



美食之道，调味为先

调味品行业首次覆盖报告

- **调味品是中国餐饮文化的代表。**调味品是指能增加菜肴的色、香、味，促进食欲，有益于人体健康的辅助食品。其主要功能是增进菜品质量，满足消费者的感官需要，从而刺激食欲，增进人体健康。一般意义的调味品主要是指酱油、蚝油、醋等，也包括由多种成分组成的复合调味料。中国餐饮文化源远流长享誉世界，各地美食种类众多不尽相同。而中式餐饮口味较多，制作过程工业化程度低，导致标准化难度较大。调味品作为中国美食的重要组成部分，是中国餐饮文化的代表。
- **调味品行业维持稳步增长，复合调味品和酱油占比较大。**结合欧睿国际和中国国家统计局的数据，我们交叉验证测算 2019 年中国调味品行业出厂营收约为 3753 亿元，2012 年-2019 年的复合增速为 8.7%。2019 年中国调味品的市场结构中复合调味品占比最大，其比重从 2013 年的 14.8% 提升至 2019 年的 20.6%。单一调味品中，酱油占中国调味品市场的比例最大（15.1%），泡菜、酱类和醋分别占 11.2%、9.5% 和 4.1%。
- **餐饮渠道占比大且壁垒高，零售渠道集中度较低。**调味品在餐饮渠道的使用量较大，按照欧睿口径，2010-2019 年间餐饮和零售渠道占比基本稳定在 58% 和 42%。餐饮端主要受厨师影响，渠道粘性高，导致餐饮市场壁垒较高。而零售渠道由消费者自己选择，专业知识薄弱，企业进入市场壁垒低，市场集中度低。2020 年中国调味品零售市场海天排名第一，市占率为 7%，CR10 为 28%。各调味品类集中度差异较大，味精、鸡精、蚝油等 CR5 在 85% 以上；酱油为 32%，其中海天酱油市占率 20%。随着龙头公司不断扩张品类及渠道精耕下沉，我们预计未来市场集中度将提升。

证券研究报告

2020 年 12 月 24 日

分析师

消费研究团队

廖欣宇

xinyu.liao@nomuraoi-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120003

葛幸梓 研究助理

xingzi.ge@nomuraoi-sec.com

SAC 执证编号：S1720120030003

王涵宜 研究助理

hanyi.wang@nomuraoi-sec.com

SAC 执证编号：S1720120050003

美食之道，调味为先

调味品行业首次覆盖报告

中国调味品人均消费量仍有上升空间。中国调味品人均消费量在过去 14 年间实现了翻倍增长，从 2006 年的 5.7 千克/年增长至 2020 年的 10.7 千克/年，CAGR 约为 5%。根据欧睿国际的数据，与其他国家相比，2020 年中国调味品人均消费量约为日本、美国、韩国的 45%、52%、55%。

知日鉴中：健康化、功能化和复合化是趋势。日本的单一酱油人均消费量在 1973 年后持续下降，1973 年-2019 年的年均 CAGR 为 -1.5%，但同期酱油均价 CAGR 为 2.3%，对冲了销量下降影响，主要源自酱油消费向健康化、有机化、鲜榨化升级。同时酱油衍生品销量持续上升，消费者对酱油衍生品支出在 1993 年超过酱油支出，2019 年前者接近后者的三倍。不仅是酱油，其他调味品也在往健康化、功能化和复合化方向发展，其中复合调味品占日本家庭调味品支出的比重从 1963 年的 22% 提升至 68%。

龟甲万和味之素通过产品扩张和国际化持续扩张。我们对日本食品两大龙头企业的百年发展历史进行追溯，发现分别以酱油、味精起家的龟甲万和味之素都遵循着相似的发展路径：1) 面对单一品类天花板，积极寻求突破，对原有产品进行创新升级的同时延伸新品类；2) 通过并购优秀公司开拓新业务，不断打造新的增长曲线；3) 面对日本家庭端消费的疲弱，积极拓展餐饮及加工业渠道，共同驱动成长；4) 抓住亚洲饮食在海外流行的趋势，进军海外市场，全球建立工厂扩充产能。

调味品消费升级和复合化推动行业成长。借鉴日本经验，我们认为中国消费升级将推动调味品需求高端化和复合化。中国三级品类（等级最低）酱油占比目前仍有 43%，未来升级有较大空间。中国人均复合调味品的开支为 9.3 美元/年，仅为美国和日本的 10% 左右；渗透率只有 26%，远低于美国和日本的 73.4% 和 65.8%；随着中国家庭规模缩小和生活节奏加快，复合调味品增长空间较大。餐饮渠道主要受益于居民外出就餐增加、餐饮连锁化标准化和外卖快速增长的推动，零售渠道主要受消费升级驱动，均价有望提升。

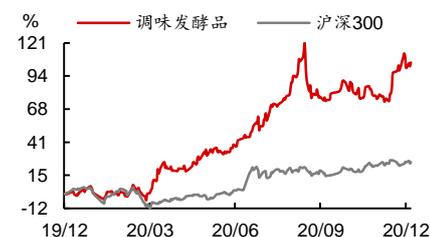
看好中国优质调味品龙头公司。我们认为中国调味品行业未来销量仍有增长空间，消费升级的拉动力更大，看好产品升级、品类扩展和全渠道布局的优质龙头公司。首次覆盖中国调味品行业，看好稳健快速增长的龙头公司海天味业、体制民营化后经营有望提升的中炬高新和复合调味品龙头公司天味食品，均给予“增持”评级，并给予恒顺醋业“中性”评级。

证券研究报告

2020 年 12 月 24 日

行业评级(维持) **强于大市**

相对市场表现



分析师

消费研究团队

廖欣宇

xinyu.liao@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720519120003

葛幸梓 研究助理

xingzi.ge@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720120030003

王涵宜 研究助理

hanyi.wang@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720120050003

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	收盘价	目标价	评级	评级变动	市值 (百万元)	EPS(元)		PE(X)		EV/EBITDA(X)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海天味业	603288.SH	195.43	233.00	增持	首次	6333	1.97	2.33	98.08	82.66	84.68	71.21	32%	32%
中炬高新	600872.SH	62.95	81.00	增持	首次	501	1.08	1.35	60.23	48.06	42.17	34.04	19%	20%
天味食品	603317.SH	69.38	82.40	增持	首次	437	0.71	1.03	97.61	67.73	85.58	57.87	21%	26%
恒顺醋业	600305.SH	23.30	23.40	中性	首次	234	0.34	0.39	66.93	56.92	54.09	46.29	14%	15%

正文目录

中国调味品行业量价齐升.....	7
复合调味品引领行业快速增长.....	7
销售渠道目前以餐饮为主.....	9
竞争格局一超多强，集中度有望提升.....	11
酱油：消费升级促进行业发展.....	12
食醋：地域性特征显著，竞争格局分散.....	14
蚝油：快速成长中，渗透率有望提升.....	17
复合调味品：处于导入期，景气度高.....	18
知日鉴中：结构升级推动行业成长.....	21
行业：调味品向健康化、功能化、复合化发展.....	21
收入增长推动单一型酱油产品持续升级.....	21
复合型酱油衍生品 1980 年后快速发展.....	25
健康化、功能化和复合化是日本调味品的趋势.....	28
日本公司：业务多元化+海外扩张，挖掘新增长点.....	30
龟甲万：从日本走向全球的酱油巨头.....	30
味之素：味精起家，扩张至调味品和速冻食品.....	41
未来趋势：品类延伸，全渠道拓展.....	51
消费升级促使调味品需求高端化、复合化.....	51
餐饮、零售渠道双轮驱动行业成长.....	54
看好产品升级、品类扩展和全渠道布局的优质龙头.....	58
风险提示.....	61

图表目录

图表 1：中国调味品人均消费量.....	7
图表 2：各国调味品人均消费量对比.....	7
图表 3：中国调味品行业出厂口径收入.....	8
图表 4：根据国标《调味品分类》划分的调味品介绍.....	8
图表 5：中国调味品市场规模拆分.....	9
图表 6：2019 年中国调味品市场品类拆分（出厂口径）.....	9
图表 7：除今年外，中国调味品销量持续增长.....	10
图表 8：餐饮量与零售量的占比基本约为 6:4.....	10
图表 9：中国调味料龙头企业餐饮渠道收入占比.....	10
图表 10：中国调味品市场前十大份额（零售额，2010 年）.....	11
图表 11：中国调味品市场前十大份额（零售额，2020 年）.....	11
图表 12：调味品细分品类竞争格局情况.....	11
图表 13：调味品各品类 CR5 对比.....	12
图表 14：消费升级趋势下酱油持续高端化.....	12
图表 15：中国酱油行业市场规模及增速（出厂口径）.....	13
图表 16：中国酱油行业零售与餐饮销量及增速.....	13
图表 17：中国调味品零售端占比变化（金额）.....	13
图表 18：2020 年调味品零售端的酱油金额占比约 60%.....	13
图表 19：中国酱油行业一超多强.....	14
图表 20：国内酱油行业前两大龙头市占率（按销量）.....	14
图表 21：中国酱油行业 CR3 约 28%（销量口径）.....	14
图表 22：日本酱油行业 CR3 达 53%（销量口径）.....	14
图表 23：食醋按制醋工艺划分.....	15

图表 24: 食醋按功能划分.....	15
图表 25: 日本人均食醋消费量.....	15
图表 26: 调味品百强食醋企业产量.....	16
图表 27: 调味品百强企业食醋吨价.....	16
图表 28: 中国食醋销售额规模及增速.....	16
图表 29: 食醋市场吨价提升明显.....	16
图表 30: 食醋企业覆盖区域情况.....	17
图表 31: 中国食醋行业 CR5 仅 19% (2018 年).....	17
图表 32: 食醋行业中作坊式小企业占比达 70%.....	17
图表 33: 蚝油渗透率低于其他品类.....	18
图表 34: 中国复合调味品市场规模及增速 (出厂口径).....	18
图表 35: 复合调味料按品类划分的市场占比.....	19
图表 36: 火锅底料和中式复合料近年来发展迅速.....	19
图表 37: 复合调味品行业利润更具吸引力 (2015 年).....	19
图表 38: 中国复合调味品行业 CR3.....	20
图表 39: 日本复合调味品行业 CR3 (2016).....	20
图表 40: 复合调味品细分子行业一览.....	20
图表 41: 日本家庭调味品各品类年消费金额占比变化.....	21
图表 42: 2019 年日本家庭调味品各品类年消费额占比.....	21
图表 43: 日本酱油品类 (浓口及淡口酱油合计占约 95%).....	22
图表 44: 浓口酱油占据日本 80% 以上市场份额.....	22
图表 45: 日本酱油 JAS 标准等级划分.....	23
图表 46: 日本酱油产量 1973 年以来持续下滑.....	23
图表 47: 日本酱油人均消费量 1973 年以来持续下滑.....	23
图表 48: 日本酱油采购单价保持上升趋势.....	24
图表 49: 日本酱油消费升级.....	24
图表 50: 日本家庭食盐消费量在 1973-1991 年明显下滑.....	25
图表 51: 1988 年后日本酱油制造中大豆用量占比提升.....	25
图表 52: 健康酱油销售价格高出普通酱油 30-90% (以龟甲万品牌为例).....	25
图表 53: 日本女性参与工作比例.....	26
图表 54: 日本全职主妇比例.....	26
图表 55: 日本家庭结构变化情况.....	26
图表 56: 80-90 年代日本连锁化率提升 3pp.....	26
图表 57: 日本单一型酱油和酱油衍生品介绍.....	27
图表 58: 日本酱油衍生品产量 1980-2006 年快速增长.....	27
图表 59: 日本酱油衍生品产量 2006 年后依旧稳定增长.....	27
图表 60: 酱油衍生品销售价格高出普通酱油 70-200% (以龟甲万品牌为例).....	28
图表 61: 1993 年家庭人均酱油衍生品支出超酱油支出.....	28
图表 62: 2009 年日本酱油衍生品市场规模超过酱油.....	28
图表 63: 日本家庭调味料年支出 1980 年后较为平稳.....	29
图表 64: 复合调味料占比持续上升.....	29
图表 65: 龟甲万初始发展阶段 (1917 年-1954 年).....	30
图表 66: 龟甲万加速发展阶段 (1954 年-2000 年).....	31
图表 67: 龟甲万稳定发展阶段 (2000 年至今).....	32
图表 68: 龟甲万集团在日本酱油市场市占率第一.....	32
图表 69: 龟甲万市占率逐年提升.....	32
图表 70: 龟甲万业务板块介绍及收入和利润占比 (2019 财年).....	33
图表 71: 1997-2009 财年龟甲万各业务表现 (旧统计口径).....	34
图表 72: 2019 财年龟甲万各业务收入规模.....	34

图表 73: 2009-2019 财年各业务营收 CAGR.....	34
图表 74: 龟甲万收入规模及增速.....	35
图表 75: 龟甲万净利润及增速.....	35
图表 76: 70-90 年代日本餐饮行业保持快速发展.....	36
图表 77: 1975-2000 年日本外食占比从 10%提升至 30%.....	36
图表 78: 加工食材行业规模也在扩大.....	36
图表 79: 日本家庭规模缩小、户均人口相应下降.....	36
图表 80: 龟甲万大瓶装和小瓶装销量占比呈上升趋势.....	37
图表 81: 龟甲万海外酱油销量 (2014 年达 1.96 亿升).....	37
图表 82: 2009-2018 年龟甲万海外酱油销售额 CAGR.....	38
图表 83: 2018 年龟甲万海外销售额划分.....	38
图表 84: 2007-2008 年龟甲万在美酱油市占率达到峰值.....	38
图表 85: 2009-18 年日本豆乳市场竞争格局.....	38
图表 86: 日本国内食品生产与销售业务营业利润率低于海外约 12-18pp.....	39
图表 87: 龟甲万 VS 日本东证食品饮料指数.....	39
图表 88: 龟甲万利润率.....	39
图表 89: 龟甲万 EPS、PE 及股价表现.....	40
图表 90: 味之素围绕氨基酸的产品和技术布局.....	41
图表 91: 2019 财年味之素业务板块收入占比.....	42
图表 92: 2019 财年味之素分地区收入占比.....	42
图表 93: 2019 财年食品 (日本) 业务分项营收占比.....	42
图表 94: 2019 财年食品 (海外) 业务分项营收占比.....	42
图表 95: 味之素日本主要产品一览.....	43
图表 96: 味之素战后 70 年营业收入.....	43
图表 97: 味之素研究开发支出.....	44
图表 98: 味之素分品类营业收入占比.....	45
图表 99: 味之素 KK 牌法式清汤.....	45
图表 100: 味之素 Knorr Soup®速食汤.....	45
图表 101: 味之素 KK 牌速冻食品.....	46
图表 102: 1977 年日本速冻食品竞争格局.....	46
图表 103: 2016 年日本速冻食品竞争格局.....	46
图表 104: ほんだし®鲣鱼风味高汤调味料.....	47
图表 105: Cook Do®复合调味料.....	47
图表 106: Pal Sweet®甜味剂.....	47
图表 107: Elental®肠道营养剂.....	47
图表 108: 味之素海外工厂味精产量.....	48
图表 109: 海外和日本国内味精产量.....	49
图表 110: 味之素主要产品出口额.....	49
图表 111: 味之素股价和 EPS 表现.....	50
图表 112: 中日时点对比.....	51
图表 113: 中国酱油分级标准及市场份额.....	52
图表 114: 中国高端酱油市场规模及增速.....	52
图表 115: 中国高端酱油销量及增速.....	52
图表 116: 优秀调味品龙头企业目前推出的部分高端酱油.....	52
图表 117: 中国家庭规模小型化趋势明显.....	53
图表 118: 国际复合调味品渗透率对比.....	53
图表 119: 国际复合调味品人均年度开支对比.....	53
图表 120: 中国餐饮市场保持高景气度.....	54
图表 121: 中国 52%的消费者近一年外出就餐频次增加.....	55

图表 122: 新中产每周外出用餐 3 次以上的比例约 60%.....	55
图表 123: 改革开放以来中国城镇化率不断提升.....	55
图表 124: 城市居民外出就餐频率是农村居民的 1.7 倍.....	55
图表 125: 中国限额以上连锁餐饮企业合计营业收入.....	56
图表 126: 中国限额以上连锁餐饮企业达 495 家.....	56
图表 127: 2019 年中国餐饮连锁化率仅为 10%.....	56
图表 128: 2019 年美国餐饮连锁化率 54%.....	56
图表 129: 2015-2019 年中国外卖产业规模情况.....	57
图表 130: 2015-2019 年中国外卖用户规模情况.....	57
图表 131: 中国调味品行业零售单价稳定上升.....	57
图表 132: 中国调味品零售市场呈现量价齐升趋势.....	57
图表 133: 调味品零售市场以现代渠道为主.....	58
图表 134: 日本豆浆饮品消费量占牛奶饮品消费量比例较低.....	58
图表 135: 龟甲万近十年收入增速较高的业务板块.....	59
图表 136: 1977 年日本速冻食品竞争格局.....	59
图表 137: 2016 年日本速冻食品竞争格局.....	59
图表 138: 调味品行业估值表.....	60

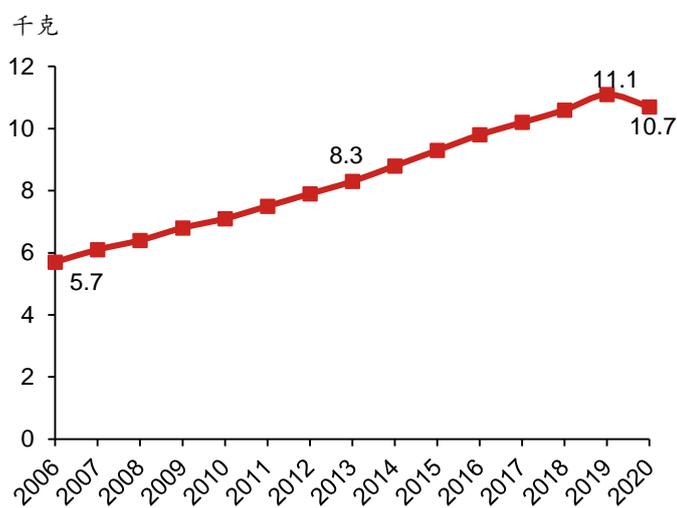
中国调味品行业量价齐升

复合调味品引领行业快速增长

调味品一般指能增加菜肴的色、香、味，促进食欲，有益于人体健康的辅助食品。其主要功能是增进菜品质量，满足消费者的感官需要，从而刺激食欲，增进人体健康。从广义上讲，调味品包括咸味剂、酸味剂、甜味剂、鲜味剂和辛香料等，像食盐、酱油、醋、味精、糖、八角、茴香、花椒、芥末等都属此类。而一般意义的调味品主要是指酱油、蚝油、醋等。

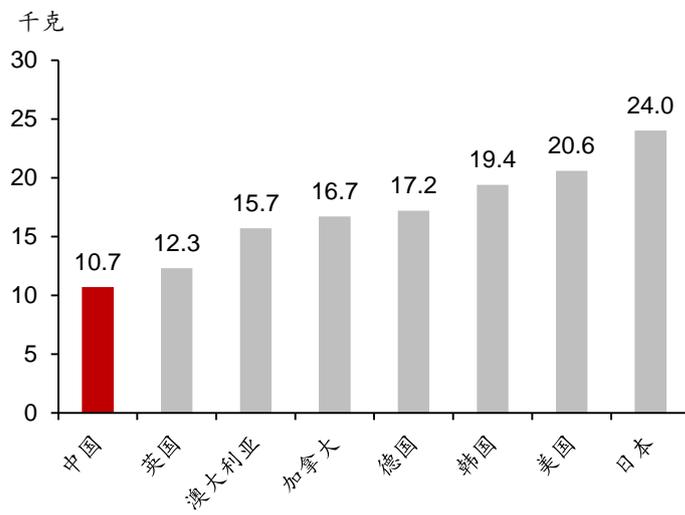
中国调味品行业目前处于快速发展阶段，调味品人均消费量在过去 14 年间实现了翻倍增长，从 2006 年的 5.7 千克/年增长至 2020 年的 10.7 千克/年，CAGR 约为 5%。但与其他国家相比，2020 年中国调味品人均消费量约为日本、美国、韩国的 45%、52%、55%。

图表 1：中国调味品人均消费量



资料来源：欧睿国际，野村东方国际证券

图表 2：各国调味品人均消费量对比



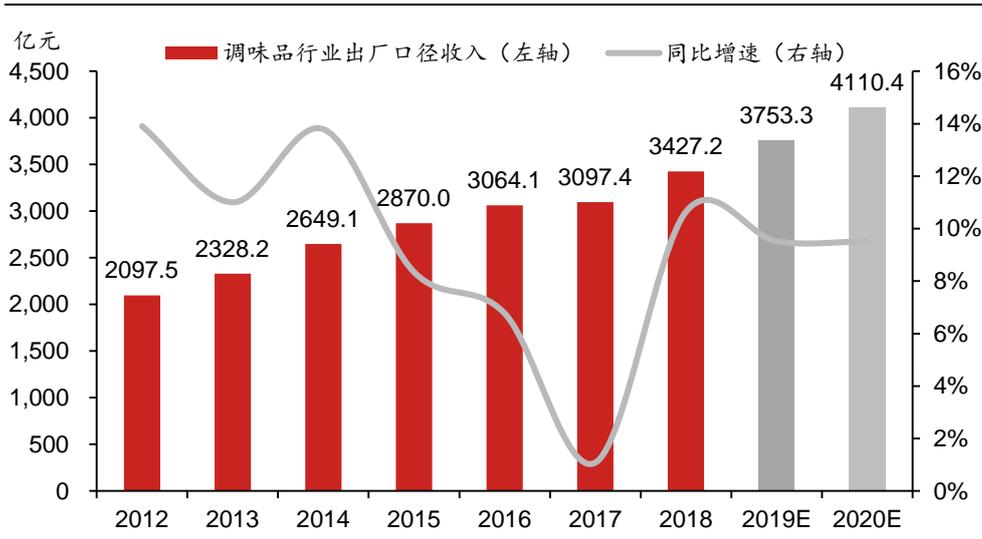
资料来源：欧睿国际，野村东方国际证券

鉴于调味品行业数据口径较多难以统一，因此我们采取交叉验证方式推测其市场规模。根据国家统计局数据，2018 年中国调味品行业收入（调味品企业出厂口径）约 3427.2 亿元，同比增长 10.6%，2012-2018 年 CAGR 为 7.3%。根据欧睿国际数据，中国调味品行业零售收入由 2006 年的 406.2 亿扩大至 2020 年的 1449.9 亿，期间 CAGR 为 9.5%，但欧睿口径品类少于统计局口径，比如不包括醋。

参考欧睿国际的年复合增速，我们推算在统计局口径下，2019/2020 年中国调味品行业出厂营业收入分别约为 3753.3/4110.4 亿元，2019 年营收同比增长 9.5%，2013-2019 年复合增速(CAGR)达 8.7%。

我们的测算结果与其他公开资料数据基本一致。《全国调味品行业蓝皮书》推测 2019 年中国调味品行业市场规模约 3800 亿元；中商产业研究院预测 2019 年中国调味品、发酵制品制造业企业收入超过 3700 亿元。

图表 3：中国调味品行业出厂口径收入



注：2019-2020 年行业收入数据为野村国际东方证券推测
资料来源：国际统计局，欧睿国际，野村东方国际证券

由于中国地域广阔、人口众多、各地区消费者口味偏好不同又相互影响，叠加外卖不断发展及家庭烹饪越发精细化，导致调味品具有较强的地域性且品类日益丰富。若按成分划分，调味品可分为以一种主要原材料制成的单味调味品（酱油、醋、味精等）和由两种及以上调味品配比制成的复合调味品。《调味品分类（GB/T20903-2007）》将调味品按形态划分为液态、半固态、固态等。而 Frost&Sullivan 将复合调味料划分为五大品类：火锅调味料、中式复合调味料、鸡精、西式复合调味料、日韩式等其他复合调味料。

图表 4：根据国标《调味品分类》划分的调味品介绍

具体分类	介绍
酱油	酿造酱油 用大豆加工副产品为原料经发酵制得，是传统的生产方法
	配制酱油 以酿造酱油为主（含量不少于 50%），与水解蛋白液、食品添加剂等配制而成。
食醋	酿造食醋 单独或混合使用各种含有淀粉、糖的物料 或乙醇，经微生物发酵酿制而成的液体调味品
	配置食醋 以酿造食醋为主体（含量不少于 50%），与冰醋酸、食品添加剂等混合配制而成。
味精	1.谷氨酸钠（99%味精）、2.加盐味精、3.增鲜味精
酱类	酿造酱 甜面酱、大豆酱、蚕豆酱、豆瓣酱、大酱等
	液体调味料 调味料酒、鸡汁调味料、牛肉汁调味料、烧烤汁、鲍鱼汁、香辛料调味汁等
	半固态调味料 花生酱、芝麻酱、辣椒酱、风味酱、芥末酱、复合调味酱等
调味料	固态调味料 鸡精、酱油粉、咖喱粉、香辛料粉、复合调味粉等
	食用调味油 香辛料调味油、复合调味油等
	水产调味料 蚝油、鱼露、虾酱、鱼子酱、虾油等

资料来源：《调味品分类》、野村东方国际证券

复合调味品市场正处于快速发展阶段，是目前调味品市场主要的增长动力。为与上文调味品行业出厂收入口径一致，我们将 Frost&Sullivan 统计的中国复合调味品行业零售口径收入（2019 年：1240 亿元）按照 60% 的渠道加价率还原至出厂口径收入，计算出当年中国复合调味料行业报表收入约 775 亿元（=1240/1.6），2013-2019 年 CAGR 约 14.3%，而单一调味品和调味品整体市场收入 CAGR 分别为 7.0% 和 8.3%。

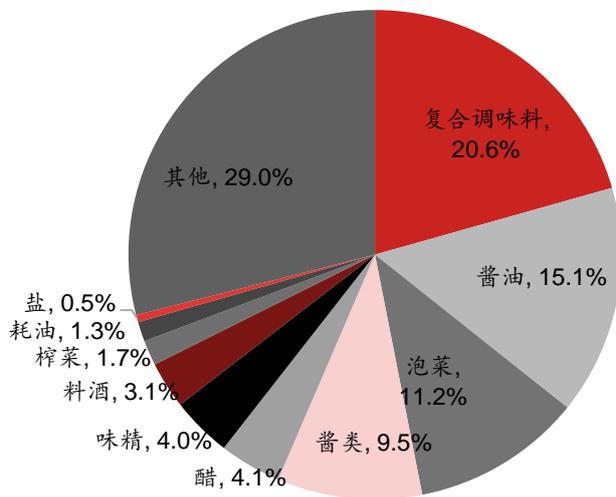
复合调味品占调味品行业市场比重也由 2013 年的 14.8% 逐步扩大至 20.6%，成为调味品行业最大子品类，其次为酱油的 15.9%。

图表 5: 中国调味品市场规模拆分

亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2013-2019 CAGR
复合调味品行业零售口径收入	557	654	751	854	972	1091	1240	
将复合调味品行业零售收入按照 60% 渠道加价率还原至出厂口径								
复合调味品行业报表口径收入	348	409	469	534	608	682	775	14.3%
同比增速		17.4%	14.8%	13.7%	13.8%	12.2%	13.7%	
复合调味品行业收入占比	14.8%	15.4%	17.1%	17.4%	19.6%	19.9%	20.6%	
单一调味品行业报表口径收入	1980	2240	2401	2530	2490	2745	2978	7.0%
同比增速		12.0%	1.7%	11.5%	-2.0%	10.3%	8.5%	
单一调味品行业收入占比	85.2%	84.6%	82.9%	82.6%	80.4%	80.1%	79.4%	
调味品行业整体报表口径收入	2328	2649	2870	3064	3097	3427	3753	8.3%

资料来源: Frost&Sullivan, 国家统计局, 野村东方国际证券

图表 6: 2019 年中国调味品市场品类拆分 (出厂口径)



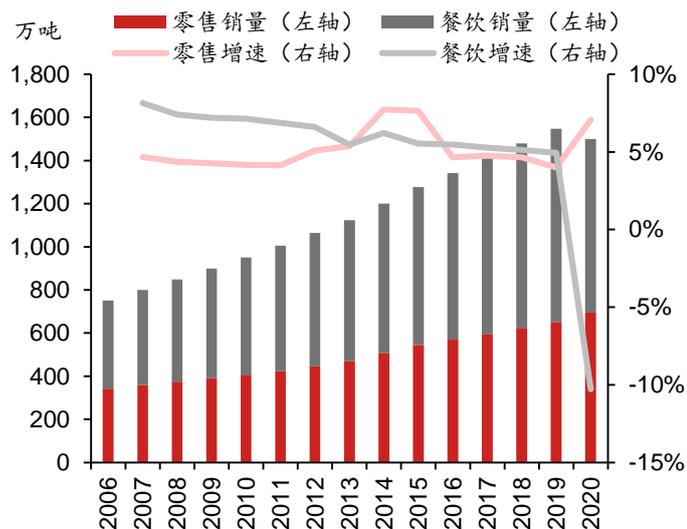
资料来源: Frost&Sullivan, 国家统计局, 野村东方国际证券

销售渠道目前以餐饮为主

根据调味品协会口径, 调味品销售渠道餐饮、零售和食品加工分别占比为 40%、30% 和 30%。根据欧睿国际数据, 2006 年至 2019 年期间调味品整体销售量由 750.6 万吨扩大至 1546.6 万吨, CAGR 约为 5.7%。由于新冠疫情对餐饮端影响较大 (销量同比下滑 10%), 欧睿预计 2020 年调味品整体销售量同比下降 3% 至 1500.4 万吨。

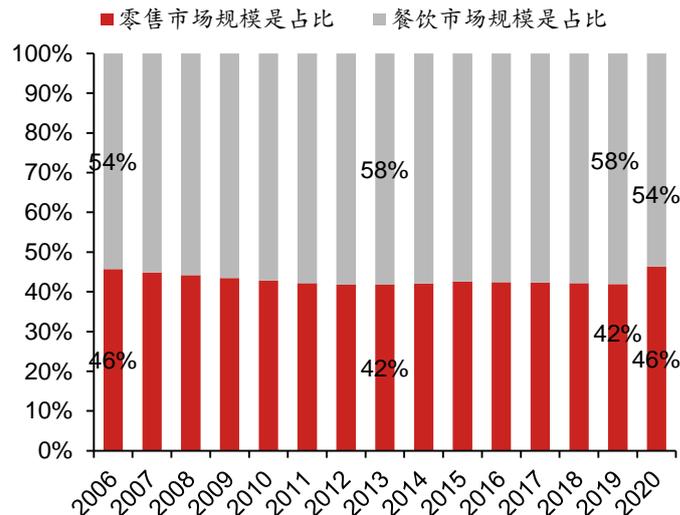
按渠道拆分, 若排除 2020 年新冠肺炎对调味品行业的影响, 2006-2019 年期间零售渠道占比从 46% 缩减至 42%, 餐饮端占比从 54% 逐步扩大至 58%。由于餐饮渠道占比大, 且相对零售渠道粘性更强, 因此餐饮渠道成为众多调味品企业重点发力之地, 措施包括对分销网点进行密集覆盖, 与学校、厨师等意见领袖进行合作推广、开展定制化服务等。目前传统调味品龙头企业如海天和李锦记的餐饮渠道占比收入已超过 60%, 中炬高新与天味食品的餐饮收入占比约 20%-30%。

图表 7：除今年外，中国调味品销量持续增长



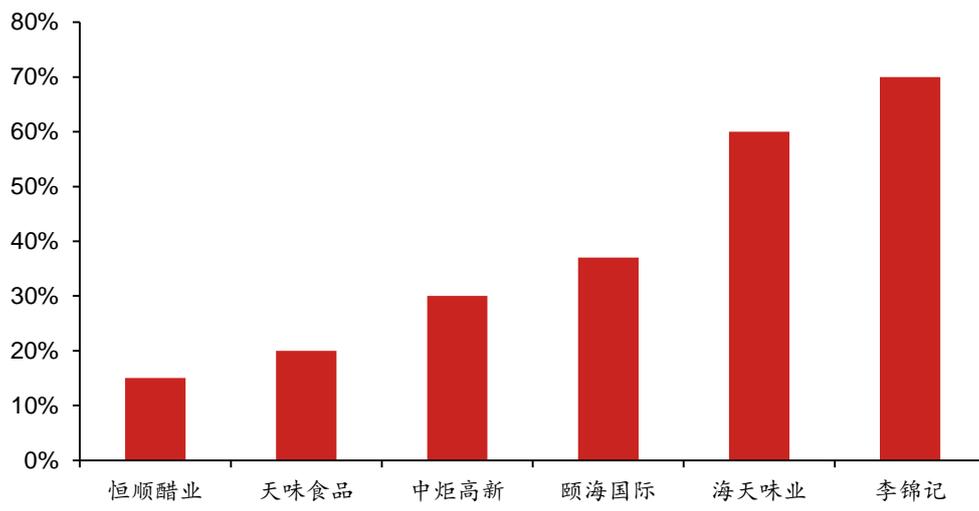
资料来源：欧睿国际，野村东方国际证券

图表 8：餐饮量与零售量的占比基本约为 6:4



资料来源：欧睿国际，野村东方国际证券

图表 9：中国调味料龙头企业餐饮渠道收入占比

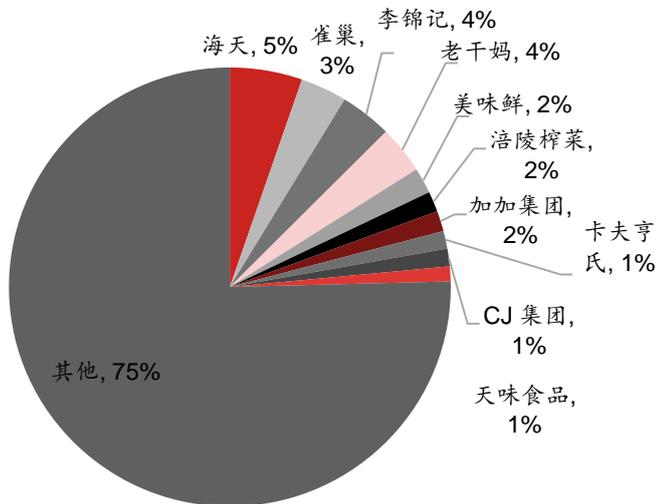


资料来源：公司数据，野村东方国际证券

竞争格局一超多强，集中度有望提升

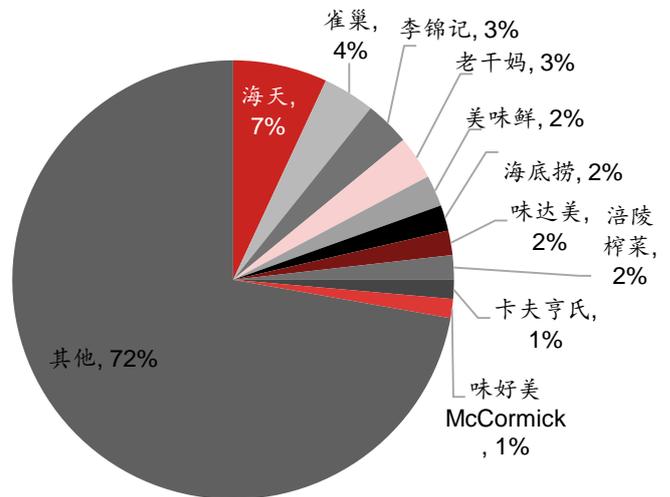
目前中国调味品市场竞争格局较为分散，整体形成以海天味业为龙头的一超多强的局面，但近年来集中度在逐步提高。根据欧睿国际统计，2010年-2020年期间中国调味品市场（不包括醋）前十大企业的合计零售市场份额由25%提升至28%，其中海天味业始终占据龙头主导地位，2020年零售市场份额达7%。

图表 10: 中国调味品市场前十大份额(零售额, 2010年)



资料来源: 欧睿国际, 野村东方国际证券

图表 11: 中国调味品市场前十大份额(零售额, 2020年)



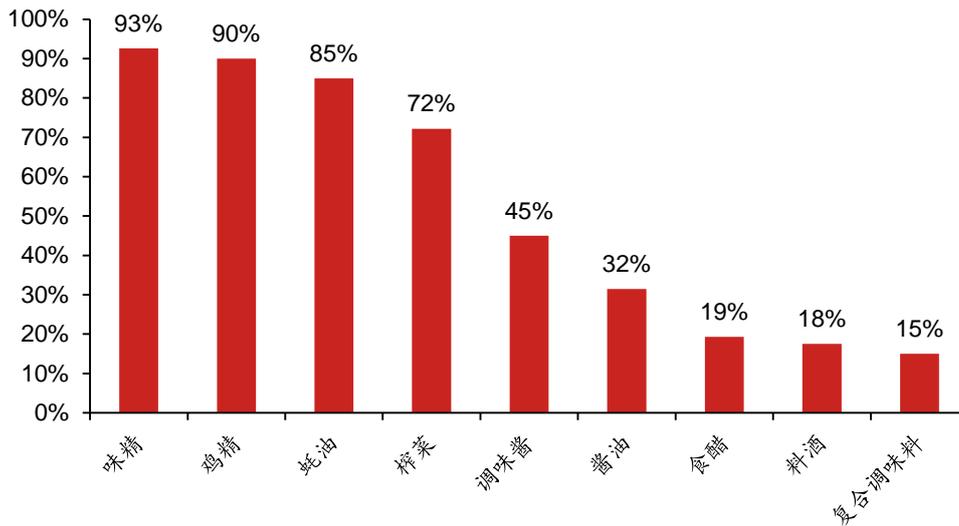
资料来源: 欧睿国际, 野村东方国际证券

图表 12: 调味品细分品类竞争格局情况

细分品类	前五大品牌	市占率
酱油	海天、李锦记、美味鲜、六月鲜、加加酱油	CR5=31.5%，海天市占率约20%
食醋	恒顺、紫林、水塔、海天、四川保宁	CR5=19.3%，恒顺市占率7.1%
蚝油	海天、李锦记、厨邦、欣和、味事达	CR5=85%，海天市占率约50%
料酒	老恒和、王致和、老才臣、恒顺、海天	CR5=17.5%，老恒和市占率8%
酱类	老干妈、李锦记、阿香婆、吉香居	品类众多，竞争格局分散
榨菜	涪陵、鱼泉、六必居、高福记、味聚特	CR5=72.2%，涪陵榨菜市占率36.4%
鸡精	太太乐、家乐、美极、豪吉、大桥	CR5=90，太太乐市占率40%+
味精	阜丰、梅花、伊品、三九味精、莲花	CR5=92.6%，阜丰市占率43.9%
复合调味料（鸡精除外）	颐海国际、天味食品、红九九	CR5=15%

资料来源: 欧睿国际, Wind、公司数据, 中国调味品协会, 野村东方国际证券

图表 13: 调味品各品类 CR5 对比

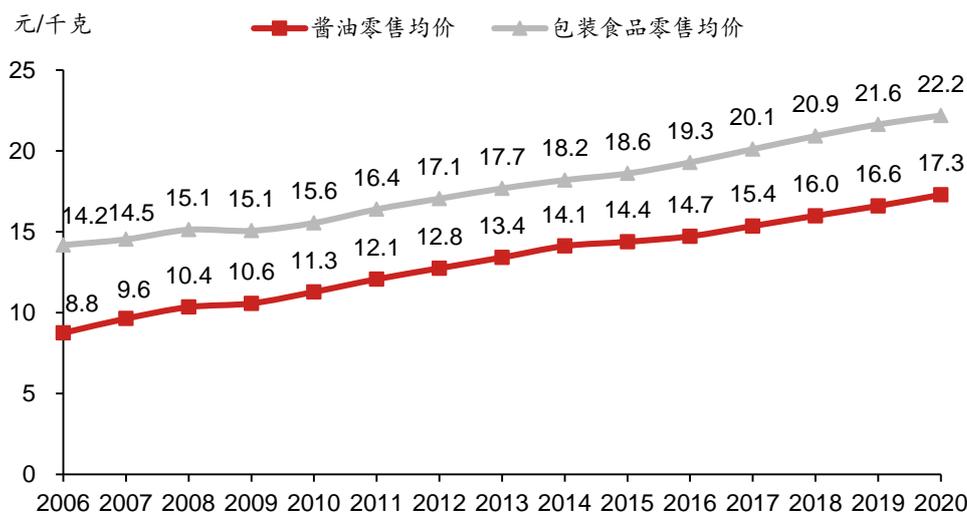


资料来源：欧睿国际，Wind、公司数据，中国调味品协会，野村东方国际证券

酱油：消费升级促进行业发展

90年代以前中国酱油品种单一，多为袋装或塑料瓶装，市面上小作坊数量众多，缺少全国性品牌。2000年起酱油行业加速成长，开启了工业化阶段。以海天味业为首的优秀头部企业开始注重品牌打造、媒体推广及渠道网络建设，同时开始功能细分化酱油产品，消费者对生抽调味及老抽上色的认知逐渐加强，后期酱油产品又衍生出红烧酱油、蒸鱼豉油、点蘸酱油等。2013年后家庭端消费升级继续促进酱油品质化和功能化，酱油企业纷纷推出高端产品如低盐酱油、零添加酱油、有机酱油等，以满足消费者对健康、自然饮食的追求。2006-2020年期间酱油的零售单价从8.8元/千克提升至17.3元/千克，CAGR达5%，高于同期包装食品零售单价涨幅（CAGR为3.2%）。

图表 14: 消费升级趋势下酱油持续高端化



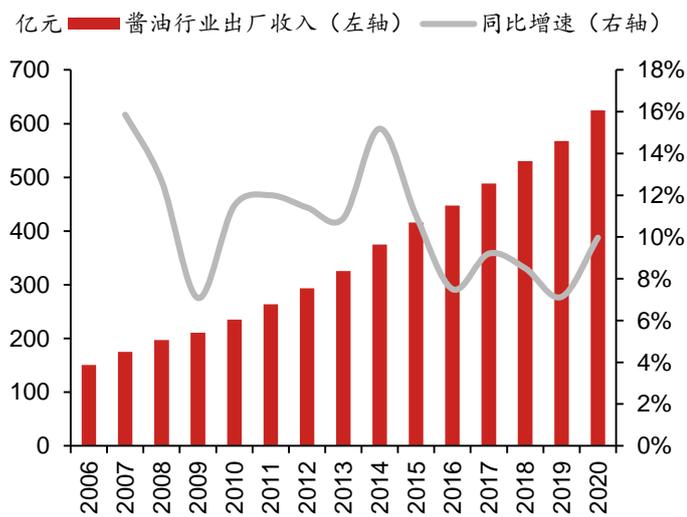
资料来源：欧睿国际、野村东方国际证券

根据欧睿国际数据，2020年酱油整体销量或达1057.5万吨，同比下降3.3%，主要由于新冠疫情导致酱油餐饮渠道销量同比下滑10.3%，零售端销量依然保持稳定增长(+5.6%)。根据欧睿国际提供的酱油行业零售收入及参考单味调味品渠

道加价率约 40%，我们估算中国酱油行业 2019/2020 年出厂口径收入为 568/624 亿元，2019 年酱油约占调味品整体的 15.1%，2006-2020 年酱油行业出厂口径收入 CAGR 为 10.7%。

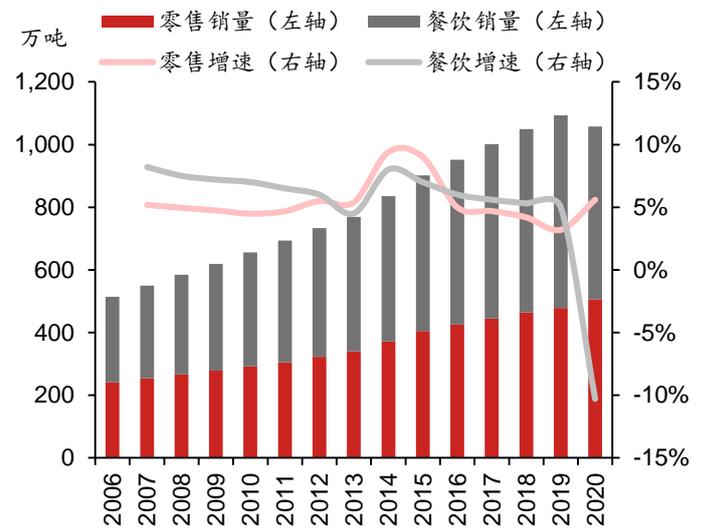
酱油是单味调味品市场中的最大子品类，2006 年-2020 年酱油零售额占调味品零售额（欧睿口径不包括醋）整体比重始终位居第一，并且由 53% 稳步提升至 60%，而味精的市场份额则由 15% 缩减至 3%，主要由于酱油产品的不断创新升级，具备提鲜功能，导致味精在近十年来不断被替代。

图表 15：中国酱油行业市场规模及增速（出厂口径）



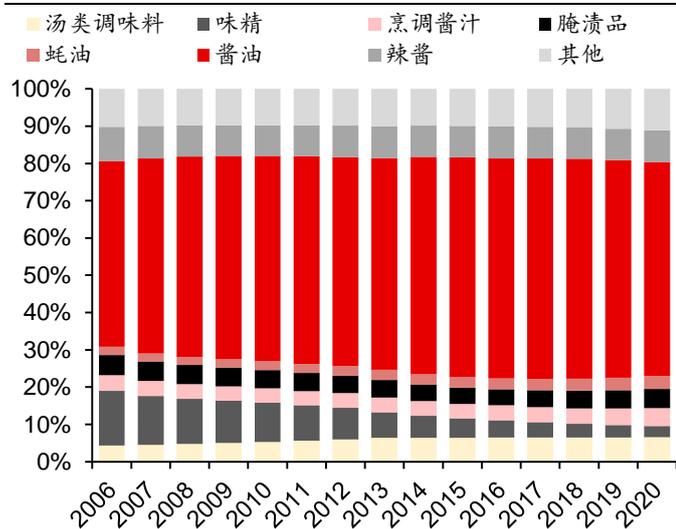
资料来源：欧睿国际，彭博，野村东方国际证券

图表 16：中国酱油行业零售与餐饮销量及增速



资料来源：欧睿国际，野村东方国际证券

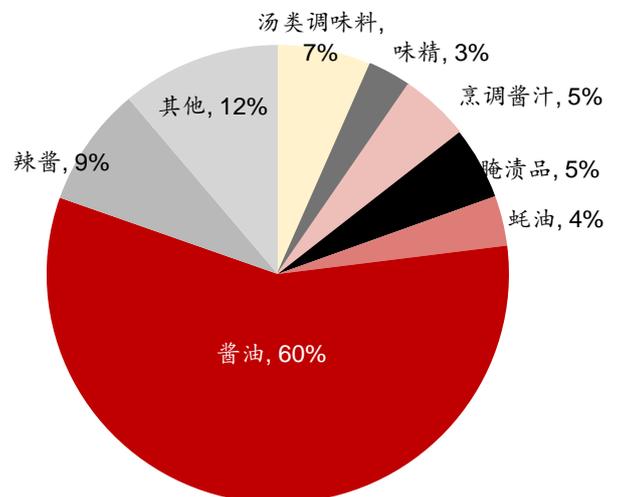
图表 17：中国调味品零售端占比变化（金额）



注：欧睿口径里调味品不包括醋，此处规模仅包括零售端。

资料来源：欧睿国际，野村东方国际证券

图表 18：2020 年调味品零售端的酱油金额占比约 60%

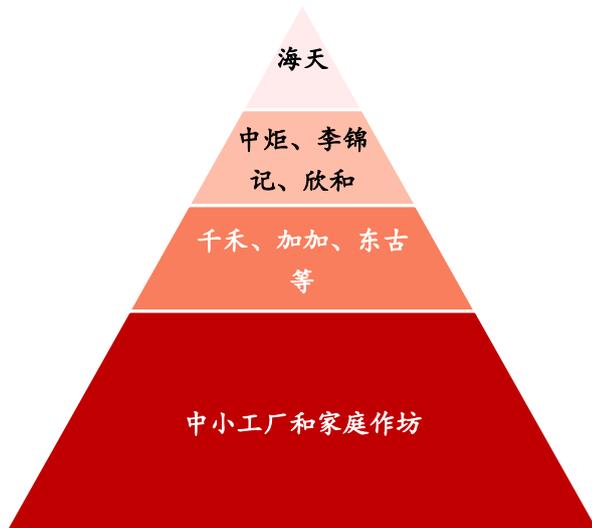


资料来源：欧睿国际，野村东方国际证券

与日本酱油行业相比，中国酱油行业整体集中度较低。中国酱油行业呈现一超多强的竞争格局：海天味业已成为全国性品牌，李锦记主要布局高端餐饮，而中炬高新旗下的厨邦、千禾味业仍偏区域性，全国的渗透率仍需进一步提高，行业中仍存在较多中小规模工厂及小作坊。2019 年海天味业及中炬高新的酱油销量分别占行业总销量的 19.9%、4.1%，位居行业第一、二位。李锦记由于未上市，我们估算其销量占比约在 3-4%，中国酱油行业整体 CR3 约 28%。而日本酱油行业企业数量在 1955 年-2018 年期间从 6000 家减少至 1169 家，集中度不断提升，

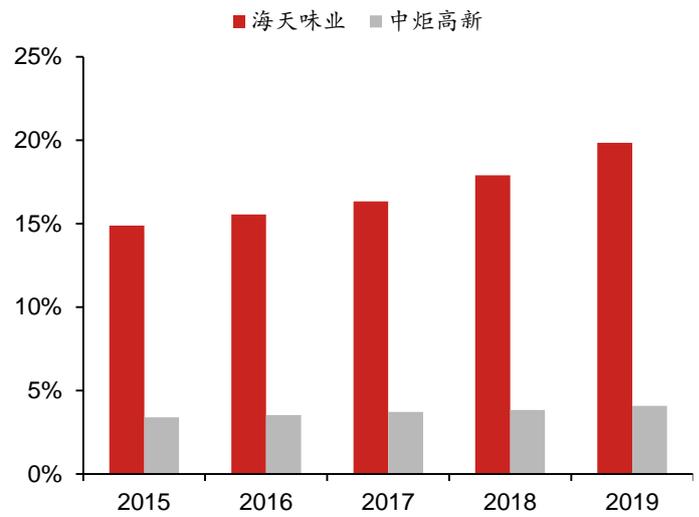
2018年CR3已达到53%，其中龙头企业龟甲万市占率达34%。对标日本，中国酱油行业市场集中度还有较大提升空间。

图表 19：中国酱油行业一超多强



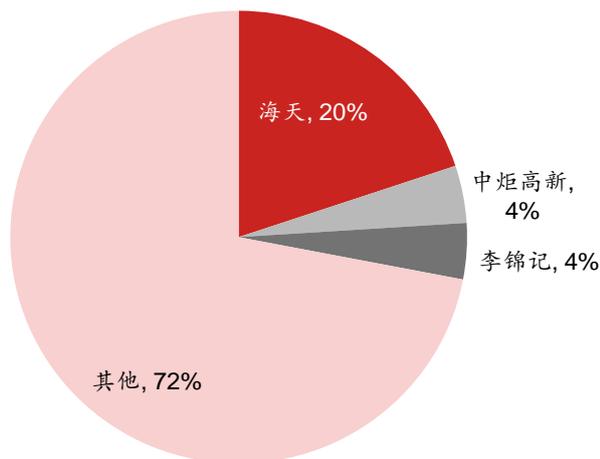
资料来源：野村东方国际证券

图表 20：国内酱油行业前两大龙头市占率（按销量）



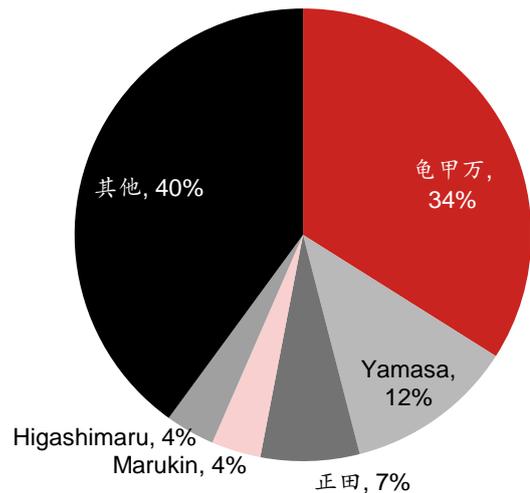
资料来源：国家统计局，公司数据，野村东方国际证券

图表 21：中国酱油行业 CR3 约 28%（销量口径）



资料来源：公司数据，欧睿国际，野村东方国际证券
注：2019年数据

图表 22：日本酱油行业 CR3 达 53%（销量口径）



资料来源：龟甲万，野村东方国际证券
注：2019年数据

食醋：地域性特征显著，竞争格局分散

食醋是一种发酵的酸味液态调味品，多由高粱、大米、玉米、小麦以及糖类和酒类发酵制成。若按制醋工艺划分，可分为酿造食醋和配制食醋，而酿造食醋按照发酵工艺还可分为固态发酵食醋和液态发酵食醋。若按功能划分，食醋还可以分为烹调型、佐餐型、保健型和饮料型等，后两者目前在国内规模较小，尚处于起步阶段。

图表 23: 食醋按制醋工艺划分

品类划分	介绍	细分品类	举例
酿造食醋	指单独或混合使用各种含有淀粉、糖的物料或酒精, 经微生物发酵酿制而成的液体调味品	固态发酵食醋: 以粮食及副产品为原料, 采用固态醋酸发酵酿制而成的食醋 液态发酵食醋: 以粮食、糖类、果类或酒精为原料, 采用液态醋酸发酵酿制而成的食醋	山西老陈醋、风味醋等 白醋、米醋、苹果醋、葡萄醋等
配制食醋	以酿造食醋为主体, 与冰乙酸等混合配制而成的调味食醋, 且酿造食醋的添加量不得少于 50%		

资料来源: 野村东方国际证券

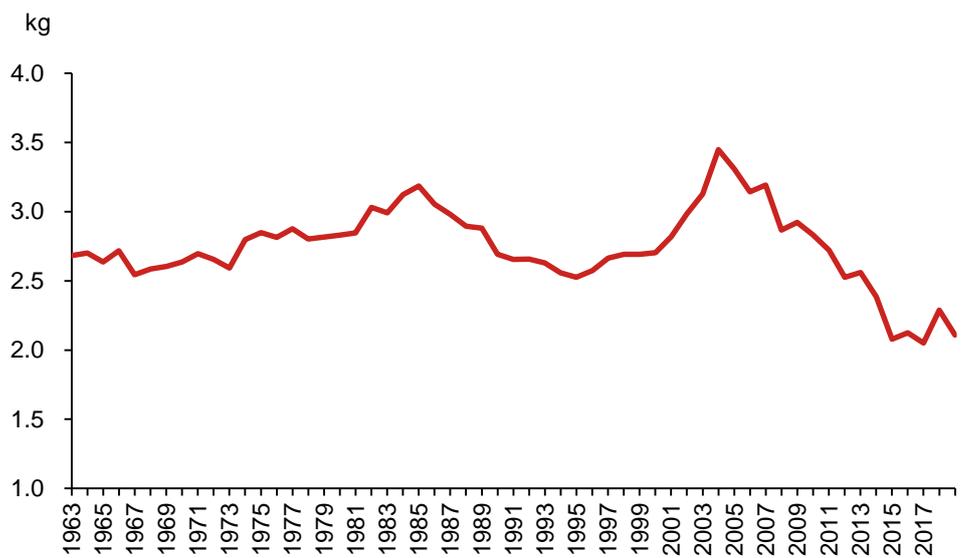
图表 24: 食醋按功能划分

品类划分	酸度	用途	代表产品
烹调型	5%	味浓醇香, 去腥去膻提鲜, 适合烹调鱼、肉及海鲜类菜品	陈醋、白醋
佐餐型	4%	味道酸中带甜, 具有较强的提鲜作用, 适合拌凉菜、做蘸料吃	玫瑰米醋、纯酿米醋
保健型	3%	添加了滋补食品、药材而酿造的保健醋, 口感适宜, 加上含有多种营养物质, 可每天早晚饭后少量饮用	保健醋、老陈醋
饮料型	2.5%	在酿造过程中加入了水果、白砂糖等, 兼有水果和食醋的营养保健功能, 具有防暑降温、生津止渴、增进食欲和消除疲劳的作用。甜酸适中、爽口不粘。	苹果醋、山楂醋

资料来源: 野村东方国际证券

2019 年中国人均食醋消费量约达 3.2kg。根据日本统计局数据, 2004 年日本人均食醋消费量在约 3.45kg 的水平触顶。考虑到日本统计局食醋的统计口径不包括食醋衍生品(如调味醋、醋饮料、柑橘类复合醋酱料等), 因此日本实际的人均食醋消费量将会更高。

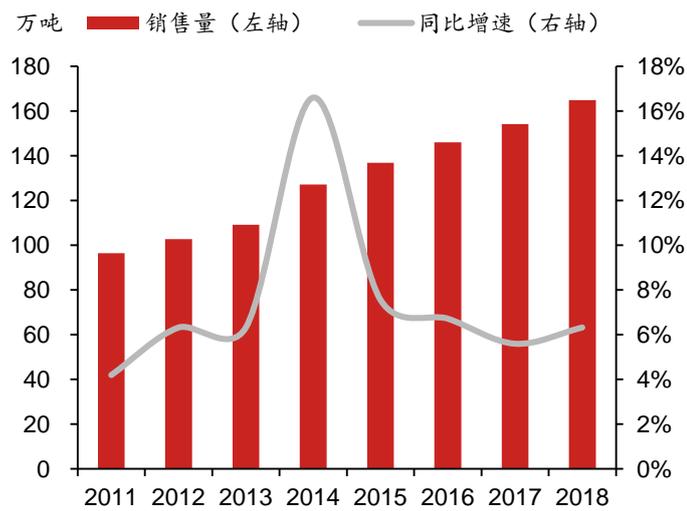
图表 25: 日本人均食醋消费量

注: 日本统计局采用 L 计量。为方便比较, 按食醋密度 1.05g/cm³换算。

资料来源: 日本统计局, 野村东方国际证券

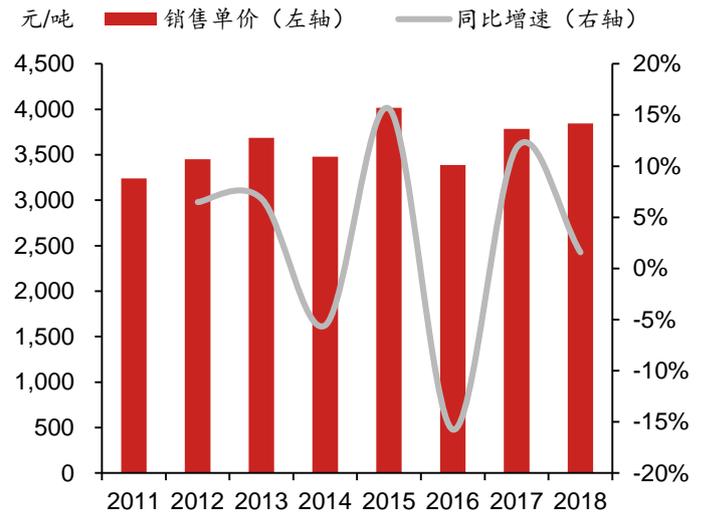
根据中国调味品协会统计数据, 2011 年-2018 年期间调味品百强食醋企业的销售量从 96.5 万吨扩大至 164.9 万吨, CAGR 约为 8%; 销售吨价已经从平均 3238 元/吨上涨到 3845 元/吨, CAGR 约为 2%。伴随着消费升级, 中国食醋行业产品结构持续优化, 整体实现量价齐升。

图表 26: 调味品百强食醋企业产量



资料来源: 中国调味品协会, 野村东方国际证券

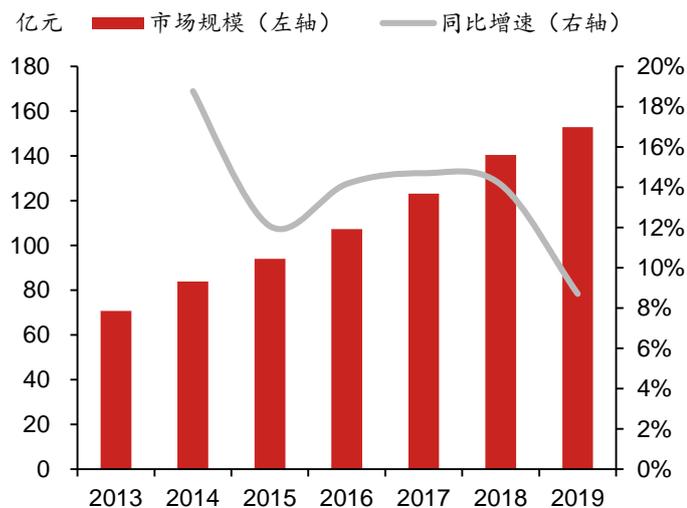
图表 27: 调味品百强企业食醋吨价



资料来源: 中国调味品协会, 野村东方国际证券

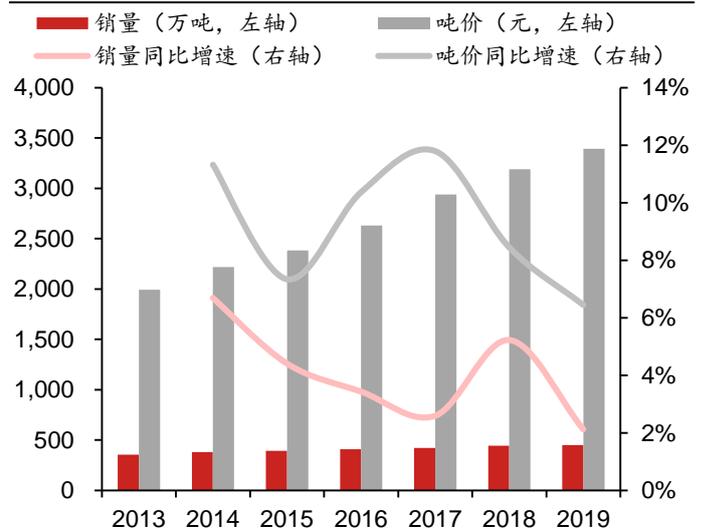
参考《中国食品报》数据及中国调味品协会数据, 我们推算 **2019 年中国食醋行业市场规模约 153 亿元**, 同比增长 8.7%, 2013-2019 年 CAGR 约为 14%。其中, 销量小幅增长, 提价 (吨价 CAGR 达 9%) 是食醋行业的主要驱动力。

图表 28: 中国食醋销售额规模及增速



资料来源: 中国调味品协会, 中国食品报, 野村东方国际证券

图表 29: 食醋市场吨价提升明显



资料来源: 中国调味品协会, 中国食品报, 野村东方国际证券

食醋行业品牌集中度低于酱油行业, 竞争格局更为分散。行业展现出较强的地域性, 产品命名多与产地紧密联系, 全国性强势品牌较少, 华北以山西陈醋为主, 华东以镇江香醋为主, 西南以四川保宁醋为主, 华南以福建永春醋为主。

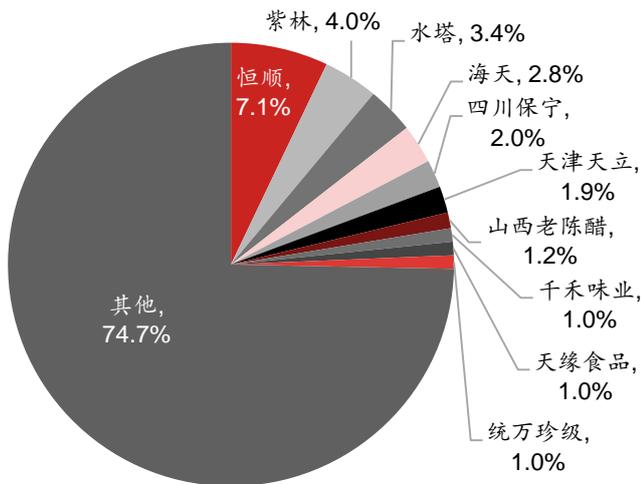
图表 30：食醋企业覆盖区域情况

食醋品牌	主要覆盖区域
山西东湖、水塔、紫林	东北三省、北京、河北、山西、河南、山东、内蒙、上海、湖北、广东、湖南、安徽、四川、山西、浙江、江苏等
江苏恒顺	上海、安徽、浙江、江苏、山东
四川保宁	四川、重庆、云南、贵州等省区
福建永春	福建、浙江、广东、广西等省区
天津立门	北京、河北、山东、东北三省等
北京龙门	北京、天津、河北、华北等

资料来源：野村东方国际证券

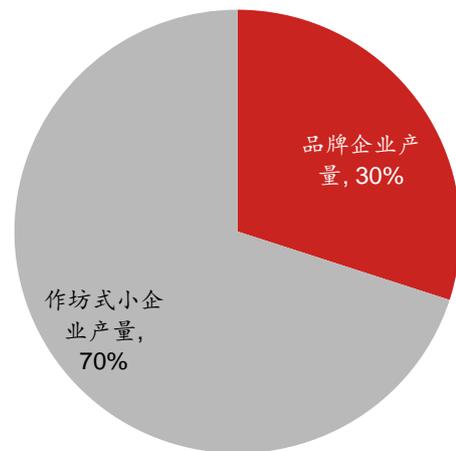
目前中国食醋行业 CR5 约 19.3%，其中行业龙头恒顺醋业的市占率仅为 7.1%。整体竞争格局大致可分为三个梯队：以四大名醋为代表的的第一梯队（以恒顺醋业为代表的镇江香醋，以水塔、紫林、东湖为代表的山西老陈醋，四川保宁醋，福建永春红醋）、以其他调味品企业向食醋品类延伸的第二梯队（例如海天、中炬高新）、以及以大量中小规模工厂及小作坊为主的第三梯队。在近 6000 家食醋生产企业中，品牌企业仅占行业总产量的 30%，而中小规模及小作坊约占 70%。后者生产效率较低，产品创新能力以及品牌力弱，我们认为品牌企业未来有望蚕食该类小企业的市场份额。

图表 31：中国食醋行业 CR5 仅 19%（2018 年）



资料来源：中国调味品协会，公司数据，野村东方国际证券

图表 32：食醋行业中作坊式小企业占比达 70%



资料来源：中国调味品协会，野村东方国际证券

蚝油：快速成长中，渗透率有望提升

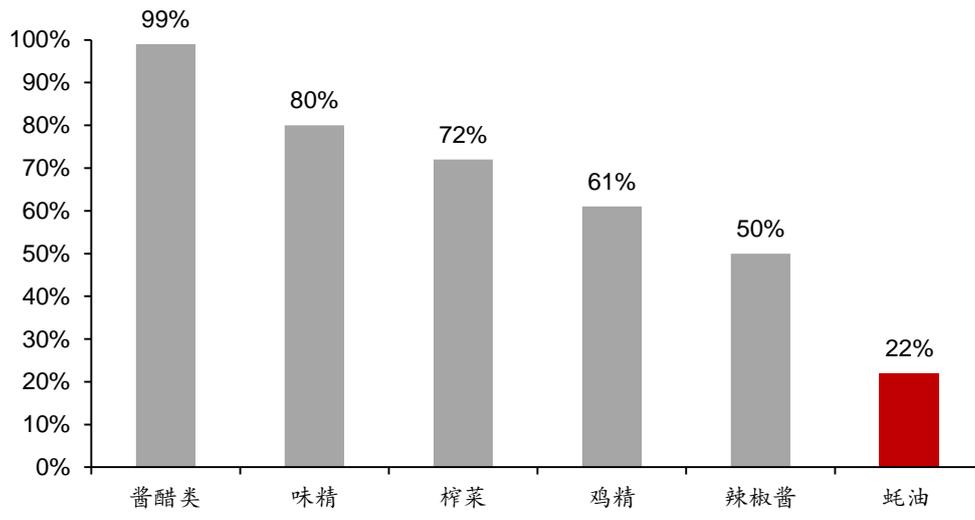
蚝油选取蚝为原料，经煮熟取汁浓缩，加辅料精制而成。蚝油味道鲜美、蚝香浓郁、黏稠适度、营养价值高，是传统粤菜的主要配料。我们估算 2019 年中国蚝油行业出厂口径收入约 60 亿元，约占调味品整体收入的 1.5-2%。

蚝油由李锦记品牌最先推出，初期属于高档调味料。后期海天凭借不断创新拓展产品和下沉渠道，并改进技术降低成本，利用性价比优势使得蚝油成为大众调味品，推广至全国，海天也由此占据了蚝油行业龙头地位。

与酱油相比，蚝油行业正处于发展期，还在不断向全国扩张。2018 年中国蚝油渗透率仅为 22%，远低于酱醋类（99%）、味精（80%）和榨菜（72%）。随着企业对消费者的不断培育，以及对渠道的持续下沉，蚝油的消费场景逐渐扩大，

我们预计其渗透率有望持续提高。对标调味酱平均 50% 的渗透率，蚝油规模仍有翻倍空间。

图表 33：蚝油渗透率低于其他品类

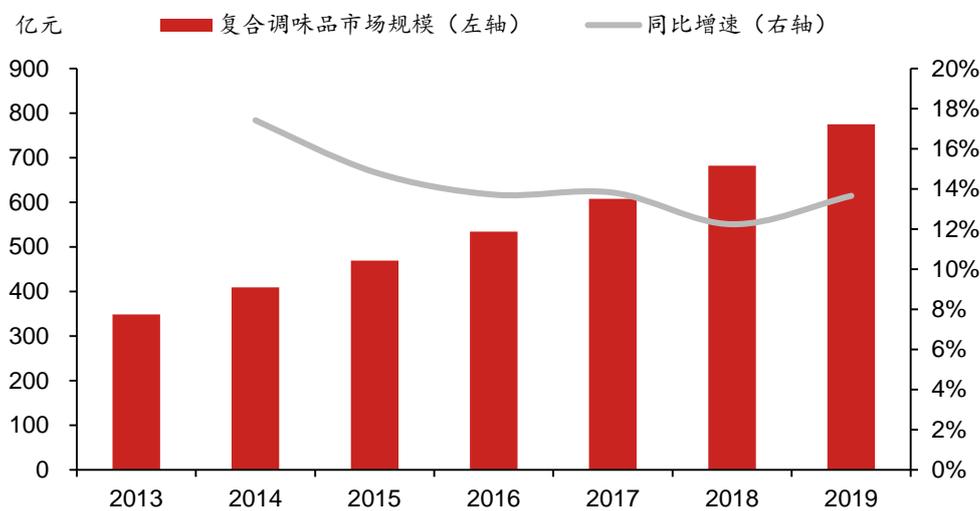


资料来源：野村东方国际证券

复合调味品：处于导入期，景气度高

相较于发展成熟的单一调味品，复合调味品行业仍处于发展初期阶段。我们估算 2019 年中国复合调味料行业出厂口径收入约 775 亿元，同比增长 13.7%，是调味品板块中唯一保持双位数高增长的细分赛道。

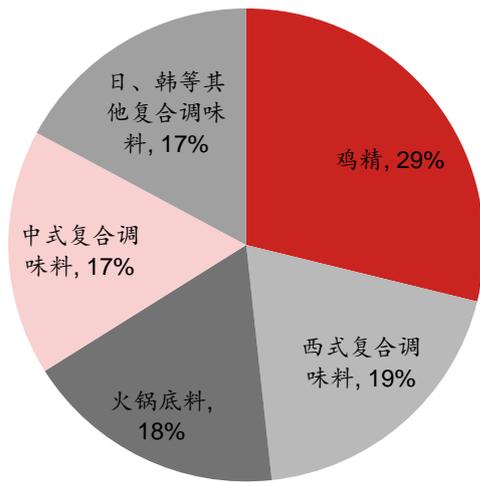
图表 34：中国复合调味品市场规模及增速（出厂口径）



资料来源：Frost&Sullivan，野村东方国际证券

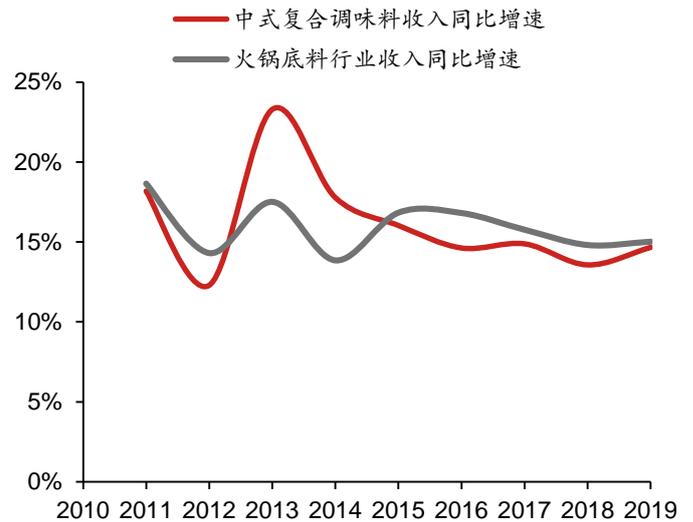
复合调味品五大品类里，鸡精行业发展最为成熟、竞争格局稳定且份额占比最大（约 29%），其次分别为西式调味料（19%）、火锅底料（18%）、中式复合调味料（17%）、日韩等其他复合调味料（17%）。受益于餐饮连锁化率的提升，近十年来火锅底料和中式复合增长速度较快，CAGR 约 16%。根据 Frost&Sullivan 的预测，中式复合调味料、火锅调味料、西式复合调味料、鸡精及其他品类 2016-2021 年复合增速分别为 16.5%、13.8%、14.0%、14.1%、12.5%。

图表 35: 复合调味料按品类划分的市场占比



资料来源: Frost & Sullivan, 野村东方国际证券

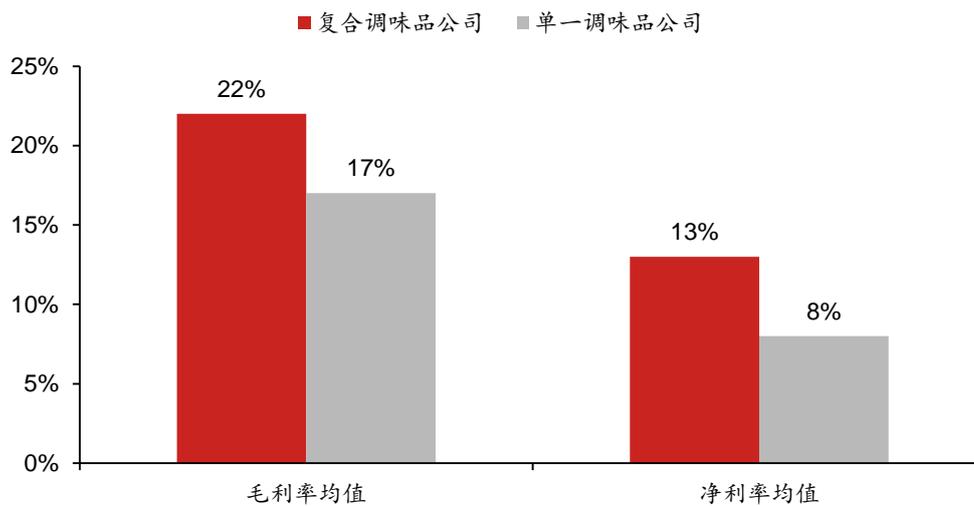
图表 36: 火锅底料和中式复合料近年来发展迅速



资料来源: Frost & Sullivan, 野村东方国际证券

复合调味品行业仍处于发展初期阶段, 制作工艺较为传统导致进入壁垒不高, 并且利润率比单味调味品行业更具吸引力, 因此复合调味品市场参与企业众多, 竞争格局较为分散, 目前尚未有龙头出现。

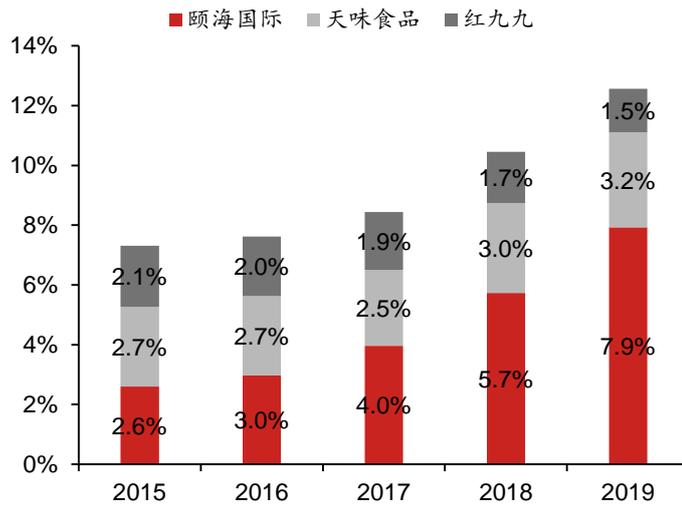
图表 37: 复合调味品行业利润更具吸引力 (2015 年)



资料来源: 中国调味品协会, 野村东方国际证券

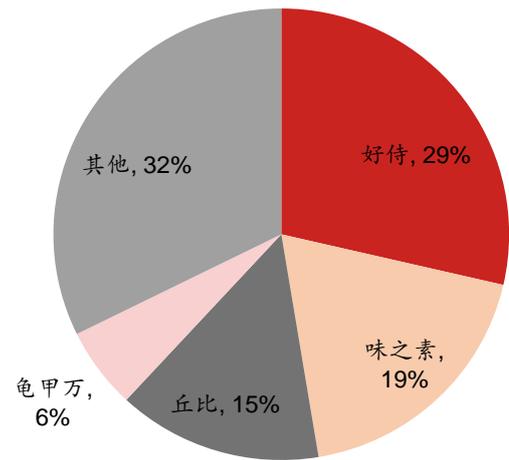
2015 年-2019 年期间, 中国复合调味料行业 CR3 由 7.3% 提升至 12.6%, 其中颐海、天味、红九九的市占率分别为 7.93%、3.17%、1.47%。对标日本, 日本复合调味品行业目前已进入寡头垄断格局, 2016 年 CR3 达 62%, 好侍、味之素和丘比的市占率分别为 28.6%、18.8% 和 14.5%。中国复合调味品行业仍有充足整合空间, 未来受益于调味品类多元化、餐饮连锁化率的提升、以及消费者对便捷化的需求, 复合调味品行业有望继续维持高景气度。

图表 38: 中国复合调味品行业 CR3



资料来源: Wind、野村东方国际证券

图表 39: 日本复合调味品行业 CR3 (2016)



资料来源: 公司数据, 野村东方国际证券

图表 40: 复合调味品细分行业一览

	占比	2019 年收入 (亿元)	竞争格局	代表公司	未来 5 年 CAGR	未来五年推动力/看点
鸡精	29%	225	CR5=85%	太太乐	10-12%	产品升级+海外扩张
西式	19%	147	分散	雀巢	15%	餐饮端增长+低线下沉
火锅底料	18%	140	CR3=35%	颐海、天味、红九九	20%	餐饮端增长+低线下沉
中式	17%	132	CR3=8%	天味、颐海、日辰	20%	餐饮端增长+品类延伸+低线下沉
日韩式等其他	17%	132	分散	龟甲万、味之素	10-15%	餐饮端增长+低线下沉
整体	100%	775	CR3=12.6% CR5=15%		15%	

资料来源: Frost & Sullivan, Wind、中国调味品协会, 野村东方国际证券

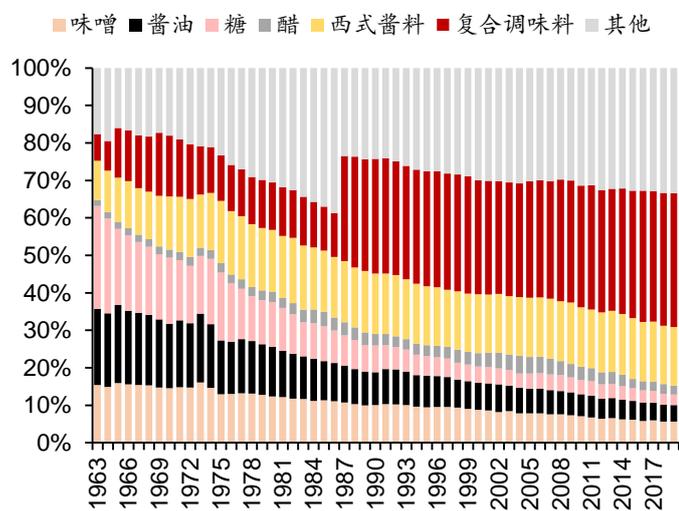
知日鉴中：结构升级推动行业成长

行业：调味品向健康化、功能化、复合化发展

伴随着日本经济 70 年代的高速增长以及之后的经济减速、人口数量及家庭规模下降、女性就业率提升以及老龄化日益加剧等因素，日本调味品整体朝着健康化、功能化、便捷化和复合化方向发展。

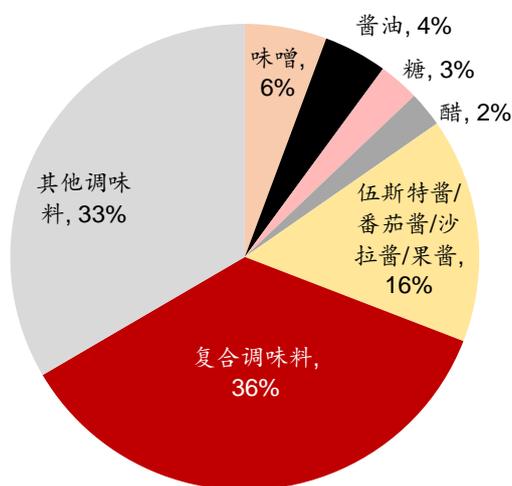
2019 年日本调味品中的味噌、酱油、糖、醋、西式酱（伍斯特酱/番茄酱/沙拉酱/果酱）、复合调味料（咖喱、风味调味料、汤类调料、拌饭料、烧肉酱、面汁酱油）、其他调味料分别约占家庭调味品年消费金额支出的 6%、4%、3%、2%、16%、36%、33%。随着居民收入水平提高带来的升级需求，复合调味品在 1980 年后快速发展，同时产品升级蔓延到各个调味品子品类。日本复合调味品中酱油衍生品（以烧肉酱、面条汤汁蘸料为代表）以 47% 的消费占比位居第一。

图表 41：日本家庭调味品各品类年消费金额占比变化



注：1987 年部分其他调味料归类为复合调味料，导致当年两者占比剧烈变化。
资料来源：日本统计局，野村东方国际证券

图表 42：2019 年日本家庭调味品各品类年消费额占比



资料来源：日本统计局，野村东方国际证券

收入增长推动单一型酱油产品持续升级

目前日本市面上在售的酱油种类超过 300 种，各自都有不同的特色以及使用方法。现行的日本农林规格 (JAS) 标准把酱油分为了三种生产方式、六个种类、三个等级。

日本酱油根据制作技术分为三种生产方式：本酿造、混合酿造和氨基酸酿造¹，其中本酿造酱油生产量约占总生产比例的 80% 以上。

六大品类以颜色由浅至深排序依次为：白酱油、淡口酱油、甘口酱油、浓口酱油、再酿造酱油以及溜酱油。目前浓口酱油占据了 80% 以上的市场份额，其次是淡口酱油，大约占总量的 10-15%，其它几种酱油种类合计市场份额不到 5%。

1) 浓口酱油是日本最常见的酱油种类，接近中国的老抽；2) 淡口酱油颜色较浅，

¹本酿造的“本”字意味正统、为高盐稀态发酵，一般要求发酵时间为半年以上。本酿造酱油的主要原料为大豆、小麦，自然发酵而成，不添加任何食品添加剂。而调和酱油（混合酿造）为了节省成本、增加风味亦或添加必要营养（氨基酸酿造），在本酿造酱油的基础上增加了多种添加剂。

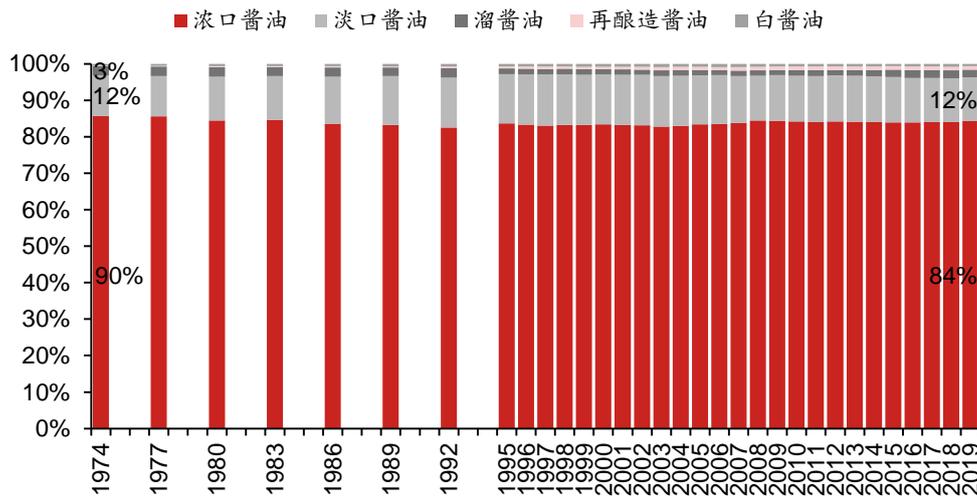
盐分比浓口酱油高，口味接近中国的生抽；3) 甘口酱油通常认为是浓口酱油的一个分支，混合酿造多为甘口酱油，广泛应用于盖饭、烤饭团等本身甜味就很重的菜肴；4) 白酱油颜色较浅，味道清淡，适合作为茶碗蒸、腌菜时使用；5) 再酿造酱油相较于一般的浓口酱油，其用料以及酿造时间都要双倍，因此颜色、味道、香气都相对更加浓厚，可作为品尝刺身、寿司、烹饪油炸食品时所使用的调味酱油；6) 溜酱油酿造过程中用水量很小且熟成时间最长，因此鲜味是日本酱油中最突出的，多被作为寿司、刺身酱油使用。

图表 43：日本酱油品类（浓口及淡口酱油合计占约 95%）



资料来源：日本农林水产省，野村东方国际证券

图表 44：浓口酱油占据日本 80%以上市场份额



注：1974-1994 年间的公布数据三年公布一次。

资料来源：日本国家统计局，野村东方国际证券

JAS 对各种酱油的等级有着相当明确的规范，除色度、无盐 TDS、直接还原糖等标准之外，最重要的区分标准是“全室素分”即是“总氮量”，总氮含量越高则酱油鲜味越足，品质越高。JAS 将酱油等级分为三个，分别是标准、上级、特级；在特级之上日本酱油还有“特选”与“超特选”两个规格。

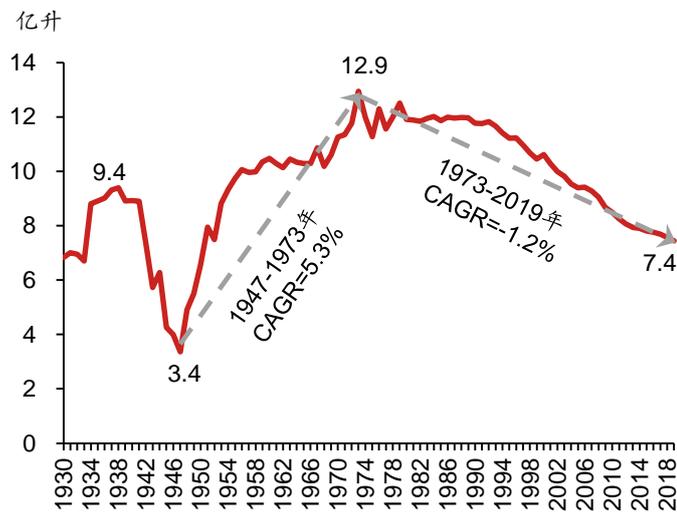
图表 45: 日本酱油 JAS 标准等级划分

种类	等级	全窒素分/总氮量 (%)	色度 (番)	无盐可溶性固形分	直接还原糖 (%)
白酱油	特级	0.40 以上 0.80 未満	46 以上	16 以上	12 以上
	上级	0.40 以上 0.90 未満	46 以上	13 以上	9 以上
	标准	0.40 以上 0.90 未満	46 以上	10 以上	6 以上
淡口酱油	特级	1.15 以上	22 以上	14 以上	-
	上级	1.05 以上	22 以上	12 以上	-
	标准	0.95 以上	18 以上	-	-
浓口酱油	特级	1.50 以上	18 未満	16 以上	-
	上级	1.35 以上	18 未満	14 以上	-
	标准	1.20 以上	18 未満	-	-
再仕込/再酿造酱油	特级	1.65 以上	18 未満	21 以上	-
	上级	1.50 以上	18 未満	18 以上	-
	标准	1.40 以上	18 未満	-	-
溜酱油	特级	1.60 以上	18 未満	16 以上	-
	上级	1.40 以上	18 未満	13 以上	-
	标准	1.20 以上	18 未満	-	-

资料来源: 日本农林水产省, 野村东方国际证券

1947 年前日本由于战争导致实体经济萧条, 酱油行业受到冲击, 1947 年产量跌至 3.4 亿升的低位, 人均消费量也下降至 3.4 升。二战后日本酱油制造业迅速复苏, 产量和人均消费量均在 1973 年达到顶峰, 分别至 12.9 亿升和 11.9 升, 酱油产量是 1947 年的 3.8 倍。70 年代后伴随着日本经济放缓增长以及人口红利消退, 日本酱油产量和人均消费量开始下滑, 到 2019 年分别缩减至 7.4 亿升和 5.9 升, 约为顶峰时期的 58% 和 54%。

图表 46: 日本酱油产量 1973 年以来持续下滑

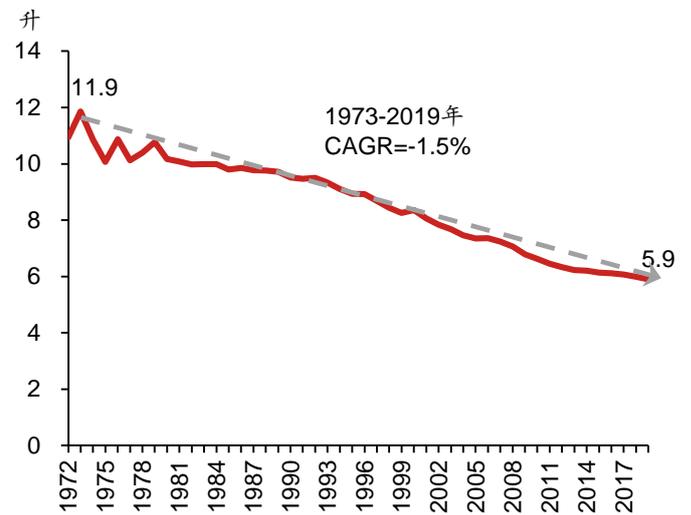


资料来源: 日本国家统计局, 野村东方国际证券

虽然 1973 年以来日本酱油需求量持续 40 多年下滑, 但酱油的采购单价却一直保持上升趋势, 从 1973 年的 123.8 日元/升上升至 2019 年的 362.6 日元/升, 期间 CAGR 达 2.3%。可见近四十多年来日本酱油行业发展主要靠产品升级及品类延伸推动。

日本酱油共经历了四次典型的消费升级, 分别表现为低盐酱油 (1970-1990 年)、丸大豆酱油 (1990 年前后)、有机酱油 (1998 年前后)、鲜榨酱油 (2009

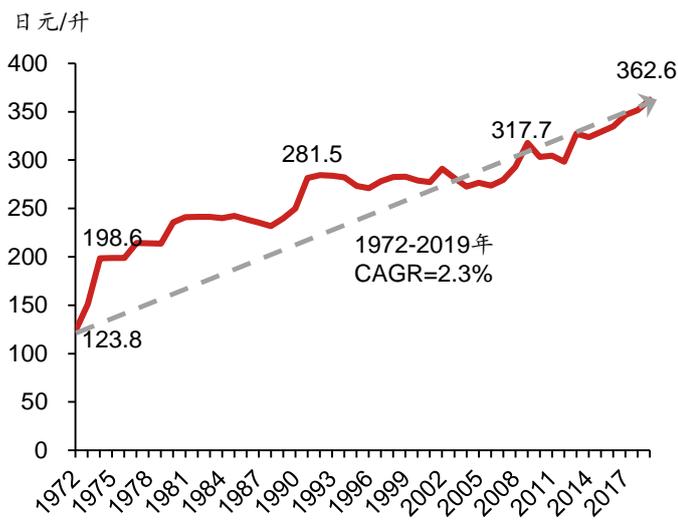
图表 47: 日本酱油人均消费量 1973 年以来持续下滑



资料来源: 日本国家统计局, 野村东方国际证券

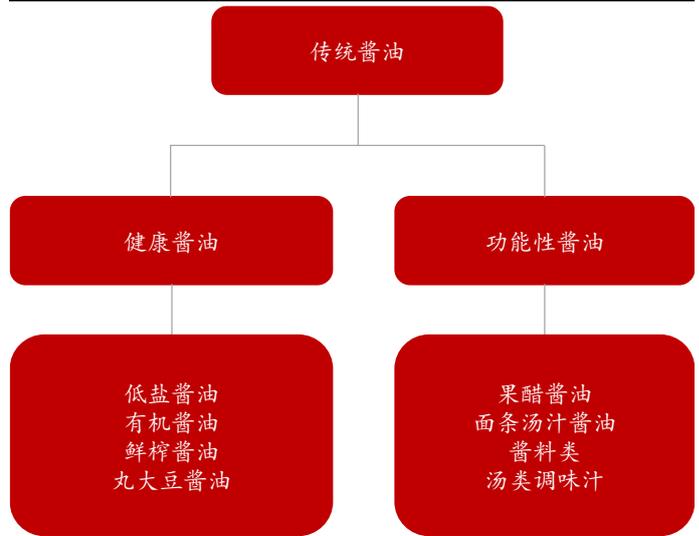
年前后) 等品类的流行。

图表 48: 日本酱油采购单价保持上升趋势



资料来源: 日本国家统计局, 野村东方国际证券

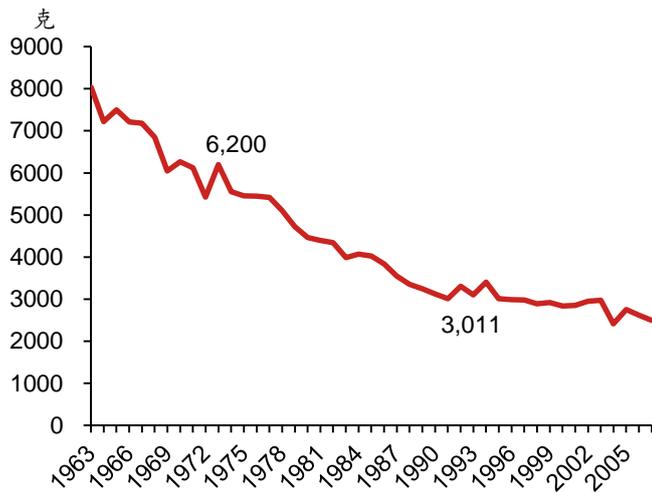
图表 49: 日本酱油消费升级



资料来源: 野村东方国际证券

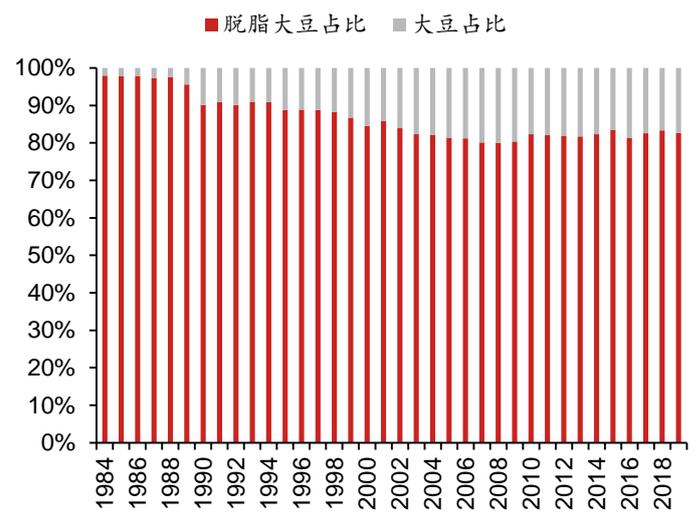
1) **低盐酱油**的兴起源于日本在 1970 年-1990 年期间流行的“低盐健康”概念。在此时期日本人均 GDP 经历了一段时间的高速增长(从 1970 年 1953 美元的水平快速上升至 1981 年首次突破一万美元的水平), 消费者开始注重健康饮食, 日本家庭的食盐平均消费量在 1973-1991 年明显下滑, 从 6200 克降至 3011 克水平。随后这一概念被应用于酱油制造领域。2) **丸大豆酱油**的兴起主要是因为 90 年代以前日本国内大豆供给不足, 进口大豆价格较高, 为节约成本, 日本酱油大量使用脱脂大豆作为原料, 相较之下全部使用大豆制造的丸大豆酱油品质更高, 更符合消费者健康需求。1988 年-1990 年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, 产量从不到 2 千万升/年增长到接近 6 千万升/年, 并在之后保持上升的趋势, 至 2008 年一度达到 10 千万升的最高产量。3) **有机酱油**的兴起源于 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。有机酱油的产量从 2002 年的 1600 吨快速增长至 2006 年 6700 吨的峰值, 随后稳定在 6000 吨左右的水平。4) 使用密封容器的**鲜榨酱油**从 2011 年开始在日本家庭迅速普及, 鲜榨酱油由于技术的再度升级使得其在营养与口感上都保持了最新鲜的标准, 也主要针对健康要求更高的家庭消费者。根据 Intage SCI 对零售终端的调查, 2015 年鲜榨酱油的销售额是 2011 年的 3.6 倍。2011 年以来鲜榨酱油在家庭用市场中的销售额占比从 6% 上升至 23%, 已成为家庭消费的主流细分品类。根据日刊经济通信社, 以有机、丸大豆等为代表的健康酱油占据了家庭消费市场至少 40% 的份额。以龟甲万品牌为例, 健康酱油的平均售价较普通酱油约高出 30-90%。

图表 50: 日本家庭食盐消费量在 1973-1991 年明显下滑



资料来源: 日本国家统计局, 野村东方国际证券

图表 51: 1988 年后日本酱油制造中大豆用量占比提升



资料来源: 日本国家统计局, 野村东方国际证券

图表 52: 健康酱油销售价格高出普通酱油 30-90% (以龟甲万品牌为例)

	浓口酱油	淡口酱油	减盐酱油	特选丸大豆酱油	特选有机酱油	生酱油 (鲜榨酱油)
单瓶价格 (日元)	368/1L	368/1L	479/1L	479/1L	307/500ml	280/450ml
平均每L价格	368	368	479	479	614	700
高出普通酱油价格			30%	30%	67%	90%

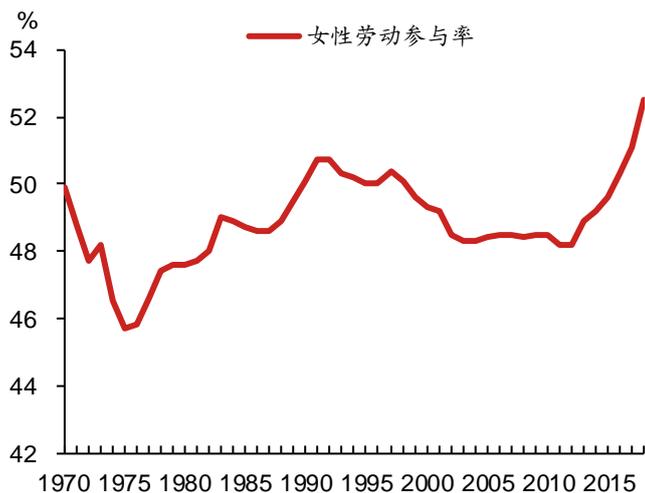
资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

复合型酱油衍生品 1980 年后快速发展

1975 年后日本经济进入稳定的中高速增长, 服务业岗位需求大幅增加, 女性工作参与度上升, 全职主妇比例不断下降。并且日本晚婚晚育趋势明显, 结婚率从 1970 年 10 对/千对的峰值, 降低到 2017 年的 4.9 对/千对, 跌幅超过一半, 由此带来家庭规模缩小、户均人口相应下降的现象。1970 年日本户均人口为 3.4 人, 1990 年为 3 人, 2015 年为 2.4 人。这些都导致了日本传统的大家庭共餐模式逐渐式微, 更倾向于无复杂烹饪流程及烹饪技巧的速食烹饪。

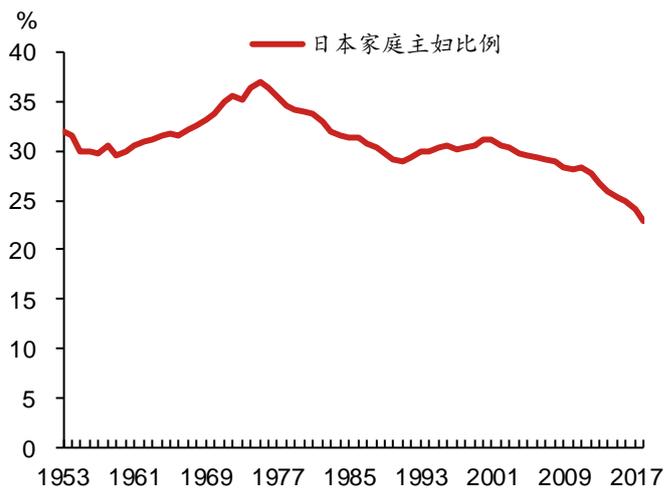
而餐饮端方面, 日本连锁化率从 1983 年的 6.5% 提升至 1990 年的 9.5%, 连锁化率的提升加速推动了食材标准化趋势。功能性酱油、复合型酱油衍生品的出现迎合了零售端与餐饮端兴起的便捷化、标准化的需求趋势。

图表 53: 日本女性参与工作比例



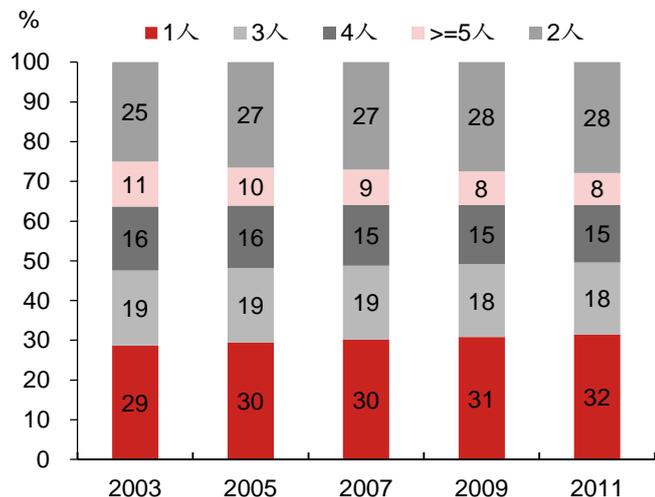
资料来源: Wind、野村东方国际证券

图表 54: 日本全职主妇比例



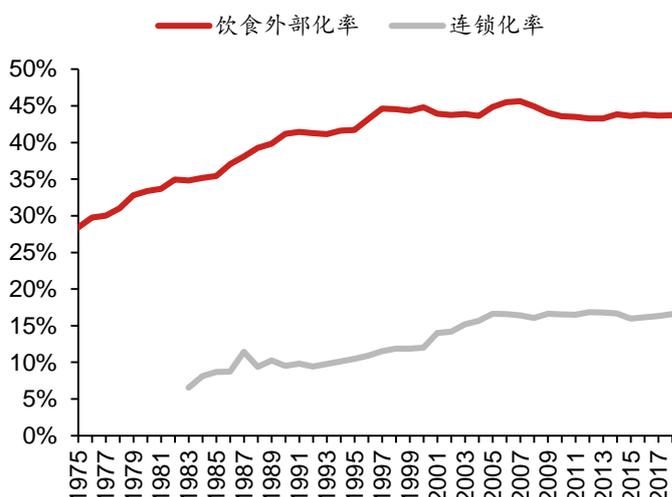
资料来源: Wind、野村东方国际证券

图表 55: 日本家庭结构变化情况



资料来源: 世界银行, Wind、野村东方国际证券

图表 56: 80-90 年代日本连锁化率提升 3pp



资料来源: 日本特许经营协会, 野村东方国际证券

日本的功能性酱油/酱油衍生品品类众多, 其中最大的两个品类为酱料类、和汤汁/调味汁。酱类主要针对红肉等西式食品的烹饪, 而汤汁/调味汁则可分为直接使用性型和稀释使用型, 多用作荞麦面和乌冬面等面类蘸料以及天妇罗蘸料等。

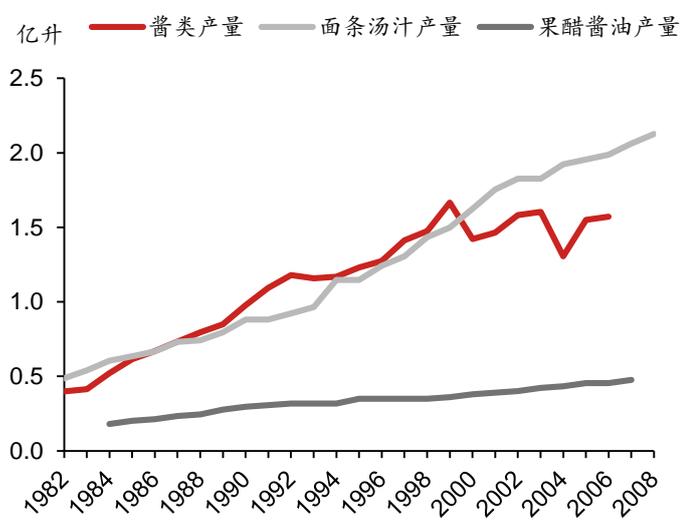
图表 57: 日本单一型酱油和酱油衍生品介绍

类型	品类	图例	介绍
单一型	酱油		<ul style="list-style-type: none"> - 配料为大豆、小麦、盐、酒精等。 - 日本酱油根据制作技术主要分为本酿造、混合酿造、氨基酸酿造等三种。 - 日本酱油分为标准、上级、特级（特选和超特选） - 日本酱油包含白酱油、浓口酱油、淡口酱油、甘口酱油、溜酱油、再酿造酱油。
复合型 酱油衍生品	汤汁/调味汁		<ul style="list-style-type: none"> - 在酱油中添加砂糖、从鲣鱼干、海带、干贝等提取出的高汤以及味淋、食盐等其他调味料制成的调味料。 - 分为直接使用型和稀释后使用型。主要用于荞麦面和乌冬面等面类蘸料、炖煮汤汁以及天妇罗蘸料等。
	酱料类		<ul style="list-style-type: none"> - 以酱油、味噌和味淋等调味料煮制浓缩制成的调味料。和食中使用的酱料称为タレ（Tare）、西餐中使用的酱料称为ソース（Sauce）。 - 主要的Tare类酱料有烤肉酱料、烤串酱料、涮锅酱料、寿喜烧酱料等。

资料来源：野村东方国际证券

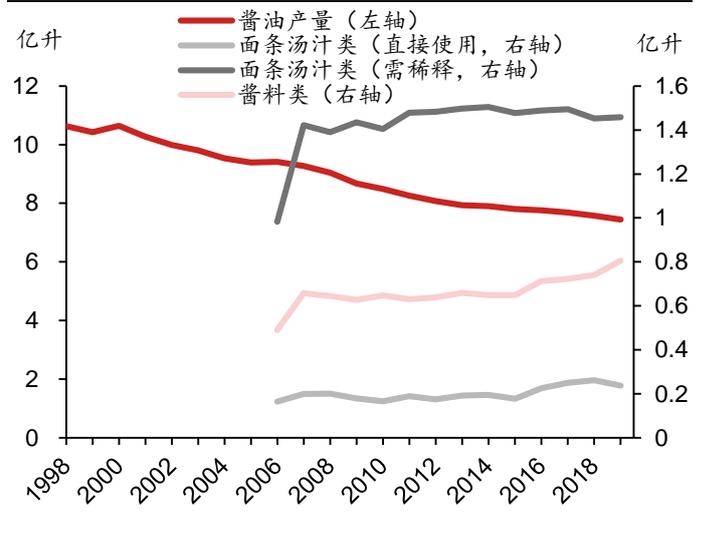
根据日刊经济通信社的数据，虽然单一型酱油规模持续缩减，但 1980-2006 年期间以汤汁和酱类为代表的酱油衍生品市场规模不断拓展，2006 年产量分别达 1.6 和 2 亿升的水平。根据日本农林水产省数据（和日刊经济通信社口径有所不同），2006 年后汤汁酱油和酱料类产品依旧保持稳定上升态势，到 2019 年两种面条汤汁合计产量和酱料类产品产量分别达 1.7 亿升及 0.8 亿升，2006-2019 年 CAGR 分别为 3.1%、3.9%，而酱油在此期间产量 CAGR 为-1.8%。

图表 58: 日本酱油衍生品产量 1980-2006 年快速增长



资料来源：日刊经济通信社，野村东方国际证券

图表 59: 日本酱油衍生品产量 2006 年后依旧稳定增长



资料来源：日本农林水产省，野村东方国际证券

相对于普通单一型酱油，功能性酱油加入了价格较高的辅料或者对工艺进行改进，价格较普通酱油约高出 70%-200%。1987-2019 年期间日本家庭购买酱油

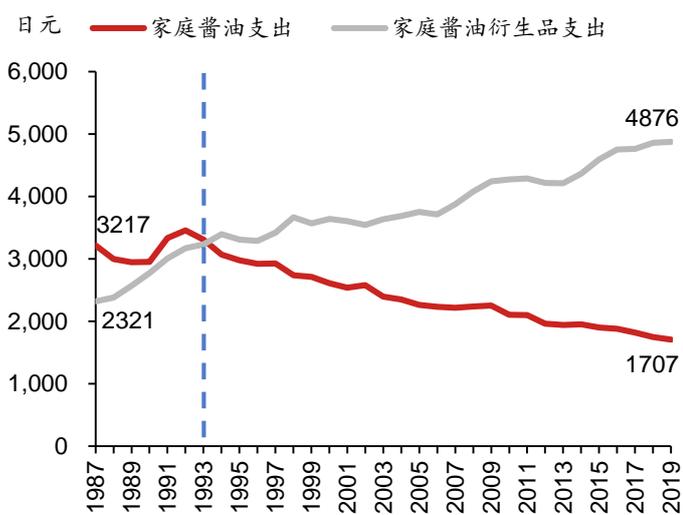
衍生品的支出从 2321 日元/人上升至 4876 日元/人，同期酱油支出则从 3217 日元下降至 1707 日元，日本家庭人均酱油基底衍生品支出于 1993 年超过酱油支出，2019 年达到后者的 3 倍。2009 年日本酱油衍生品市场规模已超过单一型酱油，可见复合调味品对单一调味品的替代效果明显。

图表 60：酱油衍生品销售价格高出普通酱油 70-200%（以龟甲万品牌为例）

	浓口酱油	浓缩面汁	柚子醋	烤肉酱
单瓶价格（日元）	368/1L	320/500ml	320/360ml	450/400g
平均每L价格	368	640	888.9	1125
高出普通酱油价格		74%	142%	206%

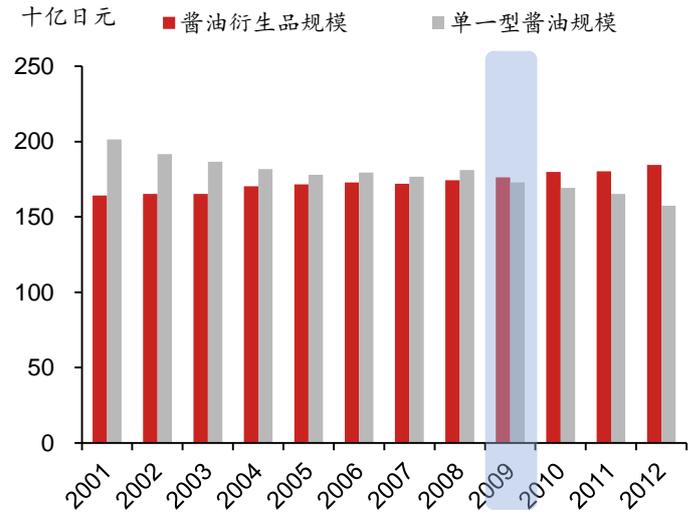
资料来源：龟甲万，野村东方国际证券

图表 61：1993 年家庭人均酱油衍生品支出超酱油支出



资料来源：日本国家统计局，野村东方国际证券

图表 62：2009 年日本酱油衍生品市场规模超过酱油



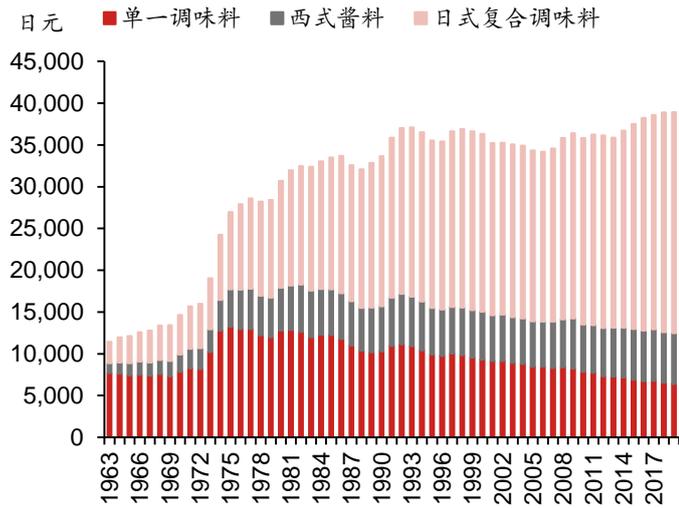
资料来源：日本国家统计局，野村东方国际证券

健康化、功能化和复合化是日本调味品的趋势

上文我们以酱油为例，梳理了日本调味品其中一个品类的发展路径，即收入的增长及社会结构变化推动了日本酱油朝向健康化、功能化、和复合化方向发展。若纵览日本整个调味品行业，基本也是遵循此路径升级。

1980 年日本家庭复合调味料支出占比首次超过单一调味料，显示出日本调味料复合化趋势明显。1980 年以来日本家庭调味料年支出金额整体呈缓慢上升趋势，2019 年达 38923 日元，1980-2019 年 CAGR 为 1.9%。其中，单一调味料消费支出占比从 1963 年的 67% 下降至 2019 年的 16%，日式复合调味料则从 22% 提升至 68%，而番茄酱、美乃滋之类的西式酱料占比相对平稳（约 12-16%）。

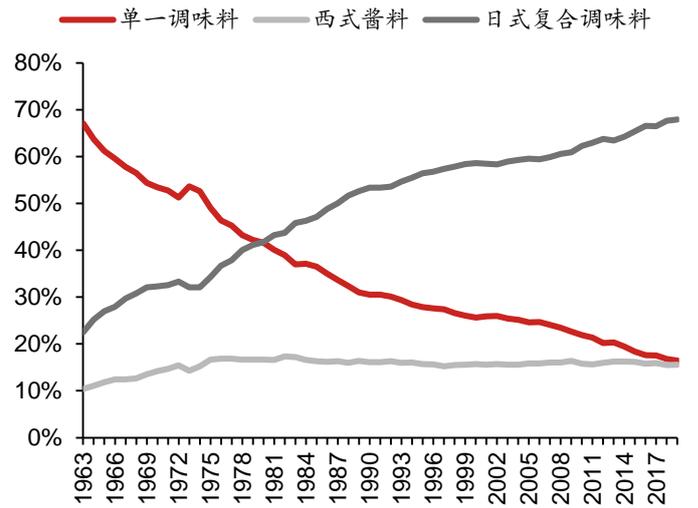
图表 63: 日本家庭调味料年支出 1980 年后较为平稳



注：我们将盐、酱油、味噌、糖、醋归为单一调味料，将伍斯特、番茄酱、美乃滋、沙拉酱、果酱归为西式酱料，将咖喱粉、风味调味料、汤类调料、拌饭料、烧肉酱、面汁酱料归为日式复合调味料。

资料来源：日本统计局，野村东方国际证券

图表 64: 复合调味料占比持续上升



资料来源：日本统计局，野村东方国际证券

日本公司：业务多元化+海外扩张，挖掘新增长点

我们追溯了日本食品两大龙头企业的百年发展历史，发现分别以酱油、味精起家的龟甲万和味之素都遵循着相似的发展路径：1) 面对单一品类天花板，积极寻求突破，对原有产品进行创新升级的同时延伸新品类；2) 通过并购优秀公司开拓新业务，不断打造新的增长曲线；3) 面对日本家庭端消费的疲弱，积极拓展餐饮及加工业渠道，共同驱动成长；4) 抓住亚洲饮食在海外流行的趋势，进军海外市场，全球建立工厂扩充产能，并利用空中投放以及线下活动持续培育消费者。

龟甲万：从日本走向全球的酱油巨头

全球酱油龙头龟甲万成立于 1917 年，1949 年在东京证券交易所上市，开启了资本化征程。回顾其 100 多年的发展史，大致可分为三个阶段：

1) 1917 年-1954 年（初始发展阶段），该时期龟甲万陆续推出基础酱油产品以及烧酒、清酒产品，业务主要聚焦在国内。

图表 65：龟甲万初始发展阶段（1917 年-1954 年）

阶段	时间	重要事件	推出商品
1917-1954年 初始发展阶段 推出普通酱油、清酒、烧酒 聚焦国内 开启资本化	1917年	通过合并几家酱油酿造企业，龟甲万前身野田酱油成立	
	1925年		发售“酱油2L瓶”
	1936年		发售“Kikkoman调味汁”
	1940年	酱油统一 Kikkoman 商标	
	1941年		发售合成清酒“万上”
	1949年	东京证券交易所上市，恢复酱油出口	
	1950年	取消控制，实现酱油自由流通销售	
	1952年		发售合成清酒“四方春”、特选酱油1加仑罐
	1953年		发售特选酱油2L瓶
	1954年		发售烧酒“万上2合瓶”

资料来源：龟甲万，野村东方国际证券

2) 1954 年-2000 年（加速发展阶段），该时期龟甲万在普通酱油的基础上不断创新升级，例如 1965 年推出减盐酱油、1990 年推出特选丸大豆酱油等更健康化产品。1998 年面对停滞不前的酱油市场，为了适应日本饮食逐渐西化的趋势，龟甲万推出了以面汁酱油、烤肉酱汁等为代表的酱油衍生品，并出资赞助电视烹饪节目，示范如何用酱油衍生品做出西式料理。截至 2000 年末，龟甲万占日本高端健康酱油市场份额高达 60%，远超第二名。

此外，龟甲万大力发展海外业务，相继在美国、欧洲、新加坡、台湾等地设立贸易公司及工厂，并根据当地消费者口味调节产品及装瓶工艺，1998 年龟甲万在美国酱油市场市占率已达 50%。1962 年起公司开始寻求多元化，进军制酒行业。1963 年通过与美国最大的蔬菜水果罐头制造商 Del Monte 签订合同，获得其在日本的番茄汁和番茄酱的生产权，并凭借自己的酱油销售网络迅速开拓番茄产品加工业务。20 世纪 70 年代龟甲万在日本的番茄制品市场份额已达 30%，仅次于日本番茄产品加工龙头 Kagom。

图表 66: 龟甲万加速发展阶段 (1954 年-2000 年)

阶段	时间	事件	推出商品
1954-2000年 加速发展阶段	1957年	在美国设立Kikkoman海外第一家销售公司	
	1959年		发售万味
	1961年	设立吉幸食品工业株式会社 (现日本Del Monte) 设立盛进制药株式会社	发售“桌上酱油 150ml” “桌上调味汁 150ml” “面类调味汁”
	1962年	设立利根饮料株式会社 设立胜沼洋酒株式会社, 进入制酒业务	
	1963年	取得Del Monte行销权, 寻求多元化	发售Del Monte品牌番茄酱、番茄汁
	1964年	改名为Kikkoman	发售葡萄酒
	1965年		发售“中浓调味汁 300ml”、“保健酱油”、“浓口酱油 500ml”
	1966年		发售“生酱油” 发售“淡口酱油”
	1967年	与美国合作, 在当地生产酱油和照烧汁	将“保健酱油”改名为“减盐酱油”
	1969年	成立JFC公司, 开展wholesale代理业务	开始制造P酱油 (无防腐剂添加)
	1972年	设立Kikkoman美国食品公司、德国公司	发售蔬菜汁
	1973年	美国酱油工厂开始发货, 并进军欧洲市场	
	1979年	设立Kikkoman欧洲贸易公司	
	1983年	设立Kikkoman新加坡贸易公司	发售甲类烧酒
	1984年	开始在亚洲区的食品批发业务	
	1985年		发售“面汁酱油”、“柚子醋”等复合型酱油衍生品
	1986年	开始在大洋区的食品批发业务	
	1988年		发售“汤汁酱油 (深色、浅色)”、料酒
	1990年	取得日本及亚洲 (菲律宾除外)、太平洋地区Del Monte的商标使用权、营业权 设立统万股份有限公司 (台湾) 和新加坡贸易公司	发售“特选丸大豆酱油”
	1992年		发售荞麦面、挂面用酱油
	1993年	生物化学事业部成立 (合并盛进制药)	发售“特选丸大豆减盐酱油”
	1994年	总武物流株式会社设立	发售牛排酱油、推出Gravinol葡萄籽营养补充剂
	1995年	设立上海龟甲万贸易有限公司	
	1996年	设立Kikkoman荷兰食品公司	
	1997年	欧洲酱油工厂开始发货	发售烧肉酱Akadare (红标)和Kurodare (黑标) 有机番茄酱和饮料、 “超特选丸大豆再酿造酱油-深紫”
	1998年	美国第二个酱油工厂开始发货。公司在美国酱油市场占率达50%, 公司在海外酱油及酱油衍生品总产量超过1亿升	发售特选有机酱油Yuki Shoyu 发售针对东南亚市场研发的四款酱油 发售有机罐装番茄酱和沙拉酱 发售味淋调味汁
	1999年	过去26年海外酱油收入CAGR超10%, 占总收入约30%。1999年海外销量首次达1.2亿升	
	2000年	设立昆山统万微生物科技有限公司 公司日本酱油市占率28%市场份额, 酱油衍生品市占率60%, 远超第二名	发售烤肉酱汁“赤与黑”、营养品“微风物语”

资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

注: 红色字体代表公司拓展业务、升级产品、进军海外等标志性举措。

3) 2000 年至今 (稳定发展阶段), 随着酱油产品的持续创新及品类延伸, 以及其他业务的不断拓展 (2000 年获得可口可乐的行销权, 助力龟甲万之后 10 年增长; 2004 年投资 Kibun 豆乳公司, 推出豆乳类产品, 为饮料业务增添活力), 龟甲万的市占率逐年提升。2018 年龟甲万集团在日本酱油市场的销量市占率达 33.7%, 远超第二名 Yamasa (11.7%)。

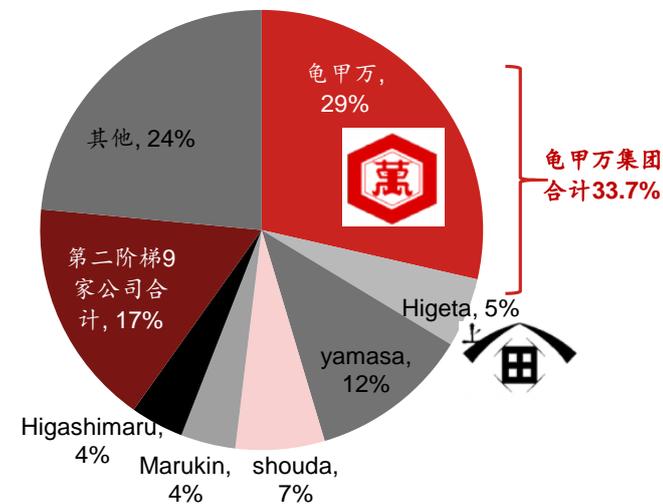
图表 67: 龟甲万稳定发展阶段 (2000 年至今)

阶段	时间	事件	推出商品
2000年至今 稳定发展阶段 继续升级产品，扩大市占率	2003年		发售日式复合调味料新品 Uchi-no-Gohan series (菜肴调味料) 后期销量强劲
	2004年	与 Kibun 豆乳集团资本合作	
	2005年	增加 Kibun Food Chemifa 的股权以加强豆乳业务	发售冷藏饮料和冷藏汤 (含豆乳和蔬菜)
	2006年	设立帝门食品 (厦门)	发售带乳酸菌的果蔬汁 Lact-Vege
	2007年	实现全球 100 个国家销售, 酱油海外销量达 1.57 亿升	
	2008年	设立 Kikkonman 美国 R&D 公司、统万珍极食品有限公司 (河北石家庄)	发售起泡葡萄酒
	2010年		发售高级葡萄酒、“低分子透明质酸的力量”补充剂、“随时都很新鲜 500ml”鲜榨酱油
	2012年		发售“随时都很新鲜 450ml”密封瓶版本、“意大利面调味汁”RISTRANTE ROSSO”
	2013年		发售特定保健酱油
	2017年		发售机能性食品“新鲜大豆作减盐酱油、检查试剂
2018年		发售“随时新鲜”密封 eco 瓶系列、“粉末酱油”、“浓厚成熟本料酒”、“发酵汤汁”火锅酱汁、“豆乳豆腐粉”	

资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

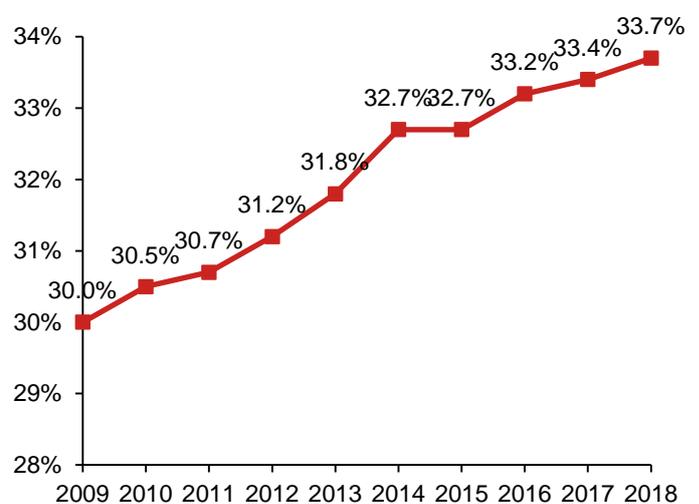
注: 红色字体代表公司拓展业务、升级产品、进军海外等标志性举措。

图表 68: 龟甲万集团在日本酱油市场市占率第一



资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

图表 69: 龟甲万市占率逐年提升



资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

经过近 60 年多元化发展, 目前龟甲万将业务分为日本国内业务及海外业务。日本国内业务包括: 1) 食品生产和销售业务 (包含酱油、酱油衍生品和其他调味料、饮料和酒精); 2) 其他业务 (主要为集团提供后台支持)。海外业务包括: 1) 食品生产和销售业务 (包含酱油、Del monte、其他食品如营养补充剂), 2) 食品批发业务 (主要售卖亚洲食品, 如日本零食、酒精饮料等)。

2019 财年龟甲万的日本营收占 40%, 海外占 60%。日本国内外合计来看, 酱油占总营收的 28%, 海外食品占 42%, 是占比最大的两个品类。除此之外、调味料业务和饮料业务也分别占据了 10% 以上的营收比重。

图表 70: 龟甲万业务板块介绍及收入和利润占比 (2019 财年)

业务划分		收入占比*	营业利润占比**
日本国内		40%	32%
食品业务-生产及销售		38%	28%
酱油业务	酱油		11%
调味料业务	汤汁调味料、蘸料、腌料、烧肉酱、菜肴调味料、Del monte番茄类调味料		13%
饮料业务	豆乳饮料、Del monte番茄饮料		12%
酒精业务	Manjo品牌味淋料酒、Manns品牌葡萄酒		3%
其他		2%	5%
为集团和其他业务提供后台支持	临床诊断试剂、卫生检验试剂、加工酶和透明质酸等化工产品、以及房地产租赁、物流等		
海外		60%	71%
食品业务-生产及销售		18%	49%
酱油业务	酱油		17%
Del Monte业务	水果罐头、玉米加工食品、番茄酱，主要在亚洲和大洋洲销售		1%
其他食品业务	营养补充剂，主要在北美市场销售		3%
食品-批发业务		42%	22%
批发	亚洲食品		

注：*收入为抵消集团内部交易后；**营业利润为未抵消前数据。

资料来源：龟甲万，野村东方国际证券

按照近 10 年营收 CAGR 从高到低排名，龟甲万的前五大业务依次为：豆乳

(豆乳占日本饮料业务收入的 70%)、海外亚洲食品批发、海外酱油、Del monte、酱油衍生品(酱油衍生品占酱油衍生品和其他调味料收入的 63%)。这些业务仍在发展上升阶段, 营收弹性充足。而日本国内酱油市场已饱和, 几乎零增长; 酒精业务则持续衰退。

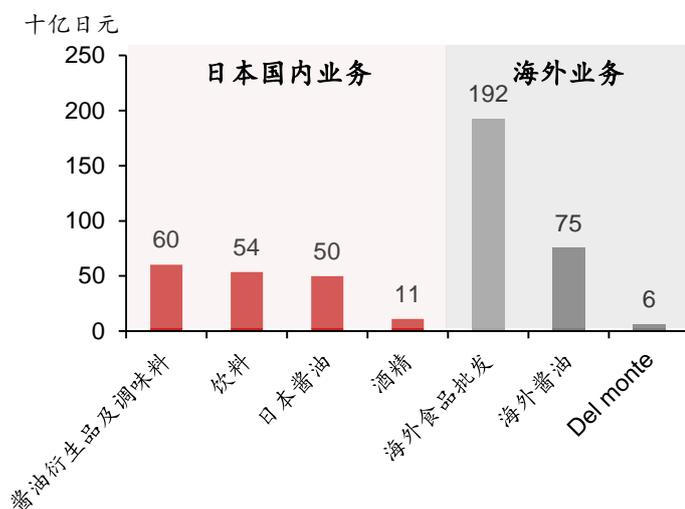
图表 71: 1997-2009 财年龟甲万各业务表现 (旧统计口径)

2000年设立了中长期目标: 扩大高附加值产品销售额; 扩大餐饮端及加工业端市场份额												
十亿日元	1997/12	1998/12	1999/12	2000/12	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3
酱油												
合并报表层面收入				85.48	87.48	88.68	85.68	82.93	86.03	87.95	92.48	85.90
同比增速						1.4%	-3.4%	-3.2%	3.7%	2.2%	5.1%	-7.1%
日本收入	70.4	66.9	64.5	64.1	62.6	60.9	58.9	54.8	54.4			
同比增速		-5.0%	-3.6%	-0.6%		-2.6%	-3.4%	-6.9%	-0.8%			
海外收入				24.1	28.2	31.0	29.8	29.6	33.4			
同比增速						10.1%	-3.8%	-0.8%	12.9%			
			经济环境差, 餐饮端消费下降	日本家庭端消费下降		开始向中国销售	高端酱油销量增长; 普通酱油下滑	日本普通酱油销售继续下滑	欧洲市场连续第二年双位数增长			
酱油衍生品												
合并报表层面收入	18.7	19.0	19.4	20.0	17.3	18.0	19.5	20.8	25.7	27.5	30.2	33.8
同比增速		1.6%	2.1%	3.0%		4.3%	8.2%	6.8%	23.8%	6.8%	9.9%	12.0%
			广告宣传新品效果好		烤肉酱下滑, 因为日本疯牛病恐慌	由于疯牛病, 消费者在家吃饭, 家庭端需求	受益于营销推广, 复合调味料新品销量大增					
番茄加工业												
合并报表层面收入				25.4	42.5	42.2	40.5	43.0	44.7	44.8	44.6	41.2
同比增速						-0.6%	-4.0%	6.1%	3.9%	0.3%	-0.4%	-7.6%
日本收入	19.7	21.6	22.1	20.6	37.3	36.7	35.4	38.2	39.6			
同比增速		9.6%	2.3%	-6.9%		-1.6%	-3.6%	7.9%	3.6%			
海外收入				4.8	5.2	5.5	5.1	4.8	5.1			
同比增速						6.6%	-6.9%	-6.7%	6.3%			
			pasta酱以及大瓶装番茄酱的推出	番茄热潮消退	果蔬汁销售大增, 番茄汁减少		日本夏天气温低, 除果蔬汁外的饮料销售大幅下滑	日本市场恢复, 海外由于汇率波动收入下滑	日本番茄酱家庭端消费强劲; 海外香港和韩国增长强劲			
酒精业务												
合并报表层面收入	28.3	33.3	30.6	28.3	25.9	24.7	24.8	24.4	23.4	14.6	14.6	14.7
同比增速		17.7%	-8.1%	-7.6%		-4.7%	0.1%	-1.6%	-4.1%	-37.5%	-0.2%	1.1%
		味淋调味汁推出	进口酒需求下降, 价格战激烈	日本酒税费高需求降低		高价值酒消费疲软		烧酒下滑, 葡萄酒增长	价格战竞争激烈	售出烧酒业务		

