

# 千禾味业 (603027.SH)

## 买入(首次评级)

### 抢占身位领跑高端赛道，乘风破浪提振扩张动能

当前价格：13.7元  
 目标价格：19.52元

#### 投资要点：

➤ **零添加领航员深耕基调赛道。**公司始于上游焦糖色等食品添加剂，2001年开始布局调味品业务并成功转型。16年成功上市后，公司进一步苦修内功，包括推动品牌力跃迁、加速渠道裂变与扩产步伐等；期间，公司成功把握住行业升级等机遇并实现稳步快增，16-22年营收CAGR为21%。后疫情时代，公司一度面临需求疲软、渠道碎片化、原料价格攀升等困境，但在22年添加剂舆情与龙头内部调整期间厚积薄发，最终实现业绩逆势高增。

➤ **酱油市场稳步扩容，健康属性凸显引领行业价值提升。**近年，我国酱油市场稳步扩容，2017-22年期间CAGR约7%；而从量价视角看，行业已经进入价值提升驱动规模增长阶段。未来在刚需提质与品类升级共同推动下，我们认为酱油业价格带有望复刻日本同业、长期向上发展。其中，零添加酱油成为近年行业健康化升级的主线，预计未来两年增长中枢超20%。此外，我国食醋行业已进入发展成熟期，近年在功能、场景多样化驱动下平稳扩容；而料酒目前处于品类渗透期，前景广阔。

➤ **主业酱油引领、多品类共进，渠道补能加速全国化扩张。**在动销、铺货良性循环下，主业酱油有望实现较高的增长中枢，具体原因如下：1) 零添加品类渗透红利；2) 品牌心智红利；3) 渠道补能红利；4) 品类扩充红利。而在主业酱油引领下，品牌效应、渠道协同促进食醋等业务扩张，其中料酒等具备更强的品类β红利，预计增长中枢高。最后从渠道角度，线上持续攫取渠道扩张红利，线下通过渠道补能，加速全国化扩张步伐。

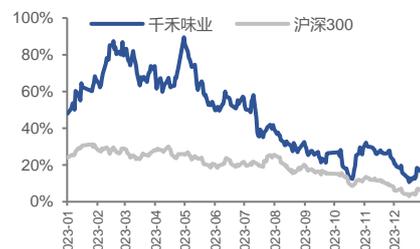
➤ **盈利预测与投资建议：**预计公司2023-2025年归母净利润将达到5.4/6.7/8.1亿元，三年分别同比增长56%/25%/21%。考虑到零添加品类红利、酱油主业或具备较高的增长中枢，叠加原材料价格不断改善，公司业绩有望延续快增。因此，我们给予公司2024年30倍PE，对应目标价19.52元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

➤ **风险提示：**需求复苏不及预期，零添加品类渗透不及预期，食品质量安全风险，主要原材料价格波动风险，全国化扩张不及预期等。

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1028/959
总市值/流通市值 (百万元)	14081/13132
每股净资产 (元)	3.38
资产负债率 (%)	14.82
一年内最高/最低 (元)	25.97/13.7

#### 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
- 《中炬高新(600872.SH)覆盖报告：共振行业发展，治理结构持续优化提升未来预期》2024-1-18
- 《周专题|再论我国酱油C端消费升级路径，探寻品类β机遇》2024-1-29

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,925	2,436	3,216	3,847	4,528
增长率	14%	27%	32%	20%	18%
净利润(百万元)	221	344	537	669	812
增长率	8%	55%	56%	25%	21%
EPS(元/股)	0.22	0.33	0.52	0.65	0.79
市盈率(P/E)	64	41	26	21	17
市净率(P/B)	7	6	5	4	4

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：酱油类：**首先，公司零添加品牌心智高，头道系列产品力强，酱油主业有望充分受益零添加品类渗透率提升红利，而且本文测算得品类未来两年增长中枢超 20%；其次，公司持续加强全渠道运作，深化全国化扩张。最后，30 万吨新产能逐步落地为酱油主业未来持续扩张提供支撑。此外，公司零添加品类吨价更高，近年战略品类快速增长有望带动吨价上行。预计 2023-25 年酱油销量增速为 35%/20%/18%，吨价增速分别为 0.3%/0.3%/0.3%，营收增速分别为 35.4%/20.4%/18.4%。

**假设 2：食醋类：**公司食醋业务近年稳步快增，主要受益于品牌影响力提升带动自然动销、渠道补能形成协同效应以及零添加品类渗透红利。预计 2023-25 年食醋销量增速为 21%/15%/13%，吨价增速分别为 0.38%/0.32%/0.32%，营收增速分别为 21.5%/15.4%/13.4%。**料酒类：**料酒赛道仍具备渗透率提升空间，近年在多元烹饪、B 端扩容等催化下持续扩容；而公司料酒业务同时充分受益于品牌影响力扩大与渠道协同效应释放。预计 2023-25 年料酒销量增速为 26%/20%/18%，吨价增速为 0.3%/0.2%/0.2%，营收增速为 26.4%/20.2%/18.2%。

**假设 3：毛利率方面，**在短期需求回暖、长期健康化升级的背景下，公司产品结构有望不断优化（零添加酱油占比持续提升）；同时成本端豆粕、包材等原料价格下行，有助于公司毛利率改善。因此，预计 2023-25 年公司毛利率分别为 37.79%/38%/38.16%。其中，酱油主要受益于产品结构改善与成本改善红利，预计 2023-25 年毛利率分别为 38.9%/39.1%/39.2%。

### 区别于市场的观点：

市场认为公司历经一轮铺货周期，未来营收增长或面临动销压力；尤其零添加品类渗透不及预期，影响公司动销增长，进而导致公司主业增长中枢下修风险。而我们认为零添加品类并非升级中间态，未来两年仍具备品类渗透红利，而且公司品牌先发优势显著，叠加积极的渠道政策，未来有望进入动销增长与招商铺货的良性循环，因此，我们预计主业酱油保持较高的增长中枢。此外，公司通过产品扩充、渠道补能加速全国化渗透，而伴随多渠道通路的打开，公司未来成长空间广阔。

### 股价上涨的催化因素：

零添加品类渗透超预期，带动公司酱油主业增长中枢上移；公司零添加品类动销超预期，渠道端再现补库情况；公司全国化扩张，不断打造出样板市场。

### 估值和目标价：

鉴于海天味业、中炬高新、恒顺醋业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 36/29/24 倍；预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 5.4/6.7/8.1 亿元，三年分别同比增长 56%/25%/21%。考虑到零添加品类红利、酱油主业或具备较高的增长中枢，叠加原材料价格不断改善，公司业绩有望延续快增。因此，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标价 19.52 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，零添加品类渗透不及预期，食品质量安全风险，主要原材料价格波动风险，全国化扩张不及预期等。

## 正文目录

1.	零添加领航员深耕基调赛道，高质量发展下步履坚实.....	5
2.	泛健康需求崛起，基础调味品升级空间广阔 .....	7
2.1	酱油市场稳步扩容，健康属性凸显引领行业价值提升.....	7
2.1.1	行业稳步扩容，价值提升或为未来发展主线 .....	7
2.1.2	以邻为鉴，健康型酱油品类β持续凸显 .....	9
2.2	食醋市场平稳扩张，料酒赛道发展欣欣向荣 .....	10
3.	品牌资产构筑竞争抓手，多维发力强化先发优势 .....	11
4.	酱油主业引领、多品类共进，渠道补能加速全国化扩张.....	13
5.	盈利预测与估值分析.....	16
5.1	盈利预测.....	16
5.2	相对估值分析.....	18
6.	风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1: 千禾味业发展历程与经营业绩复盘 .....	6
图表 2: 主营业务收入及增速 (百万元) .....	6
图表 3: 主营业务毛利率 (%) .....	6
图表 4: 我国酱油业市场稳步扩容 .....	7
图表 5: 疫情前, 酱油零售均价增速高于 CPI 增速 .....	7
图表 6: 以海天、美味鲜为例, 复盘行业近十年提价情况 .....	8
图表 7: 日本特级酱油结构占比持续提升 .....	8
图表 8: 我国酱油品阶升级空间大 .....	8
图表 9: 22Q1-23Q3 健康属性酱油销售额占比/% .....	10
图表 10: 零添加酱油市场空间与增长中枢测算 .....	10
图表 11: 我国酱油业近十年健康化升级梳理 .....	10
图表 12: 食醋消费量稳健增长 (万吨) .....	11
图表 13: 料酒品类渗透率提升期, 产量持续扩张 .....	11
图表 14: 23Q3 VS 22Q3 酱油品牌份额得失分析 .....	12
图表 15: 产品、渠道等多维发力, 持续强化公司零添加品牌势能 .....	13
图表 16: 公司生产端采用自然酵场、古法新酿 .....	13
图表 17: 公司在线上渠道常年保持领先地位 .....	13
图表 18: 主业酱油有望实现较高的增长中枢 .....	14
图表 19: 公司持续扩充经销商体量, 加速全国化扩张 .....	15
图表 20: 公司在线上渠道持续增长 (百万元) .....	15
图表 21: 公司产品、渠道及市场扩张周期梳理与展望 .....	15
图表 22: 业务拆分与预测 .....	17
图表 23: 相对估值分析 .....	18
图表 24: 财务预测摘要 .....	20

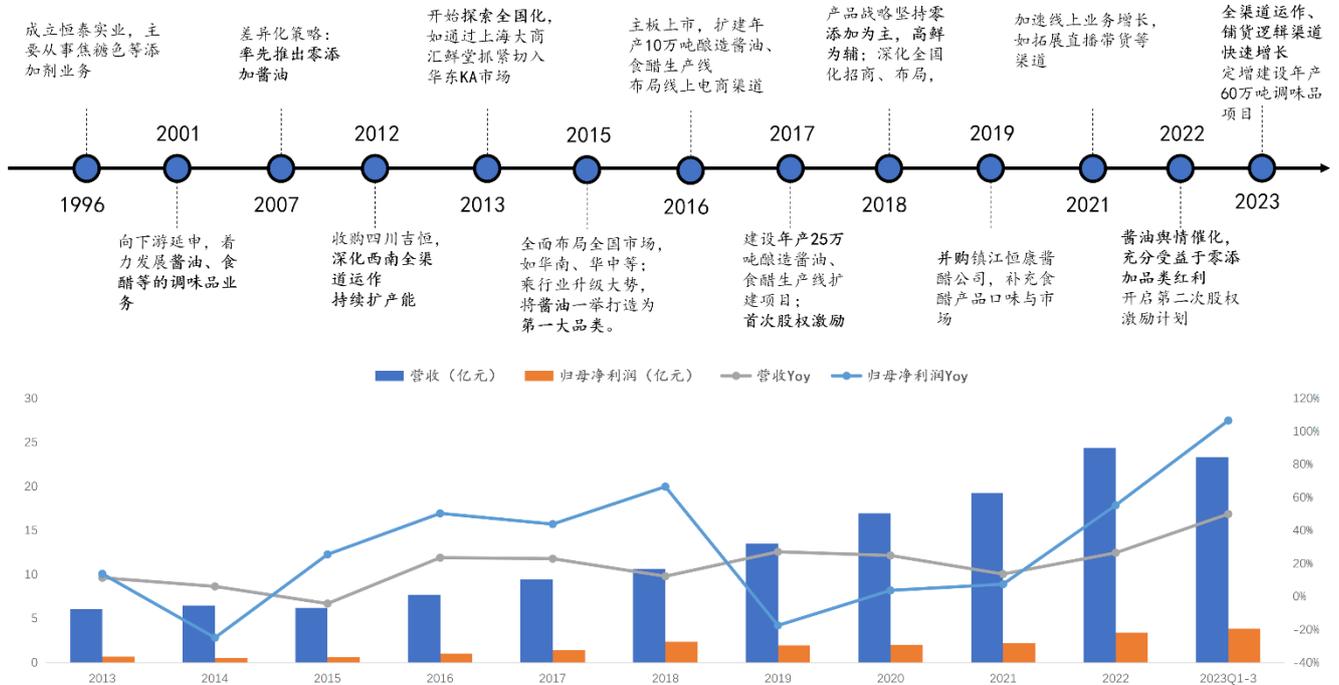
## 1. 零添加领航员深耕基调赛道，高质量发展下步履坚实

公司始于上游焦糖色等食品添加剂，2001年开始布局调味品业务并成功转型。自发力酱油、食醋等业务以来，公司立足西南，持续扩产、招商，同时通过产品、渠道差异化策略（如卡位零添加品类，深耕KA商超渠道）不断打开外埠市场。16年成功上市后，公司继续苦修内功，包括推动品牌力跃迁、加速渠道裂变与扩产步伐等；期间，公司成功把握住行业升级、泛健康化需求崛起等机遇，并实现稳步快增，16-22年营收及归母净利润CAGR分别为21%/23%。后疫情时代，公司一度面临需求疲软、渠道碎片化、原料价格攀升等压力，但充分受益于22年酱油添加剂舆情与龙头内部调整，最终实现业绩逆势高增。整体而言，公司发展历程可分为以下三个阶段：

- **转型、聚焦调味品赛道(1996-2012年)**：公司前身为四川恒泰实业，由实际控制人伍学明、伍超群共同创立，主要从事焦糖色等食品添加剂的研、产、销。2001年，公司开始向下游拓展，积极布局酱油、食醋等调味品业务，并在聚焦调味品赛道中不断打开局面：如07年在业内率先推出“零添加”酱油，2010年技改扩产至10万吨产能，注重研发投入以及12年并购吉恒，加速西南区域全渠道渗透等。
- **顺周期全国化扩张(2013-2020年)**：在需求升级的大背景下，公司一方面聚焦零添加系列，同时积极推动酱油、食醋等结构升级，如头道原香酱油、窖醋等中高端产品销售比重逐渐加大；另一方面，大举投入外埠市场、开启全国化扩张。如2013年通过核心大商撬动华东商超市场，15年开始围绕酱油全面拓展全国市场，同年酱油成为第一大业务。16年公司成功上市后，品牌影响力快速提升；同时，公司加速产能扩张、渠道拓展，如同年投产10万吨酱醋产能，次年启动年产25万吨扩建项目等。总之，行业景气期，公司成功进入规模跃迁、质效双升的快车道。
- **品类红利下加速扩张(2021-至今)**：后疫情时代，经济增长转弱，场景受损、需求疲软，原料价格攀升以及竞争加剧等给基调公司经营业绩带来较大挑战。而公司同样面临降速换挡、盈利下修等困境。对此，公司保持苦修内功，如坚持以零添加为主同时积极开发复调等新品，加速布局直播带货等线上新渠道。随着22年酱油添加剂舆情爆发，公司凭借前期的品类卡位、渠道沉淀与消费者培育厚积薄发、充分受益，同年Q4多款产品出现脱销，经销渠道环比明显提速（22Q3增速约15%提升至Q4约

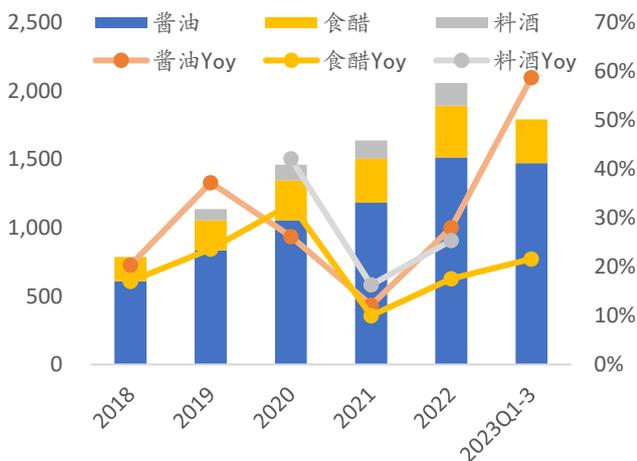
65%)。随后,公司顺势开启全渠道运作,加速全国化扩张,最终 23Q1-3 业绩端成功进入铺货快增期。

图表 1: 千禾味业发展历程与经营业绩复盘



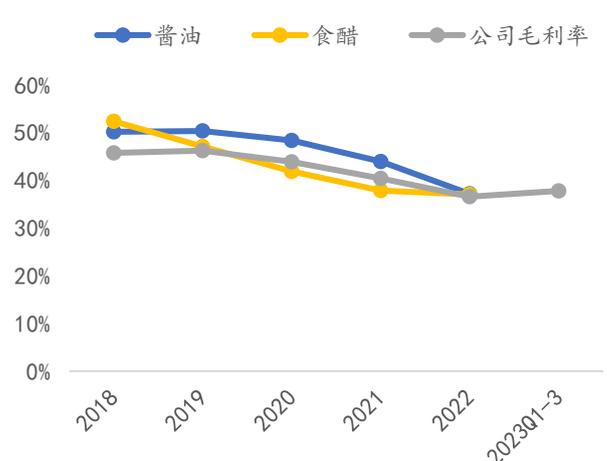
数据来源: wind, 公司官网, 公司公告, 调料家, 中国网, 中国调味品协会, 华福证券研究所

图表 2: 主营业务收入及增速 (百万元)



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 3: 主营业务毛利率 (%)



数据来源: wind, 华福证券研究所

## 2. 泛健康需求崛起，基础调味品升级空间广阔

**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成瘾性；且作为刚需，调味品行业周期波动小，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。近年，伴随健康需求崛起、B端餐渠等扩容，调味品赛道不断展现结构性增长机会。

### 2.1 酱油市场稳步扩容，健康属性引领行业价值提升

#### 2.1.1 行业稳步扩容，价值提升或为未来发展主线

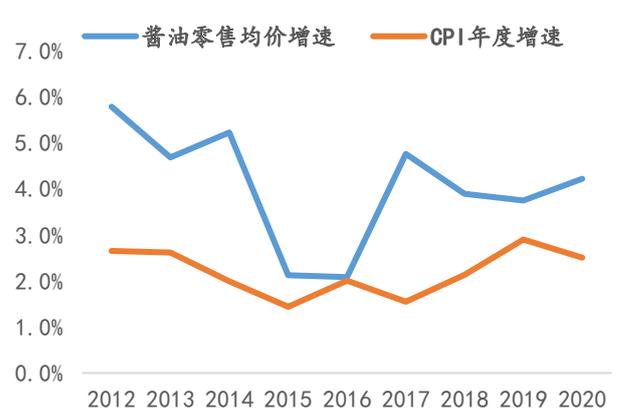
作为调味品中的核心子赛道，我国酱油市场近年来稳步扩容；而从量价角度看，行业已经进入价值提升驱动规模增长阶段。根据《2023年酱油业趋势洞察白皮书》，我国酱油业2022年市场零售额约969亿，2017-22年期间CAGR约7%；分量价看，立鼎产业研究院显示2016-2021年我国酱油业销量、吨价CAGR分别为3.27%/3.86%，其中销量方面，近年受需求、场景等因素影响而持续降速，而行业均价在品类升级与原料价格波动催生的提价周期双重作用下持续向上，且价格端增长中枢高于CPI增速。因此，我们预计酱油业规模扩张已逐步过渡到以价增为核心驱动的阶段。

图表 4：我国酱油业市场稳步扩容



数据来源：天猫&李锦记&联府《酱油行业趋势洞察报告》，华福证券研究所

图表 5：疫情前，酱油零售均价增速高于 CPI 增速



数据来源：欧睿，wind，勤策《中国酱油行业发展趋势报告》，华福证券研究所

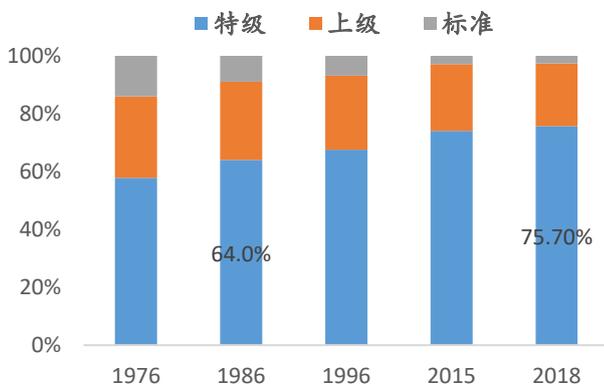
图表 6：以海天、美味鲜为例，复盘行业近十年提价情况

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

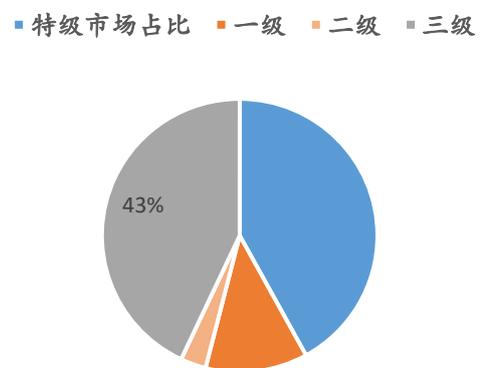
近年，受需求疲软、渠道碎片化以及原料价格波动等影响，酱油业一度面临价盘不稳、品牌内卷加剧等困境；预计 23 年家庭端主流价格带或较 10-15 元略微回落。但伴随我国经济企稳、需求持续回暖以及龙头主动调整，酱油业正逐步回归良性的量价增长节奏。复盘日本酱油业近半个世纪的发展，其消费端整体呈现出“低频高质”的趋势，高品阶酱油占比持续提升；而行业主流价格带向上跃迁背后，无外乎健康需求崛起、龙头品类升级等共同引领；同时，历次消费税改促进消费均价阶段性、跳跃式提升。目前我国酱油消费结构中特级酱油占比不高，未来在刚需提质（健康化）牵引与品类升级共同推动下，我们认为酱油业价格带有望复刻日本同业、长期向上发展，且预计酱油价格增速将保持高于 CPI 增速的态势；而在原料价格波动周期中，龙头引领的提价则阶段性拔高行业价增斜率。

图表 7：日本特级酱油结构占比持续提升



数据来源：日本酱油协会，柯继《日本酱油的标准种类及特点》，夏恒连《日本酱油、醋需求动向》，华福证券研究所

图表 8：我国酱油品阶升级空间大



数据来源：中国调味品协会，勤策《中国酱油行业发展趋势报告》，华福证券研究所

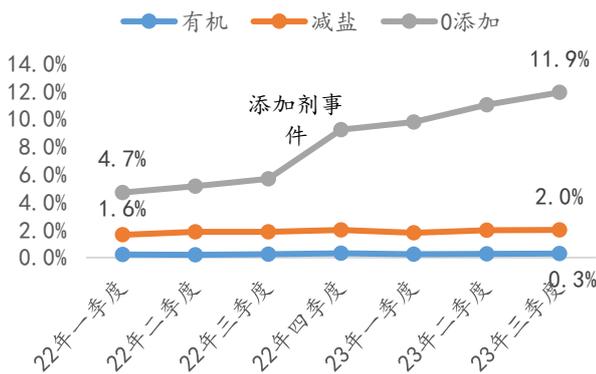
### 2.1.2 以邻为鉴，健康型酱油品类β持续凸显

镜鉴日本，尽管其酱油消费量受饮食多元化、社会人口趋势等因素影响而持续下滑，但在品类端，行业仍具备结构化机会，其中低盐、无大豆、有机、鲜榨等健康型酱油在人均消费量见顶后相继被龙头推出，它们卡位更高价格带同时出现过快速渗透期，最终表现为阶段性品类β红利。而回顾我国酱油业近十年品类升级历程：**在高鲜品类如火如荼地发展后，国务院2017年印发的《国民营养计划（2017-2030）》进一步推动健康型酱油渗透，并逐步成为市场主流；其中，零添加酱油成为近年健康升级的主线，增长中枢高。**

- 零添加酱油系近年行业健康化发展的主线，尤其在22年添加剂舆情催化下，零添加在零售端渗透率快速提升；究其原因：我们认为添加剂、双标等内容更容易引起抵触情绪与病毒式传播，而在消费者反向思考下，零添加酱油便成为其决策最优项。而展望零添加酱油未来发展与空间，我们首先测算得该品类23年市场规模（零售口径）约44亿元，且假设未来两年零添加销售渗透率每年提升2%，酱油零售市场保持5%的复合增速，**预计零添加品类未来两年增长中枢保持在20%+**。此外，伴随健康化需求持续升级与酱油龙头纷纷布局零添加，该品类有望迎来持续扩充，例如零添加减盐系列，零添加低脂低糖系列等。
- 伴随国家积极号召，大众减盐健康意识的觉醒与减盐运动的兴起，酱油作为日常饮食中盐分的重要来源（食用1汤匙约15 mL的酱油就能达到WHO推荐的每日钠摄入量的38%），近年也迎来低盐化发展；同时海天、李锦记等龙头积极布局，进一步促进低盐酱油快速渗透；根据《尼尔森2020零售数据》显示，2020年该品类市场增速达82%。然而，低盐酱油一方面难以平衡或协调咸味和鲜味的技术难题，另一方面还面临消费者口味短期难以更改等需求痛点，这也导致低盐酱油仍未跨越渗透拐点，市场规模整体偏小。具体而言，我们根据马上赢数据测算得，22年减盐酱油在零售端市场规模接近7亿元。但可喜的是，消费代际的更迭、减盐技术的精进以及消费人群细分化等在不断促进减盐品类的发展，长期增长空间广阔。
- 在近年健康消费崛起的趋势下，食品有机化同样是重要主题之一，而对应的有机酱油近年也在稳步增长；例如，根据香港贸发局的调查，2017年内地消费者有机酱油的购买频率平均有30%的增长。具体而言，有机酱油主要由

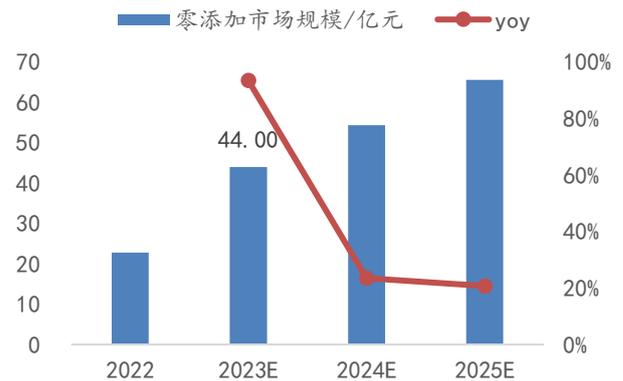
有机原料酿制而成，生产环境、生产工艺等标准高，且必须在具备国家有机认证后方能上市，故生产端诸多环节普遍面临较高的成本压力，进而拔高了有机酱油的价格定位（定价远高于主流价格带）。但大众消费者的感知价值依旧与产品超高定价不匹配，进而导致有机酱油目前仍处于渗透率缓慢提升阶段。

图表 9：22Q1-23Q3 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

图表 10：零添加酱油市场空间与增长中枢测算



数据来源：马上赢，天猫&李锦记&联蔚《酱油行业趋势洞察报告》，华经产业研究院，华福证券研究所

图表 11：我国酱油业近十年健康化升级梳理

类别	定义	标准	零售定价	22年市场规模/亿元
零添加酱油	具体指只采用黄豆、小麦、食用盐、白砂糖和酵母提取物或食用酒精酿造而成的酱油。且不含防腐剂、味精、着色剂、甜味剂和增味剂。	/	8.9-12.8元/500ml 接近、略高于主流价格带	接近 23
减/低盐酱油	以大豆和/或脱脂大豆、小麦和/或小麦粉和/或麦麸为主要原料，经微生物发酵后，通过减盐技术，与参考酱油（19g/100ml）相比食盐含量减少 25%以上（低盐酱油含盐量≤9g/100ml）酿造而成的酱油。	团体标准	7.9-11.8元/500ml 接近、略高于主流价格带	接近 7
有机酱油	指采用有机原料酿制且生产环境、生产工艺存在严格标准的酱油。有机酱油产品包装上包含有机编码认证，在产品检测过程中也不得检出任何农残。	国家认证标准	约 50 元/500ml 远高于主流价	规模较小 缓慢渗透
高鲜酱油	指氨基酸氮含量超 1.2g/100ml 的高品质酿造酱油	/	7-10 元/500ml 接近主流价格带	预计 120+

数据来源：马上赢，天猫&李锦记&联蔚《酱油行业趋势洞察报告》，华经产业研究院，京东，中国调味品协会，粮油调味营销，华福证券研究所

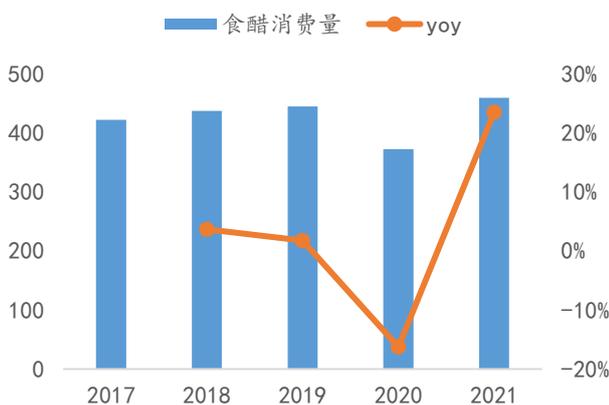
## 2.2 食醋市场平稳扩张，料酒赛道发展欣欣向荣

食醋行业已进入发展成熟期，近年平稳扩容；且行业未来整合空间大。近年，我国食醋需求量平稳增长，根据智研咨询，2017-2021 年食醋消费量 CAGR 达 2%；截止

2022年，国内食醋市场规模（出厂口径）增长至179.2亿元，其中餐饮市场系下游主要渠道，22年占比达47%。且相较海外同业，我国食醋产品在功能性开发和产品多样化方面仍具备较大提升空间，如食醋消费近年开始从调味醋向饮料醋、功能醋、保健醋等方向延伸，故预计我国食醋市场以低个位数增速平稳扩容。另一方面，我国食醋业面临格局分散，区域特征显著等问题，例如我国四大名醋包括山西老陈醋、镇江香醋、保宁醋、永春老醋，分别辐射华北、华东、西南以及华南区域；行业未来仍具备较大的整合空间。

**料酒目前处于品类渗透期，未来发展前景广阔。**首先，相较食醋等基础调味品，料酒功能更多样，具体包括去腥、增鲜、调味等；其次，料酒具备适用菜品广泛（近乎涵盖所有鱼、肉、禽类等荤菜烹饪），区域差异化小等特征，更容易市场参与者集中资源发展；因此，料酒市场近年快速扩容。根据智研咨询统计，2021年料酒产量提升至350.5万吨，市场规模增长至147.36亿元。未来在多元烹饪、B端扩容等催化下，智研咨询预计2028年行业规模将达到234亿元，对应2021-2028年CAGR为7%。而伴随品类渗透率不断提升，料酒有望成为调味品赛道中仅次于酱油和复合调味品的第三大品类。

图表 12：食醋消费量稳健增长（万吨）



数据来源：华经产业研究院，华福证券研究所

图表 13：料酒品类渗透率提升期，产量持续扩张



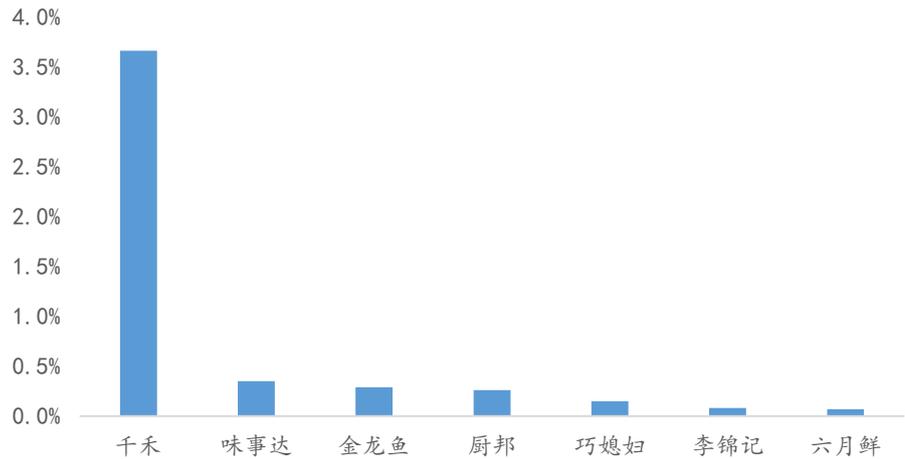
数据来源：智研咨询，华福证券研究所

### 3. 品牌资产构筑竞争抓手，多维发力强化先发优势

公司深耕零添加品类，先发优势显著、品牌心智牢固。作为最早布局零添加调味品厂商，公司早在2007年率先推出零添加酱油——头道原香系列，随后围绕零添加概念持续扩充品类、拓展渠道以及培育消费者；即便2018年前后高鲜酱油发展如火

如茶，公司坚定以零添加系列为核心、以高鲜酱油为辅的产品策略，并通过中高端、健康化定位，持续攫取行业品阶升级、消费者健康意识觉醒红利。十年磨一剑，公司凭借十余载品类深耕、充分的KA渠道投入与消费者教育，一举成为22年添加剂舆情事件下的最大赢家；根据马上赢数据统计，2023年Q3公司在酱油零售渠道份额同比提升最大。长期来看，公司有望将“千禾”打造成高品质健康调味品第一品牌。

**图表 14：23Q3 VS 22Q3 酱油品牌份额得失分析**

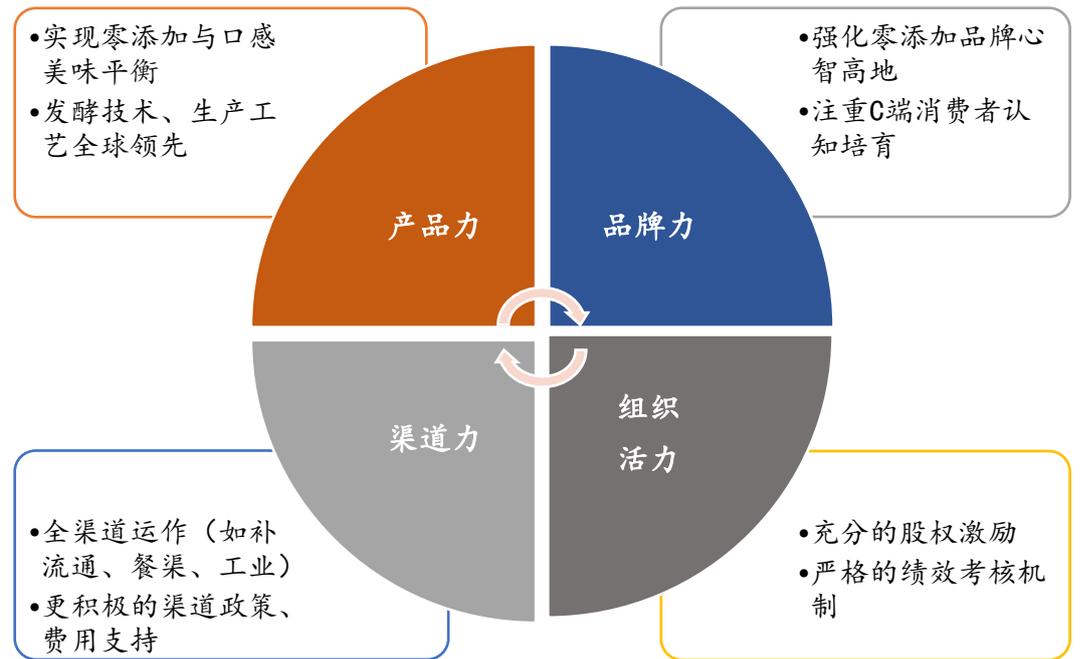


数据来源：马上赢，华福证券研究所

**产品壁垒、渠道补能巩固公司品牌、先发优势，多维发力拔高公司增长势能。**论文《零添加酱油的研究与开发》（高国欢）中显示，由于不含增色剂、鲜味剂和防腐剂，零添加酱油容易出现整体口味不协调、鲜味不足以及口感偏咸、偏涩等感官风味问题。而公司基于多年研发沉淀与日本人才引进，在零添加酱油发酵技术、生产工艺端已取得全球领先水平，其中包括独特的菌种，呈鲜、呈香物质以及先进的设备。因此，我们认为在品类渗透率快速提升期，强大的产品力进一步巩固公司在零添加品牌先发优势。此外，公司持续扩充产品矩阵，以匹配渠道补能、区域拓展态势。

另一方面，自2016年布局电商渠道以来，公司持续攫取线上渠道红利；根据魔镜数据，公司电商渠道份额常年保持行业前列（仅统计2022年淘系、京东、抖音渠道数据，千禾份额约22%）。线下端，尽管公司目前网点覆盖率、渠道影响力不及行业龙头，但伴随近年零添加品类崛起与千禾品牌影响力大幅提升，公司全渠道运作步伐迎来提速；尤其在配合更积极有为的渠道、费补政策下，公司加紧对省外流通、餐饮、食品工业等渠道的补位发展，进一步提升增长势能。

图表 15：产品、渠道等多维发力，持续强化公司零添加品牌势能



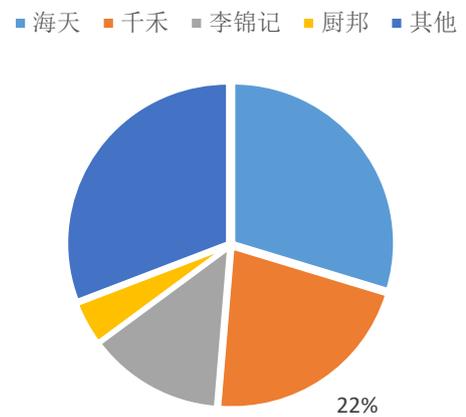
数据来源：华福证券研究所自制

图表 16：公司生产端采用自然酵场、古法新酿



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 17：公司在线上渠道常年保持领先地位



数据来源：魔镜，华福证券研究所；仅统计 22 年淘系、京东、抖音渠道

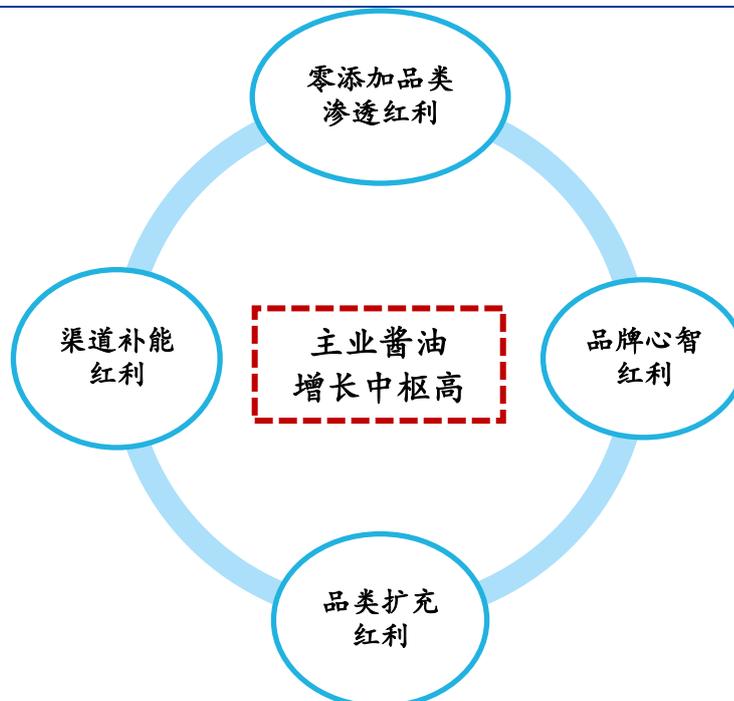
#### 4. 酱油主业引领、多品类共进，渠道补能加速全国化扩张

动销、铺货良性循环下，主业酱油有望实现较高的增长中枢。伴随一轮铺货周期进入阶段性尾声，公司开始进入动销检验与招商铺市并行的阶段。期间，我们认为公司主业酱油仍有望保持较高的增长中枢，具体原因如下：1) 零添加品类渗透红利：

公司酱油主业以零添加产品为核心，而前文我们测算得零添加酱油市场未来两年增速达 20%+，品类β红利有望支撑主业增长中枢；2) 品牌心智红利：成熟市场中，公司品牌心智牢固、动销复购良性增长，同时伴随品牌影响力持续扩大，叠加更积极的渠道政策，公司新市场酱油动销或迎来提速；3) 渠道补能红利：公司仍处于积极招商、网点开拓期，而新渠道、新市场的铺货红利有望拔高主业增速；4) 品类扩充红利：预计公司 23 年推出定位低于 10 元的零添加产品，以打通流通渠道，并取得良好的市场反馈，同时公司也在布局零添加+减盐/低盐等新产品，卡位行业健康化升级趋势。

**品牌效应、渠道协同促进食醋等业务扩张，其中料酒等具备更强的品类β红利，预计增长中枢高。**目前公司有六大品类，其中酱油、食醋、料酒及蚝油构成公司营收主要来源。展望未来，在主业酱油引领下，公司品牌红利、渠道协同效应进一步释放，预计食醋等成熟品类有望实现高于行业平均增速；其中，公司并购的“金山寺牌”镇江香醋，作为口味补充，或进一步促进公司把握食醋业多元化发展机遇。此外，前文提到料酒行业规模 2021-2028 年复合增速逾 7%，同时复调也具备双位数增速，整体需求β相对更强；叠加低基数，我们认为料酒等品类有望充分受益于品牌效应、渠道协同，未来增长中枢高。

图表 18：主业酱油有望实现较高的增长中枢

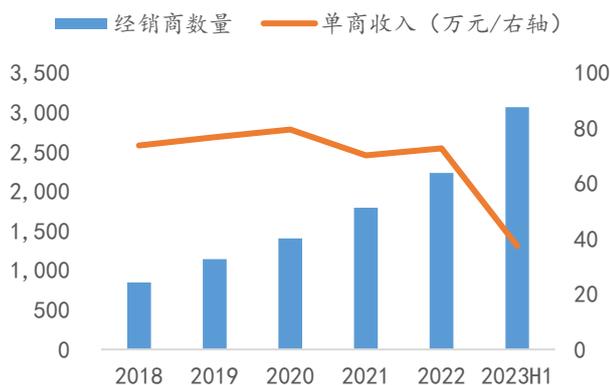


数据来源：华福证券研究所自制

**线上持续攫取渠道红利；线下渠道补能，加速全国化扩张步伐。**首先，相较于同业海天味业、美味鲜等龙头，公司线上渠道布局早、业务增速快（2019-2022年CAGR达72%，而根据《酱油行业趋势洞察报告》，同期酱油业线上渠道CAGR为37%）、营收占比高（2022年电商渠道销售占比达26%），系公司近年营收增长的核心贡献。且伴随零添加品类持续渗透、公司品牌影响力扩大，电商渠道有望延续快增。除电商渠道外，公司直销渠道还包括西南等区域的KA商超，尽管近年受社区BC超、团购等分流影响，但在品牌红利与严苛考核下，预计未来能实现平稳增长。

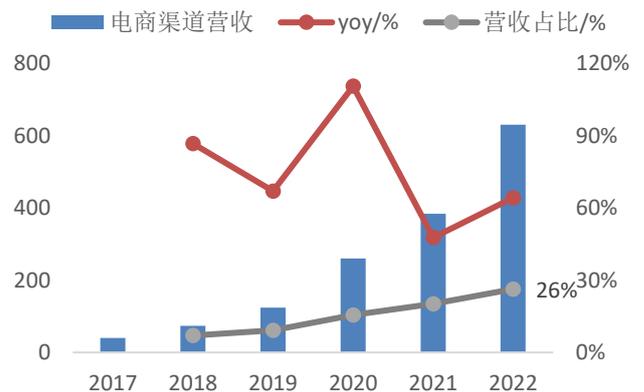
其次，自2013年布局省外市场以来，公司充分让利于新市场、新渠道，即通过大量资源投入成功打通全国多地KA渠道。但相较于同业龙头，公司目前本埠市场占比高，其中2022年西部区域营收占比逾40%，而南部区域仅占个位数，故公司整体仍处于初步全国化阶段。近年，在行业品类变局催化下，公司顺势开启全渠道运作，尤其加紧对省外流通、餐饮、食品工业等渠道的布局。具体来看，公司或通过匹配市场的新品（如定位更低的零添加）、更高的渠道利润加速对新渠道、市场的渗透；同时，公司在保证经销商体量稳定下持续招商（2021年末-2023年H1，外埠市场经销商数量增长近75%，而西部区域增长约26%）。因此，我们认为公司在品类变局、品牌红利与渠道补能等作用下，有望加速建设薄弱市场，实现全国一盘棋。

图表 19：公司持续扩充经销商体量，加速全国化扩



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 20：公司在线上渠道持续增长（百万元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 21：公司产品、渠道及市场扩张周期梳理与展望



数据来源：华福证券研究所自制

## 5. 盈利预测与估值分析

### 5.1 盈利预测

**酱油类：**首先，公司零添加品牌心智牢固，头道系列产品力强，酱油主业有望充分受益零添加品类渗透率提升红利，而且前文测算得品类未来两年增长中枢超 20%；其次，公司持续加强全渠道运作，深化全国化扩张。最后，30 万吨新产能逐步落地为酱油主业扩张提供支撑。此外，公司零添加品类吨价更高，近年战略品类快速增长有望带动吨价上行。预计 2023-25 年酱油销量增速为 35%/20%/18%，吨价增速分别为 0.3%/0.3%/0.3%，营收增速分别为 35.4%/20.4%/18.4%。

**食醋类：**公司食醋业务近年稳步快增，主要受益于品牌影响力提升带动自然动销、渠道补能形成协同效应、中低端定位以及零添加品类红利。预计 2023-25 年食醋销量增速为 21%/15%/13%，吨价增速分别为 0.38%/0.32%/0.32%，营收增速分别为 21.5%/15.4%/13.4%。

**料酒类：**料酒赛道仍具备渗透率提升空间，近年在多元烹饪、B 端扩容等催化下持续扩容；而公司料酒业务同时充分受益于品牌影响力扩大与渠道协同效应释放。预计 2023-25 年料酒销量增速为 26%/20%/18%，吨价增速分别为 0.3%/0.2%/0.2%，营收增速分别为 26.4%/20.2%/18.2%。

**毛利率方面：**在短期需求回暖、长期健康化升级的背景下，公司产品结构有望不断优化（零添加酱油占比持续提升）；同时成本端豆粕、包材等原料价格下行，有助于公司毛利率改善。因此，预计 2023-25 年公司毛利率分别为 37.79%/38%/38.16%。其中，酱油主要受益于产品结构改善与成本改善红利，预计 2023-25 年毛利率分别为 38.9%/39.1%/39.2%。

**费用率方面：**我们认为随着公司规模效应释放、品牌影响力提升以及股权支付费用摊薄，整体费用率成逐步收窄趋势。其中，销售费用端或主要受益于品牌影响力扩大带动品宣促销活动费效比提升。管理费用端，近两年受一次性的股权支付费用影响较大，计提结束后有望迎来大幅改善。故预计 2023-25 年公司销售费用率分别为 12.33%/12.32%/12.26%，管理费用率分别为 4.29%/3.05%/2.58%。

图表 22：业务拆分与预测

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>酱油</b>				
收入（百万元）	1513.14	2048.87	2466.02	2918.64
yoy	28.01%	35.41%	20.36%	18.35%
销量（万吨）	33.60	45.36	54.44	64.23
yoy	27.49%	35%	20%	18%
吨价（百元/吨）	45.03	45.17	45.30	45.44
yoy	0.40%	0.3%	0.3%	0.3%
毛利率	37.15%	38.90%	39.13%	39.24%
业务比例	62.10%	63.71%	64.10%	64.46%
<b>食醋</b>				
收入（百万元）	378.08	459.20	529.80	600.56
yoy	17.59%	21.45%	15.37%	13.36%
销量（吨）	11.14	13.48	15.50	17.52
yoy	18.97%	21%	15%	13%
吨价（万元/吨）	33.94	34.07	34.18	34.29
yoy	-1.16%	0.38%	0.32%	0.32%
毛利率	37.02%	37.80%	37.82%	37.90%
业务比例	15.52%	14.28%	13.77%	13.26%
<b>料酒</b>				
收入（百万元）	167.03	211.04	253.75	300.03
yoy	25.38%	26.35%	20.24%	18.24%
销量（万吨）	2.86	3.60	4.32	5.10
yoy	28.25%	26%	20%	18%
吨价（百元/吨）	58.39	58.56	58.68	58.80
yoy	-2.1%	0.3%	0.2%	0.2%
业务比例	6.97%	6.56%	6.60%	6.63%

**其他主营业务（焦糖色、  
调味料、芝麻油、蚝油等）**

收入（百万元）	338.55	440.12	532.55	633.73
yoy	29.75%	30%	21%	19%
业务比例	14.13%	13.69%	13.84%	14.00%
<b>合计</b>				
收入（百万元）	<b>2436.47</b>	<b>3215.95</b>	<b>3847.34</b>	<b>4527.96</b>
yoy	<b>26.55%</b>	<b>31.99%</b>	<b>19.63%</b>	<b>17.69%</b>
毛利率	<b>36.56%</b>	<b>37.79%</b>	<b>38.00%</b>	<b>38.16%</b>

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、中炬高新、恒顺醋业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36/29/24倍；预计公司2023-2025年归母净利润将达到5.4/6.7/8.1亿元，三年分别同比增长56%/25%/21%。考虑到零添加品类红利、酱油主业或具备较高的增长中枢，叠加原材料价格不断改善，公司业绩有望延续快增。因此，我们给予公司2024年30倍PE，对应目标价19.52元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**图表 23：相对估值分析**

公司	市值(亿)	收盘价 (元)	EPS（摊薄）（元）				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
海天味业	1,952	35.10	1.34	1.09	1.24	1.41	26	32	28	25
中炬高新	167	21.30	-0.77	0.81	1.00	1.20	-28	26	21	18
恒顺醋业	84	7.59	0.14	0.16	0.20	0.25	55	49	37	31
平均值							18	36	29	24
千禾味业	141	13.70	0.36	0.52	0.65	0.79	38	26	21	17

数据来源：wind，华福证券研究所；收盘价等数据截取自2月5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。

**零添加品类渗透不及预期：**公司主业酱油以零添加为核心，高鲜为辅助。如零添加品类渗透不及预期，将影响公司酱油主业增长中枢，进而影响市场预期。

**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与市场地位。

**主要原材料价格波动风险:**公司酱油等主产品中豆粕等原料、包材成本占比较高,上游原材料价格大幅波动将冲击公司短期盈利能力。

**全国化扩张不及预期:**公司目前处于全国化扩张阶段,若市场拓展、渠道补能不及预期,将影响市场对公司未来增长预期,进而影响估值。



## 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