

深耕复调行业，改革带动经营回暖

天味食品(603317)

► 复调下游需求释放，天味市占率提升可期

复调满足了餐饮快速出餐和年轻人自己做饭的诉求，2022年规模达1800亿元，近五年CAGR12.8%，疫情后需求将进一步释放。子板块中，中式复合调味料和火锅底料增长最快，近五年年CAGR分别为16.9%和15.0%。伴随着火锅消费回暖，在火锅赛道品牌化、连锁化、高端化的趋势下，公司以手工火锅底料为大单品，有望进一步扩大份额；在川菜热度的带动下，中式复调凭借便捷性、标准化、口味稳定等特点快速增长，行业竞争格局仍未成型，公司凭借品牌、研发、渠道等竞争优势有望提升市占率。

► 深耕复调行业，改革转型重新出发

公司深耕复调行业二十余年，销售规模超过25亿元，产品矩阵丰富，拥有知名度高的“好人家”等品牌，渠道基本实现全国化覆盖。公司21年战略调整，重塑和优化营销体系，22年改革初见成效，实现业绩高增。

► 大单品创新能力领先，渠道全面优化快速成长

公司大单品研发培育能力行业领先，先后成功研发推出了酸菜鱼调料、手工牛油火锅等产品，两大单品占收入的比例达到35%以上，2022年小龙虾料快速放量，有望成为新一代大单品，同时公司以销售一代，开发一代，预研一代战略持续打造和储备大单品，为业绩增长奠定基础。

公司渠道管理全面优化，进一步提升效率和粘性。经销商端公司调整旗下3000多家经销商管理制度，通过优商和扶商的分级运营模式赋能经销商，实现渠道库存优化，并推动经销商销售规模快速提升。定制餐调渠道模式优化为餐饮定制+餐饮应用解决方案，服务几万家餐饮连锁单店，大客户包括张亮麻辣烫、味千拉面、盛香亭等。电商渠道规模小但快速增长，是收入的重要补充。海外业务占比较小，但通过公司海外GDR发行，有望拓展海外销售渠道，实现复调产业出海。

盈利预测

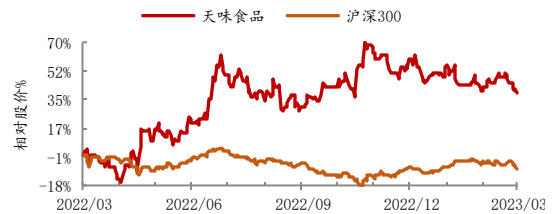
我们预计公司2023-2025年收入分别为32.7/39.1/46.3亿元，分别同比21.7%/19.5%/18.2%；归母净利润分别为4.37/5.65/6.92亿元，分别同比+27.9%/+29.3%/+22.6%；EPS分别为0.57/0.74/0.91元，对应2023年3月17日收盘价24.72元PE估值分别为43/33/27倍。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

原材料价格上涨、渠道扩张低于预期、食品安全、GDR发行存在不确定性。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	24.72
股票代码：	603317
52周最高价/最低价：	31.5/15.2
总市值(亿)	188.69
自由流通市值(亿)	186.43
自由流通股数(百万)	754.18



分析师：寇星
邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话：

分析师：卢周伟
邮箱：luzw@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520100001
联系电话：

相关研究

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,026	2,691	3,274	3,913	4,627
YoY (%)	-14.3%	32.8%	21.7%	19.5%	18.2%
归母净利润(百万元)	185	342	437	565	692
YoY (%)	-49.3%	85.1%	27.9%	29.3%	22.6%
毛利率 (%)	32.2%	34.2%	34.9%	35.6%	36.0%
每股收益 (元)	0.25	0.45	0.57	0.74	0.91
ROE	4.9%	8.5%	9.8%	11.2%	12.1%
市盈率	100.90	54.35	43.19	33.42	27.26

资料来源：wind、华西证券研究所

正文目录

1. 天味食品：复调龙头企业，转型改革重新出发	5
1.1. 成立 15 余载，转型改革新周期	5
1.2. 专注复调主业，渠道网络全国扩张	6
1.3. 股权结构明晰，股权激励激发积极性	10
2. 复调行业快速成长，需求与日俱增	13
2.1. 复合调味品处于发展初期，渗透率有较大提升空间	13
2.2. 火锅底料百亿市场，集中度提升空间大	14
2.3. 中式复调成长迅速，竞争格局仍未成形	17
3. 转型升级，经营加速好转	20
3.1. 营收端：大单品裂变创新，渠道精细化管理推动经营恢复	20
3.2. 利润端：原材料成本下行，费用提效提升盈利能力	25
4. 盈利预测	31
5. 风险提示	32

图表目录

图表 1 公司主要产品	5
图表 2 公司发展历程	6
图表 3 天味食品营业收入（亿元）	7
图表 4 天味食品归母净利润（亿元）	7
图表 5 公司毛利率处在爬坡阶段	7
图表 6 公司净利率掉头向上	7
图表 7 天味食品各业务营收结构	8
图表 8 天味食品 2022 年各业务营收结构	8
图表 9 公司各业务毛利率稳中有升（%）	8
图表 10 天味食品各业务 2016 年-2022 年 CAGR（%）	8
图表 11 天味食品各地区营收结构	9
图表 12 天味食品 2022 年各地区营收结构	9
图表 13 天味食品区域市场布局	9
图表 14 天味食品各地区 2016 年-2022 年 CAGR（%）	9
图表 15 天味食品各渠道营收结构（%）	10
图表 16 天味食品 2022 年各渠道营收结构	10
图表 17 天味食品各渠道毛利率（%）	10
图表 18 天味食品各渠道 2016 年-2022 年 CAGR（%）	10
图表 19 公司股权结构集中（截至 2022 年年报）	11
图表 20 组织结构简化	11
图表 21 公司 2022 年股权激励业绩考核目标	12
图表 22 公司 2022 年股权激励计划授予人员名单	12
图表 23 中国复调市场结构占比情况	13
图表 24 中式复调和火锅底料是增速最快的两大板块	13
图表 25 复调市场规模	14
图表 26 中国复调渗透率仍处于较低水平（%）	14
图表 27 火锅底料的制作工艺相对简单	14
图表 28 川渝火锅是门店数最多的火锅派系	14
图表 29 火锅底料行业的上、中、下游	15
图表 30 2021 年餐饮市场收入回暖	15
图表 31 火锅行业市场规模不断扩大	15

图表 32	2021 年中国火锅连锁化率	16
图表 33	火锅底料市场规模稳步提升 (亿元)	16
图表 34	火锅行业市场集中度提升	17
图表 35	中高端火锅底料占比不断提升	17
图表 36	2015 年中高端火锅底料市场集中度	17
图表 37	中式复调主要品牌及产品	18
图表 38	川菜调料生产流程	18
图表 39	川菜在中式正餐细分赛道中占比最高	18
图表 40	川菜、火锅的消费热度辐射全国	18
图表 41	中式复调市场规模空间广阔	19
图表 42	中式复调市场集中度逐渐提升	19
图表 43	公司产品矩阵	20
图表 44	公司大单品不断裂变推新	20
图表 45	公司每年推出新产品	21
图表 46	公司应用厨房	21
图表 47	公司研发费用率 (%)	21
图表 48	2020 年公司各地区经销商数量快速增长	22
图表 49	公司经销商渠道营收 (亿元)	22
图表 50	公司产品库存量快速下降	22
图表 51	公司客户分级化管理	22
图表 52	公司定制餐调业务转型发力	23
图表 53	公司定制餐调业务主要客户	23
图表 54	公司外贸业务高速增长	24
图表 55	公司国际营销网络	24
图表 56	公司电商渠道营收快速增长	24
图表 57	公司线上电商渠道布局	24
图表 58	公司量增贡献大部分增长	25
图表 59	销量增速与营收增速呈现较强相关性	25
图表 60	公司近年新增产能规划	25
图表 61	直接材料是公司最主要的成本组成部分	26
图表 62	公司 2018 年主营业务成本构成	26
图表 63	油料油脂价格高位有所下降	26
图表 64	辣椒价格周期性波动	26
图表 65	花椒价格连续走低	27
图表 66	2022 年来瓦楞纸价格持续下降 (元/吨)	27
图表 67	公司辣椒种植、泡制品、花椒加工基地	27
图表 68	公司产业生态投资	27
图表 69	公司四大品牌定位及主要产品	28
图表 70	好人家品牌登陆东方卫视三大春晚	28
图表 71	好人家品牌冠名非诚勿扰	28
图表 72	公司销售费用投放转向线下	29
图表 73	公司亮相第 104 届全国糖酒会	29
图表 74	公司销售费用大幅削减	29
图表 75	公司广告费用投放大幅减少	29
图表 76	公司智慧工厂建成投产	30
图表 77	公司单位产品制造费用有望降低	30
图表 78	天味食品协同运营平台架构图	30
图表 79	公司管理费用率有所下降	30
图表 80	公司收入预测	31
图表 80	可比公司估值对比	31

1. 天味食品：复调龙头企业，转型改革重新出发

公司专注于川式复调，是中国领先的复合调味品生产商。公司成立于 2007 年，坐落于四川省成都市双流区，专注于复合调味料的研发、生产和销售，产品包括火锅调料、中式菜品调料、香肠腊肉调料、香辣酱等 100 多个品种，主要品牌包括“大红袍”、“好人家”及“天车”。公司 2019 年在 A 股上市，2022 年公司实现收入 26.91 亿元，成为复合调味料行业的领军企业。

图表 1 公司主要产品

主要产品	用途	主要品牌	产品系列
火锅调料	主要用于调制火锅底汤，也可用于制作炒菜、面食等。	好人家	手工火锅系列、传统火锅系列、不辣汤系列、火锅蘸料系列
		大红袍	手工火锅底料系列、不辣汤火锅底料系列、传统火锅底料系列
中式菜品调料	可用于制作各类中式菜肴，例如水煮鱼、辣子鸡、宫保鸡丁、小龙虾等。	好人家	鱼调料、小龙虾调料系列、川菜调料系列
香肠腊肉调料	可用于家庭、食堂、餐厅制作香肠、腊肉。	好人家	冬调系列
鸡精	主要用于家庭烹饪、食品制造领域。	好人家	鸡精调料系列
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。	天车	甜面酱系列、香辣酱系列

资料来源：公司公告、华西证券研究所

1.1. 成立 15 余载，转型改革新周期

公司前身是 1993 年成立的成都市天味食品厂，其发展历史大致可以划分为以下三个阶段：

2000 年-2009 年：品牌初创，起步探索。2000 年 5 月，邓文、唐璐夫妇出资成立成都天味。2007 年，二人成立四川天味实业有限公司。2009 年，公司品牌“好人家”和“大红袍”被认定为“四川名牌产品”。早期公司发展范围集中于川内，稳扎稳打奠定省内优势地位。

2010 年-2018 年：以大单品为发展基石，迅速实现全国化布局。2010 年公司完成股份制改制。2010-2018 年间，公司持续进行新品研发与产品迭代，相继推出老坛酸菜鱼调料、青花椒鱼调料、四川火锅底料、回锅肉调料、宫保鸡丁调料等产品，其中，老坛酸菜鱼调料迅速放量，成为大单品。借势大单品，公司业绩加速增长，2017 年，公司营收突破 10 亿元，2018 年，公司实现营收 14.13 亿元，建立了覆盖全国的营销体系，市场网络覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市，稳固了公司在川味复合调味料市场的优势地位。

2019 年-2020 年：成功上市，借助资本力量快速成长。2019 年 4 月，公司成功上市，2020 年 11 月非公开发行股票融资 16.3 亿元，募集资金用于扩建生产基地。同年，公司正式提出“好人家”和“大红袍”两大品牌双轮驱动的新战略，将两大品牌定位细化，分别在不同细分市场运营。在此阶段，公司收入规模高速增长，2020 年实现营收 23.65 亿元，同比增速达到历史高位 36.90%，利润迅速增长。

2021年至今：调整战略，内部转型升级、持续变革。2021年，疫情拖累消费，公司将营销体系进行重塑和优化，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。2022年公司改革初见成效，实现营收26.91亿元，同比增长32.84%。2023年筹划GDR上市。

图表2 公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、华西证券研究所

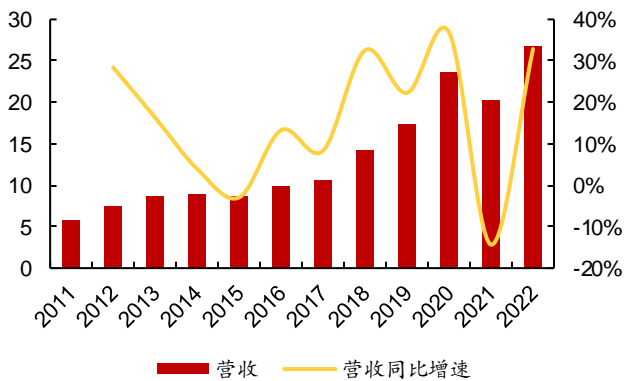
1.2. 专注复调主业，渠道网络全国扩张

1.2.1. 竞争压力缓解，业绩持续改善

下游需求恢复，营收规模回升。公司营业收入从2011年的5.76亿元增长至2022年的约26.91亿元，CAGR达到15.04%。2014-2017年，得益于复合调味料行业的发展和公司产能的逐步释放，公司业务规模不断扩大，2017年收入规模突破10亿元。2018-2020年，受益于前期渠道优化、持续营销推广和定制餐调业务拓展，手工火锅系列、张亮麻辣烫底料等单品带动营收高速增长，公司实现营收23.65亿元，同增36.90%；2021年受疫情影响，下游需求下滑，营收同比下滑14.34%；2022年需求逐步恢复，营收同比增长32.84%，规模达到26.91亿元。

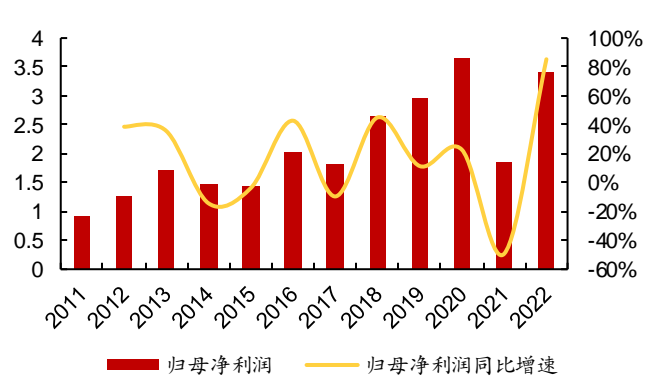
净利润短期承压，持续改善。公司归母净利润从2011年的0.92亿元增长至2022年的约3.42亿元，CAGR为12.69%。剔除2017年股权激励股份支付费用的影响后，2015-2020年公司净利润呈递增趋势。2020年公司实现归母净利润3.64亿元，同比增长22.66%。2021年营收下滑，叠加原材料成本上涨和费用投放延续高力度，导致公司利润同比下滑49.32%至1.85亿元。2022年原材料成本压力得到缓解，公司积极实施降本增效，优化运营效率，费用投放趋于精准，归母净利润同比增长85.34%至3.42亿元。

图表3 天味食品营业收入(亿元)



资料来源:公司公告、华西证券研究所

图表4 天味食品归母净利润(亿元)

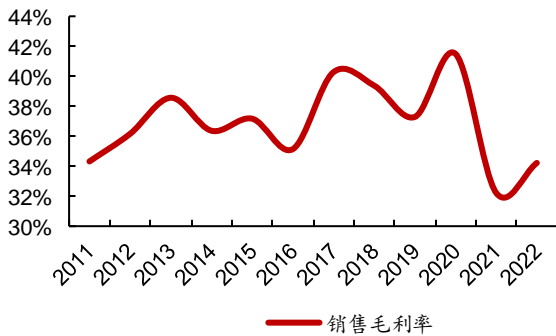


资料来源:公司公告、华西证券研究所

成本压力缓解,毛利率触底回升。公司毛利率变动较为稳定,从2011年的34.22%波动提升至最高点2020年的41.49%,增加7.27pct,期间小幅波动主要受产品结构、产品单位售价和成本变动、销售渠道结构等因素影响。2021年,受疫情、原材料成本高位影响,公司毛利率下滑9.27pct至32.22%。2022年以来,主要原材料价格不同程度地下降,公司成本压力得到缓解,2022年销售毛利率为34.22%。

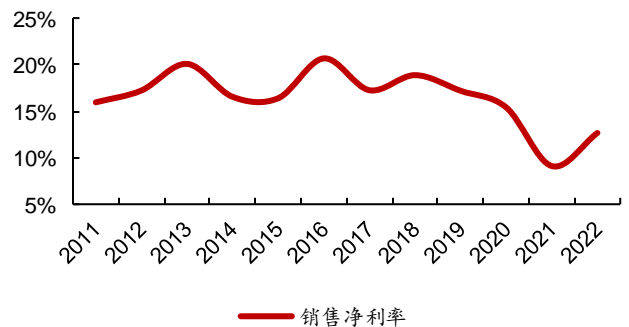
直面问题迅速调整,净利率修复。公司利润率在2011-2016年呈现出缓慢上升的趋势,2016年达到高点20.67%,主要受益于2016年度毛利率提升和期间费用率降低。2017年净利率受到股份支付因素影响同比下降。2018-2021年公司净利率连续下滑,从18.87%下滑9.77pct至近10年间的最低值9.10%,其中2021年主要受公司推进渠道去库存和销售费用投入增加的影响。2022年以来,渠道去库存初见成效,净利率水平有所恢复,销售净利率恢复至12.66%。

图表5 公司毛利率处在爬坡阶段



资料来源:Wind、华西证券研究所

图表6 公司净利率掉头向上



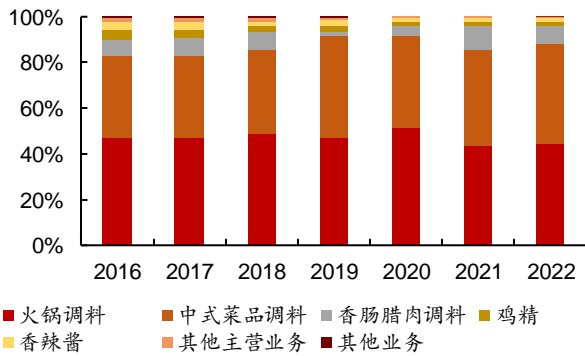
资料来源:公司公告、华西证券研究所

1.2.2. 火锅调料和中式菜品调料共同成长

聚焦火锅调料和中式菜品调料业务,其他业务规模稳定。火锅调料产品长期维持公司第一大产品地位,收入规模从2011年的2.1亿元逐年增长至2022年的11.98亿元,营收占比在43%-52%之间浮动。中式菜品调料在2011-2022年间逐渐放量,营收从1.6亿元提升至11.8亿元,占比由31.6%提升到43.9%。香辣酱和鸡精营收规模

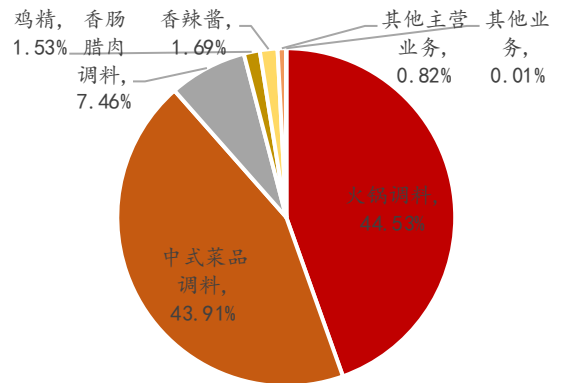
保持稳定，占比基本稳定，2022 年香肠腊肉调料、鸡精、香辣酱产品收入分别占比 7.5%、1.7%和 1.5%。

图表 7 天味食品各业务营收结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所

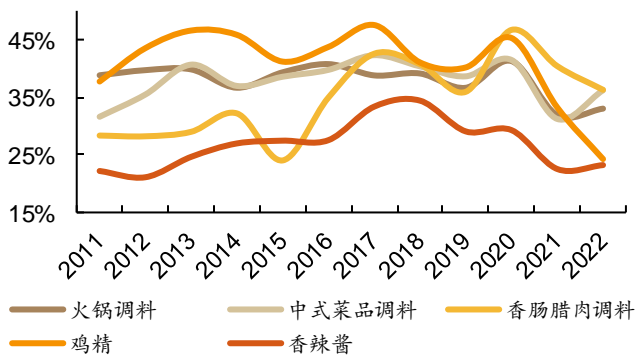
图表 8 天味食品 2022 年各业务营收结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所

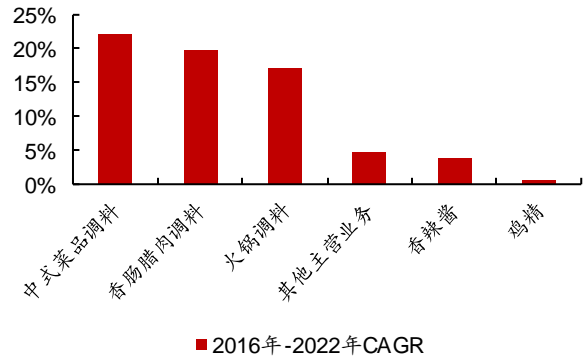
中式调味料、香肠腊味调味料和火锅调料营收高速增长。公司主要业务中式菜品调料和火锅调料维持稳健增长，六年复合增长率分别为 22.1%和 17.2%。此外，香肠腊肉调料增速亮眼，六年复合增长率达到 19.7%，规模达到 2.12 亿元。火锅调料和中式菜品调料毛利率比较稳定，在公司产品中处于领先水平，香肠腊肉调料和香辣酱毛利率十年中呈现出波动上升趋势。

图表 9 公司各业务毛利率稳中有升 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 10 天味食品各业务 2016 年-2022 年 CAGR (%)

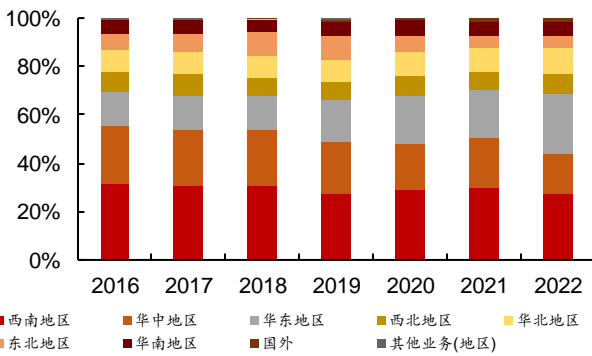


资料来源：公司公告、华西证券研究所

1.2.3. 立足西南、华南地区，市场网络布局全国

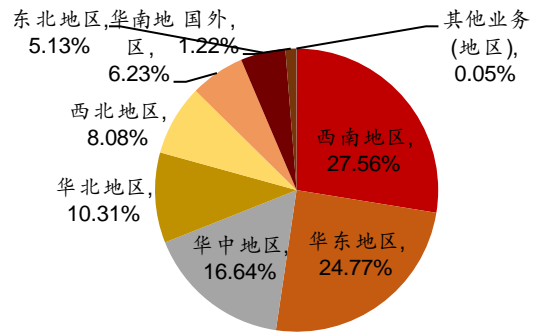
西南、华中地区领军，基本实现全国化布局。公司长期深耕西南、华中地区，两地营收占比 50%。2016-2022 年，西南地区营收从 3.0 亿元提升至 7.42 亿元，占比稳定在 30%左右；华中地区营收由 2.3 亿元增长到 4.5 亿元，占比在 20%上下波动。另外，公司在华东、西北、华北、东北、华南地区也有布局，渠道网络已覆盖全国 32 个省、自治区及直辖市，形成了四川、河南、东北三省、江苏、陕西、甘肃、新疆、天津、北京、上海等多个优势省市以及由浙江、江西、云南等组成的快速增长区域，已经基本实现全国化覆盖。

图表 11 天味食品各地区营收结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 12 天味食品 2022 年各地区营收结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所

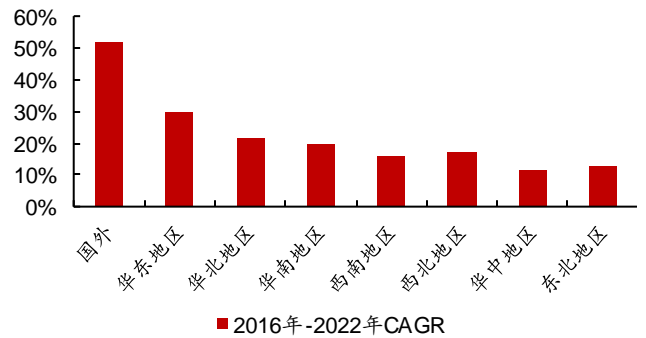
优势区域稳健增长，后发区域潜力巨大。公司实行差异化销售策略，针对不同地区饮食习惯、不同市场竞争状况，结合新产品研发和不同渠道特点，同时推行涵盖服务营销、品牌营销、产品营销、市场推广以及终端促销的综合多层次销售策略。2016-2022年，优势区域西南地区和华中地区的营收复合增长率分别是15.8%、11.4%。华东、华北、华南地区快速发展，五年营收复合增长率分别为29.6%、21.8%和19.5%，营收规模达到6.66、2.77和1.68亿元。

图表 13 天味食品区域市场布局



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图表 14 天味食品各地区 2016 年-2022 年 CAGR (%)

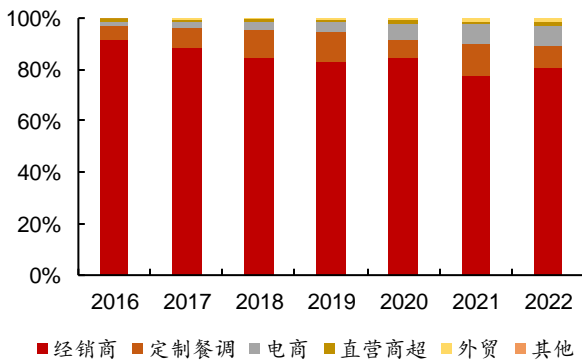


资料来源：公司公告、华西证券研究所

1.2.4. 经销商模式为主，电商、外贸、定制餐调发展迅速

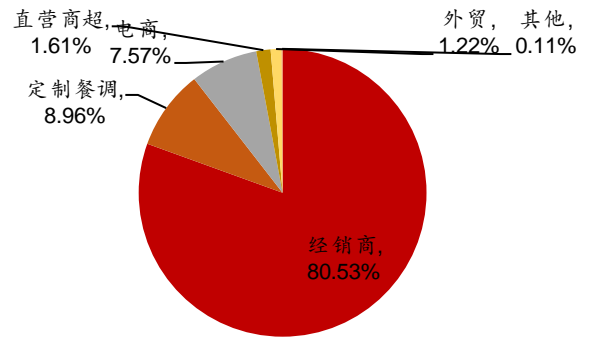
形成经销商模式为主，定制餐调、电商、直营商场为辅的营销架构。渠道经销商模式是公司主要的销售模式，2016-2022年，公司合作的经销商由785家增加至3414家，经销商的范围延伸至市县一级。经销商模式收入由2016年的9.00亿元增长至2022年的21.66亿元，复合增长率15.8%。2022年，经销商渠道营收占比80.53%，定制餐调渠道营收占比8.96%，电商渠道营收占比7.57%，直营商超、外贸等其他占比2.94%。各销售模式的毛利率水平保持平稳。完善的市场营销网络在公司巩固和提高市场占有率、迅速切入潜在市场，推出新产品的过程中发挥着重要作用。

图表 15 天味食品各渠道营收结构 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

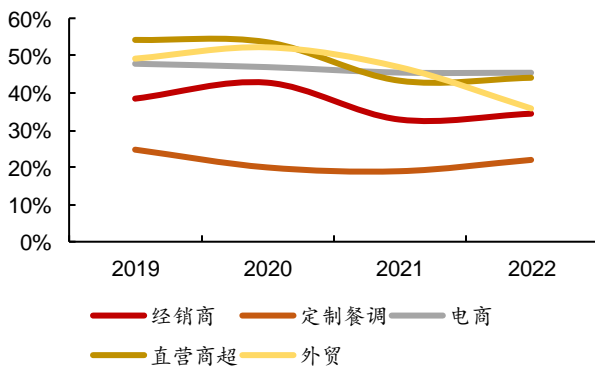
图表 16 天味食品 2022 年各渠道营收结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所

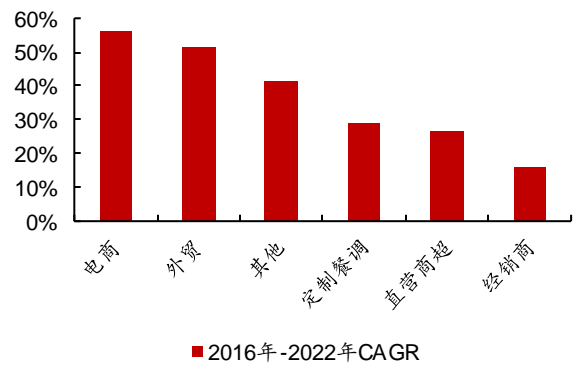
经销商渠道稳定增长，电商和定制餐调业务快速发展。2016-2022 年，公司经销商渠道营收稳步提升，复合增长率为 15.8%。2016 年，公司将定制餐调业务作为重点项目开发，2017 年，公司成立电商事业部。电商、外贸和定制餐调渠道发展迅速，六年复合增长率分别为 56.2%、51.7%和 29.0%。电商、直营商超和外贸模式毛利率水平较高。

图表 17 天味食品各渠道毛利率 (%)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 18 天味食品各渠道 2016 年-2022 年 CAGR (%)

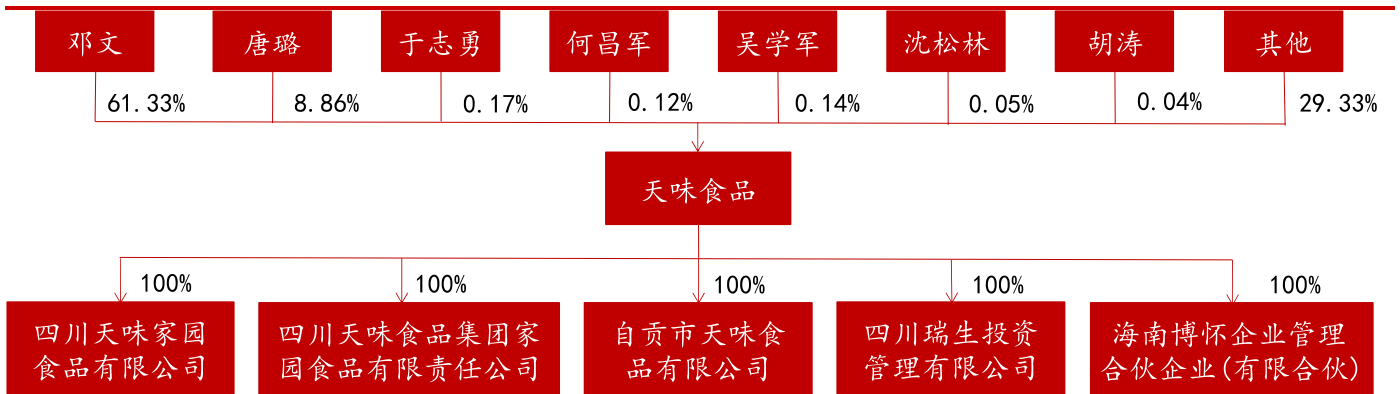


资料来源：公司公告、华西证券研究所

1.3. 股权结构明晰，股权激励激发积极性

股权集中，管理层从业经验丰富。邓文、唐璐夫妇是实际控制人，两人合计持有公司 5.36 亿股，持股比例达 70.19%。邓文是公司董事长，唐璐任副董事长。截至 2022 年底，其他在任高管持股比例为 0.52%。公司主要高管人员均在行业内从业多年，熟悉公司和行业情况。

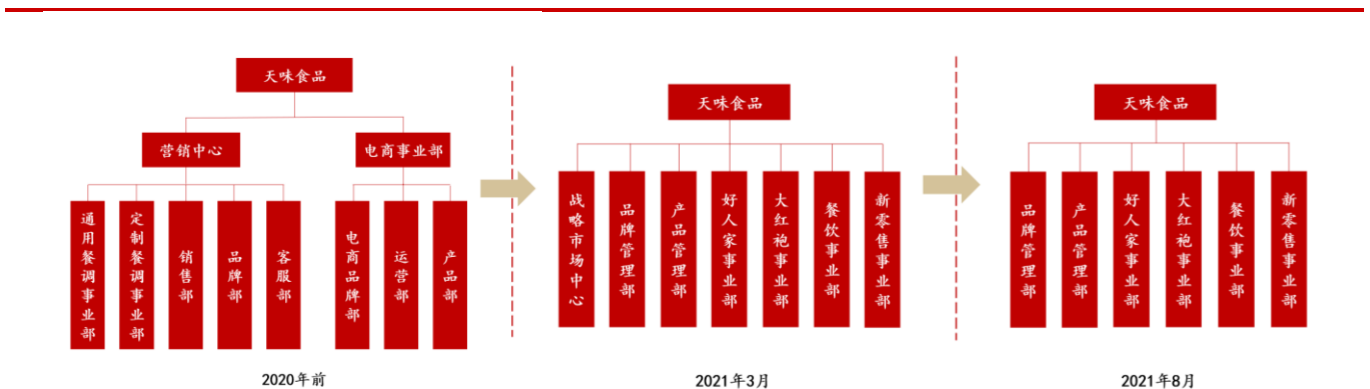
图表 19 公司股权结构集中（截至 2022 年年报）



资料来源：Wind、华西证券研究所

精简组织架构，达到产品的高效开发、精简运营的目的。公司处于转型升级、持续变革时期，自 2020 年以来，组织架构不断调整，公司将营销中心裂变为战略市场中心、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。2021 年下半年公司再次对组织进行扁平化变革，将战略市场中心的职能进行拆解，强化了产品全生命周期的管理以及品牌管理，将其他职能下沉到事业部层面，目前运行良好。

图表 20 组织结构简化



资料来源：招股说明书、公司公告、华西证券研究所

多次推出股权激励，增强现任骨干积极性。公司于 2020-2021 年连续推出激励计划，但受宏观经济影响，销售情况不及预期，公司决定终止激励计划。为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司管理团队和技术骨干的积极性，2022 年 2 月公司再度推出限制性股票激励计划，涉及董事、高级管理人员、中层管理人员和技术骨干共计 237 人，考核年度为 2022-2023 年两个会计年度，业绩考核目标均以 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%，并设置个人层面考核要求。

图表 21 公司 2022 年股权激励业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 15%；
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 32.25%。

资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 22 公司 2022 年股权激励计划授予人员名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占本激励计划授予限制性股票总数的比例	占本激励计划授予日股本总额的比例	本次授予情况
于志勇	董事、副总裁	33	2.81%	0.04%	暂缓授予
吴学军	董事、副总裁	38	3.23%	0.05%	暂缓授予
沈松林	董事、副总裁	30	2.55%	0.04%	全部授予
何昌军	副总裁、董事会秘书兼财务总监	30	2.55%	0.04%	全部授予
中层管理人员和技术骨干(226人)		845	71.85%	1.12%	全部授予
预留部分		200	17.01%	0.27%	-
合计		1176	100.00%	1.56%	-

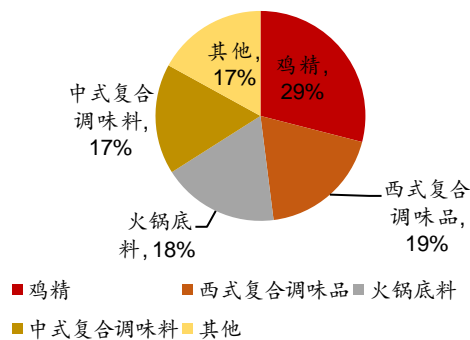
资料来源：公司公告、华西证券研究所

2. 复调行业快速成长，需求与日俱增

2.1. 复合调味品处于发展初期，渗透率有较大提升空间

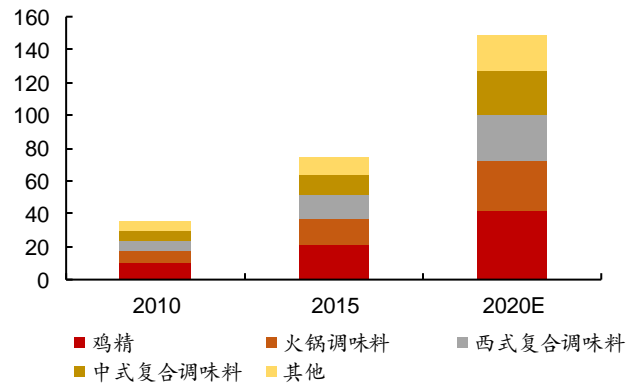
复合调味品是指在科学的调味理论指导下，将两种或两种以上的基础调味品按照一定比例进行调配制作，从而得到的满足不同调味需要的调味品，具备便捷性、标准化、口味稳定性的特征，近年来成为调味品行业中增速最快的品类。复合调味料主要有鸡精、火锅底料、中式复合、西式复合几大类，其中鸡精占比最多，约为 29%；西式复合调味料、火锅底料和中式复合调味料各占 19%、18%和 17%；其中中式复合调味品和火锅底料是近年增速最快的两大细分板块，根据 Frost & Sullivan 数据，两者 2015-2020 年复合增长率分别达到 16.9%和 15.0%。

图表 23 中国复调市场结构占比情况



资料来源：华经产业研究院、华西证券研究所

图表 24 中式复调和火锅底料是增速最快的两大板块

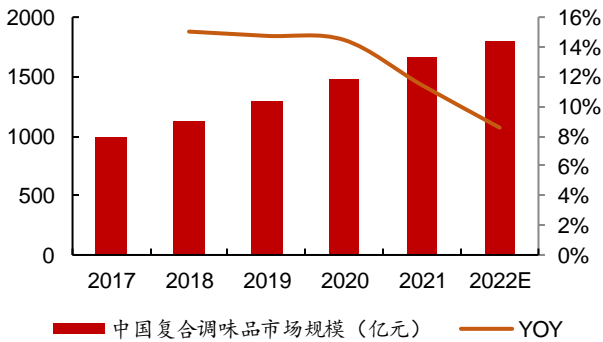


资料来源：Frost & Sullivan、华西证券研究所

复合调味品能满足餐饮快速出餐和年轻家庭的做饭需求，消费以餐饮消费、食品加工和家庭消费为主。从销售渠道来看，我国复合调味品消费主要集中在餐饮消费、食品加工和家庭消费。家庭消费占比逐步提升，调味品的复合化解决了年轻人不会做饭和不想花太多时间做饭的问题，更符合年轻家庭的做饭需求。同时，近年来外卖餐饮及预制菜等行业兴起，餐饮的连锁化发展和规范化经营推动标准复合调味料的需求快速增长。在我国，受益于火锅、快餐、方便食品的快速普及，火锅底料、复合调味料包的消费需求在快速释放，复合调味品具有广阔的发展前景。

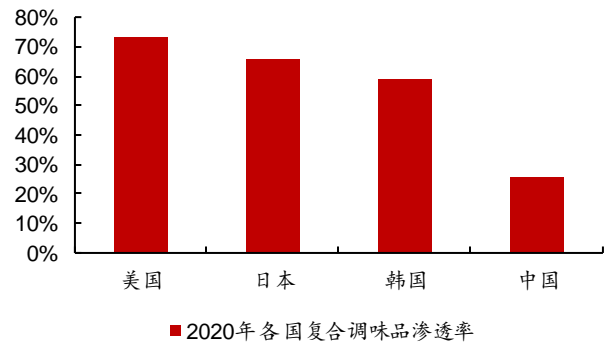
我国的复合调味料市场还在发展初期，渗透空间广阔。我国是世界上最大的调味品消费国，单一调味品的发展已经接近成熟化，但复合调味品却有着极大的市场机遇。根据中商产业研究院数据，2020 年中国复合调味品市场规模为 1488 亿元，同比增长 14.46%，预计 2022 年将增至 1800 亿元。根据艾媒咨询数据，2020 年中国复合调味品渗透率为 26%，远低于美国、日本和韩国的 73%、66%和 59%。

图表 25 复调市场规模



资料来源：中商产业研究院、华西证券研究所

图表 26 中国复调渗透率仍处于较低水平 (%)



资料来源：中商产业研究院、华西证券研究所

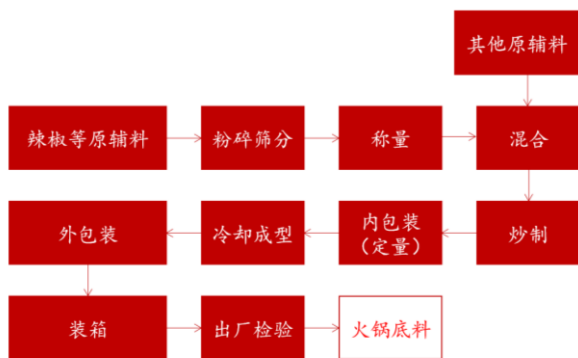
2.2. 火锅底料百亿市场，集中度提升空间大

2.2.1. 火锅底料主要用于火锅餐饮，消费场景持续扩容

火锅底料是以动、植物油脂、辣椒、花椒、食盐、味精、香辛料、豆瓣酱等为主要原料，按一定配方和工艺加工制成的，用于调制火锅汤的调味料，是我国复合调味品行业中重要细分领域，工艺相对简单，以炒拌为主，口味主要由原料品种及配比决定，工艺影响较小。火锅底料主要用于火锅餐饮端，与火锅业态的成长息息相关。同时，火锅底料的用途还延伸至麻辣香锅、麻辣烫等许多菜品制作。

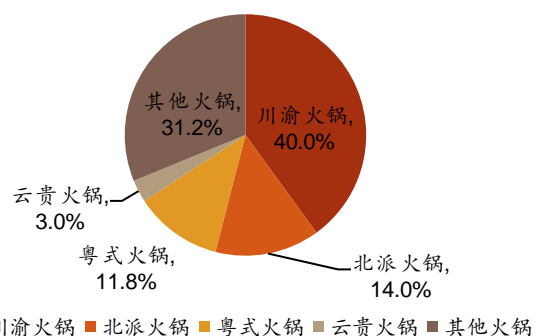
六大火锅派系中川渝火锅最受欢迎。结合不同地域的饮食习惯，火锅发展出了六大门派，分别是北派火锅、粤式火锅、云贵火锅、川渝火锅、江浙系火锅和其他类火锅。随着各地口味相互融合，原本饮食清淡的消费者接受程度逐渐提高，且川渝火锅的辣味具有较强的成瘾性，因此广受消费者喜爱。从门店数量来看，川渝火锅数量最多，门店数占 40.0%，北派火锅占 14.0%，粤式火锅占比为 11.8%。

图表 27 火锅底料的制作工艺相对简单



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图表 28 川渝火锅是门店数最多的火锅派系



资料来源：美团、NCBD、华西证券研究所

火锅底料行业上游集中度高，中游品牌效应明显，下游应用广泛。就火锅底料产业链整体而言，上游牛油生产商集中度高。牛油主要来自牛屠宰后附着在两边的牛肚油，供给极大程度上取决于牛肉的需求量，且根据海关总署规定，我国禁止从部分国家进口牛油，因此供给不够稳定，牛油供应的波动也影响中游制造企业的盈利能力。

行业中游品牌效应集中，主要企业包括颐海国际、红 99、天味和红太阳等。下游以餐饮端为主，占比超七成，主要原因是火锅餐饮口味易标准化，开店门槛低，属于易复制的经营模式，容易形成快速扩张，倒逼需求提升。除火锅外，火锅底料还向炒菜、麻辣香锅、麻辣烫、串串、冒菜、毛血旺等消费场景持续扩容。

图表 29 火锅底料行业的上、中、下游

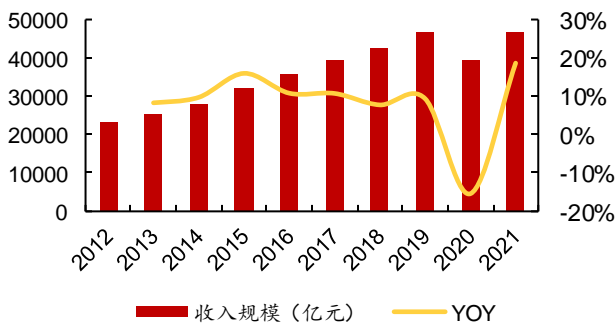


资料来源：招股说明书、前瞻产业研究院、华西证券研究所

2.2.2. 消费复苏，BC 端需求的形成为火锅底料增长提供支撑

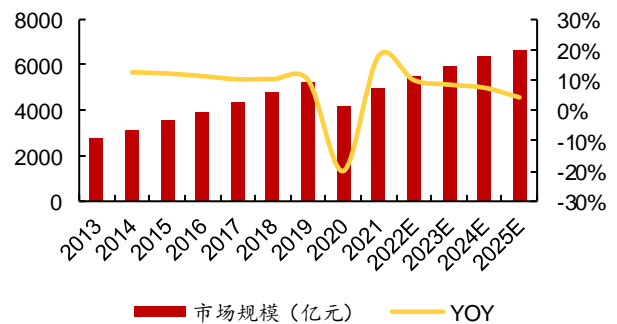
火锅是中国餐饮业第一大菜系，餐饮消费回暖，火锅餐饮消费火热。2021 年以来消费回暖，但整体仍不及疫情水平，数据显示，2021 年全国人均餐饮消费 3320 元，同比增速由负转正为 18.6%。据《2022 中国火锅大数据报告》显示，2021 年，全国餐饮业总收入达 46895 亿元，而火锅的市场规模在中式餐饮中占比达到 14.2%，是不折不扣的第一品类。根据艾媒咨询数据，除 2020 年外，火锅行业的市场规模一直保持增长趋势，2021 年中国火锅行业市场规模达到 4998 亿元，预计 2025 年将达到 6689 亿元。

图表 30 2021 年餐饮市场收入回暖



资料来源：国家统计局，华经产业研究院、华西证券研究所

图表 31 火锅行业市场规模不断扩大

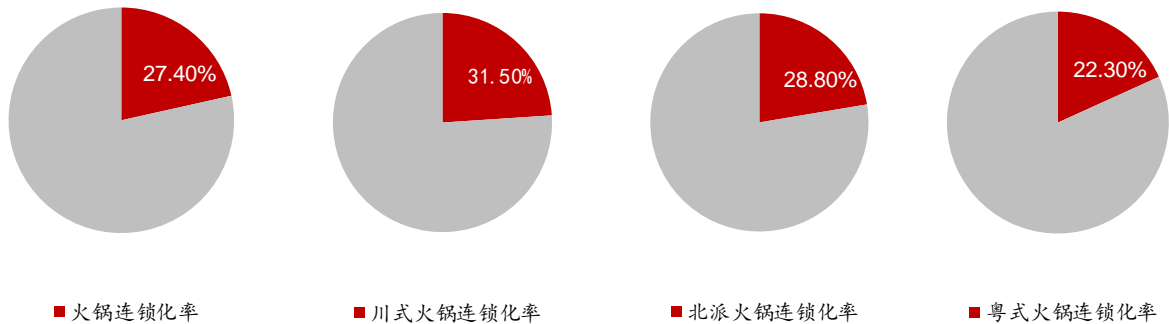


资料来源：艾媒咨询、华西证券研究所

火锅门店开店增速快，火锅赛道品牌化、连锁化的大趋势下，火锅底料在餐饮端的需求逐步增大。B 端占比我国火锅底料 70% 以上，是应用最为广泛的场景。近年来我国餐饮门店快速增长，并且餐饮连锁率不断提升。截至 2021 上半年，中国火锅连锁化率为 27.4%，其中川式火锅连锁率高于平均水平，达到 31.5%，粤式火锅仅有 22.3%。随着更多餐饮企业向连锁化发展，催生火锅底料标准化生产需求，B 端客户

对产品品质、口味稳定性和供应稳定性有较高要求，对价格的敏感度也较高，知名大型底料厂商更具品牌和产品优势，火锅餐饮连锁化 B 端市场对火锅底料的采购需求将不断增长。

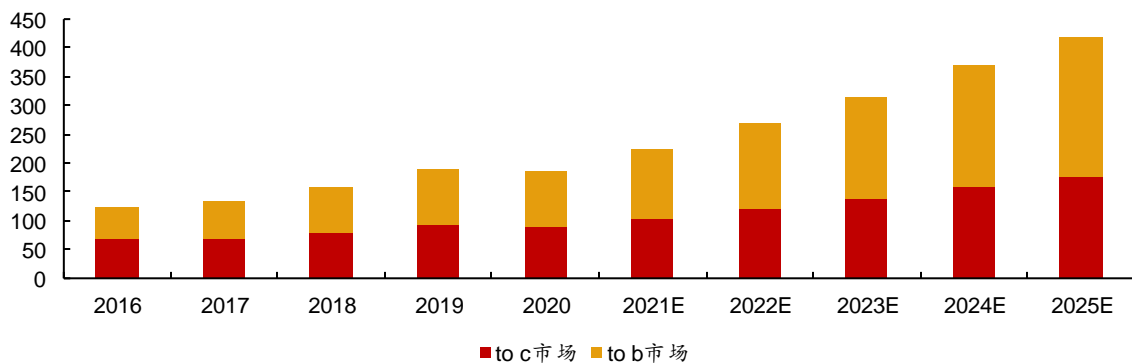
图表 32 2021 年中国火锅连锁化率



资料来源：中国烹饪协会、NCBD、华西证券研究所

C 端家庭火锅消费习惯逐渐养成。C 端消费火锅底料占比不到 30%，疫情推动了家庭火锅消费习惯的养成，未来占比有望提升。参考前瞻产业研究院调研，有一半的消费者偏好在家里吃火锅，火锅底料有望在 C 端打开市场。此外，伴随着懒人经济的爆发，消费者为节约时间、追求方便，更多地将火锅底料用于菜肴的烹饪上。根据前瞻产业研究院报告，在 B、C 两端多重因素驱动下，未来我国火锅底料市场将逐渐打开，预计到 2025 年市场规模将达到 417.5 亿元。

图表 33 火锅底料市场规模稳步提升（亿元）



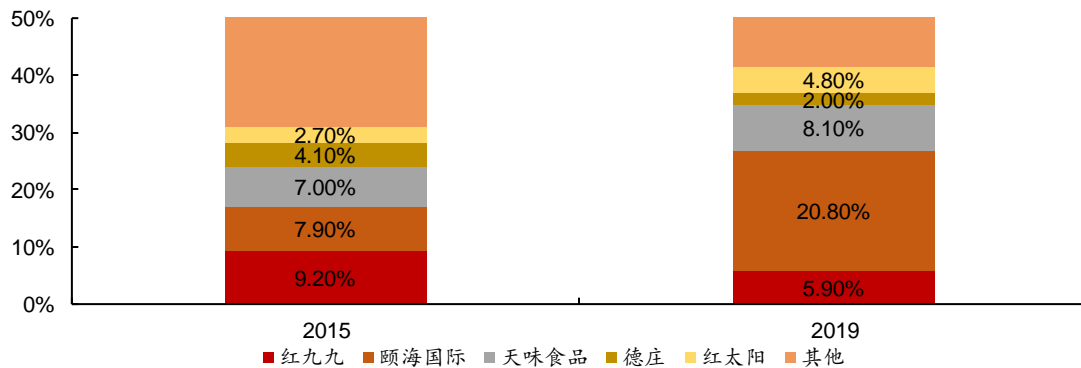
资料来源：前瞻产业研究院、华西证券研究所

2.2.3. 市场集中度提升空间大，中高端火锅底料竞争格局相对集中

行业集中度在提升，头部企业份额有望进一步扩大。中国火锅底料行业竞争格局较为分散，行业仅有颐海国际、天味食品等少数企业上市，大部分企业规模较小。2015 年火锅底料行业 CR5 为 30.9%，其中红九九、颐海、天味、德庄、红太阳市占率分别为 9.20%、7.90%、7.00%、4.10%、2.70%。2019 年行业 CR5 提升至 41.6%，除前三大行业参与者以外，其他火锅底料生产商市场份额均在 5% 以下。随着餐饮连锁化

加速，下游餐饮企业对底料的产品品质、供应稳定性和供应规模等都将提出更严格的要求，未来越来越多的餐饮品牌会倾向于使用大厂的底料及定制产品，集中度提升的空间较大。

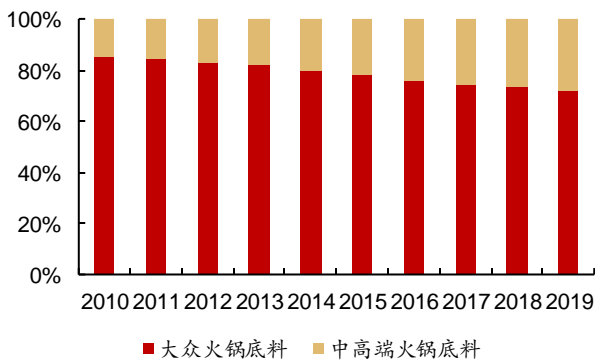
图表 34 火锅行业市场集中度提升



资料来源：Frost & Sullivan、华西证券研究所

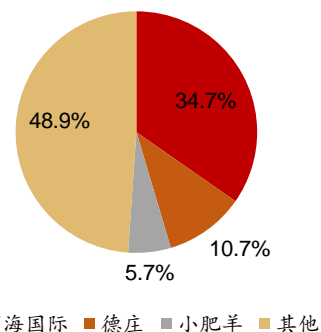
大众火锅底料占据主要份额，中高端火锅底料占比不断提升。火锅底料可以分为中高端火锅底料和大众火锅底料，中高端产品多以植物油为基料，大众产品则以牛油等动物脂肪为基料，大众火锅底料占据主要市场份额。但是近年来，中高端火锅底料因其减油减盐的优点逐渐吞并部分大众火锅底料市场，市场份额由 2010 年的 15% 增长至 2019 年的 28%。中高端火锅底料市场占比相对集中，2015 年 CR3 为 51.1%。公司品牌“好人家”在 2020 年重新定位后，专注中高端市场，“大红袍”定位大众市场，同时覆盖头腰部市场，成长空间广阔。

图表 35 中高端火锅底料占比不断提升



资料来源：前瞻产业研究院、华西证券研究所

图表 36 2015 年中高端火锅底料市场集中度



资料来源：Frost & Sullivan、华西证券研究所

2.3. 中式复调成长迅速，竞争格局仍未成形

2.3.1. 中式复调品类丰富，工艺简单

中式复合调味料指具备包装形式、针对中餐研制开发而成的方便型复合调味料。常见的中式复合调料有酸菜鱼调料、鱼露、鱼香肉丝调料、粉蒸肉调料、宫保鸡丁调料、红烧肉调料、京酱肉丝调料、麻婆豆腐调料、炖肉料、十三香等，其中鱼调料

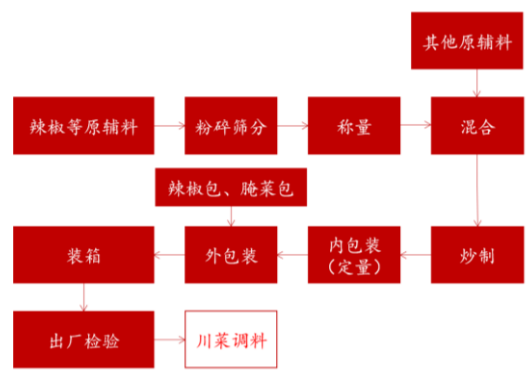
包、小龙虾调料包格外火爆。中式复合调味料在生产阶段就完成了厨师在烹饪过程中的调料配比工作，具有便捷性、标准化、口味稳定等优势。以川菜调料为例，整体工艺流程相对简单，主要包括混合、炒制和包装等，加工时间较短，整体行业壁垒较低。

图表 37 中式复调主要品牌及产品



资料来源：公司官网、华西证券研究所

图表 38 川菜调料生产流程

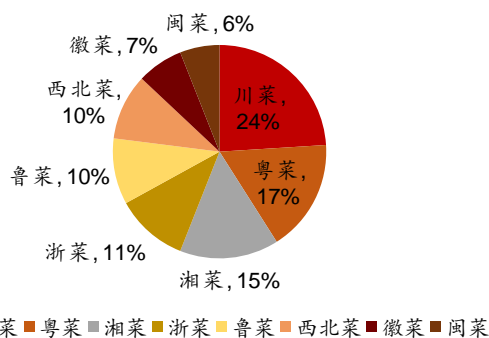


资料来源：招股说明书、华西证券研究所

2.3.2. 下游需求攀升，带动中式复调需求持续提升

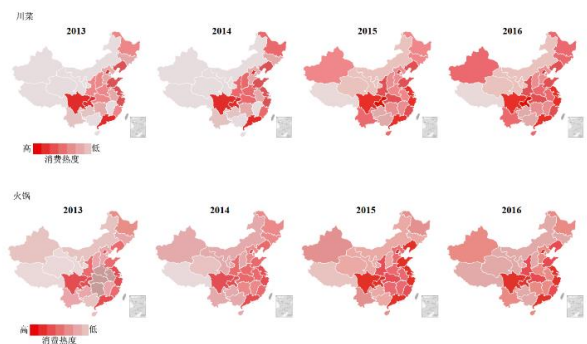
川菜辐射全国，带动川味复合调味品增长。根据雀巢专业餐饮《2021 中式餐饮行业报告》，川菜在中式正餐细分赛道中占比最高，达到 24%。由于消费者对辣味的成瘾性，川菜具有高复购率，近几年以四川、重庆为中心向其他区域不断辐射。伴随川菜在全国范围内广泛普及，可以降低家庭场景下制作难度的川式复合调味料也迅速扩容。经过 2006 年至今多年的高速发展，行业内涌现出酸菜鱼调料、水煮鱼调料、小龙虾调料等一批标准化大单品。其中天味食品推出的标准化酸菜鱼调料是公司的大单品，规模持续增长。

图表 39 川菜在中式正餐细分赛道中占比最高



资料来源：雀巢专业餐饮、华西证券研究所

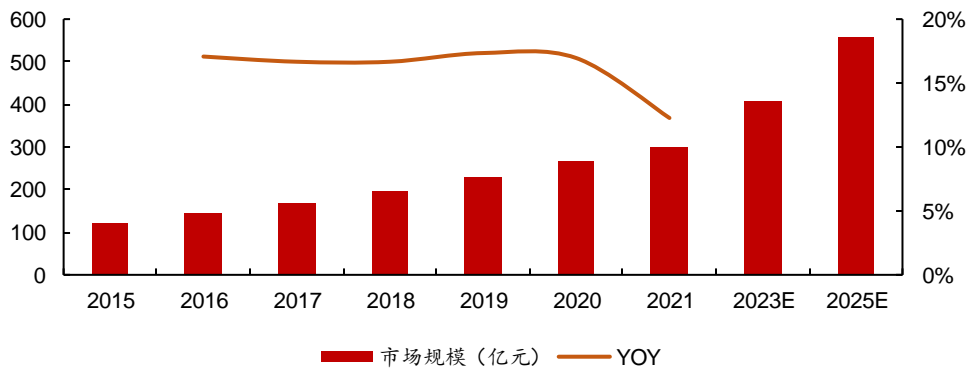
图表 40 川菜、火锅的消费热度辐射全国



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

便捷性、标准化、口味稳定推动中式复调快速增长，未来空间广阔。中式复调是整个复合调味品行业中近 5 年增速最快的细分市场，2016-2021 年 CAGR 高达 16.5%。在生活节奏加快的当下，复合调味料可以使年轻的家庭消费者获得方便快捷的烹饪体验，另外餐饮业的规范化、连锁化经营也推动复合调味料需求快速增长。根据智研咨询数据，2021 年中国中式复合调味料市场规模达 302 亿元，同比增长 12.27%，预计 2025 年中国中式复合调味料市场规模将突破 556 亿元。

图表 41 中式复调市场规模空间广阔



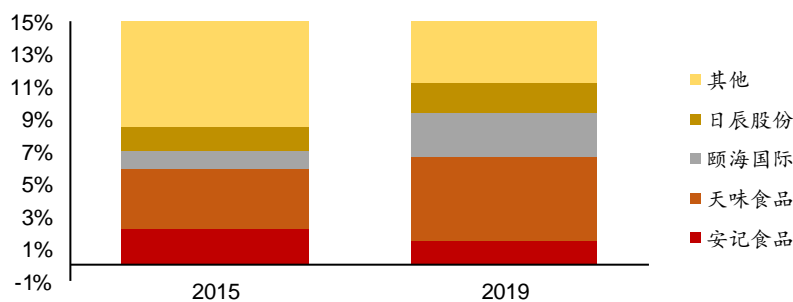
资料来源：智研咨询、华西证券研究所

2.3.3. 中式复调集中度低，龙头企业有优势持续提升市占率

中式复调集中度低，竞争格局仍未成形。中式餐饮菜系林立，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，每个菜系对应多种品类复合调味料，导致中式复合调味料品类繁多、集中度低。2015 年行业 CR3 仅为 8.5%，2019 年提升 2.7pct 至 9.8%，其中天味食品、颐海国际、日辰股份分别占比 5.2%、2.7%、1.9%。

龙头企业市占率将持续提升。随着社会对食品安全日益重视以及国家对企业环保监管力度不断加大，部分规模较小、经营不规范的企业将逐渐被淘汰，优势企业发展将更加迅速，行业整合将进一步加速，企业规模化经营成为行业发展的必然趋势。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，颐海国际近年也发力中式复合调味料，份额提升较快。龙头企业凭借品牌、研发、渠道、供应链等竞争优势能够持续提升市占率。

图表 42 中式复调市场集中度逐渐提升



资料来源：Frost & Sullivan、华西证券研究所

中式复调细分品类较多，需求多元化，有待挖掘。不同于单一调味料市场，复合调味料市场品类繁多，新品层出不穷，川菜、酸菜鱼、麻辣香锅、冒菜和小龙虾等复合调料随着下游餐饮的爆火而快速增长。伴随着消费者需求的不断挖掘，产品品类日益丰富，消费者的消费习惯和消费能力将得到释放。

3. 转型升级，经营加速好转

3.1. 营收端：大单品裂变创新，渠道精细化管理推动经营恢复

3.1.1. 产品多元推新和技术研发实力为营收奠定基础

坚持大单品策略，积极开发区域性特色产品作为补充。公司产品包括火锅调料、中式菜品调料、香肠腊肉调料、香辣酱等 100 多个品种，主要用于家庭、餐饮的烹调，满足消费者对烹调风味多样性和便捷性的追求。同时，公司定制餐调涵盖火锅/中餐/快餐/特色菜等多个场景，满足连锁餐饮客户对产品标准化、食品安全性及口味稳定性的需求。

大单品延展创新，在营收中起重要贡献作用。公司 2010 年推出的老坛酸菜鱼调料，期间多次进行产品升级，从推出至今持续保持快速增长，为公司贡献较大收入；2017 年推出的手工火锅底料，迎合了市场的需求，成为公司典型的大单品。公司核心产品火锅调料和中式菜品调料占所有品类的 85%以上，重点大单品包括手工火锅底料、酸菜鱼调料、小龙虾调料等，其中前两大单品鱼调料和手工火锅料占销售收入 35%以上。此外，其他较受市场欢迎的单品如青花椒鱼调料、小龙虾调料和麻辣香锅调料等也增长迅速，特别是小龙虾料在 2022 年表现亮眼。

图表 43 公司产品矩阵



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 44 公司大单品不断裂变推新



资料来源：公司官网、华西证券研究所

研发水平位居全国前列，多款产品快速增长。公司目前拥有 8 大专业实验室、3 大专业品评团队、12 个专业研发小组、13 个应用厨房，同时组建了一支 80 余人的核心研发团队，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。除新品开发外，公司也不断进行现有产品优化和迭代，保持产品竞争力，大单品老坛酸菜鱼调料自 2010 年推出后，多次进行产品升级，至今仍保持快速增长。此外，其他较受市场欢迎的单品如青花椒鱼调料、小龙虾调料和麻辣香锅调料等也增长迅速。

图表 45 公司每年推出新产品



资料来源：招股说明书、公司公告、公司官网、华西证券研究所

技术及工艺优势凸显。公司致力于采用现代技术改造传统食品工业，积极进行复合调味料自动化生产技术和关键生产设备的自主研发，在复合调味料全自动炒制、全自动输送灌装、火锅底料称量和冷却成型、全自动外包装等方面实现技术突破。公司研发的火锅底料冷却成型生产系统、牛油火锅底料全自动包装生产线等已获得国家专利，火锅底料灌装工序自动化技术及装备获得了中国调味品协会“新工艺”奖，公司的生产工艺在行业内处于领先水平。

积极参与行业标准制定，领头行业发展。公司凭借先进技术水平，作为火锅调料、辣椒酱、炒制辣椒酱标准起草单位，积极参与川式调味品标准的制定与修改，现共参与3项国家标准和8项地方标准，并作为牵头单位制定4项团体标准包括《牛油火锅底料》《减盐火锅底料》《老坛酸菜鱼调料》《川式火锅底料》。此外，公司也参与了食品安全地方标准火锅底料、酸菜类调料等地方标准的起草。

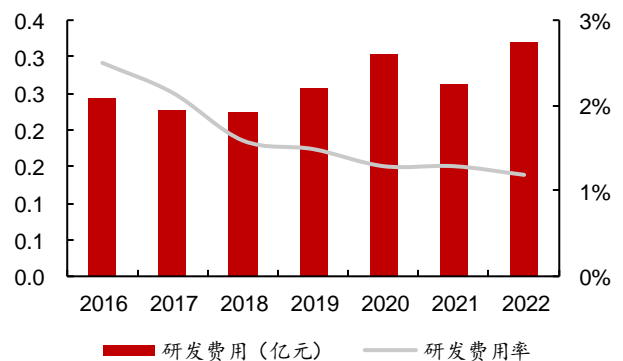
研发实力强劲，加强“产学研”合作。知识产权方面，在技术开发过程中，申请45项发明专利（授权12项），34项实用新型专利，保护产品具备独特的知识产权。同时，公司以成果转化为主线，强化产学研结合，整合企业技术、高校、科研院所、资金、人才，积极与多所大学展开产学研平台合作，共同致力于新产品的研发、新技术的引进和新工艺的改良等创新工作，保障公司的技术水平始终处于行业领先地位。

图表 46 公司应用厨房



资料来源：公司官网、华西证券研究所

图表 47 公司研发费用率 (%)

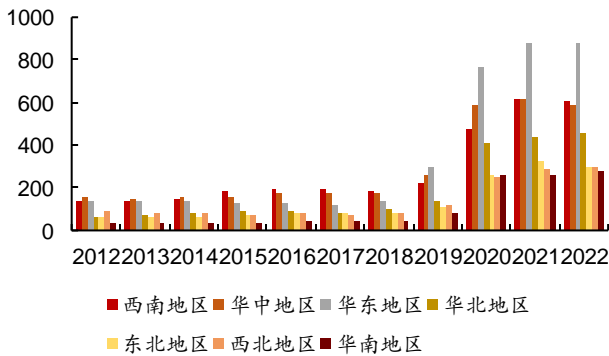


资料来源：公司官网、华西证券研究所

3.1.2. 经销商渠道精细化管理，定制餐调、电商、外贸贡献增长

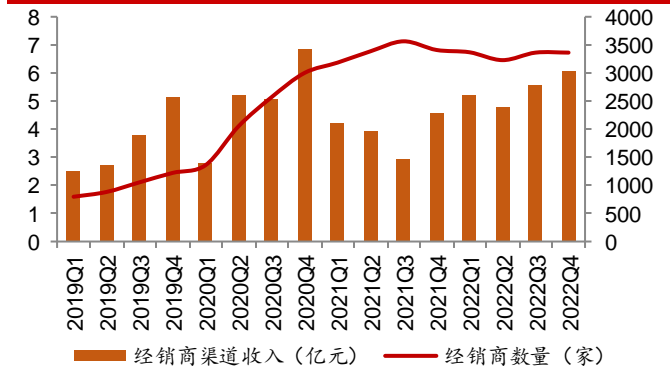
渠道基本完成全国化布局，仍有较大空间。公司已经建立了覆盖全国的销售网络，合作的经销商的范围延伸至市县一级。2020 年二季度，公司经销商数量开始快速增加，2020 年末，公司共有经销商 3001 家，较 2017 年年末的 769 家增长近 2.9 倍。2021 年开始，经销商扩张趋于平稳。经销商队伍的急剧膨胀带来了经销渠道营收的快速增长，公司经销商渠道收入增长趋势和经销商数量增长基本保持一致。公司覆盖终端网点超过 40 万家，市场有待进一步开拓。

图表 48 2020 年公司各地区经销商数量快速增长



资料来源：公司公告、华西证券研究所

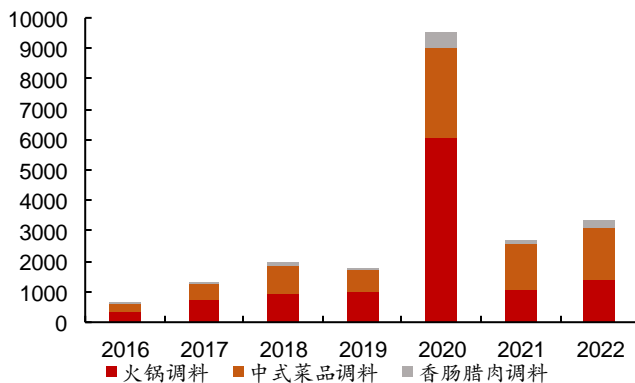
图表 49 公司经销商渠道营收（亿元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

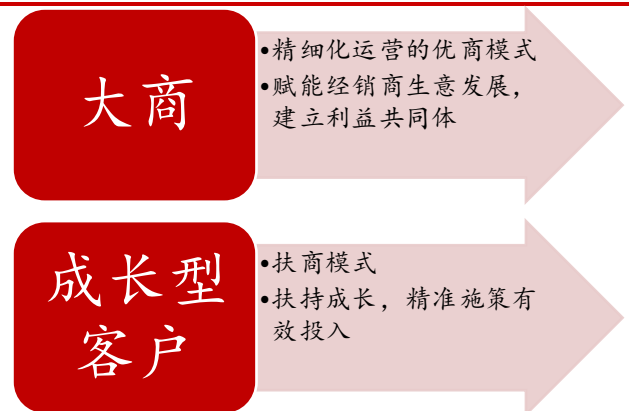
优化经销商经营管理模式，渠道去库存保障持续经营能力。经历 2020 年的经销商队伍快速膨胀后，公司面临着渠道库存问题。因此，公司调整经销商管理策略，更重视经销商的有效贡献率，不再追求数量上的增加，推出优商和扶商的经销商分级运营模式，在大商策略方面采取了精细化运营的优商模式，通过销售动作标准化的业务流程保障基本盘的增长，赋能经销商生意发展，建立利益共同体。在成长型客户的策略方面采取了扶商模式，通过资源和关键动作聚焦的方式进行扶持成长，精准施策有效投入。销售组织设计也相应匹配客户分级运营，保障优商和扶商模式的顺利推进，目前渠道库存压力得到一定程度的缓解。

图表 50 公司产品库存量快速下降



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 51 公司客户分级化管理

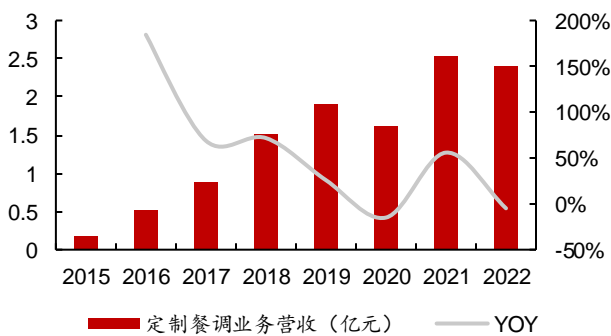


资料来源：公司公告、华西证券研究所

餐饮连锁化成为公司定制餐调业务发展的支撑力量。连锁化是餐饮行业发展的重要趋势，连锁经营可以提效降本，帮助餐企突破管理瓶颈，中国餐饮连锁市场的连锁化率从2019年的13.3%提升至2021年的18%。同时大型连锁餐饮企业对产品标准化、食品安全性及和口味稳定性的需求也推动了复合调味料行业的发展，尤其是对于具有一定口味特色要求的连锁餐饮企业。对于复合调味料行业而言，具有较强的口味还原能力、产品研发能力以及产品标准化能力的头部企业将有较大竞争优势。

定制餐调业务实现转型升级，增强服务力。公司还积极拓展经销商渠道以外的其他销售渠道，建设包括定制餐调、电商等多层次的销售网络。2016年起，公司发力定制餐调业务，2019年由纯定制业务模式升级，从纯定制业务模式转向为标品大单品销售+头部客户定制，从单一业务销售型定制模式转向为餐饮定制+餐饮应用解决方案，对重点客户产品横向拓展、产品升级、定制业态拓展，增强客户粘性。目前公司定制餐调业务营收接近2.5亿元，提供火锅、快餐、中餐、特色菜四个系列的定制服务，服务了超过几万家餐饮连锁单店，大客户包括张亮麻辣烫、味千拉面、盛香亭等。

图表 52 公司定制餐调业务转型发力



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 53 公司定制餐调业务主要客户

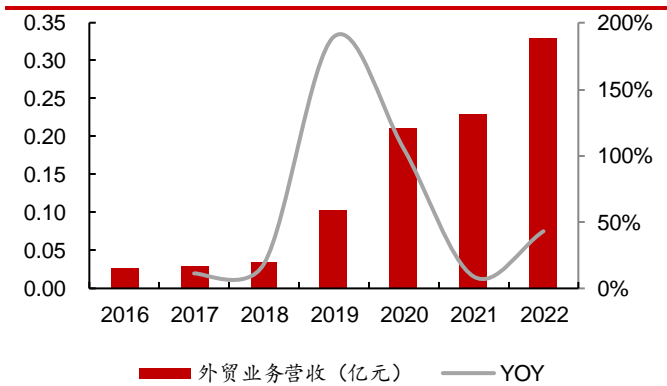


资料来源：公司官网、华西证券研究所

外贸业务占比小、增长快，海外空间广阔。公司外贸业务快速拓展，产品出口到美国、澳大利亚、加拿大、日本、比利时等国家，营收由2016年的0.03亿元提升至2022年的0.33亿元，复合增长率为51.7%。目前公司外贸产品有西式复合调料等，主要面向B端、用于连锁餐饮定制化服务，市场多在华人聚居的国家和地区。在产品出海的策略上，公司会让中式菜品调料走出国门，同时关注西式调料的发展，结合当地饮食文化，布局多样化产品。公司认为，在文化交融的大环境下，西式复调的前景广阔，公司希望借助已有实力争取一些市场份额。

海外征程伊始，拟发行GDR在瑞士证交所上市。公司拟筹划境外发行全球存托凭证(GDR)并申请在瑞士证券交易所上市。公司本次发行GDR所代表的新增基础证券A股股票不超过8477.38万股，不超过本次发行后公司普通股总股本的10%。发行对象为合格国际投资者及其他符合相关规定的投资者。预计募集金额约20亿元，募集资金拟用于进一步发展公司核心业务和开展战略投资，在海外新建或投资合资工厂，加强在西式复合调味料领域的研究和开发，拓展公司海外销售渠道，持续提升公司品牌的国际知名度和竞争力以及补充营运资金等。

图表 54 公司外贸业务高速增长



资料来源：公司公告、华西证券研究所

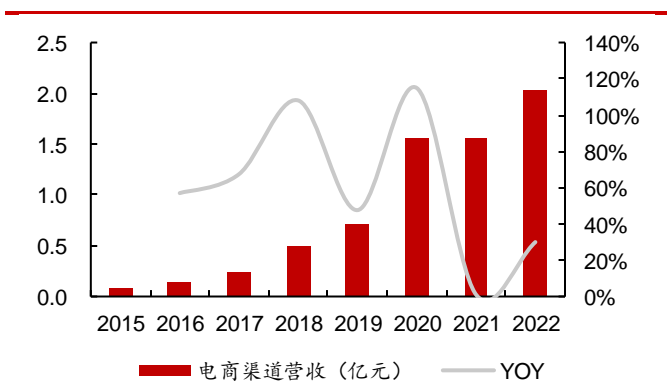
图表 55 公司国际营销网络



资料来源：公司官网、华西证券研究所

电商渠道发力。2017 年，公司成立电商事业部，之后不断探索营销新模式，开展了 b2c 新零售、社交电商等业务模式，在天猫、京东、抖音和小红书等电商渠道均有布局，与知名主播合作直播带货，通过精准内容营销、提升精细化运营的水平 and 效率来提高品牌知名度。公司电商渠道快速发展，2016-2022 年复合增长率为 56.2%，2022 年实现营收 2.04 亿元。目前公司定制餐调、电商拓展已经初见成效，并成为公司收入来源的重要补充。

图表 56 公司电商渠道营收快速增长



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 57 公司线上电商渠道布局

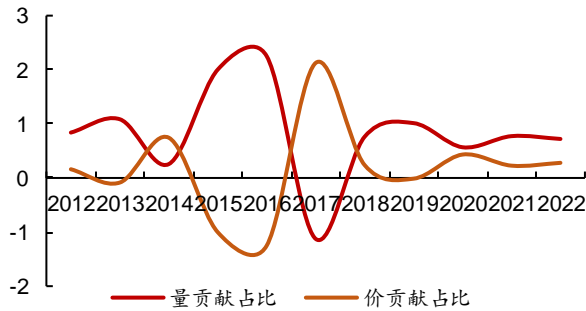


资料来源：公司电商平台店铺、华西证券研究所

3.1.3. 新增产能释放，奠定营收增长基础

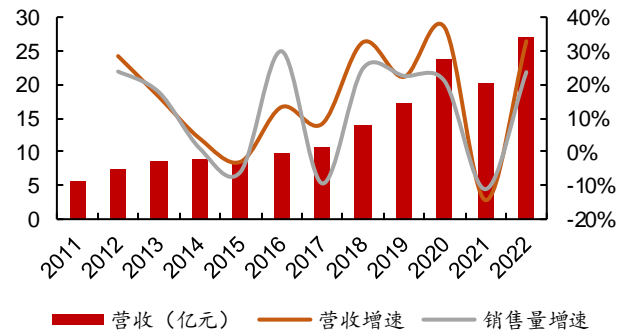
回顾公司经营历史，量贡献大部分增长。拆分近 10 年的营收，可见除 2014 年、2017 年外，销售量均是营收的主要贡献力量。近五年公司销量对营收的贡献率平均值超过 75%。同时，近 10 年间销售量增速和营收增速呈现出较强的相关性，两者近乎同步增减。

图表 58 公司量增贡献大部分增长



资料来源：招股说明书、公司公告、华西证券研究所

图表 59 销量增速与营收增速呈现较强相关性



资料来源：招股说明书、公司官网、华西证券研究所

募投项目扩充产能，22.2 万吨新增产能将于未来几年逐步投产。2019 年 4 月，公司成功上市，募集资金用于建设家园生产基地改扩建建设项目和双流生产基地改扩建建设项目，项目建成后预计每年新增产能 3.8 万吨，占 2018 年公司总产能的 42.22%。2020 年 11 月，公司顺利完成非公开发行 A 股股票的发行，募集资金 16.3 亿元，用于天味食品调味品产业化项目、食品、调味品产业化生产基地扩建项目，预计新增产能每年 19 万吨，总产能将达到 39.2 万吨/年。公司 2021 年总产能为 16.4 万吨，未来新增产能总计 22.2 万吨，为目前产能的 135.4%。

图表 60 公司近年新增产能规划

项目名称	地址	新增产能	投产时间
食品、调味品产业化生产基地扩建项目	成都双流	火锅底料 4 万吨	2024 年 12 月
家园生产基地改扩建建设项目	成都郫县	3.2 万吨（全型火锅底料 8 千吨、方便速食 4 千吨、其他川菜调料 8 千吨、定制餐调产品 1.2 万吨）	2023 年 3 月
天味食品调味品产业化项目	成都郫都	15 万吨（火锅底料 5 万吨、川菜调料 10 万吨）	2023 年 11 月

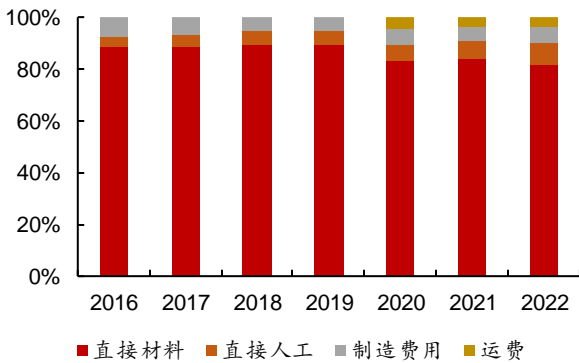
资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.2. 利润端：原材料成本下行，费用提效提升盈利能力

3.2.1. 原材料成本下行，贡献毛利弹性

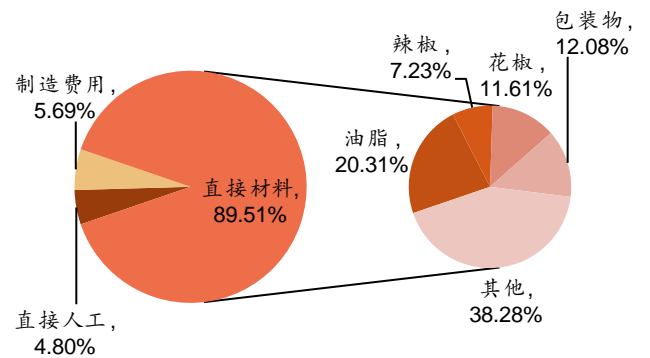
原材料在公司营业成本中占比约 85%，是影响毛利率的重要因素。公司所用原材料品种较多，包括油脂类原料、辣椒、花椒等农副产品，盐、味精等基础调味品，食品添加剂等原辅料，其中油脂、辣椒、花椒等农副产品和包装物占产品成本的比重较大。2016-2022 年，公司直接材料（含包装物）成本占主营业务成本的比例分别为 88.15%、88.20%、89.51%、89.09%、87.13%、84.05%和 81.29%。

图表 61 直接材料是公司最主要的成本组成部分



资料来源：公司公告、招股说明书、华西证券研究所

图表 62 公司 2018 年主营业务成本构成

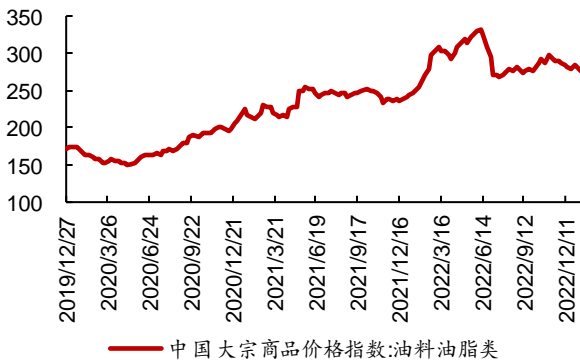


资料来源：招股说明书、华西证券研究所

公司利润总额对直接材料的价格变动较为敏感。根据公司招股说明书，假设直接材料价格增加 1%，2016-2018 年公司利润总额分别变动-2.20%、-2.59%和-2.46%，敏感性系数在各报告期均大于 2。由于公司直接材料中原材料品种较多，单一主要材料油脂、辣椒、花椒和包装物的敏感性系数均小于 1。近两年，由于原材料价格波动，毛利率由 2020 年的 41.49%下降 9.27pct 至 2021 年的 32.22%。随着原材料价格下降，2022 年毛利率回升至 34.22%。后续伴随着成本端压力释放，毛利率有望进一步回升。

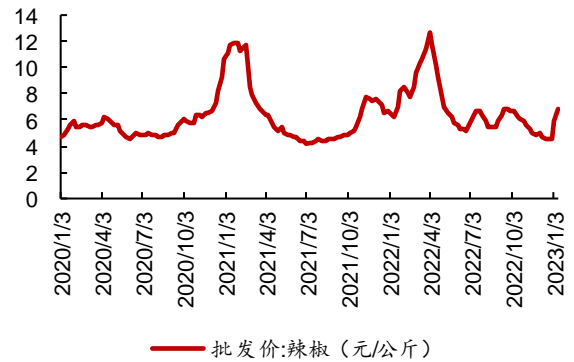
主要原材料价格缓和。2022 年上半年，全球主要的油脂油料价格巨幅波动。5 月后，随着印尼棕榈油恢复出口且产量增加，美豆种植预期较好以及全球油菜籽产量预期增加，全球油脂油料价格大幅度下滑，整体由紧张向宽松转变。辣椒价格变动存在一定周期性，整体价格较稳定；花椒价格自 2019 年来一路走低；2022 年来包材价格也有所下调。整体来看，公司成本压力得到缓解，有利于毛利率水平的提升。

图表 63 油料油脂价格较高位有所下降



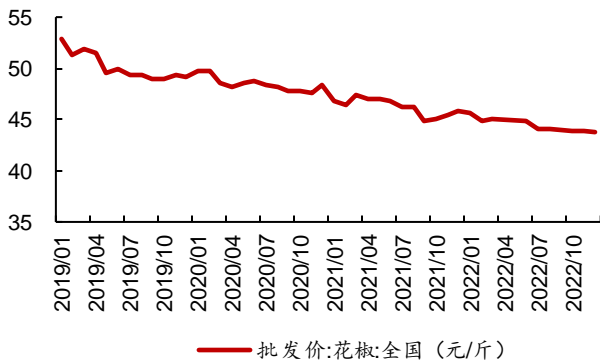
资料来源：wind、华西证券研究所

图表 64 辣椒价格周期性波动



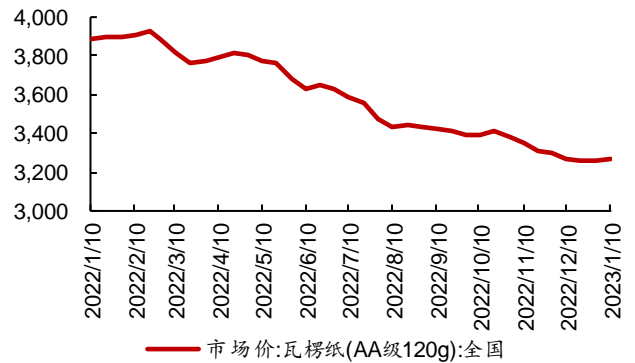
资料来源：wind、华西证券研究所

图表 65 花椒价格连续走低



资料来源: wind、华西证券研究所

图表 66 2022 年来瓦楞纸价格持续下降 (元/吨)



资料来源: wind、华西证券研究所

产业链管控模式保障原材料品质。复合调味品所使用的原料大部分为农产品，其特点是标准化程度低、风险高。为保证原料品质稳定，公司对原料种类进行分类管理，建立了 8 大专属原料生产基地，对核心原料（酸菜、牛油等）、重点原料（豆瓣、辣椒、花椒、泡椒等）采用“农户+合作社+原料加工基地+公司”的产业链管控模式，确保原料从源头收购、到过程加工管理全程可追溯和可控。

链接上下游核心资源，实现生态链共同发展。在投资业务上，公司通过横向并购、业投一体、机会型参股投资等形式，先后参股上游食品生产机械制造商成都海科、牛油原料供应商四川航佳、骨汤生产商独风轩和下游餐饮连锁企业河南浩天味美、上海金麦地、北京千喜鹤等公司，通过股权投资链接核心资源，进一步加强公司对上游原料的控制能力，实现行业上下游生态链的共同发展。

图表 67 公司辣椒种植、泡制品、花椒加工基地



资料来源: 公司官网、华西证券研究所

图表 68 公司产业生态投资




资料来源: 公司公告、华西证券研究所

3.2.2. 品牌投放回归理性，化解费用压力

“大红袍”、“好人家”品牌颇具影响力，品牌深入人心。公司作为深耕复合调味料多年的优秀企业，非常重视品牌建设，目前拥有“好人家”、“大红袍”、“天车”、“天味食品餐饮高端定制”四大品牌，在家庭用户、餐饮客户心中树立了广泛的品牌认知和良好的口碑形象，占据了良好的先发优势。公司已成长为中国复合调味品行业的龙头企业，2020 年胡润民营企业 500 强、《2020 胡润品牌榜》最具价值调味品品牌两强之一，中国复合调味品品牌第一。

品牌重新定位，梳理价格梯度。2019年，公司优化升级“好人家”品牌，加大宣传推广力度。2020年，公司重新定位“好人家”与“大红袍”品牌，“好人家”定位中高端市场，“大红袍”定位为火锅调料大众市场和餐饮小B端市场，为“大红袍”品牌成立了独立的销售组织，并丰富了火锅底料产品线，开发新的大单品，拆分原有经销商并拓展了新的经销商。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 69 公司四大品牌定位及主要产品

品牌	定位	简介	产品
	聚焦家庭消费市场	现已成长为中式菜品调料&高端火锅底料的头部品牌，高端火锅底料连续五年全国销量领先，产品畅销全球30多个国家及地区。	产品矩阵覆盖手工牛油火锅底料、酸菜鱼调料、小龙虾调料、香肠调料等上百个sku。
大红袍	聚焦非连锁餐饮消费市场	现在已经成长为川味火锅底料&餐调的头部品牌，川味火锅底料连续五年全国销量领先。	产品线覆盖火锅、烤鱼、串串、中餐、粉/面、小吃等多个品类。
天味食品 — 餐饮高端定制 —	聚焦连锁餐饮消费市场	研发实力全国领先，服务全国超5万条线下门店。	为大型连锁餐饮类、团餐类、餐饮新零售类、食品工业类等客户提供专属个性化的整体解决方案。
天车	聚焦中华传统美味	拥有百年酱园，商标获得了商务部颁发的“中华老字号”商标认证。	产品包括甜面酱系列、香辣酱系列、酱油系列。

资料来源：公司官网、公司公告、华西证券研究所

疫情以来加大品牌力的塑造，大幅增加广告投放。2020年新冠疫情爆发后，短期需求爆发，公司先后进行了非诚勿扰广告投放、邀请流量明星广告代言、投放电梯广告等。2020年公司销售费用4.74亿元，同比增长96.85%；销售费用率20.05%，较2019年提升6.11pct，增长主要来自广告投放。2020年广告费用1.23亿元，同比增长951.9%，广告投放主要针对“好人家”品牌，动作包括冠名江苏卫视“非诚勿扰”、登陆东方卫视三大春晚等。

图表 70 好人家品牌登陆东方卫视三大春晚



资料来源：公司微博、华西证券研究所

图表 71 好人家品牌冠名非诚勿扰

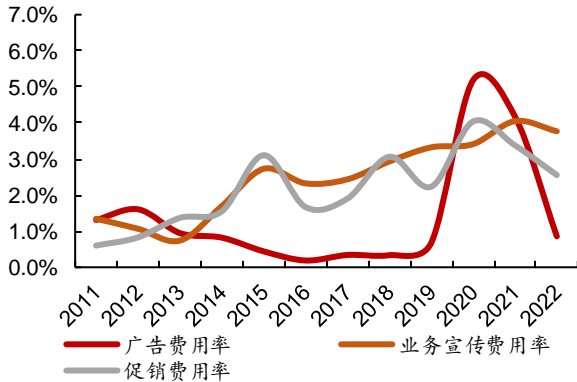


资料来源：公司微博、华西证券研究所

随着外部竞争加剧，费用投放从线上转至线下。2021年行业需求同比增速明显放缓，同时大量跨赛道竞品入局，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，销售费用进一步上升。2021年，公司调整战略，除牵手周笔畅

出任品牌大使外，推出“千城万店”计划，广告投放从线上转到线下。2021年，公司销售费用为3.94亿元，同比减少16.8%。其中，广告费用为0.85亿元，同比降低30.9%。

图表 72 公司销售费用投放转向线下



资料来源：招股说明书、公司公告、华西证券研究所

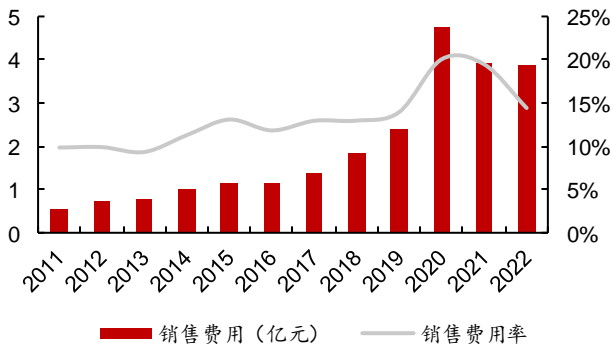
图表 73 公司亮相第 104 届全国糖酒会



资料来源：华西证券研究所

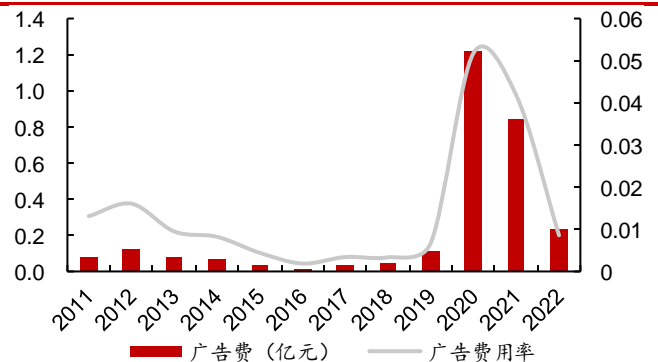
调整费用投放策略，广告投放回归理性。公司将品牌投入往消费场景终端倾斜，使得 2022 年市场费用投放更为精准合理。“好人家”品牌沉着应对“3.15”土坑酸菜危机公关，携手权威媒体“四川观察”探厂直播，有效解决市场危机，并以行业领军者的姿态向公众传递正能量，塑造老坛酸菜鱼品类新形象和提升消费者信心。2022 年销售费用 3.88 亿元，销售费用率 14.42%，同比下降 5.05pct，其中广告费从 2021 年的 8484 万元降至 2022 年的 2306 万元。

图表 74 公司销售费用大幅削减



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 75 公司广告费用投放大幅减少



资料来源：公司官网、华西证券研究所

3.2.3. 生产精益化、运营数字化，提升供应链、管理效率

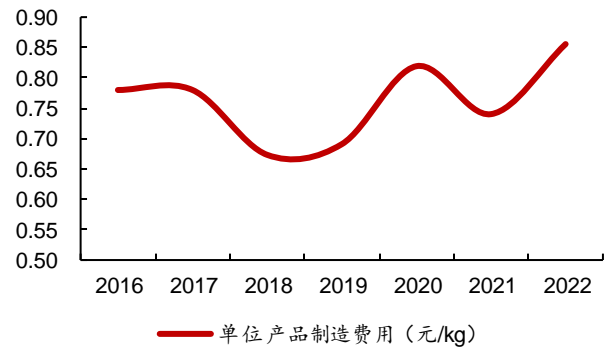
智慧工厂投产，提升效能。公司智慧工厂在 2022 年 5 月顺利投产，一方面提升产能及人均效能；另一方面，能实现了智能化系统布局。在全流程自动化制造和 100% 数字化管控的基础上，从根本上解决了食品安全、产品品质、风味稳定等行业痛点。“智慧工厂”全球首发，整合多家全国性权威媒体、核心合作伙伴等资源，成功举办主题发布会，大力提升天味食品在行业的影响力，公告称全渠道实现过亿次曝光。伴随着智慧工厂投产，公司单位产品制造费用有望进一步降低。

图表 76 公司智慧工厂建成投产



资料来源：公司官网、华西证券研究所

图表 77 公司单位产品制造费用有望降低



资料来源：公司公告、华西证券研究所

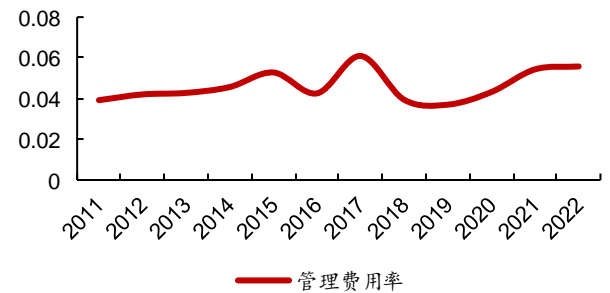
打造协同运营平台，建立数字化运营支撑能力。公司数字化建设稳步推进，持续完善销售、研发、生产、仓储、物流等核心业务领域的信息化建设，打通 DMS/MES/WMS/TMS 等系统之间的数据，使活动数据有效协同，形成快速响应客户需求、快速交付客户订单，客户预期可管理的一体化经营能力。正在进行的 SFA 销售行为管理项目，收集终端市场信息、销售数据、营销动作情况，为营销策略及时提供数据支撑。

图表 78 天味食品协同运营平台架构图



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图表 79 公司管理费用率有所下降



资料来源：公司公告、华西证券研究所

4. 盈利预测

产能贡献增量，火锅调料和中式菜品调料放量：公司去库存战略稳步推进，优商扶商战略效果初显，新增产能投产贡献增量。公司火锅调料和中式菜品调料业务有望重回增长，预计火锅调料 2023-2025 年收入增速分别为 20%/18%/18%，中式菜品调料增速分别为 22%/20%/17%，香肠腊肉调料增速分别为 30%/25%/25%。鸡精、香辣酱和其他业务受限于产能，营收规模维持稳定。综合各项业务发展，预计公司 2023-2025 年收入分别为 32.7/39.1/46.3 亿元，分别同比 21.7%/19.5%/18.2%，收入规模持续扩张。

公司最新披露 1-2 月经营情况，1-2 月营业收入 48,758 万元左右，同比+21.35%左右；归属于上市公司股东的净利润 8,220 万元左右，同比增长 22.68%左右。我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 32.7/39.1/46.3 亿元，分别同比 21.7%/19.5%/18.2%；归母净利润分别为 4.37/5.65/6.92 亿元，分别同比 +27.9%/+29.3%/+22.6%；EPS 分别为 0.57/0.74/0.91 元，对应 2023 年 3 月 17 日收盘价 24.72 元 PE 估值分别为 43/33/27 倍。首次覆盖，给予买入评级。

图表 80 公司收入预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
火锅调料	8.75	11.98	14.38	16.97	20.02
YOY	-28.3%	36.9%	20.0%	18.0%	18.0%
中式菜品调料	8.49	11.81	14.41	17.30	20.24
YOY	-10.4%	39.1%	22.0%	20.0%	17.0%
香肠腊肉调料	2.12	2.01	2.61	3.26	4.08
YOY	111.6%	-5.1%	30.0%	25.0%	25.0%
鸡精	0.36	0.41	0.47	0.55	0.63
YOY	-21.9%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
香辣酱	0.35	0.46	0.57	0.70	0.85
YOY	-5.9%	29.7%	25.0%	22.0%	22.0%
其他	0.19	0.23	0.29	0.37	0.46
YOY	36.9%	24.1%	24.7%	24.7%	24.7%
合计	20.26	26.91	32.74	39.13	46.27
YOY	-14.3%	32.8%	21.7%	19.5%	18.2%

资料来源：WIND、华西证券研究所

图表 81 可比公司估值对比

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE				EPS		
		TTM	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
天味食品	189	55	43	33	27	0.57	0.74	0.91
恒顺醋业	119	86	55	42	35	0.21	0.28	0.34
日辰股份	42	63	42	31	-	1.02	1.36	-
宝立食品	100	52	36	28	-	0.70	0.89	-

资料来源：WIND、华西证券研究所

5. 风险提示

原材料价格上涨的风险：公司营业成本中核心是原材料支出，公司原材料众多，上游原材料价格受供需影响波动较大，存在一定影响利润的风险。但是一方面公司原材料众多，单一产品对毛利率影响有限；另一方面公司与上游供应商合作多年，预计原材料价格波动对公司业绩影响可控。

渠道扩张低于预期：公司形成了多元化立体的销售网络，但仍在渠道扩张的初期阶段，市场对于渠道快速扩张给予较高预期；但渠道扩张短期受疫情影响，中长期仍将面临较为严峻的行业竞争，因此仍存在渠道扩张低于预期的风险。公司目前在渠道具备先发优势，此渠道易守难攻，我们仍看好公司凭借多年经验持续深耕渠道，逐步搭建立体化渠道网络。

食品安全的风险：公司作为食品企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得公司业绩存在下滑的风险。公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，将检测链条延伸至产业链上游，逐步实现产品全环节检验以及全流程的透明化管理，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

GDR 发行存在不确定性：公司拟在瑞士证券交易所发行 GDR，申请事宜已获证监会受理，获得瑞士证券交易所监管局附条件批准。公司本次发行上市还需达成若干前提条件，包括但不限于本次发行上市的招股说明书尚需取得瑞士证券交易所监管局招股说明书办公室（Prospectus Office）的批准，公司的上市时间仍有待瑞士证券交易所最终确认，上述事项存在一定的不确定性。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,691	3,274	3,913	4,627	净利润	341	436	563	694
YoY (%)	32.8%	21.7%	19.5%	18.2%	折旧和摊销	51	58	51	52
营业成本	1,770	2,130	2,521	2,961	营运资金变动	206	-109	198	-34
营业税金及附加	22	26	31	37	经营活动现金流	546	325	752	642
销售费用	388	465	548	648	资本开支	-221	-119	-99	-79
管理费用	150	180	203	231	投资	-917	-500	-600	-700
财务费用	-18	-14	-34	-44	投资活动现金流	-1,086	-560	-641	-710
研发费用	32	43	51	60	股权募资	105	-1	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	54	59	59	69	筹资活动现金流	-56	-1	0	0
营业利润	406	513	663	816	现金净流量	-595	-237	112	-68
营业外收支	-2	1	1	1	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	404	514	664	817	成长能力 (%)				
所得税	63	78	101	123	营业收入增长率	32.8%	21.7%	19.5%	18.2%
净利润	341	436	563	694	净利润增长率	85.1%	27.9%	29.3%	22.6%
归属于母公司净利润	342	437	565	692	盈利能力 (%)				
YoY (%)	85.1%	27.9%	29.3%	22.6%	毛利率	34.2%	34.9%	35.6%	36.0%
每股收益	0.45	0.57	0.74	0.91	净利率	12.7%	13.3%	14.4%	15.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	7.1%	8.4%	9.5%	10.4%
货币资金	450	213	324	257	净资产收益率 ROE	8.5%	9.8%	11.2%	12.1%
预付款项	24	30	35	41	偿债能力 (%)				
存货	147	161	161	217	流动比率	4.02	4.75	4.35	4.80
其他流动资产	2,534	2,943	3,448	4,059	速动比率	3.80	4.47	4.13	4.53
流动资产合计	3,153	3,347	3,969	4,575	现金比率	0.57	0.30	0.36	0.27
长期股权投资	398	498	598	698	资产负债率	16.5%	13.9%	15.6%	14.4%
固定资产	727	771	802	812	经营效率 (%)				
无形资产	46	49	52	55	总资产周转率	0.59	0.65	0.70	0.73
非流动资产合计	1,668	1,830	1,979	2,107	每股指标 (元)				
资产合计	4,822	5,177	5,948	6,682	每股收益	0.45	0.57	0.74	0.91
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.27	5.84	6.58	7.48
应付账款及票据	390	320	451	405	每股经营现金流	0.72	0.43	0.99	0.84
其他流动负债	394	385	462	547	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	784	705	913	952	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	54.35	43.19	33.42	27.26
其他长期负债	13	13	13	13	PB	5.22	4.38	3.88	3.41
非流动负债合计	13	13	13	13					
负债合计	797	718	926	965					
股本	763	763	763	763					
少数股东权益	5	3	2	4					
股东权益合计	4,025	4,459	5,022	5,717					
负债和股东权益合计	4,822	5,177	5,948	6,682					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。