



## —调味品系列深度报告二（20191115）

### 核心观点

❖ **对标日本：行业集中度较高，多元化发展为趋势。**目前日本调味品行业竞争格局稳定，已实现从量增至价增过渡，行业呈现以下特征：1) 调味品收入增速及酱油出货量下滑趋势放缓；2) 餐饮渠道占比提升；3) 复合调料占比提升。渠道、产品、品牌均较为成熟的龟甲万、味之素等主要企业发展路径大多围绕基础调味品进行多元化拓展，同时紧抓各层级消费者需求以制造潮流、引领潮流，在基础调味品领域拥有较高市占率的同时，在细分领域也表现优秀，强者恒强定律凸显。由于我国消费情况与日本处于消费升级阶段的 80 年代相似，且日本为我国的临近国，因此日本的业态变迁对我国具有借鉴意义。

❖ **我国调味品行业发展趋势一：复合化。**在生活节奏加快的背景下，日本酱油等传统调味品销量下滑的同时，复合调味品单户家庭年支出金额增长迅速。此外，对标美国及日本复合调味品占比及人均消费额，我国复合调味品仍有七倍以上增长空间，其中川味复合调味品有望成为下一增长点。

❖ **我国调味品行业发展趋势二：功能细分化。**随着人民生活水平的提高，餐厅及家庭需求的个性化使得其对调味品的选择更趋于多元化，蒸鱼豉油、海鲜酱油、淡口酱油等细分领域产品不断推出，中炬高新、海天味业等企业也在不断拓展产品矩阵，未来产品升级将在一定程度上以功能细分化方式进行。

❖ **我国调味品行业发展趋势三：包装分化。**餐饮方面，在餐饮行业维持高增长的背景下，餐饮调味品逐步大包装化；家庭方面，随着我国家庭规模的缩小、生活节奏的加快、社交的频繁、交通的便利，越来越多的消费者选择点外卖或者外食，考虑到调味品消费人群使用频次下降，小包装化将成趋势。

❖ **我国调味品行业发展趋势四：健康化。**我国调味品正处于“老抽—一般生抽—高档生抽（如鲜味酱油）、功能酱油（如蒸鱼酱油等）—零添加、有机酱油（仍处于起步阶段）”的健康升级阶段，消费者更愿意为健康买单。以千禾味业的零添加概念为例，千禾味业的零添加产品较海天、美味鲜等品牌主力单品存在溢价，同时千禾味业新包装上将“零添加”概念突出后市场反应明显，销量稳步提升。

❖ **落地企业：产品为生意本源，渠道为壁垒。**通过对标日本，我们认为产品复合化、功能细分化、健康化，包装分化为未来调味品产品趋势。在酱油品类增速放缓的背景下，主要调味品企业通过采取类内收割叠加品类扩张方式来提升市场空间，由于复合调味品等子行业竞争格局尚未形成，海天味业以及中炬高新均已开始布局。区域品牌方面，由于行业龙头企业在渠道、品牌上具有领先优势，小品牌可通过品类突破进行弯道超车或专注于特定细分领域进行品类绑定，从而转化为特定品类的代名词，实现稳定发展。我们推荐关注加大渠道扩张力度，持续推动品类多元化、健康化的调味品企业。

❖ **相关标的：**海天味业、中炬高新、千禾味业、天味食品等。

**风险提示：**宏观经济下行风险、食品安全风险、渠道动销情况不及预期。

### 📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	行业深度
所属行业	食品饮料
报告时间	2019/11/15

### 👤 分析师

欧阳宇剑  
证书编号：S1100517020002  
021-68595127  
ouyangyujian@cczq.com

### 👤 联系人

张潇倩  
证书编号：S1100118060009  
021-68595150  
zhangxiaolian@cczq.com

### 📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、对标日本：行业集中度较高，多元化拓展为大趋势	6
1.1 日本调味品业绩受价格驱动，集中度较高	6
1.1.1 日本调味品已实现从量增至价增过渡	6
1.1.2 日本调味品行业集中度较高，格局稳定	8
1.2 从日本龙头调味品企业中窥一方天地	9
1.2.1 龟甲万：餐饮渠道占比提升，产品多元推动海外布局	9
1.2.2 味之素：家庭渠道为主，定制调味品市占率提升明显	12
二、未来方向：复合化、功能化、规格分化、健康化	16
2.1 调味品将从单一走向复合	17
2.1.1 复合调味品仍有至少七倍空间，火锅底料或为增长点	17
2.1.2 川味调味品有望成为增长点	19
2.2 需求个性化推使产品功能细分化	21
2.3 餐饮渠道与家庭渠道包装逐步分化	22
2.3.1 餐饮渠道：大包装为未来趋势	22
2.3.2 家庭渠道：小包装为未来趋势	22
2.4 消费者对健康化产品价格敏感度低	24
三、落地企业：产品为生意本源，渠道为壁垒	24
3.1 海天味业：持续推进品类多元化，蚝油为第二大品类	25
3.2 中炬高新：差异化定位鲜类酱油，强化多品类发展	27
3.3 千禾味业：聚焦零添加，核心品类战略清晰	28
3.4 天味食品：聚焦川味复合调味品，新品推出频繁	29
四、投资建议	30
五、附录	32
日本消费结构变化对消费行为影响的研究	32
五、风险提示	41

## 图表目录

图 1:	日本酱油出厂量历史情况.....	6
图 1:	产品结构升级带来价格提升.....	7
图 2:	1974 年后酱油消费升级示意图.....	7
图 2:	日本调味品规模 (万亿日元).....	8
图 3:	日本酱油行业格局变化 (%).....	8
图 4:	日本酱油生产企业单位数量 (家).....	8
图 3:	百强企业收入占调味品行业比重不到 30%.....	9
图 4:	调味品行业集中度逐步提升.....	9
图 5:	2015 年中国酱油行业集中度.....	9
图 6:	2016 年日本酱油行业集中度.....	9
图 5:	2018 财年龟甲万收入同比实现增长.....	10
图 6:	2018 财年龟甲万净利润同比实现增长.....	10
图 7:	龟甲万国外收入占比不断提升.....	10
图 8:	北美及欧洲为最大市场.....	10
图 9:	食品、饮品及酱油收入占比较大.....	11
图 10:	龟甲万大包装及超小包装占比不断提升.....	11
图 11:	龟甲万未来目标为增加产品附加值.....	11
图 12:	2018 财年味之素收入同比下降.....	12
图 13:	2018 财年味之素净利润同比下降.....	12
图 14:	国际食品产品占比逐年提升.....	13
图 15:	海外收入占比较大.....	13
图 16:	国内业务产品占比.....	14
图 17:	海外业务产品占比.....	14
图 18:	味之素日本地区家庭渠道占比为 54%.....	15
图 19:	2018 财年鲜味调味品在家庭渠道市占率最高.....	15
图 20:	我国人均 GDP 水平处于日本 80 年代.....	16
图 21:	我国人均 GDP 水平处于日本 80 年代.....	16
图 22:	2010-2018 年我国平均工资 CGAR 为 10.7%.....	17
图 23:	2012-2018 年我国居民可支配收入 CAGR 为 8.8%.....	17
图 24:	我国家庭规模呈下滑趋势.....	17
图 25:	我国 15-64 岁占比逐步下滑, 65 岁以上人口占比提升.....	17
图 26:	日本酱油出货量.....	18
图 27:	家用酱油占比逐步减少.....	18
图 28:	复合调味品行业规模 (单位: 十亿元).....	18
图 29:	2016 年复合调味品市场各品类占比.....	18
图 30:	2016 年中日美人均复合调味品消费额 (美元).....	19
图 31:	2016 年中日美复合调味品消费占调味品行业比例.....	19
图 32:	2017 年日本外食消费额占比.....	19
图 33:	2017 年日本家庭调味品消费结构.....	19
图 34:	2017 年中式餐饮消费结构.....	20
图 35:	火锅餐饮的市场规模 (亿元).....	20
图 36:	2018 年天味产品结构.....	20

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 37:	2018 财年颐海国际产品结构 .....	20
图 38:	天味食品和颐海国际收入增速高于行业增速 .....	21
图 39:	天味食品和颐海国际净利润增速高于行业增速 .....	21
图 40:	日本人均传统酱油消费量持续下降 (千升, %) .....	21
图 41:	海天味业酱油条线产品不断细分 .....	21
图 42:	1985 年调味品各类型包装销量占比 .....	22
图 43:	2005 年调味品各类型包装销量占比 .....	22
图 44:	我国平均家庭规模逐步缩小 .....	23
图 45:	60 元以上快餐门店增速最快 .....	23
图 46:	日本调味品餐饮用大包装及家庭用小包装占比提升明显 .....	23
图 47:	千禾味业主力产品均价较一般产品高 .....	24
图 48:	海天味业通过新设立或并购同业等方式拓展品类 .....	26
图 49:	海天味业各品类收入占比一览 .....	26
图 50:	海天味业蚝油板块增速亮眼 .....	26
图 51:	海天味业酱类板块收入及同比增速 .....	26
图 52:	海天味业调味酱及其他品类毛利率稳步提升 .....	26
图 53:	美味鲜公司收入及同比增速 .....	27
图 54:	美味鲜公司净利润及同比增速 .....	27
图 7:	公司调味品业务占比为 91.6% .....	28
图 8:	2018 年公司酱油占调味品业务收入 67.8% .....	28
图 55:	千禾味业酱油业务收入及增速 .....	29
图 56:	千禾味业产品结构 .....	29
图 57:	天味食品研发投入 .....	30
图 58:	手工老火锅增长迅速 .....	30
图 59:	相关公司估值一览 .....	31
图 60:	个人消费占 GDP 比稳定, 政府消费占 GDP 比迅速提升 .....	32
图 61:	日美贸易战期间日本 GDP 从高速增长期切换至换挡期 .....	32
图 62:	日美贸易战期间日本 GDP 增速与个人消费增速同步 .....	34
图 63:	1960-1990 年日本人口结构 .....	34
图 64:	日本人口数量及增速 .....	34
图 65:	日本工薪家庭可支配收入持续提升 .....	34
图 66:	日本工薪家庭消费支出持续提升 .....	34
图 67:	1974-1990 年雇员工资持续提升 .....	35
图 68:	1970-1992 人均 GDP 复合增速达 13.27% .....	35
图 69:	日本工薪家庭可支配收入及消费支出增速 .....	35
图 70:	单人家庭占比提升明显 .....	35
图 71:	女性就业人数增长明显 .....	36
图 72:	农村人口占比持续下滑 .....	36
图 73:	日本消费指标领先于 CPI .....	36
图 74:	啤酒价格提升显著 .....	37
图 75:	麒麟控股、养乐多及龟甲万在 80 年代股价涨幅较大 .....	37
图 76:	日本工薪家庭可支配收入及消费支出增速连年负增长 .....	38
图 77:	1990-2010 年日本老龄化严重 .....	38

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 78:	主要食品饮料公司营业收入 (单位: 百万元) .....	39
图 79:	主要食品饮料公司 ROE .....	39
图 80:	1975-1995 年日本饮食结构变化 (单位: 十亿日圆) .....	39
图 81:	1975-1995 年日本饮食结构变化 (单位: %) .....	39
图 82:	1980-1990 年食品加工类产品增长率较快.....	40
图 83:	1975-2000 年日本冷冻食品、加工食品、农畜水产品产量 (单位: 万吨) .....	40
图 84:	经济换挡阶段日本女性就业占比提升显著.....	40
图 85:	日本农作物种植面积持续下滑.....	40
表格 1.	酱油经历了“低盐→纯大豆→有机→鲜榨”的健康化发展路径.....	7
表格 2.	龟甲万在北美、欧洲餐饮渠道占比均超 60%.....	12
表格 3.	味之素国内收入占比下滑, 亚洲、美洲及欧洲地区提升明显 .....	14
表格 4.	味之素产品从鲜味调味品开始升级至复合调味品及定制调味品 .....	15
表格 5.	厨邦、千禾、欣和等调味品企业相继推出小包装, 价格较大包装贵 .....	23
表格 6.	美味鲜厨邦食品阳西生产基地各产品的预期达产规模 (万吨) .....	28
表格 7.	天味食品每年均会推出新品, 且广受市场欢迎.....	30
表格 8.	美日贸易战过程中经济情况、人口结构、收入结构一览.....	33
表格 9.	主要食品饮料公司 80 年代受益于量价提升, 盈利能力提升明显 .....	37
表格 10.	日本市场需求下降, 主要食品饮料公司 90 年代后逐步加速推进海外业务 .....	38

## 一、对标日本：行业集中度较高，多元化拓展为大趋势

### 1.1 日本调味品业绩受价格驱动，集中度较高

#### 1.1.1 日本调味品已实现从量增至价增过渡

根据调味品产量变化，结合人均消费情况，我们把日本酱油分为以下四个阶段：

- 1) **产量下滑期（1947年之前）**：受二战影响，日本酱油从1939年起开始明显下滑，1947年出货量跌至34万千升的低位，人均消费量也下降至4.3升，1948年为酱油产量达到低位；
- 2) **产量恢复期（1948-1959年）**：1948年起，日本酱油产量逐步回升，1956年出货量首次突破百万千升，人口逐步增长，酱油行业出现天花板，人均消费量峰值达11升以上。
- 3) **增速放缓期（1960-1974年）**：1960年至石油危机爆发的1973年间，日本GDP从160.1千亿日元增长至1125.0千亿日元，CAGR达16.2%，此阶段居民消费大多以家庭为单位，即一家购买一种产品即可满足日常需求，大众消费特征较为明显。受益于人口红利，70年代中后期出货量增长至120万千升以上，1974年产量达到顶峰，但人均消费量并无明显上升。

图 1： 日本酱油出厂量历史情况



资料来源：Japan Soy Sauce Brewers Association，川财证券研究所

- 4) **从量增切换为价增时期，调味品开始向健康化及功能化方向升级（1974年以后）**：自1963年起，日本2人及以上家庭平均消费金额提升的同时调味品支出占家庭支出逐步下降显示总体需求趋于稳定，1974年后日本家庭平均调味品消支出呈上升趋势，但消费量下降，显示调味品价

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

格提升明显。受益于日本人均 GDP 从 1970 年的 2000 美元提升至 1980 年的 9300 美元，消费者转向寻求更高层次的需求，随着“低盐健康”概念的流行，日本家庭食盐平均消费量从 1978 年的 5100 克下滑至 1991 年的 3000 克，这一概念随后也应用于酱油领域，酱油沿着“低盐→纯大豆→有机→鲜榨”的健康化发展路径不断升级，价格成为调味品行业业绩主要驱动力。

表格 1. 酱油经历了“低盐→纯大豆→有机→鲜榨”的健康化发展路径

1) 第一次消费升级：纯大豆酱油

20世纪90年代以前，由于国内大豆产量低叠加进口成本高，大多酱油产品以脱脂大豆为原料，随着健康概念的普及，1989-1990年日本酱油制造中大豆原料占比从2%增长至10%，纯大豆酱油产量迎来爆发式增长，目前我国大多品牌酱油均为纯大豆酱油。

2) 第二次消费升级：有机酱油

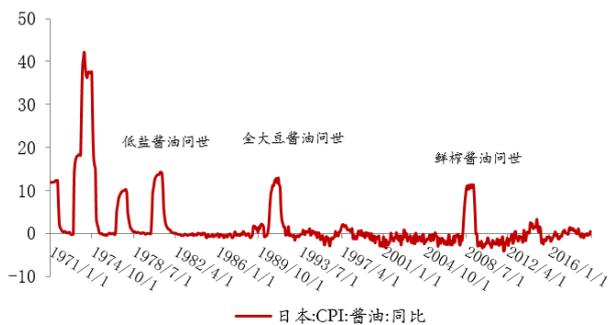
1996年日本有机种植潮兴起，并逐步扩展至食品加工领域。2001有机酱油认证量从2002年的1600吨增长至2006年的6700吨，之后在6000吨水平稳定。我国已有企业推出有机酱油，有机酱油市场正在培育中。

3) 第三次消费升级：鲜榨酱油

随着日本消费者人均可支配收入的增长，2011年开始，定位更高端的鲜榨酱油在日本家庭中开始普及。2011年以来鲜榨酱油在家庭渠道中占比从6%提升至23%，2015年销售额是2011年的3.6倍，鲜榨酱油已逐步成为主流细分产品。由于鲜榨酱油对容器的密封性有着极高要求，同时保质期较短，在我国还未开始流行。

资料来源：wind，川财证券研究所

图 1：产品结构升级带来价格提升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 2：1974 年后酱油消费升级示意图



资料来源：wind，川财证券研究所

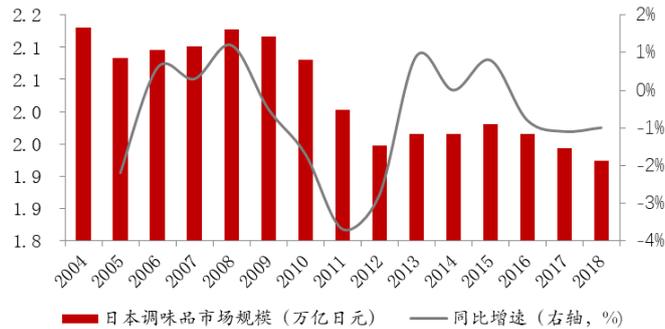
当下日本调味品市场有以下特征：

- 1) 调味品收入增速及酱油出货量下滑趋势放缓：受 GDP 增速放缓及老龄化影响，调味品收入从 2004 年的 2.1 万亿日元下滑至 2018 年的 1.9 万亿日元，同时酱油出货量下降趋势放缓，稳定在人均 6.2L 左右；
- 2) 餐饮渠道占比提升：受人口老龄化、家庭规模下滑影响，餐饮渠道占比进一步提升，从 1975 年的 40%提升至 2010 年的 65%；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3) 复合调料占比提升：饮食西化、简单化使得复合调料占比提升。日本家庭平均在复合调料上的支出从 1992 年的 3162 日元提升至 2017 年的 4760 日元。

图 2： 日本调味品规模 (万亿日元)

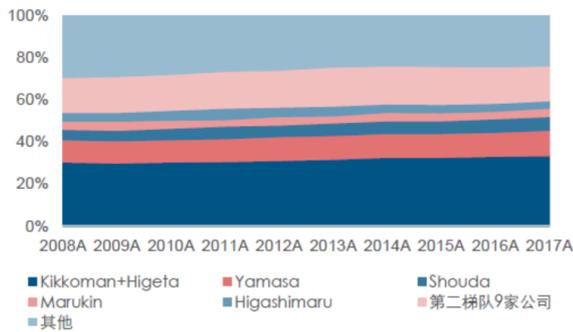


资料来源：欧睿，川财证券研究所

### 1.1.2 日本调味品行业集中度较高，格局稳定

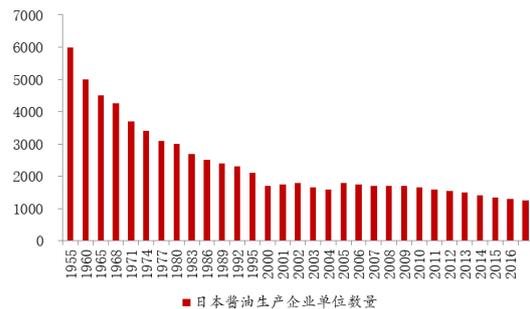
日本酱油行业集中度较高，CR5 占比近 60%。在调味品销量下滑、健康化趋势延续的背景下，大企业在品牌力、渠道、营销等方面具有绝对优势，品牌企业市占率的不断提升使得小企业加速出清，调味品行业企业数量逐年下滑，目前龟甲万市占率已超 35%，调味品行业格局稳定。

图 3： 日本酱油行业格局变化 (%)



资料来源：日本酱油协会，川财证券研究所

图 4： 日本酱油生产企业单位数量 (家)



资料来源：日本酱油协会，川财证券研究所

区别于日本调味品整体口味较为统一，我国各地区风味差异较大使得各地企业调味品企业多生产符合本地区消费者口味的产品，调味品较强的消费黏性使得本地消费者接受全国化品牌的难度大，因此调味品全国化扩张难度大，集中度

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

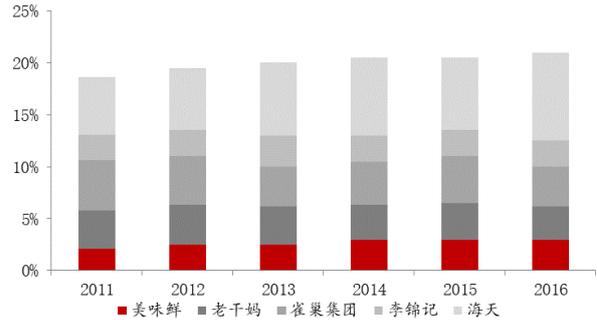
较其他行业低，总体呈现群雄割据局势。然而在大豆等成本价格提升、由龙头企业主导的产品高端化趋势加强、食品健康标准抬升、消费者品牌意识增强的背景下，成本转嫁能力较低的小企业将加速出清，而议价力强且成本转移能力强的大企业将加速市场整合速度，调味品行业将强者恒强。

图 3： 百强企业收入占调味品行业比重不到 30%



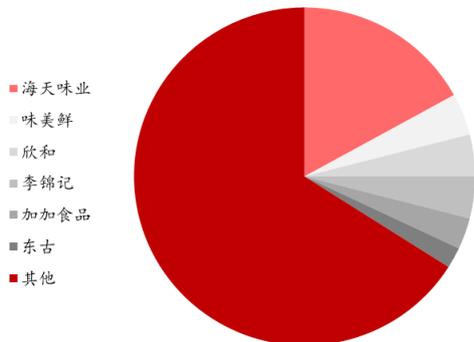
资料来源：中国调味品协会，川财证券研究所

图 4： 调味品行业集中度逐步提升



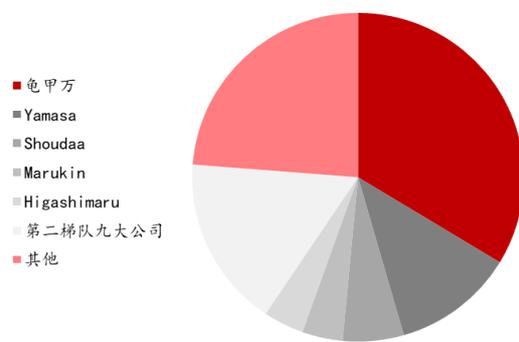
资料来源：中国调味品协会，川财证券研究所

图 5： 2015 年中国酱油行业集中度



资料来源：智妍咨询，川财证券研究所

图 6： 2016 年日本酱油行业集中度



资料来源：智妍咨询，川财证券研究所

## 1.2 从日本龙头调味品企业中窥一方天地

### 1.2.1 龟甲万：餐饮渠道占比提升，产品多元推动海外布局

龟甲万前身为成立于 1917 年的野田酱油株式会社，公司为日本酱油市场领军企业的同时也是集调味品、软饮料、酒类、药物、餐厅为一身的多元化综合集团，公司 1998-2018 年收入 CAGR 达 3.2%，利润 CAGR 达 7.9%，毛利率稳定在 40%左右，同时市占率远超同行公司。由于酱油在日本发展遇到销量瓶颈，公司选择加快拓展海外市场，于 1957 年在美国成立了销售部，于 1972 年正式设立工厂，此后公司通过不断并购布局全球。2018 财年海外业务收入为

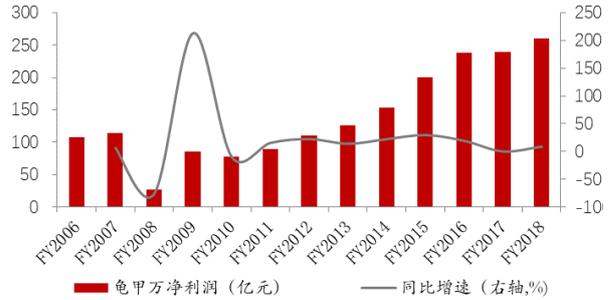
76.4 亿日元，2002-2018 年 CAGR 为 8.3%，目前海外业务占比达 59.8%，已成为集团重要收入来源。

图 5： 2018 财年龟甲万收入同比实现增长



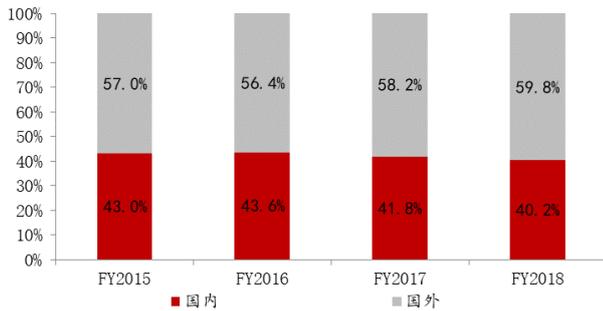
资料来源：彭博，川财证券研究所

图 6： 2018 财年龟甲万净利润同比实现增长



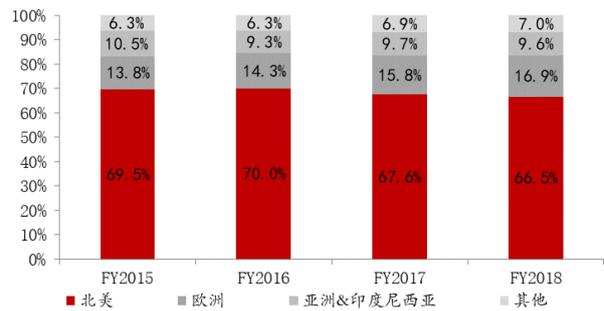
资料来源：彭博，川财证券研究所

图 7： 龟甲万国外收入占比不断提升



资料来源：彭博，川财证券研究所

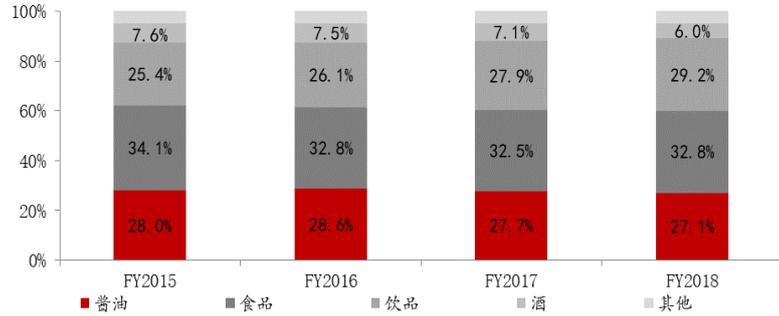
图 8： 北美及欧洲为最大市场



资料来源：彭博，川财证券研究所

龟甲万是引领了日本酱油发展，公司于 70-80 年代推出了减盐酱油；于 90 年代已全部使用大豆来酿造酱油，引领了酱油升级风潮，同时 2010 年龟甲万又创新性的推出符合健康潮流的有机酱油及鲜榨酱油，公司的酱油发展史可以看作是日本酱油发展史的缩影，公司顺应时代需求，在健康化、功能化、餐饮大包装化、家庭小包装化等方向不断发展，2018 财年酱油占收入比为 27.1%。此外，20 世纪末龟甲万开始调味品类的扩张之路，公司不仅进入了调味汤底及调味酱等调味品市场，也利用渠道协同优势进入了豆奶、果蔬汁(Del Monte)、零食等领域公司还在食品(包括酱油衍生产品)、饮料(豆奶等)、酒类、药品等方面积极拓展，近年来食品、饮品占比已超酱油。

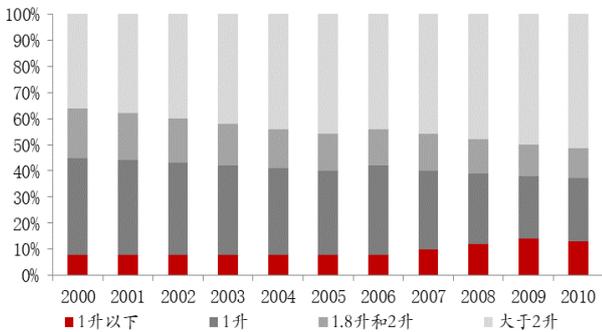
图 9： 食品、饮品及酱油收入占比较大



资料来源：彭博，川财证券研究所

产品容量不断变大，卡位餐饮市场。龟甲万通过举办烹饪比赛、成立烹饪教室、制作食谱、在黄金时段播出广告等方式来获取批发订单，目前海外市场中收入占比较大的北美及欧洲地区批发渠道占比均超 60%，同时考虑到 2010 年产品规格大于 2L 产品占比为 51%，我们预计目前公司餐饮渠道收入占比高于 50%，且有继续抬升趋势。

图 10： 龟甲万大包装及超小包装占比不断提升



资料来源：彭博，川财证券研究所

图 11： 龟甲万未来目标为增加产品附加值



资料来源：彭博，川财证券研究所

表格 2. 龟甲万在北美、欧洲餐饮渠道占比均超 60%

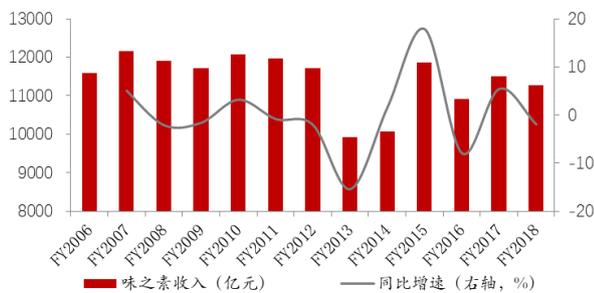
		收入	占地区	收入	占地区	收入	占地区	收入	占地区
		(十亿 日元)	收入比 (%)	(十亿 日元)	收入比 (%)	(十亿 日元)	收入比 (%)	(十亿 日元)	收入比 (%)
		FY2015		FY2016		FY2017		FY2018	
海外									
北美	食品制造与销售	57.8	31.3%	55.4	31.1%	57.9	29.9%	59.8	29.0%
	批发	126.8	68.7%	122.5	68.9%	135.6	70.1%	146.6	71.0%
欧洲	食品制造与销售	10.5	41.7%	10.2	41.5%	12.2	40.3%	13.2	39.1%
	批发	14.7	58.3%	14.4	58.5%	18.1	59.7%	20.6	60.9%
亚洲&印尼	食品制造与销售	16.2	55.1%	15.5	51.3%	18.8	52.4%	20	52.6%
	批发	13.2	44.9%	14.7	48.7%	17.1	47.6%	18	47.4%
其他		34.4		35.1		37.9		42.5	
总计(修正后)		234.3		228.5		252.1		273	
日本									
食品制造与销售		8.3		6.5		10.4		10.6	
其他		1.4		1.5		1.5		1.8	
总计(修正后)		9.8		8.1		11.9		12.4	

资料来源：彭博，川财证券研究所

## 1.2.2 味之素：家庭渠道为主，定制调味品市占率提升明显

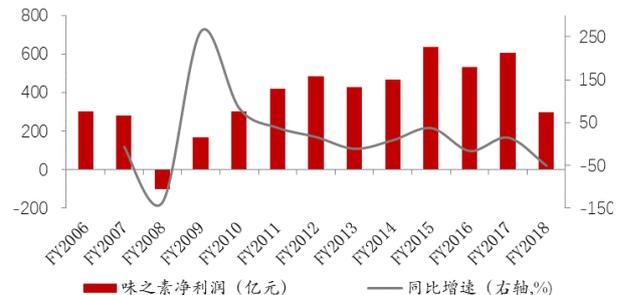
味之素成立于 1909 年，为日本味精行业龙头公司，1960 年前公司将味精作为主营业务，并进行产品出口，1960 年后公司产品线逐步拓展至速冻食品、动物营养等业务，并在海外设立了生产基地；1990 年后，公司加大对氨基酸的研发力度的同时继续拓展产品线，寻求经营价值的提升。目前公司主要业务分为日本食品制造、海外食品制造、速冻食品、生命支持及医药健康板块，其中国际食品制造及日本食品制造占比最大，国际食品制造及医药健康收入占比提升最快，具体产品包括调味品、速冻食品、咖啡、营养食品、医药、食品级饲料用谷氨酸、化妆品等。

图 12：2018 财年味之素收入同比下降



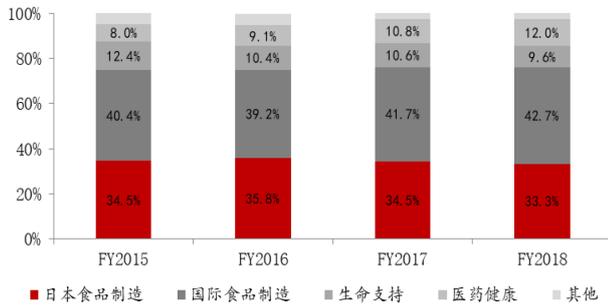
资料来源：彭博，川财证券研究所

图 13：2018 财年味之素净利润同比下降



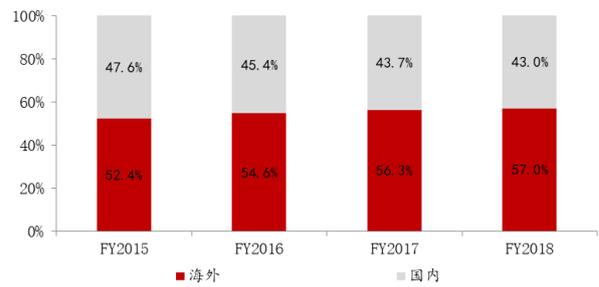
资料来源：彭博，川财证券研究所

图 14：国际食品产品占比逐年提升



资料来源：彭博，川财证券研究所

图 15：海外收入占比较大



资料来源：彭博，川财证券研究所

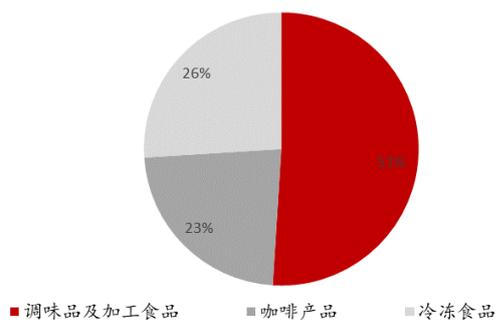
日本区域收入占比下滑，海外食品制造业增长显著。国内业务方面，2018 财年国内食品制造业务收入较去年下滑 2.4%，主要原因为成本提升叠加减值损失加大，具体来看，调味品及加工食品收入占比 51.5%，速冻及咖啡收入占比分别为 26%、23%，其中冷冻食品及咖啡产品收入分别较去年下滑 3.5%、5.8%，同时毛利润下滑明显；海外业务方面，味之素在三十多个位于亚洲、美洲及欧洲的国家及地区积极拓展海外业务，近三年海外收入 CAGR 达 6.0%，2018 财年海外收入占比为 57%，其中亚洲及北美收入占比分别为 58%、25%，具体产品中，调味品、速冻食品、加工食品、饮料占比分别为 54%、28%、10%、6%，调味品及速冻产品占比较大。

表格 3. 味之素国内收入占比下滑，亚洲、美洲及欧洲地区提升明显

		国内收入 (百万日元)	日本地区 收入占比	亚洲地区 收入(百 万日元)	亚洲地区 收入占比	美洲地区 收入(百 万日元)	美洲地区 收入占比	欧洲地区 收入(百 万日元)	欧洲地区 收入占比	总计(百 万日元)
日本食品 制造	FY2018	366.3	97.7%	3.6	1.0%	2.9	0.8%	1.9	0.5%	375.0
	FY2017	375.6	97.8%	3.6	0.9%	2.6	0.7%	2.1	0.5%	384.1
	FY2016	383.3	98.2%	3.1	0.8%	2.1	0.5%	1.7	0.4%	390.4
海外食品 制造	FY2018	15.0	3.1%	251.9	52.3%	171.6	35.6%	43.0	8.9%	481.6
	FY2017	15.3	3.3%	240.7	51.8%	169.2	36.4%	39.3	8.5%	464.7
	FY2016	15.5	3.6%	223.9	52.2%	161.3	37.6%	28.1	6.6%	428.9
生命支持	FY2018	35.1	32.5%	12.1	11.2%	33.4	31.0%	27.1	25.1%	107.9
	FY2017	32.8	27.7%	14.1	11.9%	41.3	34.9%	30.2	25.5%	118.5
	FY2016	41.8	33.7%	14.1	11.4%	40.8	32.9%	27.2	21.9%	124.0
医药健康	FY2018	53.9	39.8%	3.8	2.8%	31.3	23.1%	46.1	34.1%	135.3
	FY2017	47.6	39.7%	3.4	2.8%	25.9	21.6%	43.0	35.9%	119.9
	FY2016	30.9	34.5%	3.1	3.5%	22.5	25.1%	32.8	36.6%	89.5
其他	FY2018	14.2	51.8%	13.1	47.8%					27.4
	FY2017	15.4	56.4%	11.8	43.2%					27.3
	FY2016	47.8	82.3%	10.3	17.7%					58.1
总计	FY2018	484.8	43.0%	284.7	25.3%	239.5	21.2%	118.3	10.5%	1127.4
	FY2017	486.9	43.7%	273.9	24.6%	239.1	21.4%	114.7	10.3%	1114.7
	FY2016	519.5	47.6%	254.7	23.3%	226.9	20.8%	89.9	8.2%	1091.1

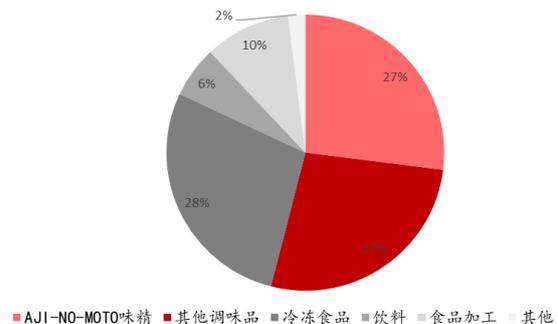
资料来源：彭博，川财证券研究所

图 16：国内业务产品占比



资料来源：彭博，川财证券研究所

图 17：海外业务产品占比



资料来源：彭博，川财证券研究所

公司产品从鲜味调味品升级至复合及定制调味品，从调味品拓展至多领域。味之素于 1908 年推出 AJI-NO-MOTO 味精后不断拓展味精产品线，同时于上世纪 70 年代开始推出了使用更为便捷、更符合潮流的复合调味品以及顺应各个国家地区口味的定制调味品。在海外业务不断拓展的过程中，定制调味品体量逐步超过鲜味调味品及复合调味品。此外，公司在 70 年代也推出了冷冻食品、咖啡等产品以拓展产品线，后来还延伸出营养食品、医药、食品级饲料用谷氨

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

酸、化妆品等产品。

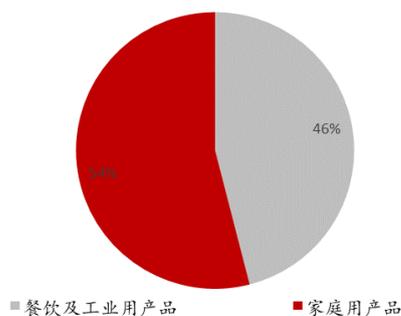
表格 4. 味之素产品从鲜味调味品开始升级至复合调味品及定制调味品

	推出日期	品牌	示意图
鲜味调味品	1908	AJI-NO-MOTO	
	1962	Umami Dashi Hi-Me	
复合调味品	1970	Hon-Dashi	
	1979	ROSDEE	
	1988	Sazon (Brazil)	
	1988	Seto (Honjio)	
定制调味品	2012	Nabe Cube	
	1978	Cook-Do	
		Satis!	
冷冻食品		AJI-NO-MIX Deli Arroz	
	1972	Cook Do Kyo-no Ohzara	
咖啡	1972	Ajinomoto KK Frozen Foods	
	1973	MAXWELL coffee	
	1975	AGF Maxim coffee.	
	1993	Birdy canned coffee	

资料来源：公司官网，川财证券研究所

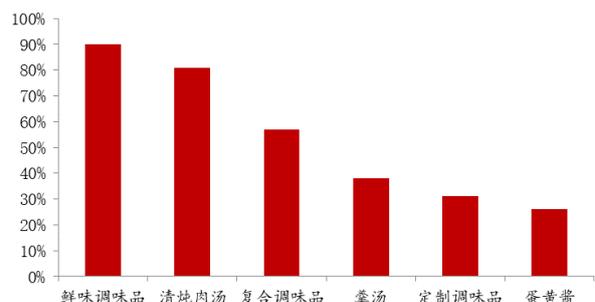
日本地区味之素家庭渠道占比较高，定制调味品市占率提升。渠道方面，味之素日本地区主要渠道仍为家庭餐饮渠道，其中鲜味调味品、清炖肉汤料及复合调味品在家庭渠道中占比较大。此外，定制调味品 2018 财年收入同比增长 2.1%，同时市占率较 2017 财年同期提升 1 个百分点，而复合调味品市占率则略有下滑，预计未来定制调味品发展空间较大。

图 18: 味之素日本地区家庭渠道占比为 54%



资料来源：彭博，川财证券研究所

图 19: 2018 财年鲜味调味品在家庭渠道市占率最高



资料来源：彭博，川财证券研究所

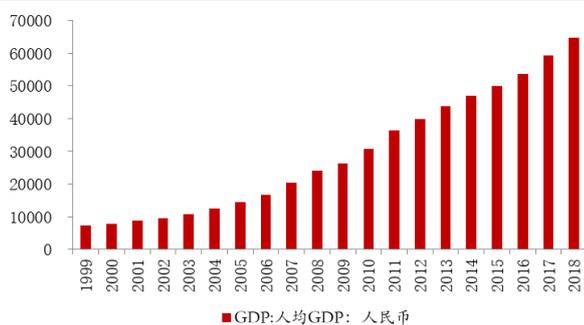
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从龟甲万及味之素的发展史及现状中我们可以看到，日本调味品领军企业的发展路径大多围绕基础调味品进行多元化拓展，同时紧抓各层级消费者需求以制造潮流、引领潮流。目前日本调味品行业竞争格局稳定，渠道、产品、品牌均较为成熟的龟甲万、味之素等主要企业在基础调味品领域拥有较高市占率的同时，在细分领域也表现优秀，强者恒强定律凸显。对标国内企业，我们认为调味品的功能化、健康化、复合化、规格分化及多元化趋势将逐步显现，由于我国市场空间巨大，且行业格局较分散，调味品市场仍有较大发展空间，海外扩张紧迫性较低。

## 二、未来方向：复合化、功能化、规格分化、健康化

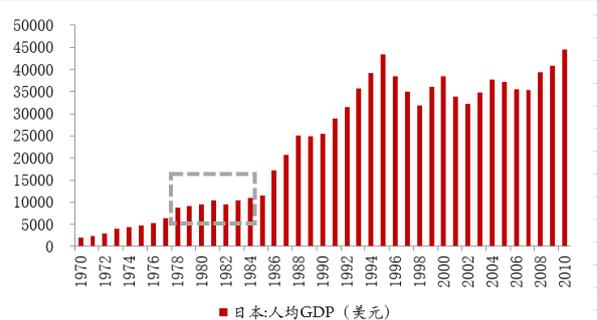
我国正处于日本 80 年代消费升级阶段。从人均 GDP、消费情况、可支配收入趋势方面来看，我国消费情况与日本处于消费升级阶段的 80 年代相似；1) 2018 年我国的人均 GDP 与上世纪 80 年代日本相似，约为 6.5 万元；2) 2010-2018 年我国平均工资 CAGR 高于日本 1985-1995 年的 4.2%，2012-2018 年我国居民可支配收入 CAGR 高于日本 1974-1990 年的 5.5%，中日两国人均公司及收入均呈上升趋势，且我国平均收入增速较日本更高；3) 16 年以来我国消费力两极分化严重，高、低收入群体收入增速最快，而中等收入群体收入增速则下降较为明显，贫富差距逐步拉大，整体呈现消费升级状态。由于日本为我国的临近国，且我国消费情况与上世纪 80 年代的日本相似，因此日本的业态变迁对我国具有借鉴意义。

图 20：我国人均 GDP 水平处于日本 80 年代



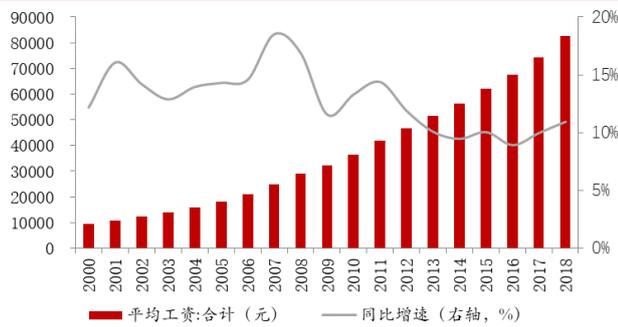
资料来源：wind，川财证券研究所

图 21：我国人均 GDP 水平处于日本 80 年代



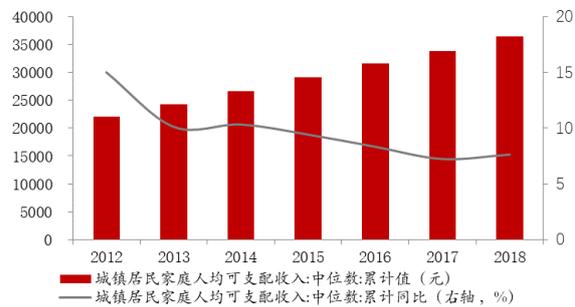
资料来源：wind，川财证券研究所

图 22：2010-2018 年我国平均工资 CGAR 为 10.7%



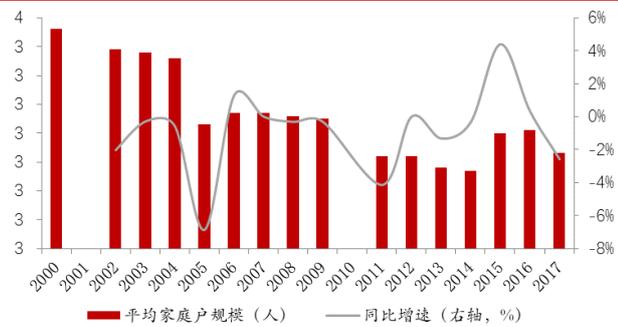
资料来源：wind，川财证券研究所

图 23：2012-2018 年我国居民可支配收入 CAGR 为 8.8%



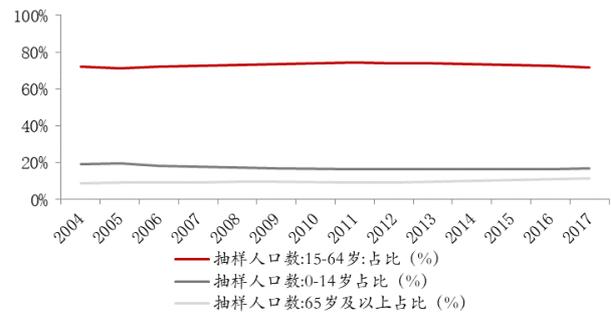
资料来源：wind，川财证券研究所

图 24：我国家庭规模呈下滑趋势



资料来源：wind，川财证券研究所

图 25：我国 15-64 岁占比逐步下滑，65 岁以上人口占比提升



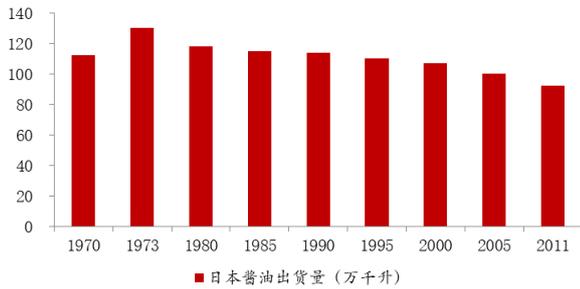
资料来源：wind，川财证券研究所

## 2.1 调味品将从单一走向复合

### 2.1.1 复合调味品仍有至少七倍空间，火锅底料或为增长点

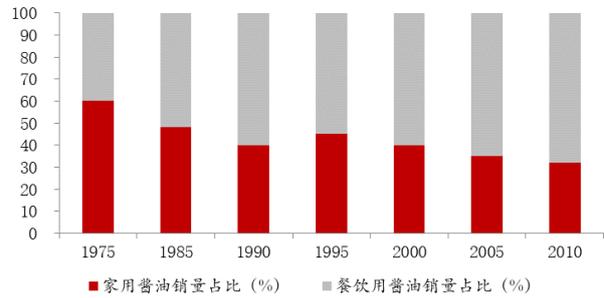
日本占调味品比重最大的酱油品类产量从 1973 年的 129.4 万千升降至 2011 年的 82.6 万千升，单户家庭酱油年支出金额从 1977 年的 4139 日元将至 2006 年的 2160 日元，在酱油等传统调味料销量下滑的同时，复合调味料单户家庭年支出金额从 1987 日元的 133 日元提升至 2006 年的 2160 日元，复合调味料的热销主因生活节奏加快导致消费者更倾向于购买简单方便的复合调味料进行烹饪。

图 26: 日本酱油出货量



资料来源: wind, 川财证券研究所

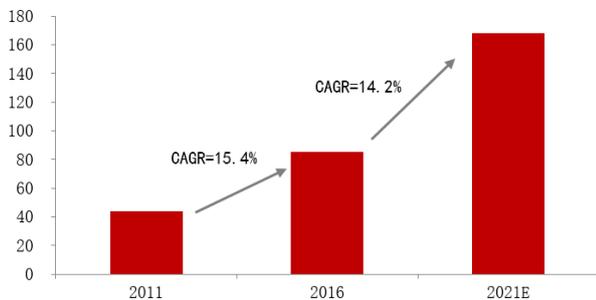
图 27: 家用酱油占比逐步减少



资料来源: wind, 川财证券研究所

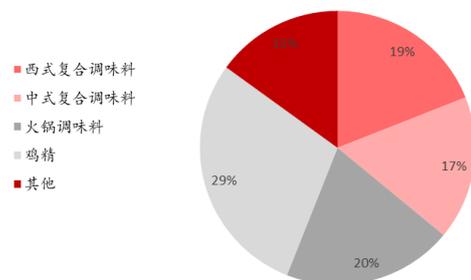
我国复合调味品仍有七倍以上增长空间。复合调味品可分为半复合调味品及全复合调味品，其中鸡精、辣鲜露等半复合调味品多针对餐饮渠道，而黄豆酱、汤料等全复合调味品多针对小餐饮及家庭渠道。据渠道调研显示，由于全复合调味品较难体现厨师价值，因此厨师更偏向于使用基础调味料及半复合调味料，同时易形成较高粘性。据 Frost&Sullivan 数据显示，2016 年我国复合调味品规模为 854 亿元，2011-2016 年 CAGR15.4%，而美国及日本复合调料占比分别为 50.8%、50.1%，较中国占比高至少 31.4 个百分点，人均消费额分别为 88.7、85.5 美元，较中国高至少 9.2 倍，对标日本及美国的同时考虑到我国饮食结构，我们认为我国复合调味品仍有至少七倍以上增长空间。此外，据颐海国际招股说明书中 Frost & Sullivan 的预测，预计 2021 年中国复合调味品市场规模将达 1658 亿元，2016-2021 年 CAGR=14.2%，复合调味品增长空间较大。

图 28: 复合调味品行业规模 (单位: 十亿元)



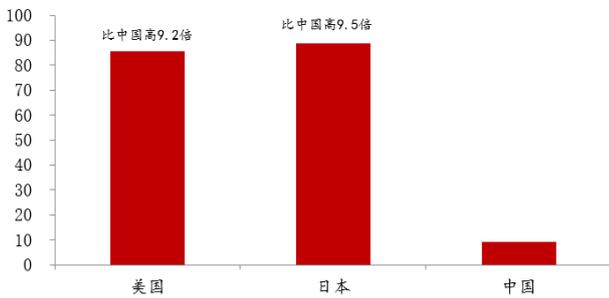
资料来源: 颐海国际招股说明书, 川财证券研究所

图 29: 2016 年复合调味品市场各品类占比



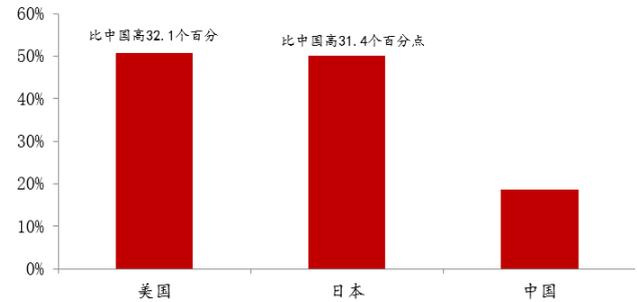
资料来源: 颐海国际招股说明书, 川财证券研究所

图 30： 2016 年中日美人均复合调味品消费额(美元)



资料来源：颐海国际招股说明书，川财证券研究所

图 31： 2016 年中日美复合调味品消费占调味品行业比例

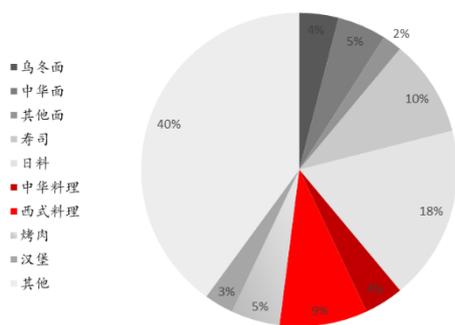


资料来源：颐海国际招股说明书，川财证券研究所

### 2.1.2 川味调味品有望成为增长点

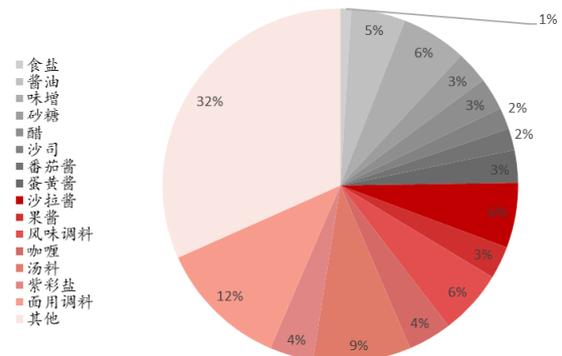
川味调味品有望成为增长点。由于日本饮食结构中面食、寿司、西餐占比分别为 11%、28%、9%，因此复合调味品消费量较大，而我国的餐饮结构使得川味调味品消费量不断增长。据中国餐饮报告数据显示，2017 年我国火锅及川菜收入规模占比居前，中式复合调味品与火锅调味品为第一、二大复合调味品品类。据 Frost & Sullivan 数据显示，2016 年火锅餐饮收入为 3647 亿元（占餐饮行业比超 18%），预计至 2020 年火锅餐饮规模达 5774 亿元，年复合增速为 12.2%，高于餐饮行业复合增速约 10%；2016 年火锅调味料的市场规模为 154 亿元，预计到 2020 年火锅调味料的市场规模将达到 310 亿元，2015-2020 年年均复合增速为 15%。

图 32： 2017 年日本外食消费额占比



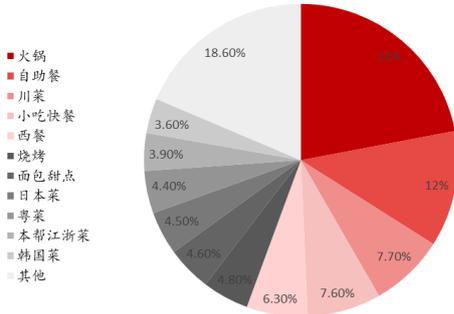
资料来源：日本统计局，川财证券研究所

图 33： 2017 年日本家庭调味品消费结构



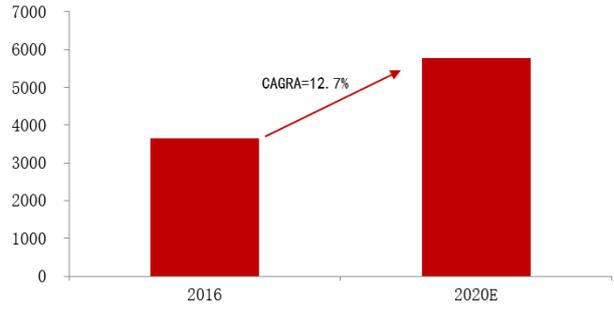
资料来源：日本统计局，川财证券研究所

图 34： 2017 年中式餐饮消费结构



资料来源：中国餐饮报告（白皮书 2017），川财证券研究所

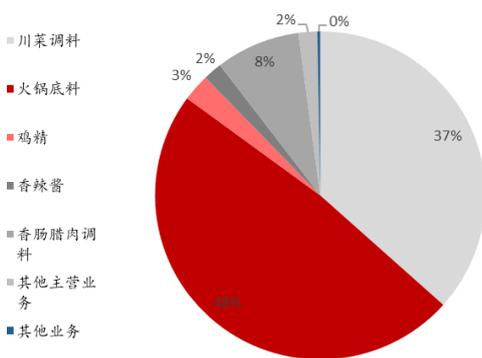
图 35： 火锅餐饮的市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，川财证券研究所

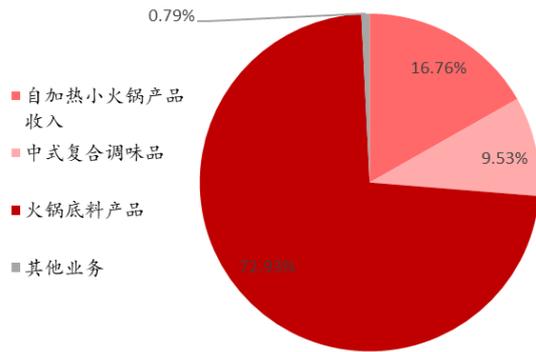
相较于其他调味品细分行业，川味复合调味品由于起步较晚，业内企业数量较少，且行业较为分散。2015 年火锅底料行业 CR5 仅为 30.9%，重庆红九九、颐海国际、天味食品、重庆德庄、红太阳为川味复合调味品第一梯队企业。渠道方面，火锅底料家庭与餐饮消费占比分别为 50.1%、46.1%，其中餐饮端主要依靠采购/代工、定制方式，在火锅连锁化率提升、餐饮业对底料产品品质及稳定性提出了更高要求的同时，小厂逐步出清，而大型火锅底料企业则受益于规模效应，凭借高性价比产品脱颖而出，此外，由于火锅底料及川味复合调味品受众群体相似，因而川味调味品在品类推广上具有协同效应，渠道建设效率较高。

图 36： 2018 年天味产品结构



资料来源：wind，川财证券研究所

图 37： 2018 财年颐海国际产品结构



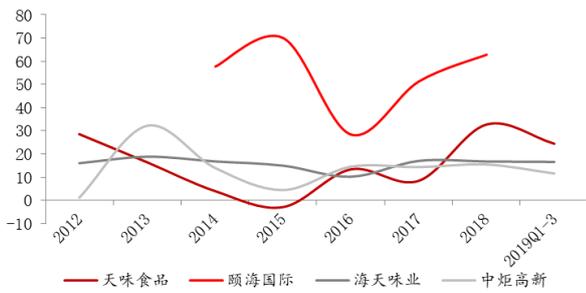
资料来源：wind，川财证券研究所

业绩方面，区别于基础调味料（海天味业、中炬高新等）稳健增长的特性，川味复合调味品公司呈现高速增长态势。2019 年前三季度天味食品和颐海国际营收和利润增速显著高于行业增速。由于川味复合调味品配方调制难度高，且

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

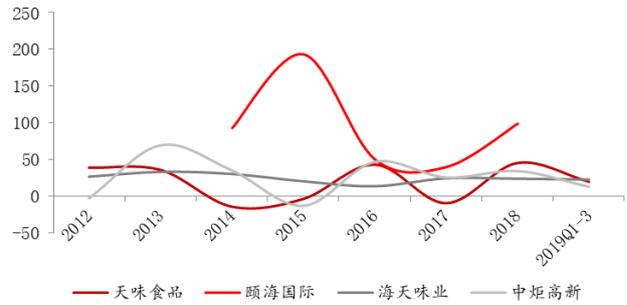
川菜及火锅对调味料依赖程度高，川味复合调味品需求日益增长，我们预计标准化生产的川味调味品调味料将成为业绩增长点。

图 38：天味食品和颐海国际收入增速高于行业增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 39：天味食品和颐海国际净利润增速高于行业增速

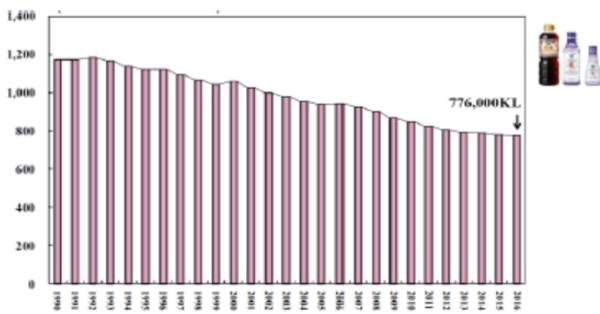


资料来源：wind，川财证券研究所

## 2.2 需求个性化推使产品功能细分化

日本从 1990 年开始传统酱油销量便开始下滑，而照烧酱油、海鲜酱油、寿司酱油等酱油延伸产品及其他佐餐调料逐步抢占原生传统调味品市场份额，1993 年实现了对传统酱油的反超。随着人民生活水平的提高，餐厅及家庭需求的个性化使得其对调味品的选择更趋于多元化，蒸鱼豉油、海鲜酱油、淡口酱油等细分领域产品不断推出，中炬高新、海天味业等企业也在不断拓展产品矩阵，未来产品升级将在一定程度上以功能细分化方式进行。

图 40：日本人均传统酱油消费量持续下降（千升，%）



资料来源：Japan Soy Sauce Brewers Association，川财证券研究所

图 41：海天味业酱油条线产品不断细分



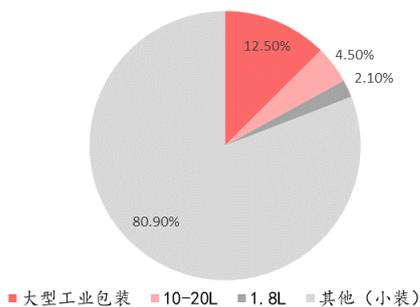
资料来源：公司官网，川财证券研究所

## 2.3 餐饮渠道与家庭渠道包装逐步分化

### 2.3.1 餐饮渠道：大包装为未来趋势

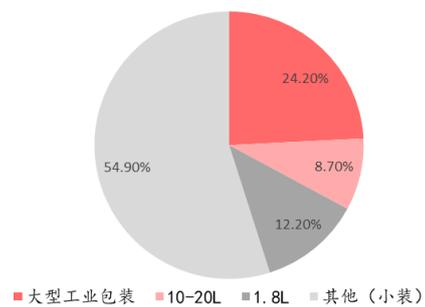
调味品逐步由家庭烹饪走向餐饮烹饪，大包装占比逐步提升。由于外卖比例增加，日本餐饮酱油占比从 1975 年的 40% 提升至 2010 年的 65% 显示消费者消费习惯逐步发生变化，调味品容器也逐步向大包装转变。

图 42：1985 年调味品各类型包装销量占比



资料来源：wind，川财证券研究所

图 43：2005 年调味品各类型包装销量占比



资料来源：wind，川财证券研究所

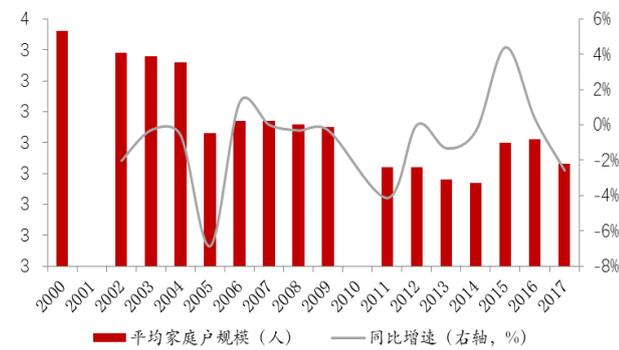
在《食品饮料行业深度：渠道为行业壁垒，详解调味品高估值之谜》中我们已经提到，餐饮渠道作为调味品销售的主要渠道，餐饮业的繁荣与调味品销量息息相关。通过回顾历史，我们发现餐饮业增速与调味品行业增速总体呈正相关性，截至 2019 年上半年，限额以上规模餐饮行业增速达 7.2%，目前调味品核心需求端发展稳健。据渠道调研结果显示，大多调味品企业已推出 1L、2L 装大容量包装以满足餐饮需求，虽然大容量包装产品总体毛利率较普通包装产品低，但由于餐饮渠道占比大、投放费用低、消费粘性强，大包装的推出可有效的提升市场占有率。

### 2.3.2 家庭渠道：小包装为未来趋势

目前我国及未来家庭形态趋势为家庭规模缩小，随着社会水平的提升、生活节奏的加快、社交的频繁、交通的便利，越来越多的消费者选择点外卖或者外食，考虑到调味品消费人群使用频次下降，小包装化将成趋势：1) 小包装可间接实现产品升级；2) 降低获客门槛，提升品牌渗透率；3) 迎合消费者需求。日本自 2008 年起小包装化趋势已十分明显，主要原因为生活节奏加快叠加独居者进一步增加。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 44: 我国平均家庭规模逐步缩小



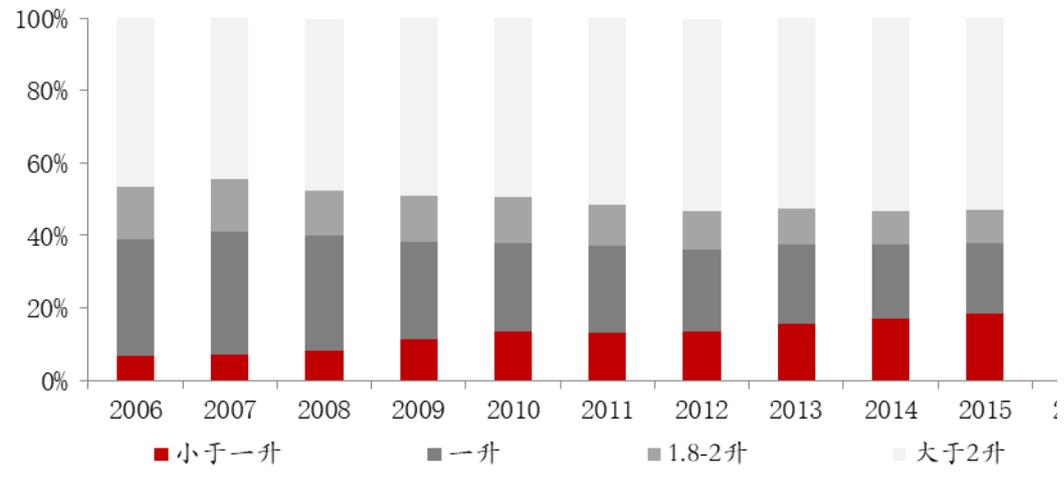
资料来源: 中国期刊网, 川财证券研究所

图 45: 60 元以上快餐门店增速最快



资料来源: 美团点评, 川财证券研究所

图 46: 日本调味品餐食用大包装及家庭用小包装占比提升明显



资料来源: Japan Soy Sauce Brewers Association, 川财证券研究所

表格 5. 厨邦、千禾、欣和等调味品企业相继推出小包装, 价格较大包装贵

	规格1	价格1	元/毫升	规格2	价格2	元/毫升
厨邦	小淘气酱油	150ml	4.2	410ml	6.9	0.017
	特级生抽	150ml	3.8	410ml	8.9	0.022
	纯酿小童牌酱油	150ml	10.5	500ml	18.0	0.036
千禾	千禾味业零添加酱油	150ml	8.4	500ml	22.8	0.046
欣和	六月鲜红烧酱油	160ml	5.4	500ml	15.8	0.032
	六月鲜特级酱油	160ml	5.0	500ml	12.8	0.026
	味达美味极鲜酱油	150ml	3.6	500ml	9.9	0.020

资料来源: 京东, 川财证券研究所

## 2.4 消费者对健康化产品价格敏感度低

日本从 20 世纪 80 年代至 90 年代酱油主要原料从脱脂大豆升级至更健康的全大豆后，产品均价顺利的从 24 日元/100ml 提升至 28 日元/100ml，市占率从 1980 年的 67.7% 提升至 2018 年的 86.9%。我国消费者已逐步加大在健身、健康食物、保健品等方面的开销也显示消费者愿意为健康化产品买单。据调研测算数据显示，全国 7 大主要城市（北上广深、成都、西安及重庆）有 98% 的样本消费者愿意复购健康化产品；同时，在健康消费趋势下，样本数据显示有 50%-60% 的消费者愿意为具备健康概念的调味品支付 5 元/500ml 的溢价。我国调味品正处于“老抽---一般生抽---高档生抽（如鲜味酱油）、功能酱油（如蒸鱼酱油、拌面酱油、煲仔饭酱油等）---零添加、有机酱油（仍处于起步阶段）”的健康升级阶段。以千禾味业的零添加概念为例，千禾味业的零添加产品较海天、美味鲜等品牌主力单品存在溢价，同时千禾味业新包装上将“零添加”概念突出后市场反应明显，销量稳步提升。

图 47：千禾味业主力产品均价较一般产品高

品牌	产品	售价（元/500ml）	千禾主力大单品对比 （折价/溢价）	氨基酸态氮含量 （g/100ml）
千禾	头道原香100天	15.9		1.1
海天	味极鲜	14.3	11.2%	1.2
	金标生抽	8.5	87.1%	1
美味鲜	厨邦美味鲜	11	44.5%	1.2
欣和	六月鲜	14	13.6%	1.2
加加	原酿造	24.8	-35.9%	1

资料来源：天猫，川财证券研究所

## 三、落地企业：产品为生意本源，渠道为壁垒

渠道为调味品企业壁垒，产品为调味品企业核心竞争力：

1) 渠道方面，海天味业在餐饮渠道具有先发优势。由于餐饮渠道占比大，且拥有低费用投入、高毛利、高粘性等特征，餐饮渠道具有易守难攻特点，海天味业受益于先发优势，在餐饮渠道地位稳固，同时在零售渠道也具有较强影响力。区域性调味品企业则多在某些渠道上具有较强竞争优势：颐海国际、安记食品餐饮渠道优势明显，而中炬高新、恒顺醋业、千禾味业现代通路优势明显、加加食品则在传统渠道掌控力强，各大调味品企业为实现长足发展，渠道多元化成为必经之路。关于各公司渠道的具体分析在《食品饮料行业深度：渠道为

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

行业壁垒，详解调味品高估值之谜》已进行过分析，在此不再赘述。

**2) 产品方面，品类扩张为趋势，小品牌需进行品类绑定。**在酱油品类增速放缓的背景下，主要调味品企业相继采取品类内收割策略的同时，也通过品类扩张来提升市场空间。相较于醋的高地域性及料酒的长导入期，较为成熟的蚝油或将成为调味品增长新引擎，近年来海天味业及中炬高新蚝油产品均表现亮眼，目前蚝油毛利率仍较低主要原因为产品价格偏低，随着结构升级，蚝油盈利能力有望持续提升。除常规成熟品类外，通常行业龙头企业还会选择进入成熟度较低、毛利率较高、具有较大市场空间的领域以寻找新突破点，由于复合调味品等子行业竞争格局尚未形成，且符合使用便捷、易于标准化、消费升级趋势，海天味业以及中炬高新均已开始布局，复合调味品具备孕育出一个行业头部企业的条件。总体来说，龙头企业长期成长空间较大，主要原因为：1) 龙头强势品类市场空间大，市占率仍有较大提升空间；2) 调味品品类间具有渠道协同效应，尤其在餐饮渠道，龙头企业进行跨品类延伸具有成本及渠道优势。区域品牌方面，由于主要企业在渠道、品牌上具有领先优势，小品牌可通过品类突破进行超车或专注于特定细分领域进行品类绑定，从而转化为特定品类的代名词，实现稳定发展，比如千禾已成为“零添加”代名词。下文将着重分析各公司的具体产品情况。

### 3.1 海天味业：持续推进品类多元化，蚝油为第二大品类

海天味业作为酱油龙头企业，从产品、渠道到品牌均有较大优势，近年来海天味业通过新设立或并购同业等方式切入蚝油、食醋、腐乳等调味品，形成了以酱油为主，调味品、蚝油为辅，其他小品类为补充的多元产品矩阵，随着公司产品多元化的不断推进，蚝油、酱类小品类收入占比持续提升。从渠道渗透率和品类市占率两个维度看，受益于消费升级，蚝油作为酱油及生抽的高端替代品，发展潜力大，目前公司蚝油市占率接近 50%，成为公司除酱油外第二大品类；公司的酱类产品有望复制黄豆酱及招牌拌饭酱的成功路径，为公司持续贡献业绩；料酒、腐乳等小品类虽然体量仍较小，但公司未来将计划推出更多复合调味品，由于海天的品类延伸能力较竞争对于具有渠道先发优势，协同效应有望增强，同时受益于超强定价权及结构升级，海天未来有望享受充分的盈利溢价。

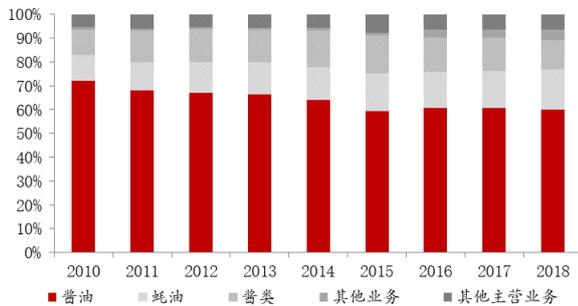
图 48：海天味业通过新设立或并购同业等方式拓展品类

设立时间	公司名称	方式	主营业务	主要产品
2014年3月25日	佛山市海天（江苏）调味食品有限公司	设立全资子公司	调味品、副食品、食品、饮料、豆制品、包装材料生产和销售项目的筹建 农副产品的加工和销售；房屋租赁；物流、信息咨询服务	蚝油等调味品
2014年4月16日	开平广中皇食品有限公司	子公司广东广中皇并购	豆制品、酿造酱油、蔬菜制品（酱腌菜）	腐乳
2015年2月10日	佛山市海盛食品有限公司	设立全资子公司	食品、调味品、农副产品、水产品、食品添加剂、豆制品的生产、加工和销售；批发、零售	调味食品
2017年2月1日	镇江丹和醋业有限公司	子公司海天（江苏）并购	酿造食醋，调味料（液体）生产加工	食醋

资料来源：公司公告，川财证券研究所

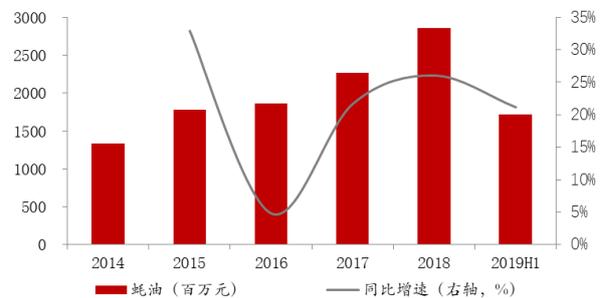
2019 年前三季度酱油、蚝油、酱类收入同比分别增长 14.1%、18.7%、13.8%，其中蚝油增速亮眼，酱类产品增速环比提升。近年来公司依靠丰富包装规格、产品系列、价格档次，渠道下沉，以及消费习惯的养成，收入实现较快增长。

图 49：海天味业各品类收入占比一览



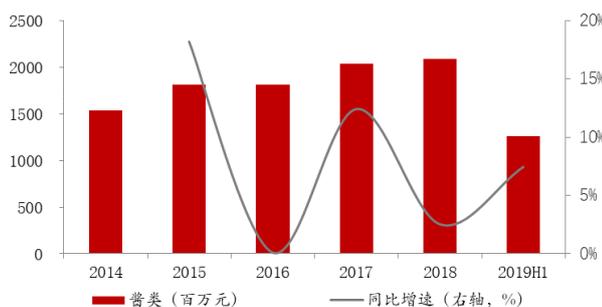
资料来源：wind，川财证券研究所

图 50：海天味业蚝油板块增速亮眼



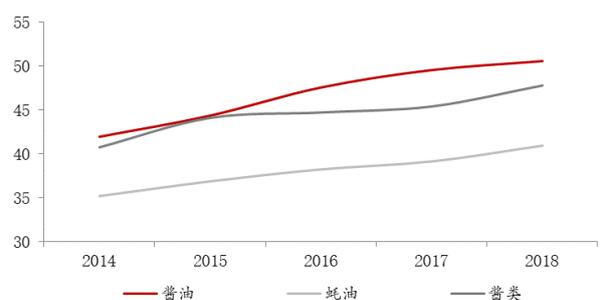
资料来源：wind，川财证券研究所

图 51：海天味业酱类板块收入及同比增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 52：海天味业调味酱及其他品类毛利率稳步提升



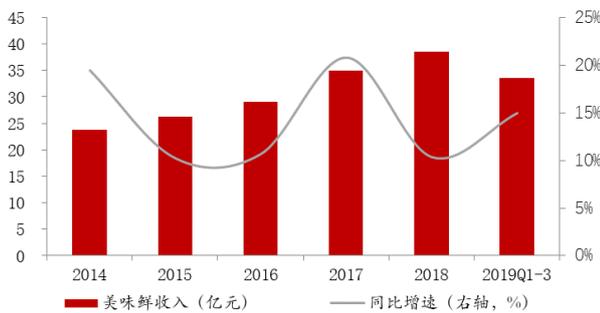
资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 3.2 中炬高新：差异化定位鲜类酱油，强化多品类发展

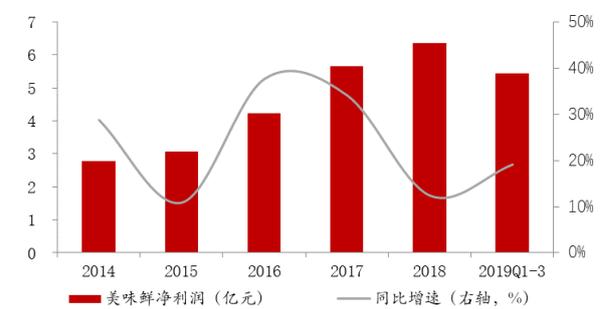
公司调味品业务由子公司美味鲜运营，公司拥有“厨邦”、“美味鲜”两大品牌，其中“厨邦”定位中高端家庭消费，主要产品为厨邦酱油、厨邦鸡精&鸡粉、厨邦食用油等；美味鲜定位餐饮、中低端家庭消费，产品多为大包装，以性价比高取胜。公司总计拥有酱油、鸡精&鸡粉、食用油、酱类、蚝油、醋类、腐乳、料酒等超 11 大系列产品。

图 53：美味鲜公司收入及同比增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 54：美味鲜公司净利润及同比增速

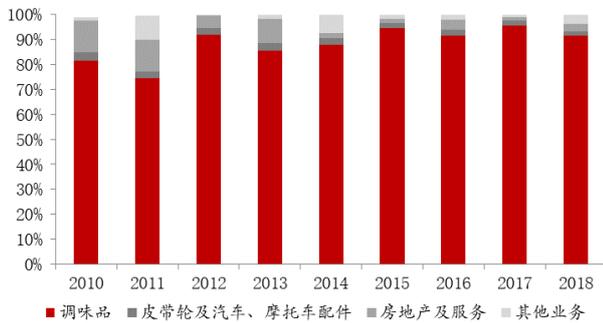


资料来源：wind，川财证券研究所

公司酱油产品定位鲜味，进行差异化错位竞争，同时也符合消费升级、健康化方向，迎合了生抽取代老抽，鲜味酱油兴起的行业趋势。此外，公司已通过推出定位为 18 元/500ml 的厨邦纯酿酱油来布局高端领域，目前此产品占比较小，仍为战略储备产品。

2019 年第三季度公司酱油收入 6.7 亿，同比增长 8.56%；非酱油品类贡献不断增大，鸡精鸡粉与食用油分别实现收入 1.2、1.5 亿，分别同比增长 18.9%、42.2%。由于酱油行业增速逐步放缓，公司推进多品类发展，2019H1 公司完成了淡盐、小淘气低盐酱油和海鲜、蒸鱼风味酱油的全新升级，并完成了其它多品类产品的《2019-2023 年产品开发初步计划》。此外，公司已于 2012 年起开始重点建设非酱油调味品厂，预计至 2023 年，非酱油调味品产量占比将从 2017 年的 22% 提升至 60%+。

图 7： 公司调味品业务占比为 91.6%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 8： 2018 年公司酱油占调味品业务收入 67.8%

	2018	2017	2016	2015
酱油	68%	70%	20%	70%以上
鸡精鸡粉	12%	10%-15%	10%-15%	10%以上
食用油	8%			
其他调味品	12%	10%-15%	10%-15%	10%-15%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 6. 美味鲜厨邦食品阳西生产基地各产品的预期达产规模（万吨）

	酱油	鸡精&鸡粉	调味酱	蚝油类	醋汁类	食用油类	非酱油合计
2016年	13.5	1.1	1.6	12	0.4	0.7	3.8
2018年	23	2	1.1	2.8	0.7	1.2	7.7
2020年	33.4	3.2	1.7	1.7	1.2	1.8	13.5

资料来源：《关于拟投资美味鲜厨邦食品阳西生产基地的公告》，川财证券研究所

公司在 2012 年后从调味品第二梯队中脱颖而出，主要原因为：1) 较早卡位健康化的高鲜酱油，享受消费升级红利；2) 产品品质优秀，品牌力不断提升；3) 2C 端渠道力强，市占率约为 9%，仅次于海天味业。目前美味鲜餐饮渠道占比方面仍有较大提升空间，全国化尚未实现，产品及品类丰富程度仍较低，未来有望通过品类拓展叠加渠道扩张实现高增长。

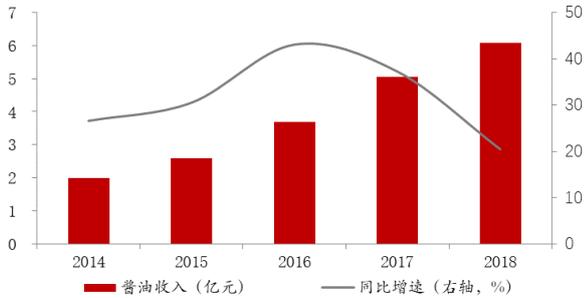
### 3.3 千禾味业：聚焦零添加，核心品类战略清晰

千禾味业是西南地区调味品龙头企业，公司于 2018Q2 开始重新确立品牌定位，采取以零添加为主、高鲜为辅的战略，此后公司通过更换包装实现了对“0 添加”概念的聚焦，使得“0 添加”概念深入人心。“0 添加”酱油 2018 年市场份额占比低于 2%，为酱油品类的蓝海区域，品类增量空间大，由于“0 添加”概念符合健康化趋势，因此公司凭借“0 添加”将于切入高端市场的同时还有望获得细分品类的议价权，目前公司零添加产品线占比超 40%，收入体量超 4 亿元，市占率第一；鲜味酱油方面，鲜味酱油在市面上较为常见，比如海天味极鲜、李锦记美味鲜、厨邦味极鲜等产品，千禾鲜味酱油于 2017 年才面世，推广时间较短，仍有增长空间，同时鲜味酱油可补充品类，协助公司实现

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

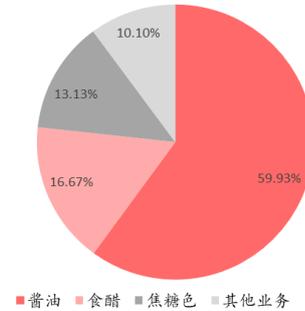
全国化。我们认为零添加产品有望尽享消费升级红利，差异化竞争优势将助力公司业绩平稳发展。

图 55：千禾味业酱油业务收入及增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 56：千禾味业产品结构



资料来源：wind，川财证券研究所，注：截至 2019H1

### 3.4 天味食品：聚焦川味复合调味品，新品推出频繁

公司的主营业务为川味复合调味料的研发、生产和销售，现已发展成以火锅底料和川菜调料为主导的大型川味复合调味料生产企业。公司产品包括火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、香辣酱等 9 大类 100 多个品种（不包含定制餐调产品），主要品牌包括“大红袍”、“好人家”、“天车”及“有点火”，主打产品定价梯度分明，精准辐射不同需求的消费群体。

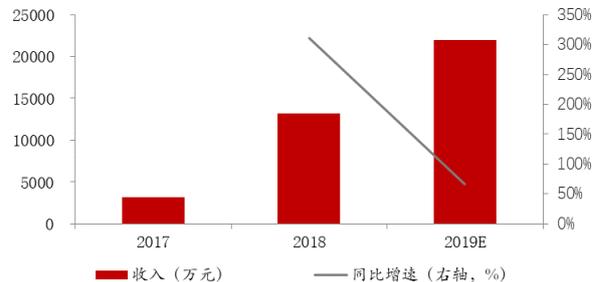
公司聚焦川味调味品，研发投入大，持续推出新品。公司十分注重研发，同时每年均会推出大量新品以对现有品类和品种进行扩充、推动产品结构升级。近两年公司新品收入占比接近 12%，前期推出的鱼调料和手工老火锅的单品表现优秀：2019H1 鱼调料增长约 5000 万，使得川菜调味料整体实现近 50% 的增长；手工老火锅产品 2018 年已实现 1.3 亿的销售额，同比增长 3 倍，2019H1 公司通过优化产品包装带动收入稳定增长，

图 57：天味食品研发投入



资料来源：wind，川财证券研究所

图 58：手工老火锅增长迅速



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 7. 天味食品每年均会推出新品，且广受市场欢迎

时间	产品
2014	推出“大红袍”四川印象系列火锅底料，该系列采用牛皮纸袋包装形式并将火锅底料由单料包升级为含有干料、汤料等的多料包形式，作为公司高端产品推向市场
2015	升级“好人家”老坛酸菜鱼调料产品并推出多种口味，川菜调料推出回锅肉调料、宫保鸡丁调料等四川名菜中的代表作调料
2016	推出“好人家”青花椒沸腾鱼调料、水煮沸腾鱼调料等新品
2017	重点推出“好人家”全型（手工）火锅底料和“有点火”速食火锅，同时推出麻辣小龙虾调料、香辣烧肉调料、重庆小面调料等多样化的川菜调料产品
2018	重点推出“好人家”5.0 版鱼调料系列，金汤酸菜鱼、泡椒麻鱼和麻辣藤椒鱼调料
2019H1	推出十三种香料小龙虾、蒜蓉小龙虾，与麻辣小龙虾形成龙虾系列

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 四、投资建议

调味品企业核心竞争力为渠道、产品及品牌力：1) 渠道方面，海天味业在餐饮渠道具有先发优势。由于餐饮渠道占比大，且拥有低费用投入、高毛利、高粘性等特征，餐饮渠道具有易守难攻特点，海天味业受益于先发优势，在餐饮渠道地位稳固，同时在零售渠道也具有较强影响力。区域性调味品企业则多在某些渠道上具有较强竞争优势：颐海国际、安记食品餐饮渠道优势明显，而中炬高新、恒顺醋业、千禾味业现代通路优势明显、加加食品则在传统渠道掌控力强，各大调味品企业为实现长足发展，渠道多元化成为必经之路。2) 产品方面，品类拓展为趋势，小品牌可通过品类突破或专注于细分领域实现稳定发展。酱油品类增速放缓的背景下，主要调味品企业相继采取品类内收割策略的同时，也通过品类扩张来提升市场空间。相较于醋的高地域性及料酒的长导入期，较为成熟的蚝油或将成为调味品增长新引擎，近年来海天味业及中炬高新蚝油产品均表现亮眼，目前蚝油毛利率仍较低主要原因为产品尚未抢占高价格

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

带，随着结构升级，蚝油盈利能力有望持续提升。除常规成熟品类外，通常行业龙头企业还会选择进入成熟度较低、毛利率较高、具有较大市场空间的领域以寻找新突破点，由于复合调味品等子行业竞争格局尚未形成，且符合使用便捷、易于标准化、消费升级趋势，海天味业以及中炬高新均已开始布局，复合调味品具备孕育出一个行业头部企业的条件。总体来说，龙头企业长期成长空间较大，主要原因为：1) 龙头强势品类所处赛道较宽，市占率仍有较大提升空间；2) 调味品品类间具有渠道协同效应，尤其在餐饮渠道，龙头企业进行跨品类延伸具有成本及渠道优势。区域品牌方面，由于主要企业在渠道、品牌上具有领先优势，小品牌可通过品类突破进行超车或专注于特定细分领域进行品类绑定，从而转化为特定品类的代名词，从而实现稳定发展。比如千禾已成为“零添加”代名词。

产品为生意本源，渠道为核心竞争力。通过对标日本，我们认为产品复合化、功能细分化、健康化，包装分化为未来调味品产品趋势，而海天味业、中炬高新等主要企业已相继提前布局，而千禾味业则实现让“零添加”这一健康化概念深入人心。我们推荐关注持续加大渠道扩张力度，推动品类多元化、健康化的调味品企业，相关标的：海天味业、中炬高新、千禾味业、天味食品等。

图 59： 相关公司估值一览

日期	2019/11/15		股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
	证券代码	证券简称			19E	20E	21E	19E	20E	21E
	603288.SH	海天味业	112.8	3046.6	2.0	2.3	2.7	57.9	48.5	41.2
	600872.SH	中炬高新	46.1	367.3	0.9	1.1	1.4	50.7	40.6	33.3
	002507.SZ	涪陵榨菜	25.7	202.9	0.9	1.0	1.2	29.4	25.7	22.0
	603317.SH	天味食品	47.3	195.4	0.8	1.0	1.2	59.6	47.2	38.1
	600305.SH	恒顺醋业	15.5	121.1	0.4	0.5	0.6	35.4	31.3	27.3
	603027.SH	千禾味业	23.6	110.1	0.5	0.6	0.7	50.6	39.6	32.2
	<b>平均值</b>							<b>47.2</b>	<b>38.8</b>	<b>32.3</b>

资料来源：Wind，川财证券研究所，注：为万得一致预期数据

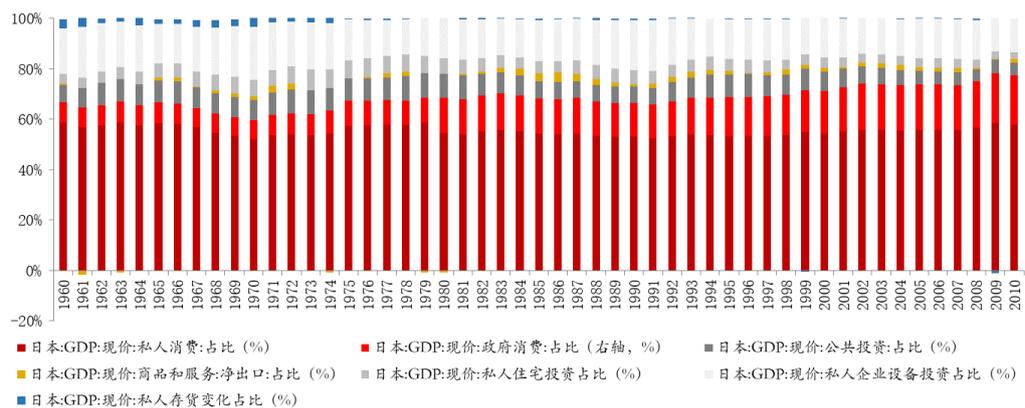
## 五、附录

### 日本消费结构变化对消费行为影响的研究

#### 日本相继进入大众消费、消费升级、高性价比阶段

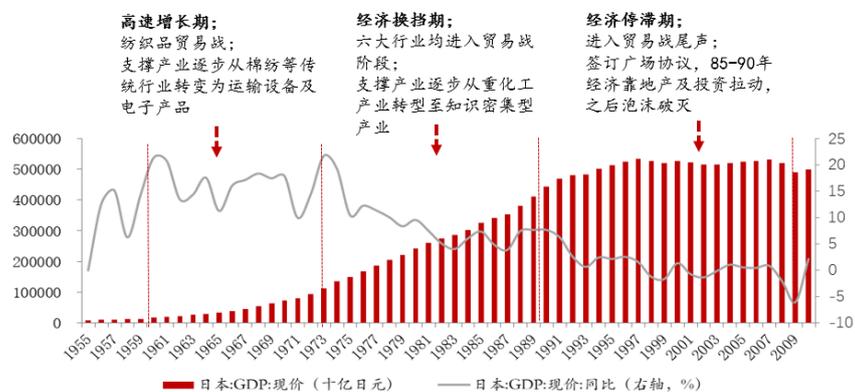
经济水平与居民消费行为息息相关。80年代前个人消费占GDP稳定在50%-60%显示个人消费始终为日本经济主要增长动力，80年代开始投资对GDP贡献率提升显著。一般而言，若经济处于高速发展阶段，大众的消费欲望将明显提升，当经济发展到一定阶段后，贫富差距拉大带动消费升级，消费开始出现高端化、个性化、品牌化趋势，随着经济发展进入停滞状态，居民消费行为将趋于理性，性价比成为该阶段主要关键词。

图 60：个人消费占GDP比稳定，政府消费占GDP比迅速提升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 61：日美贸易战期间日本GDP从高速增长长期切换至换挡期



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

我们将通过探究日本 60 年代-90 年代美日贸易战期间的经济情况、人口结构、收入结构来总结各个阶段的消费特征：

**表格 8. 美日贸易战过程中经济情况、人口结构、收入结构一览**

	经济情况	人口结构		收入结构
		劳动人口增速	老龄化水平	家庭可支配收入增速
第一阶段（1960-1973年）	经济的迅速增长 (CAGR: 16.2%)	中 (CAGR: 1.03%)	低	高 (CAGR: 12.1%)
第二阶段（1974-1990年）	处于经济换挡期 (CAGR: 7.6%)	高 (CAGR: 1.16%)	中	中 (CAGR: 5.47%)
第三阶段（1990-2010年）	经济泡沫破碎后， 经济发展缓慢 (CAGR: 0.34%)	低 (CAGR: 0.2%)	高	低 (CAGR: -0.1%)

资料来源：财政部，川财证券研究所

### 1960-1973 年：经济处于高速发展期，大众消费为关键词

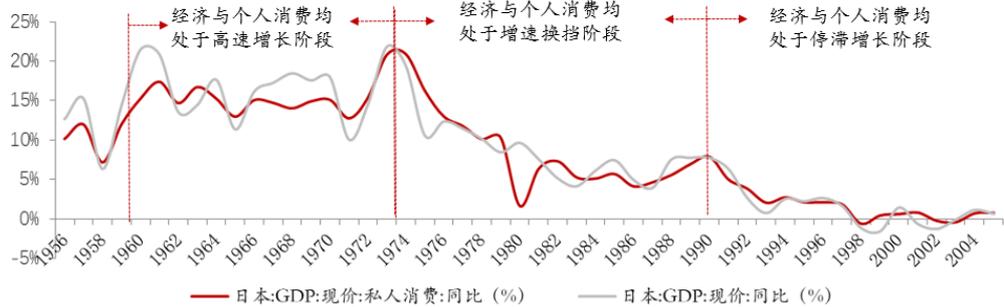
1960 年至石油危机爆发的 1973 年间，日本 GDP 从 160.1 千亿日元增长至 1125.0 千亿日元，CAGR 达 16.2%。60 年代汽车及家电的兴起、积极引进海外技术带来了“岩户景气”，1963 年夏季奥运会的举办带来了“奥林匹克景气”，发型建设国债带来了“伊奘诺景气”，生产技术的进步与经济的迅速发展引发了大众消费革命，1968 年日本超越德国之后 GDP 开始稳坐世界第二也为下一阶段消费升级奠定了基础。

劳动力数量提升迅速叠加家庭收入增长明显带动社会走入大众消费阶段。人口结构方面有以下变化：1) 15-60 岁人群 1960-1973 年数量占比从 64.1% 提升至 68.2%，劳动人口 1968-1973 年 CAGR 为 1.1%，劳动力增长速度较快，同时老龄化水平缓慢提升，60 岁以上人口占比年均提升 0.1 个百分点；2) 随着生产技术的进步，大量女性开始参加工作，1965-1973 年女性就业人口 CAGR 为 0.8%，婚育较晚导致 0-14 岁人口占比逐步下滑；3) 1960-1973 年农村人口占比从 36.7% 下滑到 25.8%；4) 小规模家庭占比提升。收入方面，家庭可支配收入从 1960 年的 3.8 万日元提升至 1974 年的 18.8 万日元，CAGR 达 12.1%；家庭消费支出从 1960 年的 3.2 万日元提升至 1974 年的 14.2 万日元，CAGR 达 11.2%。

此阶段居民消费大多以家庭为单位，即一家购买一种产品即可满足日常需求，同时随着家庭可支配收入持续提升，家电等用品逐步走入寻常百姓家，大众消费需求大致相同，大众消费特征较为明显。

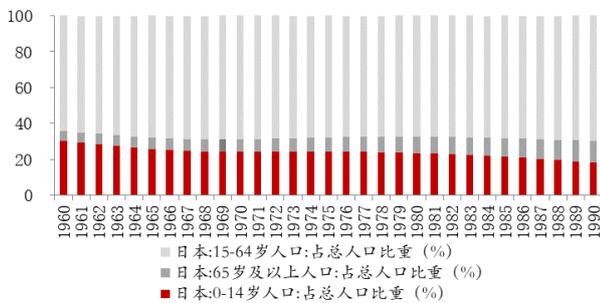
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 62：日美贸易战期间日本 GDP 增速与个人消费增速同步



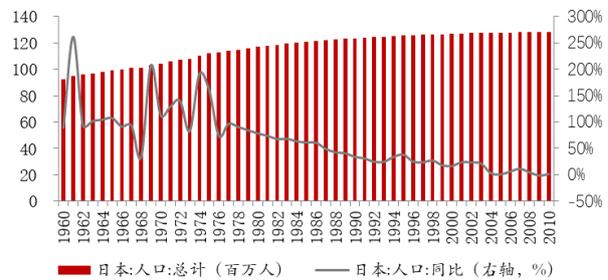
资料来源：wind，川财证券研究所

图 63：1960-1990 年日本人口结构



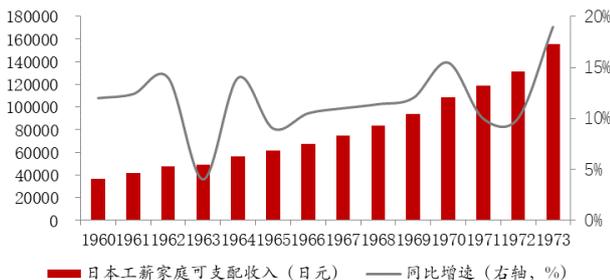
资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

图 64：日本人口数量及增速



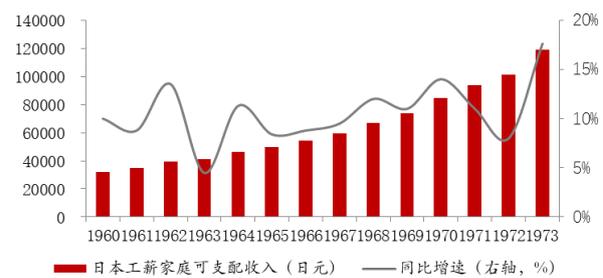
资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

图 65：日本工薪家庭可支配收入持续提升



资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

图 66：日本工薪家庭消费支出持续提升



资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

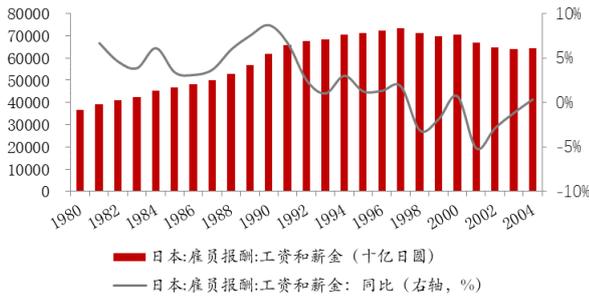
### 1974-1990 年：经济换挡期，消费实现升级

70 年代初，受石油危机、美国“新经济政策”及限制纺织品出口协议等影响，日本经济增速放缓，失业率提升，1975 年日本政府开始实施扩张型财政政策以推进产业结构进一步转型、刺激内需。1974-1990 年日本 GDP 从 1342.4 千亿日元提升至 4427.8 千亿日元，CAGR 为 7.6%；日本名义人均 GDP 从 1976

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

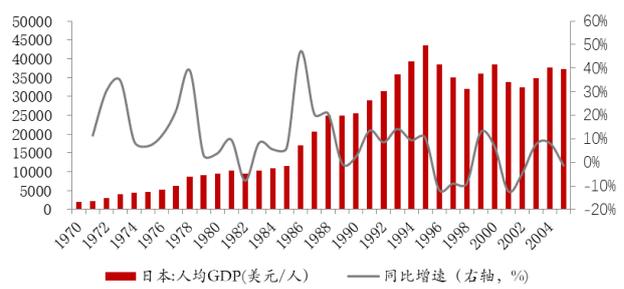
年的 0.5 万美元/人提升至 1992 年的 3.1 万美元/人，CAGR 达 13.3%，而 1985-1995 年为日美贸易战过程中日本经济增速最快的阶段，此阶段雇员工资从 4.7 万美元/人提升至 7.1 万美元/人，人均 GDP 及雇员工资的增长为消费升级的实现提供了基础。

图 67：1974-1990 年雇员工资持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 68：1970-1992 人均 GDP 复合增速达 13.27%



资料来源：wind，川财证券研究所

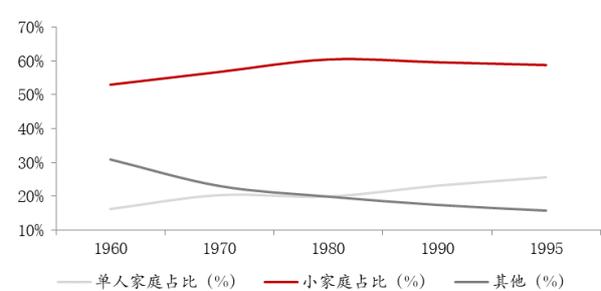
家庭规模下降叠加收入提升推动消费升级。人口方面有以下变化：1) 15-60 岁人群 1974-1990 年数量占比从 68.0% 提升至 69.4%，劳动人口 1974-1990 年 CAGR 为 1.2%，劳动力增长较上一阶段快，而老龄化水平提升迅速，60 岁以上人口占比年均提升 0.3 个百分点；2) 随着生产技术的进步，大量女性开始参加工作，1974-1990 年女性就业人口 CAGR 为 1.9%，女性就业人口迅速增长使得 0-14 岁人口占比进一步下滑；3) 农村人口占比稳定在 22%-24%；4) 单人家庭占比提升明显。收入方面，家庭可支配收入从 1974 年的 18.8 万日元提升至 1990 年的 44.1 万日元，CAGR 达 5.5%；家庭消费支出从 1974 年的 14.22 万日元提升至 1990 年的 33.2 万日元，CAGR 达 5.4%，家庭收入及支出增速均较上一阶段放缓。

图 69：日本工薪家庭可支配收入及消费支出增速



资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

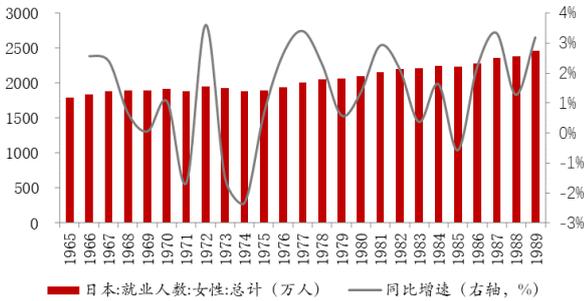
图 70：单人家庭占比提升明显



资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

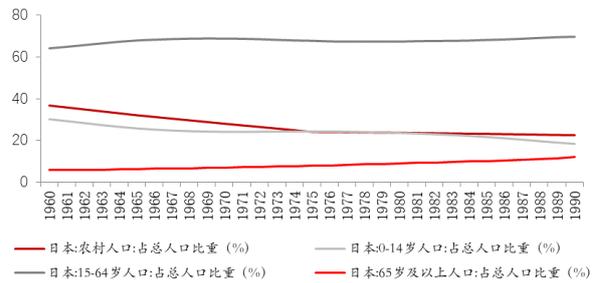
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 71： 女性就业人数增长明显



资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

图 72： 农村人口占比持续下滑



资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

CPI 显示 1985 年后物价提升明显。1978-1990 年物价水平随经济增速换挡，1985 年后国内物价被明显推高主因：1) 国内经济受政策刺激；2) 贸易战提高商品价格；1990-2010 年物价水平随着经济通缩进入较低阶段，消费增速也处于历史低位。

图 73： 日本消费指标领先于 CPI



资料来源：wind，川财证券研究所

此阶段个性化及品牌化消费需求旺盛主因：1) 在经济不断发展，贫富差距逐步拉大的背景下，富裕人群对于高端奢侈品需求日益扩大；2) 居民整体购买力显著增强，同时消费者观念逐渐升级，更偏好性价比高、个性强的本土品牌；3) 参与工作女性比例提升，女性赚钱能力的提升促进了消费行业发展；4) 便利店等能满足个人消费业态的迅速发展也为产品个性化发展提供温床。在此阶段，抓住机会的三得利、日清、龟甲万均得到迅速成长，1972、1978 年 Gucci、VL 相继进入日本市场，80 年代日本奢侈品消费能力占全球近一半。

表格 9. 主要食品饮料公司 80 年代受益于量价提升，盈利能力提升明显

公司	公司简介	80年代主要表现	股价表现
麒麟啤酒	麒麟控股株式会社为日本啤酒业龙头企业，主营业务包括啤酒、果酒、烧酒、威士忌等，代表产品有麒麟一番榨生啤、麒麟淡丽（生）、冰洁、午后红茶。	1974-1990年，麒麟啤酒销量提升迅速，产品价格提升近2倍使得其盈利能力提升显著	1980-1990年间，股价上涨3.7倍（销量及价格提升推动盈利能力增长）
养乐多	养乐多成立于1930年，1935年开始将乳酸菌饮料配方用于商用销售。养乐多通过添加益生菌来提高附加值，宣称每瓶含有100亿特殊活性乳酸菌，有益肠道蠕动，在日本逐步老龄化和健康意识增强的趋势下，养乐多成为畅销产品。1981年养乐多于东京证券交易所上市。	受益于附加值较高的养乐多畅销，1981年养乐多于东京证券交易所上市。	1980-1990年间，股价上涨2.5倍（消费升级推动盈利能力增长）
龟甲万	日本酱油龙头龟甲万发源于17世纪，自1661年便已经在日本千叶县野田地区的一家小作坊里开始了生产；1828年，两家族共同生产的酱油得到了日本幕府的高度认可，成为皇室御用；1917年，茂木家族（本家及分支共6家）、高梨家族和当地另一家族堀切家族进行了产业整合，成立了“野田酱油株式会社”，公司以酱油为主业，兼营多种调味料、香精、味噌、料酒、米酒及饮料。二战结束时，由于国内材料不足，军方曾施压施压要求龟甲万生产化学合成酱油，当时的经营者最终研发出可充分利用原材料高效生产的酿造方法，从而使得龟甲万始终坚持纯酿造工艺，因此龟甲万酱油在日本酱油中品质上乘。	龟甲万酱油质量及价格均在行业中属于中上水平	1980-1990年间，股价上涨1.1倍（消费升级推动盈利能力增长）

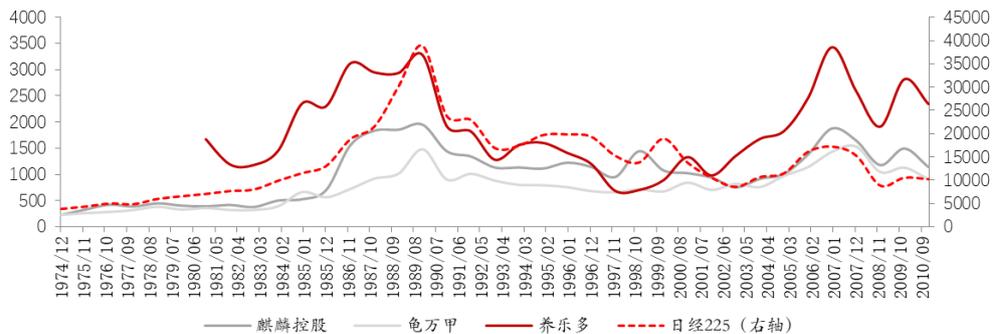
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 74：啤酒价格提升显著



资料来源：日本总务省统计局，注：每瓶折算成 633ml

图 75：麒麟控股、养乐多及龟甲万在 80 年代股价涨幅较大



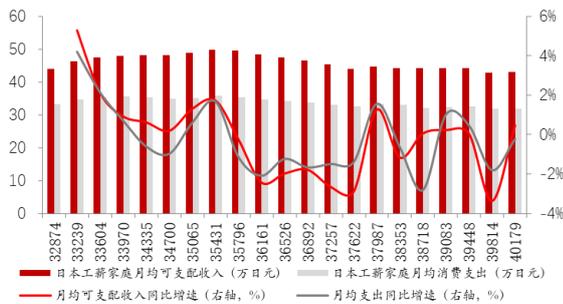
资料来源：彭博，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

**1990-2010年：陷入“失去的二十年”，经济发展停滞，消费追求性价比**

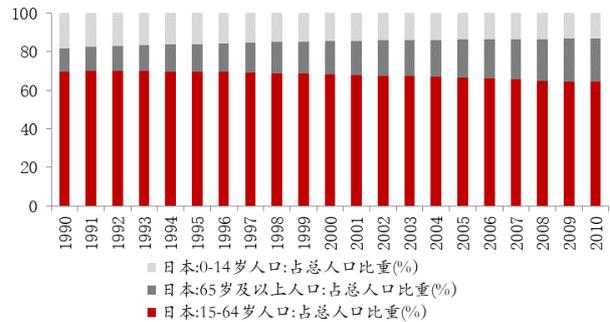
经济泡沫破碎后，居民收入的锐减使得其更注重性价比，饮食方面向简单化、健康化、低价化发展，在居民对于物质需求的下降的同时精神层面消费提升，这一阶段主打性价比的企业及文娱事业发展优秀，国内市场需求下滑使得部分企业拓展业务的同时加速进行海外市场拓展。人口方面，此阶段人口老龄化及劳动力缺乏现象明显，1990-2010年60岁以上人口占比从12.0%提升至22.5%，而15-64岁人口占比从69.7%下降至64.2%，劳动人口总数CAGR为0.2%，几乎处于停滞状态。收入方面，1990-2010年家庭收入及支出CAGR分别为-0.1%、-0.2%，收入的下滑推动高性价比消费的兴起。

**图 76：日本工薪家庭可支配收入及消费支出增速连年负增长**



资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

**图 77：1990-2010年日本老龄化严重**



资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

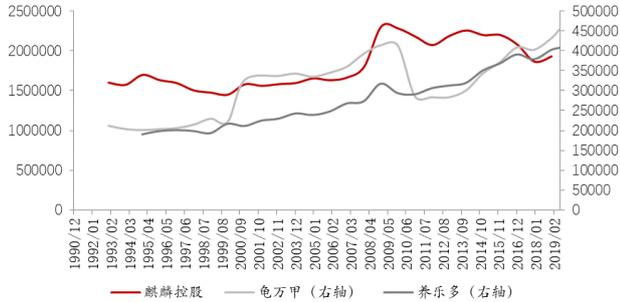
**表格 10. 日本市场需求下降，主要食品饮料公司 90 年代后逐步加速推进海外业务**

公司	1990-2010年主要表现	股价表现
麒麟啤酒	90年代，麒麟开发出无嘌呤发泡酒，契合了女性需求及健康属性，受益于产品结构升级及行业普遍性提价，盈利能力提升。此外，由于90年代后日本啤酒人均消费持续下滑，啤酒业务占比从1980年的92%将至2014年的32%，饮料、葡萄酒业务占比提升，2000年后公司加速推进海外业务发展，海外占比提升。	1990-2010年间，股价上涨0.8倍
养乐多	被广泛认可的健康形象为养乐多带来收入的稳定增长，单款日本国内日销量一度达到千万瓶。公司1994-2015年复合增速为3.19%，股价最低点到最高点有近11倍涨幅。2000年后养乐多逐渐由本土向出口转型，2001年养乐多国内饮料业务占比77%，至2015年已降至50.5%。作为以实验室技术出身的公司，其业务拓展至化妆品、医药业务，至15年医药业务已达到收入占比8%。	1990-2010年间，股价上涨1.0倍
龟甲万	90年代后由于经济低迷及复合调味料取代传统趋势，日本酱油需求停滞不前，而此时随新兴国家人均收入提升，酱油出口有所增加。且龟甲万基于酱油不断开发复合调味衍生品迎合料理简洁化趋势增厚了业绩，1992-2015年龟甲万收入年复合增速为4.4%，依赖出口和产品创新维持了长期稳定增长。龟甲万1979-2015年股价总回报15.6倍。	1990-2010年间，股价上涨1.2倍

资料来源：公司公告，川财证券研究所

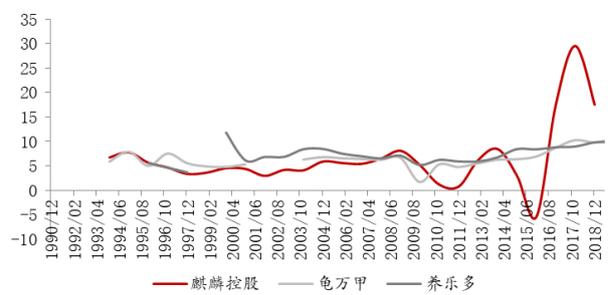
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 78：主要食品饮料公司营业收入（单位：百万元）



资料来源：彭博，川财证券研究所

图 79：主要食品饮料公司 ROE

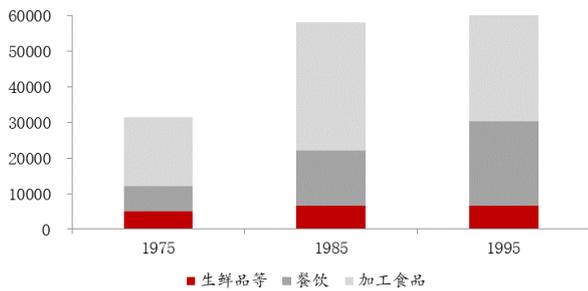


资料来源：彭博，川财证券研究所

初级农贸产品向高附加值产品转型，餐饮及外卖发展迅速

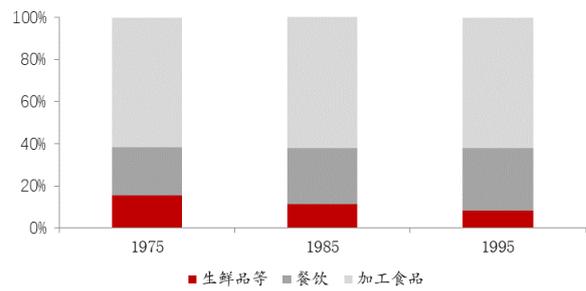
初级农贸产品向高附加值产品转型，餐饮及外卖发展迅速。饮食结构方面，1995 年日本生鲜品、加工食品、餐饮在国民总饮食费中占比分别为 8.3%、62.2%、29.5%，相较 1975 年分别提升了-7.3、0.5、6.8 个百分点，加工食品及餐饮市场规模不断扩大。餐饮及加工食品规模在 1980-1990 年间分别增长了 75.5%、49.9%，相较于食品加工食品的高增长，1980-1990 年间素材类食品增速较低。

图 80：1975-1995 年日本饮食结构变化（单位：十亿日圆）



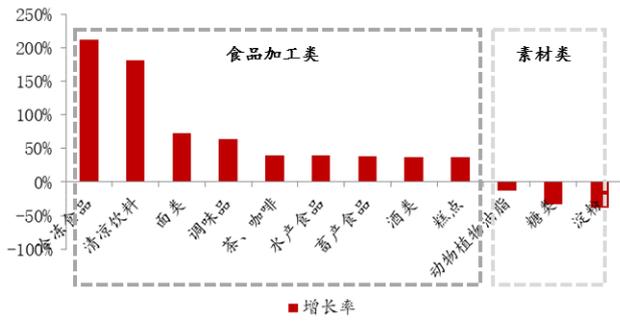
资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

图 81：1975-1995 年日本饮食结构变化（单位：%）



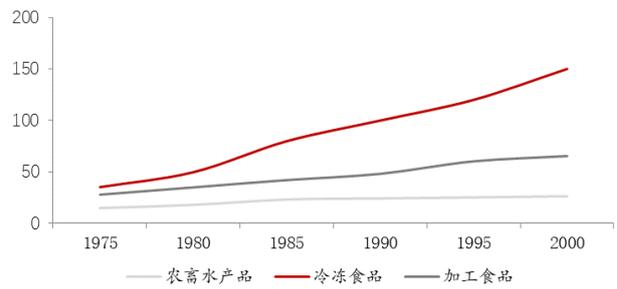
资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

图 82：1980-1990 年食品加工类产品增长率较快



资料来源：日本总务省，川财证券研究所

图 83：1975-2000 年日本冷冻食品、加工食品、农畜水产品产量 (单位：万吨)



资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

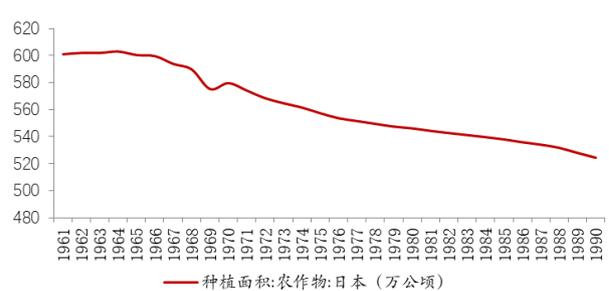
在经济换挡阶段，餐饮业、外卖行业及速冻食品等加工产品发展迅速主因：1) 家庭购买力增强；2) 女性参与工作比例提升，消费渠道变革。1980 年女性占总就业人口 42%，家务时间的压缩使得女性更倾向于到便利店购买速冻产品等加工食品或在外就餐；3) 城镇化速度提升使得农村农作物种植率下滑，农民饮食习惯向加工食品转变；4) 家庭规模逐步减小，1995 年家庭人数少于 4 人的小家庭占比较 1960 年提升了 5.7 个百分点至 58.7%，小规模家庭及独居者烹饪时间成本较大家庭更高，而出生于经济低迷时期的年轻独居者更倾向于随便凑合，综合原因使得小规模家庭在家烹饪比例降低。

图 84：经济换挡阶段日本女性就业占比提升显著



资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

图 85：日本农作物种植面积持续下滑



资料来源：日本总理府统计局，川财证券研究所

总结来看，日本饮食发展史有以下特点：1) 日本 90 年代前餐饮行业增速较快，而 90 年代后受宏观经济影响，增速逐步放缓，外卖及外卖率始终稳步提升；2) 饮食从个性化、高端化逐步转向高性价比；3) 方便化、健康化趋势始终未变，初级产品向使用便捷的高附加值产品转型。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 五、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险
- 2) 食品安全风险
- 3) 行业竞争加剧
- 4) 渠道动销情况不及预期

## 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004