消费升级与娱乐研究中心

调味品行业后疫情思考与投资策略专题

行业专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 分析当下后疫情时代，调味品行业产生了哪些变化？当前发展趋势是什么？
2. 在当前时点给出调味品行业投资策略。

调味品行业后疫情思考与投资策略——集中度加速提升，核心把握三条投资主线

基本结论

- **疫情下调味品行业呈现出什么样的特点？1）餐饮与非餐饮渠道分化明显。**调味品主要分为餐饮、家庭和工业三大渠道，分别占比约 45%、30%和 25%，其中餐饮渠道（B 端）品牌粘性较强，具备量大、稳定且易守难攻的特点；家庭渠道（C 端）消费者易受品牌宣传和促销活动影响，产品竞争更为激烈。疫情下餐饮行业出现断崖式下滑（1-2 月同比大幅下降 43.10%），进一步导致调味品餐饮渠道受到较大的冲击；另一方面，家庭烹饪快速兴起，调味品消费主力逐渐转向家庭端，非餐饮渠道实现了较高增长。渠道结构的差异使得疫情期间各调味品企业的收入端表现不同，以 C 端消费为主的千禾味业 20Q1 总营收仍有+24%的高增长。**2）各企业疫情期间净利率不降反升。**一方面，均价提升（出厂价更高的家庭端产品占比提升）和整体成本下行共同推动毛利率同比提升；另一方面，疫情期间促销活动减少使得各企业销售费用率同比下降，因此疫情期间大部分调味品企业净利率不降反升。

- **怎么看待后疫情时代调味品行业的发展趋势？1）集中度加速提升，强者恒强。**此次疫情将进一步考验各家企业应对突发系统性风险的能力，助推各企业加大风险防控意识，提升行业生产管理的效率。龙头企业在疫情下及时调整，借助自身较强的渠道掌控力，积极主动开拓市场，不断扩大领先优势，行业集中度加速提升。根据尼尔森数据，2019 年海天、美味鲜的市场份额分别提升 1.6pct、0.4pct，我们预计今年龙头企业仍有望持续提升份额。**2）关注产品升级+品类拓展，复合调味料市场大有可为。**此次疫情预计将推动行业需求加速向健康化、多元化转变，各家产品注重内部升级，迎合消费者健康理念。除了基础调味品之外，便捷性较高、口味更为稳定的复合调味品也实现高速增长，C 端用户年轻化和餐饮服务连锁化共同推动渗透率持续提升。我们认为，细分赛道中火锅调味料和中式复合调味料增速高且行业集中度偏低，头部企业有望凭借先发优势持续提升市占率。

- **高估值背景下把握三条投资主线：1）增长稳定且拥有强势掌控力、品牌力、渠道力的龙头企业，**如海天味业（品类、产能、渠道持续发力，龙头地位不断巩固，三五规划稳步推进。Q2 积极开拓市场，基本面预计稳健向上）；**2）内部机制有所调整，动力充足、改善明显的企业，**如中炬高新（宝能系入主理顺发展思路，激励机制优化激活内部动力，核心管理人员激励机制上大幅改革。公司全年目标不变，Q2 有望加速增长）、天味食品（激励、定增彰显扩张决心，业绩增速目标积极。公司内部机制持续优化，上半年利润实现大幅提升）等；**3）疫情影响较小，且受益于疫情后行业发展趋势的标的，**如千禾味业（差异化布局 C 端市场，疫情期间线上销售突出）、涪陵榨菜（疫情期间榨菜需求旺盛，市场份额继续向头部集中。渠道持续补库存，Q2 业绩有望加速向上）。

- **推荐标的：**海天味业、中炬高新、天味食品、千禾味业、涪陵榨菜。

风险提示

- 原材料价格大幅上涨的风险/行业竞争加剧的风险/食品安全风险。

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

贾淑靖 联系人：
Jiashujing@gjzq.com.cn

内容目录

一、疫情下调味品行业呈现出什么样的特点？ 4
1.1 收入端：餐饮与非餐饮渠道分化明显 4
1.2 盈利端：毛利率提升+销售费用率下降，疫情期间净利率不降反升 6
二、怎么看待后疫情时代调味品行业的发展趋势？ 9
2.1 集中度加速提升，马太效应显著，强者恒强 9
2.2 关注产品升级+品类拓展，复合调味料市场大有可为 9
三、当前时点调味品行业投资策略：高估值背景下把握三条主线 12
3.1 主线 1：增长稳定且拥有强势掌控力、品牌力、渠道力的龙头企业 12
3.2 主线 2：内部机制有所调整，动力充足、改善明显的企业 13
3.3 主线 3：疫情影响较小，且受益于疫情后行业发展趋势的标的 15
四、风险提示 17

图表目录

图表 1：调味品主要分类 4
图表 2：调味品行业的渠道结构占比 4
图表 3：调味品在餐饮、家庭、工业等各渠道特点梳理 4
图表 4：一季度社会消费品零售总额-餐饮收入出现急剧下降（亿元） 5
图表 5：疫情期间下厨房 APP 热度急剧上升，家庭烹饪兴起 5
图表 6：主要调味品企业渠道差异 6
图表 7：主要调味品企业营业总收入增速差异 6
图表 8：调味品成本结构一览（以海天为例） 6
图表 9：全国黄豆市场价走势（元/吨） 7
图表 10：白砂糖期货结算价走势（元/吨） 7
图表 11：玻璃、塑料价格指数走势（点） 7
图表 12：瓦楞纸价格走势（元/吨） 7
图表 13：主要调味品企业分季度毛利率水平变化 7
图表 14：涪陵榨菜销售费用结构拆分（2019FY） 8
图表 15：各调味品企业分季度销售费用率变化 8
图表 16：各调味品企业分季度净利率变化 8
图表 17：2018-2019 年我国调味品行业竞争格局变化 9
图表 18：热销款减盐/零添加酱油均价情况（元/L） 10
图表 19：中美日复合调味料市场情况比较 10
图表 20：国内复合调味料市场规模呈双位数增长 10
图表 21：鸡精行业竞争格局 11
图表 22：2019 年火锅底料行业竞争格局 11
图表 23：食品饮料各细分行业 PE-TTM 估值对比 12
图表 24：中炬高新实控人变更，已转为民营体制 13

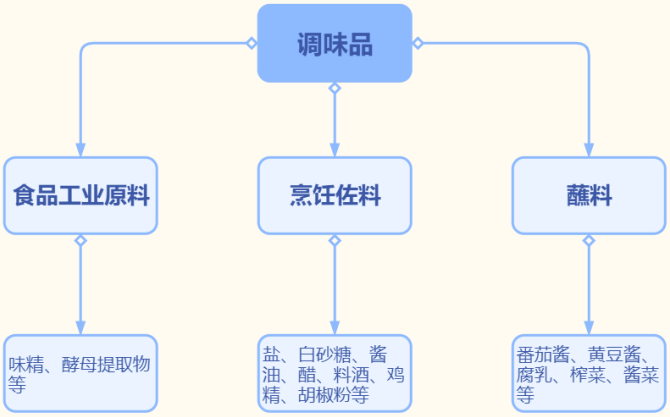
图表 25：中炬高新核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度修订前后变化..... 13
图表 26：恒顺醋业改革四大方向..... 14
图表 27：天味食品股权激励方案..... 15
图表 28：千禾天猫旗舰店粉丝数领先同行..... 16
图表 29：千禾零添加居京东调味品、酱油热卖榜榜首..... 16
图表 30：榨菜行业已趋向寡头局势 （2018 年）..... 16
图表 31：涪陵榨菜疫情期间预收账款、收到现金高增长..... 16

