

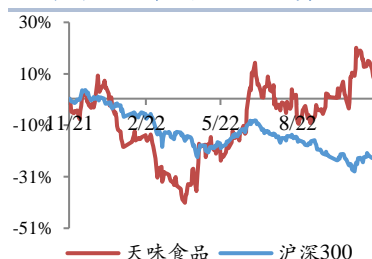
渠道良性稳健发展，产品品牌具备持久动能

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-11-30

收盘价（元） 27.48
近 12 个月最高/最低（元） 31.01 / 15.25
总股本（百万股） 761
流通股本（百万股） 754
流通股比例（%） 99.07
总市值（亿元） 209
流通市值（亿元） 207

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

主要观点：

● 复调赛道快速发展，公司所处赛道优良

2014-2021 年，复合调味品行业规模 CAGR 达到 13.90%，调味品行业整体 CAGR 为 8.5%，复调赛道快于调味品行业整体。复调产品中，火锅复调和中式复调产品渗透率较低，产品接受程度广泛，属于复调中优势赛道。

B 端：餐饮行业及连锁化共同驱动 B 端发展，我们认为 B 端复调竞争要素有 3 点：1) 极致的性价比、技术配方优势及生产能力；2) 产品和服务是一体的，定制餐调是动态磨合的过程，区别于做大单品的渠道逻辑；3) 未来预计 B 端也需要品牌力加持，品牌附加值给予产业链的绝对分配权。

C 端：新消费群体需求驱动 C 端业务发展，我们认为产品力仍是基石，渠道力为推动力，品牌力获得溢价。

● 深耕行业二十余载，业务稳健发展

公司成立二十余载，深耕复调领域，业务稳健发展。2016-2020 年营收的 CAGR 达 24.51%，归母净利润 2016-2020 年 CAGR 为 15.69%。21 年积极调整，22 年业绩稳健增长，其中 Q3 业绩超预期，实现良好稳健发展，冬调产品提前备货，渠道库存良性。

● 渠道力：经销商渠道推行优商+扶商策略运行良好，定制餐调业务实现突破式增长、电商、直营商超渠道作为良好补充

1) 经销商渠道：2016-2020 年，经销商渠道营收保持加速上涨，复合增速达 22.09%。2021 年推行优商+扶商策略，改革效果良好。公司在 大商策略方面采取了精细化运营的优商模式，通过销售动作标准化的业务流程保障基本盘的增长，在成长型客户的策略方面采取了扶商模式，通过资源和关键动作聚焦的方式进行扶持成长，精准施策有效投入；**2) 定制餐调渠道：**2016 年公司开始重点开发定制餐调业务，2018 年公司定制餐调客户数量为 203 家，增加了 1.64 倍，客户包括张亮麻辣烫、味千拉面、无名缘等连锁餐饮品牌。2021 年该渠道营收达到 2.53 亿元，2016-2021 复合增速为 37.27%，占比提升了 7.22PCT。2022 年公司将持续聚焦头部连锁餐饮并充分利用资本平台方式，整合公司资源，充分利用“业投一体化”的模式，实现业务突破式增长；**3) 电商渠道：**电商渠道 2021 年营收实现 1.57 亿元，可作为良好的渠道架构补充。

● 品牌力+产品力：“好人家”“大红袍”双品牌实现差异化布局，大单品培育制度完善

1) 好人家：品类丰富，价格较高，定位中高端市场，专注于火锅调料、中式菜品调料、佐餐即食类产品；**2) 大红袍：**定位为火锅调料大众市场和餐饮小 B 端市场，专注于火锅调料、餐饮类产品。2020 年公司将大红袍品牌从原来的销售体系中分离，成立了独立的销售组

织。**3) 大单品培育制度:** 公司依托三道流程即通过前置大单品、培育大单品及战略大单品三个流程, 培育大单品, 并对其进行倾斜资源。2022年小龙虾放量明显, 大单品口味接受度较强, 同时产品全国化基因明显, 有望在培育制度下继续贡献收入。

● 投资建议

公司火锅底料及中式调味料业务稳健增长, 22年Q3业绩超预期, 经过21年去库存过程, 目前公司库存良性, 渠道端优势明显, 优商辅商制度助力业务稳健增长, 我们预计公司2022/2023/2024年收入分别为25.38/29.34/33.2亿元, 同比增长分别为25.3%/15.6%/13.2%, 归母净利润为3.21/4.04/4.87亿元, 同比增长73.8%/26%/20.4%, 对应EPS分别为0.42/0.53/0.64元/股, PE分别为65/52/43倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 风险提示

- 1) 成本压力: 原材料价格大幅上涨, 运输费用压力, 人工费用等上涨超预期;
- 2) 行业竞争加剧: 公司新品推展不顺利, 产品结构升级路径受损等;
- 3) 疫情控制及恢复不及预期: 餐饮端恢复不及预期;
- 4) 食品安全风险: 食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2026	2538	2934	3320
收入同比 (%)	-14.3%	25.3%	15.6%	13.2%
归属母公司净利润	185	321	404	487
净利润同比 (%)	-49.3%	73.8%	26.0%	20.4%
毛利率 (%)	32.2%	34.6%	35.2%	35.9%
ROE (%)	4.9%	8.1%	9.2%	10.0%
每股收益 (元)	0.25	0.42	0.53	0.64
P/E	109.43	65.27	51.78	42.99
P/B	5.31	5.26	4.78	4.30
EV/EBITDA	117.49	57.28	45.31	37.16

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 复调行业增速高于调味品行业整体，细分赛道中火锅及中式复调具备较大增长空间	6
1.1 复调行业增速高于调味品行业整体，细分赛道表现分化	6
1.2 细分赛道中火锅及中式复调具备较大潜力空间	7
1.3 B 端赛道如何发展？极致的性价比+产品和服务应为一体	9
1.4 C 端驱动因素：新消费需求助力增长	13
2 业务发展稳健，加强成本费用控制	14
2.1 深耕复调二十余年，业绩长期稳健向好	14
2.2 原材料占比中油脂辣椒较多，成本上涨影响毛利率	16
2.3 调整营销策略、管理架构，费用结构改善明显	18
3 多渠道共同发力，渠道库存改善	20
3.1 四大渠道互为补充，构建全渠道经销网络	20
3.1.1 经销商渠道：优商+辅商实现资源利用最大化	20
3.1.2 定制餐调：发展迅速，低定价助力拓展市场	23
3.1.3 电商渠道：疫情推动线上消费，加快新零售渠道建设	24
3.2 分区域渠道管理，着眼于全国市场	25
3.3 21 年加速动销，改善库存水平	26
4 双品牌定位互补，大单品具备长久动力	26
4.1 双品牌驱动战略，实现差异化销售	26
4.2 大单品深入人心，品类不断推陈出新	28
5. 盈利预测与估值分析：	30
6. 风险提示：	30
财务报表与盈利预测	31

图表目录

图表 1 我国复合调味品市场规模及增速	6
图表 2 复合调味品市场不同梯队代表公司（按 2021 年营业额）	7
图表 3：复合调味品代表公司产品概况	7
图表 4：中国复合调味品细分赛道发展现状	7
图表 5 中国鸡精市场竞争格局	8
图表 6 我国餐饮市场构成及西式餐饮占比	8
图表 7 我国火锅行业市场规模及增速	8
图表 8 2022 年中国部分热门火锅品牌门店数量（家）	8
图表 9 我国火锅调味品市场规模及增速	9
图表 10 我国中式复合调味品市场规模及增速	9
图表 11 2019 年我国中式复合调味品市场格局	9
图表 12 2020 年中国调味品收入构成（分渠道）	10
图表 13 2020 年复合调味品收入构成（分渠道）	10
图表 14 2018 年中国复合调味品收入构成（分渠道）	10
图表 15 中国餐饮市场规模及增速	10
图表 16 中国连锁餐饮收入及增速	11
图表 17 中、美餐饮连锁化率对比	11
图表 18 中央厨房数量变化	12
图表 19 各项成本费用同比变动均值	12
图表 20 各项成本占营业收入比例分布图	12
图表 21 复调 B 端竞争要素探讨	13
图表 22 2022 年调味品行业消费者画像	13
图表 23 中国人口结构	14
图表 24 三大因素驱动新消费群体需求增加	14
图表 25：天味食品历史沿革	14
图表 26：天味食品股权结构示意图（截至 2021 年 12 月 31 日）	15
图表 27：天味食品总营收及其增速	16
图表 28：天味食品归母净利润及其增速	16
图表 29：天味食品成本构成（亿元）	16
图表 30：天味食品直接材料成本构成（亿元）	16
图表 31：火锅底料直接材料成本构成（亿元）	17
图表 32：川菜调料直接材料成本构成（亿元）	17
图表 33：我国干辣椒价格走势（元/500 克）	17
图表 34：我国青花椒价格走势（元/KG）	17
图表 35：棕榈油价格走势（元/吨）	18
图表 36：主要原料年度均价增速（%）	18
图表 37：天味食品毛利率（%）	18
图表 38：好人家大屏广告投放图	19
图表 39：天味食品广告费用变化	19

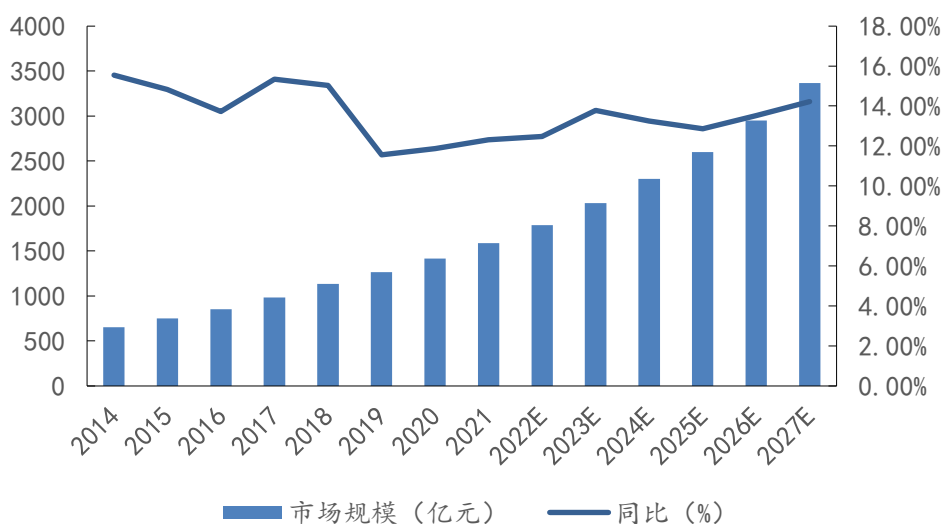
图表 40: 天味食品管理架构调整	19
图表 41: 天味食品费用构成（亿元）	20
图表 42: 营业收入分渠道构成（亿元）	20
图表 43: 天味食品经销商渠道营收金额、占比及增速	21
图表 44: 天味食品经销商数量及增速	21
图表 45: 经销商地区分布 22Q3	21
图表 46: 销售人员数量及人均负责经销商数量	22
图表 47: 天味食品协同运营平台架构图	23
图表 48: 定制餐调部分产品示意图	23
图表 49: 定制餐调部分客户	23
图表 50: 定制餐调渠道营收金额、占比及增速	24
图表 51: 销售毛利率（分渠道）	24
图表 52: 电商渠道营收金额、占比及增速	25
图表 53: 电商渠道销售收入构成	25
图表 54: 营业收入分地区构成（亿元）	25
图表 55: 销售区域分布	25
图表 56: 销售区域划分	25
图表 57: 存货及其增速	26
图表 58: 库存量构成（吨）	26
图表 59: 好人家、大红袍发展历程	27
图表 60: 双品牌产品细分及代表产品单价	27
图表 61: 天味食品大单品筛选流程	28
图表 62: 天味食品历年推出新品	28
图表 63: 天味食品研发费用及其占比	29
图表 64: 好人家鱼调料、手工老火锅底料	29
图表 65: 天猫榜单	29

1 复调行业增速高于调味品行业整体，细分赛道中火锅及中式复调具备较大增长空间

1.1 复调行业增速高于调味品行业整体，细分赛道表现分化

过去 7 年行业发展快于调味品行业整体，未来 5 年仍有望保持双位数增长。根据艾媒咨询的数据，2021 年，我国复合调味品市场规模为 1588 亿元，占调味品行业的 34.57%，对比 2014 年提升 9.36PCT。2014-2021 年，复合调味品行业规模 CAGR 达到 13.90%，调味品行业整体 CAGR 为 8.5%，增速高于调味品行业整体。**驱动因素拆分：**1) B 端餐饮连锁化、标准化，外卖市场规模扩大；2) C 端居民消费力提升，消费者对便捷的复合调味品需求增加。

图表 1 我国复合调味品市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

川味调味品占据龙头地位。按照 2021 年复合调味品业务的营业额，可以将调味品企业划分为 2 个部分：第一部分以颐海国际、天味食品等龙头企业为代表，还有草原红太阳、宝立食品等龙头企业；第二部分主要是营收在 10 亿元以下的公司，日辰股份、安记食品、佳隆股份等。

图表 2 复合调味品市场不同梯队代表公司（按 2021 年营业额）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3：复合调味品代表公司产品概况

	2021 年营收（亿元）	相关产品
颐海国际	59.43	火锅调味品、中式复合调味品
天味食品	20.26	川菜调料、火锅底料、鸡精、香辣酱、香肠腊肉调料
宝立食品	15.77	复合调味料
仲景食品	8.06	调味食品
日辰股份	3.39	酱汁类、粉体类调味料
加隆股份	2.80	鸡精、鸡粉、番茄酱等
安记食品	5.49	复合调味粉、酱类调味品、风味清汤

资料来源：Wind，华安证券研究所

1.2 细分赛道中火锅及中式复调具备较大潜力空间

细分赛道中表现分化，中式及火锅具备快速增长条件：按照口味、应用场景的不同，可以将复合调味品分为鸡精、火锅调味料、中式复合调味品、西式复合调味品、日韩复合调味品及其他五类。根据华经数据，2019 年我国鸡精、火锅调味料、中式复合调味品、西式复合调味品、日韩复合调味品及其他占比分别为 29%、18%、17%、19%、17%。1）鸡精市场渗透率已处于较高水平，且竞争格局相对稳定，雀巢旗下的太太乐已在鸡精市场确立强劲的品牌优势，CR5 占比超过 80%；2）西式复合调味品和日韩调味品受制于饮食结构影响，目前占比仍然较低。

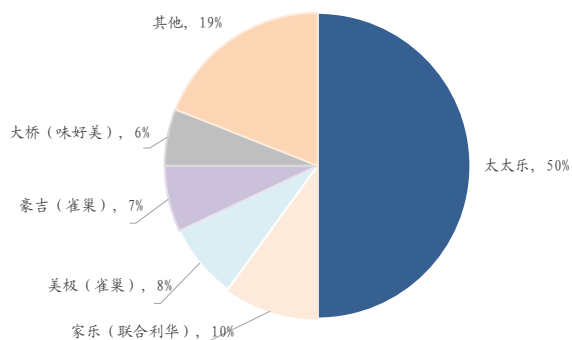
图表 4：中国复合调味品细分赛道发展现状

品类	2016-2021 年 CAGR	品牌渗透率	市场集中度	代表产品	代表品牌
鸡精	14%	很高	CR5>80%	代替味精，更加健康	太太乐、大桥
火锅调味品	14%	较低	CR3>30%	火锅底料和火锅蘸料	天味食品、颐海国际、红九九

中式复合调味品	17%	低	CR3<10%	特定菜式烹饪, 如酸菜鱼等	天味食品、颐海国际
西式复合调味品	14%	高	CR3>50%	西餐番茄酱、蛋黄酱等	联合利华、味好美
日韩复合调味品及其他	13%	较高	CR3>50%	小众菜式烹饪	味之素、丘比

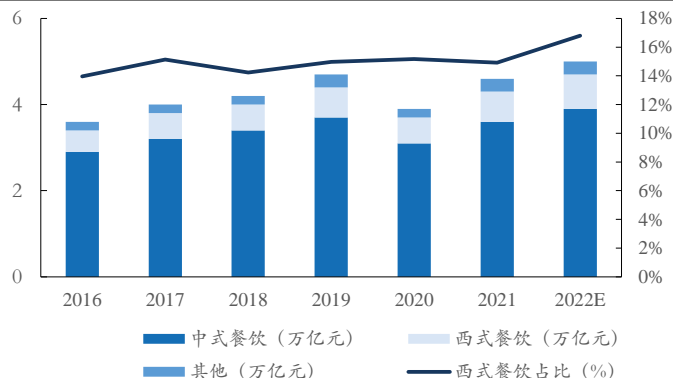
资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

图表 5 中国鸡精市场竞争格局



资料来源: 观知信息, 华安证券研究所

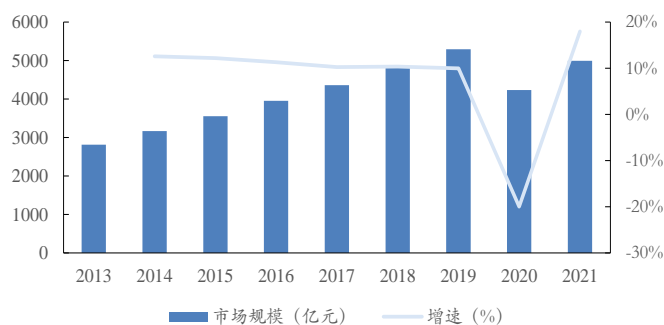
图表 6 我国餐饮市场构成及西式餐饮占比



资料来源: 中国连锁经营协会, 华安证券研究所

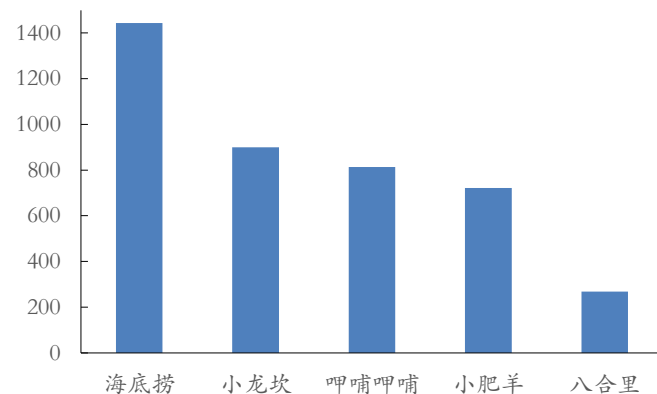
火锅调味品: 过去十年我国火锅调味品市场以 14.98% 的 CAGR 增长, 于 2021 年达到 625 亿元, 占整个复合调味品市场的 39.36%, 并预计在未来五年保持 12.50% 的复合增速。火锅调味品的增长主要得益于以下两方面原因: 1) 过去几年中, 我国火锅餐饮规模快速增长, 2021 年为 4998 亿元, 较 2013 年涨幅达到 77.68%, 火锅门店数量依然保持上涨趋势; 2) 火锅底料的消费场景不局限于外出就餐, 家庭场景的增加带动了火锅底料的销售。

图表 7 我国火锅行业市场规模及增速



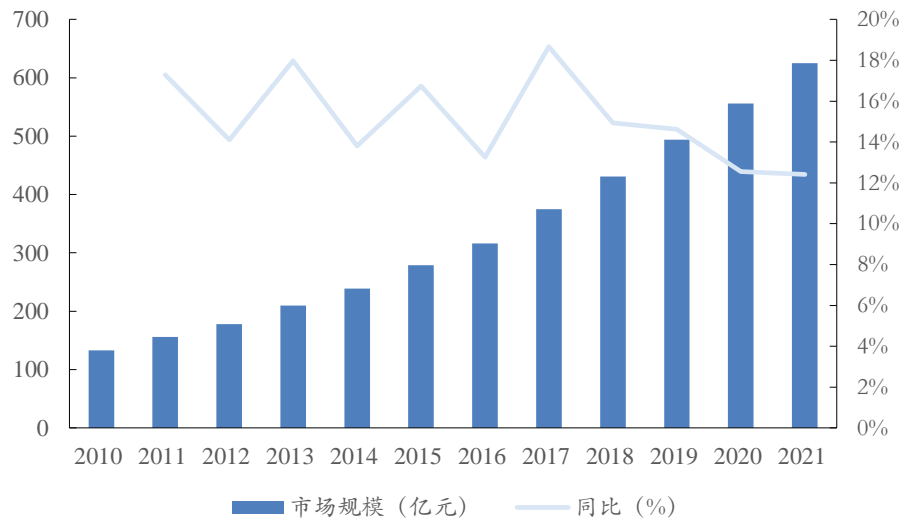
资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

图表 8 2022 年中国部分热门火锅品牌门店数量 (家)



资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

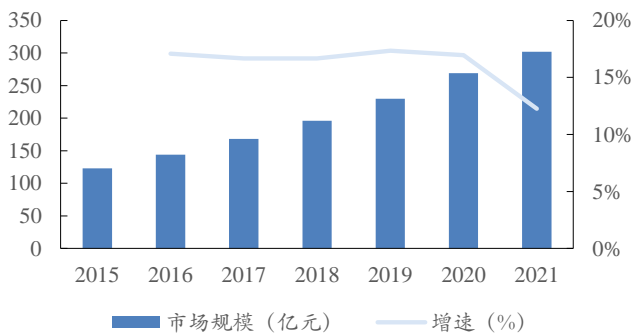
图表 9 我国火锅调味品市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

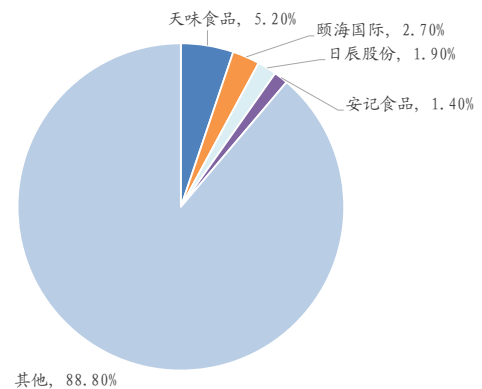
中式复合调味品：自 2017 年以来，中式复合调味品市场规模保持 15.79% 的速度复合增长，于 2021 年达到 302 亿元，占复合调味品市场的 19.02%。中式复合调味品发展成熟度较低，且品类较多，行业集中度低。由于川菜发展相对较成熟，广东菜、江浙菜等菜系发展程度低于川菜，因此目前中式复合调味料中规模较大的多为川调品牌。天味食品专注于川味复合调味料的研发，目前占据中式复合调味料市场份额第一，颐海国际稳固火锅底料市场基本盘后，近年也发力中式复合调味料，份额提升也较快。

图表 10 我国中式复合调味品市场规模及增速



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 11 2019 年我国中式复合调味品市场格局

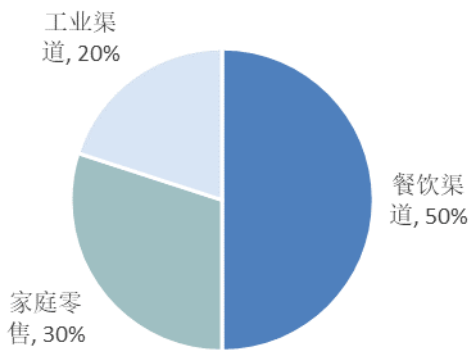


资料来源：智研咨询，华安证券研究所

1.3 B 端赛道如何发展？极致的性价比+产品和服务应为一体

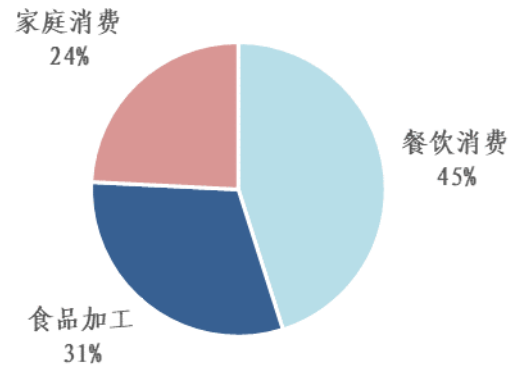
复合调味品餐饮端销售占比超过 C 端。近几年，在餐饮行业发展的带动下，我国调味品行业餐饮渠道销售占比增加明显。根据调味品协会的数据，2020 年我国调味品销售收入中家庭渠道占 30%，餐饮渠道占比 50%左右，食品加工渠道接近 20%。根据观研咨询，我国复合调味品中家庭渠道占 31%，餐饮渠道占比 45%左右，食品加工渠道接近 31%。

图表 12 2020 年中国调味品收入构成 (分渠道)



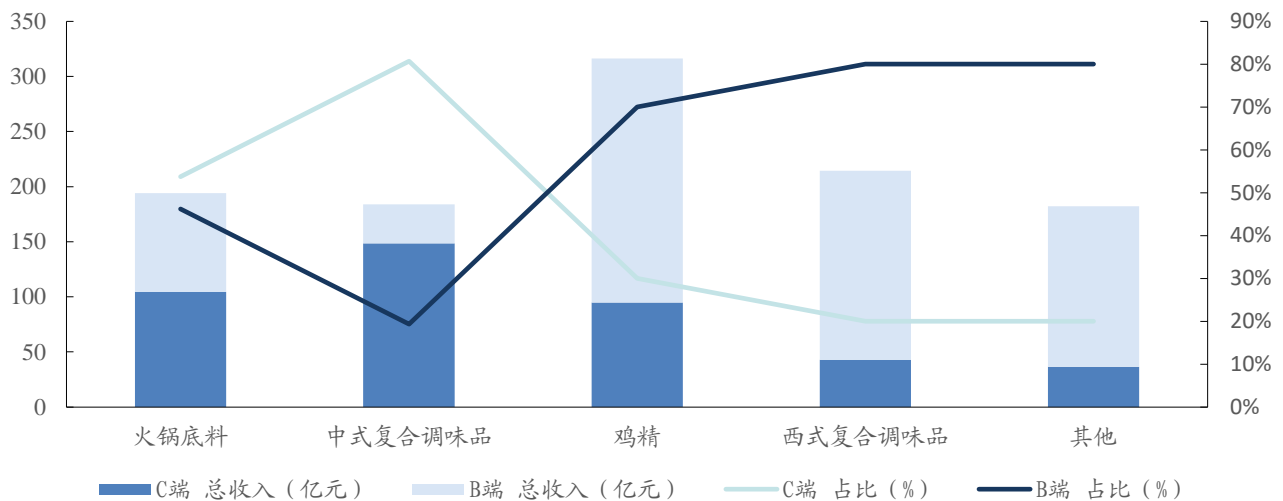
资料来源: 调味品协会, 华安证券研究所

图表 13 2020 年复合调味品收入构成 (分渠道)



资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

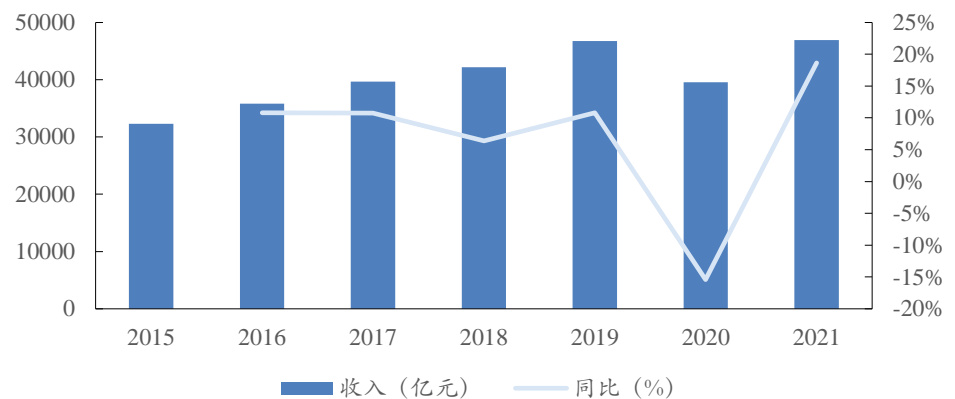
图表 14 2018 年中国复合调味品收入构成 (分渠道)



资料来源: 智研咨询, 华安证券研究所

2015 至 2019 年我国餐饮市场规模迅速攀升, CAGR 为 9.66%, 2020 年受到疫情影响, 同比下滑严重, 2021 年基本恢复到 2019 年体量, 因此 2015 至 2021 年餐饮行业市场规模 CAGR 为 6.41%。

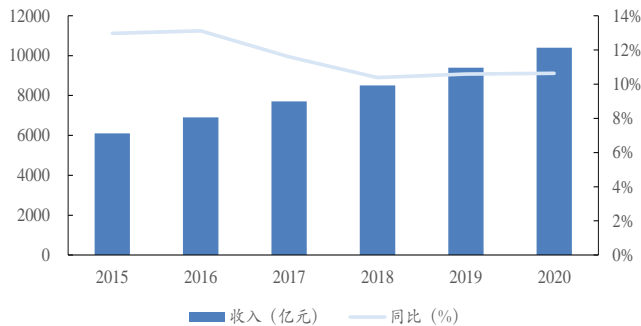
图表 15 中国餐饮市场规模及增速



资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

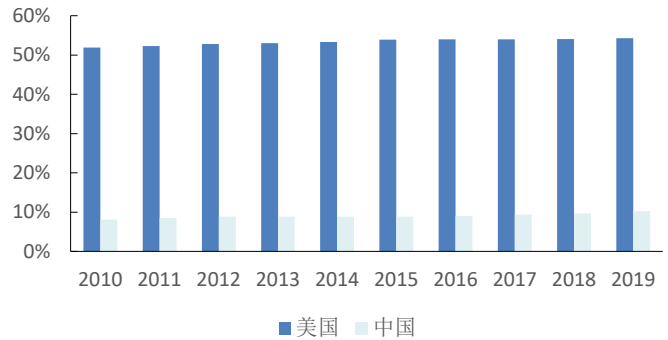
我国餐饮连锁化持续提升，对比发达国家仍有上升空间。1) 连锁餐饮收入及增速：2020 年我国连锁餐饮收入为 1.04 万亿元，与 2013 年的 4900 亿元相比，增长了一倍以上。2) 中美连锁化对比：2019 年以前我国餐饮连锁化率在 10% 以下，2019 年达到 10.30%，而美国在 2010 年即达到 51.90%，我国餐饮连锁化还有巨大成长空间。3) 驱动因素：连锁餐饮对口味的统一性、出餐的标准化、质量的稳定性等方面要求较高，复合调味品，特别是定制化复合调味品，可以通过中央厨房+半成品的模式帮助餐饮企业达到这一目标。

图表 16 中国连锁餐饮收入及增速



资料来源：辰智餐饮数据库，华安证券研究所

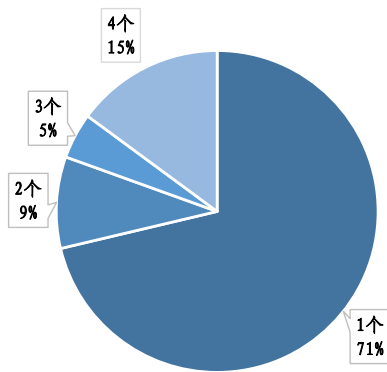
图表 17 中、美餐饮连锁化率对比



资料来源：辰智餐饮数据库，华安证券研究所

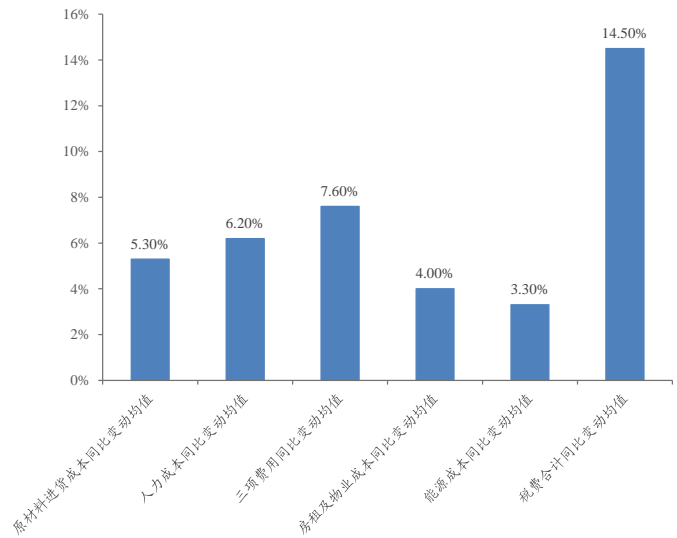
疫情常态化及预制菜产业的快速发展，让更多的餐饮企业关注到中央厨房的重要性。数据显示，超过半数的调研企业拥有中央厨房。在这些企业中，拥有 1 个中央厨房的企业占比 71.3%；拥有 2 个中央厨房的企业占比 9.2%；拥有 3 个中央厨房的企业占比 4.6%；拥有 4 个及以上中央厨房的企业占比 14.9%，均较去年同期数据有所增加。在各项成本费用中，占营收比例最高的仍然是原料进货成本；人力成本和三项费用成本占比分列第二、第三高。综合来看，餐饮企业的成本压力仍然存在。原料、房租、能源、人力等成本快速上升，对行业成本端带来压力。(以上调研来源于中国饭店协会，协会对部分企业进行调研，参加调研的企业共计 169 家，涉及门店数 5 万余家，涉及品牌总数 800 余个。2021 年营业收入超过 2000 万元的企业占比约 86%，2021 年营业收入超过 1 亿元的企业占比约 69%。)

图表 18 中央厨房数量变化



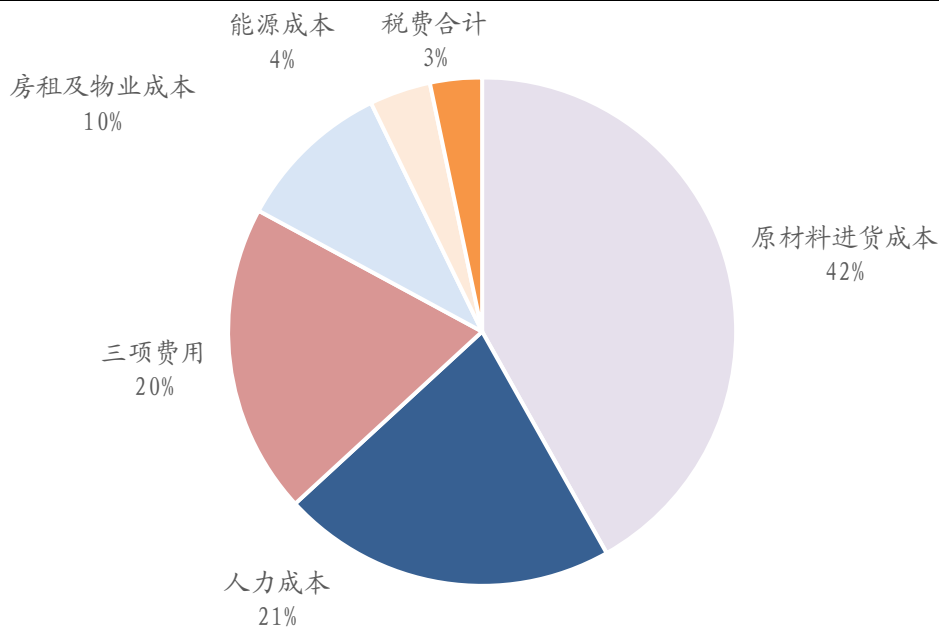
资料来源：中国饭店协会，华安证券研究所

图表 19 各项成本费用同比变动均值



资料来源：中国饭店协会，华安证券研究所

图表 20 各项成本占营业收入比例分布图



资料来源：中国饭店协会，华安证券研究所

B 端餐饮定制赛道对应下的复调竞争要素：1) 极致的性价比、技术配方优势及生产能力；2) 定制餐调的服务过程：在定制餐调中产品和服务是一体的，定制餐调是动态磨合的过程，区别于做大单品的渠道逻辑；3) 未来预期渠道需要加上品牌，通过品牌附加值才有生态链的绝对分配权，未来也会享受一定的品类溢价。

图表 21 复调 B 端竞争要素探讨

1. 极致的性价比、技术配方优势及生产能力

2. 定制餐调中产品和服务应是一体的，定制餐调是动态磨合的过程，区别于做大单品的渠道逻辑

3. 未来预计B端也需要品牌力，品牌附加值给予产业链的绝对分配权。

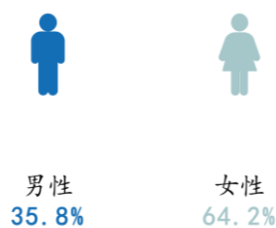
资料来源：华安证券研究所整理

1.4 C 端驱动因素：新消费需求助力增长

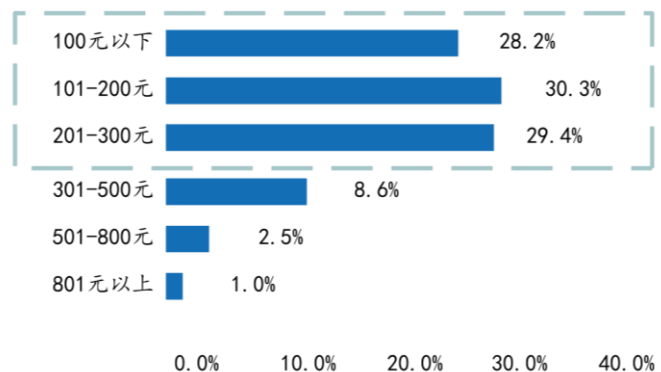
- **第一，调味品消费者中女性居多，近九成消费者的调味品年度支出在 300 元以内。**根据艾媒咨询，2022 年调味品行业的消费者中 64.2% 为女性。2022 年中国调味品消费者年度消费支出情况调查显示，近九成消费者的调味品年度支出在 300 元以内，其中，30.3% 的受访消费者表示调味品年度消费支出在 101-200 元之间。

图表 22 2022 年调味品行业消费者画像

2022年中国调味品消费者性别比例



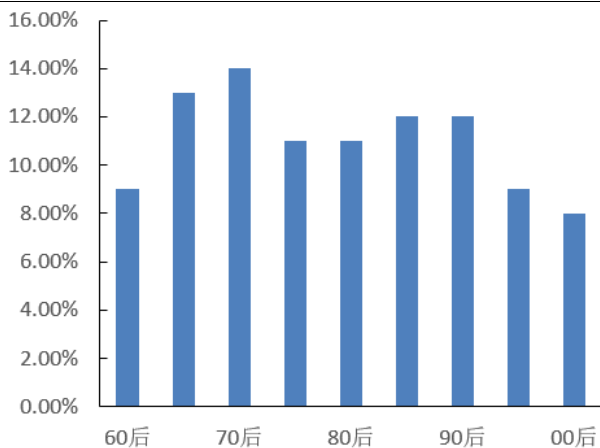
2022年中国调味品行业消费者年度消费支出情况调查



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

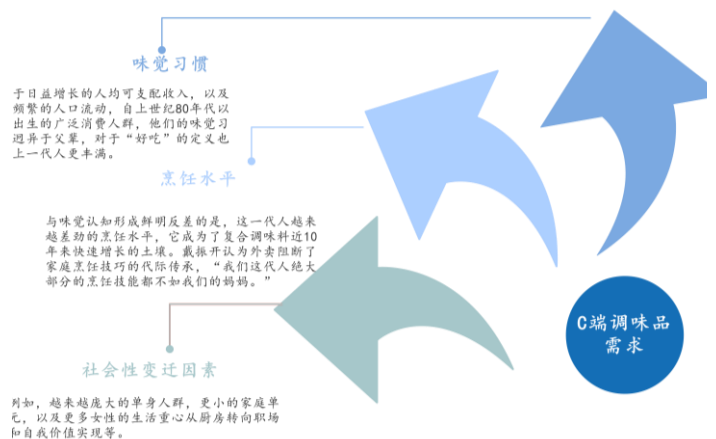
- **第二，消费者年轻化带来红利。我国人口结构呈现“缩减型金字塔”趋势，80/90 后成为消费主力。**首先，由于人均可支配收入的增加，该群体对于口味的要求更高；其次，某些社会性变迁，如越来越庞大的单身人群、更小的家庭单元、更多女性的生活重心从厨房转向职场和自我价值实现等；最后，是该群体较差的烹饪技术，因此对便利化、口味要求较高，复合调味品因其较高品质与方便菜的特性受新消费主力青睐。

图表 23 中国人口结构



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 三大因素驱动新消费群体需求增加



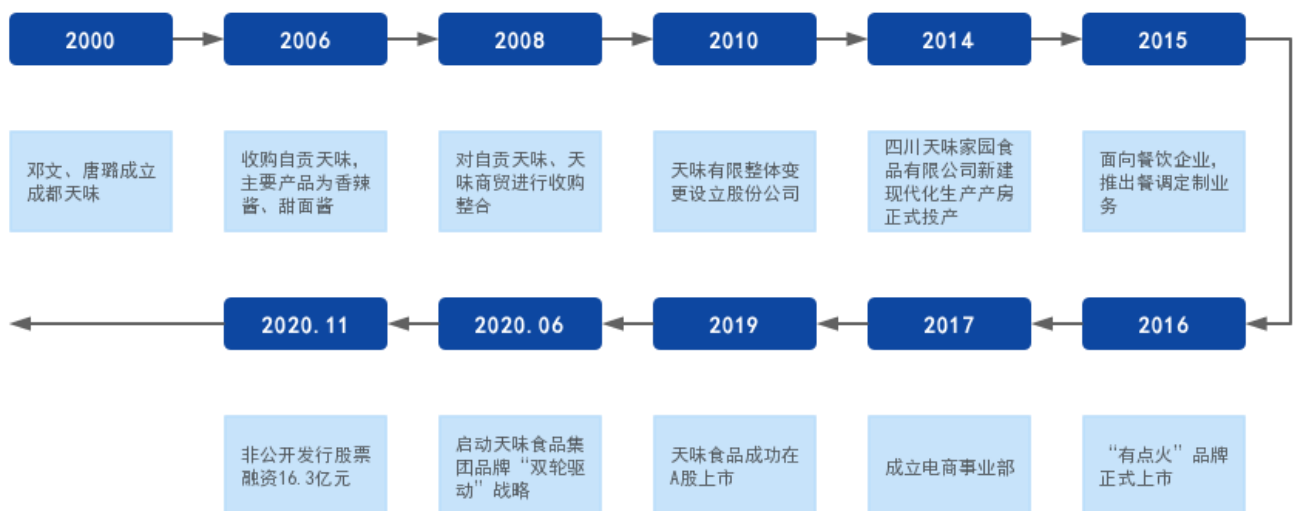
资料来源：FoodsTalk，凯度，华安证券研究所

2 业务发展稳健，加强成本费用控制

2.1 深耕复调二十余年，业绩长期稳健向好

专注复调领域，品牌势能明显，销售网络覆盖面广。天味食品自设立以来一直专注于复合调味料的研发、生产和销售，逐渐发展成以火锅调料和中式菜品调料为主的大型复合调味料生产企业。公司拥有“好人家”、“大红袍”、“天车”三大品牌，营销网络遍布全国 31 个省、市、自治区，并远销海外多个国家。除此之外，公司还为国内连锁餐饮企业提供定制餐调产品。

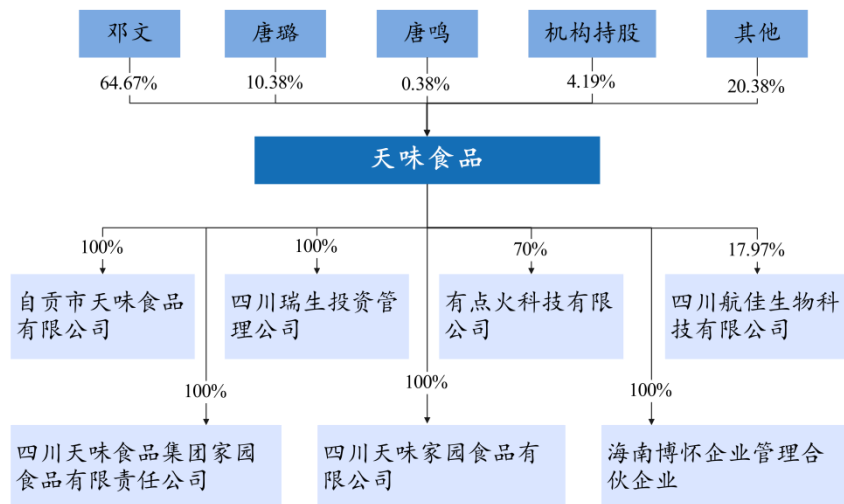
图表 25：天味食品历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

股权结构较为集中，及时调整股权激励。公司实际控制人即为其创始人邓文先生，截至2021年12月31日邓文、唐璐夫妇合计持股75.05%。天味下属有五家二级子公司、一家合伙企业以及一家三级子公司。为实现公司长足发展，充分发挥员工积极性，公司分别于2020、2021分别推出股权激励计划。公司综合考虑宏观经济状况、行业市场环境等因素，预计无法达成本次激励计划原设定的业绩考核目标，于2021年9月终止21年的激励计划。22年2月公司发布限制性股票激励计划，该计划2次解锁的条件为：以2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于15%，2023年营业收入增长率不低于32.25%；测算对应2022/2023营业收入同比增速为15%/15%，同时激励计划对个人层面绩效考核做出了要求。

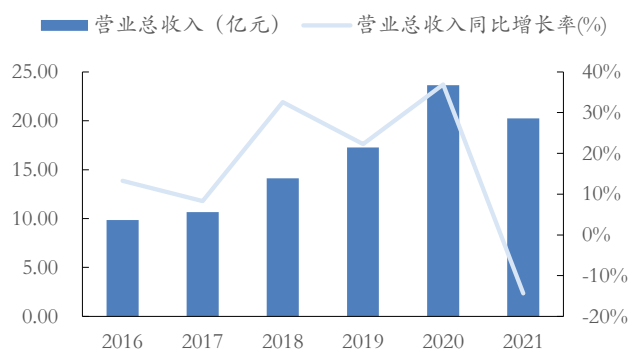
图表 26：天味食品股权结构示意图（截至2021年12月31日）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

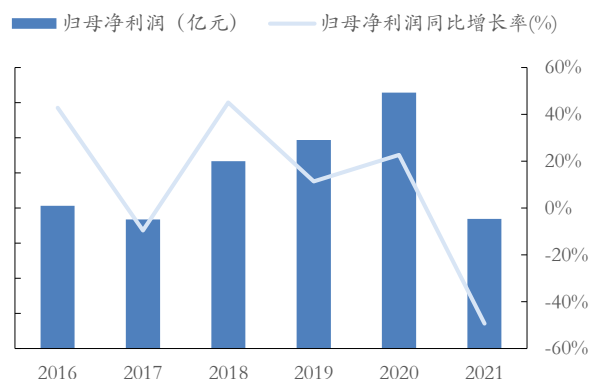
21 年积极调整，22 年 H1 业绩利润超预期。从长期来看，公司盈利能力保持稳步增长，2016-2020 年营收的 CAGR 达 24.51%，归母净利润 2016-2020 年 CAGR 为 15.69%。2021 年疫情影响整体需求，原材料价格上涨影响，公司内部方面，面对高库存、高基数、高费用投放等因素，公司面临变革和转型，总营收同比下降 14.34%，归母净利润下降 49.32%。公司发布 1H22 年上半年业绩预告，公司去库存初见成效、调整费用投放后，明星单品放量预期较为顺畅。22 年前三季度公司实现营收/归母净利润 19.09/2.44 亿元，同比+36.58%/+204.76%；其中 22Q3 实现营业收入/归母净利润 6.95/0.78 亿元，同比+82.33%/+1629.31%。低基数与公司改革赋能下，Q3 业绩实现快速增长。

图表 27: 天味食品总营收及其增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28: 天味食品归母净利润及其增速

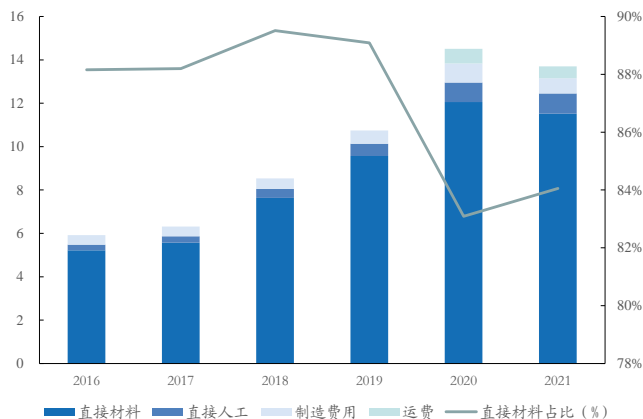


资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2 原材料占比中油脂辣椒较多, 成本上涨影响毛利率

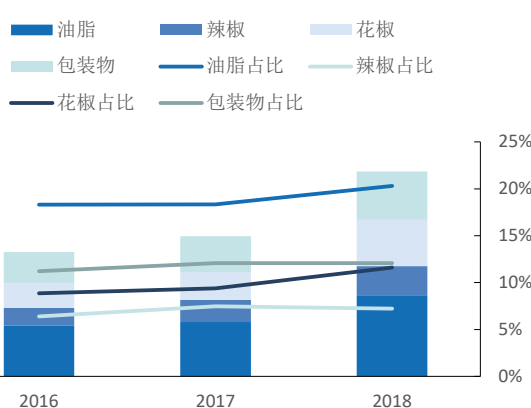
直接材料成本占比较多, 油脂辣椒等为主要直接材料成本。直接材料包括公司生产所需原料以及包装物, 2016-2021 年直接材料成本均占公司主营业务成本的 80% 以上。其中, 包装物成本在 2016/2017/2018 年分别占 11.20% / 12.08% / 12.08%。根据招股说明书, 原料方面, 占比最高的是油脂, 且逐年上升, 2018 年油脂成本为 1.73 亿元, 占直接材料成本的 20.31%, 其次为花椒, 公司在生产过程中主要使用的油脂类原料有牛油、起酥油和菜籽油等。

图表 29: 天味食品成本构成 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

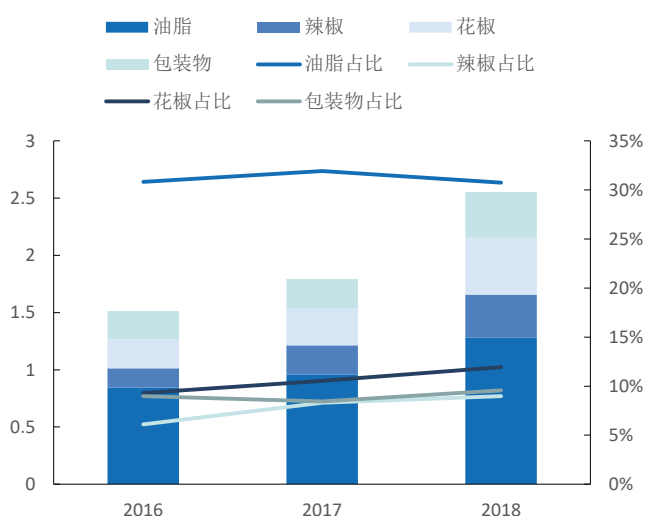
图表 30: 天味食品直接材料成本构成 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

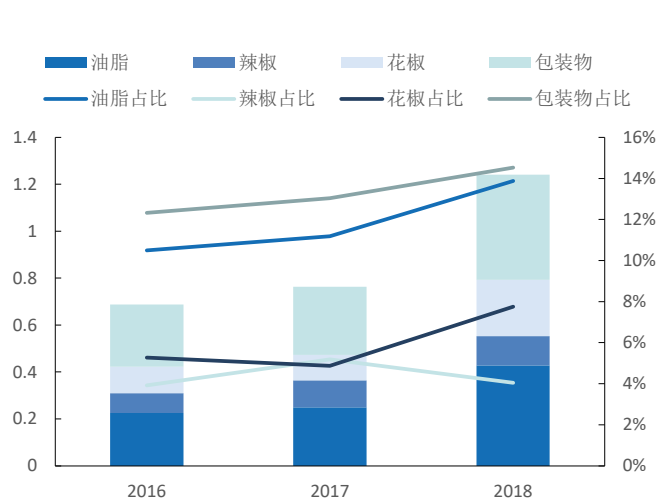
火锅底料、川菜调料原料成本主要受油脂价格影响。根据招股说明书, 火锅底料系列产品中, 油脂成本占比保持在 30% 以上, 其次为花椒和辣椒; 川菜调料系列产品中, 直接材料成本的前两名是包装物和油脂, 此外 2018 年由于产品品种结构变动导致固态牛油和鸡脂油单耗上升, 其占比随之上升 2.69 个百分点。

图 表 31: 火锅底料直接材料成本构成 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

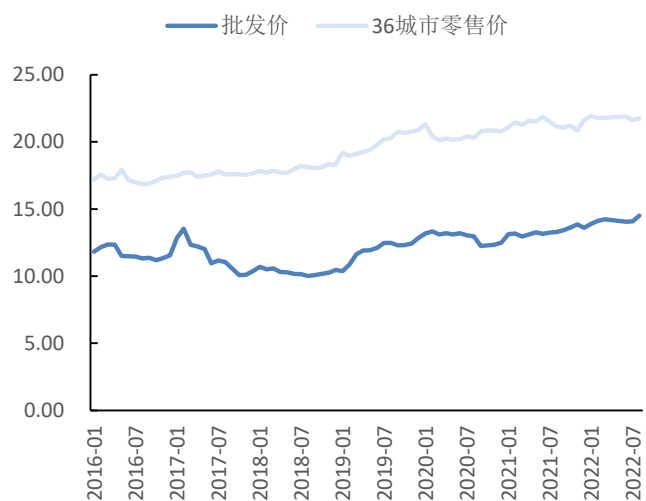
图 表 32: 川菜调料直接材料成本构成 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

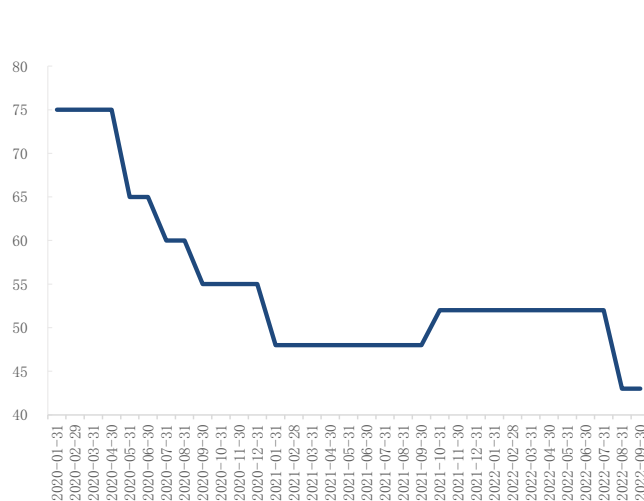
油脂、辣椒等农副产品价格上涨幅度较大。如上所述, 公司使用的原料种类众多, 其中对利润影响较大有油脂、辣椒和花椒。截至 2022 年 8 月, 我国干辣椒批发价上涨, 单价达到 14.51 元/500g。自 21 年 9 月起, 青花椒价格开始上涨, 并保持在 52 元/kg 的高位, 2022 年 8 月起青花椒价格环比开始下滑。此外, 受上游原材料价格上涨, 自 2022 年 4 月中旬开始, 国内多家牛油企业陆续宣布涨价, 穆林轩的牛油价格上调 500 元/吨, 吉品食品上调 600 元/吨。1Q21 年大宗原辅料持续上涨, 棕榈油价格 1H22 年上半年持续走高, 其中 6 月末受印尼出口政策调整, 马来西亚供应预期有所抬升等因素影响, 目前呈现回落趋势。

图 表 33: 我国干辣椒价格走势 (元/500 克)



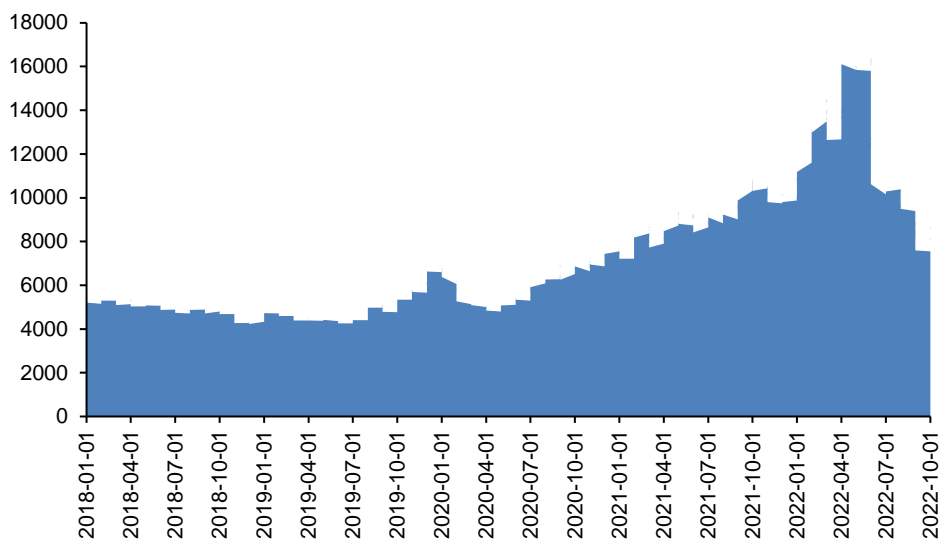
资料来源: wind, 华安证券研究所

图 表 34: 我国青花椒价格走势 (元/kg)



资料来源: wind, 华安证券研究所

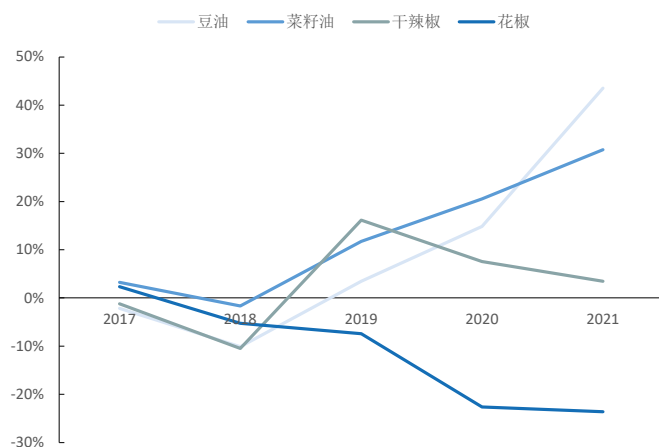
图表 35: 棕榈油价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

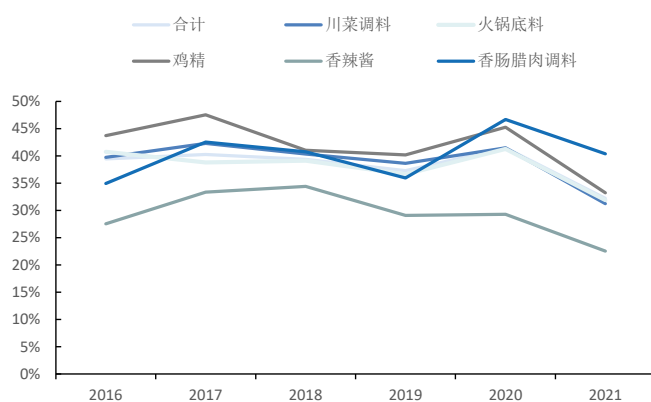
原料价格上涨是毛利率下滑原因之一。2021 年, 豆油、菜籽油、干辣椒年度均价分别上涨 43.52%、30.74%、3.45%。受原料价格上涨、宏观环境恢复不及预期等多重因素影响, 毛利率方面, 2021 年天味食品毛利率下降 9.27%, 其中火锅底料、川菜调料毛利率降幅分别为 9.38%、10.24%。

图表 36: 主要原料年度均价增速 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 37: 天味食品毛利率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.3 调整营销策略、管理架构, 费用结构改善明显

20 年开启强营销模式, 21 年销售费用改善。2020 年天味加大品牌投入, 采取四个一线策略, 即“一线明星、一线综艺、一线媒体、一线广告公司”, 包括江苏卫视《非诚勿扰》冠名、东方剧场冠名以及卫视联投的策划及执行落地, 并签约明星邓伦为好人家的代言人, 完成了虾虾 C 位战、代言人邓伦官宣、邓伦见面会、火锅是一种生活态度 4 大主题传播及 7 个官方账号的自媒体运营, 累计品牌触达 15 亿+人次。2020 年公司的广告费用由 2019 年同期的 0.12 亿元增长至 1.23 亿元, 使得销

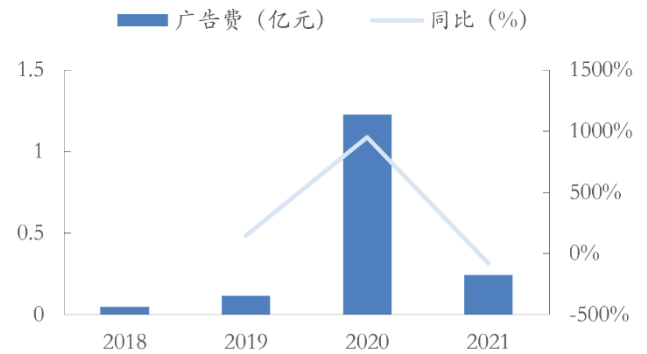
售费用增长近一倍。背后原因在行业竞争加剧，头部企业均加大品牌及渠道建设投入以抢占市场份额，但竞品增加同时也带来获客成本增加的趋势，使得销售费用率进一步上行。2021年，公司调整了宣传策略，广告费用同比下降80.07%。22年开始，公司提升费效比，加大地面推广环节投入，为消费者消费场景拓展打下基础。

图表 38: 好人家大屏广告投放图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

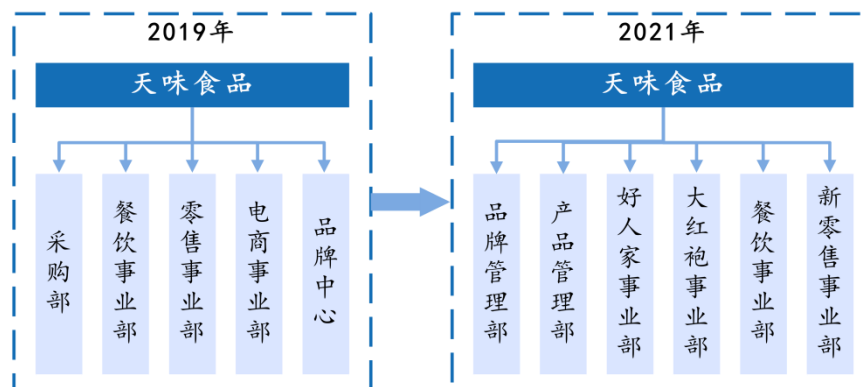
图表 39: 天味食品广告费用变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

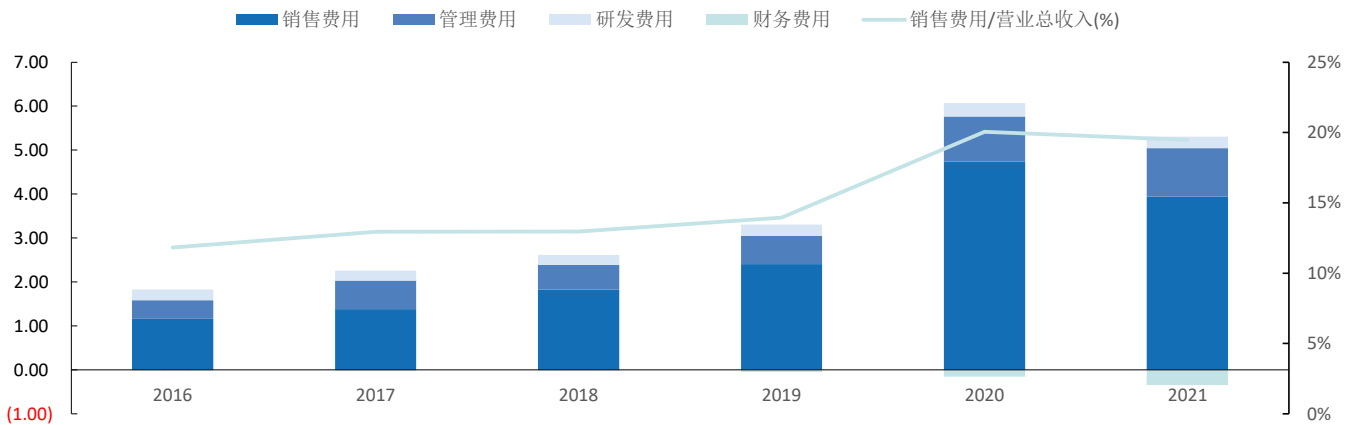
调整管理架构，优化费用结构。2021 进行了营销体系的重塑和优化，强化经营班子，成立营销委员会，下设品牌管理部、产品管理部、好人家事业部、大红袍事业部、餐饮事业部和新零售事业部，通过集中决策和信息共享机制等方式提高风险控制能力；以用户为中心，构建产品规划能力和产品全生命周期的管理能力，以达到对产品的高效开发和精准运营的目的。2021 年，销售费用各科目商品损失、广告费、业务宣传费、促销费均同比下降 80%以上。

图表 40: 天味食品管理架构调整



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41: 天味食品费用构成 (亿元)



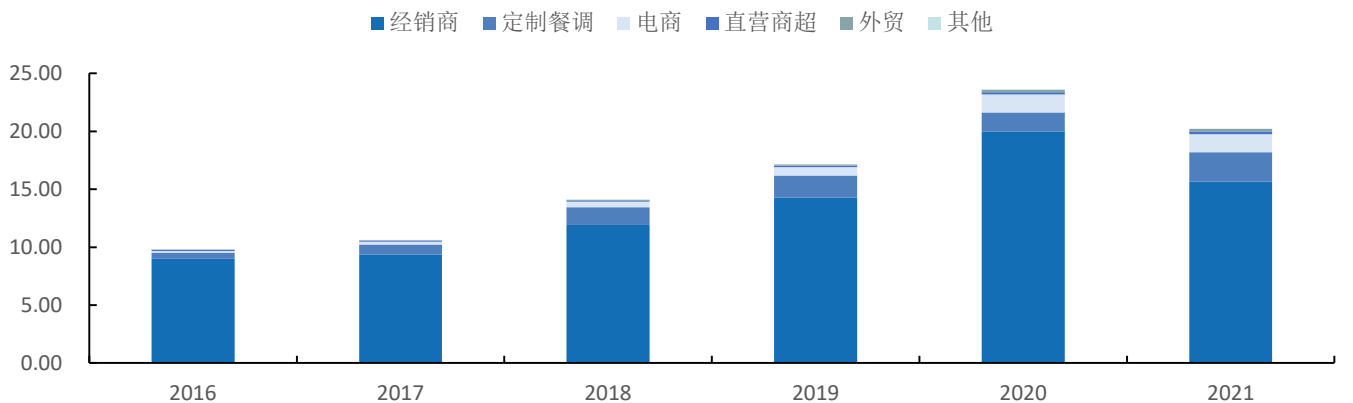
资料来源: wind, 华安证券研究所

3 多渠道共同发力, 渠道库存改善

3.1 四大渠道互为补充, 构建全渠道经销网络

以经销商为主, 定制餐调、电商、直营商超为辅。1) 从营收构成来看: 2016-2020 年经销商渠道始终贡献 80% 以上的收入, 其余大部分由定制餐调、电商和直营商超组成。2) 从区域分布来看: 目前公司市场网络已经覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市, 形成了由四川、河南、东北三省、江苏、陕西、甘肃、新疆、天津、北京、上海等多个优势省市以及浙江、江西、云南等组成的快速增长区域。随着销售网络全球化战略的实施, 产品已远销美国、澳大利亚、西班牙、日本、新加坡、秘鲁等十多个国家, 销量在川味复合调味品行业中处于领先地位。

图表 42: 营业收入分渠道构成 (亿元)



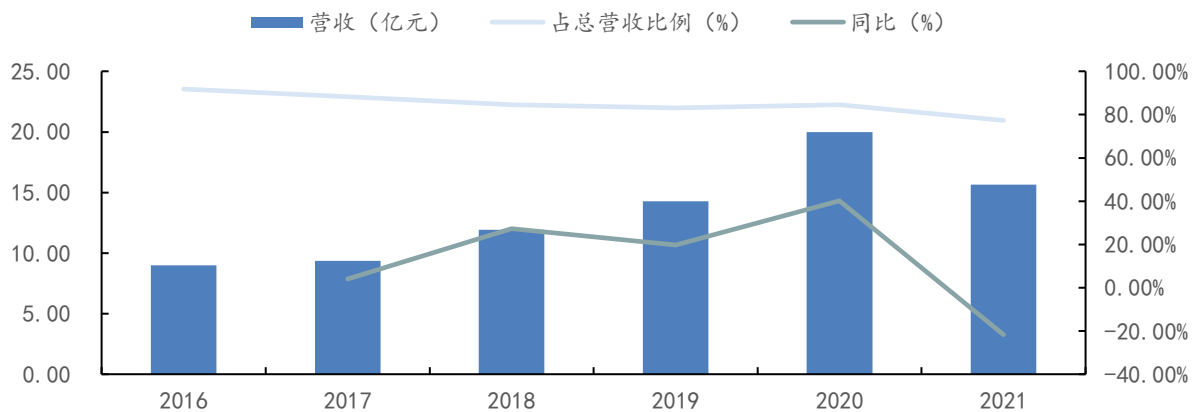
资料来源: wind, 华安证券研究所

3.1.1 经销商渠道: 优商+辅商实现资源利用最大化

经销商渠道快速扩张, 疫情影响导致库存过高。2016-2020 年, 经销商渠道营收保持加速上涨, 复合增速达 22.09%。2020 年经销商渠道收入同比增加 40.16%, 达到 20.00 亿元。2021 年, 由于公司对宏观环境的恢复程度预判过高, 导致渠道库存

过多，经销商渠道营收同比下降 21.70%。渠道收入构成方面，公司加码布局新渠道，经销商渠道占比从 2016 年的 91.84% 降至 2021 年的 77.36%。

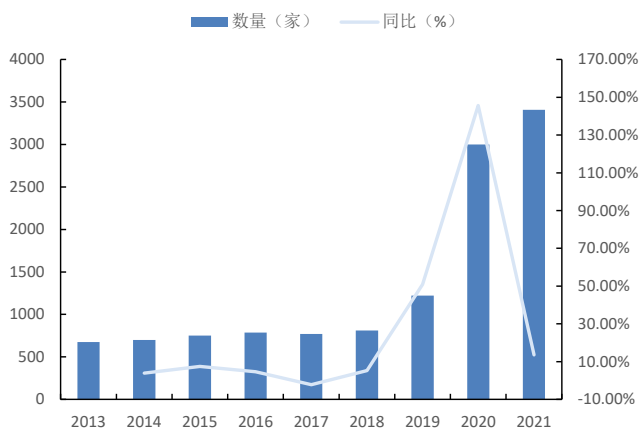
图表 43: 天味食品经销商渠道营收金额、占比及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

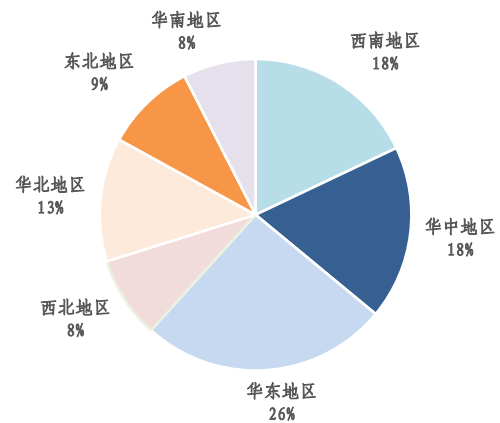
经销商渠道拓展持续推进，从西南地区向全国辐射。公司在 2019、2020 年加快了经销商的拓展，特别是 2020 年。由于 2020 年公司对“好人家”与“大红袍”品牌的重新定位，将“大红袍”品牌从原来的销售体系中分离，成立了独立的销售组织，对原有经销商进行了拆分，并拓展了“大红袍”新的经销商，因此 2020 年经销商数量增加了近 1.5 倍，达到 3001 家。2021 年增速放缓，经销商数量在 20 年的基础上增加了 408 家。截止 22Q3 年公司经销商分布中，华东地区占比最高 (26%)，西南大本营和华中地区占比均接近。

图表 44: 天味食品经销商数量及增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

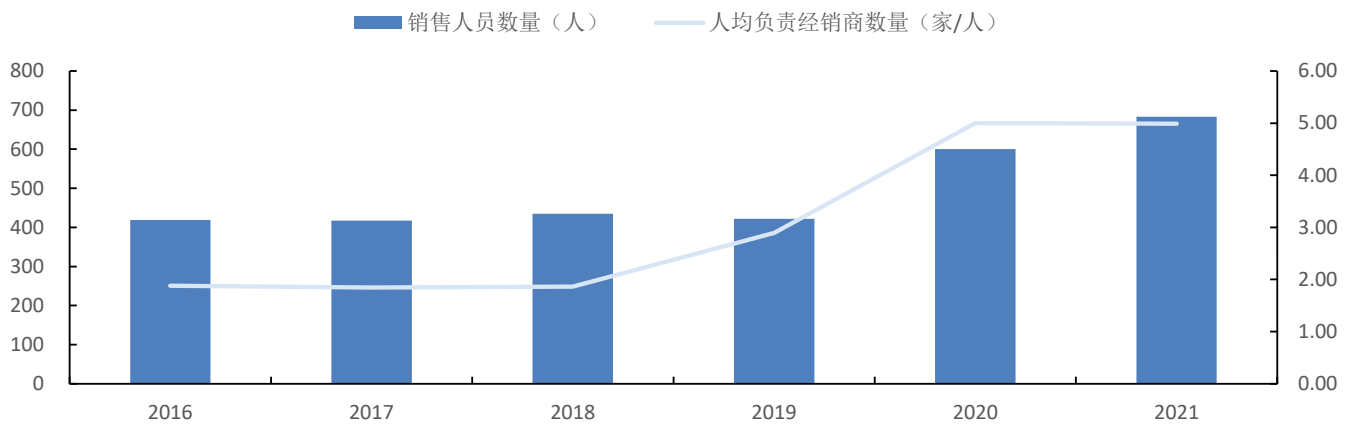
图表 45: 经销商地区分布 22Q3



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

经销网络快速扩大，管理压力增加。随着经销网络的快速扩大，2021 年公司共拥有 683 名销售人员，3409 家经销商，人均负责的经销商数量从 2016 年的 1.88 家上升至 4.99 家。

图表 46：销售人员数量及人均负责经销商数量

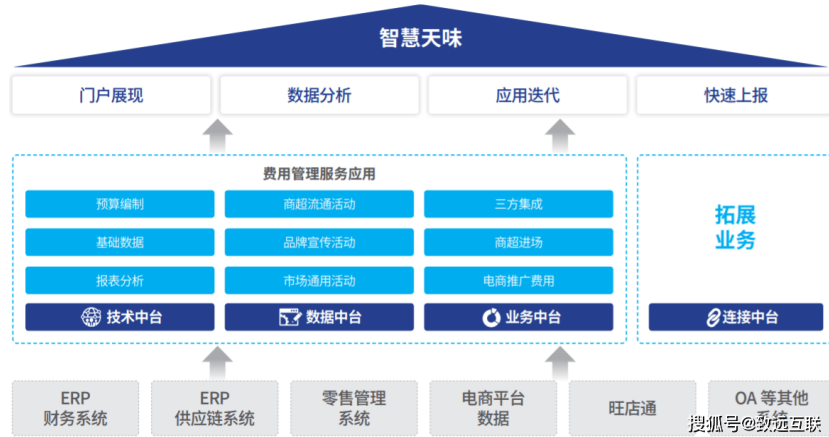


资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司采取了一系列措施对经销商和销售人员进行管理：

- **优商+扶商策略：**公司在大商策略方面采取了精细化运营的优商模式，通过销售动作标准化的业务流程保障基本盘的增长，赋能经销商生意发展，建立利益共同体。在成长型客户的策略方面采取了扶商模式，通过资源和关键动作聚焦的方式进行扶持成长，精准施策有效投入。销售组织设计也相应匹配客户分级运营，保障优商和扶商模式的顺利推进。
- **顾问式营销模式：**公司建立了一整套符合市场特点的营销管理体系，拥有一支经验丰富、执行力强、忠诚度高的专业化营销队伍。公司的营销管理模式以顾问式为核心，营销团队同时也是经销商的管理咨询顾问团队，通过组织培训课程，对业务人员、经销商开展系统培训，持续提升销售人员和经销商的营销技巧。
- **数字化平台：**2020 年，天味食品宣布与 SAP 达成合作，将利用 SAP S/4HANA Cloud（ERP 云）、SAP Cloud Platform（云平台）、SAP Analytics Cloud（分析云）和 SAP SuccessFactors（HR 云），充分运用现代电子信息技术收集市场信息和经销商反馈，通过对铺市率、库存数、上架数等指标的分析制定适合各个经销商的个性化销售策略和考核指标，并派驻业务代表对经销商进行指导、督促。采用 SAP 云平台后，公司营销费用结算周期缩短了 82.5%、员工工作效率提升 50%、财务季报起草时间只需 5 天。

图表 47：天味食品协同运营平台架构图



资料来源：搜狐新闻，华安证券研究所

3.1.2 定制餐调：发展迅速，低定价助力拓展市场

涵盖“四大系列”，客户数量增长迅速。定制餐调是指公司根据客户需求进行定向开发的产品，产品风味特点根据客户要求制作，每个客户的产品仅供该客户单独使用，定制餐调的主要客户为对产品口味稳定性有较高要求的中大型餐饮连锁企业。公司目前推出的定制餐调产品分为火锅、快餐、中餐和特色菜四大系列。自 2016 年公司开始重点开发定制餐调业务，2018 年，公司定制餐调客户数量为 203 家，增加了 1.64 倍，客户包括张亮麻辣烫、味千拉面、无名缘等连锁餐饮品牌。2022 年公司将持续聚焦头部连锁餐饮并充分利用资本平台方式，整合公司资源，充分利用“业投一体化”的模式，实现业务突破式增长。

图表 48：定制餐调部分产品示意图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

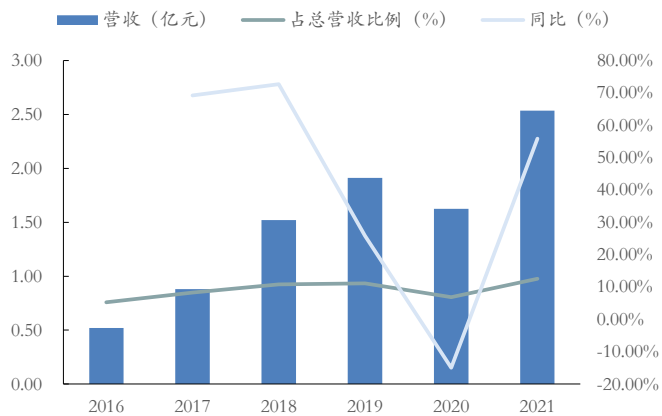
图表 49：定制餐调部分客户



资料来源：公司公告，华安证券研究所

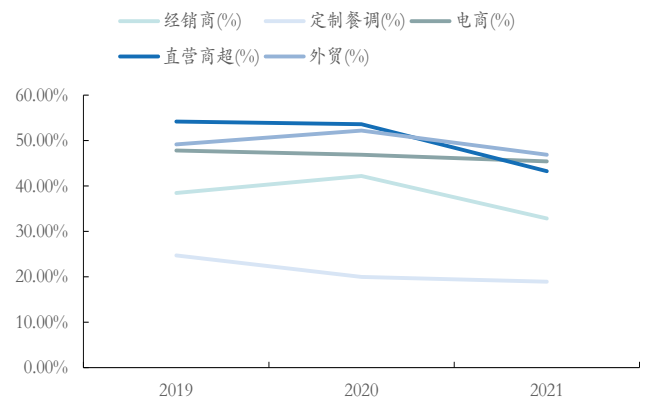
营收增长明显，毛利率较低。自 2016 年开始重点开发定制餐调业务，至 2021 年该渠道营收达到 2.53 亿元，复合增速为 37.27%，占比提升了 7.22PCT。2021 年公司经销商、定制餐调、电商、直营商超的销售毛利率分别为 32.82%、18.93%、45.42%、43.25%。定制餐调渠道毛利率远低于其他三个渠道，这是因为一方面定制餐调渠道是针对大型餐饮企业定制开发产品，为加强定制餐调业务的市场开拓、提升该市场的占有率，定制餐调渠道的定价策略对毛利的要求略低于经销商渠道，另一方面该渠道产品多为小批量定制生产，成本也会略高。

图表 50: 定制餐调渠道营收金额、占比及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 51: 销售毛利率 (分渠道)



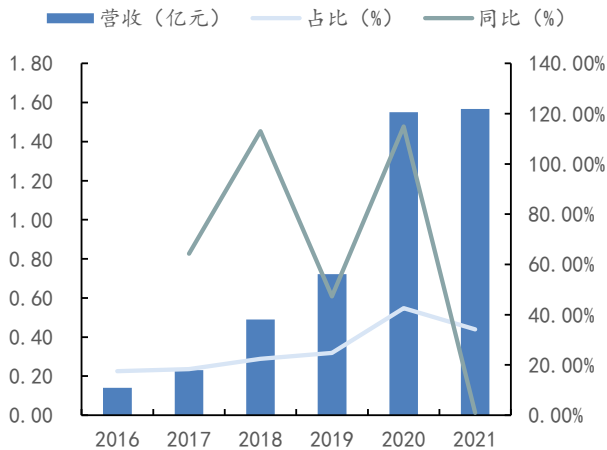
资料来源: wind, 华安证券研究所

3.1.3 电商渠道: 疫情推动线上消费, 加快新零售渠道建设

疫情因素促进电商渠道增长, 自营平台销售占 80%以上。电商渠道是公司四大主要渠道中增长最快的, 自 2016 年复合增速达 62.09%, 2021 年营收实现 1.57 亿元。此外 2020 年, 在新冠疫情的影响下, 线下需求向线上转移, 该公司电商渠道收入增长达 1.15 倍。公司电商渠道采取自营销平台和网络经销商结合的模式。其中, 公司自营销平台包括天猫四川天味食品专营店、京东天味食品旗舰店等。此外, 公司也与部分网络经销商签订销售合同。

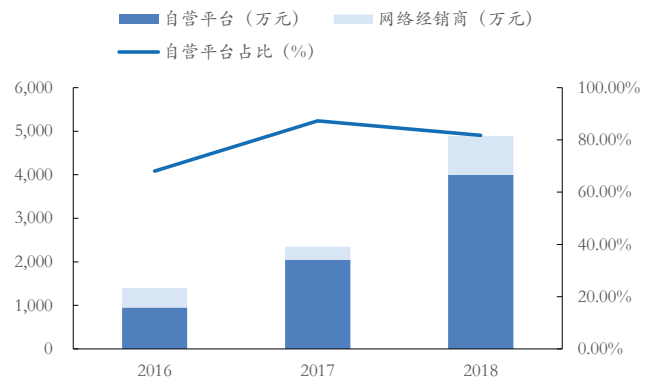
- **计划发力新零售渠道。**天味在 2021 年调整管理结构后, 增设新零售事业部, 在内容电商和品质电商方面持续发力。新零售渠道, 成为公司市场机会洞察、品牌传播、新品试销、私域运营的主阵地。

图表 52: 电商渠道营收金额、占比及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 53: 电商渠道销售收入构成

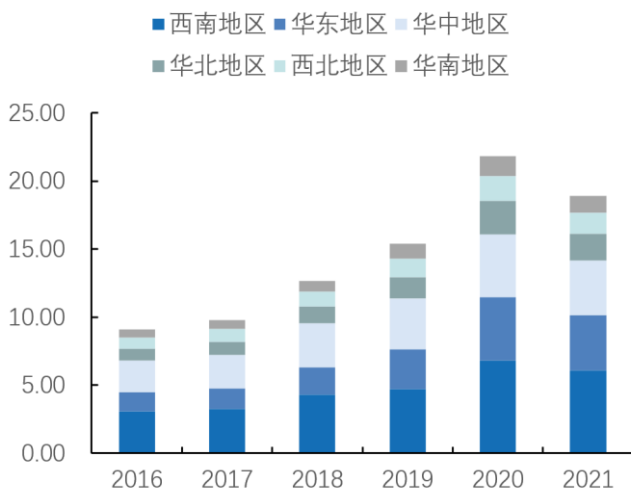


资料来源: wind, 华安证券研究所

3.2 分区域渠道管理, 着眼于全国市场

传统强势区域保持优势, 后发区域拓展加快。公司将境内的 31 个省级行政区划分为西南、华中等 7 个区域。从营收来看, 公司的地区构成较为稳定, 西南地区近六年占比保持在 30%左右, 2021 年为 6.08 亿元。其次是华东及华中地区, 2021 年占比均为 19.99%。2022Q1-3 西南/华中/华东收入同比+33.4%/+35.5%/+30.8%, 三大核心市场均保持快速增长, 西北/华北/东北/华南收入同比+16.6%/+82.8%/+39.6%/+39.4%。

图表 54: 营业收入分地区构成 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 55: 销售区域分布



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 56: 销售区域划分

销售区域	所含省级行政区
西南地区	四川、贵州、云南、西藏、重庆

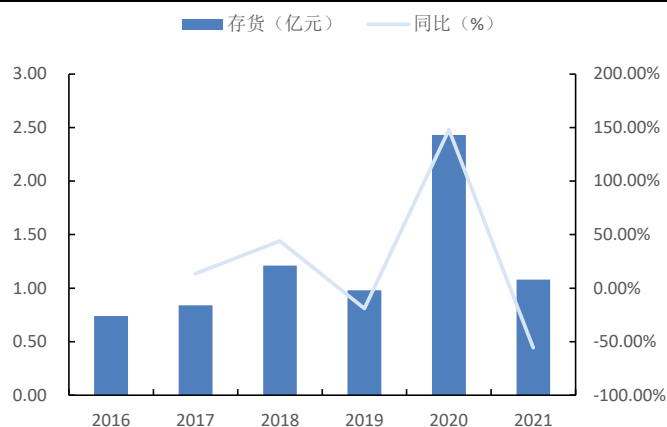
华中地区	闽南、湖北、湖南、江西
华东地区	安徽、江苏、山东、浙江、上海
西北地区	甘肃、青海、陕西、宁夏、新疆
华北地区	河北、山西、内蒙古、北京、天津
东北地区	黑龙江、吉林、辽宁
华南地区	广东、海南、福建、广西

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 21 年加速动销，改善库存水平

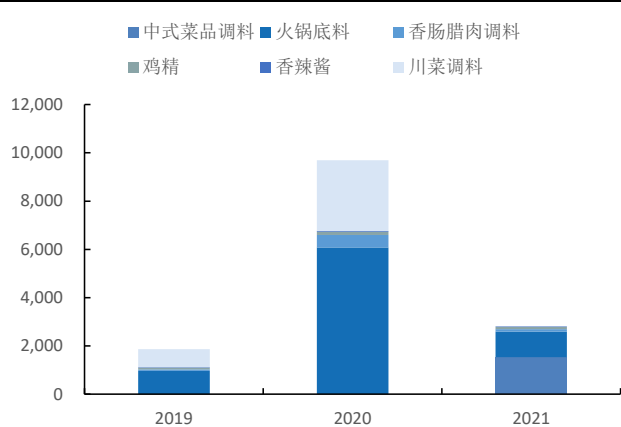
2021 年动销增加，渠道库存恢复健康水平。2020 年由于疫情来袭，后续消费需求恢复不及公司预期，叠加行业竞争加剧、新渠道分流的因素，公司存货达到 2.43 亿元，同比增加 147.96%。渠道库存的大幅度增加给公司带来了巨大的挑战。2021 年公司加速动销，库存下降了 55.56%，回到一个健康的水平。

图表 57：存货及其增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 58：库存量构成（吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

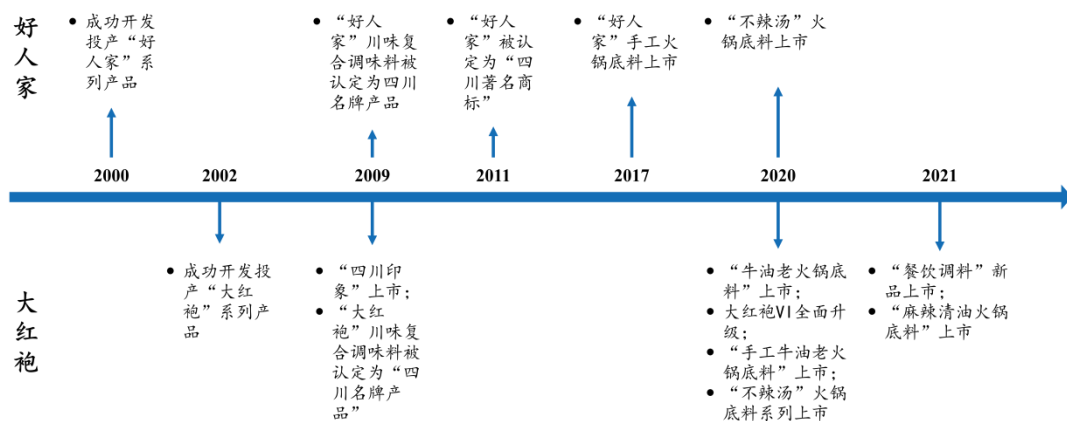
4 双品牌定位互补，大单品具备长久动力

4.1 双品牌驱动战略，实现差异化销售

拥有 20 年行业经验，旗下产品种类丰富。好人家成立于 2000 年，旗下拥有火锅底料、鱼调料、特色川菜调料、鸡精、香肠腊肉调料等多个系列 100 余种单品。

“大红袍”系列产品于 2002 年正式投产，旗下现拥有手工牛油火锅底料、不辣汤系列火锅底料、中国红、通用餐调等超过 30 种单品。根据中国调味品协会调研统计，好人家和大红袍在 2017 至 2019 年期间连续三年全国销量领先，“好人家”品牌累计销售已达 13 亿袋。

图表 59：好人家、大红袍发展历程



资料来源：公司官网，公司公告华安证券研究所

品牌定位不同，实现差异化布局。从双品牌的产品种类和单价来看，“好人家”品类丰富，价格较高，定位中高端市场，专注于火锅调料、中式菜品调料、佐餐即食类产品；“大红袍”定位为火锅调料大众市场和餐饮小 B 端市场，专注于火锅调料、餐饮类产品。2020 年公司将“好人家”与“大红袍”品牌进行了重新定位，将“大红袍”品牌从原来的销售体系中分离，成立了独立的销售组织，对品牌重新进行了战略规划和形象塑造。同时，丰富了“大红袍”火锅底料产品线，开发新的大单品。两大品牌定位清晰，优势互补、同步发力，通过分品牌战略的实施助力实现全国市场的快速布局、保障销量的持续增长。

图表 60：双品牌产品细分及代表产品单价

产品分类		好人家		大红袍	
		代表单品	单价	代表单品	单价
火锅调料系列	手工火锅调料系列	手工牛油老火锅底料（麻辣）	24.8 元/400g	手工牛油老火锅底料（麻辣）	29.8 元/500g
	传统火锅调料系列	醇香牛油火锅底料	11.45 元/300g	家用火锅底料（中国红）	7.3 元/150g
	不辣汤系列	阳光番茄火锅底料	17.8 元/200g	浓汁番茄火锅底料	10.95 元/200g
	火锅蘸料系列	火锅蘸料（香辣）	4.13 元/120g	-	-
中式菜品调料	鱼调料	靓汤酸菜鱼调料（微微辣）	16.8 元/300g	老坛酸菜鱼调料	13.9 元/300g
	小龙虾调料系列	麻辣小龙虾调料	10.8 元/200g	-	-
	川菜调料系列	酸萝卜老鸭汤炖料	11.8 元/350g	-	-
	冬调系列	麻辣香肠调料	14.8 元/220g	-	-
	鸡精调料系列	鸡精	19.9 元/454g	-	-

餐饮调料系列

麻辣香锅酱料

112 元/3.6kg

麻辣香锅酱（香
辣）

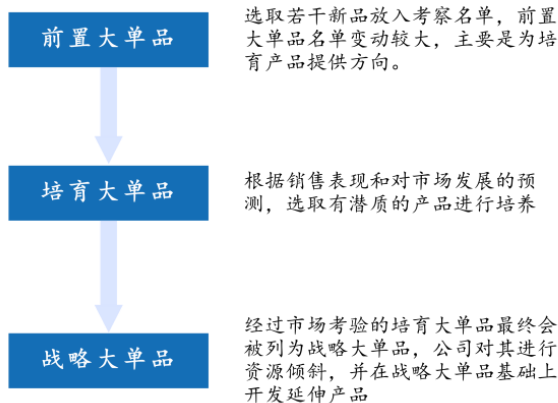
115 元/3.5kg

资料来源：淘宝旗舰店，华安证券研究所

4.2 大单品深入人心，品类不断推陈出新

三道流程培育大单品。天味对大单品的筛选有前置大单品、培育大单品及战略大单品三个流程，首先从新品中筛选具有潜力的产品，再根据销售表现和对市场的预期重点考察，经过该考察阶段的产品便成为战略大单品，公司会对其倾斜资源，并在其基础上开发延伸产品。

图表 61：天味食品大单品筛选流程



资料来源：网络资料整理，华安证券研究所

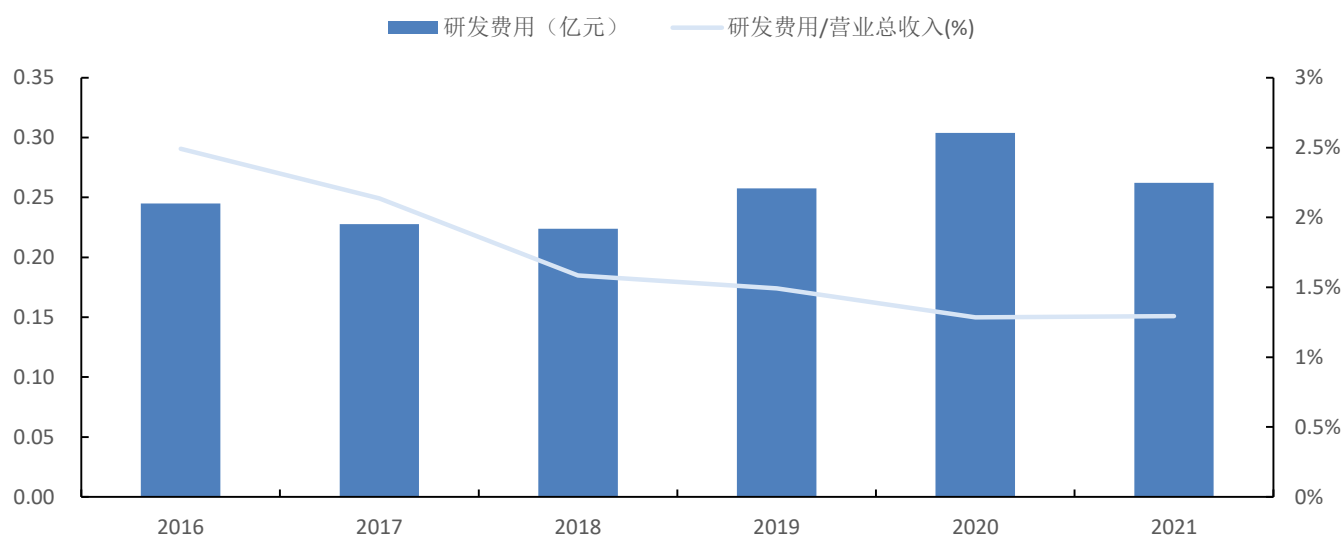
图表 62：天味食品历年推出新品



资料来源：公司公告，华安证券研究所

研发投入不断增加，保证新品推出速度。截至 2021 年，公司核心研发人员达 80 余人。2016-2020 年，公司不断加大研发投入，复合增速达 5.53%。高研发投入是公司新品推出速度的保证，2020 年共推出火锅调料新品 36 款，中式菜品调料新品 11 款。公司每年均会推出新产品或新配方，以 1-3 年为周期，销售一代，开发一代，预研一代，持续打造具有广泛市场需求的大单品。2021 年研发费用略有下降，为 0.26 亿元，研发费用率为 1.29%。

图表 63: 天味食品研发费用及其占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

酸菜鱼、火锅底料两个“大单品”，小龙虾、不辣汤具有“大单品”潜力。目前天味食品的大单品依然是“好人家”老坛酸菜鱼调料和“好人家”手工牛油老火锅底料。据调研公司数据显示，好人家酸菜鱼调料的营收超过 3 亿元，是酸菜鱼调料细分领域的第一。2021 年双 11 大促销售首轮，好人家手工牛油火锅底料 400g 即夺得火锅调料类目首周总销售额 TOP1，鱼调料销量突破 10 万袋，火锅底料销量突破 50 万袋。

图表 64: 好人家鱼调料、手工老火锅底料



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 65: 天猫榜单



资料来源: 淘宝, 华安证券研究所

看好小龙虾、不辣汤系列成为下一个“大单品”。一方面，近年来小龙虾餐饮竞争加剧、旺季时长缩短，中小餐饮门店经营承压，随着餐饮端加速洗牌、连锁餐饮占比提升，包装调料有望在 B 端持续渗透；另一方面，伴随着火锅底料市场规模的快速增长，叠加消费者购买调味品越来越关注配方是否健康，原料健康、口味清淡的火锅底料产品具有很大潜力，小龙虾受众较广，不辣汤主打健康元素，我们认为好人家的小龙虾调料和不辣汤系列有望成为下一个“大单品”。

5. 盈利预测与估值分析：

公司火锅底料及中式调味料业务稳健增长，经过 21 年去库存，目前公司库存良性，渠道端优势明显，优商辅商制度助力经销商稳健增长。**具体品牌及渠道战略清晰：**

1) 好人家品牌：C 端业务持续精耕始终坚持大单品策略，同时积极开发区域性特色产品作为补充。把掌控终端作为业务拓展的抓手，并持续在品牌推广和渠道建设方面进行更为高效的战略投入，确保好人家品牌在 C 端的领先地位。**2) 大红袍品牌：**在 C 端业务基础上大力拓展小 B 端业务，大红袍品牌定位为 C 端业务+小 B 端业务，加大拓展力度，在产品、运营模式、组织和人才上匹配相应资源，保障业务稳定增长。**3) 定制餐调业务：**大 B 端业务，整合资源聚焦头部连锁餐饮并充分利用资本平台方式，整合公司资源，充分利用“业投一体化”的模式，实现业务突破式增长。**4) 新零售业务：**全渠道运营，探索新消费市场。在内容电商和品质电商方面持续发力。新零售渠道，成为公司市场机会洞察、品牌传播、新品试销、私域运营的主阵地。通过梳理模式和发展路径，让新零售业务成为公司未来业绩增长的重要引擎。

具体来看：**1) 收入方面：**我们预期公司将较为顺畅完成股权激励下的 22 及 23 年的收入增长目标，同时由于 22Q3 公司业绩超预期增长，当前渠道库存健康，经销商动力较为充足，预计 22 年业绩增速预计高于目标增速；**2) 毛利率：**公司积极改善成本方面压力，22 年上半年油脂辣椒等原材料成本上涨显著，公司积极推进降本增效措施，同时参考行业发展趋势预期结构化升级仍有方向，我们预期 22 年毛利率较 21 年底部有所回升；**3) 费用端：**公司将持续优化费用投入，考虑广告宣传方面的费效比，综合以上我们预计公司 2022/2023/2024 年收入分别为 25.38/29.34/33.2 亿元，同比增长分别为 25.3%/15.6%/13.2%，归母净利润为 3.21/4.04/4.87 亿元，同比增长 73.8%/26%/20.4%，对应 EPS 分别为 0.42/0.53/0.64 元/股。

公司 PE (TTM) 显著高于可比公司，但结合公司历史 PE 估值，目前处于 16%分位点左右。公司品牌效应明显，大单品逻辑成熟，抢占消费者心智，能够产生一定的品牌溢价及估值溢价。同时，结合公司渠道端库存改善为稳健增长奠定基础，费用端投放更加合理带来利润弹性，预期估值水平有望进一步回归行业可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示：

- 1) 成本压力：**原材料价格大幅上涨，运输费用压力，人工费用等上涨超预期；
- 2) 行业竞争加剧：**复合调味品竞争加剧，公司新品推展不顺利，产品结构升级路径受损等；
- 3) 疫情控制及恢复不及预期：**餐饮端恢复不及预期；
- 4) 食品安全风险：**食品安全事件。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	3098	3282	3539	3945					
现金	1345	642	279	132					
应收账款	14	17	18	22					
其他应收款	18	17	22	22					
预付账款	8	10	11	13					
存货	108	150	135	173					
其他流动资产	1606	2446	3073	3584					
非流动资产	1132	1319	1515	1757					
长期投资	182	182	182	182					
固定资产	443	629	826	1068					
无形资产	45	45	45	45					
其他非流动资产	463	463	463	463					
资产总计	4230	4600	5054	5703					
流动负债	409	604	652	814					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	242	348	338	442					
其他流动负债	167	255	314	372					
非流动负债	18	18	18	18					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	18	18	18	18					
负债合计	426	621	670	832					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	754	761	761	761					
资本公积	1832	1717	1717	1717					
留存收益	1218	1501	1906	2393					
归属母公司股东权	3804	3979	4384	4871					
负债和股东权益	4230	4600	5054	5703					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	240	467	460	612					
净利润	184	321	404	487					
折旧摊销	44	44	54	69					
财务费用	0	0	0	0					
投资损失	-38	-46	-54	-63					
营运资金变动	35	148	56	120					
其他经营现金流	164	172	348	367					
投资活动现金流	-1718	-1024	-823	-758					
资本支出	-316	-230	-250	-310					
长期投资	-1131	-840	-627	-511					
其他投资现金流	-271	46	54	63					
筹资活动现金流	-209	-146	0	0					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	124	7	0	0					
资本公积增加	-136	-115	0	0					
其他筹资现金流	-196	-38	0	0					
现金净增加额	-1687	-703	-363	-146					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	2026	2538	2934	3320					
营业成本	1373	1661	1902	2129					
营业税金及附加	16	20	23	27					
销售费用	394	389	434	481					
管理费用	110	140	153	169					
财务费用	-35	-20	-18	-17					
资产减值损失	-1	0	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	38	46	54	63					
营业利润	189	377	475	572					
营业外收入	30	0	0	0					
营业外支出	2	0	0	0					
利润总额	216	377	475	572					
所得税	32	56	70	85					
净利润	184	321	404	487					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	185	321	404	487					
EBITDA	161	354	456	560					
EPS (元)	0.25	0.42	0.53	0.64					

主要财务比率									
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
成长能力									
营业收入	-14.3%	25.3%	15.6%	13.2%					
营业利润	-53.5%	99.2%	26.0%	20.4%					
归属于母公司净利	-49.3%	73.8%	26.0%	20.4%					
获利能力									
毛利率(%)	32.2%	34.6%	35.2%	35.9%					
净利率(%)	9.1%	12.6%	13.8%	14.7%					
ROE(%)	4.9%	8.1%	9.2%	10.0%					
ROIC(%)	2.6%	6.7%	7.8%	8.6%					
偿债能力									
资产负债率(%)	10.1%	13.5%	13.3%	14.6%					
净负债比率(%)	11.2%	15.6%	15.3%	17.1%					
流动比率	7.58	5.44	5.42	4.84					
速动比率	7.28	5.16	5.19	4.61					
营运能力									
总资产周转率	0.48	0.57	0.61	0.62					
应收账款周转率	163.21	165.14	165.14	165.14					
应付账款周转率	5.49	5.63	5.54	5.45					
每股指标(元)									
每股收益	0.25	0.42	0.53	0.64					
每股经营现金流	0.32	0.61	0.60	0.80					
每股净资产	5.04	5.23	5.76	6.40					
估值比率									
P/E	109.43	65.27	51.78	42.99					
P/B	5.31	5.26	4.78	4.30					
EV/EBITDA	117.49	57.28	45.31	37.16					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6 年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。