

食品饮料行业深度研究报告

穿越周期的经营密码

——百年亨氏三次经营危机启示研究

- **前言:** 每当提起亨氏, 大部分投资者总是对护城河、被巴菲特收购等津津乐道, 视野放在 1980s 消费黄金时代中亨氏的辉煌上, 很少有人去深究, 亨氏百余年中经历数次衰退与战争, 人口、渠道与品类不断变迁, 沧海桑田下为何长盛不衰? 这次我们将时间维度拉长, 复盘公司如何度过三次经营危机, 寻找穿越周期的力量和答案, 以期国内企业跳出历史周期律提供参考。
- **亨氏: 全球领先的西式调味品巨头。** 截止到巴菲特收购前, 2013 年亨氏销售额 115.3 亿美元, 净利润 10.1 亿美元。以调味品为核心, 番茄酱在全球前 10 大市场中有 7 个市占率第一 (2011 年), 兼有膳食&小吃、婴儿食品两项业务, 美国、欧洲作为传统基本盘, 近期重点发力新兴市场。自 1869 年创建起, 外部沧桑变化, 内部多次调整, 亨氏同样也历经三次经营危机:
 - 1) **第一次: 数次经济萧条及二战爆发。** 1870s 经济危机爆发, 因现金流问题亨氏破产, 后吸取教训重新创业, 大萧条中通过主动进攻、拓展新业务领域走出增长停滞, 二战中受益对公业务增量, 带动销售翻倍。
 - 2) **第二次: 1960s 下游零售渠道巨变, 连锁店逐渐取代杂货店。** 二战后商业模式快速更新, 连锁超市取代杂货店, 亨氏未能及时应对, 导致调味品持续亏损、份额流失。1964 年职业经理人开始接手, 重点清理管理积弊, 改善企业利润, 1980s 外部宏观环境向好, 内部极致降本增效, 同时加强广告投入及产品创新, 带动盈利持续抬升, 揭开亨氏黄金时代。
 - 3) **第三次: 1990s 零售商自有品牌挤压, 番茄酱被辣酱取代。** 1990 年初经济萧条, 一方面渠道上自有品牌挤压份额, 另一方面品类上辣酱冲击到番茄酱需求, 由于存在路径依赖, 导致亨氏调整策略失效。最终, 亨氏花费将近 10 年时间, 通过聚焦核心业务, 发力新兴市场, 同时采用直接降价促销、迭代产品包装、加大品牌营销等手段, 重振番茄酱增长。
- **亨氏如何穿越周期: 品牌筑基, 善变恒通。** 宏观下行、品类衰退、渠道老化是亨氏经营的最大难题。面对宏观下行, 品牌是经营的安全垫, 更高品牌溢价下, 宏观向上时可赚取更多利润, 而待需求回落时通过灵活降价、提振份额, 得以平滑需求波动。面对品类老化, 亨氏强化份额诉求, 通过单品迭代、广告营销两大抓手, 在存量市场跑出超额增长, 同时培养年轻消费者, 巩固未来基本盘, 另一方面区域出海、品类细分寻求增量。对于渠道更迭, 亨氏也会经历调整阵痛, 但勇于刮骨疗伤, 更能开启新程。而在资本策略上, 后期亨氏开支更加审慎, 每年分红稳步提高, 股息率维持在 3-5% 区间, 甚至利用财务杠杆提升 ROE, 对公司估值中枢形成有效支撑。
- **复盘感悟与企业建议:**
 - **现金流永远是核心和本质, 在此基础上顺应环境制定战略。** 1870s 大萧条亨氏破产后, 吸取教训对资本开支愈加严格, 往后百年, 即便数次萧条战争冲击, 经营一波三折, 但只要夯实主业, 现金流源源不断, 依旧可以穿越周期。对于企业而言, 报表营收利润固然重要, 但排兵布阵、着眼未来, 现金流始终才是第一位, 总是在此基础上顺应环境制定战略。好的现金流也决定了企业进可攻退可守, 危机时可穿越周期, 顺境时可放大势能, 从时间复利的维度上看, 也是企业价值的核心来源。
 - **当前类似亨氏 1990 年代初, 接下来企业或以价换量、份额优先。** 本轮周期与亨氏在 1990 年代初相似, 多重负面因素叠加。行业步入挤压, 参考亨氏路径, 接下来龙头或将价换量, 强化份额诉求, 即便牺牲部分规模效应, 也要积极应对细分化趋势, 推进渠道改革、新品打造。
 - **亨氏向内, 龟甲万向外, 国内企业后续或走出独立路径。** 亨氏深挖主业提升份额, 龟甲万选择多元化+出海、份额持续下降, 对比来看, 国内企业更有可能前期提份额、后期拓品类, 建议学习亨氏打造区隔, 更可跳出同质化竞争, 提升溢价及份额。
 - **调味品生意长青, 但品类也会迭代, 值得重视下游餐饮变化。** 调味品品类通常与下游口味趋势、餐饮业态共振迭代, 建议从需求本源上重视潜在的复调趋势, 同时做好年轻群体的教育, 巩固未来消费的基本盘。
- **投资建议: 关注企业经营策略调整, 以及资本策略优化。** 短期来看, 24 年行业景气部分恢复, 龙头有望回归正增。长期来看, 挤压增长时代已经到来, 头部企业具备穿越周期能力, 善变者恒通、勇变者自强, 积极调整、克危寻机的公司更有望跑出独立行情。同时从现金流角度出发, 关注企业优化资本策略、提升分红率及 ROE 所带来的投资机会。具体到投资标的上, 推荐龙头壁垒稳固、近期动销改善的**海天**, 以及短期治理改善、长期增量较足的中炬, 同时关注零添加**千禾**, 以及**榨菜、恒顺**等调整效果, 关注布局品类、渠道细分的复调企业**天味、宝立、日辰**。
- **风险提示: 食品安全问题, 行业竞争加剧, 需求恢复不及预期等**

推荐 (维持)

华创证券研究所

证券分析师: 欧阳予

邮箱: ouyangyu@hcyjs.com

执业编号: S0360520070001

证券分析师: 彭俊霖

邮箱: pengjunlin@hcyjs.com

执业编号: S0360521080003

证券分析师: 董广阳

电话: 021-20572598

邮箱: dongguangyang@hcyjs.com

执业编号: S0360518040001

联系人: 严文场

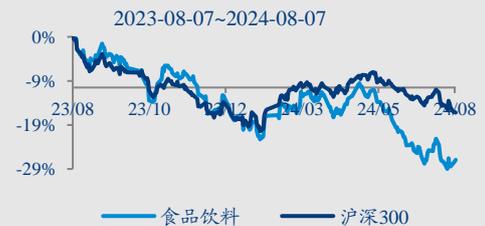
邮箱: yanwenyang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	20	0.00
总市值(亿元)	31,154.74	3.83
流通市值(亿元)	31,141.23	4.89

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.1%	-11.4%	-26.5%
相对表现	1.5%	-11.3%	-10.3%



相关研究报告

《食品饮料行业 2024 年中报前瞻: Q2 边际降速, 挖掘个股亮点》

2024-07-22

《白酒行业热点点评: 扫码红包失效了么?》

2024-07-16

《聆听一线的声音: 大浪淘沙, 务实应对——四川湖南酒企股东大会及渠道调研反馈》

2024-07-01

每日 免费 获取 报告



- ✓ 每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- ✓ 行研报告均为公开版, 权利归原作者所有, 起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码 关注公众号 回复：“**研究报告**” 加入“起点财经”微信群

投资主题

报告亮点

报告的与众不同或创新之处。1) **系统复盘亨氏历史三次经营起伏：**第一次是宏观剧烈波动，第二次是渠道发生迭代，同时内部管理老化、应对不足，第三次是零售商挤压、品类衰退，叠加宏观消费疲软。2) **梳理界定调味品经营周期：**调味品凭借特殊的商业属性，往往长青不衰，生意较一般快消品稳定，但也不可避免地会受到周期影响，其中企业周期通常更短，直接影响短期报表，而行业周期涉及到外部环境变化，通常决定长时间维度下企业经营决策及后续走向。3) **描摹国内调味品后续发展路径：**龙头或将以价换量，强化份额诉求，即便牺牲部分规模效应，也要积极面对渠道、单品周期更迭，其中渠道上积极接纳顺应趋势，调整渠道架构，寻找细分渠道中的结构景气；单品上强化新品研发，一方面抓性价比，一方面做产品升级。4) **针对性提出企业建议：**首先，现金流永远是核心和本质，在此基础上顺应环境制定战略，亨氏经营也并非一帆风顺，克危寻机更能凸显企业价值。其次，当前类似亨氏 1990 年代初，接下来企业或以价换量、份额优先。再次，亨氏向内，龟甲万向外，国内企业后续或走出独立路径。最后，调味品生意长青，但品类也会迭代，需要重视下游餐饮变化。

投资逻辑

短期来看，24 年起外部需求企稳+成本改善，内部企业调整陆续落地，管理治理、渠道链条等持续修复，内外积极因素积累下，行业景气有望恢复，企业回归正增通道。而长期来看，挤压增长时代已经到来，参考亨氏发展路径，调味品赛道始终长青，龙头具备穿越周期能力，善变者恒通、勇变者自强，往后积极调整、应对周期的企业更有望跑出结构行情。同时从现金流角度出发，关注企业优化资本策略、提升分红率及 ROE 所带来的投资机会。

具体到投资标的上，推荐龙头壁垒稳固、近期动销改善的**海天**，以及短期治理改善、长期增量较足的**中炬**，同时关注零添加**千禾**，以及**榨菜**、**恒顺**等调整效果，关注布局品类、渠道细分的复调企业**天味**、**宝立**、**日辰**。

目 录

前言：回首百年亨氏，寻找穿越周期的力量	7
一、亨氏：全球领先的西式调味品巨头	7
（一）企业概览：以调味品为核心，布局全球业务	7
（二）百年征程：外部沧桑变化，基业始终长青	8
二、三次起落：沧海横流，历久弥新	9
（一）第一次起落：1950s 前，穿越两次大萧条及二战，波浪中成为泡菜大王	10
（二）第二次起落：1960-1990s，扫除管理积弊，开启黄金时代	12
1、1960s 问题显现：管理僵化，渠道落伍，份额流失	12
2、1970s 治理变革：职业经理人接手，清理管理积弊	14
3、1980s 黄金时代：极致降本增效，奠定品牌护城河	16
4、股价复盘：70s 估值压缩、盈利提升下股价上行，80s 迎来戴维斯双击	17
（三）第三次起落：1990-2010s，渠道挤压与品类替代叠加，几经调整走出阴霾	18
1、1990s 难题叠加：下游渠道挤压加大，辣酱开始替代番茄酱	18
2、2000s 经营调整：聚焦核心业务，发力新兴市场	19
3、资本策略：合计两轮分红提升，大额回购提高 ROE	21
三、复盘总结：亨氏是如何穿越经营周期？	22
（一）危机溯因：宏观下行、品类衰退、渠道老化	22
（二）如何穿越周期：品牌长青，善变恒通	23
1、品牌是安全垫和蓄水池，需求回落时更善用降价策略	23
2、强化份额诉求、产品做深做透，延缓品类衰老的负面影响	25
3、面对渠道迭代，调整运营策略，经历短期刮骨阵痛	27
四、复盘感悟与企业建议	28
（一）现金流永远是核心和本质，在此基础上顺应环境制定战略	28
（二）当前更类似亨氏 90 年代初，接下来企业或以价换量、份额优先	29
（三）亨氏向内、龟甲万向外，后续国内企业或将走出独立路径	31
（四）调味品生意长青，但品类也有迭代，值得重视下游餐饮趋势	33
五、投资建议：关注企业经营策略调整以及资本策略优化	34
六、风险提示	34

图表目录

图表 1 亨氏营收按业务拆分	7
图表 2 前 10 大市场中有 7 个亨氏番茄酱市占率第一	7
图表 3 亨氏营收按地区拆分	8
图表 4 亨氏前 15 大核心品牌构成营收的 75% 左右	8
图表 5 亨氏公司经营历史及社会发展背景梳理	9
图表 6 亨氏公司发展历史梳理	9
图表 7 亨氏经营三次危机总览	10
图表 8 亨氏前身在大萧条期间倒闭的原因梳理	11
图表 9 19 世纪末亨氏已建成庞大的生产园区	11
图表 10 亨氏前期在创始人 H.J. Heinz 带领下逐步发展为“泡菜大王”	11
图表 11 亨氏为二战美军生产飞机配件	12
图表 12 亨氏为二战士兵生产可加热军粮	12
图表 13 亨氏业务不断趋于多元化	12
图表 14 1938-1947 年亨氏实现翻倍以上增长	12
图表 15 二战后管理层依旧仍是“老亨氏人”	13
图表 16 二战后本土业务利润率长期低于国外	13
图表 17 1960s 年代 Henry J. Heinz II 治下的亨氏经营出现波动	14
图表 18 Burt Gookin 改革策略梳理	15
图表 19 1966-1979 年亨氏营收复合增速接近 11%	15
图表 20 1970 年代亨氏本土经营尤其是盈利实现改善	15
图表 21 亨氏 1970 年代通胀下毛利率有所承压	16
图表 22 亨氏 1970s 提升效率、费用下降带动盈利改善	16
图表 23 Tony O' Reilly 简介	16
图表 24 Tony O' Reilly 对亨氏改革主要从 5 个方面展开	16
图表 25 亨氏三次大规模出海梳理	17
图表 26 1990 年代亨氏主要业务构成	17
图表 27 压缩成本带动亨氏利润率持续提升	17
图表 28 1980 年代亨氏大幅度增加广告费用	17
图表 29 1980s 亨氏净利率、ROE 继续提升	18
图表 30 1980s 亨氏股票迎来双击	18
图表 31 1990 年代初经济萧条下自有品牌份额快速提升	19
图表 32 1980 年起美国外来移民人口快速增加	19
图表 33 1991 年起亨氏经营再次承压	19

图表 34 亨氏自 1997 年启动业务重组，最终明确围绕三大核心品类.....	20
图表 35 Nelson Peltz 简介.....	21
图表 36 Nelson Peltz 关于亨氏经营的主张.....	21
图表 37 新兴市场给亨氏带来显著增量.....	21
图表 38 2012 年亨氏新兴市场营业额组成.....	21
图表 39 亨氏 2007 年后收入恢复增长.....	22
图表 40 亨氏 2007 年后利润显著改善.....	22
图表 41 亨氏历年 ROE 拆解.....	22
图表 42 亨氏历年股息率及分红比例情况.....	22
图表 43 调味品企业经营周期梳理与总结.....	23
图表 44 亨氏百年历史上经营的三次起落.....	23
图表 45 消费者对番茄酱存在品牌认同.....	24
图表 46 亨氏广告营销费用率维持在 4% 以上.....	24
图表 47 亨氏成功塑造领先的品牌形象.....	24
图表 48 亨氏对主力规格产品补贴促销，带动份额快速提升.....	25
图表 49 亨氏番茄酱市占率持续提升.....	25
图表 50 亨氏番茄酱产品持续迭代.....	26
图表 51 1960 年代到 21 世纪亨氏番茄酱如何实现增长.....	26
图表 52 美国零售渠道发展历史梳理.....	27
图表 53 亨氏在不同时期，渠道策略及架构不同.....	28
图表 54 代表调味品企业自由现金流量情况.....	29
图表 55 代表调味品企业资本开支情况.....	29
图表 56 核心领导的管理和作为，也是亨氏能否走出困境、重启辉煌的关键.....	29
图表 57 本轮调味品危机与 1990 年代初亨氏对比.....	30
图表 58 日本 1970s 起酱油竞争加剧，均价平稳.....	30
图表 59 亨氏 90 年代末主动降价、提升份额.....	30
图表 60 调味品行业渠道呈现碎片化.....	31
图表 61 国内酱油演绎历史及趋势.....	31
图表 62 日本酱油后期向功能化、营养化转变.....	31
图表 63 日本酱油人均消费快速回落主要是饮食西化.....	32
图表 64 后期龟甲万酱油市占率实际上并没有提升.....	32
图表 65 用户购买调味品时的关注因素.....	33
图表 66 亨氏通过对比流出速度，展现产品更加醇厚.....	33
图表 67 亨氏针对青少年推出绿色番茄酱.....	34
图表 68 有辣味菜品售卖的餐厅占比持续提升.....	34

图表 69 主要企业盈利预测简表 34

前言：回首百年亨氏，寻找穿越周期的力量

每当提起亨氏，大部分投资者总是对其护城河、被巴菲特收购等津津乐道，视野聚焦到1980年代消费黄金时代中亨氏的辉煌上，但很少有人会去深究，亨氏经营百余年，期间人口、渠道、品类不断迭代变化，内部管理、治理结构也多次调整，沧海桑田下为何亨氏长盛不衰？

这次，我们不妨将时间维度拉长，通过复盘百年历史中公司如何穿越三次经营起伏，或许更能找到亨氏穿越周期的关键和答案，探索国内企业在本轮经营低谷的后续路径，以期跳出历史周期律提供参考和指引。

