

超配（维持）

BC 端推动行业稳健发展，短期关注需求复苏

酱油行业深度报告

2024年1月30日

投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

电话：0769-22119410

邮箱：

huangdongyi@dgzq.com.cn

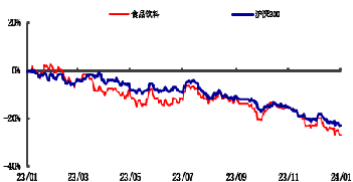
■ 我国酱油市场规模稳步增长，集中度有较大的提升空间。酱油作为传统的调味品，在我国调味品市场中拥有稳定的消费群体，近几年我国酱油市场规模稳步增长。随着需求稳步复苏，消费力逐步恢复，预计我国酱油市场规模后续仍有增长空间。集中度方面，我国酱油竞争格局相对分散，形成了以海天为首的一超多强的竞争格局。2020年以来受疫情以及原材料价格上涨幅度较大等因素影响，部分酱油企业利润承压。与此同时，随着监管要求日益严格，质量不达标的小企业将逐步被市场淘汰。在行业不断优化整合的背景下，我国酱油的市场份额未来有望进一步向龙头企业靠拢。

■ 餐饮端与零售端齐发力，推动酱油需求增加。餐饮端，我国消费目前处于弱复苏，短期来看春节是传统的消费旺季，预计春节返乡、亲友聚餐等将提振餐饮消费力的恢复，进而有望带动酱油需求复苏。中长期来看，外出就餐频率增加、外卖渗透率不断提高、城镇化水平提高等因素将成为催化酱油需求增加的重要因素。零售端，我国人口结构变化与消费场景外延带动酱油开拓小型化产品，酱油产品结构有所升级。此外在居民生活水平不断提高以及健康意识日益增强的背景下，我国高端酱油市场规模稳步增长，增速快于酱油行业整体增速，零添加有望成为行业未来发展趋势之一。但与此同时，消费两级分化的局面仍将存在

■ 投资策略：维持食品饮料行业超配评级。目前我国消费弱复苏，行业经过前期震荡调整后估值处于近五年相对低位水平。从社零数据来看，我国餐饮复苏弹性更大。目前已进入春节备货旺季，春节返乡、亲友聚餐等有望带动消费力修复，进而提振酱油动销。中长期来看，虽产品分化或仍是常态，但随着消费者健康意识的提升，零添加有望成为行业未来发展趋势之一。若后续成本下降，叠加产品结构优化，有望带动行业盈利水平提高。在此过程中需要结合经济复苏进度进行判断，积极关注需求、成本等边际拐点。标的方面，建议关注餐饮渠道占比较高的调味品龙头海天味业（603288）、诉讼问题解决叠加新任管理层上任的中炬高新（600872）、专注于零添加、推动产品结构升级的千禾味业（603027）等。

■ 风险提示：原材料价格波动风险，渠道扩张不及预期，新品推广不及预期，终端需求不及预期，行业竞争加剧，宏观经济影响等。

食品饮料行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，同花顺

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 酱油种类概述与产业链分析	4
1.1 酱油种类概述	4
1.2 酱油产业链	4
2. 酱油市场规模稳步增长，集中度有较大提升空间	5
2.1 我国酱油市场规模稳步增长，线上渗透率较低	5
2.2 我国酱油市场竞争格局相对分散，未来存提升空间	7
3. 餐饮端：消费弱复苏，多因素拉动酱油需求增加	8
3.1 消费弱复苏，餐饮消费力修复带动酱油需求增加	8
3.2 外出就餐频率增加叠加外卖渗透率提高，拉动餐饮端酱油需求增长	9
3.3 城镇化水平提高，提升餐饮端酱油需求	10
4. 零售端：消费分化，产品结构升级与多样化并存	11
4.1 我国人口结构变化与消费场景外延，酱油小型化产品应运而生	11
4.2 高端酱油市场规模稳步增长，零添加有望成为未来发展趋势之一	12
4.3 消费分化，酱油价格带或存拓展空间	13
5. 酱油成本或维持震荡走势，提价一定程度上对冲成本压力	14
5.1 酱油原材料分析	14
5.2 产品提价一定程度上对冲成本上涨压力	15
6. 重点公司分析	16
6.1 海天味业	16
6.2 中炬高新	18
6.3 千禾味业	19
7. 投资策略	20
8. 风险提示	21

