

# 天味食品 (603317.SH)

## 川味复合调味品龙头，由西南快速走向全国

**买入**

### 核心观点

**天味食品：立足西南，迈向全国的复合调味品龙头。**公司成立至今一直专注于川味复合调味品的研发、生产和销售，现已发展为行业头部企业，旗下拥有的好人家、大红袍等品牌知名度高并畅销全国。近年来在产品拓展和渠道扩张的驱动下，公司业绩明显提速，销售区域逐渐从西南辐射到全国，营收和利润 CAGR（2015-2020 年）分别为 22.2% 和 21.9%。但在消费需求疲软、行业竞争加剧和渠道库存高等多重压力影响下，公司 2021 年业绩出现下滑。

**复调行业长期空间仍大，竞争格局有望逐渐优化。**目前复合调味品市场规模约 1600 亿，但当下行业渗透率（不足 30%）对比海外仍有翻倍空间，在餐饮标准化和家庭便捷化的驱动下，未来复合调味品行业有望维持 10% 以上稳定成长。近年来随着行业高速增长，资本驱动下新进入玩家数量快速提升，而 2021 年复调行业也在多重压力下面临调整，但目前部分中小企业正加速退出市场，竞争压力趋缓，未来行业竞争格局有望持续优化。同时，当下复合调味品行业市场份额高度分散，龙头份额提升空间大，有望持续高于行业成长。

**公司产品优势突出，品牌势能已现，渠道调整后再焕新生。**  
 ①**产品优势突出：**公司产品主打正宗四川风味，前两大单品手工牛油火锅底料和老坛酸菜鱼调料口味广受消费者认可。小龙虾调料今年受益于小龙虾价格下降及提前铺货快速增长，未来将与冬调产品消费周期形成互补。  
 ②**品牌知名度快速提升：**公司上市后持续加大品牌宣传投入，2020 年提出好人家与大红袍品牌双轮驱动，2021 年两大品牌均进入火锅底料品牌前十，经销商与消费者间知名度快速提升。  
 ③**渠道重回健康：**公司上市以来加速渠道扩张，现已覆盖 50 万终端网点，行业领先。但 2021 年由于行业竞争加剧及高压政策的影响，渠道库存高企。困境之下，公司主动去库存并调整经销商管理模式，目前渠道已重回正轨。  
 ④**治理拐点已现：**管理上，公司组织架构趋于扁平化，并于 6 月推出新一轮股权激励，本次激励覆盖人员更广，达成概率更高，有望重新激发经营活力。同时公司积极引入数字化管理平台，管理效率进一步提升。

**盈利预测与估值：**短期看，通过各种调整措施，公司经营重回正轨，2022 年在低基数背景下将迎来快速增长；长期看，复调空间广阔，天味产品优势明显，品牌与渠道势能不断积累，未来有望受益于行业扩容与集中度提升，预计 2021-23 年归母净利润为 3.0/4.2/5.4 亿元（+61%/41%/29%），EPS 分别为 0.39/0.55/0.72 元，当前股价对应 PE 为 64/46/35 倍，维持买入评级。

**风险提示：**复调渗透不及预期；质量安全问题；疫情反复风险；原材料价格大幅波动；行业竞争加剧；新品拓展低于预期；费用投放效果不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,365	2,026	2,471	3,012	3,595
(+/-%)	36.9%	-14.3%	22.0%	21.9%	19.4%
净利润(百万元)	364	185	297	418	541
(+/-%)	22.7%	-49.3%	60.7%	40.8%	29.4%
每股收益(元)	0.58	0.24	0.39	0.55	0.72
EBIT Margin	15.0%	5.2%	11.2%	13.9%	15.7%
净资产收益率 (ROE)	9.8%	4.9%	7.6%	10.2%	12.6%
市盈率 (PE)	43.6	103.0	64.0	45.5	35.1
EV/EBITDA	43.0	138.1	57.2	38.2	28.9
市净率 (PB)	4.26	5.00	4.84	4.65	4.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 深度报告

#### 食品饮料 · 调味发酵品 II

**证券分析师：陈青青**

0755-22940855

0755-81983057

chenqingq@guosen.com.cn

S0980520110001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	25.81 - 27.42 元
收盘价	25.20 元
总市值/流通市值	19177/19001 百万元
52 周最高价/最低价	29.87/15.20 元
近 3 个月日均成交额	174.89 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《天味食品 (603317.SH) - 渠道优化驱动业绩显著改善，2022 年业绩弹性可期》——2022-04-26
- 《天味食品-603317-2021 年业绩预告点评：四季度经营压力仍存，盈利能力企稳回升》——2022-01-25
- 《天味食品-603317-2021 年三季报点评：经营压力凸显，期待四季度环比改善》——2021-10-30
- 《天味食品-603317-2021 年半年报点评：收入、利润双承压，全国扩张仍在途中》——2021-09-02
- 《天味食品-603317-2021 年一季报点评：Q1 营收超预期，费投增加利在长远》——2021-04-29

## 内容目录

<b>公司概况：立足西南，迈向全国的复合调味品龙头</b>	<b>5</b>
公司简介：国内领先的川式复合调味品生产商	5
历史沿革：上市前用心做好产品，上市后渠道扩张提速	5
业务结构：川式复合调味料逐渐放量，外埠市场占比持续提升	6
经营业绩：营收、利润快速增长，利润率有所波动	7
股权结构：股权高度集中，管理团队持股绑定长期发展	9
<b>复合调味品行业：空间广阔，格局将迎优化</b>	<b>10</b>
复合调味品有效解决需求痛点，短期过热不改长期发展趋势	10
火锅和川菜的风靡使得火锅调料、中式复合调料迎来快速发展	11
格局展望：行业洗牌加速进行时，未来竞争将更加有序	15
<b>产品优势突出，品牌势能已现，渠道调整后再焕新生</b>	<b>19</b>
倾心打造大单品，产品矩阵日趋完善	19
好人家大红袍双轮驱动，天味品牌势能逐渐显现	22
直面渠道问题，卸掉包袱重新出发	23
新一轮股权激励激发经营活力，数字化助力运营效率提升	26
<b>盈利预测：短期低基数背景下将迎高增长，长期成长受益于行业扩容和集中度提升</b>	<b>28</b>
假设前提：渠道拓展顺利，成本不出现大幅上涨	28
未来3年业绩预测	29
<b>估值与投资建议：维持“买入”评级</b>	<b>30</b>
绝对估值	30
相对估值	31
投资建议	32
<b>风险提示</b>	<b>33</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>35</b>
<b>免责声明</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图 1: 天味食品历史沿革图 .....	6
图 2: 2011-2021 年各业务收入占比变化情况 .....	6
图 3: 2021 年天味收入构成情况 .....	6
图 4: 2022 年全国各区域营业收入占比 .....	7
图 5: 2011-2022Q1 各区域收入占比情况变化 .....	7
图 6: 2021 年各销售渠道收入占比 .....	7
图 7: 2011-2022Q1 各渠道收入占比情况变化 .....	7
图 8: 2015-2022Q1 天味营业收入及增速 .....	8
图 9: 2015-2022Q1 天味归母净利润及增速 .....	8
图 10: 2011-2021 年公司毛利率、销售费用率、毛销差、净利率变化情况 .....	8
图 11: 干辣椒价格维持高位 (单位: 元/500g) .....	8
图 12: 豆油、菜油价格攀升至历史高位 (单位: 元/吨) .....	8
图 13: 公司股权结构图 (截止至 2022 一季报) .....	9
图 14: 干辣椒价格维持高位 (单位: 元/500g) .....	11
图 15: 豆油、菜油价格攀升至历史高位 (单位: 元/吨) .....	11
图 16: 中国家庭趋于小型化 .....	11
图 17: 复合调味品驱动因素逻辑示意图 .....	11
图 18: 中外复合调味品渗透率对比 .....	12
图 19: 日本酱油衍生品的分类 .....	12
图 20: 2010-2020 年复合调味品行业市场规模及增速 .....	13
图 21: 复合调味品细分品类占比 .....	13
图 22: 中式餐饮的分类 .....	13
图 23: 各餐饮形式的坪效、净利率、人力成本占比情况 .....	13
图 24: 餐饮消费者口味偏好调查 .....	13
图 25: 细分年龄段餐饮消费者的口味偏好调查 .....	13
图 26: 酸菜鱼餐饮规模快速扩容 (单位: 亿元, %) .....	14
图 27: 小龙虾市场规模快速增长 (单位: 亿元, %) .....	14
图 28: 2019 年包装火锅底料市场格局 .....	15
图 29: 2019 年中式复合调味料市场格局 .....	15
图 30: 复合调味品 (火锅调料、中式复合调味料) 产业链图谱 .....	16
图 31: 海天开始布局火锅底料市场 .....	16
图 32: 海天开始布局复合调味料市场 .....	16
图 33: 餐饮企业复调选择模式 .....	17
图 34: 聚慧产品体验中心分布 .....	18
图 35: 聚慧食品销售额及增速 (亿元, %) .....	18
图 36: 天味食品与颐海国际火锅调味料收入 .....	19
图 37: 天味食品与颐海国际中式菜品调料收入 .....	19

图 38: 天味老坛酸菜鱼调料持续迭代升级	21
图 39: 天味专业实验室	21
图 40: 天味食品辣椒种植基地	21
图 41: 天味食品花椒加工基地	21
图 42: CNPP2021 年中国火锅底料品牌榜	22
图 43: 2019.05 公司对好人家品牌 logo 进行升级	22
图 44: 2020.06 公司对大红袍产品进行更新升级	22
图 45: 2011-2021 年天味食品广告费用率情况	23
图 46: 2021 年公司销售费用结构	23
图 47: 2021 年公司冠名综艺为歌而赞	23
图 48: 2020 年公司冠名综艺非诚勿扰	23
图 49: 2019Q1-2022Q1 天味食品经销商数量变化	24
图 50: 2017-2022Q1 天味食品各区域经销商数量变化	24
图 51: 2020Q1-2021Q4 天味食品营业收入及增速	24
图 52: 2020Q1-2021Q4 天味食品归母净利润及增速	24
图 53: 2022Q1 天味与海天经销商数量对比	25
图 54: 天味与海天覆盖终端网点数量对比	25
图 55: 2020Q1-2021Q4 天味食品营业收入及增速	25
图 56: 天味定制餐调主要客户	25
图 57: 天味组织架构趋于扁平化	26
图 58: 2019 年起销售人员工资提升明显 (万元/年)	27
图 59: 2021 年天味销售工资在行业中上水平 (万元/年)	27
图 60: 天味食品协同运营平台架构图	27
表 1: 公司主营火锅调料和川菜调料产品	5
表 2: 核心高管主要工作经历及持股数 (截止到 2021 年年报)	9
表 3: 复合调味品和单一调味品差异	10
表 4: 复合调味品市场规模预测 (单位: 亿元)	14
表 5: 火锅底料及酸菜鱼调料线上销售情况	20
表 6: 公司近年来新品推出情况	21
表 7: 2022.06 公司推出全新股权激励	26
表 8: 天味食品业务拆分	28
表 9: 未来 3 年盈利预测表	29
表 10: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	29
表 11: 公司盈利预测假设条件 (%)	30
表 12: 资本成本假设	30
表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	31
表 14: 可比公司估值表	31

## 公司概况：立足西南，迈向全国的复合调味品龙头

### 公司简介：国内领先的川式复合调味品生产商

天味于 2007 年在四川成都成立，成立至今一直专注于川味复合调味品（火锅调料、川菜调料）的研发、生产和销售，致力于让便捷化的复合调味品走进千家万户。经过 10 余年的发展，天味目前是川式复合调料头部企业，并于 2019 年登录 A 股上市，是首家在 A 股上市的川式复合调味品企业。旗下拥有的“好人家”、“大红袍”等品牌在消费者中树立了广泛的知名度和美誉度，并畅销全国。

表 1：公司主营火锅调料和川菜调料产品

产品分类	产品用途	产品图示
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，包括火锅底料、火锅蘸料	
	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	
	香辣酱、鸡精 香辣酱用于烹调各种川菜及各种凉菜、面食，鸡精主要用于家庭烹饪、食品制造领域。	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

### 历史沿革：上市前用心做好产品，上市后渠道扩张提速

公司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，2010 年变更为股份有限公司后开始寻求上市，2019 年 A 股上市后步入发展快车道，公司的发展历程可以划分为以下几个阶段：

