

食品饮料

复合调味料是一门怎样的生意？

复合调味料作为基础调味料的衍生品类，二者在生意本质上具有较强的相似性，均是一门满足消费者口味需求的生意，具有必选品属性，抗周期能力较强。我们将试图从生意本质、行业发展阶段、行业发展空间等多个角度探讨复合调味料行业的发展前景。

1) 复合调味料是一门怎样的生意？

从行业进驻门槛来看，基础调味料注重生产工艺和产地，复合调味料注重配方和原材料。**1) 生产工艺：**复合调味料的生产方法主要包括发酵提取型、分解反应型和原料混配型。其中原料混配型复合调味料相对常见，壁垒较基础调味料低；**2) 生产地域性：**复合调味料常常选取原材料所在地，如火锅料和川式调料常在川渝建厂，日式调味料多选取在山东、上海等沿海地区；**3) 品类丰富度：**复合调味料品类拓宽的边界远高于基础调味料，行业的创新支撑行业快速扩容。从口味粘性角度来看，消费者对复合调味料的口味粘性更高，同时品类多元是扩大消费受众范围的重要途径。

2) 复合调味料行业正处什么样的阶段？参与者应当打造怎样的护城河？

我们认为我国复合调味料行业尚处于发展初期阶段，量增市场、竞争格局分散、行业加速扩容与渗透是主要特征。相对而言，复合调味料行业参与者正处于“跑马圈地”的快速增长阶段。从基础调味料行业来看，龙头海天、恒顺的毛利率约45%，佐餐类调味品涪陵榨菜的毛利率更高，将近60%。而随着行业竞争格局趋于稳态，龙头的利润率水平呈现稳中略升的态势。反观复合调味料行业，C端代表颐海、天味毛利率37%-38%，B端代表日辰股份毛利率相对较高（约50%）。与竞争格局相对稳定的酱醋行业不同，复合调味料行业目前并未呈现出稳步向上的态势，在一定程度上，反映出行业仍未进入洗牌整合阶段，参与者处于跑马圈地的成长阶段。

论当下，我们认为以产品为基础的跑马圈地、产能扩充是在行业扩容时期抢占先机的关键。看未来，我们认为除了品牌、渠道、规模优势之外，复合调味料的产品属性决定了研发能力也是关键因素之一：1) 未来市场集中度提升带来多元供给出清，对龙头企业研发能力提出更高要求；2) 研发规模优势，奠定复合调味料进驻连锁餐饮的基础。

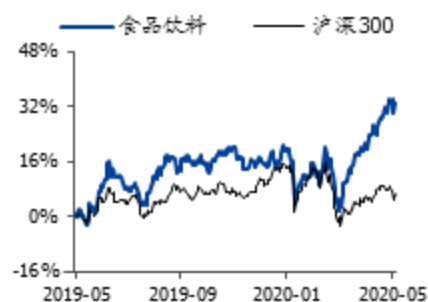
3) 拉长视角来看，复合调味料行业的发展空间有多大？

我们试图从B、C两端来看行业的成长空间：B端受益于餐饮连锁化率提升及复合调味料加速渗透，我们估计B端复合调味料市场空间约2350亿元。C端来看，我国人均复合调味料的消费支出较日美仍有较大差距，结合饮食习惯的差异，我们中性估计我国人均复合调味料的支出水平仍有超三倍的提升空间，则C端复合调味料市场规模约为2346亿元。综合来看，我们估计我国复合调味料市场空间约为4696亿元，仍有较大的发展潜力。

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧；原材料价格波动。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

1、《食品饮料：本周专题：江苏白酒实地走访情况反馈》

2020-05-23

2、《食品饮料：本周专题：安徽草根调研反馈》

2020-05-17

3、《食品饮料：本周专题：从农夫山泉看瓶装水行业的生意经》2020-05-10



内容目录

1、复合调味料是一门怎样的生意？	3
2、复合调味料企业应当打造怎样的护城河？	4
3、拉长视角来看，复合调味料行业的发展空间有多大？	8
4、风险提示	10

图表目录

图表 1: 复合调味料的分类繁多（专业划分法复合调味料得分类及种类）	3
图表 2: 部分复合调味料的生产工艺流程对比	4
图表 3: 基础调味料的生产工艺流程——以海天味业为例	4
图表 4: 复合调味料市场快速发展（量增）	5
图表 5: 复合调味料行业竞争格局较为分散	5
图表 6: 我国复合调味料行业主要监管标准一览	5
图表 7: 基础调味料行业主要公司毛利率走势对比（%）	6
图表 8: 安琪酵母酵母系列毛利率及安琪酵母国内市占率变强情况（%）	6
图表 9: 天味食品各品类毛利率走势（%）	6
图表 10: 颐海国际各产品毛利率走势（%）	6
图表 11: 日辰股份各细分品类的毛利率走势情况（%）	6
图表 12: 天味、颐海、日辰产能情况对比（吨）	7
图表 13: 中日调味品行业发展阶段对比	8
图表 14: 味之素发展历程（产品不断推陈出新，展现出强大产品研发能力）	8
图表 15: 我国复合调味料行业市场空间估算	9
图表 16: 火锅底料渠道分布情况（2015 年）	9
图表 17: 我国餐饮连锁化率仍有较大提升空间	9
图表 18: 各国复合调味料在调味品中的占比对比	10
图表 19: 我国人均复合调味料支出仍有较大的增长空间（美元）	10

1、复合调味料是一门怎样的生意？

复合调味料作为基础调味料的衍生品类，二者在生意本质上具有较强的相似性，均是一门满足消费者口味需求的生意，具有必选品属性，抗周期能力较强。但是复合调味料与基础调味料产品属性、发展阶段等方面存在差异，决定了二者在行业进驻壁垒、消费者口味粘性等方面或略有不同。在此，我们将从生产工艺、区域生产、品类丰富度等多个方面，基于该问题进行探讨。

相较于基础调味料，复合调味料行业壁垒深不深？

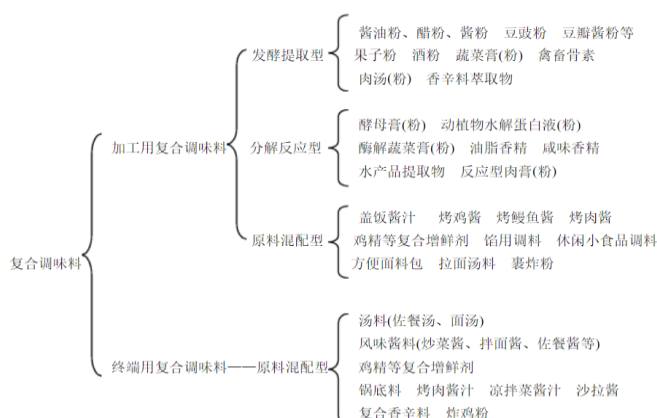
所谓复合调味料是相对于单一调味料（酱油、醋、盐等基础调味料）而言，是指用两种或两种以上的调味品经过特殊加工而制成的调味料，因此种类较为繁多。

从行业进驻门槛来看，基础调味料注重生产工艺和产地，复合调味料注重配方和原材料。

1) 生产工艺：根据专业划分法，复合调味料的生产方法主要包括发酵提取型、分解反应型和原料混配型。其中原料混配型复合调味料相对常见，主要应用于终端（C 端及餐饮）渠道。我们梳理了天味食品、日辰股份主要生产产品的生产流程，可以发现二者均采用原料混配型的生产方式。原料配比、混合以及炒制是相对关键的生产环节。而对比基础调味料，我们以酱油为例，生产工艺主要包括日式（以龟甲万、千禾为代表，高盐稀态控温发酵）和广式（以海天、厨邦为代表，日晒夜露天然发酵）两种，菌种生产、制曲、晒制为关键环节，相对来说难以被复制。**2) 生产的地区性：**基础调味料酱油，尤其是广式酱油对于天然晒制要求较高。从行业发展的变迁来看，酱油企业目前在我国日晒充足、气候温暖的南部形成产业集群，印证了地区性特点。复合调味料常常选取原材料所属地，如火锅料和川式调料常在川渝建厂，日式调味料多选取在山东、上海等沿海地区。**3) 品类丰富度：**为满足消费者日益多元的口味需求，复合调味料品类不断多元，品类拓宽的边界远远高于基础调味料，行业的创新支撑行业快速扩容。

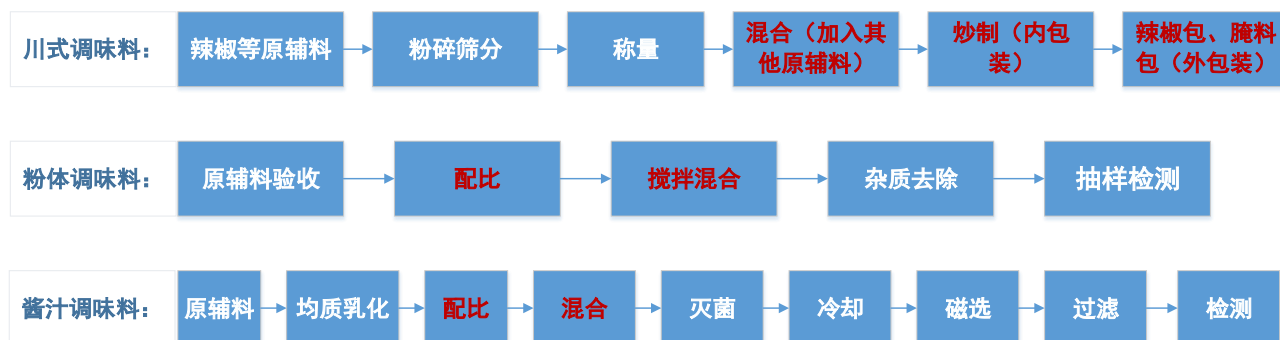
从口味粘性角度来看，消费者对复合调味料的口味粘性更高。消费者对于调味品具有一定的口味粘性，而调味品的复合化程度越高，口味特性则越鲜明突出，消费者对于该品类的口味粘性也将会相应增强，例如麻辣、鲜咸、清甜等口味均有忠实爱好者。但是在口味粘性增强的同时，单一复合化调味品的受众相较基础调味料也在逐步收窄，我们认为品类多元是扩大消费受众范围的重要途径。

图表 1：复合调味料的分类繁多（专业划分法复合调味料得分类及种类）



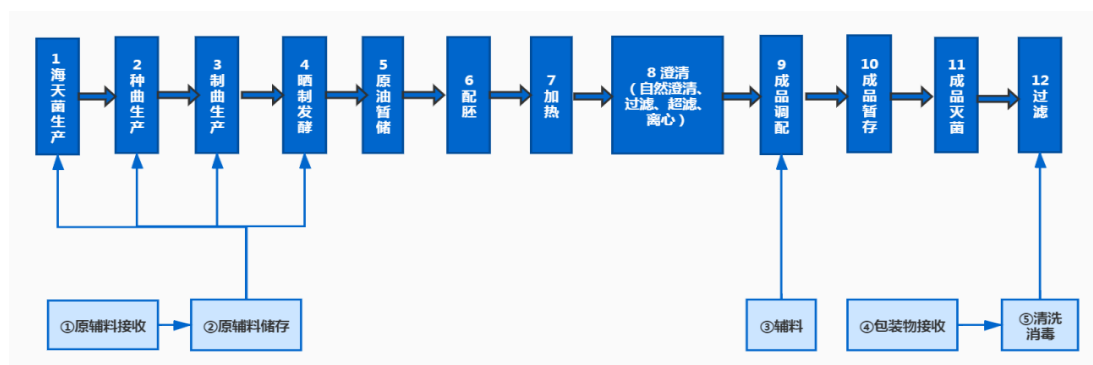
资料来源：《复合调味料的分类及其特征》，国盛证券研究所

图表 2: 部分复合调味料的生产工艺流程对比



资料来源：天味食品公司公告，日辰股份公司公告，国盛证券研究所

图表 3: 基础调味料的生产工艺流程——以海天味业为例



资料来源：海天味业公司公告，国盛证券研究所

2、复合调味料企业应当打造怎样的护城河？

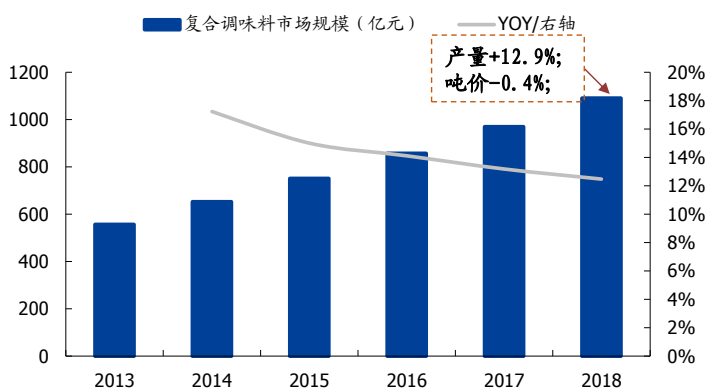
我国基础调味料行业历史悠久，其发展可以溯源至清朝时期，而复合调味料作为基础调味料的衍生品，20 世纪 70 年代我国才开始出现传统的十三香、五香粉等复合香辛料，与目前所常见的川菜调料、火锅底料等复合调味料仍有较大的不同，随着社会经济以及研发能力的发展，我国自 2013 年以来，调味品的复合化程度进一步提高，开始进入全复合调味阶段，各类酱汁、粉类及汤类复合调味料不断涌现。我们梳理了复合调味料的发展情况，认为我国复合调味料行业尚处于发展初期阶段，该阶段的主要特征如下：

- **量增市场。**根据 Frost&Sullivan 的统计，2018 年我国复合调味料市场规模为 1091 亿元，近几年来行业规模保持双位数高增，2013-2018 年复合增速约为 14.4%。同时根据新思界研究中心的统计，2018 年我国复合调味料产量为 55.9 万吨（+12.9%）若假设产销率为 100%，则吨价变动幅度约为-0.4%。量增之所以是支撑行业快速发展的核心因素，我们认为主要原因系：**1）行业在工艺、地域等方面的进驻门槛相对较低；2）监管的门槛较低。**我们梳理了我国复合调味料行业的监管标准，可以发现，目前行业监管主要集中在火锅底料，同时以地区性监管为主。我们认为目前复合调味料行业蓬勃发展，监管标准出台的速度不及新品推出速度，从而为复合调味料扩容创造沃土；**3）品类丰富度提升。**目前我国的复合调味料行业品类持续扩充，但是相较于日本等发达国家，品类丰富度上仍有较大提升空间，品类多元为

行业量增提供支撑。

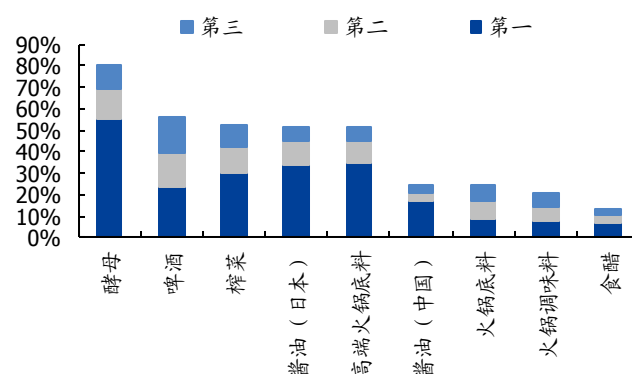
- **竞争格局分散。**目前我国复合调味料行业的竞争格局尚未形成，对标食品饮料其他子行业的集中度：**一方面**，复合调味料行业整体集中度较低，以发展最为成熟的火锅底料业务为例，2015 年火锅底料及火锅调味料行业 CR3 分别约为 24%、21%，处于子行业集中度下位区；**另一方面**，从前三名的市占率情况来看，除颐海国际在高端火锅底料行业中优势较为突出外，整体火锅底料业务第一名与二三名的差距并不明显，行业格局仍存较大变数。
- **行业加速扩容与渗透。**我们认为行业的高壁垒与行业的高增速在一定程度上具有矛盾性，我们不能一边欣然接受行业高增速的同时，要求现阶段的复合调味料行业拥有与基础调味料行业类似的高壁垒，要求行业公司具备类似成熟基础调味料龙头一样深厚的护城河。对标日美等国的复合调味料行业的渗透率及人均消费水平，我们认为，复合调味料市场培育、行业加速扩容是该阶段的发展主旋律，而目前相对较低的行业门槛也为产品不断创新、行业快速发展创造了必要条件。

图表 4：复合调味料市场快速发展（量增）



资料来源：Frost&Sullivan，新思界产业研究中心，国盛证券研究所

图表 5：复合调味料行业竞争格局较为分散



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所（注：火锅调味料、火锅底料、高端火锅底料竞争格局均为 2015 年数据，酱油（中国）为 2016 年数据，榨菜行业为 2017 年数据，其余均为 2018 年数据）

图表 6：我国复合调味料行业主要监管标准一览

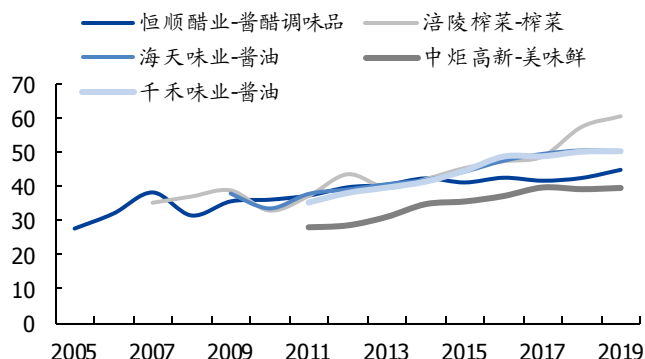
颁布时间	法规名称
2009	全国：《火锅底料国家标准》
	全国：《火锅企业经营服务规范》
2014	全国：《出口火锅底料中多种合成色素的测定》
	《辽宁省食品安全地方标准：三鲜火锅》
	《重庆市食品安全地方标准：火锅底料》
2015	全国：《加强火锅原料、底料和调味料监督管理通知》
2016	《四川省地方标准：食品安全地方标准半固态复合调味料》
	《四川省食品安全地方标准：火锅底料》
	《陕西省食品安全地方标准：火锅底料》
2018	《贵州省火锅调料团体标准》
	全国：《火锅调料团体标准》
2019	全国：《关于彻底治理“地沟油”的提案》答复
	全国：《食品安全国家标准：复合调味料》

资料来源：百度，国盛证券研究所

相对而言，复合调味料参与者正处于“跑马圈地”的快速增长阶段。从基础调味料行业来看，龙头海天、恒顺的毛利率约为 45%，佐餐类调味品涪陵榨菜的毛利率更高，将近 60%。而随着行业竞争格局趋于稳态，龙头的利润率水平呈现稳中略升的态势。反观复合调味料行业，C 端代表颐海、天味毛利率 37%-38%，B 端代表日辰股份毛利率相对较

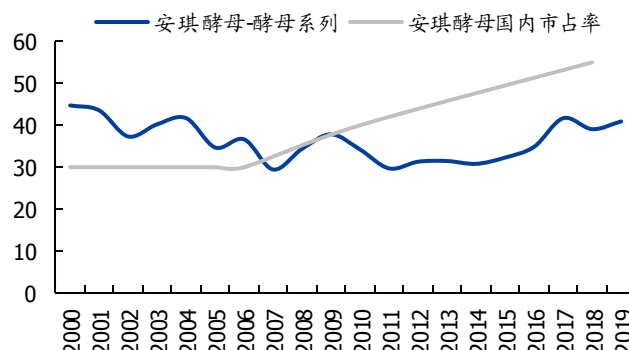
高，在 50%左右。与竞争格局相对稳定的酱醋行业不同，复合调味料行业目前并未呈现出稳步向上的态势，在一定程度上，反映出行业仍未进入洗牌整合阶段，参与者处于跑马圈地的成长阶段。

图表 7: 基础调味料行业主要公司毛利率走势对比 (%)



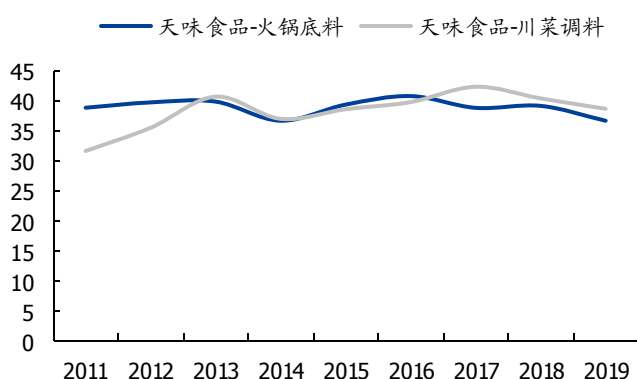
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 安琪酵母酵母系列毛利率及安琪酵母国内市占率变强情况 (%)



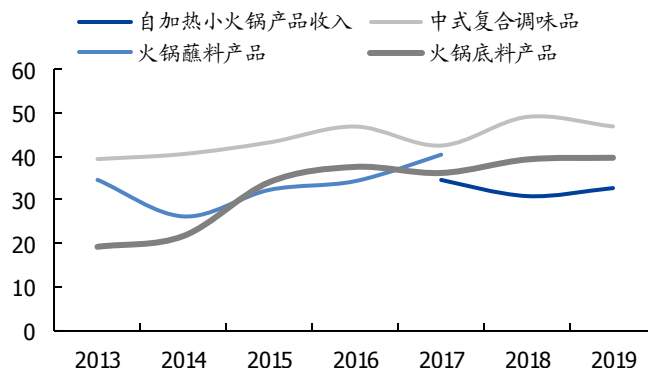
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 天味食品各品类毛利率走势 (%)



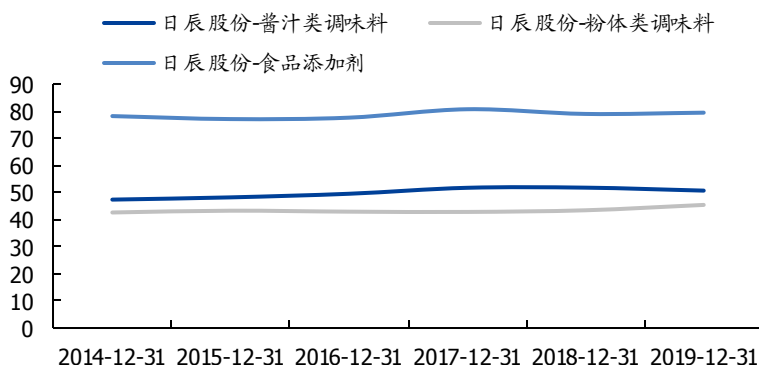
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 颐海国际各产品毛利率走势 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 日辰股份各细分品类的毛利率走势情况 (%)



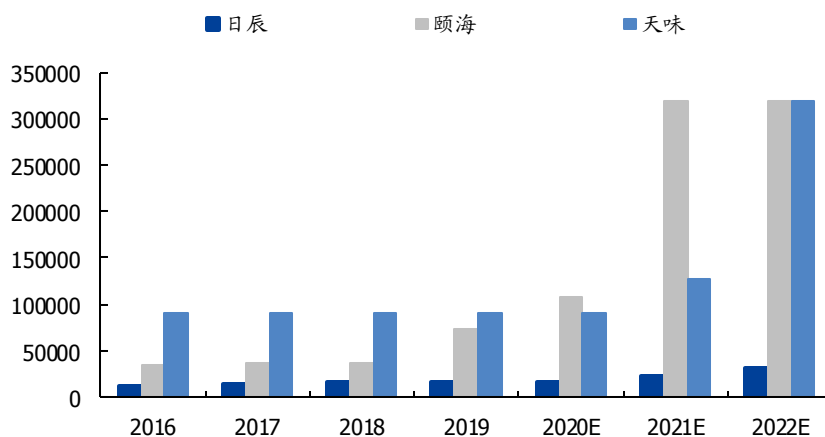
资料来源: wind, 国盛证券研究所

论当下，复合调味料公司应当如何抢占先机？

对标基础调味料酱油，在经历了计划管制期、洗牌调整期、上升整合期、高速发展期后，目前酱油行业已进入消费升级期，且整体行业处在量价齐升的成长阶段。正是经过了长期的行业发展，行业龙头的地位不断稳固，竞争优势日益凸显，因此我们目前可以清晰看到海天等基础调味料龙头的深厚护城河所在：1）品牌；2）渠道；3）规模优势。我们认为这些优势也必将成为复合调味料企业实现长期发展的关键，但是此类竞争优势需要长时间培育，从目前的发展阶段来看，以产品为基础的跑马圈地、产能扩充是在行业扩容时期抢占先机的关键。

我们梳理了主要复合调味料企业产能规划情况，颐海国际、天味食品及日辰股份在完成上市之后，依托资本赋能，均将产能布局作为工作重点。根据各公司公告，天味食品及颐海国际 2022 年产能预计均将达到 31.8 万吨，实现产能快速扩充。日辰股份上市之后也推出产能建设计划，预计于 2023 年新增产能 2 万吨，较上市前实现翻倍以上增长。

图表 12：天味、颐海、日辰产能情况对比（吨）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所（注：颐海国际河北省霸州一期工程预期带来超 7 万吨产能，其中南车间已于 2019 年 9 月投产，北车间预计于 2020 年 8 月正式投产，我们在此假设南北车间产能各占一半。）

看未来，复合调味料公司应当打造怎样的护城河？

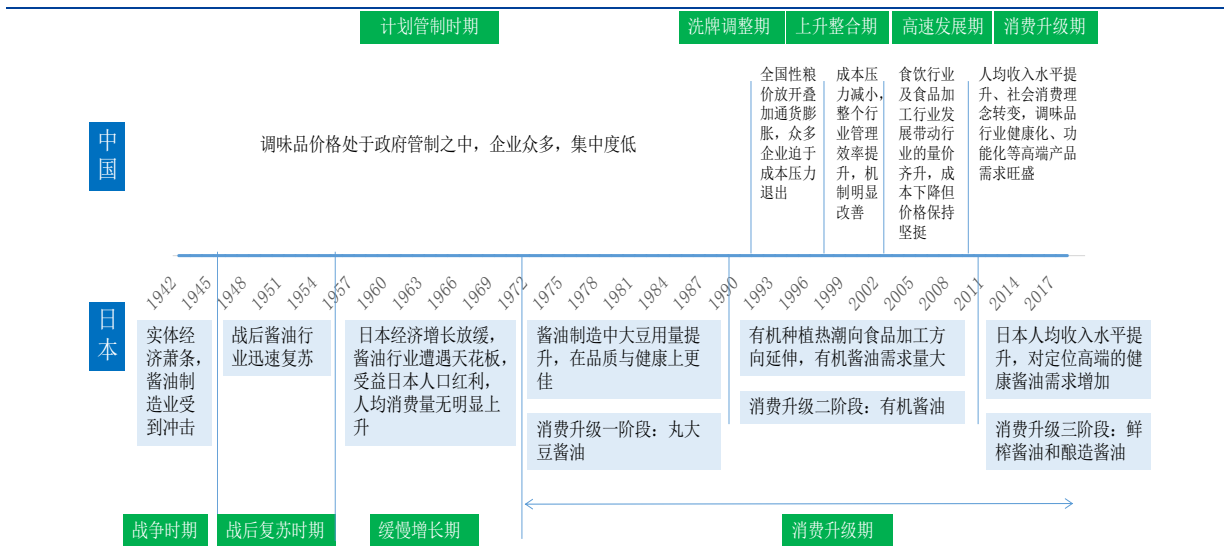
从发展阶段变迁角度来看，对标基础调味料行业，在行业高速发展的初期阶段之后，行业供给的快速增加，成本端原材料波动等行业性系统性风险，或将带来行业性的调整整合。我们认为驱动复合调味料行业进入调整整合期的因素主要来自以下几个方面：1）行业供给大幅增加，行业竞争加剧；2）行业监管标准趋严，尽管目前行业监管标准尚不全面，但是监管完善必为趋势，一方面复合调味料行业生产标准趋严，另一方面餐饮行业使用调味品的标准也正趋严，二者均会加速行业的整合与出清；3）成本端的波动风险。

此前我们已经谈到成熟调味品龙头所具备的护城河，但是除了品牌、渠道、规模优势之外，我们认为复合调味料的产品属性决定了研发能力也是关键因素之一。

- 市场集中度提升带来的多元供给出清，对龙头企业研发能力提出更高要求。从行业量价角度来看，一般的食品饮料行业先后会经历以下发展阶段：量增阶段（复合调味料）——量价齐升（基础调味料，如酱油、醋等）——量稳价增（榨菜）——量减价增（白酒、啤酒等）。随着行业日渐成熟，行业增长的驱动因素中，量价的重要性会发生轮换，越是成熟的行业，行业量增的贡献会日益减弱。在龙头企业收割市场份额过程中，小型企业带来的多元化供给将被挤压，为保证市场丰富的品类供应，必将对复合调味料龙头企业的研发能力提出更高的要求。

- **研发规模优势，奠定复合调味料进驻连锁餐饮的基础。**连锁餐饮对菜品口味统一、供应效率等方面存在要求，而复合调味料有效解决相关痛点。相较于连锁餐饮企业自身进行调味料研发生产，复合调味料厂商生产不仅涵盖了大批量原料采购、生产自动化率提升等传统规模优势，我们觉得研发投入带来的规模优势更是关键因素。

图表 13: 中日调味品行业发展阶段对比



资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

图表 14: 味之素发展历程（产品不断推陈出新，展现出强大产品研发能力）

	推出时间	品牌	释义	例示
鲜味调味料 (Umami Seasonings)	1908	AJI-NO-MOTO	味精、鸡精等	
	1962	Umami Dashi Hi-Me		
复合调味料 (Flavor Seasonings)	1970	Hon-Dashi	香料、盐、糖、鲜味调味料和肉、鱼或蔬菜提取物的混合物，可用于各种菜肴	
	1979	ROSDEE		
	1988	Sazon, Seto		
	2012	Nabe Cube		
定制调味料 (Menu-specific Seasonings)	1978	Cook-Do, Satis!, AJI-NO-MIXDeli Arroz, Cook Do Kyo-no Ohzara	针对全球各地美食开发的，用于制作特定菜品的调味料	

资料来源：味之素公司官网，国盛证券研究所

3、拉长视角来看，复合调味料行业的发展空间有多大？

根据 Frost&Sullivan 的统计，2018 年我国复合调味料行业市场规模约为 1091 亿元。参考火锅底料行业的渠道分布，我们假设整体复合调味料行业 C 端家庭消费占比约为 50%、B 端餐饮消费占比约 50%（由于工业渠道为中间环节，在此暂不纳入分析范围），则 B、C 两端的复合调味料规模为 546 亿元。我们试图从 B、C 两端来看行业的成长空间：

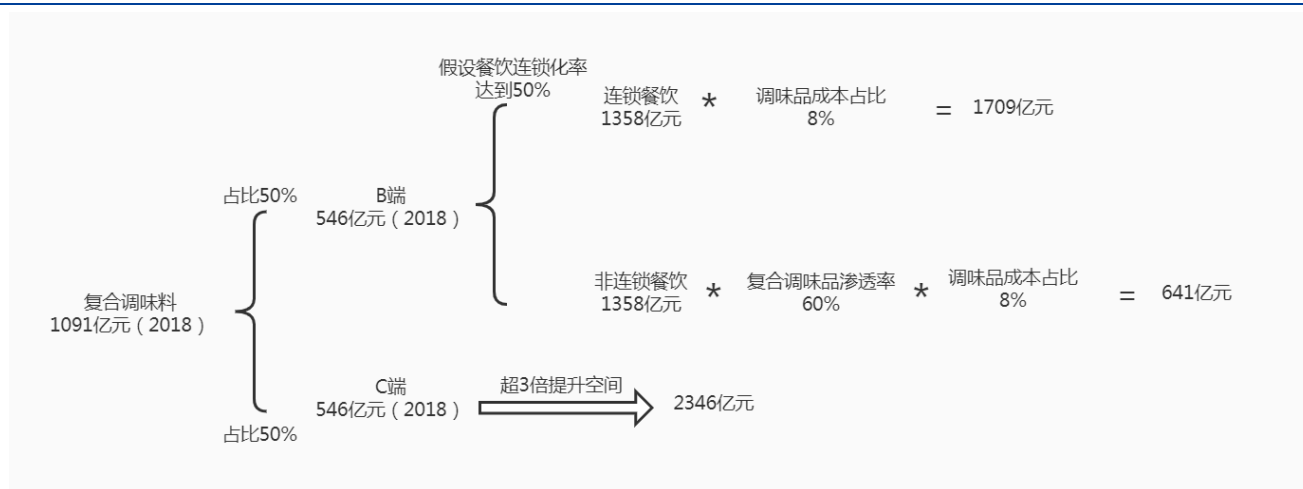
B 端：我们认为餐饮连锁化率提升带来复合调味料需求，同时复合调味料在非连锁餐饮的渗透率有望提升。根据欧睿数据，2018 年我国连锁餐饮化率约 8%，相较于日本（51%）、美国（57%）的渗透率仍有较大的提升空间。根据中国产业信息网数据，2018 年我国整

体复合调味料在调味品中的渗透率约为 26%，远低于日本、美国 60-70% 的水平。若我们假设餐饮连锁化率达到 50%，复合调味料在连锁餐饮菜品中的成本占比为 8%，则连锁餐饮所需复合调味料约 1709 亿元；同时随着复合调味料的渗透，非连锁的小 B 餐饮渠道也将用到偏标准化的复合调味料，假设复合调味料渗透率为 60%，则非连锁餐饮所需复合调味料约 641 亿元。因此，综合来看，B 端复合调味料市场空间约为 2350 亿元。

C 端：根据 Frost&Sullivan 的统计，我们对标日美人均复合调味料的支出水平，2018 年我国人均年复合调味料支出金额约 9.3 美元，而日本及美国人均年复合调味料支出金额分别约为 87.7 美元、85.5 美元。我们综合考虑我国与日美的饮食习惯差异，中性假设我国复合调味料人均年支出达到日本人均支出约一半的水平（假设 40 美元/人/年），则相较于目前的人均支出有超 3 倍提升空间，预计 C 端复合调味料市场空间约为 2346 亿元。

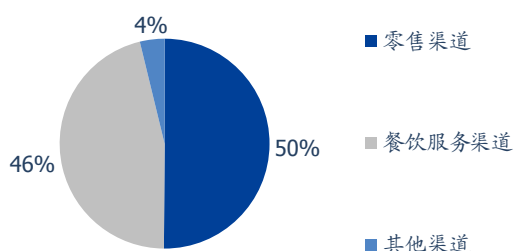
综合来看，我们中性预计我国的复合调味料市场空间约为 4696 亿元，仍有较大的发展空间。

图表 15: 我国复合调味料行业市场空间估算



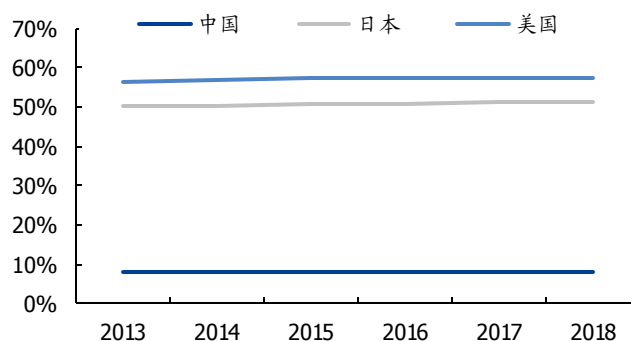
资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

图表 16: 火锅底料渠道分布情况 (2015 年)



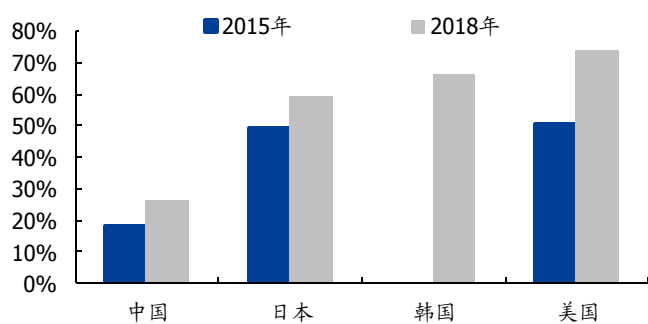
资料来源: 颐海国际招股说明书, 国盛证券研究所

图表 17: 我国餐饮连锁化率仍有较大提升空间



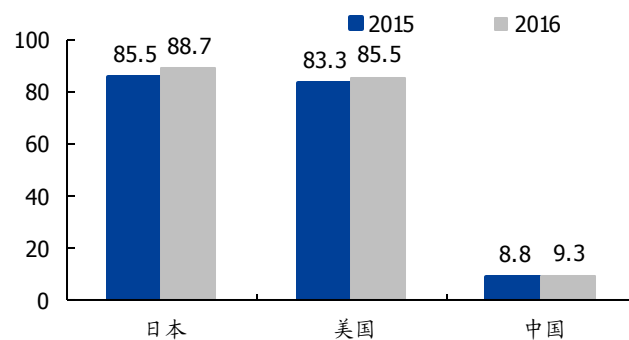
资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

图表 18: 各国复合调味料在调味品中的占比对比



资料来源: 中国产业信息网, Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

图表 19: 我国人均复合调味料支出仍有较大的增长空间 (美元)



资料来源: Frost&Sullivan, 国盛证券研究所

4、风险提示

宏观经济下行风险；行业竞争加剧；原材料价格波动。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com