

## 食品饮料行业深度报告

# 调味品&乳制品 2024 年中报总结: 需求承压, 调整在途

增持 (维持)

2024 年 09 月 04 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 周韵

执业证书: S0600524080009

zhouyun@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **调味品: 上半年调味品板块盈利承压, 复合调味品表现好于基础调味品。1) 收入端:** 受餐饮需求疲软、行业竞争加剧等因素影响, 24H1 基础调味品收入增长总体疲软, 龙头海天 2023 年率先进行渠道调整, 2024H1 渠道改革有所成效, 营收实现高个位数增长, 经营韧性较强; 受益于 BC 端渗透率提升, 2024H1 复调企业收入增长表现好于基础调味品企业。**2) 毛利端:** 2024Q2 调味品主要原材料价格均同比下降, 成本红利延续, 但受制于竞争加剧等因素, 24Q2 主要调味品企业中仅海天、中炬、天味毛利率同比改善。**3) 净利率:** 行业竞争加剧、部分调味品企业渠道改革阵痛等因素导致 24Q2 多数调味品企业加大费投力度, 仅天味、日辰销售费用率同比下降, 综合来看 24Q2 仅海天、天味毛销差和销售净利率均同比提升, 板块整体盈利趋弱。

■ **乳制品: 24H1 原奶供需矛盾突出, 需求疲软, 盈利恶化: 1) 收入端:** 受原奶供需错配、乳企主动调整库存等因素影响, 2024Q2 乳制品板块收入增长表现疲软, 主要乳企 Q2 营业收入和净利润均同比下滑, 仅新乳业归母净利润同比增长较快 (同比+17.72%); 结构上看, 高端白奶表现好于基础白奶, 主因高端白奶价格回落性价比提升, 低温奶表现好于常温奶, 主因低温奶消费粘性更强。**2) 毛利端:** 2024Q2 主产区生鲜乳均价同比下降 12.7%, 降幅较 24Q1 扩大, 板块成本形势有利, 叠加产品结构优化, 2024Q2 主要乳企毛利率均同比提升。**3) 毛销差:** 竞争加剧、去库存压力较大导致 24Q2 乳企费率普遍提升, 侵蚀成本红利后部分乳企毛销差同比下降。**4) 净利率:** 原奶供需矛盾导致乳企 24Q2 减值损失等增加, 叠加毛销差承压, 主要乳企中仅新乳业 24Q2 销售净利率同比提升, 板块盈利能力有所下降。

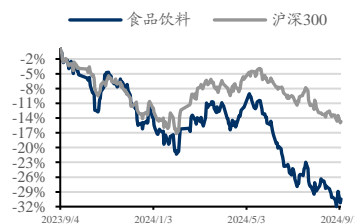
### 投资展望:

■ **1) 调味品:** 需求端, 2024 年 7 月我国餐饮社零/限额以上餐饮社零当月同比分别+3%/-0.7%, 增速较 24 年 6 月放缓。餐饮表现和宏观经济走向十分相关, 改善仍需时间, 预计调味品需求修复仍需观察; 成本端, 考虑到酱油产品酿造周期为 1-2 个季度, 且部分调味品企业对原材料进行阶段性锁价, 我们预计板块成本红利有望延续。在此背景下, 一方面关注需求走势, 另一方面持续关注个股渠道调整节奏, **推荐渠道改革效果初步显现的海天味业, 建议关注渠道改革稳步推进的中炬高新。**

■ **2) 乳制品:** 重点关注供需变化, 尤其是需求恢复缓慢情况下供给改善的节奏。随着上游盈利恶化加剧, 有望加速去化, 24Q4 行业供需矛盾有望边际改善; 2024 年乳业整体压力较大, 既体现在营收, 也体现在盈利 (规模效应弱, 喷粉面临减值), 这也是周期后期的典型特征, 在此行业背景下, 一要关注乳企抗压能力差异, 业绩的相对稳定性, 二要关注资产负债现金流走势及股息率兑现度, 三要重视出清带来的机会, 包括业绩出清, 供给调整后奶价向上周期的机会, **推荐蒙牛乳业、伊利股份, 建议关注新乳业。**

■ **风险提示:** 消费修复不及预期风险、成本大幅波动风险、行业竞争加剧风险、食品安全风险

### 行业走势



### 相关研究

《白酒 2024 年中报总结: 结构承压, 收现放缓, 报表风险逐步释放》

2024-09-03

《食品饮料: 相对看多白酒 8-10 月重要窗口期》

2024-08-12

## 内容目录

1. 调味品：需求承压，调整在途 .....	4
1.1. 半年复盘：复调好于基调，板块盈利承压，龙头韧性较强 .....	4
1.2. 投资展望：静待需求拐点，关注个股调整节奏 .....	6
2. 乳制品：需求疲弱，供需失衡有待拐点 .....	7
2.1. 半年复盘：原奶供需失衡，龙头 Q2 主动调整 .....	7
2.2. 投资展望：跟踪供需改善拐点，重视出清机会 .....	9
3. 风险提示 .....	10

## 图表目录

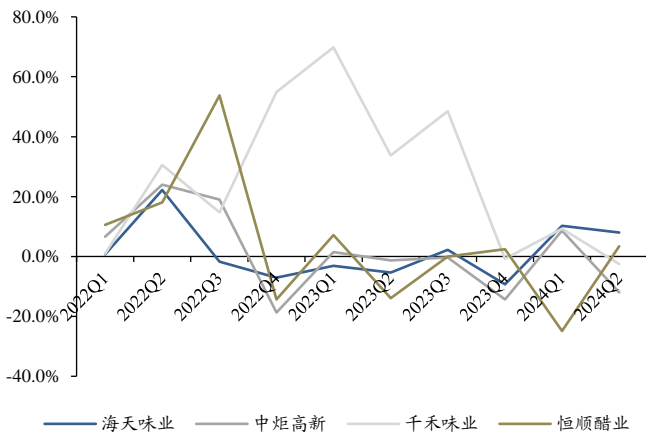
图 1:	2022Q1-2024Q2 主要基础调味品单季度收入同比增速 .....	4
图 2:	2022Q1-2024Q2 复合调味品单季度收入同比增速 .....	4
图 3:	2022Q1-2024Q2 调味品主要原材料价格同比变化 .....	5
图 4:	23Q1-24Q2 主要调味品单季度毛利率同比 (pct) .....	5
图 5:	2022Q1-2024Q2 主要调味品单季度销售费用率 .....	5
图 6:	2022Q1-2024Q2 主要调味品单季度毛销差同比 (pct) .....	5
图 7:	22Q1-24Q2 主要调味品单季度管理费用率同比 (pct) .....	6
图 8:	2022Q1-2024Q2 主要调味品单季度销售净利率同比 .....	6
图 9:	2022.02-2024.07 我国餐饮社零当月同比 .....	6
图 10:	2022Q1-2024Q2 主要乳企单季度收入同比增速 .....	7
图 11:	2020H1-2024H1 蒙牛乳业半年度收入及同比 .....	7
图 12:	2020Q1-2024Q2 主产区生鲜乳均价及同比 .....	8
图 13:	23Q1-24Q2 主要乳企单季度毛利率同比 (pct) .....	8
图 14:	22Q1-24Q2 主要乳企单季度销售费用率同比 (pct) .....	8
图 15:	2022Q1-2024Q2 主要乳企单季度毛销差同比 (pct) .....	8
图 16:	2022Q1-2024Q2 主要乳企单季度管理费用率同比 .....	9
图 17:	22Q1-24Q2 主要乳企单季度销售净利率同比 (pct) .....	9
图 18:	2021.03-2024.07 乳制品月度产量及同比 .....	9
图 19:	2018M1-2024M6 我国奶牛存栏量 (万头) .....	9

## 1. 调味品：需求承压，调整在途

### 1.1. 半年复盘：复调好于基调，板块盈利承压，龙头韧性较强

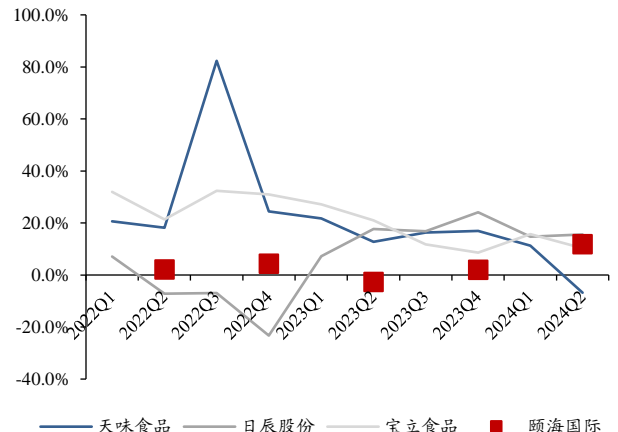
24H1 复合调味品收入表现好于基础调味品，龙头经营韧性较强。受益于 BC 端渗透率提升，2024H1 复调企业整体收入表现好于基础调味品，24H1 主要复调企业收入均稳健增长，其中 24Q2 需求疲软大环境下，日辰、宝立收入同比增长双位数。受餐饮需求疲软、行业竞争加剧等因素影响，24H1 基础调味品总体疲软，其中中炬、千禾 24Q2 主动调整产品、渠道策略致收入承压，恒顺 24Q1 收入同比下滑较多。龙头海天上半年实现高单收入增长，得益于 2023 年以来实施的改革，公司积极应对变动中的外部销售环境，加快变革与创新，通过提升存量产品品质、开发和推出满足不同消费需求的新产品等举措，持续提升产品竞争力；同时，公司积极推进渠道端的建设与变革，创新业务模式，进一步强化公司在市场端的市场竞争力。这些举措有效支撑公司上半年收入增长，彰显了龙头韧性。

图1：2022Q1-2024Q2 主要基础调味品单季度收入同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

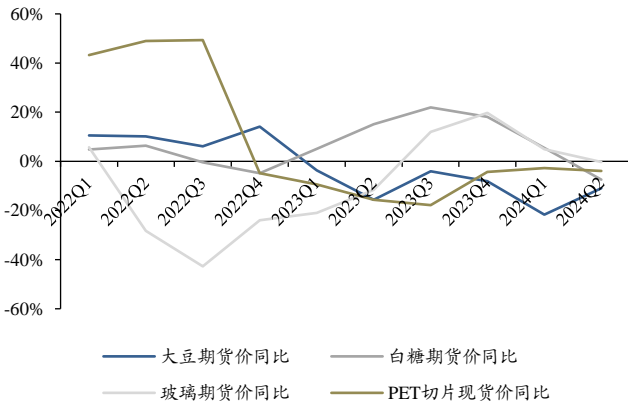
图2：2022Q1-2024Q2 复合调味品单季度收入同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：颐海国际为半年度数据

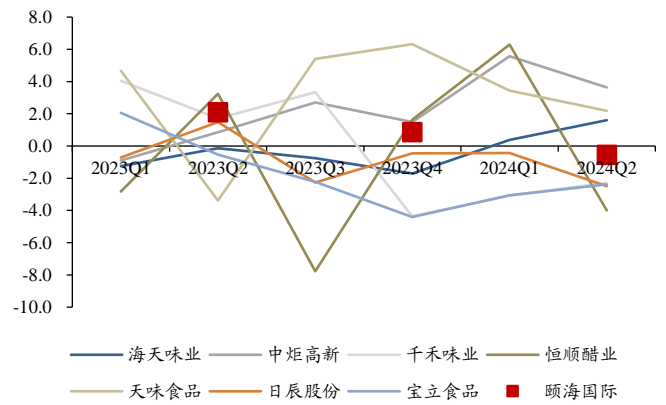
成本红利延续，但竞争加剧致部分调味品企业毛利率承压。2024Q2 调味品主要原材料中，大豆期货价/白糖期货价/玻璃期货价/PET 切片现货价分别同比-10.9%/-7.4%/-0.2%/-4%，板块持续享受成本红利，海天、中炬、天味毛利率均同比改善，中炬高新受益于改革红利释放带来的供应链优化，24Q2 毛利率同比+3.6pct，毛利率改善领先行业；但受需求偏弱和竞争加剧，销售政策和产品结构影响，24Q2 主要调味品企业毛利率均环比下降。

图3: 2022Q1-2024Q2 调味品主要原材料价格同比变化



数据来源: Wind, 郑州商品交易所, CBOT, 东吴证券研究所

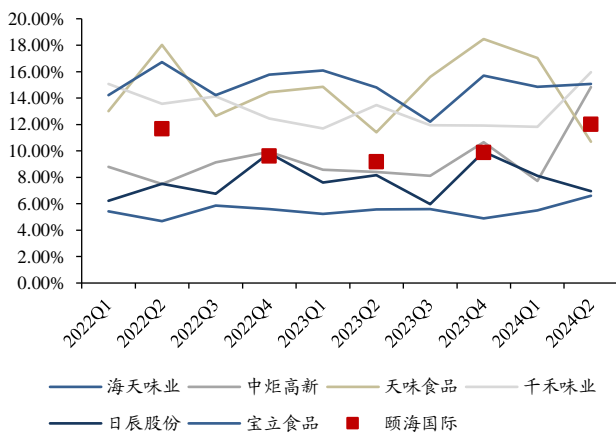
图4: 23Q1-24Q2 主要调味品单季度毛利率同比 (pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 颐海国际为半年度数据

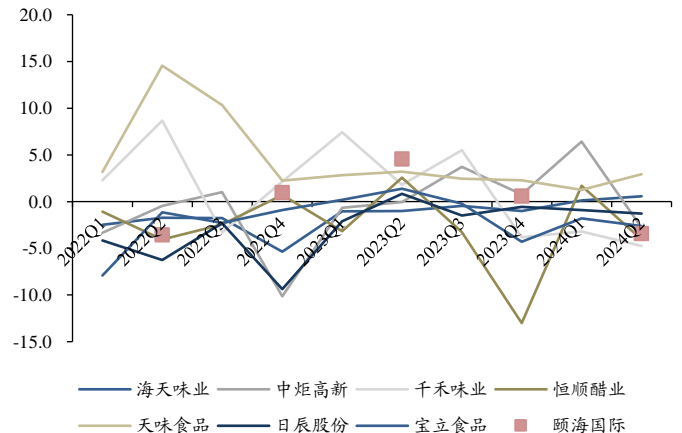
24Q2 多数调味品企业加大费投力度, 行业盈利能力普遍恶化。受行业竞争加剧、收入疲软、部分调味品企业渠道改革阵痛等因素影响, 24Q2 多数调味品企业加大费用投放力度, 仅天味、日辰销售费用率同比下降, 叠加毛利率因减促力度加大承压影响, 24Q2 主要调味品企业中仅海天、天味毛销差和销售净利率均同比提升, 板块整体盈利能力恶化, 利润端压力较大。

图5: 2022Q1-2024Q2 主要调味品单季度销售费用率



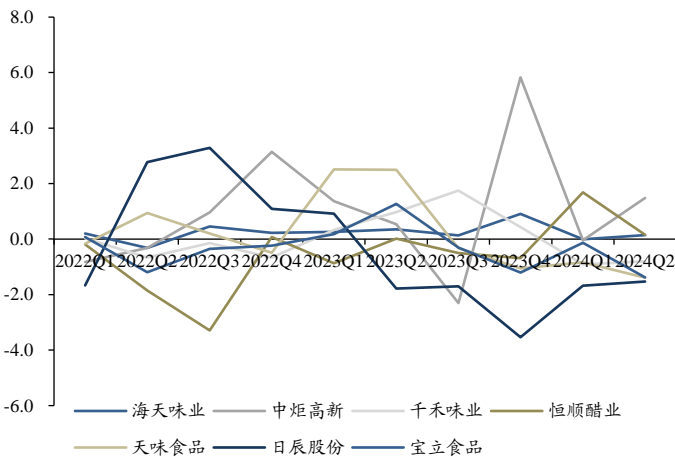
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 颐海国际为半年度数据

图6: 2022Q1-2024Q2 主要调味品单季度毛销差同比 (pct)



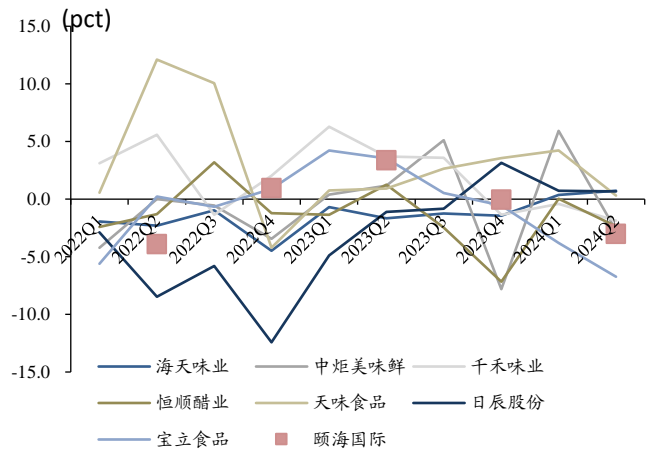
数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 颐海国际为半年度数据

图7: 22Q1-24Q2 主要调味品单季度管理费用率同比 (pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2022Q1-2024Q2 主要调味品单季度销售净利率同比

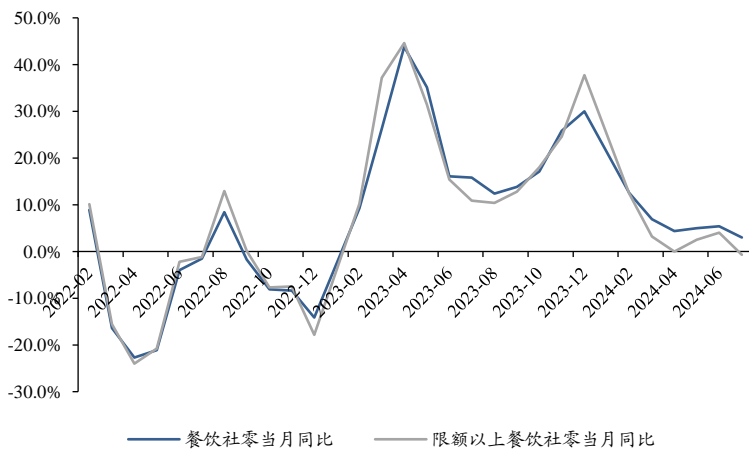


数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 颐海国际为半年度数据

## 1.2. 投资展望: 静待需求拐点, 关注个股调整节奏

**静待需求拐点, 优选渠道调整见效个股。**需求端, 2024年7月我国餐饮社零/限额以上餐饮社零当月同比分别+3%/-0.7%, 增速较24年6月放缓, 预计调味品需求修复仍需时间。成本端, 考虑到酱油产品酿造周期为1-2个季度, 且部分调味品企业对原材料进行阶段性锁价, 我们预计板块成本红利有望延续。在此背景下关注板块个股渠道调整节奏, 推荐渠道改革效果初步显现的**海天味业**, 建议关注渠道改革持续推进的**中炬高新**。

图9: 2022.02-2024.07 我国餐饮社零当月同比



数据来源: 国家统计局, Wind, 东吴证券研究所

**海天味业:** 24H1 各品类、地区均延续增长态势, 成本红利释放推动盈利能力优化, 渠道改革效果逐步显现, 业绩略超预期。同时公司推出《2024年-2028年员工持股计划(草案)》, 计划在2024-2028年的五年内每年滚动设立各期独立存续的员工持股计划,



其中 2024 年业绩考核目标为 2024 年剔除激励和资本运作等费用后的归母净利润同比增长不低于 10.8%，有望充分调动员工积极性，激发内部活力，全年激励目标完成可期。

**中炬高新：**24H2 公司将继续围绕年度战略规划，全面深化改革：在销售队伍建设方面，公司将做好销售团队培训，提振内部信心，充分落实产品和渠道政策；在经销商队伍建设方面，公司坚持全年开发 300-500 个经销商目标，未来有望侧重于挖掘调味品经验丰富、行业基础较好的经销商；产品方面，公司将继续主推减盐、零添加等新品，同时切入工业化定制以扩大客户覆盖面。公司交流反馈，24 年 7 月公司发货端同比增长，渠道库存环比改善，改革红利初步显现，叠加 24H2 公司强化费用管控，我们预计 24H2 公司业绩有望边际改善。

**千禾味业：**24H1 公司主动调整产品渠道策略导致收入承压，经营负杠杆+减促力度加大导致盈利承压。2024 年 6 月以来公司先后推出多款新品，当前公司渠道库存良性，未来随着新品逐步起量，渠道稳步扩张，公司业绩有望边际改善。

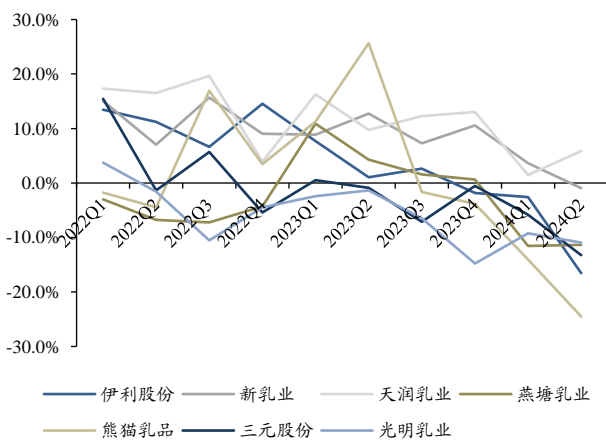
**天味食品：**24H1 需求不振+公司内部调整致收入疲软，但电商渠道和毛销差表现亮眼，2024 年 8 月公司推出厚火锅通路版产品，有望提升品牌调性的同时拉动底料需求，随着 24H2 底料旺季到来，公司经营有望边际改善。

## 2. 乳制品：需求疲弱，供需失衡有待拐点

### 2.1. 半年复盘：原奶供需失衡，龙头 Q2 主动调整

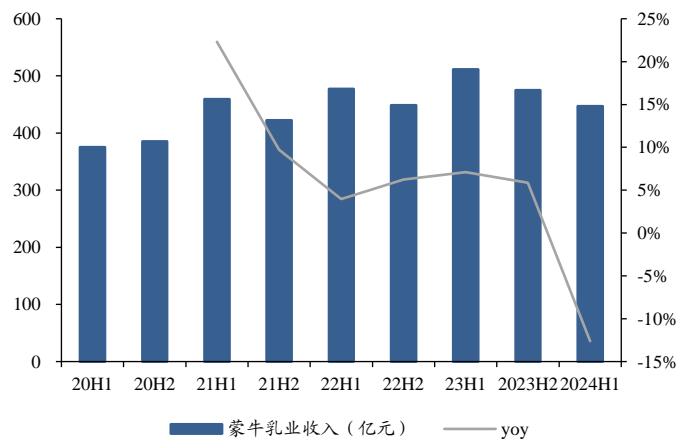
**主动调整，24Q2 乳企收入承压。**受需求疲软、原奶供大于求导致行业竞争加剧，乳企主动调整库存等因素影响，2024Q2 乳制品板块收入承压，主要乳企（蒙牛，伊利，光明）营收均出现同比下滑，新乳业、天润收入表现相对较好。

图10：2022Q1-2024Q2 主要乳企单季度收入同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

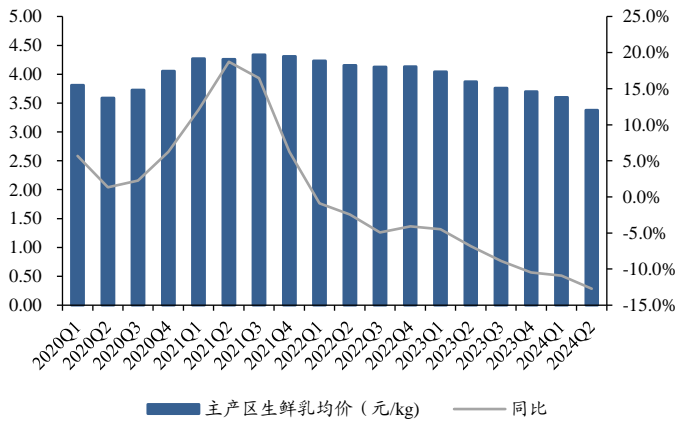
图11：2020H1-2024H1 蒙牛乳业半年度收入及同比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

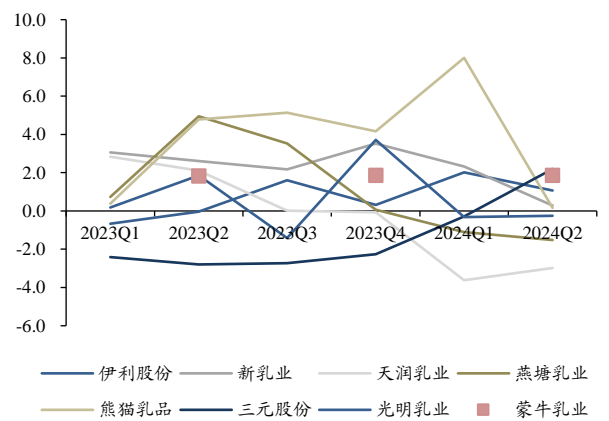
**成本利好，24Q2 多数乳企毛利率提升。**成本端，消费疲软加剧上游原奶供过于求，2024Q2 我国主产区生鲜乳均价同比下降 12.7%，同比降幅较 24Q1 扩大，板块成本利好。另一方面，仍有结构升级现象：1) 基础白奶需求高峰过后，总体回落，而高端产品价格回落下性价比凸显，24Q2 伊利、蒙牛高端白奶收入增速均快于基础白奶；2) 低温产品表现好于常温产品，其中新乳业高端低温鲜奶同比增长双位数，表现亮眼，主因低温产品消费习惯和粘性更强。成本红利叠加产品结构优化，2024Q2 伊利、新乳业、熊猫、三元等乳企毛利率均同比提升，蒙牛乳业 2024H1 毛利率同比提升 1.9pct。

图12: 2020Q1-2024Q2 主产区生鲜乳均价及同比



数据来源：农业农村部，东吴证券研究所

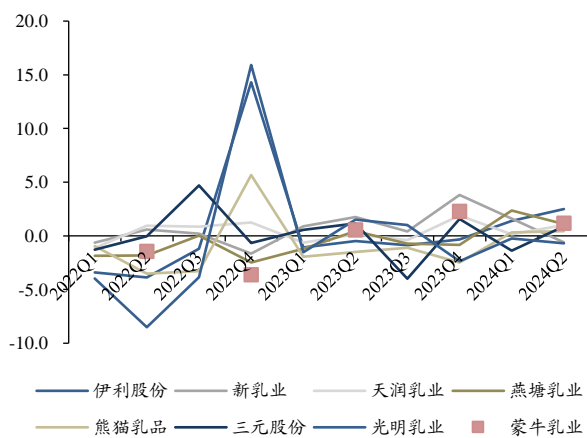
图13: 23Q1-24Q2 主要乳企单季度毛利率同比 (pct)



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：蒙牛乳业为半年度数据

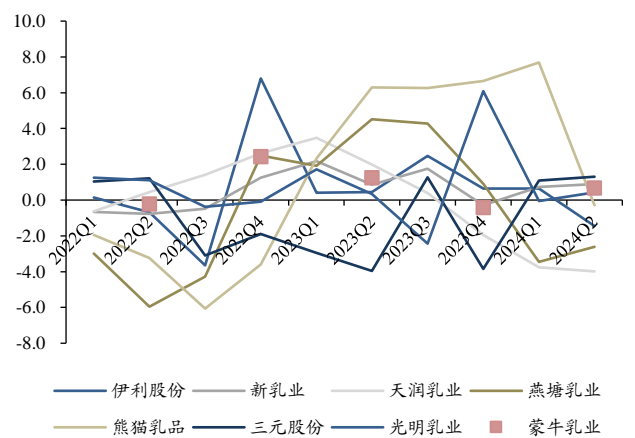
**24Q2 主要乳企费率提升，部分乳企毛销差承压。**受需求疲软、行业供大于求、乳企主动加大费投力度去库存等因素影响，24Q2 乳制品行业竞争加剧，乳企销售费用率普遍提升，仅新乳业、光明乳业 24Q2 销售费用率同比下降。毛销差方面，费投力度加大侵蚀成本红利，24Q2 伊利、天润、燕塘、熊猫等乳企毛销差同比下降。

图14: 22Q1-24Q2 主要乳企单季度销售费用率同比 (pct)



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：蒙牛乳业为半年度数据

图15: 2022Q1-2024Q2 主要乳企单季度毛销差同比 (pct)

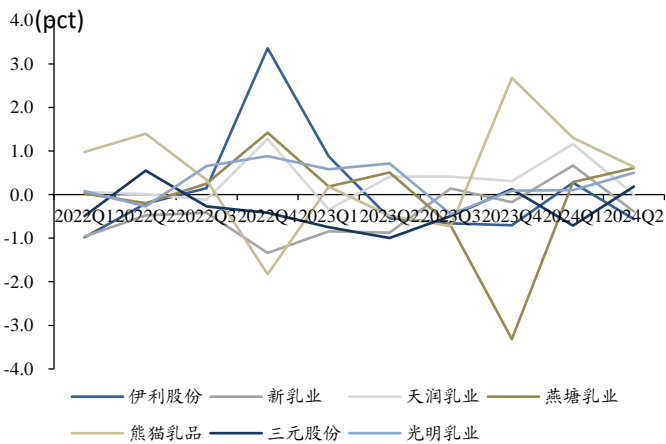


数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：蒙牛乳业为半年度数据



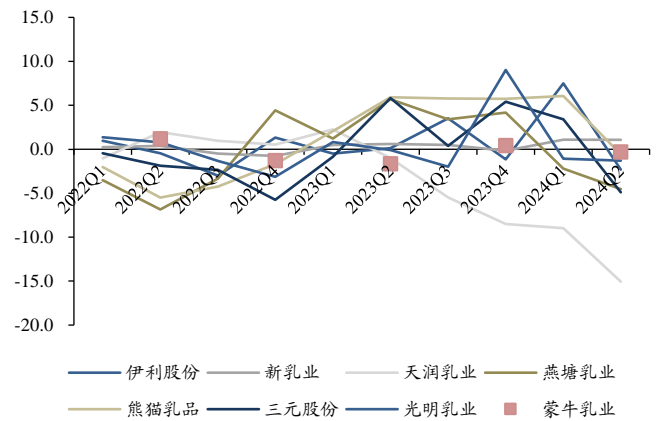
**减值损失等增加+毛销差恶化，24Q2 板块盈利承压。**受上游供大于求影响，24Q2 主要乳企减值损失均有所增加：如伊利股份 2024Q2 计提喷粉减值损失导致资产减值损失同比增加 1.2 亿元，提升贷款拨备率导致信用减值损失同比增加 4.3 亿元；蒙牛乳业 2024H1 计提喷粉减值损失导致存货减值损失同比增加 3.2 亿元。减值损失增加叠加毛销差恶化，主要乳企中仅新乳业 24Q2 销售净利率同比提升，板块盈利承压。

图16: 2022Q1-2024Q2 主要乳企单季度管理费用率同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 22Q1-24Q2 主要乳企单季度销售净利率同比 (pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 蒙牛乳为半年度数据

## 2.2. 投资展望: 跟踪供需改善拐点, 重视出清机会

**重点关注供需变化, 尤其是需求恢复缓慢情况下供给改善节奏。**原奶供需矛盾是今年乳业面临的主要挑战, 原奶供大于求导致上游牧场经营压力较大, 上游加速淘汰产能, 24 年 4-6 月我国奶牛存栏数量持续环比回落, 截止到 2024 年 6 月末, 我国奶牛存栏量 630 万头, 较 24Q1 末减少 16 万头。2024 年 7 月乳制品产量同比下滑 6%, 同比降幅较 24 年 6 月扩大, 板块供需错位问题深化有望继续加速上游去化, 24Q4 行业供需矛盾有望边际改善。

图18: 2021.03-2024.07 乳制品月度产量及同比

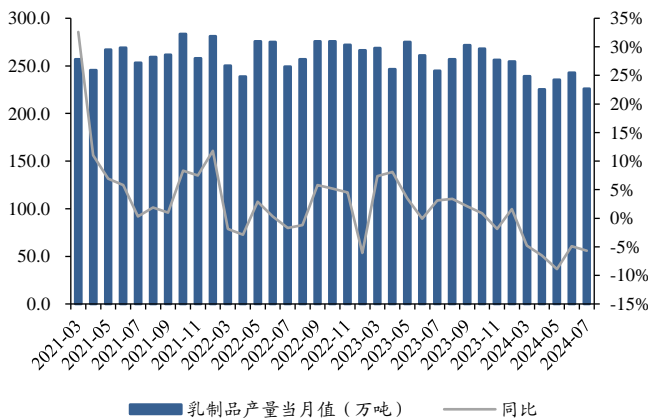
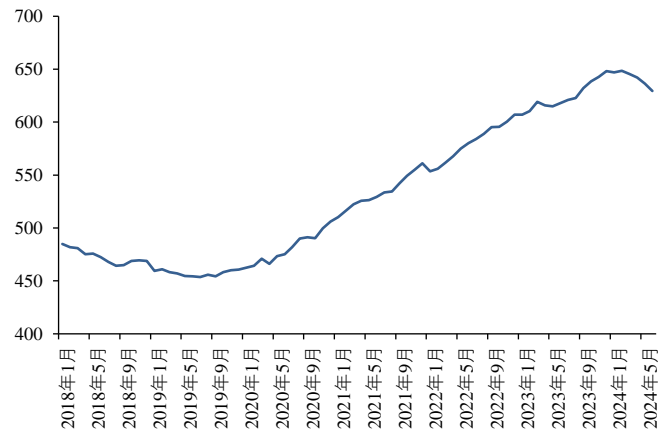


图19: 2018M1-2024M6 我国奶牛存栏量 (万头)



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

数据来源：农业农村部，东吴证券研究所

2024 年乳业整体压力较大，既体现在营收，也体现在盈利（规模效应弱，喷粉面临减值），这也是周期后期的典型特征，在此行业背景下，一要关注乳企抗压能力差异，业绩相对稳定性，二要关注资产负债现金流走势及股息率兑现度，三要重视出清带来的机会，包括业绩出清，和供给调整后奶价周期向上的机会，**推荐蒙牛乳业、伊利股份，建议关注新乳业。**

**蒙牛乳业：**随着双节旺季到来，24H2 公司收入端有望边际改善，成本红利延续+公司持续降本增效，预计 24 年 OPM 有望实现同比提升 30-50bp 目标，盈利能力韧性较强。同时公司发布股份回购计划，在未来 12 个月内拟回购公司股份价值最高达 20 亿港元，未来随着回购逐步推进，公司股东回报有望进一步提升。

**伊利股份：**2024H1 公司主动去库存导致液奶承压、费投力度加大，根据公司交流，7 月下旬公司渠道调整已进入尾声，当前公司渠道库存健康，叠加双节需求拉动，我们预计 24Q3 公司业绩有望环比改善，2024H2 有望轻装上阵。

**新乳业：**2024H1 公司高端低温鲜奶、特色酸奶收入表现亮眼，公司坚定发展核心品类和核心渠道，优化上游成本，预计全年收入有望保持增长，净利率有望加速提升，成长性较强。

### 3. 风险提示

**消费力恢复不及预期：**受疫情反复影响，消费者信心可能受损，消费力恢复速度可能会低于预期。

**成本端压力上涨风险：**原材料成本上升将对公司盈利能力产生影响。若原材料价格持续上涨，公司盈利能力可能受到冲击。

**竞争格局恶化：**市场存在行业竞争格局变化不确定性。

**食品安全问题：**如果产生食品安全问题，公司经营情况可能受到冲击。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>