

调味发酵品

证券研究报告
2024年05月24日

业绩稳健增长，分红率提升&激励计划彰显信心

投资评级

行业评级

强于大市(首次评级)

上次评级

作者

吴立

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

何宇航

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523090002
heyuhang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

收入稳增长，利润改善明显

业绩：收入稳健增长，利润改善明显。2023 年调味品行业营收和归母净利润分别为 626.02/109.71 亿元，分别同比增长 2.15%/21.48%。2024Q1 调味品行业营收和归母净利润分别为 179.42/33.36 亿元，分别同比增长 7.33%/10.87%。**费用：控费情况良好，24Q1 销售费用率同比基本持平。**2023 年调味品行业销售费用率、管理费用率、销售费用率分别为 7.95%/3.71%/-1.22%，同比+0.06/+0.41/+0.24pct。2024Q1 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 7.75%/3.18%/-0.77%，同比+0.09/-0.02/+0.07pct。**盈利能力：成本因素扰动，24Q1 利润率提升。**2023 年调味品行业毛利率和净利率分别为 31.96%/17.70%，同比-0.50/+2.85pct。2024Q1 调味品行业毛利率和净利率分别为 34.73%/18.87%，同比+0.70/+0.66pct。

需求复苏叠加成本下降带来利润弹性，分红率&激励计划彰显信心

1) 2024Q1 全国餐饮累计收入 1.34 万亿元，同比+10.80%，24Q1 餐饮累计收入超过 2023 年同期和 2019 年同期。从餐饮端收入数据来看，复苏显著，我们认为随着餐饮的持续复苏，调味品行业需求有望得到增长。2) 从 24 年全年来看，原材料价格整体有望较 2023 年下降，利润弹性有望得以释放。3) 在 2024 年伊始，部分调味品公司推出股票激励计划/员工持股计划。行业内纷纷推出激励计划，彰显公司对业绩增长的信心，也极大鼓舞员工，激励人心。4) 主要调味品企业 23 年分红率提升，提振市场情绪。2023 年主要调味品企业分红率得到显著提升，15 家调味品企业中有 12 家宣告分红，其中 10 家企业 23 年分红率提升。

投资建议：整体看调味品企业 23 年顺利过渡，24Q1 调味品企业基本迎来开门红。24 年伊始调味品企业积极推出股权激励计划，市场信心明显提振。从估值层面看调味品板块 3/5/10 年 PE 处于 2.65%/1.57%/0.98%分位点。我们认为在低估值背景下，具备较强改革预期和渠道/客户拓展能力的企业或有结构性机会。我们建议关注 2 条主线：1) 或享改革红利：中炬高新；2) 复调赛道：天味食品。同时建议关注：海天味业/千禾味业/涪陵榨菜等。

风险提示：行业景气度下降风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；市场风险；食品安全风险等。

内容目录

1. 调味品：收入稳增长，利润改善明显	4
1.1. 收入稳健增长，利润增速高于收入增速	4
1.2. 控费情况良好，24Q1 销售费用率同比基本持平	5
1.3. 成本因素扰动，24Q1 利润率提升	6
2. 需求复苏叠加成本下降带来利润弹性，激励计划彰显信心	7
2.1. 成本下降叠加需求复苏，看好全年弹性	7
2.2. 激励计划陆续推出，彰显公司信心	8
2.3. 主要调味品企业分红率提升，提振市场情绪	9
3. 主要调味品企业业绩一览	10
3.1. 海天味业：24Q1 恢复增势，看好全年稳增长	10
3.2. 中炬高新：盈利能力改善显著，改革成效初见端倪	10
3.3. 千禾味业：24Q1 业绩略低于预期，看好全年稳健增长	11
3.4. 天味食品：线上收入实现高增，盈利能力提升明显	11
3.5. 日辰股份：业绩有所改善，看好后续弹性	12
3.6. 宝立食品：复调延续高增，期待全年表现	12
3.7. 涪陵榨菜：双拓战略推进，业绩保持稳健	13
3.8. 安琪酵母：业绩阶段性承压，海外维持较高增速	13
4. 投资建议	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：2023 年调味品行业营收同比增速为 2.15%	4
图 2：2023Q4 调味品行业营收同比增速为 -3.66%	4
图 3：2023 年调味品行业净利润同比增速为 21.48%	4
图 4：2023Q4 调味品行业净利润同比增速为 263.96%	4
图 5：2024Q1 调味品行业营收同比增速为 7.33%	5
图 6：2024Q1 调味品行业净利润同比增速为 10.87%	5
图 7：2023 年调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 7.95%/3.71%/-1.22%	5
图 8：2023Q4 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 8.83%/4.22%/-1.57%	5
图 9：2024Q1 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 7.75%/3.18%/-0.77%	6
图 10：2023 年调味品行业毛利率/净利率为 31.96%/17.70%	6
图 11：2023Q4 调味品行业毛利率/净利率为 30.47%/31.85%	6
图 12：2023 年调味品行业 ROE 为 15.17%	7
图 13：2023Q4 调味品行业 ROE 为 6.89%	7
图 10：2024Q1 调味品行业毛利率/净利率为 34.73%/18.87%	7
图 15：2024Q1 调味品行业 ROE 为 4.46%	7
图 16：24Q1 全国社零总额累计同比+4.7%	7

图 17: 24Q1 全国餐饮累计同比+10.8%.....	7
图 18: 2024 年初全国大豆现货价呈下降趋势 (元/吨)	8
图 19: 2024 年初白砂糖现货价 (南宁仓库) 呈下降趋势 (元/吨)	8
图 20: 2024 年初玻璃指数呈下降趋势.....	8
图 21: 2024 年初聚酯切片价格指数呈下降趋势.....	8
表 1: 主要调味品企业 23 年分红率一览.....	9
表 2: 2023 年主要调味品公司业绩一览	14
表 3: 24Q1 主要调味品公司业绩一览.....	15

1. 调味品：收入稳增长，利润改善明显

1.1. 收入稳健增长，利润增速高于收入增速

2023 年收入稳健增长，利润快速增长。2023 年申万行业指数调味发酵品（下文简称调味品行业）营收和归母净利润分别为 626.02/109.71 亿元，分别同比增长 2.15%/21.48%，2023 年调味品行业收入整体稳健增长，归母净利润同比增长较高，主要系中炬高新 23Q4 实现诉讼和解与撤诉致预计负债转回。2023Q4 调味品行业营收和归母净利润分别为 157.20/49.79 亿元，分别同比增长-3.66%/263.96%。

