

火锅产业链中游：市场空间广阔，龙头优势明显

复合调味品市场快速发展，竞争壁垒渐凸显

2018 年我国复合调味品市场规模达到 1091 亿元，2013-2018 年的 CAGR 约为 14.4%，增速较快，与火锅市场未来几年的预计增速相仿。国家近年来出台了一系列规范食品安全的相关政策，使得行业呈现一定的整合趋势，并且随着消费升级、消费者对口味的需求丰富、餐饮品种的创新和多样化以及复合调味料本身种类较多，操作方便的特性，未来复合调味料将具备更大市场，在调味品市场中占据份额预计更多。从竞争壁垒看，目前调味品市场主要壁垒包括食品安全壁垒、营销网络壁垒、品牌壁垒和技术研发壁垒，目前销售渠道仍为调味品行业较核心的壁垒，与产品质量、经营经验、经销商关系等深度关联。行业巨头一方面通过上述领域的综合优势构建壁垒，另一方面也深耕行业大单品，利用品牌效应提升市场份额。

调味品行业整体发展水平有限，未来空间较广

目前我国调味品行业整体发展水平仍处低位，从技术和工艺看，复合调味料、川式调味料所涉及的工艺及技术较为复杂，难度较大，对设备投入和技术投入的要求均较高。行业经营模式上，龙头企业逐渐建立了从采购到销售的全过程生产经营模式，产业链协同的作用愈发明显。而目前调味品市场中中小企业较多，在技术和经营模式上较落后，未来被整合的趋势较强。对比发达国家看，日本、美国等国家的调味品人均消费额高达 80 美元及以上，而中国目前仅不到 20 美元，消费额提升空间较大，复合调味料未来可发展空间广阔。

火锅调味料受益下游餐厅扩张而快速崛起

火锅为餐饮行业最优赛道，在细分菜系中市占率最高，全国范围内渗透的区域较广，近年增速也快于其他餐饮形式。根据我们的预测，未来三年火锅全产业链的市场空间将超万亿元。以海底捞等为首的火锅餐厅快速扩张，渠道下沉，也进一步提升了火锅市场的整合度，目前中高端火锅料占比不断增加，火锅调味料将深度受益下游餐厅的扩张。

多重趋势呈现，集中度望提升

目前调味品及火锅调味料呈现多重发展趋势，包括复合调味料占比提升，产品品类更加细分，经销渠道更多元，单一渠道优势转向品牌和技术优势重要性凸显等。整体上行业龙头在产品、渠道、品牌、技术等方面有望建立综合的竞争壁垒，市场集中度提升。

风险提示：新品类产品、技术、渠道等对目前市场的冲击；食品安全问题；监管政策等。

休闲服务

维持

买入

贺燕青

heyanning@csc.com.cn

010-85159268

执业证书编号：S1440518070003

李铁生

litieshengzgs@csc.com.cn

18511588701

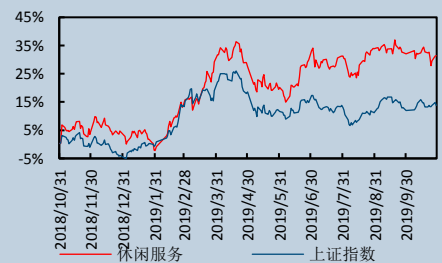
执业证书编号：S1440519010001

研究助理 陈如练

chenrulian@csc.com.cn

发布日期：2019 年 10 月 31 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、复合调味品市场快速发展	3
（一）调味品市场发展稳健，复合调味料快速崛起.....	3
（二）竞争壁垒多元，发展水平及需求端提升空间大.....	6
二、火锅调味料空间广阔	11
（一）火锅餐厅扩张与集中带动需求提升	11
（二）竞争优势多元化，产业协同加强	14
三、调味品及火锅调味料发展趋势	18
四、风险提示	19

图表目录

图表 1： 我国调味料市场整体空间约 3500 亿元	3
图表 2： 我国复合调味料市场整体快速增长（十亿元）	3
图表 3： 火锅底料及蘸料市场发展空间较大	4
图表 4： 调味品的主要分类	5
图表 5： 川菜的消费热度在全国快速提升	5
图表 6： “辣”味具有一定的“成瘾性”	5
图表 7： 单一调味料和复合调味料	6
图表 8： 复合调味料占比望进一步扩大	6
图表 9： 复合调味料市场核心壁垒	6
图表 10： 目前调味品市场销售渠道仍为核心壁垒	7
图表 11： 调味料大单品形成的主要因素.....	8
图表 12： 小龙虾调味料火爆后一系列多口味复合调味料	8
图表 13： 天味食品针对大单品鱼调料开发出系列细分产品.....	8
图表 14： 调味品市场目前发展状况	9
图表 15： 调味品市场目前主要趋势	10
图表 16： 我国调味品人均年消费额（美元）	10
图表 17： 部分国家调味品人均年消费额（美元）	10
图表 18： 火锅产业链	11
图表 19： 2018 年火锅保持细分菜系份额最高	12
图表 20： 火锅增速高于行业其他中式餐厅增速	12
图表 21： 火锅渗透范围广，中西部地区火热	12
图表 22： 火锅中游市场分类	14
图表 23： 2018 年火锅业各项指标增长较快	14
图表 24： 2018 年火锅地域扩张力度较大	14

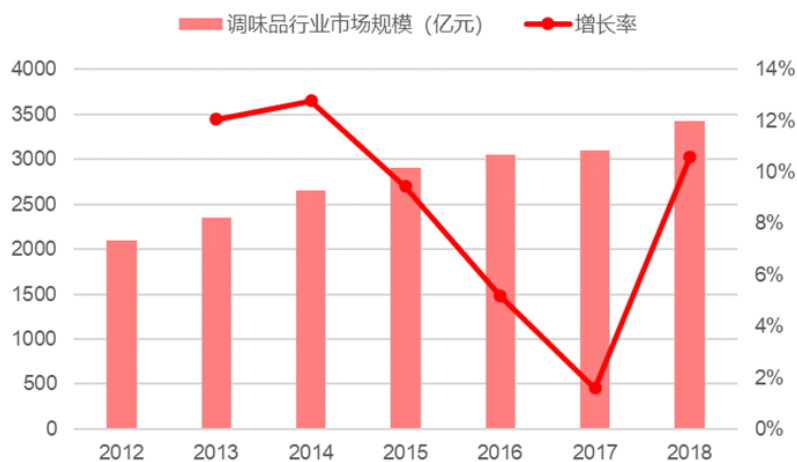
图表 25: 中高端火锅底料占比不断增加	15
图表 26: 火锅底料市场 CR5 超 30%	15
图表 27: 高端火锅调味料颐海国际领先	15
图表 28: 火锅调味料及中式复合调味料增长潜力大 (亿元)	16
图表 29: 我国火锅调味料的主要销售渠道	16
图表 30: 海底捞品牌火锅调味料	16
图表 31: 呷哺呷哺品牌火锅料	16
图表 32: 海底捞产业链体系能够很好的协同	17
图表 33: 调味料市场趋势及格局判断	18
表 1: 国家关于食品安全领域的相关政策	4
表 2: 一二线城市火锅店及市场空间测算	13
表 3: 三线及以下城市火锅店及市场空间测算	13

一、复合调味品市场快速发展

（一）调味品市场发展稳健，复合调味料快速崛起

复合调味料增速快于整体调味品增速。我国调味品行业目前的总规模接近 3500 亿元，整体调味品、发酵制品市场 2012-2018 年的复合增速约 8.53%，增速较为稳定，且预计仍维持稳定增速，而复合调味料市场 2013-2018 年复合增速高达约 14.4%，明显快于调味品市场整体增速，在调味品行业中的占比整体提升。

