国盛证券 UOSHENG SECURITIES

# 食品饮料

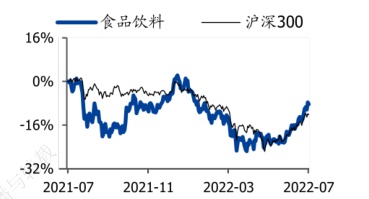
证券研究报告丨行业专题研究 2022年07月03日

# 大众品成本专题之调味品：成本拐点将至，预期已然先行

调味品板块成本拐点已现。1）调味品企业原料包材价格逐步回落：6月大 豆、油脂类原料价格迎来下行拐点，糯米、青菜头及辣椒等原料价格亦有所 改善；包材方面，2021Q4起玻璃价格持续回落，2022年至今瓦楞纸价格整 体平稳，PET价格2022年6月有所回落；2）2022H2多数品类有望迎来 成本拐点：酱油：海天/中炬等企业为广式酱油酿造工艺，趋势来看2022Q3 大豆价格有望环比改善，对应2022Q4迎来成本拐点；千禾为日式酱油酿造 工艺，豆粕价格2022年4月起下行，对应2022Q4-2023Q1迎来成本拐点； 食醋：随着近期包材成本压力缓解，预计2022Q3成本环比有望改善；榨菜： 随着低价青菜头投入使用，预计2022Q2起成本环比改善，Q3迎来确定性 拐点；酵母：成本同比承压，受前期糖蜜采期价格变动影响，预计2022Q2 成本环比改善；复调：2 2022年6月起油脂价格逐步下行，预计2022Q3起 复调企业成本环比改善。 短期分化，22H2盈利弹性有望全面体现。1）短期展望：受益于促销收窄、 成本下行、提价传导，短期天味食品、涪陵榨菜毛利率同比改善确定性较强； 同时海天味业作为行业龙头，盈利韧性亦较强；2）中期展望：假设主要原 料包材成本回落至2015-2019年历史中枢水平，对应大豆/豆粕/糯米/青菜 头/糖蜜/油脂/玻璃/PET/瓦楞纸价格较2 2022Q1分别 -28%/-16%/+1%/-36%/-33%/-40%/-24%/-8%/-15%；普遍来看，调味 品企业毛利率较2022Q1改善空间为5pct至10pct；3）盈利弹性：当前成 本高企拖累调味品企业盈利，造成调味品板块表观估值较高，进入2022H2 调味品板块成本下行逻辑有望持续演绎，假设各企业成本回落至2015-2019 年中枢水平，对应2022年常态归母净利润来看，安琪酵母/天味食品/恒顺 醋业/海天味业业绩弹性较大，较2022年归母净利润分别 +80%/+63%/+54%/+20%，其中安琪酵母、天味食品、涪陵榨菜2022年 PE（常态）回落至历史估值中枢以下；4）盈利改善确定性：考虑到糖蜜价 格目前尚未出现拐点，且安琪酵母2022年糖蜜采购均价确定上行，短期盈 利改善拐点未至；因此首推成本改善逻辑下兼具盈利弹性与确定性，2022 年常态估值低于历史中枢的天味食品。 投资建议。2021年以来行业需求承压、成本压力之下，调味品板块表现疲 弱，我们认为板块当前已处底部区间，随着需求复苏+成本拐点显现，2022H2 调味品板块弹性可期；重点推荐3条投资主线，1）中报业绩强兑现的疫情 收益标的天味食品、涪陵榨菜；2）成本下行逻辑中，兼具盈利弹性与确定 性，常态估值低于历史中枢的天味食品、安琪酵母；3）随着餐饮供应链复 苏，有望重回高增的日辰股份、海天味业。 风险提示：宏观经济下行、行业竞争加剧、原材料大幅波动、成本模型及相 关测算具有局限性、疫情局部反复影响消费恢复。

重点标的

行业走势



分析师符蓉 执业证书编号：S0680519070001 邮箱：furong@gszq.com 研究助理陈昕晖 执业证书编号：S0680122030023 邮箱：chenxinhui@gszq.com

1、《食品饮料：恢复在途中一“布局复苏”上海线下沙 龙反馈》2022-06-26 2、《食品饮料：上海终端恢复几何？ 一上海食饮草根调 研反馈》2022-06-14 3、《食品饮料：疫情影响短期动销，环比显改善一一鲁 豫白酒草根调研反馈》2022-06-10

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 股票 代码 | 股票 名称 | 投资 评级 | EPS（元） | | | | PE | | | |
| 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 0.24 | 0.41 | 0.55 | 0.71 | 117.42 | 68.73 | 51.24 | 39.69 |
| 603317.SH | 天味食品 日辰股份 | 买入 买入 | 0.82 | 0.97 | 1.29 | 1.69 | 49.37 | 41.73 | 31.38 | 23.95 |
| 603755.SH |  |  |  |  |  | 2.55 |  |  |  |  |
| 603288.SH | 海天味业 | 买入 | 1.58 | 1.79 | 2.13 |  | 57.22 | 50.50 | 42.44 | 35.45 |

请仔细阅读本报告末页声明

国盛证券

# 内容目录

2022年07月03日

1、调味品成本拐点已至，利润弹性有望， 3 1.1调味品板块成本拐点已现 3 1.2短期分化，22H2调味品板块盈利弹性有望全面体现， .4 1.3、投资建议... .6 2、风险提示.. 6

# 图表目录

图表1：主要原料包材价格同比：糯米、青菜头、花椒、玻璃等2022Q2均价同比有所回落. .3 图表2：调味品企业单季度成本同比及环比变动测算. 4 图表3：2022Q2调味品企业毛利率测算（考虑提价、货折变动等因素） .5 图表4：2021年调味品企业主要提价情况梳理.. .5 图表5：成本回落至历史中枢后、调味品企业毛利率改善空间测算.. ..5 图表6：成本回落至常态水平后，调味品企业2022年常态利润及估值水平测算， .6

P.2

请仔细阅读本报告末页声明

盛证券

2022年07月03日

# 1、调味品成本拐点已至，利润弹性有望

# 1.1调味品板块成本拐点已现

图表1：主要原料包材价格同比：糯米、青菜头、 花椒、玻璃等2022Q2均价同比有所回落

# 调味品企业原料包材价格逐步回落

调味品企业原料包材价格逐步回落 1）6月大豆、油脂类原料价格迎来下行拐点：受国际原油价格下行、印尼加快棕榈油出 口等因素影响，2022年6月初至今CBOT大豆期货、棕榈油期货价格分别下跌16%、 30%，大豆、油脂现货价分别下跌2%、7%，豆粘价格自4月初以来下跌11%，现货 仍高于期货价格，预计后续有望延续下行； 2）其他原料价格亦持续改善：受供需格局改善，2021年以来糯米价格持续下行、2022 年青菜头收购均价同比下降36%、辣椒价格2022年4月初至今累计回落59%； 3）2022年以来包材价格压力逐步缓解：2021Q4起玻璃价格持续回落；2022年至今瓦 楞纸价格整体平稳，较2021年同期价格水平基本持平；PET价格2022年6月初至今亦 有所回落。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 项目 | 成本占比 | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2E |
| 酱油 | 大豆 | 15% | 31% | 10% | 7% | 13% | 3% | 11% |
| 豆粕 | 16% | 22% | 14% | 16% | 12% | 10% | 30% |
| 白糖 | 12% | -9% | 0% | 5% | 8% | 7% | 7% |
| 食盐 | 3%-4% | -2% | -2% | -3% | -2% | 2% | 4% |
| 食醋 | 小麦 | 2%-4% | 7% | 7% | 8% | 12% | 17% | 25% |
| 榨菜 | 糯米 | 30% | 2% | -13% | -18% | -16% | -13% | -8% |
| 酵母 | 青菜头 | 40%+ | 6% | 71% | 71% | 71% | 71% | -36% |
|  | 糖蜜 | 34% | 44% | 47% | 37% | 25% | 10% | 13% |
| 复调 | 油脂 | 18% | 35% | 51% | 42% | 23% | 26% | 33% |
| 辣椒 | 6%+ | 62 80% | -2% | -10% | -2% | -13% | 50% |
|  | 花椒 | 650 9%+ | -5% | -3% | -5% | -5% | -4% | -4% |
| 包材 | 玻璃 | 二 | 28% | 79% | 69% | 16% | 1% | -24% |
|  | PET | - | 7% | 22% | 32% | 48% | 23% | 28% |
|  | 纸箱 | - | 8% | 24% | 12% | 24% | 3% | 2% |

