

## 调味发酵品

## Q3 收入增长环比提速，成本下行逻辑持续演绎

## Q3 收入稳增长，利润增速高于收入增速

**业绩：**Q3 收入增长环比提速，利润增速高于收入增速。调味品行业 24Q3 营收和归母净利润分别为 164.15/25.78 亿元，分别同比增长 9.55%/15.25%，增速较 23Q3 同+3.34/+9.44pct，其中 24Q3 营收增速环比提升 4.85pct。**费用：**24Q3 费投收缩，竞争态势有所收敛。2024Q3 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 7.77%/3.55%/-0.40%，同比-0.15%/-0.23%/+0.47pct。24Q3 销售费用率同比/环比均有下降，我们预计主要调味品企业销售费用投入收缩，竞争态势或有收敛。**盈利能力：成本下行逻辑持续演绎，24Q3 利润率提升。**2024Q3 调味品行业毛利率和净利率分别为 33.06%/15.92%，同比+1.30%/+0.85pct。随着原材料如大豆、食用油、白砂糖等价格持续下行，24Q3 调味品行业毛利率保持上行趋势。

## 成本下降带来利润弹性，关注健康和复调赛道

**需求：**餐饮仍在增长通道，增速较 24Q2 放缓，消费需求处于弱增长（客单价下降）现象仍存，特别是大众餐饮增速显著快于高端餐饮，我们认为行业竞争仍存，大众消费恢复背景下，结构性机会仍存。**成本：**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。**行业特征：**1) 购买渠道多元化，线上渠道增长较快，主要调味品企业线上增速均快于线下增速，布局越来越全面。2) 美味仍为最高需求，健康需求逐步体现。3) 便捷与美味共振，复调/下饭酱方兴未艾。

**投资建议：**整体看 24Q3 业绩稳健增长，增长环比提速，利润弹性持续释放。展望全年，我们认为需求或平稳，大众消费持续复苏，在成本下降趋势下，利润弹性或将释放。我们建议关注 3 条主线：1) 业绩具备较强稳定性：海天味业、安琪酵母；2) 或享改革红利：涪陵榨菜；3) 享受复调红利：天味食品。

**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。

证券研究报告

2024 年 11 月 17 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

张潇倩 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110524060003  
zhangxiaojian@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

- 《调味发酵品-行业深度研究:业绩平稳增长，激励计划显信心&成本下降释放弹性》 2024-09-24
- 《调味发酵品-行业专题研究:业绩稳健增长，分红率提升&激励计划彰显信心》 2024-05-24

## 内容目录

1. 调味品：Q3 收入增长环比提速，成本下行逻辑持续演绎	4
1.1. Q3 收入增长环比提速，利润增速高于收入增速	4
1.2. 24Q3 费投收缩，竞争态势有所收敛	5
1.3. 成本下行逻辑持续演绎，24Q3 利润率提升	7
2. 成本下降带来利润弹性，关注健康和复调赛道	8
2.1. 成本下降叠加需求弱复苏，看好全年弹性	8
2.2. 调味品细分赛道表现	10
3. 主要调味品企业业绩一览	12
3.1. 海天味业：业绩稳健增长，经营趋势向上	12
3.2. 中炬高新：Q3 环比改善，期待全年业绩达成	13
3.3. 千禾味业：业绩有所承压，期待后续改善	13
3.4. 天味食品：业绩稳增长，全力冲刺股权激励目标	14
3.5. 日辰股份：餐饮保持高增，降费提升盈利能力	14
3.6. 宝立食品：业绩略低于预期，C 端有所恢复	14
3.7. 涪陵榨菜：业绩稳健增长，成本红利凸显	15
3.8. 安琪酵母：业绩增势喜人，看好全年目标完成	15
4. 投资建议	17
5. 风险提示	18

## 图表目录

图 1：2024Q1-3 调味品行业营收同比增速为 7.19%	4
图 2：2024Q1-3 调味品行业归母净利润同比增速为 40.95%	4
图 3：2024Q3 调味品行业营收同比增速为 9.55%	4
图 4：2024Q3 调味品行业归母净利润同比增速为 15.25%	4
图 5：2024Q1-3 年调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率同比 +0.39/-0.11/+0.33pct	6
图 6：2024Q3 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率同比 -0.15/-0.23/+0.47pct	6
图 7：2024Q1-3 调味品行业毛利率/净利率同比 +1.02/+4.09pct	7
图 8：2024Q3 调味品行业毛利率/净利率同比 +1.30/+0.85pct	7
图 9：2024Q1-3 调味品行业 ROE 同比 +2.57pct	7
图 10：2024Q3 调味品行业 ROE 同比 +0.18pct	7
图 11：24Q1-3 全国社零总额累计同比 +3.3%(%)	9
图 12：24Q1-3 全国餐饮累计同比 +6.2%(%)	9
图 13：2024 年全国大豆现货价呈下降趋势（元/吨）	9
图 14：2024 年白砂糖现货价（南宁仓库）呈下降趋势（元/吨）	9
图 15：2024 年玻璃指数呈下降趋势	9
图 16：2024 年聚酯切片价格呈下降趋势（元/吨）	9

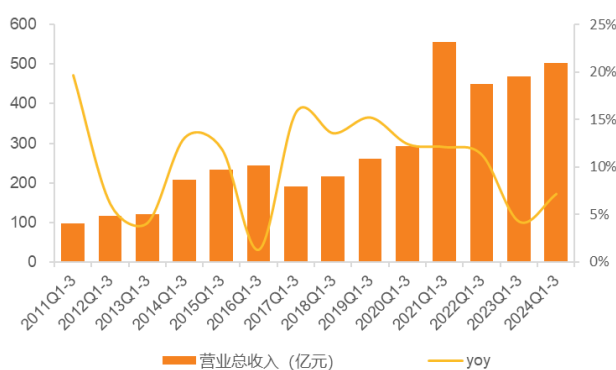
图 17: 消费者人均 4.2 个购买渠道.....	10
图 18: 近一年主流电商平台调味品单价、销售额增速.....	10
图 19: 用户购买调味品时关注因素.....	11
图 20: 调味品产品痛点及产品期待.....	11
图 21: 消费者仍希望能吃得更健康.....	11
图 22: 近一年下饭酱类单价、销售额增速.....	12
图 23: 近一年复调类单价、销售额增速.....	12
表 1: 24Q1-3 调味品行业收入/归母净利润增速一览.....	4
表 2: 24Q3 调味品行业收入/归母净利润增速一览.....	5
表 3: 24Q1-3 调味品行业期间费用率/销售费用率一览.....	6
表 4: 24Q3 调味品行业期间费用率/销售费用率一览.....	6
表 5: 24Q1-3 调味品行业毛利率/净利率一览.....	8
表 6: 24Q3 调味品行业毛利率/净利率一览.....	8

## 1. 调味品：Q3 收入增长环比提速，成本下行逻辑持续演绎

### 1.1. Q3 收入增长环比提速，利润增速高于收入增速

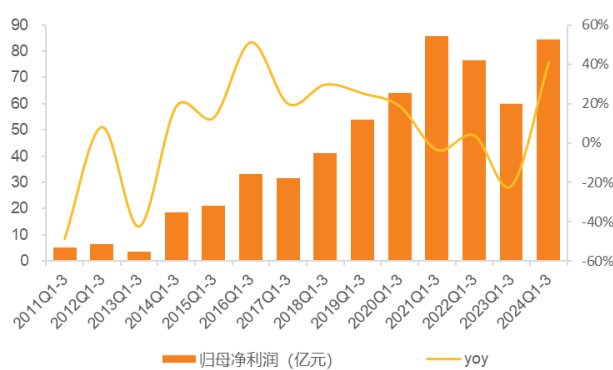
**Q3 收入增长环比提速，利润增速高于收入增速。**2024Q1-3 申万行业指数调味发酵品（下文简称调味品行业）营收和归母净利润分别为 502.52/84.49 亿元，分别同比增长 7.19%/40.95%，增速较 23Q1-3 同+2.92/+62.77pct；24Q3 营收和归母净利润分别为 164.15/25.78 亿元，分别同比增长 9.55%/15.25%，增速较 23Q3 同+3.34/+9.44pct，其中 24Q3 营收增速环比提升 4.85pct。24Q3 调味品行业收入增长环比提速，行业呈现逐季改善态势。归母净利润同比增速仍高于收入增速，主要系成本下行逻辑持续演绎叠加费用投放同比/环比收缩。具体来看，24Q3 安琪酵母、佳隆股份、莲花控股、天味食品收入同增 10%以上，佳隆股份、恒顺醋业、天味食品、安记食品、莲花控股、日辰股份归母净利润同增 40%以上。

图 1：2024Q1-3 调味品行业营收同比增速为 7.19%



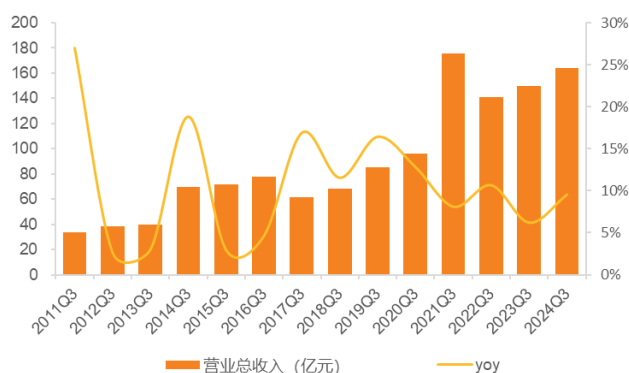
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2024Q1-3 调味品行业归母净利润同比增速为 40.95%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2024Q3 调味品行业营收同比增速为 9.55%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2024Q3 调味品行业归母净利润同比增速为 15.25%



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：24Q1-3 调味品行业收入/归母净利润增速一览

排序	企业	24Q1-3 收入 (亿元)	同比 (%)	排序	企业	24Q1-3 归母净利润 (亿元)	同比 (%)
1	莲花控股	19.35	19.84	1	佳隆股份	0.16	156.50
2	仲景食品	8.39	14.21	2	中炬高新	5.76	145.28
3	安琪酵母	109.12	13.04	3	莲花控股	1.65	74.58
4	日辰股份	2.97	11.78	4	天味食品	4.32	34.96
5	宝立食品	19.30	9.72	5	日辰股份	0.54	30.88

6	海天味业	203.99	9.38	6	海天味业	48.15	11.23		
7	天味食品	23.64	5.84	7	仲景食品	1.49	6.57		
8	涪陵榨菜	19.62	0.56	8	安琪酵母	9.53	4.23		
9	中炬高新	39.46	-0.17	9	涪陵榨菜	6.71	1.74		
10	千禾味业	22.88	-1.85	10	千禾味业	3.52	-9.19		
11	恒顺醋业	15.31	-6.51	11	恒顺醋业	1.20	-13.08		
12	安记食品	4.54	-7.28	12	安记食品	0.21	-25.35		
13	朱老六	1.71	-8.05	13	宝立食品	1.73	-28.01		
14	佳隆股份	1.86	-8.74	14	朱老六	0.18	-31.81		
15	ST 加加	10.36	-14.92	15	ST 加加	-0.68	-166.58		
<b>全行业</b>			502.52	7.19	<b>全行业</b>			84.49	40.95

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：24Q3 调味品行业收入/归母净利润增速一览

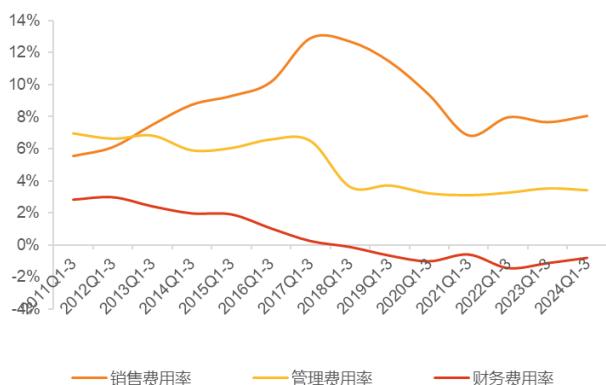
排序	企业	24Q3 收入 (亿元)	同比 (%)	排序	企业	24Q3 归母净 利润 (亿元)	同比 (%)		
1	安琪酵母	37.38	27.14	1	佳隆股份	0.08	123.75		
2	佳隆股份	0.67	17.21	2	恒顺醋业	0.26	79.99		
3	莲花控股	7.13	11.28	3	天味食品	1.86	64.79		
4	天味食品	8.97	10.93	4	安记食品	0.13	59.54		
5	海天味业	62.43	9.83	5	莲花控股	0.64	44.72		
6	仲景食品	3.01	9.57	6	日辰股份	0.26	44.52		
7	涪陵榨菜	6.57	6.81	7	中炬高新	2.26	32.90		
8	日辰股份	1.10	6.45	8	涪陵榨菜	2.23	17.88		
9	恒顺醋业	5.27	5.64	9	海天味业	13.62	10.50		
10	宝立食品	6.57	4.06	10	安琪酵母	2.62	7.02		
11	中炬高新	13.28	2.23	11	仲景食品	0.49	-2.97		
12	安记食品	1.69	-11.45	12	宝立食品	0.65	-13.45		
13	千禾味业	6.99	-12.63	13	千禾味业	1.01	-22.58		
14	朱老六	0.63	-18.49	14	朱老六	0.06	-27.89		
15	ST 加加	2.48	-31.96	15	ST 加加	-0.38	-31.49		
<b>全行业</b>			164.15	9.55	<b>全行业</b>			25.78	15.25

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 24Q3 费投收缩，竞争态势有所收敛

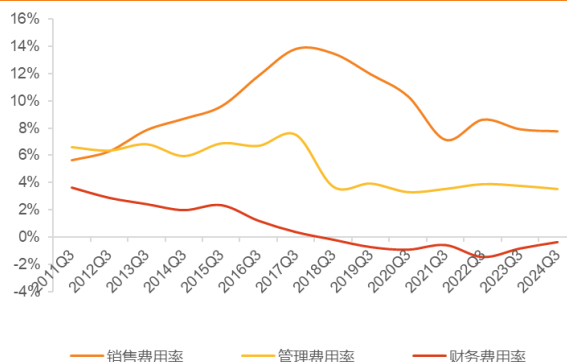
**24Q3 费投收缩，竞争态势有所收敛。**2024Q1-3 调味品行业销售费用率/管理费用率（包含研发费用率，本节中出现的管理费用率均为包含研发费用率）/财务费用率分别为 8.05%/3.43%/-0.78%，同比+0.39/-0.11/+0.33pct；2024Q3 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 7.77%/3.55%/-0.40%，同比-0.15/-0.23/+0.47pct。24Q3 销售费用率同比/环比均有下降，我们预计主要调味品企业销售费用投入收缩，竞争态势或有收敛。具体来看，24Q3 恒顺醋业、涪陵榨菜、ST 加加、佳隆股份、千禾味业销售费用率同比增长 2pct 以上。

图 5: 2024Q1-3 年调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率  
同比+0.39/-0.11/+0.33pct



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 2024Q3 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率同比  
-0.15/-0.23/+0.47pct



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 3: 24Q1-3 调味品行业期间费用率/销售费用率一览

排序	企业	期间费用率 (%)	同比 (pct)	排序	企业	销售费用率 (%)	同比 (pct)
1	ST 加加	30.01	7.28	1	ST 加加	17.94	5.14
2	恒顺醋业	26.92	4.94	2	恒顺醋业	17.39	3.63
3	莲花控股	11.09	2.74	3	佳隆股份	5.13	2.50
4	仲景食品	21.79	1.99	4	千禾味业	14.02	1.70
5	中炬高新	19.39	1.49	5	仲景食品	15.64	1.39
6	海天味业	9.28	1.20	6	中炬高新	9.27	0.90
7	安记食品	9.23	0.97	7	安记食品	4.75	0.74
8	千禾味业	18.65	0.56	8	莲花控股	5.43	0.50
9	涪陵榨菜	13.38	0.36	9	涪陵榨菜	13.86	0.45
10	安琪酵母	13.01	-0.31	10	海天味业	5.87	0.43
11	朱老六	10.56	-0.33	11	日辰股份	7.37	0.22
12	宝立食品	18.66	-0.36	12	宝立食品	14.34	0.07
13	佳隆股份	19.35	-1.00	13	安琪酵母	5.32	0.06
14	天味食品	18.66	-2.83	14	朱老六	3.70	-1.87
15	日辰股份	17.05	-3.93	15	天味食品	11.88	-2.22
<b>全行业</b>		10.70	0.61	<b>全行业</b>		8.05	0.39

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 4: 24Q3 调味品行业期间费用率/销售费用率一览

排序	企业	期间费用率 (%)	同比 (pct)	排序	企业	销售费用率 (%)	同比 (pct)
1	ST 加加	40.17	9.43	1	恒顺醋业	18.81	6.04
2	恒顺醋业	28.72	7.12	2	涪陵榨菜	17.24	5.50
3	涪陵榨菜	17.08	5.56	3	ST 加加	24.13	4.83
4	莲花控股	10.90	3.21	4	佳隆股份	8.58	4.42
5	千禾味业	20.38	2.47	5	千禾味业	14.93	2.98
6	安记食品	9.37	2.18	6	安记食品	4.79	1.48
7	海天味业	10.46	1.77	7	日辰股份	7.10	1.13
8	宝立食品	17.72	1.01	8	宝立食品	13.14	0.93

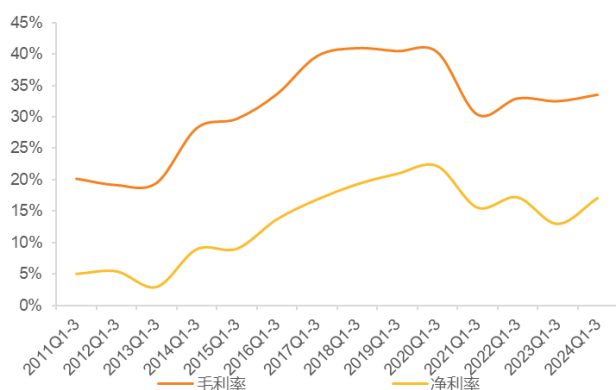
9	朱老六	8.65	-0.17	9	海天味业	5.58	-0.01		
10	仲景食品	21.48	-0.26	10	莲花控股	4.70	-0.04		
11	中炬高新	16.14	-1.30	11	安琪酵母	5.59	-0.10		
12	安琪酵母	13.23	-1.98	12	仲景食品	14.90	-0.75		
13	佳隆股份	22.15	-4.58	13	朱老六	2.83	-1.36		
14	日辰股份	10.90	-7.25	14	中炬高新	6.26	-1.86		
15	天味食品	14.23	-8.05	15	天味食品	7.81	-7.78		
<b>全行业</b>			10.92	0.09	<b>全行业</b>			7.77	-0.15

资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.3. 成本下行逻辑持续演绎, 24Q3 利润率提升

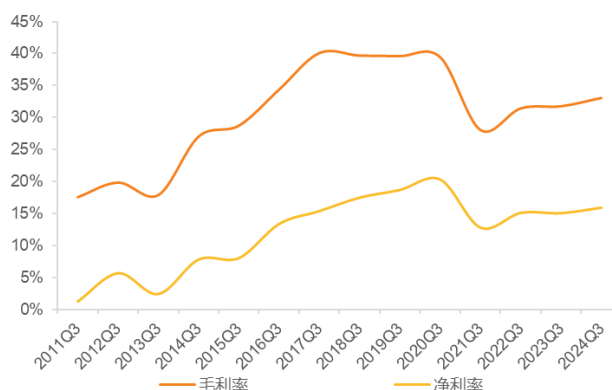
**成本下行逻辑持续演绎, 24Q3 利润率提升。**利润率方面: 2024Q1-3 调味品行业毛利率和净利率分别为 33.48%/17.05%, 同比+1.02/+4.09pct; 2024Q3 调味品行业毛利率和净利率分别为 33.06%/15.92%, 同比+1.30/+0.85pct。随着原材料如大豆、白砂糖等价格持续下行, 24Q3 调味品行业毛利率保持上行趋势。**ROE 方面:** 2024Q1-3 调味品行业 ROE 为 11.40%, 同比+2.57pct; 2024Q3 行业 ROE 为 3.48%, 同比+0.18pct。我们认为如若原材料成本维持下降趋势, 24Q4 利润弹性或将持续演绎。具体来看, 24Q3 涪陵榨菜、佳隆股份、恒顺醋业、莲花控股、中炬高新毛利率同比增长超过 4 个百分点, 佳隆股份、天味食品、日辰股份、中炬高新净利率同比增长超过 4 个百分点。

图 7: 2024Q1-3 调味品行业毛利率/净利率同比+1.02/+4.09pct



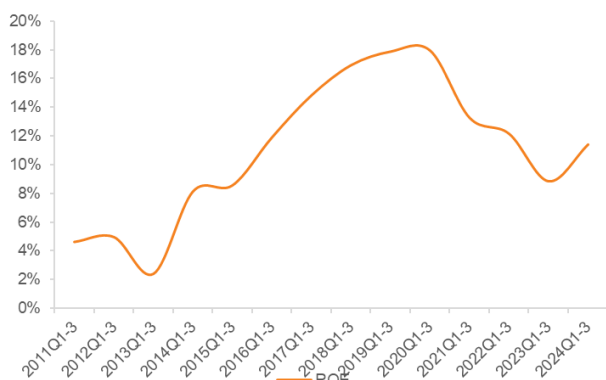
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 2024Q3 调味品行业毛利率/净利率同比+1.30/+0.85pct



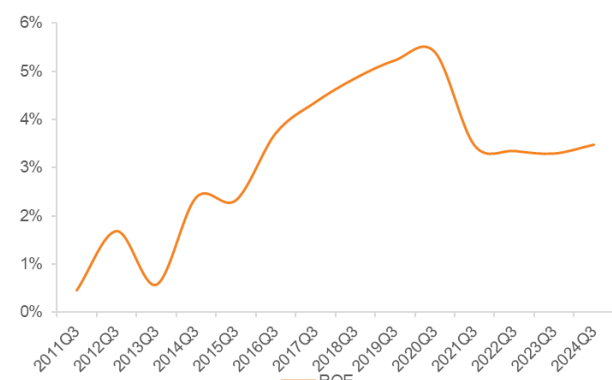
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 2024Q1-3 调味品行业 ROE 同比+2.57pct



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 2024Q3 调味品行业 ROE 同比+0.18pct



资料来源: Wind, 天风证券研究所



表 5：24Q1-3 调味品行业毛利率/净利率一览

排序	企业	销售毛利率 (%)	同比 (pct)	排序	企业	销售净利率 (%)	同比 (pct)
1	佳隆股份	32.08	6.85	1	中炬高新	16.14	47.45
2	莲花控股	23.48	6.72	2	佳隆股份	7.74	21.57
3	中炬高新	37.36	4.79	3	天味食品	18.80	4.49
4	ST 加加	24.53	4.78	4	日辰股份	18.31	2.67
5	恒顺醋业	36.22	3.42	5	莲花控股	8.65	2.65
6	天味食品	39.28	2.39	6	海天味业	23.67	0.41
7	涪陵榨菜	52.63	1.90	7	涪陵榨菜	34.18	0.40
8	海天味业	36.78	1.29	8	恒顺醋业	7.59	-0.52
9	仲景食品	42.75	1.18	9	安琪酵母	8.89	-0.95
10	日辰股份	38.49	-0.68	10	安记食品	4.70	-1.14
11	安琪酵母	23.28	-1.39	11	千禾味业	15.36	-1.24
12	安记食品	14.28	-1.40	12	仲景食品	17.78	-1.27
13	千禾味业	36.20	-1.60	13	朱老六	10.48	-3.65
14	宝立食品	31.80	-2.10	14	宝立食品	10.15	-3.77
15	朱老六	25.04	-2.76	15	ST 加加	-6.92	-4.86
<b>全行业</b>		32.46	1.02	<b>全行业</b>		17.05	4.09

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 6：24Q3 调味品行业毛利率/净利率一览

排序	企业	销售毛利率 (%)	同比 (pct)	排序	企业	销售净利率 (%)	同比 (pct)
1	涪陵榨菜	56.17	10.48	1	佳隆股份	10.79	67.69
2	佳隆股份	37.43	10.46	2	天味食品	21.19	7.33
3	恒顺醋业	35.61	9.47	3	日辰股份	23.41	6.17
4	莲花控股	23.77	6.36	4	中炬高新	18.94	4.90
5	中炬高新	38.82	4.95	5	安记食品	7.46	3.32
6	ST 加加	22.87	2.54	6	涪陵榨菜	33.91	3.18
7	海天味业	36.61	2.07	7	恒顺醋业	4.73	2.15
8	天味食品	38.83	0.76	8	莲花控股	9.10	2.12
9	千禾味业	37.54	0.67	9	海天味业	21.84	0.11
10	日辰股份	39.04	0.61	10	宝立食品	11.07	-0.96
11	安记食品	13.79	-0.13	11	朱老六	10.14	-1.32
12	朱老六	22.00	-0.14	12	安琪酵母	6.98	-1.59
13	宝立食品	31.28	-1.06	13	千禾味业	14.45	-1.86
14	仲景食品	40.94	-2.22	14	仲景食品	16.25	-2.10
15	安琪酵母	21.35	-3.62	15	ST 加加	-16.14	-8.12
<b>全行业</b>		33.06	1.30	<b>全行业</b>		15.92	0.85

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 成本下降带来利润弹性，关注健康和复调赛道

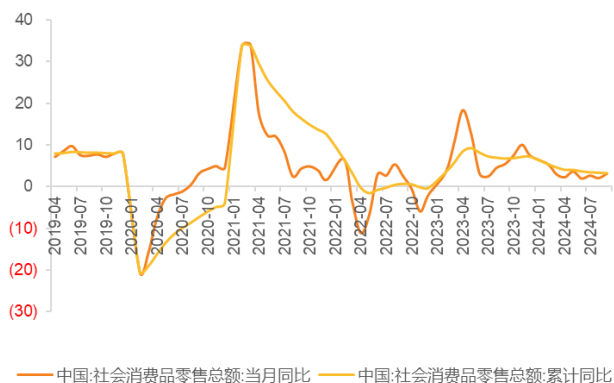
### 2.1. 成本下降叠加需求弱复苏，看好全年弹性

餐饮仍在增长通道，看好需求端弹性。2024Q1-3 全国社零总额累计同比+3.3%；2024Q1-3 全国餐饮累计收入同比+6.2%。虽然社零和餐饮均处于增长通道，但环比看，Q3 社零增速



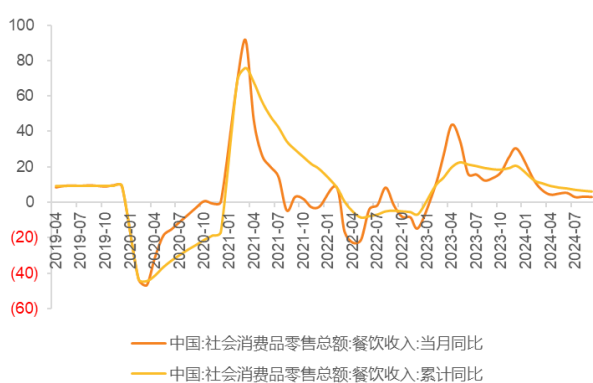
和餐饮增速均弱于 Q2。我们认为增长趋势或有望延续，不过增速或将更加平稳，随着餐饮的持续复苏，调味品行业需求有望得到增长。另外，消费需求处于弱增长，客单价下降，特别是大众餐饮增速显著快于高端餐饮，我们认为行业竞争仍存，大众消费恢复背景下，结构性机会仍存。

图 11：24Q1-3 全国社零总额累计同比+3.3%(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

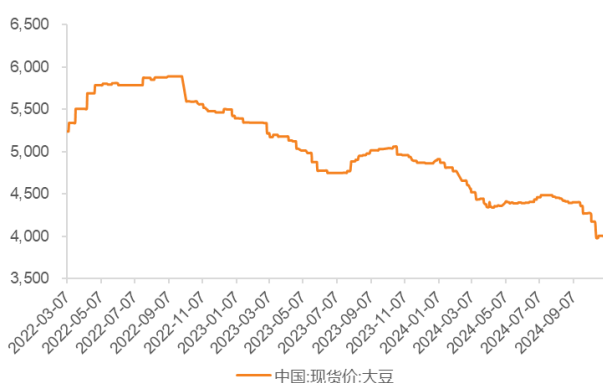
图 12：24Q1-3 全国餐饮累计同比+6.2%(%)



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。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 13：2024 年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 14：2024 年白砂糖现货价（南宁仓库）呈下降趋势（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2024 年玻璃指数呈下降趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2024 年聚酯切片价格呈下降趋势（元/吨）

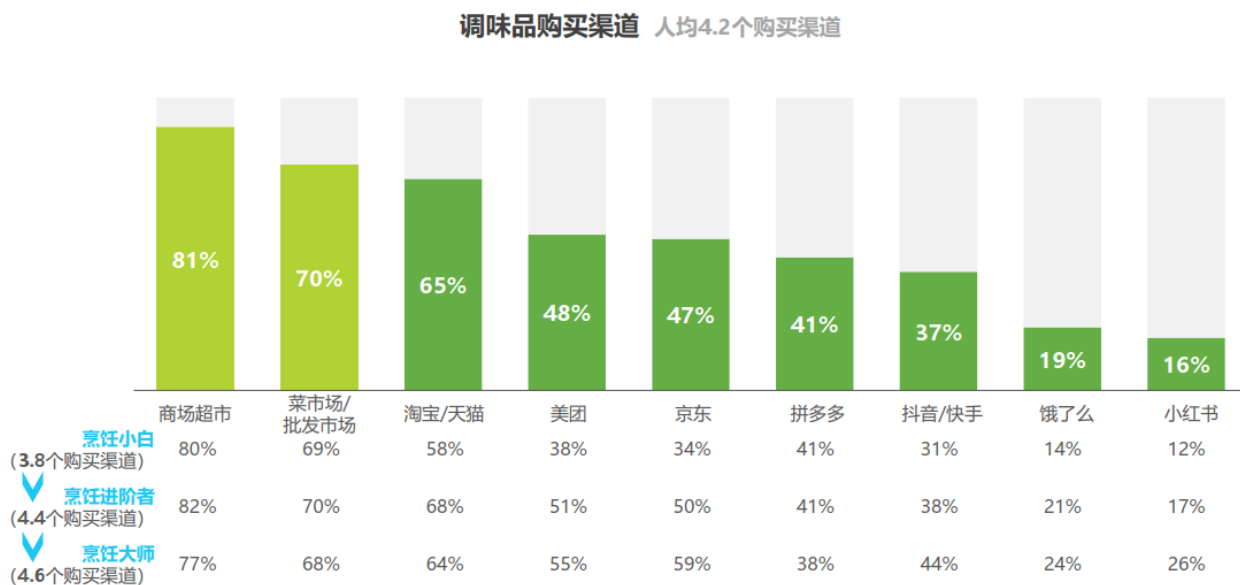


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 调味品细分赛道表现

**购买渠道多元化，线上渠道增长较快。**调味品购买渠道呈现多元化趋势，人均有 4.2 个购买渠道，但是商超、菜市场仍是较为主流的调味品购买渠道，91%消费者仍选择在线下渠道购买为主。随着线上渠道的兴起，特别是兴趣电商发展，在线上渠道购买调味品的消费者也增至 89%。我们预计未来调味品销售或将进一步线上化。

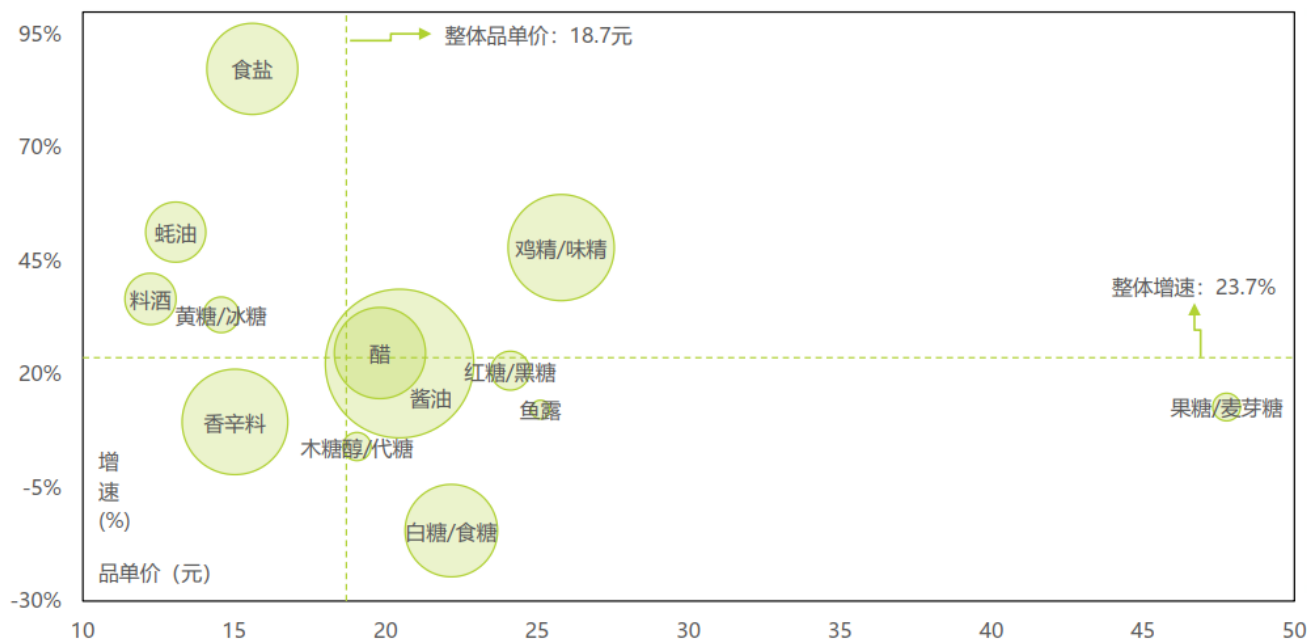
图 17：消费者人均 4.2 个购买渠道



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

**线上渠道销售持续增长，单价与增速相关性高。**近一年时间，主流电商平台调味品整体单价为 18.7 元，销售额增速为 23.7%，呈现单价低的产品增长快的特征。其中食盐增速近 90%，酱油仍具大单品优势（占比 25%），白糖/食糖成为唯一增速为负的大单品。

图 18：近一年主流电商平台调味品单价、销售额增速

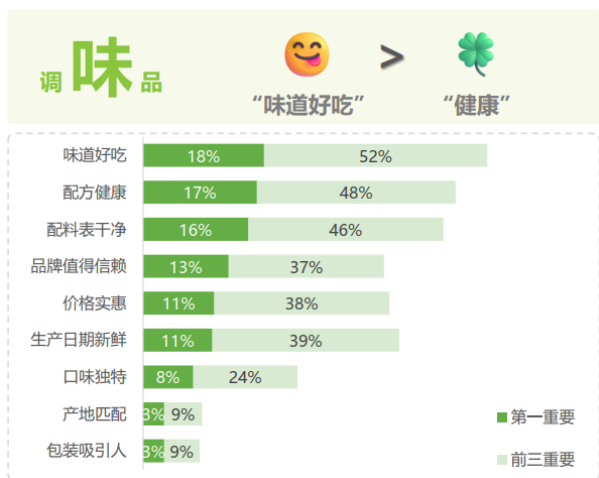


资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

**美味仍为最高需求，健康需求逐步体现。**消费者购买调味品最关注的仍为美味，但是在好

吃的基础上仍希望能吃的更健康。在面对理想中想要少吃（58%），但身体却很诚实地难以做到少吃（36%）的矛盾时，消费者希望能吃的更健康，对于配料天然、绿色有机等需求慢慢体现。

图 19：用户购买调味品时关注因素



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

图 20：调味品产品痛点及产品期待



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

图 21：消费者仍希望能吃得更健康

做不到“少吃”，只能更加“健康吃”了

三少 少盐、少油、少糖

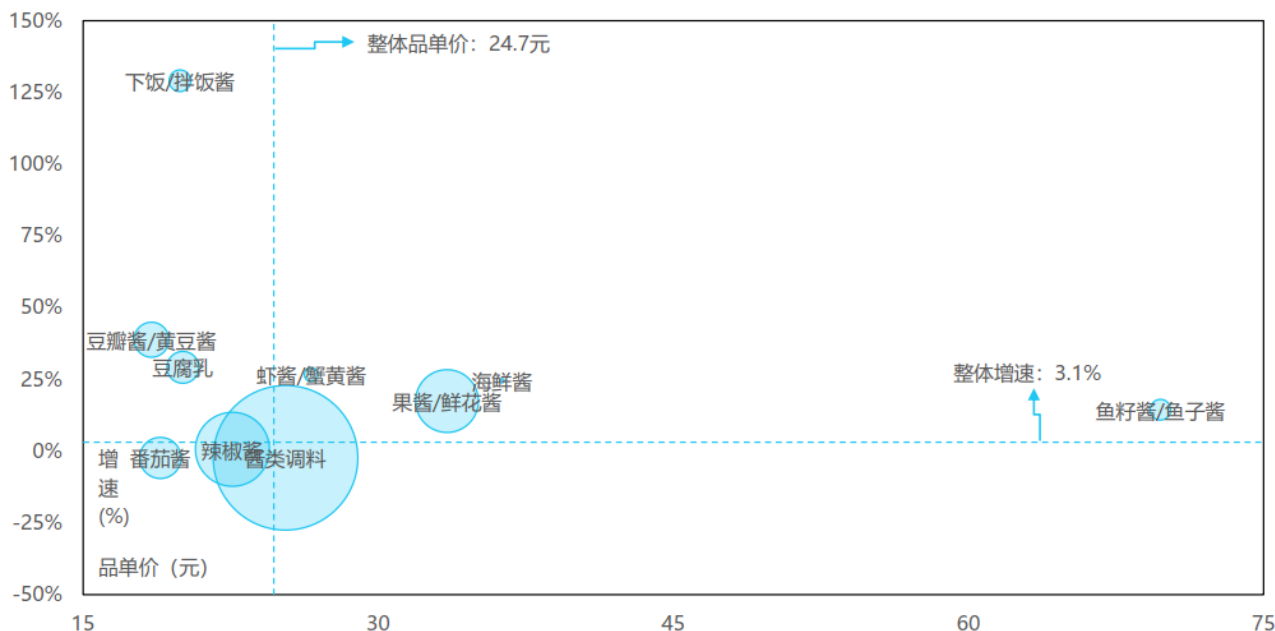
两多 多蔬果、多粗粮



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

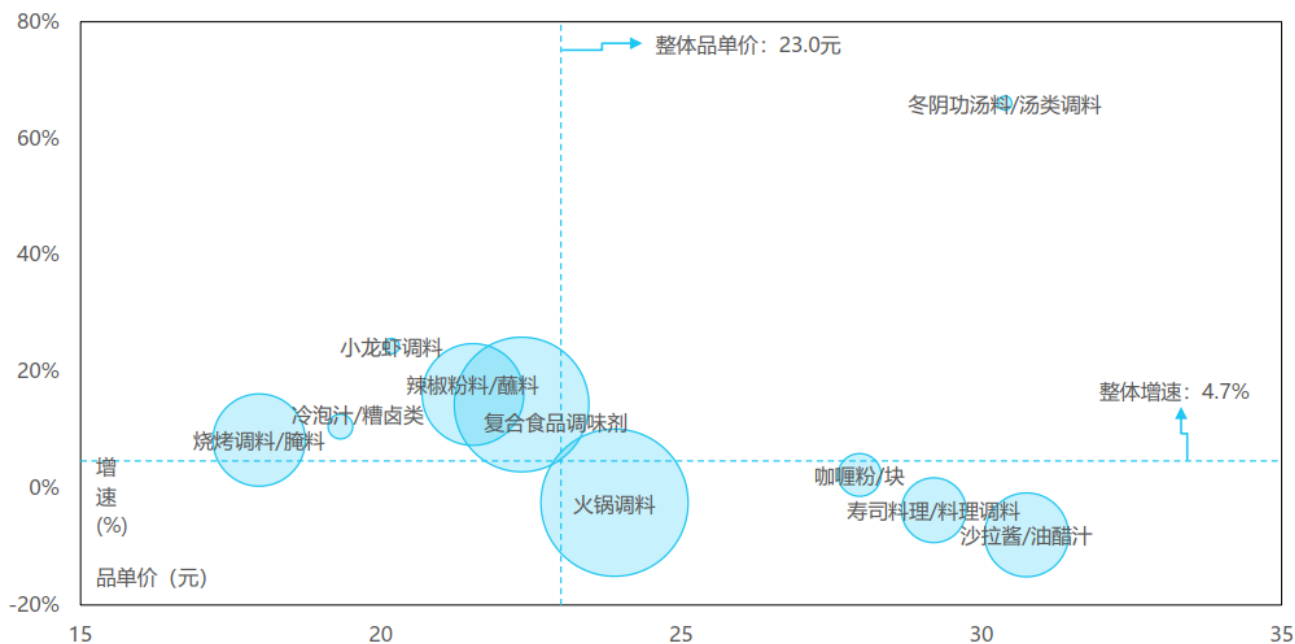
便捷与美味共振，复调/下饭酱方兴未艾。随着家庭变小，独自居住人数增加，一人食市场增多，便捷美味的下饭酱增速加快，近一年同比增速近 130%。复调需求同样增加，火锅底料品类仍为主要选择（占比 30%），冬阴功、小龙虾调料、海鲜捞汁等增速较快。

图 22：近一年下饭酱类单价、销售额增速



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

图 23：近一年复调类单价、销售额增速



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

### 3. 主要调味品企业业绩一览

#### 3.1. 海天味业：业绩稳健增长，经营趋势向上

**事件：**24Q1-3 实现收入/归母净利润 203.99/48.15 亿元，同比 9.38%/11.23%；24Q3 实现收入/归母净利润 62.43/13.62 亿元，同比 9.83%/10.50%。

主要品类均增长，其他类收入维持较高增长。24Q3 公司酱油/调味酱/蚝油/其他收入 30.75/5.83/11.05/10.19 亿元（同比+8.72%/+10.17%/+7.83%/+15.08%）。公司主要单品均实现较好增长；其他产品收入维持较高增速，占比提升至 18%。

**线上增速靓丽，经销商质量显著提升。**24Q3 公司东部/南部/中部/北部/西部收入分别为 11.75/11.53/12.87/14.39/7.28 亿元（同比+19.94%/+7.82%/+11.55%/+8.09%/-0.78%）。24Q3 线下/线上收入分别为 54.45/3.36 亿元（同比 8.12%/+45.42%）。24Q3 末经销商同比变动-53 家至 6722 家，平均经销商收入同比+10.63%至 86.01 万元/家。

**利润率稳定增长，研发费用&资产减值损失拉低净利。**24Q3 公司毛利率/净利率分别同比变动+2.07/+0.11 个百分点至 36.61%/21.84%；净利率增幅小于毛利率主要系研发费用增加，以及资产减值损失。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动-0.01/+0.03/+0.70 个百分点至 5.58%/2.42%/-1.11%，销售/管理费用率基本持平。

**投资建议：**短期看，低基数以及消费恢复，公司 12%收入增长目标有望顺利实现；在原材料成本下降背景下，利润率有望继续提升。

### 3.2. 中炬高新：Q3 环比改善，期待全年业绩达成

**事件：**2024Q1-3 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 39.46/5.76/5.52 亿元（同比-0.17%/扭亏/+19.25%）。2024Q3 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 13.28/2.26/2.13 亿元（同比+2.23%/+32.90%/+27.66%）。

**鸡精粉实现较快增长，美味鲜利润增长超预期。**24Q1-3 美味鲜公司实现营收 38.08 亿元（同比+0.46%），归母净利润 5.57 亿元（同比+17.40%）。24Q3 美味鲜酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入 7.41/1.81/1.30/1.47 亿元（同比+0.47%/+13.99%/-9.16%/-9.05%）。酱油基本持平，需求仍有待复苏；鸡精鸡粉增长较快，食用油/其他品类有所下滑。

**东部区域快速增长，经销商数量有所增加。**24Q3 美味鲜东部/南部/中西部/北部收入分别为 2.94/5.22/2.37/1.47 亿元（同比+8.57%/+1.20%/-12.94%/+2.53%），东部实现较快增长，中西部区域出现下滑。24Q3 末美味鲜公司经销商同比净增 285 家至 2395 家，经销商稳健增长；平均经销商收入同比-12.05%至 50.10 万元/家。

**盈利能力改善显著，费用支出同比减少。**24Q3 年公司毛利率/净利率分别同比变动+4.95/+4.90 个百分点至 38.82%/18.94%，毛利率显著提升，主要系材料采购单价/生产费用/物流成本下降/产品结构优化等影响。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动-1.86/+1.10/+0.17 个百分点至 6.26%/7.01%/0.04%。

**投资建议：**我们认为 Q3 公司业绩环比有所改善。全年看，业绩有望稳健增长。

### 3.3. 千禾味业：业绩有所承压，期待后续改善

**事件：**24Q1-3 实现收入/归母净利润 22.88/3.52 亿元，同比-1.85%/-9.19%；24Q3 实现收入/归母净利润 6.99/1.01 亿元，同比-12.63%/-22.58%。

**业绩低于预期，产品端持续调整。**24Q3 酱油/食醋/其他品类营收 4.35/0.85/1.66 亿元（同比-13.82%/-15.67%/-7.54%）。

**渠道有所调整，经销商环比下降。**24Q3 东部/南部/中部/北部/西部营收 1.65/0.56/0.92/1.10/2.63 亿元（同比-8.42%/-0.03%/-21.10%/-17.68%/-11.92%），总体均有所下滑。24Q3 经销/直销营收 4.68/2.18 亿元（同比-17.32%/-0.43%）。24Q3 末经销商数量同比+361 家至 3424 家，平均经销商营收同比-21.83%至 20.03 万元/家。

**利润率仍有承压。**24Q3 毛利率/净利率同比+0.67/-1.86pct 至 37.54%/14.45%。销售费用率/管理费用率/财务费用率同比+2.98/-0.65/-0.14pct 至 14.93%/3.86%/-1.18%。



### 3.4. 天味食品：业绩稳增长，全力冲刺股权激励目标

**事件：**24Q1-3 公司实现营收 23.64 亿元，同比增长 5.84%；实现归母净利润 4.32 亿元，同比增长 34.96%。24Q3 公司实现营收 8.97 亿元，同比增长 10.93%；实现归母净利润 1.86 亿元，同比增长 64.79%。

**收入增长持续改善，香肠腊肉调料增长超预期。**24Q3 公司火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/其他收入 3.03/3.85/1.86/0.22 亿元（同比+1.14%/18.07%/19.68%/-2.96%），除其他收入，主要品类均实现较好增长；香肠腊肉调料增速接近 20%。

**线上维持高增，线下恢复性增长。**24Q3 公司东部/南部/西部/北部/中部收入分别为 1.83/0.83/3.19/0.60/2.51 亿元（同比+8.93%/+17.07%/+12.80%/-59.1%/+14.95%），除北部外均实现较快增长。24Q3 线下/线上分别为 7.56/1.39 亿元（同比+5.98%/55.38%），线上收入占比同+4.39 个百分点至 11.15%。24Q1-3 经销商环比减少 21 家至 3129 家，24Q1-3 平均经销商收入环比+6.77%至 75.46 万元/家，经销商质量得以提升。

**盈利能力显著提升，费用投放减少。**24Q3 年公司毛利率/净利率分别同比变动+0.76/+7.33 个百分点至 38.83%/21.19%；净利率显著提升，主要系费用减少。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动-7.78/-0.73/0.29 个百分点至 7.81%/5.19%/-0.06%。

**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；Q4 作为传统旺季，火锅底料需求有望复苏。

### 3.5. 日辰股份：餐饮保持高增，降费提升盈利能力

**事件：**24Q1-3 实现收入/归母净利润 2.97/0.54 亿元，同比+11.78%/30.88%。24Q3 实现收入/归母净利润 1.10/0.26 亿元，同比+6.45%/44.52%。

**24Q3 增长良性，酱汁类增速显著。**24Q3 公司酱汁类/粉体类/食品添加剂收入 8733/2186/48 万元（同比+15.81%/-17.15%/-28.22%），收入占比分别变动+6.03/-5.82/-0.22 个百分点至 79.63%/19.93%/0.44%。酱汁类增长明显粉体类和食品添加剂有所下降。

**餐饮快速增长，品牌定制持续改善。**24Q3 公司华东/华北/东北/华中/华南/其他收入分别为 7565/1963/289/405/672/74 万元（同比+4.79%/+16.89%/-33.42%/-22.68%/+123.79%/-18.72%）。华东略有增长，华北/华南增长显著，其他区域有所下降。24Q3 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 5766/3670/1383/35/67/47 万元（同比+20.83%/-9.06%/+18.91%/-12.55%/+76.55%/-76.24%），其中餐饮/品牌定制/直营电商增长较快。2024Q3 经销商数量净减 37 家至 71 家。

**股权费用终止，盈利能力显著提升。**24Q3 公司毛利率/净利率分别同比变动+0.61/+6.17 个百分点至 39.04%/23.41%。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动+1.13/-7.95/-0.15 个百分点至 7.10%/0.28%/0.57%。

**投资建议：**随着餐饮渠道不断恢复以及公司在新客户和渠道端持续拓展，有望贡献增量。

### 3.6. 宝立食品：业绩略低于预期，C 端有所恢复

**事件：**24Q1-3 实现收入/归母净利润 19.30/1.73 亿元，同比+9.72%/-28.01%；24Q3 实现收入/归母净利润 6.57/0.65 亿元，同比+4.06%/-13.45%。

**收入稳健增长，轻烹解决方案恢复性增长。**24Q3 公司复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入 3.48/2.52/0.35 亿元（同+0.70%/+9.64%/-5.69%）复调基本持平；轻烹解决方案实现恢复性增长。

**经销商数量快速增长，经销商质量有所提升。**24Q3 华东/华南/华北/华中/东北/西南/西北/

境外收入分别为 5.12/0.23/0.33/0.22/0.20/0.10/0.05/0.10 亿元（同比 5.50%/-18.27%/-19.86%/+11.86%/-2.84%/+69.35%/+90.42%/+12.51%）。24Q3 末经销商同比 +137 家至 496 家，经销商数量快速增长，平均经销商收入同比-26.55%至 23.34 万元/家。

**盈利能力有所下滑，销售费用投放加大。**24Q3 毛利率/净利率分别同比-106/-0.96 个百分点至 31.28%/11.07%。24Q3 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比+0.93/-0.07/+0.00 个百分点至 13.14%/2.36%/0.01%。少数股东损益占营收比例同比+1.04pct。

**投资建议：**复调在高基数下仍有增长，后续有望受益于 B 端复苏以及新品推出节奏加快延续增势；轻烹业务 C 端回暖，有望实现双轮驱动。

### 3.7. 涪陵榨菜：业绩稳健增长，成本红利凸显

**事件：**24Q1-3 实现收入/归母净利润 19.62/6.71 亿元，同比+0.56%/1.74%；24Q3 实现收入/归母净利润 6.57/2.23 亿元，同比+6.81%/17.88%。

**Q3 动销改善，业绩稳健增长。**Q3 动销改善主要系：1) Q3 为榨菜消费传统旺季，公司加大终端销售费用投放，增加推广活动；2) 公司上半年对销售组织架构及考核模式进行调整，销售考核更注重结果导向，一定程度激励销售人员积极性；3) 调整优化经销商后，促进终端市场铺货动销；4) Q3 取消终端 2 元价格带产品的调货配比限制，根据各地市场需求及时上架终端 2 元价格带产品。产品看：Q1-3 榨菜略有增长，萝卜、泡菜降幅收窄；Q3 榨菜/萝卜/泡菜均有增长。渠道看：家庭消费渠道与餐饮渠道均有一定程度增长，餐饮端由于基数较小，Q1-3 总体增速 30%左右，比家庭消费渠道增速快。

**成本红利凸显，Q3 费投加大。**24Q3 毛利率/净利率分别同比变动+10.48/+3.18 个百分点至 56.17%/33.91%。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动+5.50/-0.14/-0.07 个百分点至 17.24%/3.13%/-3.70%。销售费用率增长较多主要系公司在 Q3 开始加大费用投入，管理费用率和财务费用率基本持平。另外净利率增幅低于毛利率主要还受投资净收益（占营收比重同比-1.02pct）/公允价值变动净收益（占营收比重同比-0.89pct）影响。

**投资建议：**24Q3 公司加大费投+产品&渠道调整取得良好效果，叠加新采购青菜头使用，利润弹性凸显。全年来看，我们认为公司调整红利逐渐显现，预计全年稳健增长。

### 3.8. 安琪酵母：业绩增势喜人，看好全年目标完成

**事件：**2024Q1-3 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 109.12/9.53/8.39 亿元（同比+13.04%/+4.23%/+3.44%）；2024Q3 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 37.38/2.62/2.43 亿元（同比+27.14%/+7.02%/+22.68%）。

**酵母主业稳健增长，其他类增速靓丽。**24Q3 公司酵母及深加工/制糖/包装类产品/其他收入 25.92/3.09/1.11/6.90 亿元（同比+17.76%/+5.48%/+16.30%/+76.54%）。酵母主业保持较高增速；其他类收入增长显著，占比提升 5.52pct 至 18.64%。

**国外业务维持高增速，经销商数量/质量均有提升。**24Q3 公司国内/国外收入分别为 22.69/14.33 亿元（同比+20.70%/+30.20%），国内业务有所恢复，海外业务维持高增速。24Q3 线下/线上收入分别为 24.89/12.13 亿元（同比+41.82%/-1.02%）。24Q3 末经销商同比增加 1855 家至 23680 家，其中国内/国外分别同比增加 1228/627 家至 17834/5846 家，平均经销商收入分别同比+12.39%/+16.24%至 12.72/24.52 万元/家。经销商数量/质量均有所增长。

**利润率阶段性承压，费用率控制良好。**24Q3 公司毛利率/净利率分别同比-3.62/-1.59 个百分点至 21.35%/6.98%。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比-0.10/-0.86/+0.15 个百分点至 5.59%/3.07%/0.81%。净利率还受其他收益（占营收比重同比-0.99pct）/研发费用率（同比-1.18pct）影响。



**投资建议：**公司在需求有所恢复+海外高增背景下业绩持续向好；全年看国内有望延续增势，国际市场保持较高增长，全年目标有望顺利完成。

## 4. 投资建议

整体看 24Q3 业绩稳健增长，增长环比提速，利润弹性持续释放。展望全年，我们认为需求或平稳，大众消费持续复苏，在成本下降趋势下，利润弹性或将释放。我们建议关注 3 条主线：1) 业绩具备较强稳定性：海天味业、安琪酵母；2) 或享改革红利：涪陵榨菜；3) 享受复调红利：天味食品。

## 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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com