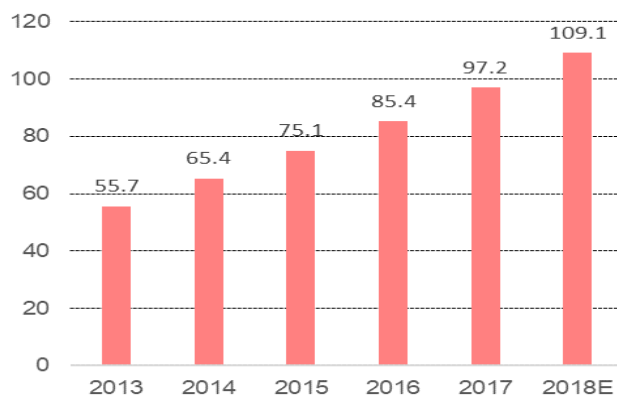
图表1：我国调味料市场整体空间约 3500 亿元



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

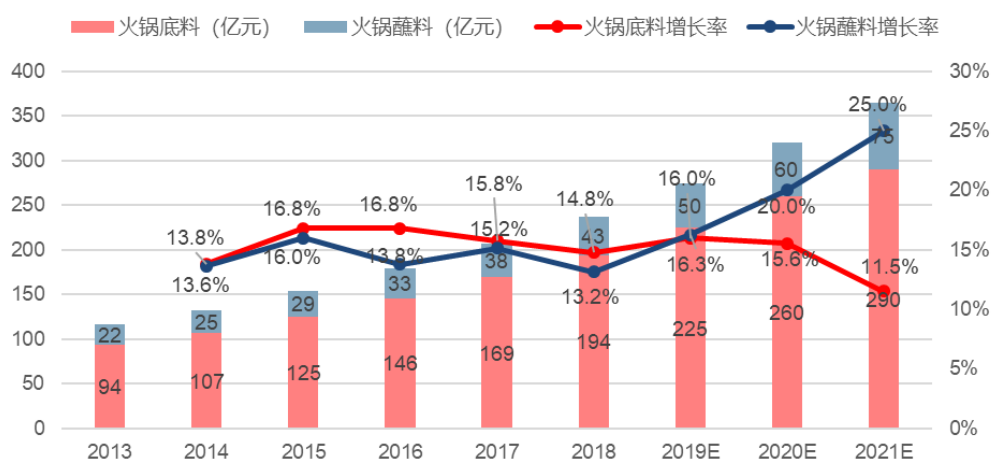
2018 年复合调味料市场规模达 1091 亿元。根据弗若斯特沙利文的数据，2010-2015 复合调味料市场增速 16.1%，2013-2018 年 CAGR 达 14.4%，总规模超 1000 亿元。其中火锅调味料占比 20.69%，超 220 亿元。火锅调味料主要包括火锅底料（占比约 80%）和火锅蘸料（占比约 20%）。

图表2：我国复合调味料市场整体快速增长（十亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，中信建投证券研究发展部

弗若斯特沙利文预计至 2021 年，火锅底料市场达 293 亿元，蘸料市场达 63 亿元。2019-2021 年复合增速约 14%，与火锅下游餐厅市场增速相近。火锅底料在火锅料市场中占比较大，接近 80%，预计到 2021 年，底料占比基本稳定，蘸料占比略有提升。

图表3： 火锅底料及蘸料市场发展空间较大


资料来源: Frost&Sulliva, 中信建投证券研究发展部

政策对于食品安全的发展至关重要。国家近年出台一系列规范和监督食品安全的法规政策，涉及食品安全、食品生产加工企业质量安全、食品生产经营日常监督等方面，进一步提升食品安全监管力度，使全行业的食品安全壁垒有所提升。

表 1： 国家关于食品安全领域的相关政策

名称	颁布单位	颁布时间
《中华人民共和国农产品质量安全法》（2018 年修订）	全国人大常委会	2018 年
《中华人民共和国产品质量法》（2018 修订）	全国人大常委会	2018 年
《中华人民共和国食品安全法》（2018 修订）	全国人大常委会	2018 年
《国务院关于加强食品等产品安全监督管理的特别规定》	国务院	2007 年
《食品生产加工企业质量安全监督管理实施细则（试行）》	质检总局	2005 年
《食品安全管理体系认证实施规则》	认监委	2010 年
《食品召回管理办法》	食药总局	2015 年
《食品药品投诉举报管理办法》	食药总局	2016 年
《食品安全信用信息管理办法》	食药总局	2016 年
《食品生产许可审查通则》	食药总局	2016 年
《食品生产经营日常监督检查管理办法》	食药总局	2016 年
《食品生产许可管理办法》（2017 修订）	食药总局	2017 年
《食品经营许可管理办法》（2017 修订）	食药总局	2017 年
《预包装食品标签通则》	卫生部	2011 年
《预包装食品营养标签通则》	卫生部	2011 年
《食品生产通用卫生规范》	国家卫计委	2013 年
《食品添加剂使用标准》	国家卫计委	2014 年

《食品安全国家标准复合调味料》

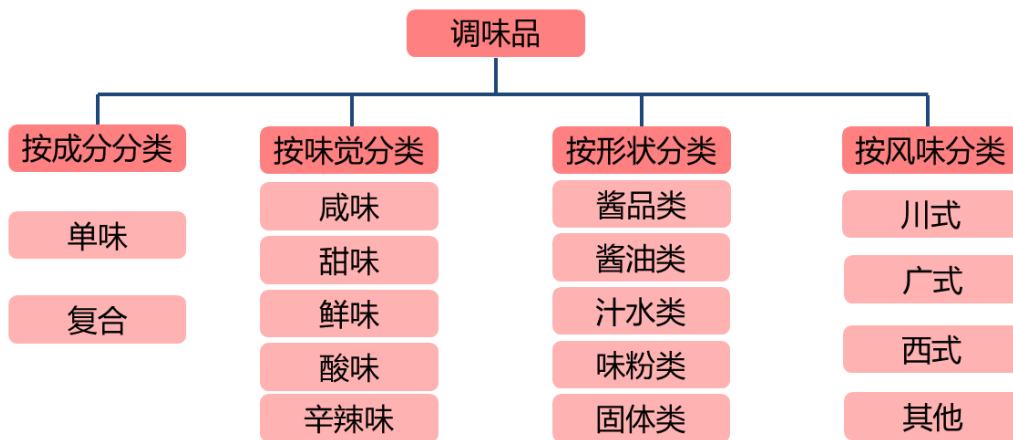
国家卫计委

2018年

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

调味品整体种类较多，大致可按成分、味觉、形状、风味等进行分类。主要的风味可分为川式、广式、西式和其他。包含不同的口味或复合口味，不同的形状形态。从调味品的成分来看，可大体将所有调味品分为单味和复合调味两种类型，主要针对的市场也有所不同，单一调味料多用于烹饪等环节，多数情况下需要与其他单一调味料进行搭配使用。而复合调味料具有口味和成分多样化，针对特定菜品调制好特定的口味和成分比例，在就餐时起到增味提鲜等作用，也一定程度上免除了烹饪环节的调料搭配问题。

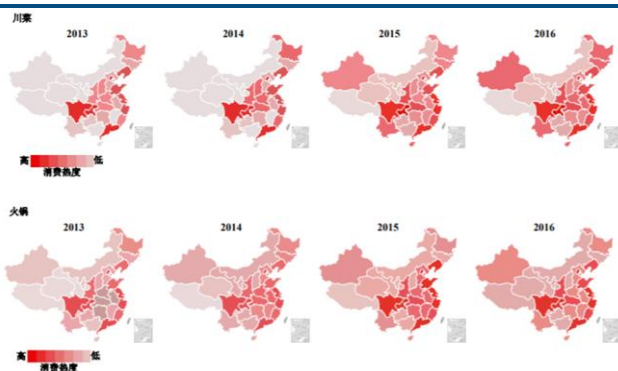
图表4： 调味品的主要分类



资料来源：天味食品招股书，中信建投证券研究发展部

调味料的几大风味中，川式调味料在全国范围内接受度较广，受益于口味的特殊优势不断辐射。川菜在我国餐饮细分菜系中的市占率与火锅接近，领先其他菜系，口味接受度非常广泛，这也与辣味本身具有一定的“成瘾性”有关。

图表5： 川菜的消费热度在全国快速提升



资料来源：天味食品招股书，中信建投证券研究发展部

图表6：“辣”味具有一定的“成瘾性”



辣（——刺激人体产生香草醛体——神经细胞温度增加）——产生痛觉——刺激大脑产生内源性吗啡（内啡肽）——产生愉悦感——提振食欲——**产生依赖。**

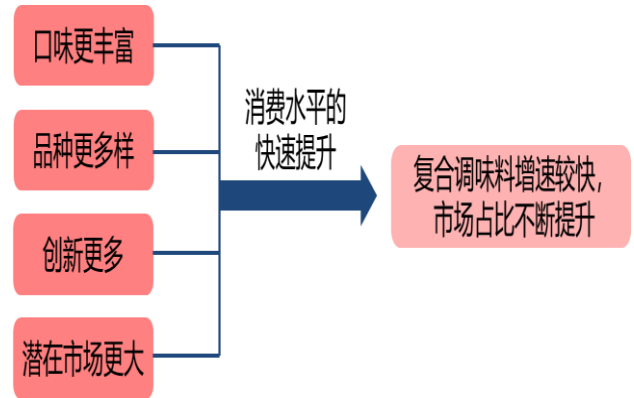
资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

调味料主要分为单一调味料和复合调味料。餐饮市场对调味料的需求趋势或使复合调味料未来占比进一步扩大。因目前整体消费水平的快速提升，餐饮市场及消费者对于调味料的需求呈现一些显著特征，包括对于调味品的口味需求更丰富，菜系菜品品种更多样创新需要针对性的调味料，调味品本身研发和创新增多等因素，复合调味品相对在针对性、口味丰富度、可创新性上较单一调味品更强，这使得复合调味品的需求和潜在市场更大。复合调味品的快速发展也更能迎合调味市场需求多元化的趋势。

图表7：单一调味料和复合调味料



图表8：复合调味料占比望进一步扩大



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

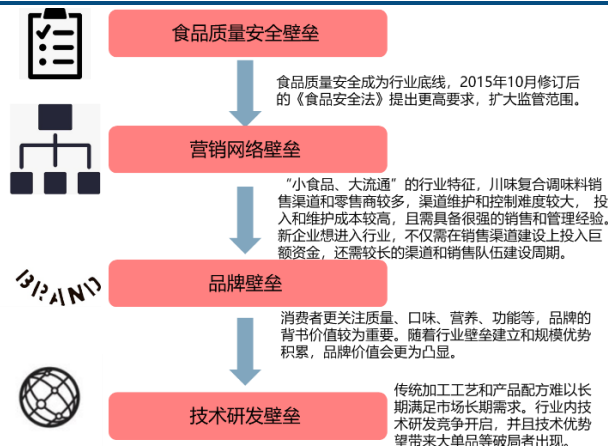
资料来源：中信建投证券研究发展部

（二）竞争壁垒多元，发展水平及需求端提升空间大

调味料市场壁垒坚实。主要行业壁垒包括食品质量安全壁垒、营销网络壁垒、品牌壁垒以及技术研发壁垒。

食品质量安全壁垒体现在食品安全监管更趋严格，监管范围更大；营销网络壁垒体现在调味料市场对于成熟营销网络的搭建需要更强的经验、更大的投入和更长的培育周期；品牌壁垒影响零售端和经销渠道，整体培育也需要较长的周期；技术研发壁垒体现在行业内整体的技术水平处在快速提升的阶段，技术优势通过创造有竞争力的产品占领市场，有助于带来产品竞争壁垒，新进入企业也可通过深耕技术，冲击现有竞争格局。

图表9：复合调味料市场核心壁垒

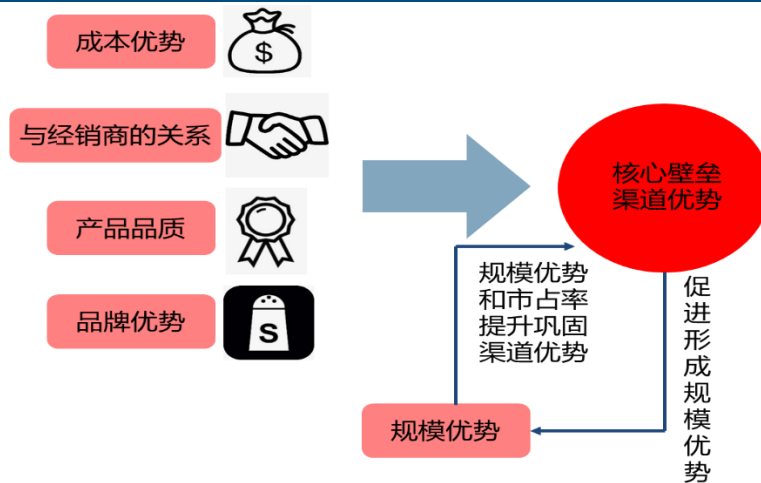


资料来源：天味食品招股书，中信建投证券研究发展部

调味料渠道中，一般分为经销渠道、餐饮渠道、商超渠道、电商渠道等。从消费对象看，又可分为工业渠道、家庭渠道和餐饮渠道，其中家庭渠道占比较大，包括如夫妻店、杂货店、农贸市场等为主的传统流通渠道和商超 KA、便利店等现代流通渠道。

渠道资源仍为核心壁垒。调味品的销售渠道是决定调味品企业运营成果的重要因素。在主要渠道分类中，总体上经销商渠道占比较大且维持稳定，零售渠道越来越重要，电商等新渠道快速发展。复合调味料及火锅调味料市场，在产品矩阵丰富度、产品品类、研发投入、成本、渠道等因素中，目前销售渠道仍然是核心壁垒，而其中经销商流通渠道占比较大，而经销商渠道与规模优势、成本优势、产品质量、企业与经销商关系等因素关联较强，餐饮渠道也与餐厅偏好、与餐厅的关系、厨师习惯等具有较强的关系，调味品渠道的建设，需要相关企业投入更多的培育时间，深度绑定和维系渠道体系，这让行业体现出一定的先入者优势。

