

Huijing Yan
 hj.yan@htisec.com

 Bisheng Cheng
 bs.cheng@htisec.com

 Yuxuan Zhang
 yx.zhang@htisec.com

23 年业绩平稳，24Q1 景气度有所提升

投资要点：

- 调味品板块：24Q1 收入稳健增长，利润率略有修复。**23 年在 C 端高基数、B 端餐饮复苏偏弱、渠道库存偏高等背景下，调味品上市公司整体收入略有承压，同时大豆、包材、油脂等成本虽然有所下降，但是白砂糖、青菜头、糖蜜等成本仍在相对高位，叠加部分公司低毛利率产品占比提升，整体板块毛利率、扣非归母净利润率仍有承压，23 年板块总体收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比+1.73%/+21.72%/-4.03%至 569.2/108.52/90.61 亿元。24Q1 随着餐饮逐渐恢复，同时春节错期影响，板块收入增长环比加速，叠加部分原材料延续下行趋势，板块利润率明显修复，24Q1 调味品板块总计收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比+6.61%/+10.16%/+10.82%至 163.34/32.08/30.59 亿元。结构上看，23 年、24Q1 复合调味品整体表现相对亮眼；23 年基础调味品压力较大，24Q1 有较为明显改善。我们认为调味品行业作为刚需必选的优秀赛道，同时部分公司也在积极进行内部改革、全国化扩张，随着消费复苏、成本下行，行业收入、利润均有望重回稳健增长。
- 乳制品板块：24Q1 营收增速表现承压，成本下行净利率延续上行。**受行业竞争加剧及上游奶源过剩影响，乳制品行业 23 年收入增速放缓，24Q1 营收端表现承压；利润端受益于费用管控及成本下行，整体延续上行趋势。23 年乳制品板块上市公司总计收入/归母净利润分别同比+1.0%/+19.7%至 1827/125 亿元，24Q1 分别同比-3.4%/+57.6%至 463/63 亿元。23 年乳制品板块毛利率同比+0.44pct 至 30.0%，24Q1 同比+1.56pct 至 32.5%。23 年乳制品板块销售/管理/研发/财务/期间费用率同比 -0.51pct/-0.20pct /-0.01pct/+0.08pct/-0.64pct 至 16.8%/4.0%/0.7%/0.2%/21.7%，24Q1 分别同比 +0.98pct/+0.23pct/-0.07pct/-0.37pct/+0.78pct 至 17.4%/4.3%/0.4%/-0.2%/21.9%。行业归母净利率延续上行，23 年/24Q1 分别同比+1.07pct/+5.30pct 至 6.8%/13.7%。

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2023	2024E	2025E	上期	本期
603288	海天味业	1.01	1.13	1.28	优于大市	优于大市
603027	千禾味业	0.52	0.67	0.82	优于大市	优于大市
603317	天味食品	0.43	0.54	0.64	优于大市	优于大市
600872	中炬高新	2.16	0.93	1.20	优于大市	优于大市
600887	伊利股份	1.64	2.13	1.87	优于大市	优于大市
002557	洽洽食品	1.58	2.04	2.38	优于大市	优于大市
003000	劲仔食品	0.46	0.66	0.88	优于大市	优于大市
002847	盐津铺子	1.84	2.42	3.22	优于大市	优于大市

资料来源：Wind, HTI

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. 调味品板块：24Q1 收入稳健增长，利润率略有修复.....	7
2. 乳制品：24Q1 营收增速表现承压，成本下行净利率延续上行.....	19
3. 休闲食品：23 年营收平稳，24 年一季度受益春节错期，整体业绩亮眼.....	28
4. 投资建议.....	39
5. 风险提示.....	39

图目录

图 1 调味品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况	7
图 2 调味品板块上市公司 2018 年以来归母净利润情况	7
图 3 调味品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况	10
图 4 调味品行业成本指数走势（2015.1-2024.2）	11
图 5 主要包材、原材料价格走势（元/吨，2015.4-2024.3）	11
图 6 菜籽油、辣椒价格走势（2019.1-2024.4）	11
图 7 涪陵榨菜青菜头收购价格（元/吨，2022-2024）	11
图 8 调味品板块上市公司 2018 年以来销售费用率	13
图 9 调味品板块上市公司 2018 年以来管理费用率	13
图 10 调味品板块上市公司 2018 年以来财务费用率	13
图 11 调味品板块上市公司 2018 年以来期间费用率	13
图 12 调味品板块上市公司 2018 年以来归母净利率情况	17
图 13 乳制品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况	19
图 14 乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利润情况	19
图 15 乳制品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况	21
图 16 国内主产区原奶价格及同比增速	21
图 17 恒天然原奶价格及同比增速	21
图 18 玉米、豆粕平均价格走势（元/吨）	21
图 19 进口苜蓿草平均到岸价走势（美元/吨）	21
图 20 乳制品板块上市公司 2018 年以来销售费用率	23
图 21 乳制品板块上市公司 2018 年以来管理费用率	23
图 22 乳制品板块上市公司 2018 年以来研发费用率	23
图 23 乳制品板块上市公司 2018 年以来期间费用率	23
图 24 乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利率情况	26
图 25 休闲食品上市公司（A 股）2017 年以来营业总收入情况	28
图 26 休闲食品上市公司（A 股）2017 年以来归母净利润情况	28
图 27 休闲食品上市公司（A 股）中单品型公司 2017 年以来毛利率情况	30
图 28 休闲食品上市公司（A 股）中渠道型公司 2017 年以来毛利率情况	30
图 29 休闲食品主要包材、原材料价格走势	31
图 30 休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来销售费用率	32

图 31 休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来销售费用率	32
图 32 休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来管理费用率	33
图 33 休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来管理费用率	33
图 34 休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来研发费用率	33
图 35 休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来研发费用率	33
图 36 休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来期间费用率	33
图 37 休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来期间费用率	33
图 38 休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来归母净利率情况	35
图 39 休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来归母净利率情况	35

表目录

表 1 调味品板块上市公司营业收入及同比增速情况.....	9
表 2 调味品板块上市公司毛利率情况	11
表 3 调味品板块上市公司销售费用率情况	14
表 4 调味品板块上市公司管理费用率情况	14
表 5 调味品板块上市公司期间费用率情况	15
表 6 调味品板块重点上市公司广告促销费用率情况.....	15
表 7 调味品板块上市公司归母净利率情况	17
表 8 调味品板块上市公司现金流情况	18
表 9 调味品行业可比公司估值表	18
表 10 乳制品板块上市公司营业收入及同比增速情况.....	20
表 11 乳制品板块上市公司毛利率情况	22
表 12 乳制品板块上市公司销售费用率情况	23
表 13 乳制品板块上市公司管理费用率情况	24
表 14 乳制品板块上市公司期间费用率情况	25
表 15 乳制品板块重点上市公司广告促销费用率情况.....	25
表 16 乳制品板块上市公司归母净利率情况	26
表 17 乳制品板块上市公司现金流情况	27
表 18 乳制品行业可比公司估值表	27
表 19 休闲食品上市公司（A 股）营业总收入及同比增速情况（2023 年以及 24Q1）	29
表 20 休闲食品上市公司（A 股）毛利率情况（2023 年以及 24Q1）	31
表 21 休闲食品上市公司（A 股）销售/管理/期间费用率情况（2023 年以及 24Q1）	34
表 22 休闲食品上市公司（A 股）期间费用率情况	34
表 23 休闲食品上市公司（A 股）归母净利率情况（2023 年以及 24Q1）	36
表 24 休闲食品上市公司（A 股）合同负债/预收账款以及存货情况（2023）	37
表 25 休闲食品上市公司（A 股）合同负债/预收账款以及存货情况（24Q1）	37
表 26 休闲食品上市公司（A 股）现金流情况（2023 年以及 24Q1）	38
表 27 休闲食品行业可比公司估值表（截止 2024/5/24）	38

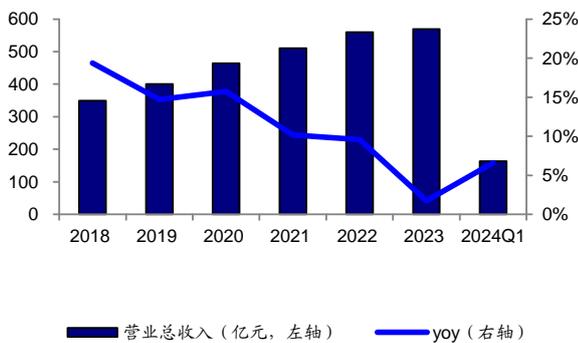
1. 调味品板块：24Q1 收入稳健增长，利润率略有修复

23 年在 C 端高基数、B 端餐饮复苏偏弱、渠道库存偏高等背景下，调味品上市公司整体收入略有承压，同时大豆、包材、油脂等成本虽然有所下降，但是白砂糖、青菜头、糖蜜等成本仍在相对高位，叠加部分公司低毛利率产品占比提升，整体板块毛利率、扣非归母净利率仍有承压，23 年板块总计收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比 +1.73%/+21.72%/-4.03% 至 569.2/108.52/90.61 亿元。

23 年调味品行业上市公司毛利率同比 -0.57pct 至 32.93%，其中 Q4 单季同比 -0.8pct 至 31.21%。23 年调味品板块销售/管理/财务/期间费用率同比 +0.03pct/+0.53pct/+0.27pct/+0.83pct 至 7.8%/6.57%/-1.26%/13.1%，其中 23Q4 单季分别同比 +0.95pct/+1.31pct/+0.08pct/+2.34pct 至 8.45%/7.32%/-1.62%/14.15%。板块归母净利率 23 年/23Q4 分别同比 +3.13pct/+25.5pct 至 19.07%/35.19%。

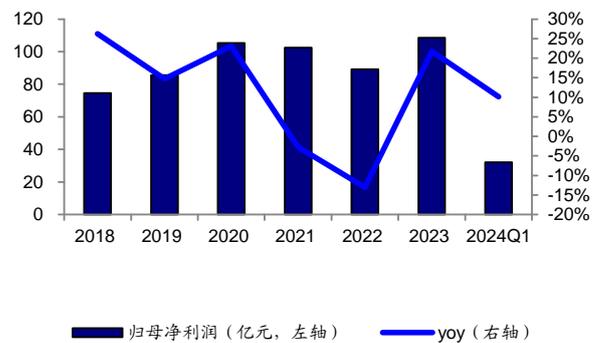
24Q1 随着餐饮逐渐恢复，同时春节错期影响，板块收入增长环比加速，叠加部分原材料延续下行趋势，板块利润率明显修复，24Q1 调味品板块总计收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比 +6.61%/+10.16%/+10.82% 至 163.34/32.08/30.59 亿元。调味品板块毛利率同比 +0.45pct 至 35.46%，销售/管理/财务/期间费用率同比 -0.14pct/-0.17pct/+0.05pct/-0.26pct 至 7.51%/5.7%/-0.8%/12.41%。

图1 调味品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况



资料来源：Wind, HTI

图2 调味品板块上市公司 2018 年以来归母净利润情况



资料来源：Wind, HTI

复合调味品板块表现亮眼。23Q4、23 年、24Q1 调味品行业上市公司整体收入同比 -3.58%、+1.73%、+6.61%，各细分子板块有所分化，23Q4、23 年、24Q1 的酱油/食醋/复合调味品/酵母/榨菜收入同比增速分别为 -9.25%/+2.44%/+14.03%/+1.76%/-0.84%、-1.44%/-1.52%/+16.7%/+5.74%/-3.86%、+9.89%/-24.89%/+13.24%/+2.53%/-1.53%。

- **酱油：①海天味业：**23Q4、23 年、24Q1 收入分别同比 -9.3%、-4.1%、+10.21%，23 年收入表现承压，我们认为主要系消费弱复苏所致。分产品看，酱油、调味酱、蚝油三大传统品类在 24Q1 恢复增长，其他产品表现亮眼，具体看 23Q4、23 年、24Q1 的酱油/调味酱/蚝油/其他产品收入增速分别为 -12.93%/-7.4%/-14.62%/+17.84%、-8.83%/-6.08%/-3.74%/+19.35%、+10.06%/+6.44%/+9.63%/+22.1%。**②中炬高新：**23Q4、23 年、24Q1 收入分别同比 -14.37%、-3.78%、+8.64%，23 年收入表现承压，我们认为除了消费弱复苏之外，还和公司股权结构变化有一定关系。分产品看，23Q4、23 年、24Q1 的酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入增速分别为 -17.25%/+18.13%/-18.69%/-21.13%、+0.09%/+13.44%/-10.62%/-6.79%、+13.44%/+16.83%/-5.54%/-0.31%。**③千禾味业：**23Q4、23 年、24Q1 收入分别同比 -0.82%、+31.62%、+9.28%，分产品看，23Q4、23 年、24Q1 的酱油/食醋收入增速分别为 -2.89%/-10.91%、+34.85%/+11.75%、+9.13%/-6.22%。千禾收入增速明显快于同行，我们认为主要系添加剂事件后消费者对零添加认知度显著提升。

- **食醋：恒顺醋业：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比+2.44%、-1.52%、-24.89%，分产品看，23Q4、23年、24Q1的醋系列/酒系列/酱系列收入增速分别为-2.89%/+7.43%/-36.96%、+0.79/-8.39%/-23.57%、-19.96%/-30.86%/-49.25%。
- **复合调味品：①天味食品：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比+16.95%、+17.02%、+11.34%。收入增速表现亮眼，我们认为或受益于产品升级推新与食萃食品并表。分产品看，23Q4、23年、24Q1的火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱收入增速分别为-6.01%/+35.78%/+85.62%/+134.66%/-41.08%、+1.97%/+28.58%/+47.73%/+14.75%/-18.46%、+1.18%/+17.75%/+21.79%。**②日辰股份：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比+24.11%、+16.49%、+14.73%，收入增长较快，我们认为主要系基数较低，同时下游餐饮、食品加工等客户逐渐恢复。分产品看，23Q4、23年、24Q1的酱汁类调味料/粉体类调味料/食品添加剂收入增速分别为+17.97%/+44.01%/+55.27%、+16.34%/+18.28%/-26.94%、+16.3%/+9.8%/-28.79%。**③宝立食品：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比+14.03%、+16.7%、+13.24%，分产品看，23Q4、23年、24Q1的复合调味品/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入增速分别为+19.46%/-4.26%/+35.11%、+29.32%/+1.39%/+8.28%、+27.7%/+5.76%/+0.56%。
- **酵母：安琪酵母：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比+1.76%、+5.74%、+2.53%，收入增长较慢，主要系国内市场需求承压所致。分产品看，23Q4、23年、24Q1的酵母及深加工产品收入增速分别为-1.79%、+5.38%、+5.37%。
- **榨菜：涪陵榨菜：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比-0.84%、-3.86%、-1.53%，收入表现承压，我们认为或与高基数下消费市场恢复缓慢有关。分产品看，23年榨菜/萝卜/泡菜收入增速分别为-4.56%/-25.99%/-6.51%。

表 1 调味品板块上市公司营业收入及同比增速情况

证券简称	营业总收入 (亿元)						同比增速					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	76.94	245.59	59.09	56.85	59.85	69.81	10.21%	-4.10%	-9.30%	2.20%	-5.34%	-3.17%
中炬高新	14.85	51.39	11.86	12.99	12.88	13.67	8.64%	-3.78%	-14.37%	-0.38%	-1.36%	1.46%
千禾味业	8.95	32.07	8.75	8.00	7.12	8.19	9.28%	31.62%	-0.82%	48.45%	33.76%	69.81%
合计	100.73	329.05	79.71	77.84	79.84	91.66	9.89%	-1.44%	-9.25%	5.11%	-2.15%	1.41%
食醋												
恒顺醋业	4.60	21.06	4.69	4.99	5.26	6.13	-24.89%	-1.52%	2.44%	0.03%	-13.88%	7.15%
复合调味品												
天味食品	8.53	31.49	9.15	8.08	6.59	7.66	11.34%	17.02%	16.95%	16.39%	12.71%	21.79%
日辰股份	0.92	3.59	0.94	1.03	0.83	0.80	14.73%	16.49%	24.11%	16.86%	17.71%	7.21%
宝立食品	6.24	23.69	6.10	6.31	5.89	5.39	15.72%	16.31%	8.61%	11.80%	20.94%	27.20%
合计	15.69	58.77	16.18	15.43	13.31	13.86	13.24%	16.70%	14.03%	14.50%	16.53%	22.86%
酵母												
安琪酵母	34.83	135.81	39.28	29.39	33.17	33.97	2.53%	5.74%	1.76%	1.62%	8.45%	12.03%
榨菜												
涪陵榨菜	7.49	24.50	4.98	6.15	5.77	7.60	-1.53%	-3.86%	-0.84%	-1.50%	-21.35%	10.41%
板块合计	163.34	569.20	144.84	133.79	137.35	153.21	6.61%	1.73%	-3.58%	4.79%	0.22%	5.97%

资料来源: Wind, HTI

成本下行可期, 24Q1 整体毛利率略有改善。23 年调味品板块整体毛利率同比-0.57pct 至 32.93%, 其中 Q4 单季同比-0.8pct 至 31.21%。酱油/食醋/复合调味品/酵母/榨菜 23 年毛利率同比 -0.45pct/-1.38pct/+1.35pct/-0.61pct/-2.43pct 至 34.65%/32.98%/36.03%/24.19%/50.72% , Q4 单季同比 -1.45pct/+1.62pct/+1.88pct/-0.91pct/+3.35pct 至 32.79%/33.63%/36.62%/23.02%/50.65%。

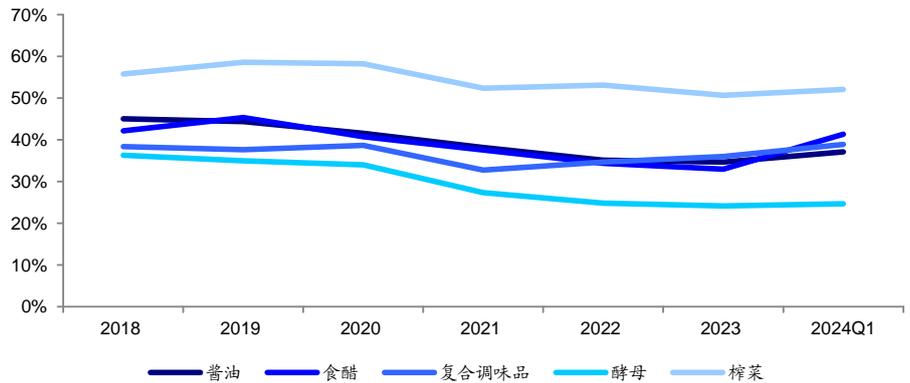
24Q1 调味品板块整体毛利率同比+0.45pct 至 35.46%, 酱油/食醋/复合调味品/酵母/榨菜 24Q1 毛利率同比 +0.85pct/+6.29pct/+0.58pct/-0.74pct/-4.17pct 至 37.14%/41.38%/38.94%/24.66%/52.11%。

