

推荐（首次）

行业集中度提升空间大 消费增长潜力较高

2019年04月29日

调味品行业

分析师：林新慧

电话：(024) 2295-5429

邮箱：linxinhui@wxzq.com

证书编号：S0650517090001

要点概述：

调味品行业作为食品饮料板块中，盈利能力相对较高的子行业，其细分产品种类众多，且发展状况各具特色，但整体来看：

● **行业潜在壁垒：**（1）技术壁垒。调味品生产工艺中发酵环节需要具备特有的发酵技术和资源禀赋，限制了行业竞争者进入。（2）资本壁垒。调味品行业的重资产属性形成较高的资本壁垒。（3）渠道壁垒。不论是餐饮还是家庭消费，渠道建设需较长周期及较高的成本，构成新进入者的门槛。

● **调味品高端化、复合化、健康化。**随着健康、便捷消费概念兴起，消费者对于调味品需求也逐渐转向安全、营养、健康、快捷等方面。调味品企业通过主打天然、有机、无添加、低盐等概念，向高端化、健康化、复合化产品布局。

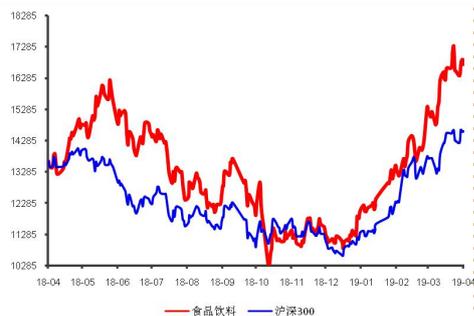
● **行业集中度较低。**调味品行业内中小型企业众多，大型企业市场份额占比较小，行业分布相对零散，集中度偏低。

板块投资机会：

- 行业集中度有较大的提升空间
- 消费增长潜力较高

风险提示

餐饮行业收入增长不及预期；行业竞争加剧；新产品推出效果不及预期；宏观经济下行风险等。



目 录

一、调味品行业简介.....	4
二、调味品行业发展特征.....	7
三、调味品行业投资机会.....	12
四、 风险提示.....	16

图表目录

图表 1	海天味业资产百分比.....	9
图表 2	千和味业资产百分比.....	9
图表 3	中炬高新资产百分比.....	10
图表 4	2017 年中国调味发酵制品行业不同规模企业经营情况（千元）.....	12
图表 5	我国调味品行业销售收入.....	13
图表 6	申万食品加工板块及其细分子行业盈利能力表现.....	14
图表 7	居民人均可支配收入及人均消费支出.....	14
图表 8	网上及手机网上外卖用户规模.....	15

一、调味品行业简介

调味品主要在日常生活餐饮、食品加工工业中，用于提亮、增鲜，辅助改善食品口味，以满足人们不同的口感需求。

从调味品行业发展历史来看，调味品从单一的酸（醋）、甜（糖）、苦（陈皮）、辣（辣椒）、咸（盐）、天然香辛料（花椒）等基础调味品到上世纪 70 年代第二代高效调味品如味精、酵母提取物、食用香精、香料等出现，中间时间跨度很大，再到上世纪 90 年代第三代复合调味品如鸡汁、沙茶酱、鱼香酱等兴起，调味品种类快速增加，产品差异性不断增大。从结构来看，产品仍以单一调味品为主，复合调味品占比相对较小。

而调味品各细分品类下，区域性龙头较多，整体来看，行业集中度较低。如酱油和蚝油的龙头是佛山海天味业，食醋的龙头是镇江恒顺醋业，调味酱龙头是贵州南明老干妈，酱腌菜龙头是涪陵榨菜等。

从使用范围、市场渗透率等角度考虑，酱油、食醋、蚝油以及复合调味品行业未来的发展空间值得关注。细分各品类来看：

（一）酱油

酱油是调味品行业中最大的细分子行业，也是全国化发展最快的子领域，目前使用渗透率在众多调味品中排名第一，但消费结构仍以中低档为主。未来发展潜力主要在于随着消费升级趋势，酱油产品结构升级，高端产品占比提升，从而提高盈利水平。

酱油按加工方法可分为酿造酱油和配制酱油。酿造酱油是对大豆、小麦等原料经过微生物发酵制成，营养物质更丰富，而配制酱油则是用

酿造酱油与调味液、食品添加剂等调配而成，营养价值相对较低。国家市场监督管理总局和国家卫生健康委员会联合发布《食品安全国家标准 酱油》（GB 2717-2018）自 2018 年 12 月 21 日起实施，配制酱油被移除，不得再以“酱油”为食品名称。配制酱油将适用复合调味料等相关标准。

从酿造方法来看，市场上酱油的酿造主要有两种工艺，一种是广式高盐稀态，以露天日晒为主，如国内的海天主要采用此种，另一种则是日式高盐稀态，采用恒温封闭式发酵，对技术要求较高，如千和味业。目前国内消费格局以广式高盐稀态酿造酱油为主。

（二）食醋

酿造食醋是使用含有淀粉、糖的物料或酒精，经微生物发酵酿造制成的，具有特殊色、香、味的液体酸性调味品。配制食醋使用醋酸调制而成，而新发布的《食品安全国家标准食醋》（GB2719-2018）中移除了配制食醋。

通常来说，食醋中含有大量有机酸，其酸味质量体现在有机酸的含量和组成上。食醋中的有机酸根据挥发性可分为挥发酸以及不挥发酸两大类。其中以醋酸和乳酸的含量最高。除了这两大种酸味，醋中还存在甲酸、丙酸、丁酸等等的挥发酸以及琥珀酸、柠檬酸等不挥发酸。单纯的醋酸具有刺激性气味，回味差且不协调，只有在乳酸、柠檬酸、琥珀酸等不挥发酸存在下，才能使醋酸味绵长、柔和可口，而多种微生物发酵对于提升醋味的绵长口感有至关重要。

食醋的酿造工艺又可分为传统的固态发酵和液态发酵。固态发酵所需原料复杂，发酵周期长，醋中不挥发酸含量较多，且含有一定的固形物，颜色较深。相比之下液态发酵一般以酒精、米酒、果酒为原料，发酵时间短，注重酒精氧化成醋酸的生化过程，醋中成分简单，颜色较浅。比较而言，固态发酵醋的风味要优于液态发酵醋。

我国的四大名醋有山西老陈醋、镇江香醋、永春老醋、保宁醋，生产原料及工艺等各具特色，消费群体不同，具有鲜明的地域特征，属于地理标志产品。山西老陈醋的品牌代表如水塔，主要销售区域集中在华北地区，而镇江香醋如恒顺主要销往华东地区，永春老醋集中在福建，保宁醋则是集中于四川地区。食醋的饮食习惯多与当地独特的饮食文化有关，这种差异限制了醋类产品的使用场景和消费区域。因此当前食醋产业发展具有鲜明的区域性特征。

（三）蚝油

蚝油以牡蛎为原料，煮熟取汁浓缩，加辅料精制而成，是广东常用的传统的鲜味调料。由于蚝油是鲜味调料，凡是呈咸鲜味的菜肴均可用蚝油调味，使用范围较广，但目前市场渗透率仅为 22%，未来有较大的提升空间。

蚝油产业目前正处于成长期，属于增量市场，未来有望成为和酱油一样的大单品。国内蚝油领域具有影响力的企业主要是率先推出蚝油的李锦记和行业龙头海天味业。海天味业 2018 年专门成立蚝油事业部，着力推广蚝油产品，2018 年蚝油收入增长 26.02%，销量处于绝对领先地位。

（四）复合调味品

复合调味品是指将各种基础调味品按照一定比例进行调配制作，从而得到满足不同调味需要的调味品。复合调味品中的呈味成分多、口感复杂，各种呈味成分的性能特点及其之间的配合比例，决定了复合调味品的调味效果。目前复合调味品的产品种类远超酱油、食醋等调味品种类。与基础调味品比较而言，复合调味品因为可有效简化烹饪过程，而受到消费者青睐，而且产品溢价能力强，市场规模增长较快。如复合调味品旗下的调味酱，据中国调味品协会 2017 年著名品牌企业 100 强统计数据（94 家），有 29 家生产调味酱产品，占比达 30.85%，其中 40% 左右的酱类企业产量增长率超过 10%。未来复合调味品市场有望延续快速增长的势头。

二、调味品行业发展特征

（一）行业潜在壁垒

1、工艺壁垒

对于调味品来说，生产工艺中发酵即制曲的过程至关重要，直接影响产品风味和质量。而发酵过程中又需要具备特定的发酵条件和环境，其中所需的特殊的资源禀赋，限制了行业竞争者进入。

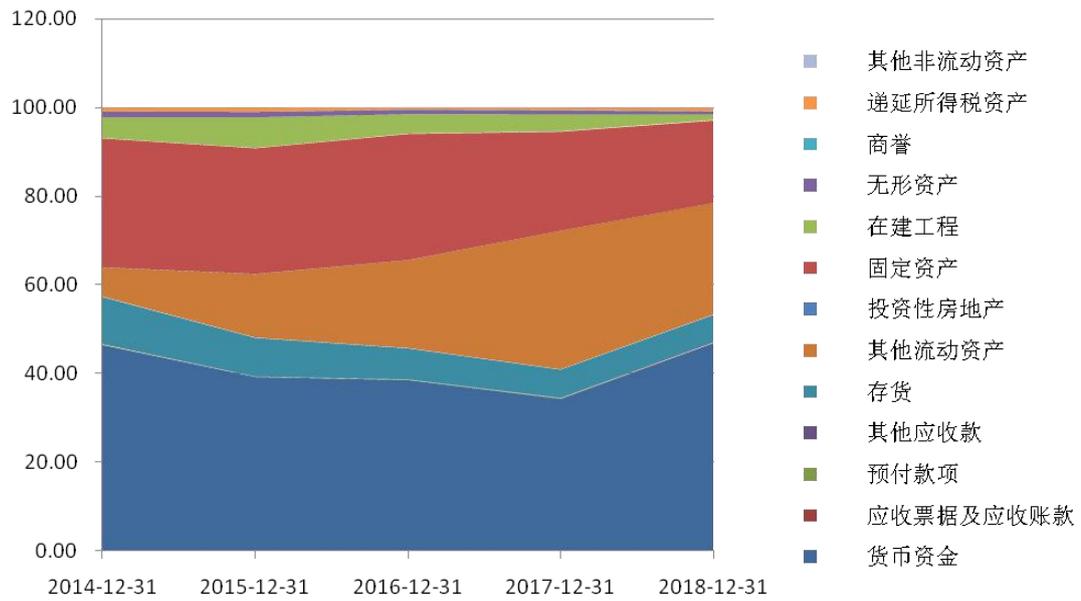
如山西老陈醋作为原产地域保护产品，原国家质量检验检疫总局对其产品质量技术要求规定如下：（1）主要原料：1）高粱：符合 GB8231 的规定，淀粉含量达 60% 以上。2）大曲：使用大麦、豌豆为原料，在保护范围内的自然条件下制曲。3）水：生产用水为太原盆地的地下水，符合 GB5749 的规定，总硬度为 7 至 8 度。（2）加工工艺：使用大曲作

糖化发酵剂，采用“蒸、酵、熏、淋、陈”的工艺，运用“延长酒精发酵、醋化高温引火、熏淋醋醅、贮陈老熟”的技术，陈酿时间不少于 10 个月。（3）质量特色：1）感官指标。色泽呈棕红色至红褐色，香气纯正柔和、陈香浓郁；食而绵酸，口感醇厚，酸甜适口，微鲜，较浓稠，澄清，无非发酵性物质的沉淀物。2）理化指标：总酸（以乙酸计、g/100ml） ≥ 4.50 ，不挥发酸（以乳酸计 g/100ml） ≥ 0.70 ，还原糖（以葡萄糖计 g/100ml） ≥ 0.80 ，总酯（以乙酸乙酯计 g/100ml） ≥ 1.80 ，可溶性无盐固形物（g/100ml） ≥ 6.00 。只有符合上述标准的生产者在保护范围内生产的产品经申报批准后，方可使用山西老陈醋“原产地域产品专用标志”，对新进入者来说，进入壁垒相对较高。

2、资本壁垒

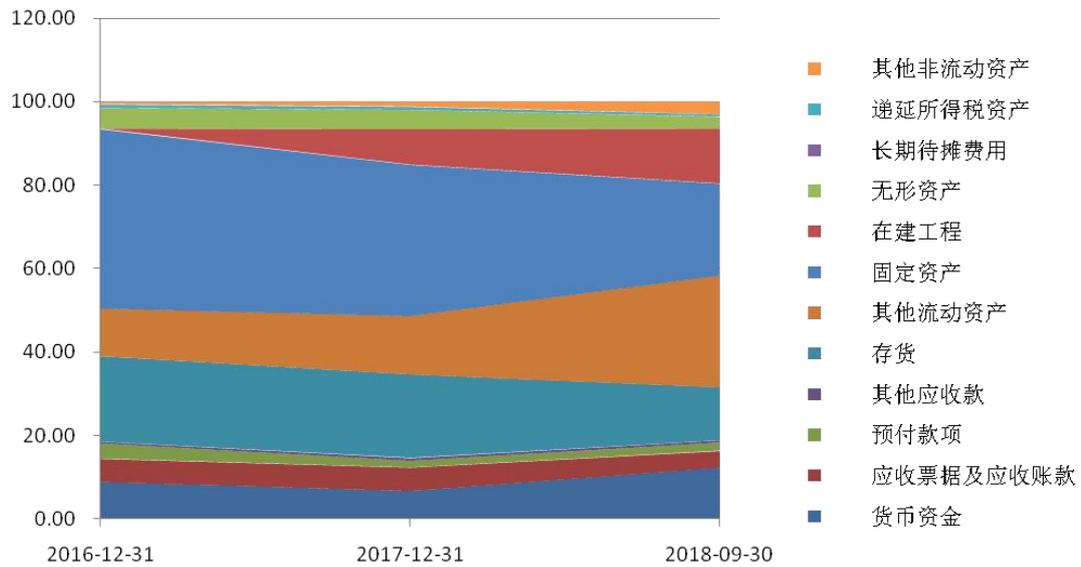
选取上市公司中具有一定品牌影响力的企业海天味业、千和味业、中炬高新，观察其资产分布比例数据。如下图所示，2018 年固定资产及在建工程占资产比率中，行业龙头海天味业是 33.67%，千禾味业为 43.01%，中炬高新为 28.74%，厂房、设备等固定资产及在建工程投入总和占据了总资产中较大份额。由此可见，想要进入该行业的企业由于先期需要投入大量资本建设，因此对于新进入者来说，资本壁垒较高。

图表 1 海天味业资产百分比



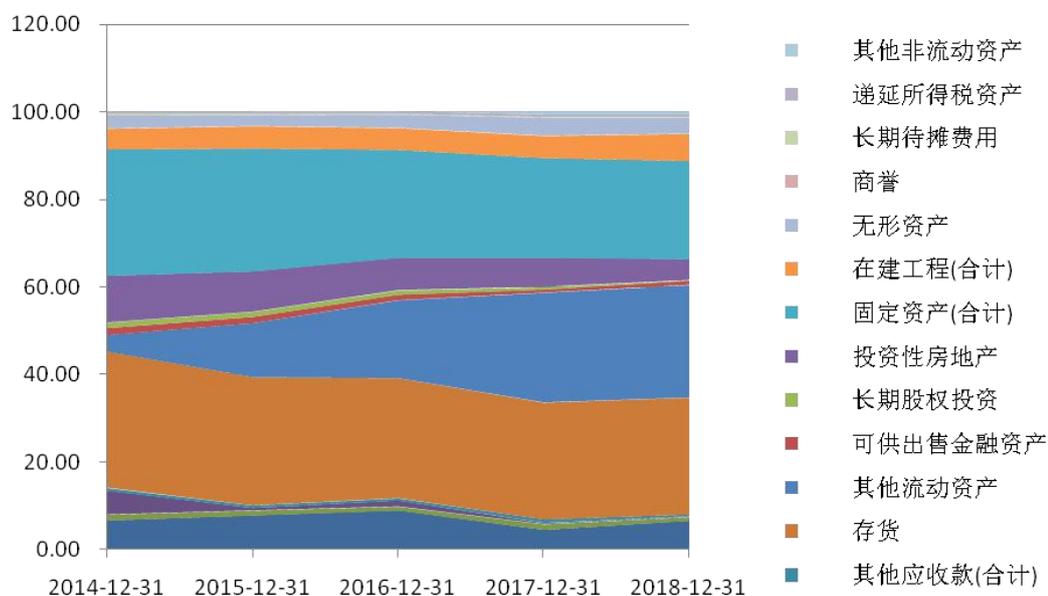
数据来源: wind 网信证券研究发展部

图表 2 千禾味业资产百分比



数据来源: wind 网信证券研究发展部

图表 3 中炬高新资产百分比



数据来源：wind 网信证券研究发展部

3、渠道壁垒

消费品行业渠道建设情况对于产品销售而言非常关键，而调味品行业作为其细分子行业同样如此。目前调味品行业的下游主要包括餐饮渠道、家庭消费端以及食品加工工业。其中，餐饮和家庭消费是目前行业内企业主要着力的方向。

与家庭消费比较而言，餐饮渠道对于上游调味品的需求更侧重于性价比，一旦形成稳定需求后，渠道粘性较强，但需求特征又与厨师使用习惯密切相关，渠道前期建设周期相对较长。如海天味业和李锦记通过赞助烹饪学校及厨师赛事等活动，先培养厨师的使用习惯，达到导入产品的目的。这对于行业内新进入者来说，渠道建设成本较高。

而家庭消费方面，消费者通常受企业品牌营销方式影响较大。鉴于上述特点，企业往往需要投入大量资本金以投放广告或提升在商超、便利店等渠道铺货方式，以提升产品在家庭端的可获得率，提高产品的曝

光率，从而达到有效提高自身产品复购率的目的。加之，由于各地历史文化、地理环境、习俗偏好存在差异，导致各地区形成特有的调味文化。如鲁菜以盐提鲜，川菜善用麻辣调味，粤菜注重鲜美多用生抽、蚝油等，闽菜长于使用糖醋，湘菜调味尤重酸辣，浙菜多运用香糟调味等，因此新进入某一市场的企业，往往需要额外投入资本对消费者进行专门的产品教育，渠道壁垒较高。

（二）调味品高端化、复合化、健康化

从调味品发展历史来看，由基础调味品向专用型、复合型调味品过渡是调味品行业发展的趋势。且随着健康、便捷消费概念兴起，消费者对于调味品的安全、营养、健康以及便利等方面的关注度逐渐提高。调味品企业也逐渐通过主打天然、有机、无添加、低盐等概念，向高端化、健康化、复合化产品布局。与此同时，调味品升级，溢价能力也随之提高。以酱油为例，国内普通特级及一级酱油价格在 6-8 元，零添加酱油在 10-25 元，有机酱油在 30-50 元，产品价格逐渐上移。根据《2018 全国调味品行业蓝皮书》数据显示，2015 至 2017 年我国调味品销量从 2534.6 万吨下降至 2249.2 万吨，而销售额却不断上涨，从 3052.09 亿元上涨至 3826.37 亿元，显示调味品价格的上升趋势。

（三）行业集中度较低

2017 年中国调味发酵制品行业中分别对比大型企业、中型企业、小型企业经营情况。大型企业资产规模占比约 31.08%，销售收入占比 27.83%，利润占比 30.39%。相比之下，小型企业资产规模占比 33.60%，销售收入却达 45.94%，利润占比 40.58%。可见行业内分布零散，目前

仍主要以中小型企业为主，行业集中度相对偏低。

图表 4 2017 年中国调味发酵制品行业不同规模企业经营情况（千元）

企业规模	资产总额	销售收入	利润总额
大型企业	78075549	89624272	9119001
中型企业	88708861	84452517	8709135
小型企业	84413498	147959211	12174042

数据来源：国家统计局 网信证券研究发展部整理

三、调味品行业投资机会

（一）行业集中度有较大的提升空间

目前我国调味品行业集中度偏低，如大单品酱油 2017 年收入 CR5 为 28.22%，食醋 2017 年 CR5 为 13.5%。调味品行业集中度仍有较大的提升空间，其提升的动力主要来自两个方面：

1、环保压力淘汰中小产能

我国调味品、发酵制品制造工业产品种类众多，包括酱油、酵母、味精等产品生产过程中，都会生产一定的废水和废气，行业污染物排放量较大。环保压力下，中小企业经营压力提升，未来中小产能或将逐渐退出市场。《2018 全国调味品行业蓝皮书》中显示，2017 年 66% 的调味品企业面临被淘汰，24.5% 的企业面临被兼并和收购，只有不到 10% 的企业正常生存和发展。调味品行业集中度有望逐渐提高。

2、多品类、跨区域发展趋势

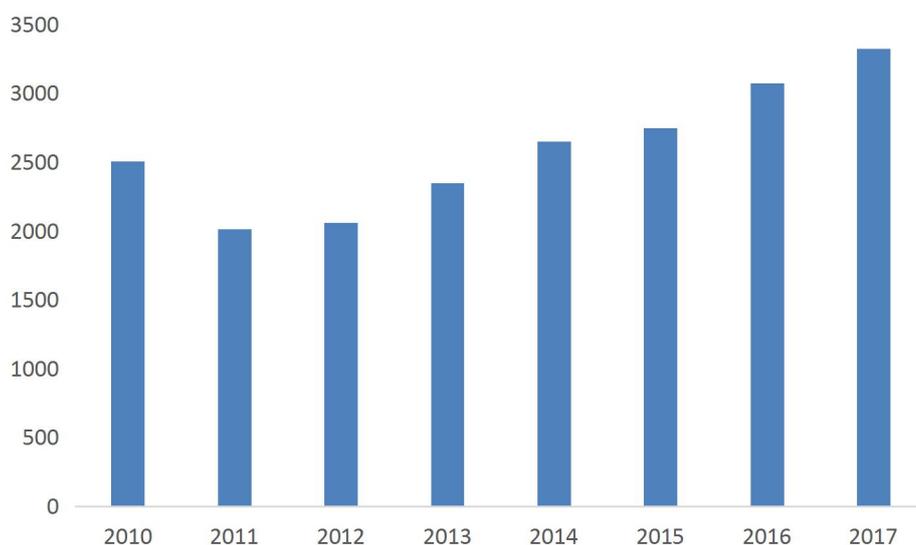
我国调味品市场受地方风俗和口味喜好差异等影响，区域性品牌较多。借鉴国际企业如日本的龟甲万、美国的味好美等发展经验及路径来看，企业往往会通过扩充产品种类，以壮大自身实力；随着多品类发展

逐渐深入，企业向平台型公司发展，即通过兼并收购当地企业，以打开更大的市场。目前我国各区域已成熟的品类中，龙头企业品牌效应已形成，在从大单品向多品类发展、从区域性拓展到全国发展的过程中，横向并购趋势或会加快，龙头企业扩大市场份额的同时，将推动行业集中度不断提升。

（二）消费增长潜力较高

据国家统计局数据，我国调味品行业销售收入 2017 年达 3322.1 亿元，增速 8.1%，2016 年规模约为 3073.7 亿元，增速 11.9%，2010-2017 年复合增长率约 12%。在申万食品加工板块中，调味品行业相比肉制品、乳品及食品综合板块，具有更高的毛利率，净资产收益率表现突出。作为生活必须消费品，较强的消费粘性和抗周期属性使得调味品行业有望延续过去的增长和收益。

图表 5 我国调味品行业销售收入



数据来源：国家统计局 网信证券研究发展部整理

图6 申万食品加工板块及其细分子行业盈利能力表现

板块	销售毛利率%	净资产收益率- 加权(算术平均)%	市盈率(TTM, 中值)
SW 食品加工	32.07	10.13	37.94
SW 肉制品	20.13	10.71	36.13
SW 调味发酵品	44.02	13.30	44.76
SW 乳品	37.02	2.54	40.44
SW 食品综合	30.20	12.10	32.01

数据来源: wind 网信证券研究发展部

调味品消费的增长潜力主要来自两方面:

1、人均消费提升空间大

鉴于调味品行业销售收入的快速增长,我国调味品人均消费额也在逐年递增。但与日本相比,我国人均调味品消费量较低。据中国调味品协会数据显示,2016年日本人均调味品消费量为25.8kg,我国仅为9.3kg,消费规模不及日本的一半。未来我国调味品人均消费规模还有较大的提升空间,而居民人均可支配收入的不断提高使调味品消费额持续增长成为可能。

图7 居民人均可支配收入及人均消费支出



数据来源: 国家统计局

2、餐饮消费增长拉动调味品收入增长

据中国调味品协会数据，家庭用调味品每千克食物中摄入量为 4.58 克，而餐饮渠道使用调味品每千克食物中摄入量为 7.19 克，使用量超过家庭消费端 1 倍多，家庭端或会成为未来调味品产品升级主要着力方向，而餐饮渠道则是拉动调味品消费规模增长的重要动力来源。

据国家统计局数据，餐饮企业主营业务收入 2009 年为 2668.04 亿元，增长至 2017 年 5004.03 亿元，年均复合增长率 7.24%。而城镇化建设及人均可支配收入增长等条件改善，居民就餐环境随之发生改变。尤其是随着互联网技术在餐饮行业应用逐渐深入，外卖市场崛起。据中国互联网络信息中心数据显示，截至 2018 年 12 月，网上外卖用户规模达 4.06 亿，同比增长 18.2%，网民使用比率 49%；其中手机网上外卖用户规模有 3.97 亿，同比增长 23.2%，使用比率占手机网民 48.6%。外卖市场渗透率仍有提高空间，尤其是手机外卖用户规模的增长潜力，使得外卖行业有望延续高增长，利好调味品行业。

图表 8 网上及手机网上外卖用户规模



数据来源：中国互联网络信息中心 网信证券研究发展部

四、风险提示

餐饮行业收入增长不及预期；行业竞争加剧；新产品推出效果不及预期；宏观经济下行风险等。

【评级体系说明】

股票投资评级：

- 强烈推荐——预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上
- 推 荐——预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间
- 中 性——预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ±10% 之间
- 回 避——预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上

行业投资评级：

- 强于大市——预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上
- 中 性——预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数表现在 ±5% 之间
- 弱于大市——预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，在本公司及本人知情范围内，本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的股票没有利害关系，特此声明。

【法律声明】

网信证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告作为其做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对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。本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“网信证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司对本声明条款具有唯一修改权和最终解释权。