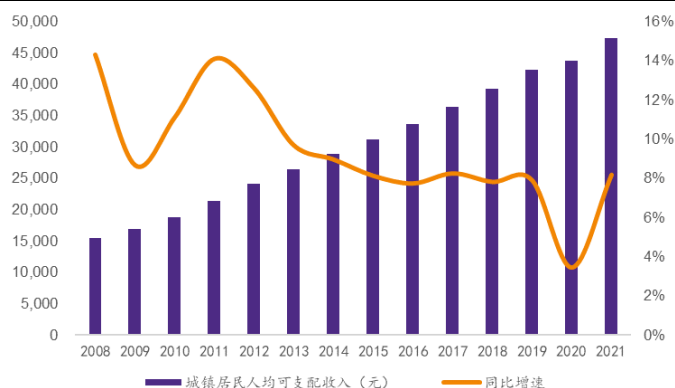


资料来源：智研咨询，天猫商城，华鑫证券研究

消费水平的增长以及中产阶级群体扩大为高端化提供基础。随着人们收入水平的提高

和可支配收入的增长，我国居民消费水平不断提升，因此对调味品品质提出更高的要求，也推动调味品呈现高端化发展趋势。而高净值人群和中产阶级群体的扩大则进一步拉动调味品高端化需求。我国资产大于 1000 万的高净值人群在 2018 年达到 197 万人，且中产阶级购买力不断增强，预计 2020 年中层及以上家庭的消费支出将达到 23.7 万亿。酱油由于单价相对较低，且购买频次不高基本上一个月一次，价格敏感度不高，高端产品更容易被消费者所接受。

图表 24：2021 年城镇居民可支配收入 4.7 万亿，同比+8%



资料来源：wind，华鑫证券研究

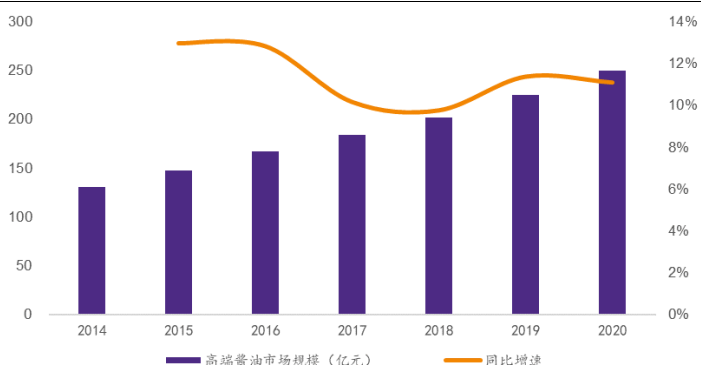
图表 25：我国高净值人群数量稳步提升



资料来源：招商银行，华鑫证券研究

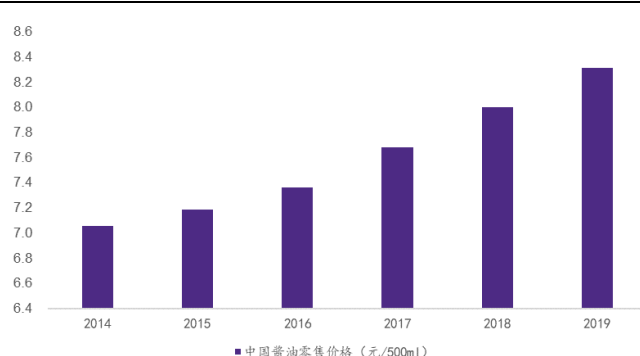
高端酱油市场规模持续扩大，发展潜力较大。我国高端酱油市场快速扩容，从 2014 年的 131 亿元到 2020 年的 250 亿元，CAGR 为 11.37%，高于酱油行业整体增速，预计 2025 年中国高端酱油市场份额将达 360 亿元，酱油行业逐步进入产业结构升级、产品结构性增长阶段。酱油零售价格持续攀升，从 2014 年的 7.06 元/500ml 提升到 2019 年的 8.31 元/500ml，CAGR 为 3.31%。其中 2014 年和 2016 年分别进行行业性的提价，酱油零售价普遍提升的同时带动产品结构升级。

图表 26：高端酱油市场快速扩容



资料来源：观研天下，华鑫证券研究

图表 27：酱油零售价格持续攀升



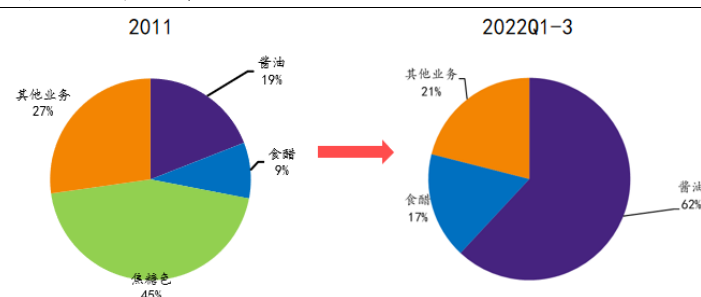
资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

3、聚焦“零添加”，全国化稳步推进

3.1、产品以中高端为主，打造核心产品力

公司产品以酱油、食醋和料酒为主，产品矩阵逐渐补齐。公司主营从焦糖色转至调味品后，占比持续提升，目前酱油和食醋占比从 2011 年的 19%、9%提升至 2022 年 Q1-3 的 62%、17%，料酒是公司第三大产品线。从产品系列来看，酱油有零添加、头道原香、有机、高鲜、东坡红等，食醋有害醋、白醋、米醋、有机等，料酒主要有年份系列。另外公司还开发有香油、调味酱料、火锅底料等新产品。

图表 28：产品聚焦调味品



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

图表 29：酱油为核心产品



资料来源：千禾味业官网，华鑫证券研究

产品矩阵逐渐完善，布局中高端价格带。按价格带来看，公司产品布局主要集中在中高端，并补充低端产品完善产品矩阵。目前公司有超高端产品天元有机酱油和天元有机窖醋，产品售价 298 元/瓶，以高端礼盒作为产品定位，加强公司高端系列形象，同时打开了价格带的天花板。在高端价格带上，主要有有机酱油、醋，以及酿造了 380 天的系列产品，定价在 30-50 元。在中端价格带上，酱油主要有酿造了 180/280 天的系列产品以及东坡红系列，醋主要有窖醋 5/6 年，定价在 15-30 元。低端价格带主要有高鲜酱油系列、白醋、米醋以及料酒。公司核心产品系列均为零添加，占比约为 50%，零添加价格更高，产品质量更优，符合公司品牌定位。

图表 30：千禾产品矩阵布局偏中高端

价格带	品类	产品	部分产品展示
超高端（50 元以上）	酱油	天元有机酱油	
	醋	天元有机窖醋	
高端（30-50 元）	酱油	有机酱油	
		头道原香 380 天 御藏本酿 380 天 零添加 380 天	

