

推荐 (维持)

渗透提升，格局变换

2020 年 06 月 16 日

复合调味品专家云对话实录

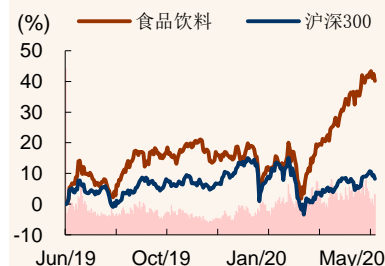
上证指数 2890

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	109	2.8
总市值 (亿元)	46477	7.6
流通市值 (亿元)	43117	8.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.1	22.6	38.7
相对表现	4.0	22.9	30.5



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《食品饮料行业周报(2020.06.14)》
一茅台股东大会如期举办，今世缘维持全年目标》2020-06-15
- 2、《食品饮料行业周报(2020.06.14)》
一茅台股东大会如期举办，今世缘维持全年目标》2020-06-14
- 3、《全国草根调研汇总—乳品、调味品动销恢复，疫情后龙头优势更明显》
2020-06-08

杨勇胜

yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

欧阳予

ouyangyu@cmschina.com.cn
S1090519040003

于佳琦

yujiaqi@cmschina.com.cn
S1090518090005

李泽明

lizeming@cmschina.com.cn
S1090519020001

6月10日，招商食品饮料团队邀请到了调味品行业资深专家陈小龙先生就复合调味品方向展开了一场云对话。陈先生深耕行业多年，对复合调味品具有独特理解。本次分享会，陈先生就复合调味品行业发展趋势，产品属性，竞争格局，调味品企业核心竞争优势，产业链上下游议价能力等相关问题分享了看法。

- **菜系及人口变化带动调味品品类成长，火锅、简餐等赛道优质，趋势向好。**
从餐饮端看调味品，菜系的变化往往会催生新的调味品巨头。改革开放后粤菜北上，将粤菜饮食习惯和相关调味料渗透到了全国各地。当前最大的餐饮形式是火锅，去厨师化明显，坪效高于其他餐饮形式，火锅成长直接催生了火锅底料的成长。除此之外，我们看到简餐（如酸菜鱼）和快餐等也都是很优质的赛道，从电商数据看，火锅底料、咖喱和酸菜鱼调料是前三大复合调味料。
- **疫情加速C端渗透，“去厨师化”背景下B端需求增加，复合调味品渗透率逐渐提升。**从发达国家看，日本复合调味品渗透率从0到49%，美国从0到51%，专家估计我国沿海及一线城市渗透率能达到30%-35%。C端来看，80/90后逐渐成为家庭中的烹饪主力，较强的烹饪需求叠加烹饪技术不足使复合调味料成为最佳选择，今年疫情加速了家庭端渗透。B端来看，“去厨师化”大背景下，复合调味料能满足连锁餐饮快速扩张的刚性需求，企业面对小B提价难度不大，但是大B议价能力较强。从发达国家的历史经验来看，复合调味品在调味品里的占比有望达到80%。短期看，复合调味品替代传统调味品的过程可能因为消费者习惯受到一定阻力。
- **细分赛道机会足够多，企业竞争尚不激烈。**当前我国复合调味品还处于发展初期，企业在各个细分赛道中各自发展，较大的如火锅底料、中式复合调味汁、小龙虾调料等，总体竞争格局尚未形成。各细分赛道都还存在机会，也暂时看不到天花板，领域内企业表现很活跃，但并未观察到明显的激烈竞争。
- **B端粘性较大，产品差异体现在技术差异，未来看好具备研发能力、品牌影响力及渠道优势的企业。**对于B端餐饮企业，调味品成本占比在5%-10%之间，厨师用惯某个调味品后不会轻易更换，粘性较强。食品工业企业类似，不会轻易更换配方或供应商。C端的粘性会相对弱些，家庭消费会尝试新品或换口味。复合调味品最核心的壁垒是研发能力和技术水平，原材料的变化可以通过技术调整弥补。当前行业处于成长早期，格局尚不清晰，看好具备研发能力、品牌影响力及渠道优势的企业快速成长为各细分赛道龙头。
- **风险提示：需求回落、成本上涨、竞争加剧、新品推广不及预期**

调味品行业专家云对话实录

6月10日，招商食品饮料团队邀请到了调味品行业资深专家陈小龙先生就复合调味品方向展开了一场云对话。陈小龙先生深耕调味品行业多年，在实体企业、咨询公司及投资领域均有过丰富的调味品行业研究经验，著有营销专著《调味品营销第一书》《通路精耕》、《通路精耕操作全解》等著作。

以下是招商食品饮料行业分析师、投资者与陈小龙先生对话实录：

主持人：今天非常荣幸能够邀请到调味品行业资深专家陈老师来为我们大家做线上分享，相信陈老师是很多投资者的老朋友了，会前，我们提前向投资者收集了一些问题，那我就先代投资者就这些问题集中向陈老师进行提问。

首先第一个问题，历来某一类调味品的成长及快速发展往往是由一种餐饮趋势的兴起所带动的，陈老师可否介绍一下餐饮行业的最新趋势及调味品行业中新兴的产业机会呢？

陈小龙：整体而言，调味品有三个消费端，其中最大的消费端是占比可达到60%的餐饮，其次是占比30%的家庭端，占比10%的食品工业及其他。不同的品类中，三个消费端占比有所不同，比如酱油在餐饮端和家庭端占比相差不多，各占50%左右，食品工业端占比则可以忽略不计。

从餐饮端看调味品可以看到，当菜系出现变化的时候就有新的巨头产生。改革开放以前，八大菜系是分散的，各有各的需求；改革开放带动了全国各地的投资，很多海外华人和香港投资者以说粤语为主，催生了粤菜北上，将粤菜饮食习惯和相关调味料渗透到了全国各地。因此，在过去的近二十年中，粤菜菜系排第一。近两年，川菜超过了粤菜，其中最大的餐饮形式是火锅。目前最新的排序是火锅第一，川菜第二，粤菜第三。调味品新的行业机会一般是由菜系的变化或是人口的变化所带来的，大菜系里面一定有大的调味品。这些产业数据可以从中国餐饮协会、中国烹饪协会的统计数据中可以看到。总体而言，大菜系的变化及人口的变化跟调味品趋势品类的成长有很大关系。比如，火锅成长催生了火锅底料的成长，基本上每一家做火锅底料的企业都在成长，有一些濒临倒闭的企业也伴随着这股风潮重新成长起来了。

主持人：从您的感受来看，您认为川菜包括火锅这股风潮还能维持多长时间呢？有没有一些其他的菜系也出现了比较好的势头呢？

陈小龙：这是一个很好的问题，我此前也存在同样的疑惑，我也问过很多餐饮人火锅究竟还能火多久。一般而言，一个网红菜品或爆品菜基本上是可以火两年，但是我认为火锅这种餐饮形式是会一路火下去的。火锅的餐饮形式之所以能够成为第一大菜系是需求决定的。从餐饮端而言，餐厅的去厨师化很明显，火锅（锅底+食材）对厨师的要求不高，火锅餐饮形式的坪效相比于其他餐饮形式也要高出很多，火锅是高毛利/高成长的品类，从各个方面而言，火锅都是一个非常优质的赛道。简餐（如酸菜鱼）和快餐等也是很优质的赛道。无论是疫情前还是疫情后，从电商渠道反馈的数据来看，第一大复合调味料是火锅底料、第二大是咖喱、第三是酸菜鱼调料。其中，酸菜鱼调料还有更多复合调味品延伸的市场机会，目前最大的问题在酸菜上，南北方对于酸菜能不能吃，汤能不能喝存在一些分歧点。但是我估计这些分歧点会随着品类扩大，口味融合而慢慢消失，目前来看算酸菜鱼调味料也是一个比较好的成长点。

主持人：从您的观点来看，餐饮行业的业态也具有一定供给决定需求的趋势。我们三到五年前看复合调味料也才刚起步，当时看很多东西都还比较模糊，但最近感觉很多东西

变化也很大。陈老师能否帮忙回顾一下行业在这三到五年里的一些变化呢，包括需求端的渗透、个别品类的技术标准化程度等等。

陈小龙：从沙利文的数据来看，中国的复合型调味品渗透率是 18%，日本是 49%，美国是 51%。我们认为沙利文的数据偏保守，**从我们自身的调研数据来看，我认为我国沿海及一线城市的复合调味品渗透率能够到达 30%-35%，我将这称为“陈小龙版的渗透率数据”**。同时，疫情加速了复合调味料在家庭端的渗透率，80 后/90 后是家庭端复合调味料的使用主力军。从挂面、酵母等类调味品数据及外卖数据看出 80 后/90 后的烹饪习惯，发现 80 后/90 后有较强的烹饪需求但是烹饪技术不足，因此他们的最佳选择就是复合调味料。通过疫情，复合调味料在家庭端完成了强渗透，复合型调味料在家庭端的渗透率及消费需求是加快的。从餐饮端来看，以真功夫快餐为例，从前我们是看不到真功夫的招牌菜香汁排骨饭是如何做的，但现在店员已经不避讳在消费者面前制作排骨饭，就直接将复合调味料和食材一起放入蒸笼。从这些细微变化就可以看出，复合调味料在连锁餐厅里面已经成为了刚需，同时也是连锁餐厅能够快速扩张的刚性需求。因此，**无论是从家庭端还是餐饮端，复合型调味料已经成为了较明显的刚需。**

主持人：您如何定义复合调味料呢？

陈小龙：在中国调味品协会的网站上，复合调味品的官方定义是将两种调味品复合在一起。基于官方定义，我做出了一个修正版的定义：将三种味道复合在一起满足功能化、营养化、方便化为特征的调味品就是复合调味品。但是随着研究的进一步深入，我们发现无论是消费者、投资者还是研究者而言，大家还是对复合调味品的定义感到有些模糊。那我就再讲一个模糊的精确版定义：**将食材和集成化的调味品用简单的烹饪方式就能做出菜的集成化调味品就是复合调味品。**

主持人：相比于传统调味品，复合调味品的制作工艺有所不同，在传统调味品制作工艺中，有的调味料是需要经过长时间的酿造、发酵等等。而有些复合调味料是通过调配而成，那您认为复合调味料下游的客户对产品的粘性如何呢？不同品牌的产品是否存在较强的差异化呢，是否能够使消费者存在一定的粘性和转化成本呢？

陈小龙：从食品工业端而言，粘性相对较强，配方在总成本中占比较小，转换配方价值不大，因此方便食品、肉制食品和休闲食品是不会轻易改变配方的。但是当公司要求比较高或者利益结构发生变化，就存在换供应商的可能性。比如，某个食品研发功能发生变化或者某个供应商的综合服务没有满足公司，那么公司可能会换供应商。整体来看，复合调味品在食品工业端相对比较稳定。餐饮端的性质跟工业端比较类似，餐饮端一个厨师炒十几个不同的菜，也是不会轻易改变配方的，除非是基于成本上的硬要求，由餐厅高级领导决定而改变。家庭端的粘性会相对弱一些，会出现换口味尝试新品种的情况，比如一直选择某家的酸菜鱼调料，中途可能会换口味选择其他品牌的酸菜鱼调味料，可能发现口味不行又重新换回以前的品牌。总体来说，调味品还是一种习惯消费很强的产品。

主持人：您刚才提到了复合调味料在各个渠道的不同，那陈老师认为 B、C 端从产品形态和消费者行为上来看有什么差别呢，尤其是 B、C 端的客户对价格的敏感程度如何呢？

陈小龙：B 端主要看调味品是否容易被取代，在小 B 端的提价难度不大。对照出品价格，中餐的调味品占比大约是 5%-8%，西餐的调味品大约占比是 10%，厨师用惯某个调味品之后不会轻易选择换产品，小 B 端的议价能力相对较弱。但是大 B 端（如连锁餐饮）议价能力较强，基本上每两年就会对调味品压一次价，压价幅度在 5%左右，有的大 B 端压价幅度会更大到达 10%以上。我们从上市公司的报表上可以看出变化，比如天味食品

的复合调味料在不同渠道的价格变化可以得到一部分佐证。大 B 端压价主要是压供货商，因此如果是厂家直供（本身供货价格较高，存在价格空间），那么压价对厂家也不会造成影响。总体而言，大 B 端的压价对厂家不会造成影响。压价在定制产品上可能会对厂家造成一定影响，但是对厂家的净利率和毛利率不会产生影响，同时厂家也可以推出高毛利新品进行平衡。

主持人：我感觉复合调味品生产端的原料比较复杂，会不会出现某些原料在上游比较难拿到呢？

陈小龙：复合调味品的最大壁垒是研发能力、技术实力。比如，同样是做火锅底料，有的企业做得很好吃，有的企业就不行。如果技术是壁垒，那么原材料就不会成为壁垒，因为原材料的一些变化是可以通过技术调整来弥补的。所以，总体来看，原材料是基本上不存在壁垒的。但是也有一种特殊情况会使得原材料成为壁垒，比如对原材料有特殊要求且上游相对集中。比如优质牛油火锅底料中的牛油的酸价在 2-3（一般老火锅的牛油酸价则高几倍），生产商需要保证安全性且有技术做得到这点，这存在一些小壁垒，但也不算很强的壁垒。总体而言，复合调味品的最大壁垒是以研发为核心的技术。

主持人：复合调味品在逐步替代传统调味品的过程中，会不会存在一些我们看不到的阻力呢？比如在厨师群体、传统调味品利益者群体中，复合调味品对传统调味品的替代过程会不会受阻呢？

陈小龙：复合调味品替代传统调味品是全球性的趋势，复合调味品在中国发展和演变也是按照全球的趋势来发展的。从发达国家来看，日本复合调味品的渗透率也是从 0 到 49%，美国从 0 到 51%。复合调味品在替代传统调味品的过程中会存在阻力，但从长远来看这些阻力都无法阻挡替代的前进趋势。阻力主要是在使用习惯上，比如李锦记蒸鱼豉油出来以后，很快在小 B 端发展起来了，但是在大的酒店可能存在一定阻力。蒸鱼在大酒店一般是由行政主厨在早上调一缸调味料，一般的厨师在做菜时再将调味料淋在鱼上，大酒店可能会为了保持自己的风味和特色而不使用复合调味品。因此使用习惯可能会带来一些阻力，但是不会影响长期趋势。

主持人：复合调味品行业目前还是比较零散的，想请问陈老师如何看待复合调味品目前的竞争格局，比如火锅、中式调味品、西式调味品等赛道具体是什么情况呢，是否头部品牌已经体现出较为明显的优势，还是说位于后面的中小品牌也还存在一定机会呢？

陈小龙：我们国家复合调味品的渗透率还处于发展阶段，比较大的复合调味品有火锅底料、中式调味汁等等，总体竞争格局还没有形成，每一个赛道都还存在机会。举个例子，小龙虾调味料是非常典型的复合调味料，但是在这个领域里至今仍然没有产生任何一个巨头，没有出现消费者一定要指定买哪个品牌的情况。目前来看，只要有研发能力、渠道以及品牌就可以拓展品类，比如海天目前没有做火锅底料、咖喱，但如果它去做肯定行，鲁花、千禾也是。做复合调味品要研发能力、渠道、品牌，在目前品类格局不明显的情况下，只要满足前面这三个条件就可以做了。

主持人：听您的介绍，总体感觉复合调味品还处于发展阶段，竞争还不是很激烈。那从未来三五年来看的话，陈老师认为复合调味品的竞争格局是趋于激烈呢，还是就跟现在的竞争格局差不多呢？

陈小龙：我觉得判断竞争是否激烈是你是否感到窒息、对未来是否有信心。学术一点来讲，就是波特五力有没有对你造成威胁。眼下复合调味品的竞争显然没有很激烈，只是大家在这个领域里很踊跃。并且目前可以看到在复合调味品的每个细分赛道都还存在机

会，也暂时看不到天花板，但是去看传统调味品比如酱油，明显就能发现天花板已经很明显了。

主持人：您最近也在做一些一级市场的投资，能否一级市场的投资角度来分享一下您看项目的一些要点，比如会更关注企业的哪些特点和指标？

陈小龙：我是先在实体企业做了 10 年以后，跳到了咨询行业做了 11 年调味品的咨询，然后又跳回实体企业做了三年，目前做调味品行业赛道投资做了两年，因此我的判断的维度会更多一些，而不仅仅是局限于财务投资维度。**我首先会看赛道，赛道成长性不好的话，团队再强也无意义。**我们现在划分了 27 个品类、116 条小的赛道，将赛道研究完再去研究其中的头部企业。**第二，谁去做。多维度地去评判其核心的领导人和团队，比如管理者的学习能力、激励机制、品牌与渠道的投入。**

投资者：您刚提到研发能力是企业一个很重要的能力，您能否具体介绍一下调味品企业的研发能力体现在哪里吗？

陈小龙：复合调味品的顾客群体主要是餐饮端、家庭端、工业端。从家庭端看，消费者个人对于口味选择和企业的研发能力关系不太大。而餐饮和工业端对调味品企业的要求不仅是研发时长（效率），还有的会指定原材料去研发，这个并非每个企业都能完成。仅有配方是不行的，还需要技术，以及根据下游应用场景来不断做配方调整。研发不仅是知识，还是反应能力、企业综合实力（机器/仪器）、应用团队的综合体现等。

投资者：陈老师您认为是餐饮连锁在驱动调味品市场，还是调味品自身的逻辑在促进其增长？以及您如何看待未来调味品的格局、行业集中度呢？

陈小龙：对比海内外的发展历程来看，我认为是调味品自身的演变逻辑在发挥作用。首先，调味品行业是消费习惯很强的行业，其次复合调味品在调味品里的占比会越来越高，未来可能达到 80% 左右。行业集中度与公司战略、产品差异化有关系。

投资者：您认为目前复合调味品行业中有前景的行业与企业有哪些呢？

陈小龙：我们以火锅底料为例，红九九以前很厉害，天味食品和颐海国际上市后，红九九的成长马上慢下来了。我觉得在复合调味品赛道，对每个企业都是公平的。有研发能力、品牌影响力和渠道影响力的企业就能抓住机会脱颖而出。目前，我比较看好天味食品和颐海国际，我认为这两家企业是跑出来了。

投资者：请问陈老师如何看待单一调味品料酒的市场空间有多大呢？料酒行业的毛利率明显比醋和酱油都高，但是头部企业老恒和并没有将料酒做大，海天等头部企业也没有将注意力集中在这个品类上，陈老师是如何看待这个情况呢？

陈小龙：各种厨房用酒在未来都可以被料酒所取代，厨房用酒的市场容量大概有 300 亿，料酒在厨师用酒中的占比会越来越大，因此目前料酒的市场容量是被低估的。从老恒和发布的公告来看，目前它主要受资金影响发展，但想要做大料酒市场就需要资金支持做强研发能力、品牌及渠道能力等等。从年报可以看出老恒和尽管大客户在下降，但整体平稳，说明渠道结构在变化，非 KA 渠道在成长。同时，恒顺的料酒其实也在成长，如果激励机制更好的话，未来成长远不止如此。而海天则是分阶段在各个品类里投入精力，未来海天在料酒品类上也是可以快速成长的。复合料酒的基酒是黄酒，海天过去是直接外部购买黄酒，那未来海天是自己做黄酒，还是收购黄酒企业做料酒呢？因此海天对于料酒基酒的黄酒问题一旦想明白怎么做，海天料酒的成长一定会高过其食醋的成长速度。

风险提示：需求回落、成本上涨、竞争加剧、新品推广不及预期

参考报告:

- 1、《食品饮料行业周报（2020.06.14）—茅台股东大会如期举办，今世缘维持全年目标》2020-06-15
- 2、《食品饮料行业周报（2020.06.14）—茅台股东大会如期举办，今世缘维持全年目标》2020-06-14
- 3、《全国草根调研汇总—乳品、调味品动销恢复，疫情后龙头优势更显》2020-06-08

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，8 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，3 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，3 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，3 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名，2019 年新财富第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。