

## 正文目录

1、 调味品：餐饮端持续修复，盈利边际回升.....	5
1.1、 收入端：库存去化影响消退，餐饮端修复优于C端 .....	5
1.2、 盈利端：成本端延续下行趋势，盈利边际回升 .....	7
2、 需求稳健修复，品牌打造贡献势能.....	11
2.1、 海天味业：一季度业绩复苏，渠道优化持续推进 .....	11
2.2、 中炬高新：改革成效显著，推进酱油高端化策略 .....	12
2.3、 千禾味业：业绩增长势能延续，全国化布局持续推进 .....	13
2.4、 恒顺醋业：业绩边际承压，推进品牌打造 .....	14
2.5、 涪陵榨菜：业绩稳步复苏，餐饮渠道持续开拓 .....	15
2.6、 安琪酵母：盈利端承压，海外市场延续势能 .....	16
2.7、 金龙鱼：价格低位拖累营收，核心产品盈利能力提升 .....	17
2.8、 晨光生物：业绩稳健增长，植提业务表现稳健 .....	18
2.9、 日辰股份：业绩稳健增长，B端势能仍强 .....	19
2.10、 天味食品：主业稳健增长，内生外延驱动规模扩张 .....	20
2.11、 宝立食品：复调延续高增势能，B端业务贡献主要推力 .....	21
3、 行业评级及投资策略.....	22
4、 风险提示.....	23

## 图表目录

图表 1：2023 年调味品行业营收增速为 2%.....	5
图表 2：2024Q1 调味品行业营收增速为 7%.....	5
图表 3：2023 年 3 月中国社零总额累计同比 5%.....	6
图表 4：2023 年 3 月中国餐饮收入累计同比 11%.....	6
图表 5：2023 年 3 月中国连锁餐饮累计收入同比 16%.....	6
图表 6：限额以上餐饮收入增速稳定高于整体 .....	6
图表 7：重点关注公司总营收表现 .....	7
图表 8：PET 现货价 2024 年同比下降.....	7
图表 9：瓦楞纸市场价 2024 年稳定回落 .....	7
图表 10：玻璃价格稳定于相对低位 .....	8
图表 11：黄豆市场价 2023 年以来持续回落 .....	8
图表 12：白砂糖现货价边际下降 .....	8
图表 13：辣椒价格波动回落 .....	8
图表 14：花椒价格 2021 年以来稳定下行 .....	8
图表 15：菜籽油价格 2022H2 以来持续回落 .....	8
图表 16：调味品板块毛利率/净利率季度变化 .....	9
图表 17：调味品板块期间费用率 2023 年以来保持平稳 .....	9

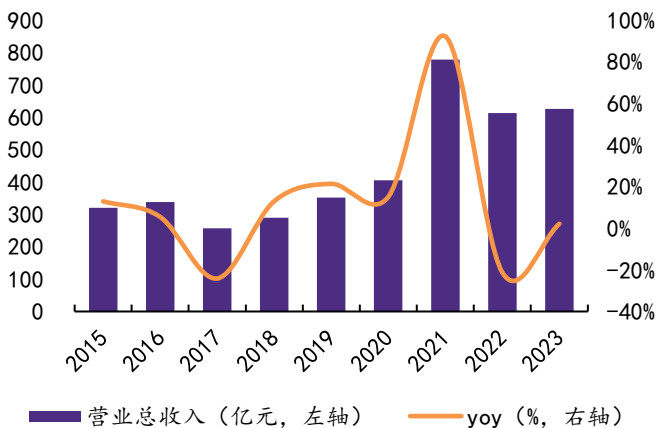
图表 18: 重点关注公司销售/管理费用率表现 .....	9
图表 19: 调味品板块 2023 年归母净利润同增 21% .....	10
图表 20: 调味品板块 2024Q1 归母净利润同增 11% .....	10
图表 21: 重点关注公司归母净利润表现 .....	10
图表 22: 海天味业 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 10%/12% .....	12
图表 23: 海天味业 2024Q1 毛利率/净利率分别为 37%/25% .....	12
图表 24: 中炬高新 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 9%/60% .....	13
图表 25: 中炬高新 2024Q1 毛利率/净利率分别为 37%/18% .....	13
图表 26: 千禾味业 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 9%/7% .....	14
图表 27: 千禾味业 2024Q1 毛利率/净利率分别为 36%/17% .....	14
图表 28: 恒顺醋业 2024Q1 总营收/归母净利润分别同减 25%/24% .....	15
图表 29: 恒顺醋业 2024Q1 毛利率/净利率分别为 41%/12% .....	15
图表 30: 涪陵榨菜 2024Q1 总营收/归母净利润分别同比-2%/+4% .....	16
图表 31: 涪陵榨菜 2024Q1 毛利率/净利率分别为 52%/36% .....	16
图表 32: 安琪酵母 2024Q1 总营收/归母净利润分别同比+3%/-9% .....	17
图表 33: 安琪酵母 2024Q1 毛利率/净利率分别为 25%/9% .....	17
图表 34: 金龙鱼 2024Q1 总营收/归母净利润分别同比-6%/+3% .....	18
图表 35: 金龙鱼 2024Q1 毛利率/净利率分别为 5%/1% .....	18
图表 36: 晨光生物 2024Q1 总营收/归母净利润分别同减 5%/71% .....	19
图表 37: 晨光生物 2024Q1 毛利率/净利率分别为 8%/2% .....	19
图表 38: 日辰股份 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 15%/21% .....	20
图表 39: 日辰股份 2024Q1 毛利率/净利率分别为 38%/14% .....	20
图表 40: 天味食品 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 11%/37% .....	21
图表 41: 天味食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 44%/21% .....	21
图表 42: 宝立食品 2024Q1 总营收/归母净利润分别同比+16%/-20% .....	22
图表 43: 宝立食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 32%/11% .....	22
图表 44: 重点关注公司及盈利预测 .....	22

# 1、调味品：餐饮端持续修复，盈利边际回升

## 1.1、收入端：库存去化影响消退，餐饮端修复优于 C 端

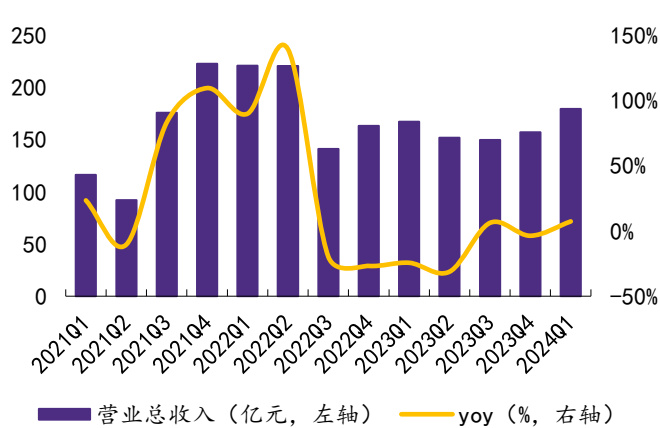
调味品板块营收增速边际提升，库存去化影响基本结束。2023/2023Q4 调味品板块总营收分别为 626.02/157.20 亿元，分别同比+2%/-4%，2024Q1 总营收为 179.42 亿元（同增 7%），2024Q1 总营收环比 2023Q4 增加 14%，主要系春节错期影响下，部分订单延后至 2024 年释放所致。从具体企业来看，以海天味业为代表的调味品龙头企业渠道库存去化于 2023 年基本完成，同时低效经销商进一步出清，不利因素逐渐消退，而相对规模较小的天味食品经销商倾向于高频次小批量下订单来维持高周转，调味品板块整体维持良性扩容。

图表 1：2023 年调味品行业营收增速为 2%



资料来源：wind，华鑫证券研究  
注：使用申万 2021 行业分类中调味发酵品板块

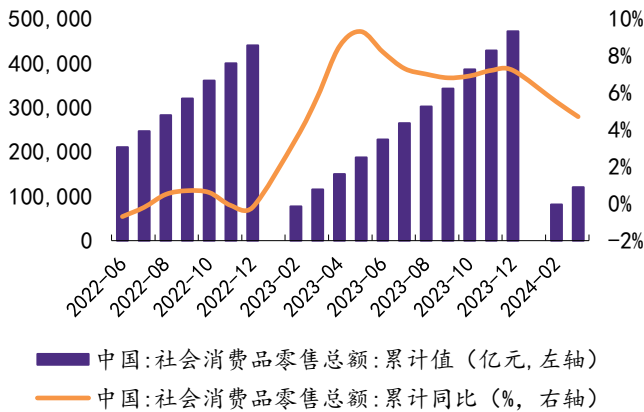
图表 2：2024Q1 调味品行业营收增速为 7%



资料来源：wind，华鑫证券研究  
注：使用申万 2021 行业分类中调味发酵品板块

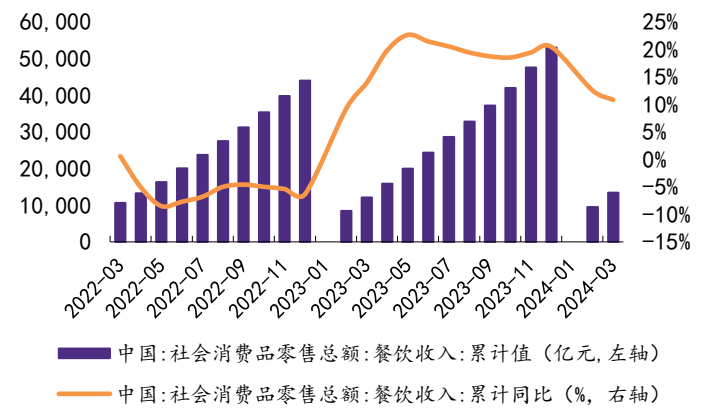
餐饮端高基数下增速放缓，C 端承压下企业通过优化产品结构寻求增量。根据国家统计局数据，2023 年我国社零总额/餐饮收入/限额以上餐饮收入分别为 47.15/5.29/1.34 万亿元，分别同增 7%/20%/25%，2024Q1 我国社零总额/餐饮收入/限额以上餐饮收入分别为 12.03/1.34/0.36 万亿元，分别同增 5%/11%/16%，社零总额增速同比放缓，但餐饮端表现依然优于整体，同时连锁餐饮规模增速保持领先。由于 2023 年大 B 端修复显著，在高基数下，限额以上餐饮与社零总额增速差距边际收窄，但百胜等连锁餐饮客户表现依然强劲；C 端整体延续 2023 年承压趋势，调味品企业通过产品健康化、高端化迭代寻找市场增量。