图 1：2023 年调味品行业营收同比增速为 2.15%



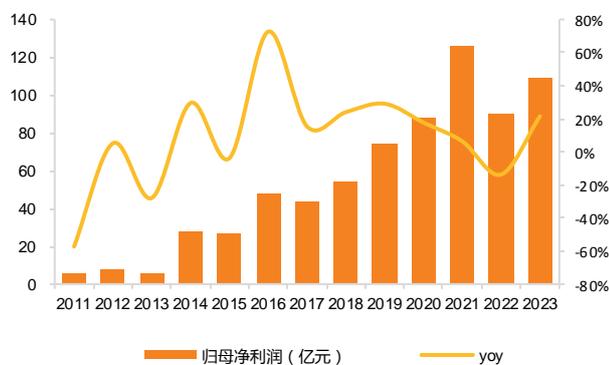
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2023Q4 调味品行业营收同比增速为-3.66%



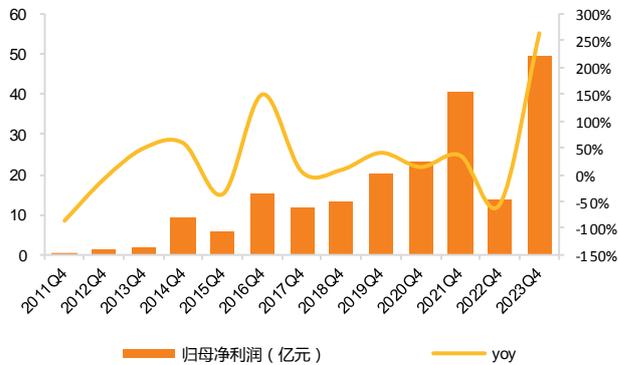
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2023 年调味品行业净利润同比增速为 21.48%



资料来源：Wind，天风证券研究所

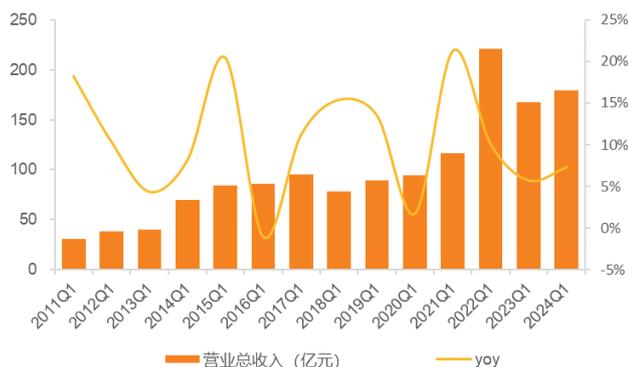
图 4：2023Q4 调味品行业净利润同比增速为 263.96%



资料来源：Wind，天风证券研究所

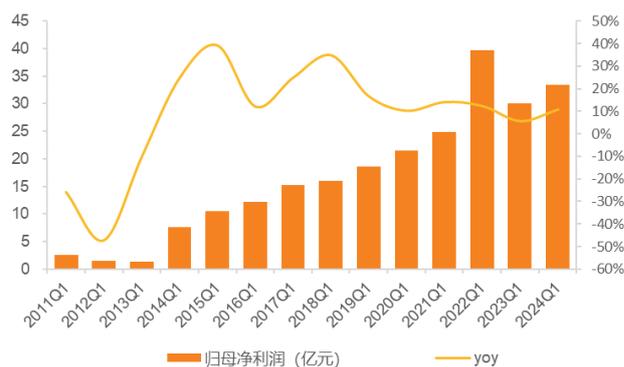
2024Q1 收入增长良性，利润增速高于收入增速。2024Q1 调味品行业营收和归母净利润分别为 179.42/33.36 亿元，分别同比增长 7.33%/10.87%。24Q1 公司收入端仍保持良好增长；利润增速高于收入增速。

图 5：2024Q1 调味品行业营收同比增速为 7.33%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2024Q1 调味品行业净利润同比增速为 10.87%

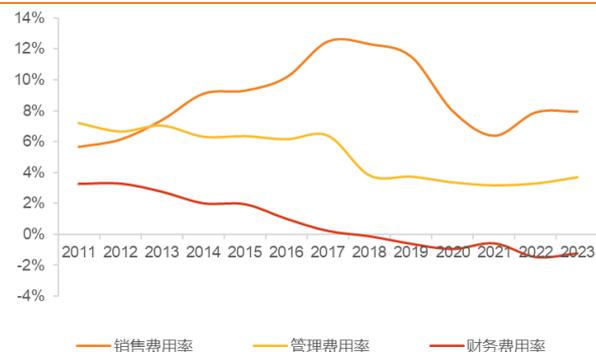


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 控费情况良好，24Q1 销售费用率同比基本持平

主要企业控费情况良好，24Q1 销售费用率同比基本持平。2023 年调味品行业销售费用率、管理费用率、销售费用率分别为 7.95%/3.71%/-1.22%，同比+0.06/+0.41/+0.24pct。2023Q4 调味品行业销售费用率、管理费用率、销售费用率分别为 8.83%/4.22%/-1.57%，同比+1.11、+0.85、+0.02pct。2023 年全年费用率相对稳健，23Q4 销售费用率和管理费用率同比有所增长。2024Q1 调味品行业销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 7.75%/3.18%/-0.77%，同比+0.09/-0.02/+0.07pct，24Q1 销售费用率基本持平。

图 7：2023 年调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 7.95%/3.71%/-1.22%



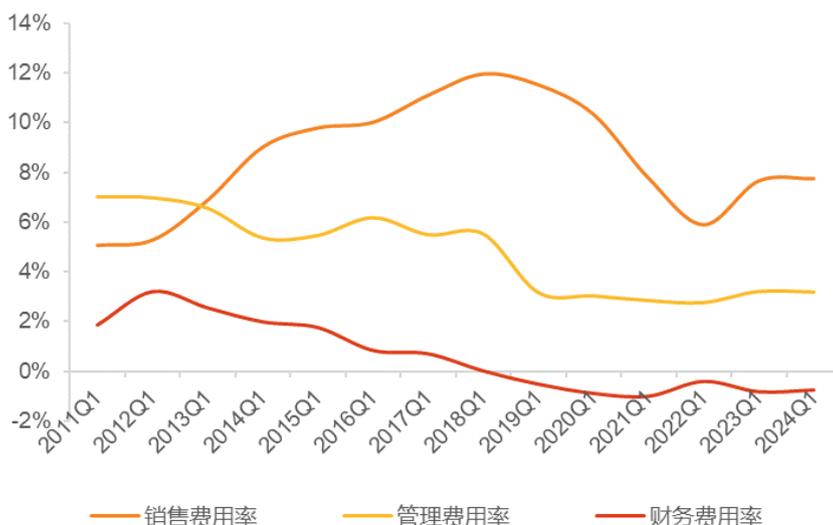
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2023Q4 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 8.83%/4.22%/-1.57%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2024Q1 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率为 7.75%/3.18%/-0.77%

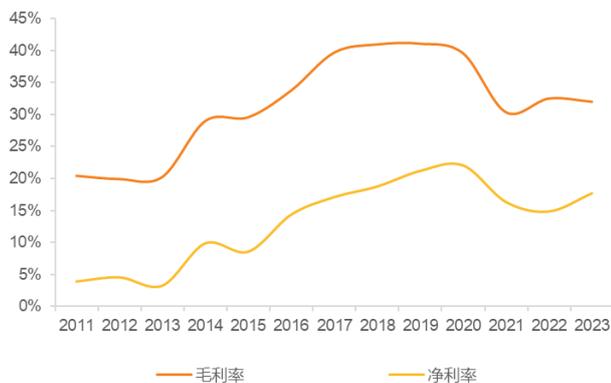


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 成本因素扰动，24Q1 利润率提升

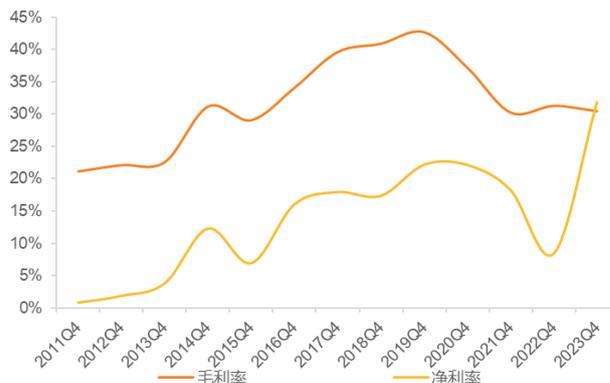
成本因素扰动，24Q1 利润率提升。2023 年调味品行业毛利率和净利率分别为 31.96%/17.70%，同比-0.50/+2.85pct。2023Q4 调味品行业毛利率和净利率分别为 30.47%/31.85%，同比-0.82/+23.37pct。2023 年调味品行业 ROE 为 15.17%，同比+1.12pct；2023Q4 行业 ROE 为 6.89%，同比+4.76pct，主要系 23Q4 中炬高新 ROE 抬升。2024Q1 调味品行业毛利率和净利率分别为 34.73%/18.87%，同比+0.70/+0.66pct，我们预计主要系部分原材料成本下降。2024Q1 调味品行业 ROE 为 4.46%，同比-0.20pct。

图 10：2023 年调味品行业毛利率/净利率为 31.96%/17.70%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2023Q4 调味品行业毛利率/净利率为 30.47%/31.85%



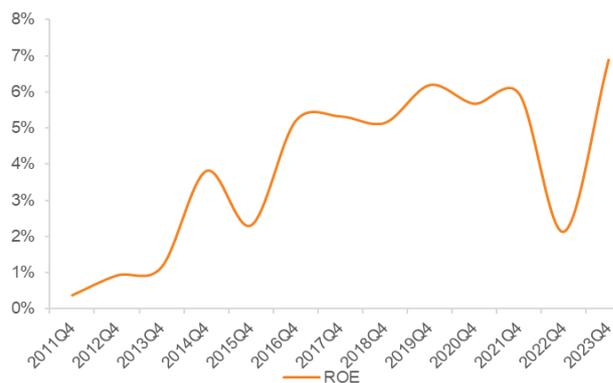
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2023 年调味品行业 ROE 为 15.17%



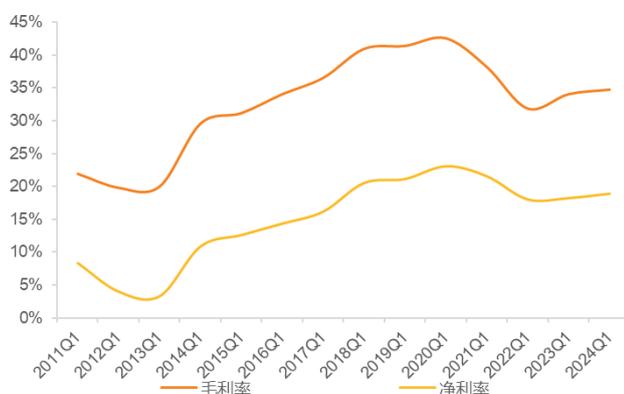
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2023Q4 调味品行业 ROE 为 6.89%



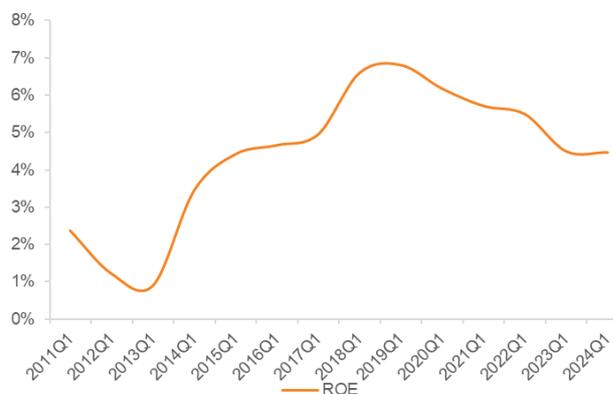
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2024Q1 调味品行业毛利率/净利率为 34.73%/18.87%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2024Q1 调味品行业 ROE 为 4.46%



