

调味发酵品

证券研究报告
2024年09月24日

业绩平稳增长，激励计划显信心&成本下降释放弹性

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

张潇倩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110524060003

zhangxiaolian@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

1 《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

收入稳增长, 利润改善明显, 利润增速高于收入增速

业绩: 收入稳健增长, 利润增速高于收入增速。24Q2 营收和归母净利润分别为 158.95/25.35 亿元, 分别同比增长 4.70%/238.60%, 增速较 23Q2 同 +3.79/+310.95pct; 收入整体稳健增长, 收入增速同比提升; 归母净利润同比增速较高。费用: 费投加大, 行业竞争有所加剧。24Q2 调味品行业销售费用率/管理费用率/销售费用率分别为 8.66%/3.57%/-1.18%, 同比 +1.27/-0.08/+0.46pct。24Q2 主要调味品企业销售费用投入加大, 体现行业竞争有所加剧。盈利能力: 成本因素扰动, 24Q2 利润率提升。24Q2 调味品行业毛利率和净利率分别为 32.51%/16.16%, 同比+1.09/+11.07pct。主要受益于原材料成本下滑, 24Q2 调味品行业毛利率有较为显著提升。

成本下降带来利润弹性, 经销商增长+激励计划彰显信心

1) 经销商数量有所增长, 平均经销商质量下降。具体来看: 经销商数量同比来看, 24Q2 大部分调味品企业经销商数量同比均有所增加; 环比来看大部分调味品企业经销商数量均有所增长(除天味食品/日辰股份)。经销商质量同比来看, 24Q2 大部分调味品企业平均经销商收入有所下降; 环比来看仅恒顺醋业/安琪酵母/莲花控股取得正增长。2) 在 2024 年上半年继中炬高新/天味食品推出股票激励计划/员工持股计划后, 海天味业/安琪酵母/恒顺醋业/莲花控股也相继推出激励计划。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。3) 部分调味品企业派发年中分红, 提振市场情绪。4) 2024H1 全国社零总额累计同比+3.7%; 2024H1 全国餐饮累计收入同比+7.9%。社零和餐饮均处于增长通道, 我们认为增长趋势或有望延续, 不过增速或将更加平稳。24 年原材料价格整体有望较 23 年下降, 利润弹性有望得以释放。

投资建议: 整体看 24Q2 业绩稳健增长, 增速环比放缓, 但利润弹性持续释放。年中部分调味品企业继续推出股权激励计划, 提振市场信心。展望下半年, 我们认为需求或平稳, 在成本下降趋势下, 利润弹性或将释放。我们建议关注 2 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: 中炬高新、涪陵榨菜。

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，利润增速高于收入增速.....	4
1.1. 收入稳健增长，利润增速高于收入增速	4
1.2. 24Q2 费投加大，行业竞争有所加剧.....	5
1.3. 成本因素扰动，24Q2 利润率提升	7
2. 成本下降带来利润弹性，经销商增长+激励计划彰显信心.....	8
2.1. 经销商数量有所增长，平均经销商质量下降	8
2.2. 激励计划继续推出，彰显公司信心	9
2.3. 部分调味品企业派发年中分红，提振市场情绪	10
2.4. 成本下降叠加需求复苏，看好全年弹性	11
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，5 年员工持股计划激发积极性.....	12
3.2. 中炬高新：Q2 业绩承压，静待改革痛点解决	12
3.3. 千禾味业：高基数下业绩略低于预期，渠道持续扩张.....	13
3.4. 恒顺醋业：利润有所承压，激励出台增强员工积极性.....	13
3.5. 天味食品：收入略有承压，利润水平仍较稳定	14
3.6. 日辰股份：业绩稳健增长，餐饮渠道恢复性高增	14
3.7. 宝立食品：收入增长稳健，拟派发年中分红	15
3.8. 涪陵榨菜：业绩有所承压，提质增效仍有可期	15
3.9. 安琪酵母：海外延续高增长，利润率恢复性增长	16
4. 投资建议.....	17
5. 风险提示.....	18

图表目录

图 1：2024H1 调味品行业营收同比增速为 6.07%.....	4
图 2：2024H1 调味品行业归母净利润同比增速为 56.25%.....	4
图 3：2024Q2 调味品行业营收同比增速为 4.70%	4
图 4：2024Q2 调味品行业归母净利润同比增速为 238.60%	4
图 5：2024H1 年调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率同比+0.65/-0.05/+0.26pct	6
图 6：2024Q2 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率同比+1.27/-0.08/+0.46pct	6
图 7：2024H1 调味品行业毛利率/净利率同比+0.90/+5.63pct	7
图 8：2024Q2 调味品行业毛利率/净利率同比+1.09/+11.07pct.....	7
图 9：2024H1 调味品行业 ROE 同比+2.46pct	7
图 10：2024Q2 调味品行业 ROE 同比+2.40pct	7
图 11：24H1 全国社零总额累计同比+3.7%	11
图 12：24H1 全国餐饮累计同比+7.9%	11
图 13：2024 年全国大豆现货价呈下降趋势（元/吨）	11

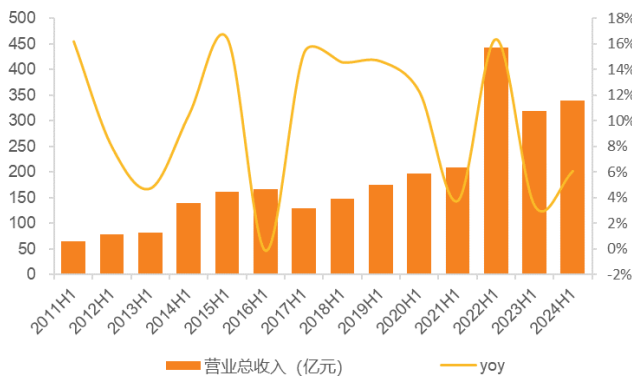
图 14：2024 年白砂糖现货价（南宁仓库）呈下降趋势（元/吨）	11
图 15：2024 年玻璃指数呈下降趋势	11
图 16：2024 年聚酯切片价格呈下降趋势（元/吨）	11
表 1：24H1 调味品行业收入/归母净利润增速一览	4
表 2：24Q2 调味品行业收入/归母净利润增速一览	5
表 3：24H1 调味品行业期间费用率/销售费用率一览	6
表 4：24Q2 调味品行业期间费用率/销售费用率一览	6
表 5：24H1 调味品行业毛利率/净利率一览	8
表 6：24Q2 调味品行业毛利率/净利率一览	8
表 7：24Q2 主要调味品企业经销商数量和平均经销商收入情况	9
表 8：主要调味品企业 23 年分红率一览	10