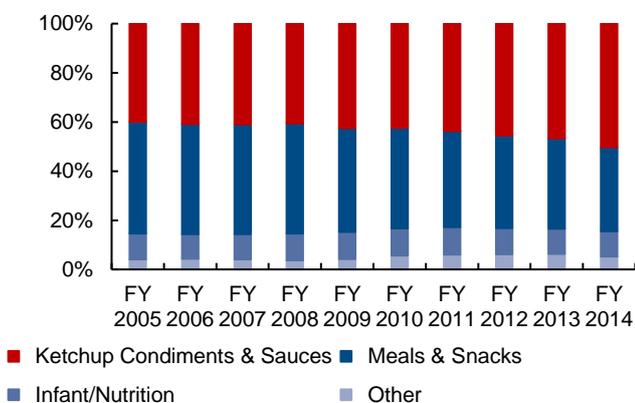
一、亨氏：全球领先的西式调味品巨头

（一）企业概览：以调味品为核心，布局全球业务

亨氏概览：以调味品为核心的综合食品巨头。截止到巴菲特收购前，亨氏¹2013年销售额115.3亿美元，净利润10.1亿美元。

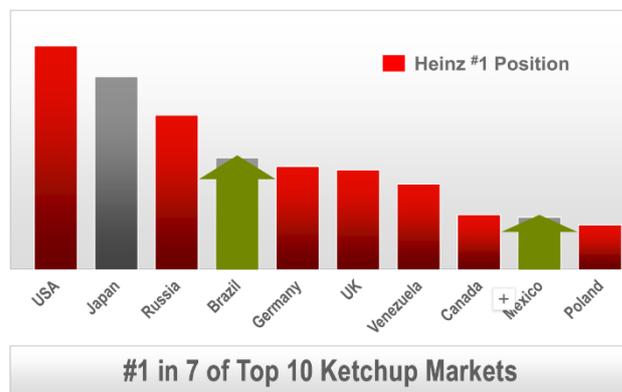
- **品类上看：**主要产品包括番茄酱&酱汁、膳食&小吃、婴儿食品&营养品三大类，营收分别占比为50.3%/34.3%/10.2%，其中番茄酱在全球前10大市场中7个市占率第一（2011年数据），属于番茄酱行业的唯一龙头。

图表1 亨氏营收按业务拆分



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表2 前10大市场中有7个亨氏番茄酱市占率第一

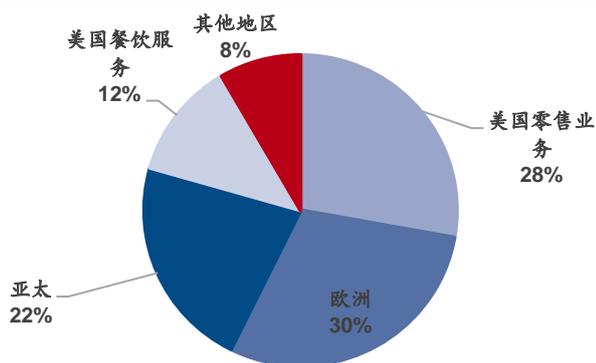


资料来源：亨氏公司IR资料。注：2011年数据

- **区域上看：**2012财年，美国/欧洲/亚太/其他地区营收占比分别约为44%/30%/22%/4%，在美国又可分为零售及餐饮业务，其中餐饮占比接近30%左右，欧洲以英国等传统市场为核心，产品除了番茄酱外，还主打焗豆、即食汤产品，亚太地区作为新兴市场，近年来增速相对更快。

¹ 亨氏2013年被巴菲特收入囊中，并最终与卡夫合并为卡夫亨氏，因此在本篇报告中，我们重点聚焦2013年前的亨氏。

图表3 亨氏营收按地区拆分



资料来源：亨氏公司公告，华创证券。注：数据为2012财年

图表4 亨氏前15大核心品牌构成营收的75%左右



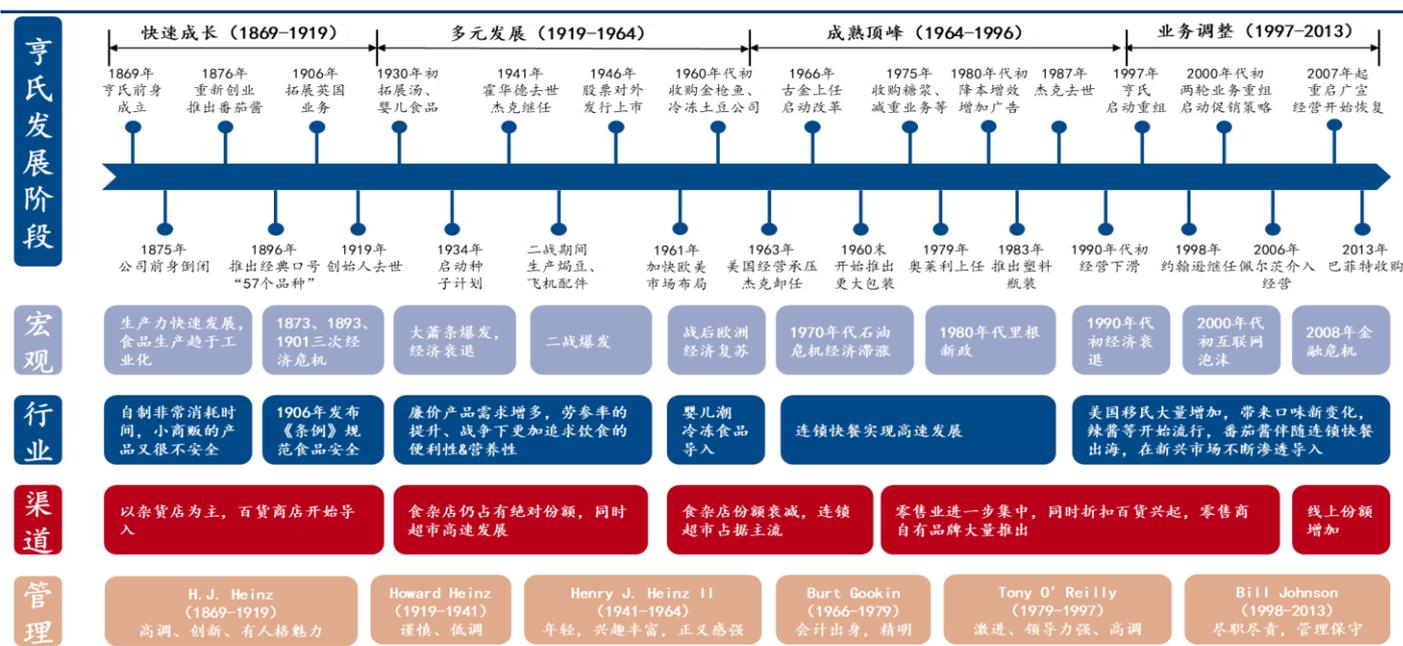
资料来源：亨氏公司IR资料。注：2012年数据

（二）百年征程：外部沧桑变化，基业始终长青

百年亨氏：外部沧桑变化，内部多次调整，但基业始终长青。亨氏创建已有150余年，从外部来看，期间经历数次经济危机、十几次经济衰退，还有二战在内的数次战争，无数新技术如电、汽车等被发明，品类上移民人口涌入带动口味不断变化，渠道上下游也由食杂店向百货商店、会员商超转变，市场上媒体中介快速迭代，也驱动营销手法、渠道策略不断更新；从内部来看，亨氏历经多位截然不同的管理层，从传统家庭作坊到工业生产企业，再到跨国经营的大型食品集团，治理结构、品牌策略、业务布局等在内不断调整。内外不断变化迭代下，企业经营难免有所起伏，自然也有高峰和低谷：

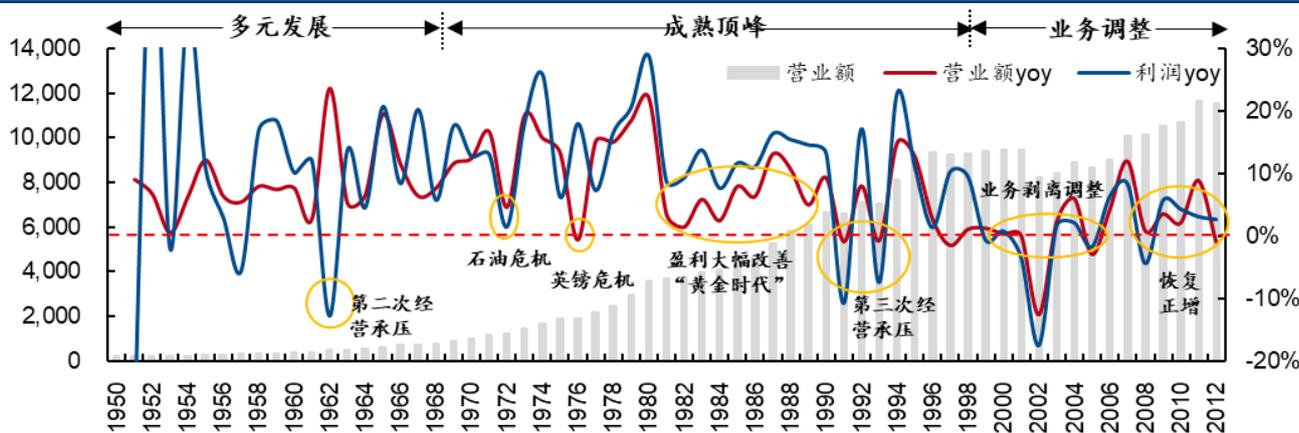
- **1869-1919年：快速成长期。**包装食品行业、生产力快速发展的背景下，H.J. Heinz 成立亨氏公司，凭借产品定义口味，品牌占领心智，快速发展成为当时的“泡菜大王”。
- **1919-1964年：多元发展期。**H.J. Heinz 去世后，后代 Howard Heinz、Henry J. Heinz II 相继接班，开启业务多元化进程，通过拓展业务线、布局海外等，顺利度过大萧条、二战时期，但战后商业模式快速迭代，亨氏的问题也开始逐渐显现。
- **1964-1996年：成熟顶峰期。**亨氏问题暴露后，职业经理人 Burt Gookin 入主亨氏，开启管理改革，重点改善盈利，将亨氏由家族企业改造为现代运营企业，1979年 Tony O'Reilly 接手亨氏，通过更进一步地改革，加上外部宏观经济向好，开启了亨氏的黄金 1980s 时代。
- **1997-2013年：业务调整期。**1990年代初亨氏遭遇品类衰退、渠道变革多重打击，经营出现放缓，1997年正式启动重组，1998年 Bill Johnson 上台，耗时8年主持两轮业务重组，最终明确公司三大核心品类，2007年外部投资者 Nelson Peltz 介入经营，通过调整经营策略，亨氏得以恢复平稳增长，最终2013年亨氏被巴菲特收购。

图表5 亨氏公司经营历史及社会发展背景梳理



资料来源: Robert C. Alberts 《The Good Provider: H. J. Heinz and his 57 varieties》, Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》, 华创证券整理

图表6 亨氏公司发展历史梳理



资料来源: 亨氏公司年报, Bloomberg, 华创证券。注: 单位为百万美元, 营业额及利润yoy数据参考右轴

二、三次起落: 沧海横流, 历久弥新

复盘来看百年历史上, 亨氏经营共有三轮大的起落:

图表 7 亨氏经营三次危机总览

	第一次危机	第二次危机	第三次危机
发生时间	1870s、1930s	1960 年代初	1990 年代初
宏观背景	美国经济发生大萧条，社会底层消费力骤降	宏观经济持续向好	美国经济短期步入衰退，消费更趋于性价比
行业发展	调味品处在快速导入	番茄酱保持稳定增长	番茄酱需求被辣酱冲击
渠道变化	食杂店占据主流	连锁店快速渠道食杂店份额	下游零售巨头向上游挤压
承压表现	1875 年企业破产，1930 年增长停滞	1960s 初份额流失，本土调味品业务持续录得亏损	1990s 初企业营收下滑，未达成 1995 年百亿目标
危机诱因	宏观经济大幅波动	亨氏内部管理老化，渠道策略严重落后	品类老化被辣酱挤压导致人均消费下降，同时性价比趋势下零售商对利润形成挤压
报表体现	无	1963 年利润大幅下降	1991 年、1993 年营收下滑
企业策略	1870s 重新创业，1930s 业务多元化	优化企业治理，重组渠道架构，推进降本增效	剥离低效业务、聚焦核心主业，番茄酱降价提升份额，同时发力新兴市场求增量
后续情况	成长加快，发展为领先的调味品巨头	收入个位数增长，盈利能力大幅提升，1980 年代实现双击	恢复到平稳低增，分红比例由 40% 提升到 60+ % 彰显价值，获得巴菲特青睐

资料来源：Robert C. Alberts 《The Good Provider: H. J. Heinz and his 57 varieties》，Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》，Bloomberg，华创证券整理

（一）第一次起落：1950s 前，穿越两次大萧条及二战，波浪中成为泡菜大王

19 世纪末生产力快速提升，但饮食选择依旧匮乏，在此背景下亨氏前身于 1869 年成立。19 世纪末，南北战争刚刚结束，二次工业革命驱动下，生产力得到快速发展，大量移民自欧洲来到美国²。但在那时，美国当地饮食仍异常单调，仅分夏季和冬季饮食，一年中七八个月都吃着同样的东西，常规主食是面包、土豆、根菜、干果或熏腌制的猪牛肉，水果蔬菜只能在成熟季才能吃到，且由于冷藏运输条件不佳，各地只能吃到当地的食物。因此一是生产力发展下，保存时间更长的罐头开始兴起，二是香料、沙司、调味品、调味菜等常用来佐餐，用以弥补饮食的清淡单调。1869 年，德裔移民 H.J. Heinz 与邻居 L. C. Noble 创立 Anchor Pickle and Vinegar Works，开始用玻璃瓶生产辣根，1871 年又新增泡菜及醋等品类。

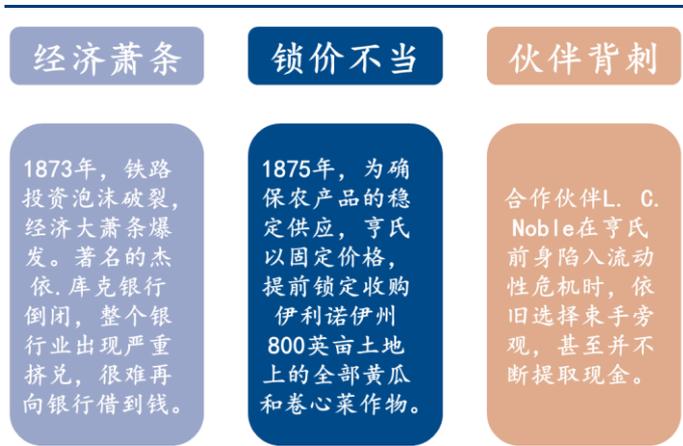
如何穿越 1870s 年代大萧条：1870s 年代，美国大规模修建铁路、开办工业企业等，滋生大量投机和泡沫，1873 年杰库克银行暴雷，导致经济危机爆发，银行业出现严重挤兑。在流动性危机下亨氏也不得不宣告破产，但后续又吸取教训、重新创业，选择重用家族亲戚、关注现金流质量，不断发展成为“Pickles King”（泡菜大王）。

- **经济萧条下，因现金流管理不当，1875 年亨氏前身倒闭。**1875 年，亨氏一是由于自身扩张太快，现金储备短缺，二是经济危机传导至匹兹堡，工资及原料成本上涨，但又很难从银行借到钱，三是为确保原料稳定供应，提前锁定收购伊利诺伊州 800 英亩土地上的全部黄瓜，但当年却是大丰收，采购贷款进一步透支了现金，四是合作伙伴 Noble 在公司危机时背弃跑路，最终公司陷入流动性危机，当年宣告破产。
- **1876 年亨氏重新成立，并将番茄酱首次纳入产品线，凭借过硬产品+品牌营销，逐步成为美国领先的调味品企业。**1876 年 H.J. Heinz 重新创业，这次吸取教育与亲戚合作，成立 F. & J. Heinz，并首次将番茄酱添加到产品线中，1896 年公司提出经典的“57 Varieties”宣传口号，在强有力的营销及过硬的产品质量下，亨氏占有率持

² 在此期间，美国 GDP 首次超过英国，横贯北美大陆的太平洋铁路通车，洛克菲勒标准石油美孚、德雷赛尔-摩根等标志性巨头企业纷纷成立，纽约布鲁克林大桥和自由女神像也开始动工。

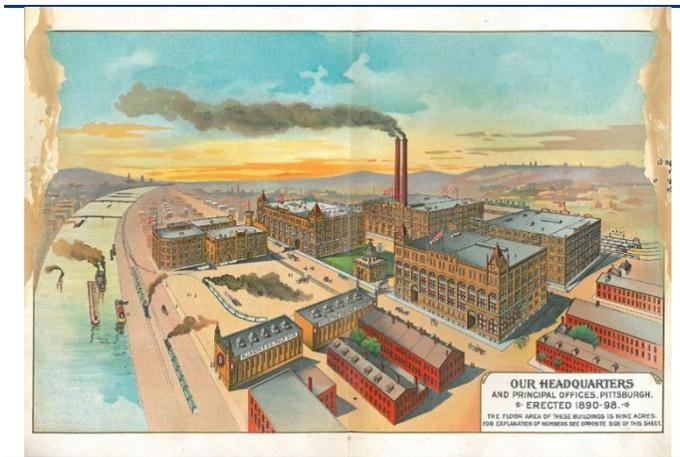
续提升，成为美国最大的泡菜、醋、调味番茄酱生产商，外界人称“泡菜大王”，1901年甚至宣称“本公司在匹兹堡任意一幢大楼，都堪比同行业任意一家公司的全部厂区了”，1905年亨氏进入英国市场拓展海外业务，到1919年创始人 H.J. Heinz 去世时，公司已拥有 6500 名员工，下设 25 家分厂。

