

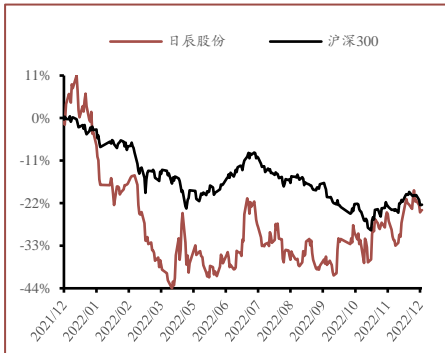
小产品、大市场，复合调味料先行者厚积待发

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2022-12-22
收盘价(元)	40.01
流通股本(亿股)	0.99
每股净资产(元)	6.86
总股本(亿股)	0.99

最近 12 月市场表现



分析师 余剑秋
 SAC 证书编号: S0160522050003
 yujq01@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **对日出口转型的复合调味料先行者，聚焦国内餐饮连锁再出发。**公司是国内较早开始专业生产调理食品加工使用的复合调味品的企业，最初为对日出口鸡肉调理品的加工企业，后战略转向国内+自创品牌。近年来公司聚焦国内餐饮，多元化发展业务，2017-2021 年营收由 2.1 亿元稳步增长至 3.4 亿元，复合增速为 13%；归母净利润由 5604 万元增长至 8129 万元，复合增速为 10%。客户和产品结构不断优化。2022 年受各地疫情反复和原材料价格、运输成本上涨的影响，业绩短期承压，随下游需求逐步恢复，看好后续弹性空间。
- ❖ **复合调味料景气度持续，2B2C 不断渗透增速亮眼。**根据艾媒咨询数据，2011-2022 年中国复合调味品市场规模复合增速为 13.8%；2020 年中国复合调味品渗透率仅为 26%，与美国和日本相比，上涨空间广阔。2B 端：连锁餐饮已成为行业未来发展趋势，“中央厨房+门店”的经营模式驱动着复合调味品行业扩容；此外外卖业务也提高快餐连锁餐饮企业标准化、快速化程度，因此对复合调味的产品需求加大。2C 端：终端消费者，特别是一二线城市年轻消费群体对既便捷又省时的调味产品需求持续增加，家庭复合调味料渗透率有望不断提高。
- ❖ **复合化、定制化程度高，深度绑定客户需求。**1) 产品：复合化、定制化特征明显，高毛利酱汁类产品和餐饮类客户比例不断提升，公司盈利能力有保证，同时公司研发能力强，新品迭代有效满足客户需求；2) 渠道：采用直销为主、经销为辅的模式进行销售。C 端自有品牌“味之物语”已在商超和电商布局，占比有望持续提升。同时公司进行营销网络渠道建设，显著加强销售及服务能力；3) 客户：公司客户主要为以呷哺呷哺、味千拉面、鱼酷为代表的优质连锁餐饮企业和以圣农发展、龙大食品为代表的食品加工企业，公司与老客户深入合作的同时持续拓展新客户。
- ❖ **定增扩产叠加股权激励，显现未来发展信心。**公司再次实施新一轮股权激励，激励对象范围更广、数量更多，进一步提升公司内生发展动力，同时非公开发行加码产能布局，2023 年底复合调味料项目建成后产能可翻倍，丰富产品结构，拓宽产品品类，积极布局预制菜产业，有望成为未来新增长点。
- ❖ **投资建议：**受疫情影响，预计 2022 年业绩有所下滑，但随着国内餐饮逐步恢复，预计未来业务将触底回升。我们预计公司 2022-2024 年收入 3.42 亿元、4.40 亿元、5.81 亿元，同比增长 1.0%、28.8%、31.8%；对应 2022-2024 年归母净利润分别为 0.68 亿元、0.97 亿元、1.27 亿元，同比增长-16.6%、42.6%、31.8%。EPS 分别为 0.69 元、0.98 元、1.29 元，参考 12 月 22 日收盘价，对应 PE 分别为 58、41、31 倍，首次覆盖，给予增持评级。
- ❖ **风险提示：**食品质量安全风险、市场竞争风险、配方改进和新产品开发风险、商超及电商等渠道营销发展相对不足的风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	263	339	342	440	581
收入增长率 (%)	-7.83	28.57	1.02	28.79	31.84
归母净利润(百万元)	81	81	68	97	127
净利润增长率 (%)	-4.72	0.05	-16.59	42.59	31.81
EPS (元/股)	0.82	0.82	0.69	0.98	1.29
PE	95.28	69.51	58.19	40.81	30.96
ROE (%)	13.34	12.30	9.70	12.15	13.80
PB	12.65	8.50	5.64	4.96	4.27

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1	复合调味料引领者，聚焦国内连锁餐饮再出发.....	6
1.1	定制和标准调味全能，业务布局日渐多元.....	6
1.2	业绩短期承压，静待后续改善.....	7
1.3	控制权和管理权合一，高管团队深耕行业.....	9
2	复合调味料景气度持续，2B2C 不断渗透增速亮眼.....	10
2.1	小产品，大市场，单一向复合调味料过渡.....	10
2.2	居民消费水平提升为复合调味料增长奠定基础.....	14
2.3	餐饮行业升级推动复合调味料增长.....	15
2.3.1	连锁化经营蓬勃发展创造商业机会.....	15
2.3.2	外卖市场高速发展加速产品需求.....	16
3	复合化、定制化程度高，深度绑定客户需求.....	16
3.1	产品：74%酱汁类+24%粉体类+2%食品添加剂.....	16
3.2	渠道：98%直销+2%经销，渠道布局逐步完善.....	20
3.3	客户：增强老客户粘性，积极开拓新客户.....	22
4	定增扩产叠加股权激励，显现未来发展信心.....	24
5	盈利预测与估值.....	25
5.1	盈利预测.....	25
5.2	估值分析.....	26
6	风险提示.....	27

图表目录

图 1.	日辰股份产品覆盖酱汁类+粉体类+食品添加剂.....	6
图 2.	复盘：从调味料出口到国内食品加工，聚焦国内多元化调味业务.....	7
图 3.	17-21 年公司收入复合增长 13%至 3.4 亿元.....	7
图 4.	17-21 年公司归母净利润复合增长 10%至 8129 万元.....	7
图 5.	日辰股份盈利能力有所下滑.....	8
图 6.	日辰股份销售费用率显著低于行业均值.....	9
图 7.	实控人为董事长张华君，股权集中（截至 2022Q3）.....	9
图 8.	2020 年中国调味品市场规模达 3950 亿元.....	11

图 9. 不同品类单位产值的差异比较明显.....	11
图 10. 中国复合调味料行业正处于高速发展阶段.....	11
图 11. 复合调味料品种多样满足不同烹饪方式.....	12
图 12. 中国复合调味料行业正处于高速发展阶段.....	12
图 13. 中国复合调味料市场规模近年来保持两位数增长.....	13
图 14. 中国复合调味品渗透率较低.....	13
图 15. 中式复合调味料占复合调味料市场规模约 17%.....	13
图 16. 2021 年中式复合调料市场规模为 302 亿元.....	13
图 17. 中式复合调味料市场集中度较低.....	14
图 18. 2021 年中国居民人均可支配收入达 3.5 万元.....	14
图 19. 2021 年中国城镇化率超 60%.....	14
图 20. 2021 年餐饮市场规模同比增长 19%至 5.05 万亿元.....	15
图 21. 2021 年连锁餐饮市场规模达 9233 亿元.....	15
图 22. 2021 年中国餐饮连锁化率低于美日韩 50%+的水平	16
图 23. 2021 年中国连锁餐饮人均年消费额仅为美国的 1/10.....	16
图 24. 2016-2020 中国外卖产业规模复合增速为 41%	16
图 25. 2015-2020 中国外卖产业渗透率增长 10 个百分点	16
图 26. 酱汁类调味料引领增长, 18-21 年 GAGR 达 17%	17
图 27. 日辰股份产品矩阵: 酱汁类+粉体类+食品添加剂	17
图 28. 酱汁类调味料(非风味汤料系列) 工艺流程.....	18
图 29. 2021 年酱汁类调料收入同比+29%至 2.5 亿元.....	18
图 30. 粉体类调味料工艺流程.....	19
图 31. 2021 年粉体类调料收入同比+28%至 8246 万元.....	19
图 32. 食品添加剂焦糖色工艺流程.....	19
图 33. 2021 年食品添加剂收入同比+12%至 549 万元.....	19
图 34. 研发支出呈上升趋势.....	20
图 35. 研发人员占比不断提升.....	20
图 36. 直销渠道中, 餐饮和食品加工比例最高.....	21
图 37. 近年经销商数量不断增加.....	21
图 38. 经销毛利率略高于直销.....	21
图 39. 客户从单一对日出口型禽肉加工食品企业→多元化, 覆盖工业客户+商超客户+餐饮客户	22
图 40. 公司以“味之物语”为自有品牌发展 C 端.....	24

表 1. 日辰股份盈利能力超行业平均水平.....	8
表 2. 高管团队人员介绍.....	10
表 3. 2016-2021 年中式复合调料复合增速最高	14
表 4. 直销模式占九成，下游主要为食品加工和餐饮客户	18
表 5. 日辰股份直销为主，经销为辅的销售模式.....	21
表 6. 营销网络建设项目规划.....	22
表 7. 日辰拥有一批国内优质连锁餐饮客户（门店数量统计截至 2022.12.18）	23
表 8. 新建产能丰富产品结构，拓宽产品品类.....	25
表 9. 公司连续两年发布股权激励计划.....	25
表 10. 日辰股份营业收入拆分表.....	26
表 11. 可比公司估值对比（截至 2022/12/22）	27

1 复合调味料引领者，聚焦国内连锁餐饮再出发

1.1 定制和标准调味全能，业务布局日渐多元

国内最早的专业复合调味料龙头之一，主要生产酱汁类调味料、粉体类调味料以及少量食品添加剂。1) 按产品分：主营酱汁类调味料（收入占比 74%）、粉体类调味料（收入占比 24.4%）和食品添加剂（收入占比 1.6%）三大业务。2) 按渠道分：2B 业务面向食品加工和餐饮类客户，2C 业务以自有品牌“味之物语”为主，在商超、电商等终端消费市场进行布局。

图1.日辰股份产品覆盖酱汁类+粉体类+食品添加剂



数据来源：公司公告，财通证券研究所

复盘：从单一面向对日出口型禽肉加工食品企业客户，为其提供调味品，逐步转型升级为面向食品加工企业、餐饮企业及零售终端市场的复合调味料解决方案提供商。

1) 2001-2007年，起步和发展阶段：面向对日出口的鸡肉调理品加工企业。2001年由日本食品服务株式会社出资设立，主要为对日出口鸡肉调理品的加工企业提供调味料。凭借多年来对日出口市场中积累的技术研发优势及食品安全控制优势，在国内鸡肉调理食品的辅料生产领域占有领先的市场份额。

2) 2008-2012年，转型调整阶段：发展战略转向国内+自创品牌。2008年，受日本“毒饺子事件”食品安全事故冲击，以及世界金融危机、人民币升值等影响，我国加工食品对日出口大幅下降。出口型食品加工工业进入了深度的调整，公司凭借多年对日出口服务积累的技术研发、食品安全优势，逐步确定国内市场战略重心的地位，并自创“味之物语”品牌。

3) 2013年-至今，恢复及全面发展阶段：聚焦国内餐饮，业务多元化。面向国内食品加工企业、餐饮连锁企业拓展个性化调味料定制服务，其中餐饮企业客户收

入占比由 17 年的 30% 提升至 21 年的 43%，开拓了呷哺呷哺、味千拉面、鱼酷等连锁餐饮客户，未来公司业绩增长点仍将集中国内市场的优质餐饮连锁客户。

图2.复盘：从调味料出口到国内食品加工，聚焦国内多元化调味业务

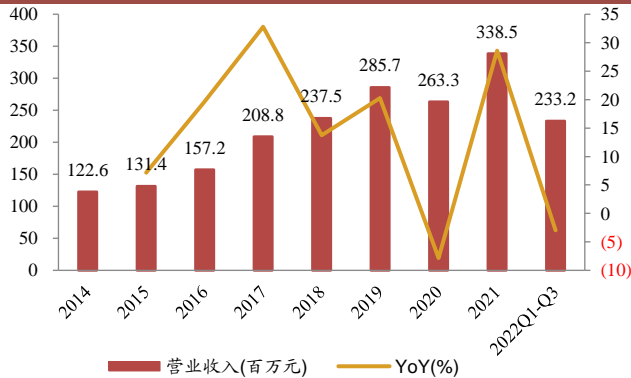


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 业绩短期承压，静待后续改善

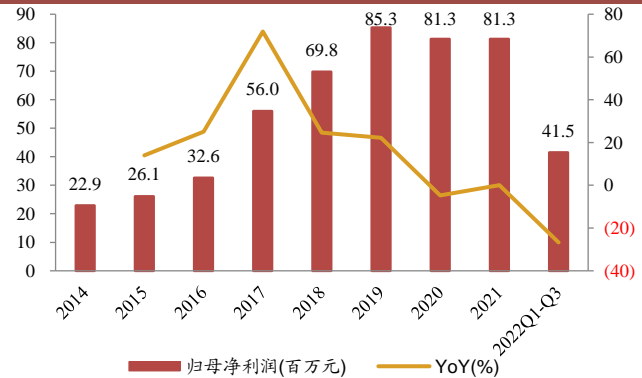
2017-2021 年盈利水平整体提高，2022 年短期承压。17-21 年，收入由 2.1 亿元稳步增长至 3.4 亿元，复合增速为 13%；归母净利润由 5604 万元增长至 8129 万元，复合增速为 10%。17-19 年由于客户结构优化（如连锁餐饮企业价格敏感度低于食品加工企业）、以酱汁为代表的产品结构升级、以及期间费用管控严格等带动盈利能力显著提升，归母净利润增速明显快于收入增速。2020 年由于疫情冲击，业绩受到影响，2021 年有所恢复，营收增速显著提升。2022 年前三季度营收同比-2.9%，归母净利润同比-26.7%，主要是受各地疫情的反复和原材料价格、运输成本上涨的影响，业绩短期承压。

图3.17-21 年公司收入复合增长 13%至 3.4 亿元



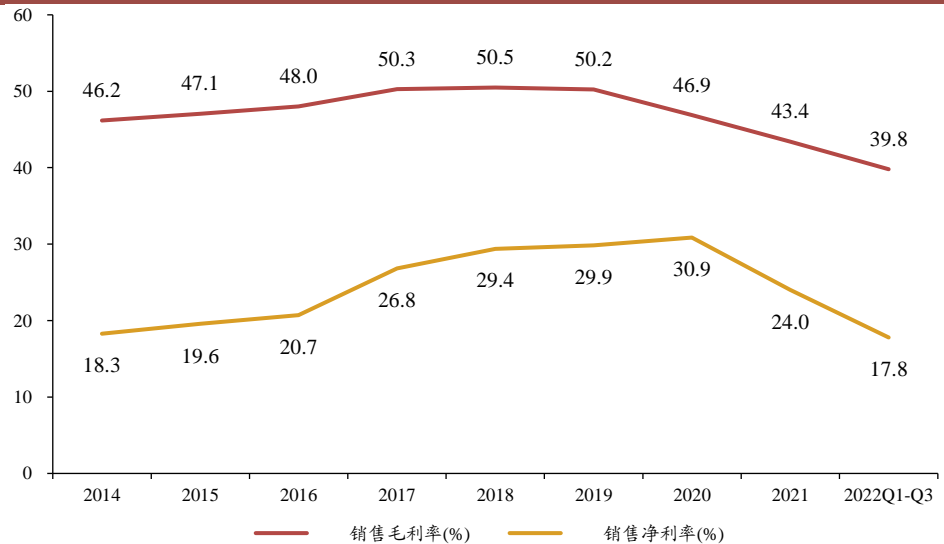
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4.17-21 年公司归母净利润复合增长 10%至 8129 万元



数据来源：公司公告，财通证券研究所

毛利率超40%，净利率约25%，远超行业平均水平。2021年日辰股份毛利率43.4%，较上年下降3.5pcts，主要系原料价格上涨等原因所致，但仍显著高于同行业公司安记食品21.6%、海天味业38.7%、颐海国际32.4%、天味食品32.2%。同等条件下，调味料产品的复合化、定制化程度越高，意味着企业越倾向于凭借产品差异化来满足客户需求，从而获取超额利润率，其利润率会高于相对基础化、标准化的产品。公司凭借对调味品口味、生产工艺拥有的长期设计与研发经验，致力于协助食品加工企业和餐饮企业不断推出符合消费者偏好的新产品，更新既有产品口味，每年有90%左右的产品系为客户定制研发。对客户而言，公司为其定制的复合调味料是其食品风味特色的重要来源，这种功能是标准化调味品无法实现的，因此毛利率明显高于行业均值。

图5.日辰股份盈利能力有所下滑


数据来源：公司公告，财通证券研究所

表1.日辰股份盈利能力超行业平均水平

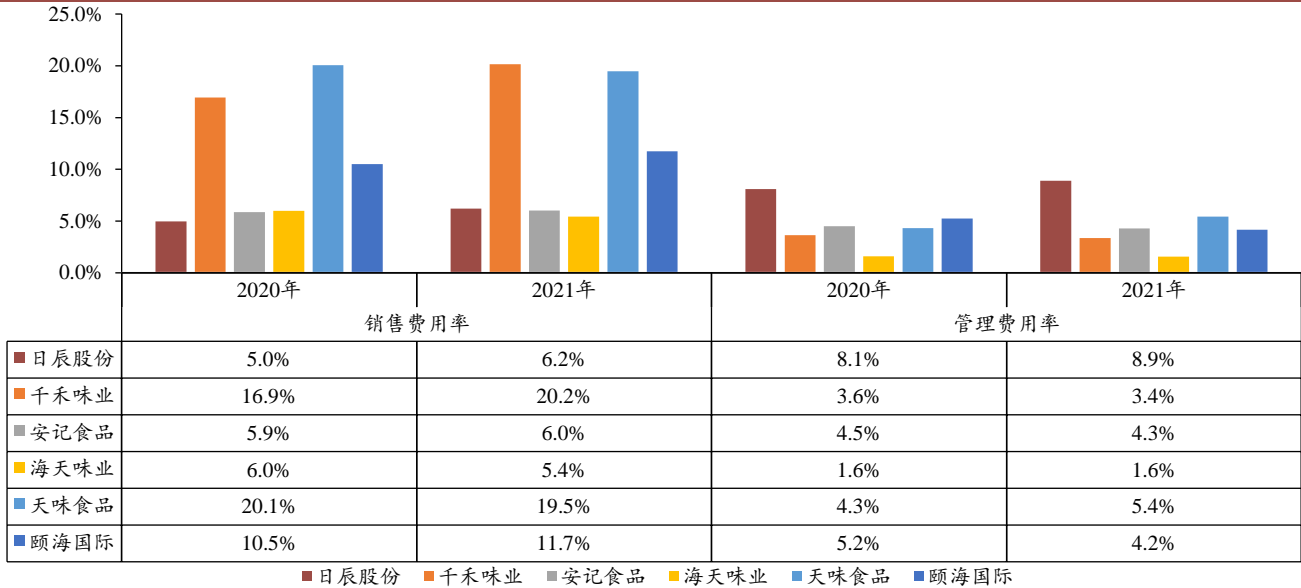
企业名称	2021年		2020年		2019年	
	毛利率	净利率	毛利率	净利率	毛利率	净利率
安记食品(603696.SH)	21.6%	8.3%	24.8%	12.6%	27.0%	10.2%
千禾味业(603027.SH)	40.4%	11.5%	43.8%	12.2%	46.2%	14.6%
海天味业(603288.SH)	38.7%	26.7%	42.2%	28.1%	45.4%	27.1%
颐海国际(1579.HK)	32.4%	14.4%	39.0%	18.3%	38.3%	18.5%
天味食品(603317.SH)	32.2%	9.1%	41.5%	15.4%	37.3%	17.2%
平均值	33.0%	14.0%	38.3%	17.3%	38.9%	17.5%
日辰股份	43.4%	24.0%	46.9%	30.9%	50.2%	29.9%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

销售费用率低于同行业企业，管理费用率略高于同行。日辰食品以直销为主，其中食品加工企业和餐饮企业销售占比接近90%，这两类客户的维护与开拓以产品的品质和口碑效应来获取客户的认可，不需要投入大量的广告费用。2021年由于

薪酬体系改革、销售队伍的扩大、公司信息化建设的投入等，使得职工薪酬增长较多，同时上线 SAP 软件等使得实施顾问费用、软件使用费增长较高，导致公司管理费用和销售费用同比有较大增幅。

图6.日辰股份销售费用率显著低于行业均值

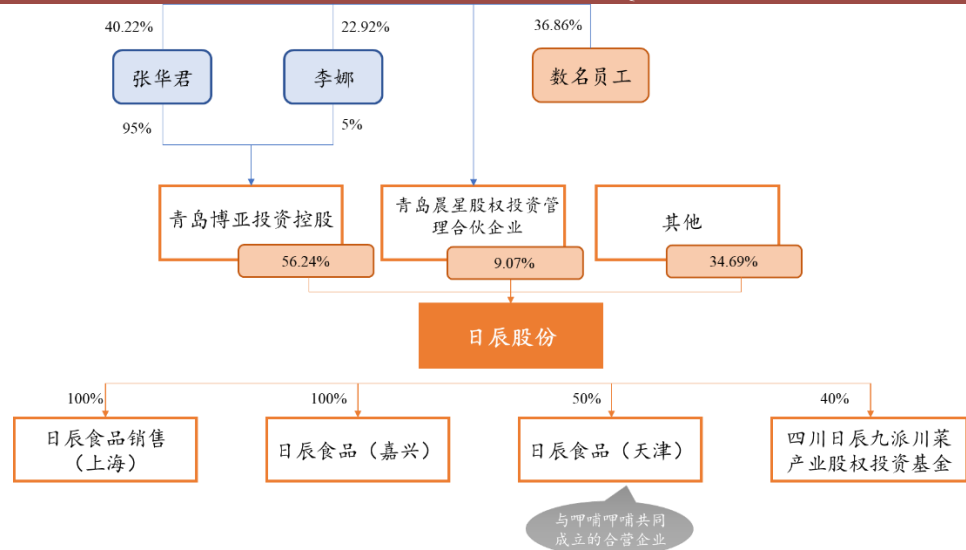


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 控制权和管理权合一，高管团队深耕行业

控制权和管理权高效合一，子公司分工明确。日辰股份控股股东为青岛博亚投资控股有限公司，目前持股比例 56.2%，实际控制人为公司董事长、总经理张华君。第二大股东为持股 9.1%的青岛晨星股权投资管理合伙企业（张华君持有 40.22% 股份）。公司与呷哺呷哺共同成立合营企业日辰食品（天津），提升与呷哺呷哺长期战略合作关系并为扩充产品品类打下坚实基础。

图7.实控人为董事长张华君，股权集中（截至 2022Q3）



数据来源：Wind，财通证券研究所

复合调味料经验丰富的管理团队。董事长、总经理张华君先生与主管销售、生产、研发的副总经理等高级管理人员均具有多年食品或调味品行业经验，张华君还具有在日本调味料企业长期工作的履历。公司管理层对行业拥有深刻的理解，并具备丰富的专业知识和管理实践经验。

表2.高管团队人员介绍

姓名	现任职务	简历
张华君	董事长、总经理	男，1964年11月出生，公司董事会人员、高级管理人员兼核心技术人员。1993年4月至1995年3月就读于日本国东京工业大学，获工学硕士学位；2007年9月至2009年7月，就读于清华大学经济管理学院EMBA课程，获工商管理硕士学位2001年3月创建本公司，先后任总经理、董事长兼总经理。
崔宝军	董事、副总经理	男，1970年5月出生，公司董事会人员、高级管理人员兼核心技术人员。历任天津市宁河县芦台食品厂职员、天津石本食品工业有限公司职员、日辰有限研发经理、副总经理、董事。
陈颖	董事、副总经理	女，1979年10月出生，本科学历，公司董事会人员及高级管理人员。历任日辰有限职员、总经理助理、副总经理、董事；现任日辰食品董事、副总经理。
黄桂琴	副总经理	女，1975年7月出生，历任青岛正大食品有限公司研发员，研发主管。2003年加入公司，先后任研发部经理，生产厂长，研发总监，现任公司副总经理。
崔正波	副总经理	男，1979年3月出生，硕士研究生学历。历任烟台欣和企业食品有限公司大区总监，中酱江苏酿造有限公司副总裁。2020年7月加入公司，曾任零售业务部负责人，现任公司副总经理。
张韦	财务总监	女，1986年10月出生，本科学历，注册会计师。曾任山东和信会计师事务所项目经理，青岛云路新能源科技有限公司财务总监。2020年3月加入公司，曾任公司总经理助理，总经办主任兼投资总监，现任公司财务总监。
赵兴健	董事会秘书	男，1988年6月出生本科毕业于吉林大学食品质量与安全专业，硕士毕业于中国人民大学食品科学专业。2013年7月至2022年4月，历任上海浦发银行青岛分行业务市场企划经理，金融市场产品经理，资本市场业务团队经理，战略客户团队经理。2022年5月加入公司，现任公司董事会秘书。

数据来源：公司公告，财通证券研究所

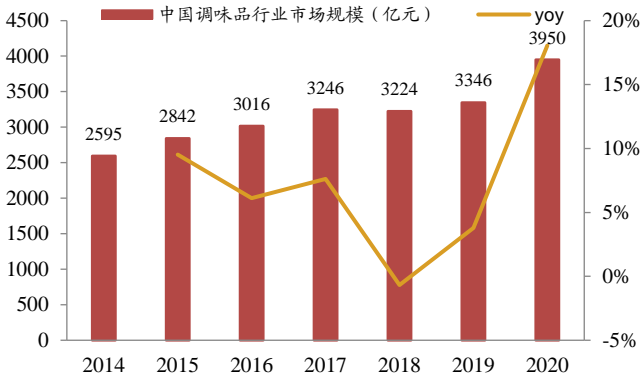
2 复合调味料景气度持续，2B2C 不断渗透增速亮眼

2.1 小产品，大市场，单一向复合调味料过渡

中国调味品行业具“小产品，大市场”特征。根据《调味品分类》，调味品按终端产品分类可分为：食用盐、食糖、酱油、食醋、味精、芝麻油、酱类、豆豉、腐乳、鱼露、蚝油、虾油、橄榄油、调味料酒、香辛料和香辛料调味品、复合调味品和火锅调料共 17 类，细分领域产品众多。日辰股份招股说明书显示，中国每年调味品营业额约占食品工业额 10% 左右，市场规模大、增速快，艾媒咨询数据显示，2014-2020 年中国调味品市场规模复合增速为 7.3%，2020 年同比高增达到 3950 亿元，疫情使家庭烹饪场景增加，提升了 C 端调味品需求。不同品类单位产

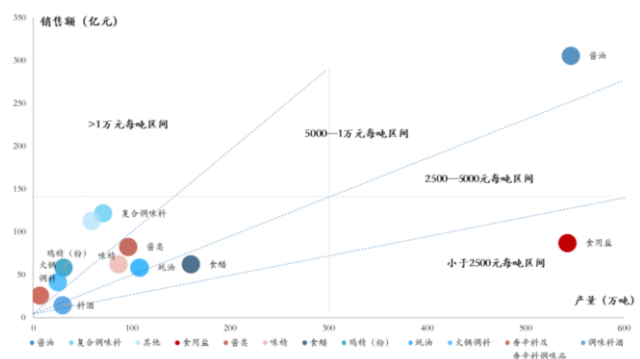
值的差异比较明显，复合调味料、鸡精（粉）、火锅调料的价位较高，每吨大于1万元，而食用盐的价位相对较低，每吨小于2500元。

图8.2020年中国调味品市场规模达3950亿元



数据来源：艾媒咨询，财通证券研究所

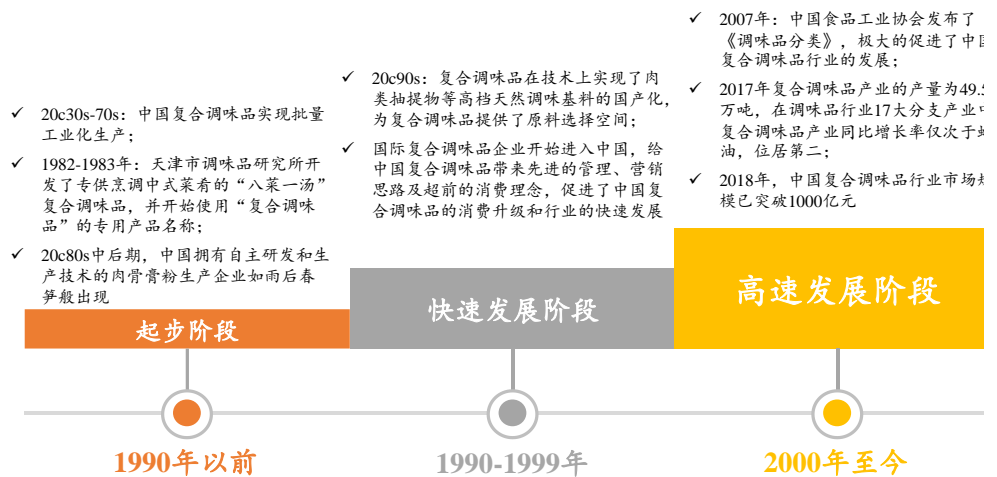
图9.不同品类单位产值的差异比较明显



数据来源：中国调味品协会，财通证券研究所
注：根据中国调味品著名品牌企业100强数据统计汇总分析

国内复合调味料起步晚于日本，目前处于高速发展阶段。复合调味料是以基础调味料为原料，经过进一步加工，成为具有特殊风味的调味料，20世纪60年代初，日本首先制成复合调味料且很快普及到家庭和食品加工业，标志着现代化复合调味料的生产开始。我国实现复合调味料的工业化生产在20世纪70年代，市场规模于2018年突破1000亿元，正处于发展的高速通道。

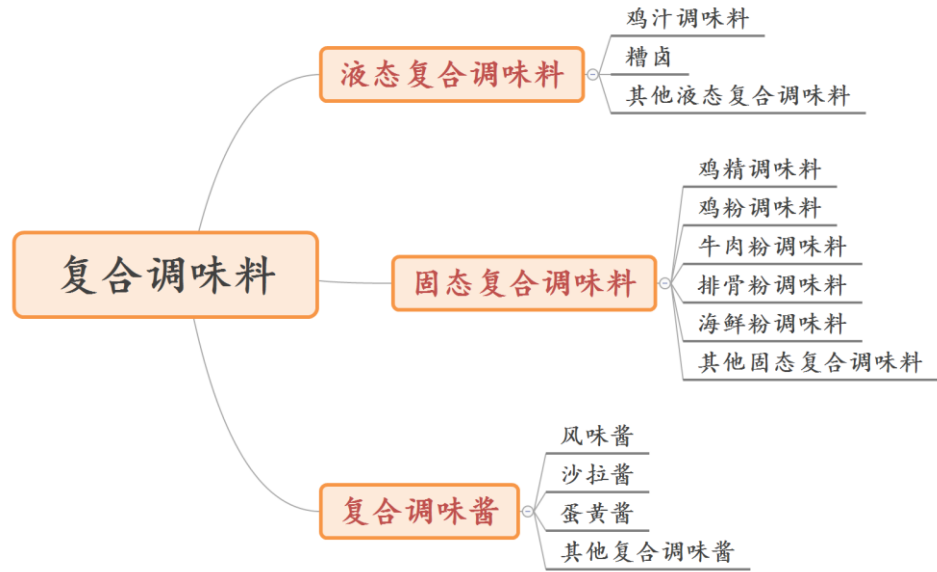
图10.中国复合调味料行业正处于高速发展阶段



数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

复合调味料的品种多样，可满足不同烹饪方式。从用途来讲，既可以用于炸、炒、烹，也有用于蒸、煮、炖；从形态来讲，既有液态调味料，也包括固态(包括块状、粉末状、颗粒状)、半固态(包括膏状、酱状)调味料。复合调味料可直接应用于方便食品、肉制品、调理食品、休闲食品等食品生产中，以及餐饮、家庭菜肴的烹调和佐餐，在现代食品工业、餐饮业和现代生活中发挥越来越重要的作用。

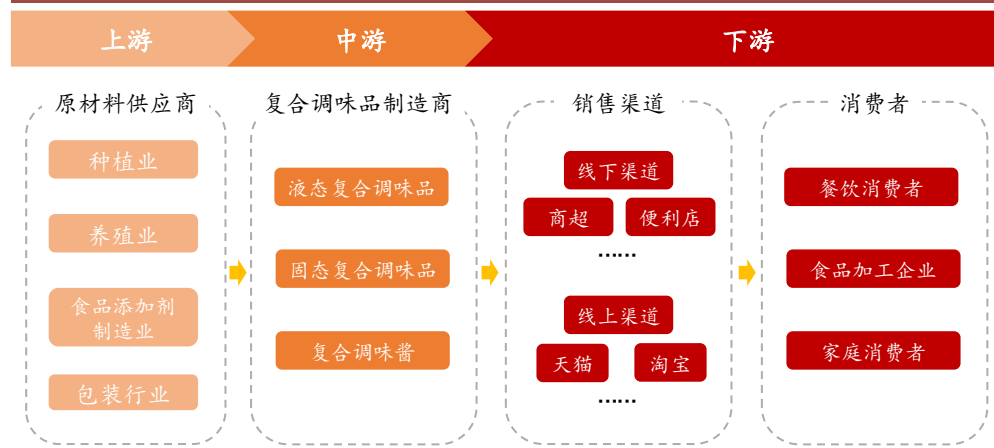
图11.复合调味料品种多样满足不同烹饪方式



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

上游供应商议价能力较弱，下游市场需求持续提升。行业上游为原材料供应商，主要有种植业、养殖业和传统调味品制造业。农产品原材料多为大宗商品，全球化定价，供应商的议价能力较弱，受种植情况、天气状况及病虫害等因素影响较大。行业下游主要是食品加工行业、餐饮行业，以及商超、电商等零售行业，近几年来，新兴的方便食品、休闲食品、保健食品、绿色食品等市场份额持续扩大，市场需求迅速提升，为复合调味品市场的发展提供了极大市场空间。

图12.中国复合调味料行业正处于高速发展阶段

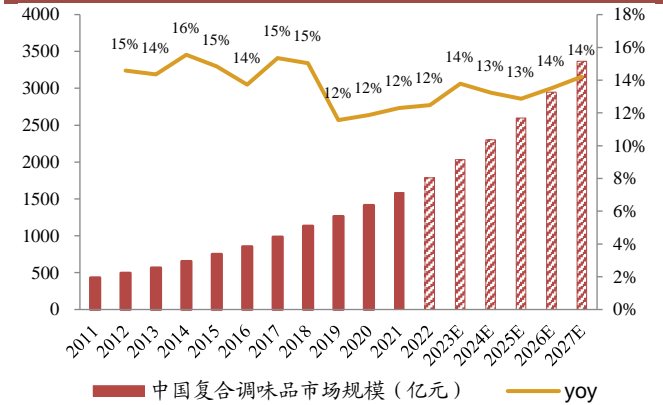


数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

中国复合调味品市场规模保持两位数高速增长，对标国际仍有较大上涨空间。根据艾媒咨询数据，中国复合调味品的市场规模从 2011 年的 432 亿元预计增长至

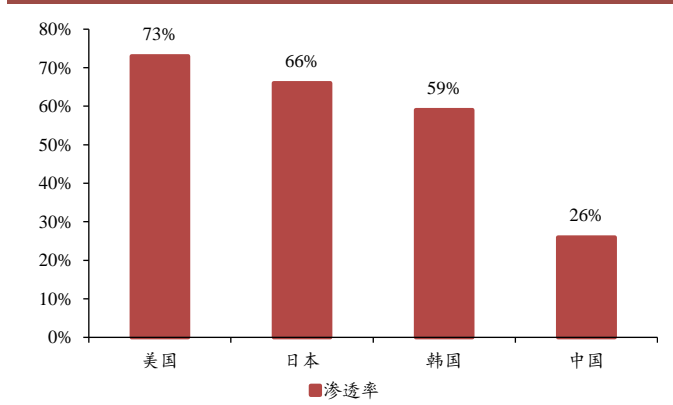
2022年的1786亿元，年复合增长率为13.8%。复合调味品能将制作美食的过程简化，口味更像餐厅，在生活节奏加快的背景下受到消费者的青睐，随着餐饮消费逐步复苏，未来复合调味品市场规模有望持续快速增长。从复合调味料人均年度消费来看，根据Frost&Sullivan统计，中国从2010年的26.5元增长到2015年54.6元，美国和日本分别为83.3美元和85.5美元。从复合调味品渗透率来看，根据艾媒咨询数据，2020年美国和日本的复合调味品渗透率最高，分别为73%和66%，中国渗透率最低，仅为26%。所以与美国和日本相比，中国复合调味品市场规模上涨空间广阔。

图13.中国复合调味料市场规模近年来保持两位数增长



数据来源：艾媒咨询，财通证券研究所

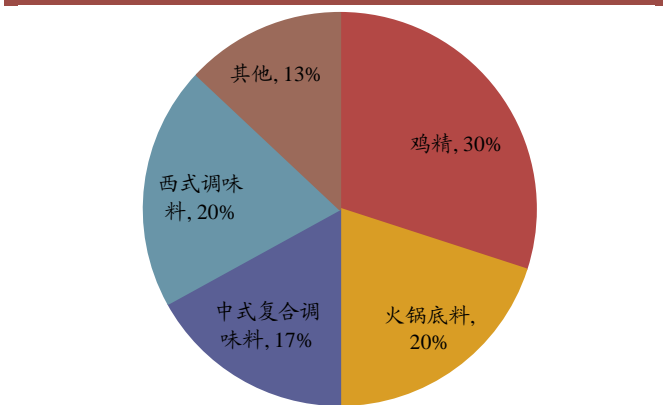
图14.中国复合调味品渗透率较低



数据来源：艾媒咨询，财通证券研究所

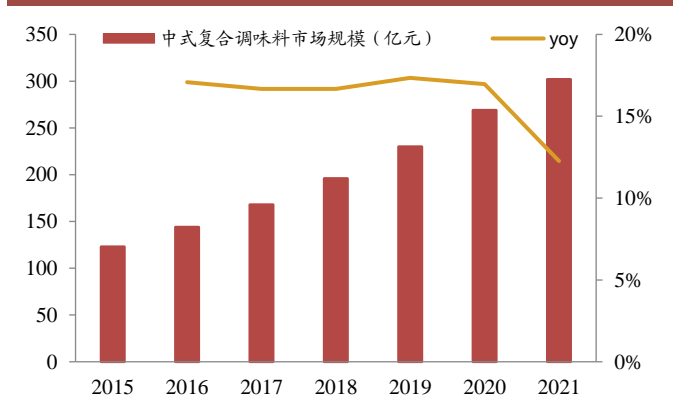
复合调味料中，中式复合调味料增速最高，集中度较低。复合调味料又分为鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式复合调味料和其他。根据智研咨询数据，2021年中式复合调味料规模为302亿元，约占复合调味市场比例为17%；2016-2021年鸡精、火锅、中式复合和西式复合调味料规模复合增速分别为14.1%、13.8%、16.5%和14%，其中中式复合调味料增速最高。中式复合调味料市场集中度较低，不足10%，2019年前三分分别是天味食品（3.8%）、颐海国际（3.1%）和日辰股份（1%）。

图15.中式复合调味料占复合调味料市场规模约17%



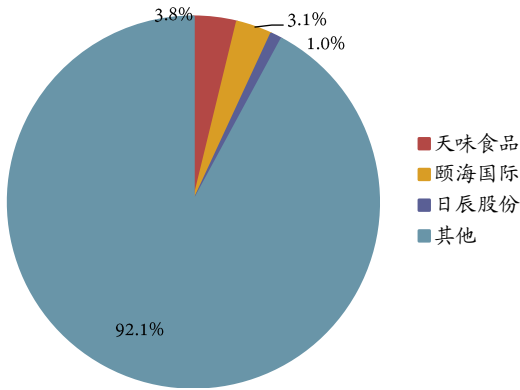
数据来源：智研咨询，财通证券研究所

图16.2021年中式复合调味料市场规模为302亿元



数据来源：智研咨询，财通证券研究所

图17.中式复合调味料市场集中度较低



数据来源：智研咨询，财通证券研究所

表3.2016-2021年中式复合调味料复合增速最高

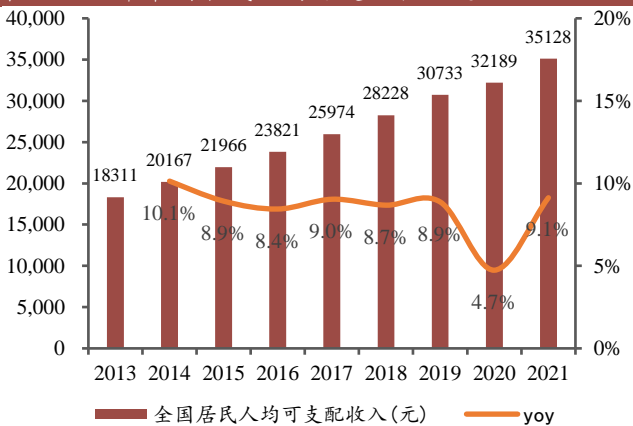
品类	2016-2021 CAGR	市场集中度	代表产品
中式复合调味料	16.5%	CR3<10%	特定菜式烹饪，如酸菜鱼等
鸡精	14.1%	CR3>80%	代替味精，更加健康
西式复合调味料	14.0%	CR3>50%	西餐番茄酱、蛋黄酱等
火锅调味料	13.8%	CR3>30%	火锅底料和火锅蘸料
其他	-	-	小众菜式烹饪，如泰式冬阴功、日式关东煮等

数据来源：智研咨询，财通证券研究所

2.2 居民消费水平提升为复合调味料增长奠定基础

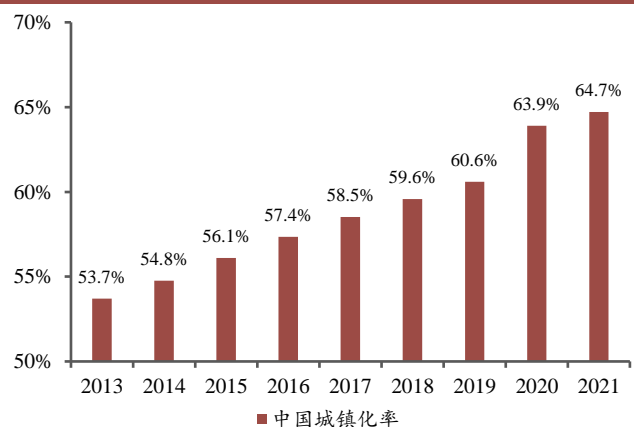
中国城镇化率提升带动人均收入水平提升，从而为复合调味料高增长奠定基础。我国调味品市场的终端需求主要来源于食品制造业、餐饮业和家庭消费三方面。近年来随着居民消费能力的提高，餐饮业、家庭消费和食品制造业对调味品的需求均保持旺盛增长。根据国家统计局统计数据，2021年中国城镇化率达65%，同时全国居民人均可支配收入由2013年的1.8万元增至2021年的3.5万元。随着可支配收入的增加、社会消费需求不断升级，中青年人群的消费观念在改变，对健康饮食以及便捷性的要求越来越高，既有助于调理食品消费、外出用餐消费的持续增长，又有助于家庭烹饪从单纯使用传统调味品到使用复合调味料的升级。

图18.2021年中国居民人均可支配收入达3.5万元



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图19.2021年中国城镇化率超60%



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

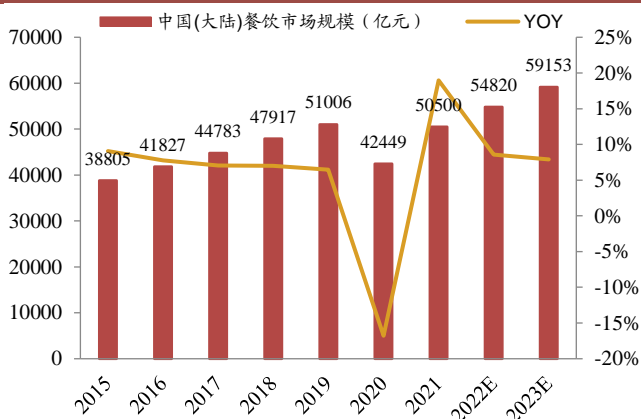
2.3 餐饮行业升级推动复合调味料增长

2.3.1 连锁化经营蓬勃发展创造商业机会

“中央厨房+门店”的连锁经营模式催生对复合调味料的巨大需求。餐饮经营模式连锁化已经是未来的发展趋势，尤其以“中央厨房+门店”的标准化连锁经营模式最为普遍。该模式下，具备研发能力、可以提供定制化调味料服务的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；甚至还可以全面为餐饮企业提供菜品研究策划、成本控制、烹饪流程优化、品质控制等精细化服务，帮助餐饮企业研究分析消费者偏好，不断推出新的菜式，指导厨师使用标准化调味品，从调味产品的供应商变为调味料解决方案的提供者。

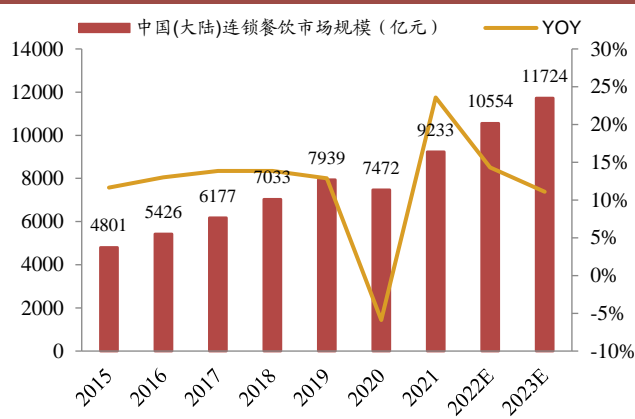
2015-2021 年中国餐饮市场规模复合增速为 7%，其中连锁餐饮增速最快。根据 Euromonitor 数据，2021 年我国大陆地区餐饮市场规模同比增长 19%至 5.05 万亿元（受统计口径影响，与国家统计局数据略有差异）。其中，连锁餐饮市场规模同比增长 23.6%至 9233 亿元，显著高于行业增速，占餐饮市场总规模 18.3%。

图20.2021年餐饮市场规模同比增长19%至5.05万亿元



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

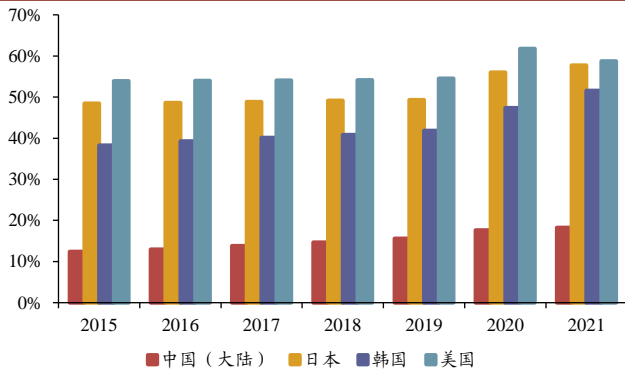
图21.2021年连锁餐饮市场规模达9233亿元



数据来源：Euromonitor，财通证券研究所

中国餐饮连锁化率远低于世界主要发达国家，连锁餐饮市场发展空间巨大。根据 Euromonitor 数据，2015-2021 年我国大陆地区餐饮连锁化率从 12.4%提升至 18.3%，2021 年美日韩餐饮连锁化率均超过 50%；2015-2021 年连锁餐饮人均年消费额从 56 美元提升至 101 美元，增速显著，但仍远低于美国的 1045 美元和韩国的 740 美元。无论是从持续展店提升连锁化率，还是从增加消费频次或客单价角度，中国连锁市场仍有极大发展空间。

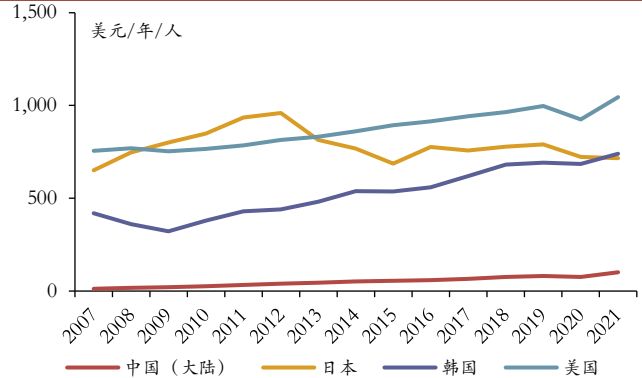
图22.2021 年中国餐饮连锁化率低于美日韩 50%+的水平



数据来源: Euromonitor, 财通证券研究所

注: 连锁化率=连锁消费食品规模/总消费食品规模

图23.2021 年中国连锁餐饮人均年消费额仅为美国的 1/10

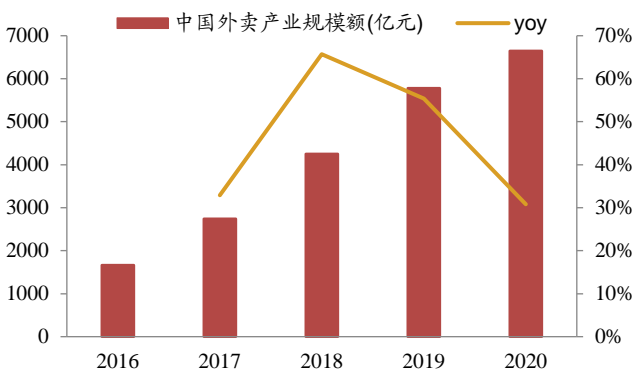


数据来源: Euromonitor, 财通证券研究所

2.3.2 外卖市场高速发展加速产品需求

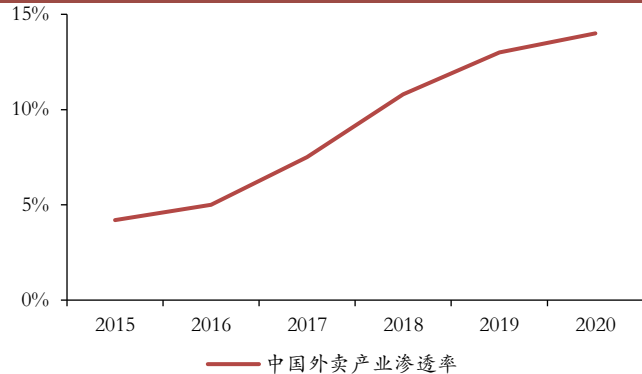
外卖市场加速了快餐连锁餐饮企业对复合调味的产品需求。互联网在餐饮行业不断渗透, 消费者的消费习惯随之改变, 而快餐餐饮企业对标准化、快速化程度要求高, 对复合调味料需求量大, 因此复合调味料市场受益于外卖市场的快速增长。根据《2021 年中国连锁餐饮行业报告》, 2016-2020 年中国外卖产业保持较快增长态势, 规模从 2016 年的 1663 亿元增长到 2020 年的 6646 亿元, 复合增速为 41%; 外卖产业渗透率从 2015 年的 4.2% 上升到 2020 年的 14%, 增长约 10 个百分点。

图24.2016-2020 中国外卖产业规模复合增速为 41%



数据来源: 中国连锁经营协会《2021 年中国连锁餐饮行业报告》, 财通证券研究所

图25.2015-2020 中国外卖产业渗透率增长 10 个百分点



数据来源: 前瞻产业研究院, 财通证券研究所

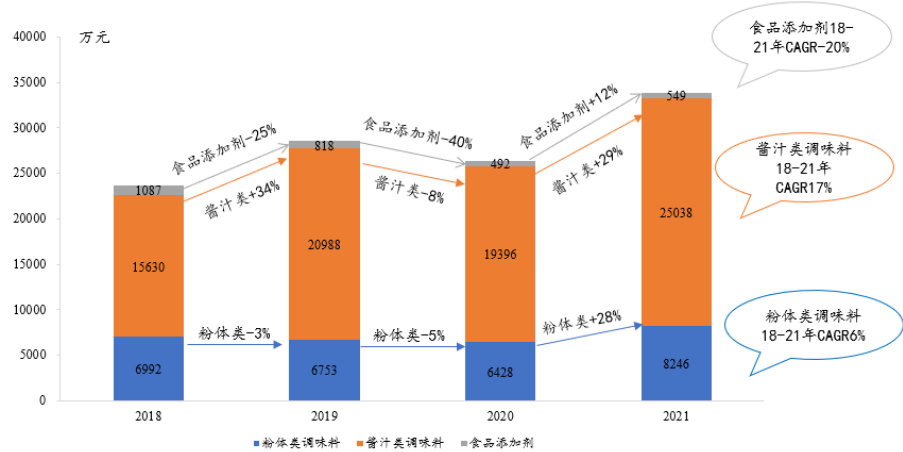
3 复合化、定制化程度高, 深度绑定客户需求

3.1 产品: 74%酱汁类+24%粉体类+2%食品添加剂

日辰股份主营酱汁类调味料、粉体类调味料以及少量食品添加剂, 共千余个品种。2021 年产量近 2.2 万吨, 主要产品及收入贡献分别为: 酱汁类调味料 74%、粉体类调味料 24%、食品添加剂不足 2%。2021 年, 1) 酱汁类调味料贡献营收 2.5 亿

元，同比增长 29%；2) 粉体类调味料贡献营收 8246 万元，同比增长 28%；3) 食品添加剂贡献营收 549 万元，同比增长 12%。除食品加工和餐饮类客户之外，公司还拥有“味之物语”自有品牌，在商超、电商等终端消费市场进行布局。

图26. 酱汁类调味料引领增长，18-21年GAGR达17%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图27. 日辰股份产品矩阵：酱汁类+粉体类+食品添加剂

主要产品	平均价格 (万元/吨)	产品系列	产品名称	产品实例
酱汁类调味料	1.63	定制化产品： 面向食品加工企业、餐饮	腌制酱(液)、涂抹酱、炒制酱(液)、煮制液、风味汤以及调味油等，主要应用于食品加工企业和餐饮企业的腌制类产品	
粉体类调味料	1.44	标准化产品： 面向餐饮企业和家庭烹饪	牛排酱烤肉酱系列、中式烹饪酱系列、风味汤料系列、凉拌调味汁系列和火锅系列等	
		定制化产品： 面向食品加工企业、餐饮	包括裹粉浆、腌制类调味粉、复合汤粉、烘焙粉和预拌粉等，主要应用于上述企业生产的油炸类、腌制类、煮制类和烘焙类产品	
食品添加剂	4.13	标准化产品： 面向餐饮企业和家庭烹饪	黑胡椒腌料、奥尔良腌料、天妇罗粉、黄金炸粉等	
			复配酸度调节剂、复配水分保持剂、焦糖色等，应用于各类加工食品添加	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

(1) 酱汁类调味料：收入占比超7成，量价齐升

2018-2021年，酱汁类调味料收入复合增速为17%，毛利率43%。1) 从收入看，贡献收入逐年提升至7成以上。2018-2021年，酱汁类调味料占公司收入的比例分别为66%、73%、74%、74%，从客户结构明显看出，酱汁类调味料主要得益于餐饮客户快速增长，贡献酱汁类过半收入。一方面原有餐饮客户销售规模增加，另一方面公司积极开拓呷哺呷哺、味千拉面、鱼酷等龙头连锁餐饮客户。

2) 从盈利看，毛利率整体呈现下降趋势，主要是由于疫情的影响，餐饮行业受到冲击。2018-2021年，酱汁类调味料毛利率分别为51.8%、50.7%、47.0%、43.2%，

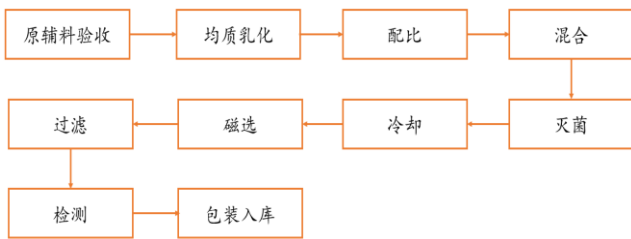
毛利率逐年下降，主要是由于疫情反复的影响，餐饮渠道收入占比下降，食品加工渠道收入占比相对上升，而食品加工企业客户对复合调味料销售单价相对敏感，因其长期稳定合作且销售规模较大，价格相对优惠，使得食品加工企业的毛利率低于餐饮客户。

表4.直销模式占九成，下游主要为食品加工和餐饮客户

酱汁类调味料(万元)	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年		
	销售渠道	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
直销	食品加工企业	3048	33%	5823	37%	5241	38%	4426	45%
	餐饮客户	4915	53%	6517	42%	5934	43%	3584	36%
	商超客户	375	4%	898	6%	880	6%	645	7%
	电商客户	247	3%	369	2%	130	1%	68	1%
	小计	8584	93%	13607	87%	12186	89%	8722	88%
	经销	634	7%	2024	13%	1553	11%	1153	12%
合计		9218	100%	15630	100%	13739	100%	9875	100%

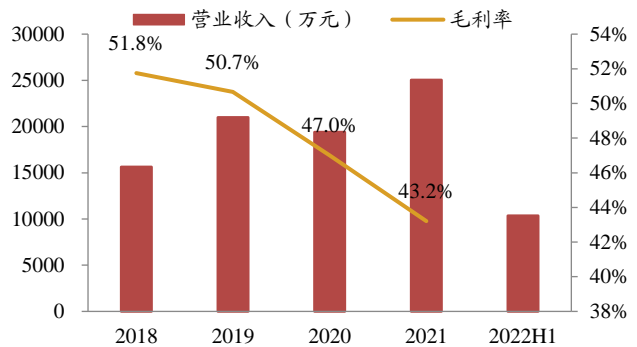
数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

图28.酱汁类调味料（非风味汤料系列）工艺流程



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

图29.2021年酱汁类调料收入同比+29%至2.5亿元



数据来源：公司公告，财通证券研究所

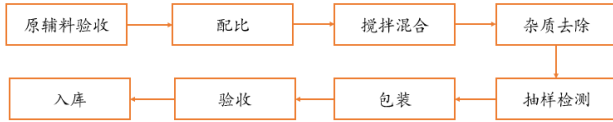
(2) 粉体类调味料，收入占比2-3成，价格较为稳定

2018-2021年，粉体类调味料收入复合增速为6%，毛利率约40%。1) 从收入看，贡献收入为2成以上。2018-2021年，粉体类调味料占公司收入的比例分别为29%、24%、24%、24%，2019年收入占比明显降低。2019年公司粉体类调味料销量同比下降3.5%，销售收入同比下降3.4%，主要是受国内鸡肉价格上涨，下游鸡肉调理类食品加工客户出口订单减少所致，预计后续消费恢复，能通过加大内销推广，弥补出口冲击。

2) 从盈利看，毛利率较为稳定，定价弹性小。2018-2021年，粉体类调味料毛利率分别为43.4%、45.4%、44.2%、42.0%，基本保持稳定。从客户构成来看，粉体

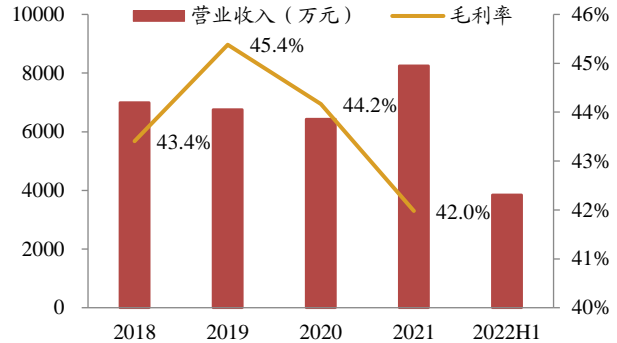
类调味料 90%以上销售给食品加工企业，该类客户与公司长期保持合作关系，利润空间较为稳定，因此粉体调味料定价弹性较小。

图30.粉体类调味料工艺流程



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

图31.2021年粉体类调料收入同比+28%至8246万元



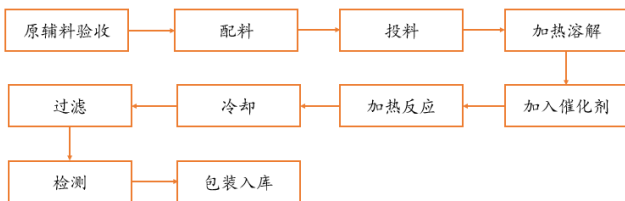
数据来源：公司公告，财通证券研究所

(3) 食品添加剂：收入占比较低，毛利率高

2018-2021年，食品添加剂收入复合增速为负，毛利率超75%。1) 从收入看，贡献收入2%-5%，占比较低。2018-2021年，食品添加剂占公司收入的比例分别为4.6%、2.9%、1.9%、1.6%，2019年公司食品添加剂销量和收入均同比下降25%，与粉体类调味料类似，食品添加剂主要用于下游鸡肉调理类食品加工客户，2019年受国内鸡肉涨价的影响较为明显，2020年鸡肉调理品出口受到疫情影响。

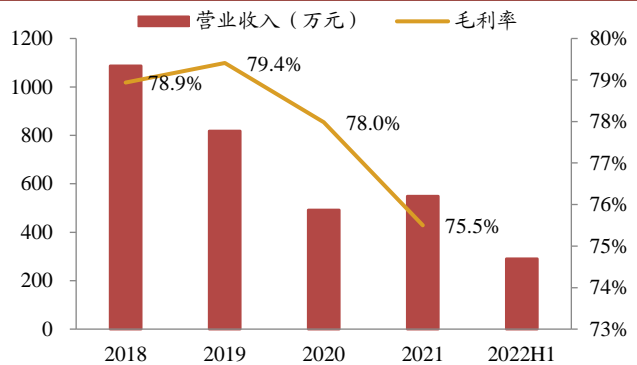
2) 从盈利看，毛利率超75%远高于其他品类。2018-2021年，食品添加剂毛利率分别为78.9%、79.4%、78.0%、75.5%，有所下降但远高于酱汁类和粉体类。

图32.食品添加剂焦糖色工艺流程



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

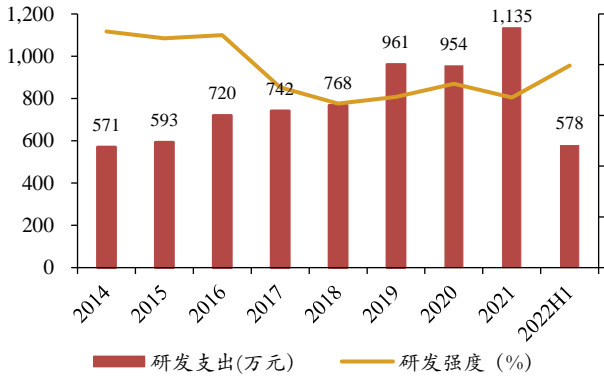
图33.2021年食品添加剂收入同比+12%至549万元



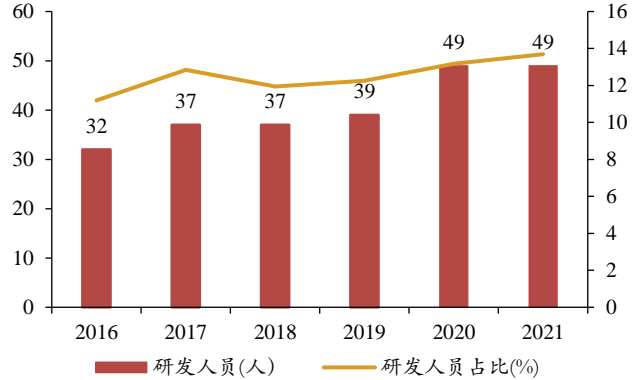
数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司研发能力强，研发人员占比不断提升。研发部由粉类产品研发科、酱类产品研发科、汤类产品研发科、产品应用科、专项技术拓展科、工艺设计与标准化科等多个研发科室组成。产品创新是调味料企业的生命力，只有不断推陈出新才能满足日新月异的市场需求。调味品的创新、升级开发，需要企业对消费者口味变

化和下游食品企业产品动向具备较高敏感性，在生产工艺、品种、口味、品质等方面进行不断的探索和完善，才能开发出符合客户需求、具备差异化的新产品。

图34.研发支出呈上升趋势


数据来源：公司公告，财通证券研究所
 注：研发强度=研发支出/营业收入

图35.研发人员占比不断提升


数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.2 渠道：98%直销+2%经销，渠道布局逐步完善

日辰股份采用直销为主、经销为辅的模式进行销售。1) 直销客户：包括食品加工企业、餐饮企业客户，为其提供个性化定制服务；2) 经销客户：主要分为小型餐饮渠道的客户，以及商超、流通渠道的客户。

1) 直销模式：主要为食品加工企业、餐饮企业提供定制服务，辅以自有品牌

2021年直销模式实现营收3.3亿元，占主营业务收入比例为98%。其中：①餐饮渠道贡献营收14650万元，同比增长32.7%，占比44%，开拓了呷哺呷哺、鱼酷、陈钢餐饮等连锁餐饮客户，未来公司业绩增长点仍将集中国内市场的优质餐饮连锁客户；②食品加工渠道贡献营收14370万元，同比增长22.1%，占比43%；③品牌定制贡献营收3829万元，同比增长47.9%，占比11.5%，公司不断加大品牌定制业务；④直营电商和商超分别贡献营收154万元和152万元，同比均有所下滑，共占比1%。2018-2021年，直销模式占公司收入的比例分别为90.7%、93.8%、93.5%、98.0%。

2) 经销模式：均为买断式经销

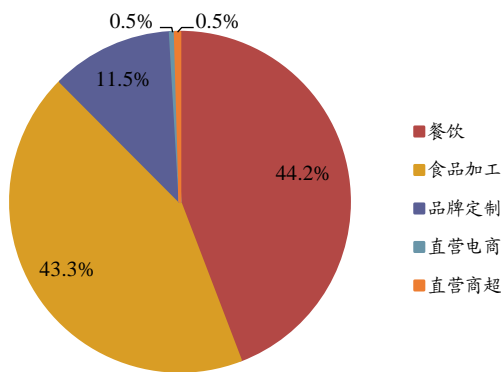
2021年经销模式实现营收679万元，经销商数量同比增加11家。公司对部分产品采取经销的模式，且均为买断式经销。经销商主要分布在华东、华北地区，由销售部进行拓展与管理，日辰上海负责全国性的经销商拓展与管理。小型餐饮渠道经销商主要从公司采购定制化产品，零售商超、流通批发渠道经销商主要从公司采购标准化产品。2018-2021年，经销模式占公司收入的比例分别为9.3%、6.2%、6.5%、2.0%，2021年公司对客户渠道分类进行了重新定义和划分，按调整后口径，2020年经销占比1.1%，2021年经销渠道占比2%，同比有所上升。

表5.日辰股份直销为主，经销为辅的销售模式

销售模式 (万元)	2018		2019		2020 (调整前)		2021	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
直销模式	21509	90.7%	26780	93.8%	24616	93.5%	33155	98.0%
经销模式	2200	9.3%	1779	6.2%	1700	6.5%	679	2.0%
受托加工	17	0.1%	-	-	-	-	-	-
合计	23726	100%	28559	100%	26316	100%	33834	100%

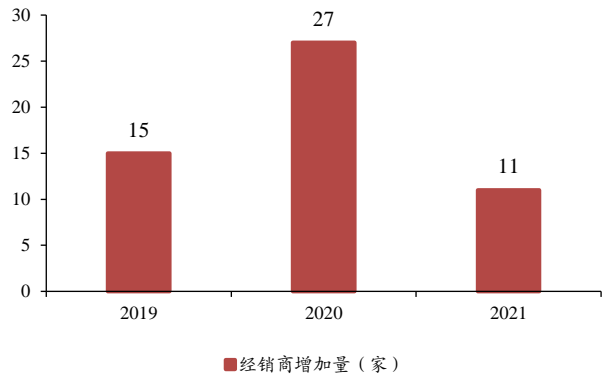
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图36.直销渠道中，餐饮和食品加工比例最高



数据来源：公司公告，财通证券研究所

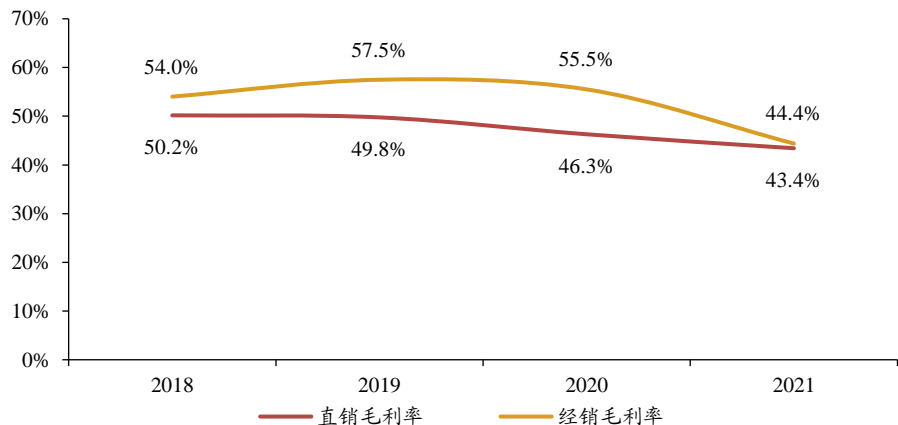
图37.近年经销商数量不断增加



数据来源：公司公告，财通证券研究所

经销模式毛利率高于直销，主要是产品结构和客户结构差异所致。1) 直销模式下，公司主要客户为食品加工企业客户、餐饮类客户以及商超等，其中食品加工企业客户销售占比40%以上，公司毛利率较低的粉体调味料主要通过直销渠道销售给食品加工类企业客户，此类客户多为大型企业，如正大集团、圣农食品等，长期稳定合作且销售规模较大，因此往往价格上有所优惠。2) 经销模式下，销售的产品主要为毛利较高的酱汁类产品，粉体类调味料占比较低，且经销商大多为中小型商贸企业，公司享有较高议价权。

图38.经销毛利率略高于直销



数据来源：公司公告，财通证券研究所

营销网络渠道建设，显著加强销售及服务能力。公司首次公开发行股票募投项目中，“营销网络建设项目”主要内容包括升级建设公司营销总部及北京、上海、广州三个一级区域营销中心，新建大连、长沙、成都、西安四个二级区域营销中心，及28个营销办事处。同时公司将建设八个营销体验中心——未来厨房，将之打造成公司对外重要展示窗口，具体为在营销总部、一级区域营销中心建设四个一级未来厨房，在二级区域营销中心将建设四个二级未来厨房。预计2023年底完成，营销网络的建设有利于公司对各区域市场进行深入开发和维护。

表6.营销网络建设项目规划

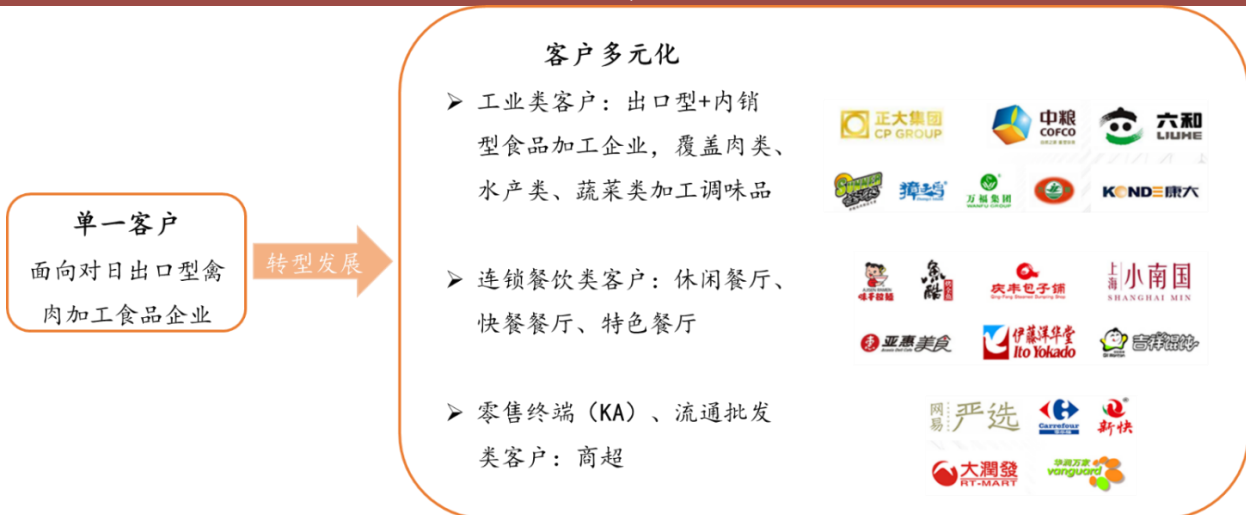
功能定位	地点	选址及覆盖范围
营销总部	青岛	全国（山东半岛、中原经济区）
一级区域营销中心	上海	长三角
	北京	京津冀
	广州	珠三角
二级区域营销中心	大连	东三省
	长沙	鄂湘桂赣
	成都	成渝经济区
	西安	西北经济区
28个营销办事处	-	-

数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.3 客户：增强老客户粘性，积极开拓新客户

客户结构多元化，覆盖工业+餐饮+商超类。伴随国内外食品及餐饮行业的变革与发展，公司从单一面向对日出口型禽肉加工食品企业客户，为其提供调味品作为食品加工辅料，逐步转型升级为面向食品加工企业、餐饮企业及零售终端市场的专业复合调味料解决方案提供商。

图39.客户从单一对日出口型禽肉加工食品企业→多元化，覆盖工业客户+商超客户+餐饮客户



数据来源：公司招股说明书，公司官网，财通证券研究所

1) 2B 端：新客户不断涌现，在下游餐饮业的知名度和市占率不断提升。连锁餐饮已成为行业未来发展趋势，“中央厨房+门店”的经营模式为复合调味料企业，特

别是具备研发能力、可以提供定制化调味料服务的企业创造了新的商业机会。此外预制菜行业 and 外卖行业需求迎来迅速增长，带动社区团购等新的销售渠道发展，公司通过 OEM 形式为众多知名品牌开发定制产品，积极抢占下游市场。

食品加工企业：包括肉类、海鲜、蔬菜等预制食品加工企业。对于食品加工企业客户，公司销售的酱汁、裹粉、裹浆等复合调味料作为其加工调理食品的辅料，客户包括以圣农发展为代表的南方出口型肉制品加工企业和以龙大肉食、正大食品、诸城外贸集团、青岛九联、春雪食品等客户为代表的北方食品加工企业。

连锁餐饮企业：包括中式餐饮、日式餐饮、韩式餐饮、西式餐饮等。2012 年以来，公司较早的发掘和瞄准了国内餐饮业市场，为连锁餐饮企业提供复合调味料定制业务。伴随着国内连锁餐饮企业的快速发展，中央厨房集中采购和配送模式的广泛采用，该项业务迅速成长，2019-2021 年餐饮企业客户占主营业务收入的比重分别 42.1%、42.0%、43.3%。公司拥有呷哺呷哺、味千拉面、鱼酷等一批国内优质连锁餐饮企业战略客户，建立了核心客户群，拥有稳定且优质的客户结构，节省了销售费用。其中与呷哺呷哺合资的天津复合调味料及调理食品数字化制造中心建设项目已经开工，是与呷哺呷哺创新合作模式、加强互惠共赢的新起点。

表7.日辰拥有一批国内优质连锁餐饮客户（门店数量统计截至 2022.12.18）

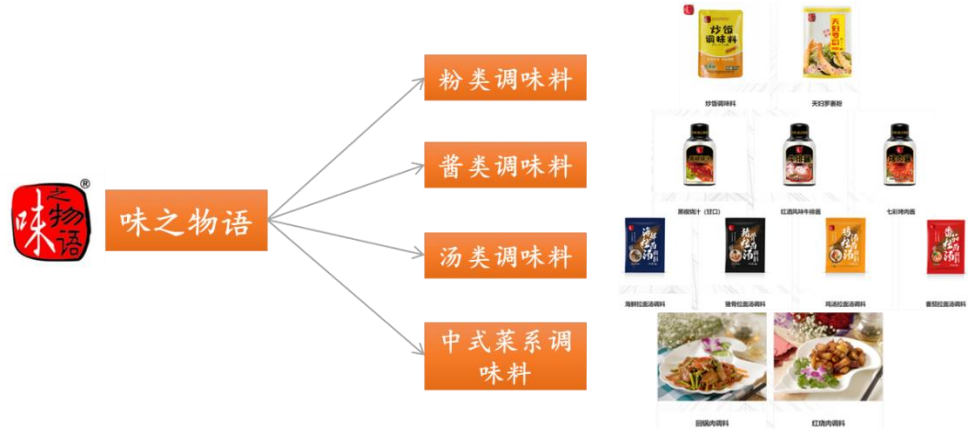
餐饮客户	开店数量/家	客单价/元	餐饮客户	开店数量/家	客单价/元
呷哺呷哺	818	70.16	陈钢串串香	332	25.90
鱼酷	232	91.62	庆丰包子铺	227	22.43
味千拉面	666	44.65	上海小南国	35	218.11
永和大王	421	23.65	吉祥馄饨	2485	18.23

数据来源：窄门餐眼，财通证券研究所

2) 2C 端：家庭餐饮复合调味料渗透率提升。终端消费者，特别是一二线年轻消费群体对家庭复合调味料的需求持续增加，因此直面终端消费者的零售商超、电商平台也逐渐成为重要销售渠道。目前公司 C 端市场以长三角、华东地区为主，规模较小但不断扩充销售人员，同时成立相对独立的团队开发。

自有品牌：公司优选配方推出“味之物语”系列，代表性产品黑椒烧汁、烤肉酱、照烧汁等，主要面向零售终端消费者，线上线下相结合的销售网络布局日益完善，产品品类不断丰富，未来市场空间潜力很大。

图40.公司以“味之物语”为自有品牌发展C端



数据来源：公司官网，财通证券研究所

4 定增扩产叠加股权激励，显现未来发展信心

公司首次公开发行股票产能募投项目实施进度滞后。公司复合调味品生产线的生产能力上升到16,500吨，基本处于饱和状态。“年产15,000吨新型复合调味品”的生产线主要产品包括复合调味汁、复合调味酱及复合调味汤料，以丰富公司的产品线；“年产5,000吨汤类抽提”生产线主要产品包括畜禽类抽提物、水产类抽提物和果蔬类抽提物，汤类调味料多选用浓缩原汁，无防腐剂等添加剂，市场需求旺盛。但因项目实施主体和地点的变更以及疫情影响，项目预计达到可使用状态时间调整为2023年12月。

2022年非公开发行加码产能布局，丰富产品结构并拓宽品类。“年产35,000吨复合调味品”生产线将新增佐餐酱、冷冻汤、辛辣料、色拉汁、卤料、固态调味料等多系列复合调味品，实现从以非辣、日式风味为主，向辣味、西式、中国地方特色等其他风味产品的拓展，同时完善在长三角区域的生产布局；“年产30,000吨调理食品（预制菜）”生产线有助于公司抓住预制菜行业快速增长的市场机会，培育新的利润增长点；“年产20,000吨预拌粉”生产线以烘焙预拌粉（已有技术储备）产品为主要方向，抓住烘焙市场快速发展机遇。

预制菜赛道增速亮眼，公司向下游延伸产业链具备优势。根据餐宝典统计，2021年我国预制菜市场规模达3,058.8亿元，2015年至2021年市场规模年复合增速达31.6%。预计2025年预制菜市场规模将达到8,264.7亿元，仍将保持高速增长。调味品是预制菜的灵魂。预制菜产业在快速发展的同时，也客观存在多方面的难题，特别是口味复原程度、口味稳定性、产品多样化等方面。公司作为国内最早的专业复合调味品生产企业之一，拥有先进的产品研发中心、食品安全检测中心、智能化的食品制造中心，具有多年服务日本终端市场的品质保障能力和服务国内餐饮市场的市场感知能力，向下游延伸产业链具备优势。

表8.新建产能丰富产品结构，拓宽产品品类

	扩产项目	建设周期	拟投资总额/万元
2019年IPO募投项目	年产15,000吨复合调味品生产基地建设项目	18个月（延期）	20590
	年产5,000吨汤类抽提生产线建设项目	18个月（延期）	13500
2022年定增募投项目	年产35,000吨复合调味品生产线建设（扩产）项目	2年	31173
	年产30,000吨调理食品（预制菜）生产线建设项目	2年	28204
	年产20,000吨预拌粉生产线建设项目	2年	11297

数据来源：公司公告，财通证券研究所

加强人才队伍建设，实施股权激励计划深度绑定核心员工。在2021年已经实施的股权激励计划基础上，公司着眼于未来三年发展目标，再次实施新一轮股权激励，向71名激励对象（包含公司高级管理人员、中层管理人员及核心骨干）授予200万份股票期权，激励对象范围更广、数量更多，进一步提升公司的内生发展动力。两次股权激励目标均以2021年为基准，2023-2025年营收或净利润目标增长率分别为30%、69%和119%。

表9.公司连续两年发布股权激励计划

股权激励 发布时间	行权 价格	人数	人员	目标增长率（定比2021年）		
				2023	2024	2025
2021年	42.5元	34人	公司任职的高级管理人员、中层管理人员	30%	69%	119%
2022年	37元	71人	及核心骨干人员			

数据来源：公司公告，财通证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

收入端：预计2022-2024年增速分别为1.0%、28.8%和31.8%

供给分析：预计“年产15,000吨新型复合调味品”和“年产5,000吨汤类抽提”生产线项目于2023年底建成投产，公司产能压力得到缓解，同时不断丰富产品结构，在复合调味料市场的市占率得以稳步提升，“年产30,000吨调理食品（预制菜）”生产线项目2年后建成投产，我们预计2024年底释放少量产能，为公司收入带来增量。

需求分析：2B业务视角看，连锁餐饮已成为行业未来发展趋势，“中央厨房+门店”的经营模式为复合调味料企业，特别是具备研发能力、可以提供定制化调味料服务的企业创造了新的商业机会。此外便利店和外卖业务的增长，也加剧复合调味料的需求。2C业务视角看，家庭餐饮复合调味料渗透率提升，终端消费者，特别是一二线年轻消费群体对家庭复合调味料的需求持续增加。

利润端：预计 2022-2024 年毛利率分别为 41.8%、43.5%和 42.9%

毛利率有所波动，主要得益于公司积极拓展连锁餐饮龙头客户，餐饮企业客户占比逐渐提升，与此同时食品加工企业客户占比逐年降低。餐饮企业客户定制化要求高、对复合调味料销售单价敏感度低于食品加工企业客户，因此毛利率较高。

费用端：预计未来规模效应逐步显现，费用持续优化

销售费用：随着自有品牌知名度逐渐提升，预计公司通过强化营销投放、扩充销售团队等强化品牌端布局，同时公司营收增长速度较快，预计销售费用率稳中有降，2022-2024 年分别为 6.4%、6.3%、6.2%。

管理费用：随着公司规模效应进一步显现和管理组织架构优化，预计管理费用率有下降空间，2022-2024 年分别为 9.5%、8.9%、8.4%。

表10.日辰股份营业收入拆分表

产品		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
酱汁类调味料	收入（百万元）	209.88	193.96	250.38	246.04	325.55	390.39
	YOY	34%	-8%	29%	-2%	32%	20%
	毛利率	50.7%	47.0%	43.2%	41.5%	43.2%	44.5%
粉体类调味料	收入（百万元）	67.53	64.28	82.46	89.90	106.12	119.09
	YOY	-3%	-5%	28%	9%	18%	12%
	毛利率	45.4%	44.2%	42.0%	40.5%	42.0%	43.0%
食品添加剂	收入（百万元）	8.18	4.92	5.49	5.93	10.54	11.04
	YOY	-25%	-40%	12%	8%	78%	5%
	毛利率	79.4%	78.0%	75.5%	74.5%	76.0%	78.0%
预制菜	收入（百万元）						60.00
	毛利率						26.0%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

5.2 估值分析

我们选取调味品赛道的可比公司千禾味业、海天味业和天味食品。海天味业和千禾味业的产品属于传统的、大众的基础调味料，天味食品专注于川味复合调味料，均与公司有可比性。日辰股份拥有二十年复合调味料生产和研发经验，受益于下游餐饮连锁化趋势以及家庭餐饮复合调味料渗透率提升，公司在 B 和 C 端业务的深度和广度不断加强。受疫情影响，预计 2022 年业绩有所下滑，但随着国内餐饮逐步恢复，预计未来业务将触底回升。我们预计公司 2022-2024 年收入 3.42 亿元、4.40 亿元、5.81 亿元，同比增长 1.0%、28.8%、31.8%；对应 2022-2024 年归母净利润分别为 0.68 亿元、0.97 亿元、1.27 亿元，同比增长-16.6%、42.6%、31.8%。EPS 分别为 0.69 元、0.98 元、1.29 元，参考 12 月 22 日收盘价，对应 PE 分别为 58、41、31 倍，首次覆盖，给予增持评级。

表11.可比公司估值对比（截至 2022/12/22）

公司名称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603027.SH 千禾味业	201.68	2.96	4.05	5.15	68	50	39
603288.SH 海天味业	3,632.46	68.40	81.01	94.74	53	45	38
603317.SH 天味食品	201.65	3.26	4.21	5.34	62	48	38
平均值					61	48	38
603755.SH 日辰股份	39.46	0.68	0.97	1.27	58	41	31

数据来源：Wind，财通证券研究所
 注：盈利预测来自 Wind 一致预期

6 风险提示

食品质量安全风险：公司主要从事复合调味料的定制、研发、生产与销售，下游客户主要是食品加工企业和餐饮企业。影响食品安全的因素较多，采购、生产、储存、运输、销售过程中均可能产生影响食品安全的随机因素。一旦公司因质量控制出现疏漏或瑕疵而发生产品质量问题，不仅负有赔偿责任，还会严重影响公司的信誉和产品销售。

市场竞争风险：2012 年以来，公司大力发展针对国内餐饮服务企业的复合调味料定制化业务。伴随着国内连锁餐饮企业的快速发展，中央厨房集中采购和配送模式的广泛采用，该项业务迅速成长。巨大的市场成长空间也正在吸引包括多家行业龙头企业在内的其他调味料企业纷纷进入，公司未来将会面临更加激烈的市场竞争，如不能及时有效地调整经营战略，在市场营销、新产品研发、成本控制等方面加大力度，将可能面临市场占有率降低，发展空间受到挤压的风险。

配方改进和新产品开发风险：公司成立由专业技术人员、厨师组成的研发团队，先后投入大量资金，用于裹粉、腌制料、腌制酱、菜肴烹饪料等主要产品的技术研发与新产品开发，并根据不同客户的需求进行新产品开发。但消费者对食品、调味品的口味、营养、质量要求不断提高，公司新产品开发面临客户认可、公司营销能力等方面的挑战。

商超、电商等渠道营销发展相对不足的风险：为了进一步增强盈利能力，实现公司产品多样化和市场多元化发展战略，除食品加工企业类客户和餐饮企业类客户以外，公司近年来针对个人终端消费群体进行了布局，包括产品以直销或经销的方式进入商场超市销售，通过天猫商城、京东商城等电商平台直接销售等。目前公司在商超和电商渠道的收入占比较低，如果这些渠道营销发展长期得不到有效改善，无法将广大居民消费群体转化为直接客户群，无法形成在终端消费市场上的品牌影响力，将对公司经营战略的实施和企业竞争力产生不利影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	263.28	338.50	341.96	440.41	580.62	成长性					
减:营业成本	139.88	191.52	199.03	248.63	331.48	营业收入增长率	-7.8%	28.6%	1.0%	28.8%	31.8%
营业税费	2.82	3.95	3.90	5.28	6.97	营业利润增长率	-3.6%	1.3%	-16.5%	42.6%	31.7%
销售费用	13.04	20.99	21.89	27.75	36.00	净利润增长率	-4.7%	0.0%	-16.6%	42.6%	31.8%
管理费用	21.31	30.06	32.49	39.20	48.77	EBITDA 增长率	-18.1%	9.0%	-5.5%	39.8%	29.7%
研发费用	9.54	11.35	11.80	14.97	19.45	EBIT 增长率	-19.7%	7.7%	-9.5%	43.2%	31.6%
财务费用	-12.77	-0.16	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-19.1%	7.8%	-9.5%	43.2%	31.8%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	12.4%	14.6%	5.1%	12.3%	14.4%
加:公允价值变动收益	0.38	0.48	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	4.6%	8.5%	5.8%	13.8%	16.0%
投资和汇兑收益	2.54	10.13	3.08	3.96	5.23	利润率					
营业利润	93.17	94.35	78.75	112.28	147.83	毛利率	46.9%	43.4%	41.8%	43.5%	42.9%
加:营业外净收支	1.24	0.01	0.00	0.00	0.00	营业利润率	35.4%	27.9%	23.0%	25.5%	25.5%
利润总额	94.41	94.36	78.75	112.28	147.83	净利润率	30.9%	24.0%	19.8%	22.0%	21.9%
减:所得税	13.16	13.07	10.95	15.61	20.40	EBITDA/营业收入	31.7%	26.9%	25.1%	27.3%	26.8%
净利润	81.25	81.29	67.80	96.68	127.43	EBIT/营业收入	29.5%	24.7%	22.1%	24.6%	24.6%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	91.54	142.52	170.24	248.75	350.39	固定资产周转天数	68	69	102	102	93
交易性金融资产	65.38	285.55	285.55	285.55	285.55	流动营业资本周转天数	577	336	332	263	209
应收账款	50.32	65.37	56.21	95.48	101.28	流动资产周转天数	782	577	589	567	506
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	66	62	64	62	61
预付帐款	1.87	1.77	2.19	2.24	2.98	存货周转天数	60	52	55	53	52
存货	24.44	30.60	30.22	42.99	52.77	总资产周转天数	918	816	882	755	658
其他流动资产	326.93	0.13	0.13	0.13	0.13	投资资本周转天数	907	808	841	733	636
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.3%	12.3%	9.7%	12.1%	13.8%
长期股权投资	0.00	48.98	48.98	48.98	48.98	ROA	11.4%	9.9%	8.0%	9.7%	11.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.2%	9.6%	8.3%	10.5%	12.1%
固定资产	49.01	63.69	95.45	123.50	147.79	费用率					
在建工程	93.33	103.89	83.11	66.49	53.19	销售费用率	5.0%	6.2%	6.4%	6.3%	6.2%
无形资产	3.01	37.66	37.71	37.76	37.81	管理费用率	8.1%	8.9%	9.5%	8.9%	8.4%
其他非流动资产	1.34	11.45	11.45	11.45	11.45	财务费用率	-4.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	711.49	823.90	851.52	995.11	1126.68	三费/营业收入	8.2%	15.0%	15.9%	15.2%	14.6%
短期债务	0.00	52.56	52.56	52.56	52.56	偿债能力					
应付帐款	42.97	55.80	42.94	85.77	83.23	资产负债率	14.4%	19.8%	17.9%	20.0%	18.1%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	16.8%	24.7%	21.8%	25.0%	22.0%
其他流动负债	0.09	0.14	0.14	0.14	0.14	流动比率	9.94	3.99	4.47	4.01	4.61
长期借款	45.01	27.00	27.00	27.00	27.00	速动比率	3.72	3.75	4.20	3.75	4.29
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	5620.19	29.09	—	—	—
负债总额	102.52	162.99	152.40	199.31	203.45	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.30	0.30	0.00	0.00	0.00
股本	98.61	98.61	98.61	98.61	98.61	分红比率					
留存收益	163.02	214.73	252.94	349.62	477.04	股息收益率	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	608.97	660.91	699.12	795.80	923.22	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.82	0.82	0.69	0.98	1.29
净利润	81.25	81.29	67.80	96.68	127.43	BVPS(元)	6.18	6.70	7.09	8.07	9.36
加:折旧和摊销	5.83	7.40	10.27	11.82	13.26	PE(X)	95.3	69.5	58.2	40.8	31.0
资产减值准备	0.37	0.89	0.00	0.00	0.00	PB(X)	12.7	8.5	5.6	5.0	4.3
公允价值变动损失	-0.38	-0.48	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-11.73	0.52	0.00	0.00	0.00	P/S	29.3	16.6	11.5	9.0	6.8
投资收益	-2.54	-10.13	-3.08	-3.96	-5.23	EV/EBITDA	91.8	61.2	45.0	31.5	23.6
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-4.02	-19.67	0.54	-6.69	-14.75	PEG	—	1510.3	—	1.0	1.0
经营活动产生现金流量	68.90	59.53	75.53	97.84	120.71	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-106.85	-64.72	-18.22	-19.34	-19.07	REP					
融资活动产生现金流量	-9.24	10.90	-29.58	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。