

## 从“四因子”框架剖析公司的四轮周期 ——解码天味系列报告（复盘篇）

核心观点：

**如何理解公司的“弱周期波动”与“螺旋式成长”？**公司21Q1以来基本面与股价均经历了深度调整，但我们认为这仅仅是短期弱周期波动中的一个插曲，不改长期螺旋式成长的趋势，并且公司即将迎来新一轮景气周期，作出这一核心判断的理论基础是我们对过去10年发展历史的深度复盘。

**复盘：从“四因子”框架理解公司的4轮弱周期。**我们认为公司过去10年经历了4轮弱周期，而周期之间的转动主要取决于“四因子”，即需求周期、竞争周期、品类周期与渠道周期。1) **景气周期(11Q1~13Q3)**，C端消费升级背景下品类红利释放，同时竞争宽松、渠道库存良性，共同推动业绩实现持续高增。2) **调整周期(13Q4~16Q2)**，牛油事件为导火索，叠加宏观需求疲弱，引发品类、渠道、竞争周期向下共振形成连锁反应。3) **景气周期(16Q3~20Q2)**，经历2年调整后，16Q3宏观需求回暖，叠加多个大单品放量，行业竞争与渠道库存整体可控，四因子向上共振推动业绩反转，迎来长达4年的高增长。4) **调整周期(20Q3~22Q2)**，20H2高增但后续乏力，21Q2~Q4需求疲软、竞争加剧与渠道紊乱三重因素导致基本面承压，但经历了近1年的深度调整后，我们认为22Q2乐观的种子正在发芽。

**框架：从“四因子”判断拐点信号与周期节奏。**拐点信号：主要取决于本轮周期的核心因子何时迎来拐点，例如16Q3宏观需求周期见上行拐点，20Q3竞争与渠道周期见下行拐点。周期节奏：我们将每轮周期为3个阶段，其中景气周期分为复苏、繁荣、顶部，调整周期分为下行、萧条、底部。总体看，每次拐点后2~4个季度处于复苏/下行，具体时间长短取决于四因子行至何处，若四因子向上/向下共振，则将迎来繁荣/萧条，当部分因子再次转向之后则迎来顶部/底部。

**展望：预计22H2步入新一轮景气周期的复苏期。**基于“四因子”框架，我们认为22Q2市场情绪的拐点已确立，而基本面正处于第2轮调整周期的底部期，需求与渠道周期均已触底，业绩修复是主旋律；预计最早在22H2迎来上行拐点，步入新一轮景气周期的复苏期，届时业绩将环比加速修复。

**投资建议：**我们上调盈利预测，预计2022~2024年收入分别为24.47/30.74/37.57亿元，同比+20.9%/+25.6%/+22.2%；归母净利润分别为3.21/4.01/4.91亿元，同比+73.6%/+25.1%/+22.6%，EPS分别为0.41/0.53/0.65元，对应PE分别为63/51/41X，公司估值水平高于调味品行业均值，但考虑到业绩改善的确定性较强，维持“谨慎推荐”评级。

**风险提示：**动销不及预期，新品表现不及预期，竞争超预期，食品安全问题等。

### 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2025.54	2446.70	3073.58	3757.11
增长率	-14.34%	20.79%	25.62%	22.24%
归母净利润(百万元)	184.60	320.51	400.91	491.33
增长率	-49.32%	73.62%	25.09%	22.55%
摊薄EPS(元)	0.24	0.42	0.53	0.65
PE	110.56	63.42	50.70	41.37

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

天味食品(603317)

谨慎推荐(维持)

### 分析师

周颖

电话：010-80927635

邮箱：zhouying\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511090001

### 研究助理

刘光意

电话：021-20252650

邮箱：liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

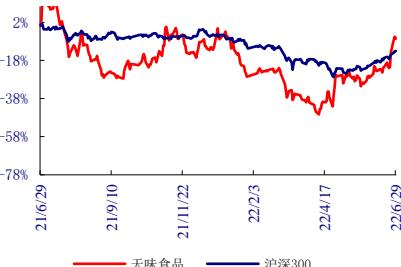
特别鸣谢 实习生李陌凡

### 市场数据

2022-06-29

A股收盘价(元)	26.7
股票代码	603317
A股一年内最高价(元)	33.75
A股一年内最低价(元)	15.29
上证指数	3,409.21
市盈率(2022E)	70.70
总股本(万股)	76,126
实际流通A股(万股)	75,418
流通A股市值(亿元)	203

### 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河饮食】公司点评报告\_天味食品：22Q1实现开门红，验证全年改善逻辑

【银河饮食】公司点评报告\_天味食品：21Q4底部好转，22年改善可期

## 目 录

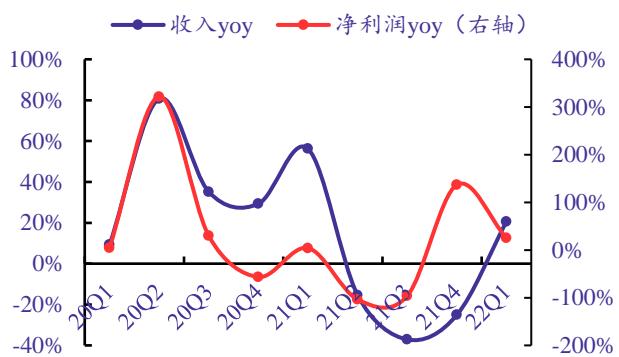
引言：如何理解“弱周期波动”与“螺旋式成长”？ .....	4
<b>一、景气周期（11Q1-13Q3）：C 端消费升级背景下品类红利释放 .....</b>	<b>6</b>
(一) 需求周期↑：C 端消费升级，B 端需求培育，复调韧性凸显 .....	6
(二) 品类周期↑：火锅底料大单品升级，中式复调品类扩张 .....	7
(三) 竞争周期→：需求大于供给，竞争相对宽松，费用战缓和 .....	8
(四) 渠道周期→：存量经销商推动收入增长，费用投放熨平库存波动 .....	9
(五) 周期节奏：12Q1 步入繁荣期，13Q1 步入顶部期 .....	9
<b>二、调整周期（13Q4-16Q2）：宏观需求疲弱引发连锁效应 .....</b>	<b>11</b>
(一) 需求周期↓：多项宏观指标下行叠加牛油事件冲击 .....	11
(二) 品类周期↓：逆势扩品类与升级难度较大 .....	12
(三) 竞争周期↓：企业数量加速增长，费用投放力度加大 .....	13
(四) 渠道周期↓：经销商数量小幅增加，高费用投放对冲库存压力 .....	13
(五) 周期节奏：13Q4 迎下行拐点，14Q3 步入萧条期，16Q1 步入底部期 .....	14
<b>三、景气周期（16Q3-20Q2）：四因子共振推动业绩反转 .....</b>	<b>16</b>
(一) 需求周期↑：本轮景气周期的第一推动力 .....	16
(二) 品类周期↑：产品升级扩张恰逢消费春天 .....	17
(三) 竞争周期↑：新进入者数量放缓，费用投放力度减弱 .....	19
(四) 渠道周期↑：库存水平总体良性，渠道加速扩张与下沉 .....	19
(五) 周期节奏：16Q3 步入复苏期，19Q4 步入繁荣期，20Q1 步入顶部期 .....	20
<b>四、调整周期（20Q3-22Q2）：竞争加剧，渠道紊乱，需求疲弱 .....</b>	<b>22</b>
(一) 需求周期↓：疫情放大不确定性，复调 C 端韧性凸显 .....	22
(二) 品类周期→：新品推出节奏放缓，存量产品改良式升级 .....	23
(三) 竞争周期↓：增量企业加快布局，存量企业费用战升温 .....	24
(四) 渠道周期↓：招商速度过快，渠道备货激进，销售组织调整 .....	24
(五) 周期节奏：20Q3 迎下行拐点，21Q2 步入萧条期，21Q4 步入底部期 .....	25
<b>五、总结：再论“四因子”——公司基本面中期跟踪框架 .....</b>	<b>27</b>
(一) 框架要点：4 轮周期、3 个阶段、4 个因子 .....	27
(二) 拐点信号：核心因子是最重要的观测变量 .....	28
(三) 周期节奏：取决于“四因子”行至何处 .....	28
<b>六、估值复盘：远期空间决定 PE 中枢维持在 60 倍 .....</b>	<b>29</b>
<b>七、盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>30</b>
<b>八、风险提示 .....</b>	<b>31</b>

## 引言：如何理解“弱周期波动”与“螺旋式成长”？

公司2019年上市至今，业绩经历了从高速增长到深度调整的过程，对应股价亦有较大幅度的波动，尤其是2021Q2以来股价下修明显，这也导致部分投资者担心公司需求与业绩增长的持续性。

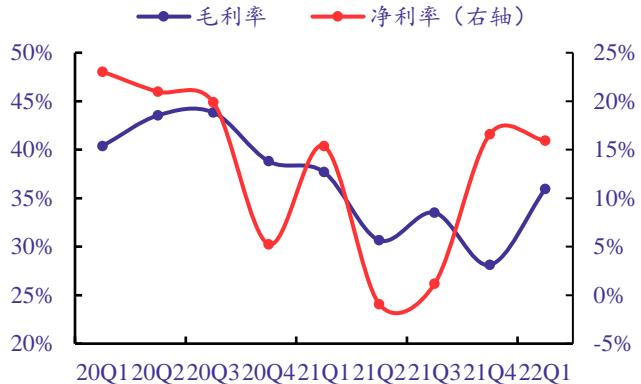
但实际上，我们认为2021年以来的调整仅仅是中短期的周期性波动，主要系复调的可选属性与季节性消费特征决定。长期来看复调仍然属于长青行业，顺应C端家庭小型化、B端餐饮工业化的社会趋势，未来将呈现螺旋式成长的特征。

图1：2020Q1以来业绩增速经历较大幅度波动



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：2020Q1以来盈利能力经历较大幅度波动



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

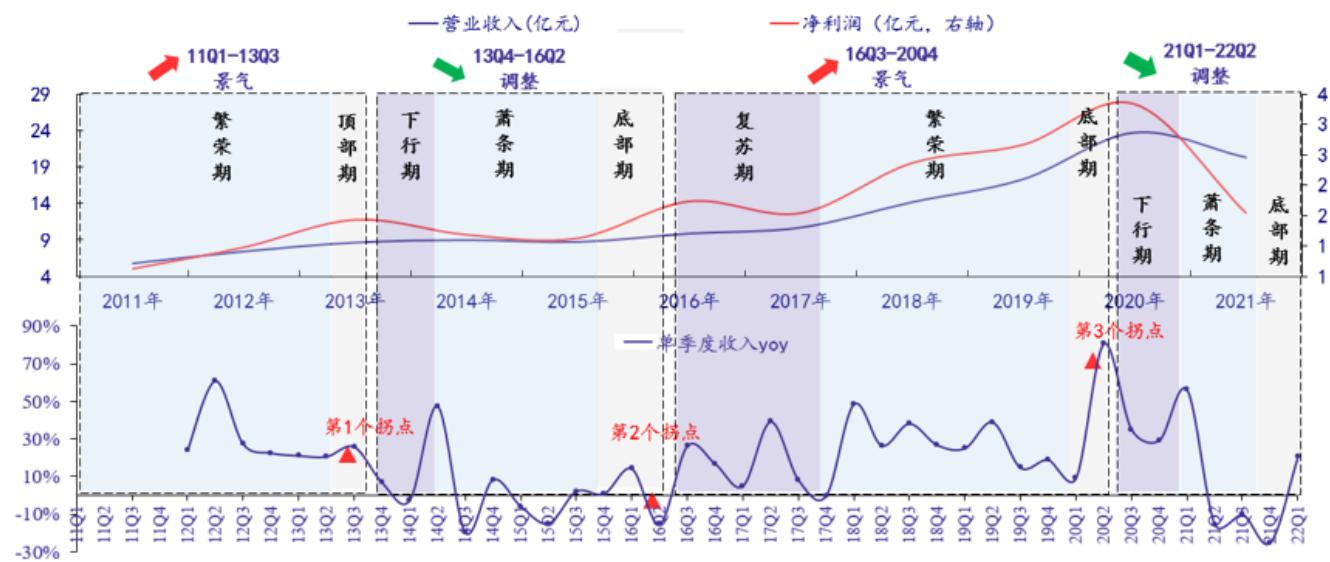
图3：天味食品上市以来经历了较大股价波动（2019年4月至2022年6月）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

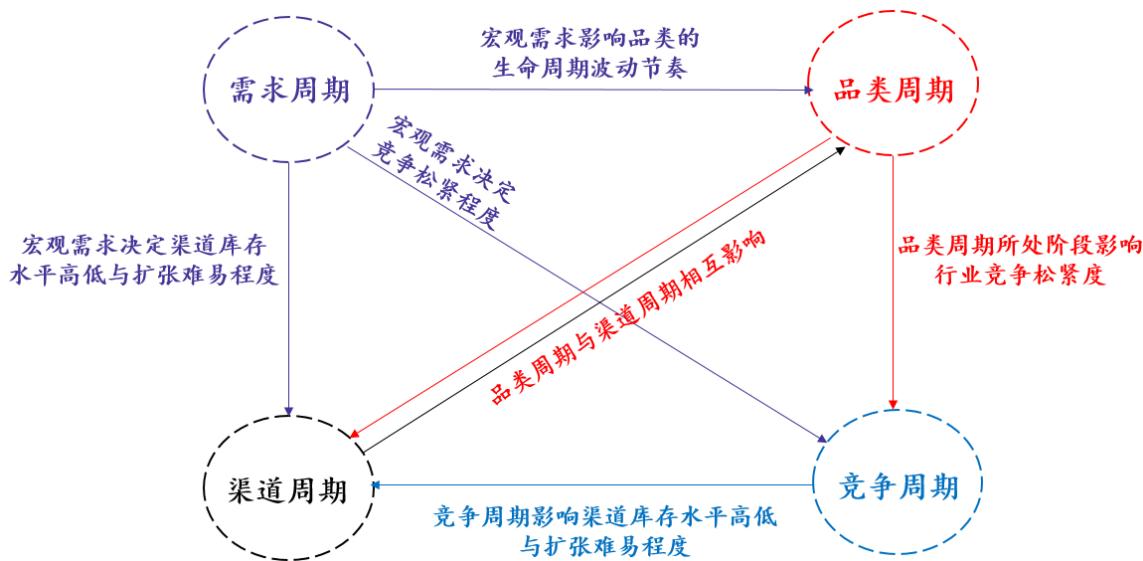
基于公司中短期弱周期波动的特征，我们深度复盘了公司过去十年的发展历程，总结出一套新四因子分析框架：2010年至今公司经历了4轮大周期，每轮周期内部根据节奏可划分为3个阶段，而决定周期节奏与拐点的是四个因子(需求周期、竞争周期、品类周期与渠道周期)，并且4个因子之间亦互相作用。

图 4：公司过去 10 年发展历史呈现出明显的弱周期波动与螺旋式成长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 5：从“四因子”框架理解公司的基本面波动

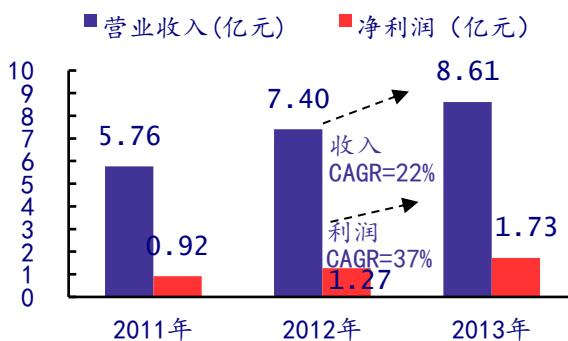


资料来源：中国银河证券研究院

## 一、景气周期（11Q1-13Q3）：C 端消费升级背景下品类红利释放

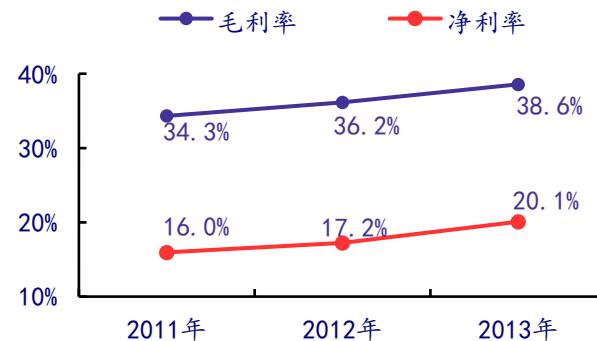
11Q1-13Q3，公司迎来第一轮景气周期，2011 至 2013 年收入/利润 CAGR 分别为 22%/37%，对应毛利率/净利率分别提升 4.3/4.1pct。我们认为本轮高增主要得益于需求周期与品类周期向上共振，即 C 端消费升级背景下品类红利释放，同时竞争周期与渠道周期节奏相对平稳，即竞争格局相对宽松且渠道库存处于良性水平。

图 6：收入端与利润端均保持较高增速（2011-2013 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 7：盈利能力持续改善（2011-2013 年）

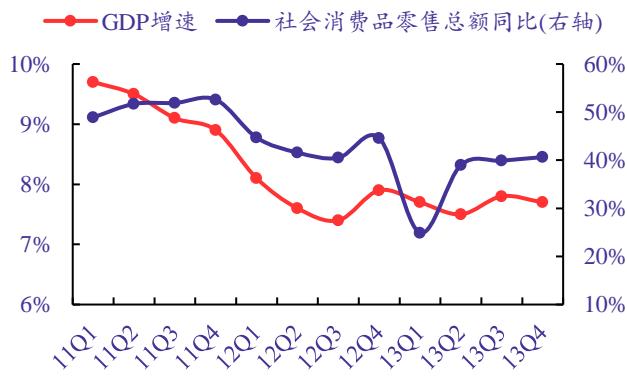


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （一）需求周期↑：C 端消费升级，B 端需求培育，复调韧性凸显

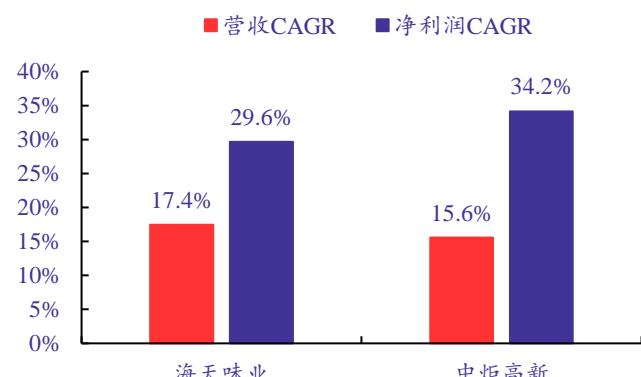
宏观需求较为疲弱，但复合调味品韧性更强。整体看，2012 年以来消费需求承压，反映在宏观指标为 GDP 增速、餐饮收入增速下降，分别由 12Q1 的 12%/13% 下降至 13Q2 的 9%/9%。与宏观经济强相关的白酒、高端餐饮等行业受损明显，但复合调味品、酱油等波动较小，需求韧性更强，我们认为主要得益于大众消费品从低端向中端结构升级，一方面系城镇化推动 C 端消费升级（包装火锅底料替代传统手工炒制），另一方面“打击三公消费”后大众餐饮受益（火锅餐饮兴起从而带动 C 端消费习惯）。

图 8：整体宏观需求环境较为疲弱（2011-2013 年）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 9：调味品在 2012-2013 年间收入端受宏观经济的影响较小

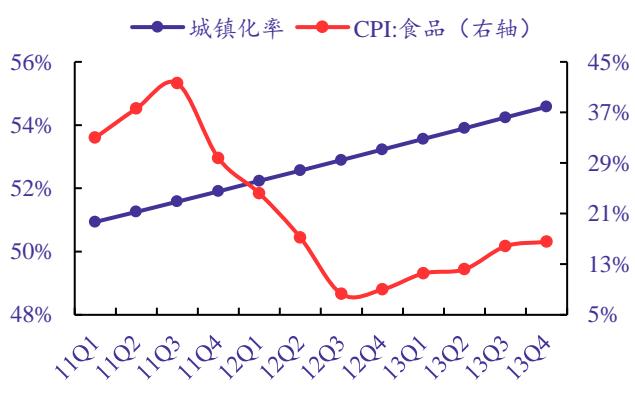


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**原因一：城镇化水平提升，推动 C 端消费升级。**虽然整体消费相对疲弱，但内部结构分化明显，城镇化水平逐步提升，2011 至 2012 年间城镇化率从 51% 提升至 54%，因此推动大众消费开始从低端向中端结构升级。在此背景下，调味品行业亦呈现产品升级的趋势，例如 2012 年前后酱油低档产品增速约 2.5%，中档产品增速约 15%，高档产品增速保持在 30% 以上。在此背景下，包装火锅底料替代传统手工炒制。

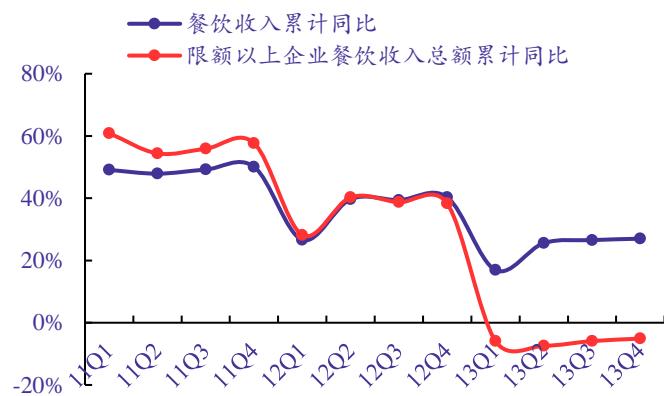
**原因二：“打击三公消费”，大众餐饮受益，培育 C 端消费习惯。**2012Q4，中央出台三公消费禁令，严格控制“三公”经费，对高端餐饮造成较大打击，规模以上餐饮收入增速由 12Q1 的 38% 下降至 13Q2 的 -7%，并拖累整体餐饮市场需求，导致社零总额餐饮收入增速由 12Q1 的 13% 下降至 13Q2 的 9%。本轮事件冲击后行业发生结构性变革，加快了餐饮市场向大众消费转型。而火锅餐饮属于最为典型的大众餐饮模式，B 端的兴起进而带动 C 端消费习惯。

图 10：城镇化水平提升推动 C 端消费升级



资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

图 11：三公消费打击高端餐饮需求但大众餐饮受益



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

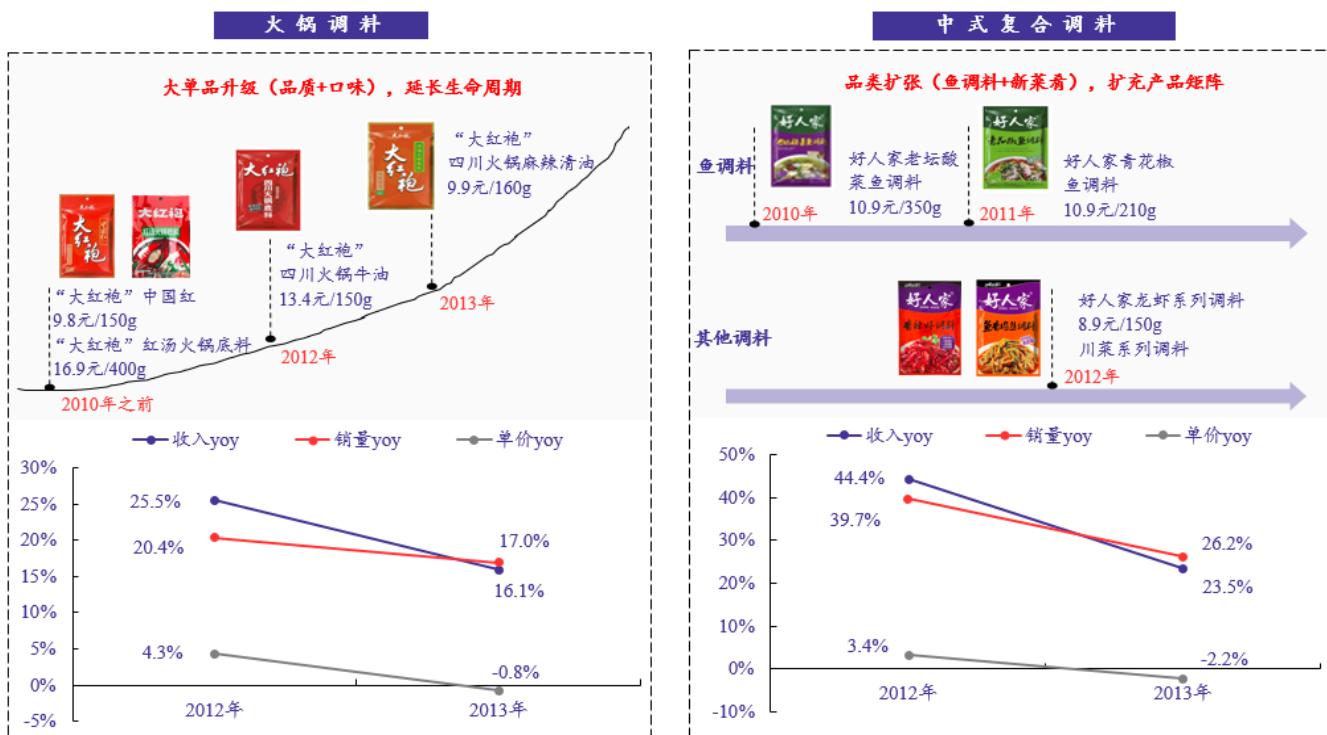
## (二) 品类周期↑：火锅底料大单品升级，中式复调品类扩张

**火锅底料：大单品升级（品质+口味），延长生命周期。**公司围绕核心大单品“大红袍”红汤火锅底料，2012-2013 年相继推出“大红袍”四川火锅底料牛油口味、麻辣清油口味，均为中端产品。一方面，顺应宏观消费升级的趋势（前文详细论述），补充中端价格带产品，通过品质升级巩固公司的产品力与品牌力；另一方面，针对北方消费群体，通过口味改良（例如清油）突破区域限制，延长大单品生命周期，最终推动 2012-2013 年火锅调料收入快速放量。

**中式复调：品类扩张（鱼调料+新菜肴），扩充产品矩阵。**一方面，2010 年公司创造性地推出老坛酸菜鱼调料这一战略大单品，2011 年在此基础上继续推出青花椒口味夯实鱼调料竞争力。另一方面，2012 年通过推出新式菜肴扩充产品矩阵，包括凤爪泡料、香辣虾调料等。

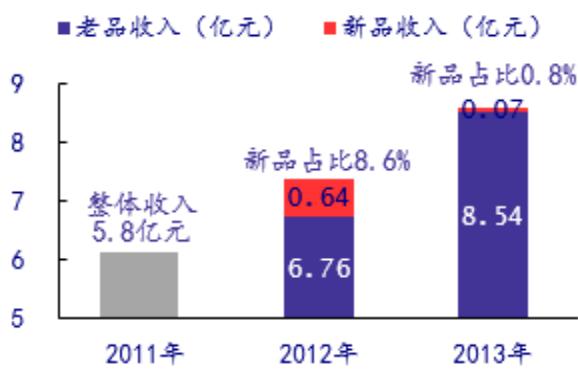
**品类周期向上，推动收入端高增，盈利能力改善。**在宏观消费升级的背景下，公司大单品升级与品类扩张逻辑较为顺畅，市场需求接受度较高，表现为核心市场高增的同时新兴市场加速扩张。一方面推动收入端高增，2012/2013 年分别同比 +28%/16%，其中 2012 年新品收入占比约 8.7%，2013 年环比下降判断主要系 13Q4 受牛油供给冲击，实际上 12Q1-13Q3 收入端增速均维持在 20% 以上；另一方面高毛利率的中端产品占比提升，推动 2012 年毛利率同比 +1.9pct，对应净利率同比 +1.2pct。

图 12：火锅调料、中式复合调料的品类周期演变情况（2011-2013 年）



资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

图 13：2012 年新品对收入增长有较为显著的拉动力用



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 14：2012 年新品推动盈利能力改善



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

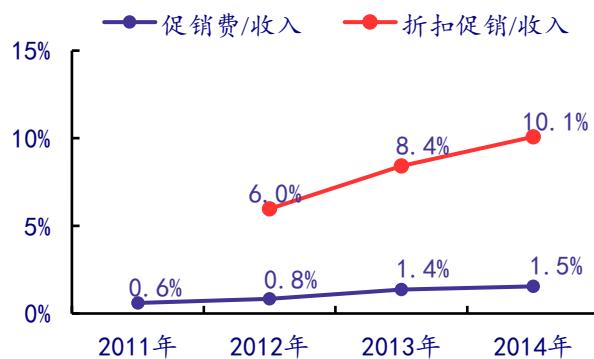
### （三）竞争周期→：需求大于供给，竞争相对宽松，费用战缓和

**新企业增多：**行业高景气度吸引越来越多参与者，2011至2013年间火锅调料新增企业数量增速维持在20%至60%，但总体来看行业处于成长初期，增量竞争大于存量竞争。

**费用战缓和：**2011至2013年间，公司促销费/收入比重从0.6%提升至1.5%，折扣促销/收入比重从6%提升至10.1%，当然部分费用增加的原因在于推广新品。

**图 15：火锅调料新注册企业增加（2010-2015 年）**


资料来源：企查查，中国银河证券研究院

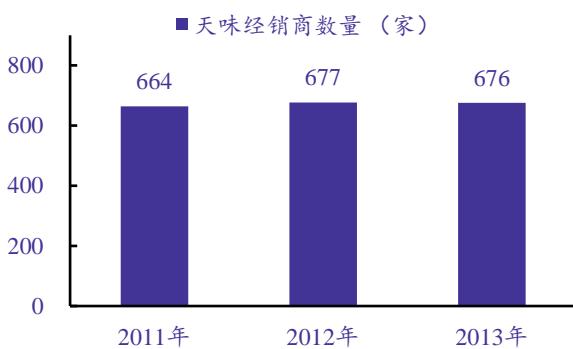
**图 16：2013 年费用投放力度略有加大**


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

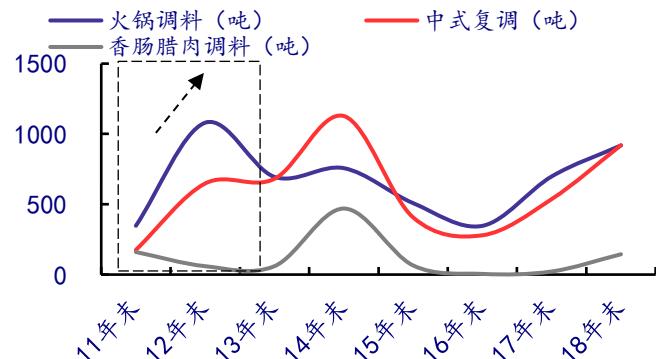
#### （四）渠道周期→：存量经销商推动收入增长，费用投放熨平库存波动

**存量经销商推动收入增长：**公司在这一阶段并未通过快速招商拉动收入增长，而是通过扩大铺设品类、大单品升级、优化现有经销商来实现收入扩张，反映为 2011-2013 年经销商数量仅从 664 家增加到 676 家，但单个经销商贡献收入明显增多。

**费用投放熨平库存波动：**2012 年公司顺周期进行大单品升级与品类扩张，同时战略性提价，因此渠道积极备货，但亦导致 2012 年末库存边际走高（部分原因系 2013 年春节较晚导致渠道备货时间延迟）。对此，公司在 2013 年加大费用投放以控制库存的相对良性，2013 年末火锅调料/中式复调产成品库存量同比下降或基本持平。

**图 17：经销商数量变化较小（2011-2013 年）**


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

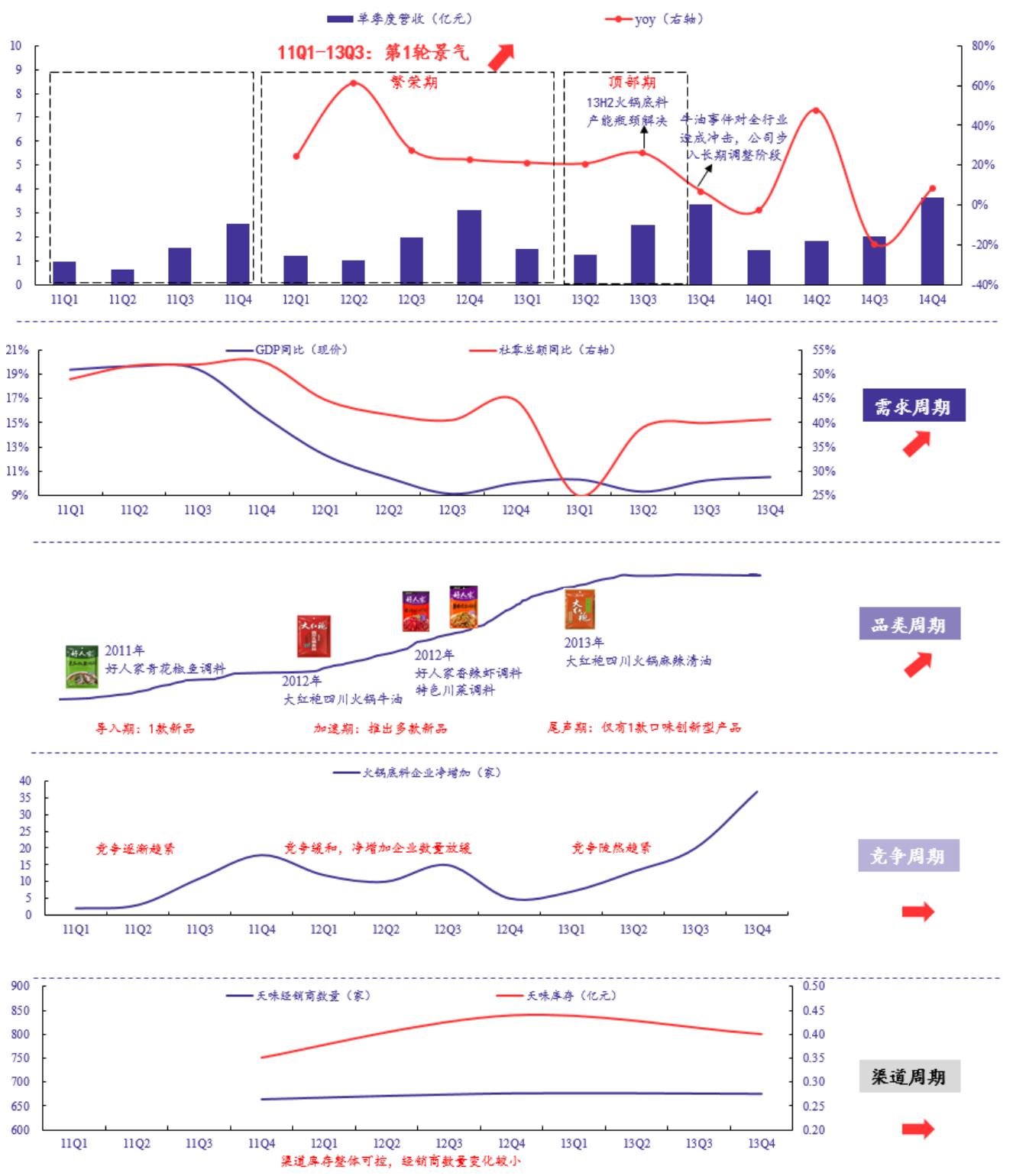
**图 18：库存量（产成品）波动可控（2011-2013 年）**


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### （五）周期节奏：12Q1 步入繁荣期，13Q1 步入顶部期

2011 至 2013 年，宏观需求 C 端升级与 B 端转移，为产品升级与品类扩张营造了良好的宏观环境，恰好 2012 年成本压力驱动提价与消费升级共振，同时公司通过加大费用投放帮助提价传导与新品推广，13H1 抑制住渠道库存边际提升的趋势，最终推动公司迎来量价齐升，12Q1-13Q3 连续 7 个季度收入端维持 20% 以上的增速，同时 2011 至 2013 年净利率提升 4.1pct。

图 19：第一轮景气周期节奏总结（11Q1-13Q3）

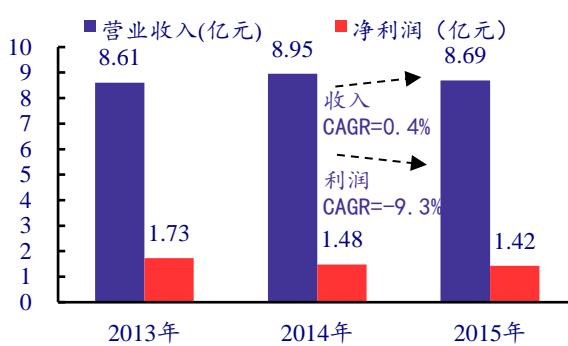


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、调整周期（13Q4-16Q2）：宏观需求疲弱引发连锁效应

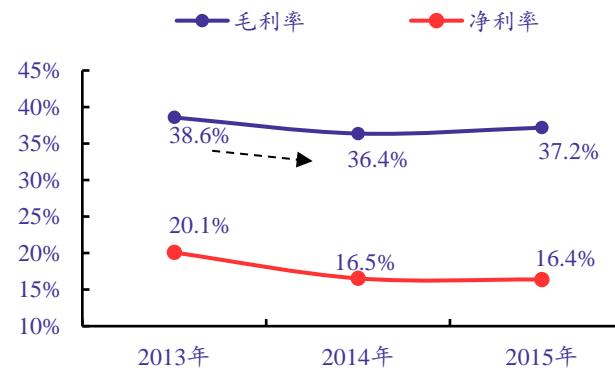
13Q4-16Q2 公司业绩步入调整阶段，2014-2015 年收入/利润 CAGR 分别为 0.4%/-9.3%，毛利率/净利率分别下降 1.4/3.7pct。我们认为本轮调整主要归因于宏观需求疲弱，叠加牛油事件冲击，引发品类周期、渠道周期、竞争周期向下共振发生连锁反应。

图 20：收入端与利润端均增长乏力（2013-2015 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 21：盈利能力持续改善（2013-2015 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

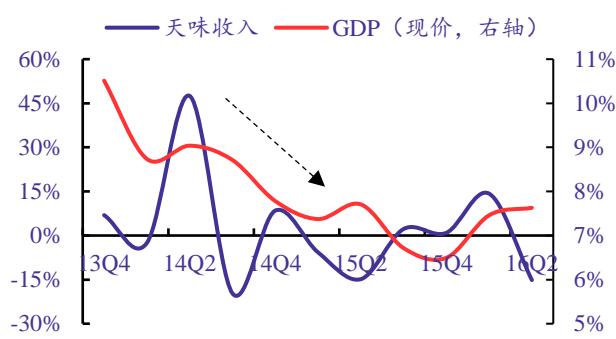
### （一）需求周期↓：多项宏观指标下行叠加牛油事件冲击

本轮需求周期下行主要由牛油事件引发，同时宏观需求疲弱加剧了下行的趋势。

**牛油事件冲击：**2013 年 5 月，牛油生产商金安食品因“毒牛油”问题被查封，其作为多家火锅调料企业的供应商，对行业造成较大冲击，导致 13Q4 至 14Q4 终端消费与渠道备货均受到负面影响。需要指出的是此事件为行业系统性风险，实际上天味的产品质量并无问题，有食品监管局与法院的权威文件背书。

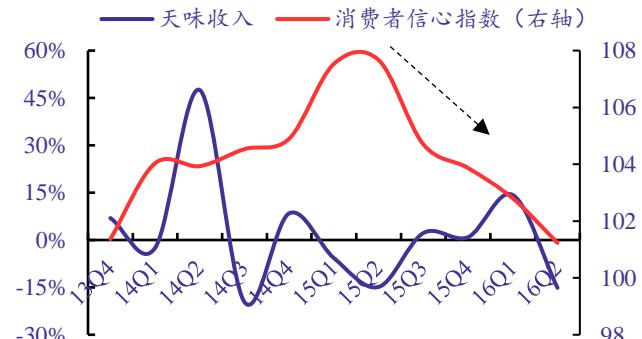
**多项宏观指标下行：**消费需求在这一阶段持续承压，反映在宏观指标上，14Q2 以来 GDP 增速不断放缓，15Q2 以来消费者信心指数持续下滑，公司产品具备可选消费属性，因此在终端动销与产品升级节奏上受到一定冲击。

图 22：单季度收入增速与 GDP 增速（13Q4-16Q2）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 23：单季度收入增速与消费者信心指数（13Q4-16Q2）



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

**表 1：牛油事件时间线索梳理**

时间	事件进展
2013 年 5 月	安顺市公安局依法对金安公司搜查并查封，公司自 2013 年 6 月起停止向金安公司采购食用牛油至今。
2014 年 5 月	安顺市人民检察院提起公诉，指控金安公司犯有生产、销售有毒、有害食品罪。
2015 年 5 月	双流县食品药品监督管理局出具《证明》：天味食品产品不存在不符合食品安全标准的情形。
2017 年 2 月	四川食品监督稽查总队召开论证会：天味使用金安公司供应的牛油为原料生产的产品不属于不安全食品。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

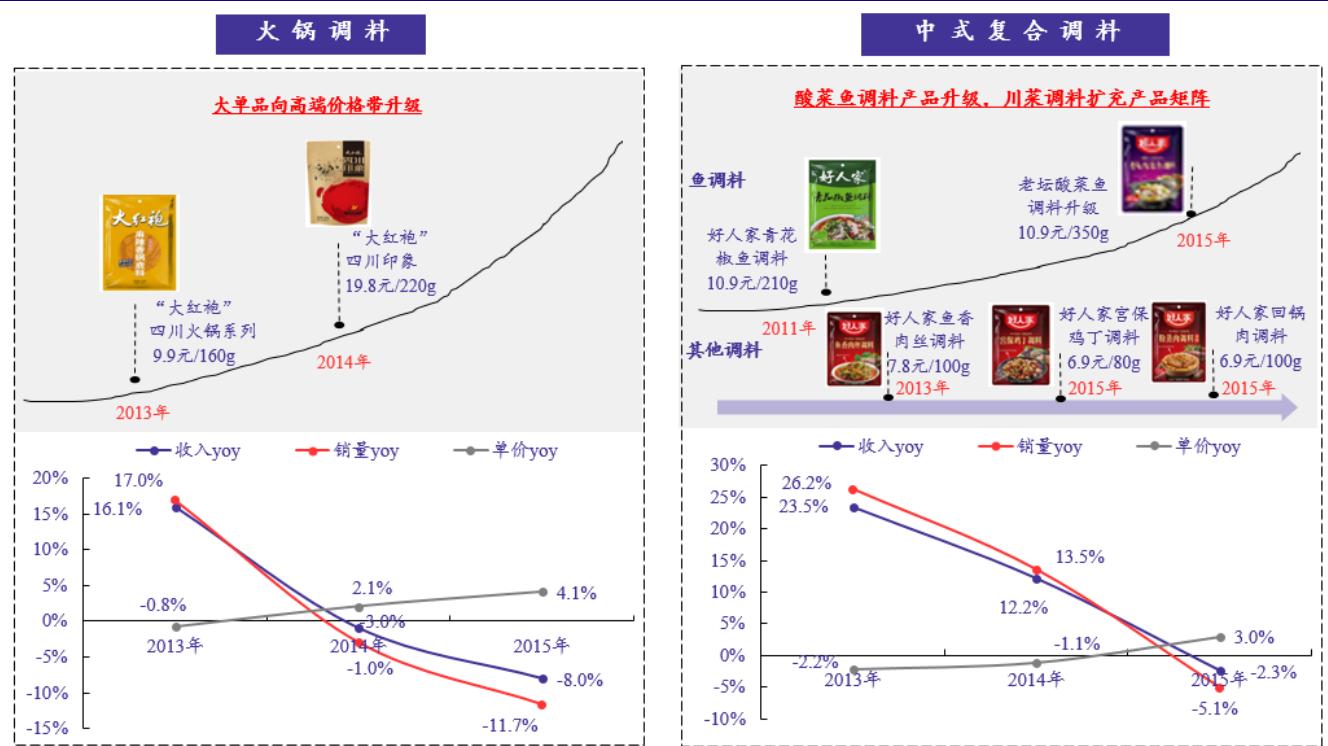
## (二) 品类周期↓：逆势扩品类与升级难度较大

行业系统性事件冲击叠加宏观需求疲软的背景下，公司逆势进行品类升级的阻力较大，新品对收入拉动作用不明显，但仍不断打磨产品力，积累多个潜力大单品研发项目。

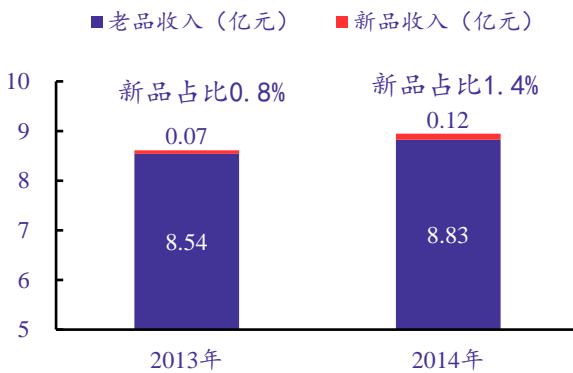
**火锅底料：**大单品向高端价格带延展。2014 年，公司延续此前大单品升级战略，推出高端定位的大红袍“四川印象”火锅底料，主打品质提升与包装差异化。

**中式复调：**酸菜鱼调料产品升级，川菜调料扩充产品矩阵。一方面，2015 年公司对老坛酸菜鱼调料进行升级，通过自产酸菜实现产品口味的稳定性，延长产品生命周期。另一方面，继续扩充川菜系列产品矩阵，推出宫保鸡丁、鱼香肉丝、回锅肉调料等。

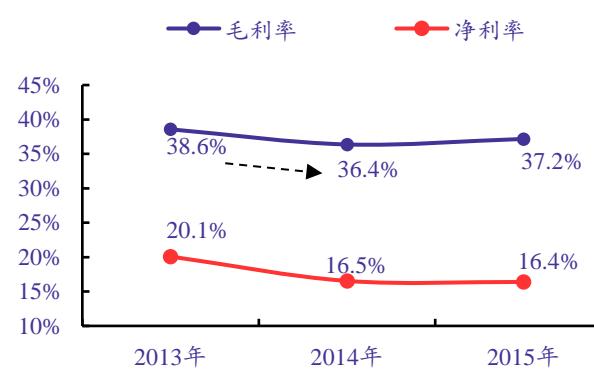
品类周期向下，新品对收入拉动作用较小。2014 至 2015 年，虽然公司加大线下费用投放力度，但逆需求周期进行品类升级的难度较大，2014 年新品收入占比仅 1.4%，业绩增长乏力。

**图 24：火锅调料、中式复调的品类周期演变情况（2014 至 2015 年）**


资料来源：国家统计局，Wind，中国银河证券研究院

**图 25：新品对收入增长拉动乏力（2013-2015 年）**


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**图 26：新品难以推动盈利能力改善（2013-2015 年）**


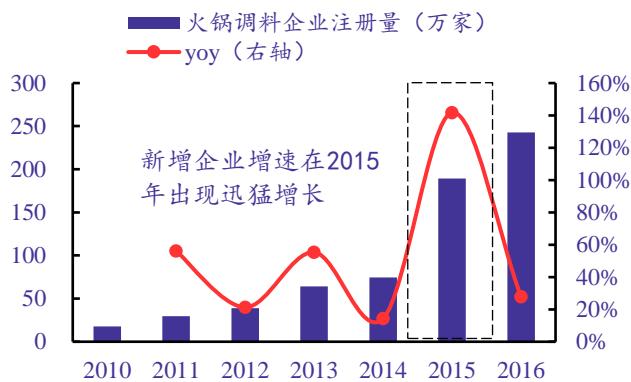
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### (三) 竞争周期↓：企业数量加速增长，费用投放力度加大

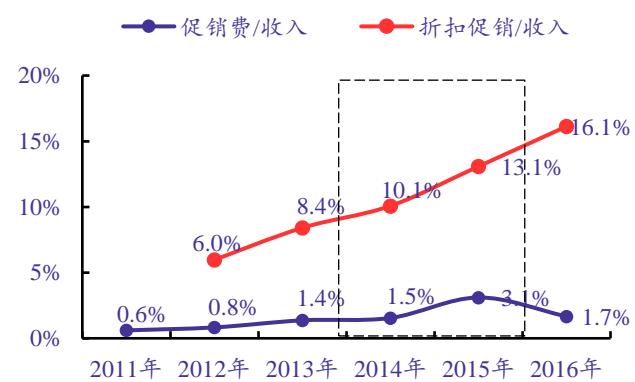
在宏观需求疲软的带动下，行业竞争趋紧，公司基本面步入下行周期。

**新入局者数量加速增长：**2014 年火锅调料新注册企业数量同比增长 20%，2015 年则加速至 140%，行业需求虽然向下，但传导到竞争端的过程中存在滞后性，导致行业存量竞争特征大于增量竞争。

**费用投放力度持续加大：**2013 至 2015 年间，公司促销费/收入比重从 0.8% 提升至 1.5%，折扣促销/收入比重从 8.4% 提升至 13.1%，主要系需求疲软的背景下拉动终端动销+去化渠道库存+推广新品。

**图 27：火锅调料新注册企业增加（2010-2016 年）**


资料来源：企查查，中国银河证券研究院

**图 28：费用投放力度显著加大（2011-2016 年）**


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### (四) 渠道周期↓：经销商数量小幅增加，高费用投放对冲库存压力

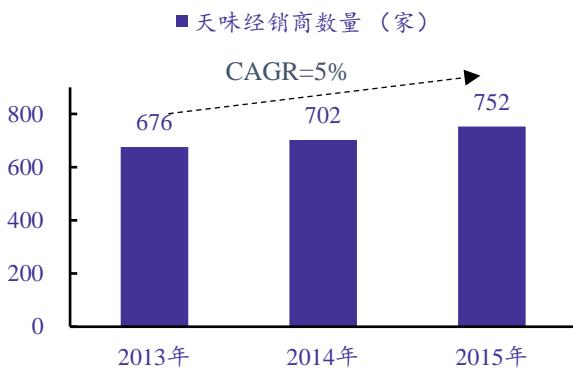
在多个外部负面因素冲击下，渠道端存在阶段性的压力，但在公司主动控制发货节奏与投放费用的帮助下，部分平滑了渠道端的波动。

**经销商数量小幅增加：**在宏观需求疲弱与牛油事件冲击的背景下，公司逆势进行渠道扩张，反映为 2013-2015 年经销商数量从 676 家增加至 752 家，对应 CAGR 为 5%，但由于大环境萧条

以及新品高端化不畅，实际并未推动收入提速增长。

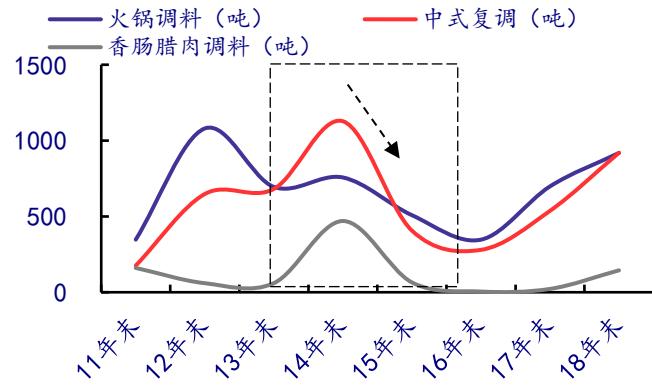
**高费用投放助力库存回落：**牛油事件冲击与宏观需求疲软导致库存风险增加，2014年末，火锅调料/中式复调/香肠腊肉调料库存量分别同比+9%/66%/686%，中式复调存货增幅较大，部分原因在于新增产能较多。对此，公司在2014至2015年持续加大费用投放力度帮助去化库存，最终2015年末企业库存明显回落，火锅调料/中式复调产成品库存量分别同比-33%/64%/86%。

图 29：经销商数量小幅增加（2014-2015年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 30：库存量（产成品）先走高再回落（2014-2016年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （五）周期节奏：13Q4 迎下行拐点，14Q3 步入萧条期，16Q1 步入底部期

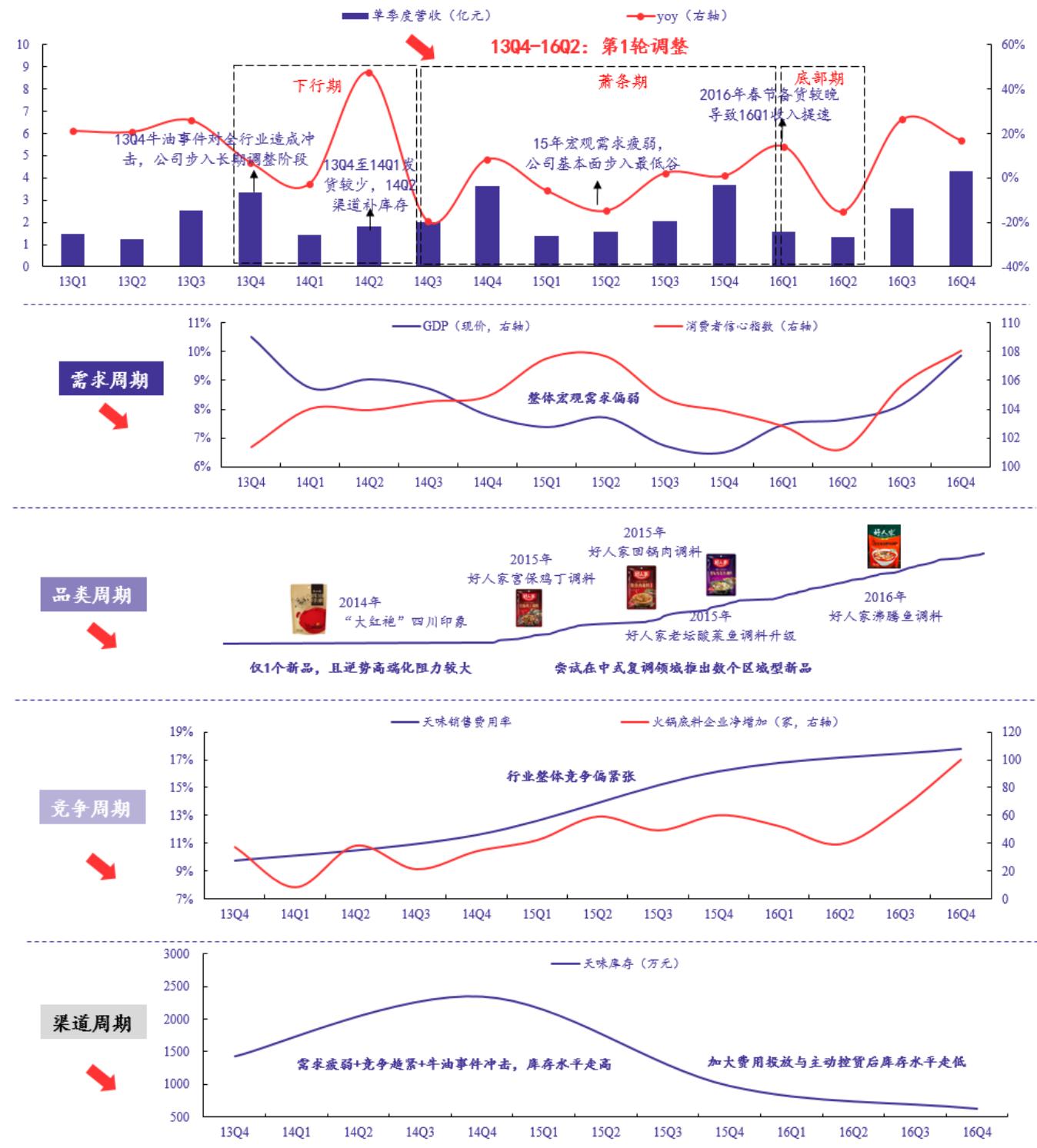
我们认为本轮调整周期的决定性因素是需求疲弱，从演绎节奏来看亦可划分为3个阶段，具体如下：

**下行期（13Q4~14Q2）：**2013Q4以来，“毒牛油”事件叠加宏观消费疲弱导致需求周期下行，公司发货节奏受到影响，反映为13Q4~14Q1连续2个季度收入增速下降，虽然14Q1渠道补库存带来短期收入高增，但难掩周期下行趋势。

**萧条期（14Q3~15Q4）：**14Q3宏观需求进一步下探以及毒牛油事件风险仍存，引发行业竞争逻辑由增量竞争切换为存量竞争，同时公司逆势推出高端化火锅底料“四川印象”，进一步增加了渠道库存上升的风险，四重压力叠加之下，最终公司通过显著加大费用投放力度以熨平周期波动，但也加大了业绩压力，在报表端则反映为14Q3~15Q4单季度收入增速长期落于10%以下，2014-2015年净利率下降3.7pct。

**底部期（16Q1~16Q2）：**经历了1年多的调整，渠道库存水平在15年底达到历史低位，16Q1春节备货较晚导致收入环比提速增长，但16Q2又经历了一次季度性的去库存工作。

图 31：第一轮调整周期节奏总结（13Q4-16Q2）



资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

### 三、景气周期（16Q3-20Q2）：四因子共振推动业绩反转

经过2年半的调整之后，16Q3-20Q4公司迎来第2轮景气周期，并且持续时间长达4年，2015至2020年收入/利润CAGR分别为22%/21%，毛利率提升4.3pct。我们认为本轮高增长主要得益于需求、品类、竞争、渠道四因子在16Q3齐齐向上共振，推动公司迎来业绩反转。

图32：收入端与利润端回归高增态势（2016-2020年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图33：盈利能力步入改善通道（2015-2020年）

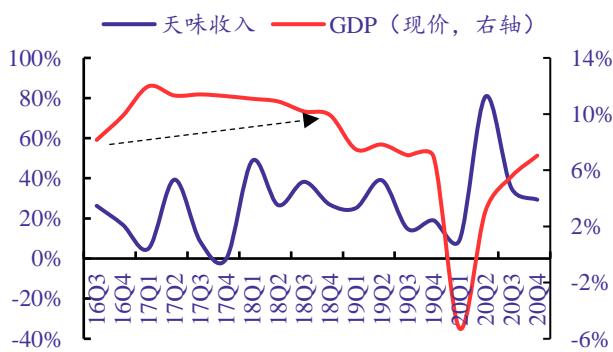


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### （一）需求周期↑：本轮景气周期的第一推动力

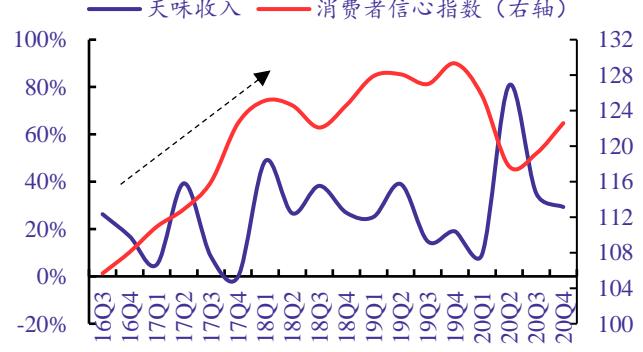
16Q3至2018年宏观需求向好，为公司基本面反转营造良好大环境。从宏观维度来看，受益于棚改货币化等因素，16Q3以来国内消费迎来显著复苏，反映在宏观指标为GDP提速增长、消费者信心指数迎来向上拐点，这些指标的趋势亦与公司收入增速较为吻合。

图34：单季度收入增速与GDP增速（16Q3-20Q4）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图35：单季度收入增速与消费者信心指数（16Q3-20Q4）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2016年公司开拓大B业务，恰好遇上限额以上餐饮加速增长。公司在2016年开始重视大B端发展，单独成立定制餐调事业部，恰好16Q3餐饮行业需求迎来加速增长，16年8月至17年6月，限额以上餐饮收入yoY从4.4%提升至11%。

2020H1疫情刺激居家消费，拉动终端动销与渠道备货积极性。2020H1，虽然疫情反复导



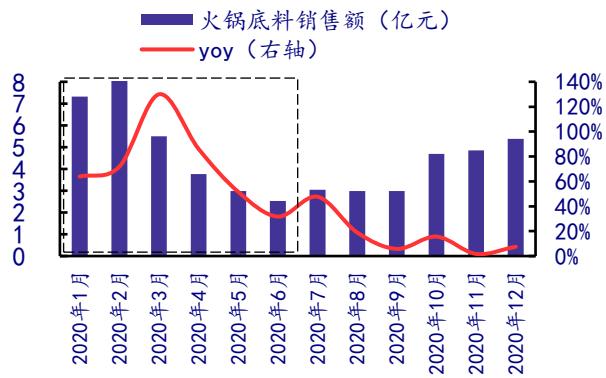
致宏观需求疲软，消费者信心指数波动较大，但是公司产品以C端为主，受益于居家消费刺激商超渠道动销与备货，收入端实现逆势高增。

图 36：限额以上餐饮收入在 16H2 至 17H1 显著加速增长



资料来源：Wind, 国家统计局, 中国银河证券研究院

图 37：2020H1 居家消费刺激火锅调料终端动销（商超渠道）



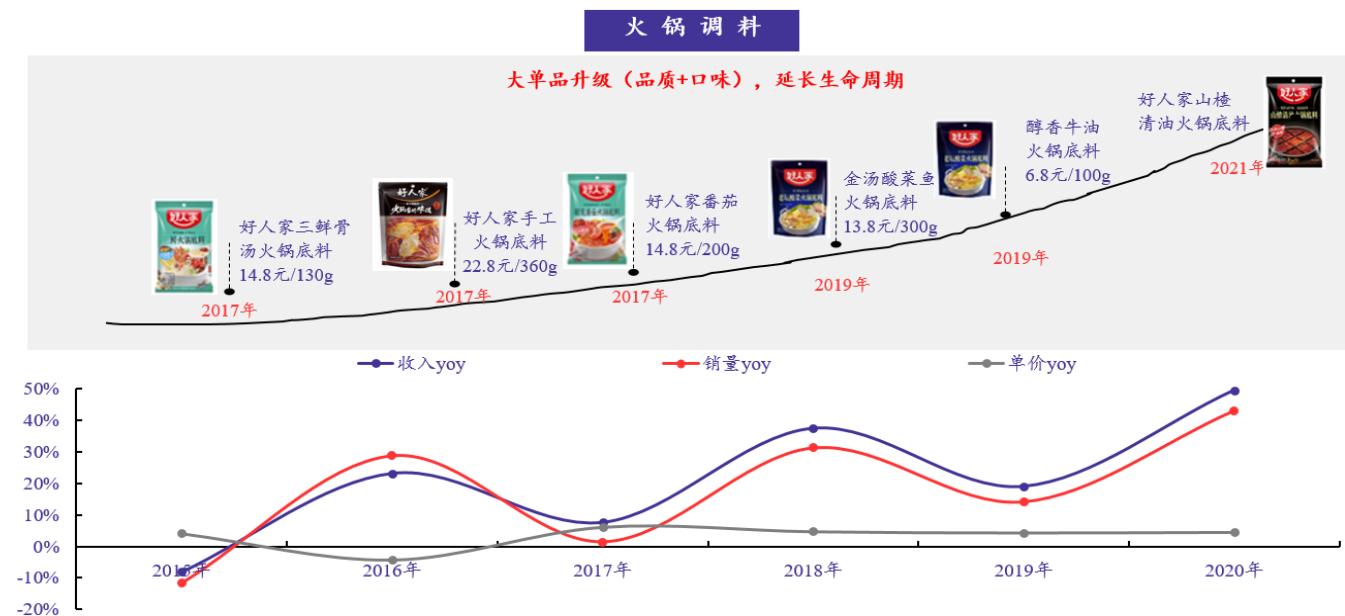
资料来源：全国连锁店超市信息网, 中国银河证券研究院

## (二) 品类周期↑：产品升级扩张恰逢消费春天

宏观需求复苏+前期研发项目产品力较强+加大费用投放，公司顺周期进行品类升级与扩张较为顺利，新品对收入拉动作用明显，同时毛利率亦有改善。

**火锅底料：战略性大单品手工火锅底料快速放量。**2017年，公司紧紧抓住行业品类升级趋势，推出定位高端的手工牛油火锅底料，同时使用更贴合家庭餐桌消费概念的“好人家”品牌。2018-2020年又相继推出特辣口味、分块小包装的手工火锅底料，延长产品生命周期，以及推出番茄、菌汤、骨汤等非辣口味，持续开发新消费群体、缩小口味差异化带来的区域扩张难度。

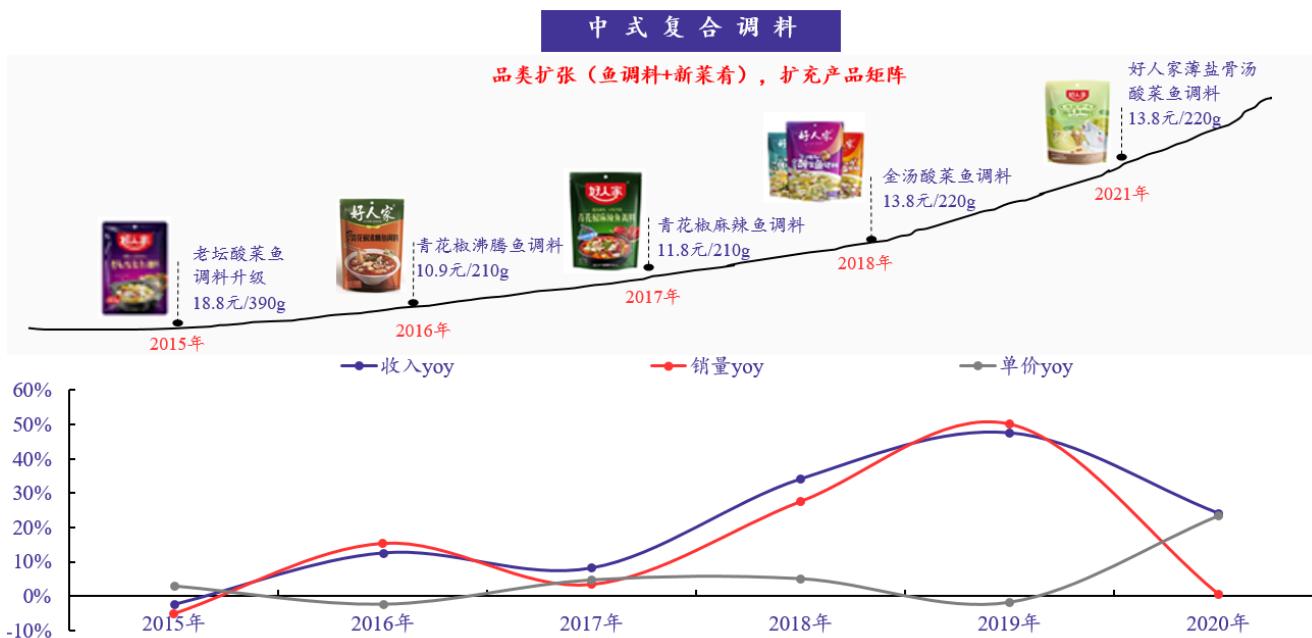
图 38：品类周期演变表现为火锅底料纵向升级



资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

**中式复调：**鱼调料持续升级，推出潜力大单品小龙虾调料。1) 升级：2016至2021年，实现酸菜鱼调料的三次迭代：老坛→金汤（18年）→薄盐骨汤（21年），品质升级且价格提高。2) 裂变：鱼调料根据餐饮市场趋势紧抓新口味，推出沸腾鱼、麻辣鱼（青花椒、泡椒、藤椒口味）。3) 扩张：不再局限于川菜系列，向整个中式复调扩张，推出大盘鸡、粉蒸排骨调料等大众菜品，同时也紧抓新消费爆款，2017年推出的小龙虾逐渐培育为又一潜力大单品。

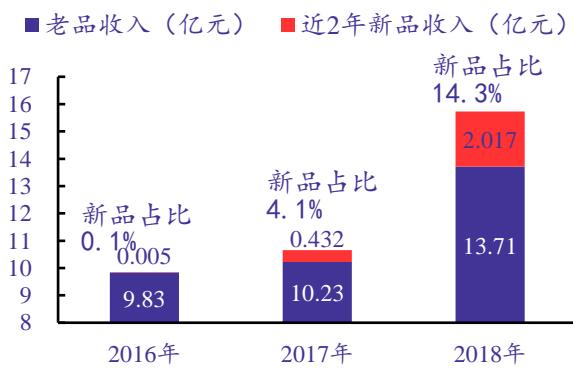
图 39：品类周期演变表现为中式复调纵向升级、品类裂变



资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

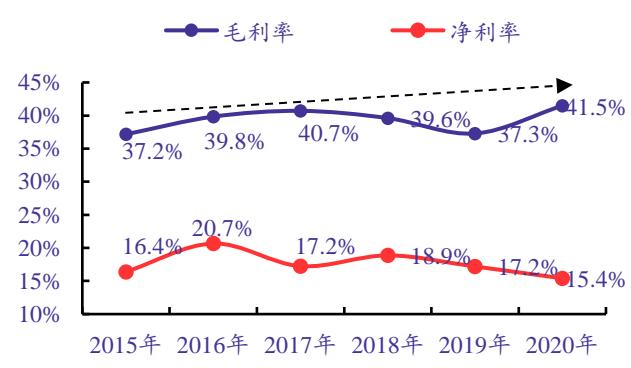
**品类周期向上，新品放量推动业绩增长。**2016至2018年，新品收入从50万元增加至2亿元，对应收入占比从0.1%提升至14%；向高端升级后盈利能力亦有改善，2016至2020年，毛利率从39.8%提升至41.5%，而净利率下滑主要系原料价格与广告费用扰动。

图 40：新品拉动收入增长（2016-2018年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 41：新品推动盈利能力改善（2016-2020年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

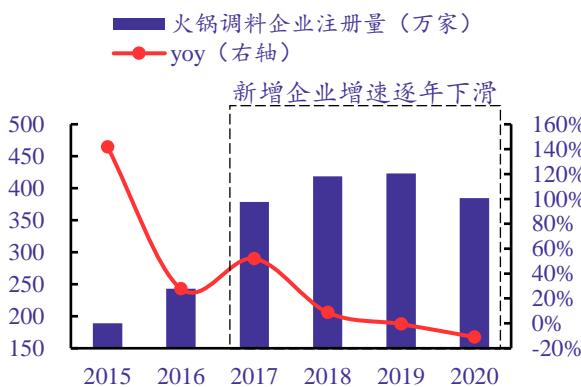
### (三) 竞争周期↑：新进入者数量放缓，费用投放力度减弱

受益于宏观需求复苏，行业由存量竞争切换为增量竞争，叠加一轮洗牌，竞争整体趋缓，推动16Q3-20Q2竞争周期趋势向好，但20Q2已有边际趋紧的迹象。

**新进入者数量边际放缓：**在经历了此前的供给出清后，2016年至2018年间，行业新进入者态度更为谨慎，表现为火锅调料新注册企业数量增速从28%下降至9%。

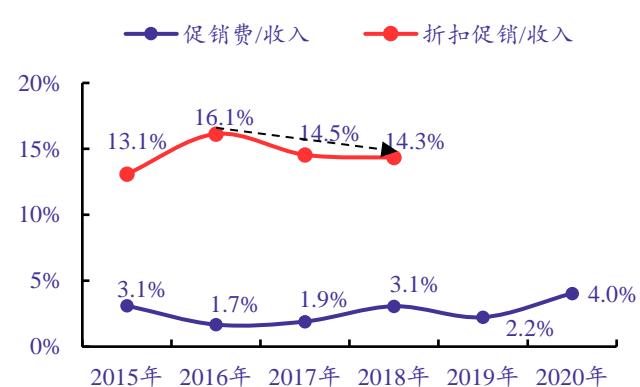
**企业费用投放力度边际减弱：**公司主动缩减搭赠折扣，促销费/收入比重从2016年16%下降至2018年14%，而促销费/收入同比提升主要系公司积极开发KA渠道导致商超进场费增加。

图42：火锅调料新注册企业增加（2015-2020年）



资料来源：企查查，中国银河证券研究院

图43：整体费用投放力度自2016年以来逐年放缓

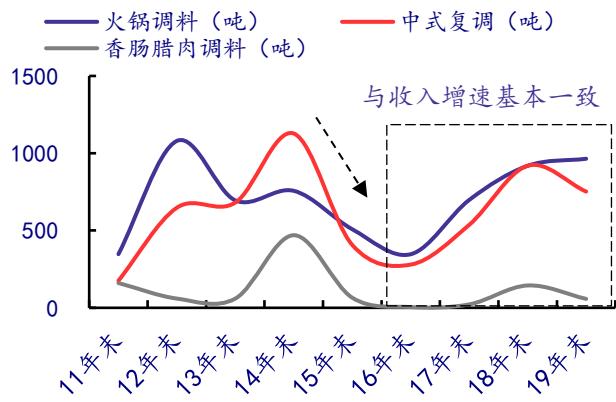


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### (四) 渠道周期↑：库存水平总体良性，渠道加速扩张与下沉

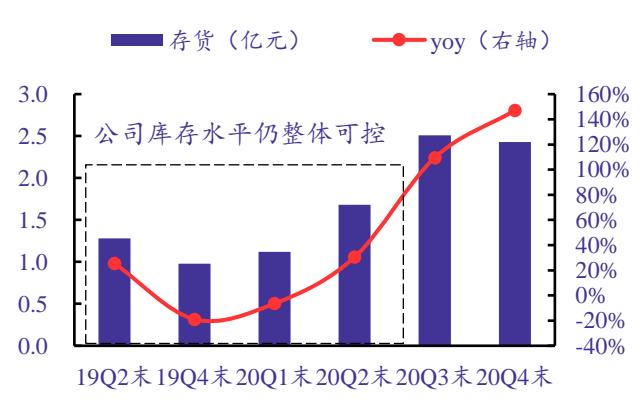
**库存水平整体维持良性。**15Q4渠道库存水平已经触底，火锅调料/中式复调/香肠腊肉调料产成品库存量分别同比-33%/-64%/-86%；2016年费用端延续高投入态势，库存保持低水位；2017至2019年库存上升，主要原因系收入规模扩张以及春节错峰扰动，实际上库存水平较为良性。20Q1-Q2，疫情刺激C端需求，公司库存水平仍整体可控，与收入基本保持同步增长。

图44：主要品类库存量（产成品）变化（2015-2019年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

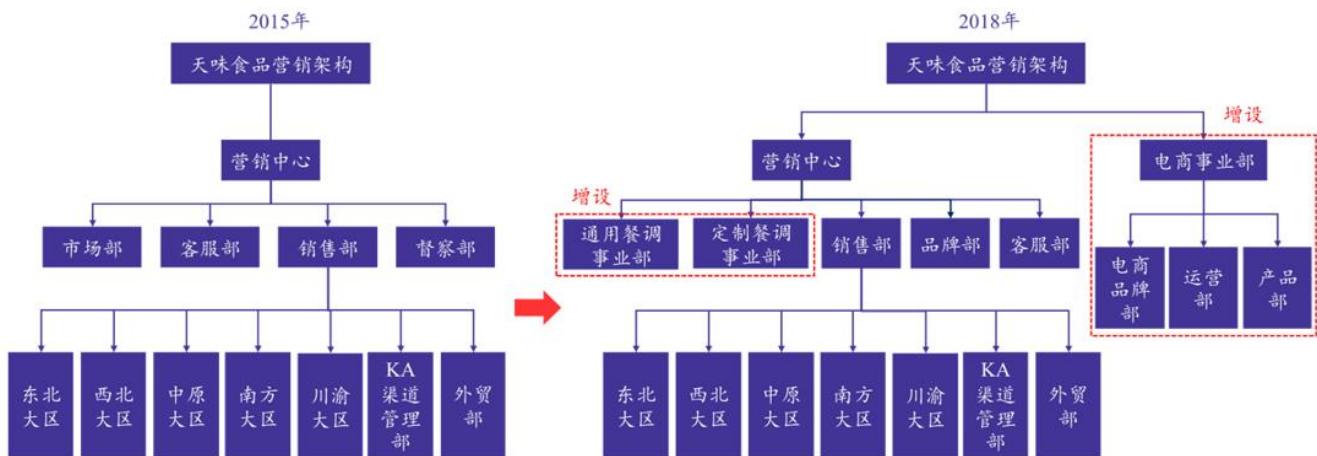
图45：公司存货变化（19Q2-20Q4）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

内部组织架构变革，加快渠道扩张与下沉。2016至2017年，公司进行内部变革+渠道调整，一方面增设定制餐调事业部、电商事业部，另一方面整顿销售队伍、实施股权激励、加强对存量经销商的优化，因此虽然经销商数量增加较少、报表端利润有所波动，但也为下一阶段成长蓄势。2019-2020年，公司成功上市后，在强大的产品力驱动下加速招商与渠道扩张，经销商数量从1221家增加至3001家，定制餐调收入占比从5%增加至11%。

图 46：天味食品组织架构发生变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 47：2019年至20Q2经销商数量快速增加



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 48：定制餐调收入占比增加（2016-2020年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

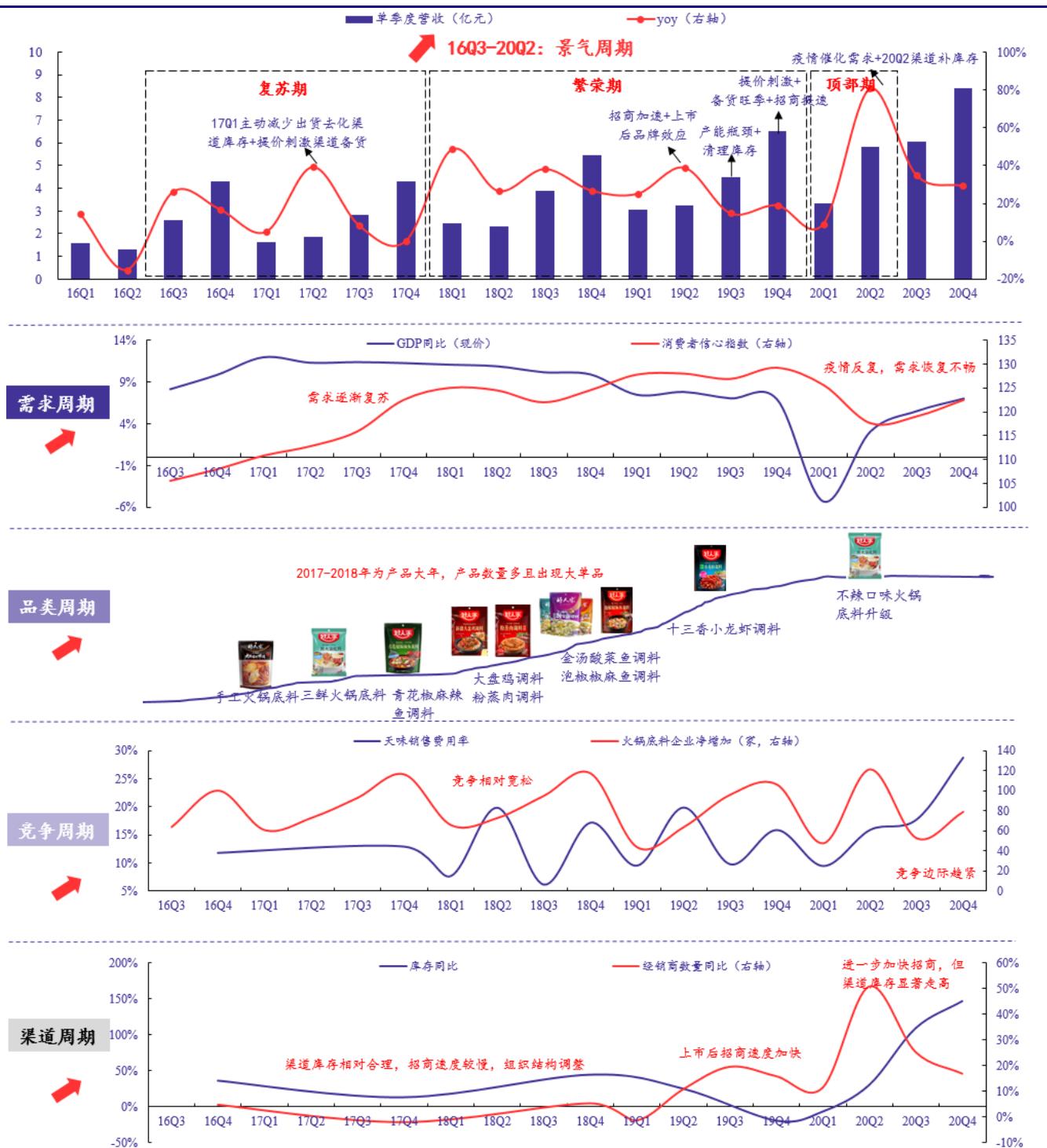
## （五）周期节奏：16Q3步入复苏期，19Q4步入繁荣期，20Q1步入顶部期

**复苏期（16Q3~17Q4）：**得益于前期费用投放与主动控货，15Q4渠道库存触底，16Q3宏观需求复苏，推动公司步入新一轮景气周期的复苏期。17Q1开始，公司一方面推出大单品手工火锅底料以及多款战略性单品，另一方面加速向大B端扩张，同时费用端延续高投入态势，库存持续保持低水位，但内部组织架构调整导致17H2业绩承压。

**繁荣期（18Q1~19Q4）：**18Q1组织架构调整接近尾声，叠加春节备货延迟至1月，推动收入端显著提速，18Q2至19Q4在前期低渠道库存的基础上，大单品红利加速释放，叠加上市后品牌力提升以及渠道加快招商，共同推动收入端维持连续7个季度的高增速。

**顶部期（20Q1~20Q2）：**19H2 宏观需求已透露出疲弱的态势，但公司因疫情催化短期需求高增而对未来发展过于乐观，加快渠道招商与产能扩张，实际上透支渠道的潜力。

图 49：第二轮景气周期复盘总结（16Q3-20Q2）

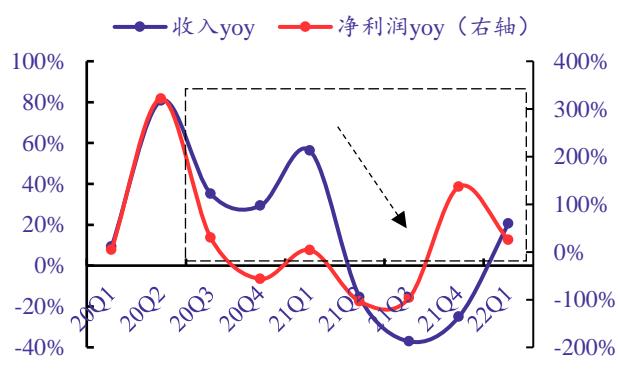


资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

## 四、调整周期（20Q3-22Q2）：竞争加剧，渠道紊乱，需求疲弱

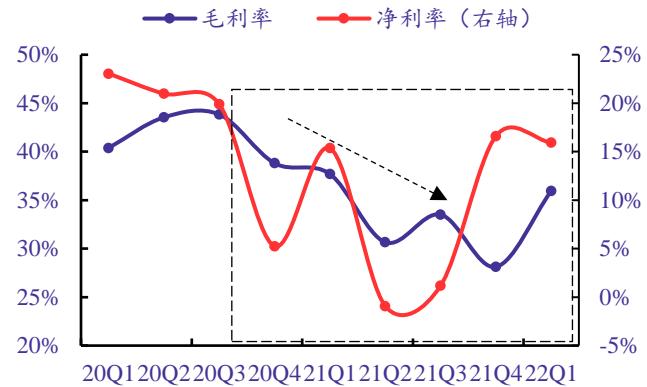
经过4年的高速增长之后，20Q3-22Q2公司再次步入调整期，虽然20Q3-22Q1业绩透支高增，但后续增长乏力，21Q2-Q4收入/利润均下滑明显，对应毛利率/净利率亦步入下行通道。我们认为本轮调整并非完全归因于后疫情时代需求疲软，短期竞争加剧、渠道紊乱才是核心原因。

图50：单季度收入端与利润端下滑（2020Q1-2022Q1）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图51：单季度盈利能力减弱（2020Q1-2022Q1）



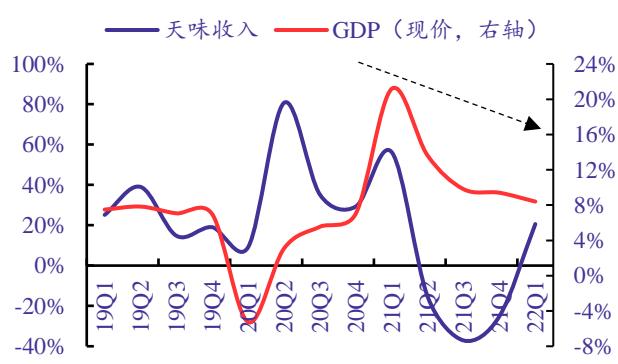
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （一）需求周期↓：疫情放大不确定性，复调C端韧性凸显

20Q3~22Q2需求周期下行，但我们认为实际需求对公司的冲击并没有报表端显著，C端品类快速渗透阶段推动行业维持相对高景气，在一定程度上能够熨平宏观周期的波动，这也是我们当前看好公司走出周期底部的重要因素之一。

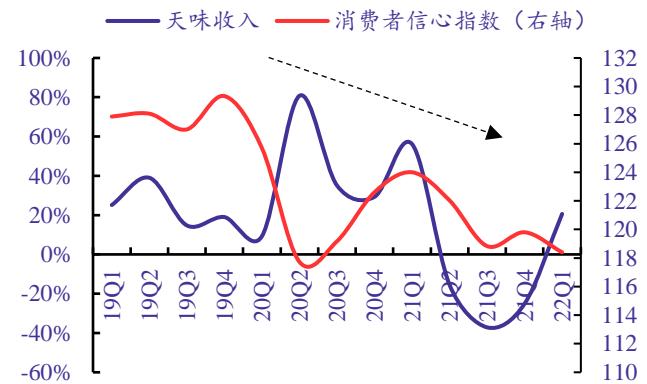
**疫情反复放大需求复苏的不确定性：**虽然20Q3~21Q1宏观需求步入缓慢复苏通道，但21Q2~22Q1以来南京、西安、吉林、上海多地疫情反复打断了消费复苏的趋势，放大了不确定性，反映在宏观指标上，21Q2以来GDP增速放缓且多次不及预期，消费者信心指数持续下滑。

图52：单季度收入增速与GDP增速（19Q1-22Q1）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

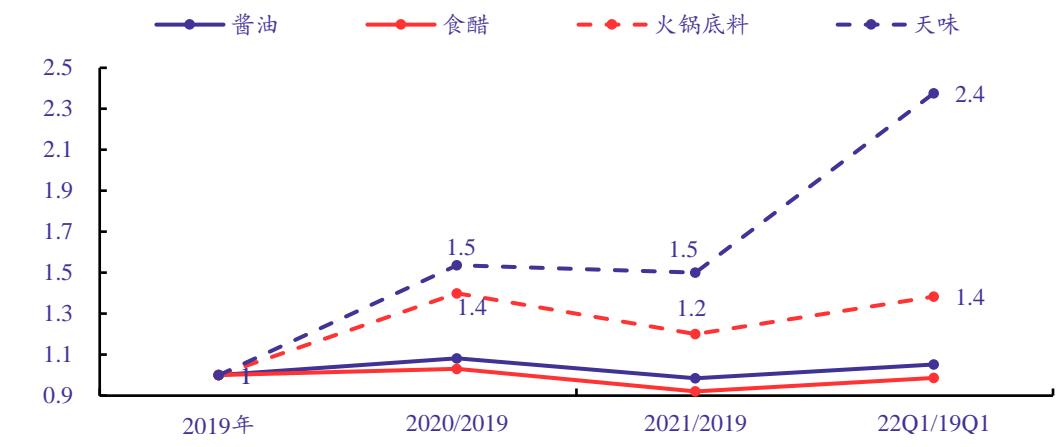
图53：单季度收入增速与消费者信心指数（19Q1-22Q1）



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

尽管宏观需求疲弱，但火锅底料行业/好人家受益于行业景气度&渗透率加速提升，终端需求恢复仍好于基础调味品。从商超数据来看，火锅调料 22Q1 销售额/19Q1 销售额为 1.4，天味则为 2.4，虽然二者 2021 年终端动销受损，但 22Q1 恢复情况明显好于酱油与食醋。

图 54：各品类商超渠道销售额相较于 2019 年倍数



资料来源：全国连锁店超市信息网，中国银河证券研究院

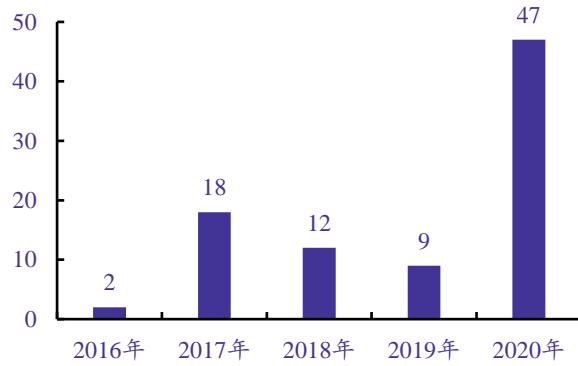
## (二) 品类周期→：新品推出节奏放缓，存量产品改良式升级

20Q3~22Q2 品类周期下行，我们认为由于这一时期宏观需求不景气，公司通过上轮周期也认识到逆周期进行大范围、高跨度的产品升级的阻力较大，因此品类推新节奏明显放缓，同时对部分存量产品进行改良式升级，进一步延长产品生命周期，蓄力谋求长远发展。

**新品推出节奏放缓：**虽然 2021 年公司新品数量同比减少，但我们认为实际上公司并未停止产品创新的步伐，仍有较多研发项目储备，蓄力下一轮景气周期。

**存量产品改良式升级：**21Q1~22Q2 公司核心工作是对老产品进行升级，主要体现在口味、规格、包装等方面，例如酸菜鱼调料品类内部推出薄盐骨汤，迎合当下低盐的健康消费趋势；“大红袍”定位 C 端大众价格带+小 B 端火锅底料，对包装重新设计，并推出手工牛油型产品。

图 55：天味每年新品推出数量（2016-2020 年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 56：2021 年薄盐骨汤酸菜鱼、大红袍升级换代



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

### (三) 竞争周期↓：增量企业加快布局，存量企业费用战升温

20Q3~22Q2 竞争周期下行，我们认为是本轮基本面调整的核心原因之一。竞争显著趋紧，行业景气度高但壁垒低，外来企业加快布局复调，同时原有企业加大费用投放。

**增量企业加快布局复调：**20Q3~21Q3，海天、金龙鱼、千禾、欣和等基础调味品企业相继推出复调产品，在宏观需求疲弱的背景下行业短期供过于求，并且上述品牌推出动作较为仓促，未对产品力进行深度打磨，进一步加剧了同质化无序竞争。

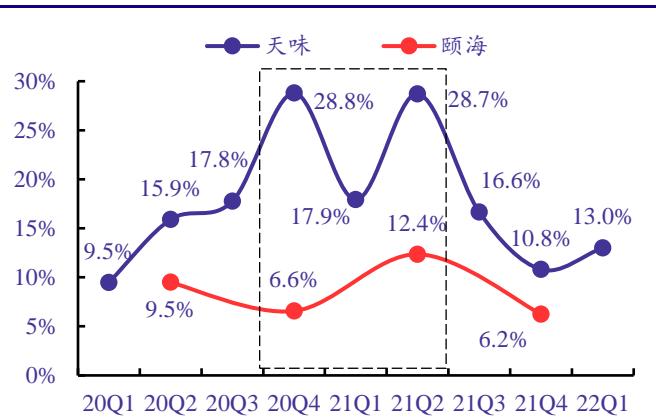
**存量企业费用战升温：**线下通过促销+折扣等价格战方式扩张，21Q1~21Q4 商超渠道火锅底料单价增速显著放缓。线上费用亦显著增加，20Q3~21Q1 天味赞助《非诚勿扰》、东方卫视春晚。最终体现在报表端，20Q3~21Q2 颐海国际、天味食品销售费用率均有走高，同时我们也观察到部分地域性品牌通过费用投入、价格战等方式来加快区域扩张。

表 2：新增的布局复调的企业

公司	布局复调时点	复调产品
欣和	2019.09	推出火锅底料
太太乐	2020.04	推出川菜调料
海天味业	2020.08	推出火锅底料，21年增加口味种类
李锦记	2021	推出复合酱料产品
厨邦	2021.04	推出火锅底料、小龙虾调料
千禾味业	2021.05	推出火锅底料、川菜调料
双汇食品	2021.08	推出火锅底料、拌酱等
金龙鱼	2021.11	推出火锅底料
恒顺醋业	2021.11	推出红烧肉和酸汤肥牛料理包、火锅底料等

资料来源：中国银河证券研究院

图 57：20Q1-22Q1 半年度销售费用率（颐海、天味）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### (四) 渠道周期↓：招商速度过快，渠道备货激进，销售组织调整

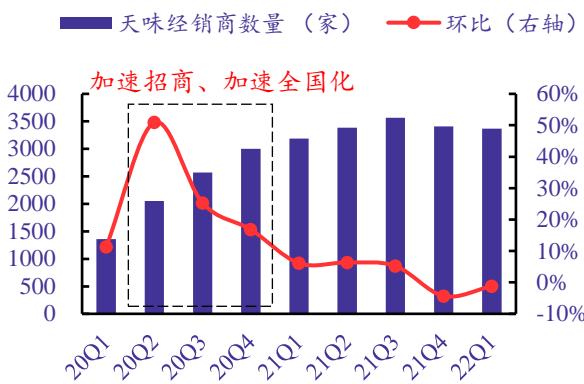
20Q3~22Q2 渠道周期下行是导致本轮基本面调整的另一核心原因，主要系 2020 年招商速度过快和 21Q1 经销商春季备货过多导致渠道库存走高，同时内部组织调整加剧了渠道波动。

**20Q3 渠道招商速度过快，渠道库存边际走高：**公司 20Q2 拆分“大红袍”与“好人家”渠道，导致经销商数量拓展速度过快，同时在磨合期加大新品铺货力度，但实际上新经销商实力难以匹配公司制定的任务目标，叠加行业竞争趋紧，最终导致渠道库存迅速环比走高，反映在报表端，公司存货同比增速在 20Q2~21Q1 期间维持在 30~150% 之间。

**21Q1 渠道备货较激进，再一次推高库存水平：**为避免 20Q1 疫情期间物流不畅导致发货困难的情况再次发生，21Q1 渠道备货过于积极，同时餐饮恢复导致 2020 年激增的 C 端需求流失，最终推动渠道库存进一步走高。

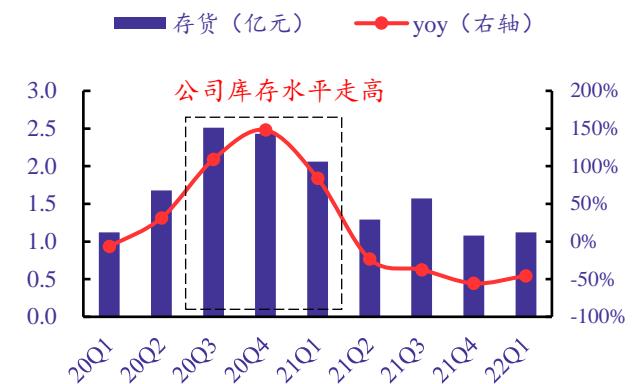
**3 次销售组织结构调整，侧面反映渠道压力：**2021 年 3 月公司成立战略市场中心，8 月将零售部拆分为好人家、大红袍事业部，但 10 月又再次解散战略市场中心，将职能下放到各事业部，同时调整营销体系中的十余名中高层职位。

图 58: 20Q2~21Q3 拆分渠道后经销商数量快速增加



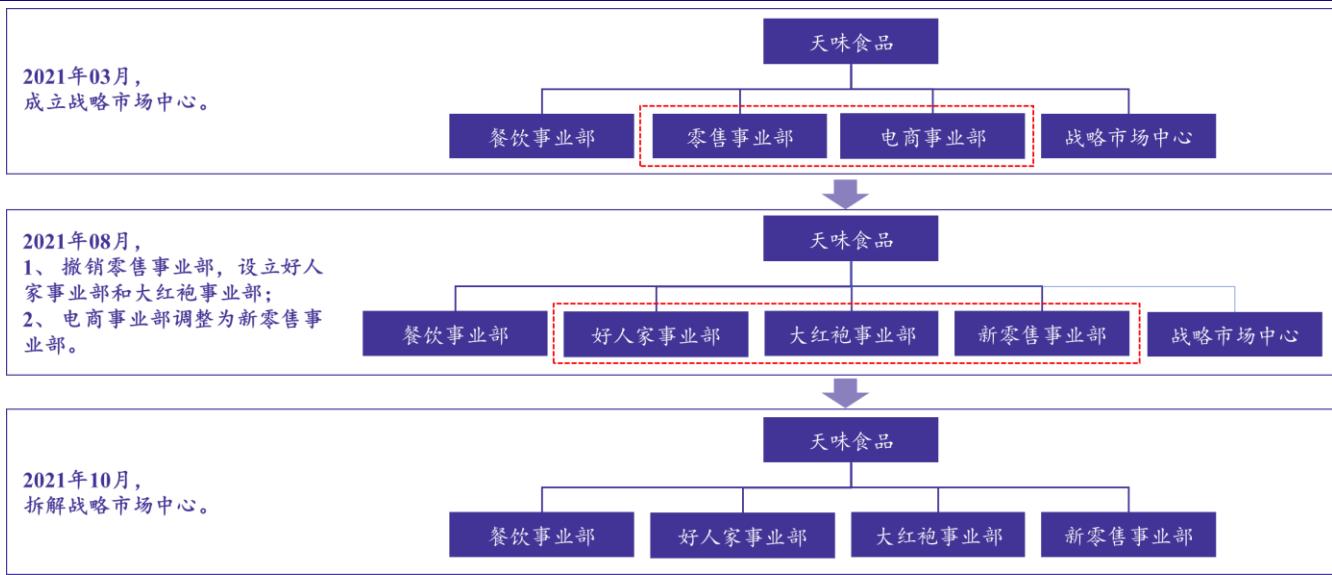
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 59: 20Q3~21Q1 公司存货规模迅速走高



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 60: 2021 年天味食品组织架构发生 3 次变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （五）周期节奏：20Q3 迎下行拐点，21Q2 步入萧条期，21Q4 步入底部期

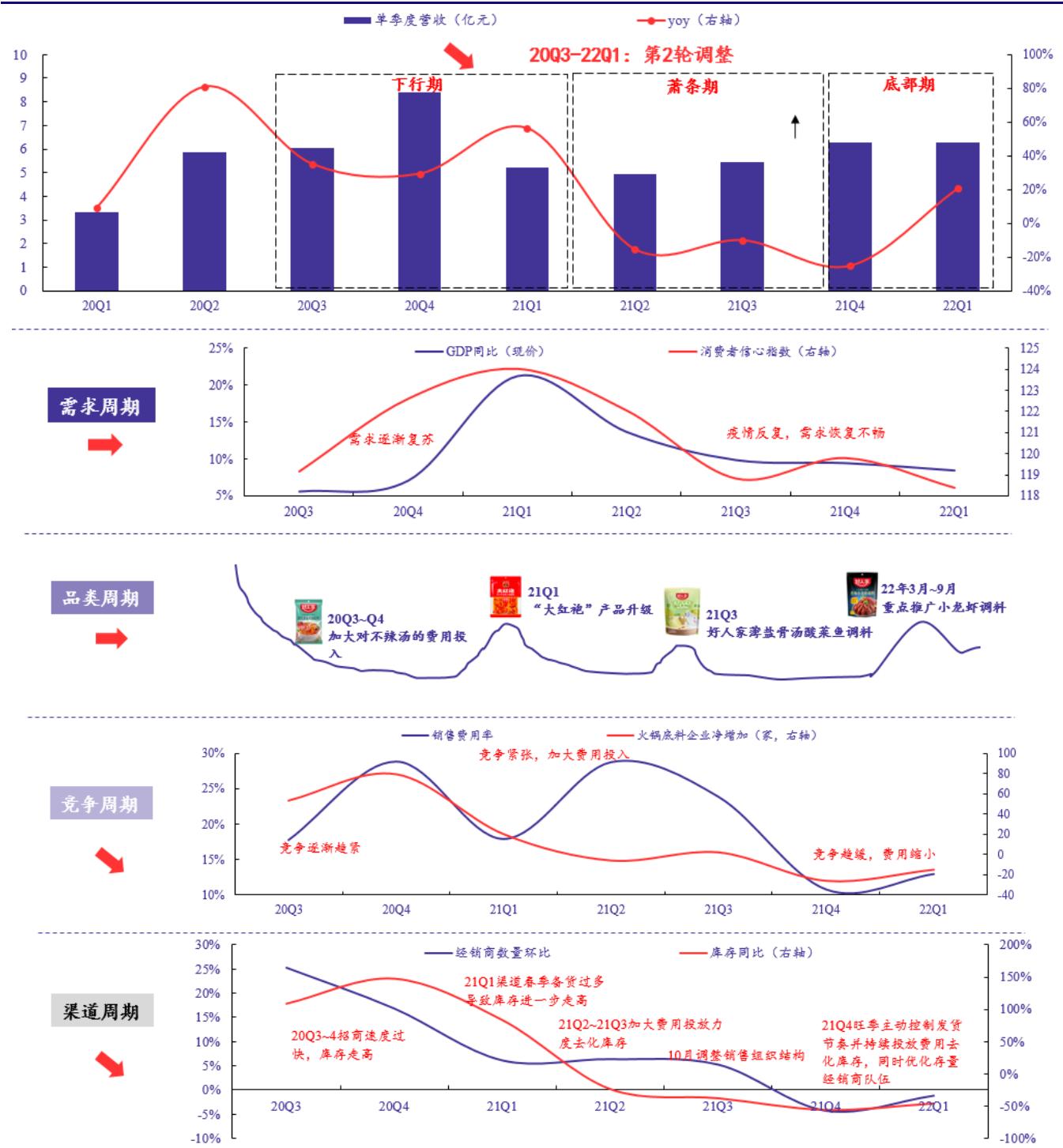
本轮调整已接近 2 年，我们判断 21Q4 步入底部期，主要系决定本轮调整的竞争周期、渠道周期已经触底，但需求周期、品类周期是否处于底部仍然有待观察，具体演绎节奏如下：

**下行期（20Q3~21Q1）：**公司因疫情催化短期需求高增而对未来发展过于乐观，20Q2~Q4 招商速度过快，加大新品铺货力度但新经销商能力不足，导致渠道库存水平走高，21Q1 经销商春季备货过多导致库存进一步走高。

**萧条期（21Q2~21Q3）：**21Q2 国内疫情反复导致需求恢复不及预期，同时高库存与社区团购对渠道造成较大冲击，对此公司主动在 21Q2~21Q3 加大费用投放力度去化库存，同时 10 月调整销售组织结构与营销团队以应对渠道端的压力，最终体现在报表端为单价下降+销售费用率提升，但存货规模同比增速逐季下降。

**底部期（21Q4~22Q2）：**21Q4 公司旺季主动控制发货节奏并持续投放费用去化库存，同时优化经销商队伍，虽然报表端收入下滑，但渠道库存水平成功降至历史低位。22Q1 因补库存实现高增长，22Q2 在新品小龙虾拉动下以及渠道良性环境下，预计收入端延续高增长。

图 61：第 2 轮调整周期节奏总结（20Q3-22Q2）



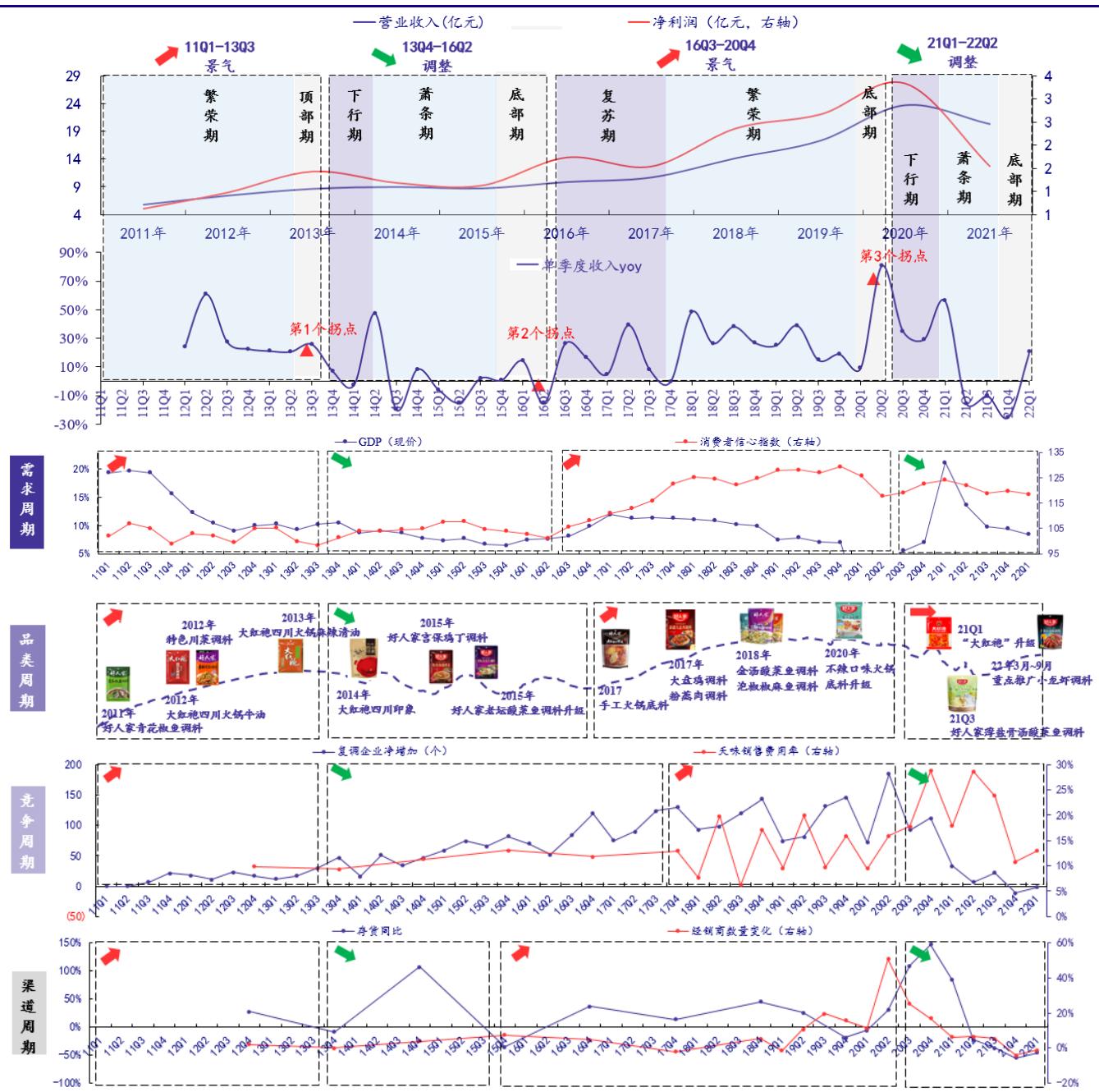
资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

## 五、总结：再论“四因子”——公司基本面中期跟踪框架

在前文复盘的基础上，我们进一步用4个因子串联起公司各个发展时间段，深化总结“四因子”周期模型，并重点回答2个问题：拐点如何判断？周期节奏如何把握？我们希望通过这一框架可以较准确地、前瞻性地跟踪并预测公司中短期基本面的变化。

### (一) 框架要点：4轮周期、3个阶段、4个因子

图 62：读懂公司的4个周期、3个阶段、4个因子



资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

## (二) 拐点信号：核心因子是最重要的观测变量

通过复盘公司 4 轮周期波动，我们认为不同周期的拐点信号各不相同，主要取决于核心因子何时迎来拐点，例如 16Q3 宏观需求周期见上行拐点，20Q3 竞争与渠道周期见下行拐点。

表 3：天味食品历史上 4 轮周期对比

轮次	周期	完整时间	拐点	核心周期因子
第一轮	景气 ↑	11Q1-13Q3	11Q1	需求周期+品类周期
第二轮	调整 ↓	13Q3-16Q2	13Q3	需求周期
第三轮	景气 ↑	16Q3-20Q2	16Q3	需求周期+品类周期
第四轮	调整 ↓	20Q3-22Q2	20Q3	竞争周期+渠道周期
第五轮	景气 ↑	22Q3-?	22Q3	竞争周期+渠道周期

资料来源：中国银河证券研究院

## (三) 周期节奏：取决于“四因子”行至何处

我们将每轮周期分为 3 个阶段，其中景气周期分为复苏、繁荣、顶部，而调整周期分为下行、萧条、底部。总体来看，每次拐点后 2~4 个季度处于复苏/下行，具体时间长短取决于周期因子行至何处，若四周期因子向上/向下共振，则将迎来繁荣/萧条，当部分周期因子再次转向之后则迎来顶部/底部。

表 4：天味食品历史上 4 轮周期演绎节奏

轮次	周期	完整时间	第一阶段	第二阶段	第三阶段
第一轮	景气 ↑	11Q1-13Q3	4 个季度	6 个季度	1 个季度
第二轮	调整 ↓	13Q3-16Q2	3 个季度	5 个季度	3 个季度
第三轮	景气 ↑	16Q3-20Q2	2 个季度	11 个季度	2 个季度
第四轮	调整 ↓	20Q3-22Q2	2 个季度	3 个季度	3 个季度
第五轮	景气 ↑	22Q3-?	-	-	-

资料来源：中国银河证券研究院

## 六、估值复盘：远期空间决定 PE 中枢维持在 60 倍

总体看，公司上市以来 PE(TTM)平均水平维持在 60 倍左右，远期成长空间与疫情后 C 端火锅底料加速渗透是高估值的核心原因，而单季度业绩变化是导致估值波动最为重要的因子，具体变化情况如下。

2019 年 4 月~10 月，估值抬升、股价上涨：复合调味品高景气度，符合社会发展趋势，叠加次新股概念，市盈率享有一定溢价，同时 2019 年中报业绩超预期，推动市盈率进一步攀升。

2019 年 11 月~12 月，估值下修、股价回调：19Q3 业绩增速环比放缓，市盈率下降。

2020 年 1 月~8 月，估值抬升、股价上涨：疫情扰动市场情绪，股价短期下挫。随后疫情期间复调 C 端渗透率提升，叠加 5 月定增扩产与加快招商，推动市盈率大幅攀升。

2020 年 9 月~2021 年 1 月，估值高位震荡：股价短期上涨过快，同时市场担心业绩高增长的持续性与渠道库存情况，估值高位震荡。

2021 年 1 月~9 月，估值下修、股价回调：20Q4 业绩不及预期，同时 21Q1 以来需求疲软、成本上涨以及费投加大，导致基本面严重承压，估值大幅下修。

2021 年 10 月~12 月，估值修复、股价上涨：市场预期需求好转，推动估值小幅修复，但 EPS 下降较多，估值虚高。

2022 年 1 月~3 月，估值下修、股价回调：21Q4 主动控制发货节奏，去化渠道库存，业绩短期持续承压，导致估值下修。

2022 年 4 月~6 月，估值抬升、股价上涨：22Q1 业绩超预期，基本面改善推动估值修复。

图 63：天味食品上市以来估值变化（2019 年 4 月至 2022 年 6 月）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## 七、盈利预测与投资建议

我们上调盈利预测，预计 2022~2024 年收入分别为 24.47/30.74/37.57 亿元，同比 +20.9%/25.6%/22.2%；归母净利润分别为 3.21/4.01/4.91 亿元，同比+73.6%/25.1%/22.6%，EPS 分别为 0.41/0.53/0.65 元，对应 PE 分别为 63/51/41X，高于调味品行业均值，但考虑到公司业绩改善的确定性较强，维持“谨慎推荐”评级。

**收入预测：**我们预计预计 2022-2024 年公司分别实现收入 24.47/30.74/37.57 亿元，同比 +20.9%/25.6%/22.2%。1) 火锅调料：22 年实现恢复性增长，23~24 年小 B 端渠道扩张推动收入放量；2) 中式复合调料：22 年小龙虾调料推动收入提速增长，23~24 年小 B 端渠道扩张推动收入放量；3) 香肠腊肉调料：22 年产品改良+提前铺货+猪价低位推动收入放量。

表 5：天味食品营业成本预测（百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
中式复调	763.39	947.84	849.08	1055.57	1329.46	1635.47
yoy	47.5%	24.2%	-10.4%	24.3%	25.9%	23.0%
火锅底料	816.02	1220.19	875.18	1029.21	1293.30	1583.00
yoy	19.1%	49.5%	-28.3%	17.6%	25.7%	22.4%
香肠腊肉	39.49	99.94	211.52	254.19	315.20	375.09
yoy	-66.3%	153.1%	111.6%	12.0%	12.0%	12.0%
鸡精	41.85	45.71	35.69	43.10	54.30	65.57
yoy	10.5%	9.2%	-21.9%	10.0%	10.0%	10.0%
香辣酱	37.44	37.35	35.16	42.46	53.50	64.60
yoy	44.6%	-0.2%	-5.9%	10.0%	10.0%	10.0%
营业收入	1727.34	2364.65	2025.54	2446.70	3073.58	3757.11
yoy	22.3%	36.9%	-14.3%	20.9%	25.6%	22.2%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**成本预测：**2022 年初以来油脂价格持续上涨，但公司通过上游产业链布局使得议价能力较强；花椒辣椒使用品种较为多元化，价格波动影响不大；同时缩减搭赠力度，优化产品结构，预计整体毛利率为同比略有提升。综合来看，预计 2022-2024 年公司整体毛利率分别为 35.9%/36.5%/36.6%。

表 6：天味食品毛利率预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
中式复调	38.6%	41.5%	31.2%	37.4%	36.8%	36.1%
火锅底料	36.6%	41.3%	31.9%	33.8%	35.8%	37.0%
香肠腊肉	35.9%	46.7%	40.4%	41.8%	40.1%	38.3%
鸡精	40.2%	45.3%	33.2%	33.9%	38.3%	40.0%
香辣酱	29.1%	29.3%	22.5%	23.3%	25.5%	27.6%
整体	37.3%	41.5%	32.2%	35.9%	36.5%	36.6%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**费用预测：**考虑到2022年初以来行业竞争趋缓，渠道库存水平降至历史低位，我们判断公司搭赠力度同比减小，同时广告费用同比小降，因此2022年整体销售费用率同比下降。预计2022-2024年公司销售费用率分别为15.6%/16.2%/16.2%。

表7：天味食品销售费用率预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
薪酬	3.2%	3.0%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
商品损失	0.7%	0.3%	0.5%	0.0%	0.1%	0.1%
运输费	2.8%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
差旅费	0.7%	0.7%	1.2%	0.7%	0.7%	0.7%
广告费	0.7%	5.2%	4.2%	2.0%	2.5%	2.5%
业务宣传费	3.3%	3.4%	4.1%	3.4%	3.4%	3.4%
促销费	2.2%	4.0%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
租赁费	0.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
其他	0.2%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>销售费用率</b>	<b>13.9%</b>	<b>20.1%</b>	<b>19.5%</b>	<b>15.6%</b>	<b>16.2%</b>	<b>16.2%</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 八、风险提示

### (一) 终端动销不及预期

未来疫情仍然具备不确定性，若部分地区疫情反复，将对当地市场物流运输、终端销售造成负面影响，影响公司经营业绩。

### (二) 新品表现不及预期

预计公司下半年将推出部分新品，但消费者对新品的接受度、相关食材价格走势均存在一定不确定性，均可能导致新品表现不及预期。

### (三) 行业竞争超预期

复调行业进入壁垒较低、产品较为同质化，同时当前国内宏观需求整体疲弱，终端动销存在一定压力，不排除部分企业加大费用投放力度的可能性。

### (四) 食品安全问题

油脂是火锅底料的重要原料之一，行业历史上曾发生牛油食品安全事件，但需强调的是公司并未使用有问题的牛油。

## 公司财务预测表(百万元)

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2025.54	2446.70	3073.58	3757.11	流动资产	3098.15	3255.71	3558.65	3922.06
营业成本	1372.88	1568.35	1952.99	2380.17	现金	1344.70	1430.54	1663.34	2000.88
营业税金及附加	15.86	21.78	27.35	33.44	应收账款	13.64	14.62	17.87	23.20
营业费用	394.34	380.50	496.43	606.83	其它应收款	18.23	13.33	20.26	26.35
管理费用	110.00	102.76	129.09	161.56	预付账款	7.65	15.30	18.07	19.50
财务费用	-34.72	-20.33	-22.40	-26.18	存货	108.05	176.04	233.23	246.25
资产减值损失	-0.79	-0.58	-0.77	0.09	其他	1605.88	1605.88	1605.88	1605.88
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1132.33	1384.34	1588.31	1808.08
投资净收益	37.72	0.00	0.00	0.00	长期投资	182.04	182.04	182.04	182.04
营业利润	189.05	372.97	466.47	572.26	固定资产	442.83	590.41	666.56	744.67
营业外收入	29.50	0.00	0.00	0.00	无形资产	44.96	59.94	68.51	76.44
营业外支出	2.42	0.00	0.00	0.00	其他	462.50	551.95	671.21	804.93
利润总额	216.13	372.97	466.47	572.26	资产总计	4230.48	4640.05	5146.96	5730.14
所得税	31.74	52.59	65.77	81.26	流动负债	408.68	497.87	604.08	696.26
净利润	184.39	320.38	400.70	491.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-0.21	-0.12	-0.21	-0.34	应付账款	242.15	240.47	288.93	345.61
归属母公司净利润	184.60	320.51	400.91	491.33	其他	166.53	257.40	315.14	350.65
EBITDA	149.92	406.02	465.16	568.34	非流动负债	17.72	17.72	17.72	17.72
EPS (元)	0.24	0.42	0.53	0.65	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他	17.72	17.72	17.72	17.72
					负债合计	426.40	515.59	621.80	713.98
					少数股东权益	-0.21	-0.34	-0.54	-0.88
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	归母股东权益	3804.29	4124.80	4525.71	5017.04
经营活动现金流	240.35	400.59	472.03	597.75	负债和权益	4230.48	4640.05	5146.96	5730.14
净利润	184.39	320.38	400.70	491.00	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
折旧摊销	43.68	62.07	34.33	40.18	营业收入	-14.34%	20.79%	25.62%	22.24%
财务费用	0.38	0.00	0.00	0.00	营业利润	-53.54%	97.29%	25.07%	22.68%
投资损失	-37.72	0.00	0.00	0.00	归母净利润	-49.32%	73.62%	25.09%	22.55%
营运资金变动	34.95	17.46	36.07	66.31	毛利率	32.22%	35.90%	36.46%	36.65%
其它	14.68	0.68	0.93	0.26	净利率	9.11%	13.10%	13.04%	13.08%
投资活动现金流	-1718.43	-314.76	-239.23	-260.21	ROE	4.85%	7.77%	8.86%	9.79%
资本支出	-315.83	-314.76	-239.23	-260.21	ROIC	2.38%	7.16%	8.18%	9.03%
长期投资	-1131.11	0.00	0.00	0.00	资产负债率	10.08%	11.11%	12.08%	12.46%
其他	-271.49	0.00	0.00	0.00	净负债比率	11.21%	12.50%	13.74%	14.23%
筹资活动现金流	-208.67	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.24	0.42	0.53	0.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.32	0.53	0.62	0.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	5.00	5.42	5.95	6.59
其他	-208.67	0.00	0.00	0.00	P/E	110.56	63.42	50.70	41.37
现金净增加额	-1686.75	85.83	232.80	337.54	P/B	5.36	4.93	4.49	4.05
					P/S	9.94	8.23	6.55	5.36

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 插图目录

图 1: 2020Q1 以来业绩增速经历较大幅度波动 .....	4
图 2: 2020Q1 以来盈利能力经历较大幅度波动 .....	4
图 3: 天味食品上市以来经历了较大股价波动 (2019 年 4 月至 2022 年 6 月) .....	4
图 4: 公司过去 10 年发展历史呈现出明显的弱周期波动与螺旋式成长 .....	5
图 5: 从“新四因子”框架理解公司的基本面波动 .....	5
图 6: 收入端与利润端均保持较高增速 (2011-2013 年) .....	6
图 7: 2021 全年华东、西南市场增速位居前列 .....	6
图 8: 整体宏观需求环境较为疲弱 (2011-2013 年) .....	6
图 9: 调味品在 2012-2013 年间收入端受宏观经济的影响较小 .....	6
图 10: 城镇化水平提升推动 C 端消费升级 .....	7
图 11: 三公消费打击高端餐饮需求但大众餐饮受益 .....	7
图 12: 火锅调料、中式复调的品类周期演变情况 (2011-2013 年) .....	8
图 13: 2012 年新品对收入增长有较为显著的拉动作用 .....	8
图 14: 2012 年新品推动盈利能力改善 .....	8
图 15: 火锅调料新注册企业增加 (2010-2015 年) .....	9
图 16: 2013 年费用投放力度略有加大 .....	9
图 17: 经销商数量变化较小 (2011-2013 年) .....	9
图 18: 库存量 (产成品) 波动可控 (2011-2013 年) .....	9
图 19: 第一轮景气周期节奏总结 (11Q1-13Q3) .....	10
图 20: 收入端与利润端均增长乏力 (2013-2015 年) .....	11
图 21: 盈利能力持续改善 (2013-2015 年) .....	11
图 22: 单季度收入增速与 GDP 增速 (13Q4-16Q2) .....	11
图 23: 单季度收入增速与消费者信心指数 (13Q4-16Q2) .....	11
图 24: 火锅调料、中式复调的品类周期演变情况 (2014 至 2015 年) .....	12
图 25: 新品对收入增长拉动乏力 (2013-2015 年) .....	13
图 26: 新品难以推动盈利能力改善 (2013-2015 年) .....	13
图 27: 火锅调料新注册企业增加 (2010-2016 年) .....	13
图 28: 费用投放力度显著加大 (2011-2016 年) .....	13
图 29: 经销商数量小幅增加 (2014-2015 年) .....	14
图 30: 库存量 (产成品) 先走高再回落 (2014-2016 年) .....	14
图 31: 第一轮调整周期节奏总结 (13Q4-16Q2) .....	15
图 32: 收入端与利润端回归高增态势 (2016-2020 年) .....	16
图 33: 盈利能力步入改善通道 (2015-2020 年) .....	16
图 34: 单季度收入增速与 GDP 增速 (16Q3-20Q4) .....	16
图 35: 单季度收入增速与消费者信心指数 (16Q3-20Q4) .....	16
图 36: 限额以上餐饮收入在 16H2 至 17H1 显著加速增长 .....	17
图 37: 2020H1 居家消费刺激火锅调料终端动销 (商超渠道) .....	17
图 38: 品类周期演变表现为火锅底料纵向升级 .....	17
图 39: 品类周期演变表现为中式复调纵向升级、品类裂变 .....	18

图 40: 新品拉动收入增长 (2016-2018 年) .....	18
图 41: 新品推动盈利能力改善 (2016-2020 年) .....	18
图 42: 火锅调料新注册企业增加 (2015-2020 年) .....	19
图 43: 整体费用投放力度自 2016 年以来逐年放缓 .....	19
图 44: 主要品类库存量 (产成品) 变化 (2015-2019 年) .....	19
图 45: 公司存货变化 (19Q2-20Q4) .....	19
图 46: 天味食品组织架构发生变化 .....	20
图 47: 2019 年至 20Q2 经销商数量快速增加 .....	20
图 48: 定制餐调收入占比增加 (2016-2020 年) .....	20
图 49: 第二轮景气周期复盘总结 (16Q3-20Q2) .....	21
图 50: 单季度收入端与利润端下滑 (2020Q1-2022Q1) .....	22
图 51: 单季度盈利能力减弱 (2020Q1-2022Q1) .....	22
图 52: 单季度收入增速与 GDP 增速 (19Q1-22Q1) .....	22
图 53: 单季度收入增速与消费者信心指数 (19Q1-22Q1) .....	22
图 54: 各品类商超渠道销售额相较于 2019 年倍数 .....	23
图 55: 天味每年新品推出数量 (2016-2021 年) .....	23
图 56: 2021 年薄盐骨汤酸菜鱼、大红袍升级换代 .....	23
图 57: 20Q1-22Q1 半年度销售费用率 (颐海、天味) .....	24
图 58: 20Q2~21Q3 拆分渠道后经销商数量快速增加 .....	25
图 59: 20Q3~21Q1 公司存货规模迅速走高 .....	25
图 60: 2021 年天味食品组织架构发生 3 次变化 .....	25
图 61: 第 2 轮调整周期节奏总结 (20Q3-22Q2) .....	26
图 62: 读懂公司的 4 个周期、3 个阶段、4 个因子 .....	27
图 63: 天味食品上市以来估值变化 (2019 年 4 月至 2022 年 6 月) .....	29

## 表 格 目 录

表 1：牛油事件时间线索梳理 .....	12
表 2：新增的布局复调的企业 .....	24
表 3：天味食品历史上四轮周期对比 .....	27
表 4：天味食品历史上四轮周期演绎节奏 .....	27
表 5：天味食品营业成本预测（百万元） .....	30
表 6：天味食品毛利率预测 .....	30
表 7：天味食品销售费用率预测 .....	31

### 分析师简介及承诺

**周颖：**清华大学本硕，2007 年进入证券行业，2011 年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐漫羚 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)