图表 3：2023 年 3 月中国社零总额累计同比 5%



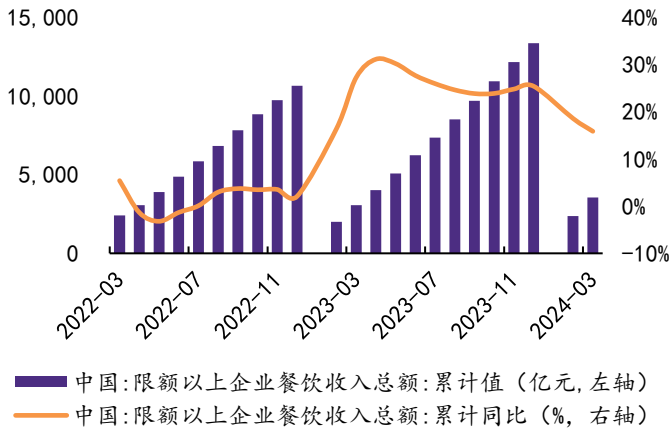
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 4：2023 年 3 月中国餐饮收入累计同比 11%



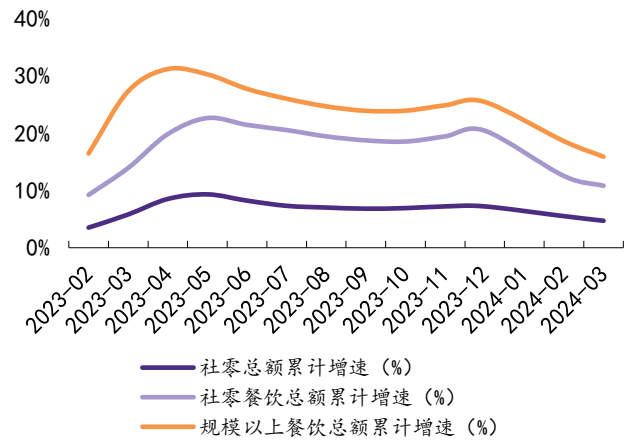
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 5：2023 年 3 月中国连锁餐饮累计收入同比 16%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 6：限额以上餐饮收入增速稳定高于整体



资料来源: wind, 华鑫证券研究

**基调基数效应影响明显，复调受益于 B 端催化延续高增势能。**基础调味品板块，2023 年海天味业/中炬高新/千禾味业/恒顺醋业/涪陵榨菜/安琪酵母/金龙鱼/晨光生物总营收分别同比-4.10%/-3.78%/+31.62%/-1.52%/-3.86%/+5.74%/-2.32%/+9.14%，2024Q1 分别同比+10.21%/+8.64%/+9.28%/-24.89%/-1.53%/+2.53%/-6.17%/-4.71%，2023 年市场需求复苏较弱，基调板块营收整体承压，2024Q1 餐饮渠道势能延续，春节开门红动销良好。千禾味业 2023 年受添加剂事件催化，收入同比高增，2024Q1 在高基数下增速边际放缓；海天味业、中炬高新分别得益于渠道库存去化完成、组织结构调整落地，2024Q1 业绩企稳回升。**复合调味品板块**，2023 年日辰股份/天味食品/宝立食品总营收分别同增 16.49%/17.02%/16.31%，2024Q1 总营收分别同增 14.73%/11.34%/15.72%，板块整体受益于 B 端存量客户扩张与新客户开发，延续高势能增长。

图表 7: 重点关注公司总营收表现

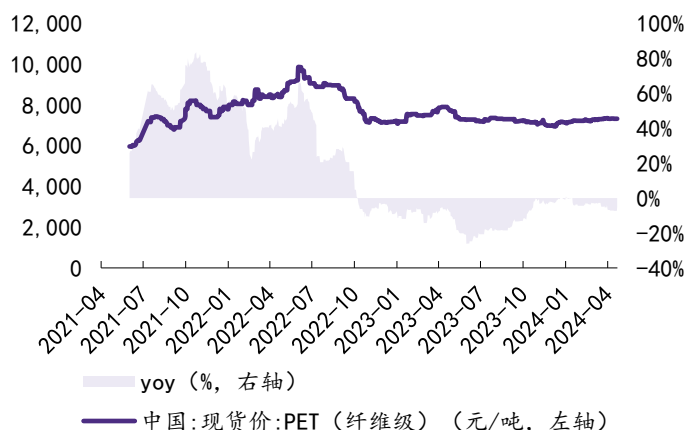
主要产品品类	公司	2023		2024Q1	
		营业总收入 (亿元)	yoy (%)	营业总收入 (亿元)	yoy (%)
基础调味品	海天味业	245.59	-4.10%	76.94	10.21%
	中炬高新	51.39	-3.78%	14.85	8.64%
	千禾味业	32.07	31.62%	8.95	9.28%
	恒顺醋业	21.06	-1.52%	4.60	-24.89%
	涪陵榨菜	24.50	-3.86%	7.49	-1.53%
	安琪酵母	135.81	5.74%	34.83	2.53%
	金龙鱼	2515.24	-2.32%	572.74	-6.17%
	晨光生物	68.72	9.14%	17.32	-4.71%
复合调味品	日辰股份	3.59	16.49%	0.92	14.73%
	天味食品	31.49	17.02%	8.53	11.34%
	宝立食品	23.69	16.31%	6.24	15.72%