P.3

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 1）酱油：2022Q4起成本有望带来正贡献。原料成本上行期各企业原料采购以少量多次 形式为主，即当期投料成本对应当期原料价格，由于前期主要原料价格持续上涨，预计 |  |  |  |
|  | 2022Q2海天、千禾酱油吨成本仍有一定压力；展望未来，海天/中炬等企业为广式酱油 |  |  |  |
| 酿造工艺，以大豆为主要原料、发酵周期约1个季度，趋势来看2022Q3大豆价格有望 |  |  |  |  |
| 环比改善，对应2022Q4迎来成本拐点；千禾为日式酱油酿造工艺，以豆粕为主要原料， |  |  |  |  |
| 发酵周期约2个季度，豆粕价格2022年4月起下行，对应2022Q4迎来成本拐点； 2）食醋：2022Q3成本有望环比改善。2020Q4以来糯米价格逐季回落，但受包材价格 |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | 上涨推动，短期恒顺醋业成本仍有一定压力（未考虑包材长协锁价）；随着近期包材成本 |  |  |  |
|  | 压力缓解，预计2022Q3成本环比有望改善； |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  | 3）榨菜：2022Q2起成本环比改善。涪陵榨菜2022年青菜头收购价约800元/吨，同比 |  |  |  |

请仔细阅读本报告末页声明

盛证券

图表2：调味品企业单季度成本同比及环比变动测算

2022年07月03日

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| -36%；2022年5月起低价青菜头已逐步投入使用，预计2022Q2成本环比略改善，Q3 将迎来确定性拐点； |  |  |  |  |
| 4）酵母：成本同比承压，2022Q2环比改善。安琪酵母2022年糖蜜采购均价较2021 年同比有所增长，全年来看成本同比上行；分季度看，糖蜜现货价自2021年12月至1 |  |  |  |  |
| 月底持续下行，对应2022Q1使用糖蜜成本较高，预计2022Q2成本有望环比改善； |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
| 5）复调：2022Q3成本迎来环比改善。2022年6月起油脂价格逐步下行，预计2022Q3 |  |  |  |  |
| 起复调企业成本环比改善。 |  |  |  |  |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 公司 |  | 21Q1E | 21Q2E | 21Q3E | 21Q4E | 22Q1E | 22Q2E | 22Q3E | 22Q4E |
| 酱油 | 海天味业 | 同比 | 3% | 7% | 13% | 12% | 10% | 4% | 4% | 二 |
| 环比 | 1% | 8% | 8% | 8% | 4% | 1% | 0% | - |
| 同比 | 0% | 1% | 8% | 13% | 14% | 9% | 5% | 6% |
| 食醋 | 千禾味业 恒顺醋业 | 环比 | 1% | 3% | 8% | 8% | 8% | 3% | 3% | 1% |
| 同比 | 4% | 3% | 5% | 9% | 7% | 4% | -1% | -2% |
| 榨菜 | 涪陵榨菜 | 环比 | 2% | 0% | 5% | 8% | 7% | 3% | 0% | -2% |
| 同比 | 5% | 23% | 39% | 44% | 36% | 2% | -15% | -15% |
| 酵母 | 安琪酵母 | 环比 | 8% | 1% | 31% | 3% | 1% | -3% | -15% | 0% |
| 同比 | 3% | 3% | 3% | 3% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| 复调 | 天味食品 | 环比 | 二 | - | 二 | E | 二 | - | 二 | 二 |
| 同比 环比 | 12% 8% | 11% -1% | 9% 0% | 8% 3% | 6% 5% | 11% 2% | - - | - — |

P.4

# 1.2短期分化，22H2调味品板块盈利弹性有望全面体现

受益于促销收窄、成本下行、提价传导，短期天味食品、陵榨菜毛利率同比改善确定 性较强；同时海天味业作为行业龙头，盈利韧性亦较强。 酱油：短期盈利分化，龙头更具韧性。我们测算2022Q2海天味业/千禾味业毛利率分别 38%/34%，同比+0.5/-6.9pct，海天盈利压力小于同行，主要系：1）海天作为龙头拥 有强定价权，前期提价幅度约5%，高于千禾；2）千禾2022Q2酱油成本受到2021Q4 豆粕价格影响，而2021Q4豆粕均价同比增幅较大; 食醋：毛利率整体平稳。前期提价与成本上行对冲，预计2022Q2恒顺醋业毛利率38%， 同比+0.7pct，环比-0.2pct; 榨莱：盈利有望逐步改善。前期提价对整体吨价贡献约10%-15%，随着2022年5月起 低价青菜头投入使用，成本同比压力亦有望缓解；预计2022Q2陵榨菜毛利率62%， 同比+3.0pct，环比+9.5pct; 酵母：Q2同比承压，环比改善。预计安琪酵母2022Q2糖蜜成本较Q1下行，对应毛利 率28%，同比-2.4pct，环比+1.3pct; 复调：盈利压力整体较小。复调企业成本构成分散，成本压力整体可控，叠加促销力度 同比大幅收窄，预计2022Q2毛利率环比Q2持平。

请仔细阅读本报告末页声明

国盛证券

图表3：2022Q2调味品企业毛利率测算（考虑提价、货折变动等因素）

2022年07月03日

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 2022Q2E | 同比（pct） | 环比（pct） |
| 海天味业 | 38% | 0.5 | -0.6 |
| 千禾味业 | 34% | -6.9 | -1.0 |
| 恒顺醋业 | 38% | 0.7 | -0.2 |
| 涪陵榨菜 | 62% | 3.0 | 9.5 |
| 安琪酵母 | 28% | -2.4 | 1.3 |
| 天味食品 资料来源：Wind， ，国盛证券研究所 | 36% | 5.3 | 0.0 |

图表4:2021年调味品企业主要提价情况梳理

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 时点 | 公司 | 提价产品及幅度 |
| 2021年9月 | 安琪酵母 | 部分酵母产品上调出厂价 |
| 2021年10月 | 海天味业 | 酱油/蚝油/酱类提价3%-7% |
| 2021年10月 | 天味食品 | 好人家2款火锅底料提价 |
| 2021年11月 | 中炬高新 | 70%以上的品类提价3%-10% |
| 2021年11月 | 千禾味业 | 部分中低端黄豆/生抽/老抽提价5% |
| 2021年11月 | 加加食品 | 酱油/蚝油/料酒/鸡精和醋系列产品提价3%-7% |
| 2021年11月 | 恒顺醋业 | 部分产品提价5%-15% |
| 2021年11月 | 涪陵榨菜 | 部分产品提价3%-19% |
| 2021年11月 | 安琪酵母 | 部分非酵母产品上调出厂价 |
| 资料来源： 公司公告， | 国盛证券研究所 |  |

P.5

中期展望：调味品企业毛利率改善空间约5pct至10pct。假设主要原料包材成本回落 至2015-2019年历史中枢水平，对应大豆/豆粕/糯米/青菜头/糖蜜/油脂/玻璃/PET/瓦楞 纸价格较2022Q1分别-28%/-16%/+1%/-36%/-33%/-40%/-24%/-8%/-15%；普遍来 看，调味品企业毛利率较2022Q1改善空间为5pct至10pct。

图表5：成本回落至历史中枢后、调味品企业毛利率改善空间测算

|  |
| --- |
| 成本回落空间 毛利率较2022Q1提升空间（pct） |
| 海天味业 -10% 5.9 |
| 千禾味业 -8% 4.9 |
| 恒顺醋业 -5% 3.0 |
| 涪陵榨菜 -18% 8.8 |
| 安琪酵母 -11% 8.1 |
| 天味食品 -11% 7.5 资料来源：Wind，国盛证券研究所 |

盈利弹性：当前成本高企拖累调味品企业盈利，造成调味品板块表观估值较高，我们认 为进入2022H2，调味品板块成本下行逻辑有望持续演绎，假设各企业成本回落至 2015-2019年中枢水平，对应2022年常态归母净利润来看，安琪酵母/天味食品/恒顺醋 业/海天味业业绩弹性较大，较2022年归母净利润分别+80%/+63%/+54%/+20%，其 中安琪酵母、天味食品、涪陵榨菜2022年PE（常态）回落至历史估值中枢以下； 盈利改善确定性：考虑到糖蜜价格目前尚未出现拐点，且安琪酵母2022年糖蜜采购均 价确定上行，短期盈利改善拐点未至；因此首推成本改善逻辑下兼具盈利弹性与确定性， 2022年常态估值低于历史中枢的天味食品

请仔细阅读本报告末页声明

国盛证券

图表6：成本回落至常态水平后，调味品企业2022年常态利润及估值水平测算（单位：亿元）

2022年07月03日

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 归母净利润 2022E | 归母净利润（常态） 2022E | 业绩改善幅度 | PE | PE（常态） | 2015-2019年估值中枢 |
| 海天味业 | 75.5 | 90.7 | 20% | 53 | 44 | 37 |
| 千禾味业 | 3.4 | 3.7 | 8% | 47 | 43 | 41 |
| 恒顺醋业 | 1.3 | 2.1 | 54% | 93 | 61 | 32 |
| 涪陵榨菜 | 10.2 | 10.6 | 4% | 29 | 28 | 31 |
| 安琪酵母 | 14.0 | 25.1 | 80% | 29 | 16 | 28 |
| 天味食品 | 3.1 | 5.0 | 63% | 66 | 41 | 56 |

资料来源：Wind，国盛证券研究所（注：1，以上数据截止至2022.6.29；2，各企业2015-2019年估值数据采用预测PE\_FY1）

# 1.3、投资建议

2021年以来行业需求承压、成本压力之下，调味品板块表现疲弱，我们认为板块当前已 处底部区间，随着需求复苏+成本拐点显现，2022H2调味品板块弹性可期；重点推荐3 条投资主线，1）中报业绩强兑现的疫情收益标的天味食品、涪陵榨菜；2）成本下行逻 辑中，兼具盈利弹性与确定性，常态估值低于历史中枢的天味食品、安琪酵母；3）随着 餐饮供应链复苏，有望重回高增的日辰股份、海天味业。

# 2、风险提示

P.6

宏观经济下行风险：食品饮料需求与宏观经济发展具有一定程度的相关性，宏观经济波 动对其需求及成本均会产生影响。 行业竞争加剧风险：行业竞争加剧或会对公司的销售、费用策略产生影响，波及真实动 销，从而与预期产生偏差。 原材料大幅波动风险：原材料价格大幅上涨，提价与产品结构改善或难以冲抵成本压力， 使得报表端业绩承压、发展受阻。 成本模型及相关测算具有局限性：在报告中使用的相关测算模型，忽略了部分企业在实 际经营中的举措，这或许会导致模型测算与实际情况产生偏差，结论数据仅作为趋势性 探讨使用。 疫情局部反复影响消费恢复：局部疫情反复会使得防控疫情政策升级，进而在一定程度 上打击区域内消费需求，影响消费恢复节奏。

请仔细阅读本报告末页声明

国盛证券

2022年07月03日

# 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） | 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 |
| 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。 | 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 |  | 上海 |
|  | 地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层 | 地址：上海市浦明路868号保利One561号楼10层 |
| 邮编：100032 |  | 邮编：200120 |
|  | 传真：010-57671718 | 电话：021-38124100 |
|  | 邮箱：gsresearch@gszq.com | 邮箱：gsresearch@gszq.com |
| 南昌 |  | 深圳 |
|  | 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 |  |
| 邮编：330038 |  | 邮编：518033 |
| 传真：0791-86281485 邮箱： |  | 邮箱：gsresearch@gszq.com |

P.7

请仔细阅读本报告末页声明