

食品饮料

从复合化到定制化，探究舌尖舞者们的层层蜕变——调味品大行业深度报告

证券研究报告

2021年03月06日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘畅

分析师

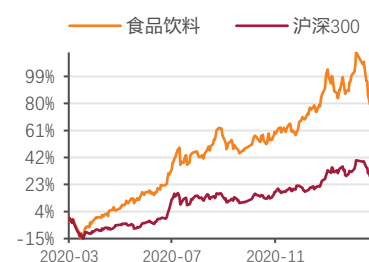
SAC 执业证书编号: S1110520010001
liuc@tfzq.com

吴文德

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520070003
wuwende@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:强基本面支撑白酒底层逻辑,良性预期消散悲观情绪》 2021-03-01
- 2 《食品饮料-行业研究周报:历尽反复考验,甄选超预期基本面》 2021-03-01
- 3 《食品饮料-行业研究周报:白酒周报:节前数据反馈良好,节后白酒仍有催化》 2021-02-08

调味品估值高企是市场追逐其竞争力和份额的体现。我国调味品行业近 5 年持续上涨,估值长期高企,获资金青睐度高,整体表现亮眼。我们认为“**属性+渠道+创新**”三大因素带来的业绩稳定性,是支撑调味品估值高企的主要原因:首先,调味品的必选消费品属性为其带来较强的抗周期性;其次,调味品餐饮渠道占比高,B 端渠道易守难攻及 C 端龙头较强的品牌和渠道力形成了行业整体、尤其是龙头企业业绩的稳定性;另外,基础调味品较难创新的特点降低了其不确定性,复合调味品则处于快速上升阶段,二者共同保障行业业绩稳定增长。展望未来,受益于餐饮业的发展和外卖的普及、调味品使用习惯的持续培养及消费升级等趋势,调味品行业量价齐升仍可期,预计 2025 年行业规模有望突破 5000 亿元。行业龙头企业本身具备稳定的业绩表现、充裕的现金流等一系列优势,稀缺性强,受资金青睐度高,未来受益于行业集中度的不断提升,份额有望进一步扩大,竞争优势或持续增强。

复盘行内外行业发展,复合化和定制化引领行业未来趋势。根据单一 vs 复合以及标准 vs 定制两大特征,我们构建了调味品行业发展象限模型,并根据该模型对行业内一些龙头企业的发展模式进行了对应、分析与讨论。通过建模我们发现:1) 标准化是 C 端发展的重要路径,大单品策略是调味品企业快速面向市场的重要策略;2) 复合化和定制化是行业发展趋势,各领域龙头均在积极布局;3) 演变方向上,通常基础调味品企业可积极布局复合调味品,而复合调味品企业较难向基础调味品发展,具备一定的不可逆性;4) 基础调味品企业在布局复合调味品时,具备一定的路径依赖,适合从大品类入手,在品类丰富度上较传统的复合调味品企业低。

平台化长期趋势值得关注,研发能力或成为调味品企业的核心竞争力。通过构建调味品发展象限,我们认为大单品仍是当下主要企业的核心策略,而跨象限将成为企业不断发展壮大的主要选择。近年来,通过大单品或细分品类发展完成原始资本积累的调味品企业也在不断发力品类拓展,企业必须通过品类拓展和平台化不断探索新增长点,以获得长期发展。另一方面,研发将提升企业对消费趋势把握和新品拓展的能力,虽不能作为企业的核心壁垒,但能构成其核心竞争力。随着行业的复合化和定制化发展,将对企业的研发能力提出更高要求,同时研发也是中小企业破局的不二法则。

投资建议:结合对调味品市场未来发展趋势的分析,我们建议重点关注行业龙头和复合调味品赛道的优势企业。龙头企业受益于行业集中度不断提升的趋势,叠加其自身系统性竞争优势,份额有望进一步提升,远期看龙头企业平台化优势将进一步凸显,建议关注各细分品类龙头海天味业、涪陵榨菜和安琪酵母。复合调味品赛道顺应复合化与定制化的行业发展方向,未来有望实现快速增长,建议关注行业具备先发优势的企业天味食品、颐海国际和日辰股份。

风险提示:疫情反复影响消费,复合调味品渗透率提速不及预期,新品扩张不及预期,渠道扩张和全国化不及预期,食品安全风险等。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2021-03-05	评级	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603317.SH	天味食品	53.77	买入	0.47	0.61	0.81	1.14	114.40	88.15	66.38	47.17
603288.SH	海天味业	166.50	买入	1.65	1.96	2.32	2.77	100.91	84.95	71.77	60.11
01579.HK	颐海国际	101.80	买入	0.69	0.95	1.29	1.66	147.54	107.16	78.91	61.33
603755.SH	日辰股份	61.22	买入	0.86	0.93	1.18	1.51	71.19	65.83	51.88	40.54
600298.SH	安琪酵母	53.01	买入	1.09	1.66	1.79	2.13	48.63	31.93	29.61	24.89

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 业绩稳定性支撑行业估值高企，龙头竞争优势造就估值溢价	6
1.1. 调味品行业长期估值高企，持续获资金青睐	6
1.2. “属性+渠道+创新”三大因素，造就调味品行业业绩稳定性	7
1.2.1. 必选属性支撑业绩稳定增长，行业量价齐升可期	7
1.2.2. 调味品市场渠道为王，构建较强的竞争壁垒	8
1.2.3. 基础调味品产品创新难度高降低不确定性，复合调味品处于快速增长阶段空间广阔	9
1.3. 疫情下龙头竞争力和份额持续提升，稀缺性给予龙头估值溢价	10
1.3.1. 调味品龙头估值高企是市场追逐其竞争力和份额的体现	10
1.3.2. 资金对稀缺性龙头青睐度高，充裕现金流助力龙头企业做强做大	12
2. 调味品发展象限剖析行业发展历程，复合化和定制化引领行业趋势	13
2.1. 行业复盘：由原始到基础到复合的品类迭代	13
2.1.1. 原始调味品：增速放缓，油盐糖味精满足基础调味需求	13
2.1.2. 基础调味品：全国化不断推进，酱油醋产品不断升级	14
2.1.3. 复合调味品：品类持续拓展，进入发展快车道	16
2.2. 餐饮连锁化和家用便捷化催生行业新趋势，复合化和定制化引领行业未来发展	18
2.2.1. 连锁化率的提升强化餐饮产业链各环节专业性分工	18
2.2.2. 家用便捷化推动调味品品类替代、细分及复合化发展	19
2.3. 调味品行业发展象限：标准 vs 定制，复合 vs 单一	20
3. 平台化还是专业化，行业发展该何去何从？	24
3.1. “单品-扩品-平台”发展逻辑是否成立？	24
3.1.1. 赢者通吃：大单品-扩品-平台，海外龙头的持续进阶之路	24
3.1.2. 国内企业现状及发展路径展望：跨象限发展，平台化长期趋势值得关注	27
3.2. 研发能力能否成为企业的核心竞争力？	29
3.2.1. 研发是每个象限的核心竞争力，也是小企业逆袭的不二法则	29
3.2.2. 复合化和定制化趋势对研发能力提出了更高要求	30
4. 投资建议：行业量价齐升可期，重点关注龙头企业	32
4.1. 量：调味品销量提升空间大，看好优质龙头企业	32
4.1.1. “餐饮发展+调味品使用习惯培养”带动调味品消费量递增	32
4.1.2. 电商渠道的发展为调味品 C 端销量提升提供新助力	33
4.1.3. 行业集中度提升空间大，龙头市占率有望进一步提高	33
4.2. 价：新趋势新消费，产品升级带动价升	34
4.2.1. 居民消费能力的提升是调味品行业的提价基础	34
4.2.2. 消费升级促进调味品高端化，产品升级带动价升	34
4.2.3. 我国调味品市场呈现量价齐升趋势，2025 年市场规模预计达 5000 亿元	36
4.3. 投资建议：龙头企业竞争优势持续凸显，复调先发优势值得重视	36
5. 风险提示：	38

图表目录

图 1: 过去五年食品饮料各子板块涨幅 (%)	6
图 2: 调味品板块 5 年涨幅 TOP5	6
图 3: 食品饮料子板块近 5 年 PE 水平	6
图 4: 调味品 PE-TTM 高于 A 股整体水平	6
图 5: 食品饮料及白酒、乳制品子板块北上资金占比	6
图 6: 啤酒、肉制品及调味品子板块北上资金占比	6
图 7: 调味品行业营业总收入及增速	7
图 8: 调味品行业净利润总额及增速	7
图 9: 调味品行业 ROE 及 ROA	7
图 10: CPI 与行业营业收入增速	8
图 11: CPI 与行业归母净利润增速	8
图 12: 2018 年我国调味品消费渠道占比	9
图 13: 我国调味品零售中餐饮渠道与流通渠道占比	9
图 14: 2020 年我国调味品行业结构 (零售口径)	9
图 15: 2020 年美国调味品行业结构 (零售口径)	9
图 16: 复合调味品目前处在发展初期	10
图 17: 复合调味料较其他品种增速较高	10
图 18: 2020 年调味品行业整体估值逆势上扬	11
图 19: 2020 年调味品龙头估值高企	11
图 20: 食品饮料各子板块销售费用率	11
图 21: 调味品龙头销售费用率较低 (2019 年)	11
图 22: 金龙鱼现金流状况	12
图 23: 海天味业现金流状况	12
图 24: 调味品的替代演变	13
图 25: 原始调味品分类	13
图 26: 2019 年味精行业市场竞争状况	14
图 27: 2018 年食用油行业市场竞争状况	14
图 28: 基础调味品分类	15
图 29: 酱油品类发展历程	15
图 30: 区域拓展方式多样化	15
图 31: 2020 年日本酱油行业竞争格局 (零售口径)	16
图 32: 2020 年我国酱油行业竞争格局 (零售口径)	16
图 33: 2018 年我国食醋行业竞争格局	16
图 34: 老恒和及恒顺料酒销售收入情况	16
图 35: 复合调味品分类	17
图 36: 我国复合调味品市场规模	17
图 37: 2018 年我国复合调味品产品分布情况	17
图 38: 我国中式复合调味料市场规模	17
图 39: 我国火锅底料市场规模	17

图 40: 2017 年我国火锅底料市场竞争格局	18
图 41: 我国餐饮行业收入总额及增速	18
图 42: 我国餐饮连锁化率不高, 提升空间大	19
图 43: 我国餐饮行业较为分散, 集中度不高	19
图 44: 餐饮产业链主要组成部分	19
图 45: 细分品类与原有品类价格对比	20
图 46: 海天推出一系列健康化多样化产品	20
图 47: 调味品行业发展象限	21
图 48: 2020Q1-3 天味食品各产品营收占比	21
图 49: 天味食品各产品营收变动情况	21
图 50: 天味食品定制餐调收入	22
图 51: 天味食品定制餐调主要客户规模大	22
图 52: 2020H11 颐海国际各产品营收占比	22
图 53: 颐海国际各产品营收变动情况	22
图 54: 2020Q1-3 海天味业各产品营收占比	23
图 55: 海天味业各产品营收占比变动	23
图 56: 海天味业毛利率情况	23
图 57: 海天味业毛利率处于行业内较高水平 (2019 年)	23
图 58: 很多知名餐饮品牌为味好美定制餐调客户	23
图 59: 味好美营业收入情况	23
图 60: 调味品巨头常见发展路径	24
图 61: 龟甲万在日本酱油零售市场市占率持续高于 35%	25
图 62: 龟甲万酱油单品升级路径	25
图 63: 味好美旗下的多元化产品	25
图 64: 企业进行平台化拓展, 横纵向整合资源	27
图 65: 卡夫亨氏旗下品牌	27
图 66: 味好美行业整合历程	27
图 67: 海天扩品类历程	29
图 68: 味之素和海天味业研发费用占营收比重情况	29
图 69: 研发能力的提升帮助基础调味品企业拓展增长新空间	30
图 70: 天味推出新品数量 (个)	30
图 71: 天味研发费用及研发费用占比	30
图 72: 中国消费百年时钟: 第四阶段	31
图 73: 圣伦食品研发投入	31
图 74: 圣伦食品新品推出数量	31
图 75: 美日中餐饮行业年人均零售额 (单位: 美元)	32
图 76: 美日中外食占比	32
图 77: 我国外卖行业收入增速快	32
图 78: 我国外卖行业用户规模增速快	32
图 79: 美日中年人均调味品零售消费额 (单位: 美元)	33
图 80: 美日中年人均调味品零售消费量 (单位: 千克)	33

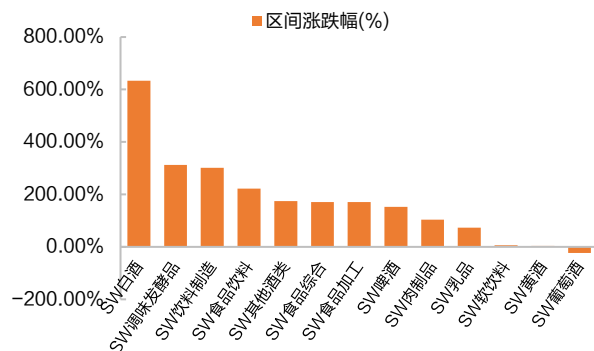
图 81: 我国调味品零售市场渠道占比 (单位: %)	33
图 82: 我国调味品 CR4 及 CR8 变动情况	34
图 83: 2020 年美日中调味品 CR5 对比 (零售口径)	34
图 84: 我国居民消费能力不断提升	34
图 85: 我国调味品零售价格相较美日仍较低 (单位: 美元)	34
图 86: 我国高端酱油市场规模及增速	35
图 87: 我国高端酱油市场产量及增速	35
图 88: 恒顺醋业细分产品与原有产品价格对比	35
图 89: 恒顺醋业功能化细分产品	35
图 90: 2013-2019 年我国调味品市场规模及增速	36
图 91: 2025 年调味品市场规模预测	36
图 92: 2018-2020 年大豆现货价格变动 (元/吨)	38
图 93: 玻璃期货结算价 (活跃合约)	38
图 94: 瓦楞纸市场价 (元/吨)	38
表 1: 2020 年我国调味品零售量价情况与日韩对比	8
表 2: 龙头企业调味品主要产地	10
表 3: 调味品龙头经销网络状况	11
表 4: 原始调味品各子品类发展状况	14
表 5: 基础调味品各子品类发展状况 (2018)	15
表 6: 龟甲万业务板块介绍 (日本市场)	26
表 7: 调味品各企业大单品	27
表 8: 海天主要产品细分	28
表 9: 部分酱油龙头企业的高端酱油产品	35
表 10: 重点标的推荐	37

1. 业绩稳定性支撑行业估值高企，龙头竞争优势造就估值溢价

1.1. 调味品行业长期估值高企，持续获资金青睐

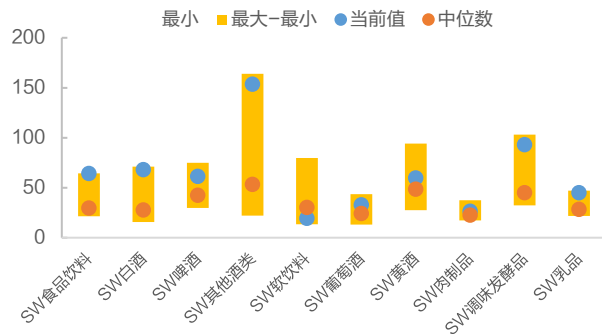
调味品行业近5年持续上涨，表现亮眼。在食品饮料各子板块中，调味品近5年涨幅311.85%，仅次于白酒板块的633.55%，领涨其他子版块。个股层面，千禾味业、海天味业、中炬高新、天味食品等公司近5年涨幅分别达1345.47%/1024.08%/521.56%/380.54%，表现出高回报高成长性。估值方面，近5年调味品板块估值在食品饮料所有子版块中处于较高水平，且截至2021年2月19日，调味品板块PE（TTM）高达93.18X，处于历史高位。与估值持续高企对应的是资金的持续净流入，以北上资金为例，2017年6月-2021年2月调味品行业北上资金占比从3.16%增长了近一倍至6.16%，行业受资金青睐度高，推动调味品行业持续发展。

图1：过去五年食品饮料各子板块涨幅（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所（截至2021-02-19）

图3：食品饮料子板块近5年PE水平



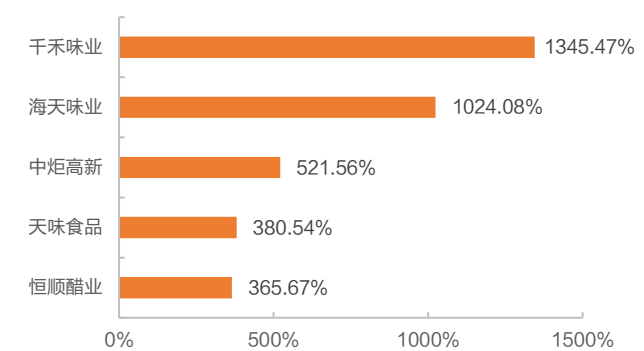
资料来源：Wind，天风证券研究所（截至2021-02-19）

图5：食品饮料及白酒、乳制品子板块北上资金占比



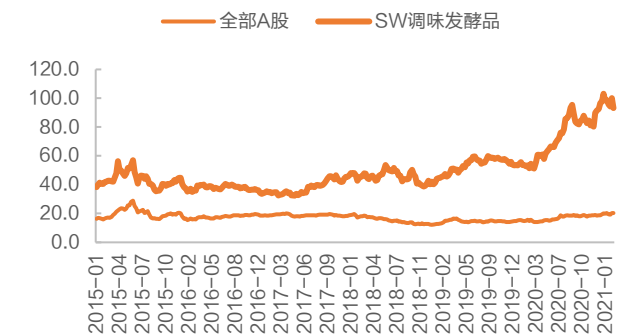
资料来源：Wind，天风证券研究所（截至2021-02-19）

图2：调味品板块5年涨幅TOP5



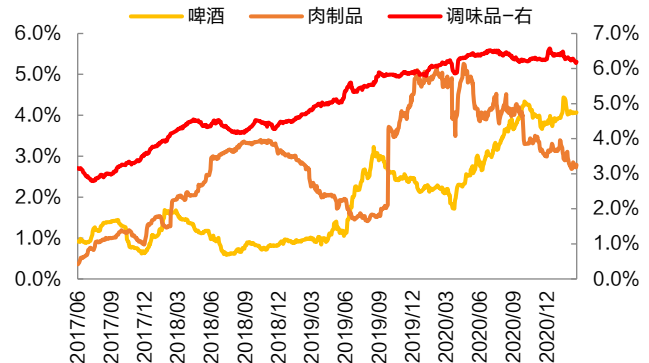
资料来源：Wind，天风证券研究所（截至2021-02-19）

图4：调味品PE-TTM高于A股整体水平



资料来源：Wind，天风证券研究所（截至2021-02-19）

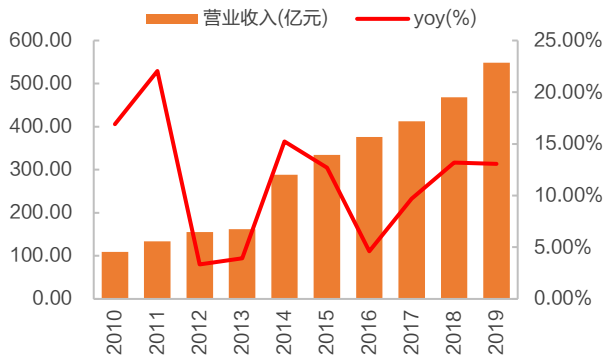
图6：啤酒、肉制品及调味品子板块北上资金占比



资料来源：Wind，天风证券研究所（截至2021-02-19）

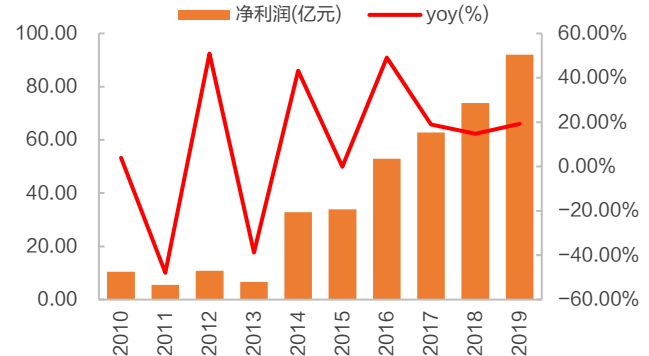
稳健的业绩是支撑调味品板块持续上涨和资金青睐的内在动因。我国调味品行业近 10 年来盈利能力不断增强,业绩表现呈现持续上行趋势。2019 年行业总营业收入已增至 548.58 亿元,净利润总额 92.07 亿元,近 10 年营业收入复合增长率达 19.6%,净利润复合增长率达 19.21%。行业整体 ROE 和 ROA 分别由 2010 年的 14.74%/6.70% 增长至 2019 年的 20.91%/13.21%,行业整体盈利能力不断向好。

图 7: 调味品行业营业总收入及增速



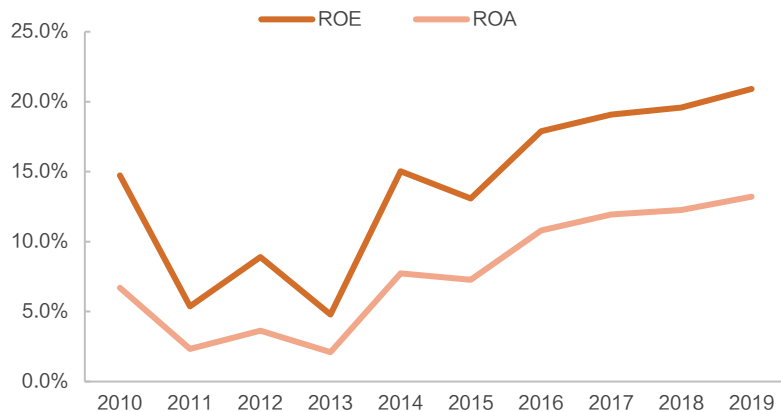
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 调味品行业净利润总额及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 调味品行业 ROE 及 ROA



资料来源: Wind, 天风证券研究所

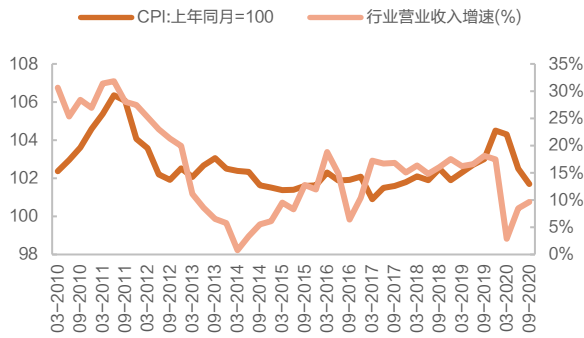
1.2. “属性+渠道+创新”三大因素, 造就调味品行业业绩稳定性

业绩的稳定性支撑了调味品行业的估值高企,我们认为调味品行业业绩的稳定性主要出于以下几方面动因:第一,调味品的必选消费品属性为其带来较强的抗周期性,加之较低的消费频次导致消费者对提价相对不敏感,具备量价齐升的基础;第二,调味品行业餐饮渠道占比高,B 端渠道易守难攻以及 C 端龙头较强的品牌和渠道力形成了行业整体、尤其是龙头企业业绩的稳定性;第三,基础调味品较难创新从而降低不确定性,复合调味品则处于快速上升阶段,发展空间广阔,共同支撑行业整体业绩稳定。

1.2.1. 必选属性支撑业绩稳定增长,行业量价齐升可期

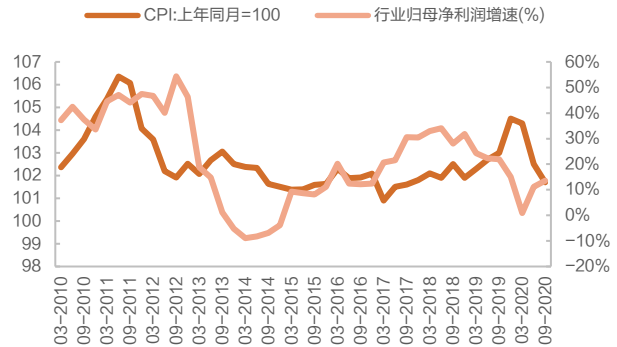
调味品作为必选消费品,具有较强的抗周期性。食品消费是日常生活中的必要性消费,即使在经济、消费下行时,依然具有稳定性。从餐饮收入上看,近 5 年餐饮收入同比增速持续快于社会消费品零售总额同比增速,呈现出强稳定性。而调味品作为菜肴制作必需品,消费刚性强,通常销量较稳定,受宏观经济周期影响较小,有很强的抗周期属性。我们选取了 2010-2020Q3 的 CPI 和调味品行业收入同比增速季度数据,发现调味品行业收入同比增速与 CPI 变动方向大致相符。另外,2010-2020Q3 调味品行业收入同比增速始终为正,抗周期属性明显。

图 10: CPI 与行业营业收入增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 天风证券研究所

图 11: CPI 与行业归母净利润增速



资料来源: Wind, 国家统计局, 天风证券研究所

结合对我国调味品行业未来发展的评估及与日韩市场情况的对比，我们认为调味品行业具有量价齐升的基础。由于我国的餐饮习惯与日韩两国较为相近，可以参考该两国的情况对我国调味品行业的发展空间进行判断。参考这两个国家的加权平均值数据，可推算出我国调味品行业未来的增长空间或达 6.03 倍。

- ◆ **价格方面，C 端消费者对调味品价格的敏感性较低，提价容易被接受。**调味品虽然使用频次高，但其购买频次远低于使用频次，且往往具有单价低的特性，2019 年我国人均调味品零售额仅为 13.5 美元，约占人均食品烟酒消费支出的 1.43%。因而消费者对调味品价格的变动敏感性较低，提价较易实现。以调味品龙头海天为例，其吨单价基本每 2 年提升 4%-5%。
- ◆ **销量方面，餐饮和外卖行业的快速发展拉动调味品需求量持续增长，调味品行业体量增长空间大。**中国产业信息网的数据显示，餐饮渠道的人均调味品消耗是家庭烹饪的 1.6 倍。根据欧睿国际的统计，2020 年我国餐饮行业人均零售额仅为 427.9 美元，远低于日本的 1258.0 美元和美国的 1456.2 美元；外食占比也仅为 22.4%，低于日本的 37% 和美国的 72.5%，增长空间大。未来随着我国居民消费水平的不断提升，人们外出就餐和食用外卖的频率有望持续上升，从而拉动调味品需求持续增长。

表 1: 2020 年我国调味品零售量价情况与日韩对比

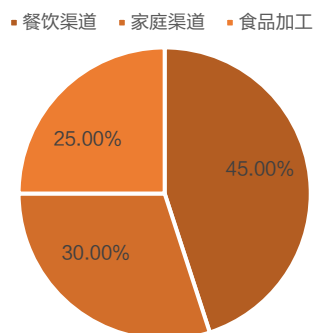
	人均零售价(美元/KG)	人均零售消费量(KG)	人均零售消费额(美元)
日本	7.97	18.90	150.60
韩国	6.73	4.50	30.30
平均	7.35	11.70	90.45
中国	3.00	5.00	15.00
成长倍数	2.45	2.34	6.03

资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

1.2.2. 调味品市场渠道为王，构建较强的竞争壁垒

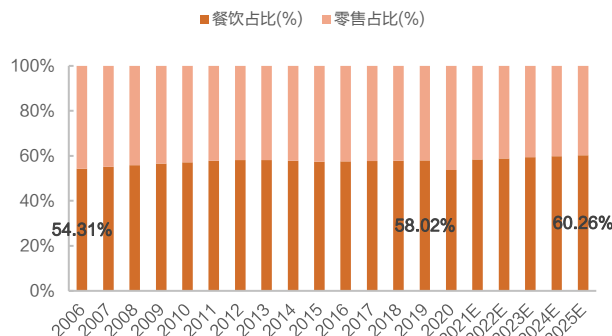
从渠道端看，我国调味品市场中 B 端餐饮渠道占比较高。随着经济水平的提高，外出就餐的人数增多、餐饮端调味品用量不断增大，餐饮渠道已经成为调味品消费中占比最大且最为重要的渠道。根据中国产业信息网的数据，我国调味品消费中餐饮、家庭和食品加工 3 种渠道占比分别为 45%、30% 和 25%；据欧睿国际口径，2006 年至今调味品零售量中餐饮渠道的占比恒在 50% 以上，且预计接下来 5 年该比例将持续提高至 60% 以上。

图 12：2018 年我国调味品消费渠道占比



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 13：我国调味品零售中餐饮渠道与流通渠道占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

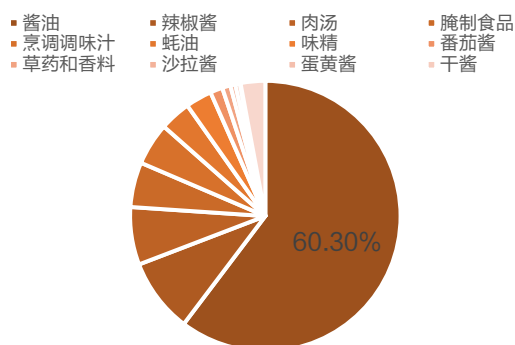
B 端渠道粘性强，易守难攻，先入企业渠道优势明显。B 端调味品的选择主要受厨师和采购人员的影响。厨师相对专业，更加注重餐食口味和质量，而且厨师烹饪方式的重复性和延续性以及消费者的味觉记忆使其对某一种固定调味品的使用需求十分稳定，容易进行长时间使用；采购人员注重成本节约，在与某品牌达成长期合作之后通常会以优惠的价格购入该产品并持续相当长时期，渠道的稳定性相当之高。因此，龙头企业由于进入时间早，往往已经形成了较稳定的餐饮端布局，积累了较丰富的 B 端资源，先发优势十分明显。结合我国调味品市场 B 端占比高的渠道特点，B 端渠道粘性支撑行业整体业绩稳定。

C 端渠道优势有助于品牌壁垒的建立，但竞争更为激烈，不确定性相较 B 端而言较高。消费者的口味和偏好具有多样性，且消费行为更加非理性和随机性，容易被促销吸引，在调味品的选择上也更加难以形成定式。C 端渠道网络的建设布局和经销商资源的积累有助于实现全国化布局，形成规模效应，从而带动品牌壁垒的建立；但由于流通端渠道粘性更弱，进入门槛更低，从而竞争局面更为激烈，相比 B 端具备更高的不确定性。但龙头凭借其系统性优势，对于 BC 两端的平衡或更具优势，共同支撑业绩的稳定性。

1.2.3. 基础调味品产品创新难度高降低不确定性，复合调味品处于快速增长阶段空间广阔

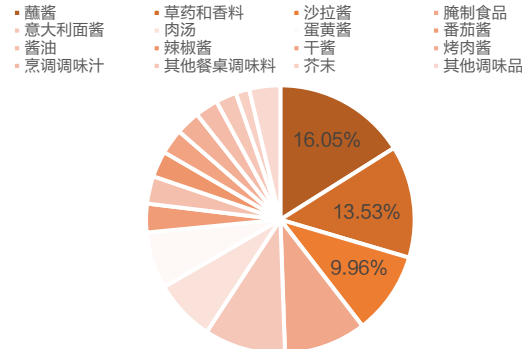
地域、饮食文化构筑长期壁垒，带来基础调味品的高复购率，降低不确定性。基础调味品经过几千年的饮食文化培育，已经形成了较为稳定的使用习惯。一方面，我国已经形成了独具特色和文化底蕴的饮食体系，与西方国家在调味品结构上存在明显差异，欧睿国际数据显示，2020 年我国调味品行业零售额中酱油占比高达 60.30%，美国的调味品消费结构则以蘸酱、香料和沙拉酱为前三大品类，差异显著；另一方面，我国地大物博、幅员辽阔，由于气候和作物等条件的差异，在地理上形成了“东酸西辣，南甜北咸”的口味差异，也造就了各地区独具特色的饮食习惯和味觉记忆。在此背景下，人们的口味一旦形成则较难转变，由此带来基础调味品购买上的高复购率，也为传统的基础调味品带来了较稳定的消费市场。

图 14：2020 年我国调味品行业结构（零售口径）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 15：2020 年美国调味品行业结构（零售口径）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

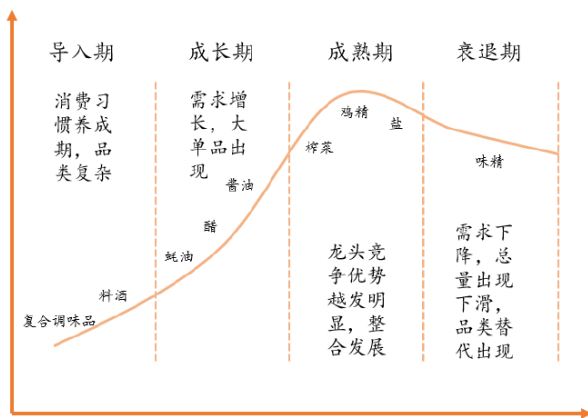
表 2：龙头企业调味品主要产地

公司名称	主要产地
涪陵榨菜	涪陵地区：利用该地区独特的自然条件，使得涪陵地区青菜头种植面积占全国青菜头种植面积的 43.20%
恒顺醋业	江苏（镇江）：在江苏建成了万余亩食醋专用种植基地，并且利用镇江独特的地理优势条件建立了 3600 亩香陈醋专用优质糯米种植基地
千禾味业	四川地区：引用长江上游岷江雪域高原之水灌溉，好田、好地、好水源、好气候
海天味业	北回归线附近：年均日照 300 天以上，天然形成黄金阳光地带，具有光照时间长、太阳高度高、太阳辐射强，获得太阳热量多的特点
中炬高新	北回归线以南的岭南地区：“晒足 180 天”

资料来源：公司官网，中国产业信息网，每日财报，天风证券研究所

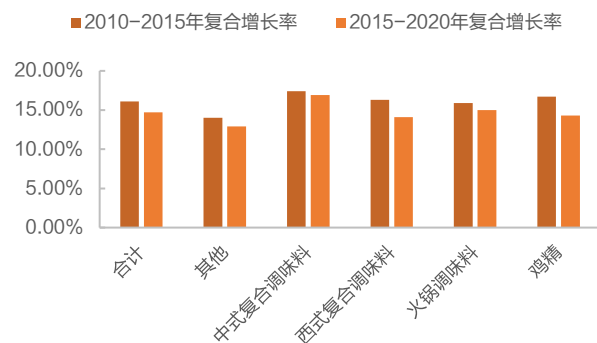
另一方面，复合调味品满足多元化、便捷化餐饮需求，赛道空间广阔。我们认为，复合调味品具备便捷性和标准化优势，能够较好地满足餐饮需求；同时复合调味品的使用人群以年轻消费者为主，尝鲜偏好和消费能力强；且复合调味品的使用习惯具备一定的不可逆性，20 年的疫情也加速了消费者使用习惯的培养。因此，复合调味品虽处于早期阶段，但其具备较强的标准化、工业化和便捷化优势，顺应行业 and 消费趋势，有望获得快速发展。根据弗若斯特沙利文的统计数据，中国复合调味品的市场规模从 2013 年的 557 亿元增长至 2017 年的 972 亿元，年复合增长率为 14.94%。预计 2020 年复合调味品市场规模将达 1476 亿元，远期规模或达 4000 亿元（详细测算请见日辰深度报告《差异化竞争卡位行业风口，重研发导向竖立核心优势》），空间广阔。

图 16：复合调味品目前处在发展初期



资料来源：天风证券研究所

图 17：复合调味料较其他品种增速较高



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

此外，行业高端化趋势也奠定了业绩稳定性。进入消费时钟的第三阶段，人均可支配收入的上涨带动了消费升级，在满足了基本生活需求之后，人们对生活品质有了更高的需求，进而催生出高端化需求。具体到调味品市场中，人们对口感优质、配方健康的中高端调味品开始有越来越大的需求，调味品企业也在不断提高中高端产品占比以进行提价，随着消费升级的不断推进，我们认为未来调味品行业高端产品的涌现和均价的上涨将持续发生。我们预计企业在渠道具备相对优势的基础上，能够通过结构升级，支撑企业业绩稳健增长。

1.3. 疫情下龙头竞争力和份额持续提升，稀缺性给予龙头估值溢价

1.3.1. 调味品龙头估值高企是市场追逐其竞争力和份额的体现

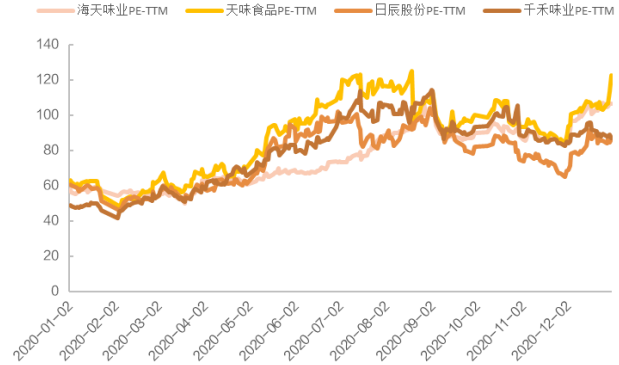
龙头的竞争力和份额提升共同支撑行情表现。20 年调味品行业整体表现前低后高，一季度因疫情抑制餐饮需求导致调味品 B 端受损较为严重，行业整体估值较 19 年四季度有所回调。但二季度起调味品行业整体估值不断攀升，9 月初估值达 104.27X，位于历史高位。四季度前期短暂回调后，12 月起估值继续回升。个股方面，龙头企业的估值表现尤为亮眼，海天味业估值于 20 年一季受损后一路攀升至年底的 106.72X，天味食品估值达 122.8X，千禾味业、日辰股份估值均突破 80X。我们认为疫情之下龙头的高估值主要受益于其较强的竞争能力和份额的不断提升。

图 18：2020 年调味品行业整体估值逆势上扬



资料来源：Wind，天风证券研究所

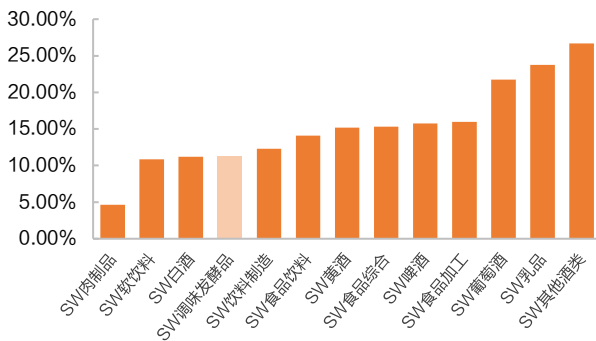
图 19：2020 年调味品龙头估值高企



资料来源：Wind，天风证券研究所

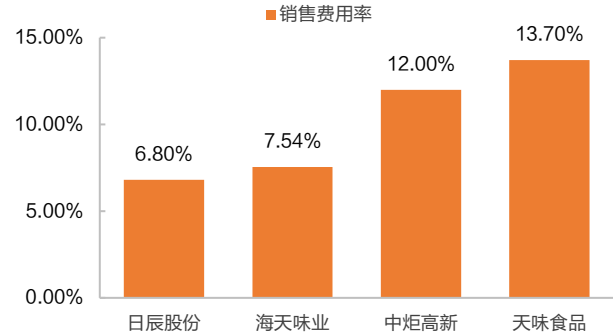
- ◆ **味觉记忆产生消费粘性，建立品牌忠诚度。**如前文所述，由于我国独特的饮食文化以及不同地域各具差异的口味偏好，消费者在调味品的选择上容易形成味觉记忆，进而产生较强的消费惯性。调味品龙头则抓住这一点，利用自身已有资源从餐饮端、零售端、工厂端齐发力，深入到每一个消费者的味蕾中，进而建立起品牌忠诚度，提高产品复购率。从财务数据上看，调味品行业整体以及龙头企业的销售费用率普遍较低，说明其无需在营销上过多投入即可保障需求的稳定性，营销支出相对可控。

图 20：食品饮料各子版块销售费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：调味品龙头销售费用率较低（2019 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

- ◆ **规模和渠道优势助力龙头企业市占率不断提升。**20 年疫情背景下龙头企业进一步加快渠道布局，逆势攫取市场份额，不断提高自身的抗风险能力和市场竞争力。海天味业、中炬高新等龙头企业持续推进经销网络建设，尤其侧重推进渠道下沉。海天味业 1-3Q20 净增经销商 933 家，其中北部、西部和中部地区分别净增 290/263/213 家，对应三地 Q1-3 主营业务收入分别同比+15.69%/25.61%/23.74%，增速快于东部和南部区域；中炬高新美味鲜 1-3Q20 净增经销商 278 家，其中北部和中西部地区分别净增 140/58 家，对应 Q1-3 主营业务收入分别同比+19.50%/28.92%，同样快于东部地区和南部地区，全国化销售网络建设稳步推进。**龙头在疫情背景下，凭借其系统性竞争优势，不断夯实竞争力，份额持续提升。**

表 3：调味品龙头经销网络状况

公司	经销商数量	覆盖范围	20Q1-3 分区域经销商变动	20Q1-3 分区域主营业务收入 yoy
海天味业	6739 家	省级 100%覆盖 地级市 100%覆盖	全国：+933 家	全国：+14.98%
			东部区域：+76 家	东部区域：+11.34%
			南部区域：+91 家	南部区域：+3.43%
			中部区域：+213 家	中部区域：+23.74%
			北部区域：+290 家	北部区域：+15.69%
			西部区域：+263 家	西部区域：+25.61%

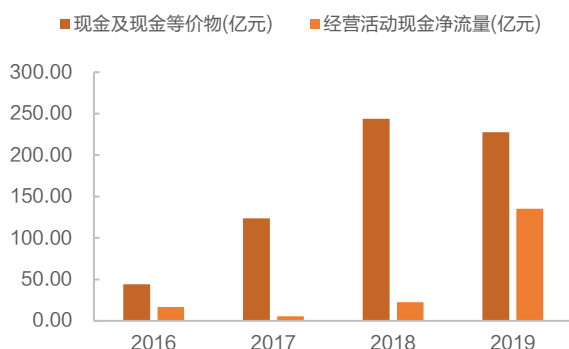
中炬高新	1329 家	地级市 83.4%覆盖 区县 38.32%覆盖	全国: +278 家	全国: +10.58%
			东部区域: +54 家	东部区域: +3.43%
			南部区域: +26 家	南部区域: +3.85%
			中西部区域: +58 家	中西部区域: +28.92%
			北部区域: +140 家	北部区域: +19.50%
			全国: +1348 家	全国: +42.15%
			西南地区: +149 家	西南地区: +38.78%
			华中地区: +308 家	华中地区: +34.29%
			华东地区: +319 家	华东地区: +68.71%
			西北地区: +93 家	西北地区: +43.67%
			华北地区: +212 家	华北地区: +46.93%
			东北地区: +100 家	东北地区: +9.9%
			华南地区: +167 家	华南地区: +41.86%
			全国: +156 家	全国: +31.32%
			东部区域: +49 家	东部区域: +62.01%
			南部区域: -5 家	南部区域: -4.23%
			中部区域: +100 家	中部区域: +51.28%
			北部区域: -8 家	北部区域: +51.98%
			西部区域: +20 家	西部区域: +19.56%
			覆盖 34 个省市自治区	
			300 个地市级市场	
			1000 余个县级市场	
			覆盖 31 个省级地区及港澳台地区	

资料来源:公司公告, 调料家, 天风证券研究所(注:“经销商数量”一项中, 涪陵榨菜数据来自 2020 中报, 颐海国际来自调料家, 其余公司数据均来自 2020 三季报;“覆盖范围”一项中, 涪陵榨菜和颐海国际数据来自 2020 中报, 其余公司数据均来自 2019 年报)

1.3.2. 资金对稀缺性龙头青睐度高, 充裕现金流助力龙头企业做强做大

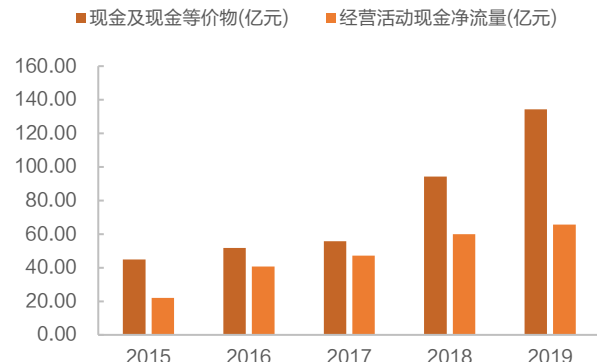
疫情背景下流动性保持相对宽松态势, 资金追逐稀缺性龙头。20 年疫情影响下整体货币政策偏宽松, 一定程度的货币超发导致市场流动性较为宽裕。在此背景下, 稀缺性的快消品龙头成为市场资金的追逐对象。**龙头企业的行业地位使其具有较强的下游议价能力, 往往能在销售中采取先款后货的模式, 为企业带来充裕现金流, 对龙头企业平台化和未来永续发展提供基础, 企业价值或不断提升。**从财务数据上看, 2019 年金龙鱼和海天味业的现金及现金等价物分别达 227.39/134.35 亿元, 其中经营活动现金流净额分别达 135.28/65.68 亿元, 表明企业现金流充裕、主营业务获取现金能力强, 具有稳定的发展前景。而充足的现金流量增强了龙头企业的稀缺性和稳定性, 并将进一步支持龙头企业做强做大, 继续深挖市场, 扩大规模。

图 22: 金龙鱼现金流状况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 海天味业现金流状况



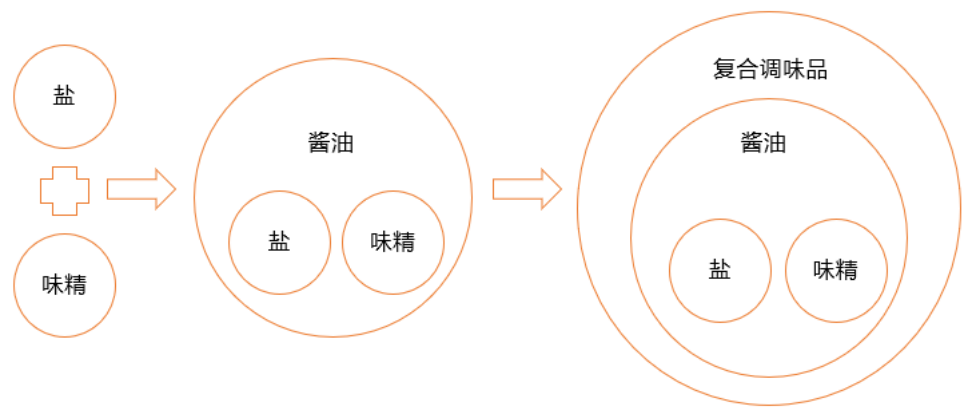
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 调味品发展象限剖析行业发展历程，复合化和定制化引领行业趋势

2.1. 行业复盘：由原始到基础到复合的品类迭代

我国调味品的发展经历了“原始调味品—基础调味品—复合调味品”的演变路径。根据调味品加工方式的复杂化和复合化程度，我们将其划分为原始调味品、基础调味品和复合调味品三类。人们的味蕾对咸味和鲜味的需求带来了盐和味精等的发展，成为最早的原始调味品。随着消费者对食品口感要求的提高，能同时提供鲜味及咸味的酱油逐渐产生并部分替代盐和味精等基础调味料，盐和味精则成为酱油的上游原料。近年来在消费者对食品便利性的需求以及工厂端对产品标准化生产倾向的共同推动下，以基础调味品为原料制成的复合调味品增长迅猛。发展阶段与产品特性的不同导致上述四大品类的调味品呈现出不同的竞争格局与增长趋势。

图 24：调味品的替代演变

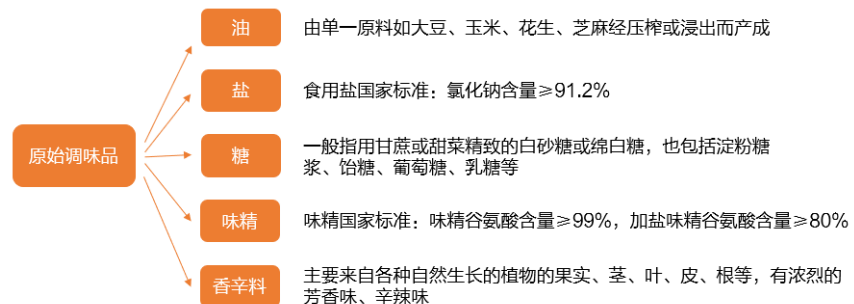


资料来源：天风证券研究所

2.1.1. 原始调味品：增速放缓，油盐糖味精满足基础调味需求

原始调味品主要满足人们基础的调味需求，目前增速放缓。从品类上看，原始调味品主要包括糖、盐、味精、香辛料以及调味基础用品食用油，这些调味品无需经其他调味品二次加工得到。随着人们味蕾需求的不断升级和调味品品类的日益丰富，原始调味品在很多场合已逐渐被替代，发展速度放缓。

图 25：原始调味品分类



资料来源：食品安全国家标准 GB/T 20903-2007（调味品分类），GB/T 5461-2016（食用盐），天风证券研究所

味精和食用油行业集中度高，盐、糖等格局较为分散。原始调味品经过几十年的发展，目前产品的同质化竞争较为严重。分产品看，味精和食用油的行业集中度较高，龙头企业享有高市占率；盐和糖的竞争格局则较为分散。

- **味精和食用油：行业集中度高，龙头企业竞争优势愈发明显。**味精行业自上世纪 90 年代起进入快速发展阶段，并于此后十几年进行了快速的行业整合，行业内企业数量由 140 余家削减为目前的二十余家，阜丰集团、梅花生物、伊品生物居前三，2019

年占据整个味精行业的市场份额高达 79.2%，其中阜丰集团独占 44.4%，为行业的绝对龙头。食用油行业经过多年的发展，同样涌现出了一批实力强劲的龙头企业，2018 年第一梯队的丰益国际、中粮集团、山东鲁花和西王食品共占据行业 63.8% 的市场份额。长期的竞争推动了食用油各个子品类的发展：丰益国际旗下的主要品牌金龙鱼和中粮旗下的主要品牌福临门，都是由多油种构成的综合性品牌；山东鲁花以花生油为主；西王和长寿花则成为玉米油的代表品牌；多力成为葵花籽油的代表品牌。

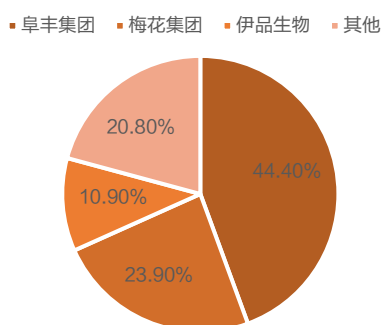
- ◆ **盐和糖**：由国家统派地方专营的区域型国企和地方作坊为主，行业格局较分散。盐和糖除食用属性外还有大宗商品属性，受国家管制，其生产与销售受原材料产地及制度的影响较大。国家规定盐类定点生产，依各区域的天然属性分为海盐、湖盐和井矿盐，批发环节实行专营制度，从制度层面便决定了盐企以地方性国企为主的特性。随着盐改计划的出台和市场化竞争的加剧，行业集中度有望提升。糖由于生产原料的区域性限制，企业大多布局于原材料产区，分为北方的甜菜糖区与南方的甘蔗糖区。广西的糖产量占全国总产量的 60%，但由于技术壁垒低，集中度也很低，最大的企业南糖 2018 年在广西的市占率也仅为 9.87%，在全国仅为 5.77%。

表 4：原始调味品各子品类发展状况

类别	子品类	细分空间	区域集中程度	CR3
原始调味品	盐	低	较低（受政策影响）	低
	糖	低	高（集中于广西、云南等）	低
	味精	低		79.2% (2019)
	食用油	较高	较高（华东销售收入占比最高）	60.3% (2018)

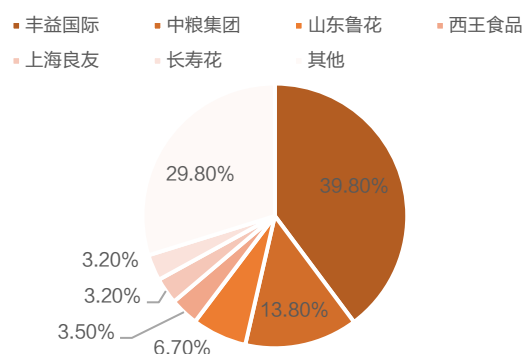
资料来源：中国报告网，前瞻产业研究院，中国产业信息网，华经情报网，《南宁糖业 2018 年报》，天风证券研究所

图 26：2019 年味精行业市场竞争状况



资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

图 27：2018 年食用油行业市场竞争状况

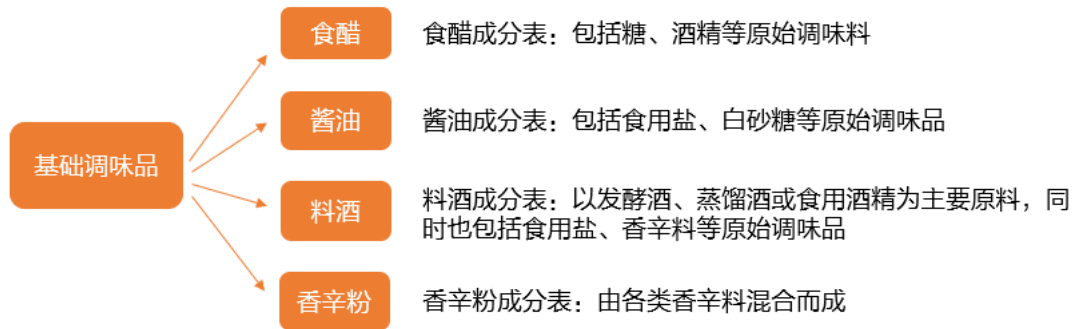


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.1.2. 基础调味品：全国化不断推进，酱油醋产品不断升级

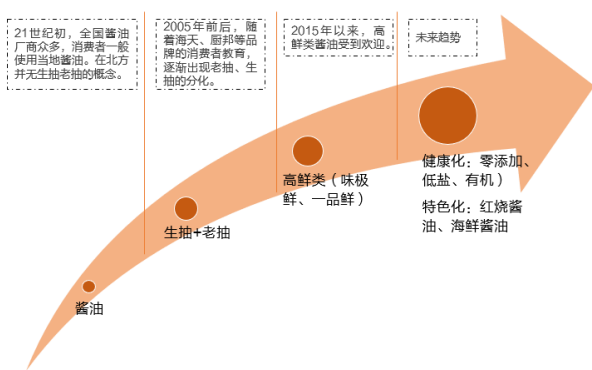
基础调味品种类不断丰富，头部企业开始基于区域向全国扩展。产品端上，基础调味品主要包括食醋、酱油、料酒和香辛粉，其中各细分品类不断更新迭代，产品种类日益丰富。例如酱油由上色功能的老抽演变为兼具鲜味和咸味功能的生抽，2015 年至今，注重味觉体验升级的高鲜类酱油和主打健康化的零添加、低盐酱油等也相继推出并受到市场追捧。渠道方面，经销模式逐步铺开，餐饮和流通成为两大主要渠道。企业在各区域选择本身拥有当地销售网络的经销商，并通过他们来影响二级经销商进而对接商超、餐饮店等终端渠道。供应端上，品牌价值日益受到重视，区域性品牌开始通过多种方式拓展全国市场。以酱油为例，海天通过利用先入优势布局餐饮端渠道并构筑了高壁垒；李锦记依托产品品质而主打中高端路线，走高端餐饮及海外渠道；中炬高新主要从流通端突破，流通端占比高，与海天形成错位竞争，此三大品牌已基本实现了全国布局。

图 28：基础调味品分类



资料来源：食品安全国家标准 GB/T 20903-2007（调味品分类），看点快报，天风证券研究所

图 29：酱油品类发展历程



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 30：区域拓展方式多样化



资料来源：观研网，中国产业信息网，美通社，第一财经，天风证券研究所

基础调味品整体格局仍较为分散，行业集中度有望进一步提升。基础调味品领域虽然涌现出了一些龙头企业例如海天、中炬，但整体竞争格局仍较为分散，行业仍具备较大的整合空间，龙头市占率有望进一步提升。同时一些新品类，例如料酒等，也成为各家企业积极布局的品类，未来消费习惯有望加速培育。

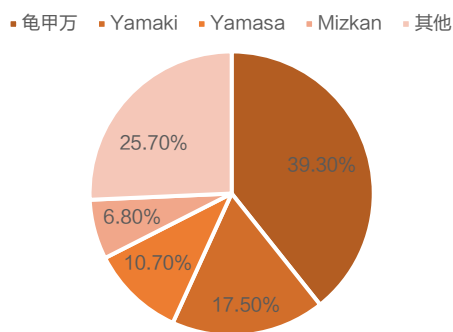
- ◆ **酱油**：行业渗透率已较高，但仍有较大整合空间。酱油行业呈现出一超多强的格局，海天处于领先地位，但 2020 年海天在酱油零售市场的市占率也只有 7.3%，对标日本及海外龙头（日本龙头龟甲万 2020 年同口径市占率为 39.3%），我们认为未来酱油行业集中度仍具备较高的提升空间。
- ◆ **食醋**：行业较为分散，产品区域性较强。2018 年在 6000 多家醋企中，品牌企业产量仅占 30%，其他作坊式小企业占 70%；全年食醋总产量已接近 500 万吨，但年均产量超过 10 万吨的企业仅 4 家，占总数的 11%。2018 年食醋行业的 CR3 为 13.3%，恒顺作为行业龙头也仅占据 6.5% 的市场份额，行业整合空间仍较大。同时食醋由于具备较强的地方口味特色，也使其发展具备一定的地域限制。
- ◆ **料酒**：渗透度较低，成长空间广阔。料酒行业目前正处于中高速增长期，大众消费习惯仍未形成，行业渗透率较低，成长空间较大。现阶段主要企业有老恒和、王致和、老才臣、恒顺等。

表 5：基础调味品各子品类发展状况（2018）

类别	子品类	细分市场	区域集中程度	CR3
基础调味品	食醋	较高	低，区域品牌为主	13.30%
	酱油	较高	一般	21%
	料酒	较高	低	不足 20%

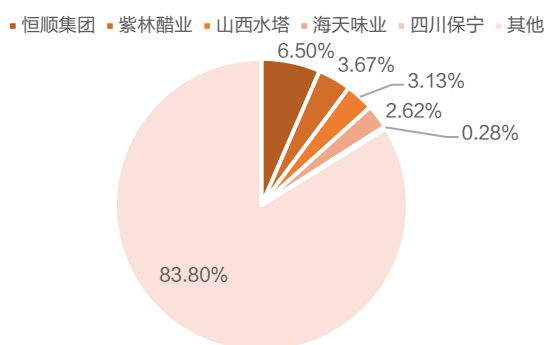
资料来源：中国产业信息网，前瞻产业研究院，中国报告网，天风证券研究所

图 31：2020 年日本酱油行业竞争格局（零售口径）



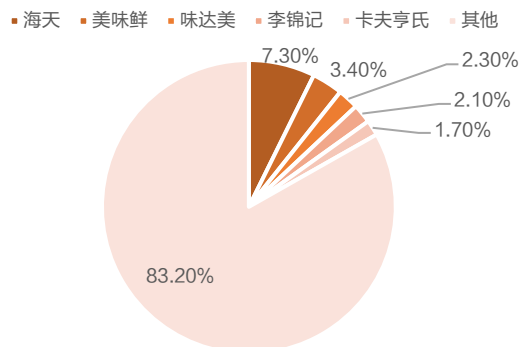
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 33：2018 年我国食醋行业竞争格局



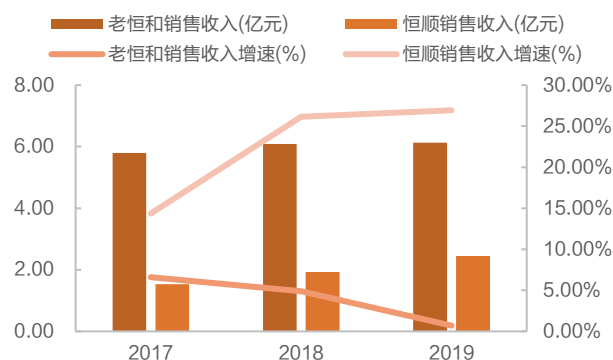
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 32：2020 年我国酱油行业竞争格局（零售口径）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 34：老恒和及恒顺料酒销售收入情况

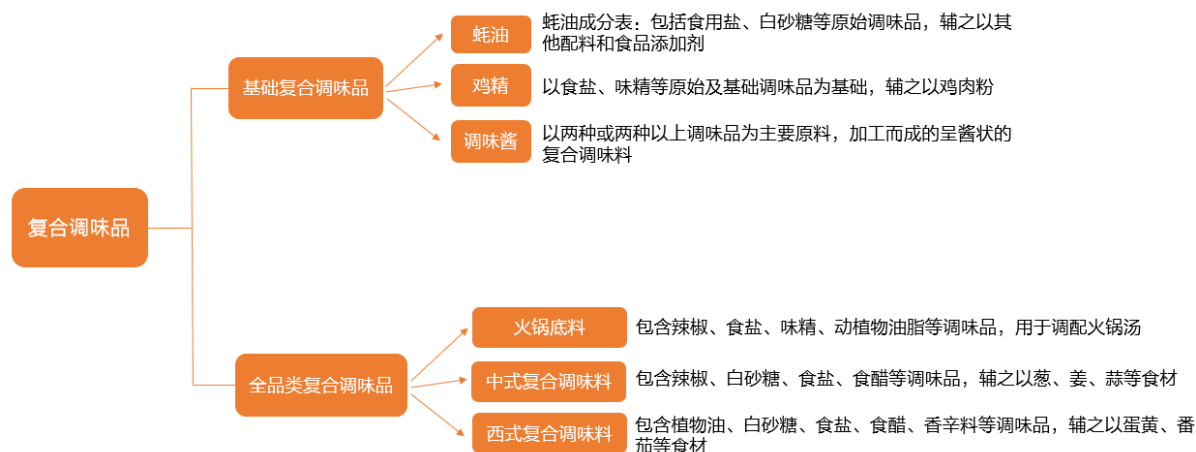


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2.1.3. 复合调味品：品类持续拓展，进入发展快车道

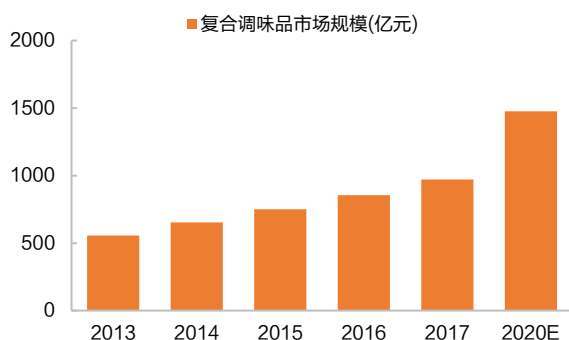
复合调味品起步较晚但发展迅速，且顺应行业和消费趋势，未来发展有望持续提速。根据中国产业信息网的数据，2019 年中国调味品市场规模 3345.9 亿元，2013-2019 年复合增长率 6.45%；而弗若斯特沙利文的统计显示，复合调味品市场规模由 2013 年的 557 亿元增长至 2017 年的 972 亿元，年复合增长率达 14.94%，远高于调味品行业整体水平。按此增速，预计 2020 年中国复合调味品市场规模有望达 1475.79 亿元。从品类上看，复合调味品主要包括基础复合调味品和全复合调味品两大类。其中基础复合调味品主要包括蚝油、鸡精和调味酱等，多用于餐饮渠道中的中西式正餐，能够帮助厨师增加烹饪便捷度，不会削弱厨师的价值。全复合调味品则主要用于家庭和小型餐饮场景，火锅底料和中式复合调味料是其中增长最快的两个赛道。2013-2018 年中式复合调味料市场规模从 90 亿元增长至 184 亿元，CAGR 达 15.38%，预计 2020 年中式复合调味品市场规模将达到 254 亿元；而火锅底料市场规模由 2010 年的 59 亿元增长至 2018 年的 194 亿元，CAGR 达 16.04%，增长强劲。

图 35：复合调味品分类



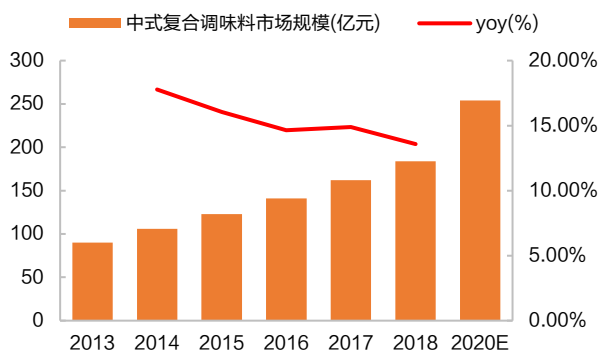
资料来源：食品安全国家标准 GB/T 20903-2007（调味品分类），天风证券研究所

图 36：我国复合调味品市场规模



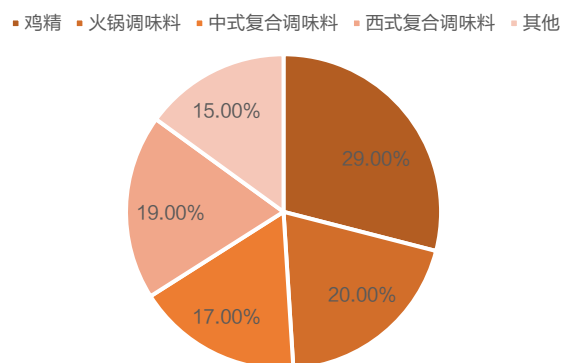
资料来源：弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 38：我国中式复合调味料市场规模



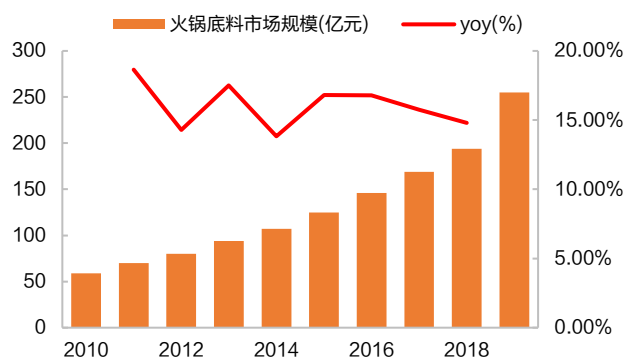
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 37：2018 年我国复合调味品产品分布情况



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

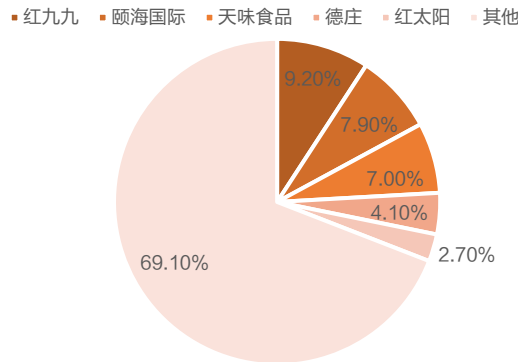
图 39：我国火锅底料市场规模



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

复合调味品具有“小产品，大市场”的特点，未来行业集中度有进一步提升趋势。目前我国复合调味品市场集中度较低，以火锅底料市场为例，2017 年 CR5 仅为 30.9%，头部企业红九九、颐海国际、天味食品、德庄和红太阳市占率均不超过 10%，未来集中度提升的空间较大。未来随着餐饮连锁化的加速，下游餐饮企业对底料的产品品质、供应稳定性和供应规模等都将提出更严格的要求；加之大型底料厂受益于规模优势带来的成本较低、生产线优势带来的损耗较低等优势，在价格上能够给予下游餐饮企业一定程度的优惠，未来越来越多的餐饮品牌会倾向于使用大厂的底料及定制产品。另一方面，随着消费升级的演进和头部企业更优的产品结构，消费者对于龙头企业产品的青睐度会逐步提升。综合以上两点，我们认为头部企业的规模优势和品牌影响力将日益凸显，市场份额有望不断集中。

图 40：2017 年我国火锅底料市场竞争格局



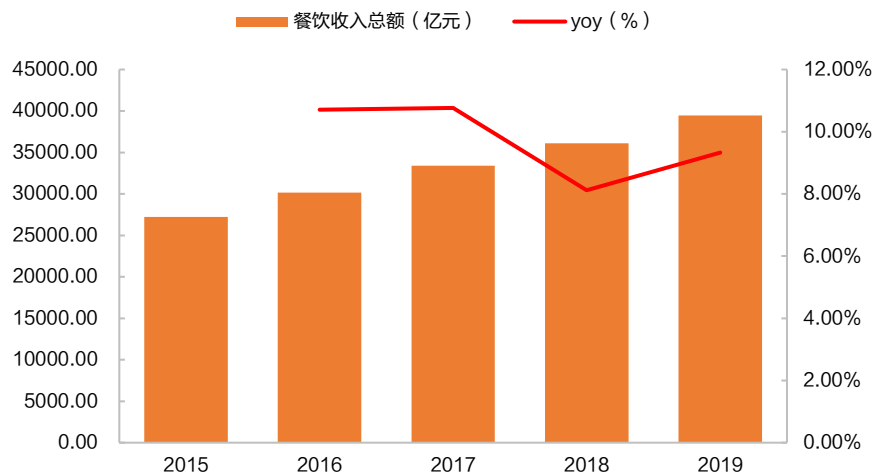
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

2.2. 餐饮连锁化和家用便捷化催生行业新趋势，复合化和定制化引领行业未来发展

2.2.1. 连锁化率的提升强化餐饮产业链各环节专业性分工

中国餐饮行业在市场结构和商业模式上探索改革创新，餐饮市场实现回暖并快速发展。国家统计局的数据显示，2019 年我国实现餐饮收入 3.95 万亿元，同比增长 9.32%，增速较快。未来随着人们消费习惯的改变和生活水平的提升，餐饮行业的增长空间仍较为广阔。

图 41：我国餐饮行业收入总额及增速



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

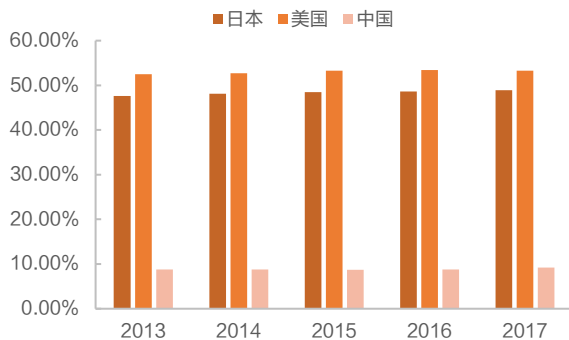
连锁化是餐饮行业的发展趋势，且有不断提速的现象。在我国餐饮行业规模不断扩大的背景下，餐饮连锁化率仍较低。2017 年我国餐饮连锁化率仅为 9.2%，对比美国和日本的 53.3% 和 48.9%，我国餐饮连锁化率仍有较大的提升空间。我们认为连锁化是行业的趋势，具体表现在：

- ◆ **餐饮行业集中度较为分散，对比美国提升空间大。**我国餐饮行业集中度较低，2004-2017 年间 CR100 持续低于 10%。对比美国，2016 年美国餐饮业营收总额为 7826.7 亿美元，TOP50 餐饮总营收为高达 2170 亿美元，占比约 27.73%；而同期我国 TOP50 占比仅为 4.91%。我国餐饮行业集中度较国外差距明显，提升空间大，2020 年的新冠疫情也加速了行业的兼并与整合。
- ◆ **标准化、可复制化是连锁化的优势，顺应集中度提升浪潮。**根据中国烹饪协会发布的《中国餐饮百强企业和餐饮五百强门店分析报告》，2018 年餐饮企业百强中，标准化程度高、可复制性强的快餐和餐饮酒楼成为主力业态，火锅的营收增速也比较抢眼。

另外，2018 年，51%的百强企业以“直营+特许”的方式扩大规模，餐饮企业连锁化动力较强。

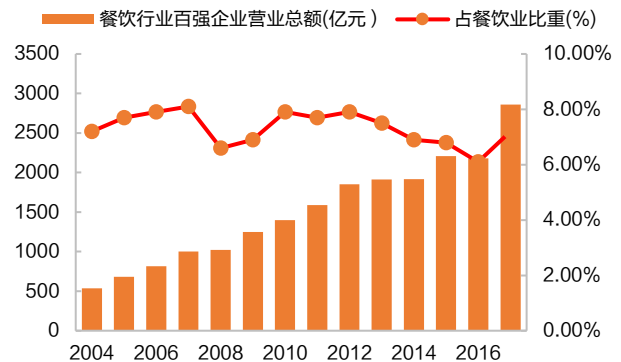
- ◆ **连锁化实现规模效应，同时提升企业危机应对能力。**一方面，连锁餐饮所使用的食材大多是标品、冻品，在危机情况下，不会产生特别大的成本损耗；另一方面，连锁企业能够进行标准化扩张以实现规模效应从而降低成本，提升利润空间，增强危机应对能力。例如在 2020 年新冠疫情的影响下，餐饮企业由于无法正常营业，或面临现金流等问题，部分酒楼由于需要处理存货而将菜品进行售卖；而连锁餐饮通常由央厨配送，成本损失较低。

图 42：我国餐饮连锁化率不高，提升空间大



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 43：我国餐饮行业较为分散，集中度不高

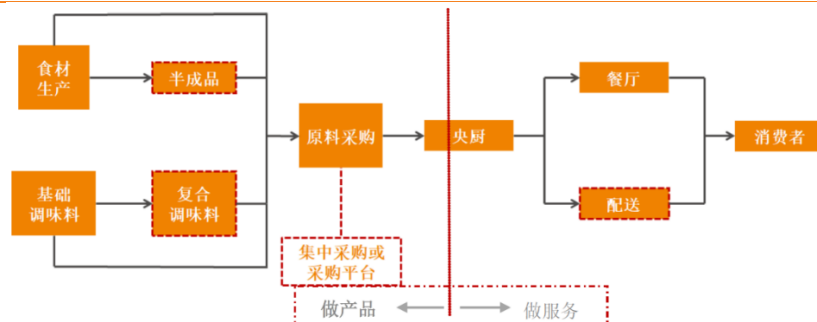


资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

我们认为餐饮连锁化率的提升将带来两方面影响，一是促进餐饮产业链专业化分工的强化；二是对菜品标准化程度提出更高要求，从而带动复合调味品定制业务的发展。

- ◆ **餐饮连锁化促进产业链上下游紧密度不断增强，全产业链迎发展机遇。**餐饮供应链包括从食材生产到消费者的整条产业链，包含上游原料生产、采购、央厨及餐厅或配送消费。餐饮连锁化率的提升对产业链的运营效率提出了更高的要求，各环节之间的关系在逐步拉近，如央厨需求从原始食材到半成品，从基础调味料到复合调味料，包括统一采购平台的兴起，央厨到消费者之间的配送，均将各环节的联系变得更加紧密。
- ◆ **餐饮连锁化率的提升促进复合调味品定制业务的发展。**连锁餐饮企业对菜品标准化程度的要求越来越高，而不同分店、不同厨师对相同菜品的把握度有着不可避免的差距，味道不统一给餐饮店带来的损失不可挽回，调味品餐饮定制化业务便由此诞生。目前，天味食品、日辰股份等一些复合调味品企业开始为餐厅提供定制餐调业务，即为餐厅定制生产适用于某款菜品的调味料，从而在简化厨师工作的同时，也让餐饮企业的特色化、标准化和规模化成为可能。

图 44：餐饮产业链主要组成部分



资料来源：天风证券研究所

2.2.2. 家用便捷化推动调味品品类替代、细分及复合化发展

随着生活节奏加快，消费者对方便快捷的诉求越来越强，家用场景下洗碗机、扫地机器人等使用率的不断提高就是该趋势的体现。在此背景下，消费者更偏好用方便快捷、风味多

样性的复合调味品代替口味单一的基础调味品，并由此推动了行业品类替代和新品类的出现。

- 品类替代：酱油替代盐。**盐作为中国传统的调味品，主要用于提升食物的咸味。而作为原始调味品的一员，消费者在烹饪食物的过程中，往往需要搭配其它原始调味品使用，这在一定程度上增加了烹饪的复杂性。随着经济社会的发展，现代人的生活节奏日益加快，复杂繁琐的烹饪流程逐渐不为消费者所喜爱。酱油的出现很大程度上解决了这一问题。酱油色泽呈红褐色，有独特酱香，滋味鲜美，在给食物带来咸味的同时，还具有着色、提鲜等多种功能，极大程度上满足了现代人追求便利的需要，在愈来愈多的场合替代了盐而存在。
- 品类细分：功能化的细分品类不断涌现。**健康化及口味的多样化推动了产品的细分化，以酱油为例，酱油之所以能成为调味品行业中市场规模最大的品类，一个关键的原因就在于酱油企业不断根据消费者的用途和场景进行产品细分，从而不断推动行业的创新和发展。酱油细分品类产品价格往往要高于原有普通类产品 0.5-3 元/500ml 不等。酱油在完成老抽到生抽的升级后，满足消费者不同口感需求的鲜味酱油、高鲜酱油、淡盐酱油以及主打绿色健康特色的零添加、有机酱油等相继出现，品类不断细分，带来行业的量价齐升。

图 45：细分品类与原有品类价格对比

品牌	产品	价格（元）
海天	老抽王	7.9/500ml
	草菇老抽	9.9/500ml
厨邦	金品生抽	8.2/410ml
	红烧酱油	8.5/410ml
	海鲜酱油	9.9/410ml
千禾	特级生抽	29.8/1.8L
	零添加红烧酱油	38.7/1L

资料来源：京东网，天风证券研究所

图 46：海天推出一系列健康化多样化产品



资料来源：海天味业官网，天风证券研究所

- 新品类出现：复合调味料流行。**随着消费人群的年轻化和闲暇时间的碎片化，人们追求方便快捷的诉求越来越强，而复合调味品通常针对某一菜式或者味型来设计，恰好迎合了家庭烹饪情形下快速、简单烹调的需求，加之其品类丰富、口味多样，受到市场的热烈追捧。2020 年上半年受新冠疫情的影响，人们普遍居家时间延长，拥有了更多时间用于家庭烹饪的消费者复合调味品的购买热情持续上升；结合调味品消费的不可逆性，家用烹饪环境下复合调味品的使用习惯加速养成。

2.3. 调味品行业发展象限：标准 vs 定制，复合 vs 单一

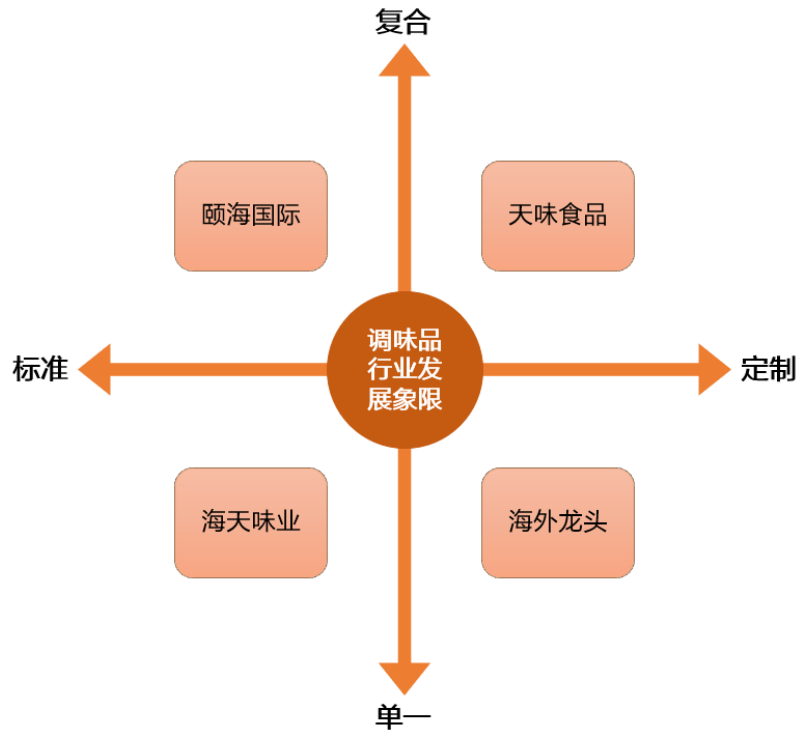
通过上述分析，我们认为复合化和定制化将成为调味品行业未来两大发展趋势。根据单一 vs 复合以及标准 vs 定制两大特征，我们构建了调味品行业发展象限模型，并根据该模型对行业内一些龙头企业的发展模式进行了对应、分析与讨论。其中第一象限的企业兼具复合化和定制化特点，以天味食品为代表；第二象限的企业主要生产标准化的复合调味品，颐海国际在其中具有典型性；以海天味业为代表的第三象限企业主要生产标准化的单一基础调味品；最后在生产定制化单一调味品为主的第四象限，我们将主要以海外龙头为例展开分析。

通过构建调味品发展象限，我们发现：

- 1) 标准化是 C 端发展的重要路径，无论是基础调味品还是复合调味品，大单品策略是其快速面向市场的重要策略；
- 2) 复合化和定制化是行业发展趋势，无论是我国还是海外市场，均朝该方向不断发展，各领域龙头均在积极布局；

- 3) 基础调味品由于发展时间较早，造成一种现象，即基础调味品企业可积极布局复合调味品，而复合调味品企业较难向基础调味品发展，即具备一定的不可逆性；
- 4) 基础调味品企业在布局复合调味品时，具备一定的路径依赖，适合从大品类入手，在品类丰富度上较传统的复合调味品企业低。

图 47：调味品行业发展象限



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- ◆ **第一象限：复合+定制。**位于该象限的企业在业务模式上兼具复合化与定制化两大特点，可以说是步入了行业发展的快车道，发展前景广阔。以天味食品为例，在产品端上，公司共拥有 9 大类 100 多个品种，产品品类丰富，其中主要聚焦复合调味品火锅底料和川菜调料两大品类进行深耕。根据公司报表，2020 年 Q1-3 火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、鸡精、香辣酱收入分别占公司总营业收入的 47.75%/47.21%/0.12%/2.29%/1.66%，其中火锅和川菜调料合计占比接近 95%。另一方面，公司定制餐调发展迅速，规模、客户数增长显著。公司于 2015 年开始布局定制餐调赛道，2016 年开始着重打造，在研发、生产、营销等各个环节给予大力支持，设立以来经营表现突飞猛进，保持高速增长。公司定制餐调客户数从 2015 年的 10 家增长至 2018 年的 203 家；定制餐调业务收入 2016 年的 0.52 亿元快速增长至 2019 年的 1.91 亿元，CAGR 高达 53.95%。两种模式兼具 B 端和 C 端发展，能为公司提供较强的业绩增长来源，顺应行业发展趋势。

图 48：2020Q1-3 天味食品各产品营收占比

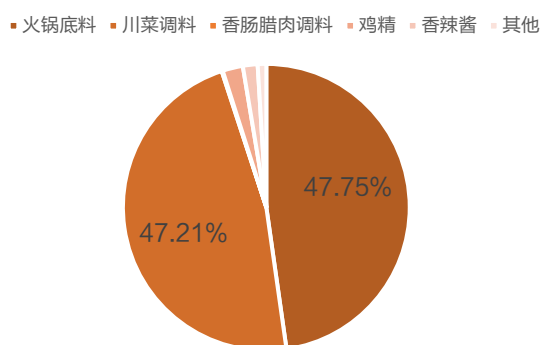
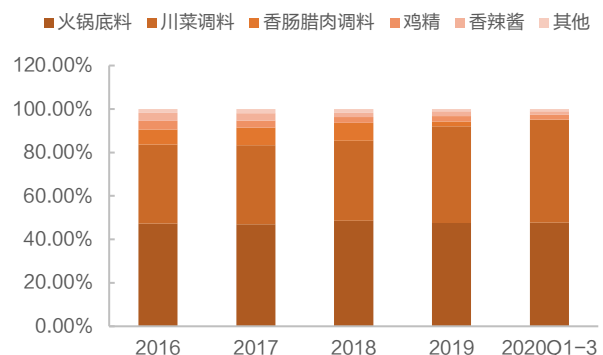
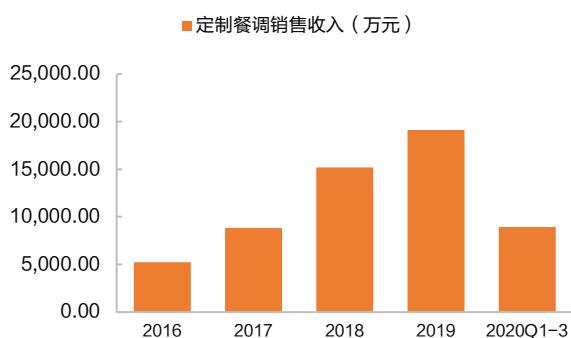


图 49：天味食品各产品营收变动情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 50：天味食品定制餐调收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

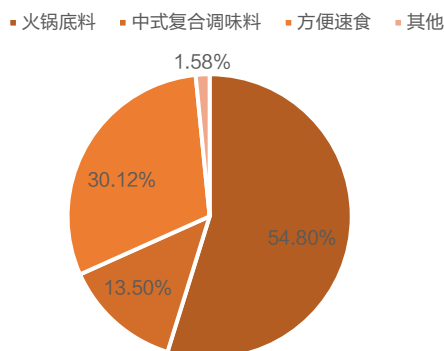
图 51：天味食品定制餐调主要客户规模大

主要客户	姐弟俩土豆粉	张亮麻辣烫	大连喜家德水饺	无名缘米粉
门店数	500+	5000+	600+	3000+
范围	全国16个省及直辖市	全国	遍布全国40多个城市	全国

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

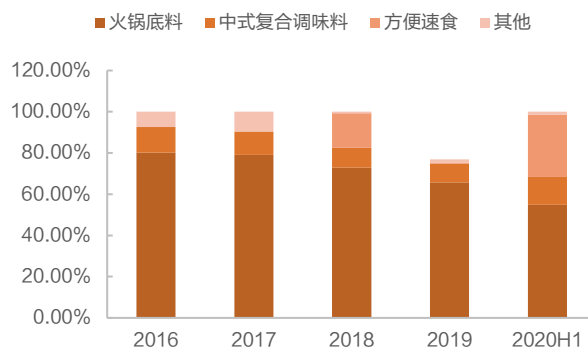
- ◆ **第二象限：复合+标准。**位于该象限的企业主要生产标准化的复合调味品，颐海国际是其中的典型代表。作为海底捞火锅底料最主要的供应商，颐海国际以做火锅底料起家，2015 年在中高端火锅底料市场中市占率已达到 34.7%，并成为国内第二大火锅底料供应商。近年来，颐海国际不断进行全品类扩张，在标准化复合调味品这一赛道上不断尝试丰富其产品矩阵，于火锅底料、中式复合调味料及方便素食领域全面出击。截至 2020 年 6 月，颐海国际共拥有 51 款火锅调味料产品和 43 款中式复合调味料产品；2020 年 1-6 月公司火锅底料和中式复合调味料产品收入分别为 12.15 亿元和 2.99 亿元，收入占比分别为 54.8%和 13.5%，两者合计占比达 68.3%。

图 52：2020H11 颐海国际各产品营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

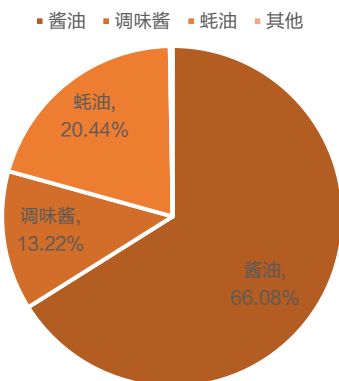
图 53：颐海国际各产品营收变动情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

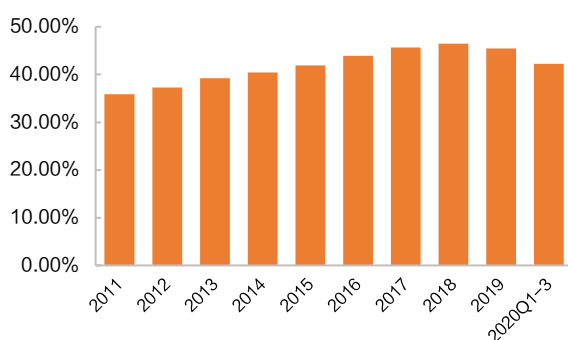
- ◆ **第三象限：单一+标准。**以传统龙头海天为代表，该象限企业主要生产单一化的基础调味品，且在生产模式上具有标准化的特点。虽然近年来酱油业务在海天收入结构中的占比逐年下降，但酱油仍然是海天最主要的单品，2020 年 Q1-3 酱油收入在海天总营收中占比 66.08%。作为竞争最为激烈的传统赛道，海天凭借布局早的先入优势和规模效应下的成本控制优势成为该赛道中的龙头老大。海天在生产过程中较高的自动化控制水平是其毛利率高于同类企业的一个重要原因，公司财务数据显示，2010 年海天的整体毛利率为 32.99%，2014 年公司上市时这一数据为 40.41%，到 2020 年 Q3 已升至 42.27%，为行业内较高水平。近年来，由于国内酱油市场逐渐趋于饱和、增速放缓等一系列原因，海天也在尝试不断拓宽产品品类，寻找新的增长点，继 2020 年 8 月推出火锅底料之后，又于近期推出了酸辣鱼香酱、酸甜糖醋汁、清爽沙拉汁、香辣小炒酱等一系列中式复合调味料新品。

图 54：2020Q1-3 海天味业各产品营收占比



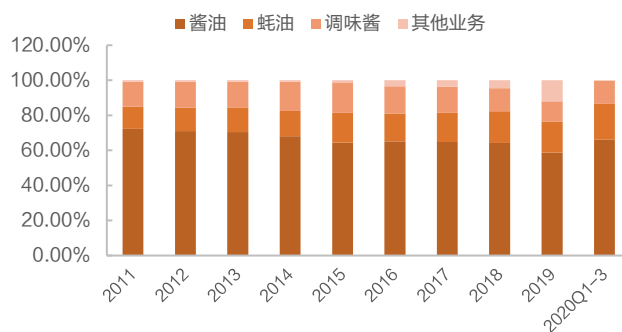
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 56：海天味业毛利率情况



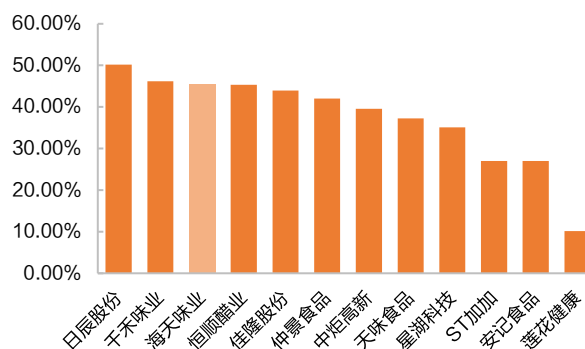
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 55：海天味业各产品营收占比变动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 57：海天味业毛利率处于行业内较高水平（2019 年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

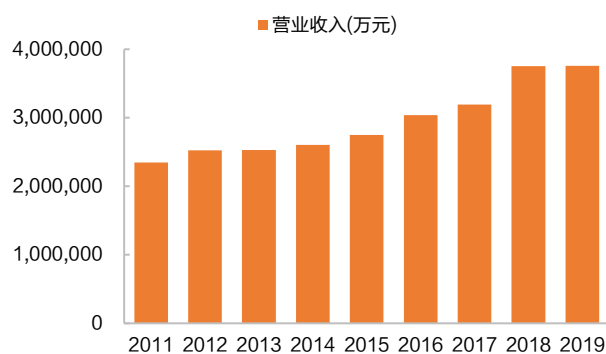
- ◆ **第四象限：单一+定制。**在该象限中，一些海外调味品龙头颇具代表性，这些品牌的许多产品往往口味简单，但在定制餐调领域布局很早且竞争力十足。比如以做甜味酱、香辛料起家并于 1989 年打入中国市场的美国调味品品牌味好美，从上世纪 70 年代起便将销售方向从超市零售板块逐渐转向餐饮板块，开始为各大餐饮、食品企业定制优质的调味品，逐渐成为必胜客、麦当劳、肯德基、星巴克等餐饮企业指定的调味品供应商，欧美的不少星级酒店和高档餐厅也都纷纷把味好美作为指定调味品供应商；除了餐饮领域，味好美还进入了工业定制领域，其通过每年追踪口味潮流趋势，发布风味预测报告，研发新产品，并向食品加工商和餐饮服务商提供个性化菜谱、厨师培训及各类调味品，以此拓宽调味品销路，2016 年工业定制领域的收入占味好美总收入的比例达 37%。

图 58：很多知名餐饮品牌为味好美定制餐调客户



资料来源：食品商务网，天风证券研究所

图 59：味好美营业收入情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 平台化还是专业化，行业发展该何去何从？

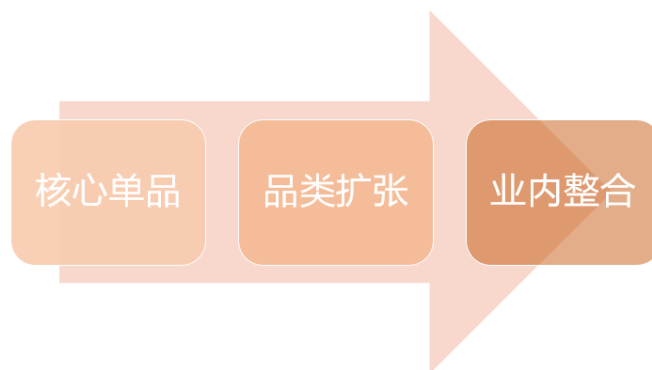
这一部分我们将对调味品行业未来的发展趋势进行探讨。首先，根据对海外调味品巨头发展模式的梳理，我们发现其大多经历了从单品突破到平台化发展的过程。结合上文中构建的调味品行业发展象限模型及对现阶段我国调味品企业平台化情况的分析，我们将对调味品行业未来平台化的趋势进行讨论。第二，在消费需求日益多元和行业内竞争渐趋激烈的当下，强大研发支持下的口味升级和持续推新能力或将成为调味品企业的核心竞争力。然而，由于调味品存在准入门槛低、易被模仿复制的问题，研发投入的有效性仍存质疑并值得进一步探讨。

3.1. “单品-扩品-平台”发展逻辑是否成立？

3.1.1. 赢者通吃：大单品-扩品-平台，海外龙头的持续进阶之路

纵观龟甲万、味好美、卡夫亨氏等国际调味品巨头的发展路径，我们发现**调味品行业巨头发展往往存在核心单品、品类扩张、业内整合三个阶段**。企业成立初期，往往以一种核心产品起家，凭借大单品拓展渠道，成为细分子行业龙头；而后利用积累的渠道和品牌资源丰富产品结构，实现品类扩张；继续发展到一定阶段，再通过收购兼并等横向、纵向进行企业资源的优化整合，成为平台型企业，从而聚拢甚至垄断市场资源达到行业龙头地位。在这个过程中，企业资源逐渐雄厚，护城河不断加深，盈利能力和行业地位也不断提升。

图 60：调味品巨头常见发展路径



资料来源：天风证券研究所

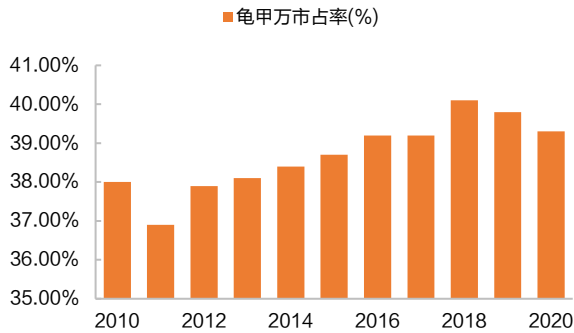
◆ 单品阶段：以做大做强单品为核心。

单品策略是指企业早期通过富有竞争力的核心单品树立子行业龙头地位，同时后续持续推进核心单品创新升级的发展策略。企业在进入初期往往选择单品策略主要出于两点原因：其一是企业成立初期需要一个强有力的大单品来建立品牌形象和自身定位，进入消费者视线并形成记忆点；其二是企业成立初期所拥有的资源相对缺乏，加之面临市场竞争，同时开展多条生产线并将多种产品打入市场往往有着极大的风险，也不具有现实可操作性。

世界调味品巨头龟甲万、味好美及卡夫亨氏都是由单品做大做强起家的案例。以龟甲万为例，其自日本江户时代就以酱油起家，再不断对其酱油品类进行创新优化，成为了日本酱油子行业不可撼动的龙头。1917 年龟甲万成立，而后推出基础酱油产品；1980 年在行业中率先开发出低盐酱油，符合席卷日本国内的低盐健康浪潮，推动了日本酱油向健康方向的升级。90 年代龟甲万推出丸大豆酱油等高端新品，是首家开拓高端健康化酱油市场的公司；其酱油产品中健康酱油的占比从 1998 年的 34.6% 快速上升至 2002 年的 48.4%，占据了近一半的比例。2017 年，顺应调味品市场便利化趋势，龟甲万又推出一款名为“Saku Saku Shoyu (サクサク しょうゆ)”的酱油风味薄片。该产品不仅可以代替酱油，还可以当作调味品拌饭、拌沙拉，甚至直接当薄片零食享用。经过一个多世纪的发展，龟甲万已经成为酱油子行业的绝对龙头，2020 年在日本酱油零售市场中的市占率已达 39.3%。

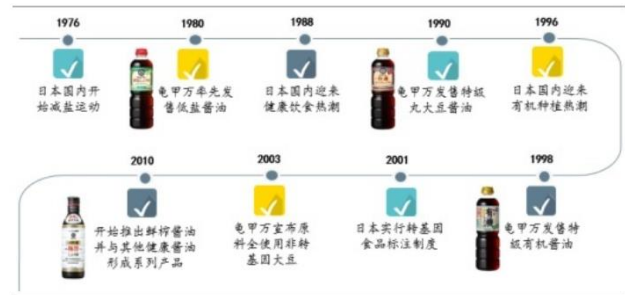
卡夫亨氏从番茄酱起家，其前身 F&J Heinz 成立于 1875 年，自成立至 20 世纪 30 年代初，公司一直采取的是单品策略，致力于做大做强其核心单品番茄酱。1876 年，亨氏推出公司最为著名的单品番茄酱。1904 年，为顺应食品健康潮流，亨氏率先改良番茄酱配方，在业内首创不含防腐剂的番茄酱；1937 年，为保证番茄酱质量及口味的稳定，亨氏开创性实行番茄种子计划，自主研发优良的番茄种子。在卡夫亨氏的整个发展过程中，强化单品一直是公司不曾放弃的一条主线，如今亨氏已占据美国番茄酱市场 50%以上的市场份额。

图 61：龟甲万在日本酱油零售市场市占率持续高于 35%



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 62：龟甲万酱油单品升级路径



资料来源：立鼎产业研究院，天风证券研究所

◆ 扩品阶段：扩充生产线，丰富产品结构。

扩品阶段企业利用已有核心单品的渠道及品牌资源，通过并购或自行推出新品（自建厂）的方式进行品类扩张。并购方式可利用被并购公司已有的核心单品渠道进行新产品的生产和销售，实现品牌及渠道的协同，但由于收购往往存在溢价，因此成本相对较高；而自建厂打造的新品类往往归于原有品牌旗下，成本相对较低，但需要企业自行利用现有资源进行产品的研发及渠道的拓展，加之消费者对品牌存在的固有观念及市场上现存品类的消费粘性，新品推广难度较大。

以味好美和龟甲万为例。1961 年，味好美公司通过收购美国加州 Gilroy Foods 进军脱水蔬菜领域，开始进行业务扩展，扩充产品线。公司随后收购布局产业链上下游、拓宽产品线，通过收购 Tubed Products 进入了塑料管和食品包装行业，同时公司还通过收购 West Foods 和 TV time foods 分别进入冷冻食品和爆米花行业。至今味好美在世界各地拥有近 20 个品牌，业务遍布美洲、欧洲、亚洲、大洋洲、非洲的主力消费市场，国际业务已经将近占到全球味好美的 40%。

图 63：味好美旗下的多元化产品



资料来源：味好美官网，天风证券研究所

无独有偶，进入 21 世纪，随着公司发展逐渐进入稳定阶段，龟甲万在酱油产品创新的同时，也不断进行着其他品类业务的延拓。2000 年公司取得可口可乐的行销权；2002 年发售日式复合调味料新品 Uchi-no-Gohan series（菜肴调味料），开始布局复合调味品赛道；2004 年投资 Kibun 豆乳公司，推出豆乳类产品，并在 2008 对其实现 100%控股以加强豆乳业务；2006 年在厦门成立帝门食品；2008 年起开始发售调味品，饮料板块不断丰富。龟甲万通过内生与外延两种方式成功实现了品类扩张，且收益颇丰。

表 6：龟甲万业务板块介绍（日本市场）

业务板块	业务内容	收入(十亿日元)	收入占比(%)
酱油		25	27.09%
调味料	 烧肉酱、鱼酱、汤调料、番茄酱等	30.5	33.04%
无酒精饮料	 豆乳、番茄饮料等	27.1	29.36%
酒精饮料	 味淋酒、葡萄酒等	5.3	5.74%
其他	 生化、化工、物流等业务	10.7	11.59%

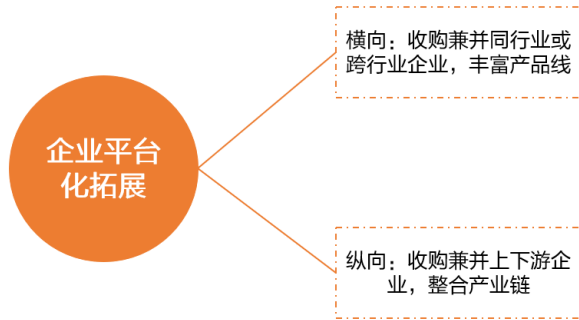
资料来源：龟甲万公告，天风证券研究所

◆ **平台阶段：横纵向整合资源，实现持续增长。**

当企业产品结构逐渐丰富，品牌在市场上有了足够的影响力，盈利能力也持续稳定之后，企业有了核心业务护城河，可以选择进行横纵向的资源整合。在这一阶段，企业不仅通过收购兼并同行业或跨行业的企业扩展市场和渠道，继续丰富产品线；同时还通过收购兼并上下游企业以整合整个产业链，降低成本形成规模经济，实现企业平台化发展。

第二次世界大战后，亨氏公司借西方各国经济重建之机，开展规模宏大的扩张行动，在国内陆续购进雷默兄弟公司、基斯特食品公司、奥尔-艾达食品公司等，开启了通过并购涉足调味品行业下游的整合期。2015 年，亨氏与卡夫食品公司合并，至此成为全球第五大食品公司、北美第三大食品公司，成长为平台型企业。目前公司产品涵盖调味品、奶酪及乳制品、肉制品、香料、咖啡等，其中调味品、奶酪、肉制品及包装食品皆为国内子行业龙头。与之类似，龟甲万在欧洲和日本开设餐厅，专门促销其酱油和葡萄酒，以达到上下游协同发展的效果。

图 64：企业进行平台化拓展，横纵向整合资源



资料来源：天风证券研究所

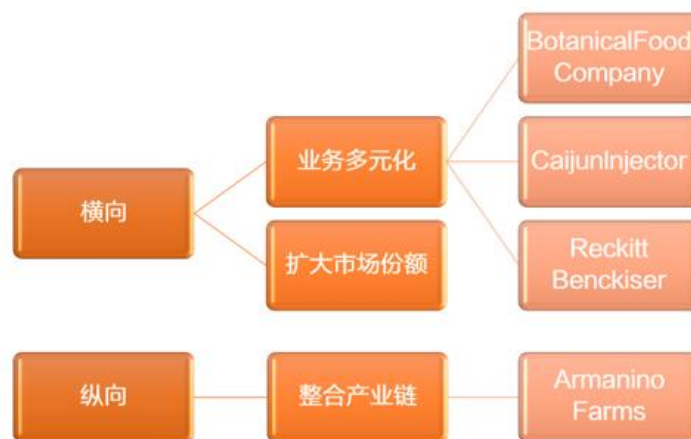
图 65：卡夫亨氏旗下品牌



资料来源：卡夫亨氏官网，天风证券研究所

味好美同样是通过收购进行调味品上下游产业链整合的范例。其一，味好美通过横向并购完善其产品线，具体表现在：一方面收购各国调味品行业细分领域的领先公司扩大其在调味品全球市场份额；另一方面收购食品行业其他领域的领先公司，以实现业务多元化。2017 年，味好美陆续收购了植物香辛料供应商澳洲 BotanicalFoodCompany、腌泡汁供应商 CaijunInjector、ReckittBenckiser 食品业务。其二，味好美通过纵向合并收购上游企业，整合产业链。例如，1986 年其收购了旧金山的韭菜供应商 ArmaninoFarms。

图 66：味好美行业整合历程



资料来源：中国报告网，天风证券研究所

3.1.2. 国内企业现状及发展路径展望：跨象限发展，平台化长期趋势值得关注

国内企业平台化之路漫漫，大单品仍是当下主要企业的核心策略，而跨象限将成为企业不断发展壮大的主要选择。相比较国外市场而言，国内调味品行业尚处于发展阶段，企业大小规模及产品质量更加参差不齐，行业集中度仍较低，行业巨头尚未完全形成绝对规模优势。根据调味品行业发展象限模型，就我国目前主要调味品发展策略来看，均是通过在某一细分领域将核心单品做大做强，实现资本的原始积累。目前虽然各个象限内均已产生具有代表性的龙头企业，但尚未出现跨象限通吃的平台型企业。但由于单一产品的创新空间有限，其市场需求终将渐趋饱和，企业必须通过品类拓展和平台化不断探索新增长点，以获得长期发展。因此我们认为平台化将成为国内调味品行业发展的长期趋势。

表 7：调味品各企业大单品

	大单品	市场定位	核心价值
海天味业	草菇老抽	餐饮、家庭	上色
	金标生抽	餐饮、家庭	优质非转基因黄豆阳光酿晒，豉香浓郁，炒菜味香
	味极鲜酱油	餐饮、家庭	提供鲜味，高端鲜味酱油标杆

	黄豆酱	餐饮、家庭	适用性非常广泛的全能大酱
	蚝油	餐饮、家庭	海天蚝油，一招定鲜
加加食品	面条鲜	餐饮、家庭	针对吃面条场景
李锦记	蒸鱼豉油	餐饮、家庭	针对消费者蒸鱼菜式
东古酱油	一品鲜	餐饮、家庭	鲜味
味事达	味极鲜	餐饮、家庭	鲜味
欣和	六月鲜	餐饮、家庭	提供鲜味
厨邦	原晒鲜	餐饮、家庭	大豆原料晒足 180 天

资料来源：中国调味品展，新浪财经，中国食品代理网，天风证券研究所

近年来，通过大单品或细分品类发展完成原始资本积累的调味品企业也在不断发力品类拓展，试图丰富自身产品矩阵，其中“单一+标准”象限的代表性龙头海天的平台化步伐最快。海天味业在海天酱油这一发家产品的基础上，不断通过自建厂与收购两种方式进行产品扩充，目前已形成了包括酱油、蚝油、酱料、鸡精、腐乳、调味汁、醋品、酱腌菜、香油、五谷、饮品、礼盒装、火锅底料、中式复合调味料等在内的全方位立体化的产品体系。

表 8：海天主要产品细分

品类	具体产品
酱油	草菇老抽、金标生抽、味极鲜酱油、银标生抽、零添加酱油、淡盐酱油、老抽王、红烧酱油、有机酱油、蒸鱼豉油以及各种特惠装、超值装等
酱料	黄豆酱、豆瓣酱、番茄沙司、排骨酱、叉烧酱、海鲜酱、招牌拌饭酱、海天 XO 酱等
蚝油	蚝油皇、金标蚝油、财宝蚝油、鲍汁蚝油、精制蚝油、海天一品鲜蚝油等
料酒	花雕料酒、五香料酒、姜葱料酒、烹饪黄酒等
鸡精	四海鲜鸡精、四海鲜火锅鸡精、美厨鸡精等
腐乳	红方腐乳、白方腐乳、辣腐乳等
饮品	张小主本酿饮
礼盒	老字号礼盒、XO 酱臻品礼盒、至尊礼盒等

资料来源：海天味业官网，天风证券研究所

- 通过酱油大单品完成资本原始积累：**海天的酱油生产史源远流长，最早可追溯至清代中叶的“佛山古酱园”。1955 年，佛山 25 家实力卓著的古酱园合并重组为“海天酱油厂”，为今日海天前身；而后即推出海天金标生抽和海天草菇老抽单品，至今已畅销 60 多年。除经典产品持续畅销外，海天也在酱油品类中不断进行新品打造以巩固其龙头地位：为顺应人们健康化、品质化的消费需求和促进产品升级，相继推出了包含零添加头道酱油、淡盐头道酱油等单品的老字号系列和有机系列；2015 年，海天味极鲜销售突破 10 亿大关，成为又一款销售额 10 亿以上的单品。时至今日，酱油仍是海天的第一大单品和核心利润来源，2020 年海天在我国酱油零售市场中市占率达 7.3%，领先于李锦记的 3.4%和厨邦的 2.1%，居第一位；2020Q1-3 酱油在海天总营收中贡献 97.27 亿元，占比 66.08%，远超蚝油的 20.44%和调味酱的 13.22%，仍为公司的核心收入来源。
- 产业并购和自建进行品类扩张：**海天味业的第一次收购出现在 2014 年，海天收购广东开平广中皇食品公司，进军腐乳市场。2017 年，海天味业位于江苏宿迁的全资子公司佛山市海天(江苏)调味食品有限公司收购了江苏洁美生物能源有限公司持有的丹和醋业 70%的股权，收购后的 2017 年上半年，丹和醋业贡献净利 153 万元。2019 年 12 月底，海天味业以 1.69 亿元获得芝麻油企业合肥燕庄 67%股权，以此开始在芝麻油领域的发展。随着复合调味品赛道增长空间的不断扩大，海天也开始在复合调味品领域有所动作，2020 年 8 月中旬，海天推出火锅底料新品，包含韩式辣牛肉、新疆番茄、云南酸汤和韩式部队四种口味，在口味选择和包装设计上都偏向年轻化、休闲化；随后又于 2020 年内推出了酸辣鱼香酱、酸甜糖醋汁等一系列中式复合调味料产品。

图 67：海天扩品类历程



资料来源：新京报，天风证券研究所

- ◆ **酱油核心品类构建护城河，平台化打开增长预期：**参照海外调味品巨头发展，“核心单品+平台化”构成了护城河和增长源泉，海天目前也正在向此模式不断的发展。酱油核心品类公司有望通过全国化和品类细分实现稳定增长，这也是公司的核心价值来源，而平台化预期则打开了公司的成长空间。虽然目前包括复合调味品在内的一系列新品仍在试水阶段，但海天在平台化方面的系列布局有助于其不断拓展市场和渠道，实现新的盈利点，对其未来长期发展十分向好，这也成为支撑海天高估值的一大原因。

3.2. 研发能力能否成为企业的核心竞争力？

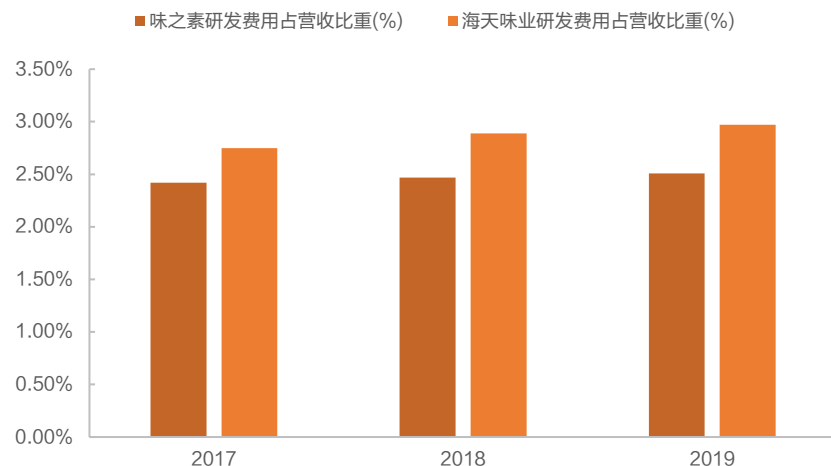
我们认为研发能力不能作为企业的核心壁垒，但是是其市场竞争中的核心竞争力。复盘各家企业的发展历程，我们发现企业最开始的成长均是由核心产品起家，即产品是企业发展初级阶段的核心抓手，这就需要公司有较强的研发能力。但随着社会经济的发展，产品自身并不具备研发壁垒，但是对消费趋势和新品研发的能力，能够形成企业竞争的优势，进而在竞争中脱颖而出。

3.2.1. 研发是每个象限的核心竞争力，也是小企业逆袭的不二法则

在各象限内部趋于同质化的竞争中，研发能力是提升企业竞争力的关键。伴随着我国调味品行业发展步入稳定期，产品不断细分，消费者需求更加个性化、多样化；在此背景下，调味品企业面临的机遇与挑战并存，只有提升创新驱动动力，在产品、市场、渠道等方面不断取得新突破，才能实现市场突围。

- ◆ **海外龙头味之素及国内龙头海天等均十分重视研发领域的投入。**数据显示，2019 年度海天味业的研发费用投入达 5.87 亿元，同比增长 19.15%，成为国内食品饮料企业研发投入之首，研发费用占营业收入比重为 2.97%。同时，研发也一直是味之素最重视的部门之一，2019 年投入研发费用 275.96 亿元，在其营收中占比 2.51%。

图 68：味之素和海天味业研发费用占营收比重情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

- 对于中小企业而言，研发能力更将成为其破局的关键。中小企业在发展初期往往专注于打造某几款产品，而面对调味品消费中较强的消费粘性，唯有通过研发设计出有新意的单品并不断促进口味升级，才能帮助中小企业成功出圈。比如以打造“七个番茄一锅汤”的番茄火锅底料为特色的澄明食品就十分重视产品的研发和创新，创始团队拥有超过 10 年的餐饮连锁和食品研发经验，擅长食品配方和生产工艺、技术的研究，熟悉餐饮渠道，能够充分了解消费者的需求。
- 研发能力支持下的品类细分帮助基础调味品企业拓展新的发展空间。近年来，不少基础调味品企业通过加大研发投入提高自身创新能力，从而加快细分化新品的推出，创造新的发展机会，具体表现在两个方面。其一，适应高端化、健康化需求的细分产品不断出现，比如千禾、海天等推出的零添加酱油、减盐酱油以及老恒和等推出的零添加料酒等；其二，结合不同区域风味，因地制宜打造地方化特色产品，比如千禾针对华东地区喜食东坡肉的饮食文化特点，创造性地推出东坡红纯酿红烧酱油，并利用“天府之国，东坡故里”的产地文化特色进行营销宣传，占领当地消费者心智。

图 69：研发能力的提升帮助基础调味品企业拓展增长新空间

研发提升创新能力，基础调味品企业通过品类细分寻找发展新机遇

适应高端化、健康化需求的细分产品不断出现

因地制宜打造地方化特色产品

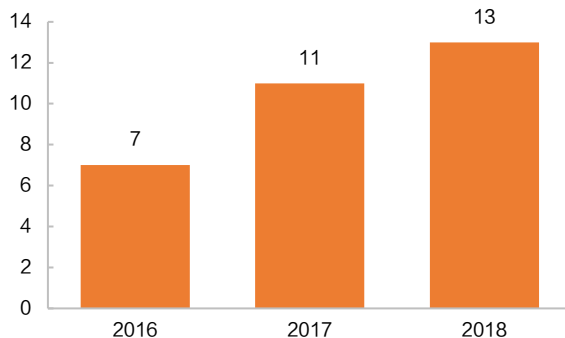


资料来源：京东网，天风证券研究所

3.2.2. 复合化和定制化趋势对研发能力提出了更高要求

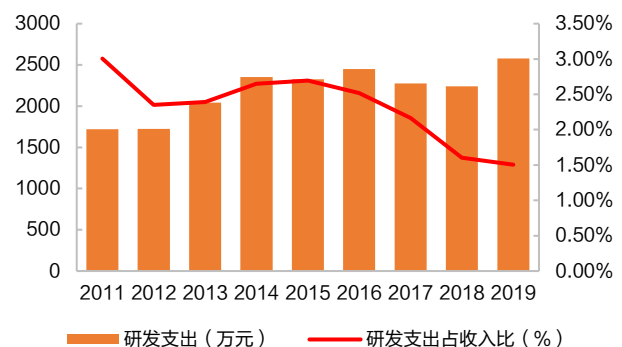
复合调味品种类丰富、口味多样，对企业的新品研发能力是更大的考验。颐海国际自 2018 年提出产品项目制，对员工参与新品开发进行激励后，新品推出速度有所提升，产品矩阵日益丰富，2019 年推出新品 42 款。天味食品近几年虽然研发人员和研发费用投入有所下降，但研发效率不断提升，2016-2018 年公司推出新品数量 7/11/13 个；此外公司还参与制定火锅底料、辣椒酱等国家标准，侧面证明公司研发实力得到行业认可，掌握行业的话语权。

图 70：天味推出新品数量（个）



资料来源：天味食品招股说明书，天风证券研究所

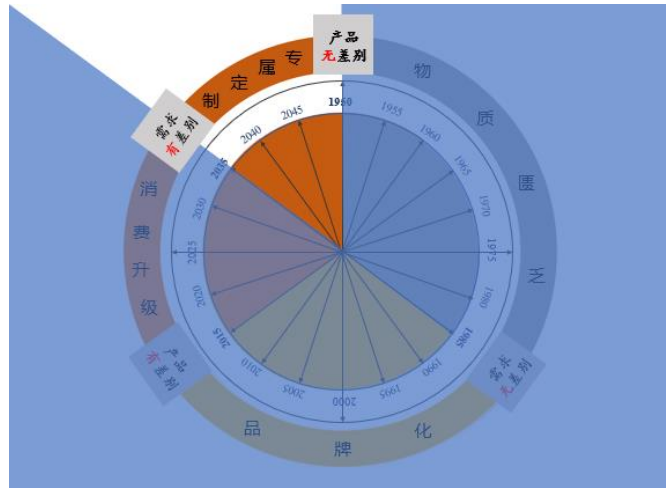
图 71：天味研发费用及研发费用占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

定制餐调业务增长,复合定制趋势下研发能力更显价值。根据我们提出的消费时钟理论(详见天风证券 2020 年度策略报告《消费时钟指向新四化,食品饮料分化加剧中的五条主线》),随着社会进入消费时钟的第四阶段,消费将进一步满足每一个个体的独特需求,进入专属消费时代。具体到调味品行业中,定制餐调业务将不断兴起。有着强研发能力的企业,不仅能够根据客户的要求定制生产调味品;还能根据市场状况和客户定位等为其提供咨询服务,设计餐调配方、制定问题解决方案,将具备越来越强的市场价值。

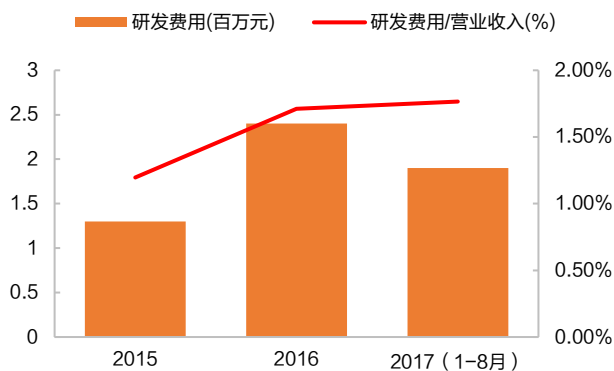
图 72: 中国消费百年时钟: 第四阶段



资料来源: 天风证券研究所

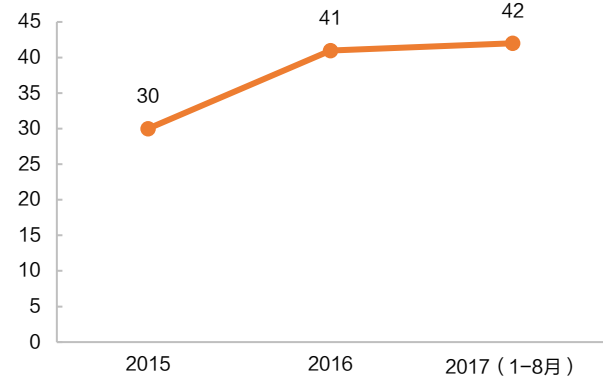
- ◆ 天味食品: 公司不仅能提供专业的餐饮团队对客户问题进行诊断并给出餐调解决方案, 还能持续为客户输出产品横向纵向升级、新项目开发、菜品延展等的整体方案, 这与其强大的研发能力是分不开的。
- ◆ 日辰股份: 公司 90% 的产品均为定制化产品, 2018 年产品品种已达 1900 余个, 可以通过产品差异化满足客户需求; 与之相应的是公司较高的研发费用投入, 2018 年度、2019 年度和 2020 年前三季度公司研发费用在营业收入中的占比分别为 3.23%/3.37%/3.76%, 居于行业前列。
- ◆ 圣伦食品: 公司重视研发投入, 侧重于根据消费者喜好调整产品口味和改善生产流程, 2015 年、2016 年及 2017 年 1-8 月分别投入研发费用 1.3/2.4/1.9 百万元, 占比分别为 1.20%/1.71%/1.77%, 推出新产品 30/41/42 件。通过不断的推新, 充实产品线, 满足多元化的客户需求。

图 73: 圣伦食品研发投入



资料来源:《圣伦食品招股说明书(第一次呈交)》, 天风证券研究所

图 74: 圣伦食品新品推出数量



资料来源:《圣伦食品招股说明书(第一次呈交)》, 天风证券研究所

4. 投资建议：行业量价齐升可期，重点关注龙头企业

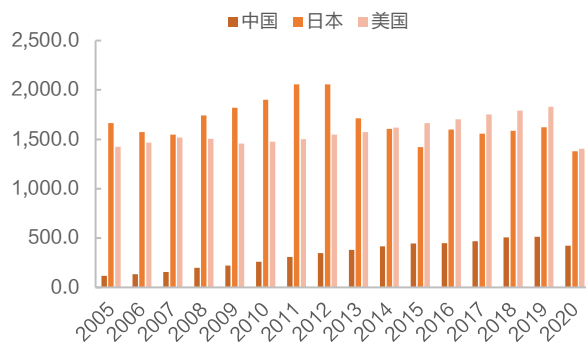
基于上文中对行业整体发展形势的判断，我们认为调味品行业仍处于快速增长阶段，未来发展空间依然广阔，量价齐升可期。从销量上看，受益于餐饮业的发展和外卖的不断普及，以及国内调味品消费习惯的培养，未来调味品消费量有望持续增长。另外，电商等线上消费模式的快速发展将推动未来调味品 C 端销量提升。从价格上看，随着居民消费能力的提升和消费升级的不断深入，高端化调味品将持续涌现，从而带动调味品整体均价提升。

4.1. 量：调味品销量提升空间大，看好优质龙头企业

4.1.1. “餐饮发展+调味品使用习惯培养”带动调味品消费量递增

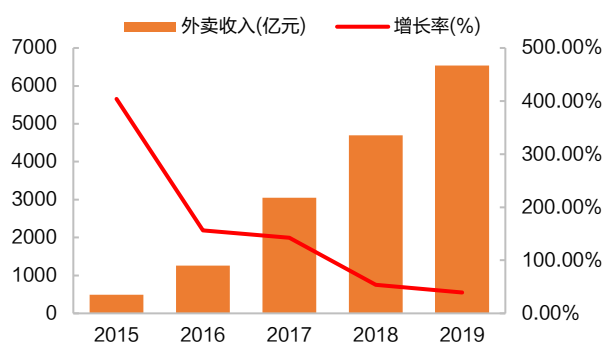
餐饮业的持续发展和外卖的不断普及是未来调味品行业销量增长的一大动力。中国产业信息网的数据显示，餐饮渠道的人均调味品消耗是家庭烹饪的 1.6 倍，餐饮业及外卖的发展将极大支撑调味品行业的规模增长。日本及美国早在 20 世纪 70 年代就已经经历了餐饮业的高速发展，2019 年美国外食占比已经达到 50% 以上，2020 年受疫情影响，这一比重更是高达 72.5%。我国餐饮业的发展滞后了 30 余年，近年来随着居民生活水平的提高以及外卖的普及，餐饮收入保持了 10% 左右的高速增长；外食占比目前约 20%，预计未来还将持续增长，有效拉动餐饮端调味品需求的增长。

图 75：美日中餐饮行业年人均零售额（单位：美元）



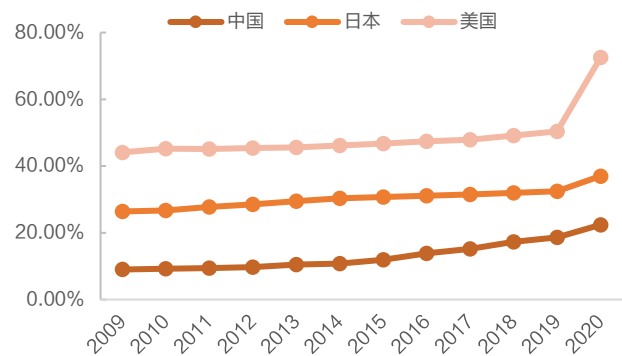
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 77：我国外卖行业收入增速快



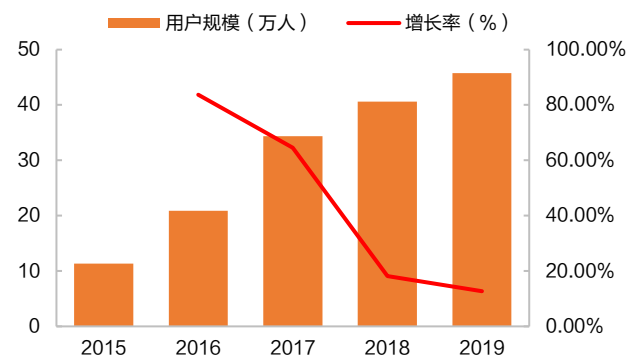
资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 76：美日中外食占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

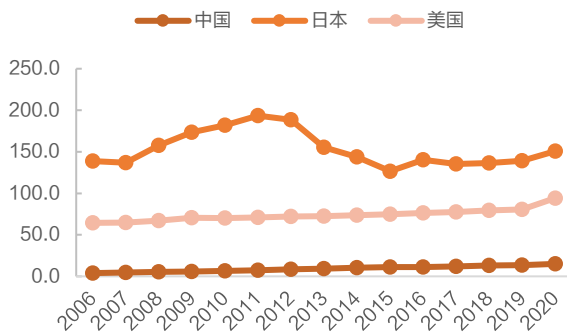
图 78：我国外卖行业用户规模增速快



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

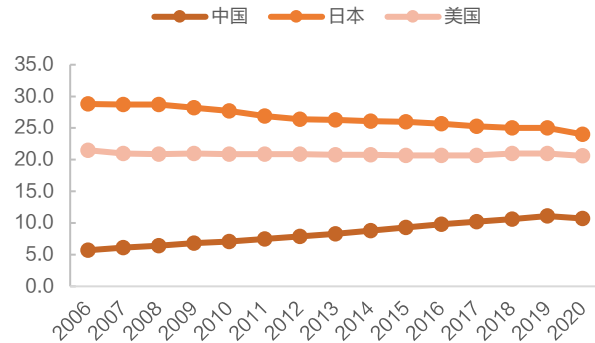
火锅、日料等蘸料调味饮食文化的兴起促进调味品消费量增长。我国人均调味品消费量之所以低于日本及欧美地区，一个原因就在于饮食习惯的不同。日本大酱汤、刺身等主要食物都会耗费大量的调味品，而其西式化趋势更是进一步增加了蘸料在餐饮中的使用。90 年代，受日本经济波动影响，普通餐馆数量由 1986 年的 50 万家下降为 1999 年的 44 万家，而在此期间西式餐馆数量则从 2.3 万家增长到 3.2 万家，以蛋黄酱为首的西式调味料更是跃居人均调味品消费量榜首。随着我国火锅、日料等蘸料调味饮食文化的兴起，饮食方式的变化将为调味品行业创造更大增量。

图 79：美日中年人均调味品零售消费额（单位：美元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 80：美日中年人均调味品零售消费量（单位：千克）

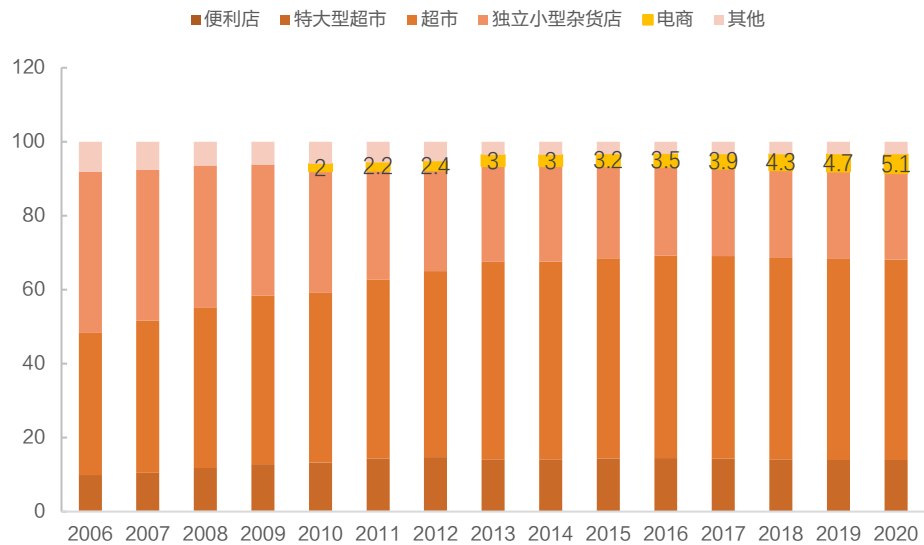


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

4.1.2. 电商渠道的发展为调味品 C 端销量提升提供新助力

传统的调味品零售往往在商超、杂货店等场景下完成，近年来随着电子商务的不断发展，**电商渠道在调味品零售中的作用越来越重要，线上消费的增长成为驱动调味品市场量增的新动力**。根据欧睿国际数据，电商渠道在调味品零售额中的占比已由 2010 年的 2% 增长至 2020 年的 5.1%，虽然相比商场等传统渠道依然体量较小，但增速表现良好；加之电商符合现代生活场景下人们便捷化、高效化的消费需求，我们认为未来电商渠道在调味品零售中的地位将越来越重要，网络直播、网红带货等新的线上销售形式将在调味品销售中被越来越多的采用。2020 年新冠疫情期间，居家时间的延长也进一步促进了人们线上消费习惯的培养，京东在疫情期间发布的宅经济相关数据显示，在春节前后的一个多月期间，京东平台调味品成交额增长超过 129%。

图 81：我国调味品零售市场渠道占比（单位：%）

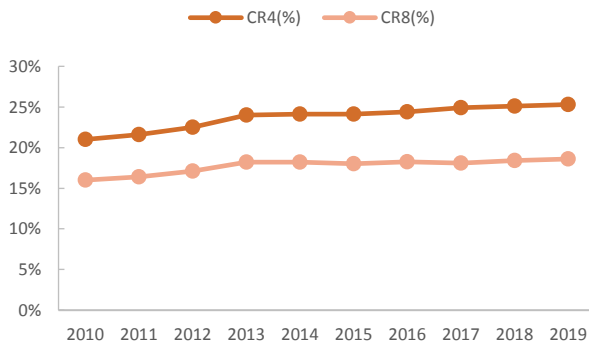


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

4.1.3. 行业集中度提升空间大，龙头市占率有望进一步提高

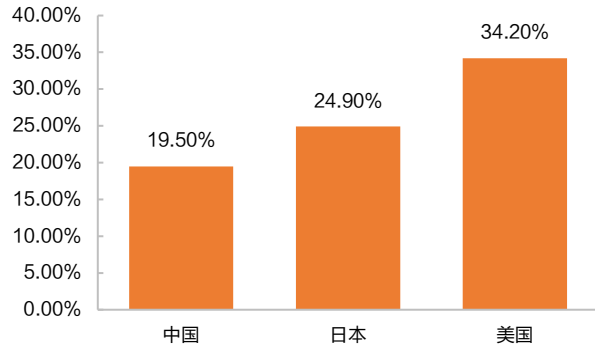
目前我国调味品市场格局整体而言比较分散，基本形成以海天味业为龙头的“一超多强”格局，但即使是龙头海天的市占率也不足 10%。虽然近年来龙头企业的市占率有提升趋势，但根据欧睿国际的统计，2019 和 2020 年我国调味品零售口径的 CR5 也分别仅为 19.9%/19.5%。相较于欧美和日本，2019 和 2020 年美国调味品零售口径 CR5 分别为 34.6%/34.2%，日本为 25.4%/24.9%，均高于我国水平。因此我们认为未来国内调味品市场集中度仍有进一步提升空间，海天味业、李锦记等行业龙头的市场份额有望持续增大。

图 82：我国调味品 CR4 及 CR8 变动情况



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 83：2020 年美日中调味品 CR5 对比（零售口径）



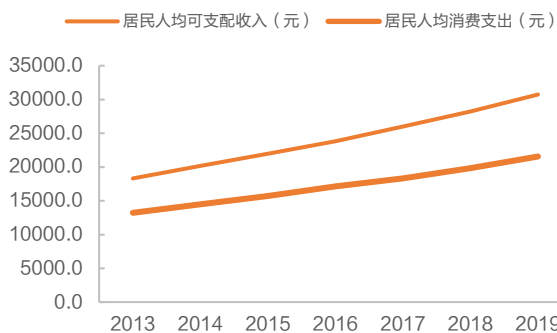
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

4.2. 价：新趋势新消费，产品升级带动价升

4.2.1. 居民消费能力的提升是调味品行业的提价基础

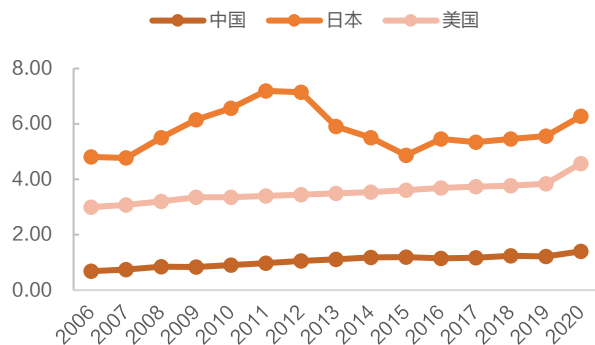
对于低需求弹性的商品，价格上涨的根本原因在于居民消费能力的上升，随着居民消费能力的不断升级，调味品价格的提升是自然趋势。一方面，调味品单位成本较低，且单次消费后使用周期长达 2-3 个月，较低的价位和消费频次使消费者对提价反映并不敏感；另一方面，城镇居民人均可支配收入快速增长，不断助推消费升级。根据欧睿国际数据，我国调味料零售价由 2006 年的 11.96 元/kg 上涨为 2020 年的 20.72 元/kg，年复合增速约 4%。但是对标日本和美国，我国调味品的零售价仍较低，未来提价空间广阔。

图 84：我国居民消费能力不断提升



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 85：我国调味品零售价格相较美日仍较低（单位：美元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

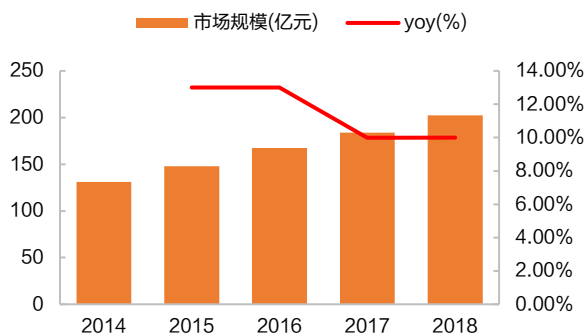
4.2.2. 消费升级促进调味品高端化，产品升级带动价升

进入消费时钟的第三阶段，人均可支配收入的上涨带动了消费升级，在满足了基本生活需求之后，人们对生活品质有了更高的需求，进而催生出高端化需求，即在追求品质生活上消费者更愿意为各类更好的东西付出溢价。具体到调味品市场中，人们对口感优质、配方健康的中高端调味品开始有越来越大的需求。基于此，调味品企业也在不断提高中高端产品占比以进行提价，如中炬高新旗下的厨邦品牌一直主推高鲜酱油，规模不断扩张；千禾借助“零添加”概念进行全国扩张，食醋品类中零添加系列占比达 80%，酱油品类中零添加系列占比 60%，高鲜系列占比 20% 左右，已形成“零添加为主、高鲜为辅”的产品格局；恒顺新建 10 万吨高端醋灌装生产线，产品升级战略确立。随着消费升级的不断推进，我们认为未来调味品行业高端产品的涌现和均价的上涨将持续发生。

- 以酱油行业为例，目前我国酱油行业已初步出现高端化趋势。我国酱油零售均价从 2006 年的 9 元/kg 上涨为 2020 年的 17.3 元/kg，其中高端酱油产销的不断扩大是推动提价的一大主因。一般将每 500ml 12 元以上的酱油认作是高端酱油，数据显示，我国高端酱油市场规模由 2014 年的 130.97 亿元增长至 2018 年的 202.35 亿元，年复合增长率为 11.49%；同期销量由 135.9 万吨增长至 189.26 万吨。为满足消费者健康

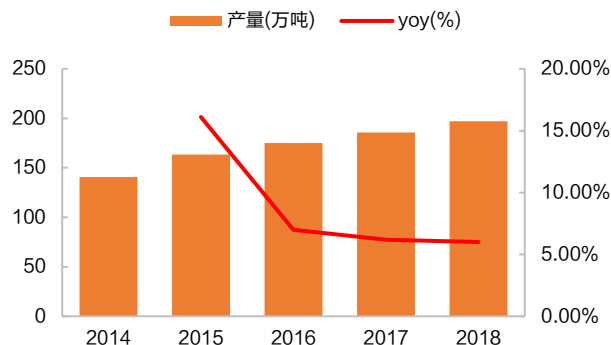
化的消费需求，不少酱油龙头企业也纷纷推出了零添加、有机、减盐等酱油产品。

图 86：我国高端酱油市场规模及增速



资料来源：观研天下，天风证券研究所

图 87：我国高端酱油市场产量及增速



资料来源：观研天下，天风证券研究所

表 9：部分酱油龙头企业的高端酱油产品

品牌	产品	单瓶价格(元)	价格(元/每 500ml)
海天	365 高鲜头道特级生抽	22.8/480ml	23.75
	零添加头道特级生抽	22.8/480ml	23.75
	淡盐头道特级生抽	22.8/480ml	23.75
	第一道头道特级生抽	25.8/480ml	26.875
厨邦	零添加纯酿头道特级生抽	20.9/500ml	20.9
千禾	零添加春曲原酿特级生抽	12.8/500ml	12.8
	零添加 180 天特级生抽	29.8/1L	14.9
	零添加 280 天特级生抽	29.8/1L	14.9
	零添加纯酿红烧酱油	16.8/500ml	16.8
	零添加御藏本酿 380 天特级生抽	26.8/500ml	26.8
	有机特级生抽酱油	49.8/500ml	49.8
欣和	六月鲜红烧老抽	15.8/500ml	15.8
	六月鲜特级生抽	15.8/500ml	15.8
	六月鲜零添加原汁酱油	16/500ml	16

资料来源：京东网，天风证券研究所

- 食醋行业同样在高端化、多样化消费需求的拉动下不断出现品类细分和产品升级，进而实现价格提升。目前食醋根据功能性被细分为以下四大类型：烹调型、佐餐型、保健型、饮料型，各大类型还可以进一步细分为不同小类。随着产品的细分和新品的推出，价格也发生了明显变化。以恒顺醋业为例，其基本 3-4 年完成一次提价。

图 88：恒顺醋业细分产品与原有产品价格对比

品牌	产品	价格(元)
烹调型	镇江香醋 (原始产品)	7.5/500ml
	白醋	7.5/500ml
	精酿香醋	15.9/500ml
佐餐型	饺子醋	9.9/300ml
	御宴醋	15.9/580ml
保健型	蟹醋	6.5/155ml
	枸杞醋	22/60ml
饮料型	蜂蜜醋	19.8/380ml
	苹果醋	19.8/380ml

资料来源：京东网，天风证券研究所

图 89：恒顺醋业功能化细分产品

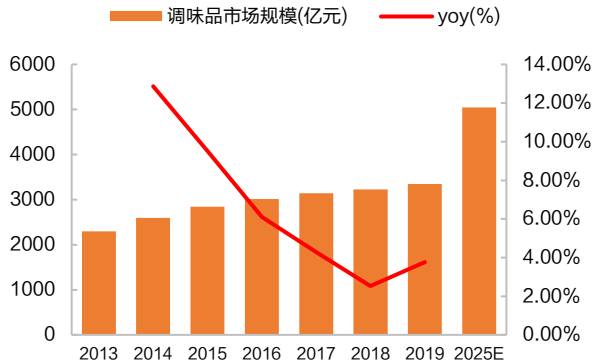


资料来源：京东网，天风证券研究所

4.2.3. 我国调味品市场呈现量价齐升趋势，2025 年市场规模预计达 5000 亿元

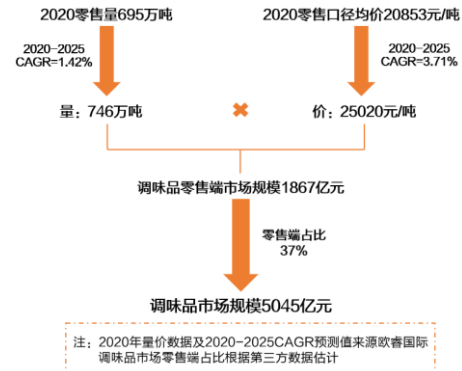
近年来我国调味品行业规模呈现平稳增长态势，2013-2019 年行业规模从 2299 亿元增长至 3346 亿元，CAGR 为 6.45%。根据欧睿国际测算的调味品零售口径市场规模，我们将国内调味品零售端市场进行量价拆解，预计 2025 年调味品零售端市场空间将达到 1867 亿元。假设调味品市场整体体量中零售端占比约 37%，我们预计 2025 年调味品市场规模将达到 5045 亿元，相比 2019 年的 3346 亿元，具备较大的增长空间。

图 90：2013-2019 年我国调味品市场规模及增速



资料来源：中国产业信息网，欧睿国际，天风证券研究所

图 91：2025 年调味品市场规模预测



资料来源：欧睿国际，中国产业信息网，天风证券研究所

4.3. 投资建议：龙头企业竞争优势持续凸显，复调先发优势值得重视

结合上文对调味品市场未来发展趋势的分析，我们建议重点关注行业龙头和复合调味品赛道的优势企业。龙头企业受益于行业集中度不断提升的趋势，叠加其自身系统性竞争优势，份额有望进一步提升，远期看龙头企业平台化优势将进一步凸显，建议关注各细分品类龙头海天味业、涪陵榨菜和安琪酵母。复合调味品赛道顺应复合化与定制化的行业发展方向，未来有望实现快速增长，建议关注行业具备先发优势的企业天味食品、颐海国际和日辰股份。

- 天味食品：产品质量和多样性是立业之本，多元化渠道布局助力高速发展。**我们认为公司发展将经历三个阶段，一是上市之前立足产品研发及储备；二是上市后三年进行迅速的渠道渗透，借助资金快速拓展市场，提高市占率，占领消费者心智；三是未来五年将逐步建立品牌壁垒，实现品类的扩张，强化 B 端粘性。产品端上，公司通过“好人家+大红袍”双轮驱动，不断强化底料和川调优势；渠道端上，渠道扩张加速推进，驱动业绩中期稳健增长。我们认为公司上市后三年是发展窗口期，这一阶段公司业绩有望逐年加速，随着品牌力的提升、渠道网络的完善以及品类的丰富，公司业绩有望保持快速增长。我们预计公司 2020-2022 年实现营收 23.65/32.70/44.16 亿元，同比 +36.91%/38.29%/35.01%，实现归母净利润 3.84/5.13/7.17 亿元，同比 +29.27%/33.55%/39.88%，EPS 分别为 0.61/0.81/1.14 元，给予公司“买入”评级。
- 海天味业：品牌优势促进品类多元持续推进，渠道裂变助力市场份额不断提升。**海天目前是国内调味品行业第一大龙头；长期来看，凭借“品牌+渠道”双护城河，我们认为公司业绩有望持续稳健增长。一方面，公司强大的品牌力将促进其品类多元拓展和结构优化的持续进行。目前公司三大主力品类为酱油、蚝油、调味酱，醋是第四大品类，此外公司 20 年三季度推出火锅底料和中式复合调味料，不断丰富品类布局，为未来发展蓄力。另一方面，海天拥有覆盖全国的渠道网络，截至 2020 年第三季度其经销商总数已达 6739 家，经销网络已实现省级市、地级市 100%覆盖，产品遍布全国各大连锁超市、批发农贸市场、城乡便利店、镇村零售店等终端业态。20 年疫情期间公司不断推进渠道的裂变和下沉，逆势攫取份额，龙头地位不断夯实。我们预计公司 2020-2022 年实现营收 230.48/270.43/319.87 亿元，同比 +16.42%/17.33%/18.28%，实现归母净利润 63.37/75.18/89.76 亿元，同比 +18.39%/18.62%/19.39%，EPS 分别为 1.96/2.32/2.77 元，给予公司“买入”评级。
- 颐海国际：“产品品牌+销售渠道+产能供应”，三大维度助力公司高成长性。**品牌方面，

颐海国际背靠海底捞，享有高知名度的天然优势；另外公司近年来开启多品牌战略，推行产品项目机制，激发内部创造活力，产品品类不断推陈出新。渠道方面，公司积极优化并下沉渠道，不断增加经销商数量，丰富销售网点类型、提高售点覆盖密度及单点销售效率，并积极推动“线上+线下”共同发力。渠道建设效果显著，2019 年公司第三方客户销售占比已超过关联方。产能方面，公司陆续投建霸州、马鞍山、漯河生产基地，有望释放超过 50 万吨产能，以满足销量攀升对生产供应能力提出的要求。颐海作为中国中高端火锅调味料龙头，未来将继续受益于复合调味品市场的快速增长，实现业绩的持续提升。我们预计公司 2020-2022 年实现营收 58.6/79.8/102.1 亿元，同比 +36.8%/36.2%/28.0%，实现归母净利润 9.9/13.5/17.4 亿元，同比 +37.7%/36.4%/28.7%，给予公司“买入”评级。

- 涪陵榨菜：品类持续扩张，渠道稳步下沉，共筑公司发展护城河。**我们认为多产品发展为公司一大主要逻辑。公司目前稳居榨菜领域龙头地位，2019 年榨菜在其营收中贡献 85%以上，为业绩提供稳定支撑。近年来公司致力于推进由“小乌江”进入“大乌江”，品类扩张持续进行，在萝卜、泡菜、佐餐下饭菜等方面不断发力，这些品类未来一段时间的市场表现值得关注。渠道方面，公司渠道下沉稳步推进，县级市场开拓效果显著。2019 年起公司开启渠道下沉工作，提出“渠道创新做透下县”，截至 2020 年 11 月公司产品已覆盖 2000 多家县级市场，共拥有 1300 多家县级经销商，渠道下沉效果明显。县级市场人口基数大，其消费习惯的培育有望为公司创造可观的增长空间。未来随着公司核心单品的稳健增长，加上扩品的持续推进，业绩有望不断提升。
- 日辰股份：“准快稳”的产品研发能力是公司的核心竞争力，存量和增量相互转化构筑公司的成长性和稳定性。**日辰是一家以 B 端为主的复合调味品企业，相较 C 端更注重产品的研发和服务能力。其自创立至今积极投入研发费用，研发支出占营业收入比例居行业前列；业务模式上以柔性定制为主，在发展历程中不断形成研发沉淀。在此基础上，“快准稳”的产品研发能力保障了公司客户的开发和维护。增量客户开发稳定后，将逐步转换为存量客户，同时受益餐饮连锁化率的趋势，存量客户规模也将逐步扩大，反哺公司业绩增长。长期来看，我们认为公司兼具成长性与稳定性，未来随着公司消费场景的不断拓张，其场景边界或将不断延伸，业绩有望实现快速增长。我们预计公司 2020-2022 年实现营收 2.77/3.64/ 4.73 亿元，同比增长 -2.90%/31.20%/29.86%，实现归母净利润 0.92 /1.16/ 1.49 亿元，同比 +7.66%/26.22%/28.20%，EPS 分别为 0.93/1.18 /1.51 元，给予公司“买入”评级。
- 安琪酵母：平台化发展构造强壁垒，消费品属性打开发展天花板。**目前公司国内强大的酵母产业壁垒构筑了公司业绩的基本盘，且凭借资金优势和酵母产业链优势，正逐步培育新的业绩驱动力。一方面国内酵母业务凭借寡头地位有望通过提价和结构改善提升吨价。同时进一步强化衍生品业务的开发，上游平台化逻辑逐步显现。另一方面，公司通过疫情积攒海外市场优势，加强海外销售队伍建设，配合产能投放实现海外收入增长。通过国内外市场的多点布局，加之衍生品业务不断地发力，公司发展有望步入新阶段。我们预计公司 2020-2022 年实现营收 89.19/101.23/118.06 亿元，同比 +16.55%/13.50%/16.62%，实现归母净利润 13.72/14.75/17.54 亿元，同比 +52.14%/7.52%/18.91%，EPS 分别为 1.66/1.79/2.13 元，维持公司“买入”评级。

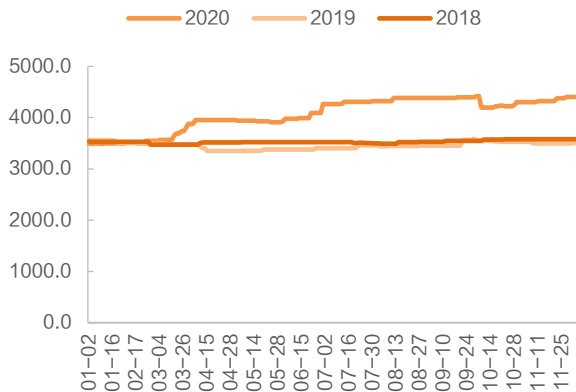
表 10：重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2021-03-05	评级	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603317.SH	天味食品	53.77	买入	0.47	0.61	0.81	1.14	114.4	88.15	66.38	47.17
603288.SH	海天味业	166.5	买入	1.65	1.96	2.32	2.77	100.91	84.95	71.77	60.11
01579.HK	颐海国际	101.8	买入	0.69	0.95	1.29	1.66	147.54	107.16	78.91	61.33
603755.SH	日辰股份	61.22	买入	0.86	0.93	1.18	1.51	71.19	65.83	51.88	40.54
600298.SH	安琪酵母	53.01	买入	1.09	1.66	1.79	2.13	48.63	31.93	29.61	24.89

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

此外，原材料成本压力或提升，关注提价预期带来的行业性机会。酱油企业中，黄豆、包材是主要的原材料，两者明年均存在价格提升预期。目前黄豆价格持续上涨，2020 年大豆现货价格整体高于过去 2 年同期且自 10 月以来保持上涨趋势，处于历史高位，我们判断这主要是由于疫情影响下黄豆进出口供给紧缺导致。玻璃、瓦楞纸价格均维持高位，其中玻璃期货价格自 20 年 4 月以来基本保持上升趋势；瓦楞纸价格 20 年年内基本保持平稳，略有上升。成本的持续上涨或催生市场的提价预期，建议密切关注原材料的价格走势，把握提价预期下的机会。

图 92：2018-2020 年大豆现货价格变动（元/吨）



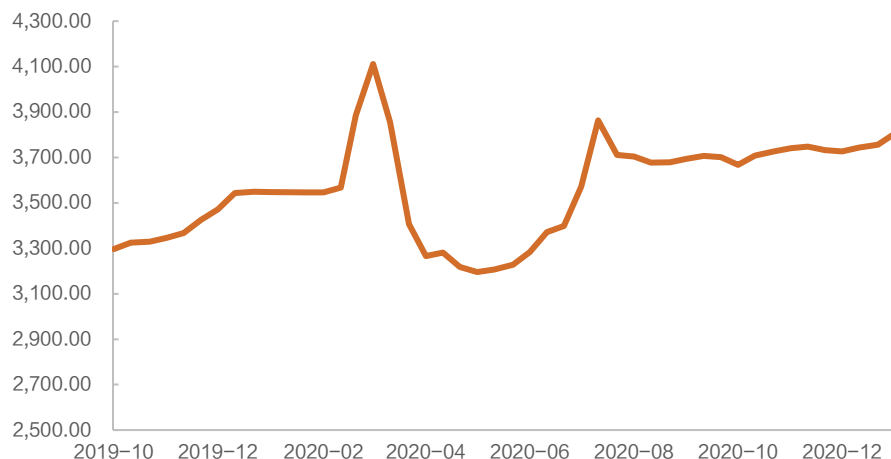
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 93：玻璃期货结算价（活跃合约）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 94：瓦楞纸市场价（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示：

疫情反复影响消费：疫情对线下餐饮消费场景影响较大，将导致调味品 B 端消费承压。

复合调味品渗透率提速不及预期：复合调味品处于发展初期，消费习惯的培养和渗透率的提升仍需要时间。

新品扩张不及预期：企业原有品类的市场空间将随着渗透率的提高而渐趋饱和，新品扩张不利会影响企业挖掘新增长点。

渠道扩张和全国化不及预期：将影响企业市场开拓能力，并容易导致企业业绩受单一区域影响过大。

食品安全风险：影响企业形象，将面临监管处罚、客户流失等后果。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com