

## 食品饮料行业

行业研究/深度报告

# 复合调味品景气度高，产品+渠道构筑核心壁垒

深度研究报告/食品饮料行业

2020 年 10 月 15 日

### 报告摘要：

#### ● 复合调味品行业处于快速成长期，渗透率不断提升，增长潜力较大

2018 年我国复合调味品市场规模突破千亿，2013-2018 年 CAGR 为 14.39%，增速明显快于单味调味品，目前仍处于导入阶段，渗透率较低。我国复合调味品渗透率仅为 26%，相较发达国家渗透率至少有一倍提升空间。2016 年日本/美国/中国人均复合调味品开支分别为 88.7/85.5/9.3 美元，按人均消费达到日本和美国水平的一半计算，还有 3 倍提升空间。**餐饮渠道上看**，人均可支配收入增长和城镇化率的提升支撑居民外出就餐频次增加，提升下游餐饮业景气度；连锁化经营趋势下，餐饮企业连锁化率提升空间较大，催生复合调味品定制化需求。**家庭渠道上**，复合调味品显著简化烹饪流程，提升烹饪效率，缩短烹饪时间，完美解决年轻人没时间做饭，烹饪水平不高的问题，C 端需求将持续旺盛。

#### ● 中式复合调味料“赛道”最优，细分品类上川式复合调味料前景最佳

火锅和川菜已成餐饮行业中最重要、最普遍的菜系与品类，在餐饮行业占比达 29.7%。受益于川菜和火锅的持续流行，川式复合调味料发展前景明朗，川式复合调味料可分为火锅底料和川菜调味料。火锅调味料是其中最重要，发展最为成熟的品类，占据中式复合调味料 50% 以上的份额，市场规模由 2010 年的 73 亿元增长至 2019 年的 256 亿元，CAGR 达 15.0%。同时火锅底料应用空间广泛，不局限于火锅汤底，还可用于烹饪等，无论是餐饮端还是家庭端渗透率都存较大提升空间。川菜复合调味料方面，鱼调料是其中发展最为成熟的单品，各头部企业均有布局。受益于小龙虾的火爆和佐餐概念的兴起，小龙虾复合调味料和佐餐酱成为独立大单品，发展潜力巨大。

#### ● 新品研发能力和渠道推广能力是复合调味品行业核心壁垒

从产品壁垒来看，复合调味品种类多、口味多，产品周期短，十分考验新品研发能力，天味食品以用户需求为导向，通过 B、C 端联动创新产品，拥有百余人研发团队，每年推出一定数量新品，共有“好人家”、“大红袍”、“天车”、“有点火”四大品牌，九大类共计 100 余种产品。颐海国际通过推出产品项目制，鼓励员工自行组队提出产品创意，并在该产品成功上市盈利后得到相应奖励，充分调动了员工的积极性。从渠道壁垒来看，调味品行业“小食品、大流通”的特点决定营销网络的建设至关重要，渠道里的强弱决定公司可以占据的市场份额，目前头部企业颐海国际和天味食品营销网络基本覆盖全国大部分地区，但覆盖密度提升空间巨大。颐海国际激励政策充分，推出合伙人裂变制，将公司利益和销售团队利益深度绑定，销售人员人均创收连年增加。

#### ● 投资建议

复合调味品行业处于快速发展阶段，受益于餐饮行业繁荣发展，发展前景广阔，建议关注新品研发能力较强，渠道力强的头部企业，包括【颐海国际】、【天味食品】、【日辰股份】等。

#### ● 风险提示

餐饮连锁化率提升不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等。

### 盈利预测与财务指标

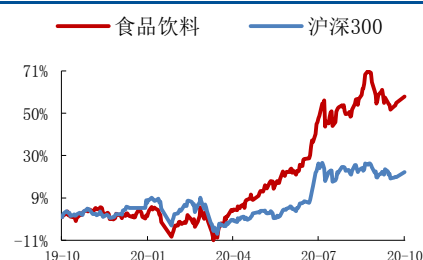
代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		10 月 14 日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
1579	颐海国际*	115.90	0.89	0.92	1.26	130	126	92	暂无评级
603317	天味食品	71.00	0.74	0.72	0.89	96	99	80	推荐
603755	日辰股份	76.50	1.04	0.96	1.09	74	80	70	推荐

资料来源：Wind、标\*公司数据取自 Wind 一致预测，民生证券研究院

## 推荐

维持评级

### 行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：于杰

执业证号：S0100519010004  
电话：010-85127513  
邮箱：yujie@mszq.com

### 分析师：熊航

执业证号：S0100520080003  
电话：0755-22662016  
邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

1. 天味食品（603317）2020 年半年报点评：Q2 业绩靓丽，产能与渠道扩张支撑未来成长
2. 日辰股份（603755）2020 年半年报点评：疫情短期冲击 20H1 业绩，长期成长空间仍广阔

## 目录

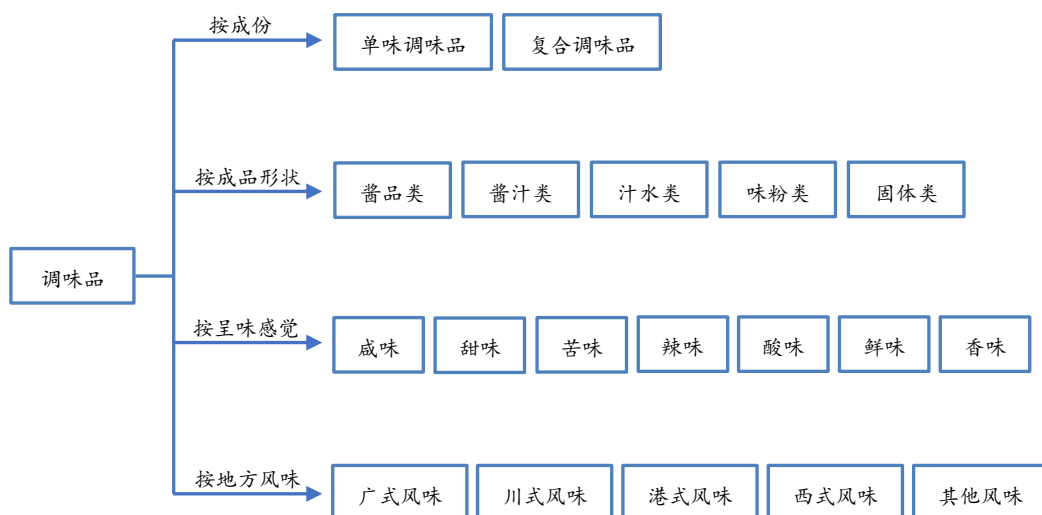
<b>一、行业概况：发展强劲的调味品子行业</b>	<b>3</b>
(一) 调味品种类繁多，单味调味品向复合调味品升级趋势明显	3
(二) 生产方式以原料调配为主	4
(三) 餐饮渠道占 60%，家庭渠道占 30%，且餐饮渠道粘性更强	5
<b>二、市场空间：餐饮和家庭渠道双重推动需求提升</b>	<b>7</b>
(一) 餐饮渠道：外出就餐频次增加+餐饮连锁化率提升+外卖行业渗透率提升共同推动复合调味品行业发展	7
(二) 家庭渠道：简化烹饪流程，提高效率，解决做饭难问题	10
<b>三、细分行业：中式复合调味品“赛道”最优</b>	<b>13</b>
(一) 中式复合调味品：川式复合调味料增长强劲，定制化业务成长空间广阔	13
(二) 鸡精和西式复合调味料：行业集中度提升空间相对有限	17
<b>四、头部企业比较：产品+渠道构筑起头部公司核心竞争力</b>	<b>18</b>
(一) 产品端：产品周期短，新品研发能力尤为重要	18
(二) 渠道端：经销商渠道占比最高，定制餐调渠道大有可为	21
<b>五、行业相关标的重点关注</b>	<b>25</b>
(一) 天味食品：根植西南，川味复合调味料产品优势明显	25
(二) 颐海国际：品牌力强，激励政策优越	25
(三) 日辰股份：定制复合调味料龙头企业，盈利能力突出	25
<b>六、风险提示</b>	<b>26</b>
<b>插图目录</b>	<b>27</b>
<b>表格目录</b>	<b>28</b>

## 一、行业概况：发展强劲的调味品子行业

### （一）调味品种类繁多，单味调味品向复合调味品升级趋势明显

调味品是指在饮食、烹饪和食品加工中广泛应用的,用以调和滋味和气味并具有去腥、除膻、增香、增鲜等作用的产品。按照不同的方式,可以分为不同的品类。我国调味品种类繁多,根据《调味品分类》(GB/T20903-2007),共有食用盐、食糖、酱油、食醋、味精、芝麻油、酱类、鱼露、耗油等 17 种品类。按照成份分类,可以分为单味调味品和复合调味品。单味调味品是指仅含一种主要原材料的调味品,复合调味品则通常是由两种及两种以上的调味品按照一定比例调配制成。

图 1：调味品分类情况

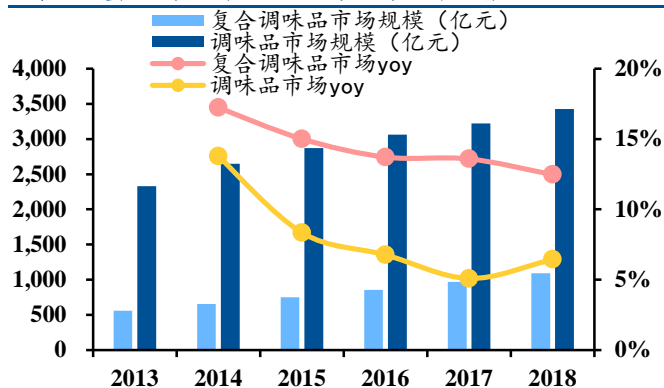


资料来源：天味食品公司公告，民生证券研究院

**调味品属于小产品，大市场，增长较为稳定。**近年来，我国调味品市场规模保持稳健增长，是世界最大的调味品消费国。国家统计局数据显示，2013-2018 年我国调味品市场规模由 2,328 亿元增长至 3,427 亿元，年均复合增速为 8.04%，从品类看，部分单味调味品的发展已经步入成熟阶段，整体增长趋缓，而复合调味品发展明显优于行业平均，是调味品行业增长的主要力量，13-18 年 CAGR 为 14.39%，市场规模于 2018 年突破千亿，达 1,091 亿元。

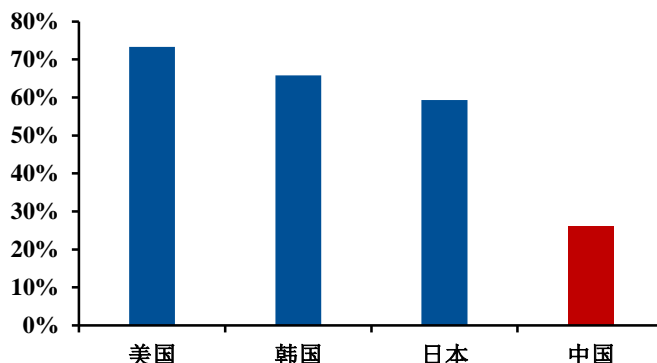
**复合调味品处于快速增长阶段，渗透率仍有很大提升空间。**在调味品发展较为成熟的市场，普遍以使用复合调味料为主，美国、日本、韩国复合调味品占比分别为 73.35%、65.79%和 59.32%，而目前我国复合调味品渗透率仅为 26%，即便是同饮食习惯较为接近的日韩相比，市场占比仍有至少一倍的提升空间。随着城市化进程的不断推进，消费者生活节奏越发加快和连锁餐厅对于效率越发重视，复合调味品需求将保持较快增长，预计 2021 年复合调味品市场规模或将达到 1,658 亿元。

图 2：复合调味品增速明显快于调味品行业增速



资料来源：国家统计局，Frost &amp; Sullivan，民生证券研究院

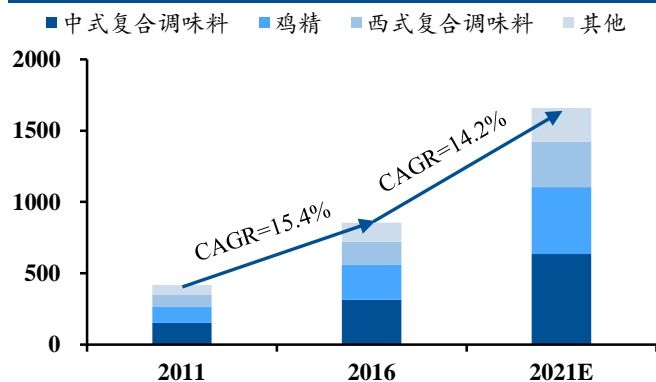
图 3：我国复合调味品渗透率仍有较大提升空间（2018 年）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

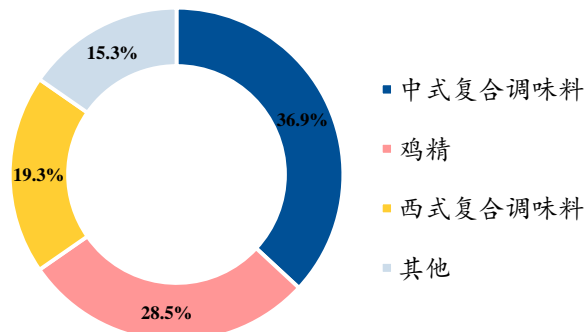
**细分品类看，中式复合调味料增长最迅速。**我国复合调味品市场可以分为鸡精、中式复合调味料、西式调味料和日式及东南亚其他复合调味料四个部分。中式复合调味料是复合调味料第一大品类且增速最快，2016 年中式复合调味料市场规模为 315 亿元，占 36.9%，预计 2016-2021 年 CAGR 为 15.0%，2021 年市场规模将达 634 亿元。其中 70% 左右为川式复合调味料，川式复合调味料又可分为火锅底料和川菜调味料，颐海国际作为海底捞火锅底料的独家供应商，天然拥有海底捞的品牌背书，在火锅底料领域确立了一定的优势地位，天味食品立足西南，在川菜调味料行业具有较强的品牌优势，处于行业领先地位。

图 4：复合调味品各品类增速（单位：亿元）



资料来源：Frost &amp; Sullivan，民生证券研究院（注：已将火锅底料调整至中式复合调味料中）

图 5：复合调味品各品类占比（2016 年）



资料来源：Frost &amp; Sullivan，民生证券研究院

## （二）生产方式以原料调配为主

### 1. 原料调配为主要生产方式

复合调味品加工方式主要有提取发酵型、分解反应型和原料混配型三种，目前复合调味料生产主要以原料混配型为主，通过控制不同原材料的用量，混合调制出不同的风味。传统的单味调味品更多依靠发酵生产，需要经过较长时间的发酵、酿造，生产周期更长，工艺更加复杂，进入门槛相对较高。

图 6：复合调味品主要生产流程

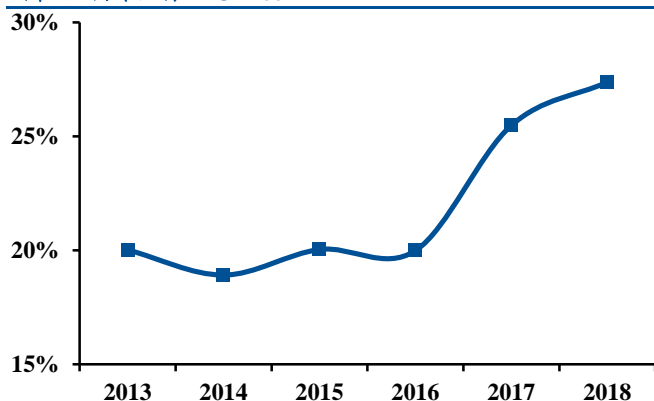


资料来源：各公司公告，民生证券研究院

## 2. 复合调味品行业竞争格局十分分散

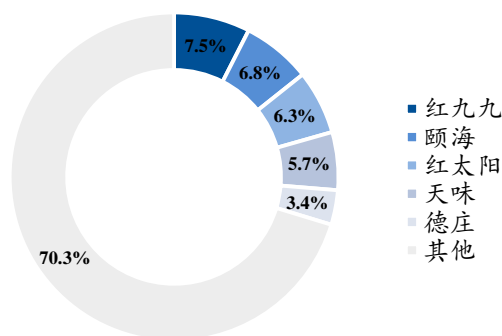
我国各地区口味差异较大，形成了“南甜北咸，东酸西辣”的饮食格局，因此调味品具有较强的地域性，多为区域性强势品牌，目前仅出现了海天味业一家全国性品牌。行业整体集中度较低，根据中国调味品协会数据，2018 年全国调味品百强品牌收入 938 亿元，占行业总收入 27.37%。复合调味品行业也呈现较为分散的竞争格局，以发展相对成熟的火锅调味料来看，2015 年 CR5 为 29.7%，前五大品牌红九九、颐海、红太阳、天味、德庄市占率分别为 7.5%、6.8%、6.3%、5.7%、3.4%，市场份额之间差距很小，相互追赶的可能性较大，行业内中小型规模企业众多，尚未出现行业领先品牌。

图 7：调味品行业 CR100



资料来源：中国调味品协会，民生证券研究院

图 8：火锅调味料行业集中度



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

### （三）餐饮渠道占 60%，家庭渠道占 30%，且餐饮渠道粘性更强

调味品主要有餐饮、家庭和食品工业及其他三种消费渠道，三者分别占 60.0%、30.0% 和 10.0%，餐饮消费和家庭消费合计占比 90.0%，是调味品最主要的消费渠道。

从消费粘性上看，餐饮渠道粘性强于家庭渠道。餐饮消费者对口味的稳定性要求较高，一般不会轻易更改品牌，复购率较高，而家庭消费者尤其是年轻消费者喜欢尝鲜，更容易接受新口味，新品牌，消费粘性弱于餐饮渠道。

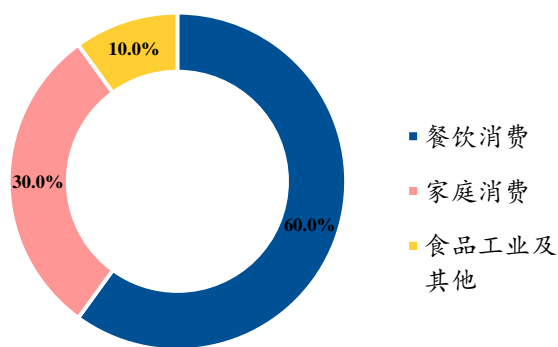


从用量上看，餐饮渠道调味品消费量更高。出于对健康的追求，家庭烹饪时一般会选择较少使用调味品，外出就餐时厨师更注重菜品的味道，同时外出就餐的浪费量较大，因此外出就餐场景下调味品消耗量大于家庭烹饪。根据中国期刊网，在外就餐和家庭烹饪下每公斤食品调味品用量分别为 7.19g 和 4.58g，外出就餐调味品消耗量是家庭烹饪的 1.6 倍。

从价格敏感性上看，家庭消费者价格敏感性更低。B 端客户十分注重成本，对价格变化十分敏感，家庭消费者调味品购买频次较低，一般 1-2 个月进行一次选购，人均调味品支出占人均食品烟酒支出不足 2%，且调味品本身单价不高，难以察觉小幅度的提价（10% 以内），因此价格敏感性不高。

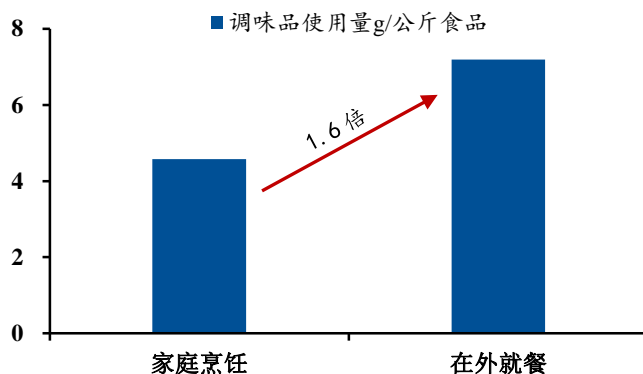
综合来看，餐饮渠道粘性较高，较为稳定，新品牌进入存在一定困难，具有一定门槛，已经确立优势的品牌将持续获益，享有渠道带来的稳定收益。家庭渠道消费者对价格不敏感，品牌突破重围更多需要通过各种营销手段提升品牌知名度，竖立品牌形象来实现，需要投入较多的营销费用，竞争相对激烈。

图 9：调味品主要渠道占比



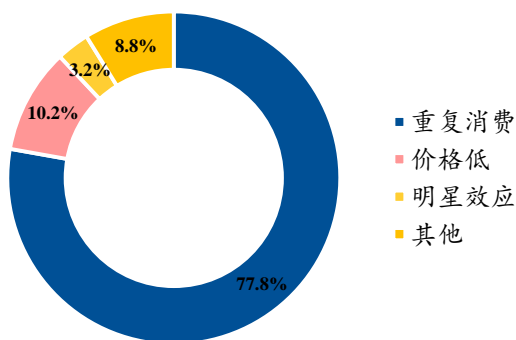
资料来源：公开资料整理，民生证券研究院

图 10：外出就餐调味品消耗量更高



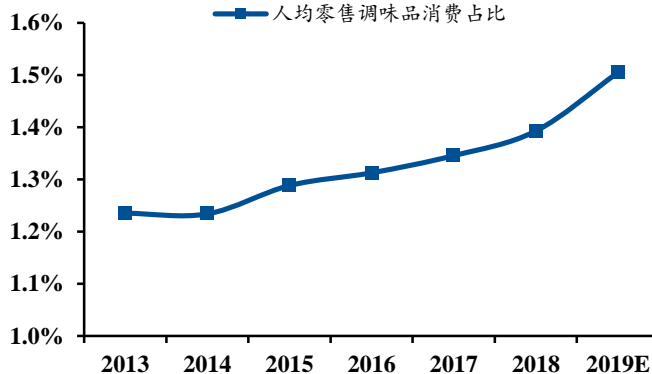
资料来源：中国期刊网，民生证券研究院

图 11：餐饮渠道消费者调味品选购原因



资料来源：《全国调味品行业蓝皮书》，民生证券研究院

图 12：人均调味品支出占人均食品烟酒消费比例不足 2%



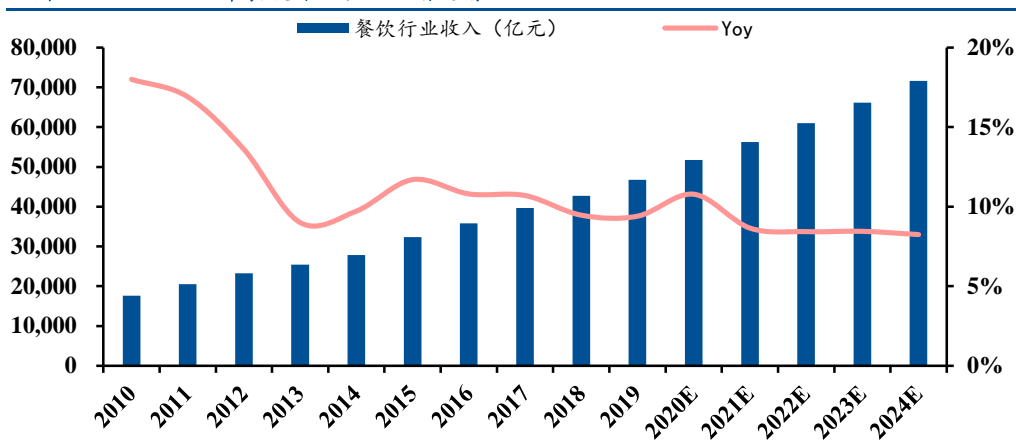
资料来源：国家统计局，Euromonitor，民生证券研究院

## 二、市场空间：餐饮和家庭渠道双重推动需求提升

### （一）餐饮渠道：外出就餐频次增加+餐饮连锁化率提升+外卖行业渗透率提升共同推动复合调味品行业发展

下游餐饮行业稳定发展，带动复合调味品需求提升。由于政府严控三公消费，餐饮行业 2012 和 2013 年增速明显回落，2014 年以后步入转型期，大众化餐饮消费成为主流，非公务餐饮消费占比超过九成，行业收入呈稳定增长态势，2014-2019 年年均复合增速为 10.9%，2018 年行业收入突破 4 万亿，2019 年全国餐饮行业收入 46,720 亿元，同比增长 9.4%。根据 Frost & Sullivan 预计，2019-2024 年餐饮行业 CAGR 为 8.9%，2024 年收入达 71,582 亿元。

图 13：2010-2024 年餐饮行业收入及增速情况



资料来源：Wind, Frost & Sullivan, 民生证券研究院

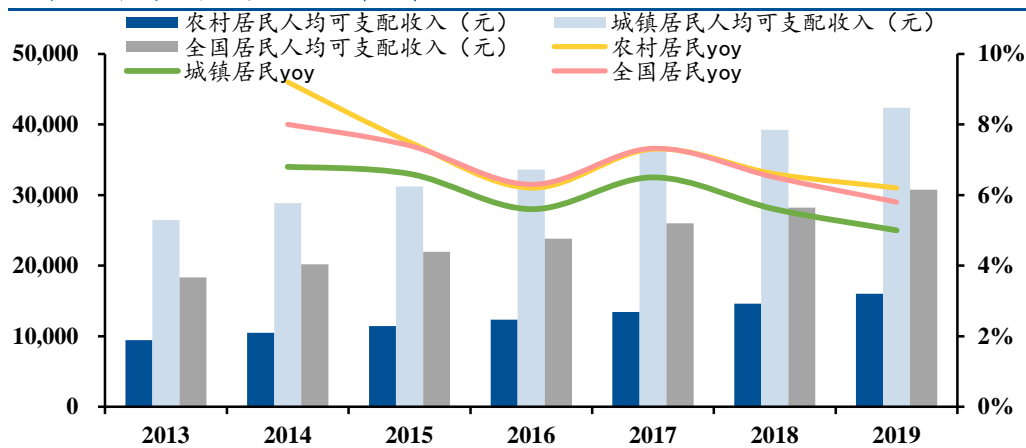
#### 1. 人均可支配收入和城镇化率的提升支撑居民外出就餐频次增加

2013-2019 年全国人均可支配收入由 18,310 元稳步提升至 30,733 元，年均复合增速为 9.0%，随着居民消费水平的逐渐提升，外出用餐的需求相应增加。

过去 10 年，我国城镇化率每年约提升 1 个百分点。2019 年末我国城镇常住人口城镇化率首次超过 60%，较上年末提高 1.02 个百分点。无论是同发达国家城镇化率 80% 左右水平相比，还是同人均 GDP 和中国相近的国家巴西（86.6%）、墨西哥（80.2%）、俄罗斯（75.1%）、土耳其（74.4%）相比（以上均为 2018 年数据），中国城镇化率均有较大提升空间，预计未来 10-15 年，城镇化率有望提升到 70%。城镇化率每提升 1 个百分点，将有 1400 万人进入城市，城市餐馆数量较多，外出用餐更为方便，且城市居民外出就餐率是农村居民的 1.65 倍，因此伴随城市化率上升，外出就餐比例也会相应提升。

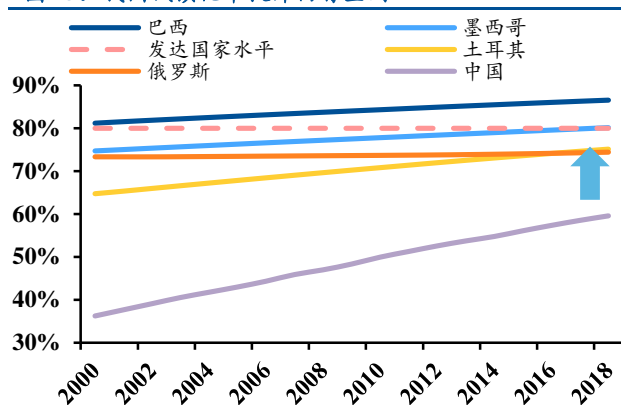
艾瑞咨询数据显示，2018 年我国约 51.8% 的消费者外出就餐频次增加，有 48.2% 的消费者每周外出就餐 3-4 次以上，80、90 后新中产消费者每周外出用餐 3-4 次以上的比例为 64.2%。外出就餐频次的增加将带动餐饮行业发展，作为必选消费品，复合调味品需求也将相应增加。

图 14：居民人均可支配收入逐年提升



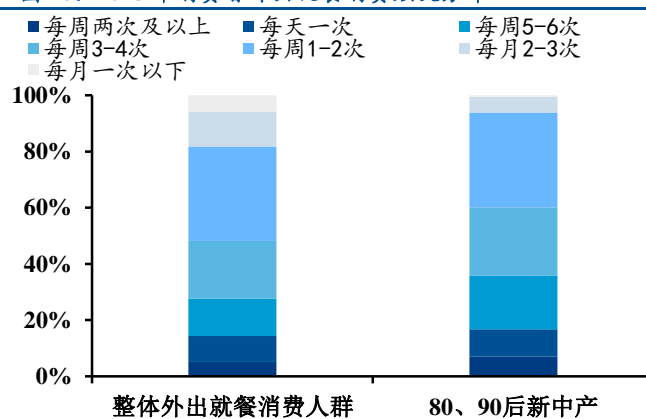
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：我国城镇化率提升仍有空间



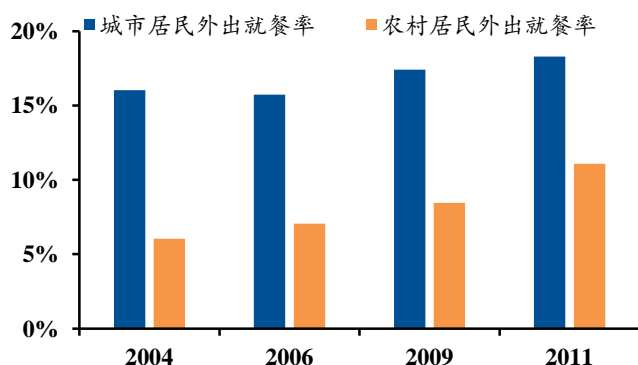
资料来源：世界银行，民生证券研究院

图 16：2018 年消费者外出就餐消费频次分布



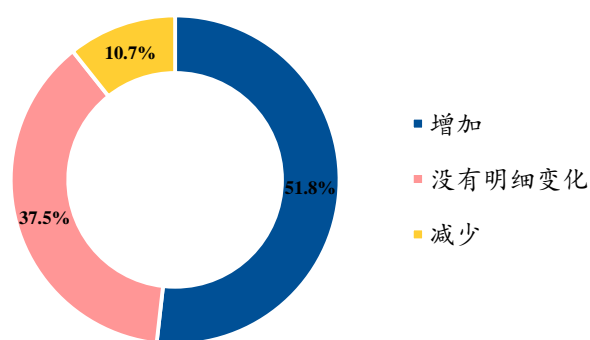
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图 17：城市居民外出就餐率高于农村



资料来源：中国循环杂志，民生证券研究院

图 18：2018 年消费者外出就餐频次变化情况



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

## 2. 餐饮连锁化率和外卖渗透率的提升带动复合调味品定制化需求提升

餐饮企业连锁经营已成未来发展的必然趋势。截至 2018 年年末，我国连锁餐饮企业总店数量为 482 家，连锁餐饮企业实现收入 8,331 亿元（占行业总收入 19.5%），无论是门店数量上还是收入占比上，餐饮连锁化程度还处于较低水平。根据 Euromonitor 数据，2017 年美国/日本/中国餐饮连锁化率分别为 53.3%/48.9%/9.2%，中国同日本、美国连锁化水平



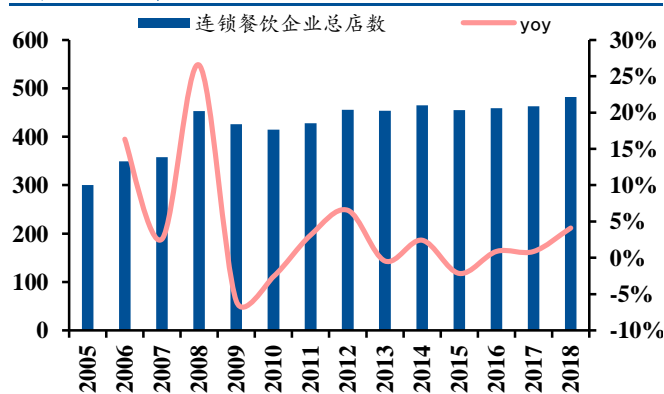
差异较大，提升空间巨大。中餐细分业态远多于日本和美国，制作过程也更为复杂，如果技术上和管理上更好的解决中餐制作标准化问题，连锁化率将得到迅速提升。

政策上，商务部在 2014 年发布的《关于加快发展大众化餐饮的指导意见》中指出，构建大众化餐饮服务体系需要提升大众化餐饮供应能力，鼓励餐饮企业建设中央厨房，完善统一采购、统一加工、统一配送体系，支持企业建设、改造食品加工车间和流水生产线，实现餐饮加工工业化和产品生产标准化。

“中央厨房+门店”模式既充分保证菜品口味的稳定，又可通过规模优势降低餐饮企业成本。目前我国 70% 以上的连锁餐饮企业采取“中央厨房+门店”模式，由中央厨房统一采购，基于标准化食谱和流程制成半成品食材，再统一配送至门店，餐厅层面仅需有限的烹饪工作。中央厨房的配置可有效降低门店厨房成本，提高店平效和人效，同时可以最大程度保证菜品口味始终如一，满足连锁餐饮企业对于口味稳定性和控制成本的诉求。

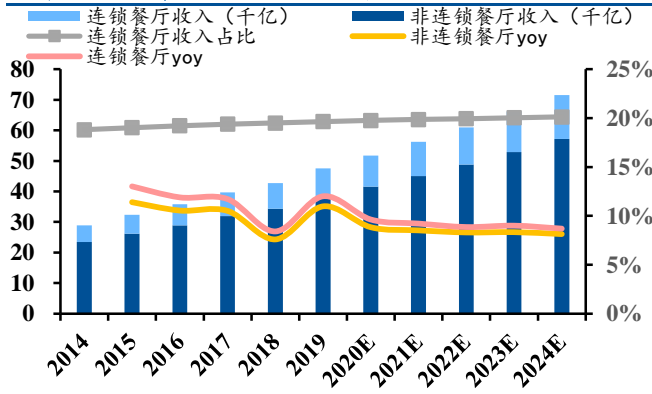
餐饮连锁化率的提升将带动复合调味品定制化需求提升。根据餐饮企业的要求，复合调味品企业可以为其定制生产适用于某款菜品的调味料，不仅可以大大简化厨师的工作，也让餐饮企业的特色化、标准化和规模化成为可能，这对复合调味品企业的研发创新能力和市场分析能力提出了一定要求，具有较强的口味还原能力、产品研发能力以及产品标准化能力的生产企业将优势明显。

图 20：连锁餐饮企业总店数量



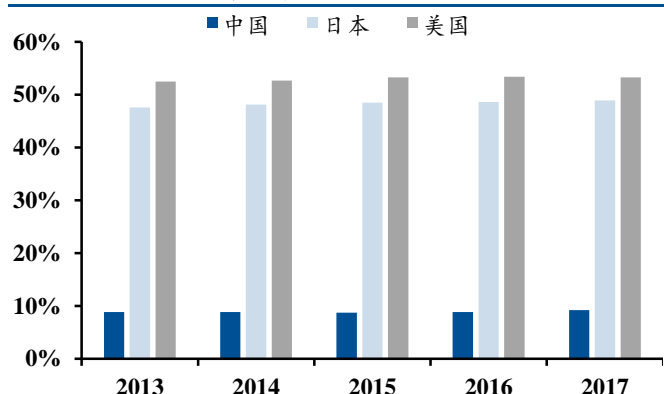
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 21：连锁餐饮企业收规模及增速



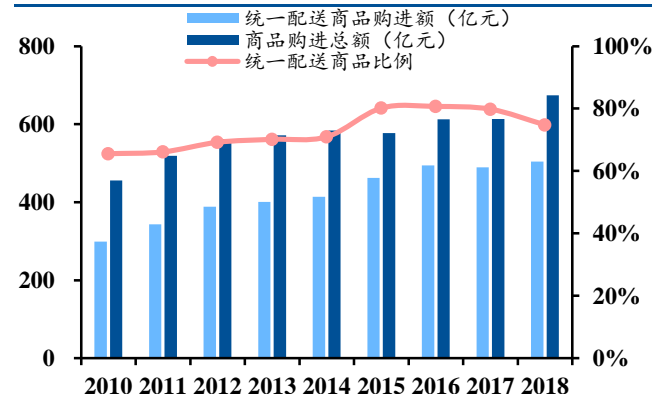
资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图 22：餐饮连锁化率提升空间巨大



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图 23：连锁餐饮企业统一配送商品比例

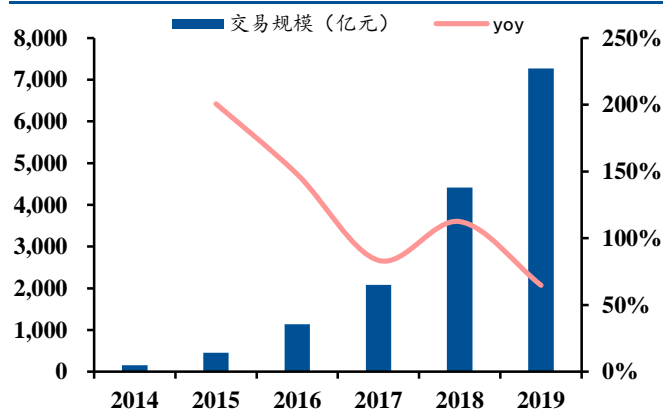


资料来源：Wind，民生证券研究院

外卖市场自 2015 年来迅速扩张,渗透率逐年提升。我国外卖市场从 2011 年开始萌芽,随着互联网企业的进入,2015 年起进入快速发展阶段,根据易观数据,2019 年我国餐饮互联网外卖市场交易规模达 7,273 亿元,较上年同比增长 65%,交易规模较 2015 年的 457 亿元增长 15 倍左右。伴随市场规模的扩张,外卖行业渗透率逐年升高,已经由 2014 年的 0.5% 提升至 2019 年的 15.6%,成长为餐饮行业中不可忽视的一股力量,点外卖也已经成为当代年轻人的一种生活方式。

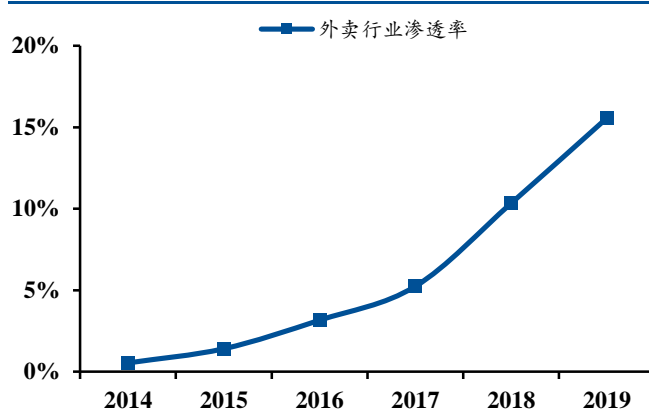
外卖行业爆发式增长加速推动快餐企业对复合调味品的需求。根据艾媒咨询数据,用户选择外卖订餐最主要的原因是用餐时间短,70% 以上的网络外卖用户以消费快餐简餐为主,也就是说用户对外卖的核心诉求是便捷和快速,这就对外卖商家出餐时间提出较高要求,倒逼外卖商家提高标准化、快速化的程度从而提高烹饪效率,进而带动复合调味品需求提升。

图 24: 餐饮互联网外卖行业市场交易规模



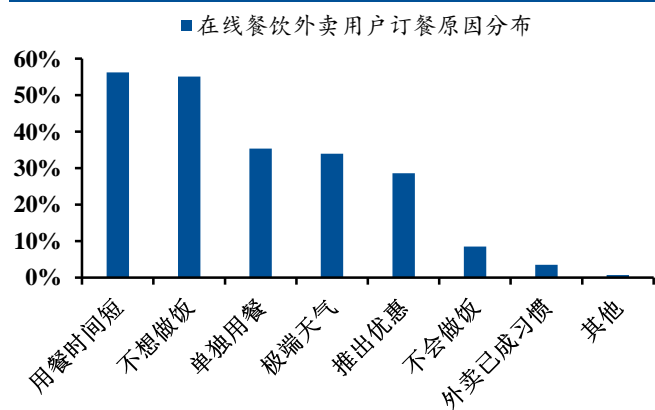
资料来源: Analysys 易观, 民生证券研究院

图 25: 外卖行业渗透率



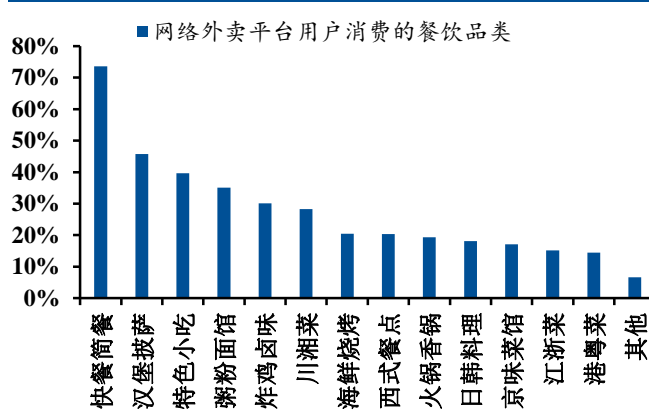
资料来源: Analysys 易观, 国家统计局, 民生证券研究院

图 26: 在线餐饮外卖用户订餐原因分布 (2019 年)



资料来源: 艾媒咨询, 民生证券研究院

图 27: 网络外卖平台用户消费的餐饮品类 (2019 年)



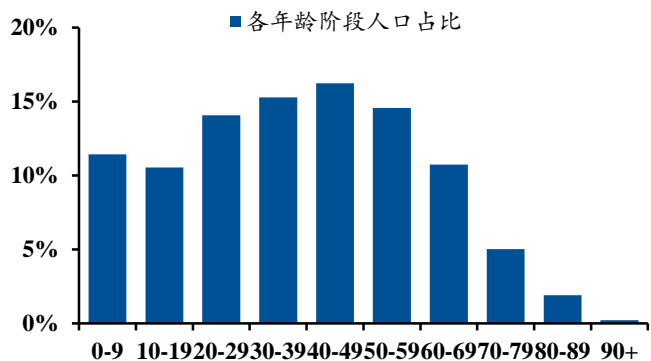
资料来源: DCCI, 民生证券研究院

## (二) 家庭渠道: 简化烹饪流程, 提高效率, 解决做饭难问题

复合调味品成为生活节奏快不擅长烹饪且对健康有一定追求的年轻人的最佳选择。根据国家统计局数据,2018 年我国主力消费人群 20-40 岁群体占总人口的 30% 左右,该部分群体消费能力较强,尝试新鲜事物的意愿较强,对于复合调味品接受程度较高。同时

随着生活节奏加快，年轻群体的烹饪时间有限，同时受制于烹饪水平，对烹饪更多追求简单化和快捷化，复合调味品可以显著提升烹饪效率节约烹饪时间，以制作流程较为繁琐的酸菜鱼为例，复合调味品大大缩短了烹饪时间，仅需要 15 分钟左右便可完成制作。

图 28：我国各年龄阶段人口占比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

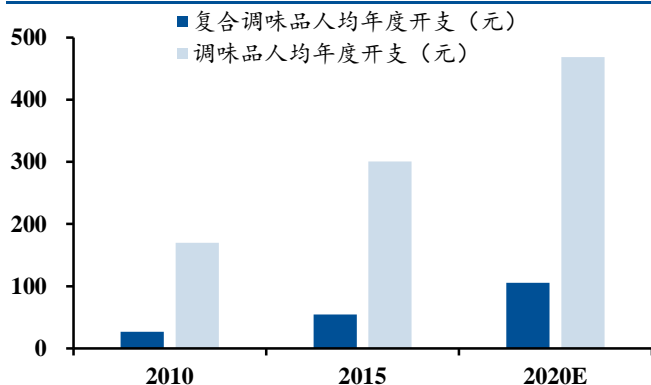
图 29：复合调味品显著提升了烹饪效率



资料来源：淘宝网，民生证券研究院

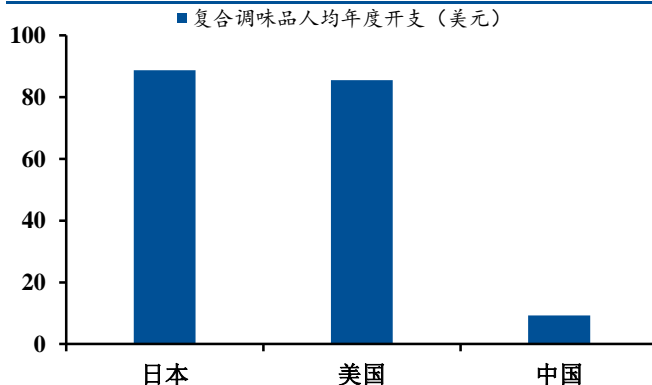
复合调味品人均支出增长迅速，但和成熟市场相比仍存巨大差距。中国调味品人均年度开支由 2010 年的 169.8 元增长至 2015 年的 300.4 元，增加 77.0%，预计 2020 年达到 468.6 元，较 2015 年增长 56.0%。复合调味品人均年度支出由 2010 年的 26.50 元增长至 2015 年的 54.60 元，增加 106.4%，预计 2020 年达到 105.4 元，较 2015 年增长 93.0%。根据 Frost & Sullivan 数据，2016 年日本和美国复合调味品人均年度支出分别为 88.7 美元和 85.5 美元，是我国的 9 倍左右。

图 30：我国调味品人均年度开支情况



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图 31：复合调味品人均年度开支提升空间较大（2016 年）



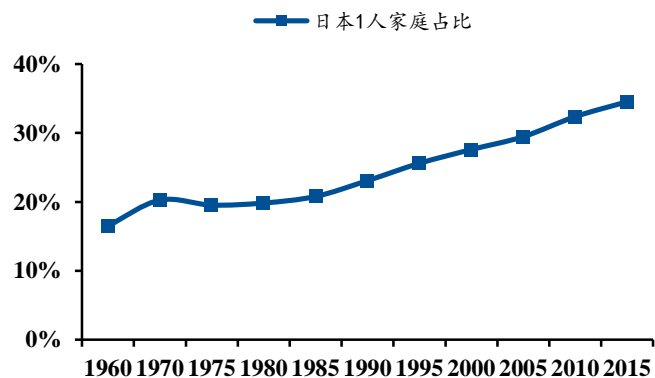
资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

参照日本调味品行业发展路径来看，伴随日本家庭规模的下降和老龄化问题的突出，1980 年以来日本酱油产量持续 40 年下滑，行业发展主要靠产品升级推动，逐渐由单一型酱油向复合型酱油衍生品升级，朝着健康化、功能化、便捷化和复合化方向发展，目前复合调味料渗透率已达 60% 左右。以汤剂和酱料为代表的酱油衍生品的家庭人均消费金额自 1987 年以来不断攀升，于 1993 年超过家庭人均酱油支出，2018 年日本家庭人均酱油基底衍生品支出为 4,857 日元，是家庭人均酱油支出的 2.8 倍（1,751 日元）。

从人均 GDP 上看，我国目前消费水平和日本 80 年代消费水平相近，家庭规模缩小和

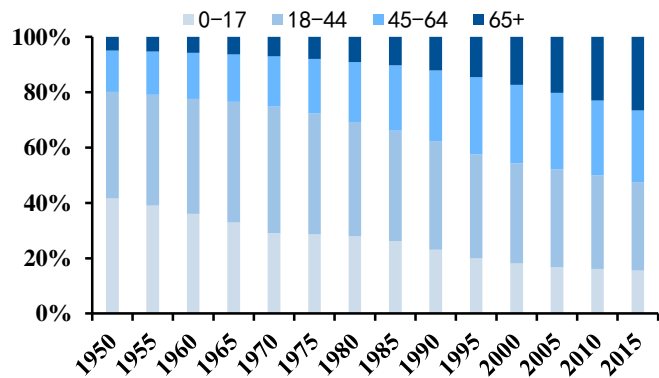
人口老龄化同样是我国当前发展所面临的情况，消费者健康化、便捷化诉求也在不断增强，向复合型调味料升级的潜力巨大，目前我国复合调味料渗透率仅为 26%，同日本相比还有 1 倍左右的提升空间。

图 32：日本单人家庭比例不断上升



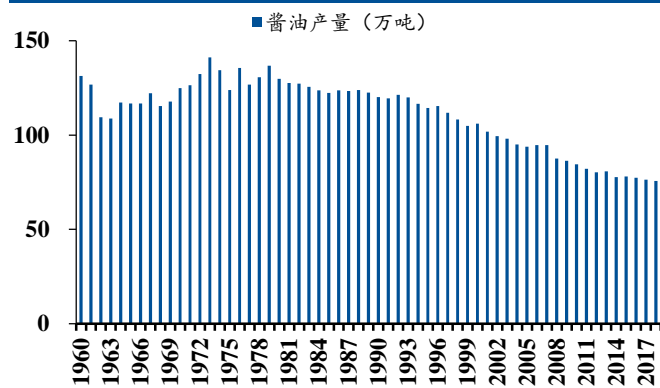
资料来源：日本统计局，民生证券研究院

图 33：日本老龄化现象显著



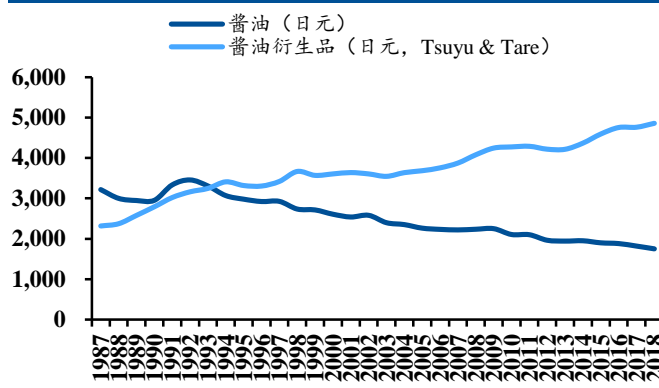
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 34：日本酱油产量呈下降趋势



资料来源：日本统计局，民生证券研究院

图 35：日本家庭酱油衍生品消费超过酱油消费



资料来源：日本统计局，民生证券研究院

### 三、细分行业：中式复合调味品“赛道”最优

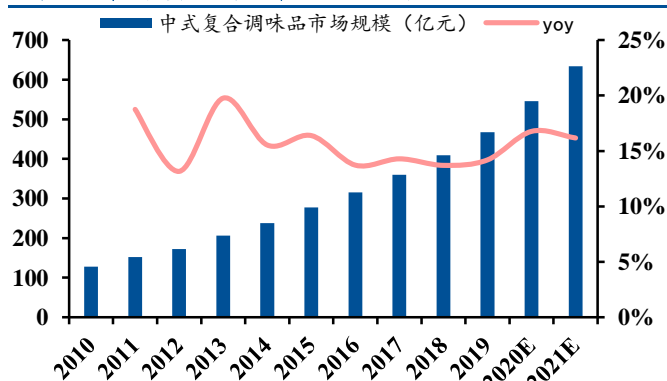
#### （一）中式复合调味品：川式复合调味料增长强劲，定制化业务成长空间广阔

中式复合调味品是复合调味品行业占比最高，增速最快的子行业。市场规模由 2010 年的 128 亿元提升至 2019 年的 467 亿元，CAGR 达 15.5%，在复合调味品行业中占比由 2011 年的 36.4% 提升至 2016 年的 36.9%，预计 2021 年占比将进一步提升，达 38.24%。

##### 1. 川菜风口下，川味复合调味料潜力巨大

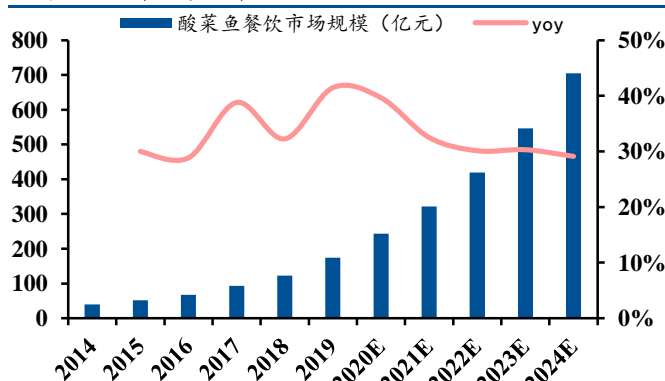
伴随麻辣口味的越发流行，川菜和火锅消费热度持续升温，为川式复合调料孕育了广阔市场。川菜以四川、重庆为中心不断向其他区域辐射，逐渐取代粤菜成为八大菜系中最受欢迎的菜系。以经典川菜酸菜鱼为例，在川菜的风口下呈爆发式增长，酸菜鱼餐饮市场 2014-2018 年的年均复合增速为 32.3%，预计 2019-2024 年 CAGR 将达到 33.7%。火锅已成我国最受欢迎的外出就餐选择，根据《2017 中国餐饮供给侧发展报告》，火锅已经发展成为所有餐饮品类中的第一大品类，营业额占餐饮行业营业额的 22%。受益于川菜和火锅的持续流行，以及麻辣口味的成瘾性，川式复合调味料的行业地位不断提高，市场规模占中式复合调味料的 70% 左右，2019 年市场规模在 327 亿元左右，已成为具有广阔发展前景的细分市场，可分为火锅调味料市场和川菜复合调味料市场。

图 36：中式复合调味品市场规模及增速



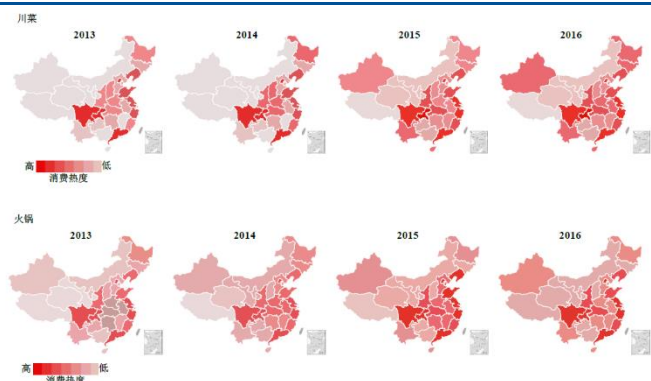
资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图 37：酸菜鱼餐饮市场规模及增速



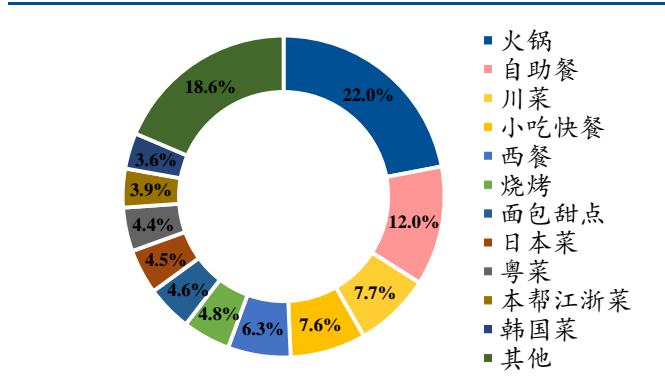
资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图 38：川菜和火锅热度持续升温



资料来源：《2017 中国餐饮供给侧发展报告》，民生证券研究院

图 39：火锅是餐饮品类中第一大品类

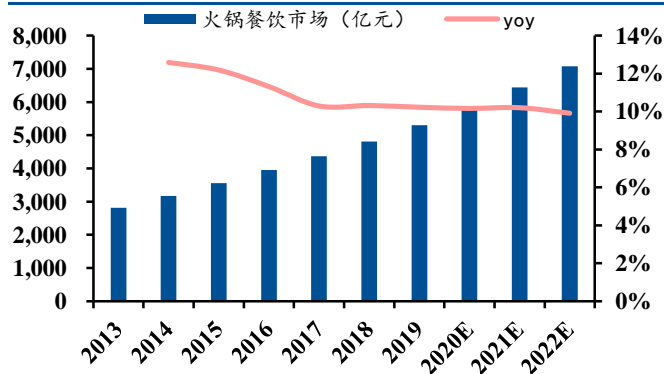


资料来源：《中国餐饮报告》（白皮书 2017），民生证券研究院



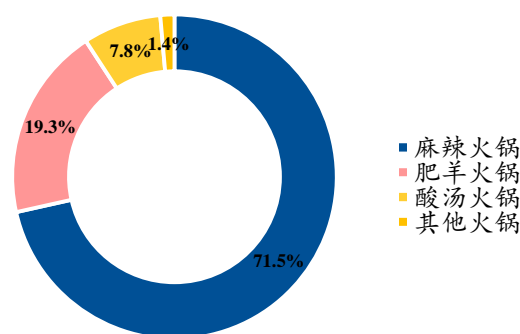
火锅热度持续升温，带动火锅调味料行业蓬勃发展。我国火锅餐饮市场收入由 2013 年的 2,813 亿元增加至 2017 年的 4,372 亿元，CAGR 为 11.6%，预测 2022 年火锅餐饮市场收入将达 7,077 亿元，是中式餐饮中增长最快的部分。口味上，麻辣火锅是最受欢迎的火锅类型，麻辣火锅消费占火锅总消费的 70% 以上。

图 40：火锅餐饮市场规模及增速



资料来源：Frost &amp; Sullivan，民生证券研究院

图 41：2019 中国火锅消费情况

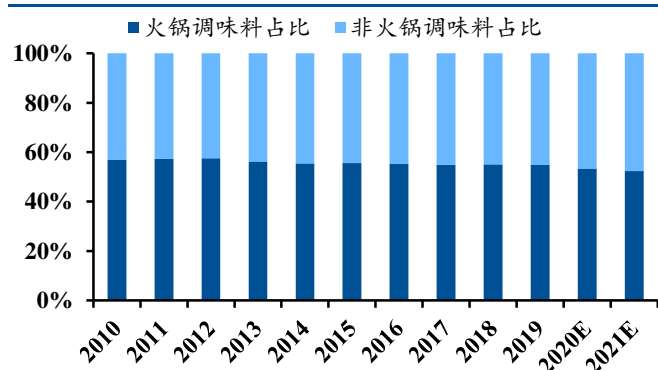


资料来源：《全国调味品行业蓝皮书》，民生证券研究院

火锅调味料在中式复合调味料市场占据 50% 以上的份额。火锅调味料市场可以细分为火锅蘸料市场和火锅底料市场，火锅底料占 80% 左右，火锅蘸料占 20% 左右，得益于上游火锅市场的蓬勃发展，近年增长强劲，2010-2019 年火锅调味料市场年均复合增速为 15.0%，2019 年市场规模达 154 亿元，预计 2021 年市场规模突破 300 亿。

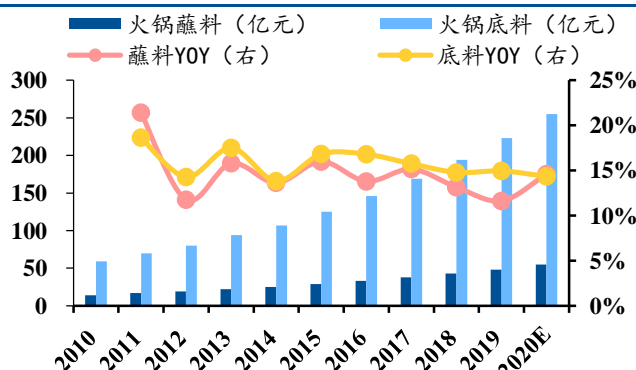
早期火锅店的火锅底料以人工炒制为主，随着企业规模的扩张，门店数量增加，人工炒制难以满足需求，越来越多火锅餐饮企业选择袋装火锅底料，工厂规模生产不仅可以避免人工制作口味波动性较大和卫生难以保证的问题，还可以节约时间降低成本，在餐饮行业连锁化的大趋势下，火锅底料在餐饮端发展潜力巨大。同时火锅底料用途十分广泛，不单单局限于火锅汤底，许多菜品制作中也会选择添加火锅底料，更显菜品的香气和辣味。在参与菜品制作方面火锅底料发挥空间较大，可以根据烹饪者喜好灵活添加，在 B 端可以减轻厨师的调味工作，在 C 端可以降低烹饪难度，目前消费者对火锅底料在做菜方面用途仍处于探索阶段，随着该方面认知的加强，在餐饮短和家庭端渗透率尚存较大提升空间。

图 42：火锅调味料是中式复合调味料中第一大品类



资料来源：Frost &amp; Sullivan，民生证券研究院

图 43：火锅底料及火锅蘸料市场规模及增速

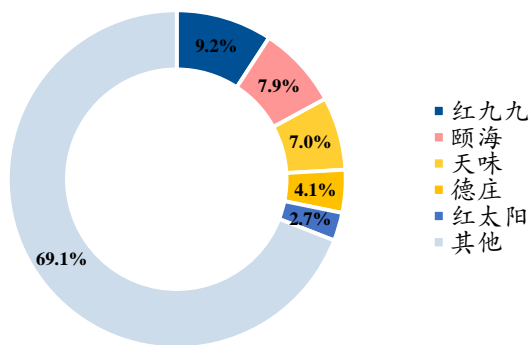


资料来源：Frost &amp; Sullivan，民生证券研究院

**火锅底料市场较为分散，行业集中度存在提升空间。**火锅底料市场竞争一直较为激烈，前五大公司市占率均不超过 10%，CR5 为 30.0%，相较而言，中高端火锅底料市场相对集中，颐海国际是中高端火锅底料第一品牌，且优势突出，市占率达 34.7%，第二、第三大品牌为德庄和小肥羊，市场占比分别为 10.7%和 5.7%，CR3 高达 51.1%。

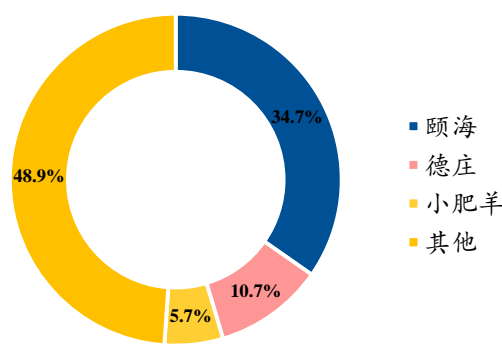
行业目前仍处高速发展阶段，存在大量小规模企业，这部分企业普遍加工方式落后，生产自动化程度低，品牌影响力低，随着市场竞争进一步加剧，大企业不断扩张规模优势显著，会不断挤压小厂商的生存空间，市场份额不断向头部企业集中是必然趋势。

图 44：火锅底料市场竞争格局相对分散（2018 年）



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

图 45：中高端火锅底料市场相对集中（2018 年）



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

川菜调料是针对四川特色菜肴和餐饮研发定制的方便性复合调味料，可分为鱼系列调味料、炒菜系列调味料、汤系列调味料和川式香肠腊肉调味料等。其中鱼系列调味料发展最为成熟，各头部企业均有布局。根据中国产业信息网数据，川菜调味料市场 2011 年-2018 年年均复合增速为 19.5%，明显快于复合调味品行业平均增速（14.7%），受益于麻辣口味的成瘾性，川菜调味料享有较高景气度，预计未来仍将保持较快增速（15%+）。川菜调味料具有明显的地域文化特征，参与企业多集中于四川、重庆地区，区域型较强，行业高度分散，行业龙头天味食品 2018 年市占率仅为 2.82%，行业集中度提升存在较大空间。

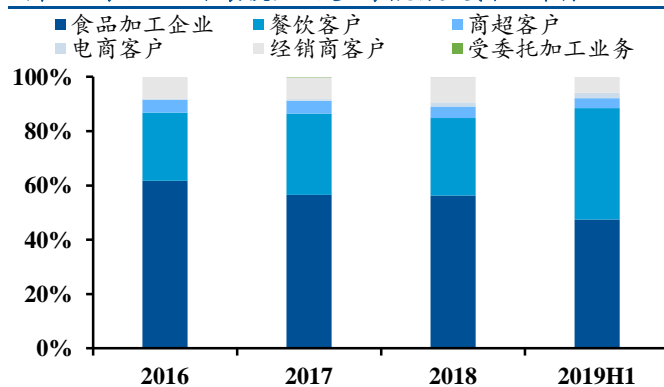
## 2. 定制化中式复合调味品业务成长空间广阔

**定制化中式复合调味品业务成长空间广阔。**据 Frost & Sullivan，2016 年我国定制化中式复合调味品占中式复合调味品行业的 16.5%，预计 2016 至 2021 年以 23.3% 的年均复合增速增长，2021 年渗透率将提升至 22.0%。随着餐饮企业对于定制化复合调味品接受程度的提高，渗透率提升空间巨大，市场发展前景优越。

以日辰股份为例。日辰股份是我国复合调味品 2B 业务的龙头企业，从早期单一面向对日本出口型禽肉加工企业为客、为其定制化生产复合调味品，逐步转型升级为面向食品加工企业、餐饮企业及零售终端市场的复合调味品解决方案提供商，公司 B 端客户收入占公司总收入的近 90%。2012 年以来，伴随国内餐饮行业快速发展，日辰持续开拓餐饮客户，加大对国内餐饮企业定制服务，2016 年至 2019H1，餐饮企业客户收入占比由 25.19% 上升至 41.09%，食品加工客户收入占比由 61.68% 下降至 47.42%，逐步减轻对食品加工客户的依赖，形成了食品加工和餐饮协同发展的态势。

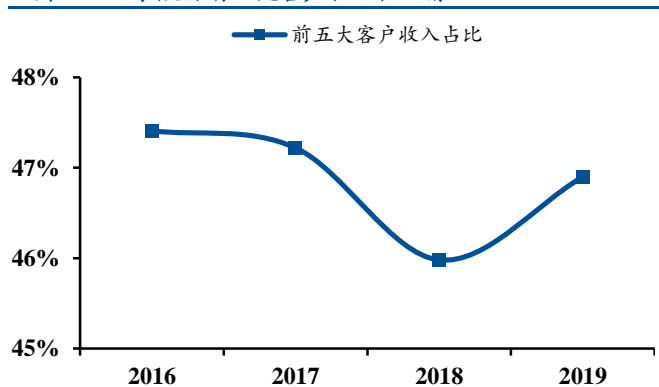
**客户结构优质，合作关系稳定。**食品加工方面主要客户有圣农食品、正大集团、诸城外贸、中粮集团等对日出口型食品加工企业；餐饮方面主要客户有呷哺呷哺、味千拉面、鱼酷、永和大王等大中型连锁餐饮企业；商超方面主要客户有永旺、无印良品、全家等品牌的 OEM 业务。其中圣农食品、正大集团、味千中国、诸城外贸一直稳居公司前五大客户，2016 年-2019 年，公司前五大客户收入占比稳定在 45% 以上，其中圣农食品一直是公司的第一大客户，收入占比稳定在 13% 以上。

图 46：食品加工和餐饮企业是日辰股份主要收入来源



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 47：日辰股份前五大客户收入占比情况

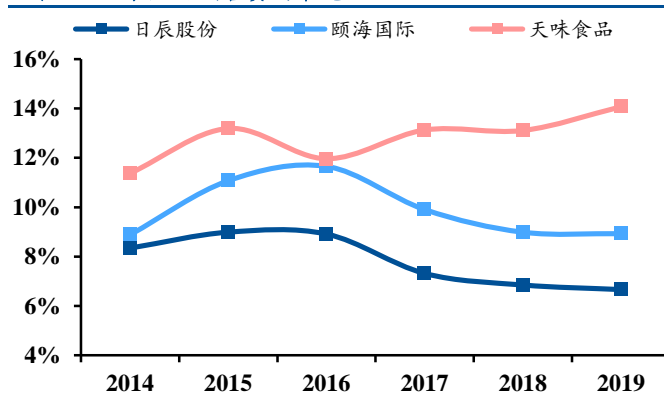


资料来源：Wind，民生证券研究院

**2B 模式下销售费用率较低，差异化定位享有更高毛利率。**销售费用率上，公司以 B 端客户为主，客户维护和开拓上以产品品质和口碑效应获得客户认可，客户粘性高，合作关系稳定，因此不需要较多的广告费用投放，销售费用率显著低于同行业其他公司。毛利率上，公司每年 90% 以上的产品系为客户研发定制，生产模式以“多品种、小批量、订单式”为主，公司凭借产品差异化满足客户需求，获得超额利润，因此公司享有较高的毛利率，毛利率水平接近 50%，显著高于天味食品和颐海国际（均在 38% 左右）。

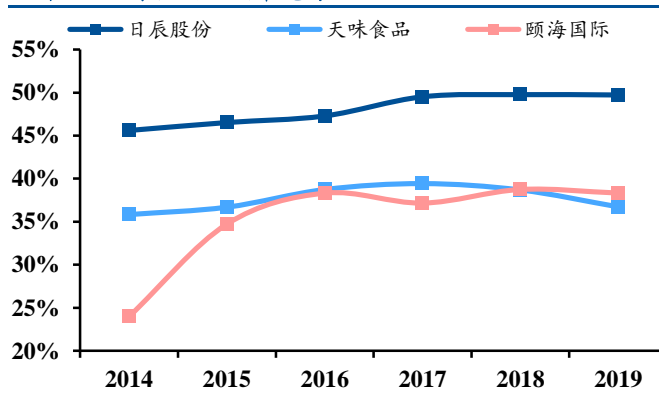
**定制化中式复合调味品市场极为分散，约有 800-1200 家参与者。**目前复合调味品上市公司主要以生产标准化产品为主，市场参与者众多，竞争相对激烈，而定制化市场参与公司数量相对较少，竞争环境相对宽松，同时公司作为定制化复合调味品行业龙头企业，具有较高的产品定价权。

图 48：日辰股份销售费用率更低



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 49：日辰股份毛利率更高



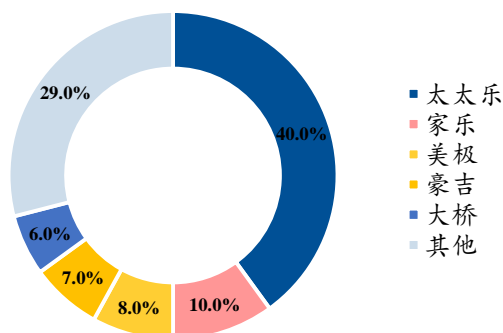
资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）鸡精和西式复合调味料：行业集中度提升空间相对有限

鸡精行业步入稳定发展阶段，饮食西化程度的提高推动西式复合调味品的增长。相比味精，鸡精由多种呈味物质配制而成，味道更自然和丰富，并且没有味精食用后的口干感。上世纪 90 年代初，鸡精产品开始在我国规模化生产，经过近三十年的发展，消费者对于鸡精的认可程度不断提升，在家庭端鸡精对味精替代程度较高，2019 年替代率达 64%。西式复合调味料的增长需要靠西餐餐饮市场的带动，随着国人对于西式餐饮的接受程度提高，西式复合调味料市场规模将相应提升。

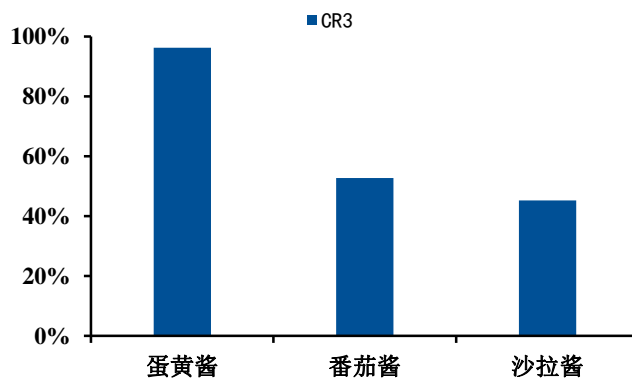
鸡精和西式复合调味料市场较为集中，集中度提升空间有限。鸡精行业发展较为成熟，行业集中度较高，市场基本被外资企业占据，前五大品牌分别为太太乐、家乐、美极、豪吉和大桥，2018 年 CR5 为 71%。由于中西口味差异，在我国西式复合调味料的消费量不高，行业同样主要有外资品牌主导，行业集中度较高，2018 年番茄酱、沙拉酱、蛋黄酱市场 CR3 分别为 52.7%、45.3%、96.3%。

图 50：鸡精市场基本被外资企业占据（2018 年）



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 51：西式复合调味料市场相对集中（2018 年）



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

## 四、头部企业比较：产品+渠道构筑起头部公司核心竞争力

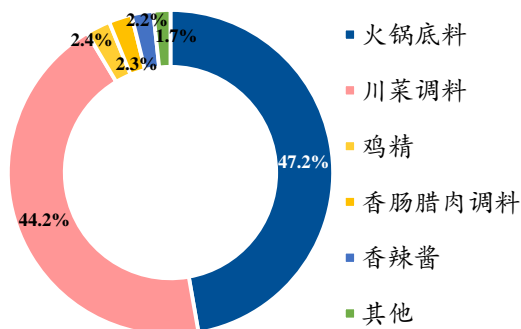
### （一）产品端：产品周期短，新品研发能力尤为重要

头部企业产品主要集中于火锅底料和中式复合调味料。行业自身特点决定复合调味品品类众多，且各品类存在多种口味。天味食品共有“好人家”、“大红袍”、“天车”、“有点火”四大品牌、9大类100多种产品，颐海国际共拥有61款火锅调味料产品和37款中式复合调味料产品。

天味食品以川味复合调味料为主，火锅底料和川菜调味料齐头并进，2019年火锅底料和川菜调料分别实现收入8.16亿元和7.63亿元，占公司营收的47.2%和44.2%，合计占公司营收的91.4%。公司在川菜调味料上产品优势显著，包括水煮肉片调味料、鱼香肉丝调味料、回锅肉调味料、麻婆豆腐调味料、辣子鸡调味料等，基本囊括了主流川菜菜品。

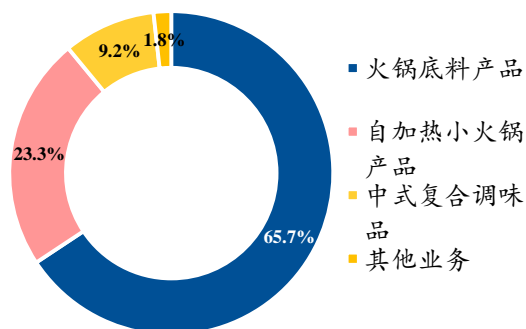
颐海国际产品品类相对丰富。产品口味上不局限于川味，还拥有如清汤火锅底料、番茄火锅底料、菌汤火锅底料等口味比较清淡的复合调味料。公司收入主要依靠火锅底料贡献，2019年公司火锅底料产品和中式复合调味料产品收入分别为28.13亿元和3.95亿元，收入占比分别为65.7%和9.2%，两者合计占比达74.9%。

图 52：天味食品收入占比（2019 年）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 53：颐海国际收入占比（2019 年）



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 1：颐海国际主要复合调味料产品

火锅调味料			中式复合调味料			
火锅蘸料	火锅底料		鱼调味料	小龙虾调味料	佐餐酱	其他
麻辣	红咖喱牛油	麻辣清油	上汤酸菜鱼	麻辣小龙虾	酸辣燕麦青椒酱	酸汤麻辣烫
香辣	番茄	麻辣牛油	泡椒酸汤鱼	香辣小龙虾	原味红葱黄豆酱	清油麻辣烫
原味	清汤	川香牛油	精品水煮鱼	十三香小龙虾	香辣精品牛肉酱	番茄麻辣烫
油碟	菌汤	醇香牛油	番茄酸汤鱼	卤香小龙虾	甜辣新疆甜椒酱	麻辣香锅
干碟	上汤三鲜	青椒麻辣牛油	鲜辣酸爽鱼	麻辣泡椒小龙虾	鲜辣青椒牛肝菌酱	原味珍卤调味汁
		浓香麻辣牛油		酸甜咕啫小龙虾		

资料来源：淘宝网，民生证券研究院

表 2：天味食品主要复合调味料产品

好人家					大红袍		天车
鱼调味料	小龙虾调料	川菜调味料		火锅底料			
老谭酸菜鱼	蒜蓉小龙虾	新疆大盘鸡	糖醋排骨	香肠调味料	牛油	微辣牛油	香辣酱
青椒鱼	香辣小龙虾	水煮肉片	鱼香肉丝	腊肉调味料	麻辣清油	四川印象三	甜面酱



水煮鱼	油焖小龙虾	粉蒸肉	回锅肉	酱肉调味料	手工牛油老火锅	三鲜	鲜骨汤
麻辣藤椒鱼	十三香小龙虾	酸萝卜老鸭汤炖料	五香老卤汁			清真	四川印象麻辣清油
泡椒麻鱼	麻辣小龙虾	麻婆豆腐	辣子鸡			中国红牛油	四川印象麻辣牛油
金汤酸菜鱼		香辣卤汁	红烧牛羊兔				
		宫爆鸡丁	麻辣香锅				

资料来源：淘宝网，民生证券研究院

鱼调料是中式复合调味品中发展相对成熟的品类。鱼肉具有丰富的蛋白质，营养丰富，同时酸菜鱼一直是川菜经典菜肴，因此鱼调味料消费基础十分广泛。2010 年天味食品推出第一款老坛酸菜鱼调味料，公司自有品牌“好人家”重点聚焦鱼调味料，经过十年发展，已经在鱼调味料品类确立了明显领先地位，“好人家”系列年销售量已超过 3 亿袋，主要拥有老坛酸菜鱼调味料、青花椒水煮鱼调味料、金汤酸菜鱼调味料、麻辣藤椒鱼调味料、泡椒麻鱼调味料等产品。颐海国际于 2014 年进入鱼调料领域，主要拥有上汤老坛酸菜鱼调味料、水煮鱼调味料、泡椒酸汤鱼调味料三个产品。

表 3：天味食品鱼调料系列主要产品



资料来源：好人家天猫旗舰店，民生证券研究院

小龙虾调味料和佐餐酱近年发展较快，潜力较大。小龙虾是餐饮界近年来最火爆的菜肴，口味主要有麻辣小龙虾、香辣小龙虾、蒜蓉小龙虾、十三香小龙虾等，消费季节性较强，夏季是消费旺季，顺应小龙虾火爆的潮流，各公司均推出了相关产品。“佐餐”概念的兴起，带动佐餐酱的火热。佐餐酱口味丰富吃法多样，可以用来拌饭、拌面、做菜等，同时具有开胃属性，深受白领和学生群体喜欢。老干妈是我国佐餐酱第一品牌，近几年也涌现出不少佐餐酱品牌，如饭扫光、虎邦等，各大公司海天、颐海国际、厨邦等也相继进入佐餐酱领域，推出相应产品。

表 4：颐海国际和天味食品小龙虾调味料产品



资料来源：淘宝网，民生证券研究院

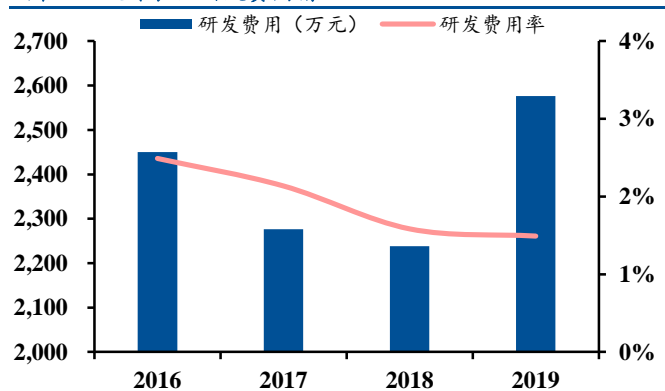
表 5：佐餐酱线上销量前十大品牌



资料来源：淘宝网，民生证券研究院

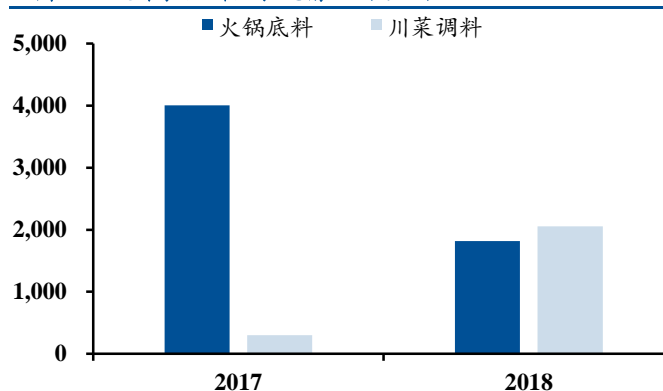
研发能力是企业发展的核心壁垒。复合调味料存在易被模仿复制的问题，只有持续创新成为口味引领者才能享有丰厚利润，因此研发能力是企业核心竞争力。2018 年颐海国际推出产品项目制，员工可自行组队提出产品创意、完成新品开发从立项到上市的完整流程，项目组在产品上市盈利后可得到奖励。在产品项目制激励下，公司不断推出新品，产品矩阵持续丰富。天味食品以用户需求为导向，通过 BC 联动创新产品服务客户。公司研发中心曾被评定为四川省企业技术中心，拥有百余人的研发团队，具有较强的产品研发优势。

图 54：天味食品研发费用情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 55：天味食品新品表现情况 (万元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

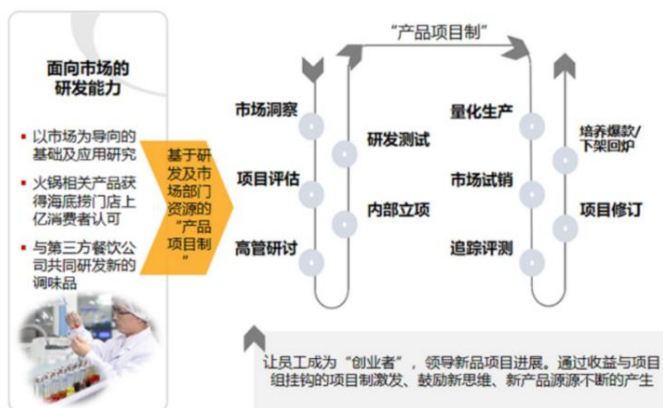
表 6：颐海国际、天味食品每年新品推出数量

	2016	2017	2018	2019
<b>颐海国际</b>				
火锅底料	11	3	—	7
中式复合调味料	11	5	—	8
合计	22	8	16	15
<b>天味食品</b>				
火锅底料	0	7	3	5
中式复合调味料	2	9	9	3
合计	2	16	12	8

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 56：颐海国际 2018 年推出“产品项目制”鼓励创新

### 创新产品项目机制，全员成为产品人



资料来源：颐海国际公司官网，民生证券研究院

图 57：天味食品历年新品推出情况



资料来源：天味食品招股书，民生证券研究院

## (二) 渠道端：经销商渠道占比最高，定制餐调渠道大有可为

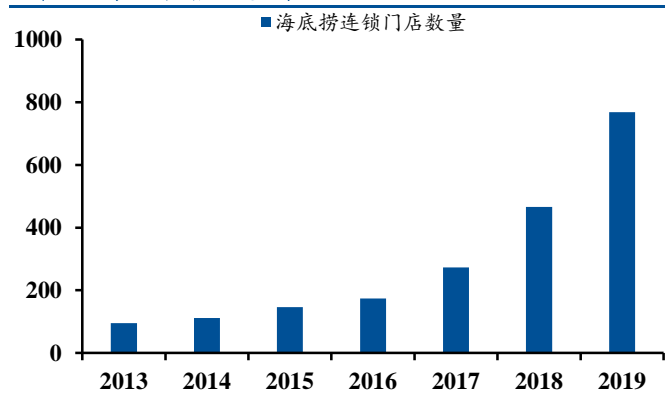
渠道力的强弱决定了各企业可以占据的市场份额，调味品行业“小食品，大流通”的特征使得营销网络的建设尤为重要。目前行业内公司普遍以经销商模式为主，定制餐调和电商渠道也逐渐成为各公司的主要发力点。

### 1. 经销商渠道：头部企业营销网络基本覆盖全国，但覆盖密度提升空间大

颐海国际品牌知名度较高，经销网络基本覆盖全国。公司经销商渠道覆盖中国 31 个

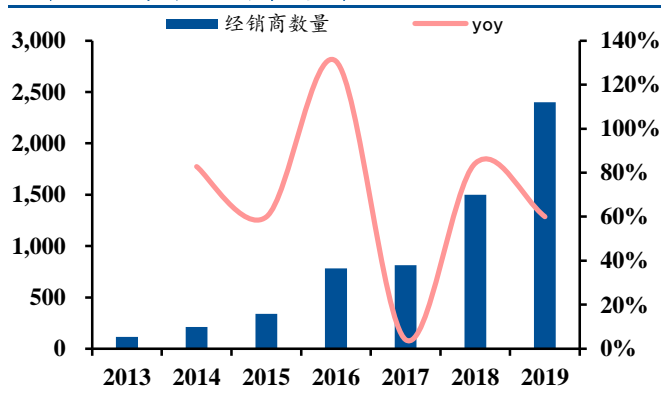
省级地区，49 个海外国家和地区。公司经销商数量迅速扩张，由 2013 年的 116 家提升至 2019 年的 2400 家。同时作为海底捞的独家火锅底料供应商，伴随着海底捞的门店数量的迅速增加，公司也将相应获益。

图 58：海底捞门店数量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 59：颐海国际经销商数量情况

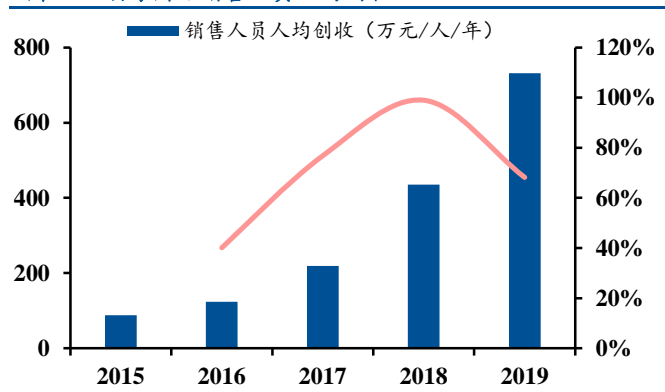


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**激励政策到位，深度绑定销售团队利益。**在销售人员激励上，公司 2018 年推出“合伙人”制度，把销售人员的业绩提成和其负责单元的利润挂钩，并给予一定的渠道费用使用权限。“合伙人”制度下，销售人员获得充分的业务自主权，销售额增速和费用使用效率均得到显著提升。2019 年公司在原“合伙人”制度上引入“合伙人裂变制”，激励销售合伙人培养优秀的徒弟合伙人分享利润，从而深度绑定合伙人团队利益，并明确销售体系的淘汰竞争制，即“PK 制度”，淘汰业务能力差的合伙人，激励业务能力突出的合伙人。

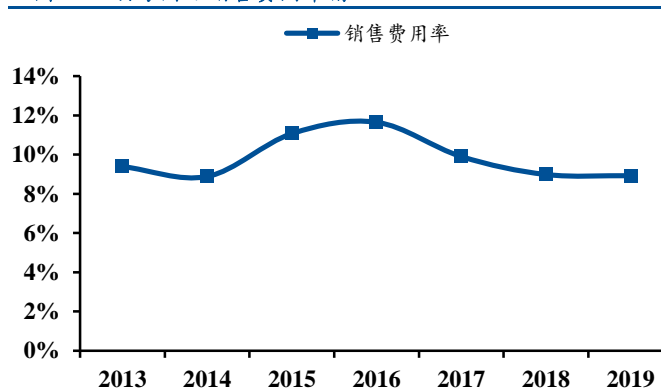
**在对经销商激励上**，2019 年公司以提升配送服务效率和满意度的方式实现对经销商的激励，在六个区域建立了物流分仓，缩短发货周期，降低了经销商起订数量，让经销商的订货频次更为灵活，同时降低了经销商库存，进一步保证了渠道的健康和可控度。在激励制度的激励下，公司销售人员人均创收连年增加，2019 年销售人员人均创收高达 731.65 万元，较去年提升 68.2%。

图 60：颐海国际销售人员人均创收



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 61：颐海国际销售费用率情况



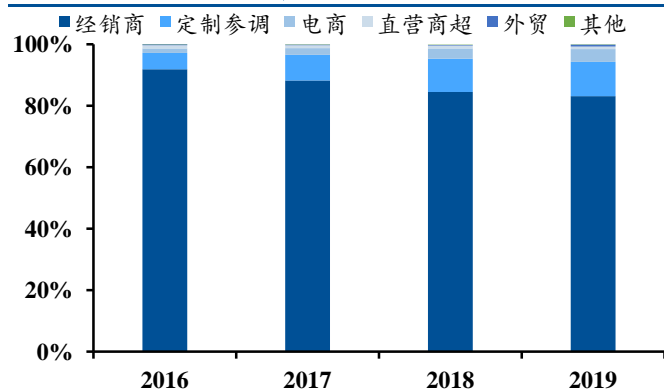
资料来源：Wind，民生证券研究院

天味食品销售上以经销商模式为主，定制餐调、电商、直营商超为辅。截止 2019 年，公司共有经销商 1,221 家，较 18 年大幅增长 (+50.9%)，销售网络覆盖约 36 万个零售终



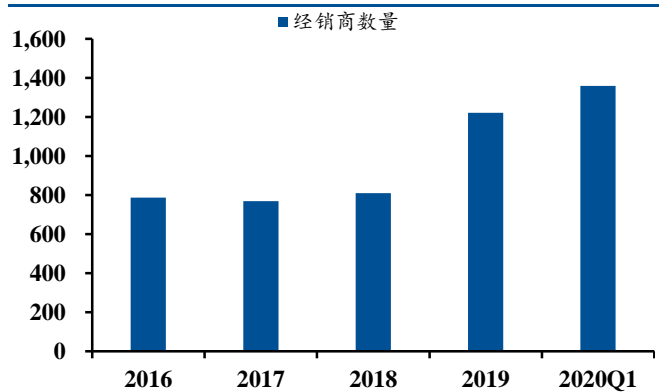
端、5.96 万个商超卖场和 4.8 万家餐饮连锁单店，全国 80% 以上地级市均有经销商覆盖，目前渠道已经下沉至市县一级，市场网络覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市，形成了四川、河南、东北三省、江苏、陕西、甘肃、新疆、天津、北京、上海等多个优势省市以及由浙江、江西、云南等组成的快速增长区域。

图 62：天味食品渠道分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 63：天味食品经销商数量情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 64：天味食品销售区域分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2. 定制餐调渠道大有可为

定制餐调渠道主要是针对餐饮客户的需求定制复合调味料产品，可以帮助餐饮企业改善服务效率，提升食品质量，加强标准化程度，促进业务快速扩张。

**定制餐调客户具有培育周期长，粘性强的特点。**定制餐调业务从和客户确立合作到按照客户需求还原制作，再到根据客户反馈意见进行调整，最后客户同意进行批量采购中间耗时较长，但同时当客户对该定制产品满意完成批量采购环节后，容易和公司建立相对稳固的长期合作关系，具有可持续性和稳定性。

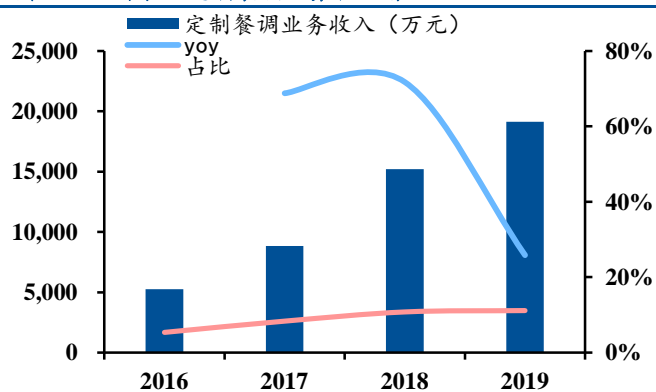
天味食品凭借深耕行业多年的经验，结合自身的研发优势重点拓展定制餐调业务，并以初见成效。2015-2019 年定制餐调渠道收入 CAGR 高达 54.0%，规模由 2015 年的 5,241.7 万元扩张至 2019 年的 19,123.5 万元。2015-2018 年公司定制餐调客户数量分别为 77 家、190 家和 203 家，客户数量增加显著，和李想餐饮、姐弟俩土豆粉、朱氏锅底香和张亮麻辣烫等品牌均达成了长期合作关系。



定制餐调业务毛利较低，以川菜调味料为例，2018 年公司经销商渠道/直营渠道/外贸渠道/电商渠道/定制餐调渠道毛利率分别为 43.1%/59.2%/54.7%/55.4%/18.4%，定制餐调渠道毛利率显著低于其他渠道。该部分业务正处于迅速扩张阶段公司积极抢占市场份额的阶段，定价策略上对毛利的要求低于经销商渠道，同时由于定制餐调渠道大多为小批量定制生产，成本略高，随着未来公司市占率的增加，定价话语权增加，该业务的盈利水平也会相应上升。

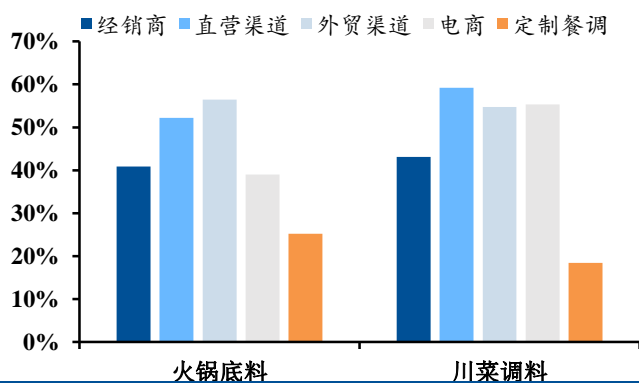
2019 年公司定制餐调业务模式实现升级，从纯定制业务模式转向为标品大单品销售+头部客户定制，从单一业务销售型定制模式转向为餐饮定制+餐饮应用解决方案，对重点客户产品横向拓展、产品升级、定制业态拓展，增加了客户粘性。

图 65：天味食品定制餐调业务收入情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 66：定制餐调渠道毛利较低



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 五、行业相关标的重点关注

复合调味品正处于发展初期阶段，人均消费量和渗透率均存在较大提升空间。B 端受益于餐饮连锁化率提升和外卖渗透率提升，餐饮企业标准化诉求下带动定制复合调味料需求提升，C 端受益于消费者烹饪便捷化、简单化、健康化诉求，推动复合调味料消费量提升。细分行业上中式复合调味料“赛道”最优，其中火锅底料、鱼系列调味料、小龙虾系列调味料、佐餐酱发展势头最强劲。建议关注产品研发水平高，渠道力强的头部企业——天味食品、颐海国际、日辰股份。

### （一）天味食品：根植西南，川味复合调味料产品优势明显

公司主营川味复合调味料的生产和销售，2019 年火锅底料业务收入占比为 47.3%，川菜调料业务收入占比为 44.2%，两部分业务合计占 91.5%。公司在川式麻辣口味火锅底料川菜复合调味料产品研发推广方面优势突出，在鱼调料品类上领先地位明确。

**积极推出激励计划，充分绑定管理层利益。**2020 年 5 月，公司推出股权激励计划，拟向包括董事、高级管理人员和中层管理人员再捏共 176 名激励对象授予 420 万份股票期权和 310 万股限制性股票。股票期权的考核要求分别为 2020/2021 年营业收入较 2019 年增长不低于 50%/125%；限制性股票的考核要求分别为 2020/2021 年营业收入较 2019 年增长不低于 30%/69%。

**不断开拓业务模式，重点发力定制餐调渠道。**公司依托深耕行业多年经验和较强的产品研发能力，逐步向连锁餐饮企业提供定制化服务。目前公司定制餐调渠道规模较小，2019 年定制餐调渠道实现收入 1.91 亿元，较上年+26.0%，收入占比 11.41%，受益于公司较早布局，伴随市场开拓，客户数量和规模将不断增长，将持续为公司贡献稳定、长期的收益。

### （二）颐海国际：品牌力强，激励政策优越

**公司龙头地位稳固，扩张速度快，扩张能力强。**2017/2018/2019 公司营收保持高速增长，营业收入分别为 16.46 亿元/26.81 亿元/42.82 亿元，同比增速分别为 51.31%/62.88%/59.71%，收入规模领先天味食品和日辰股份。作为海底捞独家火锅底料供应商，公司享有较强的品牌影响力，产品主要定位中高端，在中高端火锅底料市场一枝独秀，市占率达 34.7%。公司在产品品类上不断拓宽，2017 年公司开始进入方便速食领域，2019 年该部分业务收入已接近 10 亿元，占公司营收的 23.3%。公司激励政策优越，产品研发上，推行“产品项目制”，鼓励员工自主创新，不断丰富公司产品矩阵；销售人员激励上，引入“合伙人裂变制”，鼓励销售合伙人培养优秀的徒弟合伙人共同分享利润，深度绑定合伙人团队的利益；经销商激励上，不断提升配送服务效率和满意度，实现精细化管理。

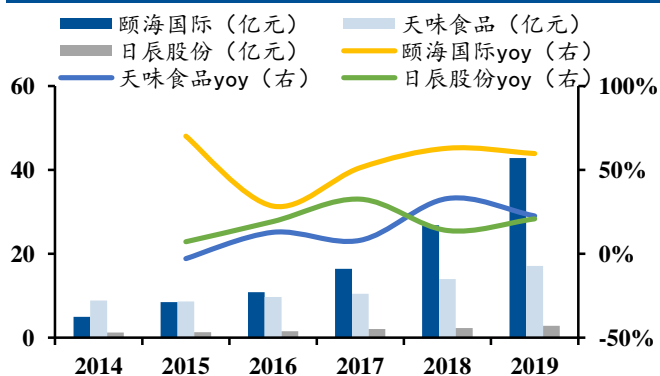
### （三）日辰股份：定制复合调味料龙头企业，盈利能力突出

公司最初为日本食品服务株式会社在中国设立的全资子公司，后逐步发展成为我国定制复合调味料龙头企业。公司主要面向 B 端客户进行定制化生产，2019 年 B 端客户收入

占比在 88% 以上，公司 90% 以上产品是为客户专门定制生产，同时公司还通过自有品牌“味之物语”直接面向零售市场销售。

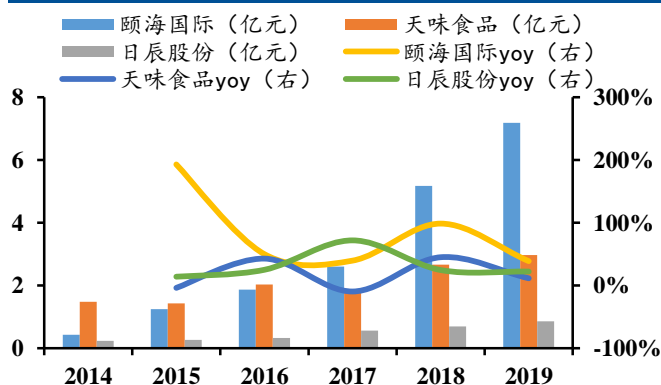
作为定制复合调味品行业的龙头企业，公司将充分享有行业景气红利。2B 模式下，公司与客户合作关系长期稳定，和圣农发展、正大集团、味千中国、呷哺呷哺等大企业、大品牌形成稳定合作关系，这部分客户更关注定制产品的食品安全、产品质量和风味的独特性，愿意为此支付更高的溢价，因此公司享有较高的利润空间，毛利率维持在 50% 左右。受益于连锁餐饮企业标准化、定制化需求的提升，餐饮渠道的收入占比有望进一步提升，助推公司收入规模迅速提升。

图 67：头部企业营收及增速情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 68：头部企业归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 六、风险提示

餐饮连锁化率提升不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等。

## 插图目录

图 1: 调味品分类情况.....	3
图 2: 复合调味品增速明显快于调味品行业增速.....	4
图 3: 我国复合调味品渗透率仍有较大提升空间（2018 年）.....	4
图 4: 复合调味品各品类增速（单位：亿元）.....	4
图 5: 复合调味品各品类占比（2016 年）.....	4
图 6: 复合调味品主要生产流程.....	5
图 7: 调味品行业 CR100.....	5
图 8: 火锅调味料行业集中度.....	5
图 9: 调味品主要渠道占比.....	6
图 10: 外出就餐调味品消耗量更高.....	6
图 11: 餐饮渠道消费者调味品选购原因.....	6
图 12: 人均调味品支出占人均食品烟酒消费比例不足 2%.....	6
图 13: 2010-2024 年餐饮行业收入及增速情况.....	7
图 14: 居民人均可支配收入逐年提升.....	8
图 15: 我国城镇化率提升仍有空间.....	8
图 16: 2018 年消费者外出就餐消费频次分布.....	8
图 17: 城市居民外出就餐率高于农村.....	8
图 18: 2018 年消费者外出就餐频次变化情况.....	8
图 20: 连锁餐饮企业总店数量.....	9
图 21: 连锁餐饮企业收规模及增速.....	9
图 22: 餐饮连锁化率提升空间巨大.....	9
图 23: 连锁餐饮企业统一配送商品比例.....	9
图 24: 餐饮互联网外卖行业市场交易规模.....	10
图 25: 外卖行业渗透率.....	10
图 26: 在线餐饮外卖用户订餐原因分布（2019 年）.....	10
图 27: 网络外卖平台用户消费的餐饮品类（2019 年）.....	10
图 28: 我国各年龄阶段人口占比.....	11
图 29: 复合调味品显著提升了烹饪效率.....	11
图 30: 我国调味品人均年度开支情况.....	11
图 31: 复合调味品人均年度开支提升空间较大（2016 年）.....	11
图 32: 日本单人家庭比例不断上升.....	12
图 33: 日本老龄化现象显著.....	12
图 34: 日本酱油产量呈下降趋势.....	12
图 35: 日本家庭酱油衍生品消费超过酱油消费.....	12
图 36: 中式复合调味品市场规模及增速.....	13
图 37: 酸菜鱼餐饮市场规模及增速.....	13
图 38: 川菜和火锅热度持续升温.....	13
图 39: 火锅是餐饮品类中第一大品类.....	13
图 40: 火锅餐饮市场规模及增速.....	14
图 41: 2019 中国火锅消费情况.....	14
图 42: 火锅调味料是中式复合调味料中第一大品类.....	14
图 43: 火锅底料及火锅蘸料市场规模及增速.....	14
图 44: 火锅底料市场竞争格局相对分散（2018 年）.....	15
图 45: 中高端火锅底料市场相对集中（2018 年）.....	15
图 46: 食品加工和餐饮企业是日辰股份主要收入来源.....	16
图 47: 日辰股份前五大客户收入占比情况.....	16

图 48: 日辰股份销售费用率更低.....	16
图 49: 日辰股份毛利率更高.....	16
图 50: 鸡精市场基本被外资企业占据 (2018 年) .....	17
图 51: 西式复合调味料市场相对集中 (2018 年) .....	17
图 52: 天味食品收入占比 (2019 年) .....	18
图 53: 颐海国际收入占比 (2019 年) .....	18
图 54: 天味食品研发费用情况.....	20
图 55: 天味食品新品表现情况 (万元) .....	20
图 56: 颐海国际 2018 年推出“产品项目制”鼓励创新 .....	21
图 57: 天味食品历年新品推出情况.....	21
图 58: 海底捞门店数量情况.....	22
图 59: 颐海国际经销商数量情况.....	22
图 60: 颐海国际销售人员人均创收.....	22
图 61: 颐海国际销售费用率情况.....	22
图 62: 天味食品渠道分布.....	23
图 63: 天味食品经销商数量情况.....	23
图 64: 天味食品销售区域分布.....	23
图 65: 天味食品定制餐调业务收入情况.....	24
图 66: 定制餐调渠道毛利较低.....	24
图 67: 头部企业营收及增速情况.....	26
图 68: 头部企业归母净利润及增速情况.....	26

## 表格目录

表 1: 颐海国际主要复合调味料产品.....	18
表 2: 天味食品主要复合调味料产品.....	18
表 3: 天味食品鱼调料系列主要产品.....	19
表 4: 颐海国际和天味食品小龙虾调味料产品.....	19
表 5: 佐餐酱线上销量前十大品牌.....	20
表 6: 颐海国际、天味食品每年新品推出数量.....	20



## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。