

调味品整体提价空间大，强盈利能力支撑高估值水平

2019年04月08日

看好/维持

食品饮料 | 月度报告

东兴观点：

- ◆ **调味品未来整体提价空间大，渠道把控力强的企业有定价权。**目前我国调味品市场规模约在 3300 亿元，整体增速约在 8%左右。国内调味品成本占一道菜原料总成本的 7-8%，低于国外 16%的水平，目前酱油均价刚过 10 元区间，未来有望提升至 15 元。某品类渠道把控力强的企业有相应定价权，而若行业格局健康同品类企业会跟随提价从而实现行业量价提升；酱油子行业海天 3 年一提价，厨邦、千禾等相继跟随；食醋行业恒顺 2-3 年一提价，但由于龙头效应不明显，提价有一年的销量消化期；榨菜行业涪陵 2 年提价 4 次，目前平均 2.5 元/80g，未来均价看到 3-4 元/80g。
- ◆ **调味品渠道广、分销多、餐饮仍是主力，新兴渠道及终端新模式蕴育机会。**调味品渠道餐饮、家庭、工厂的占比约为 4/4/3，家乐、雀巢、李锦记、嘉豪的餐饮渠道做的较好，有配备专门的厨师研发团队与销售团队，海天餐饮占比大主要是依靠庞大的经销商资源。目前 C 端新兴的渠道有便利店、生鲜店、社区店等，其单店面积小、品类有限、单价高，引导厂商 SKU 逐步减少，大单品策略布局；B 端食品加工企业及餐饮“中央工厂+配送”的模式对复合标准化调味品及半成品的需求提升。
- ◆ **调味品品类未来趋向细分化、健康化、标准化，复合调味品增速快。**随消费者对健康、便利的需求渐增，健康调味品和复合调味品发展较快，而此两类经销商的利润空间都较高，一般调味品零售价 6 折为出厂价，高端或复合调味品是 4-5 折。健康体现在少或无添加剂，以酱油为例，高鲜酱油是主力，零添加酱油是趋势，零添加目前主要是千禾还有欣和在推广，售价高于鲜味酱油 5 元以上，且主要是在商超及便利店渠道推广，尚处消费者教育阶段；复合调味料未来可能出现 20-30 个单品 10 亿左右的品类，上市公司目前主要有面向海底捞供应的颐海国际及在火锅底料、川菜调味料有竞争优势的天味食品。
- ◆ **调味品行业易守难攻，集中度持续提升，盈利能力不断加强支撑其高估值水平。**调味品单品货值低、渠道分销广，由于人们对味蕾的极致追求，使得消费者粘性强、价格敏感度低，也导致了行业易守难攻、大品牌集中度不断提升的特性，海天目前酱油市占率 18%左右，未来有望提升至 33%；醋企还属群雄鏖战阶段；涪陵榨菜市占率提升 10%可期。从盈利能力角度来看，调味品企业一般先款后货，经销商库存 1-1.5 个月属正常现象，企业应收账款小，且随规模扩大，原料采购有成本优势、固定资产重复使用、机械化水平高等可降低成本、提升效率，且对下游经销商有更大议价权，提价可实现量价齐升，盈利能力持续好转，企业护城河不断加高，从而享受高估值。

风险提示：宏观经济疲软、原材料成本上升，食品安全问题，业绩不达预期

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

分析师：娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519020001

研究助理：吴文德

010-66555574

wuwd@dxzq.net.cn

细分行业	评级	动态
酒类	推荐	看好
乳制品	推荐	看好
调味料	推荐	看好
休闲食品	推荐	看好

行业基本资料

		占比%
股票家数	93	6.52%
重点公司家数	12	12.90%
行业市值	32281.50 亿元	8.44%
流通市值	12713.90 亿元	10.03%
行业平均市盈率	27.41	/
市场平均市盈率	47.50	/

行业指数走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

目录

1. 行业整体提价空间大，产品高端/健康化，复合调味品前景看好.....	3
2. 餐饮是目前增长主力，长期看好工厂渠道，新兴渠道发展蕴藏机遇.....	5
3. 经销商竞争激烈，有望通过整合渠道资源与上游合作实现角色定位转变.....	7
4. 风险提示.....	9

1. 行业整体提价空间大，产品高端/健康化，复合调味品前景看好

对比国外调味品还有提价空间，复合调味酱发展迅速。行业步入品牌化阶段，提价通道逐渐开启。酱油售价刚到 8-10 元区间，跟国外比还有一倍的均价提升空间。从餐饮端看，一道成品菜的成本调味品只占 7-8%，而国外在 16% 水平，餐饮端仍有提价空间。未来根据应用场景和菜式的变化，调味品品类会更加细分，往复合调味酱方向发展。诸如咖喱酱、黑椒酱等都是未来调味品行业的新口味趋势。目前大品牌更擅长做单一化的标品，复合调味酱目前较少涉足，市场发展空间较大。17 年复合调味品市场规模约 980 亿元，21 年预计可增长至 1600 亿元以上。

酱油价格 3 年一提，高鲜酱油逐渐成为发展主力，千禾主打零添加健康产品。酱油目前是最大的调味品品类，市场规模约 700 亿元，目前行业进入品牌化、全国化阶段，产品结构逐渐高端化，行业集中度持续上升。龙头海天酱油增速 15-16%，三年涨一次价，其余酱油企业一般跟随海天同时提价，由于 17 年已提过一次价，预计今年不会提价。最初酱油主要作用为上色，后期消费者逐步开始追求酱油提鲜调味功能，目前高鲜酱油逐渐成为主力酱油产品。鲜味酱油的细分市场中几家企业的竞争力接近，味事达最先做，但是没有扩张，后来厨邦做，海天是最慢的，但是海天有渠道优势，所以也占据了一定的体量。零添加产品属于新兴高档产品，价格高，销量低。主要原因为零添加产品要保证 18 个月保质期对于生产过程的无菌环境要求更高。一般的调味品企业推出零添加产品概念，但其主打仍然是中高端产品。但零添加是一种趋势，

品质好，有卖点。零添加产品在口感上不如普通酱油，但差异不明显，在技术上仍有改进余地。随着消费者接受度逐渐提高，价格会逐渐提高。

蚝油受众变广，海天垄断中低端市场。蚝油目前受众越来越广，规模已超 50 亿，目前两家做蚝油做的比较好的分别是海天与李锦记，海天注重中低端市场，而靠蚝油起家的李锦记则更注重高端市场。海天在刚推出其蚝油产品时，出厂毛利率只有 5%-7%，通过低价让利培养消费者习惯打开市场，实现中低价位蚝油市场的垄断。目前海天蚝油成本已经控制得很低，低端蚝油厂家基本已经被挤出。李锦记曾试图推出低价位蚝油拓展市场，效果不理想。海天蚝油近几年销售区域实现全国覆盖，市占率接近 60%，餐饮端规模更大，占比超 70%，家庭端消费较少。海天专门成立蚝油事业部发展蚝油市场，对渠道的掌控有所加强。同时积极针对厨师进行推广，未来人均蚝油消费量有望翻倍，蚝油业务还有很大增长空间。

中西餐不断结合，西式的沙司、沙拉酱及东南亚餐饮中的咖喱等调味品增长都很快，中式酱料受到一定冲击。目前，咖喱中国市场规模在十亿左右，目前做的最好的品牌是安记食品，主要客户是泰国妙多。咖喱属于复合调味料的一种，复合调味料未来可能出现 20-30 个天花板在 10 亿左右的品类，虽然单个品类市场规模都不大，但是种类非常多，因此复合调味料市场规模巨大。在整个沙司品类里面，餐饮渠道为主要渠道。商用的采购量比较大，如海底捞每年采购量在 2000 吨左右，更加看重性价比，全国统一招标，粘性不强。在 C 的渠道占比在 30%左右。沙司大型餐饮（海底捞、德克士、等商用渠道）具有较强议价能力，在质量过关的情况下尽量压低价格，渠道占比 40%，小型餐饮渠道占比 30%。销往餐饮渠道的大包装产品毛利较低，家庭装

产品则毛利表现良好。例如家庭装沙拉酱，沙司等。都是销量很好的产品。复合调味酱的兴起对传统中式调味酱形成一定冲击，以海天为例，海天的传统酱类产品去年增长率为 1.5%，主要产品为餐饮用的海鲜酱及家庭用的黄豆酱。早期黄豆酱增长较快，但近年消费者个性化需求逐渐显现，同时黄豆酱这一单一产品逐渐触及天花板，整体增速有所放缓。

亨氏主导番茄沙司和番茄酱，味事达贡献 50%收入。西式复合调味酱主要以亨氏为代表的外资公司主导，亨氏业务较多，产品包括婴儿米粉，果汁泥，广合腐乳以及进口的西式酱料等，主力产品是番茄沙司及番茄酱以及味事达酱油。亨氏的业务体量已接近 40 多亿，主要是家庭消费，其中味事达的贡献接近 50%。西式调味品（主要为番茄酱）主要渠道为星级酒店，此类渠道为亨氏原有渠道，其他渠道都是亨氏收购味事达后进一步强化形成。亨氏将这两个渠道整合在一起，产生协同效应，提高了番茄酱和味事达的销量。卡夫亨氏合并后产品价格每年以 5-10%提价，价升也是收入增速贡献来源。

2. 餐饮是目前增长主力，长期看好工厂渠道，新兴渠道发展蕴藏机遇

家庭餐饮和酒店餐饮半成品化成为发展趋势，餐饮渠道是目前主力，未来工厂渠道有望增长。餐饮渠道是调味品发展的主力市场，餐饮渠道替换成本高，粘性大。在这个市场上做的最好的是家乐，有专门的研发团队近 40 亿收入，主要做调味汁等，价格高且毛利达 60-70%。打入连锁餐厅和独家餐厅的环节都差不多，主要是要找大厨做好研发，做好品控。连锁餐饮由于可复制，打进一家就是打进一个整个连锁品牌，量

上会比单家餐饮大得多。从应用场景来看，商用销售为主的调味品企业因为用量大、频次高不宜大幅涨价。家用为主的品类用量小、频次低，提价空间大。即 C 端要比 B 端的提价能力强。由于行业价格传导需要一定时间，提价周期不能过短，频繁提价会削弱产品竞争力。

随着对便利以及效率的需求渐增，消费者在家里做菜时有简单化的趋势。连锁餐饮也对半加工产品有需求，往往会把比较好的菜品会定制成同一规格的半成品然后再进行加工，火锅底料的发展便是顺应了此趋势。未来中央工厂以及社会餐饮等工厂渠道会越来越大。

海天全国渠道领先，其他品牌逐步发展。目前酱油全国性品牌不多，只有海天、李锦记和厨邦能算得上基本实现全国化得品牌，其中海天的渠道最强，厨邦次之。海天一级经销商数量高达 6700 余家，数量上有绝对优势。餐饮/家庭渠道分别占比 60%/40%，餐饮、农贸市场乡镇市场是王牌，相比之下超市较弱。厨邦全国化稳健推进，包括河南等很多新兴市场在逐步增长，整体布局良好，大部分地级市经销商已实现覆盖，截至 18 年布局了 77%，地级市下沉空间很大。近年来干禾和老恒和发展趋势良好，老恒和的全国渠道比干禾好。干禾和味事达都不属于全国性品牌。干禾是四川第一品牌，正在向全国布局，但是前期占领市场不会特别快，电商渠道可能增速会相对明显，但总体而言全国布局需要中长期规划，短期高投入并且看不出效果，要从长期看投入产出。

电商发展在逐步增长，新式渠道蕴藏机遇。目前调味品的电商渠道发展相对较慢的，调味品本身价值低，运输难，差价不大，很多快递公司不愿意运输液体调味品，一定程度上制约了电商渠道的发展。但是也有些调味品的细分品类在电商上是很火爆的，比如一些西式的一些产品，货值高易运输的产品以及个性化的东西。这些产品增长较快，毛利可观。目前 C 端新兴的渠道有便利店、生鲜店、社区店等，其单店面积小、品类有限、单价高，引导厂商 SKU 逐步减少，大单品策略布局；B 端食品加工企业及餐饮“中央工厂+配送”的模式对复合标准化调味品及半成品的需求提升。

3. 经销商竞争激烈，有望通过整合渠道资源与上游合作实现角色定位转变

调味品市场拓展方式以经销为主，经销商竞争激烈，毛利率较低，近年持续净流出。调味品前期新品需要大量投入，其发展主要是经销商冲在前面打开市场，厂家支持有限，以促销为主。经销商一般需要先垫款，一般一级经销商库存 1 个月 1.5 倍库存为正常水平，实际市场上达不到这个程度，大概为 2 个月左右，多的甚至 3-4 个月。一般厂家会给经销商年度和月度销售任务，海天做的比较好，年底 12 月要求经销商将下一年年度合同任务额度的 15%-18%打过来，不低于 15%，1 月份发货，以后月初月中各打一次款。其他厂家要求较少，引导性打款为主。所有品牌的经销商毛利率跟销量，渠道、经销商布局密集度有关。

调味品经销商整体盈利不好，库存压力较大，盈利较好的中炬经销商毛利 12%毛利，海天 10%，净利 4-5%。不同区域盈利情况不同，大城市经销商较为集中，毛利较低，西部地区毛利率相对较高。同时，渠道的划分也会影响毛利率，超市渠道毛利率较好，流通渠道毛利率一般。海天海天售价六折为出厂价，新品牌为 4-5 折，渠道利润较好。物流配送由海天负责，一级经销商向二级供货时，促销费用较高商超海天会对进行费用补贴，货补，海天近些年对商超渠道投入较多。

调味品经销商之间的竞争大于厂家之间的竞争，这主要是由于调味品经销商门槛较低，资金数量多少均可参与，只是规模不同或者代理的品牌不同而已。目前调味品比较大的经销商大概 4-5 个亿。行业内经销商品牌代理关系相对稳定，主要因为更换品牌的成本很高，而且更换品牌后效益也可能不会有很大的提升。目前新进入的经销商很少，已存在的经销商正在不断流出，经销商规模不断变大，呈现出行业整合趋势。在上海、南京等地，做多个渠道但库存量较低如 5000 万以下的经销商失去竞争力，被驱逐出市场。

通过整合零散渠道资源，经销商与调味品品牌形成合作共同开发新品，实现角色定位的改变。由于调味品单品多，渠道广，单一品类需求较小，往往一个经销商会同时代理多种调味品。同时，调味品推广主要也是由经销商推进实现，经销商离终端更近，对消费者需求把握甚至比调味品企业更精准，因此，经销商自身同时拥有着渠道的资源及消费者消费偏好信息上的优势。目前已有经销商通过整合渠道资源，小品类渠道

上建立强势地位，在取得一定规模后发展自有品牌，像上游发展。但是小企业在品牌建设上需要时间，另一种方式是通过让利做条件和寻求与大品牌合作，通过自身渠道上的资源与信息优势，带着订单找大品牌定制所需要的产品，与大品牌合作共同开发产品，提高销售收入，改善经销商自身的利润空间。

4. 风险提示

宏观经济疲软、原材料成本上升，食品安全问题，业绩不达预期。

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

研究助理简介

吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。