注: 2009年后公司调整了业务统计口径, 将业务拆分为国内和海外业务。

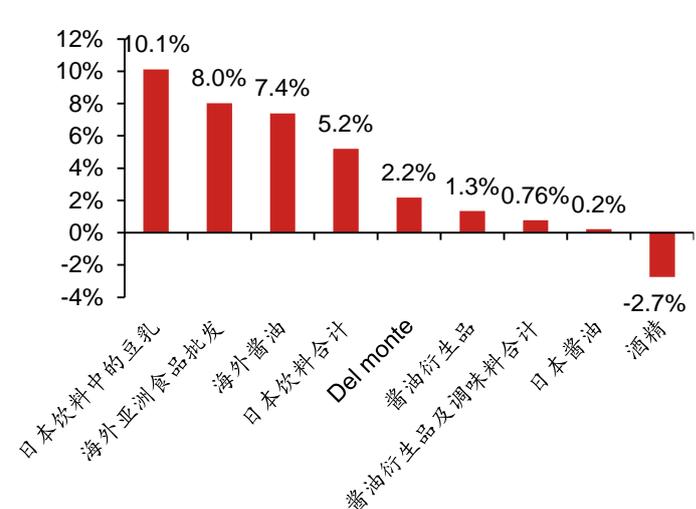
资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

图表 72: 2019 财年龟甲万各业务收入规模



资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

图表 73: 2009-2019 财年各业务营收 CAGR



资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

2020 财年 (截止 2020 年 3 月) 龟甲万实现营收 4686 亿日元, 同比增长

3%，近十财年营收 CAGR 达 5.1%。公司收入历史上有两次较大波动是因为 2000 年公司将可口可乐投资收入纳入上市公司合并报表以及在 2009 年将其剔除。2020 财年公司实现净利润 266 亿日元，同比增长 2%，近十财年净利润 CAGR 达 11.9%。

图表 74：龟甲万收入规模及增速



注：2001年龟甲万将财年从每年1-12月改为3月-第二年4月。

资料来源：龟甲万，野村东方国际证券

图表 75：龟甲万净利润及增速



资料来源：龟甲万，野村东方国际证券

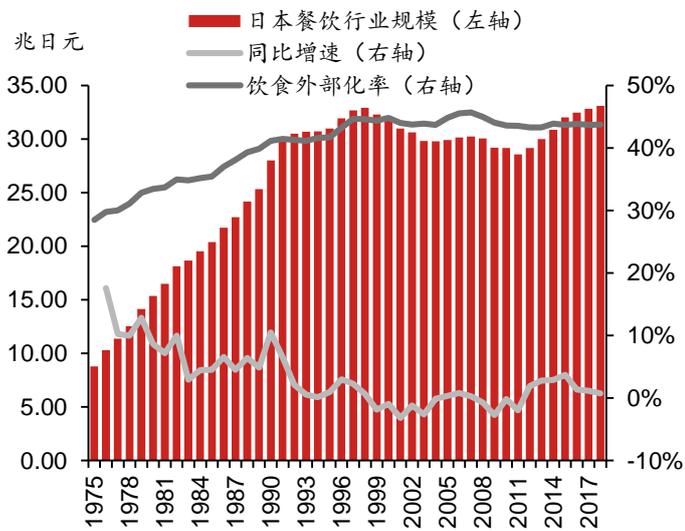
龟甲万能保持稳定业绩增长的背后原因在于：

1) 坚持研发创新，通过推出高附加值产品，例如高端酱油、减盐酱油、鲜榨酱油，迎合消费者对健康化、品质化及速食便捷化的需求，以增加家庭端酱油和酱油衍生品的销售收入。在龟甲万加速发展的第二阶段，公司酱油衍生品业务收入持续增长，有效部分对冲了公司在日本国内酱油业务收入下滑的影响，使得公司没有在酱油行业萎缩的背景下走向衰弱，反而进一步巩固了行业龙头地位。

2) 多渠道共同发展，80年代开始日本餐饮（外食产业）和加工业市场出现加速迹象，1980-1990年日本餐饮行业收入 CAGR 达 6.2%，日本加工食材收入规模 CAGR 达 6.1%。公司通过提供技术支持与高质量、大瓶装产品等措施扩大公司在加工业端和餐饮端的市场份额。2012-2018年公司大于 2L 的大瓶装酱油

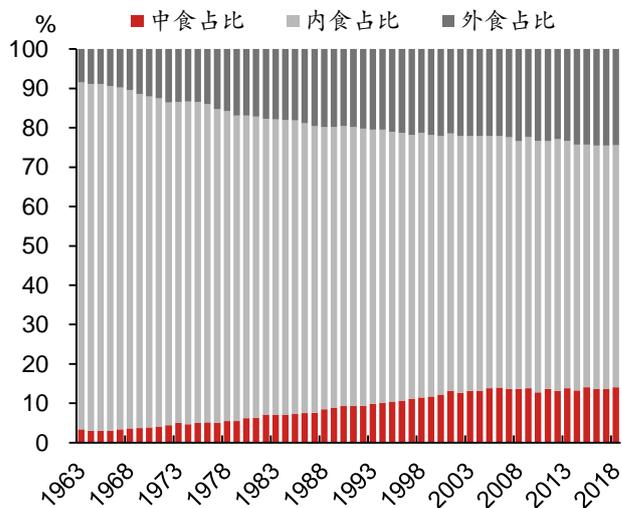
产品销售规模占比从 52.8% 提升至 2018 年的 54.8%，显示公司的 B 端业务收入占比过半，且稳定增长。同时小于 1L 的小瓶装酱油销售规模也有所提升，符合日本家庭规模缩小化趋势。

图表 76: 70-90 年代日本餐饮行业保持快速发展



资料来源: 日本特许经营协会, 野村东方国际证券

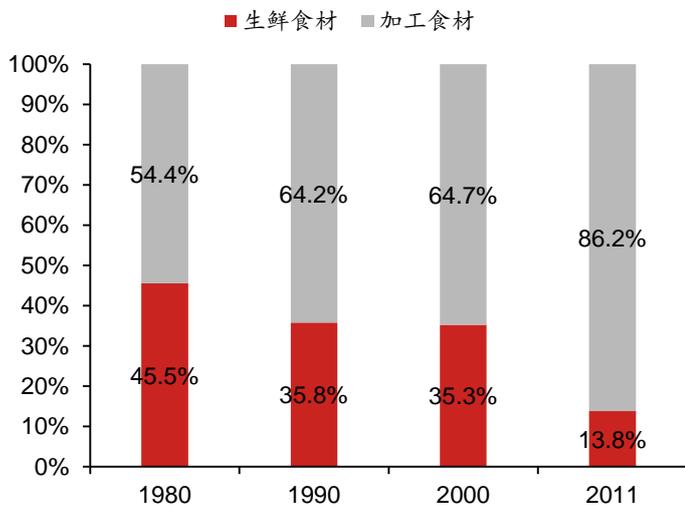
图表 77: 1975-2000 年日本外食占比从 10% 提升至 30%



资料来源: 日本外食产业协会, 野村东方国际证券

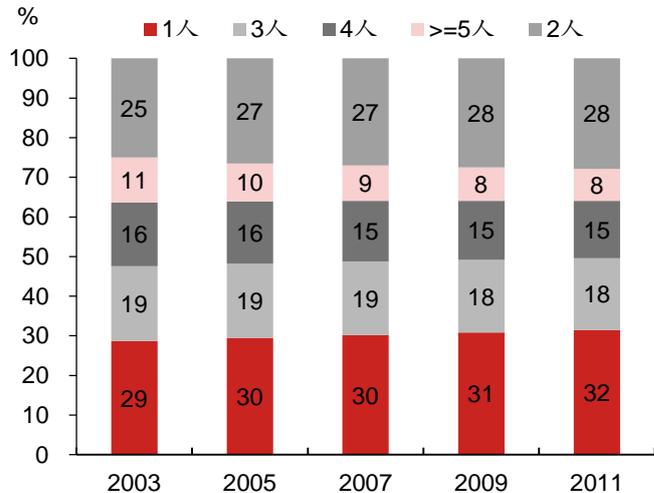
注: 内食指在家里做饭食用; 外食指在外用餐, 中食指购买成品或半成品在家食用。

图表 78: 加工食材行业规模也在扩大



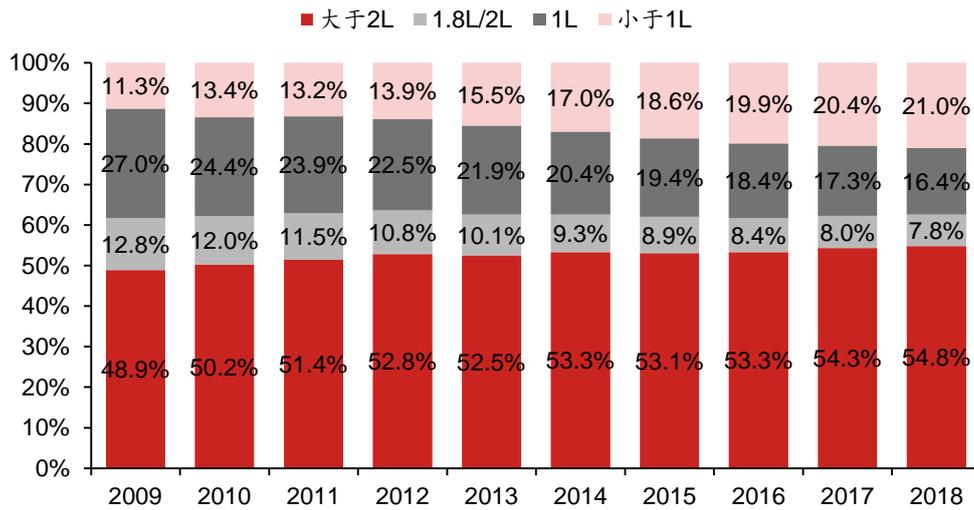
资料来源: 日本农林水产省, 野村东方国际证券

图表 79: 日本家庭规模缩小、户均人口相应下降



资料来源: 世界银行, Wind, 野村东方国际证券

图表 80: 龟甲万大瓶装和小瓶装销量占比呈上升趋势

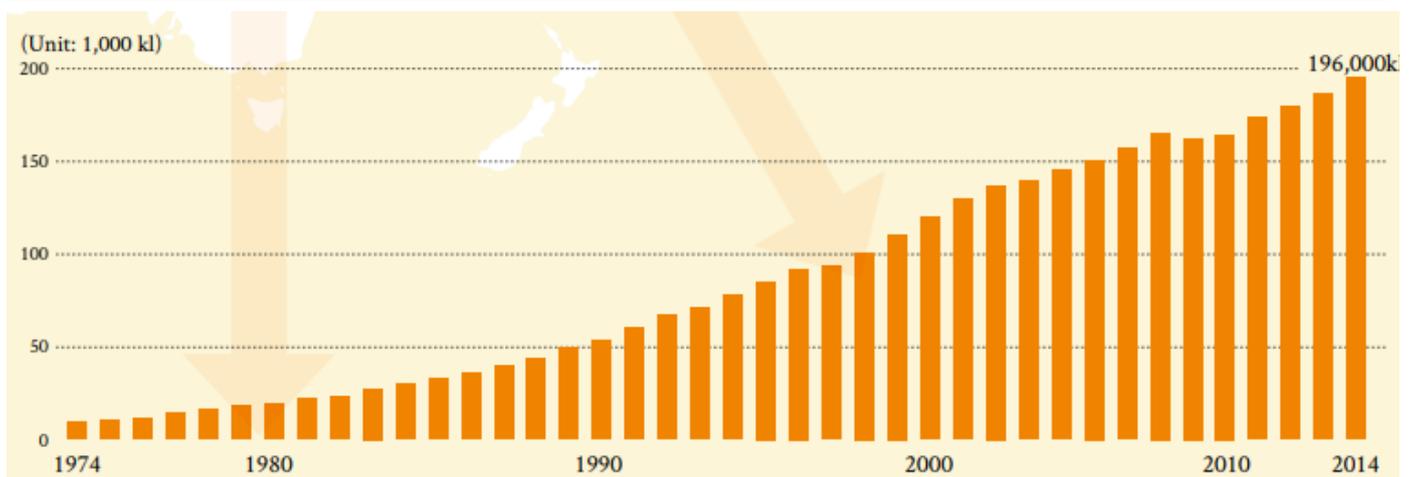


资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

3) **业务多元化, 打造新的增长曲线。**龟甲万布局酒精、饮料、番茄加工业、亚洲食品批发业务, 抓住在日本国内流行的西式餐饮及外国酒精饮料的浪潮, 以及抓住国外兴起的日本食品浪潮, 挖掘新的增长点。

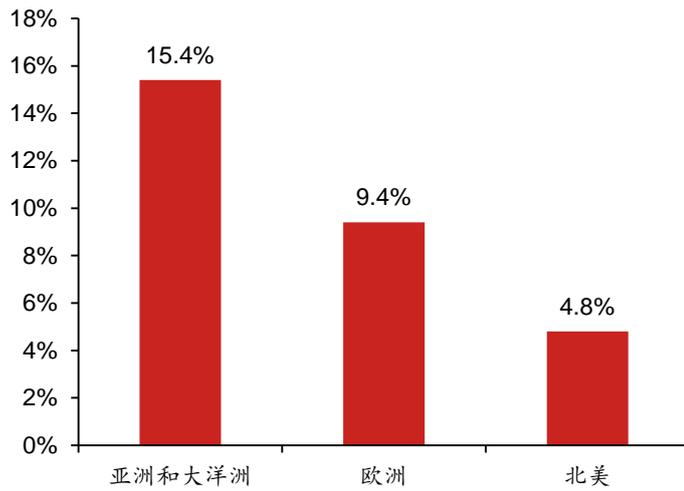
4) **持续拓展海外业务。**1950年代进入美国市场开启全球化第一步、1970年代业务扩大至欧洲市场、1980年代进军亚洲市场。通过在超市举办使用龟甲万酱油烹饪食品的活动、编写使用酱油的欧美菜系烹饪食谱、以及加大广告媒体宣传等, 持续培育海外消费者对日式餐饮的了解, 因地制宜针对当地消费者口味开发特定产品。1974-2018年龟甲万的海外酱油销量CAGR达7.6%, 销售额CAGR达6.9%, 其中北美收入占比63%, 欧洲占比17%, 亚洲和大洋洲(近十年来增速最高的地区)合计占比19%。2018年龟甲万在美国家用酱油市场的市占率达57.4%, 位居行业第一。

图表 81: 龟甲万海外酱油销量 (2014 年达 1.96 亿升)



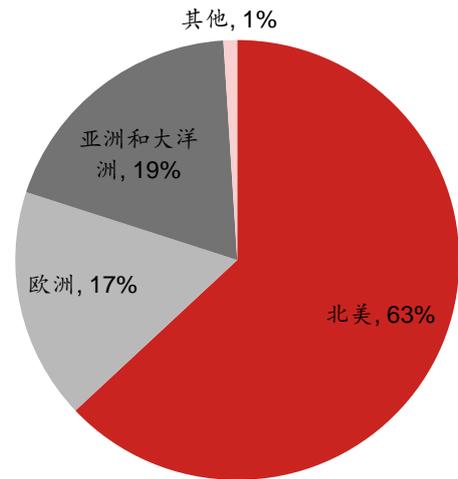
资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

图表 82: 2009-2018 年龟甲万海外酱油销售额 CAGR



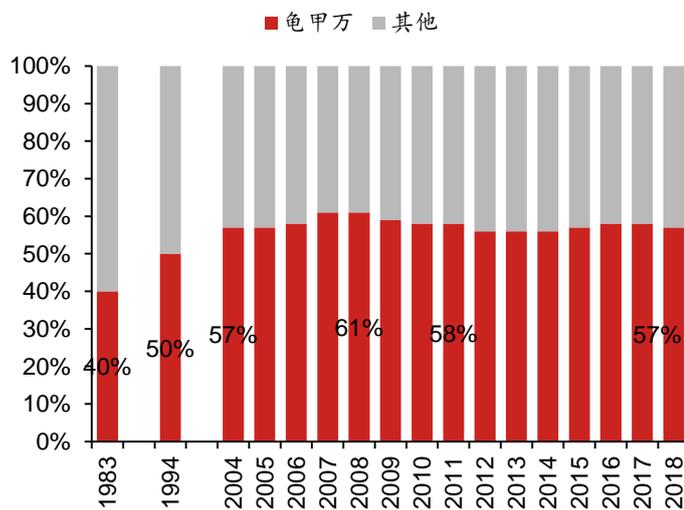
资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

图表 83: 2018 年龟甲万海外销售额划分



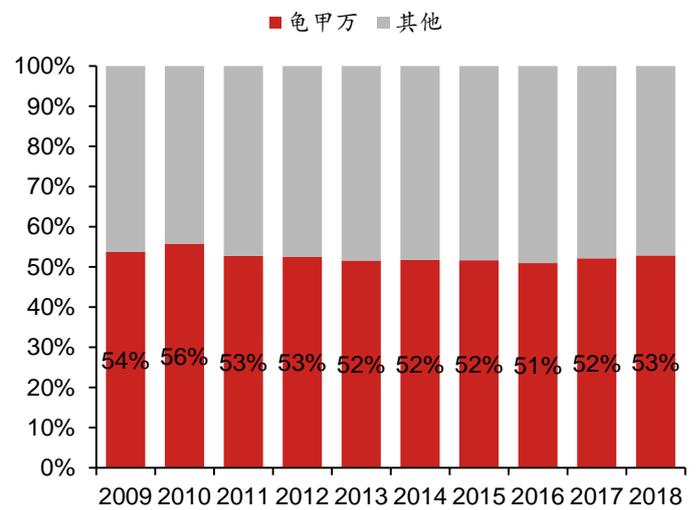
资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

图表 84: 2007-2008 年龟甲万在美酱油市占率达到峰值



资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

图表 85: 2009-18 年日本豆乳市场竞争格局

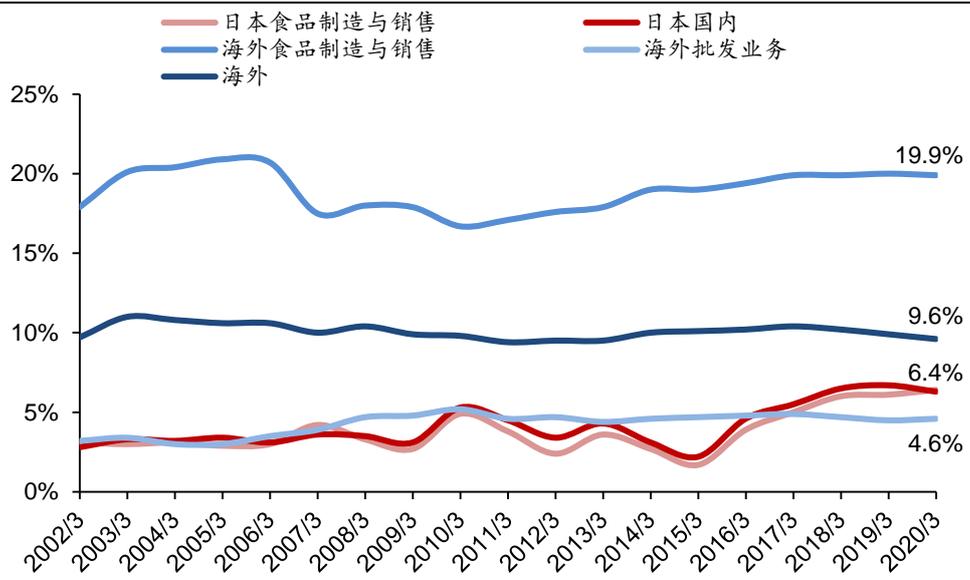


资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

目前日本国内业务收入占比约 40%，营业利润占比约 32%；而海外业务收入占比约 60%，营业利润收入占比约 71%（营业利润未消除集团内部交易）。龟甲万的利润来源主要为海外食品制造销售，以 18% 的收入占比贡献了 49% 的营业利润，而亚洲食品的批发和行销由于利润率较低（近 10 年徘徊于 5% 左右），虽收入占比较大达 42%，利润仅贡献了 22%。

龟甲万日本国内食品生产与销售业务利润率低于海外约 12-18pp 的原因主要是：1) 日本国内业务多元化，酒类和饮料类利润率薄弱，导致平均利润被摊低；而海外食品业务主要以高利润率的酱油为主。2) 日本原材料价格高，叠加劳动力短缺，导致制造成本高于海外。

图表 86: 日本国内食品生产与销售业务营业利润率低于海外约 12-18pp

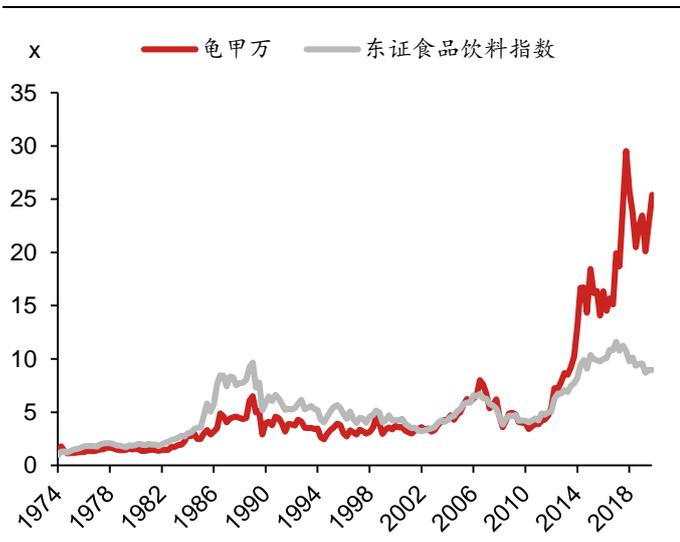


注：2009 年调整过口径。

资料来源：龟甲万，野村东方国际证券

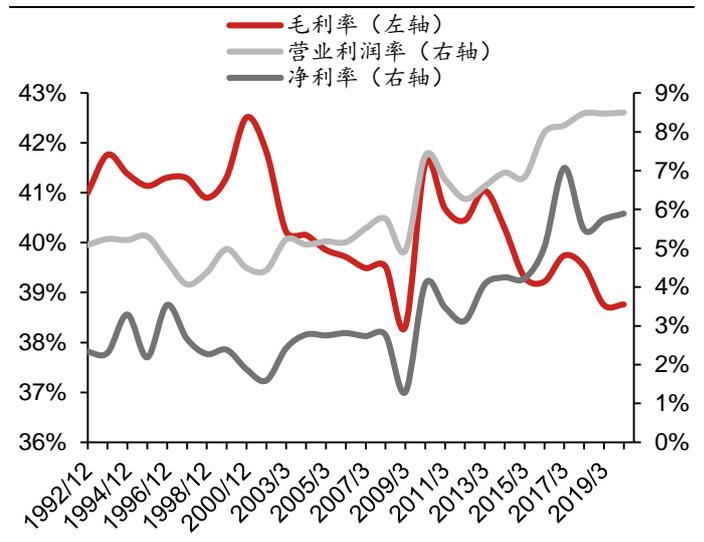
从股价表现上来看，2007-2008 年及 2012 年后龟甲万明显跑赢日本东证食品饮料指数，主要得益于这两阶段龟甲万营业利润率的提升带来业绩增长，并且 2007-2008 年龟甲万在美国酱油市场的市占率达到峰值 61%。由于龟甲万稳健的基本面，其股价在 2015 年股市震荡及 2018 年中美贸易战期间仍保持稳定增长。

图表 87: 龟甲万 VS 日本东证食品饮料指数



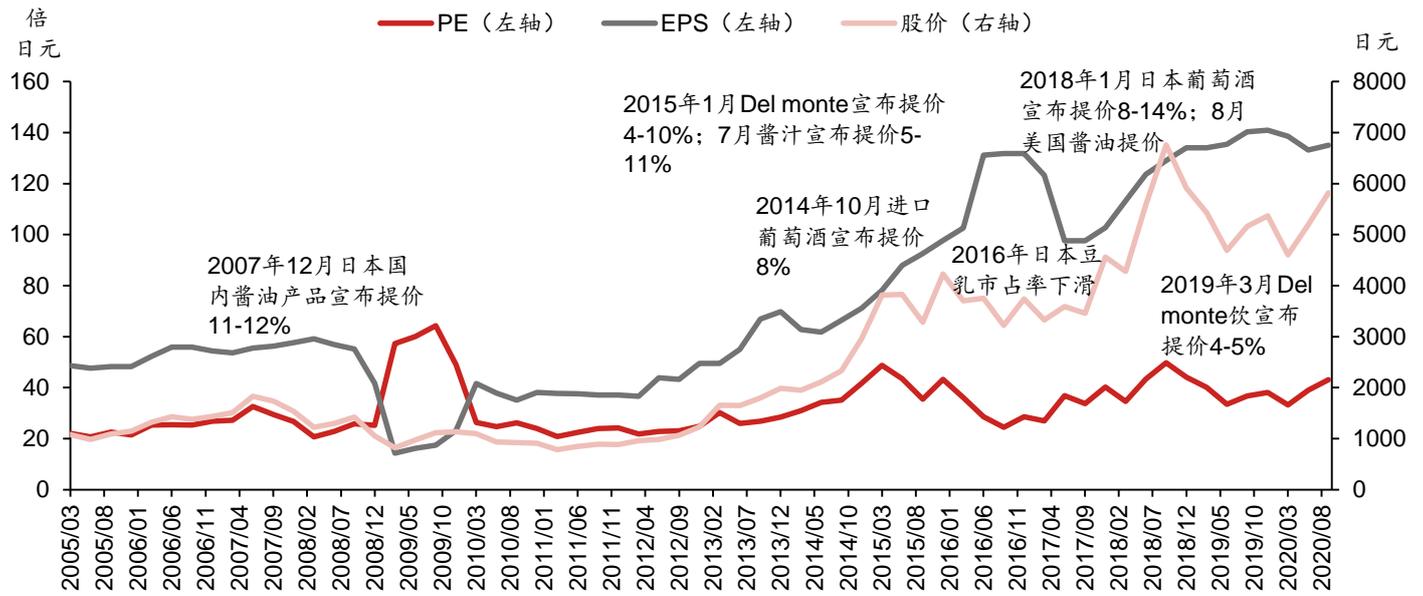
资料来源：彭博，野村东方国际证券

图表 88: 龟甲万利润率



资料来源：彭博，野村东方国际证券

图表 89: 龟甲万 EPS、PE 及股价表现

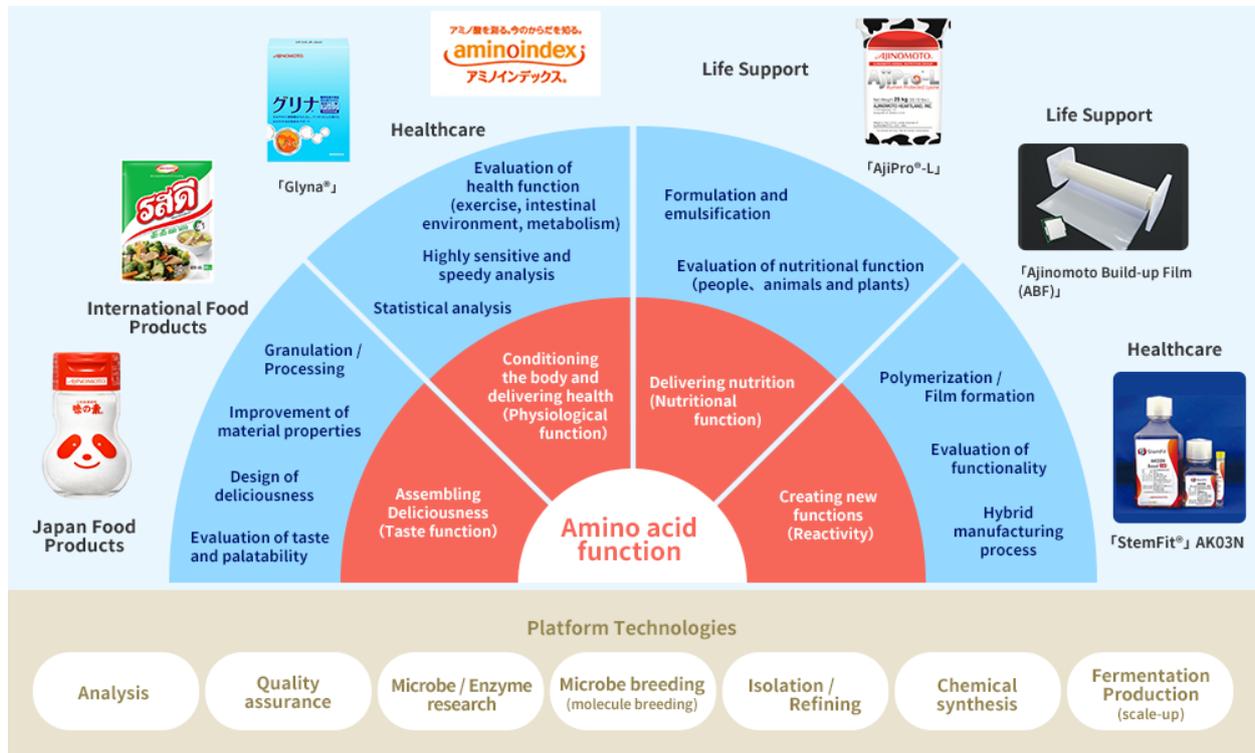


资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

味之素：味精起家，扩张至调味品和速冻食品

味之素创立于 1909 年，以池田菊苗博士从昆布高汤中提取出的谷氨酸“Umami”（鲜味）调味料命名。在长达 100 多年的发展历程中，味之素开发出了调味品、食品以及药品保健品等丰富的品类，以日本为中心辐射全球。目前味之素已从最初的味精制造商发展成为全球最大的氨基酸相关产品制造商。

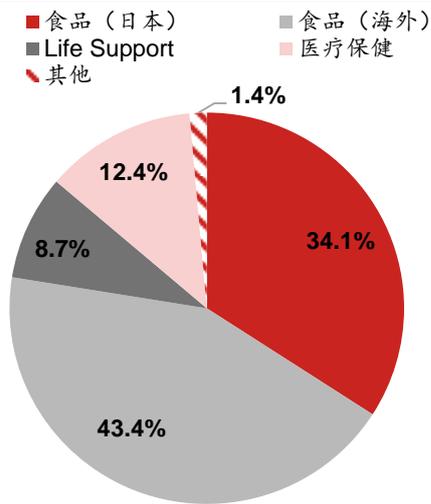
图表 90：味之素围绕氨基酸的产品和技术布局



资料来源：味之素官网、野村东方国际证券

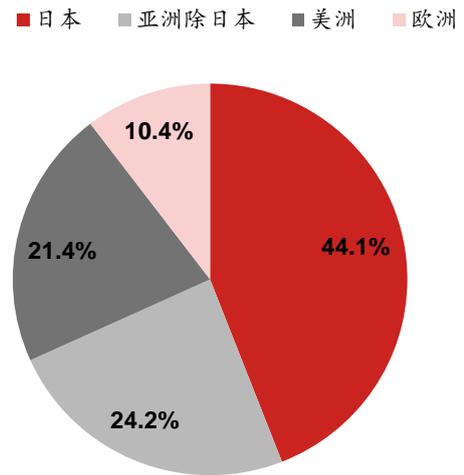
截止 2019 财年（2020 年 3 月 31 日），味之素实现营业收入 1.1 万亿日元，归母净利润 188.4 亿日元。公司主营业务分为四大业务板块，食品（日本）、食品（海外）、Life Support（主要为动物饲料）和医疗健康业务的营收占比分别为 34.1%、43.4%、8.7%和 12.4%。这四个板块的营业利润率分别为 8.8%、10.2%、7.5%和 9.1%。分地区来看，日本、亚洲（除日本外）、美洲和欧洲的营收占比分别为 44.1%、24.2%、21.4%和 10.4%。

图表 91：2019 财年味之素业务板块收入占比



资料来源：味之素、野村东方国际证券

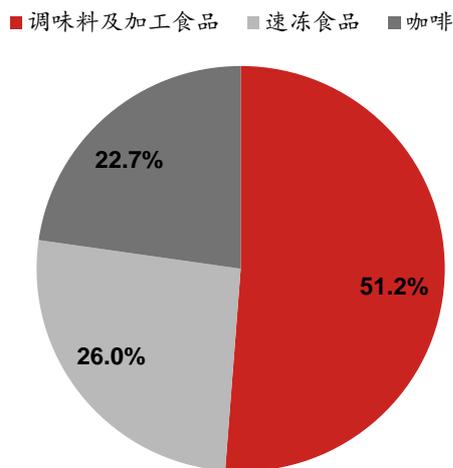
图表 92：2019 财年味之素分地区收入占比



资料来源：味之素、野村东方国际证券

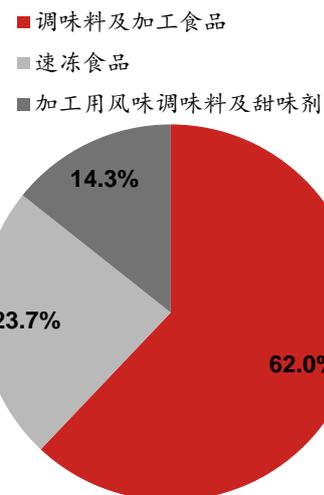
从两个食品业务板块分项来看，食品（日本）中调味料及加工食品占 51.2%，速冻食品占 26%，咖啡占 22.7%；食品（海外）中调味料及加工食品占比更大为 62%，速冻食品占 23.7%，加工用风味食品占 14.3%。

图表 93：2019 财年食品（日本）业务分项营收占比



资料来源：味之素、野村东方国际证券

图表 94：2019 财年食品（海外）业务分项营收占比



资料来源：味之素、野村东方国际证券

味之素产品线丰富，各领城市占率均名列前茅。在日本调味料及加工食品业务中，味之素在鲜味调味料（味精）、和式高汤调味料、法式清汤、速食汤和复合调味料中的市占率均为日本第一。速冻食品中，速冻煎饺市占率为日本第一。咖啡类中，味之素的条装咖啡速溶粉市占率为日本第一，在罐装咖啡、挂耳咖啡等子品类的市占率也位列日本第二。

图表 95: 味之素日本主要产品一览

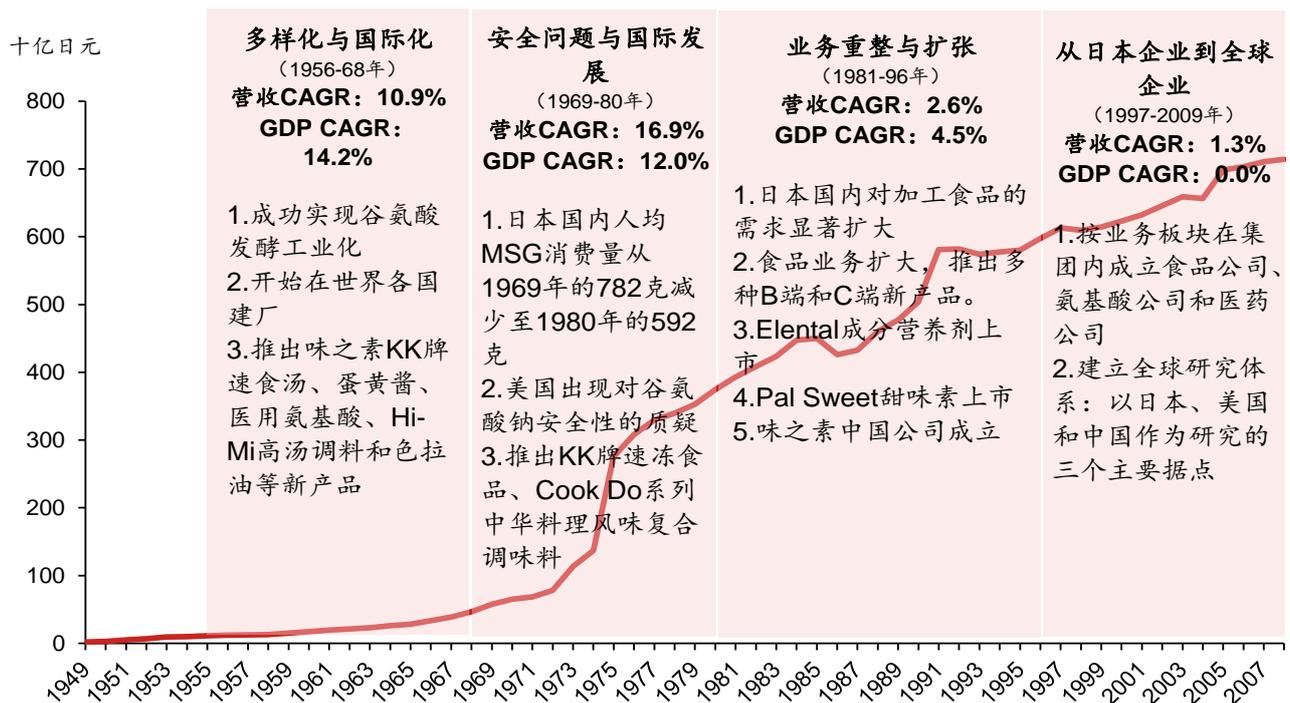


资料来源: 味之素、野村东方国际证券

战后 70 年发展历程中的三大挑战与三大突围

研发实力、业务扩张和海外发展助力味之素长期发展。味之素虽为日本调味品和食品行业龙头,但其发展历程也并非一帆风顺。梳理公司战后 70 年发展史,味之素也曾面临生产技术的竞争与市场格局的变化、单一品类的天花板和日本国内单一市场的局限这三大挑战。而味之素通过加大研发力度和制度革新、拓宽产品品类与销售渠道、以及发展海外市场,最终得以成功突围。

图表 96: 味之素战后 70 年营业收入



资料来源: 味之素、野村东方国际证券

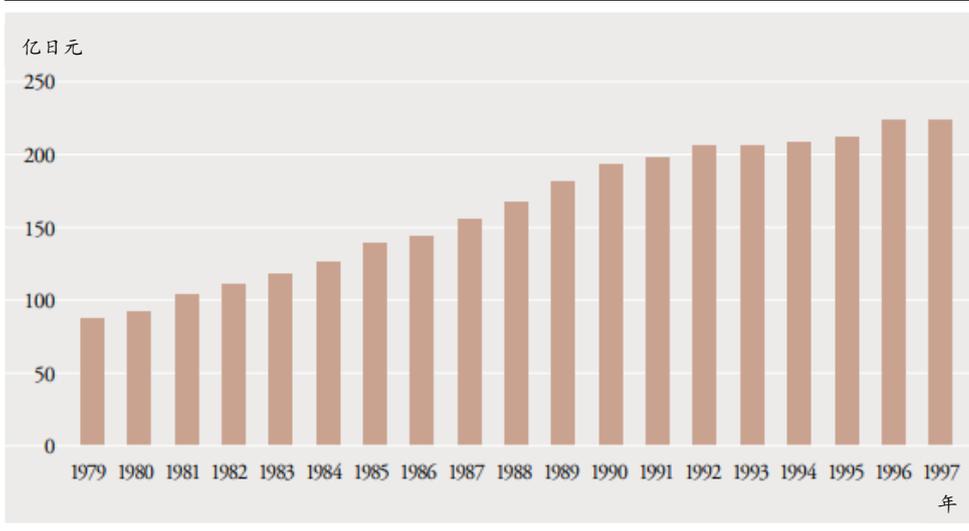
■ 坚持技术创新，积极调整销售渠道

产业竞争方面，尽管味之素在味精行业的龙头地位难以撼动，但其味精生产工艺也曾在激烈的竞争中一度落后于竞争对手。1956 年协和发酵社成功研发出直接发酵法，而味之素仍在使用成本较高的压榨工艺，使得味之素业界地位受到极大威胁。不过味之素与拥有专业发酵工艺知识的三乐造酒合作，积极研究直接发酵法的工业化，并于 1961 年实现工业化生产。

1960 年代起味之素加大了投资力度，每年研发支出在 1962-1967 年间从 10 亿日元增长至 20 亿日元。在此期间进行的基础研究不仅推进了生产工艺的提高，还促进了新产品的推出。例如在对肌苷酸方面进行了深入研究后，1962 年味之素推出了含有 12% 肌苷酸钠的味精制品ハイミ一® (Hi-Mi)，其迅速成为味之素的明星产品，产量从 1962 年的 81 吨快速增长至 1968 年的 7107 吨。

研究和开发一直是味之素最重视的部门之一。1981-1996 年间味之素的研发费用从 100 亿日元增长至 224 亿日元，1996 年研发费用占销售收入的比重高达 23.5%。

图表 97：味之素研究开发支出



资料来源：味之素、野村东方国际证券

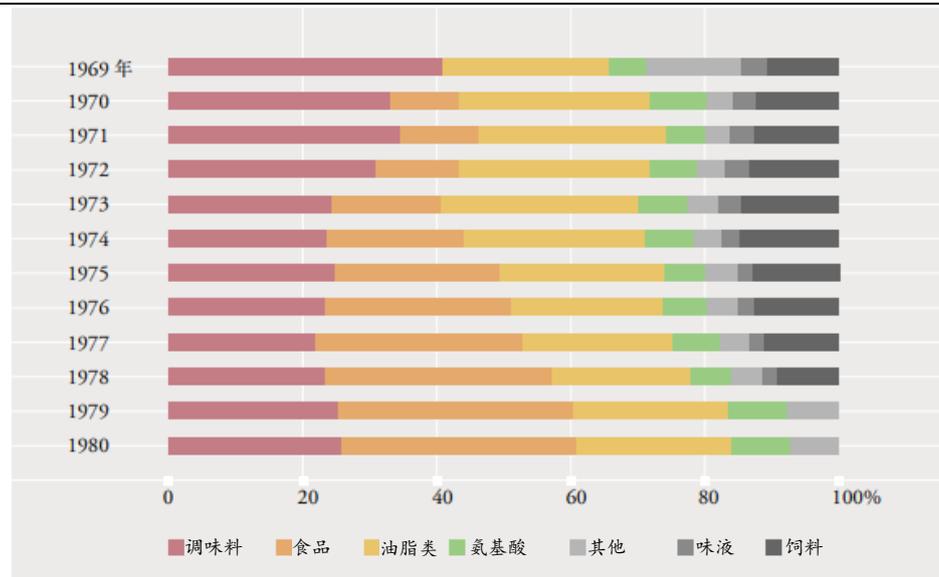
产业格局变化方面，1980 年代日本外食和中食的崛起带动调味料和速冻食品的 B 端需求快速扩大。但味之素前期在 B 端销售上并不占优，更注重在 C 端的发展。为扩大业务至 B 端，在产品线方面，味之素推出了即食沙拉、油炸食品、面类高汤等业务专用产品。在销售渠道方面，从对接传统的食品批发商转向大型超市和便利店，并为便利店提供 OEM 服务。

味之素还对经销商制度进行了大刀阔斧的改革。改革前，味之素采用的是日本业界普遍使用的“店格制度”，即在不同地区和品类间设立 4 级经销商（等级从高到低分为特约店、2 级注册店、3 级注册店和签约零售店）。店格制度的问题在于效率低下，并且难以统筹各个区域间的资源。经销商制度改革后，味之素总公司在全国施行统一的销售标准（仅速冻食品仍按温度带对区域进行划分），并将经销商简化为三级：特约店（直接从味之素进货），准特约店（从特约店进货）和注册零售店（超市和便利店等）。同时还简化了各层经销商间的定价流程。通过经销商制度的改革，味之素得以推行“提案式”销售模式，即通过与客户的交流和对业界的研究来主动为客户提供符合需求的产品，进一步稳固了味之素在 B 端的地位。

打破味精单一品类天花板

日本的人均味精消费量在 1970 年代步入成熟期，人均年消费量从 1969 年的 782 克降至 1980 年的 592 克。尽管味之素通过更新包装和加大营销力度等方式维持了其在味精行业的龙头地位，但调味料在味之素营业收入中的占比仍从 1969 年的 41% 下滑至 1980 年的 26%。面对味精市场规模的持续缩减，味之素积极调整业务，研发出包括复合调味料、速食汤、速冻食品等新品类。1970 年起步的食品工业业务占比在 1980 年成为味之素旗下最大的品类，营收占比达 35%。

图表 98：味之素分品类营业收入占比



资料来源：味之素、野村东方国际证券

1) 速食汤和速冻食品

1960 年代速冻食品在日本开始普及，味之素迅速抓住了市场机遇。首先在 1958 年收购了即将破产的日本酱油酿造社，设立名为日本食品工业社的全资子公司，并将日本食品工业社原有的日本牌速食汤更名为味之素 KK 牌，进军速冻食品行业。1963 年与美国 CPC International（彼时全球调味品龙头）建立合作关系，由 CPC 的子公司出资与日本食品工业社成立合资公司，开发出日本版的 Knorr Soup，销售额在 6 年间从 4.5 亿日元快速增长至 10.2 亿日元。1968 年味之素在日本速食法式清汤这一领域的市占率高达 80%。

图表 99：味之素 KK 牌法式清汤



资料来源：味之素、野村东方国际证券

图表 100：味之素 Knorr Soup®速食汤



资料来源：味之素、野村东方国际证券

此外，味之素在 1972 年推出了 KK 牌速冻食品，进军速冻食品行业。味之素的速冻食品品类比其他品牌丰富，主要包括可乐饼、煎饺、烧麦等家常副食，

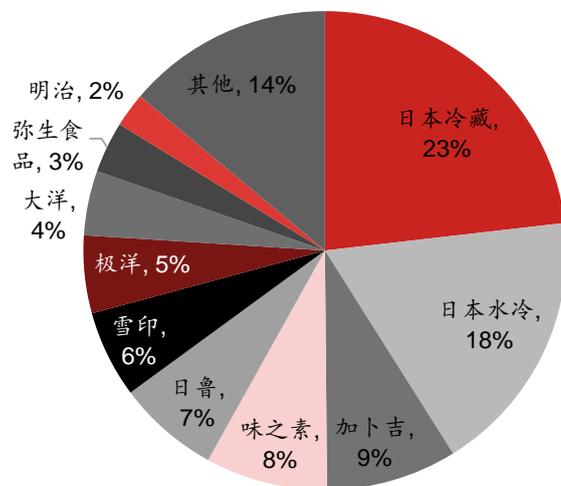
定价也比市场上的产品高出约 30%-50%，在消费者心中留下了高品质的形象。KK 牌速冻食品首先在东京首都圈发售，一年后就获得了 20% 的市场份额并进军全国市场。公司速冻食品销售额从 1975 年的 100 亿日元增长至 1980 年的 287 亿日元。味之素属于日本第二批进入速冻食品行业的企业，也是第二批里唯一目前还能跻身前五名的企业。

图表 101：味之素 KK 牌速冻食品



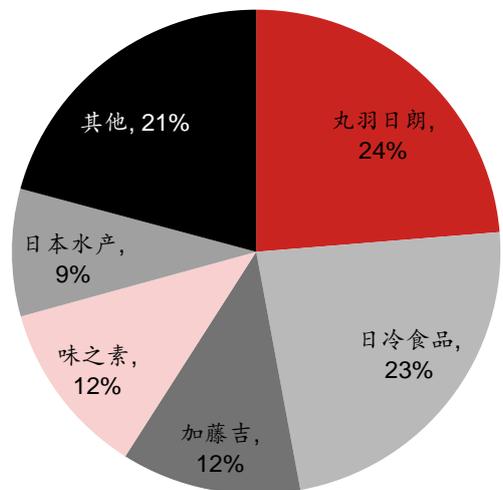
资料来源：味之素、野村东方国际证券

图表 102：1977 年日本速冻食品竞争格局



资料来源：日本速冻食品协会、野村东方国际证券

图表 103：2016 年日本速冻食品竞争格局



资料来源：日冷食品、野村东方国际证券

2) 复合调味料

味之素复合调味料方面的代表商品为 1970 年发售的ほんだし®(HonDashi) 鲣鱼风味高汤调味料和 1978 年发售的 Cook Do®中华风味调味料。HonDashi 调味料的工艺难点在于鲣鱼高汤的味道难以通过颗粒调味料再现。味之素独立开发的羽根式造粒法成功克服这一困难，发售后迅速超越其他已有产品，发售第二年就成为全市场销售额第一的产品，销售额在 1970-1975 年间从 6 亿日元急速扩张至 100 亿日元，并在 1981 年突破 300 亿日元。而 Cook Do 调味料作为“可以将中华餐厅的味道在家完美再现”的复合调味料对包装的要求较高，味之素从零研发出可以长时间保存的利乐杀菌技术。

图表 104: ほんだし®鲣鱼风味高汤调味料



资料来源: 味之素、野村东方国际证券

图表 105: Cook Do®复合调味料



资料来源: 味之素、野村东方国际证券

1980年代后期,随着日本家庭主妇人数的减少及女性就业率的提升,家庭烹饪的需求和时间下降,外卖(在外用餐)和中食(购买成品或半成品在家食用)需求大幅增加。味之素积极通过扩充产品线、改革业务端销售以及为大型超市和便利店提供OEM服务等方式维持了调味料和食品业务的增长。

3) 添加剂和药品业务

面对日本居民健康意识的不断加强,味之素运用其强大的销售网络和研发实力进军甜味素和药品行业,进一步拓宽了业务范围。甜味素方面,味之素早在1970年就从Searle & Co公司获得阿斯巴甜日本和亚洲独家使用和销售权,并由味之素负责阿斯巴甜的生产。1983年阿斯巴甜获得日本厚生劳动省食品添加剂许可后,味之素正式在日本国内开始销售Pal牌阿斯巴甜粉末,并随之推出了一系列阿斯巴甜代糖,例如面向减肥人群推出的Pal Sweet 1/60系列。

药品方面,1981年味之素推出了第一款独立开发的药品肠道营养剂“Elental®”,这同时也是日本第一款成分营养剂(包含蛋白质、碳水化合物、脂肪、维生素和矿物质这五大营养元素的肠道营养剂)。随后推出了多款以氨基酸研究为基础的药物,一举进军全球制药领域。1997年味之素还推出了Jino®系列化妆品。

图表 106: Pal Sweet®甜味剂



资料来源: 味之素、野村东方国际证券

图表 107: Elental®肠道营养剂

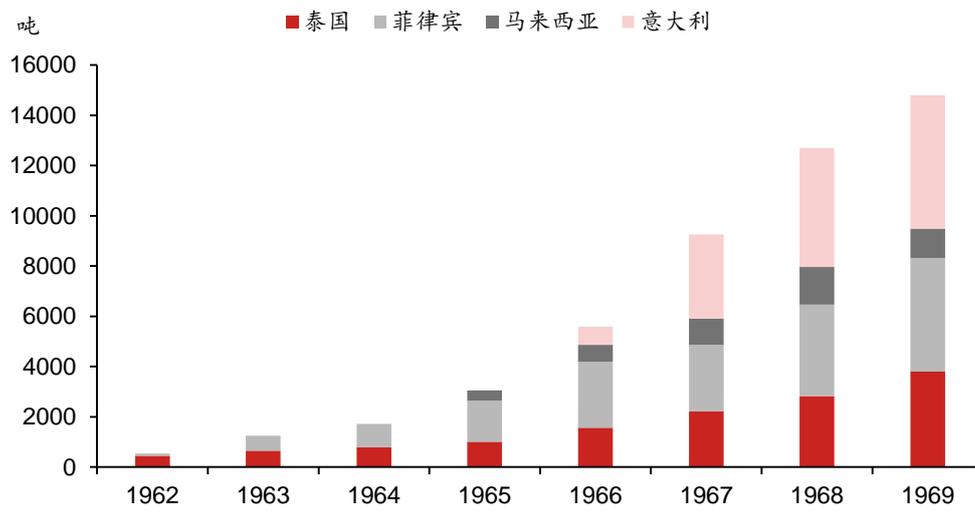


资料来源: 味之素、野村东方国际证券

■ 走出日本，推动业务全球化

在日本战后恢复期，工厂曾被征用作军需生产的味之素味精作为外汇的重要来源在 1947 年得以重新开始生产，味之素味精出口额从 1955 年的 3052 吨增长至 1969 年的 1.4 万吨，15 年间 CAGR 达 10.6%。味之素积极在海外建立当地子公司和工厂，多点开花：1956 年设立纽约子公司、巴西子公司和包装工厂；1961 年在西德设立分公司、泰国工厂开始运营；1963 年菲律宾工厂实现发酵成功；1965 年马来西亚工厂开始投产；1966 年在意大利建厂。

图表 108：味之素海外工厂味精产量

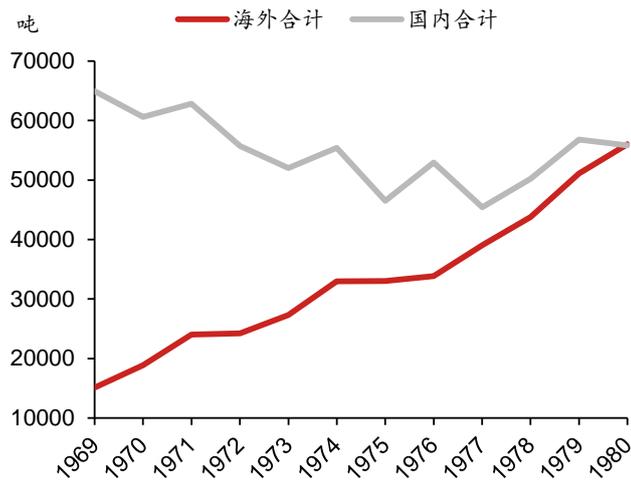


资料来源：味之素、野村东方国际证券

1970 年代受到石油危机和日元升值冲击，日本国内味精生产成本高企，出口竞争力大幅下降。味之素味精出口量从 1969 年的 1.4 万吨大幅下挫至 1978 年的 8,037 吨。为应对味精出口下滑的颓势，味之素采取了两项战略：(1) 将味精出口转向海外当地生产；(2) 将出口重心从味精产品转向附加值高的氨基酸类产品。

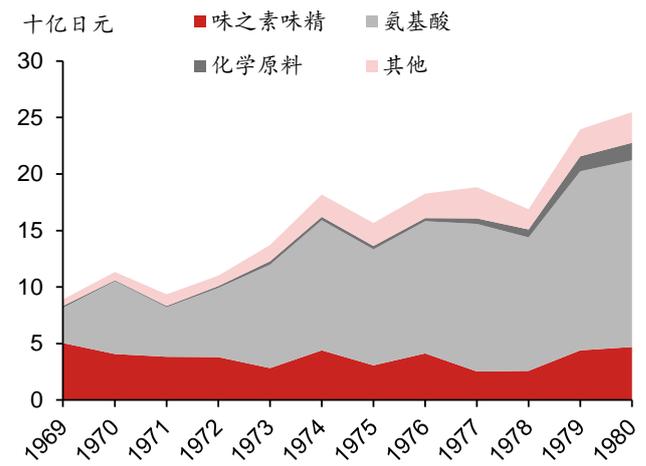
这两项战略均大获成效。具体来看，海外味精产量从 1969 年的 1.5 万吨跃升至 1980 年的 5.6 万吨，而同期国内产量则从 6.2 万吨小幅减少至 5.6 万吨。而氨基酸类产品（主要为医药品用氨基酸，也包括饲料用赖氨酸）出口额从 1969 年的 31.2 亿日元攀升至 165.4 亿元，同期出口额占比从 35.1% 大幅上升至 69.1%。进入 1980 年代，味之素加快在海外建厂的步伐，1979 年海外子公司合计员工仅有 3898 人，1996 年则达到了 10985 人；海外主要工厂的味之素味精产量也从 1985 年的 8.3 万吨大幅扩张至 1996 年的 22.4 万吨。

图表 109: 海外和日本国内味精产量



资料来源: 味之素、野村东方国际证券

图表 110: 味之素主要产品出口额



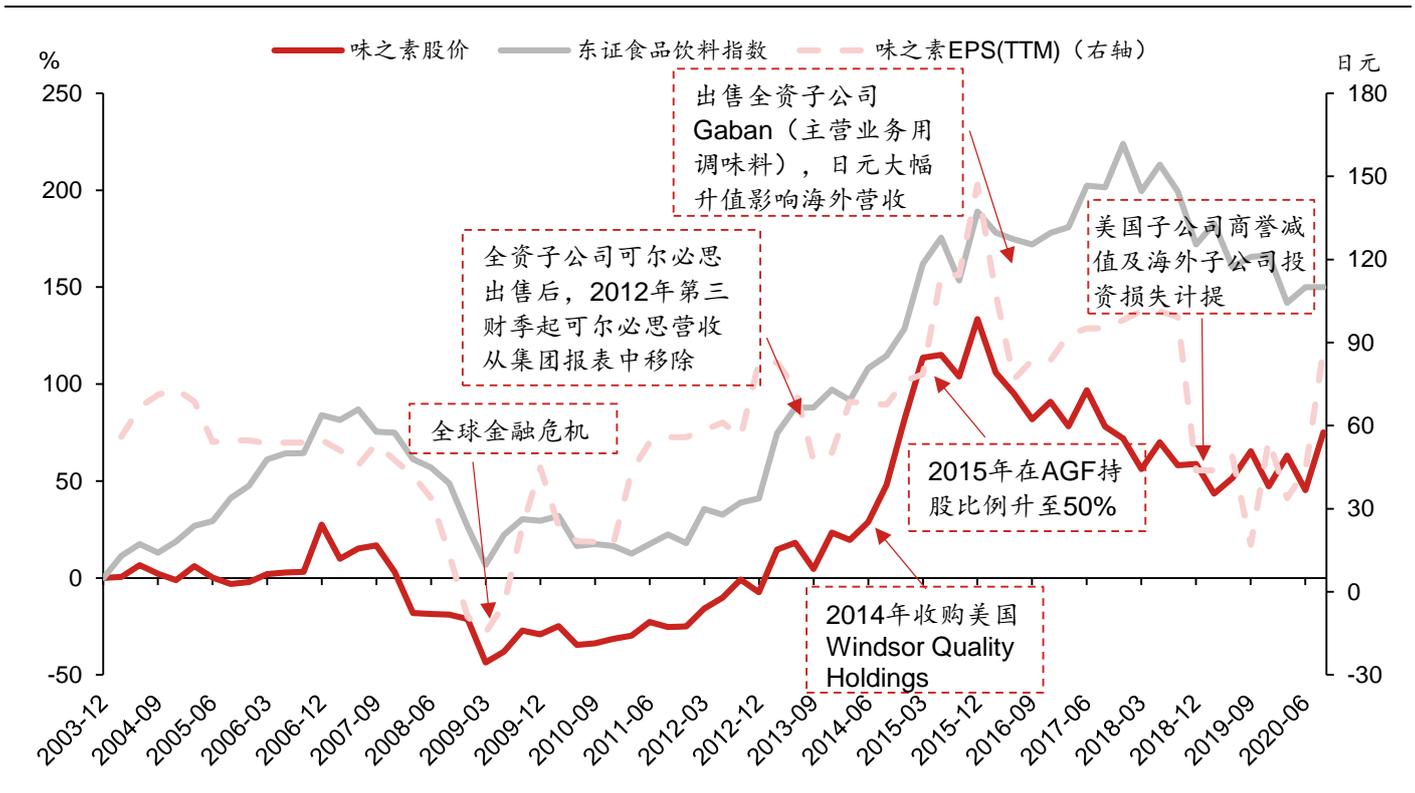
资料来源: 味之素、野村东方国际证券

然而, 尽管味之素的味精品牌和业务用氨基酸品类均实现了成功“出海”, 但速冻食品的海外市场拓展在 21 世纪前却遭受了较大阻力。味之素曾尝试进入澳大利亚、新加坡、马来西亚、台湾和韩国市场, 但均以失败告终。相比之下, 美国是味之素唯一实现速冻食品渗透的国家。1977 年烧麦、煎饺和炸虾饼等产品开始对美出口, 2000 年实现在美生产。

步入 21 世纪, 随着日本饮食在欧美国家的兴起, 味之素加速在海外速冻食品行业的收购并购, 提高其在海外市场的市占率。2014 年 4 月味之素收购美国亚洲风味速冻食品市场占有率第一 (29.0%) 的 Windsor Quality Holdings, 收购后公司在该细分行业的市场份额从 7.1% 提升至 36%。味之素还与荷兰 Jawo 公司成立合资公司 (2014 年), 收购法国 Labeyrie 公司 (2017 年), 一举进军欧洲市场。2015-2018 财年 (此处为排除新冠疫情影响选取 2018 财年数据) 期间, 海外速冻食品销售额从 1055 亿日元增长至 1153 亿日元, 增幅达 9.3%。

2010 年以来集团业务调整频繁, 拖累 EPS 和股价表现。2003 年至 2020 年三季度末, 味之素股价累计上涨约 75%, 持续跑输东证食品饮料指数。我们认为这主要是由于其集团业务复杂, 出售子公司和业务重整等事件较为频繁, 对其营收和净利润影响较大。2010-2019 财年, 味之素营业收入平均增速仅为 -4%, 低于同期东证食品饮料指数营收平均增速 (2.1%); 净利润平均增速为 4.6%, 同样低于行业指数 (9.8%)。

图表 111：味之素股价和 EPS 表现



资料来源：Bloomberg、野村东方国际证券

未来趋势：品类延伸，全渠道拓展

消费升级促使调味品需求高端化、复合化

结合宏观经济指标，中国 2019 年人均 GDP 约 10262 美元，处于日本 1981 年-1984 年水平；同时 2018 年中国城镇恩格尔系数 27.6%，农村约 30%，接近日本 1978-1984 年水平。从社会人口结构来看，中国女性工作比例高于日本当前比例，婚育年限与日本 1970 年类似，户均人口数逼近日本 1990 年水平，老龄化比例和出生率目前相当于日本 1988-1991 年水平。从行业消费角度看，随着中国人均可支配收入的提升，消费者对健康营养方面越来越关注，对价格敏感程度有所下降，中国调味品消费升级趋势已初步明显，类似日本 1980-90 年代。

同时由于部分指标（女性就业率）领先日本同期，越来越少的人有时间烹饪较为复杂的传统菜肴，饮食简便化需求或更加旺盛。围绕着独居人口的消费场景，“一人食”渐成趋势，这在速冻食品行业也有所体现，这些都对中国复合调味品行业的发展产生更大的拉动力。

图表 112：中日时点对比

	宏观经济			行业背景			
	人均 GDP	恩格尔系数	城市化率				
日本	1950-1965年	131 - 920 美元 CAGR = 13.9%	57.4% - 38.1%	56.1% - 67.9%	二战后日本调味品行业迅速复苏		
	1965-1975年	920 - 4659 美元 CAGR = 17.6%	38.1% - 32.0%	67.9% - 75.9%	调味品家庭年消费金额 CAGR 8.3%，单一调味品金额占比从 61% 下降至 49%，西式和日式复合调味品占比从 39% 上升至 51%		
	1975-2000年	4659 - 38532 美元 CAGR = 8.8%	32.0% - 23.3%	75.9% - 78.7%	调味品家庭年消费金额 CAGR 1.2%，单一调味品金额占比从 49% 下降至 26%，西式和日式复合调味品占比从 39% 上升至 74%		
	2000-2019年	38532 - 40247 美元 CAGR = 0.2%	23.3% - 25.8%	78.7% - 91.6%	调味品家庭年消费金额 CAGR 0.4%，单一调味品金额占比从 26% 下降至 16%，西式和日式复合调味品占比从 74% 上升至 84%		
中国	2019	10262 美元	城镇 27.6% 农村 30%	61%	调味品消费升级趋势已初步显现，复合型调味品处于前期导入期		
	对应日本时间	1981-1984年	1978-1984年	1960年	1980年左右		
社会结构							
	女性就业率	男性初婚年龄	女性初婚年龄	户均人口	65岁以上人口占比	出生率	
日本	1950-1965年	-	-	-	4.5% - 6.2%		
	1965-1975年	50% - 45%	-	-	6.2% - 7.7%	18.7‰ - 17.0‰	
	1975-2000年	45% - 47.4%	26 - 28 岁	24 - 26 岁	3.5 - 3.0 人	7.7% - 17.0%	17.0‰ - 9.4‰
	2000-2019年	47.4% - 52.2%	28 - 31.1 岁	26 - 29.4 岁	3.0 - 2.4 人	17.0% - 27.6%	9.4‰ - 7.4‰
中国	2019年	70%	25.9 岁	23.9 岁	3.1 人	12.6%	10.5‰
	对应日本时间		1970年	1970年	1990年	1991年	1988年

资料来源：野村东方国际证券

上世纪 80 年代开始日本调味品高端化、复合化趋势明显，日本调味品企业龙头纷纷推出高附加值产品，例如推出减盐、有机产品及复合调味品。1975-2000 年日本单一调味品消费金额占比从 49% 下降至 26%，而西式及日式复合调味品消费金额占比则从 39% 迅速上升至 74%。

对比目前的中国，以酱油为例，行业已初现高端化、品质化、健康化趋势。按照中国酱油行业标准，酱油根据含氮量可以分为四个级别（特级、一级、二级、三级），目前中国市场的特级酱油占比达到 42%，但同时仍存在 43% 的三级酱油，

请务必阅读报告正文后各项声明

预示酱油行业仍存在较大的升级空间。

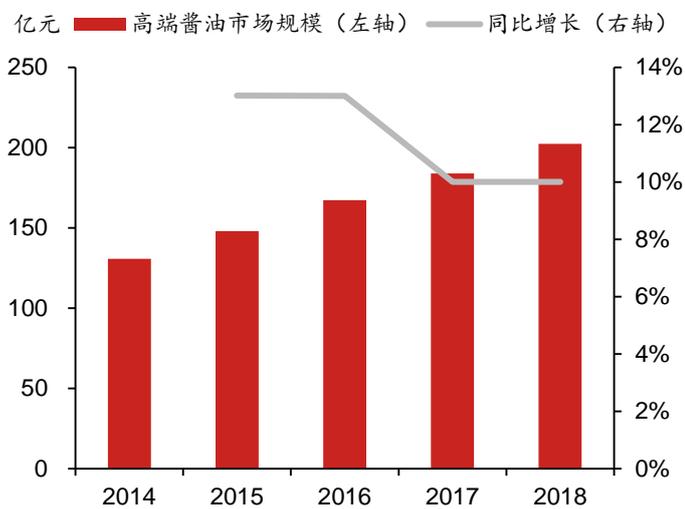
图表 113：中国酱油分级标准及市场份额

酱油级别	氨基酸态氮的含量	市场占比
特级	≥0.8g/100ml	42%
一级	≥0.7g/100ml	12%
二级	≥0.55g/100ml	3%
三级	≥0.4g/100ml	43%

资料来源：公开资料，野村东方国际证券

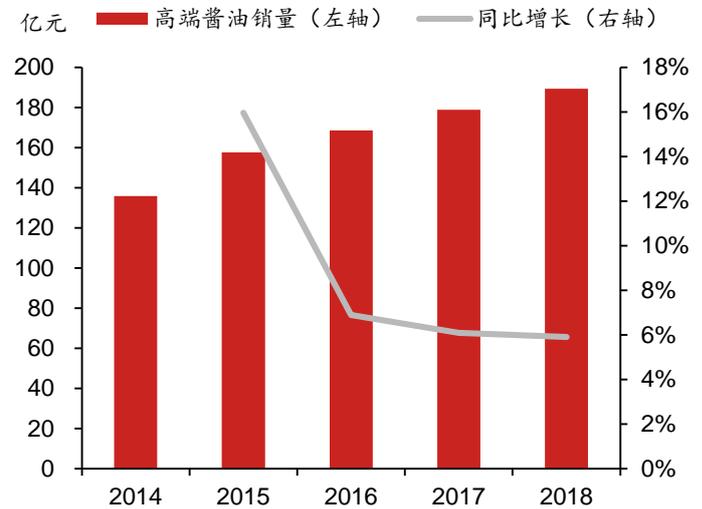
12 元以上的 500ml 酱油一般被认作高端酱油。2018 年中国高端酱油市场规模达到 202 亿元，预计 2025 年规模可达 360 亿元左右。近年来中国高端酱油销量保持增长，2018 年中国高端酱油市场销量达 189.3 万吨，同比增长 5.9%。除高端酱油外，优秀调味品龙头企业为迎合消费者更加注重健康的需求，也推出了零添加酱油及减盐酱油。

图表 114：中国高端酱油市场规模及增速



资料来源：公开资料，野村东方国际证券

图表 115：中国高端酱油销量及增速



资料来源：公开资料，野村东方国际证券

图表 116：优秀调味品龙头企业目前推出的部分高端酱油

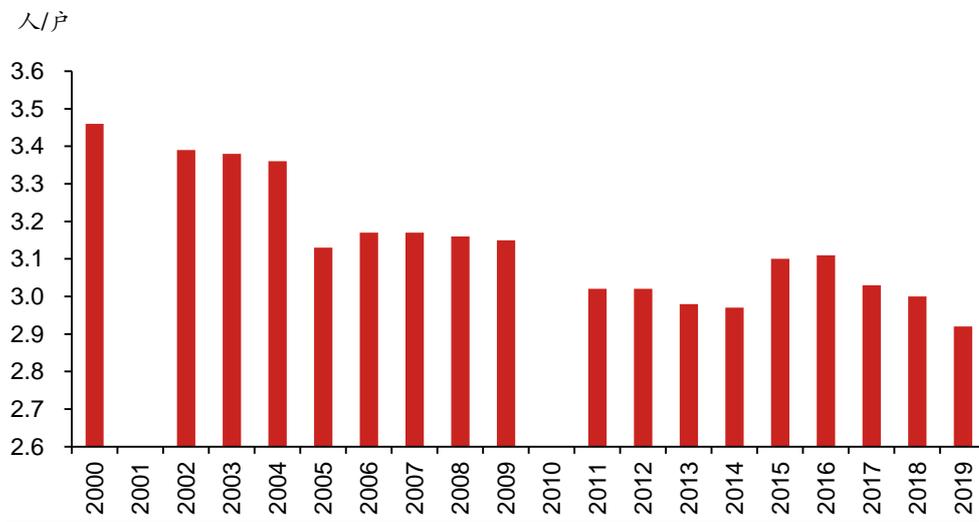
品牌	产品	氨基酸态氮	单瓶价格 (元)	每 500ml 单价
千禾	有机酱油 500ml 无添加特级生抽	大于或等于 1.2g/100ml	49.8/500ml	49.8
	御藏零添加 380 天特级生抽酱油 500ml	大于或等于 1.2g/100ml	29.8/500ml	29.8
	御藏零添加 180 天生抽酱油 500ml	大于或等于 1.1g/100ml	16.8/500ml	16.8
欣和	六月鲜特级酱油 500ml 减盐生抽	大于或等于 1.2g/100ml	12.8/500ml	12.8
	天然有机酱油 500ml 生抽	大于或等于 0.9g/100ml	35.8/500ml	35.8
海天	即简裸酱油 460ml	大于或等于 1.0g/100ml	39.8/460ml	43.3
	零添加头道酱油调味品 480ml	大于或等于 1.0g/100ml	20.0/480ml	20.8
	有机酱油 480ml 酿造酱油生抽	大于或等于 0.9g/100ml	39.9/460ml	43.4
厨邦	零添加纯酿酱油 500ml	大于或等于 0.8g/100ml	20.0/500ml	20
李锦记	0 添加有机醇味鲜 500ml	大于或等于 0.8g/100ml	34.5/500ml	34.5

资料来源：天猫，野村东方国际证券

参照日本调味品行业发展路径，伴随着女性工作率提升、家庭主妇数量变少、家庭规模缩小及老龄化问题突出等情况，调味品行业朝复合化方向发展。中国家庭规模小型化趋势明显，平均家庭规模从 2000 年的 3.46 人/户降低至 2019 年的

2.92 人/户。叠加生活节奏加快、居家烹饪时间有限、且受制于烹饪水平，消费者挑选调味品时多考虑口味、烹饪便捷性等。复合调味品的出现极大提升了消费者烹饪效率，缩短了烹饪时间，未来将成为重要趋势。

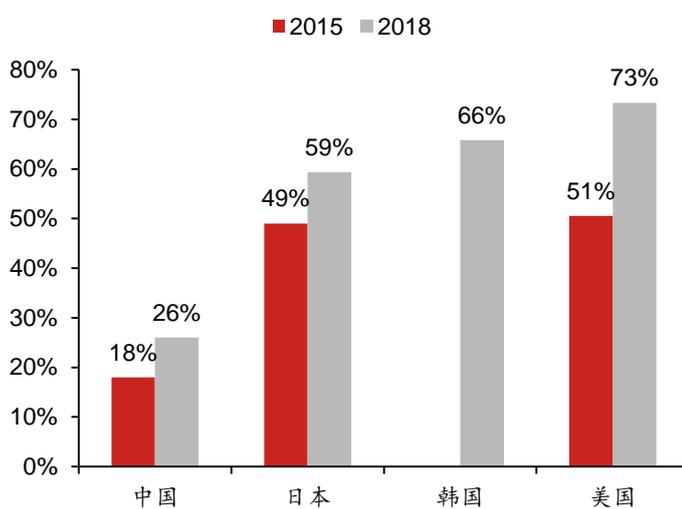
图表 117：中国家庭规模小型化趋势明显



资料来源：Wind、野村东方国际证券

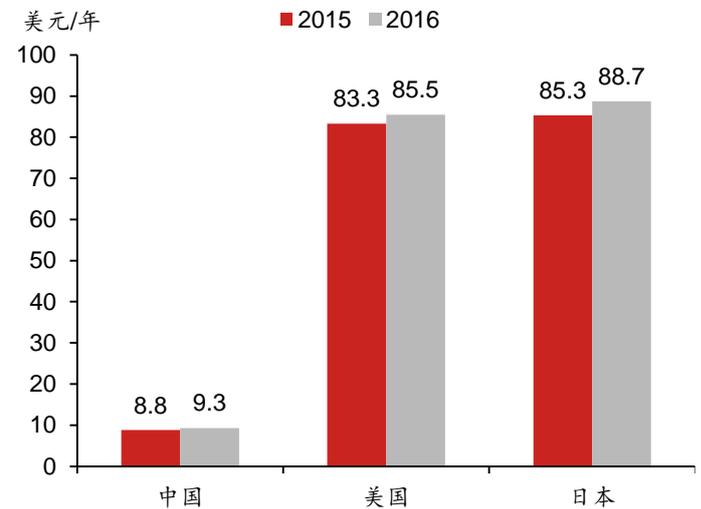
从人均支出来看，2016 年中国人均年复合调味料开支为 9.3 美元，仅为同期美国和日本水平的 10-11%。虽然中国复合调味品渗透率由 2015 年的 18.2% 提升至 2018 年的 26%，但对标韩国、日本、美国的 59.3%、65.8%、73.4%，以及对标中国其他调味品类（例如酱醋类、鸡精等）的消费规模，复合调味品还有很大增长空间。

图表 118：国际复合调味品渗透率对比



资料来源：Frost&Sullivan，野村东方国际证券

图表 119：国际复合调味品人均年度开支对比



资料来源：Frost&Sullivan，野村东方国际证券

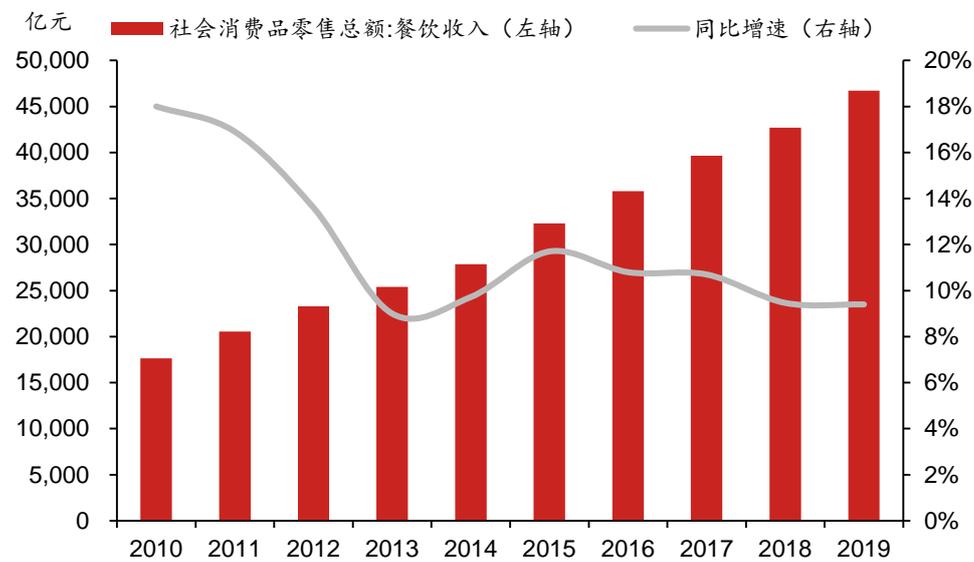
餐饮、零售渠道双轮驱动行业成长

80年代后，龟甲万和味之素在面对日本调味品行业家庭端需求疲弱的环境下，通过推出适合餐饮渠道的产品并调整销售渠道，积极开拓餐饮及食品加工业务。目前中国人口结构与经济社会背景与80年代的日本相似，此外根据贝恩公司数据，中国外出就餐比例已从2010年的25.2%提升至2016年的32.5%（日本外出就餐比率从1980年的33.4%提升至1990年的41.2%），也与日本80年代接近。中国调味品企业正在积极谋求多渠道共同发展，我们认为未来调味品行业将由餐饮及零售渠道双轮驱动。

餐饮渠道：在外用餐频次提升、餐饮连锁化及外卖行业快速发展共同推动调味品餐饮端需求增长。

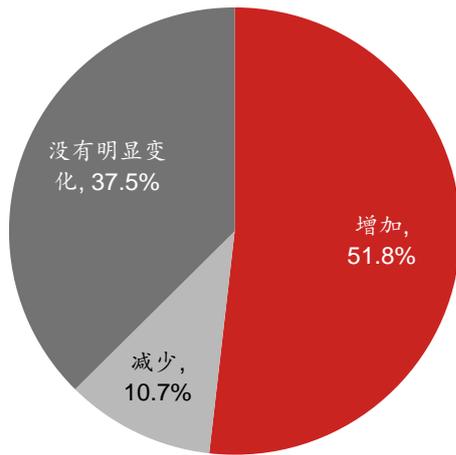
现代社会生活节奏加快拉动在外就餐需求快速增长，2019年中国餐饮规模达到4.7万亿元，同比增长9.4%。根据公开市场调查，中国51.8%的消费者近一年外出就餐频次增加，有48.2%的消费者每周外出就餐3-4次以上，80、90后为主的新中产每周外出用餐3次以上的比例约60%。此外由于城镇餐馆种类丰富，城市居民外出就餐频率是农村居民的1.7倍，未来随着城市化率的提升（我们预计每年约1%的年复合增速增长），在外就餐比例有望进一步提升。并且由于一般在外就餐每公斤消耗的调味品量约是家庭烹饪的1.6倍，外出就餐频次提升将有效拉动调味品餐饮端的成长。

图表 120：中国餐饮市场保持高景气度



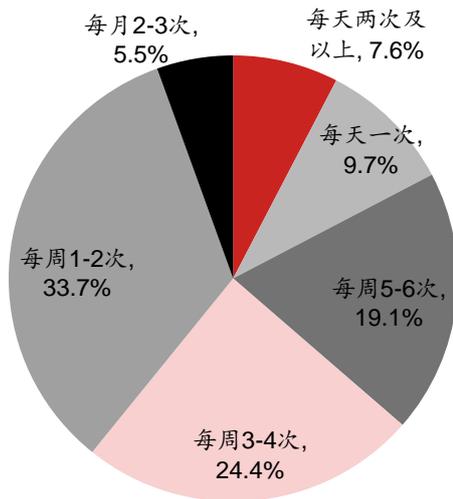
资料来源：国家统计局，野村东方国际证券

图表 121: 中国 52% 的消费者近一年外出就餐频次增加



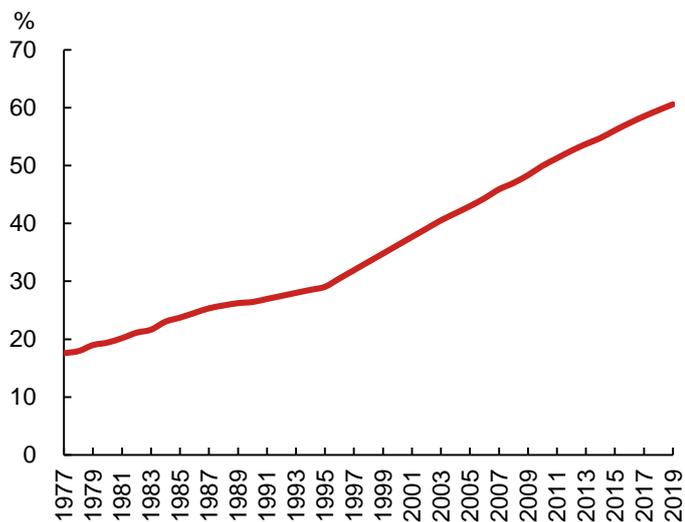
资料来源: 公开资料, 野村东方国际证券

图表 122: 新中产每周外出用餐 3 次以上的比例约 60%



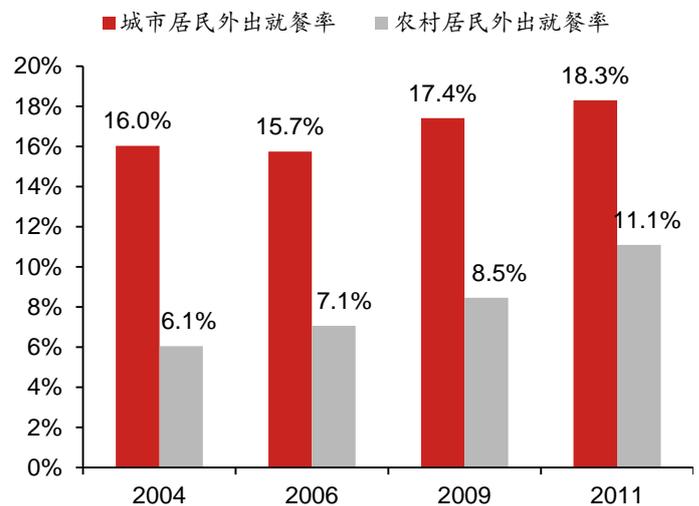
资料来源: 公开资料, 野村东方国际证券

图表 123: 改革开放以来中国城镇化率不断提升



资料来源: 国家统计局, 野村东方国际证券

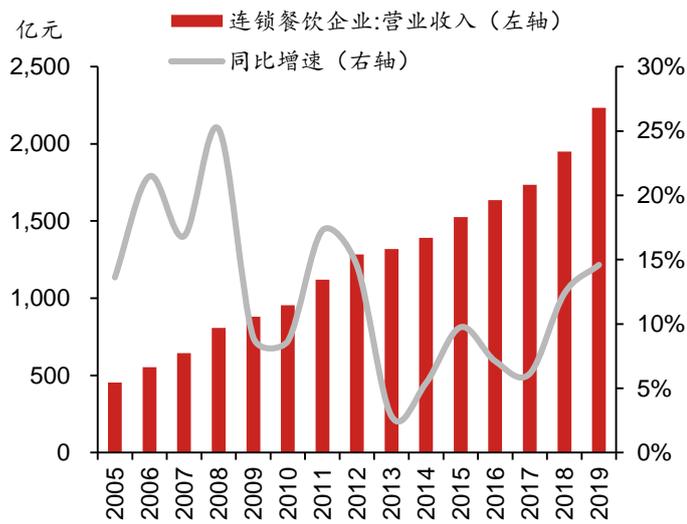
图表 124: 城市居民外出就餐频率是农村居民的 1.7 倍



资料来源: 中国人民大学农业经济与农村发展学院, 野村东方国际证券

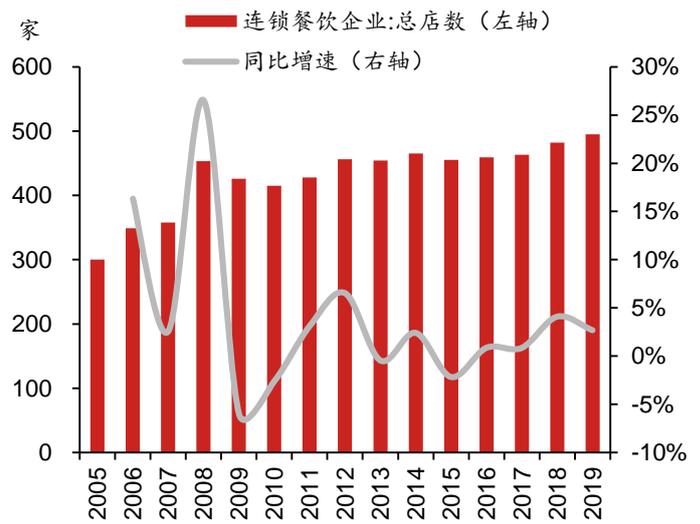
餐饮企业的连锁化率提升也有效地拉升了调味品餐饮端需求量。2019 年中国限额以上连锁餐饮企业(年营业额达 200 万元以上)合计营收达 2234.5 亿元, 同比增长 14.6%, 自 2013 年以来保持强劲发展态势; 限额以上的连锁企业总数达 495 家, 同比提升 3%。但与美国相比, 中国的餐饮连锁化率仍然较低, 以店铺数量计算, 2019 年中国餐饮业连锁化率占比为 10.3%, 而美国餐饮业连锁化率为 54.3%, 高出中国约 44pp, 显示中国提升空间巨大。而连锁餐饮由于对口味统一性、操作标准化以及烹饪效率的需要, 将有效拉动调味品, 尤其是复合调味品的需求。

图表 125: 中国限额以上连锁餐饮企业合计营业收入



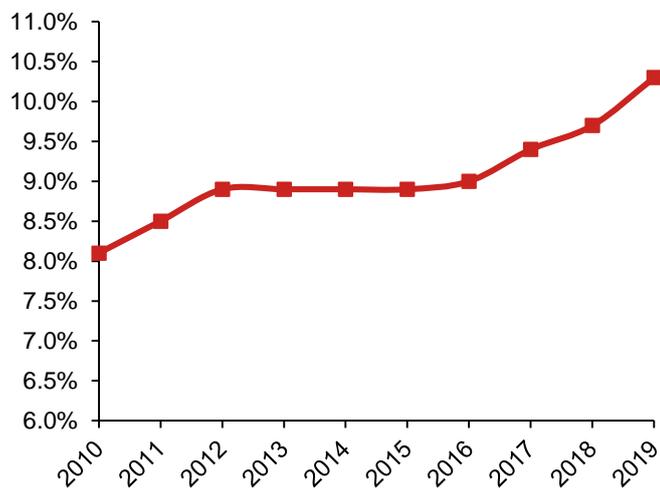
资料来源: 国家统计局, 野村东方国际证券

图表 126: 中国限额以上连锁餐饮企业达 495 家



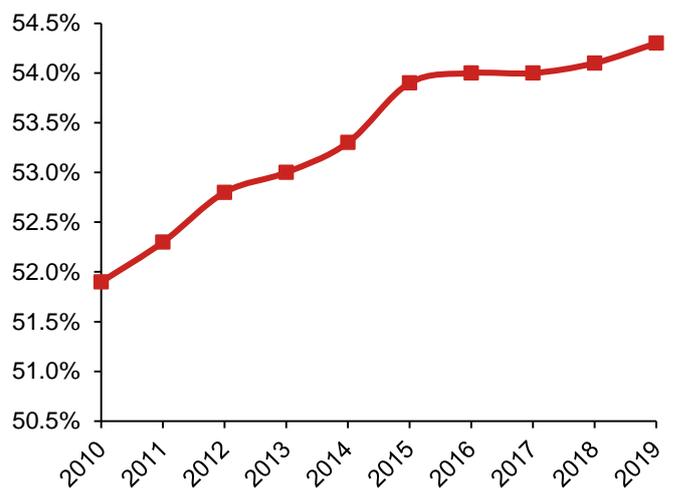
资料来源: 公开资料, 野村东方国际证券

图表 127: 2019 年中国餐饮连锁化率仅为 10%



资料来源: 野村东方国际证券

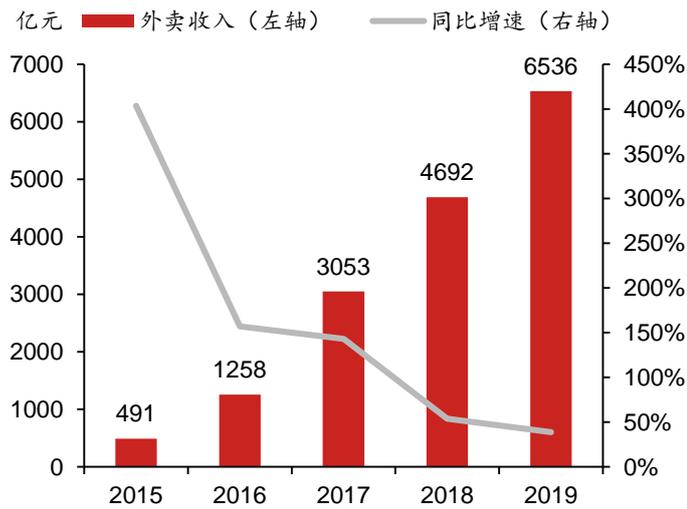
图表 128: 2019 年美国餐饮连锁化率 54%



资料来源: 野村东方国际证券

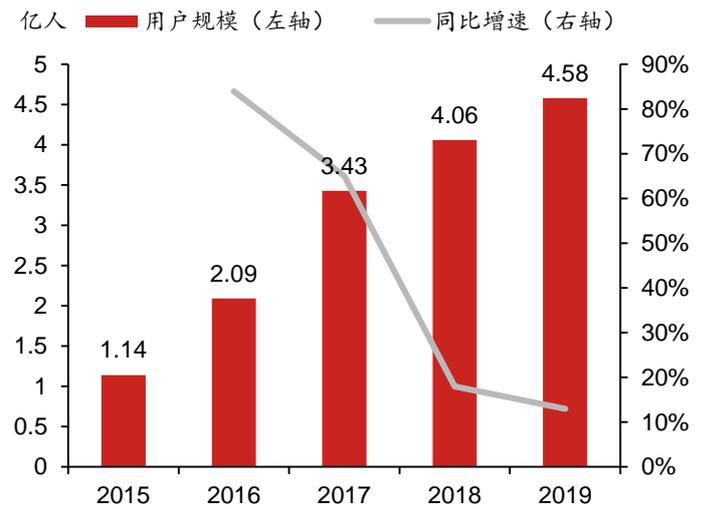
城市化带来的人口聚集同时也带动了中外卖行业的爆发式增长。根据美团研究院发布的《2019 年及 2020 年上半年中国外卖产业发展报告》，2019 年中国餐饮外卖产业规模达 6536 亿元，同比增长 39.3%，2015-2019 年 CAGR 达 90%；外卖消费者规模达 4.6 亿人，同比增长 13%。外卖市场规模的快速扩大同样加快了快餐企业对调味品的需求。

图表 129: 2015-2019 年中国外卖产业规模情况



资料来源: 美团研究院, 野村东方国际证券

图表 130: 2015-2019 年中国外卖用户规模情况

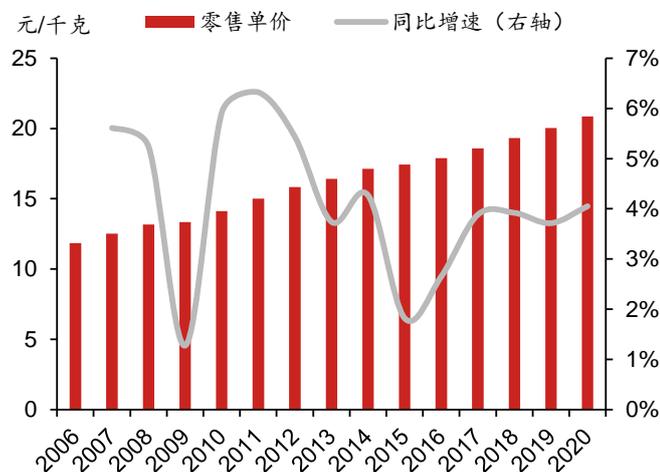


资料来源: 美团研究院, 野村东方国际证券

调味品零售市场量价齐升, 电商成为新兴渠道。零售家庭渠道相对餐饮渠道粘性较弱, 企业竞争也更加激烈, 消费者挑选调味品时多考虑口味、购买便捷性、折扣促销等, 但同时也更愿意支付品牌溢价。

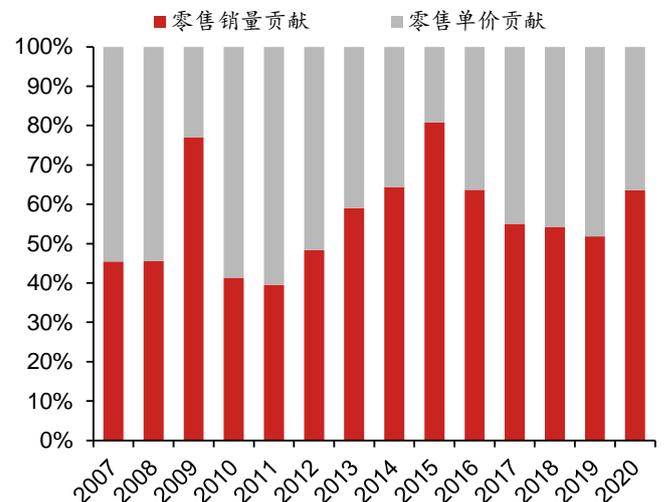
受益于企业产品结构升级、高端产品占比提升, 2006 年至 2020 年期间调味品零售单价由 11.8 元/千克提升至 20.9 元/千克, 期间 CAGR 约为 4.1%; 调味品零售量由 342.9 万吨扩大至 695.3 万吨, CAGR 约为 5.2%。

图表 131: 中国调味品行业零售单价稳定上升



资料来源: 欧睿国际, 野村东方国际证券

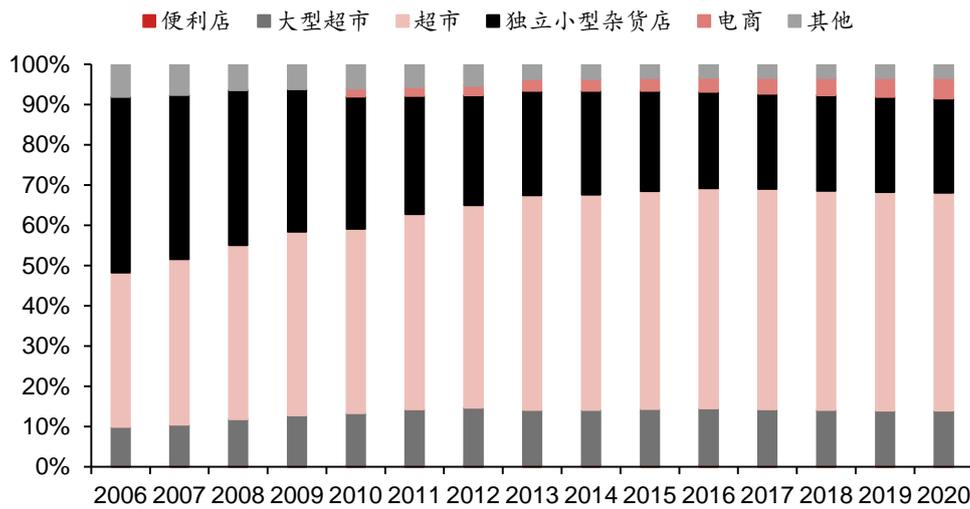
图表 132: 中国调味品零售市场呈现量价齐升趋势



资料来源: 欧睿国际, 野村东方国际证券

调味品零售渠道主要分为三大类: 1) 以大型商超、超市、便利店为代表的现代渠道; 2) 以传统小型杂货店为代表的传统渠道; 3) 电商。目前以超市等现代渠道为主, 2006 年-2020 年期间占比由 49% 扩大至 68%; 传统渠道占比由 52% 缩减至 27%。虽然目前调味品电商销售额仅占全部销售额的 5%, 但是近年来增长较快, 尤其在新冠肺炎疫情之下, 网上下单快递送货上门成为了主流。美团发布的《2020 年春节宅经济大数据》显示, 春节期间, 酱油醋、十三香等调味品的销量增长了 8 倍多。并且近年来直播、短视频等社交媒体平台的兴起也进一步加速推动了调味品线上化的进程。线上销售的数据也有助于调味品企业对客户消费行为及需求进一步分析, 推动产品的创新。

图表 133: 调味品零售市场以现代渠道为主



资料来源: 欧睿国际, 野村东方国际证券

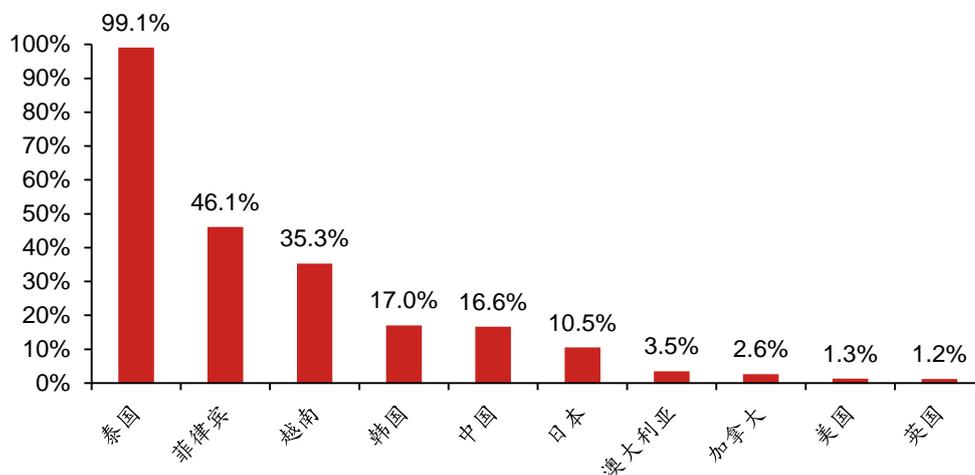
看好产品升级、品类扩展和全渠道布局的优质龙头

中国调味品龙头海天目前以酱油、蚝油、调味酱为三大核心品类, 各家公司最近几年也在积极实施并购收购, 业务延伸至料酒、食醋及复合调味品品类。例如, 涪陵榨菜以榨菜为核心, 逐渐扩展并实现了其他酱腌菜的全覆盖, 同时逐步向辣椒酱和复合调味品其它赛道延伸。

这些与日本龟甲万和味之素前期发展路径相似。若站在更长期的角度大胆设想, 中国调味品企业未来也可将业务延伸至速冻食品、饮料等其他领域。

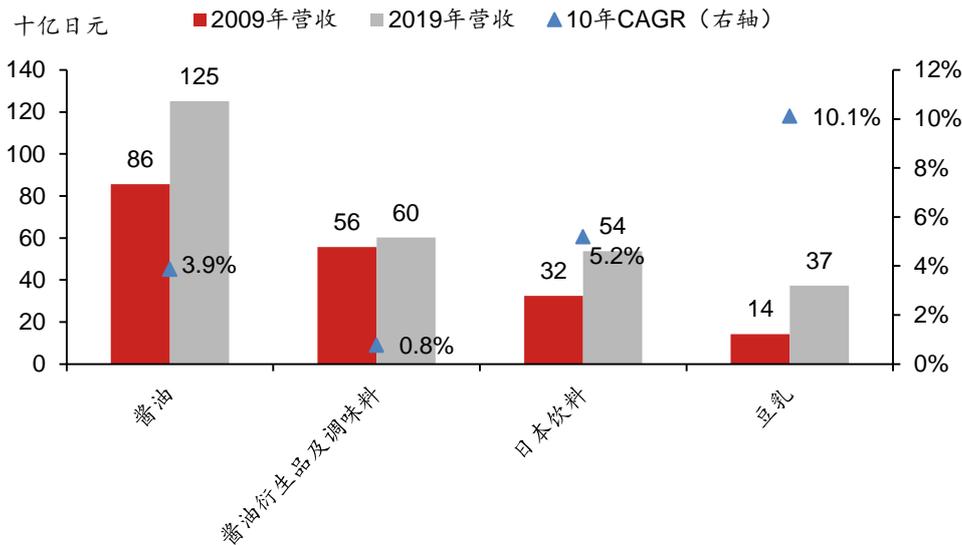
例如, 龟甲万 2004 年通过投资豆奶生产商 Kibun Food 进军豆乳行业, 2018 年其豆乳市占率高达 52.9%。日本豆浆饮品消费量仅占牛奶饮品消费量的 10.5%, 比例低于其他亚洲国家 (越南 35.3%, 韩国 17%, 中国 16.6%), 龟甲万正是看中豆乳在日本的发展前景, 才选择了布局豆乳这项业务。目前日本饮料已成为龟甲万众多业务中近十年收入 CAGR 最高的品类 (5.2%), 而其中饮料 70% 的收入都来自豆乳品类的贡献, 豆乳近十年收入 CAGR 达 10.1%。

图表 134: 日本豆浆饮品消费量占牛奶饮品消费量比例较低



资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

图表 135: 龟甲万近十年收入增速较高的业务板块

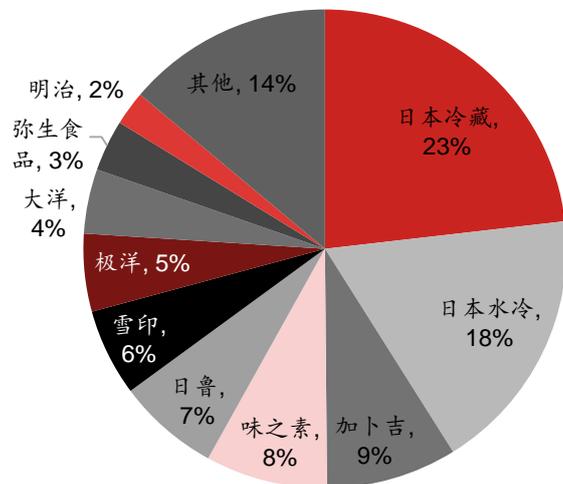


注：豆乳占日本饮料收入的70%。酱油收入为日本+海外合计。

资料来源：龟甲万，野村东方国际证券

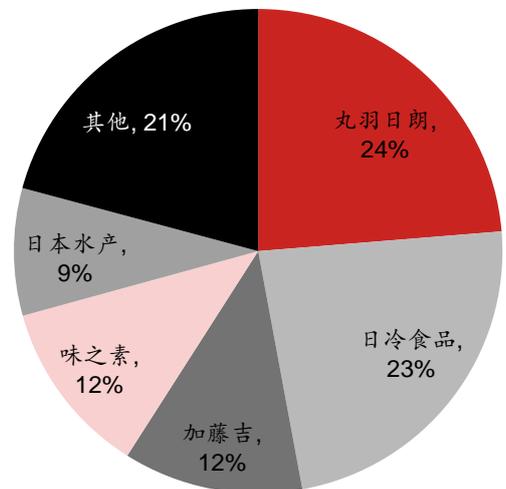
参考味之素抓住上世纪60年代速冻食品在日本开始普及的机遇，迅速推出速食汤和速冻食品。事实上，味之素属于日本第二批进入速冻食品行业的企业（同批还包括雪印食品、味之素、加卜吉、旭化成工业、日东食品等），但却是第二批里目前唯一还能跻身前五名的企业，成功的背后离不开公司的雄厚的研发实力和自身渠道优势。

图表 136: 1977 年日本速冻食品竞争格局



资料来源：日本速冻食品协会，野村东方国际证券

图表 137: 2016 年日本速冻食品竞争格局



资料来源：日冷食品，野村东方国际证券

我们在速冻食品行业深度报告里（《产品和渠道拓展推动行业增长》，2020年1月14日）预计，未来5年中国速冻食品市场将保持两位数左右的增长。我们认为速冻食品和调味料业务有一定的协同性，均能满足消费者便捷化需求及餐饮端标准化需求。未来调味品企业或可将业务延伸至速冻食品，抓住目前中国速冻行业高成长赛道。

投资建议：

我们认为中国调味品行业未来销量仍有增长空间，消费升级的拉动力更大，看好产品升级、品类扩展和全渠道布局的优质龙头公司。首次覆盖中国调味品行

业，给予海天味业、中炬高新和天味食品“增持”评级，给予恒顺醋业“中性”评级。具体推荐理由如下：

- 1) 海天味业是稳健快速增长的龙头公司，预计 2021 年营业收入为 265 亿元，归母净利润为 76 亿元，EPS 为 2.33 元，给予 2021 年 100 倍目标估值，对应目标价 233.00 元，给予“增持”评级；
- 2) 中炬高新在体制民营化后经营能力有望提升，预计 2021 年营业收入为 62 亿元，归母净利润为 11 亿元，EPS 为 1.35 元，给予 2021 年 60 倍目标估值，对应目标价 81.00 元，给予“增持”评级；
- 3) 天味食品为复合调味品龙头公司，预计 2021 年营业收入为 35 亿元，归母净利润为 6.5 亿元，EPS 为 1.03 元，给予 2021 年 80 倍目标估值，对应目标价 82.40 元，给予“增持”评级。
- 4) 恒顺醋业的管理效率有待提升，期待体制改革为公司注入活力，预计 2021 年营业收入为 23 亿元，归母净利润为 4.0 亿元，EPS 为 0.39 元，给予 2021 年 60 倍目标估值，对应目标价 23.40 元，给予“中性”评级。

图表 138：调味品行业估值表

公司	代码	股价 (当地货币)	市值 (亿元)	P/E			P/B			ROE			EPS CAGR 2020-2022E
				2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
海天味业*	603288.SH	195.43	6333	98.1	82.7	69.2	13.7	11.7	10.0	32.3%	32.1%	32.2%	12.3%
中炬高新*	600872.SH	62.95	501	60.2	48.1	39.2	10.5	9.1	7.9	18.9%	20.3%	21.3%	15.2%
恒顺醋业*	600305.SH	23.30	234	66.9	56.9	48.4	5.1	4.6	4.1	13.9%	15.1%	16.3%	10.6%
天味食品*	603317.SH	69.38	437	97.6	67.7	47.7	9.7	8.4	7.3	21.2%	25.7%	26.7%	27.2%
涪陵榨菜	002507.SZ	40.68	321	42.8	36.8	31.4	9.3	7.7	6.4	21.8%	21.1%	29.8%	10.8%
千禾味业	603027.SH	37.74	251	83.9	63.7	49.7	12.6	10.7	9.0	15.4%	17.5%	19.0%	19.0%
日辰股份	603755.SH	77.21	76	79.2	59.9	46.8	11.4	9.8	8.2	14.7%	16.7%	18.2%	19.2%
颐海国际	1579.HK	112.10	1174	99.7	71.1	52.1	33.1	24.4	18.3	32.5%	33.9%	45.2%	24.1%
平均值				78.6	60.9	48.1	13.2	10.8	8.9	21.3%	22.8%	26.1%	17.3%
龟甲万	2801 JT Equity	6800.00	832	47.8	43.7	40.7	4.5	4.2	3.9	9.6%	9.9%	9.7%	5.6%
味之素	2802 JT Equity	2218.50	769	48.1	29.5	23.8	2.0	2.2	2.1	4.1%	7.5%	8.5%	17.0%
味好美 McCormick	MKC US Equity	92.98	1622	32.6	33.1	32.3	7.4	6.7	5.4	20.3%	18.6%	16.9%	0.2%
亨氏 Kraft Heinz	KHC US Equity	34.80	2783	12.4	13.7	13.3	0.9	0.8	0.8	6.1%	5.9%	5.8%	-2.3%
平均值				35.2	30.0	27.5	3.7	3.5	3.0	10.0%	10.5%	10.2%	5.1%

注：*标股票数据为野村东方国际预测值，其他采用 Wind 或 Bloomberg 一致预期

资料来源：Wind、Bloomberg、野村东方国际证券

风险提示

疫情影响：如果疫情原因导致原料价格上涨超预期，将对利润产生负面影响；疫情若持续时间超出预期，将对行业餐饮端收入造成负面影响。

经济波动风险：如果经济下行，消费放缓，调味品也将承压。

行业波动风险：消费者培育不及预期，复合调味品渗透率低于预期。

食品安全问题：影响调味品企业形象，对销量造成负面影响。

稳健增长典范

海天味业首次覆盖报告

■ **上市以来营收利润均稳健快速增长。**海天味业主营酱油蚝油等调味品，2014年在上交所上市。公司2019年主营收入198亿元，同比增长16.2%，2010-2019年CAGR达15.3%；同期归母净利润53.5亿元，增长22.6%，CAGR达26.2%。虽然受到新冠疫情冲击，2020年前三季度公司营收同比上升15.3%，归母净利润增长19.2%，体现了海天强大的风险抵御能力。

■ **酱油龙头地位稳固，新品类成长将持续兑现。**海天是国内酱油行业龙头，2019年零售口径市占率为7.3%，远超第二名（3.5%）。最近十年海天酱油营收维持11.3%的复合增长，龙头地位不断强化。蚝油也是公司重点发展的一个品类，近十年营收增速达到19.2%，2019年营收占比达到18%。我们认为公司在酱油蚝油等传统品类还有细化空间，同时在调味酱、食醋、复合调味料等领域的扩张将继续贡献营收。海天品类扩张上仍有较大成长空间。

■ **渠道覆盖率高，为品类扩张提供平台支持。**海天目前拥有6739个经销商，直控终端50多万个，销售网络基本完成对地级市以上城市的布局，覆盖90%的县级市场，并通过深度分销体系下沉至乡镇村。之前公司在中西部地区相对较弱，但目前基本补齐。对特定区域，公司采用多经销商制，经销商激烈竞争提高分销效率，同时增强上市公司的议价能力。海天餐饮渠道的营收占比达到60%，在餐饮渠道的市占率为20.8%，餐饮渠道调味品用量大粘性强，构筑了强大壁垒。全面覆盖和高效的渠道网络为品类扩张提供支持。

■ **盈利预测、目标价与投资评级。**我们预计公司2020/2021/2022年EPS为1.97/2.33/2.79元，对应PE为98/83/69x。虽然公司目前估值处于历史较高位置，但考虑到公司强大的品牌能力和稳定的增长预期，给予2021年100x目标估值，对应目标价233.00元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

■ 疫情影响的不确定性、食品安全问题、宏观经济波动。

盈利预测

盈利预测简表

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位：百万元	实际	预测	预测	预测
营业收入	19796.89	22773.08	26483.09	30730.48
增长率 (%)	16.2%	15.0%	16.3%	16.0%
归母净利润	5353.19	6376.46	7566.09	9044.54
增长率 (%)	22.6%	19.1%	18.7%	19.5%
EPS (元/股)	1.65	1.97	2.33	2.79
市盈率 (P/E)	65.08	99.32	83.70	70.02
市净率 (P/B)	21.01	32.03	26.89	22.56

资料来源：野村东方国际证券

证券研究报告

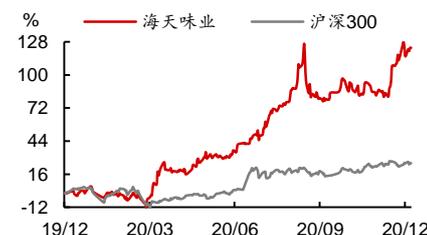
2020年12月24日

评级(首次)	增持
目标价(首次)	233.00元
收盘价(2020/12/24)	195.43元
潜在上行空间	19.2%

基本数据

总股本(百万股)	3240
流通股本(百万股)	3240
总市值(亿元)	6333
流通市值(亿元)	6333
52周最高/最低价(元)	199.71/93.40
30日日均成交额(百万元)	991.28

股价走势图



分析师

消费研究团队

廖欣宇

xinyu.liao@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720519120003

葛幸梓 研究助理

xingzi.ge@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720120030003

王涵宜 研究助理

hanyi.wang@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号: S1720120050003

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19797	22773	26483	30730
%同比增速	16%	15%	16%	16%
营业成本	10801	12920	14951	17235
毛利	8996	9853	11532	13496
%营业收入	45%	43%	44%	44%
税金及附加	203	234	272	316
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	2163	1867	2119	2397
%营业收入	11%	8%	8%	8%
管理费用	290	335	344	369
%营业收入	1%	1%	1%	1%
研发费用	587	676	768	876
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	-293	-318	-420	-581
%营业收入	-1%	-1%	-2%	-2%
资产减值损失	-17	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	122	141	172	200
投资收益	60	251	397	461
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	173	150	0	0
资产处置收益	-4	-4	-5	-5
营业利润	6379	7596	9013	10775
%营业收入	32%	33%	34%	35%
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	6377	7596	9013	10775
%营业收入	32%	33%	34%	35%
所得税费用	1021	1216	1443	1725
净利润	5356	6380	7570	9050
%营业收入	27%	28%	29%	29%
归属于母公司的净利润	5353	6376	7566	9045
%同比增速	23%	19%	19%	20%
少数股东损益	3	4	4	5
EPS (元/股)	1.65	1.97	2.33	2.79

基本指标

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	1.65	1.97	2.33	2.79
BVPS	5.12	6.10	7.27	8.66
PE	65.08	99.32	83.70	70.02
PEG	2.87	5.20	4.49	3.58
PB	21.01	32.03	26.89	22.56
EV/EBITDA	44.43	85.78	72.14	60.62
ROE	32%	32%	32%	32%
ROIC	29%	29%	29%	28%

资料来源:野村东方国际证券

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	13456	17606	22459	28376
交易性金融资产	4878	4878	4878	4878
应收账款及应收票据	2	3	3	4
存货	1803	2157	2496	2877
预付账款	19	22	26	30
其他流动资产	112	125	142	161
流动资产合计	20269	24791	30004	36326
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	5	5	5	5
固定资产合计	3448	3045	2641	2235
无形资产	138	124	110	101
商誉	15	15	15	15
递延所得税资产	384	384	384	384
其他非流动资产	494	894	1294	1594
资产总计	24754	29259	34453	40660
短期借款	20	20	20	20
应付票据及应付账款	1298	1522	1679	1936
预收账款	4098	4714	5482	6361
应付职工薪酬	701	838	970	1118
应交税费	645	742	863	1001
其他流动负债	1217	1456	1684	1941
流动负债合计	7978	9291	10698	12378
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	178	178	178	178
负债合计	8156	9469	10876	12555
归属于母公司的所有者权益	16582	19770	23553	28076
少数股东权益	16	19	24	29
股东权益	16598	19790	23577	28104
负债及股东权益	24754	29259	34453	40660

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	6568	7362	8663	10309
投资	200	0	0	0
资本性支出	-579	-424	-425	-330
其他	468	401	397	461
投资活动现金流净额	89	-24	-27	130
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	540	0	0
银行贷款增加(减少)	20	0	0	0
筹资成本	-2647	-3188	-3783	-4522
其他	-20	-540	0	0
筹资活动现金流净额	-2647	-3188	-3783	-4522
现金净流量	4009	4151	4853	5917

正文目录

完善股权结构保障业绩稳健成长.....	66
酱油龙头地位稳固，蚝油快速增长.....	68
吨价上涨推动酱油毛利率提升.....	70
蚝油快速发展占比提升，酱类占比稳定.....	71
产品品类未来仍有扩张空间.....	73
推动酱油等传统品类内部细分升级.....	73
切入食醋等空间大的品类.....	74
渠道覆盖率高，竞争力较强.....	77
密集的销售网络有助获取新客.....	77
多经销商制有助快速且低成本覆盖市场.....	78
餐饮渠道粘性强壁垒高.....	79
盈利预测.....	80
风险提示.....	81

图表目录

图表 139: 海天发展大事件.....	66
图表 140: 2010-2020 年三季度海天味业营业收入.....	67
图表 141: 2010-2020 年三季度海天味业归母净利润.....	67
图表 142: 海天味业 2010-年三季度综合毛利率和净利率.....	67
图表 143: 海天味业股权结构一览（2020 年上半年）.....	68
图表 144: 公司股权激励情况.....	68
图表 145: 2010-2020 年三季度年分品类营业收入占比.....	69
图表 146: 2010-2019 年分品类毛利润占比.....	69
图表 147: 海天味业 2010-2019 年分品类营收 CAGR.....	69
图表 148: 海天味业 2010-2019 年分品类毛利率.....	69
图表 149: 2019 年零售口径酱油行业市占率.....	70
图表 150: 2019 年出厂销量口径酱油行业市占率.....	70
图表 151: 2019 年零售口径蚝油行业市占率.....	70
图表 152: 2015-19 年海天味业蚝油产品市占率.....	70
图表 153: 海天酱油生产流程.....	71
图表 154: 酱油品类营业收入.....	71
图表 155: 酱油品类毛利润.....	71
图表 156: 酱油吨价稳步提升.....	71
图表 157: 蚝油品类营业收入及增速.....	72
图表 158: 蚝油品类毛利润及增速.....	72
图表 159: 调味酱品类营业收入.....	72
图表 160: 调味酱品类毛利润.....	72
图表 161: 公司 10 亿元级大单品及 2 亿元级系列产品.....	73
图表 162: 海天传统三大品类产品矩阵.....	74
图表 163: 海天通过新设立或者并购等方式布局新品类.....	75
图表 164: 海天近年来加速投建产能.....	76
图表 165: 2019 年龟甲万日本市场的各品类销售额占比.....	76
图表 166: 2019 年海天中国市场的各品类销售额占比.....	76
图表 167: 2010 年三季度地区营业收入占比.....	77
图表 168: 2011 年三季度中西部地区营业收入增速.....	77
图表 169: 海天味业渠道覆盖最广.....	77

图表 170: 海天味业消费者触及数位于中国快消品第 4 位	78
图表 171: 2020 年三季度分地区经销商占比	78
图表 172: 2020 年三季度分地区经销商人均营业收入	78
图表 173: 盈利预测明细	81

完善股权结构保障业绩稳健成长

海天味业是中国调味品行业龙头。公司酱油酿造史源远流长，海天古酱园可追溯至清代，至今已有 300 余年历史。1955 年佛山 25 家古酱园公私合营成立海天酱油厂，1995 年完成国企改革并成功改制为有限公司，自此海天进入迅速发展阶段。2013 年海天成为调味品行业第一个销售过百亿的企业，2014 年海天于上交所上市。

海天深耕中国调味品行业六十余载，以酱油、蚝油和调味酱为核心，目前品类已拓展至醋、料酒以及各类复合调味料（鸡精、鸡粉、火锅底料等）。海天品牌深入消费者心中，公司已连续 9 年蝉联中国品牌力指数行业第一，在调味品行业的市占率第一，在酱油子品类也位居第一。

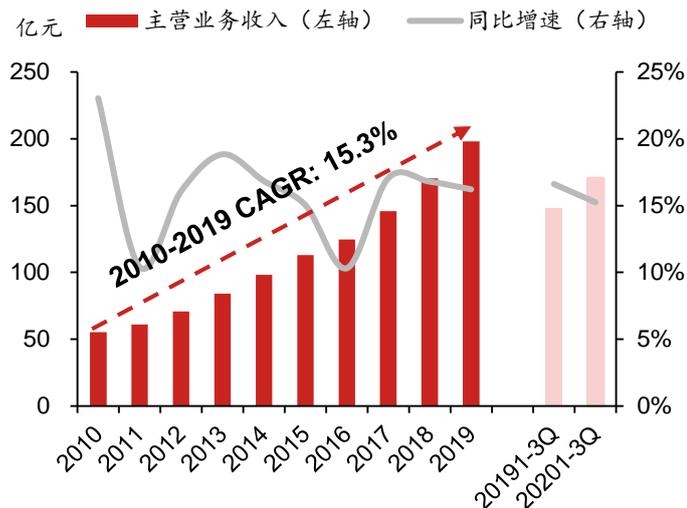
图表 139：海天发展大事件

阶段	时间	重大事件
“酱园”时期	清代中期	佛山开设酱园，溯源于“佛山古酱园”，得名于“海天（古）酱园”
	50年代	1955年，佛山25家古酱园合并重组，组建“海天酱油厂”
	60年代	1961年，第一座水泥晒池建成
萌芽期	70年代	1971年，第一台自主研发的真空注瓶机问世，第一条酱油自动包装流水线投入使用
	80年代	1984年，获批700万元企业贴息贷款用于扩建项目
	90年代	1990年，年产2000吨蚝油车间投入使用
		1994年底，改制成为股份制公司
高速发展期	2000-04年	2001年，提出“双百工程”（“百亿销值，百万吨产量”） 2003年，从德国原装进口全自动包装生产线，启动农村销售
	2005-07年	2005年，总投资达10亿元，年产量超100万吨的海天高明生产基地一期工程落成
	2008-11年	2008年，高明二期工程开始筹备，预计年产规模将突破200万吨
	2013年	2013年，海天销售额突破百亿，提出未来五年“再造一个海天”（即2018年销售额突破200亿）的规划
		2014年，上交所上市
加速升级期	2014-18年	2015年，味极鲜单品销售突破十亿
		2016年，自主研发智能车间投入使用；参与真人秀等综艺节目内容营销
		2017年，产品包装优化升级
	2019-2023年	2020年，火锅底料海天火锅@ME上市

资料来源：公司资料、野村东方国际证券

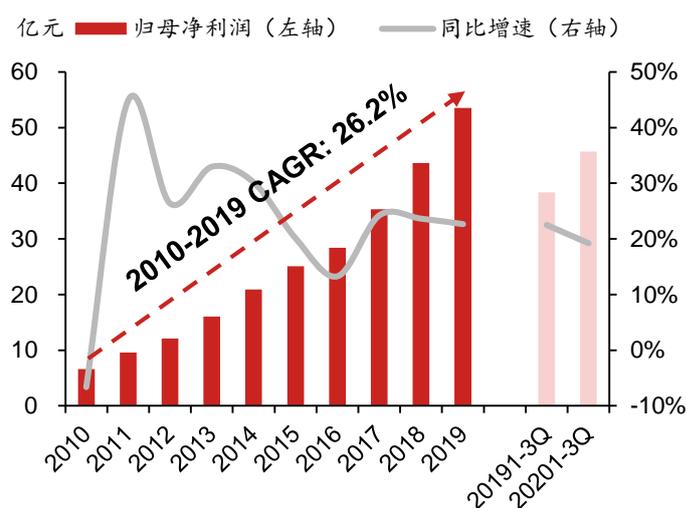
2019 年海天味业主营业务收入达 198.0 亿元，同比增长 16.2%，2010-2019 年 CAGR 达 15.3%。虽然受到新冠肺炎疫情冲击，2020 年前三季度公司营收仍保持稳健增长，营业收入同比上升 15.3%至 170.9 亿元。2019 年归母净利润为 53.5 亿元，同比增长 22.6%，2010-19 年 CAGR 达 26.2%。2020 年前三季度归母净利润同比增长 19.2%至 45.7 亿元。

图表 140: 2010-2020 年三季度海天味业营业收入



资料来源: Wind、野村东方国际证券

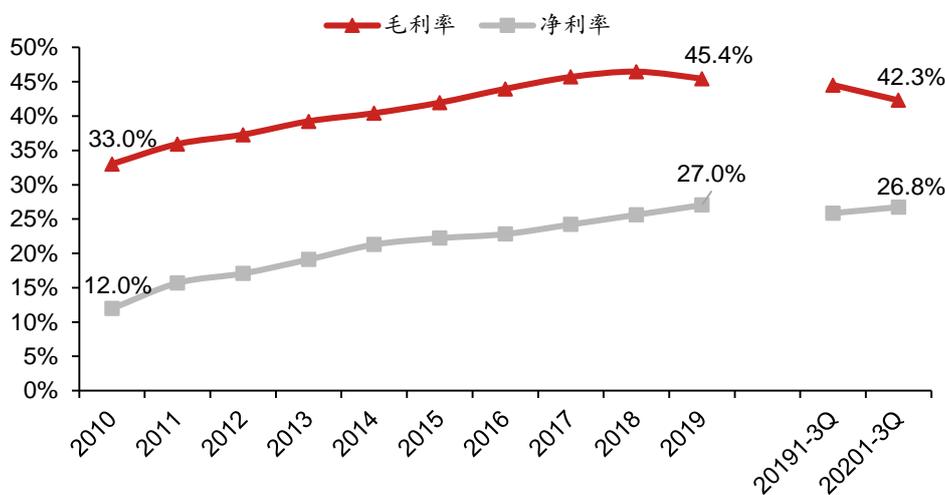
图表 141: 2010-2020 年三季度海天味业归母净利润



资料来源: Wind、野村东方国际证券

受益于产品升级和规模效应，公司毛利率不断提升。2019 年公司综合毛利率较 2010 年上升 12.4pp 至 45.4%，净利率上升 15.1pp 至 27.0%。2020 年前三季度，根据新会计准则将运费调整至营业成本，公司毛利率小幅下滑 2.2pp 至 42.3%。由于运费调整至营业成本导致销售费用减少，以及疫情期间营销推广费用减少叠加规模效应凸显，前三季度净利率同比上升 0.9pp 至 26.8%。

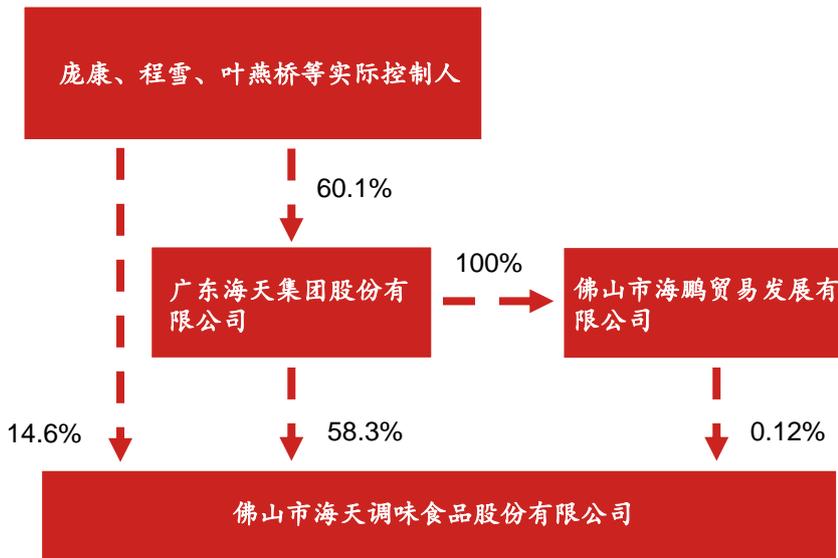
图表 142: 海天味业 2010-年三季度综合毛利率和净利率



资料来源: Wind、野村东方国际证券

广东海天集团股份有限公司持有海天味业 58.3% 的股份，为第一大股东。公司高管等六名一致行动人作为实际控制人直接和间接持有 49.7% 的股份。公司高管持股比例高，有助于提升管理层积极性，在激烈市场竞争中胜出。

图表 143：海天味业股权结构一览（2020 年上半年）



资料来源：公司资料、野村东方国际证券

公司注重员工培养和调动员工积极性，薪酬遵循“高薪、高效、高责”理念。公司于2014年实施首次限制性股票激励计划合计658万股，约占授予时公司股本总额的0.44%，奖励公司除管理层以外的核心技术、营销、生产、工程、管理等骨干人员93人。对一般员工的高激励有助激发团队士气，提高员工的忠诚度。

图表 144：公司股权激励情况

	解锁时间	可解锁比例	业绩考核标准	实施结果
第一次解锁	自授予日起20个月后的首个交易日至授予日起32个月内的最后一个交易日	30%	以2013年度为基准，2014/15年的营收较2013年增速分别不低于16.8/34.4%；2014/15年的净利润较2013年增速分别不低于24/50%	解锁
第二次解锁	自授予日起32个月后的首个交易日至授予日起44个月内的最后一个交易日	30%	以2013年度为基准，2016年的营收较2013年增速不低于53.1%；2016年的净利润较2013年增速不低于77%	未解锁
第三次解锁	自授予日起44个月后的首个交易日至授予日起56个月内的最后一个交易日	40%	以2013年度为基准，2017年的营收较2013年增速不低于73%；2017年的净利润较2013年增速不低于107.1%	解锁

资料来源：野村东方国际证券

酱油龙头地位稳固，蚝油快速增长

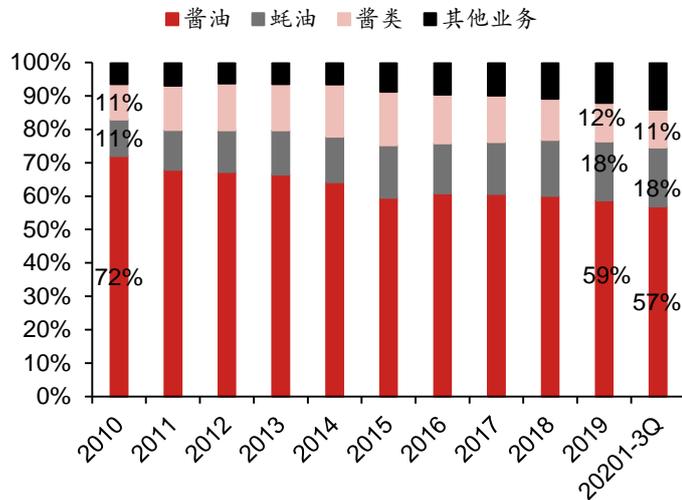
公司调味品业务以酱油、蚝油和调味酱三大传统品类为主，酱油为公司的主要收入与利润来源。2019年三个品类的营收占比分别为57%、18%和11%，毛利润占比分别为30%、7%、6%。随着公司在蚝油和调味酱等品类的快速发展，酱油占公司营业收入的比重逐年下降（从2010年的72%降至2020年前三季度的57%），而蚝油占比则显著提升（从2010年的11%升至2020年前三季度的18%）。

受益于蚝油行业快速增长，公司蚝油品类营业收入增速最高（2010-2019年CAGR：19.2%），其次为调味酱，而酱油品类由于较为成熟且基数较高，增速相

对平稳，2010-2019 年 CAGR 为 11.3%。

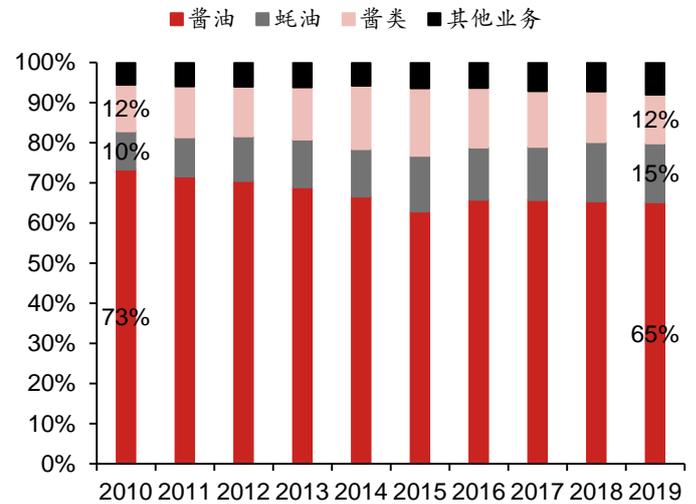
2019 年海天酱油、蚝油和调味酱三大品类的毛利率分别为 50.4%、38.0%和 47.6%。受益于规模效益及直接提价，三大品类毛利率在过去十年间均持续提升，其中酱油上升幅度最大为 16.8pp，蚝油和酱类毛利率也分别上升 9.2 和 11.4pp。

图表 145：2010-2020 年三季度分品类营业收入占比



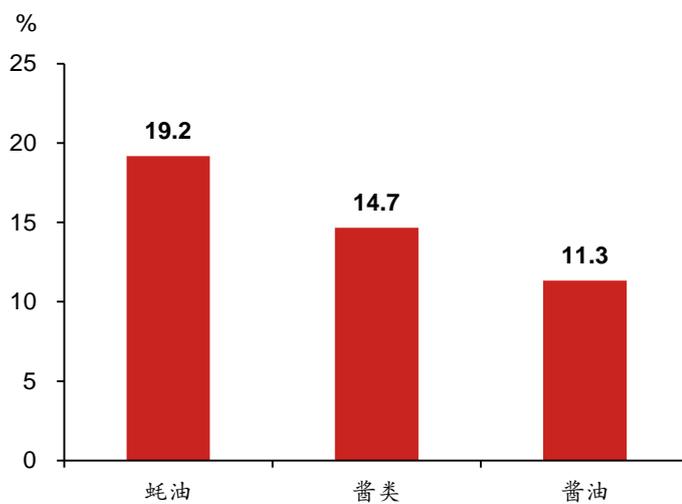
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 146：2010-2019 年分品类毛利润占比



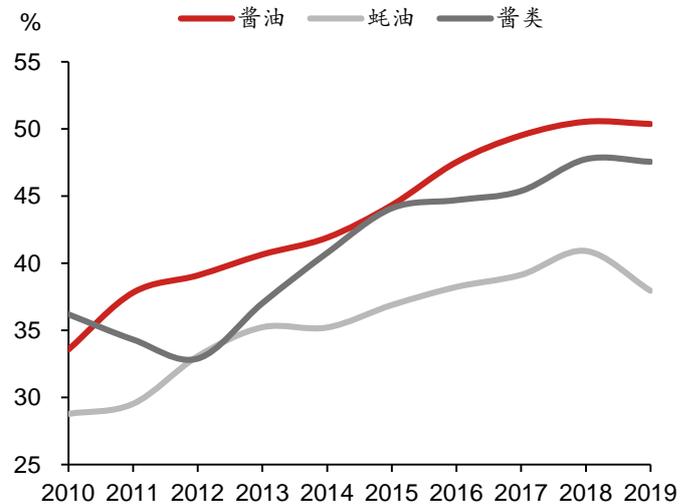
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 147：海天味业 2010-2019 年分品类营收 CAGR



资料来源：Wind、野村东方国际证券

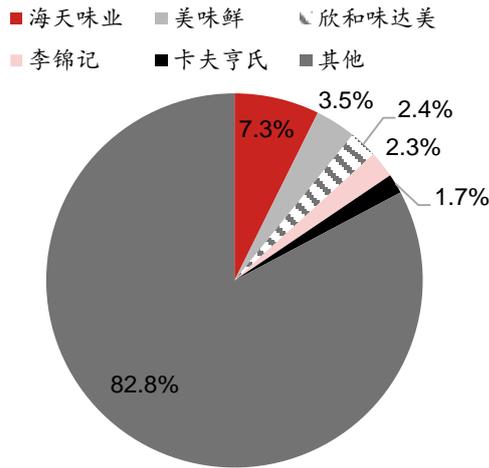
图表 148：海天味业 2010-2019 年分品类毛利率



资料来源：Wind、野村东方国际证券

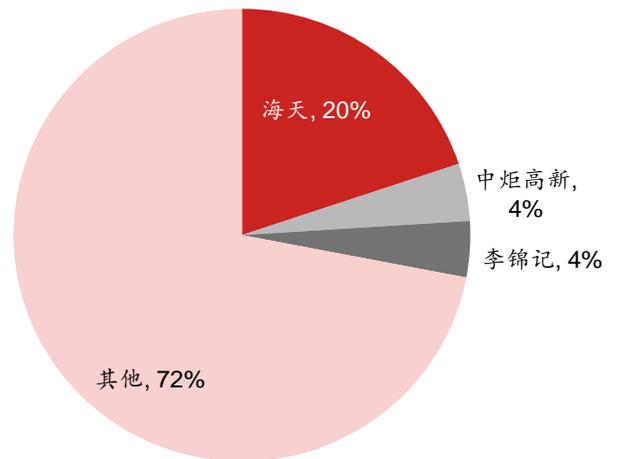
公司的酱油和蚝油产品是行业的绝对龙头。酱油方面，按零售口径，2019 年海天味业市占率为 7.3%，超出第二名的美味鲜（3.5%）3.8 个百分点。若按出厂销量口径，海天味业的领先优势更加明显。根据我们的测算，2019 年海天味业酱油销量占全行业销量的 19.9%，远超第二位的中炬高新（即美味鲜）（4.1%）。

图表 149: 2019 年零售口径酱油行业市占率



资料来源: 欧睿国际、野村东方国际证券

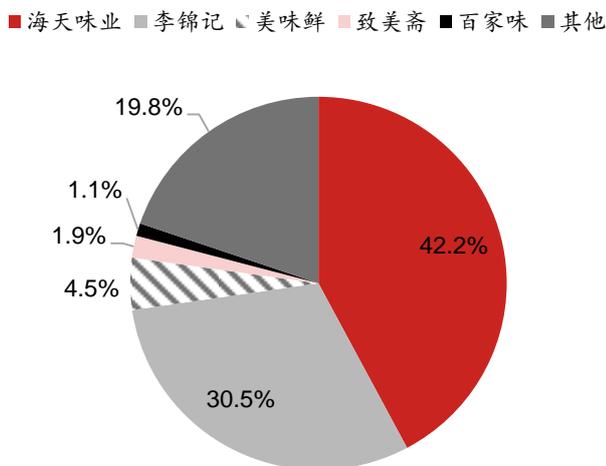
图表 150: 2019 年出厂销量口径酱油行业市占率



资料来源: 公司数据、国家统计局、野村东方国际证券

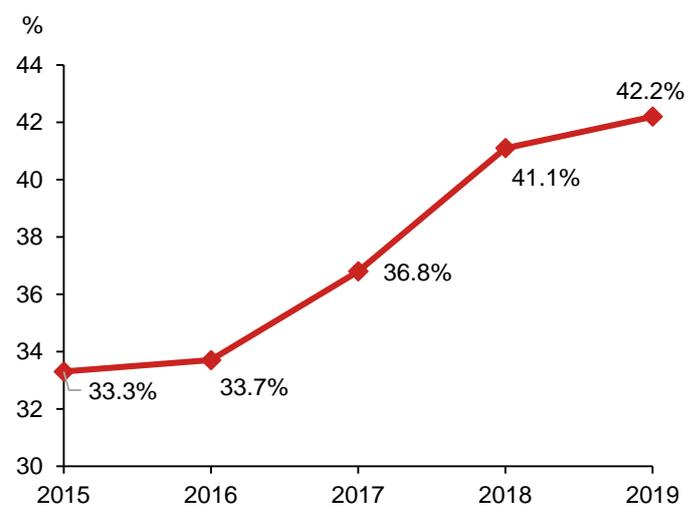
蚝油方面, 公司在零售端的优势显著, 市占率稳步提升。得益于公司在蚝油领域的耕耘, 公司蚝油产品的市占率提升速度较快。按零售口径, 2015 年公司蚝油市占率为 33.3%, 2019 年提升 8.9 个百分点至 42.2%。2019 年公司蚝油产品市占率超过第二名的李锦记 (30.5%) 11.7 个百分点。

图表 151: 2019 年零售口径蚝油行业市占率



资料来源: 欧睿国际、野村东方国际证券

图表 152: 2015-19 年海天味业蚝油产品市占率



资料来源: 欧睿国际、野村东方国际证券

吨价上涨推动酱油毛利率提升

海天酱油采用传统天然发酵技术酿造, 工艺复杂, 需经过 6 道工序才能生产完成。公司酱油生产技术含量高, 品质要求严格, 成品生产完成后, 还要经过三次检查方可最终包装入库。结合现代科技和大数据等技术, 产品质量稳定, 实现了极高的标准化水平。

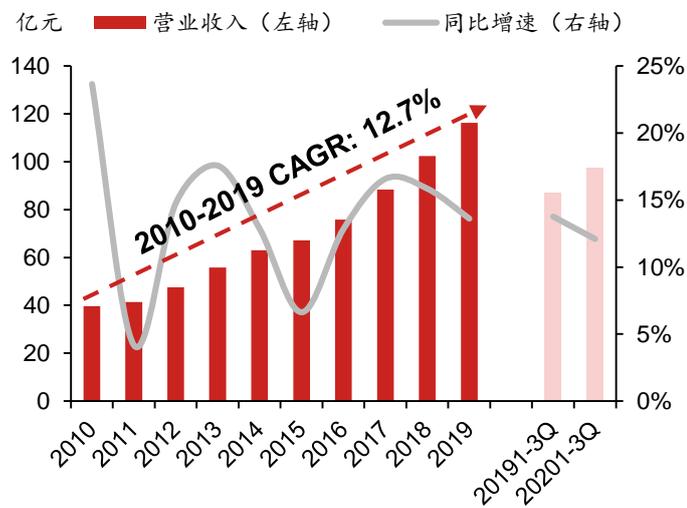
图表 153: 海天酱油生产流程



资料来源：公司资料、野村东方国际证券

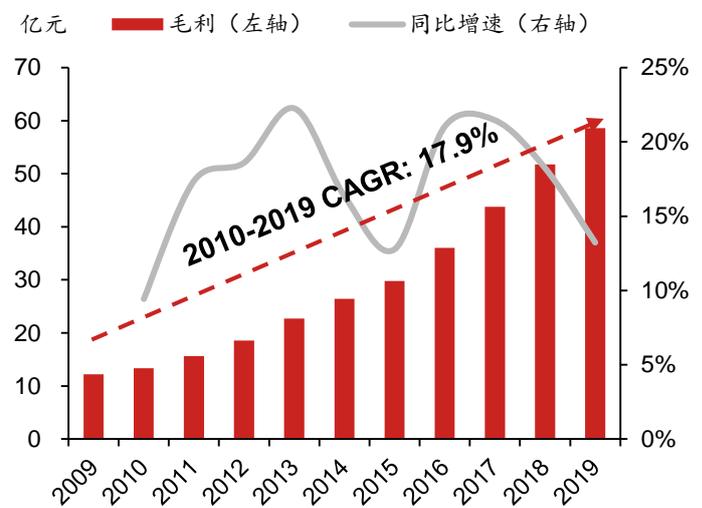
海天酱油品类 2020 年前三季度营业收入为 97.3 亿元，同比增长 12.1%，2010-19 年期间 CAGR 为 12.7%；2019 年毛利润达 58.6 亿元，同比增长 13.2%，2010-19 年期间 CAGR 为 17.9%。受益于酱油产品结构优化，公司吨价稳步提升，2019 年酱油产品平均售价为 5355.5 元/吨，较 2010 年上升 26.0%，带动酱油品类毛利率从 2010 年的 33.6% 上升 16.8pp 至 50.4%。

图表 154: 酱油品类营业收入



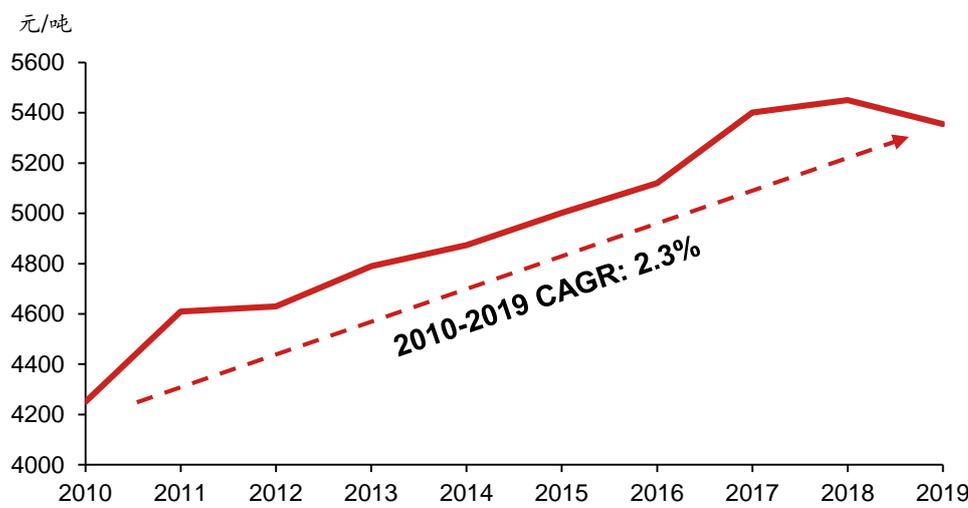
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 155: 酱油品类毛利润



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 156: 酱油吨价稳步提升



资料来源：公司数据、野村东方国际证券

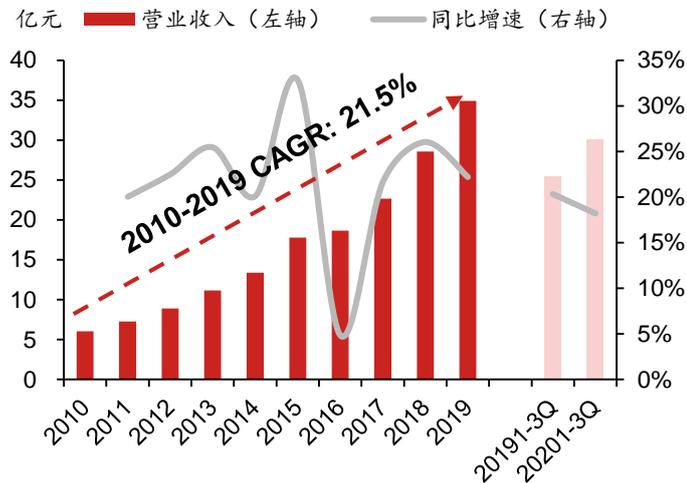
蚝油快速发展占比提升，酱类占比稳定

海天蚝油品类 2020 年前三季度营业收入为 30.1 亿元，同比增长 18.2%，

2010-19 年期间 CAGR 为 21.5%;2019 年毛利润达 13.3 亿元,同比增长 13.3%,2010-19 年期间 CAGR 为 25.3%。受益于蚝油在居民饮食中的加速渗透,公司蚝油销售快速扩张,其营收占比已远超调味酱类成为公司第二大单品。

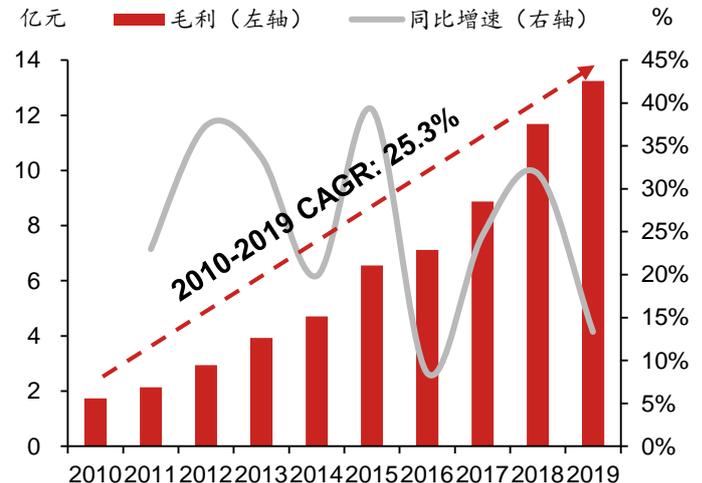
公司的三大主要产品中,蚝油的毛利率最低,2019 年蚝油品类毛利率为 38.0%,分别低于酱油和调味酱类 12.4 和 9.6pp。但近年来受益于直接提价及规模效应,蚝油品类的毛利率快速提升。

图表 157: 蚝油品类营业收入及增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

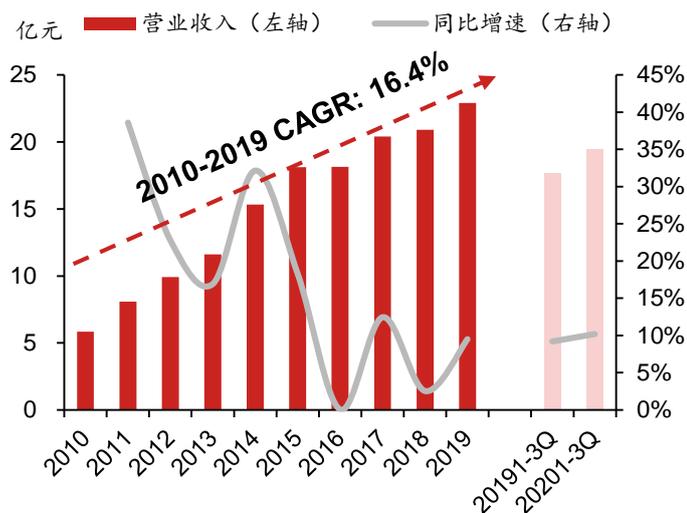
图表 158: 蚝油品类毛利润及增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

公司酱类 2020 年前三季度营业收入为 19.5 亿元,同比增长 10.2%,2010-19 年期间 CAGR 为 16.4%;2019 年毛利润达 10.9 亿元,同比增长 9.1%,2010-19 年期间 CAGR 为 20%。调味酱毛利率仅次于酱油,从 2010 年的 36.2% 上升至 2019 年的 47.6%。

图表 159: 调味酱品类营业收入



资料来源: Wind、野村东方国际证券

图表 160: 调味酱品类毛利润



资料来源: Wind、野村东方国际证券

产品品类未来仍有扩张空间

经过多年发展，通过自建、并购等方式不断扩充产品品类，海天从单纯的酱油制造商延伸拓展至覆盖多类调味品的行业龙头，构成了极为完整的调味品产品矩阵。与龟甲万类似，品类的不断延伸为公司持续提供新的增长曲线，推动公司逐渐拉大与其他竞争对手的差距。

推动酱油等传统品类内部细分升级

海天三大传统品类（酱油、蚝油、酱）里，目前已形成了五大 10 亿元级销售额的明星大单品（海天金标生抽、海天草菇老抽、海天味极鲜酱油、海天上等蚝油、海天黄豆酱）和两大 2 亿元级的系列产品（海天老字号系列（酱油）、海天有机系列（酱油）），以及众多中小单品。公司的 10 亿元级大单品产品均价在 9 元左右，卡位主流价格带，属于中低端产品，覆盖大部分消费群体。而 2013-2014 年海天老字号系列及有机系列的先后推出，强化了公司的高端产品矩阵，迎合了消费升级下的品质化、健康化趋势。

图表 161：公司 10 亿元级大单品及 2 亿元级系列产品

产品品类	子品类	售价	畅销时间	
10 亿元级大单品	海天金标生抽	9.9 元/500ml	60 年	
	海天草菇老抽	12.8 元/500ml	60 年	
	海天味极鲜酱油	9.9 元/380ml	20 年	
	海天上等蚝油	8.5 元/700g	20 年	
	海天黄豆酱	8.9 元/340g	20 年	
2 亿元级大单品	海天老字号系列（酱油）	零添加头道酱油	22.9 元/480ml	
		淡盐头道酱油	20.5 元/480ml	7 年
		365 高鲜头道酱油	22.9 元/480ml	
	海天有机系列（酱油）		39.9 元/480ml	6 年

资料来源：海天，天猫，野村东方国际证券

若按品类细看，公司的酱油和蚝油产品种类丰富，高中低端全面布局。酱油品种囊括以性价比著称的袋装和特惠系列，与主打健康高端的清简系列和有机系列。海天经典款金标生抽和草菇老抽已畅销 60 余年，为了巩固公司的市场龙头地位，海天持续对酱油进行创新升级，细分化产品。例如 2014 年公司一方面将金标生抽细分为甜金标和鲜金标等系列单品，另一方面升级为特级金标，提高氨基酸态氮含量，提升产品品质。海天还在 2020 年“双十一”当日上线了只有五种原料的“裸酱油”系列，包装也使用了创新双层技术以在不添加防腐剂的情况下防止酱油氧化变质，对标龟甲万于 2010 年推出的鲜榨酱油“生酱油”系列。海天再向高端和健康酱油迈出坚实一步，我们预计未来五年公司高端酱油占全部酱油产品的比例占比有望提升至 50%。

蚝油处于扩容培育阶段，低端产品方面的超值系列主打大容量高性价比，中端产品方面以畅销系列坐拥 10 亿级单品的上等蚝油为代表，而高端系列则有广受消费者喜爱的一品鲜蚝油和主打高品质的招牌蚝油。2019 年海天高明已有 60 万吨蚝油产能，并计划新增扩建 30 万吨产能，此外江苏海天厂区计划扩建 60 万吨产能，我们预计 2023 年海天蚝油总产能可达约 150 万吨，2019-2023 年产能 CAGR 约 25%。

而酱类方面，以广东地区风味年销量超 10 亿元的黄豆酱为首，目前公司已涵盖黄豆酱、海鲜酱、豆瓣酱、拌饭酱、番茄沙司、蒜蓉辣椒酱等多个细分品类，有望在产品繁杂的调味酱领域开拓出一片天地。

图表 162：海天传统三大品类产品矩阵

		酱油			蚝油	
低端	袋装系列		特惠系列		超值系列	
	单价/升	7.4	8.1		5.7	
中端	超值系列	经典系列		畅销系列	财宝蚝油	
	单价/升	10.8	13.8		14.2	16.1
中高端	畅销系列	特级系列				
	单价/升	15.7	17.2		20.0	
高端	老字号系列	清简系列	有机系列	裸酱油系列	经典系列	招牌蚝油
	单价/升	46.8	65.0	81.3	86.7	23.6
		酱类				
	畅销系列	经典系列				
	单价/千克	37.4	24.8	31.4		
	招牌系列	特色系列	锦上鲜系列			
	单价/千克	44.8	19.4	468.2	53.4	

注：价格为海天天猫官方旗舰店价格，天猫官方旗舰店无此单品的情况则选取其他天猫店铺价格
资料来源：天猫，海天，野村东方国际证券

切入食醋等空间大的品类

2016 年海天理顺品类思路，开始通过新设立子公司或并购同业等方式切入新品类。对于新品类的选择，公司倾向布局空间规模大且暂无明显强势企业盘踞的品类。公司目前已储备了醋、料酒、酱腌菜及复合调味料等新品，形成了多元化的产品矩阵。其中，食醋和料酒为公司重点打造的新品类，两者合计占据江苏工厂一半产能。

图表 163: 海天通过新设立或者并购等方式布局新品类

设立时间	事件	经营范围	主要产品	财务情况
2014年3月25日	设立全资子公司佛山市海天(江苏)调味食品	调味品、副食品、食品、饮料、豆制品、包装材料生产和销售项目的筹建; 农副产品的加工和销售; 物流、信息咨询服务; 自营和代理各类商品及技术的进出口业务	蚝油等调味品	截至2019年12月31日, 江苏海天资产总额8.34亿元, 净资产5.40亿元, 净利润3.19亿元
2014年4月16日	子公司广东广中皇并购开平广中皇食品	生产: 豆制品(发酵性豆制品)、蔬菜制品(酱腌菜); 食用农产品初加工; 经济信息咨询服务; 货物进出口, 技术进出口	腐乳	截至2019年12月31日, 广东广中皇资产总额7,321.43万元, 净资产900.69万元, 净利润-2,045.05万元
2015年2月10日	设立全资子公司佛山市海盛食品	食品、调味品、农副产品、水产品、食品添加剂、豆制品的生产、加工和销售; 批发、零售: 塑料制品、纸制品、玻璃制品, 金属材料, 化工产品; 货物进出口	调味食品	截至2019年12月31日, 佛山海盛资产总额2,773.73万元, 净资产1,973.93万元, 净利润98.42万元
2017年2月1日	子公司海天(江苏)并购镇江丹和醋业	酿造食醋, 调味料(液体)生产加工	食醋	截止2019年12月31日, 丹和醋业资产总额7,694.10万元, 净资产4,423.14万元, 净利润1,073.61万元

资料来源: 海天, 野村东方国际证券

食醋方面, 公司在高明已有食醋产能7万吨, 2017年江苏厂区释放15万吨产能, 同年公司收购了镇江丹和醋业70%的股权(取得镇江香醋原产地标识, 产能为2万吨), 合计共24万吨食醋产能。料酒方面, 公司目前已拥有三大系列产品5类单品。2019年海天高明已有5万吨料酒产能, 且江苏海天计划新增扩建45万吨产能, 我们预计到2024年海天料酒总产能可达约50万吨, 2019-2024年产能CAGR约50%。随着产能制约问题得到解决, 2021年公司的食醋和火锅底料产品有望开始放量。

海天于2017年年底启动高明220万吨调味品扩建项目, 扩建总规模为220万吨(其中酱油150万吨、酱30万吨、复合调味料40万吨), 新建酱油产能在现有基础上几乎翻倍。2019年高明产能年增加40万吨, 同时江苏海天已启动二期建设并部分投产, 年产能增加20万吨, 估计2019年底公司合计产能约335万吨。未来五年随着高明220万吨项目的逐步实施, 海天的产能及技术优势有望继续支撑公司通过低成本布局高中低端全价格带品类, 为“三五”计划奠定持续增长的基础。

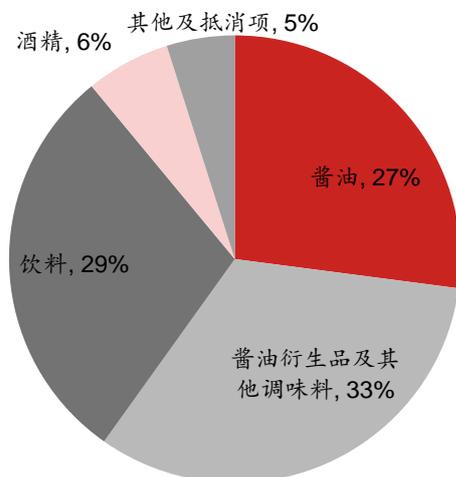
图表 164: 海天近年来加速投建产能

投产时间	计划产能	备注
2009年12月	10万吨蚝油 4万吨鸡精复合调味料	
2011年3月	65万吨酱油	酱油产量: 57.8万吨; 酱料产量: 7.2万吨
2011年6月	20万吨蚝油扩建项目一期	共分两期, 每期年产蚝油10万吨
2011年6月	7万吨醋项目	
2011年8月	150万吨酱油扩建项目一期	共分三期, 每期增产50万吨(酱油: 42.33万吨; 酱料: 7.67万吨)
2012年8月	20万吨蚝油扩建项目二期	
2013年5月	150万吨酱油扩建项目二期	
2014年9月	7万吨调味品建设项目一期	醋年产量: 3万吨; 汁产量: 0.7万吨; 麻油产量: 0.3万吨
2014年12月	150万吨酱油扩建项目三期	
2015年2月	15万吨蚝油扩建项目	扩建年产15万吨; 扩建完成后全厂年产可达45万吨
2015年12月	5万吨料酒项目	勾兑生产料酒年产5万吨
2016年	12万吨食品添加剂项目	年产食品添加剂焦糖色12万吨
2017年9月	海天(高明)新建一车间(二)变更建设项目	项目一期投资5400万元, 生产规模为年包装酱类3360吨、酱油1260吨、醋汁1260吨、料酒840吨、蚝油840吨、汁840吨
已竣工	海天高明220万吨调味品扩建项目一期	2019年增产90万吨(酱油60万吨、酱10万吨、复合调味料20万吨)
建设中尚未投产	海天高明220万吨调味品扩建项目二期	2021年增产80万吨(酱油60万吨、酱10万吨、复合调味料10万吨)
建设中尚未投产	海天高明220万吨调味品扩建项目三期	2023年增产50万吨(酱油30万吨、酱10万吨、复合调味料10万吨)
建设中尚未投产	7万吨调味品建设项目二期	在海天高明7万吨调味品建设项目(一期)的基础上扩产新增醋3万吨/年产能

资料来源: 海天, 野村东方国际证券

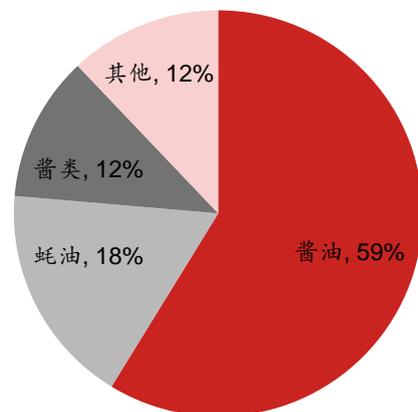
龟甲万公司的发展领先海天味业约50-70年。海天目前仍处于成长期, 扩张仍围绕以酱油为核心的基础上进行, 未来随着海天步入成熟期, 跨行业以及跨国的扩张有望成为公司新的增长曲线。

图表 165: 2019年龟甲万日本市场的各品类销售额占比



资料来源: 龟甲万, 野村东方国际证券

图表 166: 2019年海天中国市场的各品类销售额占比



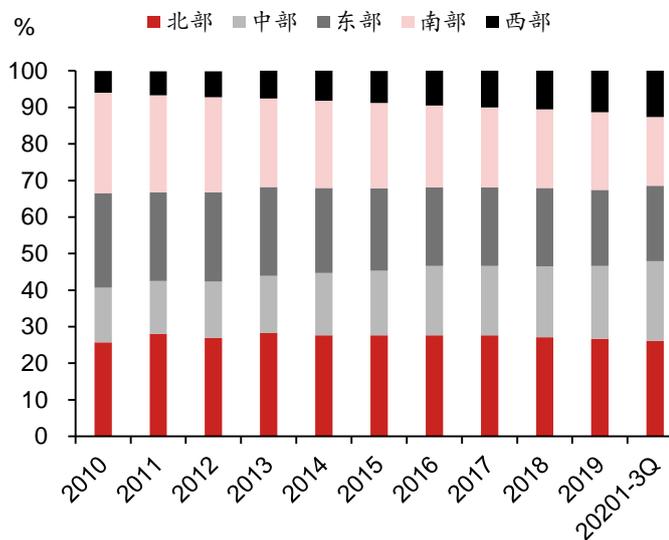
资料来源: 海天味业, 野村东方国际证券

渠道覆盖率高，竞争力较强

密集的销售网络有助获取新客

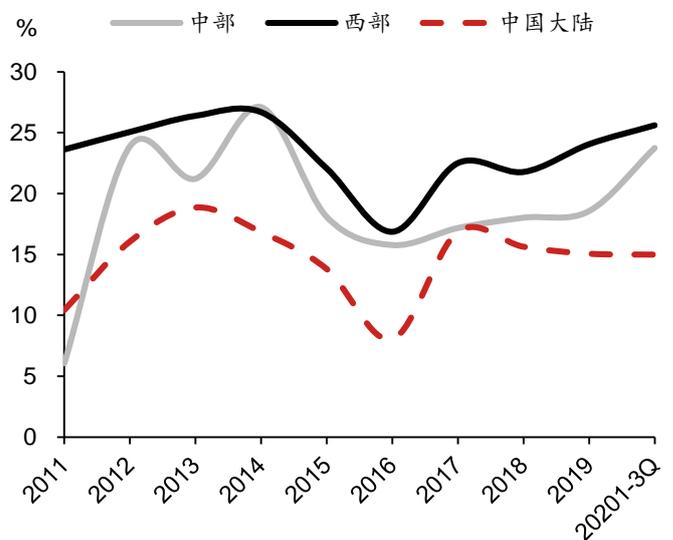
目前公司的销售网络实现 31 个省会和直辖市 100% 覆盖，100% 的地级市和 90% 的县级市场均已被覆盖，且 90% 的内陆省份销售过亿。截止 2020 年前三季度，公司在中国北部、中部、东部、南部和西部地区营业收入占比分别为 26.1%、21.8%、20.6%、18.8% 和 12.7%。华北和东南地区一直为公司营收贡献主力，但公司也一直积极向中部和西部地区扩张。到 2020 年第三季度，中部地区已成为公司第二大营收规模区域。2012 年起中部和西部营业收入增速持续高出全国均值，2020 年前三季度中部/西部收入同比增速达 23.7%/25.6%，高出全国约 9-11pp。

图表 167：2010 年三季度地区营业收入占比



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 168：2011 年三季度中西部地区营业收入增速



资料来源：Wind、野村东方国际证券

公司在全国设有 5 个营销中心、110 多个销售部、350 多个销售组或销售办事处。渠道细化是公司一直坚持的战略，地级市场的成熟区域海天通过调结构、密集覆盖点等方式深度开发抢占市场份额，非成熟地区县乡镇市场采取“由大至小，逐级下沉”策略，通过分销体系从县级市场下沉至乡、镇、农村，提高品类渗透率。

图表 169：海天味业渠道覆盖最广

公司	渠道结构	经销商数量	直控终端数量	渠道网络覆盖情况
海天味业	60% 餐饮，30% 商超，10% 流通	6739	50 多万	地级市场 100% 覆盖，县级市场 90% 覆盖
中炬高新	25% 餐饮，40% 商超，35% 流通	1254	25 万	华南地区为主，地级市场 87.8% 覆盖
千禾味业	10% 餐饮，90% 商超+流通	1140	-	西南地区基本全覆盖，外省地级市 KA 全覆盖
恒顺醋业	20% 餐饮，40% 商超，40% 流通	1254	50 万	地级市场基本全覆盖，华东地区乡镇基本覆盖
涪陵榨菜	2% 餐饮，8% 商超，9% 流通	1600	-	地级市场 79% 覆盖，县级市场覆盖 1000 多个

资料来源：野村东方国际证券

我们认为密集的销售网渠道是公司的核心竞争力之一，有助于节省消费者的搜索成本，获取新顾客。根据凯度消费者指数发布的《2020 亚洲品牌足迹报告》，海天味业凭借 5.7 亿的消费触及数、75.7% 的渗透率，位列中国快消品品牌第

四位，并且是榜单前十中唯一的调味品企业，消费者触及数增长高达 6%，持续领跑中国调味品快消市场。

图表 170：海天味业消费者触及数位于中国快消品第 4 位

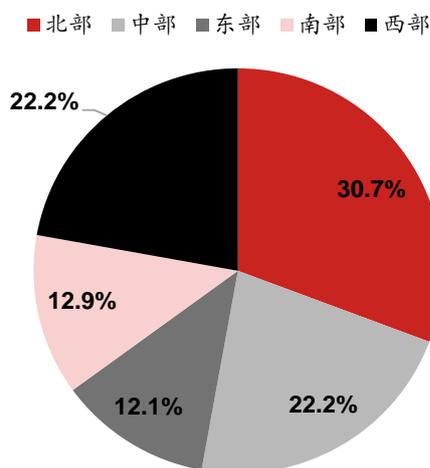
排名	品牌	消费者触及数 (亿)	渗透率	消费者购买次数	消费者触及数增长
1	伊利	12.97	91.6%	7.9	1.0%
2	蒙牛	10.81	89.1%	6.7	1.7%
3	康师傅	8.26	81.0%	5.7	-3.5%
4	海天	5.66	75.7%	4.2	8.1%
5	双汇	4.30	60.7%	3.9	-2.8%
6	旺旺	4.26	64.1%	3.7	-6.5%
7	农夫山泉	4.08	63.2%	3.6	9.9%
8	立白	3.82	65.6%	3.2	-1.4%
9	光明	3.67	37.4%	5.4	-6.3%
10	心相印	3.62	59.7%	3.4	-2.4%

资料来源：凯度消费者指数，野村东方国际证券

多经销商制有助快速且低成本覆盖市场

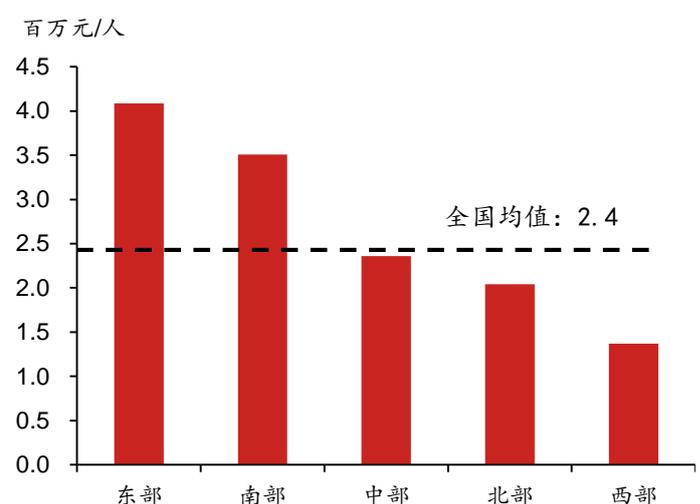
和大多数调味品企业相同，海天销售主要依靠经销商制，即采取一级经销商与二级分销商的渠道体系。截至 2020 年三季度末，公司拥有 6739 家一级经销商和超过 12000 家分销商。分地区来看，公司在东部和南部销售能力更强，2019 年人均营收分别高达 490 万元和 440 万元。由于中部和西部地区幅员辽阔且仍处于市场扩张阶段，公司在中西部地区销售人员部署力度更大，预计未来中西部将成为公司新的增长亮点。

图表 171：2020 年三季度分地区经销商占比



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 172：2020 年三季度分地区经销商人均营业收入



资料来源：Wind、野村东方国际证券

公司在每个市场不设总经销商，而是设至少两家经销商，每家经销商所售商品完全相同，使得经销商之间激烈竞争，经销商加价幅度较低，而公司得以增强自身议价能力。同时为抢占市场，经销商自发拓展二级分销商开发销售区域，下沉建设的成本得以由公司转移至经销商。海天在早期凭借数量众多的经销商跑马圈地，以低成本的方式快速实现了深度覆盖；后期公司将部分二级分销商转化为一级经销商，提高了对市场终端的掌握力度。

公司对经销商实施嵌入式管理，直接向经销商派遣厂家业务人员、销售经理，同时配备专业团队对经销商进行管理和指导，帮助经销商与二级分销商拓展销售渠道和区域，与经销商搭建长期合作共赢模式。此外公司通过采用先款后货的强硬渠道政策，保证公司在渠道中的主动权，避免了自身资金被经销商占用。我们认为支撑公司对经销商强大的掌控力和管理能力的背后是公司雄厚的品牌实力、消费者对品牌的信任度，因此即使在渠道利润率较低背景下，经销商合作意愿依然较强，并主动承担部分渠道深耕下沉的成本。公司通过提升经销商的质量，最大化覆盖市场终端，目前覆盖了 50 多万个直控终端销售网点。

餐饮渠道粘性强壁垒高

海天是调味品餐饮渠道最大的供应商，餐饮端酱油市占率约为 20.8%。公司餐饮渠道收入占比约 60%，主要销售的单品为草菇老抽、金标生抽等中低档价位产品。其他调味品企业在餐饮渠道虽均有所布局，但定位不同与海天形成错位竞争。例如李锦记和中炬高新产品主要定位中高端，李锦记主要为高档餐厅提供服务，中炬高新则以鲜味酱油为主。

2020 年以来受新冠肺炎疫情影响餐饮渠道增长缓慢，但我们认为长期结构性趋势不变，未来餐饮行业仍将继续扩容。由于厨师对口味要求更加严格，且对调味料产品粘性更高，意味着调味料企业占据餐饮端份额的难度更大，因此海天味业在餐饮端构建的优势易守难攻。海天通过招募专业餐饮经销商渗透终端资源，与新东方等烹饪学校合作，并通过产品组合方式在餐饮渠道进行促销，中长期看我们认为海天味业在餐饮渠道渗透率将会持续提升，进一步抢占餐饮终端中小品牌的市场份额。

盈利预测

关键假设

公司目标全年实现营业收入/归母净利润同比+15%/18%的目标，虽然四季度面临春节偏晚及基数压力，我们判断公司仍有希望完成目标。

我们预测海天味业 2020/2021/2022 年营业收入 227.7/264.8/307.3 亿元，同比增长 15.0%/16.3%/16.0%；归母净利润 63.8/75.7/90.4 亿元，同比增长 19.1%/18.7%/19.5%；EPS 为 1.97/2.33/2.79 元，当前股价对应 PE 为 98x/83x/769x。

具体看：

(1) 酱油业务，我们预测公司 2020/2021/2022 年收入增速分别为 11.1%/13.8%/13.3%，其中销售量的增长分别为 13.4%/13.2%/12.2%，销售单价的增长分别为-2%/0.5%/1%。

(2) 蚝油业务，我们预测公司 2020/2021/2022 年收入增速分别为 23.7%/26.2%/23.4%，其中销售量的增长分别为 25%/22.5%/21%，销售单价的增长分别为-1%/3%/2%。

(3) 酱类业务，我们预测公司 2020/2021/2022 年收入增速分别为 11.9%/11.2%/11.1%，其中销售量的增长分别为 13%/8%/10%，销售单价的增长分别为-1%/3%/1%。

2020 年调味品行业平均估值在 79 倍 PE 左右，海天味业估值为 104 倍 PE，高于行业平均水平。但我们认为海天随着品类扩张及渠道精耕细化，其业绩的持续性能良好支持其估值溢价。

基于 2021 年目标估值 100x PE，我们计算海天的每股价值为 233.00 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 173: 盈利预测明细

亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
酱油					
平均售价 (元/吨)	5450.47	5355.55	5248.44	5274.68	5327.43
同比增速	0.93%	-1.74%	-2.00%	0.50%	1.00%
销量(万吨)	187.80	217.13	246.23	278.73	312.73
同比增速	14.78%	15.62%	13.40%	13.20%	12.20%
销售收入	102.36	116.29	129.23	147.02	166.61
同比增速	15.85%	13.60%	11.13%	13.77%	13.32%
毛利率	50.55%	50.38%	48.50%	48.90%	49.50%
酱类					
平均售价 (元/吨)	8780.58	8558.90	8473.31	8727.51	8814.79
同比增速	-0.42%	-2.52%	-1.00%	3.00%	1.00%
销量(万吨)	23.83	26.77	30.25	32.67	35.94
同比增速	2.98%	12.35%	13.00%	8.00%	10.00%
销售收入	20.92	22.91	25.63	28.52	31.68
同比增速	2.55%	9.51%	11.87%	11.24%	11.10%
毛利率	47.75%	47.56%	45.80%	46.30%	46.80%
蚝油					
平均售价 (元/吨)	4725.40	4642.41	4595.98	4733.86	4828.54
同比增速	1.10%	-1.76%	-1.00%	3.00%	2.00%
销量(万吨)	60.43	75.17	93.97	115.11	139.28
同比增速	24.65%	24.40%	25.00%	22.50%	21.00%
销售收入	28.56	34.90	43.19	54.49	67.25
同比增速	26.02%	22.21%	23.75%	26.18%	23.42%
毛利率	40.92%	37.96%	36.00%	37.00%	37.80%
其他产品					
销售收入	11.23	13.52	16.22	18.65	22.38
同比增速	16.83%	20.37%	20.00%	15.00%	20.00%
毛利率	44.14%	43.53%	42.00%	42.50%	43.00%
调整项					
销售收入	7.28	10.35	13.46	16.15	19.38
同比增速	51.38%	42.22%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	10.76%	12.98%	13.00%	13.20%	13.50%
整体销售收入	170.35	197.97	227.73	264.83	307.30
平均毛利率	46.47%	45.44%	43.26%	43.54%	43.92%

资料来源: 野村东方国际证券

风险提示

疫情影响: 如果疫情原因导致原料价格上涨超预期, 将对利润产生负面影响; 公司餐饮端占比较大, 若疫情持续时间超出预期, 将对公司餐饮端收入造成负面影响。

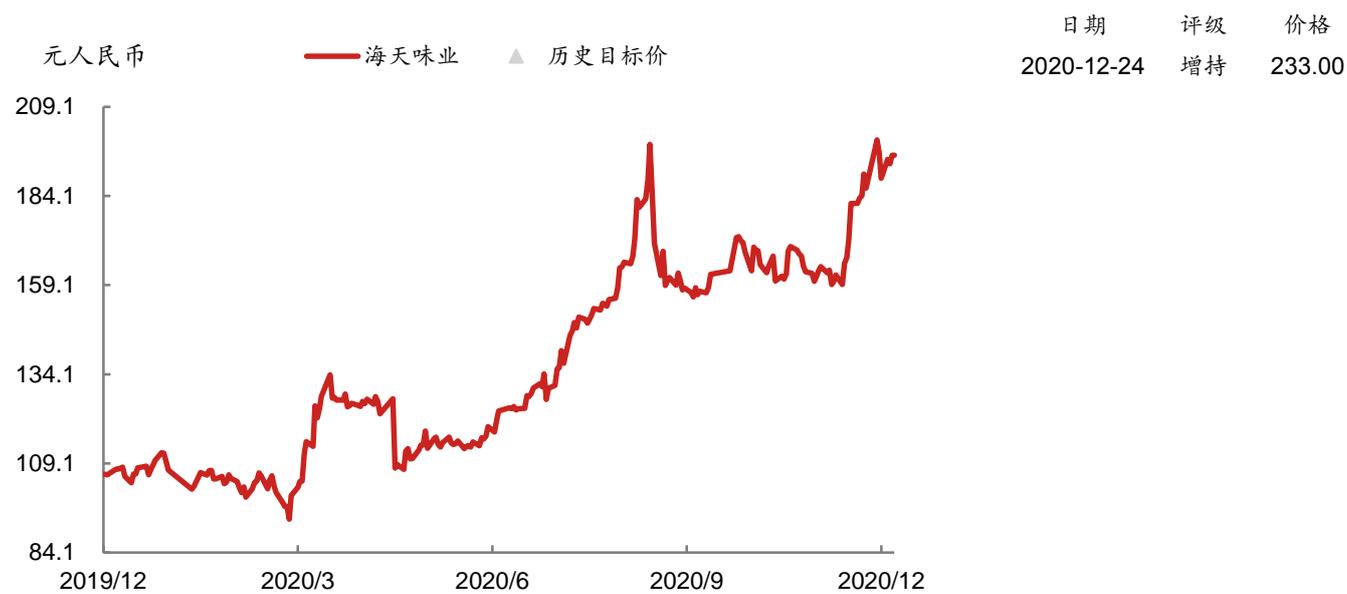
经济波动风险: 调味品需求相对刚性, 与经济环境相关性较大。如果经济下行, 消费放缓, 调味品也将承压。

市场经营风险: 新品推广不及预期或市场竞争加剧。

食品安全问题: 影响品牌形象, 对销量造成负面影响。

附录

绝对股价和历史目标价



资料来源：野村东方国际证券

体制民营化将持续兑现业绩

中炬高新首次覆盖报告

- 调味品业务引领公司成长。**中炬高新以高新园区开发起步，1999年进入调味品行业。2019年公司营收46.8亿元，旗下拥有厨邦和美味鲜两大品牌，主攻中高端零售市场。2010年-2019年公司营收CAGR为15.5%。2019年公司归母净利润7.2亿元，2010年-2019年的CAGR为24.8%。
- 体制民营化有望提升经营。**通过在二级市场持续增持，2019年3月宝能集团最终入主中炬高新（持股比例为24.92%）。2019年8月公司推出新版激励制度，覆盖高管和中层管理/技术人员，考核指标向收入倾斜，奖金分配向中层管理人员和业务骨干倾斜，按年度净利润计提5%作为绩效年薪，并按超出年初目标利润的增量部分的15%-25%作为奖金发放。计划推出后，2019年公司人均创收和人均薪酬均实现双位数增长，激励效果初现。
- 零售渠道填补空白，餐饮渠道加强覆盖。**中炬调味品业务的传统优势在零售渠道，占公司调味品销售比重超过70%。目前公司拥有零售经销商1051个，地级市市场覆盖率83.4%，区县覆盖率38.3%，主要集中于东南沿海，未来零售渠道的重点是加强覆盖空白市场，特别是西南地区。餐饮渠道此前是公司薄弱环节，但经过近几年的发展，销售占比从10%提高到29%。未来公司在成熟市场将扶持现有零售经销商开发餐饮渠道，在空白市场开发专门做餐饮渠道的经销商，并通过厨师培养认可公司产品的餐饮端客户。
- 盈利预测、目标价与投资评级。**我们预计公司2020/2021/2022年EPS为1.08/1.35/1.65元，对应PE为58/47/38x。考虑到未来公司区域扩张推动全国化、激励体制下管理效率提升、技改扩建项目的完成带来产能的释放及效率的提升，公司业绩有望呈现加速态势，我们给予2021年60x PE，对应目标价81.00元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 疫情的不确定性，食品安全问题，原材料价格上行，改革力度不及预期。

盈利预测

盈利预测简表

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位：百万元	实际	预测	预测	预测
营业收入	4674.84	5228.93	6242.01	7397.05
增长率(%)	12.2%	11.9%	19.4%	18.5%
归母净利润	717.94	857.04	1074.07	1316.24
增长率(%)	18.2%	19.4%	25.3%	22.5%
EPS(元/股)	0.90	1.08	1.35	1.65
市盈率(P/E)	43.66	58.51	46.69	38.10
市净率(P/B)	7.94	11.37	9.77	8.34

资料来源：野村东方国际证券

证券研究报告

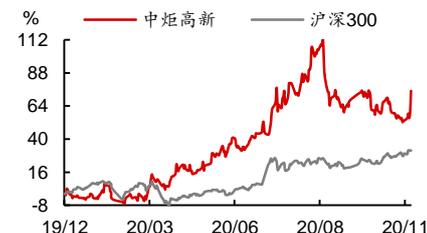
2020年12月24日

评级(首次)	增持
目标价(首次)	81.00元
收盘价(2020/12/24)	62.95元
潜在上行空间	28.7%

基本数据

总股本(百万股)	797
流通股本(百万股)	797
总市值(亿元)	502
流通市值(亿元)	502
52周最高/最低价(元)	82.85/36.50
30日日均成交额(百万元)	670.86

股价走势图



分析师

消费研究团队

廖欣宇

xinyu.liao@nomuraoi-sec.com

SAC 执证编号: S1720519120003

葛幸梓 研究助理

xingzi.ge@nomuraoi-sec.com

SAC 执证编号: S1720120030003

王涵宜 研究助理

hanyi.wang@nomuraoi-sec.com

SAC 执证编号: S1720120050003

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4675	5229	6242	7397
%同比增速	12%	12%	19%	19%
营业成本	2826	3083	3661	4294
毛利	1849	2146	2581	3103
%营业收入	40%	41%	41%	42%
税金及附加	61	68	81	97
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	456	570	649	769
%营业收入	10%	11%	10%	10%
管理费用	295	282	337	399
%营业收入	6%	5%	5%	5%
研发费用	147	165	197	233
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	49	50	47	43
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0
其他收益	19	21	25	29
投资收益	72	80	96	113
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	931	1111	1389	1704
%营业收入	20%	21%	22%	23%
营业外收支	-3	-3	-1	-3
利润总额	928	1108	1388	1701
%营业收入	20%	21%	22%	23%
所得税费用	137	163	204	251
净利润	791	945	1184	1451
%营业收入	17%	18%	19%	20%
归属于母公司的净利润	718	857	1074	1316
%同比增速	18%	19%	25%	23%
少数股东损益	73	88	110	135
EPS (元/股)	0.90	1.08	1.35	1.65

基本指标

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.90	1.08	1.35	1.65
BVPS	4.96	5.70	6.63	7.77
PE	43.66	58.51	46.69	38.10
PEG	2.40	3.02	1.84	1.69
PB	7.94	11.05	9.50	8.10
EV/EBITDA	30.27	40.95	33.04	26.96
ROE	18%	19%	20%	21%
ROIC	16%	17%	18%	19%

资料来源:野村东方国际证券

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	699	1149	1704	2490
交易性金融资产	1135	1135	1135	1135
应收账款及应收票据	26	29	35	41
存货	1568	1689	2006	2353
预付账款	5	5	6	7
其他流动资产	92	95	100	105
流动资产合计	3525	4103	4986	6131
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	5	5	5	5
投资性房地产	304	304	304	304
固定资产合计	1424	1589	1738	1870
无形资产	211	202	193	184
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	37	37	37	37
其他非流动资产	445	495	545	565
资产总计	5954	6738	7810	9098
短期借款	113	113	113	113
应付票据及应付账款	437	477	567	664
预收账款	225	251	300	356
应付职工薪酬	122	133	157	185
应交税费	75	84	100	118
其他流动负债	629	648	690	737
流动负债合计	1600	1705	1927	2172
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	20	20	20	20
其他非流动负债	88	88	88	88
负债合计	1708	1813	2035	2280
归属于母公司的所有者权益	3949	4540	5281	6190
少数股东权益	297	384	494	629
股东权益	4246	4925	5776	6818
负债及股东权益	5954	6738	7810	9098

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	1059	1000	1154	1414
投资	68	0	0	0
资本性支出	-232	-358	-356	-328
其他	37	80	96	113
投资活动现金流净额	-128	-278	-261	-215
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	110	0	0	0
筹资成本	-239	-271	-339	-414
其他	-502	0	0	0
筹资活动现金流净额	-631	-271	-339	-414
现金净流量	300	450	555	786

正文目录

高鲜酱油领跑者	86
民营体制下激励提升将兑现业绩	91
前海人寿举牌，宝能最终入主	91
全新激励制度下公司活力焕发	92
零售端渠道全国化，餐饮端逐步发力	95
餐饮端开始发力，营收占比逐年提升	97
业绩预测	99
风险提示	101

图表目录

图表 174: 中炬高新公司历史	86
图表 175: 中炬高新营业收入及增速	87
图表 176: 中炬高新归母净利润及增速	87
图表 177: 中炬高新毛利率和净利率	87
图表 178: 公司以制造业业务为主	88
图表 179: 中炬高新调味品业务营业收入及增速	88
图表 180: 中炬高新调味品业务毛利润	88
图表 181: 厨邦和美味鲜品牌主要产品	89
图表 182: 公司调味品业务收入拆分	89
图表 183: 公司调味品业务毛利润拆分	89
图表 184: 公司调味品业务各品类毛利率	90
图表 185: 公司转为民营体制路径	91
图表 186: 中炬高新股权结构 (2020 年三季度)	92
图表 187: 公司产能梳理 (万吨)	93
图表 188: 2019 年调味品行业上市公司人均薪酬情况	94
图表 189: 2019 年调味品行业上市公司人均创收情况	94
图表 190: 2012-2019 年中炬高新人均薪酬情况	94
图表 191: 2012-2019 年中炬高新人均创收情况	94
图表 192: 中炬高新及海天味业经销商数量对比	95
图表 193: 中炬高新及海天味业分区域经销商数量	95
图表 194: 公司各区域收入拆分	96
图表 195: 中西部和北部地区收入增速最高	96
图表 196: 2020 年三季度分地区经销商人均营业收入	96
图表 197: 中炬高新五级市场发展情况	97
图表 198: 2012 年各区域城镇居民家庭每年人均调味品消费支出	97
图表 199: 中炬高新以家庭零售端为主	98
图表 200: 海天味业以餐饮端为主 (2019 年)	98
图表 201: 盈利预测明细	100

高鲜酱油领跑者

中炬高新成立于1993年，以高新产业园区开发起步，1995年在上交所挂牌上市，1999年收购美味鲜食品总厂（前身为中华老字号香山酱园）后进军健康食品产业，成功从以园区开发为核心业务的企业转型成多元发展的投资控股型集团。中炬高新旗下拥有美味鲜、中汇合创和中炬精工等控股子公司，其中美味鲜是中国调味品行业高鲜酱油的开拓者，拥有中山、阳西两大生产基地。

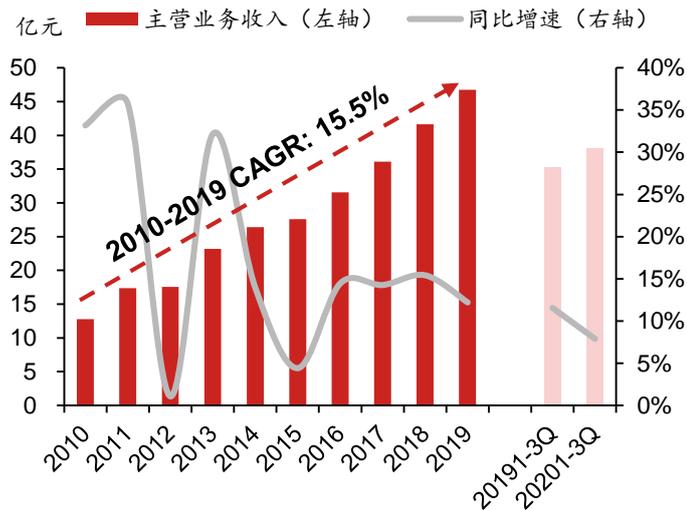
图表 174：中炬高新公司历史

时间	大事件
1993年1月	中山火炬高新技术实业股份有限公司成立
1995年10月	上交所上市
1999年10月	收购中山市美味鲜食品总厂，转制设立广东美味鲜调味食品有限公司
2000年代	推出高鲜酱油
2010年9月	美味鲜公司新厂正式揭牌
2012年11月	美味鲜（阳西厨邦）生产基地首期工程投产
2015年9月	宝能集团成为公司第一大股东
2016年	厨邦食品有限公司被认定为广东省高新技术企业
2017年9月	美味鲜（阳西美味鲜）食品生产项目动工

资料来源：公司公告、野村东方国际证券

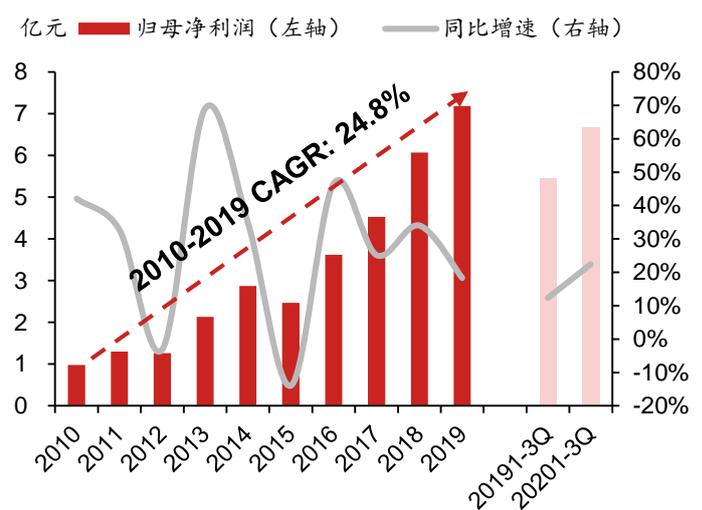
2019年中炬高新实现营业收入46.8亿元，同比增长12.2%，2010-2019年CAGR达15.5%。2019年归母净利润为7.2亿元，同比增长18.3%，2010-2019年CAGR达24.8%。2020年前三季度公司实现营业收入38.1亿元，同比增长7.9%；归母净利润为6.7亿元，同比增长22.4%。其中单三季度实现营收12.5亿元，同比增长10.3%，归母净利润2.13亿元，同比增长18.5%，业绩增速较二季度有所放缓，主要是由于随着疫情影响逐渐消退，零售端消费需求有所放缓而餐饮端的复苏较慢。

图表 175: 中炬高新营业收入及增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

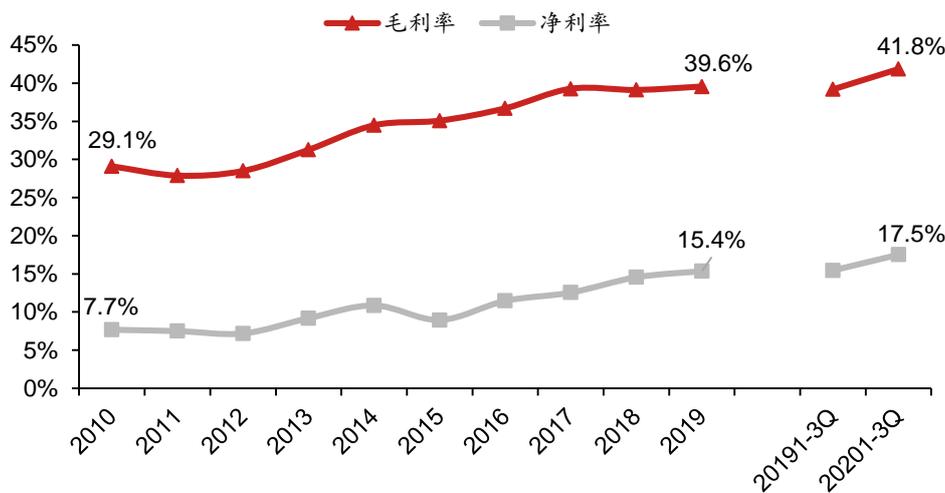
图表 176: 中炬高新归母净利润及增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

得益于产品结构优化以及经营效率提升, 公司盈利水平持续改善。2019 年公司毛利率和净利率分别为 39.6%和 15.4%, 较 2010 年提升 10.4 和 7.7pp, 2020 年前三季度毛利率和净利率分别达 41.8%和 17.5%。

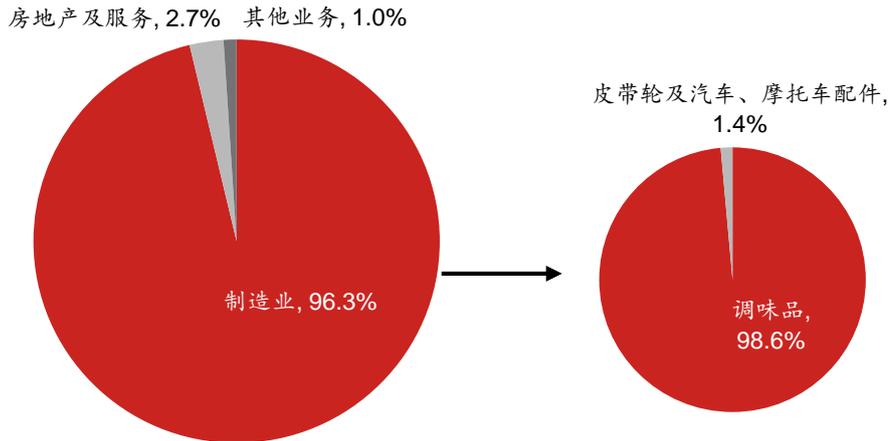
图表 177: 中炬高新毛利率和净利率



资料来源: Wind、野村东方国际证券

公司业务可拆分为制造业、房地产及服务业、和其他业务, 2019 年收入占比分别为 96.3%、2.7%、1%。公司制造业业务包括调味品、皮带轮及汽车配件等, 调味品收入占制造业业务的 98.6%, 占公司整体收入的 94.9%。

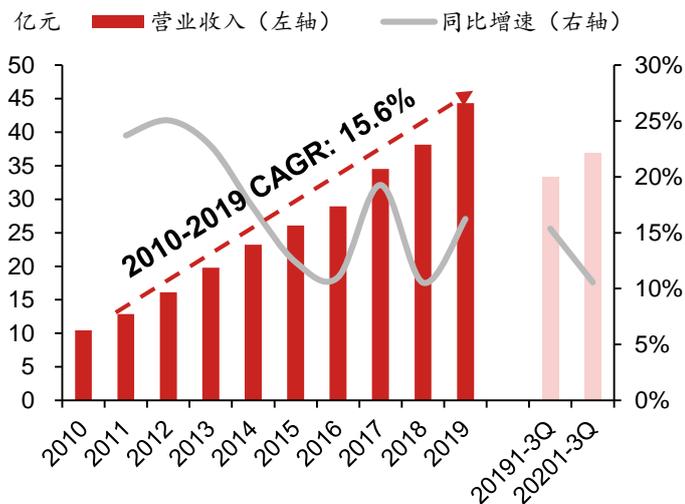
图表 178: 公司以制造业业务为主



资料来源: Wind、野村东方国际证券

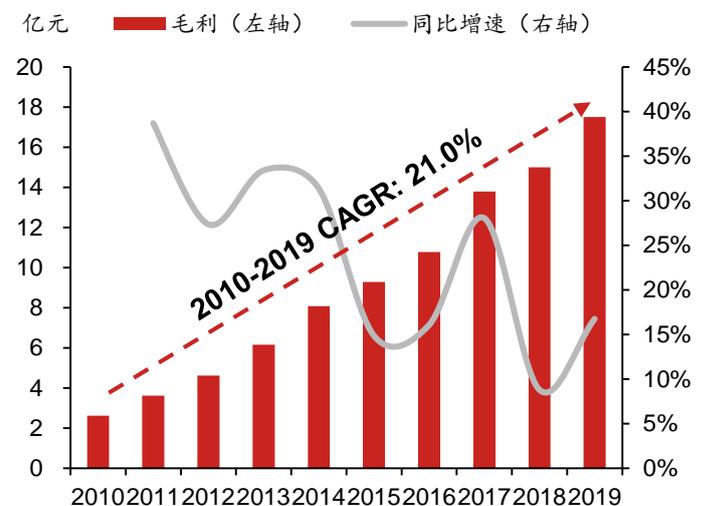
2010年-2019年期间公司调味品业务快速扩张, 营收占比稳步提高, 重要性不断凸显。调味品营业收入从2010年的10.4亿元增长至2019年的44.4亿元, 期间CAGR达15.6%。2020年前三季度营业收入为36.9亿元, 同比增速为10.6%。

图表 179: 中炬高新调味品业务营业收入及增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

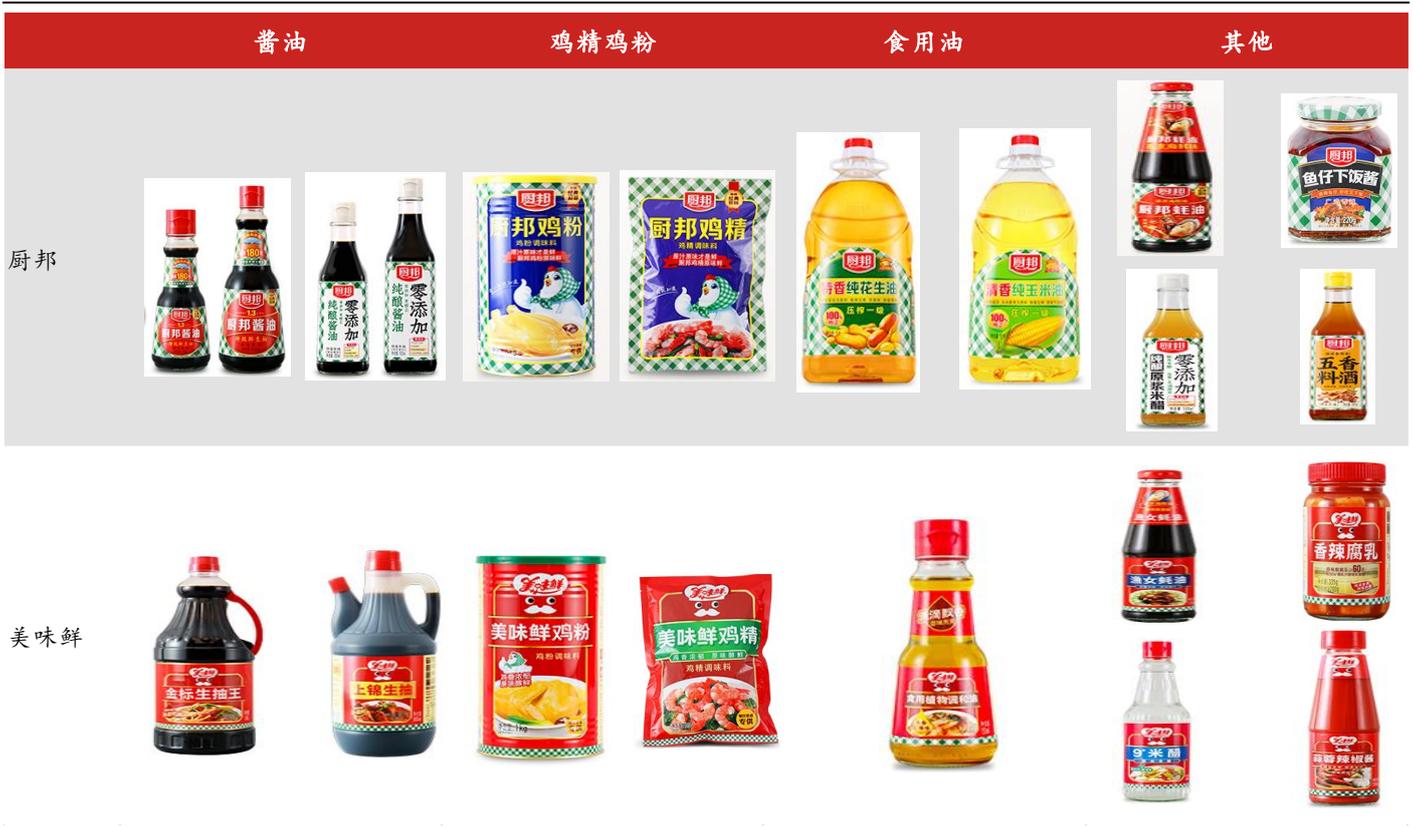
图表 180: 中炬高新调味品业务毛利润



资料来源: Wind、野村东方国际证券

公司调味品有厨邦和美味鲜两大品牌, 其中厨邦品牌主打“高鲜”的中高端产品, 而美味鲜主要以性价比取胜。2018年厨邦产品约占公司全部调味品销量的92.9%, 与海天的主打中低端的大众化路线形成错位竞争。中炬高新两个品牌均以酱油为主力、鸡精和鸡粉为辅, 并不断向蚝油、酱类、食醋、料酒等多个品类延伸, 公司已逐渐成长为多元化的调味品平台。

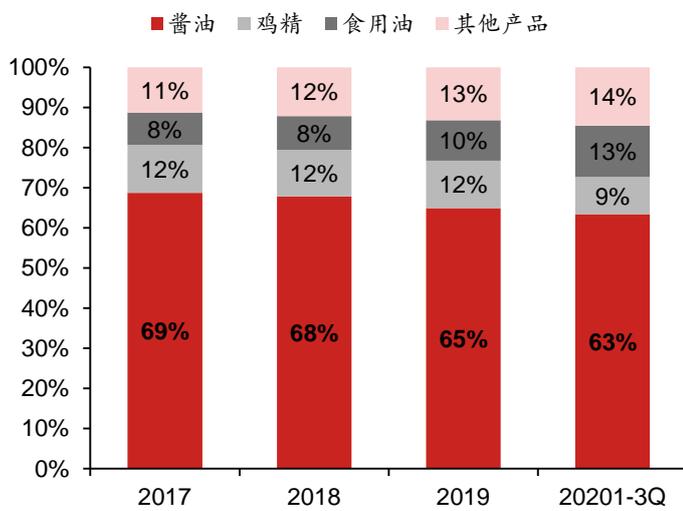
图表 181: 厨邦和美味鲜品牌主要产品



资料来源: 公司资料、野村东方国际证券

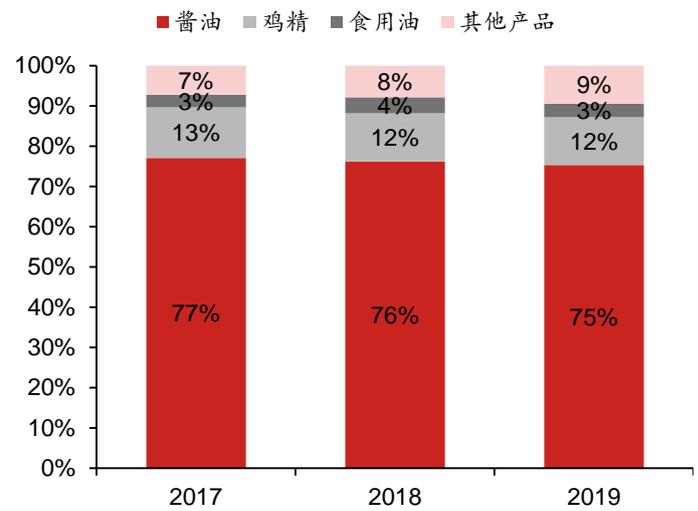
近年来公司调味品传统品类(酱油、鸡精鸡粉)比重减少,而新品类占比持续提升。2020年前三季度,公司酱油、鸡精鸡粉、食用油、其他调味品占调味品业务收入比重分别为63%、9%、13%、14%,前两类较2017年比重分别减少5/3pp,酱油品类仍为公司核心产品;而食用油、其他调味品(包含米醋、料酒、腐乳、蚝油、酱等)占比分别提升5/3pp。其中,酱油品类毛利率最高,为公司利润贡献主力军;食用油毛利率最低,因此利润贡献占比最少。

图表 182: 公司调味品业务收入拆分



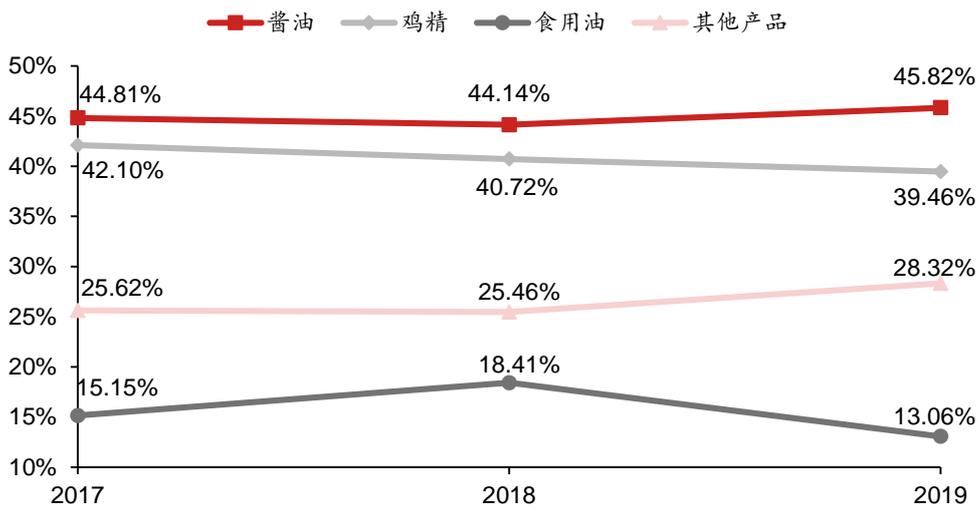
资料来源: 中炬高新, 野村东方国际证券

图表 183: 公司调味品业务毛利润拆分



资料来源: 中炬高新, 野村东方国际证券

图表 184: 公司调味品业务各品类毛利率



资料来源: 中炬高新, 野村东方国际证券

民营体制下激励提升将兑现业绩

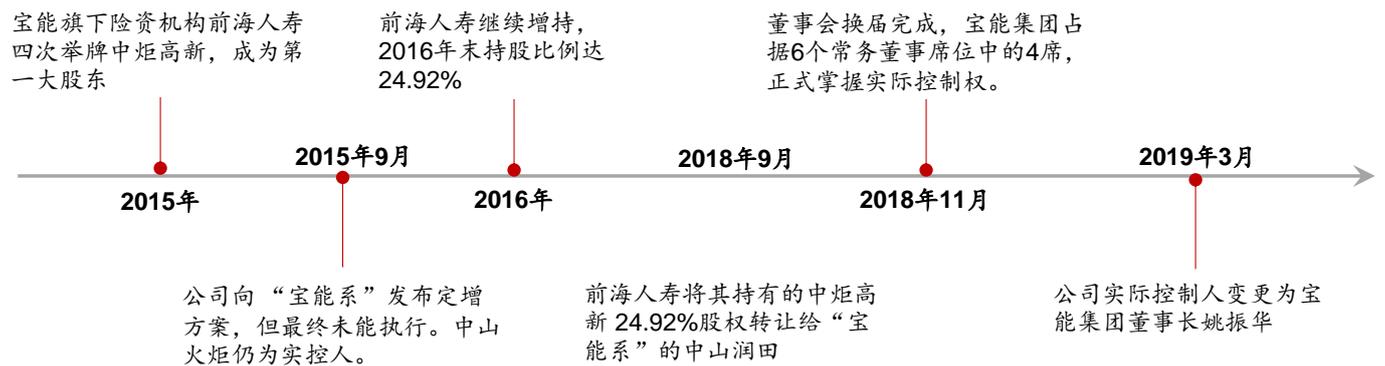
前海人寿举牌，宝能最终入主

公司原实控人及第一大股东为中山火炬集团（中山火炬高新区管委会全资控股子公司）。2015年宝能旗下险资机构前海人寿通过二级市场4度举牌，合计持股20.11%，成为中炬高新第一大股东。同年9月中炬高新公布对“宝能系”的定向增发方案，拟向前海人寿的一致行动人中山富骏、中山崇光、中山润田、中山远津定向增发，但最终未能执行，中山火炬集团仍为公司实控人。后期前海人寿继续通过二级市场增持，至2016年末前海人寿持股比例增加至24.92%，此后一直保持不变。

2018年9月，前海人寿将其持有的中炬高新24.92%股份全部转让给同为“宝能系”的中山润田投资有限公司；同年11月董事会换届完成，宝能系占据6个常务董事席位中的4席，由此正式掌握中炬高新的实际控制权。

2019年3月，中炬高新实际控制人变更为宝能集团董事长姚振华先生，标志着宝能集团入主中炬高新最终尘埃落定，中炬高新正式转为民营体制。

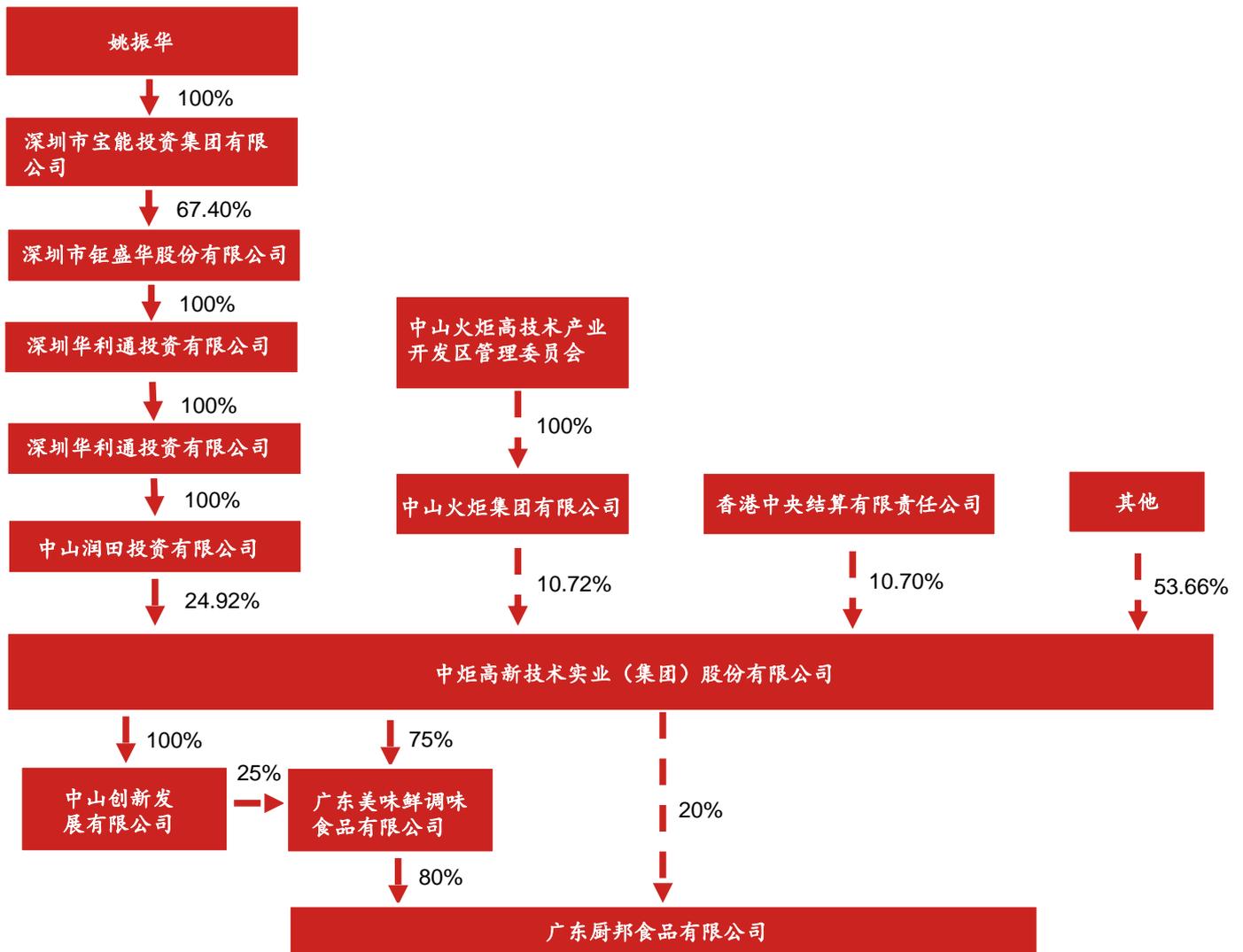
图表 185：公司转为民营体制路径



资料来源：中炬高新，野村东方国际证券

截止2020年第三季度，公司第一大股东为“宝能系”旗下的中山润田投资有限公司，其持股比例仍保持为24.92%。原实控人及第一大股东中山火炬集团作为国有法人持股，以10.72%的持股比例位居第二大股东。

图表 186：中炬高新股权结构（2020 年三季度）



资料来源：中炬高新，野村东方国际证券

全新激励制度下公司活力焕发

2019年8月公司公告了核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度(2019版)。制度覆盖对象包括：1) 公司高管；2) 中层管理、技术骨干；3) 公司总经理提名的且经董事会薪酬与考核委员会认可的管理、技术、业务骨干人员。

相较2013年发布的激励计划，新版激励制度有以下几点变化：1) 考核指标向收入倾斜（营业收入、归母净利润及净资产收益率的权重分别从2:6:2调整为4:4:2）；2) 奖金分配向中层管理、业务骨干倾斜；3) 当经营指标超额完成时，除按年度净利润的5%计提绩效年薪奖金包进行奖励外，还另计提超出当年目标利润的增量利润额的15%-25%作为绩效年薪奖金池发放奖励，能更好地激发员工的积极主动性、促进业绩的提升。我们认为公司转为民营体制后，全新绩效激励的制定有望为公司各方面发展赋能续航。

业务和产品方面，公司转为民营体制后，积极制定发展新战略。2019年出台了五年双百发展计划（从2019年到2023年公司通过内外并举的措施，实现健康食品产业年营业收入过百亿，年产销量过百万吨的双百目标），并制定了配套的未来三年行动方案，确定聚焦调味品主业的发展思路，并明确了以内生式发展为主、以外延式发展为辅的发展策略。近年来公司调味品业务收入占比持续增长，

由 2013 年的 85% 增长至 2020 年第三季度的 97%。公司在酱油和鸡精的基础上切入食用油、蚝油、米醋、料酒、腐乳等新品类，朝向多元化健康食品方向发展。品类的延伸有助收入增长，与公司新的激励制度更侧重收入的考核一致。

产能方面，公司拥有 50 万吨左右产能（中山基地产能约 31 万吨、阳西生产基地 19 万吨）。面对中山厂区产能基本饱和的情况，公司于 2020 年 3 月开始积极对其进行技改拓建，我们预计 2022 年中山基地产能有望扩充至 58 万吨。同时阳西厨邦公司三期酱油扩产项目计划在今年下半年带料投产，产能有望达 47 万吨。阳西美味鲜基地于 2017 年动工，目前蚝油、料酒、食醋项目扩产顺利，预计 2020 年投产，2023 年达产，规划产能约 65 万吨。

图表 187：公司产能梳理（万吨）

品类	中山基地		阳西厨邦				阳西美味鲜	合计
	2019	2022E	2014（一期）	2016（二期）	2018（三期）	2020E（达产）	2023E（达产）	
酱油	23	48	5.1	13.46	22.97	33.37	-	81.37
酱类	2.36	2.36	0.17	0.58	1.09	1.71	-	4.07
蚝油	4	4	0.27	1.15	2.76	5.59	20	15.22
醋	2.07	2.07	0.11	0.38	0.73	1.22	10	3.29
料酒	0	2	-	-	-	-	5	7
食用油	-	-	0.18	0.65	1.16	1.83	30	31.83
鸡精鸡粉	-	-	0.31	1.08	1.98	3.16	-	3.16
合计	31.43	58.43	6.14	17.3	30.69	46.88	65	145.94

资料来源：公司公告，野村东方国际证券

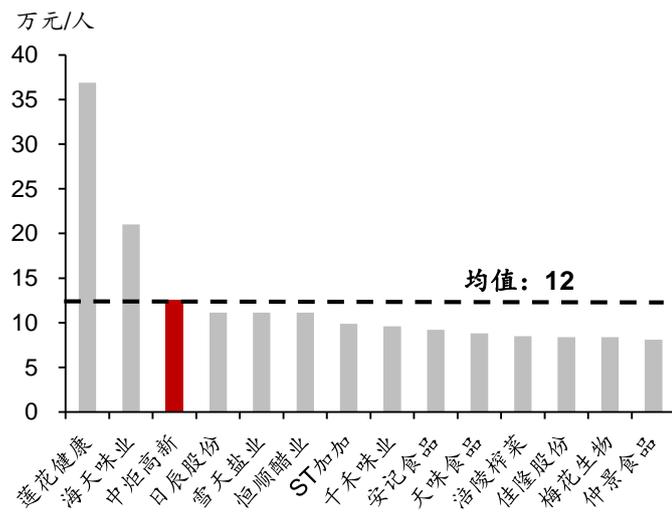
成本控制方面，公司新的激励制度注重对业务骨干、技术人员的激励，有助于公司提升产品品质及节省成本。目前降本降费初现成效，公司 2019 年开始实施采购集中管控模式，综合毛利率比预算高出 1.44pp。此外公司通过组织架构扁平化来优化业务流程，管理费用率持续减少。

渠道拓展方面，公司加强渠道建设，加快发展全国经销商，经销商数量从 2018 年的 864 个提升到 2019 年的 1051 个，开发空白地级市 21 个，实现全国地级市覆盖率 83.4%，区县覆盖率 38.32%，逐步实现销售区域的平衡发展。公司利用现有的经销商开发体系，进一步向区县、社区下沉。同时公司积极开拓线上渠道，开展网络营销推广，并逐步进军海外市场，推动厨邦酱油国际化，公司产品目前已出口到 7 国。

公司餐饮渠道销量增速远高于公司整体销量，得益于公司对餐饮渠道市场的积极推广，利用厨邦顶级厨师俱乐部平台，推出超级凉菜万元大奖赛等专业活动，实现 B 端渠道的快速增长。

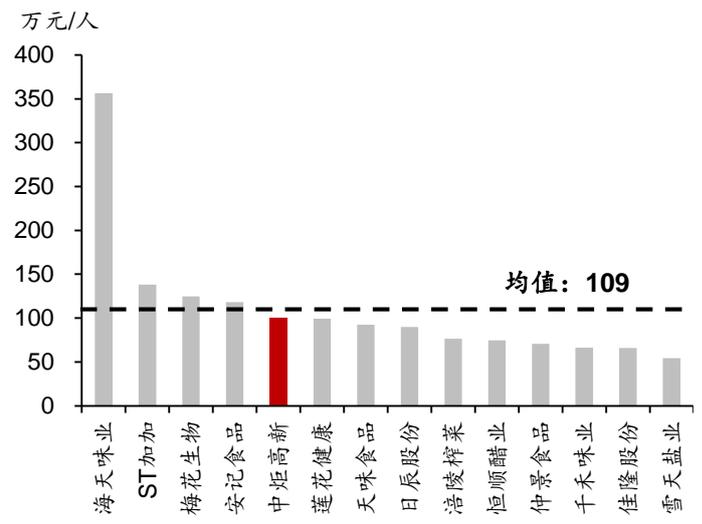
员工激励与绩效方面，2019 年中炬高新人均薪酬达 12.5 亿元，同比增长 15%，位居调味品行业上市公司第三名；人均创收 100.2 万元，同比增长 12%，位居调味品行业上市公司第五名。公司平均员工薪酬与人均创收均呈高速增长，显示新的薪酬激励体制下公司经营管理效率提高，公司加速发展。

图表 188：2019 年调味品行业上市公司人均薪酬情况



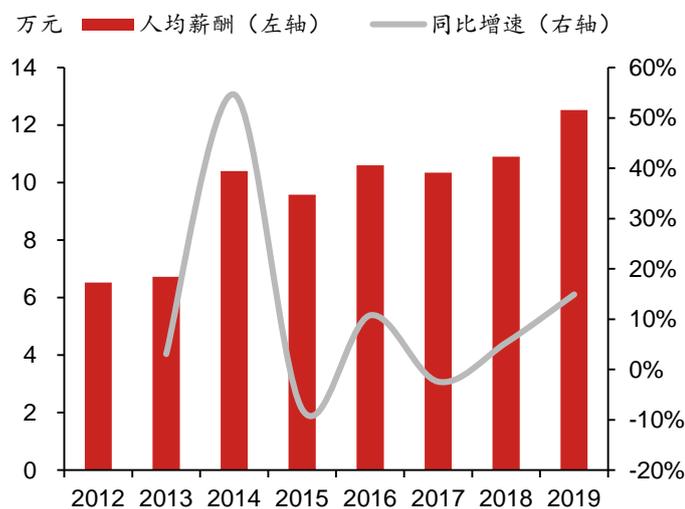
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 189：2019 年调味品行业上市公司人均创收情况



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 190：2012-2019 年中炬高新人均薪酬情况



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 191：2012-2019 年中炬高新人均创收情况



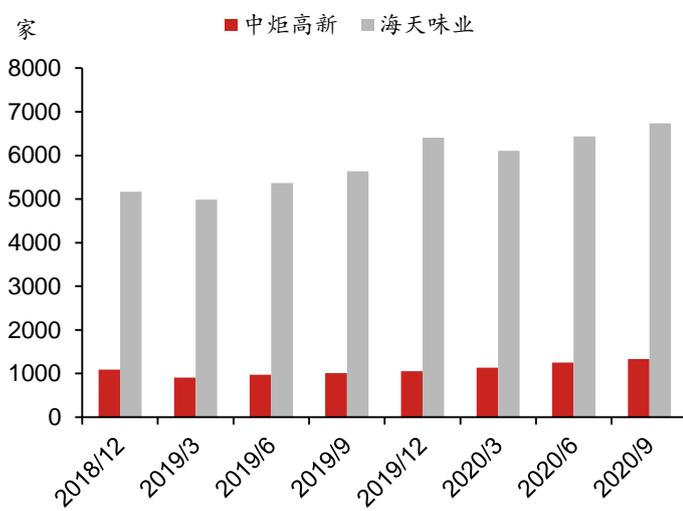
资料来源：Wind、野村东方国际证券

零售端渠道全国化，餐饮端逐步发力

相较海天主要依靠餐饮主打 B 端渠道（约占 60%），中炬高新传统优势在 C 端家庭渠道（占比超 70%），消费者对公司酱油产品的品牌意识较强。2019 年第四季度公司确立业绩加速目标：加大空白市场开发力度和渠道下沉战略，增加市场投入和人员配置，渠道方面 BC 两端双头加速推进。零售端渠道持续推进全国化，填补空白市场。

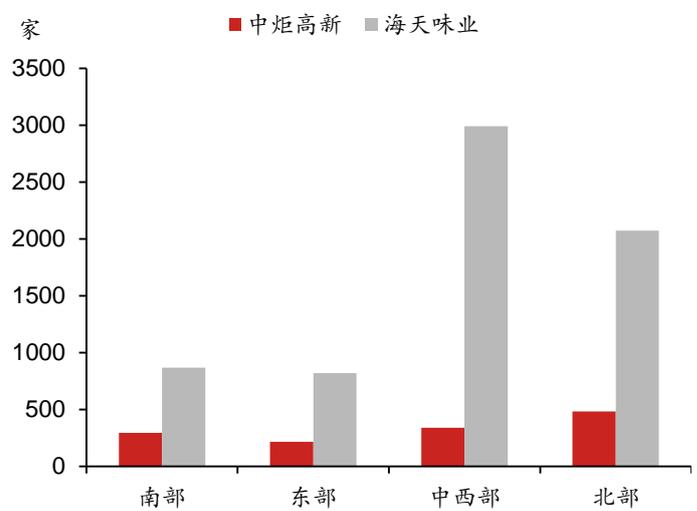
2019 年中炬高新全国地级市覆盖率 83.4%，区县覆盖率 38.32%，拥有 1051 个经销商。对标海天已经实现地级市全覆盖、县级市场 90% 覆盖，90% 的内陆省份销售过亿并拥有完整的销商体系的局面，中炬高新在渠道深耕和空白市场覆盖方面仍有一定差距。

图表 192：中炬高新及海天味业经销商数量对比



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 193：中炬高新及海天味业分区域经销商数量

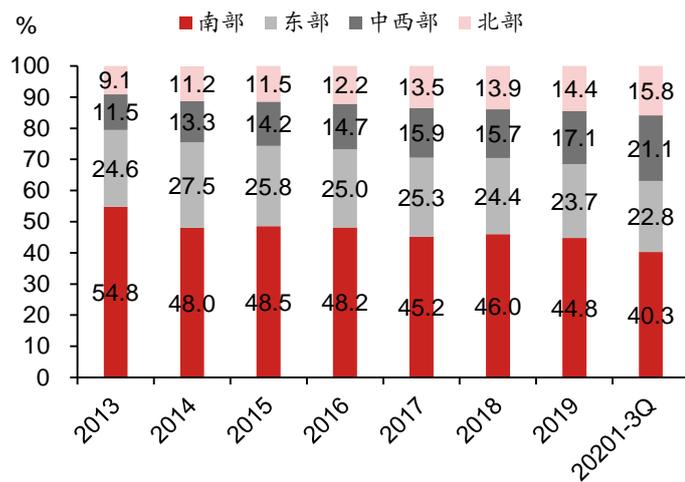


资料来源：Wind、野村东方国际证券

中炬高新起家于南方，传统优势在东南沿海地区（广东、广西、福建、海南、浙江），来自这些地区的收入占比基本一直在 60% 以上，渠道密度较高，消费者认可度强。但公司在中西部地区、北部地区的终端覆盖率远低于海天和李锦记，厨邦的终端覆盖率仅为李锦记的 40%。

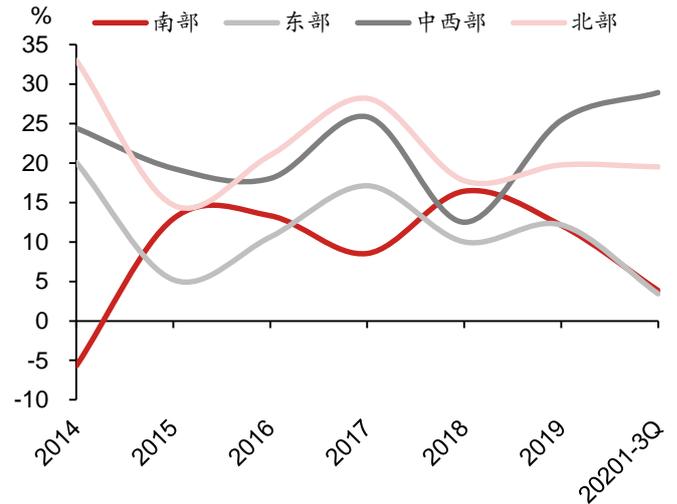
近年来公司加快开发空白市场，加速开拓西南地区。根据调研，公司厨邦美味鲜系列近期在中西部地区快速放量，呈爆发式增长。2020 年前三季度，虽然受到新冠肺炎疫情冲击，公司中西部和北部地区的收入增速仍然高达 28.9%、19.5%，且公司中西部和南部地区经销商的人均营业收入超过海天味业，但北部仍有一定差距。公司今年对经销商实施严格的任务量考核，对新开经销商的目标要求更高。公司经销商对未来三年业绩增长保持强烈信心，我们认为未来中西部和北部市场空间巨大。

图表 194: 公司各区域收入拆分



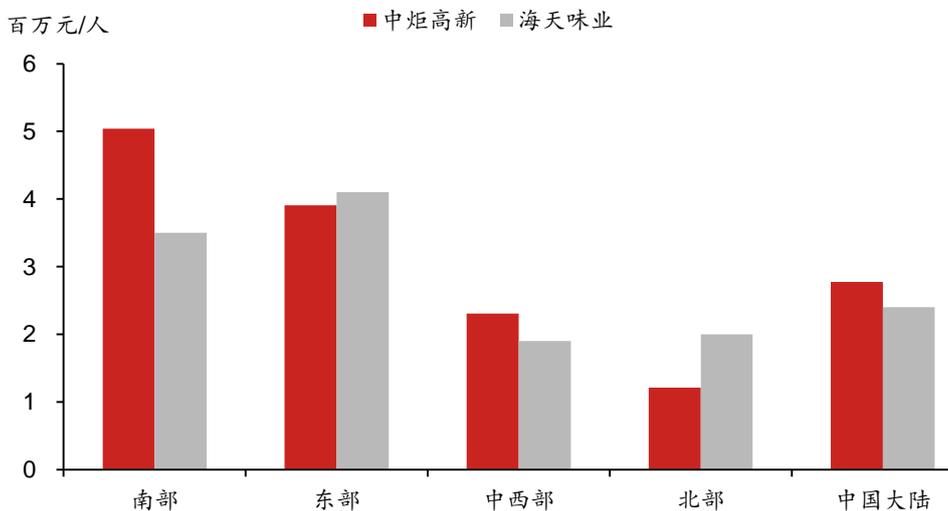
资料来源: 中炬高新, 野村东方国际证券

图表 195: 中西部和北部地区收入增速最高



资料来源: 中炬高新, 野村东方国际证券

图表 196: 2020 年三季度分地区经销商人均营业收入



资料来源: 中炬高新、野村东方国际证券

公司根据市场成熟度以及市场销售额的标准, 将全国区域划分为五级市场, 不同层级的市场制定不同的拓展策略: 1) 一级市场包括广东、浙江、海南区域, 渠道覆盖至乡镇级别; 2) 二级市场包括福建、广西、江西区域, 渠道覆盖至县级; 3) 三级市场主要为东北区域, 渠道主要覆盖至地级市; 4) 四级市场主要为华北地区; 5) 五级市场包括西北、西南等其他区域。

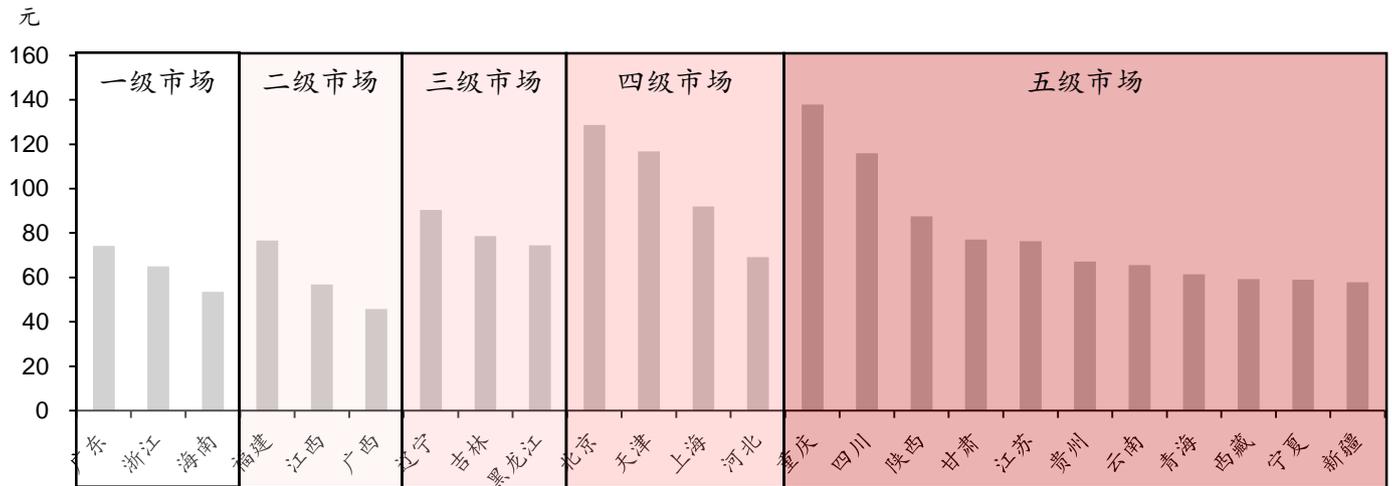
我们可以看到人均可支配收入较高的北京、天津、上海属于公司的四级市场, 而这些城市的城镇家庭人均调味品消费支出均超过公司的一至三级市场, 该类城市消费升级趋势明显, 对中高端调味品需求旺盛。调查数据显示我国一线城市中高端酱油消费需求相对较高, 占比达 64%, 远高于三四线城市的 15%。中炬高新定位中高端, 有利于公司在四级市场的发展。此外公司五级市场里的重庆、四川等城市人均调味品消费支出也明显高出其他城市, 我们认为公司在非成熟区域仍有较大增长空间。

图表 197：中炬高新五级市场发展情况

市场分级	覆盖区域	渗透率	未来增长点
一级市场	广东、浙江、海南	乡镇	品类延伸
二级市场	广西、福建、江西	县	品类延伸+渠道下沉
三级市场	东北	地级	渠道下沉
四级市场	华北（北京、天津、上海、河南、河北等地区）	省会	产品升级+渠道下沉+开拓空白市场
五级市场	西北、西南等其它地区	省会	渠道下沉+开拓空白市场

资料来源：中炬高新，野村东方国际证券

图表 198：2012 年各区域城镇居民家庭每年人均调味品消费支出



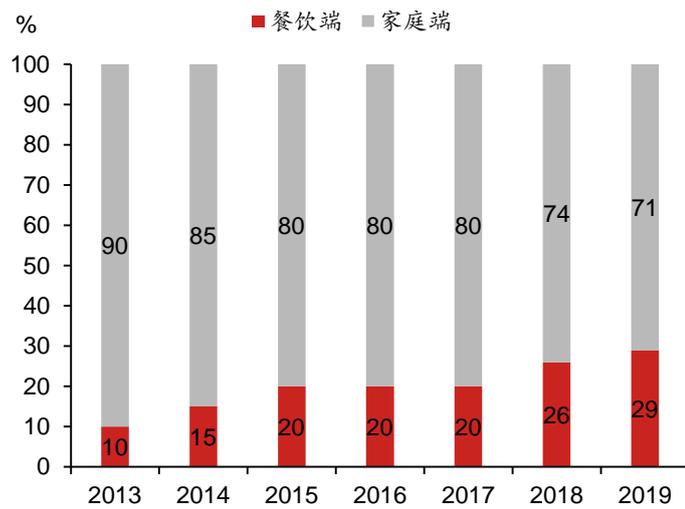
资料来源：Wind、野村东方国际证券

我们认为公司未来市场增量将主要来自于：一、二级市场的渠道精耕以及新品类的延伸；三级市场的渠道下沉至县级；四、五级市场不断填补空白市场，针对调味品消费支出较高的城市继续坚持产品升级，加大品牌宣传投入。

餐饮端开始发力，营收占比逐年提升

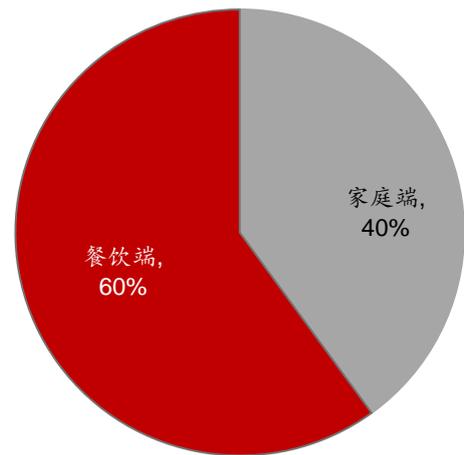
由于餐饮渠道具有高粘性、高频率、覆盖广、费用率低等特点，各调味品企业都在加大对餐饮渠道的投入。目前中炬高新正加速开拓餐饮市场，把握 B 端赛道发展的大趋势，餐饮渠道营收占比正在逐步提升，2013-2019 年占比由 10% 提升至 29%。2019 年公司餐饮渠道收入同比增速高达 23.5%，高出家庭渠道约 12.7pp。但对比海天味业/李锦记餐饮渠道 60%/70% 的营收占比，中炬高新的餐饮渠道仍有较大挖掘潜力，主要可以从产品、经销商、营销推广、渠道等方面入手。公司预计 2023 年餐饮占比将在 30-40% 之间。

图表 199：中炬高新以家庭零售端为主



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 200：海天味业以餐饮端为主（2019 年）



资料来源：公司数据，野村东方国际证券

产品方面：今年以来公司增加捆绑装、组合装等餐饮渠道产品，同时针对餐饮渠道市场推出高性价比新品，定位中低端，目前产品销售表现较好，与现有厨邦产品形成有效互补。

经销商方面：公司此前侧重覆盖商超和流通渠道，餐饮渠道主要靠流通经销商自然辐射；目前公司按不同渠道、区域分开招揽实力经销商，并加大力度扶持经销商开发餐饮渠道。由于餐饮渠道销量大且成本低、利润高，因此经销商对餐饮渠道的开发积极性也较高。中炬高新在销售端招聘餐饮专员，引入餐饮资源丰富经销商进行合作，加快餐饮门店开发。对于空白区域，公司开发专门做餐饮渠道的实力经销商，帮助公司迅速开拓新市场。而对于成熟市场，若现有的经销商餐饮渠道实力较弱，公司将为其配备开拓餐饮业务专职人员。

此外，公司一改之前费用投放全部打包给经销商的制度，而是采用费用专用制度，将促销、渠道、品牌、市场费用严格区分，避免了费用被渠道截留，使得资金能充分用于餐饮渠道推广。

营销推广方面：公司从厨师角度切入，培养认可公司产品的餐饮客户，增加其使用黏性。例如中炬高新通过举办凉菜大赛、巡回品鉴交流会，建立顶级厨师训练营、厨师俱乐部多种方式维护客户关系，积累厨师资源，培养认可、使用厨邦酱油的厨师队伍，通过渐进式发展，逐步提升餐饮渠道的销售占比。中炬高新厨师顶级俱乐部目前线上线下厨师会员共计 18 万人，认证厨师 7000 多人。厨师作为意见领袖，对中炬高新产品的评价会潜移默化消费者的选择。由于李锦记、海天味业在餐饮渠道开发较早，目前已拥有大批高粘性客户，销量可观。中炬高新在积累一定餐饮客户资源后，有望受益于规模优势，获得业绩增长。

渠道层面：公司与厨师俱乐部形成联动，配合地面的批发市场打造“流通渠道样板店”和“餐批旗舰店”，推广公司的战略产品。公司选取城市及县城人口流通较多的批发市场，租赁位置较好的门店，统一摆放厨邦产品，可较好满足类似夫妻店等小 B 端门店的采购需求。目前厨邦已有餐批旗舰店 3000 家，销量增速每年在 20% 以上。

业绩预测

公司 2019 年提出调味品“五年双百”目标，由于公司 2019 年调味品业务（美味鲜）营收增速仅为 16%，则 2020-2023 年收入 CAGR 需达到 22% 以上。考虑到 2020 年受疫情影响，营收增速或有放缓，公司业绩目标设定较高。

我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 52.3/62.4/74.0 亿元，分别同比增长 11.9%/19.4%/18.5%；归母净利润分别为 8.6/10.7/13.2 亿元，分别同比增长 19.4%/25.3%/22.5%，EPS 分别为 1.08/1.35/1.65 元。

具体看：

- 1) 酱油：我们预计受益于空白市场的覆盖、渠道的精耕下沉以及产品结构的升级，公司 2020/2021/2022 年酱油品类销量同比增长 8%/15%/14%；吨价分别同比增长 0.5%/0.5%/1%。
- 2) 鸡精鸡粉：公司鸡粉餐饮渠道占比较高，预计 2020 年受疫情影响营收增速下滑明显，未来随着疫情好转，公司餐饮渠道开拓，鸡精鸡粉业务有望恢复增长，我们预计 2020/2021/2022 年鸡精鸡粉品类销量同比 -10%/+10%/+10%；吨价分别同比 0%/+0.5%/+1%。
- 3) 其他调味品：公司食用油处于前期铺货放量阶段，蚝油、料酒、食醋等随着产能逐步释放，预计销量逐步提升，我们预计公司 2020/2021/2022 年其他调味品营收增速分别为 32.2%/32.0%/28.9%。

考虑到未来公司区域扩张推动全国化、激励体制下管理效率提升、技改扩建项目的完成带来产能的释放及效率的提升，公司业绩有望呈现加速态势，我们给予 2021 年 60x PE，对应目标价 81.00 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 201: 盈利预测明细

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
调味品合计 (美味鲜)					
销售收入	3817.33	4436.91	4961.53	5934.06	7058.30
同比增速	10.56%	16.23%	11.82%	19.60%	18.95%
毛利率	39.31%	39.47%	40.93%	41.23%	41.87%
销售成本	2316.91	2685.84	2930.71	3487.17	4103.12
同比增速	11.72%	15.92%	9.12%	18.99%	17.66%
毛利	1500.42	1751.07	2030.82	2446.88	2955.18
同比增速	8.81%	16.71%	15.98%	20.49%	20.77%
酱油					
酱油总收入	2589.51	2880.22	3126.19	3613.10	4160.12
同比增速	9.12%	11.23%	8.54%	15.58%	15.14%
酱油平均价格 (元/吨)	6443	6466	6499	6531	6596
同比增速	1.22%	0.36%	0.50%	0.50%	1.00%
酱油销量 (吨)	401908	445419	481053	553210	630660
同比增速	7.81%	10.83%	8.0%	15.0%	14.0%
毛利率	44.14%	45.82%	48.0%	48.7%	49.5%
鸡精鸡粉					
鸡精鸡粉总收入	442.68	526.74	474.07	524.08	582.26
同比增速	7.24%	18.99%	-10.00%	10.55%	11.10%
鸡精鸡粉平均售价 (元/吨)	18164	18132	18132	18222	18405
同比增速	-0.03%	-0.18%	0.00%	0.50%	1.00%
鸡精鸡粉销量 (吨)	24372	29051	26146	28760	31637
同比增速	7.27%	19.20%	-10%	10%	10%
毛利率	40.72%	39.46%	41.5%	42.0%	42.5%
其他调味品 (食用油、蚝油、料酒、下饭酱等)					
销售收入	785.13	1029.94	1361.27	1796.87	2315.92
同比增速	13.69%	31.18%	32.17%	32.00%	28.89%
毛利率	22.56%	21.70%	24.5%	26.0%	28.0%
房地产及服务					
合计销售收入	126.50	125.64	138	166	182
同比增速	155.56%	-0.68%	10.00%	20.00%	10.00%
毛利率	34.84%	39.98%	42.00%	42.50%	42.50%
其他业务					
销售收入	222.63	112.34	129	142	156
同比增速	107.99%	-49.54%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	38.28%	42.23%	44.00%	44.50%	45.00%
销售收入	4166.46	4674.89	5228.93	6242.01	7397.05
同比增速	15.4%	12.20%	11.85%	19.37%	18.50%
平均毛利率	39.11%	39.55%	41.04%	41.34%	41.95%

资料来源: 公司数据, 野村东方国际证券

风险提示

疫情影响：如果疫情原因导致原料价格上涨超预期，将对利润产生负面影响；公司鸡粉业务的餐饮占比较大，疫情持续时间若超出预期，或将对公司餐饮端收入造成负面影响。

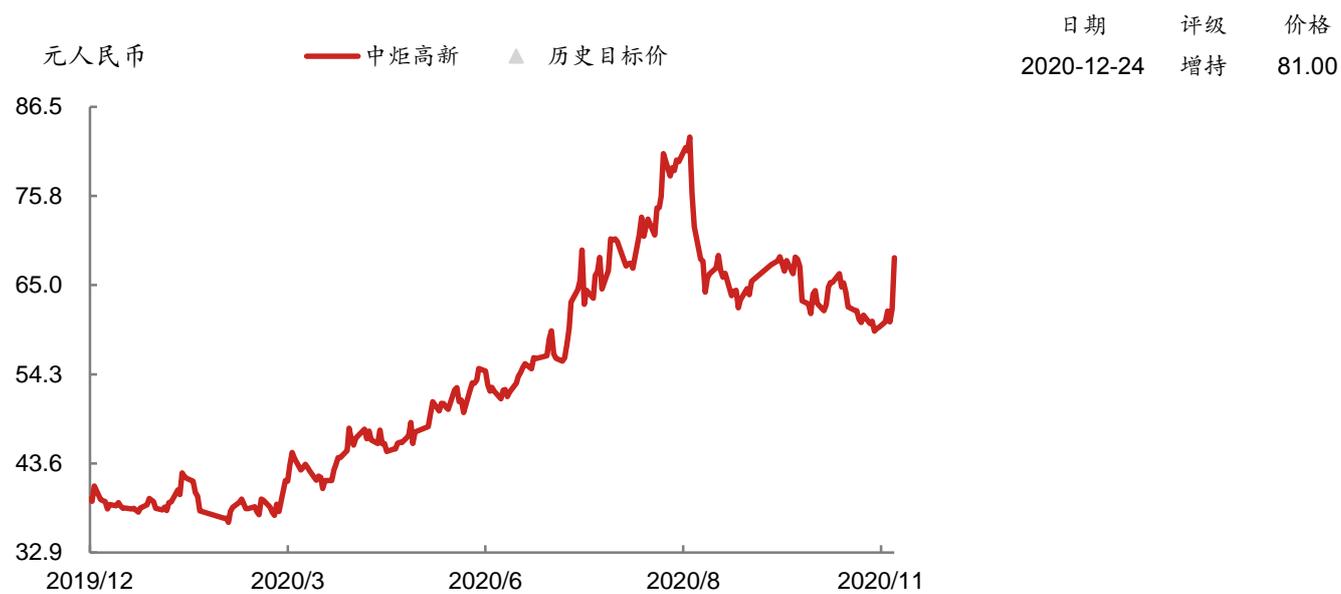
经济波动风险：调味品需求相对刚性，与经济环境相关性较大。如果经济下行，消费放缓，调味品也将承压。

经营风险：新品推广不及预期、房地产业务业绩波动、市场竞争加剧。

食品安全问题：影响品牌形象，对销量造成负面影响。

附录

绝对股价和历史目标价



资料来源：野村东方国际证券

优质赛道上的领跑者

天味食品首次覆盖报告

- 复合调味品行业龙头公司。**天味是国内的两大复合调味品龙头之一，公司业务主要包括火锅底料和川菜调味料两大品类（2019年营收占比分别为48%和47%），旗下拥有“好人家”和“大红袍”等知名品牌。2011-2019年公司营业收入从5.7亿元增长至17.3亿元，CAGR为13.0%；同期归母净利润从0.9亿元增长至3.0亿元，CAGR为13.9%。
- 火锅底料业务将受益于餐饮连锁化。**火锅是最易标准化的中餐品类，近几年随着海底捞等龙头公司的扩张，火锅餐饮连锁化速度加快，料将推动火锅底料需求增长。估算2020年火锅底料行业规模约为255亿元，天味市占率约7%。火锅调味料行业的零售和餐饮渠道销售额约各占一半，天味以零售为主。未来公司零售市场将主要受益于经销商网络的扩张；餐饮渠道发力定制餐调市场，和餐饮龙头建立合作关系，未来几年营收占比将提升。
- 家庭消费便捷化将拉升川菜调味料需求。**中式复合调味料是调味品里增长最快的子品类，估算2015-2020年的销售额CAGR为17%，2020年市场规模达到268亿元。借鉴日本，近年来特定菜式调味料占家庭年调味品消费金额比重持续扩大。随着中国居民工作生活节奏的加快和户均人口降低，中式调味料未来将延续快速增长。作为川菜调味料的龙头公司，天味目前已有36万个零售终端，我们预计未来销售网络和人均创收仍有较大提升空间。
- 盈利预测、目标价与投资评级。**我们预计公司2020/2021/2022年EPS为0.71/1.03/1.46元，对应PE为97/67/47x。考虑到公司持续优化现有产品和拓展定制餐饮及电商渠道，未来业绩有望快速增长。我们给予2021年80x PE，对应目标价82.4元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 原材料价格波动、疫情的不确定性、食品安全风险。

盈利预测

盈利预测简表

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位：百万元	实际	预测	预测	预测
营业收入	1727.33	2472.15	3487.13	4743.61
增长率 (%)	22.3%	43.1%	41.1%	36.0%
归母净利润	296.97	449.57	647.94	920.14
增长率 (%)	11.4%	51.4%	44.1%	42.0%
EPS (元/股)	0.47	0.71	1.03	1.46
市盈率 (P/E)	95.19	97.16	67.41	47.47
市净率 (P/B)	15.35	20.60	17.32	14.12

资料来源：野村东方国际证券

证券研究报告

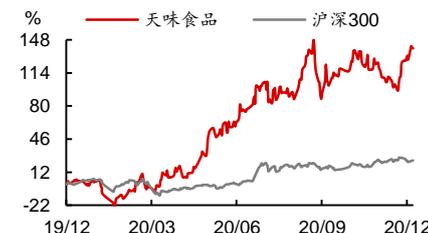
2020年12月24日

评级(首次)	增持
目标价(首次)	82.40元
收盘价(2020/12/24)	69.38元
潜在上行空间	18.8%

基本数据

总股本(百万股)	630
流通股本(百万股)	125
总市值(亿元)	439
流通市值(亿元)	87
52周最高/最低价(元)	74.45/34.37
30日日均成交额(百万元)	171.51

股价走势图



分析师

消费研究团队

廖欣宇

xinyu.liao@nomuraoi-sec.com

SAC 执业编号：S1720519120003

葛幸梓 研究助理

xingzi.ge@nomuraoi-sec.com

SAC 执业编号：S1720120030003

王涵宜 研究助理

hanyi.wang@nomuraoi-sec.com

SAC 执业编号：S1720120050003

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1727	2472	3487	4744
%同比增速	22%	43%	41%	36%
营业成本	1083	1428	1967	2631
毛利	644	1044	1520	2113
%营业收入	37%	42%	44%	45%
税金及附加	15	20	29	39
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	241	408	575	773
%营业收入	14%	17%	17%	16%
管理费用	64	99	146	209
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	26	37	59	81
%营业收入	1%	2%	2%	2%
财务费用	-5	-3	-5	-7
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	3	4	5	7
投资收益	29	37	35	47
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	334	524	756	1073
%营业收入	19%	21%	22%	23%
营业外收支	13	0	0	0
利润总额	346	524	756	1073
%营业收入	20%	21%	22%	23%
所得税费用	49	75	108	153
净利润	297	450	648	920
%营业收入	17%	18%	19%	19%
归属于母公司的净利润	297	450	648	920
%同比增速	11%	51%	44%	42%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.47	0.71	1.03	1.46

基本指标

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.47	0.71	1.03	1.46
BVPS	2.93	3.37	4.01	4.91
PE	95.19	97.61	67.73	47.69
PEG	8.36	1.90	1.53	1.14
PB	15.35	20.69	17.40	14.19
EV/EBITDA	55.45	85.58	57.87	40.33
ROE	16%	21%	26%	30%
ROIC	14%	19%	24%	28%

资料来源:野村东方国际证券

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	676	1021	1497	2172
交易性金融资产	940	940	940	940
应收账款及应收票据	11	16	23	31
存货	98	130	178	239
预付账款	12	16	22	30
其他流动资产	4	5	7	10
流动资产合计	1742	2128	2667	3421
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	362	373	383	393
无形资产	34	34	34	34
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	5	5	5	5
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	2142	2540	3090	3852
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	114	168	221	296
预收账款	42	61	86	117
应付职工薪酬	28	37	51	68
应交税费	31	45	63	86
其他流动负债	76	101	139	186
流动负债合计	293	412	560	752
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8
负债合计	300	419	567	760
归属于母公司的所有者权益	1842	2121	2522	3093
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1842	2121	2522	3093
负债及股东权益	2142	2540	3090	3852

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	378	510	719	1009
投资	-439	0	0	0
资本性支出	-48	-32	-32	-32
其他	28	37	35	47
投资活动现金流净额	-459	5	3	15
债权融资	0	0	0	0
股权融资	507	216	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-83	-171	-246	-350
其他	-22	-216	0	0
筹资活动现金流净额	403	-171	-246	-350
现金净流量	321	345	476	675

正文目录

川味复合调味料龙头	106
火锅底料业务受益于餐饮连锁化	110
餐饮连锁化推动火锅底料增长和集中度提高	110
双品牌运作支撑天味火锅底料业务稳健发展	111
发力定制餐调，打造第二增长曲线	112
川菜调料业务受益于家庭消费便捷化	115
中式复合调味品在复合调味品里增长最快	115
家庭便捷化需求推动川菜调味料增长	116
强大的零售渠道助力公司快速抢占市场份额	118
盈利预测	120
风险提示	122

图表目录

图表 202: 公司产品矩阵	106
图表 203: 公司 2011-2020 年三季度营业收入及增速	107
图表 204: 公司 2011-2020 年三季度归母净利润及增速	107
图表 205: 公司分品类营业收入占比	108
图表 206: 公司全国各区域营业收入占比	108
图表 207: 公司销售区域分布	108
图表 208: 2011 年-2020 年三季度毛利率和净利率	109
图表 209: 2011 年-2020 年三季度分产品毛利率	109
图表 210: 2017 年各菜系占餐饮业营业额之比	110
图表 211: 2010 年-2020E 火锅底料及蘸料市场规模	110
图表 212: 2015 年火锅底料市占率	111
图表 213: 公司火锅底料业务营业收入及增速	111
图表 214: 公司火锅底料业务毛利率	111
图表 215: 公司火锅底料主要产品	112
图表 216: 2015 年火锅调味料各销售渠道占比	112
图表 217: 2019 年天味食品各销售渠道占比	112
图表 218: 天味食品销售渠道占营收之比	113
图表 219: 日本内食、中食和外卖占比	114
图表 220: 味之素调味料和食品业务营业收入	114
图表 221: 2015-2020 年复合调味料分品类 CAGR 估算	115
图表 222: 2020 年复合调味料分品类占比	115
图表 223: 公司川菜调料营业收入及增速	115
图表 224: 公司川菜调料毛利率	115
图表 225: 公司川菜调料主要产品	116
图表 226: 日本女性就业人数及家庭主妇户数	117
图表 227: 日式复合调味料家庭年消费金额占比持续扩大	118
图表 228: 日本特定菜式复合调味品市场规模	118
图表 229: 日本特定菜式复合调味品市场竞争格局	118
图表 230: 公司经销商数量	119
图表 231: 公司分区域经销商占比	119
图表 232: 分地区经销商人均创收	119
图表 233: 盈利预测明细	121

川味复合调味料龙头

天味食品是中国领先的复合调味料生产商，专注于川味复合调味料的研发、生产和销售。公司成立于2007年，2019年4月在上交所上市。公司产品矩阵丰富，除火锅底料和川菜调味料两大核心品类外，还包括鸡精、香肠腊肉调味料、调味酱和方便食品等品类。公司主要品牌包括“大红袍”、“好人家”、“天车”及“有点火”。其中，“大红袍”、“好人家”获“四川名牌产品”称号；“天车”商标被中华人民共和国商务部认定为“中华老字号”。

图表 202：公司产品矩阵

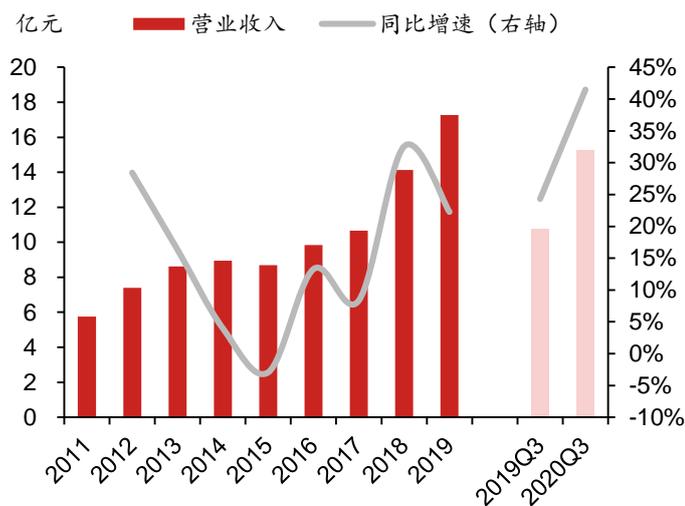
品类	主要产品	天猫旗舰店售价
火锅底料		大红袍红汤火锅底料21.5元/400克 好人家牛油火锅底料39.9元/500克 四川印象牛油火锅底料33元/220克
川菜调料		好人家酸菜鱼调料9.3元/350克 好人家水煮肉片调料10.8元/100克 好人家麻辣小龙虾调料27.9元/200克
香肠腊肉调料		好人家香肠调料20元/220克
鸡精		好人家鸡精调味料9.8元/227克
香辣酱、甜面酱		好人家天车香辣酱25元/450克
方便速食		

资料来源：公司资料、天猫零售店、野村东方国际证券

公司 2011-2019 年营业收入从 5.7 亿元增长至 17.3 亿元, CAGR 为 13.0%; 同期归母净利润从 0.9 亿元增长至 3.0 亿元, CAGR 为 13.9%。公司曾在 2017 年对公司中层管理人员实施股权激励, 导致当年归母净利润出现较大波动。若剔除 2745.9 万元的股权激励费用, 公司 2017 年归母净利润为 2.07 亿元, 2015-2019 年间均实现正增长。

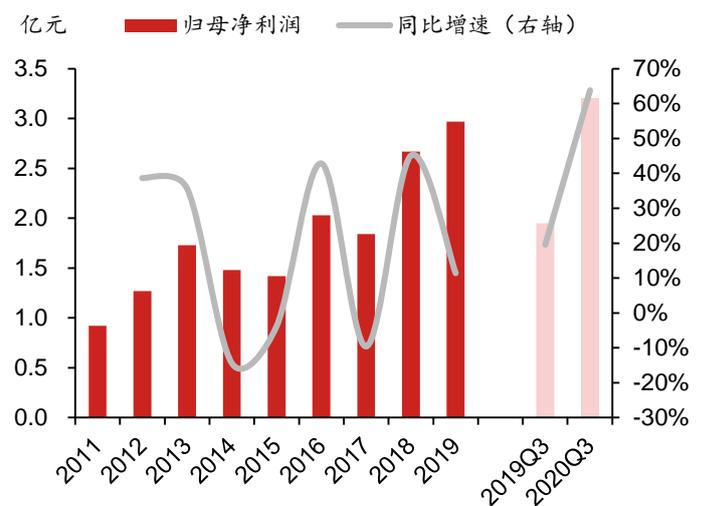
新冠肺炎疫情下, 居民外出就餐受到较大限制, 多选择在家用餐, 带动公司家用火锅底料和调味料销售录得大幅增长。2020 年前三季度公司实现收入 15.3 亿元, 同比增长 41.5%; 归母净利润 3.2 亿元, 同比增长 63.8%。其中三季度单季实现收入 6.1 亿元, 同比增长 35.1%; 归母净利润 1.20 亿元, 同比增长 29.7%。

图表 203: 公司 2011-2020 年三季度营业收入及增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

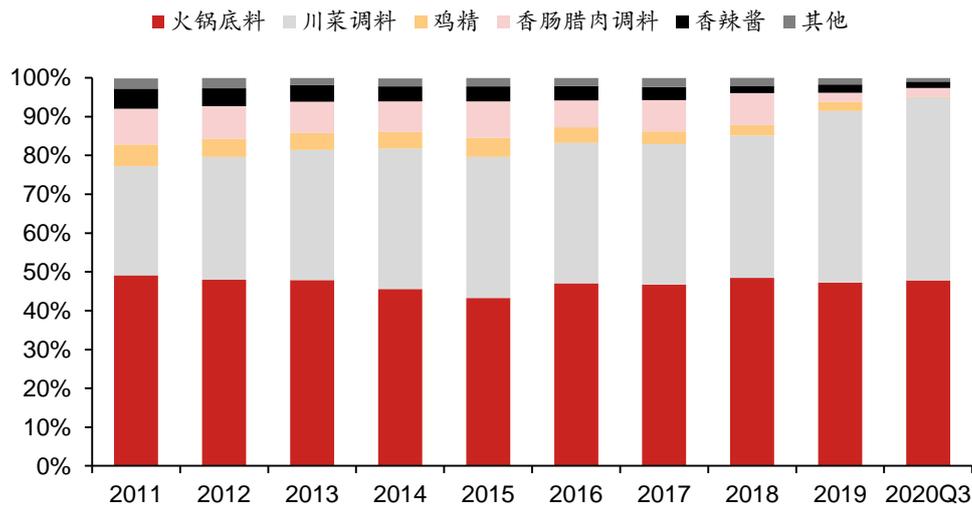
图表 204: 公司 2011-2020 年三季度归母净利润及增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

按产品看, 火锅底料和川菜调料为公司两大主力品类, 2019 年分别占公司营业收入的 48%和 47%, 其他小品类(鸡精、香肠腊肉调味品、香辣酱及其他)占比合计仅为 5%左右。2011-2019 年期间, 火锅底料营收占比基本保持平稳(2011 年: 49%, 2019 年: 47%), 而川菜调料占比不断扩大, 2019 年占比较 2011 年提升 16pp。随着公司不断聚焦主力业务, 其他小品类的占比持续缩小。截至 2020 年三季度, 火锅底料、川菜调味料和其他品类占比分别为 47.8%、47.2% 和 5.0%。

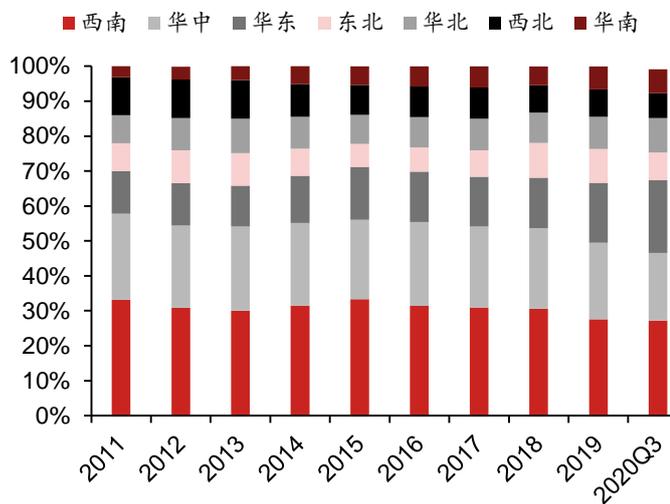
图表 205: 公司分品类营业收入占比



资料来源: Wind、野村东方国际证券

按区域看, 受益于公司在四川地区的积累以及西南地区消费者的饮食口味偏好, 公司营收中西南地区的占比最高, 2019 年占国内营收的 27.5%。华中地区同样是公司优势地区, 2019 年占比为 22.0%。这主要是由于河南省餐饮企业在公司定制餐调渠道占比较高。据公司招股说明书称, 2018 年公司前五位定制餐调客户有三家为河南省企业, 占主营业务收入的 4.3%。公司在华东地区扩张较快, 其在全国的营业收入占比从 2011 年的 12.3% 提升 4.8pp 至 2019 年的 17.1%。2020 年华东地区收入保持高速增长, 20.9% 的收入占比甚至超过了华中地区 (2020 年前三季度: 19.2%)。

图表 206: 公司全国各区域营业收入占比



资料来源: Wind、野村东方国际证券

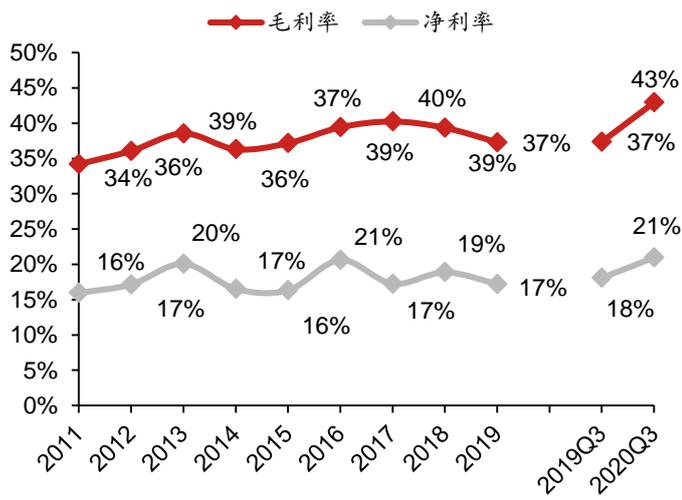
图表 207: 公司销售区域分布



资料来源: 公司资料、野村东方国际证券

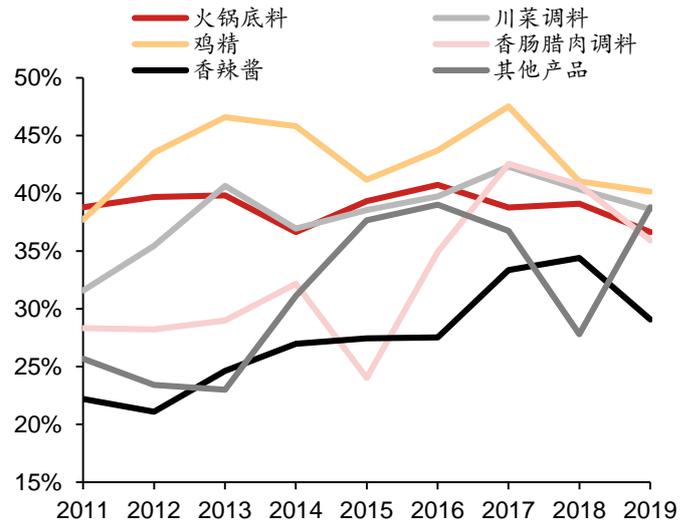
公司盈利能力稳定, 2011-2019 年期间毛利率和净利率基本在 35-40% 区间和 16-20% 区间小幅波动。受益于 2019 年底/2020 年初对部分产品提价以及高毛利产品结构提升, 2020 年前三季度公司毛利率和净利率分别同比显著提升 5.6 和 2.9pp 至 43.0% 和 21.0%。具体按产品看, 火锅底料、川菜调料、鸡精产品毛利率较高, 在 40% 上下小幅波动; 香辣酱、其他产品毛利率相对较低, 但香辣酱毛利率总体呈现上升趋势。

图表 208：2011 年-2020 年三季度毛利率和净利率



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 209：2011 年-2020 年三季度分产品毛利率



资料来源：Wind、野村东方国际证券

火锅底料业务受益于餐饮连锁化

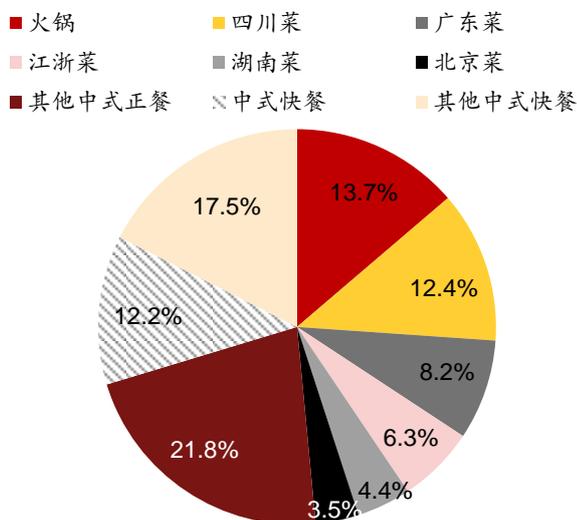
餐饮连锁化推动火锅底料增长和集中度提高

中国餐饮行业集中度较低。根据中国烹饪协会发布的《2019 年度中国餐饮企业百强和餐饮五百强门店分析报告》，餐饮百强企业营业收入仅占餐饮市场整体的 7% 左右。中式餐饮企业规模难以扩大的原因之一在于中餐菜品对厨师个人经验的依赖度高，标准化难度大。而随着火锅和中式快餐的崛起，连锁餐饮企业在跑马圈地过程中对标准化的要求将显著提高。

根据海底捞招股说明书数据，火锅为中国餐饮行业营收贡献占比最大的板块，占比 13.7%，川菜以 12.4% 的市占率紧随其后。火锅与川菜合计占中式餐饮营收比重超过 26%，明显高于其他菜系。

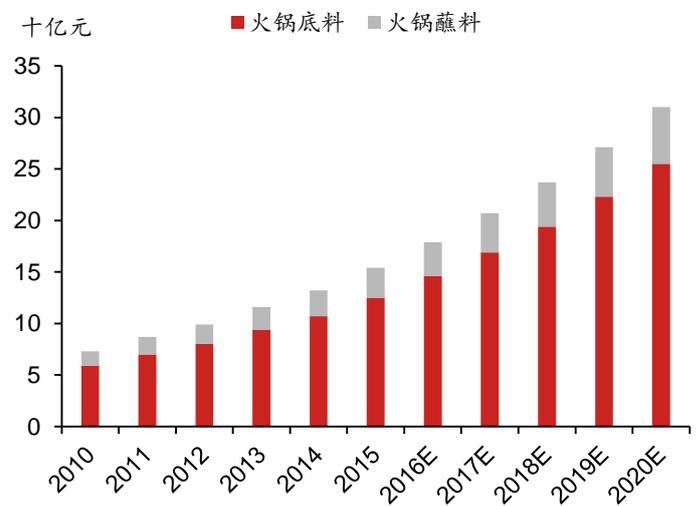
火锅在全国消费者中的广受欢迎推动了火锅调味料行业的快速发展，火锅调味料为复合调味品里第二大子品类，销售额占比约 18-20%。火锅调味料包括火锅底料（80%）和火锅蘸料（20%），火锅底料除用于火锅菜肴外，还可用来烹饪麻辣香锅、冒菜、麻辣烫等川式料理。根据 Frost & Sullivan 的数据，2015 年火锅调味料的市场规模为 154 亿元（其中火锅底料 125 亿元，火锅蘸料 29 亿元），Frost & Sullivan 预计到 2020 年火锅调味料的市场规模将达到 310 亿元（其中火锅底料 255 亿元，火锅蘸料 55 亿元），整体规模较 2015 年翻一番，2015-2020 年的隐含 CAGR 达 15%。

图表 210：2017 年各菜系占餐饮业营业额之比



资料来源：海底捞招股说明书、野村东方国际证券

图表 211：2010 年-2020E 火锅底料及蘸料市场规模



资料来源：Frost & Sullivan、野村东方国际证券

据颐海国际招股说明书，2015 年我国火锅底料市场 CR5 仅为 30.9%，高于复合调味料的 18%，但低于酱油（32%）和调味酱（45%）。火锅底料市场份额前三名分别为红九九（市占率 9.2%）、颐海国际（7.9%）、天味食品（7.0%）。头部公司强大的品牌力、研发实力和销售实力使得他们获得市场份额的能力更强，我们预计未来火锅底料市场集中度将加速提升。

图表 212: 2015 年火锅底料市占率

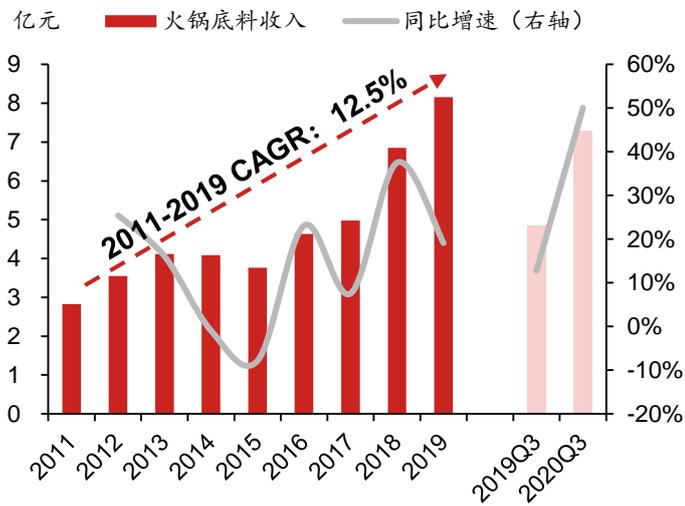
生产商	2015 年销售额 (亿元)	市占率
红九九	11.6	9.2%
颐海国际	9.9	7.9%
天味	8.7	7.0%
德庄	5.2	4.1%
红太阳	3.4	2.7%
前五大	12.5	30.9%

资料来源: Frost & Sullivan、野村东方国际证券

双品牌运作支撑天味火锅底料业务稳健发展

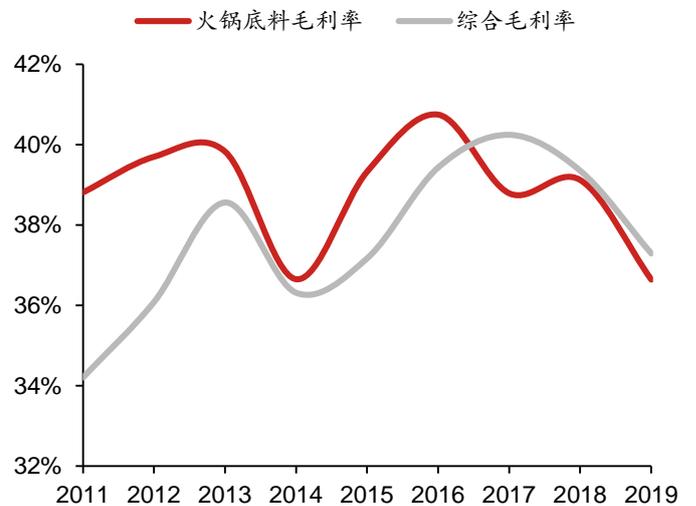
天味火锅底料业务收入除 2014-2015 年曾小幅下挫以外, 基本保持较快增长, 营收从 2011 年的 2.8 亿元增长至 2019 年的 8.2 亿元, CAGR 达 12.5%。得益于公司倾斜营销资源大力推广, 公司核心单品和新品均销售强劲, 2020 年前三季度公司火锅底料收入同比大幅增长 50.1%至 7.3 亿元。公司火锅底料业务毛利率稳定, 2011-2019 年在 37-41%区间波动, 2019 年毛利率为 36.6%, 略低于公司综合毛利率的 37.3%。

图表 213: 公司火锅底料业务营业收入及增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

图表 214: 公司火锅底料业务毛利率



资料来源: Wind、野村东方国际证券

公司火锅底料采用双品牌运作。“好人家”品牌定位中高端, 以家庭消费为主, 主打手工牛油锅底, 辅以三款清汤锅底。“大红袍”定位中低端, 针对餐饮渠道发力, 为成熟大单品。“大红袍”品牌下有五大系列: 手工火锅底料、牛油老火锅底料、中国红汤火锅底料、清汤火锅底料, 以及高端产品“四川印象”。公司产品价格跨度较大, 产品结构多样化可以满足不同消费群体需求。2019 年双十一购物节, 好人家官方旗舰店销量在天猫火锅底料类目中排名第一, 好人家品牌在全网市场份额排名第二。

图表 215: 公司火锅底料主要产品



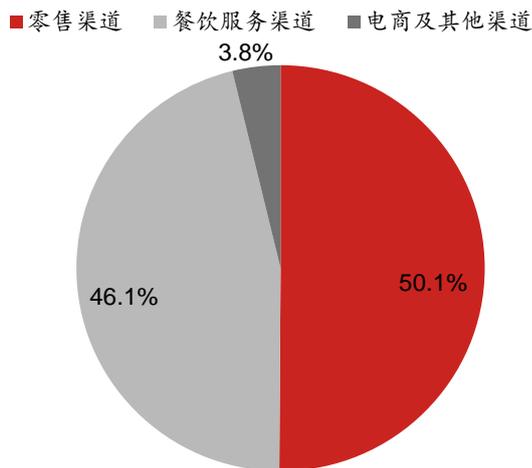
资料来源: 公司资料、野村东方国际证券

发力定制餐调，打造第二增长曲线

2015 年中国火锅底料行业零售和餐饮服务两大渠道占比分别为 50.1% 和 46.1%，B 端与 C 端市场对火锅底料企业的重要性相当。餐饮行业连锁化、标准化趋势带动了调味品行业定制化的需求。目前众多餐饮连锁企业都与调味品公司形成固定合作关系，例如德庄、红久久、颐海国际等。

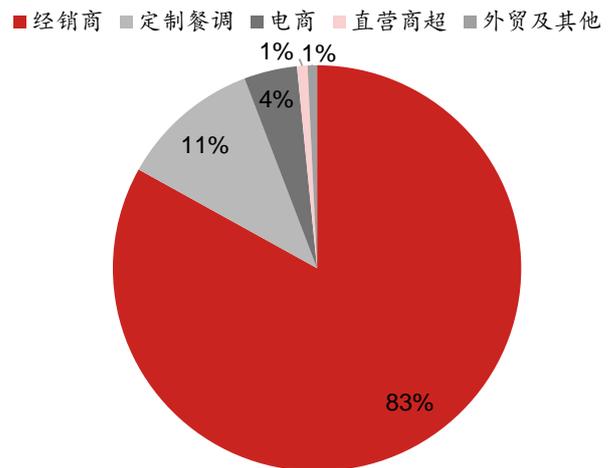
天味食品目前采取以经销商为主、其它销售模式为辅的复合销售模式。截止 2019 年末，经销商渠道营收占比高达 83%，公司的 B 端占比低于行业水平。

图表 216: 2015 年火锅调味料各销售渠道占比



资料来源: 颐海国际招股说明书、野村东方国际证券

图表 217: 2019 年天味食品各销售渠道占比



资料来源: 公司数据、野村东方国际证券

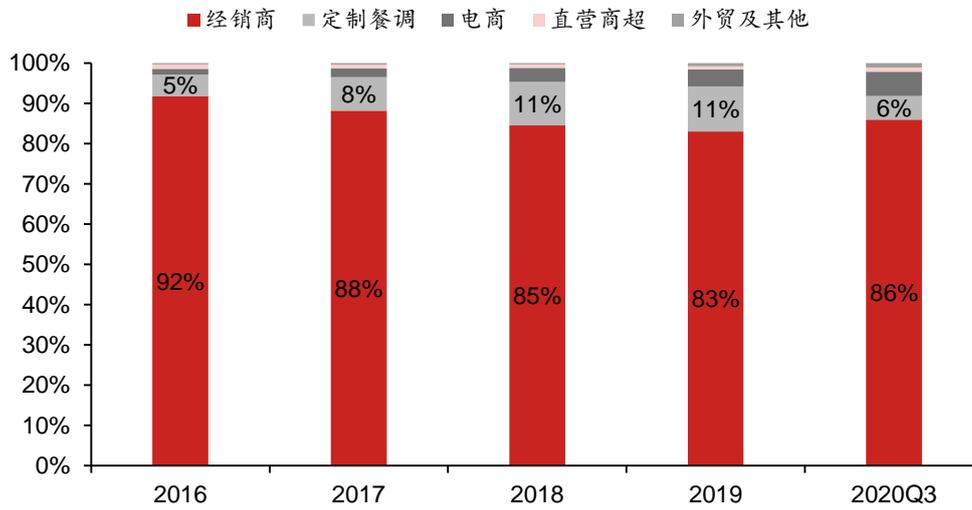
天味食品从 2015 年开始进军定制餐调业务², 2016 年起作为公司发展重点, 积极拓展定制餐调渠道。2016-2018 年期间, 公司定制餐调客户数量明显增加, 分别达 77 家、190 家和 203 家。据招股说明书, 公司已与“姐弟俩土豆粉”和“张亮麻辣烫”等全国连锁快餐企业建立了长期合作关系, 公司前两大定制餐调

² 指公司根据客户特定需求定向研发的产品, 产品仅供该客户单独使用。

客户为李想餐饮和张亮麻辣烫，2018 年两者销售额均接近 5000 万元。

受益于新开客户数量的显著增加以及大客户采购量持续提升，2016-2018 年公司定制餐调的收入分别为 5241.6 万元、8847.7 万元和 15197 万元，CAGR 达 70.3%。近年来公司定制餐调渠道营收占比持续上升，从 2016 年的 5.3% 提升至 2019 年末的 11.1%。但由于公司定制餐调渠道受新冠疫情冲击较大，2020 年前三季度营收占比下滑至 5.9%。

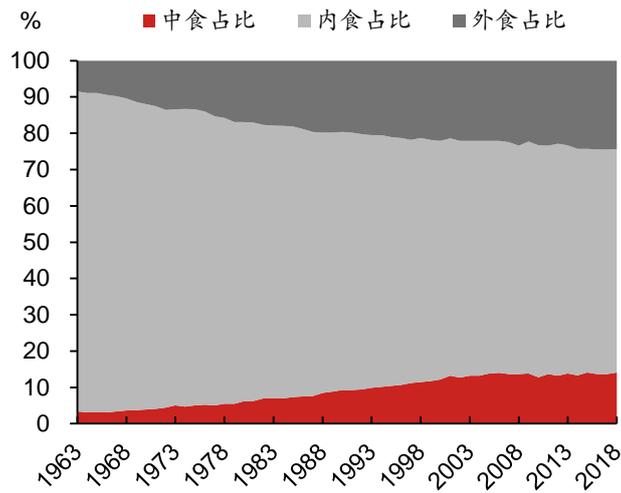
图表 218：天味食品销售渠道占营收之比



资料来源：公司资料、野村东方国际证券

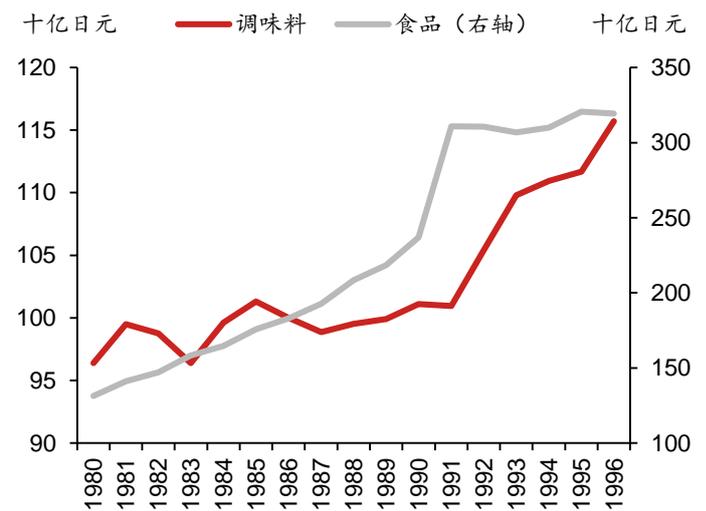
借鉴日本复合调味品龙头味之素，1980 年代日本“内食”（在家烹饪）的份额被“中食”（购买商场和便利店的熟食和半成品回家食用）和“外食”（在外用餐）挤占，一直以 C 端市场为主力的味之素调味品业务受到了较大冲击，1980-1990 年期间调味品业务营业收入 CAGR 仅为 0.4%。为应对“外食”的崛起，味之素积极推出 B 端专用产品，例如酵母精华素和牛肉精华素等复合调味品。虽然味之素的速冻食品业务受益于日本居民饮食习惯的变化，但为拓宽其在 B 端的份额，味之素仍坚持推进了经销商制度改革（详见行业报告），并开始为大型超市生产专用产品，向便利店提供 OEM 服务。不论是推出新产品还是进行渠道改革，味之素的经验反映出公司在行业变革期应当积极探索转型之道。

图表 219: 日本内食、中食和外卖占比



资料来源: 日本外食产业协会、野村东方国际证券

图表 220: 味之素调味料和食品业务营业收入



资料来源: 味之素、野村东方国际证券

天味食品作为复合调味料的龙头企业之一,其调味料在 C 端已经建立起深受消费者认可的品牌。随着公司继续发力定制餐调渠道,预计公司将受益于餐饮行业的连锁化和标准化,继续拓宽其在 B 端的市场份额。

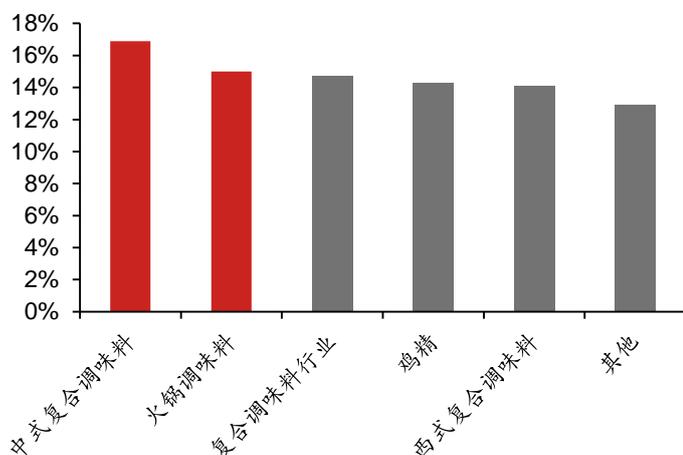
川菜调料业务受益于家庭消费便捷化

中式复合调味品在复合调味品里增长最快

据 Frost & Sullivan 数据,2015 年中式复合调味料市场规模(终端销售口径)为 123 亿元,占全部复合调味料市场的 16.4%,中式复合调味料是复合调味料市场中增长最快的品类。Frost & Sullivan 的预测显示,2015-2020 年中式复合调味料市场规模的 CAGR 预计可达 16.9%,2020 年市场规模有望达到 268 亿元,占复合调味料整体市场之比从 16%提升至 18%。

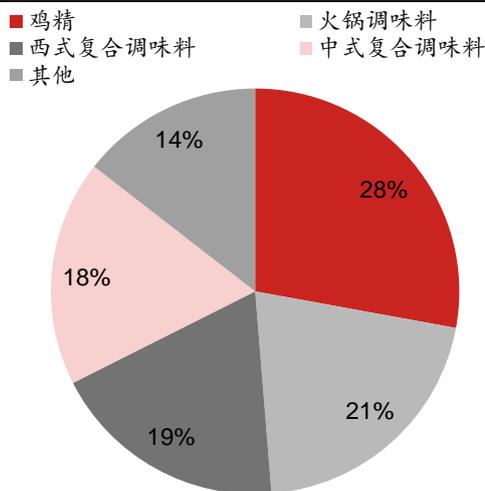
中式复合调味料属于完全竞争市场,生产者众多。从生产规模看,前几大企业主要为颐海国际、天味食品、重庆红九九、重庆周君记和重庆德庄。

图表 221: 2015-2020 年复合调味料分品类 CAGR 估算



资料来源: Frost & Sullivan、野村东方国际证券

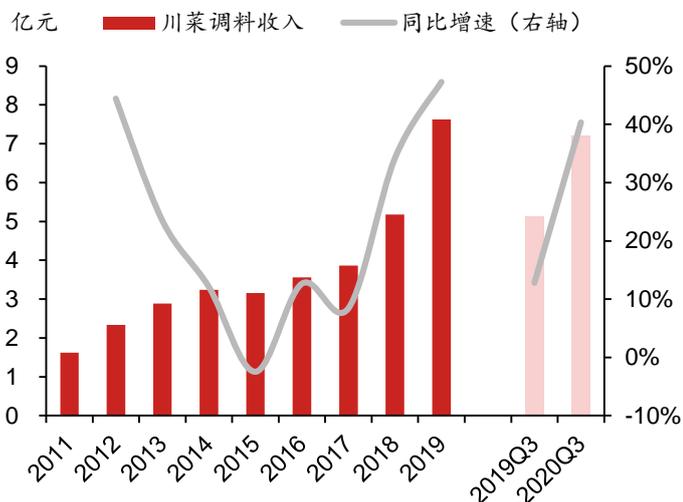
图表 222: 2020 年复合调味料分品类占比



资料来源: Frost & Sullivan、野村东方国际证券

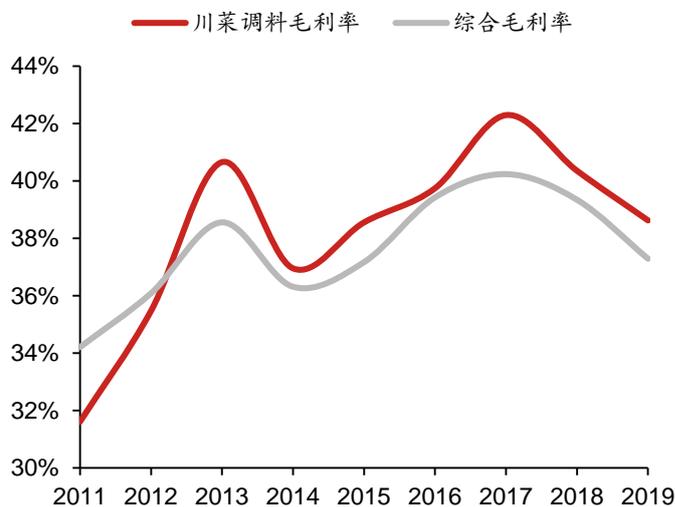
受益于产能的扩张及运营效率的提高,天味食品的川菜调料业务除 2015 年受食品安全事件的影响外基本保持高速增长,营业收入从 2011 年的 1.6 亿元大幅扩张至 2019 年的 7.6 亿元,期间 CAGR 达 18.8%。2020 年前三季度川菜调料营业收入同比增长 40.4%至 7.2 亿元。公司川菜调料毛利率稳步提升,从 2011 年的 31.6%上升 7pp 至 2019 年的 38.6%,2013 年来持续高于公司综合毛利率。

图表 223: 公司川菜调料营业收入及增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

图表 224: 公司川菜调料毛利率



资料来源: Wind、野村东方国际证券

天味川菜调料业务主要以“好人家”品牌为主，其中 2010 年上市的酸菜鱼调味料以及 2011 年推出的青花椒鱼调味料均为公司主力单品。得益于公司的研发实力，2015 年以来公司在川菜调料领域积极推出新品，既包括了回锅肉、宫保鸡丁等川菜传统菜肴，也涵盖了麻辣小龙虾、麻辣香锅等菜品。现有单品也不断升级，2018 年公司推出了升级版鱼调料系列。新产品的推出和产品的迭代升级使川菜调料在营收中的占比不断提升，公司品牌在 C 端消费者心中的地位不断强化，尤其在川渝地区深入人心。针对 B 端，公司也推出了餐饮用青花椒鱼、麻辣香锅和麻辣小龙虾调料等，积极布局餐饮渠道。

图表 225：公司川菜调料主要产品



资料来源：公司资料、野村东方国际证券

家庭便捷化需求推动川菜调味料增长

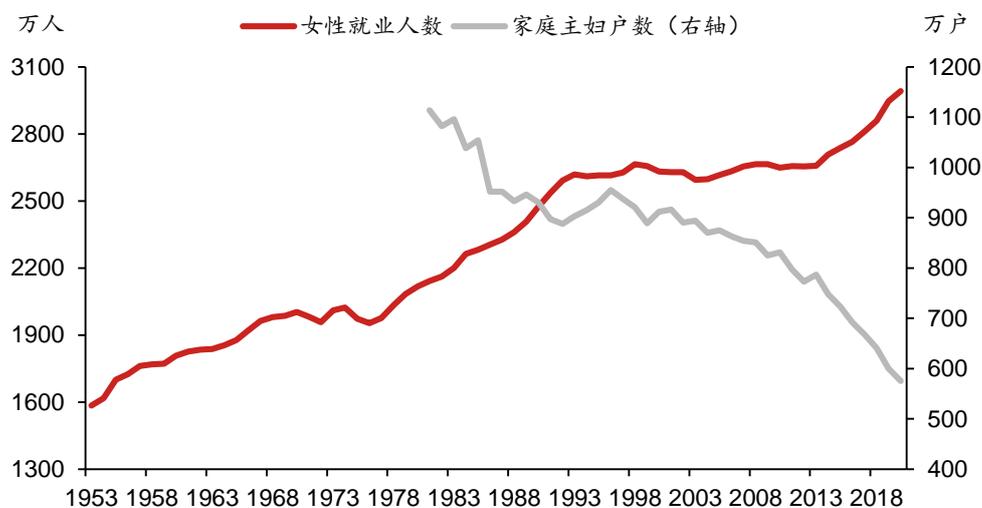
随着中国经济发展带动工资上涨，城镇居民有薪工作时间延长，导致家庭烹饪的时间有所缩短。根据国家统计局发布的《2018 年全国时间利用调查公报》，男性和女性就业者每天工作时间较 2008 年分别增加 1 小时 26 分和 1 小时 20 分，而居民家务劳动时间则较 2008 年减少了 17 分钟。生活节奏的加快导致居民烹饪时间缩减，且目前 90 后开始组建家庭并承担家庭烹饪责任，由于 90 后大多不擅下厨，其对口味和便利的追求使得中国复合调味品的家庭端市场快速扩张。

川菜是中国第一大菜系。《2017 年中国餐饮业供给侧发展报告》中提出川菜是全国门店数量最多的菜系。美团点评发布的《中国餐饮报告 2019》数据也显示，2018 年川菜品类订单量占总线上订单量的 5.8%，位居八大菜系之首，足见

消费者对川菜喜爱程度之高。对于以味取胜的川菜来说，家庭中复制餐厅味道的难度相对较高，烹饪时更多需要依赖川菜调味料。我们认为未来消费端对川菜调料的需求将快速扩张，天味食品预计或显著受益。天味食品在川菜调料领域多年的耕耘使其占据市场领先地位，2019 年天味食品川菜调料品类营业收入为 7.6 亿元，大幅超出第二位的颐海国际（3.9 亿元）。

对标日本 1970 年代后的一段时期，女性就业人数快速上升，妻子为专职主妇的户数也在 1980 年达到顶峰后持续下降，简便逐渐成为日本人在家庭烹饪中最为看重的要素之一。日本复合调味品龙头味之素迅速抓住市场机遇，在 1972 年进军速冻食品行业，1978 年推出了中华风味调料 Cook Do® 系列（包括麻婆豆腐、青椒肉丝和回锅肉等经典菜）并大获成功。

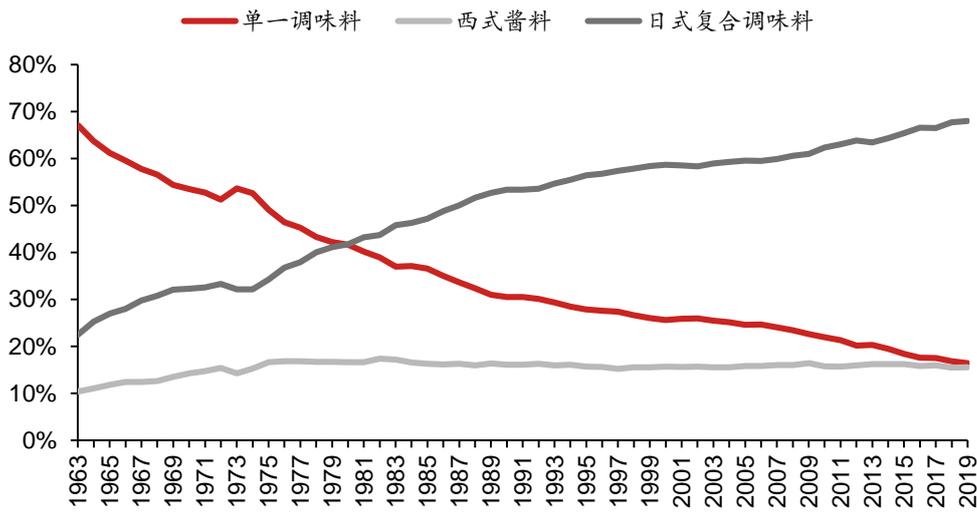
图表 226：日本女性就业人数及家庭主妇户数



资料来源：厚生劳动省、日本统计局、野村东方国际证券

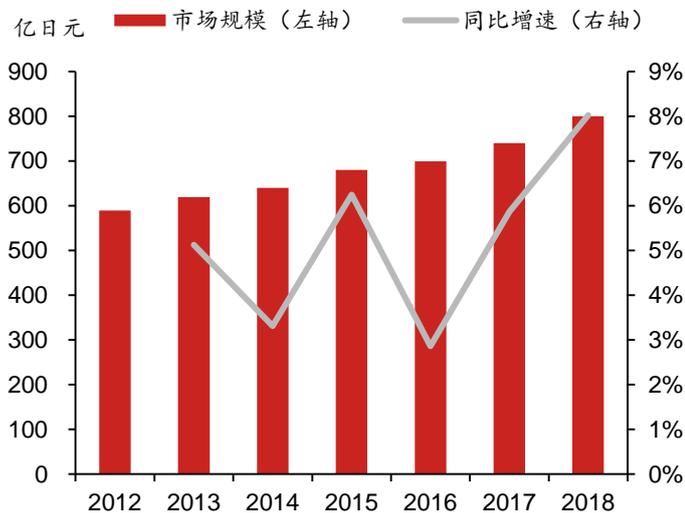
目前复合调味料已经成为日本家庭烹饪中重要的一部分，日式复合调味料消费金额占日本家庭整体调味料支出金额比重由 1963 年的 22% 扩大至 2018 年的 63%。据日本 Living Kurashi How 研究所 2017 年对 1337 名女性进行的调查，9.9%/45.5% 的受访者表示经常/有时使用复合调味料，而使用复合调味料的原因主要有方便、快速、不需要购买所有材料也能做出好味道等。根据日本食粮新闻的统计，2018 年日本针对特定菜式的复合调味品市场规模达到 800 亿日元，2012~2018 年的 CAGR 为 5%。日本复合调味料龙头味之素凭借雄厚的研发实力及前期售卖味精积累的渠道优势占据了 26% 的市场份额。

图表 227: 日式复合调味料家庭年消费金额占比持续扩大



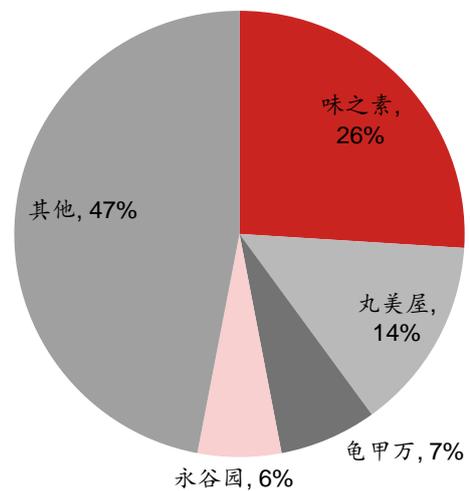
资料来源: 日本统计局, 野村东方国际证券

图表 228: 日本特定菜式复合调味品市场规模



资料来源: 日本食粮新闻, 野村东方国际证券

图表 229: 日本特定菜式复合调味品市场竞争格局



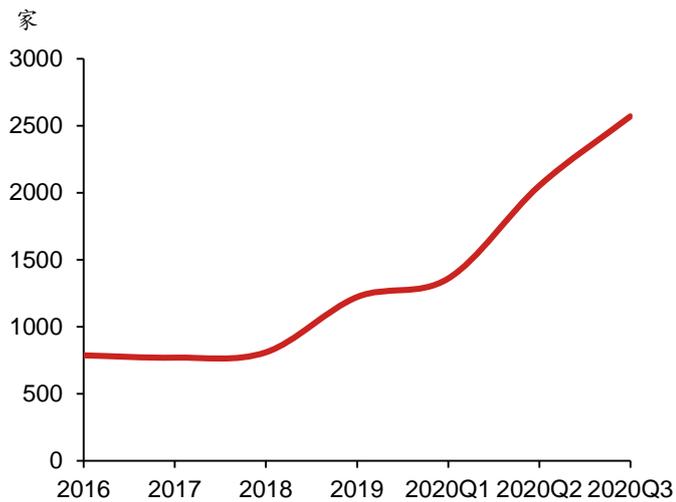
资料来源: 日本食粮新闻, 野村东方国际证券

强大的零售渠道助力公司快速抢占市场份额

天味的销售战略将全国分为三类, 分别为强势区域市场、快速发展区域市场和开发拓展区域市场。截止 2019 年末, 天味销售网络已布局全国所有省市区, 覆盖了全国 80% 以上的地级市, 覆盖约 36 万个零售终端、5.96 万个商超卖场和 4.8 万家餐饮连锁店。目前颐海国际和天味食品是复合调味料全国化程度最高的两家企业, 而其他竞争对手如红九九和草原红太阳分别覆盖约 19 个和 26 个省份、自治区、直辖市。但若对标海天味业 50 万个直控终端, 我们认为天味仍有较大的渠道扩张空间。

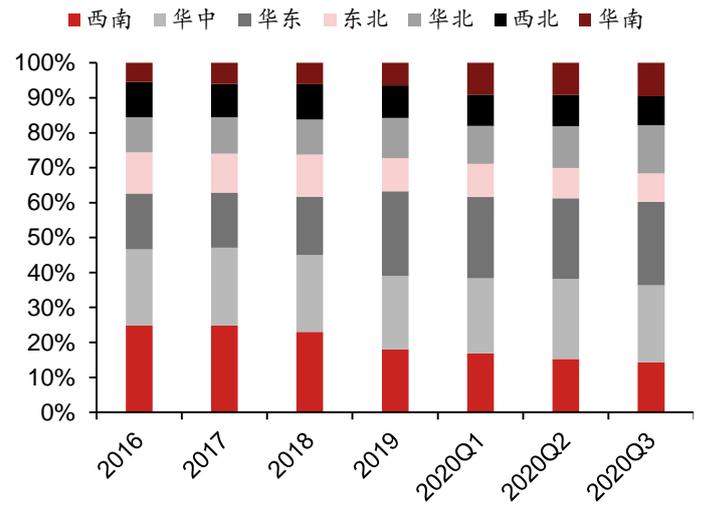
天味招商积极, 近年来经销商数量和质量双双增长, 截止 2019 年末公司经销商达 1221 家。2016-2017 年期间公司对经销商布局进行了优化, 新增经销商主要用于补足被淘汰经销商的缺口, 因此经销商数量基本保持不变。而自 2018 年以来, 公司大力发展市场空白区域, 并加大渠道下沉的力度, 经销商数量快速增加。2020 年公司经销商大幅增加的原因主要在于公司对“大红袍”、“好人家”品牌和部分新开发区域经销商的拆分。

图表 230: 公司经销商数量



资料来源: 公司资料、野村东方国际证券

图表 231: 公司分区域经销商占比



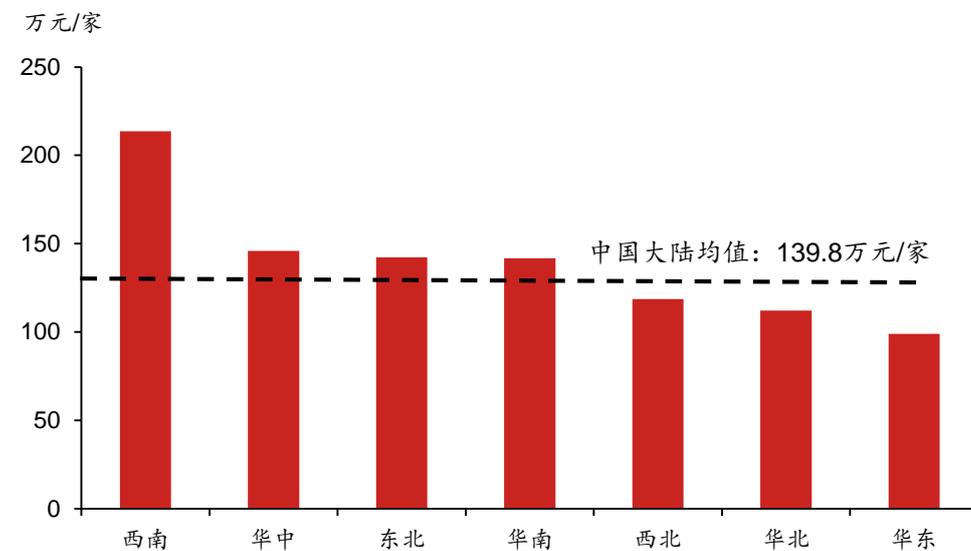
资料来源: 公司资料、野村东方国际证券

分地域来看,天味在华东和华中地区布局经销商力度最大。截止 2019 年末,华东和华中地区的经销商占比分别为 24%和 21%,其中华东地区占比较 2016 年的 16%提升了 8 个百分点。而颐海国际在华北和华南布局力度较大,和天味渠道重合度较小,使得两公司均能享受高行业景气度。

从经销商效率来看,由于天味在西南地区多年的深耕,该地区经销商的人均创收显著高于全国其他地区。2019 年公司在西南地区的创收高达 213.6 万元/家,远高于全国均值 (139.8 万元/家)。华东地区由于近年来经销商扩张速度较快,而新增经销商在试单阶段销售金额相对较低,对整体经销商效率造成拖累。预计随着公司在华东地区布局不断深化,前期的经销商投入将迎来收获期,为公司提供新的增长亮点。

公司完善的营销网络有助于扩大市场占有率、加深公司在消费者心中的品牌力,而品牌力是引导家庭消费者购买产品的主要因素之一。

图表 232: 分地区经销商人均创收



资料来源: 公司资料、野村东方国际证券

盈利预测

伴随着产能的持续释放、公司 B/C 端渠道的完善深耕、以及新品的研发及老产品的持续升级，我们认为天味食品有望实现收入的较快增长。

我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别达到 25 亿元/35 亿元/47 亿元，分别同比增长 43%/41%/36%；归母净利润分别为 4.5/6.5/9.2 亿元，分别同比增长 51%/44%/42%，EPS 分别为 0.71/1.03/1.46 元。

具体看：

- 1) 火锅底料：考虑到提价红利逐步显现，且公司积极推广不辣汤系列新品和手工火锅大单品，我们预计公司 2020/2021/2022 年火锅底料销量同比增长 40%/42%/33%；吨价分别同比增长 7%/5%/4.5%。
- 2) 川菜调料：考虑到川菜调料正处快速扩容阶，我们预计 2020/2021/2022 年川菜调料销量同比增长 38%/30%/30%；吨价分别同比增长 5%/4.5%/4%。
- 3) 香肠腊肉调料：我们预计 2020/2021/2022 年香肠腊肉调料销量同比-50%/+20%/+15%；吨价分别同比增长 0.5%/1%/1%。
- 4) 鸡精鸡粉：我们预计公司 2020/2021/2022 年鸡精鸡粉销量同比增长 13%/12%/10%；吨价分别同比增长 4%/3.5%/3.5%。
- 5) 香辣酱：我们预计公司 2020/2021/2022 年鸡精鸡粉销量同比增长 2.5%/4%/2%；吨价分别同比增长 0%/0.5%/0.5%。

天味作为中国复合调味品赛道的领军者，产品及渠道优势明显，管理体系也较为完善。考虑到公司持续对现有产品优化，定制餐饮及电商渠道加速增长，且经销商数量增长或超预期，我们认为未来五年公司业绩有望保持高速增长。我们给予 2021 年 80x PE，对应目标价 82.40 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 233: 盈利预测明细

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
调味品合计					
销售收入	1409.36	1717.18	2455.91	3467.64	4721.20
同比增速	32.83%	21.84%	43.02%	41.20%	36.15%
毛利率	40.78%	38.13%	42.45%	43.78%	44.70%
火锅底料					
火锅底料总收入	685.13	816.02	1222.39	1822.59	2533.13
同比增速	37.48%	19.10%	49.80%	49.10%	38.99%
火锅底料平均价格(元/吨)	20766	21675	23193	24352	25448
同比增速	4.75%	4.38%	7.00%	5.00%	4.50%
火锅底料销量(吨)	32994	37647	52706	74843	99541
同比增速	31.25%	14.11%	40.0%	42.0%	33.0%
毛利率	39.12%	36.64%	41.5%	42.5%	43.5%
川菜调料					
川菜调料总收入	517.51	763.39	1106.16	1502.71	2031.67
同比增速	34.10%	47.51%	44.90%	35.85%	35.20%
川菜调料平均售价(元/吨)	18399	18064	18967	19821	20614
同比增速	5.07%	-1.82%	5.00%	4.50%	4.00%
川菜调料销量(吨)	28127	42260	58319	75815	98559
同比增速	27.63%	50.25%	38.00%	30.00%	30.00%
毛利率	40.36%	38.63%	43.00%	45.00%	46.00%
香肠腊肉调料					
香肠腊肉调料总收入	117.34	39.49	19.84	24.05	27.93
同比增速	36.92%	-66.35%	-49.75%	21.20%	16.15%
香肠腊肉调料平均售价(元/吨)	23698	23514	23632	23868	24107
同比增速	0.33%	-0.78%	0.50%	1.00%	1.00%
香肠腊肉调料销量(吨)	4952	1679	840	1008	1159
同比增速	36.47%	-66.09%	-50.00%	20.00%	15.00%
毛利率	40.74%	35.94%	38.00%	39.00%	39.50%
鸡精					
鸡精总收入	37.86	41.85	49.19	57.02	64.92
同比增速	7.90%	10.55%	17.52%	15.92%	13.85%
鸡精平均售价(元/吨)	18430	18829	19582	20268	20977
同比增速	-0.55%	2.16%	4.00%	3.50%	3.50%
鸡精销量(吨)	2054	2223	2512	2813	3095
同比增速	8.49%	8.21%	13.00%	12.00%	10.00%
毛利率	41.04%	40.17%	42.00%	42.50%	43.00%
香辣酱					
香辣酱总收入	25.89	37.44	38.37	40.11	41.11
同比增速	-27.84%	44.62%	2.50%	4.52%	2.51%
香辣酱平均售价(元/吨)	14431	14375	14375	14447	14519
同比增速	10.75%	-0.38%	0.00%	0.50%	0.50%
香辣酱销量(吨)	1794	2604	2669	2776	2832
同比增速	-34.84%	45.17%	2.5%	4.0%	2.0%
毛利率	34.41%	29.07%	30.0%	31.2%	30.1%
其他产品					
其他产品总收入	25.64	19.00	19.96	21.16	22.44
同比增速	27.66%	-25.90%	5.05%	6.05%	6.05%
其他业务					
销售收入	3.50	10.15	16.24	19.49	22.41
同比增速	-27.23%	190.00%	60.00%	20.00%	15.00%
总体销售收入	1412.86	1727.33	2472.15	3487.13	4743.61
收入增速	32.6%	22.3%	43.1%	41.1%	36.0%
平均毛利率	40.69%	37.97%	42.25%	43.60%	44.54%

资料来源: 公司数据, 野村东方国际证券

风险提示

疫情影响：如果疫情原因导致原料价格上涨超预期，将对利润产生负面影响。

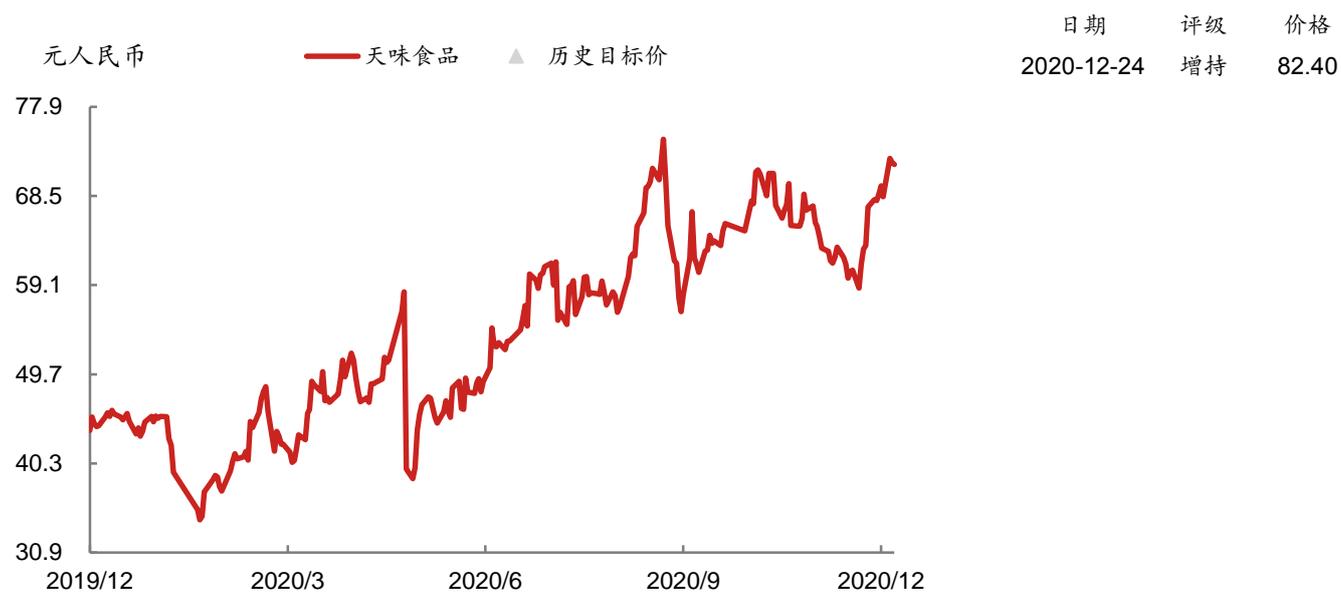
经济波动风险：调味品需求相对刚性，与经济环境相关性较大。如果经济下行，消费放缓，调味品也将承压。

经营风险：新品推广不及预期、复合调味料产品渗透不及预期导致消费疲软、定制餐调业务增长不及预期。

食品安全问题：影响品牌形象，对销量造成负面影响。

附录

绝对股价和历史目标价



资料来源：野村东方国际证券

管理效率有待提升

恒顺醋业首次覆盖报告

- 恒顺是食醋行业唯一上市公司。**恒顺是镇江香醋的代表，作为中华老字号企业，公司2001年上市以来收入增长稳健，2000-2019年营业收入从1.43亿元增长至18.32亿元，CAGR为14.4%；归母净利润从0.18亿元增长至3.25亿元，CAGR为16.4%。2020年前三季度公司实现收入14.46亿元，同比增长8.0%；归母净利润2.31亿元，同比减少8.8%。
- 品类和渠道拓展推动公司增长。**2020年三季度恒顺食醋占营收比重66%。2018年公司在食醋行业的市占率为7%，位居行业第一。我们认为未来市占率将持续上升：1) 继续推进全国化，在巩固华东市场的同时，通过拓展新经销商，提升全国市场的覆盖能力，并加大力度开发餐饮渠道市场；2) 推出更多功能性、健康化和复合食醋产品，丰富产品矩阵。在食醋之外，公司重点发展料酒等品类，今年三季度占公司营收比重提升到17%。
- 公司管理仍有改善空间。**和行业标杆企业对比，恒顺在人均创收、人均创利等方面仍然有较大差距。虽然公司管理费用率较高，但人均薪酬不高。2019年底新董事长上任以来，公司在渠道、营销和品牌建设等方面进行了较多改革，同时推动管理层年轻化，薪酬体系上采用薪酬激励+额外奖金方法加强对前线销售人员的激励，采用PK机制激发销售人员活力。我们认为公司在内部管理上仍有较大的改善空间，期待治理改善能够兑现为业绩成长。
- 盈利预测、目标价与投资评级。**我们预计公司2020/2021/2022年EPS为0.34/0.39/0.46元，对应PE为67/57/48x。恒顺与调味品龙头海天在盈利能力、管理效率、员工积极性等方面还存在一定差距，考虑到公司近期的体制改革有望为公司注入活力，给予2021年60x目标估值，对应目标价23.40元，首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示

- 管理改善的效果不及预期；市场竞争加剧；食品安全问题。

盈利预测

盈利预测简表

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位：百万元	实际	预测	预测	预测
营业收入	1832.19	2006.21	2299.15	2623.01
增长率(%)	7.5%	9.5%	14.6%	14.1%
归母净利润	324.56	336.28	395.39	464.72
增长率(%)	5.7%	3.6%	17.6%	17.5%
EPS(元/股)	0.32	0.34	0.39	0.46
市盈率(P/E)	47.13	69.49	59.10	50.29
市净率(P/B)	6.79	9.66	8.93	8.20

资料来源：野村东方国际证券

证券研究报告

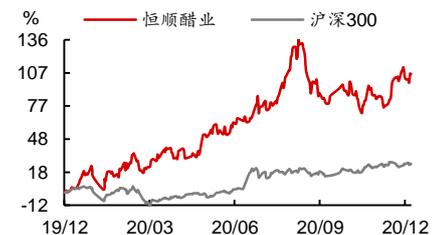
2020年12月24日

评级(首次)	中性
目标价(首次)	23.40元
收盘价(2020/12/24)	23.30元
潜在上行空间	0.4%

基本数据

总股本(百万股)	1003
流通股本(百万股)	1003
总市值(亿元)	234
流通市值(亿元)	234
52周最高/最低价(元)	26.75/14.62
30日日均成交额(百万元)	380.92

股价走势图



分析师

消费研究团队

廖欣宇

xinyu.liao@nomuraoi-sec.com

SAC 执业编号：S1720519120003

葛幸梓 研究助理

xingzi.ge@nomuraoi-sec.com

SAC 执业编号：S1720120030003

王涵宜 研究助理

hanyi.wang@nomuraoi-sec.com

SAC 执业编号：S1720120050003

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1832	2006	2299	2623
%同比增速	8%	9%	15%	14%
营业成本	1002	1152	1303	1467
毛利	830	854	996	1156
%营业收入	45%	43%	43%	44%
税金及附加	25	26	30	34
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	317	273	317	367
%营业收入	17%	14%	14%	14%
管理费用	116	120	138	157
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	53	62	74	84
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	5	14	14	13
%营业收入	0%	1%	1%	0%
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	8	6	7	8
投资收益	6	6	7	8
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	21	0	0	0
资产处置收益	43	40	46	52
营业利润	393	411	484	568
%营业收入	21%	21%	21%	22%
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	397	411	484	568
%营业收入	22%	21%	21%	22%
所得税费用	67	69	81	95
净利润	330	342	402	473
%营业收入	18%	17%	18%	18%
归属于母公司的净利润	325	336	395	465
%同比增速	6%	4%	18%	18%
少数股东损益	6	6	7	8
EPS (元/股)	0.32	0.34	0.39	0.46

基本指标

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.32	0.34	0.39	0.46
BVPS	2.25	2.41	2.61	2.84
PE	47.13	69.49	59.10	50.29
PEG	8.29	19.24	3.36	2.87
PB	6.79	9.66	8.93	8.20
EV/EBITDA	29.12	56.19	48.09	41.06
ROE	14%	14%	15%	16%
ROIC	11%	12%	13%	14%

资料来源:野村东方国际证券

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	263	302	376	495
交易性金融资产	488	488	488	488
应收账款及应收票据	90	98	113	129
存货	311	358	405	456
预付账款	12	14	16	17
其他流动资产	20	22	23	25
流动资产合计	1185	1282	1421	1611
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	137	137	137	137
投资性房地产	394	394	394	394
固定资产合计	907	1021	1132	1239
无形资产	84	81	79	76
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	21	21	21	21
其他非流动资产	254	279	304	324
资产总计	2982	3216	3488	3802
短期借款	28	28	28	28
应付票据及应付账款	191	220	249	280
预收账款	67	73	84	96
应付职工薪酬	21	24	27	30
应交税费	51	56	64	73
其他流动负债	202	218	235	254
流动负债合计	560	619	687	761
长期借款	3	3	3	3
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	47	47	47	47
其他非流动负债	24	24	24	24
负债合计	634	693	761	835
归属于母公司的所有者权益	2252	2420	2618	2850
少数股东权益	96	102	109	117
股东权益	2348	2522	2727	2968
负债及股东权益	2982	3216	3488	3802

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	429	337	395	462
投资	-90	0	0	0
资本性支出	-74	-135	-129	-118
其他	40	6	7	8
投资活动现金流净额	-124	-129	-122	-110
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	219	0	0
银行贷款增加(减少)	158	0	0	0
筹资成本	-102	-169	-199	-233
其他	-264	-219	0	0
筹资活动现金流净额	-208	-169	-199	-233
现金净流量	97	39	74	119

正文目录

百年醋业龙头	128
渠道扩展推动营收稳步增长	134
目前以华东为主，持续推进全国化	134
未来将向餐饮渠道拓展	136
品类向功能化、健康化、高端化拓展	137
对比日本，食醋品类拓展空间大	137
恒顺持续推进产品多元化，丰富产品矩阵	140
激励机制有望理顺，管理层积极性待提高	142
传统国企体制阻碍增长	142
新管理层上任，多管齐下改革预期强化	143
盈利预测	145
风险提示	146

图表目录

图表 234: 公司 2000-2019 年营业收入及增速	128
图表 235: 公司 2000-2019 年归母净利润及增速	128
图表 236: 2005-2019 年公司各业务占比变化	129
图表 237: 2005-2019 年公司调味品业务收入及增速	129
图表 238: 醋和料酒合计贡献公司 83% 的营业收入 (2020 年前三季度)	129
图表 239: 2016-2019 年公司食醋收入及增速	130
图表 240: 2016-2019 年公司食醋销量及均价	130
图表 241: 2016-2019 年高端醋收入占比	130
图表 242: 2016-2019 年公司食醋毛利率	130
图表 243: 公司食醋产品矩阵	131
图表 244: 2016-2019 年公司料酒收入及增速	132
图表 245: 2016-2019 年料酒收入占比	132
图表 246: 2016-2019 年公司料酒销量及均价	132
图表 247: 2016-2019 年公司料酒毛利率	132
图表 248: 公司料酒产品矩阵	133
图表 249: 2016-2020 年三季度恒顺分地区营收占比	134
图表 250: 2020 年三季度恒顺经销商分布情况	134
图表 251: 2016-2020 年三季度恒顺经销商数量	135
图表 252: 恒顺、海天及中炬经销商数量对比情况	135
图表 253: 2020 年三季度单经销商人均创收	135
图表 254: 恒顺、海天及中炬经销商人均创收对比情况	135
图表 255: 2018 年食醋行业竞争格局 (销售额口径)	136
图表 256: 2018 年食醋企业产量及占百强比重	136
图表 257: 日本醋产品种类丰富	137
图表 258: 日本家庭单一酱油、食盐和食醋年消费量对比	138
图表 259: 日本食醋产量	138
图表 260: 日本人均食醋消费量	138
图表 261: 1982-2000 年日本各品类食醋产量 CAGR	139
图表 262: 日本食醋产量占比拆分	139
图表 263: 味滋康醋产品矩阵	139
图表 264: 中国醋饮料市场规模及增速	140
图表 265: 恒顺开发的健康醋产品	141

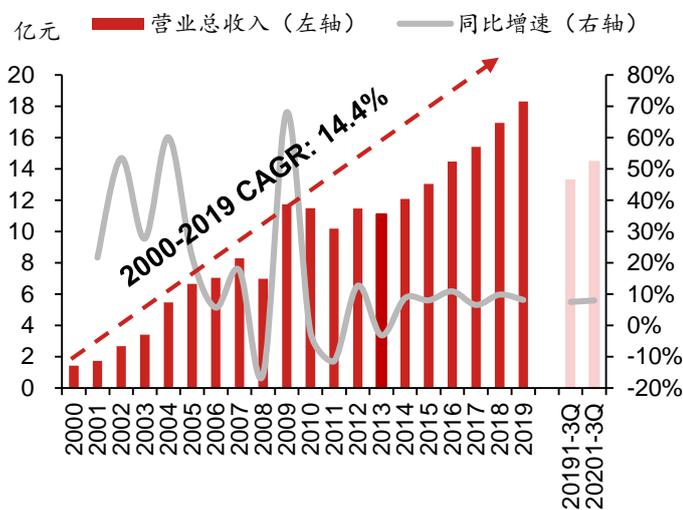
图表 266: 恒顺开发的复合调味品.....	141
图表 267: 公司股权结构分布 (2020 年 3Q)	142
图表 268: 恒顺醋业管理费用率高企	142
图表 269: 2019 年调味品企业人均薪酬对比	143
图表 270: 2019 年调味品企业人均创收对比	143
图表 271: 2019 年调味品企业人均创利对比	143
图表 272: 2019 年调味品企业董事长/总经理薪酬对比.....	143
图表 273: 恒顺冠名高铁列车.....	144
图表 274: “恒顺香醋号”高铁列车.....	144
图表 275: 盈利预测明细	145

百年醋业龙头

恒顺醋业作为中华老字号企业，始创于1840年清道光年间，至今已有180年的历史，是“四大名醋”之首镇江香醋的代表。公司于2001年在上交所上市，是中国食醋行业唯一一家上市公司，公司上市后开始多元化发展战略，目前已形成了食醋、料酒和酱类等调味品的产品矩阵。公司食醋产品的产销量长期位居全国第一，是国内规模最大、现代化程度最高的食醋生产企业。

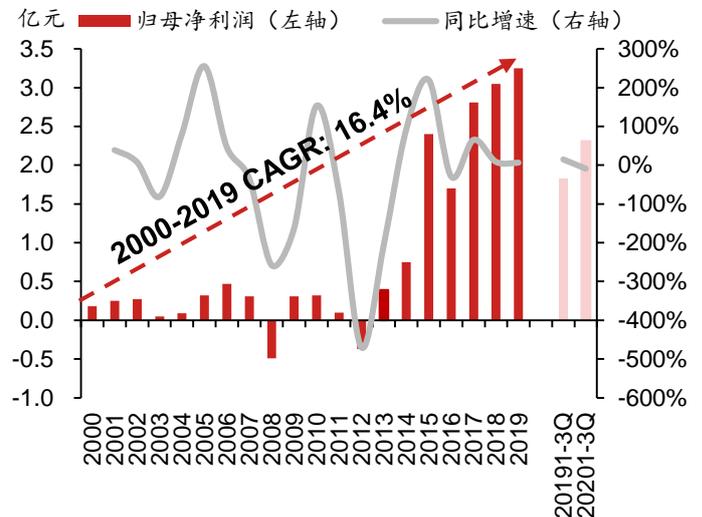
公司上市以来收入增长稳健，2000-2019年营业收入从1.43亿元增长至18.32亿元，CAGR为14.4%；归母净利润从0.18亿元增长至3.25亿元，CAGR为16.4%。2020年前三季度公司实现收入14.46亿元，同比增长8.0%；归母净利润2.31亿元，同比减少8.8%，主要是去年同期有较大的资产处置收益。

图表 234：公司 2000-2019 年营业收入及增速



资料来源：Wind、野村东方国际证券

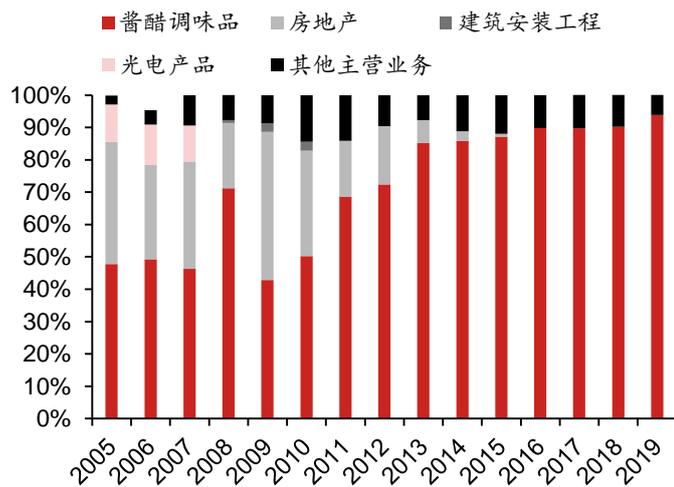
图表 235：公司 2000-2019 年归母净利润及增速



资料来源：Wind、野村东方国际证券

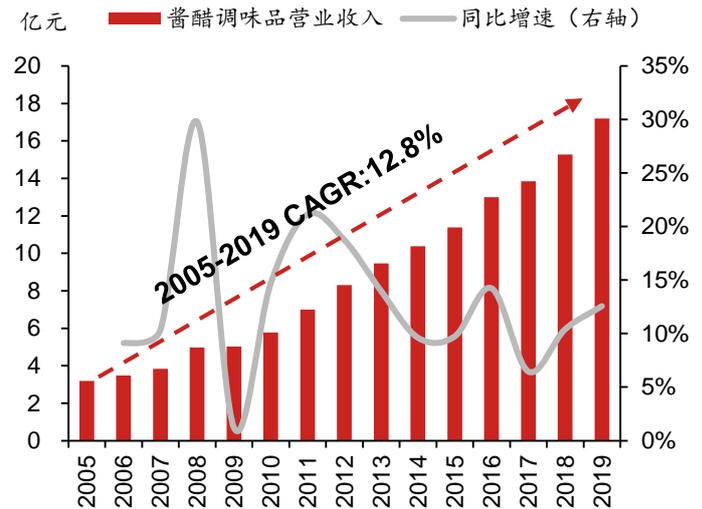
盲目多元化后，重新聚焦主业。公司上市后现金流充裕，开始多元化布局，2002-2008年期间先后涉足光电产品、汽车贸易、房地产、建筑安装工程等业务。但大部分业务均表现不佳甚至出现亏损，拖累公司整体业绩。公司于2005年、2008年分别退出汽车贸易和光电业务；房地产业务在经历了2008年的金融危机和2011年政府严控房地产炒作后面临严峻挑战，公司于2012年剥离房地产业务。2012年新任董事长尹名年明确了“以食醋业为核心，带动相关调味品、酒类、醋类衍生品等产业发展”的同心多元式的战略构想，重新聚焦调味品主业。公司调味品收入持续增长，2009年以来调味品收入占比也不断提高，从2009年的43%提升至2019年的94%。

图表 236: 2005-2019 年公司各业务占比变化



资料来源: Wind、野村东方国际证券

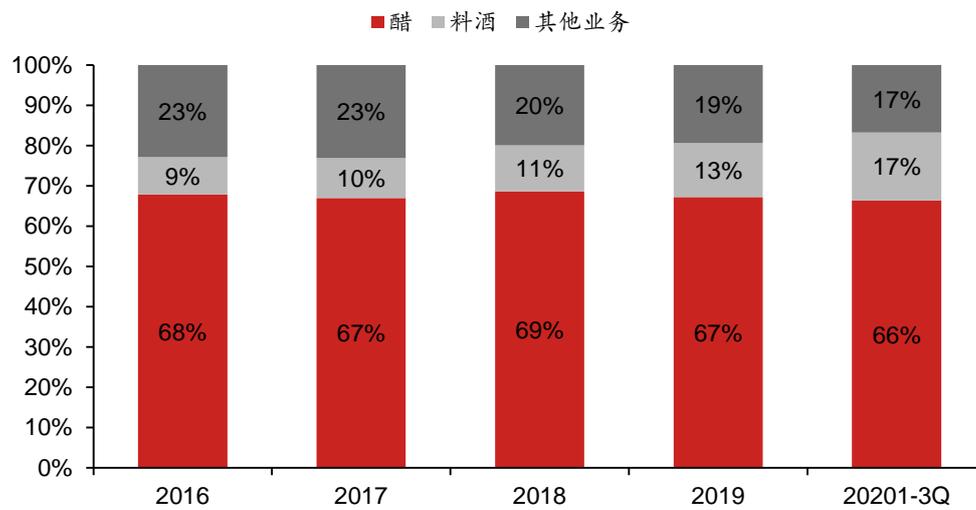
图表 237: 2005-2019 年公司调味品业务收入及增速



资料来源: Wind、野村东方国际证券

确立食醋、料酒和酱类为核心品类。2020 年上半年,公司提出“做深醋业、做高酒业、做宽酱业”的品类战略,明确了食醋、料酒、酱类为核心品类。2019 年食醋和料酒营收占公司总收入比重分别为 67%、13%,2020 年前三季度分别占 66%、17%。

图表 238: 醋和料酒合计贡献公司 83% 的营业收入 (2020 年前三季度)

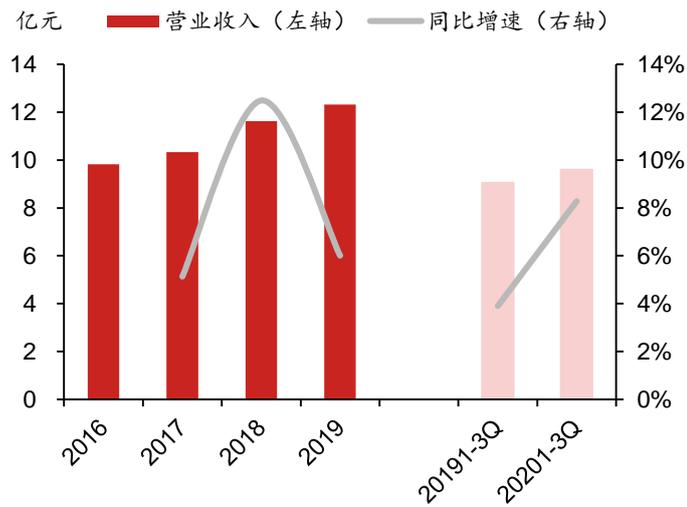


资料来源: Wind、野村东方国际证券

2019 年公司食醋收入达 12.3 亿元,占调味品比重 83.4%,占公司总收入比重 67.3%。2016-2019 年期间公司食醋营收 CAGR 达 7.8%,其中销量 CAGR 达 4.6%,产品均价也由 7035 元/吨提升至 7710 元/吨。由于公司食醋酿造工艺更为复杂³,且定位相对高端,因此销售均价远超行业(2016-2018 年食醋百强企业吨价分别为 3386/3786/3846 元,CAGR 为 6.6%)。受益于成本控制、产品提价(2016 年经典系列提价 9%、2019 年整体提价 2%)以及高端醋占比提升带来的产品结构优化,公司食醋业务的毛利率由 2016 年 42.1%提升至 2019 年的 46.5%。

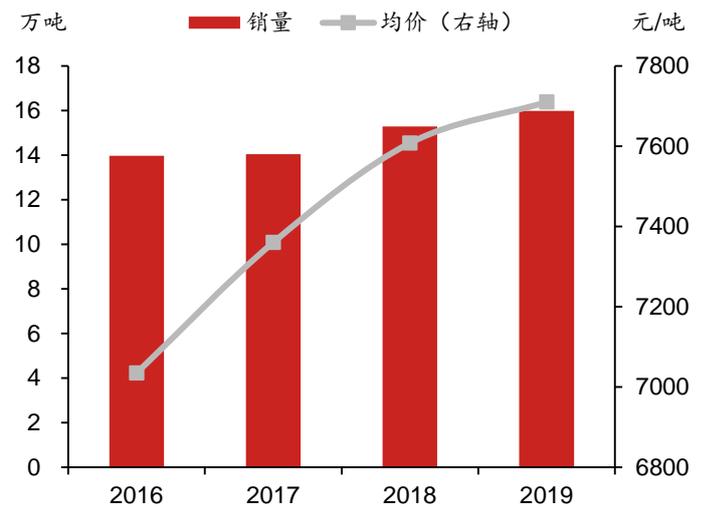
³除了山西醋和镇江醋采用固态发酵外,其余地方的醋均是液态发酵。固态发酵的周期长,微生物发酵更为充分,因此醋的品质更高。恒顺醋由于酸度高,可做到无添加剂,而其余很多醋品无法达到该水准。川穹嗪是一种软化心血管的物质,恒顺醋的川穹嗪含量水平高,是山西醋的两倍。

图表 239: 2016-2019 年公司食醋收入及增速



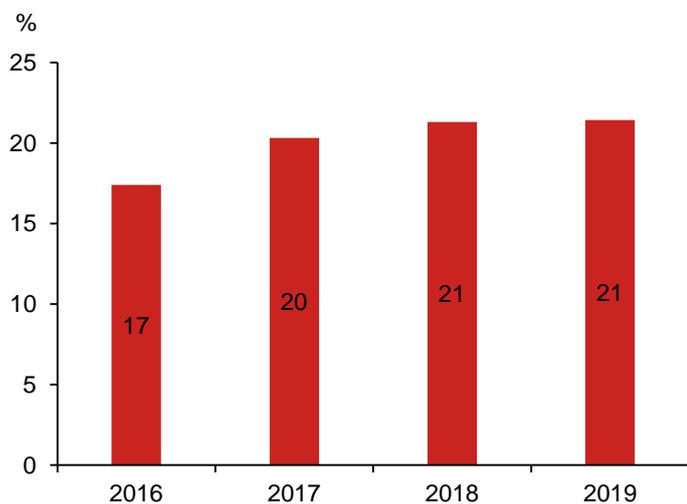
资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

图表 240: 2016-2019 年公司食醋销量及均价



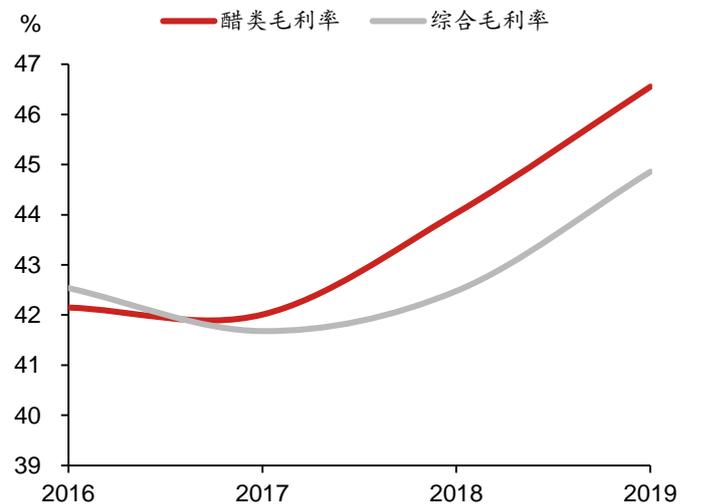
资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

图表 241: 2016-2019 年高端醋收入占比



资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

图表 242: 2016-2019 年公司食醋毛利率



资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

公司食醋业产品目前拥有两大品牌及七大系列: 两大品牌包括主品牌“恒顺醋业”定位中高端, 产品价格多为 10-30 元/瓶, 以及辅品牌“北固山”定位低端, 价格多在 3-10 元/瓶 (公司将零售价格 20 元以上的食醋产品定位为高端, 10-20 元定义为中端, 10 元以下的都为低端, 10 元以上的产品毛利率都在 50%左右); 七大系列包括经典系列、精酿系列、宴会系列、年份系列、有机系列、健康系列以及礼盒系列。

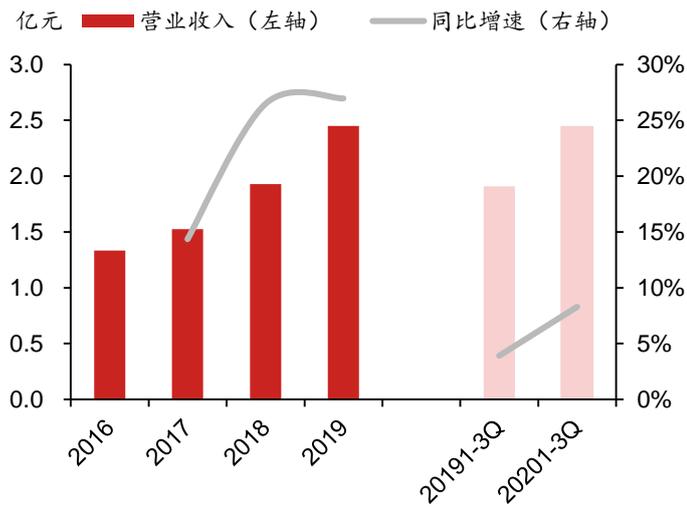
图表 243: 公司食醋产品矩阵

系列		代表单品			售价
恒顺品牌	经典系列				9.9元/500毫升
	精酿系列				10.5元/500毫升 17.5元/550毫升 24.8元/300毫升
	宴会系列				15.9元/500毫升 16.9元/580毫升 39.8元/500毫升
	年份系列				21.8元/580毫升 34.8元/580毫升
	有机系列				59元/300毫升
	健康系列				19.8元/380毫升
	北固山品牌	纯酿食醋系列			

资料来源: 公司公告, 天猫, 野村东方国际证券

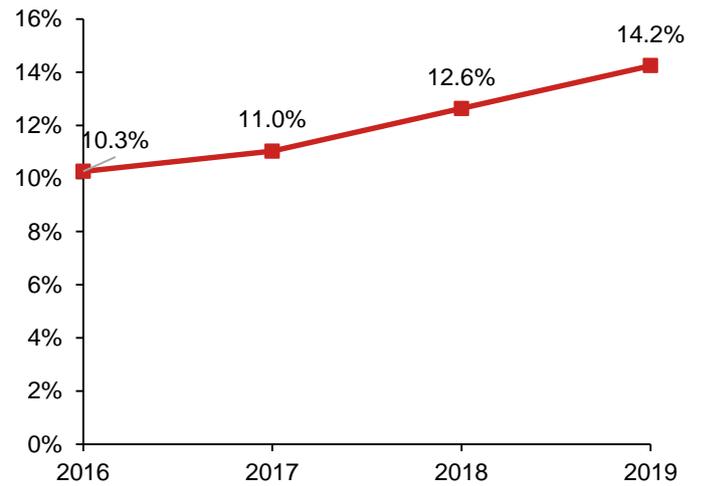
2012 年公司推出葱姜料酒、烹饪料酒餐饮以来, 料酒业务快速发展。2012 年中国料酒行业 CR3 约 11.8% (零售量口径), 竞争格局分散, 恒顺约占 1.4%。2019 年公司料酒业务规模达 2.45 亿元, 2012-2019 年期间公司料酒营收 CAGR 达 17.4%, 占调味品收入比重由 9.6% 增长至 14.2%。销量为料酒业务营收增长的主要贡献力量, 2016-2019 年 CAGR 达 28%。

图表 244: 2016-2019 年公司料酒收入及增速



资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

图表 245: 2016-2019 年料酒收入占比

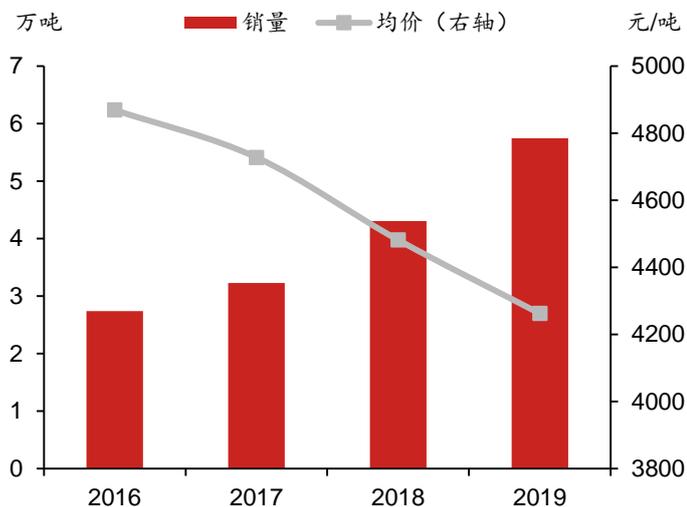


资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

公司料酒产品均价低于行业。根据中国调味品协会披露, 2018 年中国调味料酒百强企业吨价约为 5329 元, 恒顺为 4500 元, 主要是因为恒顺料酒产品定位相对较低, 以突出性价比优势切入餐饮市场。恒顺料酒产品吨价接近老恒和等中端大众产品, 老恒和产品结构近年来不断优化 (2010-2016 年期间, 大众平价产品占比由 58% 下降至 4%, 高端和特级产品占比由 0% 上升至 29%), 公司与老恒和形成差异化竞争。

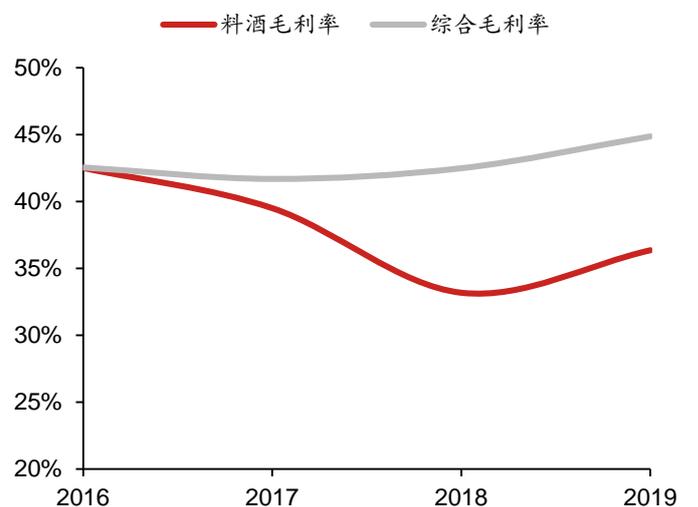
公司料酒产品均价 2016-2019 年期间有所下降, 从 4870 元/吨下降至 4263 元/吨, 料酒业务毛利率也从 2016 年的 42.5% 下降至 2019 年的 36.4%。

图表 246: 2016-2019 年公司料酒销量及均价



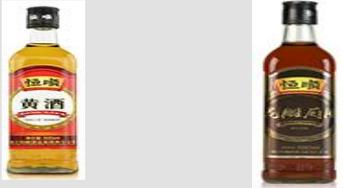
资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

图表 247: 2016-2019 年公司料酒毛利率



资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

图表 248：公司料酒产品矩阵

系列	代表单品	售价
料酒		7.4元/500毫升 29.8元/500毫升
葱姜料酒		14.9元/500毫升
黄酒		9.9元/500毫升 24.8元/500毫升

资料来源：公司公告，天猫，野村东方国际证券

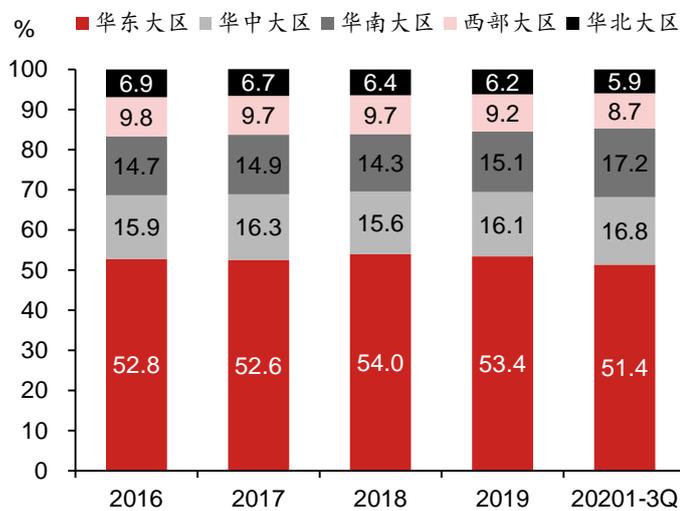
渠道扩展推动营收稳步增长

目前以华东为主，持续推进全国化

类似中炬高新的五级市场战略，恒顺也将全国区域划分为3类市场，其中江浙沪皖等华东市场为成熟市场，华北、华中、华南为成长性市场，东北和西北地区为培育性市场。

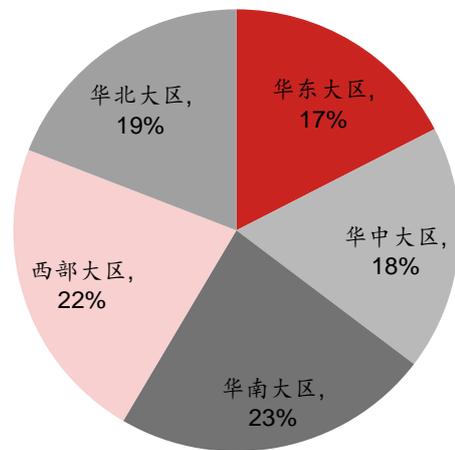
截至2020年三季度，华东、华中、华南市场区域营收占比分别为51.4%、16.8%、17.2%；西部和华北地区占比较小，分别为8.7%、5.9%。虽然近几年华东地区占比有所减少，但仍为公司的主要营收贡献区域。海天在全国各地收入较为均衡，而恒顺尚未实现全国化，背后原因在于经销商数量较少且经销商人均创收低。

图表 249：2016-2020 年三季度恒顺分地区营收占比



资料来源：公司公告，野村东方国际证券

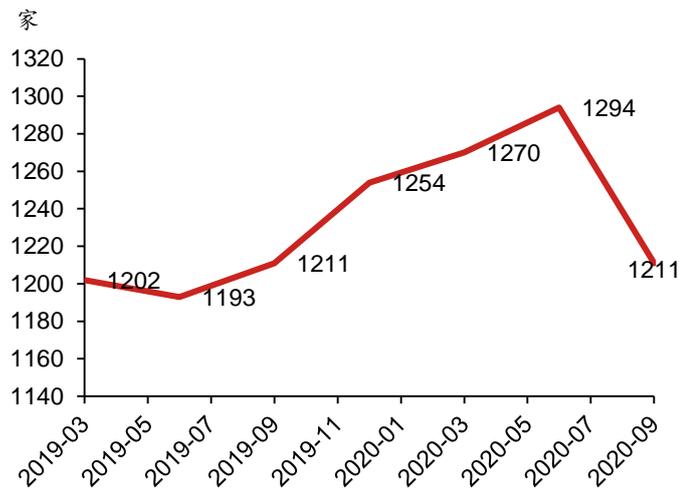
图表 250：2020 年三季度恒顺经销商分布情况



资料来源：公司公告，野村东方国际证券

截至2020年三季度，恒顺经销商只有1211家，低于海天味业的6739家和中炬高新的1329家，且经销商增长速度也远低于同行（2020年前三季度恒顺经销商无增长，而海天味业和中炬高新分别增长31.7%/19.5%），渠道拓展速度较慢。

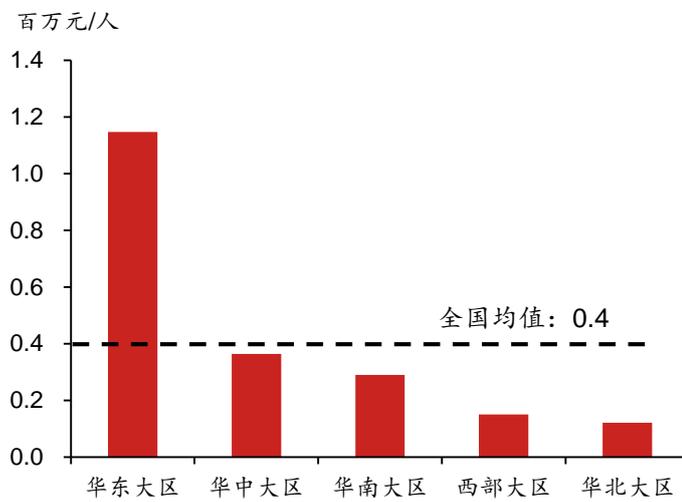
图表 251: 2016-2020 年三季度恒顺经销商数量



资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

分区域来看, 公司华东、华中、华南、西部及华北经销商数量分别为 211、217、280、272 和 231 家, 其中华南、西部和华北地区虽然经销商数量相对较多, 单个经销商创收却远低于华东地区, 说明外部市场经销商经营效率较低。此外公司所有区域的经销商人均创收(2020 年前三季度全国均值约 39 万元)也远低于海天味业(约 178 万元)和中炬高新(约 240 万元), 经销商创收效率还有较大挖掘空间。

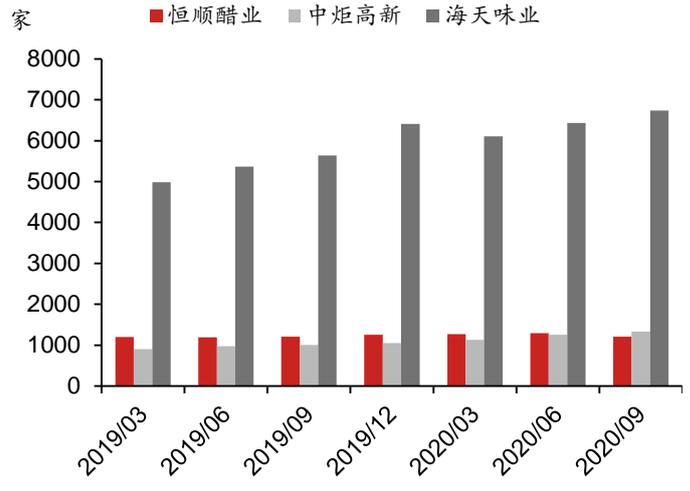
图表 253: 2020 年三季度单经销商人均创收



资料来源: 野村东方国际证券

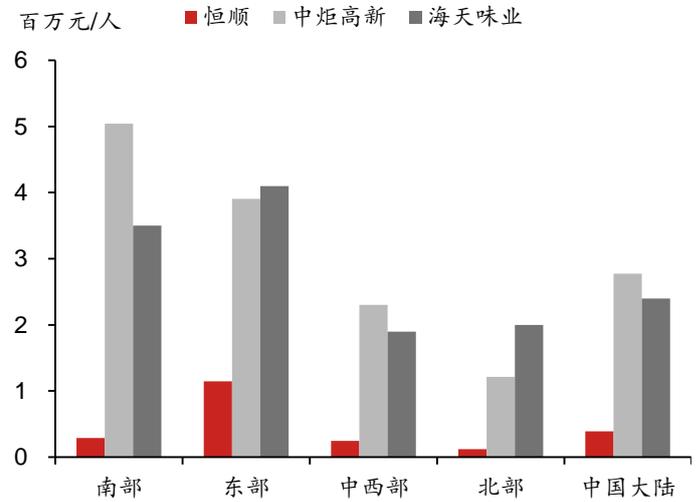
未来我们认为华东区域内的增长点来自于产品结构优化、品类拓展以及加速开拓餐饮渠道; 华东以外区域增长则来自于加快覆盖空白市场、加大品牌宣传力度、渠道深耕下沉。根据公司管理层介绍, 公司在华东区域的销售额仍有增长空间: 在江苏、江西、安徽区域公司的销售额均超过一亿元, 而在浙江全省的销售额仅 7000 多万元。而华东区域之外, 北京的销售额约 3300 万元, 东北三省 3300 万元, 广东、广西和海南三省的销售额为 5000 万元, 这些市场挖掘空间充足。相较山西香醋, 镇江香醋口味更为温和, 酸度适宜, 适宜普及全国化。

图表 252: 恒顺、海天及中炬经销商数量对比情况



资料来源: 公司公告, 野村东方国际证券

图表 254: 恒顺、海天及中炬经销商人均创收对比情况



资料来源: 野村东方国际证券

未来将向餐饮渠道拓展

食醋行业餐饮渠道占比约 40%，对调味品企业业绩增长的重要性较为突出。但恒顺此前主要关注商超和农贸市场等零售渠道，餐饮市场一直是其短板。经过多年努力，恒顺目前在全国拥有覆盖各地区的经销网点 50 万个，主要精力放在扩大区域覆盖和提升商超渠道的运营能力。

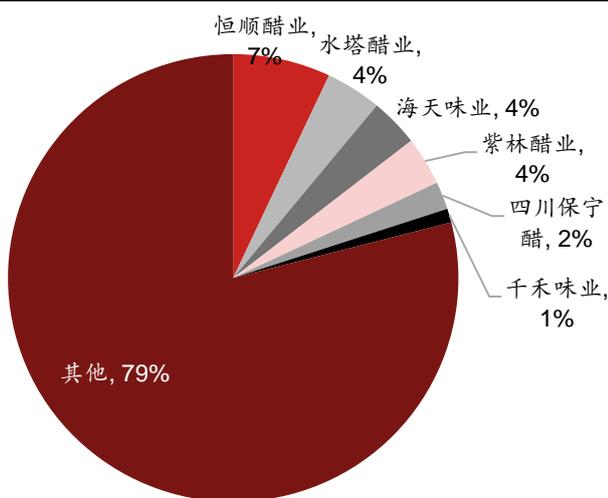
对于餐饮渠道，公司长时间基本依靠经销商的自然渗透，其在餐饮渠道的占比仅约为 15%，低于海天味业的 60%和中炬高新的 25%。我们估计主要是由于：1) 经销商运作餐饮渠道的毛利低，资金占用导致周转率低，对餐饮渠道的积极性不高；2) 此前公司未大力开拓，部分区域客户对品牌的认知度较低。

近年来，恒顺持续加强餐饮渠道开发力度。2017 年公司制定专项政策拉动餐饮销量，取得同比增长 40% 的明显成效。2018 年公司成立了餐饮渠道事业部，加大餐饮渠道产品规格开发，迅速抢占餐饮市场。2019 年根据市场竞争和餐饮市场的研究，开发了醋和料酒大包装规格，针对餐饮的前台、后台做好产品的分类。同时，恒顺还在餐饮渠道重点对接一些全国和地方性知名连锁餐饮店，通过产品特殊化的定制，实现恒顺与 B 端品牌与渠道的强强联合。

在 80 年代日本餐饮和加工业市场开始加速发展时期，日本龟甲万也曾通过提供技术支持与高质量、大瓶装产品等措施扩大公司在加工业端和餐饮端的市场份额。2012-2018 年公司大于 2L 的大瓶装酱油产品销售规模占比从 52.8% 提升至 2018 年的 54.8%。

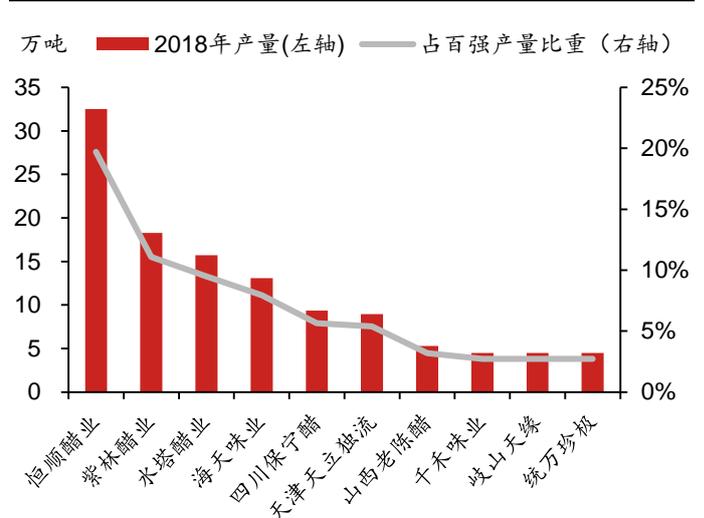
在渠道全国化及品类扩张下，市场份额有望攀升。中国食醋市场竞争格局分散，存在较强的区域割据情况。根据调研，恒顺食醋销售额约为 14-16 亿，约占市场份额 7%；第二名山西水塔约为 7-8 亿元，约占市场份额 4%；食醋行业前十名公司销售额合计不超过 30 亿元。恒顺的研发力量雄厚，储备产品很丰富，在未来品类扩张和渠道拓展中我们预计可以抢占部分市场份额。

图表 255：2018 年食醋行业竞争格局（销售额口径）



资料来源：中国调味品协会，野村东方国际证券

图表 256：2018 年食醋企业产量及占百强比重



资料来源：中国调味品协会，野村东方国际证券

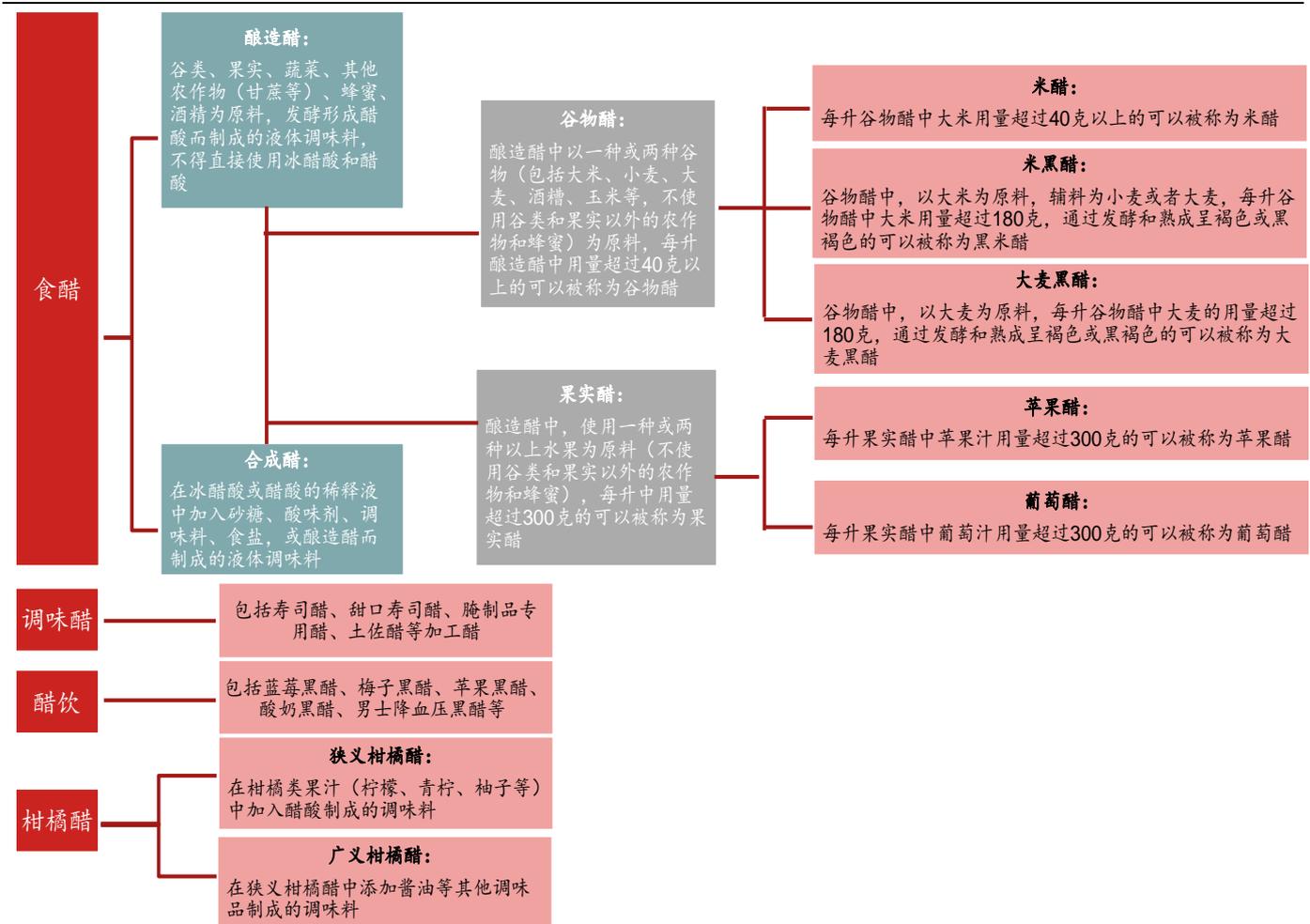
品类向功能化、健康化、高端化拓展

与酱油相比，中国醋产品的细分化和功能化还处在较低水平。针对粮食酿造的食用黑醋而言，现有醋产品的市场容量比较小，但若考虑到品类扩张的潜力（例如日本醋产品矩阵丰富），醋市场仍有较大的成长空间。

对比日本，食醋品类拓展空间大

日本自 70 年代起开始宣传低盐饮食等健康生活理念，单一型酱油和食盐的消费量持续下降，而作为保健食品的食醋的消费量保持增长。2004 年日本家庭食醋（此处不包含醋的衍生品）年消费量达到顶峰约 3.29L（约 3.45Kg），高于 2019 年中国食醋人均消费量（3.2kg）。

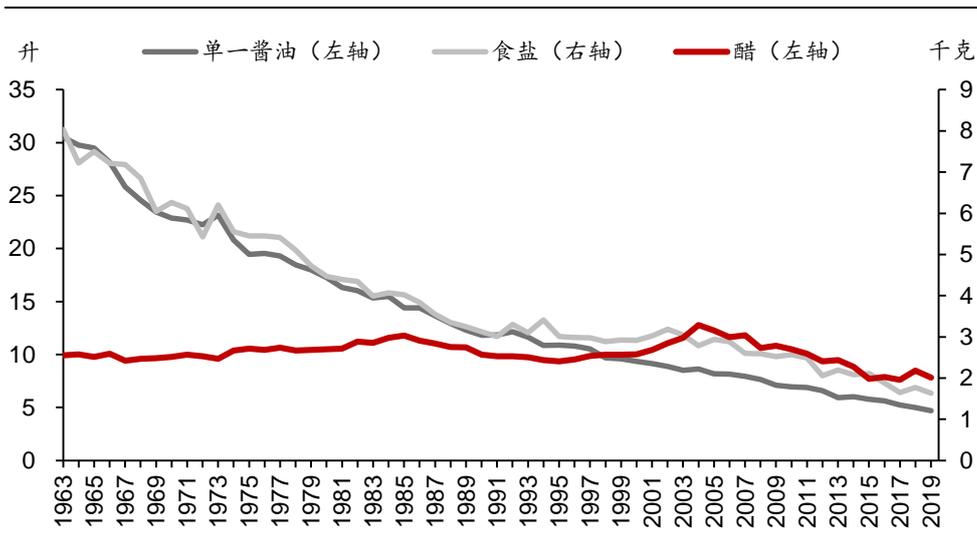
图表 257：日本醋产品种类丰富



资料来源：日本食醋协会，野村东方国际证券

根据日本食醋协会定义，日本食醋分为酿造醋和合成醋两大类。酿造醋根据原料差异可分为谷物醋、果实醋、其他酿造醋。谷物醋指谷物酿造的醋，包括黑醋、米醋、麦芽醋等；果实醋包括柚子醋、苹果醋、葡萄醋等，主要使用原料为水果；其他酿造醋指以谷物、果实以外的原料酿造而成的醋。而合成醋成本低廉，工艺较为简单。

图表 258：日本家庭单一酱油、食盐和食醋年消费量对比

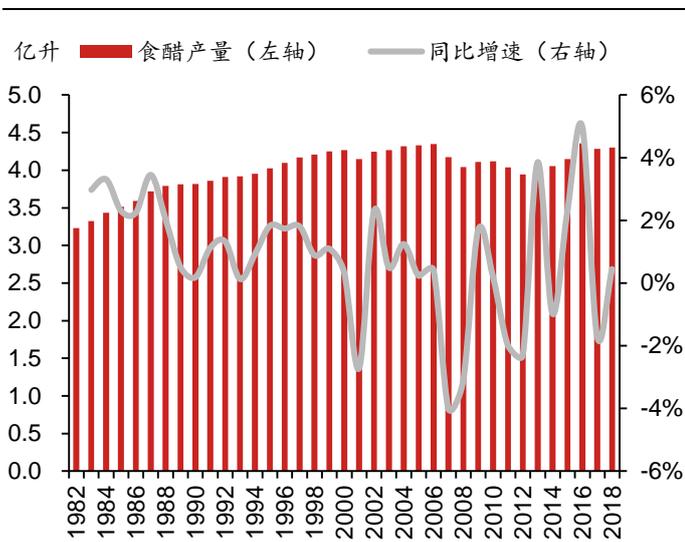


注：以上醋和酱油的消费量都未包括其衍生品的消费量。

资料来源：日本统计局，野村东方国际证券

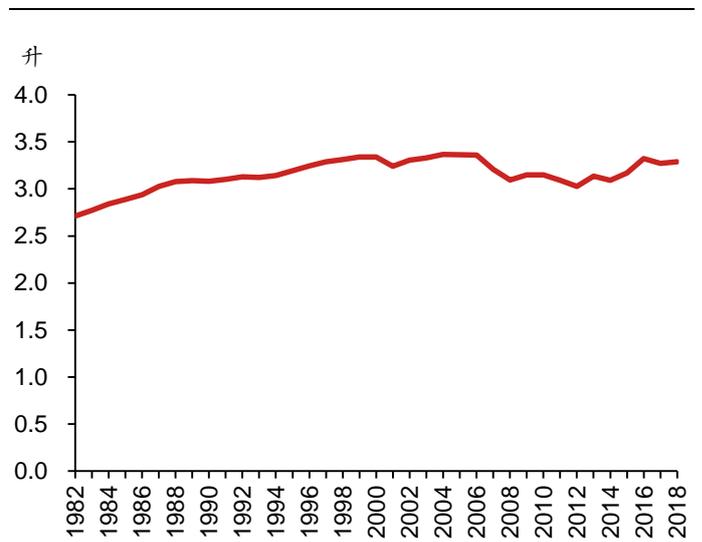
1982年至2018年日本食醋整体产量CAGR为0.8%，其中谷物醋、果实醋、其他酿造醋、合成醋CAGR分别为-0.3%、2.3%、1.9%、-6.1%，可见日本食醋的增长主要来自于果实醋和其他酿造醋的贡献。1982-2018年期间，谷物醋占比由56.3%下降至38%，廉价的合成配制醋占比则从2.7%下降至0.2%；而果实醋占比则由3.8%上升至6.5%，其他酿造醋占比从37.2%上升至55.2%。

图表 259：日本食醋产量



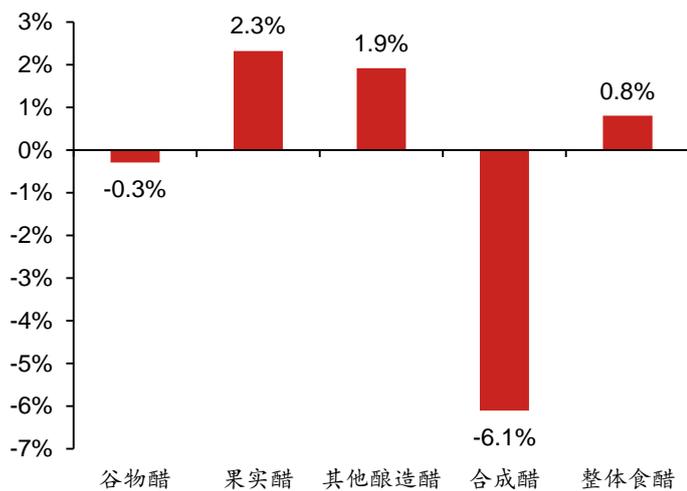
资料来源：日本食醋协会，野村东方国际证券

图表 260：日本人均食醋消费量



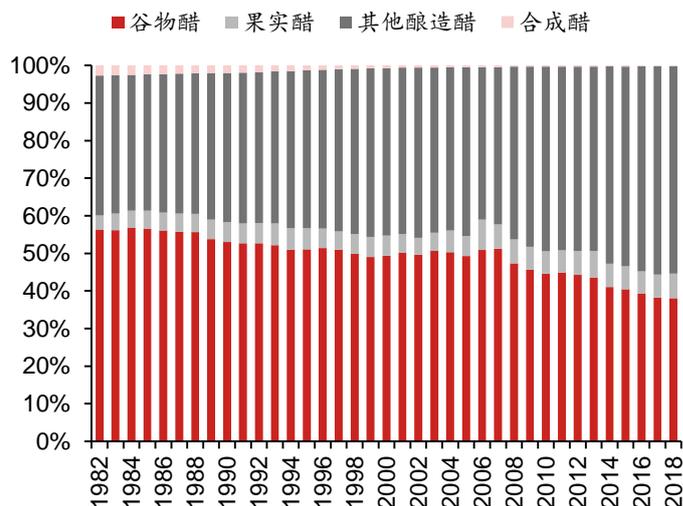
资料来源：日本食醋协会，野村东方国际证券

图表 261: 1982-2000 年日本各品类食醋产量 CAGR



资料来源: 日本食醋协会, 野村东方国际证券

图表 262: 日本食醋产量占比拆分



资料来源: 日本食醋协会, 野村东方国际证券

除食醋外, 日本还有众多丰富的醋衍生品: 调味醋(寿司醋)、醋饮料、柑橘类醋复合酱料等。因此若包含醋衍生品, 日本实际人均醋消费量将会更高。

日本醋产品的品类细分化和用途的多样化引领了市场的增长。以日本食醋巨头味滋康(Mizkan)举例, 公司将旗下产品划分为食醋、调味醋、醋饮料、柑橘类醋复合酱料。味滋康从单一食醋品类起家, 1964 年以前主要聚焦食醋核心产品; 1964-1981 年期间坚持研发优化老产品, 同时通过品类多元化推出酱油、汤料、鱼露调味酱等产品, 利用食醋渠道资源, 实现内生式增长, 非醋产品占比超过一半; 1980 年代后以外延并购方式进军海外市场, 开发适合当地消费者口味的调味品, 最终形成了全品类调味品矩阵。

图表 263: 味滋康醋产品矩阵

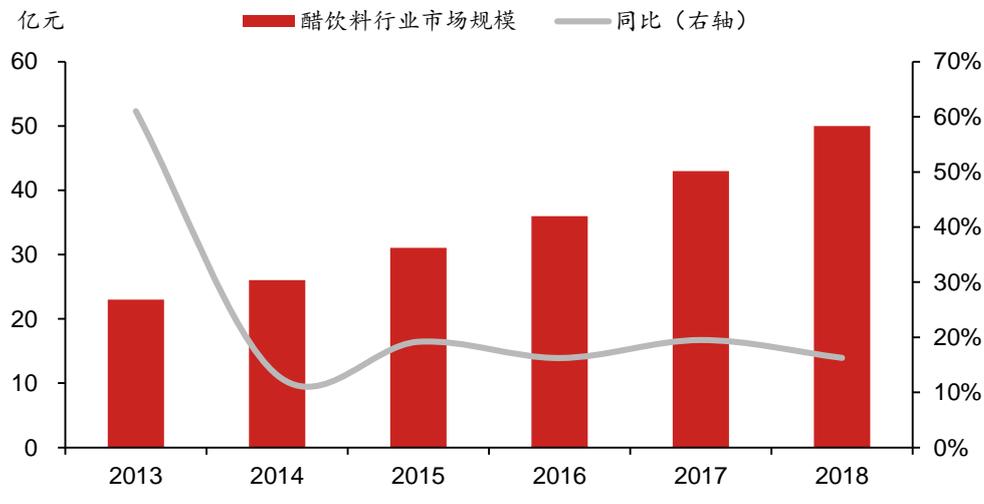


资料来源: 味滋康, 野村东方国际证券

中国政府近年来也在推行减盐饮食的健康生活理念。《国民营养计划(2017-2030 年)》提出, 到 2030 年实现全国人均每日食盐摄入量降低 20% 的目标。中国消费者对健康消费的关注度正在不断提升, 目前多品类、多用途和多功能的醋

产品已经出现在商超货架，恒顺、千禾、紫林等一些品牌企业也已经开始推出醋饮料和保健醋等产品抢滩市场。2018年中国醋饮料市场规模已达50亿元，2013-2018年CAGR达16.8%，远高于食醋行业增速。

图表 264：中国醋饮料市场规模及增速



资料来源：野村东方国际证券

恒顺持续推进产品多元化，丰富产品矩阵

恒顺在高端化方面，强化了“有机零添加”、“手工陈酿无防腐剂”等健康产品形象，并推出三年陈酿、六年陈酿、十年陈酿多年陈酿系列，均为高端价位食醋（售价22.9-88元/瓶），产品档次的上升拉动了价格的提升。功能化和细分化方面，恒顺引导了“醋不仅是调味品，更是健康产品”，推出了食醋健康理念，每年约研发推出20个新品，包括有机醋、蜂蜜醋、苹果醋等。除美容保健醋以外，恒顺也在不断拓展消费场景，推出蟹醋、饺子醋、凉拌醋等功能醋。虽然这些产品目前还不是公司的主推对象，但创新研发这些功能细分且定位明确的用途化产品做法是值得肯定的，有望未来为公司打造新的增长曲线。同时公司管理层认为醋可以延伸作为日用品（如去除污渍、清洗锅碗等），未来成长空间较大。

图表 265: 恒顺开发的健康醋产品

<p>蜂蜜醋</p> <p>恒顺三年手作醋，混合优质纯净蜂蜜，酸甜好滋味</p>  <p>380ml</p> <p>立即购买></p>	<p>苹果醋</p> <p>精选烟台苹果，100%苹果汁发酵，醋饮DIY小能手</p>  <p>380ml</p> <p>立即购买></p>
<p>香妃醋</p> <p>药食同补，养人好醋</p>  <p>380ml</p> <p>立即购买></p>	<p>苹果醋</p> <p>纯酿苹果醋混合纯酿米醋，凉拌、泡制、佐餐俱佳</p>  <p>450ml</p> <p>立即购买></p>

资料来源：公司网站，野村东方国际证券

此外，参考味滋康的柑橘类复合产品，恒顺还可向以醋为基底向复合调味品以及其他复合调味料拓展。中国食醋类为主的复合调味料仅占复合调味料产品总数的 5% 左右，渗透率较低。恒顺的重庆子公司江苏恒顺醋业云阳调味品有限责任公司生产火锅底料等复合调味料，年销售规模约几千万元，公司可以利用现有资源加速发展复合调味品。

图表 266: 恒顺开发的复合调味品

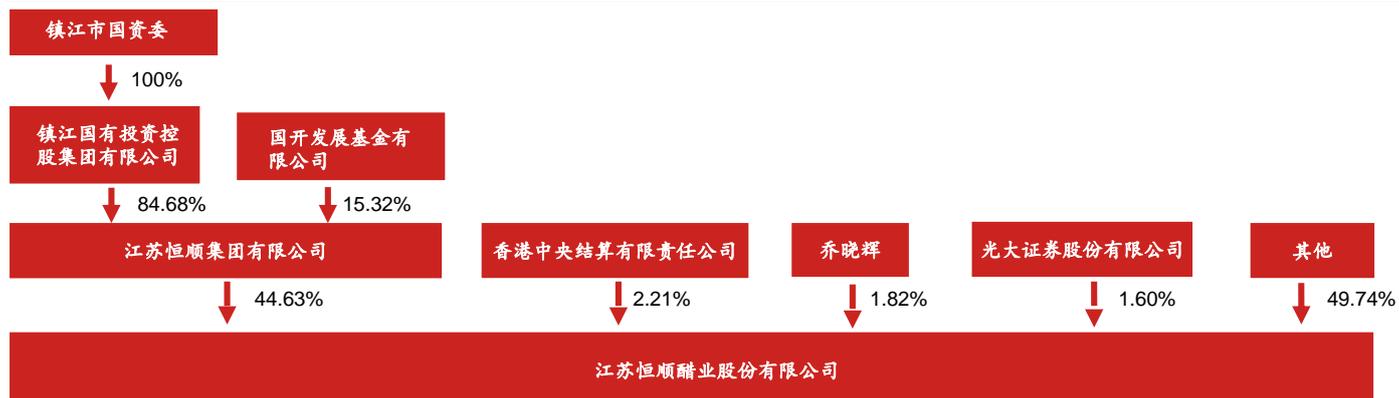
<p>底料</p> <p>辣而不燥，麻辣浓香</p>  <p>150g 170g 230g</p> <p>立即购买></p>	
<p>复合调味汁</p> <p>甜中带酸，滋味适口</p>  <p>330ml</p> <p>立即购买></p>	<p>复合调味粉</p> <p>色泽鲜亮，汤浓味美</p>  <p>200g</p> <p>立即购买></p>

资料来源：公司网站，野村东方国际证券

激励机制有望理顺，管理层积极性待提高

恒顺 1955 年完成公司合营改造，1966 年转为国有企业。截至 2020 年三季度，恒顺醋业集团为公司直接控股股东，持有公司 44.63% 股份。镇江市国有资产监督管理委员会通过持有恒顺醋业集团 84.68% 股权，从而间接持有公司 37.79% 的股份，是公司的实际控制人。

图表 267：公司股权结构分布（2020 年 3Q）

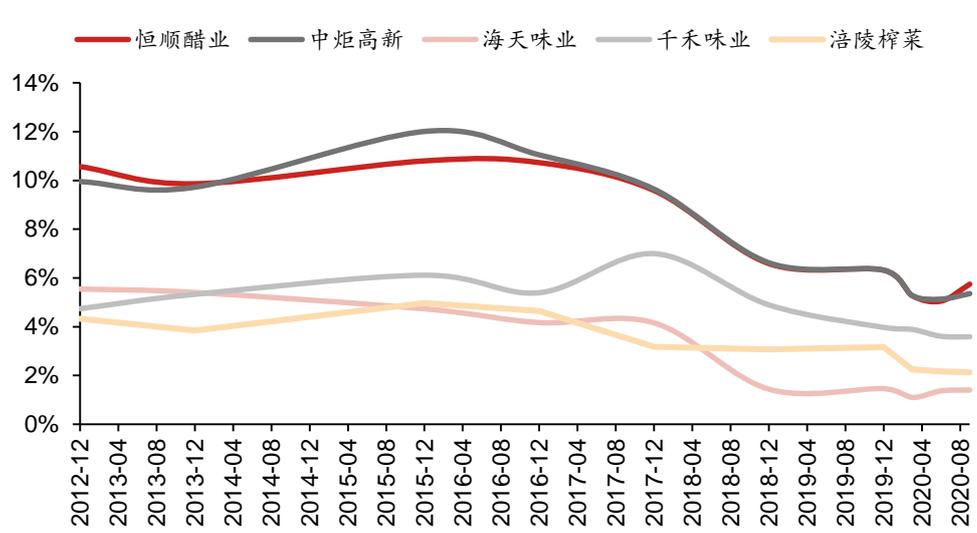


资料来源：公司公告，野村东方国际证券

传统国企体制阻碍增长

行业标杆海天的管理一直为业界领先，受益于企业改制早、自动化率不断提升和规模优势显现，其管理费用率从 2012 年的 5.5% 下降至近年来的 1.4% 左右。而作为国企的恒顺醋业在管理效率、渠道网络方面均处于劣势，管理费用率高达 6-10%，并且管理费用高企却未体现在员工薪酬上，而是主要表现为折旧摊销、办公室费用等其他费用。

图表 268：恒顺醋业管理费用率高企

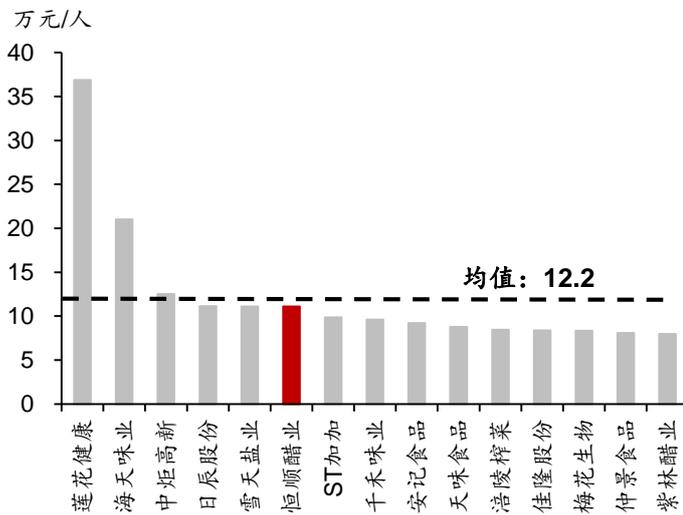


资料来源：Wind、野村东方国际证券

2019 年恒顺人均薪酬、人均创收、人均创利分别为 11.1、74.8、13.2 万元，仅为同期海天味业的 53%、21%、14%。恒顺的人均创收略超紫林醋业，但人均

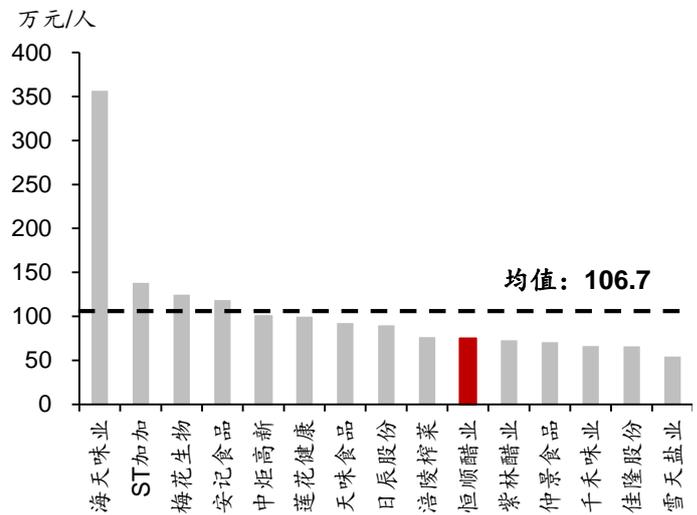
创利却低于紫林醋业，说明恒顺的人员潜力尚未充分激发，管理效率有待提升。若比较董事长、总经理等高管薪酬，恒顺仅为 44 万元，远低于行业均值 137 万元。此外海天味业、千禾味业及涪陵榨菜的管理层均持有公司一定数量股份，股权激励机制较为完善，而恒顺在该方面较为欠缺，对管理层激励不足。我们认为恒顺作为地方国有企业，其内部体制使得公司缺乏市场化的激励机制，公司员工的工作热情和积极性不足。

图表 269：2019 年调味品企业人均薪酬对比



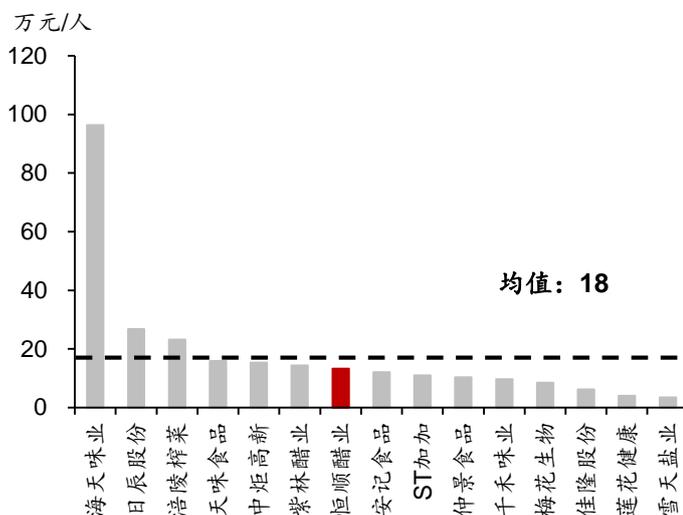
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 270：2019 年调味品企业人均创收对比



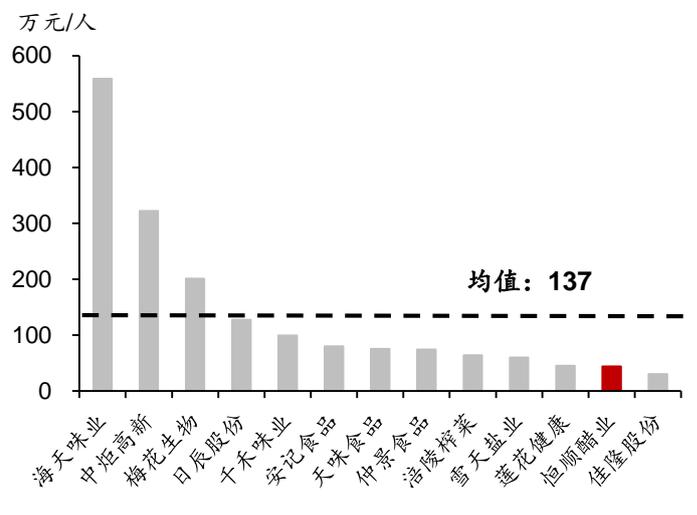
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 271：2019 年调味品企业人均创利对比



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 272：2019 年调味品企业董事长/总经理薪酬对比



资料来源：Wind、野村东方国际证券

新管理层上任，多管齐下改革预期强化

2019 年 12 月恒顺醋业原董事长张玉宏先生以及副总经理余永建先生离职，杭祝鸿先生被提名为恒顺醋业董事长。杭总此前历任镇江市政府秘书长、党组成员、市政府办党组书记，有多年与国资委合作经验，可以更好协调社会资源，为恒顺未来的顶层设计提供帮助。杭总上任后在渠道、营销与品牌建设、团队管理与激励等多方面积极采取了有力措施。

渠道方面实行战区制：一是 2019 年公司实施传统渠道营销体系变革，将现

有 36 个片区重新整合划分成 4 大战区（华东、北方、南方、本部）。2020 年公司进一步渠道精耕将 4 大战区细分为 8 大战区（苏南沪、苏北安徽、华东华南、华北、华中、东北三省、西北和西南），同时整合海外渠道，强化市场统筹规划的作战意识。二是实施智慧零售改革，将现有电商渠道、恒顺醋文化博物馆、零售渠道和恒顺商场资源进行整合。三是实施运营管理机制改革，不断规范运营管理的标准化、制度化、流程化和透明化。公司计划 2021 年实现地级市场全覆盖，县级市场 70% 覆盖，销售过亿省份扩展至 8 个。

营销与品牌建设方面创新了高铁营销模式，加大了在高铁和动车的广告宣传。2018 年恒顺加入了中国高铁城市品牌计划，借力高铁速度，恒顺充分发挥了高铁平台聚集人流量的独特优势。恒顺广告共覆盖上海铁路局、济南铁路局、武汉铁路局三大铁路局，占据全国高铁流量的 50%，覆盖全国 80% 的行政区域。2019 年恒顺冠名了 10 组“恒顺醋业香醋号”高铁，线路覆盖中国重点消费市场，有助加大品牌宣传力度。同时公司通过品牌形象店深化恒顺在消费者心中的品牌形象，目前已经打造品牌形象店约 1 万家，公司计划 2021 年继续加大品牌形象覆盖。

图表 273：恒顺冠名高铁列车



资料来源：公司官网，野村东方国际证券

图表 274：“恒顺香醋号”高铁列车



资料来源：公司官网，野村东方国际证券

人员管理与激励方面，2020 年 7 月李国权先生上任营销总监，李总历任恒顺醋业研究所副所长、生产部副经理，产品经验丰富。同年 8 月原品控部及生产部经理王召祥先生被提拔为公司董事。整体管理团队年轻化，显示出公司注重内部人员培养，依靠高素质人才驱动企业发展，推动激发团队活力。

此外恒顺于今年 7 月开启全数字化重塑项目，签约引入 SAP 企业管理平台，明确岗位任务要求、建立培训机制，以提升员工效率、以及打造与业绩挂钩的有效薪酬体系。公司全力推动企业数字化转型以求突破发展瓶颈，实现敏捷响应、精准管控、高效协同、流畅运营。

对于公司销售人员薪酬不及海天 1/3 的情况，新董事长上任后采用薪酬激励+额外奖金方法加强对前线销售人员的激励，采用 PK 机制激发销售人员活力。

盈利预测

公司于 2019 年底开启深化改革，我们预计改革红利在 2021 年后有望逐步释放拉动公司业绩加快增长。我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 20.1/23.0/26.2 亿元，分别同比增长 9.5%/14.6%/14.1%；归母净利润分别为 3.4/4.0/4.6 亿元，分别同比增长 3.6%/17.6%/17.5%，EPS 分别为 0.34/0.39/0.46 元。

分产品看，我们预计食醋 2020/2021/2022 年营业收入增速分别达 6.6%/12.8%/13.3%，料酒收入增速分别达 28.1%/28%/25%，其他调味品（酱油、麻油、鸡精等）收入增速分别达 10%/12%/12%。

图表 275：盈利预测明细

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
调味品合计					
销售收入	1528.00	1719.95	1893.96	2181.29	2499.26
同比增速	10.41%	12.56%	10.12%	15.17%	14.58%
毛利率	43.34%	46.52%	43.46%	44.10%	44.76%
醋					
醋总收入	1162.59	1232.50	1313.54	1481.01	1662.73
同比增速	9.12%	6.01%	6.58%	12.75%	12.27%
醋平均价格（元/吨）	7608	7710	7826	8021	8262
同比增速	3.37%	1.34%	1.50%	2.50%	3.00%
醋销量（吨）	152814	159856	167849	184634	201251
同比增速	8.83%	4.61%	5.0%	10.0%	9.0%
毛利率	44.03%	46.55%	44.5%	45.2%	46.0%
料酒					
料酒总收入	193.55	245.04	313.78	401.63	502.04
同比增速	26.84%	26.60%	28.05%	28.00%	25.00%
料酒平均售价（元/吨）	4495	4263	4199	4199	4199
同比增速	-4.94%	-5.17%	-1.50%	0.00%	0.00%
料酒销量（吨）	43060	57484	74730	95654	119567
同比增速	33.42%	33.50%	30%	28%	25%
毛利率	33.19%	36.36%	36.5%	37.5%	38.5%
其他调味品（酱油、酱菜、麻油、调味酱等）					
销售收入	171.86	242.41	267	299	334
同比增速	-13.14%	41.05%	10.00%	12.00%	12.00%
毛利率	50.05%	56.63%	46.5%	47.5%	48.0%
其他业务					
销售收入	165.68	112.24	112	118	124
同比增速	5.09%	-32.25%	0.00%	5.00%	5.00%
整体销售收入	1693.68	1832.19	2006.21	2299.15	2623.01
同比增速	9.9%	8.18%	9.50%	14.60%	14.09%
平均毛利率	42.19%	45.32%	42.59%	43.32%	44.06%

资料来源：野村东方国际证券

恒顺与调味品龙头海天在盈利能力、管理效率、员工积极性等方面还存在一

定差距，考虑到公司近期的体制改革有望为公司注入活力，给予 2021 年 60x 目标估值，对应目标价 23.40 元，首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示

疫情影响：如果疫情原因导致原料价格上涨超预期，将对利润产生负面影响。

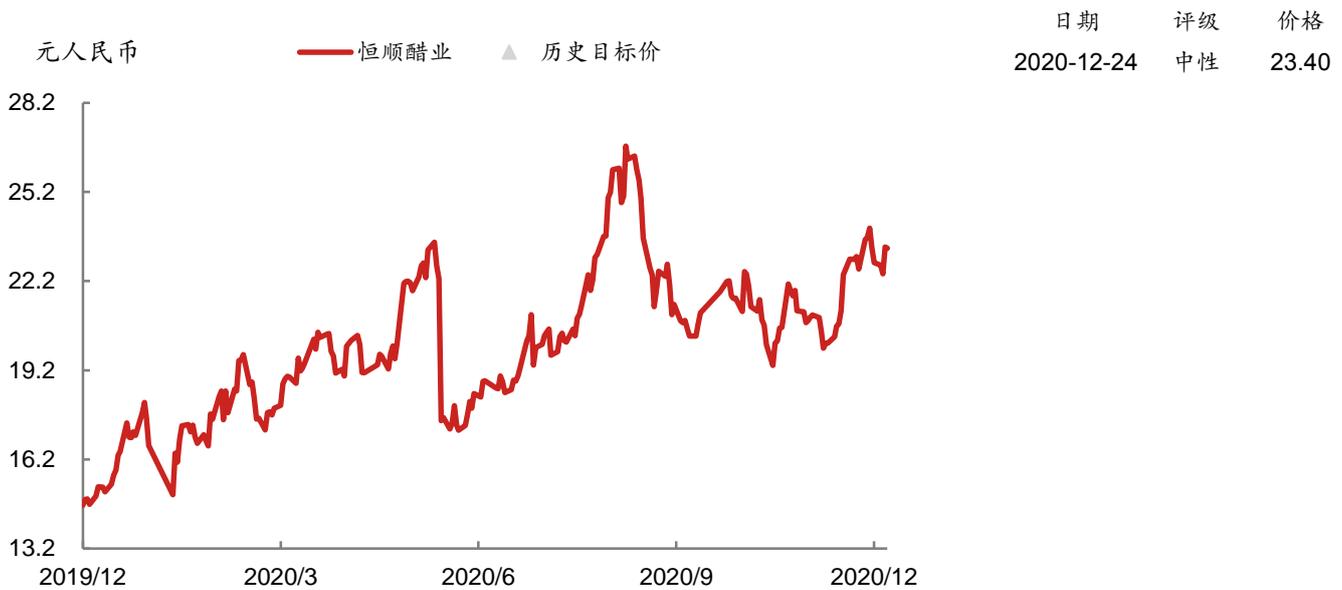
经济波动风险：如果经济下行，消费放缓，调味品也将承压。

经营风险：改革效果不及预期、市场竞争加剧。

食品安全问题：影响品牌形象，对销量造成负面影响。

附录

绝对股价和历史目标价



资料来源：野村东方国际证券

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraoi-sec.com	池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraoi-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraoi-sec.com
王彧 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraoi-sec.com	沈颖 +86 21 66199087 ying.shen@nomuraoi-sec.com	孟丹 +86 21 66199042 dan.meng@nomuraoi-sec.com
张亦青 +86 21 66199074 yiqing.zhang@nomuraoi-sec.com		

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	增持	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)涨幅 10%以上。
	中性	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)波动在-10%与 10%。
	减持	预期未来 6-12 个月内公司股价相对同期指数基准(A 股基准为沪深 300 指数)跌幅超过-10%。
行业评级	强于大市	预期未来 6-12 个月内行业指数超越同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)。
	中性	预期未来 6-12 个月内行业指数基本与同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)持平。
	弱于大市	预期未来 6-12 个月内行业指数明显弱于同期股市指数基准(A 股基准指数为沪深 300 指数)。

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职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，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。此外，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。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推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际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。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际。野村东方国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际亦可能就该等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。野村东方国际对本报告及本免责声明具有修改权和最终解释权。