

2023 年 05 月 07 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

曙光将至，全年向好

推荐(维持)

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

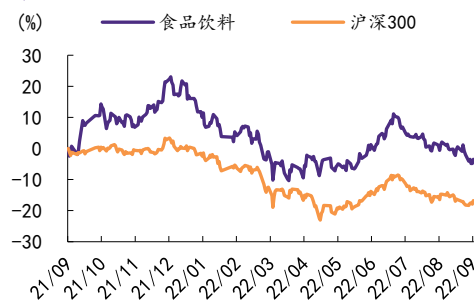
联系人：何宇航 S1050122010030

heyh1@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
食品饮料(申万)	-4.2	-5.1	2.9
沪深 300	-2.6	-1.9	2.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《食品饮料行业周报：白酒进一步分化，大众品强复苏明朗》2023-05-03
- 2、《食品饮料行业周报：财报密集发布期，消费复苏有望加快》2023-04-23
- 3、《食品饮料行业周报：财报验证期，寻找 α 机会》2023-04-16

—调味品板块 2022 年和 2023Q1 总结 投资要点

■ 调味品：收入稳增长，利润仍有承压

2022 年调味品行业营收和归母净利润分别 610.4/71.4 亿元，同增 33.9%/-14.2%。2023Q1 调味品行业营收和归母净利润分别 161.2/24.3 亿元，同增 2.1%/-0.9%。2022 年销售费用率/管理费用率/销售费用率分别 6.0%/3.5%/-0.8%，同比-1.9/+0.3/+0.6pct。2023Q1 销售费用率/管理费用率/销售费用率分别 5.9%/3.2%/-0.4%。同比-1.4/+0.3/+0.5pct，主要调味品企业一季度未开展大规模的宣传促销活动，销售费用率有所下降。2022 年毛利率和净利率分别 28.9%/12.7%，同比-6.5/-6.8pct；ROE 为 13.6%，同比-4.8pct。2023Q1 毛利率和净利率分别 29.0%/15.2%，同比-6.0、-4.2pct；同比仍有下降，主要系部分原材料成本仍在高位，环比有所改善；ROE 为 4.4%，同比-0.4pct。具体公司看，一季度基础调味品企业仍有较大压力，海天味业短期业绩仍承压，美味鲜收入实现正增长，千禾味业受益于零添加事件迎开门红，恒顺醋业改革成效有待体现；复调中天味食品增长稳健，日辰股份利润仍承压，宝立食品 BC 齐振迎高增，仲景食品由于费用缩减利润得以释放；其他调味品中，涪陵榨菜业绩略超预期，安琪酵母海外增速亮眼，金龙鱼业绩增长显著，晨光生物稳健增长。

■ 需求复苏叠加成本下降，看好全年弹性

2023Q1 全国餐饮收入 12136 亿元，同增 13.9%，较 2019 年同期增长 14.02%；2023M3 餐饮收入为 3707 亿元，同增 26.3%，较 2019 年同期增长 9.25%。从餐饮端收入数据来看，复苏显著，由于在调味品的渠道占比中，餐饮占比约 50%，随着餐饮的复苏，我们认为调味品行业需求有望得到恢复性增长。成本方面，部分大宗商品价格出现明显回落，大豆市场价、瓦楞纸较 2022 年末下降 7.6%、12.1%，但仍有部分原材料价格维持较高位置，我们预计从全年纬度看，原材料价格整体有望较 2022 年下降，全年利润弹性可期。

■ 行业评级及投资策略

展望 2023 年，餐饮需求持续复苏，受益部分原材料下行趋势，调味品行业利润望持续改善。调味品企业望迎结构升级和产品推新的发展周期。重点推荐：中炬高新、日辰股份、晨光生物。建议关注：千禾味业、涪陵榨菜、仲景食品。持续跟踪：海天味业、天味食品、宝立食品、安琪酵母、金龙鱼、恒顺醋业。维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

■ 风险提示

疫情波动风险；宏观经济波动风险；行业竞争风险；食品安全风险；消费税或生产风险；原材料价格波动风险；推荐公司业绩不达预期等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2023-05-05 股价	EPS			PE			投资评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
603288.SH	海天味业	69.36	1.47	1.70	1.95	47.18	40.80	35.57	买入
603027.SH	千禾味业	25.57	0.48	0.61	0.77	53.27	41.92	33.21	买入
603317.SH	天味食品	17.13	0.41	0.53	0.68	41.78	32.32	25.19	买入
600872.SH	中炬高新	36.95	1.02	1.21	1.41	36.23	30.54	26.21	买入
002507.SZ	涪陵榨菜	25.79	1.12	1.31	1.52	23.03	19.69	16.97	买入
600305.SH	恒顺醋业	11.35	0.19	0.24	0.30	59.74	47.29	37.83	买入
603755.SH	日辰股份	35.60	0.93	1.24	1.65	38.28	28.71	21.58	买入
603170.SH	宝立食品	24.01	0.68	0.86	1.08	35.31	27.92	22.23	买入
300999.SZ	金龙鱼	42.99	0.98	1.28	1.66	43.87	33.59	25.90	买入
300908.SZ	仲景食品	47.98	1.66	1.91	2.17	28.90	25.12	22.11	买入
600298.SH	安琪酵母	39.42	1.68	2.04	2.39	23.46	19.32	16.49	买入
300138.SZ	晨光生物	18.46	1.02	1.27	1.58	18.10	14.54	11.68	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 调味品：收入稳增长，利润仍有承压.....	5
1.1、 收入稳健增长，利润仍有承压	5
1.2、 控费情况良好，费用率有所下降	6
1.3、 多因素叠加，致利润率下降	7
2、 需求复苏叠加成本下降，看好全年弹性.....	9
2.1、 海天味业：短期业绩承压，全年目标务实	10
2.2、 中炬高新：业绩符合预期，期待全年弹性	11
2.3、 千禾味业：一季度迎开门红，全年增长尤可期	12
2.4、 恒顺醋业：长期趋势向好，静待改革成效	12
2.5、 天味食品：利润略超预期，全年增长可期	13
2.6、 日辰股份：一季度业绩仍有承压，看好复苏后业绩弹性	14
2.7、 仲景食品：一季度业绩略超预期，多因素释放利润弹性	15
2.8、 宝立食品：一季度业绩实现高增长，期待全年延续高增态势.....	16
2.9、 涪陵榨菜：一季度表现超预期，双拓战略打开空间	17
2.10、 安琪酵母：业绩符合预期，期待全年增长	18
2.11、 金龙鱼：一季度业绩增长显著，全年利润弹性望释放	18
2.12、 晨光生物：一季度业绩符合预期，全年度业绩稳增可期.....	19
3、 行业评级及投资策略.....	21
4、 风险提示.....	22

图表目录

图表 1：2022 年调味品行业营收增速为 33.9%.....	5
图表 2：2022Q4 调味品行业营收增速为 82.8%.....	5
图表 3：2022 年调味品行业净利润增速为-14.2%.....	5
图表 4：2022Q4 调味品行业净利润增速为-55.4%.....	5
图表 5：2023Q1 调味品行业营收增速为 2.1%.....	6
图表 6：2023Q1 调味品行业净利润增速为-0.9%.....	6
图表 7：2022 年调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 6.0%/3.5%/-0.8%	6
图表 8：2022Q4 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 4.4%/3.5%/0.2%	6
图表 9：2023Q1 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 5.9%/3.2%/-0.4%	7
图表 10：2022 年调味品行业毛利率/净利率为 28.9%/12.7%	8
图表 11：2022Q4 调味品行业毛利率/净利率为 23.4%/6.2%	8
图表 12：2022 年调味品行业 ROE 为 13.6%.....	8
图表 13：2022Q4 调味品行业 ROE 为 2.2%.....	8
图表 14：2023Q1 调味品行业毛利率/净利率为 29%/15.2%	8
图表 15：2023Q1 调味品行业 ROE 为 4.4%.....	8
图表 16：2023M3 中国社会消费品零售总额(餐饮收入)同比+26.3%.....	9

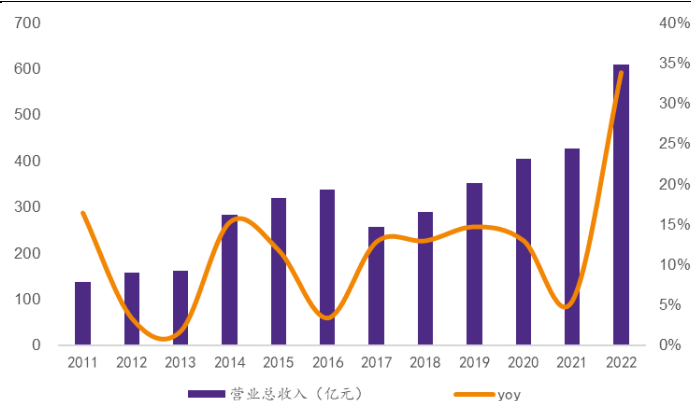
图表 17: 2023Q1 中国社会消费品零售总额(餐饮收入) 同比+13.9%.....	9
图表 18: 全国大豆现货价较 2022 年末下降 7.6% (元/吨)	9
图表 19: 白砂糖现货价较 2022 年末增长 21.7% (元/吨)	9
图表 20: 国内 PET 切片现货价(纤维级) 较 2022 年末增长 7.7% (元/吨)	10
图表 21: 瓦楞纸市场均价较 2022 年末下降 12.1% (元/吨)	10
图表 22: 2023Q1 海天味业营收 69.8 亿元, 同比-3.2%.....	11
图表 23: 2023Q1 海天味业净利润 17.2 亿元, 同比-6.2%.....	11
图表 24: 2023Q1 中炬高新营收 13.7 亿元, 同比+1.5%.....	11
图表 25: 2023Q1 中炬高新净利润 1.5 亿元, 同比-5.5%.....	11
图表 26: 2023Q1 千禾味业营收 8.2 亿元, 同比+69.8%.....	12
图表 27: 2023Q1 千禾味业净利润 1.5 亿元, 同比+162.9%.....	12
图表 28: 2023Q1 恒顺醋业营收 6.1 亿元, 同比+7.2%.....	13
图表 29: 2023Q1 恒顺醋业净利润 0.7 亿元, 同比-5.7%.....	13
图表 30: 2023Q1 天味食品营收 7.7 亿元, 同比+21.8%.....	14
图表 31: 2023Q1 天味食品净利润 1.3 亿元, 同比+27.7%.....	14
图表 32: 2023Q1 日辰股份营收 0.8 亿元, 同比+7.2%.....	15
图表 33: 2023Q1 日辰股份净利润 0.1 亿元, 同比-21.5%.....	15
图表 34: 2023Q1 仲景食品营收 2.2 亿元, 同比+12.3%.....	16
图表 35: 2023Q1 仲景食品净利润 0.4 亿元, 同比+132.6%.....	16
图表 36: 2023Q1 宝立食品营收 5.4 亿元, 同比+27.2%.....	17
图表 37: 2023Q1 宝立食品净利润 0.8 亿元, 同比+82.4%.....	17
图表 38: 2023Q1 涪陵榨菜营收 7.6 亿元, 同比+10.4%.....	17
图表 39: 2023Q1 涪陵榨菜净利润 2.6 亿元, 同比+22.0%.....	17
图表 40: 2023Q1 安琪酵母营收 34.0 亿元, 同比+12.0%.....	18
图表 41: 2023Q1 安琪酵母净利润 1.5 亿元, 同比+12.8%.....	18
图表 42: 2023Q1 金龙鱼营收 610.4 亿元, 同比+8.0%.....	19
图表 43: 2023Q1 金龙鱼净利润 8.5 亿元, 同比+646.0%.....	19
图表 44: 2023Q1 晨光生物营收 18.2 亿元, 同比+14.7%.....	20
图表 45: 2023Q1 晨光生物净利润 1.4 亿元, 同比+26.3%.....	20
图表 46: 2022 年和 2022Q4 主要调味品公司财务一览表.....	20
图表 47: 2023Q1 主要调味品公司财务一览表.....	20
图表 48: 重点关注公司及盈利预测	21