一、疫情下调味品行业呈现出什么样的特点？

1.1 收入端：餐饮与非餐饮渠道分化明显

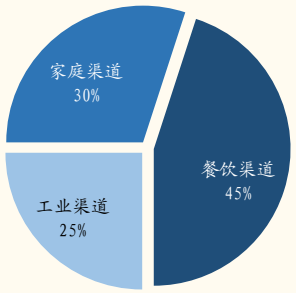
- **调味品主要分为餐饮、家庭和工业三大渠道，分别占比约 45%、30%和25%。**餐饮渠道（B 端）的调味品使用量远高于家庭且存在一定的耗损情况，再加上其核心客群厨师对调味品的口味、功能和稳定性要求高，切换成本较高，对调味品的品牌粘性强，因此餐饮渠道具备量大、稳定且易守难攻的特点。家庭渠道（C 端）又可细分为传统流通渠道（夫妻店和其他杂货店）和现代流通渠道（大卖场、商超、便利店等），和 B 端相比，C 端消费者更为关注品牌和价格，易受品牌宣传和促销活动影响，粘性相对较低，因此产品竞争更为激烈。另外还有少部分工业渠道，以味精、酵母等食品工业原料为主，酱油、醋等烹饪佐料和番茄酱、榨菜等蘸料很少。

图表 1：调味品主要分类



来源：中国产业信息网，国金证券研究所绘制

图表 2：调味品行业的渠道结构占比



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

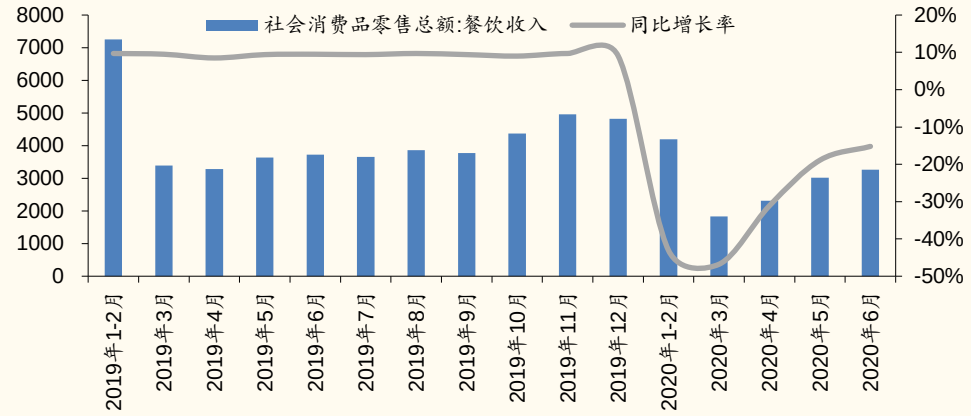
图表 3：调味品在餐饮、家庭、工业等各渠道特点梳理

渠道	采购途径	目标客户特点	渠道特点
餐饮渠道	农贸批发市场、经销商、超市	厨师对产品口味功能和稳定性等要求高，粘性强	消耗量大，稳定，极少退货，部分存在一定账期，易守难攻
家庭渠道	大卖场、超市、便利店、夫妻店等	关注品牌及价格，易受品牌宣传和促销的影响，做饭频率高者粘性较强	渠道分散，竞争激烈，新老产品更新速度快，易攻难守
工业渠道	经销商、厂家直供	关注成本及质量，粘性高	产品要求相对简单，需要了解生产制造知识，易守难攻

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

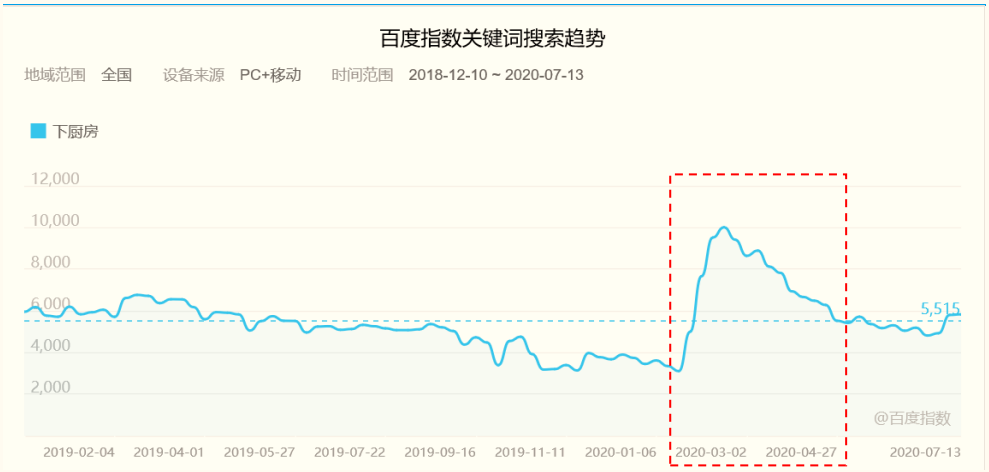
- **疫情影响下，餐饮和非餐饮渠道分化较为明显。**新冠疫情期间，终端餐饮门店客流量急剧下降，叠加疫情爆发初期外卖渠道受到限制，导致餐饮行业受较大影响。从国家统计局公布的全国餐饮收入数据来看，2020 年 1-2 月餐饮收入同比大幅下降 43.10%，1-6 月累计同比下降 32.8%，远高于同期社零总体 11.4%的降幅，餐饮业的断崖式下滑也进一步导致调味品餐饮渠道受到较大的冲击。而另一方面，居家隔离期间，家庭烹饪快速兴起，下厨房 APP 的下载量从 1 月末到 2 月中旬暴涨近 6 倍，相应的百度指数出现明显的热度高峰，微博、抖音、小红书等其他线上平台上家庭烹饪相关话题的热度也居高不下。根据美团发布的 2020 春节宅经济大数据，春节期间酱油、醋、十三香等各类调味品总体增长了 8 倍多。**疫情期间，调味品消费主力逐渐转向家庭端，非餐饮渠道实现了较高增长。**

图表 4：一季度社会消费品零售总额-餐饮收入出现急剧下降（亿元）



来源：国家统计局，国金证券研究所

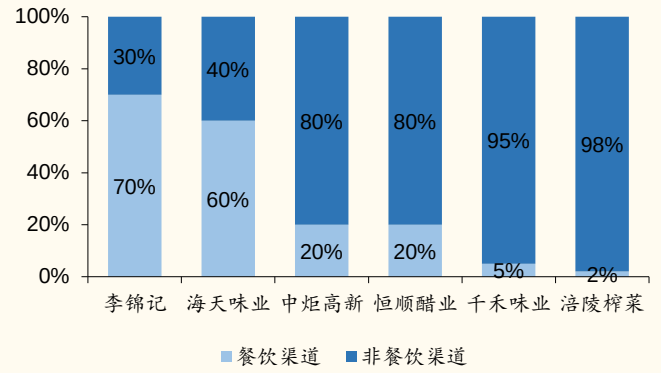
图表 5：疫情期间下厨房 APP 热度急剧上升，家庭烹饪兴起



来源：百度指数，国金证券研究所

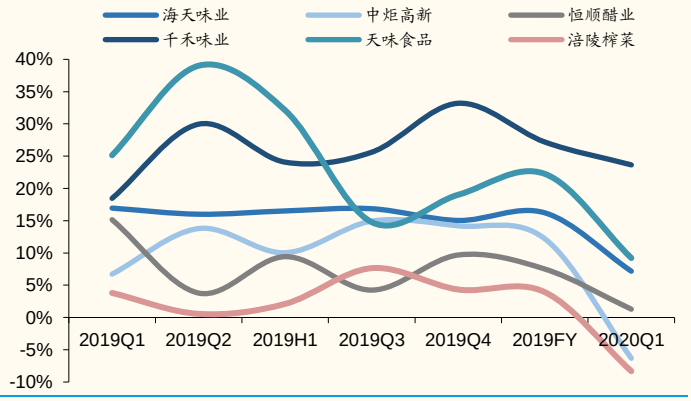
- **渠道结构的差异使得疫情期间各调味品企业的收入端表现不同。**由于不同调味品公司的渠道结构存在较大的差异，因此受到的影响也不一样，餐饮渠道占比越低的公司收入端受影响程度也就越小。从家庭端来看，家庭消费需求增长并且愈发多元化，参考我们跟踪到的终端数据，Q1 调味品商超端实现两位数的同比增长，行业需求不减，具体到公司来看，以 C 端消费为主的千禾味业 2020Q1 总营收仍有 23.65%的高增长。行业龙头海天虽然餐饮端消费占比较高，但公司通过积极调整产品结构和渠道结构，有效应对了疫情的影响，收入端依旧实现 7.2%的稳健增长。龙头企业在疫情期间展现出了更为优秀的市场调整能力，进一步加大了领先优势。

图表 6：主要调味品企业渠道差异



来源：渠道调研，前瞻产业研究院，国金证券研究所

图表 7：主要调味品企业营业总收入增速差异

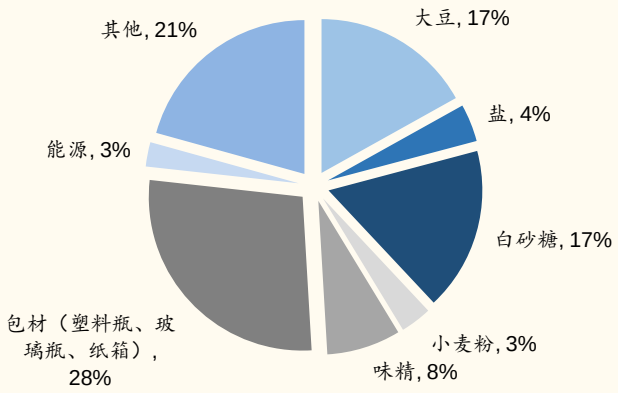


来源：wind，国金证券研究所

1.2 盈利端：毛利率提升+销售费用率下降，疫情期间净利率不降反升

- **毛利率的上升由均价提升和成本下行共同推动。**一方面，疫情期间餐饮渠道占比下降，而出厂价更高的家庭端产品占比提升，带动吨价有所提升；另一方面，Q1 成本端原材料和包材价格整体有所下行。我们以海天为例分析典型调味品的成本结构，可以发现原材料约占 6 成，其中大豆和白砂糖均占到成本的 17%左右，塑料、玻璃和纸箱等包材约占 28%。
  - **原材料方面：**大豆因 2019 年国内主产区减产、疫情爆发后进口受阻以及有关部门提价收购等因素影响，Q1 价格一路攀升，截至 Q1 末，较年初累计上涨+11%，4 月开始企稳；白砂糖因节前大量备货、疫情初期下游需求急剧减少以及进口关税下调在即，价格一路下行，截至 6 月底，上半年期货结算价累计下跌达 10%。
  - **包材方面：**玻璃、塑料和瓦楞纸均受库存积累、停工停产影响，1-4 月价格持续下滑，从中国玻璃、塑料价格指数和高强瓦楞纸市场价看，三种包材价格在前四个月分别累计下跌 19%、10%和 9%，四月底开始随着各地复工复产消化库存，价格逐渐回升。
  - 综合来看，一季度成本端呈下行趋势，各调味品企业的毛利率较去年同期基本均有所提升（恒顺醋业毛利率同比下滑主要受会计政策调整影响），尤其是 C 端占比较高的中炬高新、千禾味业和天味食品，Q1 毛利率分别较去年同期提升 2.2pct、0.9pct 和 0.7pct。

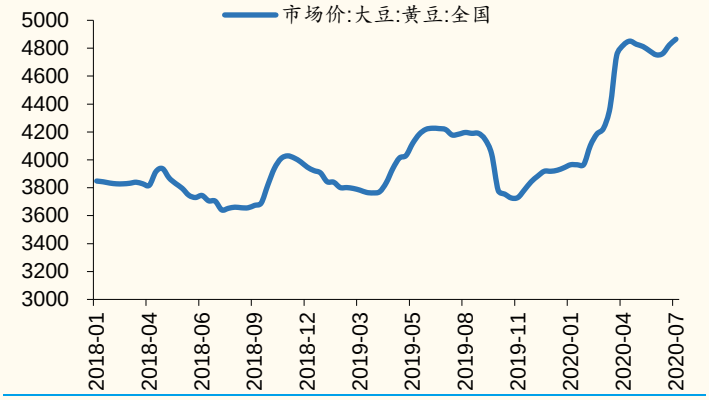
图表 8：调味品成本结构一览（以海天为例）



来源：海天味业招股说明书，国金证券研究所

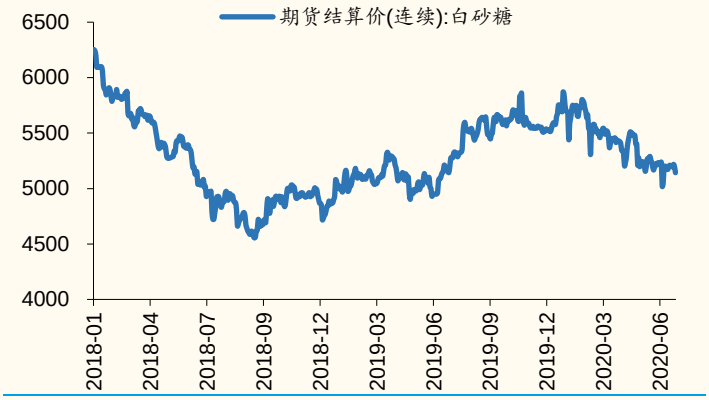
注：此成本结构为我们对海天味业 2010-2013H1 主要原材料、包材和能源采购占比求平均计算得到

图表 9：全国黄豆市场价走势（元/吨）



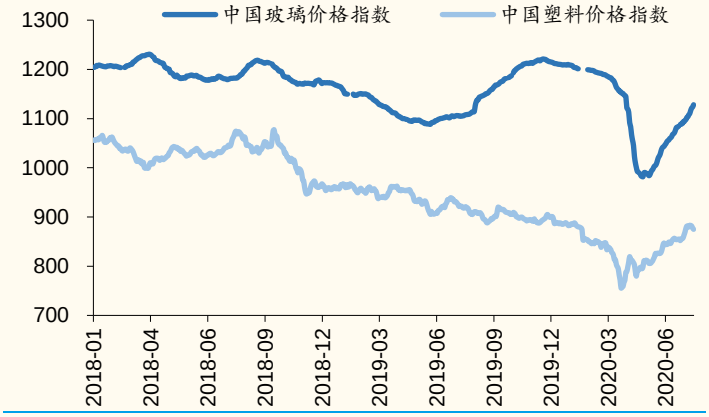
来源：wind，国家统计局，国金证券研究所

图表 10：白砂糖期货结算价走势（元/吨）



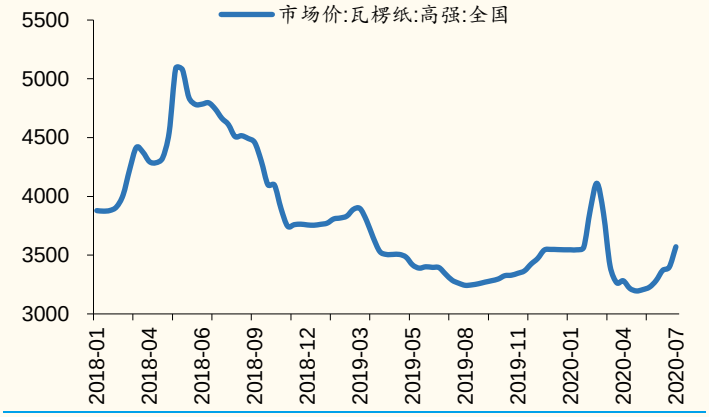
来源：wind，郑州商品交易所，国金证券研究所

图表 11：玻璃、塑料价格指数走势（点）



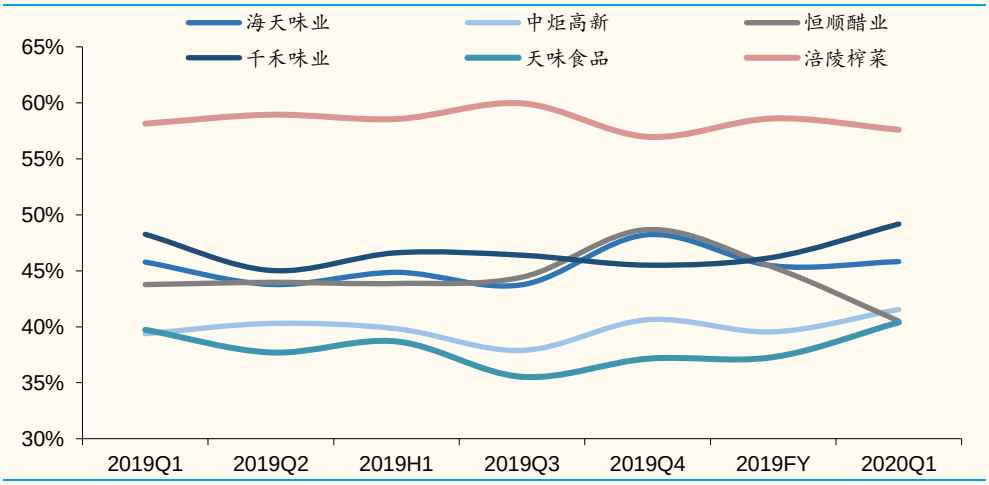
来源：wind，国金证券研究所

图表 12：瓦楞纸价格走势（元/吨）



来源：国家统计局，国金证券研究所

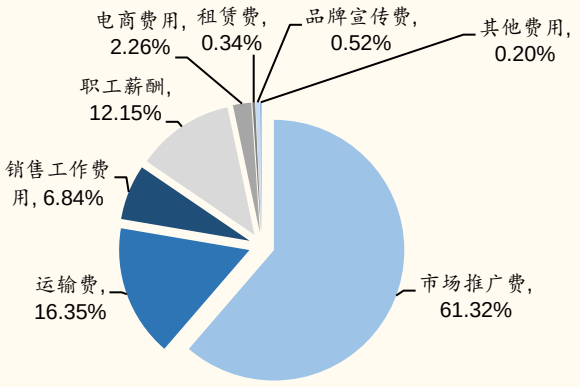
图表 13：主要调味品企业分季度毛利率水平变化



来源：wind，国金证券研究所

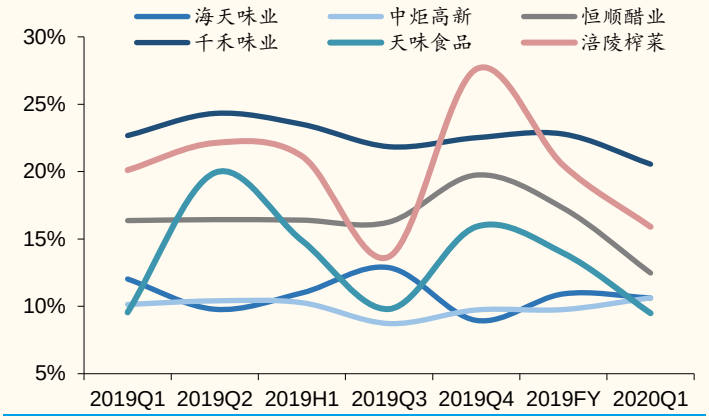
■ **费用端来看，疫情期间促销活动减少使得各企业销售费用率同比下降。**分公司来看，涪陵榨菜、恒顺醋业、千禾味业、海天味业和天味食品一季度的销售费用率均较去年同期有不同程度的下降，我们认为主要在于疫情期间促销活动及线下推广活动有所减少。以降幅最高的涪陵榨菜为例，2019年公司销售费用中超过 60%的部分用于产品促销、产品陈列展示和商超海报等市场推广，疫情期间线下渠道客流锐减叠加 2019 年公司大力促销去库存，且线上推广较线下所需费用更少，今年 Q1 整体市场推广费用节约明显，销售费用率较去年同期下降 4.2pct。

图表 14：涪陵榨菜销售费用结构拆分（2019FY）



来源：公司公告，国金证券研究所

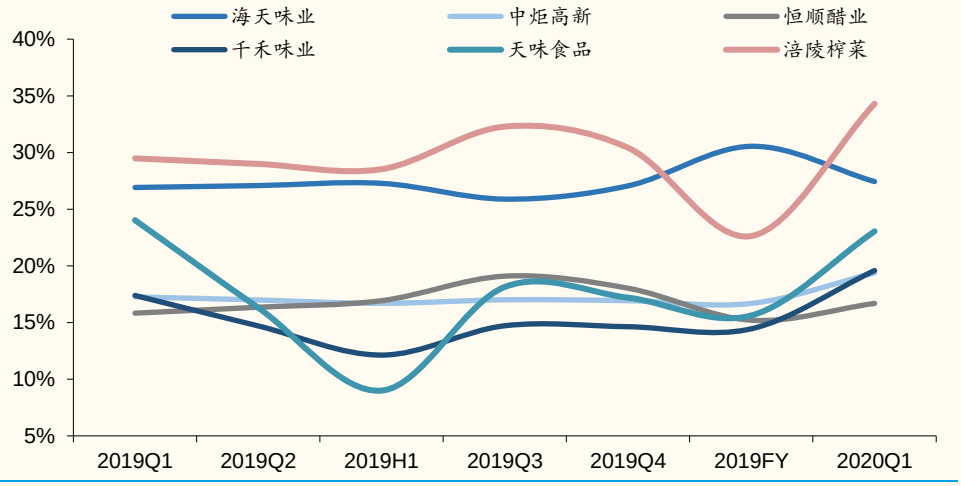
图表 15：各调味品企业分季度销售费用率变化



来源：wind，国金证券研究所

■ **综合来看，毛利率提升+销售费用率下降，反而使得疫情期间大部分调味品企业净利率不降反升。**在毛利率提升和费用率下降的合力推动下，2020年 Q1 各调味品企业的净利率基本上同比均有所上升，其中涪陵榨菜（+4.8pct）主要由销售费用率节约推动，中炬高新（+2.1pct）主要由毛利率上升推动。

图表 16：各调味品企业分季度净利率变化



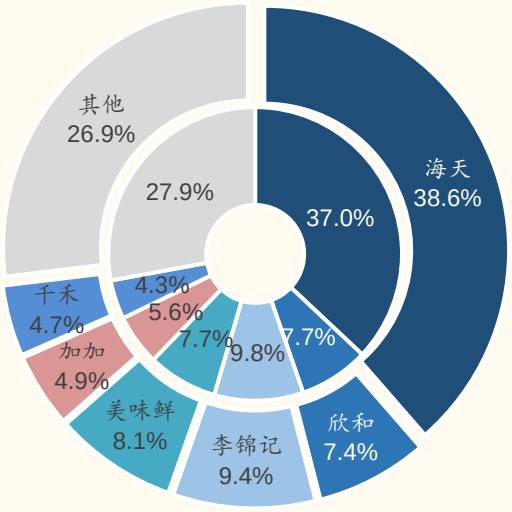
来源：wind，国金证券研究所

二、怎么看待后疫情时代调味品行业的发展趋势？

2.1 集中度加速提升，马太效应显著，强者恒强

- **龙头企业积极开拓市场，行业集中度加速提升。**此次疫情将进一步考验各家企业应对突发系统性风险的能力，助推各企业加大风险防控意识，优化全行业管理水平，提升行业生产管理的效率，长期来看也更加有助于行业良性成长。渠道调研反馈，二季度海天、美味鲜多品类动销均有加快（蚝油和酱油均实现可观增长），零售终端需求持续旺盛，对受损的餐饮端形成有效的弥补。龙头企业在疫情下及时调整，借助自身较强的渠道掌控力，积极主动开拓市场，不断扩大领先优势，行业集中度加速提升。根据尼尔森数据，2019 年海天、美味鲜的市场份额分别提升 1.6pct、0.4pct，我们预计今年龙头企业仍有望持续提升份额。

图表 17：2018-2019 年我国调味品行业竞争格局变化



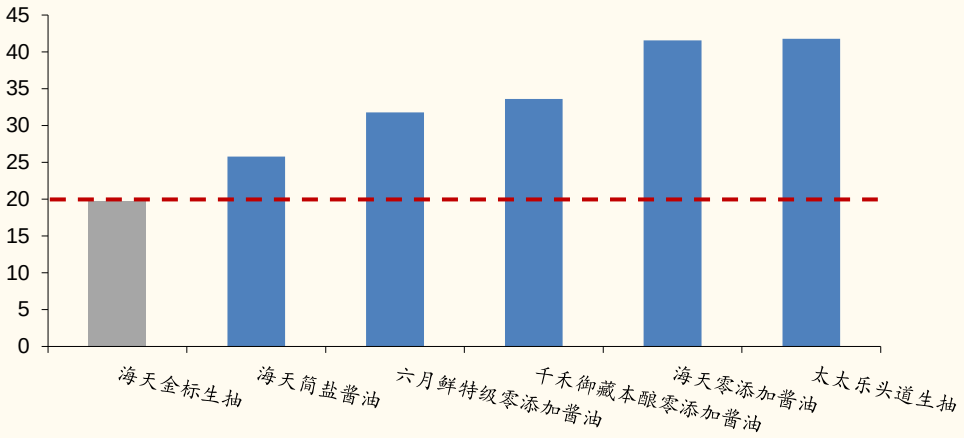
来源：尼尔森数据，国金证券研究所；**注：外圈是 2019 年，内圈是 2018 年份额情况**

2.2 关注产品升级+品类拓展，复合调味料市场大有可为

- **4 月以来餐饮端开始环比改善，长期行业需求增长趋势不变。**根据国家统计局数据，2020 年 6 月当月全国餐饮业实现总收入 3262.4 亿元，同比下降 15.2%，同比降幅自 4 月开始环比持续改善（4 月份同比-31.10%，5 月份同比-18.9%），但仍处于恢复阶段。调味品具备必选属性，虽然疫情反复影响餐饮增速下滑会对行业需求产生一定的影响，但其中大部分的需求将被家庭烹饪有效承接，整体影响可控。此次疫情预计将推动需求加速向健康化、多元化转变，行业需求增长趋势不变。虽然疫情反复影响餐饮增速下滑会对行业需求产生一定的影响，但其中大部分的需求将被家庭烹饪有效承接，整体影响可控。

- **此次疫情预计将推动行业需求加速向健康化、多元化转变。1）各品牌产品内部升级，**趋向健康、高端化，各种零添加产品实现高增长。以酱油为例，许多品牌打出“零添加、有机、头道”的标签，产品均价提升至 20 元/L 以上，远超普通产品。高端产品更为迎合消费者的健康理念，终端需求也较为旺盛，如今年以来千禾御藏本酿零添加酱油 1.8L 装在天猫超市的月销过 10 万。**2）品类方面横向拓展，**除了基础调味品之外，复合调味品高速增长，其中火锅底料、酸菜鱼调料、咖喱调料等排名靠前。

图表 18：热销款减盐/零添加酱油均价情况（元/L）

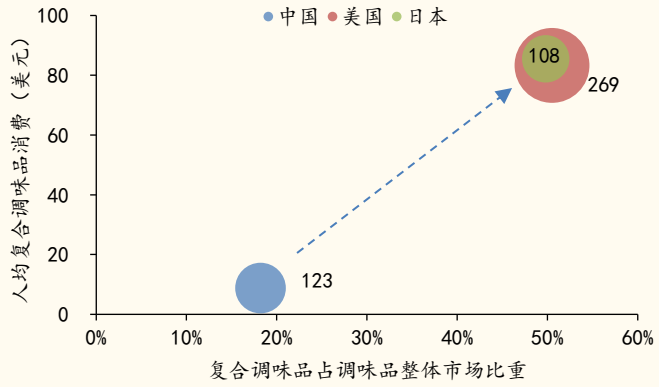


来源：天猫商城，国金证券研究所

注：各品牌均选取 480/500ml 规格玻璃瓶包装的产品进行比较

■ **复合调味料市场空间广阔，C 端用户年轻化和餐饮服务连锁化共同推动渗透率持续提升。**据 Frost&Sullivan 数据，2015 年我国复合调味品市场规模为 751 亿元，在整体调味品行业中占比仅 18.2%，行业占比与人均消费量均远低于日本和美国，提升空间较为广阔。据 F&S 预计，2020 年复合调味料市场规模可达 1488 亿元，占比将提升至 22.1%，2015-2020 年均复合增速达 14.7%，高于调味品整体的 9.9%。我们认为复合调味料市场的高速增长主要由两方面因素推动：1）C 端用户年轻化。家庭烹饪兴起的同时，生活节奏快、需求多样化的年轻群体对于调味品的品质味道、使用便捷性的要求有所提高，对复合调味料的接受度和需求量持续提升。2）餐饮服务连锁化。餐饮端对成本控制、烹饪流程优化和菜品品质稳定性等方面的要求越来越高，叠加外卖兴起后对餐饮标准化、快速化程度的要求进一步提高，契合此类需求的复合调味料将实现更好的增长。

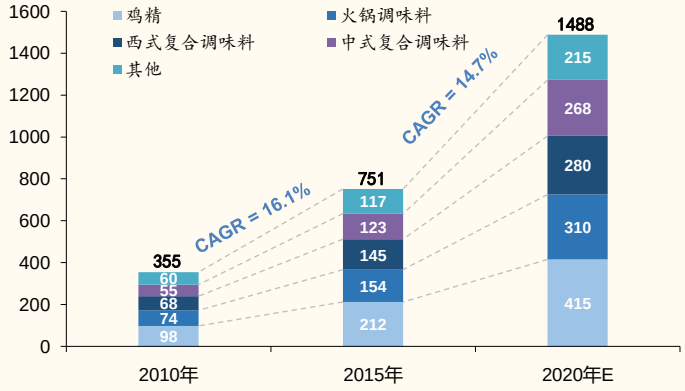
图表 19：中美日复合调味料市场情况比较



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

注：气泡图面积代表市场规模大小（亿美元）

图表 20：国内复合调味料市场规模呈双位数增长

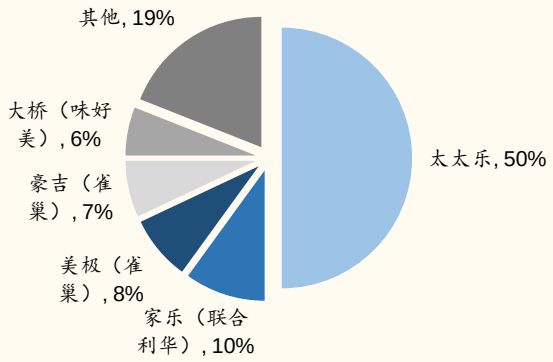


来源： Frost&Sullivan，国金证券研究所

■ **细分赛道中火锅调味料和中式复合调味料增速高且行业集中度偏低，头部企业有望凭借先发优势持续提升市占率。**国内复合调味料市场可细分为鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式复合调味料和其他品类调味料。从市场规模增速看，中式复合调味料和火锅调味料 2015-2020 年复合增速分别达 16.85%和 15.02%，在五大细分行业中位列前两名。从竞争格局看，偏西式的细分行业集中度较高，而偏中式的复合调味品市场则整体较为分

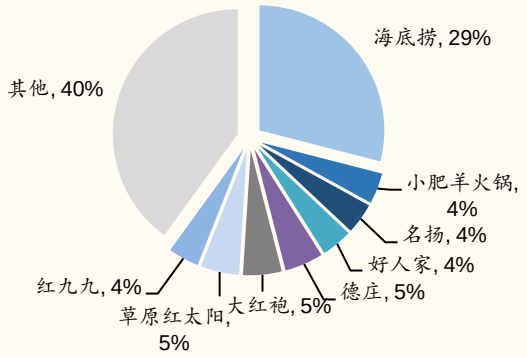
散。据 Euromonitor 数据，鸡精行业集中度最高且基本由外资占据，2018 年鸡精行业 CR5 超 80%，其中太太乐达 40%；西式复合调味料市场竞争格局也较为集中，2018 年番茄酱、沙拉酱、蛋黄酱零售市场 CR3 分别为 52.7%、45.3%、96.3%。火锅调味料整体相对较为分散，据尼尔森数据，2019 年整体 CR3、CR5 分别为 37.0%、46.4%；中式复合调味料因中国菜系众多，格局分散且竞争激烈，CR2 仅不到 10%，其中天味食品和颐海国际分别位列行业前两名。

图表 21：鸡精行业竞争格局



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 22：2019 年火锅底料行业竞争格局



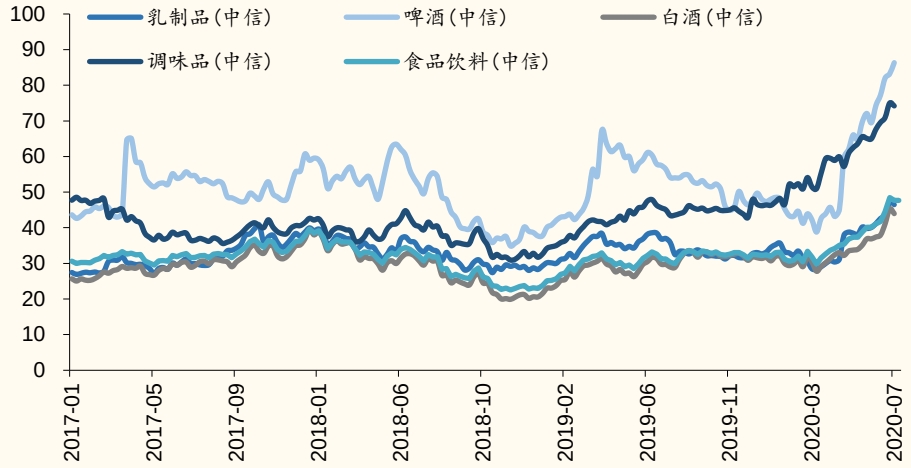
来源：尼尔森数据，国金证券研究所

- **火锅调味料和中式复合调味料代表企业：**
  - **颐海国际**是海底捞火锅底料独家供应商，在中高端火锅底料中市占率超 30%，一骑绝尘，同时也覆盖自热小火锅、中式复合调味品等业务，2019 年营收达 42.95 亿元，同比增长 60%，净利润率达 16.7%。
  - **天味食品**为火锅底料和川菜调料头部企业（2019 两大业务分别在营收中占 49%和 28%），旗下大红袍和好人家两大核心品牌共同驱动公司规模扩张，营收加速增长，从 2015 年的 8.69 亿元增加到 2019 年的 17.27 亿元，CAGR 达 18.7%。
  - **日辰股份**是国内最早的专业复合调味料生产商之一，产品包括酱汁类调味料、粉体类调味料以及少量食品添加剂三大类，客户多为连锁餐饮和食品加工企业，且以提供定制化产品为主，近年来公司营收维持高增态势，从 2014 年的 1.23 亿元增至 2019 年的 2.86 亿元，CAGR 达 18.4%，2020Q1 因下游以 B 端客户为主，营收同比下滑 15.5%。
- 综上来看，在家庭用户年轻化和餐饮服务连锁化等因素推动下，对标美、日成熟市场，复合调味料市场空间广阔且处于高速增长期，我们预计在集中度相对较低的火锅调味料、中式复合调味料细分行业，龙头企业有望凭借先发优势实现市占率的持续提升。

三、当前时点调味品行业投资策略：高估值背景下把握三条主线

- **调味品板块目前估值处于历史较高水平。**随着疫情好转以及消费回暖，三月中下旬以来食品饮料板块估值一路上行，当前处于历史较高水平。乳制品、白酒估值变化与食品饮料板块整体基本一致，调味品行业估值最先抬升且当前估值仅次于啤酒，7 月下旬行业估值超过 70 倍，处于高点。**我们认为，在当前高估值背景下，调味品行业投资策略应把握三条主线：1）增长稳定且拥有强势掌控力、品牌力、渠道力的龙头企业，如海天；2）内部机制有所调整，动力充足、改善明显的企业，如中炬高新、恒顺醋业、天味食品；3）疫情影响较小，且受益于疫情后行业发展趋势的标的，如千禾味业、涪陵榨菜。**我们将围绕这三条主线进行详细分析。

图表 23：食品饮料各细分行业 PE-TTM 估值对比



来源：wind，国金证券研究所

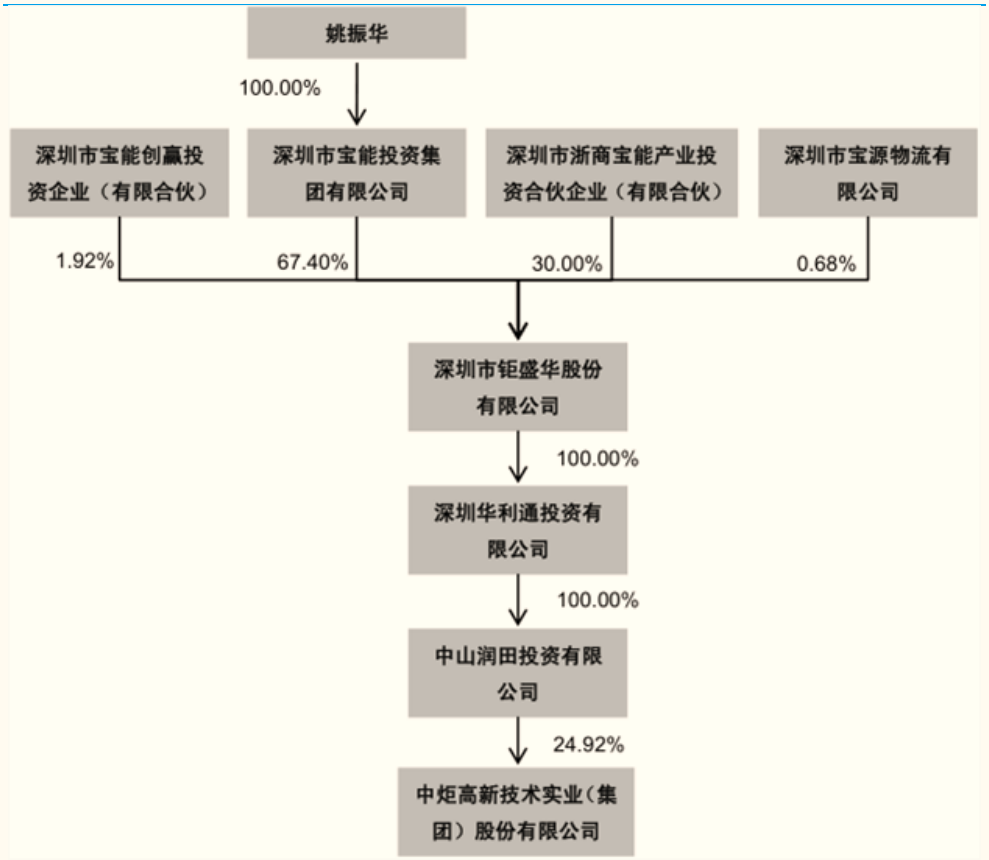
3.1 主线 1：增长稳定且拥有强势掌控力、品牌力、渠道力的龙头企业

- **海天味业：三五计划稳步推进，基本面持续向上**
  - **品类、产能、渠道持续发力，龙头地位不断巩固，三五规划稳步推进。**公司为酱油行业的绝对龙头（市占率近 40%），品牌力、渠道力业内领先。公司品类持续进行升级扩充，核心酱油品类结构升级，做大蚝油、调味酱体量，培育醋、料酒等新品类，产品矩阵不断完善，共同驱动业绩中长期增长。公司产能迎来释放，高明 220 万吨扩建项目将在 2020 年开始陆续投产。渠道持续下沉，西部和村镇地区进一步渗透，市场份额有望继续提升。规模效应继续放大已有优势，公司三五规划（2019-2024 年五年收入和利润保持两位数增长）稳步推进。
  - **Q2 积极开拓市场，收入预计稳健增长。**公司二季度加大市场投放，加强买赠促销力度来推动销量增长，加速收割市场份额。渠道反馈，Q1、Q2 海天均采取了一定程度的压货动作，当前渠道库存仍然在较高水平（约 2.5 个月），但终端跟踪来看，非餐饮动销仍然保持高增，餐饮增速也在逐步回暖，结合较快动销+略高库存来看，我们预计海天 Q2 收入端有望实现双位数增长（+15%左右）。利润端来看，二季度市场费用投放加大，但公司成本端控制能力较强，因此整体来看，我们预计 Q2 利润增速也落于 15%左右，基本面呈现出稳中向上的趋势，估值有所支撑。

3.2 主线 2：内部机制有所调整，动力充足、改善明显的企业

- **中炬高新：机制优化激发内部动力，Q2 有望加速向上**
  - **宝能系入主理顺发展思路，激励机制优化激活内部动力。**2015 年 9 月宝能取代中山火炬区国资委成为第一大股东；2019 年 3 月，公司实控人变更为姚振华，公司已正式转为民营体制。宝能系入主后公司发展思路逐步理顺，制定 2019-2024 年“五年双百”（营收过百亿，年产销量过百万吨）的中期目标。**核心管理人员激励机制上大幅改革：**1）考核指标上，营收指标权重由 20%提高到 40%，与公司五年双百目标相匹配；2）超额奖励上，增加指标完成率达 1.1-1.2 和 1.2 以上两级梯度，分别计提增量利润额 15%和 25%加入奖金包，激发管理层超额完成目标的能动性；3）政策倾斜上，对管理、业务、技术骨干等增加绩效奖励，向中层倾斜，深层次激发内部活力。除管理层外，公司还提出调整基层人员薪酬结构，激励营销人员超额完成销售任务等措施。随着民营管理赋能，绩效激励机制逐步推进，我们预计公司内生增长动力将得到显著提升，为中长期业绩增长打开空间。

图表 24：中炬高新实控人变更，已转为民营体制



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：中炬高新核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度修订前后变化

		2014 年（修订前）	2019 年（修订后）	影响
基本年薪	总经理	50 万	100-200 万	通过采用区间式基本年薪进行差异化定薪
	副总经理	40 万	50-120 万	
	总经理助理	32 万	40-100 万	
绩效年薪考核指标权重	营业收入	20%	40%	提升营收指标权重，与公司“五年双百”（营收过百亿，年产销量过百万吨）中期目标相匹配
	净利润	60%	40%	
	净资产收益率	20%	20%	
加权年度	0.8（不含）以下	基本年薪减少 20%，不计提绩效年薪		增加绩效年薪梯度，激发

经营指标完成率	0.8-1（不含）	只领取基本年薪		管理层动力
	1-1.1（不含）	基本年薪+年度净利润的 5%计提绩效年薪奖金包	基本年薪+年度净利润的 5%计提绩效年薪奖金包+超出当年目标利润的增量利润额的 15%作为绩效年薪奖金包	
	1.1-1.2（不含）			
	1.2 以上		基本年薪+年度净利润的 5%计提绩效年薪奖金包+超出当年目标利润的增量利润额的 25%作为绩效年薪奖金包	
政策倾斜		-	对属于管理、技术、业务骨干的核心管理人员在所属公司现有薪酬管理制度基础上增加本制度的绩效奖励。	激励机制向中层骨干倾斜，深层次激发内部活力

来源：公司公告，国金证券研究所整理

- **全年目标不变，Q2 收入有望加速增长。**Q1 受制于高库存+物流影响，报表端并未实现较好增长。公司全年目标维持不变（全年收入+15%），二季度公司逐步调整产品结构以及销售节奏，渠道建设稳步推进，加快去库存。据渠道反馈，当前美味鲜库存水平较为良性，我们预计公司 Q2 发货节奏也有加快，收入端有望实现高双位数增长，预计上半年收入增速恢复至 10%左右，加速追赶全年目标。利润端来看，受益于包材价格下滑，预计毛利率同比提升；20 年以来公司加大市场销售人员激励，预计销售费用率有一定压力。综合来看，我们预计 Q2 净利率维持上升态势，预计利润增速有望落于 20%以上，环比加速增长。。

- **恒顺醋业：新管理层新气象，静待内部改革红利释放。**公司为醋业龙头，但过去因战略波动频频跨界，内部长期缺乏有效激励机制，品牌力、渠道力长期无法得到充分释放，营收增速一度严重落后于行业平均水平（2002-2014 年间，酱醋制造业年均复合增速达 24.4%，而公司仅为 13.4%），即使在 2015 年重新聚焦主业后仍因内部机制改革未相应跟进而处于净利润下滑状态。2019 年 12 月底，杭祝鸿当选公司新任董事长，上任后立即在公司内部进行了大刀阔斧的改革：**1）品牌建设**，深挖百年品牌文化内涵，打造旗舰店，加大品牌营销；**2）产品体系**，坚持聚焦三大主业战略，围绕消费升级趋势全面梳理产品体系；**3）营销体系**，实行战区制，将 36 个片区重新划分为 4 大战区（华东战区、 北方战区、南方战区、本部战区），分区域实行“一地一策”销售方案，改革主攻团购、大客户、定制等商务渠道，同时深耕传统渠道，并加强对电子商务、海外渠道的拓展；**4）激励机制**，构建边界清晰的全新考核体系，激发团队能动性。目前来看，公司改革措施方向明确、思路清晰，有效扬长处、补短板，我们看好公司内部改革成效落地，期待改革红利的进一步释放。

图表 26：恒顺醋业改革四大方向

	改革前存在的问题	新管理层改革措施
品牌建设	品牌价值高，但过去更侧重产品营销	加大百年品牌文化内涵挖掘，打造旗舰店，提升品牌力
产品体系	频频跨界，曾先后涉足汽车贸易、生物医药、光电器材、建筑安装等与主营业务不相关的行业	坚持聚焦战略，做强醋、做深酒、做宽酱，全面梳理产品体系
营销体系	36 个片区过于分散；渠道家庭端约 85%，相对单一	重新整合划分成 4 大战区；整合特通部为大客户部，主攻商务渠道；开拓电子商务和海外渠道
激励机制	高管年薪远低于行业其他龙头企业，无有效激励机制	构建全新考核体系，充分发挥绩效考核的正向激励和反向约束作用

来源：公司公告，国金证券研究中心整理

- **天味食品：内部机制持续优化，看好公司份额加速扩张**
  - **激励、定增彰显扩张决心，业绩增速目标积极。**2020 年 5 月公司公布上市后的首次股权激励计划方案，包括 310 万份限制性股票和 420 万份股票期权，授予对象主要为公司中高层，其中期权激励更侧重核心销售团队，进一步绑定公司和核心团队利益。从业绩考核目标来看，限制性股票要求 20/21 年营收同比增速不低于 30%，股票期权上调业绩弹性至 50%，目标积极，彰显公司加速扩张的信心和决心。另外公司拟定增募集不超过 16.3 亿元资金用于扩建产能，其中调味品产业化项目将新增火锅底料 5 万吨、川菜调料 10 万吨年产能，食品、调味品产业化生产基地改扩建项目将新增火锅底料 4 万吨年产能，加上 IPO 募投产能 3.8 万吨和 2018 年已有的约 9 万吨产能，未来规划产能将达 31.8 万吨。当前复合调味料行业正处成长上升期，我们看好公司份额的加速扩张。

图表 27：天味食品股权激励方案

	授予总数	占公告时股本总额比重	首次授予对象	授予价/行权价	业绩考核目标
限制性股票激励计划	310 万份（预留 50 万份）	0.70%	副总裁吴学军、于志勇、何长军、沈松林、技术总监王红强、财务总监杨丹霞等 6 名高管及中层管理人员 71 人	19.90 元/股	以 2019 年营收为基数，2020/21 年营业收入增长率分别不低于 30%/69%，即每年 + 30%
股票期权激励计划	420 万份（预留 50 万份）	0.52%	副总裁吴学军及中层管理人员 112 人	39.80 元/股	以 2019 年营收为基数，2020/21 年营业收入增长率分别不低于 50%/125%，即每年 + 50%

来源：公司公告，国金证券研究所整理

  - **内部机制持续优化，利润端实现大幅提升。**公司发布 2020 年半年度业绩预增公告，上半年公司实现归母净利润预计同比增长 83%-101%，业绩超预期。渠道反馈二季度收入增长加速，主要受益于 Q1 较高预收款确认+提价效应显现（去年底对部分产品提价）+渠道加速开拓+6 月份备货，我们预计 Q2 收入端实现 50%左右增长。今年以来，公司持续加强内部员工激励，持续推进市场化的职业经理人制度，内部机制持续优化。公司加速渠道渗透，产能加快释放，助力业绩高增长。

3.3 主线 3：疫情影响较小，且受益于疫情后行业发展趋势的标的

- **千禾味业：差异化布局 C 端市场，疫情期间线上销售突出。**公司聚焦高端调味品，主打“零添加”核心产品，塑造差异化品牌竞争优势。公司 C 端渠道占比超 90%，注重营销推广，精准营销颇有成效。公司在新零售时代重视电商渠道，多平台同时发力，天猫旗舰店粉丝数已超 85 万，明显高于竞品，2019 年电商渠道在营收中占比已达近 10%。今年疫情发生后，调味品家庭端消费和线上消费的占比明显增加，公司凭借 C 端渠道优势，增加直播互动等线上推广活动，加强消费者教育，顺势扩大品牌影响力。公司 Q1 收入保持了+24%的较高增速，线上渠道销售亮眼。我们预计在消费升级趋势不变和后疫情时代家庭烹饪热度延续的情况下，公司在中高端家庭市场和线上渠道的优势将不断显现，带动公司加速扩张。

图表 28：千禾天猫旗舰店粉丝数领先同行



来源：天猫商城，国金证券研究所

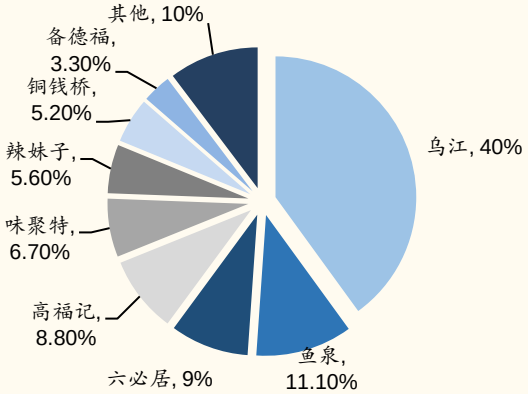
图表 29：千禾零添加居京东调味品、酱油热卖榜榜首



来源：京东商城，国金证券研究所

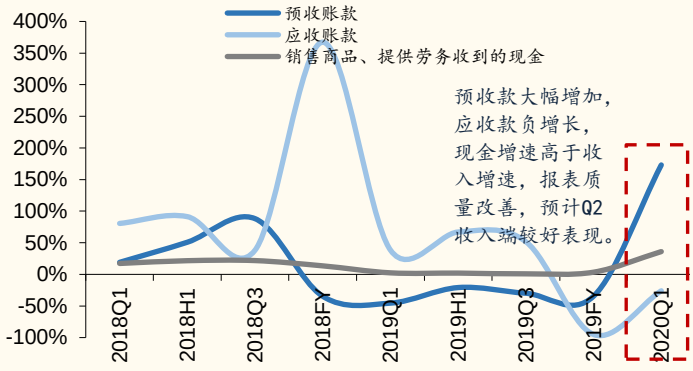
- **涪陵榨菜：终端需求旺盛，补库存效应持续显现**
  - **疫情期间榨菜需求旺盛，市场份额继续向头部集中。**疫情期间，消费者对于食用便捷、易于保存的榨菜需求大幅增加，受终端囤货需求增加和物流受阻影响，公司前期多地出现缺货。20Q1 公司营收同比出现下滑（-8.3%）主要由库存消化、复工延迟和物流受阻导致。但从资产负债表来看，公司预收款同比大幅上升（+173%），而应付款同比下降（-26%）；从现金流量表来看，销售商品、提供劳务收到的现金同比上升 36%，经销商打款积极、下游需求旺盛，实际经营情况受疫情影响较小。当前消费者对酱菜类产品的品牌关注度日益提高，公司乌江榨菜品牌具备广泛的群众基础，市占率预计将不断提升，2018 年已达 40%，我们预计疫情后市场份额将进一步向头部集中。

图表 30：榨菜行业已趋向寡头局势 （2018 年）



来源：华经情报网，国金证券研究所

图表 31：涪陵榨菜疫情期间预收账款、收到现金高增长



来源：wind，国金证券研究所

- **渠道持续补库存，Q2 业绩有望加速向上。**渠道反馈 5、6 月份出货端均维持双位数增长，库存仍处于较低水平，渠道持续补库存，终端需求持续旺盛，动销良性。我们预计在终端需求旺盛+补库存的推动下，销量加快增长，Q2 收入增速有望落于高双位数（+18%左右）。我们预计二季度公司整体市场费用投放将低于去年同期水平（低库存+高需求），因此利润端我们预计将实现超 25%增长。

四、风险提示

- **原材料价格大幅上涨的风险。**调味品成本结构中约 60%为原材料成本，若上游原料价格大幅波动，将会对公司业绩产生一定的影响。
- **行业竞争加剧的风险。**当前调味品行业格局仍然较为分散，各家竞争较为激烈（尤其在 C 端），若未来行业竞争进一步加剧，费用投放超预期，将会影响公司业绩表现。
- **食品安全风险。**食品行业安全是首要标准，若出现食品安全问题，将会严重影响公司口碑与销售。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH