

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

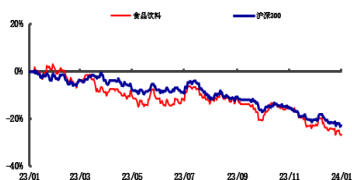
■ 我国酱油市场规模稳步增长，集中度有较大的提升空间。酱油作为传统的调味品，在我国调味品市场中拥有稳定的消费群体，近几年我国酱油市场规模稳步增长。随着需求稳步复苏，消费力逐步恢复，预计我国酱油市场规模后续仍有增长空间。集中度方面，我国酱油竞争格局相对分散，形成了以海天为首的一超多强的竞争格局。2020年以来受疫情以及原材料价格上涨幅度较大等因素影响，部分酱油企业利润承压。与此同时，随着监管要求日益严格，质量不达标的小企业将逐步被市场淘汰。在行业不断优化整合的背景下，我国酱油的市场份额未来有望进一步向龙头企业靠拢。

■ 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

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

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

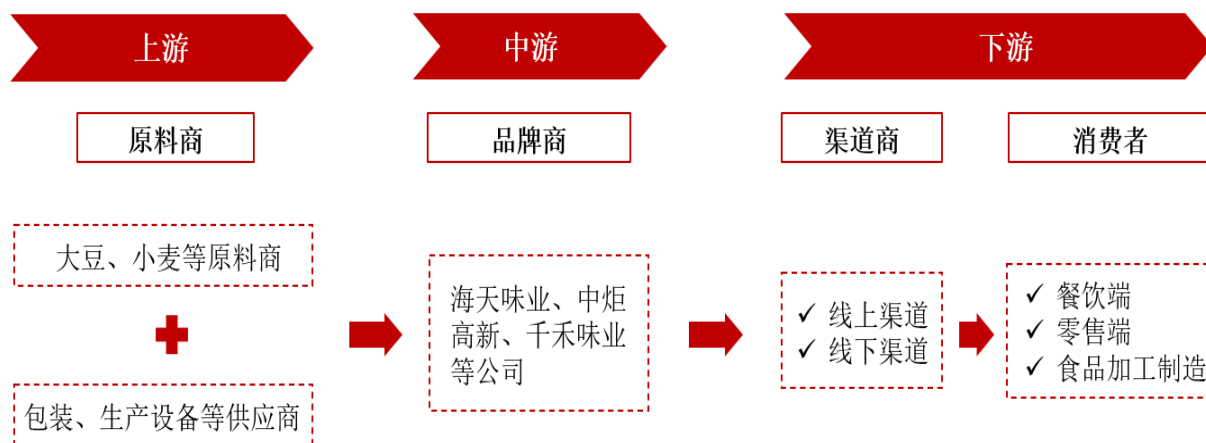
划分标准	酱油类别	简介
按生产原料及工艺	酿造酱油	通过纯天然谷物自然发酵而成，不含食品添加剂，氨基酸态氮含量较高，生产工艺主要有高盐稀态发酵酱油和低盐固态发酵酱油。
	配制酱油	配制酱油以酿造酱油为主要成分，与酸水解植物蛋白调味液、食品添加剂、水等调制而成。其中酿造酱油的含量不得少于50%。
按食用方法	烹调酱油	烹调酱油不能直接食用，适用于烹调加工。
	餐桌酱油	餐桌酱油既可直接食用（如凉拌、佐餐等），又可用于烹调加工。烹调酱油和餐桌酱油在生产工艺上并没有大的区别，但因餐桌酱油可直接食用，没有烹调过程中高温杀菌的环节，国家对其生产过程中的卫生要求更为严格。
按烹饪用途	生抽	生抽以大豆、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