资料来源: wind, 华鑫证券研究

## 1.2、盈利端：成本端延续下行趋势，盈利边际回升

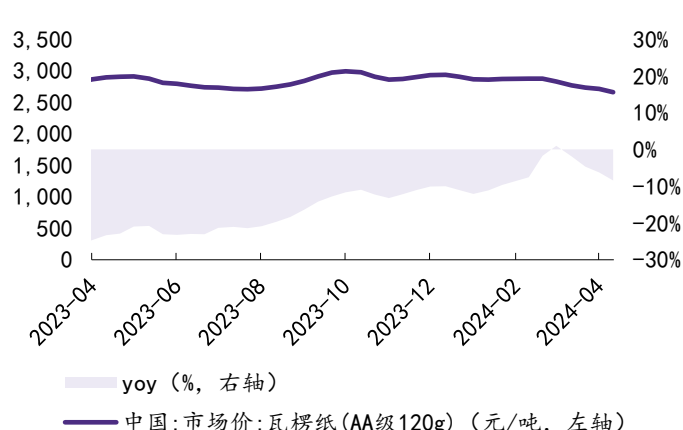
重点包材与原材料价格均有回落，调味品企业成本压力持续减轻。调味品企业直接生产材料包括包材与原材料，重点包材方面，塑料、瓦楞纸价格 2023 年以来同比平稳回落，玻璃价格 2023 年下半年价格略有回升上涨，但 2024 年 4 月价格呈现回落趋势，包材成本压力相对缓解。原材料方面，黄豆市场价自 2022 年高点后稳步下调，白砂糖价格 2023 年 9 月以来自高位回落，以酱油为主业的基调企业如海天味业、千禾味业、中炬高新毛利率均有不同程度受益，花椒价格 2021 年以来持续下跌，辣椒、菜籽油价格低位震荡，复调企业成本端压力持续减弱。

图表 8: PET 现货价 2024 年同比下降



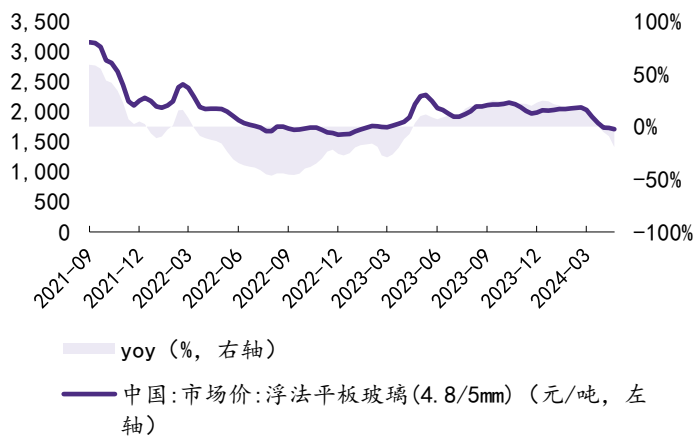
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 9: 瓦楞纸市场价 2024 年稳定回落



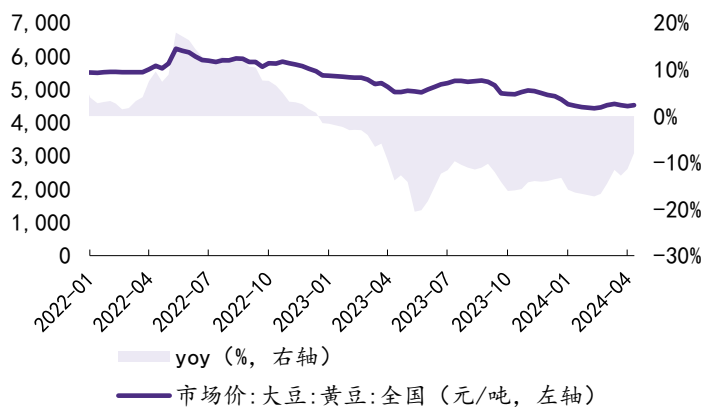
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 10: 玻璃价格稳定于相对低位



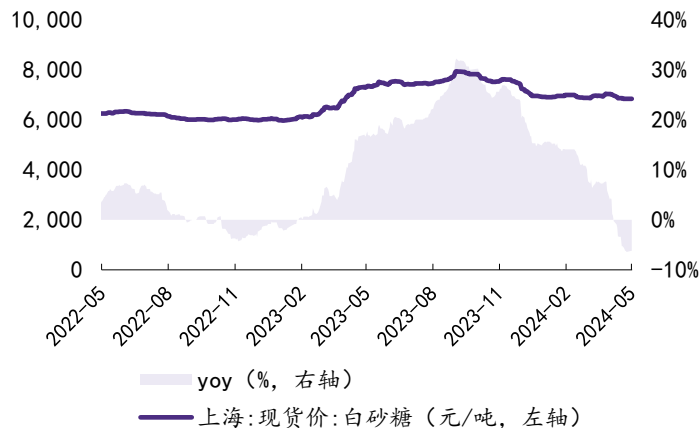
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 11: 黄豆市场价 2023 年以来持续回落



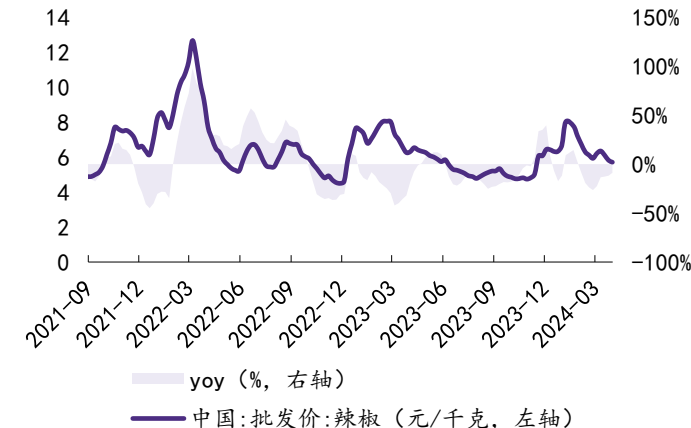
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 12: 白砂糖现货价边际下降



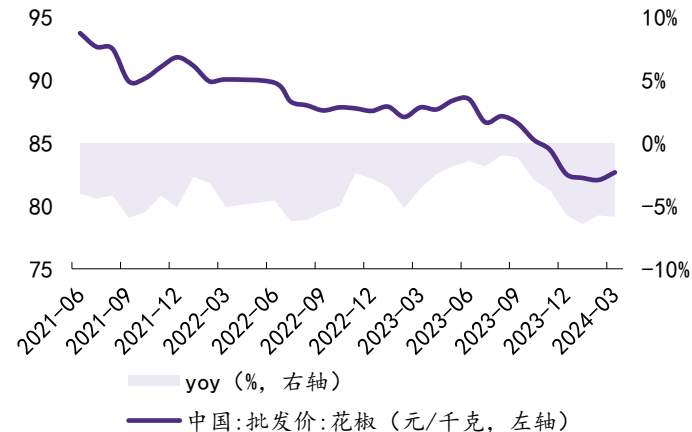
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 13: 辣椒价格波动回落



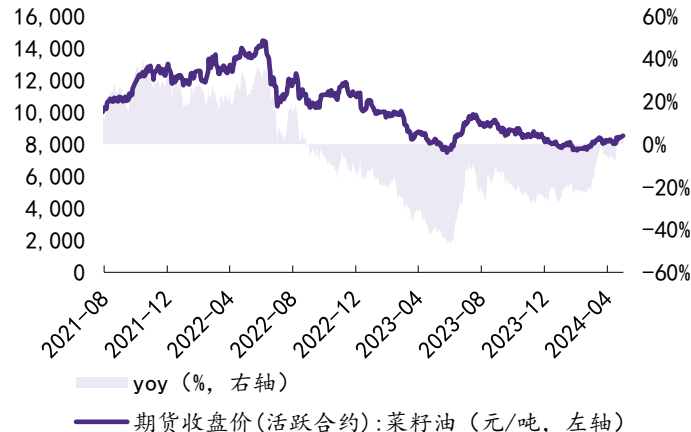
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 14: 花椒价格 2021 年以来稳定下行



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 15: 菜籽油价格 2022H2 以来持续回落

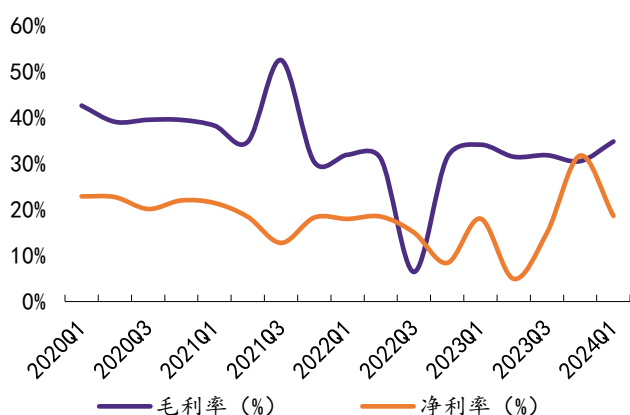


资料来源: wind, 华鑫证券研究



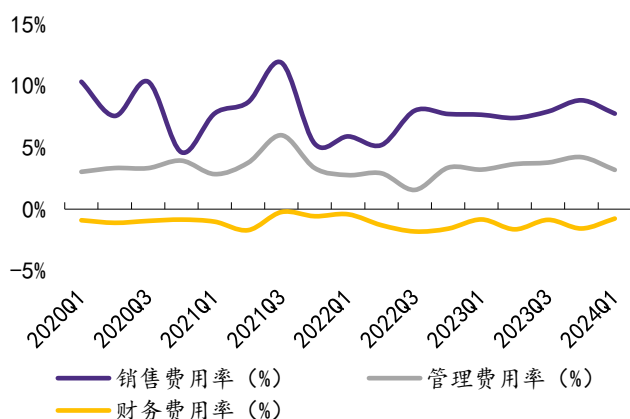
毛利率与期间费用率保持平稳，净利率受中炬案件影响波动较大。2023 年调味品板块毛利率基本保持平稳，2023Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 34%/31%/32%/30%，2024Q1 板块毛利率环比提高 4pct 至 35%，预计主要系受益于原材料价格回落影响所致。2023Q1-2024Q1 调味品企业期间费用率相对平稳，企业对于销售费用投放结构进行优化，强化电商平台品牌打造，减少渠道费用截留，费投质量有所提高。2023Q1/Q2/Q3/Q4 调味品板块净利率分别为 18%/5%/15%/32%，其中 2023Q2 调味品板块净利率大幅降低主要系中炬高新就工业联合案计提预计负债 17.47 亿元，2023Q4 公司相关诉讼案均达成和解，故转回 2022-2023 年共计提的预计负债 29.25 亿元，导致 2023Q4 板块净利率大幅上涨，2024Q1 板块净利率为 19%。

图 16: 调味品板块毛利率/净利率季度变化



资料来源: wind, 华鑫证券研究  
注: 使用申万 2021 行业分类中调味发酵品板块

图 17: 调味品板块期间费用率 2023 年以来保持平稳



资料来源: wind, 华鑫证券研究  
注: 使用申万 2021 行业分类中调味发酵品板块

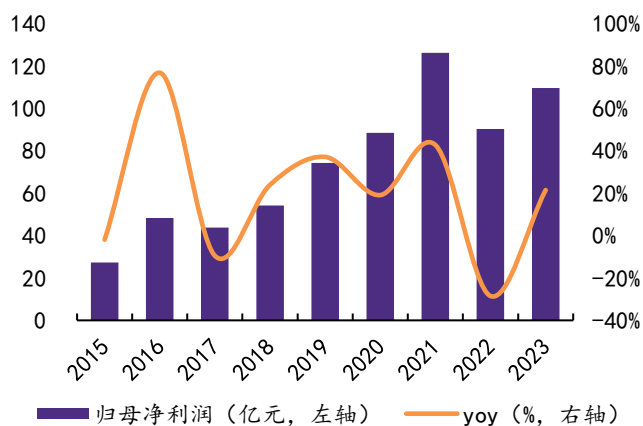
图 18: 重点关注公司销售/管理费用率表现

主要产品品类	公司	2023		2023		2024Q1		2024Q1	
		销售费用率 (%)	同比 (pct)	管理费用率 (%)	同比 (pct)	销售费用率 (%)	同比 (pct)	管理费用率 (%)	同比 (pct)
基础调味品	海天味业	5.32%	-0.06	5.05%	0.39	5.50%	0.27	4.02%	-0.38
	中炬高新	8.90%		10.86%	1.46	7.73%	-0.85	9.24%	-0.38
	千禾味业	12.22%	-1.36	6.56%	0.92	11.82%	0.12	5.44%	-1.15
	恒顺醋业	18.65%	2.43	8.76%	-0.54	17.02%	4.61	10.93%	2.97
	涪陵榨菜	13.37%	-0.97	3.83%	0.28	12.21%	-5.63	2.83%	-0.44
	安琪酵母	5.18%	-0.50	7.82%	0.61	4.84%	-0.37	7.84%	0.74
	金龙鱼	2.41%	0.09	1.51%	0.14	2.77%	0.11	1.65%	0.04
	晨光生物	0.89%	-0.05	3.67%	-1.45	0.79%	0.17	3.34%	0.08
复合调味品	日辰股份	7.87%	0.32	12.28%	-1.87	8.11%	0.49	13.60%	-1.87
	天味食品	15.37%	0.95	7.31%	0.54	17.02%	2.18	6.13%	-0.90
	宝立食品	14.64%	-0.61	4.78%	-0.21	14.85%	-1.24	4.30%	-0.39

资料来源: wind, 华鑫证券研究

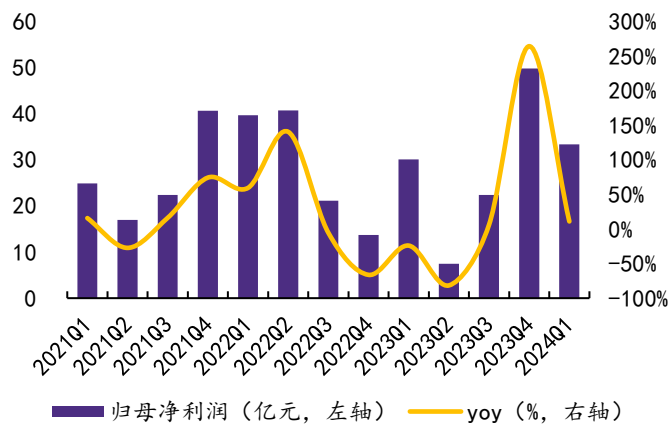
内外因素助推 2024Q1 基调盈利边际回升，复调业务利润端相对稳健。基调板块中，2023 年海天味业/千禾味业/恒顺醋业/涪陵榨菜/安琪酵母/金龙鱼/晨光生物归母净利润分别同比-9.21%/+54.22%/-37.03%/-8.03%/-3.86%/-5.43%/+10.53%，2024Q1 海天味业/中炬高新/千禾味业/恒顺醋业/涪陵榨菜/安琪酵母/金龙鱼/晨光生物归母净利润分别同比+11.85%/+59.70%/+6.66%/-24.23%/+3.93%/-9.48%/+3.30%/-71.42%，在内外环境催化下，2024Q1 基调利润端表现优于 2023 年。关于外部市场影响，海天味业、涪陵榨菜主要受益于外部餐饮市场复苏影响，归母净利润同比增加，而酵母产品海外市场价格竞争加剧，安琪酵母盈利阶段性承压，金龙鱼/晨光生物主营产品受大宗原材料价格下跌影响明显，后续套保工具预计可抵消部分行情波动影响；关于企业内生变动，中炬高新内部组织理顺后开始释放利润，千禾味业外部零添加红利前期已基本释放完毕，目前公司逐渐转向内生渠道挖掘/产品结构优化，进入稳健发展阶段。复调板块中，2023 年日辰股份/天味食品/宝立食品归母净利润分别同增 10.52%/33.65%/39.78%，2024Q1 分别同比+21.06%/+37.20%/-20.36%，除宝立食品受新工厂产能爬坡影响，盈利端承压外，复调板块整体表现较为稳健。

图表 19：调味品板块 2023 年归母净利润同增 21%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 20：调味品板块 2024Q1 归母净利润同增 11%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 21：重点关注公司归母净利润表现

主要产品品类	公司	2023		2024Q1	
		归母净利润 (亿元)	yoy (%)	归母净利润 (亿元)	yoy (%)
基础调味品	海天味业	56.27	-9.21%	19.19	11.85%
	中炬高新	16.97		2.39	59.70%
	千禾味业	5.30	54.22%	1.55	6.66%
	恒顺醋业	0.87	-37.03%	0.55	-24.23%
	涪陵榨菜	8.27	-8.03%	2.72	3.93%
	安琪酵母	12.70	-3.86%	3.19	-9.48%
	金龙鱼	28.48	-5.43%	8.82	3.30%
	晨光生物	4.80	10.53%	0.39	-71.42%
复合调味品	日辰股份	0.56	10.52%	0.13	21.06%
	天味食品	4.57	33.65%	1.76	37.20%
	宝立食品	3.01	39.78%	0.61	-20.36%



资料来源：wind，华鑫证券研究

## 2、需求稳健修复，品牌打造贡献势能

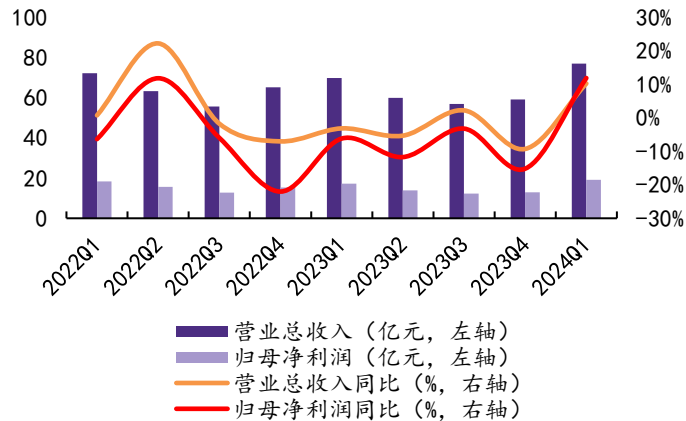
### 2.1、海天味业：一季度业绩复苏，渠道优化持续推进

一季度开门红表现良好，成本下行利好盈利。公司 2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 245.59/59.09/76.94 亿元，分别同比 -4%/-9%/+10%，归母净利润分别为 56.27/12.98/19.19 亿元，分别同比 -9%/-15%/+12%。盈利端，2023/2024Q1 公司毛利率分别为 34.74%/37.31%，同比 -1pct/+0.4pct，主要系原材料成本下降所致，销售费用率分别为 5.32%/5.50%，分别同比 -0.1pct/+0.3pct，2023/2024Q1 公司管理费用率分别为 2.14%/1.61%，分别同比 +0.4pct/持平，费用表现相对平稳，综合导致 2023/2024Q1 公司净利率分别为 22.97%/25.06%，分别同比 -1.2pct/+0.4pct，盈利能力边际改善。分红计划，公司计划每 10 股派发现金股利 6.60 元，分红率为 65%。2024 年经营规划，2024 年公司计划营业收入目标为 275.1 亿元，归母净利润目标为 62.3 亿元。

餐饮渠道需求恢复，核心品类边际改善。2023 年核心品类承压，2023 年公司酱油/调味酱/蚝油/其他产品营收分别为 126.37/24.27/42.51/34.99 亿元，分别同比 -9%/-6%/-4%/+19%，酱油/调味酱/蚝油销量分别为 229.82/28.35/86.11 万吨，分别同减 8%/0.4%/2%，由于餐饮端恢复，中大规格产品销量提升拖累吨价，吨价分别同减 1%/6%/2%至 0.55/0.86/0.49 万元/吨。2024Q1 餐饮市场逐步恢复，2024Q1 公司酱油/调味酱/蚝油/其他产品营收分别为 40.85/8.01/12.82/10.67 亿元，分别同增 10%/6%/10%/22%，核心品类加速增长，主要系餐饮渠道复苏/经销商补库存所致，公司将继续加大健康化产品推出，实现产品结构优化。

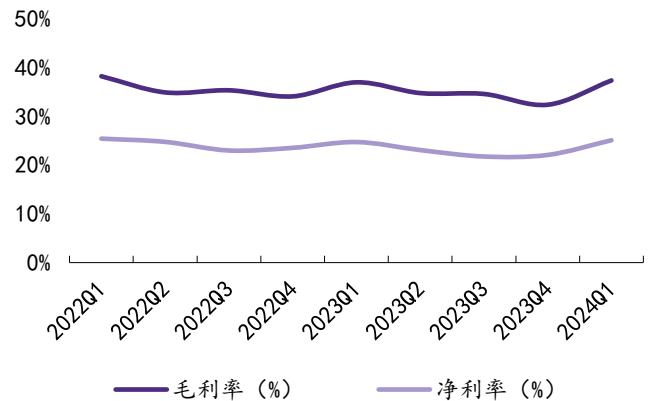
经销商优化持续推进，各区域稳健增长。经销商优化工作持续推进，线上渠道增速较快，2023 年公司线下/线上渠道营收分别为 219.26/8.89 亿元，分别同减 4%/10%，2024Q1 营收分别为 69.43/2.91 亿元，分别同增 11%/21%，截至 2024Q1，公司经销商共 6506 家，较年初净减少 85 家，公司持续推进经销商优化，拉动经销商去库工作，并剔除低效经销商，保证终端高质量开拓，随着餐饮连锁化率提升，公司设立独立机构承接大 B 业务，加快产品矩阵、渠道布局。南区表现优于整体，2023 年东部/南部/中部/北部/西部区域营收分别为 43.54/45.00/50.49/59.25/29.86 亿元，分别同减 7%/2%/4%/5%/1%，2024Q1 营收分别为 14.37/13.50/16.35/18.76/9.37 亿元，分别同增 10%/22%/10%/6%/10%，南区相对整体表现更为稳健。

图表 22：海天味业 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 10%/12%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 23：海天味业 2024Q1 毛利率/净利率分别为 37%/25%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

## 2.2、中炬高新：改革成效显著，推进酱油高端化策略

**诉讼和解转回计提负债，改革成效显著。**2023 年公司总营收 51.39 亿元（同减 4%），主要系房地产/皮带轮收入大幅缩减所致，归母净利润 16.97 亿元（同比扭亏为盈），主要原因是公司与工业联合诉讼和解与撤诉，本年转回在 2022 年度计提的预计负债影响。其中 2023Q4 公司总营收 11.86 亿元（同减 14%），预计主要系公司变革阵痛期影响，归母净利润 29.69 亿元（同比扭亏为盈）。2024Q1 公司总营收 14.85 亿元（同增 9%），归母净利润为 2.39 亿元（同增 60%）。受益于原材料采购单价下降，公司 2024Q1 毛利率同增 6pct 至 36.98%，新产区设备投产将进一步降低生产成本，毛利率有望持续提升；2024Q1 公司销售/管理费用率分别为 7.73%/6.36%，分别同减 1pct/0.04pct，尽管广告宣传/电商费用支出增加，但综合人员减少因素后，总销售费用率下降，随着公司将渠道环节费投不断转向终端消费者培育，费投效率有望持续提升。综合来看，公司净利率同增 6pct 至 17.63%，盈利能力显著提升。现金流端，公司 2024Q1 经营净现金流为 4.03 亿元（同增 106%）。

**酱油高端化实现品牌占位，餐饮直营全渠道发力。**2024Q1 美味鲜公司营收为 14.61 亿元（同增 10%），归母净利润 2.44 亿元（同增 60%），主要受益于原材料成本下降。酱油、鸡精粉延续增势，确定推进产品高端化战略。2024Q1 公司酱油/鸡精鸡粉营收分别为 9.47/1.81 亿元，分别同增 13%/17%，酱油主品类增长提速，后续公司将深化酱油高端化发展策略，计划陆续推出有机/减盐/零添加等健康化细分产品，今年借助电商平台建立消费者品牌认知，预计 2025 年进入流通渠道放量，未来有望持续提升渠道盈利能力。2024Q1 公司食用油/其他产品营收分别为 1.01/2.13 亿元，分别同减 6%/0.3%，食用油表现延续承压。强化经销商管理，推进全渠道均衡发展。公司 2024Q1 分销/直销渠道营收分别为 14.01/0.42 亿元，分别同增 10%/27%。截至 2024Q1 公司总经销商 2181 家，较年初净增加 97 家，公司加快招商进度，提高准入条件，并针对经销商分级管理，赋能终端开拓。在渠道策略上，公司通过成立 B 端大区专项进攻餐饮连锁/开发大包装产品适配餐饮渠道，同时利用经销商队伍/公司业务团队共同布局直营业务，实现渠道均衡发展。全区域营收稳步上升，2024Q1 公司东部/南部/中西部/北部区域营收分别为 3.72/5.22/3.24/2.25 亿元，分别同增 24%/3%/10%/8%，全区域营收均有上升。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/036101020135010134>