- **酱油:** ①海天味业: 23 年毛利率同比-0.95pct 至 34.74%, 我们认为主要系产品结构变化所致; 23Q4 毛利率同比-1.71pct 至 32.34%; 24Q1 毛利率同比+0.38pct 至 37.31%。②中炬高新: 23 年毛利率同比+1.01pct 至 32.71%; 23Q4 毛利率同比+1.49pct 至 33.14%; 24Q1 毛利率同比+5.57pct 至 36.98%, 我们认为主要系原材料成本下降及产品结构优化所致。③千禾味业: 23 年毛利率同比+0.59pct 至 37.15%; 23Q4 毛利率同比-4.36pct 至 35.4%; 24Q1 毛利率同比-3.07pct 至 35.96%。
- **食醋:** 恒顺醋业: 23 年毛利率同比-1.38pct 至 32.98%; 23Q4 毛利率同比+1.62pct 至 33.63%; 24Q1 毛利率同比+6.29pct 至 41.38%, 我们认为主要系原材料成本下降等原因所致。
- **复合调味品:** ①天味食品: 23 年毛利率同比+3.66pct 至 37.88%, 我们认为或与原材料采购成本下降、产品结构升级, 以及高毛利率食萃业务并表有关; 23Q4 毛利率同比+6.32pct 至 40.3%; 24Q1 毛利率同比+3.44pct 至 44.05%, 我们认为或受益于: 1) 产品结构优化与高毛利率产品占比提升, 2) 原材料采购成本下降, 3) 渠道结构优化, 高毛利率电商渠道占比提升。②日辰股份: 23 年毛利率同比-0.61pct 至 38.76%, 23Q4 毛利率同比-0.46pct 至 37.62%; 24Q1 毛利率

同比-0.43pct至38.28%。③**宝立食品**：23年毛利率同比-1.43pct至33.14%，主要系复合调味料占比提升，且毛利率下降较多所致；23Q4毛利率同比-4.4pct至30.95%；24Q1毛利率同比-3.05pct至32.04%，主要系低毛利率的复调占比进一步提升所致。

- **酵母：安琪酵母**：23年毛利率同比-0.61pct至24.19%；23Q4毛利率同比-0.91pct至23.02%；24Q1毛利率同比-0.74pct至24.66%。
- **榨菜：涪陵榨菜**：23年毛利率同比-2.43pct至50.72%，主要受累于原材料价格上涨（青菜头收购价同比+40%）；23Q4毛利率同比+3.35pct至50.65%；24Q1毛利率同比-4.17pct至52.11%。

图3 调味品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况



资料来源：Wind，HTI

成本端，酱油行业主要原材料大豆、白砂糖、塑料瓶、玻璃瓶、纸箱等，2023年除了白砂糖价格有明显上涨之外，其余原材料都有一定下降，其中白砂糖价格同比+29.39%、黄豆价格同比-10.97%、聚酯瓶片价格同比-12.88%、瓦楞纸价格同比-15.35%。因为成本的下降，带来了相关上市公司酱油毛利率的一定修复，其中海天味业、中炬高新、千禾味业2023年酱油业务的毛利率分别同比+2.34pct、+2.62pct、+0.44pct。

在2024Q1，酱油行业成本进一步下降，其中白砂糖价格同比+10.44%、黄豆价格同比-15.61%、聚酯瓶片价格同比-2.58%、瓦楞纸价格同比-10.26%，带来了相关上市公司毛利率进一步修复，其中海天味业、中炬高新、千禾味业2024Q1毛利率分别同比+0.38pct、+5.57pct、-3.07pct。其中千禾味业毛利率有较为明显下降，我们认为主要系2023年在零添加事件催化下，公司零添加产品动销较旺、货折促销力度较小，导致了同期毛利率较高。

川调为主的复合调味品行业，2023年、24Q1成本均有较为明显下降，其中菜籽油价格分别同比-25.69%、-18.21%，辣椒价格分别同比-12.88%、-7.32%，带来了天味食品毛利率明显的提升，分别同比+3.66pct、+3.43pct。

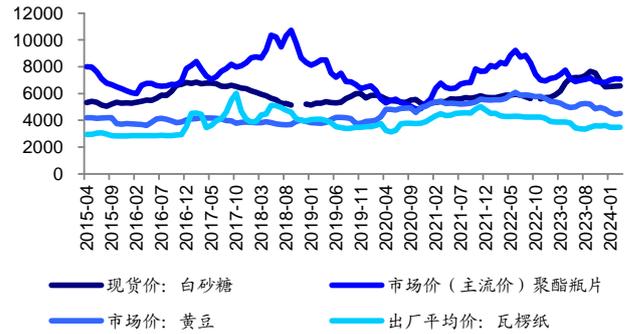
另外，据2023.3.29、2024.4.7涪陵榨菜投资者关系活动记录表披露，涪陵榨菜2022、2023、2024年收购青菜头的平均价格分别为800元/吨、1100元/吨、800元/吨，今年收购的青菜头预计将在5、6月份开始逐步投入使用，因此我们预计公司毛利率后续有望逐渐企稳回升。

图4 调味品行业成本指数走势 (2015.1-2024.2)



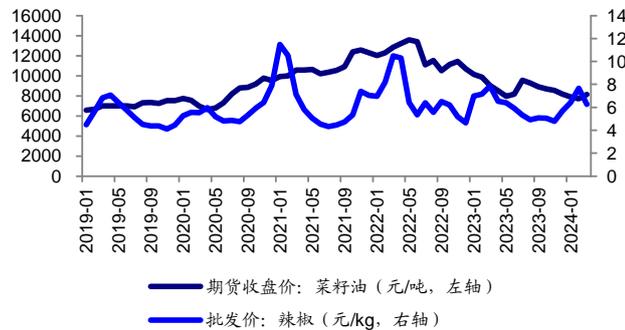
资料来源: wind, HTI

图5 主要包材、原材料价格走势 (元/吨, 2015.4-2024.3)



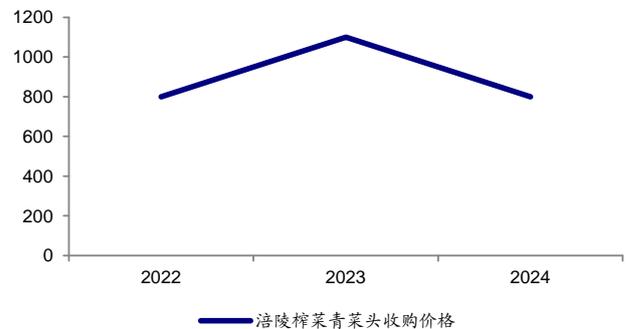
资料来源: Wind, HTI

图6 菜籽油、辣椒价格走势 (2019.1-2024.4)



资料来源: wind, HTI

图7 涪陵榨菜青菜头收购价格 (元/吨, 2022-2024)



资料来源: 2023.3.29、2024.4.7 涪陵榨菜投资者关系活动记录, HTI

表2 调味品板块上市公司毛利率情况

证券简称	毛利率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	37.31%	34.74%	32.34%	34.54%	34.73%	36.93%	0.38	-0.95	-1.71	-0.75	-0.14	-1.25
中炬高新	36.98%	32.71%	33.14%	33.86%	32.53%	31.41%	5.57	1.01	1.49	2.71	0.85	-0.90
千禾味业	35.96%	37.15%	35.40%	36.87%	37.43%	39.03%	-3.07	0.59	-4.36	3.33	1.71	4.05
合计	37.14%	34.65%	32.79%	34.67%	34.61%	36.29%	0.85	-0.45	-1.45	0.23	0.20	-0.84
食醋												
恒顺醋业	41.38%	32.98%	33.63%	26.14%	36.46%	35.08%	6.29	-1.38	1.62	-7.77	3.25	-2.82
复合调味品												
天味食品	44.05%	37.88%	40.30%	38.06%	31.13%	40.62%	3.44	3.66	6.32	5.40	-3.38	4.66
日辰股份	38.28%	38.76%	37.62%	38.42%	40.55%	38.71%	-0.43	-0.61	-0.46	-2.27	1.48	-0.72
宝立食品	32.04%	33.14%	30.95%	32.34%	34.47%	35.09%	-3.05	-1.43	-4.40	-2.22	-0.54	2.06
合计	38.94%	36.03%	36.62%	35.75%	33.20%	38.36%	0.58	1.35	1.88	1.76	-1.81	3.27
酵母												
安琪酵母	24.66%	24.19%	23.02%	24.97%	23.65%	25.40%	-0.74	-0.61	-0.91	3.03	-3.10	-1.28
榨菜												
涪陵榨菜	52.11%	50.72%	50.65%	45.69%	48.80%	56.28%	-4.17	-2.43	3.35	-7.71	-8.87	3.91
板块合计	35.46%	32.93%	31.21%	32.85%	32.49%	35.01%	0.45	-0.57	-0.80	0.39	-1.45	-0.53

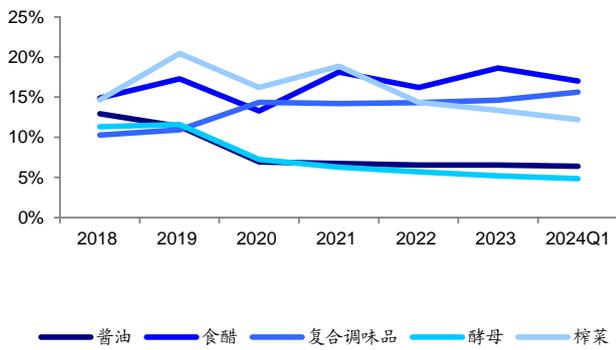
资料来源: Wind, HTI

24Q1 整体期间费用率略有下降。23 年调味品板块销售/管理/期间费用率分别 +0.03pct/+0.53pct/+0.831pct 至 7.8%/6.57%/13.1%；23Q4 单季分别同比 +0.95pct/+1.31pct/+2.34pct 至 8.45%/7.32%/14.15%；24Q1 分别同比 -0.14pct/-0.17pct/-0.26pct 至 7.51%/5.7%/12.41%。

- **酱油：**23 年整体销售/管理/期间费用率分别同比+0.01pct/+0.62pct/+0.98pct 至 6.55%/6.11%/10.78%；23Q4 整体销售/管理/期间费用率分别同比 -0.43pct/+1.93pct/+1.93pct 至 6.53%/7.57%/11.42%；24Q1 整体销售/管理/期间费用率分别同比+0.08pct/-0.46pct/-0.31pct 至 6.39%/4.91%/10.16%。①**海天味业：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.06pct/+0.39/+0.81pct 至 5.32%/5.05%/7.99%，其中广告费用率下降 0.7pct 至 0.85%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比-0.68pct/+1.39pct/+1.3pct 至 4.9%/6.31%/7.7%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比+0.27pct/-0.38pct/+0.11pct 至 5.5%/4.02%/8.19%。②**中炬高新：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比+0.04pct/+1.46pct/+1.46pct 至 8.9%/10.86%/19.64%，其中广告宣传费用率下降 0.01pct 至 1.38%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比 +0.73pct/+5.96pct/+6.72pct 至 10.66%/14.91%/25.41%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 -0.85pct/-0.38pct/-1.27pct 至 7.73%/9.24%/16.86%。③**千禾味业：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比-1.36pct/+0.92pct/-0.95pct 至 12.22%/6.56%/17.94%，其中促销及广告宣传费用率下降 1.17pct 至 4.79%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比-0.53pct/+0.42pct/-0.34pct 至 11.93%/6.17%/17.53%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比+0.12pct/-1.15pct/-2.14pct 至 11.82%/5.44%/15.99%。
- **食醋：恒顺醋业：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比+2.43pct/-0.54pct/+1.56pct 至 18.65%/8.76%/27.24%，其中广告费用率提升 0.47pct 至 4.21%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比 +14.63pct/-1.98pct/+12.06pct 至 35.77%/10.05%/45.62%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +4.61pct/+2.97pct/+7.46pct 至 17.02%/10.93%/27.79%。
- **复合调味品：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比+0.28pct/+0.09pct/+0.51pct 至 14.62%/6.59%/21%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比 +2.2pct/-1.51pct/+0.76pct 至 16.93%/7.57%/22.49%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比+0.73pct/-0.46pct/+0.04pct 至 15.64%/5.84%/21.31%。①**天味食品：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比 +0.95pct/+0.54pct/+1.8pct 至 15.37%/7.31%/22.31%，其中促销+广告费用率提升 1.13pct 至 8.31%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比+4.03pct/-1.58pct/+2.62pct 至 18.47%/6.1%/24.31%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +2.18pct/-0.9pct/+1.36pct 至 17.02%/6.13%/22.88%。②**日辰股份：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比 +0.32pct/-1.87pct/-1.29pct 至 7.87%/12.28%/22.31%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比+0.09pct/-4.34pct/-4.08pct 至 9.93%/9.68%/20.43%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比+0.49pct/-1.87pct/-1.13pct 至 8.11%/13.6%/22.54%。③**宝立食品：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.61pct/-0.21pct/-0.94pct 至 14.64%/4.78%/19.29%，其中销售推广费用率下降 0.92pct 至 11.96%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比-0.09pct/-1.16pct/-1.34pct 至 15.69%/4.4%/20.08%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +0.73pct/-0.39pct/-1.56pct 至 14.85%/4.3%/18.97%。
- **酵母：安琪酵母：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比-0.5pct/+0.61pct/+0.18pct 至 5.18%/7.82%/13.12%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比 0.12pct/+1.57pct/+0.59pct 至 4.98%/7.42%/12.61%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比-0.37pct/+0.74pct/+0.54pct 至 4.84%/7.84%/13.25%。
- **榨菜：涪陵榨菜：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.97pct/+0.28pct/-0.68pct 至 13.37%/3.83%/13.09%，其中品牌宣传+市场推广费

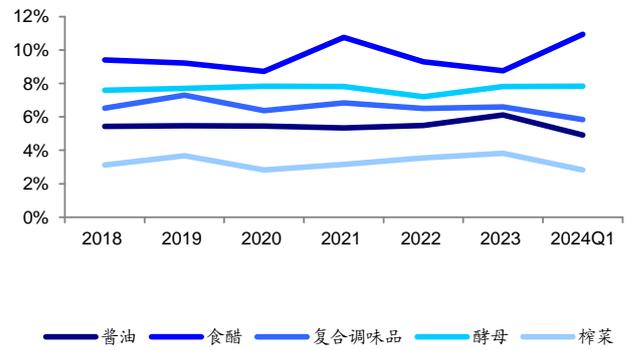
用率下降 1.69pct 至 6.72%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比 +9.05pct/+0.21pct/+10.26pct 至 13.21%/5.36%/13.36%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 -5.63pct/-0.44pct/-6.51pct 至 12.21%/2.83%/10.77%。

图8 调味品板块上市公司 2018 年以来销售费用率



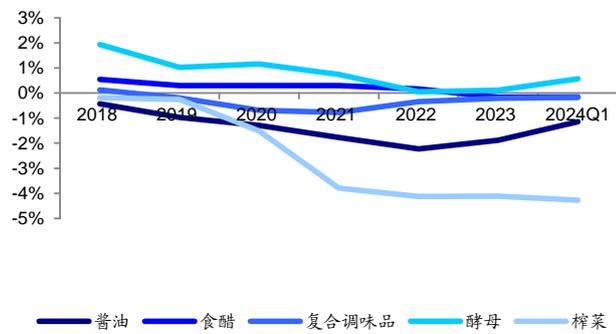
资料来源: Wind, HTI

图9 调味品板块上市公司 2018 年以来管理费用率



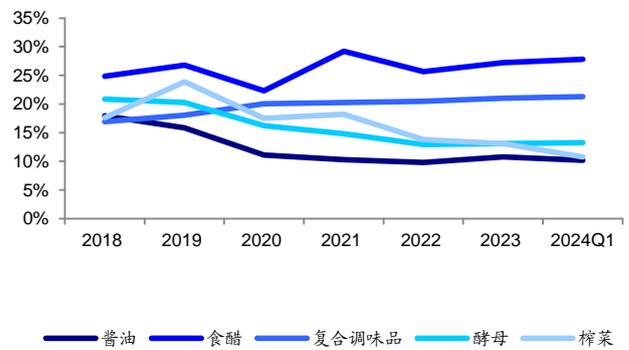
资料来源: Wind, HTI

图10 调味品板块上市公司 2018 年以来财务费用率



资料来源: Wind, HTI

图11 调味品板块上市公司 2018 年以来期间费用率



资料来源: Wind, HTI

表 3 调味品板块上市公司销售费用率情况

证券简称	销售费用率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	5.50%	5.32%	4.90%	5.59%	5.57%	5.23%	0.27	-0.06	-0.68	-0.28	0.89	-0.20
中炬高新	7.73%	8.90%	10.66%	8.12%	8.40%	8.58%	-0.85	0.04	0.73	-1.01	0.90	-0.22
千禾味业	11.82%	12.22%	11.93%	11.95%	13.48%	11.70%	0.12	-1.36	-0.53	-2.17	-0.08	-3.36
合计	6.39%	6.55%	6.53%	6.67%	6.73%	6.30%	0.08	0.01	-0.43	-0.38	1.02	-0.14
食醋												
恒顺醋业	17.02%	18.65%	35.77%	12.77%	16.24%	12.41%	4.61	2.43	14.63	-4.51	0.68	0.34
复合调味品												
天味食品	17.02%	15.37%	18.47%	15.59%	11.42%	14.84%	2.18	0.95	4.03	2.95	-6.60	1.83
日辰股份	8.11%	7.87%	9.93%	5.97%	8.17%	7.61%	0.49	0.32	0.09	-0.79	0.65	1.39
宝立食品	14.85%	14.64%	15.69%	12.21%	14.81%	16.10%	-1.24	-0.61	-0.09	-2.01	-1.91	1.88
合计	15.64%	14.62%	16.93%	13.57%	12.72%	14.91%	0.73	0.28	2.20	0.65	-4.10	1.90
酵母												
安琪酵母	4.84%	5.18%	4.98%	5.69%	4.93%	5.21%	-0.37	-0.50	0.12	-0.25	-0.57	-1.46
榨菜												
涪陵榨菜	12.21%	13.37%	13.21%	11.73%	9.35%	17.84%	-5.63	-0.97	9.05	-11.08	-1.44	-0.02
板块合计	7.51%	7.80%	8.45%	7.71%	7.35%	7.66%	-0.14	0.03	0.95	-0.88	0.05	-0.11

资料来源: Wind, HTI

表 4 调味品板块上市公司管理费用率情况

证券简称	管理费用率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	4.02%	5.05%	6.31%	4.90%	4.72%	4.40%	-0.38	0.39	1.39	-0.18	-0.14	0.48
中炬高新	9.24%	10.86%	14.91%	9.45%	9.86%	9.62%	-0.38	1.46	5.96	-2.06	0.60	1.66
千禾味业	5.44%	6.56%	6.17%	7.00%	6.54%	6.59%	-1.15	0.92	0.42	2.36	0.24	0.74
合计	4.91%	6.11%	7.57%	5.88%	5.71%	5.37%	-0.46	0.62	1.93	-0.30	0.05	0.75
食醋												
恒顺醋业	10.93%	8.76%	10.05%	9.20%	8.14%	7.96%	2.97	-0.54	-1.98	-0.26	0.88	-1.21
复合调味品												
天味食品	6.13%	7.31%	6.10%	7.03%	9.64%	7.02%	-0.90	0.54	-1.58	-0.33	2.49	2.42
日辰股份	13.60%	12.28%	9.68%	11.46%	13.15%	15.46%	-1.87	-1.87	-4.34	-1.57	-1.91	0.72
宝立食品	4.30%	4.78%	4.40%	4.49%	5.58%	4.69%	-0.39	-0.21	-1.16	-0.19	0.66	-0.08
合计	5.84%	6.59%	5.67%	6.29%	8.06%	6.60%	-0.77	0.09	-1.51	-0.32	1.38	1.26
酵母												
安琪酵母	7.84%	7.82%	7.42%	8.86%	8.12%	7.10%	0.74	0.61	1.57	1.28	-0.50	-0.07
榨菜												
涪陵榨菜	2.83%	3.83%	5.36%	3.41%	3.69%	3.27%	-0.44	0.28	0.21	0.41	0.54	-0.04
板块合计	5.70%	6.57%	7.32%	6.59%	6.53%	5.86%	-0.17	0.53	1.31	0.07	0.19	0.54

资料来源: Wind, HTI

表 5 调味品板块上市公司期间费用率情况

证券简称	期间费用率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	8.19%	7.99%	7.70%	8.69%	7.51%	8.07%	0.11	0.81	1.30	0.35	1.35	0.18
中炬高新	16.86%	19.64%	25.41%	17.45%	18.13%	18.13%	-1.27	1.46	6.72	-3.11	1.34	1.43
千禾味业	15.99%	17.94%	17.53%	17.91%	18.25%	18.13%	-2.14	-0.95	-0.34	-0.42	-1.23	-2.59
合计	10.16%	10.78%	11.42%	11.10%	10.18%	10.47%	-0.31	0.98	1.93	-0.12	1.45	0.58
食醋												
恒顺醋业	27.79%	27.24%	45.62%	21.60%	24.27%	20.33%	7.46	1.56	12.06	-5.07	1.35	-1.13
复合调味品												
天味食品	22.88%	22.31%	24.31%	22.28%	20.48%	21.52%	1.36	1.80	2.62	2.68	-3.42	4.64
日辰股份	22.54%	20.83%	20.43%	18.15%	21.89%	23.67%	-1.13	-1.29	-4.08	-1.91	-0.87	2.11
宝立食品	18.97%	19.29%	20.08%	16.71%	20.11%	20.53%	-1.56	-0.94	-1.34	-1.93	-1.52	1.34
合计	21.31%	21.00%	22.49%	19.73%	20.40%	21.26%	0.04	0.51	0.76	0.50	-2.46	3.20
酵母												
安琪酵母	13.25%	13.12%	12.61%	15.22%	12.28%	12.70%	0.54	0.18	0.59	2.72	-0.35	-2.13
榨菜												
涪陵榨菜	10.77%	13.09%	13.36%	11.52%	9.01%	17.28%	-6.51	-0.68	10.26	-10.76	-1.37	-0.19
板块合计	12.41%	13.10%	14.15%	13.41%	12.17%	12.67%	-0.26	0.83	2.34	-0.09	0.67	0.29

资料来源: Wind, HTI

表 6 调味品板块重点上市公司广告促销费用率情况

证券简称	广告促销费用率	
	23 年	同比变动 (pct)
酱油		
海天味业	0.85%	-0.70
中炬高新	1.38%	-0.01
千禾味业	4.79%	-1.17
食醋		
恒顺醋业	4.21%	0.47
复合调味品		
天味食品	8.31%	1.13
日辰股份	1.95%	0.74
宝立食品	11.96%	-0.92
酵母		
安琪酵母	1.32%	-0.52
榨菜		
涪陵榨菜	6.72%	-1.69

资料来源: 各公司 2023 年年报, HTI

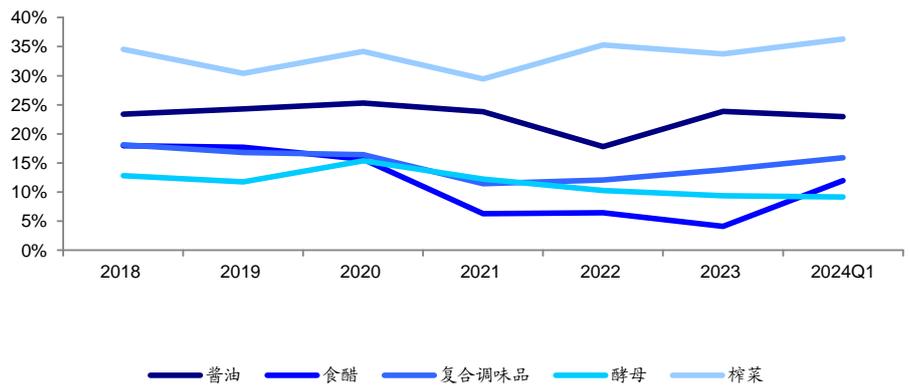
备注: 海天味业口径为广告费、中炬高新口径为广告宣传费、千禾味业口径为促销及广告宣传费、恒顺醋业口径为广告费、天味食品口径为业务宣传费+促销费+广告费、日辰股份口径为促销及广告宣传费、宝立食品口径为销售推广费、安琪酵母口径为广告宣传费、涪陵榨菜口径为品牌宣传费+市场推广费

24Q1 整体净利率略有修复。23 年调味品板块整体归母净利率、扣非归母净利率分别为 19.07%（同比+3.13pct）、15.92%（同比-0.96pct）。其中 Q4 单季归母净利率同比 25.5pct 至 35.19%。酱油/食醋/复合调味品/酵母/榨菜 23 年归母净利率同比 -6.05pct/-2.33pct/+1.78pct/-0.93pct/-1.53pct 至 23.87%/4.13%/13.85%/9.35%/33.74%。Q4 单季同比 47.64pct/-7.36pct/+1.15pct/-1.86pct/-6.69pct 至 55.34%/-10.95%/13.05%/9.13%/33.57%。

24Q1 调味品板块整体归母净利率同比 0.63pct 至 19.64%，酱油/食醋/复合调味品/酵母/榨菜 24Q1 归母净利率同比 +1.03pct/+0.1pct/+0.38pct/-1.22pct/+1.91pct 至 22.96%/11.99%/15.91%/9.16%/36.29%。

- **酱油：**①**海天味业：**23 年归母净利率同比-1.29pct 至 22.91%，主要系产品结构变化，其中高毛利率的酱油产品占比有所下降，同时期间费用率提升所致；23Q4 归母净利率同比-1.53pct 至 21.97%；24Q1 归母净利率同比+0.37pct 至 24.94%。②**中炬高新：**23 年归母净利率同比+44.11pct 至 33.02%，主要系 2022 年计提的预计负债 11.78 亿元计入营业外收入，同时冲回 2023H1 计提的预计负债 17.47 亿元；23Q4 归母净利率同比 323.33pct 至 250.34%；24Q1 归母净利率同比+5.15pct 至 16.1%，主要系成本下降、产品结构优化下，毛利率有所提升所致。③**千禾味业：**23 年归母净利率同比+2.42pct 至 16.54%，主要系成本下降提升毛利率，同时零添加事件催化下，动销较好，销售费用率有所下降；23Q4 归母净利率同比-1.37pct 至 16.37%；24Q1 归母净利率同比-0.42pct 至 17.32%，主要系 23 年同期基数较高所致。
- **食醋：恒顺醋业：**23 年归母净利率同比-2.33pct 至 4.13%；23Q4 归母净利率同比-7.36pct 至-10.95%；24Q1 归母净利率同比+0.1pct 至 11.99%。
- **复合调味品：**①**天味食品：**23 年归母净利率同比+1.81pct 至 14.5%，主要系成本下降、产品结构优化、食萃并表等带来毛利率提升所致；23Q4 归母净利率同比 2.44pct 至 14.9%；24Q1 归母净利率同比+3.89pct 至 20.63%，主要系成本进一步下降、产品于渠道结构优化所致。②**日辰股份：**23 年归母净利率同比-0.85pct 至 15.7%；23Q4 归母净利率同比+3.15pct 至 15.86%；24Q1 归母净利率同比+0.74pct 至 14.06%。③**宝立食品：**23 年归母净利率同比+2.13pct 至 12.71%，主要系一次性资产处置收益增加所致；23Q4 归母净利率同比-1.18pct 至 9.85%；24Q1 归母净利率同比-4.41pct 至 9.74%。
- **酵母：安琪酵母：**23 年归母净利率同比-0.93pct 至 9.35%；23Q4 归母净利率同比-1.86pct 至 9.13%；24Q1 归母净利率同比-1.22pct 至 9.16%，我们预计主要系 23 年同期高毛利率的小包装动销较好，同时因为规模效应下降导致费用率略有提升所致。
- **榨菜：涪陵榨菜：**23 年归母净利率同比-1.53pct 至 33.74%，主要系原材料价格上涨（青菜头收购价同比+40%）影响毛利率所致；23Q4 归母净利率同比-6.69pct 至 33.57%；24Q1 归母净利率同比+1.91pct 至 36.29%，主要系公司加强费用管控，其中销售费用率下降 5.6pct 所致。

图12 调味品板块上市公司 2018 年以来归母净利率情况



资料来源: Wind, HTI

表 7 调味品板块上市公司归母净利率情况

证券简称	归母净利率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	24.94%	22.91%	21.97%	21.68%	23.07%	24.57%	0.37	-1.29	-1.53	-1.22	-1.67	-0.79
中炬高新	16.10%	33.02%	250.34%	13.12%	-123.68%	10.95%	5.15	44.11	323.33	5.02	-135.53	-0.81
千禾味业	17.32%	16.54%	16.37%	16.30%	15.64%	17.74%	-0.42	2.42	-1.37	3.59	3.69	6.28
合计	22.96%	23.87%	55.34%	19.70%	-1.26%	21.93%	1.03	6.05	47.64	0.15	-23.10	-0.67
食醋												
恒顺醋业	11.99%	4.13%	-10.95%	2.95%	9.62%	11.89%	0.10	-2.33	-7.36	-2.38	1.33	-1.61
复合调味品												
天味食品	20.63%	14.50%	14.90%	13.93%	12.06%	16.74%	3.89	1.81	2.44	2.68	0.83	0.78
日辰股份	14.06%	15.70%	15.86%	17.24%	15.88%	13.33%	0.74	-0.85	3.15	-0.82	-1.11	-4.88
宝立食品	9.74%	12.71%	9.85%	11.90%	15.21%	14.15%	-4.41	2.13	-1.18	1.14	4.76	4.28
合计	15.91%	13.85%	13.05%	13.32%	13.69%	15.54%	0.38	1.78	1.15	1.83	2.44	1.72
酵母												
安琪酵母	9.16%	9.35%	9.13%	8.27%	9.54%	10.38%	-1.22	-0.93	-1.86	0.34	-2.08	0.07
榨菜												
涪陵榨菜	36.29%	33.74%	33.57%	30.72%	36.26%	34.38%	1.91	-1.53	-6.69	1.84	-4.94	3.27
板块合计	19.64%	19.07%	35.19%	16.33%	4.79%	19.01%	0.63	3.13	25.50	0.37	-14.32	-0.37

资料来源: Wind, HTI

24Q1 销售回款同比略降，经营性净现金流短期承压。23 年调味品行业上市公司经营性净现金流为 115.11 亿元，同比+35.85%；其中 Q4 单季为 46.37 亿元，同比+7.67%；24Q1 为-4.38 亿元，同比-129.46%。销售回款方面，23 年调味品上市公司实现 659.64 亿元，同比+8.02%；其中 Q4 单季为 194.12 亿元，同比+9.29%；24Q1 为 147.78 亿元，同比-8.2%。

表 8 调味品板块上市公司现金流情况

证券简称	经营性现金净流量 (亿元)			同比增速			销售回款 (亿元)			同比增速		
	24Q1	23 年	23Q4	24Q1	23 年	23Q4	24Q1	23 年	23Q4	24Q1	23 年	23Q4
酱油												
海天味业	-5.54	73.56	38.99	-152.14%	92.04%	61.71%	57.65	295.43	94.97	-19.02%	10.41%	28.43%
中炬高新	4.03	8.42	-0.03	106.43%	24.24%	-102.37%	16.64	57.02	13.22	13.60%	-5.43%	-19.61%
千禾味业	1.63	4.70	1.56	5194.43%	-39.22%	-56.75%	9.52	35.29	9.92	14.04%	23.22%	-11.32%
合计	0.11	86.68	40.52	-99.12%	64.12%	39.77%	83.81	387.74	118.11	-11.02%	8.76%	16.28%
食醋												
恒顺醋业	-0.38	2.48	0.96	-168.54%	29.59%	18.28%	4.33	23.52	6.59	-26.77%	1.90%	23.64%
复合调味品												
天味食品	1.88	6.03	0.86	57.09%	10.34%	-793.51%	8.98	33.35	7.04	12.96%	7.72%	-16.28%
日辰股份	0.16	0.70	0.27	30.04%	28.76%	43.38%	1.14	3.74	0.98	21.85%	15.28%	16.51%
宝立食品	0.77	1.66	0.24	29.06%	-34.01%	-68.47%	6.93	26.24	6.89	6.07%	15.71%	10.80%
合计	2.82	8.39	1.37	46.59%	-1.61%	67.98%	17.05	63.33	14.92	10.58%	11.34%	-3.60%
酵母												
安琪酵母	-6.59	13.21	1.77	-622.85%	23.58%	-80.63%	35.31	158.59	48.78	-7.17%	9.87%	0.54%
榨菜												
涪陵榨菜	-0.34	4.35	1.76	-77.25%	-59.64%	-47.17%	7.27	26.46	5.73	-1.84%	-11.36%	-14.95%
板块合计	-4.38	115.11	46.37	-129.46%	35.85%	7.67%	147.78	659.64	194.12	-8.20%	8.02%	9.29%

资料来源: Wind, HTI

表 9 调味品行业可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
酱油												
603288.SH	海天味业	36.01	2002.37	1.01	1.12	1.25	35.6	32.1	28.8	7.0	6.2	5.6
600872.SH	中炬高新	26.80	210.48	2.16	0.99	1.25	12.4	27.0	21.5	4.5	4.0	3.5
603027.SH	千禾味业	15.76	161.97	0.52	0.63	0.76	30.5	24.9	20.8	4.4	3.9	3.4
	均值			1.23	0.92	1.09	26.2	28.0	23.7	5.3	4.7	4.1
食醋												
600305.SH	恒顺醋业	8.07	89.82	0.08	0.15	0.18	103.4	53.7	44.5	2.7	2.6	2.5
复合调味品												
603317.SH	天味食品	13.59	144.74	0.43	0.52	0.62	31.7	25.9	21.8	3.3	3.1	2.9
603755.SH	日辰股份	22.91	22.59	0.57	0.76	0.95	40.0	30.3	24.2	3.2	3.0	2.8
603170.SH	宝立食品	14.15	56.60	0.75	0.73	0.87	18.8	19.4	16.3	4.2	3.6	3.0
	均值			0.58	0.67	0.81	30.2	25.2	20.8	3.6	3.2	2.9
酵母												
600298.SH	安琪酵母	30.72	266.86	1.46	1.58	1.84	21.0	19.4	16.7	2.6	2.4	2.2
榨菜												
002507.SZ	涪陵榨菜	14.09	162.59	0.72	0.80	0.89	19.7	17.6	15.9	2.0	1.8	1.7
	均值			0.86	0.81	0.96	34.8	27.8	23.4	3.8	3.4	3.0

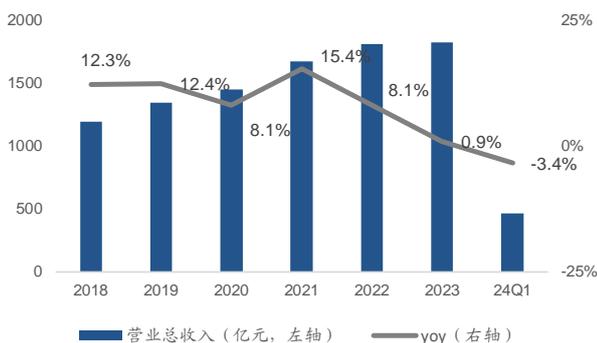
资料来源 Wind, HTI

注: 收盘价为 2024 年 5 月 24 日价格, 估值为 Wind 一致预期

2. 乳制品：24Q1 营收增速表现承压，成本下行净利率延续上行

受行业竞争加剧及上游奶源过剩影响，乳制品行业 23 年收入增速放缓，24Q1 营收端表现承压；利润端受益于费用管控及成本下行，整体延续上行趋势。23 年乳制品板块上市公司总计收入/归母净利润分别同比+1.0%/+19.7%至 1827/125 亿元，24Q1 分别同比-3.4%/+57.6%至 463/63 亿元。23 年乳制品板块毛利率同比+0.44pct 至 30.0%，24Q1 同比+1.56pct 至 32.5%。23 年乳制品板块销售/管理/研发/财务/期间费用率同比-0.51pct/-0.20pct /-0.01pct/+0.08pct/-0.64pct 至 16.8%/4.0%/0.7%/0.2%/21.7%，24Q1 分别同比+0.98pct/+0.23pct/-0.07pct/-0.37pct/+0.78pct 至 17.4%/4.3%/0.4%/-0.2%/21.9%。行业归母净利率延续上行，23 年/24Q1 分别同比+1.07pct/+5.30pct 至 6.8%/13.7%。

图13 乳制品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况



资料来源：Wind, HTI

图14 乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利润情况



资料来源：Wind, HTI

23 年/24Q1 乳制品行业上市公司整体收入同比+0.95%/-3.44%。23 年、24Q1 的龙头乳企/区域乳企/奶酪/奶粉收入同比增速分别为+2.44%/-1.05%/-16.16%/+0.76%、-2.58%/-5.68%/-7.14%/+2.28%。行业整体竞争加剧，营收增长短期承压。

- 龙头乳企：伊利股份。**23 年、24Q1 收入分别同比+2.44%、-2.58%，分产品看，液态奶销售受消费弱复苏及上游原奶过剩影响表现承压；奶粉及奶制品、冷饮表现亮眼，具体看 23 年、24Q1 的液态奶/奶粉及奶制品/冷饮收入增速分别为+0.72%/+5.09%/+11.72%、-6.81%/-0.20%/+14.21%。
- 区域乳企：①光明乳业：**23 年、24Q1 收入分别同比-6.13%、-9.25%，分产品看，23 年、24Q1 的液态奶/其他乳制品/牧业产品收入同比增速分别为-2.75%/-8.02%/-33.47%、-13.68%/+0.96%/-0.69%，我们认为液奶板块销售承压主要系消费恢复不及预期拖累公司低温液奶所致；其牧业产品营收同比-33.47%，主要系行业供求不平衡影响，饲料等牧业产品收入下降。
 ②新乳业：23 年、24Q1 收入分别同比+9.80%、+3.66%，分产品看，23 年的液态奶/奶粉/其他业务收入同比增速分别为+11.15%/+11.28%/-0.53%。我们认为 24Q1 营收增速放缓主要受重庆瀚虹（一只酸奶牛）剥离影响。
 ③天润乳业：23 年、24Q1 收入分别同比+12.6%、+1.47%，分产品看，23 年、24Q1 的常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品/其他业务收入同比增速分别为+18.65%/+7.57%/-10.08%/-50.61%、+2.60%/-2.27%/+10.03%/+73.77%。我们认为 24Q1 营收增速放缓主要系行业竞争加剧所致。
 ④燕塘乳业：23 年、24Q1 收入分别同比+4.01%、-11.55%。分产品看，23 年液体乳类/花式奶/乳酸菌乳饮料/冰淇淋雪糕收入同比增速分别为+3.72%/+0.34%/+7.59%/-30.69%。
 ⑤三元股份：23 年、24Q1 收入分别同比-2.02%、-5.85%。分产品看，23 年、24Q1 的液态奶/固态奶/冰淇淋及其他业务收入同比增速分别为+3.97%/+23.52%/+0.77%、+1.21%/+1.30%/+5.50%。

- 奶酪：妙可蓝多：**23 年、24Q1 收入分别同比-16.16%、-7.14%。我们认为增速放缓

主要系宏观环境影响。分产品看，23年、24Q1的奶酪/贸易/液态奶收入增速分别为-18.91%/-5.44%/-4.32%、-3.28%/-35.80%/-0.38%。我们认为奶酪业务承压或与商超渠道复苏不及预期，低温奶酪棒销售承压有关。

- **奶粉：贝因美：**23年、24Q1收入分别同比+0.76%、+2.28%。23年的奶粉类/米粉类/其他类收入增速分别为-2.66%/+169.66%/-30.98%。其中米粉类产品23年生产量和销售量较上年同期均上升30%以上，主要系本期定制类ODM米粉订单量增长较多所致。

表 10 乳制品板块上市公司营业收入及同比增速情况

证券简称	营业总收入 (亿元)				同比增速			
	23年	24Q1	23Q4	24Q1+23Q4	23年	24Q1	23Q4	24Q1+23Q4
龙头乳企								
伊利股份	1261.79	325.77	287.75	613.52	2.44%	-2.58%	-1.82%	-2.23%
合计	1261.79	325.77	287.75	613.52	2.44%	-2.58%	-1.82%	-2.23%
区域乳企								
光明乳业	264.85	64.17	5820.88	122.38	-6.13%	-9.25%	-14.77%	-11.96%
新乳业	109.87	26.14	2793.39	54.07	9.80%	3.66%	10.56%	7.11%
天润乳业	27.14	6.14	631.13	12.72	12.62%	1.47%	13.04%	6.90%
燕塘乳业	19.50	3.79	469.05	8.48	4.01%	-11.55%	0.65%	-5.19%
三元股份	78.41	20.41	1691.14	37.32	-2.02%	-5.85%	-0.56%	-3.52%
合计	499.78	120.92	11405.59	234.97	-1.05%	-5.68%	-5.59%	-5.64%
奶酪								
妙可蓝多	40.49	9.50	973.77	19.24	-16.16%	-7.14%	-2.65%	-4.92%
合计	40.49	9.50	973.77	19.24	-16.16%	-7.14%	-2.65%	-4.92%
奶粉								
贝因美	25.28	7.20	612.05	13.33	0.76%	2.28%	2.06%	2.18%
合计	25.28	7.20	612.05	13.33	0.76%	2.28%	2.06%	2.18%
板块合计	1827.35	463.39	41766.40	881.06	0.95%	-3.44%	-2.85%	-3.16%

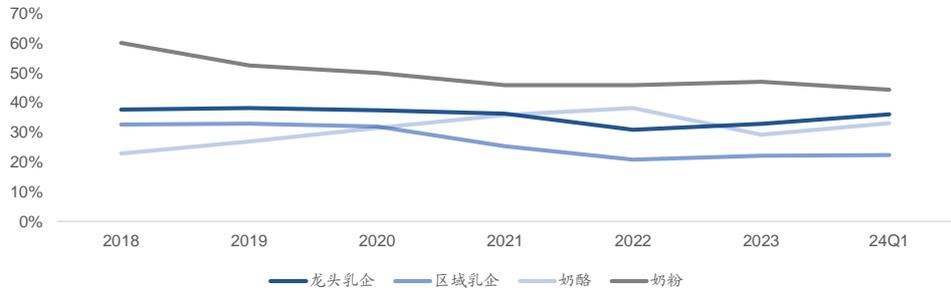
资料来源：Wind, HTI

乳制品板块毛利率表现分化，成本下行 24Q1 毛利率小幅提升。23年乳制品板块整体毛利率同比+0.44pct至29.97%，24Q1同比+1.56pct至32.54%。龙头乳企/区域乳企/奶酪/奶粉23年分别同比+0.29pct/+1.03pct/-4.92pct/+1.19至32.80%/21.99%/29.24%/47.07%，24Q1分别同比+2.02pct/+0.18pct/+0.40pct/+0.28pct至36.02%/22.43%/33.09%/44.34%。

- **龙头乳企：伊利股份：**23年毛利率同比+0.29pct至32.80%，我们认为主要系液奶表现承压所致；24Q1毛利率同比+2.02pct至36.02%，我们认为主要系原奶成本进一步下行所致。
- **区域乳企：①光明乳业：**23年毛利率同比+1.00pct至19.66%，我们认为主要系原奶成本下行及产品结构优化所致；24Q1毛利率同比-0.32pct至19.64%。**②新乳业：**23年毛利率同比+2.84pct至26.87%，我们认为主要系原奶成本下行及高端新品系列表现亮眼所致；24Q1毛利率同比+2.32pct至29.38%。**③天润乳业：**23年毛利率同比+1.23pct至19.11%，我们认为主要系原奶成本下行及产品结构升级所致；24Q1毛利率同比-3.62pct至16.43%。**④燕塘乳业：**23年毛利率同比+2.50pct至26.04%；24Q1毛利率同比-1.10pct至24.31%。**⑤三元股份：**23年毛利率同比-2.54pct至23.04%；24Q1毛利率同比-0.29pct至23.81%。
- **奶酪：妙可蓝多：**23年毛利率同比-4.92pct至29.24%，主要系原材料成本上行、汇率波动以及贸易板块毛利率下滑。24Q1毛利率同比+0.40pct至33.09%。

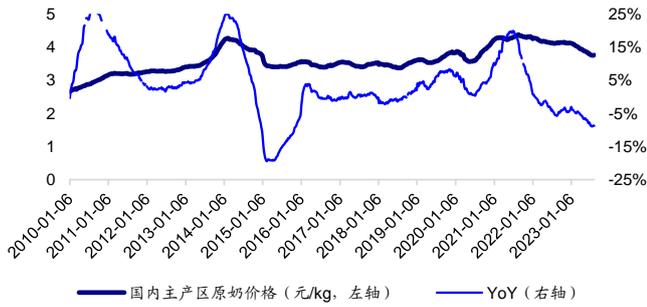
- **奶粉：贝因美：23年毛利率同比+1.19pct至47.07%，主要系产品销售折扣、爱加保护盖、可睿欣等高毛利品类销售较22年增长所致；24Q1毛利率同比+0.28pct至44.34%。**