- **上市前（2007 年-2019 年）：潜心研发、生产，不断丰富产品矩阵。**公司以零售业务起家，2014 年天味家园现代化工厂投产后，公司在行业中积累起领先的产能，为之后快速增长奠定基础。在零售业务逐渐做大后，2015 年面向餐饮客户推出定制餐调业务，并于 2019 年成功登录 A 股上市。
- **上市后（2019 年至今）：凭借前期积累的产品优势和率先上市的资金优势加速拓展市场。**2020 年公司引入大量经验丰富中高层管理人员，并正式提出了“好人家”和“大红袍”两大品牌双轮驱动的新战略，在复合调味品市场打出一定的品牌认知度；此外，天味对原有经销商进行了拆分，并大量拓展了各自专属的新经销商，渠道细分扩张显著提速，公司开始步入发展快车道。

图1：天味食品历史沿革图



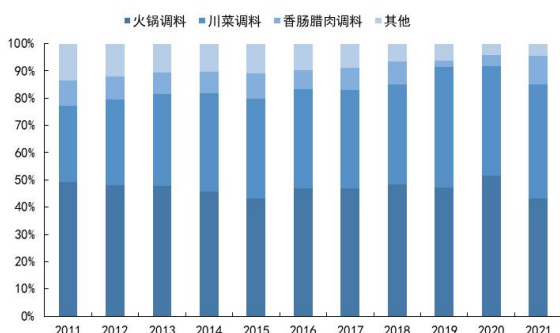
资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

### 业务结构：川式复合调味料逐渐放量，外埠市场占比持续提升

火锅调料稳定扩容，川菜调料快速上量。目前天味已形成以火锅底料和川菜调料为核心，其他产品作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调料与川式菜品调料，2021 年二者收入分别为 8.8/8.5 亿元，占比分别为 43.2%/41.9%，过去 10 年 CAGR（2011-2021）分别为 11.9%/18.0%，火锅调料增长稳健，川菜调料快速起量。香肠腊肉调料受原材料价格变化波动较大，但总体呈快速增长趋势，2021 年收入 2.1 亿元，占比为 10.4%。除三大品类外的其他产品占比持续缩小，从 2011 年的 13.5%降低至 2021 年 4.4%。

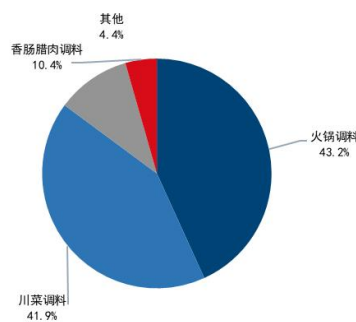
公司目前实行双品牌战略，“好人家”与“大红袍”两大品牌各有侧重。2020 年公司提出“好人家”和“大红袍”双品牌战略驱动，并重新进行了定位划分。“好人家”定位中高端市场，专注于火锅调料、川菜调料、佐餐即食类产品，“大红袍”定位为火锅调料大众市场和餐饮小 B 端市场，专注于火锅调料、餐饮类产品。两大品牌各有侧重，助力公司实现全国化布局和销量持续增长。

图2：2011-2021 年各业务收入占比变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：2021 年天味收入构成情况

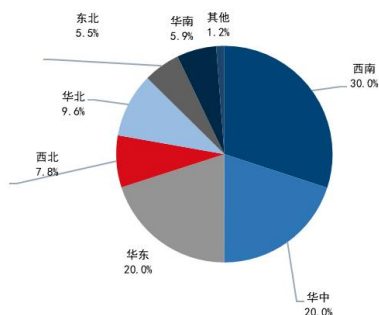


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

西南与华中地区是公司的基本盘，华东区域快速起量。公司以西南起家，后将产品和打法顺利拓展到华中市场，因此西南与华中是公司基本盘市场，2021 年西南/华中市场收入分别为 6.1/4.1 亿元，收入占比分别为 27.8%/16.9%。除了以上优势区域外，由于华东/华南/华北等区域收入水平高且年龄结构较年轻，近年来成

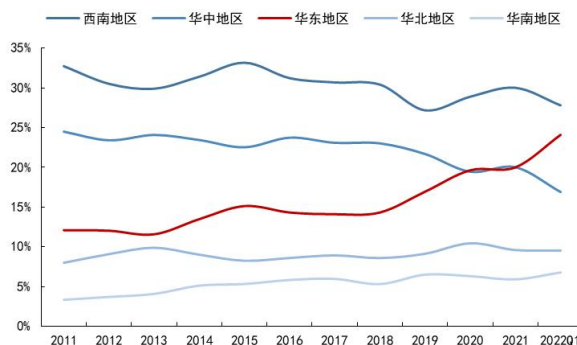
为公司重点拓展区域，2021 年市场收入分别为 4.1/1.2/1.9 亿元，占比分别为 24.1%/6.8%/9.5%，近年来持续提升。2022 年受华东疫情居民国货意愿加强影响，华东区域收入快速提升，2022Q1 收入占比进一步提高到 24.1%，跃居国内地区收入第二。

图4：2022 年全国各区域营业收入占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

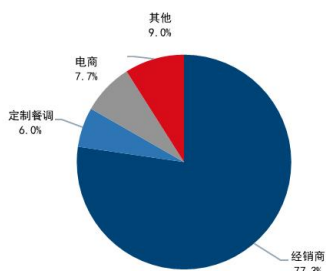
图5：2011-2022Q1 各区域收入占比情况变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

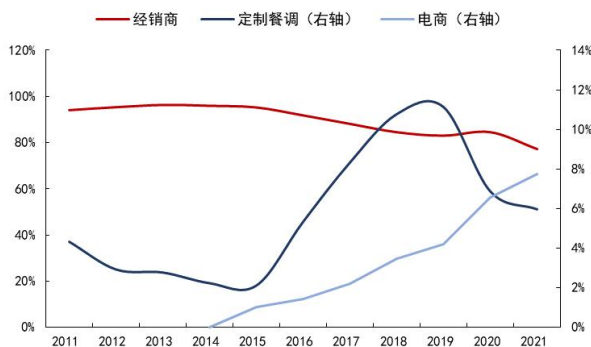
天味以零售业务为主，经销商渠道为核心销售渠道。公司的主要销售渠道仍然是传统的经销商渠道，销售收入从 2011 年的 5.42 亿元增至 2021 年的 15.66 亿元，过去 10 年 CAGR 为 11.2%，占比从 2011 年的 94% 下降至 2021 年的 77%。电商和定制餐调 2021 年收入占比分别为 7.7%/6.0%，两大渠道近年来收入增长较快，2016-2021 年 CAGR 为 62%、37%。定制餐调渠道近年来受疫情影响较大，但由于拓展空间广阔，未来仍将是公司重点发力的渠道。

图6：2021 年各销售渠道收入占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：2011-2022Q1 各渠道收入占比情况变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 经营业绩：营收、利润快速增长，利润率有所波动

近年来营业收入、归母净利润保持快速增长。2015-2020 年营收从 8.69 亿增长至 23.65 亿，归母净利润从 1.42 亿增至 3.83 亿，CAGR (2015-2020 年) 分别为 22.2% 和 21.9%，2020 年在产品拓展和渠道扩张的驱动下业绩明显提速。2021 年在消费需求萎靡、行业竞争加剧、销售组织调整及原材料成本上涨等多方面因素影响下，公司业绩出现下滑（收入同比-14.3%，归母净利同比-49.3%）。2022 年在行业竞争趋缓及公司主动进行调整的背景下，公司渠道恢复良性运转，小龙虾产品实现放量，收入及利润恢复快速增长趋势（2022H1 预计收入同比+19.4%，归母净利同

比+119.6%)。

图8: 2015-2022Q1 天味营业收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

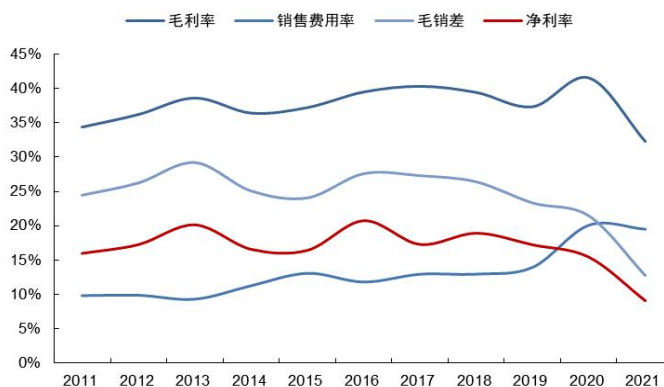
图9: 2015-2022Q1 天味归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**净利率随成本及费用投放策略变化有所波动。**公司过往毛利率跟随采购价格变化在37%-40%之间波动，2021年由于原材料价格大幅上涨及行业竞争加剧增加了买赠促销，毛利率下滑至32.2%。天味期间费用以销售费用为主，上市前公司销售费用率在10%-13%之间波动，上市后公司加大广宣力度，提升员工工资水平，2020-2021年销售费用率大幅提升，分别为20.1%/19.5%。因此，在毛利率及销售费用率变化的背景下，2021年公司净利率下滑至9.1%。

图10: 2011-2021 年公司毛利率、销售费用率、毛销差、净利率变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 干辣椒价格维持高位 (单位: 元/500g)

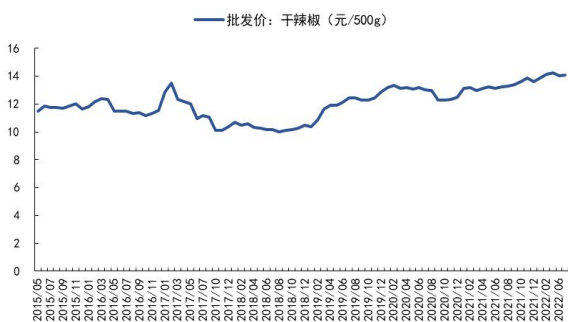


图12: 豆油、菜油价格攀升至历史高位 (单位: 元/吨)



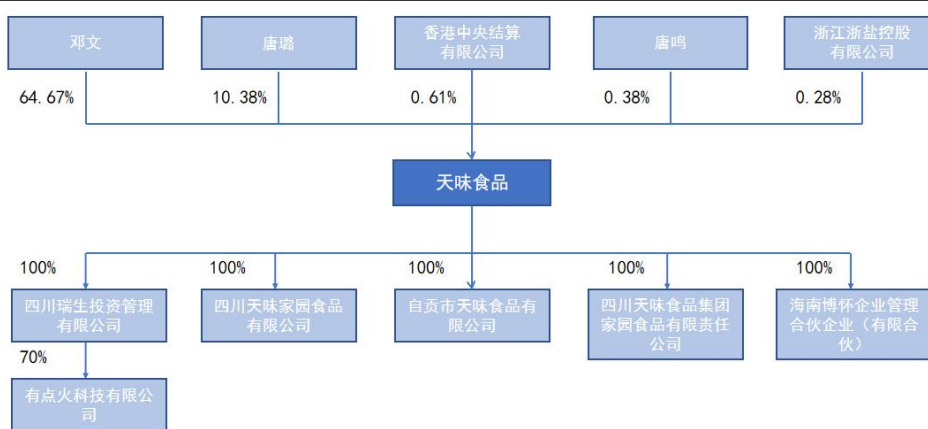
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 股权结构：股权高度集中，管理团队持股绑定长期发展

公司股权高度集中，董事长行业经验丰富。天味是邓文、唐璐夫妇创立的民营企业，邓文、唐璐夫妇是公司的实控人，截至 2022 年一季报，二人合计持有 72.36% 的公司股份，股权结构高度集中且稳定。董事长食品专业科班出身，毕业后一直从事食品行业，拥有丰富的行业经验，曾先后参与《半固态复合调味料技术要求》、《火锅调料(底料)技术要求》、《酱腌肉调料技术要求》等地方标准及《火锅底料》、《辣椒酱》国家标准的起草工作。除实控人外，公司核心高管均持有股份，其自身利益与公司长期发展绑定。

图 13: 公司股权结构图（截止至 2022 一季报）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 核心高管主要工作经历及持股数（截止到 2021 年年报）

姓名	职务	年龄	持股数 (万股)	主要工作经历
邓文	董事、董事长、总裁	54	48,772.20	历任成都市粮油食品厂技术员、成都东风面粉厂助理工程师、成都市金牛区经贸办主任科员、成都市金牛区供销合作社联合社管理人员、成都市天味食品厂法人代表、成都天味食品有限公司执行董事兼总经理、成都天味商贸有限公司监事、四川天味实业有限公司执行董事兼总经理。现任公司董事、董事长及总裁。
唐璐	董事、副董事长	51	7,830	历任成都市军通通信公司文员、成都军星实业有限公司主管、西南网景信息服务中心主管、西南网景印务制版公司总经理、成都天味食品有限公司监事、成都天味商贸有限公司执行董事及总经理、四川天味实业有限公司监事。现任公司董事、副董事长。
于志勇	董事、副总裁	50	146.91	历任成都无缝钢管厂技术员、成都市委办公厅秘书、成都金泉网络信息技术有限公司常务副总经理、成都市新时代经济文化发展有限公司总经理助理、成都天味食品有限公司行政总监、四川天味实业有限公司副总经理、行政总监。现任公司董事、副总裁。
吴学军	董事、副总裁	43	91.35	历任成都旺旺食品有限公司重庆分公司区域主管、产品专员、四川百事可乐饮料有限公司渠道专员、成都六里店连锁便民超市市场督导、四川天味实业有限公司大区销售经理、营销中心总经理助理、销售总监。现任公司董事、副总裁。
沈松林	董事、副总裁	44	7.2	历任完美(中国)有限公司集团人力资源主任，雅居乐集团人力资源高级经理，正荣集团人力资源副总经理，香港合能集团人力总经理，领地集团股份有限公司副总裁，四川天味食品集团股份有限公司总裁助理兼人力资源总监。现任公司董事、副总裁。
何昌军	副总裁、董事会秘书	48	64.82	历任托普集团科技发展有限责任公司法律部主管、监督部总监，江苏炎黄在线物流股份有限公司监事，四川托普软件投资股份有限公司董事会秘书、副总裁、总裁，四川天味实业有限公司总经理助理。现任公司副总裁、董事会秘书。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

## 复合调味品行业：空间广阔，格局将迎优化

### 复合调味品有效解决需求痛点，短期过热不改长期发展趋势

复合调味品是指将 2 种或 2 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而制成的调味料。使用者可用一包调料和食材即可完成烹饪，有效提升烹饪效率。复合调味品作为调味品行业中的一个细分品类，目前刚刚步入成长初期。

表 3: 复合调味品和单一调味品差异

	复合调味品	单一调味品
种类	火锅调料、中式复合调料（川菜调料）、西式复合调味料、鸡精等	酱油、醋、料酒、食盐等
原材料种类	种类多，大部分超过 20 种	种类少，大部分不超过 10 种
标准化程度	高	低，可自由调配使用比例
烹饪技艺要求	低，混合食材加热即可	高，比例控制、加入时点等要求
烹饪时间	较短，前段调配工作已在工厂端完成，消费者主要进行后段加热等操作	较长，前段调味品调配工作需自行完成

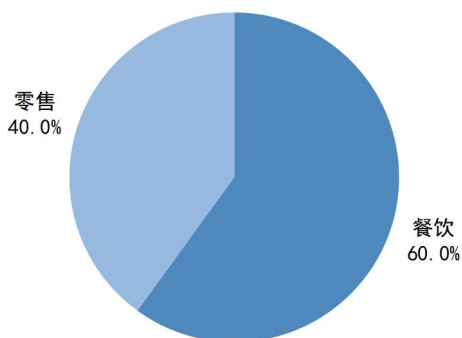
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**主要复调企业业绩增速 2021 年有所放缓，叠加部分企业跨界进入复合调味品赛道，部分投资者担心未来复合调味品行业难以保持过往增速水平。我们认为，头部复调企业业绩增速放缓主要系近两年整体消费疲软和行业竞争加剧，但消费需求才是行业成长的关键，餐饮和零售消费者对于复合调味品行业仍需求旺盛，行业渗透率远未见顶，行业竞争格局也在持续优化，具体来看：**

餐饮是复合调味料的重要销售渠道，复合调味料可满足餐饮客户维持口味稳定、降成本及提高运营效率的需求：

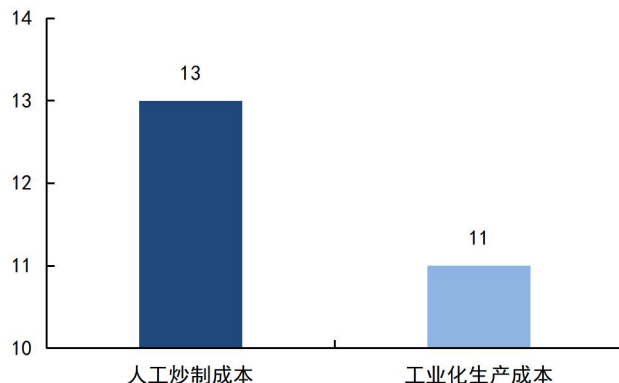
- **工业化生产复合调味料可降低餐饮企业采购成本并维持口味稳定。**例如：火锅店自己炒制火锅底料，很难保证每次的火候、原材料配比完全一致，最后制作出的火锅底料味道就会有不同。而工业化生产的火锅调味料可解决这一问题，并且具备规模优势，成本更低。人工炒制的火锅底料综合成本 13 元/斤，而使用工业化生产火锅调料价格约为 11 元/斤，价格更便宜。
- **复合调味料可降低人力成本并提升运营效率。**复合调味料可替代部分厨师功能，餐厅雇 1 位服务员就可完成烹饪，而用服务员替代厨师大约可节约人力成本 30-35%，同时能提高出菜速度。如：真功夫的蒜香排骨就是前台服务员将食材和复合调味料一起放入蒸笼做成的。目前餐饮企业（尤其是川菜馆、外卖、快餐企业）对于复合调味品需求较为强烈，多数大型连锁餐饮企业会通过复合调味品生产企业合作或自建复调生产线的方式使用复合调味品进行烹饪。

图14: 干辣椒价格维持高位 (单位: 元/500g)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

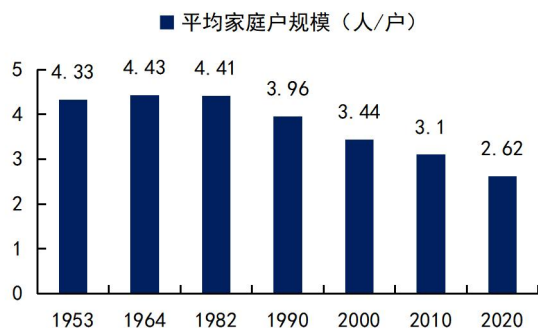
图15: 豆油、菜油价格攀升至历史高位 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

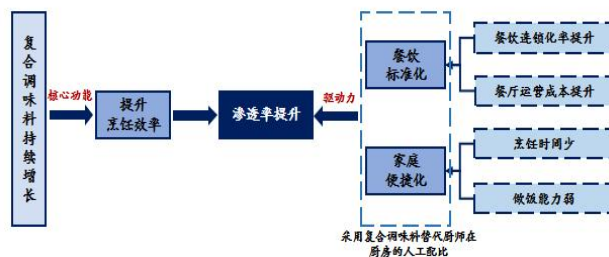
从零售的视角来看, 复合调味品能满足做饭时间少、烹饪能力差的消费者“一菜一料”的便捷化需求。随着城镇化率提升, 城镇居民的收入水平增加, 生活节奏逐渐加快, 家庭逐也呈现小型化的趋势。居民对于烹饪便捷化、方便的饮食方式等需求也在不断提升。复合调味品可有效简化烹饪过程, 缩短做饭时间, 解决了消费者这一痛点, 另外随着 80/90 后逐渐成为烹饪主力, 这些人群烹饪水平较低, 但有了复合调味品不需任何烹饪技能就可做出平时喜爱的菜品, 解决了消费者不会做饭的痛点, 消费者也愿意为了便捷性支付溢价。

图16: 中国家庭趋于小型化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 复合调味品驱动因素逻辑示意图

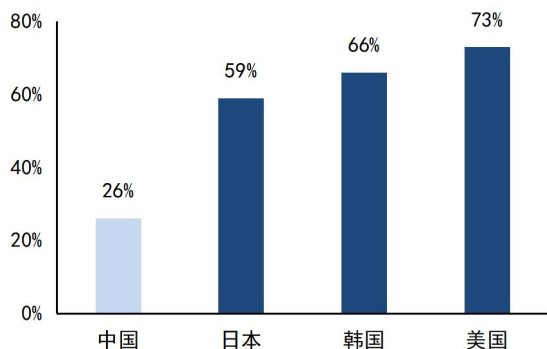


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 火锅和川菜的风靡使得火锅调料、中式复合调料迎来快速发展

放眼全球来看, 调味品复合化是调味品行业的重要发展趋势, 海外发达国家复合调味品发展较为成熟, 相比之下我国的复合调味品仍在成长初期。复合调味品是调味品使用方式的革新, 也是调味品功能化升级的重要体现。海外发达国家也经历过餐饮连锁化和家庭便捷化的需求觉醒, 在此带动下的复合调味品渗透率快速提升并达到 50%+, 只是进程比中国快。目前我国复合调料的渗透率为 26%, 沿海及一线城市渗透率为 30-35%, 而日/韩/美等发达国家复合调料渗透率远高于中国 (日本 59%/韩国 66%/美国 73%)。相比之下我国复合调味品渗透率提升空间仍然很大, 未来将有望成为调味品消费重要分支之一。

图18: 中外复合调味品渗透率对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 日本酱油衍生品的分类

名称	特点	用途
鲜味酱油	添加鲣鱼、海带等鲜味物质, 使得菜品有独立的鲜香口感, 包括生鱼片酱油、芥末酱油、紫菜酱油	广泛用于烹饪, 特别是清淡菜肴中添加, 例如寿司
汤类酱油	由酱油、料酒、白糖、高汤和其他调味料构成	广泛用于汤品, 特别是面条、焖、炖
烤肉酱油	通过添加酱油、糖、辣椒和香料, 调整酱油的色泽、气味和口味的多样性	用于烤肉、照烧、寿喜烧
酸味酱油	酱油中添加醋、果汁或者其他柑橘类果汁	运用广泛
酱油沙司	由酱油调制的法式沙拉酱, 改良味日式和风口味	沙拉等西式食品

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2020年复合调味品的行业规模为1488亿元, 过去5年复合增速为14.2%, 快于调味品行业整体增速(约10%), 行业景气度较高。细分品类看, 国内复合调味品又包括: 火锅调味料、中式复合调味料、西式复合调味料和鸡精等品类。在火锅、川菜等菜品风靡的背景下, 由于火锅调味料、中式复合调味料可以较完整的还原菜系的味型, 近年来火锅调味料、中式复合调味料增速快于复合调味品的整体增速。2020年火锅调味料市场规模310亿元, 同比+14.4%, 过去5年CAGR(2015-2020)为+15.0%; 中式复合调味料2020年市场规模254亿元, 同比+17.1%, 过去5年CAGR(2015-2020)为+15.6%, 保持高速增长趋势, 二者占复合调味料的比例逐年提升。

火锅和川菜具备易标准化、开店经营效益好及消费者口味接受度高等特点, 预计未来仍将保持快速增长趋势, 从而带动火锅调味料、中式复合调味料市场规模和接受度持续提升:

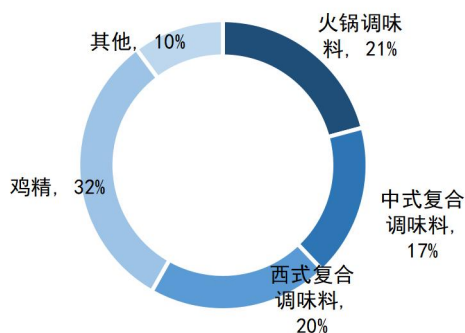
- **从供给端看:** 近年来餐饮连锁化率逐渐提升, 餐饮对供应链的稳定/效率/成本控制能力要求提高, 倒逼餐饮进行标准化。另外, 近年来运营成本上涨明显, 餐厅去厨房、去厨师的意愿强烈。而火锅和川菜标准化有先天优势, 对于厨师要求不高, 菜系本身依赖调料的味型, 只需做好调味环节的品质稳定、口味正宗就可以了。并且在经营效益(坪效、净利率)上相较其他餐饮也有比较明显的优势。以火锅为例, 由于不需要厨师和厨房, 所以可以降低人力成本并释放餐位面积, 整体坪效2.63万元/平米, 净利率为11.8%, 位居所有品类之首。
- **从需求端看:** 近年来消费者口味向辣味转换明显。根据《美团餐饮报告》的口味偏好调查, 52%的消费者偏爱辣味, 29%/9%/4%/3%的消费者分别偏爱鲜/甜/咸/酸口味, 辣味、鲜味的受众更广。川菜和火锅(尤其是川渝火锅)的特点正是“清鲜醇浓, 麻辣辛香”, 故可以满足消费者嗜辣的口味需求。细分消费者的年龄段来看, 85年及以后出生的消费者对辣味的偏好更高, 故我们预计未来随着时间的推移, 消费者对辣味(川味)的追捧将有增无减。

图20: 2010-2020年复合调味品行业市场规模及增速



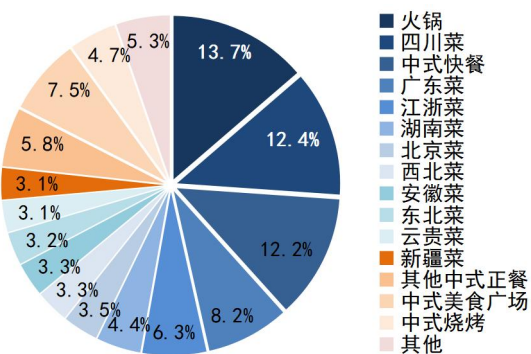
资料来源: Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图21: 复合调味品细分品类占比



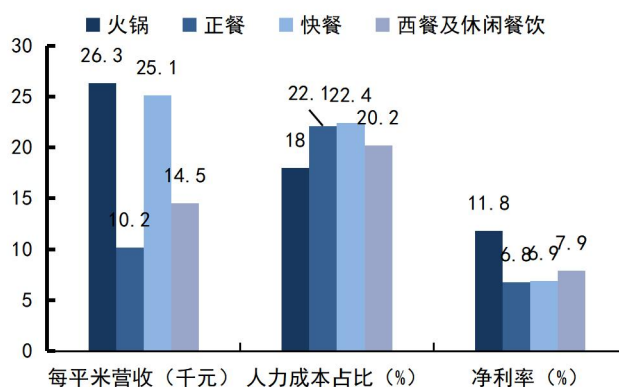
资料来源: Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图22: 中式餐饮的分类



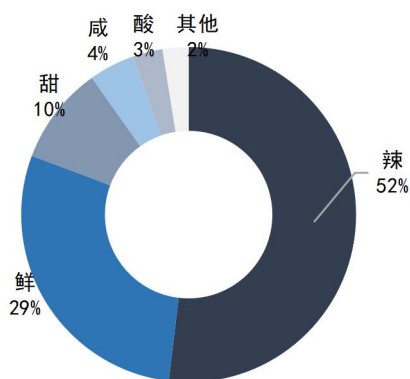
资料来源: 前瞻研究院, 国信证券经济研究所整理

图23: 各餐饮形式的坪效、净利率、人力成本占比情况



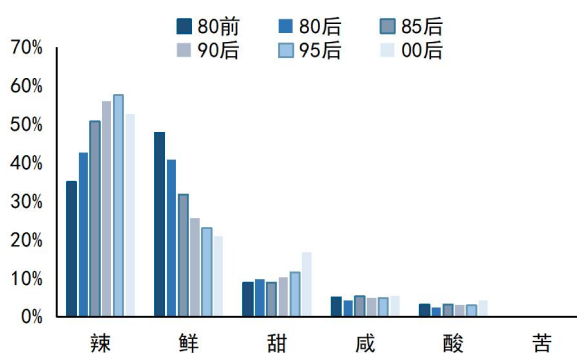
资料来源: 前瞻研究院, 国信证券经济研究所整理

图24: 餐饮消费者口味偏好调查



资料来源: 前瞻研究院, 国信证券经济研究所整理

图25: 细分年龄段餐饮消费者的口味偏好调查



资料来源: 前瞻研究院, 国信证券经济研究所整理

**火锅调料: B端加速渗透, C端烹饪炒菜场景不容忽视。**火锅调料的主要消费场景有3种: ①火锅店、中餐馆和快餐店等餐饮企业; ②家庭聚餐用火锅调料吃火锅; ③用火锅底料烹饪、炒菜。在餐饮企业中, 火锅调料正加速替代人工炒制、

调配调料，预计未来餐企使用火锅调料的比列将加速提升。家庭聚餐用火锅调料场景逐渐饱和，预计未来将保持稳定增长趋势。而对于使用火锅调料进行家庭烹饪这一使用场景往往被投资者所忽视，绝大多数消费者并不知道火锅底料除了吃火锅也可以用来炒菜，但其实火锅底料可应用于麻辣香锅、回锅肉、干锅排骨等众多菜系，未来随着调味品厂商的加速培育，家庭烹饪使用场景有望快速扩容。

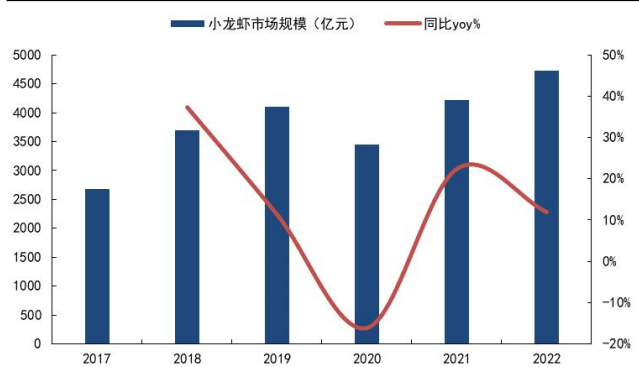
**中式复合调料：长尾品类众多，仍待进行消费者培育，需密切关注爆款餐饮出现。**近年来，随着川菜、酸菜鱼、麻辣香锅、冒菜及小龙虾等复合调料随着下游餐饮的爆火而快速增长。当下中式复合调料仍处于消费者培育阶段，由于中国菜系众多，中式复合调料仍存在较多长尾品类，未来一方面需密切关注餐饮消费风口；另一方面厂家亦需要主动进行消费者培育。由于中式复调便捷性的特点，预计未来渗透率有望持续提升，

图26: 酸菜鱼餐饮规模快速扩容 (单位: 亿元, %)



资料来源: Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理

图27: 小龙虾市场规模快速增长 (单位: 亿元, %)



资料来源: 前瞻研究院, 国信证券经济研究所整理

**预计到2024年复合调味品市场规模将突破2000亿元。**看未来，餐饮客户维持口味稳定、降成本、提高运营效率的需求仍在，渗透率较低；家庭端消费者仍处于品类教育期，希望“一菜一料”的消费需求仍待挖掘，80%消费者并不知道火锅底料除了吃火锅也可以用来炒菜，也不知道川菜调料怎么用，未来餐饮、零售渗透率仍有一倍以上空间。预计未来5年复合调味料仍将保持快速增长趋势，到2024年复合调味品渗透率将达到32%，市场规模将达到2152亿（其中火锅调料466亿、中式复合调料403亿），未来5年增速10%+。

表4: 复合调味品市场规模预测 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>复合调味品</b>	<b>1235</b>	<b>1488</b>	<b>1590</b>	<b>1754</b>	<b>1952</b>	<b>2152</b>
渗透率%	26%	28.3%	29.1%	30.0%	31.3%	32.4%
<b>其中: 火锅调味料</b>	<b>271</b>	<b>310</b>	<b>335</b>	<b>375</b>	<b>420</b>	<b>466</b>
增速%	14%	14.4%	8.0%	12.0%	12.0%	11.0%
占比%	22%	20.8%	21.1%	21.4%	21.5%	21.7%
<b>其中: 中式复合调味料</b>	<b>211</b>	<b>254</b>	<b>277</b>	<b>316</b>	<b>360</b>	<b>403</b>
增速%	15%	20.4%	9.0%	14.0%	14.0%	12.0%

占比% 17% 17.1% 17.4% 18.0% 18.4% 18.7%

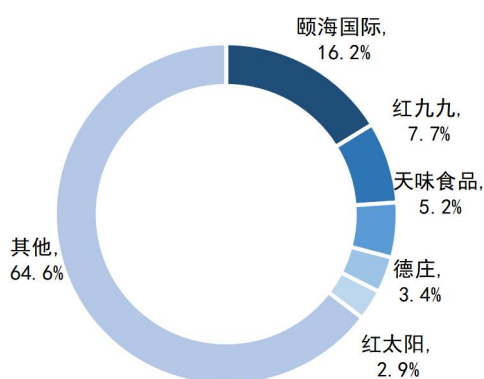
资料来源:Frost&Sullivan, 国信证券经济研究所整理及预测

### 格局展望：行业洗牌加速进行时，未来竞争将更加有序

存量来看，由于复合调味品生产门槛较低，业内中小企业众多，故行业竞争格局高度分散，仍处于跑马圈地时期：

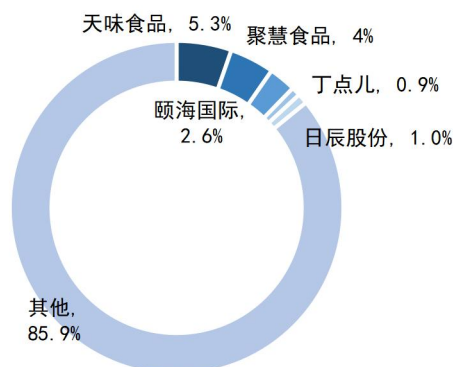
- **火锅调味料：**市场高度分散，行业一超多强格局确立。行业门槛较低导致了行业以小作坊/小型代工厂生产为主，2019年包装火锅底料市场CR5为35.4%，仍较为分散，但行业一超多强格局逐渐清晰。颐海国际作为海底捞的火锅调料供应商，市占率第1，份额为16.2%，龙头地位稳固。天味市占率排名第三，份额为5.2%，近年来份额持续提升。
- **中式复合调味料：格局更为分散，颐海市占率第3。**2019年中式复合调味料市场CR5仅约为9.2%，天味市占率第一，2019年市占率分别为5.3%；颐海市占率第三，2019年市占率为2.6%，二者市占率对比2015年均小幅提升，分别+1.6pct、+1.5pct。

图28：2019年包装火锅底料市场格局



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

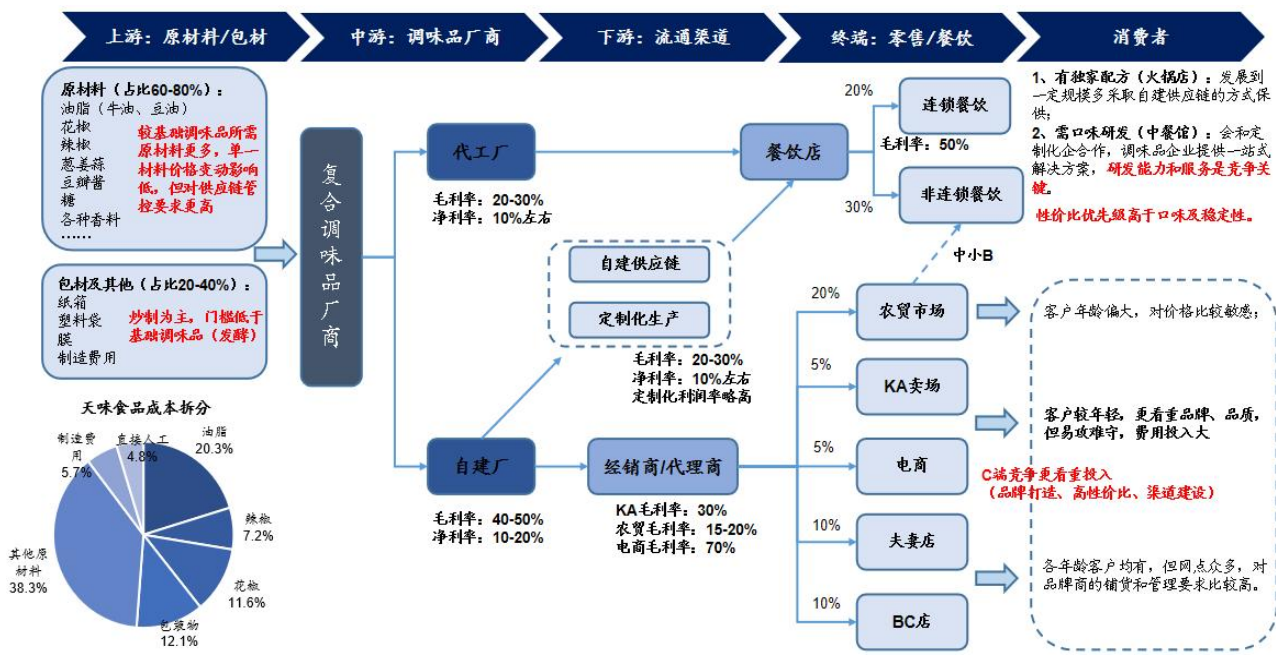
图29：2019年中式复合调味料市场格局



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

复合调味品由于其便捷性特点，在新冠疫情的催化下于2020年迎来了快速发展，但同时由于相关上市企业业绩较好并且生产门槛较低，因此也吸引了各路资本的关注，新玩家加速入局叠加消费需求回归常态使得2021年行业竞争加剧，引发市场担忧。但经历过去一年激烈的竞争，部分专业度较低的中小企业逐渐退出市场或减慢扩张脚步。我们认为，未来随着市场对行业未来增长的预期回归理性，行业格局有望迎来优化由于复合调味品有众多生产模式以及销售渠道，并且不同生产和销售模式下企业竞争要素以及龙头企业竞争力并不相同，因此后文我们拆分渠道来剖析企业发展要素，以供读者阅读。

图30：复合调味品（火锅调料、中式复合调味料）产业链图谱



资料来源: 公司公告、公司官网, 国信证券经济研究所整理

### 家庭消费: 品牌集中化已开始, 龙头地位有望强化

- **目前火锅底料及中式复调主要有三类玩家:** 1) 火锅餐饮企业: 产品向餐厅供应之外还会对 C 端消费者销售, 代表企业如: 颐海、小龙坎、德庄; 2) 复合调味品生产商: 天味、红 99; 3) 大型调味品及食品企业: 海天、新希望、厨邦。
- **2C 销售更看重投入, 部分中小企业逐步退出市场。** 首先, 对于跨界的大型调味品及食品企业来说, 虽有渠道优势, 但存在专业性不高的劣势, 导致企业仍需要投入大量精力进行品牌教育。但由于这些公司主要精力仍在基本盘品类, 目前跨界投入普遍不高。而对于中小企业来说, 虽然 2021 年加大了铺货力度, 但经过接近 1 年的竞争, 部分中小企业因产品复购率低、品牌投入不足等原因, 正逐步退出市场, 未来 C 端头部集中度有望进一步提升。

图31: 海天开始布局火锅底料市场



图32: 海天开始布局复合调味料市场



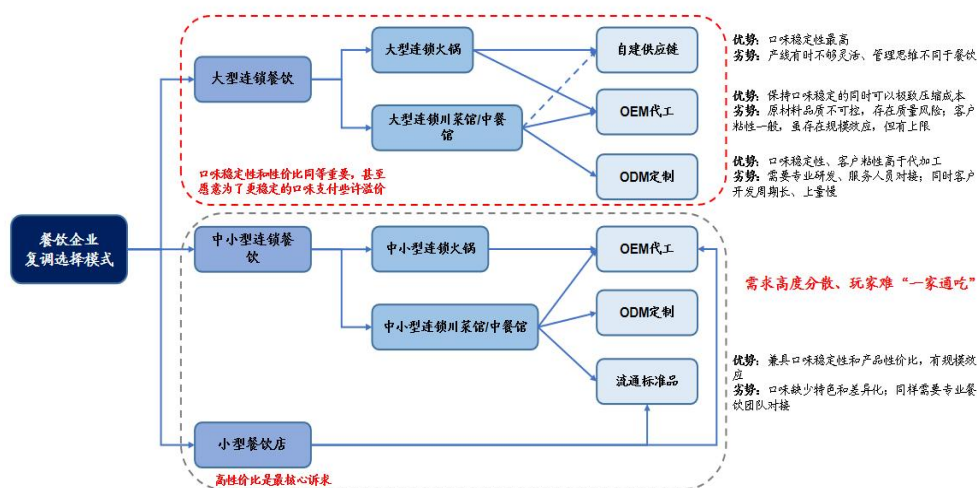
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### 餐饮消费：需求明显分化，集中度存天花板

- **企业发展到一定规模可以自建供应链的方式保证供应。**部分大型连锁餐饮企业对原材料和口味稳定性要求高，其发展到一定规模后会自建复调工厂，可满足自身标准化要求，以保证直营店与加盟店的口味稳定性，代表企业如海底捞（颐海）、大龙燚等。但自建供应链也存在产线不够灵活、管理思维不同于餐饮等问题。
- **行业代加工企业众多，难实现“一家通吃”。**由于行业需求旺盛，行业内存在众多代加工厂，代表企业如聚慧、申唐。代加工模式中若想实现集中度提升需要头部企业具备充足的产能供应或行业低端产能出清，但一方面扩产对资金要求极高，同时当企业规模达到一定体量后规模效应并不显著；另一方面，由于行业仍处于成长期，部分中小型代工厂凭借当地客户资源仍能拿到稳定订单，也享受到了行业成长红利，故退出动力不强。所以我们认为代工模式下，未来集中度提升要关注行业何时从增量市场走向存量市场，且集中度提升存在天花板，难实现一家通吃。
- **定制餐调和流通标准品的推广是颐海、天味的破局之道，但其当下精力仍在C端跑马圈地。**对于颐海、天味等2C销售能力强的规模企业，可通过定制餐调和推广流通标准品的方式打开2B成长空间。但由于：①定制餐调规模效应不明显，并且需要专业的销售服务、研发人员；②以口味差异化立足的川菜馆和火锅店对于流通标准品的需求不高，需求主要集中在长尾的中餐馆、外卖、快餐馆等对口味要求不高的餐饮业态，同样需要专业销售团队进行对接。对于目前天味、颐海来说，其精力主要在C端跑马圈地且当下产能吃紧，未来2B销售的上量仍要等到C端竞争格局稳定及产能建设充沛后，公司进一步建立更专业的餐饮团队。

图 33：餐饮企业复调选择模式



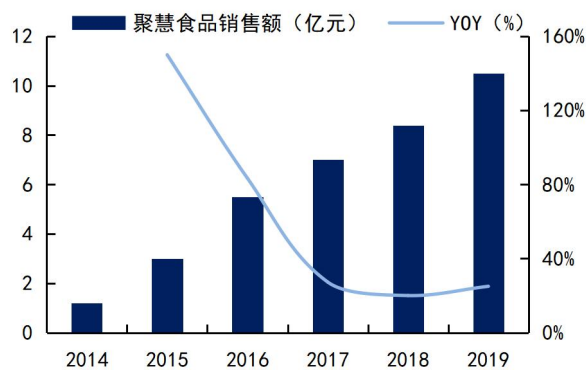
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 34：聚慧产品体验中心分布



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 35：聚慧食品销售额及增速（亿元，%）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 产品优势突出，品牌势能已现，渠道调整后再焕新生

### 倾心打造大单品，产品矩阵日趋完善

**天味与颐海产品对比：天味在中式菜品调料和辣系火锅底料优势更明显。**2021 年天味火锅调料/中式菜品调料收入分别为 8.75/8.49 亿元，过去 5 年 CAGR 分别为 13.6%/19.0%，2021 年颐海国际火锅调料（第三方）/中式复合调料收入分别为 18.3/5.3 亿元，天味在中式复调体量更大，颐海在火锅调料销量领先：

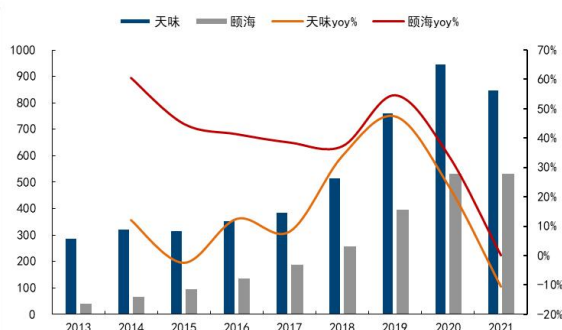
- **火锅底料：**颐海在非辣火锅底料较为成熟，领先推出了番茄、菌汤、三鲜、清汤等不辣口味的底料，但在辣系火锅底料中，清油、牛油底料虽体量较大，但近年来在家庭端流行的手工牛油火锅底料表现一般。天味主打正宗四川风味，火锅底料以麻辣系为主。大红袍红汤火锅底料具有一定消费者基础，2017 年推出的好人家手工牛油火锅底料后成为公司大单品，公司在竞争激烈的四川市场市占率排名第一，侧面印证了其在川味产品的口味做到了极致。但公司不辣产品较薄弱，2020 年陆续推出的不辣汤底料弥补了产品矩阵的空缺。
- **中式菜品调料：**天味种类更丰富且产品口味广受认可，公司拥有酸菜鱼、青花椒鱼等成熟的鱼调料大单品，同时小龙虾、麻辣香锅等调料增长较快，产品矩阵还覆盖麻婆豆腐、宫保鸡丁、水煮肉片、酸萝卜老鸭汤、粉蒸肉等。而颐海在此品类布局较晚，目前仅小龙虾、麻辣香锅、鱼调料等单品体量较大，其他地方菜系近年来正持续补充。

图 36：天味食品与颐海国际火锅调味料收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 37：天味食品与颐海国际中式菜品调料收入



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**深度聚焦核心大单品，小龙虾调料实现快速放量。**公司目前实行大单品策略，将大单品分为战略大单品、潜力大单品和培育大单品，大单品策略能够在顺应消费者需求的同时，可集中且有效进行资源投入：

- **战略大单品：手工火锅底料和老坛酸菜鱼调料。**战略大单品负责开拓市场并占领消费者心智，同时也是公司资源重点倾斜的产品，两大单品收入销售额占比超 30%，定价偏中高端，市占率均居于行业领先地位。
- **潜力大单品：青花椒鱼调料、小龙虾调料及小块装手工火锅调料。**公司通过市场考察和调研，筛选若干有潜质的产品作为潜力大单品。今年小龙虾调料在小龙虾价格下降、食用需求增加及 Q1 提前铺货抢占消费者心智并辅以费用支持的带动下，预计 22H1 完成 1.3 亿（去年同期约 8000 万）。未来小龙虾

调料将与公司冬调产品消费周期形成互补，驱动公司业绩成长。

➤ **培育大单品：包括麻辣香锅、麻婆豆腐等产品及新品。**

表5：火锅底料及酸菜鱼调料线上销售情况

产品种类	品牌	产品名称	价格(元)	重量(g)	单位均价(元/100g)	月销量(件)	产品图片
火锅底料	天味-好人家	手工牛油火锅底料	24.8	400	6.2	25227	
	天味-大红袍	红汤火锅底料	22.9	450	5.1	727	
	海底捞	牛油火锅底料	22.6	450	5.0	783	
	海底捞	手工牛油火锅底料	74.8	1500	5.0	2754	
	名扬	手工全型火锅底料	68.8	1000	6.9	3857	
	德庄	大火锅底料	49.5	900	5.5	1047	
	桥头	重庆老火锅底料	25.8	280	9.2	6154	
酸菜鱼调料	天味-好人家	老坛酸菜鱼调料	39.9	1050	3.8	12606	
	海底捞	上汤酸菜鱼调料	19.8	720	2.8	2235	
	邓仕	酸菜鱼佐料	11.8	954	1.2	367	
	桥头	酸菜鱼专用调料	20.8	600	3.5	306	
	德庄	老坛酸菜鱼调料	36.53	1050	3.5	475	
	川老头	老坛酸菜鱼调料	11.8	350	3.4	12	
	吉香居	酸菜鱼佐料	18.9	700	2.7	387	

资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

**打造行业领先的研发体系，产品矩阵不断拓宽。**公司注重研发团队和研发体系的建设，现有研发人员 173 人，与四川大学/西华大学/成都大学等高校合作开发新工艺、新技术，保证研发创新能力领先。产品研发方面，公司除坚持大单品策略外，积极开发区域性特色产品作为补充，并针对不同地区饮食习惯、不同的烹饪需求，以市场调研数据为基础不断研发新产品。公司新品研发以 1-3 年为周期，同时也会对市场上的热销产品进行模仿，开发出同类产品。除新品开发外，公司也持续对现有产品进行迭代，保证口味的延伸和替代。

表6: 公司近年来新品推出情况

年份	火锅调料	川菜调料
2017	手工老火锅底料	麻辣香锅调料、青花椒麻辣鱼调料、重庆小面调料
2018	手工老火锅底料（特麻辣/微辣）	大盘鸡调料、蒜香排骨调料、粉蒸排骨（香辣/五香）、泡椒麻鱼调料、麻辣藤椒鱼调料
2019	金汤酸菜火锅底料、迷你小块装手工底料	小龙虾调料（麻辣/十三香）、剁椒蒸鱼调料、粉蒸肉调料
2020	不辣汤火锅底料（番茄/菌汤/三鲜）、火锅蘸料（花生/芝麻/香辣）、大红袍手工火锅底料、好人家醇香牛油火锅底料	酸萝卜老鸭汤炖料、小龙虾调料（油焖/蒜蓉）、香肠调料（川味/五香/麻辣）、酱肉调料

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图38: 天味老坛酸菜鱼调料持续迭代升级



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图39: 天味专业实验室



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**严控产品质量，保证原材料溯源。**为了保证原料的质量，公司从源头确保每一颗原料的天然和安全，并建立8大专属原料生产基地，配备有3万立方米的专业冷库，保证原料的品质更加稳定。以牛油为例，公司坚持使用“鲜牛脂肪”炼制牛油，不使用半成品油，通过飞行检查、驻厂巡查、视频监控等多种手段实现对牛油供应商监督控制。同时，公司现在还拥有150人的质量控制团队，实现了生产环节的全程监控，并制定了严密的质量控制措施和环境作业规范。

图40: 天味食品辣椒种植基地



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图41: 天味食品花椒加工基地



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 好人家大红袍双轮驱动，天味品牌势能逐渐显现

好人家、大红袍双轮驱动，两大品牌有望形成合力。目前拥有“好人家”、“大红袍”和“天车”三大品牌，其中“好人家”和“大红袍”为火锅底料知名品牌，根据 CNPP 的数据，2021 年火锅底料市场十大品牌中，好人家和大红袍均榜上有名，分列 2、9 名。2020 年开始公司聚焦品牌提升，并提出“好人家”和“大红袍”双品牌驱动战略，其中“好人家”未来定位中高端市场，专注于火锅调料、川菜调料、佐餐即食类产品，“大红袍”定位为火锅调料大众市场和餐饮小 B 端市场，专注于火锅调料、餐饮类产品。未来两大品牌将携手助力公司全国化布局。

图 42: CNPP2021 年中国火锅底料品牌榜

 海底捞调味料 综合票数: 1067 投票	 好人家 综合票数: 3390 投票	 德庄 综合票数: 3878 投票	 名扬 综合票数: 34 投票	 桥头火锅 综合票数: 3894 投票	 红99 综合票数: 1937 投票
 秋香 QIU XIA 综合票数: 1935 投票	 周君记 综合票数: 4482 投票	 小肥羊 综合票数: 3143 投票	 草原红太阳 综合票数: 2048 投票	 大红袍 综合票数: 2568 投票	 蜀九香 综合票数: 2132 投票

资料来源: CNPP, 国信证券经济研究所整理

图 43: 2019.05 公司对好人家品牌 logo 进行升级



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

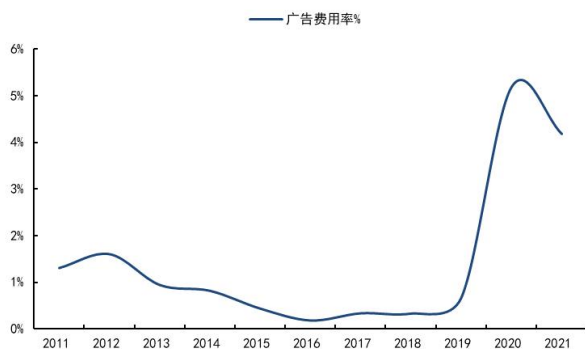
图 44: 2020.06 公司对大红袍产品进行更新升级



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

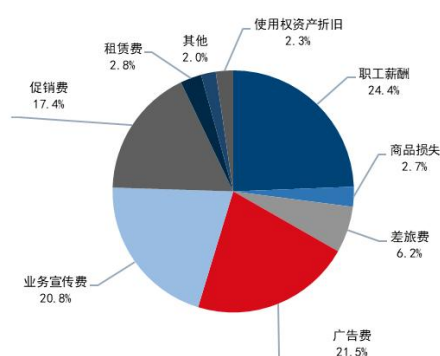
营销不断向消费者侧倾斜，品牌势能持续积蓄。2020-2021 年伴随着公司开始实行品牌提升战略，公司持续加大品牌宣传投入，2020 年之前公司广告费用投入均未超过 1200 万元/年，广告宣传费用率不足 1.2%。2020-2021 年公司广告费用投入提升至 1.2 亿和 0.8 亿元，天味食品通过与一线明星、一线综艺、一线媒体、一线广告公司合作开展品牌建设活动，先后冠名或赞助《非诚勿扰》、《东方剧场》、《为歌而赞》等综艺，并通过“龙虾节”、“火锅节”、“年货节”等活动让消费者直接体验产品，公司品牌在经销商与消费者中知名度持续提升。

图 45: 2011-2021 年天味食品广告费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 46: 2021 年公司销售费用结构



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 47: 2021 年公司冠名综艺为歌而赞



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 48: 2020 年公司冠名综艺非诚勿扰



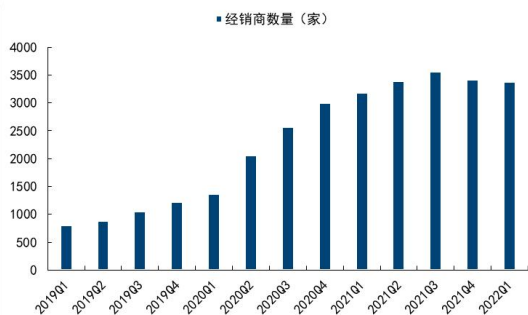
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

## 直面渠道问题，卸掉包袱重新出发

2019 年天味上市后，开始大力招商并推进渠道扩张，经销商数量从 2018 年的 809 家提升至 2021 年 3409 家，公司逐步建立起覆盖全国的经销商网络。但受行业竞争加剧及渠道备货激进等多方面影响，2021 年渠道承压明显，公司业绩也出现明显下滑：

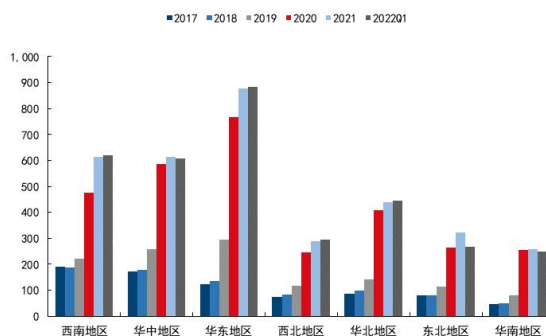
- 1) **新招经销商处在磨合期时任务压力较大：**公司经销商数量快速增加，仍由于公司在新招经销商与公司之间人处于磨合期的时候加大了新品铺货力度，新经销商实力难以匹配公司制定的任务目标；
- 2) **消费需求疲软且行业竞争加剧：**由于 2020-2021 年间疫情反复爆发，居民消费意愿有所降低，出现了消费需求疲软的现象。另外由于复调处于低渗透率的阶段叠加 2020 年行业需求旺盛，较多跨界和中小企业推出复调产品，行业竞争竞争加剧。而在 2021 年社区团购渠道加速渗透，社区团购的低价行为使得企业价盘收到冲击并且使得行业竞争进一步加剧；
- 3) **经销商错判形势积极备货进一步推高库存：**2021Q1 经销商担心 2020 年疫情重复出现，错判形势备货积极，渠道库存进一步被推高。

图49：2019Q1-2022Q1 天味食品经销商数量变化



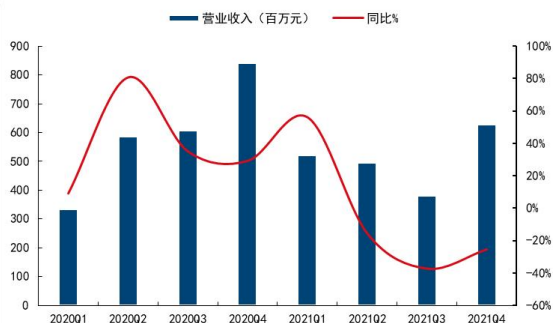
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图50：2017-2022Q1 天味食品各区域经销商数量变化



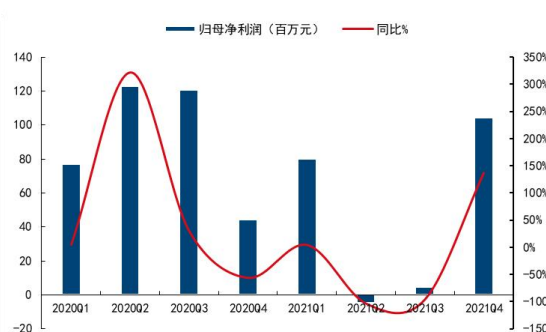
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图51：2020Q1-2021Q4 天味食品营业收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图52：2020Q1-2021Q4 天味食品归母净利润及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

面对渠道的高库存问题，公司直面问题并积极调整，通过主动去库存和调整经销商管理模式等方式缓解渠道压力，目前公司渠道库存已回落至历史平均水平，渠道重回健康：

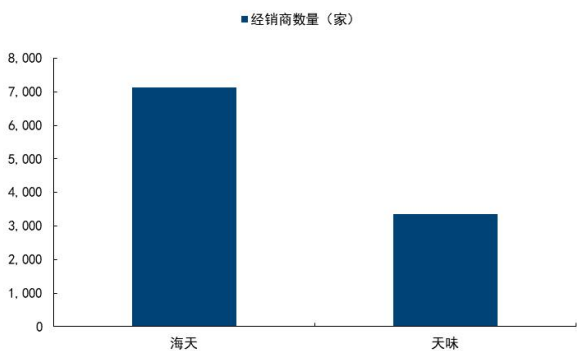
1) 公司牺牲短期业绩，通过主动控货去库存的方式，并投入相应费用帮助经销商缓解库存压力；同时通过以销定产的模式来修正渠道和终端库存，保证产品的新鲜度。

2) 渠道管理更精细化，并推出优商和扶商的经销商分级运营模式：公司过往渠道运作较为粗放，今年开始公司采取了精细化运营的优商模式，通过销售动作标准化的业务流程保障基本盘的增长，赋能经销商生意发展，建立利益共同体。在成长型客户的策略方面采取了扶商模式，通过资源和关键动作聚焦的方式进行扶持成长，精准施策有效投入。销售组织设计也相应匹配客户分级运营，保障优商和扶商模式的顺利推进。

3) 调整费用结构，保障经销商利润水平：2022 年天味的费用使用结构降有所调整，广告宣传费用预计将有所收缩，地推及经销商维护费用预计将有所增加。同时，2021 年在渠道库存高企及社区团购冲击等影响下，渠道利润被压缩，而今年公司在开展活动时考虑经销商的毛利水平，公司价盘逐渐恢复至正常水平，渠道信心因此有所提振。

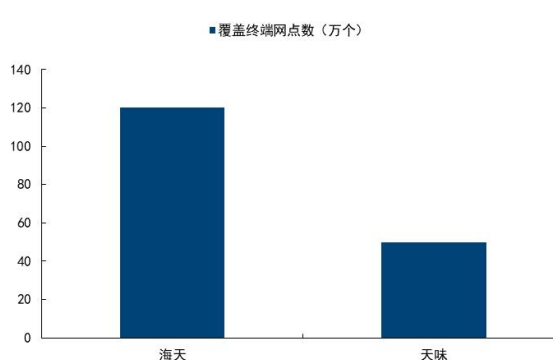
渠道扩张仍将是未来天味发展的主旋律，渠道加密仍有较大空间。目前全国调味品售点总数为 200 多万个，天味通过 3368 家经销商覆盖了 50 万的终端网点，覆盖率不足 25%，而调味品龙头海天味业通过 7139 家经销商覆盖了超过 100 万个终端网点，天味无论是经销商数量还是覆盖的终端网点数都有较大提升空间，当下公司渠道已重回健康，未来随着经销商队伍的不断建设，公司覆盖网点数和收入规模也将持续提升。

图 53: 2022Q1 天味与海天经销商数量对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 54: 天味与海天覆盖终端网点数量对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

电商与定制餐调渠道有望成为新的业绩增长点。1) 电商渠道: 公司将天猫、京东等综合电商作为主要阵地, 并对抖音等视频电商重点布局, 深耕小红书等内容电商。此外, 公司聚焦叮咚买菜等新零售渠道, 未来公司电商渠道收入规模有望持续提升。2) 定制餐调: 天味凭借过硬的产品质量和先进的生产水平, 成功与张亮麻辣烫、姐弟俩土豆粉、味千拉面等连锁餐饮建立合作关系。定制餐调业务收入 2015-2020 年 CAGR 为 55%, 2021 年由于疫情影响定制餐调业务出现下滑。但在餐饮连锁化背景下, 餐饮企业定制化需求旺盛, 公司积极推进定制餐调业务, 并为客户提供餐饮咨询服务, 未来有望成为公司新的业绩增长点。

图 55: 2020Q1-2021Q4 天味食品营业收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 56: 天味定制餐调主要客户

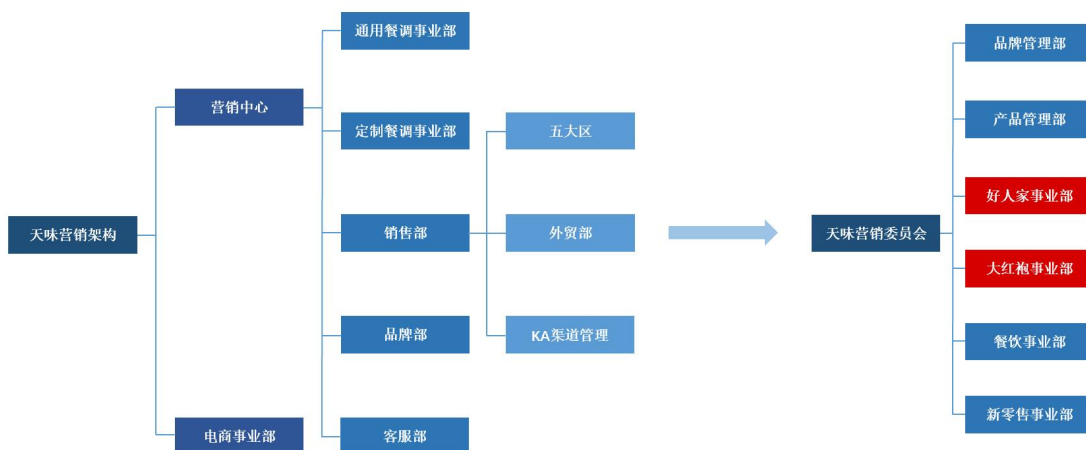


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

## 新一轮股权激励激发经营活力，数字化助力运营效率提升

销售组织架构日趋扁平化，管理效率持续提高。公司自上市以来，持续推进销售组织的扁平化，2021年8月公司撤销零售事业部，将好人家和大红袍两大品牌独立成立事业部，并将电商事业部调整为新零售事业部。我们认为，销售组织架构的扁平化有助于提高决策与信息处理的效率，天味管理运营效率在持续提高。

图57：天味组织架构趋于扁平化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新一轮股权激励有望充分激发天味经营活力。2022年2月公司重新推出限制性股票激励计划草案，6月完成首次授予的限制性股票登记，该激励实际授予179名中层管理人员和技术骨干647.44万股限制性股票（平均每人3.6万股）。激励计划分两次解锁，业绩考核具体要求为：以2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于15%，2023年营收增长率不低于32.25%。我们认为，本次激励覆盖范围更广，业绩考核目标有所放松，达成概率更高。本次激励有望充分调动公司核心管理人员的积极性并吸引更多专业人才，公司经营活力有望持续显现。

表7：2022.06公司推出全新股权激励

激励类型	姓名	职务	获授股票数量 (万份)	授予情况	授予价格 (元/股)	业绩考核目标
限制性股票	吴学军	董事，副总裁	38	暂缓授予	10.96	第一个解除限售期：以2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于15%； 第二个解除限售期：以2021年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于32.25%
	于志勇	董事，副总裁	33	暂缓授予		
	沈松林	董事，副总裁	30	全部授予		
	何昌军	副总裁，董秘	30	全部授予		
	中层管理人员和技术骨干（179人）		人均3.6万股	全部授予		
	预留部分		200万股			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

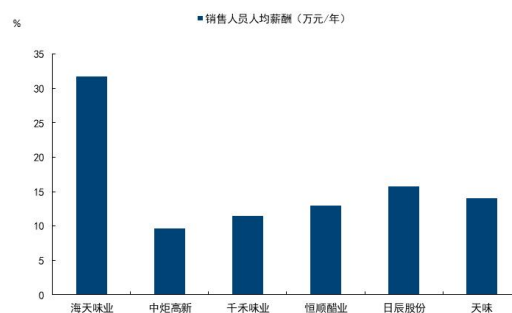
**销售人员薪酬&考核制度持续优化，渠道开拓积极性明显提升。**公司自上市以来，持续推进销售人员薪酬改善，截止到 2021 年年报公司共拥有销售人员 683 人，平均薪酬为 14.1 万元/年，销售人员人均薪酬已逐渐提升至行业中上水平。同时，2022 年之前公司对于销售人员的考核更注重业绩指标的达成，部分区域业绩低于目标 70%和达到目标 70%的收入差距可达 2 倍以上，这也导致业务人员对于过程指标缺乏跟进和规划。2022 年天味调整了业绩考核的权重，目前是销量指标和过程指标各占 50%。过程指标包括核心门店建设、消费者近距离互动等。过程指标权重的增加一方面保证了销售人员基础收入保障，同时也保证了销售人员投入更多精力到市场建设。

图 58: 2019 年起销售人员工资提升明显 (万元/年)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 59: 2021 年天味销售工资在行业中上水平 (万元/年)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**引入数字化管理平台并建成首个智慧工厂，持续推进管理效率提升。**公司近年来坚持进行数字化、智慧化运营投入，将流程建在业务上着力打造数字化、智慧化运营管理系统。公司现已打造出“智能化客户服务中台”，通过线上进行人工作业和业务管理，实现市场活动的强化管理及费用的合理管控。通过协同运营平台，全面展示经销商完整的活动流程及实际的消耗情况保证实时性和真实性，消除企业与市场终端的信息差，也提高了经销商满意度。同时于 2022 年 5 月 25 日，公司智慧工厂顺利投产，预计建成投产后单线产能提升超 2 倍、人均效能提升超 6 倍、单件制造成本下降近 40%。自动化与数字化的优势有望助力公司管理效率提升，规模效应有望进一步凸显。

图 60: 天味食品协同运营平台架构图



资料来源: 致远互联, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测：短期低基数背景下将迎高增长，长期成长受益于行业扩容和集中度提升

**假设前提：渠道拓展顺利，成本不出现大幅上涨**

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**收入端：**2021年是公司的调整之年，一方面是由于行业需求下行及竞争加剧，另一方面公司也面临着用人难的困境。公司主动在管理、激励及渠道建设等方面积极调整，目前已重回正轨，预计2022年公司有望在低基数的背景下迎来高增长。中长期看，复合调味品行业空间广阔，公司作为行业龙头份额有望加速提升，中长期成长动能充足。分品类看：1) 火锅调料：预计2022-2024年收入增速分别为13.0%/20.0%/18.0%；2) 中式菜品调料：预计2022-2024年收入增速分别为32.0%/25.0%/22.0%；3) 香肠腊肉调料：预计2022-2024年收入增速分别为20.0%/18.0%/15.0%；4) 鸡精：预计2022-2024年收入增速分别为15.0%/10.0%/10.0%。

**成本端：**2022年油脂类产品虽大幅上涨，但公司采取囤货和锁价等方式应对成本压力，预计成本上涨对公司近期毛利率的影响有限，同时由于行业竞争趋缓，公司买赠促销力度有所降低，全年毛利率将迎来改善。中长期看，随着后续募投项目的产能逐渐落地和行业内小企业的陆续出清，公司规模效应将得到持续体现，毛利率有望持续提升。分品类看：1) 火锅调料：预计2022-2024年毛利率分别为34.4%/41.6%/41.8%；2) 中式菜品调料：预计2022-2024年毛利率分别为33.9%/36.5%/38.1%；3) 香肠腊肉调料：预计2022-2024年毛利率分别为40.0%/42.0%/42.0%；4) 鸡精：预计2022-2024年毛利率分别为34.0%/36.0%/37.0%。

表8：天味食品业务拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>火锅调料</b>						
收入(亿元)	8.2	12.2	8.8	9.9	11.9	14.0
增速	19.1%	49.5%	-28.3%	13.0%	20.0%	18.0%
毛利率	36.6%	41.3%	31.9%	34.4%	41.6%	41.8%
<b>中式菜品调料</b>						
收入(亿元)	7.6	9.5	8.5	11.2	14.0	17.1
增速	47.5%	24.2%	-10.4%	32.0%	25.0%	22.0%
毛利率	38.6%	41.5%	31.2%	33.9%	36.5%	38.1%
<b>香肠腊肉调料</b>						
收入(亿元)	0.4	1.0	2.1	2.5	3.0	3.4
增速	-66.3%	153.1%	111.6%	20.0%	18.0%	15.0%
毛利率	35.9%	46.7%	40.4%	40.0%	42.0%	42.0%
<b>鸡精</b>						
收入(亿元)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
增速	10.6%	9.2%	-21.9%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	40.2%	45.3%	33.2%	34.0%	36.0%	37.0%
<b>合计</b>						
总营收(亿元)	17.3	23.7	20.3	24.7	30.1	36.0
增速	22.3%	36.9%	-14.3%	22.0%	21.9%	19.4%
毛利率	37.3%	41.5%	32.2%	34.5%	37.5%	38.9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来3年营收24.7/30.1/36.0亿元，同比+22.0%/21.9%/19.4%，毛利率35.5%/37.5%/38.9%。

**费用端：**2020–2021 年公司主动增加市场投入及品牌投入，但在行业承压的背景下，效果不佳。2022 年开始公司加强费用控制，预计费用投放将更加精准。预计 2022–2024 年公司销售费用率为 16.1%/16.4%/16.3%，2022–2024 年公司管理费用率为 5.0%/5.0%/4.8%。

## 未来 3 年业绩预测

表9：未来 3 年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2026	2471	3012	3595
营业成本	1373	1619	1883	2196
销售费用	394	398	494	586
管理费用	110	125	152	174
财务费用	(35)	(0)	(0)	(0)
营业利润	189	317	459	603
利润总额	216	347	489	633
归属于母公司净利润	185	297	418	541
EPS	0.24	0.39	0.55	0.72
ROE	4.9%	7.6%	10.2%	12.6%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 22–24 年收入分别为 24.71/30.12/35.95 亿元，归属母公司净利润 2.97/4.18/5.41 亿元，归母净利润年增速分别为 60.5%/40.7%/29.4%。每股收益 22–24 年分别为 0.39/0.55/0.72 元。

表10：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	2,365	2,026	2,503	3,088	3,728
(+/-%)	36.9%	-14.3%	23.6%	23.4%	20.7%
净利润(百万元)	364	185	438	593	756
(+/-%)	22.7%	-49.3%	137.1%	35.4%	27.4%
摊薄 EPS	0.58	0.24	0.58	0.79	1.00
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	2,365	2,026	2,471	3,012	3,595
(+/-%)	36.9%	-14.3%	22.0%	21.9%	19.4%
净利润(百万元)	364	185	297	418	541
(+/-%)	22.7%	-49.3%	60.7%	40.8%	29.4%
摊薄 EPS(元)	0.58	0.24	0.39	0.55	0.72
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	2,365	2,026	2,440	2,936	3,465
(+/-%)	36.9%	-14.3%	20.5%	20.3%	18.0%
净利润(百万元)	364	185	162	255	345
(+/-%)	22.7%	-49.3%	-12.1%	56.9%	35.3%
摊薄 EPS	0.58	0.24	0.22	0.34	0.46
总股本(百万股)	630	754	754	754	754

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议：维持“买入”评级

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值

我们将公司分为可预测期（2022-2024 年）、过渡期（2025-2031 年）和永续期（2032 年起）三个阶段，采用 FCFF 估值法以反映公司的长期成长价值：

1) **可预测期（2022-2024 年）**：参考前述盈利预测拆解，我们预计 2022-2024 年公司营收同比增长 22.0%/21.9%/19.4%至 24.7/30.1/36.0 亿元，预计 2022-2024 年公司归母净利润同比增长 60.5%/40.7%/29.4%至 2.97/4.18/5.41 亿元。

2) **过渡期（2025-2031 年）**：假设公司 2025-2027 年营收增速仍能保持在约 15-20% 增速水平，2028 年后逐年收窄。

3) **永续期（2032 年起）**：目前复合调味品较基础调味品相比可选属性强，但未来其中火锅调料、中式复合调料有望成为居家做饭必备的调料产品，刚需属性有望进一步提升。从公司角度考虑，公司产品力突出，品牌与渠道正在起势，未来有望向复合调味品巨头迈进，市场份额有望持续提升。综上，我们预测 FCFF 永续增长率为 2.0%。

表 11：公司盈利预测假设条件（%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	22.26%	36.90%	-14.34%	22.01%	21.87%	19.36%	18.00%	17.00%	16.00%
营业成本/营业收入	62.71%	58.51%	67.78%	65.49%	62.51%	61.07%	61.00%	61.00%	60.70%
管理费用/营业收入	3.55%	4.22%	5.25%	5.05%	5.05%	4.85%	4.80%	4.80%	4.70%
研发费用/营业收入	1.49%	1.29%	1.29%	1.27%	1.27%	1.27%	1.27%	1.25%	1.25%
销售费用/销售收入	13.95%	20.05%	19.47%	16.11%	16.41%	16.31%	16.00%	15.50%	15.30%
营业税及附加/营业收入	0.89%	0.81%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%	0.78%
所得税税率	14.28%	14.90%	14.69%	14.69%	14.69%	14.69%	14.69%	14.69%	14.69%
股利分配比率	27.82%	31.76%	85.54%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表 12：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	14.69%
无风险利率	2.70%	Ka	8.77%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价（元）	25.2	Ke	8.77%
发行在外股数（百万）	754	E/(D+E)	100.00%
股票市值（E，百万元）	19005	D/(D+E)	0.00%
债务总额（D，百万元）	0	WACC	8.77%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

无杠杆 beta 系数根据我们对行业理解给予 0.93x；无风险利率选取 10 年期国债收益率 2.70%，股票风险溢价率取 6.50%；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 5.3%；由此计算出 WACC 为 8.77%。根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 26.79-28.32 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.57%	8.67%	8.77%	8.87%	8.97%
永续 增长 率变 化	2.3%	29.49	28.96	28.44	27.93	27.44
	2.2%	29.16	28.63	28.13	27.63	27.16
	2.1%	28.83	28.32	27.82	27.34	26.88
	<b>2.0%</b>	<b>28.52</b>	<b>28.02</b>	<b>27.53</b>	<b>27.06</b>	<b>26.61</b>
	1.9%	28.21	27.72	27.25	26.79	26.34
	1.8%	27.92	27.44	26.97	26.52	26.09
	1.7%	27.63	27.16	26.71	26.27	25.84

资料来源: 国信证券经济研究所分析

## 相对估值

选取和公司较为相似的调味品行业公司做比较, 采用 PE 法进行估值。其中海天、中炬、千禾、恒顺主营为酱油、醋等基础调味品。

**调味品竞争格局好且抗通胀属性强, 可享更高永续增长率, 同时行业量价仍有提升空间:** 调味品需求稳定刚性且占居民饮食支出比例低, 企业可通过提价抵御通胀; 同时调味品味觉记忆鲜明, 龙头易构筑味蕾壁垒, 是难得的好生意。目前行业市场规 模超 4900 亿元, 受益于餐饮扩容和消费升级, 未来 5 年行业增速为 7.2%, 赛道属性决定调味品行业可享更高估值。过去 5 年中信调味品指数 PE-TTM 平均数为 54.09 倍。

复合调味品作为调味品中增速最快的细分赛道, 预计未来 5 年仍能保持 10-15% 的行业增速。从公司层面来看, 天味产品力突出, 火锅调料和川菜调料产品口味好、质量高、产品矩阵丰富, 公司凭借对经销商服务优势将西南、华中打造成渠道基本盘。而上市后, 公司大力推进品牌双轮驱动战略, 布局差异化营销策略, 大力扩充经销商队伍、增加销售网点。我们看好天味未来 3 年保持高增长趋势, 并向复合调味品龙头迈进, 市场份额有望持续提升, 因此应享有估值溢价。公司上市以来 PE-TTM 平均水平维持在 65.7 倍左右。

根据我们的预测, 预计公司 22-24 年归母净利润分别为 2.9/4.2/5.4 亿元, 增速分别为 60.5%/40.7%/29.4%, EPS 分别为 0.39/0.55/0.72 元, 对应当前股价 PE 为 64.0/46.0/35.1X, 当前估值处于过去 3 年天味历史 PE 50%分位数以下。

表 14: 可比公司估值表

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS			PE			总市值 亿元	投资评级
				22E	23E	24E	22E	23E	24E		
603288	海天味业	56.6	79.98	1.57	2.00	2.41	51.1	40.0	33.2	3706	买入
600872	中炬高新	38.5	35.58	1.00	1.34	1.59	35.8	26.5	22.3	279	买入
603027	千禾味业	62.9	15.54	0.32	0.41	0.52	49.1	37.5	30.2	149	买入
600305	恒顺醋业	100.0	11.69	0.16	0.22	0.27	73.6	53.3	43.1	117	增持
1579.HK	颐海国际	24.0	21.50	0.84	1.05	1.25	21.9	17.7	14.8	225 亿港元	买入
<b>603317</b>	<b>天味食品</b>	<b>93.6</b>	<b>25.20</b>	<b>0.39</b>	<b>0.55</b>	<b>0.72</b>	<b>64.0</b>	<b>46.0</b>	<b>35.1</b>	<b>192</b>	<b>买入</b>

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 千禾味业、恒顺醋业为 Wind 一致预测

## 投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为，短期看，2021年是公司的调整之年，公司主动在管理、激励及渠道建设等方面积极调整，目前经营已重回正轨，预计2022年公司有望在低基数的背景下迎来高增长。中长期看，复合调味品行业空间广阔，公司作为行业龙头产品力突出，品牌渠道势能不断积累，份额有望加速提升，中长期成长动能充足，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

采取的绝对估值和相对估值方法是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.7%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2023 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，但可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- 1、**复合调味品产品渗透不及预期。**复合调味品目前仍处于消费者培育期，未来若由于产品定价偏高，餐饮、零售消费者未能接受并形成使用习惯，会导致复合调味品渗透不及预期；
- 2、**行业竞争格局加剧。**目前复合调味品行业格局分散且没有绝对龙头，未来海天、金龙鱼等传统调味品巨头或食品巨头进入将加剧行业竞争，导致公司产品毛利率、净利率下降和渠道扩张不及预期；
- 3、**新品推广不及预期。**市场的开拓取决于公司产品结构与口味的调整进度，若未来复合调味品出现新的口味及产品风口，公司没有及时跟进，将使得公司错过快速发展期，利润增速将会受到影响。

### 经营风险

- 1、**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产品的质量，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。
- 2、**公司推进渠道扩张及品牌建设时费用支出超出预期的风险。**产品、品牌推广时会带来费用开支的大幅度增加，若控制不力，会对利润形成较大吞噬。

### 市场风险

- 1、**全球疫情反复及全球经济增速放缓。**新冠疫情向全球蔓延，无法得到有效控制

可能导致全球经济增长放缓。经济波动风险：调味品需求相对刚性，与经济环境相关性较大。如果经济下行，消费放缓，调味品也将承压。

**2、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。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2729	1345	935	739	616	营业收入	2365	2026	2471	3012	3595
应收款项	24	32	24	29	33	营业成本	1383	1373	1619	1883	2196
存货净额	243	108	267	298	334	营业税金及附加	19	16	19	24	28
其他流动资产	33	14	25	30	36	销售费用	474	394	398	494	586
<b>流动资产合计</b>	<b>3678</b>	<b>3098</b>	<b>3051</b>	<b>2996</b>	<b>3020</b>	管理费用	102	110	127	154	176
固定资产	508	711	1047	1352	1632	研发费用	30	26	31	38	46
无形资产及其他	45	45	43	41	40	财务费用	(15)	(35)	0	0	0
投资性房地产	59	194	194	194	194	投资收益	35	38	40	40	40
长期股权投资	0	182	182	182	182	资产减值及公允价值变动	7	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4290</b>	<b>4230</b>	<b>4517</b>	<b>4765</b>	<b>5067</b>	其他收入	(36)	(17)	(31)	(38)	(46)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	407	189	317	459	603
应付款项	258	242	280	308	334	营业外净收支	21	27	30	30	30
其他流动负债	291	166	294	344	401	<b>利润总额</b>	<b>428</b>	<b>216</b>	<b>347</b>	<b>489</b>	<b>633</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>549</b>	<b>409</b>	<b>574</b>	<b>652</b>	<b>735</b>	所得税费用	64	32	51	72	93
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(1)
其他长期负债	11	18	21	24	27	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>364</b>	<b>185</b>	<b>297</b>	<b>418</b>	<b>541</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>27</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>560</b>	<b>426</b>	<b>595</b>	<b>676</b>	<b>762</b>	净利润	364	185	297	418	541
少数股东权益	0	(0)	(0)	(1)	(1)	资产减值准备	7	(6)	1	0	0
股东权益	3730	3804	3923	4090	4306	折旧摊销	28	35	65	96	121
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4290</b>	<b>4230</b>	<b>4517</b>	<b>4765</b>	<b>5067</b>	公允价值变动损失	(7)	(1)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(15)	(35)	0	0	0
每股收益	0.58	0.24	0.39	0.55	0.72	营运资本变动	38	(130)	6	41	40
每股红利	0.18	0.21	0.24	0.33	0.43	其它	(7)	6	(1)	(1)	(1)
每股净资产	5.92	5.04	5.20	5.42	5.71	<b>经营活动现金流</b>	<b>423</b>	<b>89</b>	<b>368</b>	<b>555</b>	<b>702</b>
ROIC	15.94%	4.84%	14%	25%	29%	资本开支	0	(228)	(400)	(400)	(400)
ROE	9.77%	4.85%	8%	10%	13%	其它投资现金流	290	(950)	(200)	(100)	(100)
毛利率	41%	32%	35%	37%	39%	<b>投资活动现金流</b>	<b>290</b>	<b>(1360)</b>	<b>(600)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
EBIT Margin	15%	5%	11%	14%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	7%	14%	17%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	37%	-14%	22%	22%	19%	支付股利、利息	(116)	(158)	(178)	(251)	(325)
净利润增长率	23%	-49%	61%	41%	29%	其它融资现金流	1571	203	(0)	0	0
资产负债率	13%	10%	13%	14%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1340</b>	<b>(112)</b>	<b>(178)</b>	<b>(251)</b>	<b>(325)</b>
股息率	0.6%	0.8%	0.9%	1.3%	1.7%	<b>现金净变动</b>	<b>2053</b>	<b>(1384)</b>	<b>(410)</b>	<b>(196)</b>	<b>(123)</b>
P/E	43.6	103.0	64.0	45.5	35.1	货币资金的期初余额	676	2729	1345	935	739
P/B	4.3	5.0	4.8	4.6	4.4	货币资金的期末余额	2729	1345	935	739	616
EV/EBITDA	43.0	138.1	57.2	38.2	28.9	企业自由现金流	0	(233)	(92)	95	242
						权益自由现金流	0	(29)	(92)	95	242

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032