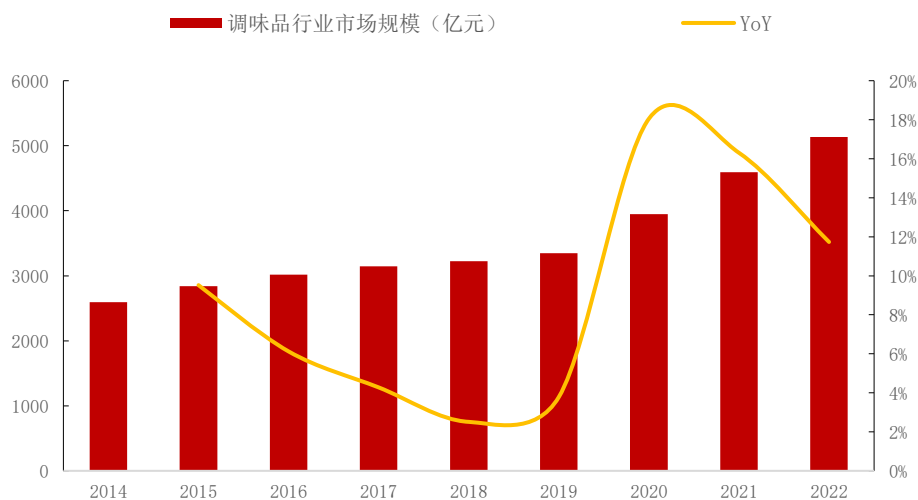
数据来源：头豹产业研究院，东莞证券研究所

2. 酱油市场规模稳步增长，集中度有较大提升空间

2.1 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，%）

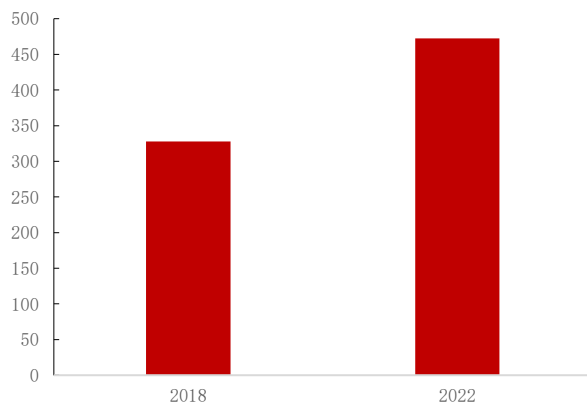


数据来源：艾媒咨询，东莞证券研究所

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。

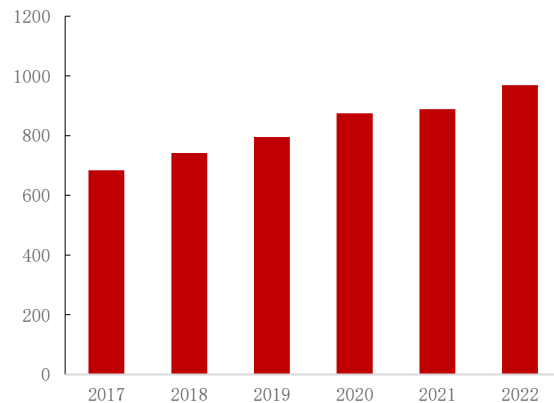
图 3：我国酱油批发行业市场规模（亿元）



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）

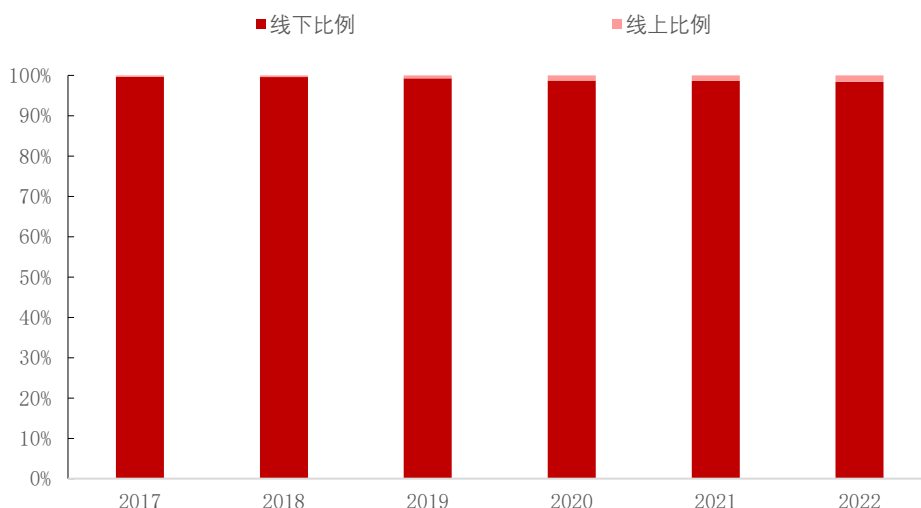
图 4：我国酱油市场零售额（亿元）



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（%）

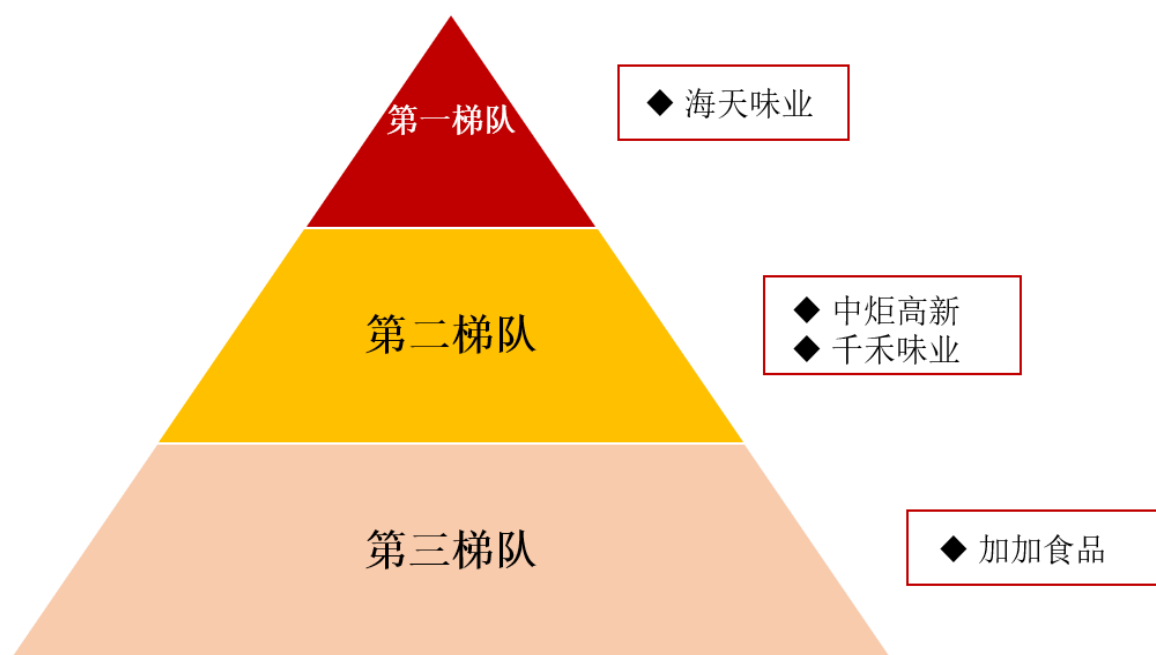


数据来源：2023 酱油行业趋势洞察白皮书，东莞证券研究所

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

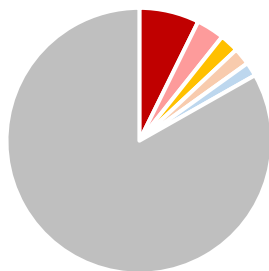
我国酱油市场竞争格局相对分散，未来有望进一步提升。为统一对比口径，在此选用 Euromonitor 的酱油零售数据。数据显示，2020 年我国酱油板块的 CR5 为 16.80%。其中，海天味业仅占 7.30%，其余公司的零售份额占比不足 5%，市场竞争格局相对分散。对标与我国饮食文化与人口趋势类似的日本酱油市场，2020 年日本酱油板块的 CR4 为 74.30%。作为日本酱油龙头的龟甲万凭借自身强大的品牌影响力与渠道扩张力，2020 年市场份额为 39.30%，在市场中拥有绝对的话语权。2020 年以来，受疫情以及原材料价格上涨幅度较大等因素影响，部分酱油企业利润承压，经营能力差、抗风险能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）（%）

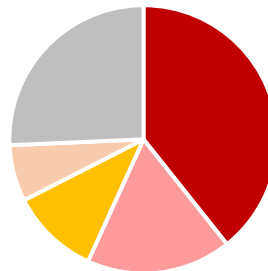
图 8：日本酱油市场竞争格局（零售口径）（%）

■ 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

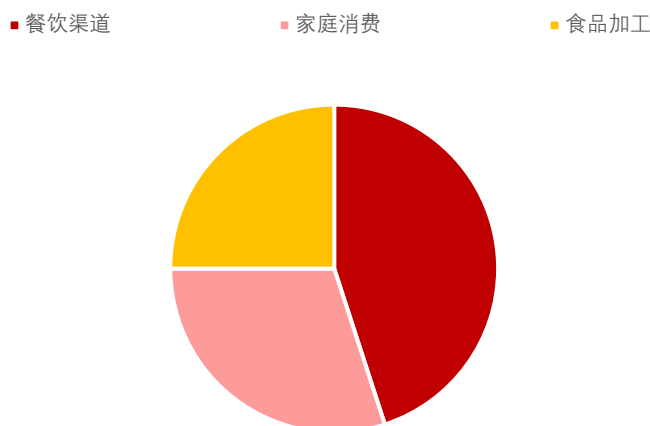
3. 餐饮端：消费弱复苏，多因素拉动酱油需求增加

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。

3.1 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（%）

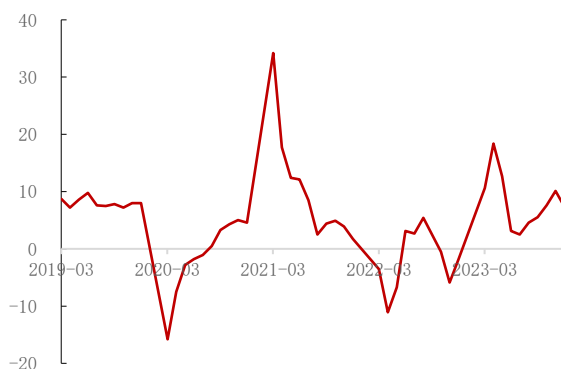


数据来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

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

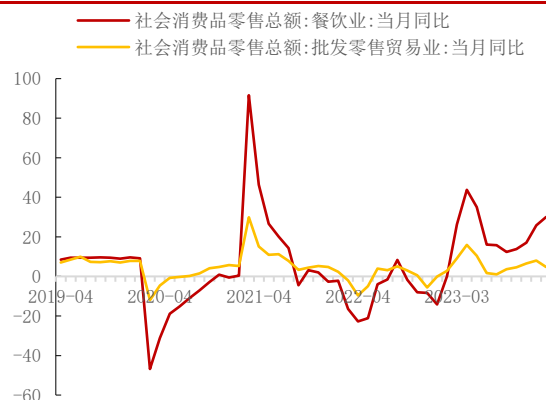
售收入 41.86 万亿元，同比增长 5.8%；餐饮收入 5.29 万亿元，同比增长 20.4%。单 12 月，我国商品零售收入 3.81 万亿元，同比增长 4.8%；餐饮收入 5405 亿元，同比增长 30.0%，餐饮复苏弹性更大。从酱油的渠道结构中可以看到，餐饮在酱油渠道结构中的占比近 50%，且摄入量高于家庭端。春节是传统的消费旺季，预计春节返乡、亲友聚餐等场景将提振餐饮消费力的恢复，进而带动酱油需求回暖。

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（%）

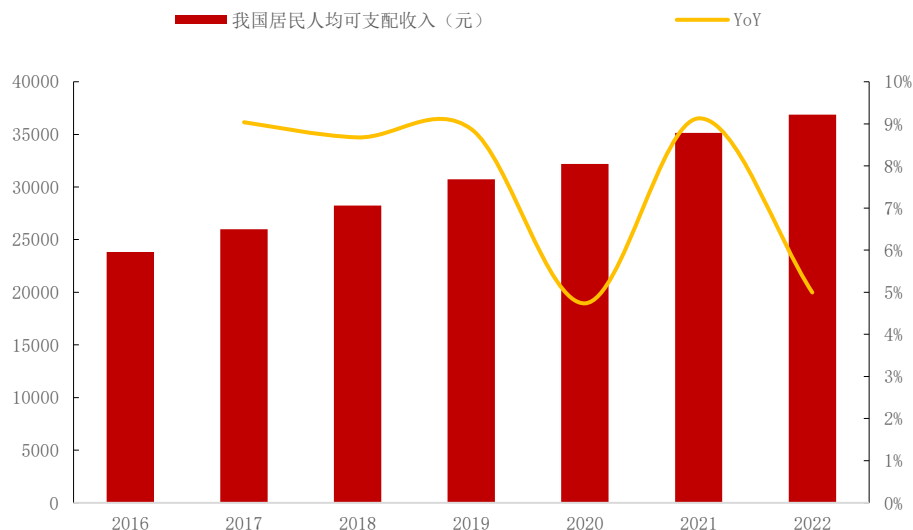


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

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

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。

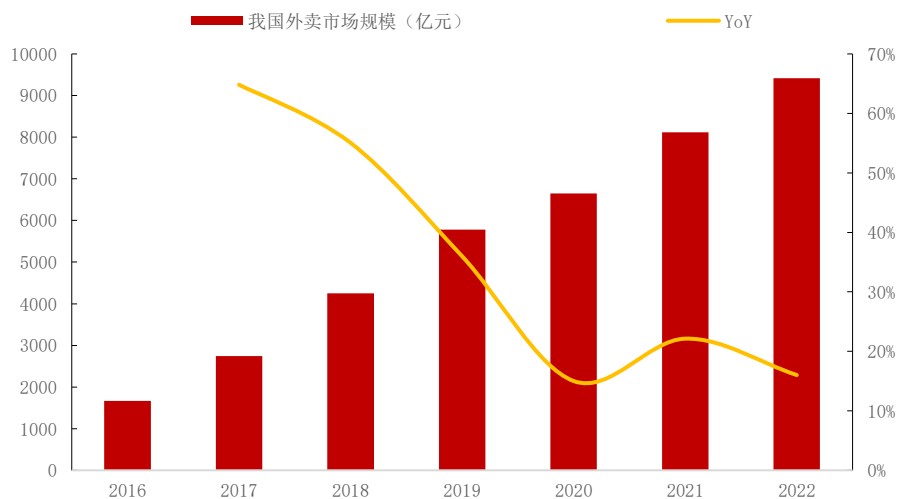
图 12：2016–2022 年我国居民人均可支配收入与增速（元，%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