图15 乳制品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况



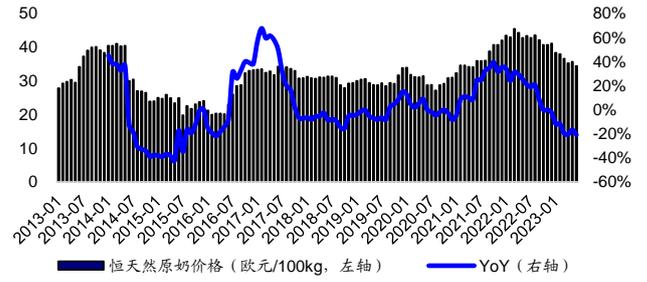
资料来源：Wind, HTI

图16 国内主产区原奶价格及同比增速



资料来源：Wind, 农业部, HTI

图17 恒天然原奶价格及同比增速



资料来源：Wind, HTI

图18 玉米、豆粕平均价格走势 (元/吨)



资料来源：Wind, 中国畜牧业信息网, HTI

图19 进口苜蓿草平均到岸价走势 (美元/吨)



资料来源：东方戴瑞乳业咨询, Wind, 奶业经济观察微信公众号, HTI

表 11 乳制品板块上市公司毛利率情况

证券简称	毛利率						毛利率同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
龙头乳企												
伊利股份	36.02%	32.80%	31.74%	32.58%	30.81%	34.00%	2.02	0.29	0.32	1.6	-2.7	-0.7
合计	36.02%	32.80%	31.74%	32.58%	30.81%	34.00%	2.02	0.29	0.32	1.6	-2.7	-0.7
区域乳企												
光明乳业	19.64%	19.66%	23.16%	15.52%	20.52%	19.96%	-0.32	1.00	3.71	-1.4	2.2	0.2
新乳业	29.38%	26.87%	25.25%	26.43%	26.60%	27.06%	2.32	2.84	3.52	2.2	3.6	3.1
天润乳业	16.43%	19.11%	17.58%	17.62%	24.08%	20.05%	-3.62	1.23	-0.07	0.0	8.0	2.8
燕塘乳业	24.31%	26.04%	21.79%	27.58%	29.21%	25.41%	-1.10	2.50	0.07	3.5	6.1	0.7
三元股份	23.81%	23.04%	21.52%	21.69%	24.66%	24.09%	-0.29	-2.54	-2.26	-2.7	-5.1	-2.4
合计	22.43%	21.99%	23.06%	19.59%	22.90%	22.24%	0.18	1.03	2.53	-0.4	1.8	0.5
奶酪												
妙可蓝多	33.09%	29.24%	24.97%	25.64%	32.93%	32.69%	0.40	-4.92	-8.30	-4.7	-5.8	-6.1
合计	33.09%	29.24%	24.97%	25.64%	32.93%	32.69%	0.40	-4.92	-8.30	-4.7	-5.8	-6.1
奶粉												
贝因美	44.34%	47.07%	47.22%	51.94%	45.58%	44.06%	0.28	1.19	-2.99	12.0	-3.9	-5.0
合计	44.34%	47.07%	47.22%	51.94%	45.58%	44.06%	0.28	1.19	-2.99	12.0	-3.9	-5.0
板块合计	32.54%	29.97%	29.44%	29.08%	28.80%	30.98%	1.56	0.44	0.77	1.1	-1.5	-0.5

资料来源: Wind, HTI

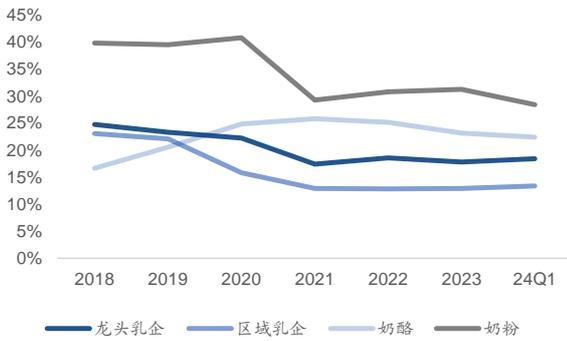
23 年期间费用率管控良好, 24Q1 各项费率小幅提升。23 年乳制品板块销售/管理/期间费用率同比 -0.51pct/-0.20pct/-0.64pct 至 16.84%/4.03%/21.7%, 24Q1 分别同比 +0.98pct/+0.23pct /+0.78pct 至 17.36%/4.34%/21.9%。

- **龙头乳企: 伊利股份:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.71pct/-0.25pct/-0.87pct 至 17.89%/4.08%/21.73%, 其中广告费用率下滑 0.92pct 至 11.09%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +1.38pct/+0.27pct/+1.04pct 至 18.45%/4.47%/21.90%。
- **区域乳企: ①光明乳业:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.30pct/+0.23pct/+0.29pct 至 12.01%/3.35%/16.57%, 其中广告费用率提升 2.79pct 至 3.91%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 -0.26pct/+0.10pct/+0.18pct 至 11.52%/3.33%/16.17%。**②新乳业:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 +1.72pct/-0.42pct/+1.26pct 至 15.28%/4.28%/21.46%, 其中广告费用率 +2.21pct 至 9.50%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +1.59pct/+0.67pct/+1.64pct 至 17.08%/5.10%/23.60%。**③天润乳业:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 +0.23pct/+0.22pct/+1.82pct 至 5.41%/3.57%/10.56%, 其中广告费用率 +0.07pct 至 1.41%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +0.15pct/+1.16pct/+2.28pct 至 5.72%/4.14%/12.29%。**④燕塘乳业:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.54pct/-0.85pct/-1.29pct 至 10.24%/4.73%/16.24%, 其中广告费用率 -0.04pct 至 6.12%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +2.36pct/+0.29pct/+2.74pct 至 12.65%/5.13%/19.09%。**⑤三元股份:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.22pct/-0.55pct/-2.55pct 至 16.10%/3.95%/22.15%, 其中广告费用率提升 -2.18pct 至 2.93%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 -1.38pct/-0.71pct/-3.16pct 至 17.03%/3.07%/21.57%。
- **奶酪: 妙可蓝多:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -2.06pct/-1.38pct/-2.33pct

至 23.18%/3.66%/28.60%，其中广告费用率下滑 3.34pct 至 13.68%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比-1.85pct/-0.34pct/-1.37pct 至 22.40%/5.38%/29.65%。

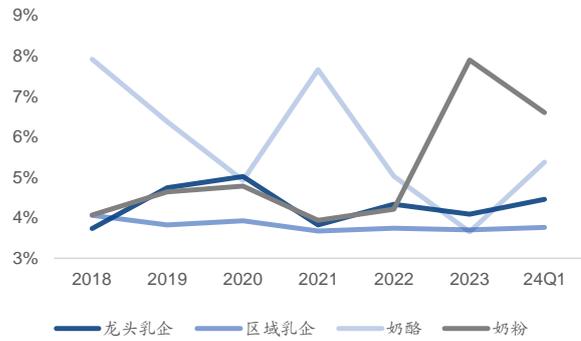
- **奶粉：贝因美：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比-1.39pct/+1.11pct/-0.72pct 至 31.34%/7.91%/41.17%，其中广告费用率-0.91pct 至 4.21%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比-0.77pct/-0.10pct/-0.65pct 至 28.45%/6.61%/38.10%。

图20 乳制品板块上市公司 2018 年以来销售费用率



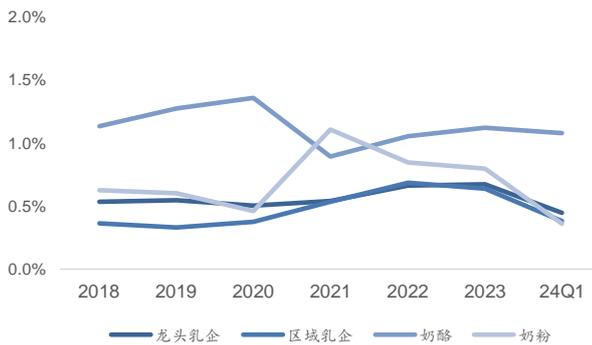
资料来源：Wind，HTI

图21 乳制品板块上市公司 2018 年以来管理费用率



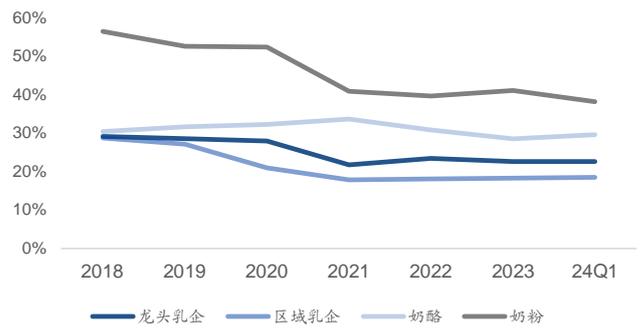
资料来源：Wind，HTI

图22 乳制品板块上市公司 2018 年以来研发费用率



资料来源：Wind，HTI

图23 乳制品板块上市公司 2018 年以来期间费用率



资料来源：Wind，HTI

表 12 乳制品板块上市公司销售费用率情况

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/098003067030006076>