



“凡是过往，皆为序章”； 回眸七大调味品公司 1H20 表现

重申调味品行业是我们喜欢的消费赛道之一。今年迄今，七大上市调味品公司股价平均涨幅 139%，远好于 MSCI 中国必选消费指数同期 40% 的涨幅。业绩方面，七大上市调味品公司 1H20 整体收入同比增长 16%，净利增长 24%，核心运营利润率扩张 2.2 个百分点。优秀的商业模式、可世代传承的口味粘性，加上疫情加速行业洗牌，我们继续看好调味品行业头部品牌，尤其是颐海国际 (1579 HK，买入，目标价 130.00 港元)。股价若有回调，正是循序渐进加仓良机。

- 分享赛道和时间红利。**我们强调，中国调味品行业具有大体量、高利润率、高回报率和强消费粘性的特征，是缔造国产消费巨头的沃土。行业正从大单品阶段，向以功能细分和原料升级为主的品类和产品矩阵阶段发展，产品不断高端和细分，行业不断扩容，品牌集中度不断提升。我们于《2H20 消费行业展望：乘风踏浪，坚守优质赛道和赢家》中推荐重点关注的颐海国际和涪陵榨菜自推荐之日至今股价分别上扬 80% 和 48% (vs 行业指数同期涨幅：26%)。随着全球利率中枢下移，市场资金正越来越向优质赛道的头部企业汇集。
- 1H20 行业业绩解读。**七大上市调味品公司 1H20 整体收入增长 16% (产品力提升叠加渠道扩张/下沉提振销量)，核心运营利润增长 26%，核心运营利润率扩张 2.2 个百分点 (得益于规模效应和费用优化/节省)。上半年，业务和渠道偏重 C 端餐饮的调味品公司表现更优，包括天味食品、千禾味业和涪陵榨菜，其 2Q20 收入成长和利润率扩张尤其明显。颐海强劲的 C 端销量则完全弥补了 B 端销量的下降，业绩再次超出预期；颐海身处两大巨大的增量市场，我们维持对其 2019-22 年收入/净利润复合年增长 42%/50% 的预期 (继续高于市场预期：34%/35%)。行业老大海天味业表现依然稳健，全年业绩目标料可实现 (详见后文)。
- 行业估值和风险。**相对其他快消品板块，我们认为，调味品行业的估值溢价得益于其稀缺性和确定性，而这些乃基于：
 - (1) 调味品高端化、多元化、复合化和品牌化；
 - (2) B 端餐饮连锁化、标准化和去厨师化；
 - (3) C 端懒宅单身追求便捷优质生活模式；
 - (4) 户外和户内消费界限日渐模糊；
 - (5) 行业集中度上行等结构性趋势。
 投资风险：疫情反复压制 B 端餐饮需求；食品安全事件；原材料上涨等。

王惟颖 CFA

消费分析师

summer_wang@spdbi.com

(852) 2808 6433

2020 年 09 月 04 日

相关深度报告：

[《盛宴才刚开启，三大维度看](#)
[颐海国际 \(1579 HK\)》](#) (2020 年 8

月 24 日)

目录

| | |
|---|----|
| 七大调味品公司基本情况概览 | 3 |
| 今年迄今股价表现..... | 4 |
| 七大上市调味品公司 1H20 盈利回顾 | 5 |
| 颐海国际 (1579 HK, 买入, 目标价 130.00 港元) | 6 |
| 海天味业 (603288 CH) | 8 |
| 中炬高新 (600872 CH) | 9 |
| 涪陵榨菜 (002507 CH) | 10 |
| 恒顺醋业 (600305 CH) | 11 |
| 天味食品 (603317 CH) | 12 |
| 千禾味业 (603027 CH) | 13 |
| 行业估值比较 | 14 |
| 七大调味品公司背景简介 | 16 |

七大调味品公司基本情况概览

主要的上市调味品公司有七家。规模上，海天味业一马当先；收入增速方面，主打川渝口味、聚焦复合调味品的颐海国际（首次覆盖报告：[《盛宴才刚开启，三大维度看颐海国际》](#)）和天味食品胜出。利润率方面，涪陵榨菜和海天领先；回报率方面，海天和颐海表现突出。调味品公司均以经销商模式为主，千禾味业的直销比例最高，占三分之一。企业股权结构方面，涪陵榨菜和恒顺醋业均为地方国企，其余多为民企，中炬高新有地方政府参股，但非控股大股东。

图表 1: 七大调味品公司基本情况概览

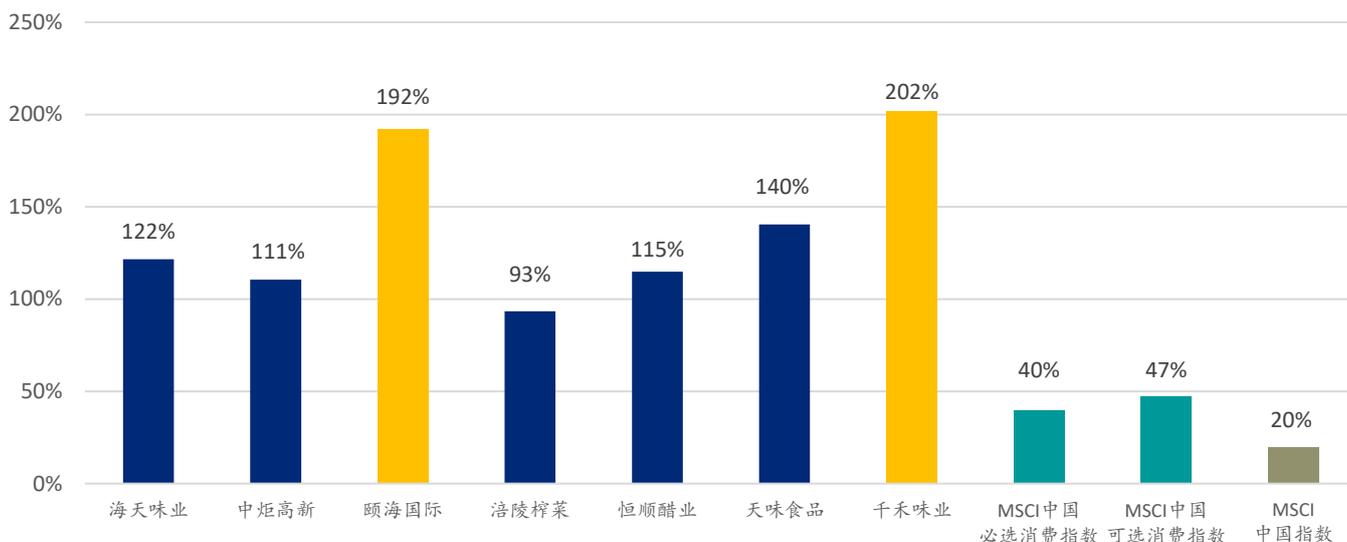
| 公司名称 | 颐海国际 | 海天味业 | 中炬高新 | 涪陵榨菜 | 恒顺醋业 | 天味食品 | 千禾味业 |
|-------------------|-------------------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|--------------|-----------------|
| 股票代码 | 1579 HK | 603288 CH | 600872 CH | 002507 CH | 600305 CH | 603317 CH | 603027 CH |
| 创立年份 | 2005 | 1955 | 1993 | 1988 | 1840 | 2007 | 1996 |
| IPO 年份 | 2016 | 2014 | 1995 | 2010 | 2001 | 2019 | 2016 |
| 公司总部 | 北京 | 广东佛山 | 广东中山 | 重庆 | 江苏镇江 | 四川成都 | 四川眉山 |
| 所有权 | 民企 | 民企 | 混合 | 地方国企 | 地方国企 | 民企 | 民企 |
| 公司主要业务 | 火锅底料 方便速食 中式复合调味料 | 酱油 蚝油 调味酱 | 酱油 鸡精鸡粉 食用油 | 榨菜 泡菜 萝卜 | 食醋 料酒 酱油 | 火锅底料 川菜调料 | 酱油 食醋 焦糖色 |
| 主品牌 | 海底捞 | 海天 | 厨邦 美味鲜 | 乌江 | 恒顺 | 大红袍 好人家 | 千禾 恒泰 |
| 强势区域 | 华南/上海 | 全国 | 华南 | 华南 | 华东 | 西南/东北 | 西部 |
| 整体收入(RMBm) | | | | | | | |
| 1H20 | 2,218 | 11,595 | 2,554 | 1,198 | 953 | 919 | 799 |
| 2019 | 4,282 | 19,797 | 4,675 | 1,990 | 1,832 | 1,727 | 1,355 |
| 2018 | 2,681 | 17,034 | 4,166 | 1,914 | 1,694 | 1,413 | 1,065 |
| 2017 | 1,646 | 14,584 | 3,609 | 1,520 | 1,542 | 1,066 | 948 |
| 整体收入同比变动 | | | | | | | |
| 1H20 | 34.0% | 14.1% | 6.8% | 10.3% | 7.4% | 46.0% | 34.5% |
| 2019 | 59.7% | 16.2% | 12.2% | 3.9% | 8.2% | 22.3% | 27.2% |
| 2018 | 62.9% | 16.8% | 15.4% | 25.9% | 9.9% | 32.6% | 12.4% |
| 2017 | 51.3% | 17.1% | 14.3% | 35.6% | 6.5% | 8.3% | 23.0% |
| 核心运营利润率 | | | | | | | |
| 1H20 | 23.3% | 30.4% | 21.6% | 37.9% | 17.2% | 22.4% | 21.8% |
| 2019 | 23.2% | 29.1% | 19.0% | 33.0% | 17.4% | 17.3% | 15.6% |
| 2018 | 23.7% | 27.9% | 17.6% | 36.4% | 16.3% | 19.8% | 17.5% |
| 2017 | 22.5% | 27.0% | 16.5% | 28.9% | 14.1% | 17.7% | 16.7% |
| 股权回报率 | | | | | | | |
| 2019 | 31.1% | 35.2% | 19.0% | 22.7% | 15.1% | 19.9% | 13.7% |
| 2018 | 29.5% | 34.1% | 18.0% | 30.1% | 15.9% | 25.8% | 20.3% |
| 2017 | 18.8% | 32.4% | 15.3% | 23.7% | 16.7% | 19.6% | 14.7% |
| 销售模式 | | | | | | | |
| | 经销商 +海底捞 | 经销商为主 | 经销商为主 | 经销商为主 | 经销商为主 | 经销商为主 | 经销 +零售 |
| 经销商数目(1H20) | 2,400+ | 6,433 | 1,254 | 1,600+ | 1,294 | 2,051 | 1,233 |
| 1H20 净增加 | NA | 627 | 203 | NA | 24 | 830 | 93 |

资料来源：公司数据、浦银国际

今年迄今股价表现

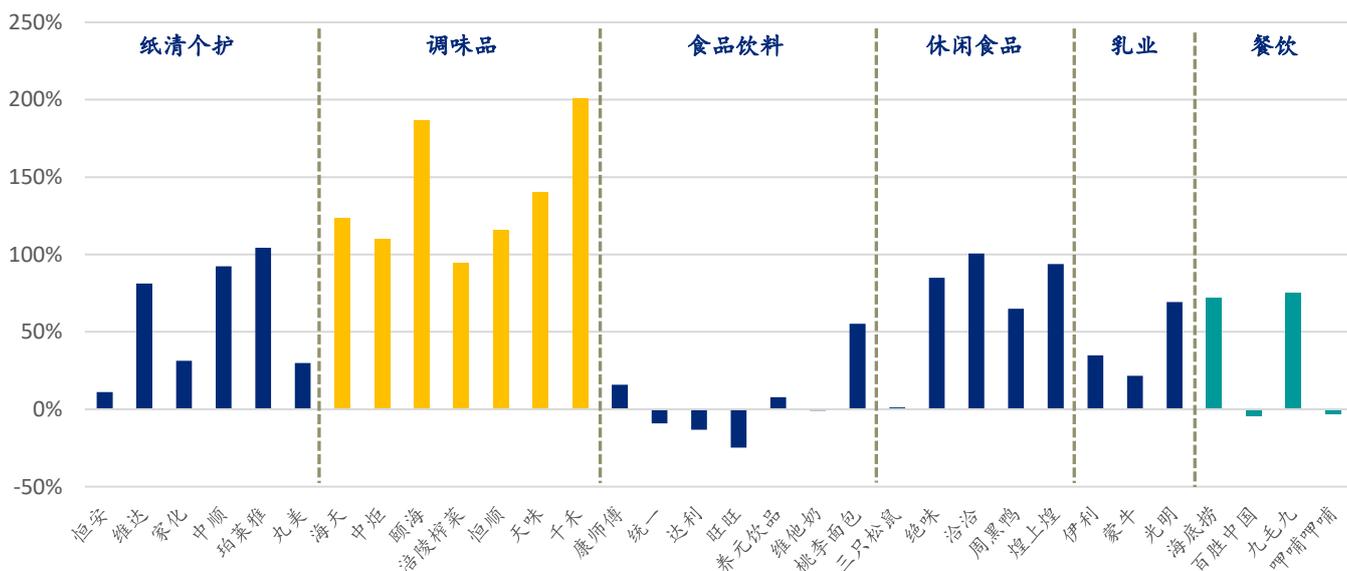
今年迄今，七大调味品公司股价平均升幅 139%，大幅超越 MSCI 中国必选消费指数 40% 的涨幅。我们认为，调味品板块主要受益于：(1) 调味品高端化、多元化、复合化和消费品牌化的结构性趋势；(2) B 端连锁化、标准化和降低成本的需求；(3) C 端懒宅单身对便捷和品质的诉求；(4) 疫情加速居家消费；(5) 行业集中度提升，利好头部品牌。

图表 2: 今年迄今，七大上市调味品公司股价和指数升幅比较；调味品公司大幅跑赢指数



资料来源: Bloomberg (股价和指数截至 2020 年 9 月 2 日), 浦银国际

图表 3: 今年迄今，主要快消品和餐饮公司股价变动



资料来源: Bloomberg (股价截至 2020 年 9 月 2 日), 浦银国际

七大上市调味品公司 1H20 盈利回顾

七大上市调味品公司 1H20 整体收入同比增长 16%，核心运营利润增长 26%，核心运营利润率扩张 2.2 个百分点。

整体而言，业务和渠道偏重 C 端家庭餐饮的调味品公司上半年表现更突出，例如天味食品、千禾味业和涪陵榨菜（尤其 2Q20）；颐海 B 端业务因海底捞停店和人流限制等因素表现疲弱（1H20 整体海底捞关联方收入：-30%），但是 C 端渠道（包含方便速食）表现强劲（1H20 整体第三方收入：+82%）。调味品龙头海天味业表现稳健，2Q20 收入/净利润增长 22%/29%，全年收入/净利润增长 15%/18% 的目标料可实现。利润率扩张的原因包括：（1）产品或渠道结构变化利好多数公司毛利率，天味食品还上调了部分产品价格；（2）销量提升和费用优化带来规模效应，费率下降。天味食品、千禾味业和涪陵榨菜利润率扩张最为明显。

图表 4：七大上市调味品公司 1H20 业绩概览

| | | ——1H20 (百万人民币)—— | | | | ——1H20 同比变动—— | | | |
|-----------|-----------|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------|------------|------------|
| | | 整体收入 | 毛利 | 核心运营利润 | 净利润 | 整体收入 | 毛利 | 核心运营利润 | 净利润 |
| 海天味业 | 603288 CH | 11,595 | 4,978 | 3,525 | 3,253 | 14% | 9% | 21% | 18% |
| 中炬高新 | 600872 CH | 2,554 | 1,087 | 552 | 455 | 7% | 14% | 20% | 24% |
| 颐海国际 | 1579 HK | 2,218 | 880 | 517 | 399 | 34% | 41% | 49% | 48% |
| 涪陵榨菜 | 002507 CH | 1,198 | 687 | 454 | 404 | 10% | 8% | 27% | 28% |
| 恒顺醋业 | 600305 CH | 953 | 389 | 164 | 149 | 7% | -1% | 13% | 4% |
| 天味食品 | 603317 CH | 919 | 390 | 206 | 200 | 46% | 60% | 95% | 95% |
| 千禾味业 | 603027 CH | 799 | 397 | 175 | 157 | 35% | 44% | 92% | 80% |
| 整体 | | 20,236 | 8,808 | 5,592 | 5,017 | 16% | 15% | 26% | 24% |

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 5：七大上市调味品公司 2Q20 业绩快览

| | | ——2Q20 同比变动—— | | | | ——2Q20—— | |
|-----------|-----------|---------------|------------|------------|------------|--------------|------------|
| | | 整体收入 | 毛利 | 核心运营利润 | 净利润 | 核心运营利润率 | 同比百分点变动 |
| 海天味业 | 603288 CH | 22% | 12% | 30% | 29% | 30.3% | 1.7 |
| 中炬高新 | 600872 CH | 21% | 30% | 37% | 41% | 21.4% | 2.5 |
| 颐海国际 | 1579 HK | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 涪陵榨菜 | 002507 CH | 28% | 24% | 51% | 50% | 37.8% | 5.7 |
| 恒顺醋业 | 600305 CH | 15% | 7% | 15% | 4% | 15.9% | 0.0 |
| 天味食品 | 603317 CH | 81% | 109% | 277% | 322% | 21.4% | 11.1 |
| 千禾味业 | 603027 CH | 45% | 62% | 148% | 135% | 21.5% | 8.9 |
| 整体 | | 26% | 21% | 39% | 38% | 27.8% | 2.6 |

资料来源：公司数据、浦银国际

颐海国际 (1579 HK, 买入, 目标价 130.00 港元)

图表 6: 颐海 1H20 净利润增长 48%, 因整体第三方收入增长 82% (被整体海底捞关联方收入下降 30% 部分抵消), 以及渠道组合改变和广告推广费用节省带来核心运营利润率扩张 2.4 个百分点

| (百万人民币) | 1H17 | 2H17 | 1H18 | 2H18 | 1H19 | 2H19 | 1H20 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 整体收入 | 631 | 1,015 | 1,004 | 1,677 | 1,656 | 2,627 | 2,218 |
| 火锅调味料 | 561 | 835 | 769 | 1,186 | 1,088 | 1,726 | 1,215 |
| 海底捞关联方 | 422 | 449 | 523 | 620 | 694 | 898 | 469 |
| 第三方 | 139 | 385 | 246 | 567 | 394 | 827 | 746 |
| 中式复合调味料 | 66 | 120 | 122 | 133 | 200 | 195 | 299 |
| 第三方 | 54 | 89 | 110 | 119 | 186 | 159 | 284 |
| 方便速食 | 0 | 61 | 108 | 342 | 341 | 658 | 668 |
| 第三方 | 0 | 61 | 104 | 340 | 340 | 639 | 654 |
| 其他 | 4 | 0 | 5 | 16 | 27 | 48 | 35 |
| 同比变动 | | | | | | | |
| 整体收入 | 57% | 48% | 59% | 65% | 65% | 57% | 34% |
| 火锅调味料 | 58% | 41% | 37% | 42% | 41% | 45% | -30% |
| 海底捞关联方 | 53% | 46% | 24% | 38% | 33% | 45% | -32% |
| 第三方 | 74% | 36% | 77% | 47% | 60% | 46% | 89% |
| 中式复合调味料 | 59% | 29% | 85% | 11% | 63% | 46% | 54% |
| 方便速食 | NA | NA | NA | 456% | 217% | 93% | 96% |
| 整体毛利 | 213 | 399 | 363 | 676 | 624 | 1,017 | 880 |
| 同比变动 | 58% | 42% | 70% | 70% | 72% | 50% | -14% |
| 整体毛利率 | 33.8% | 39.3% | 36.1% | 40.3% | 37.7% | 38.7% | 39.7% |
| 同比百分点变动 | 0.2 | -1.9 | 2.3 | 1.1 | 1.6 | -1.6 | 2.0 |
| 火锅调味料 | 33.0% | 38.8% | 35.2% | 42.0% | 37.8% | 40.9% | 43.5% |
| 中式复合调味料 | 40.2% | 43.7% | 47.6% | 50.5% | 47.8% | 46.0% | 44.6% |
| 方便速食 | NA | 34.6% | 30.3% | 31.1% | 32.8% | 32.7% | 31.8% |
| 经营费用 | -99 | -142 | -143 | -262 | -278 | -371 | -362 |
| 分销成本 | -69 | -95 | -87 | -154 | -164 | -219 | -211 |
| 行政开支 | -30 | -46 | -56 | -108 | -114 | -152 | -152 |
| 经营费用/收入 | 15.7% | 14.0% | 14.2% | 15.6% | 16.8% | 14.1% | 16.3% |
| 分销成本/收入 | 11.0% | 9.4% | 8.7% | 9.2% | 9.9% | 8.4% | 9.5% |
| 行政开支/收入 | 4.8% | 4.6% | 5.5% | 6.4% | 6.9% | 5.8% | 6.8% |
| 核心经营利润 | 114 | 257 | 220 | 414 | 346 | 646 | 517 |
| 同比变动 | 106% | 43% | 93% | 61% | 58% | 56% | 49% |
| 核心经营利润率 | 18.1% | 25.3% | 21.9% | 24.7% | 20.9% | 24.6% | 23.3% |
| 同比百分点变动 | 4.3 | -1.0 | 3.8 | -0.6 | -1.0 | -0.1 | 2.4 |
| 其他利得和收益 | -11 | 2 | 31 | 55 | 32 | 47 | 57 |
| 净财务收入 | -22 | 29 | 4 | 6 | 7 | 15 | 12 |
| 有效税率 | 42.8% | 25.4% | 25.5% | 24.7% | 24.2% | 29.0% | 23.9% |
| 净利润 | 46 | 214 | 185 | 333 | 270 | 448 | 399 |
| 同比变动 | 24% | 44% | 298% | 56% | 46% | 35% | 48% |
| 净利润率 | 7.4% | 21.1% | 18.4% | 19.9% | 16.3% | 17.1% | 18.0% |
| 同比百分点变动 | -1.9 | -0.7 | 11.0 | -1.2 | -2.1 | -2.8 | 1.7 |
| 摊薄每股盈利(人民币) | 0.05 | 0.22 | 0.19 | 0.34 | 0.28 | 0.46 | 0.41 |
| 同比变动 | -17% | 24% | 296% | 56% | 47% | 36% | 47% |

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 7: 颐海财务预测概要

| 利润表 | | | | | | 财务和估值比率 | | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| (百万人民币) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 收入 | 2,681 | 4,282 | 5,891 | 8,988 | 12,389 | 每股数据 (人民币) | | | | | |
| 销货成本 | -1,642 | -2,641 | -3,488 | -5,385 | -7,379 | 摊薄每股盈利 | 0.53 | 0.74 | 1.08 | 1.65 | 2.34 |
| 毛利 | 1,039 | 1,641 | 2,404 | 3,603 | 5,010 | 每股股息 | 0.15 | 0.22 | 0.33 | 0.49 | 0.70 |
| 分销成本 | -241 | -383 | -446 | -634 | -810 | 每股净资产 | 2.05 | 2.70 | 3.26 | 4.41 | 6.05 |
| 行政开支 | -163 | -266 | -353 | -494 | -644 | 每股现金 | 1.21 | 1.07 | 1.42 | 2.14 | 3.65 |
| 核心运营利润 | 634 | 992 | 1,604 | 2,475 | 3,555 | 每股销售额 | 2.75 | 4.42 | 5.63 | 8.58 | 11.83 |
| 其他收入和利得 | 86 | 79 | 97 | 132 | 176 | 同比变化 (%) | | | | | |
| 净财务收入 | 10 | 22 | 19 | 28 | 45 | 收入 | 62.9 | 59.7 | 37.6 | 52.6 | 37.8 |
| 所得税 | -183 | -299 | -430 | -659 | -944 | 毛利 | 69.8 | 58.0 | 46.4 | 49.9 | 39.0 |
| 少数股东权益 | 30 | 76 | 156 | 249 | 384 | 核心运营利润 | 71.1 | 56.5 | 61.6 | 54.3 | 43.7 |
| 净利润 | 518 | 719 | 1,134 | 1,726 | 2,448 | 净利润 | 98.6 | 38.8 | 57.8 | 52.2 | 41.8 |
| 摊薄每股盈利(人民币) | 0.53 | 0.74 | 1.08 | 1.65 | 2.34 | 摊薄每股盈利 | 98.4 | 39.7 | 46.2 | 52.2 | 41.8 |
| | | | | | | 费用率 (%) | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 员工费用/收入 | 11.5 | 10.6 | 8.9 | 8.0 | 7.0 |
| (百万人民币) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 广告推广/收入 | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 2.2 | 2.5 |
| 现金及现金等价物 | 1,180 | 1,036 | 1,484 | 2,241 | 3,817 | 物流费用/收入 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| 定期存款 | 0 | 485 | 485 | 485 | 485 | 折旧摊销/收入 | 0.9 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.1 |
| 存货 | 276 | 297 | 467 | 713 | 904 | 利润率 (%) | | | | | |
| 贸易应收款 | 207 | 269 | 441 | 692 | 938 | 毛利率 | 38.7 | 38.3 | 40.8 | 40.1 | 40.4 |
| 预付款及其他应收款 | 213 | 169 | 206 | 315 | 372 | 核心运营利润率 | 23.7 | 23.2 | 27.2 | 27.5 | 28.7 |
| 金融资产 | 5 | 97 | 97 | 97 | 97 | 有效税率 | 25.0 | 27.3 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 流动资产总额 | 1,881 | 2,354 | 3,180 | 4,543 | 6,613 | 净利率 | 19.3 | 16.8 | 19.3 | 19.2 | 19.8 |
| 物业厂房设备 | 309 | 483 | 771 | 1,129 | 1,415 | 回报率 (%) | | | | | |
| 土地使用权 | 75 | 151 | 186 | 218 | 248 | 平均股本回报率 | 29.5 | 31.1 | 37.7 | 43.0 | 44.7 |
| 无形资产 | 5 | 18 | 19 | 21 | 24 | 平均资产回报率 | 24.3 | 24.9 | 29.2 | 32.3 | 33.0 |
| 其他非流动资产 | 192 | 305 | 305 | 305 | 305 | 派息率 | 39.3 | 30.0 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 非流动资产总额 | 581 | 958 | 1,282 | 1,674 | 1,992 | 资产效率 | | | | | |
| 资产总额 | 2,462 | 3,312 | 4,462 | 6,217 | 8,605 | 库存天数 | 47 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 贸易应付款 | 189 | 217 | 356 | 529 | 684 | 应收账款天数 | 23 | 20 | 22 | 23 | 24 |
| 其他应付应计款 | 104 | 174 | 236 | 360 | 496 | 应付账款天数 | 36 | 28 | 30 | 30 | 30 |
| 其他流动负债 | 130 | 166 | 166 | 166 | 166 | 现金回收天数 | 34 | 32 | 32 | 33 | 34 |
| 流动负债总额 | 422 | 557 | 757 | 1,055 | 1,345 | 资产周转率 (x) | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.7 | 1.7 |
| 非流动负债总额 | 0 | 27 | 27 | 27 | 27 | 杠杆 | | | | | |
| 权益 | 2,040 | 2,728 | 3,678 | 5,136 | 7,233 | 流动比率 (x) | 4.5 | 4.2 | 4.2 | 4.3 | 4.9 |
| 负债和权益总额 | 2,462 | 3,312 | 4,462 | 6,217 | 8,605 | 资产权益比 (x) | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| | | | | | | 负债权益比 (x) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | 净现金/权益 (x) | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 现金流量表 | | | | | | 再投资 | | | | | |
| (百万人民币) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 资本支出/收入 (%) | 11.0 | 7.3 | 6.9 | 5.6 | 3.7 |
| 经营活动净现金 | 329 | 951 | 1,183 | 1,771 | 2,758 | 资本支出/折旧摊销 (x) | 12.6 | 5.7 | 5.0 | 4.5 | 3.3 |
| 资本支出 | -295 | -313 | -405 | -506 | -457 | 估值 | | | | | |
| 处置资产所得 | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 | 市盈率 (x) | 208.3 | 149.2 | 102.0 | 67.0 | 47.3 |
| 其他投资现金 | 31 | -637 | 10 | 10 | 10 | 市净率 (x) | 53.8 | 41.0 | 34.0 | 25.1 | 18.3 |
| 投资活动净现金 | -260 | -947 | -395 | -496 | -447 | 市销率 (x) | 40.2 | 25.0 | 19.6 | 12.9 | 9.3 |
| 发行股票净收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 企业价值/收入 (x) | 42.8 | 26.8 | 19.5 | 12.8 | 9.3 |
| 派付股息 | -48 | -149 | -340 | -518 | -734 | 企业价值/EBITDA (x) | 174.3 | 109.5 | 68.0 | 44.3 | 31.0 |
| 其他融资现金 | 0 | -5 | 0 | 0 | 0 | 股息率 (%) | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.6 |
| 融资活动净现金 | -48 | -154 | -340 | -518 | -734 | 自由现金收益率 (%) | 0.0 | 0.6 | 0.7 | 1.1 | 2.0 |
| 现金总额 | 1,180 | 1,036 | 1,484 | 2,241 | 3,817 | | | | | | |

资料来源: 公司数据、浦银国际预测; 估值比率基于 2020 年 9 月 3 日收盘价 122.90 港元

海天味业 (603288 CH)

图表 8: 海天味业 1H20 净利润增长 18% (全年目标: +18%), 得益于 2Q20 调味品收入加速增长 23% (vs 1Q20 +6%, 因交通运输受阻和餐饮停顿) 和 1H20 运营效率提升

| (百万人民币) | 1H19 | 2H19 | 1H20 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 整体收入 | 10,160 | 9,637 | 11,595 | 5,490 | 4,670 | 4,664 | 4,972 | 5,884 | 5,711 |
| 调味品收入 | 9,687 | 9,074 | 10,998 | 5,295 | 4,392 | 4,398 | 4,676 | 5,593 | 5,404 |
| 酱油 | 5,987 | 5,641 | 6,629 | 3,293 | 2,695 | 2,690 | 2,951 | 3,484 | 3,145 |
| 蚝油 | 1,715 | 1,774 | 1,998 | 924 | 791 | 830 | 945 | 963 | 1,035 |
| 调味酱 | 1,261 | 1,030 | 1,379 | 720 | 541 | 504 | 526 | 731 | 648 |
| 其他调味品 | 723 | 628 | 992 | 359 | 365 | 374 | 255 | 415 | 577 |
| 非核心收入 | 473 | 563 | 597 | 195 | 278 | 266 | 296 | 291 | 306 |
| 同比变动 | | | | | | | | | |
| 整体收入 | 17% | 16% | 14% | 17% | 16% | 17% | 15% | 7% | 22% |
| 调味品收入 | 14% | 16% | 14% | 16% | 13% | 17% | 15% | 6% | 23% |
| 酱油 | 14% | 14% | 11% | 15% | 12% | 14% | 13% | 6% | 17% |
| 蚝油 | 21% | 23% | 16% | 25% | 17% | 19% | 28% | 4% | 31% |
| 调味酱 | 7% | 12% | 9% | 6% | 9% | 14% | 11% | 2% | 20% |
| 其他调味品 | 19% | 22% | 37% | 23% | 16% | 40% | 3% | 16% | 58% |
| 整体毛利 | 4,558 | 4,439 | 4,978 | 2,513 | 2,044 | 2,041 | 2,398 | 2,696 | 2,282 |
| 同比变动 | 11% | 17% | 9% | 15% | 7% | 13% | 19% | 7% | 12% |
| 整体毛利率 | 44.9% | 46.1% | 42.9% | 45.8% | 43.8% | 43.8% | 48.2% | 45.8% | 40.0% |
| 同比百分点变动 | -2.3 | 0.3 | -1.9 | -0.9 | -3.8 | -1.3 | 1.8 | 0.0 | -3.8 |
| 调味品业务毛利率 | 46.4% | 48.1% | 44.6% | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 同比百分点变动 | -1.8 | 0.2 | -1.9 | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 运营费用 | -1,633 | -1,611 | -1,454 | -923 | -710 | -894 | -717 | -900 | -554 |
| 销售费用 | -1,117 | -1,046 | -865 | -660 | -457 | -600 | -445 | -625 | -240 |
| 管理费用 | -133 | -157 | -159 | -63 | -69 | -89 | -68 | -65 | -94 |
| 研发费用 | -271 | -316 | -306 | -126 | -145 | -157 | -160 | -143 | -163 |
| 税金及附加 | -112 | -91 | -123 | -72 | -39 | -48 | -44 | -66 | -57 |
| 运营费用/收入 | 16.1% | 16.7% | 12.5% | 16.8% | 15.2% | 19.2% | 14.4% | 15.3% | 9.7% |
| 销售费用/收入 | 11.0% | 10.9% | 7.5% | 12.0% | 9.8% | 12.9% | 9.0% | 10.6% | 4.2% |
| 管理费用/收入 | 1.3% | 1.6% | 1.4% | 1.2% | 1.5% | 1.9% | 1.4% | 1.1% | 1.7% |
| 研发费用/收入 | 2.7% | 3.3% | 2.6% | 2.3% | 3.1% | 3.4% | 3.2% | 2.4% | 2.9% |
| 核心运营利润 | 2,925 | 2,828 | 3,525 | 1,591 | 1,334 | 1,147 | 1,681 | 1,796 | 1,728 |
| 同比变动 | 19% | 24% | 21% | 19% | 19% | 28% | 21% | 13% | 30% |
| 核心运营利润率 | 28.8% | 29.3% | 30.4% | 29.0% | 28.6% | 24.6% | 33.8% | 30.5% | 30.3% |
| 同比百分点变动 | 0.5 | 1.8 | 1.6 | 0.4 | 0.7 | 2.2 | 1.6 | 1.6 | 1.7 |
| 净财务收入 | 152 | 141 | 199 | 78 | 73 | 83 | 58 | 91 | 108 |
| 其他利得和收益 | 180 | 154 | 116 | 105 | 75 | 64 | 90 | 58 | 57 |
| 有效税率 | 15.5% | 16.5% | 15.1% | 16.7% | 14.0% | 16.0% | 16.9% | 16.8% | 13.3% |
| 净利润 | 2,750 | 2,603 | 3,253 | 1,477 | 1,273 | 1,085 | 1,518 | 1,613 | 1,640 |
| 同比变动 | 22% | 23% | 18% | 23% | 22% | 23% | 23% | 9% | 29% |
| 净利率 | 27.1% | 27.0% | 28.1% | 26.9% | 27.3% | 23.3% | 30.5% | 27.4% | 28.7% |
| 同比百分点变动 | 1.3 | 1.6 | 1.0 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 2.0 | 0.5 | 1.5 |
| 摊薄每股盈利(人民币) | 1.02 | 0.96 | 1.00 | 0.55 | 0.47 | 0.40 | 0.56 | 0.60 | 0.40 |
| 同比变动 | 22.7% | 23.0% | -1.8% | 22.2% | 23.3% | 21.2% | 24.2% | 9.1% | -14.6% |

