

食品饮料

复合调味料行业概览：舌尖上的生意

复合调味料应用场景多元，火锅调味料占比约 **20%**。所谓复合调味料是相对于单一调味料（酱油、醋、盐等基础调味料）而言，是指用两种或两种以上的调味品经过特殊加工而制成的调味料。从整体的复合调味料的结构来看，鸡精仍为我国复合调味料的最大组成部分，其次为火锅调味料（占比约 **20%**），中式复合调味料占比约 **17%**。相较于日本调味品消费结构，我国复合调味料品类仍有较大的扩充空间。

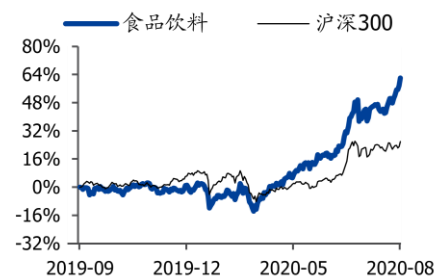
复合调味料、基础调味料全面对标。相较于发展较为成熟的基础调味品，复合调味料行业仍处于发展初期阶段。我们试图从行业发展现状、竞争格局以及产业链等多个维度将复合调味料与基础调味料进行对比，从而全方位透视复合调味料行业。综合而言：**1）行业发展现状方面：复合调味料行业高速增长，渗透率仍处于低位。**我们认为复合调味料目前尚处加速扩容、渗透的阶段，同时行业盈利能力尚未进入稳步上行通道，仍为量增市场；**2）行业竞争格局：复合调味料行业竞争格局极其分散，尚未有龙头出现。**复合调味料行业鱼龙混杂，参与者众多，目前尚未有龙头出现，竞争格局分散；**3）产业链：复合调味料进驻门槛相对低，C端渠道依赖性相对高。**上游原材料采购方面，复合调味料原材料种类繁多，且包材成本占比相对较低；生产环节壁垒相对较低，更加看重原料及配方；下游渠道方面，复合调味料行业对家庭渠道的依赖度更高。

多角度透视未来：1）行业空间：预计复合调味料市场空间近 5000 亿。我们试图从 B、C 两端来看行业的成长空间，中性预计我国的复合调味料市场空间约为 4696 亿元，仍有较大的发展空间，并且我们认为量增是主要驱动因素。现有参与者产能大幅扩充、一级市场关注度提升以及其他调味品企业开启复合调味料业务布局支撑行业增长边际加速。**2）渠道端：B、C 端双轮驱动复合调味料行业发展。从餐饮端来看：餐饮连锁化率有较大提升空间，复合调味料应用有助于降低餐饮店厨房面积、人力成本。从家庭端来看：随着户型缩小，复合调味料有效缓解家庭做饭规模不经济现象。同时我们总结复合调味料企业突围之道，B 端渠道应当抓产品+服务，C 端渠道应当抓营销+渠道。3）未来竞争格局透视：对标日本，味之素在复合调味料 C 端市场占据半壁江山。综合经济和监管等多方面分析，我们认为行业集中度提升为必然趋势。同时，我们在草根调研过程中了解到，行业内已经存在过渡性质的“共享模式”，部分未上市企业通过“品牌共享”+“产能、渠道协同”的方式捆绑，我们认为这将是整合前的雏形。另外我们认为，目前复合调味料行业尚处于前期导入期，海天味业、涪陵榨菜等基础调味品加盟，将有助于行业扩容、市场消费习惯培育，对复合调味料竞争格局冲击有限。**

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧风险；原材料波动风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：软饮料专题之可口可乐》2020-08-10
- 2、《食品饮料：软饮料行业专题之农夫山泉》2020-08-02
- 3、《食品饮料：本周专题：山东白酒实地调研反馈》2020-08-02



内容目录

1、复合调味料行业概览.....	4
1.1 复合调味料定义及行业细分.....	4
1.2 复合调味料应用场景多元，火锅调味料占比约 20%.....	4
2、复合调味料、基础调味料全面对标.....	5
2.1 发展现状：复合调味料行业高速增长，渗透率仍处于低位.....	6
2.2 竞争格局：复合调味料行业竞争格局极其分散，尚未有龙头出现.....	10
2.3 产业链：复合调味料进驻门槛相对低，C 端渠道依赖性相对高.....	12
3、多角度透视未来.....	15
3.1 预计复合调味料市场空间近 5000 亿.....	15
3.2 B、C 端双轮驱动复合调味料行业发展.....	17
3.3 未来竞争格局透视.....	22
风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 调味品的分类.....	4
图表 2: 复合调味料行业细分.....	4
图表 3: 复合调味料相对于基础调味料优势明显.....	4
图表 4: 我国复合调味料的构成.....	5
图表 5: 日本调味品消费结构.....	5
图表 6: 川渝地区某复合调味品企业部分产品结构一览.....	5
图表 7: 酱油行业零售额及同比增速.....	6
图表 8: 我国酵母产能增长情况 (万吨).....	6
图表 9: 中国复合调味料规模及增速.....	6
图表 10: 我国中式复合调味料规模保持快速增长.....	6
图表 11: 我国川菜调料市场规模及增速.....	7
图表 12: 我国火锅底料市场规模及增速.....	7
图表 13: 复合调味料预计将保持快速增长 (十亿元).....	7
图表 14: 各国复合调味料在调味品中的占比对比.....	7
图表 15: 我国人均复合调味料支出仍有较大的增长空间 (美元).....	7
图表 16: 基础调味品渗透率情况对比.....	8
图表 17: 基础调味料行业主要公司毛利率走势对比 (%).....	8
图表 18: 安琪酵母酵母系列毛利率及安琪酵母国内市占率变强情况 (%).....	8
图表 19: 调味品行业提价梳理.....	9
图表 20: 天味食品各品类毛利率走势 (%).....	9
图表 21: 颐海国际各产品毛利率走势 (%).....	9
图表 22: 日辰股份各细分品类的毛利率走势情况 (%).....	10
图表 23: 重庆地区某永辉超市火锅底料销售情况.....	10
图表 24: 复合调味料行业竞争格局较为分散.....	11
图表 25: 中式定制化复合调味料竞争格局 (华北地区).....	11
图表 26: 复合调味料行业的市场占有率测算 (亿元).....	11
图表 27: 川渝地区部分厂商基本情况梳理.....	12
图表 28: 各调味品公司所需原材料种类对比 (种).....	12
图表 29: 千禾味业酱油成本构成 (2014 年).....	13

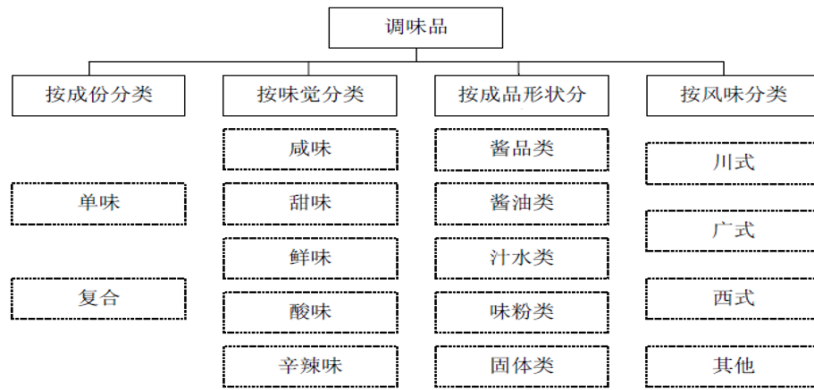
图表 30: 海天味业成本构成 (2012 年)	13
图表 31: 日辰股份成本构成 (2018 年)	13
图表 32: 天味食品成本构成 (2018 年)	13
图表 33: 部分复合调味料的生产工艺流程对比	14
图表 34: 基础调味料的生产工艺流程——以海天味业为例	14
图表 35: 火锅底料行业渠道分布 (2015 年)	14
图表 36: 整体调味品行业的渠道分布 (2017 年)	14
图表 37: 天味好人家在《非诚勿扰》进行广告赞助	15
图表 38: 我国复合调味料行业市场空间估算	16
图表 39: 复合调味料市场快速发展 (量增)	16
图表 40: 复合调味料行业增长驱动因素拆解	16
图表 41: 天味、颐海、日辰产能情况对比 (吨)	17
图表 42: 川渝地区部分公司产能情况对比	17
图表 43: 海天推出复合调味料产品	17
图表 44: 中国和美国 TOP50 餐饮品牌门店规模分布情况 (个)	18
图表 45: 火锅行业品牌数量占比及市场规模竞争格局	18
图表 46: 目前我国的餐饮连锁化率相较于外国仍有较大提升空间	18
图表 47: 火锅餐饮企业连锁化率趋势显现	18
图表 48: 各类型餐饮店各项成本占营业额比例对比 (2019 年)	19
图表 49: 日本家庭复合调味品年消费额不断走高 (日元)	19
图表 50: 日本家庭复合调味品消费支出占比均有所提升	19
图表 51: 我国平均每户人数呈不断下行态势	20
图表 52: C 端布局为主的企业销售费用率情况	20
图表 53: B 端布局为主的企业销售费用率情况	20
图表 54: 广宣及促销费用在整体销售费用中的占比	21
图表 55: 中炬高新广告费用在销售费用中的占比	21
图表 56: 各公司研发人员占比对比	21
图表 57: 各公司研发费用率情况对比	21
图表 58: 食品饮料行业各公司经销商数量变动对比 (个)	22
图表 59: 日本味之素在调味品市场的市占率情况 (C 端)	22
图表 60: 龟甲万各细分品类营收规模及增速情况 (十亿日元)	22
图表 61: 菜单定制复合调味料将成为味之素未来发展的重点	23
图表 62: 火锅餐饮企业及火锅底料厂的供需关系图	23
图表 63: 我国复合调味料行业主要监管标准一览	24
图表 64: 复合调味料行业参与者优劣势对比	24

1、复合调味料行业概览

1.1 复合调味料定义及行业细分

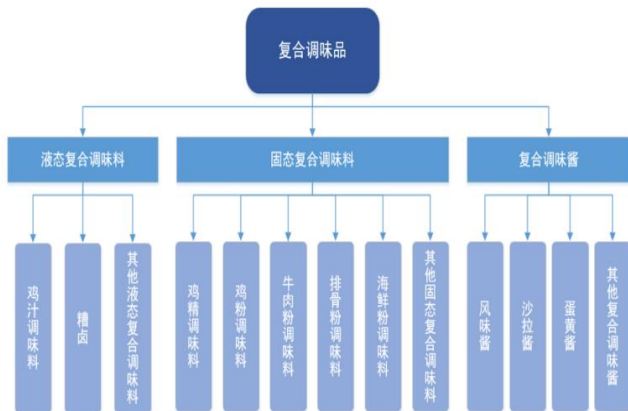
所谓复合调味料是相对于单一调味料（酱油、醋、盐等基础调味料）而言，是指用两种或两种以上的调味品经过特殊加工而制成的调味料。随着经济发展、居民生活水平优化以及研发水平的提高，复合调味料逐渐发展成为调味品中非常重要的组成部分。根据《调味品分类（GB/T20903-2007）》对复合调味料的分类，**按照其形态**，复合调味料通常可分为液态复合调味料、固态复合调味料以及复合调味酱三种类型。如果**按照复合调味料的品类**，通常可以分为鸡精、火锅调料、中式复合调味料、西式复合调味料及其他。如果**按照产品的特性**，复合调味料又可以分为定制化复合调味料和标准化复合调味料。

图表 1: 调味品的分类



资料来源: 天味食品招股说明书, 国盛证券研究所

图表 2: 复合调味料行业细分



资料来源: 日辰股份招股说明书, 国盛证券研究所

图表 3: 复合调味料相对于基础调味料优势明显

	复合调味品	基础调味品
定义	指用两种或两种以上单味调味品经过特殊加工而制成的调味产品。	主要包括酱油、醋、盐等基础传统调味料。
分类	火锅调料、火锅底料、火锅蘸料、鸡精、中式、西式、日式及东南亚式复合调味品等。	味精、酱油、醋、香料、料酒、糖、耗油、盐等。
烹饪特点	对烹饪技术要求较低，提升烹饪效率。满足连锁餐饮对食品安全、效率提升、口味统一的需求，同时满足家庭端便捷化的消费诉求。	对烹饪技术要求较高。
市场特点	市场规模小，多处发展初期。	市场规模大，各品类分别处成长、成熟甚至衰退期。

资料来源: 搜狐网, 国盛证券研究所

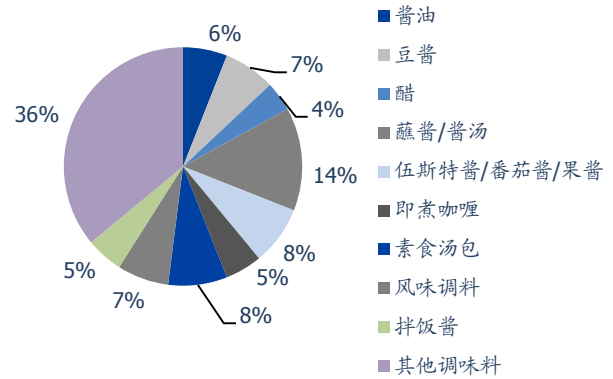
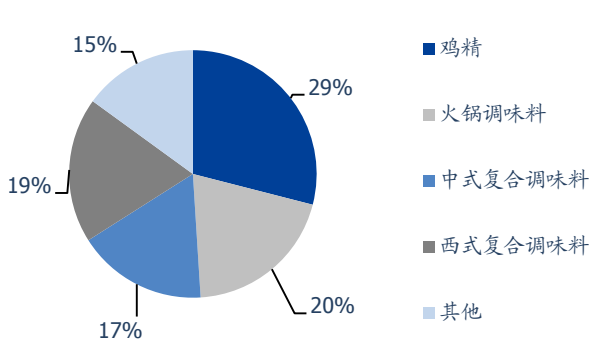
1.2 复合调味料应用场景多元，火锅调味料占比约 20%

从整体的复合调味料的结构来看，鸡精仍为我国复合调味料的最大组成部分，其次为火

锅调味料。相较于日本调味品消费结构，我国复合调味料品类仍有较大的扩充空间。从应用场景上来看，复合调味料的使用场景较为多元，根据我们的草根调研，川渝地区某复合调味料企业的产品系列多达 20 余种，除火锅底料产品外，还包括水煮系列、烧烤系列、串串系列、卤料系列等。

图表 4: 我国复合调味料的构成

图表 5: 日本调味品消费结构



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 6: 川渝地区某复合调味品企业部分产品结构一览

水煮系列	面、米线系列调料	油辣子系列	冒菜系列调料
老坛酸菜底料	麻辣小面调料	超辣油辣子	冒菜红油
毛血旺调料	红烧牛肉面调料	辣椒红油	无渣冒菜
火锅底料系列	凉面调料	烧烤系列	炒饭系列
老火锅底料	麻辣米线调料	烧烤味干油碟	咖喱炒饭料
无渣火锅	烧菜系列	鱼系列调料	榨菜炒饭调味料
麻辣火锅底料	红烧肥肠底料	酸菜鱼调味料	
菌汤火锅底料	红烧牛肉底料	美蛙鱼头底料	
清油火锅底料	麻婆豆腐调料	酸辣粉系列调料	麻辣烫系列
龙虾系列	卤料	泡椒酱	麻辣烫红油
麻辣龙虾底料	卤水香料	剁椒酱	无渣麻辣烫
十三香龙虾料	辣卤香料包	泡椒风味酱	
凉菜类	串串系列	酸辣粉调料	
钵钵鸡调料	串串底料	烤鱼系列	其他产品
馋嘴冷串串调料	串串红油	泡椒烤鱼底料	蒸肉粉
凉拌鸡丝调味料	馋嘴冷串串调料	烤鱼腌粉	

资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

2、复合调味料、基础调味料全面对标

相较于发展较为成熟的基础调味品，复合调味料行业仍处于发展初期阶段。我们试图从行业发展现状、竞争格局以及产业链等多个维度将复合调味料与基础调味料进行对比，从而全方位透视复合调味料行业。综合而言：**1) 行业发展现状方面：**我们认为复合调味料目前尚处加速扩容、渗透的阶段，同时行业盈利能力尚未进入稳步上行通道，仍为量增市场；**2) 行业竞争格局：**复合调味料行业鱼龙混杂，参与者众多，目前尚未有龙头出现，竞争格局分散；**3) 产业链：**上游原材料采购方面，复合调味料原材料种类繁

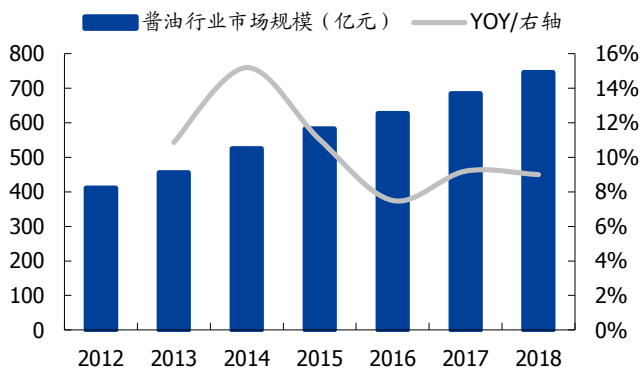
多，且包材成本占比相对较低；生产环节壁垒相对较低，更加看重原料及配方；下游渠道方面，复合调味料行业对家庭渠道的依赖度更高。

2.1 发展现状：复合调味料行业高速增长，渗透率仍处于低位

行业发展现状角度来看，我们认为我国复合调味料仍处在前期导入期，主要论据基于以下几个方面：**1)**我国复合调味料行业是调味品板块中唯一保持双位数高增的细分赛道；**2)**我国复合调味料的渗透率相较于基础调味品仍处于低位，同时距离发达国家存在较大差距；**3)**行业盈利能力相对稳定，并未呈现稳定的上行态势，行业仍以量增为主。

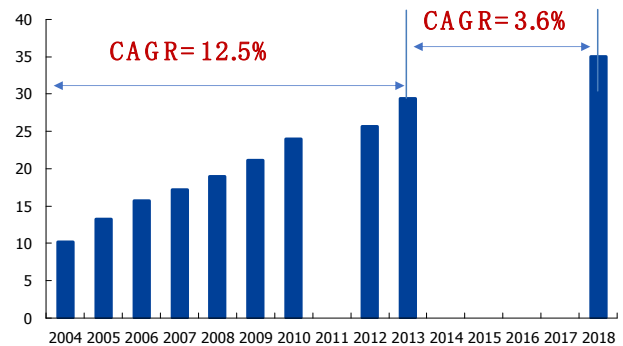
一方面，不同于酱油、酵母等行业的个位数增长，复合调味料行业保持双位数高增。我们对标了调味品行业各细分赛道的增速情况，可以发现随着行业发展不断成熟，酱油以及酵母等行业的增速均由双位数跌落至个位数增长，而与此相对，复合调味料成为调味品赛道中唯一双位数高增的子版块。

图表 7: 酱油行业零售额及同比增速



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

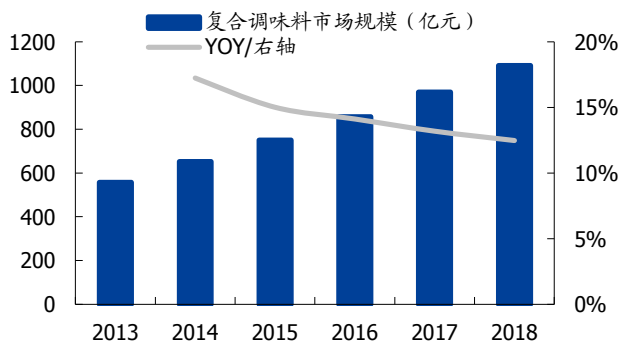
图表 8: 我国酵母产能增长情况 (万吨)



资料来源：中国生物发酵协会，食品招商网，国盛证券研究所

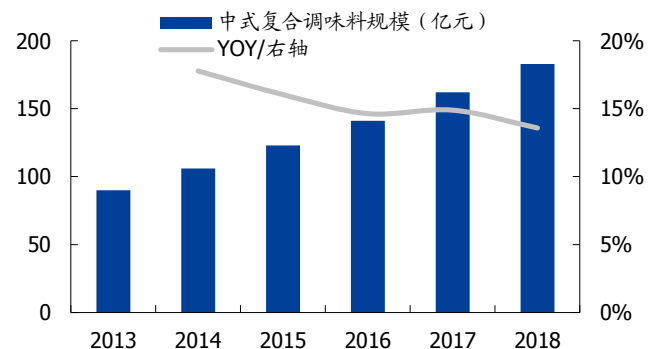
复合调味料行业保持双位数高增。根据 Frost&Sullivan 统计，2018 年我国复合调味料市场规模为 1091 亿元，2013-2018 年复合增速约为 14.39%。从细分品类来看，中式复合调味料保持快速增长，2013-2018 年复合增长率约为 15.38%。同时火锅底料 2013-2018 年市场规模复合增速约为 15.36%，川菜调料由于品类拓展边界广泛，2011-2018 年市场规模复合增速近 20%。同时根据 Frost&Sullivan 的预测，中式复合调味料、火锅调味料、西式复合调味料、鸡精及其他品类 2016-2021 年复合增速分别为 16.5%、13.8%、14.0%、14.1%、12.5%。

图表 9: 中国复合调味料规模及增速



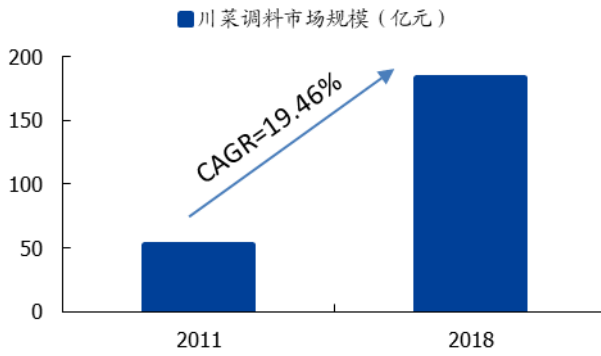
资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表 10: 我国中式复合调味料规模保持快速增长



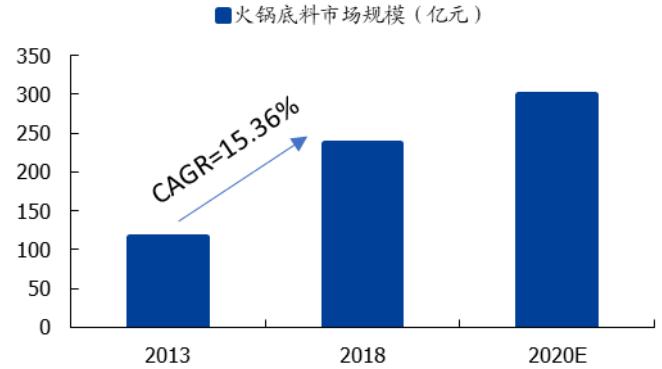
资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表 11: 我国川菜调料市场规模及增速



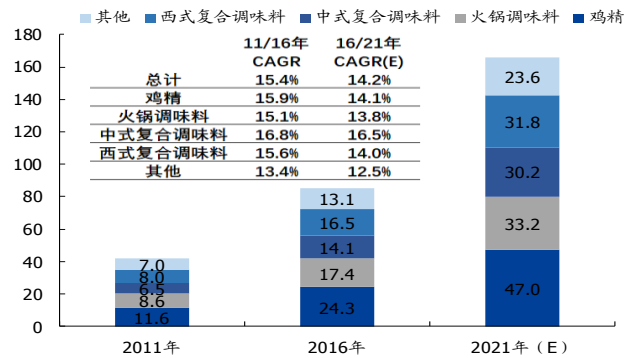
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 12: 我国火锅底料市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

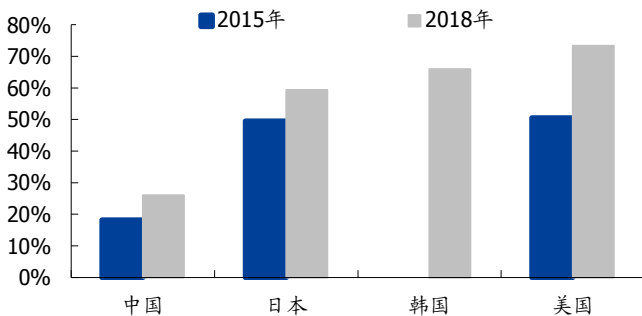
图表 13: 复合调味料预计将保持快速增长 (十亿元)



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

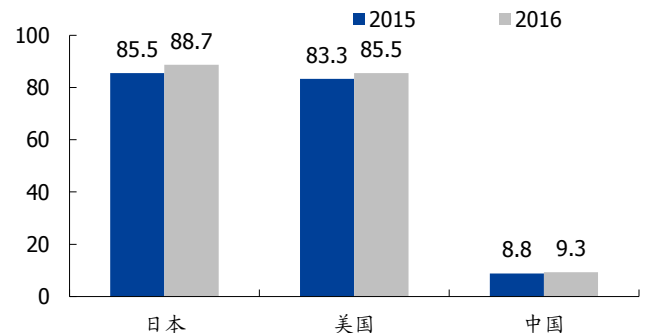
另一方面, 复合调味料渗透率仍处于低位。根据 Frost&Sullivan 的统计, 近年来我国复合调味料的渗透率正快速提升 (由 2015 年的 18.20% 提升至 2018 年的 25.97%), 但相较于日韩美等国家超 50% 的水平仍有较大差距, 其中, 2018 年美国复合调味料渗透率高达 73%。从人均复合调味料的支出角度来看, 2016 年我国人均复合调味料的支出约为 9 美元, 相较于美国 (85.5 美元) 及日本 (88.7 美元) 均有较大的提升空间。同时, 根据前瞻产业研究院的数据, 我国酱油的渗透率高达 99%。

图表 14: 各国复合调味料在调味品中的占比对比



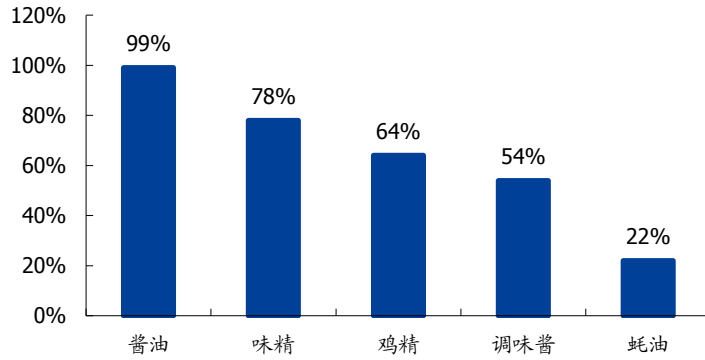
资料来源: 中国产业信息网, Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

图表 15: 我国人均复合调味料支出仍有较大的增长空间 (美元)



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

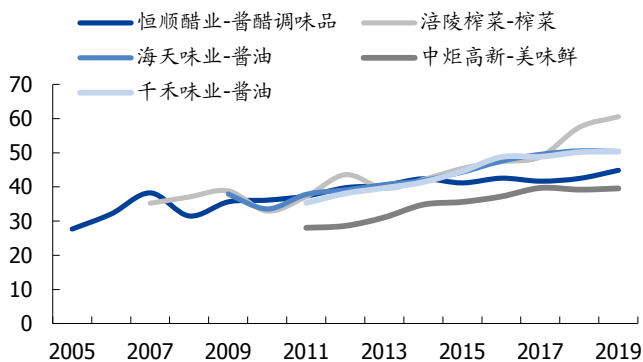
图表 16: 基础调味品渗透率情况对比



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

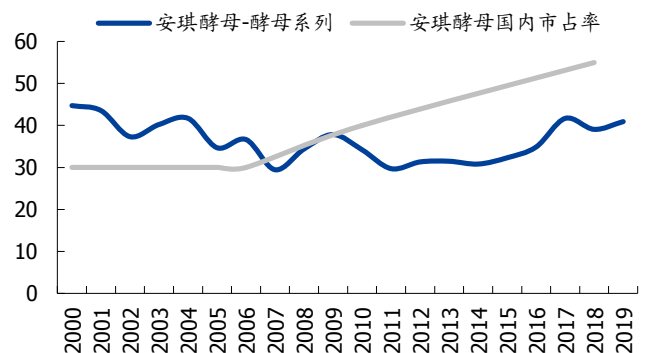
同时从盈利能力的角度来看, 复合调味品行业盈利能力尚未出现稳定上行趋势。从基础调味料行业来看, 龙头海天、恒顺的毛利率约为 45%, 佐餐类调味品涪陵榨菜的毛利率更高, 将近 60%。而随着行业竞争格局趋于稳态, 行业呈现龙头提价、其他企业跟随提价的现象, 行业龙头的利润率水平呈现稳中略升的态势。反观复合调味料行业, C 端代表颐海、天味毛利率 37%-38%, B 端代表日辰股份毛利率相对较高, 在 50%左右。与竞争格局相对稳定的酱醋行业不同, 复合调味料行业目前并未呈现出稳步向上的态势, 在一定程度上, 反映出行业仍未进入洗牌整合阶段, 参与者处于跑马圈地的成长阶段。

图表 17: 基础调味料行业主要公司毛利率走势对比 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 安琪酵母酵母系列毛利率及安琪酵母国内市占率变强情况 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

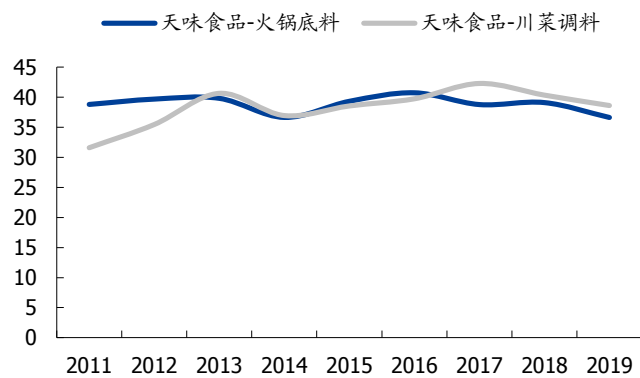
图表 19: 调味品行业提价梳理

	海天味业	中炬高新	恒顺醋业	涪陵榨菜	千禾味业
2008-2010年	2008年金标酱油提价0.5元, 提价幅度10%				
2010-2011年	2010年部分产品提价	2011年部分产品提价		2011年主力产品整体提价10%	
2012-2013年	2012年500ml金标和银标酱油上涨0.5元, 提价幅度分别为10%、12.5%			2012年乌江榨菜等主力产品提价50%; 2013年乌江榨菜等主力产品终端价提升16.8%	
2014-2016年	2014年11月对60%产品平均提价4%	2014年12月对终端产品提价	2014年5月全面提价, 平均涨幅约为5%; 2016年10月上调19个单品价格, 平均涨幅为9%	2016年7月对其11个单品进行8%-12%提价	
2017-2019年	2017年1月对90%产品提价6%, 均价提升约5.4%	2017年3月美味鲜和厨邦产品提价5%-6%	2019年1月对恒顺香醋、陈醋、料酒等五个品种产品平均提价幅度约13%	2017年2月对流通渠道产品提价15-17%; 2018年10月对7个单品提价约10%	2017年4月对主力产品进行提价, 平均提价幅度5%-8%

资料来源: 公司公告, 百度, 国盛证券研究所

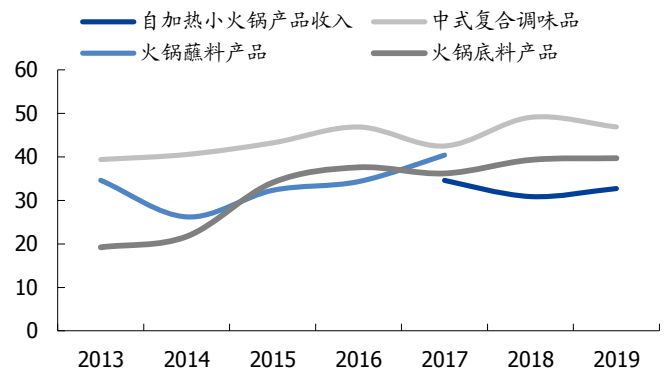
我们拆分各复合调味料企业的产品毛利率, 以剔除产品结构变动对整体毛利率波动的扰动。可以发现, 天味食品、颐海国际以及日辰股份各品类毛利率均处于较为稳定的区间。同时, 根据草根调研反馈, 在重庆地区的C端商超市场, 各品牌竞争激烈, 价格竞争及终端促销的情况普遍存在, 再一步印证行业正处于跑马圈地的发展阶段。

图表 20: 天味食品各品类毛利率走势 (%)



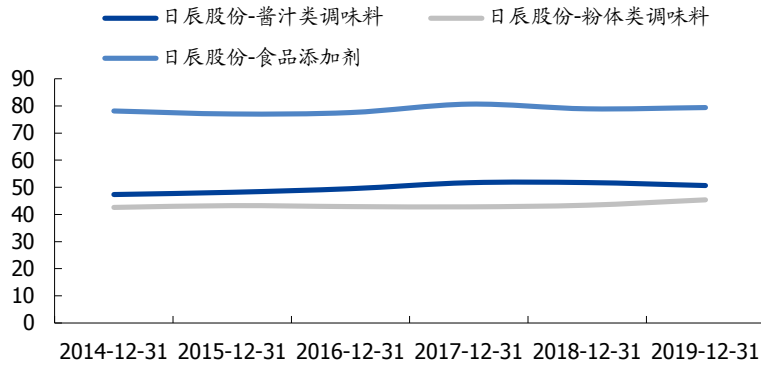
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 颐海国际各产品毛利率走势 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 日辰股份各细分品类的毛利率走势情况 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 重庆地区某永辉超市火锅底料销售情况

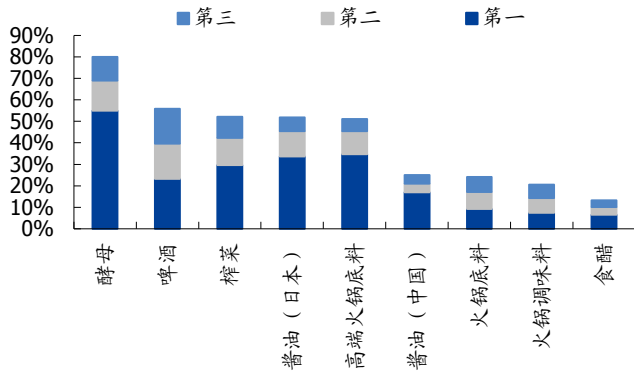
品牌	产品	货龄 (月)	规格 (g)	价格 (元)	导购人员 (名)	备注
好人家	手工牛油老火锅底料 (整块)	2.5	500	38.9	2 (一名主要负责火锅底料, 一名主要负责川菜调料, 且相互配合)	买一袋赠送两袋麻辣香锅调料
	手工牛油老火锅底料 (分四块)	2.5	360	29.9		买一袋赠送一袋麻辣香锅调料
	麻辣香锅调料	5.5	110	—		赠品
	大红袍	3.5	400	18.9		买两袋赠送一袋麻辣香锅调料
名扬	手工牛油火锅	2.5	500	25.8	1	原价29.8元, 优惠4元
德庄	重庆老火锅底料	4.5	500	28.9	1	
桥头	老火锅底料	2	280	16.9	1	优惠约4-5元
秋霞	重庆手工火锅底料	2.5	460	23.9	1	

资料来源: 草根调研, 国盛证券研究所

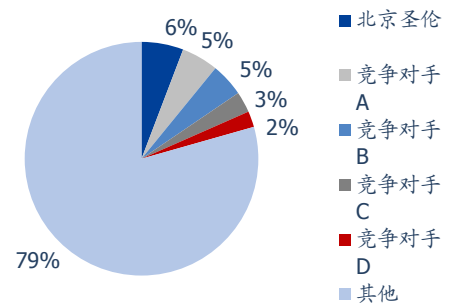
2.2 竞争格局: 复合调味料行业竞争格局极其分散, 尚未有龙头出现

复合调味料行业竞争格局极其分散, 尚未有龙头出现。复合调味料细分赛道众多, 其中火锅底料行业最为成熟, 且集中度相对较高, 但是若与食品饮料行业中其他细分赛道相比, 竞争格局仍较为分散。主要体现在两个方面: 一方面复合调味料行业 CR3 相对较低, 酵母行业 CR3 约为 80%, 其中龙头安琪酵母市占率高达 55%, 同时榨菜行业 CR3 约为 53%, 其中龙头涪陵榨菜市占率约为 30%, 而根据 2015 年数据, 我国火锅底料和火锅调味料的 CR3 分别为 24%、21%; 另一方面, 复合调味料行业前三市占率差距较小, 行业竞争格局变数较大, 2015 年火锅底料行业前三市占率分别为 9%、8%、7%, 火锅调味料行业前三市占率分别为 8%、7%、6%。

图表 24: 复合调味料行业竞争格局较为分散



图表 25: 中式定制化复合调味料竞争格局 (华北地区)



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所 (注: 火锅调味料、火锅底料、高端火锅底料竞争格局均为 2015 年数据, 酱油 (中国) 为 2016 年数据, 榨菜行业为 2017 年数据, 其余均为 2018 年数据)

资料来源: 北京圣伦, 国盛证券研究所

鉴于 2015 年数据相对较旧, 且行业细分赛道过多, 不同公司在各渠道的布局略有差异, 我们以天味食品和颐海国际为例, 试图从渠道和品类两个角度进行拆分, 测算天味食品和颐海国际在不同渠道和不同品类中的市场占有率情况。经过测算, 我们估计 2019 年天味食品的火锅调味料及中式复合调味料在 B 端市场的占有率均不足 1%, 在 C 端市场, 天味食品火锅调味料和中式复合调味料市占率分别约为 5.9%、6.5%。而颐海国际依托海底捞在火锅调味料 B 端市场优势相对明显, 市场占有率约为 13.0%, 中式复合调味料市占率约为 0.5%; 从 C 端来看, 借助海底捞的品牌优势, 颐海国际火锅调味料 C 端市占率约为 10%, 但在中式复合调味料板块市占率仅约 3.3%。

图表 26: 复合调味料行业的市场占有率测算 (亿元)

产品分类	整体调味品中占比	2019 年市场规模	天味食品		颐海国际		B 端市占率		C 端市占率	
			B 端收入	C 端收入	B 端收入	C 端收入	天味食品	颐海国际	天味食品	颐海国际
火锅调味料	20%	244	0.90	7.26	15.92	12.21	0.7%	13.0%	5.9%	10.0%
中式复合调味料	17%	208	0.84	6.79	0.49	3.45	0.8%	0.5%	6.5%	3.3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 2018 年复合调味料的市场规模为 1091 亿元, 假设 2019 年增速约为 12%, 则 2019 年规模为 1222 亿元, 且假设 B/C 端各占一半; 其他定制餐调占比约 1%, 将颐海国际的关联方收入近似当作 B 端收入。将天味食品的川菜调料业务作为中式复合调味料进行计算。火锅底料行业不包含夫妻老婆店自炒的火锅底料部分)

与此同时, 川渝地区的非上市火锅底料厂生存状况均良好, 各非上市火锅底料厂均保持较快的增长速度, 在我们走访的部分复合调味品公司中, 多家正积极进行产能扩建。行业尚未进入整合阶段, 行业天花板仍远。

图表 27: 川渝地区部分厂商基本情况梳理

公司名称	成立时间	渠道	规模	产品结构及业务模式	销售区域	增速情况	目前增速的支撑点	其他
食友	2000年	C端	几千万	火锅底料、鸡爪、鸡精鸡粉	重庆地区	一季度自热小火锅收入增速 300%+	重庆地区渗透	—
乡媳妇	2017年成立乡媳妇，以前是其他品牌，总共做了16年	C端	约2千万	酱腌菜、调味料、发酵制品	两个品牌：乡媳妇（重庆地区）、石掌门（全国）	以前增速慢（ 30-40% ），现在如果通过加大营销实现 翻倍增长 很容易	重庆地区渗透	毛利率30-40%，净利率超10%
良厨	2014年成立餐饮管理公司，约2017、2018年建立火锅底料厂	B端	火锅底料厂规模近两个亿，4家直营店，加盟店100家，自供占比仅约20-30%；合作客户超2000家，产品SKU200+，年产量约5000吨。	火锅底料贴牌、代加工、定制	全国，客户规模不等，大型客户几百家连锁，例如重庆小面、开县小龙虾、眉山火锅等	规划今年突破 2个亿 ，明年 3个亿 （约 50%+ ），三年突破 5个亿 ，是很容易的。（CAGR近40%）	餐饮客户开发，销售人员为厨师等专业人士	目前餐饮开发业务与天味、红九九并未产生直接正面竞争，餐饮市场太大，未来以调味品业务为重心，并不考虑做C端

资料来源：草根调研，国盛证券研究所

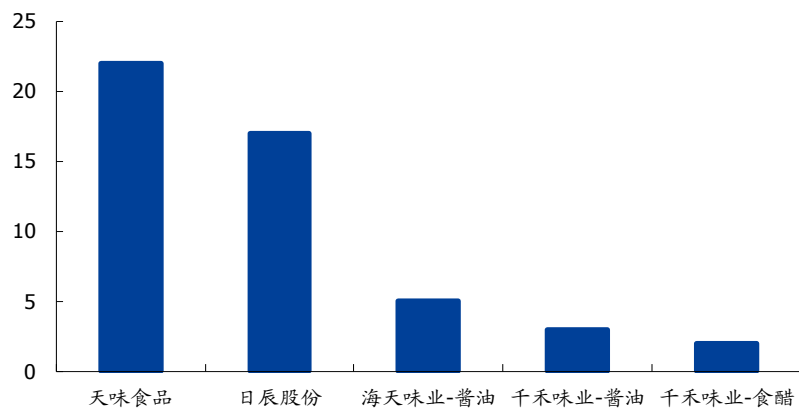
2.3 产业链：复合调味料进驻门槛相对低，C端渠道依赖性相对高

从整个产业链角度来看，我们从原材料采购、生产壁垒、下游供应等多方面比较复合调味品和基础调味品。原材料端来看，复合调味品原材料种类相对繁多，但大规模采购相对小厂仍具有一定规模优势，且包材占比相对较小；从生产壁垒来看，复合调味料的生产壁垒较基础调味品略低，更加注重产品研发及配方；从下游需求来看，复合调味品有助于解决年轻人烹饪需求与烹饪技术不匹配的痛点，因此对C端渠道的依赖较基础调味品更大。

1、原材料采购对比

复合调味品原材料种类繁多，大规模采购具备一定规模优势，同时包材占比相对较低。我们对比了主要调味品公司原材料品类数，可以发现天味食品及日辰股份所需原材料品类数将近20种（暂不考虑品类中的等级细分），显著高于酱油、食醋等基础调味品。因此在一定程度上有助于平滑单一原材料成本波动对成本端的冲击，同时复合调味料厂商大规模采购也具有规模优势。

图表 28: 各调味品公司所需原材料种类对比（种）



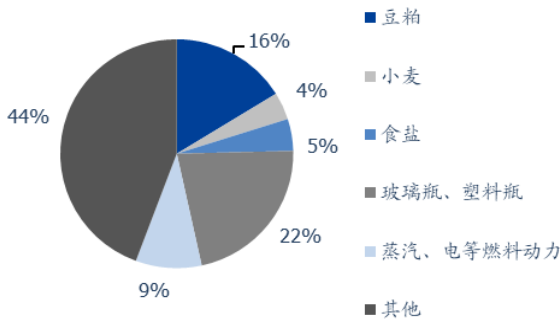
资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

另外，我们比较了基础调味料和复合调味料的成本构成，可以发现基础调味品以玻璃瓶

包装为主，而复合调味料多以塑料包装为主，因此包材等成本在复合调味品原材料成本中的占比较低，包材价格的波动对复合调味品的成本冲击相对较小。

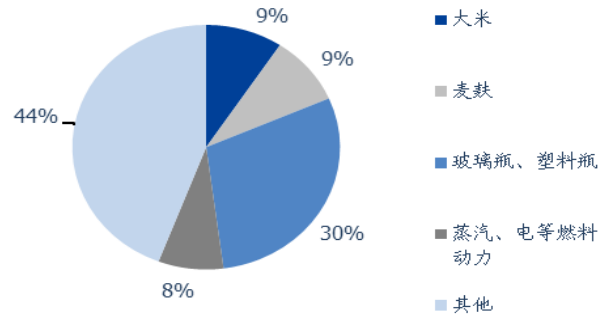
综合来看，复合调味料成本端波动相对可控。

图表 29: 千禾味业酱油成本构成 (2014年)



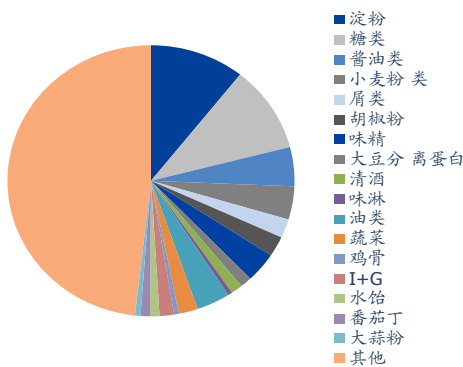
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 海天味业成本构成 (2012年)



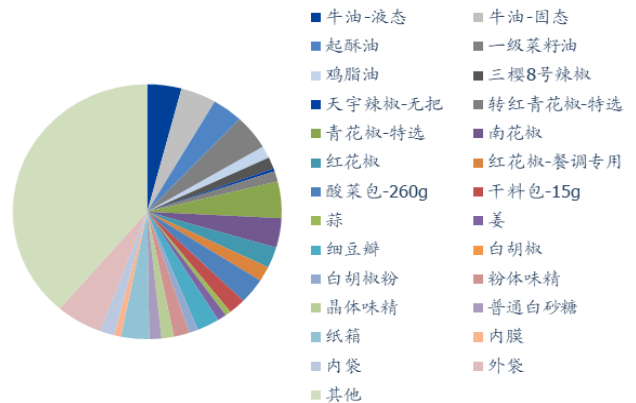
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 日辰股份成本构成 (2018年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 天味食品成本构成 (2018年)



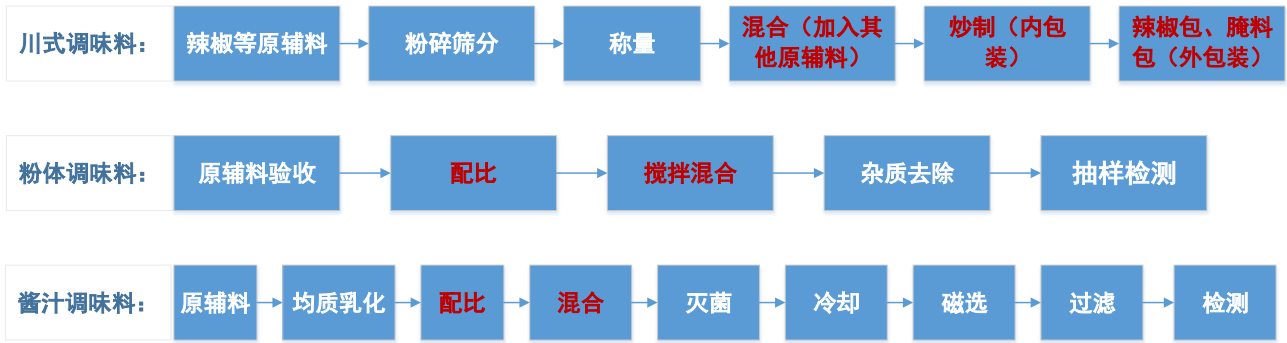
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2、行业壁垒对比

从行业进驻门槛来看，基础调味料注重生产工艺和产地，复合调味料注重配方和原材料。根据专业划分法，复合调味料的生产方法主要包括发酵提取型、分解反应型和原料混配型。其中原料混配型复合调味料相对常见，主要应用于终端（C端及餐饮）渠道。我们梳理了天味食品、日辰股份主要生产流程，可以发现二者均采用原料混配型的生产方式。原料配比、混合以及炒制是相对关键的生产环节。而对比基础调味料，我们以酱油为例，生产工艺主要包括日式（以龟甲万、千禾为代表，高盐稀态控温发酵）和广式（以海天、厨邦为代表，日晒夜露天然发酵）两种，菌种生产、制曲、晒制为关键环节，相对来说难以被复制。

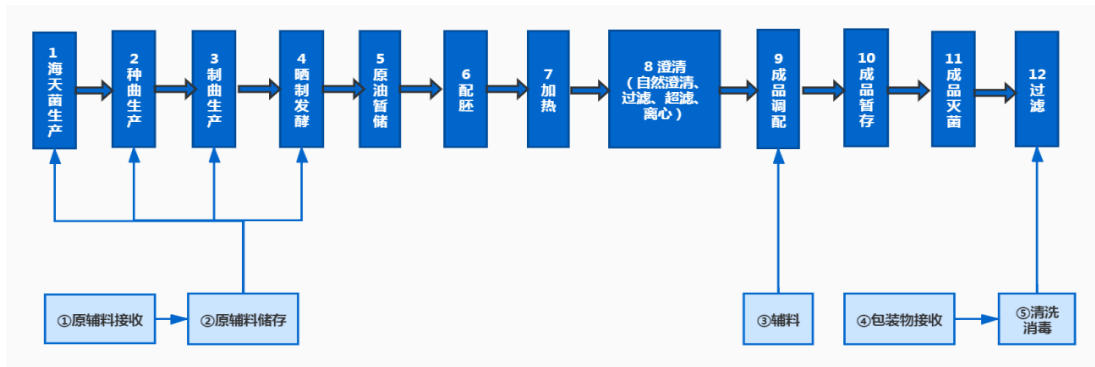
从口味粘性角度来看，消费者对复合调味料的口味粘性更高。消费者对于调味品具有一定的口味粘性，而调味品的复合化程度越高，口味特性则越鲜明突出，消费者对于该品类的口味粘性也将会相应增强，例如麻辣、鲜咸、清甜等口味均有忠实爱好者。但是在口味粘性增强的同时，单一复合化调味品的受众相较基础调味料也在逐步收窄，我们认为品类多元是扩大消费受众范围的重要途径。

图表 33: 部分复合调味料的生产工艺流程对比



资料来源: 天味食品公司公告, 日辰股份公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 基础调味料的生产工艺流程——以海天味业为例

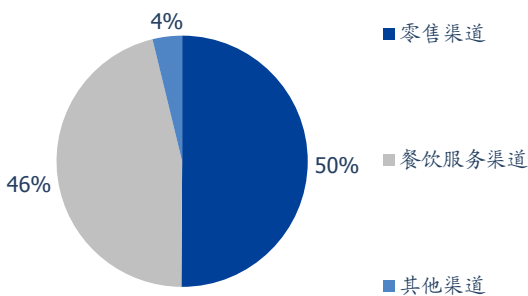


资料来源: 海天味业公司公告, 国盛证券研究所

3、渠道构成对比

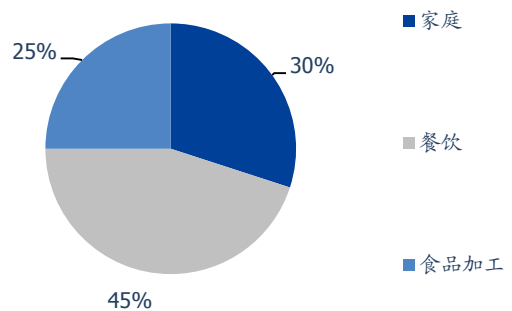
根据颐海国际的招股说明书, 2015 年火锅底料行业零售渠道、餐饮渠道并驾齐驱, 复合调味料行业对家庭渠道的依赖度显著高于传统调味品。我们认为主要原因系复合调味料可有效降低 C 端消费者的使用门槛, 在生活节奏加快、做饭规模不经济的情况下, 有助减少做饭所需的时间, 提高烹饪效率。

图表 35: 火锅底料行业渠道分布 (2015 年)



资料来源: 颐海国际招股说明书, 国盛证券研究所

图表 36: 整体调味品行业的渠道分布 (2017 年)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

复合调味品和基础调味品的消费者画像也存在一定差异。在C端来看，基础调味品主要面向传统的消费者，以家庭主妇等居多，而复合调味料多面向生活节奏快、烹饪技巧有限的年轻人，尤其是做饭频次低的单身青年。为抓住这一消费特点，2020年7月，天味食品在相亲节目《非诚勿扰》投放广告，以提升品牌力，加速在C端市场的渗透。

图表 37: 天味好人家在《非诚勿扰》进行广告赞助



资料来源: 百度, 国盛证券研究所

3、多角度透视未来

3.1 预计复合调味料市场空间近 5000 亿

根据 Frost&Sullivan 的统计，2018 年我国复合调味料行业市场规模约为 1091 亿元。参考火锅底料行业的渠道分布，我们假设整体复合调味料行业 C 端家庭消费占比约为 50%、B 端餐饮消费占比约 50%（由于工业渠道为中间环节，在此暂不纳入分析范围），则 B、C 两端的复合调味料规模为 546 亿元。我们试图从 B、C 两端来看行业的成长空间：

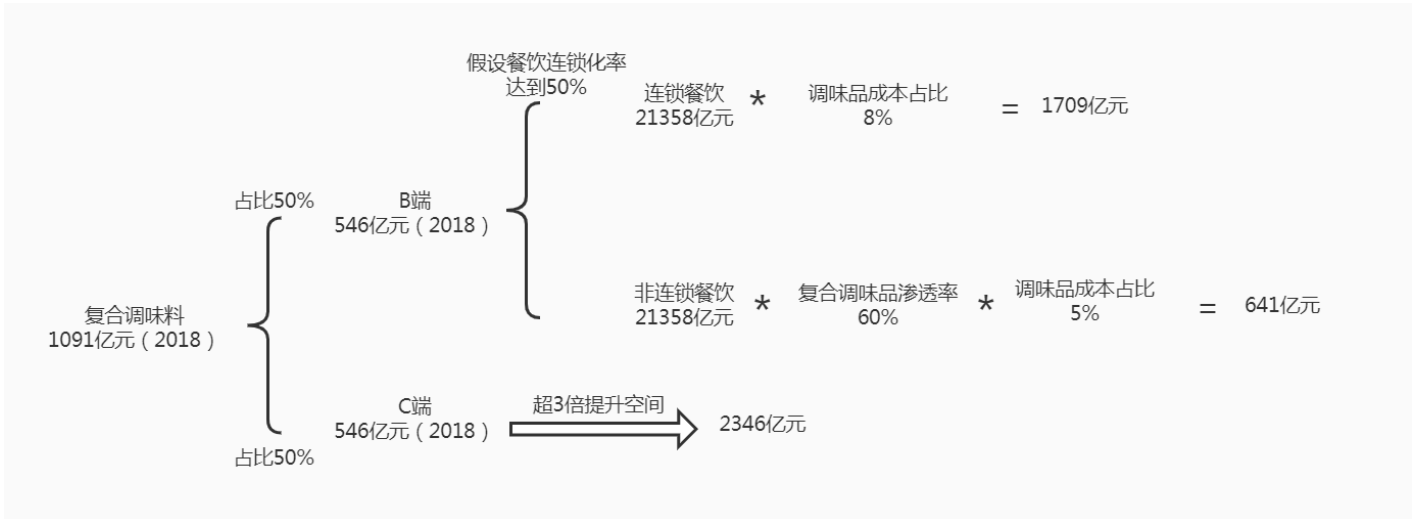
B 端：我们认为餐饮连锁化率提升带来复合调味料需求，同时复合调味料在非连锁餐饮的渗透率有望提升。2018 年我国连锁餐饮化率约 8%，相较于日本（51%）、美国（57%）的渗透率仍有较大的提升空间。根据中国产业信息网数据，2018 年我国整体复合调味料在调味品中的渗透率约为 26%，远低于日本、美国 60-70% 的水平。若我们假设餐饮连锁化率达到 50%，复合调味料在连锁餐饮菜品中的成本占比为 8%，则连锁餐饮所需复合调味料约 1709 亿元；同时随着复合调味料的渗透，非连锁的小 B 餐饮渠道也将用到偏标准化的复合调味料，假设复合调味料渗透率为 60%，则非连锁餐饮所需复合调味料约 641 亿元。因此，综合来看，B 端复合调味料市场空间约为 2350 亿元。

C 端：根据 Frost&Sullivan 的统计，我们对标日美人均复合调味料的支出水平，2018 年我国人均年复合调味料支出金额约 9.3 美元，而日本及美国人均年复合调味料支出金额分别约为 87.7 美元、85.5 美元。我们综合考虑我国与日美的饮食习惯差异，中性假设我国复合调味料人均年支出达到日本人均支出约一半的水平（假设 40 美元/人/年），则相

较于目前的人均支出有超3倍提升空间,预计C端复合调味料市场空间约为2346亿元。

综合来看,我们中性预计我国的复合调味料市场空间约为**4696亿元**,仍有较大的发展空间。为满足消费者日益多元的口味需求,复合调味料品类不断多元,品类拓宽的边界远远高于基础调味料,行业的创新支撑行业快速扩容。

图表 38: 我国复合调味料行业市场空间估算



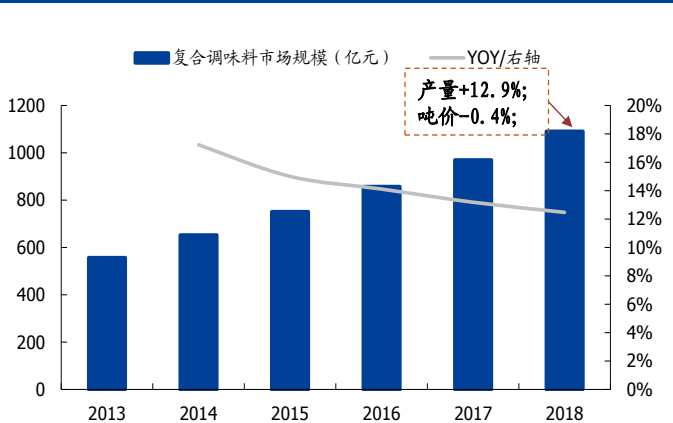
资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所 (注: 由于非连锁餐饮使用复合调味料标品后仍会再加工, 假设调味品在其成本中的占比略低)

增长的核心驱动力来自哪里?

我们认为量增是主要驱动因素。根据 Frost&Sullivan 的统计, 2018 年我国复合调味料市场规模为 1091 亿元, 近几年来行业规模保持双位数高增, 2013-2018 年复合增速约为 14.4%。同时根据新思界研究中心的统计, 2018 年我国复合调味料产量为 55.9 万吨 (+12.9%) 若假设产销率为 100%, 则吨价变动幅度约为-0.4%。量增之所以是支撑行业快速发展的核心因素。

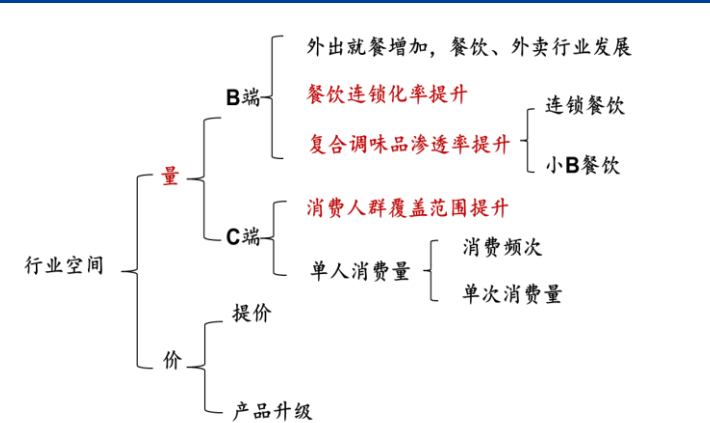
同时我们对行业空间进行量价拆分, 可以看到 B 端的量增基础来自餐饮连锁化率、复合调味品渗透率提升两个方面, 同时消费人群覆盖范围扩大成为 C 端增长的主要驱动力。

图表 39: 复合调味料市场快速发展 (量增)



资料来源: Frost&Sullivan, 新思界产业研究中心, 国盛证券研究所

图表 40: 复合调味料行业增长驱动因素拆解



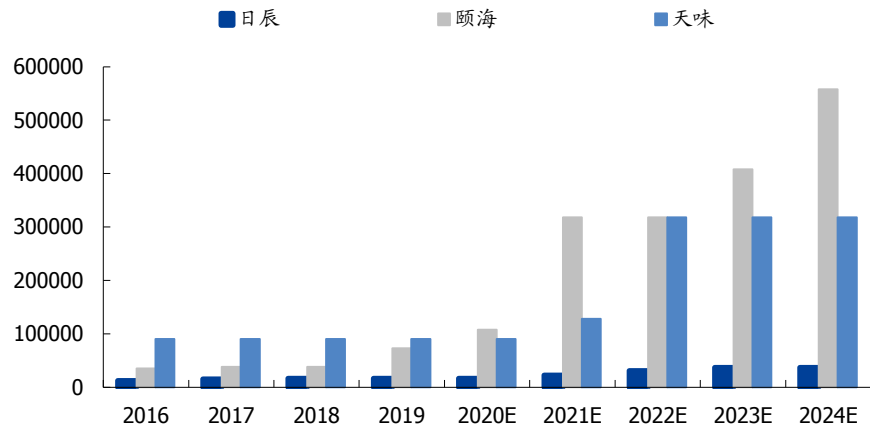
资料来源: 国盛证券研究所

目前行业是边际加速还是边际放缓？

我们认为行业正呈加速增长态势，主要原因系：

- 1) 现有参与者产能大幅扩充。上市公司天味食品、颐海国际大幅扩充产能的同时，我们在川渝地区产业链调研过程中发现，多家未上市火锅底料厂也正积极进行产能扩充。
- 2) 一级市场对于复合调味品行业关注度显著提升。
- 3) 其他调味品企业纷纷开启复合调味料业务布局。在海天黄豆酱之后，海天味业继续加码复合调味料板块，近期共推出韩式辣牛肉、新疆番茄、云南酸汤和韩式部队四款新品。与此同时，涪陵榨菜也准备布局复合调味料行业。

图表 41: 天味、颐海、日辰产能情况对比 (吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 颐海国际河北省霸州一期工程预期带来超 7 万吨产能, 其中南车间已于 2019 年 9 月投产, 北车间预计于 2020 年 8 月正式投产, 我们在此假设南北车间产能各占一半。)

图表 42: 川渝地区部分公司产能情况对比

品牌	产能情况
天味	2018年产能约9万吨, 2019年招股说明书披露将新建产能3.8万吨(建设期两年), 2020年5月公告, 计划将再次新建产能19万吨, 预计2022年产能超31.8万吨。
聚慧	2018年9月, 聚慧食品拟在涪陵建设火锅食材保税加工贸易基地和调味品智能加工贸易基地, 总投资7.5亿元, 实现年进出口火锅食材18万吨, 年加工产值24亿元人民币。调味品智能加工贸易基地选址于涪陵新城区, 总投资17.3亿元, 建筑面积约34万㎡, 规划建设重庆火锅食品工业大厦、加工厂房及配套功能设施, 布局重庆火锅食品工业创新研究院, 建设火锅底料、火锅调味品生产线38条, 年产火锅底料和火锅调味品34万吨, 年产值70亿元, 总部结算额30亿元。
极合	公司在重庆巴南、重庆綦江建立了两大标准化生产基地。
德庄	2020年4月, 德庄麻辣食品文化创意产业园开工建设, 项目总投资1亿元, 扩建面积2.1万平方米, 同时对园区原有建筑、环境全面升级改造。项目建设期为18个月, 建成后, 德庄集团高品质复合调味品年产能达2.5万吨。
桥头	2015年3月, 公司在德感工业园厂区破土动工, 全面引进自动化生产线。2018年9月, 公司位于德感工业园的厂区完成建设, 生产线20多条, 最大年产量可达到10万吨, 全部产能达到后可实现年产值10亿元。
九眼桥	2019年公司投资占地100多亩的眉山味道工业基地(亚洲最大单体复合料工厂)。
周君记	占地40余亩, 建筑面积30800平方, 年产能超3万吨。
小天鹅	2002年在重庆市渝北区现代农业园区新征土地近20亩, 建成标准厂房9000平方, 年产各类调味品0.3万吨; 建成检测研发中心300平米。

资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

图表 43: 海天推出复合调味料产品



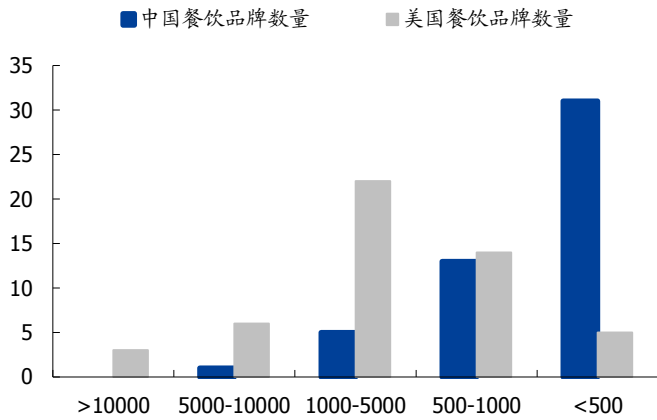
资料来源: 天猫商城, 国盛证券研究所

3.2 B、C 端双轮驱动复合调味料行业发展

此前我们已经讨论了复合调味料在 B、C 端渠道的构成及重要性。

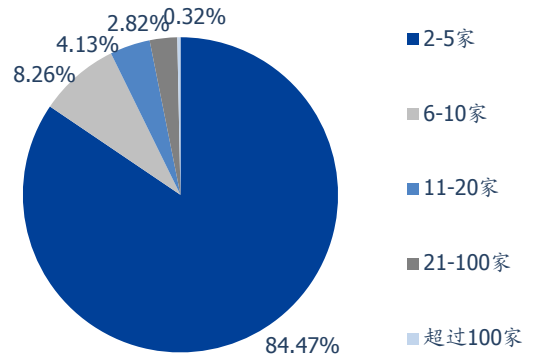
从餐饮端来看：餐饮连锁化率有较大提升空间，复合调味料应用有助于降低餐饮店厨房面积、人力成本。根据前瞻产业研究院的数据，我国火锅行业品牌连锁化率较低，连锁门店超过 100 家的火锅餐饮品牌数量占比仅约 0.32%，而 2-5 家连锁门店餐饮品牌数占比高达 84.5%。我们认为，随着连锁化率仍有较大的提升空间。

图表 44: 中国和美国 TOP50 餐饮品牌门店规模分布情况 (个)



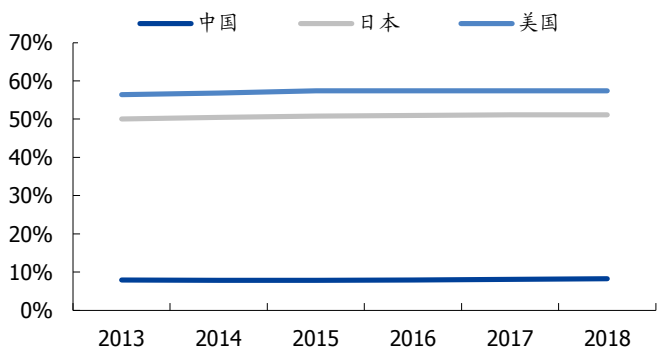
资料来源: 餐数, 国盛证券研究所

图表 45: 火锅行业品牌数量占比及市场规模竞争格局



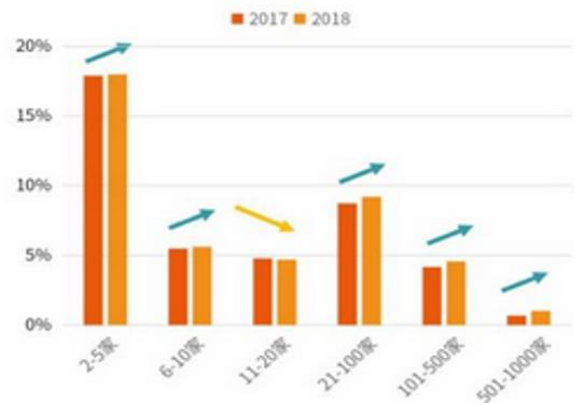
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 46: 目前我国的餐饮连锁化率相较于外国仍有较大提升空间



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

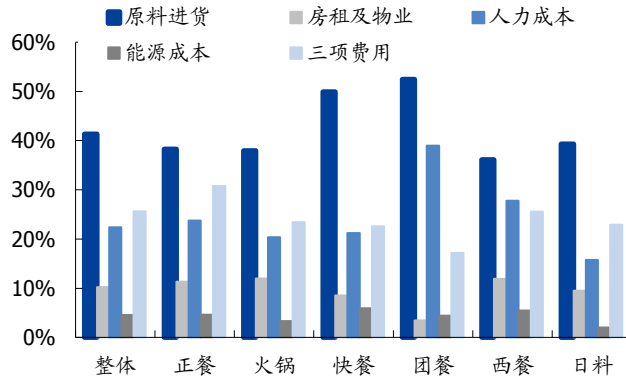
图表 47: 火锅餐饮企业连锁化率趋势显现



资料来源: 辰智餐饮数据库, 中国餐饮产业研究院, 国盛证券研究所

根据饭店业协会的数据，我们对各类型餐饮各项成本进行拆分，除去原料进货外，房租及物业、人力成本均为餐饮成本中的重要组成部分。而复合调味料的应用将有助于缩减厨房面积、降低人力成本，同时还会起到统一口味、提升运营效率的作用。尽管疫情对餐饮渠道的冲击致 B 端复合调味品公司增长受阻，但是从长期来看，复合调味料可以有效替代人工，因此疫情一定程度上加速了复合调味料在 B 端渠道的渗透。

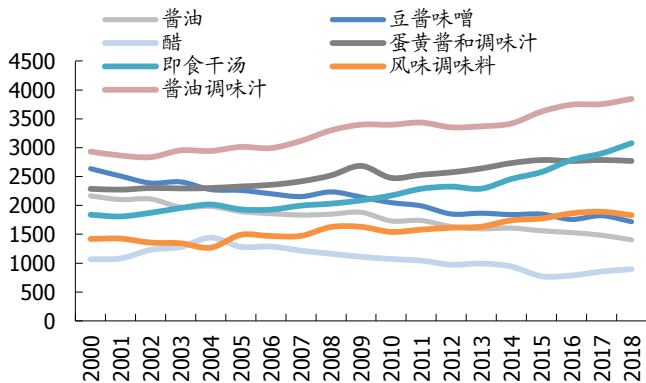
图表 48: 各类型餐饮店各项成本占营业额比例对比 (2019年)



资料来源: 中国饭店协会, 国盛证券研究所

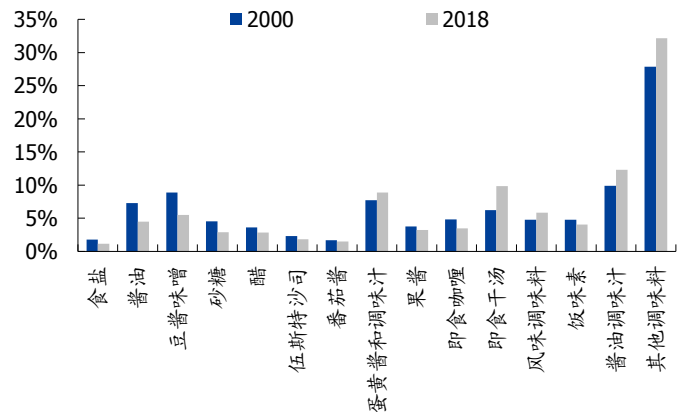
从家庭端来看: 随着户型缩小, 复合调味料有效缓解家庭做饭规模不经济现象。我们对标日本家庭端调味品消费额情况, 可以发现即食干汤、调味汁等复合调味料消费额不断走高, 而酱油、醋等基础调味品消费额呈逐步走低倾向。根据公安部的统计数据, 我国每户平均人口数量持续下行, 截至 2018 年, 我国每户平均人数为 3.08 人, 城市每户平均人数则更少 (2.98 人), 相较于 1960 年起 5 人的平均家庭规模, 缩减明显。在这样的背景下, 生活节奏加快又进一步降低了做饭频次, 利用油盐酱醋等多种调味品烹饪难度高, 且规模不经济, 复合调味料将有效解决该痛点, 从而加速进入 C 端渠道。

图表 49: 日本家庭复合调味品年消费额不断走高 (日元)



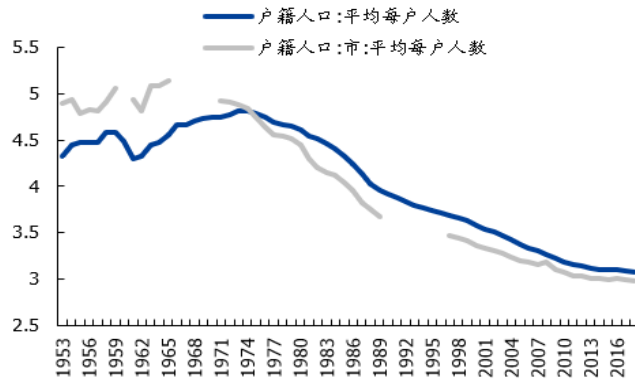
资料来源: 日本统计局, 国盛证券研究所

图表 50: 日本家庭复合调味品消费支出占比均有所提升



资料来源: 日本统计局, 国盛证券研究所

图表 51: 我国平均每户人数呈不断下行态势



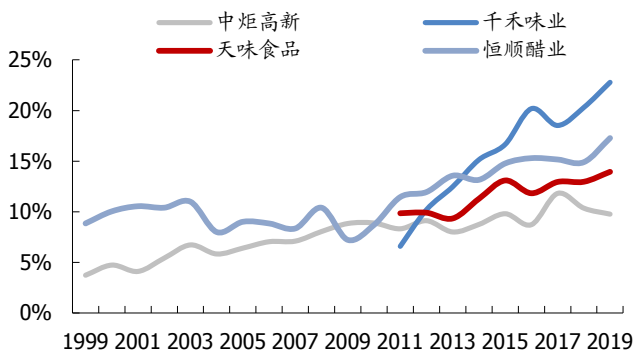
资料来源: 公安部, 国盛证券研究所

面对 B、C 端渠道的不同特性，复合调味料企业应当如何突围？

由于复合调味料属性特殊以及 B、C 两端需求存在差异，我们认为复合调味料公司在 B、C 两端的突围之道也不尽相同。我们选取主要上市公司的财务指标情况进行对比，针对该问题加以探讨和验证。综合来看，我们认为 **B 端看产品+服务，C 端看营销+渠道**。

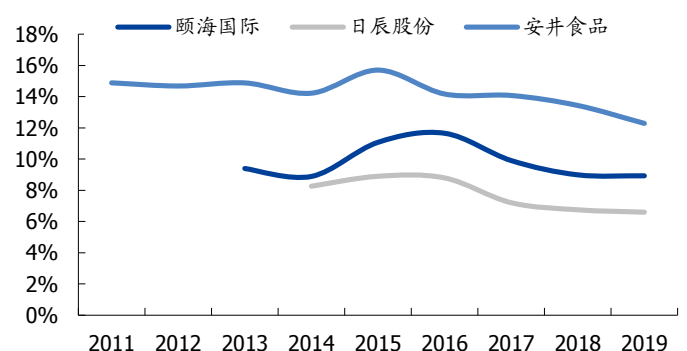
从销售费用投放的角度来看，我们选取 B 端、C 端渠道布局的代表公司进行分析，可以发现千禾味业、天味食品、中炬高新及恒顺醋业等 C 端龙头的销售费用率呈现稳步上升态势，而颐海国际、日辰股份及安井食品的销售费用率近年来持续下行。另外我们选取广告宣传及促销费用在销售费用中的占比作为衡量标准之一，可见天味食品销售费用中广宣及促销费用占比最高，在行业扩容期加速对 C 端市场“跑马圈地”。同时，同样作为复合调味品代表公司的日辰股份，由于主要以 B 端布局为主，因此广宣及促销费用在销售费用中的占比远低于同行水平。

图表 52: C 端布局为主的企业销售费用率情况



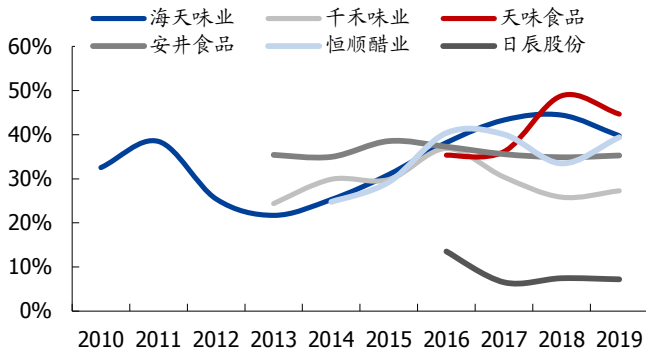
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 53: B 端布局为主的企业销售费用率情况



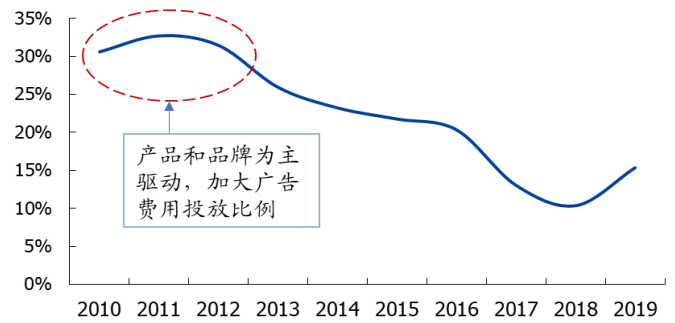
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 54: 广宣及促销费用在整体销售费用中的占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 安井食品统计口径中包含进场费)

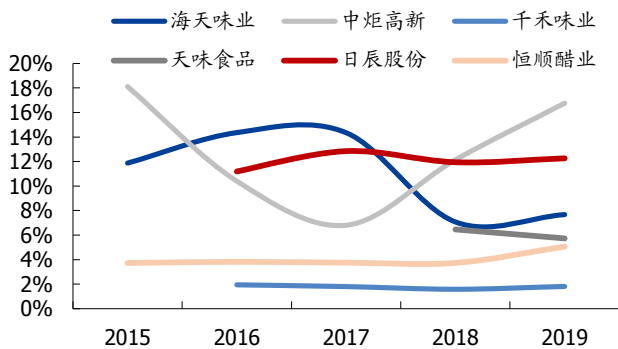
图表 55: 中炬高新广告费用在销售费用中的占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (注: 中炬高新促销费用披露口径有变更, 在此仅计算广告费用在销售费用中的占比)

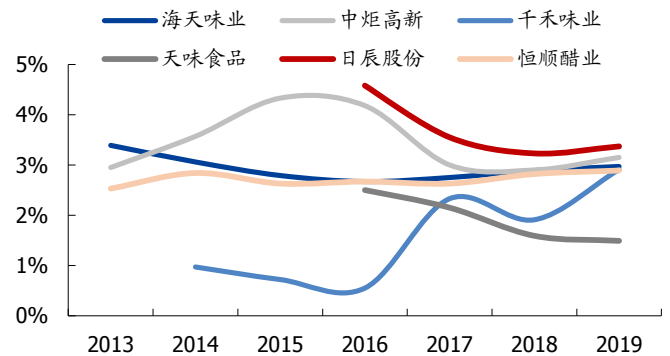
从研发费用投入的角度来看, 日辰股份作为定制餐调的代表企业, 其研发人员占比及研发费用率均在同行中处于高位。日辰股份通过不断进行新品研发, 为餐饮客户开发新口味, 从而创造餐饮渠道客户开拓的可能性。(注: 在日辰股份的定制餐调运作模式中, 研发团队中一部分成员充当销售的角色, 与餐饮企业对接, 提供服务)

图表 56: 各公司研发人员占比对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

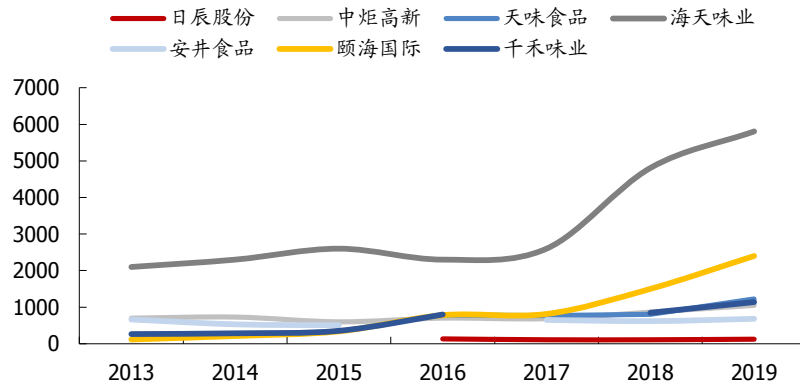
图表 57: 各公司研发费用率情况对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

从渠道角度来看, C 端布局较多的企业将更为重视渠道网络的建设, 从而增强消费者触达。同时, B 端布局为主的企业在往 C 端转移过程中, 通常也会伴随着经销商数量的快速增加。

图表 58: 食品饮料行业各公司经销商数量变动对比 (个)



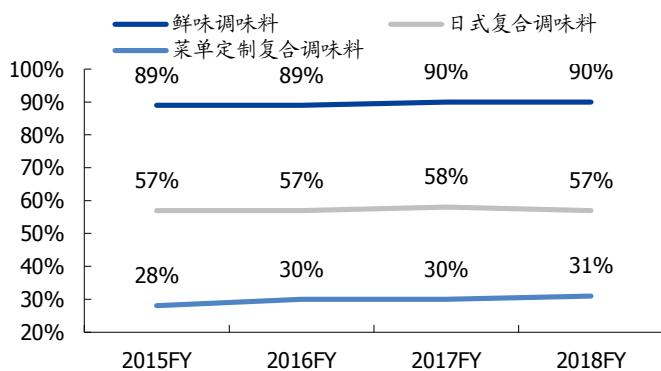
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

综上, 我们认为对于复合调味料企业而言, 以研发为基础的产品多元化发展是基础, 为餐饮提供新口味开发服务是切入 B 端的重要手段, 同时品牌营销及渠道建设是扩大 C 端市占率的核心途径。

3.3 未来竞争格局透视

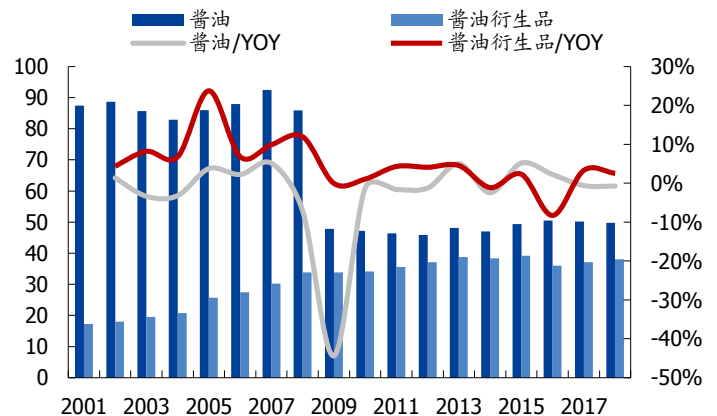
日本味之素在复合调味料 C 端市场占据半壁江山。根据日本味之素的官网资料, 味之素在 C 端市场占有率极高, 2018 财年其鲜味调味料市占率高达 90%、日式复合调味料及菜单定制复合调味料的市占率分别为 57%、31%。在复合调味料优质赛道的吸引下, 龟甲万也推出酱油衍生产品, 布局复合调味料产品。2009-2018 年, 龟甲万的酱油营收复合增速约为 0.46%, 而酱油衍生品的复合增速相对较高, 约为 1.34%。若对比味之素和龟甲万在复合调味料板块的布局情况, 2018 年度龟甲万酱油衍生品的收入约为 380 亿日元, 2019 年味之素调味品业务收入约为 1974 亿日元, 在体量上仍然高于龟甲万。

图表 59: 日本味之素在调味品市场的市占率情况 (C 端)



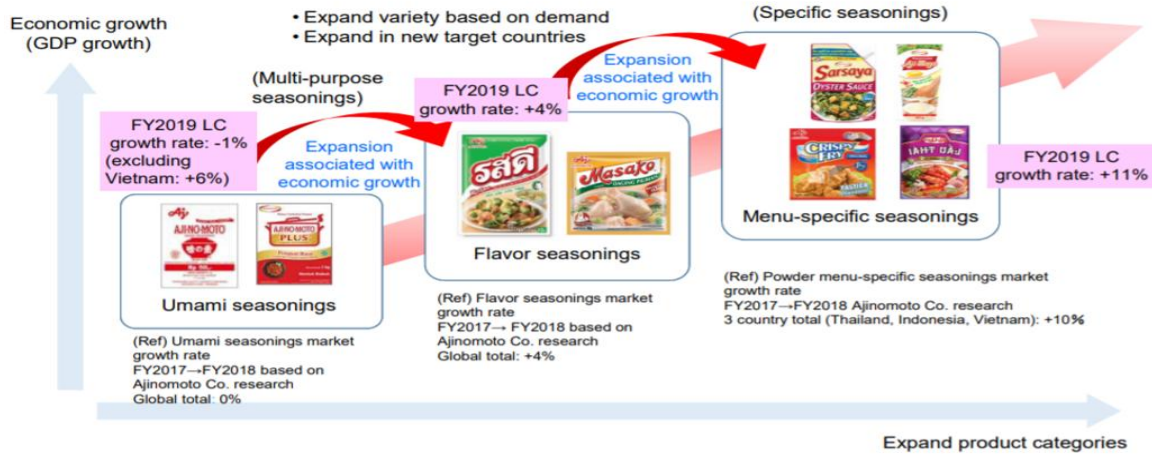
资料来源: 味之素公司官网, 国盛证券研究所

图表 60: 龟甲万各细分品类营收规模及增速情况 (十亿日元)



资料来源: 龟甲万官网, 国盛证券研究所 (注: 2009 年 10 月 1 日公司结构调整, 因此经营部门变动)

图表 61: 菜单定制复合调味料将成为味之素未来发展的重点



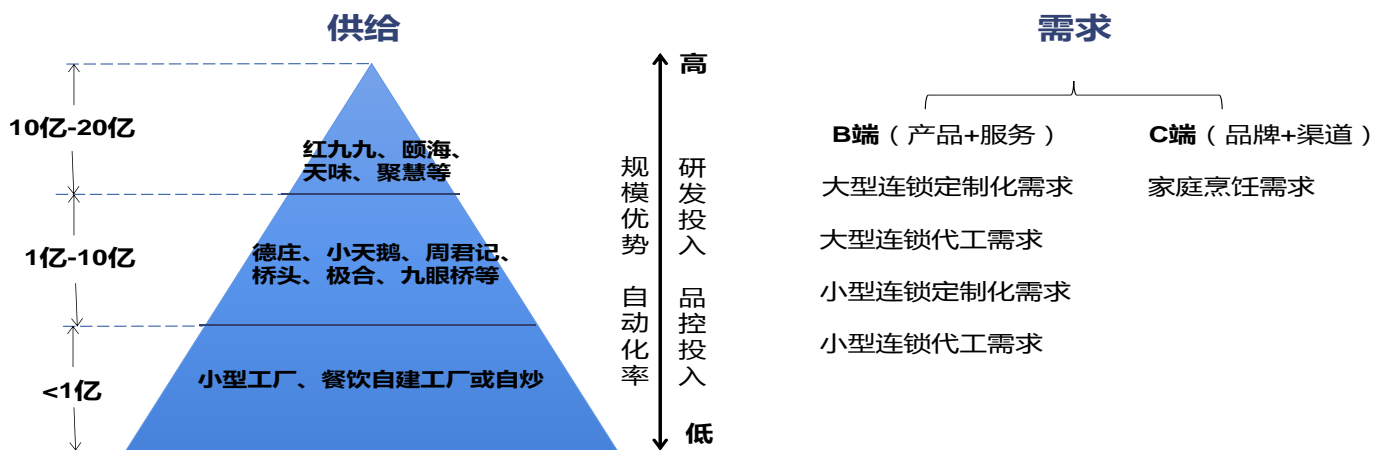
资料来源: 味之素公司官网, 国盛证券研究所

我国复合调味料行业竞争格局将何去何从?

我们从整个火锅底料产业链的供需角度来看: **供给端**, 除天味食品、红九九等相对大型火锅底料厂以外, 川渝地区仍充斥较多小型规模的火锅底料厂, 按营收规模由大到小排序, 火锅底料厂商数量呈金字塔型。**需求端**, B端连锁餐饮为复合调味料的主要需求方, 其中大型连锁餐饮主要为定制化需求, 小型连锁餐饮主要为代加工需求。

从经济角度来看: 餐饮自己炒 < 小型火锅底料厂 < 规模优势明显的大型火锅底料厂。相较于各餐饮自己进行火锅底料炒制, 小型火锅厂生产有利于规模优势的释放, 同时随着规模的进一步扩大, 大型火锅底料厂在成本采购、自动化程度高等优势会进一步凸显。根据调研, 重庆地区部分连锁餐饮(连锁数量个位数)会自建火锅底料工厂, 同时为其他餐饮企业提供代加工服务, 自发形成一种类似于“共享模式”的调味品厂, 印证了小型连锁对于复合调味品生产外包的需求以及生产外包的经济性。

图表 62: 火锅餐饮企业及火锅底料厂的供需关系图



资料来源: 国盛证券研究所整理

监管角度来看: 监管的门槛较低, 未来随着监管趋严, 行业集中度有望快速提升。我们梳理了我国复合调味料行业的监管标准, 可以发现, 目前行业监管主要集中在火锅底料, 同时以地区性监管为主。我们认为目前复合调味料行业蓬勃发展, 监管标准出台的速度不及新品推出速度, 从而为复合调味料扩容创造沃土。

图表 63: 我国复合调味料行业主要监管标准一览

颁布时间	法规名称
2009	全国:《火锅底料国家标准》
	全国:《火锅企业经营服务规范》
2014	全国:《出口火锅底料中多种合成色素的测定》
	《辽宁省食品安全地方标准: 三鲜火锅》
	《重庆市食品安全地方标准: 火锅底料》
2015	全国:《加强火锅原料、底料和调味料监督管理通知》
2016	《四川省地方标准: 食品安全地方标准半固态复合调味料》
	《四川省食品安全地方标准: 火锅底料》
	《陕西省食品安全地方标准: 火锅底料》
2018	《贵州省火锅调料团体标准》
	全国:《火锅调料团体标准》
2019	全国:《关于彻底治理“地沟油”的提案》答复
	全国:《食品安全国家标准: 复合调味料》

资料来源: 百度, 国盛证券研究所

综合经济角度和监管角度等多个方面, 我们认为行业集中度提升为必然趋势。同时, 我们在草根调研过程中了解到, 行业内已经存在过渡性质的“共享模式”, 部分未上市企业通过“品牌共享”+“产能、渠道协同”的方式捆绑, 我们认为这将是整合前的雏形。另外我们认为, 目前复合调味料行业尚处于前期导入期, 海天味业、涪陵榨菜等基础调味品加盟, 将有助于行业扩容、市场消费习惯培育, 对复合调味料竞争格局冲击有限。

经过草根调研与分析总结, 我们认为复合调味料的参与者主要有以下三类:

- 复合调味料起家的企业, 以天味食品、红九九、聚慧等为代表;
- 由餐饮起家, 转而向上游调味料产业链延伸的企业, 以颐海国际、秦妈、良厨等为代表;
- 从基础调味品向复合调味品扩张, 实现品类多元, 以海天味业、涪陵榨菜等为代表。

目前行业中的参与者以前两种为主, 经过比较我们认为各类型企业的优劣势如下:

图表 64: 复合调味料行业参与者优劣势对比

企业类型	优势	劣势
复合调味料起家的企业	产品力见长, 部分拥有传统工艺	C 端渠道、品牌相对较弱
连锁餐饮起家, 向上游调味品产业链延伸的企业	可以享受餐饮店带来的品牌宣传效应; 易于抓住餐饮渠道的客户痛点, 具备切入 B 端渠道的天然优势; 自身门店创造的调味品需求相对稳定	餐饮渠道客户需求稳定性较弱, 受疫情等冲击相对较大
基础调味品向复合调味品扩张的企业	拥有较强的渠道和品牌优势	产品力相对较弱

资料来源: 国盛证券研究所

根据我们的草根调研, 目前复合调味料行业处加速扩容阶段, 且行业细分赛道种类繁多, 各类型企业尚不会产生正面挤压, 均保有良好的生存空间。

展望未来, 我们认为颐海国际和天味食品有待突围, 海天味业有望错位发展。颐海国际依托海底捞的发展实现 B 端快速增长, 并且成功转变运营思路, 在享有品牌优势的同时, 通过扩充经销商布局渠道网络, 强势切入 C 端, 成效显著。天味食品上市以后进入“二

次创业”新纪元，强化产品力的同时，大幅加大营销投入和经销商规模，以补充品牌和渠道方面的短板。上市之后，资本赋能进一步加速天味食品发展，天味食品和同行复合调味料公司相比，先发优势明显。除此之外，海天味业目前推出的火锅底料产品多集中于不辣系列，与天味食品和颐海国际产品实现错位，我们期待海天通过强渠道和品牌优势在C端获取一定的市场份额。

风险提示

宏观经济下行风险；行业竞争加剧风险；原材料波动风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com