1、调味品：收入稳增长，利润仍有承压

1.1、收入稳健增长，利润仍有承压

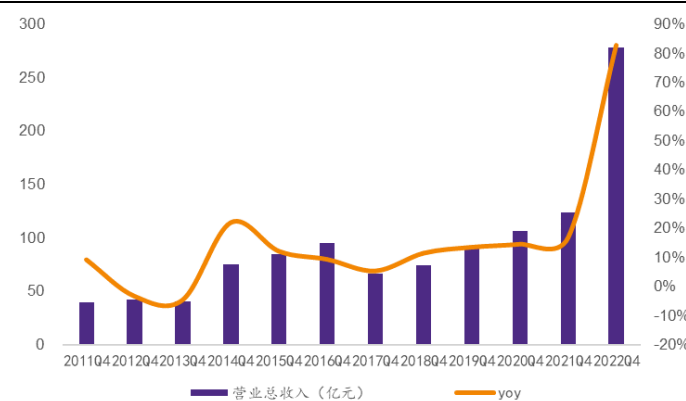
2022 年收入稳健增长，利润持续承压。2022 年调味品行业营收和归母净利润分别为 610.35、71.40 亿元，分别同比增长 33.91%、-14.24%，营收实现较高增长主要系 2022Q4 星湖科技收购伊品生物 99.22%股权并入表，增加营收 160.51 亿元，若剔除星湖科技影响，2022 年调味品行业营收同比增长 4.92%。收入端受疫情影响，消费需求不振，利润端由于原材料价格大幅上涨，持续承压。2022Q4 调味品行业营收和归母净利润分别为 278.12、11.57 亿元，分别同比增长 82.77%、-55.35%，4 季度收入同比高增主要系星湖科技收购伊品生物所致，若剔除星湖科技影响，则 2022Q4 调味品行业营收增速为-5.81%。归母净利润下降比例较大主要系中炬高新 2022Q4 计提预计负债 11.8 亿元，若剔除该影响，则同比下降 7.39%，仍有承压。

图表 1：2022 年调味品行业营收增速为 33.9%



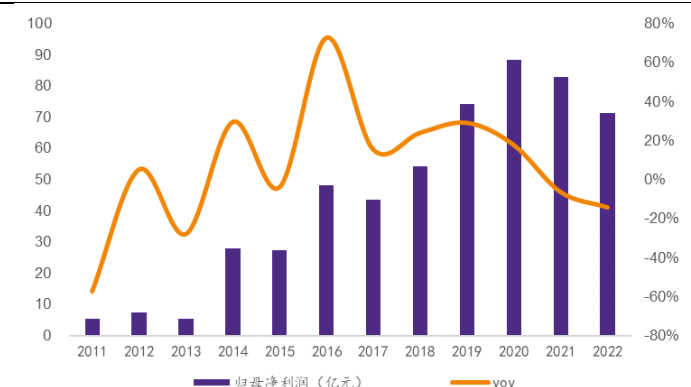
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：2022Q4 调味品行业营收增速为 82.8%



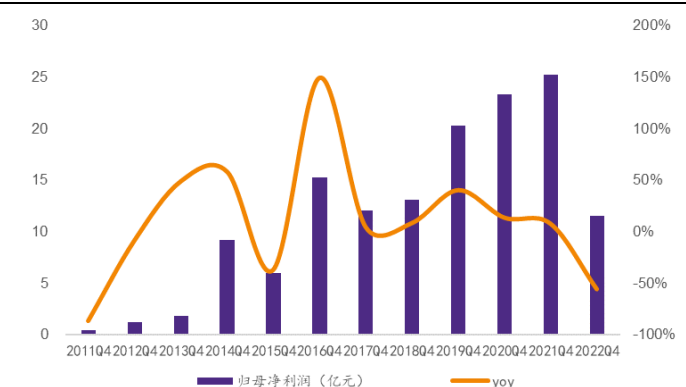
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 3：2022 年调味品行业净利润增速为-14.2%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

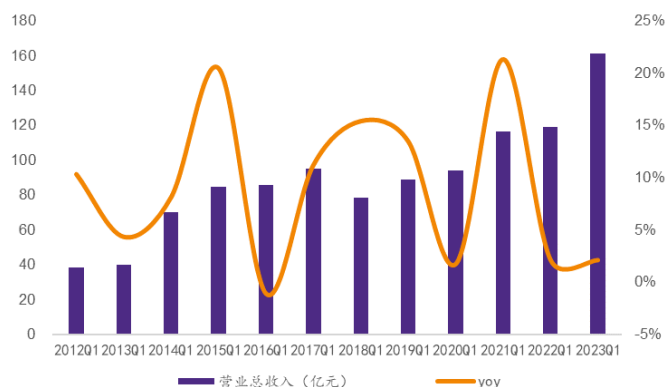
图表 4：2022Q4 调味品行业净利润增速为-55.4%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

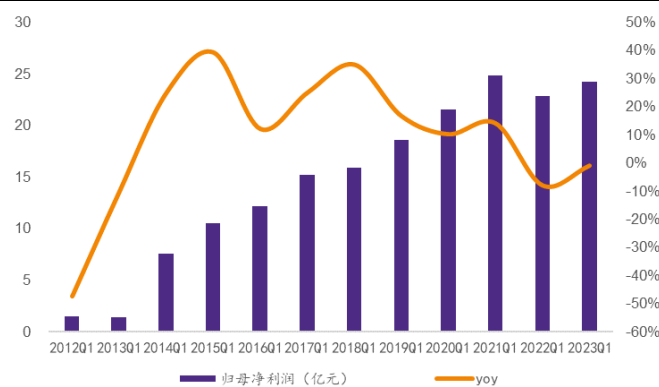
2023Q1 收入稳增，利润压力减缓。2023Q1 调味品行业营收和归母净利润分别为 161.16、24.26 亿元，分别同比增长 2.12%、-0.92%。1-2 月消费需求复苏明显，3 月消费端特别是餐饮端略显疲软，收入端仍保持稳健增长；利润端由于部分原材料如白糖等仍在高位，并且仍需消耗部分此前采购的部分高价原材料，因此利润同比仍有下降，但降幅环比收窄。

图表 5：2023Q1 调味品行业营收增速为 2.1%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 6：2023Q1 调味品行业净利润增速为-0.9%

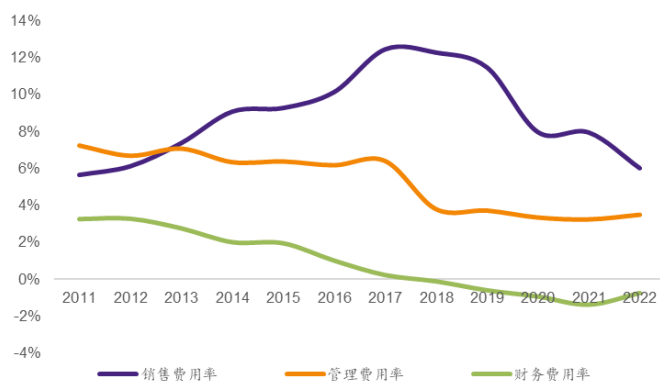


资料来源：Wind，华鑫证券研究

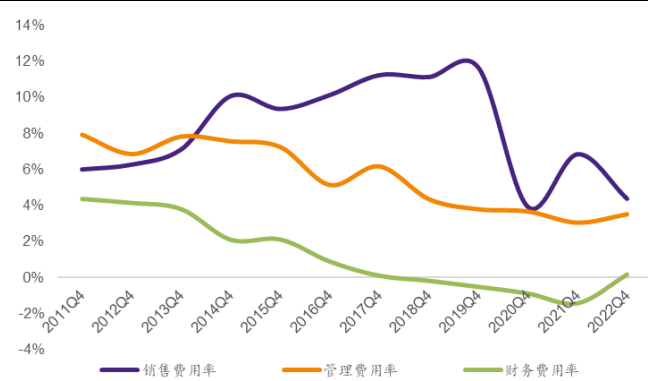
1.2、控费情况良好，费用率有所下降

主要企业控费情况良好，费用率有所下降。2022 年调味品行业销售费用率、管理费用率、销售费用率分别为 6.04%、3.52%、-0.75%，同比-1.93、+0.25、+0.63pct。2022Q4 调味品行业销售费用率、管理费用率、销售费用率分别为 4.38%、3.54%、0.18%，同比下降-2.47、+0.46、+1.58pct。主要系疫情影响下许多调味品企业在减少促销推广活动，广告费用投入有所下降。2023Q1 调味品行业销售费用率、管理费用率、销售费用率分别为 5.88%、3.18%、-0.41%。同比-1.40、+0.30、+0.54pct，主要调味品企业一季度未开展大规模的宣传促销活动，销售费用率有所下降。

图表 7：2022 年调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 6.0%/3.5%/-0.8%