图表 8 亨氏前身在在大萧条期间倒闭的原因梳理



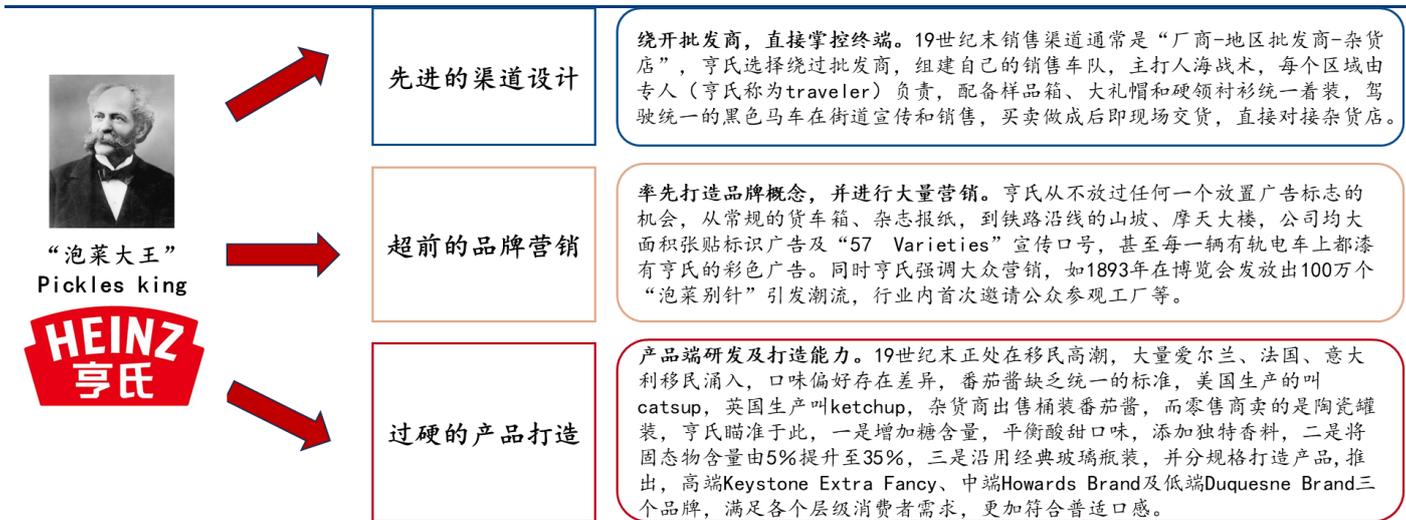
资料来源：Robert C. Alberts 《The Good Provider: H. J. Heinz and his 57 varieties》，华创证券整理

图表 9 19 世纪末亨氏已建成庞大的生产园区



资料来源：Heinz History Center

图表 10 亨氏前期在创始人 H.J. Heinz 带领下逐步发展为“泡菜大王”



资料来源：Robert C. Alberts 《The Good Provider: H. J. Heinz and his 57 varieties》，Quentin R. Skrabec Jr 《H.J. Heinz: A Biography》，华创证券

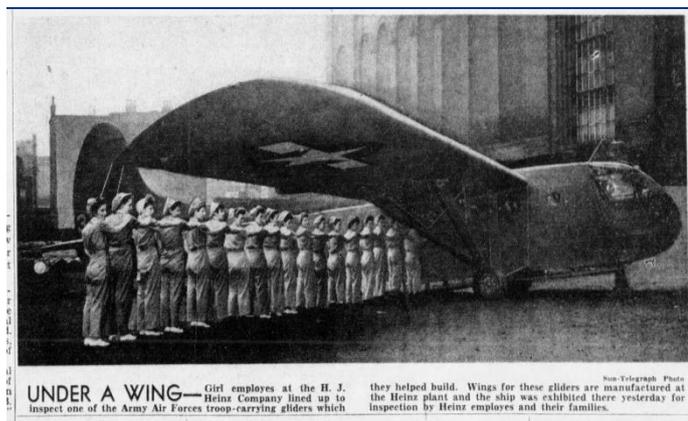
如何穿越 1930s 年代大萧条：通过主动进攻、拓展增量业务，走出增长停滞。创始人 H.J. Heinz 去世后，由其儿子 Howard Heinz 接班，受父亲 1875 年破产、1890s 及 1900s 美国两次经济衰退影响³，Howard 行事一向谨慎，在 1920s 年代企业选择各种投机的同时，亨氏抵制住宽松资金的诱惑，将大多利润投资到政府债券中，公司财务情况也日益健康。1930s 初美国大萧条开始，社会生活水平急剧倒退，亨氏公司增长也出现停滞，但与其他企业被动收缩不同，亨氏反而采取了进攻策略，一是削减成本，但不削减工资，防止破坏团队精神及对公司的热情，二是全年增加广告和促销活动，三也是最为重要的，

³ 亨氏凭借高端定位，当时主要消费者是社会中上层阶级，当经济恐慌时，穷人需求大量减少，但富人依旧维持消费，在 1893 年和 1907 年的经济衰退中亨氏几乎没有受到影响。

进军即食汤和婴儿食品两个新业务领域，Howard 解释道公司需要更多品类、更多广告、更多销售，把经营触达到更远端而非保守收缩。亨氏公司到 1933 年已恢复增长，1936 年公司员工数量达到创纪录的 15000+人。

如何经历第二次世界大战：对公业务贡献增量，依旧带动销售翻倍。1941 年，Howard 去世，其儿子 Henry J. Heinz II 上任，此时恰逢二战爆发，传统市场英国被德军轰炸，同时美国颁布配给政策，亨氏在生产经营端受到一定影响，但亨氏承接政府订单需求，为英国官方生产焗豆（baked beans），提供一种廉价而快速的蛋白质，甚至在美国匹兹堡工厂生产座椅、机翼等飞机配件。亨氏宣传口号也打出“从豆子到轰炸机（beans to bombers）”、“从酸菜到战斗机（pickles to pursuit planes）”，获得官方和社会的广泛赞誉。1946 年亨氏销售额相较 1941 年几乎翻番，同时首次对外发行股票。

图表 11 亨氏为二战美军生产飞机配件



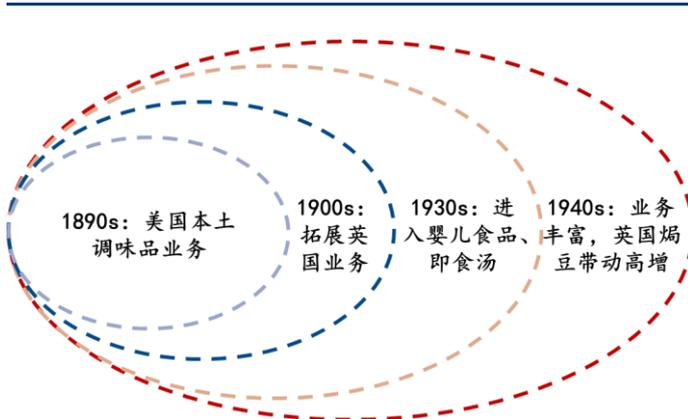
资料来源：Heinz History Center

图表 12 亨氏为二战士兵生产可加热军粮



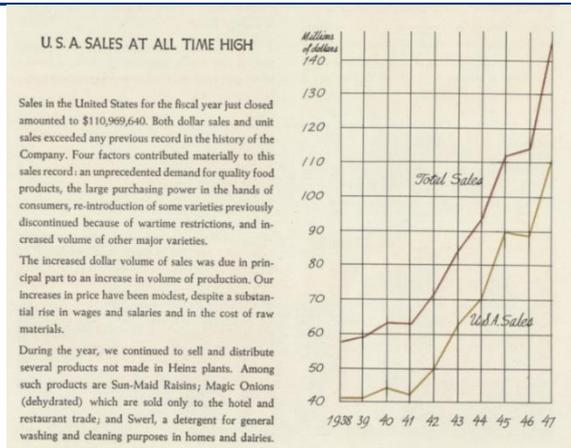
资料来源：The Journal 官网

图表 13 亨氏业务不断趋于多元化



资料来源：Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》，华创证券整理

图表 14 1938-1947 年亨氏实现翻倍以上增长



资料来源：亨氏公司 1946 年报

（二）第二次起落：1960-1990s，扫除管理积弊，开启黄金时代

1、1960s 问题显现：管理僵化，渠道落伍，份额流失

时代快速变革下，管理模式上的落后，使得亨氏经营出现压力。如果用生产力进步来定

义二战前的话，那么战后的关键词则是商业模式的更新和迭代，一方面，连锁超市逐渐占据主流，占食品销售比重由1950年的35%快速提升到1960年70%，另一方面，肯尼迪上台，越南战争爆发，第二次女权浪潮及黑人民权运动席卷美国，摇滚和时尚开始流行，美国社会更加强调创新和叛逆，职业经理人也大量涌现。受益于国际业务扩张、欧洲复苏、婴儿潮到来，亨氏在体量上也保持较快增长，但实际已跟不上时代变化。1964年福布斯杂志甚至引用亨氏经典口号“57 Varieties”，撰写了一篇《57 Varieties of Trouble》来描写公司面临的困境。

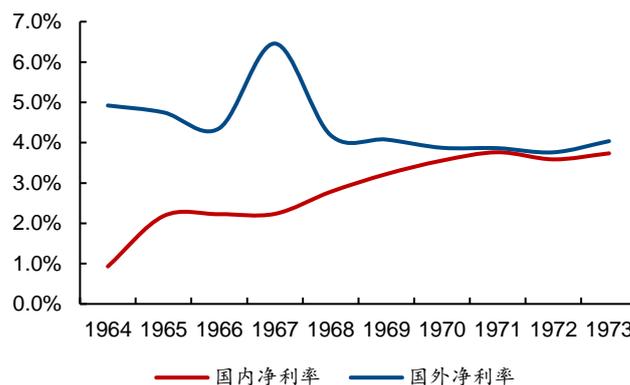
- **传统的家族管理模式不再适用。**亨氏作为家族企业接近80余年，一切基本仍是由Henry J. Heinz II定夺，而他对商业并没有那么感兴趣，从不关心公司股价，更加热衷于国际事务、艺术造诣、社会贡献等等，且他更依赖内部培养且忠实的“老亨氏人”，高管都是一群从创始人时代就在亨氏，上了年纪的老年男性，每个部门都类似于高管的“封地”，不允许他人插手。此外，亨氏依旧像是个家长型企业，缺乏对利润、业绩的导向，1960年代初美国工厂甚至频繁出现罢工活动。
- **对渠道变化应对不足，导致产品份额丢失。**在渠道上，连锁超市取代家庭杂货店，当时许多食品公司已调整打法，改为经纪人代理运作，而亨氏动作迟缓，还在使用19世纪末的传统人海战术来直接对接终端。而在策略上，亨氏只关心成交的绝对数量，而不关心真实的市场走向和趋势，直到1950年代末都没有用第三方咨询公司来追踪市场份额，导致汤、婴儿食品、番茄酱、泡菜等都被竞品抢走份额。
- **品类日渐老化，调味品主业长期处于亏损状态。**实际上二战期间，亨氏经营利润率就持续下滑，尽管合并销售额一路新高，但发家的美国业务却一直承压，可以说如果没有海外业务输血，亨氏“可能会再次破产”。在1963财年，英国、加拿大和澳大利亚分别创下了销售和利润记录，但美国收入却大幅下降，如果不考虑并购业务贡献，那么实际表现将会更差，调味品业务每年录得亏损，只剩番茄酱和醋还保持着一定的优势，泡菜也因品类老化销售持续承压。

图表 15 二战后管理层依旧仍是“老亨氏人”



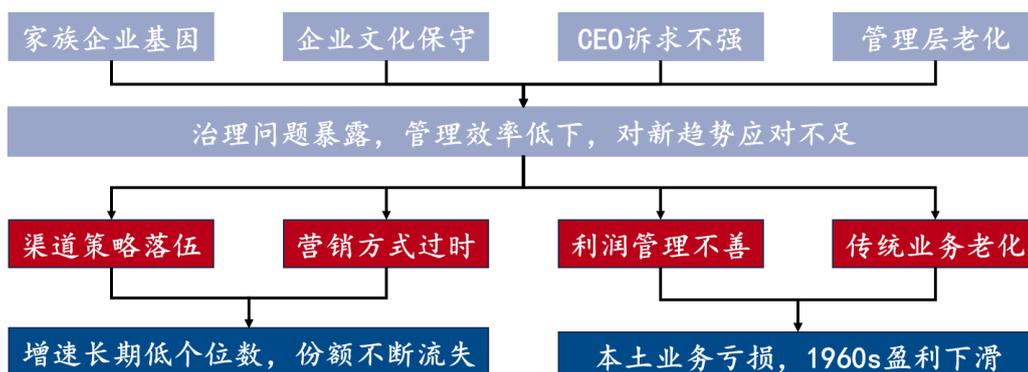
资料来源：亨氏公司1947年报

图表 16 二战后本土业务利润率长期低于国外



资料来源：亨氏公司年报，华创证券。注：国内指美国本土。

图表 17 1960s 年代 Henry J. Heinz II 治下的亨氏经营出现波动



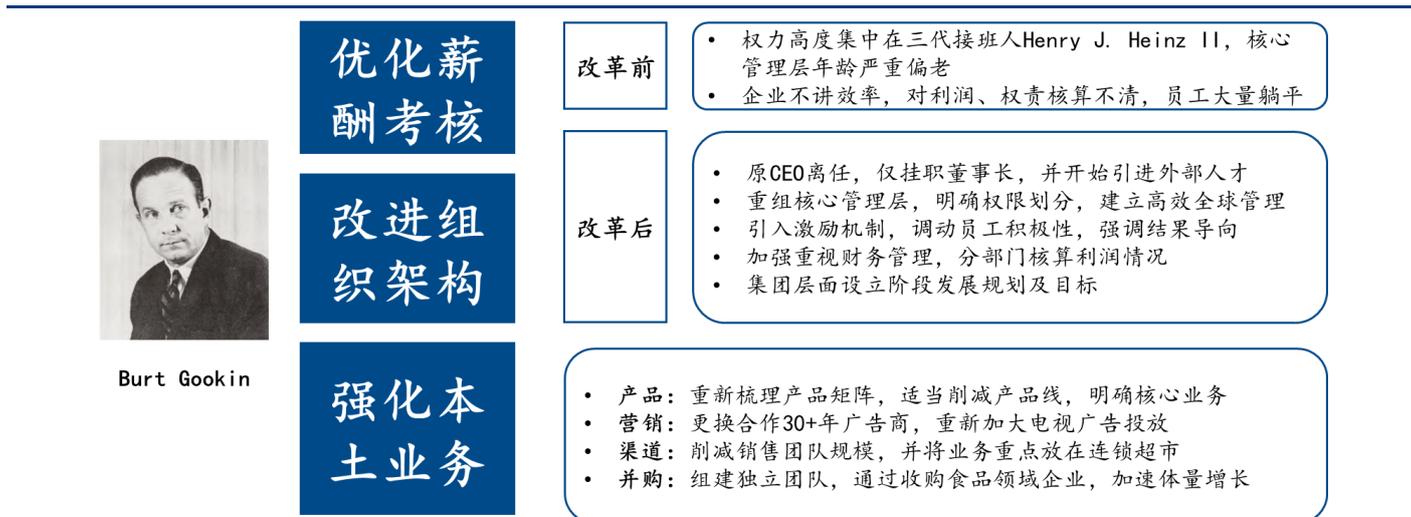
资料来源: Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》, 华创证券

2、1970s 治理变革: 职业经理人接手, 清理管理积弊

1966-1979 年 Gookin 上任, 重点清理亨氏管理积弊, 提升企业利润。Henry J. Heinz II 在 1963 年卸任, 1964 年 Burt Gookin 担任执行副总裁, 并在 1966 年成为亨氏新的总裁兼 CEO, 经营重心开始放在“业绩、利润和结果”。

