

# 千禾味业

## 站在消费升级的风口，借力“零添加”远航

**焦糖色起航，“见风使舵”驶入调味品。**公司 1996 年成立于四川眉山，焦糖色起家，2001 年开始进军下游调味品行业，并于 2016 年在 A 股上市。2008 年公司首推“零添加”酱油，2018 年战略聚焦“零添加”产品，经过二十余年的发展，公司经历了“专营焦糖色”、“进军调味品+深耕西南”、“主营调味品+开启全国化”、“聚焦零添加+全国化加速”四个阶段，成为以“零添加”为品牌特色、聚焦 C 端、剑指全国的优质调味品制造商。

**行业量价双轮驱动，高端酱油空间广阔。**从行业驱动力来看，1) 量增动因：经济发展+人口数量增长+人均消费量增加；2) 价增动因：直接提价+产品结构升级。**从行业发展趋势来看，**1) 高端化趋势凸显：对标日本酱油行业，可以发现日本高端酱油定位更高，同时高端酱油占比更大。目前我国酱油行业正处于消费升级期，高端化有望成为未来发展风口。2) 竞争格局优化：对标日本，我国酱油行业集中度仍有翻倍提升空间。从高端酱油行业赛道来看，我们估计千禾味业市占率约为 6%，具有一定优势但仍有较大提升空间。近年来千禾味业正加速赶超加加食品，我们认为有望跻身酱油行业前三。

**“高端+C 端”突围，全国化进程加速。**公司战略聚焦“零添加”，主打家庭消费渠道，作为酱油行业第二梯队成员，目前正加速推进全国化进程：**1) 站在消费升级的风口，以“高端+C 端”突围。**公司迎合消费升级的大趋势，采取“高端+C 端”差异化竞争战略，避开了中低端与 B 端市场的激烈竞争，打造高端赛道上的先发优势。**2) 深耕西南大本营，积极布局外埠市场。**公司由西南起家，西南地区采取“全渠道、全品类”策略；外埠区域，采取“高举高打”策略，并通过地推式营销叠加精准广告投放，提升终端品牌认可度。**3) 产能大幅扩充，助力长期发展。**2020 年 11 月公司公告拟大幅进行产能扩建，我们认为此将为公司全国化高速发展奠定坚实基础。

**投资建议：**我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入分别约为 17.7/22.4/28.3 亿元，同比+30.4%/26.4%/26.6%；归母净利润分别约为 2.9/4.0/5.1 亿元，同比+46.8%/36.2%/28.2%，对应 PE 为 87/64/50 倍。我们给予目标价 41 元，对应 2021 年 68 倍 PE，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；食品安全风险；市场竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,065	1,355	1,767	2,235	2,830
增长率 yoy (%)	12.4	27.2	30.4	26.4	26.6
归母净利润(百万元)	240	198	291	397	508
增长率 yoy (%)	66.6	-17.4	46.8	36.2	28.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.36	0.30	0.44	0.60	0.76
净资产收益率(%)	18.4	12.4	16.0	18.8	20.3
P/E(倍)	106.0	128.3	87.4	64.2	50.0
P/B(倍)	20.6	16.4	14.2	12.3	10.3

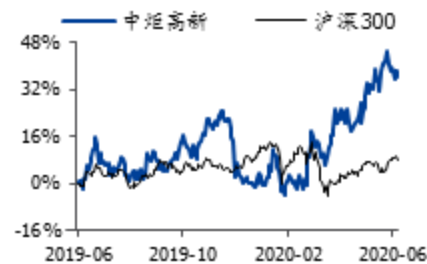
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 增持（首次）

#### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	
最新收盘价	38.22
总市值(百万元)	25,442.11
总股本(百万股)	665.68
其中自由流通股(%)	99.11
30 日日均成交量(百万股)	6.27

#### 股价走势



#### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

#### 相关研究



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1141	954	1477	1885	2129	<b>营业收入</b>	1065	1355	1767	2235	2830
现金	454	86	470	627	774	营业成本	578	729	908	1145	1433
应收票据及应收账款	85	165	120	264	207	营业税金及附加	12	13	14	18	23
其他应收款	7	7	11	11	17	营业费用	216	309	385	487	623
预付账款	22	30	38	49	62	管理费用	52	54	62	72	91
存货	268	319	413	509	646	研发费用	20	39	49	63	79
其他流动资产	304	348	425	425	425	财务费用	2	-8	-5	0	0
<b>非流动资产</b>	790	1101	1329	1555	1850	资产减值损失	1	0	20	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	8	13	5	5	5
固定资产	414	692	888	1094	1345	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	53	121	118	114	110	投资净收益	12	5	8	8	8
其他非流动资产	323	288	323	348	394	资产处置收益	81	-0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1931	2056	2806	3441	3979	<b>营业利润</b>	285	232	346	464	595
<b>流动负债</b>	319	275	794	1156	1311	营业外收入	1	2	2	0	0
短期借款	100	0	413	724	768	营业外支出	1	2	8	0	0
应付票据及应付账款	101	83	154	140	231	<b>利润总额</b>	285	232	340	464	595
其他流动负债	118	192	227	291	312	所得税	45	34	49	67	86
<b>非流动负债</b>	305	188	175	161	154	<b>净利润</b>	240	198	291	397	508
长期借款	287	158	145	131	124	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	30	30	30	30	<b>归属母公司净利润</b>	240	198	291	397	508
<b>负债合计</b>	625	463	969	1318	1456	EBITDA	347	306	427	589	755
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.30	0.44	0.60	0.76
股本	326	466	666	666	666	<b>主要财务比率</b>					
资本公积	305	346	159	159	159	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	646	772	975	1253	1608	<b>成长能力</b>					
归属母公司股东权益	1307	1593	1837	2122	2523	营业收入(%)	12.4	27.2	30.4	26.4	26.6
<b>负债和股东权益</b>	1931	2056	2806	3440	3979	营业利润(%)	68.5	-18.7	49.4	33.9	28.2
						归属于母公司净利润(%)	66.6	-17.4	46.8	36.2	28.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	45.7	46.2	48.6	48.8	49.3
						净利率(%)	22.5	14.6	16.5	17.7	18.0
						ROE(%)	18.4	12.4	16.0	18.8	20.3
						ROIC(%)	14.6	11.6	12.3	13.7	15.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	32.3	22.5	34.5	38.3	36.6
						净负债比率(%)	-3.8	5.7	7.9	13.8	7.2
						流动比率	3.6	3.5	1.9	1.6	1.6
						速动比率	1.7	2.2	1.3	1.1	1.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
						应收账款周转率	14.0	10.8	12.4	11.6	12.0
						应付账款周转率	7.4	7.9	7.7	7.8	7.7
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.36	0.30	0.44	0.60	0.76
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.29	0.55	0.43	0.96
						每股净资产(最新摊薄)	1.86	2.34	2.69	3.11	3.71
						<b>估值比率</b>					
						P/E	106.0	128.3	87.4	64.2	50.0
						P/B	20.6	16.4	14.2	12.3	10.3
						EV/EBITDA	73.2	82.3	59.0	43.0	33.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

1、焦糖色起航，驶入调味品.....	5
1.1 千禾味业进化史.....	5
1.2 伍氏家族绝对控股，民营企业机制灵活.....	7
2、酱油行业量价齐升，高端酱油空间广阔.....	7
2.1 酱油空间有多大？.....	8
2.2 高端化是未来发展趋势.....	9
2.3 行业集中度有待提升，千禾味业有望跻身前三.....	12
3、“中高端+C端”突围，全国化航行加速.....	13
3.1 产品：聚焦零添加，抢位高端市场.....	13
3.2 渠道：主要面向 C 端，逐渐布局 B 端，电商渠道高增.....	16
3.2.1 渠道错位：主攻 C 端，发力电商.....	16
3.2.2 从西南出发，全国化布局空间广阔.....	17
3.3 产能大幅扩充，运营效率有待改善.....	19
4、盈利预测.....	21
5、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1：千禾味业发展历程梳理（万元）.....	5
图表 2：公司各业务板块营收占比.....	6
图表 3：酱油、食醋营业收入及增速（单位：万元）.....	6
图表 4：2011-2019 年食醋、酱油毛利率高于焦糖色（单位：%）.....	6
图表 5：分区域营业收入及增速（单位：万元）.....	6
图表 6：千禾味业股权结构图（截至 2020 年 12 月 30 日）.....	7
图表 7：千禾味业高管薪酬和持股（2019 年年报）.....	7
图表 8：中国调味品子行业生命周期.....	7
图表 9：我国酱油行业市场规模及增速情况（零售口径）.....	8
图表 10：酱油行业量价增长情况（零售口径）.....	8
图表 11：人均酱油消费量处于上升期.....	8
图表 12：我国百强酱油企业吨价情况（元）.....	8
图表 13：日本人均酱油消费量走势情况.....	9
图表 14：调味品 CPI 与 CPI 间的相关性较强（%）.....	9
图表 15：酱油行业提价情况梳理.....	9
图表 16：我国酱油档次分类.....	10
图表 17：我国高端酱油市场规模及增速.....	10
图表 18：中国人均 GDP 水平相当于日本 1978 年水平.....	10
图表 19：中国城镇化率不及日本 1960 年水平.....	10
图表 20：日本酱油消费升级之路.....	11
图表 21：我国酱油升级之路.....	11
图表 22：我国发酵酱油酿造标准.....	11
图表 23：日本稀态发酵酱油分级与全氮含量标准.....	11
图表 24：我国发酵酱油分级标准.....	12