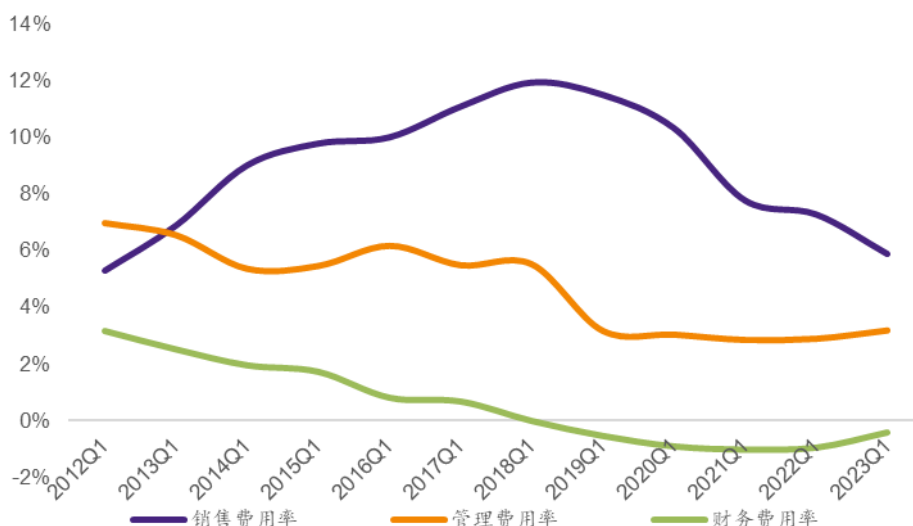
图表 8：2022Q4 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 4.4%/3.5%/0.2%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 9：2023Q1 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 5.9%/3.2%/-0.4%

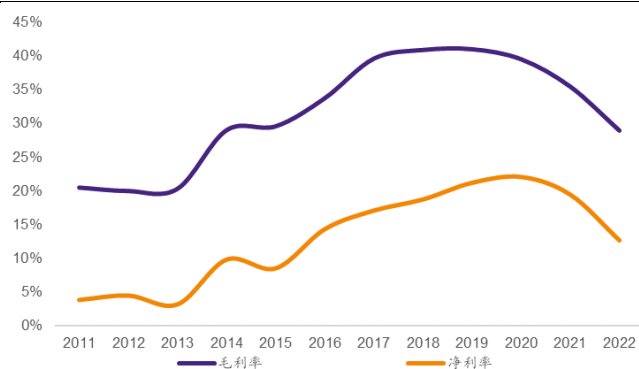


资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.3、多因素叠加，致利润率下降

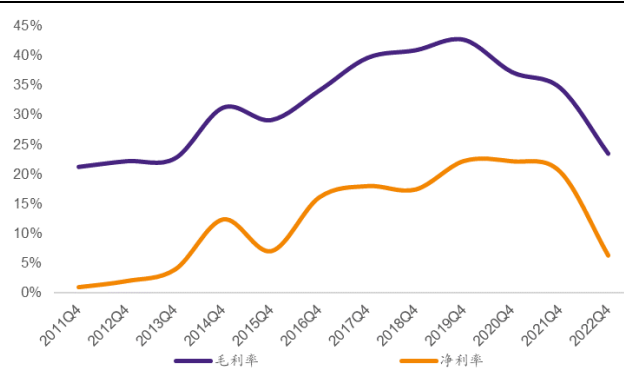
成本上涨叠加产品结构变化，调味品企业盈利能力整体下降。2022 年调味品行业毛利率和净利率分别为 28.90%、12.69%，同比-6.54、-6.78pct。2022Q4 调味品行业毛利率和净利率分别为 23.39%、6.24%，同比-11.15、-14.15pct。整体来看，2022 年调味品企业盈利能力出现下降主要受多方面因素影响：疫情导致的部分地区管控影响消费；大宗商品价格上涨尤其是大豆、麦麸、包装材料等原材料价格上升，导致企业成本端持续承压；产品结构变化等。2022 年调味品行业 ROE 为 13.58%，同比-4.79pct；2022Q4 行业 ROE 为 2.20%，同比-3.40pct。2023Q1 调味品行业毛利率和净利率分别为 29.03%、15.18%，同比-5.99、-4.17pct，同比仍有下降，主要系部分原材料成本仍在高位，环比有所改善。2023Q1 调味品行业 ROE 为 4.43%，同比-0.42pct。

图表 10：2022 年调味品行业毛利率/净利率为 28.9%/12.7%



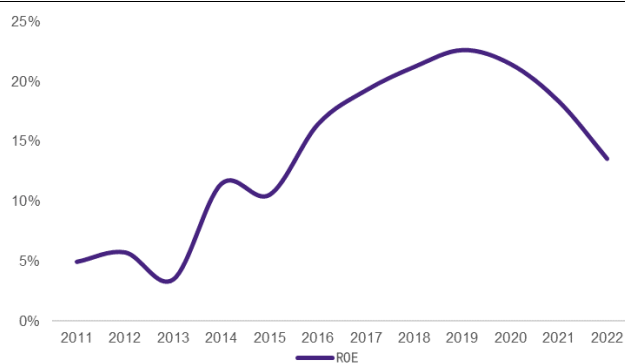
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 11：2022Q4 调味品行业毛利率/净利率为 23.4%/6.2%



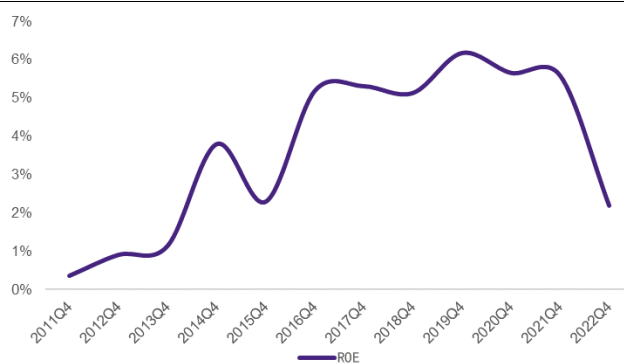
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 12：2022 年调味品行业 ROE 为 13.6%



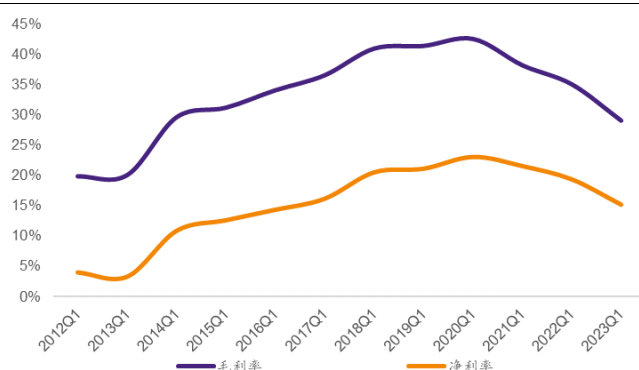
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 13：2022Q4 调味品行业 ROE 为 2.2%



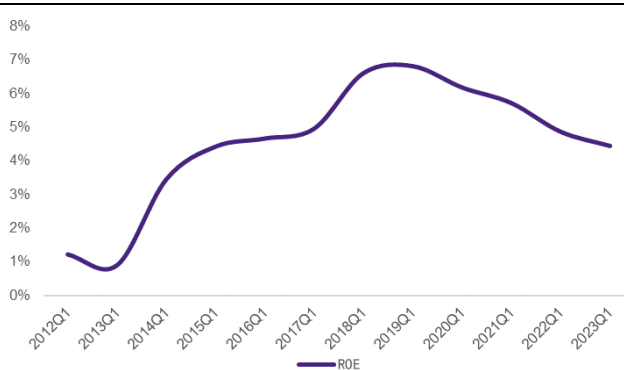
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 14：2023Q1 调味品行业毛利率/净利率为 29%/15.2%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 15：2023Q1 调味品行业 ROE 为 4.4%

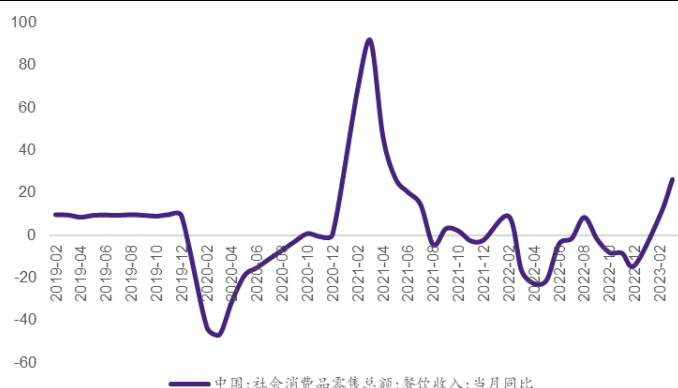


资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、需求复苏叠加成本下降，看好全年弹性

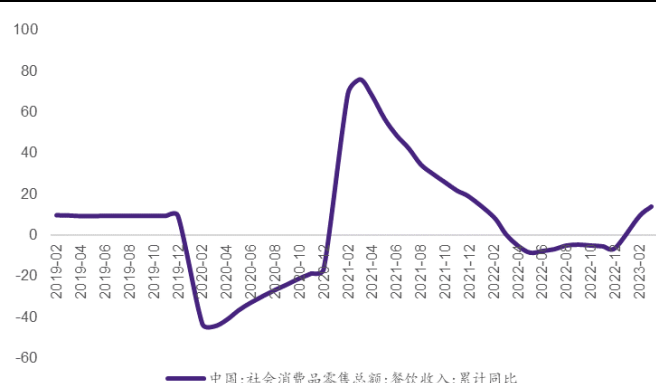
餐饮端持续复苏，看好全年贡献。2023Q1 全国餐饮收入 12136 亿元，同比增长 13.9%，较 2019 年同期增长 14.02%；2023M3 餐饮收入为 3707 亿元，同比增长 26.3%，较 2019 年同期增长 9.25%。从餐饮端收入数据来看，复苏显著，由于在调味品的渠道占比中，餐饮占比最大达到 50%，家庭渠道、加工渠道分别占 30%、20%。随着餐饮的复苏，我们认为调味品行业需求有望得到恢复性增长。

图表 16：2023M3 中国社会消费品零售总额(餐饮收入)同比+26.3%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

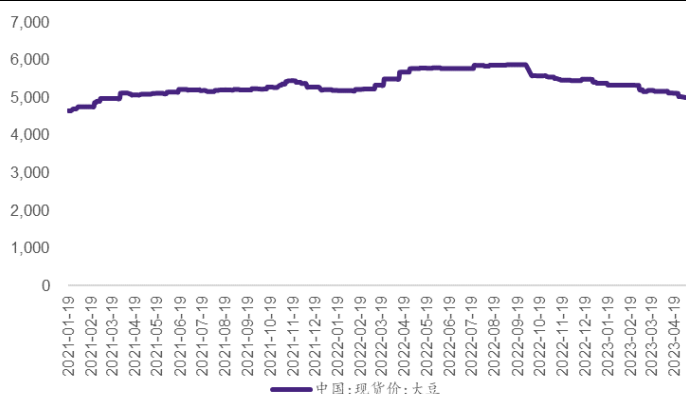
图表 17：2023Q1 中国社会消费品零售总额(餐饮收入)同比+13.9%



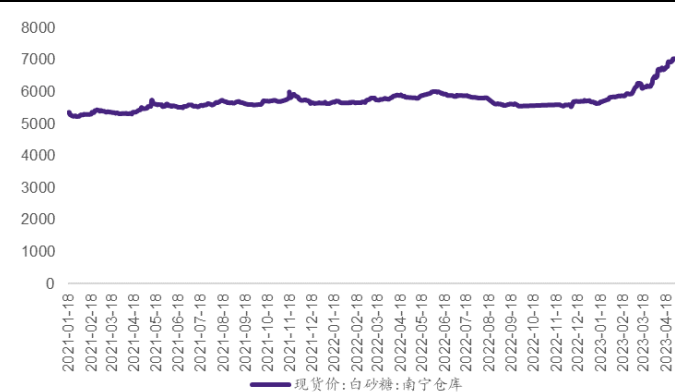
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

原材料成本下行趋势有望延续，静待全年利润释放。调味品作为发酵物，最主要的原材料为黄豆、豆粕、白砂糖等，而 PET、瓦楞纸、玻璃等是包装的主要原材料。比如大豆、白砂糖、玻璃瓶、塑料瓶分别占海天味业成本的 20%、15%、12%、12%，玻璃/塑料瓶、豆粕、小麦分别占千禾味业成本的 22%、16%、4%。疫情发生后使得原材料价格持续攀升，黄豆、豆粕、瓦楞纸、PET 等达到近年的价格高位。近期，部分大宗商品价格出现了明显回落，大豆市场价、瓦楞纸较 2022 年末下降 7.6%、12.1%，但仍有部分原材料价格维持较高位置，我们预计从全年纬度看，原材料价格整体有望较 2022 年下降，静待全年利润弹性。

图表 18：全国大豆现货价较 2022 年末下降 7.6%（元/吨）

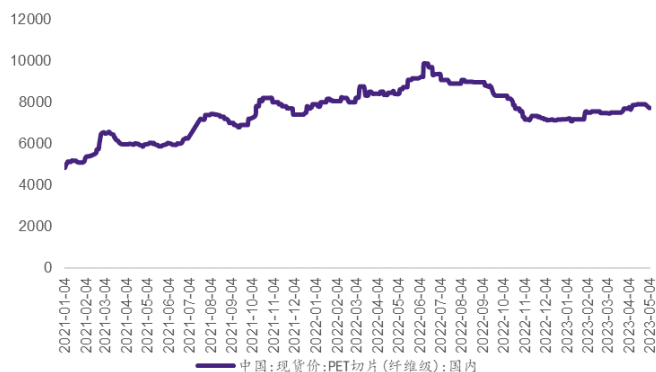


图表 19：白砂糖现货价较 2022 年末增长 21.7%（元/吨）



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

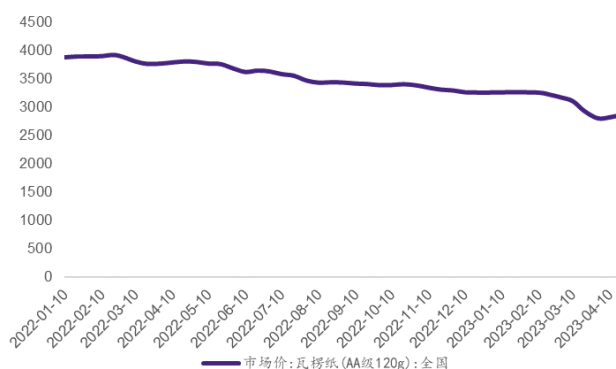
图表 20: 国内 PET 切片现货价(纤维级)较 2022 年末增长 7.7% (元/吨)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 21: 瓦楞纸市场均价较 2022 年末下降 12.1% (元/吨)



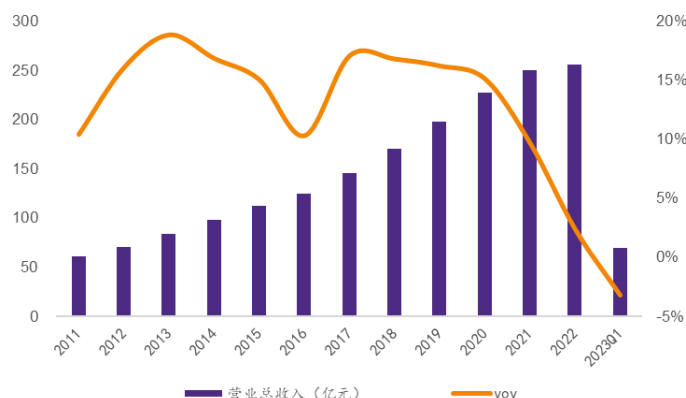
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2.1、海天味业：短期业绩承压，全年目标务实

全年平稳收官，一季度业绩承压。2022 营收 256.1 亿元(+2.4%)；归母净利润 62.0 亿元(-7.1%)；2023Q1 营收 69.8 亿元(-3.2%)，归母净利润 17.2 亿元(-6.2%)。2022 年利润下滑主要系原材料成本特别是大豆成本上涨。2023Q1 营收下滑预计系消费需求特别是餐饮端恢复不及预期。2022 毛利率 35.7%(-3.0pct)，主要系原材料成本上涨净利率 23.3%(-2.4pct)；2023Q1 毛利率 36.9%(-1.2pct)，成本压力仍存，净利率 23.5%(-0.7pct)。2022 年销售费用率/管理费用率/财务费用率 5.4%/4.7%/-2.9%，同增-0.0/-0.0/-0.5pct；2023Q1 同增-0.2/0.5/-0.1pct。

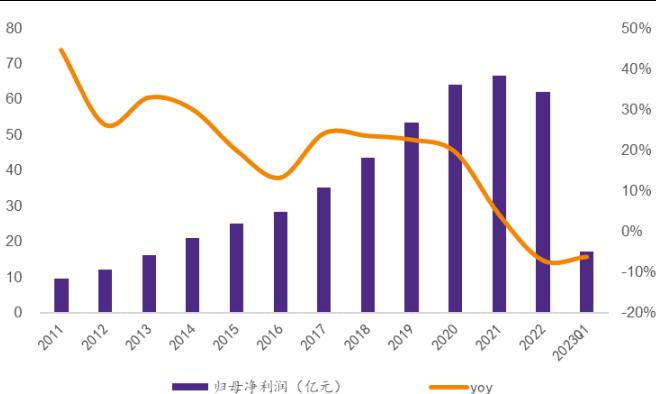
线上快速增长，全年目标务实。酱油/蚝油/酱类/其他 2022 年营收 138.6/44.2/25.8/29.3 亿元，同增-2.3%/-2.5%/-3.1%/32.6%；2023Q1 同增-8.9%/-6.8%/3.3%/13.8%。东部/南部/中部/北部/西部 2022 年营收 46.9/46.0/52.7/62.2/30.1 亿元，同增-2.6%/2.9%/-0.7/2.8%/2.1%；2023Q1 同增-5.4%/-8.6%/0.1%/-6.6%/3.2%。2022 年线下/线上营收 228.1/9.9 亿元，同增-0.4%/40.4%，构建专业新零售团队及线上网络，线上收入快速增长；2023Q1 同减 3.5%/17.7%。2023 年全年收入/归母净利目标增速 10%。随着消费场景复苏叠加成本下降，公司龙头优势明显，全年目标有望顺利实现。

图表 22：2023Q1 海天味业营收 69.8 亿元，同比-3.2%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 23：2023Q1 海天味业净利润 17.2 亿元，同比-6.2%



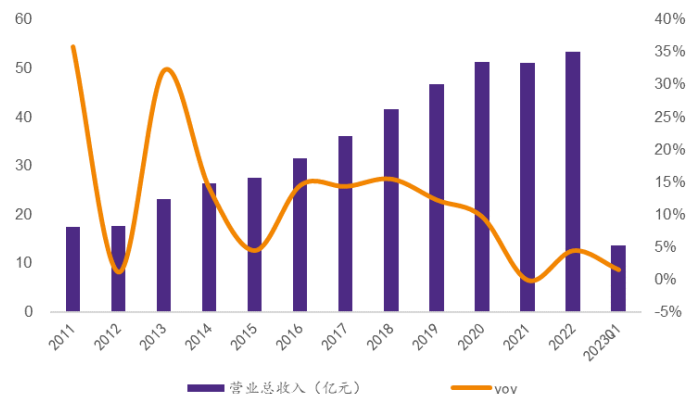
资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.2、中炬高新：业绩符合预期，期待全年弹性

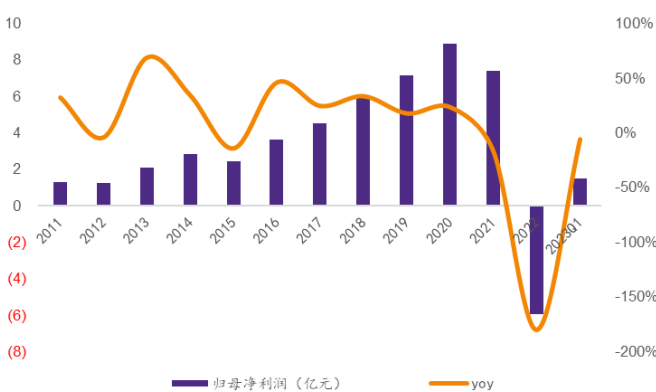
主业稳健增长，利润略超预期。2023Q1 营收 13.7 亿元 (+1.5%)，归母净利润 1.5 亿元 (-5.5%)。其中美味鲜公司实现营收 13.3 亿元 (7.9%)，归母净利润 1.5 亿元 (+12.7%)，调味品主业实现稳健增长。2023Q1 毛利率 31.4% (-0.9pct)，系销售毛利率较高的商品房收入减少以及销售单价下降，净利率 11.7% (-0.9pct)；其中美味鲜毛利率 31.2% (+0.5pct)，系产品销售结构变动及原材料价格下降。美味鲜公司销售费用率/管理费用率/财务费用率 8.7%/4.9%/-0.1%，同增-0.5/0.3/-0.0pct，销售费用率减少系业务费及直营电商费用减少，管理费用率增加系薪酬以及物流辅助服务增加。

酱油增速较快，区域覆盖度继续提升。酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入 8.3/1.6/1.1/2.1 亿元，同增 11.0%/0.4%/1.0%/5.2%。酱油增速较快系酱油推广政策有效实施；鸡精鸡粉、食用油系春节人口外流导致主销区增速较慢。东部/南部/中西部/北部收入 3.0/5.1/2.9/2.1 亿元，同增 8.2%/2.3%/14.5%/12.9%。区域增长不均系春节东南部人口外流，中西部和北部增速较快。分销/直销收入 12.8/0.3 亿元，同增 9.5%/-32.1%。Q1 净新增 52 家经销商至 2055 家，地级市开发率 92.9%，区县开发率 70.1%，持续提升。随着消费需求及餐饮需求在 2 季度迎来持续复苏，成本端呈下降趋势，公司调味品业务预计稳健增长，利润仍有较大弹性。

图表 24：2023Q1 中炬高新营收 13.7 亿元，同比+1.5%



图表 25：2023Q1 中炬高新净利润 1.5 亿元，同比-5.5%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

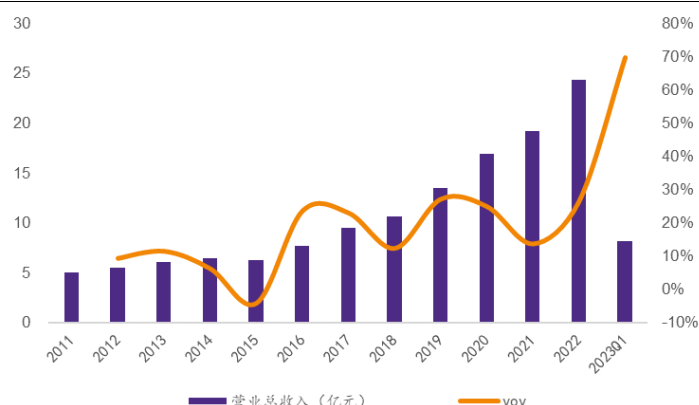
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2.3、千禾味业：一季度迎开门红，全年增长尤可期

费用投放缩减，原材料压力下利润稳增长。2023Q1 营收 8.2 亿元（+69.8%），收入实现高增主要系品牌力提升，销售渠道拓展、经销商及销售网点数量增加带来收入增长；归母净利润 1.5 亿元（+162.9%）。毛利率 39.0%（+4.1pct），主要系包装材料采购价格同比下降，产品运杂费率降低；净利率 17.7%（+6.3pct），主要系销售规模扩大，销售费用投入产出比提高。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别 11.7%/6.6%/-0.2%，同增-3.4%/0.7%/0.0pct，费用投放更加精准，效率持续提升。

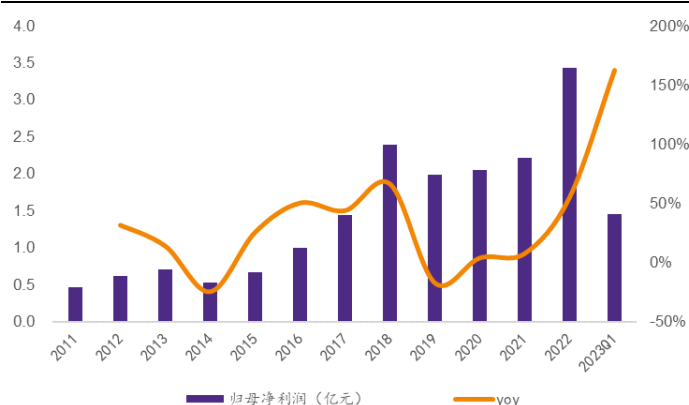
酱油业务维持高增速，外埠市场快速增长。2023Q1：酱油/食醋营收 5.2/1.2 亿元，同增 79.2%/53.2%。受益于添加剂事件，零添加系列产品得到良好的消费者培育，酱油业务继续实现高增长，并拉动食醋业务同样实现较高增速。东部/南部/中部/北部/西部营收 1.8/0.5/1.1/1.5/3.2 亿元，同增 114.3%/69.0%/146.8%/109.1%/30.0%，主要区域均实现较快增长，东部/中部/北部区域实现翻倍增长，全国化进程稳步推进。经销/直销营收 6.2/1.9 亿元，同增 88.7%/27.9%。2023Q1 末净新增 198 家经销商至 2428 家，经销商保持快速增长态势。我们认为随着零添加产品放量叠加渠道扩张，全年增长可期。

图表 26：2023Q1 千禾味业营收 8.2 亿元，同比+69.8%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 27：2023Q1 千禾味业净利润 1.5 亿元，同比+162.9%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

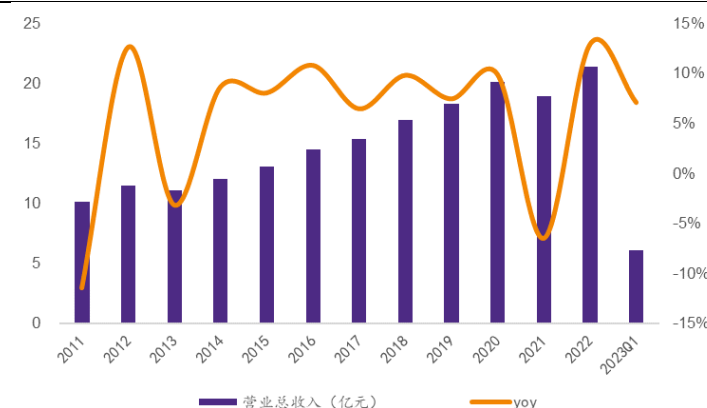
2.4、恒顺醋业：长期趋势向好，静待改革成效

业绩短期承压，不改长期向好趋势。2023Q1 营收 6.1 亿元（+7.2%），归母净利润 0.7 亿元（-5.7%）。毛利率 35.1%（-2.8pct），毛利率下降我们预计主要系原材料成本仍有承压叠加公司产品聚焦策略带来的短期影响，长期看有利于公司发展。净利率 11.6%（-1.4pct）。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别 12.4%/8.0%/-0.0%，同增 0.3/-1.2/-0.3pct。费用率维持稳健，宣传上今年将增加一线城市梯媒，扩大品牌传播力。

主要品类稳健增长，线上增速亮眼。醋/酒/酱营收 3.8/1.1/0.6 亿元，同增 8.0%/4.4%/-2.4%。做深醋做高酒做宽酱仍是公司目标，零添加系列、醋衍生品系列持续推

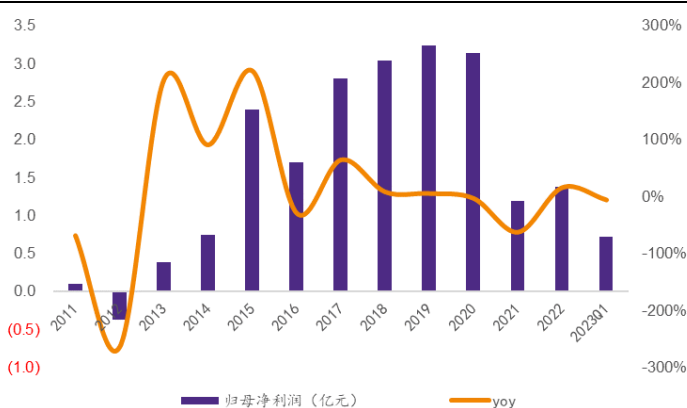
出，黄酒产品推陈出新，目标从低端到高端，满足多元需求，复调产品做大规模体量。华东/华南/华中/西部/华北营收 3.0/1.0/1.0/0.5/0.4 亿元，同增 6.7%/14.9%/4.2%/2.4%/12.1%，华南/华北等外部市场增速较快。南北大区增强内部竞争，8 大战区裂变为 9 大，销售权力下放，考核机制更加健全。经销/直销/外贸收入 5.7/0.2/0.1 亿元，同增 7.0%/26.6%/2.2%。线上/线下 0.7/5.4 亿元，同增 21.5%/6.1%，线上业务增长较快。2023Q1 末净增加 44 家经销商至 1958 家。我们认为 2023 年为变革元年，改革红利有望兑现。

图表 28：2023Q1 恒顺醋业营收 6.1 亿元，同比+7.2%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 29：2023Q1 恒顺醋业净利润 0.7 亿元，同比-5.7%



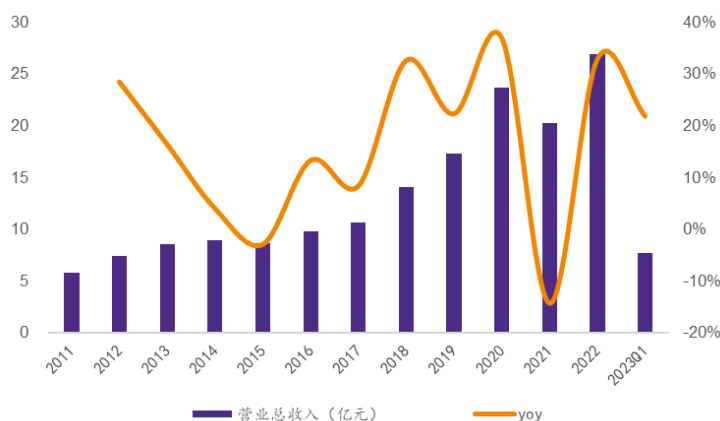
资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.5、天味食品：利润略超预期，全年增长可期

结构调整+成本下降，利润略超预期。2023 年 Q1 营收 7.7 亿元 (+21.8%)；归母净利润 1.3 亿元 (+27.7%)，预计主要系毛利率提升叠加投资理财收益，扣非净利润 1.2 亿元 (+21.6%)。2023 年 Q1 毛利率 40.6% (+4.7pct)，预计主要系 1) 结构变化，毛利更高的电商以及产品占比提升；2) 原材料价格下降；3) 2022 年 Q4 提价效应显现。净利率 16.7% (+0.8pct)。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别 14.8%/7.0%/-0.3%，分别同增 1.8%/2.4%/0.4pct，销售费用率增长主要系薪酬奖金兑现和广告费用增加，管理费用率增长主要系股权激励成本增加。

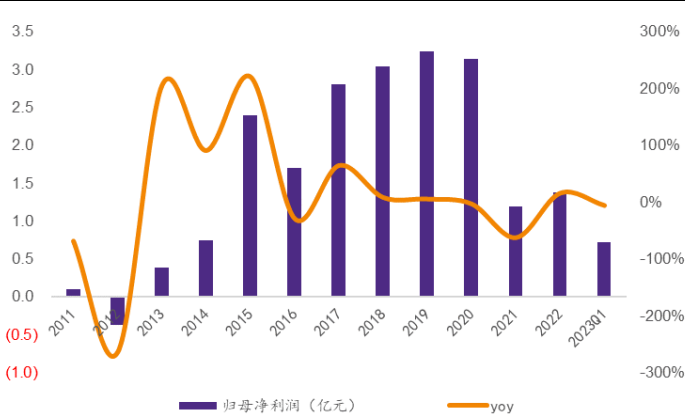
新零售业务快速增长，全年业绩弹性可期。2023Q1：火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱营收 2.9/4.2/0.3/0.15/0.07 亿元，分别同增 20%/20%/404%/-18%/-19%。其中小龙虾调料顺利铺市，预计增长良好；香肠腊肉调料高增系 1 月较冷叠加猪肉价较低致需求增加。西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南/出口营收 2.3/1.3/1.7/0.5/0.9/0.4/0.5/0.07 亿元，同增 34%/20%/16%/-15%/43%/24%/15%/32%，西南在精细化运营下实现较高增长。经销商/定制餐调/电商营收 6.2/0.6/0.7 亿元，同增 19%/11%/97%，电商作为战略重心，占比持续提升。2023 年 Q1 末经销商净增加 87 家至 3368 家，主要系电商经销商增加。Z 展望 2023 年，随着消费复苏，公司团餐和新零售业务持续拓展，叠加成本压力减缓，看好业绩维持稳健增速。

图表 30：2023Q1 天味食品营收 7.7 亿元，同比+21.8%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 31：2023Q1 天味食品净利润 1.3 亿元，同比+27.7%



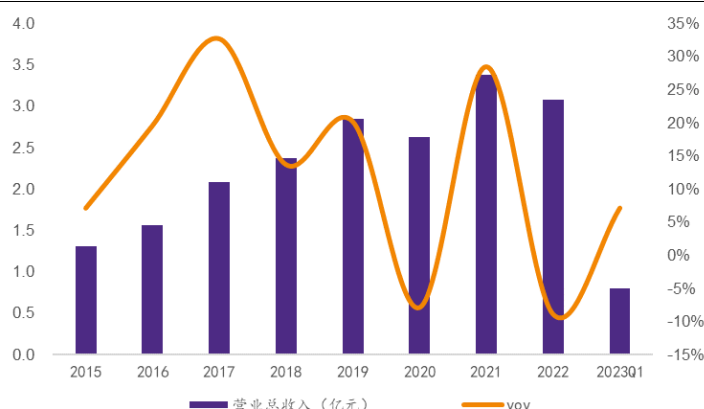
资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.6、日辰股份：一季度业绩仍有承压，看好复苏后业绩弹性

费用投放加大，利润仍略承压。2022 年营收 3.1 亿元（-8.8%）；归母净利润 0.5 亿元（-37.2%）。2023Q1 营收为 0.8 亿元（+7.2%）；归母净利润 0.1 亿元（-21.5%）。2022 年毛利率 39.4%（-4.0pct），净利率 16.6%（-7.5pct）。2023Q1 毛利率 38.7%（-0.7pct），预计系成本上涨，净利率 13.3%（-4.9pct），预计系业务开展投放费用加大。2022 年销售费用/管理费用/财务费用率 7.6%/14.2%/0.4%，同增 1.4/1.9/0.5pct，2023Q1 分别同增 1.4/0.7/0.0pct。

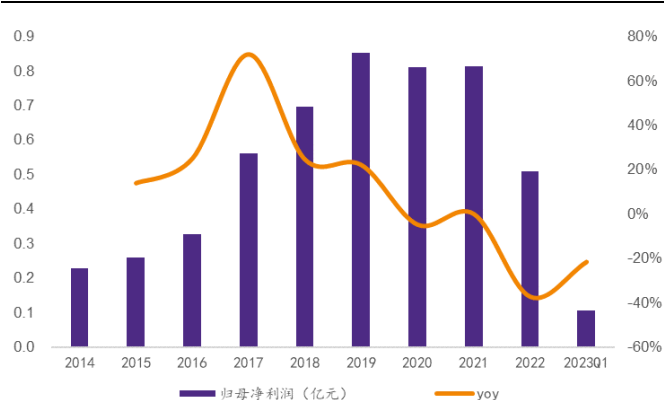
餐饮恢复性增长，主销区稳定增长。2022 年酱汁类/粉体类/食品添加剂营收 2.30/0.74/0.04 亿元，同减 8%/10%/23%；销量 13607/4872/98 吨，同减 11%/15%/26%。吨价 16888/15277/42985 元/吨，同增 4%/6%/4%，吨价稳定增长。2023Q1 酱汁类/粉体类/食品添加剂营收 0.63/0.16/0.01 亿元，同增 14%/-9%/-56%。2022 年华东/华北/东北/华南/华中营收 2.16/0.55/0.15/0.11/0.09 亿元，同减 7%/10%/20%/12%/15%，2023Q1 分别同增 6%/19%/-14%/-1%/31%。2022 年餐饮/食品加工/定制/直营商超/电商/经销营收 1.2/1.2/0.5/0.02/0.01/0.1 亿元，同增-20%/-15%/39%/24%/-42%/81%。2023Q1 分别同增 34%/-18%/5%/-6%/74%/33%，餐饮渠道实现恢复性增长。2022 年净增加 37 家经销商至 100 家，2023Q1 净增 5 家至 105 家。随着餐饮消费复苏叠加原材料成本下降，仍看好公司业绩弹性。

图表 32：2023Q1 日辰股份营收 0.8 亿元，同比+7.2%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 33：2023Q1 日辰股份净利润 0.1 亿元，同比-21.5%



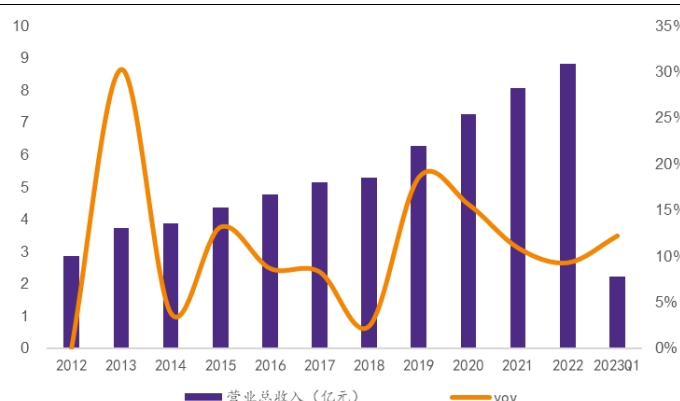
资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.7、仲景食品：一季度业绩略超预期，多因素释放利润弹性

收入稳健增长，利润略超预期。2023Q1 营收 2.2 亿元（+12.3%），主要系香菇酱、上海葱油大单品销量增加；归母净利润 0.4 亿元（+132.6%），预计系成本下降叠加费用减少。2023Q1 毛利率 40.1%（+2.1pct），预计系原材料青花椒 2022 年采购均价较同期下降 31.5%，大豆油、牛肉以及包材等均有不同程度下降，公司原材料成本使用加权平均法，毛利率有所恢复；净利率 17.5%（+9.1pct），主要系 2022 年同期一次性计提央视等广告费用造成高基数。2023Q1 销售费用率/管理费用率/财务费用率 12.0%/7.1%/-2.2%，同减 11.2/0.2/-2.2pct，销售费用率减少主要系广告费用减少，财务费用率减少系利息收入增加。

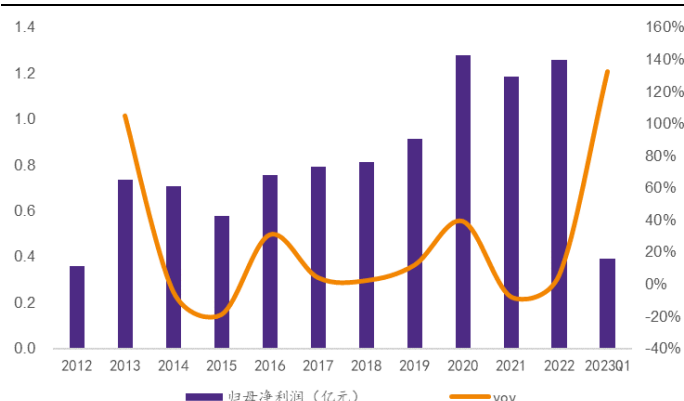
新品持续放量，电商建设望提速。公司大单品仲景香菇酱稳健增长贡献基本盘，远期规划目标 10 亿元。上海葱油放量增长为第二大单品，2022 年销售破 5000 万，随着线上破圈发展，望快速增长为超亿大单品。贵州辣子鸡、成都红油等差异化单品亦有望复制上海葱油成功模式。同时公司推出黄焖炒鸡、藤椒肥牛等 8 款快手菜调料以及香菇蚝油等新品 2022 年销售超 1000 万，2023 年或迎来丰收一年。公司注重电商发展，持续开拓线上授权经销商，2022 年电商渠道同增 70%，线上渠道最为公司新品重要销售渠道，将成为业绩增长重要引擎。我们认为 2023 年新品放量+成本下降+费用缩减，具备较强利润弹性。

图表 34：2023Q1 仲景食品营收 2.2 亿元，同比+12.3%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 35：2023Q1 仲景食品净利润 0.4 亿元，同比+132.6%



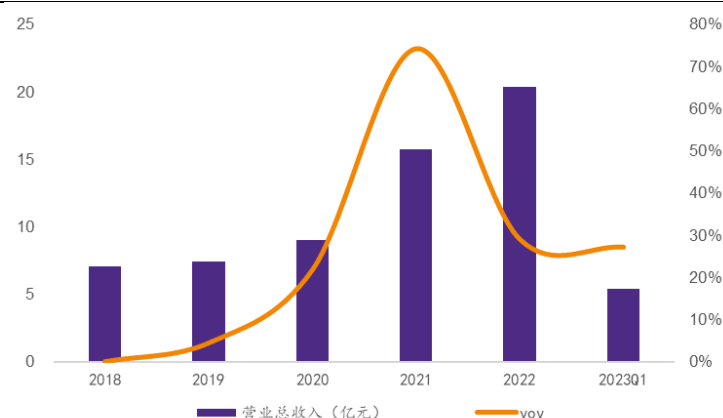
资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.8、宝立食品：一季度业绩实现高增长，期待全年延续高增态势

持续加大费用投放，业绩实现较高增长。2023Q1 营收 5.4 亿元 (+27.2%)；归母净利润 0.8 亿元 (+82.4%)，主要系报告期收入规模扩大，且公司收到房屋征迁补偿所致；扣非 0.6 亿元 (+40.9%)。2023Q1 毛利率 35.1% (+2.1pct)，预计主要系产品结构变化；净利率 14.5% (+4.2pct)，主要系受到房屋征迁补偿。销售费用率/管理费用率/财务费用率 16.1%/4.7%/-0.3%，同增 1.9/-0.1/-0.5pct。销售费用率增长预计主要系空客意面相关宣传广告费投放增加，销售费用率下降主要系取得利息收入。

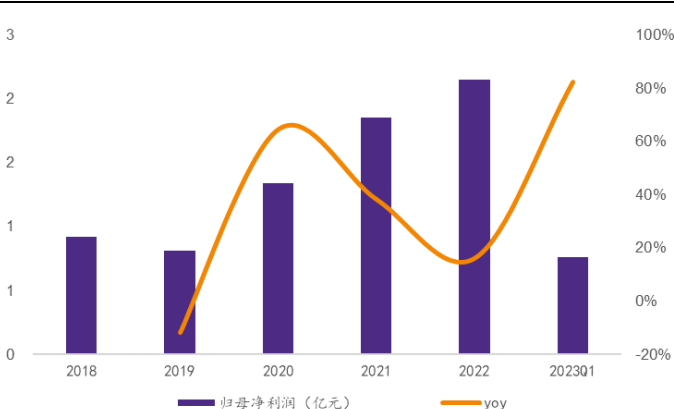
轻烹解决方案维持高增，渠道发展更显良性。2023Q1：复调/轻烹/饮品甜点营收 2.4/2.5/0.3 亿元，同增 15.4%/38.8%/5.3%，餐饮复苏下，复调有所增长，轻烹品类继续维持高增势头。华东/华南/华北/华中/东北/西南/西北/境外营收 4.53/0.20/0.21/0.12/0.13/0.03/0.02/0.03 亿元，同增 27.6%/4.5%/-14.3%/39.1%/40.1%/64.1%/61.6%/12.1%。华东区域高基数下保持高增速。直销/非直销营收 4.4/0.9 亿元，同增 22.5%/36.9%，非直销收入继续高增速。2023Q1 净增 9 家经销商至 280 家。随着消费复苏公司 B 端有望迎来恢复性增长，C 端空客意面维持高增速，全年业绩有望维持高增速。

图表 36：2023Q1 宝立食品营收 5.4 亿元，同比+27.2%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 37：2023Q1 宝立食品净利润 0.8 亿元，同比+82.4%



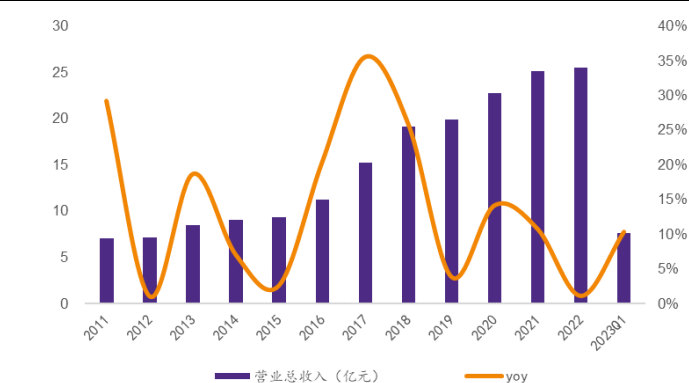
资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.9、涪陵榨菜：一季度表现超预期，双拓战略打开空间

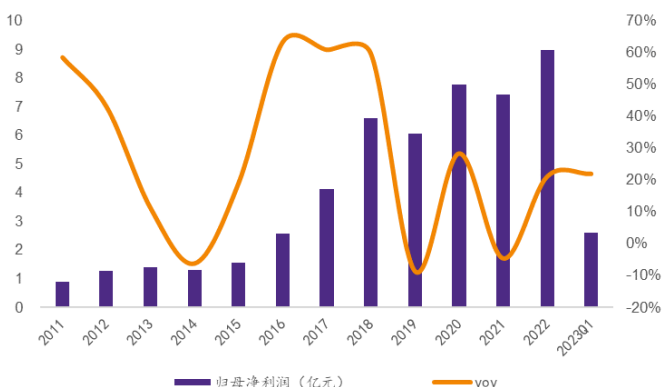
一季度业绩超预期，多元增长可期。2023Q1 营收 7.6 亿元 (+10.4%)；归母净利润 2.6 亿元 (+22.0%)；扣非净利润 2.4 亿元 (+25.0%)。2023Q1 毛利率 56.3% (+3.9pct)，毛利率同比实现较高增长预计主要系 2022 年基数较低，同时仍使用 2022 年青菜头存货，抵消青菜头涨价影响，并且包材、辅料等成本下降，加上内部控制和费用内控等，总体成本有所下降。净利率 34.4% (+3.3pct)。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别 17.8%/3.3%/-3.8%，同减 0.0/0.0/0.1pct，期间费用率保持稳健。

多产品齐发力，双拓战略打开空间。展望 2023 年，公司收入增长目标为 18%，毛利率目标为 58%。公司榨菜业务为基本盘，在 2022 年消化提价影响后，60g 与 70g 产品线并行，以榨菜和豆瓣酱为基础，实施榨菜+战略。榨菜下一步重点转向年轻人，推出小脆口等产品，适应新消费人群，打造乌江=不咸的榨菜，榨菜有望实现稳健增长。同时公司实行双拓战略，即拓产品+拓渠道：产品方面积极发展下饭菜和调味菜，并成立豆瓣酱事业部，复调有望成为又一增长曲线；渠道方面，扩展团队积极推动餐饮渠道发展。在双拓战略指导下，2023 年增长可期。

图表 38：2023Q1 涪陵榨菜营收 7.6 亿元，同比+10.4%



图表 39：2023Q1 涪陵榨菜净利润 2.6 亿元，同比+22.0%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

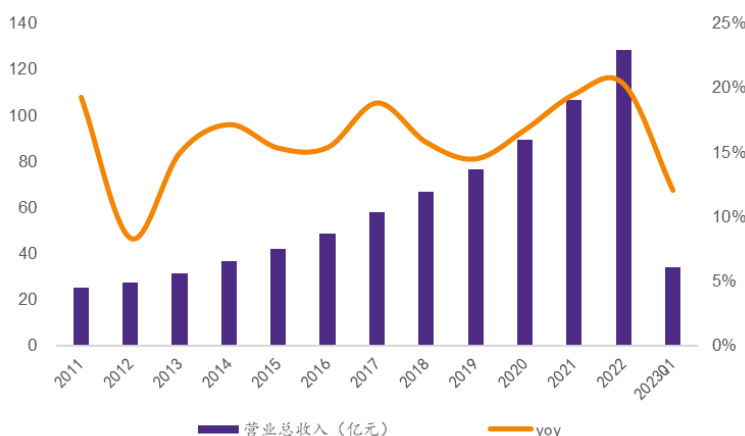
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2.10、安琪酵母：业绩符合预期，期待全年增长

业绩符合预期，费用控制良好。2023Q1 营收 34.0 亿元（+12.0%），增长主要系公司烘焙业务、YE 业务、国际业务增长较好，销售规模增加；归母净利润 1.5 亿元（+12.8%），扣非 3.3 亿元（+24.8%），增速高于净利润预计系收到政府补助。2023Q1 毛利率 25.4%（-1.3pct），净利率 10.9%（+0.4pct）。销售费用率/管理费用率/财务费用率 5.2%/7.1%/0.4%，同减 1.5/0.1/0.6pct，费用方面更加精准，财务费用利息支出减少，汇兑损失减少。

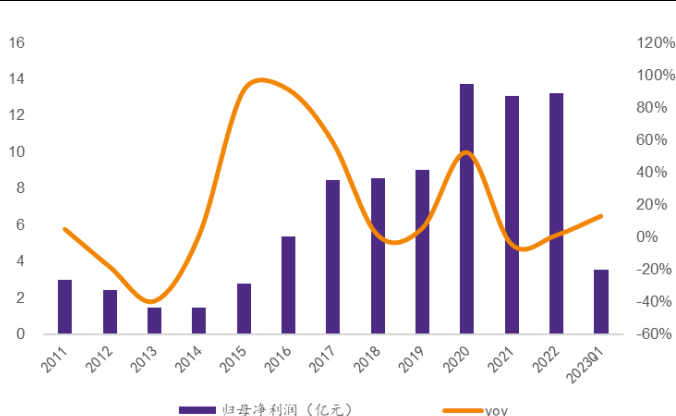
各业务稳健发展，期待全年增长。2023Q1：酵母及深加工产品/制糖产品/包装类营收 23.3/4.8/1.1 亿元，同增 5.4%/33.2%/1.7%，贸易糖业务增长显著。线下/线上营收 22.2/11.6 亿元，同增 12.8%/12.1%。国内/国外营收 22.0/11.7 亿元，同增 1.7%/40.7%，海外业务增长良好。2023Q1 国内/国外净增加-70/143 家经销商至 15884/4937 家，合计共新增 73 家经销商至 20821 家。展望 2023 年，随着餐饮以及烘焙店等业态复苏，公司酵母业务有望迎来较快增长，保健品、动物营养等业务同样受益于消费场景复苏增速将恢复，YE 等酵母衍生品将为公司高增助力。海外业务方面，随着 GDR 的发行，海外业务望持续扩张。成本方面，随着水解糖项目投产原材料成本或将回落。我们认为公司作为酵母龙头，随着需求回暖叠加扩产，仍具长期价值，维持“买入”投资评级。

图表 40：2023Q1 安琪酵母营收 34.0 亿元，同比+12.0%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 41：2023Q1 安琪酵母净利润 1.5 亿元，同比+12.8%



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

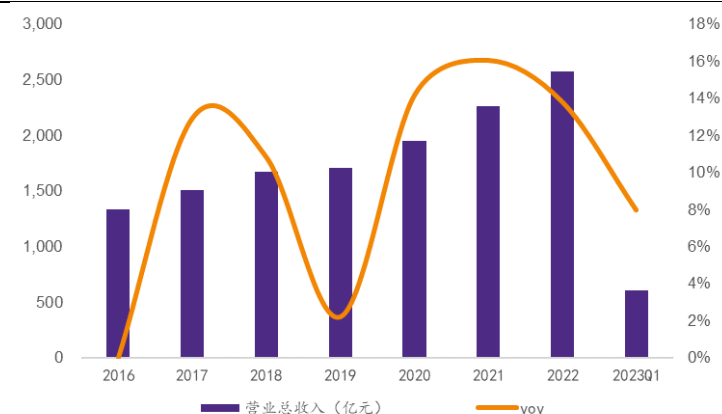
2.11、金龙鱼：一季度业绩增长显著，全年利润弹性望释放

收入稳步增长，归母增长显著。2023Q1 营收 610.4 亿元（+8.0%）；归母净利润 8.5 亿元（+646.0%）；扣非 2.4 亿元（-70.9%）。扣非净利润下降，主要系未完全满足套期会计要

求的衍生金融工具损益的影响。2023Q1 毛利率 5.1% (-2.0pct)，预计系行情下跌拖累饲料原料和油脂科技板块利润；净利率 1.3% (+0.9pct)，系费用投放减少。销售费用率/管理费用率/财务费用率 2.7%/1.6%/-0.0%，同增-0.3/0.2/-0.3pct。厨房食品利润同比增长：1) 餐饮回暖，厨房食品销量同比增长；2) 厨房食品毛利率同比提升，2022Q1 受南美干旱及俄乌冲突等因素影响，大豆、豆油及棕榈油等主要原材料价格快速上涨，2023Q1 主要原材料的成本下降。饲料原料和油脂科技产品销量、营收同比上涨，但是在行情下跌中，利润受到挤压，利润同比减少。

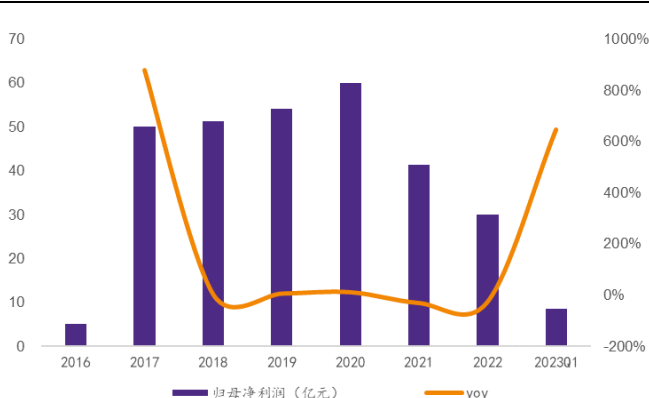
成本有望维持稳定，期待央厨项目顺利跑通。由于气候叠加国际经济影响，目前大豆价格保持下降趋势，预计仍有下降空间并维持相对稳定。2022 年杭州、周口、重庆央厨投产，仍在爬坡期，预计 1-2 年内将顺利跑通。预计 2023 年兴平、沈阳、廊坊等央厨基地也将建成投产，形成央厨生态产业链，覆盖周边区域，并有望形成业绩新增点。随着疫后消费需求复苏和成本下降及高端化趋势持续推进，公司业绩有望实现良好增长。

图表 42：2023Q1 金龙鱼营收 610.4 亿元，同比+8.0%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 43：2023Q1 金龙鱼净利润 8.5 亿元，同比+646.0%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.12、晨光生物：一季度业绩符合预期，全年度业绩稳增可期

一季度符合预期，利润贴近预告中枢。2023Q1 营收 18.2 亿元 (+14.7%)；归母净利润 1.4 亿元 (+26.3%)。2023Q1 利润增速高于收入增速我们预计主要系产品结构变化和管理费用缩减，以及投资收益和公允价值变动损益增加，投资收益同增 629%系公司利用闲置资金理财增加，公允价值变动收益同增 1609%系远期锁汇变动以及对期初持有期货套保合约报告期内平仓影响。2023Q1 毛利率 12.8% (-0.8pct)，主要系产品结构变化，净利率 7.7% (+1.0pct)，主要系费用率减少。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.6%/3.3%/1.5%，同增-0.1/-0.9/+0.3pct。财务费用率上升系融资规模增长，相应利息费用支出和汇兑损失同比增加；管理费用率下降预计系收入结构变化导致。

主要产品稳健增长，静待利润弹性。2022Q1 棉籽业务营收 9.8 亿元 (+23.4%)，植提和其他业务约 8.4 亿元 (+6%)。其中辣椒红色素一季度销量超过 3000 吨，辣椒精销售价格上涨；食品级叶黄素销量大幅增长。梯队产品中花椒/胡椒提取物销量快速增长。保健品业务收入破 3000 万元。棉籽业务积极筹划北交所上市。印度、赞比亚种植面积扩大，缅甸、老挝原材料试种顺利开展，原材料优势继续提升。我们认为随着消费复苏梯队产品有望快

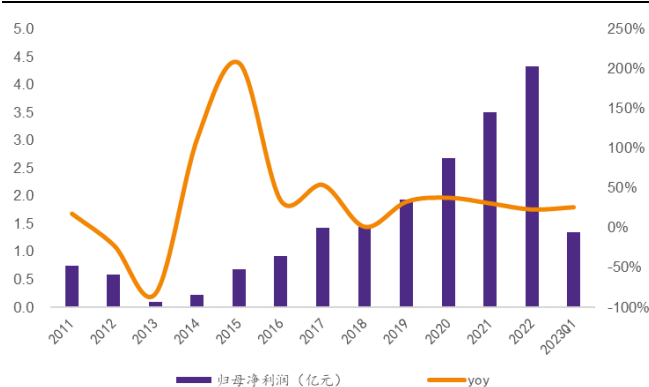
速增长，叠加原材料优势下带来成本下降，利润弹性凸显。

图表 44：2023Q1 晨光生物营收 18.2 亿元，同比+14.7%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 45：2023Q1 晨光生物净利润 1.4 亿元，同比+26.3%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 46：2022 年和 2022Q4 主要调味品公司财务一览表

	22 年营 收 (亿 元)	22 年营 收增速 (%)	22 年利 润 (亿 元)	22 年利 润增速 (%)	22 年毛 利率 (%)	22 年 净利率 (%)	22Q4 营 收 (亿 元)	22Q4 营 收增速 (%)	22Q4 利 润 (亿 元)	22Q4 利 润增速 (%)	22Q4 毛 利率 (%)	22Q4 净 利率 (%)
海天味业	256.1	2.4	62.0	-7.1	35.7	24.2	65.2	-7.1	15.3	-22.0	34.0	23.5
中炬高新	53.4	4.4	-5.9	-179.8	31.7	-10.4	13.9	-18.7	-10.1	-369.4	31.7	-72.3
千禾味业	24.4	26.6	3.4	55.4	36.6	14.1	8.8	54.9	1.6	75.0	39.8	17.7
恒顺醋业	21.4	13.0	1.4	16.0	34.4	6.1	4.6	-14.3	-0.2	-4.6	32.0	-4.1
天味食品	26.9	32.8	3.4	85.1	34.2	12.7	7.8	24.5	1.0	-6.7	34.0	12.4
涪陵榨菜	25.5	1.2	9.0	21.1	53.1	35.3	5.0	-10.8	2.0	-15.1	47.3	40.3
仲景食品	8.8	9.4	1.3	6.3	36.9	14.3	2.3	14.0	0.2	96.0	34.7	10.4
日辰股份	3.1	-8.8	0.5	-37.2	39.4	16.5	0.8	-23.3	0.1	-61.2	38.1	12.7
安琪酵母	128.4	20.3	13.2	1.0	24.8	10.5	38.6	25.3	4.2	46.0	23.9	11.2
宝立食品	20.4	29.1	2.2	16.2	34.6	11.3	5.6	30.9	0.6	56.9	35.4	11.4
金龙鱼	2,574.9	13.8	30.1	-27.1	5.7	1.2	696.5	9.7	6.6	46.0	5.1	1.0
晨光生物	63.0	29.2	4.3	23.5	13.9	6.9	15.0	-10.1	1.0	5.8	15.0	6.5

资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 47：2023Q1 主要调味品公司财务一览表

	23Q1 营收 (亿 元)	23Q1 营收增速 (%)	23Q1 利润 (亿 元)	23Q1 利润增速 (%)	23Q1 毛利率 (%)	23Q1 净利率 (%)
海天味业	69.8	-3.2	17.2	-6.2	36.9	24.7
中炬高新	13.7	1.5	1.5	-5.5	31.4	11.7
千禾味业	8.2	69.8	1.5	162.9	39.0	17.7
恒顺醋业	6.1	7.1	0.7	-5.7	35.1	11.6
天味食品	7.7	21.8	1.3	27.7	40.6	16.7
涪陵榨菜	7.6	10.4	2.6	22.0	56.3	34.4
仲景食品	2.2	12.3	0.4	132.6	40.1	17.5
日辰股份	0.8	7.2	0.1	-21.5	38.7	13.3
安琪酵母	34.0	12.0	3.5	12.8	25.4	10.9
宝立食品	5.4	27.2	0.8	82.4	35.1	14.5
金龙鱼	610.4	8.0	8.5	646.0	5.1	1.3
晨光生物	18.2	14.7	1.4	26.3	12.8	7.7

资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、行业评级及投资策略

展望 2023 年，餐饮需求持续复苏，受益部分原材料成本下行趋势，调味品行业利润有望持续改善。调味品企业将有望迎来结构升级和产品推新的发展周期。重点推荐：中炬高新、日辰股份、晨光生物。建议关注：千禾味业、涪陵榨菜、仲景食品。持续跟踪：海天味业、天味食品、宝立食品、安琪酵母、金龙鱼、恒顺醋业。

维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

图表 48：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2023-05-05	EPS			PE			投资评级
		股价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
603288.SH	海天味业	69.36	1.47	1.70	1.95	47.18	40.80	35.57	买入
603027.SH	千禾味业	25.57	0.48	0.61	0.77	53.27	41.92	33.21	买入
603317.SH	天味食品	17.13	0.41	0.53	0.68	41.78	32.32	25.19	买入
600872.SH	中炬高新	36.95	1.02	1.21	1.41	36.23	30.54	26.21	买入
002507.SZ	涪陵榨菜	25.79	1.12	1.31	1.52	23.03	19.69	16.97	买入
600305.SH	恒顺醋业	11.35	0.19	0.24	0.30	59.74	47.29	37.83	买入
603755.SH	日辰股份	35.60	0.93	1.24	1.65	38.28	28.71	21.58	买入
603170.SH	宝立食品	24.01	0.68	0.86	1.08	35.31	27.92	22.23	买入
300999.SZ	金龙鱼	42.99	0.98	1.28	1.66	43.87	33.59	25.90	买入
300908.SZ	仲景食品	47.98	1.66	1.91	2.17	28.90	25.12	22.11	买入
600298.SH	安琪酵母	39.42	1.68	2.04	2.39	23.46	19.32	16.49	买入
300138.SZ	晨光生物	18.46	1.02	1.27	1.58	18.10	14.54	11.68	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、风险提示

- 1、疫情波动风险；
- 2、宏观经济波动风险；
- 3、行业竞争风险；
- 4、食品安全风险；
- 5、消费税或生产风险；
- 6、原材料价格波动风险；
- 7、推荐公司业绩不达预期等。

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 0%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。