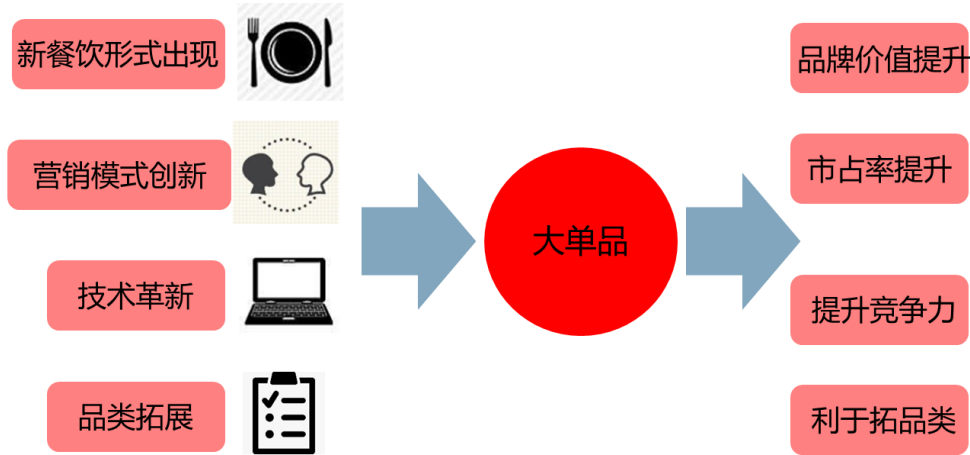
图表10：目前调味品市场销售渠道仍为核心壁垒



资料来源：中信建投证券研究发展部

大单品对于品牌价值和竞争力提升作用突出。大单品往往是调味品企业的主力产品和质量代表，在零售端具有较强的品牌效应，对于调味品企业整体品牌价值提升有明显作用，并且大单品对于企业提升市场占有率的作用突出。由于大单品不同于传统企业通过较广的产品覆盖度和较深的渠道绑定来运营，一定程度上，大单品也会伴随着新餐饮形式的出现、调味品技术革新和品类拓展、营销模式创新等因素而出现，部分体现了餐饮行业发展变化，对市场格局有一定影响，行业中新进入者有望凭借大单品取得一定份额，但大单品培育难度较大。

图表11： 调味料大单品形成的主要因素



资料来源： 中信建投证券研究发展部

大单品的培育：大单品的培育需要结合餐饮市场变化趋势，餐饮赛道的变化，新餐饮模式的崛起，餐饮口味的变化，产品自身研发和创新以及新式营销崛起等因素。并且多数情况下，大单品的培育需要先通过丰富自身产品矩阵来增加概率，产品质量和定位仍然是大单品的核心因素，同时企业品牌价值越强，也有助于单品的培育和推广。

大单品的改良和拓展：有大单品属性的产品，会被企业重点培育和打造，在经营过程中，企业根据产品的相关市场反馈进行应对和细致的调整，并且如颐海国际、天味食品等龙头企业，会将大单品所处系列进一步细分，推出更加丰富的产品体系，例如颐海国际的小龙虾调味料系列以及天味食品的酸菜鱼调料系列等。

图表12： 小龙虾调味料火爆后一系列多口味复合调味料



资料来源： 网络资料， 中信建投证券研究发展部

图表13： 天味食品针对大单品鱼调料开发出系列细分产品



资料来源： 网络资料， 中信建投证券研究发展部

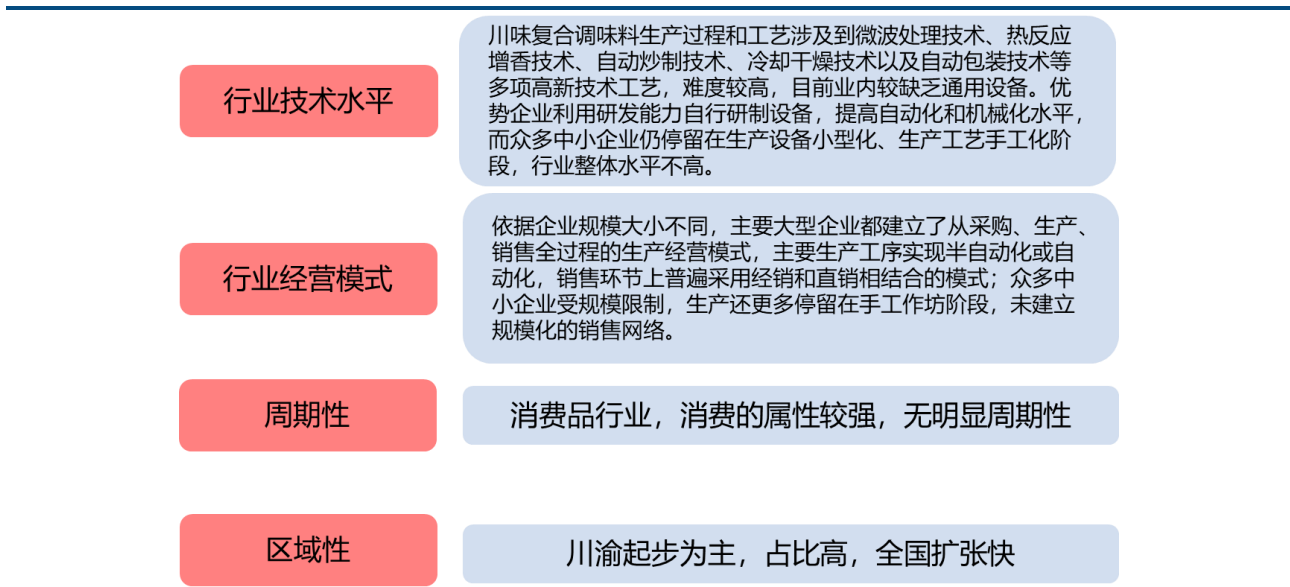
调味品行业目前整体发展水平偏低，企业发展参差不齐，利于具有竞争优势的龙头企业形成壁垒。从目前行业技术水平发展看，整体处于较低水平，行业内较多中小企业技术较落后，而复合调味料涉及的技术工艺较复杂，需要公司投入较多科研费用。

经营模式上，大型企业建立了采购、生产、销售的一体化全覆盖模式，形成自身壁垒。销售上更多采取经

销和直销结合。

调味品行业整体上无明显周期性，消费属性更强，在区域分布上从川渝起步，向全国快速扩张，目前分布较为广泛，需求市场较大，且预计将持续提升。

图表14： 调味品市场目前发展状况



资料来源：天味食品招股书，中信建投证券研究发展部

调味料市场目前呈现一些明显特征。行业集中度方面，因原先市场存在较多不规范运营的情况，中小企业经营能力参差不齐，预计未来行业整合趋势延续，集中度或进一步提升；竞争的主要优势由单一价格因素、渠道因素逐渐转变为多元化的优势，品牌、质量和营销等作用逐渐凸显；生产工艺和技术逐渐提升改进；随着消费和生活快捷化、便利化趋势，标准化和多样化的复合调味料将成为消费者重要选择；餐饮连锁化趋势和餐厅集中度提升从需求端带动标准化复合调味料扩张，随着集中度提升，技术、品牌、营销等改进，头部企业利润水平望提升。

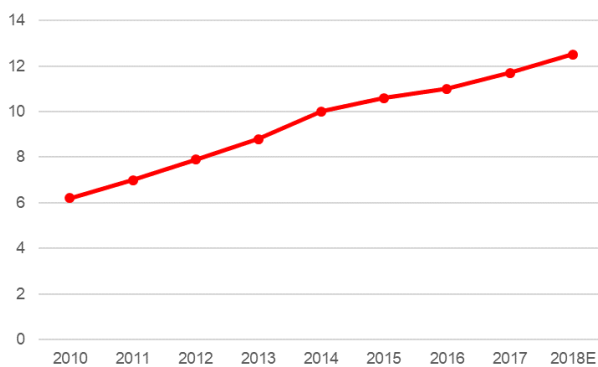
图表15： 调味品市场目前主要趋势

行业集中度	整体集中度出现提升趋势，主要因原先市场较不规范，数量较多的中小企业在采购、生产、质量把控等领域不过关，国家也进一步加强对食品安全的整治，行业出清及集中的趋势不可避免。
竞争的主要因素	竞争的主要因素从原先较单纯的价格竞争和成本因素逐渐转变为多元化。品牌、质量和营销等因素在竞争中所占比例逐渐增加，未来龙头企业将依托多维度的综合的竞争优势形成较深的竞争壁垒。
生产工艺	生产工艺持续改进，新产品和新配方的推出速度逐渐加快，健康、营养、快捷餐饮等要求都对调味品本身提出更高的要求。
快速消费品属性	复合调味料结合了众多的基础调味料，避免了很多繁琐的烹饪环节，在快速消费的趋势下，复合调味料快消属性凸显
餐饮连锁化趋势	餐饮连锁化趋势明显，大型餐饮企业对产品标准化、食品安全性和口味稳定性使标准化复合调味料需求提升。
行业利润水平	食品安全政策趋严，行业进入门槛提高，整合趋势加快，市场竞争多元化后，利润率水平较高的以及高档产品的销售比重将提升，有竞争优势的企业利润水平会提高。

资料来源：天味食品招股书，中信建投证券研究发展部

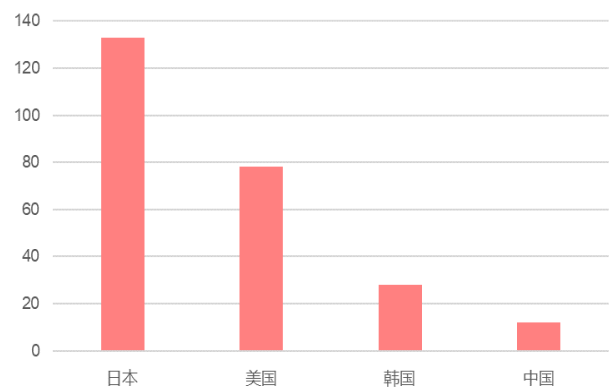
我国调味品消费提升空间仍较大。我国目前调味品的人均年消费额仅约 12 美元，而日本高达约 130 美元，美国近 80 美元，韩国也高于中国，我国调味品未来的渗透率及客单价均有较大提升空间。预计在整个行业监管政策力度加强，集中度提升，壁垒提高后，行业整体的产品质量、营销力度、渠道建设、品牌研发等领域也将得到大幅度提升，对于下游企业端和消费者端的吸引力增强，未来调味品的消费需求将逐渐增大。

图表16： 我国调味品人均年消费额（美元）



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

图表17： 部分国家调味品人均年消费额（美元）



资料来源：Euromonitor，中信建投证券研究发展部

二、火锅调味料空间广阔

火锅产业链分上中下游，上游主要为食材端，以农牧企业或食材供应商为主；中游主要包括火锅底料和调味料以及需要经加工的火锅制品、速冻制品等；下游主要为火锅餐厅以及其他的运营支持企业。

图表18： 火锅产业链



资料来源：中信建投证券研究发展部

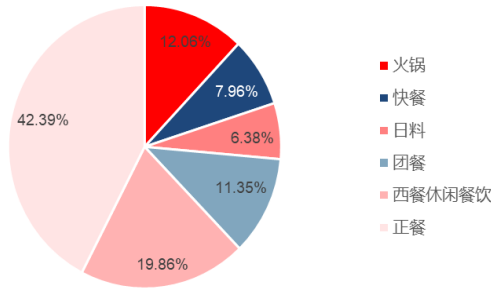
火锅底料是以动、植物油脂、辣椒、花椒、食盐、味精、香辛料、豆瓣酱等为主要原料，按一定配方和工艺加工制成的，用于调制火锅汤的调味料。按照原料不同分为动物油型火锅底料和植物油型火锅底料。按感官不同分为辣汤型火锅底料和清汤型火锅底料。火锅蘸料则主要为烫煮食物后，用来调味提鲜的可蘸取的复合调味料。

（一）火锅餐厅扩张与集中带动需求提升

火锅为餐饮最优赛道。近年来，在我国餐饮的细分菜系之中，火锅市占率一直保持领先，且份额较为稳定，预计未来几年火锅市场的年复合增长率也将达到约 13-14%，我国整个餐饮市场近年增速在 10% 附近，火锅仍保持一定的发展优势。

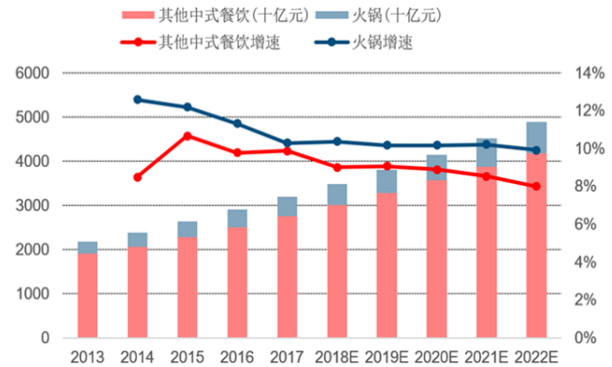
火锅赛道的增速较快，高于其他中式餐厅增速，未来在海底捞等火锅龙头渠道下沉和快速扩张的带动下，增速保持稳定，行业有一定的集中度提升趋势。

图表19： 2018年火锅保持细分菜系份额最高



资料来源: Frost&Sulliva, 中信建投证券研究发展部

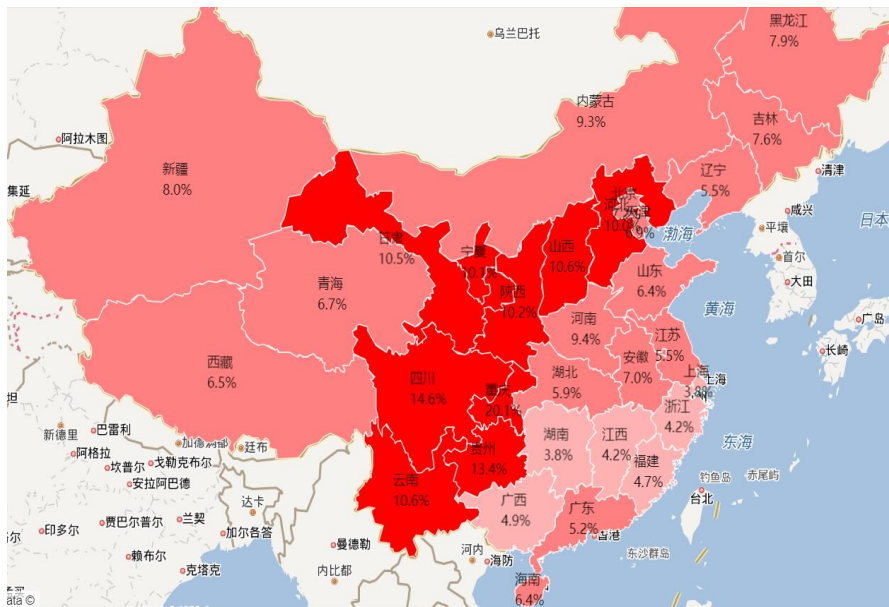
图表20： 火锅增速高于行业其他中式餐厅增速



资料来源: Frost&Sulliva, 中信建投证券研究发展部

我国火锅业态布局范围较广，渗透率相对较高。尤其以西南、西北、华北地区最高。而西南地区如川渝、云贵高原以及西北地区火锅品牌的标准化程度相对不高，而华东地区由于经济较发达，开店场景更趋稳定，火锅品牌的标准化程度以及扩张规模相对更大。对于中游底料和调味料厂家来说，掌握规模较大的火锅品牌的供货渠道更易于形成规模优势。