中端（15-30 元）	醋	有机醋	
		窖醋 10 年	
	酱油	头道原香 280 天/180 天 御藏本酿 280 天/180 天 零添加 280 天/180 天	
		东坡红特级头道老抽 东坡红纯酿红烧	
	醋	窖醋 5 年 窖醋 6 年	
	酱油	春曲原酿 味极鲜 一品鲜 135 高鲜	
低端（15 元以内）	醋	窖醋 3 年 柠檬醋 9 度糯米醋 糯米白醋 千禾白醋	
	调味料酒	3 年年份料酒 6 年年份料酒	

资料来源：千禾味业官网，千禾味业天猫商城，华鑫证券研究

“零添加”产品开辟新赛道，无添加仍有高标准。公司具备顶尖的酿造工艺，酱油通过高温稀态发酵工艺，采用非转基因黄豆、豆粕、小麦等为原料，通过先进的种曲机、管道连续蒸煮、圆盘制曲机等生产设备经过长时间发酵而制成纯酿造酱油。千禾在 2007 年首次提出零添加概念，并成功推出零添加产品，主攻中高端、健康化的细分赛道。千禾零添加酱油配料只有水、大豆、黄豆、小麦、食用盐，并没有像其他品牌通过酵母提取物增加鲜味，由于千禾用水自于都江堰宝瓶口源头于岷山的零污染雪水，加之成都地区的天府之国的气候特别适合微生物生长，所酿造零添加酱油的鲜味主要来自于原材料黄豆蛋白质的自然分解。从鲜味的主要判断标准氨基酸态氮含量来看，千禾零添加产品的氨基酸态氮含量平均值和最高值在行业中均处于领先地位，虽然其他品牌亦推出零添加产品，但千禾显著优于其他品牌的无添加酱油，在保持风味的同时彰显健康品质，具备较强竞争力。从价格来看，千禾零添加价格带宽广，从 10 到 50 元均有所涉猎，既有高性价比产品，又有高端产品，能满足更多消费群体。

图表 31：市面主要零添加产品对比

品牌	产品系列	价格（500ml）	配料	氨基酸态氮含量
千禾	头道原香/御藏本酿 180 天特级生抽	13.5/15.8 元	水、非转基因脱脂大豆、非转基因黄豆、小麦、食用盐（未加碘）、白砂糖	≥ 1.0g/100ml
	头道原香/御藏本酿 280 天特级生抽	25.1/26.8 元	水、非转基因黄豆、小麦、食用盐（未加碘）	≥ 1.1g/100ml
	头道原香/御藏本酿 380 天特级生抽	32.8/38.9 元	水、非转基因黄豆、小麦、食用盐（未加碘）	≥ 1.2g/100ml
	千禾有机酱油	49.9 元	水、有机黄豆、有机小麦、食用盐（未加碘）	≥ 1.2g/100ml
海天	味极鲜零添加	12.5 元/480ml	水，非转基因黄豆，食用盐（未加碘）、小麦、白砂糖、酵	≥1.0g/100ml

请阅读最后一页重要免责声明

			母提取物	
	海天有机酱油	64.9 元/480ml	水、有机黄豆、有机小麦、食用盐	≥ 0.9g/100ml
	海天 0 添加金标生抽	14.9 元	水，非转基因黄豆，食用盐（未加碘）、小麦、白砂糖、酵母提取物	≥1.0g/100ml
李锦记	零添加醇味鲜	22.8 元/400ml	水，非转基因大豆，食用盐、小麦、酵母提取物	≥0.9g/100ml
厨邦	零添加纯酿酱油生抽	19.9 元	水，非转基因黄豆，食用盐、小麦、白砂糖、酵母提取物	≥0.8g/100ml

资料来源：千禾味业、海天味业、李锦记、厨邦天猫商城，华鑫证券研究

高鲜酱油补齐产品矩阵，高含氮量奠定高质量。为切入主流的高鲜酱油市场，千禾相继推出高鲜 135、一品鲜、味极鲜等产品，并确定了“零添加为主，高鲜为辅”的发展战略。从产品来看，公司高鲜产品氨基酸态氮含量均在 $1.2\text{g}/100\text{ml}$ 之上，高鲜 135 酱油更是达到 $1.35\text{g}/100\text{ml}$ ，为全行业最高。从价格来看，公司高鲜产品价值均在 10 元左右，具备一定的性价比优势。目前全国的高鲜市场逐渐成熟，千禾适时推出能够抢占市场，填补 8-15 元价格带，充分享受高鲜市场的红利。

图表 32：市面主要高鲜酱油产品对比

品牌	产品系列	价格 (500ml)	配料	氨基酸态氮含量
千禾	高鲜 135 酱油	9.9 元	水、非转基因脱脂大豆、小麦、食用盐（未加碘）、谷氨酸钠、白砂糖、酵母提取物、呈味核苷酸二钠、5'-肌苷酸二钠、三氯蔗糖	$\geq 1.35\text{g}/100\text{ml}$
	一品鲜	9.9 元/1L		$\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$
	味极鲜	9.9 元/1L		$\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$
海天	味极鲜	15.5 元/1L	水、非转基因黄豆、食用盐、小麦、谷氨酸钠、白砂糖、酵母提取物、5'-呈味核苷酸二钠、5'-肌苷酸二钠、苯甲酸钠、三氯蔗糖	$\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$
	一品鲜	9.9 元/500ml		$\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$
	365 高鲜	13.9 元/480ml		$\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$
李锦记	味极鲜	9.9 元/500ml	水、食用盐、非转基因黄豆、非转基因脱脂大豆、小麦粉、小麦、谷氨酸钠、果葡糖浆、焦糖色、白砂糖、5'-呈味核苷酸二钠、山梨酸钾	$\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$
	天成一味特级鲜酱油	12.9 元/500ml	水、非转基因大豆、食用盐、小麦粉、白砂糖、谷氨酸钠、焦糖色、5'-呈味核苷酸二钠	$\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$
厨邦	味极鲜	23.9 元/760ml	水、非转基因黄豆、小麦粉、食用盐、谷氨酸钠、焦糖色、果葡糖浆、白砂糖、5'-呈味核苷酸二钠、山梨酸钾、蔗糖素、甘草酸三钾、酵母提取物、食用香料	$\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$
加加	味极鲜	13.9 元/500ml	水、非转基因脱脂大豆、小麦、食用盐、谷氨酸钠、白砂糖、5'-呈味核苷酸二钠、酵母提取物、三氯蔗糖、甘草酸三钾	$\geq 1.2\text{g}/100\text{ml}$
太太乐	原味鲜	17 元/450ml	水、脱脂大豆、食用盐、小麦、酵母提取物、玉米发酵酱、白砂糖、生姜浓缩汁	$\geq 1.0\text{g}/100\text{ml}$

资料来源：千禾味业、海天味业、李锦记、厨邦、加加、太太乐淘宝商城，华鑫证券研究

核心产品产销稳定增长。酱油和食醋作为千禾主要产品，产量和销量保持稳定增长。2021 年公司酱油产量和销量分别为 27.53、26.36 万吨，产销比为 95.75%；食醋产量和销量分别为 9.60、9.36 万吨，产销比达到 97.50%。2011-2021 年酱油和食醋销量 CAGR 分别为 27.85%、18.41%。随着公司渠道持续下沉，全国化稳步推进，以及行业集中提升，销量有望继续保持较高增速。

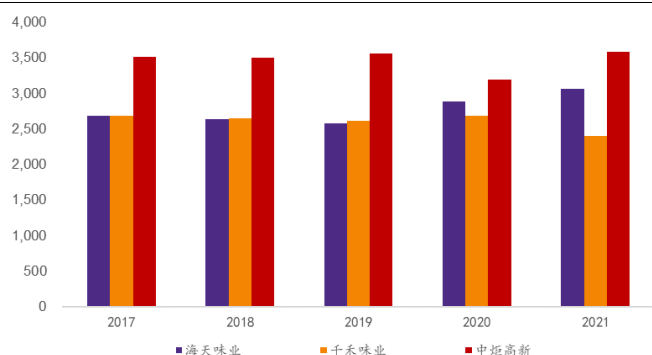
图表 33：公司主要产品产销情况

	万吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
酱油	生产量	2.17	2.77	3.33	4.03	5.21	7.43	9.63	11.43	15.83	20.31	27.53
	销售量	2.26	2.61	3.25	4.02	5.09	7.12	9.50	11.10	15.18	20.25	26.36
	产销比	103.89%	94.23%	97.86%	99.74%	97.71%	95.91%	98.56%	97.17%	95.92%	99.69%	95.75%
食醋	生产量	1.68	1.96	2.27	2.26	2.84	3.55	4.21	4.52	6.10	8.40	9.60
	销售量	1.73	1.84	2.22	2.29	2.71	3.51	4.15	4.48	6.02	8.25	9.36
	产销比	102.75%	94.14%	97.55%	101.24%	95.63%	98.85%	98.57%	99.04%	98.73%	98.18%	97.50%

资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

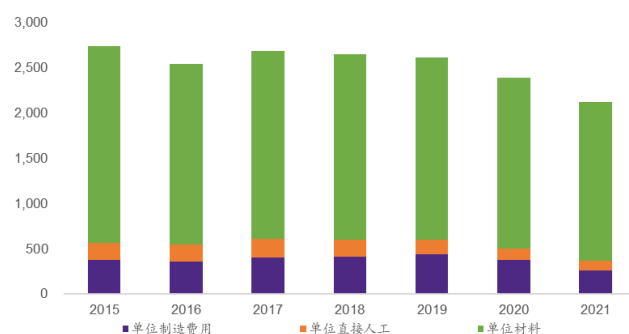
单位生产成本较低，具备较强优势。从成本端来看，公司生产成本较可比公司低，且处于持续下降趋势。公司通过恒温发酵技术，发酵效率更高，成本更低。具体来看酱油成本从 2013 年的 2833 元/吨下降至 2021 年的 2407 元/吨。较低的成本使得公司能够保持较大的价格优势。从均价来看，公司单位出厂价整体保持增长趋势，且由于成本上的优势，公司出厂均价在行业中处于低位，其中酱油从 2013 年 4800 元/吨降至 2021 年的 4485 元/吨，食醋从 2013 年的 3116 元/吨提升至 2021 年的 3434 元/吨。成本端的优势导致虽然公司出厂价不高，但是利润率在行业中能够保持领先，2022 年前三季度，虽然受到疫情和原材料价格上涨影响，公司毛利率仍能保持在 34.74%。

图表 34：千禾酱油单位生产成本 2021 年为 2407 元/吨



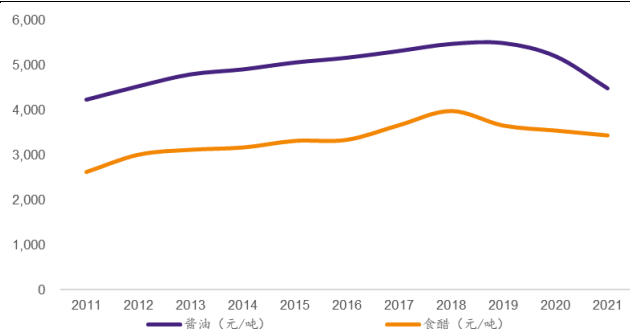
资料来源：千禾味业、海天味业、中炬高新公告，华鑫证券研究

图表 35：千禾酱油品类单位制造费用/人工成本和材料均处于下降趋势（元/吨）



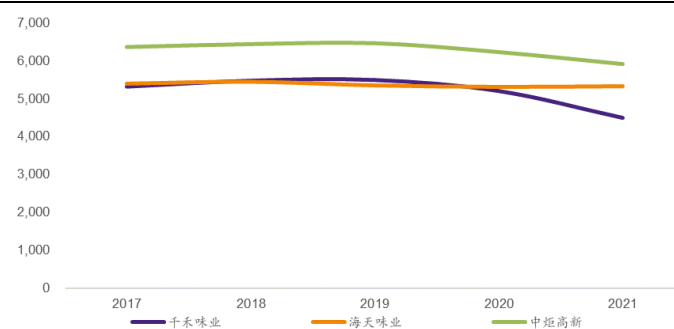
资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

图表 36：酱油/食醋单位售价 2021 年为 4485/3434 元/吨



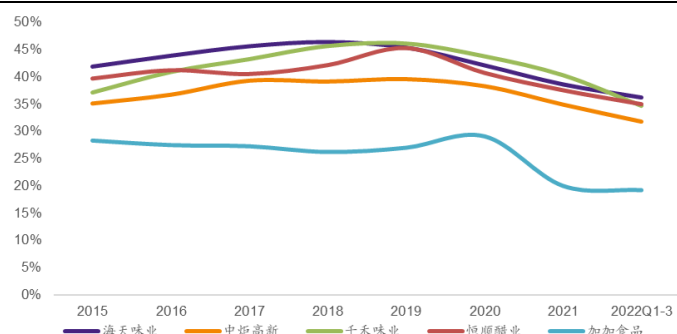
资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

图表 37：千禾酱油均价在行业中处于低位（元/吨）



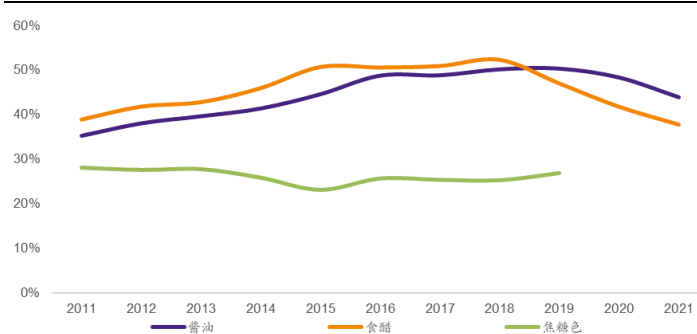
资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

图表 38：千禾毛利率行业处于较高位置



资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、加加食品公告，华鑫证券研究

图表 39：千禾各产品毛利率整体处于上升态势



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

3.2、异化路线，品牌深度绑定“零添加”

定位“零添加”，并进行品牌绑定。千禾自从提出零添加概念后，便积极进行消费者培育。经过 10 余年的宣传和消费者培育，零添加概念已经深入人心。公司“零添加”产品占比超过 50%，并以优异的品质和良好的品牌形象得到行业和消费者的认可，多次获得行业奖项以及四川名品牌称号。目前千禾已经与零添加深度绑定，在消费者层面形成了“千禾=零添加”的品牌印记，占据消费者心智。公司通过全新的黑色包装也与其他品牌五颜六色的包装形成差异化的产品形象，能够在超市的商品展柜上一目了然。

图表 40：千禾与零添加深度绑定



资料来源：千禾味业天猫商城，华鑫证券研究

图表 41：黑色包装形成差异化



资料来源：千禾味业、海天味业、李锦记、厨邦、六月鲜、加加天猫商城，华鑫证券研究

图表 42：千禾所获奖项一览

时间	所获奖项
2007 年	获得四川省名牌产品称号
2007 年	被认定为四川省生产绿色酱油、食醋等产品的厂家
2008 年	“千禾”商标被认定为四川省著名商标
2010 年	成为四川省获得有机食品认证的企业

2014 年	“千禾”酿造食醋获得四川省名牌产品称号
2021 年	传统发酵食品产业发展大会的产品创新大赛中获得大金奖、金奖和感官质量奖三项大奖

资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

线上、线下品牌宣传结合，多维度提升品牌力。品牌方面，持续强化品牌符号的影响力，增进产品高品质内涵联想；强化媒介的精准传播，空媒结合地面媒体、主流大平台结合新兴传媒，多维度扩大品牌声量。线下通过公交车、地铁、交通广播、电梯广告等线下媒介投放实体广告。线上通过赞助热门综艺节目、电视广告投放、抖音/B 站等新媒体投放，公司多年持续独家冠名综艺节目《新相亲大会》塑造品牌价值观，发布广告片《舌根上的男孩》，通过魔幻的神奇表现手法，引发了广泛关注和热议。

图表 43：公司独家冠名综艺节目



资料来源：壹点网，华鑫证券研究

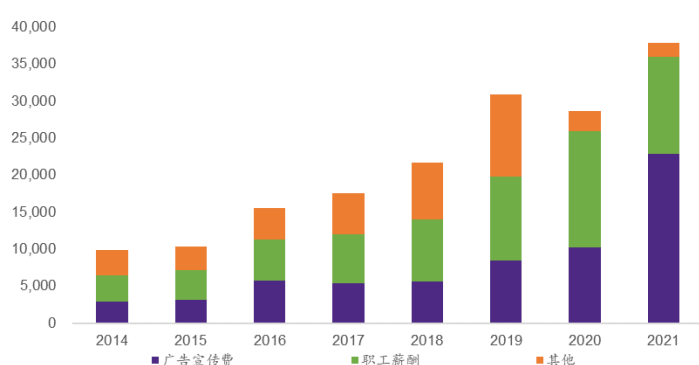
图表 44：千禾推出年度广告大片《舌根上的男孩》



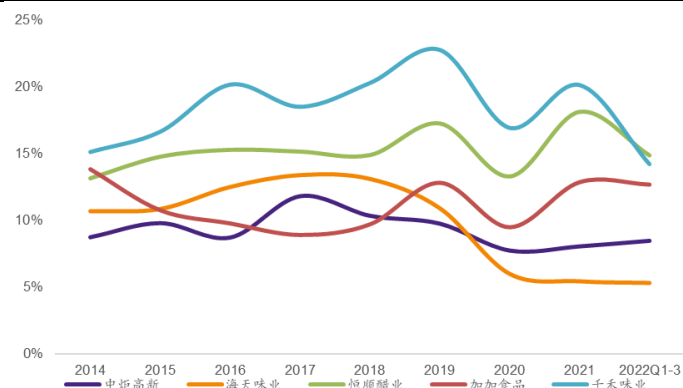
资料来源：数英网，华鑫证券研究

销售费用率持续高增，通过高费用模式扩大品牌影响力。公司以商超和流通渠道为主，占比高达 90%，且公司经营规模偏小，处于区域性品牌向全国性品牌过渡期，销售费用持续增长，2021 年为 3.88 亿元，销售费用持续增长。线上公司积极投放广告，线下通过地推模式培育和转化消费者，形成较高的员工薪酬。在此背景下，千禾的销售费用率长期高于 20%，2022Q1-3 为 14.22%，高于其他公司。在高费用模式下，公司品牌得到广泛传播，产品形象深入人心。

图表 45：2021 年销售费用 3.9 亿元



图表 46：2021Q1-3 千禾销售费用率为 14.2%

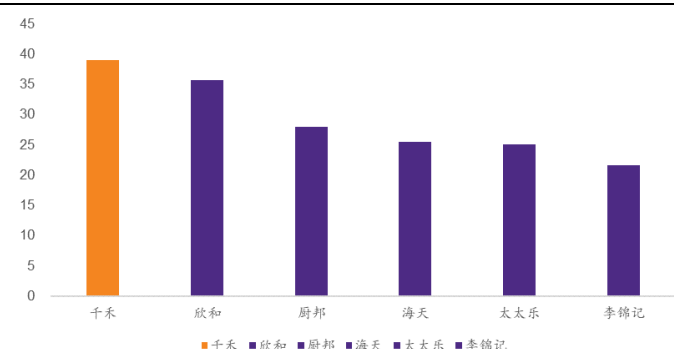


资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

资料来源：海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、加加食品公告，华鑫证券研究

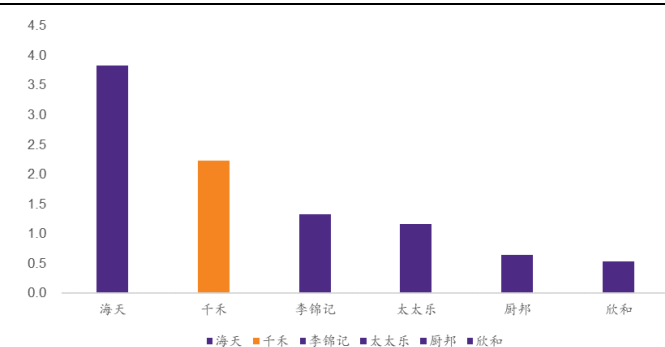
“零添加”宣传效果良好，品牌联想力持续加强。通过长期的高销售费用投放，公司也迎来了收获，公司零添加的产品形象深入人心，在消费者中提到零添加基本上就会联想到千禾。根据 Chnbrand 2022 年中国品牌力指数，千禾的品牌联想指数排名第二，在酱油推荐度和满意度榜单中分列 1、4 名，在食醋推荐度榜单中名列第三。根据淘数据，2020 年千禾在淘宝销售中，均价最高，销售额仍高居第二，占淘宝调味品总销售额的 12%。千禾中高端的零添加品牌形象基本形成，品牌影响力持续增强。

