

板块基本面企稳，建议把握三条投资主线

——食品行业 2024 年度投资策略

核心观点

- **23 年回顾：**1) 基本面表现看，需求端 23 年尽管复苏节奏有所波动，但整体弱复苏态势延续，结构上餐饮修复斜率更高；盈利端行业内部分原料成本下降、叠加企业主动控费，行业压力有所减小，23Q3 板块盈利改善超预期；2) 市场表现看，前三季度食品板块跑输大盘，2023 年 1-10 月食品板块下跌 21.0%，相对沪深 300 收益-13.3%；个股表现看有行业红利/自身改革逻辑持续兑现的标的涨幅靠前，如小食品标的，佳禾食品、仲景食品等；此外低估值高股息率防御性标的的涨幅靠前，如元祖股份。
- **调味品：**收入端看，23 年伴随疫情影响减弱、餐饮消费场景修复等行业需求有所改善，板块经营压力减轻，23Q3 板块大部分标的收入增速符合预期，基本面有所企稳；盈利端成本回落红利持续体现，叠加销售费用率同比收缩，板块 23Q3 盈利改善超预期。行业经营底部已经逐渐走出，有望迎来新一轮发展周期。
- **速冻食品：**行业今年以来收入端整体呈复苏趋势，B 端受益于餐饮复苏增长较快，C 端则受居家需求高基数影响有所承压，产品升级、渠道渗透是共同趋势，龙头领先优势持续扩大；利润端受益于原材料成本回落和控费，行业盈利能力普遍改善或维持在较高水平。展望 24 年，我们认为餐饮供应链在连锁化率提升和餐饮工业化的趋势下仍将维持较高景气度，C 端增速在消化 23Q4 高基数后也有望恢复，继续看好龙头长期成长性。
- **休闲食品：**23 年回顾看，收入端看，零食板块部分标的受益于品类及渠道红利、自身持续改革等经营趋势向上，卤制品 23 年板块开店稳健、但单店修复不及预期使得收入端承压。盈利端看，行业内大部分标的呈现盈利改善态势，一方面受益于原料成本下降红利，另一方面受益于规模效应提升、新产能爬坡、费投收缩等。24 年展望，收入端一方面我们认为渠道红利有望延续，此外亦建议关注品类红利带来的投资机会；另一方面伴随行业需求回暖，卤制品、洽洽等经营底部有望逐渐走出；盈利端我们认为部分标的受益于原料成本下降、规模效应提升等，盈利改善可期。
- **烘焙：**烘焙原料领域中，冷冻烘焙赛道高成长性不变，渗透率提升空间广阔，连锁咖啡快速开店，新消费习惯逐步养成，植脂奶油领域，健康化国产化消费趋势下，市场份额或向国产龙头集中。新渠道、新客户开拓情况，扩大规模仍是行业发展主线，尤其是茶饮、餐饮渠道，深度绑定龙头客户可充分享受行业红利；同时新品类放量进度将影响公司业绩提升节奏，通过产能利用率影响盈利能力修复。

投资建议与投资标

- **站在当下时间点，我们建议把握三条主线：**一、景气度向上、受益于产品渠道/产业趋势红利以及个股改革效果有望持续显现的公司，1) 休闲食品行业渠道红利有望延续，此外行业内品类红利尚未被完全 Price in，推荐鹤鹑蛋等新品放量态势向好的劲仔食品、盐津铺子，关注甘源食品持续改革带来新的增长动能，关注好想你的新品推广情况；2) 推荐股权激励落地、预制菜第二曲线清晰的安井食品和大 B 端品类延展顺利、小 B 端渠道快速扩张的千味央厨，建议关注传统渠道调整逐步到位、加码餐饮供应链的三全食品；3) 调味品板块建议关注天味食品、中炬高新、仲景食品以及千禾味业；4) 烘焙茶饮原料中新渠道、新客户开拓情况以及新品类放量带来的投资机会，建议关注海融科技、佳禾食品、立高食品。二、防御性角度，建议布局低估值改善标的，如洽洽食品、安琪酵母、绝味食品以及高股息率标的元祖股份。三、中长期维度，建议关注竞争力强、赛道竞争格局清晰的标的战略性布局机会，如海天味业等。

风险提示

- 消费复苏不及预期、原材料成本压力、行业竞争加剧等

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

食品饮料行业

报告发布日期

2023 年 11 月 28 日



证券分析师

谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

彭博

pengbo3@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522100001

张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860523080010

联系人

蔡子廷

caiziting@orientsec.com.cn

目录

一、23 年食品行业复盘.....	4
1.1、基本面回顾：弱复苏态势延续，餐饮修复斜率更高，原料成本有所回落	4
1.2、股价表现：板块股价持续回调，个股表现有所分化	6
二、投资策略：把握三条投资主线	8
三、食品子板块投资策略	9
3.1、调味品：Q3 拐点初显、基本面逐渐企稳	9
3.2、速冻：B 端复苏，C 端承压，盈利能力改善	13
3.3、休闲食品：渠道红利延续，景气度向上，关注品类红利	14
3.4、烘焙茶饮原料：消费场景恢复推动业绩快速回升，持续 关注新渠道拓展与新品放量	18
四、风险提示	21

图表目录

图 1：社零总额增长情况	4
图 2：社零餐饮总额增长情况	4
图 3：社零餐饮同比增长情况	4
图 4：社零餐饮两年 CAGR 同比增长情况	4
图 5：消费者信心指数	5
图 6：消费者储蓄意愿与消费意愿	5
图 7：CPI 及 PPI 情况	5
图 8：CPI 及 PPI 情况（食品）	5
图 9：食品板块原材料价格同比情况	6
图 10：23 年初至今各板块月涨跌幅	6
图 11：2023 年截至 10 月 31 日食品涨跌幅	7
图 12：2023 年截至 10 月 31 日食品子板块涨跌幅	7
图 13：食品板块主要个股涨跌幅情况	7
图 14：食品主要公司持仓情况	7
图 15：棕榈油期货价格（元/吨）	20
图 16：新西兰恒天然原奶价格(新西兰元/100kg)	20
图 17：咖啡期货价格（美分/磅）	20
图 18：燕麦期货价格（美分/蒲式尔）	20
表 1：调味品重点公司 23 年前三季度累计财务表现	11
表 2：调味品重点公司营收及扣非归母净利增速情况	11
表 3：调味品重点公司毛利率、扣非净利率情况	12
表 4：调味品重点公司费用率情况	12
表 5：速冻食品重点公司营收及利润情况	13
表 6：速冻食品重点公司毛利率、销售费用率和净利率情况	13
表 7：休闲食品重点公司 23 年前三季度累计财务表现	16
表 8：休闲食品重点公司营收及扣非归母净利增速情况	17
表 9：休闲食品重点公司毛利率、扣非净利率情况	17
表 10：休闲食品重点公司费用率情况	18
表 11：烘焙原料重点公司营收及利润同比变动情况	19
表 12：烘焙原料重点公司营收及利润情况	19
表 13：烘焙原料重点公司毛利率及销售费用率情况	19

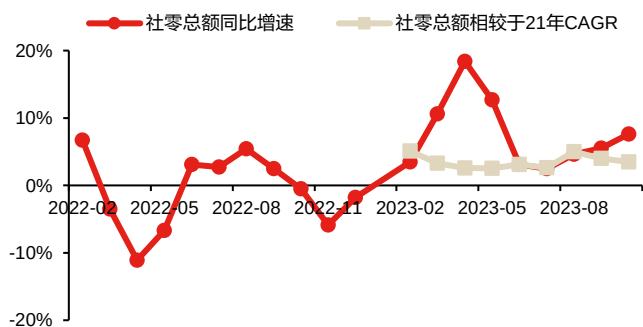
一、23 年食品行业复盘

1.1、基本面回顾：弱复苏态势延续，餐饮修复斜率更高，原料成本有所回落

需求端看，弱复苏态势延续，但复苏节奏有所波动。1) 23 年初疫情过峰结束叠加春节旺季，报复性消费需求释放，需求修复超预期，社零总额/社零餐饮 23 年 1-2 月相较于 21 年的两年 CAGR 为 5.1%/9.0%；2) Q2 以来需求修复略显疲软，复苏斜率放缓，社零总额 23 年 3-7 月相较于 21 年的两年 CAGR 分为 3.3%/2.6%/2.5%/3.1%/2.6%，社零餐饮为 2.8%/5.4%/3.2%/5.6%/6.8%；3) 8-10 月受假期消费需求、中秋国庆双节、积极政策信号的释放等影响，修复斜率有所提速，社零总额 8-10 月相较于 21 年的两年 CAGR 为 5.0%/4.0%/3.5%，社零餐饮为 10.4%/5.8%/3.8%。

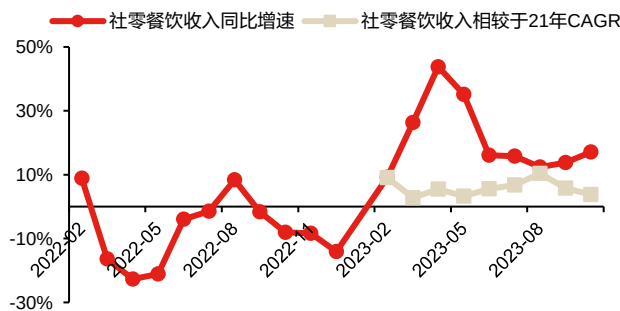
修复趋势看，1) 餐饮端受益于消费场景复苏等，修复斜率更大，除 3 月受销售淡季影响外，社零餐饮两年 CAGR 均快于社零总额；**2) 餐饮方面，大 B 的修复斜率略快于小 B，**23 年以来除 4 月/5 月/7 月，限额以上社零餐饮收入两年 CAGR 均快于社零餐饮收入；**3) C 端消费趋势看，**平价消费兴起，高性价比业态如零食折扣店 23 年以来保持快速拓展态势。

图 1：社零总额增长情况



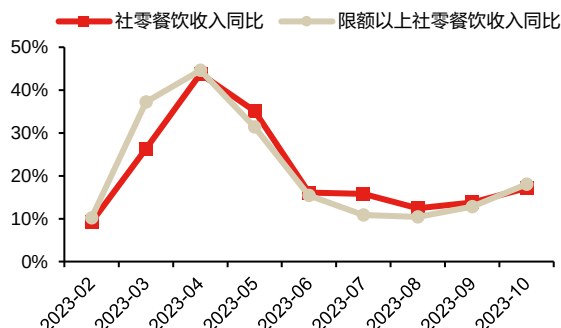
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：社零餐饮总额增长情况



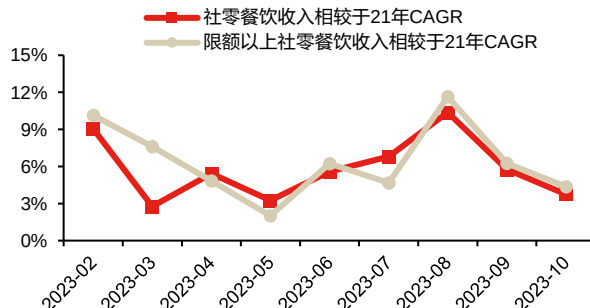
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：社零餐饮同比增长情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：社零餐饮两年 CAGR 同比增长情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

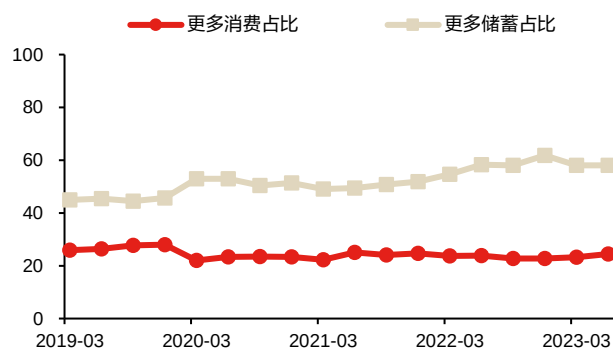
从消费者信心指数看，23年初消费者信心指数边际改善，从2022年12月的88.3提升至23年3月的94.9，4-8月有所走弱，9月回升至87.2、边际改善。从消费意愿及储蓄意愿来看，居民更多消费意愿占比由22Q4的22.8回升至23Q2的24.50，更多储蓄占比由22Q4的61.8下降至23Q2的58.00，居民消费意愿有所改善。

图 5：消费者信心指数



数据来源：Wind，东方证券研究所

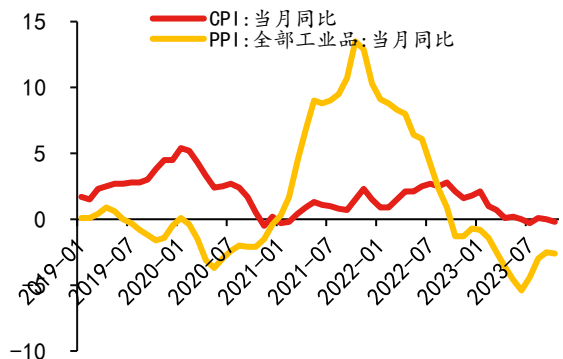
图 6：消费者储蓄意愿与消费意愿



数据来源：Wind，东方证券研究所

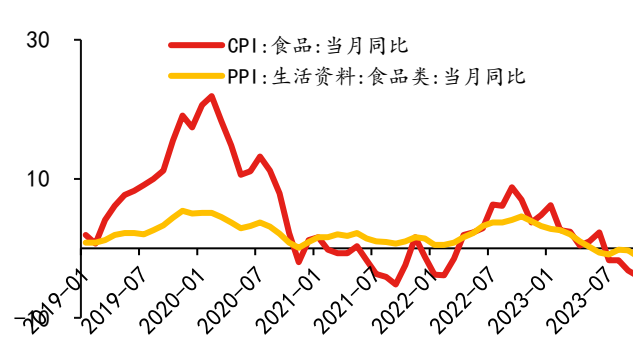
成本端回顾看，20年后在全球通胀背景下行业原料价格持续上涨，企业面临较大成本压力，23年行业部分原料价格已出现回落态势，大豆、豆油、面粉、猪肉等原料价格呈现回落趋势。

图 7：CPI 及 PPI 情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：CPI 及 PPI 情况（食品）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：食品板块原材料价格同比情况

	调味品										速冻				肉制品	
	大豆	豆粕	糯米	食盐	白砂糖	小麦	糖蜜	豆油	面粉	白条猪	白条鸡	白鲢鱼	生猪价格	毛鸡价格		
2022M3	4.9%	-2.1%	-11.9%	2.2%	7.3%	24.4%	14.2%	15.2%	16.9%	-52.2%	-6.0%	10.8%	-56.3%	-7.8%		
2022M4	6.9%	-8.8%		3.0%	8.8%	26.0%	16.0%	22.2%	18.8%	-41.4%	5.1%	0.9%	-44.1%	-1.5%		
2022M5	4.5%	18.1%		3.6%	5.0%	25.9%	10.6%	24.1%	21.2%	-21.7%	8.8%	-7.5%	-21.5%	2.1%		
2022M6	7.4%	20.2%	-7.5%	4.2%	7.3%	22.7%	12.2%	28.7%	21.6%	-0.1%	13.5%	-12.7%	10.0%	7.5%		
2022M7	0.8%	14.2%	-4.8%	4.2%	4.9%	20.6%	12.2%	6.7%	18.0%	34.4%	20.7%	-18.2%	38.3%	10.9%		
2022M8	5.2%	17.6%	-3.9%	4.4%	1.5%	19.3%	8.9%	12.1%	21.0%	21.7%	20.8%	-20.8%	43.6%	13.1%		
2022M9	0.2%	30.0%		4.4%	0.8%	18.6%	4.6%	5.1%	21.8%	63.3%	25.0%	-16.7%	77.6%	24.7%		
2022M10	-6.8%	48.7%	1.6%	4.2%	-0.3%	18.6%	1.5%	2.9%	18.1%	86.3%	26.6%	-18.3%	113.2%	28.3%		
2022M11	-11.3%	68.6%	1.3%	3.4%	-2.9%	14.8%	10.3%	-0.1%	10.5%	8.1%	19.7%	-17.6%	45.7%	28.3%		
2022M12	-10.2%	47.3%	6.7%	2.8%	-1.1%	13.5%	-1.5%	0.1%	9.2%	22.6%	17.7%	-12.1%	20.3%	24.6%		
2023M1	-9.9%	27.1%		1.6%	0.1%	12.1%	12.9%	-5.8%	9.6%	8.3%	8.0%	-9.3%	5.5%	22.6%		
2023M2	-9.8%	5.1%	8.4%	1.0%	2.8%	10.1%	19.8%	-12.6%	8.9%	6.6%	8.5%	-9.6%	16.3%	35.8%		
2023M3	-12.2%	-17.4%	9.1%	0.4%	7.3%	-3.8%	11.8%	-19.9%	-2.6%	16.3%	18.6%	-9.4%	25.9%	39.4%		
2023M4	-18.0%	-6.6%		0.1%	15.3%	-9.9%	2.2%	-23.5%	-6.7%	6.4%	10.6%	-13.1%	11.0%	32.6%		
2023M5	-19.8%	-0.9%		0.1%	21.7%	-14.9%	-0.3%	-33.6%	-13.8%	-6.0%	-1.5%	-9.8%	-5.6%	19.3%		
2023M6	-17.8%	-7.2%	6.5%	0.3%	21.3%	-11.0%	-4.4%	-34.8%	-12.2%	-10.7%	-8.7%	-8.2%	-13.0%	15.3%		
2023M7	-12.6%	4.8%	5.1%	0.6%	22.3%	-9.3%	-6.6%	-15.8%	-8.8%	-30.9%	-10.7%	-7.1%	-34.9%	9.8%		
2023M8	-16.0%	9.8%	6.4%	1.2%	26.8%	-6.2%		-18.5%	-4.6%	-21.9%	-7.4%	-5.3%	-20.2%	3.1%		
2023M9	-12.9%	-3.1%		1.7%	35.0%	-2.8%		-15.2%	-0.9%	-27.0%	-10.3%	-3.4%	-28.3%	-11.0%		
2023M10	-13.5%	-20.4%	1.0%	2.1%	30.5%	-4.0%		-22.6%	-2.6%	-38.3%	-14.7%	-0.7%	-42.6%	-13.8%		

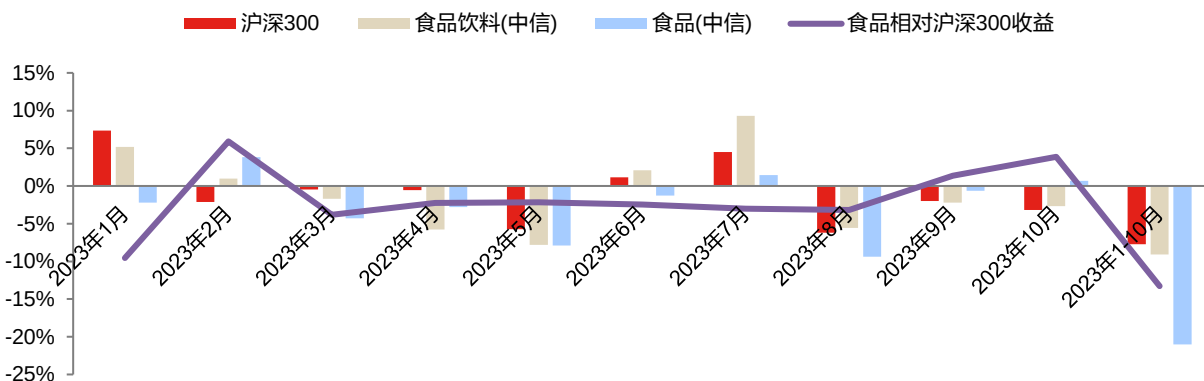
	烘焙				包材				运输			汇率		
	原奶	豆油	棕榈油	面粉	鸡蛋	白砂糖	塑料	玻璃	瓦楞纸	铝锭	原油	公路运价	出口集装箱运价	人民币兑美元
2022M3	3.3%	5.2%	3.3%	6.9%	0.9%	7.3%	-4.0%	4.9%	-3.2%	30.2%	30.0%	0.1%	74.2%	6.3457
2022M4	2.2%	2.2%	3.7%	6.8%	7.8%	8.8%	-4.3%	-3.6%	-1.3%	30.8%	30.2%	0.8%	65.2%	6.4280
2022M5	2.2%	3.1%	2.0%	2.2%	4.3%	5.0%	-5.9%	32.4%	-2.2%	5.5%	34.0%	2.4%	48.0%	6.7071
2022M6	8.8%	6.7%	6.6%	2.6%	8.0%	7.3%	-5.2%	36.1%	-4.6%	7.0%	39.2%	2.6%	30.0%	6.6991
2022M7	5.6%	7.2%	7.2%	1.0%	8.0%	4.9%	-9.8%	48.1%	-5.9%	3.2%	39.1%	3.2%	16.5%	6.7324
2022M8	5.6%	2.1%	9.3%	2.0%	1.5%	1.5%	13.4%	44.8%	-6.9%	8.5%	44.2%	2.9%	0.2%	6.7949
2022M9	8.7%	5.1%	11.1%	2.8%	1.2%	0.8%	16.0%	39.1%	-6.8%	17.3%	30.5%	3.9%	-18.3%	6.9621
2022M10	5.1%	2.9%	20.4%	1.8%	2.9%	-0.3%	18.7%	33.6%	12.3%	17.4%	11.5%	3.0%	-40.8%	7.1287
2022M11	3.4%	-0.1%	17.2%	1.0%	5.9%	-2.9%	16.1%	19.7%	15.7%	2.5%	12.5%	1.8%	-48.0%	7.1628
2022M12	-2.2%	0.1%	17.2%	9.2%	6.0%	-1.1%	13.8%	16.1%	13.1%	-1.4%	9.7%	3.7%	-58.4%	6.9833
2023M1		-5.8%	24.5%	9.6%	2.6%	0.1%	13.2%	16.4%	13.3%	14.2%	-5.1%	3.2%	-65.6%	6.7976
2023M2	11.5%	12.6%	32.4%	8.9%	5.4%	2.8%	13.4%	27.9%	14.2%	18.0%	15.9%	5.2%	-68.5%	6.8296
2023M3	13.5%	19.9%	40.5%	-2.6%	5.3%	7.3%	15.9%	18.5%	11.0%	18.7%	33.8%	3.1%	-70.0%	6.8982
2023M4	11.8%	23.5%	42.2%	-6.7%	2.6%	5.3%	16.8%	13.4%	10.0%	13.7%	18.6%	2.2%	-69.7%	6.8852
2023M5	11.8%	33.6%	51.6%	13.8%	-2.3%	2.7%	16.6%	11.2%	11.3%	10.1%	33.3%	-0.1%	-69.5%	6.9912
2023M6	15.8%	34.8%	49.0%	12.2%	0.2%	2.3%	16.7%	10.4%	20.4%	-7.3%	39.6%	-0.3%	-71.5%	7.1492
2023M7	27.0%	15.8%	47.8%	-8.8%	-2.4%	2.3%	10.7%	8.2%	21.3%	1.0%	28.9%	-0.7%	-73.1%	7.1619
2023M8	27.0%	18.5%	21.9%	-4.6%	4.5%	8.8%	-5.7%	2.1%	21.0%	0.4%	13.8%	-0.4%	-71.0%	7.1733
2023M9	21.6%	15.2%	9.6%	-0.9%	-0.3%	30.0%	-2.1%	5.8%	18.2%	5.2%	4.5%	-0.5%	-66.2%	7.1839
2023M10		22.6%	11.5%	-2.6%	13.4%	30.5%	-4.7%	1.8%	15.2%	3.8%	-2.4%	0.5%	-58.1%	7.1786

数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2、股价表现：板块股价持续回调，个股表现有所分化

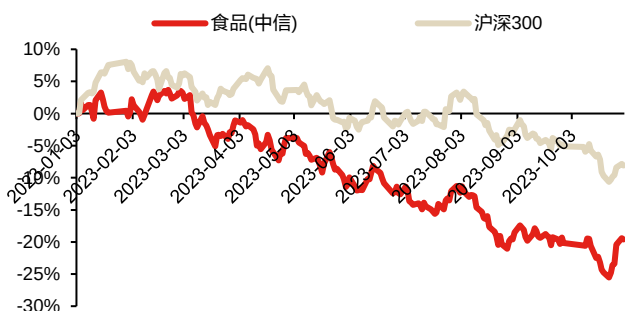
股价复盘看，23 年板块跑输大盘，2023 年 1-10 月食品板块下跌 21.0%，相对沪深 300 收益-13.3%，相对食品饮料板块收益-11.9%；其中 23 年 2 月（因消费复苏预期升温、出行场景修复、春节需求动销反馈好等）、23 年 9-10 月（因板块估值处于历史低位、持仓处于低位、三季报企稳等）有超额收益。**分子板块来看**，23 年 1-10 月肉制品/其他食品/速冻食品/休闲食品/调味品下跌 1.0%/19.6%/19.9%/23.9%/26.3%，肉制品表现相对稳健。

图 10：23 年初至今各板块月涨跌幅



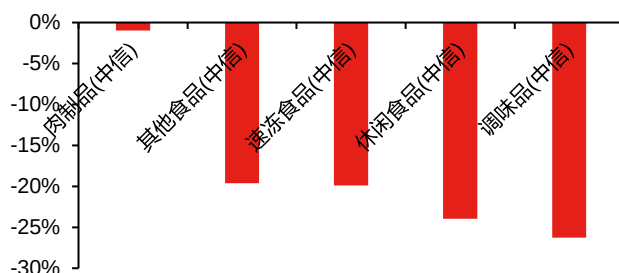
数据来源：Wind，东方证券研究所；注：食品饮料为中信一级

图 11：2023 年截至 10 月 31 日食品涨跌幅



数据来源：Wind，东方证券研究所

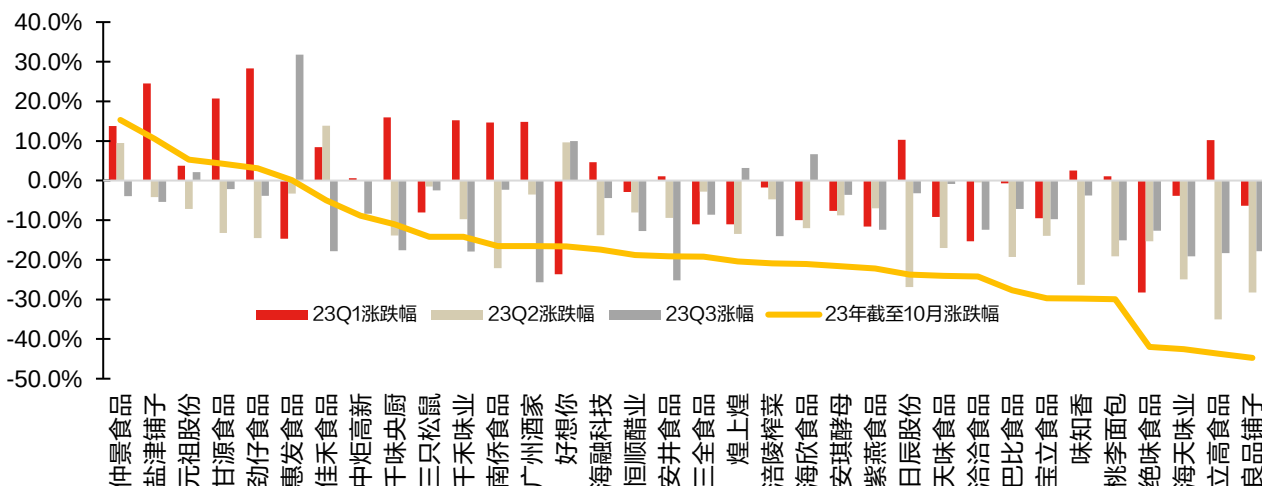
图 12：2023 年截至 10 月 31 日食品子板块涨跌幅



数据来源：Wind，东方证券研究所

个股角度看，1）行业有红利、自身有改革逻辑、业绩持续兑现的标的涨幅靠前，如小食品标的（盐津铺子、劲仔食品、甘源食品），佳禾食品、仲景食品等；2）低估值、高股息率防御性标的的涨幅靠前，如元祖股份。

图 13：食品板块主要个股涨跌幅情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

资金配置看，从基金重仓股统计来看，安井食品、中炬高新、绝味食品、安琪酵母、海天味业为23Q3 食品板块内重仓基金最多的 5 只个股，安琪酵母、绝味食品、立高食品、三全食品、煌上煌、洽洽食品、恒顺醋业、元祖股份、宝立食品、仲景食品、三只松鼠、涪陵榨菜、甘源食品、海天味业、桃李面包 23Q3 环比 23Q2 有所增加，其余标的有所减少。

图 14：食品主要公司持仓情况

	进入前十大重仓基金数（家）				季报持仓变动(万股)				持股市值占基金股票投资市值比(%)			
	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
安井食品	197	154	186	152	-71	-463	536	-642	0.124	0.109	0.114	0.085
中炬高新	68	89	91	61	1162	2008	1549	-1110	0.015	0.026	0.036	0.028
绝味食品	104	42	36	58	367	-2712	-247	969	0.050	0.016	0.013	0.019

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

安琪酵母	66	44	39	48	976	-1349	247	1044	0.036	0.023	0.022	0.027
海天味业	72	54	39	38	188	-1357	543	12	0.055	0.035	0.026	0.022
甘源食品	18	35	27	29	223	232	-231	32	0.013	0.018	0.013	0.012
盐津铺子	22	33	38	26	682	59	478	-425	0.020	0.025	0.023	0.015
洽洽食品	25	20	27	26	-177	-169	466	144	0.005	0.003	0.006	0.006
千禾味业	26	48	39	18	1552	692	-653	-902	0.006	0.009	0.006	0.002
千味央厨	22	25	23	17	236	17	-17	-149	0.003	0.004	0.003	0.001
立高食品	26	28	10	16	49	13	-143	245	0.012	0.013	0.007	0.009
涪陵榨菜	21	24	14	15	-312	-185	36	43	0.004	0.003	0.003	0.002
宝立食品	2			9	2			133	0.000			0.000
广州酒家	12	15	19	8	-44	-119	283	-418	0.001	0.001	0.002	0.000
劲仔食品	5	16	15	8	331	194	-171	-34	0.002	0.003	0.002	0.002
三全食品	10	7	7	7	-406	-186	52	161	0.001	0.001	0.001	0.001
三只松鼠				6				75				0.000
佳禾食品		7	12	5		22	571	-521		0.000	0.002	0.000
元祖股份	8	8	6	5	81	530	56	143	0.002	0.003	0.003	0.004
桃李面包	8	9	6	5	-414	-60	-376	5	0.002	0.001	0.000	0.000
恒顺醋业	6	6	3	4	459	-407	1	143	0.001	0.000	0.000	0.000
紫燕食品	5	5	3	4	-4	53	-4	-4	0.000	0.001	0.001	0.000
仲景食品	2			3	-26			80	0.000			0.001
煌上煌	3			3	39			145	0.000			0.001
惠发食品												
海融科技												
好想你	1				-339				0.000			
海欣食品												
味知香	7	4			35	107			0.000	0.002		
日辰股份	2	5			1	17			0.000	0.000		
良品铺子												
巴比食品	5	7	3		169	-91	23		0.001	0.001	0.001	
天味食品	13		2		-581		-28		0.002		0.000	
南侨食品		6	2			254	-100			0.001	0.000	

数据来源：Wind，东方证券研究所

二、投资策略：把握三条投资主线

需求端看，行业弱复苏态势有望延续，建议关注：1）复苏中行业的结构性机会，如零食行业内零食折扣、新媒体兴起的渠道红利及鹌鹑蛋等品类红利，餐饮端大 B 连锁化率提升、持续拓店的红利，复调小 B 渗透率持续提升的红利；2）个股改革效果持续显现的红利。**盈利端看**，建议关注行业原料成本回落、部分公司费投收缩以及收入爬坡带来规模效应提升带来的盈利改善红利。**站在当下时间点，我们建议把握三条主线：**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

一、景气度向上、受益于产品渠道/产业趋势红利以及个股改革效果有望持续显现的公司

- 休闲食品行业渠道红利有望延续，此外行业内品类红利尚未被完全 Price in，推荐鹌鹑蛋等新品放量态势向好的劲仔食品(003000，买入)、盐津铺子(002847，买入)，关注甘源食品(002991，增持)持续改革带来新的增长动能，关注好想你(002582，未评级)的新品推广情况；
- 推荐股权激励落地、预制菜第二曲线清晰的安井食品(603345，增持)和大 B 端品类延展顺利、小 B 端渠道快速扩张的千味央厨(001215，增持)，建议关注传统渠道调整逐步到位、加码餐饮供应链的三全食品(002216，买入)；
- 调味品板块建议关注天味食品(603317，增持)、中炬高新(600872，未评级)、仲景食品(300908，未评级)、千禾味业(603027，增持)。
- 烘焙茶饮原料中新渠道、新客户开拓情况以及新品类放量带来的投资机会，建议关注海融科技(300915，买入)、立高食品(300973，增持)、佳禾食品(605300，买入)。

二、防御性角度，建议布局低估值改善标的，如洽洽食品(002557，买入)、安琪酵母(600298，买入)、绝味食品(603517，买入)以及高股息率标的元祖股份(603886，买入)。

三、中长期维度，不少竞争力强、赛道竞争格局清晰的标的当前因行业需求疲软等基本面短期有所承压，但中期维度伴随行业需求回暖，公司基本面拐点有望逐渐显现，迎来基本面及估值修复，建议把握战略性布局机会，如海天味业(603288，买入)等。

三、食品子板块投资策略

3.1、调味品：Q3 拐点初显、基本面逐渐企稳

收入端看，23 年伴随疫情影响减弱、餐饮消费场景修复等行业需求有所改善，板块经营压力减轻，基调板块报表节奏受公司库存水平、库存政策、基数等有所影响，但大部分标的 23Q3 收入增速环比 23Q2 均有所加快，龙头海天收入重返正增长；复调板块 B 端复苏快于 C 端，大 B 端需求受益于头部品牌持续拓店、行业连锁化率提升景气度向上，小 B 端行业渗透率加速提升，C 端需求呈现弱复苏态势。**盈利端看**，部分原料成本回落红利已经逐步传导至报表端，酱油/复调部分企业成本压力有所减轻，叠加各企业持续优化费用投放，整体盈利呈现改善态势，23Q3 盈利改善超预期。**个股表现看**，部分标的受益于品类红利及内部改革等，经营势头向上，如千禾、仲景，部分标的因去年宅家高基数及需求疲软增速短期有所承压，如涪陵榨菜。

- **收入端：弱复苏延续，B 端复苏节奏快于 C 端，收入增速逐渐修复**

基础调味品：23 年以来伴随疫情影响减弱、餐饮消费场景修复等，行业需求有所改善，经营压力缓解，报表节奏受公司渠道政策、基数等有所影响，但大部分标的 23Q3 收入增速环比 23Q2 加快，收入增速逐渐修复。

个股层面看：1) 海天 23 年以来注重渠道库存梳理，Q1-Q2 收入负增长，23Q3 收入重返正增长且 Q3 末渠道库存环比 Q2 未有所下降；2) 千禾紧抓零添加品类红利机会，开商拓商动作持续推进，23 年前三季度收入 yoy+50.04%，经销商净增 833 家，势头向上；3) 安琪 23 年国内酵母业务逐渐修复，海外经营稳健，保健品、微生物营养等衍生品业务承压以及制糖等非主业剥离拖累整体收入增速，23 年前三季度收入 yoy+7.5%；4) 涪陵榨菜年受到去年居家高基数等原因收入增

长有所承压，公司 23 年加强渠道梳理、探索榨菜酱等新品、拓展餐饮渠道等对冲传统品类传统渠道增长压力，23 年前三季度收入 yoy-4.6%。

复合调味品：结构上看，B 端修复弹性快于 C 端，大 B 受益于去年低基数、消费场景修复、头部品牌持续拓店等景气度向上，小 B 端复调渗透率加速提升，C 端需求呈现弱复苏态势。部分公司受益于品类红利及内部改革，经营势头向上，如仲景食品。

个股层面看：1) 天味 23Q2 因去年宅家高基数以及行业需求转弱等收入增速放缓，Q3 收入增速有所改善，其中中式调料表现亮眼；公司于今年 5 月收购食萃发力小 B 端业务，产品上持续巩固大单品优势以及培育区域性特色产品，渠道上延续优商扶商动作，内部改革持续带来收入增量；2) 颐海国际 23H1 营收 yoy-2.7%，其中关联方/经销商/电商渠道营收 yoy+34.6%/-15.5%/-2.2%，关联方业务修复显著；3) 仲景食品受益于上海葱油等新品放量以及线上渠道建设效果逐渐显现，经营势头向上，23 年 Q1-Q3 实现营收 7.3 亿元/yoy+12.2%，其中线上渠道实现销售 1.19 亿元/yoy+92.35%，仲景上海葱油实现销售 0.89 亿元/yoy+113.24%，辣椒系列调味配料实现销售 0.47 亿元/yoy+24.80%，黄焖炒鸡等快手菜调料实现销售 0.12 亿元/yoy+63.37%；4) 日辰、宝立 B 端修复快于 C，日辰 23 年前三季度餐饮/食品加工/品牌定制/直营商超/直营电商/经销商（零售）收入 yoy+41.77%/5.28%/-15.75%/-3.00%/117.39%/-23.15%，宝立 23 年前三季度复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料营收 yoy+33.0%/3.7%/2.3%。

➤ 盈利端：成本红利渐显，费投收缩，盈利同比改善

基础调味品：毛利率看，1) **酱油企业看，**一方面，大豆价格自 22 年 10 月以来呈现下跌趋势，包材价格自 22 年初以来持续回落，考虑到采购及酿造周期，酱油企业的成本压力在年内预计同比有所减轻，但今年白糖价格持续上涨、使得部分白糖使用占比更高的企业利润改善幅度受到抑制，另一方面，毛利率的变化也与产品结构有关，如干禾性价比零添加产品环比上升等。个股维度，海天前三季度毛利率同比下滑，但下滑幅度逐季收窄，中炬毛利率自 23Q2 以来同比改善，干禾毛利率改善较为显著。2) **其他基础调味品看，**安琪毛利率受糖蜜成本/业务结构/汇率/海运费/折旧摊销/水解糖使用等有关，23 年公司糖蜜成本仍处于高位，23H1 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧同比 22H1 增加 0.54 亿元，23 年海运成本下行预计对毛利率有正向贡献，公司 23 年前三季度毛利率同比-0.51pct；榨菜因 23 年青菜头原料成本仍处于高位、量贩渠道销售占比上升等毛利率承压，23 年前三季度毛利率同比-3.85pct。**费用率看，**行业内大部分企业加强控费，整体费用率有所收缩，其中干禾、涪陵榨菜费用率收缩较为明显，干禾受益于规模效应提升以及费效比提升，榨菜主动加强费控。**盈利能力看，**23 年前三季度中炬/干禾扣非净利率同比提升 1.5/4.8pct，同比改善明显，海天同比下降 1.3pct、有所承压，恒顺/安琪/榨菜略承压，同比下降 0.3/0.6/0.2pct。

复合调味品：毛利率看，一方面，包材、油脂等价格下行对公司毛利率带来正向贡献，另一方面，产品结构亦对公司毛利率产生影响，如日辰/宝立毛利率受到 B 端占比上升影响、前三季度毛利率同比下降 0.6/0.4pct，天味 Q3 毛利率亦受到高毛利的产品占比提升影响，前三季度毛利率同比提升 2.6pct。**费用率看，**天味 23 年前三季度销售费用率保持平稳，趋势上 Q3 费投同比加大，宝立/日辰前三季度费用率保持平稳，仲景食品同比下降 2.4pct。**盈利能力看，**仲景食品 23 年前三季度扣非净利率同比提升 6.6pct，日辰/宝立同比变动-0.1/0.7pct。

表 1：调味品重点公司 23 年前三季度累计财务表现

细分行业	公司	营收（亿元）	yoy	扣非净利（亿元）	yoy	毛利率	同比
酱油	海天味业	186.5	-2.33%	41.5	-7.7%	35.5%	-0.74pct
	中炬高新	39.5	-0.08%	4.6	14.8%	32.6%	0.86pct
	千禾味业	23.3	50.04%	3.9	111.8%	37.8%	3.07pct
其他基调	恒顺醋业	16.4	-2.60%	1.3	-5.7%	32.8%	-2.21pct
	安琪酵母	96.5	7.46%	8.1	0.3%	24.7%	-0.51pct
	涪陵榨菜	19.5	-4.61%	6.0	-5.3%	50.7%	-3.85pct
复调	天味食品	22.3	17.04%	2.8	30.1%	36.9%	2.58pct
	日辰股份	2.7	14.03%	0.4	13.0%	39.2%	-0.63pct
	宝立食品	17.6	19.24%	1.8	28.1%	33.9%	-0.37pct
	仲景食品	7.3	12.21%	1.3	77.5%	41.6%	3.91pct
细分行业	公司	销售费用率	同比	管理费用率	同比	扣非归母净利率	同比
酱油	海天味业	5.4%	0.14pct	4.7%	0.09pct	22.3%	-1.29pct
	中炬高新	8.4%	-0.11pct	9.6%	0.08pct	11.7%	1.52pct
	千禾味业	12.3%	-1.89pct	6.7%	1.13pct	16.6%	4.83pct
其他基调	恒顺醋业	13.8%	-1.13pct	8.4%	-0.17pct	8.0%	-0.26pct
	安琪酵母	5.3%	-0.78pct	8.0%	0.19pct	8.4%	-0.6pct
	涪陵榨菜	13.4%	-3.43pct	3.4%	0.28pct	30.9%	-0.24pct
复调	天味食品	14.1%	-0.31pct	7.8%	1.41pct	12.6%	1.27pct
	日辰股份	7.1%	0.33pct	13.2%	-1pct	14.6%	-0.13pct
	宝立食品	14.3%	-0.77pct	4.9%	0.13pct	10.3%	0.71pct
	仲景食品	14.3%	-2.36pct	7.3%	-0.78pct	17.9%	6.57pct

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：调味品重点公司营收及扣非归母净利润增速情况

		收入增速				扣非归母净利润增速			
细分行业	公司	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
酱油	海天味业	-7.1%	-3.2%	-5.3%	2.2%	-20.6%	-8.4%	-11.5%	-1.9%
	中炬高新	-18.7%	1.5%	-1.4%	-0.4%	-57.9%	-7.1%	3.8%	64.1%
	千禾味业	54.9%	69.8%	33.8%	48.4%	80.8%	168.6%	82.4%	93.0%
其他基调	恒顺醋业	-14.3%	7.1%	-13.9%	0.0%		0.7%	1.6%	-40.0%
	安琪酵母	25.3%	12.0%	8.4%	1.6%	90.0%	24.8%	-15.1%	-6.4%
	涪陵榨菜	-10.8%	10.4%	-21.3%	-1.5%	-13.5%	25.0%	-33.7%	8.3%
复调	天味食品	24.5%	21.8%	12.7%	16.4%	28.2%	21.6%	22.0%	47.6%
	日辰股份	-23.3%	7.2%	17.7%	16.9%	-52.4%	-14.4%	45.6%	15.7%
	宝立食品	30.9%	27.2%	20.9%	11.8%		40.9%	33.2%	16.2%
	仲景食品	14.0%	12.3%	8.6%	15.4%	7003.1%	232.6%	63.5%	36.6%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：调味品重点公司毛利率、扣非净利率情况

细分行业	公司	毛利率						扣非归母净利率					
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q1 同比	23Q2 同比	23Q3 同比	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1 同比	23Q2 同比	23Q3 同比
酱油	海天味业	36.9%	34.7%	34.5%	-1.25pct	-0.14pct	-0.75pct	23.5%	22.2%	20.8%	-1.34pct	-1.54pct	-0.86pct
	中炬高新	31.4%	32.5%	33.9%	-0.9pct	0.85pct	2.71pct	10.6%	11.8%	12.8%	-0.97pct	0.59pct	5.04pct
	千禾味业	39.0%	37.4%	36.9%	4.05pct	1.71pct	3.33pct	17.7%	15.6%	16.3%	6.5pct	4.15pct	3.76pct
其他基调	恒顺醋业	35.1%	36.5%	26.1%	-2.82pct	3.25pct	-7.77pct	11.5%	9.0%	2.8%	-0.73pct	1.37pct	-1.85pct
	安琪酵母	25.4%	23.6%	25.0%	-1.28pct	-3.1pct	3.03pct	9.7%	8.5%	6.7%	0.99pct	-2.35pct	-0.58pct
	涪陵榨菜	56.3%	48.8%	45.7%	3.91pct	-8.87pct	-7.71pct	32.0%	32.6%	27.9%	3.73pct	-6.09pct	2.51pct
复调	天味食品	40.6%	31.1%	38.1%	4.66pct	-3.38pct	5.4pct	15.5%	9.0%	12.8%	-0.02pct	0.69pct	2.7pct
	日辰股份	38.7%	40.5%	38.4%	-0.72pct	1.48pct	-2.27pct	12.2%	14.8%	16.2%	-3.08pct	2.83pct	-0.17pct
	宝立食品	35.1%	34.5%	32.3%	2.06pct	-0.54pct	-2.22pct	10.4%	9.3%	11.1%	1.01pct	0.86pct	0.42pct
	仲景食品	40.1%	41.1%	43.2%	2.06pct	3.65pct	5.64pct	17.3%	19.1%	17.3%	11.47pct	6.4pct	2.68pct

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 4：调味品重点公司费用率情况

细分行业	公司	销售费用率						管理费用率					
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q1 同比	23Q2 同比	23Q3 同比	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1 同比	23Q2 同比	23Q3 同比
酱油	海天味业	5.2%	5.6%	5.6%	-0.2pct	0.89pct	-0.28pct	1.6%	2.0%	2.4%	0.26pct	0.36pct	0.13pct
	中炬高新	8.6%	8.4%	8.1%	-0.22pct	0.9pct	-1.01pct	6.4%	6.3%	5.9%	1.37pct	0.54pct	-2.3pct
	千禾味业	11.7%	13.5%	11.9%	-3.36pct	-0.08pct	-2.17pct	3.6%	4.2%	4.5%	0.32pct	0.98pct	1.75pct
其他基调	恒顺醋业	12.4%	16.2%	12.8%	0.34pct	0.68pct	-4.51pct	4.5%	4.3%	5.0%	-0.87pct	0.02pct	-0.5pct
	安琪酵母	5.2%	4.9%	5.7%	-1.46pct	-0.57pct	-0.25pct	3.3%	3.5%	3.9%	0.05pct	0.22pct	0.07pct
	涪陵榨菜	17.8%	9.4%	11.7%	-0.02pct	-1.44pct	-11.08pct	3.2%	3.4%	3.3%	-0.02pct	0.37pct	0.41pct
复调	天味食品	14.8%	11.4%	15.6%	1.83pct	-6.6pct	2.95pct	5.9%	8.2%	5.9%	2.51pct	2.5pct	-0.33pct
	日辰股份	7.6%	8.2%	6.0%	1.39pct	0.65pct	-0.79pct	11.6%	9.4%	8.2%	0.91pct	-1.79pct	-1.7pct
	宝立食品	16.1%	14.8%	12.2%	1.88pct	-1.91pct	-2.01pct	2.5%	3.9%	2.4%	0.18pct	1.27pct	-0.3pct
	宝立食品	12.0%	14.7%	15.6%	-11.23pct	-0.5pct	3.34pct	4.7%	4.6%	4.4%	0.1pct	-1.16pct	-0.19pct

数据来源：Wind，东方证券研究所

23Q4 及 24 年展望看，板块在 23Q3 基本面整体企稳，收入符合预期，利润端成本回落红利持续体现，叠加销售费用率同比收缩，盈利能力整体略超预期，行业经营底部已经逐渐走出，有望迎来新一轮发展周期。**投资建议看**，短中期维度，安琪酵母当前估值处于历史偏低位置、23/24 榨期糖蜜供需格局有望得到改善，新榨期成本改善概率较大，建议关注底部配置机遇；中炬高新新管理层到位，建议关注新的经营目标制定以及中长期的改革落地情况；千禾味业 23Q4 面临高基数压力，但零添加渗透率提升的行业趋势不变，叠加公司主动招商开商，经营趋势仍有望持续向好；建议关注天味食品的旺季销售情况以及小 B 端拓展情况；关注仲景食品的大单品放量情况。

