



# 食品饮料行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005） 联系人：陈宇君

liuchengqian@gjzq.com.cn

chenyujun@gjzq.com.cn

## 暑期调研反馈：大众品需求改善，景气回升

### 投资逻辑

总的来看，7月社零整体增速放缓，经济平稳复苏。但食品、饮料类社零增速表现稳健，暑期旺季催化下餐饮具备亮点。1) 细分餐饮类目看，随着消费场景恢复，23年上半年餐饮呈复苏趋势。单7月餐饮零售总额为4277亿元，同比+15.8%。剔除基数影响，取21-23两年复合增长，7月餐饮收入增速为6.8%，较5/6月的3.3%/5.6%环比改善。2) 细分粮油食品类目看，必选消费受疫情冲击小，年初以来实现稳健增长，单7月粮油、食品类收入为1431亿元，同比+5.5%。3) 细分饮料类目看，随着消费旺季到来，户外场景打开，月度增速明显回暖。单7月饮料类零售总额为243亿元，同比+3.1%。

消费弱复苏背景下，据多数大众品公司反馈，二季度终端动销并未出现改善，基本面仍旧承压，消费降级趋势延续，消费情绪有待回温。随着7月逐渐步入暑期消费旺季，我们持续跟踪大众品终端表现，8月上旬我们走访了四地商超，就食品、饮料类子板块进行价盘、货龄和竞争格局考察，核心结论如下：

**速冻食品：**安井在火锅类产品中占据较大优势，铺货面积与动销情况优于同类品牌，进入7月份存在促销拉动。水饺中三全价格略高于思念，湾仔码头价格最高，高端水饺产品货龄较长，高货龄产品促销力度加大。汤圆产品整体动销弱于水饺，其他面点小吃类产品中安井覆盖率更高，手抓饼产品竞争激烈。

**肉制品：**高温肉制品领域双汇价格优于金锣，双汇与金锣铺货度广且占据货架中心位。分品类来看，王中王产品铺货面积最大，金锣王中王存在小幅促销力度，整体货龄较双汇王中王少半个月左右，而新品类货龄均较长。低温肉制品领域品牌之间价格差异较大，且在大部分超市冷柜中覆盖率较低，荷美尔动销相对更优。

**调味品：**1) 基础调味品：各家促销活动主要集中在常规大单品，如海天金标生抽、厨邦酱油等，而零添加系列普遍以正价销售。非酱油类主力产品动销更旺，如海天上等蚝油、厨邦鸡精鸡粉等。从区域扩张来看，海天、千禾、恒顺覆盖度广，而厨邦在部分地区样本缺失。2) 复合调味品：除颐海中式复调存在部分产品促销外，大部分产品均为正价销售。各品牌货龄稳中有降，整体动销逐步改善，尤其中式复调更为明显。龙头品牌陈列广，小众品牌地域分化。

**乳制品：**液态奶领域伊利价格略优于蒙牛，低温整体动销优于常温，奶酪妙可蓝多维持优势。常温领域，伊利白奶价格与动销整体较优，安慕希售价优于纯甄。低温领域，鲜奶伊利延续促销力度，酸奶价格保持平稳。奶酪领域各品牌价格相似竞争激烈，妙可蓝多周转更优。

### 投资建议与估值

**速冻食品：**行业整体弱复苏，头部企业较中小企业经营韧性较强，行业集中度呈现持续上行态势。随着连锁餐饮、团餐等消费场景的持续升温，企业积极布局预制菜赛道，构建第二增长曲线。推荐渠道建设与品牌矩阵不断完善安井食品，建议关注积极改革的三全食品。

**调味品：**下半年行业具备需求和成本双重改善，具体表现为节假日催化餐饮需求回暖、原材料成本下降滞后反馈。优先推荐具备估值性价比、经营逻辑理顺的龙二。复合调味品受益于餐饮客户定制餐调需求增加、及C端全国性口味的大菜品渗透率提升。建议关注渠道改革顺利推进，新品势能不断释放的天味食品。

**乳制品：**1) 需求端：宏观环境逐月复苏，居民健康意识提升与消费场景的修复，乳制品需求逐步回暖。2) 供给端：原奶价格进入下行周期，有望改善各公司毛利率水平，利润逐步释放。推荐具有高股息率的行业龙头乳企，建议关注短期具有弹性的区域性乳企。

### 风险提示

经济恢复不及预期风险、区域市场竞争风险、食品安全问题风险、调研样本偏差风险



## 内容目录

一、7月社零回顾：必选消费稳健，餐饮逐步修复.....	4
二、暑期调研反馈：大众品需求改善，餐饮链景气回升.....	5
2.1 速冻食品：火锅料产品集中摆放，米面产品促销较多.....	5
2.2 肉制品：主流品牌货架占有度高，低温品种铺货较少.....	6
2.3 调味品：大单品优势突出，货龄逐步改善.....	7
2.4 预调酒：基本面改善，Rio 地位稳固.....	8
2.5 乳制品：促销力度收缩，结构升级延续.....	9
三、重点公司更新及投资建议.....	10
3.1 速冻食品及肉制品.....	10
3.2 调味品.....	11
3.3 乳制品.....	13
四、风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1：单月社零总额（亿元）及同比（%，右轴）.....	4
图表 2：累计社零总额（亿元）及同比（%，右轴）.....	4
图表 3：单月餐饮收入（亿元）及同比（%，右轴）.....	4
图表 4：累计餐饮收入（亿元）及同比（%，右轴）.....	4
图表 5：单月粮油食品总额（亿元）及同比（%，右轴）.....	5
图表 6：累计粮油食品总额（亿元）及同比（%，右轴）.....	5
图表 7：单月饮料零售总额（亿元）及同比（%，右轴）.....	5
图表 8：累计饮料零售总额（亿元）及同比（%，右轴）.....	5
图表 9：安井调理食品陈列面积最大.....	6
图表 10：海霸王陈列面积小于安井.....	6
图表 11：手抓饼产品陈列情况.....	6
图表 12：速冻米面类食品陈列情况.....	6
图表 13：小包装产品铺货更多.....	7
图表 14：双汇王中王系列陈列较多.....	7
图表 15：低温肉制品陈列情况.....	7
图表 16：低温肉制品陈列品牌混杂.....	7
图表 17：海天酱油陈列面积最大.....	8
图表 18：千禾零添加系列单独陈列.....	8
图表 19：酸菜鱼调味料竞争格局激烈.....	8



图表 20: 火锅底料竞争格局激烈 .....	8
图表 21: Rio 占据货架陈列中心 .....	9
图表 22: 强爽陈列面积最大 .....	9
图表 23: 常温白奶陈列情况 .....	9
图表 24: 常温酸奶陈列情况 .....	9
图表 25: 低温鲜奶冷藏柜陈列情况 .....	10
图表 26: 低温酸奶冷藏柜陈列情况 .....	10
图表 27: 常温奶酪陈列情况 .....	10
图表 28: 低温奶酪陈列情况 .....	10
图表 29: 速冻&肉制品重点公司盈利预测 .....	11
图表 30: 调味品行业重点公司盈利预测 .....	12
图表 31: 乳制品行业重点公司盈利预测 .....	14

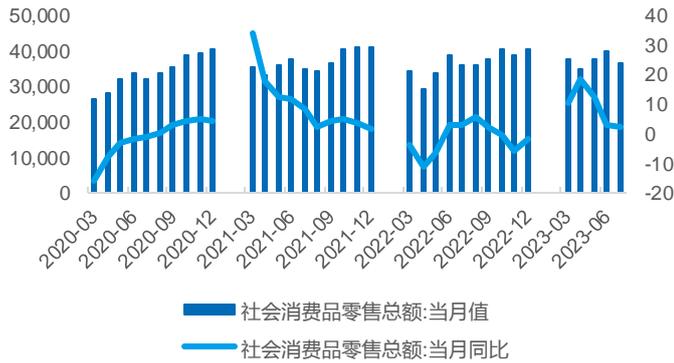


## 一、7月社零回顾：必选消费稳健，餐饮逐步修复

根据国家统计局披露7月社零整体增速放缓，经济平稳复苏。但食品、饮料类社零增速表现稳健，暑期旺季催化下餐饮具备亮点。23年1~7月，社零总额为26.4万亿元，同比+7.3%；单7月看，社零总额为3.7万亿元，同比+2.5%，较前期双位数增长回落。

细分餐饮类目看，随着消费场景恢复和暑期旺季到来，23年上半年餐饮呈复苏趋势。分月度看7月餐饮收入增速较6月基本持平，较年初高双位数增长显著回落。23年1~7月，餐饮零售总额累计值为2.9万亿元，同比+20.5%；单7月看，餐饮零售总额为4277亿元，同比+15.8%。剔除基数影响，取21-23两年复合增长，7月餐饮收入增速为6.8%，较5/6月的3.3%/5.6%环比改善。

图表1：单月社零总额（亿元）及同比（%，右轴）



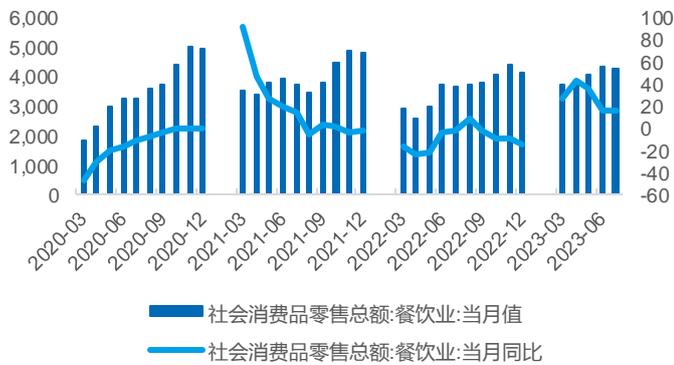
图表2：累计社零总额（亿元）及同比（%，右轴）



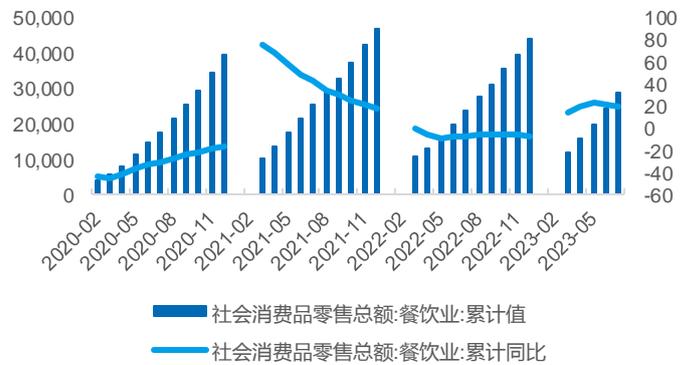
来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

图表3：单月餐饮收入（亿元）及同比（%，右轴）



图表4：累计餐饮收入（亿元）及同比（%，右轴）



来源：国家统计局，国金证券研究所

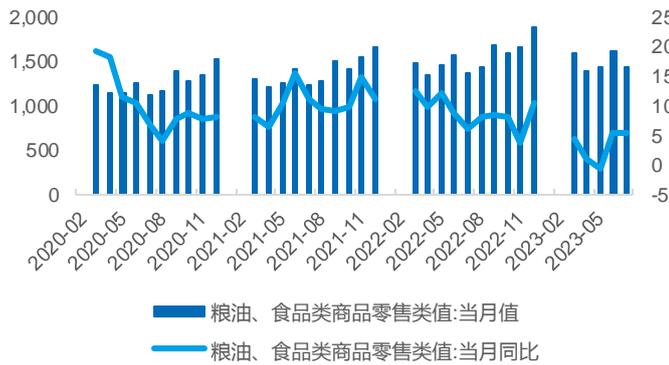
来源：国家统计局，国金证券研究所

细分粮油食品类目看，必选消费受疫情冲击小，年初以来实现稳健增长。23年上半年粮油食品总额保持低位增长。23年1~7月，限额以上粮油、食品类收入为1.1万亿元，同比+4.9%；单7月看，粮油、食品类收入为1431亿元，同比+5.5%。

细分饮料类目看，随着消费旺季到来，户外场景打开，月度增速明显回暖。23年一季度单月饮料零售总额较去年同比下滑，二季度增速逐步环比提升。23年1~7月，饮料类零售总额为1674亿元，同比+1.3%；单7月看，饮料类零售总额为243亿元，同比+3.1%。



图表5: 单月粮油食品总额(亿元)及同比(%，右轴)



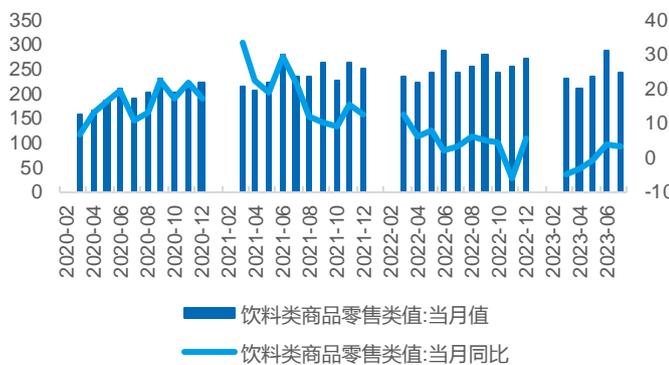
图表6: 累计粮油食品总额(亿元)及同比(%，右轴)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表7: 单月饮料零售总额(亿元)及同比(%，右轴)



图表8: 累计饮料零售总额(亿元)及同比(%，右轴)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

## 二、暑期调研反馈：大众品需求改善，餐饮链景气回升

### 2.1 速冻食品：火锅料产品集中摆放，米面产品促销较多

#### ■ 速冻火锅料

1) 价格方面，锁鲜装类产品价格高于大包装品类，安井产品终端售价明显高于海霸王同系列产品，部分海欣鱼极系列产品价格高于安井锁鲜装。从折扣角度来看，安井锁鲜装在多个超市存在促销活动，促销方式普遍为2袋7.5折，海霸王丸子类产品也有较多折扣。

2) 动销方面，进入7月学生放假以来，高品质C端产品销售有所好转，速冻火锅料整体货龄并不长，安井产品平均在50天以上，海霸王产品在某些超市内货龄时间较长，达到7个月左右。3) 铺货方面，安井覆盖率明显高于海霸王，并且安井品类更加丰富，主流超市中虾滑、鱼丸、牛肉丸、鱼豆腐、鱼籽包等产品较为常见，其中鱼豆腐和撒尿牛肉丸覆盖率最高。海霸王产品中，撒尿牛肉风味丸覆盖率最高，潮汕牛筋丸、围炉火锅饺产品鲜有上架。

#### ■ 速冻米面食品

手抓饼：1) 价格方面，三全、思念与安井价格差别较小且产品规格类似，粮全其美价格略低于于其他品牌，同时产品规格也有差异。2) 动销方面，各地区货龄情况存在差异，整体货龄较长，货龄较长的单品均存在不同程度的促销活动，整体来看安井与粮全齐美手抓饼新鲜度优于三全与思念。3) 铺货方面，多品牌推出手抓饼产品，三全和思念覆盖率最高，安井其次，各种品牌与口味手抓饼产品竞争激烈。其他小吃类产品如油条、烧麦等，安井的覆盖率最高。



图表9：安井调理食品陈列面积最大



来源：国金证券研究所

图表10：海霸王陈列面积小于安井



来源：国金证券研究所

水饺、汤圆产品：1) 价格方面，同种产品三全价格略高于思念（如猪肉白菜/芥菜灌汤水饺、虾仁三鲜饺等），但是差价较小，湾仔码头定位相对高端，产品价格普遍高于三全与思念。2) 动销方面，促销活动多，整体货龄较长，大部分水饺产品新鲜度优于汤圆。对于水饺产品，价格低的产品新鲜度相对更好；汤圆产品则不适用，货龄皆较长，平均在70天以上。3) 铺货方面，各类产品丰富，竞争格局激烈。三全和思念覆盖率普遍高于其他品牌。

图表11：手抓饼产品陈列情况



来源：国金证券研究所

图表12：速冻米面类食品陈列情况



来源：国金证券研究所

## 2.2 肉制品：主流品牌货架占有度高，低温品种铺货较少

### ■ 高温肉制品

1) 价格方面，头部企业产品价格、结构都较为稳定，整体促销活动较少；从整体价盘看，双汇和金锣定价差别较小，优于其他品牌。双汇系列产品折扣较少，但是金锣产品折扣偏多，致使真实价格低于双汇同品种产品。2) 动销方面，低价产品动销更旺，金锣产品平均货龄优于双汇的产品。分价位段来看，双汇王中王系列货龄偏长，高温肉制品整体货龄在2个月左右；金锣健食力低脂香肠货龄超过两个月，其他系列新鲜度较高，平均在1-1.5月的水平。3) 铺货方面，不同采样地超市覆盖率有所差异，相对来说双汇覆盖率略高，其他产品覆盖率较低，高温肉制品主要由双汇与金锣组成。双汇产品中，王中王火腿肠系列覆盖率最高，金锣产品中，王中王系列和肉粒多火腿肠覆盖率较高。

### ■ 低温肉制品

1) 价格方面，双汇肠类与火腿类产品与荷美尔的产品价格相差不大，两者产品价格高于金锣产品，其中培根产品价格较高，荷美尔厚切培根价格高于双汇美式原切培根，且双汇美式培根高货龄产品存在搭赠。2) 动销方面，双汇美式培根平均货龄时间较长，其余产品货龄长度普遍在15-20天之间，荷美尔产品新鲜度则偏高，整体在10天以内。3) 铺货方面，低温肉制品相对高温肉制品陈列数较少，且大多未按品牌分区陈列，有的与牛排、羊肉等产品放置在一起，总体覆盖率较低。



图表13: 小包装产品铺货更多



来源: 国金证券研究所

图表14: 双汇王中王系列陈列较多



来源: 国金证券研究所

图表15: 低温肉制品陈列情况



来源: 国金证券研究所

图表16: 低温肉制品陈列品牌混杂



来源: 国金证券研究所

## 2.3 调味品: 大单品优势突出, 货龄逐步改善

### ■ 基础调味品

**促销:** 促销力度因品牌和品类而异, 大体上酱油促销力度收缩, 醋品类促销活动较多。各家促销活动主要集中在常规大单品, 如海天金标生抽、厨邦酱油等, 而零添加系列普遍以正价销售。另外货龄较长的单品均存在不同程度的促销活动。1) 酱油方面, 味极鲜价盘稳定, 其余单品在某些销售区域存在小幅促销。2) 醋促销力度相较其他品类较大, 如千禾零添加糯米香醋和恒顺三款常规大单品(镇江香醋、金优香醋、酿造白醋)在样本商超中均存在不同程度的折扣(6-9折不等)。

**动销:** 大单品如海天金标生抽、厨邦酱油、恒顺镇江香醋等动销情况良好, 货龄大多集中在3个月内。1) 酱油方面, 厨邦味极鲜动销情况最好, 较其他单品货龄新1个月。海天和千禾零添加系列较上次调研货龄收缩。2) 醋方面, 受益于促销活动, 恒顺镇江香醋、千禾有机醋货龄较短。3) 其余品类中, 各家主打优势品类货龄新鲜, 如海天上等蚝油、千禾零添加葱姜料酒、厨邦鸡精鸡粉动销远好于其他品牌。

**竞争格局:** 海天、千禾、恒顺各大单品在样本地均有陈列, 而厨邦在部分地区缺失。零添加铺货覆盖度广, 但陈列面积仍较小。1) 酱油方面, 海天陈列面积最大, 大单品如“金标生抽”、“味极鲜”等陈列集中。此外李锦记等品牌具备区域优势, 竞争力较强、陈列面积大。2) 醋方面, 千禾陈列面积最大, 有集中的一块区域陈列其“0添加”系列产品, 加之该系列产品包装较为统一、黑黄配色显眼、重点突出(“0添加”标注醒目)。其次是恒顺和部分地域性中小品牌。3) 其余品类中, 料酒方面千禾陈列面积最大, 其次是恒顺。鸡精、鸡粉基本以厨邦为主。



图表17: 海天酱油陈列面积最大



来源: 国金证券研究所

图表18: 千禾零添加系列单独陈列



来源: 国金证券研究所

### ■ 复合调味品

**促销:** 整体促销力度较基础调味品偏弱, 除颐海中式复调存在部分产品促销外, 大部分产品均为正价销售; 天味促销力度较上次调研全面减弱, 价盘稳定提升。1) 在火锅底料方面, 颐海促销力度减弱, 大部分产品回归正价销售, 与今年5月调研存在差异(当时普遍为8-9折)。天味价盘持续坚挺, 尤其好人家系列普遍为正价销售。2) 在中式复调方面, 天味好人家系列产品促销力度较前次调研情况收缩, 基本正价销售。颐海的促销力度加大, 几大单品均以7-8折的力度进行促销。

**动销:** 各品牌货龄稳中有降, 整体动销逐步改善。1) 火锅底料方面, 天味“好人家”呈下降趋势, 颐海“海底捞”货龄保持稳定。2) 中式复调方面, 大单品货龄显著改善, 如天味好人家酸菜鱼、颐海麻辣香锅调料货龄缩短。

**竞争格局:** 龙头品牌在各地样本商超均有陈列, 覆盖度广、货龄新鲜。小众品牌具备地域分化, 货龄差异较大。在火锅底料方面, 天味、颐海样本区域实现全覆盖, 桥头、名扬、德庄仅在四川地区陈列面积较大。在中式复调方面, 单独陈列面积较小, 多交叉陈列在火锅底料货架上售卖, 各地酸菜鱼调料铺货品牌较多, 竞争格局激烈。

图表19: 酸菜鱼调味料竞争格局激烈



来源: 国金证券研究所

图表20: 火锅底料竞争格局激烈



来源: 国金证券研究所

### 2.4 预调酒: 基本面改善, Rio 地位稳固

**促销:** Rio 促销力度加强, 强爽价盘较为稳定。与今年5月调研数据相比, Rio 几大单品如微醺、清爽均开始进行小幅促销(5月普遍以正价销售), 而强爽价盘较为稳定, 基本保持正价销售。三得利和乐怡、贝瑞甜心促销力度收缩, 价盘企稳。分价格段, Rio 微醺、清爽均价约6-7元, 而相似规格大小的三得利和乐怡和贝瑞甜心的均价格在10元以上。

**动销:** 预调酒货龄普遍改善, 其他品牌货龄改善明显。与今年5月份调研数据相比, Rio 微醺、清爽货龄基本维持不变, 轻享罐约有1个月的改善, 强爽略有提升。三得利和乐怡、贝瑞甜心货龄大幅改善, 均提升1-2个月。Rio 内部对比来看, 强爽作为去年10月爆红



品牌，在终端仍具备良性动销，货龄基本在2个月以内；而微醺、玻璃瓶大多超过3个月。  
竞争格局：大型商超中预调酒普遍占据一个单独货架，但其面积远不如啤酒等其他饮料。Rio作为龙头品牌陈列醒目且集中，多位于货架中心视觉焦点位置，三得利和乐怡、真露陈列面积次之。从铺货覆盖广度来看，Rio在商超渠道占据主导优势，其在样本商超占据预调酒货架一大半面积，甚至在部分商超设有单独货架。

图表21: Rio 占据货架陈列中心

图表22: 强爽陈列面积最大



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

## 2.5 乳制品：促销力度收缩，结构升级延续

### ■ 常温领域

常温白奶:1) 价格方面，随着宏观环境的恢复，头部企业产品结构持续优化，伊利总体价盘优于蒙牛。分价位段来看，伊利基础白奶价盘上升、臻浓系列和金典纯牛奶保持平稳、金典有机系列价盘略有上升；蒙牛基础白奶价盘稳定、特仑苏保持平稳、特仑苏有机系列价盘略有上升。2) 动销方面，高端产品动销更旺，伊利延续动销优势。分价位段来看，伊利臻浓系列货龄略有上升，金典系列有所改善；蒙牛特仑苏货龄平稳，有机系列小幅度改善。3) 铺货方面，伊利产品覆盖率高于蒙牛、光明，其中金典系列和特仑苏系列铺货率相对较高。

常温酸奶:1) 价格方面，除PET瓶略有提升，常温酸奶价盘基本稳定。2) 动销方面，安慕希整体货龄优于纯甄；高端安慕希AMX新鲜度相对较优。3) 铺货方面，安慕希系列覆盖率最高，其次是纯甄、莫斯利安。

图表23: 常温白奶陈列情况

图表24: 常温酸奶陈列情况



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

### ■ 低温领域

低温鲜奶:1) 价格方面，总的来看低温鲜奶促销力度收窄，蒙牛和光明收缩幅度更大。分公司来看，伊利鲜牛奶屋顶装、金典鲜牛奶瓶装促销力度与前次调研持平；蒙牛每日鲜奶促销力度较小；光明新鲜牧场与优倍系列价盘明显上升。2) 动销方面，低温鲜奶系列新鲜度大多在1周内，伊利低温鲜奶货龄较优；蒙牛、光明货龄维持稳定。3) 铺货方面，



伊利、蒙牛、光明等覆盖率相差不大，由于运输半径限制，不同地区有所区别。

低温酸奶：1) 价格方面，整体价盘稳定，伊利、蒙牛相比君乐宝促销活动少。2) 动销方面，货龄均新鲜，其中简爱、君乐宝动销更旺。3) 铺货方面，竞争较鲜奶更加激烈，但龙头依旧强势，伊利畅轻、蒙牛冠益乳覆盖率优于其他产品。

图表25: 低温鲜奶冷藏柜陈列情况



来源：国金证券研究所

图表26: 低温酸奶冷藏柜陈列情况



来源：国金证券研究所

### ■ 奶酪领域

常温奶酪棒：1) 价格方面，整体来看常温奶酪棒促销力度收窄，常温奶酪棒系列伊利与妙可蓝多价盘回升。2) 动销方面，妙可蓝多货龄优于伊利，伊利新鲜度略有提升。3) 铺货方面，妙可蓝多覆盖率优于伊利。

低温奶酪棒：1) 价格方面，妙可蓝多促销力度收窄，伊利与妙可蓝多价格差距缩小。伊利、百吉福低温奶酪棒价盘平稳，妙可蓝多低温奶酪棒价盘略有上升。2) 动销方面，整体来看低温奶酪棒新鲜度有所改善，妙可蓝多周转最优。妙可蓝多、伊利货龄略有下降，百吉福货龄保持稳定。3) 铺货方面，妙可蓝多覆盖率最高，其次伊利、百吉福。

图表27: 常温奶酪陈列情况



来源：国金证券研究所

图表28: 低温奶酪陈列情况



来源：国金证券研究所

## 三、重点公司更新及投资建议

### 3.1 速冻食品及肉制品

#### ■ 安井食品

2023H1 消费呈现弱复苏态势，公司在大环境较差的背景下拥有较好的经营韧性，2023H1 实现营业收入 68.94 亿元，同比增长 30.7%；实现归母净利润 7.35 亿元，同比增长 62.1%。主业实现稳健增长，上半年实现营收 25.6 亿元，同比增长 16.8%，冻品先生收入 1.3 亿元左右，同比增长 27%左右，虾滑 H1 同比增长 60%-70%，小酥肉实现翻倍增长。锁鲜装 Q2 由于高基数增速放缓，进入 7 月份以来再度恢复 30%左右的增长，公司主业增速较 6 月持续好转，预计主业增速在 15%以上。利润端：公司上半年控费表现优秀，上半年实现净利率 10.88%，净利率较去年同期有所提升，公司下半年在控费的同时积极推行高端化战略，预计全年净利率水平有望在 10%左右。



公司凭借优秀的渠道掌控力、产品研发能力和大单品战略，在原有经销渠道稳固的基础上持续扩大市占率，同时积极发展团餐、连锁餐饮等新渠道提供增长。下半年公司计划推出火山石烤肠、麦穗肠等串烤新品，同时积极推进锁鲜装 4.0、丸之尊 2.0 等新品的渠道铺设，公司持续推进产品结构升级。此外，积极打造预制菜第二成长曲线，复用原有渠道优势推动菜肴类产品放量，积极推动小酥肉、酸菜鱼等大单品高速增长，看好公司中长期量价齐升逻辑。

■ 千味央厨

上半年连锁餐饮表现较好，公司大 B 端持续保持高速增长。根据渠道反馈，Q2 下游大 B 端开店速度较快，预计大 B 端收入增速同比 40%-50%，小 B 端维持 20%-25% 的增速。利润端公司高毛利产品占比有所提升且上半年油脂类产品价格下行，预计公司利润端具备弹性。进入 7 月份，公司依旧维持较好增长势头，大 B 端增速接近 30%，小 B 端增速 20%-25%，整体增速 25%-30%。

公司深耕餐饮客户，核心客户有百胜、华莱士、真功夫、海底捞等连锁企业，随着消费端的持续复苏与连锁餐饮率的持续增长，公司有望依托重点客户维持大 B 业务快速起量。小 B 端公司积极开拓重点经销商，通过深入服务大商实现共同成长，随着下半年消费场景修复，小 B 端有望保持稳健较快增长。

■ 双汇发展

公司在上半年猪价低迷的背景下实现稳健增长，2023H1 实现营业收入 304.27 亿元，同比增长 9.05%；实现归母净利 28.37 亿元，同比增长 3.89%，公司依旧保持高分红，每 10 股派息 7.5 元。上半年生猪价格较低，公司通过分割、入冻等方式实现头均盈利 63 元，下半年预计猪价有所好转，公司可通过冻品出货与增加屠宰量对冲鲜品盈利压力。受需求恢复不及预期影响上半年肉制品增长较慢，肉制品端公司上半年实现销售收入 136.92 亿元，销售 77.84 万吨，销售收入同比增长 3.31%。

展望下半年，公司将通过开发高端超市、连锁便利店、零食渠道等方式促进肉制品销量提升，同时优化产品结构，从中端向高端进发，同时大力推广王中王、玉米热狗、中国火腿等重点产品，预计肉制品全年销量实现个位数增长。另外，公司积极围绕“一碗饭，一桌菜”推进预制菜业务的发展，预计全年有 80% 以上的增长，未来 2-3 年有望保持 50% 左右的增长速度，预制菜帮助公司打造新增长曲线。

投资建议：上半年行业整体弱复苏，B 端恢复较好，C 端略受影响，头部企业较中小企业经营韧性较强，实现稳健增长，行业集中度呈现持续上行态势，头部企业仍有较大成长空间。预制菜行业景气度较高，随着连锁餐饮、团餐等消费场景的持续升温，企业积极布局预制菜赛道，构建第二增长曲线。我们推荐重点关注渠道建设与品牌矩阵不断完善的安全食品、大 B 渠道稳固，小 B 积极拓展的千味央厨，建议关注积极改革的三全食品。

图表29：速冻&肉制品重点公司盈利预测

公司名称	收入 (亿元)		收入增速 (YOY)			归母净利 (亿元)		归母净利增速 (YOY)			PE	
	23E	24E	23Q2E	23E	24E	23E	24E	23Q2E	23E	24E	23E	24E
安井食品	155	191	26%	27%	23%	15	19	50%	36%	26%	28	22
千味央厨	19	24	38%	29%	25%	1.5	2.0	40%	44%	35%	39	29
双汇发展	671	720	4%	7%	79%	601	65	6%	7%	9%	14	13

来源：Wind，国金证券研究所（PE 采用 8 月 16 日收盘价，双汇发展数据采用 Wind 一致预期）

3.2 调味品

■ 海天味业

需求恢复不及预期，预计 Q2 收入持平或者略降，1) 分渠道看，下游餐饮客户恢复不及预期，且 C 端需求相对稳定（疫情期间囤货红利导致高基数，零添加竞品分流），各渠道增长承压。2) 分产品看，酱油品类趋于饱和，未来主要靠结构升级实现量增。耗油、料酒、调味酱等品类仍处于消费者培育期，具备增长空间。3) 从渠道改革看，公司持续清理表现较差的经销商，今年主动解决经销商库存压力，7 月由年初 3 个月左右，降至 2.6 个月。建议关注下半年成本端红利释放，公司具备强大的品牌、渠道、产品基础，且 B 端占比较高，有望受益于节假日对餐饮需求的催化。



■ 中炬高新

公司已公布 23H1 业绩预告，美味鲜公司 23Q2 归母净利 1.63 亿元，同比+8.5%。我们预计 Q2 美味鲜收入增速约 5%，毛利率同比改善。1) 分渠道看，B 端通过绑定厨师团队、推广餐饮组合装、开拓专营经销商等活动，持续实现内部占比提升。C 端受益于外埠市场营销网点开拓，渠道不断深耕和下沉。2) 分产品看，公司高鲜酱油定位中高端，受益于产品升级趋势，预计 Q2 稳健增长。鸡精鸡粉、蚝油、料酒增幅贡献减弱，食用油有所拖累。3) 经营治理方面，董事会改组后治理机制有望逐步改善，调味品主业有望长足发展。

■ 千禾味业

预计 Q2 收入增长 30%以上，增速放缓系 Q1 末合同负债减少，订单量基本反映实际动销。1) 分渠道看，电商增速放缓至低个位数，系淘系大盘流量下滑。流通渠道同比高增，系经销商稳步开拓。商超渠道同比恢复双位数增长，系去年同期场景受限低基数效应。2) 分品类看，零添加产品借助流通渠道快速铺货，且持续受益于商超人流恢复。高鲜产品在流通渠道暂露头角，借助品牌效应起量速度快。新品蚝油预计年销破亿元，白灼汁和蒸鱼豉油有望成为区域性大单品。3) 成本下行+规模效应持续释放，根据公司披露的 23H1 业绩预告，估算 23Q2 利润弹性率先释放。未来公司将持续受益于产品、渠道多元化扩张，产品结构优化及费率摊薄推动净利率抬升。

■ 天味食品

预计 Q2 收入增速 15%以上，延续稳健增长态势。1) 分产品看，预计小龙虾提前铺市带来增量，中式菜品调料最为受益。2) 分渠道看，B 端绑定团餐大客户，今年持续受益于餐饮复苏。C 端消费者教育加速渗透，中式菜品调料品类更为丰富。3) 经营改善看，公司持续推行优商扶商政策，重视大商生产效益。通过分级化管控和信息化建设，有效实现资源合理分配同时提升销售效率。4) 复调渗透率偏低，行业空间大有可为，且竞争格局逐步优化。经历前期降温、出清后，龙头企业有望凭借产品、品牌、渠道优势提升市占率。

■ 颐海国际

23H1 预计收入同比持平。1) 分品类来看：方便速食由于去年囤货具备高基数拖累较多、火锅底料和中式复调持平略增。2) 分渠道来看，第三方 23H1 同比下滑，关联方具备恢复性增长，具体表现为低双位数。3) 成本端来看，预计 H1 毛利率同比改善，系 50%以上的原材料（油脂、花椒、包材）价格下行，23H1 利润弹性充足。4) 经营策略来看，今年将持续开发小 B 客户，直接用 C 端已经得到验证的产品，以调味汁形式出现，实现旧产线效率提升。预计 H2 关联方延续修复态势，第三方受益于小 B 客户开拓增量有望恢复增长。行业出清背景下，公司借助海底捞背书，品牌实力雄厚，作为龙头市占率预计加速提升。

投资建议：1) 基础调味品：除千禾味业外，Q2 业绩增长较为乏力，核心在于今年餐饮修复不及预期，而 C 端需求相对稳定。工业端受益于预制菜需求扩容、连锁餐饮业态的修复，但龙头涉猎少。展望下半年，行业具备需求和成本双重改善，Q3 普遍为低基数、原材料成本下降滞后反馈在报表端、节假日较多餐饮消费恢复动力更为充足。优先推荐具备高性价比、经营逻辑理顺的中炬高新，建议关注海天去库存进展和低位布局机会。

2) 复合调味品：收入表现优于基础调味品，利润弹性更为充足。我们认为后续复调增长的核心在于 1) B 端餐饮、工业客户逐渐修复，中央厨房对于定制餐调需求增加。2) C 端依靠全国性口味的大菜品支撑，龙虾料、烧烤料不断接力。从渗透率提升角度看龙头增长空间可观，建议关注渠道改革顺利推进，新品势能不断释放的天味食品。

图表30：调味品行业重点公司盈利预测

公司名称	收入 (亿元)		收入增速 (YOY)			归母净利 (亿元)		归母净利增速			PE	
	23E	24E	23Q2E	23E	24E	23E	24E	23Q2E	23E	24E	23E	24E
海天味业	271.5	299.1	-1%	6%	10%	67.4	79.5	2%	9%	18%	39	32
中炬高新	57.9	63.8	5%	8%	10%	6.7	8.2	8%	扭亏为盈	23%	35	28
千禾味业	32.7	39.5	35%	34%	21%	5.2	6.6	73%	52%	25%	35	28
天味食品	32.9	38.7	17%	22%	17%	4.4	5.5	26%	29%	25%	35	28
颐海国际	67.0	77.5	-	9%	16%	8.0	9.6	-	8%	20%	21	18

来源：Wind, 国金证券研究所(注：PE 采用 2023 年 8 月 16 日收盘价计算；颐海国际为港股不做 Q2 预测；中炬高新预测值仅含美味鲜子公司)



### 3.3 乳制品

#### ■ 伊利股份

23 年 H1 宏观环境修复力度较弱，公司 Q2 营收弱于预期。收入端：1) 液态奶：基础白奶营收实现同比增长，金典系列营收维持增速，安慕希营收略有下滑，下半年安慕希在公司积极营销与需求恢复的基础上预期实现业绩转正；2) 奶粉与冷饮业务上半年保持高速增长，有望成为公司第二增长曲线，优化产品结构，改善利润端。成本端：21 年下半年原奶价格进入下行周期，毛利率逐步改善。下半年中秋国庆双假相连，送礼的刚性需求以及日常消费需求的修复助力公司业绩逐季改善。

疫情增强消费者健康饮食意识，白奶需求持续增强，公司利用供应链优势，向县、镇级地区扩大市场渗透率。冷饮、奶粉等高毛利产品营收占比上升，优化公司产品结构。我们预计下半年随着消费需求恢复和消费场景拓宽，公司营收与净利将迎来修复。

#### ■ 蒙牛乳业

23 年 H1 乳制品行业呈现弱复苏趋势，消费需求增强与消费场景恢复，公司 23Q2 营收有望实现个位数增长。收入端：1) 液态奶：白奶需求增强带动基础白奶和特仑苏营收的增长，2) 奶酪：公司 2022 年入股妙可蓝多，在奶酪蓝海市场打开窗口。3) 冰淇淋：公司与贵州茅台合作打造新品“茅台冰淇淋”，满足消费者多元化需求。成本端：原奶价格进入下行周期，毛利率迎来修复。公司持续强化业务基本盘，提升供应链优势，拓宽消费场景，产品、渠道、品牌共同发力推动业绩增长。

高毛利产品占比提升+原材料价格高位回落+费用稳定投放，在乳制品行业弱复苏的背景下公司聚焦产品结构优化，站在消费升级的风口上不断推出各种创新单品，对产品实行高端化与差异化革新，我们预计公司全年业绩前高后低，下半年实现反转。

#### ■ 妙可蓝多

上半年受益于宏观环境改善，消费需求复苏与场景逐渐修复，公司二季度收入环比一季度有所提升，但仍弱于市场预期。23 年 Q2 预计收入同比下降 20% 左右，业绩仍然承压。产品端奶酪占比下降，高毛利产品占比下降，产品结构受损；成本端原材料价格上升，毛利率下降。B 端与西式餐饮、烘焙、茶饮、中餐等企业合作，不断夯实供应链优势，C 端公司持续推出新品，提升消费人群渗透率和开拓消费场景。公司紧密围绕“产品引领、品牌占比、渠道精耕、管理升级”四大核心策略，持续聚焦产品开发，不断推进渠道拓展和下沉深耕，强化公司在中国奶酪领域的领先优势。

23 年下半年消费场景持续恢复，黄油、干酪等原材料价格趋于缓和，新品逐步上市。我们认为公司后续利用供应链优势、品牌影响力将持续扩大产品渗透率，提升市场占有率，营收与净利将迎来修复。

#### ■ 新乳业

22 年公司营收突破百亿，未来将延续“鲜立方”战略，以低温鲜奶和酸奶作为公司发展的主要推动力，打造鲜酸双强，从区域乳企向全国乳企迈进。23 年 Q2 预计公司营收将持续增长。产品端：1) “24 小时”系列产品以 20% 延续高增；2) 低温酸奶产品持续创新，满足消费多元化需求，产品覆盖率持续提升。成本端：原奶价格进入下行周期，公司毛利率迎来改善。渠道端：公司以“D2C”业务为主，加快公司的数字化平台搭建，与消费者实现近距离接触。公司将未来以内生增长为主，降低并购带来的高资产负债率，资产端将持续改善。

未来公司将持续贯彻“鲜立方”战略，将内生增长、市场深度和价值目标置于首位，低温鲜奶+低温酸奶持续做大做强，提高产品创新能力，加速销售渠道优化和变革，增强用户“立体化网络”，完善数字化转型，夯实供应链优势，提升公司盈利能力和企业价值，我们预计 23 年下半年公司营收与净利将持续增长。

投资建议：1) 需求端：宏观环境逐月复苏，居民健康意识提升与消费场景的修复，乳制品需求逐步回暖。2) 供给端：原奶价格进入下行周期，有望改善各公司毛利率水平，利润逐步释放。重点推荐具有高股息率的行业龙头乳企（伊利股份）；建议关注短期具有弹性的区域性乳企（新乳业、天润乳业）。


**图表31：乳制品行业重点公司盈利预测**

公司名称	收入（亿元）		收入增速（YOY）			归母净利（亿元）		归母净利增速			PE	
	23E	24E	23Q2E	23E	24E	23E	24E	23Q2E	23E	24E	23E	24E
伊利股份	1323.5	1454.8	2%	8%	10%	105.1	128.1	5%-10%	12%	21%	17	14
蒙牛乳业	1018.4	1109.8	-	10%	10%	61.4	73.3	-	16%	19%	15	12
妙可蓝多	59.5	76.3	-20%	23%	28%	2.3	3.6	-80%	73%	56%	47	30
新乳业	115.5	132.3	10%	15%	15%	5.0	6.3	18%	39%	26%	25	19

来源：wind，国金证券研究所（注：PE采用2023年8月16日收盘价计算；蒙牛乳业、新乳业采用wind一致预期；蒙牛乳业为港股，不做Q2业绩预测）

#### 四、风险提示

- 1、经济恢复不及预期风险：经济恢复不及预期将显著影响整体消费情绪释放节奏。
- 2、区域市场竞争风险：若区域市场竞争加剧，将影响厂商费用投放节奏。
- 3、食品安全问题风险：食品安全问题会对所处行业声誉等造成影响。
- 4、调研样本偏差风险：此次调研范围存局限性，样本情况与整体情况或有差异。



**行业投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究