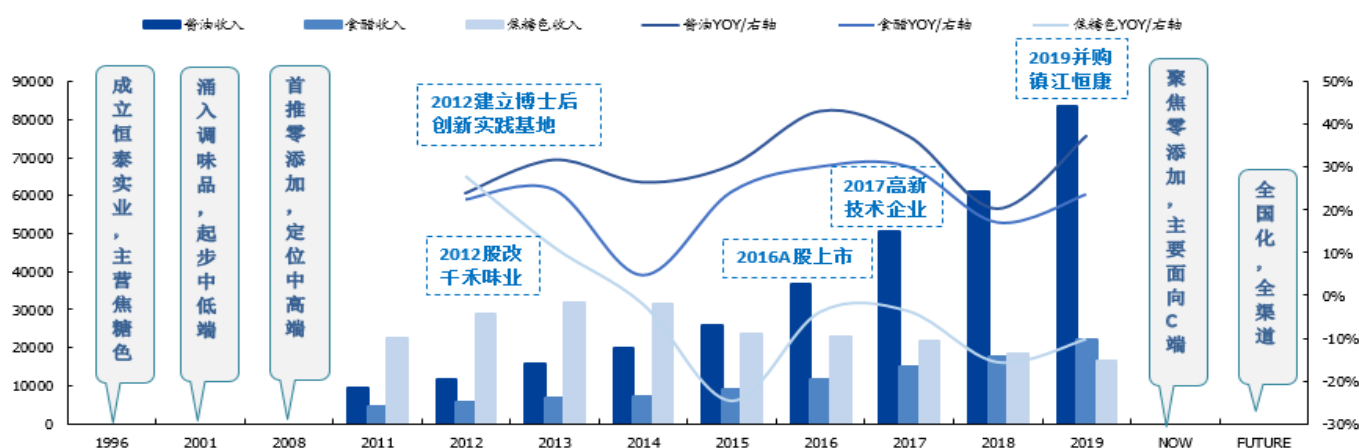
图表 25: 日本按级别划分的酱油生产比例 (2015 年) .....	12
图表 26: 中国酱油行业集中度 (2018 年) .....	12
图表 27: 日本酱油行业集中度 (2018 年) .....	12
图表 28: 千禾味业及加加食品酱油业务营收 (百万元) 及增速情况对比 .....	13
图表 29: 各调味品企业产品战略矩阵 .....	13
图表 30: 千禾味业与行业主要竞争对手对比 .....	13
图表 31: 广式和日式酱油对比 .....	14
图表 32: 广式和日式酱油挥发性物质含量对比 .....	14
图表 33: 千禾味业生产成本构成 (2015 年) .....	14
图表 34: 海天直接材料成本拆分 (选自 2012 年海天味业) .....	14
图表 35: 千禾味业酱油产品营收结构 (2019 年) .....	15
图表 36: 千禾味业产品对比 .....	15
图表 37: 各调味品企业酱油产品毛利率对比 .....	15
图表 38: 各调味品企业食醋产品毛利率对比 .....	15
图表 39: 各调味品公司的销售费用率对比 (%) .....	16
图表 40: 各调味品公司研发费用率对比 (%) .....	16
图表 41: 调味品主要企业的餐饮渠道占比 (2019 年) .....	16
图表 42: CHN Brand 2020 年中国酱油品牌力联想度 .....	16
图表 43: 各调味品企业的主要经营区域 .....	17
图表 44: 各调味品企业的经销商数量对比 (个) .....	17
图表 45: 千禾味业分地区营收占比 .....	17
图表 46: 分地区营业收入 YOY .....	17
图表 47: 主要调味品企业人均创收 (万元) .....	19
图表 48: 主要调味品企业人均创利 (万元) .....	19
图表 49: 主要调味品企业人均薪酬 (万元) .....	19
图表 50: 各调味品公司管理费用率对比 (不含研发) .....	19
图表 51: 调味品产能利用率及产能规划 (万吨) .....	20
图表 52: 焦糖色产能及产能利用率情况 (万吨) .....	20
图表 53: 大豆与豆粕市价对比 (元/吨) .....	20
图表 54: 千禾味业和海天味业酱油业务吨成本对比 (元/吨) .....	20
图表 55: 海天味业酱油业务成本构成 (2019 年) .....	21
图表 56: 千禾味业酱油业务成本构成 (2019 年) .....	21
图表 57: 公司营业收入与业绩预测重要假设 (百万元) .....	22
图表 58: 可比公司估值比较 .....	22

## 1、焦糖色起航，驶入调味品

### 1.1 千禾味业进化史

千禾味业于 1996 年 1 月成立于四川眉山，前身是恒泰实业。最初公司以焦糖色发家，后因焦糖色行业空间有限，2001 年公司开始进军下游调味品行业，从中低端酱油、传统流通渠道做起。2008 年公司首推“零添加”，初步探索中高端调味品行业。2013 年为进一步扩大规模，公司布局华东市场，开启全国化战略。2016 年，公司成功在 A 股上市，开启新的发展阶段：2018 年公司战略聚焦“零添加”，正式定位中高端。经过二十余年的发展，千禾味业成为以“零添加”为品牌特色、聚焦 C 端、剑指全国的优质调味品制造商。

图表 1：千禾味业发展历程梳理（万元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

经过梳理，我们将公司发展划分为四个阶段：

#### 第一阶段（1996-2001 年）：专营焦糖色阶段。

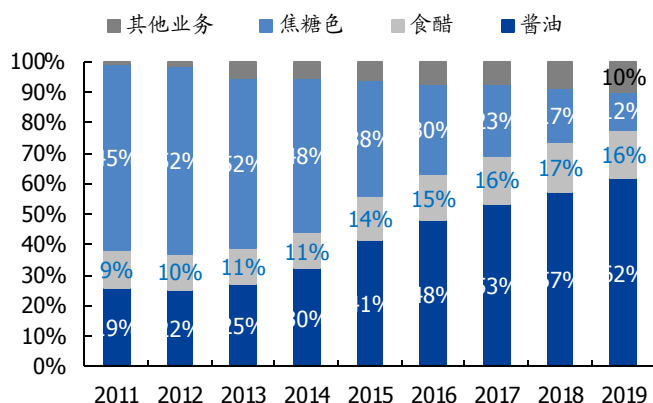
公司于 1996 年 1 月成立四川省恒泰食品添加剂实业有限责任公司（简称“恒泰实业”），主要从事焦糖色等食品添加剂的研发、生产和销售。焦糖色是以食品级碳水化合物为原料，通过焦糖化工艺而制成的一种天然色素，广泛用于各类食品调色。其中，主要应用于酱油、食醋等酿造产品的焦糖色统称为“酿造焦糖色”，主要应用于碳酸饮料等产品的焦糖色称为“双倍焦糖色”。随着上游原材料供应商和下游调味品企业的纵向扩张，焦糖色的行业空间遭到挤压，竞争逐渐激烈，千禾开始寻找其他增长途径。

#### 第二阶段（2001-2013 年）：进军调味品+深耕西南市场阶段。

公司于 2001 年进军下游调味品行业，产品以中低端酱油入手，渠道从传统流通渠道切入，主要面向家庭消费，并将西南市场作为重要阵地。2008 年，为避开与调味品巨头及中小企业在中低端市场的直接竞争，公司首推“零添加”概念的中高端调味品产品，健康理念超前。同时，公司 2012 年进行股改，正式由恒泰实业整体变更为千禾味业，并于同年建立博士后创新实践基地，加大对研发工作的重视。

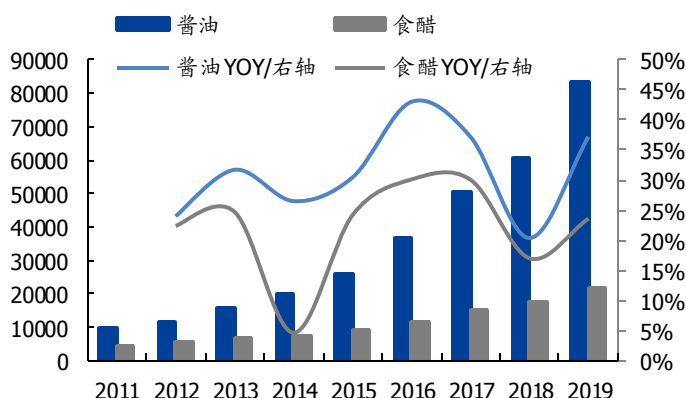


图表 2: 公司各业务板块营收占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 酱油、食醋营业收入及增速 (单位: 万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

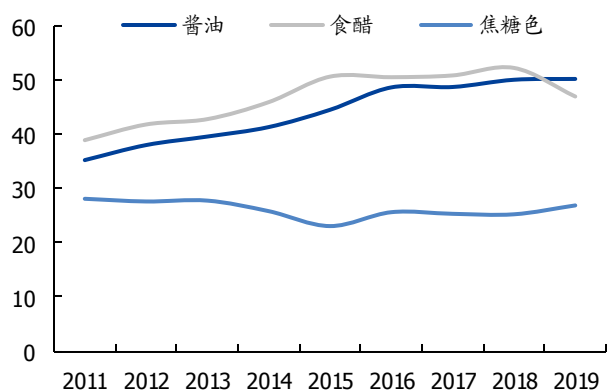
### 第三阶段 (2013-2018 年): 主营调味品+开启全国化阶段。

2001 年转型之初, 千禾味业资源聚焦西南市场, 在西南地区取得较高品牌知名度和市场占有率后, 于 2013 年开始开发华东、华南的商超渠道, 着手全国化扩张。产品方面, 2014 年焦糖色营收首次出现负增长 (-2%), 2015 年更是出现显著下滑 (-25%), 主要原因系老抽行业萎缩导致焦糖色需求下滑, 公司的焦糖色大客户大需求大幅减少。而反观调味品行业增长势头正足, 2013 年公司酱油业务营收同增 32%。鉴于此, 千禾味业集中精力发展调味品。2013 年, 焦糖色业务与调味品业务营收占比分别为 52%、37%, 2019 年二者重心对调, 占比分别为 12%、85%, 其中酱油占比 52%。

### 第四阶段 (2018-未来): 聚焦零添加+全国化加速拓张阶段。

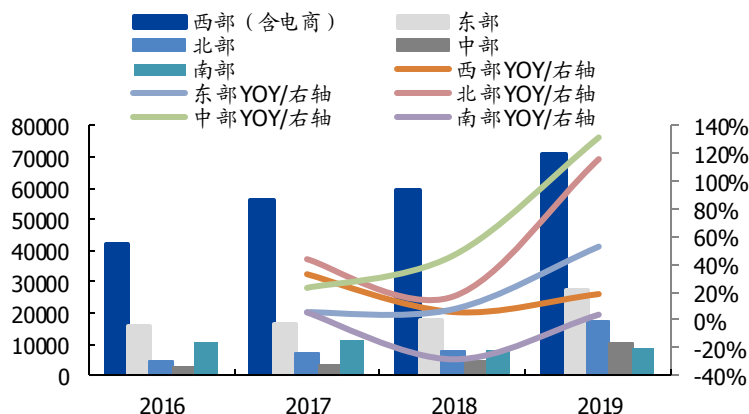
公司于 2018 年战略聚焦“零添加”, 定位于符合健康化趋势的中高端调味品的研发、生产和销售。在营销推广中, 公司将空中投放与地面推广向“零添加”产品系列倾斜, 商超系统覆盖率大幅提升。未来, 我们认为公司仍将聚焦“零添加”大单品, 在酱油的基础上, 逐步推广“零添加”食醋及料酒产品。高端产品占比提升同时将带来盈利能力的优化, 2011 年公司酱油、食醋的毛利率分别为 35%、39%, 到 2019 年毛利率分别提升 15pct、8pct 至 50%、47%。从经营地区来看, 公司持续深耕西南, 全国化也在稳健推进, 其中中部、北部增长明显, 2019 年中部、北部和东部地区营收增速分别为 132%、116%、53%, 正处于全国化高速发展阶段。

图表 4: 2011-2019 年食醋、酱油毛利率高于焦糖色 (单位: %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 分区域营业收入及增速 (单位: 万元)



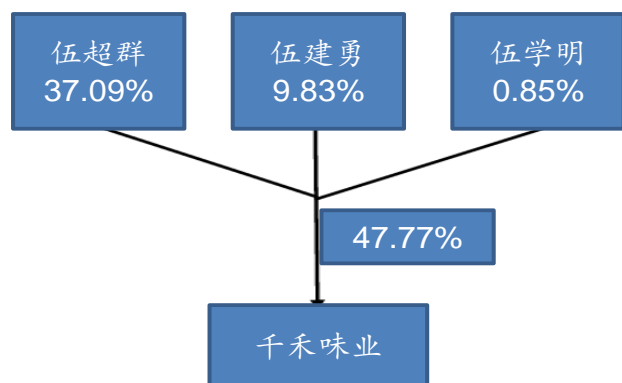
资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 1.2 伍氏家族绝对控股，民营企业机制灵活

**伍氏家族绝对控股，经营决策稳健性高。**截至 2020 年 12 月 30 日，伍氏家族伍超群、伍建勇和伍学明分别持股 37.09%、9.83%和 0.85%，合计持股 47.77%，对千禾味业的经营决策起到决定性作用。其中伍超群为公司董事长兼总裁，伍建勇为公司调味品销售经理，伍学明为公司总工程师。伍氏家族绝对控股且在公司中担任关键岗位，公司股权集中，经营决策稳健性高。

**股权激励，绑定核心员工利益。**千禾味业的主要高管均有持股，公司于 2017 年推出限制性股票激励计划。激励期限为 2017-2020 年四个会计年度。激励对象为高管、中层管理人员以及核心骨干共计 111 人。公司通过股权激励绑定核心员工的利益，我们认为这有利于公司治理和长期发展。

图表 6：千禾味业股权结构图（截至 2020 年 12 月 30 日）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 7：千禾味业高管薪酬和持股（2019 年年报）

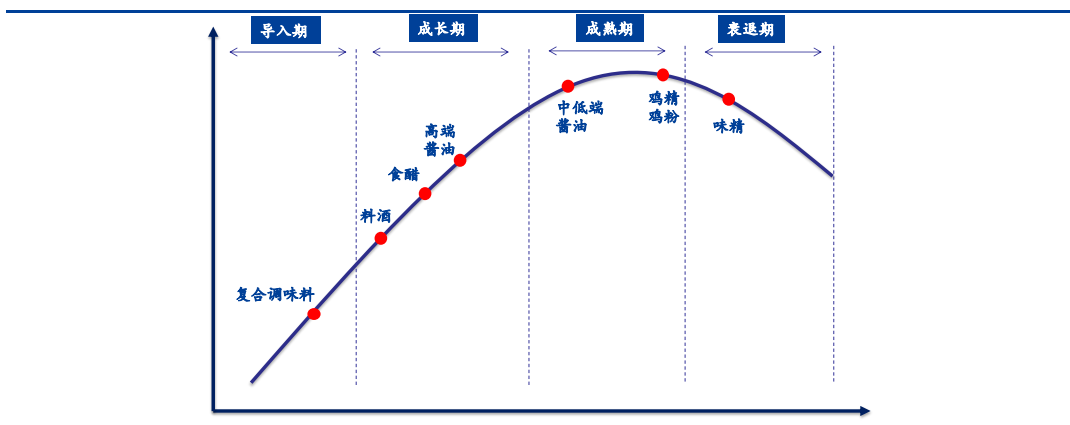
姓名	职务	薪酬(万元)	期末持股数(万股)
伍超群	董事长, 总裁	99.09	19,865.04
伍建勇	董事	32.08	5,839.57
伍学明	原董事	65.1	534.92
刘德华	董事, 副总裁	55.15	123.68
何天奎	董事, 财务总监	39.08	58.82
胡高宏	董事	52.18	34.91
吕科霖	董事会秘书	39.34	21.00
徐毅	副总裁	48.86	20.00

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 2、酱油行业量价齐升，高端酱油空间广阔

**调味品行业稳健增长，酱油规模占比第一。**2018 年我国调味品行业（零售口径）市场总规模约 1190 亿元，2013-2018 年复合增速约为 9%。根据中炬高新年报，2017 年调味品行业结束多年两位数增长的局面，进入稳增长、调结构的新阶段。

图表 8：中国调味品子行业生命周期



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

## 2.1 酱油空间有多大？

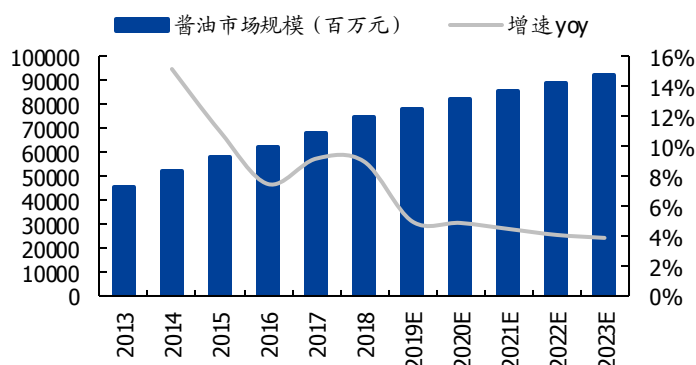
从多个角度看酱油行业的规模：

从调味品的消费结构来看，根据中商产业研究院的预测，2019 年底我国调味品、发酵制品制造企业收入将超 3700 亿元。同时根据观研天下的数据，2018 年我国调味品产量结构中，酱油占比约为 43%。若以此作为估计，2019 年我国酱油行业规模约 1591 亿元。

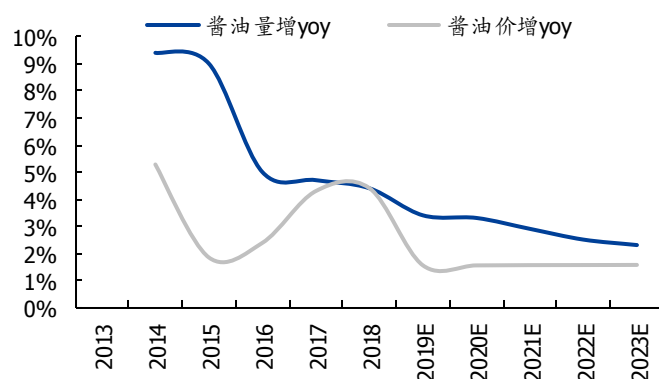
从零售渠道来看：2018 年酱油行业零售规模约 746 亿元，2013-2018 年零售规模复合增速约 10%，量、价分别贡献约 6%、4%。

从量价维度来看，随着餐饮渠道的发展，我国人均酱油消费量逐步走高，我们假设目前我国人均酱油消费量为 7.5 升，按照  $1.15 \times 10^3 \text{kg/m}^3$  的酱油密度计算，则 2019 年我国酱油行业产量约为 1208 万吨。价方面，以我国百强酱油企业的吨价情况作为整体酱油行业吨价估计，假设 2019 年我国百强酱油企业吨价为 5500 元，则 2019 年我国酱油行业的出厂口径规模约为 664 亿元。

图表 9：我国酱油行业市场规模及增速情况（零售口径）



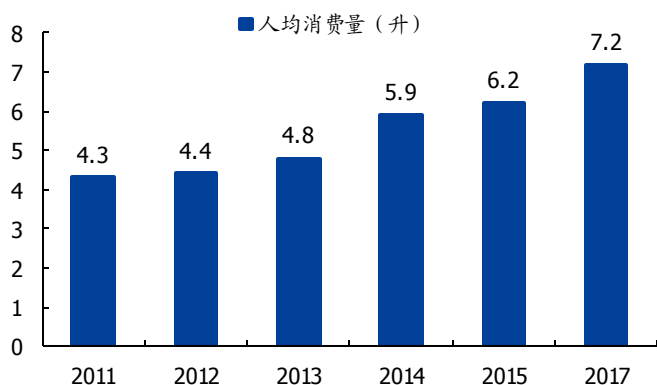
图表 10：酱油行业量价增长情况（零售口径）



资料来源：wind，国盛证券研究所

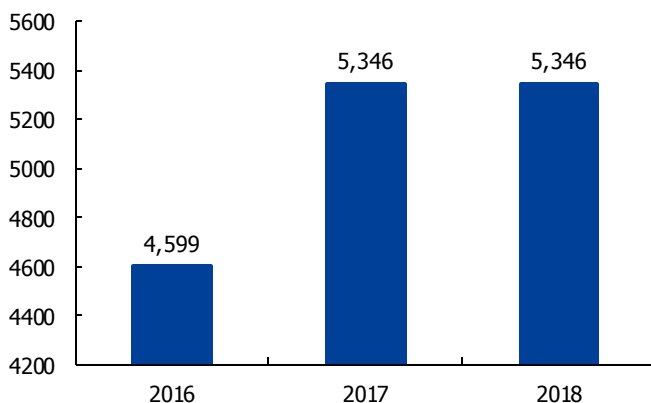
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 11：人均酱油消费量处于上升期



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表 12：我国百强酱油企业吨价情况（元）



资料来源：中国调味品协会，国盛证券研究所

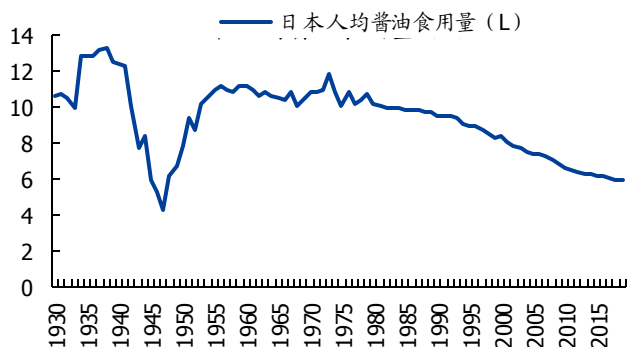
展望未来，从量价角度看，酱油行业仍有较大的提升空间。首先，我国人均酱油食用量仍处上行通道，对标日本，日本人均酱油消费量在二战前期达到顶点（约 14 升/人、16kg/



人)，随着日本复合调味料的发展以及人口老龄化加剧，日本酱油人均食用量开始走低。尽管目前我国酱油食用量已经超越日本现在的水平，但距离其高点仍有较大的距离，仍处于上行期。其次，调味品作为必需品，与 CPI 的拟合效果较好，提价+产品结构升级是催生价增的主要因素。我们拟合了调味品 CPI 同比增速和 CPI 同比增速间的关系，发现二者在中国和日本两国均呈高度相关。并且行业内出现龙头提价，其他企业跟随提价的规律。

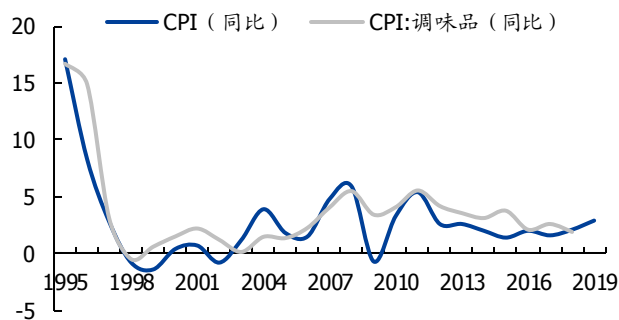
在《海天味业：优质赛道中的长跑冠军》一文中，我们曾对酱油行业的量价增长进行预测，估计未来十年我国酱油行业规模的复合增速约为 6%（量、价分别贡献约 4%、2%）。

图表 13：日本人均酱油消费量走势情况



资料来源：日本酱油技术中心，国盛证券研究所

图表 14：调味品 CPI 与 CPI 间的相关性较强（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 15：酱油行业提价情况梳理

