

# 酱油优质 食醋长青 调味品仍然大有作为

## 调味品行业深度报告

分析日期 2019年03月13日

**行业评级： 标配(40)**
**证券分析师： 江迎若**

执业证书编号： S0630517040001

电话： 20333452

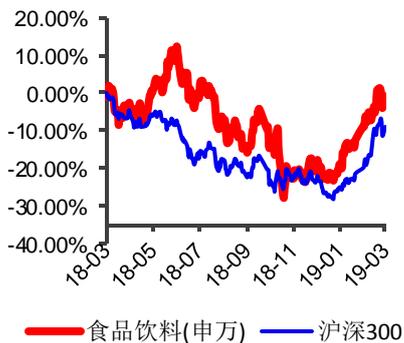
邮箱： jyr@longone.com.cn

**联系人： 赵从栋**

电话： 20333784

邮箱： zhaocd@longone.com.cn

### 行业走势图



### 相关研究报告

### ◎ 投资要点：

◆**酱油：质地优良的调味品之王。**酱油是调味品行业最大细分领域。2015年酱油类产量增速出现明显放缓，行业从此前的急速放量已逐步转向量价齐升、结构优化、品类创新的行业发展新时期。海天体量遥遥领先，已经成长为全国性品牌，而李锦记、厨邦、欣和作为第二梯队，呈现出一超多强的局面，但是行业整体集中度仍然不高，行业 CR3 仅为 31%。

◆**食醋：缺少大品牌的常青树行业。**食醋的可替代品非常少，并且迎合了健康的消费观念，因此属于长青的调味品子行业。但是消费量的增长较为迟缓，近 3 年的复合增长率仅为 3.41%，销售收入的增长主要由产品价格的推动。同时食醋区域性发展特点明显，包括生产工艺的差异和地区口味差异，因此行业内缺乏全国性品牌，多为区域性、作坊式企业，行业 CR3 仅为 10.1%，行业亟待整合。

◆**整体消费量稳步增长。**我们认为未来酱油行业年均产量增速在 5% 左右，有两方面因素可以作为酱油消费量增长动力：1、随着消费者对调味料健康的需求不断增长，酱油可以部分替代食盐味精的功能；2、餐饮行业的持续回暖造成酱油用量增加。食醋方面由于烹饪习惯，很难像酱油一样通过餐饮烹饪获得量增，对比美日，我们认为醋饮料或许将成为食醋行业新的量增长点。

◆**价格上升通道通畅。**调味品具有的消费占比低、消费额少、频次低和刚性需求的消费属性使得产品提价理论上成立。同时为了满足消费者的健康和品质需求，企业不断进行产品结构优化和升级，属于被动的提价。2019 年预计原材料价格处于高位震荡状态，龙头企业具有较强的定价权，同时行业一般在 2-3 年进行提价，上次行业提价是在 2016 年末开始的，因此我们认为调味品行业可能会在明年两年进行一次大规模提价。

◆**复合调味品将成为全行业新的增长点。**复合调味品目前增速较快，还处于发展起步阶段。我们认为复合调味品行业年复合增速将在 15% 以上。我们认为调味品行业的龙头公司的抢先布局将在复合调味品这片蓝海中持续受益。

◆**投资建议：**从下游来看，餐饮行业与调味品行业具有很强的联动性，餐饮行业 and 外卖行业的发展是调味品量增的主要来源；而家庭消费者对于健康和产品品质需求的不断提高，将促使企业的产品结构将不断得到升级和优化，增厚企业利润，从上游看，随着行业集中度的提高，龙头企业的议价能力逐渐增强，龙头企业可以通过产品提价来对冲原材料价格上涨带来的成本压力，同时依靠其价格优势持续收割市场份额。在新兴行业方面，龙头企业可以依靠其技术、品牌、渠道和资金等方面的优势，可以抢先布局，培养消费者的消费习惯，获取超额利润。食醋行业发展处于初级阶段，区域性品牌竞争比较激烈，未来品牌化是趋势，建议关注在行业竞争中占据优势，业绩稳定，有国改预期并在 2019 年率先提价的恒顺醋业；酱油行业品牌效应强，龙头地位稳固，企业间的竞争格局稳定，建议关注布局高端酱油市场，进行差异化竞争的千禾味业。

◆**风险提示：**销售不达预期，成本波动，食品安全问题。

## 正文目录

<b>1. 调味品行业现状分析：多品类大市场+行业集中度不高</b>	<b>4</b>
1.1. 多品类大市场	4
1.2. 酱油:质地优良的调味品之王	5
1.2.1. 产量稳增，结构尚待优化	5
1.2.2. 呈现一超多强的竞争格局，行业集中度不高	5
1.3. 醋：缺少大品牌的常青树行业	7
1.3.1. 消费量增长较为迟缓	7
1.3.2. 区域发展特征明显	7
1.3.3. 行业集中度低亟待整合	8
1.4. 调味品销售渠道存在明显差异	8
<b>2. 行业展望：量价齐升+新行业发展</b>	<b>9</b>
2.1. 酱油消费量稳步增长	9
2.1.1. 酱油可以部分替代食盐味精的功能	10
2.1.2. 餐饮行业的持续回暖	10
2.2. 醋饮料将成为食醋子行业新的量增长	11
2.3. 价格上升通道通畅	12
2.3.1. 消费额低，频次低	12
2.3.2. 产品结构优化的被动提价	13
2.3.3. 成本上升推动企业提价	14
2.3.4. 龙头企业具有定价权	16
2.4. 复合调味品将成为全行业新的增长点	18
<b>3. 投资建议</b>	<b>18</b>
<b>4. 风险提示</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1 2011 年-2017 年调味品、发酵制品行业收入和增速（亿元，%）	4
图 2 2008 年和 2015 年酱油、食醋类和味精类在调味品总销售额的占比情况（%）	4
图 3 2008-2018 年酱油年产量和增速（万吨，%）	5
图 4 2017 年调味品公司酱油板块营业收入（亿元）	6
图 5 国内酱油市场各品牌占比（%）	6
图 6 中国酱油企业市占率（%）	7
图 7 日本酱油企业市占率（%）	7
图 8 2013-2017 年食醋规模以上收入和增速（亿元，%）	7
图 9 2013-2017 年食醋消费量和增速（万吨，%）	7
图 10 国内食醋企业市占率（%）	8
图 11 调味品三大销售渠道占比情况（%）	9
图 12 中国和日本人均年度酱油消费量对比（L）	10
图 13 2010-2018 年餐饮收入和同比增速，（亿元，%）	11
图 14 不同消费场景使用量对比（g/kg）	11
图 15 中日美人均食醋消费量对比（L）	12
图 16 2013 年-2017 年调味品支出在食品烟酒占比（%）	12
图 17 各国 2017 年调味品人均消费额（元）	12
图 18 中国各级酱油市场占比（%）	13
图 19 酱油成本构成占比（%）	15
图 20 食醋成本构成占比（%）	15

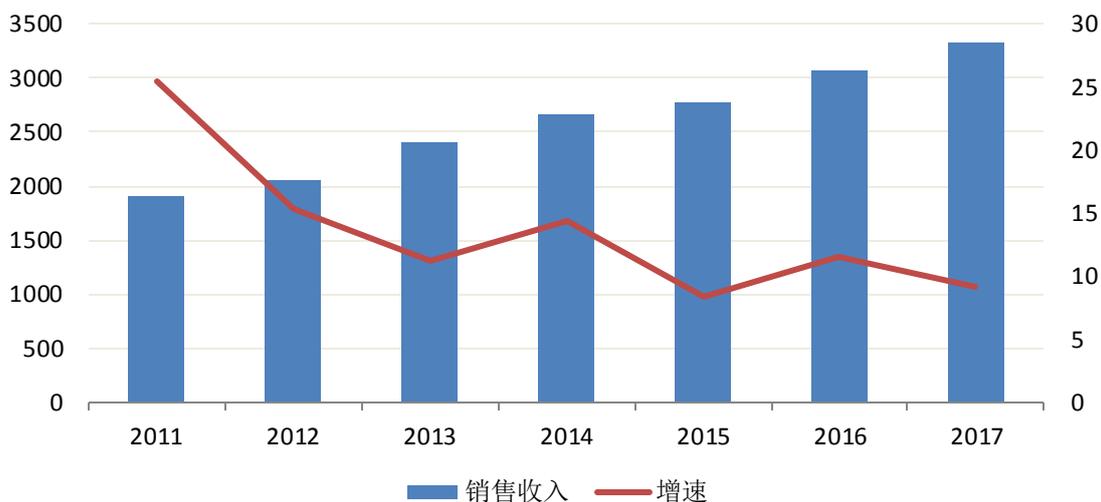
图 21	2014 年-2019 年大豆市场价 (元/吨)	16
图 22	2014 年-2019 年大豆市场价 (元/公斤)	16
图 23	2014 年-2019 年瓦楞纸市场价 (元/吨)	16
图 24	2014 年-2019 年中国玻璃价格指数	16
图 25	1970 年-2019 年日本酱油、食醋 CPI (2015 年=100)	17
图 26	各国 2015 年复合调味品销售额在调味品销售额占比 (%)	18
表 1	四大名醋特点和其主要销售区域	8
表 2	餐饮渠道和零售渠道特点	9
表 3	各酱油企业明星产品价格	13
表 4	各公司醋产品对比	14
表 5	酱油行业历年提价情况	17
表 6	恒顺醋业历年提价情况	17

## 1.调味品行业现状分析：多品类大市场+行业集中度不高

### 1.1.多品类大市场

根据国家统计局的数据，2017年调味品、发酵制品行业收入达到3322亿元，同比增加8.9%，近几年行业增长速度趋缓。

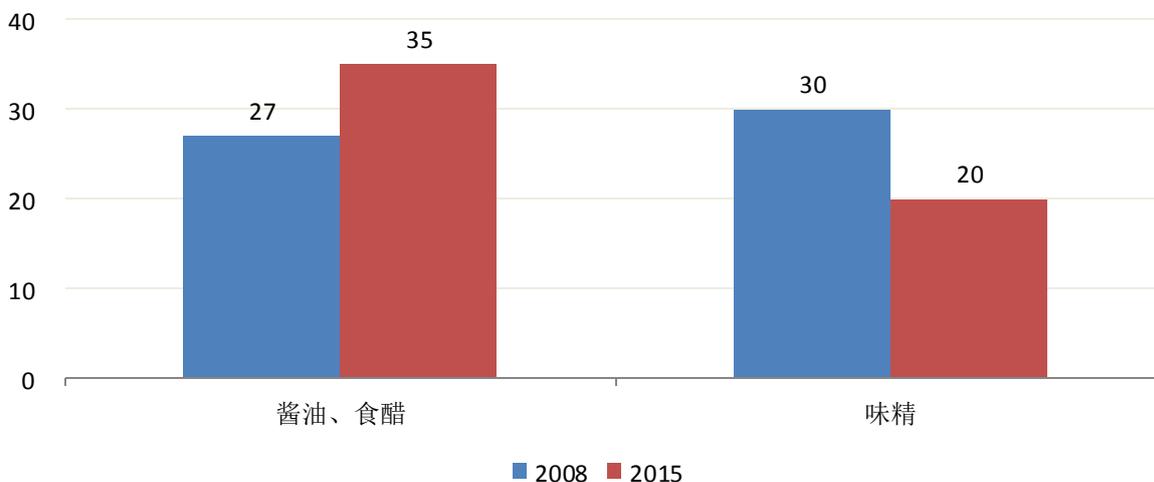
图1 2011年-2017年调味品、发酵制品行业收入和增速（亿元，%）



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

调味品细分品种非常多，包括酱油、食醋、蚝油、调味酱、复合调味料、香辛料等，属于多品类大市场。细分板块来看，由于环保要求和消费者对调味料健康需求的增长，消费者对于食用盐和味精的消费减少，2008-2015年，酱油、食醋及类似产品占调味品总销售额比例已经从27%提升至35%，而味精从30%下降至20%。

图2 2008年和2015年酱油、食醋类和味精类在调味品总销售额的占比情况（%）



资料来源：调味品协会，东海证券研究所

## 1.2. 酱油:质地优良的调味品之王

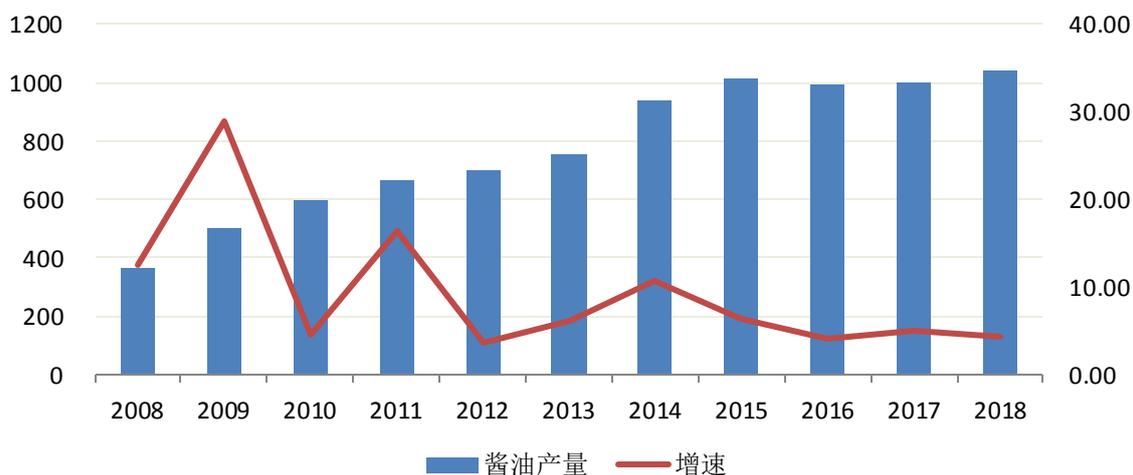
酱油是以富含蛋白质的豆类和富含淀粉的谷类及其副产品为主要原料，在微生物酶的催化作用下分解熟成并经浸滤提取的调味汁液，其功能体现在调味和营养两个层面。酱油是调味品行业最大细分子领域，也是全国化发展最快的子领域。

### 1.2.1. 产量稳增，结构尚待优化

酱油受益于经济的持续发展在 2008 年-2017 年 10 年期间行业产量的复合增速达到 10.52%。但在由于行业基数过大，2015 年酱油类产量增速出现明显放缓，整个行业的发展进入了相对稳定的时期。

根据国家统计局的数据，2018 年中国酱油行业产量为 1041 万吨，可比口径同比增长 4.41%，酱油行业过去 4 年行业产量一直保持个位数增速。因此，我们认为，到目前为止酱油市场粗放式的产能扩张发展空间不大，酱油市场从此前的急速放量逐步转向产量稳增、结构优化、品类创新的行业发展新时期。

图 3 2008-2018 年酱油年产量和增速（万吨，%）

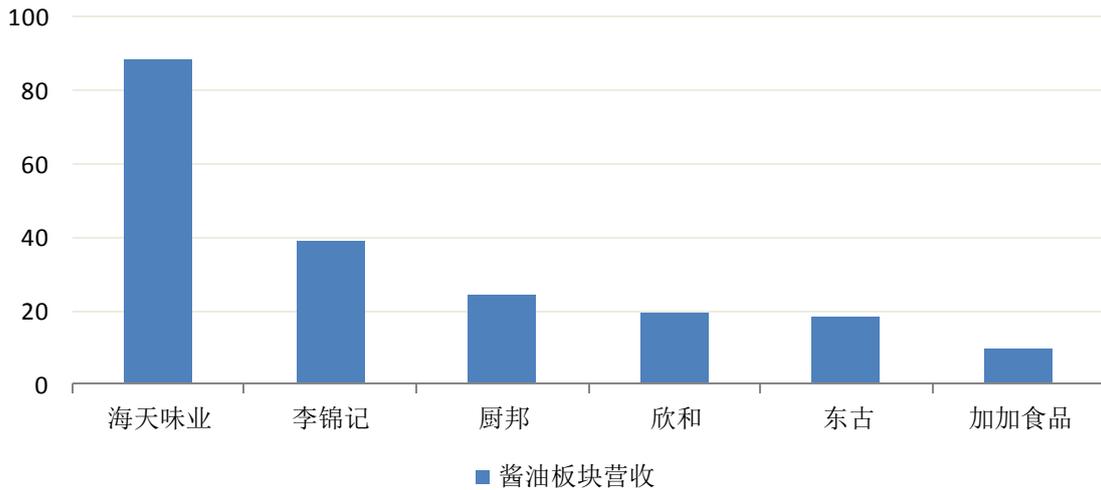


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 1.2.2. 呈现一超多强的竞争格局，行业集中度不高

在酱油行业中，海天体量遥遥领先，已经成长为全国性品牌，而李锦记、厨邦、欣和作为第二梯队，紧随其后，呈现出一超多强的局面。

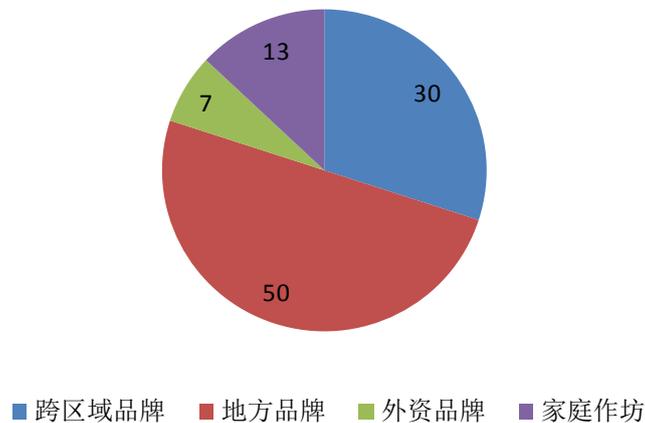
图 4 2017 年调味品公司酱油板块营业收入（亿元）



资料来源：公司年报，调味品协会，东海证券研究所

在国内销售的酱油中，以跨区域全国性品牌市场占比约为 30%，如海天、李锦记和厨邦，市场区域涉及国内多个省份，品牌力度强。区域性地产酱油品牌市场占比 50%左右，例如湖南区域的加加食品，川渝地区的千禾味业，广东的致美斋等，都属于占据本地市场的大份额而省外市场竞争力不强的企业。外资酱油品牌市场占比 7%左右，主要以龟甲万为代表的企业；剩下的 13%为家庭作坊生产的散装酱油，一般自产自销，价格低廉，主攻农村市场。

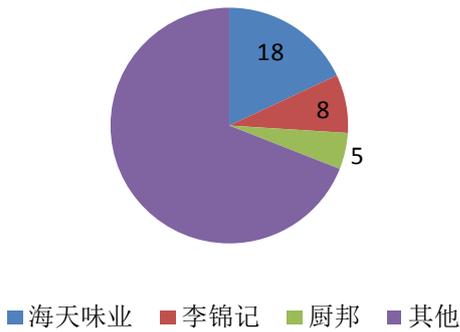
图 5 国内酱油市场各品牌占比（%）



资料来源：调味品协会，东海证券研究所

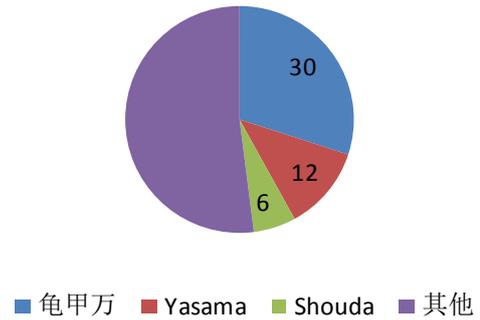
从单个企业规模来看，酱油品类已经诞生海天、厨邦、李锦记等知名品牌，但是行业整体仍然比较分散。海天一家独大，但产量占比也仅为 18%，行业 CR3 占比仅为 31%。相对应的，日本调味品巨头龟甲万在其国内的市占率超过 30%，日本酱油行业 CR3 也达到 48%

图6 中国酱油企业市占率 (%)



资料来源：调味品协会，东海证券研究所

图7 日本酱油企业市占率 (%)



资料来源：调味品协会，东海证券研究所

行业集中度低意味着拥有更多的整合空间,我们认为伴随消费者对高品质生活的追求,未来行业集中度将不断向品牌化公司靠拢。同时在行业增速放缓或者成本增加的背景下中小型企业将面临明显的经营压力,出现逐步退出市场的情况,优质龙头公司将加速收割市场份额,可以不断超越行业发展。

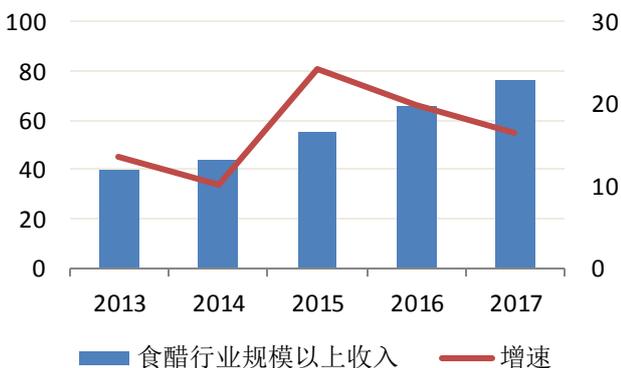
### 1.3.食醋：缺少大品牌的常青树行业

食醋作为调味品的第二大品类,可替代品非常少,并且迎合了健康的消费观念,因此为调味品子行业中最为长青的一类。但是中国喜欢食酸性食物的区域不多,而且食醋频率较高的菜式也较少,因此醋在调味品中的整体用量难以和酱油相比。

#### 1.3.1.消费量增长较为迟缓

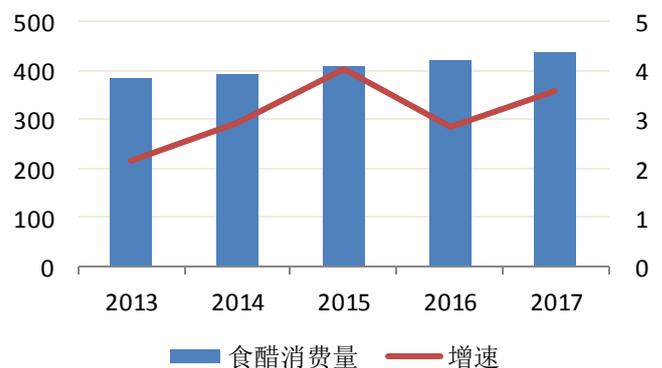
2017年中国食醋行业规模以上收入76.55亿元,同比增长16.37%。但是消费量的增长较为迟缓,销售收入的增长主要由产品价格的推动。2017年中国食醋消费量达436万吨,3年的复合增长率仅为3.41%。

图8 2013-2017年食醋规模以上收入和增速(亿元,%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图9 2013-2017年食醋消费量和增速(万吨,%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

#### 1.3.2.区域发展特征明显

食醋区域性发展特点明显,包括生产工艺的差异和地区口味差异。中国有四大名醋,其生产工艺、口感风味和地区分布都有明显的差异。比如,山西等地区食醋口味较重,当地喜好酸口味,代表是山西老陈醋、紫林醋业、水塔陈醋;广州、福建等地喜好酸度较弱

的甜酸口味，代表是永春老醋，江浙地区口味比较适中，代表是镇江香醋；四川地区有极具地方特色，以药曲酿醋的保宁醋。

表 1 四大名醋特点和其主要销售区域

名称	主要原料	风味特征	销售区域
山西老陈醋	高粱	酸度较重	山西、陕西等地
永春老醋	糯米、芝麻	酸度较弱，甜酸口味	广州、福建等地
镇江香醋	糯米	口味适中，微甜	江苏、浙江等地
保宁醋	小麦、大米	药曲酿醋	四川、重庆等地

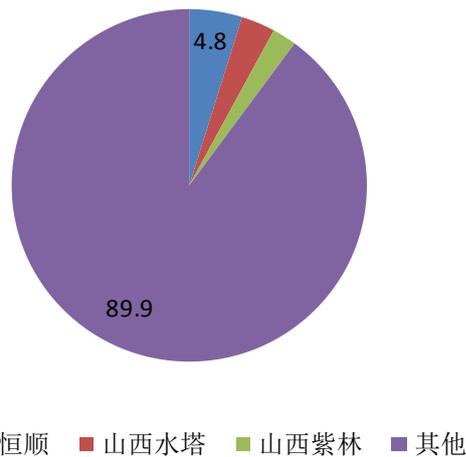
资料来源：百度，东海证券研究所

虽然由于饮食习惯短时间内难以改变，四大名醋彻底打破地域的限制存在难度，但四大名醋仍有机会向风味无明显偏好的区域进行扩张，地方性龙头仍有继续做大做强的空间。

### 1.3.3. 行业集中度低亟待整合

食醋行业内缺乏全国性品牌，多为区域性、作坊式企业。中国食醋行业 CR3 仅为 10.1%，行业排名第一的恒顺占比仅为 4.8%，品牌集中度低。大部分市场被一众小规模、技术低、同质性强且管理落后的小型醋企瓜分，行业亟待整合。

图 10 国内食醋企业市占率 (%)

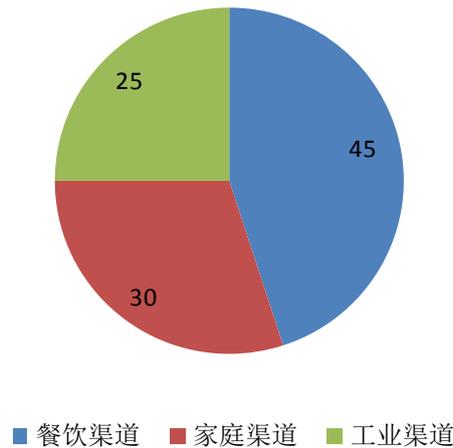


资料来源：调味品协会，东海证券研究所

### 1.4. 调味品销售渠道存在明显差异

调味品行业的分销渠道包括餐饮渠道、零售渠道和工业渠道。餐饮渠道面向各类餐饮经营主体，占比约 45%；零售渠道主要面向家庭消费者，占比约 30%；工业渠道主要面向食品加工企业，占比约 25%。不同渠道的购买群体具有明显的差异性。其中工业渠道占比较少，而且产品需求相对单一，对价格比较敏感，不是上市企业的主要发力方向。

图 11 调味品三大销售渠道占比情况 (%)



资料来源：调味品协会，东海证券研究所

餐饮渠道的采购者一般为酒店大厨或者采购人员，他们的专业性更强，消费也更加理性，比较看重产品的质量以及风味的稳定程度，往往对专业化和功能化的产品有更多的要求。同时也具有产品粘性强和消费量大且较为稳定的特点。所以餐饮渠道一般会作为龙头企业的主力进攻渠道。由于餐饮渠道对产品的特殊要求造成其存在一定的技术壁垒，因此一旦龙头企业成功进入渠道后可以获得非常可观的稳定销量，渠道先入者具有非常明显的先发优势。代表性的企业是海天味业和李锦记。

零售渠道一般多为家庭消费者，他们相对于厨师而言，缺乏相关的专业素养，因此更加关注品牌及价格，易受品牌宣传和促销的影响，产品粘性不高。基于家庭消费者的这些特点，企业会持续开展广告宣传投入或者地面促销等形式，而且新产品也将家庭渠道消费者选为第一阶段发展目标。同时由于购买力层级的存在较大差异，价格带更为分散，产品也更加丰富。因此，零售渠道是当前企业竞争最激烈的渠道。但是家庭消费者对健康和质量保证的调味品有更高的诉求，因此零售渠道也是企业产品结构升级的主要发力方向。

表 2 餐饮渠道和零售渠道特点

名称	消费人群	渠道特点	代表企业
餐饮渠道	厨师、采购人员	产品粘性强，消费量大且稳定，先发优势	海天味业、李锦记
零售渠道	家庭居民	关注品牌和促销，产品结构升级主要方向	千禾味业、恒顺醋业等

资料来源：调味品协会，东海证券研究所

## 2. 行业展望：量价齐升+新行业发展

### 2.1. 酱油消费量稳步增长

目前中国酱油的人均消费量与亚洲其他国家和地区仍有较大差距。根据国家统计局的数据，2017 年中国人均年度酱油消费量为 7.18L，日本目前人均年度酱油消费量为 9L，消费高峰是在 70 年代的 11.97L，对比日本仍有 25.34%-66.71% 的增长空间。我们认为未来酱油行业年均产量增速在 5% 左右，有两方面因素可以作为人均酱油消费量增长动力：1、

随着消费者对调味料健康的需求不断增长，酱油可以部分替代食盐味精的功能；2) 餐饮行业的持续回暖造成酱油用量增加。

图 12 中国和日本人均年度酱油消费量对比 (L)



资料来源：调味品协会，东海证券研究所

### 2.1.1. 酱油可以部分替代食盐味精的功能

随着消费者对调味料健康的需求不断增长，消费者对于食用盐、味精的消费减少，而酱油可以部分代替食盐味精的功能。

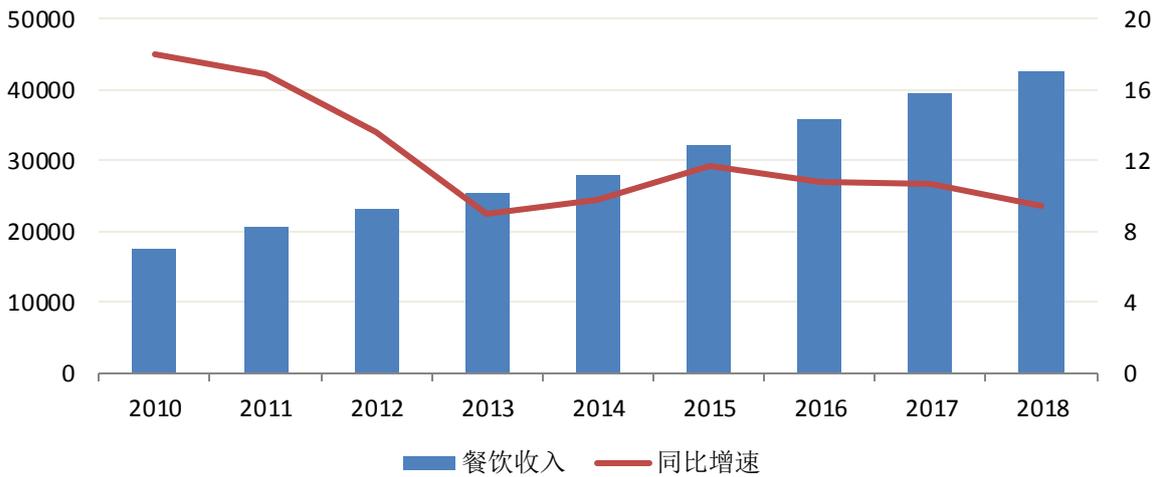
目前，国内仍处于生抽和老抽混合的使用阶段，老抽用于着色，占比约为 45%，生抽用于提鲜，占比约为 55%。生抽能够取代食盐以及味精的部分功能。根据中国营养学会建议，食用盐每日摄入量为 6g，目前酱油中的含盐量约为 18%，假如有 1g 盐用酱油来代替，人均酱油年摄入量会提升 0.55L（仅计算家庭渠道消费），总量提升幅度为 7.66%。

### 2.1.2. 餐饮行业的持续回暖

从行业的下游来看，餐饮渠道占比约为 45%。作为最主要下游客户餐饮行业的持续回暖是行业长期发展的主要推动力，也是未来行业量增的最主要来源。行业的发展与餐饮行业兴衰息息相关。

餐饮行业经历 2013 年的调整，整个行业出现断崖式下跌，但是 2015 年开始大众消费的崛起，餐饮行业开始稳步向上恢复，整个餐饮行业过去几年基本都保持双位数增速，2018 年中国餐饮行业社会零售总额达到 42715 亿元，增速为 9.47%。虽然有经济下行引起的增速下滑大担心，但是餐饮业经过 2015 年的深度调整之后处于稳定增长的态势，内生增长动力强，无需过分担忧。

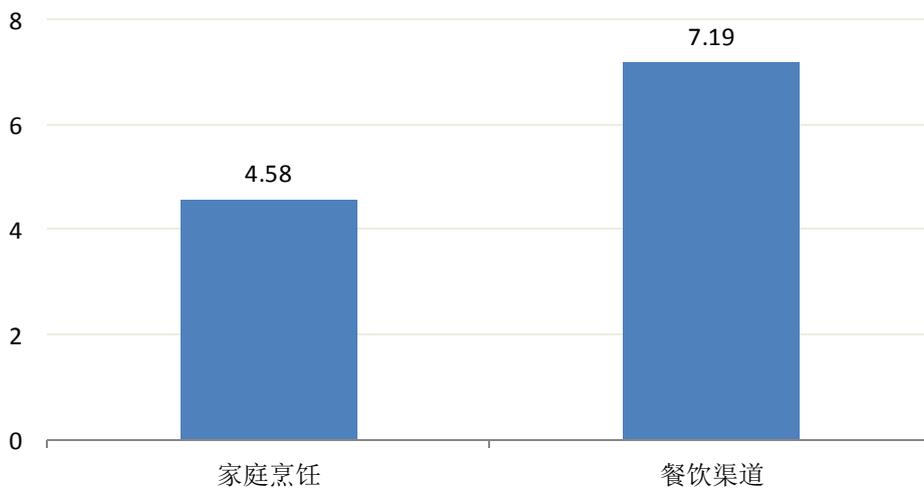
图 13 2010-2018 年餐饮收入和同比增速, (亿元, %)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

中国期刊网显示, 餐饮渠道的调味品的使用量 7.19g/kg, 家庭烹饪的使用量为 4.58g/kg, 餐饮渠道调味品使用量是家庭烹饪使用量的 1.56 倍, 并且外出就餐存在浪费现象, 消耗量更大, 更多家庭消费向餐饮消费转化将推动销量持续稳步提升。假设餐饮行业增速回落至 8%, 餐饮渠道用量比家庭烹饪多 56%, 那么餐饮行业的每年增长对增量的贡献为 2.02%。

图 14 不同消费场景使用量对比 (g/kg)

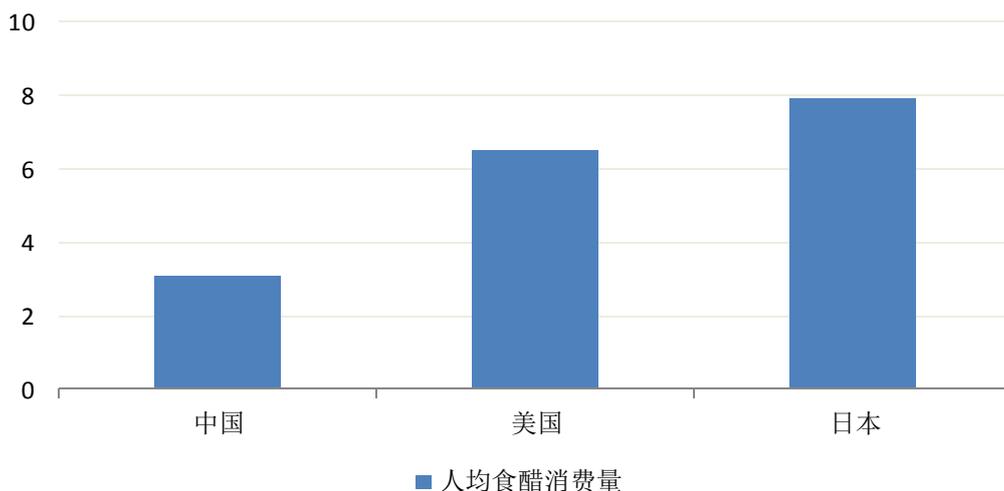


资料来源: 中国期刊网, 东海证券研究所

## 2.2. 醋饮料将为食醋行业带来新的增量点

2017 年中国人居食醋消费量达到 3.11L, 但是和美日仍然存在较大差距, 美国人居食醋消费量为 6.5L, 日本更是达到了 7.9L, 因此食醋的消费量还有比较大的提升空间。但是中国菜中用醋较多的菜式较少。而酱油几乎应用于所有菜式, 因此食醋通过烹饪途径达到等同酱油的使用量较为困难。

图 15 中日美人均食醋消费量对比 (L)



资料来源：调味品协会，东海证券研究所

日本、美国等国家人均食醋量高的重要原因在于消费者十分看重醋的健康功效，醋饮料较为流行。中国醋饮料使用的食醋量仅占全国食醋总产量的 2%左右，而美国等发达国家占比都在 10%以上。在当前国内食醋市场增速趋缓的情况下，醋饮料或许将成为行业新的增长点。

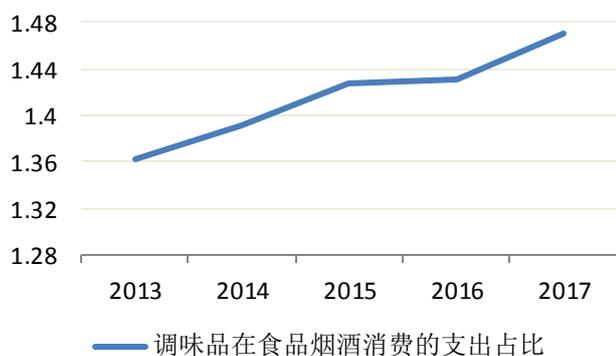
## 2.3.价格上升通道通畅

### 2.3.1.消费额低，频次低

调味品消费支出占居民整体消费支出比例非常低。中国 2017 年人均调味品支出仅为 79 元，占食品类支出的 1.47%，造成消费者对于调味品价格不敏感。

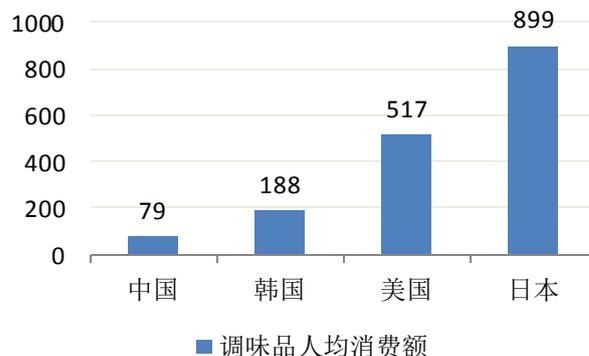
虽然中国调味品人均消费额呈逐年上升的态势，2017 年达到了 79 元，但是和世界其他国家仍存在较大的差距。美国人均消费总额达 517 元，是我国的 6.54 倍。同属亚太地区的韩国和日本人均消费额为 188 元和 899 元，分别是中国的 11.38 倍和 2.38 倍。由于中国调味品行业已经告别急速放量的时代，因此我们认为中国调味品人均消费额的增长将主要从价格端进行提升。

图 16 2013 年-2017 年调味品支出在食品烟酒占比 (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 17 各国 2017 年调味品人均消费额 (元)



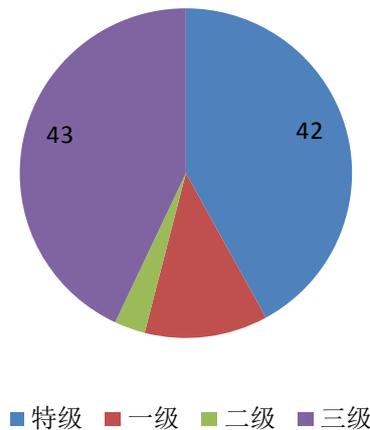
资料来源：中国产业信息网，东海证券研究所

另外，购买频次也会对消费者敏感程度产生影响，家庭烹饪多的家庭一般 1-2 个月购买一次调味产品，消费者对于商品价格难以形成有效记忆。消费占比低、消费额少、频次低和属于刚性需求的消费属性使得产品提价理论上成立。

### 2.3.2. 产品结构优化的被动提价

酱油根据氨基酸含量分为特级、一级、二级、三级等四类。根据调味品协会抽样调查发现酱油产品两极分化比较严重，特级酱油与三级酱油使用量最大，分别占 42%、43%。三级酱油的主要消费市场集中在三线城市和乡镇市场。我们认为伴随消费水平、营养意识的提升和城镇化的不断加快，未来等级较高酱油消费占比将不断扩大。

图 18 中国各级酱油市场占比 (%)



资料来源：调味品协会，东海证券研究所

目前各大酱油品牌纷纷推出高鲜、零添加和有机酱油，其中以高鲜类占比最多。高鲜类产品的价格比普通一级酱油价格高 30% 以上，零添加酱油价格为一级酱油的 3 倍左右，而有机酱油的价格高达一级酱油的 4 倍。我们认为随着居民对于调味品健康以及鲜味的需求提高，行业的产品结构调整是长期趋势。

表 3 各酱油企业明星产品价格

企业名称	产品名称	价格 (500ml)	酱油等级
海天	特技金标生抽	9.9	特级
	零添加	24	特级
	金标生抽	8.5	特级
李锦记	一品鲜、味极鲜	8.9-9.8	特级
	特技生抽	18.9	特级
	精选生抽	9.9	特级
	金标生抽	7.3	一级
	锦珍生抽	6	三级
厨邦	厨邦酱油	9.6	特级
	一品鲜、味极鲜	9.8-11	特级
	金品生抽	10	特级
	纯酿酱油	18	特级
	零添加	19	特级

有机酱油	39.8	特级
味极鲜	11.3	特级

资料来源：天猫网，东海证券研究所

食醋行业的产品结构优化主要体现在龙头醋企推出高端品质食醋与保健型、饮品型的食醋。企业改进了包装推出了不同层次的礼盒装，将食醋的定位从基础调味品向高端延伸，凭着工艺与内涵的升级，食醋的定价也水涨船高，改变了之前早期食醋质量与价值双低的局面。恒顺推出“三年陈”、“六年陈”、“十年陈”系列高端产品也增厚了企业利润。在醋饮料方面，虽然整体发展速度不快但龙头企业也开始进行布局，恒顺醋业、烟台欣和也推出了醋饮新品。

表 4 各公司醋产品对比

名称	产品名称	价格	容量 (ml)
恒顺醋业	恒顺镇江香醋三年陈酿	22	580
	恒顺镇江香醋六年陈酿	32	580
	恒顺镇江香醋十年陈酿	88	300
	恒顺八年陈酿国醋礼盒	398	500*2
	恒顺苹果醋	19.8	380
千禾味业	千禾有机醋	49.8	500
	千禾有机糯米白醋	49.8	500
山西水塔	山西老醋坊三年陈酿	24.8	200
	山西老醋坊五年陈酿	68	500
	山西老醋坊十年陈酿	158	500
烟台欣和	禾然有机糙米醋	34.8	599
	原浆苹果醋	23	500

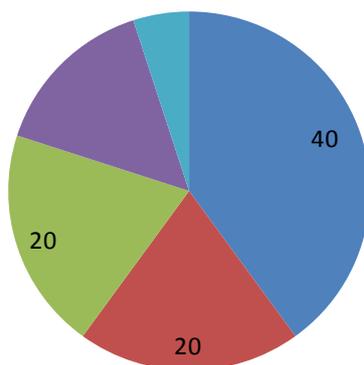
资料来源：天猫网，东海证券研究所

### 2.3.3. 成本上升推动企业提价

调味品行业属于薄利多销行业，对原材料的价格变动较为敏感，因此行业性提价与产品原材料等生产成本的提升密切相关。在企业毛利率下滑且未来原材料价格继续提升的预期下，公司一般会采用提价的策略向市场转移成本压力。

酱油的生产成本主要来自原材料以及包装材料。大豆及白砂糖是酿造酱油的两种重要原材料，占总成本比重分别为 20%左右。另外，包材占比近 40%，对公司毛利率的影响甚至高于大豆及白砂糖。包材主要包括纸箱、玻璃瓶、塑料瓶等。

图 19 酱油成本构成占比 (%)

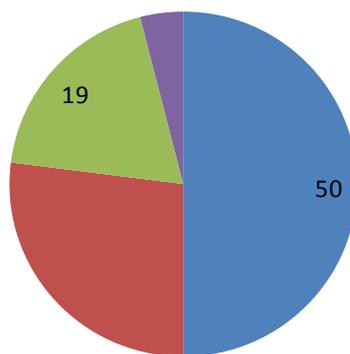


■ 包材 ■ 大豆 ■ 白砂糖 ■ 人力及制造费用 ■ 其他

资料来源：公司公告，东海证券研究所

糯米是酿造食醋的主要原材料，以恒顺醋业为例，食醋的原材料占比与酱油行业略有不同，包材占比更高，约占 50%。

图 20 食醋成本构成占比 (%)



■ 包材 ■ 人力及制造费用 ■ 糯米 ■ 其他

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2016 年-2017 年，受环保政策和废纸国外进口政策影响，包材的价格大幅上涨，塑料上涨约 15%、玻璃瓶上涨约 19%、纸箱上涨约 57%。生产原料方面，2017 年东南亚甘蔗减产，造成国内白砂糖价格走高，上涨幅度 5%，原材料价格的全面上涨导致公司毛利率下行。企业迫于利润端压力陆续于 2016 年底至 2017 年进入全面提价。

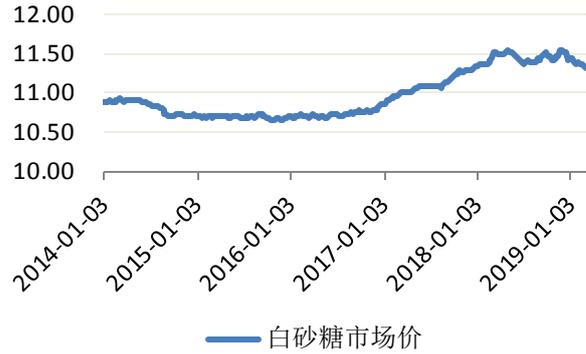
从当前原材料价格来看，企业短期在成本端压力不大。2019 年 1 月，大豆和豆粕价格环比下降 2.96%和 5.11%。目前我国开始采购美国大豆，若中美贸易摩擦继续缓和，国内大豆价格预计将继续处于下行状态。白砂糖价格一直处于高位震荡状态，上行空间不大，而糯米价格近期出现了小幅下滑。

图 21 2014 年-2019 年大豆市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 22 2014 年-2019 年大豆市场价 (元/公斤)

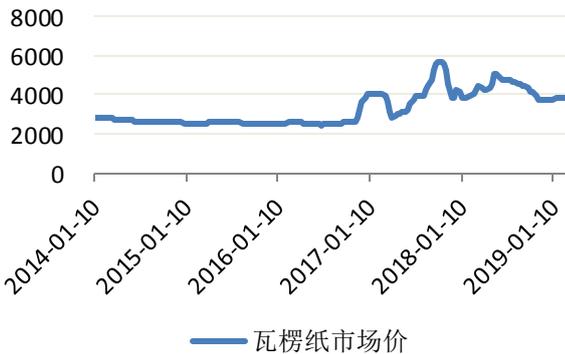


资料来源: Wind, 东海证券研究所

包装材料短期价格虽然小幅上涨,但价格大多处于高位,上行边际空间有限。瓦楞纸目前市场价格为 3816 元/吨,环比上升 1.44%,但我们认为 2019 年瓦楞纸价格将趋于下行,主因是 2019 年第一批外废配额已经批复,批复情况远好于 2018 年;同时经济下行预期下,消费、快递和出口造成需求减少。

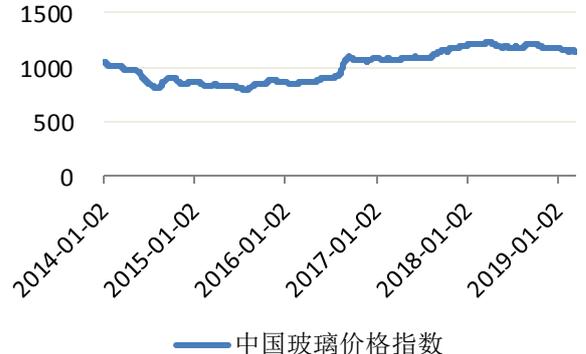
玻璃目前市场价格为 1591.4 元/吨,基本与上月持平。由于玻璃下游需求趋于平稳,供给端继续受去产能限制,我们认为 2019 年玻璃价格上升的推动力可能趋于减弱,但预计仍然支撑玻璃价格保持高位。

图 23 2014 年-2019 年瓦楞纸市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 24 2014 年-2019 年中国玻璃价格指数



资料来源: Wind, 东海证券研究所

总体而言,短期内调味品行业成本上行的空间不会很大,但大概率会呈现高位震荡状态。

### 2.3.4.龙头企业具有定价权

整体来看,酱油行业的竞争格局呈现一超多强的特点,海天味业酱油板块的营业收入是第二名李锦记的 2 倍以上,行业寡头垄断格局正在成型。这种格局与食品饮料行业中较为普遍的双寡头竞争格局相比,龙头企业享有更强的定价权。酱油行业的提价一般都是由龙头企业海天味业发起,其它公司依次跟随。

表 5 酱油行业历年提价情况

名称	提价时间	提价范围	提价幅度
海天味业	2010年12月	酱油产品	4%-5%
	2012年7-9月	60%产品	4%-5%
	2014年11月	多数产品	4%-5%
	2016年12月	多数产品	4%-5%
厨邦及美味鲜	2013年7月	全部产品	5%-6%
	2017年3月	全部产品	5%-6%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

食醋行业虽然竞争激烈，但是恒顺醋业依靠其良好的品牌优势和上市公司的资金优势，逐渐在竞争中领先，食醋行业的提价一般也是由恒顺醋业率先发起的。

表 6 恒顺醋业历年提价情况

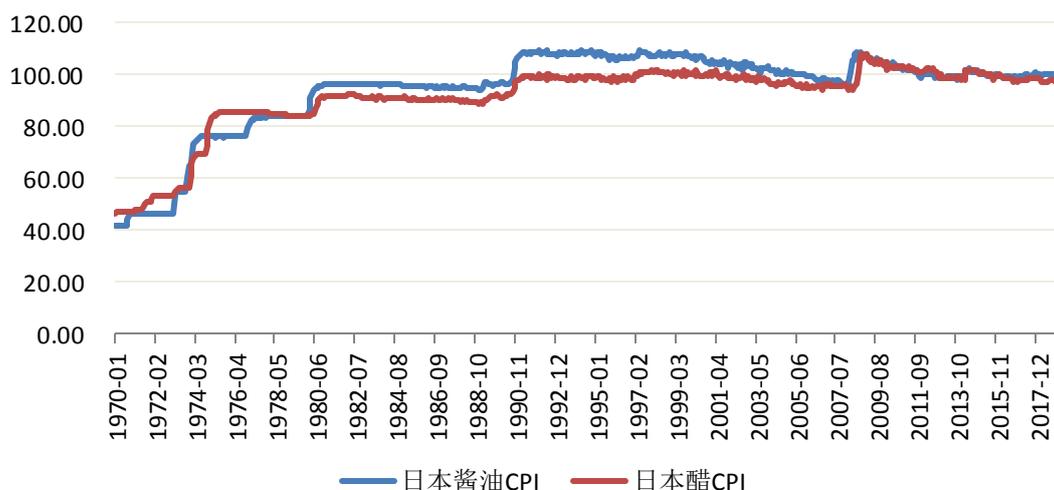
名称	提价时间	提价范围	提价幅度
恒顺醋业	2010年11月	中高档产品	5%-10%
	2014年3月	主力产品	5%
	2016年6月	经典醋系列，共19个单品	9%
	2019年1月	占营收15%的产品	10%-15%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

从之前调味品行业的提价历史中我们可以看出，一般行业会在2-3年进行一次提价缓解成本端带来的压力，并保持较高的毛利率。上次行业提价是在2016年末开始的，因此我们认为行业可能会在今明两年进行一次大规模提价。

与日本酱油、食醋价格的阶梯式上行不同，中国酱油和食醋价格一般出现连续温和上涨的情况。主要原因是渠道结构的不同。日本以龟甲万为例，其采用“中央集权行销”方式，对终端掌控力更强，终端价格由厂家直接控制。而我国目前调味品公司基本采取批发模式，市场存在非常多的二级经销商，他们之间形成价格竞争，最终价格的提升要看市场的接受情况，终端价格难以受厂商直接控制。

图 25 1970年-2019年日本酱油、食醋 CPI (2015年=100)



资料来源：Wind，东海证券研究所

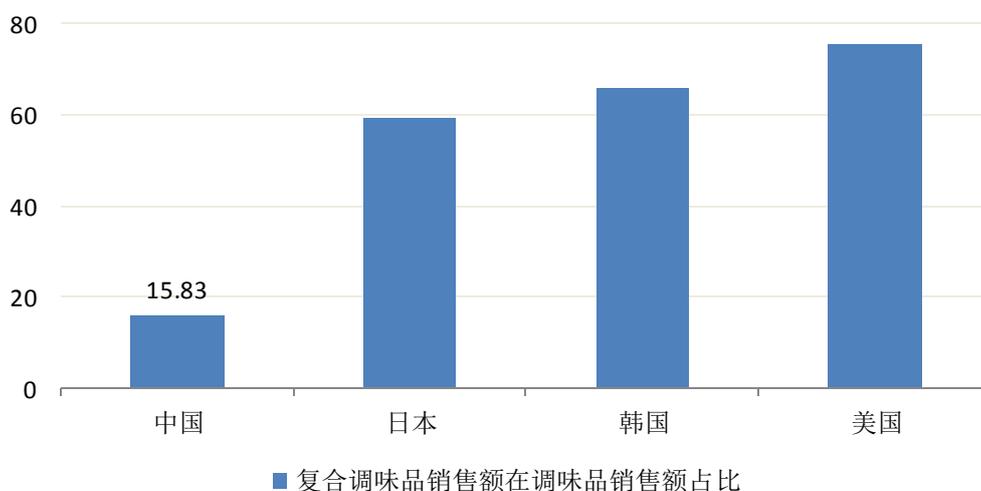
因为上述原因，当行业进行整体提价时，龙头企业因为其具有品牌力强、促销力度大和品质好等一系列优点，消费者对龙头企业产品的价格接受程度更高。小企业受限于消费者对其价格接受程度低，一般采用延迟提价、小幅提价甚至不提价的方式，无法享受提价

带来的超额利润，甚至因为生产成本的增加造成企业亏损。因此每一次的行业提价也是龙头企业拓展市场份额的机会。

## 2.4. 复合调味品将成为全行业新的增长点

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，是一类针对性很强的专用型调味料，当前国内复合调味品的产品主要包括鸡精鸡粉、火锅调味料、中式复合调味料和西式复合调味料等。但是中国仍以酱油、醋等单一调味品为主，复合调味品占比仍然不高，但日本、韩国、美国，复合调味品由于种类多、用量大，消费占比在 60% 左右，未来复合调味品或许将成为行业的主流产品。

图 26 各国 2015 年复合调味品销售额在调味品销售额占比 (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

复合调味品目前增速较快，但是品牌比较分散没有议价能力，使用习惯正在培育中，还处于发展起步阶段。从使用者角度，专业使用者目前对复合调味料接受度不高。但是随着 80-90 后逐渐成为家庭厨房的中坚力量，连锁餐饮使用一站式调料和外卖行业的迅猛发展我们认为复合调味品行业年复合增速将在 15% 以上。

调味品行业的龙头公司依靠其强大品牌影响力和下沉渠道抢先布局复合调味品行业。其中表现最好的海天味业的推出的各类拌饭酱和联合利华旗下家乐推出辣鲜露。我们认为调味品行业的龙头公司的抢先布局将在复合调味品这片蓝海中持续受益。

## 3. 投资建议

从下游来看，餐饮行业与调味品行业具有很强的联动性，餐饮行业 and 外卖行业的发展史调味品量增的主要来源；而家庭消费者对于健康和产品品质需求的不断提高，企业的产品结构将不断得到升级和优化，增厚企业利润，从上游看，随着行业集中度的提高，龙头企业的议价能力逐渐增强，龙头企业可以通过产品提价来对冲原材料价格上涨带来的成本压力，同时依靠其价格优势持续收割市场份额。在新兴行业方面，龙头企业可以依靠其技术、品牌、渠道和资金等方面的优势，可以抢先布局，培养消费者的消费习惯，获取超额利润。食醋行业发展处于初级阶段，区域性品牌竞争比较激烈，未来品牌化是趋势，建议关注在行业竞争中占据优势，业绩稳定，有国改预期并在 2019 年率先提价的恒顺醋业；酱油行业品牌效应强，龙头地位稳固，企业间的竞争格局稳定，建议关注布局高端酱油市场，进行差异化竞争的千禾味业。

恒顺醋业：公司前三季度收入分别增长 8.2%、11.2%、13.0%，保持稳健态势，环比略有提速。分产品看：醋类产品增长稳定、料酒快速放量拉动整体增速。长期看，公司作为醋行业细分龙头在消费升级和行业集中度提升两大因素驱动下，未来规模空间广阔。公司在 2019 年 1 月发布部分产品提价公告，提价产品约占公司调味品收入的 15%，平均幅度为 13%，预计本次提价可增厚收入约 2%。在最近的调研中，公司表示公司渠道主要布局在零售端，餐饮端并未深入开发，还有比较大的增长空间，公司已经成立了专门的餐饮端销售团队，预计未来能持续放量。公司预计 2019 年收入增速为 10-12%；扣非净利增速会达到 15%，我们认为叠加产品提价和渠道放量，业绩目标较为容易实现。目前公司逐步向主业聚焦的经营战略清晰，如能加速改革进程，内部效率仍有较大挖潜改善空间。

千禾味业：公司是一家位于四川的调味品生产供应商，在西南地区市场具有领先地位，未来公司计划继续强化优势市场，并寻求全国化的布局。2018 年公司预计实现营收 10.70 亿元，同比增长 12.8%，预计实现归母净利 2.40 亿元，同比增长 66.6%，扣非归母净利润 1.54 亿元，同比增长 18.5%。公司业绩在 2018 年下半年全面好转，三四季度营业收入同比增长 27.68%和 25.24%，利润同比增长 31.67%和 67.24%。我们认为公司业绩下半年持续好转的原因主要是公司在 2017 年上半年对产品进行提价，经销商提前备货，造成较高的业绩基数和渠道库存的累计。2018 年下半年高基数因素消失，同时渠道库存逐渐清理完毕，公司业绩好转。公司的核心竞争力在于产品差异化，公司实施“零添加为主，高鲜为辅”的战略。基于消费者自身的健康诉求，消费者对高端、健康化调味品认可度不断提升。目前市场主流仍聚焦在高鲜领域，零添加领域尚属蓝海。我们认为公司有望通过差异化竞争策略，持续聚焦零添加产品，后续有望通过积极渠道扩张以实现业绩稳健增长。对比其他调味品上市公司 40 倍以上的 PE，公司当前的 PE 只有 26 倍，有较大的上涨空间。

#### 4.风险提示

销售不达预期，成本波动，食品安全问题。

## 分析师简介:

江迎若, 伦敦大学学院硕士, 具有两年以上行业研究经验。主要跟踪覆盖休闲服务、商业贸易、食品饮料行业超过二十家主要上市公司的经营动态和定向增发项目。

## 附注:

### 一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

### 二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

### 四、风险提示

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, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

### 五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

### 六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

## 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

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

电话: (8621) 20333619

传真: (8621) 50585608

邮编: 200215

## 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

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

电话: (8610) 66216231

传真: (8610) 59707100

邮编: 100089