插图目录

图 1：酱油行业产业链	4
图 2：我国调味品行业市场规模与增速（亿元，%）	5
图 3：我国酱油批发行业市场规模（亿元）	6
图 4：我国酱油市场零售额（亿元）	6
图 5：我国酱油市场线上线下零售额比例（%）	6
图 6：我国酱油企业三大梯队	7
图 7：我国酱油市场竞争格局（零售口径）（%）	7
图 8：日本酱油市场竞争格局（零售口径）（%）	7
图 9：我国酱油渠道结构（%）	8
图 10：2019-2023 年单月我国社会消费品零售总额同比增速（%）	9
图 11：2019-2023 年单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速（%）	9
图 12：2016-2022 年我国居民人均可支配收入与增速（元，%）	9
图 13：2016-2022 年我国外卖市场规模与增速（亿元，%）	10
图 14：2000-2022 年我国城镇化率（%）	11
图 15：2022 年部分国家城镇化率（%）	11
图 16：我国人口老龄化率（%）	11
图 17：我国“一人户”家庭数占比（%）	11
图 18：我国高端酱油市场规模（万吨）	12

图 19: 酱油发展历程	13
图 20: 零添加、淡盐、有机等酱油	13
图 21: 海天味业酱油原材料构成 (%)	14
图 22: 全国黄豆市场价 (元/吨)	14
图 23: 全国豆粕市场价 (元/吨)	14
图 24: 白砂糖现货价 (元/吨)	15
图 25: 玻璃现货价 (元/平方米)	15
图 26: 2018-2023 年前三季度海天味业营业总收入与增速 (亿元, %)	16
图 27: 2018-2023 年前三季度海天味业归母净利润与增速 (亿元, %)	16
图 28: 2019-2023 年前三季度海天味业经销商数量 (家)	17
图 29: 2018-2023 年前三季度中炬高新营业总收入与增速 (亿元, %)	18
图 30: 2018-2023 年前三季度中炬高新归母净利润与增速 (亿元, %)	18
图 31: 2018-2023 年前三季度千禾味业营业总收入与增速 (亿元, %)	19
图 32: 2018-2023 年前三季度千禾味业归母净利润与增速 (亿元, %)	19
图 33: 千禾味业部分酱油产品	19

表格目录

表 1: 酱油种类概览	4
表 2: 部分酱油公司提价时间	16
表 3: 重点公司盈利预测及投资评级 (2024/1/29)	20

1. 酱油种类概述与产业链分析

1.1 酱油种类概述

酱油种类概览。酱油作为一种基础调味品，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，经微生物发酵制成具有特殊色、香、味的液体调味品，是一种应用非常广泛的天然色素。按生产原料及工艺分类，酱油可以分为酿造酱油与配制酱油；按食用方法，酱油可以分为烹调酱油与餐桌酱油；按烹饪用途分类，酱油可以分为生抽与老抽。

表 1：酱油种类概览

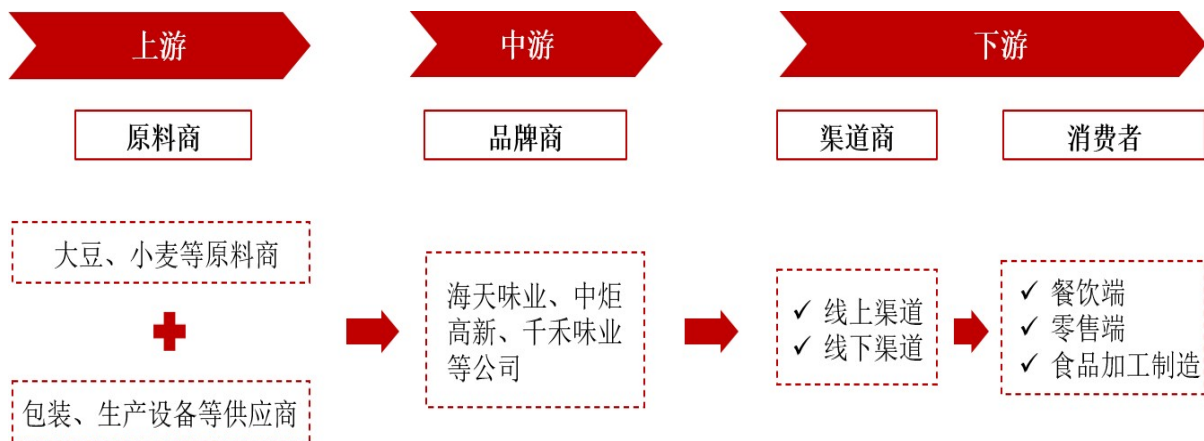
划分标准	酱油类别	简介
按生产原料及工艺	酿造酱油	通过纯天然谷物自然发酵而成，不含食品添加剂，氨基酸态氮含量较高，生产工艺主要有高盐稀态发酵酱油和低盐固态发酵酱油。
	配制酱油	配制酱油以酿造酱油为主要成分，与酸水解植物蛋白调味液、食品添加剂、水等调制而成。其中酿造酱油的含量不得少于50%。
按食用方法	烹调酱油	烹调酱油不能直接食用，适用于烹调加工。
	餐桌酱油	餐桌酱油既可直接食用（如凉拌、佐餐等），又可用于烹调加工。烹调酱油和餐桌酱油在生产工艺上并没有大的区别，但因餐桌酱油可直接食用，没有烹调过程中高温杀菌的环节，国家对其生产过程中的卫生要求更为严格。
按烹饪用途	生抽	生抽以大豆、面粉为主要原料，人工接入种曲，经天然露晒，发酵而成。生抽因颜色淡，呈红褐色，一般炒菜时使用频率较高。
	老抽	老抽是在生抽的基础上，将榨制的酱油再晒制 2 到 3 个月，加入焦糖色，制成浓色酱油，比生抽更加浓郁，适合肉类增色之用。

资料来源：头豹产业研究院，东莞证券研究所

1.2 酱油产业链

酱油行业产业链。在酱油行业产业链中，上游由大豆、小麦等原料商以及包装、生产设备等供应商构成；中游由以海天味业、中炬高新等公司为代表的品牌商构成；下游产品通过销售渠道流向终端消费市场。酱油的销售渠道目前包括线下渠道和线上渠道两种，终端需求主要包括餐饮端与家庭端。为了有效控制餐饮成本，一般餐饮端的客户对酱油的价格敏感度较高，而家庭端对酱油价格敏感度较低，受酱油品牌、品类等影响较大。

图 1：酱油行业产业链



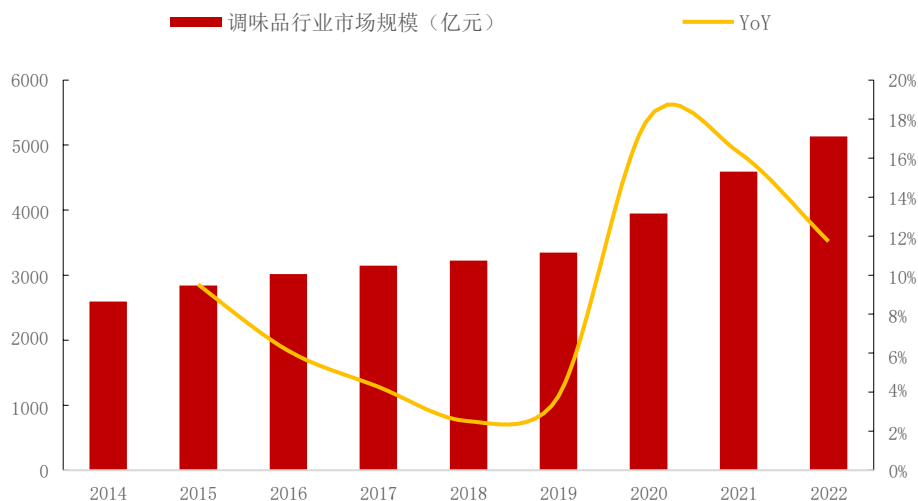
数据来源：头豹产业研究院，东莞证券研究所

1. 酱油市场规模稳步增长，集中度有较大提升空间

1.1 我国酱油市场规模稳步增长，线上渗透率较低

我国调味品行业市场规模稳步扩张。作为生活必需品，调味品行业具有典型的“小产品、大市场”的特点，近几年我国调味品行业市场规模稳步扩张。2014-2022 年，我国调味品行业的市场规模从 2595 亿元增加至 5133 亿元，年均复合增速为 8.9%。

图 2：我国调味品行业市场规模与增速（亿元，%）

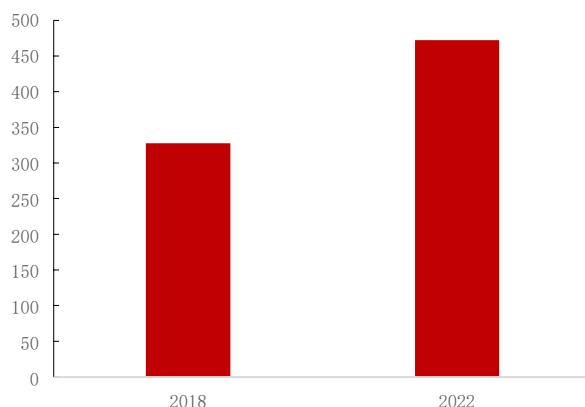


数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

酱油在调味品中份额占比最高，近几年市场规模稳中有升。酱油作为传统的调味品，在我国调味品市场中拥有稳定的消费群体。根据 2023 中国酱油行业发展趋势报告，在我国调味品细分市场中，酱油类产品的市场消费具有绝对优势，市场份额占比最高。虽然受疫情影响，对餐饮端酱油需求产生一定冲击。但考虑到酱油呈现高频、刚需、大基数等特点，近几年来市场规模稳中有升。批发市场方面，头豹产业研究院数据显示，2018-2022 年我国酱油批发行业市场规模从 327.6 亿元增加至 472.5 亿元，年均复合增速为

9.6%。零售市场方面，2023 酱油行业趋势洞察白皮书显示，2017-2022 年我国酱油市场零售额从 683.99 亿元增加至 969.39 亿元，年均复合增速为 7.2%。随着需求稳步复苏，居民的消费力逐步恢复，叠加零添加等产品推动结构升级，预计我国酱油市场规模后续仍有增长空间。

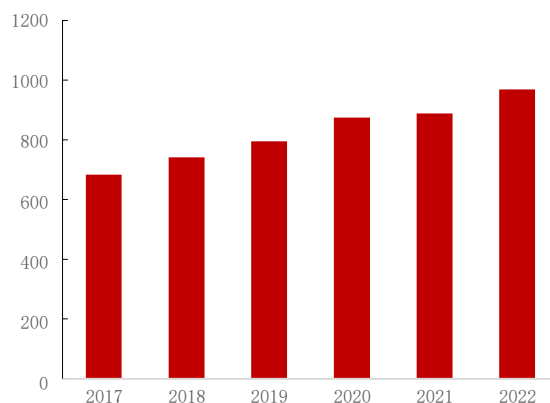
图 3：我国酱油批发行业市场规模（亿元）



数据来源：头豹产业研究院，东莞证券研究所

注：中国酱油批发行业市场规模=酱油总产量*酱油单位产量收入（出厂价）

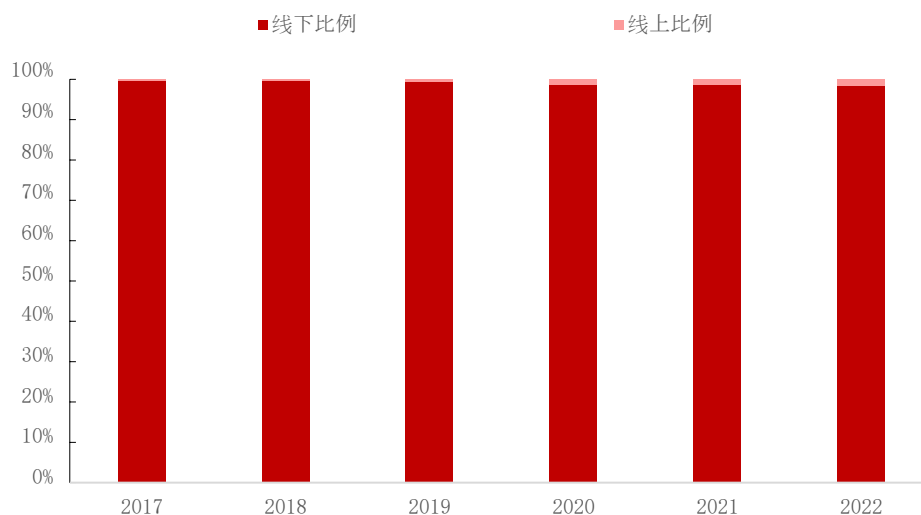
图 4：我国酱油市场零售额（亿元）



数据来源：2023酱油行业趋势洞察白皮书，东莞证券研究所

我国酱油市场以线下为主，线上渗透率较低。从渠道结构来看，我国酱油市场以传统的线下商超、便利店等为主。虽然疫情以来酱油的线上渠道占比有所提升，但线下渠道的零售额比例仍维持在 98%以上，线上渗透率相对较低。

图 5：我国酱油市场线上线下零售额比例（%）

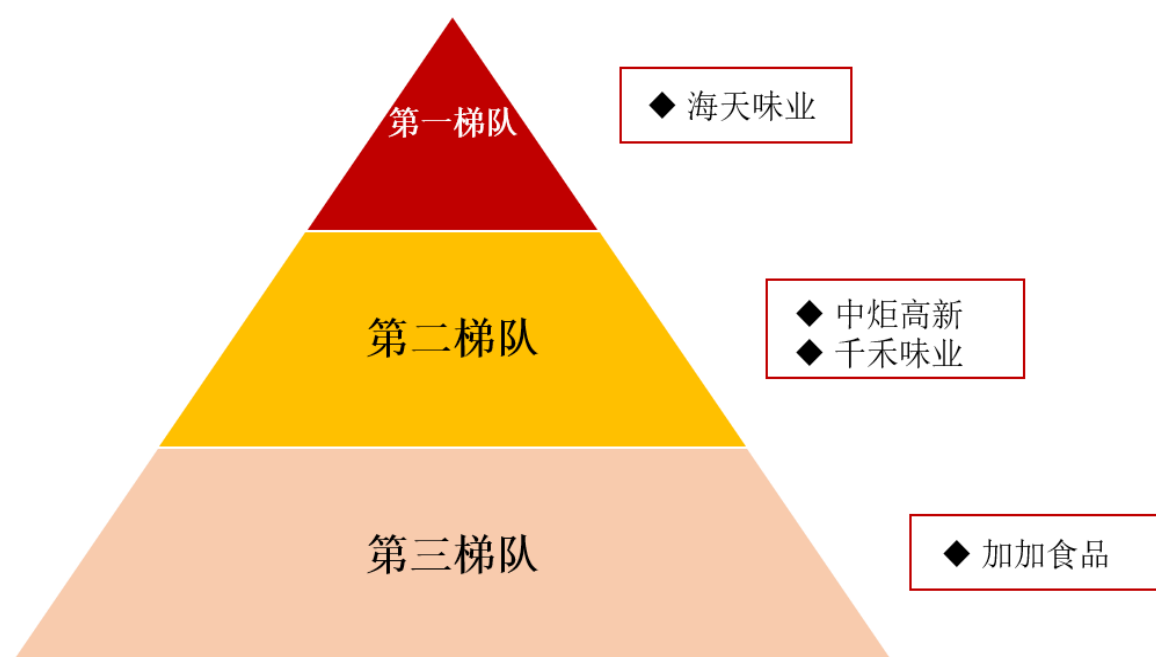


数据来源：2023 酱油行业趋势洞察白皮书，东莞证券研究所

2.2 我国酱油市场竞争格局相对分散，未来存提升空间

我国酱油市场呈现一超多强的竞争格局。根据 2022 年的经营数据，我国酱油行业的竞争格局可分为三大梯队。第一梯队海天味业一家独大，营业收入超 100 亿元，居酱油行业之首；第二梯队的酱油公司营业收入在 20 亿元-100 亿元之间，以中炬高新、千禾味业等为代表；第三梯队的酱油公司营业收入在 20 亿元以下，主要包括加加食品等。将三大梯队的酱油公司进行汇总，可以看出我国酱油市场目前呈现以海天味业为首的一超多强的竞争格局。

图 6：我国酱油企业三大梯队



数据来源：头豹产业研究院，同花顺，东莞证券研究所

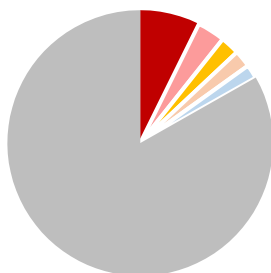
注：第一梯队营业收入 > 100 亿元，第二梯队营业收入在 20-100 亿元之间，第三梯队营业收入在 20 亿元以下

我国酱油市场竞争格局相对分散，未来有望进一步提升。为统一对比口径，在此选用 Euromonitor 的酱油零售数据。数据显示，2020 年我国酱油板块的 CR5 为 16.80%。其中，海天味业仅占 7.30%，其余公司的零售份额占比不足 5%，市场竞争格局相对分散。对标与我国饮食文化与人口趋势类似的日本酱油市场，2020 年日本酱油板块的 CR4 为 74.30%。作为日本酱油龙头的龟甲万凭借自身强大的品牌影响力与渠道扩张力，2020 年市场份额为 39.30%，在市场中拥有绝对的话语权。2020 年以来，受疫情以及原材料价格上涨幅度较大等因素影响，部分酱油企业利润承压，经营能力差、抗风险能力低的小企业在发展中被清洗淘汰。与此同时，随着监管要求日益严格，质量不达标的小企业亦逐步被市场优化。在行业不断出清整合的背景下，我国酱油的市场份额未来有望进一步向龙头企业靠拢。

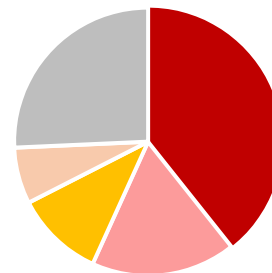
图 7：我国酱油市场竞争格局（零售口径）（%）

图 8：日本酱油市场竞争格局（零售口径）（%）

■海天味业 ■美味鲜 ■味达美 ■李锦记 ■卡夫亨氏 ■其他 ■龟甲万 ■Yamaki ■Yamasa ■Mizkan ■其他



数据来源: Euromonitor, 东莞证券研究所



数据来源: Euromonitor, 东莞证券研究所

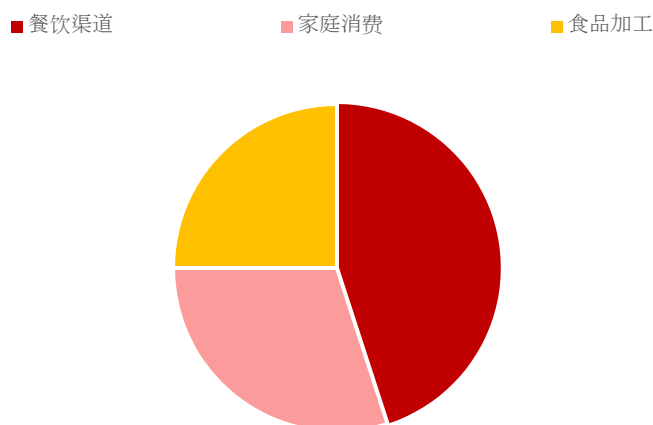
1. 餐饮端：消费弱复苏，多因素拉动酱油需求增加

疫情发生后，对餐饮端酱油需求产生较大冲击。我国消费目前处于弱复苏，社零数据显示餐饮复苏弹性更大。短期来看春节是传统的消费旺季，预计春节返乡、亲友聚餐等场景将提振餐饮消费力的恢复，进而带动酱油需求复苏。中长期来看，外出就餐频率增加、外卖渗透率不断提高、城镇化水平提高等因素，将成为催化酱油需求增加的重要因素。

1.1 消费弱复苏，餐饮消费力修复带动酱油需求增加

酱油渠道结构。我国酱油的消费渠道包括餐饮、家庭与食品加工。其中，餐饮端的消费占比最大，约为 45%左右。家庭端与食品加工渠道占比分别为 30%与 25%。为追求食物口味的最佳效果，酱油在餐饮端的人均摄入量整体高于家庭端。

图 9：我国酱油渠道结构 (%)



数据来源: 中商产业研究院, 东莞证券研究所

我国消费弱复苏，餐饮消费力修复有望带动酱油需求增加。在疫情管控全面放开、促消费政策持续发力等因素催化下，2023 年以来我国消费整体呈现弱复苏态势。2023 年 1-12 月份，我国社会消费品零售总额 47.15 万亿元，同比增长 7.2%。单 12 月，我国社零总额 4.36 万亿元，同比增长 7.4%。分品类看，2023 年 1—12 月份，我国社零中商品零

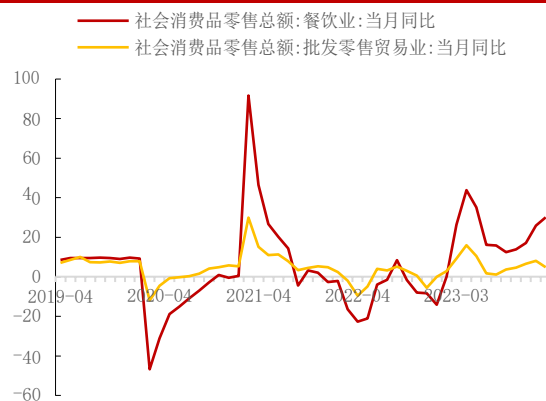
售收入 41.86 万亿元，同比增长 5.8%；餐饮收入 5.29 万亿元，同比增长 20.4%。单 12 月，我国商品零售收入 3.81 万亿元，同比增长 4.8%；餐饮收入 5405 亿元，同比增长 30.0%，餐饮复苏弹性更大。从酱油的渠道结构中可以看到，餐饮在酱油渠道结构中的占比近 50%，且摄入量高于家庭端。春节是传统的消费旺季，预计春节返乡、亲友聚餐等场景将提振餐饮消费力的恢复，进而带动酱油需求回暖。

图 10：2019-2023 年单月我国社会消费品零售总额同比增速（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 11：2019-2023 年单月我国社会消费品零售按消费类型同比增速（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

1.1 外出就餐频率增加叠加外卖渗透率提高，拉动餐饮端酱油需求增长

居民外出就餐频率增加，拉动酱油需求增长。根据国家统计局数据显示，虽然疫情对经济产生一定扰动，但在此期间我国人均居民可支配收入仍实现稳中有升。2016-2022 年，我国居民人均可支配收入从 23821 元增加至 36883 元，年均复合增速为 7.6%。与此同时，居民生活节奏加快、人口结构变化等因素，使居民外出就餐次数有所增加。但近几年受疫情影响，消费者外出就餐次数减少，餐饮端酱油需求相应下降。目前消费场景已全面恢复，消费者外出就餐频率有望逐步修复，进而带动酱油需求增加。

图 12：2016-2022 年我国居民人均可支配收入与增速（元，%）

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/918120022040006051>