



底料川调齐发力, 川香龙头启航全国

投资要点

- 核心观点:** 复合调料行业市场规模大, 增速可观, 其中火锅底料和中式复合调味料是增速最快的两个细分行业, 且目前复合调味品行业无明显龙头, 天味食品是行业内综合实力较强的公司, 未来成长空间广阔, 预计公司未来三年有望实现归母净利润年均 27% 的复合增长。
- 复合调料行业市场规模大, 集中度低, 龙头成长空间广阔。** 1、2018 年复合调味料市场规模为 1091 亿元, 2013-2018 年 CAGR 为 16%, 预计 2020 年行业规模将达到 1488 亿。2、对 B 端餐饮企业而言, 复合调料迎合了健康化和规模化的趋势, 更好地保证食品安全; 对 C 端消费者而言, 复合调料方便快捷、口感丰富, 解决烹饪痛点。3、复合调料行业集中度低, 龙头市场份额待提升, 以火锅底料为例, CR5 约为 31%, 龙头企业成长空间广阔。
- 火锅底料、川菜调料同步发力, 巩固传统经销渠道、拓展餐饮渠道。** 1、产品端: 公司产品种类多元, 包括 9 大类 100 多个品种, 以中高端主导, 价格梯度明显; 新品研发能力强, 今年共推出 13 种新品, 获市场追捧录得较好销售业绩, 产品力强。2、品牌端: 公司目前拥有“大红袍”、“好人家”和“天车”等颇具影响力的品牌, “大红袍”主打火锅底料, “好人家”主打鱼系列等川菜调料, “天车”主要针对香辣酱等, 极具地方特色。3、渠道端: 在消费者渠道, 公司深耕多年, 开发出手工火锅底料和鱼调料等战略大单品, C 端先发优势明显; 在餐饮渠道, 经长期持续培育, 定制餐调业务发展迅猛。
- 公司未来持续提升品牌力, 定制餐调业务发展可期。** 公司将重点打造“好人家”品牌, 产品结构有望优化升级, 继续坚持大单品战略, 目前公司正在积极研发菌汤底料、十三香小龙虾调料等新品, 有望打造下一个销量爆款。在餐饮渠道领域, 公司继续深耕培育大客户, 未来将在保证毛利率基础上加快拓展定制餐调业务。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年营业收入将保持 22% 的复合增长率, 归母净利润将保持 27% 的复合增长率, 未来三年 EPS 分别为 0.79 元、1.03 元、1.32 元, 对应的 PE 分别为 60X、46X、36X, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动; 渠道拓展不及预期; 食品安全风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1412.86	1706.92	2125.62	2594.38
增长率	32.56%	20.81%	24.53%	22.05%
归属母公司净利润(百万元)	266.61	326.96	427.48	546.24
增长率	45.05%	22.64%	30.74%	27.78%
每股收益 EPS(元)	0.65	0.79	1.03	1.32
净资产收益率 ROE	23.42%	23.52%	24.86%	25.55%
PE	73	60	46	36
PB	17.17	10.40	8.85	7.44

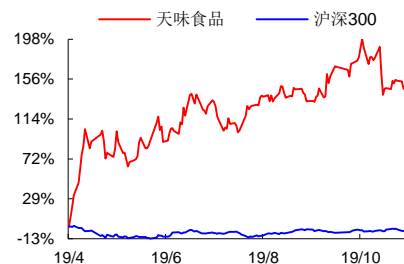
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 周金菲
执业证号: S1250519080002
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.13
流通 A 股(亿股)	0.41
52 周内股价区间(元)	19.38-57.51
总市值(亿元)	195.42
总资产(亿元)	20.70
每股净资产(元)	4.21

相关研究

目 录

1 公司概况：厚积薄发，川味复合调味料领军企业	1
2 行业分析：复合调料行业市场规模大、增速快，“大行业小公司”	3
2.1 复合调料规模持续向上，迈入千亿市场	3
2.2 连锁餐饮+中央厨房推广，B端消费需求旺盛	6
2.3 消费时代变革，复合调料充分符合C端需求	9
3 公司分析：产品、品牌、渠道协同，C端和B端合力，带动业绩快速增长	10
3.1 产品端：底料川调齐发力，新品研发能力强	10
3.2 品牌端：地道川渝品牌，重点打造“好人家”	14
3.3 渠道端：流通市场增速迅猛，餐饮渠道重要补充	15
4 财务分析	20
5 盈利预测与估值	21
6 风险提示	22

图 目 录

图 1: 公司发展进程.....	1
图 2: 公司股权结构图.....	1
图 3: 公司 2014 年以来主营业务结构.....	2
图 4: 公司 2014 年来营收及增速.....	2
图 5: 公司 2014 年来归母净利润及增速.....	2
图 6: 调味品分类.....	3
图 7: 复合调味料市场规模 (亿元).....	4
图 8: 复合调味料产量 (万吨).....	4
图 9: 复合调味料市场规模 (亿元).....	4
图 10: 复合调味料市场占调味品市场的份额.....	5
图 11: 火锅底料行业 2015 年前五大公司市场份额为 31%.....	5
图 12: 复合调料行业仍处成长期.....	6
图 13: 中央厨房产业链结构.....	6
图 14: 中国、日本、美国餐饮连锁情况对比.....	7
图 15: 餐饮渠道调味品消耗量显著高于家庭烹饪.....	7
图 16: 川菜和火锅在国内消费热度火爆.....	8
图 17: 2017 年中国餐饮行业中式餐饮结构.....	8
图 18: 火锅调料市场规模 (亿元).....	8
图 19: 中式复合调料规模及增速.....	9
图 20: 我国人口结构.....	9
图 21: 中国复合调味料人均年度开支 (元).....	10
图 22: 中国和发达国家复合调料人均年度开支比较 (美元).....	10
图 23: 公司研发投入及占比.....	12
图 24: 公司人员构成.....	12
图 25: 公司多元化品牌.....	14
图 26: “好人家”品牌升级发布会.....	14
图 27: “好人家”系列大单品.....	14
图 28: 公司各渠道收入占比.....	15
图 29: 公司经销商营收及增速.....	16
图 30: 公司销售区域分布图.....	16
图 31: 2019Q3 各地区销售收入情况.....	17
图 32: 各地区经销商数量分布.....	17
图 33: 公司经销商合作年限分布.....	18
图 34: 公司经销商采购规模分布.....	18
图 35: 公司费用投入逐步加大 (万元).....	19
图 36: 公司定制餐调业务销售额及同行业对比.....	19
图 37: 公司电商渠道销售额.....	20
图 38: 公司自 2014 年以来销售毛利率变化趋势.....	20
图 39: 公司 2014 年以来分类业务毛利率变化趋势.....	20
图 40: 公司自 2014 年以来销售净利率变化趋势.....	21
图 41: 公司销售费用率、管理费用率变化趋势.....	21

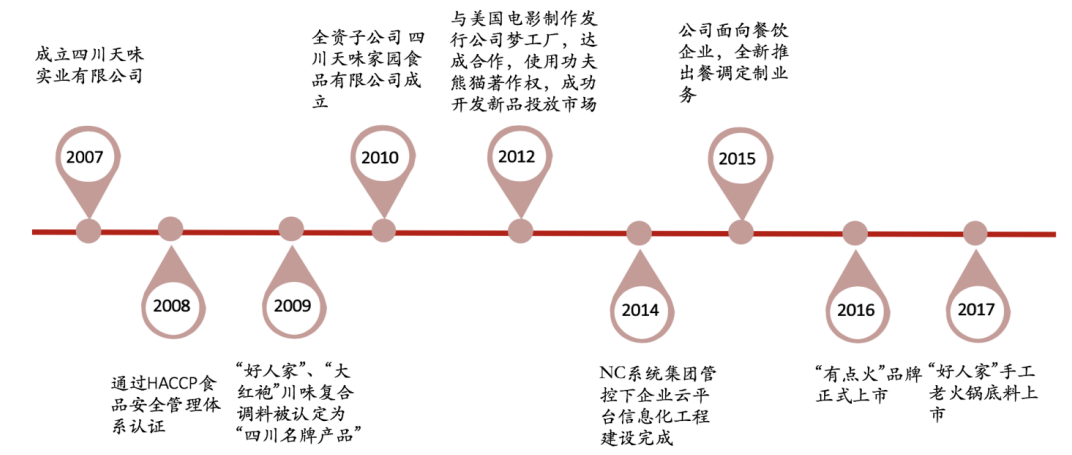
表 目 录

表 1: 2018 年餐饮百强企业部分连锁餐饮门店情况	7
表 2: 公司产品目录	11
表 3: 天味食品和海底捞川味复合调味料产品对比	12
表 4: 公司每年度推出的主要产品及变化	13
表 5: 公司推出新产品情况	13
表 6: 公司新品销售情况	13
表 7: 公司“好人家”品牌主要产品	15
表 8: 营销渠道终端建设情况	17
表 9: 公司合作的主要餐饮企业	18
表 10: 分业务收入及毛利率	21
附表: 财务预测与估值	23

1 公司概况：厚积薄发，川味复合调味料领军企业

公司成立于 2007 年，自设立以来一直专注于川味复合调料的研发、生产和销售，成长为以火锅底料和川菜调料为主导的川味复合调味料领军企业。公司拥有的“大红袍”和“好人家”被认定为中国驰名商标，“天车”获商务部认定为“中华老字号”。公司是火锅底料、辣椒酱国家标准的起草单位之一，同时也参与了川味复合调味料、川式佐餐调味料等地方标准的起草。目前公司已推出火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、香辣酱等 9 大类 100 多种产品。

