

证券研究报告

人间美味，始于调味

——调味品行业全景图

食品饮料 强于大市（维持）

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号：S1060521030001

王 萌 投资咨询资格编号：S1060522030001

王星云 投资咨询资格编号：S1060523100001

2024年2月8日

请务必阅读正文后免责声明

平安证券

核心摘要

- **上游：通过提价对冲，抵御上游原料波动。**对调味品而言，其直接材料约占总成本的80%，因此原材料价格是对成本影响最大的因素。当前大豆、豆粕等原材料以及玻璃、PET塑料等包材价格均进入下行通道，成本红利正在逐步兑现。调味品属于必选消费，周期性较弱，无论宏观经济如何波动，人们消费调味品的量基本是恒定的。并且由于消费者购买频次低、花销少，调味品需求价格弹性小，消费者对产品的提价相对不敏感。面对成本压力，调味品企业往往直接提价应对，转移成本压力。因此调味品有良好的抗通胀性，能够穿越牛熊。
- **中游：多品类多元发展，复合化增长潜力大。**
- **主流品类稳步发展，多样化健康化成为趋势。**酱油属于调味品中的成熟品类，其渗透率较高，但需求增速有所放缓。同时酱油的高端化、健康化需求凸显，零添加、有机化酱油需求量显著提升。截至2020年，高端酱油市场规模已经攀升至248.7亿元，在酱油市场中占比上涨至29.5%。食醋市场规模稳步增长，但人均消费量显著低于美国、日本等地区，仍有进一步渗透空间。同时区域差异明显，各地口味及偏好差异使得食醋品类多样，竞争格局较为分散。
- **细分品类高速扩张，发展潜力巨大。**蚝油渗透率在调味品子行业中处于低位，远低于酱油、食醋、味精、榨菜等，但由于其口味鲜美、营养价值高，正不断从华南地区向全国扩张，进入快速发展期。料酒由于其去腥增香的特性在烹饪中的应用愈发广泛，市场需求快速增长，成为调味品中增速第二的品类，发展势能强劲。调味酱正不断丰富品类，并利用线上线下销售渠道的拓展为各地消费者提供多种产品，满足多样化口味需求。
- **复合调味料持续扩容，市场空间广阔。**调味品行业正在向“基础调味品-复合调味品”演变。在外食餐饮场景下，复调顺应了终端餐饮连锁化、外卖化趋势，降本增效保持口味一致性，提升烹饪效率实现外卖强时效性。在家庭餐饮场景下，以其便捷性，适应懒人经济，满足家庭消费诉求。根据艾媒咨询统计数据，我国复合调味品行业市场规模从2011年的432亿元增长至2021年的1588亿元，明显高于同期调味品行业市场规模增速。当前复合调味料仍处于导入期，整体渗透率20%左右，正处于渗透率高速增长的临界点，有望随着产业演变、消费者认知改变及市场接受度提高而加速渗透。
- **下游：BC端双驱动，多渠道齐发展。**我国调味品下游当前主要以餐饮渠道为主，约占50%，而家庭渠道需求与食品加工需求则分别占30%、20%。食品加工业、餐饮业、外卖业的持续扩张正在推动调味品需求不断扩容，加之生活及购物方式的转变与人均需求量的提升，助力调味品多渠道齐发展。
- **投资建议：**当前餐饮行业持续复苏，成本进入下行通道，调味品行业正在走出低谷，重回稳定发展期。多数企业在低谷期的调整与创新的效益已逐渐凸显，且多样化的消费需求进一步推动行业增长。推荐龙头地位稳固的海天味业，以及处于西式复合调味品高成长赛道的宝立食品；建议关注需求回暖和成本下行逻辑下的调味品各细分领域龙头，如千禾味业、天味食品、恒顺醋业、安琪酵母、涪陵榨菜和日辰股份。
- **风险提示：**1) 宏观经济波动影响；2) 消费复苏不及预期；3) 食品安全问题；4) 原材料波动影响；5) 行业竞争加剧风险。

调味品行业全景图



资料来源： Wind, 前瞻产业研究院, 平安证券研究所



目录 CONTENTS

- ① 行业概览：品种多、空间大，拥有穿越周期的能力
- ② 上游：通过提价对冲，抵御上游原料波动
- ③ 中游：多品类多元发展，复合化增长潜力大
- ④ 下游：BC端双驱动，多渠道齐发展
- ⑤ 投资建议及风险提示

1.1 行业概览：调味品历史悠久，品类丰富

- **调味品历史悠久，源远流长。**调味品，是指用于烹饪及食品加工，可调和食物的色、香、味，并使其更加美味健康的辅助食品，是中华饮食文化的核心元素之一。调味品横跨千年，始于单一调味品酱油、食醋、八角等，逐步增加至复合调味品如鸡精、火锅料等，是当今饮食及烹饪中不可或缺的一份子。
- **调味品品类丰富，全面多样发展。**当今调味品有诸多品类，包括酱油、食醋、蚝油、料酒、调味酱、腌制菜、腐乳、复合调味料等；也同样有诸多分类方式，如按成分、风味、口味、成品形状、商品性质等方式进行分类。调味品行业产品种类多样化，行业蓬勃发展。

◎ 调味品的分类

分类方式	按成分		按风味				按口味				按成品形状				按商品性质			
品类	单一	复合	广式	川式	港式	西式	酸	甜	辣	咸	酱品	汁水	味粉	固体	酿造	腌菜	干货	水产
产品案例	酱油	火锅料	白切鸡酱	辣椒酱	XO酱	意面酱	食醋	甜味剂	辣椒酱	食盐	辣椒酱	酱油	孜然粉	浓汤宝	酱油	榨菜	八角	干贝粉

◎ 酱油、鸡精、火锅料、辣椒酱、香辛料、调味品组合示例图

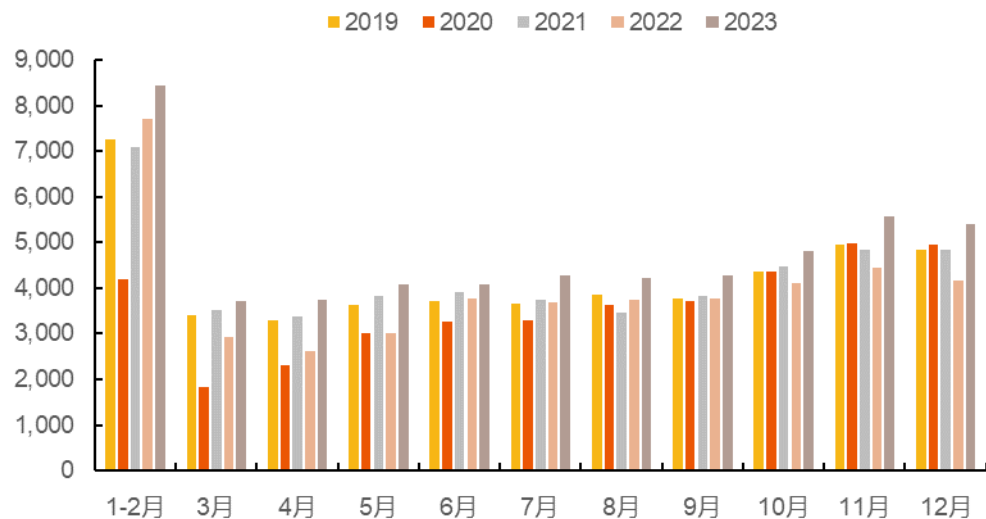


资料来源：中国调味品协会，前瞻产业研究院，海天味业官网，平安证券研究所

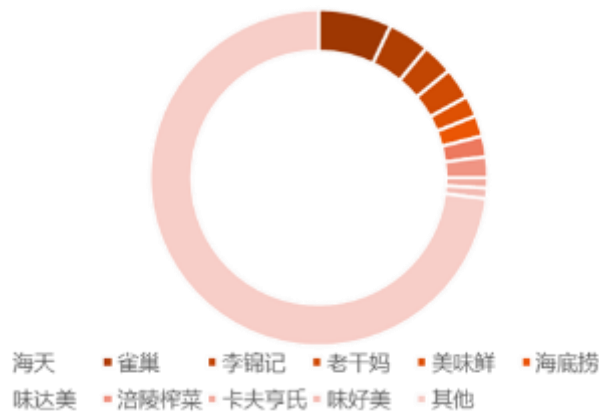
1.2 行业现状：行业持续扩容，集中度有待提升

- **行业调整期，期待餐饮复苏带动回暖。** 目前调味品行业仍处于库存消化阶段，叠加消费复苏疲软和宏观经济影响，整体动销情况表现一般。但从上市公司披露的2023年三季报和年报业绩预告情况来看，调味品行业企业经营节奏持续向好，多数企业仍保持稳定增长，基本面表现稳定；当前消费场景全面恢复，餐饮需求复苏趋势不变，推动调味品库存持续消化，后续餐饮需求复苏提速下，调味品行业有望持续受益。
- **竞争格局分散，市场空间仍具想象力。** 调味品市场竞争格局较为分散，尚未出现垄断性龙头企业，根据欧睿数据，我国调味品行业市场集中度不断提升，CR10从2010年的25%上升至2020年的27%。行业集中度仍有较大提升空间，龙头企业有望因此受益。同时调味品行业市场空间仍具潜力，根据艾媒咨询，我国调味品行业市场规模自2014年的2595亿元增长至2021年的4594亿元，预计到2027年可增长至10028亿元，2014-2027年CAGR为10.96%。调味品行业发展空间仍大。

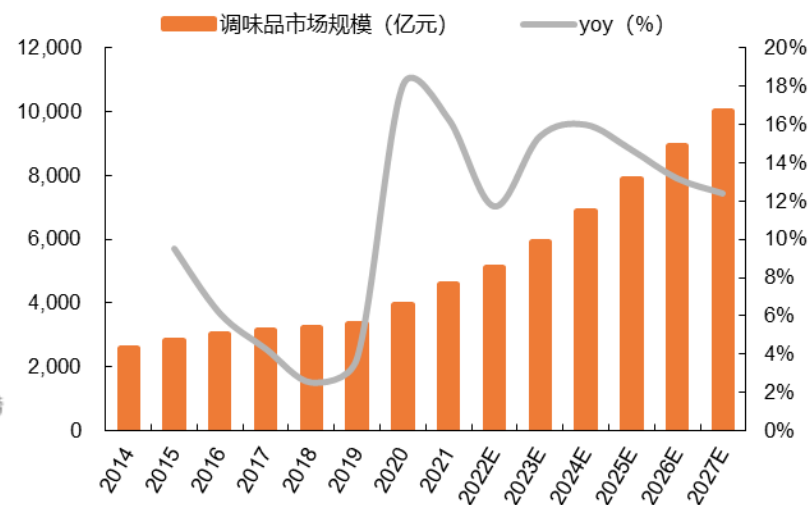
我国社会消费品零售总额餐饮收入（亿元）



我国调味品行业2020年竞争格局（%）



2014-2027中国调味品行业市场规模及增长率

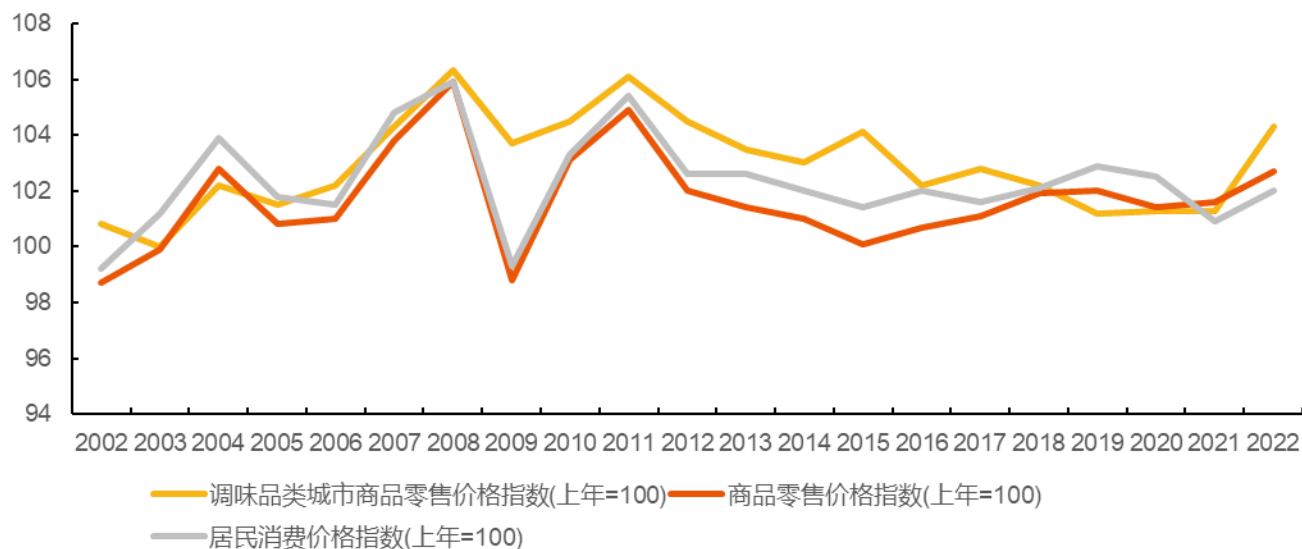


资料来源：Wind，前瞻产业研究院，欧睿国际，平安证券研究所

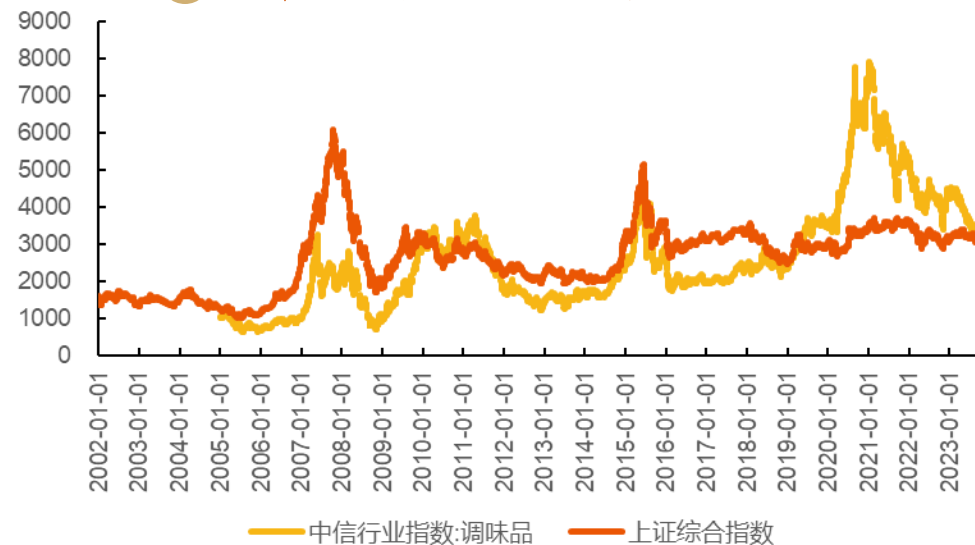
1.3 行业特性：调味品抗通胀，拥有穿越周期的能力

- ▶ **调味品具备刚需属性，有良好的抗通胀性。** 调味品属于必选消费，周期性较弱，无论宏观经济如何波动，人们消费调味品的量基本是恒定的。并且由于消费者购买频次低、花销少，调味品需求价格弹性小，消费者对产品的提价相对不敏感。通过梳理历次通胀周期，我们可以观察到调味品零售价格指数涨时能跑赢CPI，跌时跌幅小于CPI，说明调味品具备良好的抗通胀属性。
- ▶ **通过提价转移成本压力，穿越牛熊。** 面对通胀带来的成本压力，调味品企业往往直接提价应对。我们总结调味品能够拥有较强的提价能力主要是由于以下三点：（1）刚需属性。调味品属于必选消费，具有一定的不可替代性；并且由于购买频次低、花销少，消费者对产品的提价相对不敏感。（2）市场集中度不断提升。从提价能力角度看，调味品有较好的行业格局，其中具有较高市占率的行业龙头拥有较强的定价权。（3）产品升级能力强。最大品类酱油目前仍处于品类生命周期的黄金期，行业已完成阶段性扩产能，将由量增转至价增阶段。

历年调味品零售价格指数和CPI



中信调味品行业指数与上证综合指数



资料来源：Wind，国家统计局，平安证券研究所

1.4 未来趋势：行业革新与需求驱动，高端化健康化势在必行

- **行业标准革新，低端调味品面临淘汰。**以酱油行业为例，根据2019年12月推出的新标准规定，企业不得再采用调配工艺生产加工酱油，只有采用传统酿造工艺生产出产品的才能叫作酱油，否则只能命名为复合调味料。因此，行业内大量中小型酱油企业将面临产品NRV不达标、制作工艺不合规等问题，有被淘汰的风险。
- **消费需求驱动，高端化健康化势在必行。**随着居民收入及消费水平的提高、消费者对健康愈发重视，中高端调味品市场出现了新的发展机遇，各个调味品厂商都以低盐、低糖、有机、纯天然、非转基因、零添加等标签为自身调味品高端化、健康化赋能，推出大量符合消费者健康需求的产品。调味品高端化势在必行，根据欧睿国际数据，我国调味品零售均价由2008年约13元/kg增长至2022年约22元/kg。

◎ 海天味业的高端化、健康化产品



经典系列：
约10元/500ml

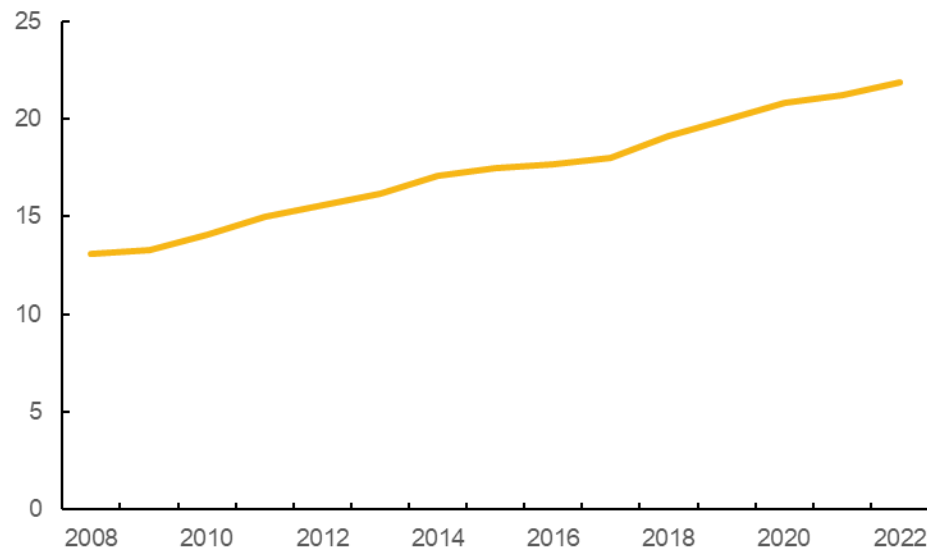


老字号系列：
10-20元/480ml



有机系列：
20+元/500ml

◎ 2008-2022调味品零售均价（元/kg）





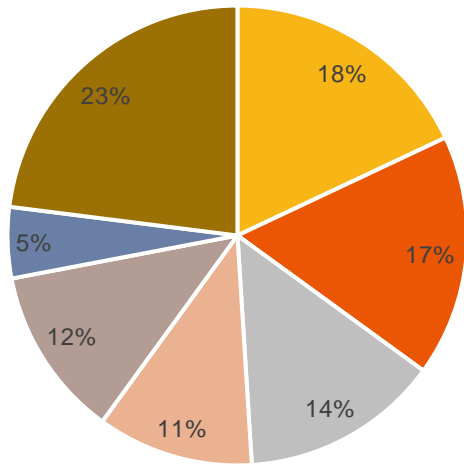
目录 CONTENTS

- ① 行业概览：品种多、空间大，拥有穿越周期的能力
- ② 上游：通过提价对冲，抵御上游原料波动
- ③ 中游：多品类多元发展，复合化增长潜力大
- ④ 下游：BC端双驱动，多渠道齐发展
- ⑤ 投资建议及风险提示

2.1 原材料依存度高，成本压力犹存

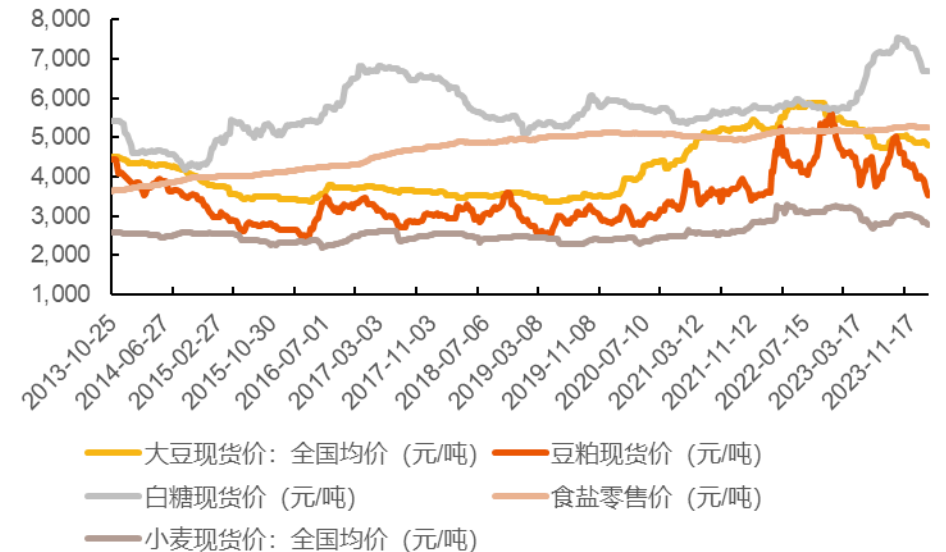
- **原材料依存度高，价格影响较大。**对于调味品而言，其直接材料约占总成本的80%，因此原材料价格是对成本影响最大的因素。以海天味业的酱油为例，其中大豆和豆粕占总成本的18%，白砂糖占总成本的17%，小麦、食用盐、味精共占14%，而制造费用、人工费用、运输费用总共仅占总成本的23%，由此可见，调味品厂商对原材料依存度较高，原材料的价格波动对调味品厂商的利润影响较大。
- **原材料价格仍处相对高位，成本压力犹存。**同样以海天味业的酱油为例，其主要原材料大豆的价格由2015年约3500元/吨，上涨至2022年的约5500元/吨的高位，到2024年1月回落至约4810元/吨。尽管目前已进入下行通道，但仍处于相对高位，其他原材料也呈现同样趋势，使得当前厂商成本压力犹存。

2022年海天味业酱油成本构成 (%)



■ 大豆和豆粕 ■ 白砂糖 ■ 小麦+食用盐+味精 ■ 塑料瓶 ■ 玻璃瓶 ■ 纸箱 ■ 其他成本

2013-2024年酱油原材料现货价格 (元/吨)



— 大豆现货价：全国均价 (元/吨) — 豆粕现货价 (元/吨)
— 白糖现货价 (元/吨) — 食盐零售价 (元/吨)
— 小麦现货价：全国均价 (元/吨)

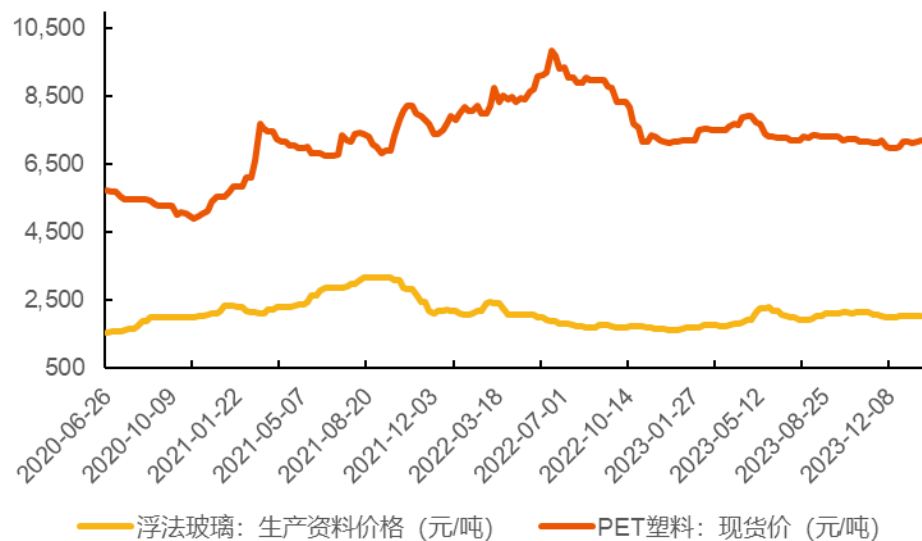
2.2 包装精致化多样化，包材价格处于高位

- **产品矩阵扩张，包装愈发精美。**以海天味业酱油为例，其塑料包装、玻璃包装成本分别约占总成本的11%和12%。且随着各大调味品厂商产品矩阵扩张，进行产品高端化、健康化等战略布局，一系列精致化、高端化包装陆续出现，使得调味品厂商对包装多样化、高品质需求增加，包材成本亦显著上升。
- **包材价格偏高，成本优化受阻。**调味品的包材主要包括玻璃及PET塑料两种，其中玻璃价格由2020年6月约1550元/吨的低位，陆续涨至2021年9月3130元/吨的高位，至今仍稳定在2000元/吨附近；而PET塑料也同样停留在7200元/吨附近，远高于低位约5000元/吨的价格。两类重要包材价格仍偏高，使得调味品厂商难以进一步进行成本优化。

◎ 调味品多样化、高端化包装



◎ 2020-2024年包装材料现货价格（元/吨）



资料来源：Wind，公司官网，平安证券研究所

2.3 调味品价格敏感度低，通过提价对冲成本压力

➤ **调味品需求价格弹性小，企业提价应对上游压力。** 消费者购买调味品频次低、花销少，调味品需求价格弹性小，企业可通过提价来应对上游成本压力。行业通常有两种提价方式：（1）间接提价，通过不断扩充各价位带产品，升级产品结构，售出更多高价产品；（2）直接提价，直接提高产品价格，转移原材料等价格上涨带来的成本负担。行业中各企业会根据自身品牌力、市场地位等采取不同提价方式。品牌力较强的企业如海天味业、恒顺醋业，由于其消费者认可度高，往往采取直接提价的方式；而对于品牌力较弱或行业处于下行周期的企业，如涪陵榨菜，则会通过换包装、换规格的方式推出单价更高的新品，逐步替代旧品以实现变相提价。因此，各企业仍能够在原材料价格上涨时期有效转移压力，一定程度保障自身盈利能力。

◎ 调味品企业提价动作

企业	提价时间	提价行为
海天味业	2010年Q4	对酱油产品提价5%，对部分产品提价4%-5%
	2012年Q3	对60%产品提价4%-5%，其中金标生抽提价10%，银标酱油提价12.5%
	2016年Q4	对多数产品提价4%-5%
	2017年Q1	对多数产品提价5%
	2021年Q4	主要产品提价幅度在3%-7%
恒顺醋业	2016年Q2	经典醋系列产品提价9%
	2019年Q1	香醋系列、陈醋系列提价15.04%；料酒系列提价10%
涪陵榨菜	2016年7月	对11款单品提价8%-12%
	2017年2月	对9款单品提价15%-17%
	2017年11月	对脆口和主力榨菜包装缩量，变相提价10%-16%
	2018年10月	对七款榨菜单品提价约10%

资料来源：公司公告，平安证券研究所



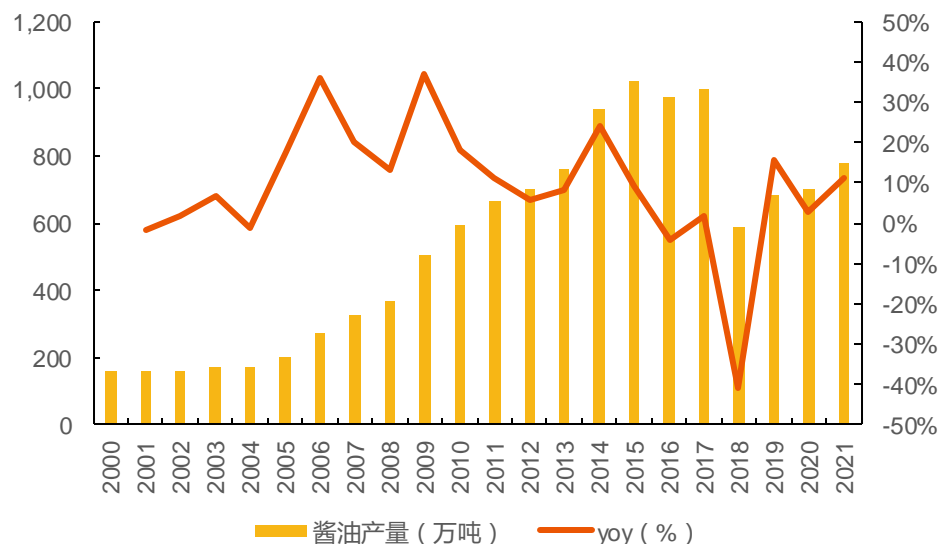
目录 CONTENTS

- ① 行业概览：品种多、空间大，拥有穿越周期的能力
- ① 上游：通过提价对冲，抵御上游原料波动
- ② 中游：多品类多元发展，复合化增长潜力大
- ① 下游：BC端双驱动，多渠道齐发展
- ① 投资建议及风险提示

3.1 酱油：行业发展放缓，消费升级推动产品结构提升

- 酱油需求回落，行业发展放缓。** 根据国家统计局数据显示，我国酱油产量从2000年到2015年呈现出放量式的高速增长，最高峰值为2015年的1023万吨。而2015年之后酱油行业总产量开始回落，2018年总产量大幅下落至589.04万吨，随后开始恢复，2021年我国酱油产量恢复至778.15万吨，大约回到2013年水平。这样的大幅回落主要是由于健康饮食观念的普及，导致酱油需求下降。以日本为例，根据欧睿数据，其人均酱油使用量在达到12升/人的高位后，回落至8升/人。因此，我国酱油人均使用量下降难以避免，各企业需做好应对行业增速放缓的准备。
- 消费升级推动产品结构提升，健康化、高端化成为趋势。** 随着我国居民消费水平、健康观念的提高，酱油健康化、高端化转型已成趋势。根据中国调味品协会数据，2015年我国高端酱油市场规模约为107.8亿元，约占酱油市场的18.5%。而截至2020年，高端酱油市场规模已经攀升至248.7亿元，占比上涨至29.5%。从转型方式来看，各大厂商主要采取零添加、有机化以及工艺升级等方式对产品进行升级。

2000-2021年中国酱油产量及增长率



资料来源：ifind，国家统计局，中国调味品协会，公司官网，平安证券研究所

酱油工艺差异与高端酱油示例

工艺种类	操作难度	发酵周期	生产成本	对环境要求	产品风味
高盐稀态	高	长	高	高	良好
低盐固态	低	短	低	低	一般



零添加
 特级酿造
 0%味精
 0%防腐剂
 0%色素
 0%香精
 氨基酸态氮 $\geq 0.9\text{g}/100\text{ml}$

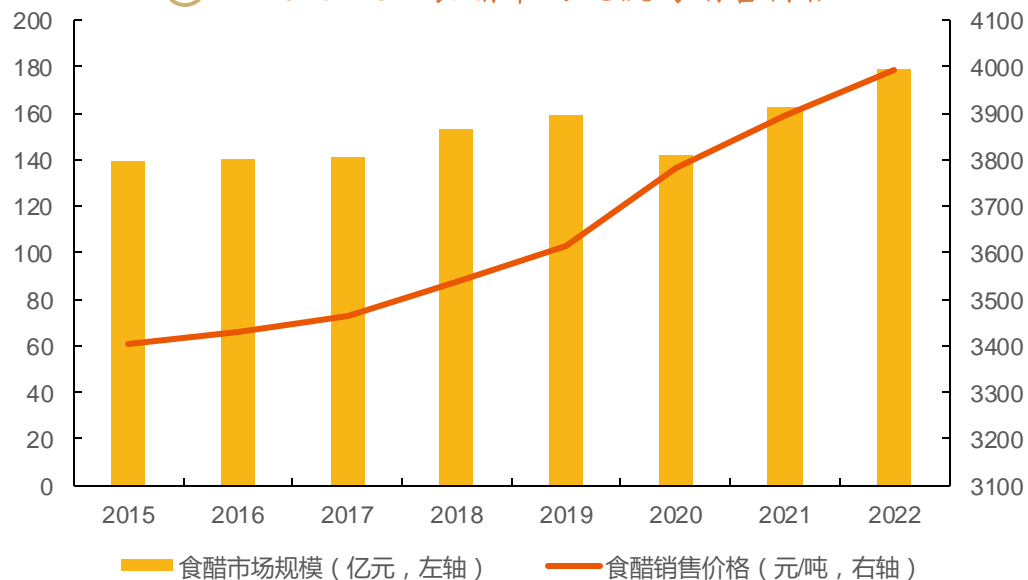


零添加
 特级酿造
 头道酿造
 非转基因大豆
 0%味精
 0%防腐剂
 氨基酸态氮 $\geq 1.0\text{g}/100\text{ml}$

3.2 食醋：量稳价增，区域性差异明显

- 食醋市场规模稳定增长，销售价格逐年攀升。**根据中国调味品协会数据，我国食醋市场规模已由2015年约140亿元扩大至2022年约180亿元，尽管2020、2021受疫情及宏观经济影响有所下滑，但整体呈现稳步增长的趋势。同样，销售价格也逐年攀升，从2015年约3402元/吨涨至2022年约3994元/吨，价格增长稳定可观。此外，根据中国调味品协会，我国当前食醋人均消费量仅约4kg/人，与美国6.5kg/人和日本7.9kg/人尚有差距，我们预计随着消费者对食醋保健属性认知的加深，中国人均食醋的消费量会进一步上升。
- 区域差异明显，竞争格局分散。**由于地域性口味差异，食醋具有明显的地域特征，华东、华北、西南、华南地区分别出现了符合区域口味与特色的四大名醋，分别为镇江香醋、山西老陈醋、福建永春红醋和四川保宁醋。从竞争格局来看，根据中国调味品协会，2022年食醋行业CR5仅约23%，其中行业龙头恒顺醋业的市占率仅约7%，整体而言行业品牌竞争格局较为分散，集中度仍较低。

2015-2022食醋市场规模与销售价格



中国四大名醋

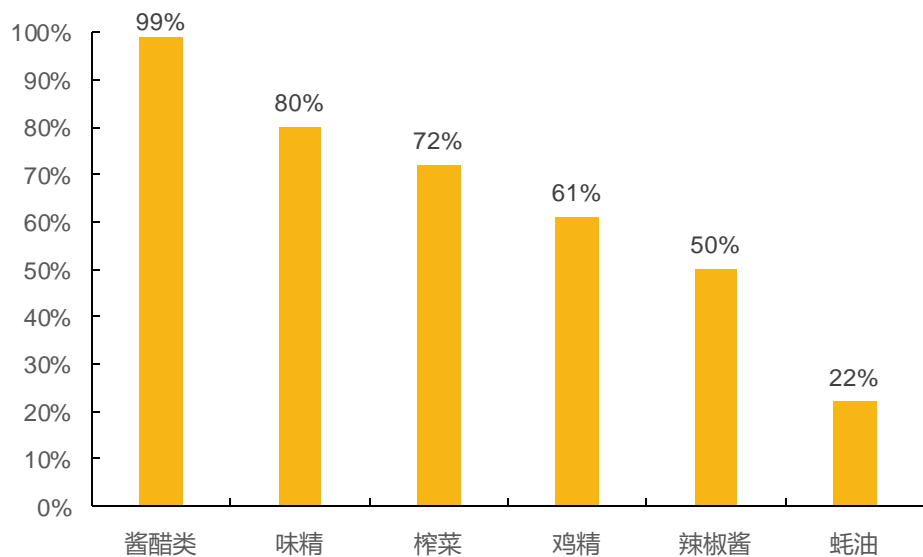
品类	产地	原材料	工艺特色	主要销售地
镇江香醋	江苏镇江	糯米等	传统固态发酵	华东地区
山西老陈醋	山西清徐	高粱等	熏醅技术高，不需调色剂；突出陈酿，生产周期长	华北地区
四川保宁醋	四川阆中	麸皮、中药等	采用药曲酿制，以嘉陵江冬水为原料	西南地区
福建永春红醋	福建永春	糯米、芝麻等	传统工艺，精制陈酿3年以上	华南地区

资料来源：中国调味品协会，共研网，平安证券研究所

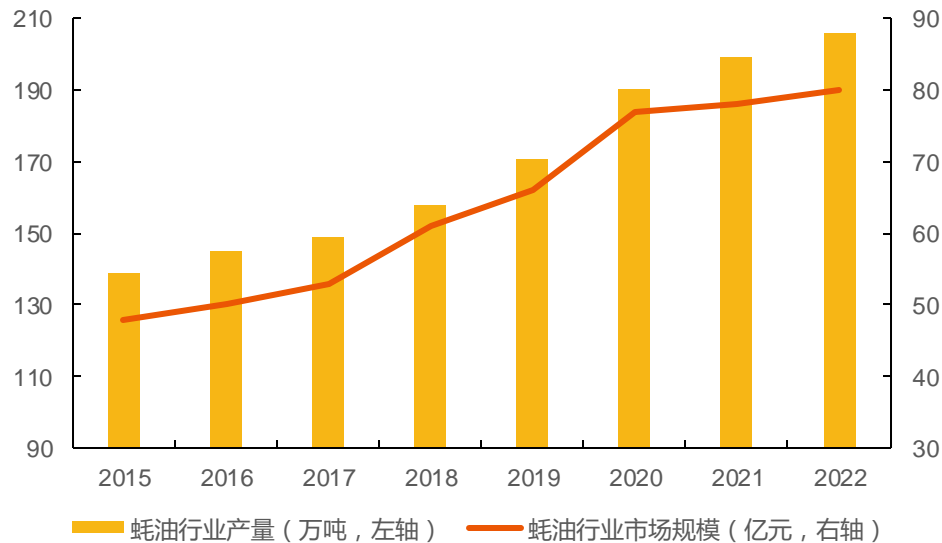
3.3 蚝油：高附加值低渗透率，高潜力品种

- **渗透率偏低，发展潜力巨大。** 蚝油生产历史悠久，兴起于华南地区，以蚝为原料，早期为高端调味品。尽管当前在各调味品厂商的技术更新下，蚝油成本及售价已进入大众水平，但是当前蚝油渗透率仍然较低，仅约22%，远低于较为成熟的调味品酱油食醋99%、味精80%及榨菜72%的渗透率。因此，相较于调味品平均50%的渗透率，蚝油品类发展空间仍大。
- **市场规模逐年攀升，产量稳步增长。** 由于蚝油口味鲜美、营养价值高，逐渐受到各地居民的喜爱，不断向全国扩张，使得行业进入快速发展期。根据欧睿数据，蚝油行业产量已由2015年的139万吨增长至2022年的206万吨，市场规模也由2015年的48亿元增长至2022年的80亿元，发展前景广阔。

2022年调味品各品类渗透率



蚝油行业产量及市场规模

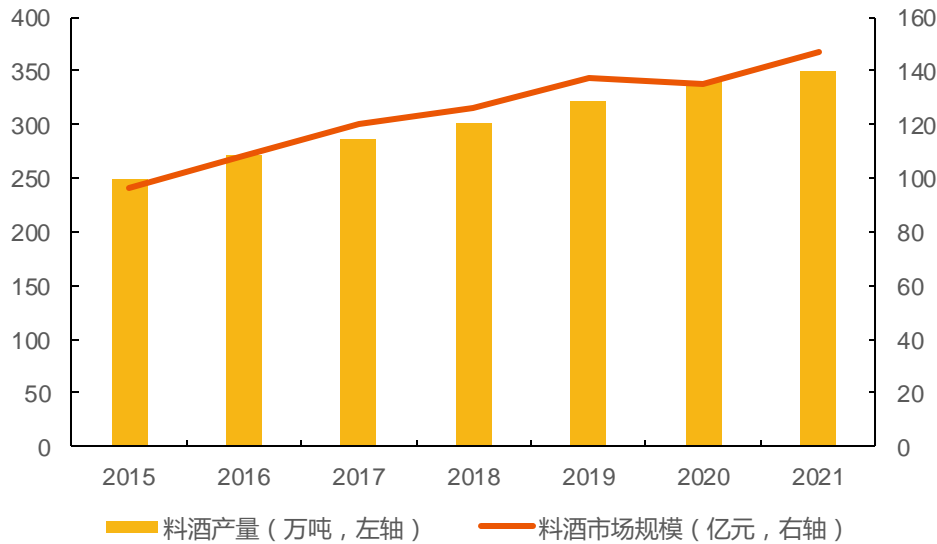


资料来源：欧睿国际，华经产业研究院，智研咨询，平安证券研究所

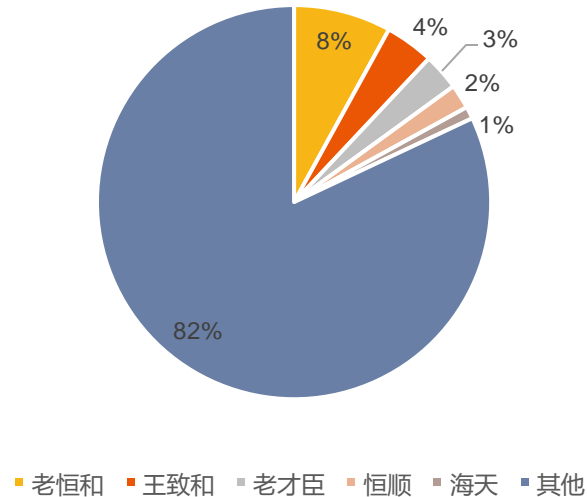
3.4 料酒：发展潜力大，竞争格局分散

- **产量及规模稳步增长，发展潜力大。**随着人们对食品口味及生活品质的追求，具有去腥增香特性的料酒在烹饪中的应用愈发广泛，市场需求快速增长，行业规模也随之扩大。根据中国产业研究院的2023-2028年中国料酒行业发展分析与投资咨询报告数据显示，2021年我国料酒产量已达350万吨，销量达334万吨，而市场规模则达147亿元，且料酒行业市场规模增速较快，2021同比增速达8.89%，仅次于蚝油，为调味品行业增速第二的品类。
- **竞争格局分散，高品质料酒生产不易。**根据中国调味品协会数据，我国料酒行业集中度较低，CR5占比仅约18%，其中市场占有率最高的老恒和占比也仅有8%，尚未出现全国范围龙头企业。此外，由于高品质料酒需要以大量黄酒作为基酒，生产工艺各流程所需时间较长，使得各企业难以迅速扩张，加之各地料酒口味有细微差异且消费习惯各异，导致短期内料酒行业仍会呈现地区性企业占优的局面。

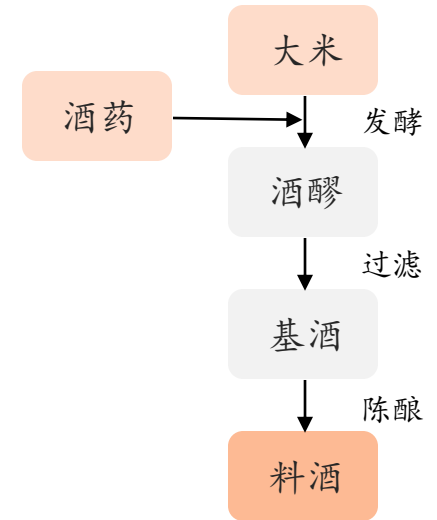
2015-2021中国料酒产量及市场规模



料酒行业竞争格局 (2021年)



料酒生产工艺



资料来源：欧睿国际，中国产业研究院，中国酒业协会料酒分会，平安证券研究所

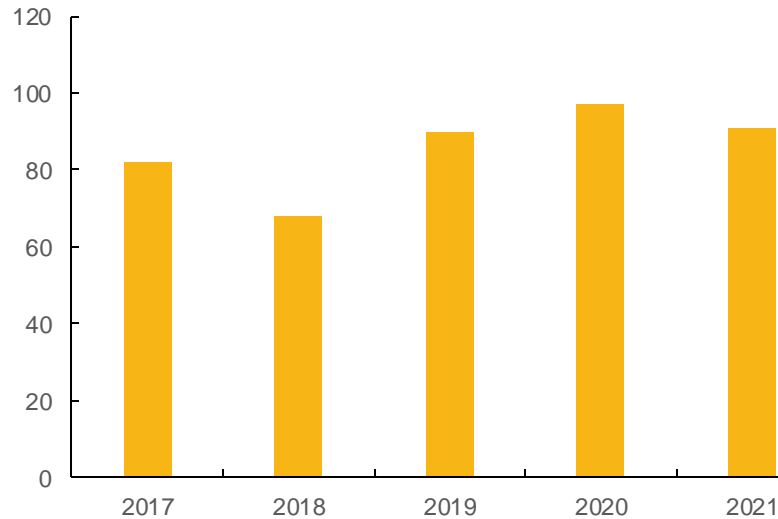
3.5 调味酱：区域性明显，行业竞争加剧

- **品类丰富，区域性明显。**调味酱具有较多的口味与种类，与各地饮食习惯相匹配，有较强的地域性的特征。华北地区更偏向口味较重的调味酱，如大豆酱、甜面酱、花生酱和芝麻酱；西南地区则偏爱辣味调味酱，如豆豉辣椒酱和油辣椒等；华南地区则喜爱口味较清淡的调味酱，如海鲜酱、虾酱、XO酱等。
- **销售渠道拓展，行业竞争加剧。**2021年中国调味酱市场规模约400亿元，产量达91万吨，相较于2020年有小幅下滑，但随着线上消费机制的逐步完善以及新媒体营销如直播、短视频、种草等营销方式的出现，调味酱在线上销售打开空间。此外，中国调味酱行业内企业数量逐年增加，业内竞争情况逐步加剧，2021年我国调味酱行业企业量达6626家，但由于宏观经济压力，调味酱行业增速放缓，竞争压力加大。

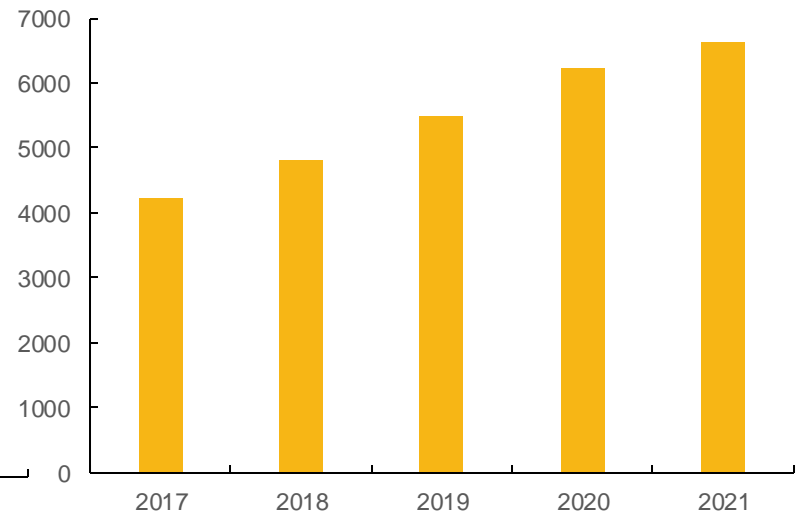
各区域代表性调味酱

区域	代表性调味酱
华北地区	大豆酱、花生酱、豆瓣酱、牛肉酱、黄豆酱、甜面酱、芝麻酱、蒜蓉辣酱等
华南地区	叉烧酱、沙茶酱、XO酱、海鲜酱、虾酱、海南黄灯笼辣椒酱、桂林辣椒酱等
西南地区	贵州油辣椒、风味豆豉酱、四川豆豉、豆瓣酱、辣椒酱等
华中地区	湖南剁椒酱、河南香菇酱等
台湾地区	沙茶酱、五味酱、甜辣酱、辣豆瓣酱、拌面饭酱等

调味酱行业产量（万吨）



调味酱企业数量（家）

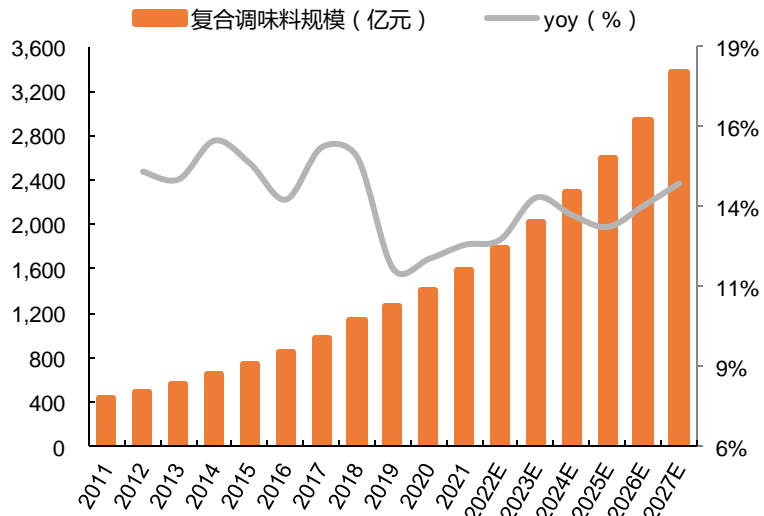


资料来源：中国调味品协会，前瞻产业研究院，智研咨询，平安证券研究所

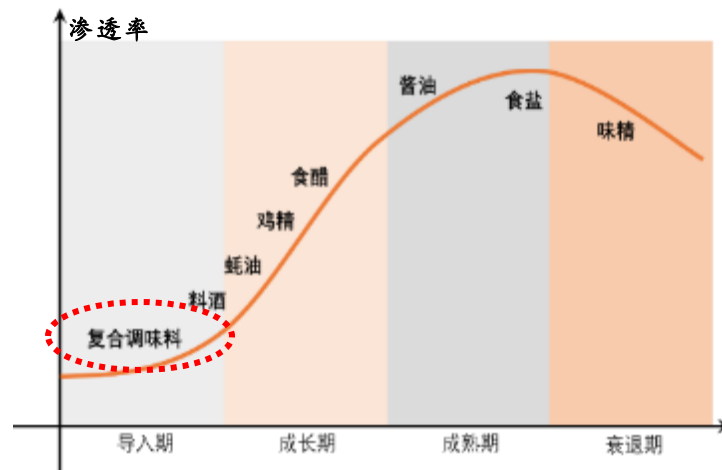
3.6 复合调味料：高速增长赛道，渗透率加速提升

- **复调高增赛道，市场空间潜力大。**调味品行业正在向“基础调味品-复合调味品”演变。在外食餐饮场景下，复调顺应了终端餐饮连锁化、外卖化趋势，降本增效保持口味一致性，提升烹饪效率实现外卖强时效性。在家庭餐饮场景下，以其便捷性，适应懒人经济，满足家庭消费诉求。根据艾媒咨询统计数据，我国复合调味品行业市场规模从2011年的432亿元增长至2021年的1588亿元，预计2027年达到3367亿元，2011-2027年CAGR为13.69%，明显高于同期调味品行业市场规模增速，复调行业市场空间广阔。
- **行业导入期，渗透率加速提升。**目前复合调味品行业还处于导入期，整体渗透率20%左右，正处于渗透率高速增长的临界点。可预见的是未来伴随着复合调味品的产业演变、消费者认知改变和市场接受度的提高，复合调味品渗透率将在20%提高到40%的阶段中加速渗透，走进寻常百姓家。横向来看，我国复合调味品渗透率相较日韩美等国家仍有较大差距，其中2020年美国复合调味料渗透率高达73%，我国复调渗透率仍有提升空间。

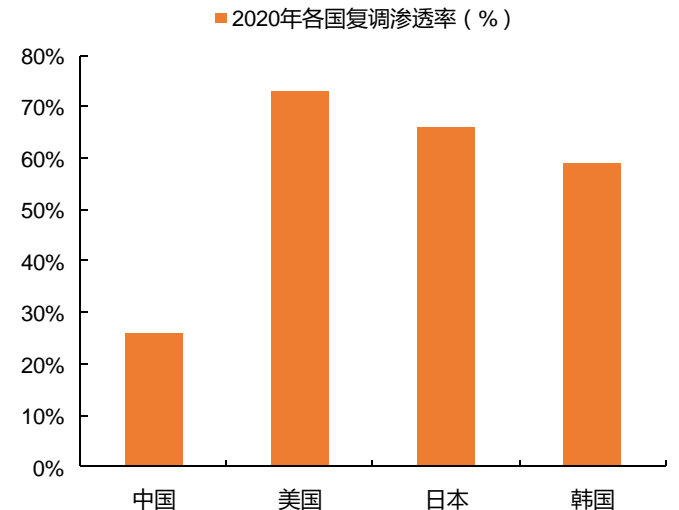
我国复合调味料长期保持双位数增长



复合调味料正处于行业导入期



复调渗透率相较发达国家仍有距离

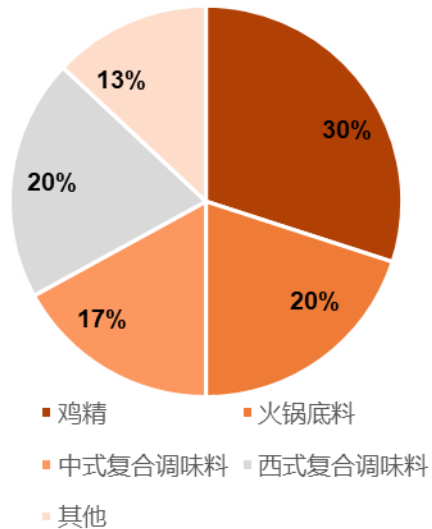


资料来源：前瞻经济学人，华经情报网，华经产业研究院，艾媒咨询，平安证券研究所

3.6 复合调味料：细分品类多，餐饮连锁化推动需求扩容

- 行业集中度低，细分品类赛道多。** 目前复合调味料中规模相对较大的细分品类主要有鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式复合调味料等。其中鸡精品类发展较为成熟，CR5达到85%；火锅调味料CR3达到35%，集中度相对高；中式复合调味料CR3达到8%；西式复合调味料竞争分散，难以计算集中度。整体来看，复调行业竞争格局仍较为分散。虽各细分赛道皆有一定规模企业，但不同品类产品相差较大，不同赛道企业间并不产生直接竞争。定制西式复调品类竞争分散，行业正处于快速成长时期，未来集中度提升将成为行业内龙头公司成长的新动能。
- 餐饮连锁化趋势，推动复调需求端持续扩容。** 复调下游直面终端餐饮，但由于我国中餐细分菜系种类较多，制作过程复杂且较为依赖厨师的烹饪手艺，产品标准化存在一定难度，因此我国餐饮行业连锁率较低，但随着人工、原料、租金等成本端的上升，打造餐饮连锁化实现降本增效愈发有必要。疫情之后餐饮连锁化进程加速，终端餐饮竞争激烈，推动复调需求端持续扩容。

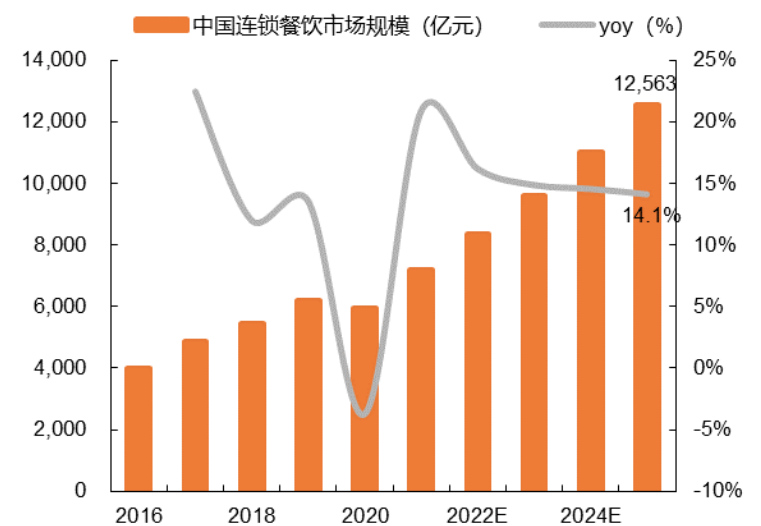
复合调味料细分品类市场规模占比（2021年）



2021年复和调味品各细分行业情况

细分品类	2016-2021CAGR	行业集中度	代表产品	代表公司
鸡精	14.10%	CR5=85%	味精替代品	太太乐
火锅调味料	13.80%	CR3=35%	火锅底料、火锅蘸料	颐海国际、天味食品、红九九
中式复合调味料	16.50%	CR3=8%	特定菜式烹饪，如酸菜鱼等	天味食品、颐海国际、日辰股份
西式复合调味料	14.00%	竞争分散	西餐番茄酱、沙拉酱、炸鸡裹粉等	宝立食品、日辰股份

2016-2025E连锁餐饮市场规模及增速



资料来源：前瞻经济学人，华经情报网，华经产业研究院，艾媒咨询，平安证券研究所



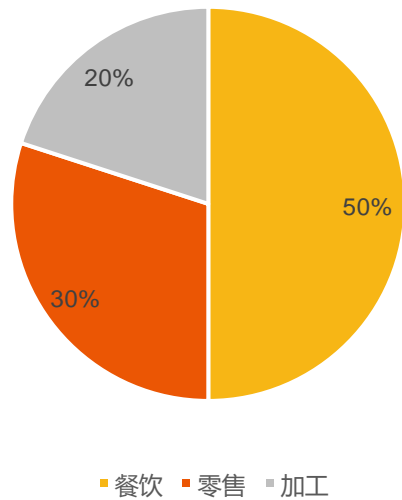
目录 CONTENTS

- ① 行业概览：品种多、空间大，拥有穿越周期的能力
- ② 上游：通过提价对冲，抵御上游原料波动
- ③ 中游：多品类多元发展，复合化增长潜力大
- ④ 下游：BC端双驱动，多渠道齐发展
- ⑤ 投资建议及风险提示

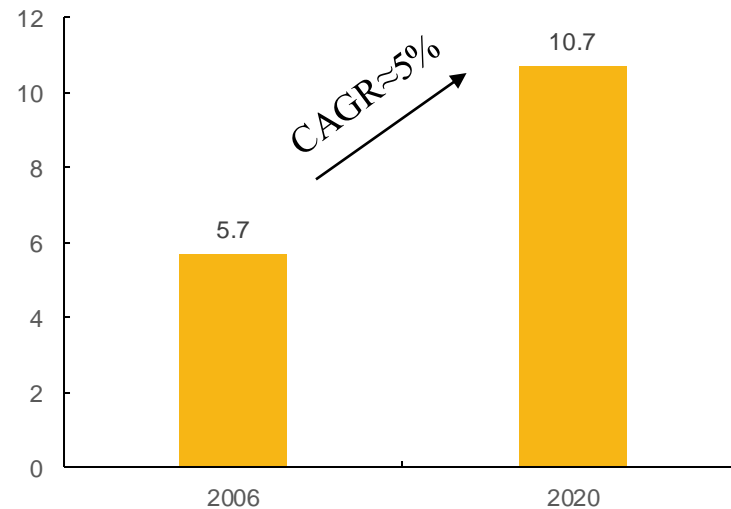
4.1 多端齐发力，推动需求增长

- **消费结构相对均衡，BC端共同驱动行业发展。**我国调味品下游渠道当前主要以餐饮渠道为主，约占50%，而家庭渠道需求与食品加工需求则分别占30%、20%。但随着复合调味品的兴起，食品加工渠道占比有望进一步提升；同时，随着调味品的口味丰富化、便捷化，加上当今消费者对食品口味要求的提高，也有望进一步促进家庭消费端占比提升。
- **人均消费量尚有空间，推动总需求量增长。**根据欧睿国际的统计数据，中国调味品人均消费量从2006年的5.7千克/年增长至2020年的10.7千克/年，CAGR约为5%，实现了翻倍增长。从不同渠道角度来看，餐饮端调味品人均每公斤食物摄入量为7.19克，约为家庭端的1.56倍。综合来看，调味品人均需求量尚有进一步上升的空间，多渠道推动需求提升。

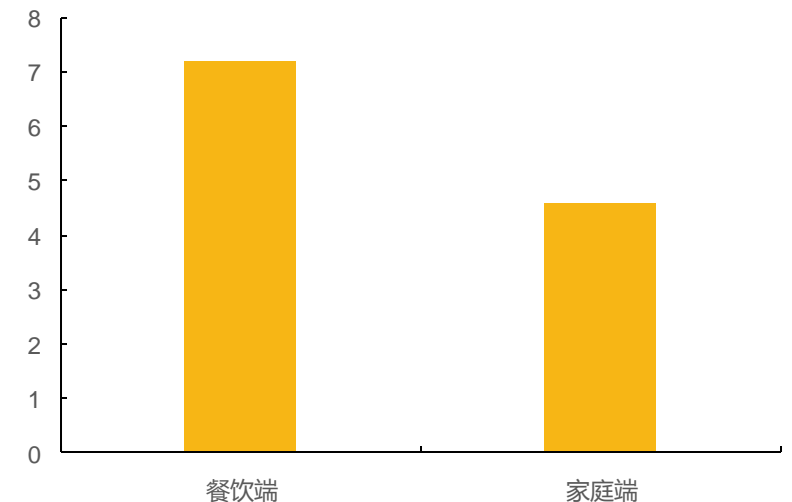
● 调味品下游结构（2021年）



● 我国调味品人均消费量（千克/年）



● 不同渠道调味品人均每公斤食物摄入量（g，2021年）

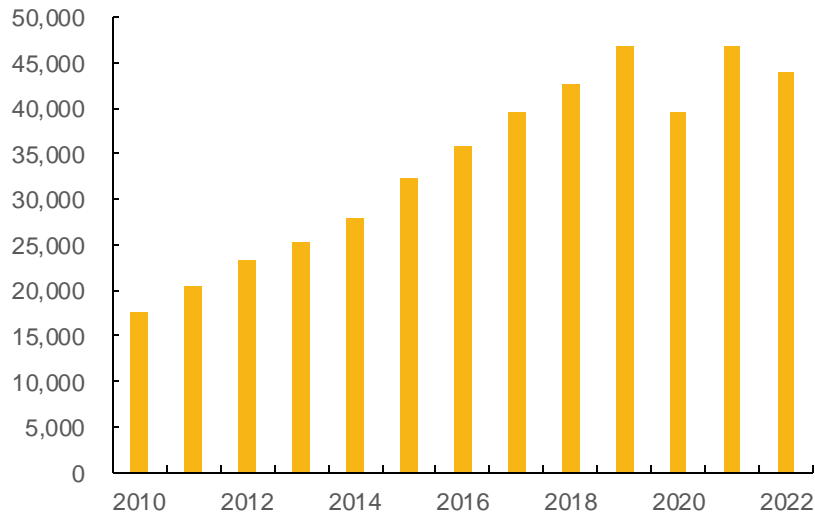


资料来源：欧睿国际，前瞻产业研究院，平安证券研究所

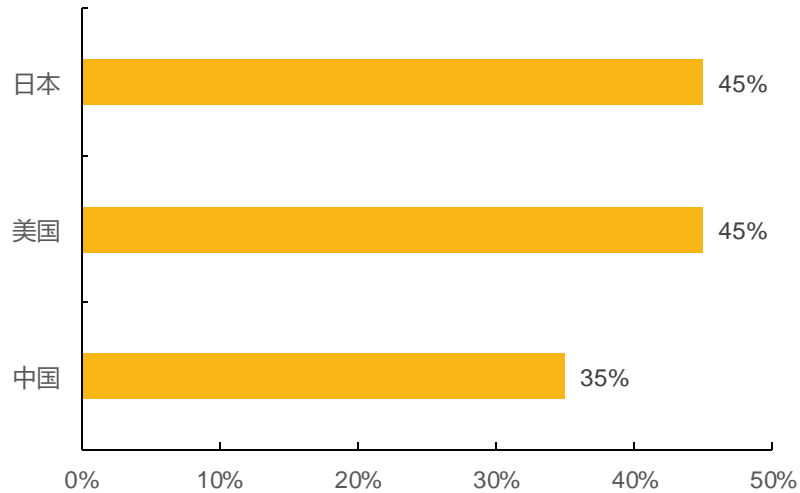
4.2 B端：线下餐饮线上外卖同步驱动，调味品需求不断扩容

- **餐饮行业复苏，调味品B需求稳定。**我国餐饮行业已逐渐从疫情影响中恢复，正重回稳步发展，2022年我国餐饮行业收入约达4.4万亿元。同时，当前我国外出就餐率约为35%，而美日均约为45%，这意味着我国外出就餐率仍有较大上升空间。因此，餐饮行业增长空间仍大，而由于调味品直供餐饮渠道的占比约50%，也有望随餐饮行业复苏而拉动需求增长。
- **外卖行业扩张，带来增长新动力。**除了外出就餐带来的线下餐饮发展，外卖行业同样也会带动餐饮需求与调味品需求的进一步扩张。我国外卖餐饮行业市场规模逐年攀升，2022年已达9417亿元。而由于外卖行业追求口味及出餐效率，便捷且口味丰富的调味品便是必需品之一。同时随着复合调味品的迅速发展，其能够一步到位进行快速调味、保障出品口味一致的特性，迎合了外卖行业的需求，也为调味品行业带来新的增长。

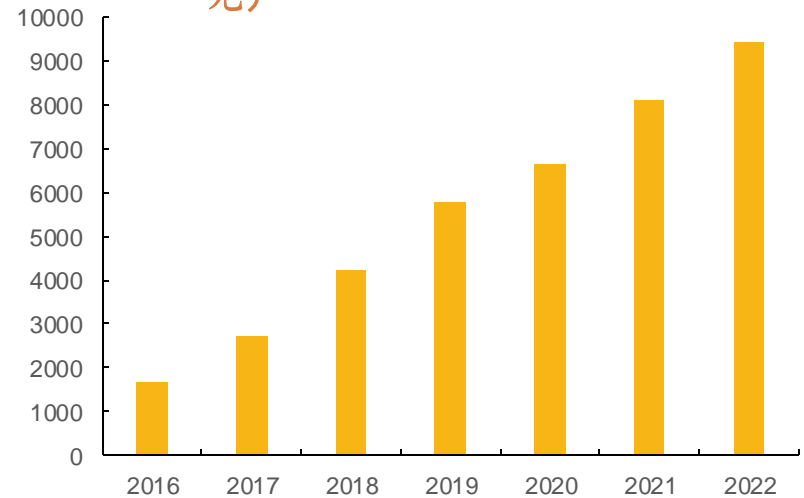
中国餐饮行业收入（亿元）



外出就餐率对比（2022年）



我国外卖行业市场规模（亿元）

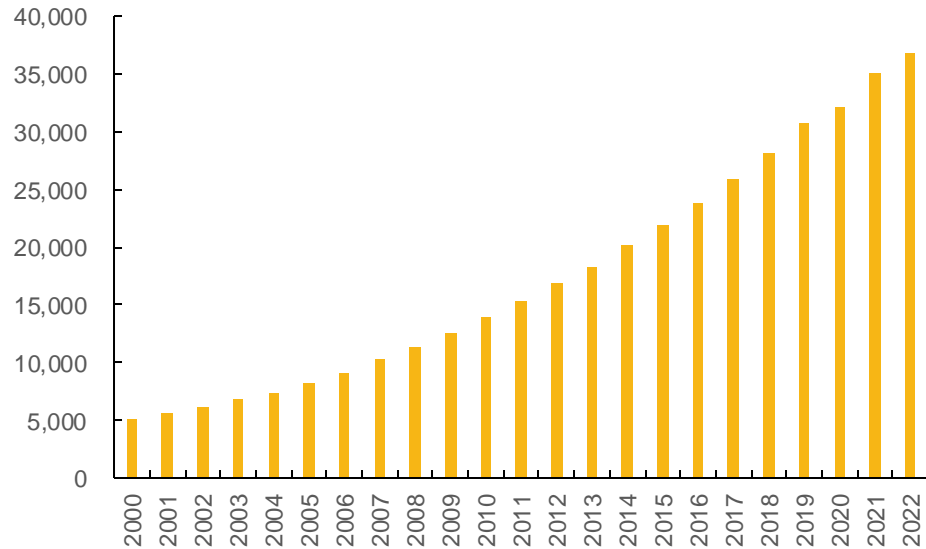


资料来源：ifind，欧睿国际，前瞻产业研究院，平安证券研究所

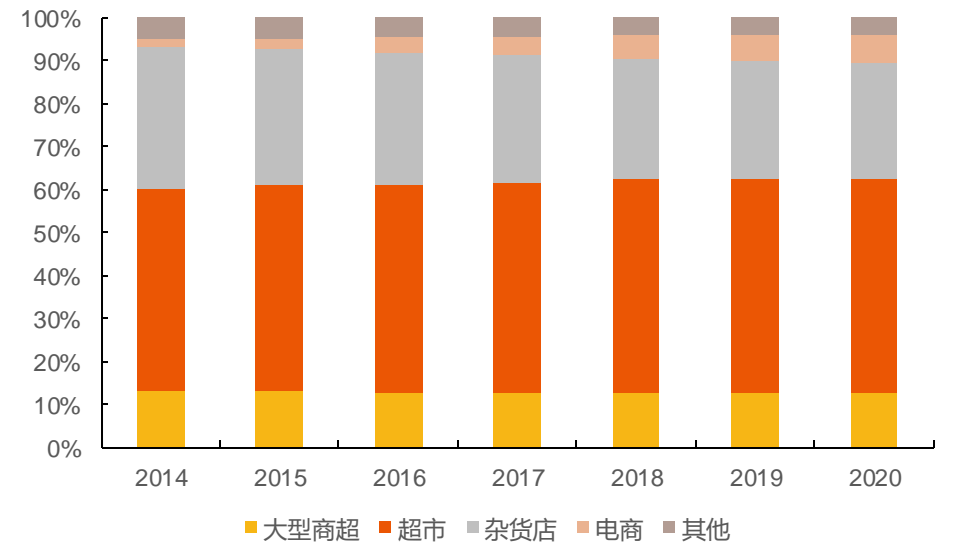
4.3 C端：收入增长与生活方式转变，助力调味品多渠道发展

- **人均可支配收入增长，带来调味品发展契机。**我国人均可支配收入自21世纪以来便保持了良好的增长，整体约能保持5%以上的稳定增长。数额可观且稳步增长的人均可支配收入为大众消费外出就餐、购买高质量食材、购置多口味调味品提供了基础，为行业发展带来了契机。同时，消费理念的升级也促使人们进一步追求多样化的口味，促进调味品消费。
- **生活购物方式转变，推动多渠道齐发展。**我国调味品C端零售渠道主要以大型商超、超市以及杂货店为主，近年来，电商渠道也在加速发展。随着网购、直播带货等方式的兴起，居民购物方式发生转变，以杂货店为代表的小型传统渠道比例逐年下降，占比从2014年的33%下降至2020年的27%。而电商渠道的占比则从2014年的2.0%增加至2020年的6.7%。零售渠道的多样化发展，如直播带货、短视频种草等线上渠道，有望进一步推动调味品产品创新及需求增长。

● 中国人均可支配收入（元）



● 调味品C端零售渠道分布



资料来源：欧睿国际，国家统计局，平安证券研究所



目录 CONTENTS

- ① 行业概览：品种多、空间大，拥有穿越周期的能力
- ② 上游：通过提价对冲，抵御上游原料波动
- ③ 中游：多品类多元发展，复合化增长潜力大
- ④ 下游：BC端双驱动，多渠道齐发展
- ⑤ 投资建议及风险提示

投资建议与盈利预测

投资建议:

当前餐饮行业持续复苏，成本进入下行通道，调味品行业正在走出低谷，重回稳步发展期。同时，多数企业在低谷期的架构调整、渠道改革、产品创新的效益已逐渐凸显，且随着消费需求的变化，多样化、健康化、高端化的产品进一步推动行业增长，多品类均呈现较好的发展势态。推荐龙头地位稳固的海天味业，以及处于西式复合调味品高成长赛道的宝立食品；建议关注需求回暖和成本下行逻辑推动下的调味品各细分领域龙头，如千禾味业、天味食品、恒顺醋业、安琪酵母、涪陵榨菜和日辰股份。

重点公司盈利预测

证券代码	公司名称	收盘价(元) 2024/2/07	EPS(元)			PE(倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603288.SH	海天味业	37.53	1.11	1.08	1.23	33.7	34.8	30.6	推荐
603170.SH	宝立食品	14.38	0.54	0.69	0.87	26.8	20.9	16.5	推荐
603027.SH	千禾味业	15.36	0.33	0.52	0.65	45.9	29.6	23.5	-
603317.SH	天味食品	12.56	0.32	0.42	0.52	39.2	29.8	24.3	-
600305.SH	恒顺醋业	8.40	0.12	0.16	0.20	67.8	53.8	41.3	-
600298.SH	安琪酵母	34.60	1.52	1.60	1.92	22.8	21.6	18.0	-
002507.SZ	涪陵榨菜	14.22	0.78	0.74	0.84	18.3	19.3	17.0	-
603755.SH	日辰股份	15.39	0.52	0.66	0.91	29.7	23.5	17.0	-

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：未评级者使用wind一致预期）

风险提示

- 1) **宏观经济波动影响：**食品饮料行业受宏观经济影响，如果宏观经济下行对行业需求产生一定影响；
- 2) **消费复苏不及预期：**宏观经济增速放缓，国民收入和就业都受到一定影响，短期内居民消费能力及意愿复苏可能不及预期，从而影响消费板块复苏；
- 3) **食品安全问题：**食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间；
- 4) **原材料波动影响：**食品饮料行业能通过提价一定程度上缓解原材料上涨的影响，但原材料上涨过大将影响行业毛利率情况；
- 5) **行业竞争加剧风险：**竞争格局恶化会一定程度上影响食品饮料行业的价体系，对行业造成不良影响。

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。