

2024年07月03日

调味品

SDIC

行业深度分析

证券研究报告

渠道专题：因势而变，蓄势谋新

需求增速放缓，板块处于底部区间

复盘疫情以来餐饮行业及调味品板块表现发现二者整体呈现正相关，随着行业需求复苏放缓，行业进入中低速发展阶段，发展质量成为关键。拆分来看，零售渠道价增为先，餐饮渠道量增放缓，当下餐饮渠道承压抑制调味品用量，而商超客流量不可逆下降，均价增速收窄，整体导致板块承压。

解码渠道：顺势而为，向新而生

终端需求分化，我们试图分析当下调味品行业弱 beta 下主要渠道的增长机遇：

餐饮渠道：复苏节奏放缓，寻找定制化增量

餐饮渠道销量大且易守难攻，是调味品企业最核心渠道。疫情影响消费场景，餐饮行业营收持续受损，高压下标准化、连锁化进程持续推进，企业定制化需求提升。

零售渠道：商超客流量下滑趋势延续，线上成为新战场

线下：商超客流量下降，流通渠道开拓推进。随电商平台及本地生活平台快速发展，商超客流量显著下降，但仍是调味品购买和宣传的主阵地。同时企业也在流通等渠道加速开拓，寻求线下新增量。

线上：线上占比小幅提升，企业着力稳定价盘及货源。行业碎片化趋势下，线上渠道小幅提升，线上线下产品区隔、减少窜货及稳定价盘是主要命题。由于调味品购买频次低且囤货需求弱，货值低而运费占比较高，线上并非主攻渠道，以提升品牌力为主。

食品工业：工业化加速推进，关注渠道新增量

随着外卖扩张和预制菜的普及，家庭端部分调味品消费量转移至如预制菜、料理包等餐饮及食品工业渠道，为行业带来新增量，预制菜口味还原诉求提升，对调味品企业要求逐步加强，工业化趋势成新机遇，建议持续关注。

企业积极求变，逆势寻破局之道

企业加快渠道开拓进程，从各自优势渠道如传统商超、流通向餐饮、食品工业等新进入渠道扩展，伴随渠道推进，经销商开拓速度显著提升。从区域看，除海天味业基本实现全国化布局之外，其他个股在省外或非主销区经销商数量快速提升。线上及工业化布局有望成为调味品行业的新增量，上市公司亦加速开拓，线上及食品工业渠道布局持续推进。海天味业挖掘餐饮增量，发力定制化；中炬高新在新管理层带领下加强餐饮布局，全国化持续推进；千禾味业

投资评级 **领先大市-A**
首次评级

首选股票	目标价（元）	评级
600872 中炬高新	34.54	买入-A
603027 千禾味业	22.23	买入-A
603288 海天味业	44.83	买入-A
603317 天味食品	15.44	买入-A
603170 宝立食品	19.12	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.6	-10.7	-19.1
绝对收益	-7.7	-12.4	-28.9

赵国防 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008
zhaogf1@essence.com.cn

侯雅楠 联系人

SAC 执业证书编号：S1450122070028
houyn2@essence.com.cn

相关报告

着力开拓流通增量，线上优势延续；天味食品大 B 发力定制餐调，收购食萃布局小 B。

目 当前位置如何看待调味品行业投资机遇？

当前调味品行业复苏斜率放缓但并非单边下行，我们认为行业内仍存在结构性机会，龙头具备穿越周期的能力，积极求变适应当下的公司有望走出独立行情。中期建议关注**中炬高新、千禾味业**等；长期我们看好餐饮端修复及渠道加速扩张、布局食品工业渠道的企业，推荐**海天味业、天味食品、宝立食品**等。

目 风险提示

食品安全问题，行业竞争加剧，需求恢复不及预期，原材料成本超预期上行等。

目 录

1. 需求弱复苏，板块整体承压	5
1.1. 复盘：餐饮复苏缓慢，调味品处于磨底阶段	5
1.2. 行业增速换挡，进入中低速阶段	7
1.3. 餐饮抑制量增，升级趋势放缓	7
2. 解码渠道：顺势而为，向新而生	9
2.1. 餐饮渠道：复苏节奏放缓，寻找定制化增量	9
2.2. 零售渠道：商超仍是主战场，线上崭露头角	11
2.2.1. 线下：商超客流量下降，流通渠道开拓提速	11
2.2.2. 线上：线上占比小幅提升，企业着力稳定价盘及货源	14
2.3. 食品工业：工业化推进，关注新增量	16
3. 企业积极求变，逆势寻破局之道	19
3.1. 海天味业：挖掘餐饮增量，发力定制化	19
3.2. 中炬高新：加强餐饮布局，全国化持续推进	19
3.2.1. 加大餐饮渠道开发力度，引入啤酒经销商共同开拓	19
3.2.2. 非主销区线下渠道发力，全国化持续推进	20
3.3. 千禾味业：开拓流通增量，线上优势延续	21
3.3.1. 流通渠道加速推进，增长空间打开。	21
3.3.2. 线上平台发力，盈利能力优异	22
3.4. 天味食品：大 B 发力定制餐调，收购食萃布局小 B	22
4. 当前位置如何看待调味品行业投资机遇？	24
5. 风险提示	24

目 录

图 1. 2020-2024 年调味品行业复盘	5
图 2. 餐饮门店数（按品类）	6
图 3. 餐饮企业注册与吊销、注销情况（万家）	6
图 4. 消费者信心指数	6
图 5. 消费者在餐饮方面的预期消费支出变化情况	6
图 6. 调味品及酱油行业零售端预计市场规模	7
图 7. 调味品行业增速估计值	7
图 8. 调味品行业零售端量价拆分	7
图 9. 调味品行业餐饮端量增情况	7
图 10. 调味品百强企业产量、收入及同比	8
图 11. 海天、中炬酱油销量（万吨）及同比	8
图 12. 2023 年海天线下商超销售额下滑	8
图 13. 海天、中炬、千禾酱油均价同比增速	8
图 14. 调味品行业渠道分布	9
图 15. 2020-2022 年中国餐饮行业年收入与损失估算	10
图 16. 2022 年餐饮连锁化率达 19%	10
图 17. 2020-2022 年不同城市线连锁化率	10
图 18. 定制调味品市场规模 CAGR 超过 20%	11
图 19. 调味品零售渠道分布	12
图 20. 中国消费者了解调味食品的渠道（多选）	12
图 21. 中国消费者购买调味食品的渠道（多选）	12

图 22. 2023 年深圳商超客流量同比 2022/2019 年变化情况	13
图 23. 线上渠道占调味品总体销售占比	14
图 24. 调味品企业线上 sku 区隔	15
图 25. 调味品消费者购买频次	16
图 26. 调味品单次规模规格	16
图 27. 各调味品企业线上占比稳步向上	16
图 28. 各调味品企业线上营收增速	16
图 29. 2019-2027 年中国外卖市场规模及渗透率	17
图 30. 网上外卖用户规模及使用率	17
图 31. 2022 年中国预制菜消费者认为预制菜行业需改进问题	17
图 32. 各调味品企业加速开商	19
图 33. 中炬餐饮渠道占比稳步提升	20
图 34. 公司举办厨邦顶级厨师训练营	20
图 35. 中炬分区域布局策略	21
图 36. 中炬分区域营收表现（亿元）	21
图 37. 千禾省外市场经销商快速增长	22
图 38. 千禾分区域营收（亿元）	22
图 39. 千禾线上渠道销售额及占比	22
图 40. 千禾天猫销售额表现	22
图 41. 天味大 B 端合作客户	23
图 42. 食萃服务小 B 端客户	23
图 43. 食萃线上月度销售表现（百万元）	23
图 44. 天味定制餐调单季度表现	23
表 1: 餐饮渠道打法梳理	11
表 2: 批发、零售渠道打法梳理	13
表 3: 调味品企业切入预制菜赛道（食品工业渠道）方向分析	17
表 4: 工业及封闭渠道打法梳理	18
表 5: 重点关注企业	24

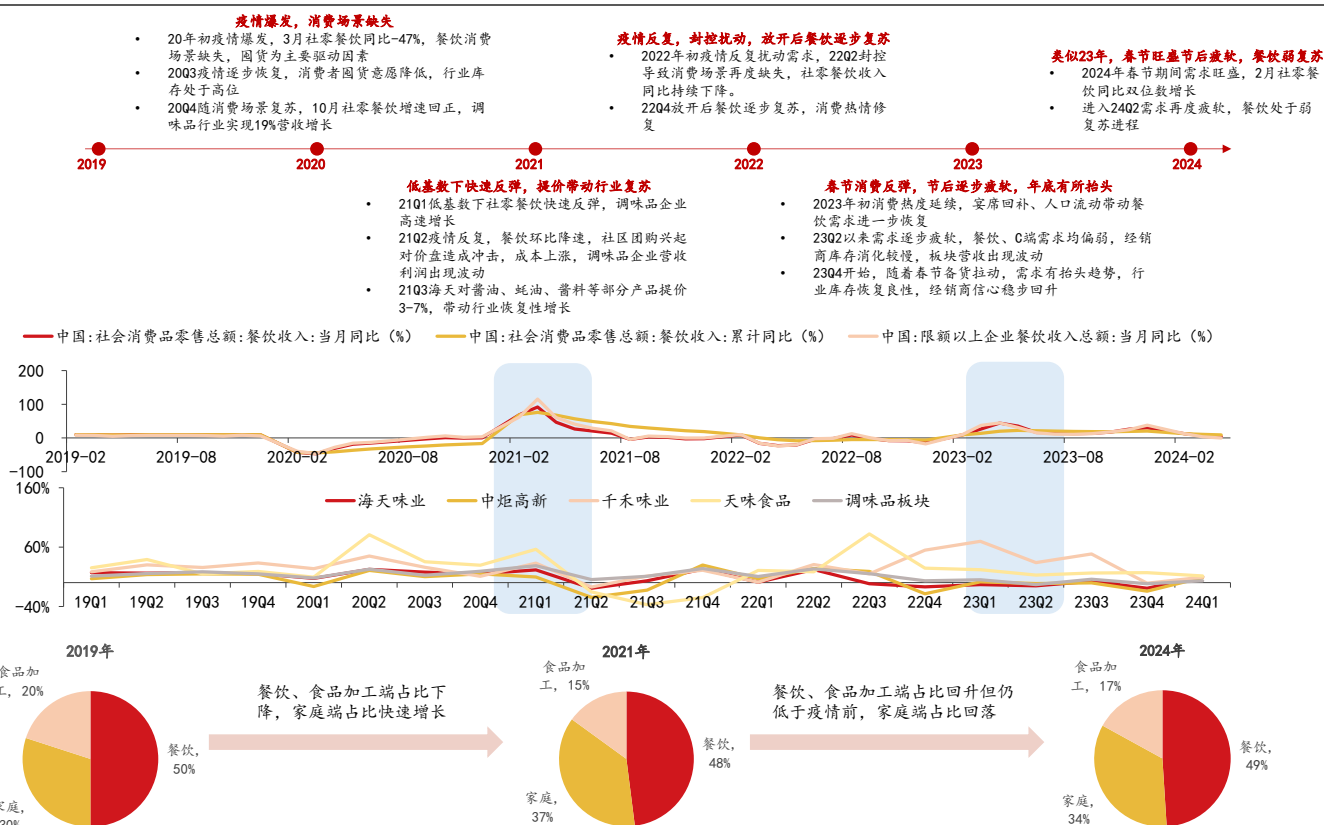
1. 需求弱复苏，板块整体承压

1.1. 复盘：餐饮复苏缓慢，调味品处于磨底阶段

2020 年：疫情导致消费场景缺失。2020 年初疫情爆发，餐饮消费场景基本缺失，20M2/M3 社零餐饮收入分别同比-43%/-47%。调味品作为生活必需品有较高囤货需求，靠家庭端拉动，海天、千禾、天味 20Q1 营收同比+7%/24%/9%，调味品板块整体营收增长 9%。随着疫情逐步缓解，20Q3 消费者囤货意愿降低，渠道库存位于高位，20Q4 消费场景有序放开，餐饮行业有所恢复，20M3-20M9 社零餐饮收入降幅同比收窄，M10 回正，带动调味品行业实现 19% 营收增长。

2021 年：低基数下快速反弹，提价提振行业信心。2021 年社区团购对调味品行业造成明显冲击。21Q1 低基数下社零餐饮收入实现快速反弹，21M2/M3 同比增长 69%/92%，调味品板块亦在低基数下实现较快增长。进入 21Q2 疫情反复、原材料成本上涨，叠加社区团购冲击价盘，海天/中炬/千禾/天味营收同比-9%/-25%/-7%/-15%，压力渐显。21Q3 海天率先宣布对酱油、蚝油、酱料等产品出厂价提高 3-7%，提振市场信心，拉动收入端缓慢修复。

图1. 2020-2024 年调味品行业复盘



资料来源：wind、国家统计局、艾媒咨询、中国调味品协会、国投证券研究中心
注：调味品板块数据使用已上市公司财务数据加和计算

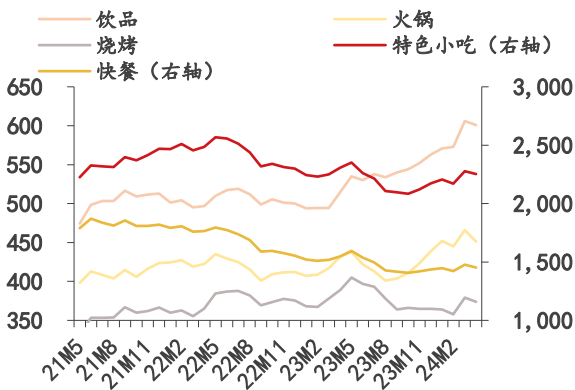
2022 年：放开后餐饮逐步复苏。2022 年初疫情反复扰动需求，22Q2 封控后消费场景再度缺失，22M3-M7 社零餐饮收入同比均出现下滑，至 22Q4 放开后消费场景恢复，餐饮逐步复苏。低基数下，22Q2 调味品板块营收同比增长 23%，22Q4 初期“海克斯事件”爆发，舆论部分影响消费者需求，海天 22Q4 营收同比-7%，调味品板块增速亦有放缓，同比增长回落至 3%。

2023 年：春节需求端集中回补，节后逐步疲软，年底有所抬头。2023 年全年餐饮复苏节奏前高后低，年初消费热度延续，宴席回补、人口流动带动餐饮需求进一步恢复，23M2-M4 社零餐饮同比 9%/26%/44%，增速亮眼。节后报复性消费逐步平缓，需求再次疲软，经销商库存消化较慢，23Q2 调味品板块收入同比-3%。至 23Q4 随着春节备货拉动，需求出现抬头趋势，23M11/M12 社零餐饮同比+26%/30%，行业库存恢复良性，经销商信心稳步回升。

2024 年：类似 23 年，春节旺盛、节后疲软，餐饮弱复苏。2024 年春节期餐饮表现与 2023 年接近，24M2 社零餐饮同比+13%，但 3 月以来经销商补库需求较往年相对疲软且谨慎，3-4 月延续平淡趋势，淡季特征显著，调味品企业收入表现平稳，餐饮呈现弱复苏。

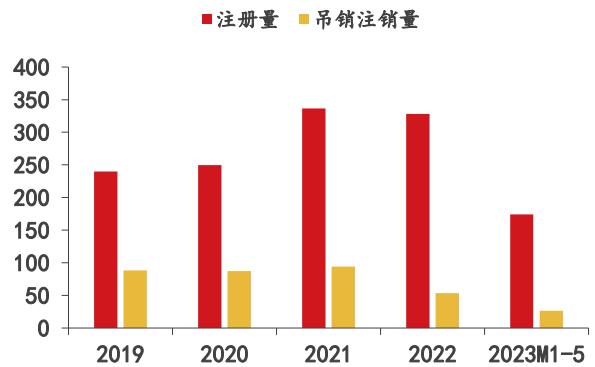
餐饮端：门店数量环比提升，同比处于低位。从餐饮门店数来看，2022 年多品类门店数呈下降趋势，23Q1 以来行业景气度回升，餐饮门店数增加，但 2023 年 5 月开始呈下降趋势，至 11 月开始呈现反弹趋势。从餐饮企业数量来看，2022 年餐饮企业注册量约 328 万家，同比 2021 年下滑 2.4%，而 2023 年 1-5 月注册量同比 2022 年增长超 40 万家，2024 年以来春节后餐饮门店数仍有提升，但相比往年仍处于较低状态，我们认为从供给端来看，餐饮门店数稳步增加体现出经营者对后续行业修复的信心，但绝对值来看餐饮业仍有较大修复空间。

图2. 餐饮门店数（按品类）



资料来源：久谦、国投证券研究中心

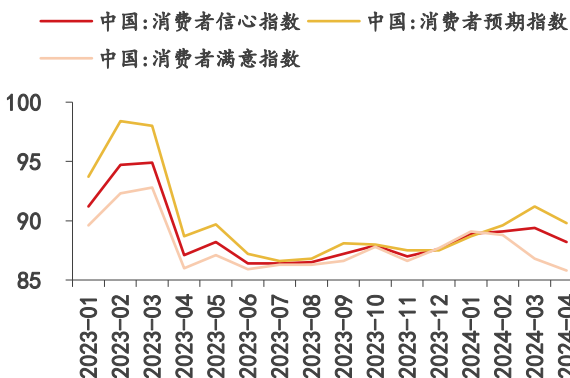
图3. 餐饮企业注册与吊销、注销情况（万家）



资料来源：红餐品牌研究院、企查查、国投证券研究中心

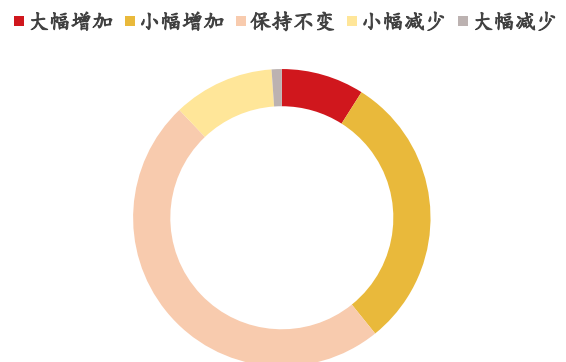
消费者端：信心逐步修复，释放积极信号。根据红餐品牌研究院 2023 年的调查，预计未来一年餐饮消费支出不变或增加的消费者占比达到 88%，大部分消费者对餐饮仍保持乐观态度。从消费者信心指数来看，2023 年 4 月消费者信心指数跌至 87.10 后震荡回升，至 2024 年 4 月已回归至 88.20，稳步修复。

图4. 消费者信心指数



资料来源：wind、国投证券研究中心

图5. 消费者在餐饮方面的预期消费支出变化情况



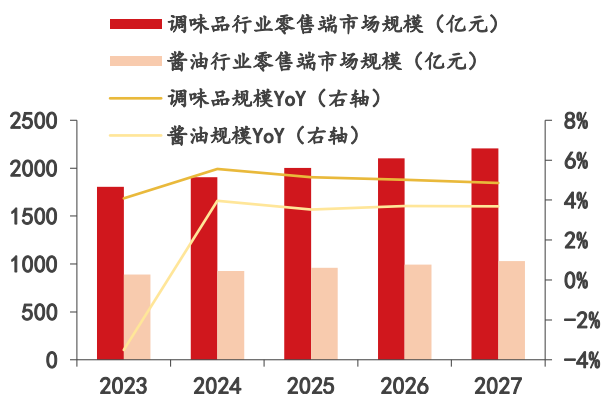
资料来源：红餐品牌研究院、国投证券研究中心

复盘疫情以来调味品板块与餐饮行业表现，我们发现餐饮行业表现与调味品整体表现呈正相关，同时原材料成本、库存周期及经销商信心亦有较大影响。当下餐饮行业复苏斜率弱，调味品行业亦处于底部区间。

1.2. 行业增速换挡，进入中低速阶段

行业转入中低速增长阶段，发展质量成为关键。根据调味品协会预测，2022-2030E 我国调味品行业预计增速 CAGR 约 4%，根据欧睿数据，2024-2027 年零售端行业增速约 5%。行业增速换挡，进入中低速发展阶段，其中 2024-2027 年基础调味品预计下降至低单位数（根据欧睿预测，约 3-4%），而复调仍处于成长期。

图6. 调味品及酱油行业零售端预计市场规模



资料来源：欧睿、国投证券研究中心

图7. 调味品行业增速估计值



资料来源：中国调味品协会、国投证券研究中心

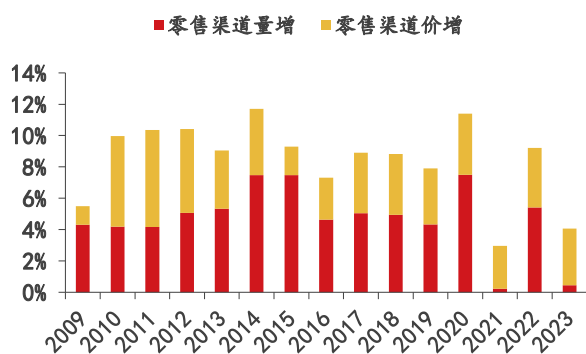
1.3. 餐饮抑制量增，升级趋势放缓

拆分量价，零售渠道价增为先，餐饮渠道量增放缓，2019-2023 年 CAGR 约 1.8%。

零售渠道，价格增速基本保持平稳，2014-2015 年和 2020 年受提价及需求拉动，价增分别达到为 7%和 8%，其余年份基本维持在每年增长 3-4%的水平，在量增放缓的当下，价增已经成为行业规模主要驱动因素。量方面，零售渠道在 2021 年和 2023 年量基本持平，与社团冲击及商超客流量下滑相关，中期维度，我们预计零售渠道量有望延续平稳增长趋势。

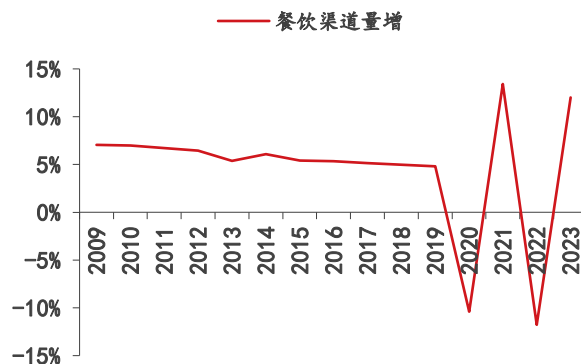
餐饮渠道，由于价格链条较长且难以观测，我们主要分析量的情况。2009-2019 年量增速区间约处于 5-7%，由于疫情扰动，2020-2023 年餐饮渠道量增出现大幅波动，熨平疫情期间来看 2019-2023 年餐饮渠道量增 CAGR 约 1.8%，基本保持平稳。我们预计随着餐饮行业复苏，餐饮渠道量增有望保持平缓增长。

图8. 调味品行业零售端量价拆分



资料来源：欧睿、国投证券研究中心

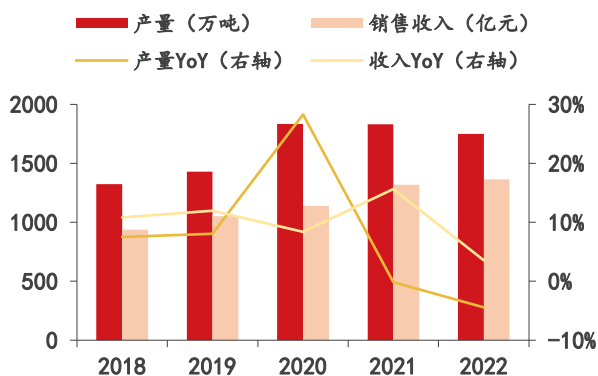
图9. 调味品行业餐饮端量增情况



资料来源：欧睿、国投证券研究中心

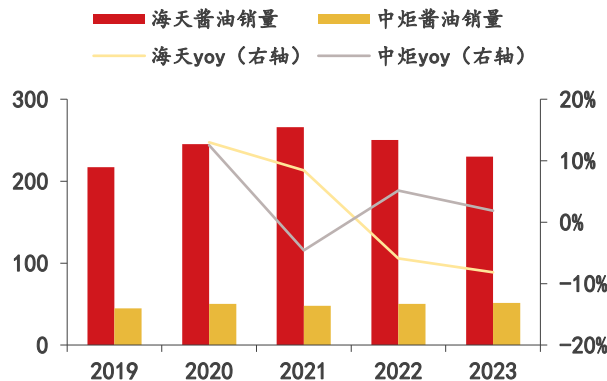
餐饮是最大的下游渠道，需求承压抑制调味品用量。根据中国调味品协会，2022 年百强企业生产总量为 1749.4 万吨，同比-4.4%；销售收入为 1363.8 亿元，同比+3.5%，需求疲软、动销较弱背景下百强企业产量出现负增长。在外用餐和外卖的调味品每千克使用量是家庭烹饪的 1.5 倍以上，下游餐饮行业承压进一步抑制 B 端调味品用量。以酱油销量为例，2022/2023 年海天味业酱油销量同比下降 5.9%/8.2%，受餐饮需求疲软影响较为显著。

图10. 调味品百强企业产量、收入及同比



资料来源：中国调味品协会、国投证券研究中心

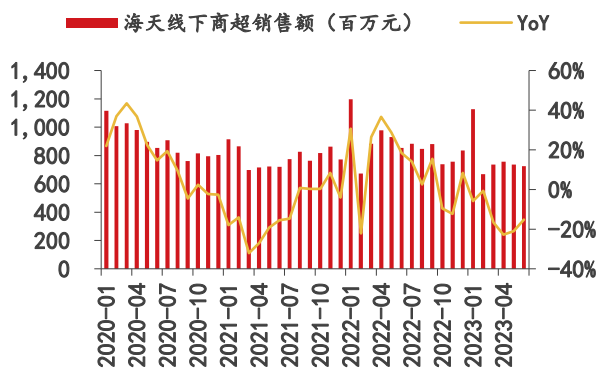
图11. 海天、中炬酱油销量（万吨）及同比



资料来源：wind、国投证券研究中心

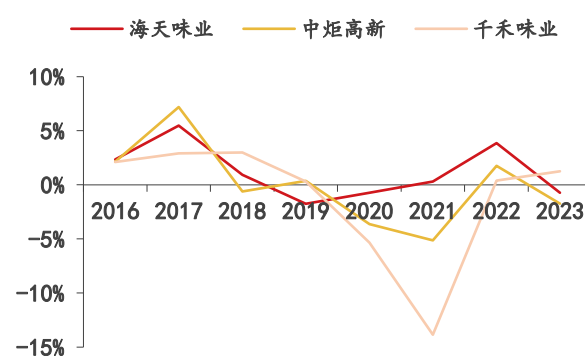
商超客流量下滑不可逆，结构升级趋势放缓。商超渠道遭遇社区店、电商、团购等渠道分流，根据通联数据，海天 2023 年 1-6 月线下商超销售额为 47.45 亿元，同比下降 13.95%。由于餐饮市场及食品工业市场调味品整体以中低价需求为主，商超渠道中家庭消费为调味品结构升级主要来源，商超客流下降导致调味品消费结构升级放缓。从均价来看，2020、2021 年海天、中炬、千禾酱油均价呈现下滑趋势，2023 年海天/中炬/千禾酱油均价分别同比-0.72%/-1.73%/+1.24%，行业升级趋势放缓。

图12. 2023 年海天线下商超销售额下滑



资料来源：通联数据、国投证券研究中心

图13. 海天、中炬、千禾酱油均价同比增速

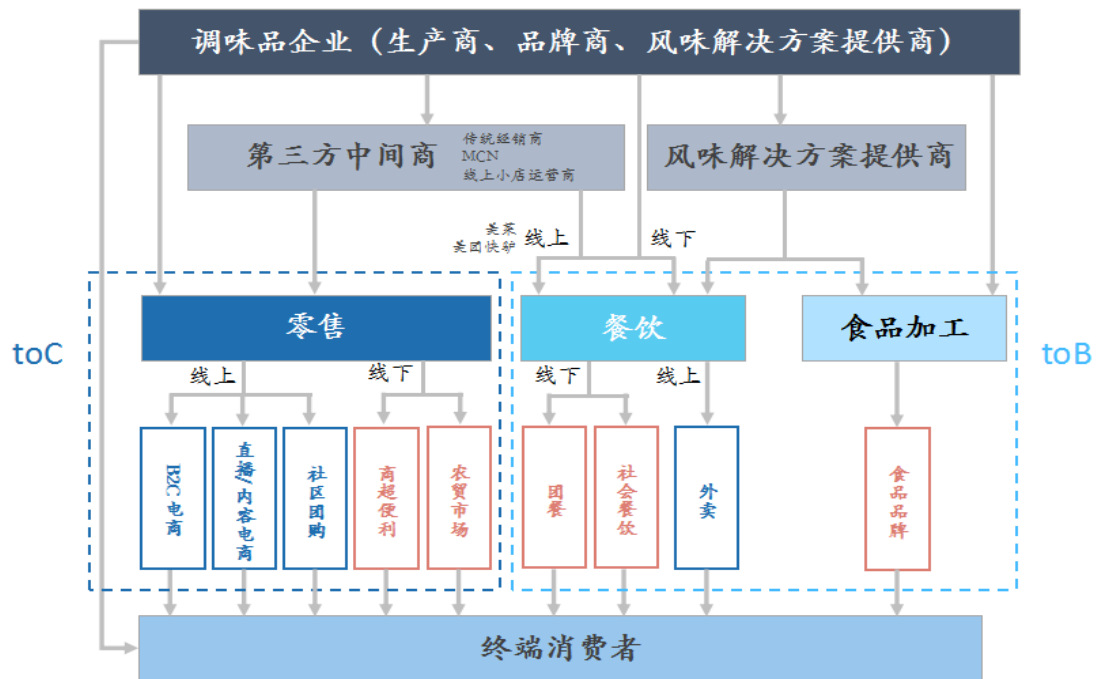


资料来源：wind、国投证券研究中心（注：2016、2017 年中炬高新酱油收入按业务收入 70% 计算得出）

2. 解码渠道：顺势而为，向新而生

终端需求分化，渠道结构演绎。调味品企业下游渠道主要是零售、餐饮及食品加工，根据艾媒咨询，占比约为 34%/49%/17%，餐饮和零售渠道是主战场。随着疫情期间消费者购买行为的变化及习惯的养成，调味品终端需求持续变化，渠道结构也在发生变化。例如随着社区团购及平台电商兴起，线上渠道占比逐步提升；另外，随着预制菜产品的消费者教育不断推进，食品工业客户占比有望增长。疫情期间，B 端需求的疲软和 C 端需求的爆发多重促进渠道碎片化趋势。

图14. 调味品行业渠道分布

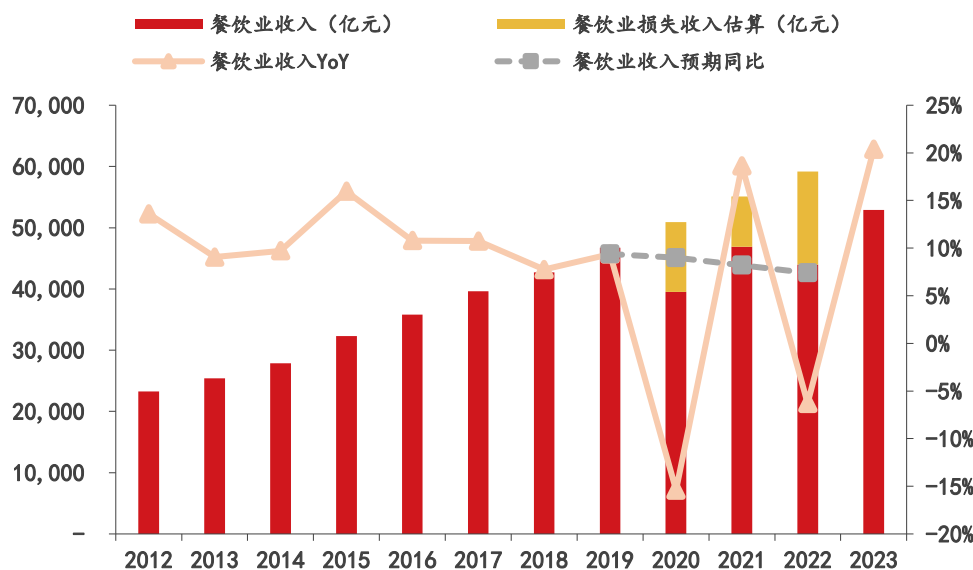


资料来源：中国调味品协会、国投证券研究中心

2.1. 餐饮渠道：复苏节奏放缓，寻找定制化增量

疫情影响消费场景，餐饮行业营收持续受损，高压下标准化、连锁化进程持续推进。根据美团新餐饮研究院，2020-2022 年受疫情影响，我国餐饮行业市场规模出现失速，对比这 3 年餐饮业实际年收入与当时行业估算口径，3 年我国餐饮业累计损失达到 3-4 万亿元。整体行业需求不振，导致各家餐饮店营收持续承压，对降本增效的诉求亦持续提升。在此场景下，餐饮企业多寻求以连锁形式增强抗风险能力，2022 年我国连锁化率已提升至 19%，标准化、连锁化进程持续推进，下线城市仍有较高提升空间。

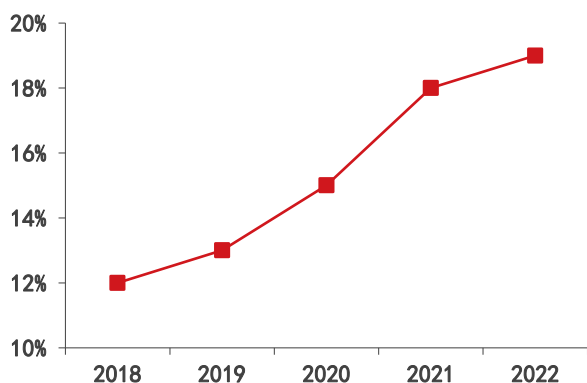
图15. 2020-2022 年中国餐饮行业年收入与损失估算



资料来源：国家统计局、美团新餐饮研究院、国投证券研究中心

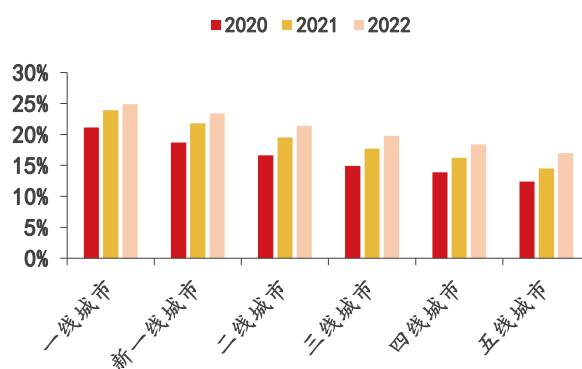
注：损失估算逻辑为2020年初中烹协估算当年餐饮业收入增速为9%，2021-2022年餐饮业收入估算根据2016-2019年增长率推算。

图16. 2022 年餐饮连锁化率达 19%



资料来源：美团新餐饮研究院、国投证券研究中心

图17. 2020-2022 年不同城市线连锁化率

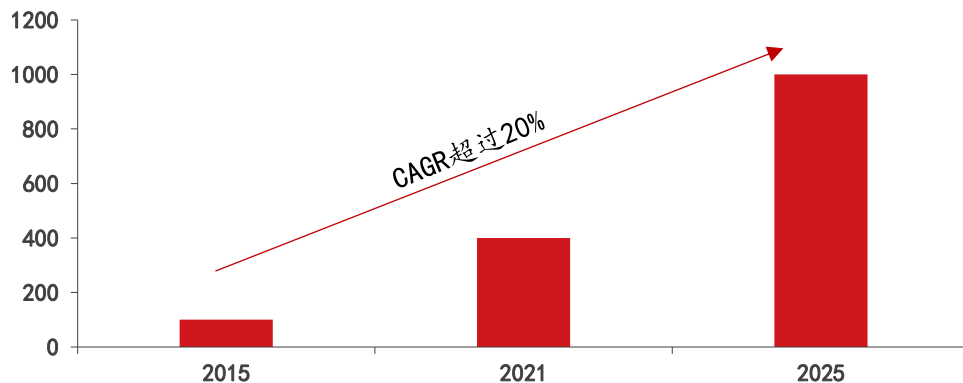


资料来源：美团新餐饮研究院、国投证券研究中心

注：城市线根据第一财经《2022 年城市商业魅力排行榜》划分

连锁餐饮加速发展，定制化需求与日俱增。随着连锁企业的快速扩张及对快速出餐需求的提升，餐厅对定制化调味品的诉求加速向上。定制化产品不但满足连锁餐饮企业对连锁门店口味标准化的诉求，同时定制也保证了该品牌区别于其他同类企业的口味特殊性。另外定制化产品一般为多种调味品的复合产品（复合调味品或多种基础调味品按比例组合好的产品），规模化使用更加快出餐速度、减少厨师人手的配置，一定程度上也能起到降本增效的作用。根据中国调味品协会大数据信息中心的初步估算，2015 年定制化调味品市场不足 100 亿元，2021 年已超过 400 亿元，2025 年有望达到 1000 亿元以上，以每年 20% 以上的增速快速发展。

图18. 定制调味品市场规模 CAGR 超过 20%



资料来源：中国调味品协会、国投证券研究中心

餐饮渠道销量大且易守难攻，是调味品企业核心渠道之一。从餐饮渠道特点来看，餐饮渠道对于厂家来说，产品消化更快且较稳定，有希望销售高价产品；对经销商来说，餐饮渠道产品销量大，品牌具有优势，高端餐饮价格相对不敏感，且有希望带动居民消费。因此，餐饮渠道作为起量的主要驱动因素和居民消费习惯教育的主要阵地，是调味品企业核心渠道之一。由于餐饮企业调味品使用者为厨师，品尝者为消费者，而采购者为餐厅老板或采购经理，三者分离导致餐饮渠道对调味品的需求比起口味、更关注稳定性及性价比，相对易守难攻，企业多通过知名厨师的影响力造势/驻地销售代表拜访终端推广/针对重点终端逐个击破，争取终端厨师的青睐。渠道链条来看，其中二批商是核心，通过产品系列化、客情服务等加强粘性，实现餐饮渠道加速发展。

表1: 餐饮渠道打法梳理

	餐饮渠道
渠道特点	1) 制造商：产品消化快且稳定，能销售高价产品，易守难攻； 2) 经销商：产品销量大，品牌具有优势且竞争力强，对价格相对不敏感（高端餐饮等），可带动居民消费
打法梳理	1) 建立渠道切入点：厂家借助经销商已有网络进入餐饮渠道、把区域内的重点酒楼作为销售重点，进行厨师推广，从高档向低档推进； 2) 扫街调查，拜访重点餐饮终端并进行推广，通过知名厨师的影响力造势/驻地销售代表拜访终端推广/针对重点终端逐个击破，争取终端厨师； 3) 依据调查数据分类为 A/B/C 餐饮终端，建立资料库并逐步铺货、收款； 4) 清晰终端的采购渠道，结合分类选择目标二批客户，将终端划分给核心二批来解决款期、送货上门和回扣问题。对于核心二批客户每月要给予其带来效益，定期开发新终端，有合理的价格秩序。
价值链	制造商-经销商-二批-餐饮终端 （二批是核心，很难通过直营控制终端）。
渠道维护	整体易守难攻，容易形成习惯性购买。 1) 销售人员勤跑终端及时收账； 2) 产品系列化； 3) 维护与终端工作人员关系，做好客情服务； 4) 维护与厨师学校、餐饮老板、采购等的关系；建立二批助销系统

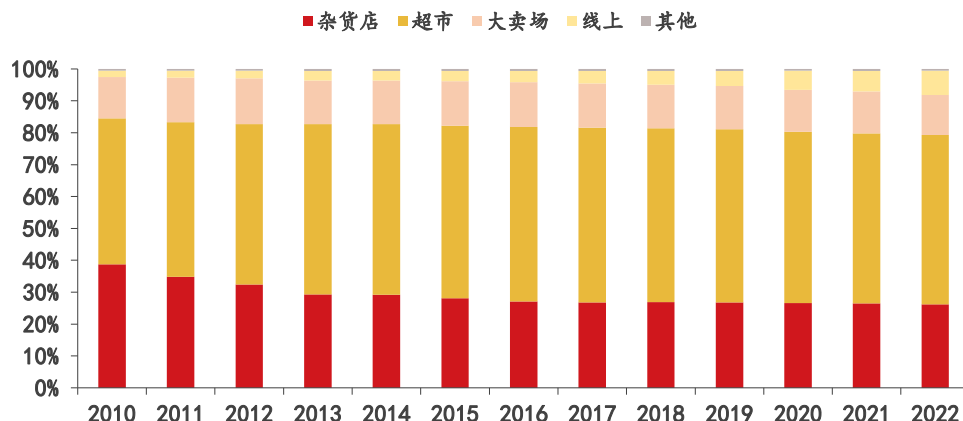
资料来源：陈小龙《调味品营销第一书》、国投证券研究中心

2.2. 零售渠道：商超仍是主战场，线上崭露头角

2.2.1. 线下：商超客流量下降，流通渠道开拓提速

根据欧睿数据，超市占比约 50-55%，大卖场约 13-15%，即使近年来商超客流量有所下降，商超渠道仍是消费者购买调味品的主要渠道；杂货店（一般为流通农贸、夫妻老婆店等）占比从 2010 年约 40% 将至近年约 25-30%，基本保持稳定；线上占比稳步提升，2022 年约 8%。

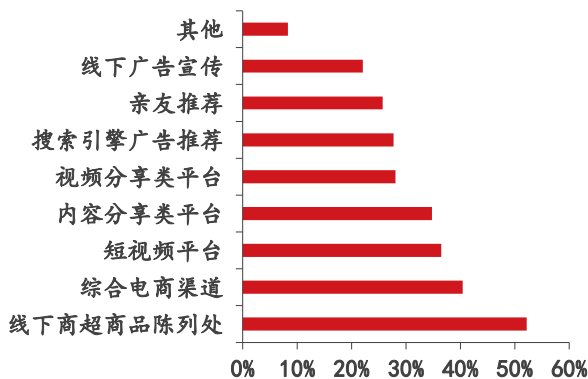
图19. 调味品零售渠道分布



资料来源：欧睿、国投证券研究中心

随着电商平台及本地生活平台快速发展，商超客流量近年显著下降，但仍是调味品购买和宣传的主阵地。根据中国连锁经营协会，2020年中国连锁经营超市客流量普遍下降4.9%，2021年68.39%的超市门店客流量同比下降，2022年占比进一步达到了81.4%。但根据艾媒数据，消费者购买调味品的主要渠道主要在商超，占比约55%，其次为综合电商，约44%。从消费者了解调味品的渠道来看，线下商超商品陈列处占比约52%，商超渠道仍为调味品购买和宣传的主阵地。

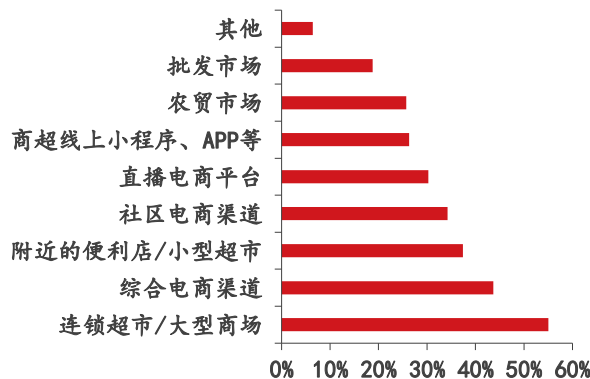
图20. 中国消费者了解调味食品的渠道（多选）



资料来源：艾媒咨询、国投证券研究中心

注：统计时间为2024年4月

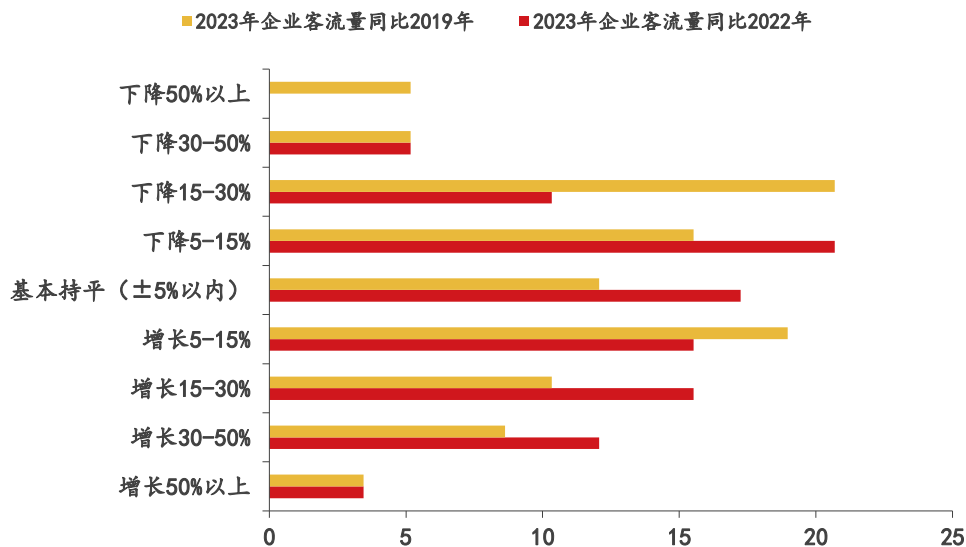
图21. 中国消费者购买调味食品的渠道（多选）



资料来源：艾媒咨询、国投证券研究中心

注：统计时间为2024年4月

图22. 2023 年深圳商超客流量同比 2022/2019 年变化情况



资料来源：深圳零售协会、国投证券研究中心

商超客群品牌粘性低，为新兴调味品企业带来开拓空间。相较于餐饮客群或流通客群，商超客群更容易被陈列、堆头买赠或导购等吸引，品牌粘性相对较低，因此对调味品企业来说替换难度较低。且商超渠道更容易塑造品牌形象及产品定位，教育消费者心智。消费者基于此特征，新兴的调味品企业多选择商超作为第一开拓渠道，加大费用投放力度进而实现消费者替换，为新兴调味品企业带来较大的开拓空间，如发展初期千禾味业在省外、中炬高新在非主销区均通过优先布局商超渠道实现产品布局，进而逐步实现全国化进程。

商超渠道进场费用较高，进入壁垒高，短期需要较大资金投入。根据新经销，在于商超渠道合作中，供应商需要承担进场费、条码费、物流成本、损耗等费用，且商超渠道一般账期较长，需求不稳定，因此短期需要较大资金投入，进入壁垒更高，体量较小的调味品企业进入商超渠道难度提升。

表2：批发、零售渠道打法梳理

渠道	渠道特点	打法梳理	价值链	渠道维护
批发渠道	1) 销售费用少，易起量； 2) 层级分布多样，二批较多带来销量不稳定。	1) 完善品种结构； 2) 分销做到品类与区域覆盖：针对品类，先分销最畅销的货物，再针对不同地区补入有市场容量的产品进行分销；针对区域，考虑分销覆盖了的地区及产品在该地区的销售情况； 3) 建立战略分销网点，由重点网点带动其他网点； 4) 维护渠道内价盘稳定； 5) 通过广告、陈列活动等推销产品。	1) 经销商-二批商-三批商/零售商-酒店/家庭； 2) 经销商-二批商-酒店/家庭； 3) 经销商-酒店/专业用家。	1) 针对大型快消品制造商，主张全渠道、全品项分销，重视终端弱化二批商； 2) 对于中小企业建议采用传统营销模式，还利二批商
零售渠道	1) 商超费用较高，占比高的情况下可考虑厂家直营； 2) 要有适销对路的产品，加强推广和人员服务	传统零售渠道：铺货、覆盖是核心，树立样板终端，进行搭赠、促销等方式促进进货，进行无压力铺货		

资料来源：陈小龙《调味品营销第一书》、国投证券研究中心

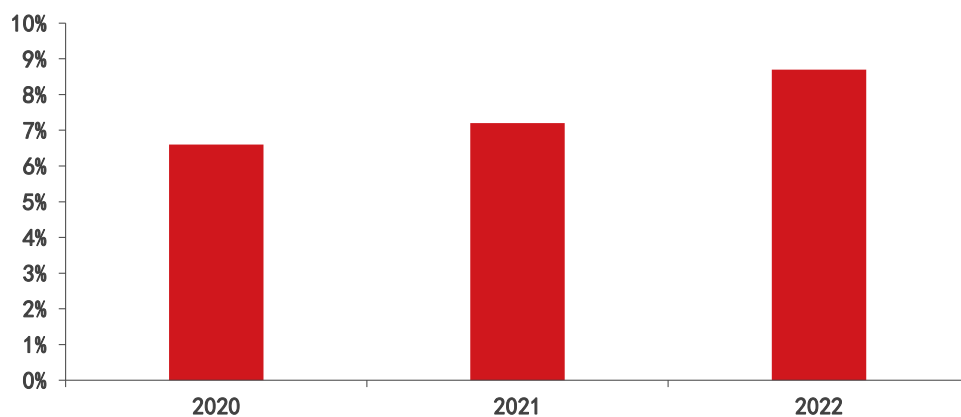
流通渠道加速开拓推进，寻求线下新增量。相较于商超渠道，流通渠道客群主要是居民及小餐饮企业，对调味品品牌的粘性更强，价格敏感度更高，需求较稳定且市场规模巨大。对厂家来说，销售费用较低，价值链条更长，对经销商和二批商的管控力度更加重要。随着商超客流量不断下行，各个企业对流通渠道的布局力度持续增强，寻求更多新增量，因此流通渠道竞争格局逐步激烈。从网点扩展、货架陈列到动销周转等多方面强化经销商的竞争力，进而实现渠道新增量。我们认为，流通渠道相对需要更长的品牌替换时间，因此

前期已有布局的企业先发优势延续，后来者仍需较长周期进行开商布点，进而形成自然动销。

2.2.2. 线上：线上占比小幅提升，企业着力稳定价盘及货源

碎片化趋势下，线上渠道小幅提升。疫情期间，B端需求的疲软和C端需求的爆发多重促进渠道碎片化趋势，消费者购买调味品的渠道从传统的KA扩张至社区团购、街边BC超、线上内容电商、直播电商等。疫情培养了消费者居家购物的消费习惯，线上占比持续提升，根据星图数据，调味品行业线上渠道占比由2020年的6.6%提升至2022年8.7%。

图23. 线上渠道占调味品总体销售占比



资料来源：星图数据、国投证券研究中心

线上线下产品区隔，减少窜货及稳定价盘是主要命题。类似于2021年兴起的社区团购渠道，线上渠道多以低价吸引消费者，因此企业逐步以不同规格等线上产品进行线上线下区隔，同时着力管控线下经销商的货源，加大窜货处罚力度等方式布局线上渠道。另一方面，为了保证价盘稳定及防止窜货，企业逐渐与线上平台直接建立合作，通过直供方式保证产品供应，降低平台窜货动机。

图24. 调味品企业线上 sku 区隔

品牌	SKU	品牌	SKU	图
海天	零添加清筒酱油460ml	恒顺	每日花醋280ml	
	即筒裸酱油460ml		有机糯香醋300ml	
	白醋9度800ml		御宴醋580ml*2	
中炬	减盐30%特级生抽500ml	恒顺	恒顺香醋十年陈酿原浆八度300ml	
	零添加酱油纯酿特级生抽500ml		海鲜捞汁1L	
	火锅鲜蚝油320g	千禾	春曲原酿1L	
	美味鲜生抽王1.25L			

资料来源：天猫官方旗舰店、国投证券研究中心

注：线上线下产品区隔判断主要通过春节商超草根调研及线上官方旗舰店对比得出

调味品购买频次低且囤货需求弱，货值低而运费占比较高，线上渠道为补充而非主攻渠道。根据艾媒咨询，消费者大部分 2-3 个月购买一次调味品（占比 35.7%），一个季度购买一次占比 26.9%，仅 21.8%的消费者一个月购买一次或更多，整体调味品产品购买频次偏低，且月 38.4%和 56.6%的消费者是仅供当前所需或少量囤货购买，囤货需求偏弱，因此从需求维度我们认为线上渠道非调味品行业的主要购买方式。同时，由于调味品多为玻璃瓶或 PET 瓶包装，克重更重且易碎，单品货值也较低，运费占产品价格比例更高，企业包邮成本过高，从供给维度看，线上渠道规模较不经济。因此，我们预计线上渠道为补充而非主攻渠道，更多是品牌形象展示作用，更大增量依然需要拓展餐饮及线下零售渠道。

图25. 调味品消费者购买频次



资料来源：艾媒咨询、国投证券研究中心

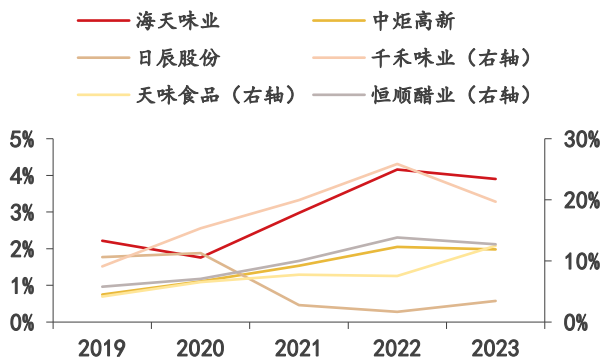
图26. 调味品单次规模规格



资料来源：艾媒咨询、国投证券研究中心

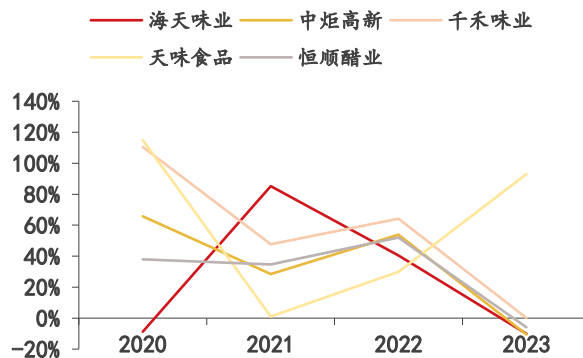
发力线上，着力提升品牌力。随着社区电商、内容电商等加速发展，调味品近年持续发力线上渠道，提升品牌营销，2022年海天、中炬、千禾、恒顺线上渠道占比分别提升1.2/0.5/5.9/3.8pct，带动线上营收实现高速增长，2023年消费场景恢复后线上电商表现略有疲软，除天味收购食萃拉动线上营收同比增长93%，海天、中炬、恒顺线上营收均小幅下滑，千禾基本持平。虽然由于达人分成、营销费用高启等因素，线上渠道净利率仍有较大提升空间，但上市公司多通过自主设立直营旗舰店，减少对主播达人的依赖，且上市公司的品牌力较小厂、白牌有绝对优势，因而不单依靠纯低价获取消费者，盈利能力相对较优。同时，由于调味品货值较低，线上购买的优惠绝对值相对有限，对包邮运输、人力等费用的覆盖度较高客单价的产品相对较低，因此高货值的电商产品更易在电商渠道跑出优势。

图27. 各调味品企业线上占比稳步向上



资料来源：公司公告、国投证券研究中心
注：中炬高新为直营电商数据

图28. 各调味品企业线上营收增速

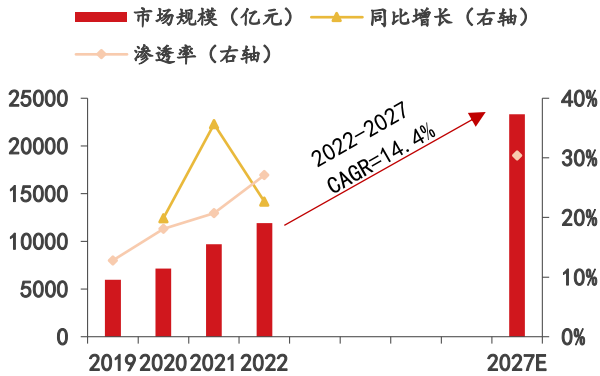


资料来源：公司公告、国投证券研究中心
注：天味食品2023年线上营收大幅增长主要系收购食萃

2.3. 食品工业：工业化推进，关注新增量

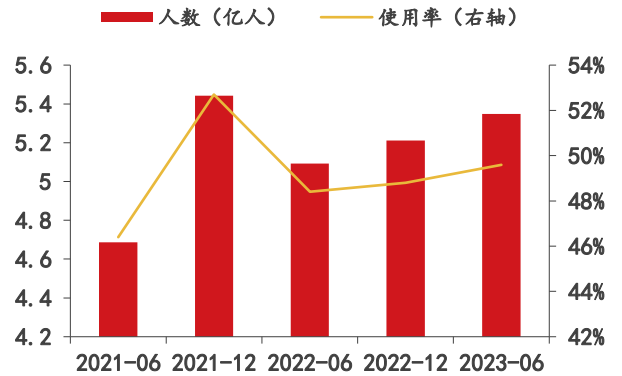
随着外卖市场的持续扩张和预制菜产品的不断普及，家庭端部分调味品消费量转移至如预制菜、料理包等餐饮及食品工业渠道，为行业带来新增量。根据弗若斯特沙利文，2022年我国外卖行业市场规模达到11905亿元，同比增长23%，预计2027年有望达到23316亿元，2022-2027年CAGR达到14.4%，渗透率达到30.4%。在庞大的外卖消费群体的催化下，家庭端调味品的消费量部分转移至餐饮渠道，考虑到食品工业化加速推进，预制菜、料理包等产品不断普及，部分家庭端消费量亦直接转移至上游食品加工业渠道。

图29. 2019-2027 年中国外卖市场规模及渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文、国投证券研究中心

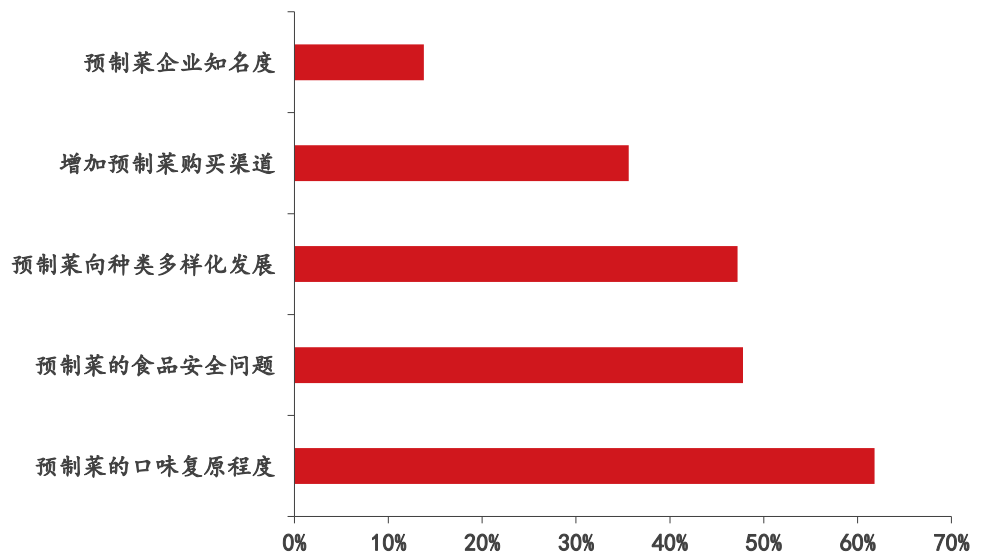
图30. 网上外卖用户规模及使用率



资料来源：中国互联网络信息中心、国投证券研究中心

预制菜口味还原诉求提升，对调味品企业要求逐步加强。根据艾媒咨询的统计，当前消费者对于预制菜口味复原程度的关注度最高，占比达到 61.8%。口味还原度与食材、烹饪方式、调味品、包装储存等多方面相关，其中调味品的使用是关键一步，对调味品企业的要求逐步增强，对研发、生产等要求更高。

图31. 2022 年中国预制菜消费者认为预制菜行业需改进问题



资料来源：艾媒咨询、国投证券研究中心

食品工业化趋势成新机遇，建议持续关注。疫情以来，餐饮行业需求仍有承压，行业增速放缓，而预制菜赛道仍处于快速爆发阶段，我们认为，先发抓住食品工业化渠道布局的企业或有望弯道超车，在餐饮渠道需求疲软且易守难攻的背景下，通过布局食品工业渠道、紧握预制菜加工商的食品工业企业的需求，在渠道变革期寻求更快增长。

表3: 调味品企业切入预制菜赛道（食品工业渠道）方向分析

途径	方式	适合企业类型
提供调料配料解决方案	部分预制菜企业缺乏专业人才、标准化及复合化能力，更需要稳定的味型调料配方	1) 有一定研发创新能力、自身产品品类多、具备生产规模的中大型调味品企业； 2) 在某一基础原料、味型有优势、同时具备一定规模的中小企业及区域性调味品特性强的中小企业； 3) 部分以技术输出为主的调味品研发公司

参与味型及菜品开发	调味品企业与预制菜企业深度合作，参与味型和菜品的研发和持续创新，以技术弥补预制菜企业菜品还原度的短板，同时实现产品调味原料的定制	<ul style="list-style-type: none"> 1) 研发能力强的调味品企业; 2) 以B端餐饮产品为主的调味品企业; 3) 技术型调味品科研公司
提供基础或初加工原料	具备一定调味品原料优势的企业可长期给预制菜企业提供品质和标准如一的基础型原料或初加工原料，如花椒、辣椒、豆瓣、豆豉等具有产地优势的厂家	<ul style="list-style-type: none"> 1) 企业所在地为原料种植基地或地理标识产区、且具备一定初加工能力的企业; 2) 在当地形成某一类型调味品BC端消费较大的生产型企业; 3) 基础原料集散地或有进出口优势的企业; 4) 地域性、特产性、地理标识型产地企业
提供定制、代工服务	部分预制菜企业可能无法实现原料生产的稳定性、不具备各种原料生产的硬件要求、不具备原料采购优势、投入产出比不合算等，因此需要将所需原料根据配方要求寻求第三方定制或代工合作	<ul style="list-style-type: none"> 1) 具备较强生产能力、技术设备、标准化程度高的企业; 2) 具有原料优势同时具备生产能力的企业; 3) 制造成本低，具有成本优势的企业
直接介入预制菜	直接投资经营或与关联度较高的企业形成合作	<ul style="list-style-type: none"> 1) 具有品类优势的资本型企业; 2) 原有产品和渠道与预制菜赛道重合度较高的企业; 3) 餐饮起家的调味品企业; 4) 区域性菜系、具备原产地优势的复合调味料企业
渠道共享或整合	以餐饮或全渠道运营的调味品企业可通过自身优势与预制菜企业进行共享合作或深度整合	<ul style="list-style-type: none"> 1) 营销力、渠道架构完善、具有优势团队的企业; 2) 品牌力强、现有客户及渠道和预制菜销售渠道关联性或重叠度高的企业; 3) 现有产品消费群和预制菜消费群属于同一类型的企业

资料来源：味界头条、国投证券研究中心

表4：工业及封闭渠道打法梳理

渠道	渠道特点	打法梳理
工业渠道	<ul style="list-style-type: none"> 1) 易守难攻; 2) 需要成立工业渠道部并派专人跟进; 3) 销售人员需具备生产制造的知识(对专业知识要求高); 4) 需发展相应的经销商网络。 	<ul style="list-style-type: none"> 1) 专人跟进; 2) 掌握制造专业知识; 3) 密切沟通; 4) 制定对关键人物的激励政策; 5) 关注关联行业的发展;
封闭渠道	<ul style="list-style-type: none"> 1) 以团购、大单位饭堂、航空线、加油站、特产店等为主; 2) 团购：团购直攻难度大; 3) 大单位饭堂：渠道直接消化、竞争少、销量稳定; 4) 加油站、特产店等：适用于旅游城市，目标顾客购买力强。 	<ul style="list-style-type: none"> 1) 团购直攻：搜集重点客户名单并进行分级，调查是否有团购习惯和需求；挖掘节日的团购需求，重大节日前邮寄资料；选择适合团购的产品或直接通过经销商/当地大卖场的团购部运作； 2) 团购销售：直攻大中型企事业单位；寻找有团购经验的单位出售互补型产品； 3) 大单位饭堂：保障质量安全与成本实惠；维护好与单位领导、食堂负责人、餐饮负责人的关系，做好客情维护； 4) 加油站、特产店等：产品分为实惠装和礼品装且包装大方；陈列生动化或用价格组合推广。

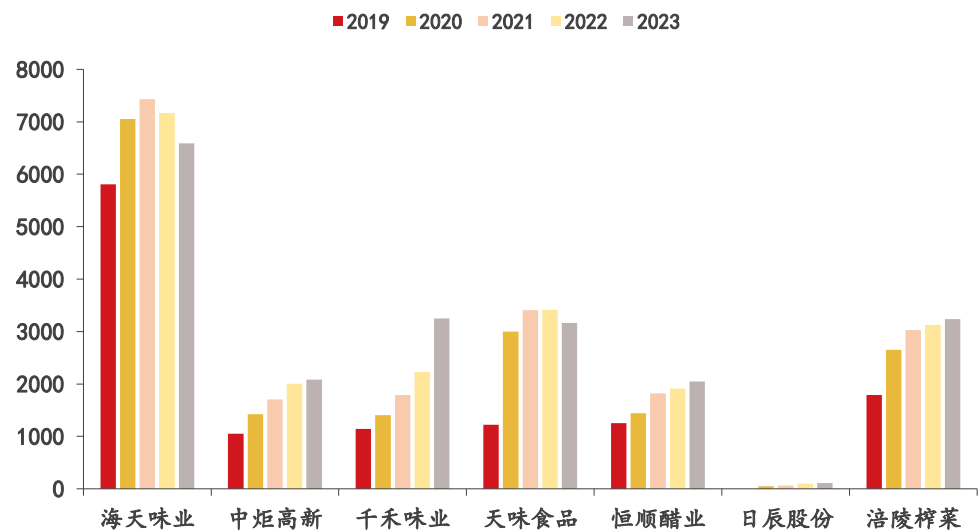
资料来源：陈小龙《调味品营销第一书》、国投证券研究中心

3. 企业积极求变，逆势寻破局之道

企业明显加快渠道开拓进程，从各自优势渠道如传统商超、流通向餐饮、食品工业等新进入渠道扩展，伴随渠道推进，经销商开拓速度显著提升。从区域看，除海天味业基本实现全国化布局之外，其他个股在省外或非主销区经销商数量快速提升。除线下外，线上及工业化布局有望成为调味品行业的新增量，上市公司亦加速开拓，线上及食品工业渠道布局持续推进。

渠道开拓下，调味品企业开商显著加速。随着餐饮业需求放缓、商超客流量承压，上市公司的渠道主战场均不同程度受到影响，因此渠道梳理及扩容动作势在必行。2020 年开始上市公司开商速度显著加速，海天味业/中炬高新/千禾味业/天味食品/恒顺醋业/涪陵榨菜分别新增 1245/370/264/1780/185/858 个经销商，2021 年延续扩张趋势，2022 年海天逐步放缓扩张势头，以优化经销商团队，提升经销商质量为先。

图32. 各调味品企业加速开商



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

注：日辰 2021 年末对客户渠道分类进行了重新定义和划分，因此 2019 年公告数据不可比，未统计

3.1. 海天味业：挖掘餐饮增量，发力定制化

渠道改革，挖掘餐饮渠道增量。海天味业近年来受餐饮渠道疲软影响较大，对此公司不断进行渠道改革，多方面挖掘餐饮渠道增量空间。从价来看，餐饮渠道产品结构升级逐步促进价格提升，黄豆酱、醋、料酒等相对多品类及高结构的产品推进，促进客单价提升。从量来看，公司 2023 年开始着力推进专业餐饮渠道经销商开发，公司层面成立餐饮事业部，对接定制化需求，促进餐饮渠道量增。

发力定制化，完善渠道布局。餐饮行业复苏趋缓，海天亦逐步发力定制化赛道，从存量市场中发掘营收的新增量。对此，公司在交互链条及供应链上持续调整，从研发、生产、销售等多个环节适配定制化需求。前端研发为公司核心竞争力，定制化实力已有具备，而海天的后端生产更讲求极致规模效应，定制化以小批次为主，因此海天的生产端仍需调整，目前稳步推进中。

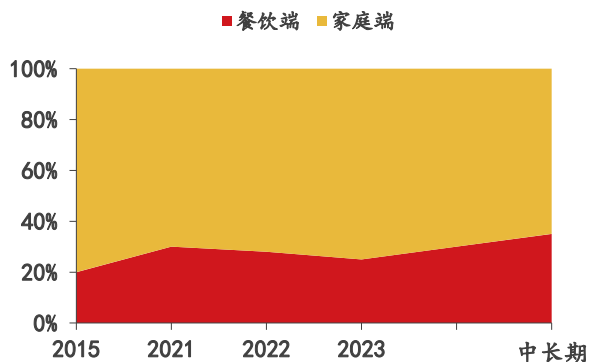
3.2. 中炬高新：加强餐饮布局，全国化持续推进

3.2.1. 加大餐饮渠道开发力度，引入啤酒经销商共同开拓

餐饮渠道占比稳步提升，扶持力度加大。餐饮渠道占比持续提升，2022 年已达 28%，2023 年小幅波动，中长期规划餐饮渠道占比达到 30-40%。2021 年公司成立餐饮推广小组，负责策划餐饮活动以及各区域团餐和餐饮连锁集团沟通和推进，2022 年新增百余家连锁餐饮订单，收入贡献显著。同时公司费用向餐饮端倾斜，加快餐饮渠道布局，2021 年 4 月成立餐饮推广基金，有助于餐饮二批商与终端餐饮消费者开发，帮助餐饮小组、餐饮经销商等实现餐饮活动落地和订单转化。

新任管理层重视餐饮渠道开发，助力经销商开拓渠道。24Q1 公司逐步协助经销商形成餐饮组织结构及队伍，在试验区域及试验经销商试点加大资源投放力度，助力突破餐饮现有场所低覆盖率的格局。同时公司不断开发新经销商，通过试点总结经验，逐步形成餐饮终端的经销商操作手册，以规范化标准化动作指引经销商在餐饮终端覆盖、产品组合及动销上形成组合拳，实现餐饮覆盖率提升。

图33. 中炬餐饮渠道占比稳步提升



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图34. 公司举办厨邦顶级厨师训练营



资料来源：广东省食文化研究会、国投证券研究中心

培育厨师群体，提升餐饮覆盖率。根据头豹研究院，截至 2020 年厨邦顶级厨师俱乐部已拥有超过 18 万厨师会员，认证厨师达人 7000 人。公司依托当地餐饮推广小组，协同餐饮、厨师协会等主体多次举办厨师巡回品鉴交流会、超级凉菜大赛、顶级厨师训练营等活动，通过厨师俱乐部会员小程序、抖音及视频号定期发布厨邦新菜及赠送产品，培育信任厨邦品质的厨师群体，不断提升厨师的使用习惯和互动粘性，促进产品推广和销量转化，提升餐饮渠道覆盖率。同时公司依托餐饮农贸市场二批经销商进行下沉分销，辐射餐饮市场和终端消费者，部分餐饮经销商开拓了大规模高校、医院等订单式团餐。公司将在渠道层面持续增加经销商数量，进一步细分经销商分销覆盖范围，针对弱势区域引进新经销商，提高渠道渗透能力。

引入啤酒经销商共同开拓，打通资源禀赋实现餐饮渠道增量。公司新任管理层在啤酒行业拥有丰富经验及资源禀赋，啤酒与调味品均需要借助终端管理、产品创新、消费者认知需求来满足购买，同时保证价格体系和各渠道毛利率优于竞品来提升效率，因此管理层在以往啤酒行业的经营经验有望迁移。同时，调味品与啤酒行业也存在不同点：1) 啤酒为技术成熟的工业化产品，调味品仍具有地域性细分；2) 啤酒为瞬时购买的品类，调味品更多为低频购买、高频消费，需要转换固有产品认知，在品牌、终端及促销上引导消费者；3) 调味品餐饮渠道与啤酒的购买人群和使用人群不同，需要对应调整。因此新任管理层亦在不断调研过程中完善调味品行业认知，打通资源禀赋，实现餐饮渠道增量。

3.2.2. 非主销区线下渠道发力，全国化持续推进

区域分部不均，非主销区空间广阔。中炬南部区域营收占比约 41-43%，市占率处于头部，而 2023 年中西部/北部占比仅有 22%/13%，区域分布不均衡，非主销区空白市场有较大覆盖

空间。新管理团队入驻后，非主销区持续发力，西北、西南、东北、华北、华中、华东、中南、华南八大事业部因地制宜制定销售策略，促进线下渠道发力。

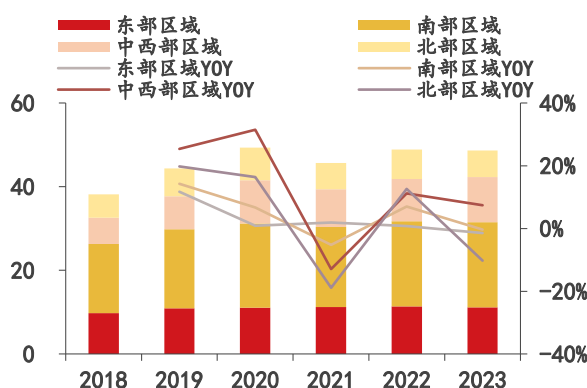
八大区域事业部保驾线下渠道，因地制宜明确策略。调味品人均消费量较大的北部区域有望成为北方渠道的突破口，在深耕优势区域的同时在优势区域寻找突破机遇。从区域事业部定位来看，华南作为公司传统优势市场，有望借助管理层已有的渠道禀赋开拓优质经销商，追求高质量发展，产品组合、经销商管理及价格管控等均有望优于竞争对手；中南、西南及华东市场未来3年锚定超越华南事业部，追求高位、翻倍增长，成为面向全国竞争的旗帜；东北事业部主要接力管理层在东北的资源，形成管理模板后逐步复制；而华中、华北及西北事业部还处于白区重建进程中，需要重新建立经销商及销售队伍、打磨市场竞争策略和管理模式，在条件未成熟时不会盲目冒进。

图35. 中炬分区域布局策略



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

图36. 中炬分区域营收表现（亿元）



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

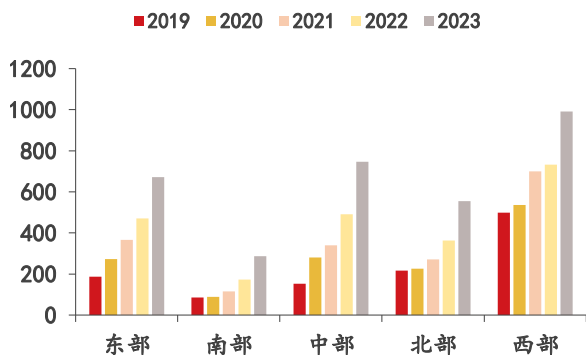
3.3. 千禾味业：开拓流通增量，线上优势延续

3.3.1. 流通渠道加速推进，增长空间打开。

高性价比产品打开流通渠道空间，高利润空间促进经销商开拓。2021年下半年千禾推出高性价比零添加酱油，丰富产品矩阵，布局流通渠道。由于流通渠道难以像商超一样设置导购和专柜，经销商亦没有足够人力和资金支持如此大规模的布局，因此产品性价比成为形成自然动销的重要决定因素，千禾凭借较高渠道利润率为经销商铺货提供充足动力。

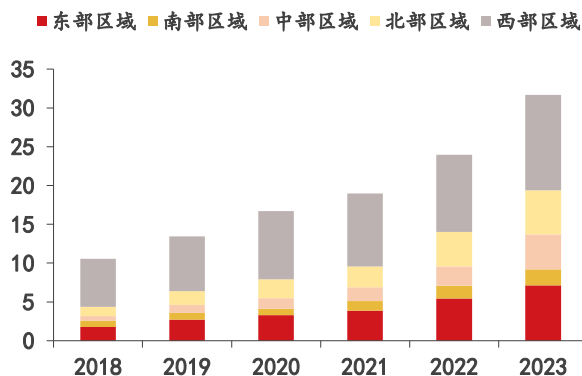
网点数量逐步攀升，回转动销稳步向上。千禾2023年初以来终端网点数量加速提升，省外地级市及下线城市均有加密空间，海克斯事件后消费者对零添加产品的持续需求推动网点数量快速开拓。回转来看，目前不同网点根据动销情况持续调整产品品相和价格，整体回转速度稳步提升。

图37. 千禾省外市场经销商快速增长



资料来源: 公司公告、国投证券研究中心

图38. 千禾分区域营收 (亿元)



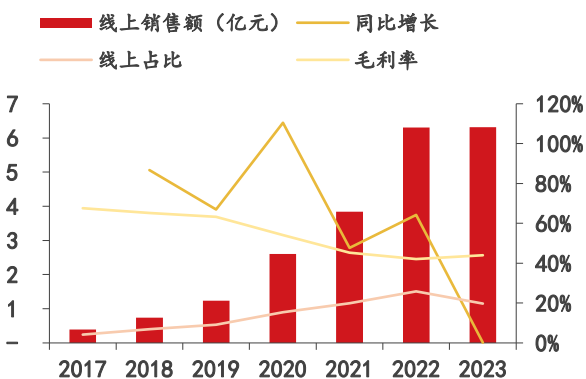
资料来源: 公司公告、国投证券研究中心

海克斯事件促进品牌认知提升，零添加品类扬帆起航。22Q3 之前，千禾流通渠道稳步推进，省外传统渠道占比约个位数。2022 年 10 月，海克斯事件爆发，进一步教育消费者对于零添加产品的认识，促进千禾品牌力加速提升，流通渠道开商铺货进展提速，消费者对于零添加产品的需求快速提升，反向促进经销商代理千禾产品，公司也更有自主权筛选经销商质量及空白网点布局，近年传统渠道占比持续提升，弱势区域逐步渗透。

3.3.2. 线上平台发力，盈利能力优异

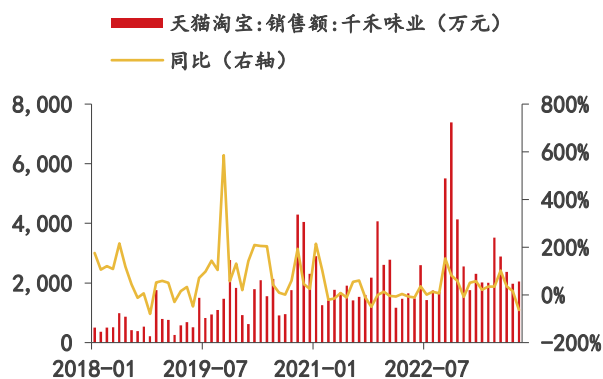
线上平台发力，品宣弯道超车。千禾将线上平台作为消费者培育及品牌宣传阵地，由电商事业部直接管理，直营+经销双重对接，内容电商、货架电商等均有布局。目前千禾线上产品以高端高品质为主，作为品牌宣传阵地持续教育消费者对于零添加产品的消费习惯，同时公司注重投入产出比，线上平台盈利能力处于行业内头部水平，毛利率持续处于 40%以上，且费用投入较为理性，净利率亦较为理想。

图39. 千禾线上渠道销售额及占比



资料来源: 公司公告、国投证券研究中心

图40. 千禾天猫销售额表现



资料来源: 通联数据、国投证券研究中心

3.4. 天味食品：大 B 发力定制餐调，收购食萃布局小 B

大 B 端：定制餐调业务为主，聚焦头部连锁餐饮。截至 2022 年，天味定制餐调业务已服务 5 万多家餐饮连锁店，客户包括张亮麻辣烫、李想大虾、喜家德水饺等知名品牌。2021 年定制餐调受疫情影响较大，增长乏力，22Q2 开始逐步恢复，增长达 10%。天味在大 B 端局部较早，公司 2022 年参股成都海科与浩天味美，布局产业链上下游。海科专门生产食品加工自动化机器，而浩天味美的子公司李想大虾也是天味重要的大 B 客户，合作紧密，订单有望持续放量。

图41. 天味大 B 端合作客户



资料来源：公司官网、国投证券研究中心

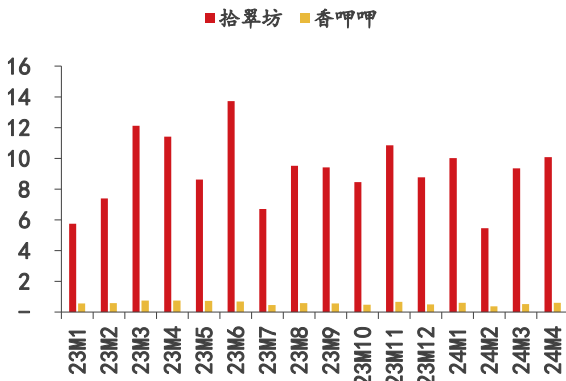
图42. 食萃服务小 B 端客户



资料来源：拾翠坊京东官方旗舰店、国投证券研究中心

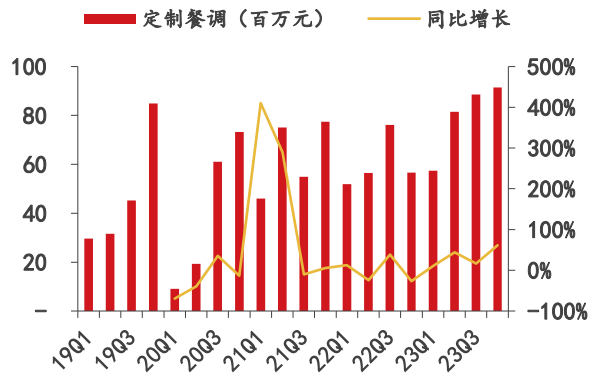
中小 B：大红袍布局线下，食萃领跑线上。天味以面向 C 端客户起家，大红袍自 23H2 开始聚焦小 B 端市场，专门成立负责小 B 的小组。未来天味有望进一步补充产品线应对小 B 需求，目前公司线下小 B 持续打磨模式，有望稳步放量。2023 年 5 月，天味收购食萃加速布局线上小 B 市场，作为线上中小 B 渠道川式复合调味品的头部企业，食萃与国内大量快餐面店、粉店、火锅店、外卖、工厂等餐饮连锁企业及餐饮经营者建成战略合作伙伴，旗下“拾翠坊”“香呷呷”“面之大”三大品牌，产品包括酸辣粉调料、重庆小面调料、麻辣香锅调料等几百个品类，补齐天味中小 B 客户的线上渠道，因此天味将具备服务从单店到大型连锁餐饮在内的所有 B 端客户的能力，提升公司综合竞争力。

图43. 食萃线上月度销售表现（百万元）



资料来源：久谦、国投证券研究中心

图44. 天味定制餐调单季度表现



资料来源：公司公告、国投证券研究中心

4. 当前位置如何看待调味品行业投资机遇？

当前调味品行业复苏斜率放缓但并非单边下行，我们认为行业内仍存在结构性机会，龙头具备穿越周期的能力，积极求变适应当下的公司有望走出独立行情。中期建议关注**中炬高新**、**千禾味业**等；长期我们看好餐饮端修复及渠道加速扩张、布局食品工业渠道的企业，推荐**海天味业**、**天味食品**、**宝立食品**等。

表5：重点关注企业

代码	简称	股价	市值(亿元)	EPS			PE		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
603288.SH	海天味业	34.47	1,916.74	1.01	1.12	1.24	34	31	28
600872.SH	中炬高新	22.69	177.71	2.20	0.99	1.26	10	23	18
603027.SH	千禾味业	13.30	136.69	0.54	0.64	0.76	25	21	18
600305.SH	恒顺醋业	7.23	80.47	0.08	0.19	0.23	89	38	31
002507.SZ	涪陵榨菜	12.25	141.36	0.72	0.80	0.89	17	15	14
603317.SH	天味食品	11.41	121.53	0.43	0.51	0.61	26	22	19
603755.SH	日辰股份	23.13	22.81	0.57	0.74	0.91	41	31	25
603170.SH	宝立食品	11.88	47.52	0.75	0.68	0.81	16	17	15
600298.SH	安琪酵母	27.93	242.62	1.47	1.58	1.83	19	18	15
300908.SZ	仲景食品	27.78	40.56	1.72	1.44	1.68	16	19	17

资料来源：公司公告。国投证券研究中心

注：安琪酵母、仲景食品为wind一致预期，其余为国投证券食品饮料组盈利预测，股价及市值截至2024年6月30日

5. 风险提示

食品安全问题，行业竞争加剧，需求恢复不及预期，原材料成本超预期上行等。

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034