

行业研究/深度研究

2018年08月05日

行业评级：

食品饮料

增持（维持）

王楠 执业证书编号：S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

贺琪 执业证书编号：S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

张晋溢 010-56793951
联系人 zhangjinyi@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

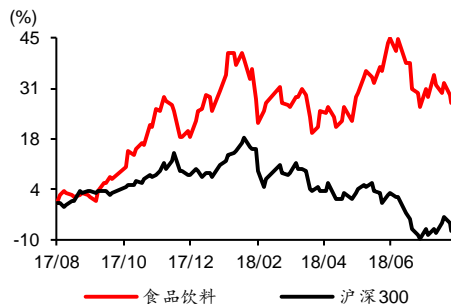
相关研究

1《贵州茅台(600519,增持): 供需偏紧, 茅台经营业绩持续增长》2018.08

2《今世缘(603369,买入): 产品结构升级, 经营指标高开高走》2018.07

3《今世缘(603369,买入): 三大增长点助推公司经营业绩提速》2018.07

一年内行业走势图



资料来源：Wind

调味品具备诞生大市值企业的沃土

调味品 101 系列报告

从需求特性和竞争格局看，中国调味品行业具备诞生大市值公司的特点

从需求的层面看，调味品行业的必选属性较强，需求刚性受到宏观经济的影响程度相对较小；同时由于调味品在餐厅原材料成本占比仅 10%，在家庭消费支出中占比仅 1%，消费者对于调味品价格的敏感度相对较低，产品具有持续提价的潜力。从竞争格局的层面看，与 2017 年 CR3 分别达到 87% 和 56% 的包装茶和酸奶等细分领域相比，调味品的集中度很低 CR3 仅为 10%，这意味着行业整合空间较大；其次由于需求占比 40% 的餐饮渠道品牌转换成本较高，市场整体具有“易守难攻”的特点，这有利于龙头企业巩固和扩大份额优势。

中国调味品行业 2017 年行业收入 3097 亿元，CR94≈26%

根据国家统计局的数据，中国调味品、发酵制品行业收入 2017 年达到 3097 亿元，同比增长 8.9%。根据中国调味品协会的统计数据，2017 年百强企业（统计口径为 94 家）销售收入达到 820.30 亿元，同比增长 9.5%，占据全行业收入规模的 26%，集中度相对较低。调味品行业中酱油是最大的细分品类。根据国家统计局的数据，2017 年中国酱油行业的产量为 1001 万吨；食醋的产量约为 330 万吨，约为酱油市场规模的 1/3；料酒的产量大约有 290 万吨；另外比较大的品类还包含鸡精和火锅调味料市场，2017 年的行业收入分别为 180 亿元和 150 亿元。

调味品企业的成长路径：提份额 + 提价 + 扩品类

从份额的角度看，2017 年韩国酱油龙头膳府和日本酱油龙头龟甲万年报披露分别占据 60% 和 33% 的本土市场，海天味业从 15% 的份额基础上有较大的提升空间。我们认为大企业引领的产品升级和经营状况恶化的中小厂商的退出或将是龙头份额提升的重要推力；从价格的角度看，调味品企业普遍存在的 2~3 年的直接提价周期和产品结构优化带来的间接提价都有望对企业盈利产生正面影响，规模企业的净利率具有持续上升的基础；从品类的角度看，餐饮渠道的客户对一揽子调味品的解决方案的需求和经销商对于周转率的诉求或将促使调味品企业进行品类扩充。

格局：规模一超多强，渠道餐饮流通各有侧重，机制国、民、外企同竞技

从规模方面看，调味品行业目前呈现一超多强的行业格局，2017 年收入 145.84 亿元的海天味业是中国最大的调味品企业，收入规模在 50~100 亿的第二梯队包括李锦记、太太乐和南明老干妈等；从渠道方面看，虽然多数规模调味品企业实现了全渠道覆盖，但是以海天味业和李锦记为代表的企业在餐饮渠道的领先优势明显，而以涪陵榨菜和千禾味业则更侧重于流通渠道的资源投放；从机制方面看，以海天味业为代表的机制灵活、激励到位、对本土市场理解更为深入的民营企业在调味品行业里表现出色，地方国企一般是区域性的细分龙头角色，外企则在鸡精等特定领域表现强势。

调味品高估值的来源：投资者给予高 ROIC 和费用投放回报的资产溢价

我们认为调味品行业高估值是投资者给予具有高 ROIC（财务表现）和费用投放回报（经营表现）特征的资产溢价的表现。高 ROIC 的来源之一需求增长具有较高的确定性，参考日本 1992~2007 年经济增速大幅放缓时期，日本家庭调味品支出仍然在此期间实现 5% 的正向增长，较食品整体的支出增速高 10pct；高 ROIC 的来源之二是调味品企业具有较宽的护城河，参考日本调味品龙头龟甲万在 19 世纪 20 年代确立了行业领先地位之后，份额第 1 的地位保持至今，这种市场竞争格局的稳定性高于以啤酒为代表的典型快消品。

风险提示：调味品需求不达预期；调味品价格上调对需求造成的影响大于预期；行业竞争加剧；食品安全问题。

正文目录

调味品行业现状：2017年行业收入3097亿元，CR94=26%	5
酱油：步入稳定增长期的调味品之王	6
市场容量：2017年行业产量1001万吨，对比日本酱油消费巅峰时期的人均消 费有67%上升空间	6
品类特点：发酵工艺是区域发展不均的原因	7
食醋：分散程度高，整合难度大	7
市场容量：2017年行业产量330万吨，对比日本食醋消费巅峰时期的人均消费 有41%上升空间	8
品类特点：原料和工艺特色共同决定了产品的区域差异性	8
调味酱：集腋成裘大品类，明星单品荟萃	8
市场容量：规模调味酱企业2017年产量82万吨，同比增长7%	9
品类特点：超级单品迭出，增长弹性大	10
复合调味料：更好的迎合消费者对口味和便利性的需求，发展潜力大	10
市场容量：2017年终端销售口径987亿元，鸡精和火锅调味料是最大两个品类	10
品类特点：受厨房消费对便利和餐饮消费对效率的诉求推动，市场潜力大	11
蚝油：华南特色品种，高附加值低渗透率调味品代表	11
市场容量：2017年出厂价口径53亿元，是增长最快的细分领域之一	11
品类特点：地域特性明显，全国化扩张进行中	12
料酒：黄酒衍生品，全国化潜力大	12
市场容量：2017年行业产量290万吨，增长速度在调味品中位居前列	12
品类特点：基酒资源稀缺，行业进入壁垒高	12
酱腌菜：以榨菜为代表，上游资源属性促使产业集中度提升	13
市场容量：2017年行业产量约89万吨，2014~2017年复合增速约3%	13
品类特点：上游青菜头资源属性明显	14
腐乳：南北差异较大，区域性明显	16
香辛料：细分领域众多，复合香辛料品牌化程度高	16
调味品企业的成长逻辑：存量整合、提价和品类扩张	17
成长驱动力1：存量整合，行业集中度提升	17
与其他快消品对比，调味品的行业集中度处于较低水平	17
参考日本和韩国的酱油行业，中国调味品市场集中度或有较大的上升空间	17
市场集中度提升的路径：大企业引领的产品升级+小企业的代际传承限制	18
成长驱动力2：产品提价	20
直接提价：下游客户价格敏感度低，消费粘性大，提价阻力小	20
间接提价：消费升级带来产品结构的优化，中高端产品占比上升	21
成长驱动力3：来自终端和渠道的召唤，调味品企业的品类扩张	21
需求特征和渠道周转决定了品类扩张是调味品企业发展的必由之路	22
行业竞争格局：一超多强，百花齐放	23
产品层面：酱油孕育多家大型调味品企业，其他细分龙头隐现	23
渠道层面：区域分布特征明显，餐饮零售各显神通	25
机制层面：民企、外企和国企同台竞技	26
是什么支撑了调味品行业的“高估值”？	28
财务视角的表象：市场给与高ROIC的资产高溢价	28
经营视角的表象：市场给与高费用投放回报的生意高溢价	29
内在逻辑1：预期增长可持续，市场给予需求增长确定性溢价	29
内在逻辑2：预期竞争格局稳定，市场给予宽护城河溢价	31
风险提示	34

图表目录

图表 1: 2017 年调味品、发酵制品行业收入达到 3097.40 亿元	5
图表 2: 2017 年规模以上调味品、发酵制品企业数量达到 1274 家	5
图表 3: 2017 年调味品百强企业产量 1247.1 万吨	5
图表 4: 2017 年调味品百强企业销售收入 820.3 亿元	5
图表 5: 主要的调味品细分领域规模及竞争格局	6
图表 6: 2017 年中国酱油行业产量为 1001 万吨, 可比口径同比增长 5.1%	6
图表 7: 70 年代是日本酱油消费顶峰时期, 一度达到 11.97 升/人/年	7
图表 8: 2017 中国人均消费量较日本酱油消费巅峰有 67% 上升空间	7
图表 9: 酱油的生产工艺 (高盐稀态) 示意图	7
图表 10: 酱油生产的高盐稀态工艺和低盐固态工艺的差别	7
图表 11: 20 世纪初是日本食醋消费顶峰时期, 人均达到 3.37 升/年	8
图表 12: 2017 中国人均消费量较日本食醋消费巅峰有 41% 上升空间	8
图表 13: 中国四大名醋明细	8
图表 14: 调味酱的主要类别 (按照原料划分)	9
图表 15: 调味酱的主要类别 (按地理区域划分)	9
图表 16: 规模调味酱企业 2017 年产量 82 万吨, 同比+7% (可比口径)	10
图表 17: 调味酱行业的特点	10
图表 18: 2017 年中国复合调味料市场规模为 987 亿元	10
图表 19: 鸡精是最大的复合调味料品类, 占据 28% (2017 年)	10
图表 20: 2017 年中国蚝油行业收入约为 53 亿元	11
图表 21: 2017 年中国料酒行业产量约为 290 万吨	12
图表 22: 料酒的生产工艺示意图	13
图表 23: 2017 年榨菜行业产量约为 89 万吨, 2014~2017 年复合增速约为 3%	13
图表 24: 2017 年涪陵青菜头种植面积达到 72.43 万亩	14
图表 25: 2017 年涪陵青菜头产量达到 159.62 万吨	14
图表 26: 收购加工用的青菜头占比基本保持 65% 的水平	14
图表 27: 2017 年收购加工用青菜头价格为 0.92 元/公斤	14
图表 28: 2017 年浙江余姚青菜头种植面积约为 7 万亩	15
图表 29: 2017 年浙江余姚青菜头产量约为 39 万吨	15
图表 30: 2017 年浙江余姚加工用青菜头价格约为 0.8 元/公斤	15
图表 31: 腐乳的生产工艺示意图	16
图表 32: 食品饮料主要细分领域行业集中度情况 (2017 年)	17
图表 33: 2017 年韩国第一大酱油厂商膳府 Sempio 市占率 60%	17
图表 34: 2017 年日本第一大酱油厂商龟甲万市占率 33%	17
图表 35: 二战后日本酱油厂数量明显进入下降通道	18
图表 36: 90 年代以后酱油消费下降, 以酱油为基础的复合调味料消费上升	19
图表 37: 日本年产量低于 180kl 的小型酱油企业数量快速下降	19
图表 38: 代表性食品饮料企业的产品同比售价增速情况	20
图表 39: 调味品在居民消费支出中占比仅为 1% (日本, 2007 年)	20
图表 40: 调味品在中国餐厅原材料成本中占比仅为 10% (2017 年)	20
图表 41: 中高端产品在整个火锅底料市场中占比预计 2020 年上升至 29.6%	21
图表 42: 中国调味品行业的渠道结构 (2017 年)	21
图表 43: 餐饮终端的调味品采购属性	22
图表 44: 2017 年销售收入超过 10 亿元的调味品公司	23

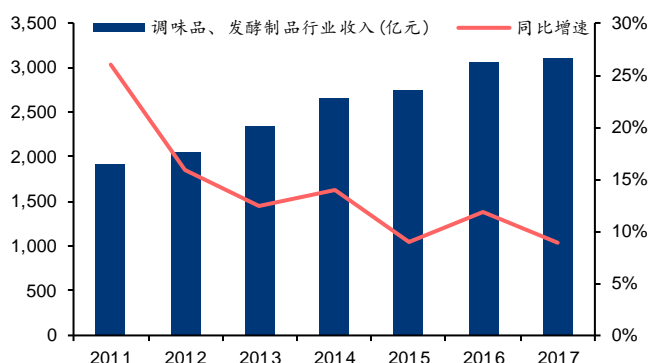
图表 45: 主要调味品企业及其业务板块情况.....	24
图表 46: 海天四大主力区域收入份额均达到 20%左右 (2017)	25
图表 47: 中炬高新收入对南部市场 (广东) 依赖程度高 (2017)	25
图表 48: 加加食品收入对华中市场 (湖南) 依赖程度较高 (2017)	25
图表 49: 恒顺醋业收入对华东市场 (江浙沪皖) 依赖程度高 (2017)	25
图表 50: 涪陵榨菜收入对华南市场 (川渝) 依赖程度较高 (2017)	25
图表 51: 千禾味业收入对西南市场 (川渝) 依赖程度高 (2017)	25
图表 52: 主要调味品企业及其优势渠道	26
图表 53: 上市调味品企业中民营企业和国有企业分类明细 (截止 2018 年 1 季报) ...	26
图表 54: 主流外资调味品企业在中国市场的动作	27
图表 55: 海天味业在 2015-2017 年期间保持了非常稳定的高投入资本回报率	28
图表 56: 调味品龙头海天味业 2015-2017 年 ROIC 水平	28
图表 57: 乳业龙头伊利股份 2015-2017 年 ROIC 水平	28
图表 58: 肉制品龙头双汇发展 2015-2017 年 ROIC 水平	29
图表 59: 饮料龙头养元饮品 2015-2017 年 ROIC 水平	29
图表 60: 与其他主流食品企业相比, 海天味业的费用投放产出比较高	29
图表 61: 日本 GDP 自 1995 年达到阶段性顶端后停滞不前	30
图表 62: 日本不动产价格指数自 1991 年达到高点后步入下行通道	30
图表 63: 日本主要食品种类的人均消费支出金额的变化情况 (1992 年=100%)	30
图表 64: 龟甲万海外市场 (非日本本土) 酱油销量 1974~2017 年复合增速为 7.6%..	31
图表 65: 北美、欧洲和亚太是龟甲万最主要的海外市场 (2017 年)	31
图表 66: 龟甲万海外分市场 2009-2017 年酱油收入复合增速	31
图表 67: 中国液态奶的双寡头格局: 伊利和蒙牛 (2017Q4)	32
图表 68: 中国方便面的双寡头格局: 康师傅和统一 (2017Q4)	32
图表 69: 中国包装茶 (含奶茶) 的双寡头格局: 康师傅和统一 (2017Q4)	32
图表 70: 中国包装水的双寡头格局: 农夫山泉和怡宝 (2017Q4)	32
图表 71: 餐馆 60% 的原材料和调味料品牌由厨师决定	33
图表 72: 厨师选择调味品的主要关注维度	33
图表 73: 厨师社群的特点和调味品企业的营销战术	33
图表 74: 海天味业组织的厨师推荐会	33
图表 75: 李锦记组织的餐饮赛事	33
图表 76: 龟甲万在日本酱油的市场份额自二战后一直保持第一	34
图表 77: 日本啤酒行业格局自二战后发生较大的变化	34

调味品行业现状：2017 年行业收入 3097 亿元，CR94=26%

定义：调味品是指在饮食、烹饪和食品加工中广泛使用的，用于调和味道和气味并具有去腥、除膻、增香和增鲜等作用的产品。调味料在中国特色饮食文化中扮演重要角色，通过使用调味品在餐食中调出的酸、甜、苦、辣、咸、鲜和香等滋味，是中国饮食文化中的核心元素。

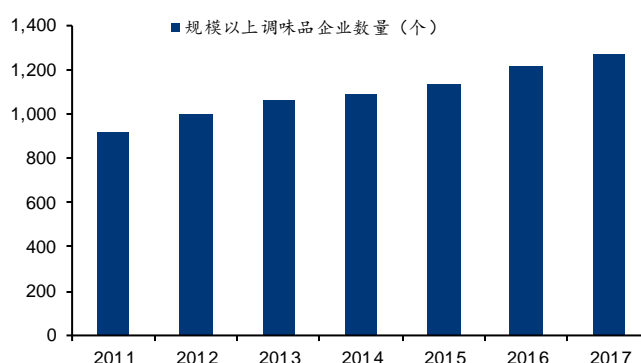
市场容量：中国调味品的行业收入 2017 年达到 3097.40 亿元。根据国家统计局的数据，2017 年调味品、发酵制品行业（包括味精、酱醋行业和其他调味品及发酵制品）收入达到 3097.40 亿元，同比增加 8.9%；规模以上的调味品、发酵制品企业数量达到 1274 家，同比增加 4%。

图表 1：2017 年调味品、发酵制品行业收入达到 3097.40 亿元



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

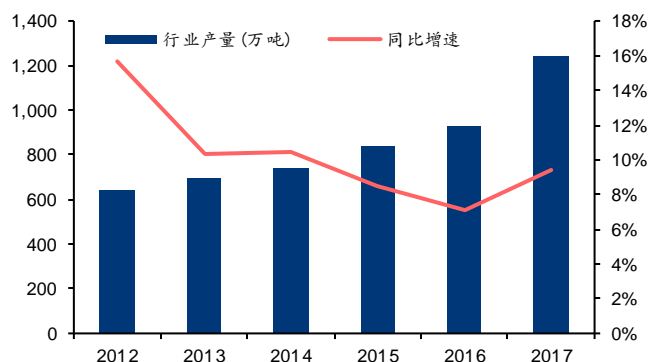
图表 2：2017 年规模以上调味品、发酵制品企业数量达到 1274 家



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

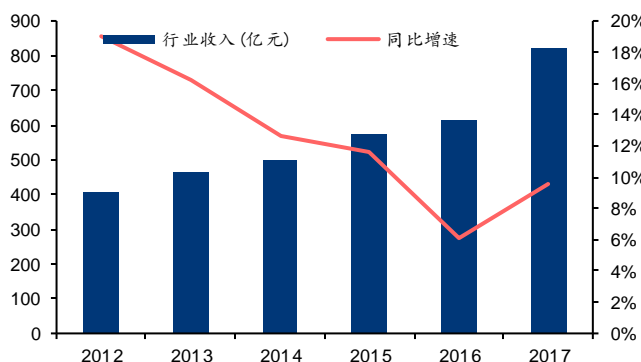
集中度：2017 年调味品百强企业（本年度的企业数量为 94 家）收入在全行业收入中占比为 26%，行业集中度较低。根据中国调味品协会的统计数据，2017 年调味品百强企业的总产量达到 1247.10 万吨，同比增长 9.4%；百强企业销售收入达到 820.30 亿元，同比增长 9.5%。国内百强调味品企业的收入在整个调味品发酵制品制造行业收入占比仅为 26%，行业集中度仍然处于较低的状态。

图表 3：2017 年调味品百强企业产量 1247.1 万吨



资料来源：中国调味品协会，华泰证券研究所

图表 4：2017 年调味品百强企业销售收入 820.3 亿元



资料来源：中国调味品协会，华泰证券研究所

主要的细分品类：调味品行业中，从量的角度看酱油是最大的细分品类。根据国家统计局的数据，2017 年中国酱油行业的产量为 1001 万吨；食醋的产量约为 330 万吨，约为酱油市场规模的 1/3；料酒产量大约有 290 万吨；另外比较大的品类还包含鸡精和火锅调味料市场，2017 年的行业收入分别为 180 亿元和 150 亿元。

图表5: 主要的调味品细分领域规模及竞争格局

2017 年市场规模			增速	龙头企业及其份额			集中度
产量(万吨)额 (亿元)		CAGR3	NO.1	NO.2		NO.3	CR3
整体合计	-	3097	10%	海天 5%	李锦记 3%	太太乐 2%	10%
酱油	1001	-	5%	海天 16%	中炬 4%	李锦记 3%	23%
醋	330	-	5%	恒顺 5%	水塔 5%	紫林 4%	14%
料酒	290	-	12%	老恒和 6%	王致和 4%	恒顺 3%	13%
鸡精	-	180	14%	太太乐 52%	豪吉 22%	家乐 7%	81%
火锅调味料	-	150	15%	红九九 8%	颐海 7%	红太阳 6%	21%
酱腌菜*	89	-	3%	涪陵榨菜 15%	鱼泉 6%	高福记 4%	25%
调味酱*	82	-	7%	海天 29%	利民 12%	天下红 11%	52%
腐乳	-	60	6%	王致和 16%	广合 7%	咸亨 2%	25%
蚝油	-	53	14%	海天 43%	李锦记 20%	中炬 1%	64%
复合香辛料*	-	35	13%	王守义 80%	安记 6%	味好美 4%	90%

资料来源: 国家统计局, 调味品协会, Euromonitor, Frost & Sullivan, 公司公告, 华泰证券研究所 *调味品协会规模企业口径

酱油: 步入稳定增长期的调味品之王

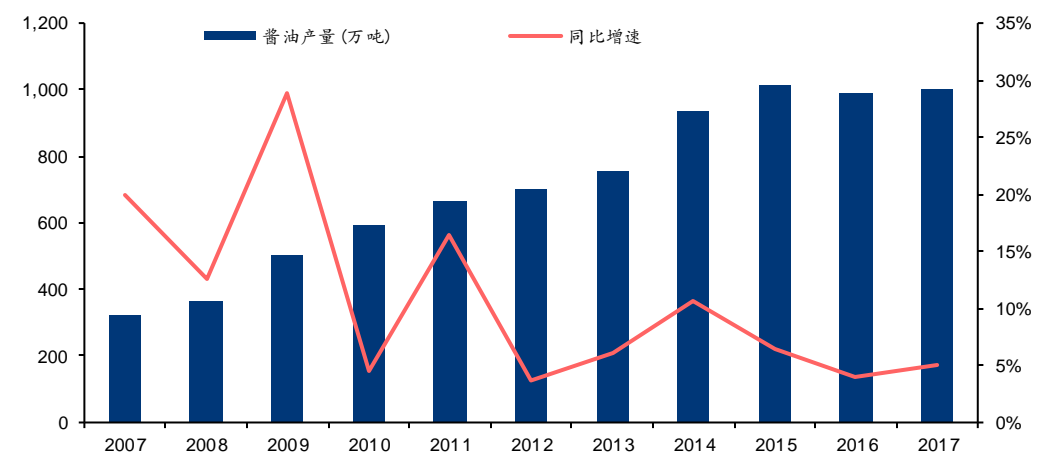
酱油是以富含蛋白质的豆类和富含淀粉的谷类及其副产品为主要原料, 在微生物酶的催化作用下分解熟成并经浸滤提取的调味汁液。

酱油的功能体现在调味和营养两个层面。在调味方面, 酱油的味道鲜美, 醇厚, 适口, 优质的酱油可以达到鲜、咸、甜、酸、苦的五味调和; 在营养方面, 酱油含有很多对人体有益的氨基酸和糖分, 营养价值丰富。

市场容量: 2017年行业产量1001万吨, 对比日本酱油消费巅峰时期的人均消费有67%上升空间

根据国家统计局的数据, 2017年中国酱油行业产量为1001万吨, 可比口径同比增长5.1%。酱油行业过去3年行业产量的个位数增速与2008~2017年10年期间行业产量的复合增速11.83%相比有所下降, 整个行业的发展进入了相对稳定的时期。

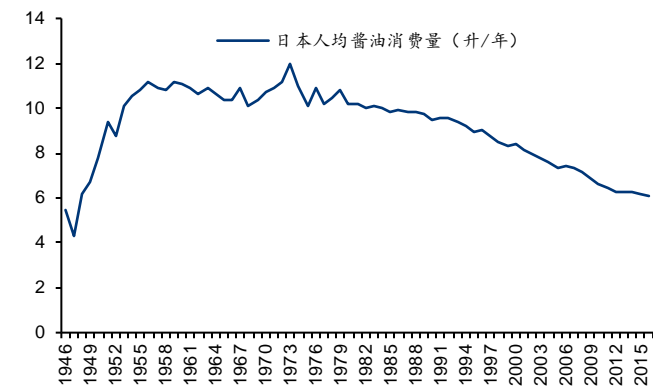
图表6: 2017年中国酱油行业产量为1001万吨, 可比口径同比增长5.1%



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

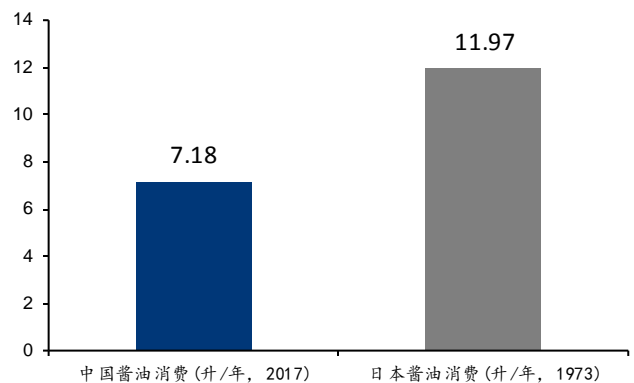
2017年中国人均年度酱油消费量为7.18升, 与日本酱油消费顶峰时期相比仍然具有67%的上行空间。根据国家统计局的数据, 2017年中国人均年度酱油消费量为7.18升/年, 与日本70年代的酱油消费高峰时期11.97升/年相比, 还有67%的上升空间, 我们认为伴随中国消费者可支配收入的提升和外出就餐频率的增高, 人均酱油消费量具有继续上升的潜力, 当前中国的酱油消费量与日本经济快速增长时期的酱油消费顶峰仍存在差距。

图表7：70年代是日本酱油消费顶峰时期，一度达到11.97升/人/年



资料来源：日本酱油协会，华泰证券研究所

图表8：2017 中国人均消费量较日本酱油消费巅峰有67%上升空间

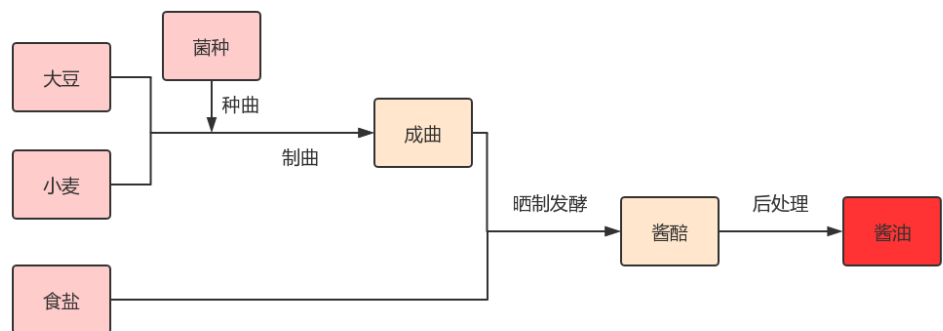


资料来源：日本酱油协会，国家统计局，华泰证券研究所

品类特点：发酵工艺是区域发展不均的原因

酱油的发酵工艺大致可以分为高盐稀态和低盐固态两类。其中高盐稀态发酵工艺是以大豆、小麦或麦麸为原料，经过蒸煮、曲霉菌制曲后与盐水混合成为稀醪，再经过发酵制成酱油的一种工艺；低盐固态发酵是以大豆、小麦或麦麸作为原料，经过蒸煮、曲霉菌制曲后与盐水混合成为固态酱醅，再经发酵制成酱油的一种工艺，低盐固态发酵操作简单、设备简单，成本低于高盐稀态工艺，低盐固态发酵周期一般在2-3周，远远低于高盐稀态工艺发酵周期，风味和调味效果与高盐稀态工艺存在显著不同。

图表9：酱油的生产工艺（高盐稀态）示意图



资料来源：中国调味品协会，华泰证券研究所

图表10：酱油生产的高盐稀态工艺和低盐固态工艺的差异

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

资料来源：中国调味品协会，华泰证券研究所

中国酱油行业的“南强北弱”现象与酱油生产工艺对自然环境要求有直接关联。晒制酱油是中国传统工艺高盐稀态发酵酱油，以日晒夜露、自然发酵为主，主要在广东地区广泛使用。广东的日照、气候较中国国内其他地区更有利于酱油的发酵，本地酱油企业依托其在自然条件、工艺、技术和管理等方面的优势发展势头强劲。

食醋：分散程度高，整合难度大

食醋是粮食发酵后产生的酸味调味剂。酿造食醋主要使用粮食作物作为原料，通过适当的发酵可以使得含碳水化合物化合物的液体转化为酒精和二氧化碳，酒精再受到细菌的作用于空气中氧结合既可以生成醋酸和水。酿醋的过程就是使酒精进一步氧化成醋酸的过程。

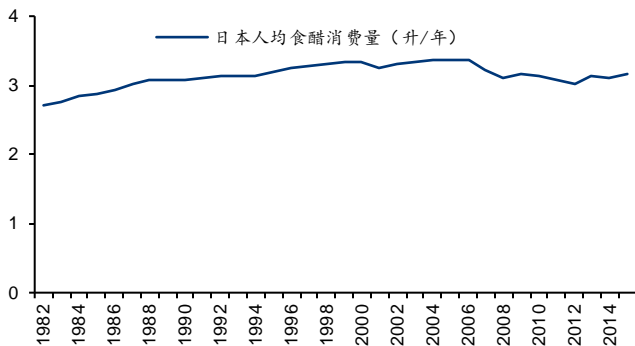
就功能而言，食醋不仅仅是调味品，同时具有保护营养素、促进消化、软化血管、降低胆固醇、抑菌和杀菌等诸多功效。

市场容量：2017年行业产量330万吨，对比日本食醋消费巅峰时期的人均消费有41%上升空间

根据中国调味品协会的统计，2017年中国食醋行业产量约为330万吨，同比增长约5%。目前全国范围内约有6000家食醋制造企业，行业产量约330万吨，是酱油的1/3左右。

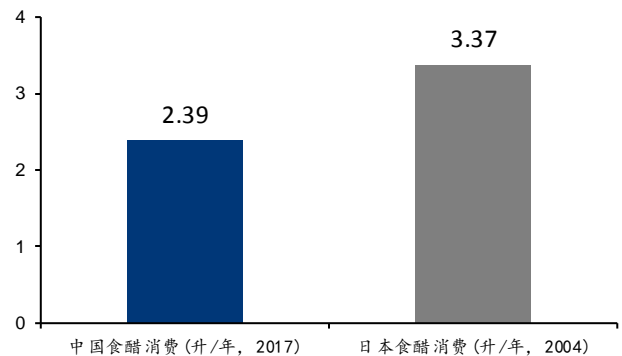
2017年中国人均年度食醋消费量为2.39升/年，与日本食醋消费量巅峰时期相比仍然具有41%的上升空间。根据中国调味品协会和日本食醋协会的统计，2017年中国人均食醋消费量为2.39升/年，与日本食醋消费巅峰时期的3.37升/年相比，仍然有41%的上升空间。我们预计随着消费者对食醋保健属性认知的加深，中国人均食醋的消费量会进一步上升。

图表11：20世纪初是日本食醋消费顶峰时期，人均达到3.37升/年



资料来源：日本食醋协会，华泰证券研究所

图表12：2017年中国人均消费量较日本食醋消费顶峰有41%上升空间



资料来源：中国调味品协会，日本食醋协会，华泰证券研究所

品类特点：原料和工艺特色共同决定了产品的区域差异性

食醋与酱油不同，产品具有明显的地域特征。由于全国各地酿造工艺和消费场景的不同，形成了具有代表性的“镇江香醋”、“山西老陈醋”、“福建永春红醋”和“四川保宁醋”的中国四大名醋。

图表13：中国四大名醋明细

品类	产地	原材料	工艺特色
镇江香醋	江苏镇江	糯米等	传统固态发酵
山西老陈醋	山西清徐	高粱等	熏醋技术高，不需调色剂；突出陈酿，生产周期长
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
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

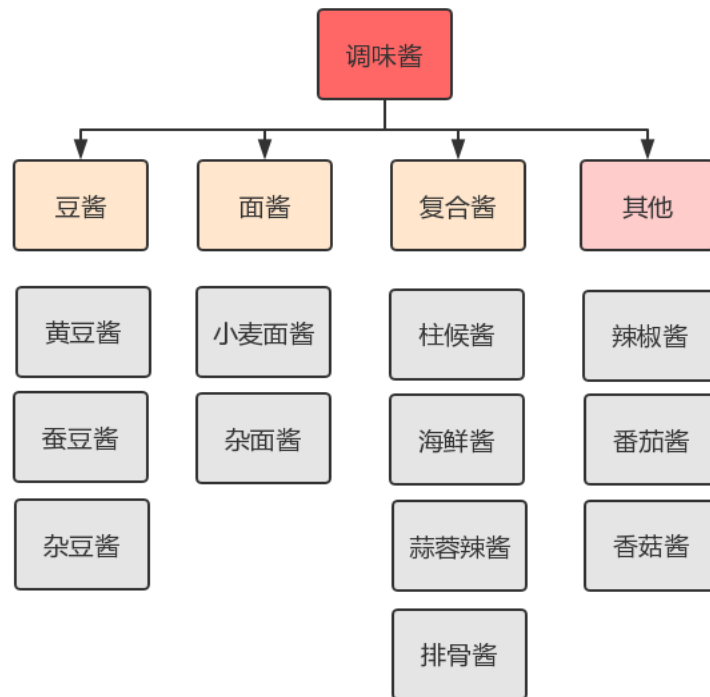
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

不同区域对食醋的不同口味诉求导致行业集中度较低现状。与酱油行业相比，食醋行业的市场集中度明显较低，根据公司公告，2017年龙头企业恒顺醋业的市场占有率仅为5%左右，显著低于酱油行业龙头海天味业约16%的市场占有率。这种较低的市场集中度与食醋产品的地域特性有很直接的关联，地方性企业跨区域扩张的挑战不仅仅存在于渠道层面，也体现在产品层面。

调味酱：集腋成裘大品类，明星单品荟萃

调味酱是用于烹饪调味、佐餐调味的各式酱料的总称。主要指以富含蛋白质的豆类和富含淀粉的谷类及其副产品为主要原料，在微生物酶的催化作用下分解熟成的发酵型糊状调味品，按原料划分主流品类包括豆酱、面酱、复合酱和其他类。

图表 14: 调味酱的主要类别 (按照原料划分)



资料来源: 中国调味品协会, 华泰证券研究所

调味酱的功能与酱油类似, 也具有丰富的营养, 与酱油有所区别的是调味酱的种类繁多, 不同种类之间的口味差异很大, 与各地不同的饮食习惯相匹配, 具有较强的区域性的特征, 也能够满足消费者更多元的口味诉求。例如北方的调味酱口味较为浓重, 比如甜面酱、花生酱和豆类发酵酱; 贵州的调味酱口味偏辣, 如豆豉辣椒酱和油辣椒等; 广式调味酱口味较清淡, 如黄豆酱、XO 酱和海鲜酱等; 而西式餐饮的流行则带来了西式调味酱和果酱等消费需求的上升。

图表 15: 调味酱的主要类别 (按地理区域划分)

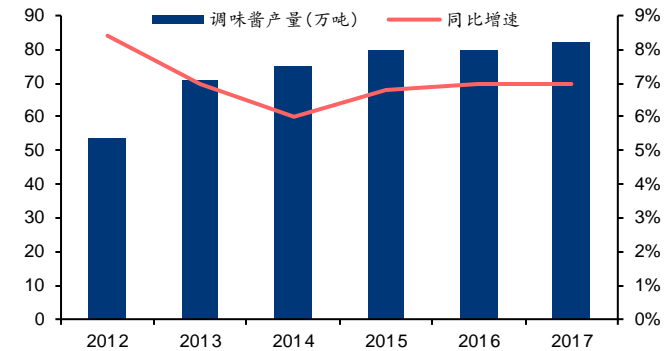
区域	代表性调味酱
华北地区	大豆酱、豆瓣酱、牛肉酱、黄豆酱、甜面酱、芝麻酱、蒜蓉辣酱等
华南地区	叉烧酱、沙茶酱、XO 酱、海鲜酱、虾酱、海南黄灯笼辣椒酱、桂林辣椒酱等
西南地区	贵州油辣椒、风味豆豉酱、四川豆豉、豆瓣酱、辣椒酱等
华中地区	湖南剁椒酱、河南香菇酱等
台湾地区	沙茶酱、五味酱、甜辣酱、辣豆瓣酱、拌面饭酱等

资料来源: 中国调味品协会, 华泰证券研究所

市场容量: 规模调味酱企业 2017 年产量 82 万吨, 同比增长 7%

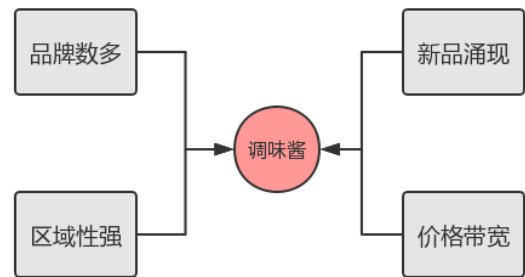
根据中国调味品协会的数据, 2017 年规模调味酱企业产量为 82 万吨, 可比口径同比增长 7%。调味酱行业的参与者既包括类似海天味业的综合性大型调味品企业, 也包括类似贵阳南明老干妈这类细分专业领域内的领军者, 目前主要还是以地方性的中小企业为主, 行业的集中度处于比较低的状态。

图表 16: 规模调味酱企业 2017 年产量 82 万吨, 同比+7% (可比口径)



资料来源: 中国调味品协会, 华泰证券研究所

图表 17: 调味酱行业的特点



资料来源: 中国调味品协会, 华泰证券研究所

品类特点: 超级单品迭出, 增长弹性大

调味酱领域内的整合存在难度, 目前还在比较初级的阶段。调味酱与其他主流的调味品品类相比, 具有如下特点: 首先, 调味酱的品牌数量比酱油和食醋的品牌数量更多; 其次, 调味酱的新品涌现速度快; 再次, 调味酱的区域性品牌较多; 最后, 调味酱产品的价格区间非常宽泛。

与其他调味品品类相比, 调味酱中有较高的概率出现“超级单品”, 跨区域的快速增长给企业带来较高的增长弹性。调味酱的品类众多, 存在具有跨区域快速扩张潜力的“超级单品”, 老干妈是其中最为杰出的代表之一, 根据贵阳日报的报道, 贵阳南明老干妈的产值从 1998 年的 4549 万元上升至 2016 年的 45 亿元, 复合增速为 29%; 另外创立于 2008 年的仲景香菇酱经过 8 年的快速发展, 到 2016 年销售收入已经突破 2 亿元。

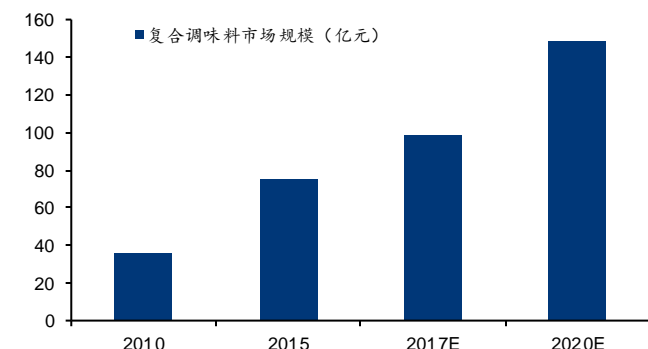
复合调味料: 更好的迎合消费者对口味和便利性的需求, 发展潜力大

复合调味料与单一调味料相对, 指的是以两种或以上原材料制成或含有两种或者以上原材料的调味料。典型的复合调味料包括四个大类, 分别是鸡精、火锅调味料、西式复合调味料和中式复合调味料等。

市场容量: 2017 年终端销售口径 987 亿元, 鸡精和火锅调味料是最大两个品类

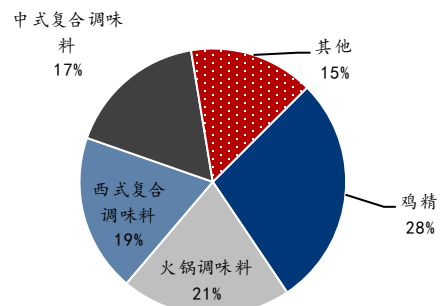
根据 Frost & Sullivan 的统计, 2017 年中国复合调味品的市场容量为 987 亿元 (终端销售口径), 预计到 2020 年复合调味料市场规模将上升至 1488 亿元。鸡精是复合调味料中最大的细分品类, 2017 年占据整个复合调味料市场的 28%, 其次是火锅调味料占据 21%, 西式和中式复合调味料则分别占据 19% 和 17%。

图表 18: 2017 年中国复合调味料市场规模为 987 亿元



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

图表 19: 鸡精是最大的复合调味料品类, 占据 28% (2017 年)



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

品类特点：受厨房消费对便利和餐饮消费对效率的诉求推动，市场潜力大

复合调味料具有方便和味感复合化的特点，受到厨房消费对便利和餐饮消费对效率的诉求推动。

就便利性而言，复合调味料可以直接用于各种食品，可以达到开启即食的效果，例如蒸菜调料、烧烤调料和煲汤调料等。年轻的一代消费者的生活节奏加快，但是烹饪经验不足，复合调味料省事、省时的特点能够吸引此类消费群体。

就味感而言，复合味是复合调味料的灵魂，世界各地不同的餐饮特点和风味之间互相借鉴和融合，各种层次更加丰富和对味蕾更具有挑战的复合调味品不断出现，这种多元性是单一调味品所很难达到的。

蚝油：华南特色品种，高附加值低渗透率调味品代表

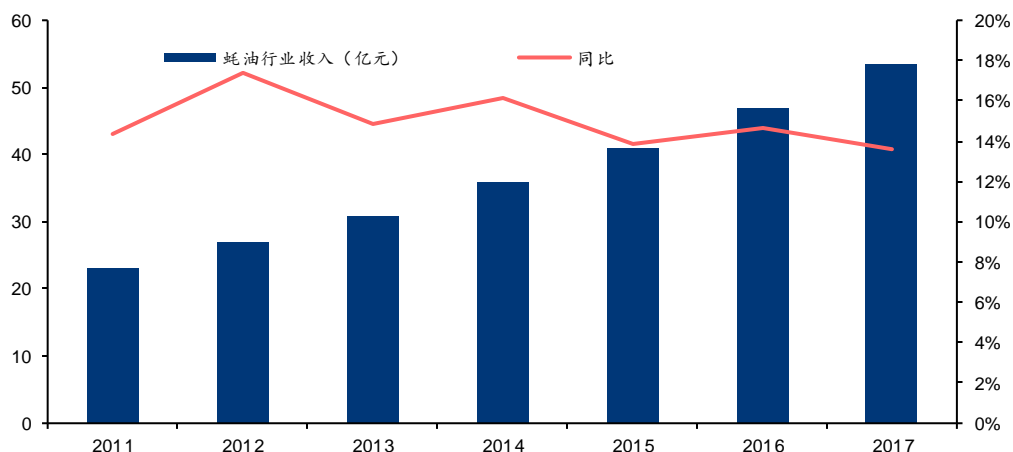
蚝油是利用牡蛎蒸、煮后的汁液进行浓缩或直接将牡蛎肉酶解，再加入食糖、食盐、淀粉或改性淀粉等原料，辅以其他配料和食品添加剂制成的调味品。和酱油类似，蚝油的企业主要聚集在华南区域，目前的消费也更多的集中在广东、福建、香港和台湾等地区。

蚝油的功效在于润色和增鲜。蚝油体态均匀，粘稠度适中，呈现红棕色至棕褐色，鲜亮有光泽，具有润色、增强食欲的作用。和酱油相比，蚝油的鲜味来源更加丰富，除了谷氨酸以外，核糖核酸也是蚝油的呈味主体，同时牡蛎制成蚝油后还富含海产鱼类风味。蚝油不仅仅是一种调味品，同时还含有丰富的营养价值。蚝油中最主要的营养物质有氨基酸、锌元素和牛磺酸。蚝油中的氨基酸多达 22 种，并含有 8 种人体所必需的氨基酸。

市场容量：2017 年出厂价口径 53 亿元，是增长最快的细分领域之一

根据 Euromonitor 和中国调味品协会的统计，2017 年中国蚝油的行业收入（出厂价口径）约为 53 亿元。蚝油是中国调味品的细分品类中增长最快的品类之一，2011~2017 年蚝油行业收入的复合增速为 15%。

图表 20：2017 年中国蚝油行业收入约为 53 亿元



资料来源：Euromonitor，中国调味品协会，华泰证券研究所

品类特点：地域特性明显，全国化扩张进行中

蚝油生产历史悠久，1888年李锦记创始人李锦裳先生发明蚝油，同年，李锦裳先生在广东省珠海南水镇创办李锦记蚝油庄，生产及销售蚝油。1902年李锦记迁往澳门，开始建立横跨广东和香港的分销网络。澳门蚝油界在当时出现了“荣牲”、“李锦记”、“福泰兴”和“合胜隆”四足鼎立的局面。

中国大陆的蚝油产业也经过多年发展，最初主要集中在东南沿海地区。1981年，广州市致美斋食品厂开始生产精制蚝油；厦门同安洋江水产调味厂于1989年开始承担厦门市“出口蚝油及其系列产品技术开发项目”。由于蚝油食用方便，调味范围广泛，因而广受欢迎。目前，蚝油的销售已经不再局限在广东等沿海地区，蚝油在内地也越来越普及。

料酒：黄酒衍生品，全国化潜力大

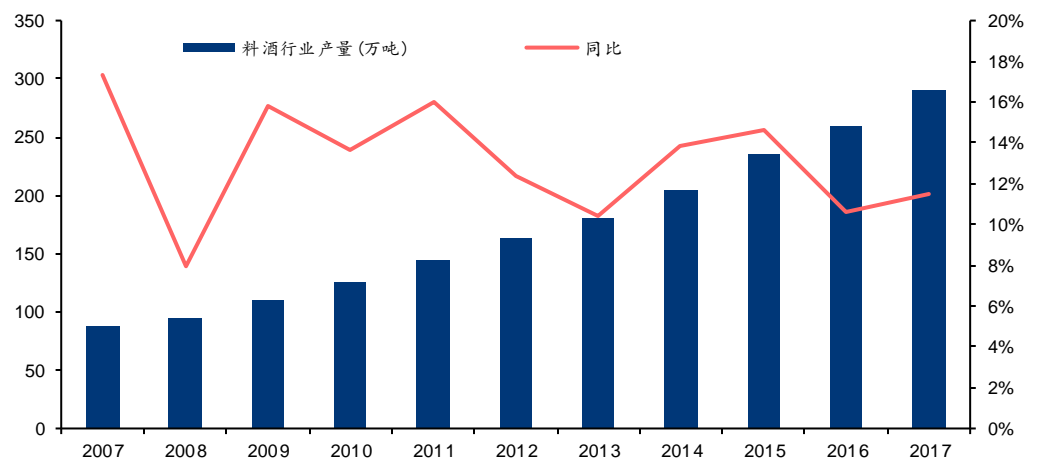
料酒是最常用的调味品之一，一般以天然酿造的黄酒作为基酒而制成。料酒中含有一种，包括维生素、矿物质、微量元素及多种氨基酸，包括8种无法人体自身合成而必须从日常饮食中摄取的重要氨基酸。

料酒的主要成分有酒精、糖分、糊精、有机酸类和氨基酸等，因为脂类的含量较高并且富含氨基酸，所以香味浓郁，味道醇厚，被广泛的用于制作各种菜肴，一方面添加了菜肴的香味，同时去除了肉类尤其是鱼肉的腥味。

市场容量：2017年行业产量290万吨，增长速度在调味品中位居前列

根据Euromonitor的统计，2017年中国料酒的行业产量约为290万吨。料酒是中国调味品的细分品类中增长最快的品类之一，2011~2017年料酒市场规模的复合增速为13%。中国目前约有超过1000家的料酒生产商，其中大部分生产商仍为区域性的中小企业。

图表21：2017年中国料酒行业产量约为290万吨

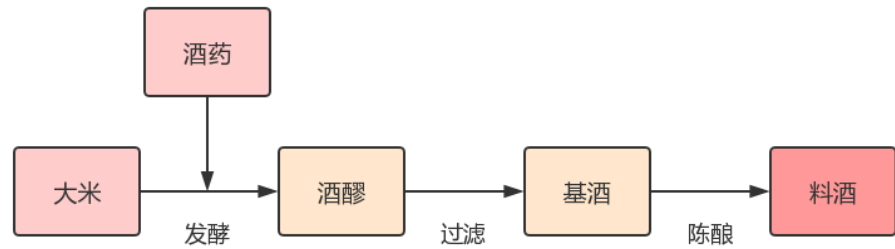


资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

品类特点：基酒资源稀缺，行业进入壁垒高

天然酿制的料酒产品需要储备大量黄酒作为基酒，这构成了料酒企业重要的护城河。黄酒是料酒生产重要的原材料，尤其高端料酒的产品的生产需要较高浓度的、陈酿年份较长的陈年基酒赋予其迷人的香气，新的市场参与者由于基酒的欠缺难以进入天然酿造料酒业务并在短时间内快速提升产能。

图表22：料酒的生产工艺示意图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

受消费习惯影响，部分消费者会将饮用黄酒作为料酒的替代品使用。由于黄酒是料酒制造中的重要原料，因此料酒的风味与饮用黄酒存在相似之处，与此同时，饮用黄酒的市场价格本身也较为低廉，在江浙沪地区存在普遍的将饮用黄酒作为调味品烹调食物的现象，这一消费习惯会对市场对料酒的需求产生一部分分流。

酱腌菜：以榨菜为代表，上游资源属性促使产业集中度提升

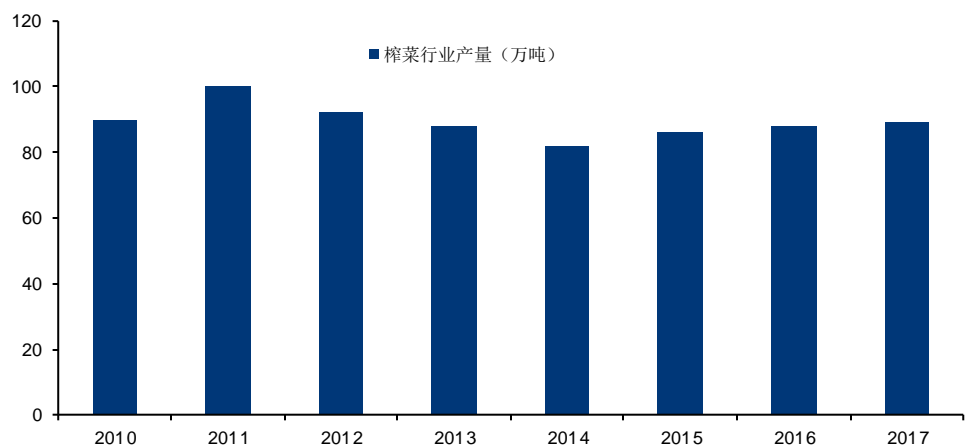
酱腌菜是以可食蔬菜为主要原料，经过淘洗、腌制、脱盐、切分、调味、分袋、密封和杀菌等工序，采用不同腌渍工艺制作的各种蔬菜制品的总称。

酱腌菜主要包含榨菜、泡菜、酱菜和新型蔬菜制品四个品类。其中榨菜是酱腌菜中的最主要子品类，在中国市场的民意基础最为扎实，在世界范围内榨菜与德国产的酸甜甘兰和法国产的酸黄瓜并列为世界三大名腌菜。

市场容量：2017年行业产量约89万吨，2014~2017年复合增速约3%

根据中国榨菜两个主产区重庆市涪陵区榨菜办和浙江余姚榨菜协会的统计，国内2017年榨菜的行业产量约为89万吨，2014~2017年的复合增速约为3%。

图表23：2017年榨菜行业产量约为89万吨，2014~2017年复合增速约为3%



资料来源：重庆市涪陵区榨菜办，余姚市榨菜协会，华泰证券研究所

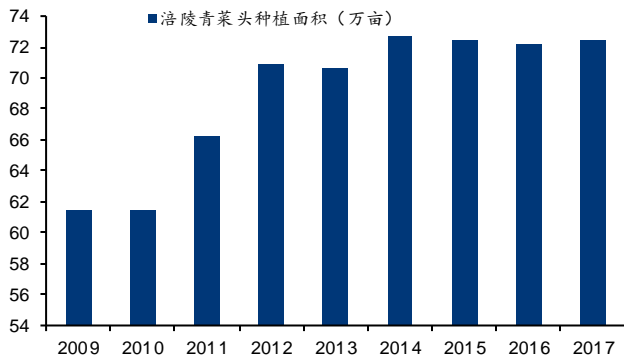
品类特点：上游青菜头资源属性明显

由于榨菜的原材料青菜头具有集中季节种植和采摘、保质期短并容易腐烂、保存贮藏技术和物流水平相对较低等特点，榨菜的生产企业一般需要靠近青菜头的产地，这样才能够获得具有价格竞争力的、持续稳定的原材料供应。

重庆和浙江是中国最主要的青菜头产地，约占全国产量的80%左右，其中又以重庆涪陵地区和浙江余姚地区的青菜头和榨菜产业发展最为完善。随着重庆涪陵的青菜头种植面积和产量的稳步增长，其相较浙江余姚的规模优势正逐步扩大，成为中国最重要的榨菜生产地区。

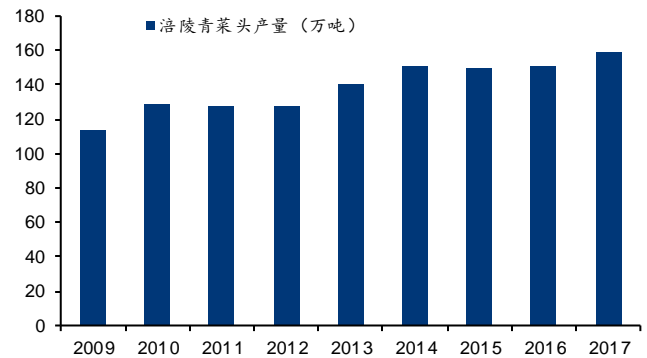
根据涪陵农业农村信息网的统计，重庆市涪陵区2017年的榨菜生产能力达到60万吨以上，是中国榨菜的主产区。重庆市涪陵区的青菜头种植面积为72万亩，年产量约160万吨，长年有半成品原料加工户1727户，年半成品加工能力在30万吨以上；重庆市涪陵区有榨菜生产企业37家，年成品榨菜生产能力60万吨以上，销售额约为50亿元。

图表24：2017年涪陵青菜头种植面积达到72.43万亩



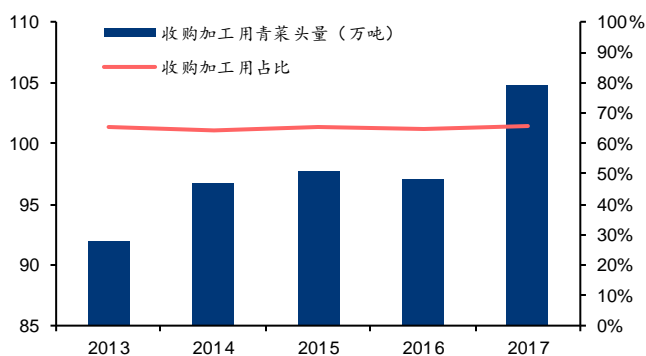
资料来源：重庆市涪陵区榨菜办，华泰证券研究所

图表25：2017年涪陵青菜头产量达到159.62万吨



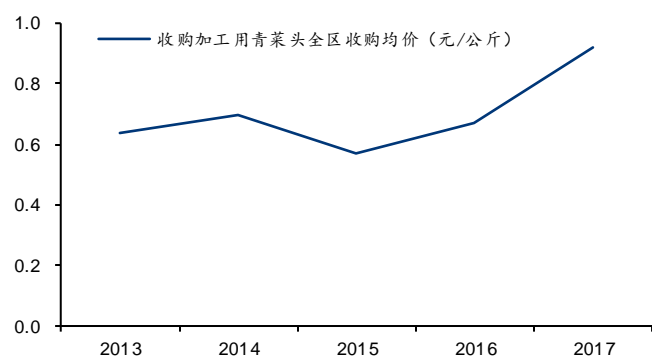
资料来源：重庆市涪陵区榨菜办，华泰证券研究所

图表26：收购加工用的青菜头占比基本保持65%的水平



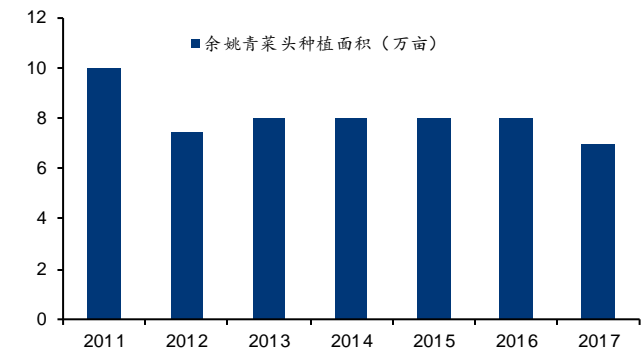
资料来源：重庆市涪陵区榨菜办，华泰证券研究所

图表27：2017年收购加工用青菜头价格为0.92元/公斤

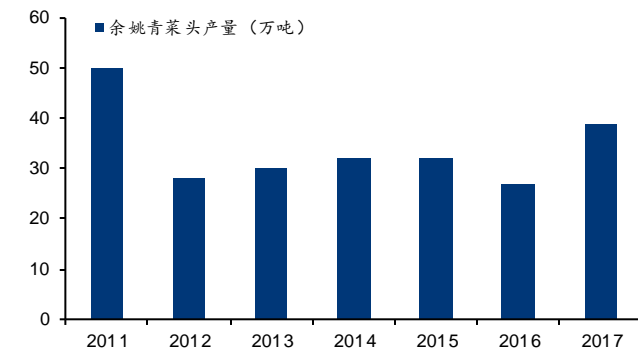


资料来源：重庆市涪陵区榨菜办，华泰证券研究所

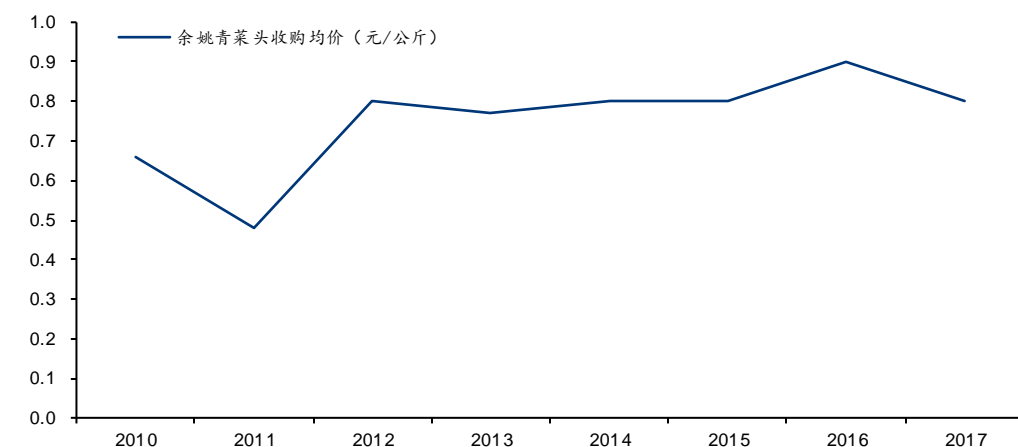
浙江余姚也是青菜头的主产区之一，规模仅次于重庆市涪陵区。根据余姚市榨菜协会的统计，2017年浙江余姚的青菜头种植面积为7万亩，是同期重庆涪陵种植面积的约1/10；2017年浙江余姚的青菜头产量约为39万吨，是同期重庆涪陵产量的约1/4。由于浙江余姚的青菜头种植面积近年来处于下降通道，重庆涪陵榨菜产业在上游原材料掌控方面的优势在逐年扩大。

图表 28: 2017 年浙江余姚青菜头种植面积约为 7 万亩

资料来源：余姚市榨菜协会，华泰证券研究所

图表 29: 2017 年浙江余姚青菜头产量约为 39 万吨

资料来源：余姚市榨菜协会，华泰证券研究所

图表 30: 2017 年浙江余姚加工用青菜头价格约为 0.8 元/公斤

资料来源：余姚市榨菜协会，华泰证券研究所

重庆市涪陵区和浙江省余姚市分别于 2015 年和 2018 年提出了榨菜行业的发展规划。但是相较之下重庆市涪陵区的规划的时间更早，设立的目标也更高。

- 1) 重庆市涪陵区制定目标的日期较早，并且执行情况也相对较好：到 2020 年实现青菜头种植面积达 75 万亩，总产量达 160 万吨，其中鲜销 50 万吨，产销成品榨菜 50 万吨，附产物综合开发 5 万吨，实现榨菜产业总产值 120 亿元，产业利税 20 亿元，农民人均榨菜纯收入达到 2000 元。到 2025 年，青菜头种植面积稳定在 75 万亩，青菜头总产量 180 万吨，其中鲜销 60 万吨，产销成品榨菜 60 万吨，附产物综合开发 10 万吨，实现榨菜产业总产值 200 亿元，产业利税 30 亿元，农民人均榨菜纯收入达到 2500 元。
- 2) 余姚市榨菜产业规划到 2020 年实现全市榨菜产业年总产值 35 亿元以上，其中全产业链年总产值 20 亿元以上，配套产业年产值 15 亿元以上，助农增收每年 3.5 亿元以上。提升品牌知名度即塑造“余姚榨菜”区域品牌形象，争取实现榨菜鲜头为农业部地理标志的农产品。构建现代化生产体系指到 2020 年形成 2 个以上本地优势品种且种植面积达本市种植面积的 50% 以上；并实现机播率和机械化收割率分别超 60%、20%；实现榨菜废水无害化处理达 95% 以上，榨菜废弃物无害化率达 80% 以上。优化市场营销体系指 2020 年建立线上线下销售渠道结合的全面市场营销体系，并实现本地餐饮市场占有率超 80%。

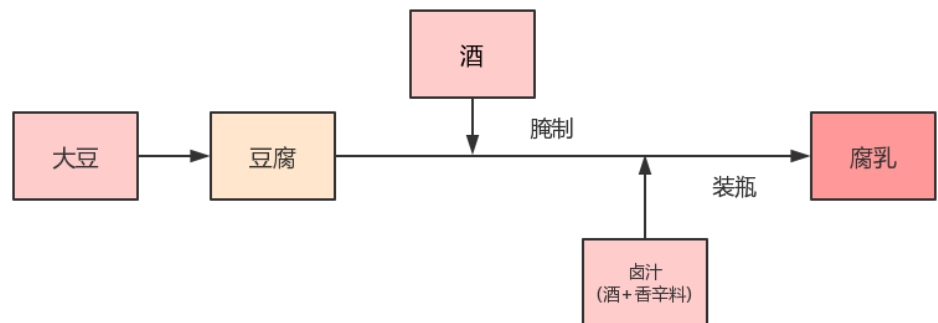
腐乳：南北差异较大，区域性明显

腐乳又称酱豆腐、霉豆腐豆腐乳，是经过微生物发酵作用后形成的发酵豆制品。腐乳通过微生物的发酵，去除了大豆本身所含有的腥味，将其所含有的胀气因子、抗营养因子等分解，有效的提高了大豆的消化率和生物价值。

腐乳一方面含有大豆本身的营养物质，同时还含有由于发酵而增加的生物活性物质。例如具有降低胆固醇及血压作用的大豆多肽、有抗氧化作用的超氧化物歧化酶、有防止骨质疏松作用的大豆异黄酮。

目前国内的腐乳行业基本形成了南方以浙江“咸亨腐乳”和广东“广合腐乳”为主，北方以北京“王致和腐乳”和黑龙江“克东腐乳”为主的南北格局。

图表31：腐乳的生产工艺示意图



资料来源：中国调味品协会，华泰证券研究所

香辛料：细分领域众多，复合香辛料品牌化程度高

香辛料来源于植物的种子、花蕾、叶、茎和根块等，这些或有强烈的香气、或有刺激性的味道、或可用于着色的农产品具有为食物赋香着色、增进食欲、帮助消化的作用。

香辛料涵盖的内容很广，包括胡椒、花椒和辣椒3个大品类和数十个小品类。胡椒、花椒和辣椒是香辛料中最主要的3个品类，其他还包括八角茴香、桂皮、陈皮、丁香、芥子、辣根和孜然等品种。香辛料的产品形式主要包括粉末产品和油树脂产品两种，传统的香辛料食品配料以原物或者粉末为主要形式；更现代的油树脂类的香辛料食品配料以溶剂萃取法获得，主要以液态形式存在。

与单一的香辛料调味产品相比，复合香辛料市场的品牌化程度更高，市场集中度也更高，根据王守义公司官网的信息披露，国内最大的复合香辛料企业王守义2017年在复合香辛料市场的份额大约占80%。

调味品企业的成长逻辑：存量整合、提价和品类扩张

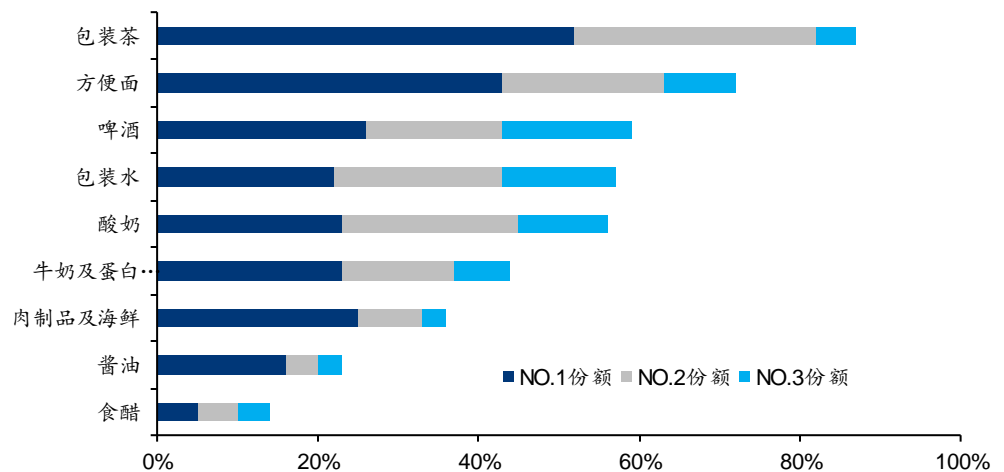
成长驱动力 1：存量整合，行业集中度提升

与其他快消品对比，调味品的行业集中度处于较低水平

调味品行业的市场集中度较其他食品饮料子行业明显偏低。以市场容量较大的细分子行业酱油和食醋为例，根据 Nielsen、Euromonitor 和中国调味品协会的统计，2017 年中国酱油行业和食醋行业的 CR3（前 3 大企业的市场份额之和）仅为 23% 和 14%，显著低于包装茶行业的 87%、方便面行业的 72%、啤酒行业的 59% 和包装水行业的 57%。

我们认为较低的市场集中度对于龙头企业意味着广阔的市场整合空间。中小型企业生产层面和营销渠道层面不具有规模优势，在行业增速放缓或者负增长的背景下将面临明显的经营压力，出现逐步退出市场的情况，龙头企业的市场占有率在这一过程中会持续提高。

图表 32：食品饮料主要细分领域行业集中度情况（2017 年）

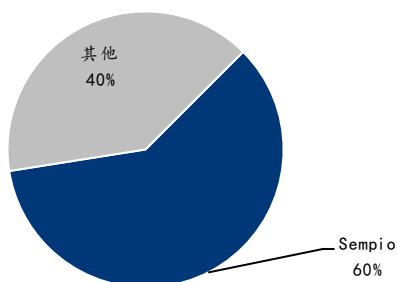


资料来源：Nielsen, Euromonitor, 中国调味品协会, 华泰证券研究所

参考日本和韩国的酱油行业，中国调味品市场集中度或有较大的上升空间

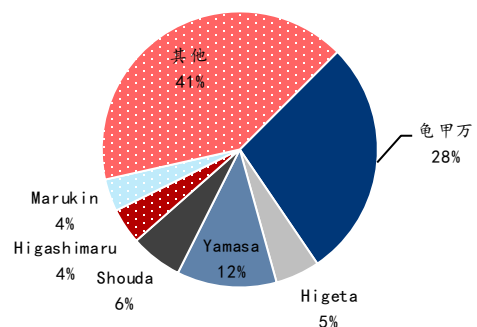
以酱油行业为例，目前韩国和日本的市场集中度均显著高于中国。韩国最大的酱油制造商膳府 Sempio 2017 年在韩国酱油行业的市占率为 60%，龟甲万集团（包括龟甲万品牌和 Higeta 品牌）在日本酱油行业的市占率为 33.2%，明显高于海天在中国酱油市场的份额。

图表 33：2017 年韩国第一大酱油厂商膳府 Sempio 市占率 60%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 34：2017 年日本第一大酱油厂商龟甲万市占率 33%

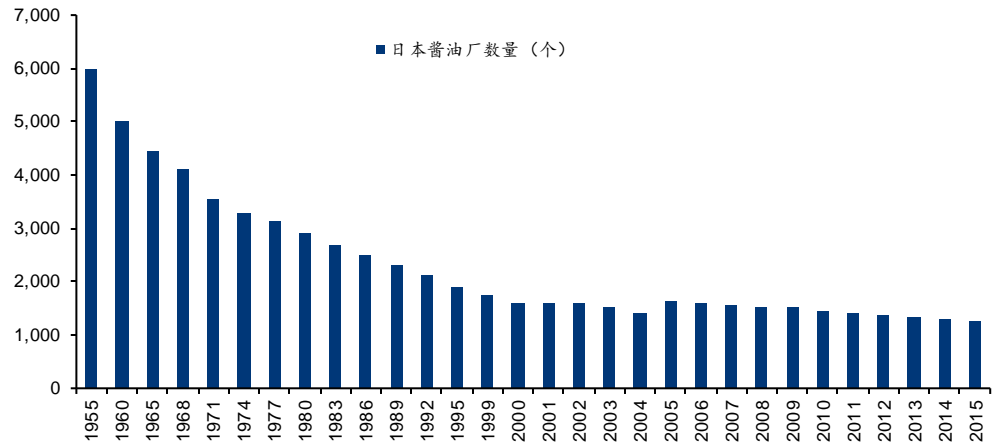


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

纵观日本酱油行业市场集中度提升的历史，中小企业退出市场的趋势明显。根据日本酱油协会的统计，二战后 1955 年日本全国范围内有 6000 家酱油厂，到 1980 年这一数量下降 50% 至 2927 家，到 2015 年日本全国范围内仅余 1258 家酱油厂。

以龟甲万为代表的大中型酱油企业在行业中的市占率获得了稳步提升。包括龟甲万在内的前 5 大日本酱油生产商的市场份额在二战后获得快速提升，从 1964 年的 33% 快速上升至 1967 年的 37%，随后在 1978 年上升至 50%。

图表 35： 二战后日本酱油厂数量明显进入下降通道



资料来源：日本酱油协会，华泰证券研究所注：2005 年日本酱油协会统计口径有所调整

市场集中度提升的路径：大企业引领的产品升级+小企业的代际传承限制

第 1 次产品升级：40 年代的酿造酱油和化学酱油之争。

- ✓ 二战后的 1945 年，被美军占领的日本面临严重的物资短缺，生产酱油重要的原料大豆主要由美国进口。为了在短时间内以较低成本满足日本国内对酱油的消费需求，相当数量的酱油厂商在此时被迫放弃了生产成本更高、生产时间更长的传统酿造方法，转而采用化学方法生产酱油。
- ✓ 随着战后经济的逐步恢复和酱油产量的稳定上升，日本于 1949 年解除了酱油出口禁令，并在 1950 年解除了战时的酱油价格管制，酱油行业重新进入了自由竞争时期。此时，主流的全国性酱油生产商开始转回酿造生产方法，通过品质更高的产品抢夺市场份额，部分区域性的中小型的酱油厂由于资本和人力的欠缺无法实现产品转变，仍然继续生产品质较低的化学酱油，最终在竞争中落败出局。

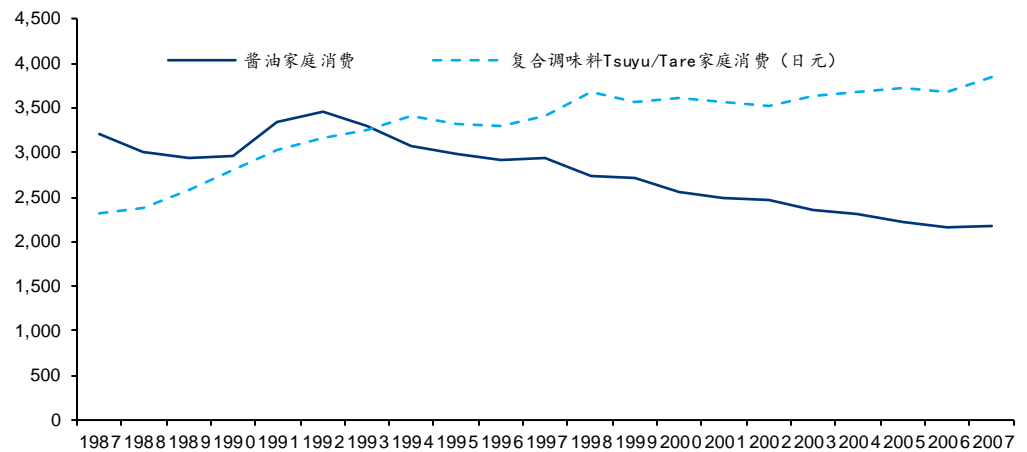
第 2 次产品升级：70 年代的酱油防腐剂问题。

- ✓ 进入 70 年代日本经济开始腾飞、消费者的可支配收入开始快速增长。食品添加剂和天然食品等问题开始进入公众视野，大众开始关注酱油中的添加剂对健康的影响。
- ✓ 从 1975 年开始，主流的酱油生产厂商开始停止在酱油产品中添加防腐剂，转而通过添加酒精或者无菌包装技术等方式解决酱油的保质问题，进而打消消费者的疑虑。到 1981 年，超过 50% 的日本酱油已经不再添加防腐剂。

第3次产品升级：90年代以酱油为基础的复合调味料的崛起。

- ✓ 进入90年代，由于日本经济和人口增速的放缓，以及调味品种类的多元化，酱油消费出现下降。根据日本总务省的数据，日本家庭酱油的消费金额从1987年的3217日元下降至2007年的2175日元，下降幅度为32%。
- ✓ 以酱油为基础的复合调味料Tsuyu和Tare更符合新兴消费者的口味需求，消费量持续上升。根据日本总务省的数据，日本家庭复合调味料Tsuyu（一种佐餐酱）和Tare（一种烤肉酱）的消费金额从1987年的2317日元上升至2007年的3844日元，上升幅度为67%。

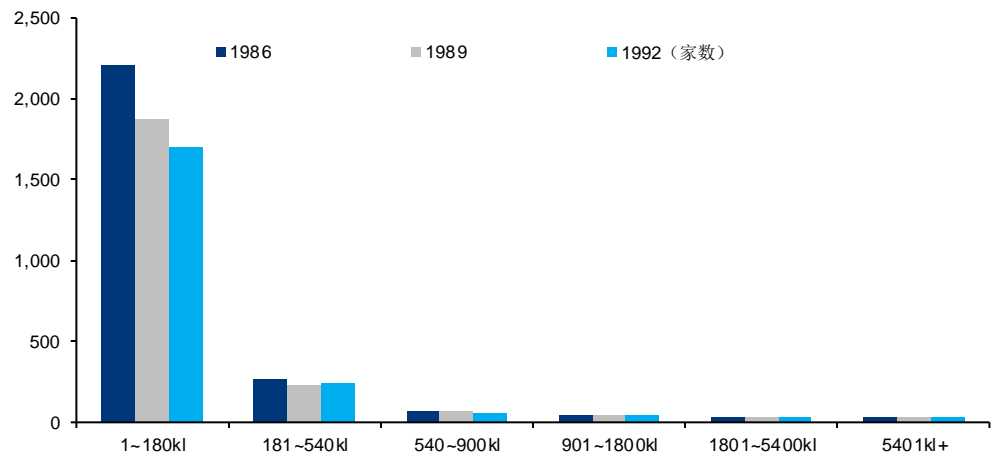
图表36：90年代以后酱油消费下降，以酱油为基础的复合调味料消费上升



资料来源：日本总务省，华泰证券研究所

中小型酱油企业由于继承的问题数量快速下滑，这部分中小型企业的市场份额被大型企业消化，间接推动市场集中度提升。年产量低于180kl的中小型企业在日本一度非常普遍，但是由于盈利状况不佳和缺乏继承人的原因，这类家庭作坊式的酱油生产商数量在激烈的市场竞争背景下快速下滑，1986年全国范围内还有2215家，到1989年下降至1871家，随后到1992年下降至1697家。

图表37：日本年产量低于180kl的小型酱油企业数量快速下降



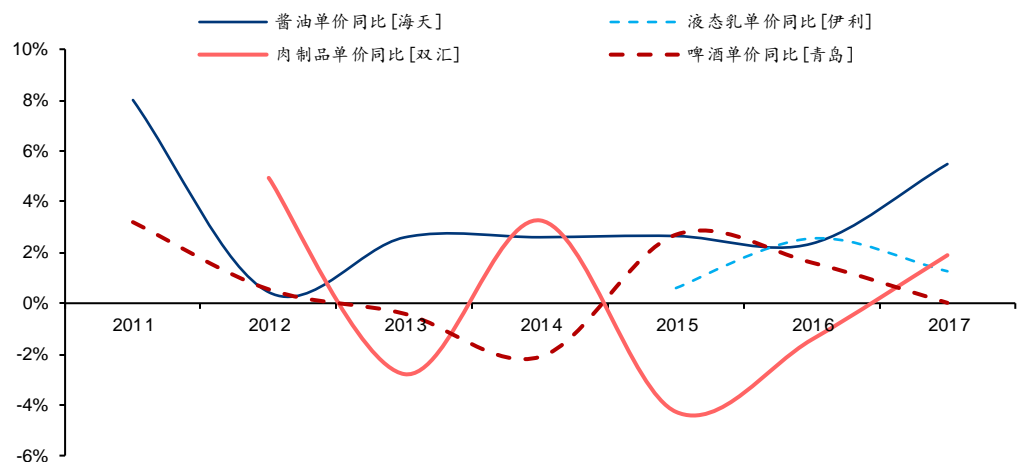
资料来源：日本总务省，华泰证券研究所

成长驱动力 2：产品提价

调味品行业内的龙头企业具有连续提高主力产品售价的能力。与双汇发展的肉制品业务、青岛啤酒的啤酒业务和伊利股份的液态乳业务相较，海天味业的酱油业务在过去 7 年中表现出更为强劲的提价势头，2010 年~2017 年产品售价的复合增速达到 3.48%。

主力产品的持续提价能力对于企业具有重大意义。首先，产品提价一般对应企业毛利率的上升，这意味着企业有能力投放更多的费用去提升渠道商和消费者对品牌的忠诚度，进而提升自身的市场占有率；其次，产品提价意味着在成本上涨周期中企业的利润不会被显著压缩，企业的经营风险相对较小，周期性相对较弱。

图表 38：代表性食品饮料企业的产品同比售价增速情况



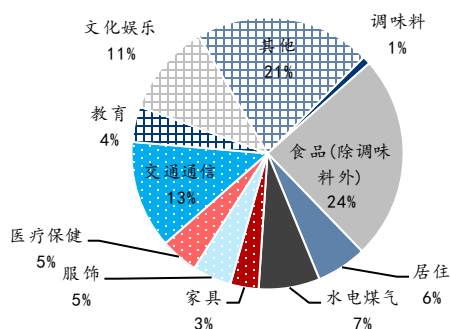
资料来源：Wind，华泰证券研究所

直接提价：下游客户价格敏感度低，消费粘性大，提价阻力小

根据日本总务省的统计，对于家庭消费者而言，调味品的支出在其消费支出中的占比仅为 1%，而且调味品的消费频次低，因此在购买过程中对调味品的价格敏感度相对较低。

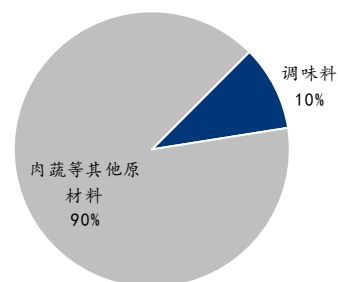
对于餐饮店而言，调味品在其原材料成本当中的占比较低，通常不超过 10%。以中国餐饮市场中占比最大的品类火锅为例，根据 Frost & Sullivan 的统计，2015 年中国火锅行业收入为 3553 亿元，火锅调味料的行业收入为 154 亿元，调味料在中国餐厅运营所需要采购的原材料和耗材项目成本占比约为 10%。

图表 39：调味品在居民消费支出中占比仅为 1%（日本，2007 年）



资料来源：日本总务省，华泰证券研究所

图表 40：调味品在中国餐厅原材料成本中占比仅为 10%（2017 年）



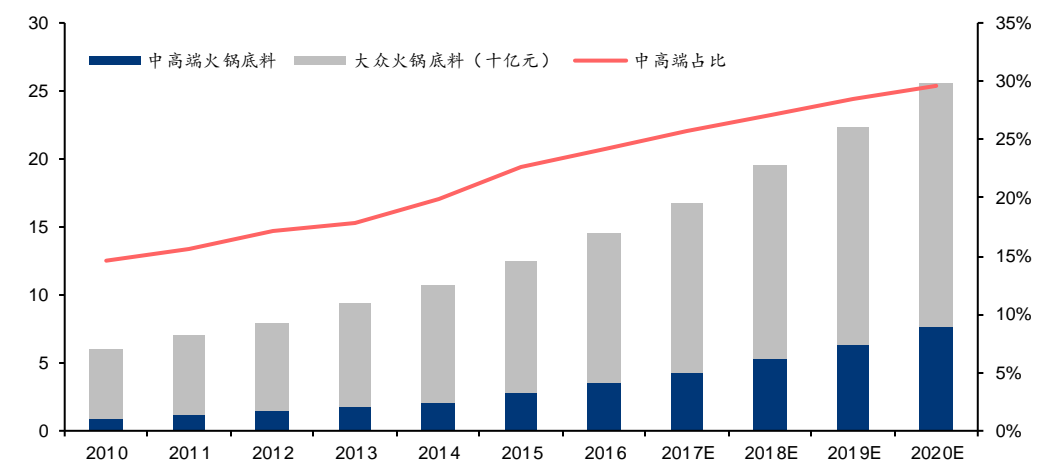
资料来源：Frost & Sullivan，华泰证券研究所

间接提价：消费升级带来产品结构的优化，中高端产品占比上升

消费者对健康和个性化的诉求推动调味品产品结构不断优化，中高端产品的占比呈现持续提升的趋势。以火锅调味料为例，过往牛油由于味道好而被广泛用于生产火锅调味料，但是目前以豆油、菜籽油等植物油制成的火锅调味料越来越受欢迎，主要原因就是迎合了消费者对于产品的健康诉求。

火锅底料市场可以细分为中高端和大众两个市场，大部分中高端火锅底料含植物油，且售价每包不低于人民币 10 元。根据 Frost & Sullivan 的统计，中高端火锅底料在整个火锅底料市场中的占比从 2010 年的 14.6% 快速上升至 2016 年的 24.2%，预计到 2020 年将达到 29.6%。

图表 41：中高端产品在整个火锅底料市场中占比预计 2020 年上升至 29.6%

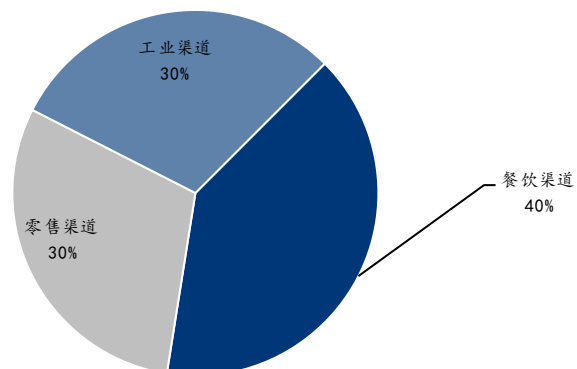


资料来源：Frost & Sullivan，华泰证券研究所

成长驱动力 3：来自终端和渠道的召唤，调味品企业的品类扩张

调味品行业的分销渠道包括零售渠道、餐饮渠道和工业渠道。零售渠道主要面向个人消费者，占比约 30%；餐饮渠道面向各类餐饮经营主体，占比约 40%；工业渠道主要面向食品加工企业，占比约 30%。

图表 42：中国调味品行业的渠道结构（2017 年）



资料来源：中国调味品协会，华泰证券研究所

由于绝大多数的调味品在渠道结构上的差异并不显著，因此调味品企业可以凭借其在现有的渠道的优势推进品类多元化的战略。目前包括海天味业、李锦记和中炬高新在内的主流调味品企业均同时拥有多条产品条线。

需求特征和渠道周转决定了品类扩张是调味品企业发展的必由之路

餐饮渠道是调味品销售最重要的渠道，而这一渠道的消费群体往往要求供应商具有提供一揽子调味解决方案的能力。餐饮渠道对调味品的消化速度很快并且量相对稳定，对高价格产品的接受程度也相对较高。对于餐厅的采购来讲，能够在较短时间内提供尽量全面的调味品供应的服务具有很强的吸引力，因为在总采购成本中的占比不高，调味品的价格反而不是餐饮渠道（尤其是中高端餐饮）首要考虑的因素。

由于调味品行业具有品类多、单个品类消耗量不大的特点，同时重要的消费终端餐饮普遍有 30 天左右的账期，这些因素决定了渠道经销商必须同时经营多个品类才能够维持具有竞争力的投资回报。目前除了海天味业的渠道商是专营之外，其他调味品品牌的经销商均是通过代理多个品牌来实现品类多元化。

图表 43： 餐饮终端的调味品采购属性

	高档餐饮	中档餐饮	低档餐饮
价值导向	品牌	质量	价格
采购形式	一揽子	部分一揽子	零星散采
采购周期	10-15 天	5-7 天	1-3 天
供应商	固定	相对固定	不固定
结算周期	30-45 天	月结批结	现结
服务方式	送货上门	送货自提	自提

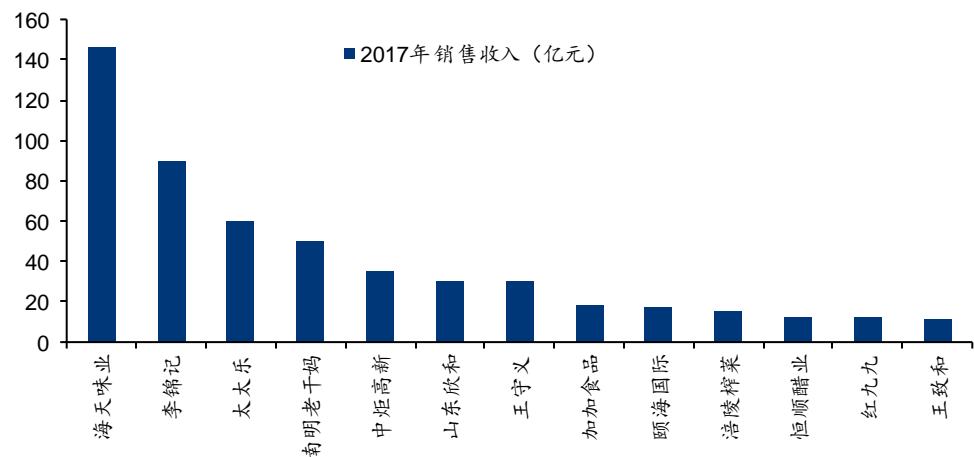
资料来源：《调味品营销》，华泰证券研究所

行业竞争格局：一超多强，百花齐放

调味品行业整体的市场集中度较低，中国最大的调味品企业海天味业 2017 年的营业收入仅为行业整体规模的 5%，目前调味品行业呈现“一超多强，百花齐放”的特点。

- ✓ 2017 年销售收入超过 100 亿的仅有以酱油为主业的海天味业，是目前中国最大的调味品企业；
- ✓ 收入规模在 50~100 亿之间的有综合调味品公司李锦记、以鸡精为主要业务的太太乐（雀巢旗下）和贵州南明老干妈。
- ✓ 收入规模在 10~50 亿之间的有酱油行业具有领先地位的中炬高新、山东欣和、加加食品，还有香辛料行业龙头王守义集团、食醋龙头恒顺醋业、酱腌菜龙头涪陵榨菜、腐乳龙头王致和、火锅调料龙头红九九和颐海国际等。

图表 44：2017 年销售收入超过 10 亿元的调味品公司



资料来源：Euromonitor，公司公告，华泰证券研究所

产品层面：酱油孕育多家大型调味品企业，其他细分龙头隐现

酱油作为调味品中最大的细分品类，是众多中国调味品公司的核心业务。在全国范围内具有影响力的酱油品牌包括海天和李锦记，这两家也是以收入计算中国最大的两家调味品企业；在各区域市场具有较强影响力的包括华南地区的中炬高新、湖南的加加食品和山东的欣和等。

调味品各细分行业龙头也基本出现，但是与酱油相比，其他调味品子行业的市场集中度更低，因此龙头的市占率领先优势尚不明显。食醋行业的龙头是镇江恒顺醋业，调味酱龙头是贵州南明老干妈，火锅底料的龙头是重庆红九九，料酒龙头是湖州老恒和，蚝油龙头是佛山海天味业，香辛料龙头是驻马店王守义，酱腌菜龙头是涪陵榨菜，腐乳龙头是北京二商王致和。鸡精行业与其他子行业不同，行业集中度比较高，目前主要由外资主导，包括雀巢旗下的好太太和联合利华旗下的家乐。

图表 45: 主要调味品企业及其业务板块情况

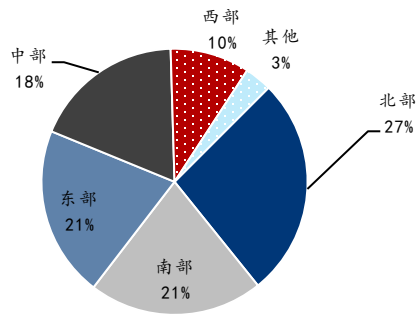
17 年收入(亿)	企业名称	股票代码	酱油	食醋	调味酱	鸡精	火锅料	中式复合	料酒	蚝油	香辛料	酱腌菜	腐乳
100~150	海天味业	603288.SH	☆☆		☆					☆☆			
50~100	李锦记		☆		☆					☆			
	太太乐					☆☆							
	老干妈				☆☆								
10~50	中炬高新	600872.SH	☆										
	山东欣和		☆										
	王守义							☆			☆☆		
	加加食品	002650.SZ	☆										
	颐海国际	1579.HK					☆☆	☆					
	涪陵榨菜	002507.SZ										☆☆	
	恒顺醋业	600306.SH		☆☆						☆			
	王致和									☆			☆☆
	红九九						☆						
	千禾味业	603027.SH	☆	☆									
	老恒和酿造	002226.HK							☆☆				
	家乐					☆							
	天味						☆						
	仲景大厨房				☆						☆		
	高福记				☆							☆	
	郫县豆瓣				☆								
	东莞永益							☆					
	德莊						☆						
	华宝国际	336.HK				☆		☆					
	水塔醋业			☆									
	紫林醋业			☆									
	山河醋业			☆									
	广合腐乳												☆
<10	保宁醋			☆									
	红太阳						☆						
	六必居											☆	
	老才臣									☆			☆
	安记食品	603696.SH						☆			☆		
	鱼泉											☆	
	圣恩							☆					
	珪一							☆			☆		
	朱老六	831726.OC											☆
	龙盛股份	834135.OC									☆		
	咸亨股份	834794.OC											☆
	巨龙科技	870157.OC								☆			

资料来源：国家统计局，中国调味品协会，Nielsen，Euromonitor，Frost & Sullivan，华泰证券研究所☆☆-细分领域龙头；☆-细分领域具有优势地位

渠道层面：区域分布特征明显，餐饮零售各显神通

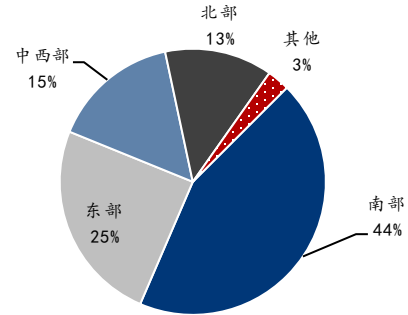
就地域覆盖面而言，海天和李锦记基本做到了全国市场的覆盖，海天的四大销售区域北部、南部、东部和中部对公司2017年的收入贡献均达到了20%左右，区域间的份额相对较为平均。其他的调味品企业则在不同程度上对个别优势的区域市场有较高的依赖程度，例如中炬高新对华南市场依赖程度较高，加加食品对华中市场依赖程度较高，恒顺醋业对华东市场依赖程度较高，涪陵榨菜和千禾味业对西南地区依赖程度较高。

图表46：海天四大主力区域收入份额均达到20%左右（2017）



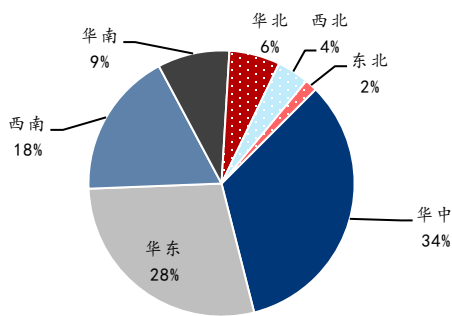
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表47：中炬高新收入对南部市场（广东）依赖程度高（2017）



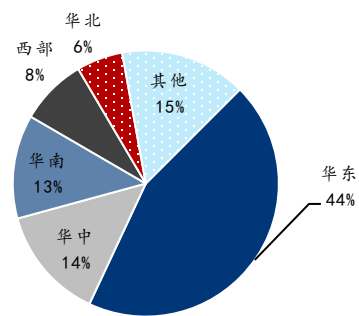
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表48：加加食品收入对华中市场（湖南）依赖程度较高（2017）



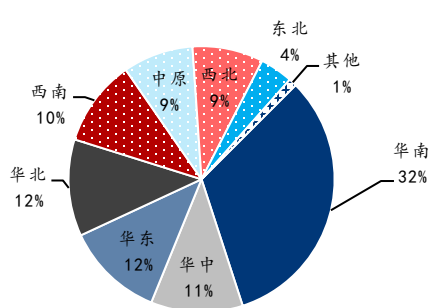
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表49：恒顺醋业收入对华东市场（江浙沪皖）依赖程度高（2017）



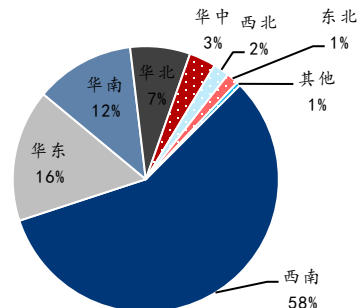
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表50：涪陵榨菜收入对华南市场（川渝）依赖程度较高（2017）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表51：千禾味业收入对西南市场（川渝）依赖程度高（2017）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

就渠道结构而言，海天和李锦记不仅在其起家的餐饮渠道消费中仍然具有很强的影响力，在零售渠道中的品牌影响力也很大，消费者认可程度高，公司的市场掌控力能覆盖所有主流渠道。区域性的调味品企业在渠道商上走特色路线，多数是在某一个或者某几个渠道中拥有比较强势的地位。以餐饮渠道为特色的企业包括颐海国际和安记食品，现代通路优势比较明显的有中炬高新和千禾味业，传统渠道掌控力强的代表是加加食品。

图表 52： 主要调味品企业及其优势渠道

	餐饮渠道	现代通路(商超 KA)	传统渠道(菜市场、食品店)
海天味业	☆	☆	☆
中炬高新		☆	☆
加加食品			☆
恒顺醋业		☆	☆
涪陵榨菜		☆	☆
颐海国际	☆		
千禾味业		☆	
老恒和		☆	☆
安记食品	☆		

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

和品类多元化类似，渠道的多元化发展是调味品企业的共识，因此调味品企业目前都在由优势渠道向其他渠道进行拓展。加加食品从低线城市的传统渠道起家，目前在大力推进现代通路的建设，以此达到销量的增长和产品结构升级的目的；中炬高新在现代通路和传统渠道相对强势，目前在着力突破餐饮渠道的短板。

机制层面：民企、外企和国企同台竞技

以海天味业为代表的民营企业和以恒顺醋业为代表的国有企业是调味品行业的最主要参与者。调味品具有快速消费品的属性，属于完全竞争的市场，机制灵活、激励到位，对本土市场理解更为深入的民营企业在调味品行业里表现出色。地方国企在行业内多扮演细分行业龙头的角色，业务也具有比较强的地域性，营销和渠道方面的能力较民营企业有一定的差距，但是本轮国企改革的推进正在释放这些企业的内在潜力。

图表 53： 上市调味品企业中民营企业和国有企业分类明细（截止 2018 年 1 季报）

民营企业			
企业名称	上市时间	是否首发解禁	大股东持股比例
海天味业	2014/2/11	是	58.24%
加加食品	2012/1/6	是	18.79%
千禾味业	2016/3/7	否	43.53%
安记食品	2015/12/9	否	54.00%

国有企业			
企业名称	上市时间	国有持股比例	国企改革进度
中炬高新	1995/1/24	10.72%	前海人寿成为第一大股东
恒顺醋业	2001/2/6	44.63%	n.a
涪陵榨菜	2010/11/23	39.65%	高管持股

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

目前中国调味品市场里外资企业活跃的领域主要是鸡精、西餐调味料和腐乳，由于调味品的地域特色明显，兼并收购是外资调味品企业进入中国市场的主要手段。

- 1) 鸡精：雀巢旗下的太太乐是目前国内最大的外资调味品企业，雀巢最初在 1998 年收购国内鸡精第一品牌太太乐 80% 股权，随后在 2001 年收购国内鸡精第二品牌四川豪吉 60% 股权，自此基本掌握了中国鸡精行业的话语权；美国味好美公司于 2013 年以 9 亿元人民币的对价完成对武汉亚太的收购，并获得后者旗下的“大桥”和“厨师乐”两个鸡精品牌。
- 2) 酱油：联合利华于 1998 年收购中国本土的老蔡酱油品牌，切入中国市场；日本味之素于 2006 年 4 月完成对淘大食品的收购，交易对手为达能，交易对价为 18.45 亿港元。伴随本交易，味之素获得上海淘大 60% 的股权并借此进入中国市场；日本龟甲万在 2009 年与台湾统一和河北珍极成立合资公司，进入中国调味品市场；亨氏集团在 2010 年以 1.65 亿美元的对价收购中国福达食品公司，获得后者旗下的味事达和广合腐乳两个品牌。

图表 54：主流外资调味品企业在中国市场的动作



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

是什么支撑了调味品行业的“高估值”？

财务视角的表象：市场给与高 ROIC 的资产高溢价

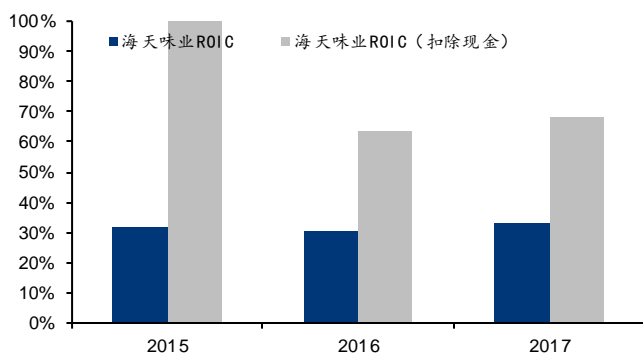
从财务的角度看，海天味业在食品饮料行业中具有偏高的 ROIC 水平而且持续性很强。调味品行业龙头海天味业在 2015-2017 年期间 ROIC 一直维持在 30% 以上，扣除现金的 ROIC 在 2016-2017 年期间也维持在 60% 以上。与包括伊利股份、双汇发展和养元饮品在内的食品饮料行业龙头相比，表现了出了非常稳定的高投入资本回报率水平。

图表 55：海天味业在 2015-2017 年期间保持了非常稳定的高投入资本回报率

	2015	2016	2017
营业利润	29.89	34.02	42.11
+ 财务费用	-0.49	-0.46	-0.82
- 投资收益	0.71	0.90	1.44
税前经营利润	28.69	32.66	39.85
- 企业所得税	5.02	5.70	6.84
NOPLAT	23.67	26.96	33.01
期初权益	74.88	87.51	100.14
期初有息负债	0	0	0
- 期初货币资金	51.18	45.19	51.97
IC(扣除现金)	23.7	42.32	48.17
ROIC	32%	31%	33%
ROIC(扣除现金)	100%	64%	69%

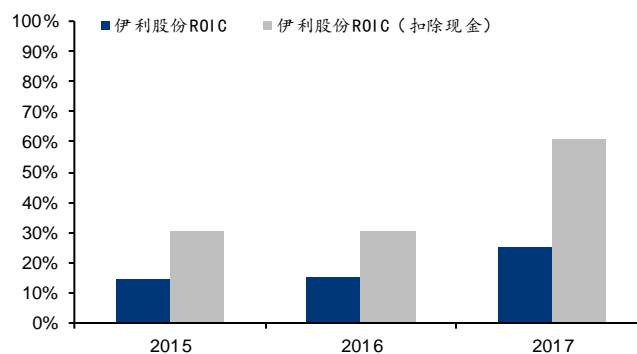
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 56：调味品龙头海天味业 2015-2017 年 ROIC 水平



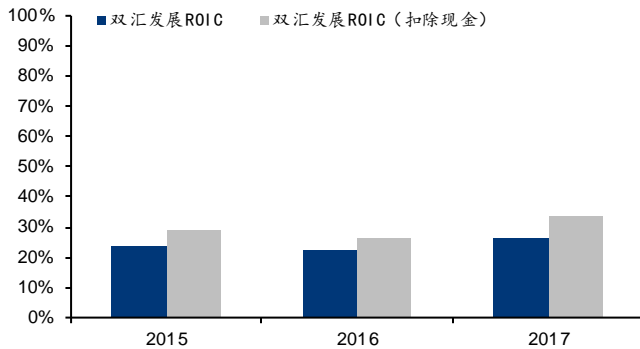
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 57：乳业龙头伊利股份 2015-2017 年 ROIC 水平



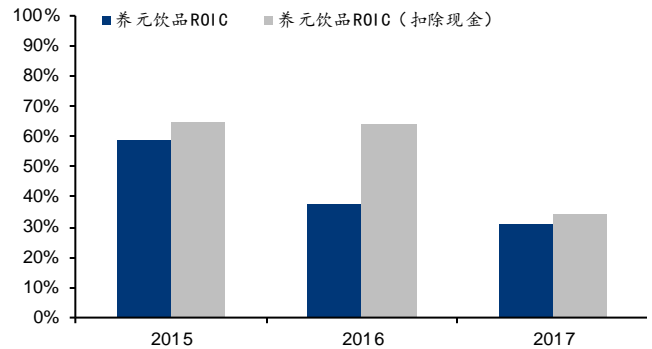
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 58: 肉制品龙头双汇发展 2015-2017 年 ROIC 水平



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 59: 饮料龙头养元饮品 2015-2017 年 ROIC 水平

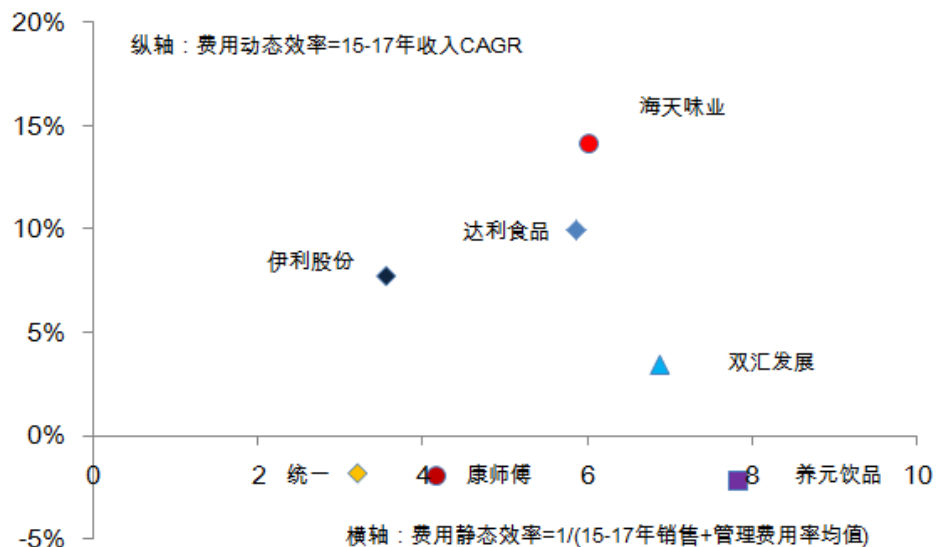


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

经营视角的表象：市场给与高费用投放回报的生意高溢价

从费用的角度看，调味品龙头海天味业的费用投放产出比较高。考察费用投放的效果主要有两个维度，首先是静态的看销售和管理费用率，一般情况下更低的费用率代表了更高的单位费用产出；其次是动态的看当前的费用投放力度能够带来的收入增长速度，相同的费用投放力度，带来的收入增速越高代表费用的投放产出比越高。

图表 60: 与其他主流食品企业相比，海天味业的费用投放产出比较高

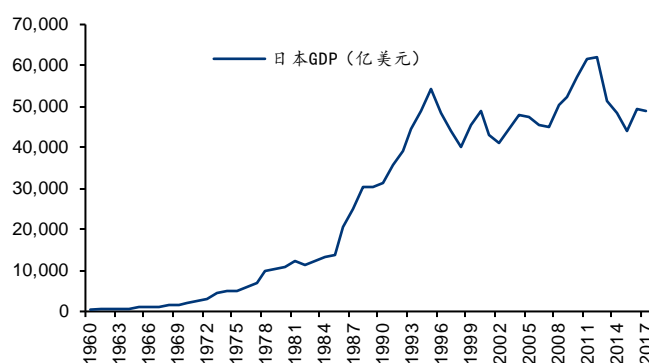


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

把静态和动态结合起来看，海天味业的优势比较明显。与伊利和达利食品为代表的高收入增长的企业相比，海天的单位费用静态产出明显更高；而与双汇发展和养元饮品为代表的低费用静态产出高的企业相比，海天的费用投放带来的收入增速明显更快。

内在逻辑 1：预期增长可持续，市场给予需求增长确定性溢价

二战后日本的经济在 20 世纪 70 和 80 年代实现了快速增长，但是进入 90 年代后则步入了经济增长停滞的时期，表象体现为 GDP 增速的明显放缓和不动产价格的下降。但是即使在经济增速明显下降的 90 年代，日本调味品市场的需求仍然呈现出了比较强的刚性。

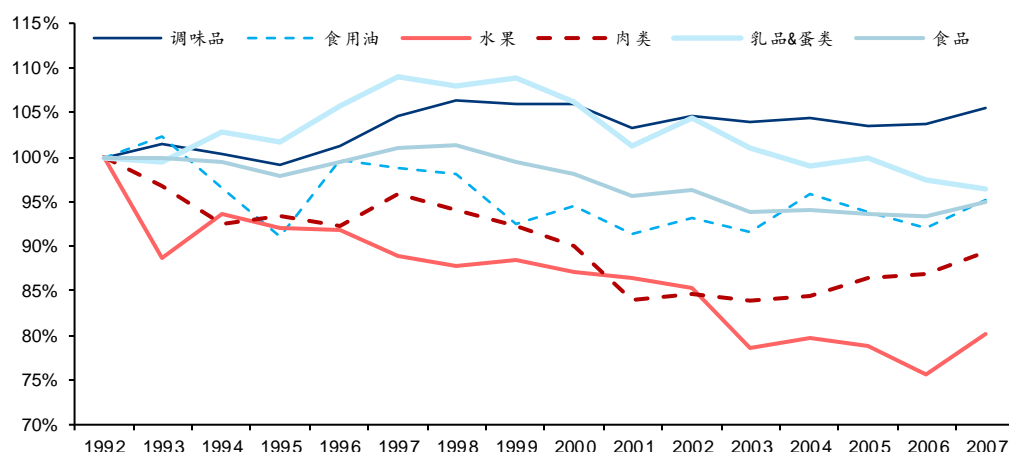
图表 61: 日本 GDP 自 1995 年达到阶段性顶端后停滞不前

资料来源：世界银行，华泰证券研究所

图表 62: 日本不动产价格指数自 1991 年达到高点后步入下行通道

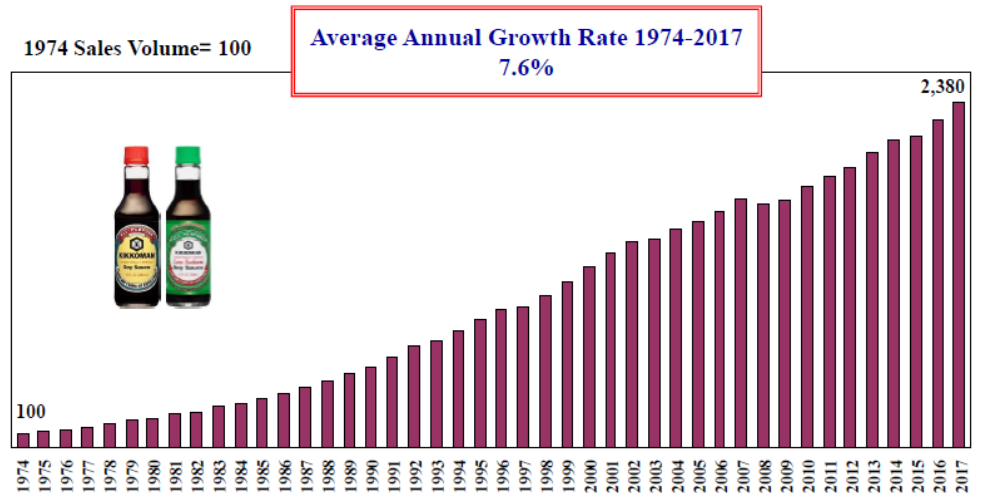
资料来源：日本国土交通省，华泰证券研究所

根据日本总务省的统计，1992 年到 2007 年期间，日本人均食品的消费支出下降了 5%。其中乳品和蛋类下滑了 4%，肉类下滑了 11%，水果下滑了 20%，食用油下滑了 5%，但同期的调味品的支出反而上升 5%。

图表 63: 日本主要食品种类的人均消费支出金额的变化情况 (1992 年=100%)

资料来源：日本总务省，华泰证券研究所

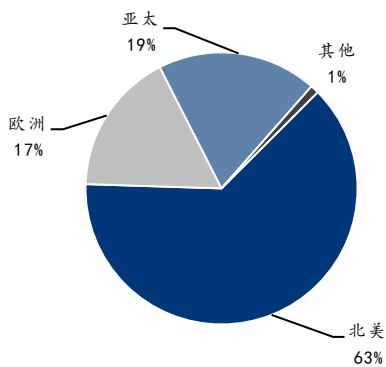
日式酱油企业海外市场扩张历史也印证了调味品需求的稳定性和增长潜力。根据龟甲万公司的年报，龟甲万在海外市场酱油的销量在 1974 年到 2017 年期间实现了 7.6% 的复合增速，在此期间增长十分稳健，仅在 2008 年全球金融危机期间出现了销量的负增长。

图表64： 龟甲万海外市场（非日本本土）酱油销量 1974~2017 年复合增速为 7.6%

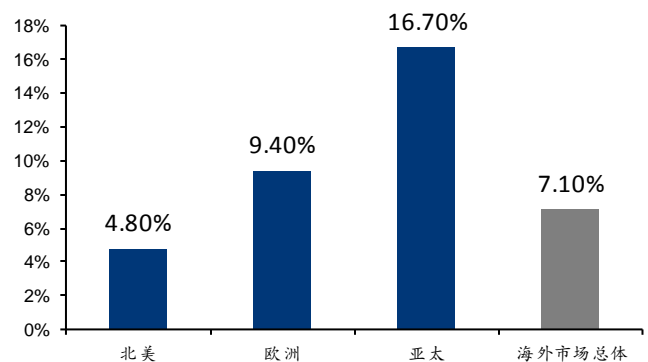
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

北美、欧洲和亚太（除日本外）是龟甲万的主要海外市场。北美是龟甲万发展相对比较成熟的海外市场，占据龟甲万 2017 年酱油业务海外收入的 63%，而欧洲和亚太地区则是较为新兴的海外市场，分别占据龟甲万 2017 年酱油业务海外收入的 17%和 19%。

龟甲万的海外市场酱油业务收入保持了稳定的增长，2009 年~2017 年的复合增速为 7.1%。过去 8 年龟甲万 3 个主要的海外市场均实现了较为稳健的收入增长，其中美国由于业务体量相对较大，2009 年~2017 年的收入复合增速约为 4.8%，同期欧洲和亚太的复合增速分别为 9.4%和 16.7%。

图表65： 北美、欧洲和亚太是龟甲万最主要的海外市场（2017 年）

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

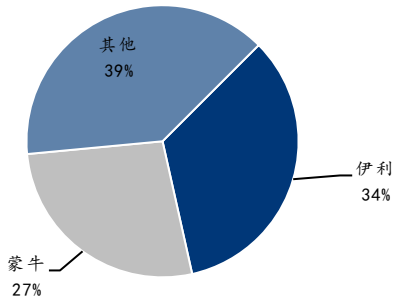
图表66： 龟甲万海外分市场 2009-2017 年酱油收入复合增速

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

内在逻辑 2：预期竞争格局稳定，市场给予宽护城河溢价

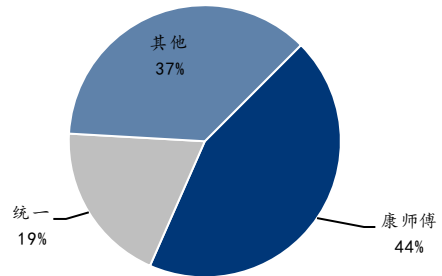
中国调味品行业目前是一超多强的单寡头格局，这种格局天然优于双寡头的竞争格局。在中国食品饮料行业当中，双寡头是相当常见的一种市场竞争格局，包括乳制品、方便面、包装茶和包装水等细分领域均呈现出这样的特征。双寡头意味着两家龙头公司的份额相仿，这种格局通常会在顺周期给企业产品提价带来压力（担忧提价导致损失市场份额），逆周期则给企业带来费用压力（需求不振的情况下打折促销压力加大）。

图表 67: 中国液态奶的双寡头格局: 伊利和蒙牛 (2017Q4)



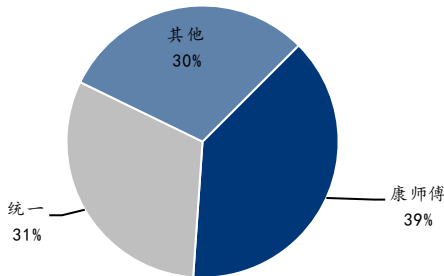
资料来源: Nielsen, 华泰证券研究所

图表 68: 中国方便面的双寡头格局: 康师傅和统一 (2017Q4)



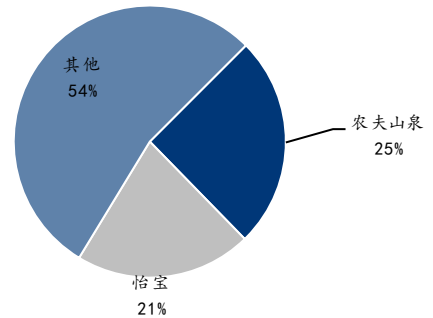
资料来源: Nielsen, 华泰证券研究所

图表 69: 中国包装茶(含奶茶)的双寡头格局: 康师傅和统一 (2017Q4)



资料来源: Nielsen, 华泰证券研究所

图表 70: 中国包装水的双寡头格局: 农夫山泉和怡宝 (2017Q4)

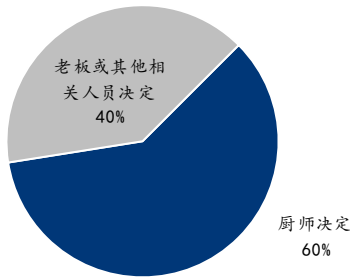


资料来源: Nielsen, 华泰证券研究所

调味品企业的护城河比较宽, 市场格局的稳定性相对较强。与包括乳制品、包装水等在内的一般的食品饮料的品类不同, 调味品当中面向餐饮市场的需求占比相对较高, 厨师处于对菜品口味一致性和食品安全的考虑, 调味品品牌更换的成本较高。对于企业而言, 这部分市场存在比较明显的“易守难攻”的特性。

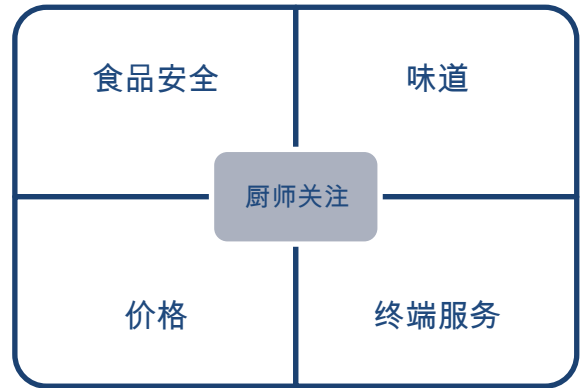
调味品企业对餐饮渠道的市场争夺在很大程度上体现为调味品品牌对厨师心智的争夺。根据 Made for goods 的统计, 餐馆当中有约 60% 的原材料和调味料的品种是由厨师决定的, 而且一般来讲, 越高档的餐厅当中厨师对调味品选择的话语权越强。对于厨师来讲, 由于要对餐厅菜品的口味和安全性负责, 因此对于调味品的关注主要体现在食品安全、味道、价格和终端服务这 4 个维度。

图表 71: 餐馆 60%的原材料和调味品品牌由厨师决定



资料来源: Madeforgoods, 华泰证券研究所

图表 72: 厨师选择调味品的主要关注维度



资料来源: 中国调味品协会, 华泰证券研究所

为了争夺餐饮市场, 龙头的调味品企业开发出了形式多样的争夺厨师心智的营销战术。厨师具有一些非常明显的群体性特征, 根据 Made for goods 的统计, 厨师群体中 95%是男性; 年龄大多在 18~35 的区间; 超过 90%的厨师每周工作超过 60 个小时; 跳槽率高, 平均 13 个月换一个主厨; 受教育程度普遍不高; 同业交流、餐饮赛事、电视节目和社交网络平台是厨师获取行业信息的重要渠道。针对厨师群体的这些特征, 龙头调味品企业通过厨师推广会、会员积分管理体系、名厨授课和搭配赠品等方式巩固和提升市场份额。

图表 73: 厨师社群的特点和调味品企业的营销战术

厨师社群的特点	调味品厂商针对性的营销战术
1 95%男性, 18~35 岁居多	产品销售搭配客户可能感兴趣的赠品
2 超过 90%的厨师每周工作超过 60 小时	帮忙引进稀缺食材和菜式, 协助更新菜单
3 跳槽率高, 平均 13 个月换一次主厨	采用以人为单位的积分体系, 跳槽后也能累计
4 受教育程度普遍不高	组织名厨授课等特色的活动
5 同业交流是获取信息的重要渠道	组织厨师推荐会和赛事, 帮忙跟踪生意好的餐馆动态

资料来源: 中国调味品协会, Madeforgoods, 华泰证券研究所

图表 74: 海天味业组织的厨师推荐会



资料来源: 海天味业, 华泰证券研究所

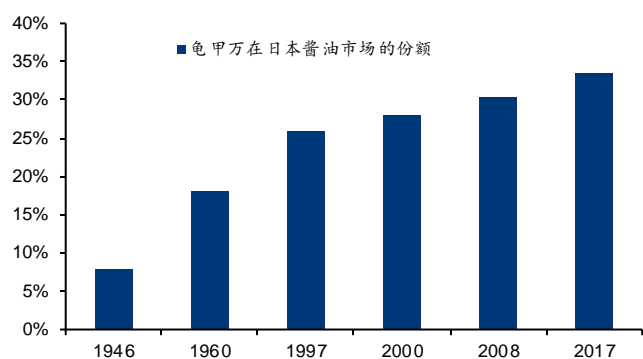
图表 75: 李锦记组织的餐饮赛事



资料来源: 李锦记, 中新网, 华泰证券研究所

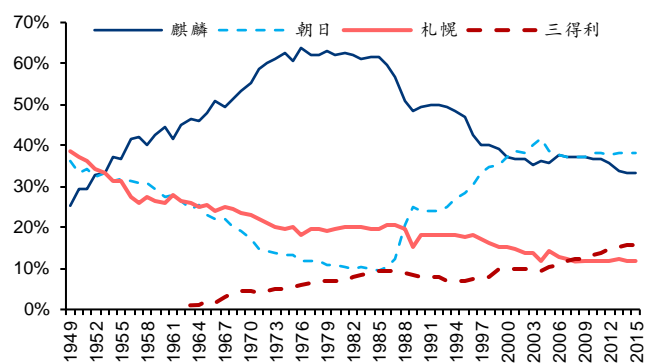
从日本的历史上来看, 调味品的行业格局稳定程度较以啤酒为代表的普通快消品更稳定。根据日刊经济通讯社的统计, 龟甲万在日本酱油市场的份额从 1946 年的 8%逐步上升至 2017 年的 34%, 维持了在日本酱油市场的份额领先地位, 市场占有率一直比主要竞争对手 Yamasa 更高。但是相较之下, 日本啤酒行业的竞争格局则自二战后发生了重要的变化, 80 年代之前麒麟啤酒份额远远领先其他竞争对手, 但是朝日啤酒在 80 年代末和 90 年代初市场份额进入了快速上升通道, 分别在 1988 年和 2001 年超过札幌啤酒和麒麟啤酒, 成为新的日本啤酒霸主。

图表 76: 龟甲万在日本酱油的市场份额自二战后一直保持第一



资料来源：日刊经济通讯社，华泰证券研究所

图表 77: 日本啤酒行业格局自二战后发生较大的变化



资料来源：朝日啤酒，华泰证券研究所

风险提示

调味品需求不达预期：如果宏观经济增速出现较为明显的下滑，调味品需求也存在出现增长压力的情况。

调味品价格上调对需求造成的影响大于预期：如果调味品企业对市场的需求估计过于乐观，以较为激进的节奏上调产品价格，则会存在对需求产生负面影响的风险。

行业竞争加剧：如果行业竞争加剧，企业的费用投放回报和 ROIC 存在下行的风险，这会对行业和企业估值水平产生负面影响。

食品安全问题。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com