图表 47：2020 年千禾线上销售均价最高



资料来源：淘数据，华鑫证券研究

图表 48：2020 年千禾淘宝销售额排名第二



资料来源：淘数据，华鑫证券研究

图表 49：2022 中国顾客满意度指数酱油排名中千禾第四

Chnbrand
2022年中国顾客满意度指数SM (C-CSI[®])
酱油满意度排行榜
(基于100分制)
品牌上榜条件是“未提示提及率≥7%”并且“评价样本数”≥50

品牌	2022年C-CSI得分	排名	变化
海天	88.4	1	+2
六月鲜	85.8	2	-1
东古	85.6	3	-1
千禾	85.2	4	+1
美味鲜	85.1	5	+7

资料来源：Chnbrand 2022 年中国品牌力指数，华鑫证券研究

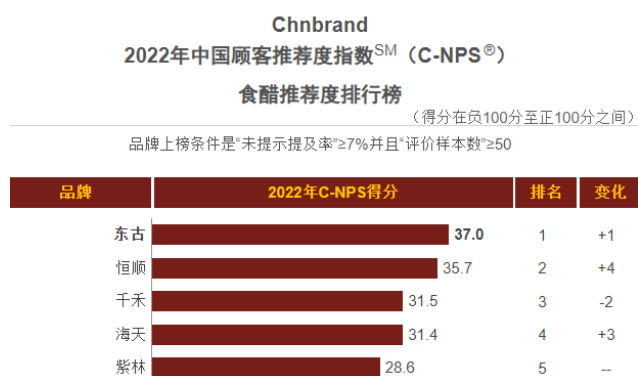
图表 50：2022 中国顾客推荐度指数酱油排名中千禾第一

Chnbrand
2022年中国顾客推荐度指数SM (C-NPS[®])
酱油推荐度排行榜
(得分在负100分至正100分之间)
品牌上榜条件是“未提示提及率”≥7%并且“评价样本数”≥50

品牌	2022年C-NPS得分	排名	变化
千禾	37.7	1	+3
六月鲜	36.0	2	-1
厨邦	34.3	3	+4
海天	33.8	4	+1
东古	30.7	5	-3

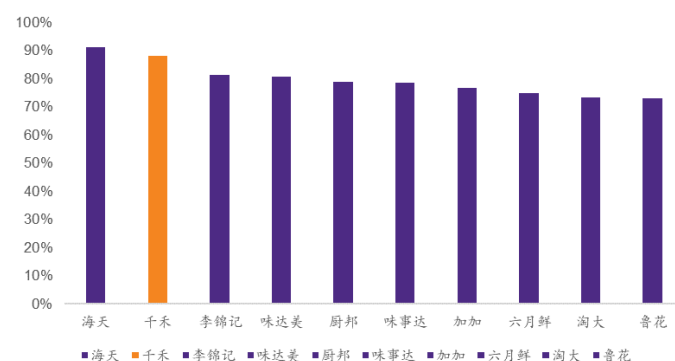
资料来源：Chnbrand 2022 年中国品牌力指数，华鑫证券研究

图表 51：2022 中国顾客推荐度指数食醋排名中食醋第三



资料来源：Chnbrand 2022 年中国品牌力指数，华鑫证券研究

图表 52：2021 中国品牌力指数联想指标得分

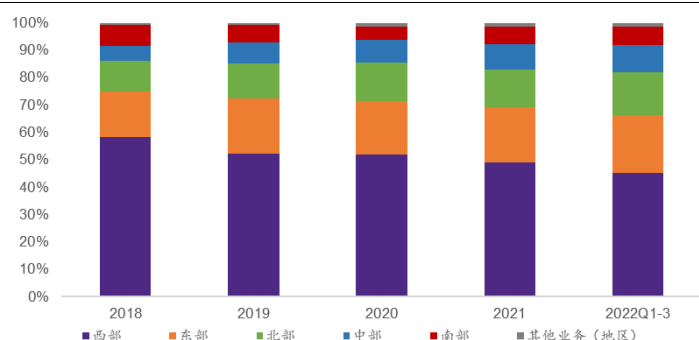


资料来源：Chnbrand 2021 年中国品牌力指数，华鑫证券研究

3.3、渠道专注居民消费，全国化稳步推进

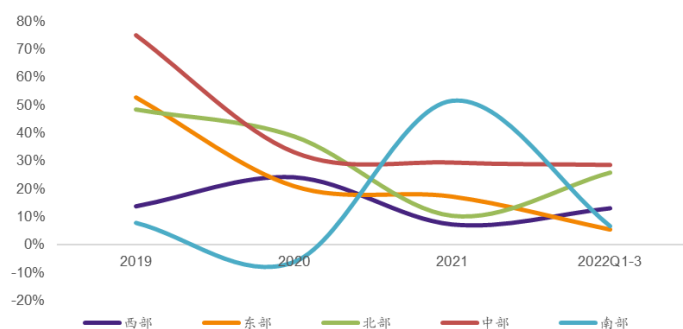
立足西南，稳步推进全国化。公司发源于四川眉山，西部作为大本营，长期占比超过 50%，千禾在西南地区实现全品类、全渠道运营，市占率可达 30%。2014 年后公司开启全国化进程，其他地区快速发展，占比持续提升。2022Q1-3 西部占比持续降低，录得 45.34%。其他地区有不同程度增长，其中中部地区增长最快，从 2018 年占比 5.59%提升至 2022Q1-3 的 9.94%。北部、南部和东部区域占比分别为 15.62%、6.55%、21.06%。从增速来看，北部和中部增速最快，2018-2021 年 CAGR 分别为 31.50%、44.48%。

图表 53：西部占比下滑，北部、中部增长较快



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

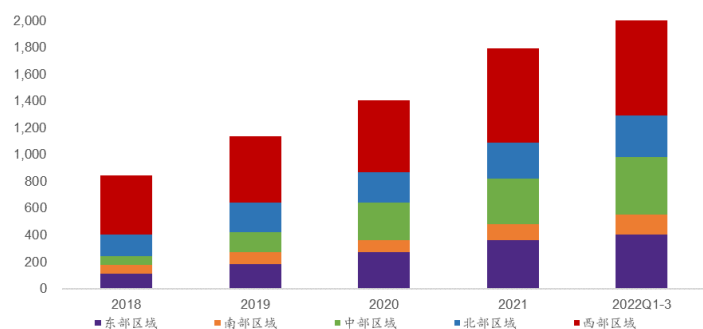
图表 54：2022Q1-3 西部/东部/北部/中部/南部营收增速 13%/6%/26%/29%/7%



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

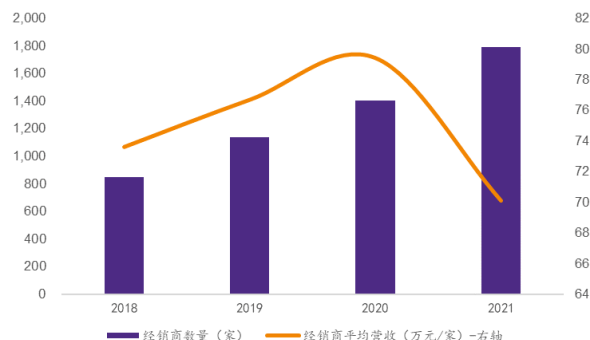
加大招商力度，新增经销商持续贡献营收增长。公司以经销模式为主，2022Q1-3 经销模式收入占比达 67.70%。经销商数量的快速增长为营收带来增量，从增速来看，西部和中部区域经销商增长最快，而西部经销商数量最多。虽然经销商数量快速增长，但是经销商平均营收却持续提升，2020 年达 79.41 万元/家，2021 年由于疫情影响下降至 70.13 万元/家。

图表 55：招商进度加快，2022Q1-3 经销商 2033 家



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

图表 56：2021 年经销商平均收入 70 万元/家



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

商超为主要渠道，商超+流通占比超过 90%。千禾由焦糖色转入调味品，因此进入市场较晚。餐饮端有着易守难攻的特点，被海天先入为主，于是千禾集中资源投放 C 端渠道。餐饮端对于调味品性价比要求较高，不符合早期千禾零添加的高端定位，为匹配差异化定位，千禾只能选择聚焦 C 端市场。公司设立零售事业部和四川吉恒负责 C 端销售，通过导购员地推和 KA 超市购买陈列，千禾在商超的份额不断提升。

餐饮端仍属短板，有望成为新增长点。调味品的餐饮端销售份额占比超过 50%，需求巨大，因此千禾也十分注重餐饮渠道。通过设立餐饮事业部，成立近百人的专业团队探索餐饮模式。在产品上，公司推出更为合适的大包装东坡红系列产品以强化竞争力。公司目前的餐饮布局主要集中在四川、重庆、河南等重点区域。

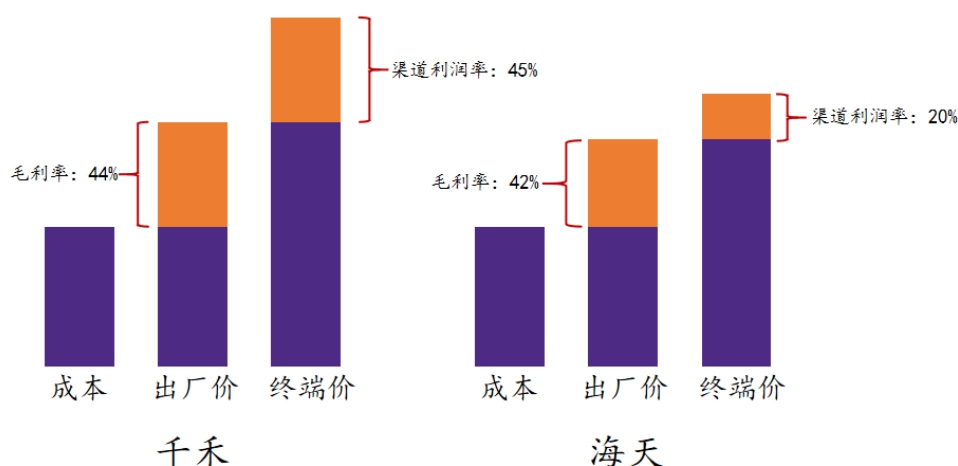
图表 57：主要调味品企业渠道布局情况

公司	各渠道占比	渠道布局情况
千禾味业	餐饮 (10%)；商超 (70%)；流通 (20%)	基本覆盖全国主要的地级市市场，加大重点县级市场进行开发；商超为主，发力电商和餐饮渠道。拥有 1700 多家经销商，在西南地区以县为单位设置经销商
海天味业	餐饮 (50%)；商超 (30%)；流通 (20%)	省级市 100%覆盖，地级市 100%覆盖，区县级超 90%覆盖；网络覆盖全国 31 个省级行政区域，320 多个地级市，2000 多个县份市场，一级经销商 7000 多家。
中炬高新	餐饮 (20%)；商超 (50%)；流通 (30%)	地级市覆盖达 89%，区县级市覆盖约 51%，经销商数量超过 1700 家。

资料来源：千禾味业、海天味业、中炬高新公告，华鑫证券研究

渠道利润高，推力强。前文我们分析到，千禾生产成本较低，成本端的优势导致虽然公司出厂价不高，但是利润率在行业中能够保持领先。在保证利润率的前提下公司采用高度让利于渠道的方式绑定大经销商，公司凭借较高的产品质量和中高端的品牌定位和价位，使得出厂价和终端价之间差额较大，这部分利润能够良好地让渡与经销商，以提升经销商的积极性。通过渠道调研我们发现，千禾渠道利润率能达到 45%左右，远高于海天的 20%，通过让利于经销商能够实现快速切入市场。

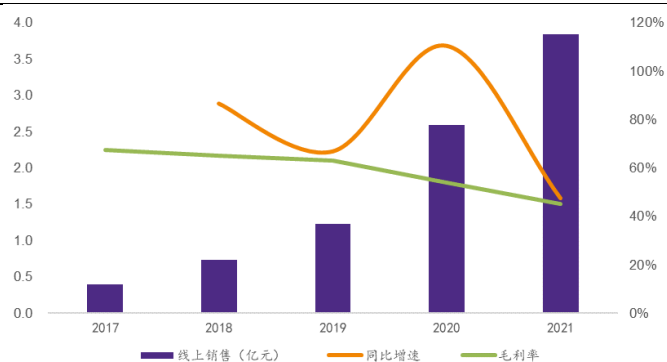
图表 58：千禾渠道利润率高于海天



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

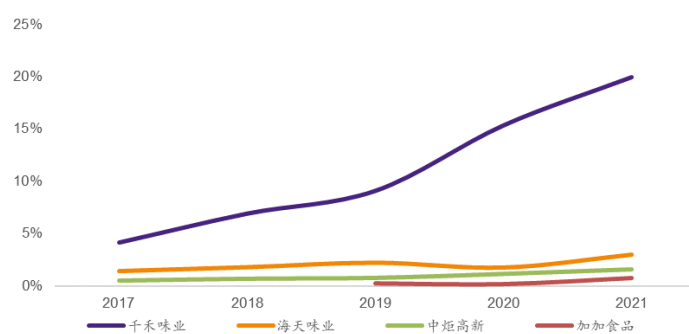
电商后来居上，线上销售实现弯道超车。公司线上的布局在整个行业中均处于相对领先的位置，零添加和健康的产品定位能与电商平台高度契合。公司将电商作为后来居上的渠道，成立电商事业部，进行高标准配置以期实现销售倍增。在疫情期间千禾调研北上广深地区的短视频公司，并决定以网上店铺和品牌直播、短播为主，与快手、抖音等短视频进行合作推出广告。在众多布局下，千禾的线上业务增长迅速，2020-2021 年疫情影响下实现爆发式增长，2021 年线上销售收入达 3.84 亿元，同比增长 47.67%，且电商渠道复购率可达 50%。2021 年线上销售占比高达 20%，远高于可比公司，线上销售额仅低于海天。我们认为线上渠道能够成为公司全国化的重要抓手，在品牌传播和市场覆盖上能够触及更多区域和消费者，未来电商渠道有望为公司贡献稳定的增量。

图表 59：线上销售持续增长，2021 年占比 20%



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

图表 60：公司线上销售占比行业领先



资料来源：千禾味业、海天味业、中炬高新、加加食品公告，华鑫证券研究

4、加速推进外埠市场，产能扩张奠定发展基础

4.1、西部为本、外部差异化竞争，积极拥抱新兴渠道

深耕西南总部：西部市场一直是千禾的核心市场，公司实行全渠道、全品类的策略，2022 年 Q1-3 实现营收 7.04 亿元，同比增长 13.08%。目前西部地区下沉至县级，铺货方面渗透至小型商超、农贸市场、夫妻店等，渠道持续深耕。公司在四川分为 4 个区域，并通过四川吉恒加大 KA 卖场档期活动执行，在活动期间全天门店营业期配置导购人员进行推广。在餐饮端，公司主要选择二级市场批发客户或者中小型客户，避免与海天进行直接竞争。

差异化扩张外埠市场：公司对西南外市场的主旨便是快速推动全国化，通过进驻大型 KA 树立品牌形象，用 3-5 年时间进行市场培育，其次便是通过线上渠道扩大销售收入。目前针对千禾，只有通过 C 端市场能够实现全国化，并且家庭端消费者品牌忠诚度相对较高，具备较高复购率。外埠市场主要通过开拓空白市场、产品结构升级、差异化扩张以及区县市场的渠道下沉实现增长。

北部市场：北部地区是千禾增长较快的区域，2022 年 Q1-3 实现营收 2.43 亿元，同比增长 25.85%。公司在北京主要通过大型的经销商合作从而切入市场，其他城市特别是北京、沈阳采用流通渠道试点，积极布局渠道下沉。

东部市场：东部地区是千禾省外最大的市场，2022 年 Q1-3 实现营收 3.27 亿元，同比增长 5.51%。公司同样与大经销商合作的方式，通过与荣进、汇鲜堂等合作，在沪上区域的大型 KA 快速放量。

中部市场：中部区域是过去两年增长最快的区域，2022 年 Q1-3 实现营收 1.54 亿元，同比增长 28.58%。千禾凭借零添加的优势和中高端价格定位，在中部省会城市大型 KA 与加加形成错位竞争。

南部市场：南部地区增长有所反复，2022 年 Q1-3 实现营收 1.02 亿元，同比增长 6.56%。南部区域竞争较大，公司主要通过大型商超渠道作消费者培育。

图表 61：千禾积极布局省外市场



资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

积极拥抱新兴渠道，布局社区团购。对于社区团购，公司采取积极的态度，给予足够重视，并将社区团购渠道交由电商事业部运营，大型社区团购平台公司通过电商事业部直接对接，部分区域性的社区团购便交予当地经销商。从 2021 年 7 月份开始，公司推出多款零添加的中低端产品进军社区团购渠道，目前已经与美团优选、多多买菜、兴盛优选、邻趣等约 20-30 家社区团购进行合作。社区团购内的产品 SKU 较少，主要为大包装的高性价比产品。目前社区团购毛利率在 15%-20%左右。

图表 62：千禾社区团购主要产品

	美团优选	多多买菜	美团买菜	兴盛优选
产品类型	头鲜生抽	头鲜生抽	味极鲜	特鲜生抽酱油
产品展示				
价格	10.59 元/1.8L	9.99 元/1.8L	22.8 元/1L	4.5 元/500ml
SKU 数量	1	1	1	4

资料来源：美团优选、多多买菜、美团买菜、兴盛优选 app，华鑫证券研究

4.2、提价缓解利润压力，产能扩张奠定发展基础

对中高端产品进行提价，高端产品不变以保持竞争优势。由于 2021 年大宗商品等原材料价格上涨显著，公司利润端承压，在全行业普遍进行提价的阶段，千禾对部分低毛利产品的出厂价进行调整，各产品价格涨幅在 3%-7%不等，综合提价幅度在 5%左右。对低毛利产品的提价能有效缓解原材料价格上涨带来的成本压力。公司高端产品价格保持不变，我

我们认为中高端产品价格带已提前布局，直接提价短期来看非必要措施，或可通过缩减促销实现变相提价。由于千禾成本在行业中仍具较大优势，因此高端产品毛利率较高，此时顶住压力有望在行业普涨的情况下吞蚀其他品牌因价格上涨而失去的份额，从而实现弯道超车。

图表 63：调味品企业提价政策

公司	时间	具体政策
海天味业	2021.10.13	酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，调整幅度为 3%-7%不等
恒顺醋业	2021.11.03	对部分产品进行价格调整，调整幅度 5%-15%不等
加加食品	2021.11.04	酱油、蚝油、料酒、鸡精和醋系列产品的出厂价格进行调整，上调幅度为 3%-7%不等
千禾味业	2021.11.17	对部分低毛利产品的出厂价进行调整，各产品价格涨幅在 3%-7%不等
中炬高新	2021.11.27	提价品类超过全部产品的 70%，平均提价幅度 3%-10%

资料来源：海天味业、恒顺醋业、加加食品、千禾味业、中炬高新公告，华鑫证券研究

产能扩张计划快速推进，有效保障公司发展。公司目前有眉山工厂、柳州恒泰、潍坊恒泰、丰城恒泰、镇江金山 5 个生产基地。其中眉山工厂、镇江金山寺主要从事调味品的生产，柳州恒泰等子公司主要从事焦糖色产品的生产。产能方面，公司在 2013 年拥有酱油产能 7 万吨，食醋产能 3 万吨，焦糖色产能 16.5 万吨。2016 年公司 IPO 募资新建 5 万吨酱油和 5 万吨食醋产能，于 2017 年达产，届时公司拥有 12 万吨酱油和 8 万吨食醋产能。2018 年公司发行可转债募资新建 20 万吨酱油和 5 万吨食醋产能，2019 年收购恒康醋业获得了 5.3 万吨镇江香醋以及 5 万吨料酒和 0.5 万吨蚝油产能，发行可转债新建的 25 万吨扩产项目如期投产，新增 10 万吨酱油产能，并投资扩建年产 36 万吨调味品生产线项目，包括 30 万吨酿造酱油、3 万吨蚝油、3 万吨黄豆酱产能。2020 年将年产 36 万吨改为年产 60 万吨调味品智能制造项目，包括年产 50 万吨酿造酱油、10 万吨料酒产能。2022 年修改非公开发行方案，拟募集资金 5-8 亿元，用于年产 60 万吨调味品智能制造项目，投资总额 12.60 亿元；发行对象为实控人伍超群先生，发行价格调整为 12.92 元/股，发行股份调整为 3870-6192 万股。2021 年发行可转债新建的 25 万吨扩产项目全部投产，新增 10 万吨酱油和 5 万吨食醋产能。预计 2022 年年产 60 万吨调味品智能制造项目一期达产，新增 20 万吨酱油和 10 万吨料酒产能，2024 年全部达产，新增 30 万吨酱油产能。公司现在拥有 32 万吨酱油产能，18.3 万吨食醋产能，5 万吨料酒产能和 0.5 万吨蚝油产能，总产能达到 55.8 万吨。远期规划产能为 82 万吨酱油产能，18.3 万吨食醋产能，15 万吨料酒产能和 0.5 万吨蚝油产能，总产能达到 115.8 万吨。

图表 64：千禾产能快速扩张，现有产能 55 万吨，远期规划产能达 115 万吨

时间	主要事件	产能情况（万吨）				
		酱油	食醋	料酒	蚝油	合计
2015 年前	/	7	3	/	/	10
2016 年	IPO 募资新建 5 万吨酱油和 5 万吨食醋产能	7	3	/	/	10
2017 年	IPO 新建的 10 万吨产能达产	12	8	/	/	20
2018 年	发行可转债募资新建 20 万吨酱油和 5 万吨食醋产能	12	8	/	/	20
2019 年	收购恒康醋业获得了 5.3 万吨镇江香醋产能，发行可转债新建的 25 万吨扩产项目一期投产，新增 10 万吨酱油产能。投资扩建年产 36 万吨调味品生产线项目，包括 30 万吨酿造酱油、3 万吨蚝油、3 万吨黄豆酱产能	22	13.3	5	0.5	40.8
2020 年	调整年产 36 万吨调味品生产线项目为年产 60 万吨调味品智能制造项目，包括年产 50 万吨酿造酱油、10 万吨料酒产能	22	13.3	5	0.5	40.8
2021 年	发行可转债新建的 25 万吨扩产项目全部投产，新增 10 万吨酱油和 5 万吨食	32	18.3	5	0.5	55.8

请阅读最后一页重要免责声明

26

	醋产能					
2022 年	预计年产 60 万吨调味品智能制造项目一期达产，新增 20 万吨酱油和 10 万吨料酒产能	52	18.3	15	0.5	85.8
2024 年	预计年产 60 万吨调味品智能制造项目全部达产，新增 30 万吨酱油产能	82	18.3	15	0.5	115.8

资料来源：千禾味业公告，华鑫证券研究

5、投资建议

我们认为公司核心业务为高品质健康的酱油、食醋、料酒等调味品生产和销售，随着公司全国化进程稳步推进以及结构化升级，业绩有望迎来快速增长。暂不考虑增发的影响，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.37/0.70/0.82 元/股，对应 PE 分别为 54/29/24 倍，维持“买入”评级。

图表 65：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	1,925	2,273	3,086	3,639
增长率（%）	13.7%	18.1%	35.8%	17.9%
归母净利润（百万元）	221	292	556	658
增长率（%）	7.6%	32.0%	90.2%	18.3%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.37	0.70	0.82
ROE（%）	10.7%	12.8%	20.7%	20.8%

资料来源：wind，华鑫证券研究

6、风险提示

- (1) 宏观经济下行风险；
- (2) 疫情拖累消费；
- (3) 区域扩张不及预期；
- (4) 新品推广不及预期；
- (5) 提价不及预期；
- (6) 增发进展不及预期等。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	1,925	2,273	3,086	3,639
现金及现金等价物	197	346	582	976	营业成本	1,148	1,349	1,743	1,987
应收款	156	184	250	295	营业税金及附加	16	20	25	29
存货	585	699	902	1,028	销售费用	388	432	494	655
其他流动资产	201	208	226	237	管理费用	65	77	102	120
流动资产合计	1,139	1,438	1,959	2,536	财务费用	-3	-10	-16	-27
非流动资产：					研发费用	55	65	89	105
金融类资产	160	160	160	160	费用合计	506	564	668	852
固定资产	843	952	955	918	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
在建工程	276	110	44	18	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	103	98	93	88	投资收益	9	9	9	9
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	270	354	665	785
其他非流动资产	37	37	37	37	加：营业外收入	4	4	4	4
非流动资产合计	1,259	1,197	1,129	1,060	减：营业外支出	12	12	12	12
资产总计	2,398	2,635	3,088	3,596	利润总额	261	345	656	776
流动负债：					所得税费用	40	53	100	118
短期借款	0	0	0	0	净利润	221	292	556	658
应付账款、票据	86	102	132	150	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	135	135	135	135	归母净利润	221	292	556	658
流动负债合计	276	302	355	389					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	48	48	48	48	营业收入增长率	13.7%	18.1%	35.8%	17.9%
非流动负债合计	48	48	48	48	归母净利润增长率	7.6%	32.0%	90.2%	18.3%
负债合计	324	350	403	437	盈利能力				
所有者权益					毛利率	40.4%	40.6%	43.5%	45.4%
股本	799	799	799	799	四项费用/营收	26.3%	24.8%	21.6%	23.4%
股东权益	2,074	2,285	2,685	3,159	净利率	11.5%	12.9%	18.0%	18.1%
负债和所有者权益	2,398	2,635	3,088	3,596	ROE	10.7%	12.8%	20.7%	20.8%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	13.5%	13.3%	13.0%	12.2%
净利润	221	292	556	658	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
折旧摊销	96	61	68	68	应收账款周转率	12.3	12.3	12.3	12.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
营运资金变动	-139	-122	-233	-149	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	178	231	391	577	EPS	0.28	0.37	0.70	0.82
投资活动现金净流量	-36	56	63	64	P/E	71.6	54.2	28.5	24.1
筹资活动现金净流量	8	-82	-156	-184	P/S	8.2	7.0	5.1	4.4
现金流量净额	150	206	299	457	P/B	7.6	6.9	5.9	5.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的报告。