我国外卖市场交易规模持续增长，拉动酱油市场进一步发展。近几年我国外卖市场迅速发展，交易规模持续增长。根据联合资信数据显示，2016-2022 年，我国外卖市场规模从 1663 亿元增加至 9417 亿元，年均复合增速达到了 33.5%。分阶段看，疫情发生后，我国外卖市场规模增速有所放缓。目前餐饮消费场景已全面放开，叠加 90 后 00 后消费群体的崛起，预计我国外卖市场未来有望进一步扩容，进而增加对餐饮端酱油的需求。

图 13：2016-2022 年我国外卖市场规模与增速（亿元，%）



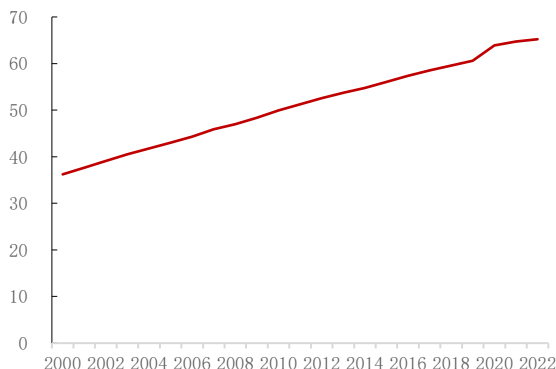
数据来源：国家统计局，联合资信，东莞证券研究所

3.3 城镇化水平提高，提升餐饮端酱油需求

城镇化水平提高，提升餐饮端酱油需求。受经济水平、生活习惯差异等因素影响，我国城镇居民的外出就餐率整体高于农村居民，是外出就餐的主力军。随着经济发展，近几年我国城镇居民数量逐步增加，城镇化水平稳步上升。根据国家统计局数据，2000 年-

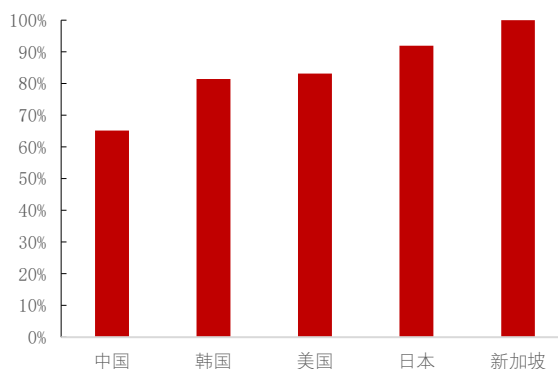
2022 年，我国城镇化率从 36.22% 增加至 65.22%。与主要发达国家对比，2022 年美国、日本、韩国和新加坡的城镇化率均已达到了 80% 以上，我国城镇化率未来仍有较大的提升空间。在城镇化水平稳步提升，而城镇居民又作为外出就餐主力的背景下，我国餐饮端酱油需求后续有望进一步提升。

图 14：2000-2022 年我国城镇化率（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 15：2022 年部分国家城镇化率（%）



数据来源：国家统计局，联合国贸发会议，东莞证券研究所

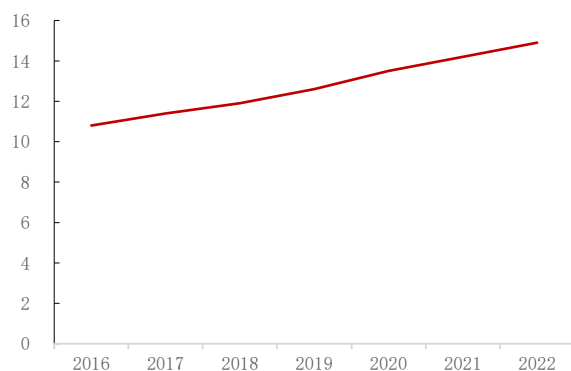
4. 零售端：消费分化，产品结构升级与多样化并存

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

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，酱油品类日益多样化。从人口结构来看，近几年我国老龄化趋势日渐凸显。根据国家统计局数据，2016-2022 年我国 65 岁及以上人口占比从 10.80% 增加至 14.90%。与此同时，受晚婚、在一线新一线城市打工人数增加等因素影响，我国“一人户”家庭数占比呈增长态势。2016-2020 年，我国“一人户”家庭数量占比从 14.10% 增加至 25%。根据贝壳《新独居时代报告》，预计到 2030 年我国独居率或将超过 30%。此外，近几年我国露营经济发展火爆。由于小瓶装酱油适用于人数较少的消费场景，可以较好的满足我国人口结构变化，同时亦适合消费者户外露营等携带使用，小瓶酱油产品在我国市场中应运而生。在我国人口结构变化叠加消费者生活方式多元化的背景下，预计酱油小产品趋势有望延续，进而推动酱油产品结构升级。

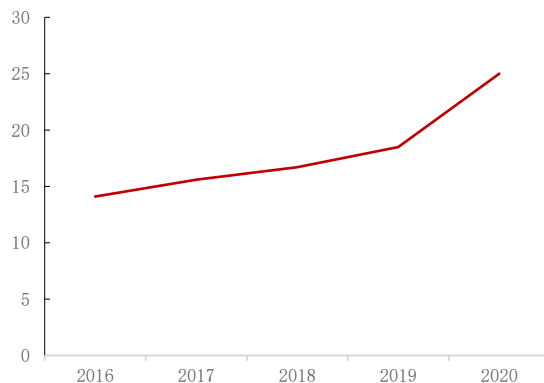
图 16：我国人口老龄化率（%）

图 17：我国“一人户”家庭数占比（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

注：人口老龄化年龄阶段：65岁及以上

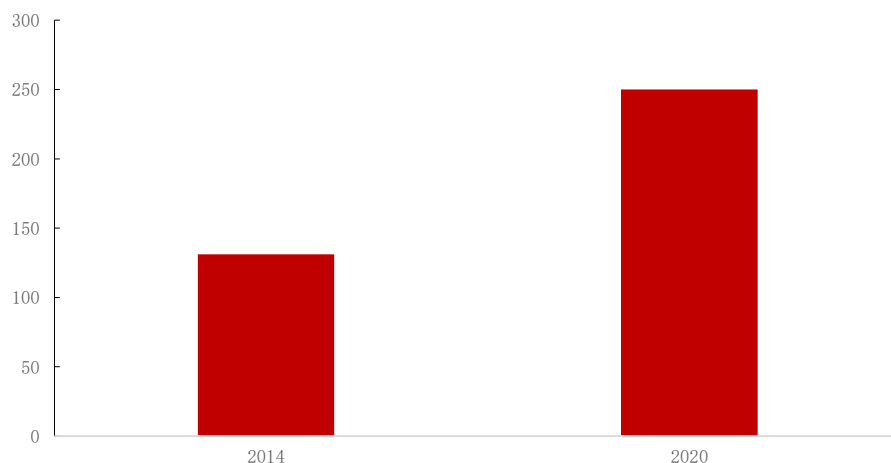


数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

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

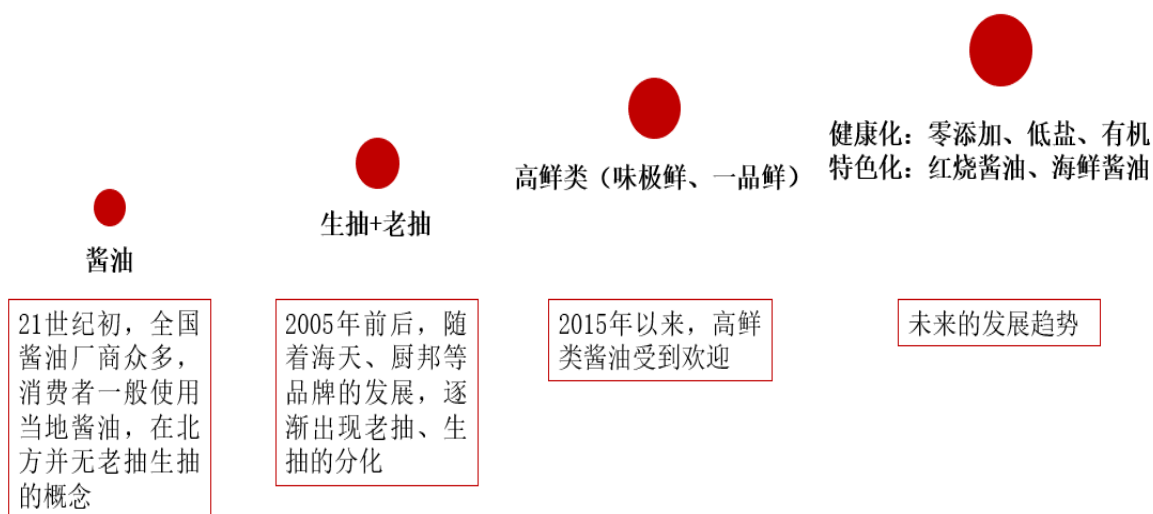
高端酱油市场规模稳步增长，零添加有望成为行业未来发展趋势之一。在居民生活水平不断提高以及健康意识日益增强的背景下，我国酱油由传统的当地酱油、生抽、老抽等逐步扩展到零添加、有机、低盐等健康化、特色化产品。为顺应趋势、提高产品的市场竞争力，酱油公司近几年亦在传统酱油的基础上，不断丰富产品矩阵，相继开发出零添加、低盐、有机等新品类酱油，优化产品结构。在此背景下，我国高端酱油市场规模稳步增长，从2014年的131万吨增加至2020年的250万吨，年均复合增速为11.37%，增速快于酱油行业整体增速。随着“低盐少糖”的健康理念逐步被消费者认可，预计健康化、特色化将是酱油未来发展的趋势之一，进而带动酱油市场规模整体增长。

图 18：我国高端酱油市场规模（万吨）



数据来源：中国食品报网，东莞证券研究所

图 19：酱油发展历程



数据来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

图 20：零添加、淡盐、有机等酱油



数据来源：海天味业官网，中炬高新官网，东莞证券研究所

4.3 消费分化，酱油价格带或存拓展空间

消费分化，酱油价格带或存拓展空间。我国人口众多、地域经济发展不平衡等现象，决定了居民的消费水平存在分化。基于此，虽然消费者健康意识的提升使零添加、低盐、有机等酱油产品在市场中的认可度有所提高，但对于县乡镇这类下沉市场，消费者对产品的价格相对敏感，实惠、性价比高的产品或更受消费者青睐。从目前酱油公司的产品价格带来看，5 元以下的特惠酱油中海天味业具有绝对的竞争优势，而千禾味业在零添加等高端产品具有一定优势，李锦记、厨邦等亦在不断完善自身的产品矩阵。预计在消

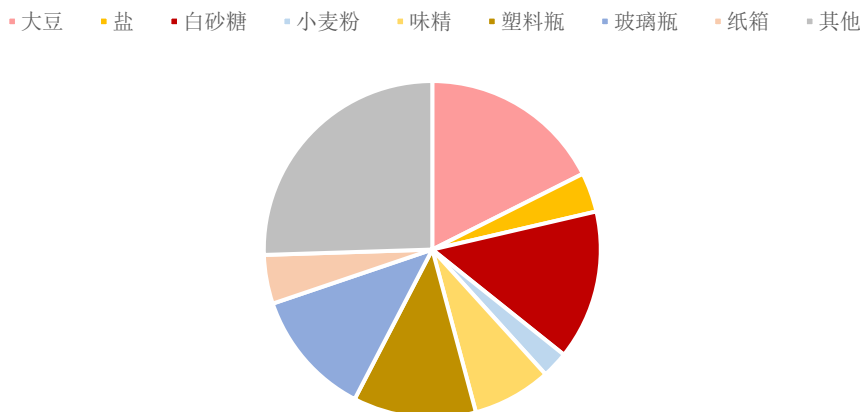
费两级分化的背景下，酱油产品内部价格仍将延续分化，品类或进一步丰富，进而满足消费者多样化需求。

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

5.1 酱油原材料分析

酱油原材料构成。在酱油原材料构成中，大豆、豆粕、白糖、包材等是生产酱油的主要原材料。以海天味业为例，在海天味业的成本结构中，大豆采购金额占比最大，约 17.6%；白砂糖采购金额占比约 14.4%，包材采购金额占比约 28.7%。其中，玻璃在包材中的占比最大，约为 12.2%。

图 21：海天味业酱油原材料构成（%）

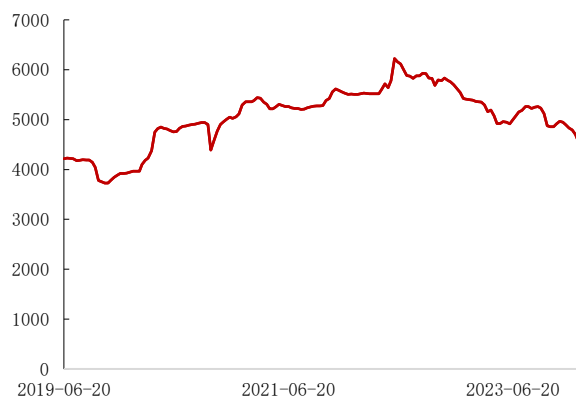


数据来源：海天味业首次公开发行股票招股说明书（更新版），东莞证券研究所

预计酱油的原材料成本维持震荡。受俄乌冲突、南美旱情等因素影响，我国大豆、豆粕等原材料价格 2022 年上半年上涨幅度较大，酱油企业面临较大的成本压力。2022 年四季度在地缘冲突、旱情等因素减弱的背景下，大豆、豆粕等原材料成本高位回落。大豆、豆粕方面，2023 年 11 月起新季大豆陆续全面上市，国储托市为主，但由于终端需求相对疲软，预计后续大豆和豆粕价格或维持震荡走势。白糖方面，2023 年以来国内白糖价格持续上涨，国际糖价亦创新高，近期白糖价格高位有所回落。巴西食糖 23/24 榨季确定性增产，南半球供应相对充足，但北半球目前仍有不确定因素，进而影响糖价波动。玻璃方面，2023 年 12 月需求赶工力度尚可，存在一定的跨年订单，预计 2024 年一季度玻璃需求存在一定支撑。但考虑到近几年地产新开工数据有所转弱，春节后需求的持续性还有待观察。

图 22：全国黄豆市场价（元/吨）

图 23：全国豆粕市场价（元/吨）



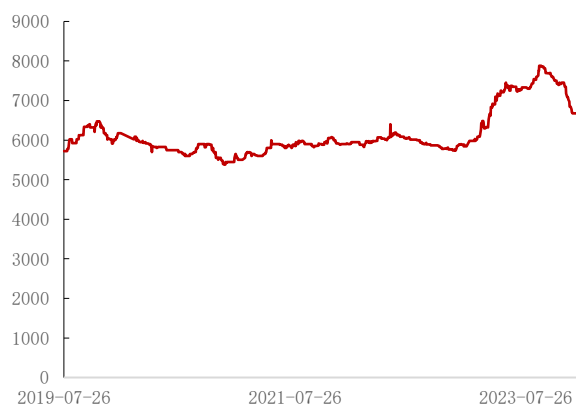
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 24：白砂糖现货价（元/吨）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 25：玻璃现货价（元/平方米）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

5.2 产品提价一定程度上对冲成本上涨压力

酱油企业产品提价一定程度上对冲成本上涨压力。根据酱油过往的提价时间，产品提价的周期一般在 1-3 年。2020 年大豆、豆粕、包材等原材料价格持续走高。为应对成本上涨压力，2021 年 10 月调味品龙头海天味业宣布对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，主要产品调整幅度在 3%-7%不等。此后，酱油行业迎来涨价潮，中炬高新宣布于 2021 年 11 月对 70%的产品提价 3%-10%，千禾味业于 2021 年 11 月亦宣布对产品价格进行调整。此后，李锦记决定 2021 年 12 月对部分产品的出厂价格进行调整，幅度为 6%-10%不等。受俄乌冲突、南美旱情等因素影响，我国大豆、豆粕等农产品价格 2022 年上半年上涨幅度较大，酱油企业面临较大的成本压力。酱油企业此前的提价举措可以一定程度上对冲酱油原材料成本上涨的压力。

表 2：部分酱油公司提价时间

提价时间	海天味业	中炬高新
2010	12 月对酱油等产品提价约 4%	
2011		下半年对产品提价约 6%-7%
2012	7-9 月对多数产品提价约 4%-5%	
2013		7 月对厨邦与美味鲜产品提价约 5%
2014	11 月对多数产品提价约 4%	
2015		
2016	12 月对收入占比 70%-80%的单品提价约 5%	
2017		3 月对所有产品提价约 5%-6%
2018		
2019		
2020		
2021	10 月对酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格进行调整，主要产品调整幅度为 3%-7%不等	11 月对 70%产品，平均提价幅度 3-10%
2022		

资料来源：海天味业、中炬高新关于对部分产品价格调整的公告，新浪网，东莞证券研究所

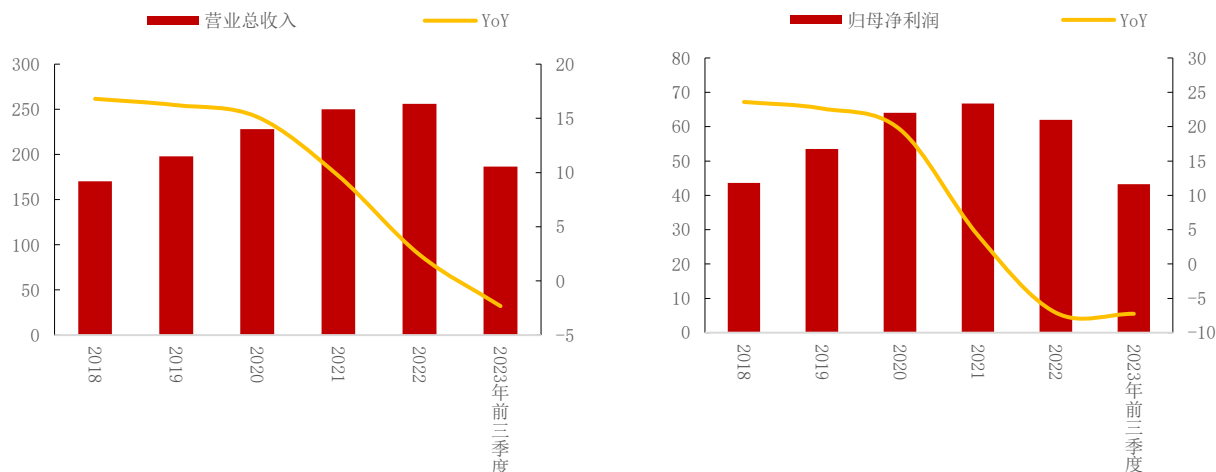
6. 重点公司分析

6.1 海天味业

海天味业 2023Q3 业绩环比改善。海天味业的渠道结构主要以餐饮为主，零售为辅。受餐饮复苏弹性有限、零添加产品冲击等因素影响，公司部分经销商库存压力仍存，2023 年前三季度业绩有所承压。2023 年前三季度，公司实现营业总收入 186.50 亿元，同比下降 2.33%；实现归母净利润 43.29 亿元，同比下降 7.25%。单季度看，2023 年中秋国庆双节旺季对需求产生提振，叠加去年同期高基数因素消退，公司 2023Q3 业绩增速环比有所改善。2023Q3，海天味业实现营业总收入 56.85 亿元，同比增长 2.20%；实现归母净利润 12.32 亿元，同比下降 3.24%。

图 26：2018-2023 年前三季度海天味业营业总收入与增速（亿元，%）

图 27：2018-2023 年前三季度海天味业归母净利润与增速（亿元，%）



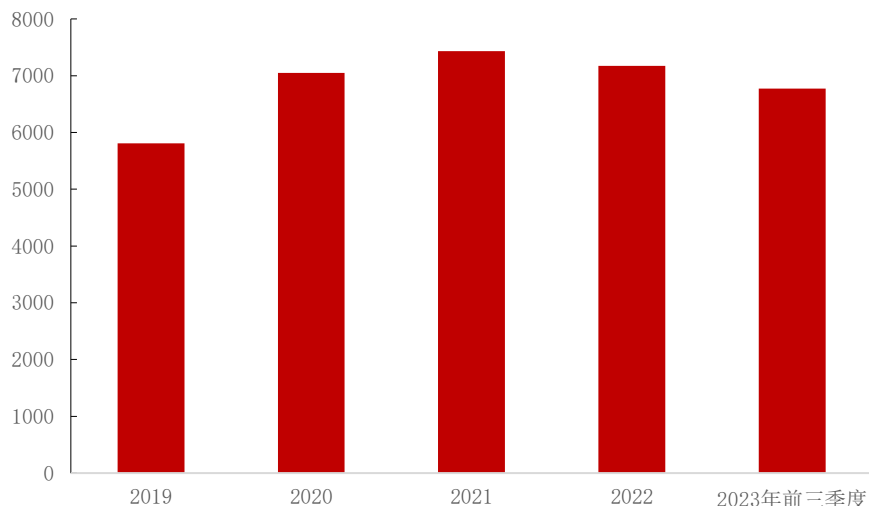
数据来源：同花顺，东莞证券研究所

数据来源：同花顺，东莞证券研究所

餐饮复苏或带动需求增加，产品结构存优化空间。今年以来，我国消费处于弱复苏态势。从社零数据来看，2023年1-12月份，我国社零总额同比增长7.2%。单12月，同比增长7.4%。分品类看，2023年12月零售与餐饮的增速分别为4.8%和30.0%，餐饮复苏弹性更大。由于在海天味业的渠道结构中餐饮端占比较大，预计餐饮消费力的修复或带动产品需求增加。成本方面，目前大豆、豆粕等原材料价格上涨压力趋缓，部分价格高位有所回落。预计大豆、豆粕、白砂糖等原材料价格或维持震荡走势。长期来看，随着居民健康意识的提高，零添加有望成为行业未来发展趋势之一，公司产品结构或存在进一步优化空间。

股权激励激发员工积极性，经销商结构进一步优化。为激发员工积极性，公司于2023年10月发布回购公司股票方案，拟以集中竞价或法律法规允许的方式回购公司股份，拟用于实施员工持股计划或者股权激励计划。此次回购金额拟不低于5亿元（含）且不超过8亿元（含）。截至2023年12月31日，公司已累计回购股份占公司总股本的比例约为0.1215%，累计已支付的总金额约为2.5亿元。此外，海天味业积极进行内部改革。2021年9月以来公司进一步优化经销商结构，推行核心经销商模式，将部分核心单品的独家经销权赋予大经销商，提高规模大、资源足的大经销商的地位，从而达到提高竞争力的效果。具体数据来看，海天味业经销商数量在2021年达到7430家高点后呈下降趋势。2023年前三季度，公司经销商的数量为6775家。

图 28：2019-2023 年前三季度海天味业经销商数量（家）

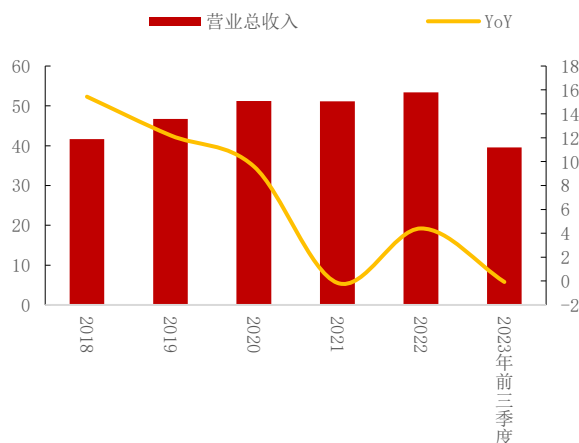


数据来源：2019-2023 年前三季度海天味业主要经营数据公告，东莞证券研究所

6.2 中炬高新

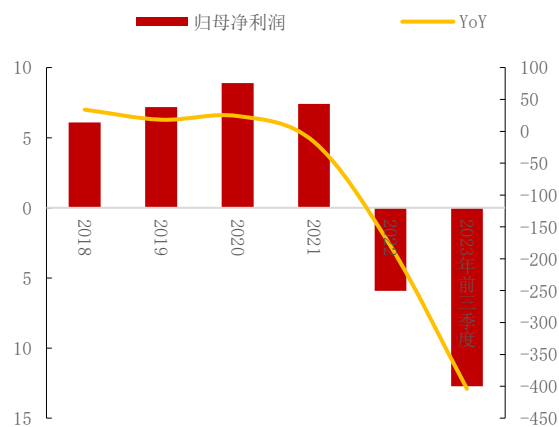
中炬高新 2023Q3 诉讼计提影响消退，业绩环比改善。中炬高新 2023 年二季度受诉讼计提预计负债影响，归母净利润出现较大幅度的下滑。步入三季度，公司诉讼计提影响消退，美味鲜 2023Q3 实现营业收入 12.19 亿元，同比增长 3.86%；实现归母净利润为 1.59 亿元，同比增长 64.57%，带动公司 2023Q3 业绩环比改善。2023Q3，公司实现营业总收入 12.99 亿元，同比下降 0.38%；实现归母净利润 1.70 亿元，同比增长 61.35%。