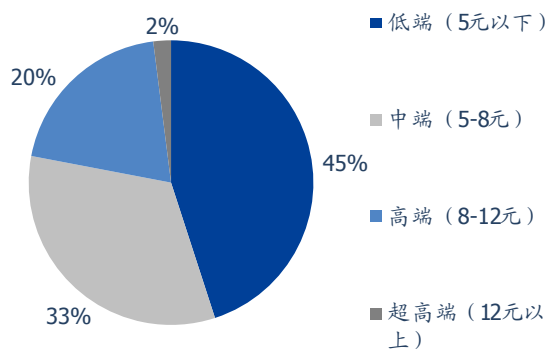
	海天味业	中炬高新	千禾味业
2008-2010 年	2008 年金标酱油提价 0.5 元, 提价幅度 10%		
2010-2011 年	2010 年部分产品提价	2011 年部分产品提价	
2012-2013 年	2012 年 500ml 金标和银标酱油上涨 0.5 元, 提价幅度分别为 10%、12.5%		
2014-2016 年	2014 年 11 月对 60%产品平均提价 4%	2014 年 12 月对终端产品提价	
2017-2019 年	2017 年 1 月对 90%产品提价 6%, 均价提升约 5.4%	2017 年 3 月美味鲜和厨邦产品提价 5%-6%	2017 年 4 月对主力产品进行提价, 平均提价幅度 5%-8%

资料来源：公司公告，百度，国盛证券研究所

## 2.2 高端化是未来发展趋势

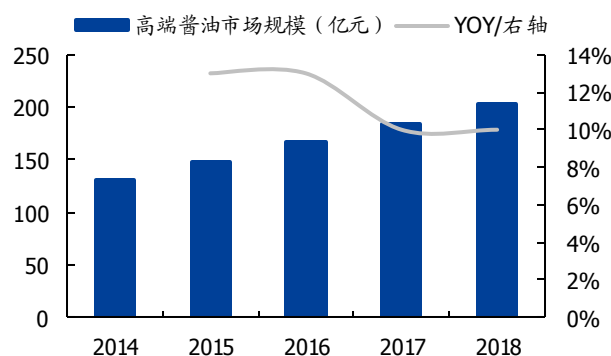
在酱油行业增速已由双位数切换至个位数增长之际，随着经济发展及消费升级，高端酱油仍保持双位数快速增长态势。根据中国产业信息网的数据，8-12 元的酱油通常为高端，12 元以上为超高端。根据前瞻产业研究院的统计，2018 年我国高端酱油行业市场规模约为 202 亿元，2014-2018 年复合增速约为 11%。近两年增速略有放缓，但仍然保持双位数增长，2018 年增速约为 10%。高端酱油的行业增速高于整体酱油行业，我们认为高端化将是酱油行业未来发展的大趋势。

图表 16: 我国酱油档次分类



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 17: 我国高端酱油市场规模及增速

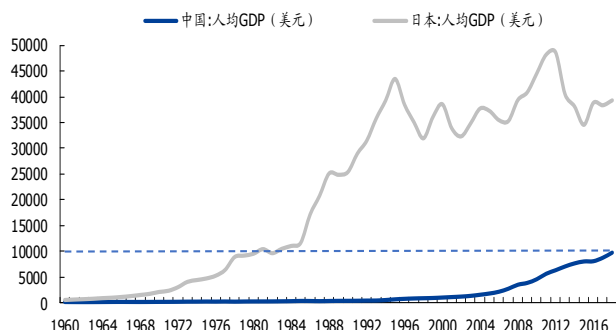


资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

### 为什么高端酱油是未来的发展趋势?

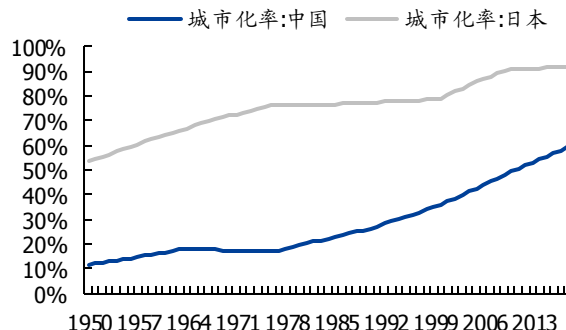
**首先从宏观角度:** 我国与日本无论是经济发展水平还是城市化率均有较大的差距, 随着经济水平的发展, 消费者对于健康的关注度会逐步提高, 同时对于价格, 尤其是调味料等基础产品的价格敏感度降低, 从而拉动高端产品的消费。根据益普索咨询的数据, 消费者购买调味品关注的因素中食品安全及食品健康的占比最高, 分别约为 53%、24%, 而价格的关注度较低, 占比仅约 4%。

图表 18: 中国人均 GDP 水平相当于日本 1978 年水平



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 中国城镇化率不及日本 1960 年水平

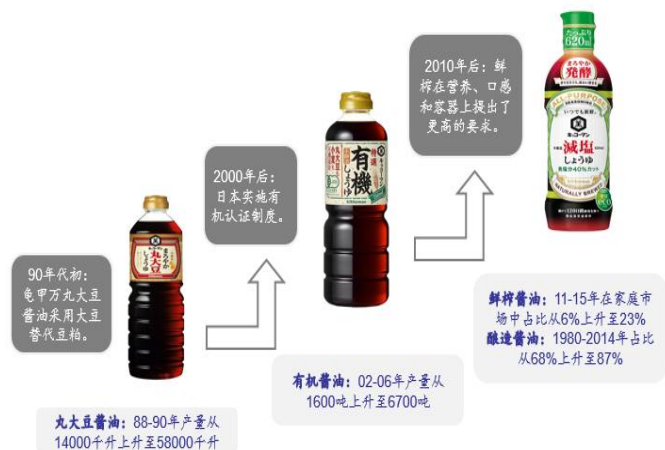


资料来源: wind, 国盛证券研究所

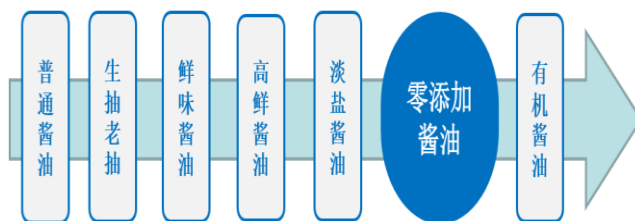
**从中观角度: 对标酱油行业升级的路径。** 纵观日本酱油行业消费升级之路, 其发展主要经历了三个阶段: **1) 丸大豆酱油阶段 (90 年代-2000 年前后):** 1989-1990 年间, 日本酱油制造中大豆用量占比从 2% 提升至 10%, 使用大豆作为原料的丸大豆酱油开始普及。丸大豆酱油的产量在此期间迎来爆发式增长, 从不到 2 万 KL 上升到接近 6 万 KL, 并在之后保持上升的趋势, 2008 年产量一度高达 10 万 KL。 **2) 有机酱油阶段 (2000 年前后-2010 年前后):** 1996 年日本国内有机种植热潮开始, 随后向加工食品方向延伸。2001 年日本正式施行有机认证制度, 有机酱油的认证产量从 2002 年的 1600 吨快速增长至 2006 年的 6700 吨, 随后稳定在 6000 吨左右。 **3) 鲜榨酱油 (2010 年前后-至今):** 从 2011 年开始, 使用密封容器的鲜榨酱油开始在日本家庭消费者中迅速普及。相对于其他类型的酱油, 鲜榨酱油从技术出发在营养与口感上都保持最新鲜的标准。 **反观国内酱油行业的发展, 我国正处于由老抽、生抽向高鲜酱油的发展过程中。** 根据中国产业信息网的统计, 我国酱油行业的升级之路为: 酱油——老抽、生抽——高鲜酱油

——零添加酱油——有机酱油。90 年代以前，我国酱油由于酿造工艺的不完善，主要以地方酱油厂生产的散装酱油为主。90 年代以后，老抽进入内地市场，替代了散装酱油。2000 年以后，生抽因为颜色较浅、鲜度提升，逐渐成为老抽的升级产品。2010 年来高鲜酱油因为含盐量低、鲜度较高（氨基酸态氮含量超过 1.2g/100ml），成为生抽的升级产品。2015 年，海天推出的高鲜产品味极鲜，实现单品销值突破 10 亿元。

图表 20: 日本酱油消费升级之路



图表 21: 我国酱油升级之路



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

资料来源：青山资本，国盛证券研究所

### 高端酱油的空间有多大？

2018 年高端酱油行业市场规模约 202 亿元，2014-2018 年复合增速约 12%，量、价分别贡献约 9%、3%。对比我国和日本的高端酱油，我们总结有以下两个特点：**1）日本高端酱油定位更高。**我们对比日本和中国的酱油标准，可以发现日本的浓口酱油标准全氮含量为 1.2g/100ml，接近我国的一级标准，而我国的二级、三级高盐稀态酱油全氮含量标准仅为 1.0g/100ml、0.7g/100ml；**2）日本高端酱油占比更高。**从结构上来看，2015 年日本酱油技术中心的数据显示特级酱油占据约 74% 的份额。反观我国的酱油结构，可以发现高端及超高端酱油占比仅约 22%，低端及中端酱油仍然为消费的主流。对标日本的发展情况，若保守假设我国的高端酱油占比有望提升至 **50%** 的水平，则高端酱油拥有翻倍以上的成长空间。

图表 22: 我国发酵酱油酿造标准

项目	要 求							
	高盐稀态发酵酱油(含固稀发酵酱油)				低盐固态发酵酱油			
	特级	一级	二级	三级	特级	一级	二级	三级
色泽	红褐色或浅红褐色，色泽鲜亮，有光泽		红褐色或浅红褐色		鲜亮的深红褐色，有光泽	红褐色或棕褐色，有光泽	红褐色或棕褐色	棕褐色
香气	浓郁的酱香及酯香气	较浓的酱香及酯香气	有酱香及酯香气		酱香浓郁，无不良气味	酱香较浓，无不良气味	有酱香，无不良气味	微有酱香，无不良气味
滋味	味鲜美、醇厚、鲜、咸、甜适口		味鲜、咸、甜适口	鲜咸适口	味鲜美，醇厚，咸味适口	味鲜美，咸味适口	味较鲜，咸味适口	鲜咸适口
体态	澄清							

资料来源：酿造酱油 GB/T18186-2000，国盛证券研究所

图表 23: 日本稀态发酵酱油分级与全氮含量标准

	JAS 标准		
	标准	上级	特级
浓口酱油	1.20%	1.35%	1.50%
淡口酱油	0.95%	1.05%	1.15%
溜酱油	1.20%	1.40%	1.60%
再发酵酱油	1.40%	1.50%	1.65%
白酱油	0.40%-0.90%	0.40%-0.90%	0.40%-0.90%

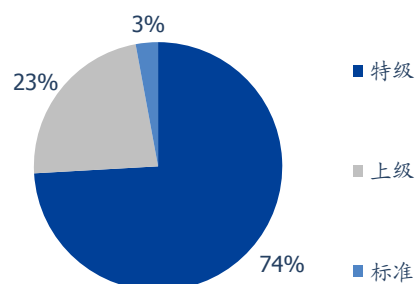
资料来源：日本酱油技术中心，国盛证券研究所

图表 24: 我国发酵酱油分级标准

项 目		指 标							
		高盐稀态发酵酱油(含固稀发酵酱油)				低盐固态发酵酱油			
		特级	一级	二级	三级	特级	一级	二级	三级
可溶性无盐固形物,g/100 mL	≥	15.00	13.00	10.00	8.00	20.00	18.00	15.00	10.00
全氮(以氮计),g/100 mL	≥	1.50	1.30	1.00	0.70	1.60	1.40	1.20	0.80
氨基酸态氮(以氮计),g/100 mL	≥	0.80	0.70	0.55	0.40	0.80	0.70	0.60	0.40

资料来源: 酿造酱油 GB/T 18186-2000, 国盛证券研究所

图表 25: 日本按级别划分的酱油生产比例 (2015 年)

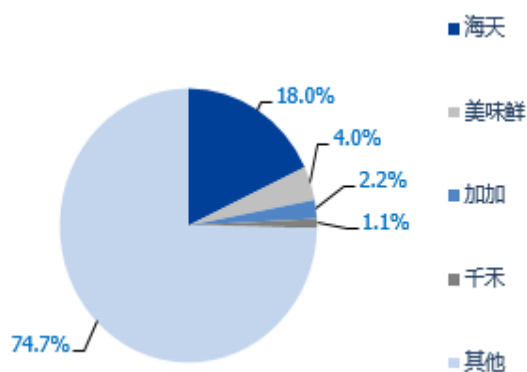


资料来源: 日本酱油技术中心, 国盛证券研究所

### 2.3 行业集中度有待提升, 千禾味业有望跻身前三

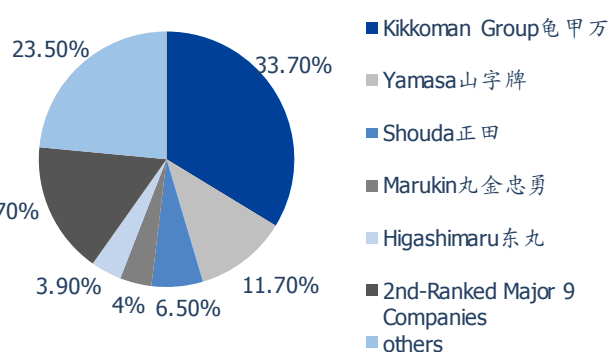
我国酱油行业格局仍较为分散, 千禾味业有望超越加加跻身前三。对标日本, 我国酱油行业的集中度仍有翻倍空间。日本的酱油品牌中, 定位高端的 Yamasa 山字牌酱油曾于 1864 年被德川幕府指定为最优质的酱油, 目前已经发展成为日本第二大酱油品牌, 2018 年在日本酱油市场的份额约 11.7%。若对标 Yamasa 山字牌酱油, 同样作为高端代表的千禾味业酱油市占率还有十倍提升空间, 即使对标日本排名第三的正田酱油, 千禾味业市占率仍有六倍的提升空间。对比千禾味业和加加食品酱油业务的情况: 2011-2019 年二者酱油业务营收增速分别约为 31%、3%, 相对于定位低端的加加食品, 千禾味业顺应消费发展趋势的高端定位更易于抢占市场。千禾味业 2011 年酱油营收仅为加加食品的 12%, 而截至 2020 年上半年, 该占比已提升至 86%, 我们预计千禾味业有望在未来三年内超越加加食品跻身酱油行业第三。

图表 26: 中国酱油行业集中度 (2018 年)



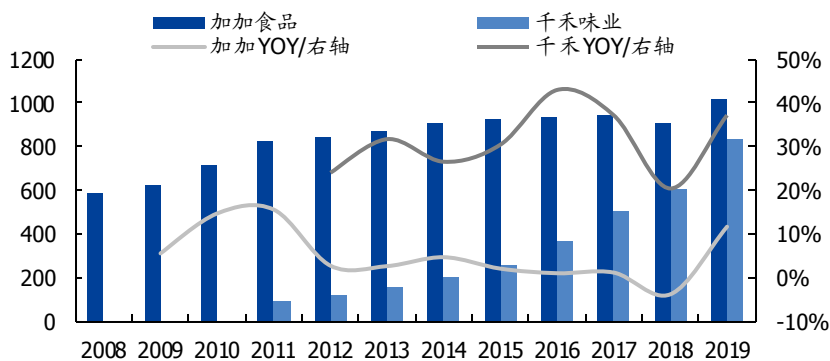
资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 27: 日本酱油行业集中度 (2018 年)



资料来源: 龟甲万公司官网, 国盛证券研究所 (注: Kikkoman Group 包括 Kikkoman (28.6%) 和 Higeta (5.1%))

图表 28: 千禾味业及加加食品酱油业务营收（百万元）及增速情况对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从高端酱油赛道来看，千禾味业优势明显但仍有较大提升空间。若按照中国产业信息网的数据，高端酱油目前的占比约为 22%，若从出厂口径来看，2019 年高端酱油出厂口径规模约为 146 亿元。根据千禾味业的酱油营收测算，千禾味业在高端酱油赛道中的市占率约为 6%。可见千禾味业在高端酱油领域优势相对明显，但是仍有较大的提升空间。

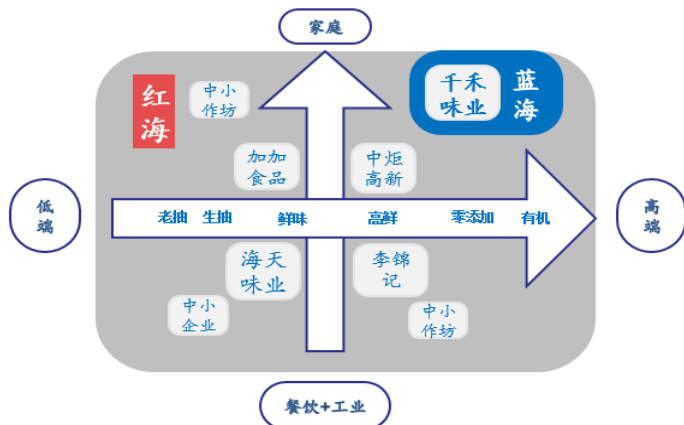
### 3、“中高端+C 端”突围，全国化航行加速

#### 3.1 产品：聚焦零添加，抢位高端市场

我们对标不同的调味品企业，发现各调味品企业在产品、渠道等方面各有侧重。作为后起之秀的千禾味业，该如何破局？

我们认为千禾通过“中高端+C 端”差异化定位实现突围，产品上以零添加为核心，渠道上以 KA 和连锁超市为抓手，并以此为根基进而实现逐步扩张。

图表 29: 各调味品企业产品战略矩阵



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 千禾味业与行业主要竞争对手对比

品牌	产品定位
海天味业	价格带较全，注重性价比
中炬高新	中高端，主打高鲜，美味鲜、厨邦双品牌
李锦记	较全，餐饮渠道居多
加加食品	中低端
千禾味业	高端，聚焦零添加

资料来源: 公司官网, 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

产品力如何体现？工艺+定位凸显产品力。

首先是工艺上，千禾味业是日式酱油的代表，口味上与海天、中炬等广式有所差异。根据《典型广式酱油与日式酱油的风味物质差异研究》，由于工艺不同，原材料方面，广式



酱油多以大豆和面粉为原料，日式酱油以脱脂大豆（即豆粕）和炒小麦为原料。从风味角度来看，日式酱油的酸味及甜味更加突出，同时酯香更为浓郁，在口味上具有鲜明的特色。

图表 31: 广式和日式酱油对比

	主要生产工	工艺特点	口味差异	原材料	代表企业
广式酱油	日晒夜露天 然酿成，3 个月+	酵母菌和乳酸菌由环 境带入，数量和种类 有不确定性	醇香，酱 油，豉香浓 郁	大豆、面 粉	海天、厨邦 、东古、李 锦记
日式酱油	高盐稀态控 温发酵，6 个月+	人工添加酵母菌和乳 酸菌，控温发酵管理 。乙醇、乳酸及其衍 生的酯类物质含量更 高	醇香，酯 香，酸味和 甜味更加突 出	脱脂大豆 、炒小麦	千禾、龟甲 万

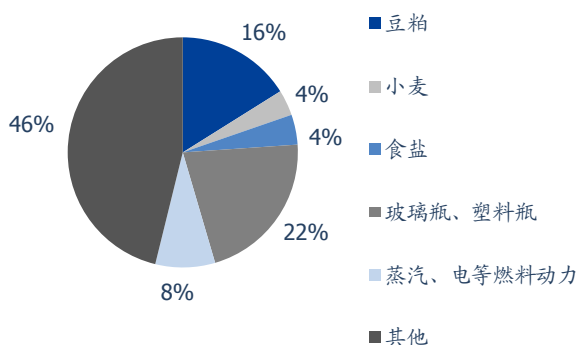
资料来源:《典型广式酱油与日式酱油的风味物质差异研究》，国盛证券研究所

图表 32: 广式和日式酱油挥发性物质含量对比

挥发性物质类别	相对百分含量/%	
	广式酱油	日式酱油
醇类	25.23	21.11
酯类	25.39	56.02
酮类	4.24	3.42
酸类	13.51	5.92
醛类	2.57	0.69
酚类	0.31	0.15
烷烃类	28.75	12.69

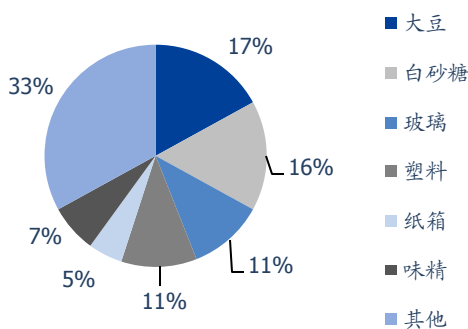
资料来源:《典型广式酱油与日式酱油的风味物质差异研究》，国盛证券研究所

图表 33: 千禾味业生产成本构成（2015 年）



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 34: 海天直接材料成本拆分（选自 2012 年海天味业）

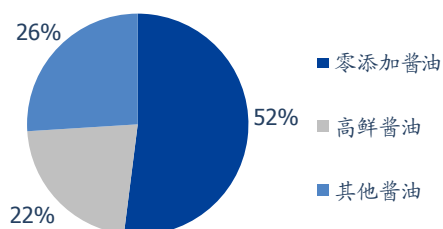


资料来源: wind, 国盛证券研究所

**产品定位上：错位竞争，聚焦零添加，抢位高鲜。**千禾味业的零添加酱油指的是不加味精、着色剂、防腐剂、增味剂、甜味剂等食品添加剂，只用水、大豆、黄豆、小麦、食用盐、白砂糖等 6 种常见农业原料酿造的高品质健康酱油。在国内众多调味品企业中，千禾味业最早建立了以零添加为核心的品牌形象，在高端酱油赛道上实现提前抢位。2020 年 7 月，国家市场监督管理总局发布《食品标识监督管理办法（征求意见稿）》规定，对于食品中不含有的物质，不得以“零添加”字样进行标识强调。对此，千禾味业已将零添加概念大幅传播，现正努力将品牌形象符号化，巩固在消费者心中的地位。

- **零添加：产品细分，深度挖掘高端市场。**千禾味业零添加酱油有 180 天/280 天/380 天三种不同的产品，覆盖价格带 16.8-29.8 元/500ml。三者的主要区别在于酿造的时间，酿造时间越长，酱油口感越细腻鲜香，口味越醇厚，则产品定位越高。
- **高鲜酱油：高鲜概念酱油补位 10-15 元/500ml 价格带。**随着酱油行业升级，高鲜酱油为发展风口，公司以千禾高鲜 135 和千禾鼎鼎鲜、千禾味极鲜、千禾一品鲜高鲜概念产品顺应主流高鲜市场的需求，为公司增长提供引擎。公司的三个主打高鲜产品的市价分别约为 14.8、13.8、12.8 元/500ml，弥补了公司 10-15 元/500ml 的价格带。
- **千禾东坡红：**餐饮渠道天然注重产品的性价比，公司零添加及高鲜产品与餐饮渠道的匹配度相对较低，因此公司专门针对餐饮渠道开发大包装东坡红酱油以实现切入。

图表 35: 千禾味业酱油产品营收结构 (2019 年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

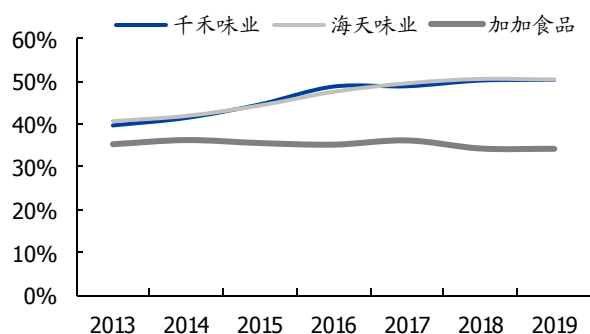
图表 36: 千禾味业产品对比

产品名称	原材料	工艺	氨基酸态氮浓度	定价
千禾零添加380天	精选黑龙江种植收仓的优质黄豆、优质小麦	180天原油拌曲二次发酵200天酿成	1.2g/100ml	29.8元/500ml
千禾零添加280天	优选东北非转基因黄豆、小麦	180天原油拌曲二次发酵100天酿成	1.2g/100ml	22.8元/500ml
千禾零添加180天	选取大豆和豆粕	180天原油拌曲发酵酿成	1.1g/100ml	16.8元/500ml
千禾高鲜135	选取豆粕、小麦		1.35g/100ml	14.8元/500ml

资料来源: 天猫商城, 国盛证券研究所

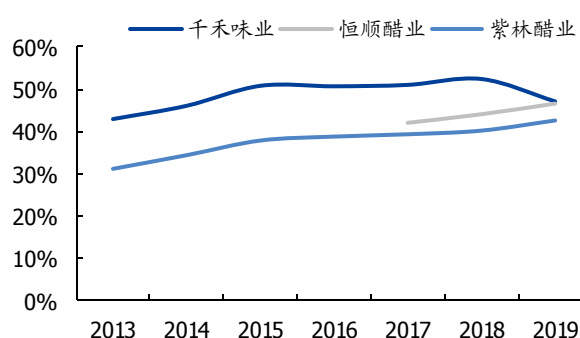
高端定位为其盈利能力奠定基础。对标竞品来看, 千禾味业的酱油及食醋毛利率水平近年来持续走高, 并且均处于行业高位。2019 年千禾味业酱油产品的毛利率为 50.3%, 与龙头海天毛利率相当 (2019 年海天酱油毛利率约 50.4%), 且相较于 2013 年显著提升 10.6pct。同时千禾味业的食醋产品毛利率亦稳步走高, 盈利能力甚至超过恒顺醋业及紫林醋业。

图表 37: 各调味品企业酱油产品毛利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

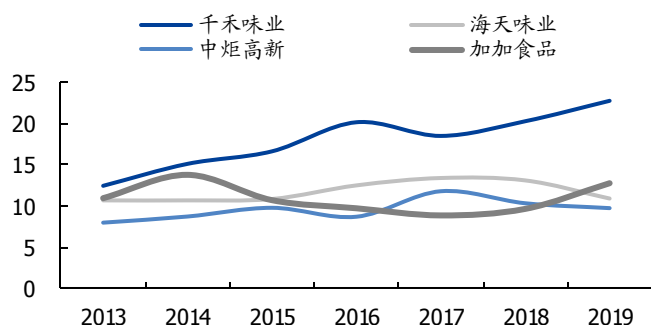
图表 38: 各调味品企业食醋产品毛利率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 吨价下降主要系 2019 年千禾 1.5 亿元收购镇江恒康, 其主要产品“金山寺”镇江香醋的定价低于千禾食醋的定价所致。)

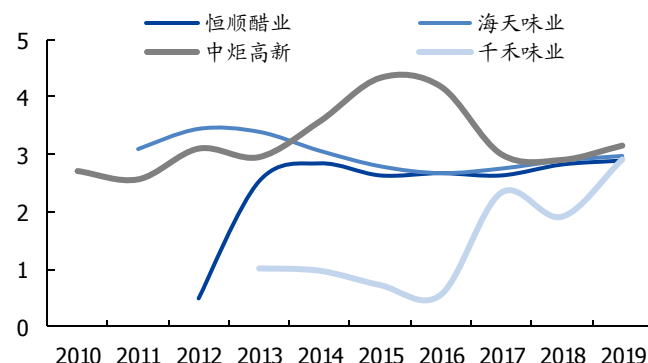
**营销+研发双轮驱动, 强化产品及品牌力。**营销方面, 千禾味业不断加大销售费用投放力度, 销售费用率在行业内处于较高水平。2013 年千禾味业的销售费用率约 12.5%, 略高于同行, 而截至 2019 年, 千禾味业销售费用率稳步提升至 22.8%, 高出同行 10 余个百分点。从费用投放方式来看, 公司将线上、线下品牌宣传结合, 在西南区域, 公司通过公交车、地铁、交通广播、小区门禁系统投放线下广告。同时在外埠区域, 公司与新潮传媒合作, 于 2020 年 9 月中旬开始在 14 个华东、华北的重点城市投放电梯广告。多重营销叠加对一线导购员的激励政策, 公司品牌影响力大幅提升。**研发方面**, 公司于 2012 年建立博士后创新实践基地, 共计 81 项专利, 其中包括低盐稀态发酵酱油的发明专利。与此同时, 公司研发费用率由 2013 年的 0.97% 提升至 2019 年的 2.91%, 向海天味业、中炬高新等头部企业看齐。2019 年千禾味业研发费用达到 3948 万元, 同比高增 94%, 主要用于新品类开发, 以及针对产品“零添加剂”、“天然好味道”等一系列研发项目。

图表 39: 各调味品公司的销售费用率对比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 各调味品公司研发费用率对比 (%)



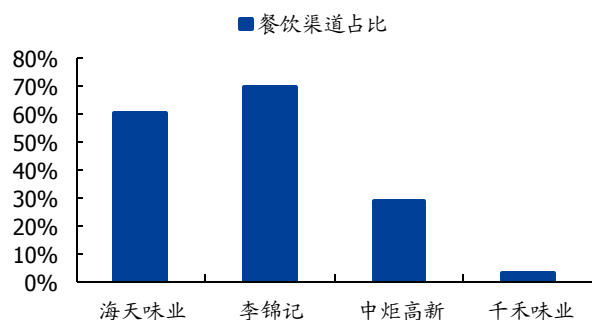
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 3.2 渠道: 主要面向 C 端, 逐渐布局 B 端, 电商渠道高增

### 3.2.1 渠道错位: 主攻 C 端, 发力电商

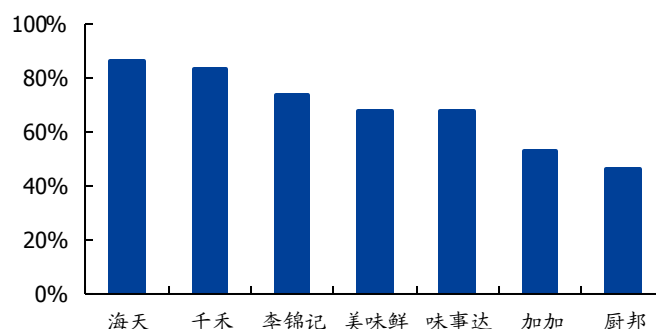
以 KA 为根基, 深挖 C 端渠道空间。千禾味业主打健康理念, 高端定位与 C 端渠道天然适配。不同于海天、中炬发力餐饮的渠道策略, 千禾味业渠道错位竞争。我们对比了主要调味品企业的渠道构成, 可以发海天味业及李锦记餐饮渠道占比分别约为 60%、70%, 家庭渠道起家的中炬高新目前亦大力发展餐饮渠道, 占比快速提升至近 30% 的水平。而千禾味业餐饮渠道占比仅约 3%, 家庭渠道收入占比高达 93%。从零售渠道的构成来看, 目前千禾味业主要集中在 KA 渠道, 同时进驻流通渠道、紧跟新零售发展趋势, 探索大数据营销以及社区营销等新模式。根据 CHN Brand 的统计数据, 2020 年中国酱油品牌联想度排名中, 千禾味业品牌联想度高达 83.4%, 仅次于龙头海天味业, 强品牌力为公司 C 端深耕提供基础, 同时 C 端渠道的挖掘亦会反向强化公司品牌力。

图表 41: 调味品主要企业的餐饮渠道占比 (2019 年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 42: CHN Brand 2020 年中国酱油品牌力联想度



资料来源: CHN Brand, 国盛证券研究所

战略性布局电商渠道, 品牌宣传效应彰显。2019 年千禾线上渠道营业收入为 1.24 亿元 (占比约 9%), 毛利率高达 65%。而海天味业和中炬高新的线上渠道营业收入占比均不足 3%。公司把线上渠道作为品牌宣传的重要阵地, 整合天猫和京东品牌方资源, 开展网络造节, 如酱油节、周年庆、场景聚享、跨界 CP 等活动, 并且运用新媒体直播手段带动销售增长。2020 年疫情影响, 公司电商渠道呈现高增态势, 2020 年前三季度电商营收达到 1.78 亿元, 同比高增 113%。

**餐饮渠道蓬勃发展，公司着手 B 端布局。**随着生活节奏加快、外卖市场发展，餐饮行业快速增长。同时因餐饮渠道用量大、粘性强、周转快的特点，成为各酱油公司争相布局的重要渠道。千禾味业在重点打造 C 端市场的同时，成立餐饮事业部，于 2018 年推出餐饮专用大包装产品“东坡红”，引入一支近百人的团队，着手探索合适的餐饮模式。目前餐饮布局主要集中在四川、重庆、河南、河北等重点区域，我们认为公司目前对餐饮渠道布局有望为未来发展奠定坚实的基础。

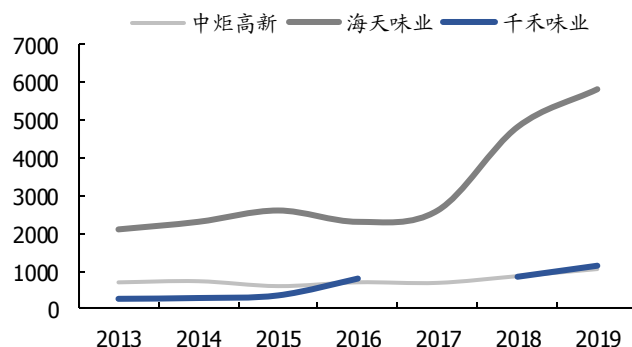
### 3.2.2 从西南出发，全国化布局空间广阔

**深耕西南大本营，全国化扩张。**从经销商数量上来看，2019 年千禾味业经销商数量为 1140 家，略高于中炬高新的经销商数量（1051 家），而较海天味业（经销商 5806 家）的渠道布局程度仍有较大的提升空间。千禾味业由西南区域起家，西部地区为其大本营，近年来西部地区营收占比略有降低，但占比仍近半。目前，公司深耕西南区域，在外埠区域高举高打，以实现全国化的扩张。

图表 43: 各调味品企业的主要经营区域



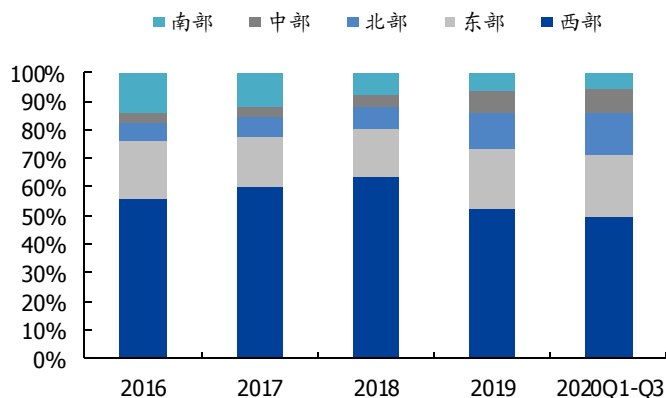
图表 44: 各调味品企业的经销商数量对比 (个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

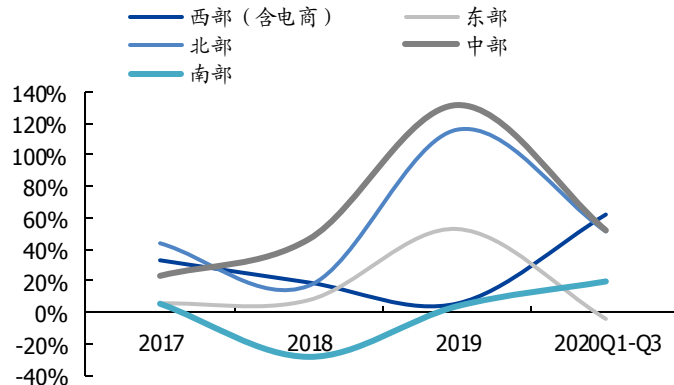
资料来源: 国盛证券研究所

图表 45: 千禾味业分地区营收占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 分地区营业收入 YOY



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**坚守大本营：采取“全渠道、全品类”策略，西南仍有深耕空间。**西南是公司的大本营，主要包括重庆、四川、贵州、云南，为公司的优势地区，根据草根调研，千禾味业在零售端的市占率约为海天的两倍。**1）全渠道：**公司在西南地区进行全渠道布局（包括餐



饮渠道、传统渠道、礼盒定制渠道等)，目前已渗透至乡镇。渠道构成中，商超渠道占比约 30-40%，布局四川成都红旗连锁(约 3000 多家门店)等。对于 KA 渠道及连锁超市，公司采取直销模式，由子公司四川吉恒负责。对于中小连锁超市、农贸市场等传统渠道，公司采取经销模式，由经销商负责。**2) 全品类：**千禾味业在西南地区实现全价格带产品覆盖，包括塑料袋装黄豆酱油、高鲜、零添加、有机酱油等多档次产品。

**布局外埠市场：因地制宜，重点突破。**公司布局外埠市场的整体策略如下：**1) 产品端：聚焦中高端产品。**公司在西南以外的市场，只销售零添加、高鲜、有机等中高端产品。**2) 渠道端：KA 向传统流通扩展，一二线向三四线渗透。**一线城市的 GDP 与人均可支配收入显著高于其他城市，公司以一线城市及省会城市为切入点，布局核心城市核心街道的核心大 KA，目前正在北京、沈阳、衢州等一线、二线、三线代表城市试点传统流通渠道。如试点成功，公司未来将会在全国进行推广农贸市场、社区中小型商超等传统流通渠道，我们认为这将为公司的增长创造很大的空间。**3) 营销端：体验式营销，以产品力制胜。**千禾味业在外埠商超渠道配备地推式导购员，打造店中店、零添加专柜和堆头，并安排品鉴活动，对比零添加和有添加的产品，突出产品口感。

**分地区来看千禾味业的外埠市场扩张：**

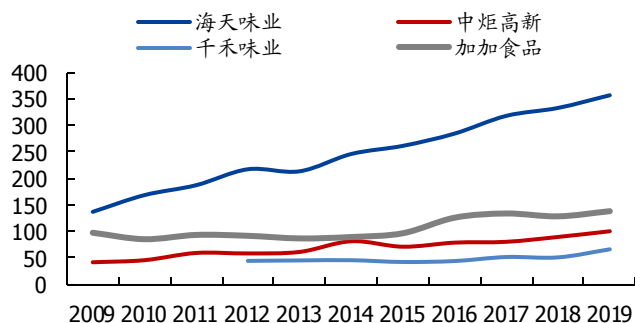
- **华东：大经销商模式切入上海，直销+市场细分进驻山东。**千禾味业 2013 年开始经营华东市场，华东市场主要包括山东、福建、江浙沪等地。作为为全国化的起点，目前华东已成为西南之外的第二大市场。2019 年公司在华东市场营业收入达 2.73 亿元(同比+53%)，经销商数量净增加 72 个。在切入初期，公司采用大经销商的模式，在上海地区与大经销商汇鲜堂(约 800 余人)合作，并依靠其资源快速切入上海所有大型 KA。而在山东地区，公司采用直营模式，布局 4 家连锁 KA，并且为应对当地鲁花、欣和六月鲜等品牌的竞争，公司将山东市场细分为鲁东、鲁西、鲁南、鲁北市场，对当地市场进行精耕细作。同时公司正加大对江苏、浙江、福建经销商的开发。
- **华中：增长势头最为强劲，招商力度持续加强。**公司的华中地区主要覆盖中部五省，从经济发展程度来看，中部五省的经济总量、人口总数以及消费能力在全国都排名靠前，为千禾在此的扩展创造良好条件。同时，公司与当地强势品牌加加食品实现错位竞争，主打零添加，定位高端，主要布局省会城市的大 KA，而加加食品定位中低端，且主要布局中低线城市的传统流通渠道，对公司发展冲击较小。2019 年华中区域增长最快，增速达到 131%，且经销商数量增长最多(净增加 90 个)。2020 年公司继续加大在中部市场的投入，我们预计公司在中部市场挖掘有助于为未来发展提供重要动力。
- **华北：打造流通试点，实现 C 端市场深耕。**华北市场主要包括黑龙江、京津冀、山西、内蒙古等地。公司自 2016 年开始布局北京、天津市场，同样采用大商模式切入，目前在北京有 7 家重要经销商，覆盖 7 个不同的商超系统，如物美、大润发、家乐福、沃尔玛等，充分发挥经销商的优势，实现独立经营。2019 年公司已在沈阳、北京、衢州试点传统流通渠道，未来计划积点成面打通多区域流通渠道，实现 C 端市场深耕。目前华北市场保持高增，2020 年前三季度营业收入为 1.55 亿元(同比+72%)。
- **华南：海天、中炬大本营，以广州、深圳为切入点。**华南市场主要包括广东、广西、海南、香港、澳门等地，该地区为海天、厨邦等品牌的大本营，亦是广式酱油的主要生产地，因此公司的切入相对困难。目前公司在华南地区主要以广州、深圳为核心向周边区域扩散。在激烈竞争的环境下，2019 年公司南部地区的营业收入仍然维持同比正增长(+4%)，疫情之下，公司逆势加大对弱势地区的布局，2020 年前三季度营收同比增长 20%。



### 3.3 产能大幅扩充，运营效率有待改善

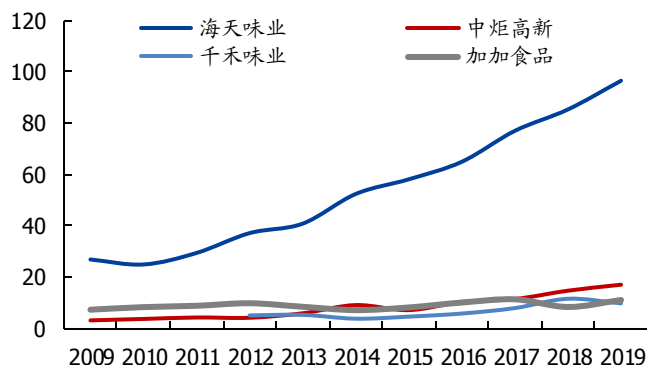
**管理效率有待提升，内部活力有待激发。**我们对比了各调味品公司的人均薪酬、人均创收、人均创利的情况，千禾味业在行业内均处于相对低位。2019 年千禾味业人均薪酬、人均创收、人均创利分别约为 9.6 万元、66 万元、9.7 万元，距离龙头海天味业差距较大，同时亦略低于中炬高新、加加食品。但从人均薪酬和人均创收的角度来看，2019 年千禾味业均出现明显改善，分别同比增加 31%、30%。我们认为激励制度的完善将有望为公司未来发展赋能。同时，从管理效率来看，尽管千禾味业近年来管理费用率稳步下降至 4% 的水平，但相较于海天 1.5% 的管理费用率，仍有一定下行空间。

图表 47: 主要调味品企业人均创收 (万元)



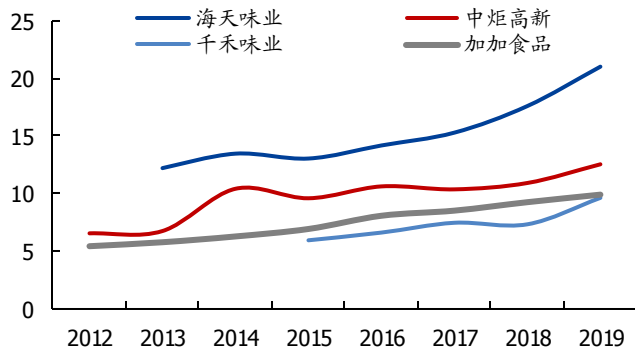
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 主要调味品企业人均创利 (万元)



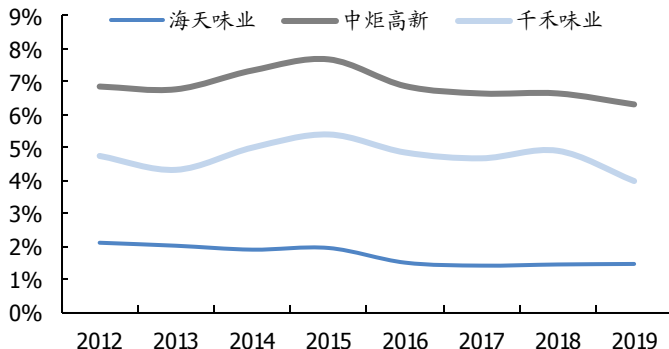
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 主要调味品企业人均薪酬 (万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

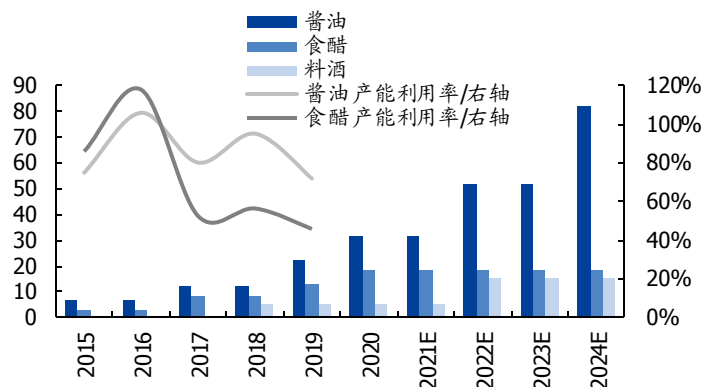
图表 50: 各调味品公司管理费用率对比 (不含研发)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

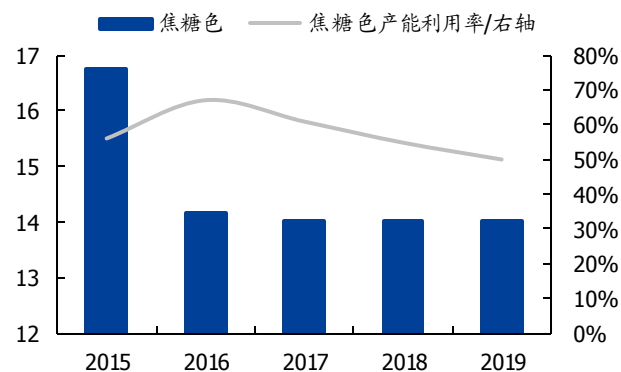
**产能大幅扩充，规模化效应有待释放。**2013 年公司调味品产能 10 万吨，其中酱油 7 万吨、食醋 3 万吨。2016 年公司上市后，进行 10 万吨调味品产能募投项目（5 万吨酱油和 5 万吨食醋），当年又投建 5 万吨料酒及 0.5 万吨蚝油产能。2018 年公司酱油产能利用率达 95.22%，因此公司再度扩建产能（25 万吨调味品扩产项目），其中一期 10 万吨酱油扩产项目于 2019 年正式投产，二期 10 万吨酱油和 5 万吨食醋扩产项目将于 2020 年投产。食醋方面，公司于 2019 年 8 月通过并购镇江恒康获得 5.3 万吨优质镇江香醋产能，食醋产能扩充至 13.3 万吨。为进一步为公司发展松绑，2019 年 10 月公司公告称将新建 30 万吨酱油、3 万吨蚝油、3 万吨黄豆酱产能项目，2020 年 11 月公司将该项目调整为年产 60 万吨调味品项目（其中酱油产能 50 万吨，料酒产能 10 万吨），计划第一期 20 万吨酱油和 10 万吨料酒于 2022 年底建成，第二期 30 万吨酱油于 2024 年底建成。预计 2022 年底酱油产能 52 万吨、食醋产能 18.3 万吨、料酒产能 5 万吨，2024 年底调味品产能将达到 115 万吨，产能充足，增长可期。

图表 51: 调味品产能利用率及产能规划 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

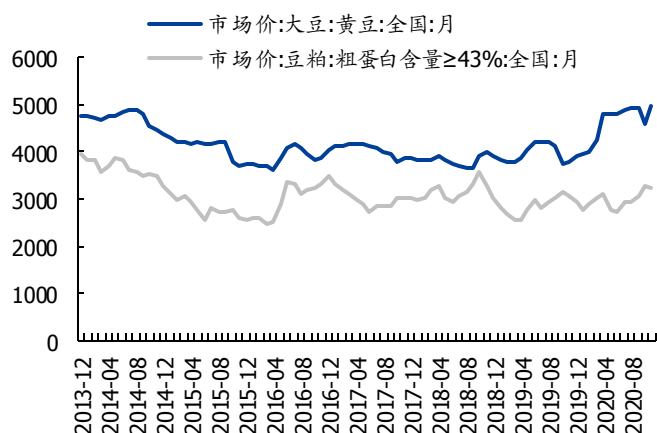
图表 52: 焦糖色产能及产能利用率情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

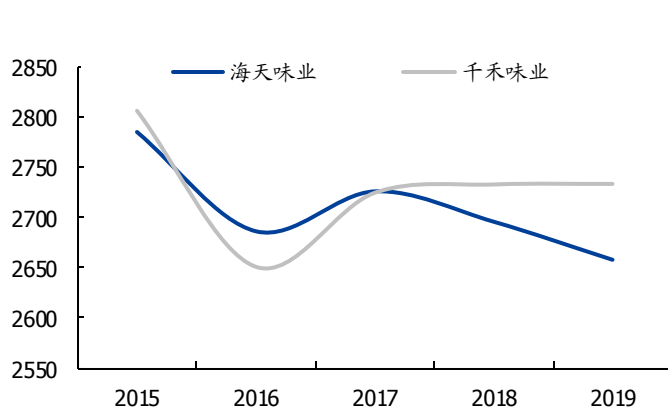
我们对比了海天味业的原材料大豆以及千禾味业的原材料豆粕的价格, 可以发现大豆价格高出豆粕价格超 50%。而从海天味业及千禾味业酱油吨成本的绝对值来看, 2019 年海天味业酱油吨成本为 2658 元, 千禾味业的酱油吨成本约 2733 元; 从成本的构成来看, 海天味业的酱油成本中直接材料占比约 89%, 而直接人工占比仅为 2%, 反观千禾味业, 直接人工在酱油业务成本中的占比高达 17%, 而直接材料占比约为 77%。我们认为随着规模效应的释放以及自动化效率的提升, 从长期来看, 千禾味业吨成本仍有较大的下行空间。

图表 53: 大豆与豆粕市价对比 (元/吨)



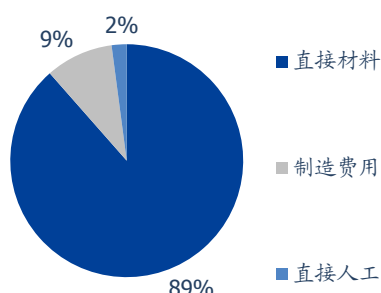
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 54: 千禾味业和海天味业酱油业务吨成本对比 (元/吨)



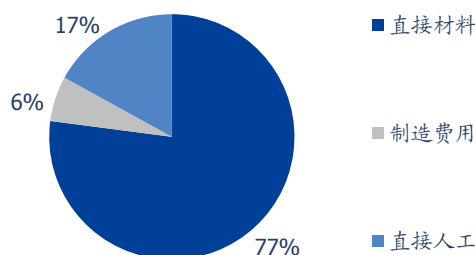
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 55: 海天味业酱油业务成本构成 (2019 年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 56: 千禾味业酱油业务成本构成 (2019 年)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 4、盈利预测

**营收端:** 公司作为 C 端高端酱油主要代表企业, 疫情期间加速扩张, 全年保持高速增长。展望未来, 我们认为公司积极扩充产能为未来发展松绑, 全国化空间大, 高增势头不变。分产品来看, 我们预计酱油 2020-2022 年营收分别约为 11.2/14.6/18.8 亿元, 分别同比 +35%/30%/28%; 我们预计食醋 2020-2022 年营收分别约为 3.1/4.2/5.5 亿元, 分别同比 +43%/33%/31%; 料酒行业市场空间较为广阔, 同时行业较为分散, 公司料酒业务基数尚小, 我们认为未来仍将保持较快增长, 预计 2020-2022 年营收分别约为 1.1/1.5/1.9 亿元, 分别同比 +40%/30%/30%; 另外公司对焦糖色业务并未重点布局, 我们预计可能会出现一定的下滑。整体来看, 我们预计 2022-2022 年公司整体营收分别约为 17.7/22.4/28.3 亿元, 同比增速分别约为 30%/26%/27%。

**盈利端:** 2020 年公司加大对外埠市场布局, 高端占比提升, 推升毛利率走高。从 2020 年前三季度数据来看, 公司整体毛利率为 49.5pct (同比 +2.9pct), 但由于原材料价格走高, 单三季度公司毛利率略有承压, 我们预计该影响仍将持续至四季度甚至明年, 我们预计 2020-2022 年毛利率分别约为 48.6%、48.8%、49.3%。费用端来看, 我们预计公司仍将保持较高的销售费用投放力度, 以支撑未来全国化的布局和扩张。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润约为 2.9/4.0/5.1 亿元, 分别同比 +47%/36%/28%。

### 投资建议:

我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入分别约为 17.7/22.4/28.3 亿元, 同比 +30.4%/26.4%/26.6%; 归母净利润分别约为 2.9/4.0/5.1 亿元, 同比 +46.8%/36.2%/28.2%, 对应 PE 为 87/64/50 倍 (2020 年 12 月 30 日收盘价)。我们认为疫情有望加速行业整合出清, 从而带动行业集中度进一步提升, 公司作为 C 端高端产品, 疫情期间加速扩张, 为后续全国化扩张打开空间。同时, 公司于 2020 年 11 月发布公告, 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, 进一步为未来发展松绑。对标行业估值水平, 结合公司的基本面边际改善, 我们给予目标价 41 元, 对应 2021 年 68 倍 PE, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 57: 公司营业收入与业绩预测重要假设 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1065	1355	1767	2235	2830
YOY	12.4%	27.2%	30.4%	26.4%	26.6%
酱油	609	835	1124	1462	1877
YOY	20.4%	37.2%	34.6%	30.0%	28.4%
食醋	178	220	314	416	546
YOY	17.0%	23.6%	42.5%	32.7%	31.3%
焦糖色	185	167	142	114	91
YOY	-15.5%	-10.1%	-14.5%	-20.0%	-20.0%
其他业务	93	133	187	243	316
YOY	31.3%	42.8%	40%	30%	30%
销售费用率	20.3%	22.8%	21.8%	21.8%	22.0%
管理费用率	4.9%	4.0%	3.5%	3.2%	3.2%
研发费用率	1.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
归母净利润	240	198	291	397	508
YOY	66.6%	-17.4%	46.8%	36.2%	28.2%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 58: 可比公司估值比较

代码	证券简称	PE				EPS				总市值 (亿元)
		2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E	
600305.SH	恒顺醋业	27	37	67	57	0.30	0.32	0.33	0.39	222
603288.SH	海天味业	43	54	101	85	1.35	1.65	1.97	2.36	6,480
600872.SH	中炬高新	39	44	60	49	0.76	0.90	1.11	1.36	532
603027.SH	千禾味业	21	50	87	64	0.74	0.43	0.44	0.60	254
平均值		32	46	79	64	0.79	0.83	0.96	1.18	1872

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (历史年份 PE 计算公式为“历史年份最后一天股价/历史年份当年每股盈利”, 总市值为 2020 年 12 月 30 日收盘市值)

## 5、风险提示

**原材料价格波动风险:** 公司主要原材料为豆粕、白糖、面粉等农产品, 农产品价格主要受当年的种植面积、气候条件、市场供求关系以及国际期货市场价格等因素的影响。如果上游原材料成本波动较大, 则对公司生产产生一定影响。

**食品安全风险:** 消费者对必需高频的日常消费品更关注质量品质, 如果公司在采购、生产、销售等各经营环节出现质量安全问题, 则会对品牌美誉度产生较大影响。

**市场竞争加剧:** 公司地区发展不平衡, 全国化布局任务较重, 若竞争加剧, 则全国化的战略或受到一定的影响。

### 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所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

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

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

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

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com