1. 调味品：收入稳增长，利润增速高于收入增速

1.1. 收入稳健增长，利润增速高于收入增速

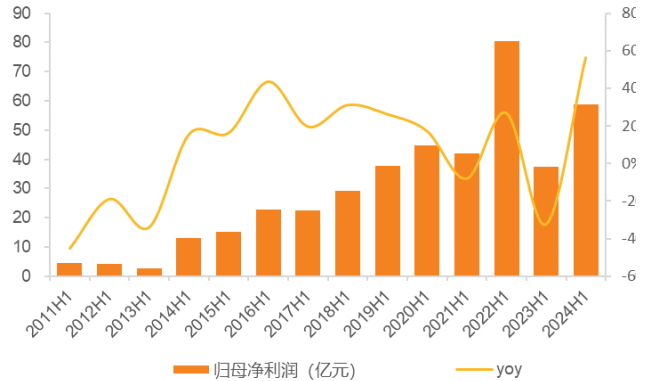
2024Q2 收入维持稳增长，利润增速高于收入增速。2024H1 申万行业指数调味发酵品（下文简称调味品行业）营收和归母净利润分别为 338.37/58.71 亿元，分别同比增长 6.07%/56.25%，增速较 23H1 同+2.70/+88.58pct；其中 24Q2 营收和归母净利润分别为 158.95/25.35 亿元，分别同比增长 4.70%/238.60%，增速较 23Q2 同+3.79/+310.95pct。24Q2 调味品行业收入整体稳健增长，收入增速同比提升；归母净利润同比增速较高，主要系 23Q2 中炬高新计提预计负债造成低基数，若剔除中炬高新，则归母净利润同+3.60%，增速略低于 24Q2 收入增速。

图 1：2024H1 调味品行业营收同比增速为 6.07%



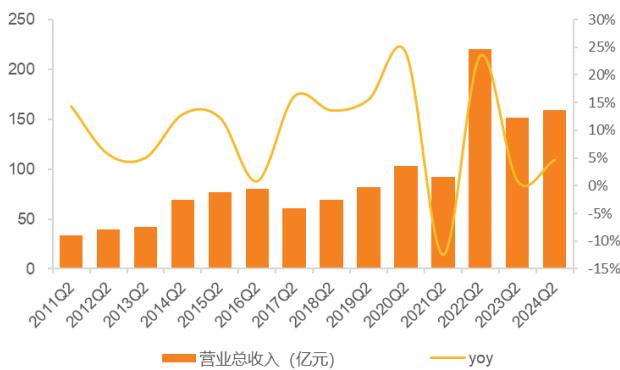
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2024H1 调味品行业归母净利润同比增速为 56.25%



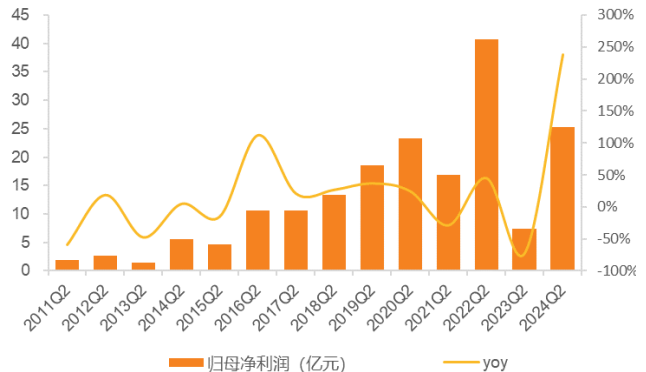
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2024Q2 调味品行业营收同比增速为 4.70%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2024Q2 调味品行业归母净利润同比增速为 238.60%



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：24H1 调味品行业收入/归母净利润增速一览

排序	企业	24H1 收入 (亿元)	同比 (%)	排序	企业	24H1 归母净利润 (亿元)	同比 (%)
1	莲花控股	12.22	25.46	1	中炬高新	3.50	124.24
2	仲景食品	5.38	16.98	2	莲花控股	1.01	101.03
3	日辰股份	1.87	15.16	3	佳隆股份	0.08	85.80
4	宝立食品	12.73	12.89	4	日辰股份	0.29	20.68
5	海天味业	141.56	9.18	5	天味食品	2.47	18.79
6	安琪酵母	71.75	6.86	6	仲景食品	1.00	11.93
7	千禾味业	15.89	3.78	7	海天味业	34.53	11.52

8	天味食品	14.68	2.95	8	安琪酵母	6.91	3.21
9	朱老六	1.08	-0.67	9	千禾味业	2.51	-2.38
10	中炬高新	26.18	-1.35	10	涪陵榨菜	4.48	-4.74
11	涪陵榨菜	13.06	-2.32	11	恒顺醋业	0.94	-24.16
12	安记食品	2.85	-4.61	12	朱老六	0.12	-33.80
13	ST 加加	7.89	-7.65	13	宝立食品	1.08	-34.60
14	恒顺醋业	10.04	-11.83	14	安记食品	0.09	-57.87
15	佳隆股份	1.19	-18.88	15	ST 加加	-0.29	-848.84
全行业		338.37	6.07	全行业		58.71	56.25

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：24Q2 调味品行业收入/归母净利润增速一览

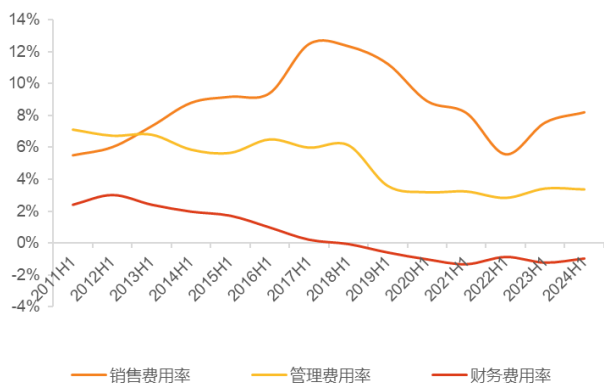
排序	企业	24Q2 收入 (亿元)	同比 (%)	排序	企业	24Q2 归母净 利润 (亿元)	同比 (%)
1	莲花控股	6.45	24.60	1	中炬高新	1.11	106.95
2	日辰股份	0.96	15.58	2	莲花控股	0.52	76.93
3	仲景食品	2.64	11.51	3	日辰股份	0.16	20.37
4	安琪酵母	36.92	11.30	4	安琪酵母	3.72	17.26
5	宝立食品	6.49	10.29	5	海天味业	15.34	11.12
6	海天味业	64.62	7.98	6	佳隆股份	0.06	4.33
7	恒顺醋业	5.44	3.36	7	仲景食品	0.49	-2.16
8	千禾味业	6.94	-2.53	8	天味食品	0.71	-10.90
9	涪陵榨菜	5.57	-3.37	9	千禾味业	0.96	-14.16
10	安记食品	1.45	-5.68	10	涪陵榨菜	1.77	-15.58
11	天味食品	6.14	-6.80	11	恒顺醋业	0.38	-24.06
12	中炬高新	11.34	-11.96	12	宝立食品	0.48	-46.75
13	佳隆股份	0.64	-18.06	13	安记食品	0.02	-73.09
14	朱老六	0.33	-20.34	14	朱老六	0.00	-105.43
15	ST 加加	3.02	-28.09	15	ST 加加	-0.36	-297.51
全行业		158.95	4.70	全行业		25.35	238.60