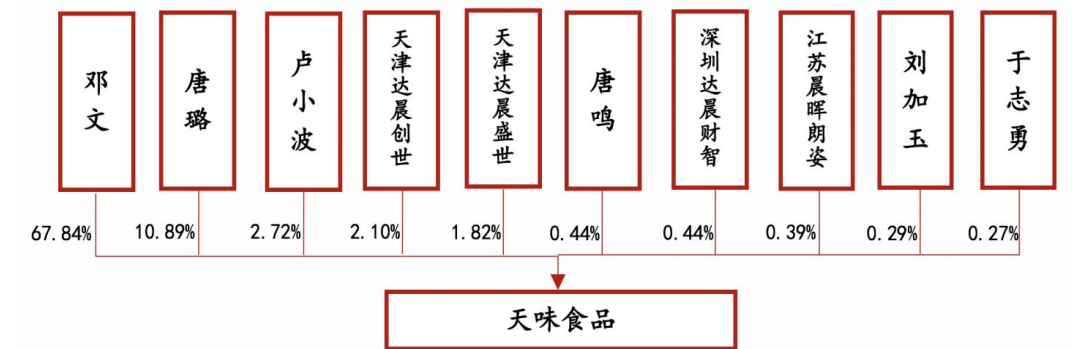
图 1：公司发展进程



数据来源：公司公告，西南证券整理

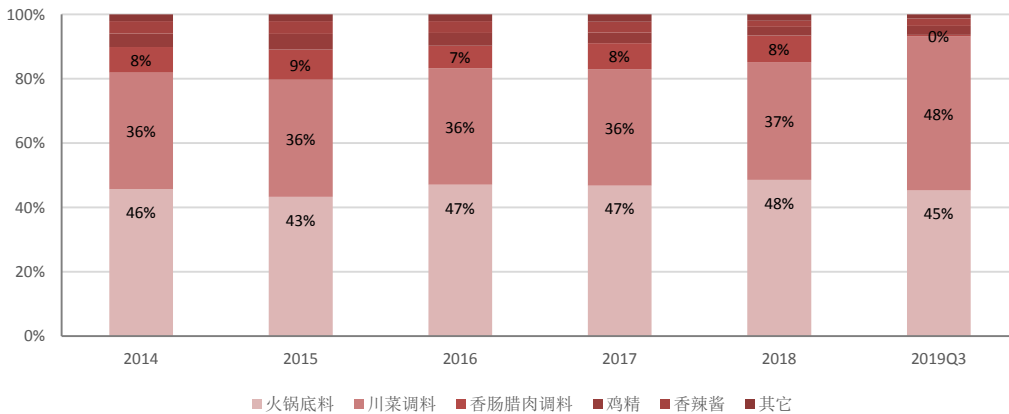
创始人邓文夫妇绝对控股，股权结构稳定。公司实际控制人为邓文、唐璐夫妇，共计持股 78.73%。上市之前，公司对中层以上管理层实施股权激励计划，管理层与股东利益一致，激励充分。

图 2：公司股权结构图



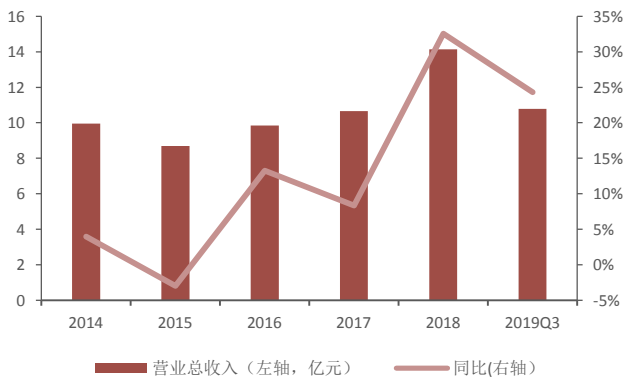
数据来源：公司公告，西南证券整理

火锅底料和川菜调料双轮驱动增长。公司营收主要来自于火锅底料、川菜调料和香肠腊肉调料三类核心产品，累计占比超过 90%，其中，截止 2019Q3，火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、鸡精、香辣酱实现营业收入 4.8 亿元、5.1 亿元、535 万元、2989 万元、2482 万元，其中，底料与香肠腊肉调料销量季节性特征明显，底料下半年销售量好于上半年，香肠腊肉调料销售主要集中在冬季。

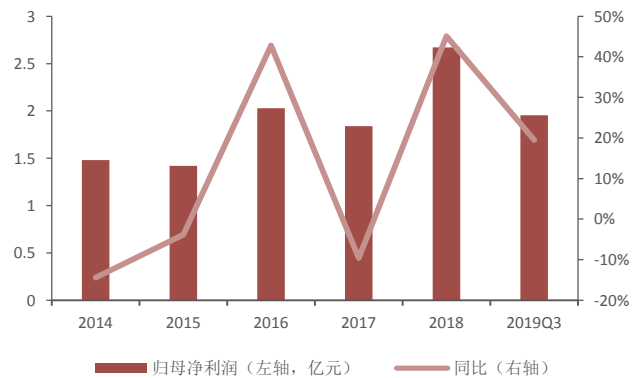
图 3：公司 2014 年以来主营业务结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

营收加速，净利润重拾高增长。公司 2014 年来，营业收入与利润水平呈波动提升态势，2015 年行业发展经历调整期，2017 年出现异动，原因系公司整顿销售队伍导致销售费用增加，实施股权激励确认股份支付费用以及咨询服务费较高所致。2018 年，公司推出的新品大幅放量，净利润回升。2019 年前三季度公司实现营收、归母净利润 10.8/2.0 亿元，同比增长 24%/20%，保持高速增长。

图 4：公司 2014 年来营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2014 年来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：复合调料行业市场规模大、增速快，“大行业小公司”

2018 年复合调味料市场规模为 1091 亿元，过去五年 CAGR 为 16%；预计 2020 年行业规模将达到 1488 亿：(1) 消费升级趋势下，连锁餐饮的发展和推广，带动定制化调味料的强需求，同时火锅又是连锁餐饮中发展最快的品类；(2) 连锁餐饮对于调味料和火锅底料越发倾向于第三方定制，节省工序，口味统一，利于店面的复制和开拓；(3) 对 C 端消费者而言，复合调料方便快捷、口感丰富，解决烹饪痛点。同时，由于产品品类细分较多、下游需求多样化和零碎化，行业内尚无龙头企业，“大行业小公司”态势明显，集中度较低。

2.1 复合调料规模持续向上，迈入千亿市场

调味品行业分类广泛，品牌众多。与盐、糖、油、醋等基础调味料相比，复合调味料是指由 2 种或 2 种以上的调味料经过特殊工艺复合配制而成的产品，用于改善食物的味道并具有去腥、解腻、增香、增鲜等作用。复合调味料主要包括中式复合调料、西式复合调料、火锅底料和鸡精鸡粉。公司的主要产品为火锅底料和川菜调料。

火锅底料是以动、植物油脂、辣椒、花椒、食盐、味精、香辛料、豆瓣酱等原材料，按一定配方和工艺加工而成，用于调制火锅汤的调味料。火锅底料按照原料的品种分为动物油型火锅底料和植物油型火锅底料。按照口味的不同可分为辣汤型火锅底料和清汤型火锅底料。

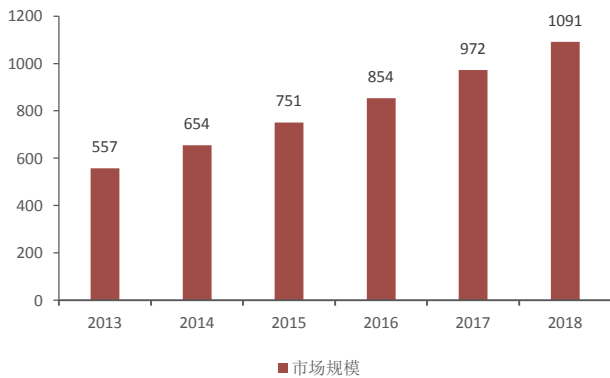
川菜调料是专门针对四川特色菜肴研制开发而成的方便型复合调味料。其产品品种较多，主要包括：鱼系列调味料，如青花椒鱼、水煮鱼、老坛酸菜鱼等菜肴的专用调味料；炒菜系列调味料，如麻婆豆腐、水煮肉片、毛血旺、鱼香肉丝、等菜肴的专用调味料；汤系列调料，如酸萝卜老鸭汤、酸菜汤等汤类的专用调味料；川式香肠腊肉调味料，如香肠调料、腊肉调料、酱肉调料等菜肴的专用调味料。

图 6：调味品分类



数据来源：西南证券整理

复合调味料市场规模达千亿，行业景气度高。根据前瞻网数据显示，2013 年我国复合调味料市场规模为 557 亿元，2018 年达到 1091 亿元，2013-2018 年复合增速为 16%，在调味品行业的 17 大分支产业中，复合调味料行业增速靠前，预计到 2020 年，行业规模将达到 1488 亿。根据调味品协会的统计数据，2014 年我国复合调味料产量为 23.2 万吨，2018 年为 55.9 万吨，2014-2018 年复合增速为 25%，行业增速迅猛。

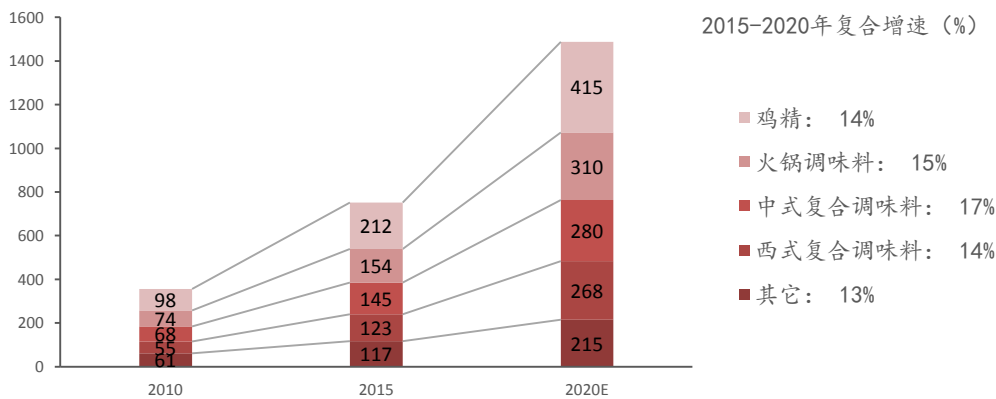
图 7：复合调味料市场规模（亿元）


数据来源：前瞻网，西南证券整理

图 8：复合调味料产量（万吨）


数据来源：调味品协会，西南证券整理

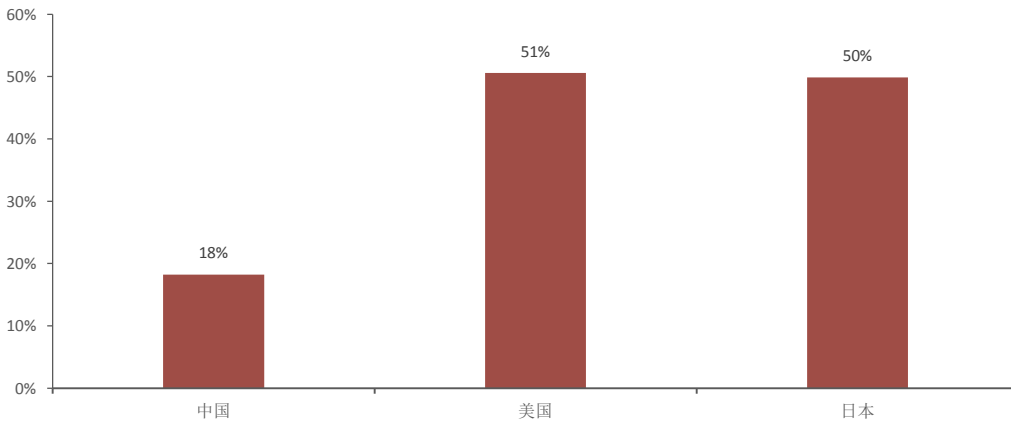
根据 Frost & Sullivan 数据显示，预计到 2020 年，鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式复合调味料市场规模将分别达到 415 亿元/310 亿元/280 亿元/268 亿元，中式复合调味料和火锅底料是增速最快的两个子行业，预计 2015-2020E 复合增速分别为 17%/15%。

图 9：复合调味料市场规模（亿元）


数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

复合调味料属优质赛道，起步晚占比待提升。复合调味料在低成本的基础上实现烹饪的高效率，极大迎合了现代饮食和烹饪习惯，与传统调味品相比，具备多种优势，属于调味品行业中的优质赛道。但由于发展起步较晚，行业份额较为分散，大小规模公司兼有，不同于鸡精、醋、酱油等基础调味品领域，由于其发展较早，已经出现太太乐、恒顺醋业、海天酱油等头部企业，占据较高市场份额。中国复合调味料市场占整体调味料市场比重为 18%，与美国（51%）和日本（50%）相距较大。

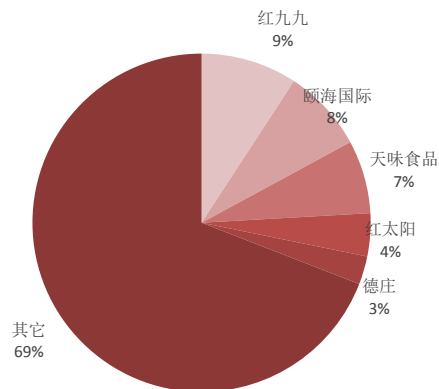
图 10: 复合调味料市场占调味品市场的份额



数据来源: 前瞻网, 西南证券整理

龙头集中度待提升, 火锅底料 CR5 为 31%。以火锅底料行业为例, 2015 年, 火锅底料行业中前五大公司分别为红九九、颐海国际、天味食品、德庄, 其市占率分别为 9%、8%、7%、4%和 3%, CR5 仅为 31%, 行业集中度较低。目前火锅底料企业可分为两类, 一类是由川渝地区地方品牌发展而来, 如红九九、天味食品, 一类是由知名火锅店延伸出的底料产品, 如颐海国际、德庄等。

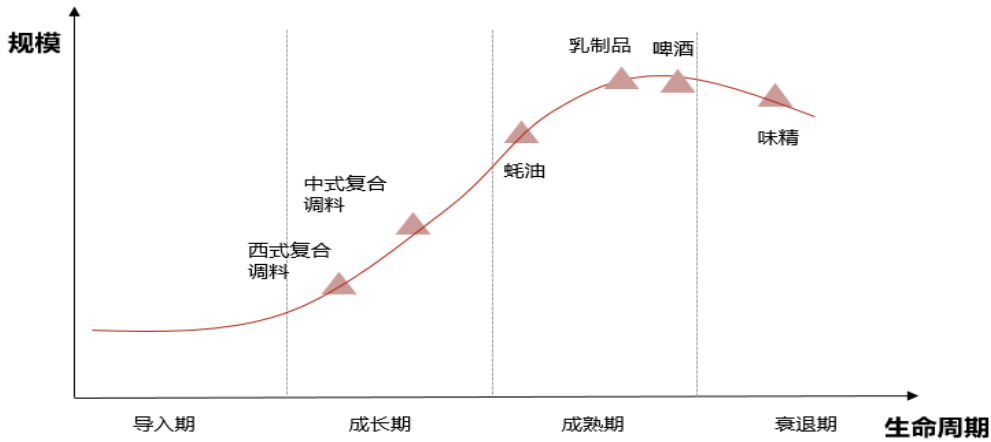
图 11: 火锅底料行业 2015 年前五大公司市场份额为 31%



数据来源: 《颐海国际招股说明书》, 西南证券整理

复合调料行业仍处于发展期, 与啤酒、乳制品行业以及蚝油、味精等子行业相比, 行业集中度较低, 伴随行业发展, 行业龙头提升空间大。截至 2018 年底, 啤酒行业 CR5 已达到 70%, 乳制品行业 CR2 达到 59%, 蚝油行业 CR1 达 48%, 味精行业 CR2 达 65%, 行业高度集中。复合调味料尚处成长期初期, 行业集中度较低, 未来行业龙头市场份额未来将逐步扩大。

图 12: 复合调料行业仍处成长期



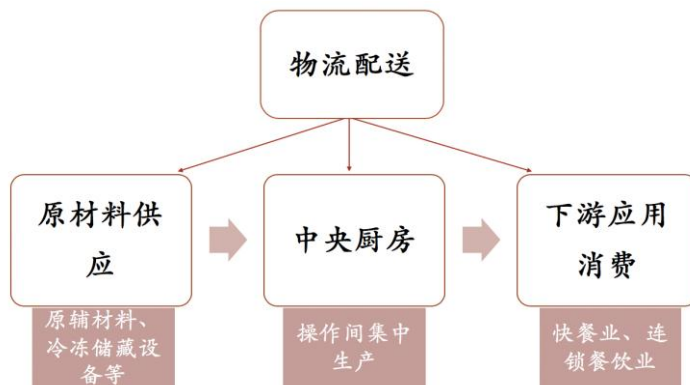
数据来源: 西南证券整理

2.2 连锁餐饮+中央厨房推广，B 端消费需求旺盛

消费升级趋势下，连锁餐饮迅速发展和推广，火锅成为了连锁餐饮中发展最快的品类，带动定制化调味料的强需求；连锁餐饮对于调味料和火锅底料越发倾向于第三方定制，节省工序，口味统一，定制调味料又同时促进了餐饮店面的复制和开拓。

中央厨房模式高效，大行其道。现代餐饮企业在追求规模效应的过程中，逐渐改变传统餐饮“前店后厨”的经营模式，而是另辟场地建立中央厨房，统一采购原材料、集中加工，再由冷藏车运输至各个餐饮门店。中央厨房模式下的采购、选菜、切菜、调料等各个环节均有专门人工负责，准备好半成品和调好的料，从中央厨房输送出。

图 13: 中央厨房产业链结构



数据来源: 中研网, 西南证券整理

与传统的单店各自出菜的模式相比，中央厨房优势明显：

- **节约成本与时间。**传统模式下，各店面人员自行采购、选菜、调料，中央厨房的出现避免了各个店面人员单独准备的过程，节约了各个店面的时间，同时集中购买、统一配送比由店面自行购买，节约了 30% 左右的成本。

- **所有店面口味统一、出餐快速。**在中央厨房模式下，所有原材料经过加工制半成品后，与定制调料一同被统一配送到各个店面，运送过程中能够保持恒温，这就满足了所有店面的产品口味非常统一，避免了各个店面单独制作口味迥异的情况；同时由于配送至店面的都是一些成品，店内人员只需进行一些简单的操作就可直接出餐，提高了出餐速度。
- **食品安全、卫生更有保障。**中央厨房内会有一个巨大的操作间，操作间内的所有的工作流程、工作人员装备、产品加工操作都集中管理，更容易保证严格的执行标准以及良好的卫生情况。

中央厨房由于其标准化、规范化、数字化、工业化的现代餐饮经营生产运作模式，广泛适用于火锅、快餐等连锁餐饮企业，为复合调料的使用和推广提供了契机，催生了定制餐调的需求。根据中国烹饪协会发布的《2018 年度中国餐饮企业百强和餐饮五百强门店分析报告》显示：随着餐饮业向产业化发展，餐饮百强企业规模不断壮大，2018 年，餐饮百强企业总体营业收入达到 2411 亿元，同比增速达 12.2%。

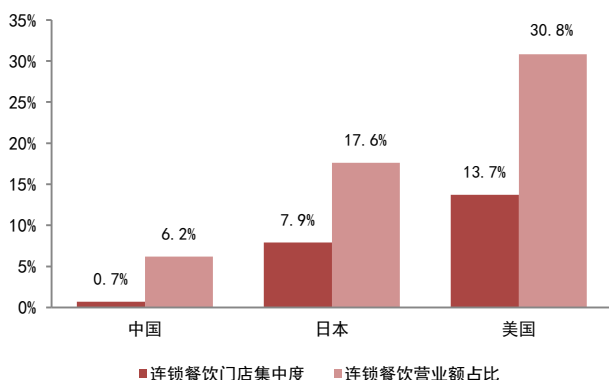
表 1：2018 年餐饮百强企业部分连锁餐饮门店情况

名称	门店数量	员工数量	年销售收入 (亿元)
西贝	300+	20,000+	500-100
张亮麻辣烫	4500+	20,000+	
真功夫	600+	20,000+	
老乡鸡	800+	10,000+	10-50
乡村基	800+	8,000+	

数据来源：中商情报网，西南证券整理

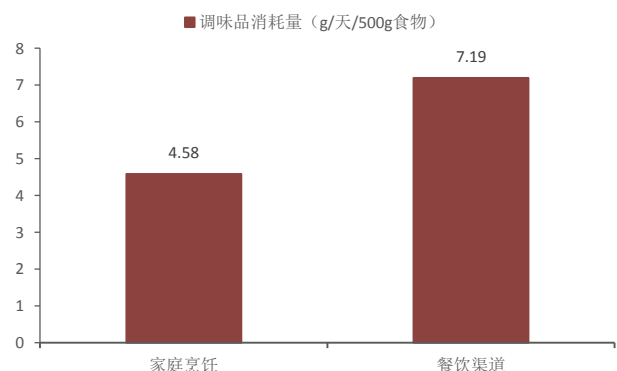
餐饮渠道调味品消耗量高于家庭烹饪。由于餐饮渠道比家庭烹饪口味更加丰富齐全，以及餐厅烹饪过程中的浪费，餐饮企业烹饪菜肴时会放入更多的调味品，调味品消耗量为家庭烹饪的 1.6 倍。随着年轻消费群体的扩大，外出就餐的频次逐步提升。随着消费习惯的逐步演变，可以预期到未来调味品的消耗量也会相应增加。

图 14：中国、日本、美国餐饮连锁情况对比



数据来源：亿欧咨询，西南证券整理

图 15：餐饮渠道调味品消耗量显著高于家庭烹饪

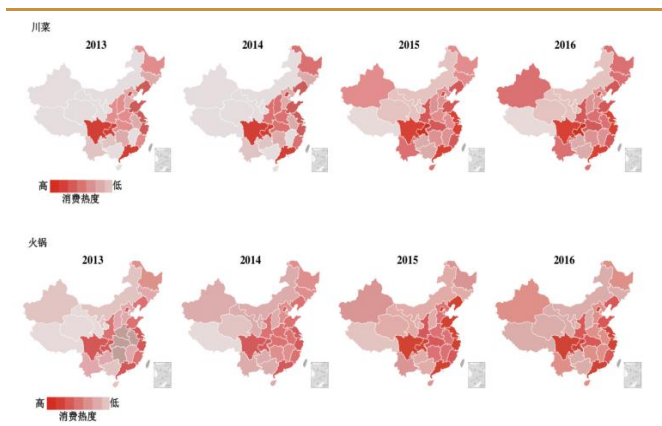


数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

依托火锅和川菜的蓬勃发展，火锅调料和川菜调料迅猛发展，2018 年火锅调料规模达到 237 亿元，川菜调料规模达到 184 亿元。

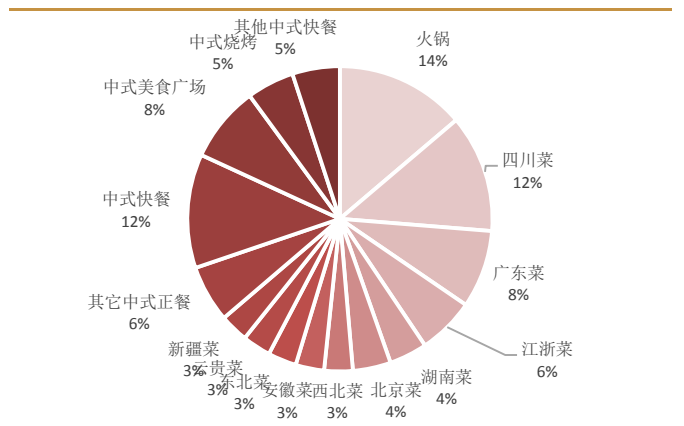
火锅餐饮天然具备连锁基因及社交属性。相较于传统中餐，火锅是一种特别的餐饮方式，除火锅底料外基本不需要厨师的烹饪，火锅的掌握、调料的搭配均依据消费者个人偏好。火锅店仅需提供食材和火锅底料即可，省去了大厨烹制环节，这种特殊的餐饮形式赋予了火锅餐饮适合连锁扩张的基因。对于消费者而言，口味各异的人可以围坐在同一个火锅旁，使用同一个容器烫煮食材，极大促进人们的感情，因其轻松热闹的餐饮氛围，“火锅社交”已逐步取代“酒桌社交”，成为年轻人日常交友聚餐的最佳选择。根据《中国餐饮报告 2018》显示，作为中国餐饮第一大品类，火锅占中式餐饮约 14%。据 Frost & Sullivan 数据，中国火锅餐厅的数目由 2013 年的约 40.6 万家增至 2017 年的 60.1 万家，预期中国火锅餐厅数量将在 2022 年增至 89.6 万家。火锅店快速扩张之下，标准化火锅底料的将受到更多的青睐。

图 16: 川菜和火锅在国内消费热度火爆



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

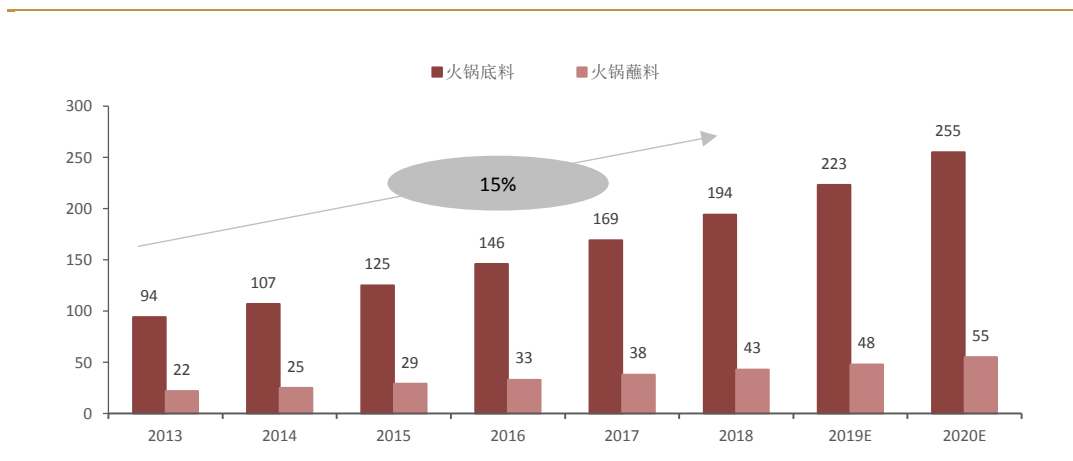
图 17: 2017 年中国餐饮行业中式餐饮结构



数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

依托火锅餐饮行业，火锅底料市场蓬勃发展。以细分品类火锅调味料市场规模来看，借助火锅餐饮业的蓬勃发展，近年来火锅底料和火锅蘸料都保持高速增长，从 2013 年 116 亿发展为 2018 年 237 亿，CAGR 达到 15.36%，预计 2020 年，火锅调味料市场规模将突破 300 亿元，未来规模可观。

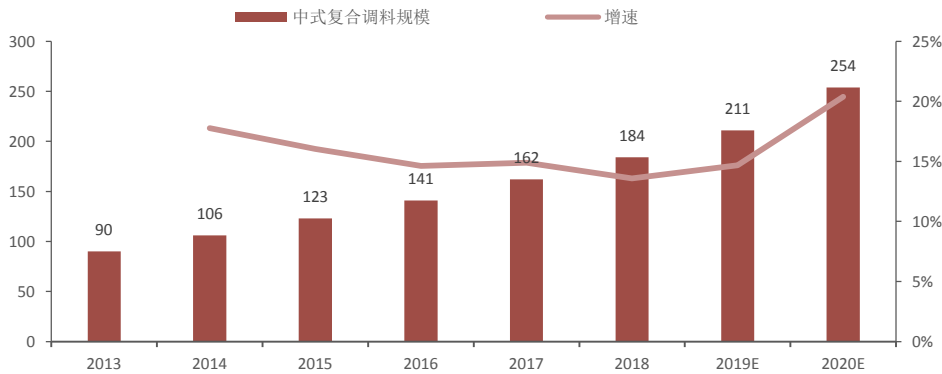
图 18: 火锅调料市场规模 (亿元)



数据来源: Frost&Sullivan, 西南证券整理

中式复合调料成倍增长，表现优异。中式复合调料，尤其是川味复合调料，将复杂的传统川味菜品与工业化流程进行结合，形成了一系列具有特色的川菜调料，如酸菜鱼调料、回锅肉调料、麻婆豆腐调料、麻辣香锅调料等，既符合餐饮企业去厨师化和后厨标准化的需求，同时也满足现代消费者减少备餐时间的诉求，扩张规模可圈可点。据沙利文数据显示，2013-2018年，中式复合调料从90亿元增长为184亿元，CAGR达15.38%。

图 19：中式复合调料规模及增速

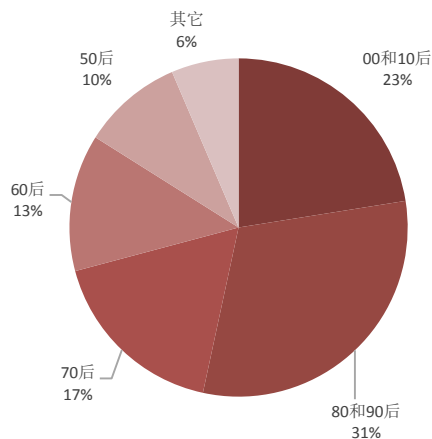


数据来源：Frost&Sullivan，西南证券整理

2.3 消费时代变革，复合调料充分符合 C 端需求

80/90 后晋升消费主体，复合调料解决烹饪痛点。根据国家统计局数据显示，我国 80 和 90 后人口合计占比 31.97%，超越了 60 和 70 后成为最大的消费群体，00 和 10 后逐步崛起，占比 23.26%。庞大的人口基数和逐步累积的消费实力使 80 和 90 后对市场产生了显著的影响，00 和 10 后虽然绝对消费实力较弱，但其新兴的消费理念明显影响了为他们买单的父母的决策，我国消费结构呈不断年轻化趋势。

图 20：我国人口结构

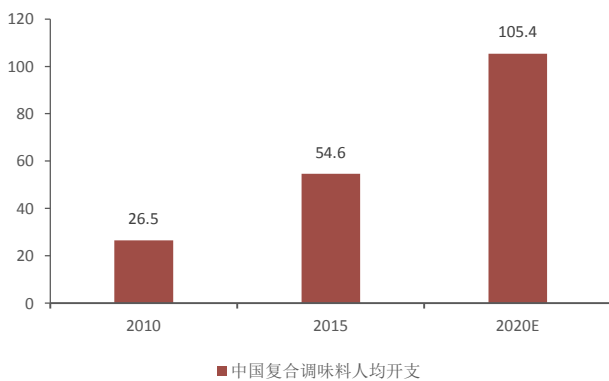


数据来源：国家统计局，西南证券整理

年轻消费群体追求便捷烹饪。年轻消费群体的消费喜好特别明显，追求高效方便、低备餐时间，然而川菜配方较为复杂，烹饪工艺繁复，且烹饪流程较长。使用已调配好比例的川味复合调料，能够极大简化烹饪流程和时间，解决消费者备餐时间不足、川菜烹饪难的痛点，满足了消费者的对于美味、天然（品质）、方便、安全多重要求，成为我国调味品行业近年来的新秀子行业。根据盒马的数据显示，年轻人喜好购买半成品菜，选择处理完毕的净菜和调料包进行烹饪，消费习惯与他们的父辈截然不同，在半成品菜的消费量上，95后购买比例是65后的两倍。

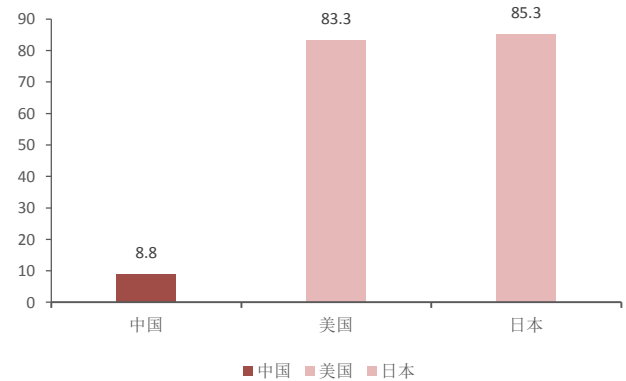
人均消费较低，提升空间大。据沙利文公司数据显示，中国复合调料人均年度开支由2010年的26.5元增长为2015年的54.6元，CAGR为16%，预计2020年将达到105.4元，CAGR达14%。但与发达国家相比，我国的人均年度开支仍然较低，2015年我国复合调料人均年度开支为8.8美元，美国为83.3美元，日本为85.3美元。

图 21：中国复合调味料人均年度开支（元）



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 22：中国和发达国家复合调料人均年度开支比较（美元）



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

3 公司分析：产品、品牌、渠道协同，C端和B端合力，带动业绩快速增长

(1) 产品端：公司产品种类多元，包括9大类100多个品种，以中高端主导，价格梯度明显；新品研发能力强，今年共推出13种新品，获市场追捧录得较好销售业绩，产品力强。(2) 品牌端：公司目前拥有“大红袍”、“好人家”和“天车”等颇具影响力的品牌，“大红袍”主打火锅底料，“好人家”主打鱼系列等川菜调料，“天车”主要针对香辣酱等，极具地方特色。(3) 渠道端：在消费者渠道，公司深耕多年，开发出手工火锅底料和鱼调料等战略大单品，C端先发优势明显；在餐饮渠道，经长期持续培育，定制餐调业务发展迅猛。

3.1 产品端：底料川调齐发力，新品研发能力强

产品多元满足不同层次需求。公司以川味复合调味料基础，配合推出其他地区特色调味品、基础调味品、定制产品，目前在售产品种类达100余种。产品种类多元，不同品类价格梯度明显。主要包括如下类别：

表 2：公司产品目录

产品分类	政策内容	产品用途
火锅底料		火锅底料主要用于调制火锅底汤，也可用于制 作炒菜、面食等。
川菜调料		川菜调料可用于制作各类川式菜肴，例如水 煮鱼、辣子鸡、宫保鸡丁等。
香肠腊肉调料		香肠腊肉调味料可用于家庭、食堂、餐厅制 作香肠、腊肉。
鸡精		鸡精主要用于家庭烹饪、食品制造领域。
香辣酱、甜面酱		香辣酱是烹调各种川菜及各种凉菜、面食的 调料。甜面酱可用于烹饪酱爆和酱烧菜，还 可蘸食大葱、黄瓜、烤鸭等菜品。
方便速食		方便速食主要是指经过预先加工处理，食用 时只要冲上开水或汤，或者稍加烹调即可食 用的食品，具有快速、便捷的特点。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

产品价格梯度明显，中高端主导。川味复合调味料生产企业主要分为两大类，一类是川渝地区传统品牌，以红九九、天味为代表，这类品牌发展于川渝地区，复合调味料的烹制工艺更为传统，另一类是餐饮企业的延伸品牌，以颐海国际、小肥羊为代表，口味更具普适性，定价相比较为高。公司产品实行差异化定价策略，针对不同消费人群，以火锅底料为例，分为

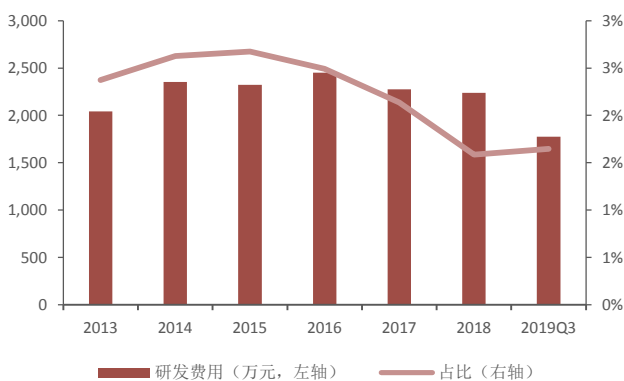
中国红、四川火锅、红汤系列、四川印象和手工火锅五个系列，价格梯度明显，形成错位优势。在川菜调料领域，天味食品产品分为鱼系列、炒菜系列、汤系列，同类产品与海底捞产品相比更具价格优势，未来公司提高客单价空间更大。公司通过大单品策略，以“手工系列牛油底料”、“老坛酸菜鱼调料”、“青花椒鱼调料”为主拉动市场销量。

表 3：天味食品和海底捞川味复合调味料产品对比

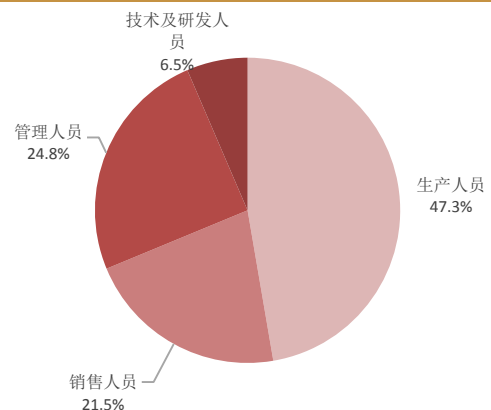
天味产品名称	价格(元)	重量(克)	单位均价(元/克)	竞品名称	价格(元)	重量(克)	单位均价(元/克)
火锅底料							
中国红系列牛油	12.8	400	0.032	海底捞牛油	11.9	150	0.079
中国红系列清油	15.8	300	0.053	海底捞清油麻辣	15.9	220	0.072
中国红系列麻辣烫	9.8	450	0.022				
四川印象系列牛油	19.8	220	0.090				
四川印象系列清油	25.8	260	0.099				
四川印象系列菌汤	16.8	110	0.153	海底捞菌汤	15.6	110	0.142
手工系列牛油	29.8	500	0.060	海底捞手做牛油	31.9	500	0.064
川菜调料							
青花椒鱼调料	10.8	210	0.051				
老坛酸菜鱼调料	10.8	350	0.031	海底捞酸菜鱼调料	15.9	360	0.044
麻辣香锅底料	10.8	220	0.049	海底捞水煮鱼调料	16.9	210	0.080
水煮鱼调料	7.8	100	0.078	海底捞麻辣香锅调料	15.9	220	0.072
麻婆豆腐调料	7.8	80	0.098				
鱼香肉丝调料	7.8	100	0.078				
小龙虾调料	8.8	150	0.059	海底捞十三香小龙虾调料	15.9	220	0.072

数据来源：天猫商城，西南证券整理

持续研发投入保障新品开发。公司重视产品的研发与创新，形成了从项目建议、信息收集、项目立项到产品研发、项目评审、生产实施的技术创新管理体系，研发体系完备，开展生产技术的机械化、自动化、智能化研究。研发投入方面，公司注重多口味不同层次的产品体系，SKU 达 100 余种，研发投入长期维持在 2000 万元以上；研发人员方面，2018 年公司技术及研发人员共计 103 人，占全体员工比例 6.5%，占比较高。

图 23：公司研发投入及占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：公司人员构成


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司每年定期推出新品。针对不同地区饮食习惯、不同的烹饪需求，公司以市场调研的数据作为基础，不断进行现有产品迭代和新产品研发。公司每年推出 1-5 款新产品或新配方，以 3-5 年为周期，打造具有广泛市场需求的大单品。除新品开发外，公司也不断进行现有产品口味测试，做好现有产品迭代，保证新口味的延伸和替代，保持产品竞争力。

表 4：公司每年度推出的主要产品及变化

年份	当年新品
2009	“天车”旗下升级产品 1906 香辣酱上市，该产品延展了酱类产品的新口味。
2010	“好人家”老坛酸菜鱼调料上市，为后期升级成为战略大单品打下坚实的基础。
2011	“好人家”青花椒鱼调料上市，上市当年引起了一股青花椒风潮，该产品于 2012 年获得四川省调味品行业“新产品”奖。
2012	“好人家”系列推出包括泡凤爪泡制料、香辣虾调料等新派川菜、特色川菜调料；“大红袍”推出四川火锅牛油系列产品。
2013	“大红袍”四川火锅系列推出麻辣清油口味及麻辣香锅等单品
2014	“大红袍”高端系列“四川印象”火锅底料上市。
2015	“好人家”老坛酸菜鱼调料产品升级推出多种口味，川菜调料推出回锅肉调料、宫保鸡丁调料等四川名菜中的代表作调料
2016	“好人家”青花椒沸腾鱼调料、水煮沸腾鱼调料等新品上市。
2017	重点推出“好人家”全型（手工）火锅底料和“有点火”速食火锅，
2018	“好人家”5.0 版鱼调料系列，金汤酸菜鱼、泡椒麻鱼和麻辣藤椒鱼调料，是续老坛酸菜鱼之后的又一拳头产品。

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

表 5：公司推出新产品情况

年度	推出新产品名称
2016 年	青花椒沸腾鱼调料、水煮沸腾鱼调料
2017 年	手工老火锅底料、手工清油老火锅底料、菌汤汤锅底料、番茄汤锅底料、香辣蘸料、重庆小面调料、奥尔良烤翅调料、方便火锅、麻辣香锅(好人家香辣味)调料、麻辣小龙虾调料、香辣烤鱼酱调料、麻辣香锅酱、酸辣粉调料、麻辣烫串串香底料、青花椒麻辣鱼调料、番茄火锅底料、三鲜骨汤火锅底料、香辣烧肉
2018 年	特麻辣手工老火锅、手工火锅(大红袍餐饮装)、粉蒸排骨调料-香辣味、粉蒸排骨调料-五香味、金汤酸菜鱼调料、泡椒麻鱼调料、麻辣藤椒鱼调料、招牌大盘鸡调料、蒜香排骨调料、微辣手工老火锅、高鲜鸡精、香辣酱

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司新品研发能力强，创收可观。公司开发的新品须经过严格的试验与充分的市场调研，2017 年公司在传统火锅底料的基础上通过调整配方，持续推出改进后推出的速食火锅和全型（手工）火锅，受到消费者追捧，取得了很好的销售业绩；公司推出的酸萝卜老鸭汤调料、青花椒鱼调料、麻辣香锅调料等新产品也很快获得了市场的接受和喜爱，创造了较多的营业收入。2017 年推出的手工老火锅底料系列，2017 年/2018 年销售额为 3211 万元、1.3 亿元。

表 6：公司新品销售情况

新品名称	投入时间	推出当年销售情况 (万元)	推出次年销售情况 (万元)	销售总额 (万元)
手工老火锅	2017 年	3211	13184	16395
手工清油老火锅	2017 年	430	1551	1981
特麻辣手工老火锅	2018 年	1402	-	1402
微辣手工老火锅	2018 年	525	-	525

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.2 品牌端：地道川渝品牌，重点打造“好人家”

发家西南，占据良好先发优势。复合调味料经历了最近几年的稳健增长，但未来仍具备较高的成长能力，行业空间非常广阔。行业的整体竞争格局较为分散，没有出现绝对的龙头或品牌。作为深耕川渝地区多年的优秀企业，公司已经培育出“大红袍”、“好人家”和“天车”等颇具影响力的品牌，“大红袍”主打火锅底料，“好人家”主打鱼系列等川菜调料，极具地方特色。其中，“大红袍”、“好人家”品牌获得“国家驰名商标”认可，“天车”商标获得商务部“中华老字号”商标认证。随着居民消费水平的提高和饮食习惯的多元化，川味复合调味料的市场空间将进一步打开。公司品牌已经取得了良好的市场反馈，占据了良好的先发优势。

图 25：公司多元化品牌



数据来源：公司公告，西南证券整理

未来重点打造好人家品牌，利于产品结构升级。“好人家”品牌创立 20 年，是公司主要的产品系列，此品牌旗下包括鱼调料、经典川菜调料、火锅底料、腊肉香肠调料、小龙虾调料、餐调系列等 6 大系列。当前，公司正在优化和升级产品结构，以配合企业的战略调整，而“好人家”则是公司今后重点发展和推广的品牌。

图 26：“好人家”品牌升级发布会



数据来源：天味食品，西南证券整理

图 27：“好人家”系列大单品



数据来源：天味食品，西南证券整理

“好人家”系列产品表现良好。好人家品牌系列中老坛酸菜鱼、水煮肉片、青花椒鱼、麻辣香锅，以及近年推出的好人家手工火锅底料等产品，因其地道的口味和良好品质，受到了市场喜爱。上半年，手工火锅（牛油）销量大幅增长，鱼调料系列增长突出，带动了整个川菜调料收入的增长。

表 7：公司“好人家”品牌主要产品

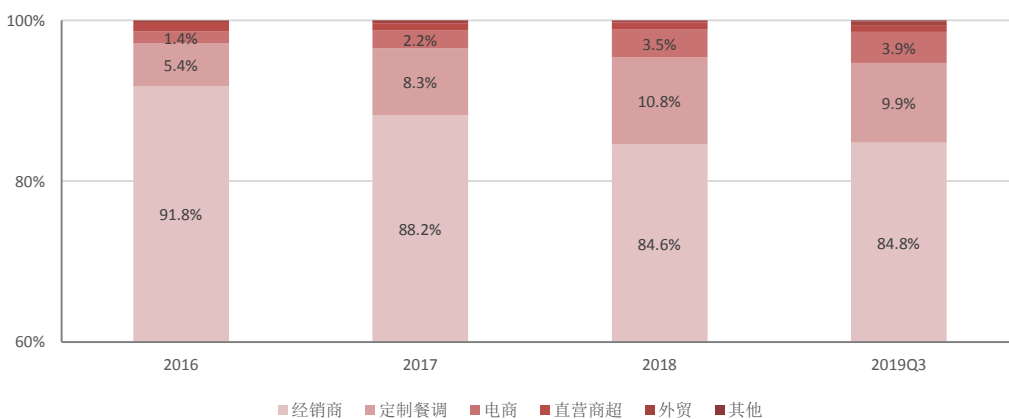
系列	产品名称
鱼调料系列	老坛酸菜鱼调料、麻辣香水鱼调料、麻辣鱼调料、青花椒鱼调料、清香型酸菜鱼调料、水煮鱼调料、新品鱼调料
手工火锅系列	手工火锅（牛油）、手工火锅（清油）
印象川菜系列	粉蒸肉调料、宫保鸡丁调料、红烧牛羊兔调料、回锅肉调料、酱爆肉丝调料、辣子鸡调料、老卤汁调料、麻婆豆腐调料、烧鸡公调料、水煮肉片调料、酸萝卜老鸭汤炖料、糖醋排骨调料、香辣龙虾调料、鱼香肉丝调料
吃货攻略系列	麻辣香锅调料、麻辣小龙虾调料、新疆大盘鸡调料
餐饮调料系列	红油拌菜调料、麻辣烫串串香底料、麻辣香锅酱、麻辣小龙虾调料、青花椒麻辣鱼调料、爽口酸辣酱、香辣烤鱼酱、重庆小面调料
冬调系列	酱肉调料、腊肉调料、香肠调料
鸡精系列	鸡精调味料

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 渠道端：流通市场增速迅猛，餐饮渠道重要补充

根据不同的产品及行业特征，公司建立起以传统经销渠道为基础，拓展定制餐调、电商等新兴渠道的复合型销售模式，市场营销体系覆盖全国。其中，经销商渠道 2016-2019Q3 占营收比重分别为 92%、88%、85%、85%，占比逐年递减，定制餐调渠道 2016-2019Q3 占营收比重为 5%、8%、11%、10%，占比大幅提升，电商渠道 2016-2019Q3 占营收比重为 1%、2%、4%、4%，占比稳步增加。

图 28：公司各渠道收入占比

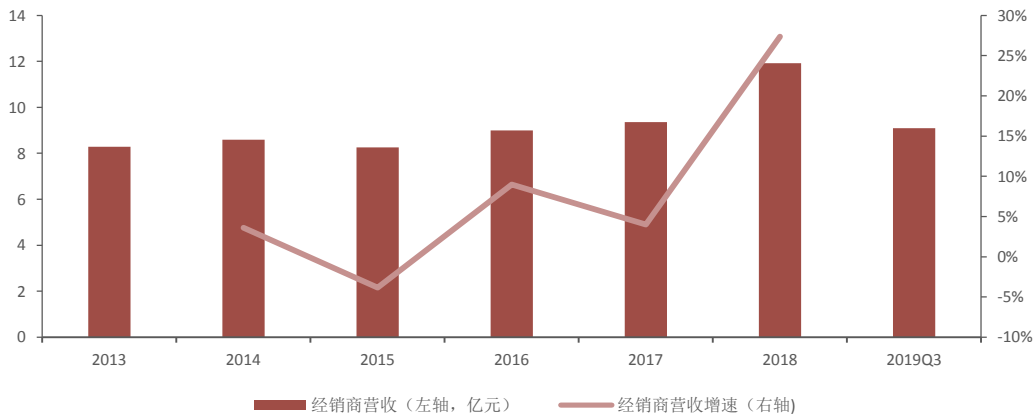


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3.1 流通渠道增速迅猛

流通渠道增长加速。公司对经销商质量严格把关，不断优化经销商队伍，2016年、2017年，公司对经销商进行优化布局，替换淘汰不合格经销商，同时扩展市场空白区域经销商，做好渠道细分下沉。经过不断优化，2019年上半年，公司经销商渠道实现销售额5.3亿元，同比增长32%。

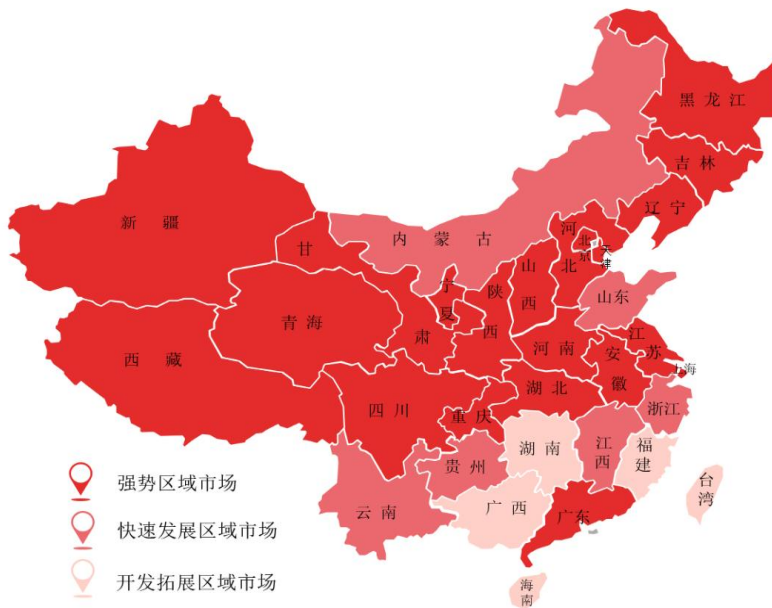
图 29：公司经销商营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2018年度公司合作的经销商有809家，目前已覆盖全国31个省自治区及直辖市，80%以上地级市均有公司经销商，销售网络覆盖30.8万个零售终端、5.86万个商超卖场和4.1万家餐饮连锁单店。

图 30：公司销售区域分布图



数据来源：公司公告，西南证券整理

五大营销中心布局完善。公司加强营销渠道终端建设投入，通过增加大型国际、国内 KA 连锁卖场和 BC 连锁超市的进店数量，实现公司未来新增产品系列的有效铺货和销售。公司未来计划以川渝大区、中原大区、南方大区、东北大区、西北大区为五大营销中心，覆盖大陆所有省和直辖市，与大型国际、国内 KA 连锁商场和 BC 连锁超市合作数量分别达到 780 个、500 个和 5000 个。

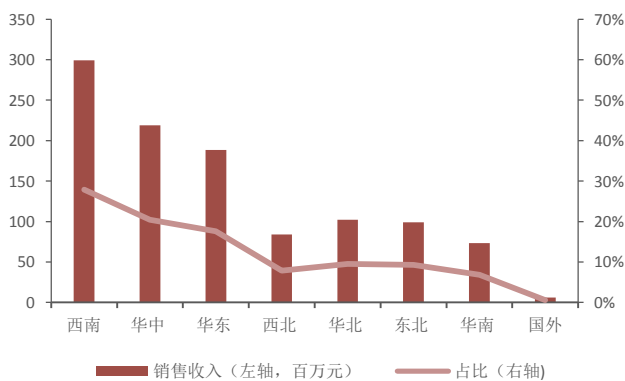
表 8：营销渠道终端建设情况

营销大区中心	市场区域	大型国际 KA 连锁商场	大型国内 KA 连锁商场	BC 连锁超市
川渝大区	重庆市、四川省	90	40	500
中原大区	山西省、安徽省、山东省、河南省 内蒙古自治区	130	90	900
南方大区	上海市、江苏省、浙江省、福建省、江西省、湖北省、湖南省、广东省、海南省、贵州省、云南省、广西壮族自治区	320	130	1300
东北大区	北京市、天津市、河北省、辽宁省、吉林省、黑龙江省	180	180	1700
西北大区	陕西省、甘肃省、青海省、西藏自治区、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区	60	60	600
合计		780	500	5000

数据来源：公司官网，西南证券整理

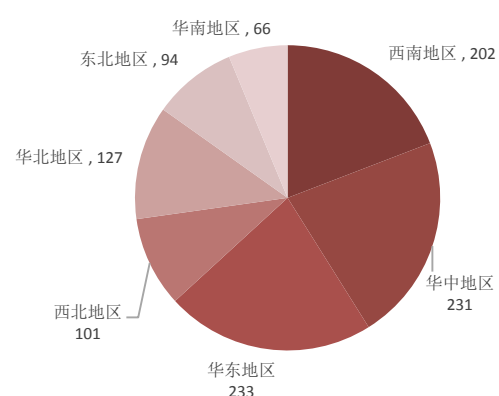
西南地区稳定贡献业绩，外阜开拓进展顺利。2019 年前三季度，西南地区继续保持业绩贡献第一的位置，销售收入达到 2.9 亿元，占比 28%。华中地区和华东地区紧随其后，上半年收入分别为 2.2 亿元和 1.8 亿元，华东地区增势迅猛。经销商数量方面，华中、西南、华东地区的经销商数量为前三，华南及东北地区最少，总体来看，经销商数量与销售收入正相关。

图 31：2019Q3 各地区销售收入情况



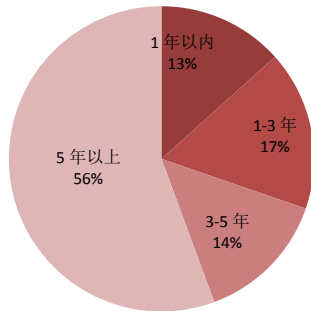
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：各地区经销商数量分布

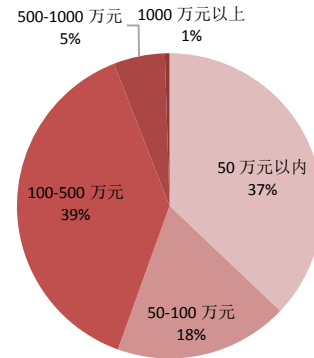


数据来源：公司公告，西南证券整理

经销商合作关系稳定。合作年限方面，公司与经销商合作年限长，55%经销商合作年限 5 年以上，关系稳定；采购规模方面，63%经销商向公司采购产品规模在 50 万元以上，45%经销商向公司采购产品规模在 100 万元以上。

图 33: 公司经销商合作年限分布


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 34: 公司经销商采购规模分布


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.3.2 定制餐调成绩斐然

定制餐调采购量大, 客户稳定。定制餐调的客户多为大中型餐饮连锁企业, 对产品口味稳定性、产品标准化、食品安全性要求较高, 前期须根据客户口味进行定向开发, 待餐饮企业确定口味并规模采购后, 将转化为稳定持续的长期合作客户, 如李想餐饮、姐弟俩土豆粉、朱氏锅底香和张亮麻辣烫等客户, 定制餐调业务客户稳定, 客户存续期间未发生退出情况, 订单确定性强。

表 9: 公司合作的主要餐饮企业

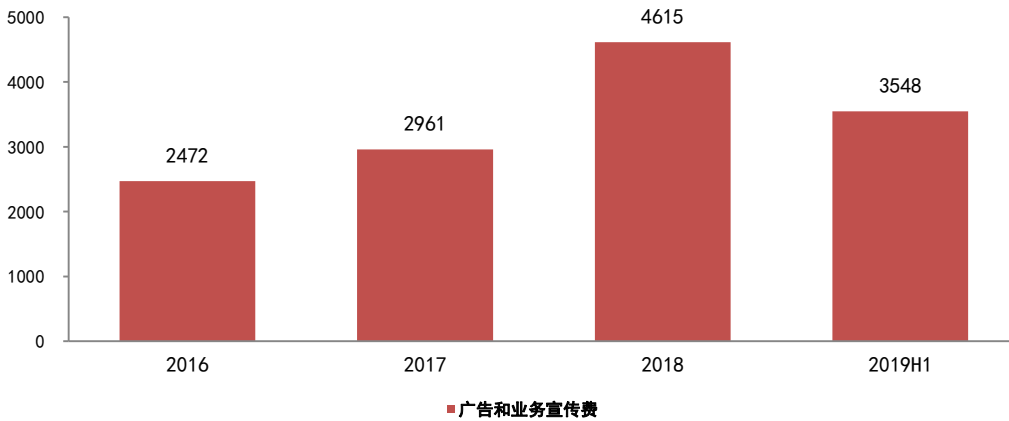
年份	合作餐饮企业	产品
2018 年	洛阳市涧西区李想大虾火锅店等 8 个主体	李想餐饮-虾火锅底料、火锅底料、李想餐饮-香辣酱
	哈尔滨市道外区宇顺调味品销售部	张亮-麻辣烫底料
	河南省熙康食品有限公司、郑州市姐弟俩餐饮管理有限公司	姐弟俩-专用底料、熙康-土豆粉调料
	洛阳市西工区爱尚汤牛肉汤馆	朱氏锅底香-专用调料
	大连喜家德水饺餐饮管理有限公司等 143 个主体	喜家德-红油辣椒、喜家德-肚丝红油-调味油、喜家德-花椒调味油
2017 年	洛阳李想餐饮管理有限公司及餐饮门店等 3 个主体	李想餐饮-虾火锅底料、火锅底料
	上海盖志商贸有限公司	小龙坎、盖志商贸-火锅底料
	郑州市姐弟俩餐饮管理有限公司	姐弟俩-土豆粉底料
	洛阳锅底香餐饮服务服务有限公司、重庆渝妹子	朱氏锅底香-专用调料
	天津市一家和科技有限公司	无名缘-专用调味料、调味粉
2016 年	洛阳李想餐饮管理有限公司、洛阳市涧西区李想大虾火锅店	李想餐饮-虾火锅底料、火锅底料
	郑州市姐弟俩餐饮管理有限公司	姐弟俩-土豆粉底料
	洛阳锅底香餐饮服务服务有限公司	朱氏锅底香-专用调料
	高新区小院大坝坝餐厅、成都小院大坝坝餐饮管理有限公司	小院大坝坝-冷锅串串底料
	泗洪泗洲龙门餐饮管理有限公司	泗洪泗洲龙门-香辣酱

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

复合调料处于高速发展期, 品牌是开拓市场的重要条件。与调味品其它板块相比, 复合调料领域由于起步晚, 尚未出现绝对的龙头, 市场仍处于集中度不断提高的整合状态。公司围绕地方特色构筑护城河, 实施系统化的品牌战略, 不断提升品牌的知名度和影响力。公司

未来有望借助品牌优势，逐步扩大市场份额，成长为细分行业领军企业。从产品品牌上看，公司与涪陵榨菜类似，发家于川渝地区，不断巩固深耕地方市场，稳步提高品牌影响力，逐渐走向全国市场。

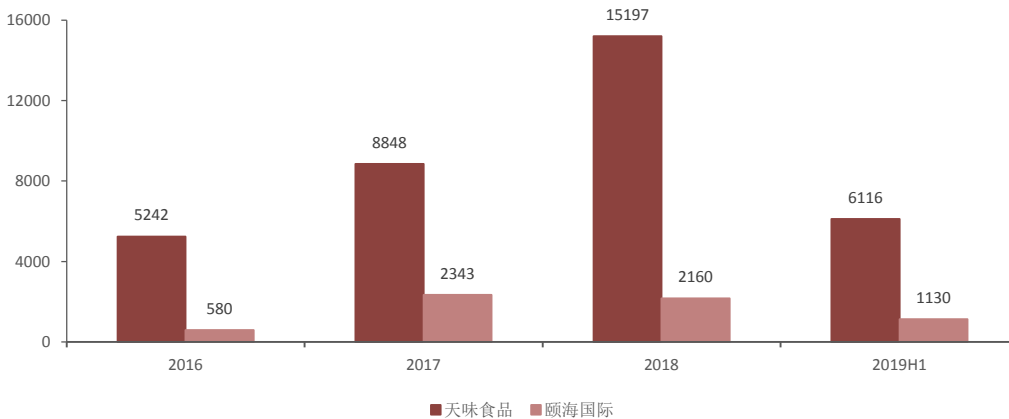
图 35：公司费用投入逐步加大（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

定制餐调业务发展迅猛。公司在定制餐调业务方面，开辟了定制餐调业务的本地化开发，对有意向的大客户进行紧密跟踪，充分挖掘客户需求，不断进行产品试制，跟客户沟通反馈，同时展示定制餐调产品和推广品牌，销售额大幅攀升，高于行业水平。2016-2018 年，公司定制餐调渠道销售额分别为 5242 万元、8848 万元和 15197 万元；客户数量分别为 77 家、190 家和 203 家。

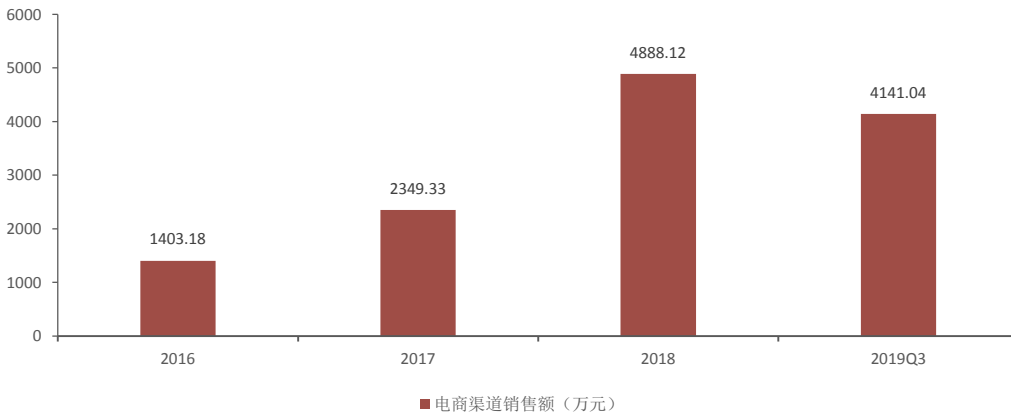
图 36：公司定制餐调业务销售额及同行业对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3.3 电商渠道加速增长

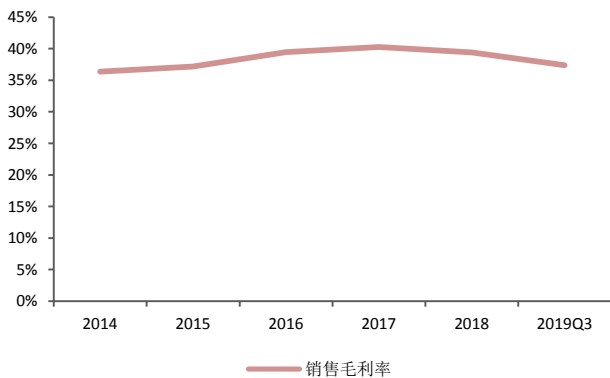
电商渠道：翻倍增长，仓储物流同步加强。电商渠道中，公司销售收入主要来自自营线上销售平台收入，2016 年-2018 年电商渠道销售额分别为 1403 万元、2349 万元和 4888 万元。同时，公司着重加强电商业务的配套设施建设，增加电商仓储库房，加强物流效率，提高顾客用户体验。

图 37: 公司电商渠道销售额


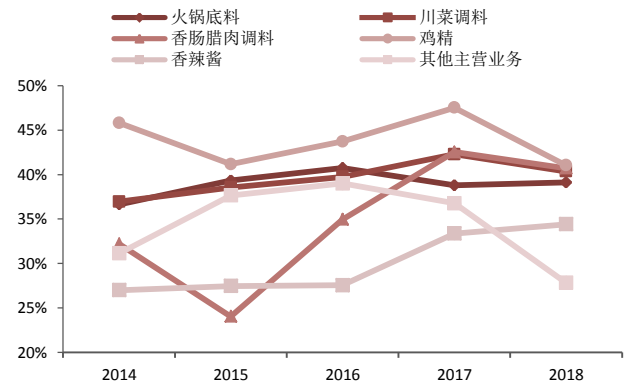
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 财务分析

销售毛利率始终保持高位稳定。自 2014 年来, 公司毛利率始终保持在 35% 以上, 近三年来围绕 40% 波动, 2017 年公司毛利率小幅提升主要受益于川菜调料和香肠腊肉调料毛利率提升, 但火锅底料定制餐调客户的增加拉低火锅底料毛利率, 最终公司销售毛利率仅增加 0.85%; 2018 年公司毛利率下降主要系毛利率较低的定制餐调客户增加所致。

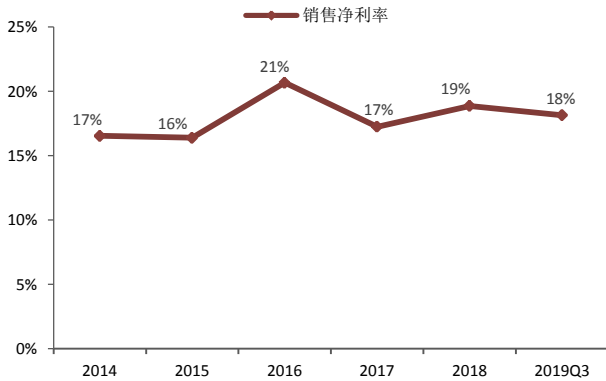
图 38: 公司自 2014 年以来销售毛利率变化趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

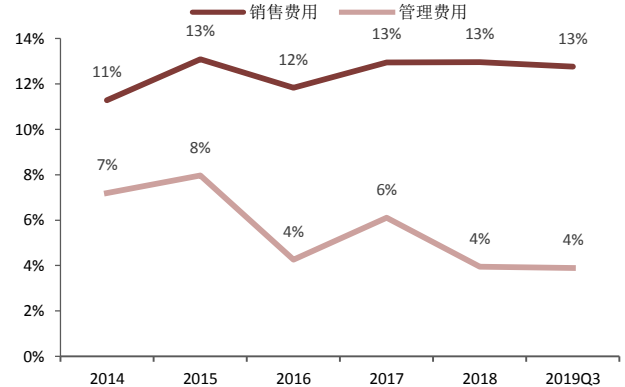
图 39: 公司 2014 年以来分类业务毛利率变化趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

费用不断下降, 控制得当。自 2014 年来, 公司净利率水平呈波动增长态势, 销售费用率、管理费用率呈逐年下降趋势。2017 年, 由于受股权激励股份支付费用金额较大影响, 期间费用有所上升, 净利率有所下滑。

图 40: 公司自 2014 年以来销售净利率变化趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 41: 公司销售费用率、管理费用率变化趋势


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 假设 2019-2021 年火锅底料品类销量同比增长 20%、20%、20%，单价同比增长 3%、2%、2%，毛利率为 38%、39%、40%；

假设 2: 假设 2019-2021 年川菜调料品类销量同比增长 30%、25%、20%，单价同比增长 4%、3%、2%，毛利率为 39%、40%、41%；

假设 3: 考虑猪肉价格上涨影响, 假设 2019-2021 年香肠腊肉调料品类销量增速为 -50%、30%、30%，单价保持不变，毛利率保持 40%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 10: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
火锅底料	收入	685.1	846.8	1036.5	1268.6
	增速	37.5%	23.6%	22.4%	22.4%
	毛利率	39.1%	38.0%	39.0%	40.0%
川菜调料	收入	517.5	699.7	900.8	1102.6
	增速	34.1%	35.2%	28.8%	22.4%
	毛利率	40.4%	39.0%	40.0%	41.0%
香肠腊肉调料	收入	117.3	58.7	76.2	99.1
	增速	36.9%	-50.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	40.8%	40.0%	40.0%	40.0%
鸡精	收入	37.90	40.9	44.2	47.7
	增速	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%
香辣酱	收入	25.9	25.9	25.9	25.9

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	增速	-27.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	34.4%	33.0%	34.0%	35.0%
其他主营业务	收入	25.6	30.7	36.9	44.2
	增速	27.4%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	27.9%	30.0%	33.0%	36.0%
其他业务	收入	3.5	4.2	5.0	6.0
	增速	-	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	-	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	1,412.8	1,707.0	2,116.6	2,537.1
	增速	32.5%	20.8%	24.0%	19.9%
	毛利率	40.9%	38.3%	39.3%	40.3%

数据来源：Wind，西南证券

盈利预测与投资建议。预计 2019-2021 年营业收入将保持 22% 的复合增长率，归母净利润将保持 27% 的复合增长率，未来三年 EPS 分别为 0.79 元、1.03 元、1.32 元，对应的 PE 分别为 60X、46X、36X，首次覆盖给予“增持”评级。

6 风险提示

原材料价格或大幅波动；渠道拓展不及预期；食品安全风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1412.86	1706.92	2125.62	2594.38	净利润	266.61	326.96	427.48	546.24
营业成本	856.52	1052.98	1289.93	1548.80	折旧与摊销	22.54	35.02	35.02	35.02
营业税金及附加	15.93	16.05	20.19	24.65	财务费用	-1.80	0.03	0.04	0.05
销售费用	183.12	213.36	259.33	311.33	资产减值损失	0.28	0.00	0.00	0.00
管理费用	55.76	68.28	80.77	95.99	经营营运资本变动	-94.24	-110.95	-110.40	-142.07
财务费用	-1.80	0.03	0.04	0.05	其他	71.55	-10.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	0.28	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	264.94	241.07	342.14	429.24
投资收益	15.46	10.00	10.00	10.00	资本支出	1.66	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-61.63	-3.00	-5.00	-5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-59.97	-3.00	-5.00	-5.00
营业利润	299.58	366.22	485.36	623.58	短期借款	0.00	35.00	-35.00	0.00
其他非经营损益	11.13	15.30	13.42	13.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	310.71	381.52	498.78	637.24	股权融资	0.00	489.31	0.00	0.00
所得税	44.11	54.56	71.30	91.00	支付股利	-59.49	-79.98	-98.09	-128.24
净利润	266.61	326.96	427.48	546.24	其他	-35.22	6.97	1.96	2.35
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-94.71	451.30	-131.12	-125.89
归属母公司股东净利润	266.61	326.96	427.48	546.24	现金流量净额	110.26	689.37	206.02	298.36
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	354.89	1009.26	1250.28	1548.64	成长能力				
应收和预付款项	20.90	26.80	32.98	39.84	销售收入增长率	32.56%	20.81%	24.53%	22.05%
存货	121.12	142.23	176.15	211.98	营业利润增长率	47.89%	22.24%	32.53%	28.48%
其他流动资产	502.65	649.19	808.43	976.10	净利润增长率	45.05%	22.64%	30.74%	27.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	43.15%	25.27%	29.69%	26.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	347.27	313.69	280.12	246.54	毛利率	39.38%	38.31%	39.31%	40.30%
无形资产和开发支出	34.88	33.43	31.99	30.54	三费率	16.78%	16.50%	16.00%	15.70%
其他非流动资产	5.11	18.11	33.11	48.11	净利率	18.87%	19.16%	20.11%	21.05%
资产总计	1386.82	2192.71	2613.05	3101.73	ROE	23.42%	17.40%	19.35%	20.79%
短期借款	0.00	35.00	0.00	0.00	ROA	19.22%	14.91%	16.36%	17.61%
应付和预收款项	193.72	244.58	314.51	371.03	ROIC	20.82%	21.81%	25.13%	27.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.67%	23.51%	24.48%	25.39%
其他负债	54.83	68.58	89.59	103.76	营运能力				
负债合计	248.56	348.16	404.10	474.79	总资产周转率	1.10	0.95	0.88	0.91
股本	371.84	413.16	413.16	413.16	固定资产周转率	4.06	5.16	7.16	9.85
资本公积	38.17	486.16	486.16	486.16	应收账款周转率	384.22	389.32	421.09	400.42
留存收益	728.26	975.24	1304.63	1722.63	存货周转率	8.37	8.00	8.10	7.98
归属母公司股东权益	1138.26	1879.55	2208.94	2626.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.96%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1138.26	1879.55	2208.94	2626.94	资产负债率	17.92%	15.88%	15.46%	15.31%
负债和股东权益合计	1386.82	2227.71	2613.05	3101.73	带息债务/总负债	0.00%	10.05%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.16	5.41	5.79	6.03
					速动比率	3.65	4.99	5.34	5.57
					股利支付率	22.32%	24.46%	22.95%	23.48%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标				
EBITDA	320.33	401.28	520.42	658.65	每股收益	0.65	0.79	1.03	1.32
PE	73.30	59.77	45.72	35.78	每股净资产	2.76	4.55	5.35	6.36
PB	17.17	10.40	8.85	7.44	每股经营现金	0.64	0.58	0.83	1.04
PS	13.83	11.45	9.19	7.53	每股股利	0.14	0.19	0.24	0.31
EV/EBITDA	53.78	46.23	35.08	27.25					
股息率	0.30%	0.41%	0.50%	0.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn