

食品饮料行业

山西食醋产业发展现状及未来趋势

维持评级

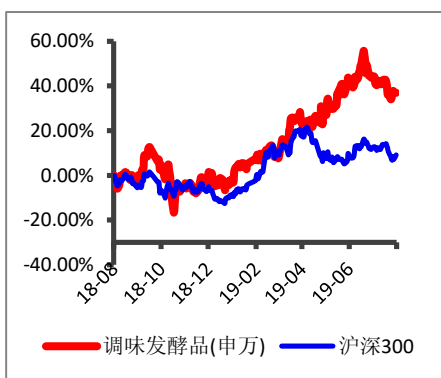
报告原因：专题研究

看好

2019年11月29日

行业研究/专题报告

调味品板块近一年市场表现



报告观点

➤ **我国食醋发展历史情况：**我国食醋酿造源远流长，山西老陈醋名列四大名醋之首。我国醋的起源从帝尧尧城制酸，历经夏商王朝的混酿作坊、春秋战国的民间作坊，秦皇汉统的规模醋局；至魏晋时期酿醋工艺趋于完善，北魏时《齐民要术》共记述了大酢，秫米神酢等二十四种制醋方法；唐宋以来，由于微生物和制曲技术的进步和发展，至明代已有大曲、小曲和红曲之分，最终因山西老陈醋在明清时期的鼎兴而声名远播。清代以来形成公论的“中国四大名醋”，山西老陈醋名列四大名醋之首。

➤ **山西食醋行业发展现状：**山西醋产量位居全国第一位，且主要分布在太原市清徐县。1) **食醋行业竞争格局：**全国醋企众多，行业集中程度较低，地方醋企谋求全国化，酱油企业进军食醋。2) **山西醋产量位居全国第一位，**全国专业生产食醋的有3000多家，山西全省近130家醋企业。同时，根据2018年中国调味品协会《中国调味品著名品牌企业50强/100强》数据显示在38家食醋企业中，山西食醋企业有7家，其中紫林醋业和山西水塔分别排名第二、三。另外，从产量上来说，目前中国食醋行业年产量接近500万吨，而山西食醋年产规模达到80多万吨，也就是说山西醋产量占到全国产量约20%，位列中国食醋之首。3) **山西食醋地域分布较为集中，**主要分布在太原市清徐县，山西省内接近80%食醋产量分布在太原市，其次是晋中市、吕梁市。

➤ **山西食醋行业发展存在的问题：**1) **山西醋企产业集中度不高，产业集群化仍有待发展，**山西食醋基本上以山西老陈醋、老陈醋、陈醋、白醋、米醋主要产品，果醋、保健醋和醋饮料等为辅助产品，区域内消费群体的认可度良好。虽然山西食醋醋企分布地区相对紧凑，但是，山西醋企产业集中度不高，山西醋企以中小企业甚至小微企业居多，多种家庭手工作坊式的生产方式也一直存在，食醋产品主要供应当地及周边地区消费。2) **山西食醋利润率偏低，资本市场介入不足。**山西地区食醋生产企业众多，竞争较为激烈，同时，由于产品细分类别之间存在市场竞争差异，以及各主要区域消费水平、消费理念和消费偏好差异，导致整体售价与同行业恒顺醋业存在一定差距，山西醋普遍

相关报告：

【山证食品】食醋行业深度报告：调味品产业的下一个桃花源：醋

分析师：和芳芳

执业证书编号：S0760519110004

Tel：0351-8686801

邮箱：hefangfang@sxzq.com

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel：0351-8686775

邮箱：guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn



每吨比镇江醋成本高 500 元/吨左右，而售价却低 1000 多元/吨，这极大的挤压了山西食醋的利润空间，导致其毛利率和净利率相对较低。另外，恒顺醋业是目前唯一一家醋企上市公司，虽然水塔醋业从 2015 年底开始 IPO 辅导，已在证监局备案多年，但目前并未披露招股说明书情况；紫林醋业 2016 年 6 月首次报送招股说明书申报稿，但是两家龙头醋企的上市步伐还在进行中。3) **科技创新度不强，产业化进程较短**，虽然山西醋企也在不断的创新，但山西食醋企业在市场竞争中并未找准自己的位置，不仅产品大范围趋同，在技术创新领域也并未树立独有优势，可见企业对于技术创新的重视程度仍然较为薄弱。

➤ **山西食醋行业发展趋势：**首先，山西老陈醋作为国家地理标志产品，且近年来山西省各级政府的，扶持力度加大；其次，山西食醋仍具有量价齐升的空间，科技发展助力产业升级；再次，食醋不仅是一种调味品，更是一种健康食品；另外食醋多元化发展还可以向饮料和休闲食品拓展，从而表现出美味生活新概念；最后，餐饮定制促进食醋产业增长，品牌宣传渠道和手段更趋多样。

➤ **重点公司关注：**山西老陈醋业内存在多个品牌阵营，龙头品牌主要是紫林、水塔、东湖和宁化府，每个品牌均有各自的主销区域市场。总体而言，山西老陈醋这一醋业子板块发展较为缓慢，各大老陈醋品牌整体规模效益与全国龙头恒顺醋业还有差距，其实，山西老陈醋的独特工艺使其产品附加值高，兼具价格和市场规模上升空间。山西老陈醋的特有价值和历史品牌，将来有望在食醋市场雄霸一方。建议关注山西龙头醋企：紫林醋业、水塔醋业

➤ **风险提示：**宏观经济风险、食品安全风险、市场风格转变风险

目录

1. 我国食醋发展历史情况	4
1.1 食醋酿造源远流长，我国以谷物醋为主	4
1.2 食醋区域特征显著，山西老陈醋名列四大名醋之首	5
1.3 山西老陈醋具有独特的酿造工艺，山西人素有“老醞儿”之称	6
2、山西食醋行业发展现状	10
2.1 调味品处于成长期的中后期阶段，醋板块未来增速较高	10
2.2 醋企多而不强，行业集中程度低	12
2.3 山西醋产量位居全国第一位，且主要分布在太原市清徐县	13
3、山西食醋行业发展存在的问题	15
3.1 山西醋企产业集中度不高，醋企品牌力尚不足	15
3.2 山西食醋利润率偏低，资本市场介入不足	17
3.3 科技创新度不强，产业化进程较短	18
4. 山西食醋行业未来发展趋势	19
4.1 国家地理标志产品傍身，政策扶持不断出新	19
4.2 山西食醋仍具有量价齐升的空间，科技发展助力产业升级	21
4.3 开拓多元化经营理念，食醋美味生活新概念	22
4.4 餐饮定制促进食醋产业增长，品牌宣传渠道和手段更趋多样	24
5.重点公司关注	27
5.1 紫林醋业	28
5.2 山西水塔	29
6.投资风险	30

1. 我国食醋发展历史情况

1.1 食醋酿造源远流长，我国以谷物醋为主

我国以谷物醋为主。世界上的食醋主要有以中国为代表的东方食醋（谷物醋）和以欧洲诸国、美国为代表的西方食醋（果醋）为主。中国作为世界上最早酿制谷物醋的国家，制醋历史源远流长，至今已有 4000 年历史。

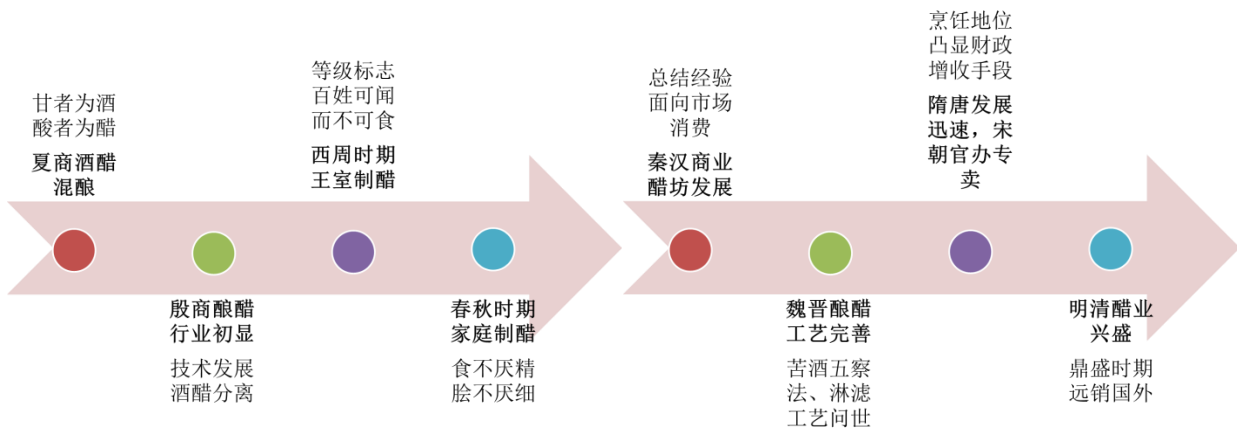
图 1：传统食醋版图



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

我国食醋酿造源远流长。中国古代食醋是一种变酸的酒类，微有苦味，故称苦酒；夏商时代，古人尚不具备酿酒不会变酸的技术和保证条件，将酒和醋作坊合办在一起，甘者为酒，酸者为醋；到了殷商时期酿醋行业初现，逐渐与酿酒分离，成为一种新的行业；醋，古汉字为“酢”，又作“醯”，《周礼》有“醯人掌共醯物”的记载，可以确认，中国食醋西周已有，醋不仅是供周王室所用，民间日常生活也经常用到醋，也就是东周春秋时期遍及城乡。所以，我国醋的起源从帝尧尧城制酸，历经夏商王朝的混酿作坊、春秋战国的民间作坊，秦皇汉统的的规模醋局；至魏晋时期酿醋工艺趋于完善，北魏时《齐民要术》共记述了大酢，秫米神酢等二十四种制醋方法；唐宋以来，由于微生物和制曲技术的进步和发展，至明代已有大曲、小曲和红曲之分，最终因山西老陈醋在明清时期的鼎兴而声名远播。

图 2：我国食醋行业发展阶段



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

1.2 食醋区域特征显著，山西老陈醋名列四大名醋之首

清代以来形成公论的“中国四大名醋”，山西老陈醋名列四大名醋之首。中国酿醋史上的名醋甚多，钩沉史籍文献：汉代至北朝年间北方的黄河流域便有大酢、神酢、千岁苦酒、乌梅苦酒、蜜苦酒、糟酢等数十种；唐代有醇酢、桃花醋；宋代有千里酸；元代有杏花酸、苦苏酸等，可谓名醋辈出，最著名者莫过于清代以来形成公论的“中国四大名醋”。1934年我国著名微生物、酿造专家鼻祖方心芳先生的《山西醋》中讲：“我国醋之最著名者，首推山西醋与镇江醋，如今发展为四大名醋：山西老陈醋、镇江香醋、福建永春醋(又称“红曲老醋”)，阆中保宁醋。山西老陈醋选用优质高粱、大麦、豌豆等五谷，经“蒸、酵、熏、淋、陈”五大工艺酿制而成，位居中国四大名醋之首，素有“天下第一醋”的盛誉；镇江香醋又称镇江醋，是江苏著名特产，以糯米为主要原料，采用黄酒及固态醋酸发酵工艺酿制，“酸而不涩，香而微甜，色浓味鲜”；四川麸醋以保宁醋为代表，保宁醋是四川阆中的传统名产，以麸皮为主要原料，采用药曲发酵而成，味酸而醇厚，有独特芳香气味；永春老醋产自福建，又称乌醋或福建红曲老醋，以粳米为主要原料，采用红曲发酵而成，产品不涩而甜美，芳香醇厚。

表 1：中国醋业四大派系及特点

四大名醋	主要原料	生产周期	特点	主要生产商	销售地区	代表产品

山西老陈醋	优质高粱	从老陈醋的大曲制备到酿造完成要经过“蒸酵熏淋陈”五大”工艺，需要1年以上的生产周期才能实现	色泽呈深褐色或红棕色，食之酸、绵、甜、香、鲜。山西老陈醋含有多种有机酸和丰富的氨基酸，并富含黄酮和川芎嗪两种特征成分。	紫林醋业；水塔醋业；山西老陈醋集团（东湖老醋）、太原宁化府	北京、河北、山西、河南、山东、东三省、内蒙、湖北、湖南、安徽、陕西等	
镇江香醋	优质糯米	历经制酒、制醋、淋醋三大过程、大小40多道工序，约180天以上时间的贮存，独具“酸而不涩，香而微甜，色浓味鲜，愈存愈醇”的特色。	独具“酸而不涩，香而微甜，色浓味鲜，愈存愈醇”的特色。以江南使用该醋为最多	江苏恒顺醋业	上海、江苏、浙江、安徽、山东等	
四川保宁醋	小麦、大米、麸皮	它以纯粮为料，名贵中药为曲，“松华”井水为体，采用麸醋工艺和现代科技，以42道工序精酿而成，发酵周期30-50天，陈酿期可长可短，最长达30年。	保宁醋始于公元936年，是中国四大名醋中唯一的药醋，四川麸醋的鼻祖独具“色泽红棕、酸味柔和、醇香回甜、绿色健康”的特点	四川保宁醋有限公司	四川、云南、贵州、重庆等	
福建永春老醋	优质糯米、红曲、芝麻	其酿制工艺主要以优质糯米、红曲、芝麻、白糖等原料，用独特配方、精工发酵、陈酿多年而成	色泽棕黑，酸而小涩、酸中带甜，具有一种令人愉快的香气。这种醋特色在于加入了芝麻进行调味调香	福建永春老醋业有限责任公司	福建沿海等东南地域	

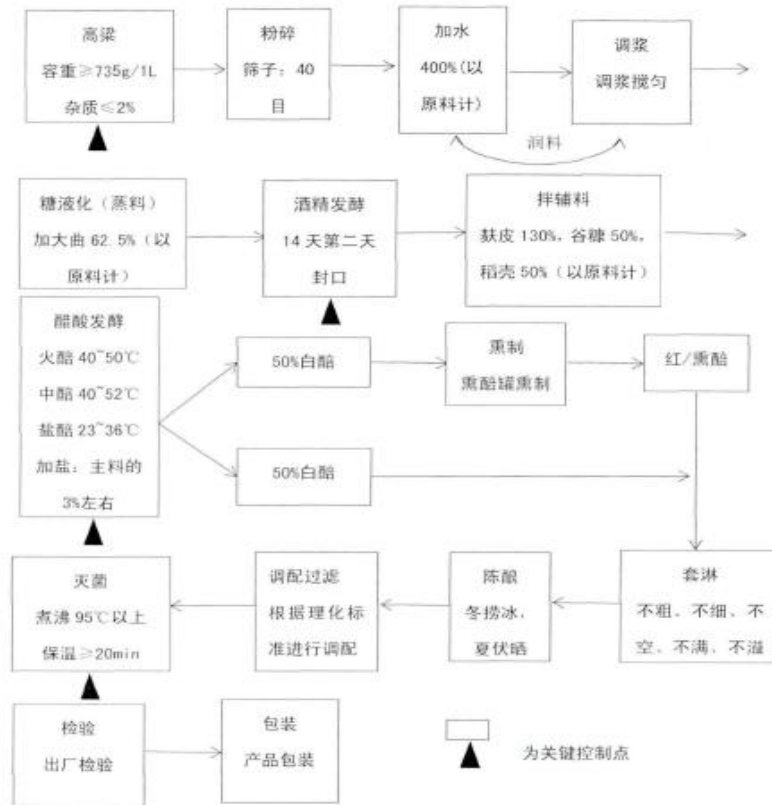
资料来源：网上公开资料，山西证券研究所

1.3 山西老陈醋具有独特的酿造工艺，山西人素有“老醞儿”之称

山西老陈醋区别于其他三大名醋，最主要的方面就是其独特的酿造工序和技艺。在宋代前主要酿制米醋，随着酿醋技术的发展，从宋代以后开始，逐步以高粱代替小米作为酿醋主要原料，因陈酿老醋而知名，至清顺治年形成了完善的山西老陈醋酿制技艺。清顺治年间，清徐老醋坊技师不断总结，反复实践，在酿制陈年白醋的基础上，增加熏醋工序，改变了醋的色泽，促进脂化作用，抑制菌群的过旺繁殖，此举即“熏蒸法”。同时增加“夏伏晒、冬捞冰”的陈

酿工艺，逐渐酿制成色泽黑紫，液体清亮、酸香浓郁、食之绵柔、醇厚不涩的山西老陈醋，被誉为“天下第一醋”，因此形成了“蒸、酵、熏、淋、陈”五步酿醋工艺，也正是这一突破性的创造使得山西老陈醋名列中国四大名醋之首。

图 3：山西老陈醋工艺流程图

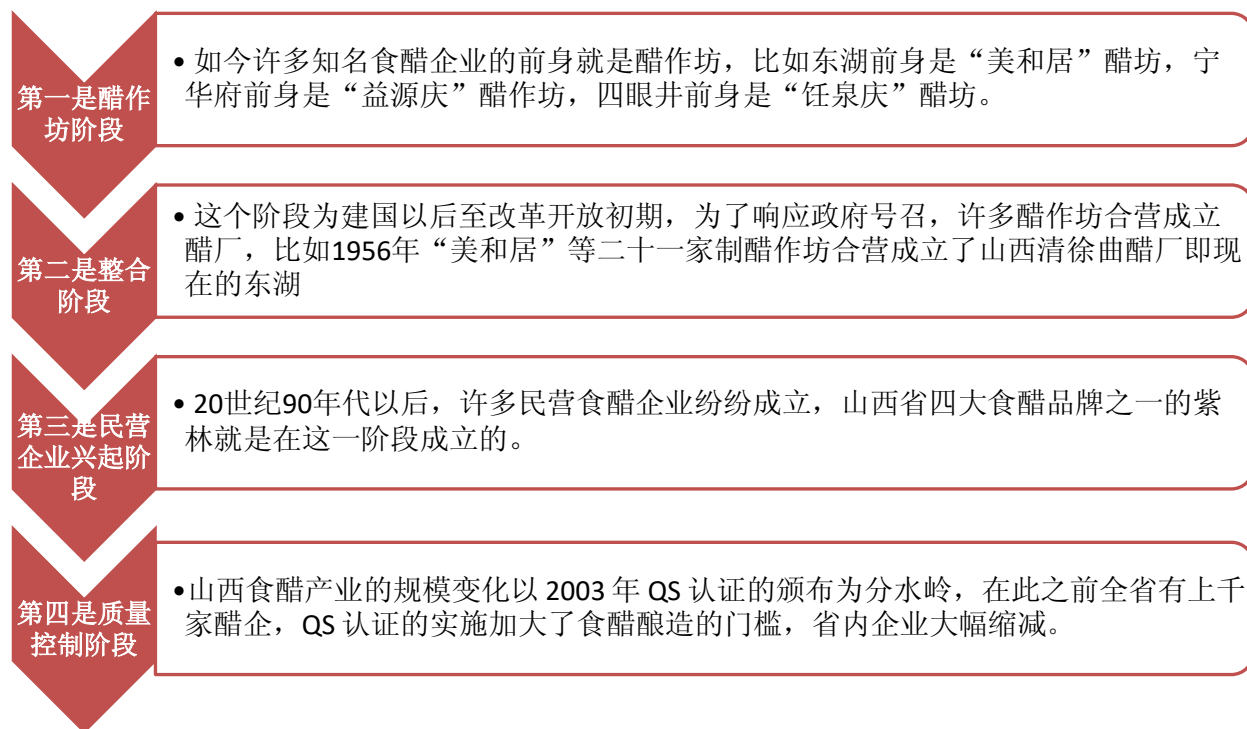


资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

山西老陈醋在明清时期处于鼎盛时期，后来山西省食醋企业的发展大致经历了四个阶段。第一是醋作坊阶段，如今许多知名食醋企业的前身就是醋作坊，比如东湖前身是“美和居”醋坊，宁华府前身是“益源庆”醋作坊，四眼井前身是“任泉庆”醋坊，通宝前身是“通宝醋坊”，这一阶段食醋行业主要的组织形式就是大大小小的醋作坊；第二是整合阶段，这个阶段为建国以后至改革开放初期，为了响应政府号召，许多醋作坊合营成立醋厂，比如1956年“美和居”等二十一家制醋作坊合营成立了山西清徐曲醋厂即现在的山西老陈醋集团有限公司（东湖老醋），70年代末80年代初成立的水塔；第三是民营企业兴起阶段，20世纪90年代以后，许多民营食醋企业纷纷成立，山西省四大食醋品牌之一的紫林就是在这一阶段成立的；第四是质量控制阶段，山西食醋产业的规模变化以2003年QS认证的颁布为分水岭，在此之前全省有上千家醋企，QS认证的实施加大了食醋酿造的门槛，省内企业大幅缩减，而2014年10月山

西老陈醋产品质量新标准出台实施后，又间接淘汰了一批食醋企业，截止目前山西全省有近130家醋企业。

图4：山西老陈醋发展阶段



资料来源：网上公开资料，山西证券研究所

山西人素有“老醞儿”之称。人说山西好地方，地肥水美醋更香，山西人善制醋，是因为山西人爱吃醋，在山西民间有无醋不成味之说，山西人素有“老醞儿”之称。山西醋种类繁多，根据《山西食醋分类》团体标准，按食醋种类、原料、发酵工艺将山西食醋划分为：山西老陈醋、老陈醋、山西陈醋、陈醋、山西小米醋和其他粮食醋等六大类。首先，山西陈醋以高粱麸皮为主要原料，以稻壳和谷壳为辅料，以大麦、豌豆为原料制作的大曲作为糖化发酵剂，经酒精发酵后采用固态醋酸发酵，再经熏醋、陈酿等工艺酿造而成的食醋，陈酿期3-6个月，由于生产商不同，所以名称分别叫××陈醋，例如紫林陈醋、水塔陈醋等；其次，陈酿一年及以上才可成为“老陈醋”，经过“夏伏晒，冬捞冰”，按照陈放期来算，老陈醋可分为一年、两年、三年、五年、十年等，其比重、浓度、粘稠度、可溶性固形物以及不挥发酸、总糖、还原糖、总酯、氨基酸态氮等质量指标，均可名列全国食醋之首。

但是，并非所有的老陈醋都叫山西老陈醋。山西老陈醋的质量标准更为严格，识别山西老陈醋的特征需要：看名称、看酸度、看地理标志、看产品标准代号，如果不符合山西老陈醋的特征，由于老陈醋生产商不同，名称分别叫××老陈醋，例如紫林老陈醋、水塔老陈醋、东湖

老陈醋、清泉老陈醋等。山西老陈醋具有下列特征：

(1) 真正的山西老陈醋，“山西老陈醋”五字连用，字体字号颜色一致；(2) 总酸度由4.5度提高到6度及以上，山西老陈醋中不得添加苯甲酸钠。(3) 山西老陈醋是山西国家地理标志保护产品，对山西老陈醋的地域范围、生产工艺、产品质量指标和专用标志使用等作了明确规定，原产地地域范围即山西省太原市清徐县、杏花岭区、万柏林区、小店区、迎泽区、晋源区、尖草坪区；晋中市榆次区、太谷县。(4) 山西老陈醋的生产工艺及产品产量执行GB/T19777-2013《地理标志产品山西老陈醋》。

图 5：识别山西老陈醋看名称和酸度

图 6：识别老陈醋看地理标志和产品标准代号



资料来源：紫林醋业天猫旗舰店，山西证券研究所

资料来源：紫林醋业天猫旗舰店，山西证券研究所

表 2：山西老陈醋和山西陈醋的比较

序号		山西老陈醋	山西陈醋
1	总酸度	总酸 $\geq 6.00\text{g}/100\text{ml}$ ，也就是不低于6度，不得添加苯甲酸钠（食品防腐剂）	$3.5\text{g}/100\text{ml} \leq \text{总酸} \leq 5.5/100\text{ml}$ ，不含或者少含苯甲酸钠
2	陈酿期	1年及以上，经过“夏伏晒，冬捞冰”陈酿，陈酿期变长会提高总酚含量、总黄酮含量、高氨基酸的含量等，因此营养价值会提高。	3-6个月
3	原材料和	国家地理标志保护产品，在原产地域保护范围内，以高粱麸皮	高粱麸皮为主要原料，

	辅料	为主要原料，以稻壳和谷壳为辅料，以大麦、豌豆为原料制作的大曲作为糖化发酵剂，经酒精发酵后采用固态醋酸发酵，再经熏醋、陈酿等工艺酿造而成的食醋统称为山西老陈醋。所用高粱应符合GB/T 8231的规定，鼓皮、大麦、豌豆应符合GB 2715规定，主要采自山西省忻定盆地和太原盆地。	以稻壳和谷壳为辅料，以大麦、豌豆为原料制作的大曲作为糖化发酵剂
4	色泽	色泽呈深褐色或红棕色，食之酸、绵、甜、香、鲜	琥珀色或红棕色

资料来源：网上公开资料，山西证券研究所

图 7：山西老陈醋代表产品



资料来源：紫林醋业天猫旗舰店，山西证券研究所

图 8：××老陈醋代表产品



资料来源：水塔醋业天猫旗舰店，山西证券研究所

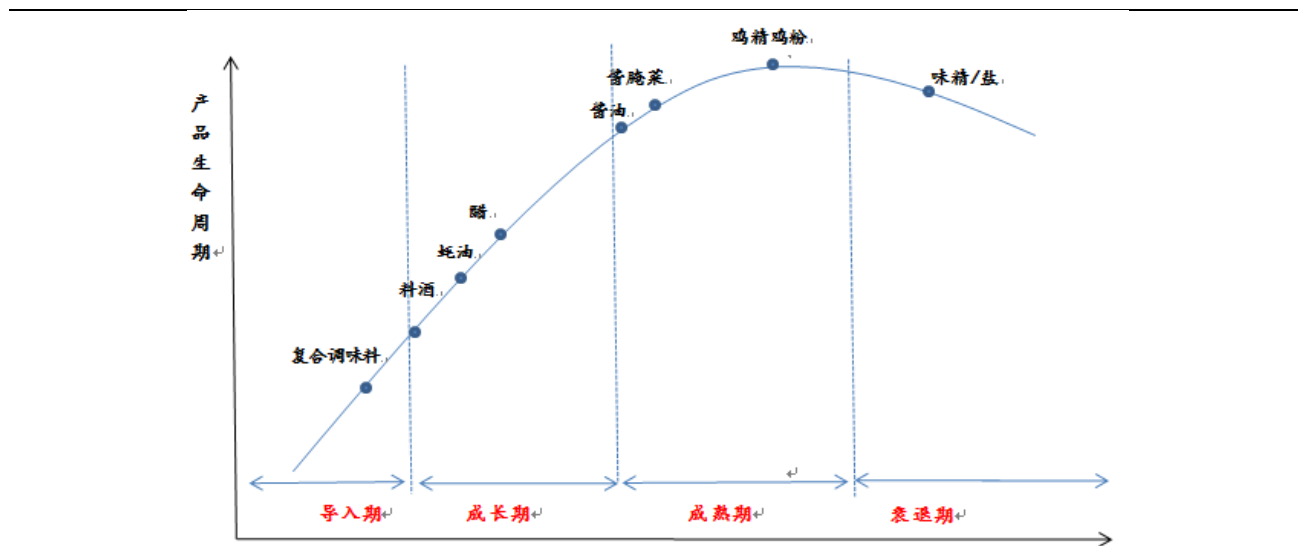
2、山西食醋行业发展现状

2.1 调味品处于成长期的中后期阶段，醋板块未来增速较高

从当前调味品行业增速来看，增速逐步放缓，品类发展也逐渐完善成熟。调味品细分品种非常多，包括酱油、食醋、蚝油、复合调味料等，属于多品类大市场。从内部各子品类来看，由于消费习惯和渗透率的不同，各个子品类则处于不同的发展阶段：复合调味料目前处于发展早期；味精已处于衰退期，竞争高度垄断，市场份额正逐步被高鲜酱油、鸡精等替代；食盐差异化小，历经数千年发展已相对成熟，变化空间不大；酱油渗透率高，已形成数家规模化的成熟企业，但细分领域差异化创新仍存在机会，故属于成熟期的早期阶段；蚝油上市的时间比较晚，渗透率不高，仍处于成长阶段；料酒经过前期的市场培育导入，正处于快速放量上升期，

将在未来较长一段时间内保持高增长；食醋由于口味差异悬殊形成四大名醋割据市场和地方醋品种并存的市场局面，而且资本介入不深，尚未出现全国化头部企业，未来整合空间较大。

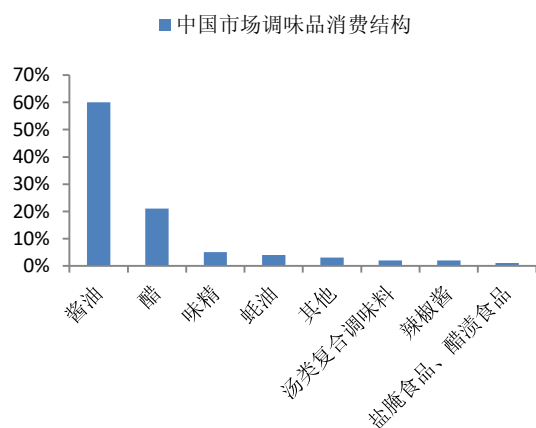
图 9：食醋行业各子板块的所处的产品生命周期阶段



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

食醋行业发展目前处于品牌化的中前期，未来增速较快。根据欧瑞数据，2018 年酱油和醋占中国居民调味品消费量的比重分别为 60%和 20%，醋成为仅次于酱油的第二大品类；而蚝油、醋以及汤类复合调味料三个子领域的增速领先于其他调味品，食醋行业发展目前处于品牌化的中前期，也就是成长期的初期阶段，消费者的品牌意识在增强，对标日本，人均消费金额还有三倍以上提升空间，未来若能突破区域口味差异以及拓展餐饮渠道，则醋业市场会有更大的增长空间。

图 10：中国调味品市场消费结构占比



资料来源：Euromonitor，山西证券研究所

图 11：调味品子行业未来增速情况



资料来源：Euromonitor，山西证券研究所

2.2 醋企多而不强，行业集中程度低

全国食醋行业特征：大市场、小企业产业格局明显，品牌集中度低。全国大小可生产食醋的企业达 6000 余家，专业生产的有 3000 多家，生产食醋的企业有在这众多醋企中，品牌企业产量仅占 30%，其他作坊式小企业占 70%。根据 2018 年中国调味品协会《中国调味品著名品牌企业 50 强/100 强》产量 10 万吨以上的食醋企业有 4 家，占总数的 11%；总产量在 5-10 万吨的食醋企业有 3 家，占总数的 8%；总产量在 1-5 万吨的企业有 22 家，占总数的 61%；总产量在 1 万吨以下的企业有 7 家，占总数的 20%。以 500 万吨（中国调味品协会 2011 年公开发言整体调味醋产量约为 300 万吨，按照 10%左右行业增速）估计目前食醋行业产量，我国食醋 CR5 仅有 16%左右，而日本的食醋行业 CR5 在 60%~80%，相比之下，我国食醋行业品牌集中度低，未来有很大的整合空间。

图 12：2018 百强企业食醋企业规模集中年产 1-5 万吨

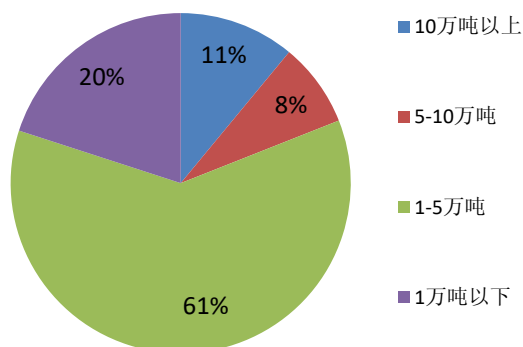
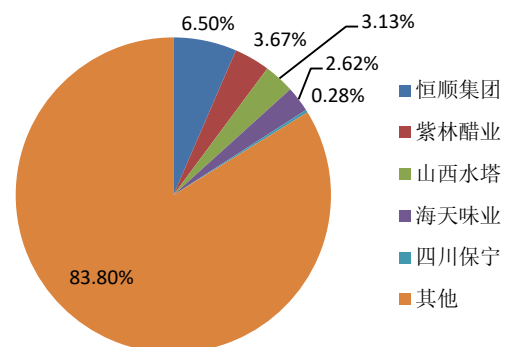


图 13：2018 年食醋行业企业份额占比



资料来源：中国调味品协会，山西证券研究所

资料来源：中国调味品协会，山西证券研究所

地方醋企谋求全国化，酱油企业进军食醋。目前恒顺醋业位居醋企龙头，且是目前唯一一家醋企上市公司。根据中国调味品协会数据显示，目前恒顺集团、紫林醋业、水塔醋业和分别列食醋产量的前三位。恒顺集团目前有 30 多万吨醋产能；酱醋同源，酱油企业也不断通过内生发展和外延并购进入食醋领域，海天自身有 7 万吨醋产能，2017 年收购镇江丹和醋业 2 万吨，扩建的江苏厂有 15 万吨的醋产能，完工后合计将达 22 万吨；而千禾味业原有 3 万吨醋产能，2017 年 1 月将拿出 5 亿元在四川眉山布 5 万吨食醋生产线，2019 年 6 月公告称，公司计划用现金收购镇江市恒康调味品厂与生产、销售食醋相关的资产及镇江恒康酱醋有限公司 100% 股权，在其看来，收购恒康酱醋有助于公司进一步布局华东地区。

表 3：食醋企业产能明细表

公司名称	产能情况
恒顺集团	目前有 30+万吨醋产能
紫林醋业	食醋系列产品年产能已经有 20 万吨，目前建设一个年产 10 万吨的酿造食醋生产线建设项目，完工后预计将达 30 万吨。
海天味业	海天自身有 7 万吨醋产能，2017 年收购镇江丹和醋业 2 万吨，扩建的江苏厂有 15 万吨的醋产能，完工后合计将达 22 万吨。
千禾味业	千禾味业原有 3 万吨醋产能，2017 年 1 月将拿出 5 亿元在四川眉山布 5 万吨食醋生产线；2019 年 6 月公告称，公司计划用现金收购镇江市恒康调味品厂与生产、销售食醋相关的资产及镇江恒康酱醋有限公司 100% 股权。

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

2.3 山西醋产量位居全国第一位，且主要分布在太原市清徐县

山西醋产量位居全国第一位。全国专业生产食醋的有 3000 多家，山西全省近 130 家醋企业。同时，根据 2018 年中国调味品协会《中国调味品著名品牌企业 50 强/100 强》数据显示，在 38 家食醋企业中，山西食醋企业有 7 家，其中紫林醋业和山西水塔分别排名第二、三。另外，从产量上来说，目前中国食醋行业年产量估计 500 万吨，而山西食醋年产规模达到 80 多万吨，也就是说山西食醋产量占到全国食醋产量的约 20%，位列中国食醋之首。

表 4：2018 年百强统计 38 家食醋企业中山西食醋企业有 7 家

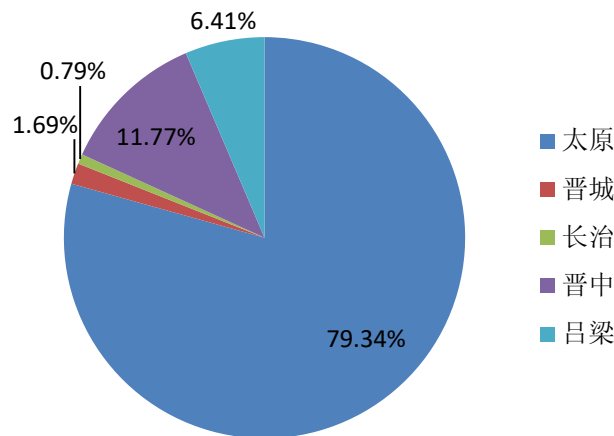
序号	企业名称	产量（万吨）	在全国产量排名	地址
1	山西紫林醋业股份有限公司	18.33	2	太原市清徐县
2	山西水塔醋业股份有限公司	15.65	3	太原市清徐县
3	山西老陈醋集团有限公司（东湖老醋）	5.31	7	太原市杏花岭区
4	山西兰花酿造有限公司	1.5	23	晋城
5	太原市宁化府益源庆醋业有限公司	1.48	25	太原市迎泽区
6	山西中调西堡泉老陈醋有限公司	1.00	32	太原市清徐县
7	山河醋业有限公司	0.58	34	晋中

资料来源：中国调味品协会，山西证券研究所

山西食醋地域分布较为集中，主要分布在太原市。山西省内接近 80% 食醋产量分布在太

原市，其次是晋中市、吕梁市。另外，从食醋品牌的地域分布情况中可以看出：山西省食醋品牌主要分布在太原和晋中地区，主要是以太原清徐县和晋中榆次为食醋品牌的集中区域；此外晋东南分布较多，包括晋城市、长治市等，其中晋城市的山西兰花酿造是山西省东南部最大的调味品生产企业，临汾市的山西三盛合酿造有限公司是全国最大小米醋生产基地与企业；晋北也有一些醋企分布，产品以雁北特色苦荞醋为主打。

图 14：2017 山西食醋规模以上产量分布情况



资料来源：山西省统计局，山西证券研究所

表 5：山西食醋地域分布情况表

地区	食醋品牌名称
太原	东湖、水塔、紫林、宁华府、来福、不老泉、笑星牌、玉璜、西堡泉、李渊牌、清泉湖、渊源牌、山溪牌、晋溢香、尧都泉、峪泉、磊康、晋洋、奥升、柳杜、古灯、王建忠、新泉、宋氏、溢美源、真优美、陈世家、格万老、通宝、灯山井、箕城牌、千年井
晋中	双太牌、百家醋潭、龙眼井、乔家大院、四眼井、山河、梁汾
吕梁	清泉、起牌、七必坊、得龄斋苦荞陈醋、
晋城	阳之源、兰花、白马寺、都知道
长治	阁老醋、圣堂牌、瑞福菜
临汾	三盛合小米醋
忻州	富贵牌

大同

雁门清高（苦荞醋）

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

自古酿醋数山西，追根溯源在清徐。清徐在食醋产业发展的重要地位，清徐作为山西老陈醋的正宗发源地，是全国最大的食醋生产基地，主产地在清徐县内孟封、清源、徐沟、西谷等乡镇。截止目前，全县共有获得食品生产许可认证的食醋生产企业 45 家，占全省的 35%，太原市的 70%，已形成以紫林、水塔为龙头的食醋产业群，建设了紫林醋工业园、宝源老醋坊两家国家级 AAAA 级旅游景区，设有东湖、水塔、紫林 3 家通过省级认定的企业技术中心，培育了“水塔”、“紫林” 2 件中国驰名商标，14 件山西著名商标，5 个省级名牌。食醋年产规模达到 70 万吨，占全省的 80% 以上，位居全国区域食醋产量规模之首，产品畅销全国 30 多个省、市、自治区，并远销澳大利亚、加拿大、美国、日本、韩国等地，年产业产值达到 65 亿元，为当地经济建设贡献了力量。近年来，清徐县充分发挥“中国醋都”地域优势，全力支持“水塔”“紫林”上市，到 2020 年实现食醋产业年产能 100 万吨、年产值 100 亿元的“双百目标”。全力扶持醋产业龙头企业做大做强做优，整合带动中小醋企业向着标准化、规模化、集群化发展。

3、山西食醋行业发展存在的问题

3.1 山西醋企产业集中度不高，醋企品牌力尚不足

虽然山西食醋醋企分布地区相对紧凑，但是山西醋企产业集中度不高。虽然山西食醋醋企分布地区相对紧凑，但是，山西醋企产业集中度不高，山西醋企以中小企业甚至小微企业居多，多种家庭手工作坊式的生产方式也一直存在，食醋产品主要供应当地及周边地区消费。另外，山西食醋企业集聚没有形成规模和外部效应，食醋企业间缺乏配合与协作。2018 年山西食醋产量为 80 多万吨，占全国食醋产量约 20%，中国百强醋企中山西知名醋企产量 44 万吨，占山西食醋产量约 50%，占全国食醋产量接近 9%，其中紫林和水塔两家食醋产量为 33.95 万吨，占山西食醋产量约 39%，占全国食醋产量 7% 左右，然而，江苏恒顺集团产量就达 32.5 万吨。

山西食醋醋企各自分摊食醋消费市场，醋企品牌力尚不足。山西食醋存在有品类而无品牌的现象，虽然山西食醋业内存在多个品牌阵营，但是目前还没有哪一个老陈醋品牌可以为大众所熟知。龙头品牌主要是紫林、水塔、东湖和宁化府，四大醋企的知名度、美誉度和认可度

不分伯仲，品牌力尚不足，竞争大于合作，各自分摊食醋消费市场，这样可能导致在全国市场上缺乏竞争力。我国食醋区域化口味差异较大、地方特色食醋产品较多，华东地区以镇江香醋为主，占有率达到 50%左右。虽然山西食醋产品畅销全国 30 多个省、市、自治区，并远销澳大利亚、加拿大、美国、日本、韩国等地，是全国市场消费认知度最高的品牌，但是龙头品牌力不足，比如龙头品牌山西水塔的主战场集中在东三省和湖北、内蒙等；山西紫林在华北、华中市场份额占比为 60%以上，具体主战场是山西、河南、山东等；东湖和宁化府主要销售区域是山西及周边省份、其他省外点状城市；其他地域性品牌因其规模小、受众人群少、未形成品牌优势。

另外，在渠道市场渗透率方面，山西龙头醋企也不尽相同。调味品市场三大主要渠道分别是工业渠道，餐饮渠道和家庭渠道，山西龙头食醋醋企在渠道市场渗透率方面存在一定的差异。例如紫林醋业主要通过农贸市场以及商超等大众消费渠道流向终端消费者，而水塔醋业通过与李先生、姐弟俩等 20 多家连锁餐饮企业合作的方式，经过餐饮渠道流向终端消费者，这一渠道占比约为 70%，水塔还通过与美团等 ToB 端的战略合作，将醋包作为调味料的一种加入方便面等速食产品中，供消费者自主选择。另外，我们通过对山西太原市沃尔玛、永辉超市、美特好超市、农贸市场等渠道的草根调研，发现商超铺货较多的品牌是紫林、东湖、宁化府，而水塔品牌比较少。

表 6：山西食醋品牌企业销售区域分布

序号	品牌名称	主销售区域
1	水塔	山西市场（不到 10%的市场额）、东三省（1/3 市场份额）、河南南部、湖北、内蒙等（1/3 市场份额）、其他区域点状市场（1/4 市场份额）
2	紫林	山西晋东南、晋北、河南、山东、安徽北部、湖南、广州等
3	东湖	山西及周边省份城市、其他省外点状城市：山西太原、长治、大同、吕梁、北京、天津、唐山、秦皇岛、上海等
4	宁化府	山西及山西周边省份城市：山西晋中、太原、北京、天津、河北、等

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

图 15：山西食醋类品牌在山西太原商超铺货情况

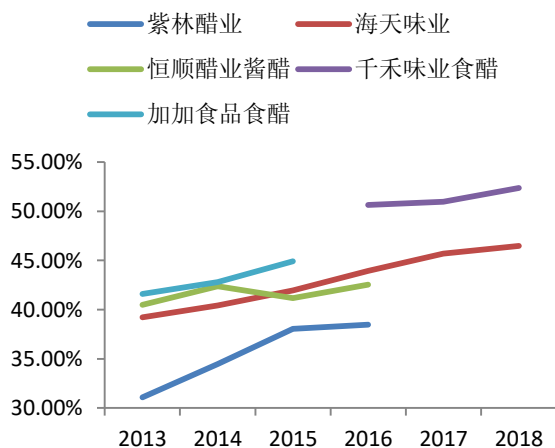


资料来源：商超草根调研，山西证券研究所

3.2 山西食醋利润率偏低，资本市场介入不足

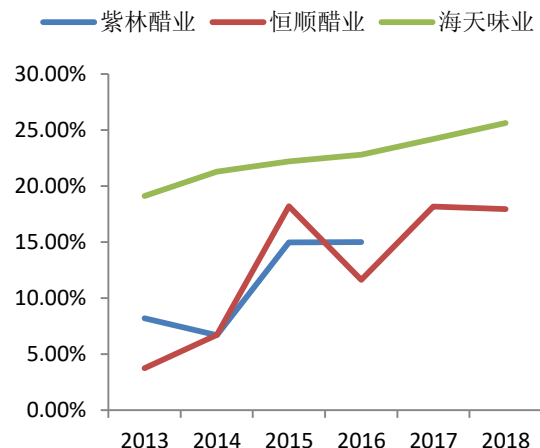
山西食醋利润率偏低。山西地区食醋生产企业众多，竞争较为激烈，同时，由于产品细分类别之间存在市场竞争差异，以及各主要区域消费水平、消费理念和消费偏好差异，导致整体售价与同行业恒顺醋业存在一定差距，山西醋普遍每吨比镇江醋成本高 500 元/吨左右，而售价却低 1000 多元/吨，这极大的挤压了山西食醋的利润空间，导致其毛利率和净利率相对较低。

图 16：生产食醋企业毛利率情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 17：销售净利率：海天、紫林、恒顺



资料来源：wind，山西证券研究所

资本市场介入不足。受大型食醋企业经营管理成本、广告宣传费用较高及中小醋企业压价

恶性竞争的影响，山西食醋的定价一直无法适应成本上涨的压力，使其成为发展资本积累的一大瓶颈。由于鲜少与国内外资本市场进行对接，缺乏可利用的强大资本市场的综合资源，山西醋业目前的发展进程明显滞后。相比之下，省外大型醋企加快了规模扩张和资源整合的脚步，例如恒顺在苏北并购了最大调味品企业徐州万通，建成了重庆云阳恒顺调味品公司，在山西晋中兴建了山西恒顺老陈醋生产基地，还在安徽六安有针对性地开发了餐供醋，而山西省还处在对小醋厂的整合和引导阶段。恒顺醋业是目前唯一一家醋企上市公司，虽然水塔醋业从 2015 年底开始 IPO 辅导，已在证监局备案多年，但目前并未披露招股说明书情况；紫林醋业 2016 年 6 月首次报送招股说明书申报稿，但是两家龙头醋企的上市步伐还在进行中。

表 7：恒顺醋业是目前唯一一家醋企上市公司

企业名称	上市计划
恒顺醋业	已上市
紫林醋业	2016 年 6 月首次报送招股说明书申报稿，目前进行中
水塔醋业	从 2015 年底开始 IPO 辅导
保宁醋	暂无上市计划
永春老醋	暂无上市计划

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

3.3 科技创新度不强，产业化进程较短

目前，我国食醋生产企业的科技创新能力普遍较低，主要受到资金投入、研发实力等因素的限制。随着居民收入水平的不断增长及人口回流带来的消费升级浪潮，消费者对于食醋口感及安全性等需求不断提升，而作为传统食醋酿造企业来讲，需要通过现代化的生产技术和设备来增加产能、提升产品质量、保障食品安全，同时提升企业的核心竞争力。当前我国食醋工业化进程较短，食醋生产设备的研发和应用、以及后台控制系统的研发和精细化质量管控等方面仍有很大的提升空间。以往国内食醋生产成套设备多采用自吸式深层发酵技术，虽然操作比较简便，但技术含量相对较低，且出产的食醋口味上难以实现差异化；且过去食醋企业主要采用以销定产的模式经营，一定程度上限制了产能规模提升的可能性，若能将高新技术应用到食醋生产中，提升食醋生产设备的自动化、智能化水平，对于食醋产能提升及品质提高均有影响。

虽然山西醋企也在不断的创新，但山西食醋企业在市场竞争中并未找准自己的位置，不仅产品大范围趋同，在技术创新领域也并未树立独有优势，可见企业对于技术创新的重视程度仍

然较为薄弱。究其原因，一是醋企团队整体素质不高，大部分醋企由家庭作坊发展而来，不理解现代化企业的管理运作模式；二是企业缺乏科技创新意识，在 130 多家醋企中，组建科研机构的仅有寥寥数家头部醋企，科研投入总体数额偏低，平均约在企业销售额的 2% 左右；三是熟练技术人员分布不合理，以年纪偏大者居多，年轻人才较为匮乏，企业缺乏创新发展的活力。

4. 山西食醋行业未来发展趋势

4.1 国家地理标志产品傍身，政策扶持不断出新

食醋产业作为山西省“非煤优势产业”之一，在促进调味品产业健康发展、繁荣城乡市场、扩大就业和推进产业多元化、集群化发展、促进山西省经济增长等方面发挥着重要的支撑引领作用。山西老陈醋是国家地理标志产品，其保健作用已被现代生物医学所证实，深度开发和市场拓展潜力巨大。山西发展醋产业地域独特、基础较好，随着保健品、养生品、高附加值食品的开发将会形成巨大的市场需求。

近年来山西省各级政府的扶持力度加大。2009 年，山西省财政厅、经信委、省商务厅、质监局等部门联合制定了《关于促进山西醋产业加快发展若干意见的通知》(简称“醋八条”)。各家醋企在认真遵循行业规范的同时反省改进，市场竞争优胜劣汰了一大批小作坊小醋企，整个行业内部环境净化良多，并建立了山西省老陈醋产业技术创新战略联盟增强硬实力，食醋产业发展势头较好。但就综合实力而言，山西食醋产业在全省范围内仍然处于劣势，而且自 2011 年“勾兑门”事件以来，山西食醋产业正经历着时间和实践的洗礼，食醋行业弊病尚未消除，亟待谋求新的出路来面对新的挑战。近年来山西省各级政府的扶持力度加大：1) 山西省人民政府办公厅等多部门推进了一系列政策措施来支持食醋产业的发展；2) 山西农业大学、山西大学、山西生物研究所、山西食品所等省内各大高校和科研院所的联合加入，为食醋企业注入了新鲜的科技力量；3) 企业、金融机构也有多元化的资本投入来支持山西食醋产业的技术改造、园区建设。

表 8：近年来山西省促进食醋产业的主要政策梳理

主要会议及政策	发布时间	主要内容
企业食品生产许可	2003	自 2004 年 1 月 1 日起，我国首先在大米、食用植物油、小麦粉、酱油和醋五类食品行业中实行食品质量安全市场准入制度。
国家质检总局批准对“山西老陈醋”实施原产地域产品保护。	2004. 8. 9	国家地理标志保护产品：2004 年，国家质检总局将“山西老陈醋”列入国家原产地域保护产品（后更

		名为地理标志产品)，并颁布了《地理标志产品 山西老陈醋》国家标准，对山西老陈醋的地域范围、生产工艺、产品质量指标和专用标志使用等作了明确规定，原产地地域范围即山西省太原市清徐县、杏花岭区、万柏林区、小店区、迎泽区、晋源区、尖草坪区；晋中市榆次区、太谷县、杞县的范围内。
山西省财政厅等六部门联合召开“促进山西醋产业加快发展推进大会”，正式出台《关于促进山西醋产业加快发展若干意见》	2009. 12	内容涵盖食醋产业的品牌建设和市场营销、提高行业标准和质量管理、加大研发力度、鼓励和支持醋产业集群化和园区化发展、弘扬山西老陈醋文化、推广公司+基地+农户模式并带动相关产业发展、 鼓励醋企业利用资本市场融资 、鼓励行业协会完善公共服务功能并解决产业发展共性问题等八个方面
2014年10月1日起山西老陈醋执行新“国标”	2014. 10. 1	2014年10月1日起正式实施的山西老陈醋产品质量新标准，山西老陈醋不用再标注保质期，且只有酸度为6度才能被称为正宗的老陈醋
山西省召开民营经济发展促进大会	2015. 09	提出推进全省民营经济发展破解转型升级难题，推动民营经济做大做强， 强调须高度重视把醋产业做大做强
太原市人民政府办公厅关于促进醋产业发展的意见	2016. 03	以市场需求为导向，提升食醋价值链，延伸食醋产业链，实现“六新”发展战略， 推进我市醋产业“十三五”期间做大做强，成为支柱产业 。主要目标包括优化结构和能力，实现产业发展新跨越，推动骨干企业上市，建成老陈醋产业园区，实现企业整合。
山西省人民政府办公厅关于印发《关于山西省发挥品牌引领作用推动供需结构升级实施方案的通知》	2016. 11	打造一批自主品牌，形成一批质量水平高、竞争能力强的名牌产品， 山西食醋产业位列其中
山西省省委书记骆惠宁在山西省第十一次党代会上	2016. 11	提出要实施山西传统优势产业的提质工程，加大技术改造力度，通过树立淘汰低端、提升中端、发展高端的发展原则和目标， 借鉴现有高端食醋市场的平稳趋势，争取将山西食醋产业提升发展到同行业的最高水平 。内容包括加快转变政府职能，减轻食醋企业税负，政府协调解决食醋产业发展问题，以及积极引导食醋企业增强知识产权保护意识
山西省发改委、经信委印发《山西省“十三五”食品工业发展规划》	2017. 01	推进太原、晋中两大食醋产业集群建设 ，鼓励年产5万吨以上的优势企业，按照市场化原则实施兼并重组，提高行业集中度。加大科研和技术改造力度，推进陈醋、老陈醋、熏醋等优势产品标准化生产。

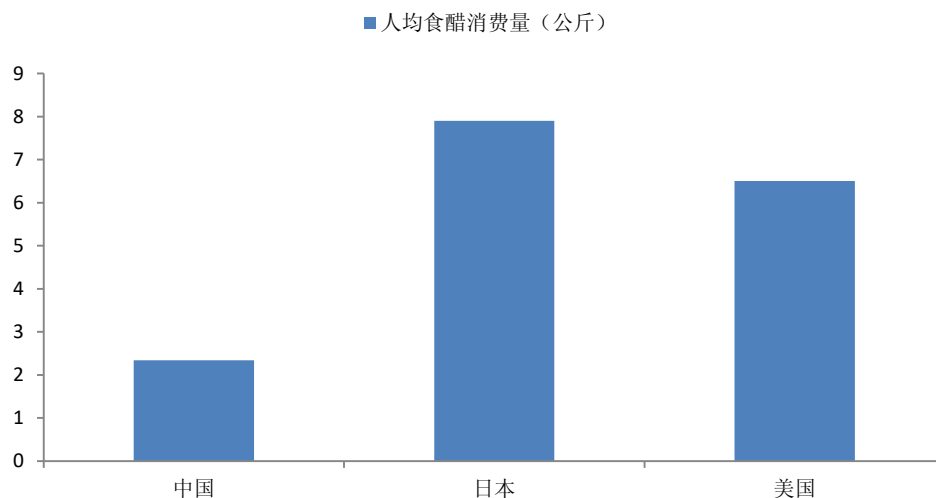
		在保持老陈醋品质风味基础上，推广采用高新技术与传统酿造相结合的生产工艺，发展保健醋、功能醋、饮料醋等附加值高的产品
山西省人民政府下发《关于促进企业技术改造工作的实施意见》和《山西省技术改造专项资金使用管理暂行办法》	2017. 03	再次强调将提升包括食醋产业在内的传统产业作为主要方向
山西省食品工业协会关于《山西食醋分类》团体标准立项	2019. 09	制定《山西食醋分类》团体标准，旨在最大程度地保留与还原山西食醋发展历史、传统工艺和风味类型。目前山西食醋分类团体标准已完成内容框架编写及部分食醋分类名称定义。

资料来源：紫林招股说明书、公开资料整理，山西证券研究所

4.2 山西食醋仍具有量价齐升的空间，科技发展助力产业升级

首先从量来说，山西食醋具有增长空间。我国食醋消费量处于较低水平，具有3倍左右的增长空间。我国人均食醋消费仅有2.3公斤，而与我国饮食相近的日本则达到7.9公斤，美国人均消费量也达到6.5公斤。对标日本，保守估计中国食醋具有3倍的增长空间。另外，从山西食醋全国化来看，例如清徐县周边的一些小醋厂，选择在广州、上海等南方的一些县市进行铺货，一年收入几千万，所以在口味悬殊问题有望得到解决，山西食醋未来全国化可期。其次，山西食醋利润率偏低，未来增长空间可期，江苏镇江恒顺香醋的价格基本在4,500元/吨左右，山西陈醋产品价格长期徘徊在2,500-3,000元/吨的较低价位，这主要是山西陈醋企业比较多，多年来形成了恶性价格竞争，但是，目前山西陈醋多方面采取措施提高价格：成立清徐醋产业协会核定最低出厂价；规范生产标准，例如清徐取消不规范厂家3家，由原来的45家将变为42家，防止恶性竞争。另外，在提价方面，恒顺醋业3年提一次，而山西食醋以水塔为代表6年没有提过价，山西食醋未来有望提价。因此，随着山西老陈醋品牌的崛起，以及消费者对品牌和品质要求的提高，山西老陈醋品牌企业在扣准品质主题营销的基础上，产品量价有望在未来长期稳步提升，在将来的食醋市场雄霸一方。

图 18：中国、日本、美国人均食醋消费量（公斤）



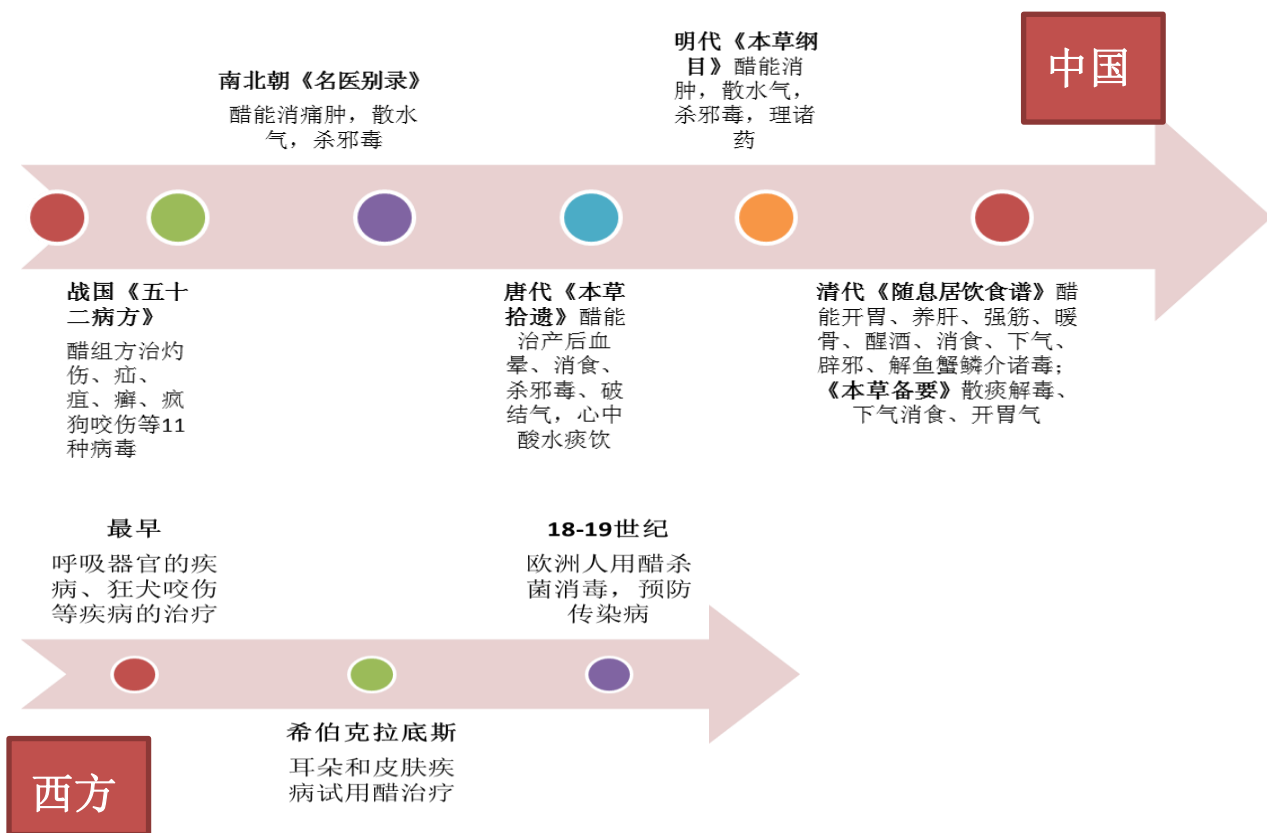
资料来源：中商情报网，山西证券研究所

现有企业通过产业链整合，推动产业转型升级。我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，智能制造、大数据的应用及高科技的发展，促进了我国调味品产业的转型升级。随着国家对行业高质量发展的要求和劳动力成本的上升，现有食醋企业对智能制造更加重视。尤其是人工智能应用，更为行业带来了新的机遇和挑战，食醋企业未来会将更加注重数据的价值，不断进行自我创新，自我变革和自我进化。有的食醋企业，正在进行产业的整合和转型升级，例如恒顺醋业与科研院所的合作，实现企业自身技术的创新升级；山河醋业，进行产业链的纵向拓展，建立了稳定的原料基地。

4.3 开拓多元化经营理念，食醋美味生活新概念

食醋不仅是一种调味品，更是一种健康食品。山西民间就广泛流传“家有二两醋，不用请大夫”的谚语，现知我国最古的汉族传统医学方书西汉时期的《五十二病方》，南北朝时的《名医别录》，明代的《本草纲目》等历代名医名著中多有记载醃醋在中医药中的重要作用。2016年，国务院召开全国卫生与健康大会，并发布了《“健康中国 2030”规划纲要》，提出了健康中国建设的目标与任务。2019年6月，国务院发布《关于实施健康中国行动的意见》，明确提出居民饮食要向低盐、低油、低糖的方向发展。因此，越来越多的调味品企业适应消费升级的需求，推出低盐调味品。随着人们生活水平的提高及对食醋营养价值、保健功能的认识和科学研究对食醋功效特性的揭示，单一的品种已不能满足不同层次消费者的需求。目前恒顺醋业、紫林醋业等相继推出保健醋产品系列。

图 19：中西方食醋营养与健康历史



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

表 9：食醋的营养成分

种类	营养成分	保健功能
糖类	葡萄糖、木糖、果糖、甘露糖、肌醇、阿拉伯糖等	降血脂、抗氧化
氨基酸	含有 18 种氨基酸，其中包括 8 种人体必需氨基酸	提高机体免疫力、蛋白质的合成和促进机体代谢
维生素	维生素 C、维生素 B1, B2, B6 等	维生素在人体生长、代谢、发育过程中发挥重要作用
无机物	P、Ca、Na、Zn、Cu、Fe 等微量矿物质元素	提供人体所需的微量元素
蛋白质	由多个氨基酸连接而成，传统食醋中蛋白质的含量范围在 0.14-3.21g/100ml 之间	蛋白质是生命的物质基础，是生命活动的主要承担者
脂类	醋中的脂类主要为粗脂肪，传统食醋中粗脂肪的含量范围在 0.03-1.15g/100ml 之间	脂肪是人体必需的六大营养素之一，它是机体的构成，为机体提供能量

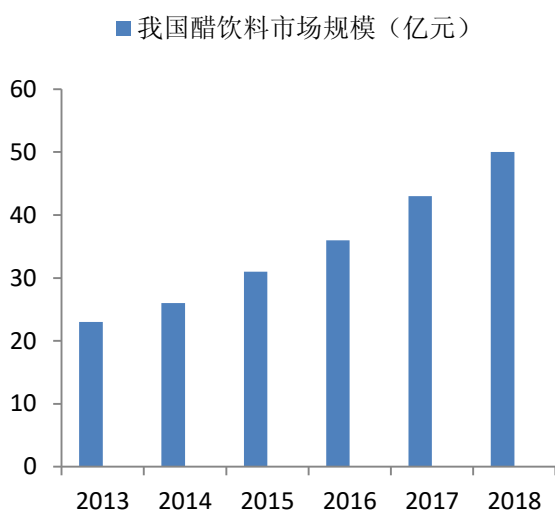
山西老陈醋	山西老陈醋的特征成分，总黄酮含量 $\geq 60\text{mg}/100\text{g}$ ，黄酮有很强的抗氧化作用，可改善血液循环、降低胆固醇；川芎嗪含量 $\geq 30\text{mg}/\text{L}$ ，川芎嗪是山西老陈醋的重要香气成分，有抗血小板聚集、扩张小动脉、改善微循环的作用。两种物质完全靠谷物自然发酵形成。
--------------	--

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

食醋多元化发展还可以向饮料和休闲食品拓展。食醋更多的消费场景可使食醋行业摆脱低附加值的窘境，因此，对食醋进行功能性挖掘将是未来企业开发新产品的趋势，例如醋饮料独特的开胃、解腻等功能符合健康饮食的大趋势，醋饮料市场将持续增长，进而提升醋类产品的人均消费量。

图 20：我国醋饮料市场规模

图 21：山西老陈醋冰激凌



资料来源：中国调味品协会，山西证券研究所

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

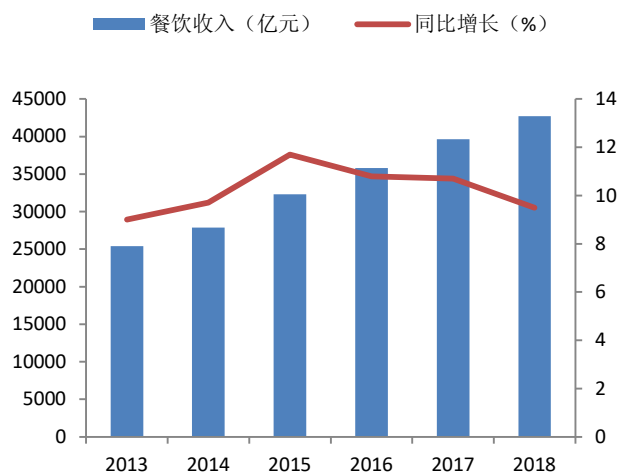
另外，随着消费群体和消费形式的改变，调味不只是调味，它是品味、是滋味、是美滋美味的生活。行业里部分企业以调味品为基础，打造了与美味生活新概念相关的创意。例如：厨邦的咸鲜味的冰淇淋；加加的酱油蘸荔枝；太原市食品街就有针对山西人爱吃醋特点研发的一款“老陈醋冰激凌”，原料用到了宁化府 3 年或者 5 年的陈酿，与牛奶等材料进行多次配比，初尝时有点像巧克力的味道，却比之更有层次，回味之后能感受到陈醋的清香，受到了本地消费者的追捧。

4.4 餐饮定制促进食醋产业增长，品牌宣传渠道和手段更趋多样

餐饮行业稳健发展。国家统计局数据显示，2018 年全国餐饮收入实现 42716 亿元，同比增长 9.5%，调味品终端渠道餐饮占比最大（45%），餐饮消费增加将直接提升调味品用

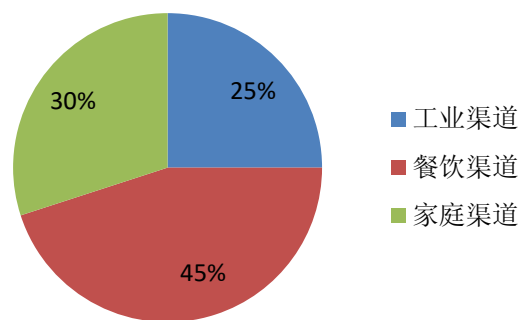
量，而食醋属调味品行业的子品类，常年来稳占调味品消费量 10%以上。当前餐饮业已经不仅仅是消费者饮食的场所，同时也成为了调味产品场景体验式消费的渠道之一。连锁餐饮业的发展对定制调味品产品需求旺盛；外卖、团餐等的发展也为调味品产品的新渠道开拓提供了新机遇，从而促进食醋产业增长。

图 22：餐饮行业收入情况表



资料来源：中国产业经济信息网，山西证券研究所

图 23：调味品三大渠道市场占比



资料来源：中国调味品协会，山西证券研究所

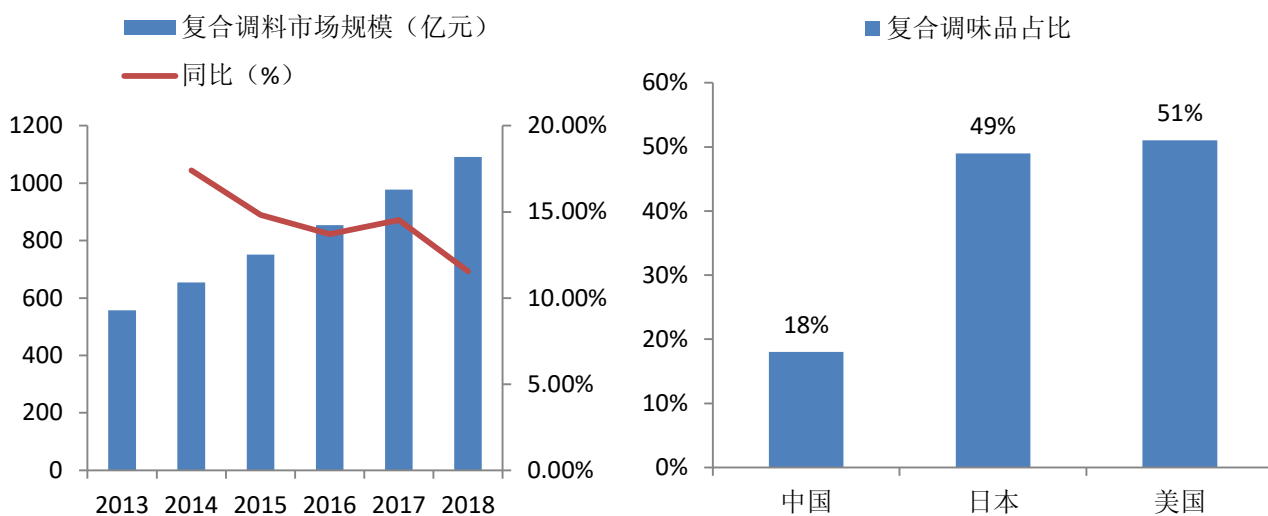
餐饮定制调味品是我国食醋产业增长的新动力。标准化、连锁化、轻型化的新餐饮企业的发展对定制调味品产品需求旺盛，尤其以“中央厨房+门店”的标准化连锁经营模式最为普遍。

“中央厨房+门店”模式为具备研发能力、可以提供定制化调味料服务的复合调味料企业创造了新的商业机会。复合调味料企业可以根据餐饮企业的要求，为其定制适用于某款菜品烹饪的调味料，不仅大大简化了厨师工作，更让餐饮企业的特色化、标准化和规模化成为可能；甚至还可以全面为餐饮企业提供菜品研究策划、成本控制、烹饪流程优化、品质控制等精细化服务，帮助餐饮企业研究分析消费者偏好，不断推出新的菜式，指导厨师使用标准化调味品，从调味产品的供应商变为餐饮解决方案的提供者。

2018 年复合调料规模达 1091 亿元，预计 2015-2020 年仍保持 14.7% 复合增速，在中国调味品总市场的占比上升至 22.1%，但是相比美国和日本而言，我国复合调味品市场仍有较大的增长空间，并且目前国内食醋类为主的复合调味料仅占复合调味料产品总数的 5% 左右。随着餐饮市场的变化，食醋行业应该更加重视开发复合调味料，在口味、使用方式和营养功能等方面适应消费变化的新趋势。因此，“去厨师化”、“口味定制”的餐饮需求等新消费趋势下，例如以食醋为主要原料的“糖醋排骨酱”等复合调味料增幅明显，此类产品主要得益于大

大的方便了消费者对醋产品使用的便捷性，因此更能得到消费者的青睐。

图 24：2013-2018 年中国复合调味品市场规模增长趋势 图 25：各国复合调味品占比情况



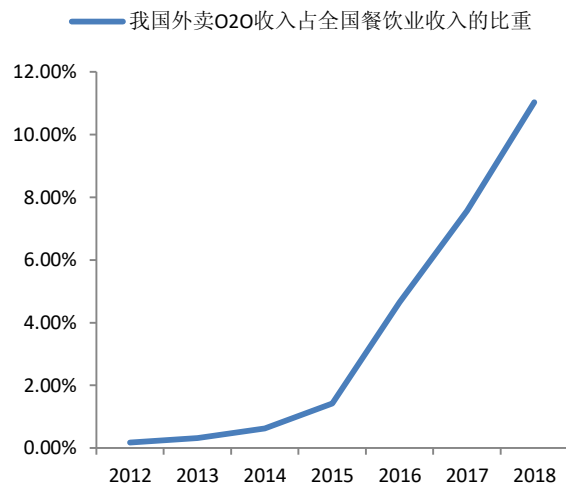
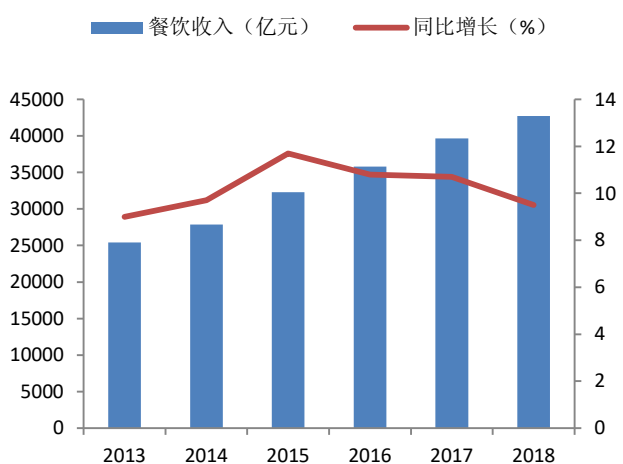
资料来源：中国产业信息网，山西证券研究所

资料来源：FrostSullivan2015, 山西证券研究所

外卖、团餐等的发展也为食醋产品的新渠道开拓提供了新机遇。随着互联网对餐饮行业渗透率的不断提升，对消费者的消费习惯不断改造，传统餐饮业也经历了巨大的改变。快餐餐饮和外卖市场取代家庭烹饪的趋势将愈演愈烈，也为调味品产品新渠道开拓提供了新机遇。2018 年我国外卖 O2O 收入约 4712 亿元，占全国餐饮业收入的比重为 11.17%，对于每公斤食品来说餐饮行业的调味品消耗量是家庭烹饪的 1.6 倍，调味品需求的新增量将受益于外卖餐饮业的发展。

图 26：我国外卖 O2O 行业规模

图 27：我国外卖 o2o 收入占全国餐饮收入比重



资料来源：中国产业经济信息网，山西证券研究所

资料来源：中国产业经济信息网，山西证券研究所

食醋品牌宣传渠道和手段更趋多样。现在企业的品牌宣传已经不再局限于传统的电视广播报纸杂志，传播的渠道更加立体化、多元化，网络大V、网红以及短视频等渠道越来越受到企业的青睐。一是在传播内容上，未来会更加注重文化的传播和精神文明的宣传，通过文化的导入传播企业的品牌，建立消费者的认知，比如建立博物馆和举办文化节、通过美食纪录片等方式也会成为趋势。二是随着各类自媒体的发展，多样的带货方式也渗透到了传统的调味品行业，例如：饭爷林依轮联合天猫网红薇娅带货，20分钟销售额突破100万；山河醋业的老板京东直播卖货，带消费者走进醋业生产工厂；涪陵榨菜牢牢抓住热点事件，在抖音直播吸引了一大批消费者。一部分企业已经成功尝到甜头，一部分企业正在尝试，相信未来会有更多的企业去接触新的传播与带货方式。

图 28：调味品品牌宣传渠道的多样化



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

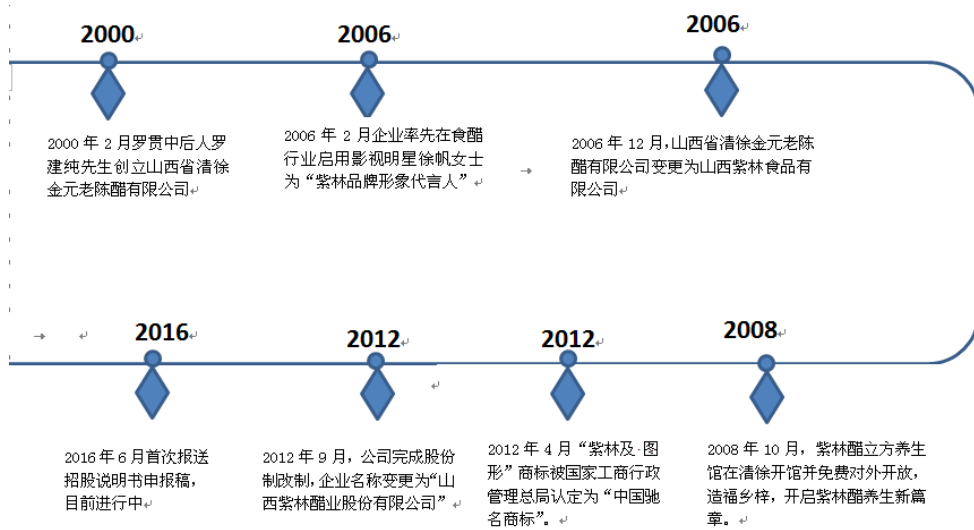
5.重点公司关注

山西醋的特有价值和历史品牌，将来有望在食醋市场雄霸一方。山西老陈醋业内存在多个品牌阵营，龙头品牌主要是紫林、水塔、东湖和宁化府，每个品牌均有各自的主销区域市场。总体而言，山西老陈醋这一醋业子板块发展较为缓慢，各大老陈醋品牌整体规模效益与全国龙头恒顺醋业还有差距，其实，山西老陈醋的独特工艺使其产品附加值高，兼具价格和市场规模上升空间。建议关注山西龙头醋企。

5.1 紫林醋业

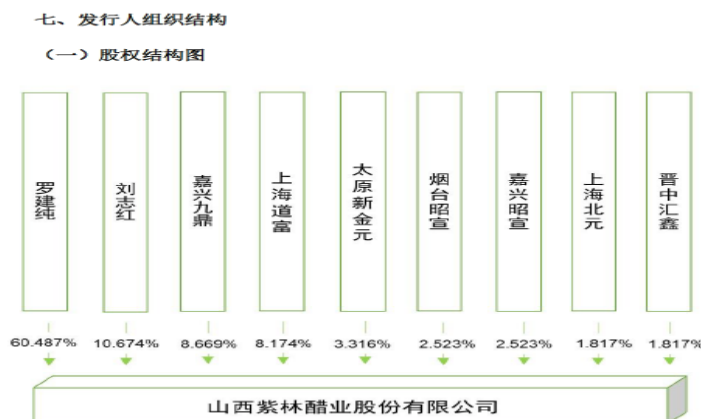
2000年2月，罗氏家族第二十四代、罗贯中后人罗建纯先生创立山西省清徐金元老陈醋有限公司，为紫林醋业前身；2006年12月，山西省清徐金元老陈醋有限公司变更为山西紫林食品有限公司；2012年9月，公司完成股份制改制，企业名称变更为“山西紫林醋业股份有限公司”。经过近20年的发展，目前已成为全国食醋行业产量排名第二醋企（根据2018中国调味品协会百强企业数据）。公司产品主要有“紫林”牌山西老陈醋、陈醋、保健醋、果醋、醋饮料及料酒等七大系列百余种，畅销全国。

图 29：紫林醋业发展历程



资料来源：紫林醋业官网，山西证券研究所

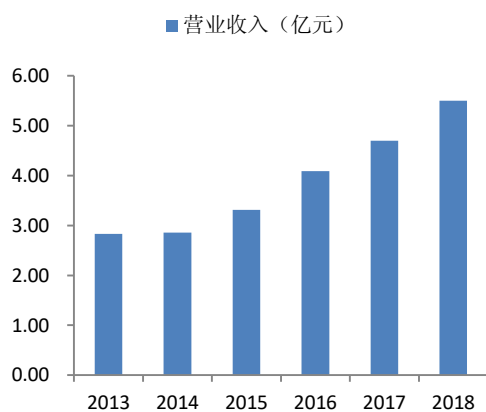
图 30：紫林醋业股权结构图



资料来源：紫林醋业招股说明书，山西证券研究所

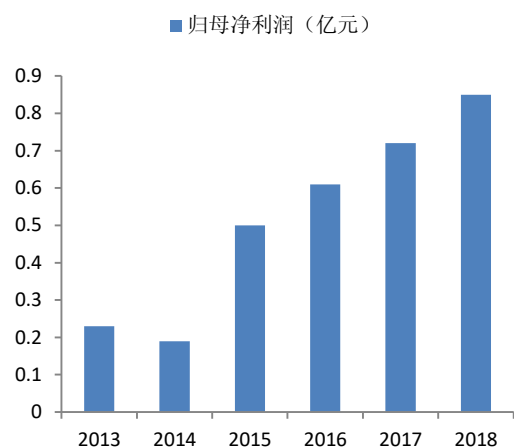
营销策略优化，有望持续增长。近几年来，紫林醋业快速发展，2013-2018年紫林醋业收入从2.83亿元上升至5.06亿元，年复合增长率为12.32%。首先，目前紫林醋业品牌宣传渠道和手段更趋多样化，原来徐帆代言，在一定周期能够起到一定拉动作用，取消徐帆代言后，现在增加央视和新媒体的广告投入、形象宣传展示（包括一些公益事业的参与、捐赠活动，二青会赞助等），从而提高公司品牌的知名度；其次，紫林醋业科技水平居全国前列，建设有山西省企业技术中心、国家级高粱加工技术研发中心、山西食醋工程技术研发中心，另外，同国内食品技术前沿院校进行科技项目合作（与天津科技大学、江南大学、山西大学、山西农大等开展科技项目合作，将进一步提高生产制造工艺先进化程度，通过加强和高校的科研合作、加强高质量原料基地建设、探索醋和中医药结合（与山西省中医学院等合作）等方法提高生产效率、完善产品结构。所以，紫林醋业拥有山西老醋的特有价值和历史品牌，未来随着渠道深耕细作、10万吨产能的释放，有望持续增长。

图 31：紫林醋业营业收入情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 32：紫林醋业归母净利润情况



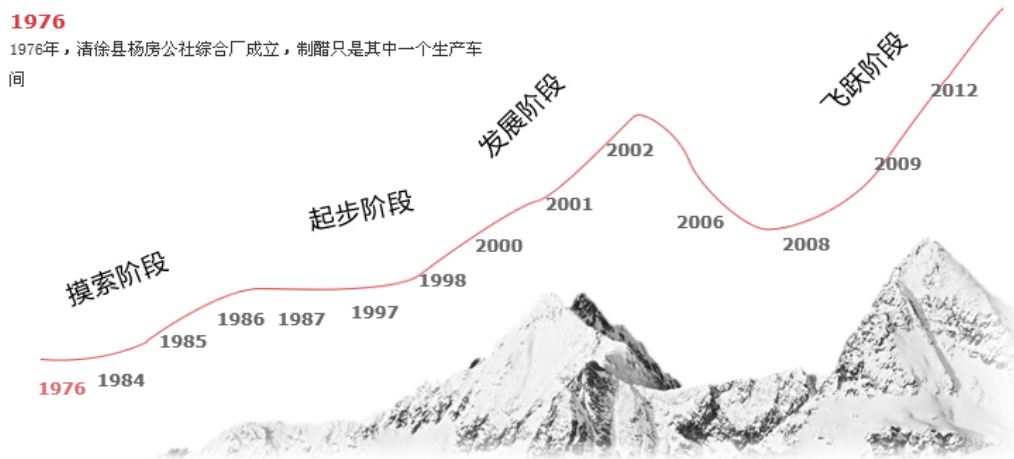
资料来源：wind，山西证券研究所

5.2 水塔醋业

山西水塔醋业股份有限公司位于“中国醋都”——清徐县，是国家八部委命名的全国农业产业化重点龙头企业，也是目前国内大型的老陈醋生产企业。公司产品主要有老陈醋、陈醋、风味醋三大系列 200 多个品种，是国内食醋行业产品品种较多的企业。公司产品畅销全国 30 多个省、市、自治区、直辖市，出口美国、加拿大、新加坡、马来西亚等国家和地区。近十年来水塔醋业经历了一系列变革，完成了管理团队由老一代到新一代的交接。目前公司主要是聚焦产品本身，同时深耕餐饮渠道市场，而在广告宣传方面的投入较少，导致公司产品知名度相

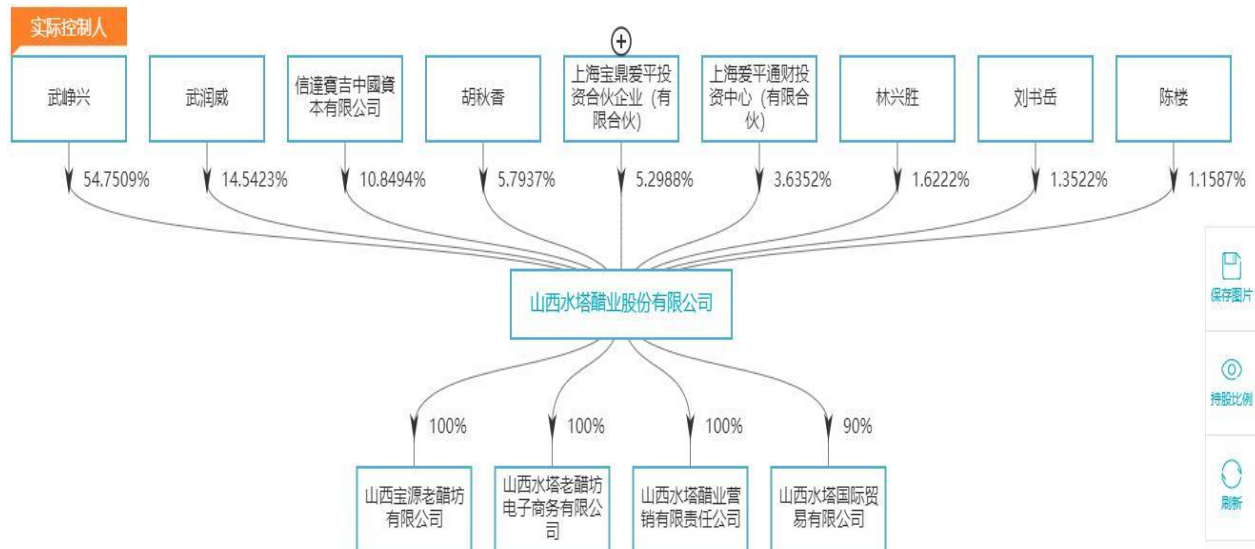
对较低。在十年的时间里，公司通过外聘职业经理人和对管理、销售、经销商团队年轻化的打造，公司基本完成了向年轻一代的交接。目前水塔醋业营业收入达 6 亿元左右，保持两位数增长，未来有望竖起山西老陈醋引领者的行业标杆大旗，将继续保持高速增长态势。

图 33：水塔醋业发展历程



资料来源：水塔醋业官网，山西证券研究所

图 34：水塔醋业股权结构图



资料来源：wind，山西证券研究所

6.投资风险

宏观经济风险、食品安全风险、原材料价格波动的风

分析师承诺：

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20% 以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

