



Research and  
Development Center

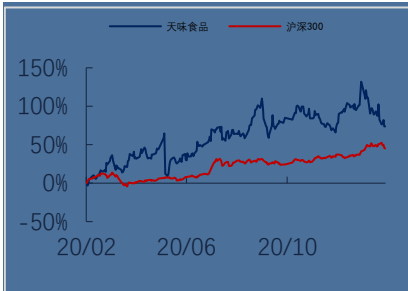
# 凿渠勤开道，蜀香溢九州

—天味食品(603317)公司深度报告

2021年1月31日

马铮 食品饮料分析师  
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**天味食品 (603317)**
**投资评级**      **买入**
**上次评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	61.70
52 周内股价波动区间 (元)	82.24-34.37
最近一月涨跌幅 (%)	-38.30
总股本 (亿股)	6.30
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	388.98

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 凿渠勤开道，蜀香溢九州

2021 年 01 月 31 日

**本期内容提要：**

◆**投资建议：**市场认为在复合调味品行业中颐海国际更优于天味食品，天味缺乏竞争力。我们认为，火锅底料及川菜调料处于快速成长期，行业集中度高，市场空间大，颐海国际和天味食品作为行业龙头都能实现快速扩张。自上市以来，天味食品推出股权激励计划绑定核心团队利益，“营销+渠道”双发力推动业绩快速增长。公司战略清晰，有望持续缩小与颐海国际的差距。行业处于快速发展期，公司在新品研发推广、渠道建设、品牌塑造等方面具有先发优势，市占率有望继续提升。预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.6/0.83/1.15 元，对应 PE 分别为 101.52/74.37/53.57 倍。公司当前估值较高，但考虑到行业景气度高，公司业绩快速增长，给予“买入”评级。

◆**复合调味料处于快速成长期，行业空间大。**(1) 受益于辣味的刺激性和高复购率，火锅底料及中式复合调味料已成为复合调味料行业中发展最快的两个子行业，13-18 年火锅底料和中式复合调味料行业复合增速均超过 15%。火锅底料及中式复合调味料行业集中度较低，龙头企业正在快速扩张，提高市场占有率。(2) 餐饮连锁化发展驱动复合调味品行业成长。我国餐饮连锁化率仍较低，2019 年我国餐饮连锁化率为 10.3%，还有很大提升空间。餐饮连锁化程度不断提升，对定制复合调味品的需求有望进一步提升。(3) 川味复合调味料的品类发展跟随餐饮形式变迁。火锅餐饮的普及就带动了火锅调味料市场的快速发展。火锅餐饮形式对于消费者的培育起到了积极作用。消费者在使用火锅底料时也会拓展它的烹任用途。

◆**“营销+渠道”双发力，公司步入快速扩张期。**(1) 公司加速扩张经销渠道，填补空白市场，全国化渠道网络布局逐步完善。同时，公司也在积极开拓餐饮和电商渠道，未来渠道端将更加多元化。(2) “好人家”品牌优化升级，打造贴近年轻群体的品牌形象。公司梳理品牌战略，将“好人家”与“大红袍”拆分，提出“双轮驱动”战略。公司加大广宣投入力度，品牌知名度有望不断提升。(3) 公司推新产品节奏快，新品放量带动收入增长。不辣汤系列作为公司重点推出的新品，市场表现突出。老产品通过改良配方的方式持续迭代升级。公司出新频率稳定，围绕川菜调料和火锅调味料等品类仍可继续推出新品。

◆**股价催化剂：**渠道拓展超预期；新品销售超预期等。

◆**风险因素：**原材料价格上涨超预期；新品推广不及预期；行业竞争加剧。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,413	1,727	2,365	3,269	4,432
增长率 YoY %	32.6%	22.3%	36.9%	38.2%	35.6%
归属母公司净利润(百万元)	267	297	383	523	726
增长率 YoY %	45.0%	11.4%	29.0%	36.5%	38.8%
毛利率 %	39.4%	37.3%	41.1%	41.4%	41.5%
净资产收益率 ROE %	23.4%	16.1%	10.3%	12.7%	15.7%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.47	0.61	0.83	1.15
市盈率 P/E(倍)	0.00	95.32	101.52	74.37	53.57
市净率 P/B(倍)	0.00	15.37	10.42	9.47	8.41

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 01 月 29 日收盘价

## 目 录

1 投资逻辑.....	5
2 西南起家，走向全国的川味复合调味料龙头.....	6
2.1 以川味复合调味料为核心，多产品系列协同发展.....	6
2.2 营业收入稳步增长，毛利率总体平稳.....	7
2.3 积极发展经销商，建设分销渠道.....	8
2.4 股权结构明晰，员工激励充分.....	8
3 复合调味料发展趋势良好，市场前景广阔.....	10
3.1 复合调味品发展潜力巨大，市场集中度较低.....	10
3.2 餐饮连锁化发展驱动复合调味品行业成长.....	11
3.3 火锅餐饮带动火锅底料行业发展.....	12
4 持续开拓渠道，推动营销升级.....	13
4.1 老品持续迭代升级，新品开发力度强.....	13
4.2 经销渠道全国化布局，积极开拓餐饮、电商渠道.....	15
4.3 品牌优化升级，广宣投入加大.....	16
4.4 股权融资加快产能建设.....	17
5 毛利率相对稳定，费用率结构优化.....	18
5.1 业绩持续高速增长.....	18
5.2 销售费用率预计仍有增长.....	20
5.3 净资产收益率保持平稳.....	21
6 财务预测.....	21
7 风险因素.....	23

## 表 目 录

表 1: 公司产品线丰富.....	6
表 2: 首次及预留授予的限制性股票.....	9
表 3: 首次及预留授予的股票期权.....	9
表 4: 上市后融资募投项目(亿元、年).....	18
表 5: 募投项目新增产能情况(万吨).....	18
表 6: 公司收入预测.....	22
表 7: 可比公司估值对比.....	22

## 图 目 录

图 1: 天味食品发展历程.....	6
图 2: 火锅底料与川菜调料为公司主要收入来源.....	7
图 3: 产品毛利率稳中有升.....	7
图 4: 直接材料成本为主要成本.....	7
图 5: 2018 年主要原材料占成本比重.....	7
图 6: 经销渠道为公司的主要销售渠道.....	8
图 7: 西南和华中地区为公司优势区域.....	8
图 8: 天味股权结构集中(截止 2020 年三季度末).....	9
图 9: 我国复合调味料市场尚未成熟.....	10
图 10: 国内复合调味料市场规模逐渐增大.....	10
图 11: 复合调味料需求逐渐提高.....	10
图 12: 品类格局“四分天下”.....	10
图 13: 中式复合调味料和火锅底料行业规模快速增长.....	11
图 14: 火锅底料行业集中度较低.....	11
图 15: 我国餐饮业收入稳定增长.....	12
图 16: 国内连锁餐饮企业营业收入快速增长.....	12
图 17: 我国餐饮业连锁化程度有所提升.....	12
图 18: 中国餐饮连锁化程度有提高空间.....	12
图 19: 火锅市场占中餐比重逐年提升.....	13
图 20: 火锅是餐饮行业细分品类中的翘楚.....	13
图 21: 火锅市场占中餐比重逐年提升.....	13
图 22: 火锅成为高速增长的首选赛道.....	13
图 23: 鱼调料产品持续升级.....	13
图 24: 好人家不辣汤系列产品.....	14
图 25: 海底捞不辣火锅底料系列产品.....	14
图 26: 公司推新品节奏快.....	14

图 27: 部分新品在市场上快速上量.....	14
图 28: 天味单个经销商贡献收入高于颐海.....	15
图 29: 2019 年以来天味经销商数量激增.....	15
图 30: 电商渠道收入爆发式增长.....	16
图 31: 定制餐调渠道毛利率最低.....	16
图 32: 定制餐调渠道收入快速增长.....	16
图 33: 公司定制餐调业务的主要客户.....	16
图 34: 广告费投入不断加大.....	17
图 35: 好人家全新品牌代言人正式发布.....	17
图 36: 15 年以后天味产能利用率逐渐提升.....	17
图 37: 颐海 18 年后产能爆发.....	17
图 38: 天味、颐海和日辰收入增速均保持较高水平.....	18
图 39: 天味、颐海和日辰净利润增速均保持较高水平.....	18
图 40: 颐海第三方火锅调味料毛利率显著高于天味.....	19
图 41: 颐海第三方中式复合调味料毛利率显著高于天味.....	19
图 42: 颐海第三方火锅调味品平均出厂价明显高于天味.....	19
图 43: 颐海第三方火锅调味品平均成本与天味相近.....	19
图 44: 颐海第三方中式复合调味料平均出厂价明显高于天味.....	20
图 45: 颐海第三方中式复合调味料平均成本略高于天味.....	20
图 46: 天味销售费用率高于颐海和日辰.....	20
图 47: 天味广宣费用率稳步提升.....	20
图 48: 天味管理费用率低于颐海和日辰.....	21
图 49: 天味管理费用率各分项趋势向下.....	21
图 50: 天味净资产收益率相对平稳.....	21
图 51: 周转率和权益乘数拖累净资产收益率.....	21

## 1 投资逻辑

市场认为在复合调味品行业中颐海国际更优于天味食品，天味缺乏竞争力。我们认为：1) 复合调味品行业市场空间大、增速快，颐海和天味都能实现快速扩张。2) 天味战略清晰，“营销+渠道”双发力，有望缩小与颐海的差距。

市场担心海天味业进入复合调味料行业会加剧行业竞争态势。我们认为：1) 海天在产品上选择差异化竞争。海天推出的火锅底料口味以番茄、韩式、酸汤为主，虽然也推出了两款川渝风味底料，但都并非主流，更倾向于差异化竞争。海天在包装的设计上选择了卡通风格，偏向年轻化、休闲化。2) 现有品牌具有先发优势。颐海、天味、红九九和草原红太阳等品牌运营了很多时间，已经在区域市场树立了品牌形象，拥有一批忠实的消费群体。3) 海天的进入也会推动火锅调味料行业的发展。海天的进入可以更好地推动现有企业抓紧强化核心能力，提前布局应对未来可能面临的巨大挑战。

我们对天味食品的核心推荐逻辑有以下三点：

1、**火锅底料及中式复合调味料处于快速成长期，行业集中度低，市场空间大。**受益于辣味的刺激性和高复购率，火锅底料及中式复合调味料已成为复合调味料行业中发展最快的两个子行业。2013-2018年，中式复合调味料行业复合增速为15.38%，火锅底料行业复合增速为15.60%。行业集中度较低。以火锅底料行业为例，火锅底料行业前五集中度约33.6%，行业格局未定，龙头企业正在快速扩张，提高市场占有率。

2、**经销渠道红利、新品放量带动收入继续增长。**经销渠道逐步实现全国化，2020年公司经销商数量大幅增长，前三季度经销商数量净增加1,348家，新经销商预计将于2021年贡献更多的收入。餐饮和电商渠道方面，公司也在积极开拓，未来渠道端将更加多元化。不辣汤系列作为公司重点推出的新品，市场表现突出。公司仍可在小龙虾调料、鱼调料、火锅底料等方面继续推出新品，进行品类延伸。

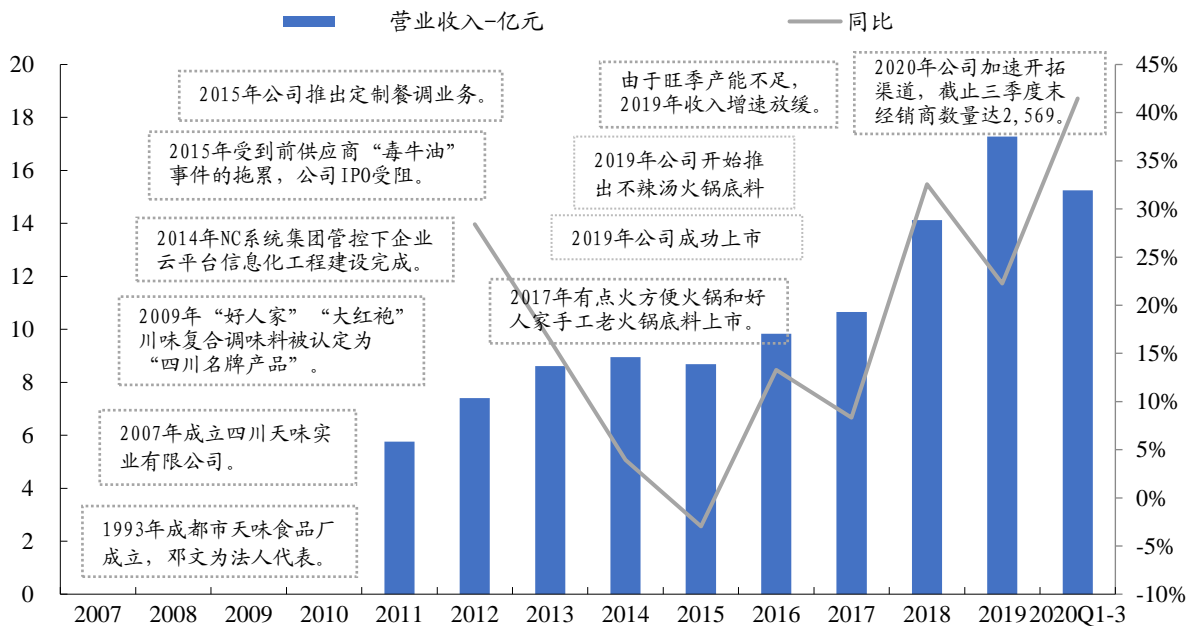
3、**梳理品牌战略，加大营销力度。**首先，“好人家”品牌优化升级，打造贴近年轻群体的品牌形象。其次，“好人家”与“大红袍”拆分，提出“双轮驱动”战略。营销方面，公司加大广告宣传力度，“好人家”品牌签约邓伦成为品牌代言人，冠名江苏卫视《非诚勿扰》。

## 2 西南起家，走向全国的川味复合调味料龙头

### 2.1 以川味复合调味料为核心，多产品系列协同发展

公司的前身为成都市天味食品厂，2007 年成立四川天味实业有限公司。公司的主营业务是川味复合调味料的研发、生产和销售。2010 年公司重组改制后开始谋划上市。2015 年受前供应商金安食品“毒牛油”事件拖累，公司 IPO 受阻。之后，公司更加注重对上游供应商产品质量的把控。2019 年公司成功在上交所上市。目前公司拥有“好人家”、“大红袍”及“天车”等主要品牌，品牌和产品已经在消费者中树立了广泛的知名度和美誉度。

图 1：天味食品发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，招股说明书，信达证券研发中心

**火锅底料和川菜调料协同发展。**公司目前形成以火锅底料和川菜调料为核心，其他产品为补充的丰富产品线，产品品种多达 100 余种。公司的主营收入来自火锅底料与川菜调料，2020Q1-3 火锅底料与川菜调料合计占主营收入比达 94.9%。

表 1：公司产品线丰富

产品分类	产品用途	产品图样
核心产品 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	
核心产品 川菜调料	主要用于制作各类川式菜肴，包括鱼系列调味料、炒菜系列调味料、汤系列调味料	
其他产品 香肠腊肉调料	主要用于制作香肠、腊肉，集中于冬季使用	

鸡精 主要用于家庭烹饪、食品制造领域



香辣酱、甜面酱 香辣酱是烹调各种川菜及各种凉菜、面食的调料，甜面酱可用于烹饪酱爆、酱烧菜，也可蘸食大葱、黄瓜、烤鸭等菜品

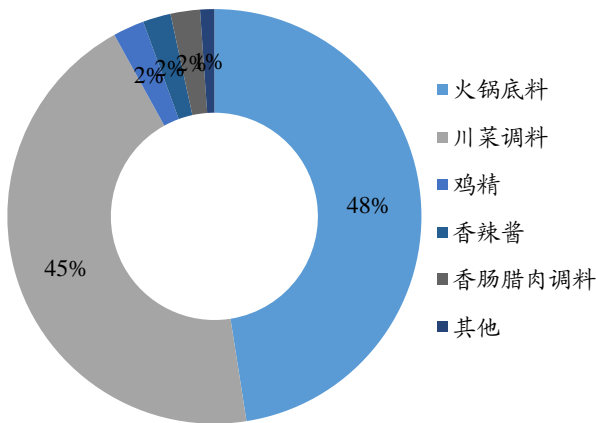


数据来源：公司公告，信达证券研发中心整理

## 2.2 营业收入稳步增长，毛利率总体平稳

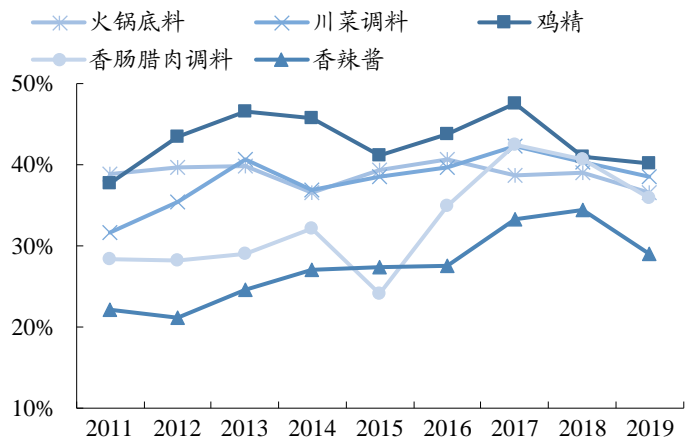
2019 年公司营业收入为 17.3 亿元，11-19 年 CAGR 为 14.64%，其中火锅底料 CAGR 为 14.13%，川菜调料 CAGR 为 21.37%。毛利率方面，火锅底料毛利率整体保持稳定，2011 年毛利率为 38.81%，2019 年毛利率下滑 2.17pct 至 36.64%。川菜调料毛利率随新品推出稳步走高，2011 年毛利率为 31.61%，2019 年毛利率提升 7.02pct 至 38.63%。

图 2：火锅底料与川菜调料为公司主要收入来源



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 3：产品毛利率稳中有升



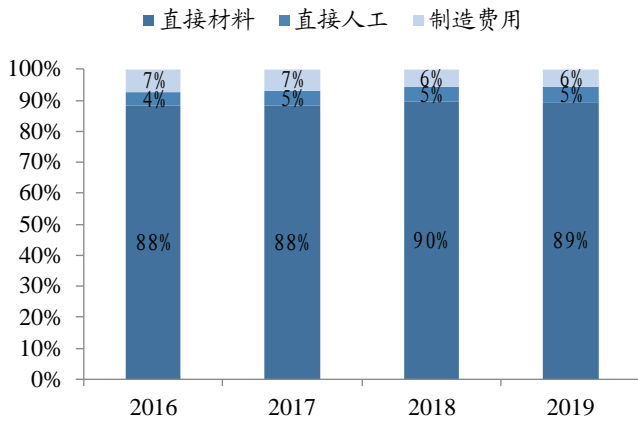
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**直接材料成本为主要成本。**从成本构成来看，直接材料成本为主营业务成本的最重要的构成部分，2019 直接材料占比为 89.0%，制造费用与直接人工分别占比 5.68%、5.23%。公司所需的原材料种类较多，主要包括油脂、辣椒、花椒等农副产品类原材料。

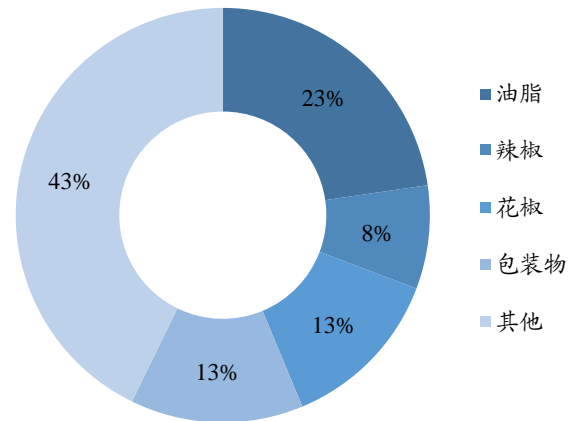
**成本端价格总体稳定。**由于农副产品价格受到天气、产量、市场状况等因素的影响较大，价格波动较为频繁。虽然公司具有较强的产品定价权，可以根据原材料价格变动适时调整产品价格，适当转移原材料价格波动风险,但是原材料采购价格仍会存在不同程度的波动。

图 4：直接材料成本为主要成本

图 5：2018 年主要原材料占成本比重



资料来源：公司年报，信达证券研发中心



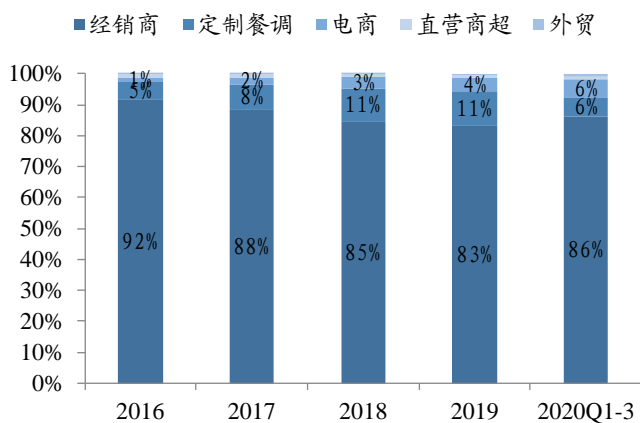
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

### 2.3 积极发展经销商，建设分销渠道

经销渠道为主，定制餐调、电商、直营商超为辅。2020Q1-3 经销渠道的收入为 13.11 亿元，占总营业收入的 86.01%。2020Q3 公司经销商数量为 2,569 家，同比增加 110.4%。定制餐调为公司重要的收入来源，但 20 年受疫情影响较大。2020Q1-3 定制餐调实现收入为 0.89 亿元，同比下滑 16.03%。

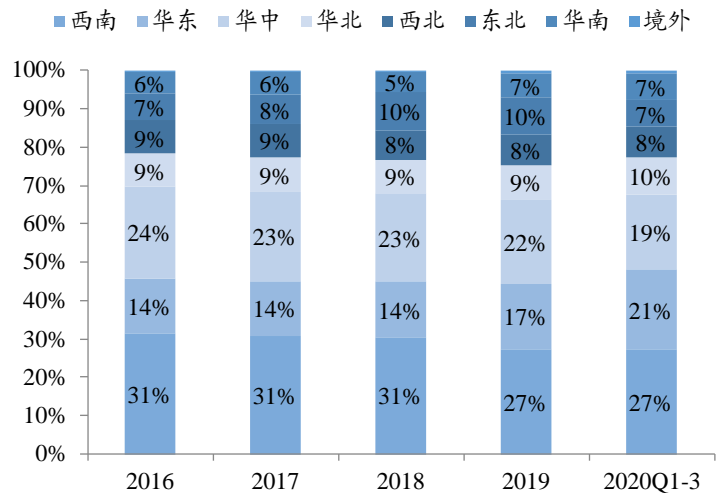
西南区域为公司优势区域，多区域全国化布局基本形成。截止到 2020 年 6 月末，公司销售网络覆盖约 42 万个零售终端、6.13 万个商超卖场和 4.86 万家餐饮连锁单店，公司市场网络已经覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市，形成了四川、河南、东北三省、江苏、陕西、甘肃、新疆、天津、北京、上海等多个优势省市以及由浙江、江西、云南等组成的快速增长区域。从地域分布分析，公司在西南、华东和华中地区销售收入占比较高，合计约占 70%。

图 6：经销渠道为公司的主要销售渠道



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 7：西南和华中地区为公司优势区域



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

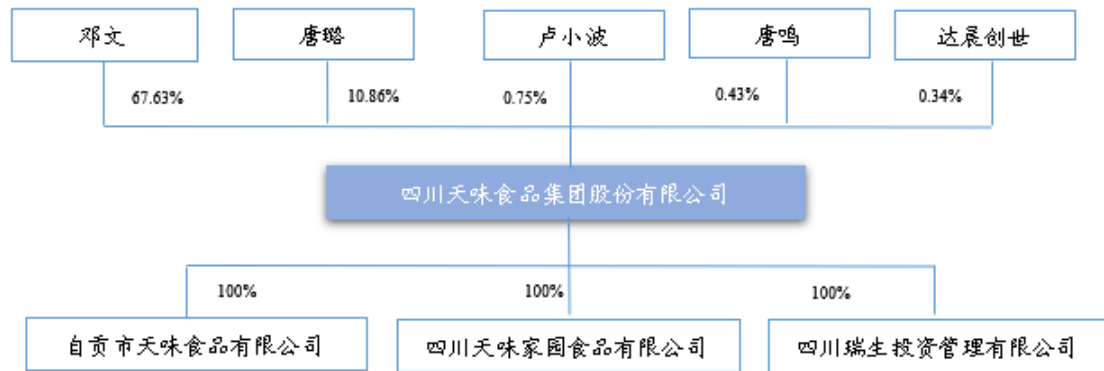
### 2.4 股权结构明晰，员工激励充分

公司股权结构较为集中，创始人邓文是实际控制人。公司目前有 4 个主要股东，包括邓文、唐璐、香港中央结算有限公司和卢小波。其中，邓文与唐璐系夫妻关系，邓文为公司创始人兼董事长，持有公司 40643.5 万股，占公司总股本的 64.56%，是公司的实际控制人。唐璐女士持有公司 6525 万股，占公司总股本的 10.36%。卢小波暂未在公司任职，但卢小波是公司



变更为股份公司时的发起人之一，持有公司 660.6 万股，占总股本的 1.05%。前十大股东总持股数占公司总股本的 84.23%，股权结构较为集中。

图 8: 天味股权结构集中 (截止 2020 年三季度末)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**管理升级，内部机制变革。**2019 年以来，公司调整了组织架构，引入优秀人才，同时对薪酬及考核进行改革。公司撤销原有的营销中心，按事业部的运营机制设置相应地业务单元，新成立了零售事业部、餐饮事业部和电商事业部。

**推出股权激励计划，绑定核心团队利益。**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，充分调动公司董事、高级管理人员和中级管理人员的积极性，公司推出了 2020 年股票期权与限制性股票激励计划。

限制性股票激励计划：激励计划首次及预留授予的限制性股票解除限售考核年度为 2020-2021 年两个会计年度，每个会计年度考核一次，限制性股票以 2019 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 30%，2021 年营业收入增长率不低于 69%。限制性股票激励方案所涉及中高层管理人员共 88 人。

表 2: 首次及预留授予的限制性股票

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万份)
吴学军	董事、副总经理	18
于志勇	董事、副总经理	12
何昌军	副总经理、董事会秘书	12
沈松林	副总裁、董事	12
王红强	技术总监、董事	12
杨丹霞	财务总监	12
中层管理人员 (82 人)		199.32
合计		277.32

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

股票期权激励计划：激励计划首次及预留授予的股票期权行权考核年度为 2020-2021 年两个会计年度，每个会计年度考核一次，股票期权均以 2019 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 50%，2021 年营业收入增长率不低于 125%。股票期权激励方案所涉及中高层管理人员共 134 人，涉及人员更多。

表 3: 首次及预留授予的股票期权

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)
----	----	----------------

吴学军	董事、副总经理	18
中层管理人员 (133 人)		374
合计		392

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

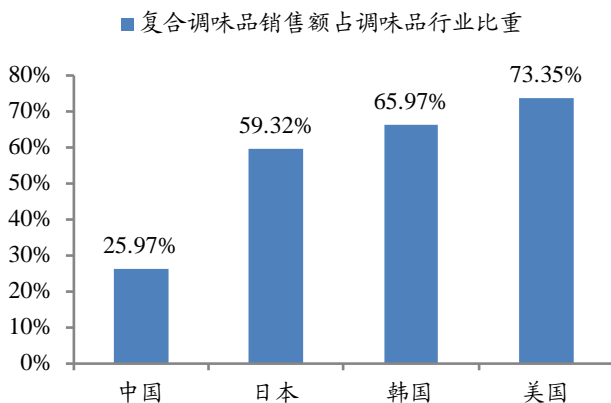
### 3 复合调味料发展趋势良好, 市场前景广阔

#### 3.1 复合调味品发展潜力巨大, 市场集中度较低

**复合调味品为高成长赛道, 行业景气度高。**复合调味品是指将两种或两种以上的基础调味品在科学的调味理论的指导下, 按照一定比例进行配制, 经特殊加工而制成的调味料, 是调味品行业的一个新兴品类。国内复合调味品的市场规模逐渐增大, 根据中国产业信息网, 预计 2020 年复合调味料市场规模可上升至 1,491 亿元, 14-20 年复合增长率约为 14.72%。

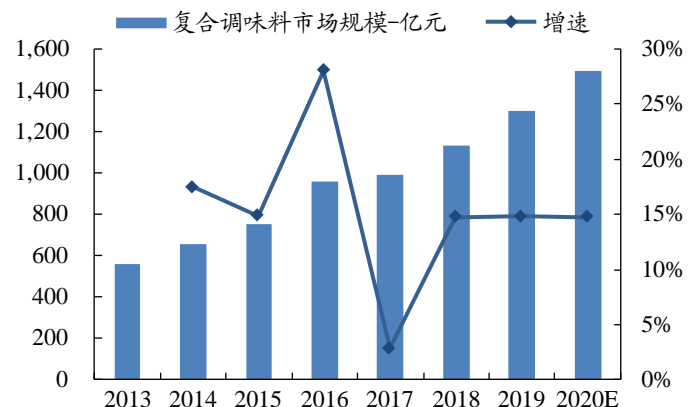
**复合化是调味品行业的重要发展趋势。**一方面, 调味品复合化可以让年轻的家庭消费者方便快捷的烹饪美味; 另一方面, 餐饮行业需求日益增大, 规范化和连锁化经营带来了对标准化复合调味料需求的快速增长。根据中国产业信息网数据显示, 2018 年中国复合调味品占整个调味品市场的比重约为 26%, 远低于其他国家。发达国家, 如日本、韩国、美国, 复合调味品种类多、用量大、附加值高, 消费占比在 59% 以上。

图 9: 我国复合调味料市场尚未成熟



资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

图 10: 国内复合调味料市场规模逐渐增大

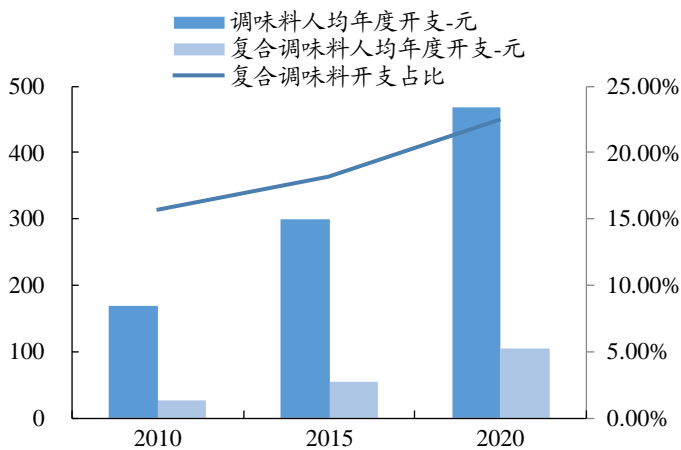


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

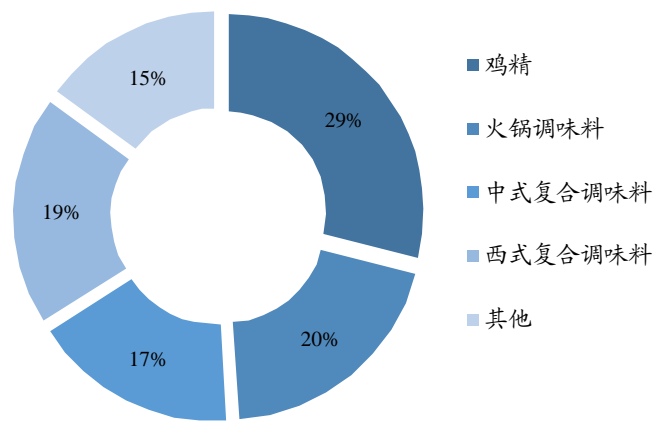
**品类格局“四分天下”。**国内复合调味品市场上主要细分的消费领域包括: 鸡精、火锅底料、中式复合调味品、西式复合调味品以及其他复合调味品。在复合调味品中, 鸡精占据着最大的市场份额, 天味食品涉及的火锅底料以及中式复合调味料分别位于第二、第四。

图 11: 复合调味料需求逐渐提高

图 12: 品类格局“四分天下”



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心



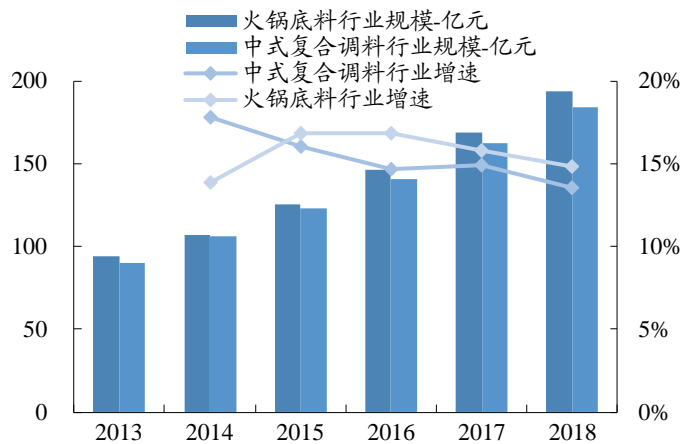
资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

**中式复合调味料和火锅底料行业规模快速增长。**受益于辣味的刺激性和高复购率，火锅底料及川菜调味料正成为复合调味料行业中发展最快的两个子行业。中式复合调味料行业规模从2013年的90亿元增加至2018年的184亿元，复合增长率为15.38%。火锅底料行业规模从2013年94亿元增加至2018年的194亿元，复合增长率为15.60%。

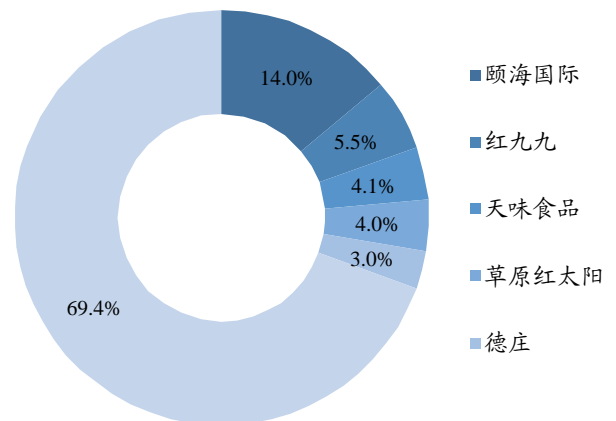
**复合调味料行业处于高速成长期，市场竞争激烈，但行业集中度还较低。**以火锅底料行业为例，火锅底料行业前五集中度约33.6%。当前火锅底料行业龙头企业正在快速扩张，提高市场占有率。公司和颐海国际作为火锅底料两大龙头企业，当前已具备规模优势、知名度高，全国化布局领先，未来有望进一步扩大市场，提高市场集中度。

图 13: 中式复合调味料和火锅底料行业规模快速增长

图 14: 火锅调味料行业集中度较低



资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心



资料来源：草根调研，信达证券研发中心

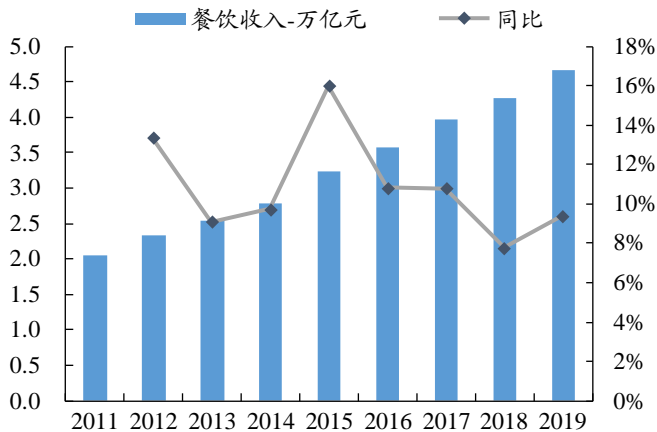
### 3.2 餐饮连锁化发展驱动复合调味品行业成长

**餐饮行业规模不断扩大，拉动调味品行业的发展。**2011-2019年国内餐饮行业收入规模持续保持高个位数以上增长，疫情后仍有望恢复至高个位数的增速。国内接近50%的调味品销往餐饮行业，餐饮行业的巨大市场空间，为调味品行业增长提供支撑。

**餐饮连锁化成为复合调味料增长的重要推力。**对比海外，我国餐饮连锁化率仍较低。2019年我国餐饮连锁化率为10.3%，远低于美国。出于对口味的统一性以及提升烹饪效率的要求，连锁餐厅更有动力使用标准化的复合调味品产品。复合调味料企业可以根据餐饮企业的要求，为其定制适用于某款菜品烹饪的调味料，不仅大大简化了厨师工作，更让餐饮企业的特色化、

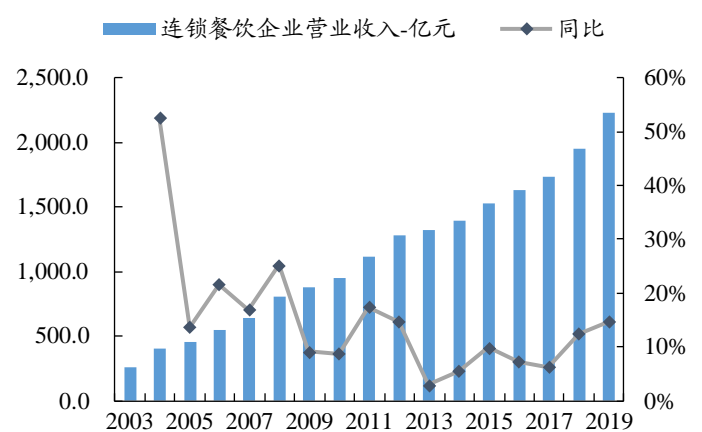
标准化和规模化成为可能。展望未来，我们预计随着中国餐饮连锁化比例提升，复合调味品市场规模有望提高。

图 15: 我国餐饮业收入稳定增长



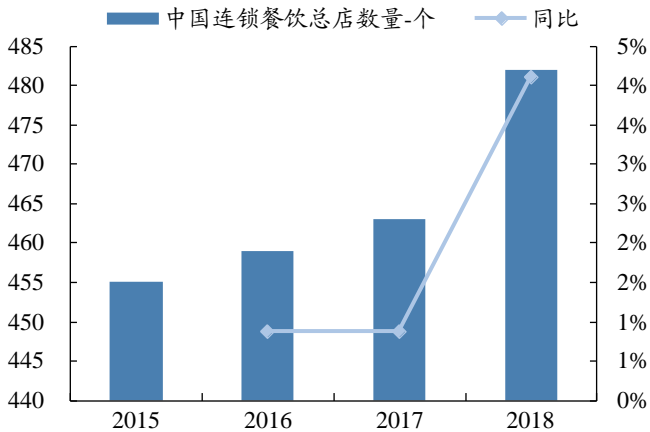
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 国内连锁餐饮企业营业收入快速增长



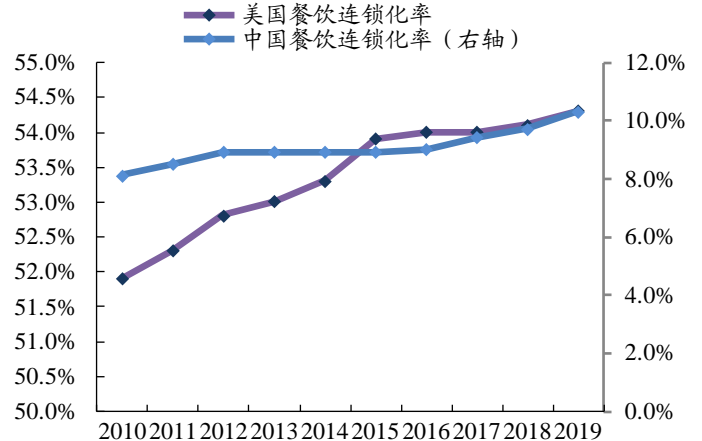
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 我国餐饮业连锁化程度有所提升



资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

图 18: 中国餐饮连锁化程度有提高空间



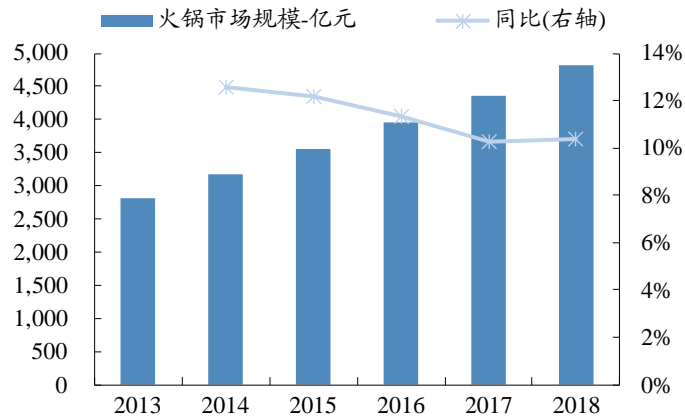
资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

### 3.3 火锅餐饮带动火锅底料行业发展

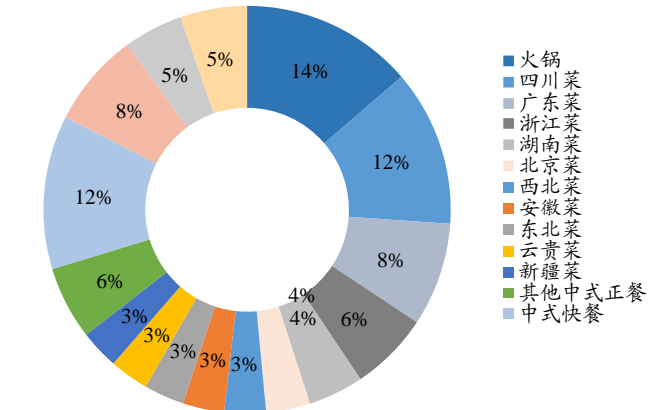
川味复合调味料的品类发展体现出跟随餐饮成熟程度的梯次化态势。小龙虾餐馆近几年也如火如荼，带动了小龙虾调料成为风口。近几年酸菜鱼餐饮在全国发展火热，也带动了鱼调料的快速发展。火锅餐饮发展最为成熟，市场规模也最大。火锅餐饮的普及就带动了火锅调味料市场的快速发展。首先，火锅餐饮形式对于消费者的培育起到了积极作用。消费者在使用火锅底料时也会拓展它的烹饪用途，比如应用于中式菜肴。

火锅是餐饮行业细分品类中的翘楚。随着经济发展、城镇化建设及消费升级，国内餐饮市场稳健发展。在餐饮行业所有细分领域中，火锅是最大细分品类，市场规模稳定增长。2013-2018年，火锅餐饮市场复合增长率为11.34%，未来增速仍有望保持在10%附近。火锅餐饮的发展也带动了火锅调味料市场的快速发展。

火锅餐饮易于标准化且适宜社交更有利于连锁拓店。火锅对烹饪要求不高，与其他菜系相比标准化程度更高，经营效率及利润率更好，有利于连锁拓店，规模化经营。火锅因其口味独特丰富，文化内涵深厚适宜社交，易于标准化经营与规模扩张等优势，成为餐饮行业优质赛道。

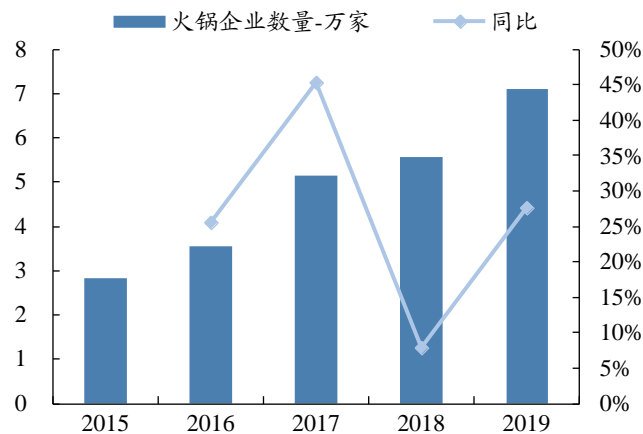
**图 19: 火锅市场占中餐比重逐年提升**


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

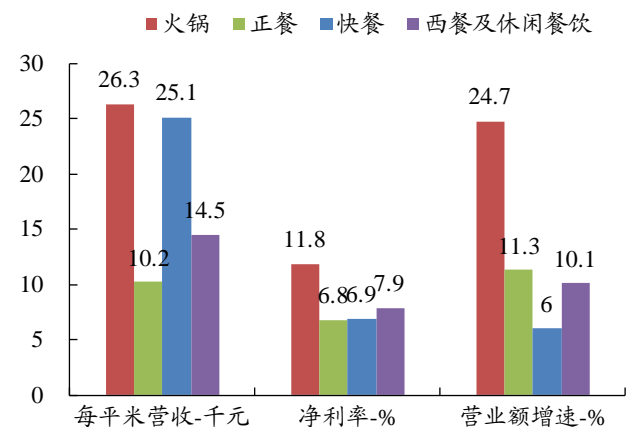
**图 20: 火锅是餐饮行业细分品类中的翘楚**


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

从收入的增速和盈利能力的表现上来看, 火锅行业较其他餐饮类型的表现较好, 成为高速增长的优选赛道。火锅行业每平米营收高达 2.63 万元, 快餐次之为 2.5 万元, 而正餐仅为 1.02 万元。同时营业额增速上火锅以 24.7% 的增速位列首位。在净利率方面, 火锅达到 11.8%, 同样高于其他三种餐饮类型。

**图 21: 火锅企业数量快速增长**


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

**图 22: 火锅成为高速增长的优选赛道**


资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

## 4 持续开拓渠道, 推动营销升级

### 4.1 老品持续迭代升级, 新品开发力度强

老产品改良配方, 持续迭代升级。公司最早推出 1.0 版麻辣鱼调料, 然后升级到 2.0 版水煮鱼调料, 再升级到 3.0 版青花椒鱼调料, 青花椒鱼调料在川内是最畅销的。之后, 公司又逐步推出 4.0 版青花椒水煮鱼、5.0 版靓汤酸菜鱼和麻辣藤椒鱼、6.0 版青花椒酸菜鱼和老坛酸菜鱼系列等鱼调料产品。随着产品迭代升级, 产品单价也不断提升。

**图 23: 鱼调料产品持续升级**

1.0版 单价:49元/kg → 2.0版 单价: 51元/kg → 3.0版 单价: 66元/kg → 4.0版 单价: 72元/kg → 5.0版 单价: 80元/kg → 6.0版 单价: 105元/kg



数据来源：京东旗舰店，天猫旗舰店，信达证券研发中心 注：老坛酸菜鱼调料单价在计算时仅考虑调料包单价，剔除了酸菜。

**不辣汤和蘸料系列进一步完善产品品类。**公司积极尝试新品味，2019 年以来陆续推出了不辣汤系列和火锅蘸料系列。目前不辣汤系列包括了三鲜、菌汤、骨汤和番茄四种口味，蘸料包括了原味和香辣味两种口味。好人家不辣汤系列在产品品类和价格上均和海底捞相接近。

图 24：好人家不辣汤系列产品



资料来源：好人家天猫旗舰店，信达证券研发中心

图 25：海底捞不辣火锅底料系列产品



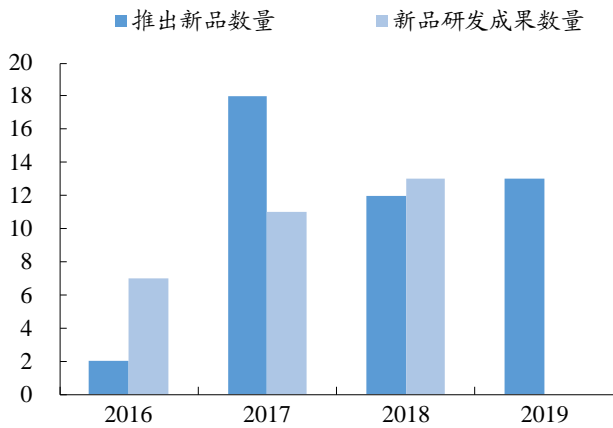
资料来源：海底捞天猫旗舰店，信达证券研发中心

**新品研发方面，天味采用自主研发模式，颐海执行“产品经理制”。**天味采用自主研发模式，搭建自己的产品库及结构库。目前研发人员约有 100 人，已形成了一套从项目建议、信息收集、项目立项到产品研发、项目评审、生产实施的完整的技术创新管理体系。颐海则是基于渠道式的研发，产品经理牵头做市场调研，决定创意、口味、规格、包装、定价及投放渠道，研发人员比较少，外包形式选择供应商，偏市场效果型。

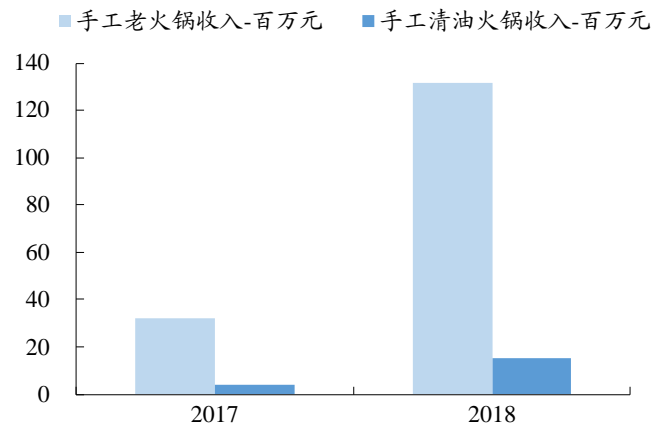
**推新产品节奏快，带动收入稳步增长。**公司每年均有一定量的新品研发成果，会结合市场状况、销售策略等因素选择研发新品推向市场。2016-2019 年，公司共推出了 45 个新品，每年平均推出新品 11 个。2017-2018 年，公司推新的节奏加快，推出新品的数量均超过了新品研发成果数量。公司推出的新品中部分新品可较快获得市场的接受和欢迎，创造较多的营业收入。2017 年公司推出了新品手工老火锅和手工清油火锅，当年即实现收入分别为 3.21 千万元和 0.43 千万元，次年收入分别增长 310.58%和 260.3%。

图 26：公司推新品节奏快

图 27：部分新品在市场上快速上量



资料来源：公司公告，招股说明书，信达证券研发中心



资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

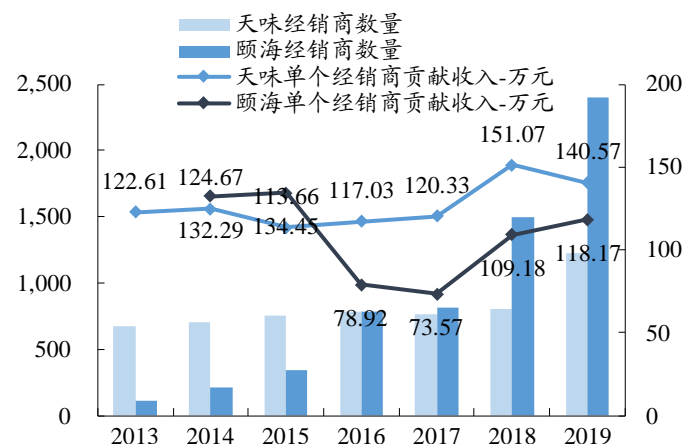
#### 4.2 经销渠道全国化布局，积极开拓餐饮、电商渠道

**“职能部门+大区管理”模式。**公司在全国多个中心城市设置了大区办公中心或区域办事处，负责统一协调区域内销售策略，制定市场推广计划并监督执行情况；省区办事处负责本区域内市场推广计划等工作。大区分为川渝、中原、东北、南方、西北，还有外贸渠道和 KA 渠道。

**加快渠道扩张，填补空白市场。**公司通过经销商拆分、空白区域经销商填补及渠道下沉等措施深耕渠道体系，经销商数量从2019年初的809家增长到2020年三季度末的2,569家。公司实施“双轮驱动”战略，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。颐海2016年开始积极扩充经销商，2018年颐海的经销商数量大幅超过天味。面对来自颐海的竞争压力，天味2019年也开始加速渠道扩张，抢占终端市场。

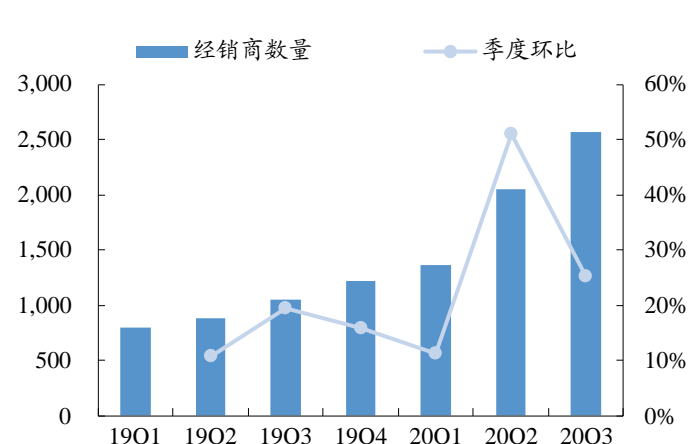
**经销商以销售目标为导向。**公司根据不同市场每月设置铺市率、库存数、上架率、终端视觉表现等市场指标，通过多部门不定期进行市场检查，已达到对经销商进行管理和赋能的目的。公司不定期开展不同主题的培训课程、经销商观摩研讨会，组织经销商进行互动学习；不断推出样板市场，以提高经销商的经营管理能力和市场推广能力。

图 28：天味单个经销商贡献收入高于颐海



资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

图 29：2019 年以来天味经销商数量激增



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

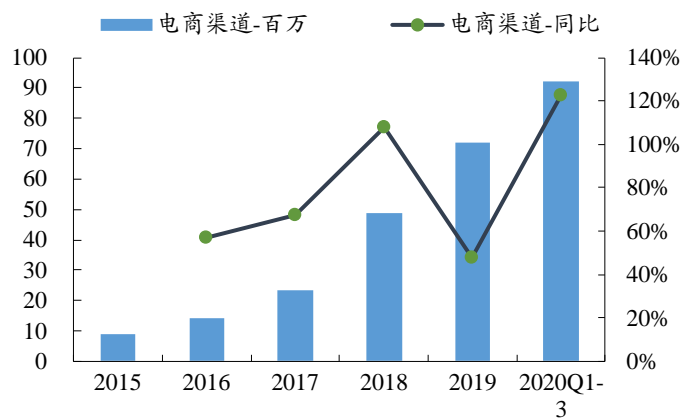
2015-2019 年，电商渠道收入复合增长率为 68.56%。2017 年公司开始重点加大对电商渠道

的资源投入，将原营销中心下属的电子商务事业部作为独立的一级业务部门进行管理。目前公司的自营销售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。2019 年公司电商业在四大销售节点 618、双十一、双十二、年货节四次官方活动期间获得天猫火锅底料类目好人家官方旗舰店销量排名第一，好人家品牌在全网市场份额排名第二。

**2015-2019 年，公司定制餐调渠道收入复合增长率为 79.49%。**公司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，如：李想餐饮、姐弟俩土豆粉、朱氏锅底香和张亮麻辣烫等。定制餐调渠道毛利率较低，主要由于定制餐调渠道是针对中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，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，同时渠道产品多为小批量定制生产，成本也会略高。

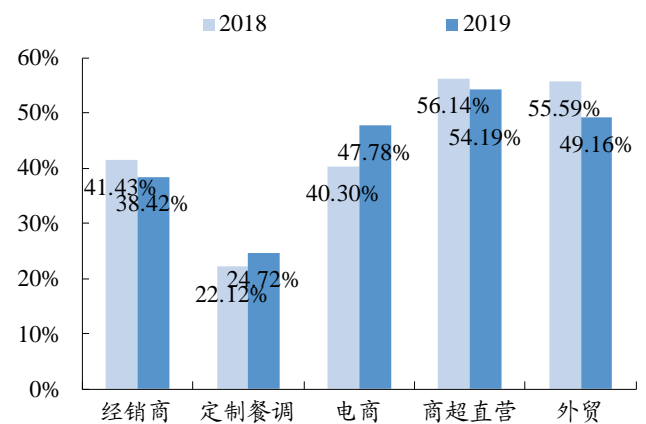
**定制餐调模式升级，毛利率有望改善。**定制餐调业务模式升级，从纯定制业务模式转向为标品大单品销售+头部客户定制，从单一业务销售型定制模式转向为餐饮定制+餐饮应用解决方案，对重点客户产品横向拓展、产品升级、定制业态拓展，增加了客户与企业的粘性。

图 30: 电商渠道收入爆发式增长



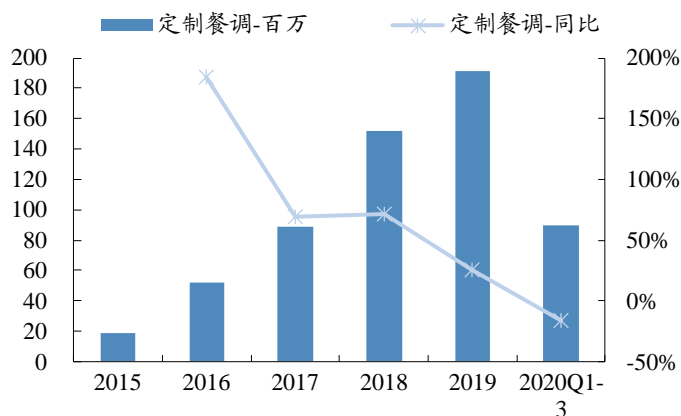
资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

图 31: 定制餐调渠道毛利率最低



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 32: 定制餐调渠道收入快速增长



资料来源：招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

图 33: 公司定制餐调业务的主要客户



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

### 4.3 品牌优化升级，广宣投入加大

**品牌年轻化战略布局。**复合调味料消费群体越来越年轻化，90 后、00 后，以及一些注重品味的家庭主妇成为了目标消费群体。2019 年，公司对“好人家”品牌进行优化升级，从代言



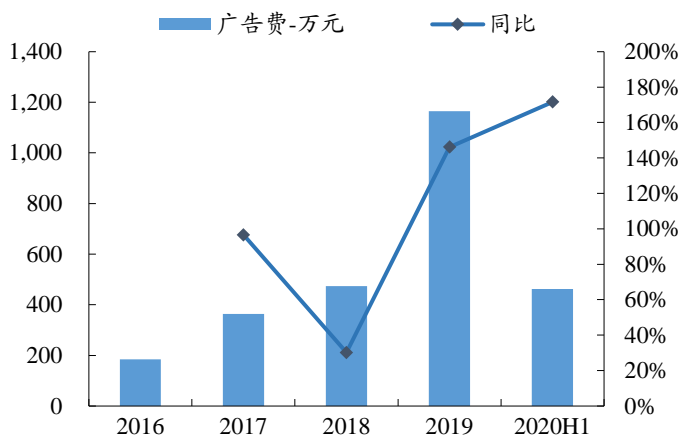
人、Logo 图样和产品包装等多方面入手，打造出更为贴近年轻群体的产品。

**“好人家”与“大红袍”品牌分拆。**公司将“好人家”与“大红袍”品牌进行了重新定位。

“好人家”定位为火锅底料及川菜调料的全系列产品品牌，专注于火锅调料、中式菜品调料、佐餐即食类产品，服务中高端市场。“大红袍”定位为专注于火锅底料系列的产品品牌，专注于火锅调料、餐饮类产品，服务大众市场和餐饮小 b 端市场。

**加大广告费用投入。**2020 年 9 月 8 日，公司旗下的“好人家”品牌签约当红流量明星邓伦正式成为品牌代言人，全新品牌代言广告同日在各大媒体渠道全面发布。邓伦阳光活力的外形与好人家品牌健康、时尚、高品质的定位不谋而合。此外，“好人家”还牵手江苏卫视，全新升级冠名节目《非诚勿扰》。

图 34: 广告费投入不断加大



资料来源：公司公告，招股说明书，信达证券研发中心

图 35: 好人家全新品牌代言人正式发布

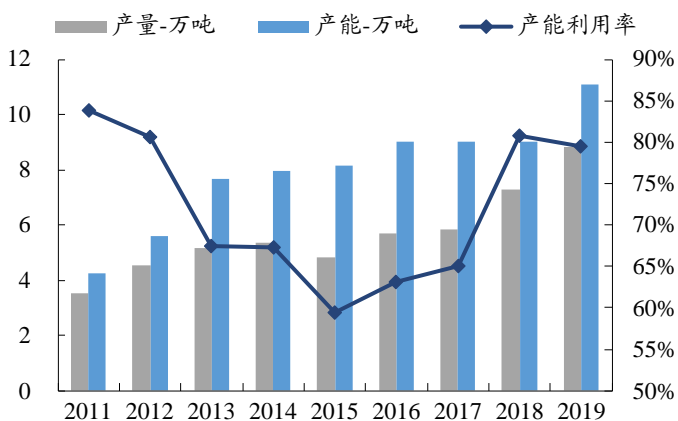


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

#### 4.4 股权融资加快产能建设

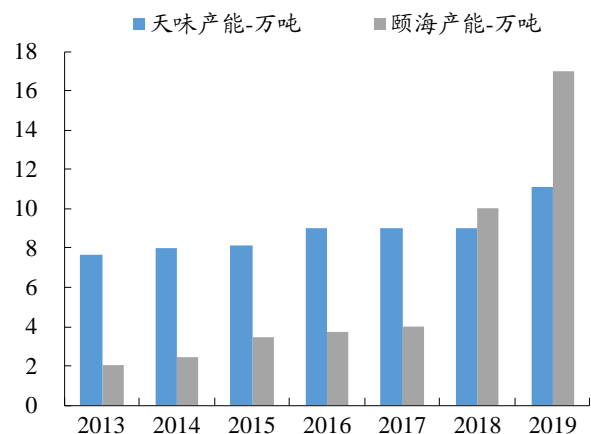
**融资建设项目解决产能瓶颈。**2015-2019 年公司产品销量从 4.83 万吨增长到 8.83 万吨，复合增长率为 16.26%。随着产品需求的迅速增长，公司在旺季的产能明显不足。

图 36: 15 年以后天味产能利用率逐渐提升



资料来源：公司公告，招股说明书，信达证券研发中心

图 37: 颐海 18 年后产能爆发



资料来源：公司公司，信达证券研发中心

上市之前，公司主要有双流天味食品、郫都天味家园和自贡天味三大生产基地，其中双流天味食品生产基地主要负责公司火锅底料的生产，郫都天味家园生产基地负责川菜调料、香肠腊肉调料、火锅底料、鸡精等产品的生产，自贡天味负责香辣酱、甜面酱等产品的生产。

2019年4月，公司首次公开发行普通股4,132万股，募集资金5.56亿元，拟投资于家园生产基地改扩建建设项目、双流生产基地改扩建建设项目、营销服务体系和信息化综合配套建设项目。2020年11月，公司非公开发行2,859.65万股，募集资金约16.3亿元，拟在郫都区通过新设全资子公司建设天味食品调味品产业化项目，在双流区通过公司自身建设食品、调味品产业化生产基地扩建项目。

**表 4: 上市后融资募投项目 (亿元、年)**

	项目名称	投资总额	募集资金投资额	建设期
IPO 募投项目	家园生产基地改扩建建设项目	3.30	3.09	2
	双流生产基地改扩建建设项目	0.72	0.62	2
	营销服务体系和信息化综合配套建设项目	1.28	1.18	3
定增募投项目	天味食品调味品产业化项目	15.45	13.20	2
	食品、调味品产业化生产基地扩建项目	4.15	3.10	2
	<b>合计</b>	<b>24.90</b>	<b>21.19</b>	

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心整理

随着 IPO 和定增募投项目逐步完工，预计公司总产能将达到 31.8 万吨。新建产能项目建设将整合行业相关最新技术资源，大幅提升生产自动化、智能化水平，在设备引进和生产工艺上进行革新。

**表 5: 募投项目新增产能情况 (万吨)**

品类	上市前产能	IPO 项目 新增产能	定增项目 新增产能	新建项目全部 投产后产能
火锅底料	3.93	1.40	9.00	14.33
川菜调料	3.05	0.80	10.00	13.85
香肠腊肉调料	0.56			0.56
鸡精	0.60			0.60
香辣酱	0.40			0.40
其他	0.45			0.45
方便速食		0.40		0.40
定制餐调		1.20		1.20
<b>合计</b>	<b>9.00</b>	<b>3.80</b>	<b>19.00</b>	<b>31.80</b>

数据来源：公司公告，信达证券研发中心整理

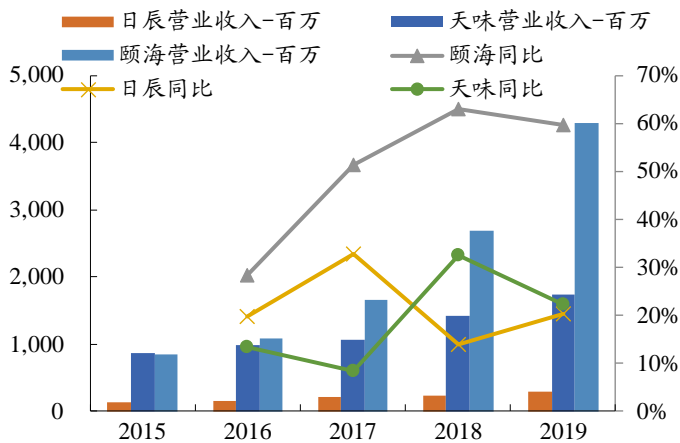
## 5 毛利率相对稳定，费用率结构优化

### 5.1 业绩持续高速增长

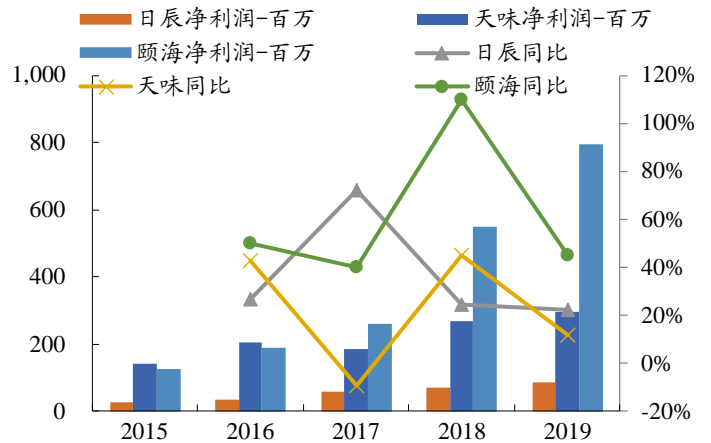
受益于行业扩容，天味、颐海和日辰收入与利润增速均维持在较高水平。2015-2019年，天味、颐海和日辰营业收入复合增长率分别为 18.75%、49.94%和 21.43%，净利润复合增长率分别为 20.18%、58.95%和 34.95%。

图 38: 天味、颐海和日辰收入增速均保持较高水平

图 39: 天味、颐海和日辰净利润增速均保持较高水平



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 信达证券研发中心

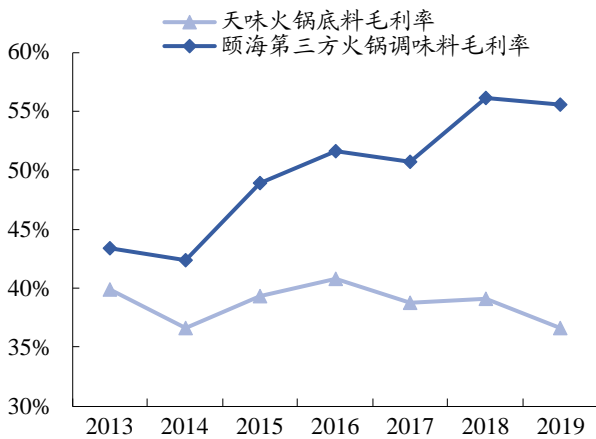


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

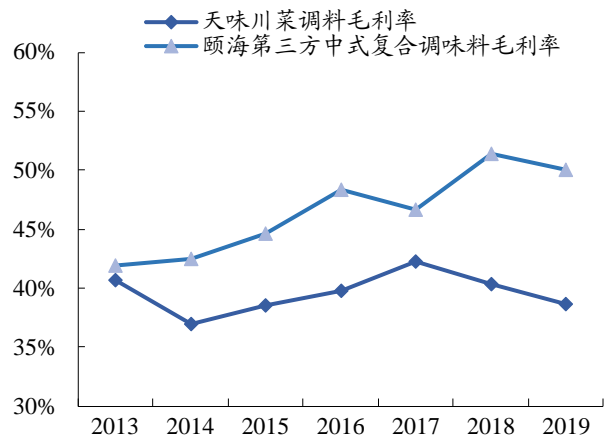
2013-2019 年, 天味火锅底料和川菜调料毛利率相对平稳, 颐海第三方火锅调味料和中式复合调味料毛利率均在持续提升。

图 40: 颐海第三方火锅调味料毛利率显著高于天味

图 41: 颐海第三方中式复合调味料毛利率显著高于天味



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 信达证券研发中心 注: 颐海国际第三方业务指除关联方海底捞之外的业务



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

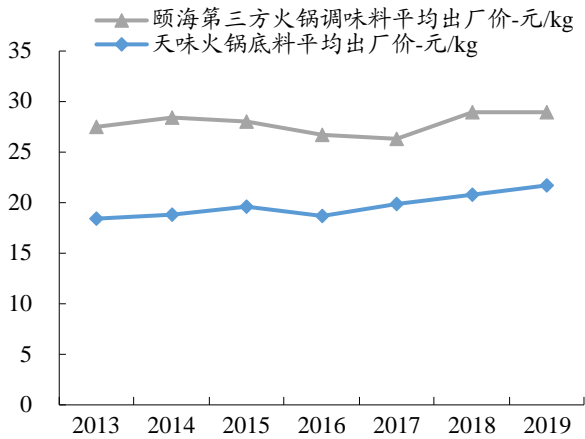
**天味产品性价比更高。**颐海第三方火锅调味品平均出厂价明显高于天味, 但平均成本却与天味相近。颐海第三方中式复合调味料平均出厂价也明显高于天味, 平均成本仅略高于天味。

从出厂价上看, 颐海第三方火锅调味料和中式复合调味料定价一直很高, 且趋势相对平稳。天味火锅底料和川菜调料定价较低, 由于产品升级和提价因素, 平均出厂价稳中有升。

从成本上看, 颐海第三方火锅调味料和中式复合调味料的平均成本趋势下降, 主要由于颐海对生产工艺进行改良、原材料及其成本进行把控。而天味由于原材料涨价, 平均成本趋势上升。

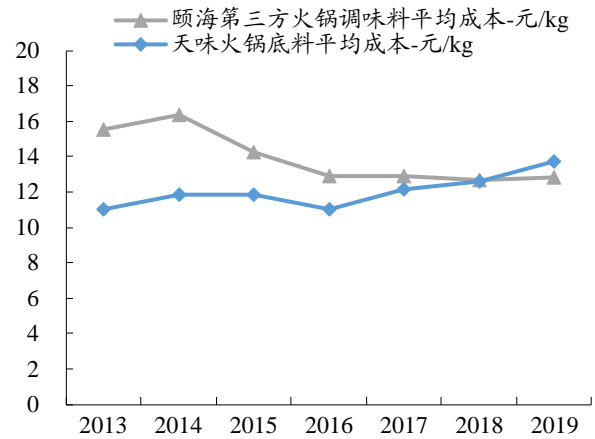
图 42: 颐海第三方火锅调味品平均出厂价明显高于天味

图 43: 颐海第三方火锅调味品平均成本与天味相近



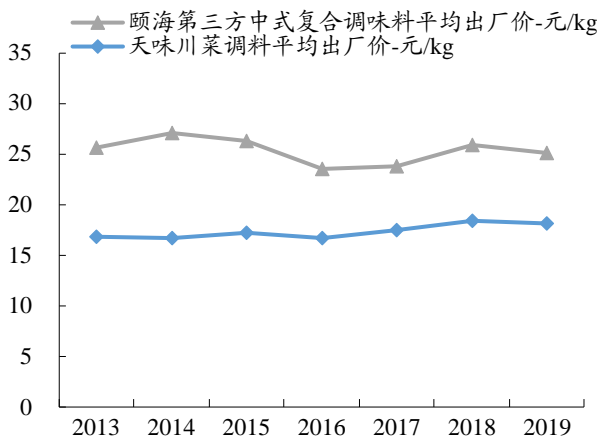
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 信达证券研发中心

图 44: 颐海第三方中式复合调味料平均出厂价明显高于天味



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

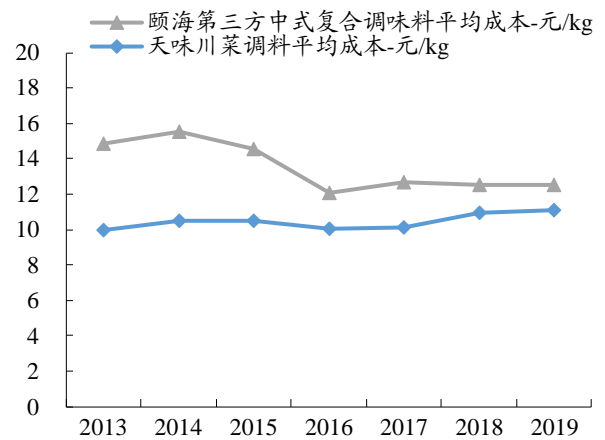
图 45: 颐海第三方中式复合调味料平均成本略高于天味



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 信达证券研发中心

## 5.2 销售费用率预计仍有增长

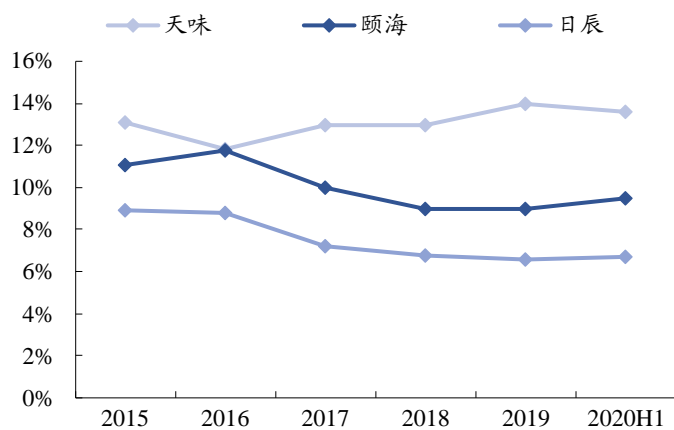
销售费用率方面, 天味销售费用率持续走高, 一方面运输成本在上升, 另一方面公司为加强品牌知名度, 市场推广、广告宣传等支出较多。2020年, 公司广告投入升级, 预计未来广宣费用投入仍不会低。日辰和颐海, 品牌费用投入较少, 销售费用率较低。



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

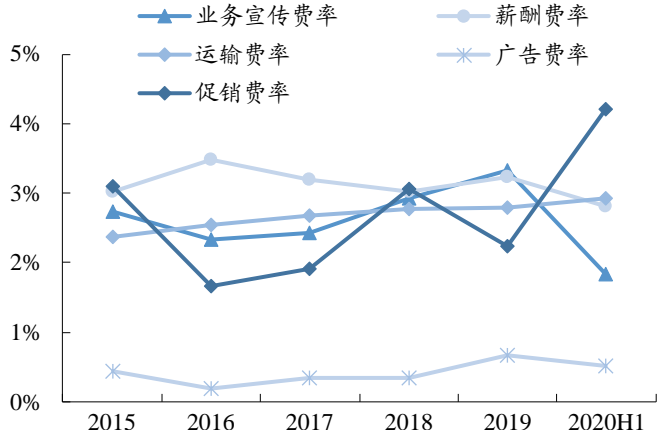
图 47: 天味广宣费用率稳步提升

图 46: 天味销售费用率高于颐海和日辰



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 47: 天味广宣费用率稳步提升



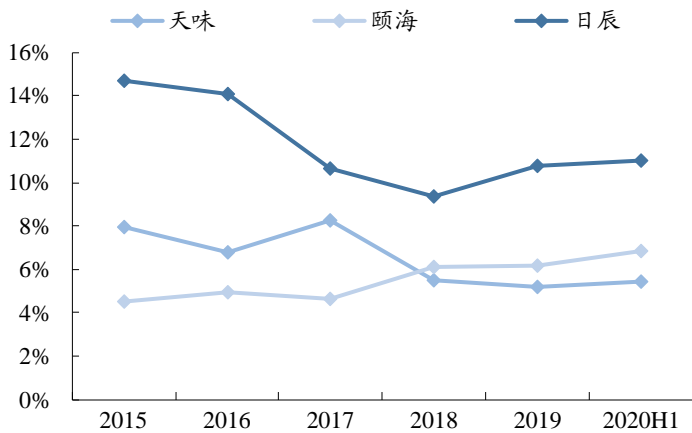
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

管理费用率方面, 日辰管理费用率显著高于颐海和天味, 主要是销售规模小, 缺乏规模效应。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 20

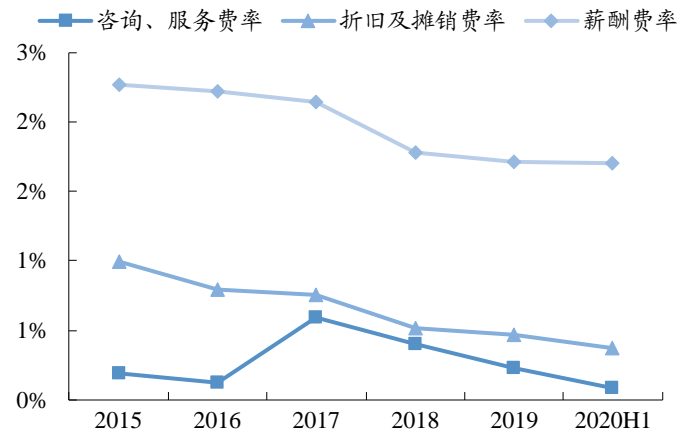
天味随着规模扩大，管理费用率波动下行。2017 年由于实施股权激励确认股份支付费用以及咨询、服务费增加，导致当期管理费用率激增。颐海 2017 年以前管理费用率水平较低，但新工厂建造过程中的费用增加导致管理费用率有所提升。

图 48: 天味管理费用率低于颐海和日辰



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 49: 天味管理费用率各分项趋势向下

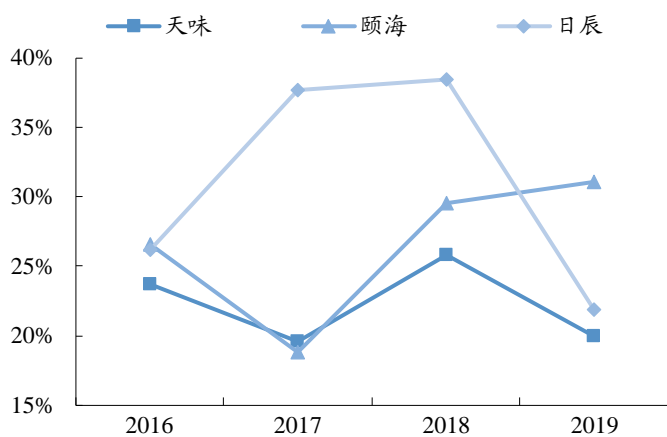


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

### 5.3 净资产收益率保持平稳

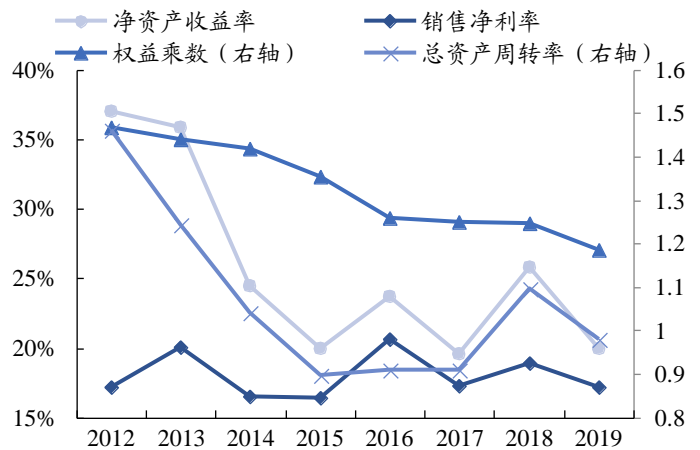
2016-2019 年，天味、颐海和日辰净资产收益率均维持较高水平。日辰和天味在 2019 年之前净资产收益率呈上升趋势，但是近两年在下降，主要 IPO 募集资金尚未及时投入使用。随着募集资金投入产能建设及新建产能逐渐投产，天味总资产周转率会有回升，从而带动净资产收益率提升。

图 50: 天味净资产收益率相对平稳



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 51: 周转率和权益乘数拖累净资产收益率



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

## 6 财务预测

我们预计公司 20-22 年实现营业收入分别为 23.65 亿元、32.69 亿元和 44.32 亿元，同比增速分别为 36.9%、38.2%和 35.6%，毛利率分别为 41.1%、41.4%和 41.5%。细分来看：

**火锅底料：**考虑到 20 年渠道扩张红利，火锅底料新品继续放量，以及火锅底料产品升级和提价等因素，预计 21 年公司火锅底料收入将继续大幅增长。预计 20-22 年火锅底料收入增速分别为 38.9%、44.2%和 37.7%。

川菜调料：考虑到 20 年渠道扩张红利，21 年川菜调料新品放量等因素，预计 21 年公司川菜调料收入将继续大幅增长。预计 20-22 年川菜调料收入增速分别为 32.5%、37.7%和 37.7%。

香肠腊肉调料：19 年由于猪价上涨，香肠腊肉调料需求减弱。随着猪肉价格回落，该业务有望恢复正常。预计 20-22 年香肠腊肉调料收入增速分别为 162.6%、11.1%和 11.1%。

费用率：公司 20 年加大广宣费用投入，预计销售费用率有所上升。预计 20-22 年公司销售费用率分别为 18.6%、18%和 17.5%。20 年公司员工涨薪，股份支付费用也有所增加，预计 20-22 年管理费用率分别为 4%、4%和 3.5%。

基于上述假设，我们预计公司 20-22 年实现归母净利润分别为 3.83 亿元、5.23 亿元和 7.25 亿元，同比增长分别为 28.9%、36.6%和 38.8%。

**表 6：公司收入预测**

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
火锅底料	收入（百万元）	685	816	1,133	1,634	2,250
	同比	37.5%	19.1%	38.9%	44.2%	37.7%
	毛利率	39.1%	36.6%	40.4%	40.7%	40.7%
川菜调料	收入（百万元）	518	763	1,011	1,393	1,918
	同比	34.1%	47.5%	32.5%	37.7%	37.7%
	毛利率	40.4%	38.6%	43.3%	43.3%	43.3%
香肠腊肉调料	收入（百万元）	117	39	104	115	128
	同比	36.9%	-66.3%	162.6%	11.1%	11.1%
	毛利率	40.7%	35.9%	37.8%	37.8%	37.8%
鸡精	收入（百万元）	38	42	49	56	63
	同比	7.9%	10.5%	16.2%	16.2%	11.1%
	毛利率	41.0%	40.2%	40.8%	40.8%	40.8%
香辣酱	收入（百万元）	26	37	38	40	41
	同比	-27.8%	44.6%	2.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	34.4%	29.1%	29.1%	30.5%	31.8%
	营业收入（百万元）	1,413	1,727	2,365	3,269	4,432
	同比	32.6%	22.3%	36.9%	38.2%	35.6%
	毛利率	39.4%	37.3%	41.1%	41.4%	41.5%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

相对估值：对比 7 家调味品上市公司，从市盈率来看，天味食品 21 年预测 PE 要高于 7 家平均水平，但 21 年预测 PEG 明显低于 7 家平均水平。考虑到复合调味品行业景气度高，公司业绩增速快，短期内拥有估值溢价具备合理性。

**表 7：可比公司估值对比**

证券简称	EPS			PE			PEG		当前市值	当前股价
	TTM	20E	21E	TTM	20E	21E	20E	21E		
海天味业	1.88	1.96	2.32	104.91	100.64	85.08	5.41	4.66	6,388.53	197.15
颐海国际	0.81	0.94	1.30	144.14	113.25	82.01	3.05	2.15	1,115.80	106.58
中炬高新	1.05	1.09	1.36	63.73	61.71	49.49	2.96	2.00	535.42	67.21
涪陵榨菜	0.89	0.95	1.11	50.54	47.19	40.51	1.96	2.46	354.18	44.87
恒顺醋业	0.30	0.34	0.40	78.77	69.76	59.31	11.69	3.37	239.91	23.92

千禾味业	0.43	0.45	0.59	107.40	102.45	77.74	2.01	2.45	306.48	46.04
日辰股份	0.90	0.89	1.26	87.81	89.45	63.14	4.30	1.83	78.30	79.40
<b>平均</b>		<b>0.95</b>	<b>1.19</b>		<b>83.49</b>	<b>65.33</b>	<b>4.49</b>	<b>2.70</b>		
天味食品	0.61	0.61	0.83	101.52	101.52	74.37	3.10	1.97	388.98	61.70

数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：除天味食品和日辰股份外，其他公司均采用 Wind 一致预测，更新于 2021 年 1 月 29 日。

投资建议：火锅底料及川菜调料处于快速成长期，行业集中度低，市场空间大，龙头颐海国际和天味食品都能实现快速扩张。天味自上市以来，战略清晰，“营销+渠道”双发力，业绩快速增长。预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.61/0.83/1.15 元，对应 PE 分别为 101.52/74.37/53.57 倍。公司当前估值较高，但考虑到复合调味品行业高景气度，公司业绩快速增长，给予“买入”评级。

## 7 风险因素

**原材料成本上涨超预期。**若上游原材料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

**新品推广不及预期。**若新品推广不及预期，公司业绩增速将会受影响。

**行业竞争加剧风险。**复合调味品行业格局未定，若更多的企业进入，行业竞争存在加剧的风险。

**附：公司财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	1,000	1,742	3,647	3,765	4,091	
货币资金	355	676	2,452	2,490	2,714	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	5	11	8	11	15	
预付账款	14	12	20	23	29	
存货	121	98	221	294	384	
其他	505	944	945	947	950	
<b>非流动资产</b>	387	401	635	959	1,268	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	347	362	537	803	1,053	
无形资产	35	34	53	72	90	
其他	5	5	45	85	125	
<b>资产总计</b>	1,387	2,142	4,282	4,724	5,359	
<b>流动负债</b>	240	293	540	610	728	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	82	114	312	315	355	
其他	158	178	228	294	373	
<b>非流动负债</b>	8	8	8	8	8	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	8	8	8	8	8	
<b>负债合计</b>	249	300	548	617	736	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,138	1,842	3,734	4,107	4,623	
<b>负债和股东权益</b>	1,387	2,142	4,282	4,724	5,359	

**重要财务指标**

		单位:百万 元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	1,413	1,727	2,365	3,269	4,432	
同比(%)	32.6%	22.3%	36.9%	38.2%	35.6%	
归属母公司净利润	267	297	383	523	726	
同比(%)	45.0%	11.4%	29.0%	36.5%	38.8%	
毛利率(%)	39.4%	37.3%	41.1%	41.4%	41.5%	
ROE%	23.4%	16.1%	10.3%	12.7%	15.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.47	0.61	0.83	1.15	
P/E	0.00	95.32	101.52	74.37	53.57	
P/B	0.00	15.37	10.42	9.47	8.41	
EV/EBITDA	-1.18	55.45	90.33	61.99	43.32	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>营业总收入</b>	1,413	1,727	2,365	3,269	4,432	
营业成本	857	1,083	1,393	1,917	2,593	
营业税金及附加	16	15	21	29	40	
销售费用	183	241	440	588	776	
管理费用	56	64	95	131	168	
研发费用	22	26	38	52	71	
财务费用	-2	-5	-8	-25	-26	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	15	29	28	29	31	
其他	3	2	7	10	13	
<b>营业利润</b>	300	334	421.21	615	854	
营业外收支	11	13	25	0	0	
<b>利润总额</b>	311	346	447	615	854	
所得税	44	49	63	92	128	
<b>净利润</b>	267	297	383	523	726	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	267	297	383	523	726	
EBITDA	302	322	403	587	835	
EPS(当年)(元)	0.42	0.47	0.61	0.83	1.15	

**现金流量表**

		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	265	378	474	518	763	
净利润	267	297	383	523	726	
折旧摊销	23	24	26	36	51	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-15	-29	-28	-29	-31	
营运资金变动	-9	83	119	-12	17	
其它	0	2	-25	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-60	-459	-206	-331	-329	
资本支出	-24	-48	-235	-360	-360	
长期投资	-50	-439	0	0	0	
其他	14	28	28	29	31	
<b>筹资活动现金流</b>	-95	403	1,509	-150	-210	
吸收投资	0	507	217	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-95	-83	-116	-150	-210	
<b>现金流净增加额</b>	110	321	1,776	37	224	



## 研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。