



华安证券  
HUAAN SECURITIES

证券研究报告·公司专题

# 拥抱极致性价比与下沉时代 ——干禾味业投资探讨(603027.SH)

2024. 09. 10

分析师：邓 欣 S0010524010001

dengxin@hazq.com

分析师：陈 姝 S0010522080001

chenshu@hazq.com

华安证券研究所

# 核心结论

- ✓ 我们年初推出极致性价比系列，开篇立足能量饮料&量贩零食，**本篇针对零添加酱油，测算零添加下沉空间及干禾份额机会。**
- ✓ **复盘：零添加酱油渗透率快速提升。**代表企业干禾味业22Q4以来连续4个季度高增，背后原因有三，先发优势：近20年聚焦零添加，先发抢占消费者心智；**强产品矩阵**：SKU数量领跑行业；**强革新能力**：KA外渠道同步发展，外埠占比提升。
- ✓ **当前：零添加市场呈哪些变化趋势？**拥抱极致性价比：干禾零添加价格最低下探至5元500mL；**渠道线上化近场化**：干禾及海天、中炬线上占比分别为20%和4%/2%；**新品功能化理性化**：推新数量回归理性趋于稳定，但功能化诉求进一步加强。
- ✓ **未来零添加市场空间格局展望？**我们的测算结论显示：通过城市分层支出测算可得零添加酱油市场规模45亿元，高线和下沉分别对应18/27亿，**下沉市场60%比重更大**；通过价格带渗透假设测算可得零添加酱油零售规模47亿元（与城市测算基本一致），**零添加10年Cagr10.6%（快于酱油整体Cagr3.5%），其中干禾零添加3年Cagr15.1%（更快于零添加整体）。**
- ✓ **未来干禾味业的利润空间探讨？**基于零添加市场持续扩容，公司产品结构将持续优化，零添加占比提升（均价更高）/高鲜酱油占比下降（均价更低），过往两年公司酱油吨价已连续提升0.4%和1.24%亦可印证。我们对公司利润空间的测算结论显示：**毛利率端，中期5年维度及中性假设下，若公司吨价同比+1%且吨成本同比-1%，酱油业务毛利率可提升1.24pct；净利率端，考虑下沉势能及控费势能同步释放，预计26年整体毛/净利率37.8%/17.3%，较23A可提升0.6/0.8pct。**
- ✓ **类比社区团购终局启示——强者恒强。**相较21年社区团购，总结相同之处为性价比及近场化，不同之处为成本走势相反，社区团购结局启示为强者恒强杂牌出清，我们认为零添加与此有可比意义。综上**本文首推干禾味业（零添加下沉+盈利释放），积极关注海天味业（改革初见成效+渠道捋顺）。**

风险提示：大单品拓展不及预期；渠道拓展低于预期；食品安全事件；经销商利润受损；竞争恶化

# 目录

- 1. 复盘：零添加渗透率快速提升
- 2. 当前：零添加市场变化趋势
- 3. 未来：零添加市场空间探讨及干禾盈利测算
- 4. 类比：社区团购终局启示强者恒强

# ***PART 1***

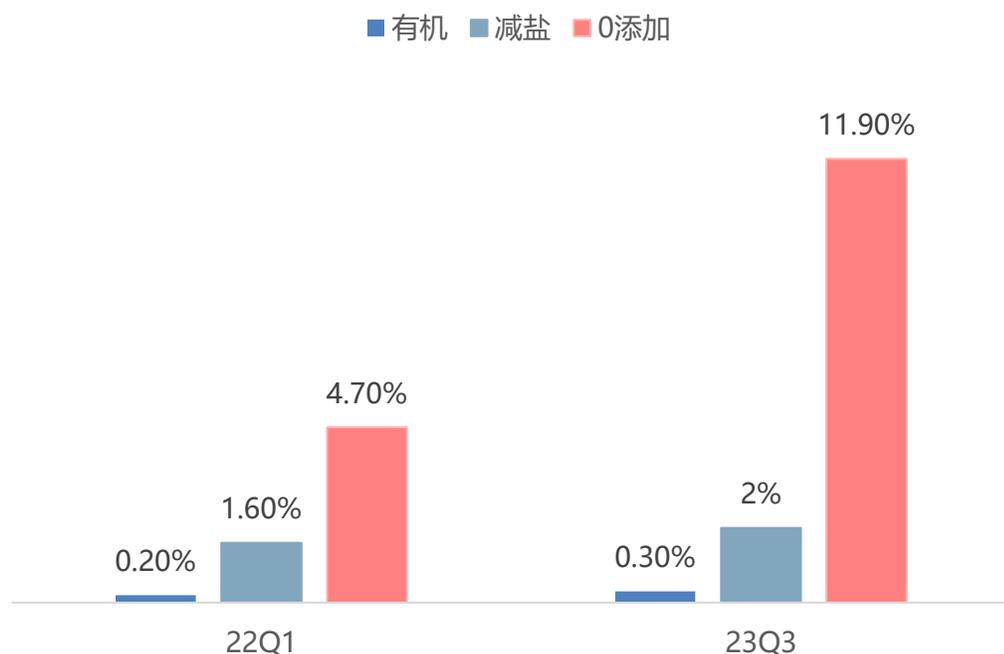
## **复盘：零添加渗透率快速提升**

---

# 事件驱动零添加渗透率提升

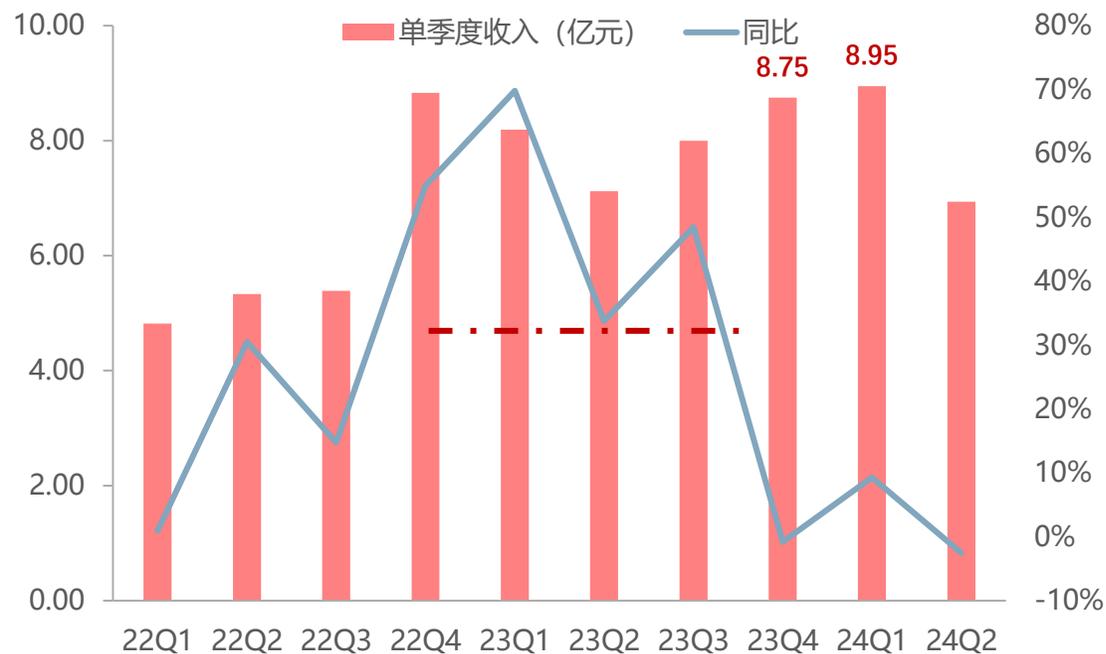
- **零添加酱油，销售额占比快速提升：**在酱油配料表事件后，健康品类更受消费者欢迎，零添加/有机/减盐市场份额快速提升。根据马上赢（仅考虑小超市、便利店等C端渠道，未考虑B端），22Q1至23Q3，零添加酱油销售额占比由4.70%涨至11.90%。
- **千禾连续4个季度，实现高增：**配料表事件以来，千禾连续4个季度实现持续高增（22Q4/23Q1/23Q2/23Q3分别同比增长54.92%/69.81%/33.76%/48.45%），23Q4及24Q1单季度收入体量维持在8.5亿元以上，受基数影响24Q2同比回落，预计H2环比改善。

### 健康属性酱油销售额占比



资料来源：马上赢，华安证券研究所  
(注：该渠道未考虑B端餐饮及工业端数据)

### 千禾味业单季度收入及同比增速变动



资料来源：同花顺，华安证券研究所

# 千禾高增原因：强先发优势

- **先发优势，抢占消费者心智：**千禾成立于1996年，距今成立接近20年，公司聚焦垂直细分零添加领域，主打酱油不添加着色剂、增鲜剂、防腐剂，原汁原味、原酿原香，并积极借势电视广告时代的传播特性，**强化醒目logo，抢占消费者心智。**
- **坚持零添加为发展重心，不断更迭：**2008年首推零添加产品，注重中高价格带的发展，经历10年拓展，2018年确立“零添加为主，高鲜酱油为辅”的发展战略，2023年性价比消费趋势下，**公司注重低端零添加下沉，始终坚持以零添加为发展重心。**

千禾酱油醒目logo



坚持零添加为发展重心，不断更迭

顺序	时间	事件	备注
1	2008年	首推零添加产品	注重中高价格带
2	2018年	确定“零添加为主，高鲜酱油为辅”发展战略，KA渠道强势拓展	高举高打
3	2021年	全国化扩张后，注重流通等渠道发展	产品矩阵齐全
4	2023年	低端零添加下沉，流通渠道进一步完善	9.9元/1L 大包装性价比

资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司公告，新浪网，华安证券研究所

# 千禾高增原因：强产品矩阵

- 22Q3至23Q3，千禾零添加酱油SKU数量从54增到68个，SKU数量领跑行业。** 根据马上赢数据，从22Q3到23Q3，千禾产品矩阵不断完善，该期间零添加酱油SKU产品在售数从54增加到68个。对比之下，22年Q3海天只有19个零添加酱油SKU，23年Q3增长至42个，增长幅度较高，但绝对数量千禾仍领跑行业。
- 除酱油产品矩阵外，千禾食醋/料酒/蚝油等SKU完善，类别品类齐全。** 以天猫旗舰店为例，SKU数量食醋类（8个）/料酒类（7个）/蚝油类（2个），均实现大包装+小规格良好补充。零添加品类齐全，有利于拓宽零添加产品线，实现组合拳式下沉。

海天&千禾零添加酱油SKU对比

品牌	22Q3 (个)	23Q3 (个)	增加 (个)
海天	19	42	23
千禾	54	68	14

资料来源：马上赢，华安证券研究所

千禾产品矩阵完善

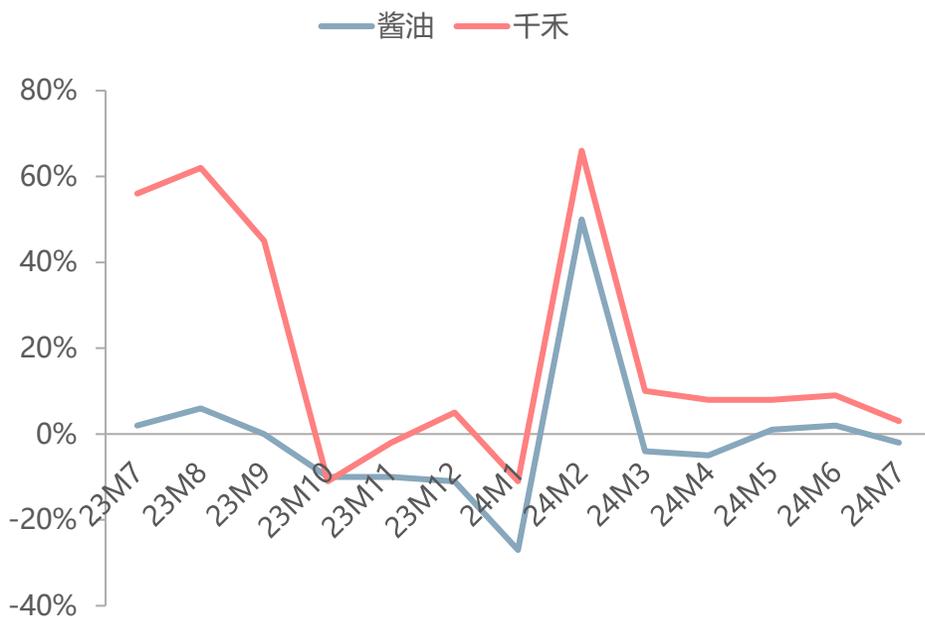


资料来源：天猫旗舰店，华安证券研究所

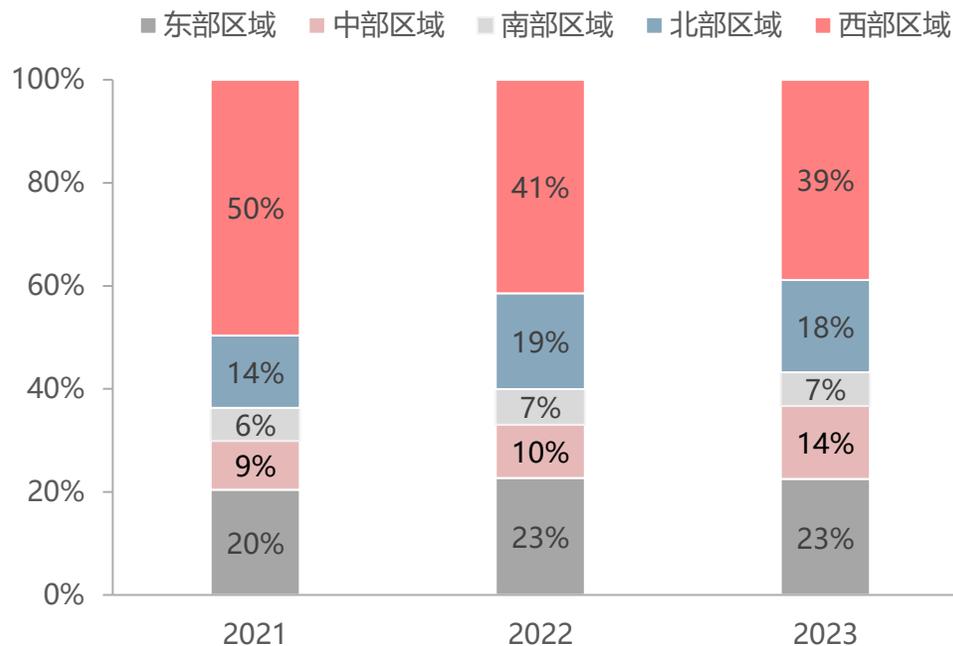
# 干禾高增原因：强革新能力

- 产品+渠道双切换：**①过去干禾流通渠道使用的产品主要是非零添加系列，通过高鲜酱油铺市，在传统渠道(eg流通渠道)中扩大份额，整体盈利能力较差。②配料表事件后，通过具备性价比的低端零添加产品，加码流通渠道，实现产品+渠道双切换。
- 渠道良好补充：23M7至24M7，干禾月度销售额同比增长最高达66%，且基本高于酱油整体。**根据马上赢数据（统计渠道包括大卖场、小超市、便利店、食杂店），干禾月度同比显著高于酱油行业整体，实现了KA以外渠道的共同发展。
- 区域补充能力：西部区域21年/23年占比分别为50%/39%，外埠市场占比提升。**21年公司西部营收占比近50%，22及23年公司不断实现其他区域补充，西部区域已降低至39%。同时中部/东部增幅明显，23年较21年分别提升5pct/3pct。

干禾销售额&酱油销售额同比变动



干禾味业区域分布变动



# ***PART 2***

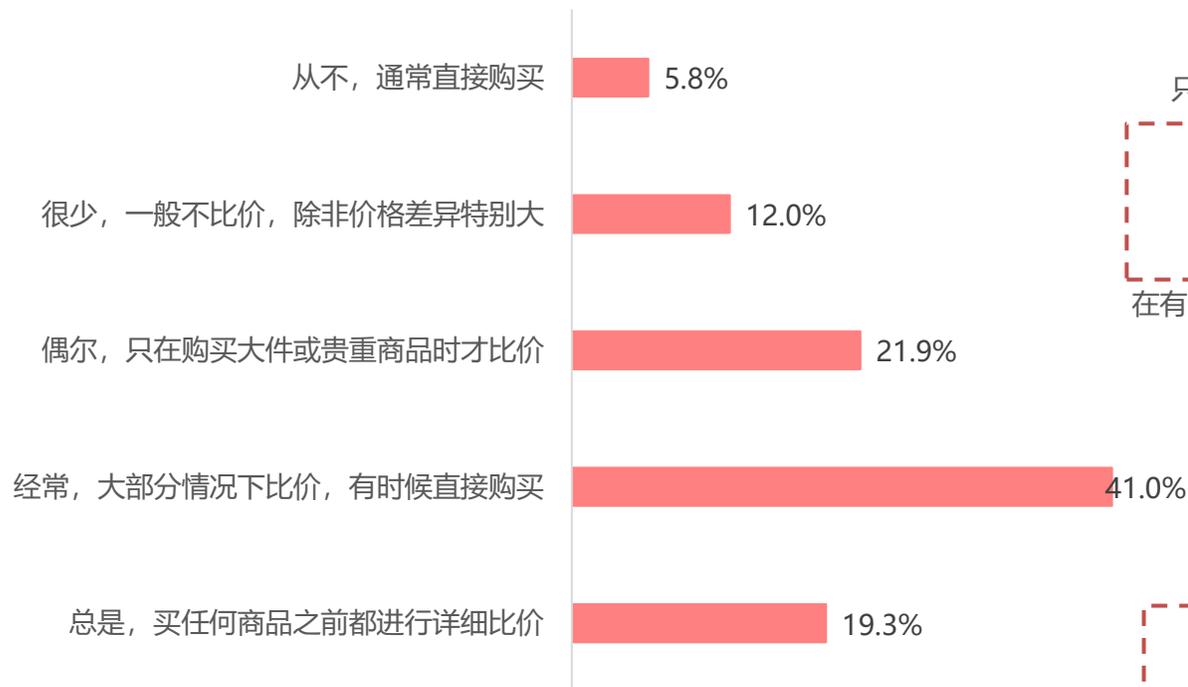
**当前：零添加市场变化趋势**

---

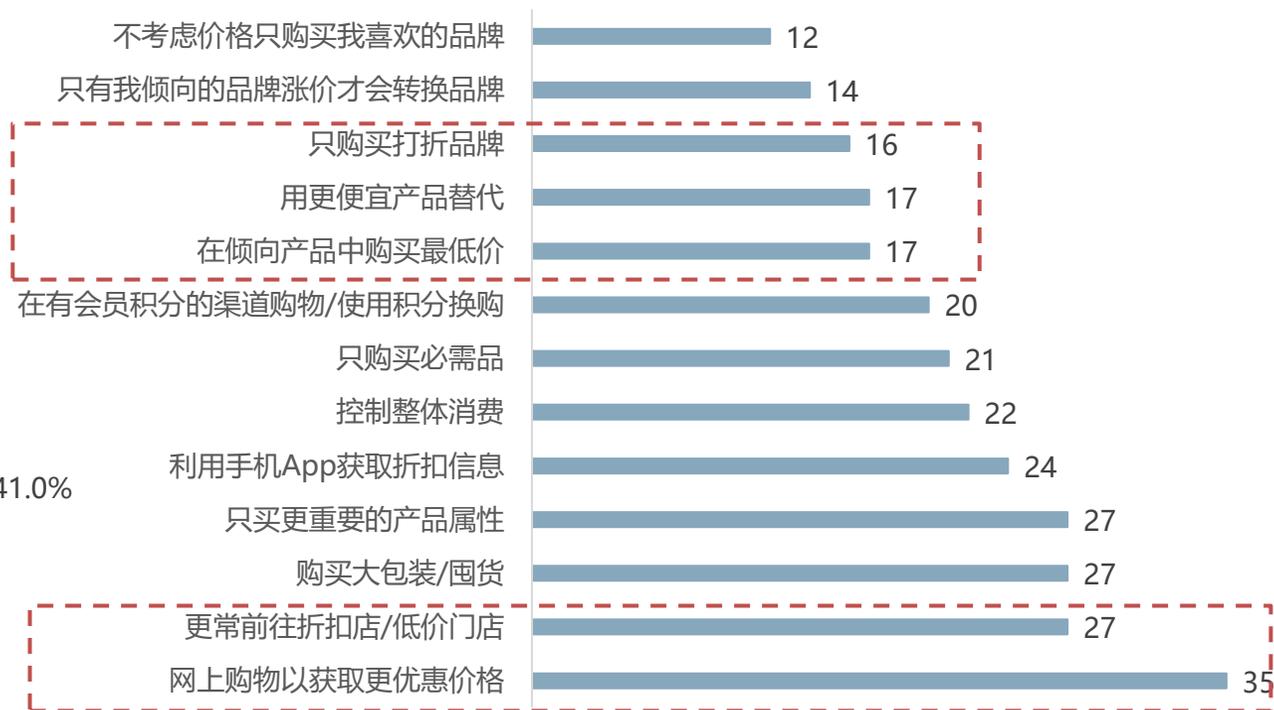
# 趋势①：性价比诉求强化

- **近60%受访者购物时常常比价：**年轻人逐渐意识到比价是一种更为经济实惠的消费方式来满足自己的需求，近60%经常比价。
- **消费者省钱策略凸显性价比趋势：**根据平均每个中国消费者使用3-4个省钱策略，**网上购物以获取更优惠价格/更常前往折扣店**分别以35/27投票数量居于前列，**同时只购买打折品类（16）/用更便宜产品替代（17）/在倾向产品中购买最低价（17），均凸显性价比消费趋势。**

### 年轻人有哪些比价消费习惯



### 平均每个中国消费者使用3-4个省钱策略（票）



# 趋势①：零添加下探5元500ml

□ **千禾低端零添加产品价格下探到5元/500mL**：①低端品类：千禾低端零添加产品价格下探到5元/500mL，小品牌巧媳妇酱油推出4.95元/500ml的绿酿无添加酱油产品来应对市场冲击；②面对竞争格局加剧，大品牌海天/厨邦/李锦记/加加等均推出性价比更高的产品以满足消费者的需求，整体价格带集中在9-15元/500ml。综合来看，千禾低端系列价格下探较多。

零添加酱油价格对比

	净含量	价格 (元)	元/500ml
千禾	380天零添加酱油1L	26.9	13.5
	180天零添加特级酱油1L	19.8	9.9
	零添加酿造酱油1L	9.9	5.0
加加	200天零添加特级味极鲜1L	15.9	8.0
海天	零添加头道酱油480ml	14.9	15.5
	零添加金标生抽1.28L	24.9	9.8
厨邦	零添加特级生抽500ml	16.9	16.9
李锦记	零添加醇味鲜500ml	16.4	16.4
巧媳妇	绿酿金标零添加生抽1L	15.9	7.95
	零添加味极鲜1L	9.9	4.95

千禾&巧媳妇性价比较高

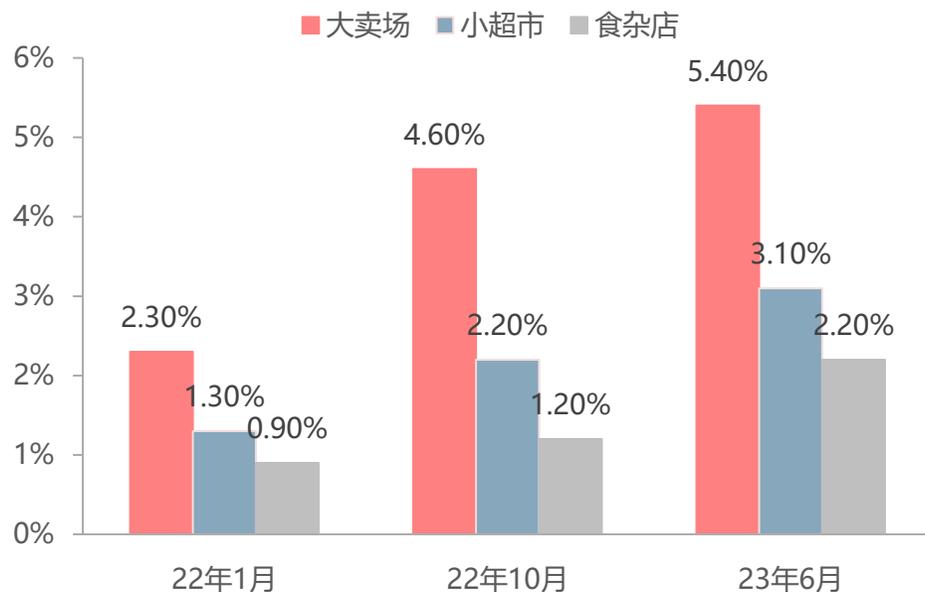


## 趋势②：渠道近场化+线上化

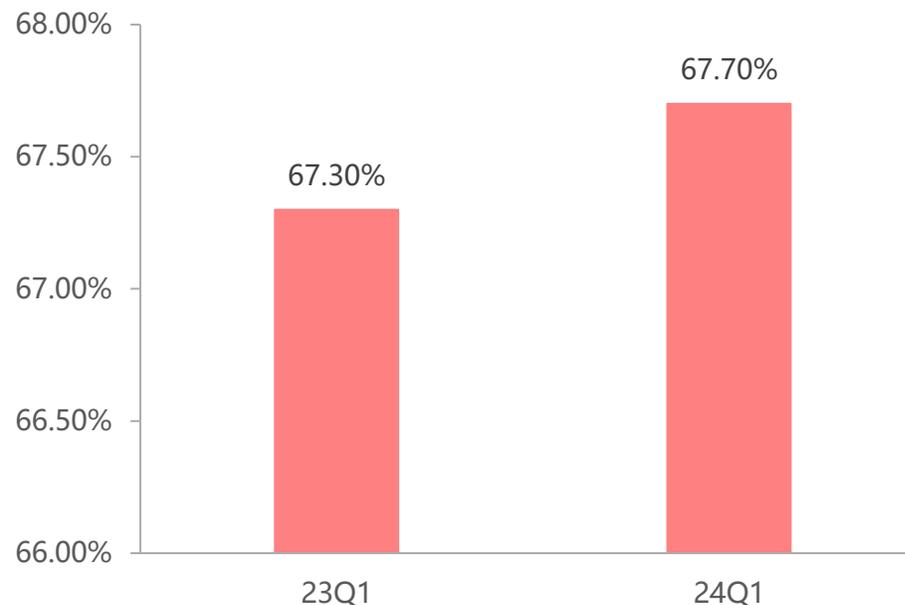
□ 从消费整体来看，近场化+线上化趋势明显：

- ✓ **近场化趋势明显，小超市/食杂店分别提升1.8pct/1.3pct**：根据马上赢数据（22M1至23M6），调味中零添加销售额占比最高的仍是大卖场渠道，但近场渠道如小超市/食杂店，调味中零添加销售额占比增长显著，分别提升1.8pct/1.3pct。
- ✓ **电商渗透率提升，线上化趋势明显**：根据凯度数据，从23Q1至24Q1，中国城镇电商渗透率（整体快消品维度）由67.3%提升至67.7%，其中抖音渠道增长较快。

调味品中零添加销售额占比



电商渗透率变动 (%)



## 趋势②：千禾线上占比最高

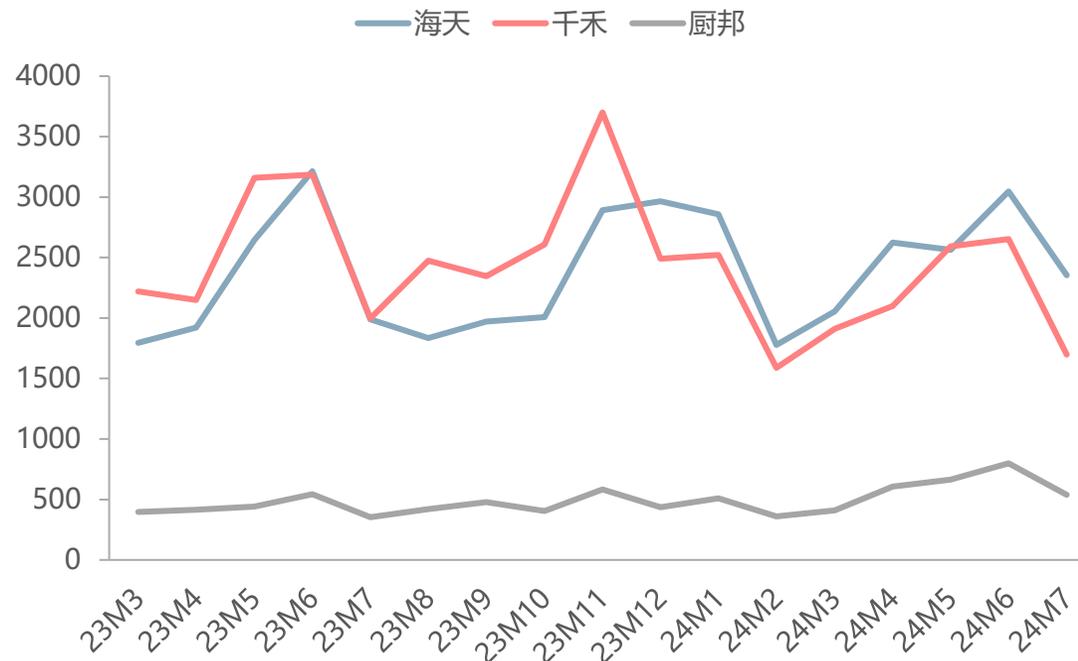
- 从调味品本身来看，线上化战略受到各企业重视，千禾占比提升快，海天月度体量大。
- 线上化趋势明显：23年海天/中炬/千禾线上销售占比分别为3.62%/1.98%/19.68%，海天中炬较21年均有所提升，千禾基本稳定在20%水平，远高于行业其他公司。
- 24年7月海天线上体量较大，千禾冲高回落，但仍3X于厨邦：根据久谦数据（线上平台），海天优势明显，24年7月销售额达2354万元，千禾23年冲高后回落，但仍能保持近1700万元的体量，3倍于厨邦。

线上销售额占营收比例

企业名称	2021A	2022A	2023A
海天味业	2.82%	3.86%	3.62%
中炬高新	1.54%	2.21%	1.98%
千禾味业	19.94%	25.87%	19.68%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

主要酱油品牌电商平台月度销售额（万元）

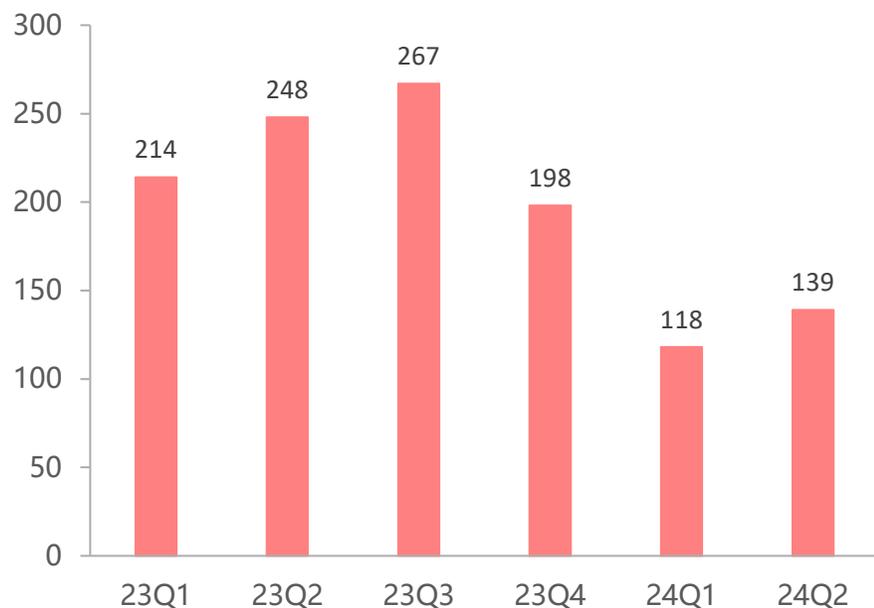


资料来源：久谦，华安证券研究所

## 趋势③：新品理性化+功能化

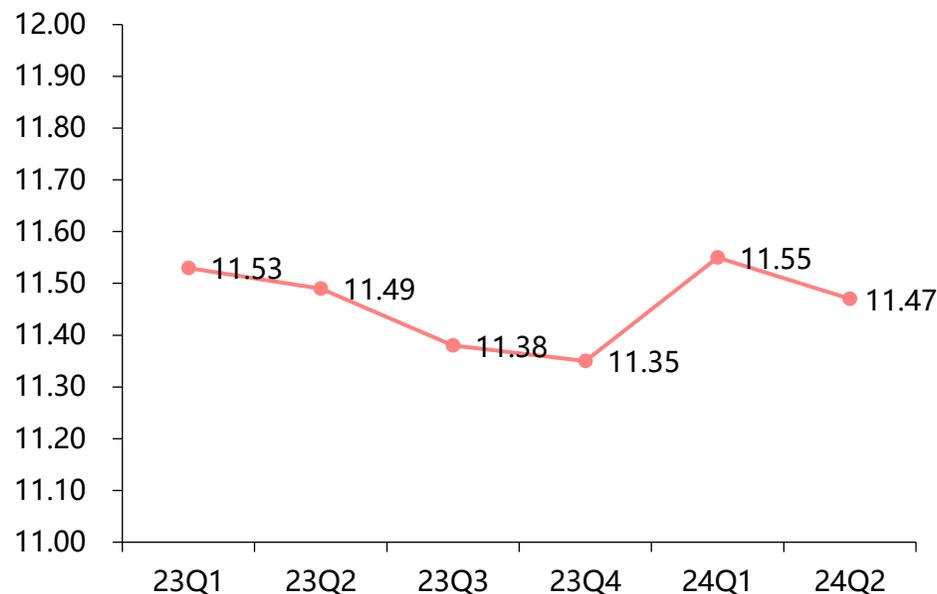
- 品类发展回归产品本身，趋于理性，24Q1酱油类目新品数量仅为高点的45%，从23Q1至24Q2，酱油类目的新品数量分别为214/248/267/198/118/139件，24Q1酱油类目新品数量仅为高点的44%，24Q2虽环比有提升，但同比下滑约109件，整体数量趋于稳定。我们认为，新品数量下降，侧面表示品类上趋于稳定，未来将有望回归产品本身，趋于理性。
- 从价格角度来看，当前价格集中在11.3-11.5元之间，变动幅度略有变化，但整体较为平稳。

酱油类目新品数量变化 (件)



资料来源：马上赢，华安证券研究所

酱油类目均价 (元)



资料来源：马上赢，华安证券研究所

# 趋势③：新品理性化+功能化

- 功能化趋势明显，产品从单一零添加，变为复合零添加：零添加+减盐，零添加+有机等品类较多，价格高于单一零添加。
- 对比日本：日本功能性酱油发展远快于国内，但国内零添加&减盐&有机仍然具备十足性价比。

### 减盐有机&零添加

品牌	产品名称	价格 (元)	元/500ml
欣和	六月鲜零添加轻盐特级酱油500ml，减盐54%	29.9	29.9
海天	零添加薄盐蚝油615ml	16.9	13.7
太太乐	原味鲜减盐鲜酱油450ml	13.9	15.4
加加	零添加减盐蚝油500ml，减盐30%	15.9	15.9
	减盐零添加生抽580ml	11.9	10.3
千禾	零添加生抽 500ml，减盐35%	11.8	11.8
	零添加生抽 500ml，减盐55%	15.8	15.8
万字	零添加酱油 200ml，减盐35%	14.9	37.3
龙头山	零添加松茸味极鲜 500ml，减盐25%	11.3	11.3

### 日本健康属性酱油&价格

价格带	产品名称	产品图例	价格 (元)	元/500ml
0-30元	冈田酱油 200ml		16.4	41
30-59元	丸岛减盐少钾酱油 360ml		56	77.8
60元+	龟甲万低蛋白低盐减磷减钾酱油1L		77.5	38.5
	山字牌昆布酱油1L		63.8	31.9
	龟甲万万字减盐酱油1L		68.8	38.8
	鎌田低盐高汤酱油200ml		60	150

资料来源：各大电商平台，华安证券研究所

# ***PART 3***

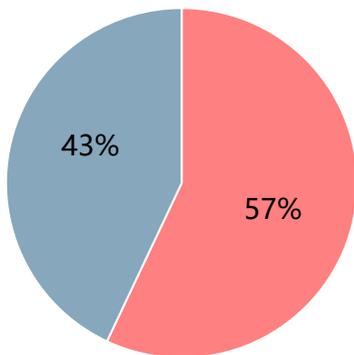
**未来：零添加市场空间探讨及干禾盈利测算**

---

# 下沉空间探讨：千禾更快海天更深

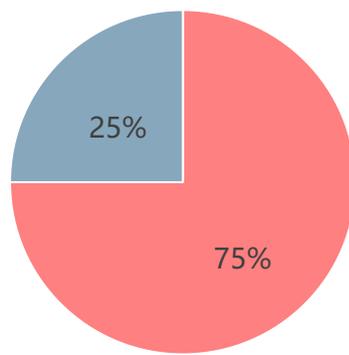
- **下沉电商市场占比接近57%，人均可支配收入高：**根据MSC咨询数据，电商市场中下沉市场占比为57%，同时75%人口在自有房产居住（含直系亲友），人均可支配收入较高。根据网易整理，**下沉市场消费呈现客单价较低/竞争乱序/关注价格等特点。**
- **经销商数量可一定程度反应下沉程度，海天下沉更深，千禾增幅领跑：**根据公司公告，海天味业2023年经销商虽进行调整，但数量仍处于领先优势，中炬23年经销商数量净增加81家，**千禾进行渠道扩张，23年经销商数量净增加1020家。**

下沉市场电商市场规模近57%



资料来源：MSC咨询，华安证券研究所

下沉市场75%人口居住在自有房产



资料来源：MSC咨询，华安证券研究所

经销商数量 (家)

企业名称	22A	23A
海天味业	7172	6591
中炬高新	2003	2084
千禾味业	2230	3250

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 下沉市场消费特点

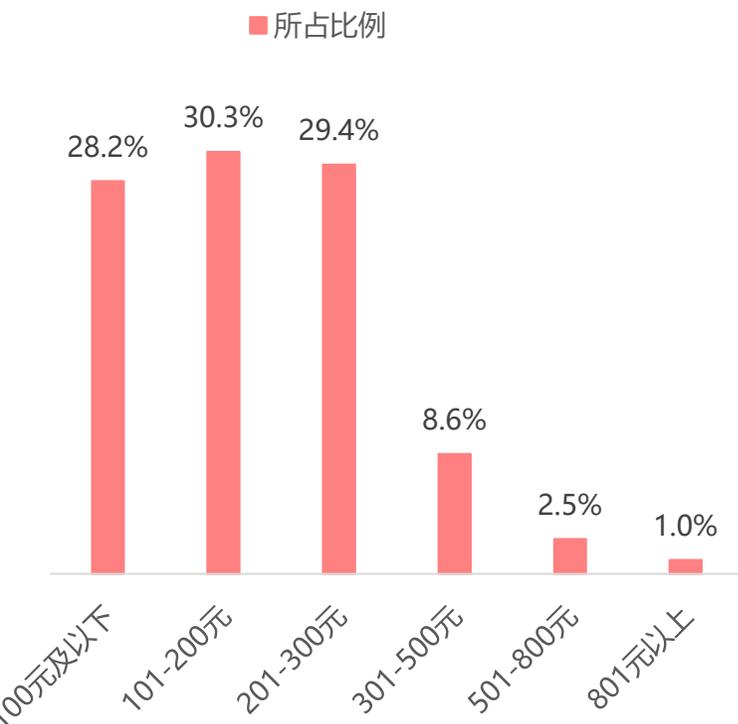
1	<b>下沉市场客单价相对较低</b> ，比一、二线城市低15% - 20%。
2	客群结构上，下沉市场注重品质的年轻消费者的流失，导致 <b>顾客更关注价格</b> 。
3	人口密度方面，下沉市场小区、社区少，密度低，小区人口基数少。
4	竞争环境上，下沉市场竞争无序，低价、同质、不规范。

资料来源：网易，华安证券研究所整理

# 空间测算①：以城市分层

- **高线/下沉人口数量**：根据政府网人口普查总数、城市人口数量，以及澎湃新闻城市分层特点，我们预计高线城市人口数量预计为4.88亿，下沉市场人口数量约9.24亿。
- **零添加酱油年均消费支出**：根据艾媒年均调味品支出数据，150元为高线年均支出（剔除极端值，取样本占比最高的平均值），120元为低线年均支出，调味品中零添加产品占比约为3.65%，零添加产品中酱油占比约为66.3%。
- **结合以上**：2023年零添加酱油市场规模约为45亿元，当前高线/下沉市场分别为18/27亿元，下沉市场比重更大（60%）。

调味品年均支出比例



调味品零添加各品类占比

类目	销售额占比
酱油	66.3%
醋	12.5%
料酒	9.3%
蚝油	6.6%
调味酱	3.9%

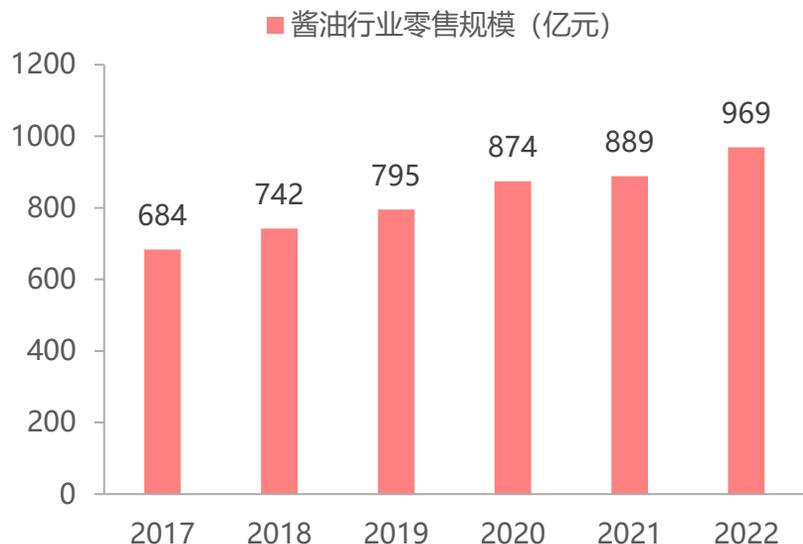
零添加酱油市场测算

	高线市场	下沉市场	备注
调味品年均支出 (元)	150	120	约1.25X (符合消费特点)
调味品中零添加占比	3.65%		来源：马上赢 (前文已展示)
零添加产品中酱油占比	66.3%		来源：马上赢 (左图)
人口 (亿)	4.88	9.24	城市级别及人口数量, (前文已展示)
零添加酱油市场规模 (亿元)	18	27	
合计 (亿元)	45		下沉市场占比60%

# 空间测算②：以价格分层

- 酱油行业规模：**酱油行业2022年零售规模约为969亿元，19-22年行业CAGR为7%，结合消费需求及趋势，从中长期角度来看，**预计酱油行业未来CAGR放缓到低个位数（测算值3.5%），则2033年酱油行业零售规模约为1415亿元。**
- 不同价格带渗透率：**根据勤策咨询数据，价格带中30元以上/20-30元/10-20元/10元以下占比分别为1%/5%/52%/42%。预计未来10年零添加产品在不同价格带渗透率不同，20元以上价格带，有机/减盐/零添加/功能性产品居多，零添加有望获得30%渗透率，20元以下价格带中渗透率中，C端可达15%渗透率以上，但工业和餐饮比例较少，整体渗透率值为个位数。
- 结合以上，2023年零添加酱油零售规模约为47亿元（与测算①基本一致），过去2年零添加酱油发展较快，我们从中长期维度（十年）进行展望，预计Cagr为10.64%，优于酱油整体。**

酱油行业零售规模



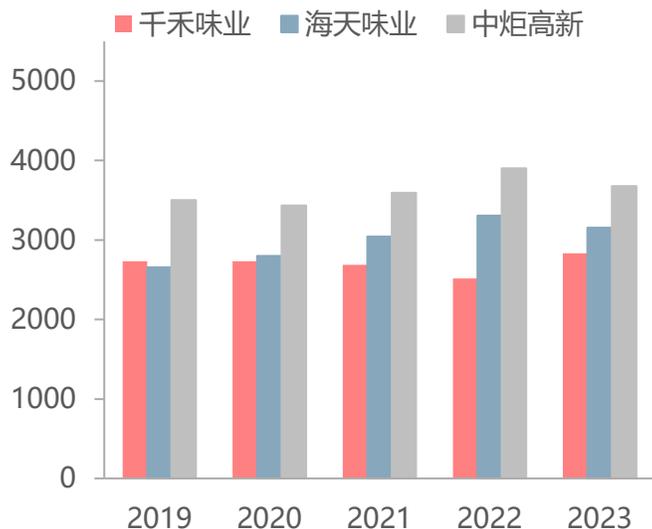
零添加酱油空间测算

价格带 (元)	零售额占比	2033E 零添加酱油渗透率	2033E 零添加酱油零售规模 (亿元)
30以上	1%	30%	4
20-30	5%	30%	21
10-20	52%	8%	60
低于10	42%	7%	43
		合计	128

# 利润空间探讨

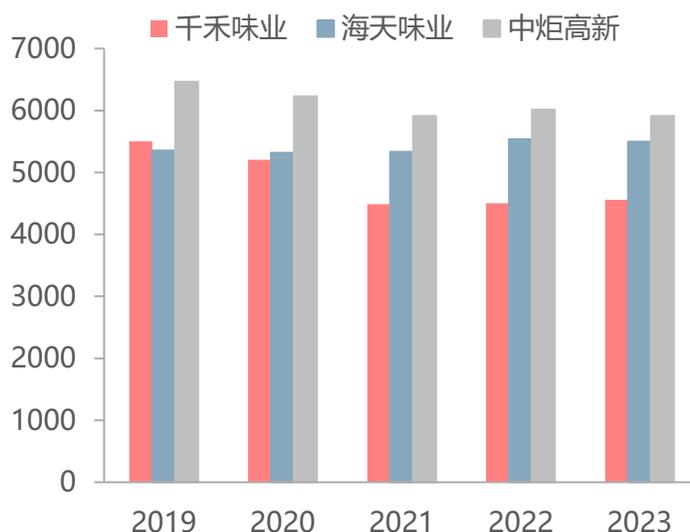
- 低吨成本&定位品牌化，保障利润空间：**千禾吨成本较海天、中炬较低，同时公司定位品牌化发展路线，使得吨价也能保持较高水平，有助于渠道利润的良性循环。
- 低端零添加占比提升，实现对高鲜等品类的替代，助力公司酱油业务量价齐升。**公司酱油营收22及23年分别为15.13/20.41亿元，同比分别+28%/+34.9%，其中酱油销量分别同比+27.49%/+33.19%，**吨价分别同比+0.4%/+1.24%**，**零添加产品占比提升，高鲜酱油占比下降（高鲜品类价格带较低）**，预计后续零添加对高鲜酱油的替代率提升，有望提升量价齐升。

吨成本对比 (元/吨)



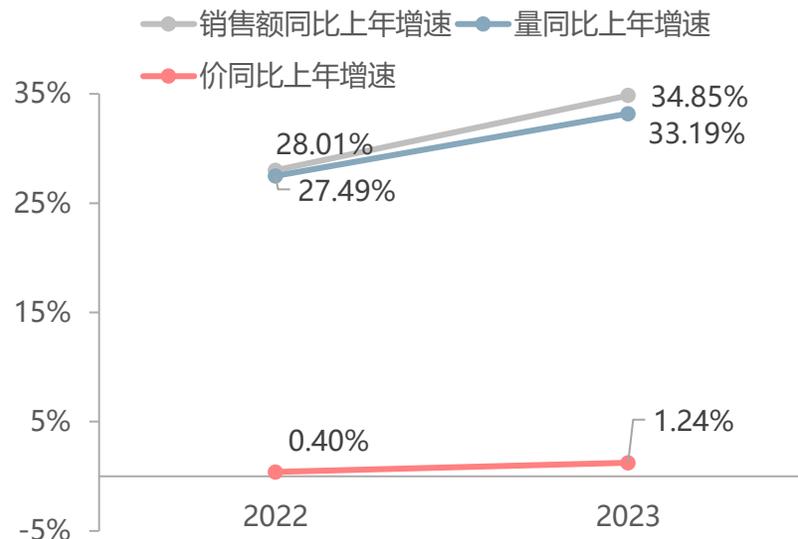
资料来源：公司公告，华安证券研究所

吨价对比 (元/吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

千禾酱油业务销售额/量/价同比变动情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

# 利润空间①：酱油毛利率测算

- 23年干禾酱油业务毛利率为37.59%，当前吨成本及吨价分别为2845/4559（元/吨）。主要原材料大豆等价格处于下行区间，给予吨成本下行正向帮助，同时吨价有望延续23年特征，零添加产品占比提升，高鲜酱油等品类占比下降（高鲜酱油价格带较低），实现结构改善，进入吨价提升区间。结合以上，我们对吨成本及吨价进行了不同变动值的测算。
- 综合以上，以中期5年维度，当中性情况时，吨价同比+1%，吨成本同比-1%，酱油业务毛利率有望提升1.24pct。

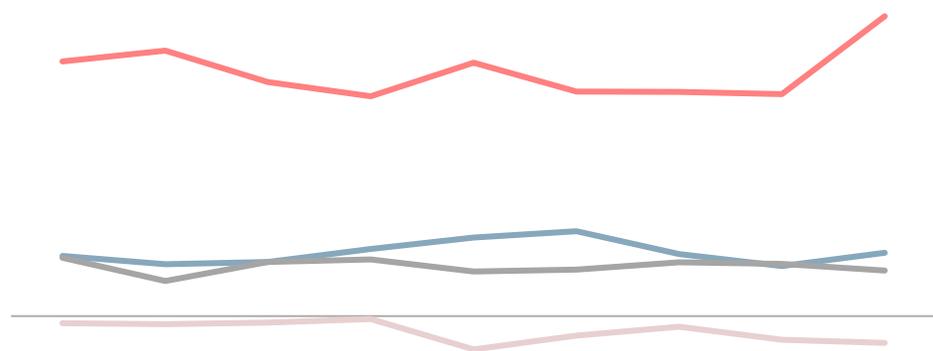
干禾酱油业务毛利率测算

23A酱油业务毛利率 37.59%		吨价变动						
		-2%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4%
吨成本变动	-4%	38.86%	39.48%	40.09%	40.68%	41.26%	41.83%	42.39%
	-3%	38.23%	38.85%	39.46%	40.06%	40.65%	41.23%	41.79%
	-2%	37.59%	38.22%	38.84%	39.44%	40.04%	40.62%	41.19%
	-1%	36.95%	37.59%	38.21%	<b>38.83%</b>	39.43%	40.01%	40.59%
	0%	36.32%	36.96%	37.59%	38.21%	38.81%	39.41%	39.99%
	1%	35.68%	36.33%	36.97%	37.59%	38.20%	38.80%	39.39%
	2%	35.04%	35.70%	36.34%	36.97%	37.59%	38.20%	38.79%

# 利润空间②：整体净利率预期

□ **净利率预期**：逐季来看24Q2销售费用率16%，同比+2.5pct，人员费用增长较多（收入端分母影响环比提升较多）。24Q2管理/研发费用率同比分别-0.8pct/+0.1pct，控费良好。24H2预计收入端环比改善，同时24-26年随着规模效应进一步提升，费用率有望持续下降。**预计26年毛/净利率37.8%/17.3%，较23A可提升0.6/0.8pct。**

千禾各项费用率变动图



	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
— 销售费用率	13.6%	14.1%	12.5%	11.7%	13.48%	11.95%	11.93%	11.82%	16.0%
— 管理费用率	3.2%	2.8%	2.9%	3.6%	4.17%	4.52%	3.31%	2.66%	3.4%
— 研发费用率	3.1%	1.9%	2.9%	3.0%	2.37%	2.48%	2.86%	2.77%	2.4%
— 财务费用率	-0.4%	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-1.77%	-1.04%	-0.57%	-1.26%	-1.42%

千禾业绩预测重要指标

类目	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	12.22%	12.20%	12.10%	11.95%
管理费用率	3.87%	2.95%	2.93%	2.92%
研发费用率	2.70%	2.60%	2.59%	2.57%
归母净利润 (亿元)	5.30	5.51	6.38	7.35
yoy	54.2%	3.9%	15.8%	15.1%
毛利率	37.2%	36.5%	37.2%	37.8%
归母净利率	16.5%	16.2%	16.8%	17.3%

# 总结：如何看干禾的份额与利润空间？

## 当前格局：干禾当前份额估算？

**规模：**23年干禾/海天零添加产品规模约为19/10亿+，其中干禾23年酱油业务占比64%，则预计干禾零添加酱油12亿。海天23年酱油业务占比51%，但其余产品零添加比例低，预计酱油占比零添加产品超70%，则零添加酱油7亿+。

**格局：**结合以上及23年零添加酱油零售规模约47亿元，根据50%渠道加价率，预计出厂规模约为31亿，则干禾/海天零添加市场份额分别为39%/23%。

## 后续展望：干禾零添加增速及低端份额增量？

**增速对比：**零添加酱油10年Cagr10.6%（快于酱油整体Cagr3.5%），干禾零添加酱油3年Cagr15.1%，更快于零添加整体。

**低端来看，干禾零添加发展较好：**当前干禾平价零添加占比零添加的30%，海天低端零添加占比较小。

**终端来看，干禾网点扩容速度快：**2023年经销商数量3250家，同比增长46%，2023年网点约60万个，预计2024年网点有望持续拓展。网点扩张有利于渠道扩张，横向拓展与纵向渗透并进，有助于低端市场攫取份额。

## 利润释放：干禾利润空间多大？

①**毛利率：**中期5年维度及中性假设下，若公司吨价同比+1%且吨成本同比-1%，酱油业务毛利率可提升1.24pct；

②**净利率：**下沉及控费势能同步释放，预计26年整体毛/净利率37.8%/17.3%，较23A提升0.6/0.8pct。

# ***PART 4***

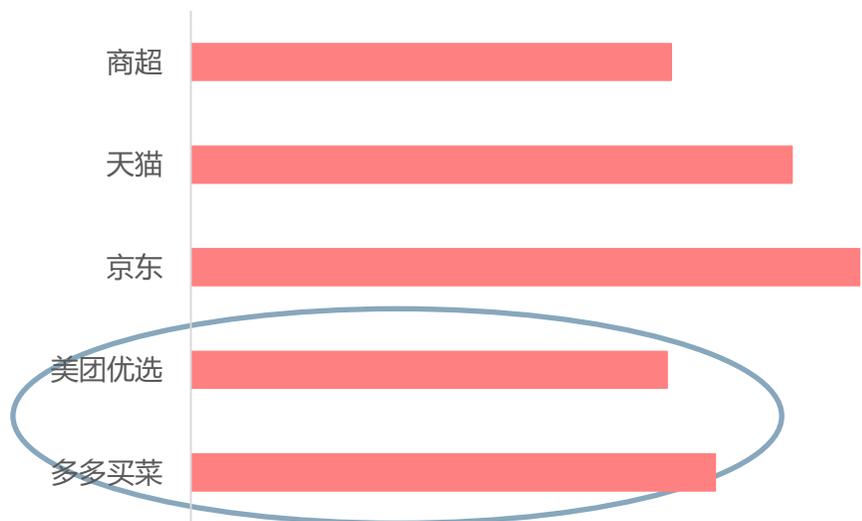
**类比：社区团购终局启示强者恒强**

---

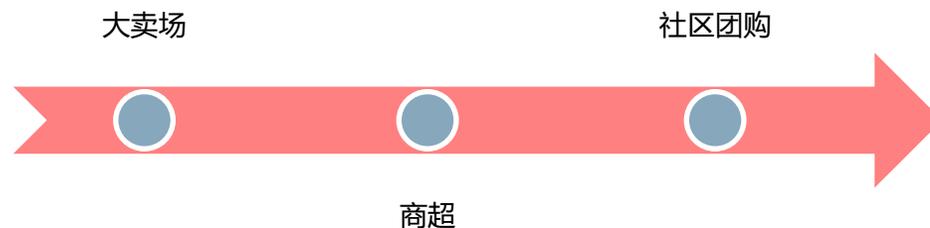
# 相似之处：性价比、近场化

- 我们认为当前调味品渠道变革+零添加下沉，与21年社区团购冲击有相似之处：1) 性价比原则；2) 距消费者距离更近。
- 性价比原则：社区团购，依靠价格低廉的优势才在社区便利店、社区生鲜店或菜场的竞争中脱颖而出。参考调味品价格，美团优选及多多买菜比传统电商调味品售价普遍低20%以上。
- 过去复盘，2021年社区团购盛行：调味品企业渠道运营方式不断多样化，在疫情催化下，21年调味品渠道更加速向线上和社区门店转换。消费者减少到店频次，集中采购、网上采购渐成常态。

社区团购价格低于电商平台



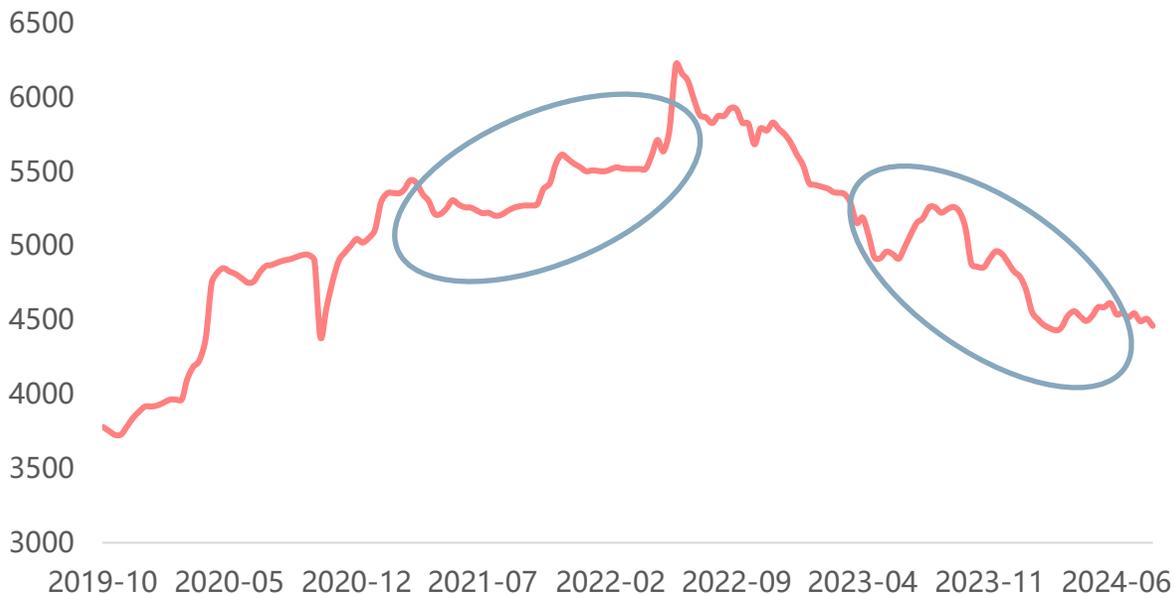
到消费者的距离（由远到近）



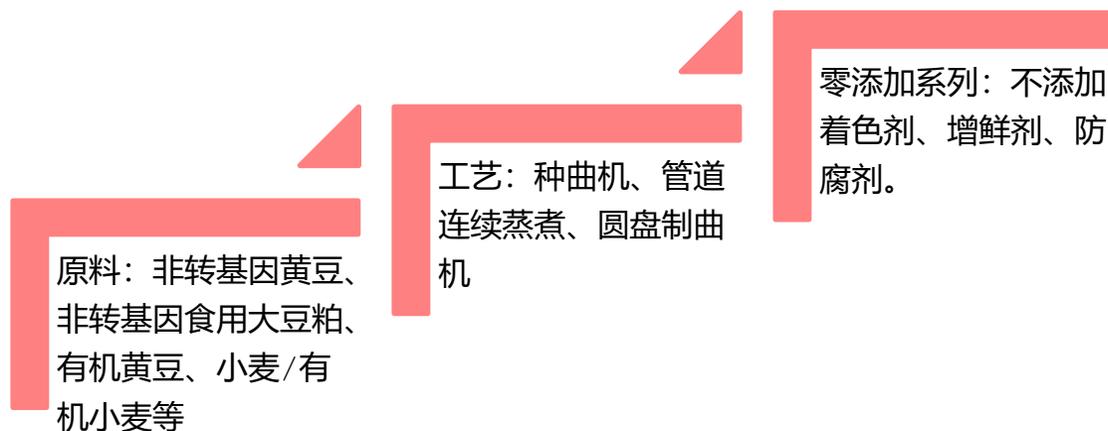
# 不同之处：成本走势、工艺水平

- **成本区间不同：**21年原材料成本压力较大，成本中大豆价格高增，**21年年内涨幅达10%**。原材料成本上涨给企业端带来压力。23年开始进入下行区间，当前24年成本优势明显。因此在性价比趋势下，企业仍能保持一定的毛利率水平，弥补利润空间。
- **零添加考验工艺水平：**以干禾为例，零添加系列酱油不添加着色剂、增鲜剂、防腐剂。酿造酱油主要选用非转基因黄豆、非转基因食用大豆粕、有机黄豆、小麦/有机小麦为原料，采用先进的种曲机、管道连续蒸煮、圆盘制曲机等生产设备和工艺，**按照高盐稀态发酵工艺，经过长时间发酵而制成纯酿造酱油**，因此零添加考验工艺水平。

大豆价格变动 (元/吨)



干禾酱油工序



# 终局启示：皆为强者恒强

- **21年社区团购结局：**杂牌出清，行业乱序减少，强者重新掌握产品及渠道，同时经历近半年调整，22H1渠道逐步通畅。
- **零添加结局展望：**预计强者凭借更好的成本控制能力，实现性价比为王的产品导向，并通过渠道补齐，攫取市场份额。
- **发展思考：**通过电商平台/DTC模式，补充新渠道发展。头部调味品品牌如海天、太太乐、千禾等主要以DTC模式经营，跳过中间商、提高利润、收集客户反馈和优化供应链，当前强势企业已在拼多多&抖音等平台平稳运行，具备后续动能。由于DTC模式线上费用较高。企业广宣费用为上亿体量（千禾通过高费率进行品牌宣传），预计后续头部企业持续投入能力较强，强者恒强。

## 不同平台模式对比

	<b>拼多多</b> DTC：商家在选择物流方式时可以选择平台物流或自己找第三方物流公司。
	<b>抖音</b> DTC：目前有700-800种调味品品牌，其中约60%至70%采用DTC模式。
	<b>京东</b> 头部品牌在京东销售额份额下降，底部品牌增长快。

## 广宣费用（亿元）及占营收比例

	2021	2022	2023	2021	2022	2023
千禾味业	2.48	1.45	1.53	12.9%	6.0%	4.8%
海天味业	4.53	3.97	2.08	1.8%	1.6%	0.8%
中炬高新	1.03	0.74	0.71	2.0%	1.4%	1.4%

资料来源：同花顺，华安证券研究所

# 投资建议：干禾零添加酱油预计3年Cagr15%

- 零添加酱油10年Cagr10.6% (快于酱油整体Cagr3.5%)，其中干禾零添加酱油3年Cagr15.1% (更快于零添加整体)。
- ✓ 干禾24H1醋业务同比下滑，影响24年整体收入增速，拆分来看，我们预计零添加酱油表现优于公司基本盘。
- ✓ 公司零添加酱油比例不断提升，业务发展迅猛。2020-2023年酱油中零添加系列的占比，从52%快速提升到60%(提升幅度8pct)，3年营收CAGR为30.72%。预计26年零添加酱油比例逐步提升到65% (基数影响，提升幅度5pct)，预计干禾零添加酱油2023-2026年营收CAGR为15.09%。从过去到未来，干禾零添加酱油业务发展有望高于行业水平，持续收割市场份额。

干禾零添加酱油营收测算

	2020A	2023A	2024E	2025E	2026E
酱油营收 (亿)	10.54	20.4	21.85	25.14	28.71
零添加占比	52%	60%	62%	63.5%	65%
零添加酱油营收 (亿)	5.48	12.24	13.54	15.97	18.66

复盘：3年CAGR=30.72%

展望：3年CAGR=15.09%

# 投资建议：首推千禾味业、关注海天味业

- 从过去到未来，产品到空间，多维分析零添加市场，建议综合优选千禾味业，关注海天味业：
- 全文结论：我们测算零添加酱油市场，2023年零添加酱油零售规模约为47亿元，中长期（十年）至2033年零添加酱油市场CAGR为10.64%。千禾零添加酱油，2023-2026年CAGR预计超15%，优于零添加酱油整体。
- ✓ 千禾味业：公司零添加具备先发优势，配料表事件后快速补充渠道，体现强革新能力，助力产品下沉，后续势能仍然充足，我们认为公司表现将优于行业平均水平。预计24年收入增速放缓（H1受醋下滑影响，H2预计环比改善），25年恢复双位数增长，24年/25年归母净利润同比分别+4%/+16%，对应PE为20/17倍。当前PE（近一年：TTM）为22X，远低于中位数30X，安全边际较为充足。
- ✓ 海天味业：公司经历调整变革期，当前渠道端较为顺畅，库存健康。在23年低基数下，预计24-25年收入及利润，增长中枢均在10%，对应24年/25年PE为32/29X。

可比公司业绩估值

代码	简称	市值 (亿)	营业收入 (亿元)			营业收入增速			归母净利润 (亿元)			归母净利润增速			PE		
			23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E	23A	24E	25E
603027.SH	千禾味业	114	32.07	33.93	38.06	+32%	+6%	+12%	5.3	5.51	6.38	+54%	+4%	+16%	30	20	17
603288.SH	海天味业	1973	245.59	270.85	298.62	-4%	+10%	+10%	56.27	62.27	68.74	-9%	+11%	+10%	38	32	29
600872.SH	中炬高新	128	51.39	55.7	61.32	-4%	+8%	+10%	16.97	7.25	8.84	+387%	-57%	+22%	13	18	15
603317.SH	天味食品	95	31.49	34.47	38.63	+17%	+10%	+12%	4.57	5.32	6	+34%	+17%	+13%	31	18	16
1579.HK	颐海国际	116	61.48	68.84	76.16	0%	+12%	+11%	8.53	8.57	9.90	+15%	+1%	+16%	13	12	11

资料来源：华安证券研究所测算（日期截止至2024/09/09收盘）

# 风险提示

---

## 1、大单品拓展不及预期

零添加产品销售及拓展不及预期，消费者需求变化，公司未跟随趋势及时更新大单品等风险。

## 2、渠道拓展低于预期

目前流通渠道主要是低端零添加放量，渠道开拓不及预期，KA景气度下滑，影响收入增速。

## 3、食品安全事件

食品添加剂、食品安全事件将影响行业发展，以及影响公司舆情及品牌，或拉开竞争差距。

## 4、经销商利润受损，竞争恶化

目前市场竞争加剧将降低经销商利润，导致行业乱序竞争，有竞争恶化风险。

# 重要声明

## 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。