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 需求复苏叠加成本下降带来利润弹性，激励计划彰显信心

2.1. 成本下降叠加需求复苏，看好全年弹性

餐饮复苏性增长，看好需求端弹性。2024Q1 全国社零总额累计 12.03 万亿元，同比+4.7%；2024Q1 全国餐饮累计收入 1.34 万亿元，同比+10.80%，24Q1 餐饮累计收入超过 2023 年同期和 2019 年同期。从餐饮端收入数据来看，复苏显著，我们认为随着餐饮的持续复苏，调味品行业需求有望得到增长。

图 16：24Q1 全国社零总额累计同比+4.7%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：24Q1 全国餐饮累计同比+10.8%



资料来源：Wind，天风证券研究所

原材料成本下行趋势延续，看好全年利润弹性。2023 年主要原材料大豆、白沙糖、玻璃、聚酯切片等价格居于高位，2024 年以上原材料均较 2023 年有所下降，其中 24 年 4 月 26 日，大豆、白沙糖、聚酯切片价格、玻璃价格指数较 23 年高点分别下降 19.65%、15.74%、6.30%、19.58%。我们认为从 24 年全年来看，原材料价格整体有望较 2023 年下降，利润弹性有望得以释放。

图 18：2024 年初全国大豆现货价呈下降趋势（元/吨）



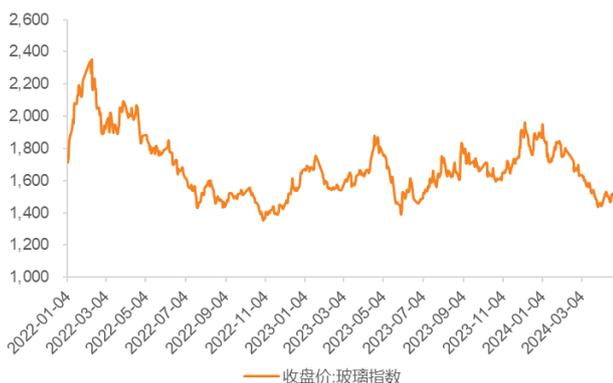
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2024 年初白砂糖现货价（南宁仓库）呈下降趋势（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：2024 年初玻璃指数呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2024 年初聚酯切片价格指数呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 激励计划陆续推出，彰显公司信心

部分调味品公司陆续推出股权激励计划/员工持股计划，彰显公司信心。在 2024 年伊始，部分调味品公司推出股票激励计划/员工持股计划，其中中炬高新拟授予不超过 1438.80 万股限制性股票，占公司股本总额的 1.83%；天味食品发布员工持股计划，拟募集资金 3761.28 万元。另外海天味业/安琪酵母均开展回购，拟实施员工持股计划或股权激励计划。行业内纷纷推出激励计划，彰显公司对业绩增长的信心，也极大鼓舞员工，激励人心。

中炬高新：

限制性股票激励计划发布，考核目标明确。公司拟授予不超过 1438.80 万股限制性股票，占公司股本总额的 1.83%。拟授予激励对象 329 人，授予价格为 14.19 元/股，公告日收盘价为 26.39 元，具备较大吸引力。业绩考核目标为：以 2023 年为基准，2024/2025/2026 年营收增长率不低于 12%/32%/95%，营业利润率分别不低于 15%/16.5%/18%，净资产收益率分别不低于 14%/15.5%/20%。

三年规划落地，激奋人心。公司制定 3 年规划，从品牌/营销、研发创新、营运管理、投资并购等多方面着手，到 2026 年美味鲜营收目标 100 亿，营业利润目标 15 亿。

天味食品：

员工持股计划发布，增强全员信心。公司发布员工持股计划，拟募集资金总额不超过 3761.28 万元，计划参与人数不超过 120 人，其中董事（不含独立董事）、高级管理人员不超过 6 人，购买公司回购股份的价格为 6.53 元/股，公告当日收盘价为 12.40 元/股，具有较强吸引力。业绩考核目标为，以 2023 年营收为基数，2024-2025 年收入增长不低于 10%/26.5%。

安琪酵母：

公司拟以自有资金回购 3.8 亿元（含）-4.8 亿元（含），回购价格不超过 45 元/股（含），用于实施员工持股计划或股权激励计划。截至 2024 年 3 月 31 日，公司已累计回购股份 1094 万股，占公司目前总股本的 1.26%，回购成交的最高价为 36.54 元/股、最低价为 31.50 元/股。

海天味业：

公司拟以自有资金回购 5 亿（含）-8 亿（含），回购价格不超过 56.60 元/股，用于实施员工持股计划或者股权激励。截至 2024 年 4 月 30 日，公司已累计回购股份 1452 万股，占公司总股本的比例约为 0.26%，购买的最高价为 41.81 元/股、最低价为 33.05 元/股。

2.3. 主要调味品企业分红率提升，提振市场情绪

主要调味品企业 23 年分红率提升，提振市场情绪。2023 年主要调味品企业分红率得到显著提升，15 家调味品企业中有 3 家宣告 23 年不分红，12 家宣告分红，其中：1）10 家企业 23 年分红率提升，2 家企业 23 年分红率下降；2）千禾味业 23 年分红率和同比增速均最高；3）3 家调味品企业分红率提升至 90%+（千禾味业/朱老六/天味食品）；4）ST 加加/佳隆股份因 23 年归母净利润为负，因此未分红。分红率提升表明公司积极回报股东意愿提升，对股东吸引力较高。

表 1：主要调味品企业 23 年分红率一览

公司	23 年分红率 (%)	22 年分红率 (%)	yoy (pct)
千禾味业	96.87	30.32	66.56
朱老六	93.15	65.40	27.75
天味食品	92.65	70.96	21.69
恒顺醋业	88.84	79.15	9.69
海天味业	65.06	52.34	12.72
仲景食品	58.04	79.35	-21.31
安记食品	56.73	84.98	-28.24
宝立食品	49.83	46.43	3.39
日辰股份	43.69	38.63	5.06
涪陵榨菜	41.88	37.53	4.35
安琪酵母	33.76	32.88	0.88
中炬高新	18.08	未分红	18.08
ST 加加	未分红	-123.32	/
莲花健康	未分红	未分红	/
佳隆股份	未分红	未分红	/

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所，注：ST 加加 22 年半年度分红 9.82 亿元，23 年因归母净利润为负未分红

3. 主要调味品企业业绩一览

3.1. 海天味业：24Q1 恢复增势，看好全年稳增长

业绩：2023 年公司收入/归母净利润分别为 245.59/56.27 亿元（同比-4.10%/-9.21%），其中 23Q4 公司收入/归母净利润分别为 59.09/12.98 亿元（同比-9.30%/-15.20%）；24Q1 公司收入/归母净利润分别为 76.94/19.19 亿元（同比+10.21%/+11.85%）。

23 年整体承压，24Q1 恢复增势。2023 年主要产品量价有所下降，其中酱油业务收入 126.37（同比-8.83%），销量/吨价分别同比变动-8.17%/-0.72%至 229.82 万吨和 5498.74 元/吨；蚝油业务收入 42.51（同比-3.74%），销量/吨价分别同比变动-1.92%/-1.86%至 86.11 万吨和 4937.10 元/吨；酱类业务收入 24.27（同比-6.08%），销量/吨价分别同比变动-0.41%/-5.69%至 28.35 万吨和 8559.48 元/吨。23Q4 酱油/蚝油/酱类/其他收入同比-12.93%/-14.62%/-7.40%/+17.84%。24Q1 酱油/调味酱/蚝油/其他收入同比+10.06%/+6.44%/+9.63%/+22.10%，24Q1 主要产品均实现增长，其他品类增幅明显。

24Q1 线上增长显著，平均经销商质量提升。2023 年东部/南部/中部/北部/西部收入分别为 43.54/45.00/50.49/59.25/29.86 亿元（同比-7.26%/-2.17%/-4.19%/-4.78%/-0.68%），主要区域收入略有下滑；24Q1 分别同比+10.33%/+21.81%/+10.21%/+6.46%/+10.08%，除中部区域，均实现较好增长。2023 年线下/线上收入 219.26/8.89 亿元（同比-3.86%/-10.06%）；24Q1 线下/线上分别同比+10.81%/+20.67%，线上增长显著。2023 年经销商净新增-581 家至 6591 家；2024Q1 经销商净新增-85 家至 6506 家，平均经销商收入同比+17.38%至 111.20 万元/家。

24Q1 盈利能力提升，费用整体稳定。2023 年公司毛利率/净利率分别同比变动-0.95/-1.25 个百分点至 34.74%/22.97%；销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.06/0.42 个百分点至 5.32%/2.14%。24Q1 公司毛利率/净利率分别同比变动 0.38/0.37 个百分点至 37.31%/25.06%，毛利率和净利率均有所提升；销售费用率/管理费用率分别同比变动+0.27/0.00 个百分点至 5.50%/1.61%，费用投放加大。

投资建议：2024 年公司将坚持精品工程方针，做精产品、做大品类、做活渠道、做多品牌，打开发展空间和机会。预计 24-26 年营收分别为 270.70/295.96/323.03 亿元，增速为 10%/9%/9%，归母净利润为 61.08/65.85/71.07，增速为 9%/8%/8%。

3.2. 中炬高新：盈利能力改善显著，改革成效初见端倪

业绩：2024Q1 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 14.85/2.39/2.37 亿元（同比+8.64%/+59.70%/+63.91%）。

酱油/鸡精粉实现较快增长，美味鲜利润增长超预期。24Q1 美味鲜公司实现营收 14.61 亿元（同+10.20%），归母净利润 2.44 亿元（同+59.75%）。24Q1 美味鲜酱油/鸡精鸡粉/食用油收入 9.47/1.81/1.01 亿元（同比+13.44%/+16.83%/-5.54%），收入占比分别变动+1.96%/+0.73%/-1.16 个百分点至 65.62%/12.58%/7.02%，酱油和鸡精粉实现较快增长，食用油有所下滑。

东部区域快速增长，经销商质量有所提升。24Q1 美味鲜东部/南部/中西部/北部收入分别为 3.72/5.22/3.24/2.25 亿元（同比+24.48%/+2.64%/+9.90%/+7.61%），全区域均实现正增长，其中东部区域增长显著。24Q1 末美味鲜公司经销商同比净增 126 家至 2181 家，经销商开拓有序增长；平均经销商收入同+3.69%至 66.14 万元/家，经销商质量有所提升。

盈利能力改善显著，费用支出同比减少。24Q1 年公司毛利率/净利率分别同比变动+5.57/+5.96 个百分点至 36.98%/17.63%，毛利率显著提升，主要系是采购单价下降、产品结构优化影响。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动-0.85/-0.04/-0.04 个百分点至 7.73%/6.36%/-0.11%，销售费用率下降主要系人员减少。

投资建议：公司制定3年规划，从品牌/营销、研发创新、营运管理、投资并购等多方面着手，到2026年美味鲜营收目标100亿，营业利润目标15亿。2024年是三年战略期的开局之年和蓄势之年，全年12%目标有望顺利完成。我们预计24-26年营收为57.68/68.17/80.47亿元，同增12%/18%/18%；归母净利润为8.03/9.55/11.46亿元，同比-53%/+19%/+20%。

3.3. 千禾味业：24Q1 业绩略低于预期，看好全年稳健增长

业绩：2023年公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为32.07/5.30/5.30亿元（同比+31.62%/+54.22%/+56.66%）；23Q4公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为8.75/1.43/1.44亿元（同比-0.82%/-8.47%/-7.76%）。24Q1公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为8.95/1.55/1.52亿元（同比+9.28%/+6.66%/+4.69%）。

零添加延续势能，酱油结构上行。2023年公司酱油/食醋收入20.40/4.22亿元（同比+34.85%/+11.75%），销量分别同比变动32.39%/13.66%至44.75/12.66万吨，吨价分别同比变动+1.25%/-1.68%至4559.07/3337.03元/吨，酱油实现量价齐升。酱油同比实现较高增长。23Q4酱油/食醋收入同比-2.89%/-10.91%。24Q1公司营收在高基数上（23Q1同增70%）延续增长态势，其中酱油/食醋收入5.68/1.13亿元（同比+9.13%/-6.22%），酱油延续增长态势。

全国化稳步推进，24Q1 部分区域实现高增。2023年公司东部/南部/中部/北部/西部收入分别为7.12/2.08/4.49/5.67/12.29亿元（同比+30.94%/+26.00%/+80.97%/+27.09%/+23.77%），全国各大区域均实现20%+增速，其中中部区域增长最快；23Q4分别同比-9.84%/-5.10%/38.29%/-18.16%/+11.40%；24Q1分别同比+4.44%/+43.26%/+28.35%/+10.51%/-0.68%，南部区域低基数下实现40%+增长。2023年经销商同比+1020家至3250家，平均经销商收入同比-9.37%至97.41万元/家；24Q1经销商同比+928家至3356家，平均经销商收入同比-21.27%至26.17万元/家。

产品结构变化至毛利率波动，费用投放稳定。2023年公司毛利率/净利率分别同比+0.59%/+2.42pct至37.15%/16.54%，净利率提升主因费用率下行：销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动-1.36%/+0.87%/-0.51pct至12.22%/3.87%/-0.85%，销售费用率下降，绝对值有所增长（销售费用同比+18.40%）。24Q1公司毛利率/净利率分别同比变动-3.07%/-0.43个百分点至35.96%/17.32%；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动+0.12%/-0.91%/-1.10个百分点至11.82%/2.66%/-1.26%，财务费用率下降主要系利息收入增长较多。

投资建议：展望24年，公司将专注调味品领域发展，聚焦大品类、高端高品质发展战略。充分发挥产品优势、品牌优势，强化营销网络建设，顺势而为，继续提升经营业绩。

3.4. 天味食品：线上收入实现高增，盈利能力提升明显

业绩：2024Q1公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为8.53/1.76/1.47亿元（+11.34%/+37.20%/+23.47%）。

中式菜品调料带来增量，香肠腊肉调料表现亮眼。24Q1公司火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/其他收入2.93/4.95/0.33/0.30亿元（同比+1.18%/17.75%/21.79%/+11.51%），收入占比分别变动-3.47%/+3.13%/+0.34%/+0.00个百分点至34.42%/58.10%/3.93%/3.55%。中式菜品调料和香肠腊肉调料实现较高增长。

大本营快速增长，线上实现高增。24Q1公司东部/南部/西部/北部/中部收入分别为1.56/0.87/3.11/0.80/2.17亿元（同比+6.88%/+11.15%/+23.35%/+8.20%/+1.56%），大本营西部地区快速增长。24Q1线下/线上分别为7.19/1.32亿元（同比+2.94%/101.23%），线上收入

占比同+6.94个百分点至15.54%线上收入实现快速增长。经销商环比增加18家至3183家。

盈利能力显著提升，费用投放加大。24Q1年公司毛利率/净利率分别同比变动+3.44/+4.22个百分点至44.05%/20.90%，毛利率显著提升，净利率增速高于毛利率主要系投资收益增加。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动+2.18/-0.83/+0.07个百分点至17.02%/5.07%/-0.27%，销售费用率增长较多。

投资建议：公司持续深化优商/扶商模式，收购食萃后补足B端，区域新品不断推出丰富产品矩阵，24年望延续增速。预计24-26年营收为36.51/41.99/48.14亿元，同增15.95%/15.01%/14.66%；归母净利润为5.49/6.55/7.77亿元，同增20.18%/19.34%/18.59%。

3.5. 日辰股份：业绩有所改善，看好后续弹性

业绩：公司24Q1营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为0.92/0.13/0.12亿元（同+14.73%/+21.06%/+24.55%）。

24Q1增长良性，主要产品稳健增长。24Q1收入实现良好增长，产品方面24Q1公司酱汁类/粉体类/食品添加剂收入7312.53/1803.33/46.73万元（同比+16.30%/+9.80%/-28.79%），收入占比分别变动+1.17/-0.86/-0.31个百分点至79.81%/19.68%/0.51%。酱汁类和粉体类产品实现较快增长。

全国各区域稳增长，电商增长显著。24Q1公司华东/华北/东北/华中/华南/其他收入分别为5996.07/1976.87/419.30/330.28/356.08/84万元（同比+7.81%/+36.93%/+29.87%/+18.67%/+17.18%/-1.15%），华东以外市场快速增长24Q1餐饮/食品加工/品牌定制/直营商超/直营电商/经销商收入分别为4290.96/3020.01/1436.71/50.41/75.66/288.85万元（同比+15.36%/+20.38%/+3.35%/-9.53%/+79.10%/+3.54%），餐饮和食品加工端稳健增长，电商收入增长显著。

毛利率略有下降，费用投放减少。24Q1公司毛利率/净利率分别同比变动-0.43/+0.74个百分点至38.28%/14.06%；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动+0.49/-1.68/+0.24个百分点至8.11%/9.92%/0.84%，销售费用率提升预计主要系Q1加大费用投放。

投资建议：24年公司将完善营销总部/中心/办事处布局，加强上海运营中心的资源配置和效能发挥，同时加强华南、西南及西北区域营销力量。我们预计24-26年营收分别4.49/5.56/6.85亿元，同增25%/24%/23%，归母净利润分别0.74/0.94/1.18亿元，同增31%/27%/26%。

3.6. 宝立食品：复调延续高增，期待全年表现

业绩：2023年公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为23.69/3.01/2.19亿元（同比+16.31%/+39.78%/+12.66%）。23Q4公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为6.10/0.60/0.38亿元（同比+8.61%/-2.98%/-27.84%）。24Q1公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为6.24/0.61/0.52亿元（同比+15.72%/-20.36%/-7.04%）。

全线产品保持增长，复调维持较快增速。2023年公司复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入11.45/10.24/1.43亿元（同增29.32%/1.39%/8.28%），其中23Q4分别同比+19.46%/-4.26%/+35.11%。复调实现快速增长，23年B端共销售超2500种产品，近三年开发产品占比接近60%；百胜子公司环胜公司增资浙江宝立（增资后持股40%），加一步加强合作；C端空刻意面陆续上新，新增“泰辣冬阴功”和“麻辣小龙虾”口味，“618大促”销售额超过1亿元，双十一线上销售额突破1.4亿元。24Q1公司复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入3.04/2.67/0.35亿元（同比+27.70%/+5.76%/+0.56%），复调维持较高增速。

非主销区实现高增，经销商数量快速增长。2023 年华东/华南/华北/华中/东北/西南/西北/境外收入分别为 18.62/0.98/1.63/0.65/0.66/0.20/0.09/0.27 亿元(同比+9.73%/+26.21%/+24.89%/+38.25%/+33.97%/+201.35%/+86.95%/+108.12%)，除华东大本营外均实现 20%+ 增长；其中 23Q4 分别同比+5.67%/+8.55%/-3.74%/+16.53%/+11.87%/+259.97%/+143.50%/+160.14%；24Q1 分别同比+9.50%/+20.70%/+76.19%/+52.51%/+19.65%/+135.48%/+100.99%/+117.32%)，华东外区域继续延续高增态势。24Q1 末经销商同比变动+107 家至 387 家，经销商数量快速增长，平均经销商收入同比变动-18.96%至 25.59 万元/家。

盈利能力有所下滑，销售费用投放比率减少。2023 年公司毛利率/净利率分别同比变动-1.43/+1.82 个百分点至 33.14%/13.14%，其中 23Q4 同比变动-4.40/-0.55 个百分点至 30.95%/10.88%；23 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动-0.61/-0.06/-0.12 个百分点至 14.64%/2.81%/-0.13%，其中 23Q4 分别同比变动-0.09/-1.20/-0.09 个百分点至 15.69%/2.45%/-0.01%。24Q1 公司毛利率/净利率分别同比变动-3.05/-3.79 个百分点至 32.04%/10.75%；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动-1.24/-0.14/0.08 个百分点至 14.85%/2.37%/-0.18%，销售费用投放比例有所下降。

投资建议：2024 年度，公司将继续拓展能力圈层，覆盖更广阔的业务板块深度渗透主业相关领域，以稳健的市场表现和成长性的增收幅度稳固市场地位，进一步聚集市场份额。我们预计 24-26 年营收为 27.43/31.27/35.24 亿元，同增 16%/14%/13%；归母净利润为 2.87/3.39/3.96 亿元，同比-5%/+18%/+17%。

3.7. 涪陵榨菜：双拓战略推进，业绩保持稳健

业绩：24Q1 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 7.49/2.72/2.59 亿元(-1.53%/+3.93%/+6.29%)。

新领导新气象，战略规划激发潜能。新董事长上任后主要进行：1) 管理方面，承接并推动公司组织架构改革，持续优化部门、岗位及人员配置，提升管理效能；2) 销售方面，结合一线调研情况、市场形势及 2024 年战略规划，进一步明确全年工作任务及目标，同时适时调整部分销售政策和考核机制，夯实基础、激发潜能。

加强渠道建设，实现餐饮拓展。2024 年公司将在渠道上进一步加强经销商资源的搭建，寻找更多专业化餐饮经销商，并与头部餐饮连锁企业及食品工业企业建立合作关系，加快公司餐饮小菜供应商角色的定位转化，加大公司调味菜、豆瓣酱、泡菜等产品推广力度，丰富供应品类，抓住餐饮的复苏趋势实现餐饮市场的进一步拓展。

毛利率有所下降，费用投放有所缩减。24Q1 年公司毛利率/净利率分别同比变动-4.17/+1.91 个百分点至 52.11%/36.29%，毛利率有所下降，我们认为净利率提升主要系费用率下降；全年来看，青菜头采购成本为 800 元/吨，低于 23 年收购均价，随着新收购低价青菜头在 5、6 月份逐步投入使用，毛利率水平有望逐季改善。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动-5.63/-0.60/-0.43 个百分点至 12.21%/2.57%/-4.27%。销售费用率下降较多主要系市场推广费及品牌宣传费同比减少。

投资建议：24 年公司以“稳住榨菜，夯基拓新，寻求增长”为战略指引，继续推进双拓(拓市场和拓品类)，做大佐餐开味菜，24 年有望实现稳健增长(营收增速目标 12%)。预计 24-26 年营收分别 27.45/30.58/33.84 亿元，同增 12%/11%/11%，归母净利润分别 9.30/10.43/11.63 亿元，同增 13%/12%/12%。

3.8. 安琪酵母：业绩阶段性承压，海外维持较高增速

业绩：24Q1 公司收入/归母净利润分别为 34.83/3.19 亿元(同比+2.52%/-9.45%)。

酵母业务稳健增长，制糖业务有所下降。24Q1 公司酵母及深加工/制糖/包装类产品/其他收入 24.50/3.98/1.00/5.26 亿元（同比+5.37%/-17.61%/-838%/+14.33%），收入占比分别同比+1.68%/-2.85%/-0.35%/+1.52 个百分点至 70.52%/11.46%/2.87%/15.15%。酵母主业保持增长态势，制糖业务和包装类业务有所下降。

国外业务维持较高增速，经销商数量快速增长。24Q1 公司国内/国外收入分别为 21.04/13.70 亿元（同比-4.52%/+16.73%），海外业务维持较高增速 24Q1 线下/线上收入分别为 23.44/11.30 亿元（同比+5.80%/-2.74%）。24Q1 未经销商同比增加 1991 家至 22812 家，其中国内/国外分别同比增加 1395/596 家至 17279/5533 家，平均经销商收入分别同比变动-12.23%/+4.15%至 12.18/24.76 万元/家。经销商数量快速增长，平均收入略有下滑。

利润率阶段性承压，费用率有所提升。24Q1 公司毛利率/净利率分别同比变动-0.74/-1.39 个百分点至 24.66%/9.47%；净利率下降高于毛利率主要系管理费用率和财务费用率提升。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比 -0.37/+0.43/+0.17 个百分点至 4.84%/3.69%/0.56%。管理费用率提升主要系 23 年年年终奖在 2024Q1 发放所致，财务费用率提升主要系利息费用增加所致。

投资建议：我们看好公司作为龙头竞争力的持续提升，以及酵母市场长期潜力的开启。24 年公司收入目标 15.4%，归母净利润目标 7.8%。预计 24-26 年公司收入分别为 156.2/175.6/197.6 亿元，同比增长 15.0%/12.4%/12.5%；归母净利润分别为 13.5/14.6/15.8 亿元，同比增长 6.3%/8.1%/8.4%。

表 2：2023 年主要调味品公司业绩一览

	23 年 总营收 (亿元)	yoy (%)	23 年 归母净 利润(亿 元)	yoy(%)	23 年 毛利率	yoy (pct)	23 年 净利率	yoy (pct)	23 年 销售费 用率 (%)	yoy (pct)	23 年 管理费 用率 (%)	yoy (pct)
海天味业	245.59	-4.10	56.27	-9.21	34.74	-0.95	22.97	-1.25	5.32	-0.06	5.05	0.39
安琪酵母	135.81	5.74	12.70	-3.86	24.19	-0.61	9.66	-0.84	5.18	-0.50	7.82	0.61
中炬高新	51.39	-3.78	16.97	386.53	32.71	1.01	33.80	44.18	8.90	0.04	10.86	1.46
千禾味业	32.07	31.62	5.30	54.22	37.15	0.59	16.54	2.42	12.22	-1.36	6.56	0.92
天味食品	31.49	17.02	4.57	33.65	37.88	3.66	14.78	2.13	15.37	0.95	7.31	0.54
涪陵榨菜	24.50	-3.86	8.27	-8.04	50.72	-2.43	33.74	-1.53	13.37	-0.97	3.83	0.28
宝立食品	23.69	16.31	3.01	39.78	33.14	-1.43	13.14	1.82	14.64	-0.61	4.78	-0.21
恒顺醋业	21.06	-1.52	0.87	-37.03	32.98	-1.38	3.79	-2.26	18.65	2.43	8.76	-0.54
莲花健康	21.01	24.23	1.30	181.26	17.15	3.04	6.22	3.44	5.02	0.94	4.96	-0.03
ST 加加	14.54	-13.78	-1.91	-140.60	18.71	-1.88	-13.15	-8.15	15.83	2.20	12.15	1.13
仲景食品	9.94	12.77	1.72	36.72	41.59	4.70	17.33	3.05	14.99	-1.06	8.32	-0.37
安记食品	6.32	13.45	0.31	124.73	16.79	0.50	4.92	2.43	4.74	-0.96	5.01	-0.69
日辰股份	3.59	16.49	0.56	10.52	38.76	-0.61	15.70	-0.85	7.87	0.32	12.28	-1.87
佳隆股份	2.60	25.13	-0.45	18.36	20.26	-4.80	-17.21	9.17	3.55	0.15	16.17	-9.15
朱老六	2.41	-20.71	0.22	-65.83	25.04	-7.25	9.06	-11.97	6.77	2.29	8.07	1.11

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：管理费用率包含研发费用率

表 3：24Q1 主要调味品公司业绩一览

	24Q1 总营收 (亿元)	yoy (%)	24Q1 归母净 利润(亿 元)	yoy(%)	24Q1 毛利率	yoy (pct)	24Q1 净利率	yoy (pct)	24Q1 销售费 用率 (%)	yoy (pct)	24Q1 管理费 用率 (%)	yoy (pct)
海天味业	76.94	10.21	19.19	11.85	37.31	0.38	25.06	0.37	5.50	0.27	4.02	-0.38
安琪酵母	34.83	2.52	3.19	-9.45	24.66	-0.74	9.47	-1.39	4.84	-0.37	7.84	0.74
中炬高新	14.85	8.64	2.39	59.70	36.98	5.57	17.63	5.96	7.73	-0.85	9.24	-0.38
千禾味业	8.95	9.28	1.55	6.66	35.96	-3.07	17.32	-0.43	11.82	0.12	5.44	-1.15
天味食品	8.53	11.34	1.76	37.20	44.05	3.44	20.90	4.22	17.02	2.18	6.13	-0.90
涪陵榨菜	7.49	-1.53	2.72	3.93	52.11	-4.17	36.29	1.91	12.21	-5.63	2.83	-0.44
宝立食品	6.24	15.72	0.61	-20.36	32.04	-3.05	10.75	-3.79	14.85	-1.24	4.30	-0.39
莲花健康	5.76	26.45	0.49	134.54	24.49	8.74	8.78	3.94	6.96	1.67	5.63	1.21
ST 加加	4.87	12.05	0.07	-49.03	24.51	1.00	1.12	-1.83	14.07	3.78	7.75	-1.17
恒顺醋业	4.60	-24.89	0.55	-24.23	41.38	6.29	11.67	0.04	17.02	4.61	10.93	2.97
仲景食品	2.74	22.78	0.51	30.12	44.50	4.41	18.56	1.05	16.78	4.77	7.22	0.11
安记食品	1.40	-3.48	0.07	-49.48	15.80	-2.01	4.79	-4.37	4.38	-0.30	5.02	-0.09
日辰股份	0.92	14.73	0.13	21.06	38.28	-0.43	14.06	0.74	8.11	0.49	13.60	-1.87
朱老六	0.76	11.26	0.12	3.01	28.42	-5.19	15.73	-1.26	2.39	-3.16	5.01	-1.54
佳隆股份	0.55	-19.81	0.02	226.86	26.00	5.80	3.19	5.45	1.17	0.25	15.66	-0.70

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：管理费用率包含研发费用率

4. 投资建议

投资建议：整体看调味品企业 23 年顺利过渡，24Q1 调味品企业基本迎来开门红。24 年伊始调味品企业积极推出股权激励计划，市场信心明显提振。从估值层面看调味品板块 3/5/10 年 PE 处于 2.65%/1.57%/0.98%分位点。我们认为在低估值背景下，具备较强改革预期和渠道/客户拓展能力的企业或有结构性机会。我们建议关注 2 条主线：1) 或享改革红利：中炬高新；2) 复调赛道：天味食品。同时建议关注：海天味业/千禾味业/涪陵榨菜等。

5. 风险提示

1) 行业景气度下降风险；

虽然调味品是属于一个刚性需求较强的一个产品，但易受餐饮不景气、食品加工业下滑等因素的影响，大众消费品的增速也有可能面临下行的风险。

2) 原材料价格波动风险；

农产品是调味品的主要原材料，其价格主要受市场供求等因素的影响。如果原材料价格上涨较大，将有可能对毛利率水平带来一定负面影响。

3) 行业竞争加剧风险；

随着进入调味品市场的企业日益增多，消费者需求的多元化、碎片化、新零售模式的逐步兴起，市场将面临着愈发激烈的竞争局面。在此过程中，可能存在同质化竞争、无序竞争带来的潜在风险。

4) 市场风险；

部分调味品企业存在市场分布不平衡、渠道发展不平衡、产品发展不平衡等问题。有可能因为三个不平衡问题不能有效解决而造成后续增长放缓甚至竞争优势被削弱等风险。

5) 食品安全风险等。

食品质量安全控制已经成为食品制造加工企业的重中之重。如果因意外等原因发生食品质量问题，调味品企业及相关人员将受到监管机构的行政处罚甚至面临刑事处罚，不仅负有赔偿责任，声誉和产品销售都可能受到严重不利影响。如果没能及时处理和善后，甚至可能出现产品滞销、净利润大幅下滑以至亏损的情况。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com