

调味品专题系列一：全国区域草根调研

调味品专题：边际呈弱改善，头部优势明显 增持（维持）

2021年07月28日

证券分析师 于芝欢
执业证号：S0600521050002
yuzhihuan@dwzq.com.cn

投资要点

- 近期，我们线下走访全国调味品行业商超终端，对华东、西南、华北及东北地区 KA 卖场和 BC 卖场为代表的销售终端进行草根调研，调研内容包括基础调味品及复合调味料各品牌的铺货、促销及新鲜度情况。
- **基础调味品：头部品牌在全国铺货领先，北部地方性品牌亦有较强竞争力。** 1) 海天、千禾等品牌在华东、西南区域铺货强势；2) 北方区域地方性品牌较多。 **产品新鲜度环比提升，头部品牌优势凸显。** 1) 整体新鲜度环比改善，货架亦出现空架情况，厂商控货梳理库存效果明显；2) 蚝油、料酒品类新鲜度优于酱油，酱油货龄在 4~5 个月，蚝油/料酒/食醋/榨菜货龄集中在 2~4 个月。3) 各品类中，头部品牌产品周转更优，中小品牌货龄较长。4) 北部地区新鲜度不及华东及西南地区。 **促销力度环比减弱，中高端单品促销较少。** 1) 头部品牌促销基本集中在性价比单品，中高端单品促销较少，其中蚝油品类促销力度相对较大。2) 中小品牌促销力度远弱于头部品牌。3) 北部地区促销力度较华东及西南地区更弱。
- **复合调味品：天味扩张迅猛，颐海推进去海底捞化，新品牌涌出，竞争激烈。** 1) 全国区域整体可观察到天味及颐海铺货力度较大，其中天味力度明显较往年提升，好人家、大红袍在商超均有大面积陈列铺货，颐海“筷手小厨”品牌铺货力度提升；2) 西南区域可见较多新品牌涌出，铺货力度较大，竞争激烈。3) 北方区域因口味原因，地域性品牌势头强劲，草原红太阳铺货力度与天味相当。4) 海天复调产品尚未观测到大力度全国铺货，仅在部分区域可见。 **当前处淡季，整体货龄较老，促销力度较大。** 1) 整体看，行业货龄较高，其中天味、颐海优于其他品牌，颐海新鲜度优于天味 1~2 个月，KA 卖场新鲜度略优于 BC 卖场，中式复调产品新鲜度优于底料。2) 整体促销力度较大，头部品牌买一赠一，降价较为常见，中小品牌促销较弱。
- **核心观点及投资建议：**从需求恢复、库存去化及产品新鲜度上看，调味品行业边际呈改善趋势，其中基础调味品优于复合料，基础调味品头部品牌优势显著，复合料头部扩张力度大，新品牌涌出背景下，竞争激烈。我们认为，当前调味品行业虽因需求疲软、库存较高、社区团购冲击等因素短期处于调整期，但中长期看，调味品为好赛道，仍具备较大空间，头部企业经营能力强，市占率有望进一步提升，中长期可左侧布局。 **推荐海天味业、中炬高新、千禾味业、恒顺醋业、天味食品、颐海国际。**
- **风险提示：**调研样本有限；行业竞争加剧；市场情况变动；需求恢复不及预期。

行业走势



相关研究

1、《食品饮料：白酒延续高增，底部布局食品》2021-07-18

表 1：重点公司估值（2021 年 7 月 28 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
603288	海天味业	4747.57	112.70	1.52	1.79	2.13	74.15	62.84	52.91	增持
600872	中炬高新	277.87	34.88	1.12	1.24	1.52	31.22	28.21	23.01	买入
603027	千禾味业	184.36	23.08	0.26	0.33	0.44	89.58	70.73	52.24	增持
600305	恒顺醋业	159.67	15.92	0.31	0.36	0.42	50.73	44.25	37.74	买入
603317	天味食品	181.26	23.97	0.58	0.67	0.80	41.48	36.09	29.76	买入

数据来源：各公司 EPS，PE 来自东吴预测。其它数据来自 wind，A 股数据截至 2021 年 7 月 28 日。

内容目录

1. 基础调味品：产品新鲜度环比提升，头部品牌优势凸显	4
1.1. 华东地区：海天、千禾铺货力度大，新鲜度环比提升	4
1.2. 西南地区：货龄改善明显，促销力度偏低	8
1.3. 华北地区：厨邦/鲁花等品牌表现较好，货龄普遍较高	9
1.4. 东北地区：地区性品牌较多，整体促销较弱，货龄中等偏上	12
2. 复合调味料：新鲜度环比改善，天味铺货及促销优势明显	14
2.1. 华东地区：新鲜度环比改善，天味铺货及促销优势明显	14
2.2. 西南地区：竞争激烈，天味铺货力度大，新品牌不断涌现	17
2.3. 华北地区：地区性品牌势头强劲	18
2.4. 东北地区：天味铺货强劲，整体货龄较高	20
3. 风险提示	21

图表目录

图 1: 海天酱油产品堆头促销	5
图 2: 恒顺陈列约占陈醋二分之一	5
图 3: 酱油: 千禾、海天铺货面积最大, 厨邦次之	9
图 4: 丸庄与食用油搭赠销售	9
图 5: 鲁花酱油铺货面积较大, 味达美次之	10
图 6: 品牌主要单品均有促销	10
图 7: 海天酱油铺货面积较大	12
图 8: 地区性酱油品牌较多	12
图 9: 海天底料在华东 KA 铺货	15
图 10: 颐海火锅底料陈列位置佳	15
图 11: “好人家”“大红袍”铺货面积超同行	18
图 12: “好人家”中式料铺货力度大	18
图 13: 区域性品牌草原红太阳铺货面积大	19
图 14: “好人家”复调产品铺货面积领先同行	20
图 15: 地区性品牌较多, 如海琦王、草原阿妈	20
表 1: 重点公司估值	1
表 2: 样本一 基础调味品促销和周转情况 (华东地区 KA 卖场)	6
表 3: 样本二 基础调味品促销和周转情况 (华东地区 BC 卖场)	7
表 4: 样本三 基础调味品促销和周转情况 (华东地区 KA 卖场、BC 卖场)	8
表 5: 样本四 基础调味品促销和周转情况 (华北地区 KA 卖场、BC 卖场)	11
表 6: 样本五 基础调味品促销和周转情况 (东北地区 KA 卖场、BC 卖场)	13
表 7: 样本一 复合调味品促销和周转情况 (华东地区 KA 卖场)	15
表 8: 样本二 复合调味品促销和周转情况 (华东地区 BC 卖场)	16
表 9: 样本三 复合调味品促销和周转情况 (华东地区 KA 卖场)	17
表 10: 样本四 复合调味品促销和周转情况 (华北地区 KA 卖场)	19
表 11: 样本五 复合调味品促销和周转情况 (东北地区 KA 卖场)	21

前言

步入 21H2，调味品行业经历需求疲软、去库存、团购冲击后，逐步迎来旺季。我们近日通过走访终端的方式，对基础调味品（酱油、食醋、料酒）及复合调味品的终端铺货、动销、促销、新鲜度等情况进行跟踪，调研采样范围覆盖全国大部分区域，包括华东地区、西南地区、华北地区及东北地区。

1. 基础调味品：产品新鲜度环比提升，头部品牌优势凸显

头部品牌在全国铺货领先，北部地方性品牌亦有较强竞争力。 1) 海天、千禾等品牌在华东、西南区域铺货强势；2) 北方区域地方性品牌较多。

产品新鲜度环比提升，头部品牌优势凸显。 1) 整体新鲜度环比改善，货架亦出现空架情况，厂商控货梳理库存效果明显；2) 蚝油、料酒品类新鲜度优于酱油，酱油货龄在 4~5 个月，蚝油/料酒/食醋/榨菜货龄集中在 2~4 个月。3) 各品类中，头部品牌产品周转更优，中小品牌货龄较长。4) 北部地区新鲜度不及华东及西南地区。

促销力度环比减弱，中高端单品促销较少。 1) 头部品牌促销基本集中在性价比单品，中高端单品促销较少，其中蚝油品类促销力度相对较大。2) 中小品牌促销力度远弱于头部品牌。3) 北部地区促销力度较华东及西南地区更弱。

1.1. 华东地区：海天、千禾铺货力度大，新鲜度环比提升

酱油：产品新鲜度环比提升，促销力度环比减弱。 1) **铺货面积：**海天、千禾、李锦记等铺货面积较大。KA 卖场中，主要品牌如海天、李锦记、千禾、厨邦等均有铺货，其中千禾主要发力 0 添加酱油，铺货面积较大；其他品牌如东古、味事达、欣和等部分铺货，陈列面积较主要品牌偏小。BC 卖场中货架陈列主要以海天、李锦记酱油为主，厨邦、千禾等品牌铺货较少。2) **周转情况：产品新鲜度改善。**KA 卖场中，海天酱油货龄多集中在 4~8 个月，厨邦约 4~6 个月，李锦记 1~4 个月，千禾约 1~3 个月；BC 卖场中，海天多集中在 4~6 个月，李锦记约 4 个月，千禾 4~10 个月。3) **促销情况：促销力度环比减弱。**海天、厨邦大单品均有促销，包括金标生抽、草菇老抽、厨邦酱油等，大单品之外的 SKU 未见促销。丸庄酱油有买一赠一，也有通过食用油搭赠。

蚝油：海天铺货面积最大，促销力度较大，整体货龄新鲜。 1) **铺货面积：**KA 卖场中，海天铺货面积最大，SKU 齐全，李锦记次之，厨邦铺货面积较小。BC 卖场中，海天及李锦记铺货面积相当，核心产品均有陈列。2) **周转情况：**蚝油周转率整体较高，大部分品牌货龄集中在 2~3 个月。3) **促销情况：**整体促销力度较大，各品牌均有促销活动，其中厨邦、海天均见有买一赠一促销。

料酒：品牌较多，竞争激烈，产品新鲜度较好。 1) **铺货面积：**KA 卖场中，主要品牌海天、鲁花、老恒和、恒顺铺货较多，大部分品牌均有 2~3 个单品，BC 卖场中其他小品

牌铺货较多。2) 周转情况: 料酒货龄集中在 1~3 个月, 周转情况较好。3) 促销情况: 老恒和降价促销力度较大, 恒顺、海天未见促销。

食醋: 恒顺铺货面积领先, 产品新鲜度居中。1) 铺货面积: KA 卖场中恒顺铺货面积最大, 海天次之, 千禾、老恒和陈列面积较其有所不足, BC 卖场中金山寺等品牌选择性集中铺货。2) 周转情况: 大部分被调研超市货龄集中在 2~4 个月, 环比有所改善。3) 促销情况: 千禾、老恒和有降价促销, 恒顺基础单品有降价, 中高端单品未见促销。

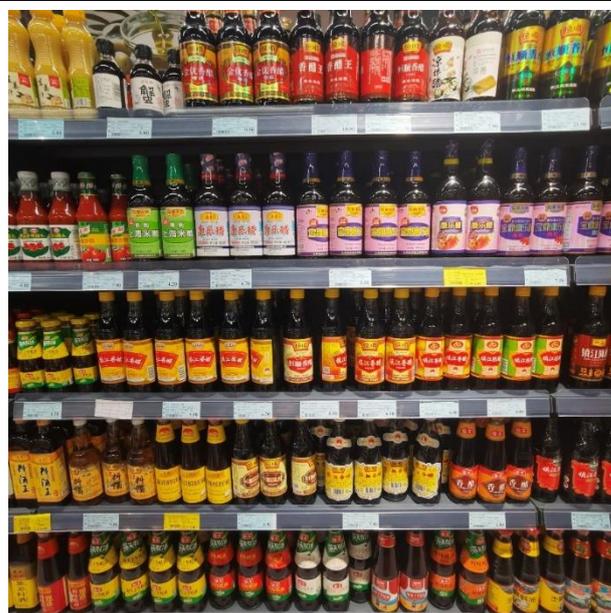
榨菜: 乌江榨菜铺货面积广, 总体新鲜度较优。1) 铺货面积: 榨菜品牌较多, 不同超市品牌铺货力度有所区别; 吉香居主要铺货 KA 卖场, 川南与涪陵在 KA、BC 卖场中均有铺货, 涪陵在 BC 卖场中铺货力度更大。2) 周转情况: 吉香居与川南榨菜货龄在 3-5 个月, 涪陵榨菜货龄在 2-4 个月, 周转情况较优。

图 1: 海天酱油产品堆头促销



数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

图 2: 恒顺陈列约占陈醋二分之一



数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

表 2: 样本一 基础调味品促销和周转情况 (华东地区 KA 卖场)

品牌及品类			规格	调研汇总		样本一 (采样时间: 2021 年 7 月 21 日)			
				售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2	
						售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度
酱油	海天	金标生抽	500ml	8.2	2~8 个月	7.9	210531	8.5	201127
			1.28L	21.85	1~2 个月	23.8	210521	19.9	210618
		鲜味生抽 (三级)	500ml	6.7	8 个月	6.7	201128	-	-
	中炬 (厨邦)	金品生抽	410ml	8.7	4 个月	8.7	210302	-	-
		厨邦酱油	410ml	9	4~5 个月	9.6	210202	8.4	210302
			1.63L	30.25	2~6 个月	30.9	210109	29.6	210512
	千禾	零添加酱油 (180 天)	500ml	15.2	1~3 个月	15.2	210701	15.2	210412
	李锦记	精选生抽	500ml	9.3	1~2 个月	9.3	210511	9.3	210611
		薄盐生抽	500ml	8.9	1~4 个月	8.9	210309	8.9	210617
	东古	一品鲜	500ml	9.55	2 个月	9.2	210528	9.9	210528
生抽王 (三级)		480ml	11.2	5~6 个月	11.2	210130	11.2	210228	
蚝油	海天	上等蚝油	500g	6.9	2 个月	6.9	210601	6.9	210601
			700g	7.7	1~5 个月	7.6	210221	7.8	210630
料酒	海天	古道料酒	450ml	7	5 个月	-	-	7	210201
	中炬 (厨邦)	葱姜汁料酒	500ml	6.9	1~8 个月	6.9	210621	6.9	201219
		宴会料酒	500ml	6.8	3 个月	6.8	210415	-	-
	鲁花	葱姜料酒	500ml	9.9	1 个月	9.9	210612	9.9	210612
		自然香料酒	500ml	6.9	1~2 个月	6.9	210603	6.9	210630
	老恒和	老恒和料酒	500ml	7.9	1~3 个月	7.9	210608	7.9	210420
	恒顺	恒顺料酒	500ml	5.5	2 个月	-	-	5.5	210520
醋	恒顺	恒顺镇江香醋	500ml	7.8	2 个月	7.8	210528	5.9 (550ml)	210613
		恒顺金优香醋	550ml	12.5	4 个月	12.5	210317	12.5	210317
	千禾	零添加醋(3 年窖藏)	500ml	8.6	1 个月	8.6	210624	-	-
	金山寺	镇江香醋 (三年)	580ml	10.8	2 个月	10.8	210531	-	-
	东湖	陈醋 (5 年)	500ml	19.5	2 个月	-	-	19.5	210604
榨菜	吉香居	香辣榨菜	66g	2.55	3~5 个月	2.6	210225	2.5	210414
	川南	爽口下饭菜	168g	4.9	4~5 个月	4.9	210223	4.9	210307

数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

表 3: 样本二 基础调味品促销和周转情况 (华东地区 BC 卖场)

品牌及品类			规格	调研汇总		样本二 (采样时间: 2021 年 7 月 21 日)					
				售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2			
						售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度		
酱油	海天	金标生抽	500ml	8.4	4~6 个月	8.5	210301	8.3	210127		
			1.28L	11.9	6 个月	11.9	210124	-	-		
	千禾	零添加酱油 (180 天)	500ml	14.3	5 个月	14.3	210205	-	-		
			李锦记	精选生抽	500ml	8.55	2 个月	9.3	210510	7.8	210511
				薄盐生抽	500ml	8.35	4 个月	8.9	210310	7.8	210309
		锦珍生抽 (三级)	500ml	5.85	5~10 个月	6.9	200927	4.8	210206		
味事达	味极鲜	150ml	9.9	11 个月	9.9	201015	-	-			
蚝油	海天	上等蚝油	500g	5.2	1 个月	5.2	210609	-	-		
			700g	7.55	2~6 个月	7.2	210520	7.9	210103		
料酒	海天	古道料酒	450ml	6.4	3~8 个月	7	201219	5.8	210422		
		葱姜料酒	450ml	9	4 个月	9	210306	-	-		
	中炬 (厨邦)	葱姜汁料酒	500ml	6.9	9 个月	6.9	201111	-	-		
		宴会料酒	500ml	6.8	4 个月	6.8	210324	-	-		
	鲁花	葱姜料酒	500ml	9.9	1 个月	9.9	210628	-	-		
		自然香料酒	500ml	8.2	1 个月	8.2	210701	-	-		
醋	恒顺	恒顺镇江香醋	500ml	10.35	4 个月	10.2	210324	10.5	210331		
		恒顺金优香醋	550ml	12.5	3 个月	12.5	210426	-	-		
	金山寺	镇江香醋 (三年)	580ml	10.9	8 个月	10.9	201228	-	-		
	东湖	陈醋 (5 年)	500ml	18.5	9 个月	18.5	201021	-	-		
榨菜	涪陵	乌江榨菜	80g	2.9	2 个月	2.9	210507	-	-		

数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

表 4: 样本三 基础调味品促销和周转情况 (华东地区 KA 卖场、BC 卖场)

品牌及品类			规格	调研汇总		样本三 (采样时间: 2021 年 7 月 22 日)			
				售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2	
						售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度
酱油	海天	金标生抽	500ml	12.8	6 个月	-	-	12.8	210120
			1.28L	18.9	10 个月	18.9	200910	-	-
		鲜味生抽 (三级)	800ml	14.8	8 个月	14.8	201222	-	-
	中炬 (厨邦)	味极鲜酱油	760ml	15.9	11 个月	15.9	200825	-	-
		味极鲜特级酱油	1.25L	23.8	3 个月	23.8	210421	-	-
	千禾	零添加酱油 (180 天)	500ml	16.9	3~4 个月	16.9	210427	16.9	210318
	李锦记	薄盐味极鲜	500ml	13.9	5 个月	-	-	13.9	210222
锦珍生抽 (三级)		500ml	6.4	6 个月	6.4	210118	-	-	
蚝油	海天	上等蚝油	500g	7.6	1 个月	7.6	210629	-	-
	中炬 (厨邦)	金标蚝油	265g	5.8	1 个月	-	-	5.8	210620
料酒	海天	古道料酒	1.9L*6	68.8	3 个月	68.8	210428	-	-
		葱姜料酒	450ml	12.9	3~4 个月	12.9	210421	12.9	210321
	中炬 (厨邦)	宴会料酒	500ml	9.85	5 个月	9.8	210222	9.9	210220
	鲁花	酿造料酒	500ml	14.95	1~2 个月	14.9	210615	15	210505
		自然香料酒	500ml	7.85	1 个月	7.8	210620	7.9	210620
醋	恒顺	恒顺镇江香醋	500ml	5.9	10 个月	5.9	201029	5.9	201029

数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

1.2. 西南地区: 货龄改善明显, 促销力度偏低

酱油: 主要品牌货龄改善, 整体促销力度偏低。1) 铺货面积: 总体看海天和千禾铺货面积相对较大。目前 BC 卖场铺货主体主要为海天、千禾、李锦记、加加 (铺货面积: 海天>千禾>李锦记>加加)。KA 卖场铺货主体主要为海天, 千禾, 中炬高新 (铺货面积: 海天>千禾>厨邦) 2) 周转情况: 主要品牌产品货龄明显改善。千禾 0 添加 180 天为新进 7 月批次货, 大包装产品亦有 7 个月货龄的产品, 东坡红货龄 5 个月; 海天金标生抽和 0 添加金标生抽货龄约 2 个月、味极鲜货龄较高; 厨邦酱油和金品生抽的货龄多集中在 3 个月。3) 促销情况: 酱油行业促销力度偏低。目前各品牌很少单品参与促销, 从促销单品数量看, 千禾 (3 个)>厨邦 (2 个)>海天 (1 个)。

醋: 恒顺铺货面积优势明显, 整体货龄偏高。恒顺铺货面积占优, 但货龄不佳。从铺货情况看, 在 BC 和 KA 卖场, 恒顺铺货面积大幅优于同行, 但货龄较长, 当前货龄 9 个

月，千禾货龄 10 个月。

榨菜：品牌较多，竞争激烈，促销力度小，袋装乌江周转较优，瓶装新鲜度较弱。1) **竞争格局：**川渝地区当地榨菜品牌众多，品类竞争激烈。货架上铺货强的榨菜品牌包括：乌江榨菜，吉香居，川南等。2) **铺货面积：**吉香居>川南>乌江榨菜>广乐。3) **促销力度：**榨菜品牌普遍促销力度小，目前仅广乐，乌江等有 1-2 件单品参与促销。5) **产品周转：**川南表现良好，抽样同类产品货龄优于吉香居。川南萝卜干的货龄 4 个月，吉香居同类产品货龄为 9 个月。BC 端看，乌江榨菜货龄较新，主要集中在 3-6 个月。

图 3：酱油：千禾、海天铺货面积最大，厨邦次之



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图 4：丸庄与食用油搭赠销售



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

1.3. 华北地区：厨邦/鲁花等品牌表现较好，货龄普遍较高

酱油：1) **铺货面积：**酱油品牌以厨邦、鲁花、李锦记、味达美为主；其中厨邦、鲁花、铺货面积较大，SKU 丰富，陈列位置较好；李锦记、味达美次之，核心产品均有陈列。部分超市有千禾零添加产品陈列，位于货架中上层，但铺货面积较小。其他地区性品牌也有陈列但铺货面积均较小。2) **周转情况：**鲁花、丸庄及千禾（零添加产品）周转率较高，货龄在 3~4 个月；海天、李锦记产品货龄在 4~8 个月左右，周转率表现一般；厨邦酱油产品货龄更高。

蚝油：海天、厨邦、鲁花、李锦记、味达美产品核心产品均有陈列且铺货面积相当，其中鲁花及李锦记品牌陈列位置较好。货龄普遍在 6 个月及以上。

料酒：1) **铺货面积：**鲁花品牌铺货面积较大，核心产品均有铺货且陈列位置较好，厨邦铺货面积次之，老才臣、珍极、王致和及千禾品牌核心产品也有陈列，其中千禾陈列位置位于货架底层。部分超市无海天产品铺货。2) **周转情况：**鲁花、海天料酒周转情况较

好，货龄分布在 1~6 个月；厨邦产品货龄在 8 个月以上。

食醋：1) **铺货面积：**被调研超市中鲁花及味达美产品铺货较多，陈列位置较好；堆头有鲁花及东湖醋产品陈列；被调研超市自有品牌及本地醋产品铺货面积较大且陈列于货架中上部。2) **周转情况：**被调研超市中醋产品周转率表现一般，货龄多在 5~6 个月左右。

榨菜：乌江榨菜铺货面积相对较大且位置较好，其他品牌榨菜产品铺货面积较小，被调研超市均存在超市自有品牌榨菜抢占货架情况。

促销情况：厨邦、海天、鲁花酱油产品均有促销，其他品牌及产品促销力度较小或暂无促销。

图 5：鲁花酱油铺货面积较大，味达美次之



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图 6：品牌主要单品均有促销



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

表 5: 样本四 基础调味品促销和周转情况 (华北地区 KA 卖场、BC 卖场)

品牌及品类			规格	调研汇总		样本四 (采样时间: 2021 年 7 月 21 日)			
				售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2	
						售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度
酱油	海天	金标生抽	500ml	9.59	5 个月	9.59	210219	-	-
			1.28L	19.79	8 个月	19.79	201126	-	-
		鲜味生抽 (三级)	800ml	9.99	6 个月	9.99	210124	-	-
	中炬 (厨邦)	金品生抽	820ml	14.99	8 个月	14.99	201211	-	-
		厨邦酱油	820ml	17.9	13~15 个月	17.89	200403	17.9	200620
			1.63L	24.9	13 个月	-	-	24.9	200613
	鲜味生抽 (三级)	1.25L	7.99	3 个月	-	-	7.99	210430	
	千禾	零添加酱油 (180 天)	500ml	20.9	3 个月	20.9	210416	-	-
	李锦记	精选生抽	500ml	9.1	4~8 个月	9.3	201209	8.9	210303
		薄盐生抽	500ml	9.85	2~8 个月	9.79	201219	9.9	210510
		锦珍生抽 (三级)	500ml	5.8	4 个月	-	-	5.8	210311
	鲁花	自然鲜	500ml	15.9	3 个月	-	-	15.9	210508
			1L	17.9	3 个月	-	-	17.9	210411
	味事达	味极鲜	150ml	3.79	9 个月	3.79	201122	-	-
东古	一品鲜	500ml	9.89	6 个月	9.89	210113	-	-	
九莊	九莊酱油	480ml	7.99	4 个月	7.99	210322	-	-	
蚝油	海天	上等蚝油	500g	14.99	6 个月	14.99	210129	-	-
			700g	9.9	13 个月	9.9	200615	-	-
	中炬 (厨邦)	渔女蚝油	730g	8.19	9 个月	8.19	201109	-	-
料酒	海天	古道料酒	450ml	6.6	2 个月	6.6	210510	-	-
		葱姜料酒	450ml	8.49	6 个月	8.49	210122	-	-
	中炬 (厨邦)	葱姜汁料酒	500ml	6.9	17 个月	-	-	6.9	200120
		宴会料酒	500ml	6.9	8 个月	-	-	6.9	201222
	鲁花	葱姜料酒	500ml	10.4	2~6 个月	9.9	210127	11.9	210529
		自然香料酒	500ml	9.8	1~2 个月	10.69	210603	8.9	210510
	老恒和	老恒和料酒	500ml	8.75	5~6 个月	6.99	210121	10.5	210222
醋	恒顺	恒顺镇江香醋	500ml	8.79	6 个月	8.79	210103	-	-

数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

1.4. 东北地区：地区性品牌较多，整体促销较弱，货龄中等偏上

酱油： 1) **铺货面积：**海天铺货面积最大，厨邦、李锦记其次，SKU 丰富；六月鲜、味达美品牌均有一定面积的铺货，且陈列位置较好；地区性品牌北康、巧媳妇铺货面积较大，SKU 齐全，均位于货架中上层。2) **促销情况：**部分超市海天有促销，其他品牌产品促销力度较弱或无促销。3) **周转情况：**410ml 厨邦酱油周转率相对较高，货龄在 4~5 个月，其他酱油品牌周转整体较为缓慢，货龄均在 5 个月及以上。

蚝油： 1) **铺货面积：**海天铺货面积领先同行，SKU 数量较大，品类齐全；李锦记铺货面积仅次于海天，SKU 丰富，陈列位置较好；暂未见厨邦蚝油产品。2) **促销情况：**部分超市有海天产品促销，其他品牌产品促销力度较弱或无促销。3) **周转情况：**海天蚝油周转率较好，货龄在 4~5 个月左右。

料酒： 1) **铺货面积：**厨邦、鲁花、王致和及居必六料酒均有铺货，其中王致和、居必六品牌陈列位置较为突出。暂未见海天料酒产品。2) **促销情况：**居必六品牌有促销，其他品牌促销力度较弱或无促销。3) **周转情况：**鲁花自然香料酒产品周转率相对较高，货龄在 6 个月左右；其他料酒产品周转率整体较低，大部分产品货龄均在半年及以上。

食醋：恒顺及千禾食醋产品均有铺货，周转率均在 9 个月以上且促销力度较小。

图 7：海天酱油铺货面积较大



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图 8：地区性酱油品牌较多



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

表 6: 样本五 基础调味品促销和周转情况 (东北地区 KA 卖场、BC 卖场)

品牌及品类			规格	调研汇总		样本五 (采样时间: 2021 年 7 月 21 日)			
				售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2	
						售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度
酱油	海天	金标生抽	500ml	7.5	5~10 个月	7.5	210303	7.5	200901
		鲜味生抽 (三级)	800ml	6.5	5~9 个月	6.5	210206	6.5	201117
	中炬 (厨邦)	金品生抽	820ml	18.9	-	18.9	-	-	-
		厨邦酱油	410ml	7.75	4~5 个月	8	210201	7.5	210320
	1.25L		19.45	5~9 个月	16.9	201021	22	210202	
	千禾	零添加酱油 (180 天)	500ml	16.9	9 个月	-	-	16.9	201020
	李锦记	精选生抽	500ml	10.5	8 个月	10.5	201208	-	-
		薄盐生抽	500ml	9.85	5~8 个月	9.8	201217	9.9	210221
		锦珍生抽 (三级)	500ml	6.4	6~9 个月	4.9	201126	7.9	210105
	鲁花	自然鲜	500ml	13.9	-	13.9	-	-	-
东古	一品鲜	500ml	16	8 个月	-	-	16	201202	
蚝油	海天	上等蚝油	500g	6	7 个月	6	210104	-	-
			700g	6.45	3~4 个月	5.9	210401	7	210319
	中炬 (厨邦)	渔女蚝油	730g	-	-	-	-	-	-
料酒	海天	古道料酒	450ml	-	-	-	-	-	-
		葱姜料酒	450ml	-	-	-	-	-	-
	中炬 (厨邦)	葱姜汁料酒	500ml	5.95	5~14 个月	5.9	210204	6	200502
		宴会料酒	500ml	-	-	-	-	-	-
	鲁花	葱姜料酒	500ml	8.9	15 个月	8.9	200423	-	-
		自然香料酒	500ml	15.9	6 个月	15.9	210113	-	-
恒顺	恒顺料酒	500ml	5.9	8 个月	5.9	201205	-	-	
醋	恒顺	恒顺镇江香醋	500ml	8.3	9 个月	8.3	201111	-	-
		恒顺金优香醋 (特级)	550ml	13.9	9 个月	13.9	201111	-	-
	千禾	零添加醋 (2 年窖藏)	500ml	8.5	10 个月	-	-	8.5	201022

数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

2. 复合调味料：新鲜度环比改善，天味铺货及促销优势明显

2.1. 华东地区：新鲜度环比改善，天味铺货及促销优势明显

铺货面积：天味铺货力度领先，颐海全渠道优势明显。1) **火锅底料：**绝大部分调研超市有好人家火锅底料铺货，货架位置醒目，铺货面积较大。KA 卖场 SKU 齐全，品类丰富；颐海及天味品牌新口味产品均有铺货，天味好人家铺货面积领先同行，大红袍铺货力度也明显增强；其他品牌如德庄、草原红太阳等也均有大面积集中铺货。BC 卖场以颐海国际陈列为主，天味铺货较少，其他品牌选择性集中铺货。总体来说天味 KA 铺货的力度很大，但颐海火锅底料产品铺货情况在全渠道仍具优势。被调研超市中 BC 卖场均未见海天底料产品铺货，KA 中有部分铺货。2) **中式复合调味料：**被调研超市中，天味的铺货力度最强，颐海子品牌“筷手小厨”铺货次之；KA 卖场中核心产品均有陈列，SKU 齐全，且铺货面积较大；BC 卖场有部分核心产品陈列，铺货面积较小且位于货架中下部分。

周转情况：当前处于火锅底料消费淡季，整体货龄较高。1) **KA 卖场：**好人家火锅底料货龄多集中在 6~7 个月左右；颐海国际火锅底料周转率较高，货龄多集中在 1~4 个月左右；其他品牌如德庄货龄普遍集中在 6~7 个月左右，海天货龄约 8 个月，新鲜度较弱。筷手小厨中式复调产品货龄集中在 2~3 个月，部分单品货龄达到 9 个月（回锅肉调味料）；好人家中式复调产品货龄多集中在 5~8 个月左右。2) **BC 卖场：**颐海国际火锅底料、复调产品货龄普遍集中在 6 个月左右，其他品牌中式复调产品货龄多集中在 4~6 个月。整体来看，KA 卖场复合调味料产品周转情况略优于 BC 卖场，中式复调产品周转情况优于火锅底料产品。

促销情况：天味产品促销力度较大。部分被调研超市中有天味好人家新口味产品堆头促销，颐海国际火锅底料均无促销，部分超市有筷手小厨中式复调产品促销。整体来看大部分产品以超市促销为主，各品牌单品促销力度较小。

图 9: 海天底料在华东 KA 铺货



数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

图 10: 颐海火锅底料陈列位置佳



数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

表 7: 样本一 复合调味品促销和周转情况 (华东地区 KA 卖场)

品牌	品类	规格	调研汇总		样本一 (采样时间: 2021 年 7 月 21 日)				
			售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2		
					售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度	
天味	好人家	麻辣牛油手工老火锅底料	500g	39.5	6~7 个月	30.5 (360g)	201211	39.5	210105
		番茄火锅底料	200g	13.5	4 个月	13.5	210315	-	-
		老坛酸菜鱼调料	390g	18.3	5~9 个月	16.7	210227	19.9	201027
		青花椒鱼调料	210g	12.8	4~8 个月	12.8	210329	12.8	201121
颐海	火锅底料	颐海国际番茄火锅底料	200g	16.5	1~2 个月	16.5	210523	16.5	210619
		颐海国际清油火锅底料	220g	15.9	1 个月	15.9	210701	-	-
		颐海国际菌汤火锅底料	110g	16.3	3~5 个月	16.3	210525	16.3	210202
		颐海国际青椒牛油火锅底料	150g	10.05	4~5 个月	9.6	210312	10.5	210202
	中式复调	颐海国际麻辣香锅调味料	220g	17.65	1~4 个月	17.5	210625	17.9	210311
		颐海国际上汤酸菜鱼调味料	360g	17.8	2 个月	17.8	210525	-	-
		筷手小厨麻辣小龙虾调味料	200g	10.9	2~3 个月	10.9	210523	10.9	210410
德庄	火锅底料	重庆老火锅底料	200g	16.65	6 个月	16.8	210121	16.5	210116

数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

表 8: 样本二 复合调味品促销和周转情况 (华东地区 BC 卖场)

品牌	品类	规格	调研汇总		样本二 (采样时间: 2021 年 7 月 21 日)				
			售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2		
					售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度	
天味	好人家	番茄火锅底料	200g	20.2	9 个月	20.2	201026	-	-
		老坛酸菜鱼调料	390g	19.9	3 个月	19.9	210401	-	-
		水煮鱼调料	198g	15.4	1 个月	15.4	210614	-	-
		青花椒鱼调料	210g	12.8	11 个月	12.8	200803	-	-
颐海	火锅底料	颐海国际番茄火锅底料	200g	15.65	6 个月	16.5	210128	14.8	210130
		颐海国际清油火锅底料	220g	15.9	6 个月	15.9	210125	-	-
		颐海国际菌汤火锅底料	110g	31.1	6 个月	16.3	210122	14.8	201025
		颐海国际青椒牛油火锅底料	150g	10.5	8 个月	10.5	201117	-	-
	中式复调	颐海国际麻辣香锅调味料	220g	16.15	1~8 个月	17.5	210619	14.8	201110
		颐海国际上汤酸菜鱼调味料	360g	16.8	6 个月	-	-	16.8	210130
		筷手小厨麻辣小龙虾调味料	200g	13.4	2 个月	15	210524	11.8	210514

数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

表 9: 样本三 复合调味品促销和周转情况 (华东地区 KA 卖场)

品牌	品类	规格	调研汇总		样本三 (采样时间: 2021 年 7 月 21 日)				
			售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2		
					售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度	
天味	好人家	老坛酸菜鱼调料	350g	12.85	2~4 个月	12.9	210314	12.8	210527
		水煮鱼调料	198g	16.8	3 个月	16.8	210412	-	-
		靓汤酸菜鱼调料	300g	14.35	2~5 个月	15.9	210215	12.8	210515
	大红袍	大红袍中国红火锅底料	400g	18.5	8 个月	-	-	18.5	201202
颐海	火锅底料	颐海国际番茄火锅底料	220g	16.4	3~6 个月	16.9	210122	15.9	210415
		颐海国际清油火锅底料	220g	18.5	6 个月	18.5	210127	-	-
		颐海国际菌汤火锅底料	220g	16.5	4~6 个月	16.9	210123	15.9	210327
		颐海国际清汤火锅底料	220g	13.6	1~5 个月	11.3	210625	15.9	210215
	中式复调	颐海国际麻辣香锅调味料	220g	18.5	8 个月	-	-	18.5	201108
		颐海国际上汤酸菜鱼调味料	360g	17.8	4 个月	17.8	210322	-	-
		筷手小厨麻辣小龙虾调味料	200g	9.9	6 个月	9.9	210113	-	-
德庄	火锅底料	老火锅底料	150g	8.8	8 个月	-	-	8.8	201106
海天	火锅底料	火锅@ME 韩式部队火锅	200g	15.8	8 个月	-	-	15.8	201123
		火锅@ME 云贵酸汤风味火锅	200g	15.8	8 个月	-	-	15.8	201125

数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

2.2. 西南地区: 竞争激烈, 天味铺货力度大, 新品牌不断涌现

火锅底料: 1) 竞争格局: 新品牌不断涌现, 老品牌地位稳固, 火锅底料竞争逐渐加剧。目前货架上出现了四川本土品牌川骄, 秋霞, 麻辣空间, 冒大汗等等。还有其它传统老牌品牌德庄仍占据很大的货架。据调查发现, 火锅底料老牌选手桥头的货架面积小, 可能是竞争力不足或者区域投放小导致。2) 铺货面积: 天味“好人家”和“大红袍”铺货面积均远超同行。目前从跟踪的 KA 卖场发现, 天味在中式复合调味料和火锅底料铺货品类全, 铺货明显占据货架的一大块面积优于同行。3) 促销力度: 好人家促销强度持续, 大红袍铺货和促销力度明显加强。目前好人家促销的力度仍很大, 中式复调和火锅底料都有多项单品参与促销。大红袍铺货面积促销力度明显加强, 火锅底料部分, 参与促销的单品比例高。4) 天味产品动态: ①好人家中式调味料新品推出较多, 销售情况良好。新品主要是在鱼和龙虾的口味上进行延伸, 新品货龄多集中在 2.5 个月左右, 销售情况良好。老品货龄较高多集中在 7 个月左右。②好人家和天味的火锅底料都出现了产品形式的改良。形式上将原本一整块火锅底料分成了四个格子, 推出“一料多用”的概念。5) 天味品牌力: 消费者认可度高。据导购介绍, 天味是目前卖场里消费者接受度最高的产品。

图 11：“好人家”“大红袍”铺货面积超同行



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图 12：“好人家”中式料铺货力度大



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

2.3. 华北地区：地区性品牌势头强劲

铺货面积：在华北地区超市的调研中，1) **火锅底料：**颐海、天味铺货面积领先同行，地区性品牌发展势头强劲。颐海国际火锅底料在抽样超市中均有铺货且面积较大，核心产品 SKU 齐全，暂未见新品铺货；天味好人家品牌铺货面积略低于颐海国际火锅底料，核心产品部分品类有铺货。此外，华北样本四超市存在地区性火锅底料品牌与颐海国际品牌抢占货架情况，地区性品牌草原红太阳铺货面积与颐海国际火锅底料相当，SKU 齐全，辣味产品较少，新品有一定面积的陈列；呷哺呷哺核心品牌部分有铺货，SKU 数较少，陈列位置处于货架底层且面积较少；味达美、德庄、东家客、桥头等品牌也有较小面积的铺货。2) **中式复合调味料：**筷手小厨与地区性强势品牌势均力敌。部分超市有颐海子品牌“筷手小厨”鱼调料、小龙虾调味料铺货，陈列于货架中下部，SKU 较全。地区性品牌草原红太阳铺货面积与筷手小厨产品相当，德庄、磁器口、小龙坎中式复调产品也有一定面积铺货。调研超市均未见海天复合调味料产品。

周转情况：当前处淡季，麻辣类货龄较高，清淡类货龄较低。1) **火锅底料：**当前处于火锅底料消费淡季。样本四超市好人家及大红袍火锅底料产品货龄大多在 5 个月以上，部分超市麻辣牛油手工老火锅底料产品货龄达到 13 个月，番茄火锅底料周转率较高，货龄在 2~4 个月左右；颐海国际火锅底料周转状况优于好人家及大红袍产品，货龄均在 6 个月以下，颐海国际番茄火锅底料周转率最高，货龄在 1~2 个月左右；地区性品牌草原红太阳货龄与颐海国际品牌相当。2) **中式复合调味料：**天味好人家产品周转率一般，货龄在 6 个月左右；颐海中式复调产品周转率较为突出，部分核心产品货龄在 1~2 个月。

促销情况：草原红太阳促销力度较强。调研超市中，部分超市有好人家火锅底料及中式复调产品促销，部分超市有呷哺呷哺火锅底料产品促销，所有超市均有草原红太阳产品促销。

图 13：区域性品牌草原红太阳铺货面积大



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

表 10：样本四 复合调味品促销和周转情况（华北地区 KA 卖场）

品牌	品类	规格	调研汇总		样本四（采样时间：2021 年 7 月 21 日）				
			售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2		
					售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度	
天味	好人家	麻辣牛油手工老火锅底料	500g	49.45	7~13 个月	50	200605	48.9	201219
		番茄火锅底料	200g	18.9	2~4 个月	19.99	210326	8.9	210529
		老坛酸菜鱼调料	390g	18.3	6~8 个月	20.69	201127	15.9	210110
		水煮鱼调料	210g	14	4~6 个月	15.99	210105	11.9	210314
	大红袍	中国红火锅底料	400g	9.5	5 个月	-	-	9.5	210216
颐海	火锅底料	颐海国际番茄火锅底料	200g	17.1	1~2 个月	17.29	210526	16.9	210620
		颐海国际清油火锅底料	220g	17.8	1~4 个月	17.69	210203	17.9	210622
		颐海国际菌汤火锅底料	110g	16.9	5~6 个月	17.29	210202	16.5	210119
	中式复调	颐海国际麻辣香锅调味料	220g	17.69	8 个月	17.69	201214	-	-
		颐海国际上汤酸菜鱼调味料	360g	15.2	1 个月	-	-	15.2	210604
		筷手小厨麻辣小龙虾调味料	200g	13.9	1 个月	-	-	13.9	210703
德庄	火锅底料	麻辣烫火锅底料	150g	6.9	3 个月	-	-	6.9	210403

数据来源：草根调研，东吴证券研究所

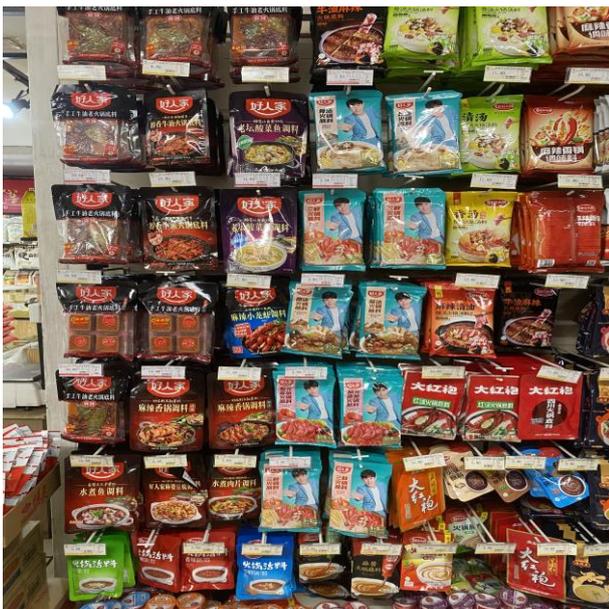
2.4. 东北地区：天味铺货强劲，整体货龄较高

铺货面积：在东北样本五超市的调研中，1) **火锅底料：**天味好人家有大面积及全SKU的铺货，且位于货架核心位置；大红袍火锅底料核心产品均有铺货，铺货面积较小且位于货架中下部；颐海国际火锅底料铺货面积较大，核心产品均有铺货，陈列位置位于货架中下部分，铺货面积相比好人家火锅底料较小。此外，样本五超市存在大量地区性复合调味料品牌与天味、颐海抢占货架情况，地区性品牌草原红太阳有大面积全SKU铺货，铺货面积与好人家相当，产品类别与天味、颐海核心产品相似；呷哺呷哺核心品牌均有铺货，且铺货面积次于草原红太阳；地区性品牌磁器口、海琦王也有较小面积的铺货。2) **中式复合调味料：**颐海子品牌“筷手小厨”大单品酸菜鱼、水煮鱼、小龙虾调味料均有铺货，陈列于货架中上部，位置较好，但铺货面积较小，SKU数较少。调研超市均未见海天复合调味料产品。

周转情况：样本五调研结果显示，天味好人家及大红袍复调产品货龄较长，集中在8~9个月，大红袍中国红火锅货龄最长，达到15个月；颐海国际火锅底料产品周转率与好人家产品相比较，货龄集中在4~5个月。中式复调产品中，颐海产品周转率较高，其中筷手小厨品牌周转率最高，货龄仅1个月，颐海国际系列产品货龄分布在4~6个月；天味好人家品牌周转率较低，鱼调料货龄分布在6~8个月。

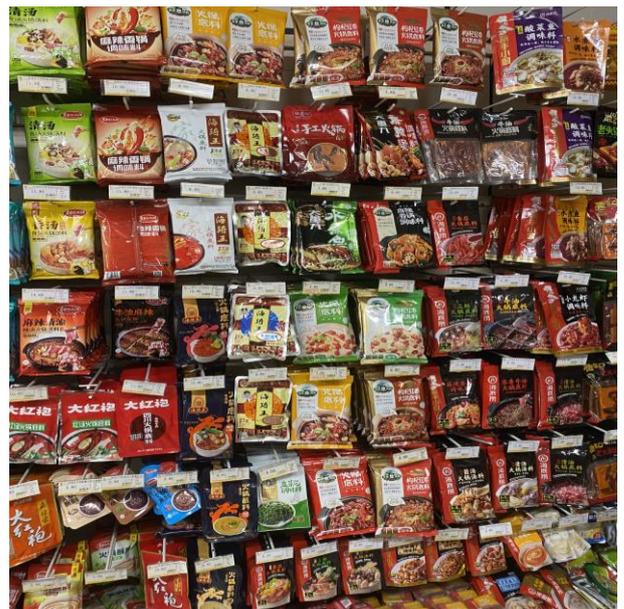
促销情况：调研超市中，颐海火锅底料均有降价促销，部分超市中天味好人家底料有促销，地区性火锅底料品牌促销力度较弱或无促销，中式复调产品均无促销。

图 14：“好人家”复调产品铺货面积领先同行



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

图 15：地区性品牌较多，如海琦王、草原阿妈



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

表 11: 样本五 复合调味品促销和周转情况 (东北地区 KA 卖场)

品牌	品类	规格	调研汇总		样本五 (采样时间: 2021 年 7 月 21 日)				
			售价 (元)	货龄	超市 1		超市 2		
					售价 (元)	新鲜度	售价 (元)	新鲜度	
天味	好人家	麻辣牛油手工老火锅底料	500g	27.9	8~9 个月	29.8	210104	26	201201
		番茄火锅底料	200g	2.9	9 个月	2.9	201016	-	-
		老坛酸菜鱼调料	390g	14.9	8 个月	14.9	201118	-	-
		水煮鱼调料	210g	12.8	6 个月	12.8	210108	-	-
	大红袍	牛油老火锅底料	150g	8	8 个月	-	-	8	201107
		四川麻辣烫底料	150g	10.8	6 个月	10.8	210126	-	-
中国红火锅底料		150g	6.9	15 个月	-	-	6.9	200413	
颐海	火锅底料	颐海国际番茄火锅底料	200g	13.8	4~5 个月	13.8	210317	5.9	210204
		颐海国际浓香牛油火锅底料	150g	6.9	4 个月	6.9	210302	-	-
		颐海国际清油火锅底料	220g	13.8	4~5 个月	13.8	210304	5(100g)	210202
		颐海国际菌汤火锅底料	110g	13.8	4~5 个月	13.8	210204	5.9(100g)	210321
	中式复调	颐海国际麻辣香锅调味料	220g	13.9	6 个月	13.9	210127	-	-
		颐海国际上汤酸菜鱼调味料	360g	16.9	4 个月	16.9	210304	-	-
		筷手小厨麻辣小龙虾调味料	200g	11.5	1 个月	12.9	210627	10	210627

数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

3. 风险提示

调研样本有限: 仅对各区域进行商超抽样调查, 无法代表全部情况。

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。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