中长期维度，不少竞争力强、赛道竞争格局清晰的标的当前因短期因素估值处于历史低位，建议把握战略性布局机会，如海天味业等。

3.2、速冻：B 端复苏，C 端承压，盈利能力改善

收入端，B 端平稳复苏，C 端有所承压，餐饮供应链仍是高景气方向。速冻板块收入表现基本延续了上半年趋势，单三季度看，以 B 端为主的安井/千味受益于场景复苏和餐饮工业化趋势，23Q3 延续快速增长势头，收入分别同比+17.2%/+25.0%，其中安井主业收入 Q3 同比+15.5%保持稳健、锁鲜装保持 30%以上增长，千味大 B 增速 35-40%、小 B 增速 15%左右。C 端仍相对承压，三全/味知香/巴比/广酒 23Q3 收入分别同比+3.0%/-11.9%/+8.1%/+11.8%，其中巴比团餐收入同比+31%，三全餐饮收入同比+27%。连锁大 B、团餐渠道普遍恢复好于社会餐饮，各公司也在持续加大相应渠道的投入力度。

表 5：速冻食品重点公司营收及利润情况

	营业收入同比增长					归母净利润同比增长				
	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
安井食品	30.8%	26.8%	36.4%	26.1%	17.2%	61.7%	118.4%	76.9%	50.0%	63.8%
三全食品	5.1%	12.6%	1.3%	0.3%	3.0%	-12.1%	7.8%	7.0%	-7.5%	22.1%
千味央厨	19.2%	18.8%	23.2%	40.4%	25.0%	18.9%	1.1%	5.5%	50.3%	60.4%
海欣食品	2.7%	12.5%	6.0%	6.6%	-1.1%	-593.7%	-355.8%	-28.5%	-973.7%	-92.4%
惠发食品	5.8%	-9.7%	24.5%	21.7%	5.3%	-3.2%	-12.9%	-44.7%	-43.8%	-102.8%
味知香	11.8%	-1.7%	8.6%	11.9%	-11.9%	-2.7%	9.0%	-0.2%	12.6%	-18.8%
巴比食品	9.8%	5.6%	3.2%	11.1%	8.1%	9.0%	0.4%	2724.4%	-64.9%	354.6%
广州酒家	7.4%	-11.6%	23.1%	20.3%	11.8%	2.4%	-56.0%	31.9%	455.2%	-1.0%

数据来源：Wind，东方证券研究所

利润端，盈利能力普遍继续改善或维持较好水平，原材料价格回落进一步体现在报表端。速冻板块盈利能力年初以来整体呈持续改善趋势，23Q3 安井/三全/巴比/惠发扣非净利率分别同比+2.04/+0.97/+1.56/+5.13pct（其中安井主业净利率 12.77%/+3.86pct yoy，创单季度新高，主业扣非净利率达 10.95%/+2.54pct yoy），一方面得益于原材料成本回落和产品结构升级，23Q3 安井/味知香/巴比/惠发毛利率分别同比+2.37/+2.39/+0.69/+5.48pct，另一方面得益于控费趋势延续，23Q3 安井/三全/千味/巴比销售费用率分别同比-0.16/-2.91/-0.23/-0.74pct。味知香毛利率受益于牛肉等原材料价格回落、同比+2.39pct，但由于渠道人员投入、新厂房折旧增加等导致费用增长较快，扣非净利率同比-0.95pct。

表 6：速冻食品重点公司毛利率、销售费用率和净利率情况

	毛利率		同比变动		销售费用率		同比变动		毛销差同比变动		扣非归母净利率				
	23Q2	23Q3	23Q2	23Q3	23Q2	23Q3	23Q2	23Q3	23Q2	23Q3	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
安井食品	19.9%	22.0%	-0.13pct	2.37pct	4.9%	6.1%	-0.75pct	-0.16pct	0.61pct	2.53pct	7.8%	9.8%	10.8%	9.4%	9.8%
三全食品	26.7%	24.6%	-1.39pct	-0.67pct	10.0%	12.9%	-1.15pct	-2.91pct	-0.24pct	2.23pct	5.6%	12.5%	10.2%	9.5%	6.6%
千味央厨	22.5%	22.4%	0.15pct	-0.70pct	4.7%	4.1%	1.58pct	-0.23pct	-1.43pct	-0.47pct	6.2%	7.0%	6.9%	5.5%	6.2%
海欣食品	15.8%	20.3%	-5.02pct	-0.09pct	11.3%	10.1%	0.85pct	0.77pct	-5.86pct	-0.86pct	1.6%	1.5%	3.2%	-4.3%	0.1%
惠发食品	16.3%	20.4%	1.76pct	5.48pct	7.9%	8.3%	-0.14pct	0.66pct	1.89pct	4.82pct	-5.1%	-9.5%	-5.0%	-3.3%	0.0%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

味知香	26.0%	26.2%	2.03pct	2.39pct	4.3%	5.9%	0.90pct	2.30pct	1.13pct	0.10pct	16.6%	15.1%	17.2%	17.7%	15.7%
巴比食品	26.7%	26.9%	-2.78pct	0.69pct	5.1%	5.1%	-0.41pct	-0.74pct	-2.37pct	1.43pct	10.8%	11.0%	6.3%	11.2%	12.4%
广州酒家	25.3%	42.3%	0.69pct	-2.24pct	12.2%	8.2%	-0.65pct	0.25pct	1.34pct	-2.50pct	21.4%	2.4%	7.2%	0.9%	18.7%

数据来源：Wind，东方证券研究所

展望 23Q4 和明年，收入端，我们认为 B 端仍会延续稳健复苏态势，四季度去年同期受疫情影响基数较低，社会餐饮受整体消费力仍有进一步恢复空间，大 B 客户、团餐渠道有望保持更快的结构性增长，我们看好安井食品、干味央厨；C 端在消化四季度的高基数后，明年增速也有望恢复，三全等龙头公司在新渠道新产品的布局值得期待。盈利端，原材料成本回落红利有望维持，龙头公司延续控费优化效率，我们认为行业盈利能力获将维持在较好水平。中长期看，餐饮供应链受益于连锁化率提升和降本增效诉求，景气度确定性较高，推荐股权激励落地、预制菜第二曲线清晰的安井食品和大 B 端品类延展顺利、小 B 端渠道快速扩张的干味央厨，建议关注传统渠道调整逐步到位、加码餐饮供应链的三全食品。

3.3、休闲食品：渠道红利延续，景气度向上，关注品类红利

收入端看，零食板块部分标的受益于品类及渠道红利、自身持续改革等经营趋势向上，卤制品 23 年板块开店稳健、但单店修复不及预期使得收入端承压。**盈利端看**，行业内大部分标的呈现盈利改善态势，一方面受益于原料成本下降红利，如紫燕、甘源，另一方面受益于规模效应提升、新产能爬坡、费投收缩等，如盐津、甘源；部分标的如洽洽食品成本压力仍然较大。

➤ **收入端：零食板块部分标的受益于行业红利及自身持续改革表现佳，卤制品有所承压。**

休闲零食：各公司表现有所分化，但整体而言，抓住品类及渠道红利、叠加自身持续改革的公司收入表现突出，且 Q1-Q3 分季度整体延续高增态势，如盐津/劲仔/甘源食品；好想你大单品“红小派”推广效果逐渐显现、渠道上积极拥抱线上新媒体渠道以及零食连锁折扣店等，经营势头向上。洽洽、良品、松鼠受疫情影响、需求疲软、线上业务拖累等原因收入增长较缓，但趋势上看经营在逐季度改善，洽洽 Q3 需求端逐渐企稳、坚果业务增速相对稳健，松鼠 Q3 增速环比加快，良品收入下滑幅度逐渐收窄。

卤制品：23 年卤制品板块整体收入不及预期，多数公司开店相对稳健，但单店受到需求疲软、结构变化等原因修复不及预期。开店方面，截至 2023 年 6 月底，绝味食品、紫燕食品、煌上煌、周黑鸭分别拥有门店 16162（23H1 净增 1086）、6137（23H1 净增 442）、4213（23H1 净增 288）、3706（23H1 净增 277）家。

烘焙零食：23 年烘焙零食板块需求疲软，桃李面包 23 年前三季度营收 yoy+0.8%，与需求疲软、消费需求分化、KA 客流下滑、疫后主要销售区域东北地区人口外流等有关，元祖股份 23 年前三季度营收 yoy+1.4%，一方面与今年蛋糕业务受闰二月影响、Q3 调整线上价格策略影响销售有关，另一方面与今年整体需求疲软影响月饼等送礼需求有关。

➤ **盈利端：成本红利叠加规模效应、费投收缩等，板块盈利同比改善**

休闲零食：毛利率看，各标的毛利率受原料成本、渠道结构、规模效应等表现有所分化，洽洽 23 年面临葵花原料成本上涨压力，前三季度毛利率同比承压；盐津铺子受渠道结构变化等毛利率同比略降；甘源毛利率同比提升，受益于棕榈油成本下降、安阳工厂爬坡、规模效应提升等；劲仔

毛利率主要受到低毛利率新品占比上升以及小鱼成本影响，整体保持平稳，分季度看受益于鹌鹑蛋产能爬坡、小鱼成本下降等毛利率逐季度改善。**费用率看**，洽洽食品前三季度销售费用率保持平稳，但逐季度费控加强、销售费用率呈现环比收缩态势；盐津、甘源前三季度销售费用率收缩较为明显，预计与渠道结构变化、规模效应体现等有关；劲仔销售费用率略有增加。**盈利能力看**，前三季度甘源、盐津扣非净利率同比改善较为明显，洽洽受原料成本影响净利率承压，劲仔小幅度下滑。

卤制品：毛利率看，23 年板块原料成本表现有所分化，牛肉、猪肉价格自 22 年底高点以来有所回落，而鸭脖成本由 22 年初的 12 元/kg 持续上涨至 23 年 4 月的 27 元/kg，后持续回落，10 月跌至 12/kg，原料成本使得板块毛利率有所分化，紫燕受益于牛肉成本下行等 23 年前三季度毛利率同比改善，绝味食品前三季度毛利率仍同比承压，但伴随原料成本下降逐渐传导到报表端，毛利率 23Q3 环比改善较为明显。**费用率看**，23 年前三季度绝味销售费用率同比收缩对冲成本压力，紫燕食品费投加大，煌上煌费用率平稳。**盈利能力看**，行业内各公司 23 年前三季度扣非净利率均呈现改善态势。

烘焙零食：毛利率看，桃李面包 23 年前三季度毛利率同比略有承压预计与部分原料成本仍在高位、部分新增产能投产后产能未完全释放、需求疲软影响返货率有关，元祖 23 年前三季度毛利率同比改善预计与公司月饼成本结构有所优化有关。**费用率看**，桃李销售费用率保持平稳，元祖因人员销售费用率提升预计与人员费用提升有关。**盈利能力看**，桃李 23 年前三季度扣非净利率略有承压，元祖保持平稳。

表 7：休闲食品重点公司 23 年前三季度累计财务表现

细分行业	公司	营收（亿元）	yoy	扣非净利（亿元）	yoy	毛利率	同比
零食	洽洽食品	44.8	2.16%	4.2	-19.1%	25.4%	-5.03pct
	盐津铺子	30.0	52.54%	3.8	95.0%	34.5%	-1.9pct
	甘源食品	13.1	35.56%	1.9	145.4%	36.3%	2.37pct
	劲仔食品	14.9	47.85%	1.1	31.8%	26.5%	0.43pct
	好想你	10.9	11.89%	-0.5	-8.0%	25.9%	1.35pct
	良品铺子	60.0	-14.33%	1.2	-44.2%	28.5%	0.37pct
	三只松鼠	45.8	-14.07%	0.9	198.9%	24.7%	-2.81pct
烘焙	桃李面包	50.7	0.77%	4.4	-9.0%	23.3%	-0.6pct
	元祖股份	21.6	1.41%	2.8	3.1%	61.8%	1.29pct
卤制品	绝味食品	56.3	9.99%	3.7	37.2%	24.2%	-2.32pct
	煌上煌	15.8	-2.29%	0.9	24.4%	28.7%	-0.26pct
	紫燕食品	28.2	2.68%	2.9	47.0%	24.2%	6.69pct
细分行业	公司	销售费用率	同比	管理费用率	同比	扣非归母净利率	同比
零食	公司	9.1%	-0.12pct	5.9%	-0.04pct	9.5%	-2.5pct
	洽洽食品	12.3%	-4.94pct	6.4%	-0.85pct	12.5%	2.72pct
	盐津铺子	11.7%	-2.89pct	5.3%	-2.65pct	14.3%	6.39pct
	甘源食品	11.4%	0.9pct	5.7%	-1.34pct	7.3%	-0.89pct
	劲仔食品	23.3%	1.19pct	9.8%	-2.18pct	-5.0%	1.08pct
	好想你	19.2%	0.78pct	6.0%	0.31pct	2.0%	-1.09pct
	良品铺子	18.0%	-4.6pct	4.0%	-0.27pct	1.9%	1.33pct
烘焙	三只松鼠	8.0%	0pct	2.6%	0.3pct	8.8%	-0.94pct
	桃李面包	37.7%	1.6pct	5.4%	0.27pct	12.9%	0.21pct
卤制品	元祖股份	7.2%	-2.82pct	7.2%	-1.06pct	6.5%	1.29pct
	绝味食品	12.2%	-1.52pct	9.9%	0.38pct	5.5%	1.18pct
	煌上煌	5.2%	1.95pct	4.6%	-0.41pct	10.4%	3.14pct

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 8：休闲食品重点公司营收及扣非归母净利润增速情况

细分行业	公司	收入增速				扣非归母净利润增速			
		22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
零食	洽洽食品	18.9%	-6.7%	8.3%	5.1%	4.6%	-21.7%	-37.2%	-10.7%
	盐津铺子	41.3%	55.4%	57.6%	46.2%	25.7%	100.3%	105.9%	82.9%
	甘源食品	9.9%	22.2%	48.1%	37.3%	13.7%	103.1%	533.5%	93.6%
	劲仔食品	25.4%	68.4%	35.2%	45.9%	36.9%	90.4%	8.2%	26.3%
	好想你	-18.1%	11.4%	17.5%	8.6%	亏损	亏损	亏损	同比减亏
	良品铺子	-11.6%	-18.9%	-18.0%	-4.5%	同比减亏	72.5%	-74.7%	亏损
	三只松鼠	-27.4%	-38.5%	-3.1%	38.6%	扭亏为正	15.1%	同比减亏	175.4%
烘焙	桃李面包	-0.8%	1.7%	-1.3%	2.1%	-23.7%	-12.8%	-21.4%	11.1%
	元祖股份	-8.1%	2.8%	2.4%	0.3%	亏损	减亏	-34.2%	7.1%
卤制品	绝味食品	-11.7%	8.0%	13.9%	8.3%	减亏	63.7%	34.1%	20.3%
	煌上煌	-17.1%	-5.6%	-0.8%	-0.4%	亏损	2.4%	1.5%	2159.2%
	紫燕食品	19.8%	13.8%	1.5%	-2.9%	亏损			42.5%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 9：休闲食品重点公司毛利率、扣非净利率情况

细分行业	公司	毛利率						扣非归母净利润率					
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q1 同比	23Q2 同比	23Q3 同比	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1 同比	23Q2 同比	23Q3 同比
零食	洽洽食品	28.5%	20.6%	26.8%	-2.34pct	-6.92pct	-5.52pct	10.6%	4.3%	12.5%	-2.04pct	-3.09pct	-2.22pct
	盐津铺子	34.6%	36.0%	32.9%	-4.02pct	-0.49pct	-1.58pct	11.0%	13.3%	13.0%	2.47pct	3.11pct	2.61pct
	甘源食品	36.3%	34.9%	37.5%	1.5pct	5.83pct	0.41pct	12.6%	12.3%	17.4%	5.02pct	9.45pct	5.05pct
	劲仔食品	26.0%	26.5%	26.8%	-0.58pct	-1.81pct	3.22pct	7.5%	8.0%	6.6%	0.87pct	-1.99pct	-1.03pct
	好想你	26.7%	19.8%	29.4%	-2.41pct	2.47pct	4.81pct	-2.2%	-14.8%	-0.8%	-3.8pct	-0.51pct	7.7pct
	良品铺子	29.2%	28.6%	27.7%	2.86pct	-0.6pct	-2.06pct	4.5%	1.0%	-0.1%	2.38pct	-2.34pct	-4.37pct
	三只松鼠	28.3%	18.7%	24.4%	-1.29pct	-4.09pct	-2.16pct	7.2%	-6.4%	0.7%	3.34pct	2.84pct	0.36pct
烘焙	桃李面包	23.9%	23.1%	23.0%	-1.68pct	-1.64pct	1.26pct	8.8%	8.7%	8.7%	-1.46pct	-2.23pct	0.71pct
	元祖股份	58.4%	58.2%	65.2%	1.4pct	-1.25pct	2.77pct	-4.3%	8.3%	22.7%	4.44pct	-4.58pct	1.43pct
卤制品	绝味食品	24.3%	22.3%	25.8%	-6.01pct	-3.34pct	2.19pct	7.4%	4.9%	7.2%	2.51pct	0.74pct	0.73pct
	煌上煌	29.1%	26.6%	31.3%	-2.87pct	-0.85pct	3.87pct	5.9%	6.4%	3.8%	0.46pct	0.15pct	3.63pct
	紫燕食品	18.7%	23.0%	29.2%	2.33pct	5.4pct	11.07pct	4.5%	10.9%	14.1%	4.5pct	10.92pct	4.49pct

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 10：休闲食品重点公司费用率情况

细分行业	公司	销售费用率						管理费用率					
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q1 同比	23Q2 同比	23Q3 同比	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1 同比	23Q2 同比	23Q3 同比
零食	洽洽食品	10.7%	8.5%	8.4%	1.44pct	-0.03pct	-1.34pct	5.2%	5.6%	4.3%	0.79pct	-0.97pct	-0.76pct
	盐津铺子	13.8%	11.5%	11.8%	-6.29pct	-6.23pct	-2.84pct	4.4%	4.1%	4.4%	-1.33pct	-0.73pct	0.33pct
	甘源食品	13.7%	11.8%	9.9%	-3.54pct	-4.21pct	-1.03pct	4.3%	4.4%	3.4%	-1.04pct	-1.41pct	-1.45pct
	劲仔食品	11.9%	10.5%	11.9%	-0.13pct	-0.77pct	3.02pct	3.9%	3.7%	3.8%	-2.72pct	-1.22pct	-0.64pct
	好想你	19.8%	25.4%	25.5%	-1.05pct	4.21pct	1.44pct	6.7%	10.2%	7.6%	-1.07pct	-1.61pct	-0.47pct
	良品铺子	17.0%	20.5%	20.7%	-1.28pct	1.92pct	2.3pct	5.1%	5.4%	5.9%	0.45pct	-0.85pct	0.92pct
	三只松鼠	15.2%	21.2%	19.3%	-6.92pct	-5.14pct	-1.41pct	3.2%	5.3%	3.0%	1.47pct	-2.44pct	-2.38pct
烘焙	桃李面包	8.4%	8.1%	7.7%	-0.09pct	0.45pct	-0.37pct	2.3%	2.0%	2.0%	0.08pct	0.5pct	0.17pct
	元祖股份	51.0%	40.6%	30.5%	-1.31pct	3.36pct	1.61pct	7.3%	5.0%	3.3%	0.51pct	0.93pct	-0.3pct
卤制品	绝味食品	6.8%	7.4%	7.4%	-7.22pct	-2.3pct	0.85pct	6.3%	6.8%	6.7%	-0.19pct	-3.46pct	0.28pct
	煌上煌	11.8%	10.7%	14.9%	-3.4pct	0.33pct	-1.92pct	7.4%	5.7%	9.1%	0.63pct	0.37pct	0.99pct
	紫燕食品	4.5%	5.4%	5.5%	0.29pct	2.4pct	2.61pct	6.5%	3.3%	3.9%	0.27pct	-1.04pct	-0.49pct

数据来源：Wind，东方证券研究所

23Q4 及 24 年展望：收入端看，1）高景气度标的如盐津/劲仔/甘源经营趋势仍有望向好，一方面我们认为零食折扣店、线上新媒体渠道红利有望延续，上游供应商仍有望持续受益；另一方面，从各公司前三季度表现看，部分新品如鹌鹑蛋、魔芋爽、好想你“红小派”等新品趋势向好，24 年品类红利有望持续显现。此外，部分公司如甘源持续对传统渠道、传统品类等推动改革，建议积极关注改革进展。2）外部环境看，我们预计行业需求有望逐渐修复，带动送礼需求等回暖，部分公司如元祖、绝味、洽洽经营底部有望逐渐走出。**盈利端看**，一方面，高景气度标的受益于规模效应提升、工厂新产能爬坡等盈利有望得到持续改善，另一方面，洽洽 23 年因葵花籽原料成本较高、利润承压，建议关注公司新采购季采购进展，静待成本改善；卤制品板块受益于鸭脖等鸭副成本回落盈利改善值得期待。**投资建议看**，24 年我们预计渠道红利有望延续，此外亦建议关注品类红利带来的投资机会：1）推荐鹌鹑蛋等新品放量态势向好的劲仔食品、盐津铺子，关注甘源食品持续改革带来新的增长动能，关注好想你的新品推广情况；2）建议把握洽洽食品、绝味食品的底部配置机会。

3.4、烘焙茶饮原料：消费场景恢复推动业绩快速回升，持续关注新渠道拓展与新品放量

收入端：得益于下游消费场景恢复，同时去年基数较低，今年上半年行业营收整体看实现较快修复，但进入 Q3 情况有所分化，立高食品所在冷冻烘焙景气度较高，营收环比加速增长，海融、南侨主营产品较为传统，且受线下饼店渠道萎缩影响较大，Q3 营收环比回落，佳禾受益于连锁茶饮咖啡迅速开店，下游需求提升营收加速恢复。

表 11：烘焙原料重点公司营收及利润同比变动情况

	营业收入同比增长			归母净利润同比增长		
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3
立高食品	26.2%	21.3%	30.1%	24.6%	92.0%	66.9%
海融科技	11.7%	14.5%	2.2%	-27.0%	26.6%	-33.8%
南侨食品	12.3%	7.1%	11.4%	-26.5%	-25.1%	346.3%
佳禾食品	22.8%	56.3%	13.9%	267.2%	341.1%	162.5%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 12：烘焙原料重点公司营收及利润情况

	营业收入环比增长			归母净利润环比增长		
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3
立高食品	-7.5%	5.9%	12.4%	15.2%	17.0%	-13.9%
海融科技	8.8%	-2.8%	0.0%	58.7%	6.3%	-29.6%
南侨食品	-5.2%	10.7%	-11.3%	40.4%	39.7%	-41.5%
佳禾食品	-19.9%	7.0%	10.6%	15.2%	14.3%	-2.5%

数据来源：Wind，东方证券研究所

利润端：立高、佳禾受益于成本下行及产能利用率恢复，归母净利润同比增速高于营收，但海融科技由于推出低毛利率高端产品、同时新品产能利用率爬坡 导致 Q3 归母净利润同比回落。

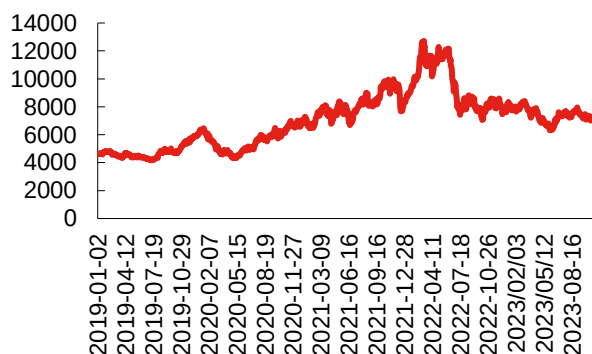
具体而言，原料价格回落缓解毛利率压力，销售费用率略有上升。23 年以来棕榈油、乳粉、咖啡豆、燕麦等行业主要原料价格均自历史高位大幅回落，各公司毛利率均同比有所恢复，其中佳禾因植脂末产品配方稳定，成本下行传导最为迅速，而同行业其他公司因产品结构变化及新品产能爬坡原因，毛利率恢复进度慢于预期。销售费用方面，因正常推广宣传活动恢复，行业对于展会、营销等方面开支增加，销售费用率较去年同期略有增加。

表 13：烘焙原料重点公司毛利率及销售费用率情况

	毛利率			同比变动		
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3
立高食品	32.0%	33.7%	31.9%	-1.1pct	4.3pct	-0.2pct
海融科技	34.3%	34.7%	34.0%	-2.0pct	2.1pct	1.7pct
南侨食品	19.9%	23.6%	23.9%	-6.3pct	-2.0pct	6.6pct
佳禾食品	17.0%	19.4%	18.9%	5.5pct	8.8pct	8.7pct
	销售费用率			同比变动		
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3
立高食品	11.9%	12.0%	12.7%	-1.1pct	0.3pct	0.8pct
海融科技	13.4%	16.5%	15.6%	-0.1pct	2.9pct	1.4pct
南侨食品	7.3%	8.5%	8.7%	-0.5pct	1.0pct	0.5pct
佳禾食品	2.4%	3.1%	3.3%	-1.0pct	-0.4pct	0.6pct

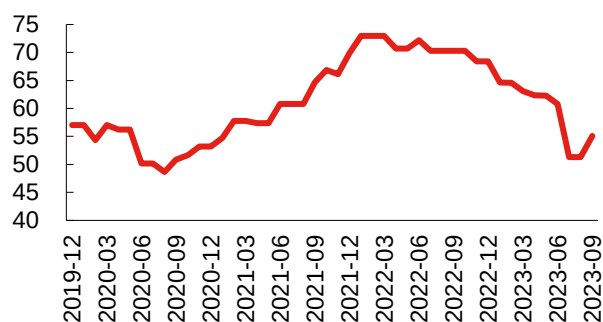
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 15：棕榈油期货价格（元/吨）



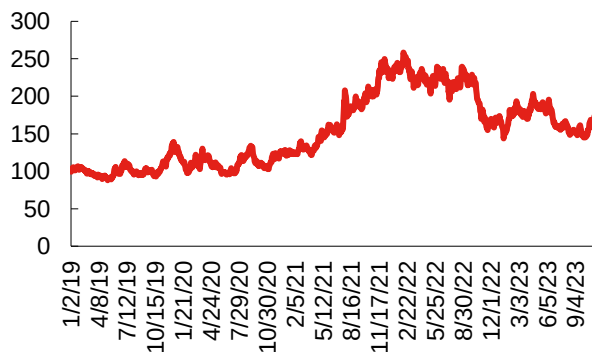
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：新西兰恒天然原奶价格（新西兰元/100kg）



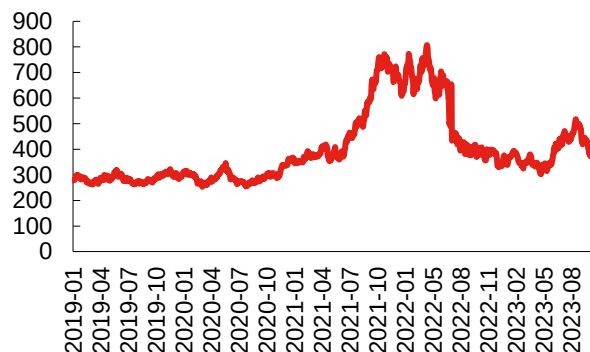
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：咖啡期货价格（美分/磅）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：燕麦期货价格（美分/蒲式尔）



数据来源：Wind，东方证券研究所

23Q4 及 24 年展望，收入端看：消费者消费力及消费习惯变化 对传统渠道传统产品的增长形成一定的挑战，而消费趋势变化也涌现出新的机会，如现制茶饮咖啡产品快速迭代催生出奶基底类产品需求，烘焙原料健康化、奶油国产替代趋势也已显现，一旦成功推出爆款产品将使公司营收实现大幅度脉冲式增长。**利润端看：**原料价格回落基本完成对生产端传导，但产品结构变化及新品产能利用率爬坡问题，仍然对毛利率进一步修复形成一定阻碍；行业需求恢复，展会等营销活动增加，预计费用率将稳中有增。**长期看：**烘焙原料领域中，冷冻烘焙赛道高成长性不变，渗透率提升空间广阔，连锁咖啡快速开店，新消费习惯逐步养成，植脂奶油领域，健康化国产化消费趋势下，市场份额或向国产龙头集中。**建议持续关注以下因素：**1) 新渠道、新客户开拓情况，扩大规模仍是行业发展主线，尤其是茶饮、餐饮渠道，深度绑定龙头客户可充分享受行业红利；2) 新品类放量进度，烘焙行业产品迭代速度快，爆品产生将强力推动公司业绩，产能利用率提升将会加速盈利能力修复。建议关注海融科技、佳禾食品、立高食品。

四、风险提示

消费复苏不及预期。若消费疲软，则对行业收入、提价传导有所影响。

原材料成本压力。行业原材料价格维持高位或者下降不及预期会影响板块利润情况。

行业竞争加剧。若需求持续疲软，则行业竞争有可能加剧，公司的营收和利润情况会受到影响。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有中炬高新(600872)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。