

## 目 录

---

1. 调味品板块：24Q 需求环比走弱，加大投入影响利润率.....	8
2. 乳制品：24H1 总营收下滑，Q2 单季盈利承压 .....	19
3. 休闲食品：整体收入有所承压，单品型公司表现更稳健.....	29
4. 投资建议.....	42
5. 风险提示.....	42

## 图目录

---

图 1	调味品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况.....	8
图 2	调味品板块上市公司 2018 年以来扣非归母净利润情况.....	8
图 3	调味品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况.....	11
图 4	调味品行业成本指数走势（2015.1-2024.7）.....	12
图 5	主要包材、原材料价格走势（元/吨，2015.4-2024.7）.....	12
图 6	菜籽油、辣椒价格走势（2019.1-2024.8）.....	12
图 7	涪陵榨菜青菜头收购价格（元/吨，2022-2024）.....	12
图 8	调味品板块上市公司 2018 年以来销售费用率.....	14
图 9	调味品板块上市公司 2018 年以来管理费用率.....	14
图 10	调味品板块上市公司 2018 年以来财务费用率.....	14
图 11	调味品板块上市公司 2018 年以来期间费用率.....	14
图 12	调味品板块上市公司 2018 年以来扣非归母净利率情况.....	18
图 13	乳制品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况.....	20
图 14	乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利润情况.....	20
图 15	乳制品板块上市公司 2017 年以来毛利率情况.....	22
图 16	国内主产区原奶价格及同比增速.....	22
图 17	恒天然原奶价格及同比增速.....	22
图 18	乳制品板块上市公司 2017 年以来销售费用率.....	24
图 19	乳制品板块上市公司 2017 年以来管理费用率.....	24
图 20	乳制品板块上市公司 2017 年以来期间费用率.....	24
图 21	调乳制品板块上市公司 2017 年以来归母净利率情况.....	27
图 22	休闲食品上市公司（A 股）2017 年以来营业总收入情况.....	30
图 23	休闲食品上市公司（A 股）2017 年以来归母净利润情况.....	30
图 24	休闲食品上市公司（A 股）中单品型公司 2017 年以来毛利率情况.....	32
图 25	休闲食品上市公司（A 股）中渠道型公司 2017 年以来毛利率情况.....	32
图 26	休闲食品主要包材、原材料价格走势.....	33
图 27	休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来销售费用率.....	35
图 28	休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来销售费用率.....	35
图 29	休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来管理费用率.....	35

图 30	休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来管理费用率.....	35
图 31	休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来研发费用率.....	35
图 32	休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来研发费用率.....	35
图 33	休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来期间费用率.....	36
图 34	休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来期间费用率.....	36
图 35	休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来归母净利率情况.....	39
图 36	休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来归母净利率情况.....	39

# 表目录

---

表 1	调味品板块上市公司营业收入及同比增速情况	10
表 2	调味品板块上市公司毛利率及同比变动情况	12
表 3	调味品板块上市公司销售费用率及同比变动情况	15
表 4	调味品板块上市公司管理费用率及同比变动情况	15
表 5	调味品板块上市公司期间费用率及同比变动情况	16
表 6	调味品板块重点上市公司广告促销费用率情况	16
表 7	调味品板块上市公司归母净利率及同比变动情况	18
表 8	调味品板块上市公司现金流情况	19
表 9	调味品行业可比公司估值表	19
表 10	乳制品板块上市公司营业收入及同比增速情况	21
表 11	乳制品板块上市公司毛利率情况	23
表 12	乳制品板块上市公司销售费用率情况	25
表 13	乳制品板块上市公司管理费用率情况	25
表 14	乳制品板块上市公司期间费用率情况	26
表 15	乳制品板块重点上市公司广告促销费用率情况	26
表 16	乳制品板块上市公司归母净利率情况	28
表 17	乳制品上市公司（A 股）现金流情况（2024H1 年以及 24Q2）	29
表 18	乳制品行业可比公司估值表	29
表 19	休闲食品上市公司（A 股）营业总收入及同比增速情况（2024H1 以及 24Q2）	31
表 20	休闲食品上市公司（A 股）毛利率情况（24H1 以及 24Q2）	33
表 21	休闲食品上市公司（A 股）广告宣传类费用率/销售人员职工薪酬费用率情况（2024H1）	37
表 22	休闲食品上市公司（A 股）销售/管理/期间费用率情况（2024H1 以及 24Q2）	37
表 23	休闲食品上市公司（A 股）期间费用率情况	38
表 24	休闲食品上市公司（A 股）归母净利率情况（2024H1 年以及 24Q2）	40
表 25	休闲食品上市公司（A 股）合同负债/预收账款以及存货情况（2024H1）	41
表 26	休闲食品上市公司（A 股）现金流情况（2024H1 年以及 24Q2）	41

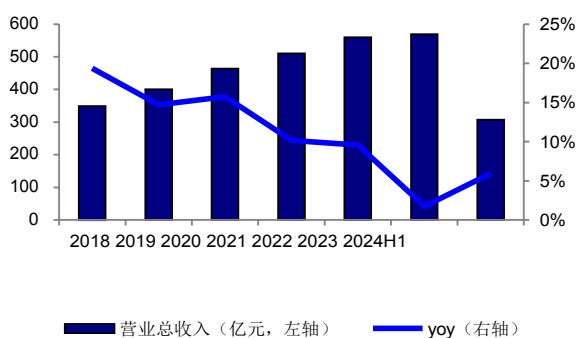
表 27	休闲食品行业可比公司估值表（截止 2024/9/18）	42
------	-----------------------------	----

## 1. 调味品板块：24Q 需求环比走弱，加大投入影响利润率

24H1 调味品板块上市公司总计收入/扣非归母净利润分别同比+5.92%/+7.11%至 307.77/53.5 亿元。单季度看，24Q1、24Q2 收入增速分别为 6.61%、5.15%，扣非归母净利润增速分别为 10.82%、2.51%。24Q1 受益于春节旺季销售，板块收入实现稳健增长，24Q2 因为淡季需求偏弱，收入增速环比 Q1 走弱。

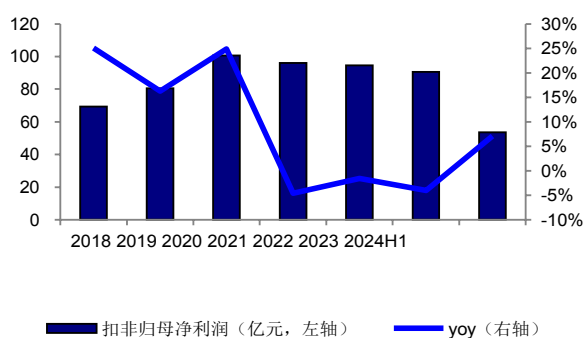
具体各细分板块看，酱油板块收入承压，仅有海天实现正增长；食醋板块，恒顺因为内部仍处于改革调整期，24Q2 表现明显承压；复调板块，日辰、宝立依靠大 B 渠道恢复，24Q2 取得了较快增长；安琪酵母国内相对承压，但依靠海外较快增长，24Q2 整体实现了较快增长；涪陵榨菜因为定位中高端，需求相对承压，同时公司进行渠道库存去化，24Q2 表现承压。

图1 调味品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况



资料来源：，

图2 调味品板块上市公司 2018 年以来扣非归母净利润情况



资料来源：，

### 24Q2 营收增长表现环比走弱，龙头海天相对稳健

具体看各细分子板块的收入表现，24H1 增速（Q1 增速、Q2 增速）分别为酱油 7.07%（9.89%、3.83%）、食醋-11.83%（-24.89%、3.36%）、复合调味品 7.81%（13.24%、2.16%）、酵母 6.87%（2.53%、11.31%）、榨菜-2.32%（-1.53%、-3.37%）。

#### ➤ 酱油：海天表现稳健，彰显龙头优势

①海天味业：24H1 增速（Q1 增速、Q2 增速）为 9.18%（10.21%、7.98%），24H1 各产品增速为酱油（6.85%）、调味酱（8.55%）、蚝油（5.71%）、其他（22.31%）。24H1、Q2 海天收入表现均优于酱油子板块，其中其他产品表现尤为亮眼，也彰显龙头经营韧性。公司正在积极丰富产品矩阵、推进渠道变革，强化在产品 and 渠道端的竞争力。另外公司也推出了 2024-2028 年员工持股计划，内部动力有望得以提升。

②中炬高新：24H1 增速（Q1 增速、Q2 增速）为-1.35%（8.64%、-11.96%），24H1 各产品增速为酱油（-3.71%）、鸡精鸡粉（-0.12%）、食用油（10.09%）、其他（-14.52%）。24Q2 表现显著弱于酱油子板块，我们认为主要系公司正处在内部变革期，改革阵痛影响了短期业绩表现。24 年作为公司战略期的开局和蓄势之年，公司启动了营销变革、研发创新、运营优化、数字化建设、组织能力提升等战略举措，期待后续改革成效显现。

③千禾味业：24H1 增速（Q1 增速、Q2 增速）为 3.78%（9.28%、-2.53%），24H1 各产品增速为酱油（3.5%）、食醋（-8%）。24Q2 表现弱于酱油子板块，主要系去年同期基数较高（23Q2 收入增速为 33.76%），另外也受到行业竞争

加剧影响。公司也在积极强化营销网络建设，加快渠道开发，期待后续经营改善。

➤ **食醋：恒顺仍处调整期**

**恒顺醋业**：24H1 增速（Q1 增速、Q2 增速）为-11.83%（-24.89%、3.36%），24H1 各产品增速为醋系列（-7.14%）、酒系列（+3.49%）、酱系列（-24.19%）。24Q2 表现承压，我们认为主要系内部仍处于改革调整期。公司在 7 月份推出了股权激励计划，24 年主营业务收入增速的考核目标为不低于 10%，下半年表现值得期待。

➤ **复合调味品：定制复调表现更优**

①**天味食品**：24H1 增速（Q1 增速、Q2 增速）为 2.95%（11.34%、-6.8%），24H1 各产品增速为火锅调料（-10.15%）、中式菜品调料（11.62%）、香肠腊肉（21.43%）。24Q2 表现弱于复调子板块，我们认为主要系火锅调料、中式菜品调料等较为可选，受外部消费疲软、市场竞争的冲击较大，同时 Q2 属于火锅底料淡季，动销也受到一定影响，H2 随着旺季到来，底料有望重拾增长。

②**日辰股份**：24H1 增速（Q1 增速、Q2 增速）为 15.16%（14.73%、15.58%），24H1 各主要渠道增速为餐饮（26.23%）、食品加工（7.24%）、品牌定制（7.95%）。餐饮渠道增速较快，我们预计主要系公司在巩固原有餐饮连锁渠道和食品加工渠道的市场份额的同时，积极开拓潜在渠道和客户，并取得一定成效。

③**宝立食品**：24H1 增速（Q1 增速、Q2 增速）为 12.89%（15.72%、10.29%），24H1 各产品增速为复合调味料（18.3%）、轻烹解决方案（8.82%）、饮品甜点配料（1.88%）。按照 B、C 端市场分类，24H1 公司在 B 端市场基本盘稳固，餐饮客户需求增长明显。新品角度，24H1 公司新品开发数量同比增长超 11%，对业绩的贡献率进一步提升。

➤ **酵母：安琪海外增速亮眼**

**安琪酵母**：24H1 增速（Q1 增速、Q2 增速）为 6.87%（2.53%、11.31%），24H1 酵母及深加工产品收入增速为 8.85%。分市场来看，国外增速 17.89%、国内增速 0.89%，国外显著优于国内，我们认为部分原因为公司灵活调整了国外市场策略，加快注册海外营销子公司，聘用本土化销售人员，经营效益得以提升。

➤ **榨菜：需求承压、库存去化**

**涪陵榨菜**：24H1 增速（Q1 增速、Q2 增速）为-2.32%（-1.53%、-3.37%），24H1 各产品增速为榨菜（0.49%）、萝卜（-39.42%）、泡菜（-6.24%）、其他产品（-25.94%）。24Q2 业绩承压，我们认为主要系消费疲软环境下，公司榨菜定位中高端，需求相对承压，同时公司进行渠道库存去化，一定程度也影响了出货表现。

表 1 调味品板块上市公司营业收入及同比增速情况

证券简称	营业总收入 (亿元)			同比增速		
	24H1	24Q2	24Q1	24H1	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>						
海天味业	141.56	64.62	76.94	9.18%	7.98%	10.21%
中炬高新	26.18	11.34	14.85	-1.35%	-11.96%	8.64%
千禾味业	15.89	6.94	8.95	3.78%	-2.53%	9.28%
合计	183.63	82.90	100.73	7.07%	3.83%	9.89%
<b>食醋</b>						
恒顺醋业	10.04	5.44	4.60	-11.83%	3.36%	-24.89%
<b>复合调味品</b>						
天味食品	14.68	6.14	8.53	2.95%	-6.80%	11.34%
日辰股份	1.87	0.96	0.92	15.16%	15.58%	14.73%
宝立食品	12.73	6.49	6.24	12.89%	10.29%	15.72%
合计	29.29	13.59	15.69	7.81%	2.16%	13.24%
<b>酵母</b>						
安琪酵母	71.75	36.92	34.83	6.87%	11.31%	2.53%
<b>榨菜</b>						
涪陵榨菜	13.06	5.57	7.49	-2.32%	-3.37%	-1.53%
板块合计	307.77	144.43	163.34	5.92%	5.15%	6.61%

资料来源：，

## 24Q2 毛利率延续提升，酱油板块提升更为显著

成本端，因为大豆、包材等部分原材料成本下降，24H1 调味品板块整体毛利率同比+0.55pct 至 34.37%，Q1、Q2 分别同比+0.45pct、+0.64pct。

具体看各细分子板块的毛利率表现，24H1 同比变化幅度（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）分别为酱油 1.21pct（0.85pct、1.6pct）、食醋 0.83pct（6.29pct、-4pct）、复合调味品 0.39pct（0.58pct、-0.12pct）、酵母-0.25pct（-0.74pct、0.28pct）、榨菜-2.19pct（-4.17%、0.38pct）。

### ➤ 酱油：成本下降，中炬毛利率提升最为显著

①海天味业：24H1 毛利率同比 0.95pct（1Q+0.38pct、2Q+1.6pct），Q2 延续 Q1 提升态势，主要系原材料成本下降，同时公司进行提质增效也有一定贡献。

②中炬高新：24H1 毛利率同比+4.68pct（1Q+5.57pct、2Q+3.64pct），Q2 延续 Q1 提升态势，主要系原材料成本下降、产品结构优化所致。

③千禾味业：24H1 毛利率同比-2.68pct（1Q-3.07pct、2Q-2.28pct），Q2 延续 Q1 下降态势，我们预计主要系需求疲软背景下，公司加大促销所致，同时产品结构变化也有一定影响。

### ➤ 食醋：恒顺促销力度加大，影响毛利率

恒顺醋业：24H1 毛利率同比+0.83pct（1Q+6.29pct、2Q-4pct），其中 Q2 毛利率下降 4pct，我们预计主要系产品结构变化所致，同时市场需求疲软，公司或加大了一定促销力度，对毛利率亦有一定影响。

### ➤ 复合调味品：成本下降，天味毛利率提升明显



①天味食品：24H1 毛利率同比+3.33pct（1Q+3.44pct、2Q+2.19pct），Q2 延续 Q1 提升态势，主要系原材料成本下降、产品结构变化所致。②日辰股份：24H1 毛利率同比-1.48pct（1Q-0.43pct、2Q-2.49pct），Q2 延续 Q1 下降态势，我们预计主要系产品结构变化所致。③宝立食品：24H1 毛利率同比-2.7pct（1Q-3.05pct、2Q-2.38pct），Q2 延续 Q1 下降态势，我们预计主要系产品结构变化、促销力度加大影响。

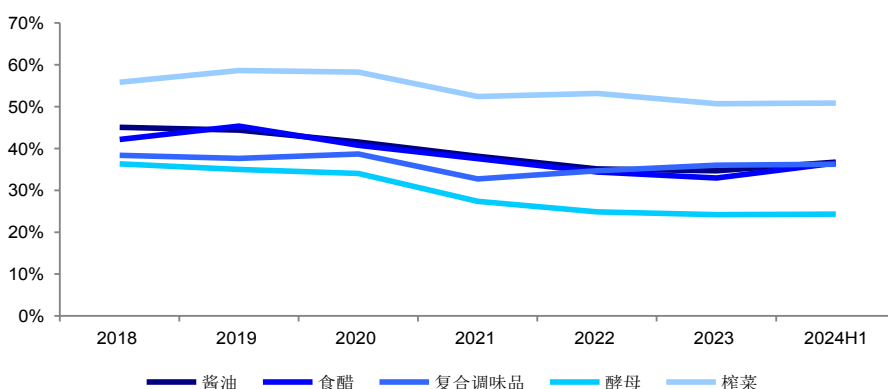
➤ 酵母：糖蜜成本下降，安琪毛利率迎来改善

安琪酵母：24H1 毛利率同比-0.25pct（1Q-0.74pct、2Q+0.28pct），单 Q2 毛利率同比提升，我们预计主要系糖蜜成本下降所致。

➤ 榨菜：青菜头价格下降，毛利率开始修复

涪陵榨菜：24H1 毛利率同比-2.19pct（1Q-4.17pct、2Q+0.38pct），单 Q2 毛利率同比提升，我们预计主要系逐步使用低价青菜头（24 年采购的青菜头及榨菜半成品，价格同比分别下降约 32%和 26%）影响所致，同时产品结构变化也有一定影响。

图3 调味品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况



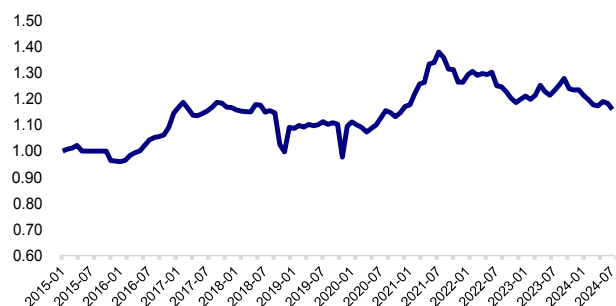
资料来源：，

成本端，酱油行业主要原材料大豆、白砂糖、塑料瓶、玻璃瓶、纸箱等，2024Q2 大豆、白砂糖、塑料瓶、玻璃瓶价格同比 23Q2 均有一定下降。

川调为主的复合调味品行业，24Q2 成本也有一定下降，其中辣椒价格同比-12.48%。

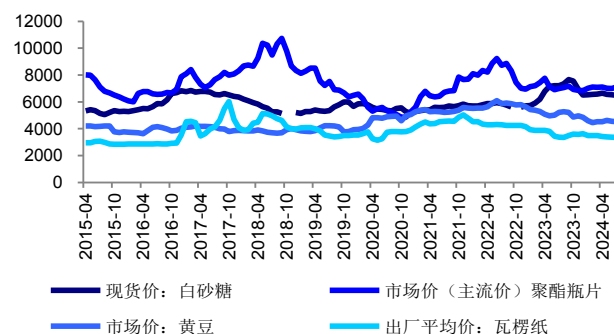
另外，据2023.3.29、2024.4.7 涪陵榨菜投资者关系活动记录表披露，涪陵榨菜 2022、2023、2024 年收购青菜头的平均价格分别为 800 元/吨、1100 元/吨、800 元/吨。

图4 调味品行业成本指数走势 (2015.1-2024.7)



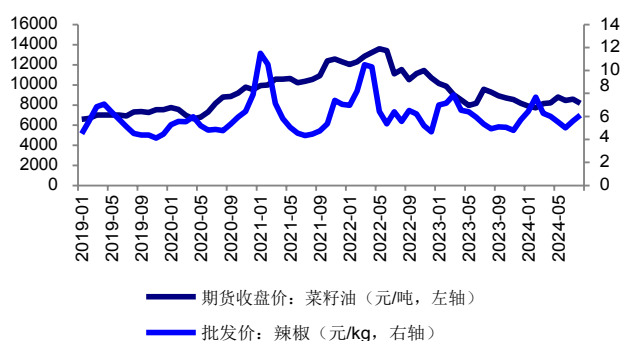
资料来源：wind,

图5 主要包材、原材料价格走势 (元/吨 · 2015.4-2024.7)



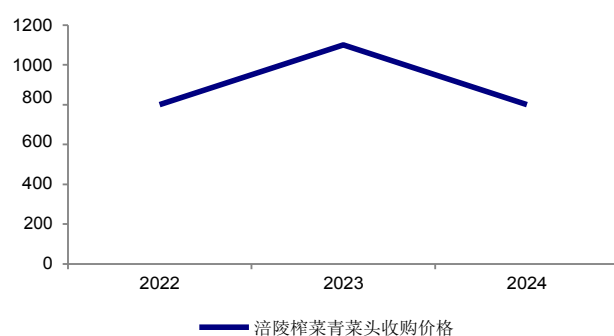
资料来源： ,

图6 菜籽油、辣椒价格走势 (2019.1-2024.8)



资料来源：wind,  
资料来源：

图7 涪陵榨菜青菜头收购价格 (元/吨 · 2022-2024)



2023.3.29、2024.4.7 涪陵榨菜投资者关系活动记录,  
录,

表2 调味品板块上市公司毛利率及同比变动情况

证券简称	毛利率			同比变动 ( pct )		
	24H1	24Q2	24Q1	24H1	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>						
海天味业	36.86%	36.33%	37.31%	0.95	1.60	0.38
中炬高新	36.63%	36.17%	36.98%	4.68	3.64	5.57
千禾味业	35.61%	35.16%	35.96%	-2.68	-2.28	-3.07
合计	36.72%	36.21%	37.14%	1.21	1.60	0.85
<b>食醋</b>						
恒顺醋业	36.55%	32.46%	41.38%	0.83	-4.00	6.29
<b>复合调味品</b>						
天味食品	39.56%	33.33%	44.05%	3.33	2.19	3.44
日辰股份	38.16%	38.05%	38.28%	-1.48	-2.49	-0.43
宝立食品	32.07%	32.10%	32.04%	-2.70	-2.38	-3.05
合计	36.21%	33.07%	38.94%	0.39	-0.12	0.58
<b>酵母</b>						
安琪酵母	24.28%	23.92%	24.66%	-0.25	0.28	-0.74
<b>榨菜</b>						
涪陵榨菜	50.86%	49.18%	52.11%	-2.19	0.38	-4.17
板块合计	34.37%	33.13%	35.46%	0.55	0.64	0.45

## 24Q2 加大市场投入 · 销售费用率提升明显

24H1 调味品板块整体期间费用率同比+0.59pct 至 13.02%，Q1、Q2 分别同比-0.26pct、1.55pct，Q2 环比提升显著。分类来看，24H1 销售费用率同比（Q1 同比变化幅度、Q2 同比变化幅度）为+0.49pct（-0.14pct、1.2pct），24H1 管理费用率同比（Q1 同比变化幅度、Q2 同比变化幅度）为-0.13pct（-0.17pct、-0.08pct）。24Q2 板块销售费用率提升明显，我们预计或与市场需求疲弱，相关公司加大了市场投入有关；同时 24Q2 管理费用率略有下降，我们预计或与相关公司进行降本增效、内部挖潜有关。

具体看各细分子板块的期间费用率表现，24H1 同比变化幅度（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）分别为酱油 0.97pct（-0.31pct、2.52pct）、食醋 3.82pct（7.46pct、0.17pct）、复合调味品-0.49pct（0.04pct、-1.15pct）、酵母 0.4pct（0.54pct、0.29pct）、榨菜-2.18pct（-6.51%、3.53pct）。

### ➤ 酱油：推进改革 · 中炬费用率提升明显

①海天味业：24H1 销售费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为 0.62pct（0.27pct、1.03pct），Q2 提升明显，销售费用率略有提升，主要系人工、广告及推广支出增加所致。

②中炬高新：24H1 销售费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为 2.31pct（-0.85pct、6.43pct），Q2 提升明显，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。24H1 管理费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为 0.46pct（-0.38pct、1.59pct），Q2 提升明显，主要系薪酬支出以及咨询费用等支出增加。

③千禾味业：24H1 销售费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为 0.84pct（0.08pct、1.78pct），Q2 提升明显，主要系人员费用增加。24H1 管理费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为-0.97pct（-1.15pct、-0.74pct），Q2 延续 Q1 下降态势，主要系限制性股权激励费用减少所致。

### ➤ 食醋：加大促销 · 恒顺销售费用率提升

恒顺醋业：24H1 销售费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为 2.46pct（4.61pct、0.07pct），Q2 销售费用率维持在 Q1 较高水平，主要系收入增长较慢，同时促销费用增加所致；24H1 管理费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为 1.46pct（2.97pct、0.15pct），Q2 管理费用率维持在 Q1 较高水平，主要系收入增长较慢，同时人员费用等增加所致。

### ➤ 复合调味品：定制复调费用率下降明显

①天味食品：24H1 销售费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为 1.12pct（2.18pct、-0.72pct），Q2 环比 Q1 控费明显，24H1 提升明显主要系广告及市场费用投入增加。24H1 管理费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为-0.96pct（-0.9pct、-0.78pct），Q2 延续 Q1 下降态势，主要系股权激励费用减少影响。

②日辰股份：24H1 销售费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为-0.38pct（0.49pct、-1.21pct），Q2 环比 Q1 控费明显。24H1 管理费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为-1.92pct（-1.87pct、-1.96pct），Q2 延续 Q1 下降态势，主要系股份支付费用减少影响。

③宝立食品：24H1 销售费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为

-0.47pct (-1.24pct、0.25pct)，Q2 略有提升。24H1 管理费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为-0.98pct (-0.77pct、-1.14pct)，Q2 延续 Q1 下降态势，我们预计主要系规模效应显现，同时公司加强费用管控力度所致。

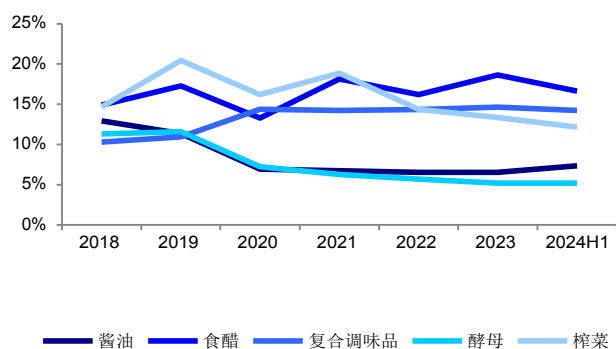
➤ 酵母：安琪整体费用率稳定

安琪酵母：24H1 销售费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为 0.1pct (-0.37pct、0.56pct)，Q2 略有提升。

➤ 榨菜：同期基数较低，销售费用率提升明显

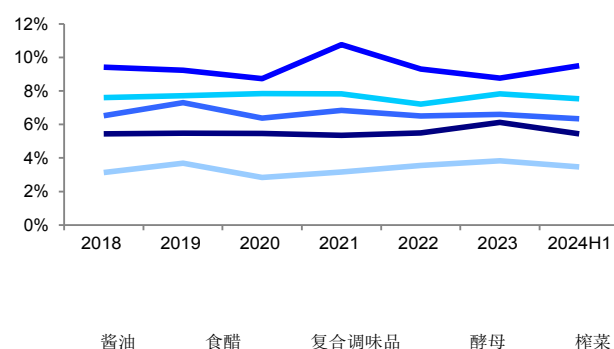
涪陵榨菜：24H1 销售费用率同比变化（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）为-2.02pct (-5.63pct、2.74pct)，24H1 下降明显，主要系品牌宣传费减少影响，Q2 提升明显主要系同期基数较低。

图8 调味品板块上市公司 2018 年以来销售费用率



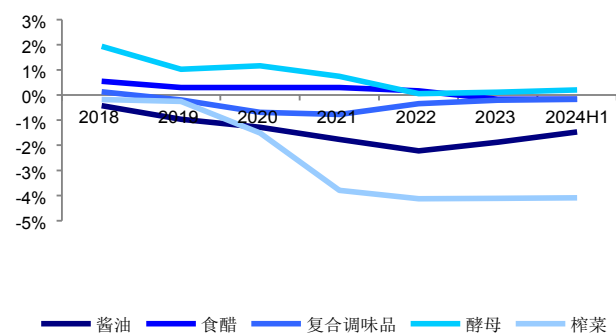
资料来源：，

图9 调味品板块上市公司 2018 年以来管理费用率



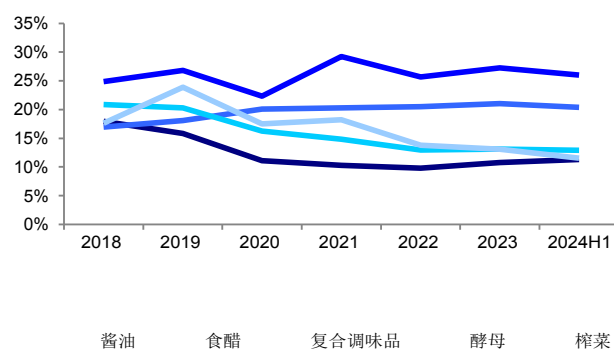
资料来源：，

图10 调味品板块上市公司 2018 年以来财务费用率



资料来源：，

图11 调味品板块上市公司 2018 年以来期间费用率



资料来源：，

表 3 调味品板块上市公司销售费用率及同比变动情况

证券简称	销售费用率			同比变动 ( pct )		
	24H1	24Q2	24Q1	24H1	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>						
海天味业	6.00%	6.60%	5.50%	0.62	1.03	0.27
中炬高新	10.80%	14.83%	7.73%	2.31	6.43	-0.85
千禾味业	13.63%	15.96%	11.82%	1.10	2.48	0.12
合计	7.35%	8.51%	6.39%	0.84	1.78	0.08
<b>食醋</b>						
恒顺醋业	16.64%	16.32%	17.02%	2.46	0.07	4.61
<b>复合调味品</b>						
天味食品	14.37%	10.70%	17.02%	1.12	-0.72	2.18
日辰股份	7.52%	6.96%	8.11%	-0.38	-1.21	0.49
宝立食品	14.96%	15.06%	14.85%	-0.47	0.25	-1.24
合计	14.19%	12.52%	15.64%	0.35	-0.20	0.73
<b>酵母</b>						
安琪酵母	5.18%	5.49%	4.84%	0.10	0.56	-0.37
<b>榨菜</b>						
涪陵榨菜	12.16%	12.09%	12.21%	-2.02	2.74	-5.63
板块合计	8.00%	8.55%	7.51%	0.49	1.20	-0.14

资料来源：，

表 4 调味品板块上市公司管理费用率及同比变动情况

证券简称	管理费用率			同比变动 ( pct )		
	24H1	24Q2	24Q1	24H1	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>						
海天味业	4.53%	5.14%	4.02%	-0.02	0.42	-0.38
中炬高新	10.19%	11.45%	9.24%	0.46	1.59	-0.38
千禾味业	5.59%	5.80%	5.44%	-0.97	-0.74	-1.15
合计	5.43%	6.06%	4.91%	-0.10	0.35	-0.46
<b>食醋</b>						
恒顺醋业	9.50%	8.29%	10.93%	1.46	0.15	2.97
<b>复合调味品</b>						
天味食品	7.27%	8.86%	6.13%	-0.96	-0.78	-0.90
日辰股份	12.37%	11.19%	13.60%	-1.92	-1.96	-1.87
宝立食品	4.38%	4.46%	4.30%	-0.78	-1.12	-0.39
合计	6.34%	6.92%	5.84%	-0.98	-1.14	-0.77
<b>酵母</b>						
安琪酵母	7.52%	7.22%	7.84%	-0.08	-0.90	0.74
<b>榨菜</b>						
涪陵榨菜	3.46%	4.30%	2.83%	0.00	0.61	-0.44
板块合计	6.05%	6.45%	5.70%	-0.13	-0.08	-0.17

资料来源：，

表 5 调味品板块上市公司期间费用率及同比变动情况

证券简称	期间费用率			同比变动 ( pct )		
	24H1	24Q2	24Q1	24H1	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>						
海天味业	8.76%	9.45%	8.19%	0.95	1.95	0.11
中炬高新	21.04%	26.51%	16.86%	2.91	8.38	-1.27
千禾味业	17.89%	20.33%	15.99%	-0.29	2.09	-2.14
合计	11.30%	12.70%	10.16%	0.97	2.52	-0.31
<b>食醋</b>						
恒顺醋业	25.97%	24.43%	27.79%	3.82	0.17	7.46
<b>复合调味品</b>						
天味食品	21.37%	19.26%	22.88%	0.32	-1.22	1.36
日辰股份	20.65%	18.83%	22.54%	-2.12	-3.06	-1.13
宝立食品	19.14%	19.30%	18.97%	-1.17	-0.81	-1.56
合计	20.35%	19.25%	21.31%	-0.49	-1.15	0.04
<b>酵母</b>						
安琪酵母	12.90%	12.57%	13.25%	0.40	0.29	0.54
<b>榨菜</b>						
涪陵榨菜	11.53%	12.54%	10.77%	-2.18	3.53	-6.51
板块合计	13.02%	13.72%	12.41%	0.59	1.55	-0.26

资料来源：，

表 6 调味品板块重点上市公司广告促销费用率情况

证券简称	广告促销费用率	
	24H1	同比变动 ( pct )
<b>酱油</b>		
海天味业	1.47%	0.32
中炬高新	1.59%	-0.03
千禾味业	5.35%	0.23
<b>食醋</b>		
恒顺醋业	1.30%	-5.82
<b>复调味品</b>		
天味食品	6.29%	1.27
日辰股份	2.53%	0.76
宝立食品	12.28%	1.62
<b>酵母</b>		
安琪酵母	1.31%	-0.23
<b>榨菜</b>		
涪陵榨菜	5.20%	-2.66

资料来源：各公司 2024 半年报，

备注：海天味业口径为广告费、中炬高新口径为广告宣传费、千禾味业口径为促销及广告宣传费、恒顺醋业口径为广告费+促销费、天味食品口径为广告及市场费用、日辰股份口径为市场推广费、宝立食品口径为业务宣传及推广费、安琪酵母口径为广告宣传费、涪陵榨菜口径为品牌宣传费+市场推广费

24Q2 整体扣非归母净利率略有下降，龙头海天延续提升

24H1 调味品板块整体扣非归母净利率同比+0.19pct 至 17.38%，Q1、Q2 分别同比+0.71pct、-0.41pct。

具体看各细分子板块的扣非归母净利率表现，24H1 同比变化幅度（Q1 变化幅度、Q2 变化幅度）分别为酱油 0.76pct（1.26pct、0.12pct）、食醋2.23pct（-1.16pct、-2.34pct）、复合调味品 0.02pct（0.12 pct、-0.31pct）、酵母-0.8pct（-1.26pct、-0.3pct）、榨菜 0.23pct（2.54pct、-2.87pct）。

➤ **酱油：成本下降·海天延续修复**

①海天味业：24H1 扣非归母净利率同比+0.58pct（1Q+0.67pct、2Q+0.46pct），Q2 延续 Q1 提升态势，主要系成本下降，毛利率提升所致。②中炬高新：24H1 扣非归母净利率同比+1.8pct（1Q+5.37pct、2Q-2.74pct），Q2 下降明显，主要系公司改革过程中，费用率提升显著影响所致。③千禾味业：24H1 扣非归母净利率同比-1.21pct（1Q-0.74pct、2Q-1.95pct），Q2 延续 Q1 下降态势，主要系规模效应有所下降，同时加大促销、产品结构变化，导致毛利率下降，另外人员费用增加导致销售费用率提升。

➤ **食醋：费用率提升·恒顺下降较多**

恒顺醋业：24H1 扣非归母净利率同比-2.23pct（1Q-1.66pct、2Q-2.34pct），Q2 延续 Q1 下降态势，主要系促销费用增加导致销售费用率提升、人员费用等增加导致管理费用率提升。

➤ **复合调味品：成本下降·天味提升明显**

①天味食品：24H1 扣非归母净利率同比+1.79pct（1Q+1.69pct、2Q+1.24pct），Q2 延续 Q1 提升态势，主要系原材料成本下降、产品结构变化，毛利率提升所致。②日辰股份：24H1 扣非归母净利率同比+1.12pct（1Q+1.04pct、2Q+1.18pct），Q2 延续 Q1 提升态势，主要系股份支付费用减少导致管理费用率下降明显，同时销售费用率也略有下降。③宝立食品：24H1 扣非归母净利率同比-2.08pct（1Q-2.05pct、2Q-2.12pct），Q2 延续 Q1 下降态势，主要系产品结构变化、促销力度加大，毛利率下降所致。

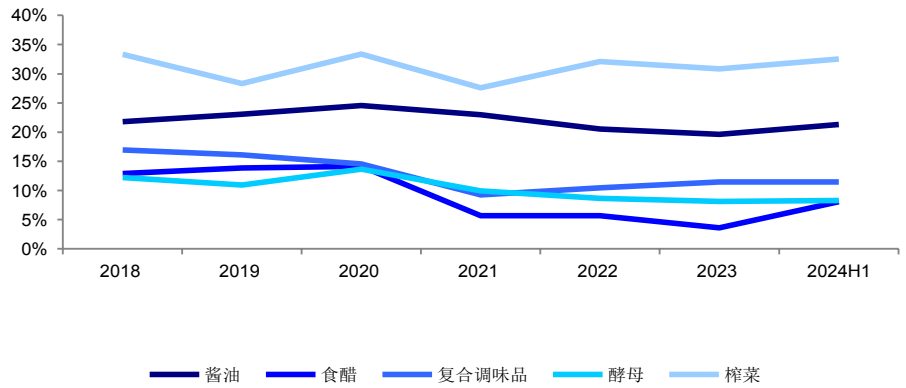
➤ **酵母：毛利率略降·财务费用率提升·安琪略有下降**

安琪酵母：24H1 扣非归母净利率同比-0.8pct（1Q-1.26pct、2Q-0.3pct），Q2 延续 Q1 下降态势，主要系毛利率略有下降、财务费用率略有提升所致。

➤ **榨菜：费用率提升·盈利承压**

涪陵榨菜：24H1 扣非归母净利率同比+0.23pct（1Q+2.54pct、2Q-2.87pct），Q2 下降明显，主要系销售费用率提升较多（23Q2 同期基数较低）所致。

图12 调味品板块上市公司 2018 年以来扣非归母净利率情况



资料来源： ，

表 7 调味品板块上市公司归母净利率及同比变动情况

证券简称	归母净利率			同比变动 ( pct )		
	24H1	24Q2	24Q1	24H1	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>						
海天味业	23.49%	22.67%	24.18%	0.58	0.46	0.67
中炬高新	12.96%	9.07%	15.94%	1.80	-2.74	5.37
千禾味业	15.50%	13.63%	16.95%	-1.21	-1.95	-0.74
合计	21.30%	20.06%	22.32%	0.76	0.12	1.26
<b>食醋</b>						
恒顺醋业	8.11%	6.63%	9.86%	-2.23	-2.34	-1.66
<b>复合调味品</b>						
天味食品	14.30%	10.26%	17.22%	1.79	1.24	1.69
日辰股份	14.63%	15.99%	13.22%	1.12	1.18	1.04
宝立食品	7.79%	7.21%	8.39%	-2.08	-2.12	-2.05
合计	11.49%	9.20%	13.47%	0.02	-0.31	0.12
<b>酵母</b>						
安琪酵母	8.31%	8.16%	8.46%	-0.80	-0.30	-1.26
<b>榨菜</b>						
涪陵榨菜	32.53%	29.78%	34.57%	0.23	-2.87	2.54
板块合计	17.38%	15.86%	18.73%	0.19	-0.41	0.71

资料来源： ，

### 24Q2 经营性净现金增长显著

24H1 调味品板块上市公司总计经营性净现金流/销售回款分别同比-29.4%/-2.77%至 27.7/301.99 亿元。单季度来看，经营性净现金流 24Q1、24Q2 增速分别为-129.46%、31.6%，销售回款增速分别为-8.2%、3.07%。



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/496030044225010232>