- **优化薪酬考核:** Gookin 引将工作分解为两项, 一是完成基本任务, 二是按奖金承担责任, 每项工作赋予相应的标准分数和公平报酬, 这样人员也可在不同职能间调动。其次建立一套将高管薪酬 (约前 100 名经理) 与管理绩效挂钩的现代激励制度。
- **改进组织架构:** Gookin 按区域重组核心管理层, 过去仅分美国和国际两个模糊集团运营, 现在向 Gookin 汇报的高级副总裁一共 5 人, 其中 3 人负责员工职能 (财务、企业发展、法务、公关等), 2 人负责全球业务线, 分管北美/太平洋以及欧洲/拉丁美洲, 每个子公司的 CEO 再向所在地区的高级副总裁汇报。这样全球管理更加高效, 职能权责更加清晰, 亨氏也得以制定集团层面的发展规划及利润管理。
- **强化本土业务:** 针对长期亏损的美国业务, Gookin 着手调整策略, 一是产品上, 引入大量外部人才, 重新梳理产品矩阵, 适当削减产品线, 二是营销上, 放弃合作 30+ 年的底特律广告商, 选择与更前沿的纽约广告商合作, 并增加费用投入, 三是渠道上, 大面积削减销售团队规模, 并将业务重点放在连锁商店上, 四是生产上, 大规模投资进行设备更新, 五是外延发展上, 主导收购 Hubinger (糖浆)、StarKist (金枪鱼) 和 Ore-Ida (冷冻土豆) 等公司, 成为当时投资增值最多的食品企业之一。

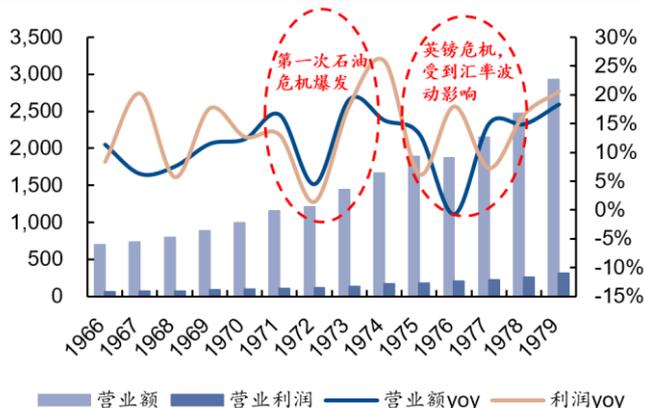
图表 18 Burt Gookin 改革策略梳理



资料来源：Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》，华创证券整理

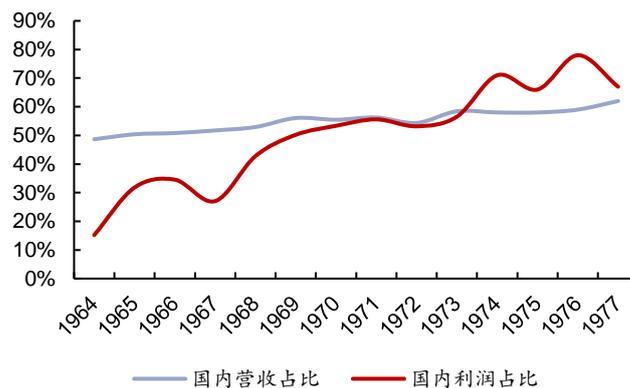
在 Gookin 改革下，1970 年代末，亨氏经营效率持续优化，营收恢复 10% 以上增长，利润也得到明显改善。1964 年至 1979 年，在 Burt Gookin 主导的改革之下，亨氏组织能力、管理效率持续优化，从一个家族运营的臃肿企业，转变为现代化运营的集团企业，财务状况也陆续转好，期间营收复合增速达到 10.8%，仅在 1972 年因第一次石油危机、1976 年英镑危机下受到汇率波动影响，收入出现小幅降速。而在利润端，经济滞涨下原材料大面积涨价，但尼克松总统颁布《经济稳定法案》限制产品提价，导致亨氏番茄酱无法涨价缓解压力，毛利率持续下降，但公司通过费用端降本增效、深入上游供应链（如收购上游玉米糖浆企业 Hubinger）等，适当对冲了负面影响，带动利润端尤其是后期稳步抬升。

图表 19 1966-1979 年亨氏营收复合增速接近 11%



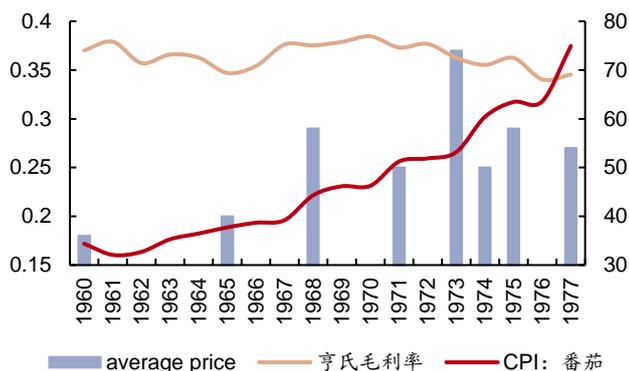
资料来源：亨氏公司公告，Bloomberg，华创证券。注：营业额及利润单位均为百万美元，同比数据参考坐标轴右轴。

图表 20 1970 年代亨氏本土经营尤其是盈利实现改善



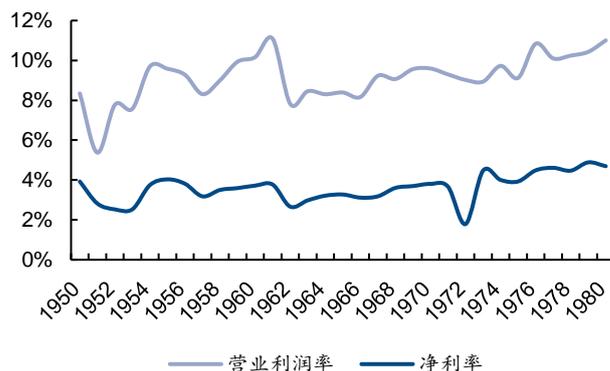
资料来源：亨氏公司年报，华创证券

图表 21 亨氏 1970 年代通胀下毛利率有所承压



资料来源：亨氏公司公告, Bloomberg, Wind, moneynotmoney, 华创证券。注：average price 指 14 盎司装产品，单位美元，毛利率指标参考左轴，CPI 数据参考右轴

图表 22 亨氏 1970s 提升效率、费用下降带动盈利改善

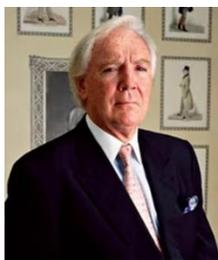


资料来源：亨氏公司公告, Bloomberg, 华创证券

3、1980s 黄金时代：极致降本增效，奠定品牌护城河

1980 年代 O'Reilly 领导下，亨氏加强广宣及创新，同时极致降本增效，带动盈利进一步抬升，开启亨氏历史上的黄金时代。一方面，1979 年 Tony O'Reilly 接替 Gookin 担任亨氏首席执行官，开启了更进一步的改革和创新，另一方面，1981 年里根就任美国总统，启动经济复兴计划，内外积极因素共振下，黄金时代也就此揭开。

图表 23 Tony O'Reilly 简介

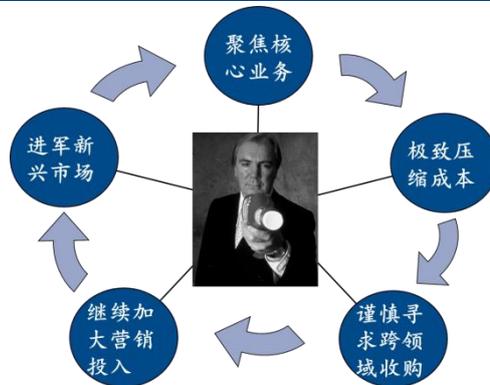


Tony O'Reilly
"The Maximalist"
"A Dictator"

- 1936 年出生，爱尔兰人，2001 年被英国女王封为爵士
- 运动生涯：橄榄球职业运动员，前爱尔兰国脚
- 亨氏简历：1968 年空降亨氏英国经理，1971 年担任亨氏北美/太平洋总裁，1979 年成为亨氏掌门人，1998 年离开亨氏
- 其他商业：设立爱尔兰基金，控股爱尔兰独立报、律师合伙企业、陶瓷企业、金属矿业公司、油气勘探公司
- 离开亨氏：2015 年破产，2024 年去世

资料来源：FINANCIAL TIMES, Matt Cooper 《The Maximalist: The Rise and Fall of Tony O'Reilly》，华创证券

图表 24 Tony O'Reilly 对亨氏改革主要从 5 个方面展开



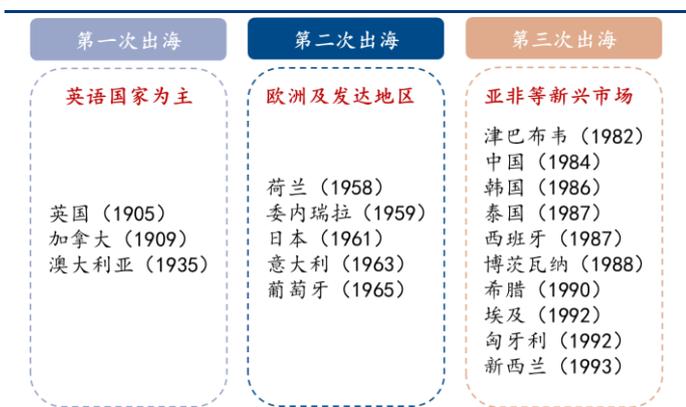
资料来源：Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》，华创证券整理

- 一是**进军新兴市场**。公司通过调研发现，在当时全球范围内 85% 的人口没有接触过亨氏，因此海外业务发展，重点从过去的英国、加拿大等发达国家，开始向非洲和亚洲等第三世界倾斜。
- 二是**谨慎寻求收购**。过去亨氏大量收购业务停留在食品领域，O'Reilly 上任后，并购动作更加谨慎，致力于收购那些产品很少但非常成功的小公司，如收购 Weight Watchers（减肥业务）和 Foodways National（速冻食品），后续均贡献显著增量。
- 三是**聚焦核心业务**。亨氏一方面尽量避免与更大的竞争对手发生冲突，如当时金汤宝已占据美国即食汤 80% 市场份额，因此亨氏主动放弃该领域的 2C 业务，转向给

沃尔玛等零售商生产代工贴牌产品，另一方面公司对核心产品如番茄酱却“锱铢必较”，一旦发现份额损失，便会快速采取行动报复对手。而对于曾经发家的泡菜，被亨氏主动调整放弃，在 1970 年代末也彻底成为一项地区性业务。

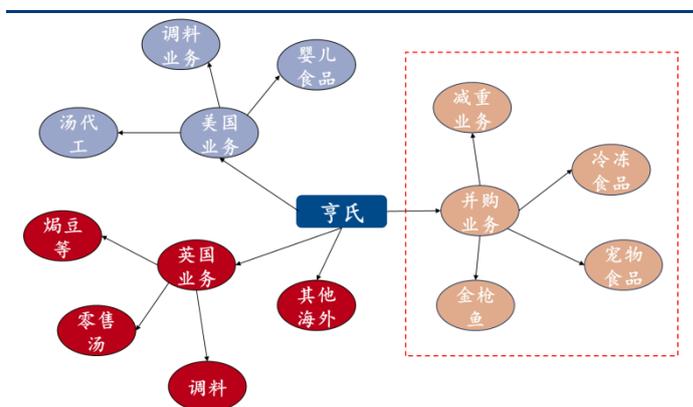
- **四是极致压缩成本。** O'Reilly 以精打细算、雷厉风行著称，尤其强调利润率，所有低利润的业务都被放弃或中止，致力于从各个环节省出利润。1982 年启动 LCO1 (Low Cost Operator)，为每个子公司制定削减成本目标，让它们自行决定如何实现，最终以关闭冗杂工厂为主，带动毛利率提升，1986 年推动 LCO2 进一步缩减成本，从集团层面重新优化各业务部门资源投放，这一轮以精简人员为主，带动费用收窄。
- **五是加大营销投入。** 公司降本增效节省出来的钱，被更多投入到品牌营销上，营销支出占销售额的比例也快速上升到 9% 左右，绝对金额一直保持快速提升。

图表 25 亨氏三次大规模出海梳理



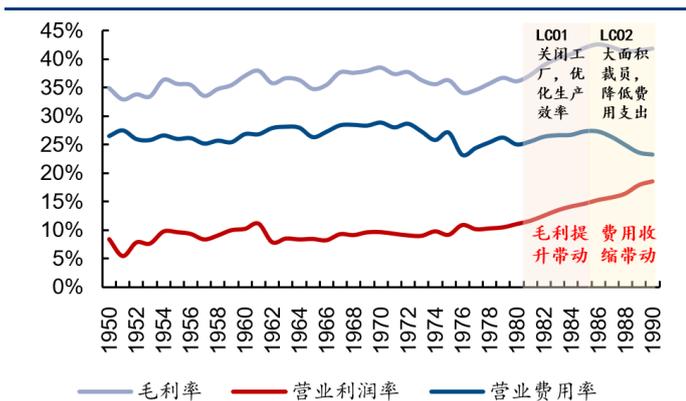
资料来源: Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》, 华创证券整理

图表 26 1990 年代亨氏主要业务构成



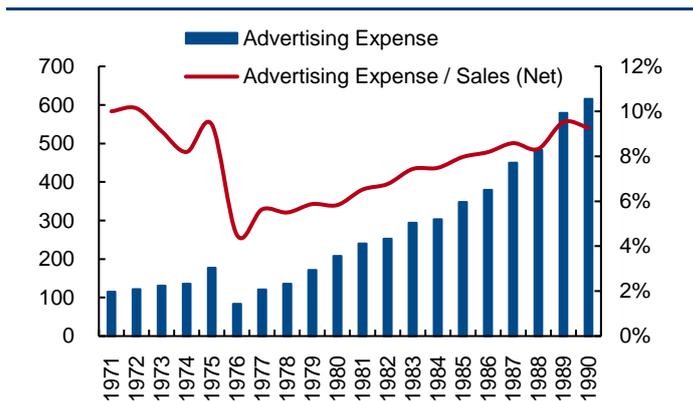
资料来源: Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》, 华创证券梳理

图表 27 压缩成本带动亨氏利润率持续提升



资料来源: Matt Cooper 《The Maximalist: The Rise and Fall of Tony O'Reilly》, 亨氏公司公告, Bloomberg, 华创证券

图表 28 1980 年代亨氏大幅度增加广告费用



资料来源: 亨氏公司公告, Bloomberg, 华创证券。注: 单位为百万美元, 比例数据参考坐标轴右轴。

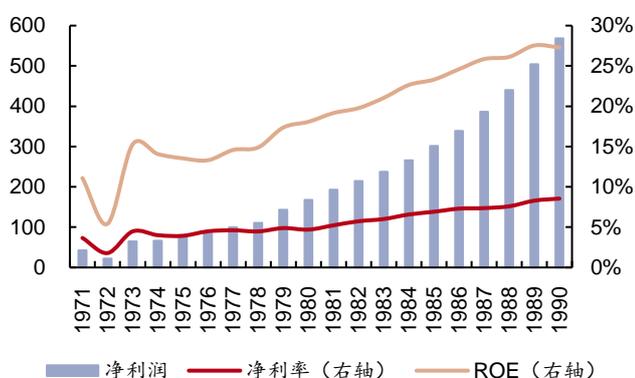
4、股价复盘：70s 估值压缩、盈利提升下股价上行，80s 迎来戴维斯双击

1970s 经济滞涨期，尽管估值持续压缩，但利润提升带动亨氏股价上涨。1970 年代两次石油危机，美国经济陷入衰退，1970-1980 十年间标普、道琼斯指数基本持平，而亨氏

除 1972、1976 年受到两次外部冲击外，股价基本保持上升趋势，依旧跑赢大盘指数，其中拆解来看：从 1970 年到 1979 年，亨氏利润提升接近 280%，但市盈率由 15X 左右下降到 6X 出头，因此股价向上涨幅仍有 40% 左右。

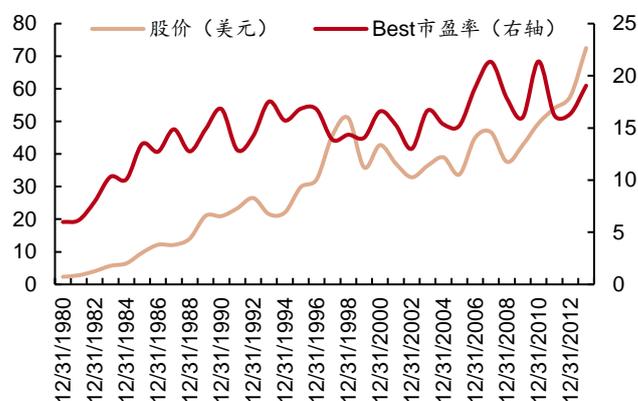
1980s 消费品牛市，亨氏股票迎来戴维斯双击，股价十年十倍。一方面经济走出滞涨，消费升级加速，CPI-PPI 剪刀差持续扩张，消费品走出一轮牛市，另一方面，尽管亨氏未有明显提速，营收复合增速维持在中高个位数左右，但却从猫粮、金枪鱼、自有品牌汤和番茄酱等，看似非常普通甚至是没有壁垒的产品中，获取了惊人的利润，ROE 提升至 25+%，O'Reilly 本人也成为行业内炙手可热的明星，他过去卓越的表现让资本市场相信，即便亨氏体量、利润比起十年前已更大，但依然值得用更高的市盈率来定价，亨氏股票市盈率也由 1970 年代末的 6-7 倍提升到 1980s 的 15-20 倍，再加上利润同比提升接近 240%，最终 1980-1990 年间亨氏市值抬升接近 7 倍。

图表 29 1980s 亨氏净利率、ROE 继续提升



资料来源：亨氏公司公告，Bloomberg，华创证券。注：净利润为百万美元

图表 30 1980s 亨氏股票迎来双击



资料来源：Bloomberg，华创证券

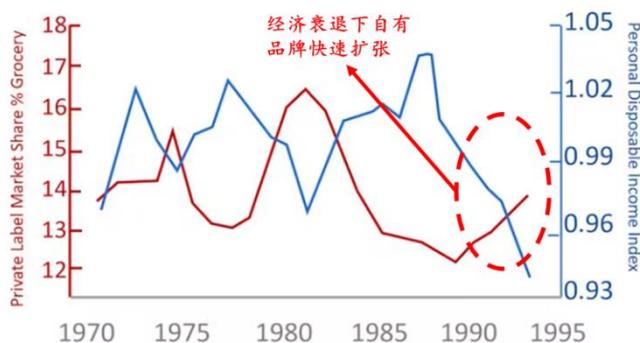
(三) 第三次起落：1990-2010s，渠道挤压与品类替代叠加，几经调整走出阴霾

1、1990s 难题叠加：下游渠道挤压加大，辣酱开始替代番茄酱

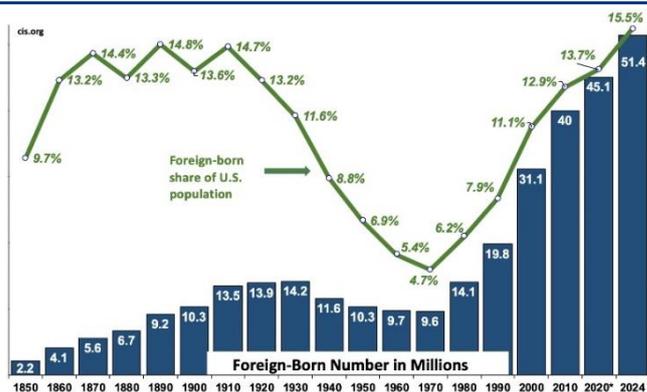
经济萧条下，渠道商自有品牌 1990 初集中挤压份额。1990 年代初，货币政策收紧加剧储贷危机，海湾战争推高通胀，美国经济再一次地陷入衰退，与此同时，伴随零售业整合，超市渠道话语权进一步增强，以沃尔玛为首的零售巨头开始推出品质更高的自有品牌。在经济承压、消费降级的大环境下，主打更低价格的自有品牌份额不断提升，开始挤压到亨氏的份额。英国同样也受到经济衰退、零售业集中以及廉价品牌（甚至比自有品牌更便宜）兴起的影响，经营陷入瓶颈。此外，亨氏旗下其他业务如宠物食品、金枪鱼受竞争加剧影响，短时间内也出现增长乏力。

新口味趋势涌现，番茄酱替代品辣酱大面积扩容，但亨氏未能有效应对。1980 年代由于移民人口的增加，salsa 开始风靡（莎莎酱，一种墨西哥胡椒、西红柿、洋葱和大蒜的辛辣混合物），开始部分取代番茄酱的需求场景，番茄酱人均消费量自高点快速回落。据当时新闻报道，salsa 销售额自 1988 年起维持 13% 增速，到 1994 年零售额已超过番茄酱（凭借售价更高，量上仍有差距），甚至宣称“salsa 为番茄酱行业敲响了丧钟”。面对需求流失，当 Pace Foods（当时领先的 salsa 生产企业）被老对手金汤宝收购的同时，亨氏依旧仍未应对措施，反而提出“salsa 是一个饱和品类，亨氏依旧专注于核心品类。”

图表 31 1990 年代初经济萧条下自有品牌份额快速提升



图表 32 1980 年起美国外来移民人口快速增加

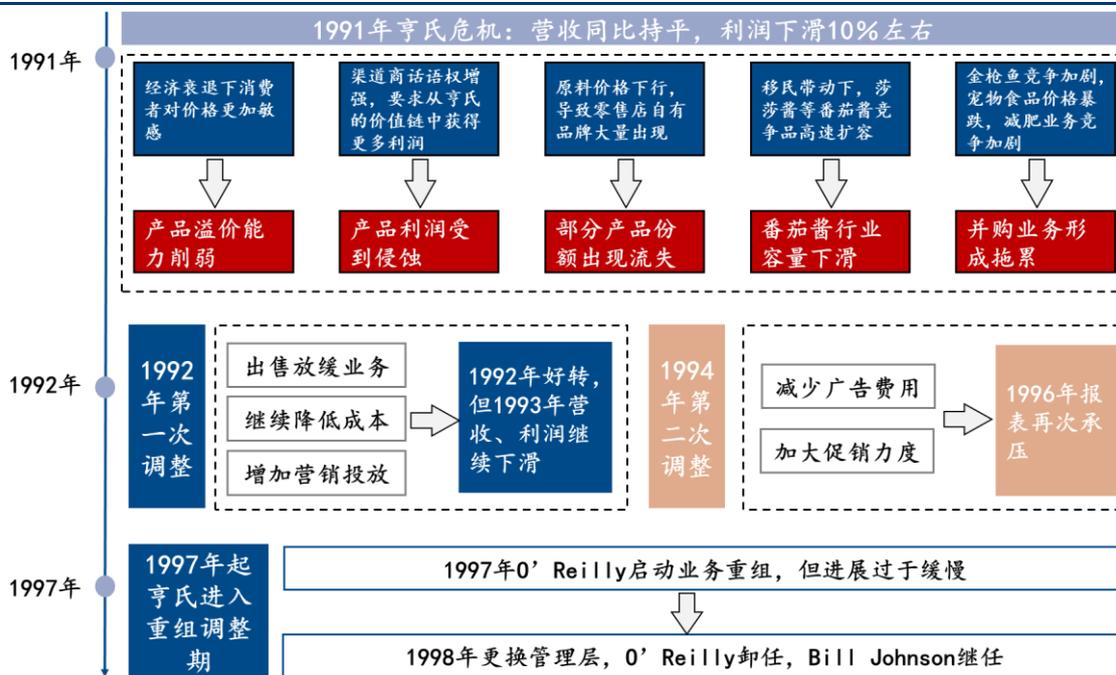


资料来源: marketingweek, 华创证券

资料来源: Center for Immigration Studies

内部管理日渐臃肿，企业决策存在路径依赖。亨氏在前三十年的成功，为 O'Reilly 本人迎来了大量赞誉和回报，也使得整个公司日益臃肿（大量进行品牌收购）、存在路径依赖。1987 年，Henry J. Heinz II 去世，O'Reilly 进一步成为董事长，大权在握的他日常重心，也更加向他私人的其他产业倾斜，比如说报纸、油气等，经常穿梭在爱尔兰和美国之间，对亨氏的经营也更加分心。1990s 初当番茄酱、金枪鱼、宠物食品等压力显现时，亨氏还是延续过去的路径，聚焦核心产品，加大广宣投入，但这次并没有收到效果。在股价持续回调之际，O'Reilly 依旧拿着行业内最高的薪酬，同时还在公司裁员时举办奢侈宴会，受到了投资者的广泛批评。

图表 33 1991 年起亨氏经营再次承压



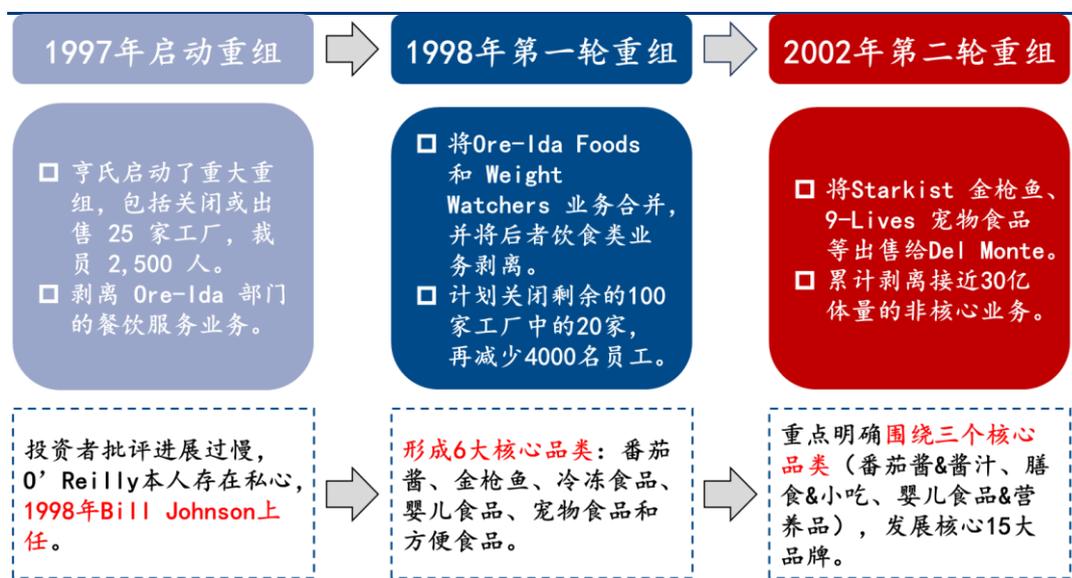
资料来源: Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》, Bloomberg, 华创证券

2、2000s 经营调整：聚焦核心业务，发力新兴市场

1997 年起亨氏剥离非核心业务，2002 年明确核心三大发力点。1997 年亨氏不得不启动

业务重组，1998年 Bill Johnson 成为新总裁兼首席运营官，进一步地加速亨氏的经营调整。通过 1998-2006 年两轮业务重组，亨氏前后累计剥离了 30 亿美元的非核心业务，并通过收购进一步强化核心业务，重点明确围绕番茄酱&酱汁、膳食&小吃、婴儿食品&营养品三个核心品类，发力营收占比接近七成的前 15 大品牌。

图表 34 亨氏自 1997 年启动业务重组，最终明确围绕三大核心品类



资料来源: Reference for business, 华创证券整理

如何重振番茄酱增长：前期采取价格策略，但效果不可持续，后期重回品牌营销。在剥离衰退业务、明确聚焦品类的同时，更为关键的其实是，亨氏如何重新回归到增长中。

- **前期以价格竞争为主。**1990 年代末起，公司转向减少广告费投，每年举办 7 次促销活动，通过牺牲自身毛利率，来加大主力规格单品销售折扣，缩小与其他品牌的溢价，直接带动市占率回升。但频繁降价后，不但牺牲毛利率，还会导致消费者只在打折时购买，到后期降价带来的边际效果也越来越差。
- **后期重回品牌营销。**2006 年外部投资者 Peltz 收购亨氏 5.5% 股权（约是亨氏所有高管和董事股份总和的 15 倍），成为第二大股东，他指责管理层只会一味加大促销，或是为沃尔玛等零售商支付终端货架费，他更倾向于激进地缩减成本，尤其是减少员工高福利待遇，再把这些费用重新投入到营销上。在与原管理层激烈争夺后，Peltz 最终赢得董事会两个席位，并成功说服原管理层，进一步地强化费投，收窄促销、加大品宣，同时发力产品迭代，在宏观经济改善背景下，最终重振番茄酱业务。

外延+内生并行，新兴市场也为亨氏贡献重要增量。亨氏一方面是内生增长，将西式快餐出海为跳板和中介，将优势的番茄酱业务，不断导入到新兴市场中，二是直接外延收购当地调味品企业，如 1999 年收购印尼 ABC 酱油，2006 年收购巴西的 ABAL，2010 年收购中国味事达。2000 年代以后新兴市场的高速发展，也进一步为亨氏带来营收增量。

图表 35 Nelson Peltz 简介



Nelson Peltz

- 美国激进投资者
- 旗下基金 Trian Partners 致力于投资被认为低估的公司，通过大额买入公司股票，然后劝说公司内部变革，例如提高股息、股票回购、削减成本、变更管理层等，甚至争夺代理权直接介入到公司日常运营和战略执行，最终推动公司股价提升并以此获利
- 曾投资宝洁、联合利华、Sysco、亿滋国际、麦迪逊广场花园公司等大型企业

资料来源：TRIAN PARTNERS 官网，华创证券

图表 36 Nelson Peltz 关于亨氏经营的主张

<p>削减营业成本</p> <p>一是减少销售及管理费用合计4亿，二是降低销售成本并提高毛利率，再释放1.75亿利润</p>	<p>停止价格竞争</p> <p>停止价格竞争，减少与零售商的贸易支出3亿美元（返利），并将这些钱投资于消费者营销和产品创新</p>
<p>实现业务聚焦</p> <p>结束过去八年疯狂而低效的资产剥离、收购重组，并将管理重点放在关键品牌 and 地区，并以此提高利润</p>	<p>提高股东分红</p> <p>通过增加股票回购和股息支付率，提高股东总回报。回购18亿美元，未来维持60%以上的分红比例</p>

资料来源：亨氏公司公告，华创证券。注：单位均为美元。

图表 37 新兴市场给亨氏带来显著增量



资料来源：Bloomberg，亨氏公司 IR 资料，华创证券。注：可能存在一定误差，销售额数据为百万美元，同比参考坐标右轴。

图表 38 2012 年亨氏新兴市场营业额组成



资料来源：亨氏公司 IR 资料，注：为 FY 12 销售预测数据。

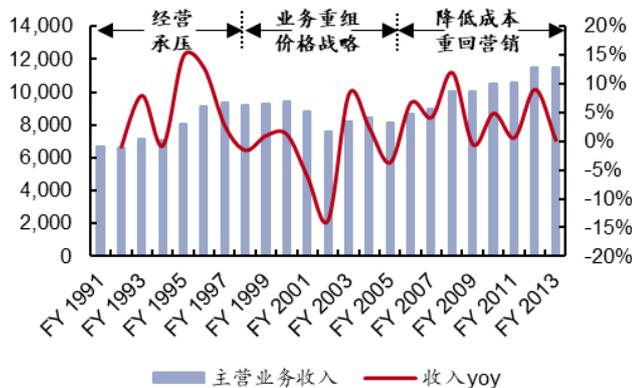
3、资本策略：合计两轮分红提升，大额回购提高 ROE

分三个时段来看：

- **1991-1997 年：经营承压，提振分红有效维护估值。** 90 年代初，经营承压下亨氏营收、利润持续波动，公司资本开支也自高点趋于回落，同时分红比例中枢由 80 年代的 40% 进一步提升至 60+%，对应股息率维持在 3-4% 区间，支撑市盈率继续维持在 20X 左右，甚至受益美股整体估值抬升，1991-1997 年亨氏涨幅仍有一倍左右；
- **1997-2006 年：业务反复剥离调整，股价自高点回落。** 在此阶段，亨氏进入到两轮业务重组，旗下子公司、工厂等等不断被剥离，同时利润也受到影 响，主业增速又未能恢复，期间亨氏股价以震荡为主，整体呈现回撤趋势。
- **2007 年后：启动回购，提升杠杆，带动股价重回上行。** 此时业务剥离结束，尽管收入端增速无法恢复，但利润端较 2000 年初已有显著改善，亨氏整体经营重回正轨，再加上在 Peltz 劝说下，亨氏在保持较高分红的基础上，启动大额股票回购（Peltz 甚至建议发行债券用于股票回购），同时权益乘数提升带动 ROE 重回上行，股价迎来一波上涨。

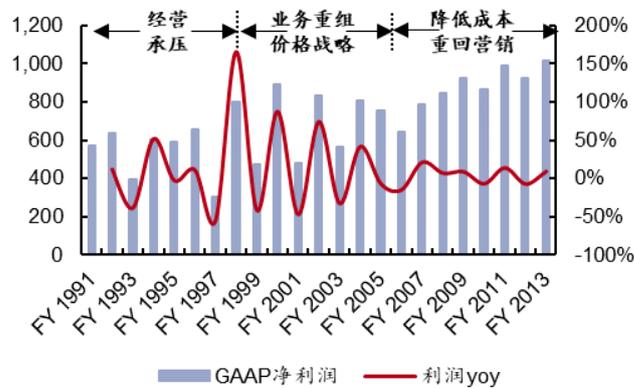
最后，2013年巴菲特与3G资本，以接近280亿美元的总价（其中242.7亿美元支付给股东，41.9亿美元支付债务），完成了对亨氏的收购，对应市盈率约25倍，并最终与卡夫合并成为卡夫亨氏。

图表 39 亨氏 2007 年后收入恢复增长



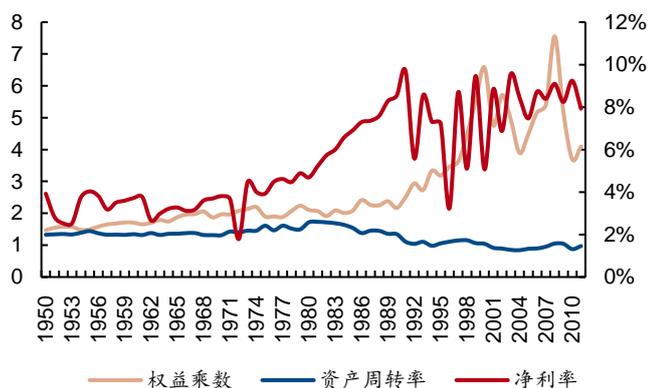
资料来源: Bloomberg, 华创证券。注: 单位为百万美元, 同比参考坐标右轴。

图表 40 亨氏 2007 年后利润显著改善



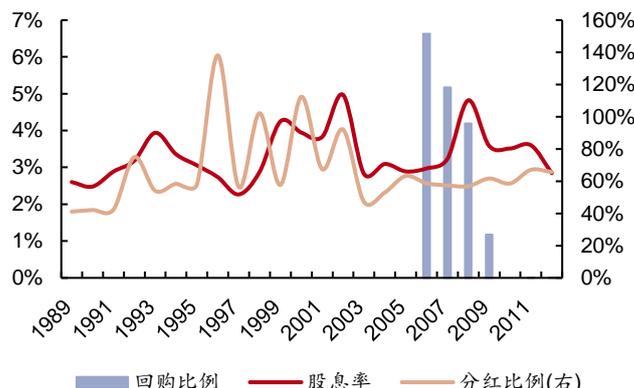
资料来源: Bloomberg, 华创证券。注: 单位为百万美元, 同比参考坐标右轴。

图表 41 亨氏历年 ROE 拆解



资料来源: 亨氏公司公告, Bloomberg, 华创证券。注: 净利率参考坐标右轴。

图表 42 亨氏历年股息率及分红比例情况



资料来源: 亨氏公司公告, Bloomberg, 华创证券

三、复盘总结：亨氏是如何穿越经营周期？

(一) 危机溯源：宏观下行、品类衰退、渠道老化

调味品周期的思考与界定：调味品凭借其特殊的商业属性，经营往往长青不衰，生意较一般快消品如零食、饮料稳定，但也不可避免地会受到周期波动影响。

- **企业周期：**集中体现在对短期报表上，更取决于企业自身经营能力。首先是管理，不同管理层打法不同，且一般前期锐意变革，后期思路保守。其次是铺货，铺货包括外埠市场拓展、经销商拆分、流通网点建设等等，持续时间通常在 2-3 年左右，可以直接带来营收增量。最后是单品，企业增长核心驱动在于，主力单品的渐次放量，如老抽到生抽再到高鲜、零添加。

- **行业周期：持续时间更长也更加剧烈，是调味品企业永续经营的命门。**首先是宏观，调味品属于必选，但宏观经济起伏，一是会直接影响需求总量及购买倾向，二是会间接影响到原材料价格，决定企业能否提价。其次是渠道，如日本从卖场到超市再到便利店，美国向大超市转变，渠道能力是调味品壁垒的体现，一旦松动则是剧烈影响。最后是品类，如美国泡菜先发展再衰退，番茄酱后被辣酱部分替代，调味品尽管需求长青，但也有生命周期。

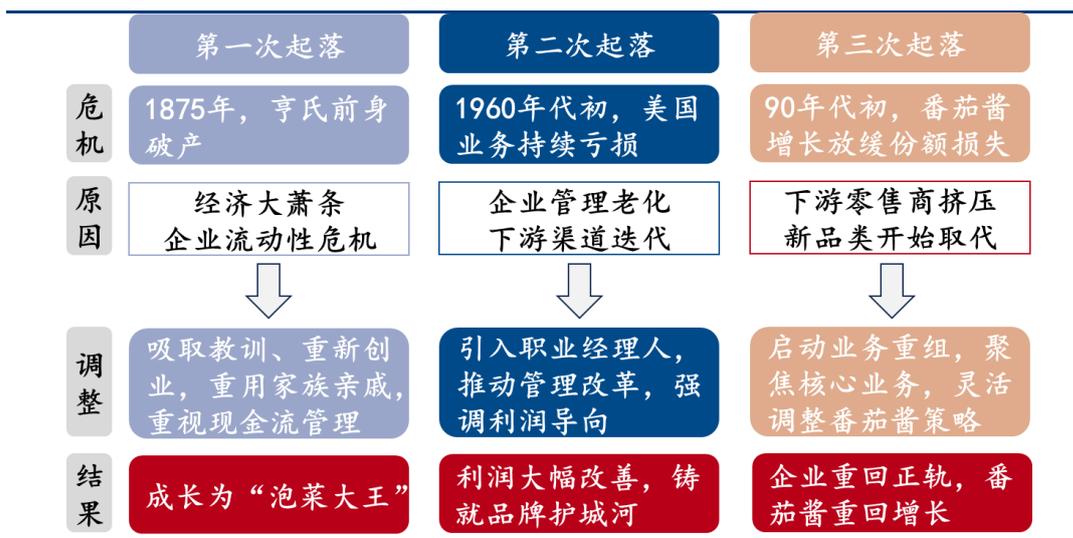
图表 43 调味品企业经营周期梳理与总结



资料来源：华创证券整理

再看亨氏三次危机溯源：宏观下行、品类衰退、渠道老化是经营的最大难题。第一次是宏观剧烈波动，类似资本主义危机不太可能再发生在大企业上，第二次是渠道发生迭代，同时内部管理老化、应对不足，第三次是零售商挤压、品类步入衰退，叠加宏观消费疲软，尽管调整迅速，但亨氏应对策略未能奏效。

图表 44 亨氏百年历史上经营的三次起落



资料来源：华创证券整理

（二）如何穿越周期：品牌长青，善变恒通

1、品牌是安全垫和蓄水池，需求回落时更善用降价策略

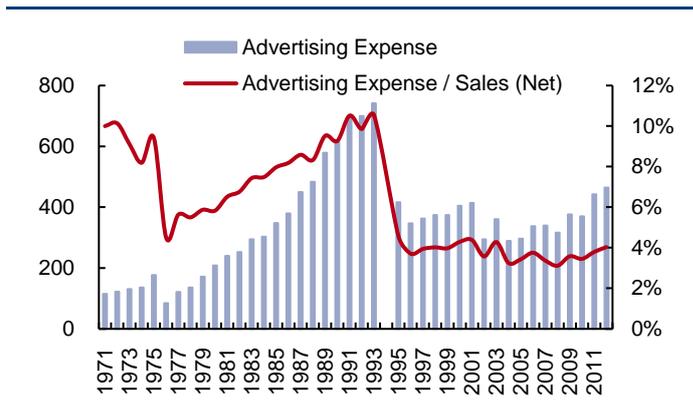
亨氏品牌溢价如何而来：产品创新定义口味，品牌营销占领心智。亨氏自创建以来，即在调味品业务上坚持高端定位，与市面上存在产品形成区隔，恪守“纯净食品、上佳质量、优质管理”传统，营造出诚信经营、品质至上的品牌形象，定价一向高过同行。同时亨氏通过大额费用投放，对消费者完成充分教育，主导了番茄酱好坏的话语权。不同番茄酱也存在细微区别，亨氏反复提醒消费者，产品越浓厚，品质也越好、口感也更佳，正如“农夫山泉有点甜”，消费者不自觉地放大味蕾上的区别，意识到“No other ketchup tastes like Heinz”，进而形成口味上的粘性和依赖。

图表 45 消费者对番茄酱存在品牌认同

	对相关说法的认同情况	重度用户	中度用户	轻度用户
品牌差异化	有些品牌比其他家更加醇厚	74%	66%	59%
	不同品牌之间番茄酱差别很大	59%	57%	51%
	大多数品牌的番茄酱味道一样	15%	15%	11%
品牌忠诚度	我喜欢只买一个牌子的番茄酱	59%	62%	58%
价格/价值	有些品牌的价格更高，但也货有所值	47%	46%	46%
	买番茄酱时我非常关注价格	57%	49%	45%
	我通常优先购买在打折的番茄酱品牌	22%	22%	19%

资料来源：John L. Teopaco 《H.J. Heinz Co.: Plastic Bottle Ketchup (A)》，华创证券。注：为 1980 年代统计。

图表 46 亨氏广告营销费用率维持在 4% 以上



资料来源：亨氏公司公告，Bloomberg，华创证券。注：Advertising Expense 单位为百万美元，占比参考坐标右轴。

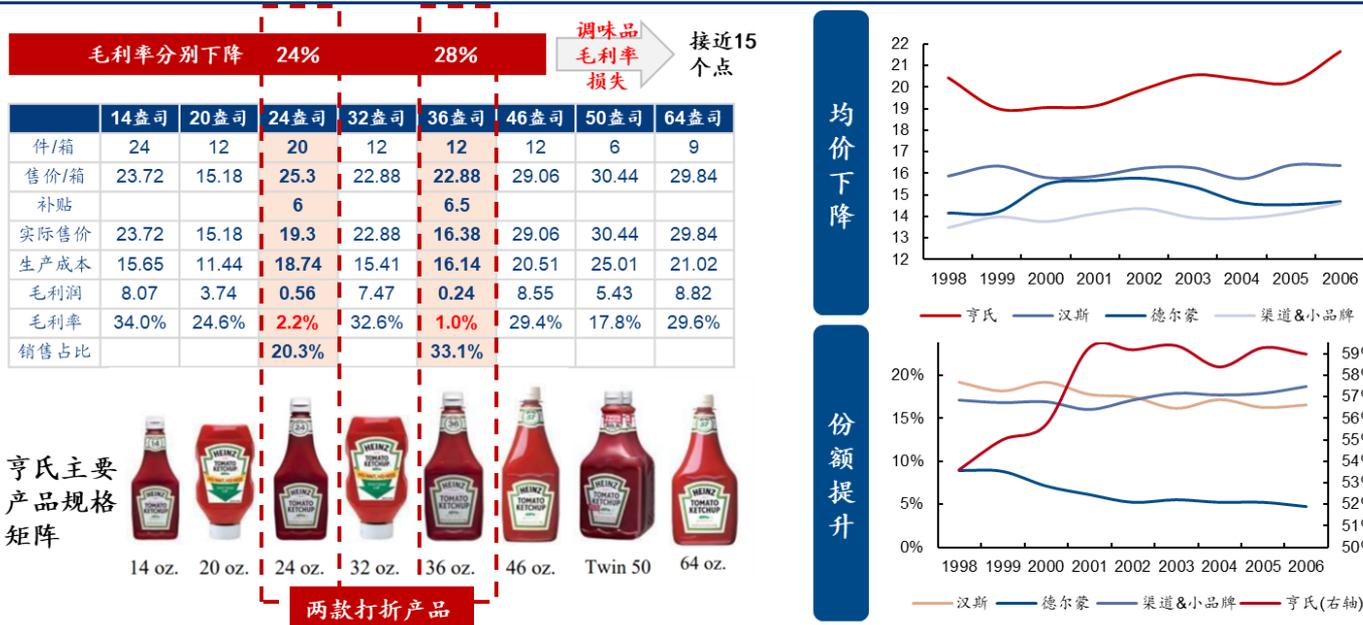
图表 47 亨氏成功塑造领先的品牌形象

坚持长期品牌营销，率先占领消费者心智	率先引入品牌概念，通过透明玻璃瓶包装来直观展示品质，无论是货架摆放、地面广告、商品博览会等，都通过行业内领先的营销方式先入为主，占领消费者心智。二战后又引入先进电视广告进行宣传，1980年代更是采用大额费用进行投放，当时亨氏广告支出甚至能够占全国番茄酱厂商的80-90%左右，大面积的品牌曝光，再配合产品更新迭代，进一步拓宽了亨氏的护城河。	 <p>20世纪初亨氏在纽约的电子广告、销售马车</p>
百年如一日，对产品品质的坚持和精进	坚持产品纯正、零添加，以番茄酱为例，当时原材料大部分都是番茄罐头的边角料，且大量添加苯甲酸作为防腐剂，而亨氏不仅选用最优质原料、不添加任何防腐剂，还增加番茄固态物含量、添加秘制香料调味，到1906年美国《食品与药品卫生条例》颁布，食品标准大幅度提升时，亨氏是为数不多表示赞成的食品企业。除原料品质外在包装上也是精益求精，持续对产品精进迭代。	 <p>亨氏对包装精益求精、持续迭代</p>
管理层承担社会责任，塑造良好社会形象	在家族运营时期，亨氏员工工资并不是最高的，但福利却非常丰厚，住宿条件、工作环境等均是行业领先，可以享有免费医疗保健、音乐会、讲座等等福利，公司更类似于一个大家庭，人与人之间平等相待。在劳资对立极其严重的上世纪，管理层乐善好施、体恤员工，也给消费者留下了很好的印象。在二战期间，亨氏为战争积极出力，在英国组织为难民发放救济食品，在美国加班加点为军方生产飞机零部件等，也充分赢得了社会和官方的赞誉。	 <p>二战后亨氏与美国总统杜鲁门、英国女王</p>

资料来源：Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》，华创证券整理

亨氏如何利用品牌平滑需求周期：宏观向上时赚利润，需求回落时换份额。亨氏在定价上通常较竞品贵 10-20% 左右，在需求向上时，差异化的定价可与竞品实现区隔，也通常代表了更好的品质，一方面能受益于消费升级和品牌化趋势，如在 1980 年代，另一方面也可以增厚利润空间，反哺到营销费用投放上；而在需求回落时，如在 1970 年代两次石油危机，以及 1990-2000 年代，一旦遇到销售瓶颈，亨氏都可以采用降价策略，通过品牌力居高临下，来挤压竞品提升份额，并以此平滑短期需求波动，当穿越低谷后，又能收回促销，将费用重新投入到营销中以巩固品牌溢价。

图表 48 亨氏对主力规格产品补贴促销，带动份额快速提升



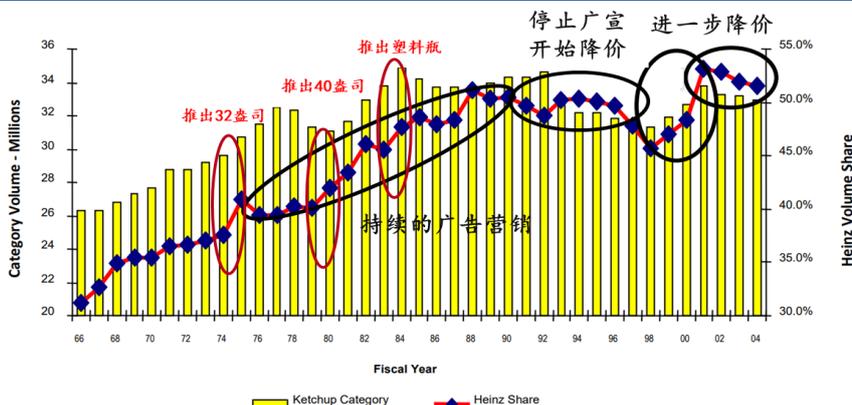
资料来源: Rebecca Goldberg 《HEINZ KETCHUP: PRICING THE PRODUCT LINE》，华创证券。注: 1) 左图单位均为美元，以 24 盎司产品为例，公司对每箱补贴 6 美元，补贴后毛利率仅有 2.2%，较未补贴前降低 24%；2) 右图价格为美元/每箱，份额为销售额口径数据。3) 左图数据时间为 2006 年。

2、强化份额诉求、产品做深做透，延缓品类衰老的负面影响

番茄酱也会步入成熟甚至衰退，如何跳出品类周期、持续增长，同样也是亨氏的难题。亨氏 1876 年即推出番茄酱，在 1906 年《食品与药品安全条例》颁布后产品基本没有变化，到二战前产品已相当成熟，直到 1940-1950 年代冷冻薯条导入，才又驱动番茄酱进行一轮扩容，但到 1960 年代，行业量增基本停滞，此时亨氏份额与 Hunt's、Del Monte 接近，都在 20% 出头，并未形成现在一家独大地位，甚至该部分业务处在长期亏损状态。

亨氏重点强化份额诉求，通过挤压竞品来实现持续增长。行业渐趋存量竞争，此时亨氏更加重视份额占比，一旦份额受损就会快速响应，加倍来打击对手，同时以产品迭代为核心抓手，再配合价格策略、营销投入，主动发力来挤压对手，市占率得以由 1960 年代的 20+%，提升到 1990 年代 50+%，在弱β下走出独立α行情。

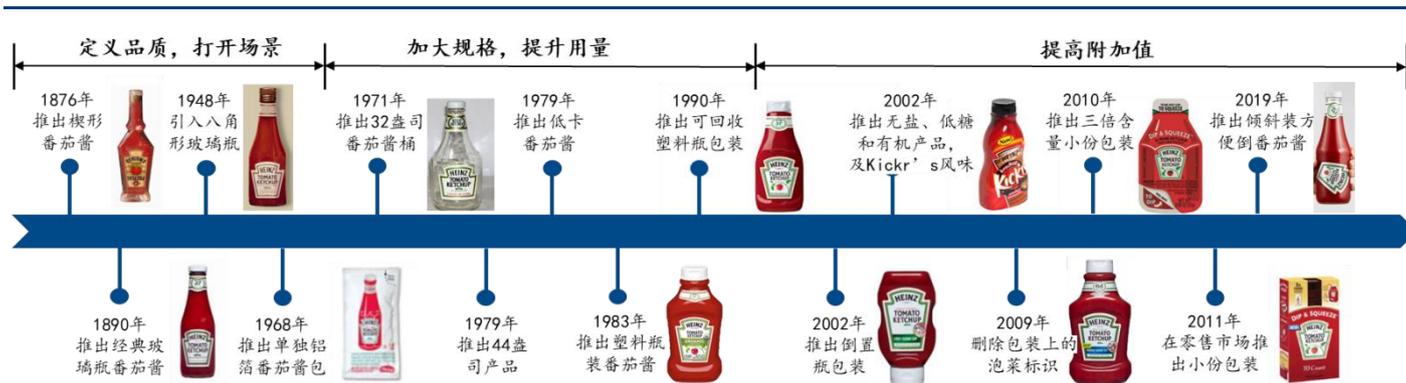
图表 49 亨氏番茄酱市占率持续提升



资料来源: Rebecca Goldberg 《HEINZ KETCHUP: PRICING THE PRODUCT LINE》，华创证券

单品持续迭代，不仅是亨氏提升份额的核心抓手，也是延缓行业需求下降的关键。分渠道来看，在餐饮端，1970年代引进 Vol-Pak 小份塑料装，大大降低包装成本，使亨氏定价得以降到快餐能够接受的范围，最终顺利导入麦当劳等品牌，2010年推出三倍含量小份包装，每餐食用量直接翻两倍，相当于提高消费总容量；而在零售端，公司同样发现扩大产品规格，不仅更符合消费者需求，间接增加每餐食用量，而且并不会降低购买频率，故在最早 14 盎司基础上，1971 年推出 32 盎司，1970 年代末推出 44 盎司，1983 年进一步推出塑料瓶装，21 世纪后又推出翻转版和小份包装，既迎合消费者需求，短期提高份额，又无形间提升产品附加值、增厚利润。通过一个又一个单品上的迭代接力放量，亨氏份额不断提升，不仅推动自身业务增长，更是间接推动整个需求大盘扩容。

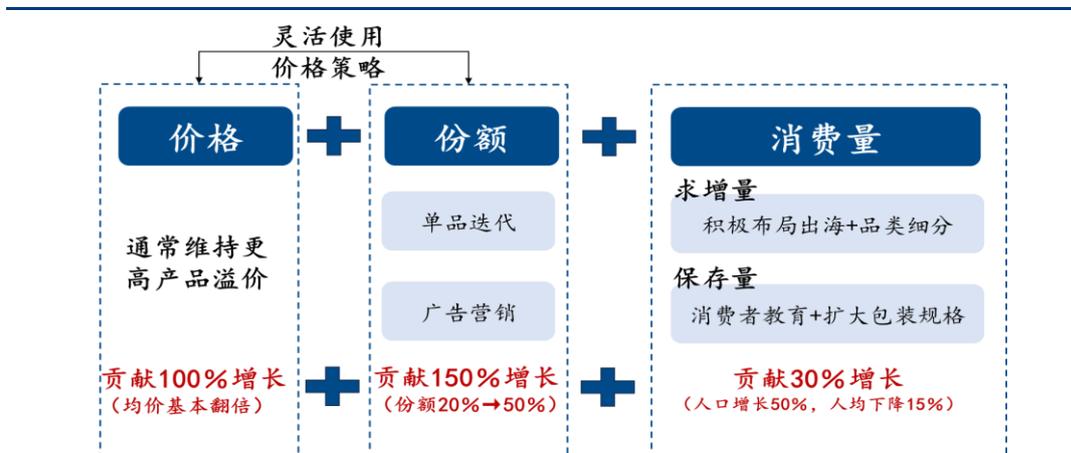
图表 50 亨氏番茄酱产品持续迭代



资料来源: Brian Hadi Attarbashi 《Henry John Heinz: Pioneering Founder of the Condiment Empire》, 华创证券

亨氏一方面从小培养消费者，巩固未来基本盘，另一方面积极出海、品类细分寻求新增量。客观来说，包装和规格迭代，越到后期执行难度也越大，边际效果也会递减。到 1990 年代，当番茄酱受到辣酱冲击，人均消费量快速下降时，亨氏一方面将营销重点转向青少年，将番茄酱定义为时髦青少年的选择，凭借产品健康普适的定位，来捆绑儿童调味品消费场景，并通过口味教育来巩固未来消费的基本盘，另一方面积极布局出海，将番茄酱进行本土化改造，不断导入到新兴市场，同时适当进行品类细分，如推出 57 酱、牛排酱等等获取增量。

图表 51 1960 年代到 21 世纪亨氏番茄酱如何实现增长

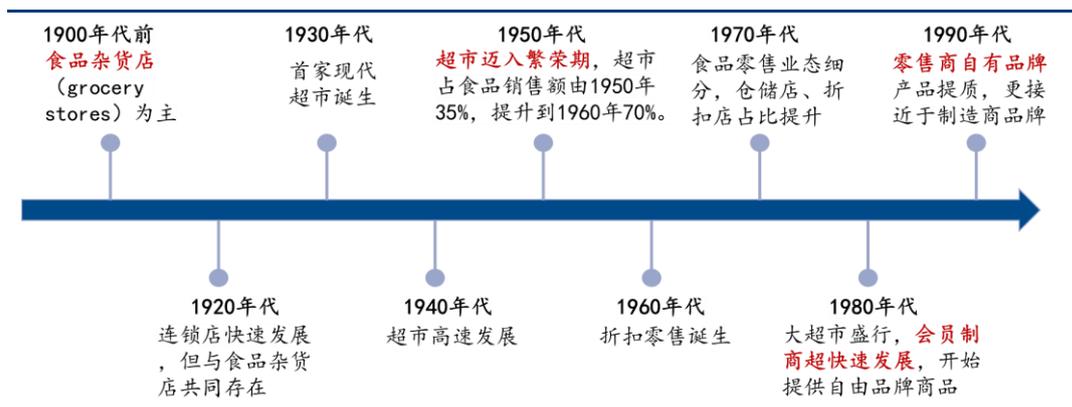


资料来源: moneynotmoney, Rebecca Goldberg 《HEINZ KETCHUP: PRICING THE PRODUCT LINE》, wind, 华创证券整理。注: 时间维度选取 1964 年-2004 年, 可能存在一定误差, 仅为展示亨氏增长来源何在。

3、面对渠道迭代，调整运营策略，经历短期刮骨阵痛

渠道迭代是亨氏经历的最大难关。渠道迭代不仅是亨氏的问题，也是绝大多数调味品企业面临的重大难题之一。调味品经营稳定，后期容易对新渠道洞察不足，尤其是对于影响到产品价值链的渠道，既害怕丢失份额，但又更害怕左手打右手，导致原有优势削弱，决策上往往存在时滞，而且要建新渠道，通常和推新品、投费用不同，经营思路与逻辑需要转变，比如新招团队、调整定价等，所需要的调整时间也会更长。

图表 52 美国零售渠道发展历史梳理

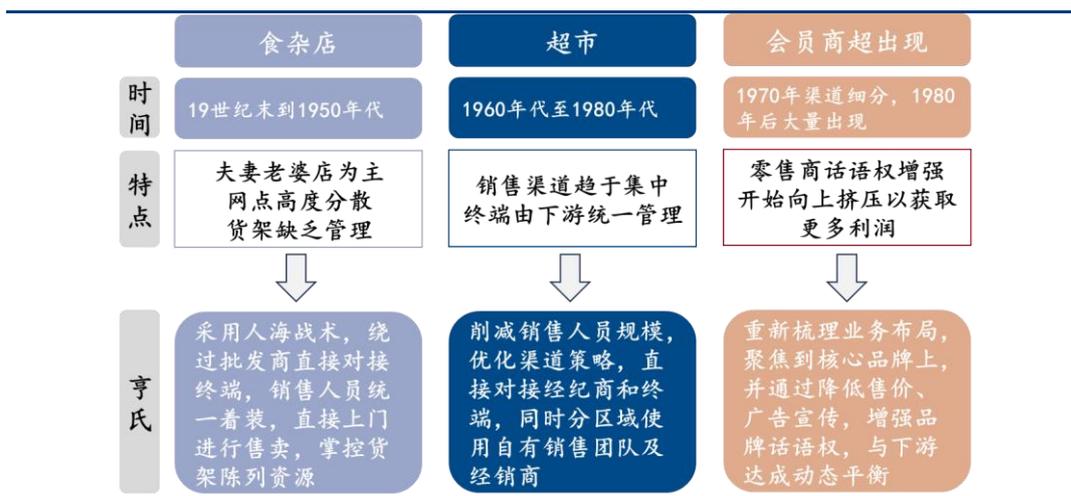


资料来源：中国连锁经营协会，华创证券

第一轮超市取代食杂店，亨氏大面积人员调整，基本重建渠道架构，最终恢复消费者触达。早期美国零售以食杂店为主，可理解为夫妻老婆店，亨氏是通过人海战术，深入终端、直控货架，取得绝对性优势。1950年代，连锁店快速取代食杂店，货架回归到下游零售商掌控，此时亨氏庞大的销售团队由优势变成累赘。由于公司反应偏慢，导致经营承压，到1960年中才开始调整经营，从更换管理层起，到裁员精简团队、优化渠道策略等等，花费接近5年时间才走出困境。分析来看，此次只涉及到贩卖场所的更迭，实际对产品价盘没有过多影响，反而利于品牌升级和龙头份额集中，亨氏只需要优化渠道组织架构，重新恢复消费触达后，基本就可以恢复正常销售。

第二轮是零售商向上挤压，亨氏进行业务重组，策略反复调整，最终与零售商达成动态平衡。20世纪下半叶零售巨头涌现，1970年代推出廉价产品，但基本和亨氏不存在竞争，1990年代推出高质量产品，拥有更低价格、更多货架资源。考虑到经济衰退，居民消费降级，此时亨氏要不损失份额，要不就降价或是给渠道陈列费，损失经营利润。亨氏前期先增加广宣，但没有起色，中期降价打价格战，优先保住份额，最后重新加大品牌营销，在经济好转、原料上行背景下，通过消费者的粘性来增强话语权，最终与零售商之间达成动态平衡。期间集团持续承压，业务重组不断推进，经营思路也根据实际情况反复纠偏。

图表 53 亨氏在不同时期，渠道策略及架构不同



资料来源：中国连锁经营协会，华创证券整理

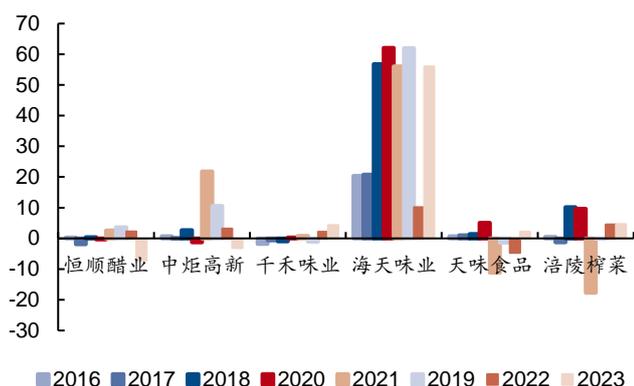
四、复盘感悟与企业建议

（一）现金流永远是核心和本质，在此基础上顺应环境制定战略

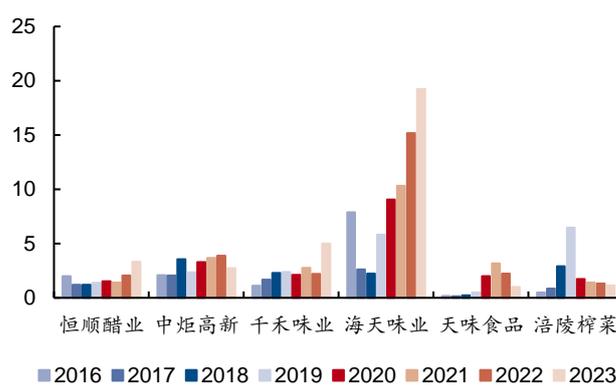
现金流是企业策略执行和企业家战略制定的第一位。1870s 大萧条破产后，亨氏吸取经营教训，对资本开支愈加严格，往后百年历史中，企业现金流始终保持在良性状态，即便公司质地难称优异，外部经历数次萧条、战争冲击，内部经营也一波三折，但只要建立壁垒、夯实主业，主业源源不断提供现金流，甚至可以“造血”反哺增量业务，亨氏依旧可以稳当地去穿越周期。拉长时间维度来看，对于企业和管理者而言，报表上的营收及利润固然值得关注，但要排兵布阵、着眼未来，现金流始终才是第一位，在此基础上顺应环境制定战略。好的现金流决定了企业进可攻退可守，危机时可灵活调整穿越周期，顺境时可加大声量放大势能，从时间复利的维度上看，也是企业价值的核心来源。

从现金流角度上看，应该对国内调味品企业多些信心。调味品是一门慢生意，一方面需求长青，周期波动更少更小，经营更加稳定，另一方面，企业变化也会更慢，从问题明晰到改革调整再到成效显现，中间的时滞一般也会更长。对比来看，亨氏质地谈不上完美，很长一段时间也都是典型的低效臃肿企业，在战略决策、企业管理上其实都犯过明显错误，除了前文提及的三次起伏外，报表波动、经营调整等非常普遍，甚至也经常承受外部投资者批评，但只要抓牢最大公约数、不出食品安全问题，根基就始终稳固，享有优质的现金流。当前时点，市场放大了报表的短期波动，但国内调味品企业现金流始终优异，手里可打的牌还有很多，或许应该对企业多些信心。

图表 54 代表调味品企业自由现金流量情况



图表 55 代表调味品企业资本开支情况



资料来源: Wind, 华创证券。注: 单位为亿人民币。

资料来源: Wind, 华创证券。注: 单位为亿人民币。

不能忽视亨氏的逆境调整能力，克危寻机或许更加凸显企业内在价值。亨氏能够走出困境的核心来源，除了调味品商业模式与品牌之间正向循环形成的壁垒外，也在于在遭遇问题后，公司勇于调整的动力和决心。亨氏后两次经营调整，虽称不上绝处逢生，但也都是刮骨疗伤，更换核心管理层、重塑组织结构和业务布局、人员&工厂大面积精简、经营思路与策略重大调整。回望国内很多企业，在高速发展时期，时常能窥见亨氏的影子，如提价做差异化，打造高端形象、生产极致降本增效等，但在周期底部时，对比来看，部分却也少了一份亨氏改革调整的魄力。当行业周期处在底部，挤压竞争进一步加剧，能否逆势而上，更看企业及管理层自身能力，积极求变、克危寻机的企业更能享受到结构行情。

图表 56 核心领导的管理和作为，也是亨氏能否走出困境、重启辉煌的关键



资料来源: 卡夫亨氏官方微信号, Eleanor Foa Dienstag 《In Good Company: 125 Years at the Heinz Table》, 亨氏 1974 年报, 福布斯官网。注: 从左到右依次为 H.J. Heinz (1869-1919), Howard Heinz (1919-1941), Tony O'Reilly (1979-1997), Burt Gookin (1964-1979), Henry J. Heinz II (1941-1963), Bill Johnson (1998-2013), 括号内为担任核心管理层时间。

(二) 当前更类似亨氏 90 年代初，接下来企业或以价换量、份额优先

国内本轮经营困境更类似亨氏在 1990 年初阶段，在多重负面因素叠加下，企业承受极致压力，经营步入底部。24 年部分压制已经减弱，加上企业重点管理、策略调整，经营得到一定修复，但向上恢复斜率始终有限。

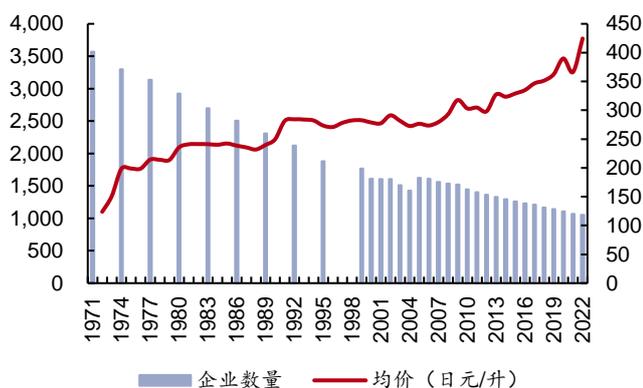
图表 57 本轮调味品危机与 1990 年代初亨氏对比



资料来源：华创证券整理

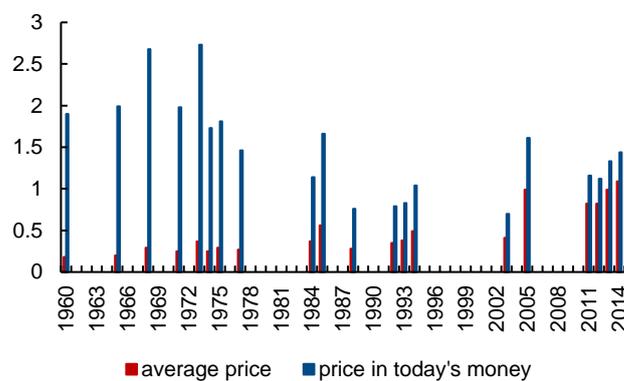
行业步入挤压增长，接下来龙头或将用利润换份额。外部需求仍在低位，等待更进一步改善，在存量市场中，头部企业纷纷设置积极目标，未来挤压竞争将难以避免。参考美国番茄酱、日本酱油行业演绎，接下来国内调味品龙头，或也将强化份额诉求，牺牲部分利润，以价换量，此外产品推新、渠道改革或将是后续企业关键抓手。

图表 58 日本 1970s 起酱油竞争加剧，均价平稳



资料来源：日本酱油协会，华创证券。注：企业数量为个。

图表 59 亨氏 90 年代末主动降价、提升份额

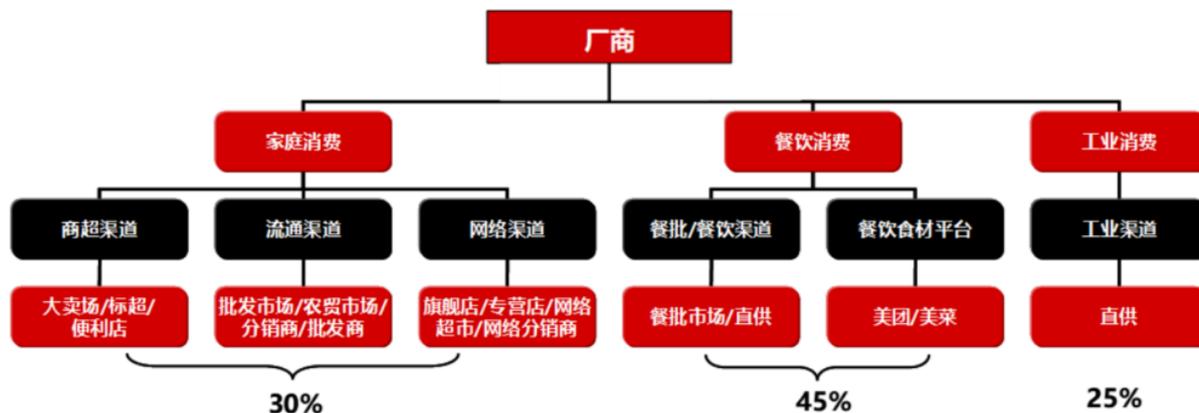


资料来源：moneynotmoney，华创证券。注：其中蓝色柱形为剔除通货膨胀后的价格，单位均为美元/14 盎司。

- **渠道上：调整组织架构，积极接纳新业态，同时寻找结构景气。**不少新兴渠道涌现，如餐饮小 B 开始走电商，大 B 定制餐调，而 C 端走便利店、社区商超，工业渠道占比也有所提升，传统与现代渠道、线上与线下之间既在融合又在竞争，呈现出碎片化、去中心化、多元化趋势。强如亨氏的品牌力在面对渠道挤压时，也会损失掉部分利润，因此国内企业除锁定超市、农贸等基本盘外，还需尊重和接纳渠道演绎趋势，即便会损失一定规模效应，但也需尽早调整渠道架构，针对性地寻找细分渠道中的结构景气。
- **品类上：强化单品研发，纵向结构升级，横向做宽场景。**一方面产品同质化加剧，另一方面需求细分化下，复调部分取代基调，企业要保持增长，关键抓手之一即是推新。纵向来看，结构升级不可忽略，可多向日本取经，如推出含微量元素、辅助

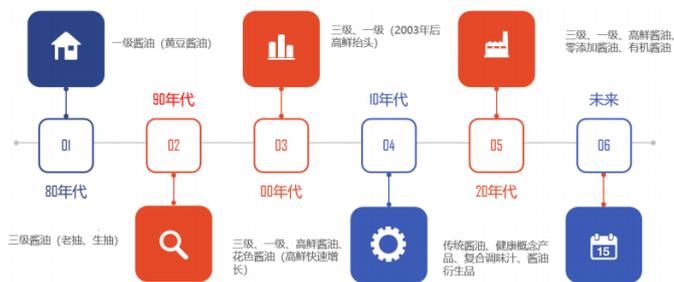
降血压等，也可以学习亨氏，多在包装上做文章。横向来看，酱油步入细分化、功能化，未来往调味汁处发展延伸，适配更多烹饪细分场景。同时企业也可深入终端发掘厨师需求，将成规模的痛点转换为适配产品。

图表 60 调味品行业渠道呈现碎片化



资料来源：张戟《调味品行业发展新格局：竞争转型 整合加剧》

图表 61 国内酱油演绎历史及趋势



资料来源：陈小龙《调味品与餐饮供应链机会与趋势》

图表 62 日本酱油后期向功能化、营养化转变



资料来源：龟甲万官网，华创证券

(三) 亨氏向内、龟甲万向外，后续国内企业或将走出独立路径

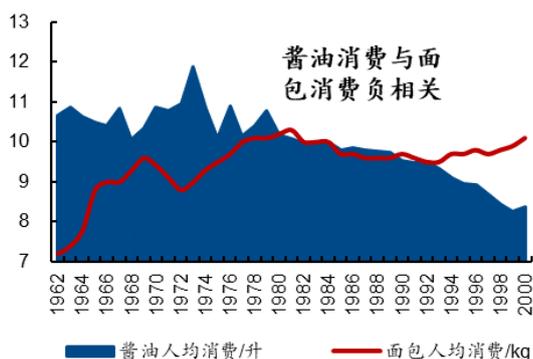
亨氏 VS 龟甲万：面对量增停滞，亨氏向内挖潜，龟甲万向外走。研究亨氏，也会让人不禁联想到龟甲万，1970年代起亨氏及龟甲万分别面临番茄酱、酱油量增停滞，但应对策略却有所分化，亨氏作为全球性企业，除了继续发力海外及非调味品业务外，对核心业务选择进一步聚焦，通过提升份额来继续增长，而龟甲万则更多选择多元化布局+加速出海，来弥补酱油主业下滑缺口。亨氏与龟甲万路径为何分野，我们分析思考如下：

- 一是品类周期不同。日本酱油在 1970 年代人均消费快速回落，背后是因为饮食趋势变化，居民将面包烘焙更多地作为主食，酱油消费场景变少导致需求下降，即便提升份额也弥补不上缺口，而亨氏当时番茄酱尽管没有什么增长，但人均需求依旧稳定，还没出现明显下滑，不存在被其他品类替代的情况。
- 二是企业禀赋不同。亨氏精于品牌营销和产品主义，更能通过创新迭代，引领消费趋势，获得消费者认同以不断提升份额，手里可打的牌还有很多，龟甲万则是强于

生产端和渠道能力等，没有太多的产品溢价和差异化，反而是多元业务布局，更能发挥其在渠道上的优势。

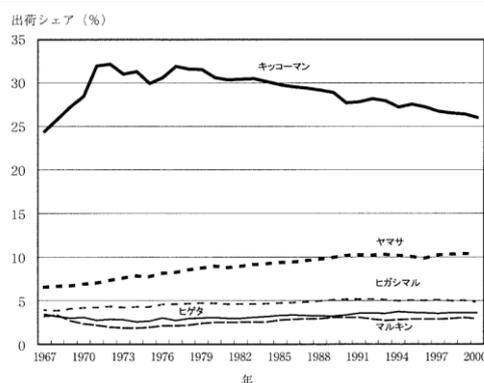
- **三是产品属性不同。**亨氏番茄酱是餐桌调味品，在强大的品牌教育下，更能做出口味区分度和粘性，而且在 B 端可以实现品牌露出，BC 渠道相互赋能下，更能提高市占率，而龟甲万酱油是厨房调味品，市占率已经达到 30% 以上，要做出差异化难度客观更大。

图表 63 日本酱油人均消费快速回落主要是饮食西化



资料来源：日本酱油协会，panstory，wind，华创证券

图表 64 后期龟甲万酱油市占率实际上并没有提升



资料来源：大矢祐治《酱油制造业的结构变化及其主要原因》

国内企业路径：两条腿走路，既向内寻也向外求。考虑到一方面目前行业集中度更低，对比龟甲万、亨氏等都还有提升空间，另一方面，目前基础调味品需求并没有明显衰退，且国内消费总量更大、还有很多着力点，因此国内调味品龙头后续经营更有可能，先挤压竞品提升主业份额，后期再通过外延拓展品类布局，既向内寻也向外求，不太可能出海或者发力非调味品业务，相较于亨氏及龟甲万，最终走出一条更为独立的发展路径。

关于份额的延伸讨论：亨氏市占率能到 50+%，高过龟甲万 30+%，除了外部消费环境、企业自身决策上，还有一点，或因为酱油不像番茄酱蘸取食用，一般要混合菜品进行烹煮，导致普通消费者无法直观感受品质，无法辨别不同品牌及产品之间的区别，在实际购买决策中，更易受到降价促销、导购推荐等影响，口味粘性、品牌忠诚度等相对更弱。

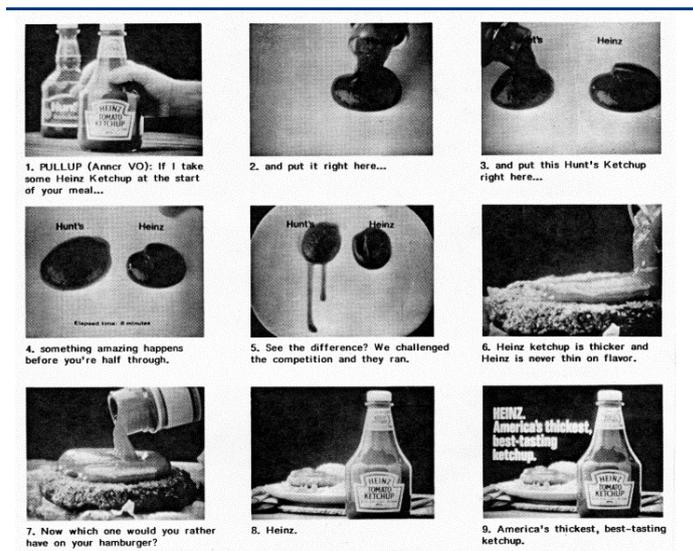
建议企业重点打造区隔，更可跳出同质化竞争，进一步提升份额。首先在品牌上，需要学习白酒、中药讲好故事，培养消费者认同感，树立诚信踏实的品牌形象，其次在产品上，尽可能主导消费者对产品好坏认知的标准，通过消费者教育增强话语权，比如亨氏使用的是产品粘稠度，番茄酱越粘稠即代表品质越好，国内企业除了在标签、配料、包装上做好区分外，也可以尽量使用“颜色”、“入口味觉”等类似更加基础的属性，直观来展示产品品质，尤其像醋、酱等这类可直接食用品类更应该重点学习亨氏，最后是自身品类上，未来结构升级与性价比趋势共存，需要明确不同产品的场景及定位，做好产品矩阵的差异化，防止高端产品被低端分流。

图表 65 用户购买调味品时的关注因素



资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国调味品趋势白皮书》

图表 66 亨氏通过对比流出速度，展现产品更加醇厚



资料来源：John L. Teopaco《H.J. Heinz Co.: Plastic Bottle Ketchup (A)》

（四）调味品生意长青，但品类也有迭代，值得重视下游餐饮趋势

调味品需求与下游口味趋势、餐饮业态共振迭代。亨氏从泡菜大王，转变为番茄酱代名词，背后实际是美国饮食趋势迭代，带动调味品需求变化，19 世纪末泡菜快速增长，其实是当时欧洲移民人口较多，泡菜更符合口味偏好，而番茄酱在 20 世纪上半叶增长，也是受益于快餐业态发展、冷冻薯条带动导入，到 1990 年代当墨西哥、亚洲移民增加时，辣味又开始风靡美国，使得辣酱开始冲击番茄酱需求。国内也基本相似，近年来辣味更加流行，川菜火锅等占比提升，带动火锅底料、豆瓣酱等发展的同时，或多或少也会减少酱油、醋这类产品的消费场景。

目前基础调味品需求稳定，但也要重视潜在的品类迭代趋势，守好企业基本盘，同时不断拓展创新盘。亨氏最早生产的番茄酱、辣根等，其实是为了减轻当时家庭妇女自制的麻烦，而广义来看，酱油、醋、辣酱等主流调味品，也可以视作是早期节省手工的产物。对于复合调味品，除了受益口味扩容外，提高效率也是其渗透的关键驱动，传统烹饪中使用调料呈现“种类少，单个原料用量大”，而复调则是“种类很多，但单个原料用量小”。过去由酱油来完成的提鲜、上色、增香等，在复调中部分被其他更加细分的调味品取代，如焦糖色可替代老抽上色，牛羊提取物、复合鲜味剂可用来增鲜。复调符合降本增效趋势，仍会不可避免影响基础调味品用量，未来 C 端大概率基调+少数大单品复调共存，而 B 端根据渠道不同，基调复调需求形成明显分化。

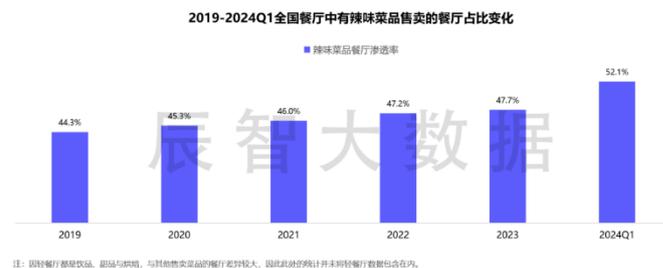
建议头部企业做好年轻群体的教育，巩固未来消费基本盘。番茄酱品类成熟后，亨氏转向重点教育青少年，来巩固未来消费群体大盘，而目前国内，一方面年轻人对酱油品牌、分类、应用都还缺乏了解，另一方面调味品是一门味觉生意，饮食习惯、口味爱好是从小培养的，在此也建议头部品牌可适当教育年轻群体，培育和巩固未来的消费基数。

图表 67 亨氏针对青少年推出绿色番茄酱



资料来源: Mark Mancini 《The Rise and Fall of Heinz's Green Ketchup》

图表 68 有辣味菜品售卖的餐厅占比持续提升



注: 因轻餐饮基数较大, 因此与其他食品类餐厅占比较大, 因此此处的统计并未将轻餐饮数据包含在内。

资料来源: 辰智《2024 年度辣消费大数据分析报告》

五、投资建议: 关注企业经营策略调整以及资本策略优化

短期来看, 24 年起外部需求企稳+成本改善, 内部企业调整陆续落地, 管理治理、渠道链条等持续修复, 内外因素积累下, 行业景气部分恢复, 龙头有望回归正增。而长期来看, 尽管挤压增长时代已经到来, 但参考亨氏发展路径, 赛道始终长青, 依旧是门不可多得的好生意, 头部企业具备穿越周期能力, 积极调整、克危寻机的企业更有望跑出独立行情, 同时从现金流角度出发, 关注企业优化资本策略、提升分红率及 ROE 所带来的投资机会。

具体到投资标的上, 推荐龙头壁垒稳固、近期动销改善的**海天**, 以及短期治理改善、长期增量较足的**中炬**, 同时关注零添加**千禾**, 以及**榨菜**、**恒顺**等调整效果, 关注布局品类、渠道细分的复调企业**天味**、**宝立**、**日辰**。

图表 69 主要企业盈利预测简表

公司	收入(亿元)				归母净利润(亿元)				PE		
	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E
海天味业	245.6	267.7	289.8	313.4	56.3	61.0	68.3	76.0	32	29	26
中炬高新	51.4	57.9	71.2	76.0	17.0	10.6	15.9	11.6	15	10	13
涪陵榨菜	24.5	26.7	28.8	31.1	8.3	9.1	10.1	11.1	16	14	13
恒顺醋业	21.1	21.9	23.8	25.7	0.9	2.2	2.6	3.1	38	31	27
千禾味业	32.1	36.4	41.1	46.1	5.3	6.2	7.1	8.1	23	20	18
天味食品	31.5	35.8	40.2	45.0	4.6	5.5	6.4	7.4	21	18	15
宝立食品	23.7	27.0	30.5	34.3	3.0	2.9	3.3	3.8	16	14	12
日辰股份	3.6	4.4	5.3	6.2	0.6	0.7	0.9	1.1	30	24	20

资料来源: wind, 华创证券。注: 日辰股份使用 wind 一致预期, 截止时间为 2024 年 8 月 7 日

六、风险提示

食品安全问题, 行业竞争加剧, 需求恢复不及预期等

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，7年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2023年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

组长、联席首席分析师：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，5年食品饮料研究经验，2019年加入华创证券研究所。

分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

分析师：刘旭德

北京大学硕士，2021年加入华创证券研究所。

助理研究员：王培培

南开大学金融学硕士，2024年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、烘焙休闲食品、食品配料等）

组长、高级分析师：范子盼

中国人民大学硕士，5年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020年加入华创证券研究所。

分析师：杨畅

美国南佛罗里达大学硕士，2020年加入华创证券研究所。

研究员：严晓思

上海交通大学金融学硕士，2022年加入华创证券研究所。

研究员：柴苏苏

南京大学经济学硕士，2022年加入华创证券研究所。

——餐饮供应链研究组（调味品、预制食品、卤味餐饮连锁等）

高级分析师：彭俊霖

上海财经大学金融硕士，4年食品饮料研究经验，曾任职于国元证券，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：严文炆

南京大学经济学硕士，2023年加入华创证券研究所。

执委会委员、副总裁、华创证券研究所所长、新财富白金分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士，15年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自2013至2023年，获得新财富最佳分析师七届第一，两届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师连续三届第一，获新浪金麒麟、上证报最佳分析师评选连续五届第一。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告