

中炬高新 (600872.SH)

买入(首次评级)

共振行业发展，治理结构持续优化提升未来预期

当前价格：26元

目标价格：33.55元

投资要点：

公司自上市以来持续进化。自1999年布局调味品业务后，公司通过扩品类、拓渠道、跨区域等做大做强；期间，公司凭借品牌、渠道等优势充分受益行业量价齐升红利期。尽管近年内、外部冲击导致公司一度面临较大的业绩调整；但随着需求回暖、原材料价格改善，叠加大股东更迭、董事会换届带动内部经营势能向上，公司有望迈入发展新阶段。

酱油市场近年稳步扩容，未来具备结构升级的机遇，而公司强产品力、高品牌定位有望受益。酱油作为调味品赛道中核心品类，近年来量价端均实现稳步扩张；而参照日本酱油业，我国酱油赛道未来仍具有结构升级与品类创新机遇，如零添加、高鲜等品类有望持续渗透。公司产品结构、品牌高度始终保持业内领先；其中强研发力为公司做优餐渠服务、做强大单品、做宽产品矩阵提供重要支撑，而高品牌心智则为公司把握结构升级机遇提供抓手。

C端卡位升级、B端持续渗透，全国扩张步伐文件。一方面，公司厨邦酱油产品力强、市场基础牢，未来有望持续攫取C端品阶升级红利；同时，公司扩品类、拓市场，不断探索新曲线；另一方面，公司持续发力餐饮渠道，其中华南主销区被成功打造为高餐饮渠道占比的样板市场，未来在内外多点发力下，公司有望不断打开餐渠广阔市场，其中公司中长期目标为餐饮渠道营收占比达40%。

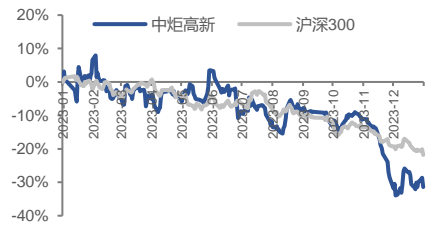
盈利预测与投资建议：预计公司2023-2025年归母净利润将达到-10.7/7.5/8.5亿元，三年分别同比-81%/+170%/+13%。考虑外部需求回暖及原料成本回落，叠加公司治理结构优化，公司基本面有望迎来改善。因而，我们给予公司2024年35倍PE，对应目标价33.55元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：需求复苏不及预期，主要原材料价格波动风险，公司治理改善不及预期，B端渗透、全国化扩张不及预期风险，食品质量安全风险等。

基本数据

总股本/流通股(百万股)	785/785
总市值/流通市值(百万元)	20420/20420
每股净资产(元)	2.21
资产负债率(%)	66.49
一年内最高/最低(元)	40.92/25.04

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 刘畅
执业证书编号：S0210523050001
邮箱：lc30103@hfzq.com.cn

分析师 童杰
执业证书编号：S0210523050002
邮箱：tj30105@hfzq.com.cn

联系人 周翔
邮箱：zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

《周专题|浅析我国酱油消费升级路径》2023-12-18

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,116	5,341	5,337	5,931	6,528
增长率	0%	4%	0%	11%	10%
净利润(百万元)	742	-592	-1,069	753	854
增长率	-17%	-180%	-81%	170%	13%
EPS(元/股)	0.94	-0.75	-1.36	0.96	1.09
市盈率(P/E)	28	-34	-19	27	24
市净率(P/B)	5	7	11	8	7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设：

假设 1：随着需求逐步修复，酱油业务有望恢复稳健增长。首先，公司厨邦酱油产品力强、品牌心智高，有望充分受益 C 端品阶升级；其次，B 端市场扩容与公司着力渗透餐饮渠道或将创造增量。预计 2023-25 年销量增速为 4%/9%/8%，吨价增速分别为 0.2%/2%/2%，营收增速分别为 4%/11%/10%。

假设 2：公司鸡精业务以餐饮渠道为主，故伴随餐饮消费回暖，该业务有望改善。且从中长期看，我国复合调味品持续渗透，鸡精鸡粉市场不断扩容；公司或通过优化产品结构、渠道扩充，推动该业务平稳增长。预计 2023-25 年销量增速为 8%/11%/10%，吨价增速分别为 1.3%/1.2%/1.2%，营收增速分别为 9%/12%/11%。食用油方面，公司食用油业务立足广东、海南等主营销区，短期在需求疲软、竞争加剧下有所承压；但随着产能扩大叠加公司优化产品结构、健全全国销售网络，该业务有望回归稳健增长。预计 2023-25 年销量变化为 -7%/+5%/+4%，吨价增速分别为 1%/2%/2%，营收分别同比 -6%/+7%/+6%。此外，在公司持续扩产能以及凭借研发力不断拓品类背景下，其他调味业务在新品拉动下有望保持快增。预计 2023-25 年销量增速为 -1%/12%/12%，吨价增速分别为 1%/1%/1%，营收同比分别为 -0.4%/+13%/+13%。

假设 3：毛利率方面，在餐饮需求整体回暖的大背景下，高毛利率的调味品业务有序恢复；同时成本端大豆、包材等原材料价格下行，均有助于毛利率逐步修复。因此，预计 2023-25 年公司毛利率分别为 32.7%/33.8%/34.5%；其中，酱油业务短期主要受益于成本改善红利，长期有望顺应行业健康化升级红利，预计 23-25 年毛利率为 37%/38%/39%。**费用率方面：**我们认为随着公司规模扩张，精细化管理渠道以及品牌影响力提升，公司整体费用率成逐步收窄趋势；预计 2023-25 年公司销售费用率分别为 8.56%/8.50%/8.37%，同期管理费用率分别为 6.09%/5.67%/5.62%。

区别于市场的观点：

市场认为公司酱油业务全国化进程、B 端渠道渗透进度均相对缓慢，且面临行业需求不足以及龙头的挤压。而我们认为公司产品力强，品牌心智牢固，且渠道端兼具广度与深度，未来有望持续攫取行业品阶升级红利；同时，新班子上台后，公司改革红利或将逐步凸显，叠加龙头处于战略调整期，公司 B 端业务有望追赶提速。

股价上涨的催化因素：

土地诉讼案中，公司累计计提 29.26 亿元的预计负债，若《和解协议》得以顺利履行，有望对公司的财务报表产生积极影响；需求复苏超预期；公司 B 端餐饮渠道渗透超预期。

估值和目标价：

鉴于海天味业、千禾味业、天味食品与公司主业存在一定的业务重叠，故选取上述公司作为可比公司；2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 29/24/20 倍；预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 -10.7/7.5/8.5 亿元，三年分别同比 -81%/+170%/+13%。考虑外部需求回暖及原料成本回落，叠加公司治理结构优化，公司基本面有望迎来改善。因而，我们给予公司 2024 年 35 倍 PE，对应目标价 33.55 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：需求复苏不及预期，主要原材料价格波动风险，公司治理改善不及预期，B 端渗透、全国化扩张不及预期风险，食品质量安全风险等。

正文目录

1.	深耕调味品业务，治理结构持续改善	5
2.	结构升级驱动行业扩容，品类变局、格局优化创造品牌机遇.....	6
2.1	酱油市场稳步扩张，结构升级、品类变局机遇并存	7
2.1.1	量价齐增贯穿酱油业发展全局，未来价值提升或为行业主线.....	7
2.1.2	高端、健康型酱油品类红利凸显	8
2.1.3	酱油品类格局不断优化，品牌龙头有望充分受益.....	10
2.2	复调需求更具长逻辑，顺势而为促进基业长青	11
2.2.1	鸡精粉、食用油市场稳步扩容	11
2.2.2	全品类布局，把握复调需求扩张机遇	11
3.	产品结构、品牌高度始终保持业内领先	12
4.	C端卡位升级、B端持续渗透，全国扩张步伐稳健	13
5.	盈利预测与估值分析.....	13
5.1	盈利预测.....	13
5.2	相对估值分析.....	15
6.	风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 公司历史沿革与营收、业绩表现	6
图表 2: 近五年酱油业务规模及增速	6
图表 3: 公司酱油业务及整体毛利率近五年变化趋势	6
图表 4: 我国酱油业市场零售额持续增长	7
图表 5: 以海天、美味鲜为例, 复盘行业近十年提价情况	7
图表 6: 我国酱油业发展历程	8
图表 7: 我国酿造酱油产量近年不断提升	8
图表 8: 疫情前, 酱油零售均价增速高于 CPI 增速	8
图表 9: 日本酱油品类升级复盘	9
图表 10: 我国酱油品阶升级空间大	10
图表 11: 22Q1-23Q3 健康属性酱油销售额占比/%	10
图表 12: 我国酱油业市场格局仍有优化空间	10
图表 13: 日本酱油业集中度高(2021年)	10
图表 14: 复合调味品市场持续增长	11
图表 15: 复合调味品渗透率有较大提升空间	11
图表 16: 公司产品力、品牌力均位于行业前列	12
图表 17: 盈利预测	15
图表 18: 相对估值分析	16
图表 19: 财务预测摘要	17

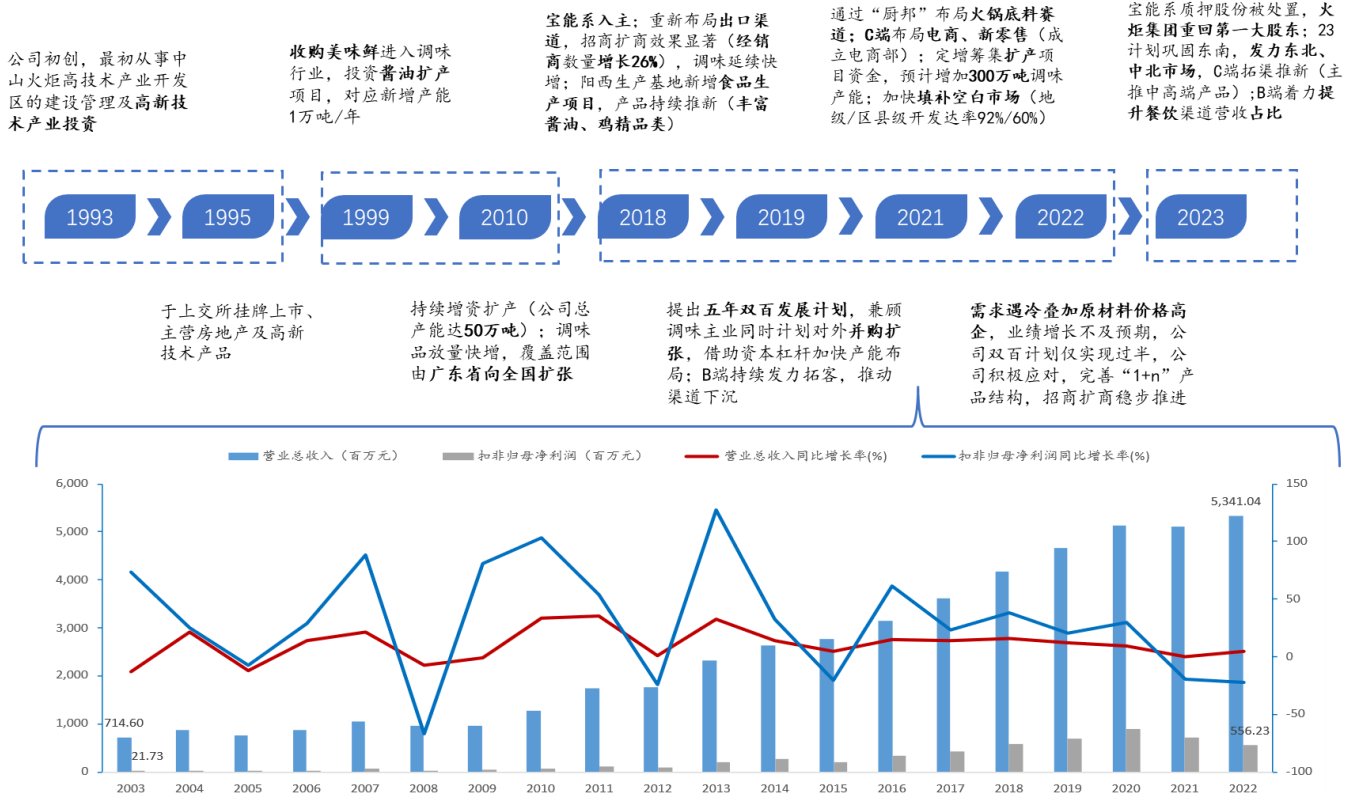
1. 深耕调味品业务，治理结构持续改善

公司自上市以来持续向前探索、进化，尤其在 1999 年布局调味品业务后，公司顺寻该优质赛道持续扩品类、拓渠道、做市场，并凭借品牌、渠道等优势充分受益调味品 B、C 端量价齐升红利期。尽管近年受内外部因素冲击，公司遭遇估值、业绩双承压的困境；但随着外部需求修复、原料价格回落以及大股东更迭、内部经营改善，公司有望迈入发展新阶段。

- **初创发展阶段（1993-1998）**：公司于 1993 年成立，起初从事高新技术园区建设管理及相关产业投资业务；公司凭借优质的基础设施与服务吸引大量企业入园，也被国科委列为全国 5 个综合改革试验区之一，并于 1995 年成功上市。
- **主业扩张阶段（1999-2017）**：在业务探索期，公司成功发掘园区内调味品优质资产，并于 1999 年收购美味鲜（其前身为香山酱园，起源于清末民初并采取南派酱油工艺，历史悠久、工艺精深）。随后在餐饮市场快速发展，C 端消费品牌化时期，公司重点发力调味品业务，包括创建定位中高档消费的品牌“厨邦”、协同美味鲜双品牌驱动，产品端不断扩充品类并形成以酱油为主、食用油与鸡精等为辅的“1+N”产品矩阵，渠道市场端巩固东南同时向全国延申等；期间主业调味品 1999/2017 年营收为 1.52/34.52 亿，营收占比 23.61%/95.66%。在 2014 年剥离电池业务后，公司进一步聚焦调味品，如着重发力鸡精业务，持续深化全国布局，完善经销网络、渠道体系。
- **宝能主导阶段（2018-2022）**：宝能自 2015 年开始布局公司，2018 年 H2 成功取得控制权后更换董事成员；次年在宝能系新班子领导下，公司提出“五年双百”战略，即到 2023 年实现百亿营收、百万吨产销量。疫情期间，公司成立电商部、布局 C 端新零售渠道，同时持续推进全国化扩张、发力下沉市场（地级市/区县级开发率 92%/60%），通过“厨邦”攫取火锅底料渗透红利。然而，受外部需求疲软、社区团购等冲击价格体系、原材料价格攀升以及内部核心股东思想不统一等影响，公司业绩不及预期，2021/2022 扣非归母净利润同比-19.98%/-22.50%。
- **治理改善新阶段（2023-）**：随着宝能系所持股票不断被执行，火炬集团预计再次成为公司实际控制人，管理端有望迎来改善；经营端，公司着眼于东北、中北等薄弱市场，且针对 C 端扩充中高端品类、顺应升级趋势，而在 B 端则持续推进对餐饮渠道的渗透。随着未来外部需求回暖、大豆、包材等原料价格回落叠加内

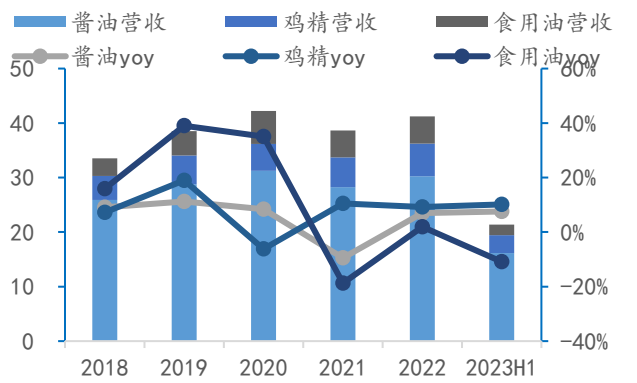
部经营改善，公司业绩持续恢复可期，其中 Q2 销售毛利率同比、环比提升 0.85/1.12pcts。

图表 1：公司历史沿革与营收、业绩表现



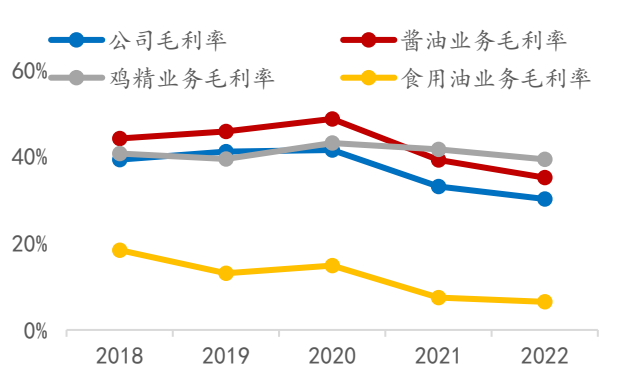
数据来源：wind，公司官网，公司公告，投资者问答，中炬高新公众号，华福证券研究所

图表 2：近五年酱油业务规模及增速



数据来源：choice，公司公告，华福证券研究所

图表 3：公司酱油业务及整体毛利率近五年变化趋势



数据来源：choice，公司公告，华福证券研究所

2. 结构升级驱动行业扩容，品类变局、格局优化创造品牌机遇

调味品系优质的商业模式。相较其他快消品，调味品凭借独特的味觉记忆具备一定粘性；且作为刚需，调味品周期波动小，且在价盘管理妥当下消费者复购率较高，

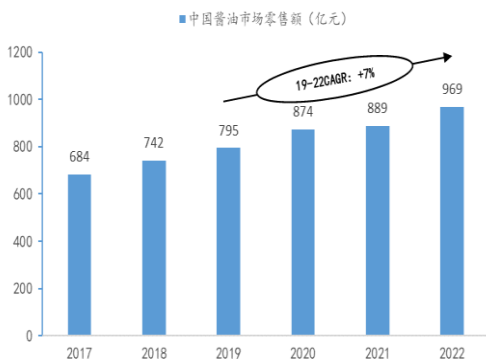
系长坡厚雪型赛道。伴随健康需求崛起、餐渠等 B 端扩容，调味品具备结构性增长机会。

2.1 酱油市场稳步扩张，结构升级、品类变局机遇并存

2.1.1 量价齐增贯穿酱油业发展全局，未来价值提升或为行业主线

作为调味品中的核心子赛道，我国酱油市场近年来稳步扩容；而从量价角度看，行业已经进入价值提升驱动规模增长阶段。根据《2023 年酱油业趋势洞察白皮书》，我国酱油业 2022 年市场零售额约 969 亿，2017-22 年期间 CAGR 约 7%；分量价看，立鼎产业研究院显示 2016-2021 年我国酱油业销量、吨价 CAGR 分别为 3.27%/3.86%，其中行业销量近几年增速整体呈下滑趋势；行业规模扩张逐步过渡到以价增为核心驱动的阶段。

图表 4：我国酱油业市场零售额持续增长



数据来源：《2023 年酱油业趋势洞察白皮书》，华福证券研究所

图表 5：以海天、美味鲜为例，复盘行业近十年提价情况

提价时间	品牌方提价详细情况	
	海天味业	美味鲜 (中炬)
2010-2011	10 年底，对酱油产品提价 4%	厨邦提价 6%-7%
2012-2013	公司对 60% 的产品提价 4.5%	部分产品提价 6%
2014	公司对上调约 60% 产品的价格，平均幅度 4%	部分产品提价
2016-2017	酱油类产品提价 5%	对酱油提价 5%-6%
2021	酱油等品类提价幅度 3-7%	70% 产品，平均提价幅度 3-10%

数据来源：中国调味品展，公司公告，华福证券研究所

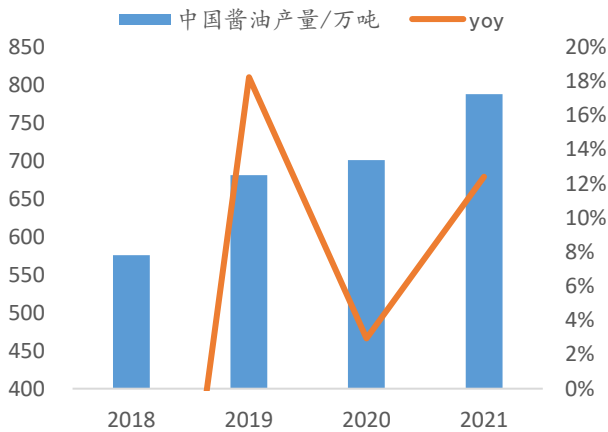
回顾我国酱油业发展，作为刚需型消费，行业历经散装区域化、低质无品牌到工业品牌化、高端健康化，整体呈现出量价齐升的趋势。尽管近年受需求疲软、渠道碎片化以及原料价格波动等影响，酱油业一度面临价盘不稳、内卷加剧等困境，且预计 23 年主流消费价格带或较 10-15 元略微回落。但在健康性消费崛起下，低盐、零添加、有机等品类开始快速渗透，尤其在 22 年添加剂事件后，零添加酱油开始成为行业健康化发展的主线；同时，需求多元、场景细化同样催生一系列定位更高价格带的功能型、概念型酱油。因此，刚需健康化升级、品类向上迭代，持续推动行业高端化发展、价格带跃迁。

图表 6：我国酱油业发展历程



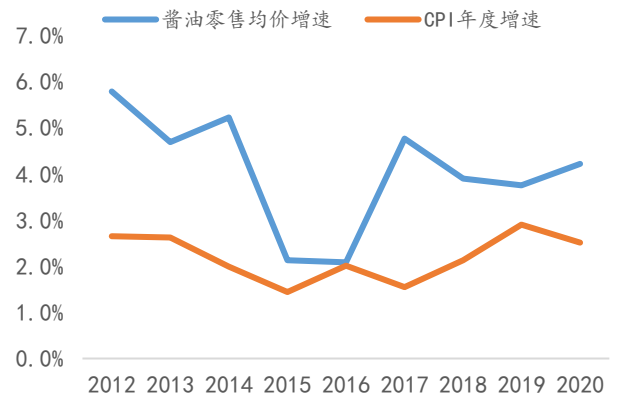
数据来源：中国调味品协会，调料家，《2023年酱油业趋势洞察白皮书》，华福证券研究所

图表 7：我国酿造酱油产量近年不断提升



数据来源：华经产业研究院，《中国酱油行业发展趋势报告》，华福证券研

图表 8：疫情前，酱油零售均价增速高于 CPI 增速



数据来源：欧睿，wind，《中国酱油行业发展趋势报告》，华福证券研究所

2.1.2 高端、健康型酱油品类红利凸显

复盘日本酱油业近半个世纪的发展，其消费端整体呈现出“低频高质”的趋势，而行业端则表现为“量减价增”的态势。具体来看，尽管日本国内消费量由于饮食多元化、社会人口趋势等因素而不断下滑，但品类端仍存在结构化机会，其中低盐、九大豆、有机、鲜榨等健康型酱油在人均消费量见顶后相继出现，它们卡位更高价格带同时快速渗透，并表现为阶段性品类β红利。简言之，在家庭健康需求崛起、行业龙头引领下，高端品类普遍出现阶段性红利。

图表 9: 日本酱油品类升级复盘

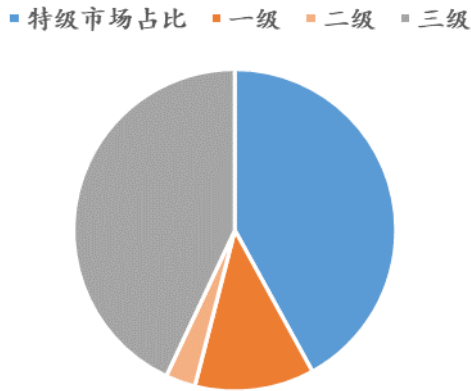
时间线	1980-1990	1991-2000s	2001-2010	2011-2022
品阶消费结构	1985 年特级/上级/标准 =64.3%:27.1%:8.9%	1996 年特级/上级/标准 =67.6%:25.6%:6.8%	/	2018 年特级/上级/标准 =75.7%:21.6%:2.7%
竞争环境	82 年厂商数 3000 家, CR5 产量约 50%, 其中龟甲万 30%	92 年减少至 2105 家, 95 年进一步减少至 1883 家	产能不断出清, 从 2001 年 1607 家减少至 2010 年 1447 家	12 年 1364 家减少到 20 年 1108 家; CR6 产量占 60%, CR15 占 75%
升级品类	低盐&减盐酱油	丸酱油、日料所用高附加值酱油	有机酱油; 多规格酱油	鲜榨酱油; 多容器(密封瓶、喷雾式、木桶)
价格定位 日元 /100ml	22 年龟甲万减盐系列 定价 41.6-58	龟甲万 90 年上市首款特选丸大豆定价 40, 93 年上市的特选减盐丸大豆 53	2004 年龟甲万特选有机酱油零售价 49-55	2022 年龟甲万的大单品“生”系列鲜榨酱油单价 58
规模扩张	96-98 年期间产量超 2 万 kl, 预计占总销量 2%	93/-94 年销售逆势增长: 产量占比 2%→近 6%	产量从 02 年 1600 吨增长至 06 年 6700 吨, 期间 CAGR 为 43.05%	11-15 年, 销售额增长 2.6 倍, 在家庭市场的销售占比从 6%-23%。
备注	日本 95%左右的大豆原料靠美国、巴西等地进口; 2015 年健康类酱油出货量占 40%, 则预计销售端能占 50%-60%			

数据来源: 日本酱油协会, 夏恒连《日本酱油、醋需求动向》, 包启安《日本酱油工业近况及动向》, 励晔《日本酱油发展趋势》, 36 氪, 日本食粮新闻, 广告朝日新闻, 华福证券研究所

与日本同业趋势相近, 我国泛健康类酱油开始逐步成为市场主流, 其中零添加酱油成为近年健康升级的主线, 增长中枢最高;且考虑到我国酱油品阶提升空间大, 而高鲜酱油市场空间基础牢固, 有望大幅攫取升级红利。

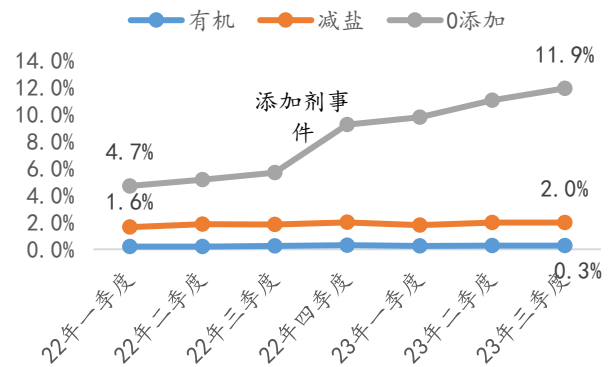
2017 年, 国务院印发了《国民营养计划(2017-2030)》以来, 高端、健康型酱油开始渗透少数家庭。20 年疫情进一步加速大众家庭健康型需求崛起;《尼尔森 2020 零售数据》显示, 2020 年减盐酱油市场增速达 82%。同时, 零添加酱油在 22 年添加剂行情催化下, 一举成为近年健康升级的主线。此外, 场景变化、代际更迭等催生功能型酱油短期高增, 如银发经济创造减盐减脂系列, 厨师多元烹饪的需求, 育儿场景下的宝宝酱油, 户外、单身经济下的小包装等; 但我们认为高鲜酱油市场基础好, 更有利于凝聚消费对酱油品阶升级的共识;且考虑到酱油品阶升级的空间与确定性趋势, 我们认为高鲜酱油依然具有较大的品类红利。

图表 10: 我国酱油品阶升级空间大



数据来源: 中国调味品协会,《中国酱油行业发展趋势报告》, 华福证券研究所

图表 11: 22Q1-23Q3 健康属性酱油销售额占比/%

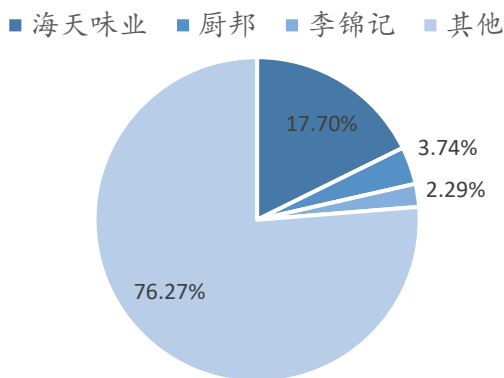


数据来源: 马上赢, 华福证券研究所

2.1.3 酱油品类格局不断优化, 品牌龙头有望充分受益

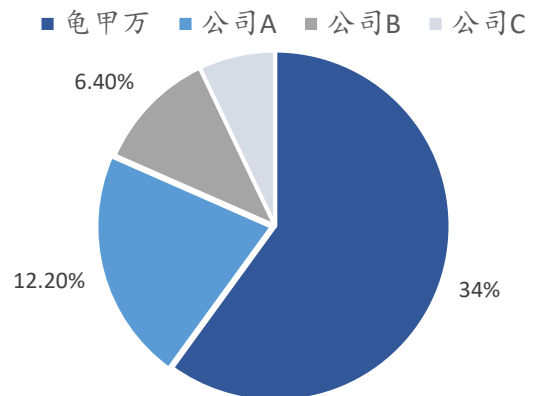
近年来, 我国酱油业竞争格局整体处于优化通道, 据中国调味品协会统计, 2015-2019 年百强酱油企业产量 CAGR 为 10.2% (行业 2015-2020 年 CAGR 为 5.8%), 同期均价 CAGR 为 3.6% (行业 15-20 年零售均价 CAGR 为 2.5%); 2020 年, 酱油行业 CR3 提升至 24%, 但相较日本同业 CR3 约 53%, 行业集中度仍有较大提升空间。具体来看, 首先在 B 端连锁化与消费健康化的趋势下 (22 年我国减盐认知群体渗透率达 58.51%, 同比提升 17.77%), 龙头公司有望实现强者恒强; 其次, 原材料价格周期波动促进行业出清; 此外, 参照海外龙头企业在行业成熟化、经营平台化的发展路径中能不断抢占中小企业市场份额, 因此, 我们预计国内酱油龙头有望持续提升市场份额。

图表 12: 我国酱油业市场格局仍有优化空间



数据来源: 证券市场周刊, 华福证券研究所

图表 13: 日本酱油业集中度高 (2021 年)



数据来源: 龟甲万官网, 2022 年龟甲万报告, 华福证券研究所;

2.2 复调需求更具长逻辑，顺势而为促进基业长青

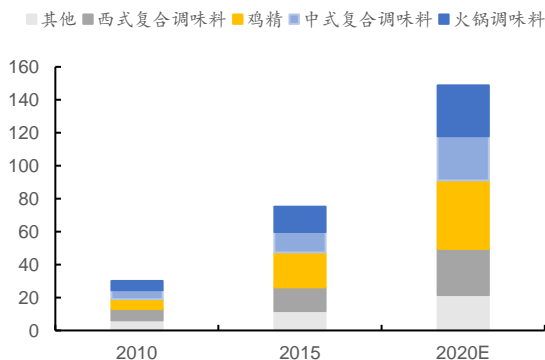
2.2.1 鸡精粉、食用油市场稳步扩容

鸡精粉、食用油系公司第二、三品类；行业近年稳步增长。除主业酱油（营收占比超 60%）外，公司将鸡精粉以及食用油成功打造为第二第三品类。尽管两大行业目前处于发展成熟期，且竞争格局较清晰，行业龙头领先优势明显，但公司通过错位竞争获取行业增量份额。具体来看，根据观知海内咨询统计，鸡精市场规模 2015-2020 年 CAGR 逾 17%；而公司主要通过导入餐渠实现差异化竞争；而对于食用油业务，公司则凭借自身在广东、海南等区域优势来获取市场。

2.2.2 全品类布局，把握复调需求扩张机遇

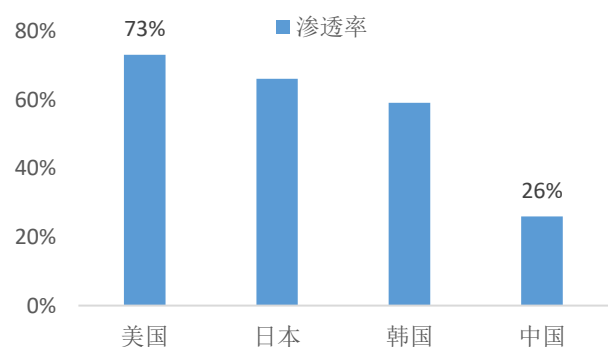
在 B 端门店连锁化、食材预制化与 C 端便捷化需求拉动下，复合调味品市场近年来保持快增。根据艾媒数据显示，复合调味品市场规模从 2018 年的 1133 亿元增长至 2022 年的 1786 亿元，近五年 CAGR 达 12%；且相较美日韩 60%+ 的渗透率仍有较大提升空间。其中，火锅底料和中式复合调味料是高潜力细分赛道，根据沙利文调研数据，预计 2025 年中式复调市场规模将达到 556 亿元，对应 21-25 年 CAGR 为 16.5%；而根据前瞻研究院等数据，预计火锅料市场 2025 年市场规模达 417.5 亿元，对应 21-25 年 CAGR 达 16.8%。对此，公司积极布局酱类、料酒、火锅料以及小龙虾调味料等复合调味品，不断打造新曲线。

图表 14：复合调味品市场持续增长



数据来源：颐海国际招股说明书，经纬中国，华福证券研究所

图表 15：复合调味品渗透率有较大提升空间



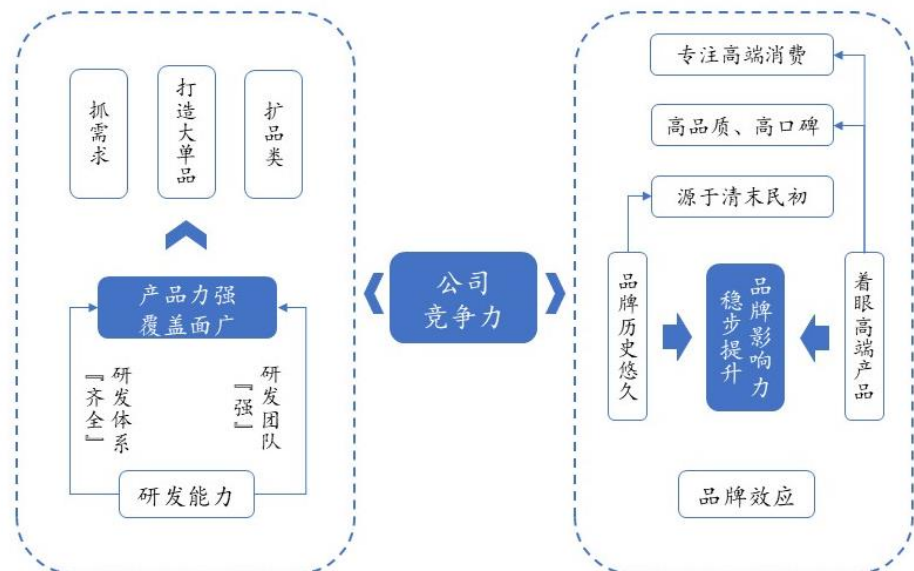
数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

3. 产品结构、品牌高度始终保持业内领先

强大的研发能力为公司做强产品力、做宽产品矩阵、做深 B 端服务提供支撑。相较于同业对手，公司研发投入力度大，研发团队充沛，创新能力强。具体而言，公司近年来研发费率保持在 3%+，研发人员数量 430 人，处于行业前列（海天/千禾/加加分别为 603/50/77 人）；同时，公司拥有省级技术中心、国家重点实验室以及厨邦食品研究院等创新研发平台，为公司持续满足餐渠客户需求、完善品类矩阵、提升产品性价比等提供支撑。目前公司已形成以酱油为核心的“1+N”产品矩阵，sku 数量超 300，产品覆盖面处于行业前列。

厨邦品牌深入人心；主力产品卡位 10 元以上价格带，引领行业品阶跃迁。公司主业起源于清末民初的香山酱园，品牌历史悠久，多地消费基础牢固，其中“厨邦酱油美味鲜，晒足 180 天”的标语更是深入人心；2019 年，厨邦入选凯度消费者指数增长最快前五品牌，近两年厨邦酱油、蚝油品类稳居中国品牌力指数(C-BPI)第三名，四大品类稳步提升。同时，厨邦酱油氨基酸态氮含量最高可达 1.3g/100ml，明显高于同业、国家标准，而高品质、高口碑的产品卡位调味品消费升级路径同时进一步占据高端消费的品牌心智，也与重点发展餐饮市场的龙头公司形成错位竞争。

图表 16：公司产品力、品牌力均位于行业前列



数据来源：公司公告，中调协调味品展，中国日报网，华福证券研究所

此外，公司渠道既有宽度又有深度，市场触手不断被强化。结构端，目前公司餐饮、商超以及流通渠道相对较为均衡，其中公司基于高产品定位，深耕商超渠道多年，客户粘性较高。同时，公司经销商数量逾 2000 家，地级市和县级市开发率达 93%/68%，

预计直控终端数量达 50 万，整体渠道宽度、实力仅次于龙头海天。此外，公司具备严格的价盘管控机制，优秀的销售团队以及成熟的激励模式，可以充分调动经销商积极性，增强其粘性（较竞争对手等费用落地快，回报率更高），持续提升渠道覆盖广度与市场深度。

4. C 端卡位升级、B 端持续渗透，全国扩张步伐稳健

厨邦酱油有望持续攫取 C 端品阶升级红利；同时，公司扩品类、拓市场，不断探索新曲线。首先，厨邦品牌在零售端品牌心智较高，旗下的高鲜酱油具备产品力强、市场基础扎实等特征。伴随零售端酱油健康化发展、品阶持续跃迁，高鲜酱油有望通过凝聚消费对酱油品阶升级的共识，持续展现品类红利。因此，我们认为公司卡位升级价格带的主力产品有望持续攫取 C 端升级红利。另一方面，公司借助自身强研发力不断扩充品类，如金奖小龙虾调料，少添加、零添加减盐酱油等品类，同时积极招商（23 年经销商净增目标 200 家），加强向区县、社区下沉与对薄弱市场的布局，持续探索新的增长曲线。

持续渗透餐饮渠道，把握 B 端功能升级机遇。随着公司持续发力 B 端业务，“易守难攻”的餐饮渠道不断被突破，目前其营收占比约 28%。其中分区域看，华南系公司主销市场，运作时间长、市场基础牢，预计被成功打造为餐饮渠道占比较高的样板市场。具体而言，强产品力（满足 B 端客户功能性需求）、产品规格调整叠加厨师大赛等认知教育可以帮助沉淀餐饮顾客，而提供定制服务以及高渠道回报率有助于转换经销商客源。此外，公司通过差异化策略切入凉菜等餐饮供应，同时积极开设餐批旗舰店以满足夫妻店和大众餐饮的采购需求，均有利于进一步打通餐饮渠道。预计在内外多点推动下，公司有望达到中长期餐饮渠道目标（40%的营收占比）。

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测

酱油类：随着需求逐步修复，酱油业务有望恢复稳健增长。首先，公司厨邦酱油产品力强、品牌心智高，有望充分受益 C 端品阶升级；其次，B 端市场扩容与公司着力渗透餐饮渠道或将创造增量。预计 2023-25 年销量增速为 4%/9%/8%，吨价增速

分别为 0.2%/2%/2%，营收增速分别为 4%/11%/10%。

鸡精鸡粉类：公司鸡精业务以餐饮渠道为主，故伴随餐饮消费回暖，该业务有望改善。且从中长期看，我国复合调味品持续渗透，鸡精鸡粉市场不断扩容；公司或通过优化产品结构、渠道扩充，推动该业务平稳增长。预计 2023-25 年销量增速为 8%/11%/10%，吨价增速分别为 1.3%/1.2%/1.2%，营收增速分别为 9%/12%/11%。

食用油：公司食用油业务立足广东、海南等主营销区，短期在需求疲软、竞争加剧下有所承压；但随着产能扩大叠加公司优化产品结构、健全全国销售网络，该业务有望回归稳健增长。预计 2023-25 年销量变化为-7%/+5%/+4%，吨价增速分别为 1%/2%/2%，营收同比分别为-6%/+7%/+6%。

其他调味品：在公司持续扩产能以及凭借研发优势不断拓品类背景下，其他调味业务在新品拉动下有望保持快增。预计 2023-25 年销量增速为-1%/12%/12%，吨价增速分别为 1%/1%/1%，营收同比分别为-0.4%/+13%/+13%。

毛利率方面：在餐饮需求整体回暖的大背景下，高毛利率的调味品业务有序恢复；同时成本端大豆、包材等原材料价格下行，均有助于促进毛利率修复。从中长期看，公司顺应酱油业高端化发展趋势，持续扩充新品同时优化产品结构，未来盈利能力或呈改善趋势。因此，预计 2023-25 年公司毛利率分别为 32.7%/33.8%/34.5%。其中，酱油主要受益于成本改善红利，预计 2023-25 年毛利率分别为 37%/38%/39%；鸡精鸡粉则受益于原材料价格下降与产品结构优化，预计 2023-25 年毛利率分别为 40%/41%/41%，而食用油业务同理，预计同期毛利率为 6.7%/7.2%/7.3%。

费用率方面：我们认为随着公司规模扩张，精细化管理渠道以及品牌影响力提升，公司整体费用率成逐步收窄趋势。其中，销售费用端，随着新任领导班子上台，公司有望精细化市场费用投入。管理费用端，23 年公司受诉讼费这一项影响较大，预计未来人员架构、流程的优化将进一步改善费率。预计 2023-25 年公司销售费用率分别为 8.56%/8.50%/8.37%，管理费用率分别为 6.09%/5.67%/5.62%。

图表 17：盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
酱油类				
收入 (百万元)	3025.01	3152.30	3504.73	3860.81
yoy	7%	4%	11%	10%
销量 (吨)	502797.92	522909.84	569971.72	615569.46
yoy	5%	4%	9%	8%
吨价 (万元/吨)	0.60	0.60	0.61	0.63
yoy	2%	0.2%	2%	2%
毛利率	35%	37%	38%	39%
鸡精粉类				
收入 (百万元)	595.85	651.88	728.98	807.81
yoy	9%	9%	12%	11%
销量 (吨)	31772.61	34314.42	37917.43	41519.59
yoy	5%	8%	11%	10%
吨价 (万元/吨)	1.88	1.90	1.92	1.95
yoy	4%	1.3%	1.2%	1.2%
毛利率	39%	40%	41%	41%
食用油				
收入 (百万元)	499.07	468.31	501.56	529.50
yoy	2%	-6%	7%	6%
销量 (吨)	31890.76	29658.41	31141.33	32231.27
yoy	-8%	-7%	5%	4%
吨价 (万元/吨)	1.56	1.58	1.61	1.64
yoy	11%	1%	2%	2%
毛利率	6%	6.7%	7.2%	7.3%
其他调味品				
收入 (百万元)	768.03	764.91	865.27	975.30
yoy	9%	-0.4%	13%	13%
销量 (吨)	129110.23	127819.13	143157.42	159763.68
yoy	4%	-1%	12%	12%
吨价 (万元/吨)	0.59	0.60	0.60	0.61
yoy	5%	1%	1%	1%
毛利率	19%	20%	21%	21%
合计				
收入 (百万元)	5341.04	5337.00	5931.17	6528.07
yoy	4%	-0.1%	11%	10%
毛利率	31.7%	32.7%	33.8%	34.5%

数据来源：wind，华福证券研究所

5.2 相对估值分析

相对估值比较：鉴于海天味业、千禾味业、天味食品与公司主业存在一定的业务

重叠,故选取上述公司作为可比公司;2023-2025年可比公司平均PE分别为29/24/20倍;预计公司2023-2025年归母净利润将达到-10.7/7.5/8.5亿元,三年分别同比-81%/+170%/+13%。考虑外部需求回暖及原料成本回落,叠加公司治理结构优化,公司基本面有望迎来改善。因而,我们给予公司2024年35倍PE,对应目标价33.55元/股,首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 18: 相对估值分析

公司	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS (摊薄) (元)				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
海天味业	1,874	33.70	1.34	1.24	1.44	1.65	25	27	23	20
千禾味业	154	15.02	0.36	0.50	0.63	0.77	42	30	24	20
天味食品	134	12.58	0.45	0.41	0.52	0.64	28	31	24	20
平均值							32	29	24	20
中炬高新	204	26.00	-0.77	-1.36	0.96	1.09	-34	-19	27	24

数据来源: wind, 华福证券研究所; 收盘价等数据取自1月18日, 可比公司23-25年eps均采用wind一致预期

6. 风险提示

需求复苏不及预期: 公司业务立足广大消费者以及餐饮、食品工业等客户, 下游消费疲软、需求不及预期将影响公司销售与业绩增长。

主要原材料价格波动风险: 公司主要为B、C端客户提供调味品等产品, 其中调味品成本结构中原料占据主要部分, 因此, 上游原材料价格大幅波动预计影响公司盈利能力。

公司治理改善不及预期: 随公司控制权变更落地, 公司或面临董事会重组和经营战略调整, 若公司治理体系改善不及预期, 将不利于公司未来的稳健经营。

B端渗透、全国化扩张不及预期风险: B端业务系公司重点布局方向, 全国化布局深化亦是公司增长空间, 无论公司B端渗透还是全国化扩张不及预期都会影响市场情绪。

食品质量安全风险: 行业易出现食品安全问题, 一旦发生将对公司品牌名誉、未来发展产生不利影响。

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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn