

天味食品 (603317) / 食品加工

川味复合调味料龙头, 立足西南开启全国扩张

评级:

市场价格: 34.34

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理: 熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

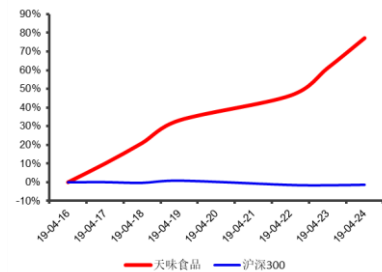
分析师: 龚小乐

执业证书编号: S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	413.16
流通股本(百万股)	41.32
市价(元)	34.34
市值(百万元)	14,188
流通市值(百万元)	1,419

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,066	1,413	1,767	2,176	2,585
增长率 yoy%	8.33%	32.56%	25.09%	23.13%	18.79%
净利润	184	267	344	440	532
增长率 yoy%	-9.60%	45.05%	29.08%	27.87%	20.88%
每股收益(元)	0.49	0.55	0.71	0.91	1.10
每股现金流量	0.54	0.64	1.05	1.11	1.26
净资产收益率	19.74%	23.42%	23.08%	24.46%	24.50%
P/E	69.47	62.26	48.24	37.72	31.21
PEG	2.06	2.40	2.52	1.12	1.21
P/B	15.24	12.46	11.14	9.23	7.65
备注:					

投资要点

- 公司是专注川味复合调味料的龙头企业。**天味食品专注于川味复合调味料, 产品包括火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、香辣酱等 9 大类 100 多品种(不包含定制餐调产品), 同时公司充分利用自身研发优势为国内连锁餐饮企业提供定制餐调产品。2011-2018 年公司收入 CAGR 为 13.68%, 归母净利润 CAGR 为 16.44%, 销量 CAGR 为 10.68%。2015-2017 年百强企业火锅调料产量排名中公司分别位列第 2 名、第 2 名和第 3 名, 百强企业复合调味料产量排名中公司分别位列第 8 名、第 6 名和第 5 名。公司五位副总经理均持有股份, 激励较充分。
- 复合调味料市场潜力大, 行业集中度具备提升空间。**火锅和川菜合计占餐饮行业消费额的 29.7%, 已成为餐饮行业最重要的品类。根据 Frost & Sullivan, 2010-2015 年我国复合调味料市场规模从 355 亿元增至 751 亿元, CAGR 为 16.1%; 预计 2015-2020 年仍保持 14.7% 的增长, 2020 年市场规模有望达到 1488 亿元。2015 年我国复合调味料人均开支仅 8.8 美元, 远低于美国的 83.3 和日本的 85.3 美元, 提升空间大。其中火锅底料市场规模在 2010-2015 年从 59 亿元增长至 125 亿元, CAGR 为 16.2%; 预计 2015-2020 年 CAGR 为 15.3%, 2020 年达到 255 亿元。同时中高端火锅底料(10 元以上)占比从 2010 年的 14.6% 增长至 2015 年的 22.6%, 预计 2020 年将提升至 29.6%。中式复合调味料是增长最快的细分品类, 2010-2015 年中式复合调味料市场规模从 55 亿元增至 123 亿元, CAGR 为 17.4%, 预计 2015-2020 年市场规模将从 123 亿元增至 268 亿元, CAGR 为 16.9%。我国火锅底料市场 CR3 为 24.1%, 前三大红九九、颐海、天味食品的市占率分别为 9.2%、7.9%、7.0%, 第四名及以后的市占率不到 5%。随行业集中度提升, 市场份额有望向强三大企业进一步集中。
- 火锅底料+川菜调料双轮驱动, 立足西南大本营辐射全国。**火锅底料和川菜调料合计占据天味食品 85% 的主营收入, 2011-2018 年火锅底料收入的 CAGR 为 13.5%, 川菜调料 CAGR 为 18.1%, 两者销量的 CAGR 分别为 10.9% 和 16.4%。2017 和 2018 年公司产品均价明显上升, 2017 年主要受益于价格调整及折扣率降低, 2018 年受益于手工火锅等高价新品带动产品结构升级, 但由于花椒等原材料价格上升, 公司近三年毛利率相对稳定。西南、华中地区占公司销售收入的 30.5% 和 23.1%, 通过在不同地区实行差异化营销策略, 各地区自 2011 年以来保持稳健增长趋势。2018 年公司合作的经销商有 809 家, 销售网络有约 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，覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市和 80%以上地级市。公司主要通过经销商渠道销售，经销商渠道收入占比达 85%。近年来定制餐调和电商渠道高速增长，成为公司新的增长点。公司费用率在行业中偏低，费用管控能力较强。

- **募集资金用途：**公司公开发行不超过 4,132 万股人民币普通股，募集资金用于家园生产基地改扩建项目、双流生产基地改扩建项目、营销服务体系和信息化综合配套建设项目。主要目的在于扩大生产能力、提升服务质量、增强公司的行业优势。
- **盈利预测：**我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 17.67、21.76、25.85 亿元，同比增长 25.09%、23.13%、18.79%；实现净利润分别为 3.44、4.40、5.32 亿元，同比增长 29.08%、27.87%、20.88%，对应 EPS 分别为 0.71、0.91、1.10 元，对应 PE 为 48 倍、38 倍、31 倍。
- **风险提示：**原材料采购质量安全控制的风险；主要原材料价格波动的风险

内容目录

公司是专注川味复合调味料的龙头企业	- 5 -
致力于川味复合调味料，主要包含火锅底料和川菜调料	- 5 -
公司是复合调味品行业龙头，地位有望进一步巩固	- 6 -
公司历次股权及股本变动	- 7 -
复合调味料市场潜力大，行业集中度具备提升空间	- 9 -
复合调味料潜力大，火锅调味料和中式复合调味料高增长	- 9 -
火锅底料市场相对分散，行业集中度提升空间大	- 11 -
火锅底料+川菜调料双轮驱动，立足西南大本营辐射全国	- 13 -
销量快速增长，价格调整+结构升级推动均价提升	- 13 -
立足西南覆盖全国，以经销为主开拓定制餐调	- 15 -
费用率保持良性水平	- 18 -
募集资金用途	- 19 -
投资建议	- 20 -
风险提示	- 20 -

图表目录

图表 1: 公司主要产品	- 5 -
图表 2: 天味食品营业收入及增速	- 6 -
图表 3: 天味食品归母净利润及增速	- 6 -
图表 4: 天味食品产销量	- 7 -
图表 5: 天味食品行业排名	- 7 -
图表 6: 公司新品推出	- 7 -
图表 7: 公司历次股权和股本变动	- 8 -
图表 8: 公司股权结构	- 8 -
图表 9: 火锅和川菜占餐饮消费的 29.7%	- 9 -
图表 10: 火锅市场营业额及增速	- 9 -
图表 11: 中国复合调味料人均开支	- 10 -
图表 12: 中国复合调味料提升空间大	- 10 -
图表 13: 中国复合调味料市场规模	- 10 -
图表 14: 中国火锅底料市场规模	- 11 -
图表 15: 中高端火锅底料占比提升	- 11 -
图表 16: 复合调味料各细分品类市场规模 (十亿元)	- 11 -
图表 17: 中式复合调味料增长最快	- 11 -

图表 18: 中国火锅底料竞争格局.....	- 12 -
图表 19: 天味食品主营业务构成.....	- 13 -
图表 20: 公司火锅底料及川菜调料收入和增速.....	- 13 -
图表 21: 公司其他产品收入及增速 (亿元).....	- 13 -
图表 22: 公司细分产品销量及增速 (吨).....	- 14 -
图表 23: 公司细分产品均价及增速 (元/吨).....	- 14 -
图表 24: 天味食品主营业务成本构成.....	- 15 -
图表 25: 天味食品分产品毛利率.....	- 15 -
图表 26: 天味食品分地区收入占比.....	- 16 -
图表 27: 天味食品分地区收入增速.....	- 16 -
图表 28: 公司销售区域分布.....	- 16 -
图表 29: 公司经销商分地区分布.....	- 17 -
图表 30: 不同销售渠道收入占比.....	- 17 -
图表 31: 定制餐调客户数量.....	- 17 -
图表 32: 不同渠道收入增速.....	- 18 -
图表 33: 调味品公司销售费用率对比.....	- 18 -
图表 34: 调味品公司管理费用率对比.....	- 18 -
图表 35: 募集资金用途.....	- 19 -
图表 36: 家园生产基地改扩建建设项目产品方案.....	- 19 -
图表 37: 天味食品三大财务报表预测 (单位: 百万元).....	- 21 -

公司是专注川味复合调味料的龙头企业

致力于川味复合调味料，主要包含火锅底料和川菜调料

- 天味食品专注于川味复合调味料的研发、生产和销售，现已经发展成为以火锅底料和川味调味料为主导的大型川味复合调味料生产企业。公司主要品牌包括“大红袍”、“好人家”、“天车”及“有点火”。公司产品包括火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、香辣酱等9大类100多品种（不包含定制餐调产品）。同时公司充分利用自身研发优势为国内连锁餐饮企业提供定制餐调产品，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。公司先后荣获农业产业化国家重点龙头企业、四川省企业技术中心等称号，是中国调味品协会理事单位，是火锅底料、辣椒酱国家标准及食品安全地方标准火锅底料、食品安全地方标准半固态复合调味料等地方标准的起草单位之一。

图表 1: 公司主要产品

产品分类	产品图样	产品用途描述
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。

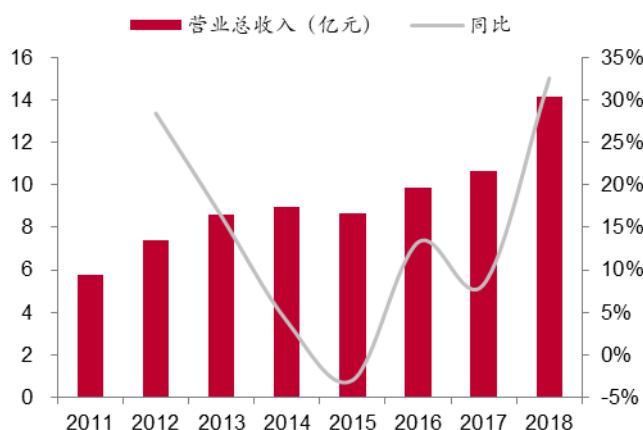
<p>香辣酱、甜面酱</p>		<p>香辣酱是烹调各种川菜及各种凉菜、面食的调料。甜面酱可用于烹饪酱爆和酱烧菜，还可蘸食大葱、黄瓜、烤鸭等菜品。</p>
<p>方便速食</p>		<p>方便速食主要是指经过预先加工处理，食用时只要冲上开水或汤，或者稍加烹调即可食用的食品，具有快速、便捷的特点。</p>

来源：中泰证券研究所、招股说明书

公司是复合调味品行业龙头，地位有望进一步巩固

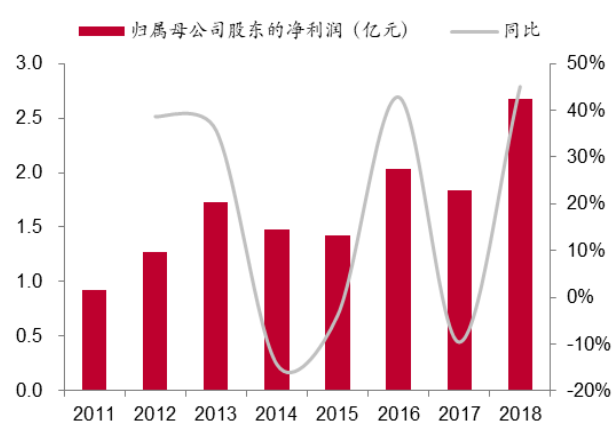
- 2015 年以来公司收入加速增长，净利润复合增速快于收入。2011-2018 年，公司收入从 5.76 亿元增长至 14.13 亿元，CAGR 为 13.68%。2012-2015 年由于三公消费限制对餐饮业的影响，公司收入增速放缓，2015-2018 年受益大众消费崛起，收入呈现加速增长趋势。2011-2018 年公司归母净利润从 0.92 亿元增长至 2.67 亿元，CAGR 为 16.44%，利润复合增速快于收入，中长期看盈利能力稳步提升。

图表 2：天味食品营业收入及增速



来源：中泰证券研究所、招股说明书

图表 3：天味食品归母净利润及增速

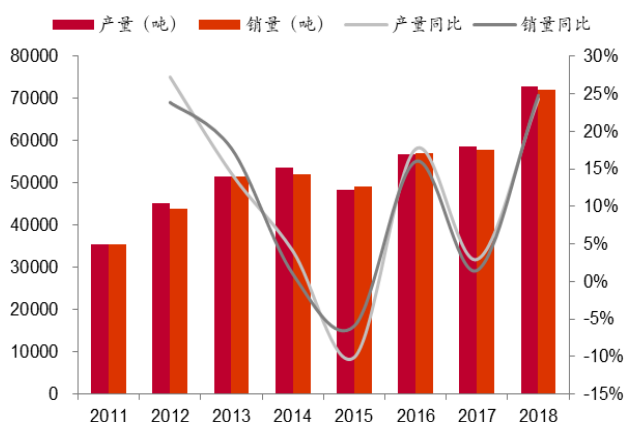


来源：中泰证券研究所、招股说明书

- 公司产销量稳步增长，行业地位不断巩固。2011-2018 年公司产量从 3.55 万吨增长至 7.27 万吨，CAGR 为 10.80%；销量从 3.54 万吨增长至 7.21 万吨，CAGR 为 10.68%。产销量的稳步增长巩固了公司的行业地位，根据《中国调味品品牌企业 100 强年度数据统计汇总分析》，2015-2017 年百强企业火锅调料产量排名中公司分别位列第 2 名、第 2 名和第 3 名；2015-2017 年百强企业复合调味料产量排名中公司分别位列第 8 名、第 6 名和第 5 名，排名在公司前面的企业均非以生产川味复合调味料为主，公司在川味复合调味料行业处领先地位。同时 2011-2018 年公司收入的

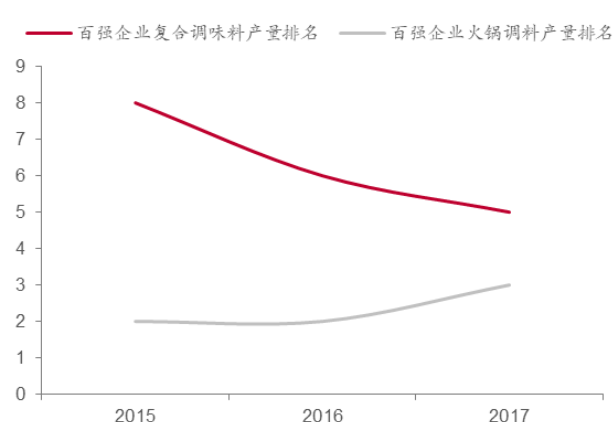
复合增速高于销量增速，产品结构不断升级。

图表 4: 天味食品产销量



来源：中泰证券研究所、招股说明书

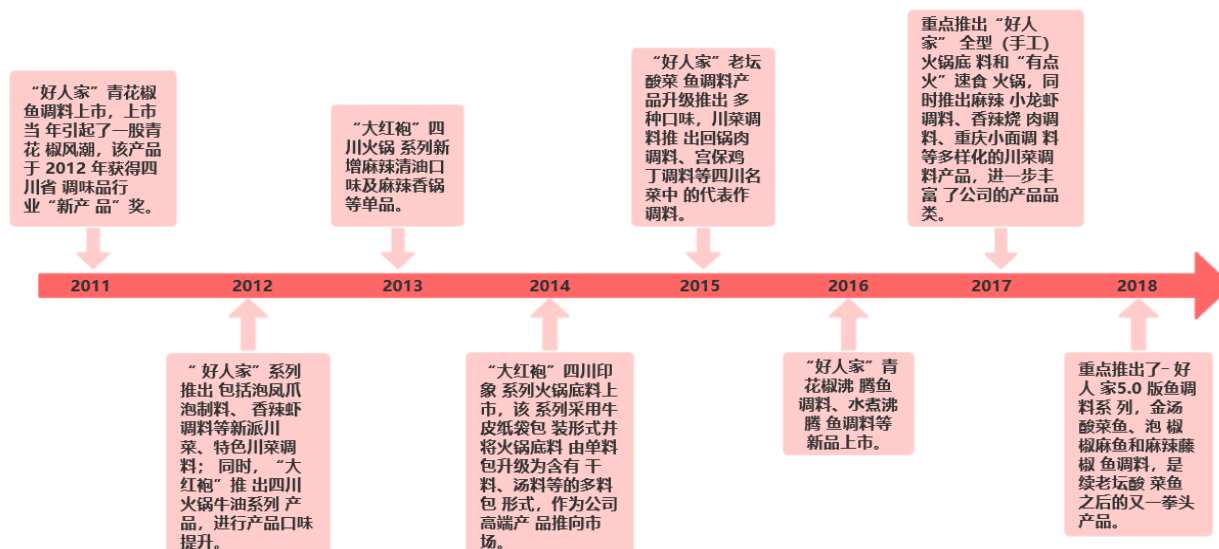
图表 5: 天味食品行业排名



来源：中泰证券研究所、招股说明书

- 公司持续推出新品，产品线逐渐丰富。**随着居民生活水平的日益提高，餐饮及家庭消费者对调味品口味的需求也日趋多样化，各种调味品新品层出不穷。为满足消费者不同的烹饪需求，公司紧密跟踪消费者口味的发展趋势，不断研发新产品和持续进行产品迭代，并以市场为导向不断推出新产品，以稳固公司在川味复合调味料市场的优势地位。目前，公司已实现以川味复合调味料为核心，以其他地区特色调味品、基础调味品、定制产品为补充的丰富产品线，在售产品种类多达 100 多种（不包含定制餐调产品），并保持每年一定的新品推出速度。

图表 6: 公司新品推出



来源：中泰证券研究所、招股说明书

公司历次股权及股本变动

- 公司成立至今经历数次股权转让和增资。**公司前身四川天味实业有限公司

司由邓文和唐璐设立，初期注册资本 800 万，首期实收资本 160 万。之后天味有限经过三次增资，注册资本达到 4650 万。2010 年 7 月，天味有限整体变更设立股份公司，公司名称变更为四川天味食品股份公司，公司的注册资本变更为 11625 万元。此后，股份公司又经过三次增资和数次股权转让，注册资本和实收股本从 11625 万元增加到 37183.50 万元，形成了现在的股权结构。

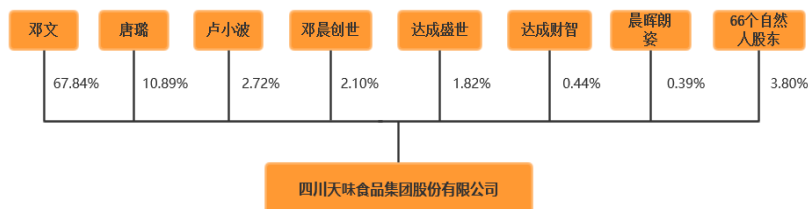
图表 7: 公司历次股权和股本变动

时间	事件
2007 年 3 月	天味有限公司成立，注册资本 800 万，实收资本 160 万元
2007 年 11 月	第一次增资，注册资本 3000 万，实收资本 2000 万
2009 年 11 月	第二次增资，注册资本和实收资本 4500 万元
2010 年 3 月	第三次增资，注册资本和实收资本 4650 万元
2010 年 7 月	整体变更为四川天味食品股份有限公司，注册资本和实收股本 11625 万股
2010 年 10 月	股份公司第一次增资，注册资本和实收资本 12225 万元
2013 年 10 月	股份公司更名以及第二次增资，注册资本和实收股本 18337.50 万元
2014 年 5 月	股份公司第三次增资，注册资本和实收股本 36675 万元
2017 年 7 月	股份继承引起的股权结构变动，注册资本和实收资本 36675 万元
2017 年 9 月	公司第四次增资及第二次股权转让，注册资本和实收股本 37183.50 万元
2018 年 3 月	股份转让，注册资本和实收股本 37183.50 万元

来源：中泰证券研究所、招股说明书

- **邓文和唐璐共持有天味食品 78.73%的股份，是公司实际控制人。**邓文和唐璐为夫妻关系，IPO 后邓文持有天味食品 67.84%的股份，唐璐持有公司 10.89%的股份。此外，公司有五位副总经理均拥有股份，持股数量从 57 万股至 180 万股不等，激励较充分。

图表 8: 公司股权结构



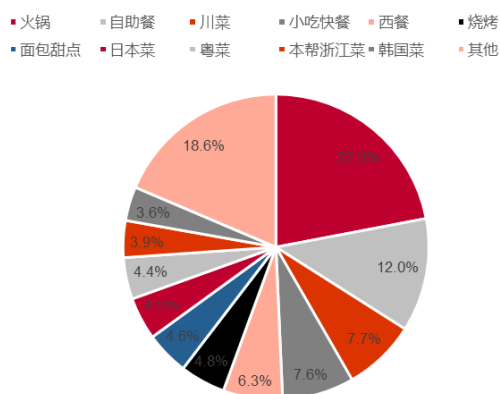
来源：中泰证券研究所、招股说明书

复合调味料市场潜力大，行业集中度具备提升空间

复合调味料潜力大，火锅调味料和中式复合调味料高增长

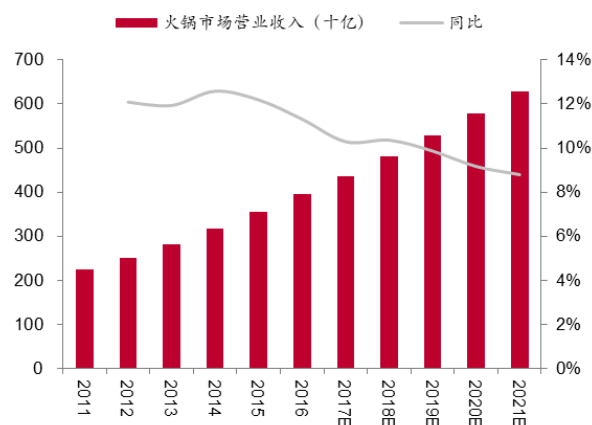
- **火锅和川菜消费占比高，火锅行业保持稳健增长。**根据《中国餐饮报告（白皮书 2017）》，火锅和川菜合计占餐饮行业消费额的 29.7%，已成为餐饮行业最重要的菜系与品类。川菜和火锅的迅速普及也带动了川味复合调味料行业的发展，已经成为具有浓郁地域特色且具有广阔发展前景的调味品细分市场。2011-2016 年我国火锅市场营业收入从 2242 亿元增长至 3955 亿元，CAGR 为 12.0%；预计 2021 年火锅市场营业收入将达到 6282 亿元，2016-2021 的 CAGR 为 9.7%。火锅行业的稳健增长将带动火锅底料等相关调味料的增长。

图表 9: 火锅和川菜占餐饮消费的 29.7%



来源：中泰证券研究所、《中国餐饮报告（白皮书 2017）》

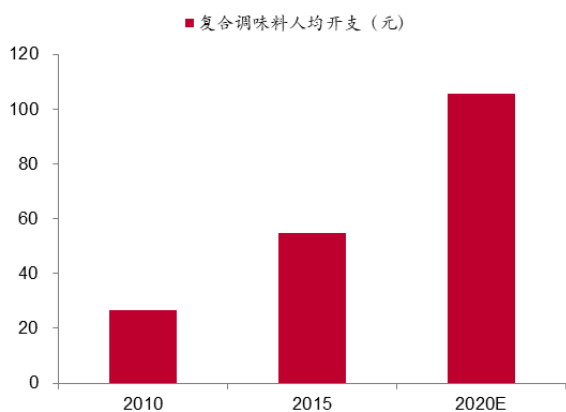
图表 10: 火锅市场营业额及增速



来源：中泰证券研究所、Frost & Sullivan

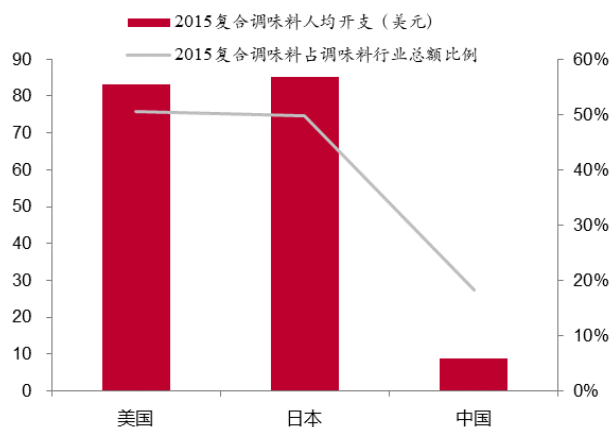
- **复合调味料人均开支高速增长，对比美日提升空间大。**受益于家庭烹饪使用复合调味料的趋势增加以及复合调味料规范化使其更适合餐饮服务供货商使用，我国复合调味料快速增长。根据 Frost & Sullivan，2010-2015 年中国复合调味料人均开支从 26.5 元增长至 54.6 元，CAGR 为 15.6%；预计 2015-2020 年人均开支将从 54.6 元增长至 105.4 元，CAGR 为 14.1%，复合调味料人均支出保持快速增长。对比美日，2015 年我国复合调味料人均开支仅 8.8 美元，远低于美国的 83.3 和日本的 85.3 美元。同时我国复合调味料占调味料行业总额比例为 18.2%，也低于美国和日本的 50.5%和 49.8%。2010-2015 年我国复合调味料市场规模从 355 亿元增至 751 亿元，CAGR 为 16.1%；预计 2015-2020 年仍保持 14.7%的快速发展趋势，2020 年复合调味料市场规模有望达到 1488 亿元，占调味料总市场规模的 22.1%。

图表 11: 中国复合调味料人均开支



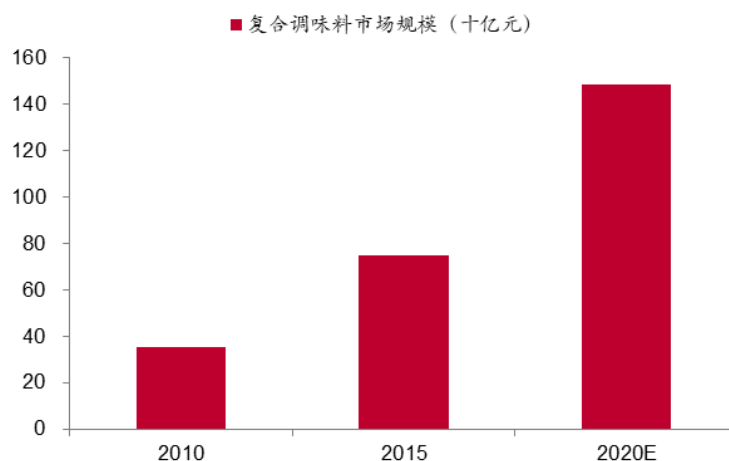
来源: 中泰证券研究所、Frost & Sullivan

图表 12: 中国复合调味料提升空间大



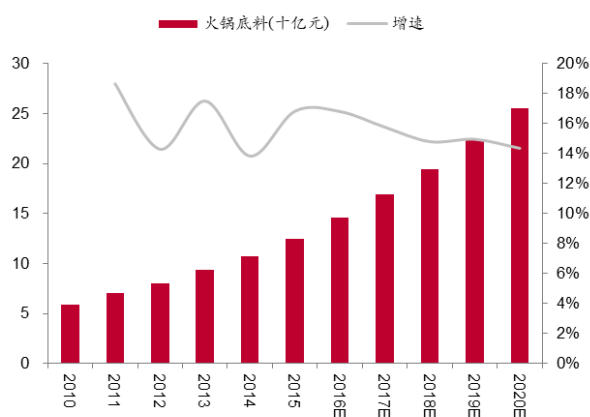
来源: 中泰证券研究所、Frost & Sullivan

图表 13: 中国复合调味料市场规模

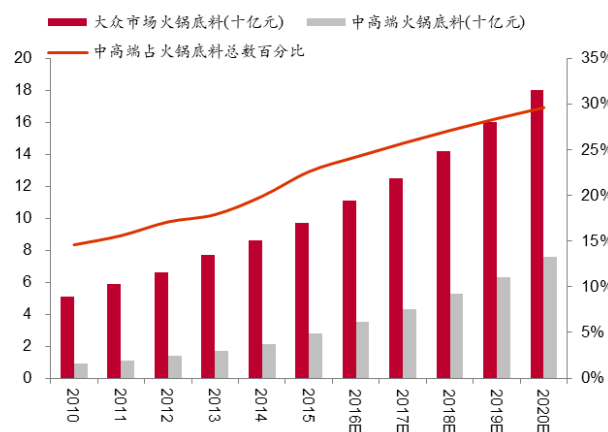


来源: 中泰证券研究所、Frost & Sullivan

- 火锅底料市场高速增长，高端占比持续提升。**火锅底料属于复合调味料中火锅调味料的一部分，受益于火锅行业的发展，2010-2015 年火锅底料市场规模从 59 亿元增长至 125 亿元，CAGR 为 16.2%；预计 2015-2020 年火锅底料行业 CAGR 为 15.3%，至 2020 年火锅底料市场规模将达到 255 亿元。同时中国消费者健康诉求增强，使高端的健康火锅底料更畅销。牛油因其味道佳而曾广泛用于生产火锅调味料，现在以豆油及菜籽油等植物油制成的健康火锅调味料越来越受消费者青睐。中高端火锅底料（10 元以上）占比从 2010 年的 14.6% 增长至 2015 年的 22.6%，预计 2020 年将提升至 29.6%。

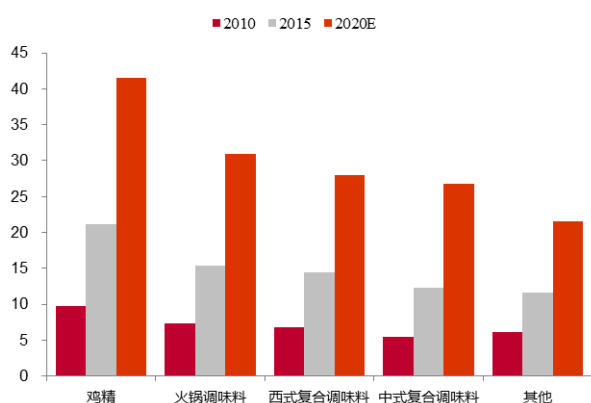
图表 14: 中国火锅底料市场规模


来源: 中泰证券研究所、Frost & Sullivan

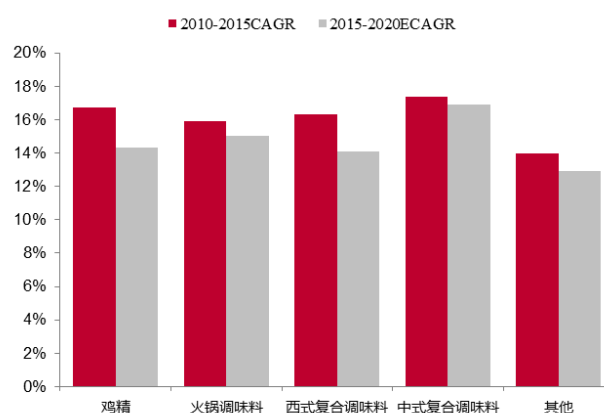
图表 15: 中高端火锅底料占比提升


来源: 中泰证券研究所、Frost & Sullivan

- 中式复合调味料增长最快, 川菜调料有望受益。**川菜调料、香肠腊肉调料等属于中式复合调味料, 根据 Frost & Sullivan, 2010-2015 年中式复合调味料市场规模从 55 亿元增至 123 亿元, CAGR 为 17.4%, 为复合调味料中增长最快的细分品类。预计 2015-2020 年中式复合调味料市场规模将从 123 亿元增至 268 亿元, CAGR 为 16.9%, 仍为增速最快的子品类且增速领先优势更明显。

图表 16: 复合调味料各细分品类市场规模(十亿元)


来源: 中泰证券研究所、Frost & Sullivan

图表 17: 中式复合调味料增长最快


来源: 中泰证券研究所、Frost & Sullivan

火锅底料市场相对分散, 行业集中度提升空间大

- 天味食品在火锅底料中市占率第三, 行业集中度提升空间大。**根据 Frost & Sullivan, 我国火锅底料市场 CR3 为 24.1%, CR5 为 30.9%, 集中度偏低。其中前三大红九九、颐海、天味食品的市占率分别为 9.2%、7.9%、7.0%, 第四名及以后的市占率不到 5%, 呈现三强争霸的格局。随行业集中度提升, 市场份额有望向强三大企业进一步集中。

图表 18: 中国火锅底料竞争格局

排名	火锅底料生产商	销售收入 (十亿元)	市场份额
1	红九九	1.16	9.2%
2	颐海	0.99	7.9%
3	天味食品	0.87	7.0%
4	德庄	0.52	4.1%
5	红太阳	0.34	2.7%
	五大	3.87	30.9%
	总计	12.5	100.0%

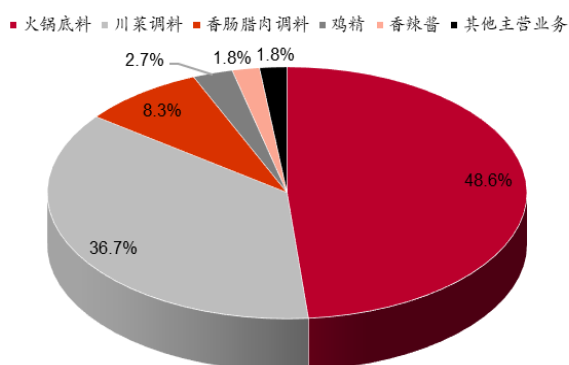
来源: 中泰证券研究所、Frost & Sullivan

火锅底料+川菜调料双轮驱动，立足西南大本营辐射全国

销量快速增长，价格调整+结构升级推动均价提升

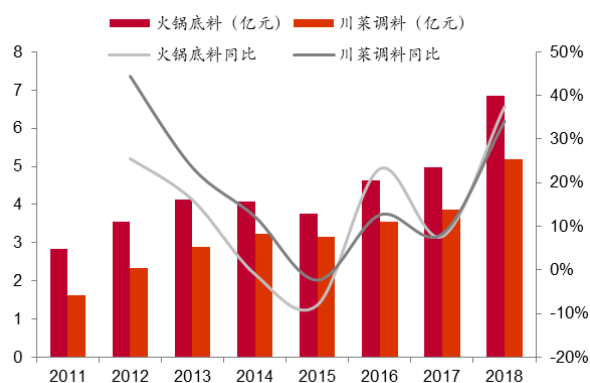
- 火锅底料和川菜调料收入占比达 85%，两大品类收入稳健增长。**天味食品主营业务中，2018 年火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、鸡精、香辣酱、其他主营收入占比分别为 48.6%、36.7%、8.3%、2.7%、1.8%、1.8%，其中火锅底料和川菜调料合计占据公司 85% 的主营收入。2011-2018 年，火锅底料占比下降后回升至接近 50%，川菜调料占比从 28% 上升至 37%，香肠腊肉调料占比较稳定，鸡精、香辣酱占比分别从 5.6%、5.2% 下降至 2.7%、1.8%。从各品类收入及增速看，2011-2018 年火锅底料收入从 2.83 增长至 6.85 亿元，CAGR 为 13.5%；川菜调料收入从 1.62 增长至 5.18 亿元，CAGR 为 18.1%；香肠腊肉调料收入从 0.53 增长至 1.17 亿元，CAGR 为 12.0%；鸡精、香辣酱、其他主营收入均未过 0.5 亿，2011-2018 年的 CAGR 分别为 2.5%、-2.0%、11.7%。

图表 19：天味食品主营业务构成



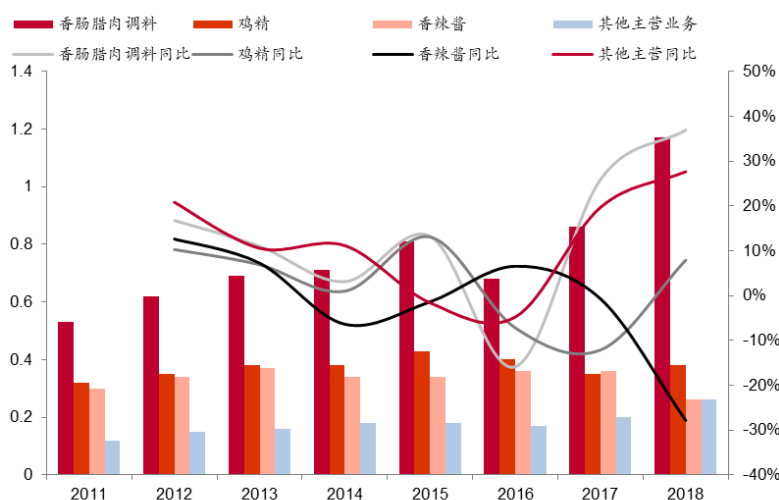
来源：中泰证券研究所、招股说明书

图表 20：公司火锅底料及川菜调料收入和增速



来源：中泰证券研究所、招股说明书

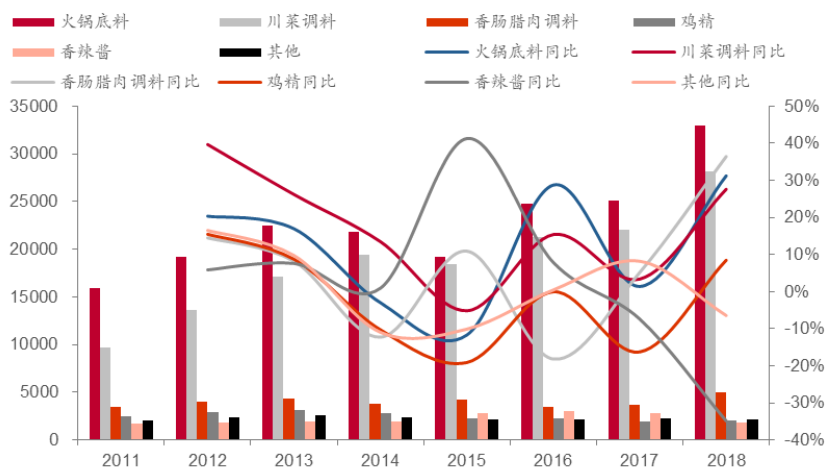
图表 21：公司其他产品收入及增速 (亿元)



来源：中泰证券研究所、招股说明书

- **火锅底料及川菜调料销量快速增长。**2018年公司销售火锅底料3.3万吨、川菜调料2.8万吨、香肠腊肉调料0.5万吨，其他品类均只有0.2万吨左右销量。2018年前三大品类销量增速均实现高速增长，火锅底料增长31.2%，川菜调料增长27.6%，香肠腊肉调料增长36.5%。长期看，2011-2018年火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、鸡精、香辣酱、其他的销量CAGR分别为10.9%、16.4%、5.1%、-2.7%、0.8%、0.6%。

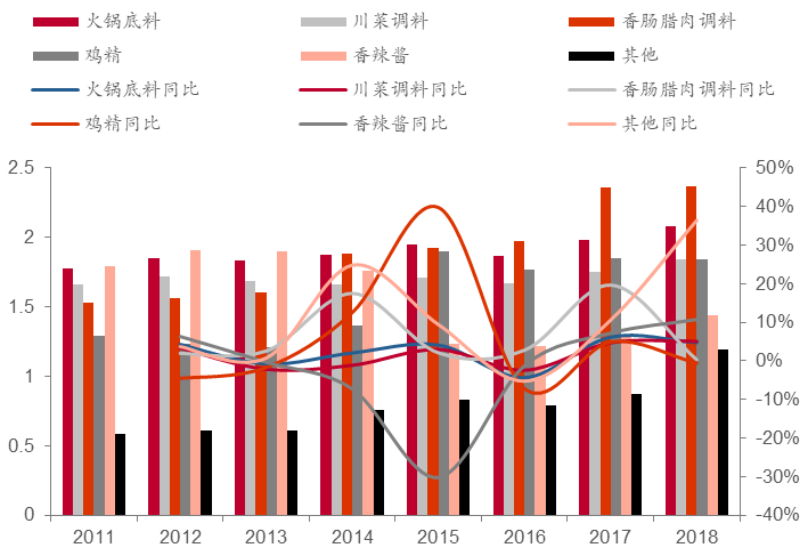
图表 22: 公司细分产品销量及增速 (吨)



来源: 中泰证券研究所、招股说明书

- **结构升级及价格调整带动均价提升。**2011-2018年火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料、鸡精、香辣酱、其他的均价CAGR分别为2.3%、1.5%、6.5%、5.2%、-3.1%、10.7%，除香辣酱外其他产品价格中长期均保持上涨趋势。2017和2018年公司产品均价呈明显上升趋势，2017年主要受益于价格调整及折扣率降低，2018年受益于手工火锅等高价新品带动产品结构升级。

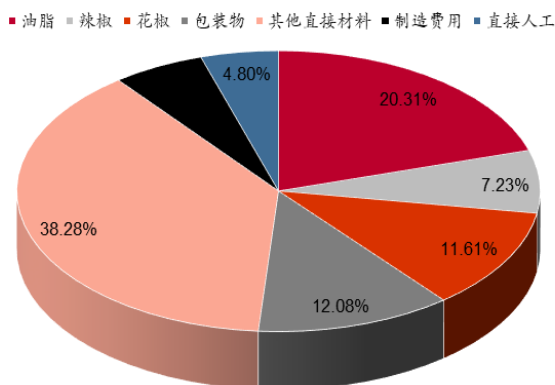
图表 23: 公司细分产品均价及增速 (元/吨)



来源: 中泰证券研究所、招股说明书

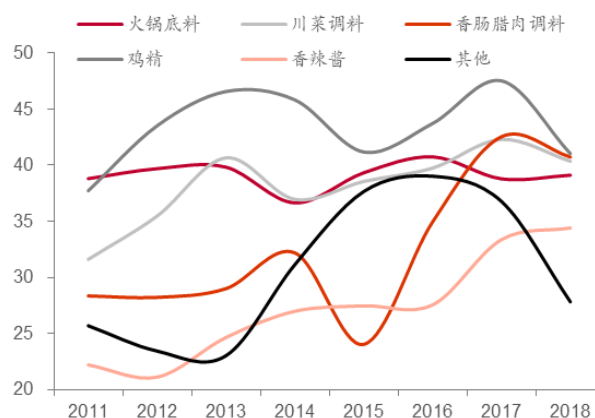
- **直接材料占比接近 90%，近三年整体毛利率保持稳定。**天味食品成本中直接材料占接近 90%，制造费用和直接人工各占约 5%。直接材料里，油脂、辣椒、花椒、包装物占 2018 年主营成本的 20.3%、7.2%、11.6%、12.1%。2017 和 2018 年由于花椒等原材料价格上升对冲了价格调整和结构升级的红利，公司整体毛利率在 2016-2018 年稳定在 40%左右，火锅底料和川菜调料两大品类毛利率也相对稳定。

图表 24：天味食品主营业务成本构成



来源：中泰证券研究所、招股说明书

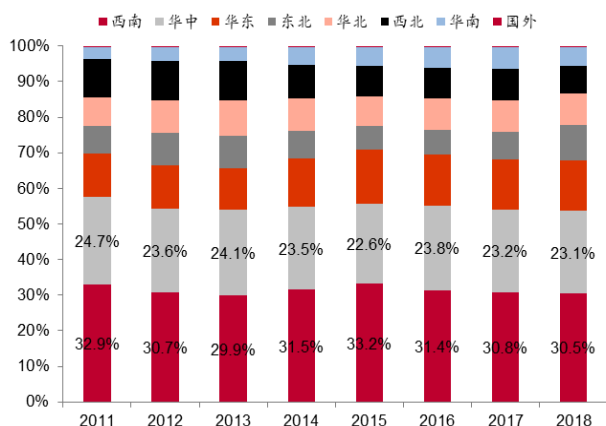
图表 25：天味食品分产品毛利率



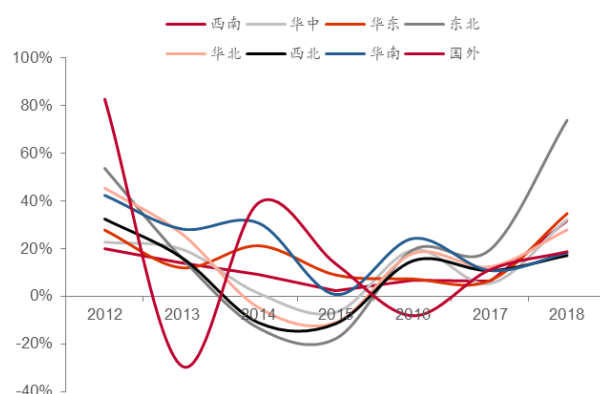
来源：中泰证券研究所、招股说明书

立足西南覆盖全国，以经销为主开拓定制餐调

- **成熟市场渠道深耕，重点市场加速开拓。**公司的销售区域遍布全国大部分地区，在西南、华中地区销售占比较高达到 30.5%和 23.1%，合计超 50%。近年随外阜市场开拓，西南收入占比从 2015 年以来持续下降。2011-2018 年，西南、华中、华东、东北、华北、西北、华南、国外收入的 CAGR 分别为 12.5%、12.7%、16.5%、17.8%、14.8%、8.8%、21.5%、13.8%。
- **公司在不同地区实行差异化营销策略，在四川、河南等成熟和高成长地区，**公司拓展经销渠道的深度和广度，加大对终端的管控，将经销商拓展到县级，完善销售网络覆盖面，加大公司各种产品的铺市率，协助经销商建立和完善分销网络，充分利用公司在当地市场品牌、渠道等方面的优势，不断扩大销售规模，提高市场占有率，确立区域领先地位。在东北、西北等重点开发区域派驻专业开发小组，加大在区域中心城市的宣传和拓展，通过区域中心城市的辐射作用带动周边地区市场。公司大力发展和扶持核心经销商队伍，以火锅底料和特色川菜调料为产品核心，提高产品铺货率和可见性，加快网络覆盖速度，在核心区域投入临时铺市组和推广组，加强终端执行力，形成较强的品牌影响力，迅速打开和占领市场。在新进入和开发市场，通过重点宣传、重点营销等方式，寻找优质经销商进行合作，结合当地饮食习惯，重点推广公司的主打特色产品，有针对性投入广告宣传，快速进入当地农贸市场、商超等主要销售网点，形成了良好的销售局面。

图表 26: 天味食品分地区收入占比


来源: 中泰证券研究所、招股说明书

图表 27: 天味食品分地区收入增速


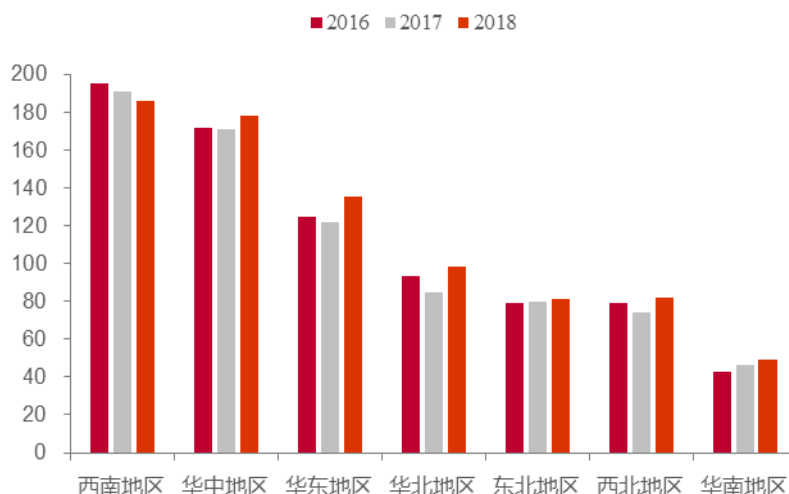
来源: 中泰证券研究所、招股说明书

- 2018 年公司合作的经销商有 809 家, 销售网络覆盖约 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。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。

图表 28: 公司销售区域分布

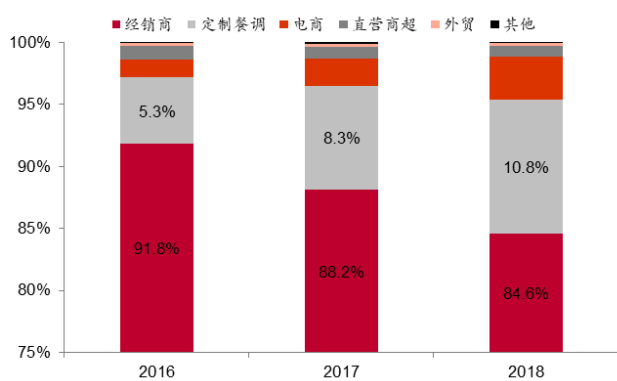

来源: 中泰证券研究所、招股说明书

- 经销商网络覆盖全国, 西南、华中地区经销商数量领先。公司目前销售网络已经覆盖全国 31 个省自治区及直辖市, 全国 80% 以上地级市均有公司经销商覆盖。西南地区是公司大本营, 近四分之一的经销商在西南地区, 有利于大本营市场深耕, 其次是华中和华东地区。

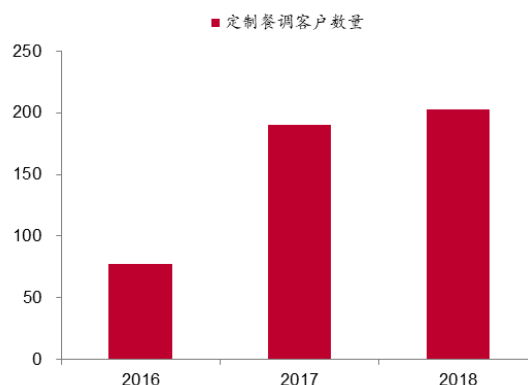
图表 29: 公司经销商分地区分布


来源：中泰证券研究所、招股说明书

- 经销模式为主，定制餐调及电商渠道高速增长。**公司主要通过经销商渠道销售，2018 年经销商渠道收入占比达 85%。但近年来随着定制餐调和电商渠道的高速增长，经销商渠道占比逐步下降。定制餐调是指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。公司自 2016 年开始将定制餐调业务作为公司重点项目开发，2017 年定制餐调客户从 77 家增长至 190 家，带动收入快速增长；2018 年客户数量增长不多，但平均体量变大带动了改渠道增长。2017 和 2018 年，定制餐调的收入增速为 68.8%和 71.8%，电商增速为 67.4%和 108.1%，有望持续贡献增量。

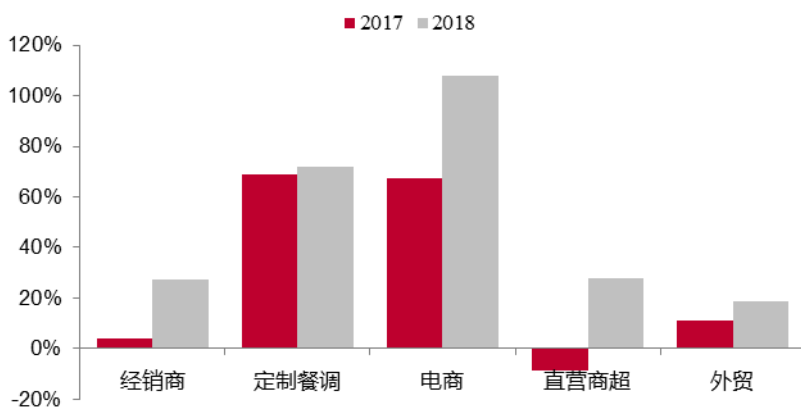
图表 30: 不同销售渠道收入占比


来源：中泰证券研究所、招股说明书

图表 31: 定制餐调客户数量


来源：中泰证券研究所、招股说明书

图表 32: 不同渠道收入增速

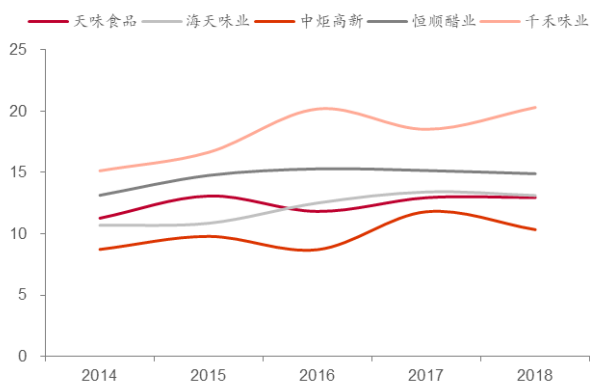


来源：中泰证券研究所、招股说明书

费用率保持良性水平

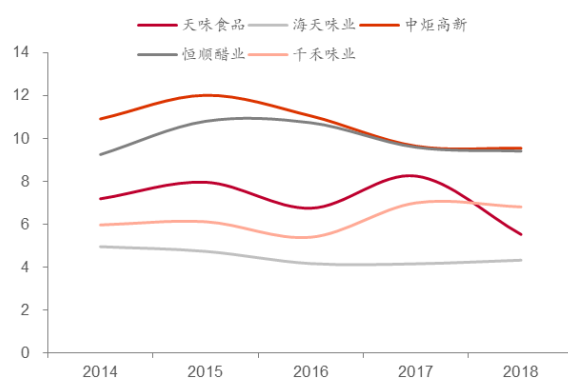
- 天味食品销售费用率和管理费用率在调味品行业中处于良性水平。2018 年公司销售费用率为 12.96%，高于中炬高新，与海天持平，但低于千禾和恒顺，近五年也处于行业中间水平。2018 年公司管理费用率（含研发费用）为 5.53%，仅次于海天味业，远低于中炬和恒顺，体现出公司良好的费用管控能力。

图表 33: 调味品公司销售费用率对比



来源：中泰证券研究所、wind

图表 34: 调味品公司管理费用率对比



来源：中泰证券研究所、wind

募集资金用途

- 公司公开发行不超过 4,132 万股人民币普通股，募集资金用于家园生产基地改扩建项目、双流生产基地改扩建项目、营销服务体系和信息化综合配套建设项目。主要目的在于扩大生产能力、提升服务质量、增强公司的行业优势。

图表 35: 募集资金用途

序号	募集资金投资方向	投资总额 (万元)	拟使用募集资金投资金额 (万元)
1	家园生产基地改扩建建设项目	33,011.00	30,925.67
2	双流生产基地改扩建建设项目	7,159.56	6,159.56
3	营销服务体系和信息化综合配套建设项目	12,845.90	11,845.90
	合计	53,016.46	48,931.13

来源：中泰证券研究所、招股说明书

- **家园生产基地改扩建建设项目：**本项目拟对公司郫县天味家园生产基地进行扩建，并同步开展现有 A、B、C、D 四个生产车间以及原料库房等的技改工作。项目建设期 2 年，总投资 3.3 亿元。项目达产后，预计可新增各系产品产能共计 3.2 万吨/年，其中定制餐调新增产能 1.2 万吨/年，全型火锅底料新增产能 0.8 万吨/年，方便速食新增产能 0.4 万吨/年，其他川菜调料新增产能 0.8 万吨/年。

图表 36: 家园生产基地改扩建建设项目产品方案

序号	产品	募投项目设计产能 (万吨/年)	销售渠道
1	全型火锅底料	0.8	全渠道
2	方便速食	0.4	全渠道
3	其他川菜调料	0.8	全渠道
4	定制餐调产品	1.2	定制餐调渠道
	合计	3.2	-

来源：中泰证券研究所、招股说明书

- **双流生产基地改扩建建设项目：**本项目拟对公司双流天味食品生产基地开展技术改造工作，主要内容包括推进普通车间的高清洁升级、生产场地的地坪改造、仓库二次规划扩建增容、设备更新替换等工作。项目建设期 2 年，建设总投资 7,159.56 万元。项目达产后，由于装备效率的整体提升，可新增火锅底料产品产能 0.6 万吨/年。
- **营销服务体系和信息化综合配套建设项目：**项目拟对公司营销服务体系和信息化系统进行全面升级。项目建设期 3 年，总投资 1.28 亿元。项目建设重点是对公司营销服务体系和信息化系统进行全面升级。项目本身不直接产生经济效益，但本项目建成后，将大大提升公司营销网络实力、品牌知名度以及信息化水平，对于提高公司长期核心竞争力和盈利能力具有重要的促进作用。

投资建议

- 我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 17.67、21.76、25.85 亿元，同比增长 25.09%、23.13%、18.79%；实现净利润分别为 3.44、4.40、5.32 亿元，同比增长 29.08%、27.87%、20.88%，对应 EPS 分别为 0.71、0.91、1.10 元，对应 PE 为 48 倍、38 倍、31 倍。

风险提示

- **原材料采购质量安全控制的风险：**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，上述原辅料采购涉及多个供应商，同时供应商亦有可能向其上游采购原材料，采购链条较长，涉及面广，而原材料质量直接关系到公司产品的质量安全，公司面临因原材料质量安全出现问题而导致公司产品质量不合格的风险。
- **主要原材料价格波动的风险：**公司生产所需主要原材料为油脂、辣椒等农副产品，这些原材料占产品成本的比重较大。由于农副产品价格受到天气、产量、市场状况等因素的影响较大，价格波动较为频繁。如果公司主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动，而公司产品价格不能及时做出调整，将直接影响公司产品的毛利率水平和盈利能力。

图表 37: 天味食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,066	1,413	1,767	2,176	2,585
增长率	8.3%	32.6%	25.1%	23.1%	18.8%
营业成本	-637	-857	-1,047	-1,268	-1,493
% 销售收入	59.7%	60.6%	59.2%	58.3%	57.8%
毛利	429	556	720	908	1,092
% 销售收入	40.3%	39.4%	40.8%	41.7%	42.2%
营业税金及附加	-15	-16	-20	-25	-29
% 销售收入	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-138	-183	-230	-283	-336
% 销售收入	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
管理费用	-65	-56	-97	-115	-134
% 销售收入	6.1%	3.9%	5.5%	5.3%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	211	302	374	485	592
% 销售收入	19.8%	21.3%	21.1%	22.3%	22.9%
财务费用	2	2	1	1	1
% 销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	1	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	11	15	15	15	15
% 税前利润	4.8%	4.7%	3.7%	2.9%	2.4%
营业利润	226	319	390	502	609
营业利润率	21.2%	22.6%	22.1%	23.1%	23.6%
营业外收支	12	11	12	12	12
税前利润	238	330	402	514	621
利润率	22.3%	23.4%	22.7%	23.6%	24.0%
所得税	-31	-44	-57	-73	-88
所得税率	13.1%	13.4%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润	184	267	344	440	532
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	184	267	344	440	532
净利率	17.2%	18.9%	19.5%	20.2%	20.6%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	184	267	344	440	532
加: 折旧和摊销	23	23	25	27	30
资产减值准备	1	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	-1	-1	-1
投资收益	-11	-15	-15	-15	-15
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-187	-75	81	9	-26
经营活动现金净流	225	265	435	461	520
固定资本投资	12	2	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-102	-60	-45	-45	-35
股利分配	0	0	-103	-132	-160
其他	-190	-95	113	1	1
筹资活动现金净流	-190	-95	9	-131	-159
现金净流量	-67	110	399	285	326

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	245	355	754	1,039	1,365
应收款项	6	7	7	10	12
存货	84	121	170	153	231
其他流动资产	472	517	458	490	494
流动资产	806	1,000	1,389	1,692	2,102
% 总资产	67.6%	72.1%	76.8%	78.9%	81.6%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	349	347	354	358	360
% 总资产	29.3%	25.0%	19.6%	16.7%	14.0%
无形资产	35	35	33	31	29
非流动资产	386	387	420	453	473
% 总资产	32.4%	27.9%	23.2%	21.1%	18.4%
资产总计	1,193	1,387	1,809	2,144	2,575
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	169	175	202	252	310
其他流动负债	82	65	107	85	86
流动负债	252	240	309	337	396
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	8	9	9	8
负债	261	249	318	346	404
普通股股东权益	931	1,138	1,491	1,799	2,171
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,193	1,387	1,809	2,144	2,575

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	0.49	0.55	0.71	0.91	1.10
每股净资产 (元)	2.25	2.76	3.08	3.72	4.49
每股经营现金净流 (元)	0.54	0.64	1.05	1.11	1.26
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.21	0.27	0.33
回报率					
净资产收益率	19.74%	23.42%	23.08%	24.46%	24.50%
总资产收益率	15.41%	19.22%	19.03%	20.52%	20.66%
投入资本收益率	27.13%	37.34%	42.78%	58.45%	68.83%
增长率					
营业总收入增长率	8.33%	32.56%	25.09%	23.13%	18.79%
EBIT增长率	-1.90%	42.76%	22.53%	28.81%	21.42%
净利润增长率	-9.60%	45.05%	29.08%	27.87%	20.88%
总资产增长率	3.57%	16.28%	30.41%	18.57%	20.08%
资产管理能力					
应收账款周转天数	1.0	1.7	1.4	1.4	1.5
存货周转天数	26.6	26.1	29.6	26.7	26.7
应付账款周转天数	24.4	35.4	28.6	29.4	31.1
固定资产周转天数	119.8	88.7	71.4	58.9	50.0
偿债能力					
净负债/股东权益	-38.11%	-66.24%	-69.68%	-75.89%	-125.00%
EBIT/利息保障倍数	-105.7	-176.4	-388.1	-499.8	-606.9
资产负债率	21.93%	17.92%	17.58%	16.12%	15.69%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。