中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

中泰证券研究所 专业 | 领先 | 深度 | 诚信

证券研究报告

渐进式复苏，分化中成长

——2023年食品板块中报总结

2023.9.6

分析师：范劲松
执业证书编号： S0740517030001
E-mail：fanjs@zts.com.cn

分析师：晏诗雨
执业证书编号：S0740523070003
E-mail：yansy@zts.com.cn

分析师：熊欣慰
执业证书编号： S0740519080002
E-mail：xiongxw@zts.com.cn

食品板块2023H1业绩总览

➢ **收入整体稳健，利润表现分化**

从收入看：受益场景修复，速冻、烘焙板块实现双位数增长，受需求弱复苏影响，调味品收入增速较慢，受渠道分散化影响，休闲食品整体收入有所下滑，板块内部收入表现分化。具体如下：23H1收入增速：调味品+3.37%、休闲食品-5.93%、烘焙+10.75%、速冻+13.09%。

从利润看：受原材料价格回落、规模效应等因素影响，烘焙、速冻、休闲零食利润实现稳健增长，受需求与格局影响，调味品利润略有下滑。具体如下：23H1利润增速：调味品-0.85%、休闲食品+15.40%、烘焙+8.37%、速冻+14.21%。

23Q2单季度看，速冻、烘焙、休闲收入延续稳健增长，调味品收入基本持续，受去年高基数影响，利润普遍持平略下滑，调味品业绩下滑幅度较大。

单位：亿元，%	营业收入（合计）				归母净利润（合计）			
	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy
烘焙	53.85	8.70	104.25	10.75	4.00	-1.29	7.80	8.37
速冻食品	107.13	9.74	204.79	13.09	9.26	-0.29	16.46	14.21
调味品	151.82	0.91	318.98	3.37	24.95	-7.74	55.03	-0.85
休闲食品	79.06	4.13	177.26	-5.93	3.27	-3.32	11.93	15.40

来源：wind、中泰证券研究所（注：调味品板块利润及增速还原中炬高新未决诉讼预计负债计提影响）

食品板块2023H1业绩总览

➢ **部分板块受益原材料价格回落，上半年净利率普升**

从毛利率看：烘焙受益油脂价格回落大幅提升，调味品、速冻基本持平，休闲食品有所下滑。具体如下：23H1毛利率：调味品31.98%（+0.53pct）、休闲食品29.38%（-1.62pct）、烘焙35.99%（+4.17pct）、速冻21.64%（+0.77pct）。

从净利率看：受需求与竞争格局影响，速冻净利率出现下滑，烘焙、调味品、休闲受成本下行与渠道结构变化影响，净利率有所提升。具体如下： 23H1净利率：调味品13.64%（+1.14pct）、休闲食品7.48%（+0.52pct）、烘焙9.70%（+7.39pct）、速冻6.51%（-1.17pct）。

23Q2单季度看，受益于成本回落，烘焙板块盈利能力提升明显，调味品净利率亦有小幅提升。受需求、竞争与基数影响，23Q2，速冻和休闲食品净利率有所下降。

单位：%，pct	毛利率（算术平均）				净利率（算术平均）			
	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy
烘焙	35.86	5.20	35.99	4.17	9.51	9.23	9.70	7.39
速冻食品	21.31	0.92	21.64	0.77	6.77	-2.42	6.51	-1.17
调味品	31.07	-0.09	31.98	0.53	13.49	0.50	13.64	1.14
休闲食品	27.76	-1.69	29.38	-1.62	4.51	-1.30	7.48	0.52

来源：wind、中泰证券研究所（注：调味品板块算术平均净利率还原中炬高新未决诉讼预计负债计提影响，净利率未剔除少数股东损益）

食品板块2023H1业绩总览

➢ **提效降费为主旋律，销售费用率表现分化**

从销售费用率看：受需求弱复苏和竞争格局影响，速冻、调味品费率小幅抬升，受渠道结构变化影响，休闲食品和速冻食品板块费率有所下降。具体如下：23H1销售费用率：调味品9.20%（+0.45pct）、休闲食品14.84%（-2.24pct）、烘焙17.20%（-2.42pct）、速冻7.22%（+0.89pct）。

从管理+研发费用率看：调味品、烘焙、休闲食品、速冻费率皆有收窄，控费趋势延续。具体如下： 23H1管理+研发费用率：调味品7.93%（-0.22pct）、休闲食品6.80%（-0.89pct）、烘焙7.68%（-1.23pct）、速冻5.67%（-0.72pct）。

23Q2单季度看，休闲食品和烘焙费用率下降较多，调味品板块费用率有所提升。

单位：%，pct	销售费用率（算术平均）				管理+研发费用率（算术平均）			
	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy
烘焙	17.34	-3.08	17.20	-2.42	7.73	-1.44	7.68	-1.23
速冻食品	6.63	0.87	7.22	0.89	5.56	-1.12	5.67	-0.72
调味品	9.15	0.68	9.20	0.45	8.31	-0.29	7.93	-0.22
休闲食品	15.76	-1.13	14.84	-2.24	7.40	-1.91	6.80	-0.89

来源：wind、中泰证券研究所

投资建议

- **紧抓高成长赛道，静待消费持续复苏。**上半年，伴随消费渐进式复苏，食品板块整体呈现稳健增长态势。一方面，B端受益于消费场景修复，餐饮茶饮连锁大客户引领高速增长，中小B低基数下渐进式复苏。另一方面，C端受到宏观经济与消费力影响，需求整体承压，产品结构阶段性出现下行，但新渠道仍旧贡献着结构性机会。展望下半年，B端在低基数下仍有望保持较高增速，连锁化率提升下大客户增势强劲，中小B亦有望接力大客户贡献增长；C端静待宏观经济与消费力持续恢复，长期看，食品需求仍具备韧性。

- **由此，我们建议把握3条投资主线：**
- **第一条推荐主线：布局具备高成长性的赛道。**即便需求修复较慢，α属性仍旧突显，预制食品、复合调味品等有望持续保持高景气度。重点推荐安井食品、千味央厨、立高食品、宝立食品等。
- **第二条推荐主线：布局管理改善的公司。**即便身处传统行业，公司通过改革、激励等方式，改善公司治理，激发组织活力，仍有望实现快于行业平均水平的成长。重点推荐中炬高新、盐津铺子、劲仔食品、味知香等。
- **第三条推荐主线：布局成本有望迎拐点的公司。**近年来受需求影响上游成本压力难以向下传导，部分企业出现了短期困境，但同时也意味着成本回落后将有较大利润弹性。重点推荐绝味食品、洽洽食品、安琪酵母、涪陵榨菜等。

- **风险提示：**主要原材料价格波动的风险、市场竞争加剧风险、经济恢复不及预期的风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

1

收入端

调味品板块：C端需求承压，B端强劲修复

- **调味品板块：疫情管控放开餐饮需求回暖，23Q2低基数下实现强劲修复**

  餐饮是调味品下游的重要需求端，2022年由于疫情多发，餐饮需求承压，调味品表现疲软。2023年随着疫情管控放开，餐饮需求好转，带动调味品回暖。

  （1）基础调味品：需求承压，盈利能力仍处于低位。2023H1基础调味品需求承压，海天、中炬、恒顺、榨菜收入均下滑或持平，利润增长与收入接近，盈利能力未出现明显修复。主要系家庭端需求疲软，餐饮修复后居家消费场景受损，同时成本端原材料仍处于相对高位。2023Q2基础调味品收入增速环比Q1走弱，海天、中炬、恒顺、榨菜收入下滑且下滑幅度扩大，千禾收入增速环比Q1也明显放缓。主要系去年同期居家消费受益，今年Q2餐饮修复后居家消费减少。海天餐饮以中小B为主，修复进度落后于大B。

  （2）复合调味品：C端出现分化，B端受益餐饮复苏强反弹。2023H1天味、宝立均实现了收入和利润的快速增长。天味受益于C端复调格局持续优化，龙头地位进一步巩固；宝立受益于餐饮端大B客户的修复，带动需求回暖，其中宝立B端餐饮客户体量更大，修复强度更大。

调味品板块：C端需求承压，B端强劲修复

➢ **调味品板块：疫情管控放开餐饮需求回暖，23Q2低基数下实现强劲修复**

餐饮是调味品下游的重要需求端，2022年由于疫情多发，餐饮需求承压，调味品表现疲软。2023年随着疫情管控放开，餐饮需求好转，带动调味品回暖。

（3）其他：安琪酵母受需求与成本压力等影响，上半年收入和利润表现平淡。二季度由于需求进一步走弱，叠加成本上行，收入增速环比Q1放缓，净利润同比下降明显。

单位：亿元，%	营业收入			
	23Q2	yoy	23H1	yoy
调味品（合计）	151.82	0.91	318.98	3.37
恒顺醋业	5.26	-13.88	11.39	-3.71
中炬高新	12.88	-1.36	26.54	0.08
千禾味业	7.12	33.76	15.31	50.89
宝立食品	5.89	20.94	11.28	23.86
海天味业	59.85	-5.34	129.66	-4.19
天味食品	6.59	12.71	14.26	17.42
安琪酵母	33.17	8.45	67.14	10.23
涪陵榨菜	5.77	-21.35	13.37	-5.97

来源：wind、中泰证券研究所

休闲食品板块：渠道变革显著，卤制品开店高增

- **休闲食品板块：渠道变革显著，公司表现分化**

  回顾22年，二季度疫情刺激居家消费造成高基数，但零食量贩、社交电商等新渠道红利持续释放，盐津铺子、甘源食品等部分零食企业持续受益。

- **卤制品板块：开店高增，同店平淡**

  23H1卤制品公司收入普遍承压，基本由开店贡献增长，同店仍修复疲软。但由于经济景气度低迷，消费意愿不高，卤制品作为偏可选的品类，需求修复较弱，同店对比去年同期恢复不明显。

单位：亿元，%	营业收入			
	23Q2	yoy	23H1	yoy
休闲食品	79.06	4.13	177.26	-5.93
洽洽食品	13.50	8.34	26.86	0.28
盐津铺子	10.01	57.59	18.94	56.54
甘源食品	4.35	48.12	8.26	34.57
劲仔食品	4.88	35.17	9.25	49.07
良品铺子	16.02	-17.96	39.87	-18.55
绝味食品	18.76	13.86	37.00	10.91
紫燕食品	9.88	1.48	17.43	6.48
煌上煌	6.35	-0.77	11.47	-2.98

来源：wind、中泰证券研究所

烘焙板块：23H1需求弱修复，大客户表现较好

- **烘焙板块：连锁饼房渐进式修复，大客户引领增长**

烘焙板块23H1实现收入增速10.75%，收入增速较为稳健；其中23Q2收入增速慢于上半年，实现收入增速8.7%。回顾22年，二季度疫情影响饼房商超需求，致使收入低基数。23H1，流通饼房需求缓慢修复，商超需求恢复较快，增长强劲，餐饮茶饮渠道贡献新增量。

- **重点公司：**

（1）立高食品：23H1，实现收入16.4亿元，同比+23.6%；23Q2，实现收入8.4亿元，同比+21.3%。预计重要客户上新及老品升级贡献带动商超渠道高增长，餐饮渠道大客户取得一定突破。

（2）海融科技： 23H1，实现收入4.74亿元，同比+13.09%；23Q2，实现收入2.33亿元，同比+14.51%。植脂奶油营收稳健发力，直销渠道迎来快速增长。

单位：亿元，%	营业收入			
	23Q2	yoy	23H1	yoy
烘焙（合计）	53.85	8.70	104.25	10.75
海融科技	2.33	14.51	4.74	13.09
南侨食品	8.20	7.15	15.62	9.53
立高食品	8.42	21.26	16.36	23.61
元祖股份	6.26	2.36	10.73	2.52
桃李面包	17.30	-1.32	32.07	0.03

来源：wind、中泰证券研究所

速冻食品板块：23H1稳健增长，大B表现突出

- **速冻食品板块：终端需求缓慢恢复，大客户表现更佳**

速冻食品板块23H1实现收入增速13.09%，疫后受消费场景修复带动，板块收入保持稳健增长；其中23Q2收入增速慢于上半年，实现收入增速9.74%。回顾22年，二季度疫情刺激居家消费造成C端高基数，23年C端需求回到常态，B端餐饮需求缓慢修复，大客户恢复较快。

- **重点公司：**

（1）安井食品：23H1，实现收入68.94亿元，同比+30.7%；23Q2，实现收入37.04亿元，同比+26.14%。预计新品、新渠道带动主业增长可圈可点，预制菜贡献较高增长。

（2）千味央厨： 23H1，实现收入8.51亿元，同比+31.14%；23Q2，实现收入4.22亿元，同比+40.36%。预计大客户恢复较好，同时公司加大对大客户的研发力度，产品上新情况较好。

单位：亿元，%	营业收入			
	23Q2	yoy	23H1	yoy
速冻食品（合计）	107.13	9.74	204.79	13.09
安井食品	37.04	26.14	68.94	30.70
味知香	2.15	11.94	4.17	10.30
巴比食品	4.18	11.14	7.37	7.57
三全食品	14.82	0.26	38.55	0.89
千味央厨	4.22	40.36	8.51	31.14

来源：wind、中泰证券研究所

2

利润端

调味品板块：基础调业绩承压，复调利润高增

- **调味品板块：利润表现呈现分化，基础调味品利润下滑，复调成本回落贡献利润弹性**

2023Q2基础调味品公司利润增长亦有压力，涪陵榨菜尤其受新采购青菜头价格上涨拖累，仅千禾利润还保持高增，但环比Q1也明显放缓。复调企业受益于油脂等主要原材料价格下降，利润均实现了高速增长。

- **重点公司：**

（1）海天味业：23H1，实现利润30.96亿元，同比-8.76%；23Q2，实现利润13.81亿元，同比-11.74%。成本端依旧有压力，需求疲软下利润出现下滑。

（2）天味食品：23H1，实现利润2.08亿元，同比+25.09%；23Q2，实现利润0.80亿元，同比+21.03%。受益于成本下行和市场费用投放调整，利润实现较快增长。

单位：亿元，%	归母净利润			
	23Q2	yoy	23H1	yoy
调味品（合计）	24.95	-7.74	55.03	-0.85
恒顺醋业	0.51	-0.03	1.24	-3.43
中炬高新	3.79	-2.03	2.96	-1.81
千禾味业	1.11	75.12	2.57	115.94
宝立食品	0.90	75.95	1.66	78.85
海天味业	13.81	-11.74	30.96	-8.76
天味食品	0.80	21.03	2.08	25.09
安琪酵母	3.16	-10.97	6.69	0.13
涪陵榨菜	2.09	-30.77	4.70	-8.87

来源：wind、中泰证券研究所（注：调味品板块利润及增速还原中炬高新未决诉讼预计负债计提影响，中炬高新采用扣非归母净利润）

休闲食品板块：成本压力趋缓，利润增速分化

- **休闲食品板块：原材料成本整体回落，利润增速分化**

  休闲食品板块23H1实现归母净利增速15.40%，原材料价格高位回落下盈利有所修复；其中23Q2归母净利出现下滑，实现利润增速-3.32%，预计主要系基数影响。回顾22年，二季度部分原材料价格开始回落，23年成本压力整体持续趋缓，瓜子等部分品类原材料价格仍有增长，各企业利润增速分化较大。

- **卤制品板块：成本分化，盈利能力仍处于低位**

  佐餐卤的紫燕受益于进口牛肉成本回落，利润弹性显著释放；休闲卤味的鸭副价格仍处于高位，煌上煌盈利能力修复不明显，绝味由于后疫情门店补贴减少，利润也保持了较快增长，但净利率水平仍处于低位。

单位：亿元，%	归母净利润			
	23Q2	yoy	23H1	yoy
休闲食品（合计）	3.27	-3.32	11.93	15.40
洽洽食品	0.90	-37.49	2.67	-23.80
盐津铺子	1.34	98.91	2.46	90.69
甘源食品	0.64	246.50	1.20	190.92
劲仔食品	0.44	20.00	0.83	46.69
良品铺子	0.41	-59.46	1.89	-2.04
绝味食品	1.05	998.10	2.42	145.55
紫燕食品	1.35	53.47	1.80	55.11
煌上煌	0.46	6.95	0.83	3.32

来源：wind、中泰证券研究所

烘焙板块：成本回落贡献利润弹性

- **烘焙板块：连锁饼房渐进式修复，大客户引领增长**

烘焙板块23H1实现归母净利增速8.37%，油脂等原材料价格大幅回落下盈利有所恢复；其中23Q2归母净利出现下滑，实现利润增速-1.29%。23年上半年，棕榈油等主要原材料价格回落明显贡献利润弹性。但与此同时，终端需求弱修复，叠加上半年烘焙展会较多，板块利润增速整体稳健。

- **重点公司：**

（1）立高食品： 23H1，实现利润1.1亿元，同比+53.7%；23Q2，实现利润0.6亿元，同比+92%。油脂等原材料价格下行叠加工厂产能利用率提升贡献利润弹性。

（2）海融科技： 23H1，实现利润0.48亿元，同比-6.65%；23Q2，实现利润0.25亿元，同比+26.57%。展会增多、销售团队人员补充、差旅增多、产能投放等因素摊薄成本回落红利。

单位：亿元，%	归母净利润			
	23Q2	yoy	23H1	yoy
烘焙（合计）	4.00	-1.29	7.80	8.37
海融科技	0.25	26.57	0.48	-6.65
南侨食品	0.54	-25.14	0.93	-25.73
立高食品	0.58	92.04	1.08	53.70
元祖股份	0.57	-30.60	0.48	-22.63
桃李面包	1.53	-23.44	2.92	-18.46

来源：wind、中泰证券研究所

速冻食品板块：盈利能力提升明显，利润增长快于收入

- **速冻食品板块：产品结构升级+控费突出，业绩增速快于收入**

速冻食品板块23H1实现归母净利增速14.21%，利润增速维持稳健；其中23Q2归母净利出现下滑，实现利润增速-0.29%。回顾22年，二季度在囤货消费、居家消费下商超渠道增速较快，致使业绩基数较高，23年成本压力整体持续趋缓，餐饮渠道逐步修复，企业控费趋势延续，板块业绩仍实现较快增长。

- **重点公司：**

（1）安井食品： 23H1，实现利润7.35亿元，同比+62.14%；23Q2，实现利润3.74亿元，同比+50%。伴随公司市场地位基本稳固以及公司加大利润考核，预制菜规模效应开始体现，利润增长较为强劲。

（2）千味央厨： 23H1，实现利润0.56亿元，同比+22.18%；23Q2，实现利润0.26亿元，同比+50.29%。产品结构持续优化，大单品拉动下工厂产能利用率提升，利润增速快于收入增长。

单位：亿元，%	归母净利润			
	23Q2	yoy	23H1	yoy
速冻食品（合计）	9.26	-0.29	16.46	14.21
安井食品	3.74	50.00	7.35	62.14
味知香	0.39	12.59	0.75	6.12
巴比食品	0.41	-64.85	0.82	-30.48
三全食品	1.58	-7.45	4.37	1.31
千味央厨	0.26	50.29	0.56	22.18

来源：wind、中泰证券研究所

3

盈利能力

调味品板块：成本走势各异，盈利能力分化

➢ **调味品板块：**基础调味品盈利能力仍有压力，复合调味品盈利能力改善可观。

（1）基础调味品：上半年成本仍处高位，期待下半年改善。2023H1和2023Q2，海天和中炬毛利率小幅承压，但由于销售费用率上升，整体毛销差下降。千禾味业受益于高端零添加占比提升，毛利率上升费用率下降，毛销差扩大，但Q2环比Q1提升幅度明显收窄。恒顺上半年毛利率和费用率平稳，季度存在波动。榨菜由于二季度开始青菜头价格大幅上涨，毛利率承压拖累盈利能力。

（2）复合调味品：油脂类成本回落，毛利率开始改善。油脂是复合调味品主要原材料，受益于油脂高位回落，天味、宝立、颐海上半年毛利率均有所提升。2023Q2天味毛利率下降主要系短期加大买赠促销，宝立毛利率下降主要系高毛利率的C端空刻意面业务占比下降。综合来看，受益于毛利率提升和费用率的控制，复调毛销差基本实现了提升。

单位：%，pct	毛利率				净利率				销售费用率				管理+研发费用率			
	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy
调味品	31.07	-0.09	31.98	0.53	13.49	0.50	13.64	1.14	9.15	0.68	9.20	0.45	8.31	-0.29	7.93	-0.22
恒顺醋业	36.46	3.25	35.72	0.24	9.25	1.24	10.53	0.11	16.24	0.68	14.18	0.31	8.14	0.88	8.04	-0.14
中炬高新	32.53	0.85	31.95	-0.05	11.80	0.61	11.15	-0.23	8.40	0.90	8.49	0.34	9.86	0.60	9.74	1.13
千禾味业	37.43	1.71	38.29	2.92	15.64	3.69	16.76	5.05	13.48	-0.08	12.53	-1.75	6.54	0.24	6.57	0.48
宝立食品	34.47	-0.54	34.77	0.68	15.39	3.54	14.98	3.85	14.81	-1.91	15.42	-0.13	5.58	0.66	5.15	0.31
海天味业	34.73	-0.14	35.91	-0.72	23.06	-1.67	23.94	-1.15	5.57	0.89	5.39	0.30	4.72	-0.14	4.55	0.19
天味食品	31.13	-3.38	36.23	0.97	12.11	0.92	14.57	0.92	11.42	-6.60	13.26	-2.16	9.64	2.49	8.23	2.40
安琪酵母	23.65	-3.10	24.54	-2.18	9.90	-2.00	10.39	-0.79	4.93	-0.57	5.07	-1.01	8.12	-0.50	7.60	-0.29
涪陵榨菜	48.80	-8.87	53.05	-2.05	36.26	-4.94	35.19	-1.12	9.35	-1.44	14.18	-0.04	3.69	0.54	3.45	0.22

来源：wind、中泰证券研究所（注：板块数据采用算术平均值，调味品板块净利率还原中炬高新未决诉讼预计负债计提影响，中炬高新采用扣非归母净利率，净利率未剔除少数股东损益）

休闲食品板块：成本压力仍存，费用管控有效

- **休闲食品板块：成本压力仍存，毛利率略有下滑，费用管控有效，净利率仍有压力**

  休闲食品板块23H1实现毛利率29.38%（yoy-1.62pct），实现净利率7.48%（yoy+0.52pct）； 23Q2实现毛利率27.76%（yoy-1.69pct），实现净利率4.51%（yoy-1.30pct）。油脂、包材等原材料价格高位回落，但鳀鱼、葵瓜子等品类原材料价格仍在高位，不同休闲零食企业盈利能力趋势分化明显。

- **卤制品板块：休闲卤毛利率承压，佐餐卤毛利率修复明显**

  休闲卤主要原材料鸭副价格大幅上涨，导致23H1绝味、煌上煌、周黑鸭毛利率同比下降明显；受益于后疫情时代补贴费用等减少，销售费用率得以大幅下降，覆盖了成本带来的负面影响，上半年休闲卤毛销差同比提升，但2023Q2的成本高位上绝味和煌上煌的毛销差仍然下降。佐餐卤主要原材料进口牛肉价格高位回落，2023H1紫燕毛利率同比提升明显，尤其Q2更是显著回落，尽管公司适度加大费用投放力度，以驱动业务扩张，但毛销差仍保持上升趋势。

单位：%，pct	毛利率				净利率				销售费用率				管理+研发费用率			
	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy
休闲食品	27.76	-1.69	29.38	-1.62	4.51	-1.30	7.48	0.52	15.76	-1.13	14.84	-2.24	7.40	-1.91	6.80	-0.89
洽洽食品	20.56	-6.92	24.52	-4.77	6.64	-4.94	9.97	-3.18	8.52	-0.03	9.59	0.68	6.49	-1.14	6.56	0.38
盐津铺子	36.03	-0.49	35.34	-2.16	14.08	3.47	13.36	2.72	11.48	-6.23	12.56	-6.27	6.23	-1.31	6.64	-1.06
甘源食品	34.93	5.83	35.60	3.50	14.81	8.48	14.47	7.78	11.82	-4.21	12.70	-3.95	5.72	-1.31	5.60	-1.57
劲仔食品	26.51	-1.81	26.26	-1.33	9.14	-0.80	9.08	0.17	10.47	-0.77	11.14	-0.42	5.71	-0.93	5.60	-1.88
良品铺子	28.63	-0.60	28.95	1.48	2.55	-2.60	4.75	0.76	20.49	1.92	18.41	0.01	6.11	-0.73	5.80	0.05
绝味食品	22.34	-3.34	23.31	-4.72	5.21	5.54	6.20	3.84	7.39	-2.30	7.09	-4.78	7.45	-3.25	7.12	-1.69
紫燕食品	22.99	5.40	21.13	4.03	13.48	4.52	10.17	3.16	5.43	2.40	5.04	1.52	3.48	-1.03	4.90	-0.41
煌上煌	26.61	-0.85	27.72	-1.81	7.47	-0.35	7.07	-0.12	10.74	0.33	11.22	-1.40	8.23	-0.09	9.18	0.25

来源：wind、中泰证券研究所（注：板块数据采用算数平均值，净利率未剔除少数股东损益）

烘焙板块：成本回落，龙头费率略有提升

- **烘焙板块：棕榈油等主要原材料高位回落，贡献较大利润弹性**

  烘焙板块23H1实现毛利率35.99%（yoy+4.17pct），实现净利率9.70%（yoy+7.39pct）；23Q2实现毛利率35.86%（yoy+5.20pct），实现净利率9.51%（yoy+9.23pct）。上半年棕榈油等油脂成本下降幅度较大，贡献较大利润弹性，但烘焙展会较多，部分企业费用率仍有抬升。

- **重点公司：**

  立高食品：23Q2，公司毛利率同比+4.34pct至33.70%，预计主要系油脂等原材料价格下行叠加工厂产能利用率提升。23Q2，公司销售费用率同比+0.28pct至11.96%，预计主要系烘焙展等展会活动较多。23Q2，公司归母净利率同比+2.55pct至6.93%。

单位：%，pct	毛利率				净利率				销售费用率				管理+研发费用率			
	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy
烘焙	35.86	5.20	35.99	4.17	9.51	9.23	9.70	7.39	17.34	-3.08	17.20	-2.42	7.73	-1.44	7.68	-1.23
海融科技	34.69	2.15	34.51	0.03	10.70	1.02	10.24	-2.17	16.52	2.95	14.93	1.39	11.55	1.16	10.84	0.95
南侨食品	23.60	-1.99	21.86	-4.01	6.64	-2.84	5.98	-2.83	8.51	1.00	7.95	0.29	7.06	-0.63	7.32	-0.87
立高食品	33.70	4.34	32.89	1.75	6.86	2.49	6.57	1.25	11.96	0.28	11.93	-0.38	12.44	0.28	11.74	-0.52
元祖股份	58.20	-1.25	58.28	-0.15	9.08	-4.31	4.47	-1.45	40.62	3.36	44.94	1.43	5.73	1.02	6.86	0.83
桃李面包	23.08	-1.64	23.48	-1.65	8.84	-2.55	9.10	-2.06	8.09	0.45	8.21	0.21	2.53	0.53	2.69	0.35

来源：wind、中泰证券研究所（注：板块数据采用算数平均值，净利率未剔除少数股东损益）

速冻食品板块：控费趋势延续，龙头利润率提升

- **速冻食品板块：规模效应持续提升，降费趋势延续，头部企业盈利能力提升明显**

  速冻食品板块23H1实现毛利率21.64%（yoy+0.77pct），实现净利率6.51%（yoy-1.17pct ）； 23Q2实现毛利率21.31%（yoy+0.92pct），实现净利率6.77%（yoy-2.42pct）。伴随规模效应进一步体现以及企业持续降本增效，头部企业盈利能力提升趋势较为明显。

- **重点公司：**

  （1）安井食品：23Q2，毛利率同比-0.13pct至19.86%，销售费用率同比-0.75pct至4.93%，净利率同比+1.6pct至10.09%。伴随公司市场地位基本稳固以及公司加大利润考核，从原料价格到市场费用逐渐得到控制，加之预制菜规模效应开始体现，整体净利率提升趋势清晰。

  （2）千味央厨： 23Q2，公司毛利率同比+0.15pct至22.52%，预计主要系产品结构升级、产能利用率提升、生产自动化程度提高。23Q2，公司销售费用率同比+1.58pct至4.65%%，预计主要系（1）激励费用摊销；（2）销售人员增加；（3）公司拓展预制菜、C端等业务，费用投放有所增加。23Q2，公司归母净利率同比+0.4pct至6.07%。

单位：%，pct	毛利率				净利率				销售费用率				管理+研发费用率			
	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy	23Q2	yoy	23H1	yoy
速冻食品	21.31	0.92	21.64	0.77	6.77	-2.42	6.51	-1.17	6.63	0.87	7.22	0.89	5.56	-1.12	5.67	-0.72
安井食品	19.86	-0.13	22.10	0.24	10.25	1.73	10.88	2.17	4.93	-0.75	6.06	-1.68	2.73	-2.03	3.05	-1.34
味知香	26.04	2.03	26.12	1.71	18.19	0.10	17.91	-0.71	4.26	0.90	4.29	0.56	3.92	0.01	4.50	0.44
巴比食品	26.71	-2.78	25.62	-2.90	9.97	-20.87	11.07	-6.01	5.07	-0.41	6.02	1.05	8.48	0.64	9.36	1.52
三全食品	26.67	-1.39	27.66	-2.22	10.63	-0.89	11.34	0.05	10.00	-1.15	11.61	-1.53	4.33	-0.69	3.10	-0.34
千味央厨	22.52	0.15	23.24	0.77	5.97	0.27	6.48	-0.51	4.65	1.58	4.87	1.72	9.86	-1.96	9.25	-1.34

来源：wind、中泰证券研究所（注：板块数据采用算数平均值，净利率未剔除少数股东损益）

4

总结与展望

调味品板块：静待需求修复，关注成本回落

- **调味品板块：**

  收入端，调味品B端跟餐饮强相关，后续持续跟踪餐饮修复进程，修复节奏先大B后中小B；C端则需要经济修复，居民消费意愿提升，才有望带来需求量和结构的改善。

  利润端，展望下半年，若大豆等农作物丰收，价格有望进入下行通道，从而带来基础调味品的盈利能力改善。复合调味品有望持续受益油脂价格高位回落，利润弹性继续释放。

- **重点公司：**

  （1）海天味业：需求端仍然承压，期待后续消费环境好转推动收入加速。公司积极进行内部变革，提升核心竞争力。成本端压力边际改善，后续有望带来盈利能力修复。

  （2）宝立食品：下游需求持续修复，B端为主的复合调味料实现恢复性高增。轻烹解决方案短期面临基数压力，期待后续渠道扩张和新品开发取得成效。

单位：亿元、%	23Q2收入（yoy）	23Q2归母利润（yoy）	23年预测收入（yoy）	23年预测归母利润（yoy）
海天味业	59.85（-5.34）	13.81（-11.74）	261.79（+2.2）	62.33（+0.6）
中炬高新	12.88（-1.36）	-15.93（-）	56.22（+5.3）	-11.15（+88.2）
宝立食品	5.89（+20.94）	0.90（+75.95）	24.51（+20.3）	2.96（+37.4）
恒顺醋业	5.26（-13.88）	0.51（-0.03）	23.05（+7.7）	1.78（+28.6）
天味食品	6.59（+12.71）	0.80（+21.03）	32.31（+20.1）	4.24（+24.1）
涪陵榨菜	5.77（-21.35）	2.09（-30.77）	347.49（+8.0）	47.07（+26.8）

来源：wind、中泰证券研究所

休闲食品板块：新渠道红利延续，新品类快速成长

- **休闲食品板块：新渠道、新品类持续发力，成本压力逐步下行**

  收入端，新兴会员商超、零食专营、CVS等业态持续发力，魔芋、鹌鹑蛋等新品类强势增长，休闲零食企业收入端有望延续高增。利润端，成本压力逐步下行，渠道变化节约费率，零食企业盈利能力有望顺势提升。

- **重点公司：**

  （1）盐津铺子：收入方面，零食专营系统与电商渠道有望持续贡献新增量，流通渠道开拓预计较为顺利，散装经销有望持续推进区域扩张和渠道下沉。利润方面，原材料价格预计高位回落，同时公司核心品类伴随渠道同步成长，规模效应进一步凸显，公司利润率有望进一步提升。

  （2）洽洽食品：公司持续推进渠道精耕战略，零食量贩、高端会员店、社交电商、茶饮餐饮等新渠道持续突破，同时加大拓展海外市场，预计收入延续稳健增长。后期伴随葵瓜子价格回落，利润弹性较大。

  （3）劲仔食品：长期看好公司通过大包装、散称装产品增厚渠道利差，补足渠道短板，通过鹌鹑蛋打造第二增长曲线，产品渠道双轮驱动支撑收入高增；短期看好鹌鹑蛋产能瓶颈突破和原料掌控加强、小鱼成本回落改善盈利能力。

单位：亿元、%	23Q2收入（yoy）	23Q2归母利润（yoy）	23年预测收入（yoy）	23年预测归母利润（yoy）
洽洽食品	13.50（+8.34）	0.90（-37.49）	73.99（+7.5）	8.39（-14.1）
盐津铺子	10.01（+57.59）	1.34（+98.91）	40.11（+38.6）	5.06（+68.1）
劲仔食品	4.88（+35.17）	0.44（+20.24）	20.04（+37.1）	1.72（+37.7）
良品铺子	16.02（-17.96）	0.41（-59.46）	99.74（+5.7）	3.5（+4.3）

来源：wind、中泰证券研究所

卤制品板块：集中度加速提升，关注同店与成本改善

- **卤制品板块：**

  展望未来，龙头开店均保持了较快趋势，推动行业集中度加速提升。同店方面，仍需观察经济景气度修复程度，若恢复良好，有望带来同店向疫情前水平回升。成本端，目前进口牛肉已进入下行周期，鸭副价格自Q2末以来也处于环比快速下行通道，后续成本改善有望带来休闲卤利润大幅释放。

- **重点公司：**

  （1）绝味食品：公司保持了快速的开店趋势，持续提升市场份额。同店方面，短期由于外部需求疲软，门店仍承受较大压力，投资回收期拉长，尤其是新店面临爬坡较慢的困难，期待后续需求持续改善。成本与费用端，补贴已回归常态，但短期成本压力导致毛利率仍处于低位，期待后续成本下降后带来利润率快速修复。

  （2）紫燕食品：2023年随着疫情管控放开，公司快速开店提升市场份额，加速进行全国化扩张。同时公司加大市场投入，积极寻求同店提升，降低闭店率，后续随着经济回暖，同店表现有望迎来改善。成本端牛肉及牛副价格高位回落，驱动利润弹性大幅释放。

单位：亿元、%	23Q2收入（yoy）	23Q2归母利润（yoy）	23年预测收入（yoy）	23年预测归母利润（yoy）
绝味食品	18.76（+13.86）	1.05（+998.10）	78.15（+18.0）	5.92（+154.4）
紫燕食品	9.88（+1.48）	1.35（+53.47）	39.82（+10.5）	3.64（+63.7）

来源：wind、中泰证券研究所

烘焙板块：流通渠道持续修复，茶饮餐饮贡献增量

- **烘焙板块：成本红利持续释放，大客户引领收入增长**

  收入端，去年二季度受疫情影响，流通饼房、商超需求较弱，板块整体基数较低。今年上半年流通饼房整体恢复较慢，但商超渠道恢复较好，与此同时餐饮茶饮客户贡献新需求，未来烘焙企业有望持续受益渠道变革。利润端，棕榈油等原材料价格回落幅度较大，下半年仍有望持续贡献成本红利，同时考虑到下半年展会等活动较少，预计下半年企业利润弹性较上半年更大。

- **重点公司：**

  立高食品：收入端，产品方面，冷冻烘焙方面商超上新继续推进，烘焙原料方面混合脂和稀奶油陆续上新；渠道方面，流通饼房渠道融合后销售效率有望进一步提高，商超渠道有望保持良好的增长，餐饮渠道快速推进。利润端，原材料价格下降叠加产能利用率提升有望持续释放成本红利。

单位：亿元、%	23Q2收入（yoy）	23Q2归母利润（yoy）	23年预测收入（yoy）	23年预测归母利润（yoy）
立高食品	8.42（+21.26）	0.58（+92.04）	37.47（+28.7）	2.64（+83.8）
元祖股份	6.26（+2.36）	0.57（-30.60）	27.94（+8.01）	2.98（+11.84）
桃李面包	17.30（-1.32）	1.53(-23.44)	71.99（7.66）	7.00（+9.37）

来源：wind、中泰证券研究所（注：除立高外，其他采用wind一致预期）

速冻食品板块：餐饮需求持续修复，龙头强势增长

- **速冻食品板块：大客户引领增长，头部企业增势强劲。**

  速冻企业Q2C端普遍面临高基数扰动，而B端伴随餐饮修复，需求弹性凸显，其中大B客户增速尤为突出。同时伴随成本压力趋缓，企业减促降费趋势延续，头部企业上半年业绩较为亮眼。考虑到中长期预制菜仍有较强的渗透率提升逻辑，建议积极把握优质企业成长机会。

- **重点公司：**

  （1）安井食品：主业稳健增长，预制菜业务持续放量打造第二成长曲线，下半年随着新品的持续投放，锁鲜装、丸至尊等产品带动公司产品结构升级，收入有望稳健增长，考虑到公司减促降费趋势延续，预计利润增速优于收入增速。

  （2）千味央厨：大B端，百胜等西式快餐大客户引领复苏拉动增长，海底捞等中式餐饮与瑞幸等咖啡茶饮大客户接力增长；小B端，大单品策略持续推进，围绕场景不断开发单品。利润端，产品结构持续优化下盈利改善可期。

  （3）味知香：C端方面，加盟渠道除在农贸市场稳步渗透外，街边店也成功投入运营并进行推广，同时经销渠道进一步推进与商超合作；B端方面，销售团队持续扩充，批发渠道深耕，团餐、小餐饮有望贡献新增量。

  （4）巴比食品：产能投放+同店提升+团餐业务进一步推进，2023年公司收入有望逐季提速。

单位：亿元、%	23Q2收入（yoy）	23Q2归母利润（yoy）	23年预测收入（yoy）	23年预测归母利润（yoy）
安井食品	37.04（+26.14）	3.74（+50.00）	155.87（+27.9）	14.56（+32.2）
千味央厨	4.22（+40.36）	0.26（+50.29）	19.85（+33.4）	1.49（+46.4）
味知香	2.15（+11.94）	0.39（+12.59）	9.42（+18.0）	1.77（+23.3）
巴比食品	4.18（+11.14）	0.41（-64.85）	18.53（+21.5）	2.14（-3.8）

来源：wind、中泰证券研究所

5 投资建议与风险提示

投资建议

- **紧抓高成长赛道，静待消费持续复苏。**上半年，伴随消费渐进式复苏，食品板块整体呈现稳健增长态势。一方面，B端受益于消费场景修复，餐饮茶饮连锁大客户引领高速增长，中小B低基数下渐进式复苏。另一方面，C端受到宏观经济与消费力影响，需求整体承压，产品结构阶段性出现下行，但新渠道仍旧贡献着结构性机会。展望下半年，B端在低基数下仍有望保持较高增速，连锁化率提升下大客户增势强劲，中小B亦有望接力大客户贡献增长；C端静待宏观经济与消费力持续恢复，长期看，食品需求仍具备韧性。

- **由此，我们建议把握3条投资主线：**
- **第一条推荐主线：布局具备高成长性的赛道。**即便需求修复较慢，α属性仍旧突显，预制食品、复合调味品等有望持续保持高景气度。重点推荐安井食品、千味央厨、立高食品、宝立食品等。
- **第二条推荐主线：布局管理改善的公司。**即便身处传统行业，公司通过改革、激励等方式，改善公司治理，激发组织活力，仍有望实现快于行业平均水平的成长。重点推荐中炬高新、盐津铺子、劲仔食品、味知香等。
- **第三条推荐主线：布局成本有望迎拐点的公司。**近年来受需求影响上游成本压力难以向下传导，部分企业出现了短期困境，但同时也意味着成本回落后将有较大利润弹性。重点推荐绝味食品、洽洽食品、安琪酵母、涪陵榨菜等。

风险提示

- **主要原材料价格波动的风险：**农副产品占食品成本的比重较大。由于农副产品价格受到天气、产量、市场状况等因素的影响较大，价格波动较为频繁。如果主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动，而产品价格不能及时做出调整，将直接影响行业的毛利率水平和盈利能力。
- **市场竞争加剧风险：**食品行业普遍缺乏高竞争壁垒，新进入者不断对现有企业形成威胁，若行业发起价格战可能导致参与者盈利能力受损或市场份额下滑。
- **经济恢复不及预期的风险：**经济恢复不及预期将显著影响居民消费力和消费情绪。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**本文使用的公开资料均基于历史数据，可能存在一定的滞后或更新不及时。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。