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 24Q2 费投加大，行业竞争有所加剧

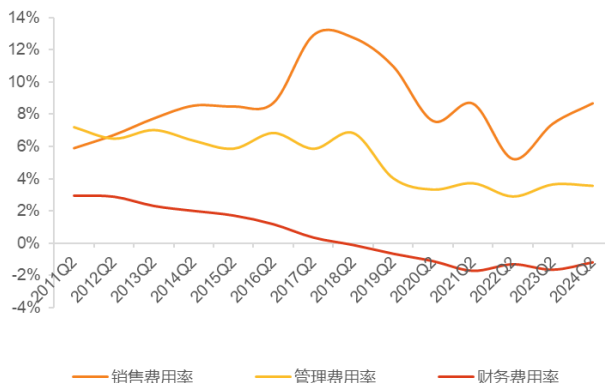
24Q2 费投加大，行业竞争有所加剧。2024H1 调味品行业销售费用率/管理费用率（包含研发费用率，本节中出现的管理费用率均为包含研发费用率）/财务费用率分别为 8.18%/3.37%/-0.96%，同比+0.65/-0.05/+0.26pct；其中 2024Q2 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 8.66%/3.57%/-1.18%，同比+1.27/-0.08/+0.46pct。24Q2 主要调味品企业销售费用投入加大，体现行业竞争有所加剧，其中 ST 加加/中炬高新/涪陵榨菜/千禾味业/佳隆股份/海天味业销售费用率同比增长超过 1 个百分点。

图 5: 2024H1 年调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率同比 +0.65/-0.05/+0.26pct



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 2024Q2 调味品行业销售费用率/管理费用率/财务费用率同比 +1.27/-0.08/+0.46pct



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 3: 24H1 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	26.82	7.50	1	ST 加加	16.00	5.96
2	恒顺醋业	25.97	3.82	2	仲景食品	16.05	2.63
3	仲景食品	21.97	3.32	3	恒顺醋业	16.64	2.46
4	中炬高新	21.04	2.91	4	中炬高新	10.80	2.31
5	莲花控股	11.21	2.41	5	佳隆股份	3.18	1.15
6	海天味业	8.76	0.95	6	天味食品	14.37	1.12
7	安琪酵母	12.90	0.40	7	千禾味业	13.63	1.10
8	天味食品	21.37	0.32	8	莲花控股	5.86	0.80
9	安记食品	9.15	0.21	9	海天味业	6.00	0.62
10	佳隆股份	17.76	-0.08	10	安记食品	4.73	0.27
11	千禾味业	17.89	-0.29	11	安琪酵母	5.18	0.10
12	朱老六	11.67	-0.69	12	日辰股份	7.52	-0.38
13	宝立食品	19.14	-1.17	13	宝立食品	14.96	-0.47
14	日辰股份	20.65	-2.12	14	涪陵榨菜	12.16	-2.02
15	涪陵榨菜	11.53	-2.18	15	朱老六	4.21	-2.34
全行业		10.59	0.85	全行业		8.18	0.65

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 4: 24Q2 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	34.30	15.09	1	ST 加加	19.12	9.34
2	中炬高新	26.51	8.38	2	中炬高新	14.83	6.43
3	朱老六	22.42	7.00	3	涪陵榨菜	12.09	2.74
4	涪陵榨菜	12.54	3.53	4	千禾味业	15.96	2.48
5	千禾味业	20.33	2.09	5	佳隆股份	4.90	1.91
6	海天味业	9.45	1.95	6	海天味业	6.60	1.03
7	莲花控股	10.27	1.59	7	安记食品	5.06	0.82
8	仲景食品	21.83	1.52	8	安琪酵母	5.49	0.56

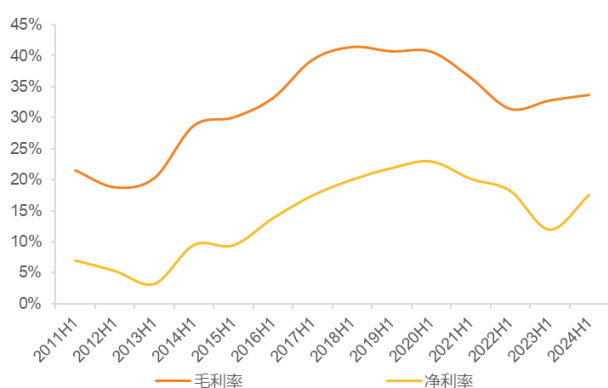
9	安记食品	9.50	0.94	9	仲景食品	15.28	0.55
10	安琪酵母	12.57	0.29	10	宝立食品	15.06	0.25
11	佳隆股份	19.11	0.27	11	朱老六	8.40	0.20
12	恒顺醋业	24.43	0.17	12	恒顺醋业	16.32	0.07
13	宝立食品	19.30	-0.81	13	莲花控股	4.88	0.01
14	天味食品	19.26	-1.22	14	天味食品	10.70	-0.72
15	日辰股份	18.83	-3.06	15	日辰股份	6.96	-1.21
全行业		11.06	1.64	全行业		8.66	1.27

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3. 成本因素扰动, 24Q2 利润率提升

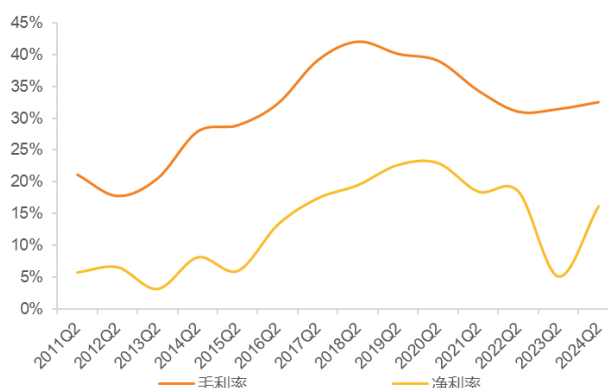
成本因素扰动, 24Q2 利润率提升。利润率方面: 2024H1 调味品行业毛利率和净利率分别为 33.69%/17.60%, 同比+0.90/+5.63pct; 其中 2024Q2 调味品行业毛利率和净利率分别为 32.51%/16.16%, 同比+1.09/+11.07pct。**ROE 方面:** 2024H1 调味品行业 ROE 为 8.20%, 同比+2.46pct; 2024Q2 行业 ROE 为 3.54%, 同比+2.40pct。主要受益于原材料成本下降, 24Q2 调味品行业毛利率有较为显著提升, 净利率主要受中炬高新 23Q2 计提预计负债波动较大。我们认为如若原材料成本维持下降趋势, 24Q3 利润弹性或将有所体现。24Q2 莲花控股/中炬高新/佳隆股份/ST 加加毛利率同比增长超过 3 个百分点, 中炬高新/莲花控股净利率同比增长超过 1 个百分点。

