

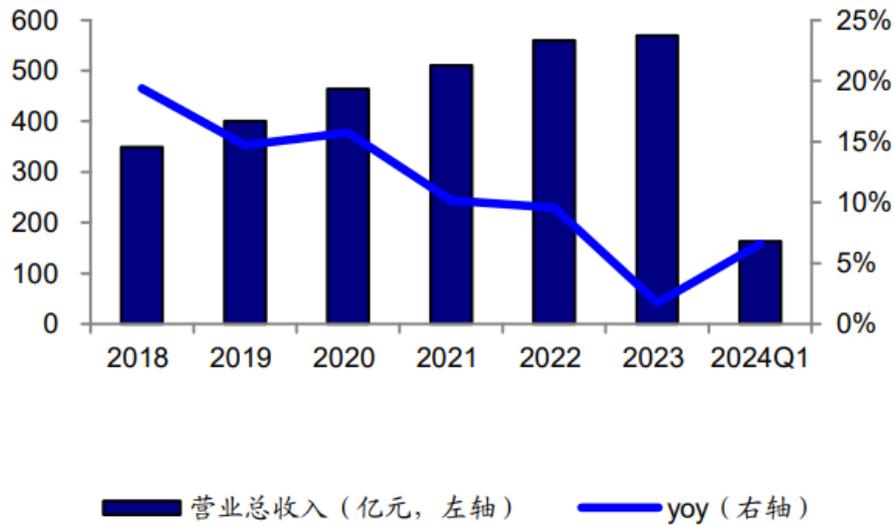
# 2024 年食品行业分析：23 年业绩平稳\_24Q1 景气度有所提升

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

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%。

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。

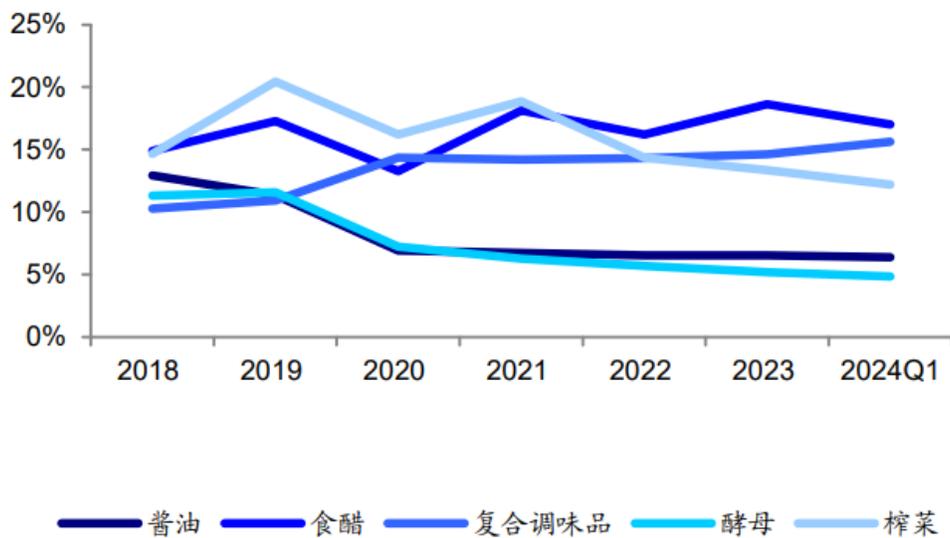
酵母：安琪酵母：23 年毛利率同比-0.61pct 至 24.19%；23Q4 毛利率同比-0.91pct 至 23.02%；24Q1 毛利率同比-0.74pct 至 24.66%。

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%。

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

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/-0.54 pct/+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%。

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。

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/678025124113006075>