图 29：2018-2023 年前三季度中炬高新营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 30：2018-2023 年前三季度中炬高新归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

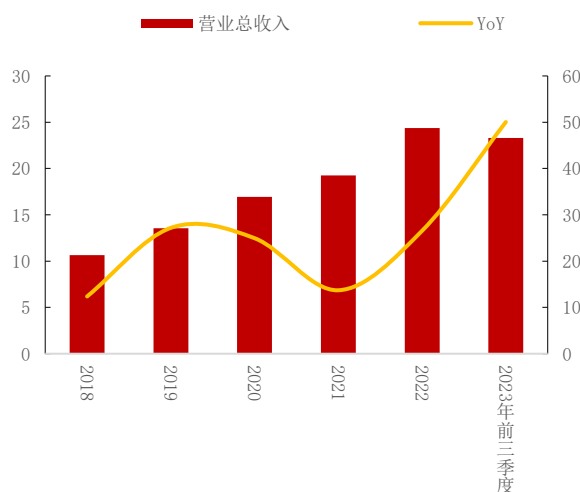
土地诉讼案拟签署和解协议。近期，公司公布诉讼进展公告。公告称公司与工业联合意向就诉讼事项拟签署《和解协议》，公司董事会已同意签署该和解协议。此前公司已就上述三起土地诉讼案的一审判决结果，计提了合计 29.26 亿元的预计负债。若《和解协议》得以顺利履行，将对公司的财务报表产生积极影响。

管理层换新叠加回购，公司未来发展值得期待。近期，公司管理层换新。从新管理层的履历来，公司高管具有丰富的品牌与渠道运营经验，专业水平较高且风格相对积极，市场对新管理层上任后公司后续的发展给予期待。此外，新任管理层就位后，公司拟回购 1 亿元至 1.5 亿元出售，彰显了公司对未来的发展信心。

6.3 千禾味业

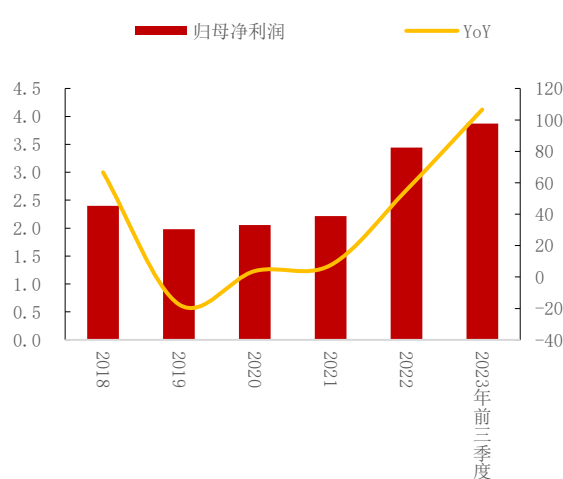
千禾味业 2023Q3 业绩表现亮眼。千禾味业 2022 年受益于零添加事件影响，需求有所增加。与此同时，公司加快渠道招商，渠道库存稳步去化。2023 年以来，虽餐饮消费力尚未完全修复，但公司的产品面向 C 端占比较高，使公司零添加酱油持续放量。产品优化升级叠加消费者对零添加产品认可度的提高带动公司 2023Q3 营收与归母净利润同比分别增长 48.45%与 90.43%，至 8.00 亿元与 1.31 亿元。

图 31：2018-2023 年前三季度千禾味业营业总收入与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 32：2018-2023 年前三季度千禾味业归母净利润与增速（亿元，%）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

公司零添加产品有望延续高增长，不断扩展渠道加强品牌粘性。产品端，公司作为零添加产品的龙头调味品企业，不断丰富产品矩阵，推出有机、零添加等产品抢占高端酱油市场。伴随着消费者健康意识增强，公司品牌形象与核心竞争力有望进一步提升，进而推动公司盈利能力上行。渠道端，公司已成立零售事业部、特通事业部、运营部负责产品渠道的拓展与销售。在强化线下渠道的同时，公司积极布局线上渠道，提高品牌粘性。

图 33：千禾味业部分酱油产品



数据来源：千禾味业官网，东莞证券研究所

7. 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。

表 3：重点公司盈利预测及投资评级（2024/1/29）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
603288	海天味业	35.10	1.34	1.10	1.25	26.19	31.91	28.08	买入	维持
600872	中炬高新	23.49	-0.75	-0.20	1.01	-31.32	-117.45	23.26	买入	维持
603027	千禾味业	14.77	0.36	0.52	0.66	41.03	28.40	22.38	买入	维持

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

8. 风险提示

- （1）**原材料价格波动风险。**若后续大豆、豆粕、白糖等酱油原材料成本出现较大幅度上涨，行业中公司或将面临一定成本压力，进而影响业绩水平。
- （2）**渠道扩张不及预期。**若行业中的公司开拓渠道的进展不及预期，或将在一定程度上影响市场竞争力。
- （3）**新品推广不及预期。**若消费者对行业中公司推出的新品接受度较低，或宣传推广不及预期，或将影响公司产品的销售进度。
- （4）**终端需求不及预期。**若需求复苏低于市场预期，动销或有所放缓，进而对产品的库存、经销商信心等产生扰动。
- （5）**行业竞争加剧。**市场竞争加剧或一定程度上影响市场竞争格局，进而影响行业盈利水平。
- （6）**宏观经济下行风险。**若我国经济恢复进程较慢，或一定程度上影响消费者的消费信心和能力，进而将影响行业整体业绩水平。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn