

2024年05月11日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

市场边际修复，品牌势能充足

—调味品板块 2023 年及 2024Q1 总结

推荐(维持)

投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

liaowz@cfsc.com.cn

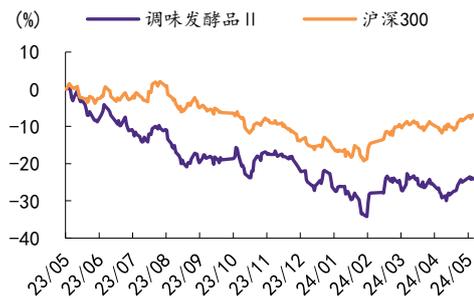
联系人：肖燕南 S1050123060024

xiaoyan@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
调味发酵品 II (申万)	5.6	5.1	-24.7
沪深 300	4.6	9.0	-8.1

市场表现



相关研究

■ 餐饮端持续修复，盈利边际回升

从收入端来看，2023/2023Q4/2024Q1 调味品板块总营收分别为 626.02/157.20/179.42 亿元，分别同比+2%/-4%/+7%，2024Q1 营收环比增长主要系春节错期影响，部分订单延后释放所致。2023 年市场需求修复不及预期，基调板块较为承压，随着渠道库存去化影响结束，企业内部改革捋顺，2024 年基调企业有望重回增长轨道；大 B 端高基数下收入增速边际收窄，但百胜等连锁餐饮客户依然延续强劲增势，复调企业保持高增势能。从盈利端来看，2023 年重点包材与原材料价格均有回落，期间费用保持平稳，其中中炬高新案件负债计提导致期间净利率波动较大，2023/2023Q4/2024Q1 调味品板块归母净利润分别为 109.71/49.79/33.36 亿元，分别同增 21%/264%/11%，随着企业优化销售费投结构，叠加成本压力持续缓解，调味品板块盈利能力有望进一步回升。

■ 需求稳健修复，品牌打造贡献势能

基础调味品企业中，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，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；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，金龙鱼、安琪酵母、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。复合调味品企业中，宝立食品受新工厂产能爬坡影响盈利端承压，但板块整体 B 端客户开发持续推进，随着定制化服务能力提升，品牌打造成效显著，复调市场仍稳步开拓。

■ 行业评级及投资策略

展望 2024 年，餐饮复苏仍优于整体，原材料价格压力持续缓解，调味品行业利润望进一步改善。经销商渠道库存已恢复良性，调味品企业继续推进产品升级，内部组织管理架构逐渐理顺，板块整体呈现复苏态势。推荐海天味业、中炬高新、仲景食品等，关注莲花健康、千禾味业、天味食品等。维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

风险提示

宏观经济波动风险、行业竞争风险、食品安全风险、消费税或生产风险、原材料价格波动风险、推荐公司业绩不达预期等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-11 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002507.SZ	涪陵榨菜	14.89	0.72	0.80	0.89	20.68	18.61	16.73	买入
300138.SZ	晨光生物	10.63	0.90	0.61	0.99	11.81	17.43	10.74	买入
300999.SZ	金龙鱼	31.93	0.53	0.77	1.00	60.25	41.47	31.93	买入
600186.SH	莲花健康	4.29	0.07	0.15	0.23	61.29	28.60	18.65	买入
600298.SH	安琪酵母	31.92	1.46	1.59	1.96	21.86	20.08	16.29	买入
600305.SH	恒顺醋业	8.28	0.08	0.13	0.17	103.50	63.69	48.71	买入
600872.SH	中炬高新	29.37	2.16	1.11	1.37	13.60	26.46	21.44	买入
603027.SH	千禾味业	16.93	0.52	0.61	0.74	32.56	27.75	22.88	买入
603170.SH	宝立食品	14.60	0.75	0.82	1.01	19.47	17.80	14.46	买入
603288.SH	海天味业	38.85	1.01	1.18	1.34	38.47	32.92	28.99	买入
603317.SH	天味食品	14.44	0.43	0.52	0.65	33.58	27.77	22.22	买入
603755.SH	日辰股份	23.12	0.57	0.75	0.98	40.56	30.83	23.59	买入

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

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：改革成效显现，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

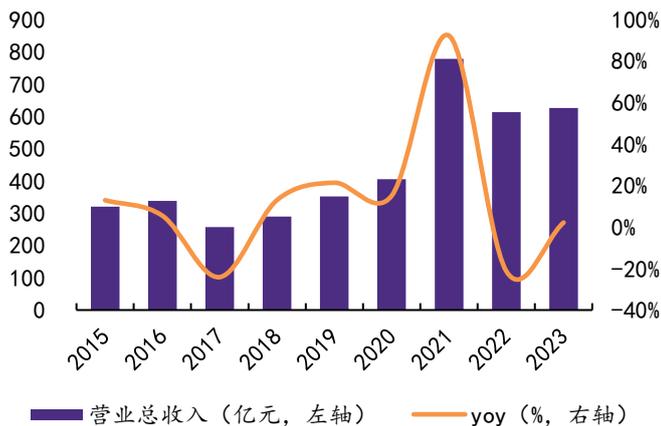
图表 18: 重点关注公司销售/管理费用率表现	9
图表 19: 调味品板块 2023 年归母净利润同增 21%	10
图表 20: 调味品板块 2024Q1 归母净利润同增 11%	10
图表 21: 重点关注公司归母净利润表现	10
图表 22: 海天味业 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 10%/12%	12
图表 23: 海天味业 2024Q1 毛利率/净利率分别为 37%/25%	12
图表 24: 中炬高新 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 9%/60%	13
图表 25: 中炬高新 2024Q1 毛利率/净利率分别为 37%/18%	13
图表 26: 千禾味业 2024Q1 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。

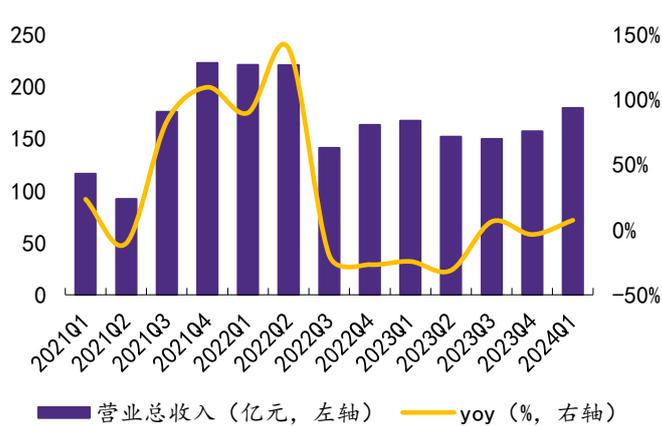
图表 1：2023 年调味品行业营收增速为 2%



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%

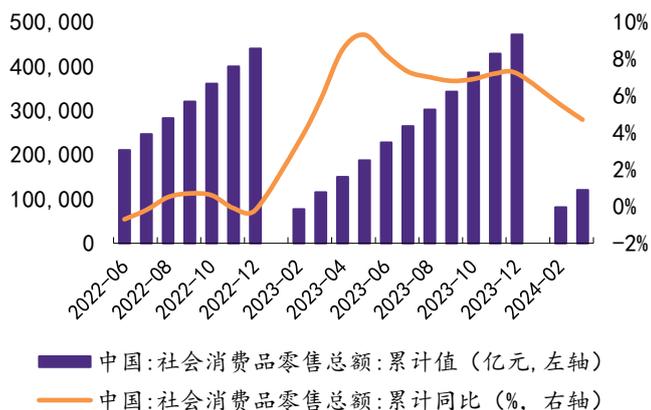


资料来源：wind，华鑫证券研究

注：使用申万 2021 行业分类中调味发酵品板块

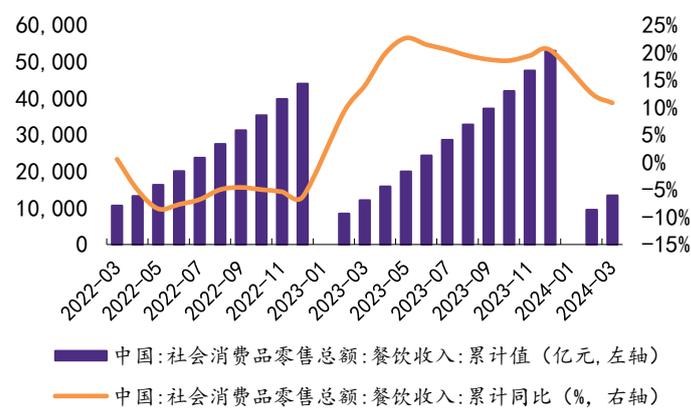
餐饮端高基数下增速放缓，C 端承压下企业通过优化产品结构寻求增量。根据国家统计局数据，2023 年我国社零总额/餐饮收入/限额以上餐饮收入分别为 47.15/5.29/1.34 万亿元，分别同增 7%/20%/25%，2024Q1 我国社零总额/餐饮收入/限额以上餐饮收入分别为 12.03/1.34/0.36 万亿元，分别同增 5%/11%/16%，社零总额增速同比放缓，但餐饮端表现依然优于整体，同时连锁餐饮规模增速保持领先。由于 2023 年大 B 端修复显著，在高基数下，限额以上餐饮与社零总额增速差距边际收窄，但百胜等连锁餐饮客户表现依然强劲；C 端整体延续 2023 年承压趋势，调味品企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



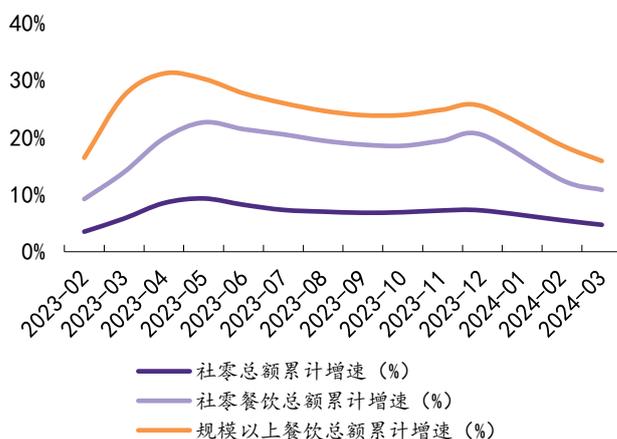
资料来源: wind, 华鑫证券研究

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

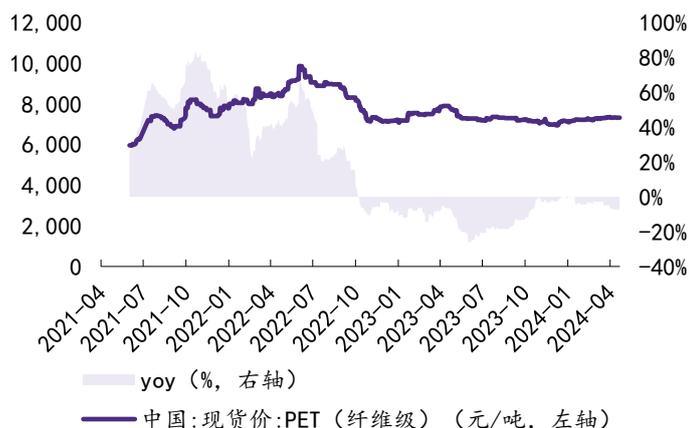
主要产品品类	公司	2023		2024Q1	
		营业总收入 (亿元)	yoy (%)	营业总收入 (亿元)	yoy (%)
基础调味品	海天味业	245.59	-4.10%	76.94	10.21%
	中炬高新	51.39	-3.78%	14.85	8.64%
	千禾味业	32.07	31.62%	8.95	9.28%
	恒顺醋业	21.06	-1.52%	4.60	-24.89%
	涪陵榨菜	24.50	-3.86%	7.49	-1.53%
	安琪酵母	135.81	5.74%	34.83	2.53%
	金龙鱼	2515.24	-2.32%	572.74	-6.17%
	晨光生物	68.72	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

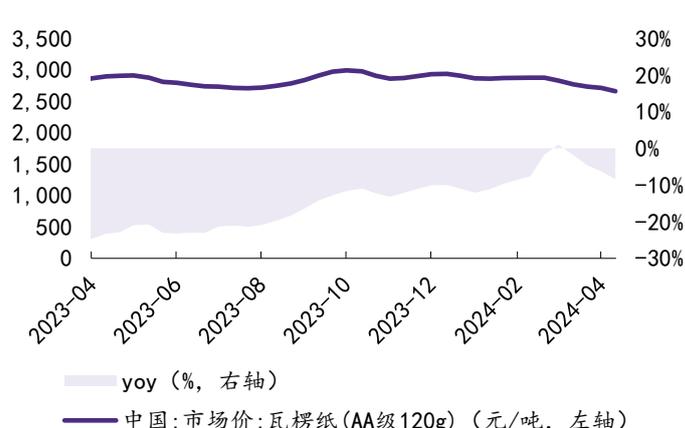
重点包材与原材料价格均有回落，调味品企业成本压力持续减轻。调味品企业直接生产材料包括包材与原材料，重点包材方面，塑料、瓦楞纸价格 2023 年以来同比平稳回落，玻璃价格 2023 年下半年价格略有回升上涨，但 2024 年 4 月价格呈现回落趋势，包材成本压力相对缓解。原材料方面，黄豆市场价自 2022 年高点后稳步下调，白砂糖价格 2023 年 9 月以来自高位回落，以酱油为主业的基调企业如海天味业、千禾味业、中炬高新毛利率均有不同程度受益，花椒价格 2021 年以来持续下跌，辣椒、菜籽油价格低位震荡，复调企业成本端压力持续减弱。

图表 8: PET 现货价 2024 年同比下降



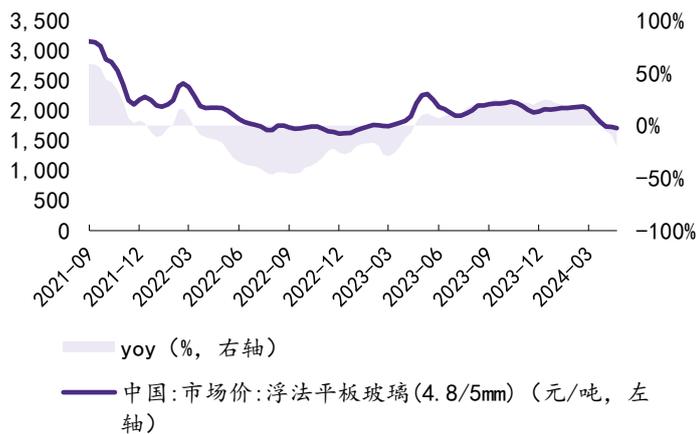
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 9: 瓦楞纸市场价 2024 年稳定回落



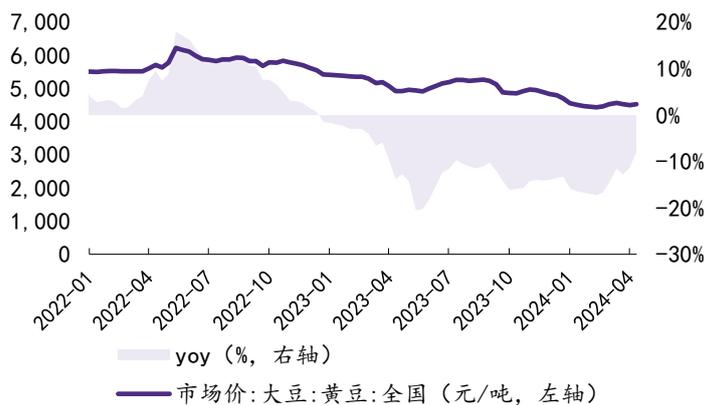
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 10: 玻璃价格稳定于相对低位



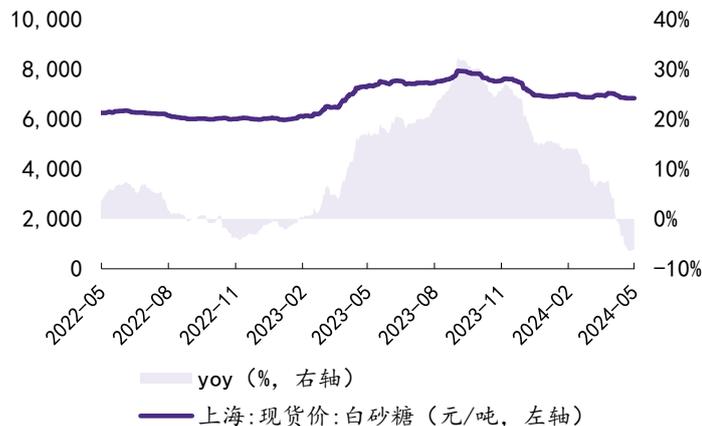
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 11: 黄豆市场价 2023 年以来持续回落



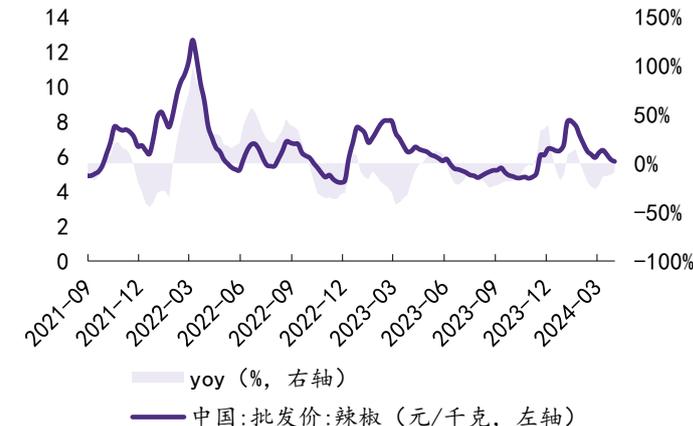
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 12: 白砂糖现货价边际下降



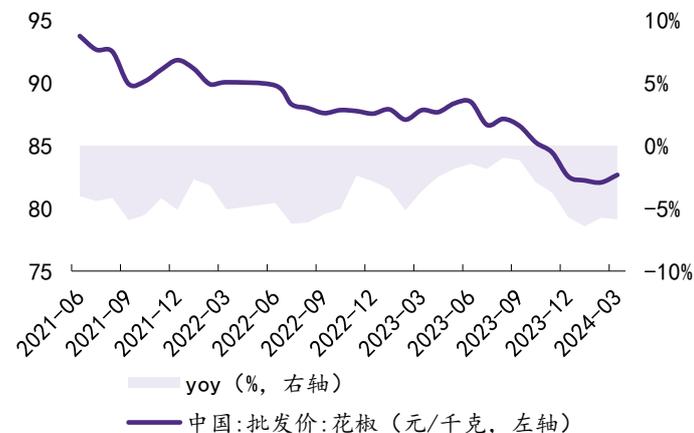
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 13: 辣椒价格波动回落



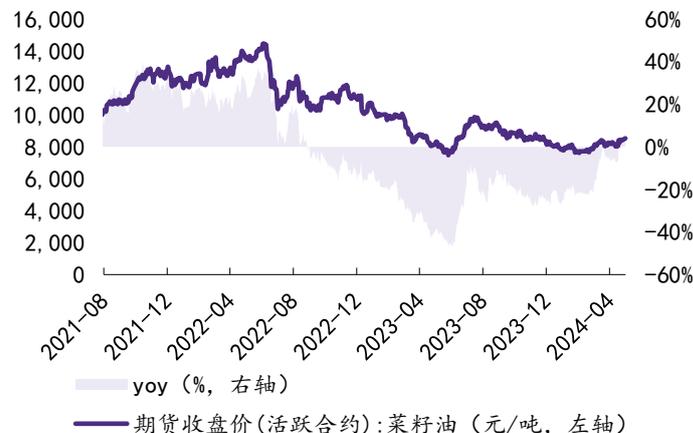
资料来源: wind, 华鑫证券研究

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

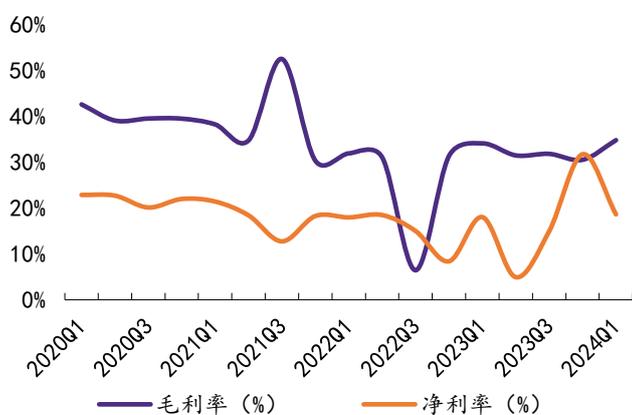
图表 15: 菜籽油价格 2022H2 以来持续回落



资料来源: wind, 华鑫证券研究

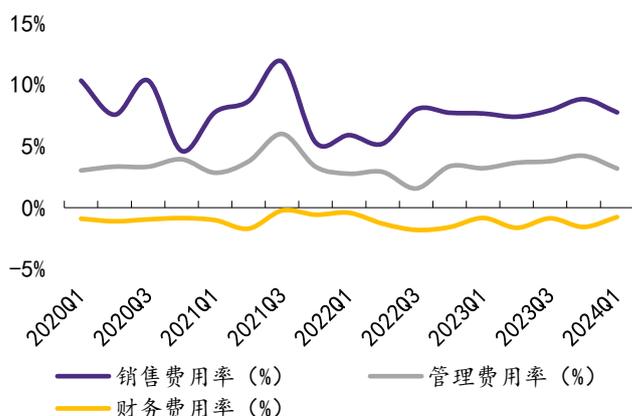
毛利率与期间费用率保持平稳，净利率受中炬案件影响波动较大。2023 年调味品板块毛利率基本保持平稳，2023Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 34%/31%/32%/30%，2024Q1 板块毛利率环比提高 4pct 至 35%，预计主要系受益于原材料价格回落影响所致。2023Q1-2024Q1 调味品企业期间费用率相对平稳，企业对于销售费用投放结构进行优化，强化电商平台品牌打造，减少渠道费用截留，费投质量有所提高。2023Q1/Q2/Q3/Q4 调味品板块净利率分别为 18%/5%/15%/32%，其中 2023Q2 调味品板块净利率大幅降低主要系中炬高新就工业联合案计提预计负债 17.47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

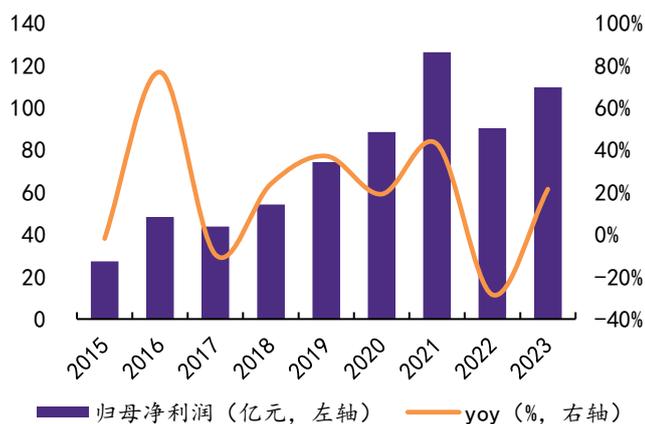
图 18: 重点关注公司销售/管理费用率表现

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

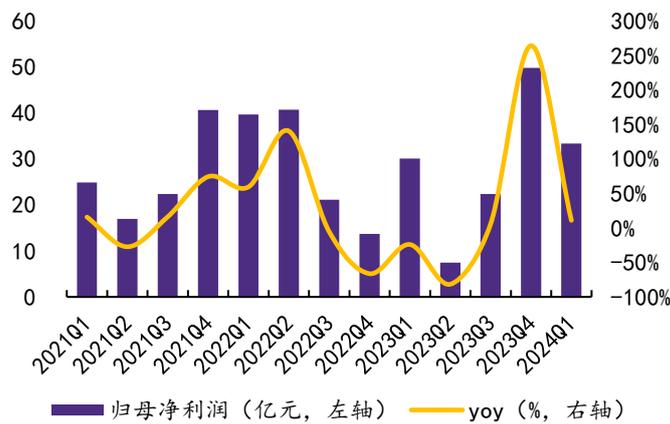
内外因素助推 2024Q1 基调盈利边际回升，复调业务利润端相对稳健。基调板块中，2023 年海天味业/千禾味业/恒顺醋业/涪陵榨菜/安琪酵母/金龙鱼/晨光生物归母净利润分别同比-9.21%/+54.22%/-37.03%/-8.03%/-3.86%/-5.43%/+10.53%，2024Q1 海天味业/中炬高新/千禾味业/恒顺醋业/涪陵榨菜/安琪酵母/金龙鱼/晨光生物归母净利润分别同比+11.85%/+59.70%/+6.66%/-24.23%/+3.93%/-9.48%/+3.30%/-71.42%，在内外环境催化下，2024Q1 基调利润端表现优于 2023 年。关于外部市场影响，海天味业、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

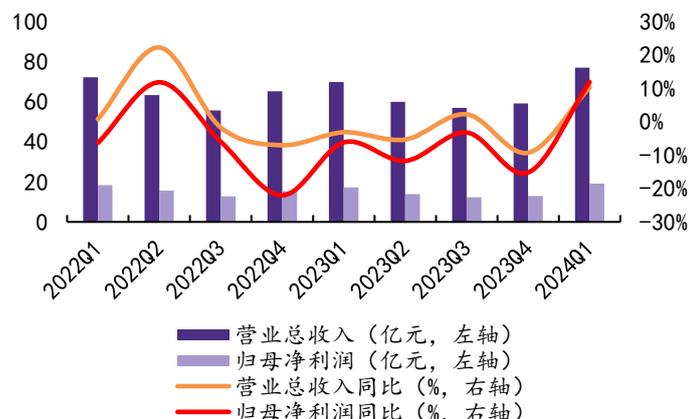
2.1、海天味业：一季度业绩复苏，渠道优化持续推进

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。

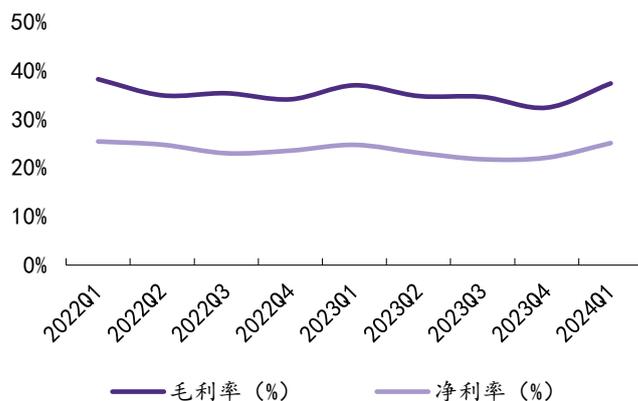
经销商优化持续推进，各区域稳健增长。经销商优化工作持续推进，线上渠道增速较快，2023 年公司线下/线上渠道营收分别为 219.26/8.89 亿元，分别同减 4%/10%，2024Q1 营收分别为 69.43/2.91 亿元，分别同增 11%/21%，截至 2024Q1，公司经销商共 6506 家，较年初净减少 85 家，公司持续推进经销商优化，拉动经销商去库工作，并剔除低效经销商，保证终端高质量开拓，随着餐饮连锁化率提升，公司设立独立机构承接大 B 业务，加快产品矩阵、渠道布局。南区表现优于整体，2023 年东部/南部/中部/北部/西部区域营收分别为 43.54/45.00/50.49/59.25/29.86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



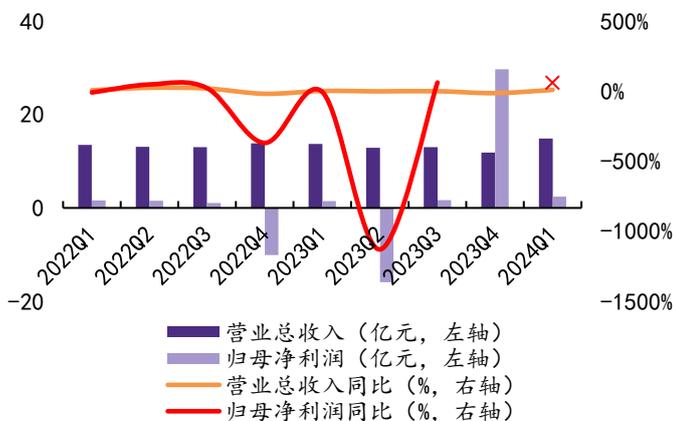
资料来源: wind, 华鑫证券研究

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%）。

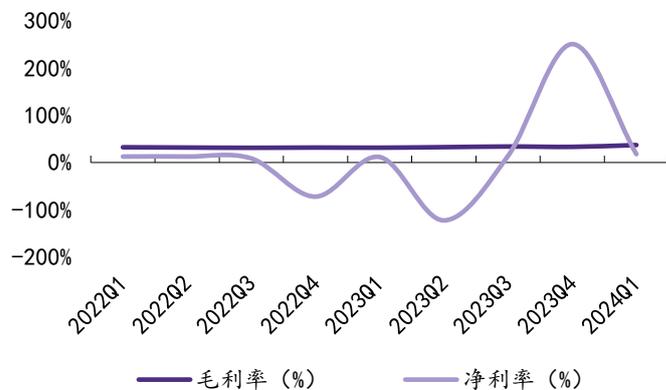
酱油高端化实现品牌占位，餐饮直营全渠道发力。2024Q1 美味鲜公司营收为 14.61 亿元（同增 10%），归母净利润 2.44 亿元（同增 60%），主要受益于原材料成本下降。酱油、鸡精粉延续增势，确定推进产品高端化战略。2024Q1 公司酱油/鸡精鸡粉营收分别为 9.47/1.81 亿元，分别同增 13%/17%，酱油主品类增长提速，后续公司将深化酱油高端化发展策略，计划陆续推出有机/减盐/零添加等健康化细分产品，今年借助电商平台建立消费者品牌认知，预计 2025 年进入流通渠道放量，未来有望持续提升渠道盈利能力。2024Q1 公司食用油/其他产品营收分别为 1.01/2.13 亿元，分别同减 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。

图表 24：中炬高新 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 9%/60%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 25：中炬高新 2024Q1 毛利率/净利率分别为 37%/18%



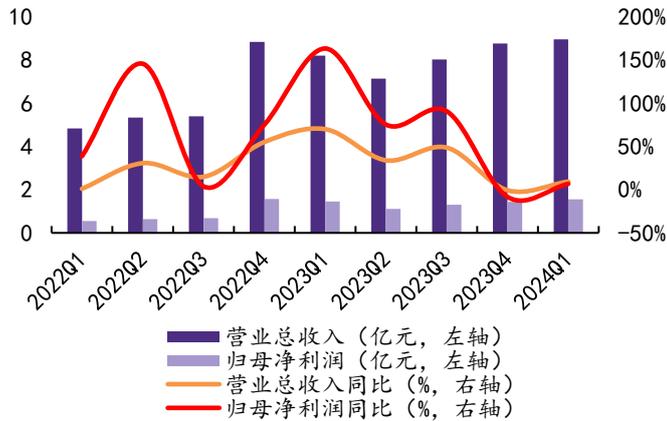
资料来源：wind，华鑫证券研究

2.3、千禾味业：业绩增长势能延续，全国化布局持续推进

高基数下营收增速边际放缓，盈利能力保持稳健。公司 2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 32.07/8.75/8.95 亿元，分别同比+32%/-1%/+9%，主要系公司积极开拓市场/优化营销渠道带动产品市场竞争力提升所致，其中 2023Q4 营收同比下降主要系 2022Q4 受添加剂事件催化，基数较高所致，归母净利润分别为 5.30/1.43/1.55 亿元，分别同比+54%/-8%/+7%。盈利端，2023 年公司毛利率为 37.15%（同增 1pct），主要受益于原材料价格下行，销售/管理费用率分别为 12.22%/3.87%，分别同比-1pct/+1pct，销售费用率在规模效应摊平下有所下降，管理费用率增加主要系股权激励费用增加所致，最终实现净利率 16.54%（同增 2pct）。2024Q1 毛利率为 35.96%（同减 3pct），预计主要系高毛利直销渠道占比下降所致，销售/管理费用率分别为 11.82%/2.66%，分别同比+0.1pct/-1pct，综合导致净利率为 17.32%（同减 0.4pct），盈利能力基本保持稳定。现金流端，2024Q1 公司经营净现金流为 1.63 亿元（同增 5194%）。分红计划，公司向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元。

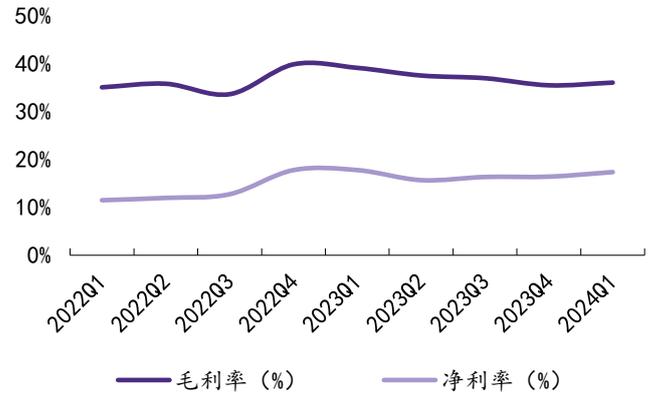
酱油品类势能延续，产能释放保障中长期增量。2023 年酱油量价齐增，主营产品毛利率提升，2023 年公司酱油/醋营收分别为 20.40/4.22 亿元，分别同增 35%/12%，由于大豆/包材价格下行，2023 年酱油/醋毛利率分别同增 0.4pct/2pct 至 37.59%/39.07%。拆分量价来看，2023 年酱油/醋销量分别为 44.76/12.66 万吨，分别同增 33%/14%，吨价分别为 0.46/0.33 万元/吨，分别同比+1%/-2%，酱油受益于零添加红利营收同比高增，公司通过推新优化产品结构，实现量价齐增。高基数下酱油延续稳健增长，2024Q1 公司酱油/醋营收分别 5.68/1.13 亿元，分别同比+9%/-6%，在 2023Q1 同期高基数叠加 2024Q1 外部需求减弱的情况下，酱油品类仍延续稳健增长，随着“年产 60 万吨调味品智能生产线建设项目”建设持续推进，未来产能仍可满足中长期增量需求。

图表 26：千禾味业 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 9%/7%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 27：千禾味业 2024Q1 毛利率/净利率分别为 36%/17%



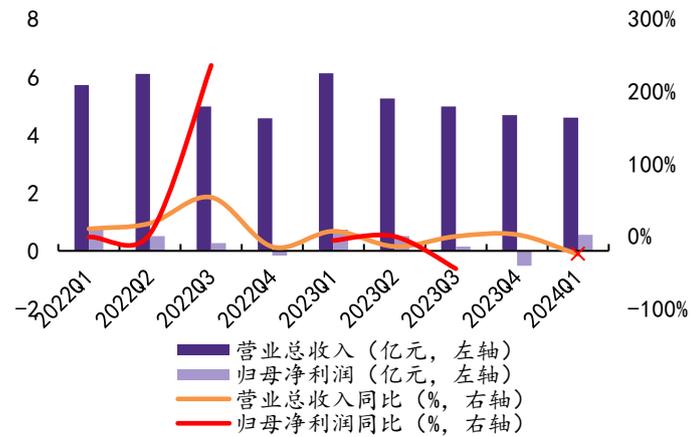
资料来源：wind，华鑫证券研究

2.4、恒顺醋业：业绩边际承压，推进品牌打造

市场需求承压，盈利能力边际修复。公司 2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 21.06/4.69/4.60 亿元，分别同比-2%/+2%/-25%，归母净利润分别为 0.87/-0.51/0.55 亿元，分别同减 37%/2022Q4 为-0.16 亿元/同减 24%，2023 年，公司总营收下降主要系 2022 年有存量房销售所致，而主营调味品实现营收 20.78 亿元（同增 2%）。盈利端，2023 年公司毛利率为 32.98%（同减 1pct），由于公司增加市场促销费投，减少人员办公/修理费，使得销售/管理费用率分别为 18.65%/4.94%，分别同比+2pct/-0.5pct，综合导致净利率 3.79%（同减 2pct）。2024Q1 毛利率为 41.38%（同增 6pct），销售/管理费用率分别为 17.02%/6.15%，分别同增 5pct/2pct，综合导致净利率为 11.67%（同增 0.04pct），盈利能力保持稳定。2024 年经营目标，计划 2024 年实现主营调味品业务销售收入不低于双位数增长，扣非净利润同增 10%以上。

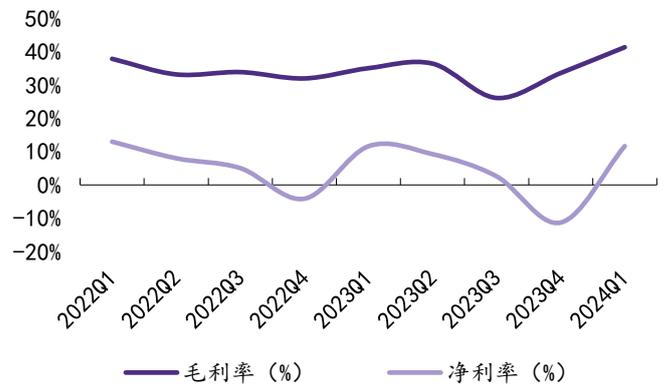
推进产品策略落地，夯实品牌地位。分产品看，2023 年公司醋系列/酒系列/酱系列营收分别为 12.94/3.27/1.96 亿元，分别同比+1%/-8%/-24%，销量分别为 21.00/8.38/2.90 万吨，分别同比+2%/-8%/-13%，吨价分别为 0.62/0.39/0.67 万元/吨，分别同减 1%/1%/12%，2024Q1 营收分别为 3.07/0.77/0.33 亿元，分别同减 20%/31%/49%，由于市场需求仍处于缓慢修复过程中，主营产品持续承压，公司后续继续聚焦大单品战略，加强产品规划落地。分渠道看，2023 年，公司经销/直销/外贸模式营收分别为 19.32/1.01/0.45 亿元，分别同比+4%/-22%/+3%，线上/线下渠道营收分别为 2.65/18.13 亿元，分别同比-6%/+4%，2024Q1，公司经销/直销/外贸模式营收分别为 4.16/0.16/0.07 亿元，分别同减 27%/27%/7%，截至 2024Q1 末，公司经销商数量共 2067 家，较 2024 年初净增加 23 家，线上/线下渠道营收分别为 0.64/3.76 亿元，分别同减 3%/30%，后续公司持续推进餐饮、电商产品规划和渠道建设，增强渠道竞争力。分区域看，2024Q1 公司华东/华南/华中/西部/华北区域营收分别为 2.04/0.82/0.75/0.55/0.24 亿元，分别同比-32%/-22%/-25%/+4%/-43%，公司梳理优化出全国性重点产品 11 个、区域性重点产品 51 个，根据营销战区匹配产品政策资源，建立产品推广落地考核指标，品牌地位有望持续夯实。

图表 28：恒顺醋业 2024Q1 总营收/归母净利润分别同减 25%/24%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 29：恒顺醋业 2024Q1 毛利率/净利率分别为 41%/12%



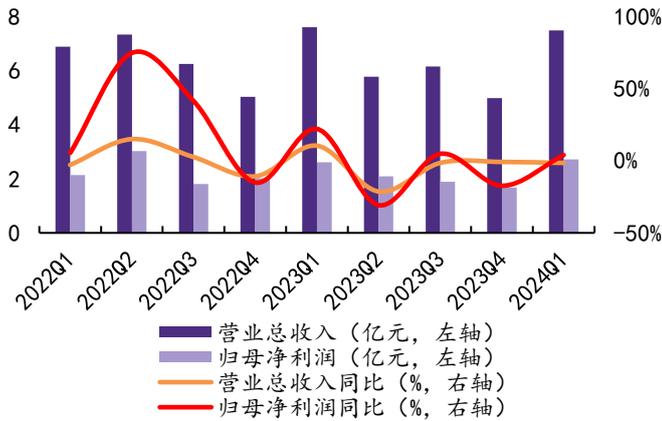
资料来源：wind，华鑫证券研究

2.5、涪陵榨菜：业绩稳步复苏，餐饮渠道持续开拓

业绩符合预期，成本/费用优化拉升利润。2023 年公司总营收 24.50 亿元（同减 4%），归母净利润 8.27 亿元（同减 8%）。其中 2023Q4 公司总营业收入 4.98 亿元（同减 1%），归母净利润 1.67 亿元（同减 17%），外部市场需求疲软，成本压力较大，致使全年业绩承压。公司 2024Q1 总营收 7.49 亿元（同减 2%），营收同比下降主要系 2023Q1 基数较高所致，归母净利润 2.72 亿元（同增 4%）。盈利端，2024Q1 公司毛利率同减 4pct 至 52.11%，预计高价原材料 2024 年 5 月消化完毕后，毛利率将逐季回升，销售/管理费用率分别为 12.21%/2.57%，分别同减 6pct/1pct，销售费用率同比降低主要系市场推广费及品牌宣传费同比减少所致，2023 年底管理层针对销售组织架构进行调整，随着激励方式优化与业务流程规范，费用率仍有优化空间。综合来看，公司 2024Q1 净利率同增 2pct 至 36.29%。

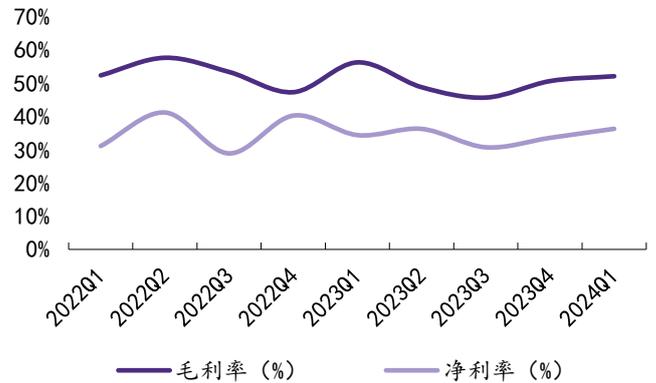
榨菜开发空白市场增量，餐饮渠道势能明显。开发空白市场助力榨菜主品类扩张，升级柔性化产线赋能小体量新品开发，榨菜主业在三四线城市市占率仍有提升空间，后续公司计划通过渠道裂变/下沉开拓空白市场，并借助自媒体品牌传播/包装焕新/口味开发等措施拓宽消费人群，获取市场增量。与此同时，公司针对产能进行更新替换，通过柔性化生产适应小体量新品开发节奏，2024 年公司榨菜酱有望实现低基数下收入同增 40%-50%的目标。组建餐饮团队推进连锁客户开发，2023 年起，公司逐渐建立餐饮团队，主要负责榨菜、豆瓣酱等产品市场开拓，通过开发专业餐饮经销商等方式与头部餐饮连锁建立合作关系，随着公司销售团队标准化、餐饮小菜食材供应商定位不断巩固，2024 年公司有望实现餐饮团队营收增速 20%-30%的目标。

图表 30：涪陵榨菜 2024Q1 总营收/归母净利润分别同比-2%/+4%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 31：涪陵榨菜 2024Q1 毛利率/净利率分别为 52%/36%



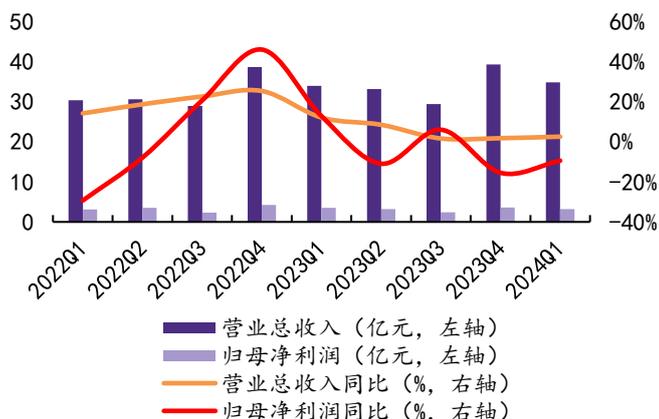
资料来源：wind，华鑫证券研究

2.6、安琪酵母：盈利端承压，海外市场延续势能

业绩低于预期，产品/渠道结构变化导致盈利承压。2023 年总营业收入 135.81 亿元（同增 6%），营收增长主要为海外市场带动，归母净利润 12.70 亿元（同减 4%），扣非净利润 11.04 亿元（同减 1%），盈利能力承压。其中 2023Q4 总营业收入 39.28 亿元（同增 2%），归母净利润 3.58 亿元（同减 15%），扣非净利润 2.95 亿元（同减 4%）。2024Q1 公司总营收 34.83 亿元（同增 3%），归母净利润 3.19 亿元（同减 9%），业绩表现不及预期。2024Q1 公司毛利率下降 1pct 至 24.66%，预计主要系低毛利海外市场/贸易业务占比提升所致，随着糖蜜/能源/其他辅料成本的下降，后续公司毛利率有望恢复；2024Q1 公司销售/管理费用率分别为 4.84%/3.69%，分别同比-0.4pct/+0.4pct，费用率整体保持稳定，净利率下降 1pct 至 9.47%，随着埃及与俄罗斯项目投产，公司海外业务成本压力有望缓解、盈利能力稳步回升。

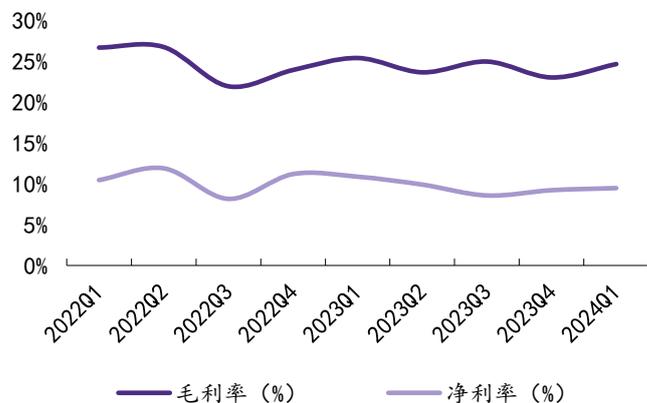
贸易类产品按计划扩张，海外市场保持高增。主营产品稳健，贸易类产品按预期扩张，2024Q1 酵母及深加工产品营收为 24.50 亿元（同增 5%），预计主要系海外市场增长贡献所致；2024Q1 制糖产品/包装类产品营收分别为 3.98/1.00 亿元，分别同减 18%/8%，制糖业务下跌明显主要系 2023 年底产品库存出清，叠加糖价下跌所致；2024Q1 其他产品营收为 5.26 亿元（同增 14%），贸易类业务规模按公司规划快速增长，预计全年可缓解公司主营业务增长压力，达成公司总营收规模增速目标。电商渠道持续承压，2024Q1 线下/线上渠道营收分别为 23.44/11.30 亿元，分别同比+6%/-3%，线下业务正常开展，经销商数量持续增加，截至 2024Q1 末，公司总经销商数量为 22812 家，较 2023 年末净增加 459 家；而由于 C 端需求相对较为疲软，电商渠道延续 2023 年承压趋势。海外市场增势延续，2024Q1 国内/国外市场营收分别为 21.04/13.70 亿元，分别同比-5%/+17%，海外市场增势延续，国际局势对于公司主业经营影响有限，随着海外产能建设持续推进，预计中长期海外市场仍为公司主要业绩增长来源。

图表 32：安琪酵母 2024Q1 总营收/归母净利润分别同比 +3%/-9%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 33：安琪酵母 2024Q1 毛利率/净利率分别为 25%/9%



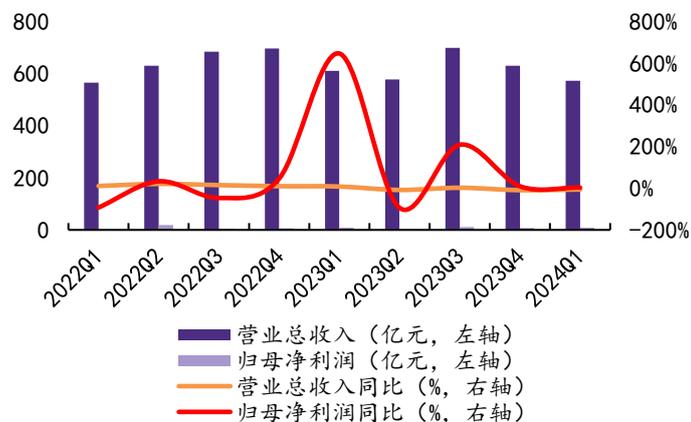
资料来源：wind，华鑫证券研究

2.7、金龙鱼：价格低位拖累营收，核心产品盈利能力提升

价格下跌拖累营收增长，盈利能力保持稳定。2023 年总营业收入 2515.24 亿元（同减 2%），主要系产品价格下跌的影响超过销量增长带来的营收贡献，归母净利润 28.48 亿元（同减 5%），扣非净利润 13.21 亿元（同减 59%）。其中 2023Q4 总营业收入 630.01 亿元（同减 10%），归母净利润 7.19 亿元（同增 9%），盈利能力边际改善，扣非净利润 4.12 亿元（同减 55%），主要因为未完全满足套期会计要求的衍生金融工具及结构性存款损益的影响。公司 2024Q1 总营收 572.74 亿元（同减 6%），主要系产品价格下跌的影响超过了销量增长带来的营收贡献所致。归母净利润 8.82 亿元（同增 3%）。盈利端，公司 2024Q1 毛利率为 5.13%（同比基本持平），销售/管理费用率分别为 2.77%/1.55%，分别同增 0.1pct/0.03pct，综合来看，公司 2024Q1 净利率同增 0.2pct 至 1.41%。现金流端，2024Q1 公司经营净现金流为 49.15 亿元（同减 38%），主要系营收下降导致销售回款减少，以及采购付款节奏变化的影响。

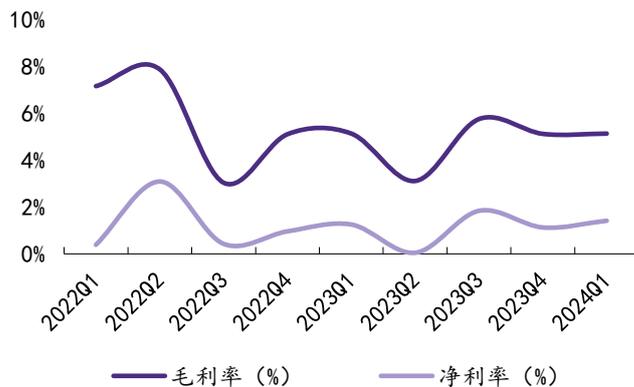
核心产品销量增势向好，营收相对承压。厨房食品利润同比增长，零售产品/餐饮及食品工业渠道产品受益于市场恢复，销量同比增长，同时原材料成本下降带动零售产品的毛利率增长。但相对低位的价格致使餐饮及食品工业渠道产品营收有所下降，其中面粉业务由于市场需求不振、竞争激烈及副产品价格低迷等原因，呈现亏损状态。总体来看，厨房食品仍然实现销量和利润的双增长。饲料原料及油脂科技营收承压，随着经济恢复以及棕榈油价格回升，油脂科技产品利润同比增长较好；饲料原料业务的下游养殖行业利润不佳，饲料需求不振，公司依托渠道优势仍然实现销量同比增长，但豆粕等饲料原料产品的价格因市场竞争叠加需求偏弱较去年同期下降明显，导致饲料原料营收下降。

图表 34：金龙鱼 2024Q1 总营收/归母净利润分别同比-6%/+3%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 35：金龙鱼 2024Q1 毛利率/净利率分别为 5%/1%



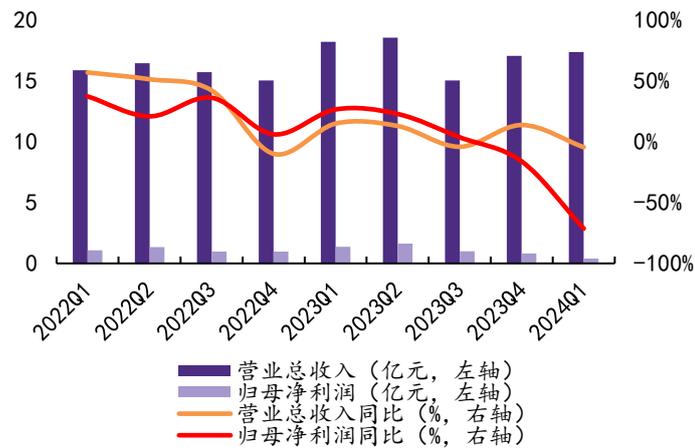
资料来源：wind，华鑫证券研究

2.8、晨光生物：业绩稳健增长，植提业务表现稳健

Q1 业绩落于预告中枢，规模效应有望摊薄费用。2023 年公司总营收 68.72 亿元 (+9%)，归母净利润 4.80 亿元 (+11%)，主要系公司主导产品竞争力稳步提升，各梯次产品表现均稳中向好所致。其中 2023Q4 公司总营收 17.02 亿元 (+14%)，归母净利润 0.81 亿元 (-16%)。2024Q1 总营收 17.32 亿元 (同减 5%)，归母净利润 0.39 亿元 (同减 71%)，业绩落于预告中枢，其中植提业务整体保持稳健发展，棉籽类业务因行情及衍生品公允价值变动影响出现亏损。由于棉籽产品价格下滑/低毛利辣椒红占比提升/低价位饲料级叶黄素出货，导致 2024Q1 公司毛利率同降 5pct 至 8.21%。2024Q1 公司销售/管理费用率分别为 0.79%/2.00%，分别同比+0.2pct/-0.3pct，费用管控严格，表现平稳。综合来看，公司净利率为 1.90% (-6pct)，产能爬坡后规模效应将持续摊薄费用，净利率有望持续修复。

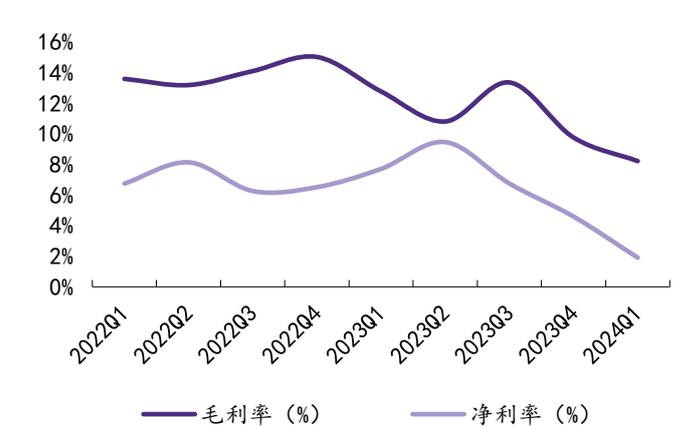
植提业务表现稳健，套保业务平滑棉籽风险。2024Q1 公司植提业务收入 7.62 亿元 (同比微增)，毛利润 1.38 亿元 (-1%)。植提主力产品收入平稳，辣椒红受原材料采购成本上涨影响，价格相应提高，随着上游赞比亚原材料替代实现成本优化，叠加开发定制品提升产品附加值，辣椒红利润有望持续增长；辣椒精充分发挥云南原材料成本优势，积极开拓增量市场，2024Q1 销量 368 吨，同比大幅增长；饲料级叶黄素售价企稳，开始向市场出货，2024Q1 销量突破 8000 万克，食品级叶黄素积极推广高端产品，售价同比上涨。梯队产品销量延续高增，国内万寿菊种植基地的育苗、移栽工作顺利开展，印度、赞比亚万寿菊种植面积持续扩大，公司叶黄素原材料优势持续提升；香辛料提取物受益于餐饮端恢复，花椒提取物销量增长超 50%；甜菊糖行情企稳，销量同增 11%，受价格影响销售收入有所下降。2024Q1 公司棉籽营收 8.4 亿元 (-12%)，毛利同减 122%。棉籽业务受行业竞争加剧、豆油豆粕等大宗商品行情波动等因素影响，加工业务毛利率大幅下降，出现阶段性亏损，公司坚持对锁及套保的经营模式，对冲周期波动导致的大幅亏损风险，随着规模效应释放，公司棉籽业务经营效率与抗风险能力将稳步爬升。

图表 36：晨光生物 2024Q1 总营收/归母净利润分别同减 5%/71%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 37：晨光生物 2024Q1 毛利率/净利率分别为 8%/2%



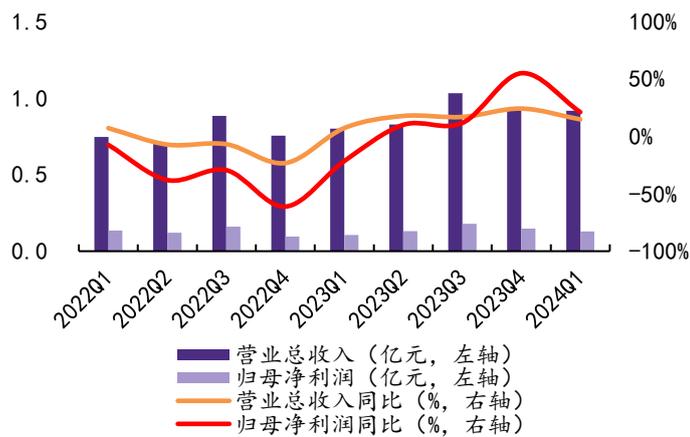
资料来源：wind，华鑫证券研究

2.9、日辰股份：业绩稳健增长，B 端势能仍强

业绩符合预期，成本端下行有望拉升毛利。2023 年公司总营收 3.59 亿元（同增 16%），归母净利润 0.56 亿元（同增 11%），市场弱复苏下，公司通过新品开发与渠道挖掘实现稳健增长。其中 2023Q4 公司总营业收入 0.94 亿元（同增 24%），归母净利润 0.15 亿元（同增 55%），四季度高增主要系冬调旺季放量叠加 2022 年同期低基数所致。公司 2024Q1 总营收 0.92 亿元（同增 15%），归母净利润 0.13 亿元（同增 21%），业绩增幅符合预期。盈利端，公司 2024Q1 毛利率同减 0.4pct 至 38.28%，预计主要系低毛利产品占比上升所致，后续成本端保持稳中有降趋势，毛利率有望稳步复苏，公司销售/管理费用率分别为 8.11%/9.92%，分别同比+0.5pct/-2pct，销售费投保持稳健，同时营收规模效应摊薄管理费用率，综合来看，公司 2024Q1 净利率同增 1pct 至 14.06%。现金流端，2024Q1 公司经营净现金流为 0.16 亿元（同增 30%）。

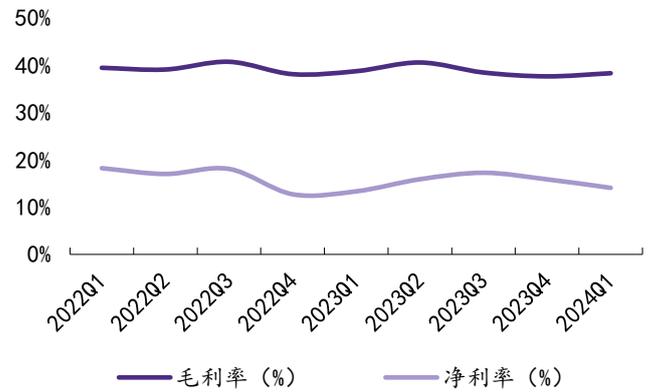
主营产品延续增长，B 端贡献主要增量。产能释放匹配调味料产品市场需求，2024Q1 公司酱汁类调味料/粉体类调味料/食品添加剂产品营收分别为 0.73/0.18/0.005 亿元，分别同比+16%/+10%/-29%，酱汁类、粉体类调味料主业均延续稳定增长，后续公司推进与百胜的长期合作关系，关注百胜新品跑出。同时公司推进产能建设匹配市场需求，嘉兴产区预计 2024Q3 试生产，后续公司可根据订单进度释放产线，满足产品供应。B 端有望贡献全年主要增量，2024Q1 公司餐饮/食品加工/品牌定制渠道营收分别为 0.43/0.30/0.14 亿元，分别同增 15%/20%/3%，B 端增势显著，公司仍在持续接洽连锁餐饮客户，预计 2024 年 B 端仍贡献主要增量，2024Q1 公司直营商超/直营电商/经销商（零售）渠道营收分别为 0.01/0.01/0.03 亿元，分别同比-10%/+79%/+4%，C 端整体仍较为承压，直营电商低基数下高增。全国各区域均衡发展，2024Q1 公司华东/华北/东北/华中/华南/其他区域营收分别为 0.60/0.20/0.04/0.03/0.04/0.01 亿元，分别同比+8%/+37%/+30%/+19%/+17%/-1%。

图表 38：日辰股份 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 15%/21%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 39：日辰股份 2024Q1 毛利率/净利率分别为 38%/14%



资料来源：wind，华鑫证券研究

2.10、天味食品：主业稳健增长，内生外延驱动规模扩张

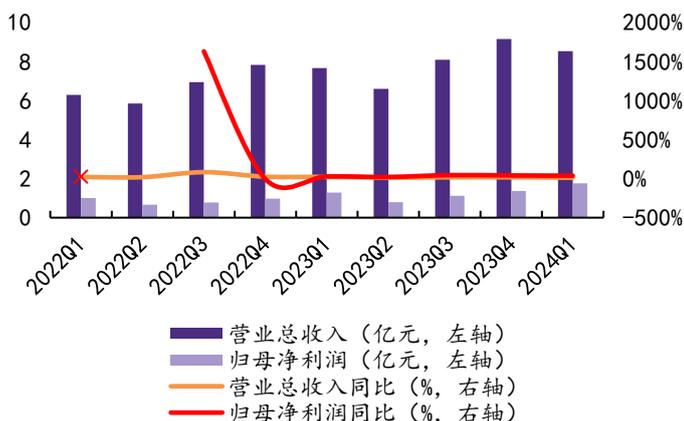
成本下行利好盈利，费投结构持续优化。2023 年公司总营业收入 31.49 亿元（同增 17%），归母净利润 4.57 亿元（同增 34%），扣非净利润 4.04 亿元（同增 39%）。其中 2023Q4 公司总营业收入 9.15 亿元（同增 17%），归母净利润 1.36 亿元（同增 40%），扣非净利润 1.23 亿元（同增 63%）。公司 2024Q1 总营收 8.53 亿元（同增 11%），归母净利润 1.76 亿元（同增 37%），主要系销售增长/主要原材料采购成本下降/投资收益增加所致。受益于成本下降/产品结构优化，2024Q1 公司毛利率同增 3pct 至 44.05%，销售/管理费用率分别为 17.02%/5.07%，分别同比+2pct/-1pct，销售费用率增加预计主要系内容电商渠道费投增加所致。综合来看，公司 2024Q1 净利率同增 4pct 至 20.90%，随着公司不断调整费投结构，减小促销搭赠力度，公司净利率仍有提升空间。

持续打造不辣汤战略单品，中式复调延续放量。架构调整阵痛下火锅调料增速放缓，2024Q1 公司火锅调料营收为 2.93 亿元（同增 1%），主要系目前处于大红袍 C 端产品并入零售渠道带来的调整阵痛期，2024 年公司推进火锅底料健康化迭代，同时加大不辣汤研发与营销力度，打造战略大单品，火锅调料产品结构有望不断优化。中式复调加大客户开发，2024Q1 公司中式菜品调料营收为 4.95 亿元（同增 18%），针对中式复调，公司计划做大存量客户集中度，并进行新客户开拓，2024Q1 小龙虾调料铺货优于 2023 年同期，全年有望贡献增量。其他产品增速稳健，2024Q1 公司香肠腊肉调料/其他产品营收分别为 0.33/0.30 亿元，分别同增 22%/12%。

开发小 B 经销商赋能餐饮，食萃技改释放增量。开发小 B 经销商赋能餐饮渠道，2024Q1 公司线下渠道营收 7.19 亿元（同增 3%），截至 2024Q1，公司共有经销商 3183 家，较年初净增加 18 家，公司持续开发小 B 经销商赋能餐饮批发渠道拓展；目前经销商通过少量多次进货保障良性库存，同时公司继续推进优商扶商政策提升渠道盈利能力。食萃技改保障线上销售，2024Q1 公司线上渠道营收 1.32 亿元（同增 101%），主要系食萃并表贡献，后续食萃继续精耕线上渠道，预计 2024 年 5 月技改后，产能将满足全年线上销售需求；与

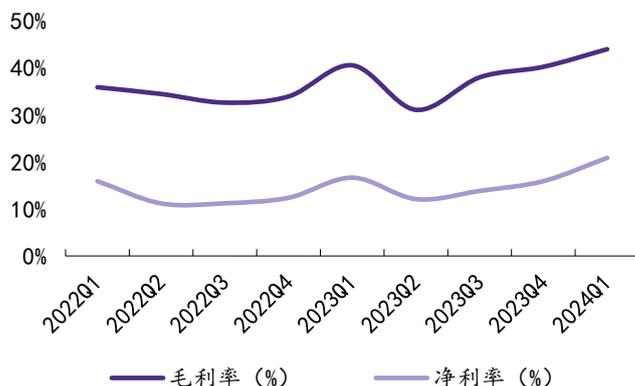
此同时，公司积极进行资源匹配，加大关注内容电商渠道，为实现中长期电商渠道销售收入占比提升至 20%-30%的目标助力。开发区域性产品布局全国市场，2024Q1 公司东部/南部/西部/北部/中部区域营收分别为 1.56/0.87/3.11/0.80/2.17 亿元，分别同增 7%/11%/23%/8%/2%，后续公司将针对不同区域开发差异化复调产品，推动区域均衡发展。

图表 40：天味食品 2024Q1 总营收/归母净利润分别同增 11%/37%



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 41：天味食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 44%/21%



资料来源：wind，华鑫证券研究

2.11、宝立食品：复调延续高增势能，B 端业务贡献主要推力

营收稳健增长，结构调整致使盈利承压。公司 2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为 23.69/6.10/6.24 亿元，分别同增 16%/9%/16%，主要系公司大客户进展顺利，业务全面推进所致，归母净利润分别为 3.01/0.60/0.61 亿元，分别同比+40%/-3%/-20%。盈利端，由于低毛利 B 端业务占比提升/新烘焙工厂产能仍在爬坡，2023/2024Q1 公司毛利率分别同减 1pct/3pct 至 33.14%/32.04%，后续公司通过成本控制/工艺优化/提升新品附加值逐步拉升毛利率表现；2023/2024Q1 公司销售费用率分别同减 1pct/1pct 至 14.64%/14.85%，管理费用率分别同减 0.1pct/0.1pct 至 2.81%/2.37%，费用端持续优化；综合导致 2023/2024Q1 公司净利率分别为 13.14%/10.75%，分别同比+2pct/-4pct。现金流端，2024Q1 公司经营净现金流为 0.77 亿元（同增 29%）。分红计划，公司向全体股东每 10 股派发现金红利 3.75 元，分红率为 50%。

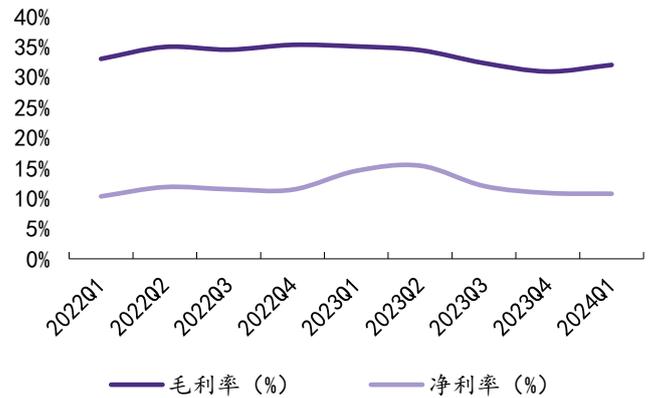
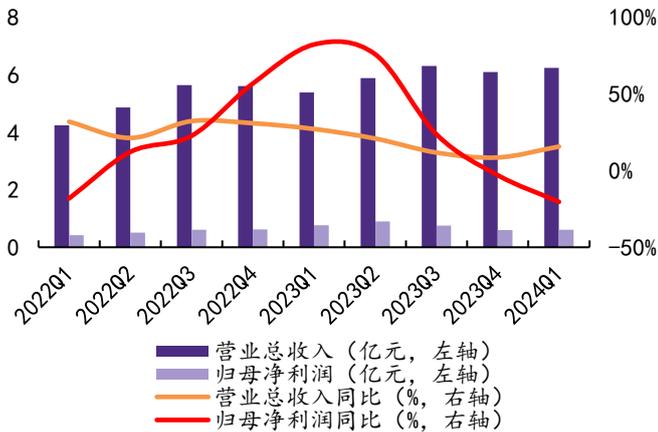
复调贡献主要推力，轻烹板块稳中有升。复调产品受益于连锁餐饮修复，2023/2024Q1 公司复调营收分别为 11.45/3.04 亿元，分别同增 29%/28%，主要系连锁餐饮场景修复带动复调需求提升，同时产品结构变化导致 2023 年复调毛利率同减 4pct 至 21%。轻烹板块稳中有升，2023/2024Q1 公司轻烹解决方案营收分别为 10.24/2.67 亿元，分别同增 1%/6%，C 端整体承压，但 B 端客户增速良好，带动轻烹稳中有升，2023 年轻烹毛利率为 50%（同增 5pct），盈利能力稳步提升，后续公司针对空刻进行人员/业务/产品思路调整，通过优化费投、配合购物节活动推新等方式，推动空刻业务 2024 年实现正增长。饮品甜点配料关注烘焙工厂产能爬坡，2023/2024Q1 公司饮品甜点配料营收分别为 1.43/0.35 亿元，分别同增

8%/1%，客户结构逐渐丰富，茶饮客户成为重要驱动力，达美乐等西式餐饮客户拉动板块提升，但由于新烘焙工厂仍处于起步阶段，对利润端造成拖累，因此 2023 年饮品甜点配料毛利率同减 2pct 至 20%。

B 端高速增长，C 端开拓思路清晰。B 端渠道贡献主要推力，2023/2024Q1 公司直销渠道营收分别为 19.03/5.07 亿元，分别同增 13%/16%，2023 年直销渠道毛利率为 35%（同比持平），工厂客户保持稳健增长，餐饮流通客户为渠道主要推力，后续公司延续大客户新品研发与新客户开拓，直销渠道势能仍强。2023/2024Q1 非直销渠道营收分别为 4.08/0.99 亿元，分别同增 20%/12%，2023 年非直销渠道毛利率为 28%（同减 5pct），截至 2024Q1 公司经销商数量 387 家，较年初净增长 5 家，公司持续推进 C 端产品系列化，通过创新驱动规模提升。全国各区域均实现营收增长，2024Q1 公司华东/华南/华北/华中/东北/西南/西北/境外区域营收分别为 4.96/0.24/0.37/0.18/0.16/0.06/0.03/0.07 亿元，分别同增 10%/21%/76%/53%/20%/135%/101%/117%。

图表 42：宝立食品 2024Q1 总营收/归母净利润分别同比 +16%/-20%

图表 43：宝立食品 2024Q1 毛利率/净利率分别为 32%/11%



资料来源：wind，华鑫证券研究

资料来源：wind，华鑫证券研究

3、行业评级及投资策略

展望 2024 年，餐饮复苏仍优于整体，原材料价格压力持续缓解，调味品行业利润望持续改善。经销商渠道库存已恢复良性，调味品企业延续推进产品升级，内部组织管理架构逐渐理顺，板块整体呈现复苏态势。推荐海天味业、中炬高新、仲景食品等，关注莲花健康、千禾味业、天味食品等。维持食品饮料行业“推荐”投资评级。

图表 44：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2024-05-11 股价	EPS			PE			投资评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002507.SZ	涪陵榨菜	14.89	0.72	0.80	0.89	20.68	18.61	16.73	买入
300138.SZ	晨光生物	10.63	0.90	0.61	0.99	11.81	17.43	10.74	买入

公司代码	名称	2024-05-11		EPS		PE		投资评级	
300999.SZ	金龙鱼	31.93	0.53	0.77	1.00	60.25	41.47	31.93	买入
600186.SH	莲花健康	4.29	0.07	0.15	0.23	61.29	28.60	18.65	买入
600298.SH	安琪酵母	31.92	1.46	1.59	1.96	21.86	20.08	16.29	买入
600305.SH	恒顺醋业	8.28	0.08	0.13	0.17	103.50	63.69	48.71	买入
600872.SH	中炬高新	29.37	2.16	1.11	1.37	13.60	26.46	21.44	买入
603027.SH	千禾味业	16.93	0.52	0.61	0.74	32.56	27.75	22.88	买入
603170.SH	宝立食品	14.60	0.75	0.82	1.01	19.47	17.80	14.46	买入
603288.SH	海天味业	38.85	1.01	1.18	1.34	38.47	32.92	28.99	买入
603317.SH	天味食品	14.44	0.43	0.52	0.65	33.58	27.77	22.22	买入
603755.SH	日辰股份	23.12	0.57	0.75	0.98	40.56	30.83	23.59	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、风险提示

- (1) 宏观经济波动风险；
- (2) 行业竞争风险；
- (3) 食品安全风险；
- (4) 消费税或生产风险；
- (5) 原材料价格波动风险；
- (6) 推荐公司业绩不达预期等。

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 0%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。