

## 必选中兼具升级，大市场孕育多赛道机遇

调味品近年来一直是市场核心关注且愿意给予较高溢价的行业，作为大众消费品，目前兼具确定性、盈利双高特点，长期看量价稳步提升逻辑强，市场规模大且消费具备显著差异化趋势，提供大龙头进一步下沉，次龙头切入细分市场机遇，是消费品行业中可看长久的优质赛道！

## 核心观点

- **大市场下多赛道，待有龙头来整合。**2018年，调味品及发酵品行业收入3427.2亿元/+10.65%，行业规模大但细分领域众多，传统调味品（酱油、醋）规模大增长稳定，新兴复合仍处于高速发展通道。当前整体调味品市场集中度仍低，CR5仅31%，龙头海天市占率16%，龙头弱势区域仍有较大提升空间。
- **量：细分品类复合调味品增长潜力更大，拆解渠道餐饮需求提供长足增长动力：**
  1. **调味品人均消费与经济发展水平显著相关，看后续人均消费量仍有翻番空间，新兴品类将有望成增长主要拉动力量。**人均调味品消费与经济发展水平强相关，国内区域间消费量差异巨大（三倍），对标海外整体人均消费差距仍大，中期可看翻番空间。后续预期传统调味品依靠渠道下沉维持行业稳健中低速增长，复合调味品等新兴调味品成为行业主要拉动力量；
  2. **餐饮行业稳健增长提供行业长足动力，家庭渠道精细化需求促进高端品快速发展。**餐饮是调味品最大下游需求市场，占比70%，受益于生活习惯变迁带来的消费频次增长（12-17年提升26%）及城镇化推动带来餐饮消费人次渗透率的提升，餐饮行业有望维持中期稳定增长。家庭渠道消费刚性，需求精细化及高端化趋势显著。
- **价：价格敏感性弱提价能力强，未来价格提升看自然提价及结构性调整。**调味品价格敏感性低，优质企业较强的向下议价能力提供盈利维稳安全垫。后续，看底线价格增速跑赢通胀，叠加高端品占比提升带来的结构性提价，价格中长期维持稳步增长。
- **定量测算：中期看调味品行业增长几何？**从宏观角度看，拆分看人均消费与销售吨价，20-22年调味品行业规模有望达到3762.90/4060.65/4278.92亿元，同比增长1.18%/7.91%/5.38%，拆分到渠道来看，我们认为20-22年家庭渠道消费增长12.35%/1.92%/6.09%，餐饮渠道增长-7.3%/16.15%/4.03%，食品加工渠道增长5.06%/3.02%/3.02%，餐饮渠道及家庭消费仍是调味品行业主要推动力量。

## 投资建议与投资标的

- 调味品赛道作为大众消费品，兼具确定性与盈利双高特点，一方面行业规模效应强，龙头规模带来的生产端及销售端护城河难破，建议关注海天味业(603288, 未评级)，另一方面国内辽阔幅员带来地区经济发展及消费存在差异，提供新进入者切入及在细分行业成长机遇，看长市场格局将大概率呈现一超多强，建议关注千禾味业(603027, 未评级)、中炬高新(600872, 未评级)。

## 风险提示

- 成本上涨风险，疫情影响餐饮行业复苏不及预期，市场拓张不及预期

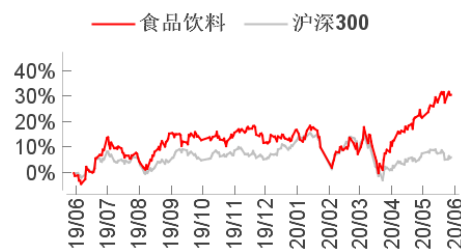


东方证券  
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国  
行业 食品饮料行业  
报告发布日期 2020年05月31日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅  
021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

联系人 徐椰香  
021-63325888\*6129  
xuyexiang@orientsec.com.cn

## 相关报告

一颗坚果的流转：透视电商、商超及品牌连锁 2019-07-18  
锁渠道异同：  
家务社会化与餐饮供应链，千亿速冻的历 2019-07-14  
久弥新：

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、	大市场下多赛道，待有龙头来整合.....	5
二、	量：细分品类复合调味品增长潜力更大，拆解渠道餐饮需求提供长足 增长动力.....	8
	2.1、人均消费量增长空间大，新兴品类接棒成主要拉动力量 .....	8
	2.2、餐饮行业稳健增长提供行业长足动力，家庭渠道精细化需求促进高端品快速发展 ...	10
三、	价：价格敏感性弱提价能力强，高端品渗透率提升带来结构性提价	13
	3.1、原料端呈现显著周期波动特点，短期无太大上行压力 .....	13
	3.2、下游价格敏感性弱带来强议价力，未来价格提升看自然提价及结构性调整 .....	18
四、	定量测算：中期看调味品行业增长几何？ .....	20
	4.1、宏观视角看行业中期成长空间与步伐 .....	20
	4.2、微观渠道看行业中期成长动力来源.....	21
	风险提示.....	24

## 图表目录

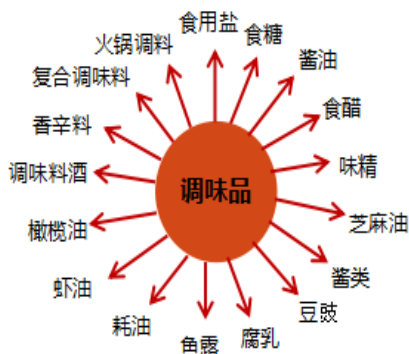
图 1: 中国调味品分类 .....	5
图 2: 2004-2018 年中国调味品及发酵品行业收入/亿元 .....	5
图 3: 2012-2017 年中国调味品行业销量/万吨 .....	5
图 4: 2018 年调味品细分品类市场规模占比 .....	6
图 5: 中国调味品下游渠道占比 .....	6
图 6: 2018 年调味品行业市场格局 .....	8
图 7: 2019 年海天销售区域结构 .....	8
图 8: 全球主要国家调味品消费额比较/美元 .....	8
图 9: 2012 年各省/直辖市城镇人均调味品消费/元 .....	9
图 10: 蚝油、番茄酱、蛋黄酱等新兴调味品增速 .....	10
图 11: 2017 年主要调味品增速 .....	10
图 12: 2017 年日本调味品市场细分品类占比 .....	10
图 13: 2018 年中国复合调味品品类结构占比 .....	10
图 14: 调味品行业收入与餐饮行业收入增速 .....	11
图 15: 调味品行业收入增速与食品制造业增速 .....	11
图 16: 2004-2019 年餐饮收入及增速情况 .....	11
图 17: 人均餐饮服务订单量 .....	12
图 18: 17 年大众和中档餐饮消费人次主导餐饮增长 .....	12
图 19: 美国餐饮行业收入随着城镇化率提升保持稳定增长 .....	12
图 20: 18 年我国城市化率达到 59.2%/+1.24pct(%) .....	12
图 21: 调味品行业增速与家庭可支配收入 .....	13
图 22: 城镇居民家庭消费性支出 .....	13
图 23: 海天味业酱油成本结构 .....	15
图 24: 海天味业酱油直接材料结构 .....	15
图 25: 紫林醋业成本结构 .....	15
图 26: 紫林醋业直接成本构成 .....	15
图 27: 2019 年大豆下游需求结构 .....	16
图 28: 2019 年豆粕下游需求结构 .....	16
图 29: 2019 年中国大豆供给结构 .....	16
图 30: 近期大豆及豆粕价格仍处于历史低位 .....	17
图 31: 2013-2020 年瓦楞纸价格走势 .....	18
图 32: 2009-2020 年玻璃价格指数走势 .....	18
图 33: 调味品支出占比情况 .....	18

图 34： 2019-2022 年调味品、发酵制品行业规模预测.....	21
图 35： 2019-2022 年调味品行业销量规模预测 .....	21
图 36： 2018-2021 年三大渠道调味品销售规模/亿元 .....	22
图 37： 2018-2021 年三大渠道调味品销售占比 .....	22
图 38： 2019-2022 年调味品、发酵制品行业规模预测.....	23
图 39： 2019-2022 年调味品行业销量规模预测 .....	23
表 1： 调味品主要细分市场.....	6
表 2： 调味品行业成本跟踪要素.....	13
表 3： 调味品龙头企业历史提价.....	19
表 4： 主要品牌高端品与中低端品均价对比.....	20
表 5： 宏观角度预测 19-22 年调味品及发酵制品市场规模 .....	21
表 6： 微观渠道角度 19-22 年调味品市场规模预测 .....	23

## 一、大市场下多赛道，待有龙头来整合

中国餐饮菜系丰富调味品种类众多，人口高基数下调味品需求旺盛，市场潜力巨大。调味品是指能增加菜肴的色、香、味，促进食欲，有益于人体健康的辅助食品。我国作为一个餐饮文化大国，长期以来形成以八大菜系为核心的丰富餐饮体系，相应下游需求的调味品种类也极其丰富。根据中国调味品协会组织起草制定的《调味品分类》国家标准可将调味品分为 17 个类别。在我国，调味品作为日常烹饪必不可少的配料，应用广泛，需求长期稳定，不受周期性、季节性影响，叠加我国高人口基数下饮食需求愈加丰富带来的调味品渗透率提升，调味品市场空间潜力巨大。

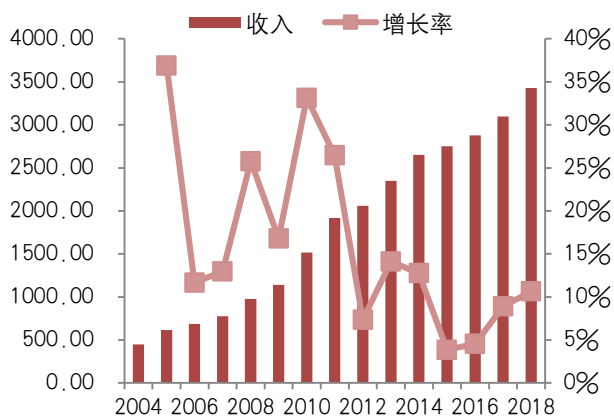
图 1：中国调味品分类



数据来源：中国调味品协会，东方证券研究所

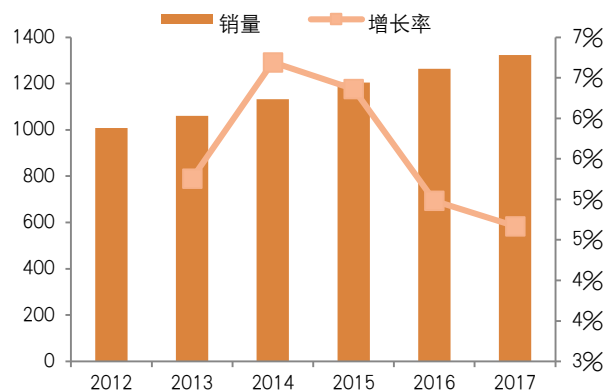
2018 年，调味品及发酵品行业收入 3427.20 亿元/+10.65%，维持稳定增长且增速仍有回升。2004-2012 年，我国餐饮行业进入蓬勃发展阶段，带动上游调味品需求快速成长，2004-2011 年调味品 CAGR 达 23.05%。2012 年，由于八项规定出台叠加经济增速中枢下调，餐饮行业增速中枢切换，因此调味品增长相对放缓，进入稳步增长阶段。2018 年我国调味品及发酵行业销售收入为 3427.2 亿元，同比增长 10.65%。

图 2：2004-2018 年中国调味品及发酵品行业收入/亿元



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

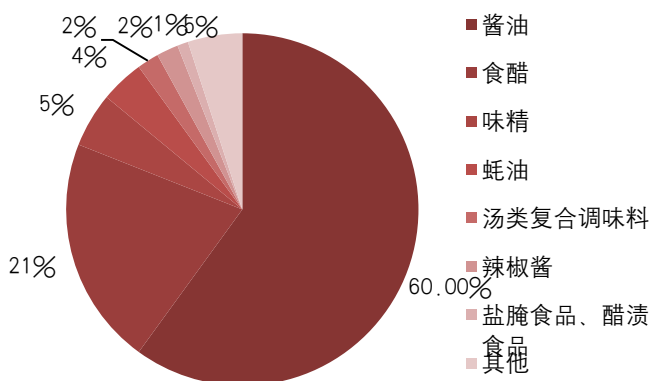
图 3：2012-2017 年中国调味品行业销量/万吨



数据来源：调味品协会，东方证券研究所

从调味品细分品类看，**酱油占比最高，复合调味品增长最快**。从调味品细分品类销售额占比看，酱油目前是调味品行业最大的细分市场，在行业消费结构中占比达 60%，其次是食醋，占比达 21%，占比较高的还有味精、蚝油等。从大方向看，由于中式口味特征以及用户需求粘性，该内部结构长期保持稳定。但是，近年来随着消费品类升级叠加轻饮食流行趋势，复合调味料发展迅速，2017 年根据统计监测数据，蚝油类水产调味品同比增 16.88%，食品配料同比增 15.97%，复合调味料（不含鸡精与鸡粉）为 14.89%，广义而言，蚝油亦属于复合类调味品之一。

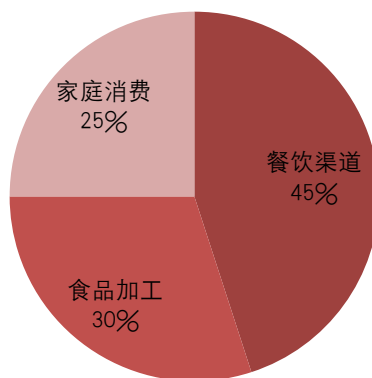
图 4：2018 年调味品细分品类市场规模占比



数据来源：产业信息网，东方证券研究所

从调味品下游渠道结构看，**餐饮渠道是调味品下游消费需求主要来源，其次为家庭消费，食品加工行业所占比重较小**。从调味品行业下游需求看，主要包括餐饮、家庭消费和食品加工，三类消费占比大约为 45%、30%、25%。其中，餐饮渠道需求量大且稳定，消费者对调味品要求较高；家庭消费者较为分散，需求多样化，关注品牌及性价比；食品加工行业消费者更加注重调味品的成本及质量，用户粘性大。

图 5：中国调味品下游渠道占比



数据来源：中国调味品协会，东方证券研究所

表 1：调味品主要细分市场

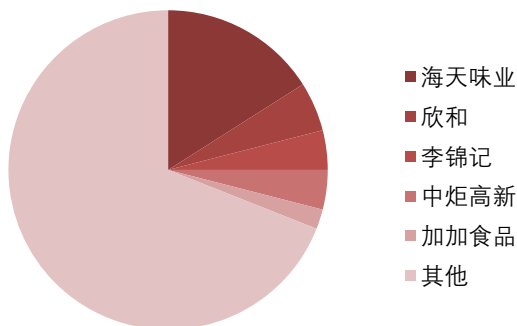
类别	制作方法	主要产品	代表企业	下游需求特点
酿造类	以含有较丰富的蛋白质和淀粉等成分的粮食为主要原料，经过微生物发酵转化，形成风味各异的酿制品	酱油	海天、美味鲜、东古等	占比大，发展迅速，行业集中度不高，上升空间大。
		食醋	恒顺、紫林、水塔等	地区差异导致生产和需求差异性大。
		酱类	老干妈，海天等	种类丰富，地区特色明显。
		豆豉、豆腐乳等		
腌菜类	利用食盐的高渗透压作用、微生物的发酵作用和蛋白质的水解作用，以及其它一系列的生物化学变化，最终使腌制品得以保存，并具有独特的色、香、味	榨菜	涪陵榨菜	对包装产品的需求增长，品牌粘性不强
		芽菜、冬菜、梅干菜、腌雪里蕻、泡姜、泡辣椒等。		
鲜菜类	主要是新鲜植物。	葱、蒜、姜、辣椒、茺荑、辣根、香椿等。		
干货类	大都是根、茎、果干制而成，含有特殊的辛香或辛辣等味道。	胡椒、花椒、干辣椒、八角、小茴香、芥末、桂皮、姜片、姜粉、草果等。		
水产类	水产中的部分动植物，干制或加工，含蛋白质量较高，具有特殊鲜味，习惯用于调味的食品。	耗油	海天、李锦记等	当前市场渗透率较低，但是未来发展潜力大。
		水珍、鱼露、虾米、虾皮、虾籽、虾酱、虾油、蟹制品、淡菜、紫菜等。		
其他	前面调味品以外的其他产品	味精	梅花生物	产业十分集中，出现下滑趋势。
		鸡精	太太乐、家乐等	群众接受度高，发展较快。
		食盐、糖、黄酒、咖喱粉、五香粉、芝麻油、芝麻酱、花生酱、沙茶酱、银虾酱、番茄沙司、番茄酱、果酱、番茄汁、桂林酱、椒油辣酱、芝麻辣酱、花生辣酱、油酥酱、辣酱油、辣椒油、香糟、红糟、菌油等。		

数据来源：产业信息网，中国调味品协会，东方证券研究所

我国幅员辽阔带来区域间口味偏好差异较大，因此调味品行业集中度较低，前五企业市占率仅 31%，企业经营具有显著的区域优势。由于中国版图巨大，区域间饮食习惯差异大，带来上游调味品需求

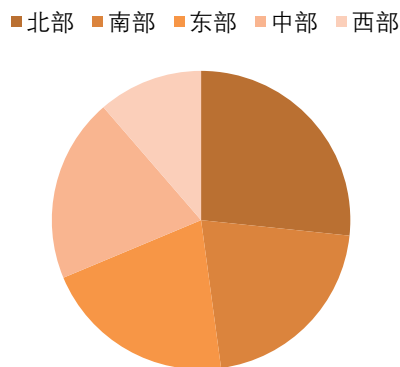
存在适应性市场限制，因此，调味品多以区域型龙头为主，少有全国性优势品牌。从 2018 年全国调味品市场格局看，CR5 仅 31%，龙头企业海天市占率仅 16%，其优势市场集中于东部及南部地区，在中西部市场销售相对弱势。

图 6：2018 年调味品行业市场格局



数据来源：调味品协会，东方证券研究所

图 7：2019 年海天销售区域结构



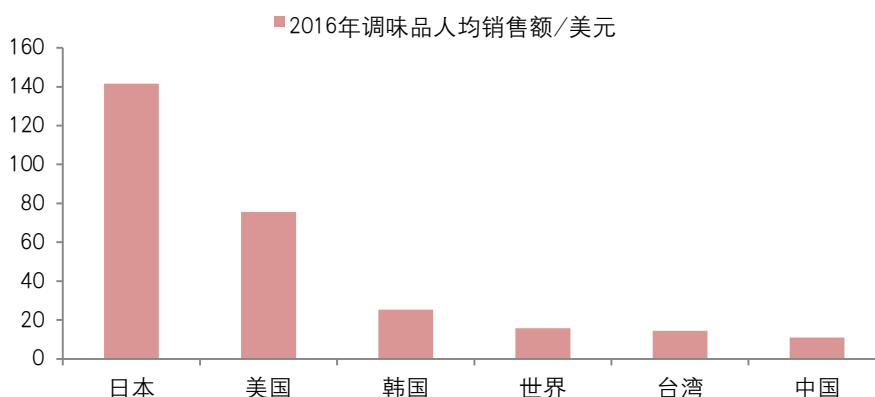
数据来源：Wind，东方证券研究所

## 二、量：细分品类复合调味品增长潜力更大，拆解渠道餐饮需求提供长足增长动力

### 2.1、人均消费量增长空间大，新兴品类接棒成主要拉动力量

我国人均调味品消费水平较低，且存在显著区域间差异，未来仍有翻倍增长空间。调味品反映了消费者对于饮食口味丰富程度及精细程度的追求，与当地经济发展存在极强的相关关系。对比 2016 年全球主要国家调味品人均销售额数据，中国调味品消费低于世界平均水平，对比日本及美国有较大的差距。同时，从地域分布看，由于国内地区经济发展不均，各地调味品支出亦存在较大差距，2012 年，北京人均年调味品消费 129 元，而广西仅 46 元，低线城市相对高线城市在经济发展上的差距对调味品人均消费亦有较大影响。从总量上看，我国调味品需求市场规模仍有较大提升空间，其中低线城市将成为主要拉动力量，地区消费差异有望缩窄。

图 8：全球主要国家调味品消费额比较/美元

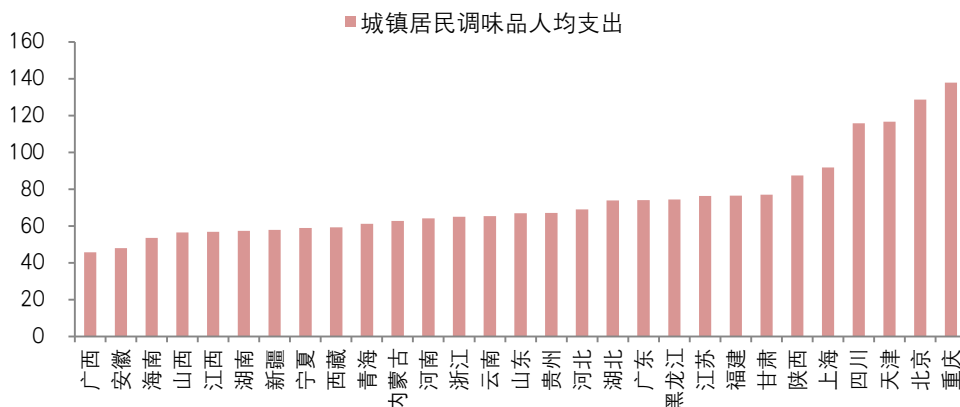




数据来源：公开数据，东方证券研究所

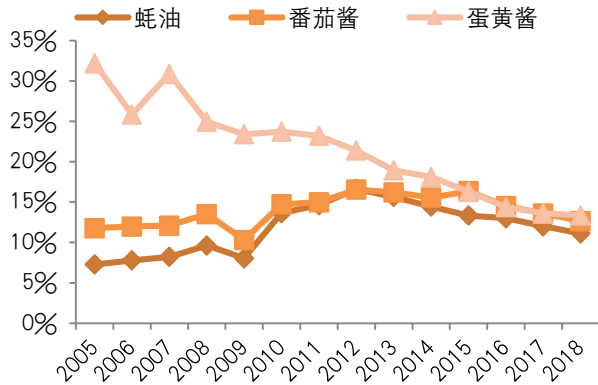
从细分品类来看，酱油、香醋等传统品类消费增长动力主要来源于低线城市追赶式发展带来的消费渗透率提升，整体增速将处于中低速平缓增长阶段，复合调味品等新兴调味品方兴未艾，后续将迎来黄金期，增长潜力及空间均较大。尽管调味品行业尚有至少翻倍的发展空间，但对于各细分品类增长空间及动力却大有不同，传统调味品应用广泛，后续市场增长将主要来源于龙头企业对低线城市的渠道下沉带来其对调味品需求的追赶式发展，整体增长将维持中低速的稳定增长。复合调味品等新兴调味品起步晚，目前正进入高速发展阶段，未来整体市场渗透率提升带动下行业增长潜力巨大。

1. **传统调味品后续增长主要依赖低线城市渠道下沉，预期将维持中低速平缓增长。**正如上文所言，低线城市与高线城市在食品消费方面存在较大的差距，一方面来自于经济水平发展较低的地区，饮食丰富化程度亦较低，对于调味品需求较初级且用量少，另一方面调味品需求偏向低端化，品牌产品渗透率不足。我们认为，传统调味品量的增长主要来源于渠道下沉下，低线城市追赶式发展下渗透率的进一步提升。

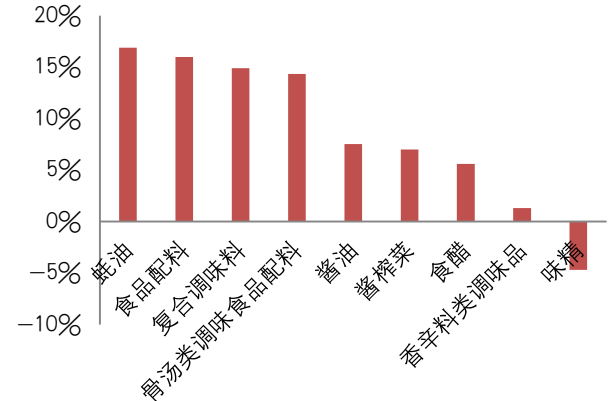
**图 9：2012 年各省/直辖市城镇人均调味品消费/元**


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

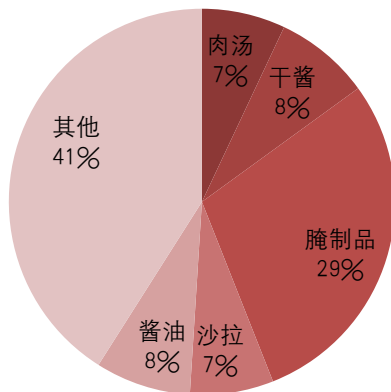
2. **复合调味品方兴未艾，处于发展黄金期，发展潜力巨大，未来将成为主要拉动力量。**复合调味品是指在科学的调味理论指导下，将各种基础调味品按照一定比例进行调配制作，从而得到的满足不同调味需要的调味品。对标日本市场，复合调味品已取代酱油成为调味品市场更大的分支，未来随着轻饮食文化以及西餐的进一步渗透，复合调味品将有望开启其黄金成长期。2017 年根据统计监测数据，蚝油类水产调味品同比增 16.88%，食品配料同比增 15.97%，复合调味料（不含鸡精与鸡粉）为 14.89%，广义而言，蚝油亦属于复合类调味品之一。

**图 10：蚝油、番茄酱、蛋黄酱等新兴调味品增速**


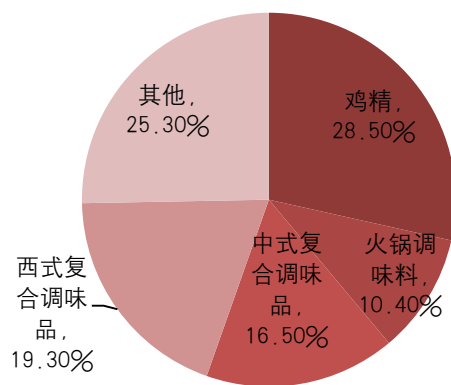
数据来源：公开数据，东方证券研究所

**图 11：2017 年主要调味品增速**


数据来源：中国调味品协会，东方证券研究所

**图 12：2017 年日本调味品市场细分品类占比**


数据来源：公开数据，东方证券研究所

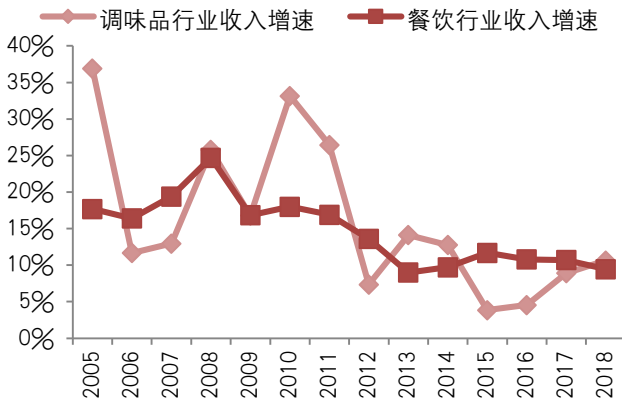
**图 13：2018 年中国复合调味品品类结构占比**


数据来源：公开数据，东方证券研究所

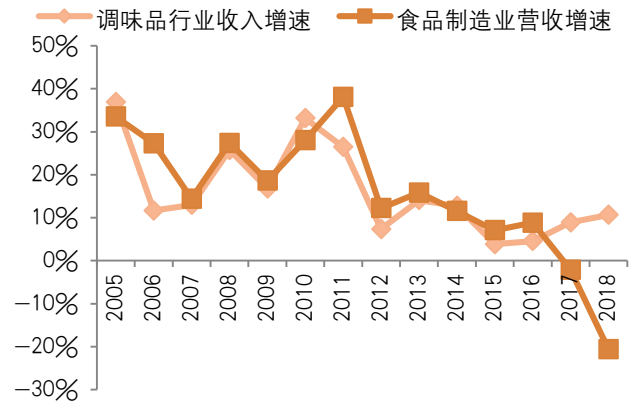
## 2.2、餐饮行业稳健增长提供行业长足动力，家庭渠道精细化需求促进高端品快速发展

前文已述，餐饮/家庭/食品加工渠道分别占调味品行业需求的 45%/30%/25%，餐饮及食品加工的需求以大宗和稳定为主要特点，家庭渠道则相对多变且分散，后续我们认为餐饮渠道受益于城镇化率提升，居民外出用餐比例及频次提升下对调味品需求依旧有长足增长的动力，家庭渠道消费升级下需求精细化和高端化将推动行业高端品增长迅速。

**餐饮及食品加工行业是调味品大宗需求的主要来源，与调味品行业增速呈现显著正相关关系。** 餐饮行业及食品加工行业是调味品的主要需求市场，占比约 70%，以大宗、稳定且高粘性为主要特点，因此这两个行业的发展直接影响对上游调味品的需求变化。通过分析两者与调味品行业增速相关关系，我们可以看出调味品收入增速与餐饮、食品制造行业收入增速呈现强正相关关系。

**图 14：调味品行业收入与餐饮行业收入增速**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 15：调味品行业收入增速与食品制造业增速**


数据来源：Wind，东方证券研究所

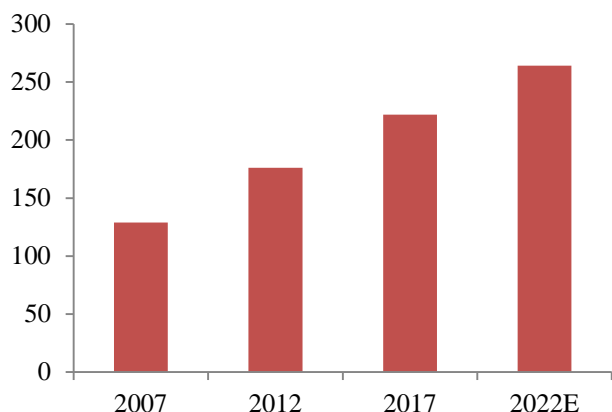
我国餐饮行业收入 2015 年起进入复苏阶段，2018 年全年增速稍有放缓但依旧维持 9.5% 的增长水平，19 年增速稍降至 9.4%。2018 年，我国餐饮 12-13 年“八项规定”出台，高端餐饮受到限制，增速中枢下调，13 年行业收入增长 9.0%，同比下滑 4.6pct，行业整体经历了一段低潮。15-17 年行业增速复苏显著，18 年全年增速随社零整体略有下滑，维持 9.5% 的增长水平，19 年增速稍降至 9.4%。后续，我们认为受益于消费习惯变迁下人均餐饮消费次数的提升以及城镇化进程加快下城市人口基数扩大，餐饮行业将有望维持较高增速。

**图 16：2004-2019 年餐饮收入（亿元）及增速情况**


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

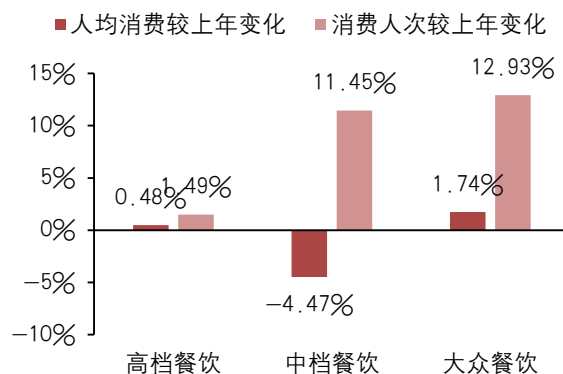
消费习惯变迁下人均外出用餐次数大幅增长，日常餐饮消费需求增长迅猛。根据 Euromonitor 统计，中国消费者 2017 年人均餐饮用餐 222 次，相比于 2012 年的 176 次提升了 26%。从餐饮结构数据来看，代表商务需求的高档餐饮在 2017 年人均消费和消费人次均没有显著变化，然而中档和大众餐饮的消费人次却同比增长 11.45%/12.93%。餐饮行业动力发生明显切换，主要源于居民生活和工作习惯的改变下外出用餐频次提高以及外卖高速发展下餐饮消费便利性的提升，可持续性更强。

图 17: 人均餐饮年服务订单量



数据来源: 公开数据, 东方证券研究所

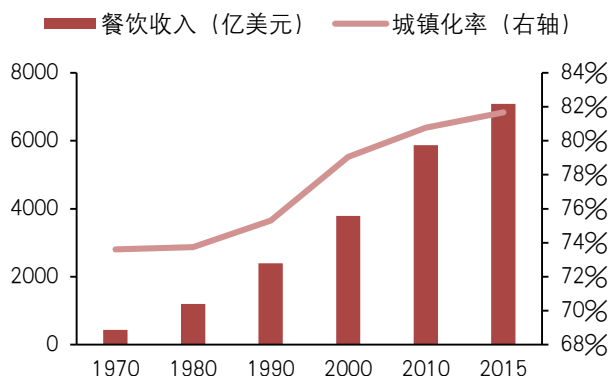
图 18: 17 年大众和中档餐饮消费人次主导餐饮增长



数据来源: 中国饭店业协会, 东方证券研究所

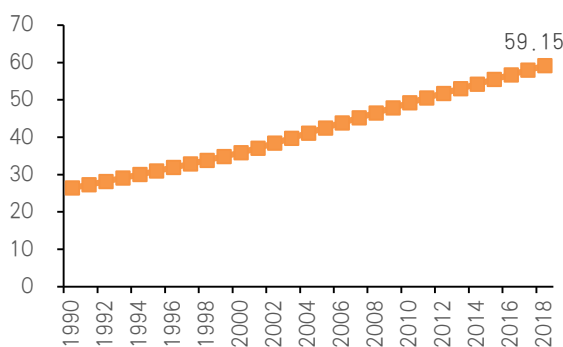
城镇化持续推进带来城市人口基数的继续增长, 餐饮消费目标群体进一步扩张。城镇化进程持续推进, 这意味着将有更多居民成为城市消费者, 城市生活的快节奏与相对更丰富社交需求导致城市消费者外出就餐频率高于农村人口。从美国的经验来看, 城镇化率从 74% 提升至 80% 的进程中, 餐饮行业收入始终保持着稳固的增速。18 年我国城市化率达到 59.2%/+1.24pct, 距离成熟阶段的 70% 还有差距, 城镇化进程的推进, 将成为中长期驱动我国餐饮业增长的核心要素。

图 19: 美国餐饮行业收入随着城镇化率提升保持稳定增长



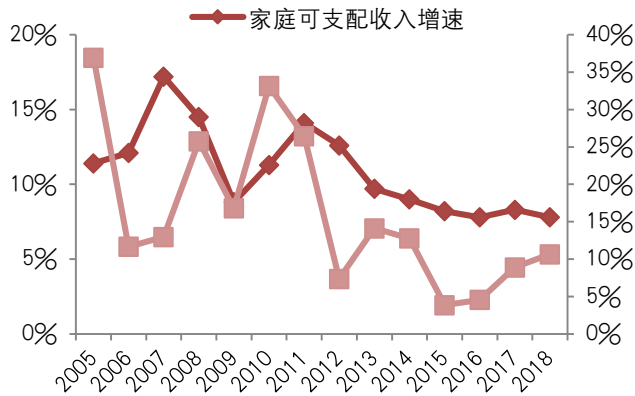
数据来源: 产业信息网, 东方证券研究所

图 20: 18 年我国城市化率达到 59.2%/+1.24pct(%)

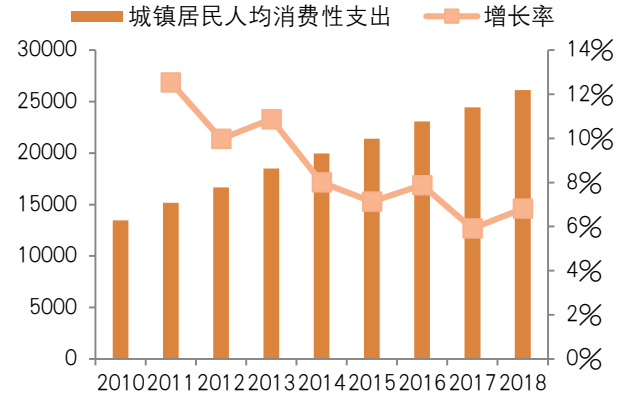


数据来源: Wind, 东方证券研究所

家庭渠道具有刚需属性, 消费升级驱动下需求多元化及高端化发展是促进高端品提升的主要动力。调味品与消费者一日三餐息息相关, 消费频次高, 消费场景多。随着人民生活水平的提高, 消费者通过外出旅行或者网上购物获得全新的体验, 导致对家庭的烹饪需求更为多样化。与此同时, 有机、健康等概念的兴起, 人们对调味品产品的要求有着更高的预期, 消费者选择更加营养、健康的调味品, 有望带动高端细分市场的增长。

**图 21：调味品行业增速与家庭可支配收入**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 22：城镇居民家庭消费性支出/元**


数据来源：Wind，东方证券研究所

### 三、价：价格敏感性弱提价能力强，高端品渗透率提升带来结构性提价

#### 3.1、原料端呈现显著周期波动特点，短期无太大上行压力

调味品制造主要是基于粮食酿造，原材料多以大豆（或者脱脂大豆）、高粱、大米、玉米等农作物为主，成本端周期性波动特征明显。调味品传统制作工艺主要来源于粮食酿造，原材料成本主要为相关农作物，其中酱油主要以大豆（脱脂大豆）为主要原材料，醋根据种类不同，以高粱、糯米、大米等作物为主要原材料，调味酱的基础来源于大豆发酵，辅之以各类不同口味的附加品，蚝油主要以生蚝及各类调味品为原料。由于农作物市场的周期特点，调味品的上游成本端呈现显著的周期性波动特征。

**表 2：调味品行业成本跟踪要素**

分类		原料	备注	待跟踪原料
酱油	酿造酱油	水、食用盐、大豆、脱脂大豆、小麦、小麦粉、麸皮、白砂糖	高盐稀态发酵技术被大多数知名品牌使用，如海天、欣和等公司，基本属于主流技术；低盐固态酿造方法再90年代应用较为广泛，特点是周期短、产量高、不够鲜美，目前仍有一些企业采用该方法。	大豆（黄大豆1号期货）
				脱脂大豆（豆粕期货）
				小麦（现货）
	低盐发酵酱油	低盐固态发酵		白砂糖（期货）
		低盐固稀发酵		食盐（现货）
	无盐发酵酱油			味精

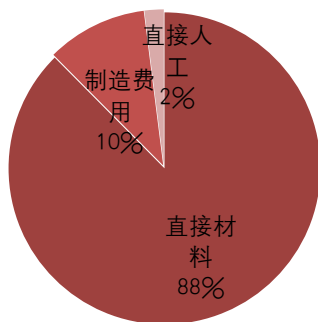
					目前已被弃用。	
	再制酱油	液态再制酱油			未查到原料有关资料，市场占有率低。	
		固态再制酱油	酱油膏			
			酱油粉			
			酱油块			
醋	酿造醋	粮谷醋	陈醋	谷物类（高粱，麸皮，大麦，大米，豌豆，玉米等），白砂糖，食用盐，玻璃瓶、纸箱		高粱（现货）
			香醋	糯米、大米、麦麸、白砂糖、食用盐、玻璃瓶、纸箱		糯米（现货）
			麸醋	水、麸皮、大米、小麦、玉米、玻璃瓶、纸箱、玻璃瓶、纸箱		麸皮（现货）
			米醋	水、大米（糯米、粳米、籼米）、食用盐、白砂糖、玻璃瓶、纸箱		大米（粳稻、晚籼稻、早籼稻期货）
			熏醋		将固态发酵成熟的全部或部分醋醅，经间接加热熏烤成为熏醋，再经浸淋而成的粮谷醋。	玉米（期货）
		谷薯醋	以谷类（除大米以外）、薯类为主要原料	相关品种市场占有率比较小，不为主流调味品企业制造。		
		酒精醋	以酒精为主要原料，添加色素、香精制成的酿造醋			
		糖醋	以各种糖类为主要原料制成的酿造醋			
		酒醋	以各种酒类为主要原料制成的酿造醋。			
		果醋	以各种水果为主要原料制成的酿造醋		苹果（现货）	
		再制醋	在冰醋酸或醋酸的稀释液里添加糖类、酸味剂、调味剂、食盐、香辛料、食用色素、酿造醋等制成	相关品种市场占有率比较小，不为主流调味品企业制造。		
调配醋						
蚝油			水、蚝汁（水、蚝、食用盐）、白砂糖、焦糖色、添加剂		蚝汁	

调味酱	黄豆酱			水、黄豆、白砂糖、食用盐、小麦粉、包装用品		大豆
	海鲜酱			白砂糖、水、黄豆、小麦粉、食用盐、辣椒、大蒜、红曲米、包装用品		小麦粉
	柱侯酱			水、黄豆、小麦粉、白砂糖、食用盐、大蒜、包装用品		白砂糖

数据来源：互联网，东方证券研究所

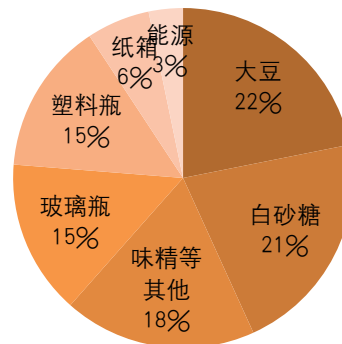
从成本端角度看，调味品直接成本构成主要为原材料、调味料以及包装材料。通过拆解海天酱油、紫林醋业以及海天蚝油成本构成，我们发现，调味品直接材料成本占总成本比例在 70%以上，其中蚝油达到 94%的水平。直接材料主要分为原材料、调味料及包装材料，原材料占比约为 20-25%，调味料占比约为 15%-40%，包装材料占比 30%-50%。

图 23：海天味业酱油成本结构



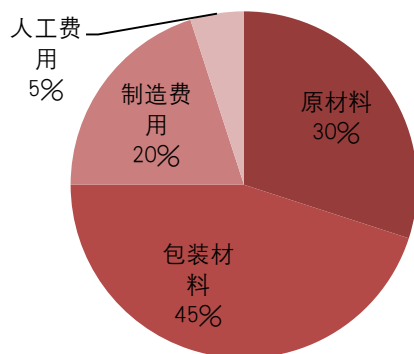
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 24：海天味业酱油直接材料结构



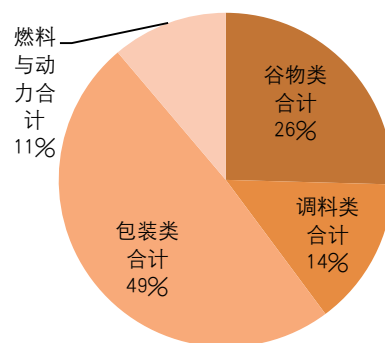
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 25：紫林醋业成本结构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：紫林醋业直接成本构成



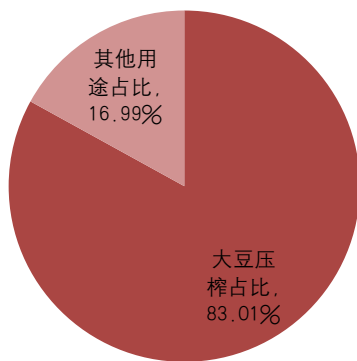
数据来源：公司公告，东方证券研究所

但值得注意的是，无论是大豆等谷物需求亦或是玻璃瓶、瓦楞纸等包装用品需求，调味品行业都并非其主要下游需求来源，因此向上议价能力较弱，多为随行就市，其中稻米类原材料国内自给率较高，整体供求水平处于较为稳定的水平，整体价格波动性不大，因此我们此处将着重分析进口占比较高的大豆及相对波动较高的包装用品价格变化。

### 1. 大豆

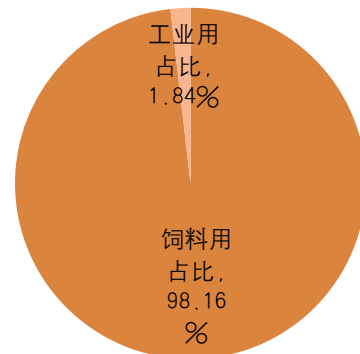
调味品行业并非大豆及豆粕的主要需求来源，因此原料价格应随行就市。调味品行业中，大豆及脱脂大豆是主要的原材料来源，由于发酵本身仅对大豆蛋白质含量有较高要求，因此行业内部大多使用脱脂大豆（豆粕）作为主要原料以控制成本。无论从大豆下游需求亦或是豆粕下游需求来看，调味品行业都不是其主要需求来源，大豆 83.01%用于压榨，豆粕 98.16%用于饲料行业，因此调味品行业向上无议价能力，原材料价格随行就市。

图 27：2019 年大豆下游需求结构



数据来源：Wind, 东方证券研究所

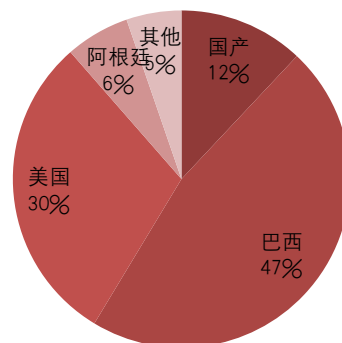
图 28：2019 年豆粕下游需求结构



数据来源：Wind, 东方证券研究所

国内大豆消费进口依赖性强，价格由 CBOT 期货价主导。我国大豆自给率较低，进口依赖性强，其中巴西/美国为主要进口国，占比高达 47%/30%。由于我国大豆主要依赖国际市场，缺乏定价权，国际价格主要由美国芝加哥交易所 CBOT 大豆期货价格主导。

图 29：2019 年中国大豆供给结构

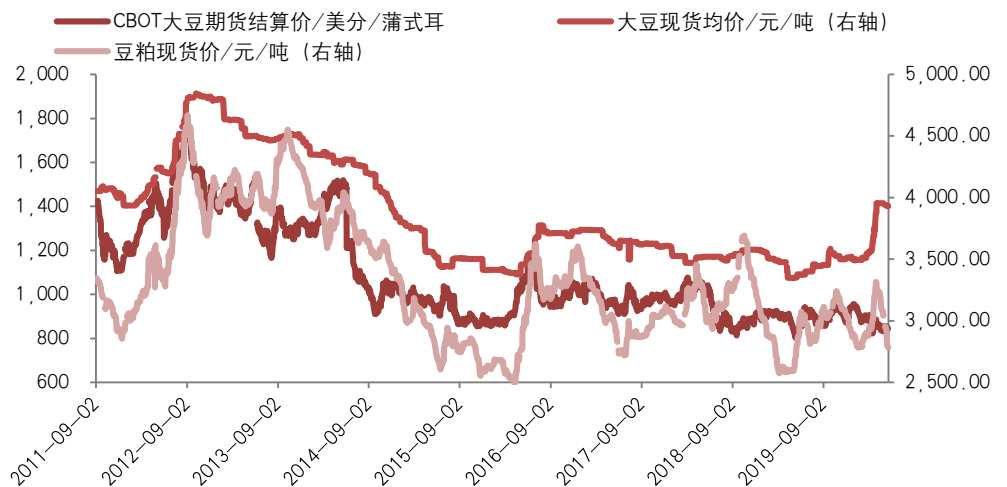


数据来源：USDA, 东方证券研究所



目前，大豆及豆粕价格均处于历史较低水平，后续仍需持续跟踪生猪养殖复苏及中美贸易摩擦情况。从价格端走势看，国内大豆现货价格及豆粕现货价格与 CBOT 大豆期货结算价波动基本一致，目前均处于历史较低水平。看后续，一方面供给端受制于海外，需要持续跟踪中美贸易端变动及巴西等地产需情况，下游需求前期受到生猪产能淘汰影响有所下滑，后续生猪存栏将进入复苏通道，对饲料端需求亦有显著提升。

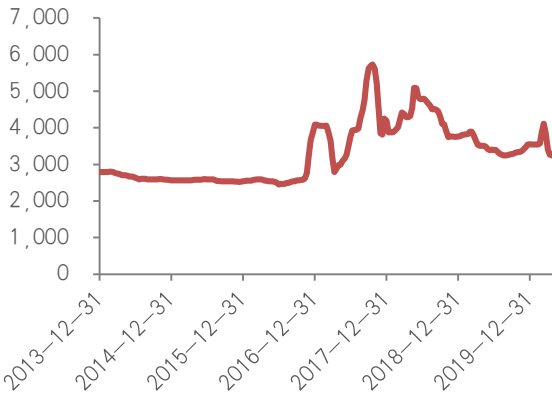
图 30：近期大豆及豆粕价格仍处于历史低位



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2. 包装品：玻璃瓶，瓦楞纸

玻璃、瓦楞纸亦为周期性行业，调味品需求占比较低，价格随行就市，19年底整体包装用品价格较前期高点均有所回落。玻璃与瓦楞纸均为周期品行业，其中玻璃的下游需求 83%为房地产，其行业需求随地产周期波动显著，瓦楞纸为包装用纸，下游应用广泛，其中家电及食品饮料为主要需求来源。从当前价格水平看，玻璃及瓦楞纸成本相对前期均有显著的回调，展望 2020 年，瓦楞纸下游需求疲软，其中家电需求持续疲弱，食品饮料行业亦无较大增长预期，价格不会有大幅上涨空间，对于玻璃而言，上游供给随着冷修逐步结束产能得以释放，下游需求不景气，整体行业价格仍在下跌进程中。

**图 31：2013-2020 年瓦楞纸价格走势**


数据来源：Wind，东方证券研究所

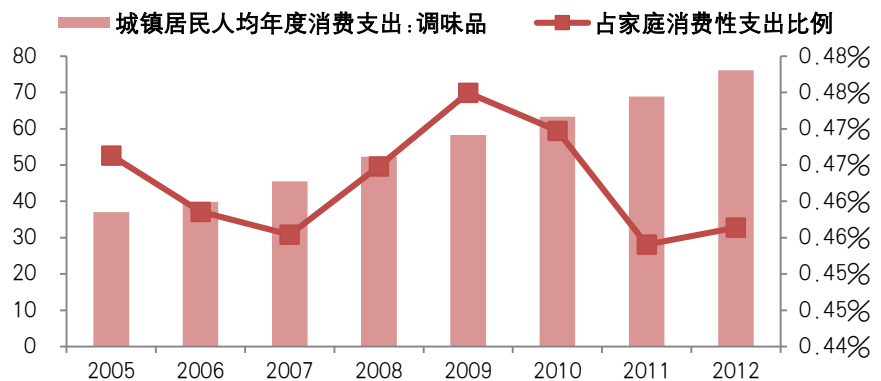
**图 32：2009-2020 年玻璃价格指数走势**


数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3.2、下游价格敏感性弱带来强议价力，未来价格提升看自然提价及结构性调整

#### 1. 下游消费敏感性弱，龙头企业周期性提价对冲成本上升能力强

由于调味品消费频次低、支出占比小、单品价格不高，消费者比价需求不高，价格敏感性较弱。作为日常消费品，调味品单次使用量较低，购买频次相对低于其他日常消费品，同时单品价格不高，因此消费支出整体占家庭消费支出比例较低，2012 年仅 0.46%。此外，调味品产品之间价格差距较小，消费者日常消费大多基于消费习惯、品牌认知以及广告营销，价格对比性消费较弱，因此消费者价格敏感性较弱。

**图 33：调味品支出占比情况/元**


数据来源：Wind，东方证券研究所

品牌效应强，优势龙头提价能力强，历史上做周期性提价以对冲成本上行保证盈利能力提升。由于调味品下游消费者价格敏感性较低，其消费主要受到品牌及广告营销所影响，龙头企业在定价权上显示出较强的优势。从历史数据看，龙头公司历史上始终保持着周期性的提价步伐，以对冲成本端上行保证毛利率稳步提升，预计后续行业价格依旧能保持一定自然增长率。

**表 3：调味品龙头企业历史提价**

公司	年份	提价情况	提价原因
海天味业	2008	金标提价 10%	原材料成本上升
	2011	酱油提价 8.5%，蚝油提价 4.2%，调味酱提价 2.8%	考虑市场需求情况
	2012	金标和银标提价 10%和 12.5%	原材料成本上升
	2013	酱油提价 2.6%，蚝油提价 3.3%，调味酱提价 8.2%	
	2014	大多数产品提价 4%	理顺价格体系
	2016	主要品类提价 5%	原材料成本上升
美味鲜	2011	厨邦酱油提价 6-7%	原材料成本上升
	2017	厨邦酱油提价 5-6%	原材料成本上升
涪陵榨菜	2016	公司上调了 11 个单品的产品到岸价格，提价幅度为 8-12%	榨菜原料和包装物等原材料上涨；规范渠道价格，强化终端投入
	2017	9 个榨菜主力单品提价，幅度为 15-17%	榨菜原料和包装物等原材料上涨
	2017	脆口榨菜从 175g 包装降低至 150g，主力榨菜由 88g 降至 80g，但售价不变，变相提价 10%~16.7%	
	2018	80 克鲜脆菜丝（全国版、北京版）、80 克原味菜片、80 克鲜爽菜芯、80 克鲜脆菜丝量贩、80 克原味菜片量贩、80 克鲜爽菜芯量贩提价幅度约 10%	统一全国流通产品价格体系，防止窜货
恒顺醋业	2016	公司主营的经典醋系列，共 19 个单品提价，平均幅度在 9%左右	加强渠道管控，规范渠道价格，强化终端投入力度
	2019	恒顺香醋、陈醋系列产品平均提价幅度为 15.04%；恒顺料酒系列产品、镇江香醋【K 型 010072】系列产品平均提价幅度为 10%；镇江香醋【金恒顺 115050】系列产品平均提价幅度为 6.45%	包装材料等成本上涨

数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2. 下游高端化需求倒逼上游结构性调整，价格中枢上行

下游家庭及餐饮渠道消费升级驱动下，高端调味品、细分应用场景调味品领域将逐步代替传统调味品，高端化的结构性调整将带来价格中枢的提升。随着消费者收入水平的提高以及餐饮业、旅游业的快速发展，消费群体不仅要吃出美味，而且还要吃出品位，传统调味品难以满足于消费者的日

益增长的需求。与此同时，消费者在追求营养、健康的心理作用下，会将价格作为衡量调味品品质的标准，这为优质龙头企业的产品创新提供了机会。主打“零添加”的千禾味业，率先推出一系列无添加和有机高端产品，其快速增长的业绩体现出优质龙头企业发展高端市场战略的成功。

**表 4：主要品牌高端品与中低端品均价对比**

品牌	名称	价格 (元/500ml)
海天	金标生抽	8.5
	味极鲜	12
	有机酱油	41.6
李锦记	金标生抽	7.9
	零添加醇味鲜	22.8
	有机醇味鲜	49
厨邦	金品生抽	10
	厨邦酱油	12
	纯酿酱油	18
千禾	东坡红	16.8
	头道原香	30.9
	有机酱油	49.8

数据来源：京东，东方证券研究所

## 四、定量测算：中期看调味品行业增长几何？

目前市场对于国内调味品翻倍的市场空间达成了一致共识，但将目光拉近，却甚少研究针对性测算未来三年调味品行业的扩容步伐。长远的市场空间固然十分重要，但投资者更关心的近期兑现问题却迟迟未有解决，因此我们基于可获得数据，从两个角度对未来三年调味品行业增长规模做了详实的定量测算：

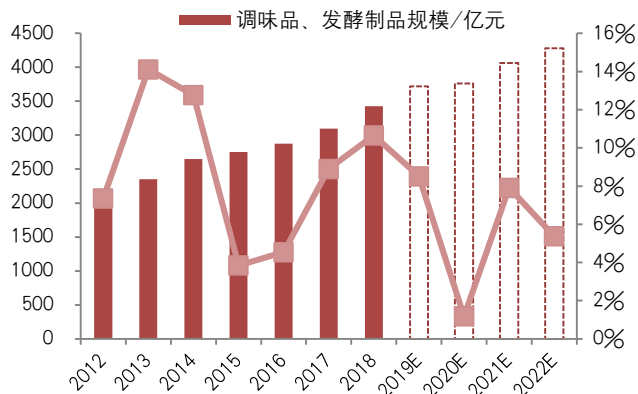
- 1. 宏观视角：** 从人口及人均消费量切入，从宏观层面看未来三年调味品市场扩容步伐；
- 2. 微观渠道视角：** 基于上述分析，我们知道餐饮渠道、家庭渠道及食品加工渠道未来增长逻辑大相径庭，因此我们拆分了各个渠道量价情况，根据量价增长步伐预测未来整体市场及各细分渠道增长；

### 4.1、宏观视角看行业中期成长空间与步伐

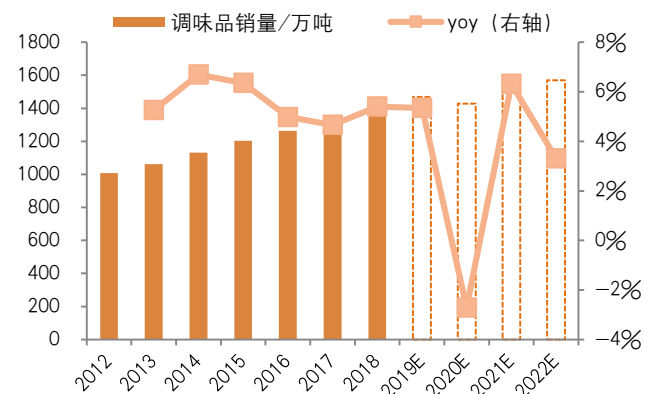
从人均消费量及吨价的提升入手，我们认为，19-22 年是复合调味品的继续快速扩张阶段，品类丰富化带动人均消费量快速提升，但由于复合调味品相对渗透率不高，市场规模有限，由品类结构调整来的总体价格提升应是平缓向上。叠加考虑疫情对调味品在 B 端及 C 端结构性调整，我们预期 19-22 年，调味品及发酵市场规模为 3718.92/3762.90/4060.65/4278.92 亿元，同比增长 8.51%/1.18%/7.91%/5.38%，整体行业消费量达到 1469.07/1429.27/1519.57/1569.86 万吨，同比增长 5.35%/-2.71%/6.32%/3.31%。

主要测算逻辑及假设：

1. 基于现有调味品及发酵制品行业规模及整体调味品市场的销量数据，我们拆分出人均消费量及产品吨价；
2. 一方面人均消费量整体提升空间较大，另一方面复合调味品仍处于发展快车道，人均消费量 19-22 年仍保持稳定增长，20 年由于餐饮板块受疫情影响，家庭消费结构性占比提升，可能带来人均消费量短期下滑（家庭调味品单次用量小于餐饮），假设 19-22 年人均调味品消费量增速为 5%/-3%/6%/3%。
3. 由于存量调味品市场的主要构成依旧是传统调味品，但看底线仍能跑赢通胀（具备强成本转移能力），叠加高端调味品及复合调味品带来的结构改善，假设 19-22 年增速为 3%/4%/1.5%/2%（20 年由于疫情影响下餐饮 B 端需求不足 C 端超额提升带来价格中枢更快提升）。

**图 34：2019-2022 年调味品、发酵制品行业规模预测**


数据来源：国家统计局，中国调味品协会，东方证券研究所

**图 35：2019-2022 年调味品行业销量规模预测**


数据来源：国家统计局，中国调味品协会，东方证券研究所

**表 5：宏观角度预测 19-22 年调味品及发酵制品市场规模**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
调味品、发酵制品规模/亿元	2649.10	2751.00	2876.00	3097.40	3427.20	3718.92	3762.90	4060.65	4278.92
yoy (右轴)	12.76%	3.85%	4.54%	8.90%	10.65%	8.51%	1.18%	7.91%	5.38%
调味品销量/万吨	1132.00	1204.00	1264.00	1323.00	1394.45	1469.07	1429.27	1519.57	1569.86
yoy (右轴)	6.69%	6.36%	4.98%	4.67%	5.40%	5.35%	-2.71%	6.32%	3.31%
销售吨价/万元/吨	2.34	2.28	2.28	2.34	2.46	2.53	2.63	2.67	2.73
yoy	5.69%	-2.36%	-0.42%	2.90%	4.98%	3.00%	4.00%	1.50%	2.00%
国内人口/万人	136782.00	137462.00	138271.00	139008.00	139538.00	140005.00	140425.02	140846.29	141268.83
yoy	0.52%	0.50%	0.59%	0.53%	0.38%	0.33%	0.30%	0.30%	0.30%
人均消费量/kg/人	8.28	8.76	9.14	9.52	9.99	10.49	10.18	10.79	11.11
yoy	6.14%	5.83%	4.37%	4.11%	5.00%	5%	-3%	6%	3%

数据来源：国家统计局，中国调味品协会，东方证券研究所

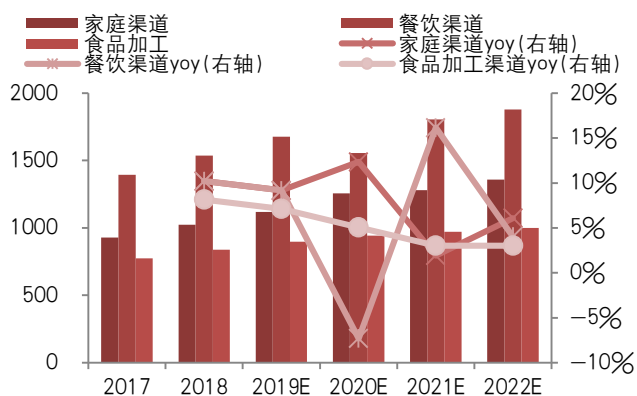
## 4.2、微观渠道看行业中期成长动力来源

上文中,我们分别从餐饮渠道、家庭渠道和食品加工渠道分析了后续调味品行业的增长驱动力来源,与上文我们所说逻辑自洽,我们从这三个渠道作为切入点进行拆解预测,与宏观角度预测结果进行对比分析。从三大渠道看,2019-2022年,调味品及发酵制品行业规模可达3692.35/3753.40/4057.07/4237.13亿元,同比增长8.67%/1.65%/8.09%/4.44%,行业销量实现1459.63/1427.34/1521.77/1563.47万吨,同比增长4.69%/-2.21%/6.62%/2.74%。

具体测算逻辑:

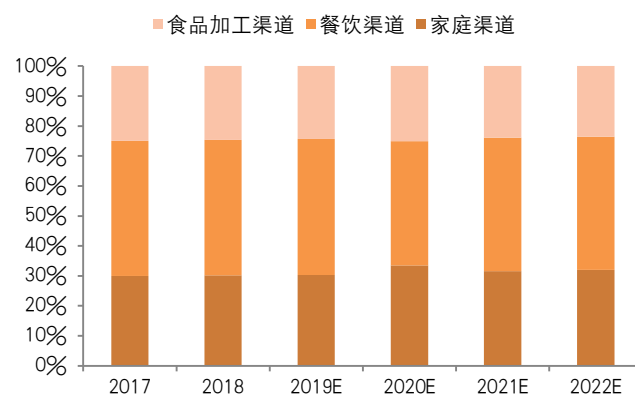
1. 基于餐饮渠道、家庭渠道、食品加工渠道销售收入占比,我们假设由于餐饮及食品加工渠道采取大宗采购且使用中低端调味品偏多,价格相对家庭渠道便宜15%,由此计算出各个渠道年销售量及销售单价;
2. **家庭渠道:**我们认为家庭渠道后续在总量上增长不会有太大的跃升,除20年疫情影响外,因此假设19-22年量增速为3%/7%/-2%/3%,但高端化趋势较强,因此吨价增速为6%/5%/4%/3%;
3. **餐饮渠道:**后续餐饮行业依然是主要的增长动力,其行业受城镇化及单身化社会催化,整体规模依旧有较大的增长动力,因此拉动其向上调味品需求量增长,假设19-22年增速分别为6%/-10%/15%/3%,但餐饮大宗渠道受到成本端管控,增长不会太快,19-22年增速分别为3%/3%/1%/1%;
4. **食品加工:**食品加工行业近年来增长速度显著放缓,出于审慎角度,我们假设19-22年行业量增速为4.69%/-2.21%/6.62%/2.74%,行业价格增速3%/2%/1%/1%。

图 36: 2018-2021 年三大渠道调味品销售规模/亿元

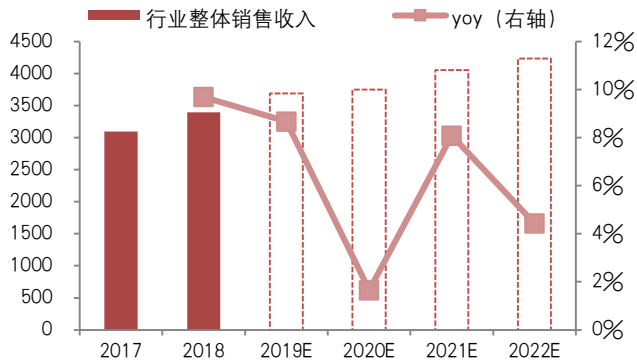


数据来源: 中国调味品协会, 国家统计局, 东方证券研究所

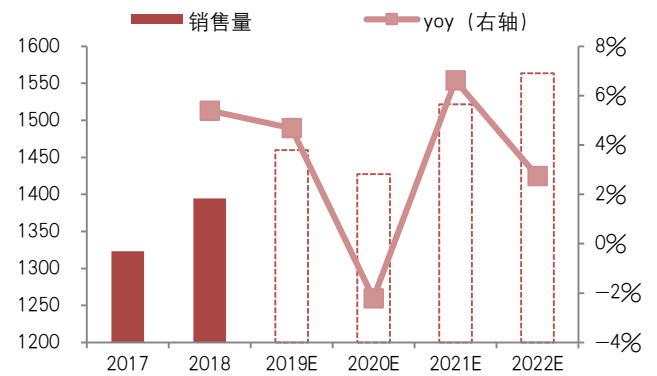
图 37: 2018-2021 年三大渠道调味品销售占比



数据来源: 中国调味品协会, 国家统计局, 东方证券研究所

**图 38： 2019-2022 年调味品、发酵制品行业规模预测**


数据来源：中国调味品协会，国家统计局，东方证券研究所

**图 39： 2019-2022 年调味品行业销量规模预测**


数据来源：中国调味品协会，国家统计局，东方证券研究所

**表 6： 微观渠道角度 19-22 年调味品市场规模预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>家庭渠道</b>						
销售收入/亿元	929.22	1024.09	1118.11	1256.19	1280.31	1358.28
yoy		10.21%	9.18%	12.35%	1.92%	6.09%
吨价/万元/吨	2.59	2.77	2.94	3.08	3.21	3.30
yoy		7.00%	6.00%	5.00%	4.00%	3.00%
销售量	359.00	369.77	380.86	407.52	399.37	411.35
yoy		3.00%	3.00%	7.00%	-2.00%	3.00%
<b>餐饮渠道</b>						
销售收入/亿元	1393.83	1536.14	1677.16	1554.73	1805.81	1878.59
yoy		10.21%	9.18%	-7.30%	16.15%	4.03%
吨价/万元/吨	2.25	2.32	2.39	2.46	2.48	2.51
yoy		3.00%	3.00%	3.00%	1.00%	1.00%
销售量	619.31	662.66	702.42	632.18	727.01	748.82
yoy		7.00%	6.00%	-10.00%	15.00%	3.00%
<b>食品加工</b>						
销售收入/亿元	774.35	837.46	897.09	942.48	970.94	1000.26
yoy		8.15%	7.12%	5.06%	3.02%	3.02%
吨价/万元/吨	2.25	2.31	2.38	2.43	2.46	2.48
yoy		3.00%	3.00%	2.00%	1.00%	1.00%
销售量	344.64	361.87	376.35	387.64	395.39	403.30
yoy		5.00%	4.00%	3.00%	2.00%	2.00%

行业整体销售收入	3097.40	3397.69	3692.35	3753.40	4057.07	4237.13
yoy (右轴)		9.70%	8.67%	1.65%	8.09%	4.44%
吨价/万元/吨	2.34	2.44	2.53	2.63	2.67	2.71
yoy		4.08%	3.81%	3.95%	1.38%	1.65%
销售量	1322.95	1394.30	1459.63	1427.34	1521.77	1563.47
yoy (右轴)		5.39%	4.69%	-2.21%	6.62%	2.74%

数据来源：中国调味品协会，国家统计局，东方证券研究所

## 风险提示

成本上涨风险：原材料多为大宗商品，目前均处于历史相对低位，后续原材料价格上行对行业盈利可能造成一定负向影响；

疫情影响餐饮行业复苏不及预期：疫情影响，短期家庭消费代替餐饮趋势强，但餐饮人均调味品消费更大，若后续餐饮消费复苏不及预期，将影响整体调味品市场量能增长；

市场拓张不及预期：行业增长一方面亦要依靠新渠道开拓及下沉，若市场开拓不及预期，将影响整体销售情况；



## 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有中炬高新(600872)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

