

食品饮料

复调行业跟踪：高景气下，格局重构进行时

一、火锅底料产业链跟踪：

目前正处火锅行业的销售旺季，近期我们走访了川渝地区的部分复调企业，总结起来行业观点如下。

- **火锅底料高景气度延续：预计未来 3-5 年行业仍将保持双位数高增势头。**近五年复合调味料尤其火锅底料行业呈现高速发展态势，火锅餐饮在地域性以及季节性限制方面均呈现出质的突破。复合调味料有效解决餐饮标准化、去厨师化痛点，为其发展奠定坚实基础。从规模上看，由于 B 端需求难以统计，行业空间存低估可能性。根据草根调研，预计麻辣火锅底料市场空间约 1000~2000 亿元。
- **行业竞争情况：竞争加剧之下的发展路径分化。**1) 行业竞争日趋分化，品牌化发展是突围之道。目前行业内出现“品牌增值+产品突破”、“价格竞争”两种发展模式，在先发企业品牌护城河尚未建立之际，部分规模企业亦开始寻求品牌发展之路；2) 从渠道透视大小企业生存之道：先发企业强守优势，后发企业错位竞争，未来 3-5 年行业格局有望重构。在颐海国际、天味食品、红九九等企业领跑行业的情况下，业内其他企业如何实现发展与突围？经过梳理，我们试图总结了以下三种模式：利用经销商实现 B 端渗透；轻经销商重互联网、农村包围城市；上下游绑定，寻求产业链的渗透与链接，抱团取暖。3) 终极格局推演：C 端品牌为王，多品牌矩阵或将形成。后起之秀加速奔跑，行业格局或将洗牌。关于海天强势搅局的探讨，业内人士认为海天依赖强品牌力和渠道力，进驻的成功关键在于产品力的打造。

二、复合调味料商超渠道草根调研：

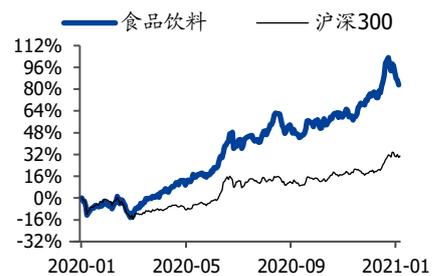
近期我们走访了上海、南京等地的部分商超，相较于去年同期，好人家铺货力度及终端动销均出现明显改善。

从铺货角度来看，海底捞、好人家铺货面积相对较大，其他品牌如德庄、小肥羊、呷哺呷哺均有不同程度的铺货；**从货龄角度来看**，海底捞的动销表现明显优于竞品（货龄 1-2 个月），同时好人家的火锅底料产品动销较为良好，终端货龄约 3 个月。其他品牌如德庄、小肥羊的货龄参差不齐，同品牌下的不同产品货龄亦各有差别，甚至个别产品货龄超 10 个月。**从促销力度来看**，海底捞促销覆盖面相对较广，好人家对部分产品的促销力度相对较大。

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧风险；食品安全风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 1、《食品饮料：本周专题：简析中国高端啤酒发展之路》
2021-01-17
- 2、《食品饮料：三家“类平台”大众品公司的简要比较》
2021-01-10
- 3、《食品饮料：徽酒消费分化，古 20 动销加速—安徽白酒市场调研》2020-12-20



内容目录

1、火锅底料产业链跟踪	3
2、复合调味料商超渠道草根调研	5
3、风险提示	6

图表目录

图表 1: 复合调味料解决餐饮连锁化过程中痛点	3
图表 2: 中国复合调味料规模及增速	3
图表 3: 中国、日本、美国餐饮连锁化率以及复合调味品占比对比	3
图表 4: 火锅行业品牌数量占比及市场规模竞争格局	3
图表 5: 行业竞争呈现分化	4
图表 6: 复调企业发展模式对比	5

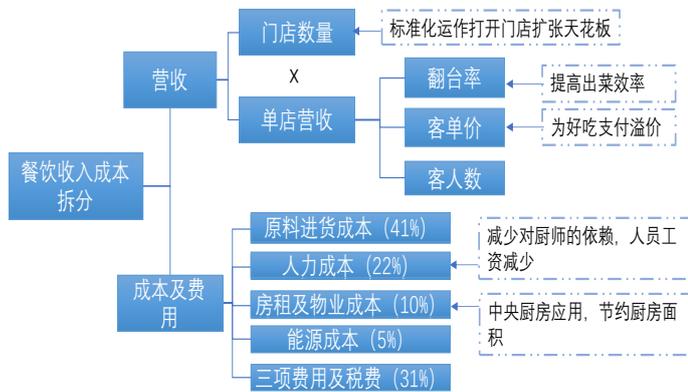
1、火锅底料产业链跟踪

目前正处火锅行业的销售旺季，近期我们走访了川渝地区的部分复调企业，与产业内人士进行沟通，总结起来行业观点如下：

1、火锅底料高景气度延续：预计未来3-5年仍将保持双位数高增势头

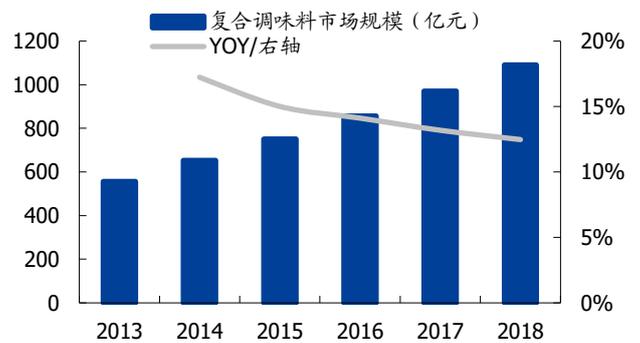
后疫情时代到来，火锅底料行业高景气度延续。火锅餐饮作为最易于连锁化的餐饮模式，近两年来在地域性以及季节性方面均呈现出质的突破。解决餐饮标准化、去厨师化痛点，是复合调味料的核心要义。同时，后疫情时代带动复合调味料的C端渗透，餐饮连锁化率带动B端需求，同时内部经济的发展激发行业更深层次的需求。从规模上看，根据Frost&Sullivan统计，2018年我国复合调味料市场规模为1091亿元，2013-2018年复合增速约为14.39%。根据调研走访情况，由于B端数据相对难以统计，行业统计数据存在低估可能性，麻辣火锅底料市场空间约1000~2000亿元。展望未来，3-5年内行业仍将保持双位数高增的势头。

图表1：复合调味料解决餐饮连锁化过程中痛点



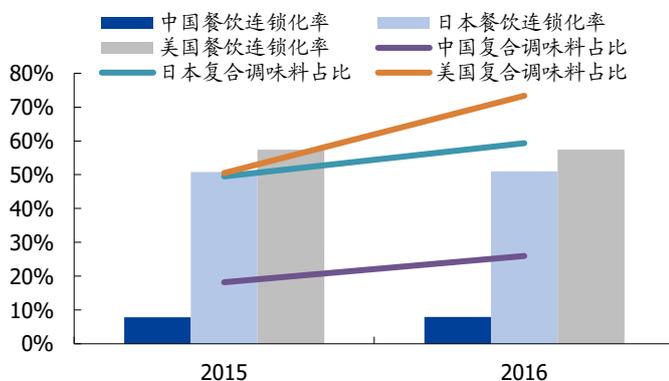
资料来源：中国饭店协会，国盛证券研究所（注：成本费用的占比为中国饭店协会所调研企业的平均值）

图表2：中国复合调味料规模及增速



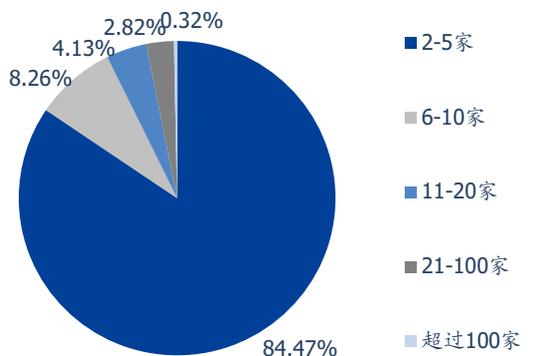
资料来源：Frost&Sullivan，国盛证券研究所

图表3：中国、日本、美国餐饮连锁化率以及复合调味品占比对比



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表4：火锅行业品牌数量占比及市场规模竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

2、竞争格局：竞争加剧之下的发展路径分化

1) 行业竞争日趋分化，品牌化发展是突围之道。根据调研走访，各企业纷纷进行产能扩张，市场竞争日趋加剧。在此背景下，整体来看行业内发展模式开始出现分化：

- **品牌增值+产品突破的品牌化发展模式。**目前复合调味料行业尚未有企业成功打造品牌护城河，部分产值几个亿的企业已经开始逐步认识到品牌化发展的重要性。首先如上市公司天味食品、颐海国际，通过资本赋能加速渠道布局，试图建立渠道的排他性以实现突围，同时加大品牌宣传以提升品牌影响力。在先发企业品牌护城河尚未建立之际，其他企业也开始积极寻找以产品为基础的品牌增值之路，主要手段包括：产品升级换代、包装形式调整、更换经销商（经销思路需要从低端向高端切换）等，以迎合消费升级背景下的消费群体新需求；
- **价格竞争模式。**产值在 5000 万-2 个亿的小企业多采用该模式，压缩成本的低价策略成为其进行市场份额抢占的手段。根据调研，复合调味料企业的产品售价多处于 14-17 元/500g 的水平，但是低端企业的产品售价甚至低至 6 元/500g。

图表 5: 行业竞争呈现分化

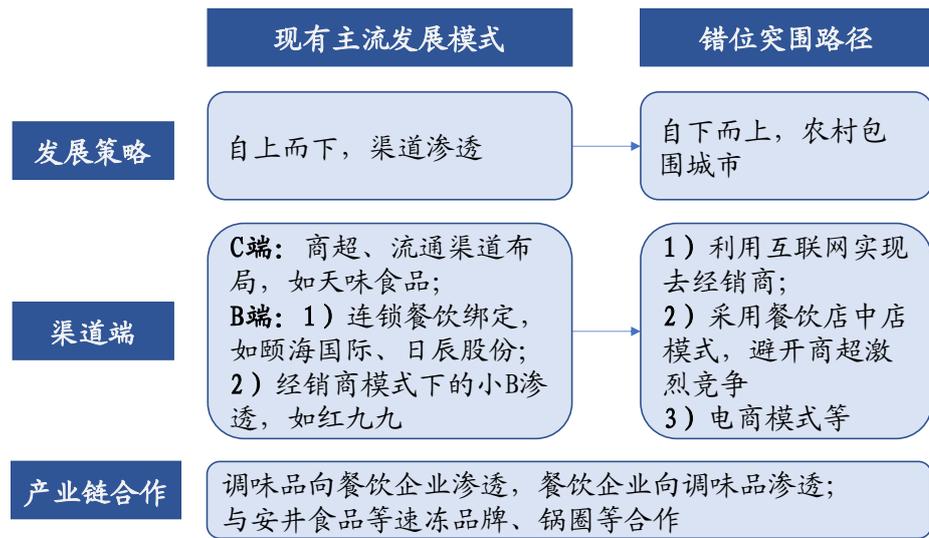


资料来源：草根调研，国盛证券研究所

2) 从渠道透视大小企业生存之道：先发企业强守优势，后发企业错位竞争。在品牌化发展及低价竞争分化的大背景下，各企业的发展策略各有千秋。在颐海国际、天味食品、红九九等企业领跑行业的情况下，业内其他企业如何实现发展与突围？经过梳理，我们试图总结了以下几种模式：

- **大单品模式，利用经销商实现 B 端渗透。**该模式下最为典型的便是红九九，红九九利用两款大单品，通过经销商的模式，成功实现对 B 端餐饮的渗透，并且稳居行业第一梯队。
- **轻经销商重互联网，农村包围城市，错位竞争实现发展。**1) **发展战略错位：**一反天味食品自上而下的发展模式，部分企业提出农村包围城市的战略，自下而上实现突围；2) **经销模式错位：**在天味食品大幅进行渠道网络建设的同时，部分企业利用互联网优势，依托互联网进行宣传，实现去经销商化；3) **销售渠道错位：**商超渠道竞争激烈，部分企业提出利用餐饮门店店中店的模式，进行产品的 C 端销售，避开与先发企业在商超渠道的直面竞争。
- **上下游绑定，寻求产业链的渗透与链接。**目前产业链的融合亦成为各企业的思考方向，主要策略包括与锅圈、安井进行合作，同时也有企业进行前向进驻餐饮领域的倾向。

图表6: 复调企业发展模式对比



资料来源：国盛证券研究所整理

3) 终极格局推演：C端品牌为王，多品牌矩阵或将形成。近3-5年行业发展红利将会带动各企业的快速发展，但随着监管趋严、竞争加剧，未能有效找到发展核心竞争优势的企业或将被淘汰出局。建立品牌护城河将有望实现突围，目前在各品类中部分企业已经展现出一定的先发优势，如火锅底料中的红九九、海底捞，鱼调料中的好人家等。展望未来，各品类中均有可能跑出龙头企业，多品牌矩阵或将形成。

后起之秀加速奔跑，行业格局或将洗牌。目前红九九从规模上来看仍然位居行业第一，但是作为家族性企业，发展的速度远不及天味食品、颐海国际等。在行业加速竞争背景下，若不出现思维变革，行业格局或将出现洗牌。目前海天已经积极进行复合调味料的产业布局，关于海天强势搅局的探讨，根据走访情况反馈，海天依赖强品牌力和渠道力，进驻的成功关键在于产品力的打造。

2、复合调味料商超渠道草根调研

近期我们走访了上海、南京等地的部分商超，对复合调味料的终端动销情况进行跟踪。整体来看，海底捞的动销表现明显优于竞品（货龄1-2个月），同时好人家的火锅底料产品动销较为良好，终端货龄约3个月。

整体来看，跟去年同期比较，商超渠道的布局方面，我们总结了以下几个特点：

- 1) 铺货力度上，好人家明显改善。**去年海底捞一家独大的现象明显，其他复合调味料铺货面积相对较小。今年来看，天味食品旗下的好人家铺货力度显著改善，部门商超铺货力度与海底捞相当。
- 2) 终端动销上，好人家及大红袍的终端动销显著优化，与海底捞货龄差距明显缩小。**根据我们去年一季度的走访情况，去年海底捞的货龄多处于一个月内，而好人家部分产品货龄甚至超过6个月。今年海底捞产品货龄约1.5个月，好人家货龄多为3个月。
- 3) 从产品布局上，复合调味料的品类日趋增多。**对比去年同期，我们发现复合调味料品类的整体铺货面积略有扩大，品牌丰富度及品类丰富度有所扩充。

具体到各个地区的终端销售情况:

上海地区商超情况:

- **从铺货角度来看**, 各品牌火锅底料产品均有铺货, 主要包括海底捞、好人家、大红袍、德庄、小肥羊、吉香居、崔婆婆、呷哺呷哺等。其中海底捞及好人家产品的铺货面积相对较大, 其他品牌产品铺货面积大致相当。
- **从货龄角度来看**, 好人家手工牛油火锅货龄约 2-3 个月, 部分产品货龄约 4 个月, 川菜调料产品中, 酸菜鱼等鱼系列调料的货龄均在 3 个月以内, 麻辣香锅产品货龄约 2.5 个月。整体来看, 好人家产品的平均货龄约为 3 个月。天味食品旗下定位腰部的品牌大红袍产品货龄略超 3 个月。海底捞的动销明显优于其他竞品, 各款产品的平均货龄约为 1.5 个月, 部分产品生产日期在去年 12 月下旬, 货龄不到一个月。其他品牌如德庄、小肥羊的货龄参差不齐, 同品牌下的不同产品货龄亦各有差别。德庄火锅底料的大部分产品的货龄在 2 个月以内, 个别产品货龄高达 10 个月; 小肥羊产品的货龄在 1.5-4 个月不等; 另外吉香居及呷哺呷哺的复调产品货龄分别约为 5 个月、3 个月。
- **从促销力度来看**, 好人家、海底捞及德庄均对部分产品进行降价促销: 好人家手工牛油老火锅底料优惠力度约 40% (原价 32.9 元/360g, 现价 19.8 元); 海底捞对旗下番茄火锅底料、上汤三鲜火锅底料两款产品进行优惠促销, 优惠力度约为 10% (原价 16.5 元/200g, 现价 14.9 元); 德庄对 52 度小火锅底料优惠约为 12% (原价 32.9 元/360g, 现价 28.8 元)。

南京地区商超情况:

- **从铺货角度来看**, 海底捞的火锅底料产品铺货面积最大, 且按照品类清晰陈列, 好人家及大红袍产品铺货面积位居其次, 其他的火锅底料及复合调味料品牌主要包括德庄、李记乐宝等。
- **从货龄角度来看**, 天味食品旗下的中高端好人家品牌货龄适中, 其中手工牛油老火锅底料货龄约为 3 个月, 老坛酸菜鱼等鱼系列调料货龄在 3-5 个月不等; 定位相对腰部的大红袍产品货龄超 6 个月。相较于天味食品, 海底捞的动销相对更优, 海底捞旗下的火锅底料、鱼调料以及麻辣香锅等产品的货龄均处在 1-2 个月内。其他品牌如德庄火锅产品货龄约 5 个月, 而李记乐宝部分产品货龄甚至超 10 个月。
- **从促销力度来看**, 商超中海底捞对部分产品进行促销, 其中清油火锅底料及麻辣香锅两款原价为 18.99 元/220g 的产品, 促销会员价为 13.55 元, 降价幅度近 30%。其他产品暂未见促销。

3、风险提示

宏观经济下行风险; 行业竞争加剧风险; 食品安全风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com