

复合调味品行业：口味融合下的调味新趋势

食品饮料行业

食品饮料

投资建议：强于大市（维持）

调味品

投资建议：强于大市（首次）

投资要点：

➤ 复合调味品未来10年空间达4000亿，量价齐升驱动行业扩容

复合调味品行业空间广、增速高，量价齐升驱动行业快速扩容。复合调味品行业当前正处在发展阶段，竞争格局相对分散。短期来看行业空间广阔，各细分赛道机会众多，业内公司抢占增量空间，行业集中度难以快速提高。中长期，行业中具有先发优势的头部公司未来有望保持领先地位。复合调味品在餐饮和消费端完成对传统单一调味品的迭代后，预计在未来10年将拥有当前市场近2.7倍的市场空间，规模达4000亿元，CAGR为10.54%。

➤ 需求端：餐饮+零售，双轮驱动复合调味品需求提升

零售端：消费升级趋势下，消费者对调味品需求从价格导向转向口味和功能导向，助推复合调味料取代传统单一调味品。对标美日，预计未来渗透度将达到60%，零售端有近2.3倍市场空间。**餐饮端：**餐饮连锁化趋势推动餐饮行业改革，而复合调味品是后厨优化、口味标准化的解决方案。2020年我国餐饮连锁率为15%，较美日近50%的餐饮连锁率，未来复调料在餐饮端有3.3倍市场空间。

➤ 供给端：大平台、大单品、供应链三类公司各有优势

平台类公司：传统调味品龙头发展而来的平台类公司具有强供应链管理和完善的销售渠道两大优势，但在产品的推新能力和运营模式中存在短板。**大单品模式：**大单品起家的公司拥有较强的产品力，以及深耕复调料多年带来的研发积累。但推进全国化布局和品类扩容后，异地市场开拓能力存疑。**供应链模式：**深度绑定餐饮渠道使公司可餐饮端的品牌优势为上游产品免去品牌打造和消费者认知的过程，并有效增强消费者对比同质化产品时的竞争力。然而，下游餐饮渠道营收波动也影响公司营收稳定性。

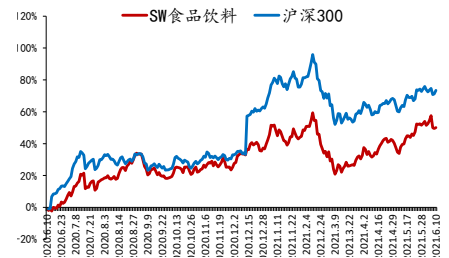
➤ 投资建议

复合调味品行业正经历高速扩张阶段，C端群体消费习惯逐渐培育成型，B端成本压力和餐饮连锁化趋势推动需求提升，我们看好复调料行业前景，给予“强于大市”评级。行业内细分领域龙头公司具有品牌、规模、研发、渠道等优势，我们重点推荐依托B端向C端发力的行业龙头颐海国际以及涉及上游重要原材料的安琪酵母，同时建议关注海天味业和天味食品。

➤ 风险提示

食品安全的风险，新品孵化不及预期的风险，行业增长不及预期的风险，原料成本上行的风险，行业竞争加剧，龙头集中度提升不及预期的风险。

一年内行业相对大盘走势



陈梦瑶 分析师

执业证书编号：S0590521040005

电话：18520127266

邮箱：cmy@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《消费持续复苏，结构升级正当时》
《食品饮料》
- 2、《疫情短暂影响奶价，长期不改上涨趋势》
《食品饮料》
- 3、《人造肉无限想象，豌豆蛋白站上风口》
《食品饮料》

投资聚焦

研究背景

我国在消费升级的大趋势下，C 端消费者对调味品功能的需求逐渐细化。同时，B 端餐饮行业在城镇化率提升以及运营成本上升的压力下，独立餐饮逐渐被连锁化餐饮替代。两大趋势下，复合调味品作为解决需求端痛点的产品，将逐渐取代单一调味品的部分市场，成为未来调味新趋势。本篇报告中，我们预测了复合调味品未来的行业空间，并对复合调味品行业发展格局、供需情况进行分析。

不同于市场的观点

复合调味品头部公司在 2020 年因疫情推动 C 端需求快速增长，带来营收高涨，增速达到历史高点。在后续营收增速可能放缓的趋势下，市场对于复合调味品未来空间和竞争格局存在分歧。

我们认为，复合调味品行业仍具有广阔空间，对比美国日本等成熟市场，仍然有 3-4 倍市场空间。同时，行业头部公司在先发优势下，提前占据消费者心智，同时通过品类扩容、加密 SKU、市场下沉、加速渠道铺设等措施将持续挤压中尾部公司生存空间。多重优势下，未来头部公司有望持续领跑行业。

核心结论

1) 到 2030 年，我国复合调味品行业空间有望达到 4000 亿。复盘酱油行业趋势，我们认为未来复合调味品行业有望出现与酱油行业类似的发展趋势，预计经过 10 年的发展，渗透度将达到稳定状态，市场规模在 2030 年将达到 4020 亿元，为当前的 2.7 倍，其中餐饮、零售和工业端分别为 2232、1201 和 585 亿元。

2) 行业头部公司强者恒强，龙头集中度有望持续提升。复合调味品行业近 5 年 CAGR 为 15% 左右，而行业头部公司增速普遍高达 30% 以上，营收增速高于行业平均，头部公司向下挤压中后段公司发展空间。同时，头部公司拥有品牌、规模、研发、渠道等多重优势，我们认为未来行业空间逐渐见顶后，龙头公司集中度有望持续提升。

图表 1：重点推荐公司及可比公司估值分析

股票简称	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			净利 CAGR 未来 3 年	评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
颐海国际	1579. HK	53.30	0.85	1.15	1.44	53x	39x	31x	27.56%	增持
安琪酵母	600298. SH	55.23	1.65	1.87	2.07	34x	30x	27x	12.99%	买入
天味食品	603317. SH	28.41	0.48	0.54	0.71	59x	53x	40x	27.14%	增持

来源：Wind，国联证券研究所预测，注：收盘价为 2021 年 6 月 15 日收盘价；

正文目录

1	核心逻辑：量价齐升驱动复合调味品行业扩容	6
2	行业概览：调味品行业正从单一化向复合化迭代	7
2.1	旧瓶新酒，重新定义复合调味品	7
2.2	复合调味品现代商业发展历史较短，当前正处成长期	9
3	发展空间：未来 10 年行业空间有望达到 4000 亿元	9
3.1	以史为鉴：复盘酱油行业发展，推演复调料未来趋势	9
3.2	复合调味品规模 1500 亿元，2030 年有望达 4000 亿	11
4	行业格局：步入高速成长期，龙头公司集中度有望继续提升	13
4.1	产业链：上游成本可控，中游配方为重，下游渠道多元发展	13
4.2	多重宏观因素驱动行业高速发展	16
4.3	政策扶持+法规趋严，助力复合调味品规范化发展	18
4.4	行业竞争格局分散，静待龙头显现	19
5	需求端：餐饮+零售，双轮驱动复合调味品需求增长	21
5.1	零售端：口味和功能导向驱动复调料取代单一调味品	22
5.2	餐饮端：连锁化趋势推动复调料发展进入高速增长期	24
6	供给端：三类公司模式对比：大平台 VS 大单品 VS 供应链	26
6.1	大平台模式：传统调味龙头跨界扩张，横向扩容构建大平台	26
6.2	大单品模式：精耕大单品，纵向迭代保持竞争力	28
6.3	供应链配套模式：绑定下游餐饮端，受益餐饮渠道反哺	30
7	投资建议	31
7.1	颐海国际：起源海底捞，未来横向品类扩容潜力十足	31
7.2	安琪酵母：酵母抽提物 YE 有望成为重要业绩增长驱动力	32
7.3	天味食品：双品牌同步渗透头部腰部市场，营销高投入加速市占率提升	33
7.4	重点推荐公司以及可比公司估值分析	35
8	风险提示	35

图表目录

图表 1: 重点推荐公司及可比公司估值分析.....	2
图表 2: 复合调味料行业量价齐升.....	6
图表 3: 复调料在连锁餐饮成本中占比较高.....	7
图表 4: 复合调味品在 C 端契合年轻群体消费趋势.....	7
图表 5: 国标 GB/T 20903-2007 在 2007 年对复合调味料的分类.....	8
图表 6: 复合调味品专业定义划分.....	8
图表 7: 市场中根据用途划分的复合调味料分类.....	8
图表 8: 复合调味料发展历史.....	9
图表 9: 各类调味品所处阶段.....	10
图表 10: 各类调味品渗透度.....	10
图表 11: 过去 20 年中国酱油产量.....	10
图表 12: 酱油公司市场份额变化.....	10
图表 13: 复合调味品线上宣传途径多样.....	11
图表 14: 调味品销售渠道占比变动.....	11
图表 15: 海天复调料主要销售渠道为线上电商.....	11
图表 16: 复合调味品市场 13-18 年 CAGR 为 14.39%.....	12
图表 17: 复合调味品市场空间预测.....	12
图表 18: 2030 年复调料市场空间敏感性分析.....	13
图表 19: 复合调味品行业产业链.....	14
图表 20: 复调料成本构成 (日辰股份 2019H1).....	14
图表 21: 酱油成本构成 (千禾味业 2015 年).....	14
图表 22: 复合调味料行业生产流程 (天味食品).....	15
图表 23: 传统单一调味品生产流程 (海天味业).....	15
图表 24: 2006 和 2020 年各流通渠道占比变化.....	15
图表 25: 各细分流通渠道快速涌现.....	15
图表 26: 美国 GDP 与个人消费、政府、投资占比.....	16
图表 27: 中国 GDP 与个人消费、政府、投资占比.....	16
图表 28: GDP 和人均可支配收入增速稳健.....	17
图表 29: 人均可支配收入增速高于消费支出增速.....	17
图表 30: 农夫山泉逐年替代纯净水市场份额.....	17
图表 31: 茅台营收增速高于顺鑫.....	17
图表 32: 连锁餐饮占比与城镇化率同步提升.....	18
图表 33: 2019 年中国餐饮行业市场规模达 4.6 万亿.....	18
图表 34: 近 5 年复合调味品相关政策和法规.....	19
图表 35: 行业公司产品同质化严重,品类多为火锅底料、中餐复调料.....	20
图表 36: 行业 CR2 占比仅 5.15%.....	21
图表 37: 单一调味品毛利率.....	21
图表 38: 天味、颐海主营业务毛利率.....	21
图表 39: 安记、日辰主营业务毛利率.....	21
图表 40: 调味品下游餐饮、零售、加工端占比.....	22
图表 41: 未来复合调味料下游渠道需求占比测算.....	22
图表 42: 中国人均有酬劳动时长世界第一.....	22
图表 43: 家庭户均人口数量逐年下降.....	22
图表 44: 川菜火锅在全国范围快速渗透.....	23
图表 45: 川菜火锅在全国范围快速渗透.....	23

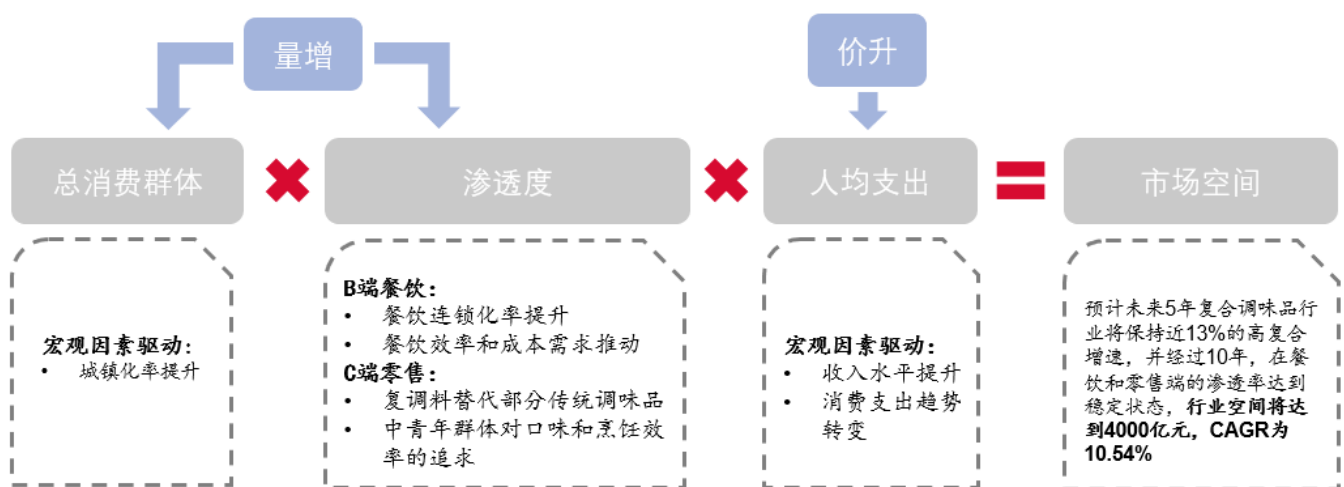
图表 46: 消费者中国菜系喜爱度排名	23
图表 47: 外卖用户规模突破 4 亿	24
图表 48: 2019 年外卖行业收入达 6536 亿元	24
图表 49: 外出就餐频次分布	25
图表 50: 消费者外出就餐可接受最长时间分布	25
图表 51: 人工和租金成本	25
图表 52: 消费者外出就餐可接受最长等待时间占比	25
图表 53: 连锁餐饮关键三要素	26
图表 54: 中美日餐饮连锁率对比	26
图表 55: 涉及复合调味品行业的相关公司竞争格局	26
图表 56: 海天产品迭代路径	27
图表 57: 海天原料采购成本 vs. 年内价格高低点	28
图表 58: 海天 vs. 天味 vs. 安记经销商数量对比	28
图表 59: 天味产品矩阵细分完善	29
图表 60: 火锅+川菜有巨大下游餐饮需求市场	29
图表 61: 四川火锅底料品牌十强天味占据两席	29
图表 62: 各地火锅底料口味偏好差异较大	29
图表 63: 颐海产品拥有餐饮顶级品牌海底捞使用权	30
图表 64: 2020 年颐海关联方营收下滑影响业绩	30
图表 65: 底料+复调料第三方渠道增速持续高增	31
图表 66: 海底捞新子公司和对应复调料机会	31
图表 67: 颐海国际财务数据简表	32
图表 68: 主要公司 YE 市场占比	32
图表 69: 主要公司 YE 市场占比	32
图表 70: 安琪酵母财务数据简表	33
图表 71: 注重品牌建设, 销售费用占比持续提升	33
图表 72: 2020 年公司加大广告投入	33
图表 73: 天味食品财务数据简表	34
图表 74: 重点推荐公司及可比公司估值分析	35

1 核心逻辑：量价齐升驱动复合调味品行业扩容

复合调味品行业正处在高速发展阶段，在消费群体扩容，渗透度提高、人均支出增加这三重因素驱动下实现量价齐升，带动行业空间快速增长。

其中，城镇化率提升推动连锁餐饮行业规模扩张和中等收入群体扩容。B端餐饮连锁化趋势下“去厨师化”、“标准化”和C端中青年群体对口味和烹饪效率的追求，推进复合调味料渗透度提高。人均支出方面，在我国人均收入水平不断提高，消费者观念从“吃饱”向“吃好”演变下，调味品人均支出逐年上升。

图表 2：复合调味料行业量价齐升

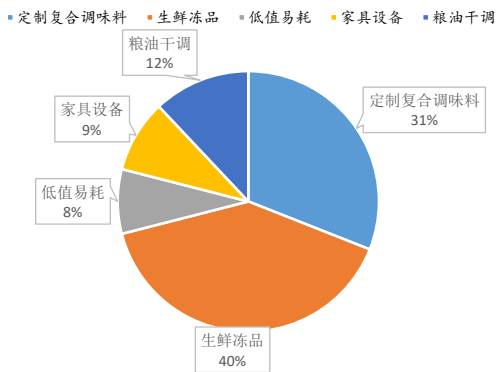


来源：国联证券研究所测算

➤ 复调料行业当前存在三大重要趋势：

- 1)、复合调味品正在接棒传统单一调味品，成为新生代消费者和连锁餐饮店的新宠。
- 2)、复合调味料的可选消费属性正在向必选消费属性演变，餐饮端的成本考量以及家庭端对口味和功能的需求正在强化这一趋势。
- 3)、消费者理念上正在逐渐接受复合调味料定价和使用频次显著高于单一调味品这一特点。

图表 3：复调料在连锁餐饮成本中占比较高



来源：2021 武汉电商食材节复调料论坛展示案例，国联证券研究所

图表 4：复合调味品在 C 端契合年轻群体消费趋势



来源：艾媒咨询，国联证券研究所

- 我们预计未来 5 年复合调味品行业将保持近 13% 的高复合增速，并经过 10 年，在餐饮和零售端的渗透率达到稳定状态，行业空间将达到 4000 亿元，CAGR 为 10.54%，分短中长三个周期看：

短期成长阶段（5 年内）：行业总量快速扩容，市场集中度低，主要竞争火锅底料和中式餐调料等群众基础深厚的优质赛道。

中期成熟阶段（5-10 年）：行业总量增速放缓，火锅底料和中式餐调竞争加剧，行业公司转向特色小众风味的复调料细分赛道，挖掘小众需求。

长期稳定阶段（10 年以上）：行业饱和，产品结构优化，过剩产能出清，进入存量竞争，龙头市占率显著提升。

2 行业概览：调味品行业正从单一化向复合化迭代

2.1 旧瓶新酒，重新定义复合调味品

复合调味品是调味料行业中增速最快的子行业之一，近 5 年平均年复合增速为 15%。相较于传统单一调味品（酱油、醋、盐、糖），复合调味料核心用途为缩短烹饪时间，降低烹饪难度，保证成菜口味统一。

基于这些优点，未来复合调味品将在餐饮和消费端逐渐对传统单一调味品进行迭代，是未来最具发展潜力的调味品细分赛道之一。

根据最新国标定义，复合调味料是指使用两种或两种以上的调味料为原料，添加或不添加辅料，经相应工艺加工制成的可呈液态、半固态或固态的产品。这并非一个新兴的概念，餐饮厨师使用手工调制的复合调味品进行烹饪历史久远，食品加工端使用固态复合调味品也有近 20 年的历史，而餐饮和消费端的复合调味品在近 5 年才步入高速发展阶段。

图表 5：国标 GB/T 20903-2007 在 2007 年对复合调味料的分类

复合调味料		
固态复合调味料	液态复合调味料	复合调味酱
鸡精调味料 鸡粉调味料 牛肉粉调味料 排骨粉调味料 海鲜粉调味料 其他固态复合调味料	鸡汁调味料 糟卤 其他液态复合调味料	风味酱 沙拉酱 蛋黄酱 其他复合调味酱

来源：GB/T 20903-2007 国家标准，国联证券研究所整理

根据国家 2007 年对调味品的国标定义中的分类，复合调味品主要分为固态、液态、酱类三种。而从三大类中细分的子品类所涵盖的产品看，2007 年的国标已无法完全囊括当前市场所流通的复合调味品产品。

图表 6：复合调味品专业定义划分

复合调味料			
加工用复合调味料			终端用复合调味料
发酵提取	分解反应	原料混配	原料混配
酱油粉、醋粉、酱粉、豆豉粉、豆瓣酱粉、果子粉、酒粉、蔬菜粉、禽畜骨素、肉汤粉、香辛料萃取物	酵母膏、动植物水解蛋白液、酶解蔬菜膏、油脂香精、咸味香精、水产品提取物、反应型肉膏	盖饭酱汁、烤鸡酱、烤鳗鱼酱、烤肉酱、鸡精等复合增鲜剂、馅料调料、休闲小食品调料、方便面料包、拉面汤料	汤料、风味酱料、鸡精等复合增鲜剂、锅底料、烤肉酱汁、凉拌酱汁、沙拉汁、复合香辛料、炸鸡粉

来源：《复合调味品的分类及其特征》宋刚，国联证券研究所整理

根据专业论文和当前市场主流划分，复合调味品有两种分类方法。

根据专业定义分类，复合调味品可根据用途分为终端使用和加工使用两类，其中加工用途的复调料又可以进一步根据生产方式分为发酵提取、分解反应和原料混配三类。

图表 7：市场中根据用途划分的复合调味料分类



来源：《复合调味品的分类及其特征》宋刚，国联证券研究所整理

而根据用途对市场中常见的流通产品进行分类，复合调味料则可分为五类，分别为汤料、风味酱料、渍裹涂调料、复合增鲜剂和复合香辛料。其中风味酱料、渍裹涂调料主要用于家庭消费端，汤料、复合增鲜剂和复合香辛料则在食品加工和餐饮端用量较大。

2.2 复合调味品现代商业发展历史较短，当前正处成长期

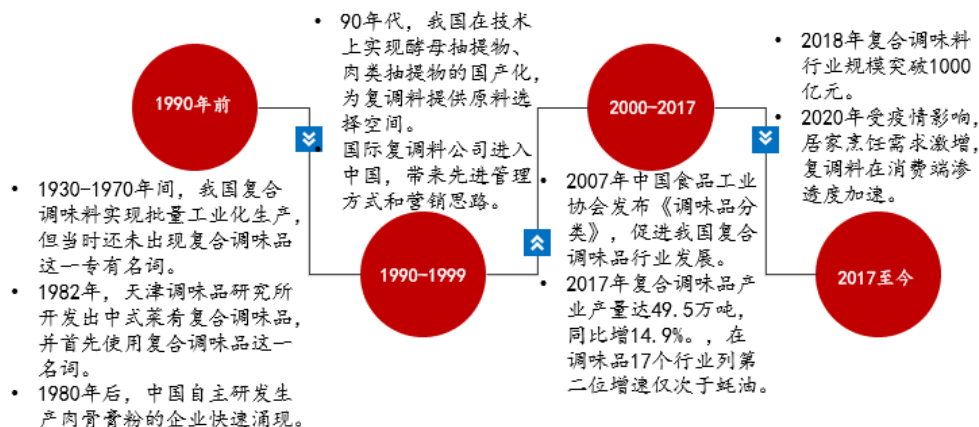
复合调味品在我国有超过 1400 年的使用历史，最早可追溯到北魏时期的“八角齋”。现代复合调味品发展历史主要可分为四个阶段。

1990 年之前，复合调味品行业处在萌芽阶段，1982 年，天津调味品研究所开发出中式菜肴复合调味品，并首先使用复合调味品这一名词。同期，我国自主研发肉骨膏粉的企业也逐渐涌现。

在 90 年代到 2000 年期间，国际复调料公司开始进入中国，并带来了较为先进的管理方式和营销思路。同时我国也实现了酵母抽提物和肉类抽提物的国产化，为复合调味料的发展提供了原料基础。

2000 年以后，复调料逐渐走上快速发展期，截止 2018 年行业规模突破 1000 亿元。而 2020 年上半年的疫情则加速了复合调味品在消费端的渗透度，预计 2020 年行业规模在 1500 亿元左右。

图表 8：复合调味料发展历史



来源：头豹研究院，网络资料，国联证券研究所整理

3 发展空间：未来 10 年行业空间有望达到 4000 亿元

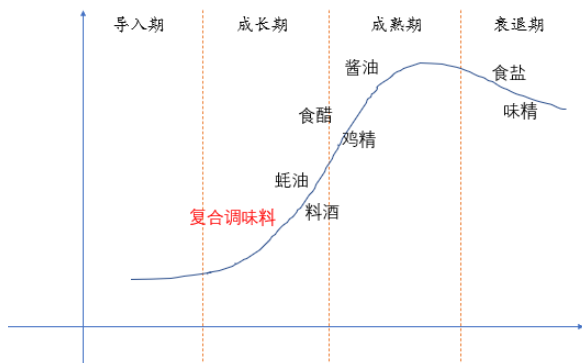
3.1 以史为鉴：复盘酱油行业发展，推演复调料未来趋势

复合调味品当前处于高速成长期，渗透度在 20%左右。复盘高渗透度的酱油行业的发展路径，我们认为复合调味料有望在未来 10 年内保持双位数复合增速的态势，并且终端渗透完成速度有望达到甚至超过酱油行业发展速度。

复盘调味品行业中渗透度接近 100%的酱油行业发展规模和增速，其高速增长期

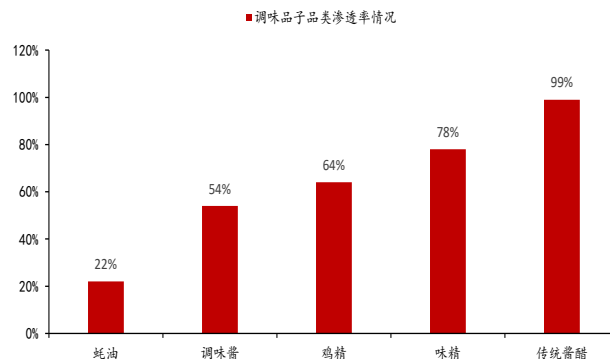
约 10 年。酱油产量在 2005 年之前始终维持在 200 万吨左右，相比 2015 年的历史峰值 1011.94 万吨的规模，渗透度为 20%，与当前复合调味品渗透度相同。

图表 9：各类调味品所处阶段



来源：立鼎产业研究网，国联证券研究所

图表 10：各类调味品渗透度

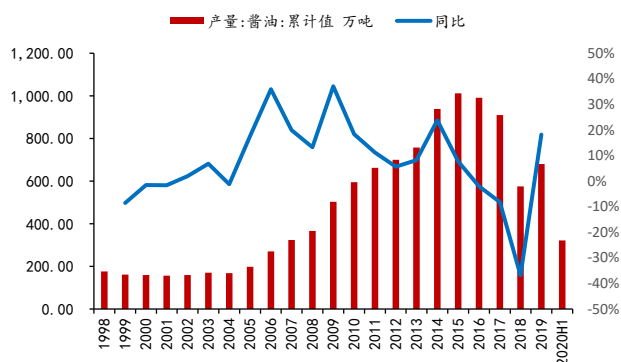


来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

酱油产量在 2005 年-2015 年进入高速增长阶段，10 年复合增速为 17.68%，其中 06 和 09 年增速超过 35%。2015 年后，由于国家政策和监管标准趋严，产业升级推动落后产能淘汰以及需求渗透逐渐饱和等原因，酱油产量快速下滑。

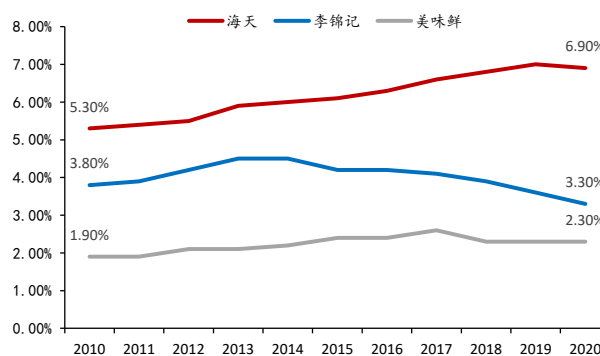
从酱油行业公司集中度看，根据欧睿国际数据显示，过去 10 年中海天、李锦记和美味鲜作为酱油行业中龙头公司，仅有海天在调味品行业的市占率有较大提升，而李锦记则出现市占率下滑的情况。根据前瞻产业院数据，2018 年海天占据酱油行业 18% 市场份额，其他公司均低于 5%。

图表 11：过去 20 年中国酱油产量



来源：Wind，国联证券研究所

图表 12：酱油公司市场份额变化



来源：Euromonitor，国联证券研究所

根据酱油发展趋势推演复合调味品未来方向，我们认为复合调味品的终端渗透速度有望达到或快于酱油发展速度，主要基于两点因素。

(1) 消费者认知培养方式和产品流通渠道不同。2005-2015 年酱油高速发展期间，酱油企业对消费者认知培养主要通过纸媒、电视、广播广告等传统途径进行宣传，消费者转化效率较低。同时，酱油作为基础调味品，覆盖的消费群体广泛，但消费群体对产品的平均接受速度相对较低。

复合调味品主要通过近 3 年发展迅速的自媒体，短视频、直播带货、KOL 测评

等更为深入详细的方式进行宣传，加速消费者对复合调味品这一新趋势、新产品的观念渗透。

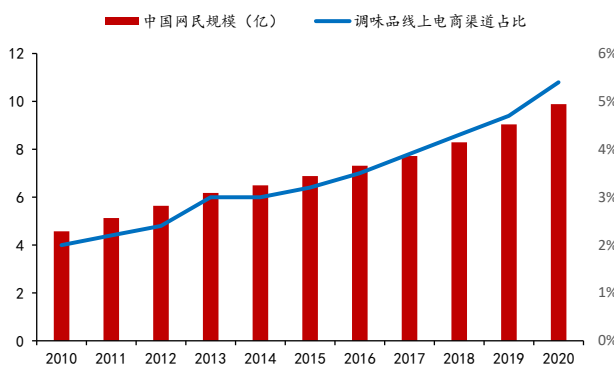
图表 13：复合调味品线上宣传途径多样



来源：网络资料整理，国联证券研究所

同时，线上宣传+电商购物相结合后，更利于产品在线上渠道打开市场。对比海天淘宝旗舰店和偏线下的美团超市外卖销量前4产品，天猫旗舰店中前4商品出现2类复合调味品，而美团商超销量居前的则仍是酱油和黄豆酱产品。根据欧睿国际数据，调味品线上电商渠道占比从2010年的2%提升至2020年的5.4%，渠道增长超过一倍，未来预计伴随各类细分线上销售业态产生，电商渠道有望成为复调料主要流通渠道之一。

图表 14：调味品销售渠道占比变动



来源：Euromonitor, Wind, 国联证券研究所

图表 15：海天复调料主要销售渠道为线上电商



来源：天猫，美团，国联证券研究所整理

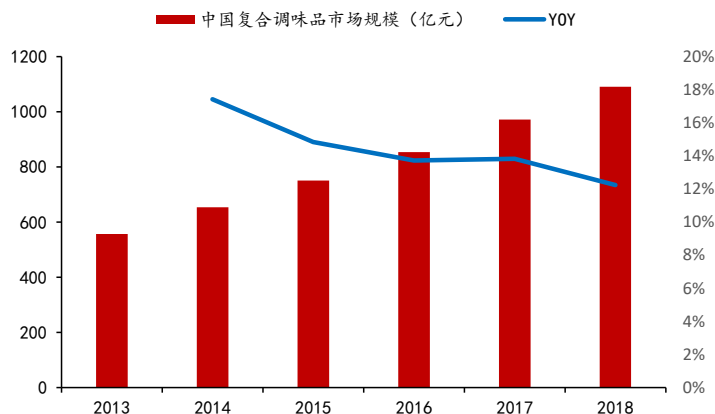
(2) 酱油和复调料的主要消费群体和最大渗透度不同。在 3.1 部分我们测算复调料未来餐饮渠道占比将达 55%，复合调味料由于在餐饮端接受度速度显著高于消费端，在餐饮连锁化以及成本优势驱动下，餐饮渠道渗透度有望持续提速。

酱油作为基础调味品具有普适性，在各渠道均有刚需属性，最大渗透度能接近 100%。而复合调味品作为调味品中偏可选消费产品，无法达到前者的渗透度，预计餐饮端渗透度保持与餐饮连锁化率接近的水平，而零售端预计将达到 60%渗透度。因此，我们测算保持 10%左右增速下，预计经过 10 年时间将在零售和餐饮端完成渗透。

3.2 复合调味品规模 1500 亿元，2030 年有望达 4000 亿

根据 Frost&Sullivan 数据，2018 年我国复合调味料市场规模为 1091 亿元，2013-2018 年复合增速为 14.39%，同时其预计 2020 年市场规模将达到 1488 亿元。

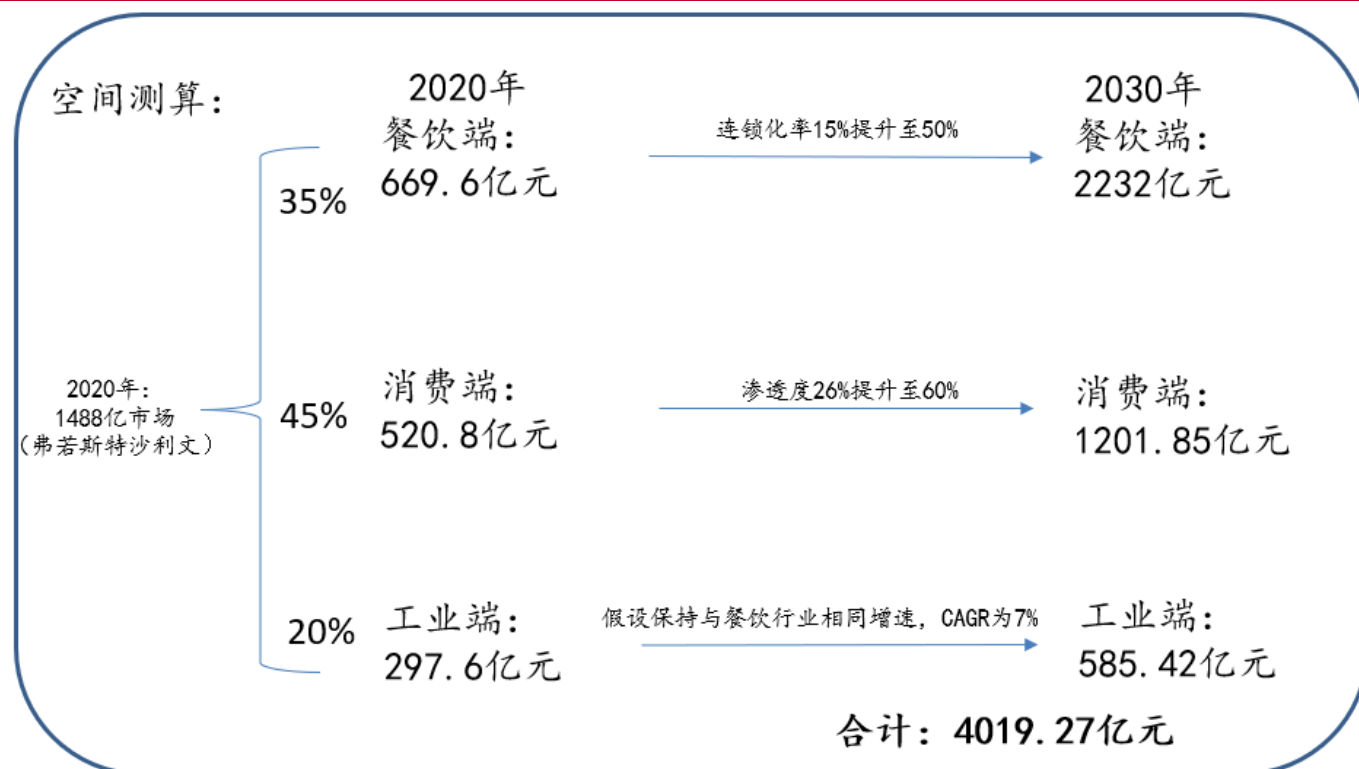
图表 16: 复合调味品市场 13-18 年 CAGR 为 14.39%



来源: Frost&Sullivan, 国联证券研究所

我国复合调味品行业处于高速成长阶段，凭借便捷性、标准化、复合化等特征，未来调味品行业核心消费品将从基础调味料（酱油、醋、味精）向功能化、复合化调味品迭代。近年，伴随川菜连锁餐饮在全国范围内快速扩张，复合调味料中的火锅调味料和中式复调料表现亮眼，两大优质细分赛道率先进入高速发展阶段，增速分别为 20.4% 和 16.5%，均高于行业平均增速。

图表 17: 复合调味品市场空间预测



来源: Frost&Sullivan, 国联证券研究所测算

根据测算，我们认为未来复合调味品行业有望出现与酱油行业类似的发展趋势，预计经过 10 年获得稳定渗透度，规模在 2030 年将达到 4020 亿元，为当前市场的 2.7 倍，其中餐饮、零售和工业端分别为 2232、1201 和 585 亿元。

测算中，我们根据弗若斯特沙利文预测的 2020 年 1488 亿市场空间为基础，参考当前下游三类需求端 45%、35%和 20%的占比进行拆分。根据中性假设测算，餐饮端当前市场为 670 亿元，2020 年餐饮连锁化率为 15%，未来对标日本美国达到 50%，市场空间增长 3.3 倍，预计行业空间达 2232 亿元。消费端，渗透度达到 60%作为中性假设，是当前 26%渗透度的 2.3 倍，未来市场空间为 1202 亿元。食品加工端作为中间环节，预计将保持与下游餐饮行业相同增速水平，假设 10 年 7%的年复合增速，未来将有 585 亿元市场。

图表 18: 2030 年复调料市场空间敏感性分析

分类	餐饮端	零售端	加工端	合计
悲观假设	40%连锁率	55%渗透度	复合增速 5%	
市场空间	1786 亿元	1102 亿元	485 亿元	3372 亿元
CAGR	10.31%	7.78%	5%	8.52%
中性假设	50%连锁率	60%渗透度	复合增速 7%	
市场空间	2232 亿元	1202 亿元	585 亿元	4019 亿元
CAGR	12.79%	8.72%	7%	10.45%
乐观假设	60%连锁率	65%渗透度	复合增速 9%	
市场空间	2678 亿元	1302 亿元	705 亿元	4685 亿元
CAGR	14.87%	9.60%	9%	12.15%

来源：国联证券研究所测算

综合来看，根据中性假设测算，我国复合调味料市场空间在 2030 年将达到 4019 亿元规模，CAGR 为 10.45%。悲观和乐观假设下市场空间分别为 3372 亿和 4685 亿元，相较于当前 1500 亿元市场，有巨大提升空间。

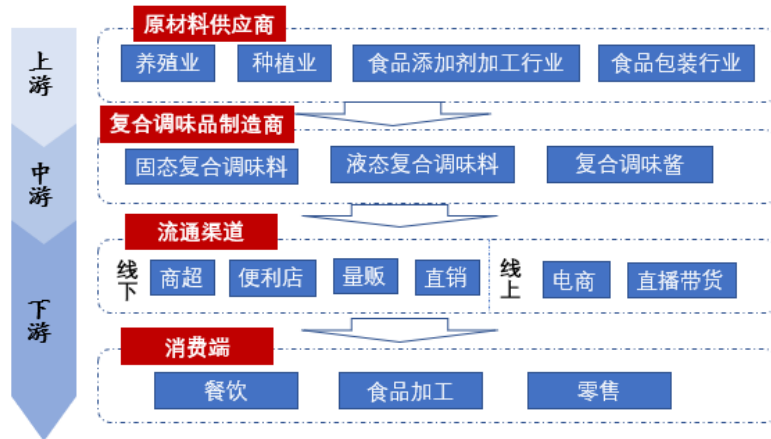
4 行业格局：步入高速成长期，龙头公司集中度有望继续提升

4.1 产业链：上游成本可控，中游配方为重，下游渠道多元发展

复合调味品产业链中，上游主要为原材料、包装材料和添加剂供应商，中游为复合调味品生产商，下游则通过线上和线下各类流通渠道进入终端的餐饮、食品加工和

零售消费群体。

图表 19：复合调味品行业产业链



来源：中商产业研究，国联证券研究所整理

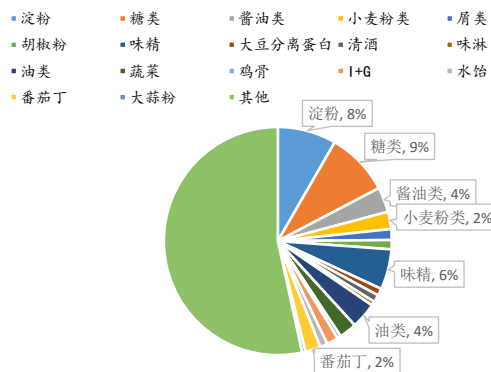
➤ 上游原材料需求分散，成本压力相对较低

复合调味品行业产业链的上游主要为原材料供应商，涉及种植、养殖、食品添加剂加工以及包装等多个行业。复合调味品原材料占产品成本比重较大，根据日辰股份数据，原材料成本占比为 46%。

复合调味品相对于传统单一调味品，所需原材料种类更多，单品类占比相对较小。对比复调料公司日辰股份和酱油公司千禾味业，复调料主要原材料达 18 种，而酱油主要原材料仅 3 种。从占比看，日辰原料中占比最高两类为糖类和淀粉，分别占 9% 和 6.33%；千禾原材料中占比最高两类为包装材料和豆粕，分别占 21.54% 和 16.09%。因此，我们认为由于上游原料需求种类多，占比小，原材料价格波动对中游生产商影响相对较小。

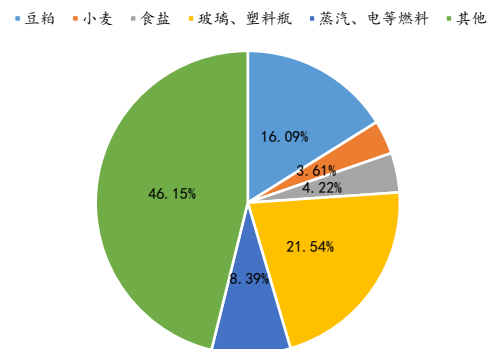
同时，部分复调料龙头公司近年布局自建原料生产基地，其中天味食品已经打造多个原材料生产基地来确保辣椒、花椒等重要原料的成本和品质符合标准要求，未来复调料行业部分头部公司原材料成本压力有望进一步降低。

图表 20：复调料成本构成（日辰股份 2019H1）



来源：公司招股书，国联证券研究所

图表 21：酱油成本构成（千禾味业 2015 年）



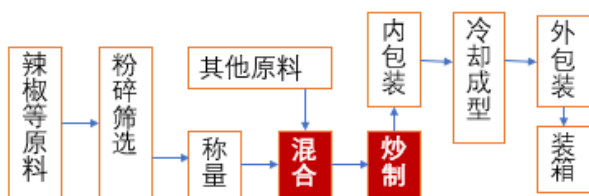
来源：公司招股书，国联证券研究所

➤ 中游复合调味品生产混合为主，注重配方研发

复合调味品行业产业链中游主体是复合调味品制造商，主要根据配方将原材料按照比例混配加工制成复合调味品。复合调味品配方的创新、研发和技术积累是行业公司保持市场竞争力的重要因素。由于配方直接影响最终出品的口味和功能，因此配方的研发是产业链中附加值最高的环节。

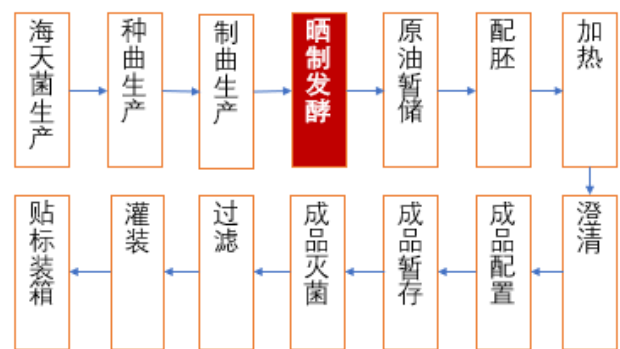
单一调味品（酱油、醋、味精）的发酵、酿造等生产过程中工艺、气候、原料等因素对产品风味影响较大，因此主要尊崇传统方法生产，优化改良成本较高。而复合调味品生产商主要通过混合+炒制对原料进行加工，技术壁垒相对较低，产品差异仅在配方比例、炒制时间和温控差异，可以通过不断试验对口味进行迭代更新。因此我们认为复调料公司会更加注重下游消费者反馈，进而加强产品研发和更新迭代速度。

图表 22：复合调味料行业生产流程（天味食品）



来源：公司招股书，国联证券研究所

图表 23：传统单一调味品生产流程（海天味业）



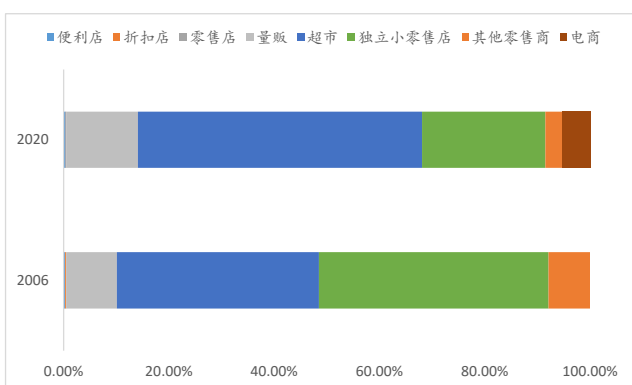
来源：公司招股书，国联证券研究所

➢ 下游流通渠道多元化发展提供新增消费场景

复合调味品厂商和消费群体间是多种流通渠道，而渠道的多元化发展为复调料快速渗透提供了至关重要的助力。

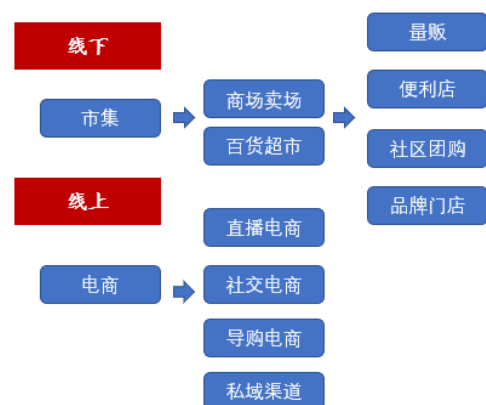
从渠道发展趋势看，传递效率提升驱动低效的零售业态逐渐被淘汰，新增渠道逐渐细分，不断满足消费者在体验、专业、便利、性价比等不同维度产生的需求，最终达到一个多业态并存的流通环境。

图表 24：2006 和 2020 年各流通渠道占比变化



来源：Euromonitor，国联证券研究所

图表 25：各细分流通渠道快速涌现



来源：国联证券研究所根据公开资料整理

根据欧瑞国际数据，2020 年量贩、超市和电商渠道占比较 2006 年分别增 4pct、

15.6pct 和 5.4pct，较为落后的独立小零售店渠道占比降幅达 20.20pct。电商渠道作为高效通路的代表，成为复调料主要销售渠道之一。多数公司复调料产品普遍在电商渠道进行推新，通过电商直观高效的客户反馈，对产品进行更新迭代。

线下渠道演化路径较为清晰，功能单一的市场细分为量贩、便利店、社区团购等细分渠道。这些新消费场景也是复调料潜在的销售或使用场景。其中，社区生鲜电商、超市到家、社区团购等消费渠道，主要围绕饮食需求展开，对于复合调味品行业而言这是不可忽视的新销售场景和渠道，同时也能匹配消费者对便捷、高效的需求。

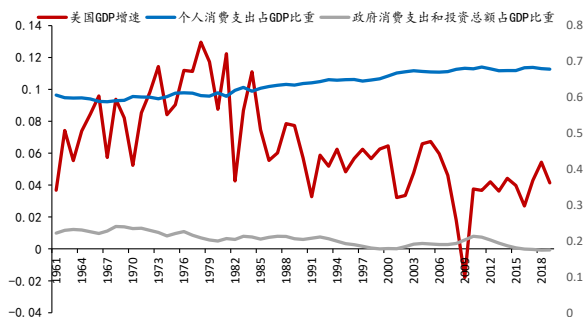
4.2 多重宏观因素驱动行业高速发展

复合调味料行业近 5 年保持 15% 复合增速的背后，是由宏观层面居民的消费能力提升、消费需求转变以及城镇化进程推进等原因共同驱动。

➤ 消费群体扩容提供增量市场

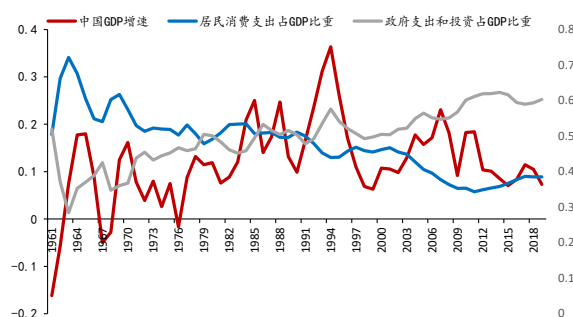
消费品需求增长的基础是消费群体增长。2020 年，中央提出我国进入双循环发展格局，通过需求侧和供给侧的改革重新构建国内经济循环，旨在充分挖掘 14 亿人口的消费潜力，完善供需体系。预计随着，需求侧改革的逐步推进深化，后续有效扩大中等收入群体，提供更多增量市场。

图表 26：美国 GDP 与个人消费、政府、投资占比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 27：中国 GDP 与个人消费、政府、投资占比



来源：Wind，国联证券研究所

从美国的发展历程看，个人消费支出占比在近 60 年内持续提升，从 1961 年的 60.62% 提升至 2019 年的 67.86%，是美国 GDP 增长的主要驱动力。当前，我国个人消费支出占比仍然较低，2019 年占比为 38.52%；而政府支出和投资占比为 60.33%，仍然是我国 GDP 增长的主要驱动点。但伴随我国基础设施建设的逐步完善，以及中央提出未来发展政策导向看，我国个人消费支出占比在未来将持续提升。

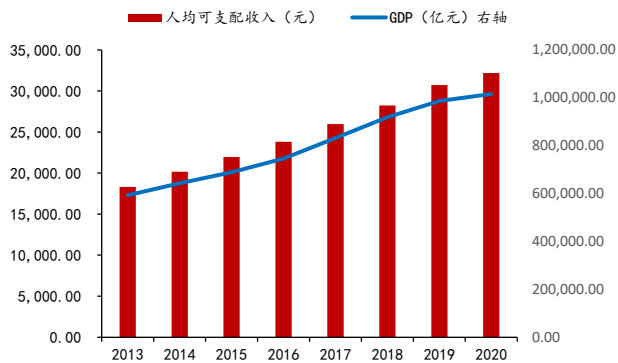
➤ 消费升级推动调味品行业结构性升级

2020 年，我国 GDP 超过 100 万亿元，同比增 2.3%。同时，我国人均可支配收入为 32189 元，同比增 4.7%，近 5 年复合增速 7.94%。在收入提升的背景下，居民消费信心不断提升。

然而，伴随消费者收入提升，食品饮料消费支出增速在 2014 年后出现下滑。2014 年起，城镇居民人均食品消费支出增速逐渐降低，与人均可支配收入增速之间差距逐

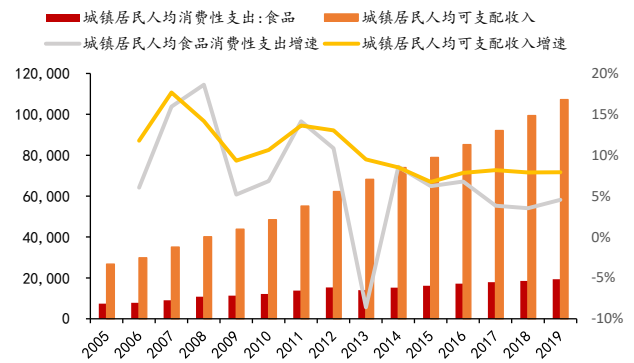
渐扩大。2019年，城镇居民人均食品消费支出增速为4.56%，可支配收入增速7.92%。我们认为，食品饮料行业中由刚需消费推动的增长动力逐渐降低，未来行业将通过产业结构升级，推动中高端产品消费占比的提升来催生行业新增动能，而基础品消费占比则将逐渐降低。

图表 28：GDP 和人均可支配收入增速稳健



来源：Wind，国联证券研究所

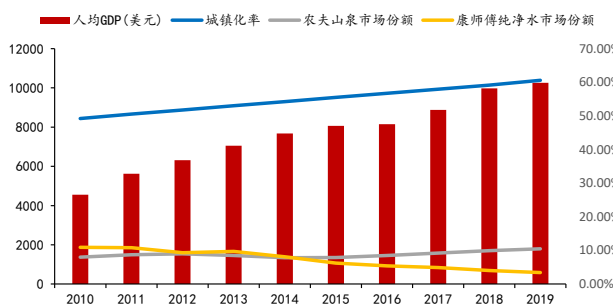
图表 29：人均可支配收入增速高于消费支出增速



来源：Wind，国联证券研究所

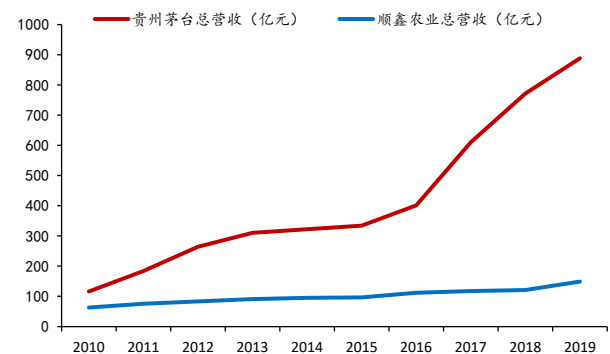
从食品饮料部分行业看，饮用水行业中，售价在 2 元价格带的农夫山泉在 2010 年城镇化率超过 50%以及人均 GDP 超过 5000 美金后，逐渐被更多消费者接受，在城镇市场开始蚕食 1 元价格带的纯净水份额。2010 年-2019 年期间，农夫山泉市场份额从 8% 升至 11%，而康师傅纯净水从 11% 降至 3.4%，传统纯净水逐渐退出高线市场，价格区间更高的产品完成对低价纯净水的迭代。同时，在白酒行业中也出现类似现象，2015 年后代表高端白酒的茅台营收增速显著高于代表低端白酒的顺鑫农业。

图表 30：农夫山泉逐年替代纯净水市场份额



来源：Wind，国联证券研究所

图表 31：茅台营收增速高于顺鑫



来源：Wind，国联证券研究所

因此我们认为我国食品饮料行业正处在消费升级推动的产业转型升级阶段。伴随我国经济增速逐步减缓，消费品行业逐渐从增量竞争转向存量竞争，质量将替代数量成为未来发展方向，调味品行业中，渗透度饱和的基础调味品将被功能定位更加细分、精准的复合调味品替换。

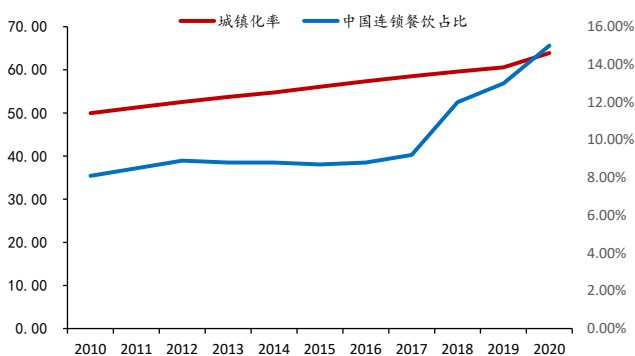
➤ 城镇化率提升推动餐饮业发展

城镇化率持续提升推动餐饮行业增长，而餐饮需求占比超 50%的复合调味品受

益于餐饮业发展，行业空间同步扩容。2019 年中国城镇化率达到 60.60%，相比发达国家 75%的城镇化率，仍有提升空间。

在城市化进程推进下，居民生活节奏加快，居家烹饪时间减少驱使居民增加外出就餐次数，餐饮业迎来高速发展。2014-2019 年，中国餐饮收入从 27860 亿元增至 46721 亿元，年复合增速为 10.89%。同时，在快捷生活背景下，消费者更愿意选择等待时间更短的连锁化餐饮产品，餐饮连锁化率在近 5 年稳步提升。复合调味品作为连锁餐饮重要一环，未来市场将伴随餐饮连锁化率提升持续增长。

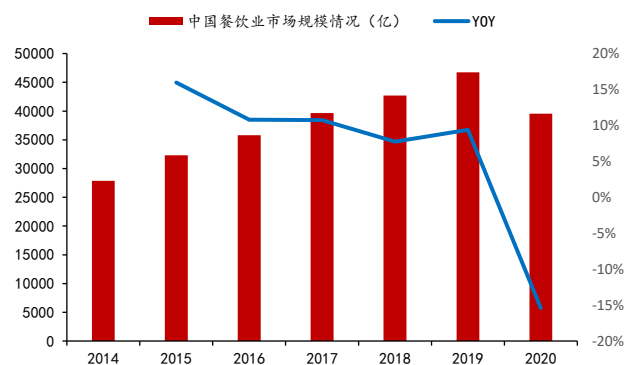
图表 32：连锁餐饮占比与城镇化率同步提升



来源：Wind，欧睿国际，美团，国联证券研究所

注：餐饮连锁化率 2010-2017 年数据来自欧睿国际，2018-2020 年数据来自美团餐饮大数据 2021 报告。

图表 33：2019 年中国餐饮行业市场规模达 4.6 万亿



来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

4.3 政策扶持+法规趋严，助力复合调味品规范化发展

除宏观因素驱动外，近五年国家针对调味品行业出台多项政策来支持构建稳固的产业链根基，辅助行业未来发展；同时国家也颁布多项法规进行规范化限制。

2018 年，国家出台的 27 项食品安全国家标准中，对食醋、酱油和复合调味料给予新国标定义。在新国标下，对于采用配制工艺生产的配制酱油和配制食醋，将按照复合调料管理，不再属于酱油和食醋的范畴，同时复合调味品标准中又对原料、感官、污染物限量、微生物限量、食品添加剂等提出了技术要求，因此常年以低质、低价进行市场竞争的中小型调味品企业预计将被清出，龙头公司市占率有望继续提升。

政策面上，2016 年公布的《关于完善支持政策促进农民持续增收的若干意见》强调了推进农业标准化生产，由于香辛料、大蒜、洋葱等农产品是复合调味品的主要原料，农业标准化生产为复合调味品企业控制上游原料品质，推动产品“标准化、规模化、品牌化”建设提供保障。

图表 34: 近 5 年复合调味品相关政策和法规

法规政策	颁发主体	实施年份	主要内容
《食品生产许可审查通则》	食药监总局	2016	适用于食品药品监管部门对申请人的食品、食品添加剂生产许可证申请以及许可的变更、延续等审查工作，知道食品生产企业完善生产条件，严格控制生产过程，加强原料把关和出厂检验、保证食品安全。
《关于完善支持政策促进农民持续增收的若干意见》	国务院	2016	推进农业标准化生产、品牌化营销，支持新型农业经营主体发展，积极培育知名农业品牌，形成优质优价的正向激励机制。香辛料、大蒜、洋葱等农产品是复合调味品主要原料，农业标准化生产为复合调味品企业推动“标准化、规模化、品牌化”建设提供了保障。
《关于促进食品工业健康发展的指导意见》	发改委, 工信部	2017	围绕提升食品质量和安全水平，以满足居民日益增长和不断升级的安全、多样、健康、营养、方便食品消费需求为目标，以供给侧结构性改革为主线，以创新驱动为引领，着力提高供给质量和效率，推动食品工业转型升级、膳食消费结构改善。
《中华人民共和国食品安全法》	全国人民代表大会	2018	提出中国实施食品生产和贸易许可制度，从事食品生产、食品销售或餐饮服务的人员应当按照“食品安全法”取得许可证。
《食品安全国家标准 酱油》(GB2717-2018)	卫健委	2019	规定酱油标准，将配置酱油归为复合调味品，属于 GB 31644-2018 标准适用范围。
《食品安全国家标准 食醋》(GB2719-2018)	卫健委	2019	规定食醋标准，将配置食醋归为复合调味品，属于 GB 31644-2018 标准适用范围。
《食品安全国家标准 复合调味料》(GB 31644-2018)	卫健委	2019	规定复合调味料的术语、定义。对原料、感官、污染物限量、微生物限量、食品添加剂等提出了技术要求。

来源：发改委、卫健委、国务院、工信部、食品药品监督管理局、头豹研究院，国联证券研究所整理

4.4 行业竞争格局分散，静待龙头显现

复合调味品行业当前处在发展阶段，竞争格局相对分散。短期来看行业空间仍然广阔，各细分赛道中机会众多，行业内公司普遍进入细分市场抢占增量空间，行业集中度难以快速提高。中长期看，行业中具有先发优势的公司未来有望保持领先地位。

从品类看，当前行业产品竞争主要集中在火锅底料、中餐调味料以及佐餐酱三类。其中 ToB 端的日辰股份和安记食品主营业务都涉及调味粉和调味酱产品。而行业龙头颐海国际和天味食品则主要在火锅底料和中式复调料建立较为完整的产品矩阵。此外，传统酱油龙头海天和中炬跨界进入复调料行业后，均推出了火锅底料和佐餐酱产品。

图表 35：行业公司产品同质化严重,品类多为火锅底料、中餐复调料

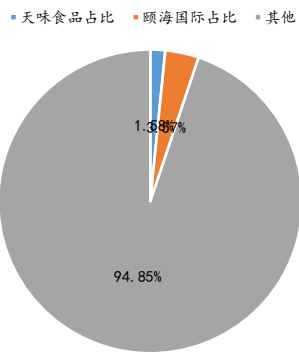
公司	涉及复合调味料品类	相关产品图例
颐海国际	火锅底料、中式复调料、火锅蘸料、佐餐酱	
天味食品	火锅底料、中式复调料、定制复调料	
日辰股份	酱汁复调料、粉体复调料	
安记食品	复合调味粉、复合调味酱、风味汤底、增鲜品	
海天味业	火锅底料、中式复调料、佐餐酱	
仲景食品	香菇酱、牛肉酱、火锅底料、菌汤汤底	
中炬高新	火锅底料、香菇酱、牛肉酱	

来源：Wind，网络资料，公司公告，公司官网，国联证券研究所整理

短期来看，川菜、火锅和烧烤类餐饮业态相对契合连锁化模式，因此近年配套的火锅底料和川式复合调味料成为复调料行业中增速最快的细分赛道，大量调味品公司开始涉足这两类产品。但同时，由于准入门槛低，产品同质化严重，因此行业中尚未产生绝对龙头。行业两大头部公司天味食品和颐海国际根据 2020 年营收测算，仅占据行业 1.58%和 3.57%市场份额，相较于酱油行业龙头海天味业超过 15%的市占率，未来有较大提升空间。

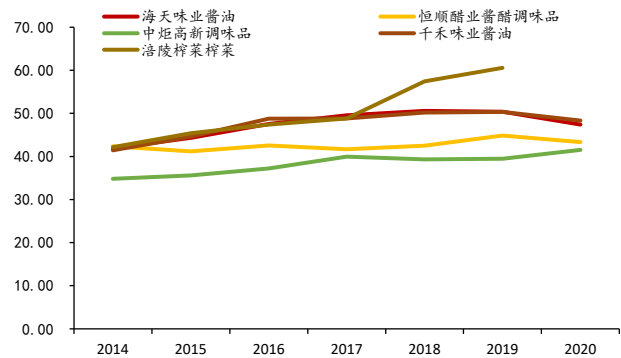
从毛利率水平看，单一调味品由于行业集中度较高，行业龙头拥有较强定价权，毛利率水平在近 5 年保持稳定提升趋势。其中，涪陵榨菜毛利率从 2014 年的 42.16% 升至 2019 年的 60%，而海天味业的酱油产品毛利率在从 2014 年的 41.91% 提升至 2019 年的 50.39%。

图表 36：行业 CR2 占比仅 5.15%



来源：公司年报，根据弗若斯特沙利文数据推算，国联证券研究所

图表 37：单一调味品毛利率

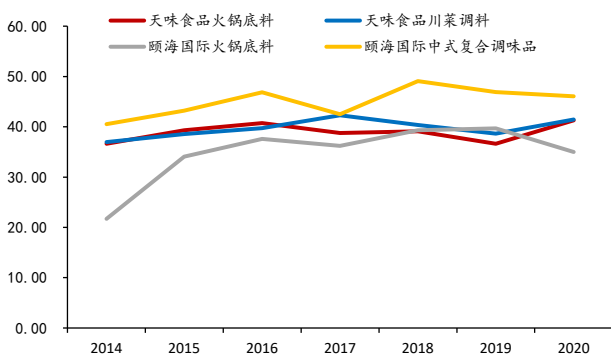


来源：Wind，国联证券研究所

对比单一调味品，复合调味品行业中，主营 C 端火锅底料和中餐调料的天味和颐海，各自业务毛利率水平普遍在 40-50% 波动，而主营 B 端的安记和日辰毛利率水平同样未见上升趋势，其中安记食品的复合调味粉则出现毛利率水平逐年下滑的情况。

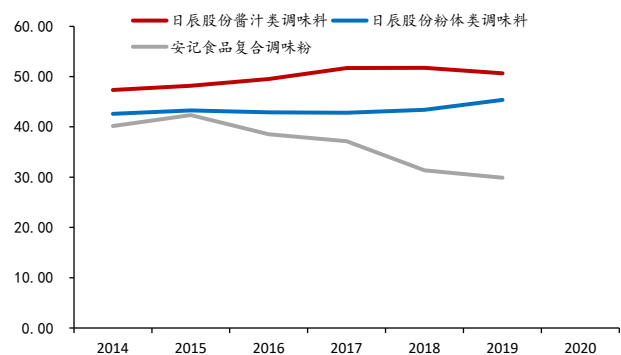
我们认为，短期来看，由于大量公司进入复合调味品行业加剧竞争，行业毛利率水平难以提升。中长期看，伴随渗透度提高，行业集中度提升，头部公司掌握定价权后，毛利率水平将出现与基础调味品类似的上升趋势。

图表 38：天味、颐海主营业务毛利率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 39：安记、日辰主营业务毛利率



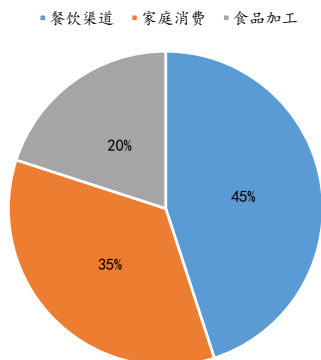
来源：Wind，国联证券研究所

5 需求端：餐饮+零售，双轮驱动复合调味品需求增长

调味品的下游需求主要分为三类，根据中国产业信息网数据，餐饮、家庭和工业端分别占 45%、35% 和 20%。

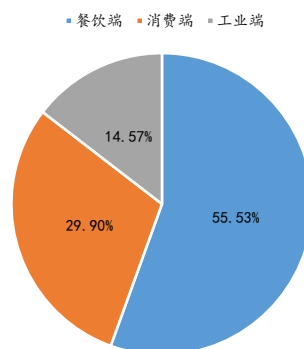
未来，我们认为伴随 B 端连锁餐饮占比的提升、消费人群结构改变带来的家庭烹饪需求下降等因素影响，预计餐饮渠道复合调味料需求占比将持续提升，C 端家庭消费占比略有下降，食品加工端需求量提升相对家庭消费增速更低，根据 3.1 部分的测算，未来餐饮、零售、加工占比将呈现 55%、30% 和 15% 的格局。

图表 40：调味品下游餐饮、零售、加工端占比



来源：中国产业信息网，国联证券研究所

图表 41：未来复合调味料下游渠道需求占比测算



来源：国联证券研究所测算

5.1 零售端：口味和功能导向驱动复调料取代单一调味品

消费零售端，伴随人均收入水平提高，消费者对调味品需求逐渐从价格导向转向对口味和功能导向是复合调味料取代传统单一调味品的主要原因。

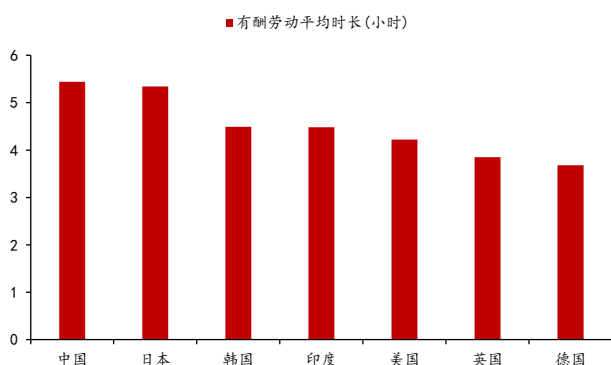
➤ 功能：降低烹饪难度，提升烹饪效率

复合调味料在家庭端有效降低烹饪难度，提升烹饪效率，在年轻消费群体有较好需求基础。

我国传统烹饪习惯于多种单一调味品的混合使用，因此复调料在家庭消费端渗透度相对较低。但伴随 90、00 后逐渐成为社会主要消费群体之一，与老一辈人有较大差异和生活习惯的年轻群体对于能降低烹饪难度、提高烹饪效率的复合调味品需求快速提升。同时我国单身成年人口截止 2018 年已经超过 2 亿人，其中独居成年人超过 7700 万，户均人口逐年下降，家庭小型化趋势使得烹饪需求与传统家庭产生差异。

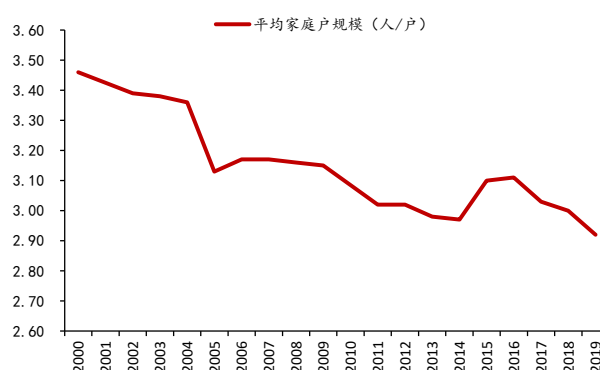
同时，我国人均工作时长保持高位的背景下，年轻群体相对于中老年群体烹饪经验和时间更少，但对生活品质有更高的追求，对饮食口味更为注重。因此使用操作简单，成功率更高的复合调味料代替使用多种传统单一调味品成为年轻群体烹饪首选。同时，在时间更为紧张的情形下，口味丰富的佐餐酱搭配主食的选择同样逐渐流行。

图表 42：中国人均有酬劳动时长世界第一



来源：中国时间利用调查研究报告，国联证券研究所

图表 43：家庭户均人口数量逐年下降

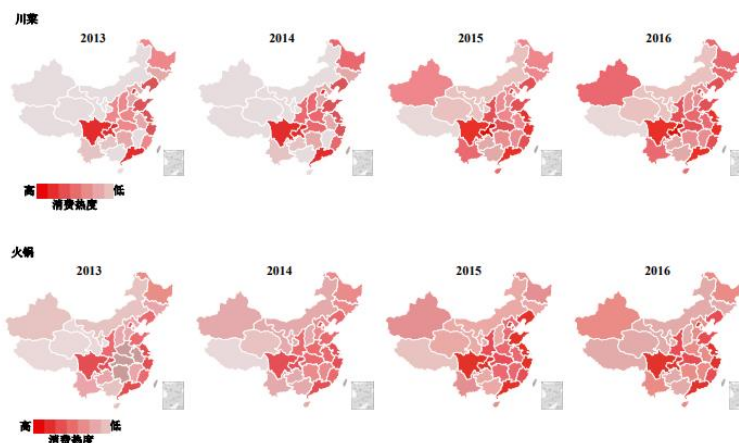


来源：Wind，国联证券研究所

➤ 口味：嗜辣推动火锅底料+川调料成为优质细分赛道

受益于在中国“八大菜系”中的重要地位和影响，川菜以其特色的口味以及品类繁多的特征得到国内市场的普遍欢迎。根据美团研究院发布的《2017 年中国餐饮业供给侧发展报告》，川菜近几年以四川、重庆为中心向其他区域不断辐射，在全国的受欢迎程度居八大菜系之首，全国餐饮门店数量最多。同时，在所有餐饮品类中，火锅是第一大品类，对餐饮行业营业额贡献高达 20% 以上，消费区域遍布全国。

图表 44：川菜火锅在全国范围快速渗透

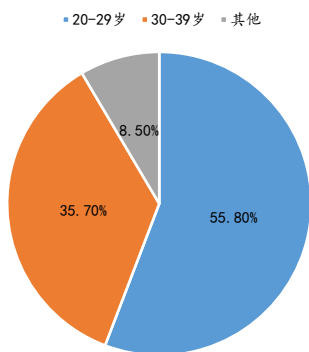


来源：天味招股说明书，美团点评研究院，国联证券研究所整理

川菜火锅餐饮业态的普及带动 C 端消费者对火锅底料和川调料的需求提升。川菜中辣味由于其轻微成瘾性，在消费群体中受众者逐年走高并保持相对更稳定的用户粘性。因此，近年复合调味料中的火锅底料和川式调味料成为增速最快的细分赛道，年复合增速高于行业平均增速。

根据饭店协会数据统计，川菜高居消费者喜爱菜系榜首，而川菜中有多数菜品如：火锅、酸菜鱼、水煮鱼等均可使用川式复合调味料降低家庭场景下制作难度。因此近年伴随川菜在全国范围内广泛普及，C 端川味复合调味料市场空间快速扩容。

图表 45：川菜火锅在全国范围快速渗透



来源：中国城市食辣报告，国联证券研究所

图表 46：消费者中国菜系喜爱度排名

排名	地方菜系
1	川菜
2	粤菜
3	浙菜
4	湘菜
5	鲁菜
6	苏菜
7	京菜
8	新疆菜

来源：中国饭店协会，美团，国联证券研究所

根据弗若斯特沙利文数据，我国复合调味品人均消费额为 9 美元，远低于美国的

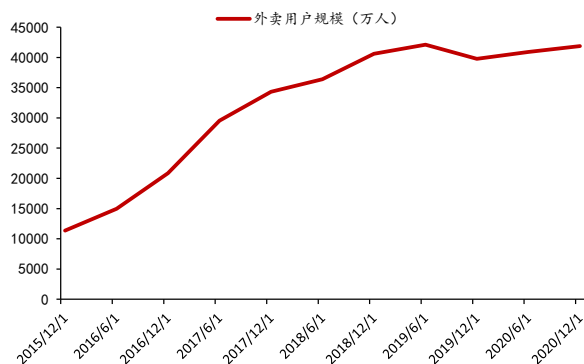
86 美元和日本的 89 美元。从占比看，目前中国复合调味料消费额占整体调味品比为 26%，低于美国的 66% 和日本的 59.3% 的水平。因此，从量、价角度，复合调味料在零售端需求仍有巨大提升空间。对标美日，预计未来有望达到 60% 渗透度，零售端有 2.3 倍市场空间，预计市场空间为 1200 亿元。

5.2 餐饮端：连锁化趋势推动复调料发展进入高速增长期

餐饮端相较于消费端调味品需求更高，且由于餐饮连锁化的推进，未来对复合调味料的需求将持续提升。当前，中国餐饮行业正处在个体餐厅模式向连锁化餐饮迭代的初期，餐饮连锁化率为 15%。预计未来复合调味料在餐饮渠道渗透度伴随连锁餐饮占比的提升，最终将达到与中国饮食习惯相对接近的日本餐饮连锁化率 50% 左右的水平，预计市场空间为 2230 亿元。

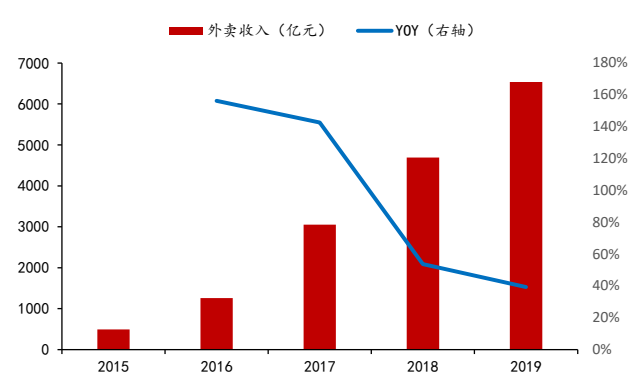
餐饮连锁化趋势主要由于现代社会生活节奏加快下可用于烹饪时间减少导致，消费者愈发青睐外出就餐或是订购外卖。根据数据显示，外卖用户规模自 2015 年的 1 亿增至 2020 年的 4 亿，外卖行业收入由 2015 年的 491 亿增至 2019 年的 6536 亿元，年复合增速高达 91.01%。近年伴随外卖市场加速扩张，外卖商家为兼顾出餐效率和品质稳定，对标准化程度较高的复合调味品需求也逐年提升。

图表 47：外卖用户规模突破 4 亿



来源：Wind，国联证券研究所

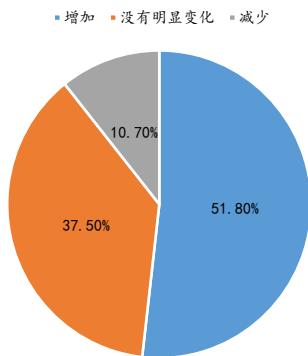
图表 48：2019 年外卖行业收入达 6536 亿元



来源：美团研究院，国联证券研究所

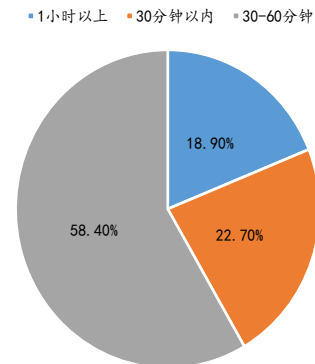
同时，根据艾瑞调研数据显示，从外出就餐的频次变化来看，51.8% 受访者最近一年外出就餐的频次在增加，仅有 10.7% 的消费者外出就餐频次减少。外出就餐消费者中，愿意花费超过一小时以上的群体仅占 18.9%，而 22.7% 的消费者则希望就餐时间低于 30 分钟。在这些趋势下，传统餐饮模式在口味和出菜时间难以兼顾，因此未来效率更高的连锁餐饮模式预计将更好满足餐饮消费新趋势。

图表 49：外出就餐频次分布



来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

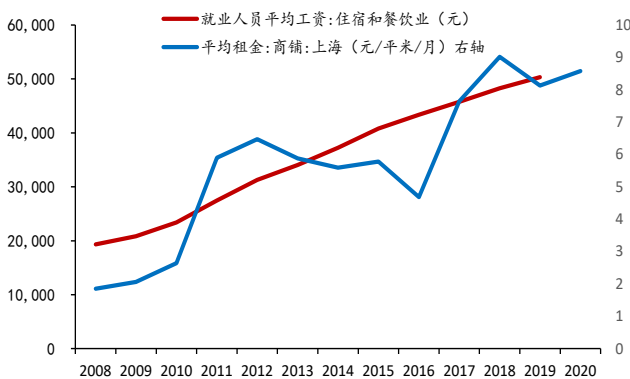
图表 50：消费者外出就餐可接受最长时间分布



来源：，艾瑞咨询，国联证券研究所

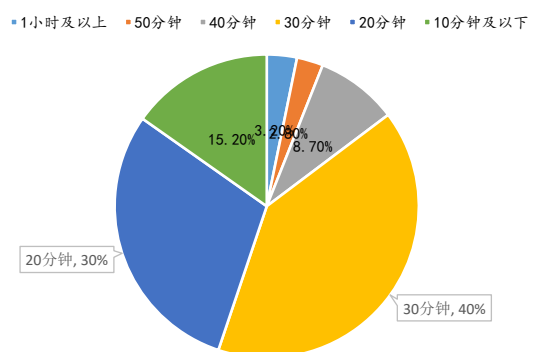
餐饮行业近年从个体化经营向连锁化发展的趋势中主要有三大核心痛点需要解决。(1)后厨标准化。我国餐饮行业由于中餐与西餐的烹饪特性以及饮食文化的不同，相对难以建立标准化后厨，但纵观全球知名连锁餐饮公司，构建标准化后厨是快速复制开店的核心能力。(2)运营成本优化。优化单店成本，提高单店坪效是连锁化餐饮能否成功扩张的重要基础。近年餐饮行业平均成本逐年走高，其中人工成本和租金成本在一线城市近 5 年涨幅分别为 35.1%和 45.4%。因此，去厨师化、减少后厨面积成为降低餐饮成本最直接的手段。(3)口味统一化。传统餐饮的菜品口味与厨师能力直接挂钩，因此异地复制保证口味始终统一极其困难，盲目扩张带来的餐品水平下降将会打击品牌声誉。

图表 51：人工和租金成本



来源：Wind，国联证券研究所

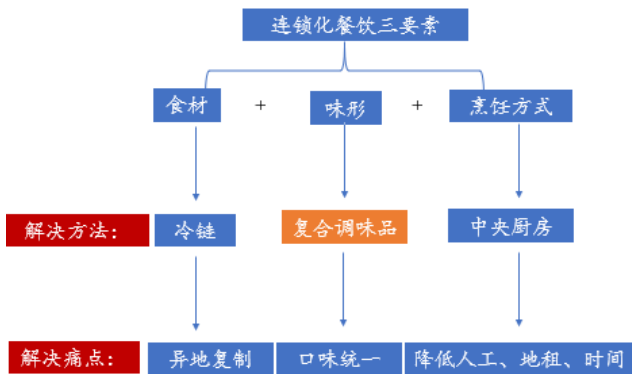
图表 52：消费者外出就餐可接受最长等待时间占比



来源：，艾瑞咨询，国联证券研究所

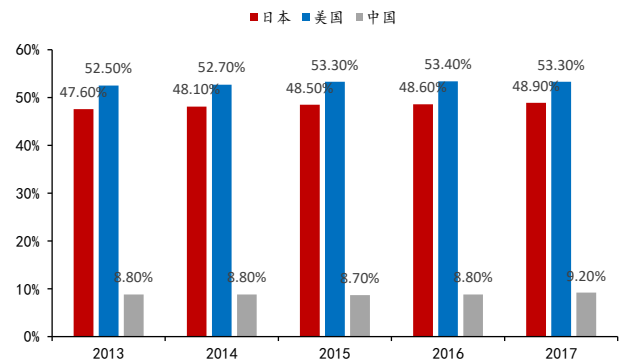
对应三大痛点，我们将连锁餐饮的关键要素拆分为：食材、味形和烹饪方式。当前，受益于全国物流运输网络的完善，冷链运输覆盖全国多数地区，食材的跨区域运输问题得到解决，而中央厨房模式也有效降低了人工成本、店铺租金以及时间成本。商务部在 2014 年发布的指导意见中，鼓励餐饮企业建设中央厨房，完善统一采购、加工、配送体系。从当前行业中多数知名连锁餐饮企业运营模式看，普遍使用中央厨房+门店模式。基于中央厨房模式，在门店加工环节能够保持味形稳定、降低烹饪难度从而达到去厨师化目的的复合调味品成为连锁餐饮最重要一环。

图表 53：连锁餐饮关键三要素



来源：国联证券研究所整理

图表 54：中美日餐饮连锁率对比



来源：Euromonitor，前瞻经济学人，国联证券研究所

根据欧睿国际数据显示，2017 年我国餐饮连锁率仅 9.2%，而美团《中国餐饮大数据 2021》报告显示 2020 年我国餐饮连锁化率提升至 15%，相较于美国和日本近 50% 的餐饮连锁率仍有 3.3 倍提升空间。

6 供给端：三类公司模式对比：大平台 VS 大单品 VS 供应链

根据中国调味品协会数据显示，2019 年我国调味品企业 100 强中，生产复合调味料产品的公司占 80% 以上。细分市场中的公司，涉及复合调味品产品的企业主要分为三类：第一类是原先单一调味品行业龙头从单一向复合化进行迭代的自然演变，进而成为平台型公司；第二类是以复合调味料为核心大单品起家的地域性细分赛道黑马，第三类是与下游餐饮端深度绑定的上游供应链公司。

图表 55：涉及复合调味品行业的相关公司竞争格局



来源：国联证券研究所整理

6.1 大平台模式：传统调味龙头跨界扩张，横向扩容构建大平台

横向扩容构建大平台是行业传统调味龙头公司最为普遍的发展模式。此类公司普遍拥有较为完善的上下游布局，在单一调味品向复合调味品的消费需求升级中，顺

应消费趋势跨界扩张。

海天味业是大厂模式中最具代表性的公司。公司此前依靠酱油起家，又推出黄豆酱和蚝油形成三大支柱产品。近年，公司逐渐涉足复调料行业，分别推出火锅底料、佐餐酱、中式复调料、复调粉和复调汁等产品，未来有望成为全品类覆盖的调味品平台。

图表 56：海天产品迭代路径



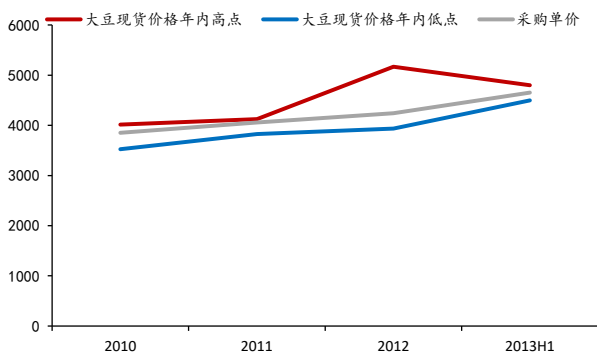
来源：公司官网，国联证券研究所

传统调味品龙头发展而来的平台类公司主要具有 2 点优势：强供应链管理和销售渠道完善。

强供应链管理使得龙头公司基于规模优势在上游原料端议价能力更强，从而获得更为稳定的原料成本优势。海天在 2010 年-2013H1 期间，大豆采购成本控制得当，其中 2012 和 2013H1 平均采购价格显著低于年内价格高点。

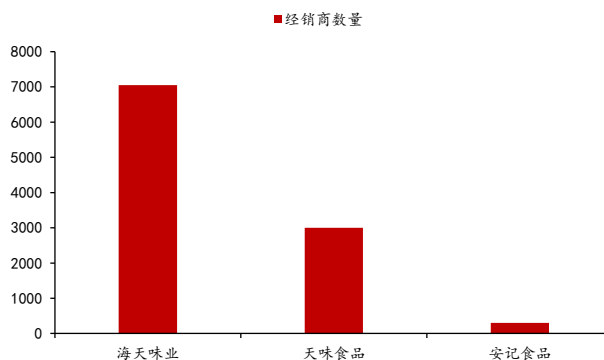
此外，龙头公司完善的销售渠道体系使产品的铺货率更高，成熟产品能在终端快速渗透。海天味业对比复调料公司在经销商数量上有较大优势，2020 年海天拥有经销商 7051 家，且 100% 覆盖地级市，而同期天味、安记经销商分别为 3001、302 家。预计，公司在线上渠道孵化成功的产品进入线下流通后，将快速提高市占率水平。

图表 57：海天原料采购成本 vs. 年内价格高低点



来源：公司招股书，国联证券研究所

图表 58：海天 vs. 天味 vs. 安记经销商数量对比



来源：公司公告，国联证券研究所

传统调味平台型公司发展复调料也存在多项短板，主要在于品牌固有印象拖累，经销商推新动力不足以及产品运营思路差异。

由于传统调味品公司多是跨界进入复合调味品行业，因此相较于专注复合调味品的公司在品牌感官上难以让消费者与新产品产生关联，甚至产生负面影响，因此跨界推新通常新品孵化成功率较低。

同时，公司的下游经销商由于代理公司产品较多，且龙头公司更为强势的地位导致的利润空间不足，因此经销商对前景不明的新品代理和推新的投入意愿相对较低。从下游经销商调研反馈看，部分龙头公司给予经销商的利润空间低至 6-7% 左右，在此基础上代理更多新品将进一步压低经销商利润。

此外，产品运营上，传统调味龙头对复调料产品细分品类切入不足。与酱油发展不同，酱油行业受众范围广阔，增速提升主要由零售渠道渗透度提升推动，需要长期的消费习惯培养。同时，由于酱油产品同质化较为严重，竞争主要集中在终端销售渠道精准的价格竞争和品牌打造。

复合调味品由于产品针对性强，单品使用范围相较于单一调味品更为狭窄，因此竞争主要基于产品自身功能取向。公司需要选择布局更多 SKU 或者选择对一个赛道进行集中深化突破。当前，海天在复调料产品布局中普遍呈现产品 SKU 多但无爆品，或是单品突出但细分市场空间较小的问题。

6.2 大单品模式：精耕大单品，纵向迭代保持竞争力

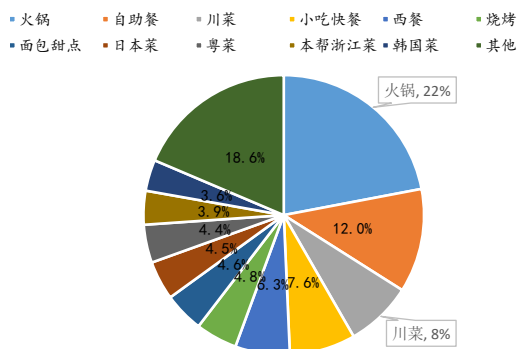
大单品模式是行业中以复合调味品起家的公司普遍运用的模式。此类公司多为地方性知名品牌，立足优质大单品，在其本土地区具有极高渗透度。在产品矩阵中，此类公司主要有 1-2 款大单品，并以大单品为核心纵向迭代，始终保持产品竞争力，同时推出差异化产品扩容 SKU，渗透更多细分市场。

图表 59：天味产品矩阵细分完善



来源：公司年报，国联证券研究所

图表 60：火锅+川菜有巨大下游餐饮需求市场



来源：天味食品招股说明书，美团点评研究院，国联证券研究所

天味食品是大单品模式中的代表公司。这类公司主要有 2 点优势：优质细分赛道产品力强以及深耕复合调味品多年带来的研发积累。

依靠大单品起家成为行业龙头的公司在优质细分赛道中具有较强产品力。天味旗下，好人家、大红袍两大品牌都入围四川火锅底料品牌十强。

在销售端，由于公司单品质量在同赛道中拥有更强竞争力，因此相对更高的利润空间能给予终端经销商更多推广动力。因此，市场开拓难度相对小于知名度更高的龙头产品。

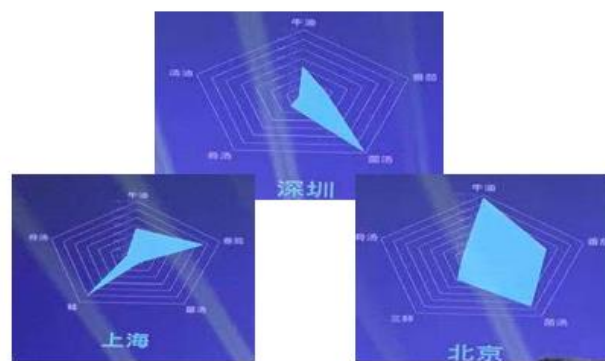
由于长期深耕复合调味料，此类公司在技术储备和研发能力上具有优势，根据下游反馈对产品优化改良能力相对更强。同时，公司研发上丰富的积累有助于在 ToB 端定制餐调业务提供有利竞争优势。相较于 ToC 端消费者用户口味风格多变，切换成本低特性。调味品在餐饮渠道中具有高频、刚需的特征，并且为保证菜品口味稳定，厨师对于习惯使用的调味品具有较强用户粘性，在品质达标的情况下，品牌忠诚度较高。介入定制餐调业务预计将增强公司业绩稳定性，可有效避免 C 端渠道波动影响总体营收。

图表 61：四川火锅底料品牌十强天味占据两席



来源：网络资料整理，国联证券研究所

图表 62：各地火锅底料口味偏好差异较大



来源：章鱼小数据，国联证券研究所

大单品公司短板主要在于全国化扩张后的品类扩容能力。虽然近年，伴随餐饮

业的高速发展，全国范围内，菜系口味的交流和融合加速推进，尤其火锅业态在全国范围受众群体高速增长，川式牛油火锅受众广泛。但细分各区域，火锅口味喜好各有差异，根据章鱼小数据显示，北上深人气最高底料口味分别为牛油、番茄和菌汤。因此，对于如天味此类依靠牛油火锅底料为基础的公司，扩品类进入番茄、菌汤后，新产品竞争能力预计弱于核心单品。

此外，此类公司还存在难以切入较大的B端客户，以及C端全国化进程中面临招商困难，动销乏力的问题。

6.3 供应链配套模式：绑定下游餐饮端，受益餐饮渠道反哺

供应链模式中，复调料生产商与下游餐饮端品牌深度绑定。餐饮端的品牌优势为上游配套的复调料供应商推出的产品免去品牌打造和消费者认同的过程，同时优势餐饮品牌做背书有效增强消费者选购时与竞品对比时的竞争力。

颐海国际是此类公司的代表，公司产品受益于餐饮渠道积累的忠实消费者群体对其零售端的扩容，近年在第三方渠道营收高速增长。供应链公司最大优势在于更容易从餐饮终端消费者获得最直观的反馈体验，因此对新品的开发，口味的喜好趋势等更加敏感。

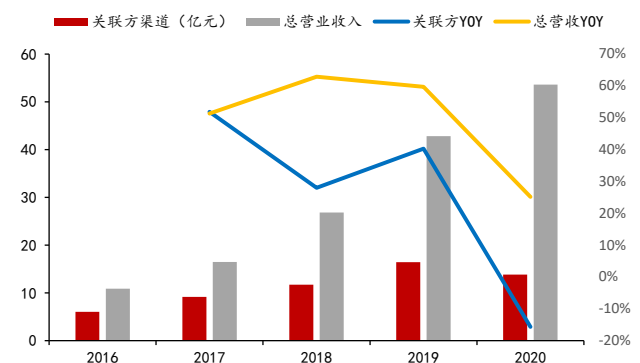
由于深度绑定下游餐饮端，此类公司营收中下游餐饮端关联交易占比较大，关联渠道收入波动显著影响公司业绩。2020年，颐海国际关联渠道营收受疫情影响，下滑15.66%。在第三方渠道保持49.23%的高增速背景下，公司总营收增速25.18%，较2019年下滑34.54pct。

图表 63：颐海产品拥有餐饮顶级品牌海底捞使用权



来源：公司公告，中国餐饮品牌节，国联证券研究所

图表 64：2020 年颐海关联方营收下滑影响业绩



来源：公司公告，国联证券研究所

7 投资建议

复合调味品行业正经历高速扩张阶段，C 端群体消费习惯逐渐培育成型，B 端成本压力和餐饮连锁化趋势推动需求提升，我们看好复调料行业前景，给予“强于大市”评级。行业内细分领域龙头公司具有品牌、规模、研发、渠道等优势，我们重点推荐依托 B 端向 C 端发力的行业龙头颐海国际以及涉及上游重要原材料的安琪酵母，同时建议关注海天味业和天味食品。

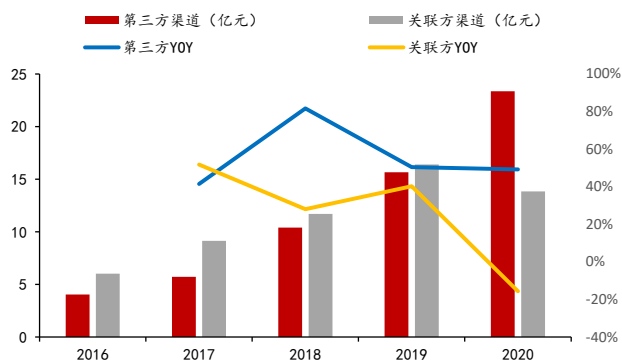
7.1 颐海国际：起源海底捞，未来横向品类扩容潜力十足

颐海国际起源于海底捞，是海底捞火锅底料最大供应商。公司基于下游餐饮连锁化扩张趋势高速发展，带动关联方销售渠道高速增长。同时，公司近年积极扩张第三方销售渠道，销售占比逐年提高。2020 年第三方渠道占比达 73.44%，较 19 年同期提高 12.27PCT，有效缓解疫情影响下关联方业绩下滑的问题。

公司在 2020 年下半年推出“区域长”制度，强化销售、研发之间的配合，预计未来有望挖掘更多 ToC 端细分市场的需求，为公司长期业绩增长保驾护航。同时，公司积极扩产，河南、安徽、广东、海外泰国等地新厂将在未来 4 年陆续投产，为下游市场扩容奠定基础。

2020 年起，颐海国际积极搭建细分品类的自主品牌矩阵，其中 C 端的中式餐调子品牌快手小厨以及 B 端的悦颐海正逐渐获得市场认可。同时，下游餐饮端海底捞也在积极孵化各类不同业态的连锁餐饮子品牌，预计其中孵化成功的品牌有望在上游端推出相关的配套复合调味料产品，渗透更多第三方市场。

图表 65：底料+复调料第三方渠道增速持续高增



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 66：海底捞新子公司和对应复调料机会

子品牌	主营产品类	预测相关复合调味料机会
乔乔的粉	土豆粉	复调汤料
孟小将	米线	复调汤料
骆大嫂	水饺	无
十八余	面条	佐餐酱、速食复调料、复调汤底
捞派有面儿	面条	佐餐酱、速食复调料、复调汤底
佰麸私房面	面条	佐餐酱、速食复调料、复调汤底
饭饭林	盖饭	佐餐酱、复合调味酱、速食复调料
秦小贤	陕西饮食	复调汤料

来源：网络资料，国联证券研究所整理

预计公司 2021-2023 年有望实现营业收入 73.63、96.70、123.33 亿元；归母净利润分别为 12.04、15.13、18.37 亿元；对应 EPS 分别为 1.15、1.44、1.75 元；对应当前股价的 PE 为 39、31、25 倍。当前，公司作为复合调味品行业龙头，依托海底捞的品牌优势，快速打开市场。我们看好其未来受益于行业集中度提升以及品类扩容后占据更多市场份额。参考可比公司估值，2021 年申万调味品行业公司平均 PE

为 55 倍，因此给予公司 55 倍 PE 估值，目标价 63.25 元，给予“增持”评级。

风险提示：花椒、辣椒等原料价格上升的风险；下游海底捞客流复苏不及预期的风险；新品牌孵化不及预期的风险。

图表 67：颐海国际财务数据简表

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4282.49	5360.02	7363.06	9669.91	12333.00
增长率（%）	59.71%	25.16%	37.37%	31.33%	27.54%
EBITDA（百万元）	1126.07	1419.94	1938.26	2460.27	3004.38
净利润（百万元）	718.63	885.22	1204.42	1512.69	1837.25
增长率（%）	38.79%	23.18%	36.06%	25.60%	21.46%
EPS（元/股）	0.69	0.85	1.15	1.44	1.75
市盈率（P/E）	65.10	52.85	38.84	30.92	25.46
市净率（P/B）	17.90	14.20	10.40	7.78	5.96
ROE	0.27	0.27	0.27	0.25	0.23

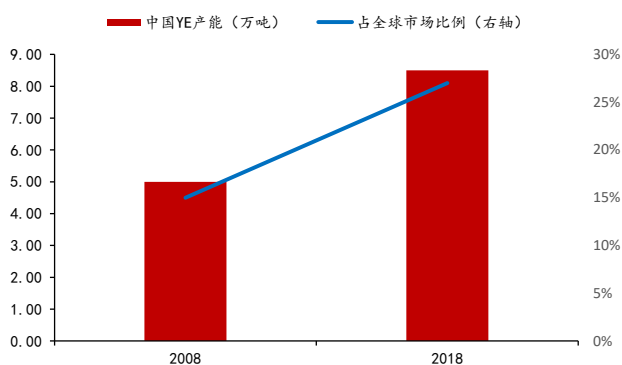
来源：公司公告，国联证券研究所测算 注：测算基于公司 6 月 15 日收盘价，为 53.30 元。

7.2 安琪酵母：酵母抽提物 YE 有望成为重要业绩增长驱动力

公司作为酵母行业全球龙头之一，国内市占率第一，全球第三。公司“十四五”规划目标清晰，配套产能建设稳步推进，未来在国内市场具有规模和产能优势。

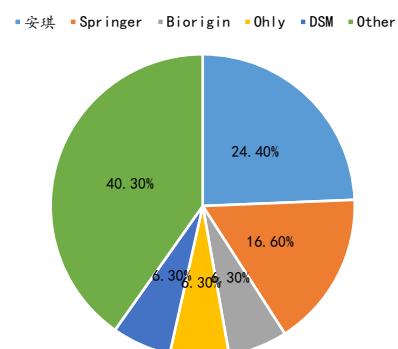
2020 年公司海外市场受益海外疫情，逆势扩张，未来将加大海外布局，进一步提高国际市场份额；国内市场预计受益于下游烘焙、调味品需求提升，增速有望保持稳健增长。

图表 68：主要公司 YE 市场占比



来源：中国产业信息，国联证券研究所

图表 69：主要公司 YE 市场占比



来源：中国产业信息，国联证券研究所

公司主营业务中，酵母抽提物 YE 作为具有食品属性的高端增鲜调味剂，在用量上不受食品添加剂限制，在中高端酱油、鸡精、复合调味料中逐渐被广泛应用。其减盐特性未来在食品健康观念驱动下，有望获得更多下游需求空间。当前，2018 年公司 YE 产能接近 8 万吨，占全球产能近 1/4，全球市场份额为 24.40%。

酵母抽提物作为第四代提鲜产品，是复合调味品重要增鲜剂之一，在调味酱中添加比例为 0.5%-5%，火锅底料中添加比例为 0.5%-1%。预计受益于下游复调料需求端未来 10 年的双位数年复合增速以及 3-4 倍市场空间，此项业务有望在公司现有主营的酵母业务之外，成长为公司业绩增长的又一大驱动力。

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 102.82、116.31、132.90 亿元；归母净利润分别为 15.61、17.24、19.78 亿元；对应 EPS 分别为 1.87、2.07、2.38 元；对应当前股价的 PE 为 30、27、24 倍。公司作为国内酵母行业龙头，在国内和国际市场均有较高市场份额，我们看好未来国内市场烘焙行业和复合调味料行业继续保持双位数增长，公司的酵母以及酵母抽提物产品作为相关重要原料，需求同步提升。根据可比公司估值，公司作为成熟细分行业的高市占率龙头，估值中枢相较成长行业稍低。结合公司未来增速，2021 年我们给予公司 35 倍 PE 估值，目标价 65.45 元，给予“买入”评级。

风险提示：新增产能释放不及预期的风险；糖蜜等原材料价格上升的风险；环保等政策变动的风险；汇率波动的风险。

图表 70：安琪酵母财务数据简表

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7652.75	8933.04	10281.65	11630.75	13290.26
增长率（%）	14.47%	16.73%	15.10%	13.12%	14.27%
EBITDA（百万元）	1656.72	2240.23	2838.46	3066.64	3436.39
净利润（百万元）	901.50	1371.51	1561.16	1723.65	1978.31
增长率（%）	5.23%	52.14%	13.83%	10.41%	14.77%
EPS（元/股）	1.08	1.65	1.87	2.07	2.38
市盈率（P/E）	52.35	34.41	30.23	27.38	23.85
市净率（P/B）	9.38	8.01	6.70	5.66	4.79
EV/EBITDA	33.42	24.71	19.13	17.22	14.88

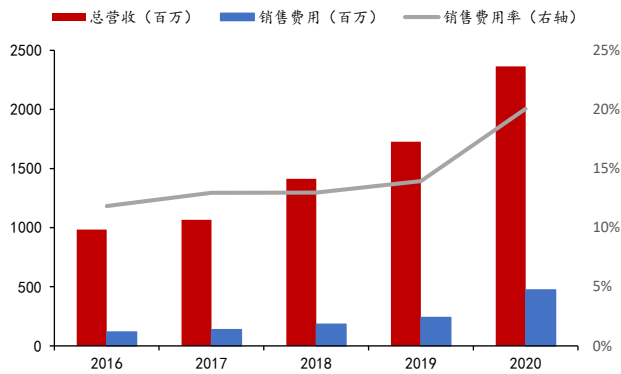
来源：公司公告，国联证券研究所测算 注：测算基于公司 6 月 15 日收盘价，为 55.23 元。

7.3 天味食品：双品牌同步渗透头部腰部市场，营销高投入加速市占率提升

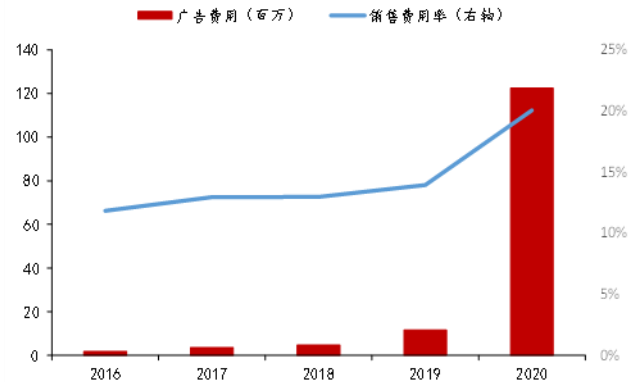
公司作为复合调味品龙头之一，疫情期间受益于 C 端家庭烹饪便捷化诉求带动的行业高景气度，2020 年营收增速达到历史高点。公司两大品牌好人家和大红袍规划清晰，分别定为高端和中低端品牌，并通过火锅底料和川菜复合调料构建的产品矩阵在头部和腰部市场同步渗透。同时，公司扩产项目稳步推进，未来三年产量有望实现翻倍。

图表 71：注重品牌建设，销售费用占比持续提升

图表 72：2020 年公司加大广告投入



来源: Wind, 国联证券研究所



来源: Wind, 国联证券研究所整理

销售渠道端, 公司在 2019 年加快全国化布局, 推动收入持续高增。2020 年, 公司加大品牌建设投入, 销售费用率提升, 2020 年销售费用率为 20%, 预计未来伴随品牌推广费用投入持续提升, 销售费用将升至 24% 左右, 短期看净利润增长可能承压, 但中长期视角, 品牌知名度提升有望提升公司市占率, 带来更多回报。此外, 公司激励机制较为完善, 看好公司未来三年保持较高营收增速。

预计公司 2021-2023 年实现营业收入 31.63、41.17、52.73 亿元; 归母净利润分别为 4.06、5.34、7.49 亿元; 对应 EPS 分别为 0.54、0.71、0.99 元; 对应当前股价的 PE 为 53、40、29 倍。公司作为复合调味料行业头部公司, 我们看好其未来加快全国化布局后的市场份额提升, 为公司营收高增速打下良好基础。参考可比公司估值, 2021 年申万调味品行业公司平均 PE 为 55 倍, 因此给予公司 55 倍 PE 估值, 目标价 29.7 元, 给予“增持”评级。

风险提示: 花椒、辣椒等主要原材料价格上升的风险; 全国化扩张进程不及预期的风险; 渠道库存消化能力不及预期的风险。

图表 73: 天味食品财务数据简表

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1727.33	2364.66	3163.14	4117.38	5273.29
增长率 (%)	22.26%	36.90%	33.77%	30.17%	28.07%
EBITDA (百万元)	366.04	440.46	506.42	674.41	948.50
净利润 (百万元)	296.97	364.27	405.71	533.80	748.55
增长率 (%)	11.39%	22.66%	11.37%	31.57%	40.23%
EPS (元/股)	0.39	0.48	0.54	0.71	0.99
市盈率 (P/E)	72.37	59.00	52.98	40.26	28.71
市净率 (P/B)	11.67	5.76	5.40	4.98	4.50
EV/EBITDA	28.12	33.53	29.67	22.44	15.92

来源: 公司公告, 国联证券研究所测算 注: 测算基于公司 6 月 15 日收盘价, 为 28.41 元。

7.4 重点推荐公司以及可比公司估值分析

图表 74：重点推荐公司及可比公司估值分析

股票简称	股票代码	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
重点推荐公司：								
颐海国际	1579.HK	53.30	0.85	1.15	1.44	53x	39x	31x
安琪酵母	600298.SH	55.23	1.65	1.87	2.07	34x	30x	27x
天味食品	603317.SH	28.41	0.48	0.54	0.71	59x	53x	40x
调味品可比公司：								
海天味业	603288.SH	131.35	1.98	1.80	2.13	101x	75x	63x
涪陵榨菜	002507.SZ	38.42	0.98	0.98	1.23	43x	39x	31x
恒顺醋业	600305.SH	19.30	0.31	0.36	0.42	71x	56x	48x
中炬高新	600872.SH	43.73	1.12	1.25	1.51	60x	35x	29x
行业平均：						62x	55x	44x
食品饮料可比公司：								
金龙鱼	300999.SZ	92.19	1.11	1.42	1.67	98x	65x	55x
农夫山泉	9633.HK	41.80	0.48	0.54	0.63	98x	66x	56x
贵州茅台	600519.SH	2193.00	37.17	42.93	50.05	54x	51x	44x
安井食品	603345.SH	238.20	2.55	3.44	4.53	76x	69x	53x
伊利股份	600887.SH	37.74	1.16	1.42	1.66	38x	27x	23x
洽洽食品	002557.SZ	43.94	1.59	1.88	2.21	34x	23x	20x
青岛啤酒	600600.SH	108.17	1.61	2.03	2.45	62x	53x	44x
双汇发展	000895.SZ	33.62	1.81	1.96	2.19	26x	17x	15x
行业平均：						61x	46x	39x

来源：Wind，国联证券研究所预测，注：收盘价为 2021 年 6 月 15 日收盘价；可比公司预测估值数据来源为 wind 盈利预测一致预期；行业平均 PE 中：调味品行业平均根据 SW 调味发酵品成分包含公司计算算数平均 PE，食品饮料可比公司行业平均为表内所选 8 家公司算数平均 PE。

8 风险提示

1) 食品安全的风险：食品安全是行业发展根基。如果行业发生重大食品安全问题，其将会影响行业发展进程、行业中公司品牌形象以及消费者信心。

2) 新品孵化不及预期的风险：复合调味品行业受到下游消费群体口味需求喜好驱动。孵化新品与消费者口味不符，将导致行业公司营收不及预期。

3) 行业增长和市场空间不及预期的风险：复合调味品行业当前正处在高速发展阶段。如果未来行业空间和整体增速不及预期，将导致业内公司竞争加剧，营收下滑。

4) 原料成本上行的风险：疫情过后，原材料价格持续上涨。未来如果原料成本继续上行将导致行业公司利润下滑。

5) 行业竞争加剧，龙头集中度提升不及预期的风险：复合调味品行业相较于传统调味品行业，其中细分品类更多。行业头部公司对细分品类扩容不利以及腰部公司发力将导致行业竞争加剧，龙头公司市场份额提升速度将低于预期。同时，如龙头公司难以掌握定价权，毛利率水平提升将不及预期。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373