图表21： 火锅渗透范围广，中西部地区火热



资料来源: 2015 中国火锅业发展报告, 中信建投证券研究发展部

目前国内一二线城市的火锅店数量预计超 10 万家。预计 2020-2022 年的一二线火锅店数量增速较近两年火锅店的总体增速较慢，预计年均增速约 3%，2022 年达约 10.6 万家。由于此前按翻台率接近 3 计算，实际样本中可能达不到，故预计其高端火锅、中端火锅和大众餐饮火锅的单店年营收分别为 2200 万元、750 万元、150 万元，2022 年一二线城市高端火锅、中端火锅和大众餐饮火锅的数量分别为 0.3 万家、1.6 万家、8.7 万家，预计 2022 年一二线城市火锅餐厅的市场空间约 3150 亿元。

表 2：一二线城市火锅店及市场空间测算

测算指标	主要假设	测算结果
目前一二线城市火锅店总数量	国内目前火锅店总数约 40 万家，据相关统计，一线占比约 10%，通过查询大众点评等 APP，预计一二线合计占比约 25%	目前约 10 万家
2020-2022 年火锅店数量增速及 2022 年一二线火锅店总数量	由于火锅店整体数量变化幅度相对单个企业小，本身淘汰率较高，且一二线城市存在一定的空间逐渐饱和现象，预计年平均增速为 3%	预计到 2022 年达 10.6 万家
高端火锅单店年营收	结合单店营收测算情况预测	约 2200 万元
中端火锅单店年营收	结合单店营收测算情况预测	约 750 万元
大众火锅单店年营收	结合单店营收测算情况预测	约 150 万元
各档次火锅店具体数量	根据目前国内火锅客单价情况进行预测，一线城市中高档占比稍高，高档约占 3%，中档占 15%，大众约占 82%	即 2022 年高档火锅约 0.3 万家，中档火锅约 1.6 万家，大众火锅约 8.7 万家
2022 年一二线城市火锅店市场空间	预计各档次火锅店数量乘以预计的单店营收	预计 2022 年一二线城市火锅市场空间约 3150 亿元

资料来源：中信建投证券研究发展部

目前预计三线及以下目前的火锅数量约为 25 万家，未来增速将快于一二线，预计 2020-2022 年的大致年均增速为 5%，随后增速趋于平缓。至 2022 年预计达 29 万家。考虑三四线城市人均客单价及翻台率略低，预计 2022 年其高端火锅、中端火锅和大众火锅的单店销售额为 1800 万元、600 万元、90 万元，对应 2022 年三线及以下城市各档次火锅店家数为 0.5 万家，3 万家，25.5 万家，对应的三线及以下城市火锅餐厅市场空间约 4995 亿元。

我们预计未来三年火锅全产业链市场空间将突破万亿，整体火锅产业的成长性非常巨大。

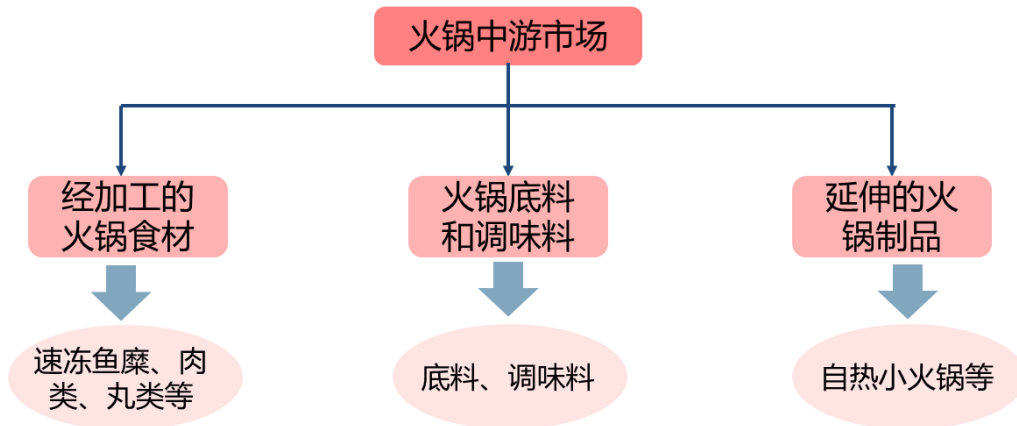
表 3：三线及以下城市火锅店及市场空间测算

测算指标	主要假设	测算结果
目前三线及以下城市火锅店总数量	国内目前火锅店总数约 40 万家	目前约 25 万家
2020-2022 年火锅店数量增速及 2022 年三线及以下城市火锅店总数量	由于火锅店整体数量变化幅度相对单个企业小，本身淘汰率较高，但三线及以下城市相较一二线存在较大成长空间，预计年平均增速为 5%	预计到 2022 年达 29 万家
高端火锅单店年营收	结合单店营收测算情况预测	约 1800 万元
中端火锅单店年营收	结合单店营收测算情况预测	约 600 万元
大众火锅单店年营收	结合单店营收测算情况预测	约 90 万元
各档次火锅店具体数量	根据目前国内火锅客单价情况进行预测，三线及以下城市中高档占比相对一二线较低，高档约占 2%，中档约占 10.5%，大众约占 87.5%	即 2022 年高档火锅约 0.5 万家，中档火锅约 3 万家，大众火锅约 25.5 万家
2022 年三线及以下城市火锅店市场空间	预计各档次火锅店数量乘以预计的单店营收	预计 2022 年三线及以下城市的火锅市场空间约 4995 亿元

资料来源：中信建投证券研究发展部

火锅调味料增长空间较大。下游火锅餐厅为餐饮行业最优赛道，预计未来三年复合增长率达 14%，带动火锅调味料整体市场空间保持与下游餐厅较匹配增速。

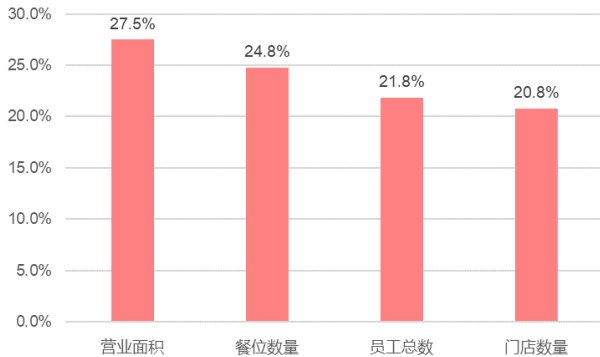
图表22： 火锅中游市场分类



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

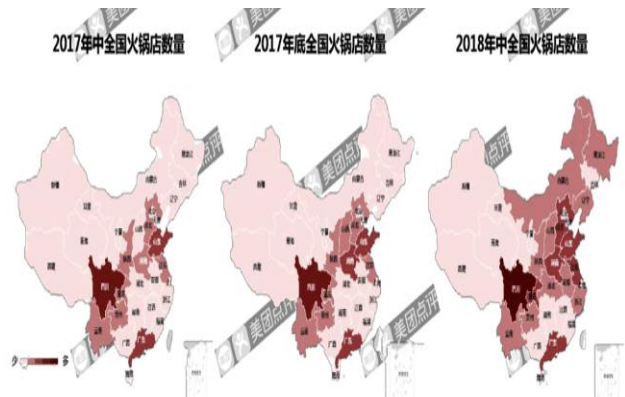
火锅相比于其他特定菜系，在口味丰富度和灵活度上更强，对应调味料的品类和丰富度、可创新空间更大。

图表23： 2018 年火锅业各项指标增长较快



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

图表24： 2018 年火锅地域扩张力度较大

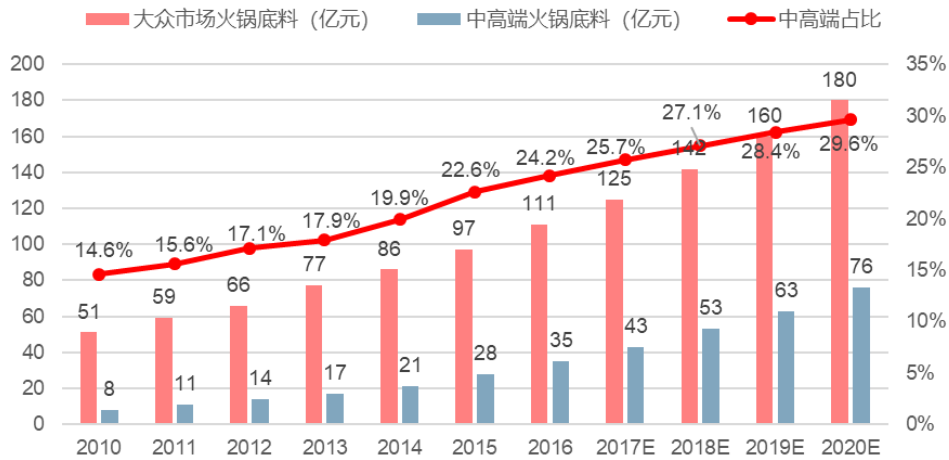


资料来源：美团点评，中信建投证券研究发展部

（二）竞争优势多元化，产业协同加强

中高端火锅底料占比不断增加。在火锅底料市场整体快速扩大的同时，中高端火锅料提升速度更快，预计 2010-2020 年，CAGR 达 25% 左右，并且整体在火锅底料中的占比预计从 2010 年的 14.6% 大幅提升至 2020 年的 29.6%，接近 30%，也对应消费者消费水平的不断提高以及下游龙头火锅餐厅集中度的不断提升。

图表25：中高端火锅底料占比不断增加

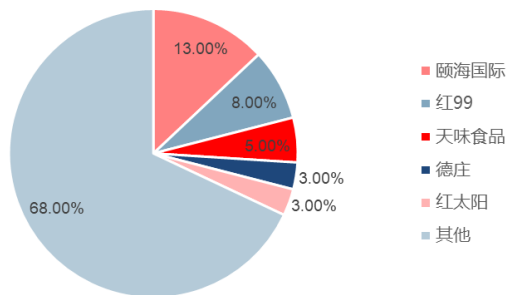


资料来源: Frost&Sulliva, 中信建投证券研究发展部

火锅底料市场的集中度相对较高，CR5 超 30%。其中海底捞的关联企业颐海国际在份额上取得领先，整体上升速度较快，天味食品也拥有较高的市场份额。

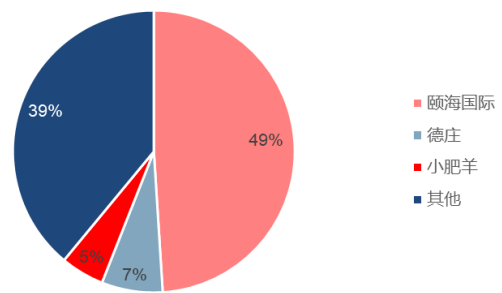
相较于火锅市场 CR5 仅约 5% 的高度分散，火锅底料市场集中度较高。这与龙头火锅底料企业面对的下游火锅餐厅较多、供货范围较广以及渠道资源较强有关。对于火锅底料生产企业来说，新进入的门槛相对较高，行业内的渠道资源和销售优势绑定较强。

图表26：火锅底料市场 CR5 超 30%



资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

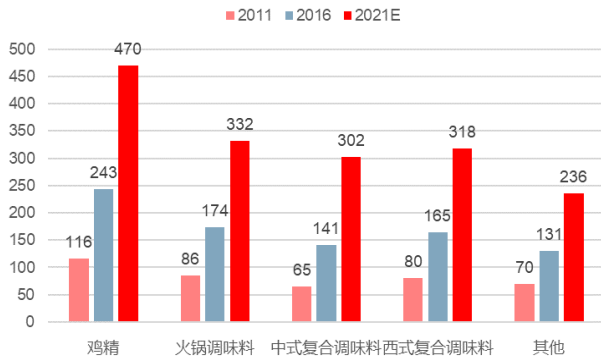
图表27：高端火锅调味料颐海国际领先



资料来源: Frost&Sulliva, 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

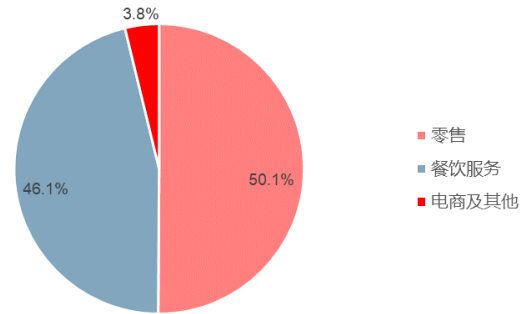
目前我国火锅调味料渠道，零售与餐饮服务约各占半壁江山。品牌优势在零售端的作用较明显。对应下游餐厅品牌的中游调味料能够获得较好的品牌资源，在 C 端有更强的品牌效应，获得消费者的品牌认同。由于火锅在国内的接受程度较广，在家庭场景中烫煮火锅也逐渐成为一种重要的餐饮形式，这也使得零售端的火锅底料和调味料具有一定的市场和发展基础。

图表28： 火锅调味料及中式复合调味料增长潜力大（亿元）



资料来源：Frost&Sulliva，中信建投证券研究发展部

图表29： 我国火锅调味料的主要销售渠道



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

下游龙头的火锅品牌也逐渐开始向中游进军，推出自己品牌的底料和调味料。在产业链层面，逐步打造一体化协同，同时也有助于利用下游火锅餐厅的品牌优势，助力底料、调味料在零售端的市场开拓。

图表30： 海底捞品牌火锅调味料



资料来源：Frost&Sulliva，中信建投证券研究发展部

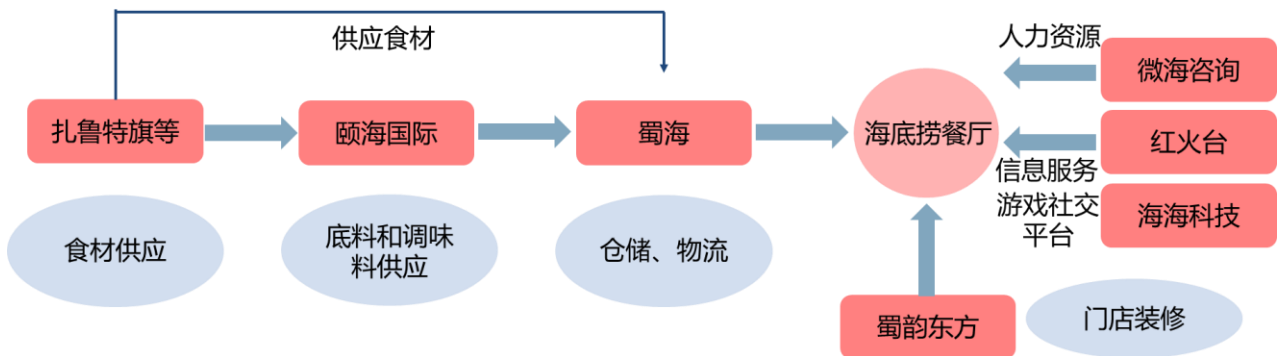
图表31： 呷哺呷哺品牌火锅料



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

海底捞有较为完善的火锅产业链上下游布局，颐海国际也是其中重要一环，并深度受益海底捞产业链的协同作用。海底捞产业链在上游食材端有扎鲁特旗等供应食材，蜀海负责食材采购、仓储和物流，颐海国际负责中游的火锅底料和调味料供应。下游的微海咨询提供人力资源服务，蜀韵东方提供门店相关装修服务。上下游形成较强的协同效应。

图表32：海底捞产业链体系能够很好的协同



资料来源：中信建投证券研究发展部

在火锅调味料领域，通过对比目前的龙头企业发展态势，可以看到运营和发展路径的区别。首先，行业集中度相对较高，对于新入企业来说已经形成了非常高的竞争壁垒。

火锅底料、调味料、中游制品企业，主要竞争模式仍集中在销售渠道、产品覆盖度、产品质量、研发能力、品牌价值、成本优势以及品类创新等方面。从产品能力、渠道能力、研发创新能力、品牌能力几大维度看：

产品能力：目前火锅底料、调味料以及火锅制品等龙头企业，品牌矩阵均较为丰富，覆盖面广，主要火锅汤底产品和各种口味调味料基本覆盖，新品推出较快，研发费用都呈现稳健或提升的态势，并且也具备成熟的大单品及体系。未来产品端预计继续深耕大单品，同时积极拓展品类和细分品类产品。

渠道能力：渠道的运营商，龙头企业呈现一定的差异，部分企业经销商渠道占比大，且与经销商普遍合作时间较长，通过各经销商的收入金额都较大，整体较为依赖经销渠道的绑定；海底捞的关联企业颐海国际半数渠道来自关联方，较稳定，电商渠道重点开拓，经销商偏向深度分销模式，目前经销商总数已突破 1500 家，来自单个经销商的收入略少，通过深度分销也有助于触达更多场景，同时下游海底捞强大的品牌效应让其可以快速实现在零售渠道上的拓展；红九九等企业注重分销，通过招商、加盟拓展等各种方式拓渠道。

研发创新能力：龙头企业都有较强的研发团队，整体推新速度较快。并且目前龙头企业在创新领域更注重新品类拓展，包括自热小火锅等。均具备较强的单品效应，并围绕单品进行细分品类的补充和改进。

品牌能力：品牌上，绑定下游龙头火锅餐厅的中游企业在品牌影响力上更强，能够很好借助下游餐厅品牌的巨大影响力。海底捞、呷哺呷哺、德庄等下游龙头火锅餐厅在中游市场的品牌拥有一定优势。品牌能力有助于零售端的拓展和开拓的新品类打入市场的表现。

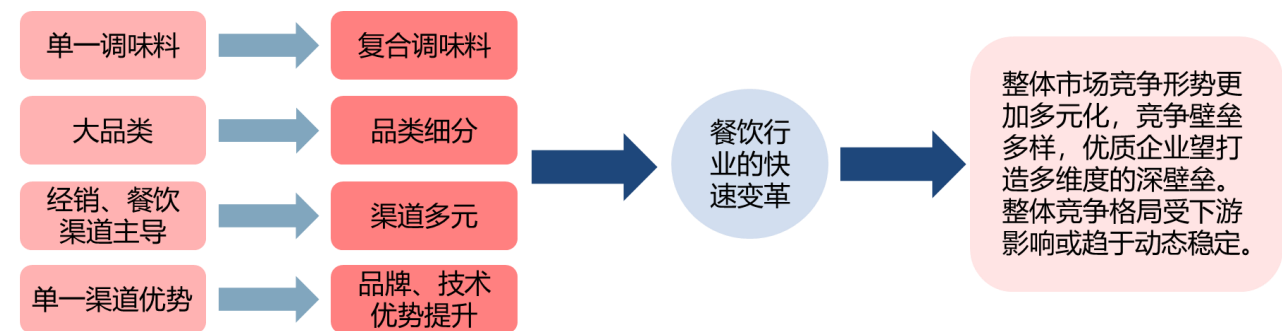
三、调味品及火锅调味料发展趋势

调味品市场和火锅调味料市场呈现出一些明显发展趋势：

- 1、复合调味料整体占比提升，渗透率提升，未来整体空间较大；
- 2、复合调味料细分品类更新较快，技术优势、营销优势等开始显现；
- 3、渠道结构更丰富，新入者有望随餐饮市场变化、技术变革及营销渠道变革取得一定市场份额；
- 4、品牌价值的优势将逐渐增强。

竞争格局预计将呈现龙头集中。一方面餐饮市场本身规模较大，餐饮品类可覆盖度较广、口味需求较多，新进入者若在技术创新和细分品类上创新，则有望取得一定的市场。另一方面，原有市场呈现明显的整合和进入门槛提升趋势，龙头优势提升，预计整体竞争格局保持稳定，集中度提升。

图表33： 调味料市场趋势及格局判断



资料来源：中信建投证券研究发展部

从火锅中游市场发展看：

1、**复合调味品和火锅调料潜力较大**，且目前我国调味品人均消费较低，我国人均调味品消费远落后于部分发达国家。预计随着消费升级，餐饮市场对调味料市场需求趋于多元化，下游火锅餐厅快速增长以及集中度提升，火锅中游市场将迎来巨大发展空间。

2、**目前火锅调料市场产品呈多元化趋势，竞争优势更加多元。**种类更丰富，渠道更多元，注重经销商渠道、餐饮渠道、零售渠道以及电商渠道拓展。整体上经销商渠道仍然是主要模式，销售渠道也仍是火锅调味料市场的核心竞争力。火锅调料的竞争力更趋多元，新型渠道、品牌优势、技术优势等作用逐渐突出，下游龙头火锅餐厅借助品牌优势拓展中游市场取得了较明显的效果，在新型渠道的开拓上，电商等渠道也带来了更多的消费量。

3、**目前行业发展程度整体偏低，龙头优势集中。**技术水平、工艺水平、运营模式等进步空间较大，预计市场逐渐呈现集中度提升趋势。龙头企业有望凭借多元化竞争优势建立较深的竞争壁垒，未来竞争优势也更多偏向技术、品牌价值、新型营销构建等。

而龙头品牌预计将在产品质量、研发能力、创新能力、渠道能力、产能扩张和规模等方面取得全面的综合竞争优势，从而建立较高的竞争壁垒，并使得主要的市场集中度提升。

四、风险提示

新品类产品、技术、渠道等对目前市场的冲击；食品安全问题；监管政策等。

分析师介绍

贺燕青：中信建投证券研究发展部社会服务行业首席分析师，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7年证券从业经验。

李铁生：中信建投证券研究发展部社会服务行业分析师，西安交通大学数量经济与金融硕士，6年证券从业经历。

研究助理 陈如练：上海财经大学国际商务硕士，2018年6月加入中信建投社服团队。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师惠 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859