

食品饮料行业

为何说调味品是一门好生意？

核心观点：

- **食品饮料行业十年十倍股调味品行业达 5 支，行业牛股辈出。**复盘食品饮料行业过去十年十倍股，主要集中在白酒和调味品板块，其中白酒 5 支，调味品 5 支。颐海/中炬/恒顺/榨菜/海天从最低价至今涨幅 38/22/19/18/11 倍，十年年化收益率 20%+。调味品行业空间广阔且竞争格局稳定清晰：1. 根据中商产业研究院，19 年调味品收入预计 4191 亿元，为食品饮料第二大子行业（白酒收入 5618 亿），对比日本美国仍有翻倍以上空间；2. 海天/颐海为行业龙头，同时拥有众多优质企业。
- **调味品消费具备高粘性，产品可以差异化定价。**1. 味道是本质，调味品消费具备高粘性。辣味和麻味可刺激多巴胺分泌，具备上瘾性；追求咸、甜和鲜味是人类的本能，舌头上咸、甜、鲜味感受器多，容易引导大脑产生愉悦感。2. 产品差异化定价能力强，行业有望持续进行消费升级。复杂的发酵工艺导致产品差异化明显，消费高粘性使得消费者愿意付出溢价，调味品能够针对不同消费能力的群体实现差异化定价。行业有望持续进行消费升级，且差异化竞争有望成就众多优质企业。3. 调味品生命周期长，有望催生垄断竞争格局。产品生命周期长、行业变迁慢、马太效应凸显，有望催生垄断竞争格局，龙头盈利能力更强。19 年调味品龙头海天终端售价相较成本加价倍数 6.0 倍，仅次于白酒龙头 36.7 倍，啤酒/肉制品/乳制品/休闲/速冻龙头 3.3/3.1/2.9/2.0/1.9 倍。海天盈利能力强且持续提升。
- **调味品渠道粘性强，护城河深厚，得餐饮者得天下。**调味品行业餐饮/家庭/食品加工渠道占比分别为 60%/30%/10%。1. 餐饮渠道易守难攻，粘性最强。高档餐饮（根据美团餐饮报告，占比 12%）具备核心意见领袖，调味品供应商基本锁定；中档餐饮（占比 30%）厨师使用粘性强且采购经理人脉关系固定，调味品供应商稳定；低档餐饮（占比 58%）依赖性性价比和菜市场摊贩人情关系，龙头优势明显。2. 家庭消费者专业性较弱，消费粘性主要源于味觉记忆、相对较弱，核心壁垒为渠道覆盖率和消费者心智。我们预计餐饮渠道竞争格局将明显优于家庭渠道。3. 渠道强根源是机制和人强，抢占优质渠道的企业强者恒强。龙头海天/颐海人和机制最强。行业优质渠道资源有限，新品牌难抢占，强者恒强：龙头海天 19 年经销商数量高达 5806 家，仍维持高增长（较 18 年增加 999 家）；其他众多优质企业加速渠道扩张。
- **投资建议：**推荐传统调味品龙头及质地明显改善企业：海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业/千禾味业；推荐成长型复合调味品赛道：颐海国际/天味食品/日辰股份。
- **风险提示：**食品安全问题；行业景气度不达预期。

行业评级

买入

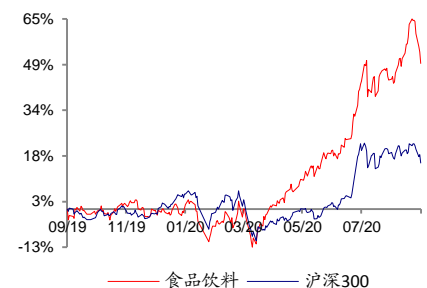
前次评级

买入

报告日期

2020-09-14

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

刘景瑜



SAC 执证号：S0260519100001



010-59136617



gfliujingyu@gf.com.cn

请注意，刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 复合调味料深度报告系列一 2019-11-24
（行业景气篇）：复合调味料行业处于高速成长期，颐海国际和天味食品最受益
- 复合调味料深度报告系列二 2020-04-23
（竞争格局篇）：一超多强格局有望形成，颐海将成为行业超级龙头

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海天味业	603288.SH	CNY	159.00	2020/4/26	买入	140.42	2.34	2.86	67.95	55.59	95.82	77.67	31.4	31.5
颐海国际	01579.HK	CNY	100.11	2020/1/10	买入	53.28	0.95	1.21	105.38	82.74	107.17	79.43	29.7	29.1
中炬高新	600872.SH	CNY	67.09	2020/8/21	买入	90.00	1.11	1.50	60.44	44.73	56.22	45.21	19.5	22.4
涪陵榨菜	002507.SZ	CNY	45.27	2020/8/21	买入	48.00	1.02	1.20	44.38	37.73	41.79	36.94	24.6	25.4
恒顺醋业	600305.SH	CNY	22.35	2020/8/18	买入	27.00	0.33	0.41	67.73	54.51	74.39	57.55	11.7	12.4
天味食品	603317.SH	CNY	61.90	2020/8/20	买入	84.00	0.65	0.95	95.23	65.16	100.77	72.99	18.0	23.8
日辰股份	603755.SH	CNY	77.41	2020/4/28	买入	55.78	1.01	1.33	76.64	58.20	39.44	28.96	14.6	16.2
千禾味业	603027.SH	CNY	36.52	2020/8/16	买入	39.00	0.44	0.60	83.00	60.87	74.54	58.63	14.1	16.1

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、调味品行业牛股辈出，十年十倍股达 5 支.....	5
（一）食品饮料十年十倍股共 12 支，调味品 5 支	5
（二）行业空间广阔且竞争格局稳定，调味品牛股辈出	6
二、调味品消费具备高粘性，产品可以差异化定价.....	8
（一）味道是本质，调味品消费具备高粘性	8
（二）产品差异化定价能力强，有望持续进行消费升级.....	9
（三）调味品生命周期长，有望催生垄断竞争格局	13
三、调味品渠道粘性强，得餐饮者得天下	15
（一）餐饮渠道易守难攻，粘性最强	16
（二）家庭渠道粘性相对较弱，渠道覆盖率是核心壁垒	18
（三）预计餐饮渠道竞争格局将明显优于家庭渠道	19
（四）渠道强根源是机制和人强，抢占优质渠道的企业强者恒强	21
四、投资建议	24
五、风险提示	24

图表索引

图 1: 调味品行业收入预计 4191 亿元 (2019E)	6
图 2: 味蕾传导, 激发大脑奖励机制	8
图 3: 味道是消费者对吃最大的要求	10
图 4: 做菜原材料成本中, 调味品占比 12% (2020H1)	10
图 5: 调味品差异化定价能力强, 本质为价格歧视	10
图 6: 调味品龙头海天味业盈利能力持续提升 (%)	12
图 7: 调味品企业通过差异化竞争, 打造一批优质企业	13
图 8: 调味料行业渠道结构: 餐饮占比 60% (2018 年)	14
图 9: 调味料产品忠诚度高	14
图 10: 餐饮渠道更换调味料产品主要面临两大风险	14
图 11: 家庭渠道产品忠诚度主要源于味觉记忆	14
图 12: 餐饮渠道强者恒强	17
图 13: 中高档及以上餐厅调味料供应商基本锁定: 厨师+采购经理两道防线	17
图 14: 低档餐厅调味料供应商不确定: 依赖性价比和菜市场摊贩资源	18
图 15: 家庭消费者消费粘性主要源于味觉记忆	19
图 16: 酱油餐饮渠道格局: CR3=23.05% (2019 年)	20
图 17: 酱油家庭渠道格局: CR3=38.57% (2019 年)	20
图 18: 掌握优质渠道资源的企业持续抢占市场份额	21
图 19: 渠道强根源是人强, 优秀机制将提升整个渠道链条质量和积极性	22
图 20: 海天和颐海销售人员人均创收明显领先 (2019 年)	24
表 1: 2010-2020 十年十倍股食品饮料共 12 支, 白酒 5 支, 调味品 5 支	5
表 2: 2010-2020 十年 5-10 倍股白酒 3 支, 调味品 1 支	5
表 3: 调味料行业产品差异化明显且生命周期长, 一超多强格局稳定	7
表 4: 调味品消费是人类的本能、能够激发大脑奖励机制	9
表 5: 发酵工艺可形成种类繁多的味道	9
表 6: 调味料产品差异化明显, 差异化定价能力强 (酱油为例)	11
表 7: 调味品差异化定价能力强, 盈利能力仅次于白酒 (2019 年)	12
表 8: 调味品各参与企业盈利能力均较高	12
表 9: 调味料产品生命周期长	15
表 10: 产品生命周期长, 有望打造垄断竞争格局 (2019 年)	15
表 11: 餐饮渠道属性最好、占比最高, 得餐饮者得天下	15
表 12: 餐饮渠道粘性高: 12% 市场已经锁定, 30% 粘性较强, 58% 依赖性价比	16
表 13: 家庭消费者粘性相对较低, 调味料企业起步阶段均会选择家庭渠道进行布局	19
表 14: 调味料行业龙头餐饮渠道优势明显	20
表 15: 调味料企业渠道现状: 海天渠道覆盖率最高	21
表 16: 调味料企业激励和考核情况	22
表 17: 调味料企业掌舵人能力对比分析	23

一、调味品行业牛股辈出，十年十倍股达 5 支

(一) 食品饮料十年十倍股共 12 支，调味品 5 支

2010-2020十年十倍股食品饮料共12支，白酒5支，调味品5支。提取自2010年1月1日-2020年8月21日近十年时间里从最低点以来涨幅超过10倍的股票（包括港股食品饮料板块），剔除新股上市初期贡献较大涨幅的股票，食品饮料共12支股票，主要集中在白酒和调味品板块，其中白酒5支，调味品5支——颐海国际、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜、海天味业从最低价至今涨幅38.06/21.59/19.14/17.65/11.26倍。此5个调味品公司十年年化收益率20%+，近三年ROE维持15%以上。

近十年时间里从最低点以来涨幅超过5-10倍的股票，白酒3支、调味品1支（调味品行业上市公司总数量相对较少）——千禾味业从最低价至今涨幅5.66倍，自2016年上市以来4年年化收益率52.04%，近三年ROE维持10%以上。

表 1：2010-2020十年十倍股食品饮料共12支，白酒5支，调味品5支

代码	名称	2010/1/1起从最低价至2020/8/21的涨幅	年化收益率	ROE (%)			行业归属
				2017	2018	2019	
01579.HK	颐海国际	3805.73%	135.17%	18.84	29.53	31.12	调味品
600872.SH	中炬高新	2158.80%	22.96%	15.26	18.01	19.01	调味品
600519.SH	贵州茅台	2048.44%	29.71%	32.95	34.46	33.12	白酒
600305.SH	恒顺醋业	1913.59%	27.89%	16.66	15.89	15.14	调味品
002507.SZ	涪陵榨菜	1765.05%	25.38%	23.70	30.08	22.65	调味品
000858.SZ	五粮液	1675.53%	22.39%	19.27	22.91	25.26	白酒
002568.SZ	百润股份	1512.39%	28.29%	10.80	6.68	15.31	预调鸡尾酒
000596.SZ	古井贡酒	1493.87%	28.71%	19.06	24.11	25.35	白酒
600809.SH	山西汾酒	1362.06%	23.25%	18.89	25.62	28.38	白酒
603288.SH	海天味业	1126.33%	45.87%	32.45	34.06	35.15	调味品
01717.HK	澳优	1126.12%	8.42%	19.21	25.43	24.17	乳制品
600779.SH	水井坊	1044.62%	12.24%	22.00	33.72	41.64	白酒

数据来源：wind、广发证券发展研究中心 备注：新股自上市一个月后算起

表 2：2010-2020十年5-10倍股白酒3支，调味品1支

代码	名称	2010/1/1起从最低价至2020/8/21的涨幅	年化收益率	ROE (%)			行业归属
				2017	2018	2019	
000568.SZ	泸州老窖	885.24%	15.90%	19.52	21.69	25.53	白酒
000860.SZ	顺鑫农业	879.89%	16.58%	6.34	10.06	10.69	白酒
000799.SZ	酒鬼酒	675.45%	15.39%	9.10	10.64	12.99	白酒
603027.SH	千禾味业	566.24%	52.04%	14.75	20.26	13.68	调味品

数据来源：wind、广发证券发展研究中心 备注：新股自上市一个月后算起

(二) 行业空间广阔且竞争格局稳定，调味品牛股辈出

调味品空间广阔且竞争格局稳定——行业空间足够大且继续量价齐升，龙头企业收入有望持续稳健增长；稳定的竞争格局导致龙头企业盈利能力较强，且造就众多优质企业。

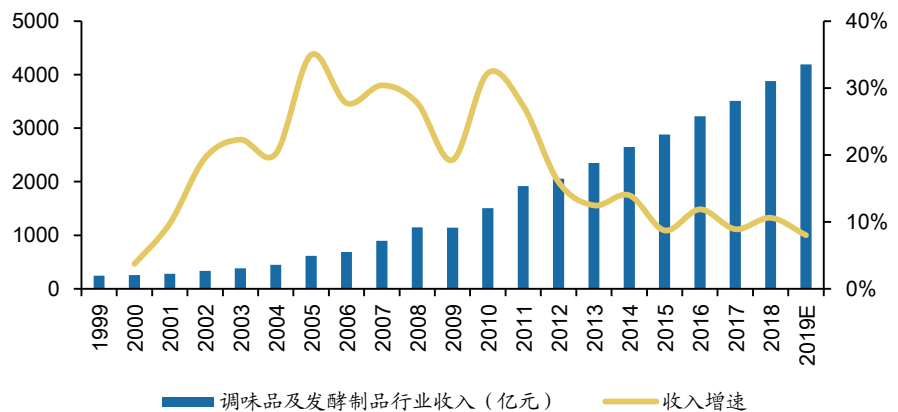
1. 调味品行业空间4000亿+，未来5年持续量价齐升

调味品行业目标消费群体为全国14亿人口，消费基本盘稳定。根据wind、中商产业研究院数据，2019年调味品行业收入预计4191.04亿元，为食品饮料第二大子行业(根据国家统计局数据，19年白酒收入5618亿)。2010-2019年复合增长12.04%，我们预计未来5年收入有望维持10%左右复合增长。我国总人口14.00亿，明显高于美国的3.29亿和日本1.26亿，调味料行业空间将远超美国和日本。根据颐海国际引用的Frost&Sullivan数据，我国目前人均消费额295元/人/年(终端价口径)，相较美国日本1107/1182元/人/年仍有翻倍以上空间。

量：调味料产品刚需属性强，全国14亿人口为行业消费基本盘，我们预计未来5年调味料销量有望稳定增长。(1)大众餐饮持续稳增长。根据前瞻经济学人，餐饮渠道每千克食物调味品摄入量家庭渠道的1.57倍。受益于外卖形式发展，未来大众餐饮有望持续稳增长，推动调味品销量增长。(2)家庭烹饪精细化趋势明显。相较之前家庭油盐酱醋各一瓶的现象，目前家庭调味品种类增多，如酱油按功能裂变为老抽、生抽，蚝油、料酒等逐渐走进家庭厨房。

价：调味料产品感性消费属性强，能够实现差异化定价。居民收入提升推动调味料行业需求升级，推动均价持续提升——如酱油目前正往高端鲜味酱油、功能性酱油升级，推动行业均价提升；成本压力提升推动行业龙头主动提价，无法跟随提价的小企业受制于成本压力逐渐退出行业，行业均价提升。

图 1：调味品行业收入预计4191亿元（2019E）



数据来源：wind，前瞻经济学人，中商产业研究院，广发证券发展研究中心 备注：19年数据源于wind和中商产业研究院预测

2. 行业竞争格局稳定且一超多强，龙头企业盈利能力强

调味品生命周期长，行业变迁慢，新的替代者很难颠覆现有格局，已有参与者强者恒强。调味品可以差异化定价，行业可以持续消费升级，盈利能力强；且行业内企业可以采取差异化竞争战略，避免价格战，成就一批盈利能力强的优质企业。

调味品行业一超多强格局稳定。龙头海天味业支柱业务酱油目前地位已经稳固，正在进行多品类扩张，收割调味品行业份额，其19年市占率为4.72%，未来有望持续提升。由于调味料行业产品差异化明显，且可以差异化定价，因此能够容纳多个优质企业，如酱油优质企业中炬高新/千禾味业、复合调味料龙头颐海国际/天味食品/日辰股份、醋行业龙头恒顺醋业、榨菜行业龙头涪陵榨菜等。

表 3：调味料行业产品差异化明显且生命周期长，一超多强格局稳定

调味品品类		2019 年收入 (亿元)	占调味品收入比例	增长速度 (近五年收入 CAGR)	头部品牌	竞争格局 (收入市占率)	预计未来 5 年行业复合增速
高成长赛道，行业景气度高	复合调味料	761	18.16%	15%	颐海、天味、红九九	CR3=12.6% (颐海 7.9%)	15%
	蚝油	48	1.15%	14%	海天、李锦记、厨邦	海天市占率 72%	20%左右
	料酒	135	3.22%	15%+	老恒和，王致和，恒顺，老才臣，成都巨龙	格局分散 (龙头老恒和市占率 5%以下)	15%
成熟赛道，看点为行业集中度提升	酱油	686	16.36%	8.43%	海天、李锦记、美味鲜、六月鲜、加加	(海天市占率 17%)	7%
	醋	177	4.22%	5.22%	恒顺，海天，水塔，紫林	CR3=13.8% (龙头恒顺市占率 7%)	6%
	榨菜	70	1.67%	0.53% (量)	涪陵，川南，鱼泉	涪陵榨菜市占率 24.3%	0-5% (量)
	泡菜	470	11.21%	10%+	吉香居、味聚特、川南、鱼泉、铜钱桥	竞争格局分散 (龙头年收入 10 亿元以下)	5-10%
	酱类	400	9.54%	10%+	老干妈、李锦记、阿香婆、吉香居	品类较多，竞争格局分散	5-10%
衰退赛道	味精	156	3.72%	-3%	阜丰、梅花、伊品、三九味精、莲花	CR3=90%+	小个位数下滑
	盐	20	0.48%	下滑	—	—	继续下滑
	其他	1,268	30.26%	—	—	—	—
	合计	4,191	100.00%		海天，美味鲜	海天市占率 4.72%	10%

数据来源：wind，Frost&Sullivan，智研咨询，广发证券发展研究中心

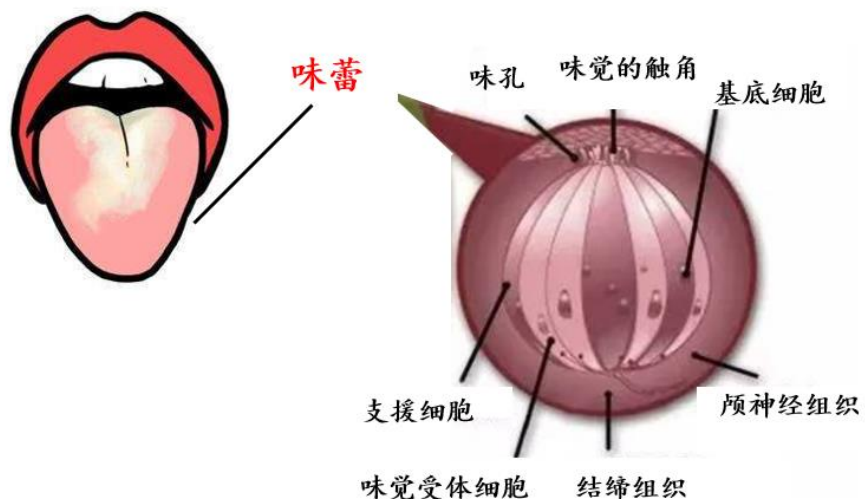
二、调味品消费具备高粘性，产品可以差异化定价

（一）味道是本质，调味品消费具备高粘性

调味品的本质是味道，味道能够通过味蕾激发大脑奖励机制带给人愉悦感，且能够关联记忆和情感，感性消费属性强、消费粘性强。人们选择食物的标准主要基于食物的味道和口感，好的味道带给人愉悦感——检测和接受味道的是舌表面的味蕾（味觉感受器），味蕾接受味道之后向大脑神经系统发射神经传导物质，形成味觉，引导大脑做出反应，检测到较美味的味道时，大脑会发出快乐的信号。

味道具备强记忆属性，关联记忆和情感，感性消费属性强。根据英国《神经元》杂志发表研究报告，产生味觉和嗅觉的事物能令人记忆长久，味道刺激能够引起主动记忆，还会引发各种潜意识记忆（由其他感觉器官所感知和记忆的场景会随之显现）。

图 2：味蕾传导，激发大脑奖励机制



数据来源：搜狐，广发证券发展研究中心

调味品消费是人类的本能，且具备强耐受性。味道主要分为“酸甜苦咸鲜”（辣和麻归为触觉，但由于调味品可调配出辣和麻，本文将其一并讨论），辣味和麻味可刺激多巴胺分泌，具备上瘾性；咸、甜、鲜味能够给人带来较强的愉悦感——舌头上咸、甜、鲜味感受器多，利用神经线路直达大脑快感区，引导大脑产生愉悦感。

调味品消费具备高粘性，追求咸、甜和鲜味是人类的本能。五千年前农业出现，导致人们对调味料（尤其是盐）产生必然需求（食用谷物等植物粮食导致体内钾浓度升高，人体需摄取盐分才能维持钾和钠的平衡状态）。追求咸味、甜味和鲜味是人类的本能——咸味来自钠元素，是维持生命的基础，母乳就是咸的；甜味是人类赖以生存的能量源；鲜味对应生命所需的蛋白质（富含蛋白质和核酸的细胞质中含

有鲜味)。

调味品消费具备强耐受性——持续使用同样剂量却出现效用递减的情形，需增加剂量才能维持原有的效用。因此餐厅为了用更好的味道吸引顾客，会选择使用高于家庭剂量的调味品，根据前瞻经济学人，同样一道菜餐厅使用调味品量为家庭端1.57倍左右。

表 4: 调味品消费是人类的本能、能够激发大脑奖励机制

味道	味道属性	大脑激励机制	味觉感受器识别功能(本能)
辣	具备上瘾属性	刺激分泌多巴胺，具备上瘾性	—
麻			
咸	带来的愉悦感强	舌头上咸、甜、鲜味感受器多，利用神经线路直达大脑快感区，引导大脑产生愉悦感。	来自钠元素，是维持生命的基础
甜			人类赖以生存的能量源
鲜			对应生命所需的蛋白质(富含蛋白质和核酸的细胞质中含有鲜味)
酸	愉悦感较弱	感受器相对少一些	帮助人类识别对身体有害的食物
苦			

数据来源:《盐糖脂》,《味的世界史》,广发证券发展研究中心

(二) 产品差异化定价能力强,有望持续进行消费升级

产品差异化明显且消费者粘性强、愿意为愉悦感付出溢价,导致调味品产品可以差异化定价。(1)复杂的发酵工艺,导致调味品产品差异化明显。大部分调味料(酱油、食醋、酱、豆腐乳等)制作工艺为发酵,即借助微生物作用产生一系列生物化学变化,深加工,形成种类繁多的味道——原材料、发酵温度、发酵湿度、发酵时间(15-300天不等)、发酵步骤、微生物品类不同,味道则完全不同。调味品加工程度深,发酵过程复杂,无法做简单的成本加成,为产品差异化定价奠定基础。

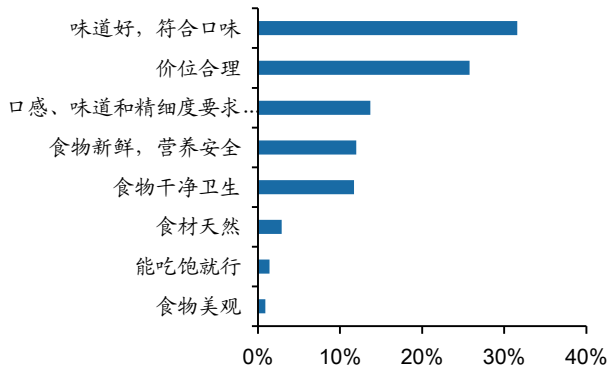
(2)调味品能带来愉悦感且占成本比例低,消费者愿意付出溢价。调味料能够满足消费者的感官需求和情感需求,因此消费者愿意支付更多的代价换取愉悦感——好的味道带给人愉悦感;味道能够关联回忆和情感,消费者愿意为了“故乡的味道”、“妈妈的味道”而付出溢价。另外,调味品占做菜原材料成本低,根据中国饭店协会,一道菜的原材料成本中,调味品占比仅为12%(2020H1)。

表 5: 发酵工艺可形成种类繁多的味道

	原材料	发酵工艺	味道
酱油	黄豆、小麦等粮食	高盐稀态	咸、鲜
	脱脂大豆、麦麸等粮食	低盐固态	
醋	糯米、小麦、麸皮等	香醋	酸
	高粱、	陈醋	
	糯米	永春老醋	

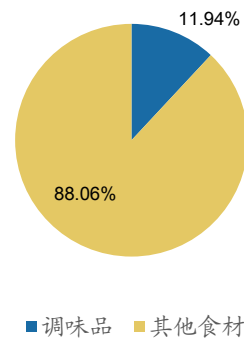
数据来源: 搜狐, 广发证券发展研究中心

图 3: 味道是消费者对吃最大的要求



数据来源: 美团餐饮报告, 广发证券发展研究中心

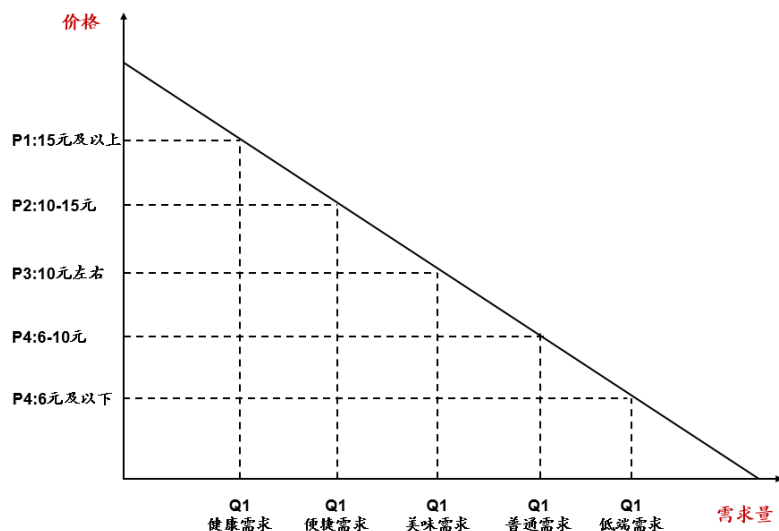
图 4: 做菜原材料成本中, 调味品占比12% (2020H1)



数据来源: 中国饭店协会, 广发证券发展研究中心

调味品可以差异化定价, 实现价格歧视。不同消费能力的群体能够承受的价格不一样, 消费能力偏低的群体更重视性价比, 消费能力高的人则愿意为了美味需求、便捷需求、健康需求等付出溢价。以酱油为例——工厂端和低端消费者需求低, 此类消费群体对应产品价位段6元以下 (零售终端价); 普通消费需求对应价位段6-10元; 美味需求对应价位段10元左右 (如味极鲜、特级酱油等提鲜产品); 便捷需求 (如蒸鱼豉油、红烧酱油等细分功能的产品) 对应价位段10-15元; 健康需求 (如零添加、有机) 对应价位段15-50元。伴随消费者收入持续提升, 行业有望持续进行消费升级。

图 5: 调味品差异化定价能力强, 本质为价格歧视



数据来源: 广发证券发展研究中心

表 6: 调味料产品差异化明显, 差异化定价能力强 (酱油为例)

价位段 (元/500ml)	产品类型	示例图片	终端需求类型
6 元以下	面向食品加工客户、桶装黄豆酱油、袋装酱油		工厂端原料需求, 消费者低端需求
6-10 元	草菇老抽, 金标生抽等		消费者普通需求
10 元左右	味极鲜, 特级酱油		鲜味需求
10-15 元	功能酱油: 蒸鱼豉油、红烧酱油等		多功能需求
15-50 元	零添加酱油、有机酱油		健康需求

数据来源: 京东, 广发证券发展研究中心

差异化定价能力强导致调味品行业盈利能力强, 仅次于白酒。且差异化竞争能造就众多优质企业。调味品差异化定价能力强, 导致其终端售价相较成本的加价倍数在食品饮料行业仅次于白酒——调味品龙头海天终端售价是成本的6.02倍, 白酒龙头贵州茅台为36.68倍, 啤酒、肉制品、乳制品、休闲食品、速冻食品龙头加价倍数分别为3.32/3.10/2.85/1.99/1.92倍。高加价倍数导致调味品链条各个环节盈利能力均较高——生产厂家(海天味业)和渠道毛利率均实现50%+。不仅龙头企业, 调味品各参与企业盈利能力均较强, 终端售价相较成本的加价倍数3倍以上(日辰直销体系除外), 企业毛利率35%+, 渠道毛利率40%+。

由于调味品行业可以差异化定价, 可以避免价格战, 且能够持续提价和消费升级, 终端价相较成本的加价倍数将持续提升, 行业盈利能力有望持续提升。以龙头海天味业为例, 其盈利能力持续提升, 公司毛利率/净利率分别从10年32.99%/14.76%提升至19年45.44%/27.06%。

表 7: 调味品差异化定价能力强, 盈利能力仅次于白酒 (2019年)

行业龙头	成本 (万元/吨)	出厂价 (万元/吨)	终端价 (万元/吨)	厂家毛利率	渠道毛利率 (1-出厂价/终端价)	终端价/成本倍数	所属行业
贵州茅台	13.63	219.32	500	93.78%	56.14%	36.68	白酒
海天味业	0.27	0.54	1.60	50.38%	66.53%	6.02	调味品
青岛啤酒	0.21	0.34	0.69	38.94%	50.60%	3.32	啤酒
双汇发展	1.12	1.57	3.48	28.46%	54.85%	3.10	肉制品
伊利股份	0.55	0.85	1.56	35.20%	45.80%	2.85	乳制品
洽洽食品	1.62	2.42	3.21	33.06%	24.79%	1.99	休闲食品
安井食品	0.94	1.21	1.80	22.79%	32.60%	1.92	速冻食品

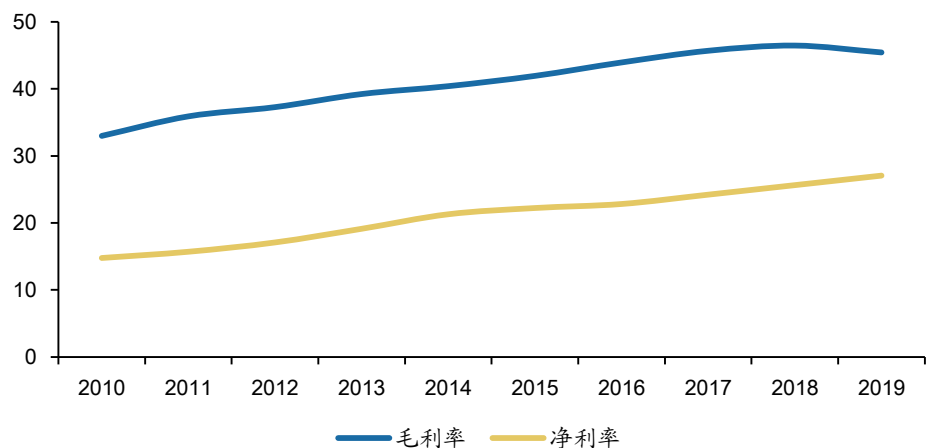
数据来源: wind, 京东, 广发证券发展研究中心

表 8: 调味品各参与企业盈利能力均较高

企业名称	企业生产端毛利率 (2019年)	渠道毛利率 (1-出厂价/终端价)	吨成本 (万元)	出厂吨价 (万元)	零售端吨价 (几款大单品均价)	终端价/出厂价倍数
海天味业	50%	50%+	0.27	0.54	1.60	6.02
中炬高新	40%	50%+	0.73	0.44	2.31	3.16
颐海国际	38%	50%+	1.65	2.67	7.45	4.52
涪陵榨菜	59%	40%	0.63	1.43	2.25	3.57
恒顺醋业	45%	65%+	0.37	0.68	1.14	3.08
千禾味业	46%	40-50%	0.25	0.89	1.8	7.20
天味食品	37%	60%+	1.37	2.17	6.69	4.88
			1.11	1.81	5.35	4.82
日辰股份	50%	直销	0.76	1.53	1.53	2.01
千禾味业	46%	50%+	0.25	0.89	1.8	7.20

数据来源: wind, 京东, 广发证券发展研究中心

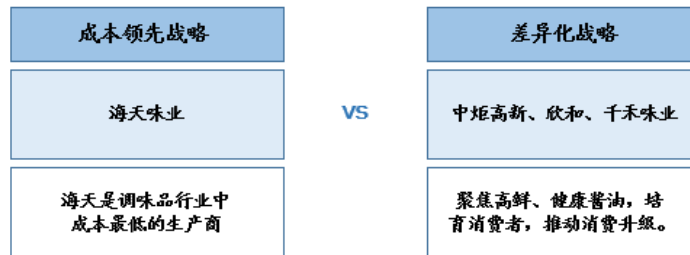
图 6: 调味品龙头海天味业盈利能力持续提升 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

调味品可以差异化定价，因此行业内企业可以差异化竞争，避开价格战，行业可造就一批优质企业。以酱油行业为例，海天规模效应和成本控制能力强，因此采取成本领先战略，重点布局消费群体占比最大的中低端价位段，进而持续进行提价和消费升级。其他企业则采取差异化竞争战略，避开与龙头海天的直面竞争——欣和、中炬聚焦中高端高鲜酱油；千禾味业聚焦超高端零添加酱油。

图 7：调味品企业通过差异化竞争，打造一批优质企业



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

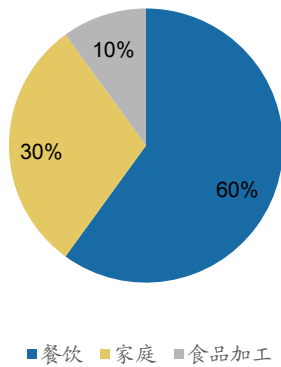
（三）调味品生命周期长，有望催生垄断竞争格局

调味料行业消费群体中，餐饮占比60%，家庭和食品加工分别占比30%、10%。由于调味料产品差异化明显，且下游消费群体产品忠诚度高、消费惯性强，导致调味品生命周期较长。

餐饮渠道：厨师职业习惯导致其产品粘性最强。厨师烹饪过程中撒调味料的用量和火候主要源于师傅传承和日积月累的职业习惯，更换调味料产品对于厨师而言有两大风险：一方面，更换调味料将影响菜品口味，或导致餐厅丢失部分老顾客（餐厅回头客主要目的为菜品口味）；另一方面，更换调味料或破坏厨师烹饪节奏和速度，厨师将需要花较长时间重新摸索新调味料添加的时机和用量。

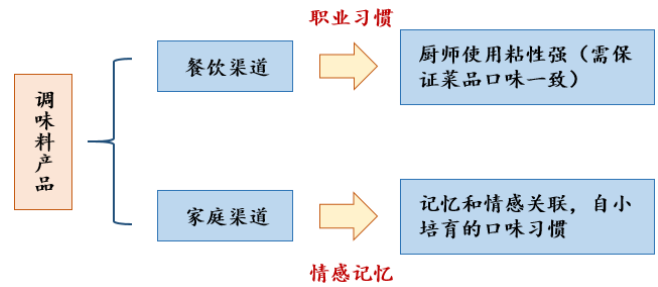
家庭渠道：消费者产品忠诚度相对较高主要源于味觉记忆、家庭传承。根据《盐糖脂》，不吃咸味的婴幼儿经过培养将形成咸味喜好，其对美味味道的标准主要源于儿时家庭调味料的使用，进而影响其自主选择、促使其成年之后仍采取同样味道的产品进行烹饪。另外，如前文表述，味道具备记忆属性，关联回忆和情感，将使得消费者对老产品形成依赖和偏好。

图 8: 调味料行业渠道结构: 餐饮占比60% (2018年)



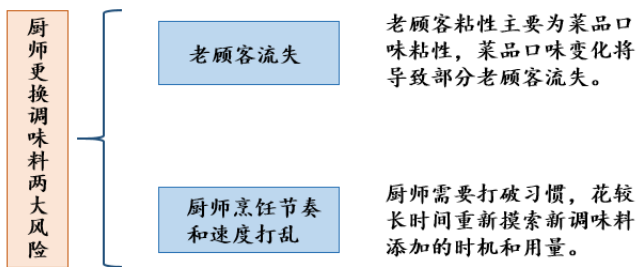
数据来源: 腾讯网, 广发证券发展研究中心

图 9: 调味料产品忠诚度高



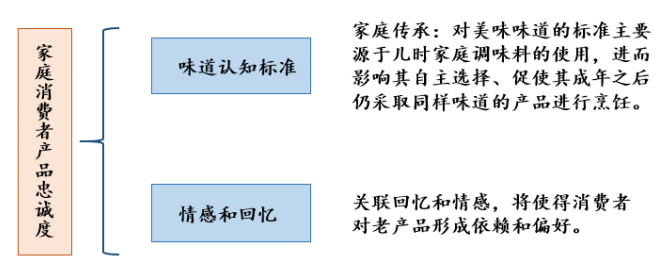
数据来源: 广发证券发展研究中心

图 10: 餐饮渠道更换调味料产品主要面临两大风险



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 11: 家庭渠道产品忠诚度主要源于味觉记忆



数据来源: 广发证券发展研究中心

产品生命周期越长的, 是越好的生意——产品生命周期长的行业, 竞争格局稳定, 强者恒强。飞天茅台成长时间40年以上, 收入规模600亿元以上; 可口可乐成长时间100年左右, 收入规模2000亿元左右; 软饮料生命周期10年以下, 生意属性相对较差。

调味料产品生命周期较长——海天酱油大单品草菇老抽、金标生抽推出时间60年以上, 截至目前仍维持正增长, 目前单品收入规模20亿元以上; 海天味极鲜、上等蚝油等单品规模均实现20亿元以上, 厨邦特级鲜生抽收入15亿元左右, 成长时间15年以上, 未来有望维持较长时间稳健增长。

产品生命周期长, 马太效应将更加凸显, 有望推动行业最终形成寡头垄断竞争的格局, 是打造大牛股的沃土——茅台在高端白酒市占率60%, 单寡头垄断竞争; 可口可乐在碳酸饮料市占率45%+, 双寡头垄断竞争; 海天目前已经成为明显龙头, 有望打造垄断竞争地位。

表 9: 调味料产品生命周期长

品类	产品	推出时间	生命周期（推出至下滑）	收入体量（巅峰体量，人民币）
调味料	海天草菇老抽	300 年前（包装成草菇老抽和金标生抽为 60 多年前）	成长至今	20 亿+
	海天金标生抽		成长至今	20 亿+
	海天味极鲜	90 年代（2015 年爆发）	成长至今	20 亿+
	海天上等蚝油	90 年代（2018 年爆发）	成长至今	20 亿+
	海天黄豆酱	00-05 年	成长至今	20 亿
	厨邦特级鲜生抽	00-05 年	成长至今	15 亿
白酒	飞天茅台	1967 年（1980 年左右爆发）	成长至今	600 亿+
碳酸饮料	可口可乐	1886 年（1919 年爆发）	100 年	2000 亿
软饮料	营养快线	2005 年	8 年	200 亿+
	王老吉/加多宝	1996 年（2005 年爆发）	10 年	200 亿+

数据来源：公司官网，搜狐，广发证券发展研究中心

表 10: 产品生命周期长，有望打造垄断竞争格局（2019 年）

	市占率	行业地位	毛利率	净利率
可口可乐	碳酸饮料市占率 47%	双寡头垄断竞争	60.77%	24.11%
飞天茅台	高端白酒市占率 60%	明显龙头	91.30%	51.47%
海天味业	酱油行业市占率 17%	明显龙头	45.44%	27.06%

数据来源：wind，公司官网，广发证券发展研究中心

三、调味品渠道粘性强，得餐饮者得天下

调味品渠道粘性强，其中餐饮渠道最强、占比最高，得餐饮者得天下。调味品行业以餐饮渠道为主，收入占比 60%，家庭和食品加工渠道分别占比 30%、10%。其中餐饮渠道属性最好，易守难攻，且盈利能力较强——使用者为厨师，专业性强、能辨识性价比，使用粘性强，调味品企业攻克餐饮渠道后可花费较少的费用进行持续维护。家庭渠道属性次之，有品牌溢价——家庭消费者专业性相对较弱，但受益于味觉记忆、具备相对较弱的消费粘性，且愿意给予品牌溢价。食品加工渠道虽粘性高，但盈利能力较弱。

表 11: 餐饮渠道属性最好、占比最高，得餐饮者得天下

	餐饮渠道	家庭渠道	食品加工渠道
收入占比	60%	30%	10%
消费群体	餐厅厨师	家庭消费者	食品加工企业
专业程度	专业	不专业	专业
价值导向	产品，性价比	品牌，产品	产品，性价比
价格敏感度	高	较低	高
消费粘性	高	低	高

渠道属性	易守难攻	消费粘性较低，主要依赖渠道	易守难攻
盈利能力	高 (较低毛利率、低费用率)	较高 (高毛利率、高费用率)	低 (低毛利率、低费用率)

数据来源: wind, 彭博, 广发证券发展研究中心

(一) 餐饮渠道易守难攻, 粘性最强

餐饮渠道粘性最强, 强者恒强——12%市场(高档餐饮)被锁定, 30%市场(中档餐饮)粘性较强, 58%市场(低档餐饮)依赖性价比。(1)根据美团餐饮报告, 高档及以上餐厅(人均消费额60元以上)收入占餐饮行业收入比重11.8%, 且受益餐饮行业集中度提升, 其占比有望持续提升。该类餐厅生存周期长且厨师具备核心圈, 其调味料使用习惯来自核心意见领袖(菜系泰斗、大师)的传承, 随意更换即被视为离经叛道, 厨师和采购经理均不能擅改调味料的使用, 调味品被龙头锁定。

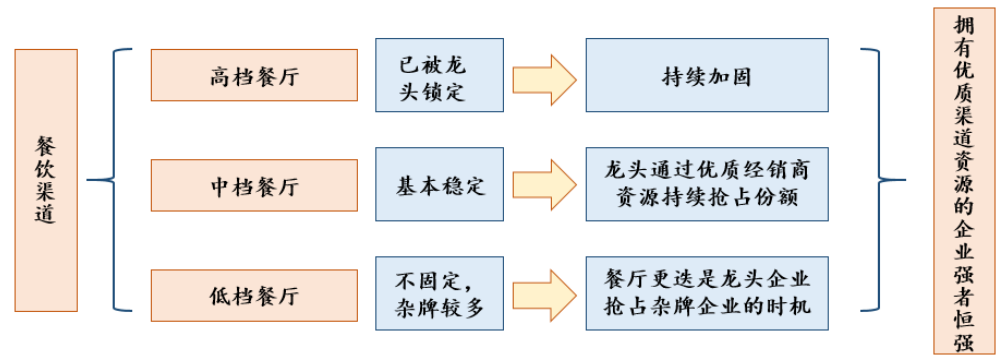
(2)中档餐厅(人均消费额31-60元)收入占餐饮行业收入比重30.0%, 该类餐厅生存周期长且厨师具备使用粘性, 叠加采购经理与经销商的人脉关系等因素, 调味料供应商基本稳定, 龙头通过优质经销商资源持续抢占份额。(3)低档餐厅(人均消费额30元以下)收入占餐饮行业收入比重58.2%, 淘汰、更新率高, 调味料供应商不固定。餐厅老板重点关注性价比以及菜市场摊贩人情关系——性价比助力老板控制成本提升生存概率; 由于餐厅老板在餐厅周边就近、高频采购, 菜市场摊贩人情关系影响较大。且由于低档餐厅更迭较快(生存周期平均3年以下), 每一次更迭都是龙头趁机抢占份额的时机。

表 12: 餐饮渠道粘性高: 12%市场已经锁定, 30%粘性较强, 58%依赖性价比

	超高档餐厅	高档餐厅	中档餐厅	低档餐厅
人均消费额(元/人)	91及以上	61-90	31-60	30以下
占比	4.3%	7.5%	30.0%	58.2%
生存周期	长	长	较长	短, 更迭快
调味料价值导向	传承下来的产品	传承下来的产品	质量	价格
采购场所	专业市场	专业市场	批发市场	农贸市场
特殊利益	有	有	少量	无
调味料供应商	锁定	锁定	部分锁定	不固定, 杂牌较多

资料来源: wind, 陈小龙《调味品营销第一书》, 《美团餐饮报告》, 广发证券发展研究中心

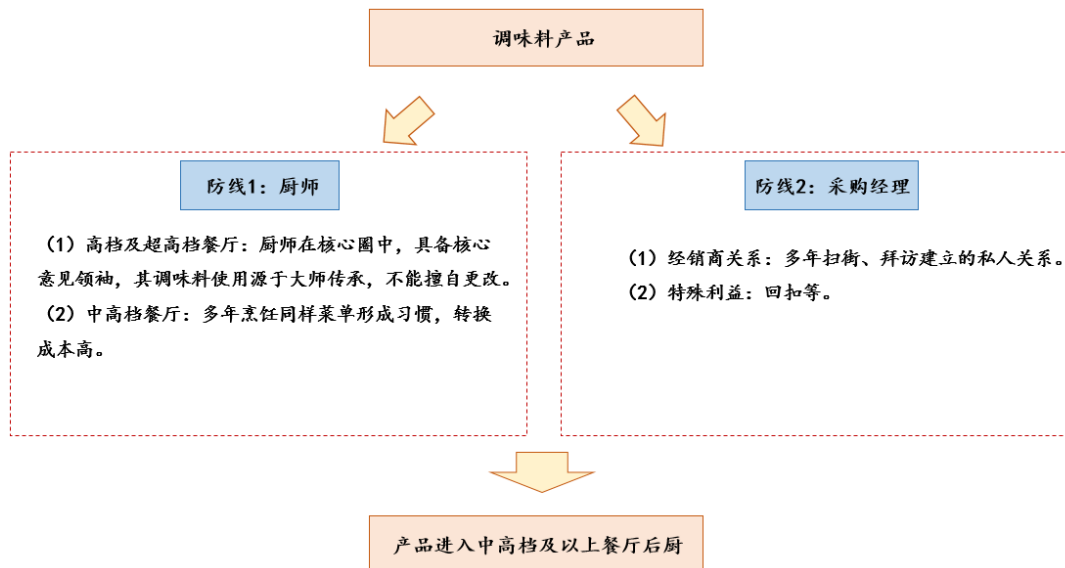
图 12: 餐饮渠道强者恒强



数据来源: 广发证券发展研究中心

中档餐厅（占比30.0%）调味料供应商基本锁定，具备厨师和采购经理两道防线。（1）厨师使用粘性高。餐厅厨师由于长期烹饪固定菜单，调味料转换成本高一—转换调味料会影响菜品口味，减少回头客；转换调味料会打破厨师使用习惯，如添加调味料的火候、用量等。（2）采购经理粘性强。中档餐厅设置专门采购经理职位，其采购行为主要受经销商人脉关系和特殊利益驱动，较难发生转换。根据《调味品营销第一书》，对于一个30万人口左右的城市，4-6家经销商即可覆盖当地70%+的核心餐饮客户，这部分优质经销商资源目前已经被龙头企业掌握且具备排他性。

图 13: 中高档及以上餐厅调味料供应商基本锁定：厨师+采购经理两道防线



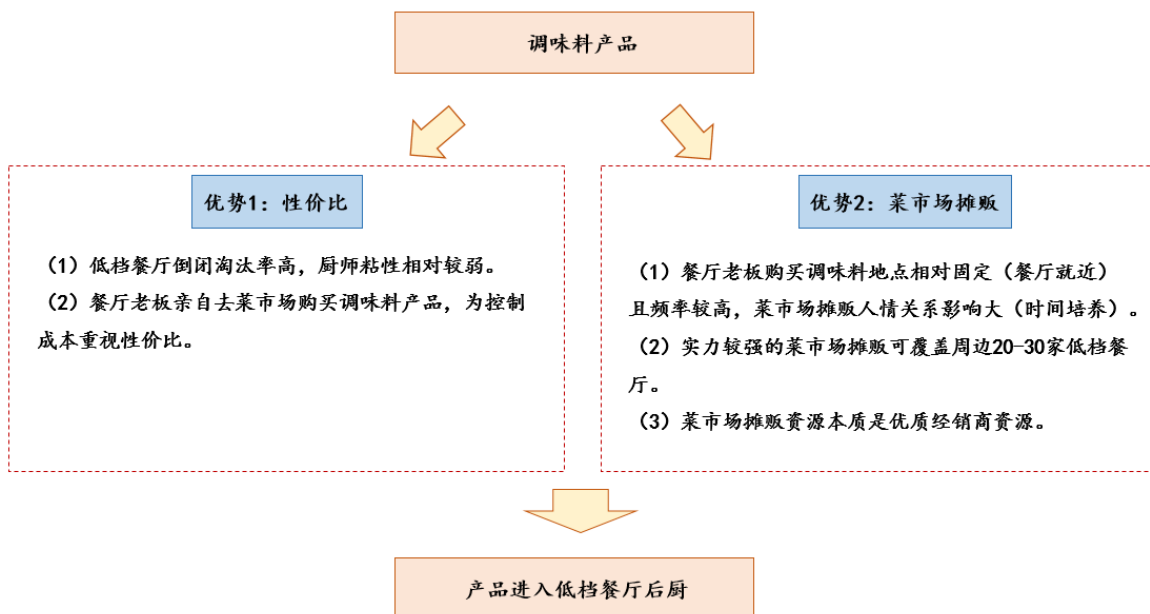
数据来源: 彭博, wind, 广发证券发展研究中心

低档餐饮（占比58.2%）调味料供应商不固定，依赖性性价比和菜市场摊贩人情关系，龙头企业优势明显。餐饮行业淘汰率高，不断更迭的主要为人均消费额30元以下的低档餐厅。由于餐厅规模小且更迭较快，其调味料供应商不固定，调味料采

购方式主要为餐厅老板就近采购，其影响因素主要源于以下两方面：（1）性价比：由于人均消费额较低（30元以下），人均调味品成本1.5元以下。餐厅老板专业性强，为控制成本提升生存概率，重视调味料性价比。（2）菜市场摊贩人情关系：餐厅老板购买调味料的地点相对较固定且频率较高，菜市场摊贩人情关系会影响其决策。人情关系的培养依赖时间，实力较强的菜市场摊贩可以覆盖周边20-30个低档餐厅老板。优质的菜市场摊贩资源本质为优质经销商资源——依赖经销商体系的拜访、开发和关系维护。

龙头企业优势明显：占据优质经销商资源，通过菜市场优质摊贩不算提升产品在低档餐厅的渗透率；龙头企业规模效应强，目前成本较地方杂牌企业低10-20%且有望持续改善，产品性价比优势持续提升。

图 14：低档餐厅调味料供应商不确定：依赖性性价比和菜市场摊贩资源



数据来源：广发证券发展研究中心

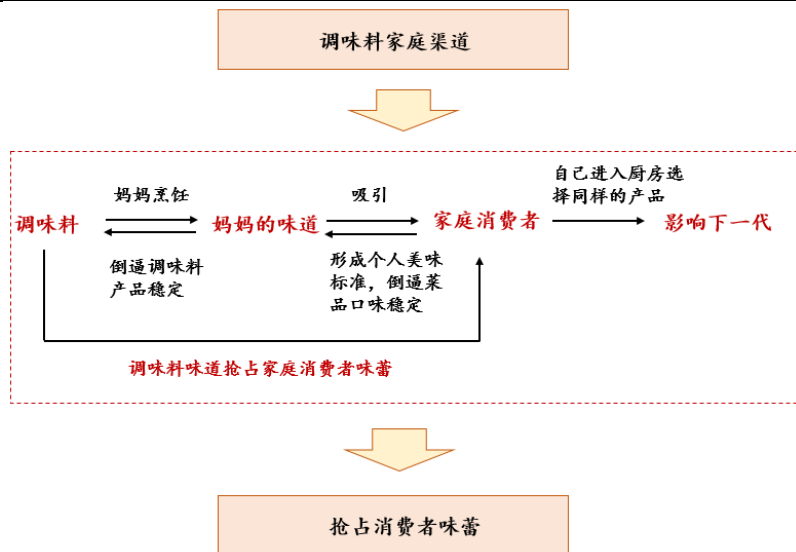
（二）家庭渠道粘性相对较弱，渠道覆盖率是核心壁垒

家庭消费者消费粘性相对较弱，主要依赖渠道覆盖率。家庭消费者消费粘性主要源于味觉记忆（妈妈的味道）——基于产品感性消费和强记忆属性，对于家庭消费者而言，调味料味道无所谓好与不好，关键是熟悉与不熟悉。成长过程中妈妈使用的调味料助力消费者形成美味认知标准，进而影响其进入厨房之后调味料产品的选择（大概率选择同样的调味料产品），影响下一代美味标准的形成。

虽然家庭消费者具备味觉记忆，但粘性相对较弱，且由于不够专业，无法清楚辨别性价比，因此多种因素将影响其调味料产品的选择，如购买的便捷性、终端导购员的游说、终端陈列促销等。因此调味料行业的家庭渠道属性相较餐饮渠道略差

——消费者粘性不够强，因此调味料企业需不断细化渠道建设，增强其购买积极性；另外需不断通过广告营销、买赠促销等活动吸引家庭消费者的购买。

图 15: 家庭消费者消费粘性主要源于味觉记忆



数据来源：广发证券发展研究中心

表 13: 家庭消费者粘性相对较低，调味料企业起步阶段均会选择家庭渠道进行布局

品类	餐饮渠道品牌	家庭渠道品牌
酱油	主要为 4 家品牌企业布局：海天、李锦记、东古、美味鲜	布局品牌企业 9 家以上：海天、欣和、李锦记、美味鲜、千禾、东古、加加、鲁花、九庄等

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）预计餐饮渠道竞争格局将明显优于家庭渠道

预计餐饮渠道竞争格局将明显优于家庭渠道。餐饮渠道易守难攻，家庭消费者粘性相对较弱，我们预计调味料行业餐饮渠道格局将明显优于家庭渠道。以目前酱油渠道为例——餐饮渠道一超多强，家庭渠道竞争相对激烈。根据wind出厂口径测算，2019年酱油餐饮渠道CR3为25.14%，第一名企业海天市占率18.49%，第二名企业李锦记市占率仅为3.98%；家庭渠道CR3为38.57%，第一名企业海天市占率16.95%，第二名企业欣和市占率11.61%，第三名企业美味鲜市占率10.00%。

图 16: 酱油餐饮渠道格局: CR3=23.05% (2019年)

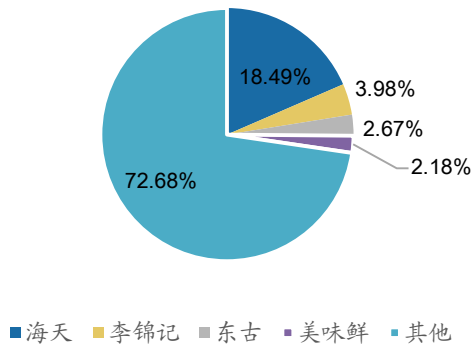
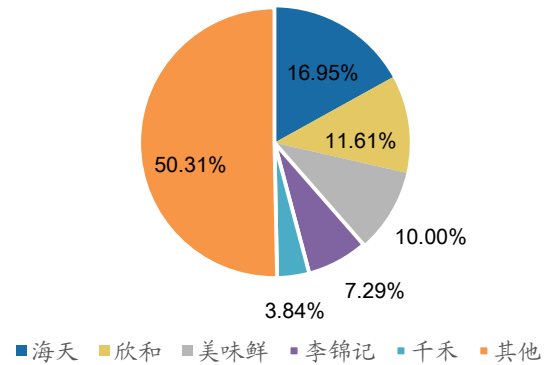


图 17: 酱油家庭渠道格局: CR3=38.57% (2019年)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

从目前调味料企业餐饮、家庭渠道布局情况来看，龙头餐饮渠道布局多，马太效应明显。调味料龙头在餐饮端布局早，优势明显，如传统调味料龙头海天和李锦记，较早意识到餐饮渠道对行业的重要性，提前布局，已经形成较高的竞争壁垒，目前餐饮渠道占其收入比重分别为60%、70%；中炬高新渠道自主拓展餐饮渠道，17年开始公司层面将餐饮渠道作为重点发展方向，其餐饮渠道占比持续提升，19年达30%左右。复合调味料龙头企业餐饮布局较多——颐海国际关联强势海底捞餐饮；天味食品20年开始重点发力定制餐饮渠道。

表 14: 调味料行业龙头餐饮渠道优势明显

	餐饮占比	餐饮定位	餐饮渠道建设情况
海天味业	60%	全价位段，中低端为主	海天在餐饮渠道产品主要为草菇老抽、金标生抽等中低档价位产品，卡位中低档价格带 产品质量好，受厨师认可，如草菇老抽上色功能最好 赞助新东方厨师学校，培养厨师使用习惯
颐海国际	37%	绑定海底捞	关联方
天味食品	20%左右	连锁餐饮+小 B	连锁餐饮: 定制餐调, 19 年底成立新事业部加速扩展; 小 B: 流通渠道自然铺设。
中炬高新	30%左右	有门店的餐厅	(1) 通过意见领袖 (如大师傅、知名厨师) 带动当地烹饪情况, 通过菜品打进餐厅, 多品牌并存; (2) 举办烹饪比赛, 培育市场;
千禾味业	极少	西南地区餐厅	西南地区依靠品牌和全价位段产品布局
恒顺醋业	10%左右	中高端	19 年开始重视餐饮渠道搭建
涪陵榨菜	几乎没有	中高端餐饮	依靠食品安全取胜
日辰股份	聚焦大 B	连锁餐饮	连锁餐饮: 定制餐调
李锦记	70%	中高端	常围绕中国八大菜系推产品, 最成功的是蒸鱼豉油的开发和推广 (李锦记通过厨师研讨会召集湘菜名厨, 用自己的产品做原材料创新改造湖南名菜“霸王鱼头”) 李锦记在每个城市都设置一个餐饮部专攻餐厅酒店, 每进入一个地区会找出一道当地的经典菜系, 让香港总部的名厨用自己的调味品试做创新菜式, 然后销售人员带着这些创新菜式一一拜访餐饮店, 从而打入市场。

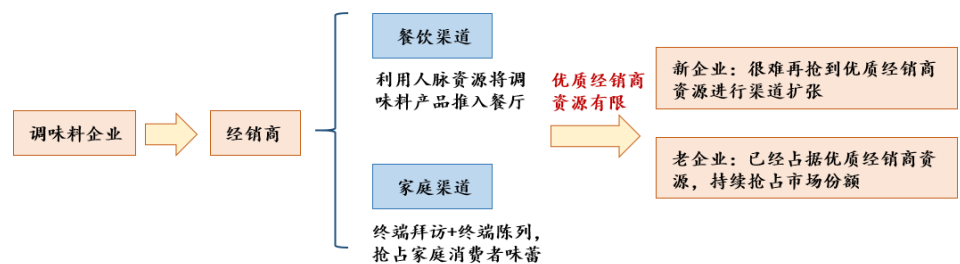
资料来源: wind, 各公司官网, 广发证券发展研究中心

(四) 渠道强根源是机制和人强，抢占优质渠道的企业强者恒强

调味料行业优质渠道资源有限，新品牌很难抢占，掌握优质渠道资源的企业最受益于集中度提升、持续放量。调味料行业主要采取经销商模式进行渠道铺设，经销商对渠道建设有较大的推动作用——有望利用人脉资源将调味料产品推入餐饮端；有望通过成体系的终端拜访和终端陈列抢占家庭消费者的味蕾。

调味料行业优质经销商资源有限（人脉资源都是长期时间的沉淀，新经销商很难短时间建立），且强势调味品企业渠道具备排他性（代理了自家产品之后不能再继续代理同类型其他企业产品），新进入者很难再抢到优质经销商资源进行渠道扩张，已经掌握优质渠道资源的企业将持续抢占市场份额，强者恒强。

图 18: 掌握优质渠道资源的企业持续抢占市场份额



数据来源：广发证券发展研究中心

从目前渠道发展程度看，海天渠道发展最成熟、真正实现了全国化——2019年经销商数量5806家，且仍维持高增长，19年经销商数量较18年增加999家，公司渠道在全国范围下沉至县级市甚至乡镇市场；颐海、天味、中炬、千禾、恒顺等企业加速全国化；涪陵榨菜推动渠道持续下沉；日辰则加速连锁餐饮客户开拓速度。

表 15: 调味料企业渠道现状：海天渠道覆盖率最高

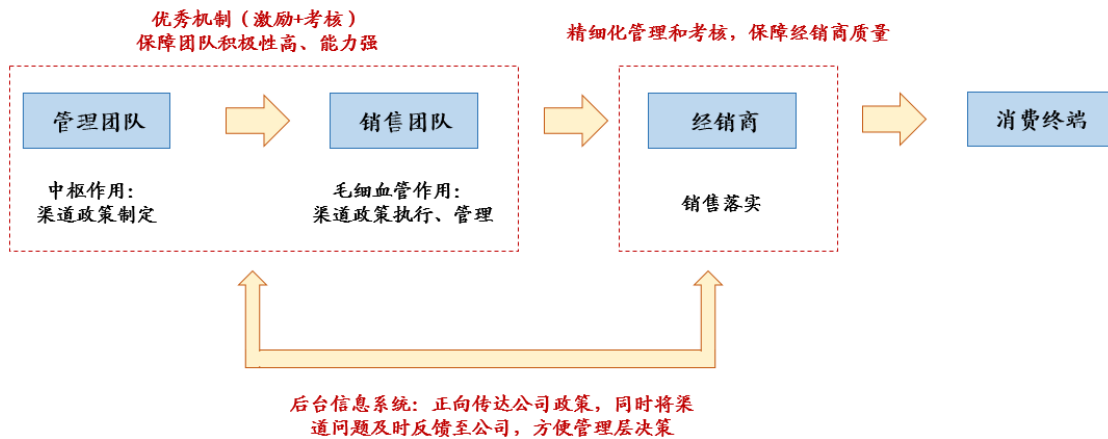
渠道进展	企业名称	经销商数量	经销商数量变动（19较18年）	渠道覆盖情况
实现全国化	海天味业	5806	增加 999 家	全国范围下沉至县级市甚至乡镇市场
加速全国化	颐海国际	2400	增加 1080 家	全国范围，东部为优势区域，2020 年开始加速开拓西南等地区
	天味食品	1221	增加 412 家	川渝为大本营，2019 年开始加速外埠市场扩张，19 年西南占比降为 27%
	中炬高新	1051	增加 187 家(2020 年开始加速招商)	华南为主（收入占比 40%+），其他地区下沉至地级市

	千禾味业	1140	增加 292 家	西南大本营（叠加电商）占比 53%，外埠市场主要为上海、北京周边
	恒顺醋业	1254	增加 65 家（2020 年开始调整，预计 21 年加速）	华东为大本营，收入占比 53%
推动渠道下沉	涪陵榨菜	1800	增加 600 家	全国省地级市为主（收入占比 80%+），19 年开始向县级市下沉
加速开拓客户	日辰股份	直销占比 94%		主要集中于东部地区

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

优秀的激励机制，能够保障人的积极性高、能力强，从而激发整个渠道链条的活力。海天是调味料行业渠道标杆，其渠道强的根源在于机制强、人强——公司薪酬、股权激励水平和考核水平远超同行业竞争对手；好的机制保障人的积极性和能力，公司拥有优质的管理团队，以及执行力最强的销售和经销商团队。

图 19：渠道强根源是人强，优秀机制将提升整个渠道链条质量和积极性



数据来源：广发证券发展研究中心

龙头海天和颐海团队能力和机制最强。从目前调味料企业来看，海天和颐海拥有最好的机制（高激励，严考核）——海天主要高管年薪100万以上+股权激励，薪酬+持股市值1.5亿元以上，销售团队股权激励且薪酬分化明显，大区经理年薪50-200万，高激励同时严考核，公司销售团队达不成目标则给予处分（影响薪酬）或淘汰。颐海国际主要高管年薪500万以上+股权激励，薪酬+持股市值3000万以上，销售团队采取合伙人制度（师傅和徒弟共享区域税前利润比例），平均月薪4-5万元/月，同时进行严考核——PK机制（3月一次），过程指标ABC评级。

表 16：调味料企业激励和考核情况

激励机制	管理层激励	销售团队激励	经销商激励	销售团队考核	经销商考核
海天味业	主要高管年薪 100 万以上+股权激励，薪酬+持股市值 1.5 亿元以上	薪酬分化+股权激励。	较弱，主要依靠带货能力吸引经销商	达不成目标则给予处分（影响薪酬）或淘汰	严考核

颐海国际	主要高管年薪 500 万以上+股权激励, 薪酬+持股市值 3000 万以上	合伙人制度: 师傅和徒弟共享区域税前利润比例, 推动业务人员高积极性。	经销商高利润, 且保持高周转, 保证高盈利能力	徒弟接手经销商即进入 PK 机制 (3 月一次), 过程指标 ABC 评级	相对较弱
天味食品	主要高管年薪 25-75 万元+股权激励, 薪酬+持股市值 2500 万以上	19 年销售人员薪酬低于市场平均水平, 20 年开始改善。	毛利率略高	薪酬分化。激励: 股权激励; 考核: 生命线, 达不到生命线降职淘汰	相对较弱
中炬高新	美味鲜主要高管年薪 50 万元以上, 无股权激励	薪酬分化, 目前分化力度对较弱	客情关系好, 毛利率略高	总经理奖励金, 薪酬分化, 目前分化程度相对较低, 有望加强	相对较弱
千禾味业	主要高管年薪 40-100 万元+股权激励, 薪酬+持股市值 450 万以上	薪酬分化	毛利率高	薪酬分化	相对较弱
恒顺醋业	主要高管年薪 25-100 万元, 无股权激励	达成目标可乘一定系数, 叠加现金激励	客情关系好, 毛利率略高	增长目标设置生命线, 达不到生命线降职降薪	相对较弱
涪陵榨菜	主要高管年薪 30-70 万元+少数股权激励, 薪酬+持股市值 200 万以上	薪酬分化	毛利率高	薪酬分化	相对较弱
日辰股份	主要高管年薪 30-130 万元+股权激励	现金激励	—	相对较弱	—

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

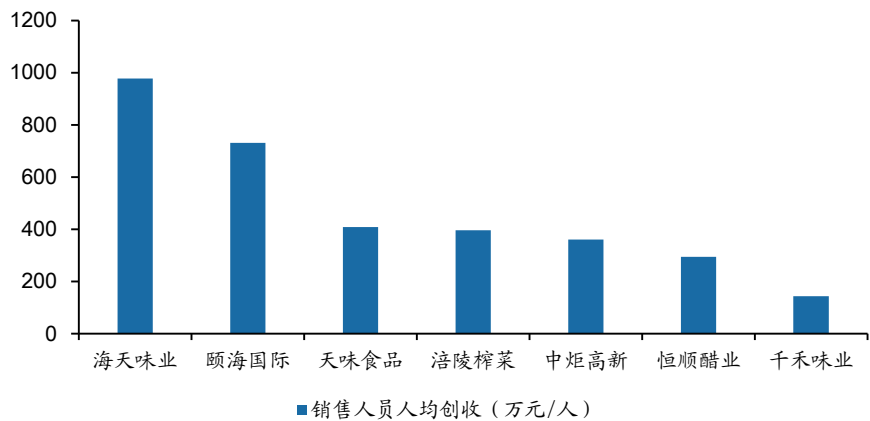
海天和颐海团队能力最强。(1) 掌舵人眼光前瞻、格局明确: 两家公司掌舵人均具备前瞻的行业眼光, 较其他竞争对手更早把握行业机会, 率先进行布局, 通过强机制推动公司快速发展。(2) 销售团队和经销商团队执行能力强: 根据wind数据, 海天和颐海销售人员人均创收明显领先, 19年分别达978.60/731.56万元/人。

表 17: 调味料企业掌舵人能力对比分析

企业	掌舵人简介
海天味业	董事长眼光前瞻、格局明确, 在 94 年企业改制之后即加强激励和考核机制, 把握行业机会, 将公司打造为行业明显龙头
颐海国际	眼光长远、思路清晰: 掌舵人愿意让每个与颐海合作的人赚到钱, 保障整个渠道链条能够保持高利润。且掌舵人对行业 and 公司的优劣势有清醒认识, 对未来发展方向判断清晰。
天味食品	董事长将公司打造为上市公司, 且 19 年底开始借助第三方专业机构辅助决策
中炬高新	18 年底从国企体制转为民营体制, 宝能有望加速公司发展
千禾味业	董事长擅长营销, 其兄弟擅长生产
恒顺醋业	国企体质, 19 年底更换董事长, 有望带领公司加速发展
涪陵榨菜	国企体质, 董事长将涪陵榨菜打造为榨菜行业唯一全国性品牌以及单寡头企业
日辰股份	董事长在日本复合调味料工作十多年, 对行业发展趋势见解深刻

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 海天和颐海销售人员人均创收明显领先 (2019年)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

四、投资建议

(1) 推荐传统调味品龙头及质地明显改善企业: 海天味业/中炬高新/涪陵榨菜/恒顺醋业/千禾味业;

(2) 推荐成长型复合调味品赛道: 颐海国际/天味食品/日辰股份。

五、风险提示

(1) 食品安全问题;

(2) 行业景气度不及预期;

(3) 部分公司治理改善不及预期: 部分调味品企业正在积极改善公司治理, 加速渠道发展, 有进度不达预期的风险。

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 王文丹：联席首席分析师，管理学硕士，6年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：高级分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。