图 7: 2024H1 调味品行业毛利率/净利率同比+0.90/+5.63pct



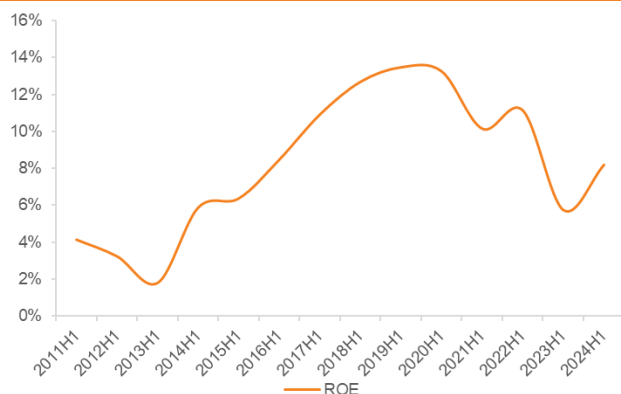
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 2024Q2 调味品行业毛利率/净利率同比+1.09/+11.07pct



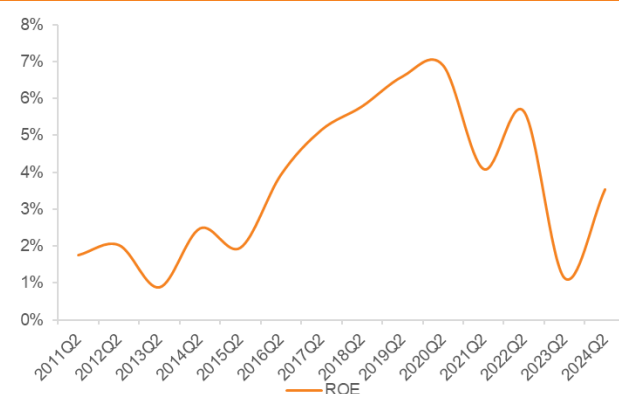
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 2024H1 调味品行业 ROE 同比+2.46pct



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 2024Q2 调味品行业 ROE 同比+2.40pct



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 5：24H1 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	莲花控股	23.31	6.98	1	中炬高新	14.72	68.22
2	ST 加加	25.05	5.55	2	莲花控股	8.39	3.03
3	中炬高新	36.63	4.68	3	佳隆股份	6.02	3.02
4	佳隆股份	29.05	4.52	4	天味食品	17.35	2.78
5	天味食品	39.56	3.33	5	日辰股份	15.33	0.70
6	仲景食品	43.76	3.14	6	海天味业	24.48	0.54
7	海天味业	36.86	0.95	7	安琪酵母	9.88	-0.51
8	恒顺醋业	36.55	0.83	8	仲景食品	18.64	-0.84
9	安琪酵母	24.28	-0.25	9	涪陵榨菜	34.32	-0.87
10	日辰股份	38.16	-1.48	10	千禾味业	15.77	-0.99
11	涪陵榨菜	50.86	-2.19	11	恒顺醋业	9.09	-1.44
12	安记食品	14.57	-2.24	12	安记食品	3.05	-3.86
13	千禾味业	35.61	-2.68	13	ST 加加	-4.03	-4.50
14	宝立食品	32.07	-2.70	14	宝立食品	9.68	-5.30
15	朱老六	26.81	-4.99	15	朱老六	10.67	-5.34
全行业		33.69	0.90	全行业		17.60	5.63

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 6：24Q2 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	ST 加加	25.91	10.58	1	中炬高新	10.90	133.58
2	莲花控股	22.25	5.40	2	莲花控股	8.03	2.22
3	中炬高新	36.17	3.64	3	佳隆股份	8.45	0.83
4	佳隆股份	31.67	3.34	4	海天味业	23.79	0.73
5	天味食品	33.33	2.19	5	日辰股份	16.54	0.66
6	仲景食品	42.99	1.88	6	安琪酵母	10.26	0.36
7	海天味业	36.33	1.60	7	天味食品	12.41	0.30
8	涪陵榨菜	49.18	0.38	8	千禾味业	13.77	-1.87
9	安琪酵母	23.92	0.28	9	恒顺醋业	6.90	-2.35
10	千禾味业	35.16	-2.28	10	仲景食品	18.71	-2.61
11	宝立食品	32.10	-2.38	11	安记食品	1.37	-3.42
12	安记食品	13.38	-2.48	12	涪陵榨菜	31.68	-4.58
13	日辰股份	38.05	-2.49	13	宝立食品	8.66	-6.73
14	恒顺醋业	32.46	-4.00	14	ST 加加	-12.35	-10.25
15	朱老六	23.11	-5.73	15	朱老六	-0.98	-15.38
全行业		32.51	1.09	全行业		16.16	11.07

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 成本下降带来利润弹性，经销商增长+激励计划彰显信心

2.1. 经销商数量有所增长，平均经销商质量下降

经销商数量有所增长，平均经销商质量下降。具体来看：1) 经销商数量：同比来看，24Q2

大部分调味品企业经销商数量同比均有所增加，其中千禾味业/宝立食品增幅最多，达到27.78%/39.50%，海天味业/天味食品/涪陵榨菜/日辰股份/ST 加加/佳隆股份经销商数量同比有所下降；环比来看，主要调味品企业经销商数量均有所增长(除天味食品/日辰股份)。2) 经销商质量：同比来看，24Q2 大部分调味品企业平均经销商收入有所下降，其中海天味业/天味食品/涪陵榨菜/安琪酵母/莲花控股/佳隆股份为正增长；环比来看，仅恒顺醋业/安琪酵母/莲花控股取得正增长。

表 7：24Q2 主要调味品企业经销商数量和平均经销商收入情况

公司	24Q2 经销商数量	同比	环比	24Q2 平均经销商收入	同比	环比
海天味业	6674	-1.21%	2.58%	89.15	7.93%	-19.83%
中炬高新	2285	8.50%	4.77%	43.71	-25.11%	-33.91%
千禾味业	3560	27.78%	6.08%	19.11	-24.00%	-27.00%
恒顺醋业	2095	4.91%	1.35%	25.73	-1.16%	20.94%
天味食品	3150	-7.73%	-1.04%	19.50	1.06%	-27.08%
宝立食品	445	39.50%	14.99%	24.83	-23.87%	-2.97%
日辰股份	91	-14.95%	-17.27%	1.94	-29.50%	-26.17%
涪陵榨菜	2815	-9.57%	/	43.97	8.83%	/
仲景食品	2095	12.51%	/	10.71	-14.93%	/
安琪酵母	23237	8.97%	1.86%	15.77	2.07%	3.55%
ST 加加	1398	-0.07%	/	54.33	-8.72%	/
莲花控股	2743	4.06%	0.48%	23.49	19.74%	11.38%
安记食品	803	5.24%	1.13%	6.39	-18.83%	-6.21%
佳隆股份	20	-87.01%	/	575.03	670.00%	/

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

2.2. 激励计划继续推出，彰显公司信心

部分调味品公司继续推出股权激励计划/员工持股计划，彰显公司信心。在 2024 年上半年继中炬高新/天味食品推出股票激励计划/员工持股计划后，海天味业/安琪酵母/恒顺醋业/莲花控股也相继推出激励计划。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。

海天味业：

5 年员工持股计划推出，滚动设立更符合实际。公司拟推出 24-28 年员工持股计划，分 5 期实施，每年滚动设立独立存续的各期员工持股计划。2024 年计划参与人员不超过 800 人，其中董监高总持股比例合计不超过 15%，拟受让 500 万股，业绩考核目标为 24 年归母净利润同增不低于 10.8%。

安琪酵母：

限制性股票推出，10%目标给予指引。公司在 2024 年 8 月 12 日以 15.41 元/股（授予日收盘价 30.87 元/股）价格授予 976 名（原 1006 人）员工 1149.60 万股（原 1189.00 万股）限制性股票，股份支付费用合计 17773 万元，24-28 年分别摊销 2479/6398/5262/2708/925 万元。业绩考核目标：1) 以 21-23 年主营业务收入均值为基数（123.67 亿元），24-26 年收入增速不低于 21%/33%/46%，即 24-26 年主营业务分别同比增长 10%/10%/10%；该指标不低于对标企业 75 分位置；2) 24-26 年净资产现金回报率不低于 21.5%/22%/22.5%；该指标不低于对标企业 75 分位置；3) 净资产负债率不超过 51%/53%/55%。

恒顺醋业：

激励出台，拟定中长期目标。公司推出限制性股票激励计划和员工持股计划：1) 限制性股票激励计划授予 367 名董监高及相关人员 591.72 万股（占总股本 0.54%），授予价格 3.85 元/股；考核目标为：以 23 年为基数，24-26 年利润总额增速不低于 9%/18%/29%，主营收

入增速不低于 10%/21%/33% (占营业收入比不低于 95%)，且上述指标不得低于同行业平均水平；24-28 年股份支付费用为 340.70/743.35/561.64/256.04/80.53 万元。2) 员工持股计划拟以 5.89 元/股价格受让不超过 1488 人不超过 124.94 万股；实际认购 91 人，认购 9.26 万股 (占总股本 0.0083%)；业绩考核目标为以 23 年主营收入为基数，24-26 年主营收入增速不低于 10%/21%/33%。此次激励出台拟定未来 3 年公司收入和利润总额增长中枢 (10%/9%)，为公司发展奠定基础。

莲花控股：

激励计划再推出，发力算力业务。公司拟向公司董事和莲花科创及莲花紫星任职核心骨干员工授予股票期权和限制性股票激励计划，总计 493.75 万份权益 (占总股本 0.28%)。1) 股票期权激励计划：拟授予 296.25 万份 (占总股本 0.17%)，首次授予 80%，预留 20%，每股行权价格为 3.24 元/份；总摊销 72.05 万元，24-27 年分别摊销 11.61/34.56/18.49/7.39 万元。2) 限制性股票激励计划：拟授予 197.50 万股，首次授予 80%，预留 20%，授予价格为 1.62 元/股；总摊销 260.70 万元，24-27 年分别摊销 49.42/139.04/53.77/18.47 万元。股票期权和限制性股票激励计划业绩考核目标为：24-26 年莲花紫星营收分别为 1.2/4.0/6.0 亿元 (触发值为 0.96/3.2/4.8 亿元)，净利润分别为 0.15/0.8/1.5 亿元 (触发值为 0.12/0.64/1.2 亿元)。

2.3. 部分调味品企业派发年中分红，提振市场情绪

宝立食品派发年中分红，共享发展果实。公司拟以总股本 4.00 亿股为基数，每 10 股派发现金红利 1.5 元 (含税)，合计派发 6000.15 万元 (含税)，占 24H1 归母净利润 55.30%。此次派发年中分红，体现公司乐于与投资者分享发展红利，共享企业增长所带来的利益。

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 8：主要调味品企业 23 年分红率一览

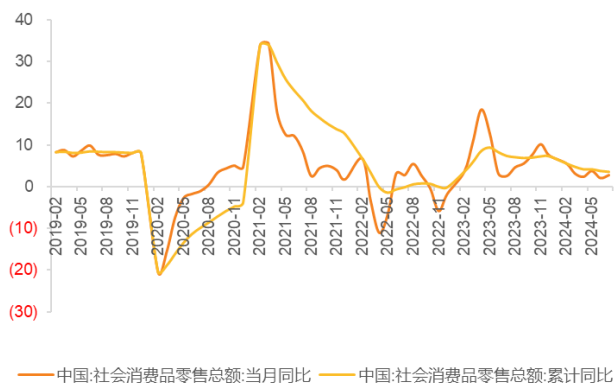
公司	23 年分红率 (%)	22 年分红率 (%)	yoy (pct)
千禾味业	96.87	30.32	66.56
朱老六	93.15	65.40	27.75
天味食品	92.65	70.96	21.69
恒顺醋业	88.84	79.15	9.69
海天味业	65.06	52.34	12.72
仲景食品	58.04	79.35	-21.31
安记食品	56.73	84.98	-28.24
宝立食品	49.83	46.43	3.39
日辰股份	43.69	38.63	5.06
涪陵榨菜	41.88	37.53	4.35
安琪酵母	33.76	32.88	0.88
中炬高新	18.08	未分红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

2.4. 成本下降叠加需求复苏，看好全年弹性

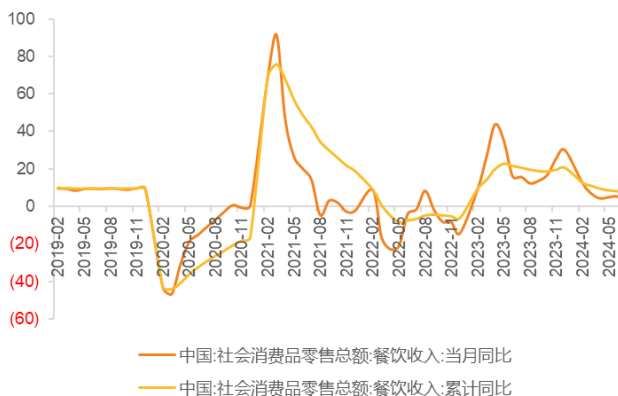
餐饮仍在增长通道，看好需求端弹性。2024H1 全国社零总额累计同比+3.7%；2024H1 全国餐饮累计收入同比+7.9%。虽然社零和餐饮均处于增长通道，但环比看，Q2 社零增速和餐饮增速均弱于 Q1。我们认为增长趋势或有望延续，不过增速或将更加平稳，随着餐饮的持续复苏，调味品行业需求有望得到增长。

图 11：24H1 全国社零总额累计同比+3.7%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：24H1 全国餐饮累计同比+7.9%



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

3. 主要调味品企业业绩一览

3.1. 海天味业：业绩稳健增长，5 年员工持股计划激发积极性

事件：2024H1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 141.56/34.53/33.25 亿元（同比+9.18%/+11.52%/+11.95%）。2024Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 64.62/15.34/14.65 亿元（同比+7.98%/+11.12%/+10.24%）。

全品类实现增长，其他品类收入增长较快。24Q2 公司酱油/调味酱/蚝油/其他收入 31.79/6.51/10.41/10.80 亿元（同比+2.98%/+11.26%/+1.25%/+2252%），24Q2 全品类实现良性增长，其中酱油占比下降至 53%，调味酱/其他收入增长较快。

线上保持高增，经销商队伍持续优化。24Q2 公司东部/南部/中部/北部/西部收入分别为 10.81/13.07/12.83/15.02/7.77 亿元（同比+5.04%/+13.27%/+261%/+5.98%/+6.42%），南部区域增长显著。24Q2 线下/线上收入分别为 5635/3.15 亿元（同比+5.27%/+38.16%），公司积极推进渠道端的建设与变革线上实现高增。24Q2 未经销商同比变动-82 家至 6674 家，平均经销商收入同比+10.41%至 197.55 万元/家，经销商队伍持续优化。

利润率有所增长，费用投入加大。24Q2 公司毛利率/净利率分别同比变动+1.60/+0.73 个百分点至 36.33%/23.79%，毛利率增长预计主要系原材料价格下降；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动+1.03/+0.15/+0.49 个百分点至 6.60%/2.13%/-2.29%。销售费用率增长主要系人工/广告/推广支出增加，管理费用率增加主要系人工增加，财务费用率增加主要系利息收入减少。

5 年员工持股计划推出，滚动设立更符合实际。公司拟推出 24-28 年员工持股计划，分 5 期实施，每年滚动设立独立存续的各期员工持股计划。2024 年计划参与人员不超过 800 人，其中董监高总持股比例合计不超过 15%，拟受让 500 万股，业绩考核目标为 24 年归母净利润同增不低于 10.8%。

投资建议：公司作为行业龙头，收入有望稳健增长；利润端受益于成本下滑，利润率有望持续提升；5 年员工持股计划推出有利于增强员工积极性根据公司 24H1 业绩。预计 24-26 年营收分别为 268.14/291.79/317.00 亿元，增速为 9%/9%/9%，归母净利润为 62.42/68.65/75.20 亿元，增速为 11%/10%/10%。

3.2. 中炬高新：Q2 业绩承压，静待改革痛点解决

事件：24H1 实现营收/归母净利润分别为 26.18/3.50 亿元，同比-1.35%/+124.24%。24Q2 实现营收/归母净利润分别为 11.34/1.11 亿元，同比-11.96%/+106.95%。

Q2 有所承压，主要品类收入下降。24Q2 美味鲜公司实现营收 10.95 亿元（同比-12.12%），归母净利润 1.07 亿元（同比-34.36%）。收入下降主要是受宏观经济环境、行业竞争加剧等多重因素影响，我们预计净利润下降主要系费用投入增加。24Q2 美味鲜酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入 6.11/1.46/1.14/1.29 亿元（同比-21.99%/-15.40%/+29.14%/-30.86%），收入占比分别变动-2.54/+0.58/+4.22/-2.25 个百分点至 61.15%/14.60%/11.38%/12.87%主要品类有所下降，其他收入下降较多。

各大区域均有下滑，经销商数量提升明显。24Q2 美味鲜东部/南部/中西部/北部收入分别为 2.38/4.43/1.93/1.24 亿元（同比-18.66%/-11.05%/-25.03%/-31.15%），中西部/北部下降较大。24H1 美味鲜公司经销商同比净增 179 家至 2285 家，经销商开拓有序增长，地级市开发率为 95%，区县开发率达 70%。24Q2 平均经销商收入同比下降 22.44%至 43.71 万元/家。

盈利能力改善，费用支出同比加大。24Q2 年公司毛利率/净利率分别同比变动 +3.64/+133.58 个百分点至 36.17%/10.90%，毛利率提升主要系原材料采购单价下降及产品结构优化。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动+6.43/+1.48/+0.36 个百分点至 14.83%/7.75%/0.23%。销售费用率主要系美味鲜渠道改造、加大费用投入力度，促销费用同比增加影响。管理费用率主要是薪酬支出以及咨询费用等支出增加。财务费用率变动主要是公司本期利息收入减少及美味鲜票据贴现手续费支出增加影响。

投资建议：我们认为公司新管理层具备丰富经营管理经验，产品上坚持“1+N”产品发展战略，渠道上制定一户一策三年发展规划，2024 年是三年战略期的开局之年和蓄势之年，全年有望稳健增长。预计 24-26 年营收为 56.61/65.15/75.17 亿元，同增 10%/15%/15%；预计归母净利润为 7.54/9.31/11.12 亿元，同比-56%/+23%/+19%。

3.3. 千禾味业：高基数下业绩略低于预期，渠道持续扩张

事件：2024H1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 15.89/2.51/2.46 亿元（同比+3.78%/-2.38%/-3.73%）。2024Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 6.94/0.96/0.95 亿元（同比-2.53%/-14.16%/-14.73%）。

酱油略有下滑，其他品类有所增长。24Q2 酱油/食醋/其他营收 4.33/0.89/1.59 亿元（同比-3.07%/-10.17%/+2.24%），其他品类占比提升 1.17pct。酱油/食醋均有下滑。其他品类收入增长。

北部区域增长显著，经销商增长较大。24Q2 东部/南部/中部/北部/西部营收 1.43/0.47/0.82/1.38/2.70 亿元（同比-7.65%/+1.35%/-15.63%/+17.57%/-5.10%）。经销/直销营收 5.02/1.78 亿元（同比-4.80%/+2.92%）。经销商同比净增 774 家至 3560 家，平均经销商营收同比-24.00%至 19.11 万元/家。

毛利率有所下降，费用投放增加。24Q2 毛利率/净利率同比-2.28/-1.87pct 至 35.16%/13.77%。销售费用率/管理费用率/财务费用率同比+2.48/-0.80/+0.35 至 15.96%/3.37%/-1.42%。

3.4. 恒顺醋业：利润有所承压，激励出台增强员工积极性

事件：2024H1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 10.04/0.94/0.81 亿元（同比-11.83%/-24.16%/-30.85%）。2024Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.44/0.38/0.36 亿元（同比+3.36%/-24.06%/-23.57%）。

全品类均有增长，酒类实现高增。24Q2 醋系列/酒系列/酱系列营业收入 3.77/0.83/0.50 亿元（同比+6.79%/+92.72%/+12.14%），收入比重分别为 73.98%/16.22%/9.80%（同比-6.17%/+6.48/-0.31 个百分点）。24Q2 “醋、酒、酱”产品较同期同比均有良好增长。

经销商稳健增长，加大渠道拓展力度。24Q2 公司华东大区/华南大区/华中大区/西部大区/华北大区营业收入为 2.75/0.87/0.96/0.46/0.35 亿元（同比-0.29%/+13.24%/+12.46%/-10.03%/+13.44%），华南/华中/华北大区实现较好增长。24Q2 经销模式/直销模式/外贸模式收入为 5.14/0.13/0.12 亿元（同比+6.62%/-52.59%/-1.28%）。线上/线下收入 0.64/4.75 亿元（同比+3.92%/3.65%）。24Q2 经销商同比净增 98 家至 2095 家，平均经销商规模同比-1.16%至 25.37 万元/家。

利润率有所承压，费用维持稳健。24Q2 公司毛利率/净利率分别同比-4.00/-2.35 个百分点至 32.46%/6.90%。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动 0.07/0.16/-0.06 个百分点至 16.32%/4.50%/-0.17%。

激励出台，拟定中长期目标。公司推出限制性股票激励计划和员工持股计划：1）限制性股票激励计划授予 367 名董监高及相关人员 591.72 万股（占总股本 0.54%），授予价格 3.85

元/股；考核目标为：以 23 年为基数，24-26 年利润总额增速不低于 9%/18%/29%，主营收入增速不低于 10%/21%/33%（占比不低于 95%）；24-28 年股份支付费用为 340.70/743.35/561.64/256.04/80.53 万元。2）员工持股计划拟以 5.89 元/股价格受让不超过 1488 人不超过 124.94 万股；实际认购 91 人，认购 9.26 万股（占总股本 0.0083%）；业绩考核目标为以 23 年为基数，24-26 年主营收入增速不低于 10%/21%/33%。

3.5. 天味食品：收入略有承压，利润水平仍较稳定

事件：2024H1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 14.68/2.47/2.10 亿元（同比+2.95%/+18.79%/+17.68%）。2024Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 6.14/0.71/0.63 亿元（同比-6.80%/-10.90%/+6.07%）。

需求较弱影响终端动销，中式菜品调料稳健增长。24Q2 火锅底料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/其他营收 1.98/3.92/0.0001/0.24 亿元（同比-22.94%/+4.75%/-87.36%/-12.17%），其中火锅调料/中式菜品调料占比同比-6.76/+7.01pct。火锅底料下降较多，中式菜品稳健增长。

线上快速增长，经销商数量持续优化。24Q2 东部/南部/西部/北部/中部营收 1.38/0.63/2.16/0.42/1.56 亿元（同-5.77%/+0.42%/+2.44%/-29.21%/-13.45%，中/北部下降较多。线下/线上营收 4.92/1.22 亿元（同比-15.32%/+57.37%），线上实现较高增速。经销商数量同比净减 155 家至 3150 家，平均经销商收入同比-2.17%至 19.50 万元/家。

利润率有所提升，费用下降显著。24Q2 毛利率/净利率同比+2.19/+0.30pct 至 33.33%/12.41%；净利率增幅小于毛利率预计主要系投资净收益减少和研发费用率提升。销售费用率/管理费用率/财务费用率同比-0.72/-1.39/+0.28pct 至 10.70%/6.85%/-0.29%，销售费用和管理费用率均有较大下降，管理费用率下降较多主要系股权支付费用减少。

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；下半年作为传统旺季，火锅底料需求有望复苏。预计 24-26 年营收 33.95/39.10/44.56 亿元，同增 8%/15%/14%；归母净利润为 5.47/6.57/7.71 亿元，同增 20%/20%/17%。

3.6. 日辰股份：业绩稳健增长，餐饮渠道恢复性高增

事件：2024H1 公司营业收入/归母净利润分别为 1.87/0.287 亿元（+15.16%/+20.68%）；2024Q2 公司营业收入/归母净利润分别为 0.96/0.15 亿元（+15.58%/+20.37%）。

24Q2 稳健增长，酱汁类增长提速。24Q2 延续良性增长，产品方面，24Q 公司酱汁类/粉体类/食品添加剂收入 7516/1975/42 万元（同比 25.39%/-9.73%/-53.80%），收入占比分别变动+6.38/-5.73/-0.65 个百分点至 78.84%/20.72%/0.44%。24H1 共销售 1800 多款产品，近三年开发新品销售占比超过 50%，其中酱汁类新增花胶鸡汤料等 400 多款产品；粉体类新增锅包肉调料等 140 多款产品；零售终端新增炒鸡酱等 16 款产品。同时有序推进预制菜和烘焙领域的产品研发储备、合作渠道搭建等工作，预制菜初步开始与知名连锁餐饮客户洽谈合作。

华东高基数下实现较高增速，餐饮渠道增长显著。24Q2 公司华东/华北东北/华中/华南/其他收入分别为 6835/1344/440/467/392/53 万元（同比+19.37%/-3.10%/+9.99%/+3.74%/+60.03%/-15.47%），华东/华南实现较高增长，上海运营中心已投入运营，将作为公司深耕长三角市场的销售管理及研发体验中心，构建长三角销售网络，提升公司销售服务能力。24Q2 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 4767/3411/1075/39/64/1764 万元（同比+37.94%/-2.21%/+14.77%/-14.47%/+23.26%/-0.04%），餐饮/电商增长显著，通过巩固原有餐饮连锁渠道份额，积极开拓潜在渠道和客户，加深与战略客户和国内外知名连锁餐饮企业客户的合作。

毛利率有所下降，费用率优化。24Q2 公司毛利率/净利率分别同比变动-2.49/+0.66 个百分点至 38.05%/16.54%；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动-1.21/-1.52/+0.12 个百分点至 6.96%/7.84%/0.68%，销售费用率下降主要系职工薪酬减少，管理费用率下降主要系股份支付费用/服务费减少。

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。预计 24-26 年营收分别 4.32/5.18/6.20 亿元，同增 20%/20%/20%，归母净利润分别 0.71/0.87/1.06 亿元，同增 26%/23%/22%。

3.7. 宝立食品：收入增长稳健，拟派发年中分红

事件：2024H1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 12.73/1.08/0.99 亿元（同比+12.89%/-34.60%/-10.87%）。2024Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 6.49/0.48/0.47 亿元（同比+10.29%/-46.75%/-14.79%）。公司拟每 10 股派发现金红利 1.5 元，合计派发 6000.15 万元（占 24H1 归母净利润 55.30%）。

B+C 同振，三大品类均良性增长。24Q2 公司复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入 3.01/2.91/0.40 亿元（同比+10.10%/+11.79%/+3.04%），三大品类均实现正增长，B 端市场基本盘稳固，餐饮客户需求增长明显；C 端空刻意面份额继续领先，冲泡意面/迪士尼联名系列新品涌现；新品开发数量同增超 11%，贡献率进一步提升。

华东增长稳健，经销商数量增长较快。24Q2 公司华东/华南/华北/华中/东北/西南/西北/境外收入分别为 5.13/0.25/0.44/0.17/0.16/0.08/0.04/0.05 亿元（同比+16.57%/-14.11%/-25.23%/+1.40%/+3.60%/+46.28%/+76.84%/+9.36%），华东稳健增长，西南/西北实现高增速。24Q2 直销/非直销收入分别为 5.21/1.10 亿元（同比+11.31%/+6.20%）。24Q2 末经销商同比变动+126 家至 445 家，平均经销商收入同比变动-23.87%至 24.83 万元/家，主要系经销商数量增长较快。

利润率有所承压，精细化运作降低费用。24Q2 公司毛利率/净利率分别同比变动-2.38/-6.73 个百分点至 32.10%/8.66%，净利率下降主要系其他收益&资产处置收益减少和资产减值损失增加。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比变动+0.25/-1.38/+0.06 个百分点至 15.06%/2.49%/-0.21%；Q2 公司管理费用率下降较多主要系公司组织形式优化，通过精细化管理提升组织的运作质量。

投资建议：我们认为复调受益于 B 端复苏以及新品推出节奏加快，有望延续增势；轻烹业务亦有望延续增长态势。预计 24-26 年营收为 26.74/30.09/33.65 亿元，同增 13%/13%/12%；归母净利润为 2.31/2.68/3.05 亿元，同比-23%/+16%/+14%。

3.8. 涪陵榨菜：业绩有所承压，提质增效仍有可期

事件：2024H1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 13.06/4.48/4.25 亿元（同比-2.32%/-4.74%/-1.62%）。2024Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.57/1.77/1.66 亿元（同比-3.37%/-15.58%/-11.85%）。

稳榨菜思路贯彻，榨菜销量实现正增。24H1 公司榨菜/泡菜/萝卜收入分别为 11.18/1.29/0.24 亿元（同比+0.49%/-6.24%/-39.42%），稳榨菜思路得以贯彻；销量分别为 6.00/0.77/0.14 万吨（同比+3.45%/+16.67%/-53.33%），费投加大后榨菜/泡菜销量实现正增；吨价分别为 1.86/1.68/1.71 万元/吨（同比-2.86%/-19.64%/+29.81%）。

经销商优化提质，出口增长较好。24H1 公司华南/华东/华中/华北/中原/西北/西南/东北/出口收入为 3.63/2.10/1.65/1.48/1.20/1.01/1.17/0.54/2.76 亿元（同比+9.12%/-10.01%/-4.55%/+3.21%/-10.71%/-16.37%/-9.00%/+12.71%/+25.01%），华南/华北/东北/出口销售实现良好增长。24H1 经销/直销收入分别为 12.38/0.67 亿元（同比

-1.59%/-13.57%)。24H1 经销商同比变动-298 家至 2815 家，主要系为严管价格/整顿秩序优化经销商，平均经销商收入同比变动+8.06%至 46.34 万元/家，经销商质量得以提高。

毛利率受成本下降影响提升，费用投放加大。24Q2 毛利率/净利率同比+0.38/-4.58pct 至 49.18%/31.68%，毛利率提升主要系青菜头及榨菜半成品收购价下降，净利率下降系费投加大和投资净收益减少。销售费用率/管理费用率/财务费用率同比+2.74/+0.56/+0.18pct 至 12.09%/3.95%/-3.85%，销售费用提升较多主要系加大费用投放（地推+户外广告）。

投资建议：产品上，稳榨菜初显成效，榨菜/下饭菜有望持续增长；渠道上餐饮持续推进，有望继续贡献增量，看好下半年新青菜头投放后利润弹性释放。预计 24-26 年营收为 26.49/29.21/31.99 亿元，同增 8%/10%/10%；归母净利润为 9.11/10.12/11.17 亿元，同增 10%/11%/10%。

3.9. 安琪酵母：海外延续高增长，利润率恢复性增长

事件：24H1 公司收入/归母净利润分别为 71.75/6.91 亿元（同比+6.86%/+3.21%）。24Q2 收入/归母净利润分别为 36.92/3.72 亿元（同比+11.30%/+17.26%）。

酵母业务稳健增长，新产品开发上市。24Q2 公司酵母及深加工/制糖/包装类产品/其他收入 26.70/1.90/0.95/7.10 亿元（同比 12.24%/-40.07%/-17.05%/+46.42%），收入占比分别同比 +0.66/-4.43/-0.89/+4.66 个百分点至 72.85/5.17%/2.60%/19.38%。公司上半年发酵总产量达到 20.4 万吨，同比增长 115%。酵母主业保持增长态势，制糖业务和包装类业务有所下降。新产品开发方面，耐冷冻干酵母、满易先系列、传统白酒酒曲等产品完成开发并上市，持续加大对高核酸、酵母蛋白、植物蛋白胨等新产品应用推广力度，努力打造新产品增长点，持续增强公司产品竞争力。

国外业务保持较高增速，经销商数量快速增长。24Q2 公司国内/国外收入分别为 22.11/14.54 亿元（同比+6.64%/+19.01%），海外方面加快注册海外营销子公司，聘用本土化销售人员，维持较高增速。24Q2 线下/线上收入分别为 24.70/11.95 亿元（同比+13.04%/+7.65%）。24Q2 末经销商同比增加 1912 家至 23237 家，其中国内/国外分别同比增加 1310/602 家至 175495688 家，24Q2 平均经销商收入分别同比变动-1.32%/+6.41%至 12.60/25.6 万元/家。经销商数量延续快速增长，平均收入有所提升。

利润率恢复性增长，费用率有所提升。24Q2 公司毛利率/净利率分别同比变动+0.28/+0.36 个百分点至 23.92%/10.26%。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比 +0.56/-0.33/+0.63%个百分点至 5.49%/3.13%/-0.14%。财务费用率提升主要系利息费用增加所致。我们认为期间费用率提升下净利率增长仍高于毛利率增长主要系收到的与收益相关的政府补助增加。

投资建议：我们仍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。预计 24-26 年公司收入分别为 149.67/164.93/181.65 亿元，同比增长 10%/10%/10%；归母净利润分别为 13.27/14.57/15.76 亿元，同比增长 5%/10%/8%。

4. 投资建议

整体看 24Q2 业绩稳健增长，增速环比放缓，但利润弹性持续释放。年中部分调味品企业继续推出股权激励计划，提振市场信心。展望下半年，我们认为需求或平稳，在成本下降趋势下，利润弹性或将释放。我们建议关注 2 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：中炬高新、涪陵榨菜。

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	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