

渠道为企业重要壁垒，详解调味品高估值之谜



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

—调味品系列深度报告一（20191115）

核心观点

❖ 多因素共同推高调味品行业估值

我们认为当前调味品行业估值较高主要原因为：1) 调味品壁垒高、盈利能力强、业绩确定强，在经济增速放缓时享有估值溢价；2) 行业空间大，我国调味品零售端仍有至少 4.6 倍增长空间；3) 风味壁垒使得全国性调味品企业稀缺，行业集中度仍有较大提升空间。由于调味品进入门槛较低、存在风味壁垒，其区域性特征非常明显，风味壁垒的存在使得行业格局较为分散，集中度提升空间大；4) 内资企业在渠道方面具有先发优势叠加区域企业实力强劲，外资企业路阻且长；5) 食品饮料行业为外资长期增持方向，外资流入增加有望推升调味品板块估值。

❖ 渠道为企业重要壁垒

渠道为企业重要壁垒，率先抢占餐饮渠道的企业具有先发优势。餐饮渠道较家庭渠道易守难攻主要原因为：1) 餐饮渠道占比达 40%，具有高频、高粘性、价格敏感度低等特点，厂商及经销商愿意将主要精力放至餐饮渠道；2) 家庭渠道投入费用高、毛利率低、客户购买粘性低、竞争激烈，同时渠道收入占比较低，投入费用转换率低。李锦记、海天味业等餐饮企业由于开发较早，已拥有大量高粘性客户，因此持续获得可观销量，受益于渠道优势带来的规模优势，调味品企业强者恒强，而其他区域性调味品企业则在传统或现代等渠道上也具有较强竞争优势，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，主要企业已通过强大的渠道力开启全国化进程。

❖ 当前价格为主要驱动力，预计新一轮提价周期将于 2020 年初开启

量方面：餐饮行业与调味品业绩相关性高，上半年限额以上餐饮实现 7.2% 的同比增速显示调味品行业主要需求来源仍较为坚挺，随着我国可支配收入不断提升、城镇化率提升、家庭规模下滑，外卖 O2O 迅速发展，餐饮业逐步回暖，推动调味品销量稳步提升。**价方面：**行业性提价一般均始于海天味业提价，由于提价周期通常稳定在 2-3 年，我们预计新一轮提价周期或将于 2020 年初开启。

❖ 投资建议

收入分化的加大带动了调味品行业分化加大，在整体消费升级的背景下，小品牌调味品的市场空间也将被大品牌企业抢占，市场集中度有望持续提升。渠道为调味品产业核心竞争力，海天渠道地位稳固，追赶者仍处于织网阶段，议价能力较强的海天若明年提价，行业利润有望上调。展望全年，我们预计龙头企业有望通过较强的议价能力转移成本压力。我们认为品牌力及渠道力强的龙头企业业绩确定性较高。

相关标的：海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、天味食品。

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
zhangxiaoqian@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、谈估值：调味品高估值之谜	6
1.1 调味品业绩确定性强，在经济增速放缓阶段享有估值溢价	6
1.2 调味品 2021 年行业规模至少可达 5350.8 亿元	9
1.2.1 我国调味品零售端仍有至少 4.6 倍增长空间	9
1.2.2 2021 年行业规模至少可达 5350.8 亿元	9
1.3 全国化调味品企业稀缺，行业集中度仍有较大提升空间	10
1.3.1 独特风味带来强消费黏性，调味品企业区域分布明显	10
1.3.2 我国调味品行业集中度仍有较大提升空间	12
1.4 销售渠道优势铸就内资企业深厚壁垒	14
1.5 外资流入有望进一步推升估值	15
二、论渠道：渠道为企业重要壁垒	16
2.1 餐饮渠道“易守难攻”，家庭渠道“易攻难守”	16
2.1.1 餐饮渠道量大且稳，易守难攻	16
2.1.2 家庭零售渠道重营销，易攻难守	19
2.2 海天味业渠道地位稳固，区域企业多走特色路线	20
三、看趋势：目前价格为业绩主要驱动力	23
3.1 量价齐升是常态，目前价格为业绩主要驱动力	23
3.2 “量”：餐饮回暖推动调味品放量	25
3.3 “价”：行业提价周期普遍为 2-3 年	28
3.4 议价能力高使得调味品行业盈利能力强	31
四、观公司：主要公司情况	32
4.1 海天味业：产品渠道协同驱动，竞争优势显著	32
4.2 中炬高新：机制改善释放活力，品类渠道持续扩张	34
4.3 恒顺醋业：聚焦主业，持续推进全国化进程	36
五、投资建议	38
七、风险提示	39

图表目录

图 1:	100 亿以上市值企业中, 调味品企业数量占 11.43%, 仅次于白酒及食品综合行业 ..7
图 2:	100 亿以上市值企业中, 调味品企业市值占比为 10.63%, 仅次于白酒行业7
图 3:	我国主要调味品公司估值长期高于沪深 3007
图 4:	调味品行业在经济形势较差时估值会出现溢价8
图 5:	味好美在经济形势较差时估值会出现溢价8
图 6:	美国 GDP 同比增速一览8
图 7:	调味品原始零售口径规模9
图 8:	10-60 岁人口在 2022 年后增速下滑明显9
图 9:	海天味业四大主力区域份额均达 20% 以上11
图 10:	千禾味业主要收入地区为西南地区11
图 11:	恒顺醋业主要收入地区为华东大区11
图 12:	中炬高新主要收入地区为南部11
图 13:	百强企业收入占调味品行业比重不到 30%13
图 14:	2018 年美日韩行业集中度均高于中国13
图 15:	2018 年中国调味品子行业占比13
图 16:	调味品行业集中度逐步提升13
图 17:	2015 年中国酱油行业集中度13
图 18:	2016 年日本酱油行业集中度13
图 19:	部分外资企业通过收购形式进入国内市场14
图 20:	北上资金各行业影响力对比 (北上资金行业持股市值/该行业市值)15
图 21:	北上资金持股比例占比不断提升15
图 22:	年初以来沪港通资金大幅流入市场16
图 23:	海天味业: 沪港通持股占流通 A 股比从年初的 5.0% 上升至 5.9%16
图 24:	中炬高新: 沪港通持股占流通 A 股比从年初的 3.1% 上升至 9.0%16
图 25:	恒顺醋业: 沪港通持股占流通 A 股比从年初的 1% 上升至 1.3%16
图 26:	高性价比叠加赞助烹饪学校等策略可提高餐厅购买几率17
图 27:	2018 年餐饮渠道占比最大17
图 28:	调味品渠道层级较多17
图 29:	餐饮渠道消费者对调味品选购原因分布 (%)18
图 30:	调味品在餐饮渠道的使用场景分布 (%)18
图 31:	餐饮渠道占比较大的企业销售费用率低18
图 32:	消费黏性使得调味品行业销售费用率较低18
图 33:	2018 年中国餐饮渠道使用者选购调味品的首要选购原因为重复消费19
图 34:	海天味业在餐饮及家庭渠道中市占率均提升明显20
图 35:	调味品 CR5 在零售渠道集中度提升较慢20
图 36:	各级别城市快消品零售总额占比20
图 37:	2017 年调味品在各地区的渠道结构20
图 38:	李锦记、海天味业卡位餐饮渠道23
图 39:	2004-2017 年调味品行业量价情况一览24
图 40:	2001-2012 年 GDP 增长较快24
图 41:	2011 年前 GDP 驱动力主要来自于投资24
图 42:	2016 年大众餐饮发展迅速25

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 43:	2015 年餐饮业回暖	25
图 44:	外卖 O2O 蓬勃发展	25
图 45:	餐饮业与调味品增速呈正相关	26
图 46:	餐饮业与调味品增速（滞后一期）相关性更高	26
图 47:	1985 年调味品各类型包装销量占比	26
图 48:	2005 年调味品各类型包装销量占比	26
图 49:	人均可支配收入不断提升	27
图 50:	消费信心不断提升	27
图 51:	城市居民外食次数较多	27
图 52:	我国城镇化率不断提升	27
图 53:	餐饮调味品消耗量是家庭烹饪的 1.6 倍	28
图 54:	我国平均家庭规模呈下降态势	28
图 55:	外卖用户不断增长	28
图 56:	外卖市场规模不断增长	28
图 57:	2007 年成本提升推动调味品行业提价	29
图 58:	2010 年成本提升推动调味品行业提价	29
图 59:	2016-2017 年成本提升推动调味品行业提价	29
图 60:	成本提升将推动调味品行业提价	29
图 61:	调味品成本中，包材占比最大	30
图 62:	玻璃及塑料价格走势	30
图 63:	黄豆价格走势	30
图 64:	白糖价格走势	30
图 66:	主要调味品企业毛利率均持续提升	32
图 67:	调味品行业毛利率较高	32
图 68:	海天味业各品类收入占比一览	33
图 69:	各区域业务收入占比一览	33
图 70:	四家公司酱油平均吨价对比（元/吨）	33
图 71:	海天味业的三大核心产品平均吨价（元/吨）	33
图 72:	2019Q1-3 营业收入同比增长 16.6%	34
图 73:	2019Q1-3 净利润同比增长 22.5%	34
图 74:	2019Q1-3 毛利率及净利率分别为 44.5%、25.9%	34
图 75:	2019Q1-3 销售费用率为 11.6%	34
图 76:	公司调味品业务占比为 91.6%	35
图 77:	2018 年公司酱油占调味品业务收入 67.8%	35
图 78:	2019Q1-3 营业收入同比增长 11.6%	36
图 79:	2019Q1-3 净利润同比增长 12.3%	36
图 80:	2019Q1-3 毛利率及净利率分别为 39.2%、17.0%	36
图 81:	2019Q1-3 销售费用率为 9.8%	36
图 82:	公司高端产品比例不断提升	37
图 83:	公司主要收入来自于华东地区	37
图 84:	2019Q1-3 营业收入同比增长 7.6%	38
图 85:	2019Q1-3 净利润同比增长 14.8%	38
图 86:	2019Q1-3 毛利率及净利率分别为 44.1%、19.1%	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 87:	2019Q1-3 销售费用率为 16.3%	38
图 1:	相关公司估值一览.....	39
表格 1.	调味品行业超额收益较高且仍在逐步提升	6
表格 2.	我国人均消费零售额还有至少 4.6 倍增长空间	9
表格 3.	2021 年调味品销售口径规模至少为 3613 亿元.....	10
表格 4.	各地区酱油制造工艺、口味都大有不同.....	11
表格 5.	八大菜系使用的调味品口味差异大.....	12
表格 6.	海天 2017 年渠道覆盖率达 71.4%.....	15
表格 7.	2018 年海天味业渠道建设能力最高.....	21
表格 8.	调味品毛利率较高	32
表格 9.	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）	35

一、谈估值：调味品高估值之谜

我们认为当前调味品行业估值较高主要原因为：1) 调味品壁垒高、盈利能力强、业绩确定强，在经济增速放缓时享有估值溢价；2) 行业空间大，我国调味品零售端仍有至少 4.6 倍增长空间；3) 风味壁垒使得全国性调味品企业稀缺，行业集中度仍有较大提升空间。由于调味品进入门槛较低、存在风味壁垒，其区域性特征非常明显，风味壁垒的存在使得行业格局较为分散，集中度提升空间大；4) 内资企业在渠道方面具有先发优势叠加区域企业实力强劲，外资企业路阻且长；5) 食品饮料行业为外资长期增持方向，外资流入增加有望推升调味品板块估值。

1.1 调味品业绩确定性强，在经济增速放缓阶段享有估值溢价

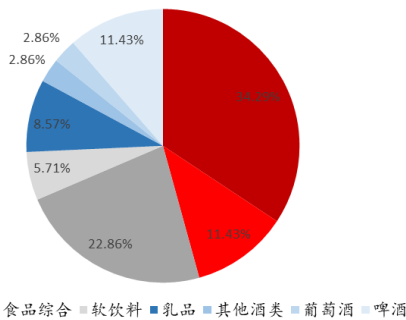
调味品行业超额收益较高且仍在逐步提升，同时公司平均市值较高。我们通过将食品饮料行业公司三个阶段的年均复合涨幅进行排序，显示年均复合涨幅前十的公司中，调味品行业占比不断提升，2014-2018 年占比仅次于白酒行业，同时在市值超 100 亿的公司中，调味品行业市值占比仅次于白酒。

表格 1. 调味品行业超额收益较高且仍在逐步提升

行业	公司	2014-2018年CAGR	行业	公司	2009-2018年CAGR	行业	公司	1999-2018年CAGR
白酒	水井坊	34.18%	白酒	贵州茅台	14.84%	白酒	山西汾酒	9.75%
白酒	贵州茅台	32.81%	调味品	中炬高新	12.22%	调味品	中炬高新	8.59%
调味品	中炬高新	29.80%	白酒	顺鑫农业	6.78%	白酒	泸州老窖	8.26%
白酒	五粮液	24.03%	白酒	五粮液	5.41%	啤酒	青岛啤酒	7.94%
白酒	泸州老窖	18.82%	白酒	古井贡酒	5.27%	白酒	古井贡酒	7.08%
啤酒	重庆啤酒	17.39%	白酒	水井坊	3.66%	白酒	顺鑫农业	6.85%
调味品	海天味业	14.56%	白酒	舍得酒业	3.62%	白酒	舍得酒业	4.81%
白酒	顺鑫农业	14.31%	啤酒	重庆啤酒	3.02%	白酒	五粮液	2.95%
白酒	山西汾酒	11.24%	乳品	天润乳业	2.82%	肉制品	双汇发展	2.74%
白酒	古井贡酒	9.93%	白酒	泸州老窖	0.45%	啤酒	重庆啤酒	2.09%
白酒企业占比	70%		白酒企业占比	70%		白酒企业占比	60%	
调味品企业占比	20%		调味品企业占比	10%		调味品企业占比	10%	
啤酒企业占比	10%		啤酒企业占比	10%		啤酒企业占比	20%	
乳制品企业占比	0%		乳制品企业占比	10%		乳制品企业占比	0%	
肉制品企业占比	0%		肉制品企业占比	0%		肉制品企业占比	10%	

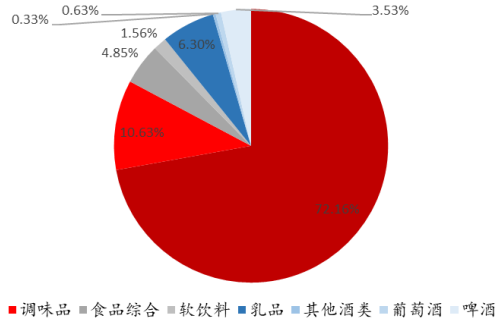
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 1： 100 亿以上市值企业中，调味品企业数量占 11.43%，仅次于白酒及食品综合行业



资料来源：wind，川财证券研究所，截止 2019 年 11 月

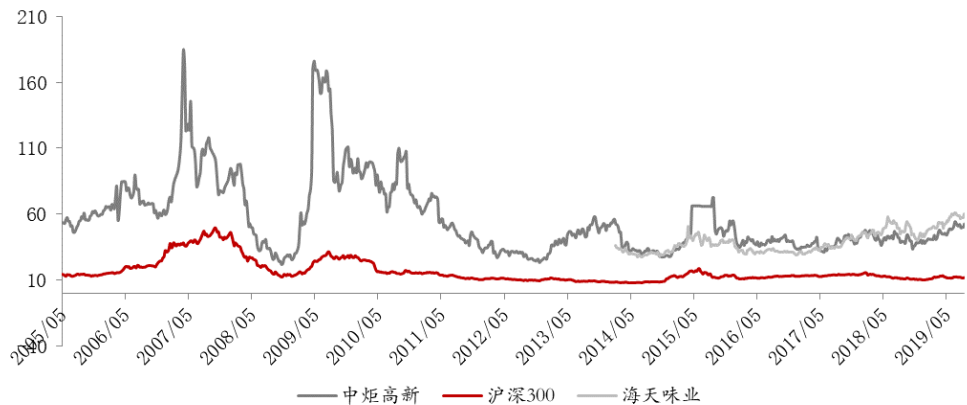
图 2： 100 亿以上市值企业中，调味品企业市值占比为 10.63%，仅次于白酒行业



资料来源：wind，川财证券研究所，截止 2019 年 11 月

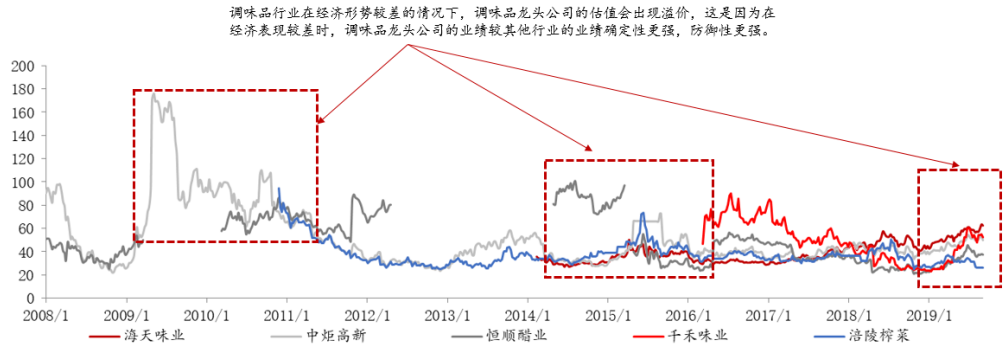
经济表现较弱时，调味品企业业绩稳定性强导致其估值享有溢价。我们可以看到在美国经济增速放缓期间，味好美等调味品龙头公司业绩增速高于经济增速，同时取得了可观的超额收益，估值表现优秀；同时日本在 90 年代经济增速放缓时期，1992-2007 年间日本人均食品消费支出下降 5%，但调味品支持反而提升 5%，调味品需求呈刚性。在市场经济表现较弱时，由于调味品公司业绩稳定性强，具有防御属性，因此调味品龙头公司估值将出现溢价。

图 3： 我国主要调味品公司估值长期高于沪深 300



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 调味品行业在经济形势较差时估值会出现溢价



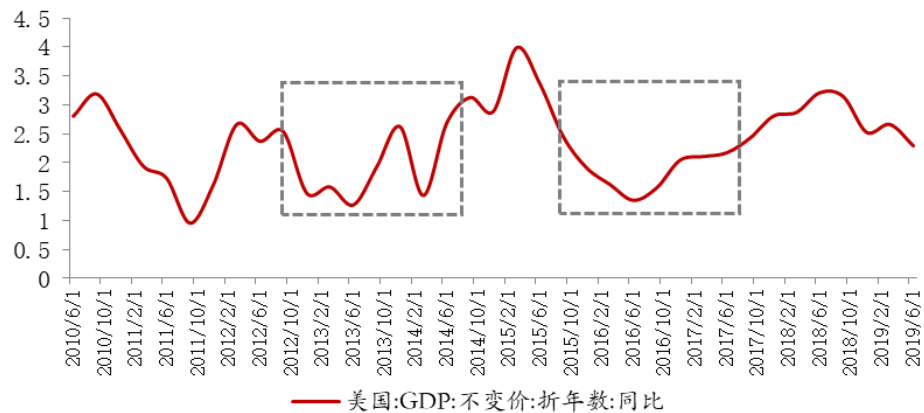
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 味好美在经济形势较差时估值会出现溢价



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 美国 GDP 同比增速一览



资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 调味品 2021 年行业规模至少可达 5350.8 亿元

1.2.1 我国调味品零售端仍有至少 4.6 倍增长空间

由于日本及韩国饮食习惯与我国相近,可比性较高,因此我们将 2017 年日本、韩国、中国零售终端量价情况进行拆分,发现日本、韩国人均消费零售额分别是我国的 11.5、2.4 倍,同时人均零售价均高于我国,日本零售价及销量较高主要原因为日本制造调味品成本高、沙拉酱等佐餐类酱料流行,2011 年日本零售消费额曾达 193.6 美元,而韩国仍以烹饪为主,因此消费量较低。我们根据韩国及日本调味品消费的平均值,推算我国调味品零售端仍有至少 4.6 倍增长空间,其中价增贡献高于量增。

表格 2. 我国人均消费零售额还有至少 4.6 倍增长空间

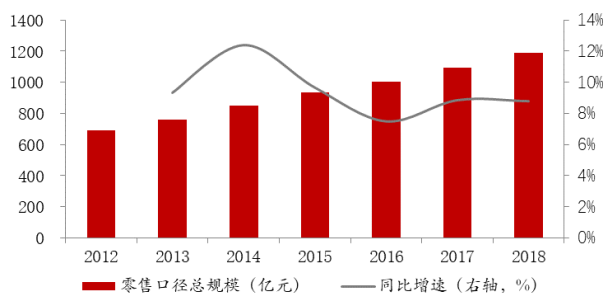
	人均零售价 (美元/KG)	人均零售消费量 (KG)	人均消费零售额 (美元)
日本	7.5	18	134.2
韩国	6.9	4.1	28.1
平均值	4.80	7.37	54.10
中国	2.7	4.3	11.7
成长空间	1.8倍	1.7倍	4.6倍

资料来源: 欧睿, 川财证券研究所

1.2.2 2021 年行业规模至少可达 5350.8 亿元

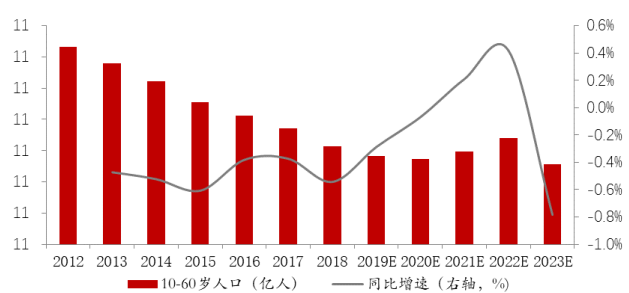
为探究调味品行业在城市化进程不断加快、人口增速呈下滑趋势背景下未来空间还有多大,我们通过假设未来三年欧睿零售口径规模增速分别为 7%、8%、9%,同时人口增速放缓、城镇化率不断提升来计算调整后零售口径规模,结果显示 2021 年行业规模至少可达 5350.8 亿元。

图 7: 调味品原始零售口径规模



资料来源: 欧睿, 川财证券研究所

图 8: 10-60 岁人口在 2022 年后增速下滑明显



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

表格 3. 2021 年调味品行业规模至少可达 5350.8 亿元

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
假设未来三年欧睿零售口径总规模增速为8%:						
欧睿零售口径总规模 (亿元)	1005.1	1094.3	1190.7	1285.9	1388.8	1499.9
同比增速 (右轴, %)	7.5%	8.9%	8.8%	8.0%	8.0%	8.0%
人口 (亿人)	13.8	13.8	13.9	13.9	14.0	14.0
同比增速 (右轴, %)	0.5%	0.6%	0.5%	0.2%	0.1%	0.4%
零售口径调味品人均支出 (元/人)	73.1	79.1	85.7	92.3	99.6	107.1
城镇人口占比 (%)	57.3%	58.5%	59.6%	61%	62%	63%
城镇人均调味品支出 (元/人)	108.0	116.9	126.6	136.4	147.1	158.3
农村人均调味品支出 (元/人)	34.3	37.2	40.2	43.4	46.8	50.3
调整后零售口径总规模 (亿元)	1052.5	1159.4	1274.4	1389.3	1514.4	1650.7
对应调味品总规模 (亿元)	3508.5	3864.6	4247.8	4630.9	5048.0	5502.3
假设未来三年零售欧睿口径总规模增速为7%:						
调整后零售口径总规模 (亿元)	1052.5	1159.4	1274.4	1376.4	1486.5	1605.2
对应调味品总规模 (亿元)	3508.5	3864.6	4247.8	4588.0	4955.0	5350.8
假设未来三年零售欧睿口径总规模增速为9%:						
调整后零售口径总规模 (亿元)	1052.5	1159.4	1274.4	1402.1	1542.6	1697.0
对应调味品总规模 (亿元)	3508.5	3864.6	4247.8	4673.8	5141.9	5656.5

资料来源: 欧睿, 国家统计局, Wind, 川财证券研究所, 注: 1) 零售口径总规模指欧睿咨询统计的以“Retail Value”为口径估算的中国调味品家庭零售终端总销售额, 人口采用欧睿咨询采用的样本估算参数; 2) 19-21 年人口同比增速按 10-60 岁人口增速估算; 3) 零售口径调味品人均支出=零售口径总规模/人口总数; 4) 统计局在 2012 年公布了城镇人均调味品支出为 76 元/人, 因此可得到农村人均调味品支出为 24 元/人, 13 年起的城镇/农村人均调味品支出=前一年人均调味品支出*(1+零售口径调味品人均支出同比增速); 5) 调整后零售口径总规模=城镇人均调味品支出*城镇人数+农村人均调味品支出*农村人数; 6) 考虑到零售渠道在总渠道中占比约为 30%, 因此对应调味品总规模=调整后零售口径总规模/30%

1.3 全国化调味品企业稀缺, 行业集中度仍有较大提升空间

1.3.1 独特风味带来强消费黏性, 调味品企业区域分布明显

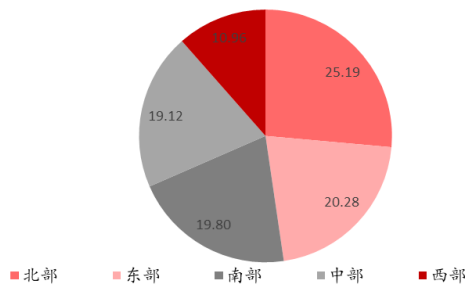
俗话说, 一方水土养一方人, 由于调味品多为发酵、腌制产品, 因此调味品风味的形成各个区域的发展历史、生活习惯、土壤中微生物的差别、气候等因素密切相关, 调味品口味的差异化较大, 同样的一种调味品在两个地方生产, 口味也会出现细微差异, 具体来看, 食醋地域性最强, 酱油、榨菜及料酒等调味品则地域性较弱。此外, 由于调味品进入门槛较低, 因此其区域性特征非常明显。

表格 4. 各地区酱油制造工艺、口味都大有不同

	低盐固态发酵	广式高盐稀态工艺	日式高盐稀态工艺
等级	低	中	高
工艺	蒸煮、制曲、并采用低盐(食盐6~8%)固态(水分为50~58%)发酵	经蒸煮、曲霉菌制曲后与盐水混合成稀醛,再经发酵制成的酱油	对发酵的温度严格把控,要对盐水进行制冷,从5°C的低温开始发酵,发酵温度保持在5-30°C之间
发酵周期	低于4个月	4-6月	6个月以上
原料	脱脂大豆(或大豆)及麸皮、麦粉	大豆或脱脂大豆、小麦或小麦粉	脱脂大豆和炒小麦
风味	酱油色泽较深,滋味鲜美,后味浓厚	醇香、酱香、豉香浓郁	醇香、酯香、酸味和甜味更加突出
风味差异原因	低盐固态发酵用浸出法滤取产品,操作简易,因此风味不如高盐稀态好;广式酱油成曲中的酵母菌和乳酸菌是由环境带入,其数量和种类不确定。而日式酱油的酵母菌和乳酸菌为人工添加,并进行控温发酵管理,日式酱油的乙醇、乳酸及其衍生的酯类物质应有较高的含量。		
食用方式	炒菜等	炒菜等	点蘸食用
代表企业	国内大多中小酱油品牌	海天、厨邦、东古、李锦记	龟万甲、千禾

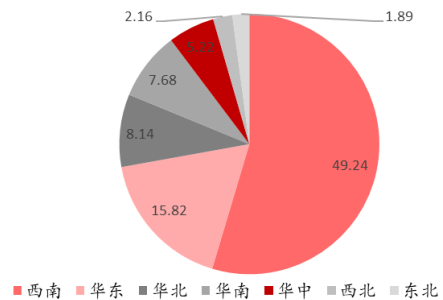
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 9: 海天味业四大主力区域份额均达 20%以上



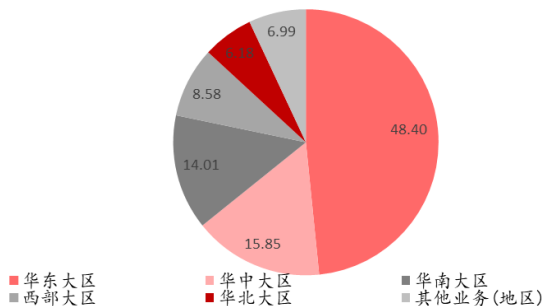
资料来源: wind, 川财证券研究所, 注: 数据截至 2019 年 6 月

图 10: 千禾味业主要收入地区为西南地区



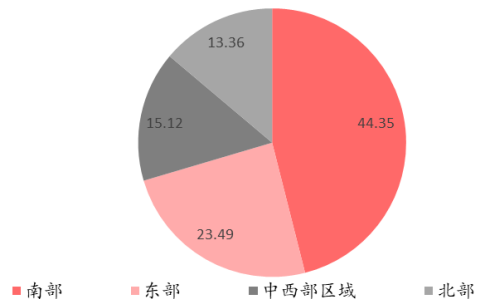
资料来源: wind, 川财证券研究所, 注: 数据截至 2019 年 6 月

图 11: 恒顺醋业主要收入地区为华东大区



资料来源: wind, 川财证券研究所, 注: 数据截至 2018 年

图 12: 中炬高新主要收入地区为南部



资料来源: wind, 川财证券研究所, 注: 数据截至 2018 年

调味品具有菜系粘性。我国拥有鲁、川、苏、粤、闽、湘、徽、浙八大菜系, 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

各菜系呈现出截然不同的风味：鲁菜咸鲜、川菜麻辣、苏菜偏甜喜黄酒、粤菜原味、闽菜南咸甜北香辣、湘菜辣腊、徽菜酱香味浓、浙菜清鲜。八大菜系口味各不同的重要原因为所使用的调味品具有差异，因此调味品具有菜系粘性，也正是因为调味品的口味具有区域性，目前全国性调味品企业较少，而地方性调味品企业众多。

表格 5. 八大菜系使用的调味品口味差异大

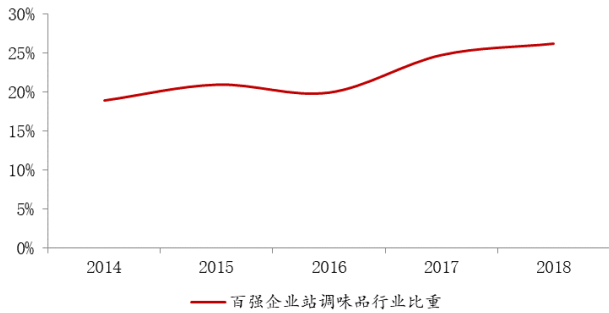
菜系	代表菜	口味	酱醋	代表品牌
鲁菜	油爆海螺、葱烧海参	讲究清汤奶汤	酱醋：山东欣和酱油、味达美酱油、巧媳妇酱油、山东玉兔醋 其他：花椒油、大葱油、老虎酱、花椒酱、糖醋汁糖、辣椒、花椒	山东欣和、巧媳妇
川菜	水煮肉片、麻婆豆腐	油重味浓，注重调味	酱醋：千禾味业酱醋、德阳酱油、阆中保宁醋 其他：家常味用郫县豆瓣酱、自贡进盐、茂源花椒、内江白糖、永川豆豉	千禾味业、郫县豆瓣、阆中保宁醋、中坝酱油、茂源花椒
苏菜	大煮干丝、狮子头鸡	浓中带淡，鲜香酥烂	酱醋：家乐酱油、老蔡酱油、淘大酱油、恒顺香醋 其他：陈卤、清卤、五香粉、蟹粉、花椒盐、葱椒盐、红曲水	恒顺醋业、上海淘大
粤菜	潮州烧雁鹅、广州文昌鸡	菜肴色彩浓重，滑而不腻	酱醋：生抽、鲜味酱油、山西陈醋 其他：料酒、糖醋汁、卤水、鼓油皇汁、蒜肉调味品、鱼露、蚝油柱侯酱、咖喱粉、柠檬汁、生粉	海天味业、中炬高新、李锦记
浙菜	龙井虾仁、西湖醋鱼	清香脆嫩爽鲜	酱醋：厨邦生抽、米醋 其他：白糖、绍酒、八角粉末	中炬高新
闽菜	荔枝肉、龙身凤尾虾	色调美观，滋味清鲜	酱醋：福州民天酱油、福建永春老醋 其他：红糟、沙茶酱	福州民天、福建永春老
湘菜	剁椒鱼头、辣椒小炒肉	用料广泛，油重色浓	酱醋：加加酱油、湘潭龙牌酱油、长康 陈醋 其他：浏阳豆豉、剁椒	加加食品、湖南龙牌、长康陈醋
徽菜	黄山炖鸡、腌鲜鳜鱼	选料朴实，讲究火功	酱醋：海天酱油、镇江陈醋 其他：卤汁，熏鸭料等	海天味业、胡玉美蚕豆瓣酱

资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3.2 我国调味品行业集中度仍有较大提升空间

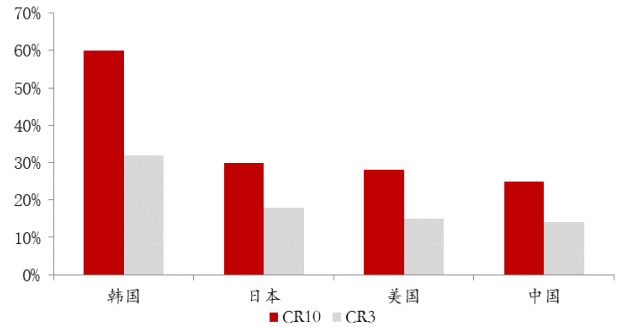
我国调味品行业集中度较低，有较大提升空间。由于我国各地区风味差异较大使得各地企业调味品企业多生产符合本地区消费者口味的产品，调味品较强的消费黏性使得本地消费者接受全国化品牌的难度大，因此调味品全国化扩张难度大，集中度较其他行业低。据中国调味品协会数据显示，2018 年国内百强调味品企业收入为 938.8 亿元，占总行业收入比不到 30%，低于美日韩，但行业集中度近年来呈上升态势，细分子行业中，酱油行业集中度相对较高。

图 13: 百强企业收入占调味品行业比重不到 30%



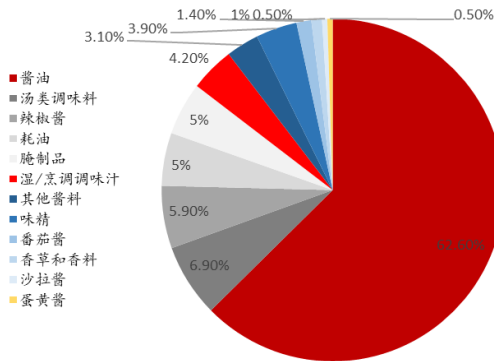
资料来源: 中国调味品协会, 川财证券研究所

图 14: 2018 年美日韩行业集中度均高于中国



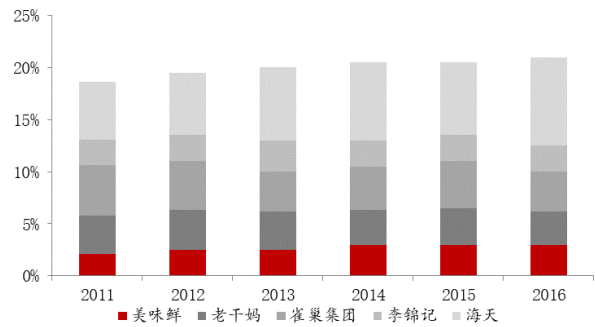
资料来源: 中国调味品协会, 川财证券研究所

图 15: 2018 年中国调味品子行业占比



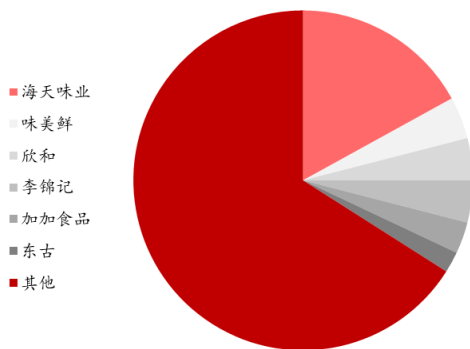
资料来源: 欧睿数据, 川财证券研究所

图 16: 调味品行业集中度逐步提升



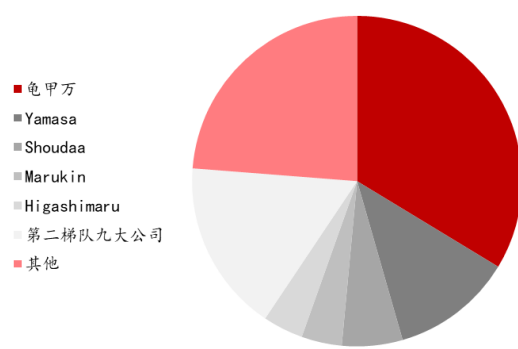
资料来源: 中国调味品协会, 川财证券研究所

图 17: 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 18: 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

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

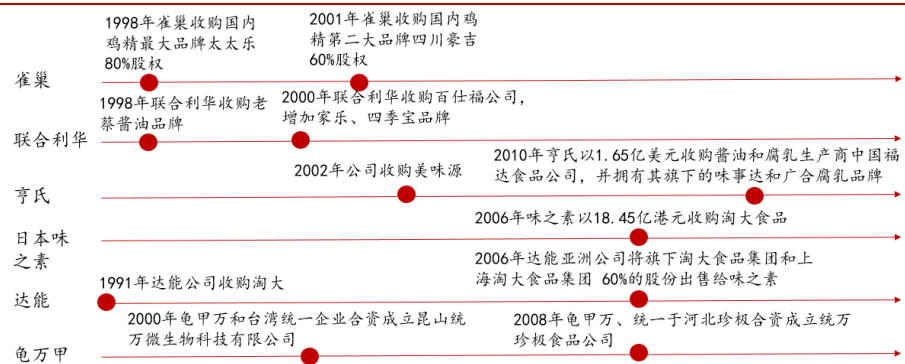
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

品行业将强者恒强。

1.4 销售渠道优势铸就内资企业坚厚壁垒

外资企业凭借其雄厚的资金实力、丰富的营销经验、多元的管理能力，通过外延并购方式进入国内调味品领域，但目前除鸡精鸡粉被外资企业垄断外，其他调味品仍被内资品牌垄断，主要原因在于本土品牌销售渠道体系较为成熟，外资品牌在难以进入批发流通渠道的同时，在现代流通渠道也面临层层压力，同时由于调味品极具中国特色，外资企业难以在产品特色上出奇制胜。

图 19：部分外资企业通过收购形式进入国内市场



资料来源：Wind，川财证券研究所

内资企业在渠道方面具有先发优势叠加区域企业实力强劲，外资企业难以进行渠道下沉的同时在餐饮渠道仍路阻且长。具体来看，家庭渠道方面，由于内资企业在早期便开始了对渠道的建立和维护，在传统流通渠道拥有稳固的壁垒，以海天味业为例，目前海天味业已完全覆盖地级及以上城市，县级市地区覆盖率也超65%，由于外资进入批发流通渠道难度大，因此外资倾向于主攻现代流通渠道，然而外资品牌产品多定位中高端，且更注重品牌建设，因此难以进行渠道下沉。餐饮渠道方面，由于李锦记、海天味业等企业早已通过与厨师学校合作，培养厨师使用习惯方式的形式占据先发优势，同时各个地域均拥有实力强劲的本土企业，因此餐饮渠道较分散的外资企业竞争压力大，虽然近年来外资企业逐步将视线转移到线上市场，但由于线上收入占比较小难以支撑其成为行业龙头

表格 6. 海天 2017 年渠道覆盖率达 71.4%

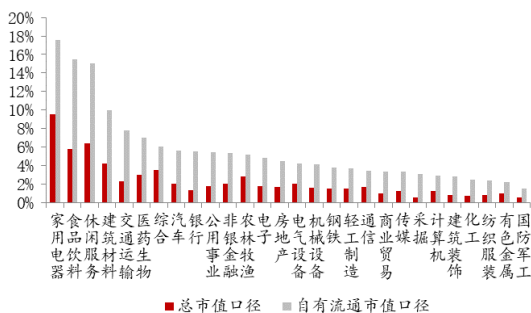
厂商	类别	消费者 (亿家户)		增长率 (%)	渠道覆盖率 (%)
		2015. 10. 7-2016. 10. 7	2016. 10. 7-2017. 10. 7		
宝洁集团	日化	1.54	1.59	2.9%	92.80%
伊利集团	食品	1.46	1.53	5.1%	89.60%
蒙牛集团	食品	1.46	1.51	3.5%	88.10%
康师傅控股	食品	1.38	1.42	3.0%	82.90%
雀巢集团	食品	1.38	1.4	0.9%	81.60%
联合利华	日化	1.34	1.35	0.5%	79.00%
恒安集团	日化	1.27	1.3	2.5%	76.30%
可口可乐	食品	1.26	1.27	1.1%	74.30%
纳爱斯集团	日化	1.24	1.25	0.8%	73.30%
立白集团	日化	1.2	1.24	3.7%	72.70%
海天味业	食品	1.16	1.22	5.3%	71.40%
玛氏集团	食品	1.23	1.22	-0.8%	71.40%
高露洁集团	日化	1.15	1.19	2.8%	69.40%
亿滋	食品	1.17	1.18	0.5%	69.00%
旺旺集团	食品	1.13	1.14	1.3%	66.80%

资料来源: 凯度, 川财证券研究所

1.5 外资流入有望进一步推升估值

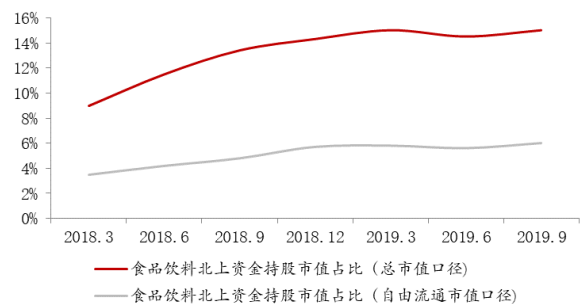
食品饮料行业为外资长期增持方向。从国际经验角度来看, 外资更偏好业绩稳定性较高、ROE 表现较好的本土优势企业及特色产业, 比如韩国在资本对外开放的阶段, 化学品及电子设备等行业对应指数随着外资持续流入而抬升, 台湾也与之相似, 在资本开放阶段半导体及食品等出口型优势产业备受外资青睐。反观我国, 我们发现消费行业涨跌与外资相关性显著, 由于食品饮料行业为我国典型的本土优势产业, 同时主要企业业绩稳定性强、ROE 表现优秀, 食品饮料行业为外资长期增持的主要方向。截止 9 月末, 自由流通市值口径下的北上资金行业影响力最大的行业分别为家用电器、食品饮料、休闲服务。

图 20: 北上资金各行业影响力对比 (北上资金行业持股市值/该行业市值)



资料来源: Wind, 川财证券研究所, 截止 2019 年 9 月

图 21: 北上资金持股比例占比不断提升

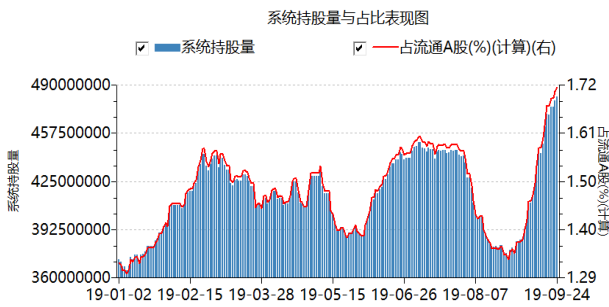


资料来源: Wind, 川财证券研究所, 截止 2019 年 9 月

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

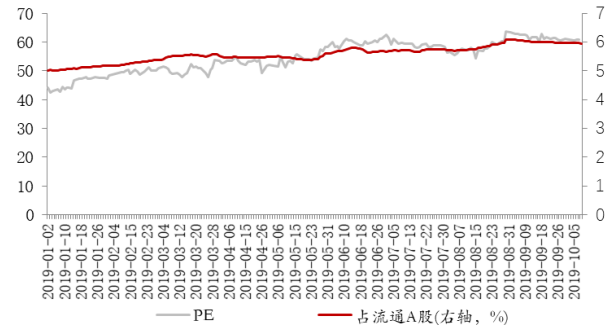
外资流入规模不断增加有望推升调味品板块估值。19年4月证监会宣布,新增合格境外机构投资者投资额度500亿美元,增加人民币合格境外机构投资者投资额度500亿;9月证监会宣布国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)投资额度限制,同时取消RQFII试点国家和地区限制。外资的加速流入有望进一步推升调味品板块估值。

图 22: 年初以来沪港通资金大幅流入市场



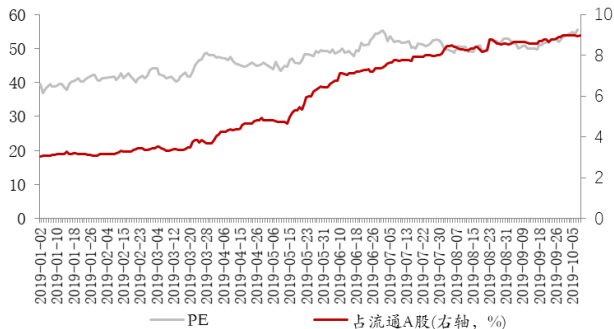
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 海天味业: 沪港通持股占流通A股比从年初的5.0%上升至5.9%



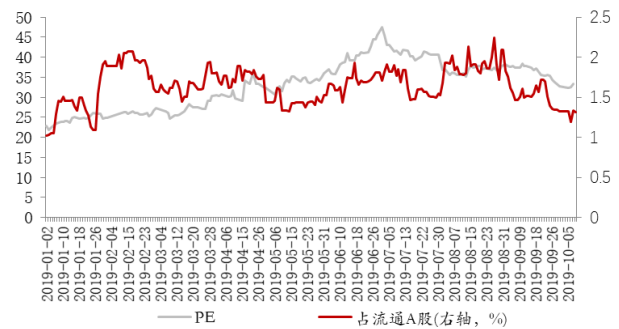
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 24: 中炬高新: 沪港通持股占流通A股比从年初的3.1%上升至9.0%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 25: 恒顺醋业: 沪港通持股占流通A股比从年初的1%上升至1.3%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

二、论渠道：渠道为企业重要壁垒

2.1 餐饮渠道“易守难攻”，家庭渠道“易攻难守”

2.1.1 餐饮渠道量大且稳，易守难攻

餐饮驱动的易守难攻特性主要由厂商、经销商及终端决定：

1) 厂商方面，由于餐饮渠道在调味品渠道中占比高达40%，同时调味品在餐

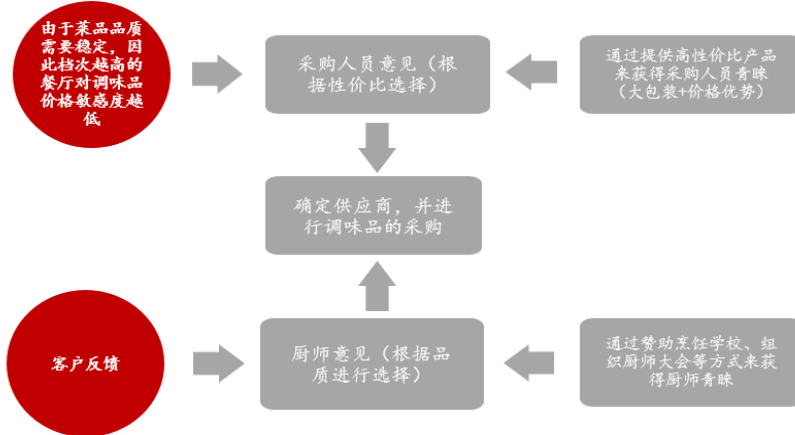
饮渠道中具有高频、刚需、高粘性、覆盖广等特征，在部分高档餐厅中，为保证菜品质量的稳定，餐厅将稳定的大量购进附加值较高的产品，价格敏感度较低，因此餐饮渠道毛利率较高、费用率低，厂商也愿意加大对餐饮渠道的投入；

2) 经销商方面，由于餐饮渠道销量大且售后成本小、利润大，经销商更有积极性去主攻餐饮渠道，同时这也利于迅速提升市占率和产品市场地位；

3) 终端角度看，由于厨师对调味品具有一定消费粘性，同时看重产品质量及品牌，因此对品牌忠诚度较高。

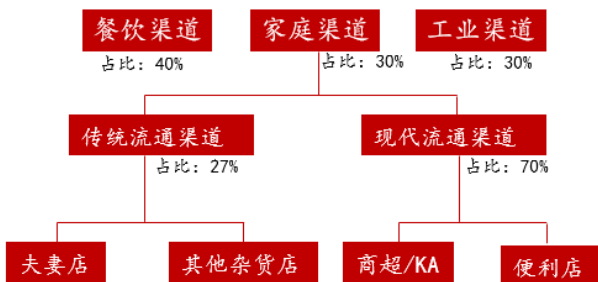
李锦记、海天味业等餐饮企业由于开发较早，已拥有大量高粘性客户，因此持续获得可观销量，受益于渠道优势带来的规模优势，调味品企业强者恒强，中炬高新、恒顺醋业等品牌企业发力餐饮渠道难度较大，在扩张初期往往会选择将重点放在家庭消费端来树立品牌、扩大销售网络。

图 26：高性价比叠加赞助烹饪学校等策略可提高餐厅购买几率



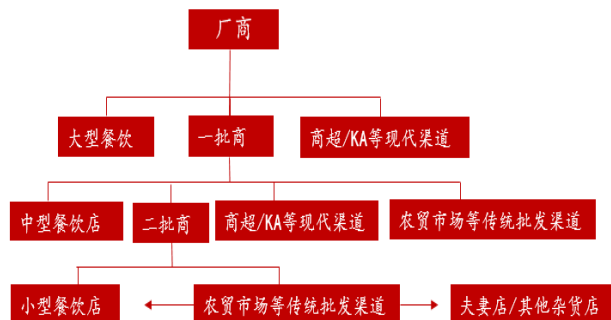
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 27：2018 年餐饮渠道占比最大



资料来源: 中国调味品协会, 川财证券研究所

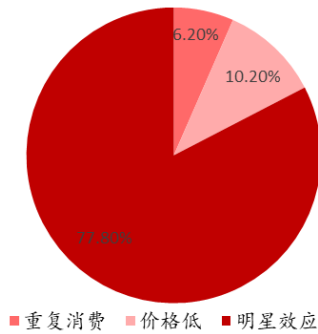
图 28：调味品渠道层级较多



资料来源: 中国调味品协会, 川财证券研究所

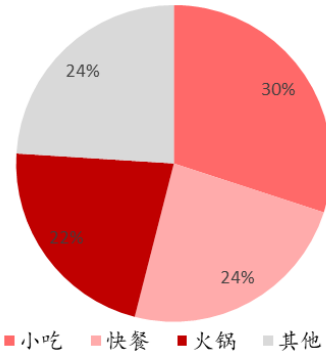
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 29： 餐饮渠道消费者对调味品选购原因分布 (%)



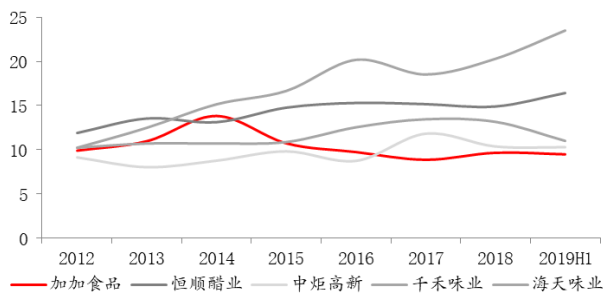
资料来源：《2018 年全国调味品行业蓝皮书》，川财证券研究所

图 30： 调味品在餐饮渠道的使用场景分布 (%)



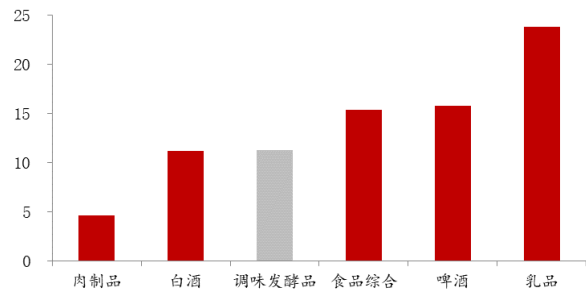
资料来源：《2018 年全国调味品行业蓝皮书》，川财证券研究所

图 31： 餐饮渠道占比较大的企业销售费用率低



资料来源：wind，川财证券研究所

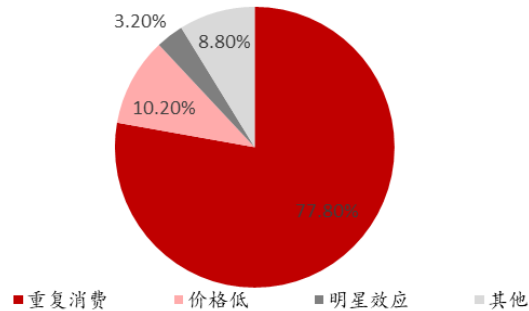
图 32： 消费黏性使得调味品行业销售费用率较低



资料来源：wind，川财证券研究所

餐饮渠道调味品客户集中，培养意见领袖难度低。调味品主要消费者为家庭采购者及餐厅厨师，客户较为集中，其中厨师具有意见领袖作用，他们对调味品的评价会潜移默化的影响其他消费者的选择，因此海天味业等调味品企业通过赞助厨师学校这一方式来培养未来意见领袖的使用习惯，由于厨师对调味品的偏好在形成后便难以更改，因此这一策略卓有成效。

图 33： 2018 年中国餐饮渠道使用者选购调味品的首要选购原因为重复消费



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

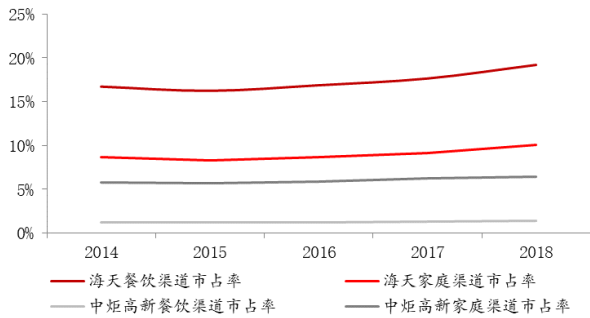
2.1.2 家庭零售渠道重营销，易攻难守

家庭零售渠道的易攻难守特性受营销、商超/KA 进入门槛及低线布局能力有关：

- 1) 区别于餐饮渠道，商超渠道对品牌及价格敏感度较高，消费者由于缺乏对调味品品质的辨识能力，主要靠宣传营销来建立对品牌的认知，因此调味品在商超渠道中更注重营销，费用投入大导致毛利率更低；
- 2) 商超/KA 渠道对品牌的货物周转率及销售均有一定门槛，调味品进入现代流通渠道具有一定难度；
- 3) 作为生活必需品，调味品需下沉至低线城市以获得更大的市场，因此需要多层级的经销商体系来支持其发展。

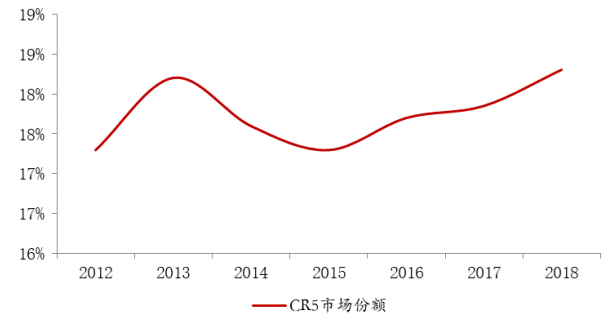
虽然近年来国内 KA 渠道持续下沉扩张，但调味品在商超渠道的集中度提升幅度低于预期，09-18 年前五大国内酱油企业零售渠道份额占比仅提升不到 2.5 个百分点，我们认为主要原因为商超渠道需要投入的费用大、毛利率低、客户购买粘性低、竞争更为激烈，同时商超渠道收入占比较低，品牌企业更愿意将费用投放至餐饮渠道。

图 34：海天味业在餐饮及家庭渠道中市占率均提升明显



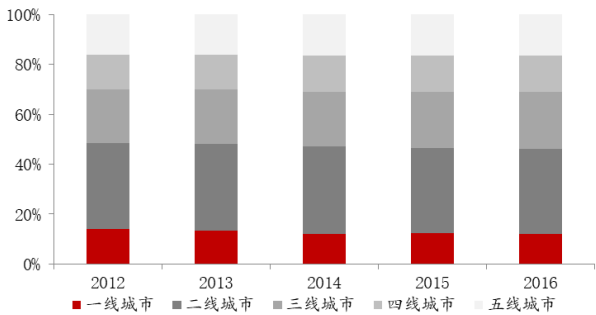
资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 35：调味品 CR5 在零售渠道集中度提升较慢



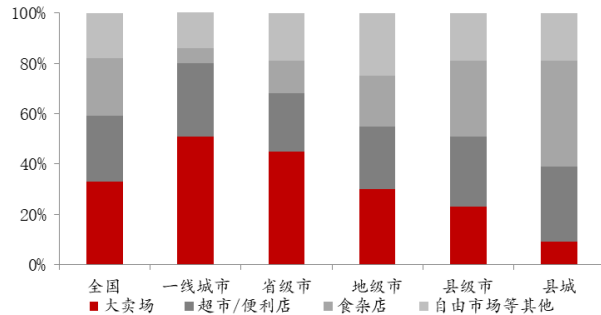
资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 36：各级别城市快消品零售总额占比



资料来源：艾瑞咨询，川财证券研究所

图 37：2017 年调味品在各地区的渠道结构



资料来源：katnar，川财证券研究所

2.2 海天味业渠道地位稳固，区域企业多走特色路线

海天味业餐饮渠道地位稳固，区域性调味品企业多走特色渠道路线。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，消费者认可度高。区域性调味品企业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。

海天味业：卡位餐饮渠道，加码家庭渠道

海天味业以流通渠道起家，并较早完成深度分销及渠道拓展，因此在餐饮渠道拥有先发优势，继 14 年公司成立 KA 事业部后，海天味业也开始加码家庭渠道。海天味业通过以下措施构建渠道壁垒：

- 1) 建立厂商-一批商-多层全国化分销商网络：海天采取直控终端、深度分销的渠道模式，在全国划分了 6 个大区，由于餐饮渠道较为分散，因此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

在设立一批商的同时还设通过建立了 2600+家一级经销商及 5000+家二级分销商的经销商网络来对接 33 万+个终端营销网点，实现了多层经销网络的建立，厂商协作下的深度分销机制利于渠道更好的开拓。

- 2) 精细化管理，采取“双驾马车”策略：海天在一个地区配置两名经销商以创造一个具有竞争氛围的环境，海天对渠道费用掌控能力强，每一名经销商均被要求专人专车专项资金以在保证利润的同时最大化投放费用使用效率。
- 3) 通过赞助厨师学校、举办厨师推广会等活动培养厨师使用习惯、增加客户粘性；
- 4) 站稳高端市场，渗透中低端市场。据《调味品营销》中调研结果显示，海天在高端市场中占比高于 40%，海天通过从高端向低端市场进行层层渗透以达到对餐饮业的全覆盖。

表格 7. 2018 年海天味业渠道建设能力最高

		海天味业	中炬高新	恒顺醋业	千禾味业
渠道结构	餐饮占比	超60%	约20%	约13%	不到4%
	商超占比	约15%	约80%	约87%	高于96%
	其他占比	约20%			
渠道覆盖率	省级市	100%	/		2019年计划在全国地级市（偏僻的二级城市除外）和主要县城至少开发200家商超网点，力争实现全国商超系统全覆盖
	地级市	100%	超75%	/	
	县区级市	超65%	/		
渠道规模	经销商数量	超3000家	864家	1200家	超2000家
其他	经销商收入规模	★★★★	★★★	★★	★
	渠道建设总体评级	★★★★	★★★	★★	★

资料来源：公司公告，川财证券研究所，注：数据截至 2018 年，★★★★为最高等级

中炬高新：卡位家庭渠道，定位中高端家庭消费

渠道分布方面，公司家庭及餐饮消费占比为 80%、20%，目前稳定合作的餐饮品牌为西贝莜面村，年销售额超千万，而海天味业、李锦记餐饮消费比例为 60%、70%，中炬高新餐饮渠道占比与海天味业、李锦记仍有较大差距。

公司近年加大开拓餐饮渠道力度，2017 年餐饮渠道增速约为 25%，高于行业 19%的平均水平，美味鲜期望未来五年餐饮渠道占比提升至 40%，公司采取了以下措施：

- 1) 加大对经销商扶持力度。过去公司在餐饮渠道主要依靠流通经销商自

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

然辐射，现在公司对经销商进行专业化分工，在新市场不仅按区域划分，同时也按渠道划分引入有实力的餐饮经销商；对于成熟市场，已有经销商若经营餐饮渠道实力较弱，公司会对渠道进行分割，在餐饮端引入新经销商；

- 2) 丰富产品系列，满足多样化需求。为提升宣传效率，吸引客户，公司通过不断丰富各细分品类来满足各类客户需求，比如高鲜酱油有望受益于凉拌、点蘸等食用方式的流行；
- 3) 建立厨师俱乐部及训练营，培养厨师使用习惯。公司通过在终端举办品鉴交流会、凉菜大赛、训练营、俱乐部等方式建立与厨师间的联系，公司会邀请知名度较高的厨师（意见领袖）参与其中，加强产品推广效果；
- 4) 加大营销投入，规范市场运作，加强终端人员开拓力度。

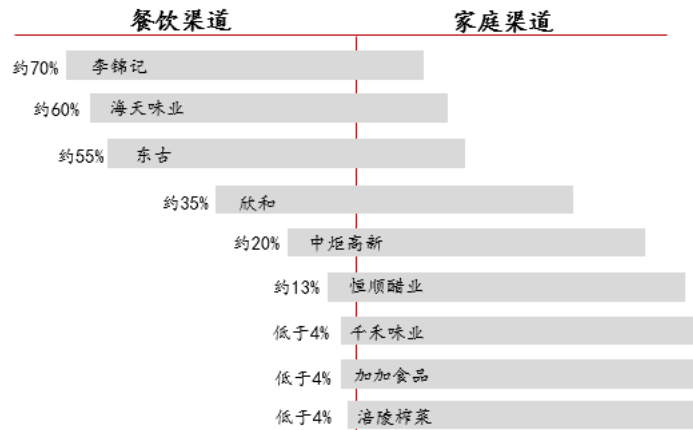
恒顺醋业：传统现代渠道双轮驱动，商超渠道为主要收入来源

公司传统渠道以 KA、流通、餐饮为主，其中商超渠道为公司主要收入来源，恒顺醋业为醋类产品龙头，产品力优秀的同时渠道及营销较为薄弱，公司近年来通过开展春耕造林活动、整合 KA 体系等方式加强终端渠道建设。餐饮渠道方面，2017 年公司制定专项政策拉动餐饮渠道增长 40%；2018 年公司进一步加强餐饮渠道产品规格开发，并成立餐饮事业部，公司餐饮收入增长 15%至 2 亿元，占调味品收入 13%，但仍较中炬高新及海天味业低，提升空间大。

千禾味业：渠道布局再规划，零售渠道为重点

目前千禾味业餐饮渠道占比低于 4%，较海天味业低 56 个百分点，主要仍依靠经销商及商超渠道。自 2018 年起，公司针对餐饮渠道已开始销售独立产品（添加酱油千禾东坡红系列），同时引进专业餐饮团队，但据近期调研结果来看，餐饮团队人员流失使得今年拓展餐饮业务计划实施效果较弱。流通渠道方面，公司创建经销商、导购、公司直销三个队伍，预计 19 年覆盖区域将扩大至 37 个，渠道渗透率预计将明显提升，公司短期内仍将重点发展零售渠道。

图 38：李锦记、海天味业卡位餐饮渠道



资料来源：Wind，渠道调研，川财证券研究所

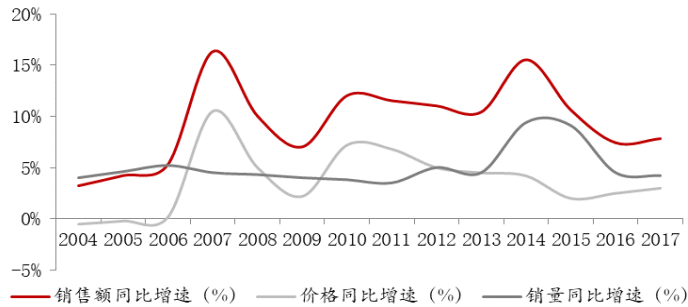
三、看趋势：目前价格为业绩主要驱动力

从零售端量价拆分情况来看，我们将酱油行业分为以下发展阶段：2006-2013 年为价格主导阶段；2014-2017 年为销量主导阶段；2018 年以来在消费升级的背景下，消费者对方便化、营养化、健康化提出了更高的要求，小品牌调味品的市场空间被大品牌企业逐步抢占，因此价格增速对业绩贡献程度不断提升。具体来看，量方面：餐饮行业与调味品业绩相关性高，上半年限额以上餐饮实现 7.2% 的同比增速显示调味品行业主要需求来源仍较为坚挺，随着我国可支配收入提升不断提升、城镇化率提升、家庭规模下滑，外卖 O2O 迅速发展，餐饮业逐步回暖，推动调味品销量稳步提升。价方面：我们通过历史进行分析，行业性提价一般均开始于海天味业提价，由于提价周期通常稳定在 2-3 年，我们预计新一轮提价周期或将于 2020 年初开启。

3.1 量价齐升是常态，目前价格为业绩主要驱动力

从零售端量价拆分情况来看，我们将占调味品比达 45% 的酱油行业分为以下发展阶段：2006-2013 年：价格主导阶段；2014-2017 年：销量主导阶段。整体来看，量价齐升是常态。

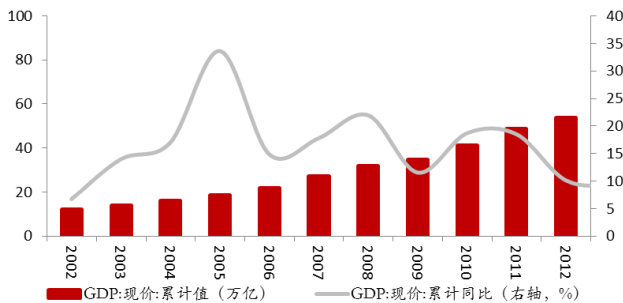
图 39：2004-2017 年调味品行业量价情况一览



资料来源：欧睿，川财证券研究所

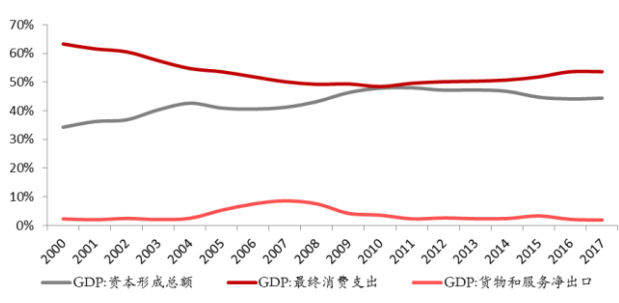
2006-2013：价格主导期。2004-2014 调味品行业迎来十年高速发展期，虽然 09 年经济危机导致行业业绩短暂回落，但这期间行业收入复合增速仍达 19.4%，利润复合增速达 25.4%。受益于经济迅速发展、中高收入人群增长迅速、人均可支配收入不断增加，中高端餐饮业及食品工业日渐繁荣，调味品实现量价齐升，价格成为该阶段收入增长主要驱动力。

图 40：2001-2012 年 GDP 增长较快



资料来源：Wind，川财证券研究所

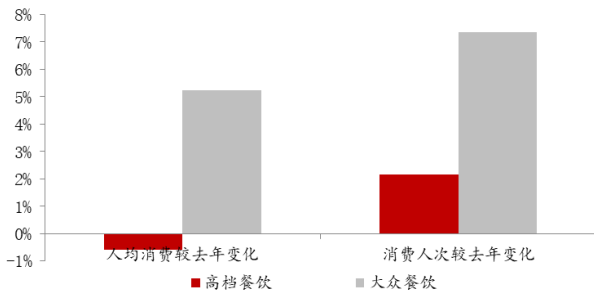
图 41：2011 年前 GDP 驱动力主要来自于投资



资料来源：Wind，川财证券研究所

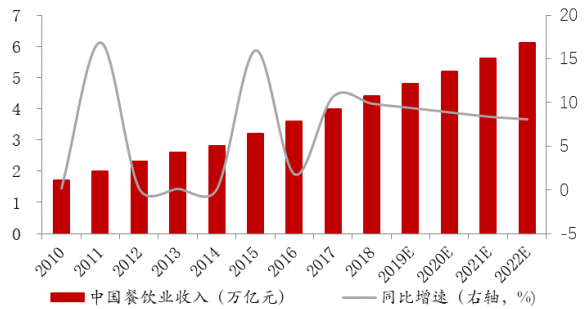
2014-2017 年：销量主导期。2013 年受限三公消费影响，大量高端餐饮退出市场，2014 年起大众餐饮业崛起叠加外卖行业发展迅速共同推动餐饮行业回暖，同时对销量的拉动作用较为明显，价格增速较销量缓主要原因为：1) 随着大众餐饮回暖，在同等收入下，单餐价格较低的大众餐饮选购的调味品价格档次也整体偏低；2) 外卖的迅速发展使得家庭渠道部分量转移至餐饮渠道，低价替代高价拉低行业整体价格。

图 42：2016 年大众餐饮发展迅速



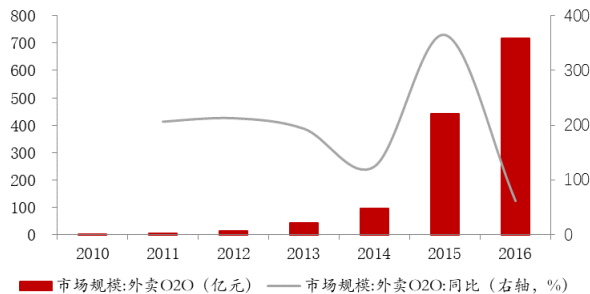
资料来源：《2017 年中国餐饮业年度报告》，川财证券研究所

图 43：2015 年餐饮业回暖



资料来源：Euromonitor，川财证券研究所

图 44：外卖 O2O 蓬勃发展



资料来源：Wind，川财证券研究所

2018 年以来：调味品行业分化加大。一方面，部分低端餐饮店受制于成本压力仍选择价格低廉的产品，另一方面，随着大众点评等社交软件的兴起及品牌餐厅相继入驻外卖平台，消费者对餐饮品质要求提升，大量品牌餐厅倾向于选择品牌化产品，餐饮企业对调味品选择的分化加剧调味品企业分化。量价方面，受益于品牌化调味品在餐饮渠道加大放量、低端调味品量仍较大，行业从而实现量价齐升。我们预计价格增速对业绩贡献程度不断提升，主要原因为在消费升级的背景下，消费者在餐饮渠道及家庭渠道均对方便化、营养化、健康化提出了更高的要求，小品牌调味品的市场空间也将逐步被大品牌企业抢占。

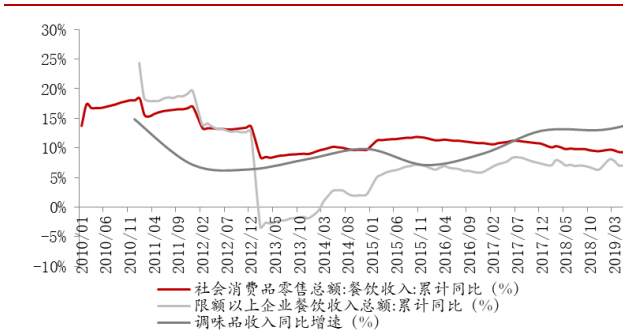
3.2 “量”：餐饮回暖推动调味品放量

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，由于市场传导机制具有一时间滞后性，因此餐饮业增速与调味品行业增速（滞后一期）拟合度更高：2013 年的打击三公消费与反腐活动中，不仅白酒行业受到巨大打击，限额以上餐饮行业业绩也因为需求下滑而出现了断崖式下跌，收

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

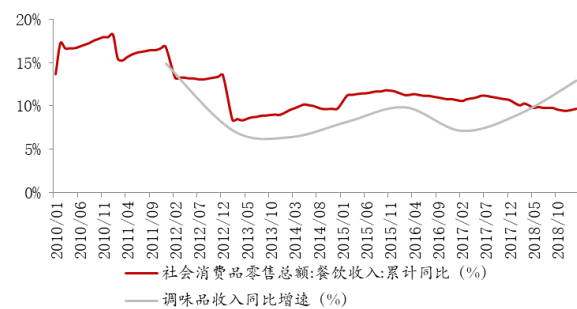
入出现负增长，随着大众消费承接三公消费，限额以上规模餐饮行业增速实现回暖，截至 2019 年上半年，限额以上规模餐饮行业增速达 7.2%，目前调味品核心需求端发展稳健。由于餐饮渠道是调味品最主要的增量来源，调味品业绩与餐饮渠道业绩走向几乎一致，但总体来看调味品业绩波动小于餐饮业。

图 45：餐饮业与调味品增速呈正相关



资料来源：wind，川财证券研究所

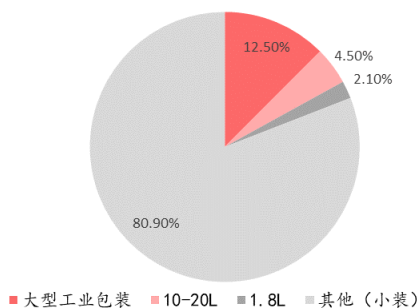
图 46：餐饮业与调味品增速（滞后一期）相关性更高



资料来源：wind，川财证券研究所

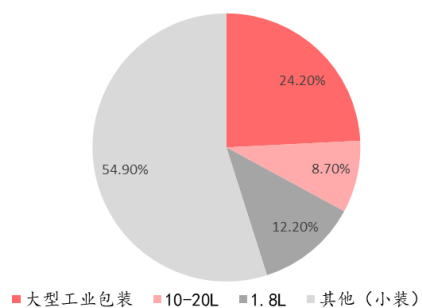
我国目前消费阶段正处于日本 80 年代的消费升级阶段，因此日本食品饮料的发展情况具有借鉴意义。日本餐饮酱油占比从 1975 年的 40% 提升至 2010 年的 65% 显示消费者消费习惯逐步发生变化，外卖比例增加，同时照烧酱油、海鲜酱油、寿司酱油等酱油延伸产品及其他佐餐调料逐步抢占原生传统调味品市场份额，调味品容器也逐步向大包装转变，而我国目前外卖比例也正在逐步提升。

图 47：1985 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 48：2005 年调味品各类型包装销量占比



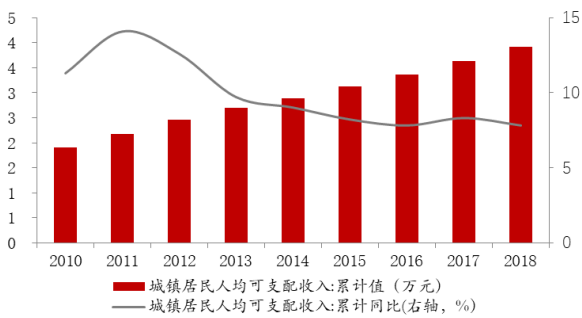
资料来源：wind，川财证券研究所

餐饮渠道调味品使用量为家庭渠道的 1.6 倍，餐饮渠道的回暖推动调味品销量

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

增长。据欧睿数据显示，餐饮渠道调味品消费占比从 2004 年的 51% 提升至 2018 年的 56%，餐饮渠道调味品消费量超家庭渠道消费量从 2004 年的 3.8% 提升至 2018 年的 26%，随着我国可支配收入提升不断提升、城镇化率提升、家庭规模下滑，外卖 O2O 迅速发展，居民外食率提升，同时亦带动餐饮业回暖、调味品销量提升。

图 49：人均可支配收入不断提升



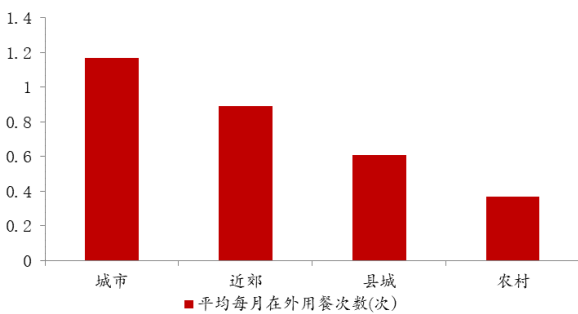
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 50：消费信心不断提升



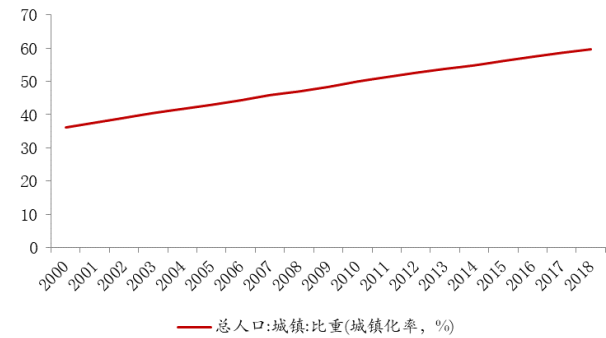
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 51：城市居民外食次数较多



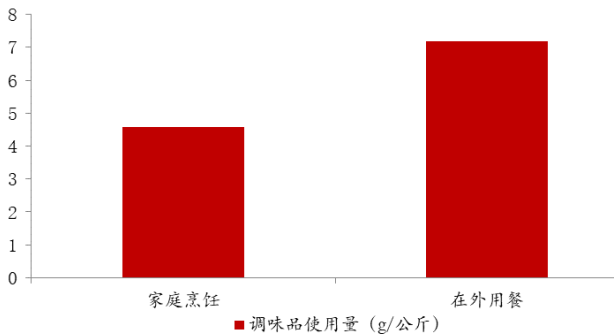
资料来源: 中国期刊网, 川财证券研究所

图 52：我国城镇化率不断提升



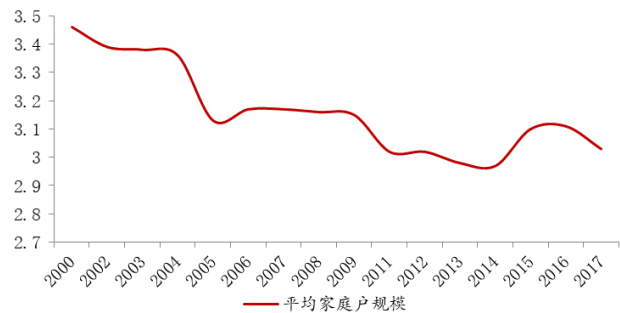
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 53: 餐饮调味品消耗量是家庭烹饪的 1.6 倍



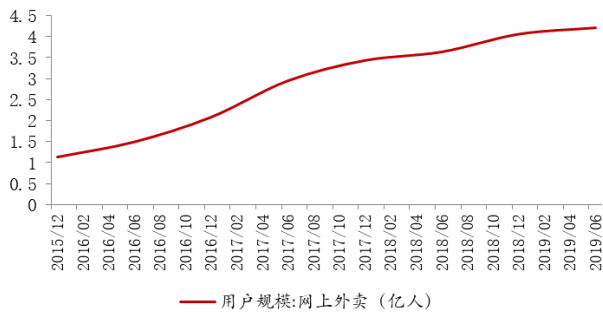
资料来源: 中国期刊网, 川财证券研究所

图 54: 我国平均家庭规模呈下降态势



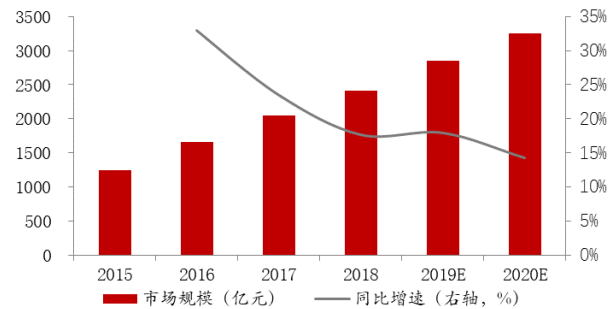
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 55: 外卖用户不断增长



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 56: 外卖市场规模不断增长

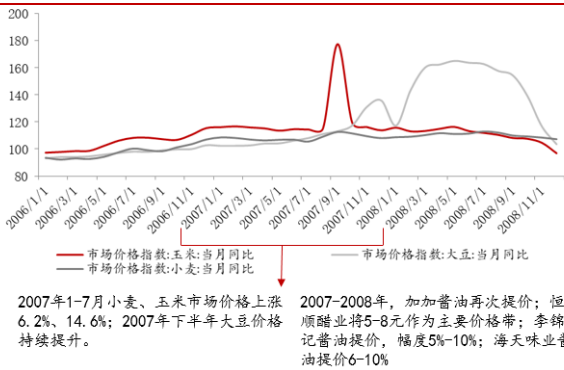


资料来源: 艾媒咨询, 川财证券研究所

3.3 “价”: 行业提价周期普遍为 2-3 年

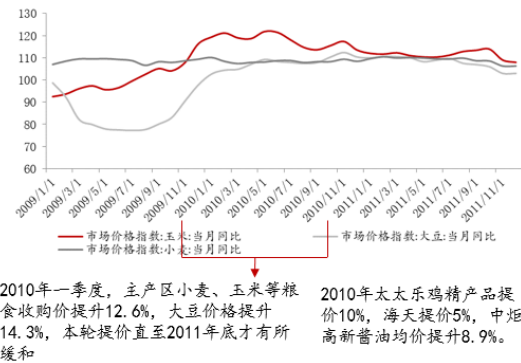
由于调味品主要原料以大豆、淀粉、大米、小麦等农产品为主, 因此对原料价格变动较为敏感。在 2007-2008 年成本上涨时, 由于行业集中度较高, 即使龙头采取提价来转移成本压力, 行业毛利率仍下滑明显, 2016-2017 年成本上涨时, 受益于行业集中度逐步提升, 海天味业、涪陵榨菜等龙头能通过提价来平缓成本提升对行业的影响, 2016-2017 年成本上涨对行业毛利率的负面影响较 2007-2008 年低, 成本对行业毛利率的影响将随着行业集中度的提升而逐步降低。

图 57：2007 年成本提升推动调味品行业提价



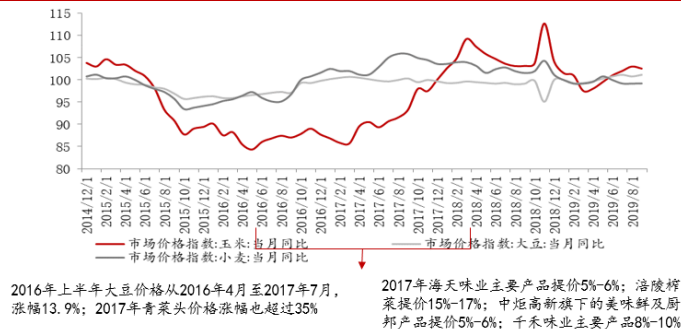
资料来源：wind，川财证券研究所

图 58：2010 年成本提升推动调味品行业提价



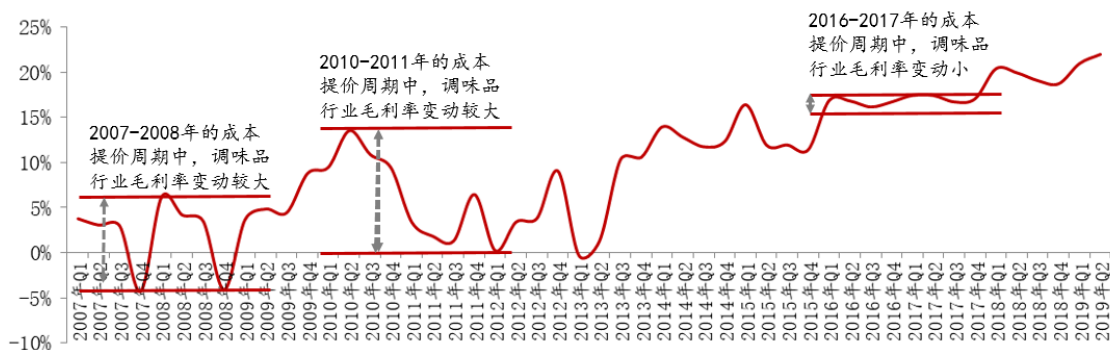
资料来源：wind，川财证券研究所

图 59：2016-2017 年成本提升推动调味品行业提价



资料来源：wind，川财证券研究所

图 60：成本提升将推动调味品行业提价



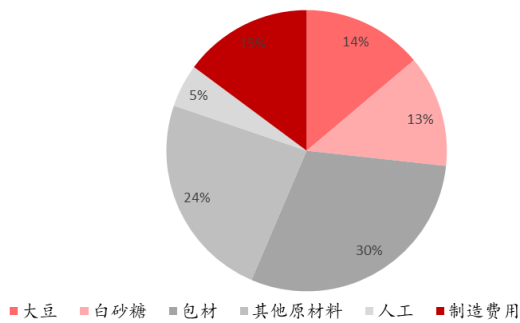
资料来源：wind，川财证券研究所

调味品提价周期通常稳定在 2-3 年。我们通过历史进行分析，行业性提价一般均开始于海天味业提价，我们将 2008 年以来调味品行业的提价周期分为以下四个阶段：2008-2010 年、2010-2011 年、2012-2013 年、2014-2016 年、

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

2017-2019年。2007、2010、2012、2017年由于行业上游黄豆、包材等原料价格提升，调味品公司相继通过提价来转移成本，2019年年初涪陵榨菜及恒顺醋业对部分产品进行了提价，由于提价周期通常稳定在2-3年，新一轮提价周期或将于2020年初开启。

图 61： 调味品成本中，包材占比最大



资料来源：wind，川财证券研究所

图 62： 玻璃及塑料价格走势



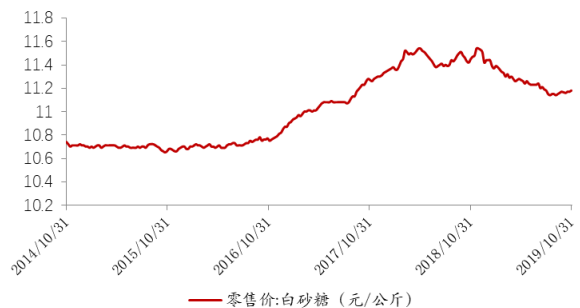
资料来源：wind，川财证券研究所，注：截止2019年10月

图 63： 黄豆价格走势



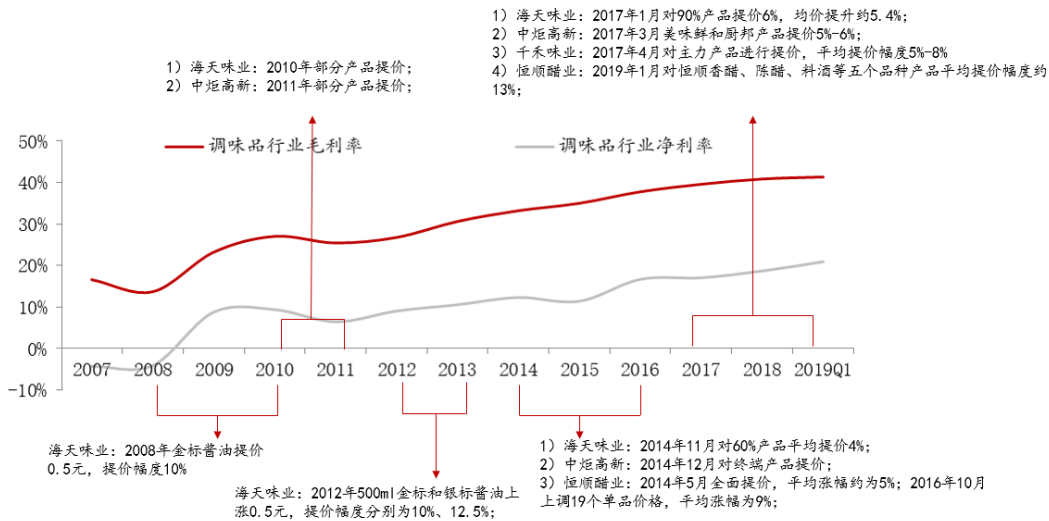
资料来源：wind，川财证券研究所，注：截止2019年10月

图 64： 白糖价格走势



资料来源：wind，川财证券研究所，注：截止2019年10月

图 65：调味品行业频频提价，同时毛利率及净利率也随之持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

3.4 议价能力高使得调味品行业盈利能力强

调味品溢价高的同时议价能力强，毛利率高。调味品品类丰富叠加粘性强给予调味品高溢价空间。调味品细分子行业及品类十分丰富，但由于各个地区所偏好的调味品味道差异大，因此各个地区的调味品风味差异较大，区域性特征显著。差异化口味叠加高消费粘性，调味品品牌逐步加以标签化，由于调味品为必需消费，且优秀的调味品公司均能将“独特风味”加以规模化，因此也享受了较高的溢价和上下游定价能力。

较高的议价能力在转移上游成本的同时不断提升毛利率。调味品上市公司毛利率仅次于白酒，大多高于40%，受益于消费升级，调味品企业相继推出毛利率较高的高端品来提升盈利能力，同时考虑到规模效应提升带来的成本摊薄，调味品公司毛利率有望持续提升。具体来看，海天味业受益于多品类扩张及规模效应，毛利率最高，而中炬高新毛利率偏低主要原因或为：1) 规模优势较海天小；2) 中炬高新的国有体制使得其对成本把控不够细致；3) 自动化水平偏低，公司生产人员人数较多，人均创收和效率偏低。

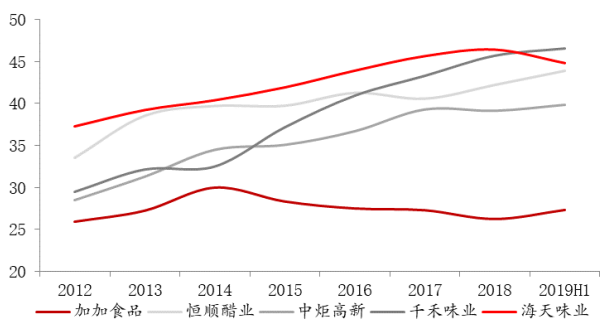
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 8. 调味品毛利率较高

行业	毛利率平均水平（出厂价口径）	差异程度(SKU)	生产周期
酒类	50%以上	万种以上	1年以上
调味品	40%以上	千种以上	3-6个月
乳制品	35%以上	300-500种	1-2天
速冻产品	30%-35%	200种左右	半天

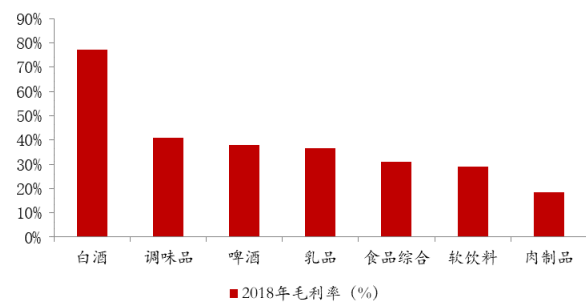
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 66: 主要调味品企业毛利率持续提升



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 67: 调味品行业毛利率较高



资料来源: wind, 川财证券研究所

四、观公司：主要公司情况

4.1 海天味业：产品渠道协同驱动，竞争优势显著

海天作为调味品龙头企业，产品和渠道协同驱动，竞争优势显著：

1) 价格方面：海天味业为行业价格引领者，往往率先提价从而带动行业提价周期的开启。渠道上下游议价能力强，通过提价可有效提升利润；

2) 产品方面：海天是广式酱油代表性企业，公司从酱油起家，而后将业务领域扩展至蚝油、调味品酱、醋、腐乳等品类，多元化路径清晰；公司产品结构不断优化，目前公司高中低端产品收入占比约为 3:6:1，高端酱油占比超 35%，其中大单品味极鲜已实现超 10 亿销售规模，中高端产品占比稳步提升拉动公司盈利能力提升；

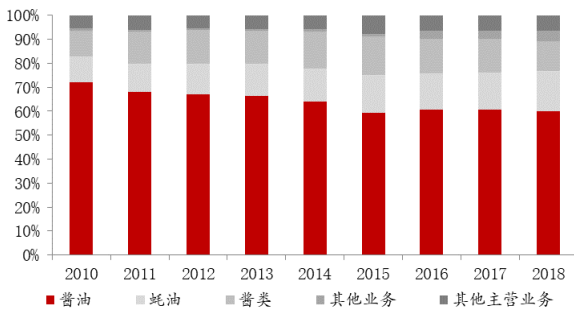
3) 渠道方面：稳占餐饮渠道霸主地位。由于餐饮渠道具有占比大、利润高、费用率低的特点，餐饮渠道为调味品企业最重要的渠道之一。目前海天餐饮、流通、KA 渠道收入占比分别为 60%、25%、15%，而李锦记主要优势在商超及高端餐饮，中炬高新主要优势在家庭消费、KA、流通渠道，海天在餐饮渠道

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

在守难攻的餐饮渠道中占据霸主地位；

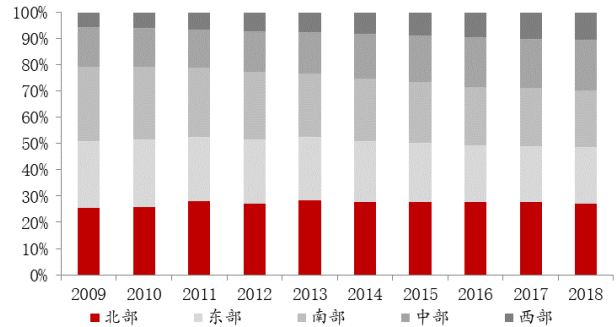
4) 全国化方面：公司全国化进展稳定，分区域来看，北部、南部、东部作为传统强势区域，收入占比达 70% 以上，中西部呈现高速增长态势，营销网络建设能力强。

图 68：海天味业各品类收入占比一览



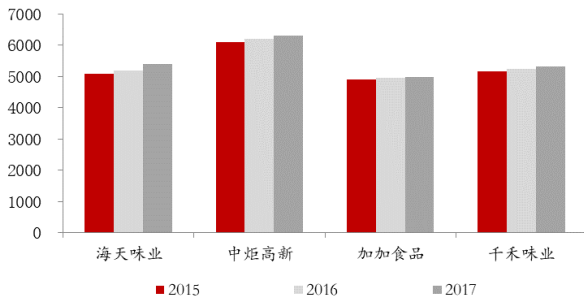
资料来源：wind，川财证券研究所

图 69：各区域业务收入占比一览



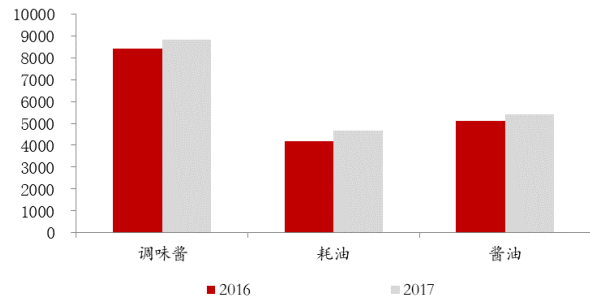
资料来源：wind，川财证券研究所

图 70：四家公司酱油平均吨价对比 (元/吨)



资料来源：wind，川财证券研究所

图 71：海天味业的三大核心产品平均吨价 (元/吨)



资料来源：wind，川财证券研究所

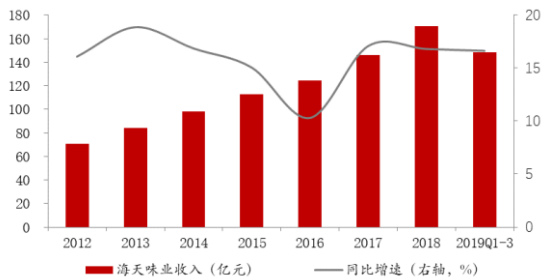
2019 年前三季度海天味业营业收入为 148.2 亿元，同比增长 16.6%，归母净利润 38.4 亿，同比增长 22.5%，其中公司 Q3 实现收入 46.7 亿，同比增加 17%，归母净利润 10.9 亿，同比增长 23%，整体增长较为平稳。分品类看，2019Q3 酱油、蚝油、酱类分别实现 14%、19%、14% 的增长，其中酱类提升幅度最大。分区域来看，北部地区增长约 10%，而东部、南部、中部、西部、地区环比提升约 5%。经销商数量方面，公司 2019Q3 净增加 271 家经销商，渠道继续下沉。

特级酱油及味极鲜高增长有望推动产品结构持续升级，同时渠道持续精细化；

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

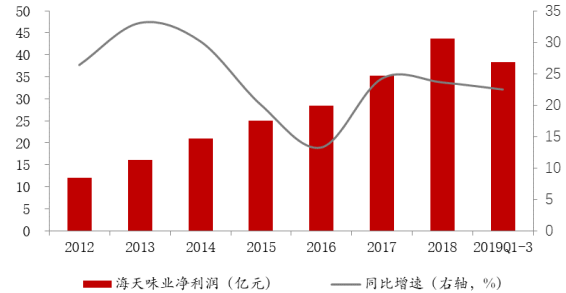
2018 年公司已为蚝油单独成立公司；酱类业务调整也初显成效；醋、料酒有望放量，预计公司 2019 年业绩目标有望达成。考虑到公司在成本承压的同时已三年未提价，预计海天味业在明年年初将采取提价方式改善厂商及渠道盈利能力。

图 72： 2019Q1-3 营业收入同比增长 16.6%



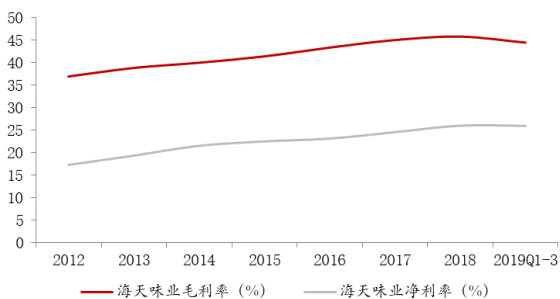
资料来源：wind，川财证券研究所

图 73： 2019Q1-3 净利润同比增长 22.5%



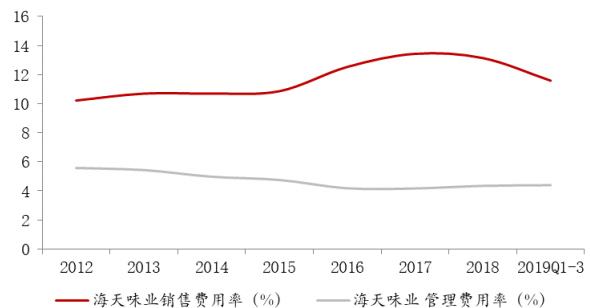
资料来源：艾媒咨询，川财证券研究所

图 74： 2019Q1-3 毛利率及净利率分别为 44.5%、25.9%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 75： 2019Q1-3 销售费用率为 11.6%



资料来源：艾媒咨询，川财证券研究所

4.2 中炬高新：机制改善释放活力，品类渠道持续扩张

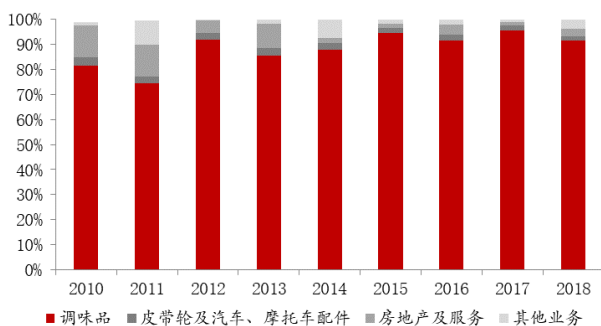
拥有定位高端品牌“厨邦”及中低端品牌“美味鲜”的中炬高新有望成为下一个全国化酱油企业：

- 1) 产品方面：差异化定位。中炬高新酱油产品定位鲜味酱油，与海天味业形成错位竞争，享受鲜味酱油消费升级红利；多品类发展。公司调味品中酱油占比达 70%，公司相继推出食用油、料酒、米醋等新品以补充导入，非酱油类产品增长迅速。

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

- 2) 产能方面：非酱油调味品产能不断扩张，预计非酱油调味品产量占比将从 2017 年的 22% 提升至 2023 年的 60%，酱油扩产项目也在稳步推进，2019 年将进入非酱油产能释放期，蚝油成潜力品类。
- 3) 渠道方面：公司通过学习海天成功经验，积极开发空白市场的同时，通过引入有餐饮资源经销商、举办厨师训练营等方式提高餐饮渠道粘性。
- 4) 机制：公司董事会换届后宝能系成公司实际控制人，公司或将享受宝能系产业资源，此外，8 月公司薪酬考核办法的落地有望提升员工积极性、形成机制保障。

图 76： 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 77： 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 9. 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：公司公告，川财证券研究所

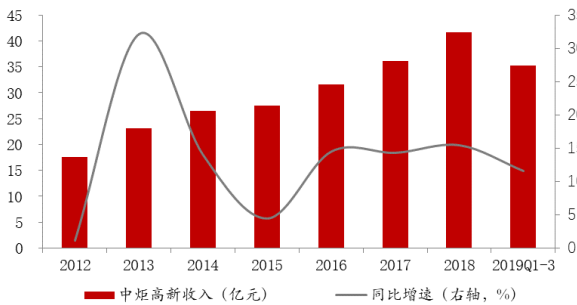
公司前三季度实现营业收入、净利润 35.3 亿元、5.5 亿元，同比增长 11.6%、12.3%，其中 19Q3 度实现营业收入 11.4 亿，同比增长 14.9%；实现归母净利润 1.80 亿，同比增长 22.3%。分产品来看，19Q3 酱油收入 6.7 亿，同比增长 8.6%；非酱油品类贡献不断增大，鸡精鸡粉与食用油分别实现收入 1.2 与 1.5 亿，分别同比增长 18.9%与 42.2%。分区域来看，19Q3 公司经销商净增加 145 家，全国化进程不断推进。分区域看，19Q3 东部、南部、中西部、北部分别同比增长 11.6%、13.0%、28.8%、13.7%。公司 19Q3 毛利率略微下降主要原因为：1) 高毛利的酱油占比下降，2) 原材料价格提升，3) 加大促

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

销力度。

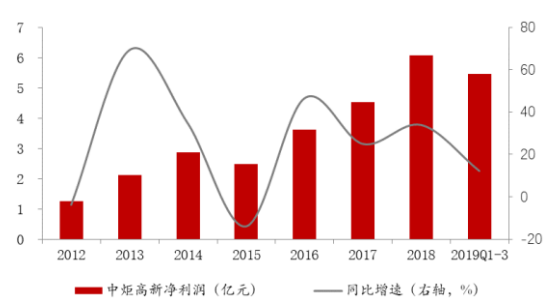
2019 年公司加大内部调整力度，调整进行顺利。为增加激励力度，公司修订《核心管理人员薪酬与绩效考核管理制度》；味美鲜及母公司人员不断调整；完善产品及渠道布局，在公司积极扩充酱油产品线、积极推动鸡精鸡粉及蚝油发展的背景下，酱油业绩有望加速、新品类有望不断拓展。

图 78： 2019Q1-3 营业收入同比增长 11.6%



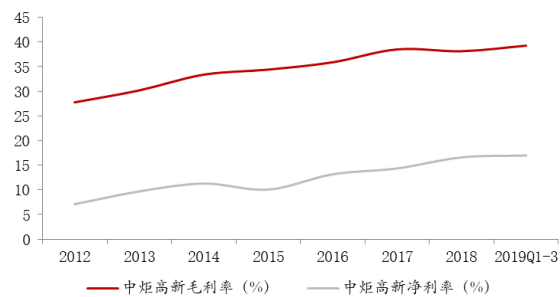
资料来源：wind，川财证券研究所

图 79： 2019Q1-3 净利润同比增长 12.3%



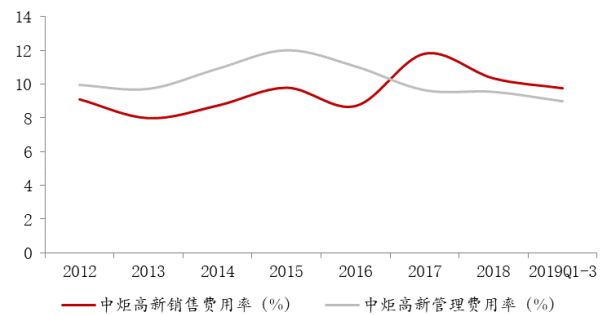
资料来源：wind，川财证券研究所

图 80： 2019Q1-3 毛利率及净利率分别为 39.2%、17.0%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 81： 2019Q1-3 销售费用率为 9.8%



资料来源：wind，川财证券研究所

4.3 恒顺醋业：聚焦主业，持续推进全国化进程

公司为国内第一大醋业公司，受益于国内醋类产品空间广阔叠加消费者价格敏感度较低，公司有望进一步扩大市场份额：

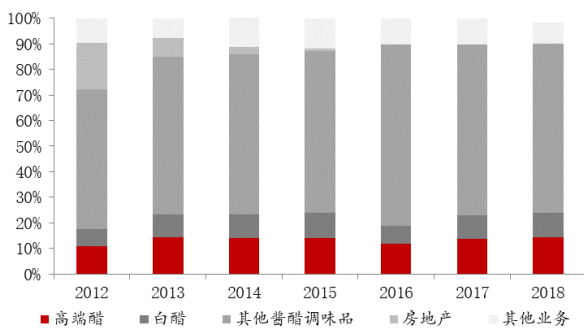
1) 产品方面：公司已完成房地产等副业剥离，逐步聚焦主业，2014-2018 年公司调味品收入 CAGR 达 10%，醋类方面，2018 年高端醋占比提升带动毛利率提升 1.8 个百分点，同时料酒等新品类增长迅速，有望成为新增长点。

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

2) 全国化方面：受益于公司大本营市场华东区消费升级，2018 年华东地区收入增长 20.3%，毛利率达 46.2%；华东地区外，公司通过“春耕造林”策略抢占华东区外市场，公司外部发展空间充足。

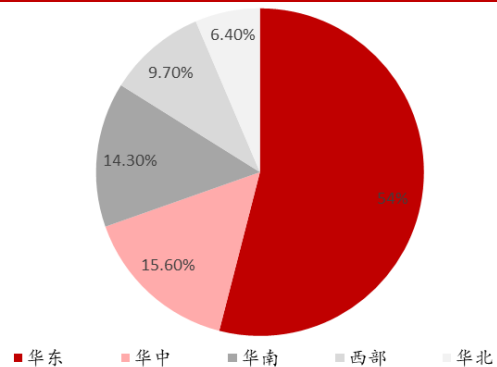
3) 渠道方面：公司以前主要关注商超及农贸市场渠道，使得餐饮市场为短板，目前公司着力拓宽餐饮及现代电商等渠道，餐饮渠道收入从 2012 年的 10% 提升至 2018 年的 20%，未来公司将通过餐饮渠道的增强进一步提升销售额。

图 82：公司高端产品比例不断提升



资料来源：wind，川财证券研究所

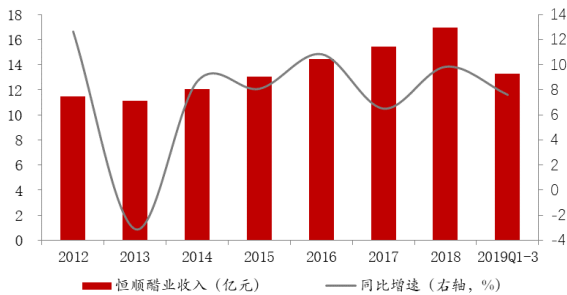
图 83：公司主要收入来自于华东地区



资料来源：wind，川财证券研究所

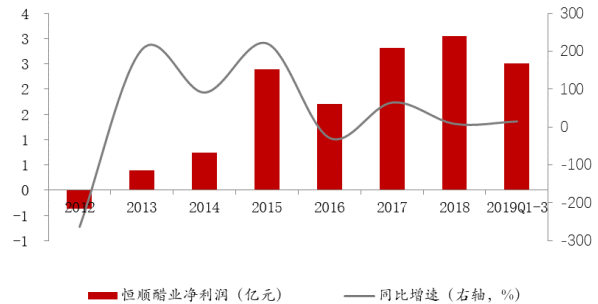
公司前三季度实现营收及净利润 13.3、2.5 亿元，分别同比增长 7.6%、14.8%；公司 Q3 实现营收及净利润 4.5、1.1 亿元，分别同比增长 4.2%、14.2%。分产品看，公司收入端自 Q2 开始放缓主要受到收入占比达 67.9%醋业务的影响，前三季度醋实现销售收入 9.2 亿，同比增长 6.4%；料酒收入 1.9 亿，同比增长 35.0%。分地区看，前三季度华东大本营市场、华中、华南地区分别同比增长 7.8%、15.5%、17.7%，其中华南市场 Q3 单季度同比增长 23.6%。此外，受益于公司年初提价叠加产品结构优化，公司盈利能力持续提升，由于公司为推广产品而加大渠道建设力度，费用率略微提升。

图 84：2019Q1-3 营业收入同比增长 7.6%



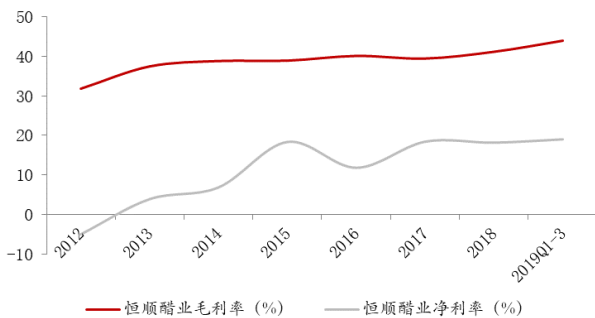
资料来源：wind，川财证券研究所

图 85：2019Q1-3 净利润同比增长 14.8%



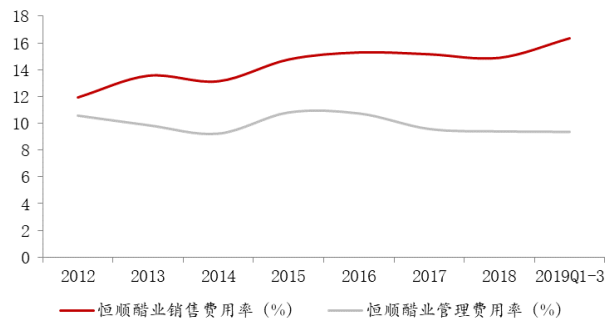
资料来源：wind，川财证券研究所

图 86：2019Q1-3 毛利率及净利率分别为 44.1%、19.1%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 87：2019Q1-3 销售费用率为 16.3%



资料来源：wind，川财证券研究所

五、投资建议

渠道为企业重要壁垒。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，受益于渠道优势带来的规模优势，调味品企业强者恒强。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。

收入分化的加大带动了调味品行业分化加大，在整体消费升级的背景下，小品牌调味品的市场空间也将被大品牌企业抢占，市场集中度有望持续提升。由于餐饮行业与调味品业绩相关性高，2019 年上半年限额以上餐饮实现 7.2% 的同比增速显示调味品行业主要需求来源仍较为为坚挺，而成本提升不断推动产品价格抬升，价格增速对业绩贡献程度不断提升。展望全年，龙头企业已提前锁定

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

核心原料大豆，即使原料成本仍呈上升趋势，我们预计龙头企业有望通过较强的议价能力转移成本压力，由于提价周期通常稳定在 2-3 年，我们预计新一轮提价周期或将于 2020 年初开启。我们认为品牌力及渠道力强的龙头企业业绩确定性较高，相关标的：海天味业、中炬高新、恒顺醋业等。

图 1：相关公司估值一览

日期		2019/11/15		EPS			PE		
证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	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
平均值							47.2	38.8	32.3

资料来源：Wind，川财证券研究所，注：为万得一致预期数据

七、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：000000000857

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