资料来源: 公司数据、浦银国际

中炬高新 (600872 CH)

图表 9: 中炬高新 1H20 净利润增长 24%，得益于 2Q20 美味鲜收入加速增长 25% (vs 1Q20: -4%) 和产品结构提升带动毛利率扩张

| (人民币百万) | 1H19 | 2H19 | 1H20 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 整体收入 | 2,392 | 2,283 | 2,554 | 1,231 | 1,161 | 1,138 | 1,144 | 1,153 | 1,401 |
| 美味鲜 | 2,262 | 2,206 | 2,492 | 1,167 | 1,095 | 1,095 | 1,111 | 1,123 | 1,369 |
| 酱油 | 1,469 | 1,411 | 1,583 | 748 | 721 | 670 | 741 | 719 | 864 |
| 鸡精鸡粉 | 270 | 257 | 211 | 138 | 132 | 124 | 132 | 92 | 119 |
| 其他 | 522 | 539 | 698 | 281 | 242 | 301 | 238 | 312 | 386 |
| 非核心收入 | 130 | 77 | 62 | 64 | 66 | 43 | 33 | 30 | 32 |
| 同比变动 | | | | | | | | | |
| 整体收入 | 10% | 15% | 7% | 7% | 14% | 15% | 14% | -6% | 21% |
| 美味鲜 | 15% | 17% | 10% | 15% | 15% | 14% | 19% | -4% | 25% |
| 酱油 | 10% | 12% | 8% | 10% | 11% | 9% | 15% | -4% | 20% |
| 鸡精鸡粉 | 19% | 19% | -22% | 25% | 14% | 19% | 18% | -33% | -10% |
| 其他 | 29% | 30% | 34% | 27% | 32% | 27% | 33% | 11% | 59% |
| 整体毛利 | 953 | 896 | 1,087 | 485 | 468 | 431 | 465 | 479 | 608 |
| 同比变动 | 10% | 18% | 14% | 8% | 11% | 17% | 18% | -1% | 30% |
| 整体毛利率 | 39.8% | 39.3% | 42.5% | 39.4% | 40.3% | 37.9% | 40.6% | 41.5% | 43.4% |
| 同比百分点变动 | -0.1 | 1.1 | 2.7 | 0.5 | -0.9 | 0.8 | 1.4 | 2.2 | 3.1 |
| 经营费用 | -493 | -467 | -535 | -244 | -249 | -215 | -252 | -227 | -308 |
| 销售费用 | -246 | -211 | -303 | -125 | -121 | -99 | -111 | -123 | -181 |
| 管理费用 | -144 | -151 | -131 | -66 | -78 | -67 | -84 | -61 | -70 |
| 研发费用 | -71 | -76 | -73 | -36 | -35 | -35 | -41 | -31 | -43 |
| 税金及附加 | -32 | -29 | -27 | -17 | -15 | -14 | -16 | -13 | -14 |
| 经营费用/收入 | 20.6% | 20.5% | 20.9% | 19.8% | 21.4% | 18.9% | 22.0% | 19.7% | 22.0% |
| 销售费用/收入 | 10.3% | 9.2% | 11.9% | 10.1% | 10.4% | 8.7% | 9.7% | 10.6% | 12.9% |
| 管理费用/收入 | 6.0% | 6.6% | 5.1% | 5.3% | 6.7% | 5.9% | 7.4% | 5.3% | 5.0% |
| 研发费用/收入 | 3.0% | 3.3% | 2.9% | 2.9% | 3.0% | 3.1% | 3.6% | 2.7% | 3.0% |
| 核心经营利润 | 460 | 429 | 552 | 241 | 219 | 216 | 213 | 252 | 300 |
| 同比变动 | 10% | 37% | 20% | 20% | 1% | 15% | 68% | 5% | 37% |
| 核心经营利润率 | 19.2% | 18.8% | 21.6% | 19.6% | 18.9% | 19.0% | 18.6% | 21.9% | 21.4% |
| 同比百分点变动 | 0.1 | 3.0 | 2.4 | 2.2 | -2.3 | 0.1 | 6.0 | 2.3 | 2.5 |
| 净财务费用 | -31 | -18 | -1 | -17 | -14 | -10 | -8 | -6 | 5 |
| 其他利得和收益 | 52 | 38 | 37 | 26 | 26 | 21 | 18 | 18 | 19 |
| 有效税率 | 15.2% | 14.2% | 15.1% | 14.8% | 15.7% | 14.1% | 14.4% | 14.8% | 15.3% |
| 净利润 | 366 | 352 | 455 | 189 | 177 | 180 | 172 | 206 | 249 |
| 同比变动 | 8% | 31% | 24% | 12% | 4% | 22% | 42% | 9% | 41% |
| 净利率 | 15.3% | 15.4% | 17.8% | 15.4% | 15.2% | 15.8% | 15.1% | 17.9% | 17.8% |
| 同比百分点变动 | -0.3 | 1.9 | 2.5 | 0.7 | -1.4 | 1.0 | 2.9 | 2.5 | 2.5 |
| 摊薄每股盈利(人民币) | 0.46 | 0.44 | 0.57 | 0.24 | 0.22 | 0.23 | 0.22 | 0.26 | 0.31 |
| 同比变动 | 8% | 31% | 24% | 13% | 4% | 22% | 42% | 9% | 41% |

资料来源: 公司数据、浦银国际

涪陵榨菜 (002507 CH)

图表 10: 涪陵榨菜 1H20 净利润增长 28%，得益于 2Q20 收入增长 28% (vs 1Q20: -8%) 以及 1H20 销售费用率下降 5.4 个百分点

| (百万人民币) | 1H19 | 2H19 | 1H20 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 整体收入 | 1,086 | 904 | 1,198 | 527 | 559 | 518 | 385 | 483 | 715 |
| 核心食品加工收入 | 1,085 | 902 | 1,196 | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 榨菜 | 924 | 788 | 1,036 | | | | | | |
| 泡菜 | 76 | 51 | 82 | | | | | | |
| 其他开胃小菜 | 85 | 63 | 78 | | | | | | |
| 非核心收入 | 1 | 1 | 1 | | | | | | |
| 同比变动 | | | | | | | | | |
| 整体收入 | 2% | 6% | 10% | 4% | 1% | 8% | 4% | -8% | 28% |
| 核心食品加工收入 | 2% | 6% | 10% | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 榨菜 | 3% | 8% | 12% | | | | | | |
| 泡菜 | -6% | -24% | 9% | | | | | | |
| 其他开胃小菜 | -3% | 26% | -8% | | | | | | |
| 整体毛利 | 636 | 530 | 687 | 306 | 330 | 311 | 219 | 278 | 409 |
| 同比变动 | 9% | 10% | 8% | 18% | 1% | 13% | 6% | -9% | 24% |
| 整体毛利率 | 58.6% | 58.7% | 57.4% | 58.1% | 58.9% | 60.0% | 57.0% | 57.6% | 57.2% |
| 同比百分点变动 | 3.5 | 2.0 | -1.2 | 7.0 | 0.4 | 2.7 | 1.1 | -0.5 | -1.7 |
| 榨菜毛利率 | 60.5% | 60.6% | 59.3% | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 同比百分点变动 | 4.0 | 2.0 | -1.2 | | | | | | |
| 运营费用 | -279 | -230 | -233 | -129 | -150 | -94 | -136 | -94 | -139 |
| 销售费用 | -230 | -177 | -188 | -106 | -124 | -71 | -106 | -77 | -111 |
| 管理费用 | -30 | -33 | -26 | -15 | -15 | -14 | -19 | -11 | -15 |
| 研发费用 | -2 | -8 | -2 | 0 | -2 | -4 | -4 | -1 | -1 |
| 税金及附加 | -17 | -12 | -17 | -8 | -10 | -5 | -6 | -6 | -12 |
| 运营费用/收入 | 25.7% | 25.4% | 19.5% | 24.4% | 26.9% | 18.1% | 35.3% | 19.5% | 19.4% |
| 销售费用/收入 | 21.1% | 19.6% | 15.7% | 20.1% | 22.1% | 13.7% | 27.6% | 15.9% | 15.6% |
| 管理费用/收入 | 2.8% | 3.7% | 2.2% | 2.8% | 2.7% | 2.7% | 4.9% | 2.2% | 2.1% |
| 研发费用/收入 | 0.2% | 0.9% | 0.1% | 0.0% | 0.3% | 0.7% | 1.1% | 0.2% | 0.1% |
| 核心运营利润 | 357 | 300 | 454 | 178 | 179 | 217 | 84 | 184 | 270 |
| 同比变动 | 9% | -19% | 27% | 47% | -13% | -1% | -45% | 4% | 51% |
| 核心运营利润率 | 32.9% | 33.2% | 37.9% | 33.7% | 32.1% | 41.8% | 21.7% | 38.1% | 37.8% |
| 同比百分点变动 | 2.0 | -10.2 | 5.0 | 9.9 | -5.2 | -3.4 | -19.3 | 4.4 | 5.7 |
| 净财务收入 | 2 | 3 | 10 | 1 | 1 | 1 | 3 | 1 | 9 |
| 其他利得和收益 | 13 | 43 | 11 | 5 | 8 | 22 | 22 | 10 | 1 |
| 有效税率 | 15.1% | 15.0% | 14.8% | 15.4% | 14.8% | 15.1% | 14.6% | 14.9% | 14.8% |
| 净利润 | 315 | 290 | 404 | 155 | 160 | 203 | 87 | 166 | 239 |
| 同比变动 | 3% | -19% | 28% | 35% | -16% | -7% | -37% | 7% | 50% |
| 净利率 | 29.0% | 32.1% | 33.8% | 29.5% | 28.5% | 39.2% | 22.6% | 34.3% | 33.4% |
| 同比百分点变动 | 0.3 | -9.8 | 4.8 | 6.8 | -5.7 | -6.1 | -14.9 | 4.8 | 4.9 |
| 摊薄每股盈利(人民币) | 0.40 | 0.37 | 0.51 | 0.20 | 0.20 | 0.26 | 0.11 | 0.21 | 0.30 |
| 同比变动 | 3% | -18% | 28% | 33% | -17% | -7% | -37% | 5% | 50% |

资料来源: 公司数据、浦银国际

恒顺醋业 (600305 CH)

图表 11: 恒顺醋业 1H20 净利润增长 4%，主要得益于 2Q20 调味品业务增长 17% (vs 1Q20: +1%)

| (百万人民币) | 1H19 | 2H19 | 1H20 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 整体收入 | 888 | 944 | 953 | 465 | 423 | 450 | 495 | 466 | 487 |
| 调味品业务收入 | 826 | 894 | 898 | 433 | 393 | 425 | 469 | 438 | 460 |
| 醋 | 620 | 613 | 651 | 300 | 319 | 305 | 308 | 301 | 350 |
| 料酒 | 117 | 128 | 149 | 63 | 54 | 70 | 58 | 80 | 68 |
| 其他调味品 | 90 | 153 | 98 | 69 | 20 | 49 | 104 | 56 | 42 |
| 同比变动 | | | | | | | | | |
| 整体收入 | 10% | 6% | 7% | 16% | 4% | 4% | 8% | 0% | 15% |
| 调味品业务收入 | 12% | 14% | 9% | 15% | 8% | 8% | 20% | 1% | 17% |
| 醋 | 9% | 4% | 5% | 14% | 4% | 4% | 3% | 0% | 10% |
| 料酒 | 34% | 21% | 27% | 37% | 30% | 39% | 4% | 27% | 27% |
| 整体毛利 | 392 | 438 | 389 | 205 | 187 | 200 | 239 | 189 | 200 |
| 同比变动 | 16% | 16% | -1% | 27% | 6% | 14% | 18% | -8% | 7% |
| 整体毛利率 | 44.2% | 46.4% | 40.8% | 44.1% | 44.2% | 44.4% | 48.2% | 40.5% | 41.1% |
| 同比百分点变动 | 2.3 | 3.9 | -3.3 | 3.8 | 0.8 | 3.7 | 4.0 | -3.6 | -3.1 |
| 调味品毛利率 | 44.6% | 48.3% | 41.2% | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 醋 | 46.6% | 46.5% | 44.0% | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 料酒 | 34.4% | 38.1% | 36.6% | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 运营费用 | -246 | -264 | -225 | -126 | -120 | -118 | -147 | -102 | -123 |
| 销售费用 | -148 | -169 | -136 | -77 | -71 | -73 | -96 | -58 | -78 |
| 管理费用 | -60 | -55 | -48 | -30 | -30 | -28 | -28 | -25 | -24 |
| 研发费用 | -26 | -27 | -28 | -13 | -13 | -11 | -16 | -13 | -15 |
| 税金及附加 | -13 | -13 | -12 | -7 | -6 | -6 | -7 | -6 | -6 |
| 运营费用/收入 | 27.8% | 28.0% | 23.6% | 27.2% | 28.3% | 26.2% | 29.6% | 21.9% | 25.2% |
| 销售费用/收入 | 16.6% | 17.9% | 14.3% | 16.6% | 16.7% | 16.3% | 19.4% | 12.5% | 16.1% |
| 管理费用/收入 | 6.8% | 5.9% | 5.1% | 6.5% | 7.1% | 6.2% | 5.6% | 5.3% | 4.8% |
| 研发费用/收入 | 2.9% | 2.9% | 3.0% | 2.7% | 3.1% | 2.4% | 3.3% | 2.9% | 3.0% |
| 核心运营利润 | 146 | 174 | 164 | 78 | 67 | 82 | 92 | 87 | 77 |
| 同比变动 | 15% | 17% | 13% | 27% | 3% | 11% | 23% | 11% | 15% |
| 核心运营利润率 | 16.4% | 18.4% | 17.2% | 16.9% | 15.9% | 18.2% | 18.6% | 18.6% | 15.9% |
| 同比百分点变动 | 0.7 | 1.7 | 0.8 | 1.5 | -0.2 | 1.0 | 2.2 | 1.7 | 0.0 |
| 净财务收入 | -3 | -2 | -3 | -2 | -1 | -2 | -1 | -1 | -2 |
| 其他利得和收益 | 28 | 53 | 22 | 10 | 18 | 50 | 3 | 9 | 13 |
| 有效税率 | 15.8% | 17.4% | 16.1% | 14.9% | 16.8% | 15.6% | 19.9% | 16.1% | 16.1% |
| 净利润 | 144 | 182 | 149 | 73 | 71 | 109 | 73 | 76 | 73 |
| 同比变动 | 17% | 0% | 4% | 24% | 11% | 14% | -15% | 4% | 4% |
| 净利率 | 16.2% | 19.3% | 15.7% | 15.8% | 16.7% | 24.2% | 14.8% | 16.3% | 15.1% |
| 同比百分点变动 | 0.9 | -1.1 | -0.6 | 0.9 | 1.0 | 2.1 | -4.0 | 0.5 | -1.7 |
| 摊薄每股盈利(人民币) | 0.14 | 0.27 | 0.15 | 0.09 | 0.05 | 0.18 | 0.09 | 0.10 | 0.05 |
| 同比变动 | -8.6% | 16.8% | 3.6% | 23.5% | -38.4% | 45.1% | -14.4% | 3.7% | 3.4% |

资料来源: 公司数据、浦银国际

天味食品 (603317 CH)

图表 12: 天味食品 1H20 净利润增长 95% (全年目标: +15%), 得益于同期收入增长 46% (全年目标: +30%)、毛利率扩张 3.7 个点 (部分产品价格上调) 以及运营效率提升

| (百万人民币) | 1H19 | 2H19 | 1H20 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 整体收入 | 629 | 1,098 | 919 | 306 | 324 | 448 | 650 | 334 | 585 |
| 调味品业务 | 629 | 1,088 | 919 | 306 | 323 | 443 | 645 | 334 | 585 |
| 火锅底料 | 254 | 562 | 380 | 130 | 124 | 232 | 331 | 135 | 245 |
| 川菜调料 | 324 | 440 | 489 | 153 | 171 | 189 | 251 | 177 | 313 |
| 其他 | 52 | 86 | 49 | 23 | 29 | 23 | 64 | 22 | 27 |
| 非核心收入 | 0 | 10 | 0 | 0 | 0 | 5 | 5 | 0 | 0 |
| 同比变动 | | | | | | | | | |
| 整体收入 | 32% | 17% | 46% | 25% | 39% | 15% | 19% | 9% | 81% |
| 调味品业务 | 33% | 16% | 46% | 26% | 40% | 14% | 18% | 9% | 81% |
| 火锅底料 | 18% | 20% | 50% | 6% | 33% | 8% | 30% | 4% | 98% |
| 川菜调料 | 51% | 45% | 51% | 54% | 48% | 26% | 64% | 16% | 83% |
| 整体毛利 | 244 | 401 | 390 | 122 | 122 | 159 | 241 | 135 | 255 |
| 同比变动 | 34% | 7% | 60% | 31% | 36% | 2% | 10% | 11% | 109% |
| 整体毛利率 | 38.7% | 36.5% | 42.4% | 39.7% | 37.7% | 35.5% | 37.1% | 40.4% | 43.5% |
| 同比百分点变动 | 0.5 | -3.5 | 3.7 | 1.8 | -0.8 | -4.3 | -2.9 | 0.7 | 5.8 |
| 运营费用 | -138 | -208 | -184 | -49 | -89 | -69 | -139 | -54 | -130 |
| 销售费用 | -94 | -147 | -125 | -29 | -64 | -44 | -103 | -32 | -93 |
| 管理费用 | -27 | -37 | -36 | -12 | -15 | -15 | -22 | -14 | -22 |
| 研发费用 | -11 | -15 | -14 | -5 | -6 | -7 | -8 | -6 | -8 |
| 税金及附加 | -6 | -9 | -9 | -2 | -4 | -3 | -6 | -3 | -6 |
| 运营费用/收入 | 21.9% | 19.0% | 20.0% | 16.0% | 27.5% | 15.4% | 21.4% | 16.1% | 22.2% |
| 销售费用/收入 | 14.9% | 13.4% | 13.6% | 9.6% | 19.9% | 9.8% | 15.9% | 9.5% | 15.9% |
| 管理费用/收入 | 4.3% | 3.4% | 3.9% | 4.0% | 4.6% | 3.3% | 3.4% | 4.1% | 3.8% |
| 研发费用/收入 | 1.7% | 1.4% | 1.6% | 1.6% | 1.7% | 1.6% | 1.2% | 1.8% | 1.5% |
| 核心运营利润 | 106 | 193 | 206 | 73 | 33 | 90 | 102 | 81 | 125 |
| 同比变动 | 40% | -6% | 95% | 29% | 75% | -15% | 5% | 12% | 277% |
| 核心运营利润率 | 16.8% | 17.5% | 22.4% | 23.7% | 10.2% | 20.1% | 15.7% | 24.3% | 21.4% |
| 同比百分点变动 | 1.0 | -4.2 | 5.6 | 0.7 | 2.1 | -7.0 | -2.2 | 0.5 | 11.1 |
| 净财务收入 | 2 | 3 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 其他利得和收益 | 14 | 17 | 23 | 13 | 0 | 6 | 11 | 12 | 12 |
| 有效税率 | 15.1% | 13.8% | 14.9% | 15.0% | 15.5% | 14.9% | 12.8% | 14.9% | 14.9% |
| 净利润 | 103 | 194 | 200 | 73 | 29 | 93 | 101 | 77 | 123 |
| 同比变动 | 41% | 0% | 95% | 37% | 52% | 2% | -2% | 5% | 322% |
| 净利率 | 16.3% | 17.7% | 21.7% | 24.0% | 9.0% | 20.7% | 15.6% | 23.0% | 21.0% |
| 同比百分点变动 | 1.0 | -3.0 | 5.4 | 2.1 | 0.7 | -2.5 | -3.3 | -1.0 | 12.0 |
| 摊薄每股盈利(人民币) | 0.27 | 0.47 | 0.42 | 0.20 | 0.07 | 0.22 | 0.25 | 0.19 | 0.23 |
| 同比变动 | 35% | -8% | 56% | 43% | 17% | -8% | -8% | -7% | 234% |

资料来源: 公司数据、浦银国际

千禾味业 (603027 CH)

图表 13: 千禾味业 1H20 净利润增长 80%，主要得益于收入增长 35%和调味品毛利率扩张 3 个百分点

| (百万人民币) | 1H19 | 2H19 | 1H20 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 整体收入 | 594 | 761 | 799 | 291 | 303 | 336 | 425 | 359 | 440 |
| 调味品业务 | 589 | 755 | 794 | 288 | 301 | 333 | 422 | 357 | 437 |
| 酱油 | 356 | 479 | 494 | 174 | 183 | 208 | 271 | 219 | 275 |
| 食醋 | 99 | 121 | 157 | 45 | 54 | 52 | 69 | 74 | 83 |
| 焦糖色 | 78 | 88 | 59 | 41 | 38 | 41 | 47 | 23 | 35 |
| 其他 | 60 | 73 | 89 | 31 | 29 | 35 | 38 | 43 | 46 |
| 非核心 | 6 | 6 | 5 | 3 | 3 | 2 | 3 | 2 | 3 |
| 同比变动 | | | | | | | | | |
| 整体收入 | 24% | 30% | 35% | 18% | 30% | 26% | 33% | 24% | 45% |
| 调味品业务 | 24% | 30% | 35% | 18% | 30% | 26% | 34% | 24% | 45% |
| 酱油 | 37% | 37% | 39% | 32% | 42% | 34% | 40% | 26% | 51% |
| 食醋 | 21% | 26% | 59% | 8% | 35% | 7% | 45% | 63% | 55% |
| 焦糖色 | -18% | -2% | -25% | -20% | -15% | -1% | -3% | -42% | -7% |
| 整体毛利 | 277 | 349 | 397 | 140 | 137 | 156 | 194 | 177 | 221 |
| 同比变动 | 33% | 25% | 44% | 31% | 34% | 25% | 25% | 26% | 62% |
| 整体毛利率 | 46.6% | 45.9% | 49.7% | 48.3% | 45.0% | 46.4% | 45.5% | 49.2% | 50.2% |
| 同比百分点变动 | 3.0 | -1.6 | 3.1 | 4.5 | 1.5 | -0.1 | -2.8 | 0.9 | 5.2 |
| 调味品业务毛利率 | 46.9% | 45.9% | 49.8% | NA | NA | NA | NA | NA | NA |
| 同比百分点变动 | 3.5 | -2.1 | 3.0 | | | | | | |
| 运营费用 | -186 | -229 | -223 | -87 | -99 | -101 | -129 | -97 | -126 |
| 销售费用 | -140 | -169 | -169 | -66 | -74 | -73 | -96 | -74 | -96 |
| 管理费用 | -24 | -29 | -29 | -12 | -13 | -14 | -15 | -14 | -15 |
| 研发费用 | -16 | -23 | -17 | -7 | -9 | -8 | -15 | -5 | -12 |
| 税金及附加 | -5 | -8 | -7 | -2 | -3 | -4 | -3 | -4 | -4 |
| 运营费用/收入 | 31.3% | 30.1% | 27.9% | 30.0% | 32.5% | 29.9% | 30.3% | 26.9% | 28.7% |
| 销售费用/收入 | 23.5% | 22.2% | 21.2% | 22.7% | 24.3% | 21.8% | 22.5% | 20.6% | 21.7% |
| 管理费用/收入 | 4.1% | 3.9% | 3.6% | 4.1% | 4.2% | 4.3% | 3.5% | 3.9% | 3.4% |
| 研发费用/收入 | 2.7% | 3.1% | 2.1% | 2.4% | 3.0% | 2.5% | 3.5% | 1.5% | 2.7% |
| 核心经营利润 | 91 | 120 | 175 | 53 | 38 | 55 | 65 | 80 | 94 |
| 同比变动 | 26% | 5% | 92% | 17% | 42% | 31% | -10% | 51% | 148% |
| 核心经营利润率 | 15.3% | 15.8% | 21.8% | 18.2% | 12.5% | 16.4% | 15.2% | 22.3% | 21.5% |
| 同比百分点变动 | 0.3 | -3.7 | 6.5 | -0.2 | 1.1 | 0.7 | -7.4 | 4.0 | 8.9 |
| 净财务收入 | 4 | 4 | 3 | 1 | 3 | 3 | 1 | 2 | 2 |
| 其他利得和收益 | 8 | 5 | 8 | 7 | 2 | 0 | 5 | 3 | 5 |
| 有效税率 | 15.0% | 14.1% | 14.5% | 15.8% | 14.0% | 15.5% | 13.0% | 15.3% | 13.9% |
| 净利润 | 87 | 111 | 157 | 51 | 37 | 49 | 61 | 70 | 87 |
| 同比变动 | -36% | 6% | 80% | -54% | 44% | 29% | -7% | 39% | 135% |
| 净利率 | 14.7% | 14.6% | 19.6% | 17.4% | 12.1% | 14.7% | 14.4% | 19.6% | 19.7% |
| 同比百分点变动 | -13.6 | -3.2 | 5.0 | -27.4 | 1.2 | 0.3 | -6.2 | 2.2 | 7.6 |
| 摊薄每股盈利(人民币) | 0.18 | 0.23 | 0.23 | 0.15 | 0.04 | 0.11 | 0.13 | 0.15 | 0.09 |
| 同比变动 | -56% | -23% | 27% | -56% | -54% | -9% | -32% | 0% | 139% |

资料来源: 公司数据、浦银国际

行业估值比较

- 全球主要调味品公司估值比较；
- 中国主要快消品和餐饮品牌估值比较。

图表 14: 全球主要调味品公司估值表

| 消费行业 | 股票代码 | 市值 (US\$m) | 收入增幅 | | | | 市盈率 | | | | 每股盈利增幅 | | 股权回报率 | | 息税前利润率 | | |
|-----------|-----------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|
| | | | (%) | (%) | (%) | (%) | (x) | (x) | (x) | (x) | (%) | (%) | (%) | (%) | (%) | (%) | |
| | | | CY19 | CY20E | CY21E | CY22E | CY19 | CY20E | CY21E | CY22E | CY19 | CY20E | CY19 | CY20E | CY19 | CY20E | |
| 中国 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 海天 | 603288 CH | 87,531 | 16.2 | 15.4 | 16.5 | 16.8 | 112.1 | 91.0 | 76.2 | 63.8 | 22.2 | 23.2 | 35.2 | 33.4 | 29.1 | 31.3 | |
| 颐海 | 1579 HK | 16,601 | 59.7 | 36.5 | 39.0 | 29.3 | 147.3 | 107.1 | 78.0 | 59.9 | 38.1 | 37.5 | 31.1 | 31.4 | 25.0 | 25.9 | |
| 中炬高新 | 600872 CH | 8,845 | 12.2 | 14.2 | 19.8 | 19.5 | 84.4 | 69.2 | 55.4 | 44.8 | 18.2 | 22.0 | 19.0 | 19.5 | 19.0 | 20.8 | |
| 天味 | 603317 CH | 6,167 | 22.3 | 44.4 | 39.8 | 33.1 | 137.0 | 101.6 | 76.0 | 56.4 | 3.7 | 34.9 | 19.9 | 18.1 | 17.3 | 18.0 | |
| 涪陵榨菜 | 002507 CH | 5,878 | 3.9 | 14.1 | 15.1 | 14.8 | 66.2 | 52.3 | 44.3 | 37.3 | -8.3 | 26.8 | 22.7 | 22.7 | 33.0 | 38.5 | |
| 千禾味业 | 603027 CH | 4,079 | 27.2 | 29.8 | 26.5 | 24.6 | 136.6 | 84.8 | 64.4 | 49.3 | -18.2 | 61.2 | 13.7 | 15.3 | NA | 18.6 | |
| 恒顺醋业 | 600305 CH | 3,658 | 8.2 | 13.0 | 15.1 | 15.4 | 77.2 | 65.6 | 57.7 | 49.1 | 6.4 | 17.8 | 15.1 | 14.0 | 18.6 | 19.1 | |
| 中值 | | | 16.2 | 15.4 | 19.8 | 19.5 | 112.1 | 84.8 | 64.4 | 49.3 | 6.4 | 26.8 | 19.9 | 19.5 | 22.0 | 20.8 | |
| 日韩 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 龟甲万 | 2801 JP | 10,743 | 4.0 | -6.6 | 7.7 | 4.1 | 41.7 | 46.2 | 39.2 | 35.9 | 5.1 | -9.7 | 9.9 | 9.4 | 8.4 | 9.2 | |
| 味之素 | 2802 JP | 10,435 | -2.1 | -5.3 | 2.9 | 2.5 | 36.2 | 29.9 | 23.0 | 18.7 | 11.7 | 21.1 | 3.6 | 5.5 | 7.1 | 5.3 | |
| 好侍食品 | 2810 JP | 3,380 | 0.7 | -2.7 | 3.3 | 3.0 | 26.4 | 36.1 | 26.2 | 23.2 | 28.1 | -26.9 | 4.8 | 4.3 | NA | NA | |
| 可果美 | 2811 JP | 2,935 | 0.0 | 0.1 | 1.3 | -1.0 | 28.7 | 33.3 | 33.5 | 34.1 | 5.0 | -13.7 | 9.8 | 8.0 | NA | NA | |
| 丘比 | 2809 JP | 2,824 | -4.1 | -4.0 | 3.9 | 1.7 | 15.5 | 31.3 | 18.5 | 17.5 | 2.3 | -50.3 | 7.8 | 4.7 | 5.7 | 4.5 | |
| 有明 | 2815 JP | 2,243 | -0.4 | -10.1 | 8.8 | 7.1 | 13.1 | 28.7 | 27.0 | 24.2 | 142.3 | -54.5 | 12.1 | 8.3 | NA | NA | |
| S&B 食品 | 2805 JP | 629 | 5.3 | -16.2 | -5.3 | 2.8 | 9.7 | 10.1 | 9.2 | 8.4 | 65.0 | -3.8 | 11.6 | 11.7 | NA | NA | |
| 永谷元 | 2899 JP | 401 | NA | NA | NA | NA | 54.0 | NA | NA | NA | -25.4 | NA | 3.6 | NA | NA | NA | |
| 荳原食品 | 2819 JP | 223 | 0.2 | 0.5 | 1.8 | 2.6 | 15.7 | 12.8 | 11.3 | 10.5 | -16.8 | 23.3 | 6.2 | 6.9 | NA | NA | |
| 不倒翁 | 007310 KS | 1,810 | 5.0 | 7.6 | 3.0 | 3.5 | 20.1 | 14.9 | 14.5 | 13.9 | -39.0 | 34.6 | 7.8 | 10.6 | 6.3 | NA | |
| 大象 | 001680 KS | 819 | 0.7 | 3.9 | 3.8 | 3.3 | 9.1 | 7.0 | 7.6 | 7.2 | 65.2 | 30.1 | 10.8 | 13.4 | 4.4 | NA | |
| 中值 | | | 0.5 | -3.4 | 3.1 | 2.7 | 20.1 | 29.8 | 20.8 | 18.1 | 5.1 | -6.8 | 7.8 | 8.2 | 6.3 | 5.3 | |
| 欧美 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 雀巢 | NESN SW | 348,947 | 1.2 | -7.8 | 2.2 | 3.7 | 25.0 | 26.1 | 24.4 | 22.7 | 9.7 | -4.1 | 23.1 | 26.1 | 17.6 | 17.5 | |
| 联合利华 | UNA NA | 156,940 | 4.8 | -6.2 | 3.1 | 2.5 | 19.9 | 20.3 | 19.2 | 18.2 | 6.4 | -2.2 | 45.8 | 46.2 | 19.1 | 19.1 | |
| 卡夫亨氏 | KHC US | 41,739 | -4.9 | 2.4 | -1.8 | 1.0 | 12.0 | 13.2 | 13.6 | 13.3 | -19.3 | -9.5 | 3.7 | 5.6 | 20.3 | 19.8 | |
| 味好美 | MKC US | 27,424 | -1.2 | 3.8 | -0.3 | 2.2 | 38.6 | 35.5 | 36.9 | 34.6 | 6.5 | 8.6 | 21.2 | 20.7 | 18.3 | 19.0 | |
| 康尼格拉 | CAG US | 18,479 | 24.5 | 8.9 | -6.1 | 2.5 | 19.7 | 14.9 | 15.5 | 14.3 | -13.5 | 32.2 | 11.5 | 12.7 | 15.5 | 17.3 | |
| 金宝汤 | CPB US | 15,531 | -9.2 | 1.3 | -6.6 | 0.8 | 19.9 | 16.5 | 18.1 | 17.0 | -0.4 | 21.2 | 31.1 | 44.7 | 15.9 | 17.1 | |
| B&G 食品 | BGS US | 1,959 | -2.4 | 16.3 | -8.0 | -1.1 | 18.6 | 14.0 | 15.6 | 14.6 | -11.4 | 33.4 | 8.9 | 16.5 | 14.7 | 14.9 | |
| 中值 | | | -1.2 | 2.4 | -1.8 | 2.2 | 19.9 | 16.5 | 18.1 | 17.0 | -0.4 | 8.6 | 21.2 | 20.7 | 17.6 | 17.5 | |

资料来源: 彭博普遍预期 (截至 2020 年 9 月 3 日收盘)

图表 15: 中国主要快消品和餐饮公司估值表

| 消费行业 | 股票代码 | 市值 (US\$m) | 收入增幅 | | | | 市盈率 | | | | 每股盈利增幅 | | 股权回报率 | | 息税前利润率 | |
|-------------|-----------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | (%) | (%) | (%) | (%) | (x) | (x) | (x) | (x) | (%) | (%) | (%) | (%) | (%) | (%) |
| | | | CY19 | CY20E | CY21E | CY22E | CY19 | CY20E | CY21E | CY22E | CY19 | CY20E | CY19 | CY20E | CY19 | CY20E |
| 调味品 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 海天 | 603288 CH | 87,531 | 16.2 | 15.4 | 16.5 | 16.8 | 112.1 | 91.0 | 76.2 | 63.8 | 22.2 | 23.2 | 35.2 | 33.4 | 29.1 | 31.3 |
| 颐海 | 1579 HK | 16,601 | 59.7 | 36.5 | 39.0 | 29.3 | 147.3 | 107.1 | 78.0 | 59.9 | 38.1 | 37.5 | 31.1 | 31.4 | 25.0 | 25.9 |
| 中炬高新 | 600872 CH | 8,845 | 12.2 | 14.2 | 19.8 | 19.5 | 84.4 | 69.2 | 55.4 | 44.8 | 18.2 | 22.0 | 19.0 | 19.5 | 19.0 | 20.8 |
| 天味 | 603317 CH | 6,167 | 22.3 | 44.4 | 39.8 | 33.1 | 137.0 | 101.6 | 76.0 | 56.4 | 3.7 | 34.9 | 19.9 | 18.1 | 17.3 | 18.0 |
| 涪陵榨菜 | 002507 CH | 5,878 | 3.9 | 14.1 | 15.1 | 14.8 | 66.2 | 52.3 | 44.3 | 37.3 | -8.3 | 26.8 | 22.7 | 22.7 | 33.0 | 38.5 |
| 千禾味业 | 603027 CH | 4,079 | 27.2 | 29.8 | 26.5 | 24.6 | 136.6 | 84.8 | 64.4 | 49.3 | -18.2 | 61.2 | 13.7 | 15.3 | NA | 18.6 |
| 恒顺醋业 | 600305 CH | 3,658 | 8.2 | 13.0 | 15.1 | 15.4 | 77.2 | 65.6 | 57.7 | 49.1 | 6.4 | 17.8 | 15.1 | 14.0 | 18.6 | 19.1 |
| 中值 | | | 16.2 | 15.4 | 19.8 | 19.5 | 112.1 | 84.8 | 64.4 | 49.3 | 6.4 | 26.8 | 19.9 | 19.5 | 22.0 | 20.8 |
| 纸清个护 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 恒安 | 1044 HK | 9,356 | 9.6 | 4.4 | 7.0 | 7.1 | 16.3 | 13.7 | 12.9 | 12.2 | 4.1 | 18.7 | 22.6 | 24.5 | 25.3 | 26.8 |
| 珀莱雅 | 603605 CH | 5,466 | 32.3 | 21.3 | 27.1 | 23.2 | 94.9 | 78.3 | 60.3 | 48.6 | 36.1 | 21.2 | 21.1 | 20.1 | 14.8 | 15.5 |
| 维达 | 3331 HK | 3,999 | 8.0 | 6.2 | 9.9 | 9.3 | 27.1 | 16.2 | 15.0 | 13.4 | 75.5 | 67.1 | 12.5 | 18.7 | 9.8 | 14.6 |
| 中顺洁柔 | 002511 CH | 4,563 | 16.8 | 17.7 | 17.7 | 16.6 | 50.7 | 34.0 | 27.9 | 23.5 | 46.9 | 49.1 | 16.3 | 19.0 | 11.6 | 14.2 |
| 丸美 | 603983 CH | 4,494 | NA | 9.4 | 20.0 | 18.0 | 56.0 | 54.5 | 44.9 | 37.6 | NA | 2.8 | 25.5 | 18.4 | 29.5 | 30.3 |
| 家化 | 600315 CH | 4,214 | 6.4 | -2.0 | 12.2 | 12.4 | 51.8 | 72.4 | 55.6 | 46.8 | 2.5 | -28.4 | 9.2 | 6.1 | 7.7 | 5.4 |
| 中值 | | | 9.6 | 7.8 | 14.9 | 14.5 | 51.3 | 44.3 | 36.4 | 30.6 | 36.1 | 20.0 | 18.7 | 18.9 | 13.2 | 15.0 |
| 食品饮料 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 康师傅 | 322 HK | 10,667 | 2.1 | 7.7 | 3.1 | 4.2 | 27.6 | 18.7 | 18.6 | 17.3 | 16.2 | 47.7 | 17.0 | 19.4 | 8.5 | 9.7 |
| 达利 | 3799 HK | 8,764 | 2.5 | 0.8 | 9.1 | 7.3 | 15.7 | 15.7 | 14.1 | 13.0 | 3.7 | -0.4 | 24.2 | 23.1 | 19.9 | 23.7 |
| 旺旺 | 151 HK | 8,672 | -0.9 | 3.9 | 3.3 | 3.4 | 16.3 | 15.4 | 14.6 | 13.9 | 10.8 | 6.0 | 23.7 | 24.9 | 23.7 | 23.7 |
| 桃李面包 | 603866 CH | 6,360 | 16.8 | 15.2 | 16.8 | 16.9 | 63.8 | 51.5 | 44.4 | 37.1 | 6.7 | 23.8 | 19.1 | 20.6 | NA | 15.8 |
| 养元饮品 | 603156 CH | 5,299 | -8.4 | NA | NA | NA | 13.5 | NA | NA | NA | -0.3 | NA | 22.1 | NA | NA | NA |
| 统一 | 220 HK | 4,013 | 1.1 | 3.7 | 4.7 | 4.6 | 20.1 | 18.6 | 17.3 | 16.0 | 32.1 | 8.1 | 10.2 | 10.9 | 8.2 | 8.4 |
| 维他奶 | 345 HK | 3,860 | 0.6 | 3.3 | 11.0 | 13.9 | 51.8 | 50.4 | 41.0 | 34.0 | -14.1 | 2.8 | 18.5 | 18.2 | 10.6 | 9.7 |
| 中值 | | | 1.1 | 3.8 | 6.9 | 6.0 | 20.1 | 18.6 | 18.0 | 16.6 | 6.7 | 7.1 | 19.1 | 20.0 | 10.6 | 12.8 |
| 休闲零食 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 绝味食品 | 603517 CH | 7,535 | 18.4 | 8.5 | 19.0 | 13.9 | 61.4 | 61.9 | 46.2 | 38.7 | 23.8 | -0.8 | 21.1 | 16.4 | 19.4 | 18.8 |
| 洽洽食品 | 002557 CH | 4,922 | 15.3 | 17.4 | 16.6 | 15.3 | 55.8 | 44.5 | 37.2 | 31.3 | 39.6 | 25.3 | 16.9 | 18.4 | 16.6 | 15.3 |
| 良品铺子 | 603719 CH | 4,178 | NA | 10.5 | 25.2 | NA | 75.1 | 79.3 | 54.9 | NA | NA | -5.3 | 27.3 | 20.6 | 5.0 | NA |
| 三只松鼠 | 300783 CH | 3,626 | NA | 21.9 | 26.9 | 26.0 | 104.1 | 109.6 | 78.8 | 60.7 | NA | -5.0 | 15.9 | 9.7 | 3.2 | 2.1 |
| 盐津铺子 | 002847 CH | 2,795 | 26.3 | 42.0 | 32.8 | 27.0 | 143.5 | 82.0 | 55.4 | 40.4 | 80.7 | 75.0 | 18.1 | 18.4 | NA | 13.3 |
| 周黑鸭 | 1458 HK | 2,675 | -0.8 | -23.6 | 64.4 | 27.1 | 42.6 | 160.2 | 31.3 | 22.4 | -22.3 | -73.4 | 9.7 | 2.7 | 13.9 | 5.9 |
| 煌上煌 | 002695 CH | 2,346 | 11.6 | 21.1 | 22.8 | 20.9 | 73.0 | 57.6 | 45.2 | 36.4 | 26.2 | 26.6 | 10.9 | 10.8 | 12.8 | 12.1 |
| 中值 | | | 15.3 | 17.4 | 25.2 | 23.5 | 73.0 | 79.3 | 46.2 | 37.5 | 26.2 | -0.8 | 16.9 | 16.4 | 13.4 | 12.7 |
| 乳业 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 伊利 | 600887 CH | 36,905 | 14.0 | 10.0 | 12.9 | 11.0 | 36.1 | 35.6 | 29.7 | 25.8 | 8.5 | 1.4 | 25.7 | 25.4 | 8.8 | 8.6 |
| 蒙牛 | 2319 HK | 19,369 | 14.6 | -1.1 | 13.6 | 10.9 | 31.7 | 38.0 | 25.3 | 21.3 | 36.0 | -16.5 | 15.1 | 11.0 | 6.1 | 4.6 |
| 飞鹤 | 6186 HK | 18,304 | NA | 38.8 | 27.7 | 22.6 | 29.2 | 21.7 | 17.1 | 13.9 | NA | 34.2 | 41.8 | 36.0 | 35.3 | 41.1 |
| 光明 | 600597 CH | 3,737 | 7.5 | 10.7 | 10.9 | 11.4 | 51.0 | 43.3 | 36.9 | 29.7 | 46.4 | 17.8 | 9.0 | 9.7 | 4.8 | 5.7 |
| 中值 | | | 14.0 | 10.3 | 13.3 | 11.2 | 33.9 | 36.8 | 27.5 | 23.6 | 36.0 | 9.6 | 20.4 | 18.2 | 7.4 | 7.2 |
| 餐厅 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 海底捞 | 6862 HK | 36,243 | 56.5 | 14.0 | 71.1 | 25.8 | 106.0 | 269.2 | 54.9 | 41.7 | 27.6 | -60.6 | 24.4 | 9.5 | 15.3 | 5.1 |
| 百胜中国 | YUMC US | 21,219 | 4.3 | -9.0 | 18.9 | 9.0 | 29.9 | 47.7 | 27.3 | 23.5 | 22.9 | -37.3 | 24.0 | 14.0 | 10.4 | 7.2 |
| 九毛九 | 9922 HK | 3,308 | NA | 1.1 | 76.3 | 38.4 | 95.8 | 410.2 | 48.1 | 33.0 | NA | -76.6 | 101.4 | 3.6 | NA | 4.0 |
| 呷哺呷哺 | 520 HK | 1,366 | 27.4 | -3.7 | 40.6 | 16.9 | 27.6 | 540.7 | 18.8 | 14.9 | -27.9 | -94.9 | 12.5 | 1.9 | 29.8 | 2.5 |
| 中值 | | | 27.4 | -1.3 | 55.9 | 21.4 | 62.9 | 339.7 | 37.7 | 28.2 | 22.9 | -68.6 | 24.2 | 6.6 | 15.3 | 4.5 |

资料来源: 彭博普遍预期 (截至 2020 年 9 月 3 日收盘)

七大调味品公司背景简介

颐海国际 (1579 HK)

颐海成立于 2013 年，其历史可追溯至 2005 年四川海底捞成立成都分公司，后者于 2006 年在成都投入运营旗下第一条火锅底料生产线，为海底捞餐厅生产火锅底料。颐海已成长为中国主要的复合调味品生产商之一，产品包括火锅调味料和中式复合调味料，2017 年亦成功扩张品类至方便速食，包括自煮火锅和方便米饭等，均使用「海底捞」品牌。2016 年 7 月，颐海在香港首次公开上市。2019 年，颐海开始采用以师徒制为基础的“合伙人裂变”机制，以解决渠道扩张和深耕过程中的人力瓶颈问题，确保销售动能持续。海底捞创始人张勇和施永宏亦为颐海创始人兼大股东，施永宏现担任颐海董事会主席，主要负责公司战略决策和人事管理等；张勇在颐海的角色为非执行董事。张勇夫妇和施永宏夫妇共持有颐海近 53% 股权。

海天味业 (603288 CH)

海天是中国最大的调味品公司，酱油、蚝油和调味酱是公司主要产品，「海天」品牌酱油和蚝油在中国市场占有率位列第一。海天味业的前身为 1955 年成立的海天酱油厂，后于 1995 年由全民所有制改制为职工个人和国家共同出资的有限责任公司，2010 年改制为股份有限公司，2014 年 2 月海天在上海证交所上市，借助资本力量进一步扩大产能和规模。以市值计，海天目前是中国最大的消费品公司之一。海天集团股东庞康、程雪、黄文彪、吴振兴、叶燕桥和陈军阳六人持有海天味业将近 50% 股权。

中炬高新 (600872 CH)

中炬高新成立于 1993 年，1995 年 1 月在上海证交所上市，经过 20 多年转型，已经成为主营酱油、鸡精鸡粉、食用油等多品类的调味品企业。中炬是最早布局高鲜酱油市场的中国调味品企业之一，拥有中山及阳西两大生产基地。公司第一大股东为中山润田投资有限公司（实际控制人姚振华），持有中炬近 25% 股权；中山火炬集团（国有法人）持有不到 11% 股权。

涪陵榨菜 (002507 CH)

涪陵榨菜是中国佐餐开味菜的领导企业之一，主要从事榨菜、萝卜、泡菜、下饭菜等佐餐开味菜的研发、生产和销售。「乌江」和「惠通」是公司两大品牌，乌江榨菜销量连续多年行业领先，是公司主力产品。目前，榨菜品类贡献公司 87%左右的收入。集团采用“公司+基地+合作社+农户”的原料采购模式，拥有 30 万吨左右的原料窖池。涪陵榨菜于 2010 年 11 月在深交所上市。重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司持有涪陵榨菜将近 40% 股权。

恒顺醋业 (600305 CH)

恒顺历史可追溯至 1840 年清朝道光年间的朱恒顺糟坊，1933 年改名为镇江恒顺酱醋厂，1955 年公私合营，1995 年改制，1999 年整体改制为国有独资的江苏恒顺集团有限公司，2001 年 2 月在上交所上市。恒顺醋业是中国目前规模最大、现代化程度最高的食醋企业，也是中国四大名醋之首镇江香醋的代表。醋产品在公司调味品销售收入的占比超过 70%。同时，料酒品类快速成长，成为公司新的增长动力。镇江市国有资产监督管理委员会通过江苏恒顺集团有限公司持有恒顺醋业近 38% 股权。

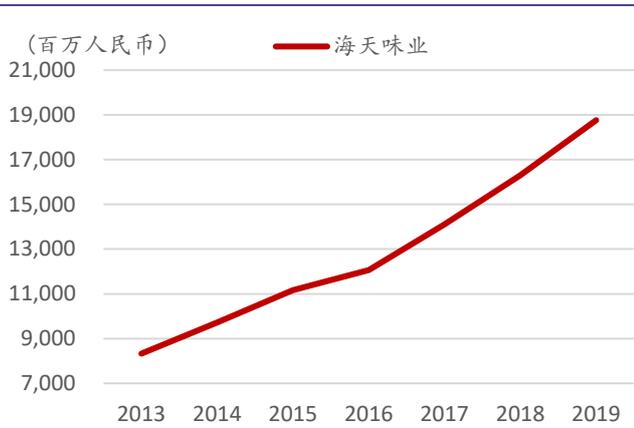
天味食品 (603317 CH)

天味食品主要从事川味复合调味料的研发、生产和销售，产品包括火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、香辣酱等九大类 100 多个品种，主要品牌包括「大红袍」、「好人家」、「天车」以及「有点火」。公司以经销商模式为主（贡献近 90% 收入），定制餐调、电商、直营商超为辅的销售模式。公司对核心原料（酸菜、牛油等）和重点原料（豆瓣、辣椒、花椒、泡椒等）采用“农户+合作社+原料加工基地+公司”的管控模式。邓文与唐璐夫妇持有天味近 80% 股权。天味食品于 2019 年 4 月在上交所上市。

千禾味业 (603027 CH)

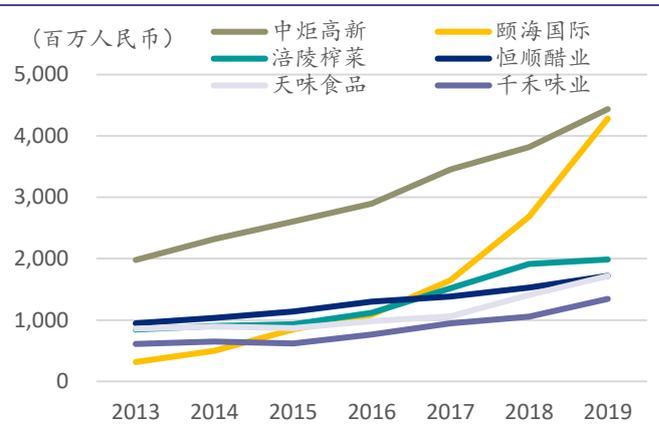
千禾的历史可追溯至 1996 年的四川恒泰，当时以焦糖色业务为主，自 2001 年起延伸至下游调味品业务，聚焦零添加酿造酱油、食醋、料酒等。目前，千禾的酱油和食醋收入占比已由 2013 年的 37% 升至 1H20 的 82%，而焦糖色业务则由 2013 年的 52% 降至 1H20 的 7%。按销售渠道分，公司经销模式贡献 2/3 收入，直销模式贡献 1/3。按地区分，西部区域占千禾调味品业务 1H20 收入的 57%。创始人伍超群家族拥有千禾味业逾 53% 的股权。千禾于 2016 年 3 月在上交所上市。

图表 16: 海天味业 2013-19 年核心业务收入



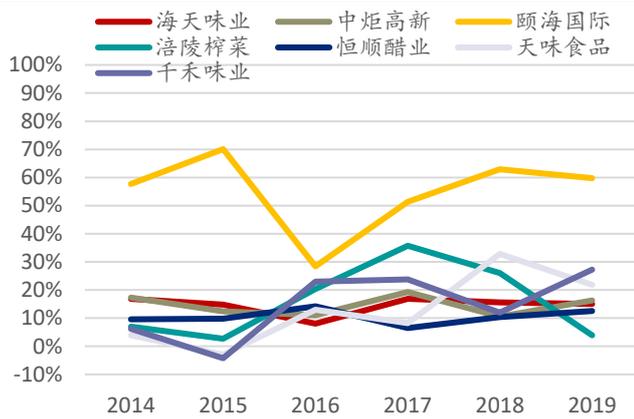
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 17: 中炬、颐海、涪陵、恒顺、天味和千禾 2013-19 年核心业务收入



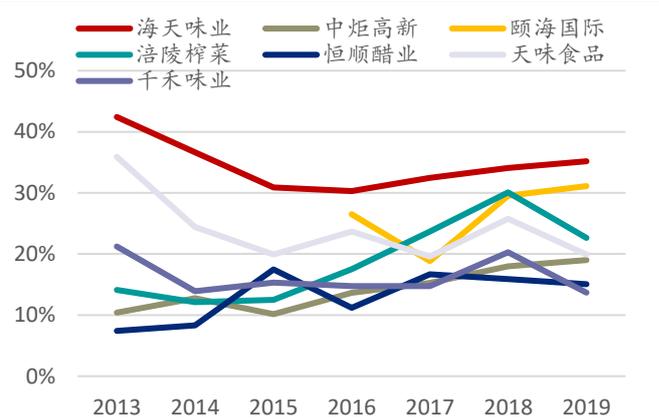
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 18: 七大上市调味品公司 2014-19 年核心业务收入增幅比较



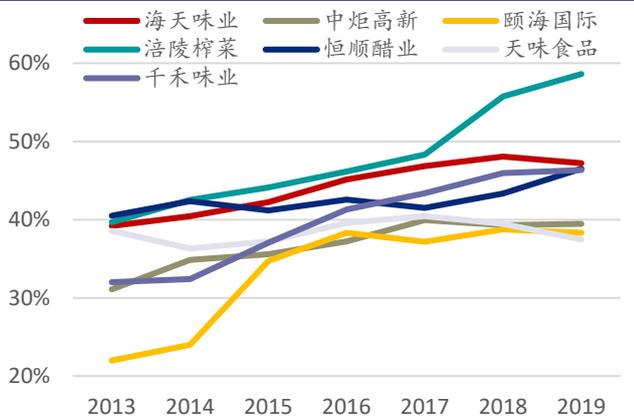
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 19: 七大上市调味品公司 2013-19 年股东回报率比较



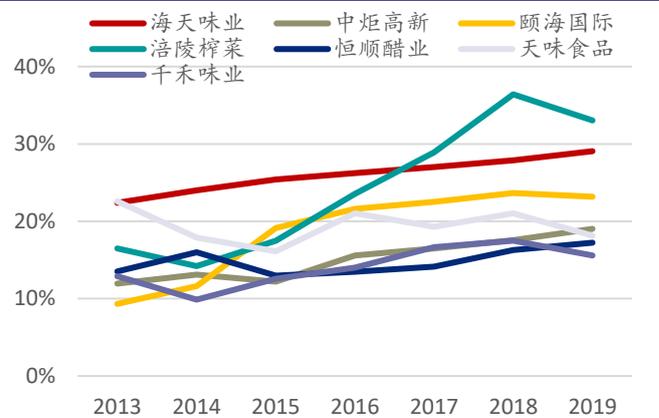
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 20: 七大上市调味品公司 2013-19 年核心毛利率比较



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 21: 七大上市调味品公司 2013-19 年核心运营利润率比较



资料来源: 公司数据、浦银国际

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过其同期所属的行业指数

“维持”：未来 12 个月，预期个股表现与其同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于其同期所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“增持”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经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、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