

## 本报告的主要看点：

1. 当前处于复合调味品消费淡季，我们通过线下走访调研的方式洞察各品牌的铺货、促销和周转情况；且调研样本具备多样性和代表性。
2. 我们通过与渠道专家实时交流，追踪行业最新格局及头部品牌动向。

## 淡季促销力度减弱，龙头重视“渠道+品牌”核心竞争力

### 基本结论

- **铺货面积：**天味及海底捞在各自强势市场均在货架陈列上取得压倒性优势；新品铺货方面，好人家积极上架不辣汤系列火锅底料；海底捞小料台已有小范围铺货。非强势市场中，海底捞铺货仍以受益于母品牌的火锅底料及麻辣香锅调料为主；天味围绕核心大单品鱼调料铺设多品类中式复调，与海底捞形成错位竞争。
- **促销力度：**当前处于复调消费淡季，两大品牌促销力度均较低。
- **周转情况：**海底捞复调产品周转（底料 2-3 个月，中式复调 1-2 个月）整体好于天味（底料 5-6 个月，中式复调 3-5 个月），但中式复调子品牌“筷手小厨”铺货面积较小，且仍处于降价促销推广阶段；天味在河南强势市场底料产品周转（2-5 个月）优于海底捞（4-6 个月），但鱼调料大单品面临地方品牌的激烈竞争。
- **投资主线：1) 后疫情时期，符合懒人经济的复合调味品是调味品赛道重要发展方向。**疫情期间居家消费场景加大了复合调味品市场教育力度，头部品牌凭借自身渠道力及品牌力优势强势掌握消费心智，当前赛道加速扩容且行业集中度偏低，头部企业有望凭借先发优势持续提升市占率，且叠加过硬产品力，消费者粘性 & 复购率有望与竞品进一步拉开差距。**2) 地区口味差异叠加资源优势，全国化路上地方品牌是核心竞争者。**我国复合调味品行业龙头品牌在品牌推广全国化的过程中，一方面地域化口味差异制约龙头对非传统或强势市场的渗透；另一方面在货架陈列上，头部品牌受到地方品牌基于自身本地化口味及渠道资源优势的强势挤占。**3) 复合调味品赛道同质化程度较高，营销与渠道是核心竞争力。**调味品赛道中，产品研发能力是立足之本，但在竞品大量采取产品研发“跟随策略”的当下，复合调味品行业同质化程度极高（例如火锅调味料细分领域的番茄汤产品，中式复合调味料细分领域的鱼调料产品），此时，营销与渠道是复合调味品市场的核心竞争力：一方面，营销推新能力决定了品牌能否利用新品先于竞品掌握消费者心智；另一方面，能否拉近产品与消费者的距离、增加产品“可触及性”亦是行业的重要竞争力。因此，行业企业不仅要通过渠道扩张及下沉增加可达的消费者，更要强化渠道及终端管理能力，优化产品陈列质量及物流效率。
- 我们认为，复合调味品行业尚处调整期，且渗透率较低，龙头公司仍有广阔渠道扩张及下沉空间；同时，复合调味品口味与种类较传统调味品更加丰富，未来新品开拓仍是有效实现规模扩张、打开厂商成长新空间的重要路径，**建议关注渠道建设及推新能力更强的行业龙头公司。**

### 风险提示

原材料价格上涨、行业竞争加剧、食品安全问题。

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005  
liuchengqian@gjzq.com.cn

## 内容目录

引言 .....	
一、淡季促销力度减弱，抢占货架竞争激烈 .....	
1.1 北京地区 .....	
1.2 江苏地区 .....	
1.3 河南地区 .....	
1.4 调研结果汇总 .....	
二、投资主线：疫情催化行业竞争加剧，渠道与营销是核心竞争力 .....	
三、风险提示 .....	

## 图表目录

图表 1：北京市抽样商超复调货架陈列情况 .....	
图表 2：北京市复调产品促销和周转情况整理 .....	
图表 3：江苏省南京市抽样商超复调货架陈列情况 .....	
图表 4：江苏省南京市复调产品促销和周转情况整理 .....	
图表 5：河南省南阳市抽样商超复调货架陈列情况 .....	
图表 6：河南省南阳市复调产品促销和周转情况整理 .....	
图表 7：复合调味料主要品牌和产品促销和周转情况整理 .....	

## 引言

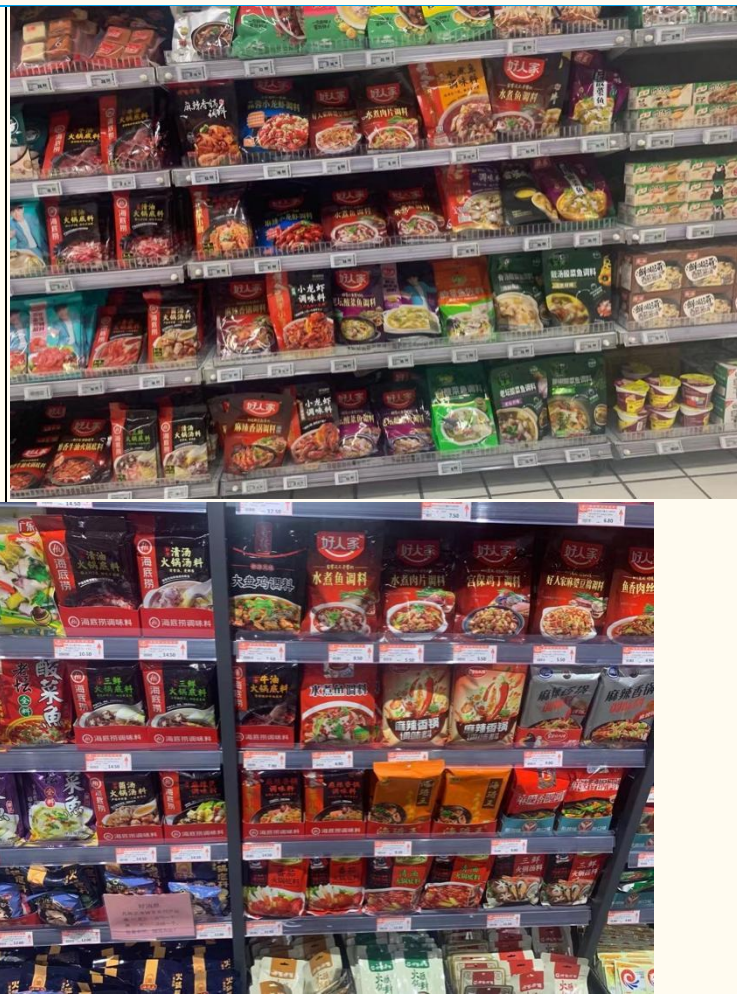
- 我们近日通过走访调研的方式，收集复合调味品头部品牌的促销、周转和铺货情况。调研的城市包括超一线城市（北京）、新一线城市（江苏南京）以及三线城市（河南南阳），北方（北京）、中部（河南南阳）及南方（江苏南京）的城市均有涉及，样本具备多样性和代表性。

## 一、淡季促销力度减弱，抢占货架竞争激烈

### 1.1 北京地区

- 在北京地区的调研中，抽样超市均未见大红袍铺货，海底捞在调研超市中均有铺货。
- **铺货面积：**北京地区超市海底捞与好人家总体铺货面积相当，但细分来看，好人家铺货以中式复合调味料为主，且 SKU 高度丰富；相比之下，海底捞铺货仍以核心火锅调味料单品为为主，中式复调子品牌筷手小厨仅有少量铺货，远小于好人家铺货面积。

图表 1：北京市抽样商超复调货架陈列情况



来源：草根调研，国金证券研究所

- **促销情况：**当前处于火锅调味料消费淡季，且今年复合调味料新品尚未推出，好人家与海底捞促销力度均不大。

- **周转情况：**北京地区商超好人家火锅底料及中式复合调味料货龄均在 6 个月左右，海底捞单品货龄则普遍在 5 个月以下，集中在 1.5-3 个月，周转显著优于好人家，且中式复合调味品周转进一步优于火锅底料，货龄均在 1.5 个月上下。

图表 2：北京市复调产品促销和周转情况整理

品牌	品类	规格	原价 (元)	调研汇总		北京市密云区（采样时间：2021 年 4 月 6 日）						
				售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2		超市 3		
						售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度	
天味	好人家	好人家麻辣牛油手工老火锅底料	500g	39.8	37.40	3-7 个月	38	200904	36.8	210113	-	
		好人家番茄火锅底料	200g	16.6	-	-	-	-	-	-	-	
		好人家老坛酸菜鱼调料	390g	18.8	15.00	6 个月	15	200919	-	-	-	
		好人家水煮鱼调料	210g	13.8	13.50	6 个月	13.5	200919	-	-	-	
		好人家青花椒鱼调料	210g	12.6	-	-	-	-	-	-	-	
	大红袍	大红袍手工牛油老火锅底料	400g	28.8	-	-	-	-	-	-	-	
		大红袍中国红火锅底料	400g	20.8	-	-	-	-	-	-	-	
海底捞	火锅底料	海底捞番茄火锅底料	200g	16.9	16.90	1.5-3 个月	16.9	210222	16.9	210109	-	
		海底捞清油火锅底料	220g	21.9	14.10	2.5-5 个月	13.9	210122	17.9	201210	10.5	201108
		海底捞菌汤火锅底料	110g	20	16.10	2-5 个月	16.9	210214	16.9	210128	14.5	201105
		海底捞青椒牛油火锅底料	150g	10.2	9.30	2-2.5 个月	10.5	210124	9.9	210120	7.5	210201
	中式复调	海底捞麻辣香锅调味料	220g	21	16.77	1.5 个月	17.9	210218	17.9	210218	14.5	201018
		海底捞上汤酸菜鱼调味料	360	17.9	17.90	1.5 个月	17.9	210220	17.9	210220	-	
		筷手小厨麻辣小龙虾调味料	200g	15	13.00	1.5 个月	11.6	210220	12.9	210220	14.5	210220

来源：草根调研，国金证券研究所

注：区域走访 3 家商超，售价取三家商超平均值；新鲜度指生产日期，格式为 xx（年）xx（月）xx（日）；“-”指调研商超无对应产品铺货。

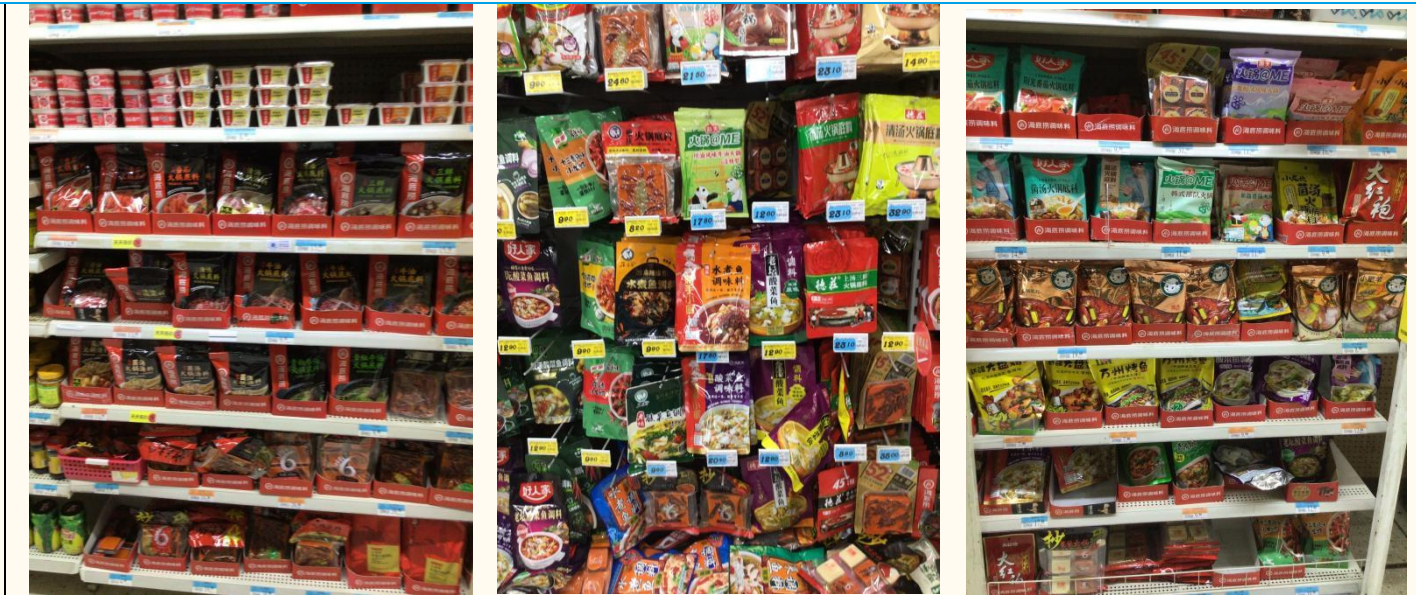
## 1.2 江苏地区

- 在江苏地区的调研中，个别超市未见天味产品铺货，所有调研超市均有海底捞铺货。
- **铺货面积：**江苏南京地区超市中，1) 火锅调味料：海底捞火锅底料产品在抽样商超中均占据主要货架位置，且在货架醒目位置有新品小料台的大量铺货，而大红袍仅有核心品类中国红系列少量铺货，且陈列位置较差，大多位于货架边缘或底层，好人家火锅底料以不辣汤系列为主，总体来说铺货面积与小肥羊、德庄相当；2) 中式复合调味料：海底捞及好人家整体铺货面积及 SKU 数均少于火锅调味料，均以鱼调料产品为主。



- 值得注意的是，跨赛道竞争者海天去年推出的新品火锅底料产品已在南京地区部分商超有铺货，而以德庄为代表的传统火锅底料品牌亦开始向鱼调料等中式复调产品延伸布局。

图表 3：江苏省南京市抽样商超复调货架陈列情况



来源：草根调研，国金证券研究所

- **促销情况：**好人家与大红袍火锅底料及中式复合调味料产品均无促销，海底捞火锅底料大单品番茄及菌汤均有促销。
- **周转情况：**江苏南京地区商超好人家及大红袍火锅底料产品货龄均在 5-6 个月左右，但鱼调料系列周转较好，货龄均在 5 个月以下。海底捞单品货龄则普遍在 3 个月以下，周转显著优于好人家及大红袍。

图表 4：江苏省南京市复调产品促销和周转情况整理

品牌	品类	规格	原价 (元)	调研汇总		江苏省南京市 (采样时间: 2021 年 4 月 8 日)						
				售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2		超市 3		
						售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度	
天味	好人家	好人家麻辣牛油手工老火锅底料	500g	39.8	36.15	5.5 个月	-		32.8	20201016	39.5	20201023
		好人家番茄火锅底料	200g	16.6	14.80	6.5 个月	-		14.8	20200925	-	
		好人家老坛酸菜鱼调料	390g	18.8	12.85	2.5-5 个月	-		12.8	20201211	12.9	20210119
		好人家水煮鱼调料	210g	13.8	-	-	-		-		-	
		好人家青花椒鱼调料	210g	12.6	9.90	5 个月	-		-		9.9	20201029
	大红袍	大红袍手工牛油老火锅底料	400g	28.8	-	-	-		-		-	
		大红袍中国红火锅底料	400g	20.8	18.50	5 个月	-		18.5	20201107	-	
海底捞	火锅底料	海底捞番茄火锅底料	200g	16.9	15.10	1-2 个月	16.5	20200824	13.9	20210205	14.9	20210302

	海底捞清油火锅底料	220g	21.9	16.70	2.5个月	-		15.9	20210117	17.5	20210117
	海底捞菌汤火锅底料	110g	20	14.57	3-4个月	14.9	20200903	13.9	20210211	14.9	20210114
	海底捞青椒牛油火锅底料	150g	10.2	10.25	2.5个月	-		9.9	20210112	10.6	20210203
中式复调	海底捞麻辣香锅调味料	220g	21	15.95	3个月	14.9	20200830	17	20210112	-	
	海底捞上汤酸菜鱼调味料	360	17.9	17.65	1-3个月	-		17.5	20210106	17.8	20210312
	筷手小厨麻辣小龙虾调味料	200g	15	10.20	1个月	10.5	20200830	9.9	20210306	-	

来源：草根调研，国金证券研究所

注：区域走访3家商超，售价取三家商超平均值；新鲜度指生产日期，格式为xx(年)xx(月)xx(日)；“-”指调研商超无对应产品铺货。

### 1.3 河南地区

- 在河南地区的调研中，好人家、大红袍及海底捞核心产品均有铺货。
- **铺货面积：**河南是天味在西南地区之外的优势华中地区的重点省份，收入贡献超过50%，在河南南阳地区抽样超市中，好人家及大红袍火锅底料产品有大规模且多SKU铺货，二者铺货面积相当；相比之下，海底捞火锅底料及中式复合调味料产品SKU数量较少，货架铺货面积也远小于好人家与大红袍。
- 值得注意的是，河南地区的商超均存在大量本地复合调味品品牌与天味及海底捞抢占货架的情况，且在产品上采取跟随策略：火锅底料方面，以菌汤、番茄汤以及经典手工底料产品为主；中式复调方面，鱼调料品类竞争激烈。

图表5：河南省南阳市抽样商超复调货架陈列情况



来源：草根调研，国金证券研究所



- **促销情况：**淡季因素叠加优势市场，河南地区好人家及大红袍促销力度较弱或无促销，海底捞对于青椒牛油底料及小龙虾料两大新品仍延续春节促销力度。
- **周转情况：**河南地区调研结果显示好人家及大红袍火锅底料产品货龄集中在 2-5 个月，而海底捞底料产品货龄则在 4-6 个月左右，天味产品在促销力度明显弱于海底捞的情况，仍在河南优势市场取得较好动销水平。但从中式复合调味料产品周转上来看，海底捞仍凭借较大促销力度及母品牌影响力获得较好人家大单品鱼调料更好的周转率，货龄在 2 个月左右，而好人家两大鱼调料货龄均在 3-5 个月。

图表 6：河南省南阳市复调产品促销和周转情况整理

品牌	品类	规格	原价 (元)	调研汇总		河南省南阳市 (采样时间: 2021 年 4 月 7 日)						
				售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2		超市 3		
						售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度	
天味	好人家	好人家麻辣牛油手工老火锅底料	500g	39.8	39.80	3-5 个月	-		39.8	20201214	39.8	20210105
		好人家番茄火锅底料	200g	16.6	14.20	5-6 个月	14.9	20201103	14.9	20200916	12.8	20201110
		好人家老坛酸菜鱼调料	390g	18.8	11.33	2-5 个月	10	20201212	14.5	20210130	9.5	20201231
		好人家水煮鱼调料	210g	13.8	10.43	3-5 个月	9.9	20210105	9.9	20210102	11.5	20201213
		好人家青花椒鱼调料	210g	12.6	10.00	4 个月	-		-		10	20210102
	大红袍	大红袍手工牛油老火锅底料	400g	28.8	28.47	2-2.5 个月	27.8	20210201	28.8	20210115	28.8	20210115
		大红袍中国红火锅底料	400g	20.8	13.77	2.5-7 个月	13.8	20201106	15	20200913	12.5	20210117
海底捞	火锅底料	海底捞番茄火锅底料	200g	16.9	14.77	4-6 个月	14.5	20201003	14.9	20201225	14.9	20200921
		海底捞清油火锅底料	220g	21.9	15.93	3-5 个月	14	20210123	18.9	20201112	14.9	20201214
		海底捞菌汤火锅底料	110g	20	14.90	4-6 个月	14.9	20201225	16.9	20201015	12.9	20201129
		海底捞青椒牛油火锅底料	150g	10.2	7.50	4.5 个月	-		-		7.5	20201124
	中式复调	海底捞麻辣香锅调味料	220g	21	14.20	1.5 个月	-		14.9	20210221	13.5	20210221
		海底捞上汤酸菜鱼调味料	360	17.9	13.50	2.5 个月	-		13.5	20210115	-	
		筷手小厨麻辣小龙虾调味料	200g	15	9.90	2.5 个月	9.9	20210114	-		-	

来源：草根调研，国金证券研究所

注：区域走访 3 家商超，售价取三家商超平均值；新鲜度指生产日期，格式为 xx (年) xx (月) xx (日)；“-”指调研商超无对应产品铺货。

#### 1.4 调研结果汇总

- 天味及海底捞在各自强势市场中，均在超市货架陈列上取得了相较竞品压倒性的优势，新品铺货方面，好人家积极上架不辣汤系列火锅底料，丰富底料产品口味 SKU；海底捞小料台已有小范围铺货。

- 在非强势市场，海底捞铺货仍以受益于母品牌的火锅底料及麻辣香锅调料为主；天味主要围绕好人家核心大单品鱼调料铺设多品类中式复合调味料，充分利用自身产品研发优势与丰富产品矩阵积极抢占货架，与海底捞以火锅底料为主的铺货模式形成错位竞争。
- 当前处于复合调味料消费（尤其是火锅调味料）淡季，在两大品牌促销力度均较低的情况下，海底捞复调产品周转整体好于天味，但中式复调子品牌“筷手小厨”铺货面积较小，且仍处于降价促销推广阶段，自身品牌力有待培育。

图表 7：复合调味料主要品牌和产品促销和周转情况整理

品牌	品类	规格	原价 (元)	北京市密云区		江苏省南京市		河南省南阳市		
				售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄	售价 (元)	货龄	
天味	好人家	好人家麻辣牛油手工老火锅底料	500g	39.8	37.4	3-7 个月	36.2	5.5 个月	39.8	3-5 个月
		好人家番茄火锅底料	200g	16.6	-	-	14.8	6.5 个月	14.2	5-6 个月
		好人家老坛酸菜鱼调料	390g	18.8	15.0	6 个月	12.9	2.5-5 个月	11.3	2-5 个月
		好人家水煮鱼调料	210g	13.8	13.5	6 个月	-	-	10.4	3-5 个月
		好人家青花椒鱼调料	210g	12.6	-	-	9.9	5 个月	10.0	4 个月
	大红袍	大红袍手工牛油老火锅底料	400g	28.8	-	-	-	-	28.5	2-2.5 个月
		大红袍中国红火锅底料	400g	20.8	-	-	18.5	5 个月	13.8	2.5-7 个月
海底捞	火锅底料	海底捞番茄火锅底料	200g	16.9	16.9	1.5-3 个月	15.1	1-2 个月	14.8	4-6 个月
		海底捞清油火锅底料	220g	21.9	14.1	2.5-5 个月	16.7	2.5 个月	15.9	3-5 个月
		海底捞菌汤火锅底料	110g	20	16.1	2-5 个月	14.6	3-4 个月	14.9	4-6 个月
		海底捞青椒牛油火锅底料	150g	10.2	9.3	2-2.5 个月	10.3	2.5 个月	7.5	4.5 个月
	中式复调	海底捞麻辣香锅调味料	220g	21	16.8	1.5 个月	16.0	3 个月	14.2	1.5 个月
		海底捞上汤酸菜鱼调味料	360	17.9	17.9	1.5 个月	17.7	1-3 个月	13.5	2.5 个月
		筷手小厨麻辣小龙虾调味料	200g	15	13.0	1.5 个月	10.2	1 个月	9.9	2.5 个月

来源：草根调研，国金证券研究所

注：每个区域走访 3 家商超，售价取三家商超平均值。

## 二、投资主线：疫情催化行业竞争加剧，渠道与营销是核心竞争力

- 后疫情时期，符合懒人经济的复合调味品是调味品赛道重要发展方向。近年来，C 端用户年轻化、生活快节奏化和餐饮服务连锁化共同推动天生具备便捷与标准化属性的复合调味料渗透率持续提升，疫情期间居家消费场景加大了复合调味品市场教育力度，头部品牌凭借自身渠道力及品牌力优势强势掌握消费心智，当前赛道加速扩容且行业集中度偏低，头部企业有



望凭借先发优势持续提升市占率，且叠加过硬产品力，消费者粘性 & 复购率有望与竞品进一步拉开差距。

- **地区口味差异叠加资源优势，全国化路上地方品牌是核心竞争者。**我国复合调味品行业龙头品牌在品牌推广全国化的过程中，一方面受到地域化口味差异的影响，自身采取的口味标准化及大单品策略在一定程度上制约了对非传统或强势市场的渗透；另一方面面临地方品牌区域强势竞争力，地方品牌基于自身本地口味及渠道资源优势，费用投放更加集中，甚至能够锁定 KA 核心陈列位置，对头部品牌的货架陈列形成强势挤占，根据渠道调研，区域性品牌顺应复调行业扩容趋势扩大终端推广力度后，某头部品牌产品货架占有率从 50% 以上下滑至仅 1/3。
- **复合调味品赛道同质化程度较高，营销与渠道是核心竞争力。**调味品赛道中，产品研发能力是立足之本，但在竞品大量采取产品研发“跟随策略”的当下，复合调味品行业同质化程度极高（例如火锅调味料细分领域的番茄汤产品，中式复合调味料细分领域的鱼调料产品），此时，营销与渠道是复合调味品市场的核心竞争力：**1) 营销：**基于产品研发/模仿能力，推新能力决定了品牌能否利用新品先于竞品掌握消费者心智；**2) 渠道：**复合调味品作为便捷化属性产品，能否拉近产品与消费者的距离、增加产品“可触及性”亦是行业的重要竞争力。因此，不仅要通过渠道扩张及下沉增加可达的消费者，更要强化渠道及终端管理能力，优化产品陈列质量及物流效率。
- **龙头品牌全国化在路上，渠道下沉和品类扩张仍有空间。**当前，我国复合调味品渗透率仍较低，行业头部企业均在自身优势市场基础上积极推动品牌全国化建设，在复调市场加速扩容的趋势下，二者仍有广阔渠道扩张及下沉空间。同时，复合调味品口味与种类较传统调味品更加丰富，未来新品开拓仍是有效实现规模扩张、打开厂商成长新空间的重要路径，看好复合调味品龙头公司。

### 三、风险提示

- **原材料价格大幅上涨的风险。**若上游原料价格大幅波动，将会对公司业绩产生一定的影响。
- **行业竞争加剧的风险。**若未来行业竞争进一步加剧，费用投放超预期，将会影响公司业绩表现。
- **食品安全风险。**食品行业安全是首要标准，若出现食品安全问题，将会严重影响公司口碑与销售。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402