

洞察客需，擅长出新

——天味食品（603317）首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点：

● 天味食品，深耕川味复调

公司是以火锅底料和川菜调料为主导的大型复合调味料生产企业，旗下拥有“大红袍”和“好人家”两项中国驰名商标，“天车”品牌被商务部认定为“中华老字号”，“天味食品餐饮高端定制”研发水平全国领先。23Q1-3，公司实现营业收入22.34亿元(+17.04%)，归母净利润3.20亿元(+31.16%)。截至23/10/17，实际控制人邓文先生及唐璐女士夫妇直接及间接控制公司74.37%的股权。

● 产能有序扩张，打造大单品能力强

1) 公司产能持续扩张。公司在双流、郫县、自贡三地设有生产基地，22年总产量/总销量分别为11.97/11.75万吨，同比增长36%/24%。预计到24年末，公司火锅调料/中式菜品调料年产能有望达到11.99/9.7万吨。

2) 三大核心品牌+餐饮高端定制构成公司品牌矩阵。“好人家”定位家庭消费，“大红袍”定位小B流通渠道和大众消费，“天车”聚焦酱料，“天味食品餐饮高端定制”服务大中型餐饮客户。

3) C端打造大单品，B端洞察客户差异化需求。公司C端产品开发以打造大单品为核心，已成功打造手工火锅底料、老坛酸菜鱼调料等大单品。B端开发适应细分餐饮业态的产品，定制餐调采取“标品大单品销售+头部客户定制”。

4) 公司研发能力强，推新品节奏快。公司销售一代，开发一代，预研一代，以1-3年为周期，打造具有广泛市场需求的大单品，23Q4推出第三代厚火锅底料和零添加系列不辣汤，持续丰富产品矩阵。

● 全渠道布局，渠道管理精细化

1) 经销为主，定制餐调、电商、直营商超为辅。23Q1-3，公司经销收入占主营业务收入比重为76.80%。经销端，公司搭建线下经销商战略联盟体系，并将食材关联网点、社区生鲜等近场景、近食材终端作为公司开发重心。

2) 经销渠道深度下沉，优商扶商分级运营。公司市场网络覆盖全国31个省级地区、290个地级行政区，零售终端网点超40万个，并远销海外近40个国家和地区。21年以来，公司推进优商扶商分级运营，推动销售动作标准化、资源和关键动作聚焦，提升经销商运营能力和费用投放精准度。截至23Q3，公司经销商数量3,285家，23Q1-3单个经销商收入52.05万元，同比+12.34%。

3) 定制餐调渠道持续发力。2016年，定制餐调成为公司重点开发项目，2018年客户数量达到203家，较2016年增长164%。23Q1-3，公司定制餐调渠道实现收入2.27亿元，同比+23.25%。目前，公司定制餐调业务发展了张亮麻辣烫、味千拉面、喜家德等多家知名客户，服务全国超5万家线下餐饮门店。

4) 全渠道布局日益完善。2022年11月，公司参股团餐企业上海麦金地、北京千喜鹤，以团餐为切入口带动复调增长，同时试水预制菜。23年上半年，公司收购线上中小B渠道复调企业食萃食品55%股权，补齐了公司中小B线上渠道，使公司具备服务包括从单店到大型连锁餐饮在内的所有B端客户的能力。

● 盈利预测及投资建议

我们预计公司2023-2025年归母净利润4.48/5.50/6.67亿元，增速31.17%/22.75%/21.19%，对应3月12日PE30/24/20倍（市值133亿元），给予“增持”评级。

● 风险提示

渠道扩张不及预期风险、终端动销不及预期风险、食品安全风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2025.54	2690.71	3148.63	3702.86	4333.66
收入同比(%)	-14.34	32.84	17.02	17.60	17.04
归母净利润(百万元)	184.60	341.70	448.21	550.17	666.75
归母净利润同比(%)	-49.32	85.11	31.17	22.75	21.19
ROE(%)	4.85	8.50	10.11	11.45	12.73
每股收益(元)	0.17	0.32	0.42	0.52	0.63
市盈率(P/E)	72.02	38.91	29.66	24.16	19.94

资料来源：Ifind、国元证券研究所整理 注：本报告数据更新至2024年3月12日。

基本数据

52周最高/最低价(元): 25.74 / 10.54

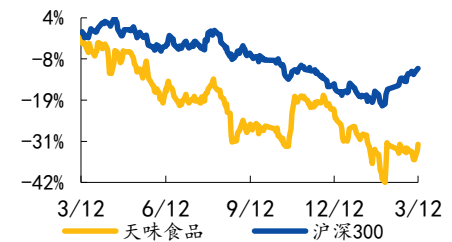
A股流通股(百万股): 1059.34

A股总股本(百万股): 1065.37

流通市值(百万元): 13220.59

总市值(百万元): 13295.87

过去一年股价走势



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

报告作者

分析师 邓晖
执业证书编号 S0020522030002
电话 021-51097188
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊
执业证书编号 S0020522090001
电话 021-51097188
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 单蕾
电话 021-51097188
邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

目 录

1.天味食品：川味复调领域深耕者	4
1.1 深耕川味复调，产品畅销海内外	4
1.2 公司控制权稳定，股权激励激发员工动能	4
1.3 火锅调料、菜品调料稳健成长，定制餐调快速发展	6
2.复调行业：渗透率提升空间大，川味热度高	9
2.1 复合调味品行业稳健成长，BC 端共同驱动行业扩容	9
2.2 川味热度高，火锅底料格局清晰，中式菜谱调料加速渗透	13
3.“好人家”“大红袍”引领，打造大单品能力强	15
3.1 产能扩张基本完成，充分保障生产需要	15
3.2 四大品牌清晰互补，产品矩阵品类全、更新快	17
4.全渠道布局日益完善	20
4.1 经销渠道为主，经销商管理精细化	20
4.2 定制餐调发力大中 B 端，电商、团餐及线上小 B 端等持续拓展	22
5.盈利预测及投资建议	23
5.1 盈利预测	23
5.2 投资建议	24
6.风险提示	24

图表目录

图 1：公司营业总收入及增速	7
图 2：公司归母净利润及增速	7
图 3：公司分产品收入占主营业务收入比重（%）	7
图 4：公司火锅调料、川菜调料收入及增速（亿元，%）	7
图 5：公司分渠道收入占主营业务收入比重（%）	8
图 6：公司分渠道收入情况（亿元）	8
图 7：公司分区域收入占主营业务收入比重（%）	8
图 8：公司分区域收入情况（亿元）	8
图 9：公司销售毛利率及销售净利率情况	9
图 10：公司销售/管理/财务/研发费用率情况	9
图 11：复合调味品市场规模及增速	10
图 12：各国复合调味品渗透率（2020 年）	10
图 13：我国餐饮行业收入及增速	11
图 14：我国连锁餐饮企业门店数量及增速	11
图 15：我国餐饮连锁化率	11
图 16：我国城镇及农村居民人均可支配收入情况	12
图 17：我国居民人均食品烟酒消费支出	12
图 18：我国平均家庭规模变化	12
图 19：我国人口年龄结构（2020 年第七次人口普查）	12

图 20: 复合调味品品类结构 (2020 年)	13
图 21: 我国火锅餐饮市场总收入及增速	13
图 22: 我国火锅调味料市场规模及增速	13
图 23: 我国火锅底料市场份额情况 (23Q3) (%)	14
图 24: 中式复合调味品市场规模及增速	14
图 25: 公司产销量情况	15
图 26: 公司产量结构 (2022 年) (%)	15
图 27: 公司上市前分产品产能利用率 (%)	15
图 28: 公司上市前火锅底料、川菜调料分季度产能利用率	15
图 29: 公司直接材料成本占主营业务成本的比重	17
图 30: 公司代表产品	18
图 31: 公司代表性新品推出情况	19
图 32: “好人家”牵手周笔畅, 冠名综艺《为歌而赞》	20
图 33: 天味食品智慧工厂全球发布会	20
图 34: 公司经销商数量 (家)	21
图 35: 公司单个经销商平均收入规模情况	21
图 36: 公司定制餐调业务收入及增速	22
图 37: 公司定制餐调业务部分主要客户	22
图 38: 公司电商渠道收入及增速	22
图 39: 公司电商渠道收入占比	22
表 1: 天味食品发展大事记	4
表 2: 天味食品实际控制人及一致行动人持股情况 (截至 2023/10/17)	5
表 3: 公司历年股权激励情况	6
表 4: 公司 IPO 及非公开发行初始募投项目情况	16
表 5: 公司募投项目变更情况	16
表 6: 公司产品结构及主要产品情况	18
表 7: 天味食品收入拆分	23
表 8: 可比公司估值情况	24

1. 天味食品：川味复调领域深耕者

1.1 深耕川味复调，产品畅销海内外

川味复调领跑者，品牌美誉度高。四川天味食品集团股份有限公司是以火锅底料和川菜调料为主导的大型川味复合调味料生产企业，其前身是 2007 年成立的四川天味实业有限公司，2010 年改制成为股份有限公司，2019 年在 A 股上市。公司品牌知名度与美誉度高，旗下拥有“大红袍”和“好人家”两项中国驰名商标，“天车”品牌被商务部认定为“中华老字号”，“天味食品餐饮高端定制”研发水平全国领先。

公司产品品类丰富，畅销海内外。公司“好人家”品牌覆盖手工牛油火锅底料、酸菜鱼调料、小龙虾调料、香肠调料等上百个 sku，产品畅销全球近 40 个国家及地区；“大红袍”产品线覆盖火锅、烤鱼、串串、中餐、粉/面、小吃等多个品类，产品畅销全国。

表 1：天味食品发展大事记

时间	重大事件
2023	2023 年 6 月，第二座智慧工厂投产
2022	2022 年 5 月，天味食品智慧工厂顺利投产
2021	荣获工业和信息化部颁发的“国家级绿色工厂”称号；入选“国家级消费品标准化试点项目”名单，为全国调味品行业首家；荣登《2021 胡润百亿潜力品牌榜》，为复合调味品细分类目唯一入选品牌
2020	启动天味食品集团品牌“双轮驱动”战略；好人家品牌“不辣汤”系列新品上市；荣获“2020 成都民营企业 100 强”等称号
2019	天味食品成功登陆 A 股；荣获《胡润最具价值民营品牌榜》第 89 位
2018	荣获“四川民营企业百强”等称号；集团中心实验室获得中国合格评定国家认可委员会颁发的“CNAS 认可”证书
2017	荣获“全国实施卓越绩效模式先进企业”称号；国务院食安委一行莅临天味督查
2016	荣获“全国实施卓越绩效模式先进企业”称号
2015	荣获“中国火锅调料产业十强品牌企业”“四川省地方名优产品”等；面向餐饮企业全新推出餐调定制业务
2014	四川天味家园食品有限公司新建现代化生产厂房正式投产

资料来源：公司官网、公司公告、国元证券研究所整理

1.2 公司控制权稳定，股权激励激发员工动能

公司控制权稳定。公司实际控制人为创始人邓文先生和唐璐女士夫妇。截至 2023 年 10 月 17 日，邓文先生与唐璐女士通过直接及间接方式共同控制公司 74.37% 的股权，股权集中度高，公司控制权稳定。

表 2：天味食品实际控制人及一致行动人持股情况（截至 2023/10/17）

序号	股东名称	持股数量（股）	占总股本比例
1	邓文	627,303,020	58.87%
2	唐璐	89,539,382	8.40%
3	思懿投资安欣六号私募证券投资基金	5,795,300	0.54%
4	思懿投资安欣六号一期私募证券投资基金	8,017,660	0.75%
5	思懿投资安欣八号私募证券投资基金	7,460,309	0.70%
6	思懿投资安欣八号一期私募证券投资基金	7,460,309	0.70%
7	思懿投资安欣九号一期私募证券投资基金	8,059,520	0.76%
8	盈富增信添利 19 号私募证券投资基金	9,128,000	0.86%
9	盈富增信添利 19 号 1 期私募证券投资基金	12,222,000	1.15%
10	思懿投资安欣九号私募证券投资基金	5,795,300	0.54%
11	日月星辰 1 号基金	6,490,000	0.61%
12	日月星辰 3 号基金	5,160,000	0.48%
13	合计	792,430,800	74.37%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：邓文先生及唐璐女士的一致行动人为其出于个人资产规划需要设立的多个私募基金。

实施股权激励，激发团队核心动能。公司曾于 2020、2021 年发布激励计划，但由于消费场景波动、消费需求暂时疲软等因素，导致公司业绩目标完成难度大，股权激励计划终止实施。2022 年 2 月，公司再次公告股权激励方案，计划向高管、中层管理者和技术骨干共计 181 名人员授予 1,197 万股限制性股票，占授予日公司总股本的 1.56%；后于 2022 年 6 月完成登记，实际授予 978.44 万股，占授予日总股本的 1.30%（其中含两名副总裁因授予日前 6 个月有卖出行为暂缓授予的 71 万股，以及 200 万股的预留部分）。公司激励计划覆盖范围广，深度绑定员工利益，激发团队活力。

激励计划第二期解除限售条件初步核算达成。两次解除限售期的业绩目标为，以 2021 年营业收入为基数，2022/2023 年营业收入增长率不低于 15%/32.25%，解除限售比例为 50%/50%。目前第一期目标已完成，并于 23 年 6 月解除限售。根据公司初步核算，23 年营收 31.49 亿元，较 21 年增长 55%。

表 3: 公司历年股权激励情况

草案公告时间	实际授予时间	激励标的	激励对象	限制性股票授予价	行权条件	实施情况
2022 年 2 月	2022 年 6 月	1,197 万股限制性股票	4 名副总裁、181 名中层管理人员和技术骨干（其中两名副总裁因授予日前 6 个月有卖出行为暂缓授予）	10.96 元/股	第一/二个解除限售期：以 2021 年营业收入为基数，2022 年/2023 年营业收入增长率不低于 15%/32.25%。	进行中，第一期于 2023 年 6 月 6 日解除限售上市流通
2021 年 6 月	-	2 万份股票期权	2 名中层管理人员	-	第一/二个行权期：以 2020 年营业收入为基数，2021 年/2022 年营业收入增长率不低于 24%/55%。	终止
2020 年 5 月	-	208 万股限制性股票	138 名中层管理人员	14.89 元/股	第一/二个解除限售期：以 2020 年营业收入为基数，2021 年/2022 年营业收入增长率不低于 24%/55%。	第一期限制性股票达成目标，第二期终止
		420 万份股票期权	副总裁吴学军先生、112 名中层管理人员	-	第一/二个行权期：以 2019 年营业收入为基数，2020 年/2021 年营业收入增长率不低于 50%/125%。	
		310 万股限制性股票	6 名高管、71 名中层管理人员	19.90 元/股	第一/二个解除限售期：以 2019 年营业收入为基数，2020 年/2021 年营业收入增长率不低于 30%/69%。	

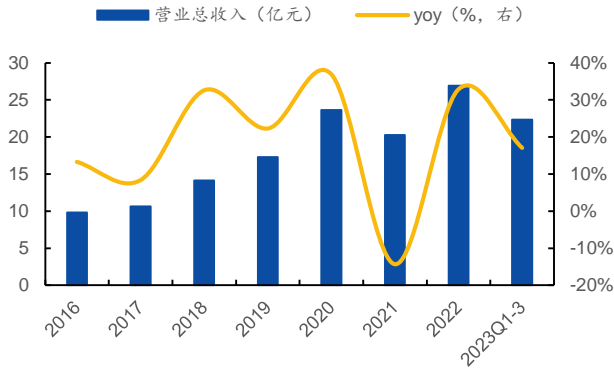
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.3 火锅调料、菜品调料稳健成长，定制餐调快速发展

23Q1-3，公司收入业绩稳健成长。公司上市首年，即 2019 年，总营收、归母净利润分别同比增长 22.26%、11.39%。20 年受益于家庭烹饪频次、时长提高带动 C 端需求和公司积极的渠道扩张，公司总营收、归母净利润增速亮眼，分别为 36.90%、22.66%。21 年，公司总营收、归母净利润分别下滑 14.34%、49.32%，主要由于调味品行业短期需求疲软、竞争加剧。22 年，公司实现营业总收入 26.91 亿元（+32.84%），归母净利润 3.42 亿元（+85.11%），营收、业绩显著改善主要由于公司终端精细化管理，产品动销提升，渠道库存趋于良性，同时市场费用投放更加精准，运营效率提高，以及 2021 年基数较低。23Q1-3 公司实现总营收 22.34 亿元（+17.04%），归母净利润 3.20 亿元（+31.16%），收入稳健成长，盈利能力提升。

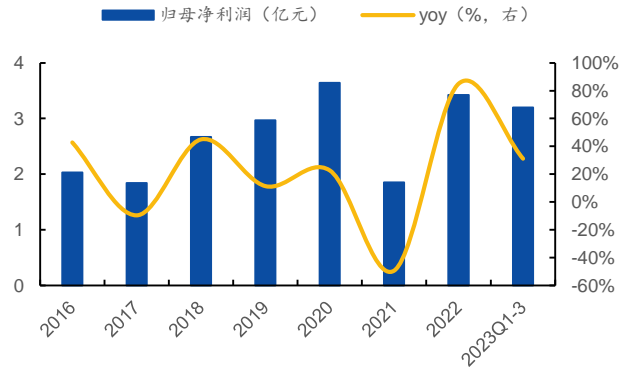
23 年全年预计归母净利润同增 31%左右。根据公司公告，经初步核算，23 年公司总营收为 31.49 亿元（+17.02%），归母净利润为 4.49 亿元（+31.26%）。

图 1：公司营业总收入及增速



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

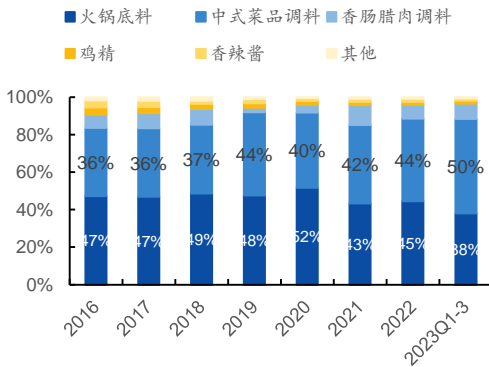
图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

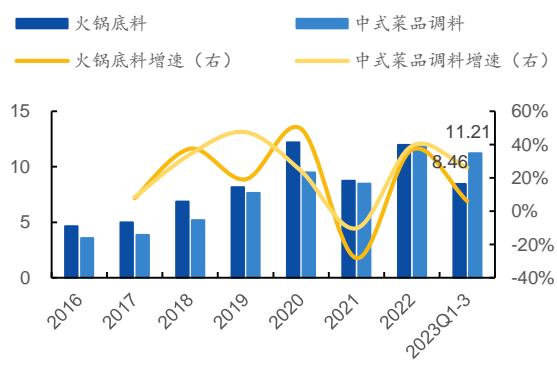
公司火锅调料稳健成长，中式餐品调料潜力大。公司产品以火锅底料、中式菜品调料为主，2022 年二者收入占主营业务收入比重合计为 88.49%。16-22 年，火锅底料为公司收入占比最高的产品品类，除 21 年受消费波动影响行业暂时承压外，整体保持稳健增长，16-22 年 CAGR 为 17.19%。公司中式菜品调料收入规模快速增长，23Q1-3 其收入占主营业务收入比重超过火锅底料，达到 50.34%。23Q1-3，公司火锅底料、中式菜品调料、香肠腊肉调料分别实现收入 8.46、11.21、1.83 亿元，同比分别增长 5.97%、26.20%、31.10%。

图 3：公司分产品收入占主营业务收入比重 (%)



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

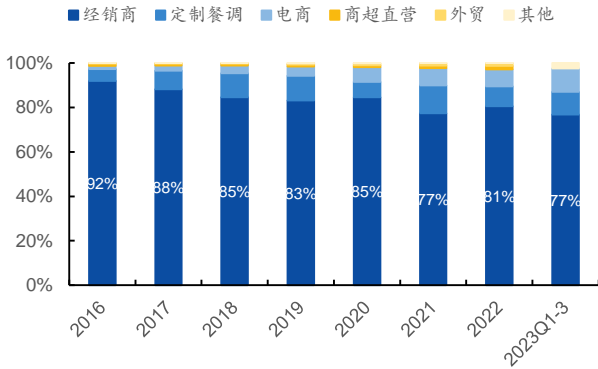
图 4：公司火锅调料、川菜调料收入及增速 (亿元, %)



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

经销渠道为主，23Q1-3 定制餐调、电商渠道快速增长。16-20 年，公司经销渠道收入占主营业务收入的比重保持在 80% 以上，随着公司对于电商、定制餐调等新渠道的持续拓展，经销渠道占比略有下滑，23Q1-3，经销渠道收入占主营业务收入的比重为 76.80%。23Q1-3，公司经销、定制餐调、电商渠道收入分别为 17.10、2.27、2.33 亿元，同比分别+9.77%、+23.25%、+102.82%。

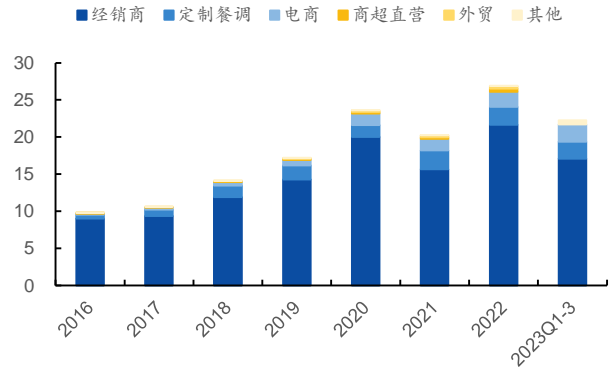
图 5：公司分渠道收入占主营业务收入比重（%）



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

注：公司 2023Q1-3 经营数据公告仅列示了经销商、定制餐调、电商三个占比较高渠道的收入，未对商超直营和外贸单独列示，故暂将此三渠道外的主营业务收入均列入其他渠道。

图 6：公司分渠道收入情况（亿元）

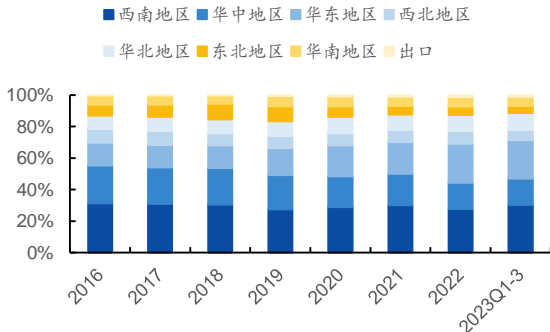


资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

注：同前图。

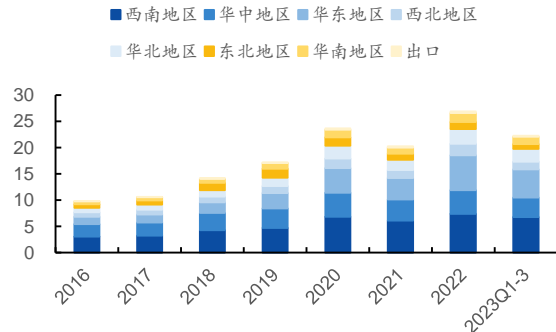
销售网络全国化布局，西南、华东、华中为 23Q1-3 收入前三区域。公司销售网络遍布全国，分区域看，西南地区收入占比维持三成左右，华东、华中紧随其后，23Q1-3 公司西南、华东、华中区域收入分别为 6.77、5.39、3.71 亿元，同比分别增长 32.62%、11.89%、14.47%，占主营业务收入的比重分别为 30.40%、24.19%、16.64%。16-22 年，公司各区域均保持了较好的增长，CAGR 均保持在双位数，其中出口、华东、华北 16-22 年 CAGR 超过 20%。

图 7：公司分区域收入占主营业务收入比重（%）



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

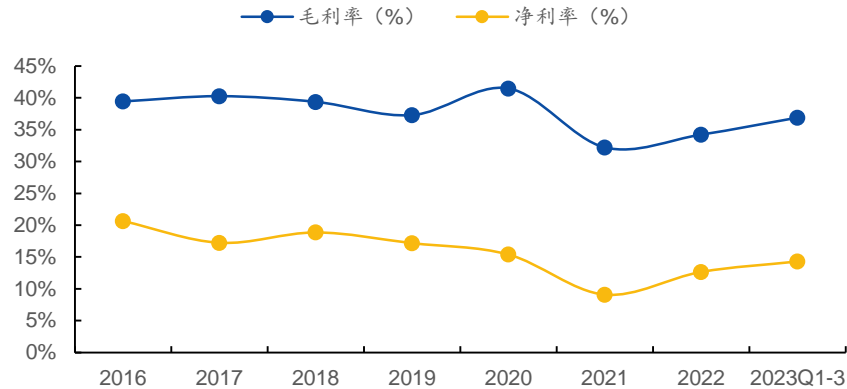
图 8：公司分区域收入情况（亿元）



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

22 年以来盈利能力持续提升。21 年调味品行业整体承压，公司毛利率、净利率也出现小幅下滑，22 年以来，公司盈利能力持续改善。22 年公司毛利率、净利率分别为 34.22%、12.66%，同比分别+2.00、+3.56pct；净利率改善幅度大于毛利率，还得益于公司促销理性和费用投放更精准。23Q1-3，公司毛利率、净利率分别为 36.89%、14.31%，同比分别+2.57、+1.54pct。

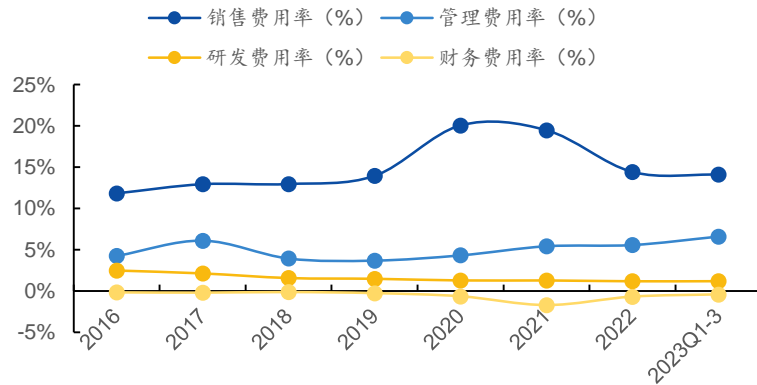
图 9：公司销售毛利率及销售净利率情况



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

23Q1-3 期间费用率保持稳定，管理费用率小幅上行。20 年公司销售费用率波动较大，同比+6.10pct 至 20.05%，主要系广告费、业务宣传费和促销费增加所致；21 年销售费用率维持高位主要由于行业竞争加剧，获客成本增加；2022 年，公司促销力度减小，费用投放更加精准，销售费用率同比-5.05pct 至 14.42%；23Q1-3 公司销售费用率为 14.10%，同比-0.31pct。23Q1-3 公司管理费用率为 6.60%，小幅上行 1.45pct，主要是股份支付费用、人工成本、咨询服务费用增加影响。16 年至今研发、财务费用率基本保持稳定，23Q1-3 分别为 1.20%、-0.41%，同比分别-0.04、+0.37pct。

图 10：公司销售/管理/财务/研发费用率情况



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

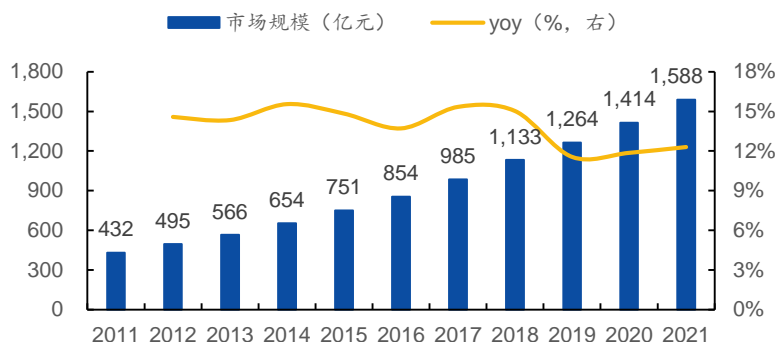
2. 复调行业：渗透率提升空间大，川味热度高

2.1 复合调味品行业稳健成长，BC 端共同驱动行业扩容

我国复合调味品市场规模快速成长。复合调味品是指由两种及两种以上的基础调味品按一定比例调制、可以满足不同口味需求的调味品，主要包括鸡精、火锅底料、中

式复合调味品、西式复合调味品等。根据艾媒咨询数据，2021 年我国复合调味品市场规模为 1,588 亿元，2011-2021 年 CAGR 为 13.90%。

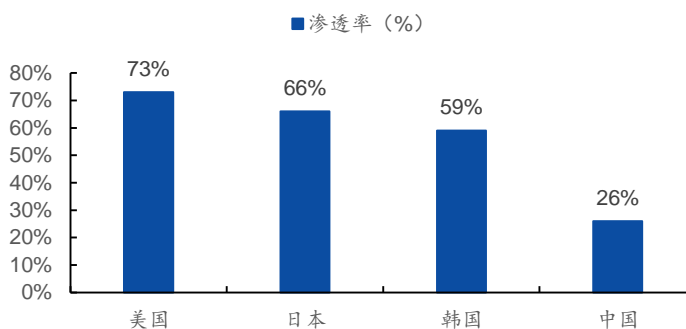
图 11：复合调味品市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询、国元证券研究所整理

我国复合调味料渗透率提升空间大。根据艾媒咨询数据，2020 年我国复合调味品渗透率为 26%，低于首位的美国，和饮食习惯相对接近的日韩相比，也仍有较大差距。

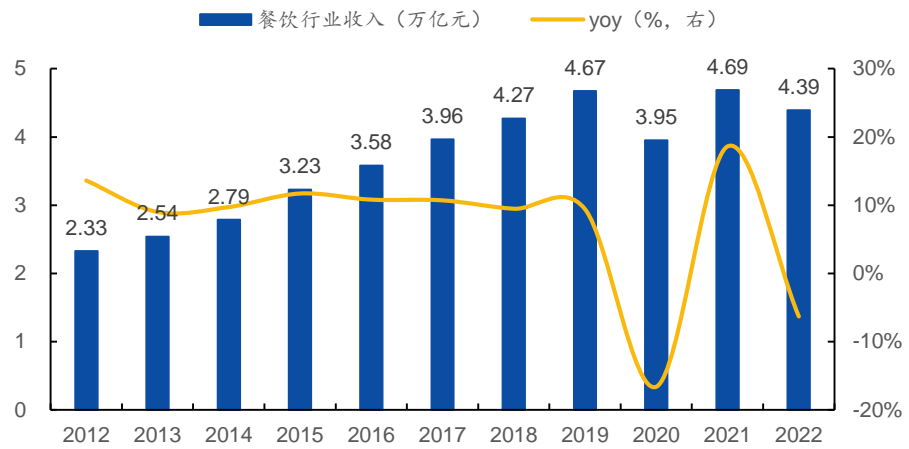
图 12：各国复合调味品渗透率（2020 年）



资料来源：调料家、艾媒咨询、国元证券研究所整理

我国餐饮市场规模稳健成长。复合调味品下游可分为餐饮消费、食品加工和家庭消费，其中餐饮渠道占比最高。2021 年，我国餐饮行业收入达 4.7 万亿元 (+18.6%)；2022 年，消费场景受损严重，餐饮行业收入暂时性回落，但随着消费场景逐步恢复，餐饮行业长期增长逻辑不变。

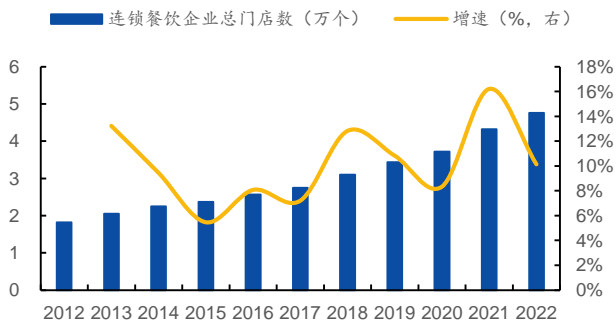
图 13：我国餐饮行业收入及增速



资料来源：Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

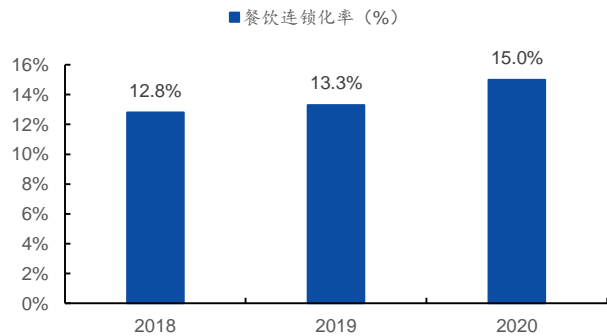
餐饮行业，尤其是连锁餐饮发展，带动定制调味品需求提升。2022 年，我国连锁餐饮企业门店数量为 4.8 万家 (+10.1%)。根据美团数据，我国餐饮连锁化率 2018 年为 12.8%，2020 年升至 15.0%，我国餐饮连锁化率持续提升，且与美国 (54%)、日本 (49%) 相比，提升空间仍大。对于大型连锁餐饮企业，使用定制化的复合调味品可以降低成本、提高效率 and 稳定性，以及满足特色化、定制化的风味需求；一些专业化的复合调味品企业甚至可以为餐饮企业提供专业的从菜品研究、成本控制、烹饪流程优化、品质控制的一揽子解决方案。

图 14：我国连锁餐饮企业门店数量及增速



资料来源：Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 15：我国餐饮连锁化率



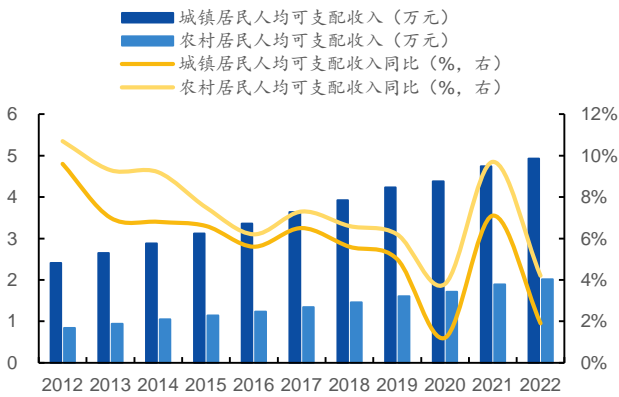
资料来源：美团、中国连锁经营协会、国元证券研究所整理

小 B 端复合调味品仍处于发展初期。20 年初到 22 年末，餐饮大 B 端承压，催化了小 B 端产品迭代、降本增效诉求；复调小 B 渠道发展加速，有望成为未来 3-5 年复调行业核心增长驱动力；同时复调在小 B 端仍然处于发展初期，品类、渠道仍有待精耕。

居民收入水平提高带动食品消费水平提升。2022 年，我国城镇居民/农村居民人均可支配收入分别为 4.93/2.01 万元，同比分别增长 1.9%/4.2%。收入水平的提高带动了我国居民的人均食品消费水平的提升，2022 年我国居民人均食品烟酒消费支出为

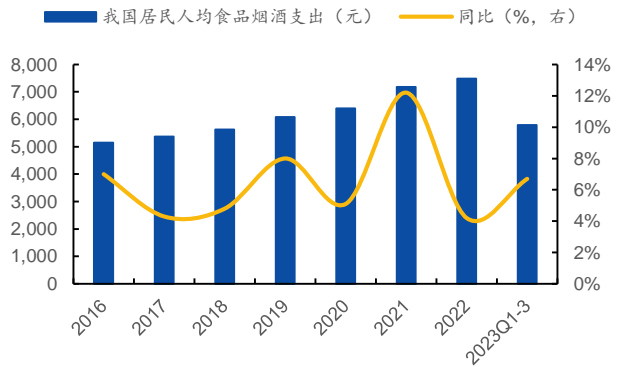
7481 元，同比增长 4.2%，17-22 年 CAGR 为 6.8%。

图 16：我国城镇及农村居民人均可支配收入情况



资料来源：Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 17：我国居民人均食品烟酒消费支出

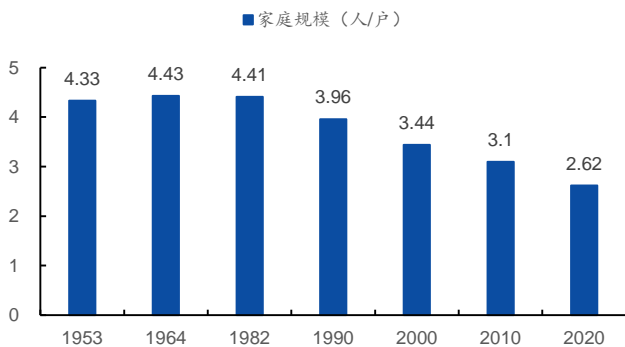


资料来源：Iifind、国家统计局、国元证券研究所整理

城镇化率提升、家庭规模小型化等趋势下，复合调味品迎合了 C 端日益增长的调味品便捷化需求。2021 年，我国城镇化率达到 64.72%，相比 2012 年提高 12.15pct。伴随着城镇化率提升，平均家庭规模缩小，双职工家庭结构成为一种常见的家庭结构。根据第七次人口普查数据，2020 年我国平均家庭规模下降至 2.62 人/户，较 2000 年下降 0.82 人/户。家庭规模缩小使得做饭的“规模经济”下降，双职工家庭结构使家庭可投入在烹饪上的时间缩短、做饭频次降低。复合调味品相比单一调味品，更加方便快捷，更适应快节奏的家庭生活。

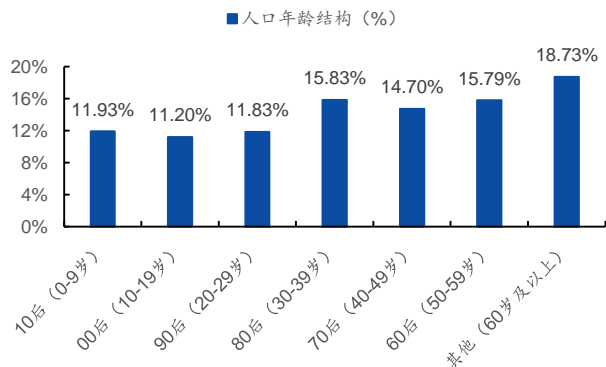
80/90 消费群体崛起等，助力 C 端复合调味品加速渗透。我国 80/90 后人口占比合计达 27.66%，这部分人已经成为当前主力消费群体。整体来看，该消费群体热爱美食和烹饪，但工作繁忙，在追求口味的同时，注重烹饪的简单、便捷，同时对新事物的接受能力更强。复合调味品相比单一调味品，不仅更加方便快捷，且在用量和配比上更易于掌握，天然具有“解决方案”式的特征，迎合 80/90 消费群体便捷烹饪的诉求。

图 18：我国平均家庭规模变化



资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

图 19：我国人口年龄结构（2020 年第七次人口普查）

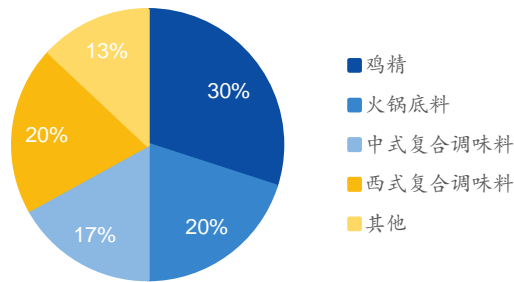


资料来源：国家统计局、国元证券研究所整理

2.2 川味热度高，火锅底料格局清晰，中式菜谱调料加速渗透

火锅底料、中式复调占复合调味品市场份额合计 37%。根据沙利文数据，2020 年我国复合调味品中，鸡精为最大品类，占据市场份额 30%，火锅底料、中式复调、西式复调占比分别为 20%/17%/20%。

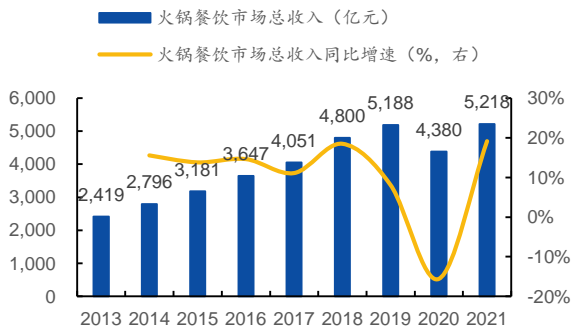
图 20：复合调味品品类结构（2020 年）



资料来源：沙利文、智研咨询、国元证券研究所整理

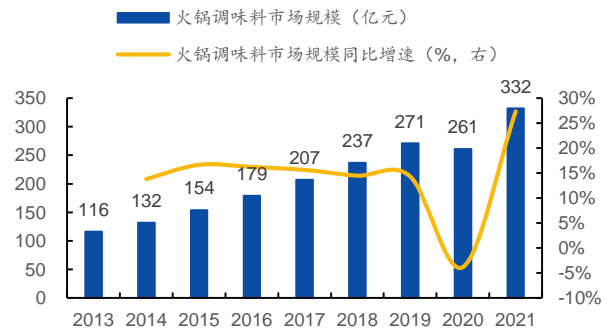
火锅餐饮市场繁荣，火锅调味料市场快速发展。根据中国产业信息网数据，2021 年我国火锅餐饮市场总收入为 5,218 亿元，2013-2021 年 CAGR 为 10.08%。随着火锅消费的大流行，火锅底料市场规模同步增长，2020 年暂时性回落后，2021 年火锅调味料市场规模达到 332 亿元，同增 27.35%。

图 21：我国火锅餐饮市场总收入及增速



资料来源：Ifind、中国产业信息网、国元证券研究所整理

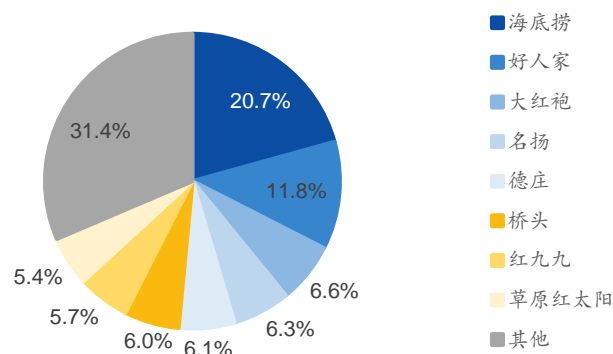
图 22：我国火锅调味料市场规模及增速



资料来源：Ifind、中国产业信息网、国元证券研究所整理

海底捞、天味食品位居火锅底料份额前二，川味火锅底料为主流口味。根据马上赢数据，23Q3 调味品前六大品牌分别为海底捞、好人家、大红袍、名扬、德庄、桥头，其中海底捞份额占比为 20.7%，好人家与大红袍均属于天味食品旗下品牌，份额合计占比 18.4%，在前六大品牌中，除海底捞外，其他五品牌均主打川渝风味。

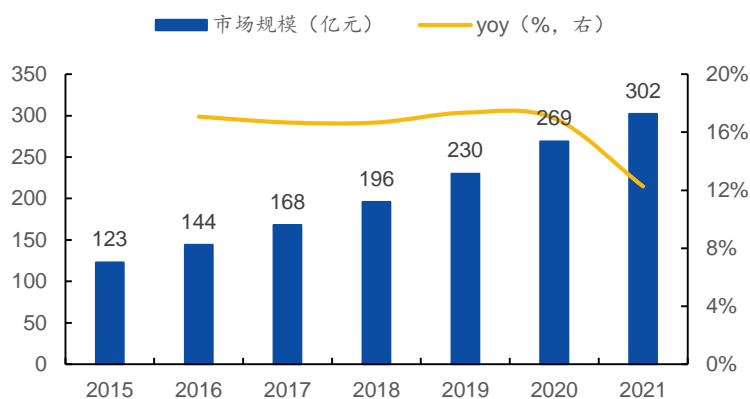
图 23：我国火锅底料市场份额情况（23Q3）（%）



资料来源：马上赢、调料家、国元证券研究所整理

中式复合调味品市场增速快，集中度高，渗透率提升空间大。根据沙利文数据，2021 年中式复调市场规模为 302 亿元 (+12.3%)，市场集中度、渗透率较低，CR3 不到 10%，发展潜力大。

图 24：中式复合调味品市场规模及增速



资料来源：沙利文、智研咨询、国元证券研究所整理

中式菜谱调料加速渗透。菜谱式调料针对消费者缺乏烹饪时间、缺乏烹饪技能两大痛点，迎合了“懒宅经济”下的烹饪需求。20-22 年期间餐饮消费场景受限、小红书抖音激发、对食品安全的重视程度提高等加速菜谱调料的渗透。根据调料家数据，23 年 1-9 月复合调味品品类同比上涨，尤其是菜谱式复合调味料表现突出。

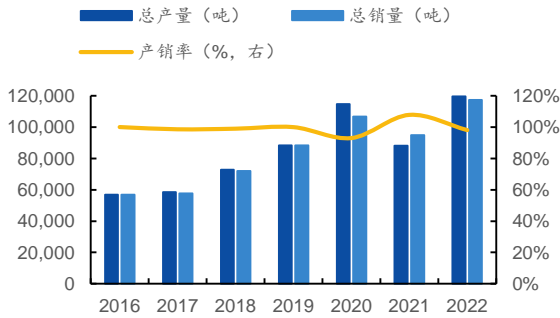
中式菜谱调料风味地域性强，川味为当前主流。当前中式菜谱调料呈现出地域化、碎片化的特征，根据调料家数据，按照风味分，菜谱式调料中辣味为主流，麻辣、酸辣、香辣合计占比 55%，其后为红烧 (11%)、酸爽 (11%)、浓香 (9%)、其他 (14%)。

3. “好人家” “大红袍” 引领，打造大单品能力强

3.1 产能扩张基本完成，充分保障生产需要

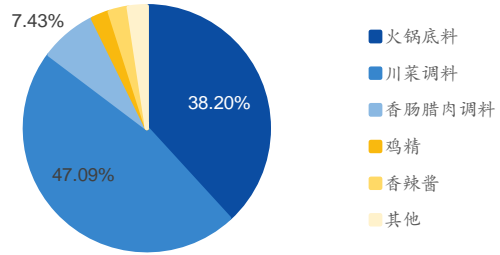
公司产销量持续增长。2022 年，公司总产量、总销量分别为 11.97、11.75 万吨，同比分别增长 35.89%、23.67%，16-22 年 CAGR 为 13.21%、12.84%。

图 25：公司产销量情况



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

图 26：公司产量结构（2022 年）(%)

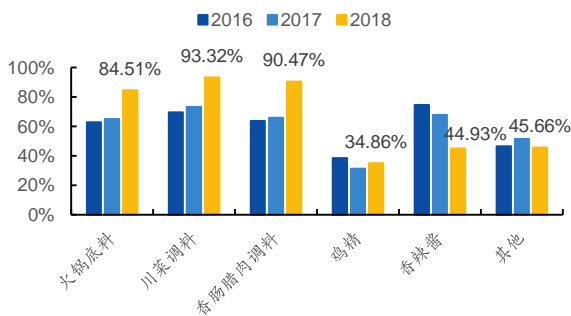


资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

公司在双流、郫县、自贡三地设立生产基地。三大基地分工不同，郫县家园基地兼有川菜调料、香肠腊肉调料、火锅底料、鸡精等产品的产能，双流基地主要负责火锅底料产品的生产，自贡基地主要生产酱类产品。

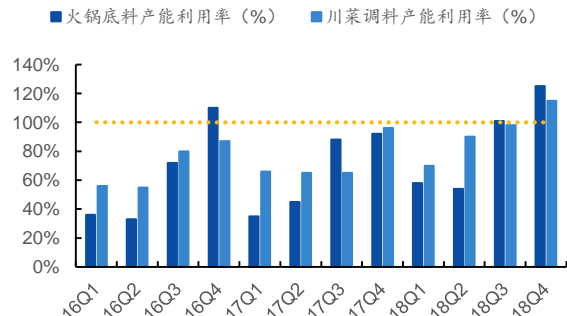
上市前，公司年产能合计 9 万吨，旺季火锅底料、川菜调料产能利用率基本饱和。16、17、18 年，公司产能均为 9.00 万吨/年，其中火锅底料/中式菜品调料产能分别为 3.93/3.05 万吨。18 年公司整体产能利用率为 80.84%，但公司火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料等主要产品有较强季节性，18Q4 火锅底料、川菜调料的产能利用率分别达到 125%、115%。

图 27：公司上市前分产品产能利用率 (%)



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

图 28：公司上市前火锅底料、川菜调料分季度产能利用率



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

上市以来公司积极进行产能扩张，对原家园、双流基地进行改扩建和升级。

1) 2019 年，公司 IPO，募集资金主要用于家园和双流生产基地技改项目，计划新增产能 3.8 万吨，以上两项目分别于 23 年 2 月、21 年 3 月达到预定可使用状态。

2)2020年,公司通过非公开发行方式募资,资金用于双流原生产基地的扩建(食品、调味品产业化生产基地扩建项目)和成都新建生产基地(天味食品调味品产业化项目),计划分别新增产能火锅底料4万吨、火锅底料及川菜调料合计15万吨。

3)22年11月公司发布公告,终止非公开发行投向的“天味食品调味品产业化项目”,将原定用于该项目的资金用于“食品、调味品产业化生产基地扩建项目”增资,以及另外2个新增综合技改项目和营销网络升级。

表 4: 公司 IPO 及非公开发行初始募投项目情况

募资方式	序号	项目名称	拟投资金额 (亿元)	新增产能	项目进度
2019年IPO	1	家园生产基地改扩建 建设项目	3.30	合计3.2万吨/年,其中:定制餐调 1.2万吨/年、全型火锅底料0.8万吨 /年、方便速食0.4万吨/年、其他川 菜调料0.8万吨/年	2023年2月28日达到预 定可使用状态
	2	双流生产基地改扩建 建设项目	0.72	火锅底料0.6万吨/年	2021年3月达到预定可 使用状态
	3	营销服务体系和信息 化综合配套建设项目	1.28	-	2022年3月达到预定可 使用状态
2020年非公开发行 股票	4	天味食品调味品产业 化项目	15.45	火锅底料5万吨/年,川菜调料10万 吨/年	累计投入金额为0,2022 年11月项目终止
	5	食品、调味品产业化 生产基地扩建项目	4.15	火锅底料4万吨/年	初期预期2022年11月达 到可使用状态,后有调 整,见表5

资料来源:公司公告、国元证券研究所整理

表 5: 公司募投项目变更情况

序号	项目类别	项目名称	增加/投资金额 (亿元)	建设进度	预期目标
1	增资项目	食品、调味品产业化生产 基地扩建项目	2.77	投产时间由2022年11 月调整为2024年12月	扩大生产场地面积,新增火锅调料生产 线;结合智慧工厂经验,新增软硬件投资
2	新增项目	营销服务网络及数字化升 级建设项目	1.62	建设期3年	营销服务网络升级;数字化升级
3	新增项目	双流生产基地综合技改建 设项目	1.22	建设期3年	推动干碟和半固态类火锅蘸料产业化进 程,丰富火锅调料品类;扩建升级研发实 验室,提高综合研发实力
4	新增项目	家园生产基地综合技改建 设项目	1.97	建设期3年	冬调、鸡精调味料产能扩张

资料来源:公司公告、国元证券研究所整理

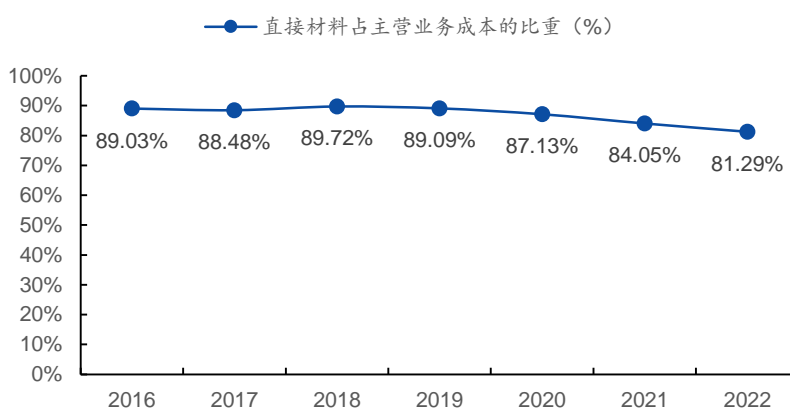
预计到24年末,公司火锅底料、中式菜品调料产能上限合计有望突破21万吨。公司对原募投项目进行变更,主要是由于IPO的“家园生产基地改扩建建设项目”和调整(即增资)后的非公开发行的“食品、调味品产业化生产基地扩建项目”,在智慧系统和智能制造贡献下,产能及人均效率大幅提升,两个项目全部达产后,预计公司火锅调料产能可达到11.99万吨/年,中式菜品调料产能可达到9.7万吨/年,已基本与公司前期规划相符,因此公司对募集资金用途进行了调整。增资后的“食品、调味品产业化生产基地扩建项目”预计于24年12月达到预定可使用状态。

调整后的两新增项目丰富公司产品品类。公司新增的“双流生产基地综合技改建设项目”构建干碟和半固态火锅蘸料产线,丰富公司火锅调料品类;新增的“家园生产基

地综合技改建设项目”通过技改对产能受限比较严重且处于需求放量阶段的冬调产品和鸡精调味料实现增产。

成本方面，公司直接材料占比较高，但主要原材料品类多，成本整体保持平稳。公司直接材料占主营业务成本的比重超过 80%，2022 年为 81.29%。公司直接材料主要包括油脂、辣椒、花椒等生产类原材料和纸箱、包装袋等包装类原材料，2018 年，油脂/辣椒/花椒/包装物成本占主营业务成本的比重分别为 20%/7%/12%/12%。根据公司公告，公司主要原材料价格受市场价格变化影响存在一定波动，但由于种类繁多，各细类原材料占成本比例不高，且原材料价格变动有增有减，因此总体上对公司主营业务成本不构成重大影响。

图 29：公司直接材料成本占主营业务成本的比重



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

注：2021 年开始，会计准则变更，运费计入营业成本，如按旧准则计算，21/22 年直接材料占比为 87.53%/84.85%。

3.2 四大品牌清晰互补，产品矩阵品类全、更新快

三大核心品牌+餐饮高端定制构成公司品牌矩阵。公司旗下拥有“好人家”“大红袍”和“天车”三大核心品牌以及“天味食品餐饮高端定制”。好人家定位家庭消费，大红袍定位小 B 流通渠道和大众消费，天车聚焦酱料，餐饮定制服务大型餐饮客户。四大品牌差异化定位，优势互补，满足不同类型下游客户的需求：

- 1) “好人家”品牌，聚焦家庭用餐场景，现已成长为中式菜品调料&高端火锅底料的头部品牌，高端火锅底料连续六年全国销量领先，产品矩阵覆盖手工牛油火锅底料、酸菜鱼调料、小龙虾调料、香肠调料等上百个 sku。
- 2) “大红袍”品牌，聚焦流通餐饮消费市场，现已经成长为川味火锅底料&餐调的头部品牌，川味火锅底料连续六年全国销量领先，产品线覆盖火锅、烤鱼、串串、中餐、粉/面、小吃等多个品类，产品畅销全国。
- 3) “天车”品牌，聚焦酱料类产品，拥有百年酱园，商标获得了商务部颁发的“中华老字号”商标认证。
- 4) “天味食品餐饮高端定制”品牌，聚焦连锁餐饮消费市场，为大型连锁餐饮类、团餐类、餐饮新零售类、食品工业类等客户提供专属个性化的整体解决方案，研发实力全国领先，服务全国超 5 万家线下餐饮门店。

表 6：公司产品结构及主要产品情况

品牌	产品品类	主要单品	
一、好人家	1、火锅调料系列	手工火锅系列	手工牛油老火锅底料、小块手工牛油老火锅底料、手工清油老火锅底料
		传统火锅系列	四川老火锅底料
		不辣汤系列	三鲜火锅底料、老坛酸菜火锅底料
		火锅蘸料系列	火锅蘸料原味/香辣味
	2、中式菜品调料	鱼调料	薄盐骨汤酸菜鱼调料、老坛酸菜鱼调料、青花椒鱼调料
		小龙虾调料	麻辣小龙虾调料、香辣小龙虾调料、蒜蓉小龙虾调料、油焖小龙虾调料
		菜谱调料	钵钵鸡调料、酸汤肥牛调料、五香卤汁调味料、潮汕卤汁调味料、麻辣烤鱼调料
	3、香肠腊肉调料		腊肉调料、酱肉调料、川味香肠调料、广味香肠调料
	4、鸡精调料系列		好人家鸡精调味料
	二、大红袍	1、火锅调料系列	手工火锅系列
不辣汤系列			浓汁番茄火锅底料、靓汤三鲜火锅底料、大骨浓汤火锅底料、鲜香菌汤火锅底料
传统火锅系列		红汤火锅底料	
2、餐饮调料系列		麻辣香锅调料、老坛酸菜味调料、麻辣烫串串香底料、浓汁番茄火锅底料	
三、天车	1、甜面酱系列		天车甜面酱
	2、香辣酱系列		天车香辣酱
	3、酱油系列		佳味酱油
四、定制餐调	—		松茸菌汤调料、酸菜火锅调料、阳光番茄火锅调料

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 30：公司代表产品



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

C 端以打造大单品为核心。公司在产品开发策略上，C 端产品主要以打造大单品为核心工作，同时开发地域特色风味系列菜谱式调料。公司已成功打造手工火锅底料、老坛酸菜鱼调料、小龙虾调料及香肠腊肉调料等大单品，其中前两者 22 年前三个季度销售收入占比达到 37%。

B 端开发适应细分餐饮业态的产品。在 B 端产品开发策略上，公司主要方向为，结

合餐饮业态的发展现状，满足中式正餐、中式快餐的使用需求，开发细分餐饮业态的复合调味料。

定制餐调采取“标品大单品销售+头部客户定制”模式。2019年以来，公司定制餐调从纯定制模式，升级为“标品大单品销售+头部客户定制”模式，从单一业务销售型定制模式，转向餐饮定制+餐饮应用解决方案。

公司研发能力强，推新品节奏快。公司根据消费者不同需求，有针对性地开发多口味、多场景、多规格的产品，销售一代，开发一代，预研一代，以1-3年为周期，打造具有广泛市场需求的大单品。2023年四季度，公司推出第三代厚火锅底料和零添加系列不辣汤，持续丰富公司产品矩阵。

图 31：公司代表性新品推出情况



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

重视品牌建设，推动品牌年轻化，借助热点事件，提高品牌曝光度。公司与“一线明星、一线综艺、一线媒体、一线广告公司”展开合作，扩大品牌影响力。2020年公司冠名江苏卫视《非诚勿扰》、东方卫视《东方剧场》等，累计品牌触达55亿+人次。2021年，“好人家”牵手周笔畅，冠名《为歌而赞》，“好人家”高端品牌势能持续释放。2022年，“好人家”沉着应对行业的土坑酸菜危机公关，携手“四川观察”探厂直播，提升老坛酸菜鱼品类认可度；“智慧工厂”全球首发，公司整合多家全国性权威媒体、核心合作伙伴等资源，举办主题发布会，全渠道曝光过亿次，提高公司影响力。

图 32：“好人家”牵手周笔畅，冠名综艺《为歌而赞》



资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

图 33：天味食品智慧工厂全球发布会



资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

4.全渠道布局日益完善

4.1 经销渠道为主，经销商管理精细化

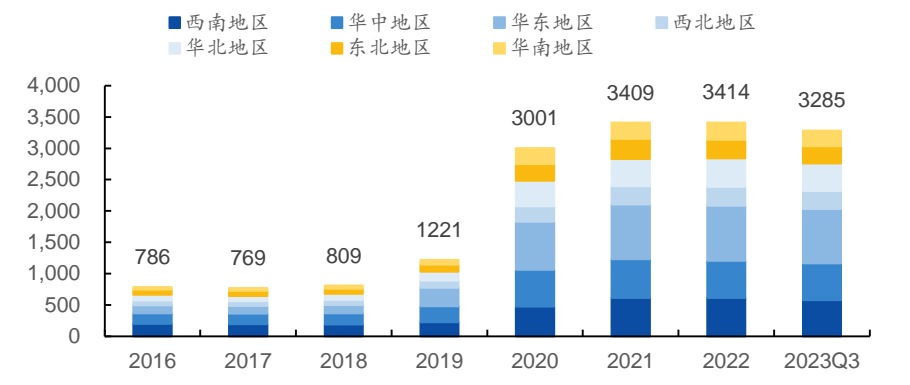
公司形成了以经销商为主，定制餐调、电商、直营商超为辅的营销架构。经销渠道是公司最主要的销售渠道，23Q1-3 经销渠道收入占主营业务收入的比重为 76.80%。

1) 经销渠道方面，公司采取“好人家”“大红袍”分品牌管理；2) 定制餐调实行“标品大单品销售+头部客户定制”；3) 电商渠道分为电商自营（主要是公司线上旗舰店）、电商商超（天猫超市、京东超市等）和电商专营（专营网络渠道的经销商向公司采购并对外销售）；4) 为降低经营及管理成本，公司商超渠道客户主要通过各区域经销商覆盖，少部分商超客户通过直营渠道，主要有成都红旗、家家悦集团等。

BC 端全面发力，全方位全渠道触达。公司坚持深化 C 端线上线下渠道体系建设，并加强 B 端渠道的进一步挖掘，同时通过现有优势经销体系，赋能 B、C 两端，实现全方位全渠道触达。在 B 端，公司进行大 B 和小 B 全餐饮场景开发，聚焦餐饮用户实现渠道开拓和用户拓展；在 C 端，公司搭建线下经销商战略联盟体系，通过对经销商能力培养和释放，提升渠道服务能力，并将食材关联网点、社区生鲜等近场景、近食材终端作为公司的开发重心。公司也注重线上业务发展，遵从线上各细分渠道特性，建立了内容电商、平台电商、社区电商、线上分销四大板块，精耕线上业务。

公司上市后持续加强销售网络建设。2019 年末，公司经销商数量为 1,221 家（+50.93%）；2020 年，公司开启“好人家”与“大红袍”双轮驱动战略，将“大红袍”从原有销售体系分离，对原有经销商进行拆分，并拓展“大红袍”新的经销商，年末公司经销商数量增至 3,001 家；2021 年末，公司共有经销商 3,409 家（+13.60%）；2022 年，公司更加聚焦经销商的垂直增长，经过优化调整，年末经销商数量为 3,414 家（+5 家）；23Q3 末，公司共有经销商 3,285 家，较 22 年末下降 129 家，主要由于公司对经销商进行精细化分级运营管理，聚焦资源，对一定周期内业绩表现差、合作意愿不强的经销商进行了清理。

图 34：公司经销商数量（家）



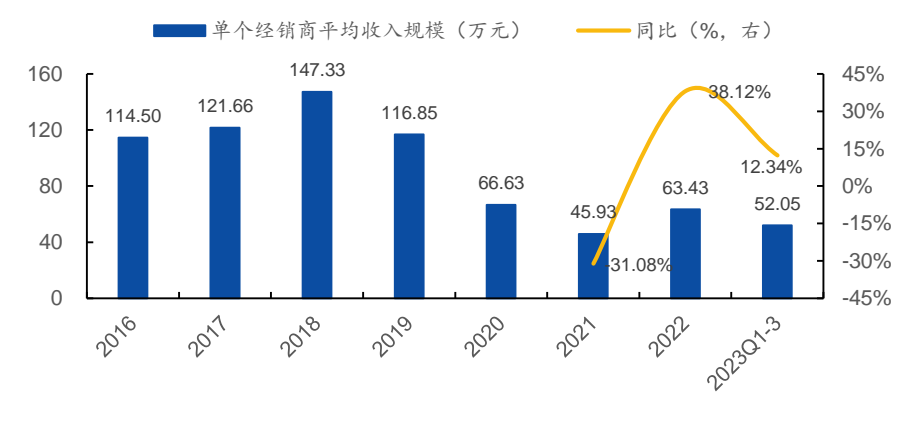
资料来源：Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

公司经销商渠道深度下沉。公司市场网络覆盖全国 31 个省级地区、290 个地级行政区，零售终端网点超 40 万个，并远销美国、澳大利亚、西班牙、日本、新加坡、秘鲁等近 40 个国家和地区。

优商扶商，分级运营。2021 年以来，公司推出优商和扶商的经销商分级运营模式。对于大商，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；对于成长型经销商，采取扶商模式，通过资源和关键动作聚焦的方式扶持成长，精准施策有效投入；销售组织设计相应地匹配客户分级运营，保障优商和扶商模式的顺利推进。2023 年公司进一步完善和强化了“优商扶商”策略，选择了 105 家经销商作为“优商”进行管理，该策略实施后这些经销商对销售收入的贡献、对公司政策的配合度、运营能力的提升、费用投放精准度等方面明显改善。2022 年，公司单个经销商平均收入规模 63.43 万元，同比+38.12%。23Q1-3，公司单个经销商平均收入规模 52.05 万元，同比+12.34%。

推行差异化、多层次的销售策略。公司针对不同地区饮食习惯、不同市场竞争状况，结合新产品研发和不同渠道特点，实行差异化销售策略，同时推行涵盖服务营销、品牌营销、产品营销、市场推广以及终端促销的综合多层次销售策略。

图 35：公司单个经销商平均收入规模情况



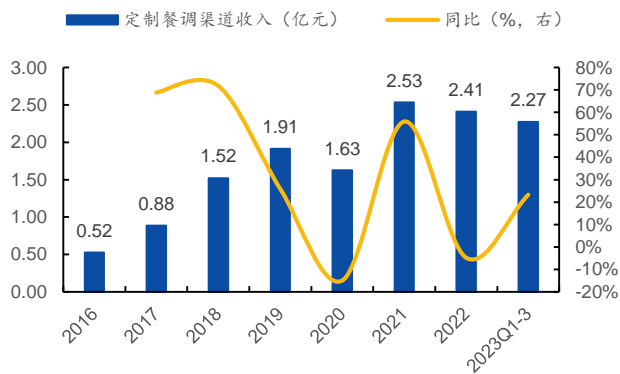
资料来源：Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

4.2 定制餐调发力大中 B 端，电商、团餐及线上小 B 端等持续拓展

重点开发定制餐调，加速 B 端突围。2016 年，定制餐调成为公司重点开发项目，2018 年客户数量达到 203 家，较 2016 年增长 164%。2021 年定制餐调业务收入突破 2 亿元。2022 年公司定制餐调业务实现收入 2.41 亿元（-4.87%），其暂时性下降主要系餐饮等消费场景受损影响；2016-2022 年 CAGR 为 28.96%。23Q1-3，公司定制餐调渠道实现收入 2.27 亿元，同比+23.25%。

定制餐调聚焦大中 B 客户持续拓展。公司一方面聚焦头部客户，积极迎合其高标准的需求，另一方面关注成长性客户，满足定制化需求。公司持续加大投入，利用资本平台整合资源，聚焦头部连锁餐饮，推动定制餐调业务发展。目前，公司定制餐调业务发展了张亮麻辣烫、味千拉面、喜家德等多家知名客户，服务全国超 5 万家线下餐饮门店。

图 36：公司定制餐调业务收入及增速



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

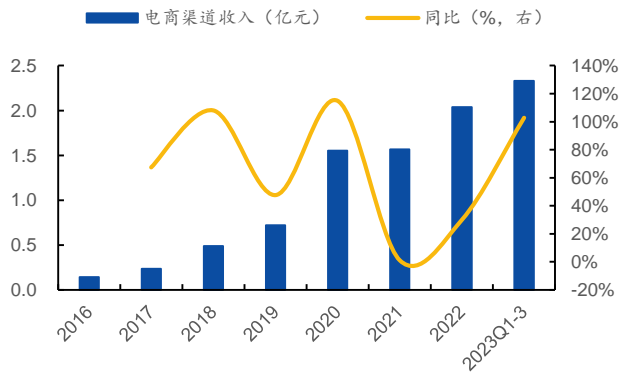
图 37：公司定制餐调业务部分主要客户



资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

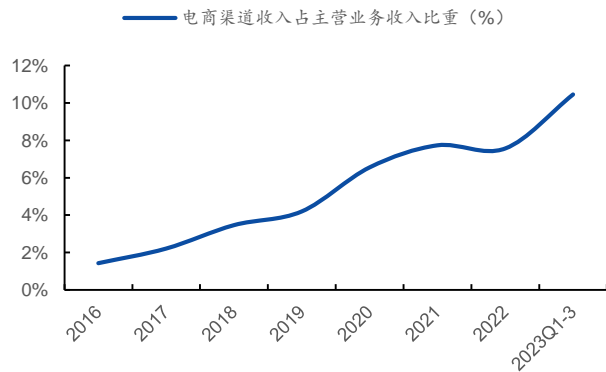
电商渠道多元化布局，推动线上消费增长。公司不断探索营销新模式，以天猫、京东等综合电商为主要阵地，重点布局抖音等视频电商，深耕小红书等内容电商，聚焦叮咚买菜等新零售渠道。2022 年公司电商渠道收入达到 2.04 亿元（+29.99%），2016-2022 年 CAGR 为 56.18%，收入占比提高 6.14pct。23Q1-3，公司电商渠道实现收入 2.33 亿元，同比+102.82%。

图 38：公司电商渠道收入及增速



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

图 39：公司电商渠道收入占比



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

以团餐为切入点带动复调增长，同时发展预制菜业务。2022年，公司参股下游团餐企业上海麦金地集团股份有限公司、北京千喜鹤餐饮管理有限公司。公司投资大型团餐企业，以团餐业务为切入口，带动复调业务增长的同时，试水预制菜业务。

并购食萃食品补全线上中小B渠道。23年上半年，公司收购线上中小B渠道复合调味品企业食萃食品55%股权，投资金额3.62亿元。该并购较好补齐了公司中小B客户的线上渠道，并购整合完成后，公司具备服务包括从单店到大型连锁餐饮在内的所有B端客户的能力。

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

天味食品盈利预测的主要假设：

- 1) 从渠道看，公司好人家品牌深耕C端；大红袍品牌兼顾小B端和C端大众需求；定制餐调聚焦大中型餐企。公司资源持续高效投入，经销商、定制餐调、电商、直营商超渠道共同发力，营收有望持续增长。
- 2) 从产品看，公司产品类丰富，重点大单品手工火锅底料、老坛酸菜系列、小龙虾系列、香肠腊肉调料等市场反响良好，火锅底料表现稳健，菜品调料和香肠腊肉调料加速增长。

表 7：天味食品收入拆分

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1065.82	1412.86	1727.33	2364.66	2025.54	2690.71	3148.63	3702.86
同比（%）	8.33%	32.56%	22.26%	36.90%	-14.34%	32.84%	17.02%	17.60%
营业成本（百万元）	636.59	856.52	1083.25	1383.50	1372.88	1769.94	1997.52	2298.17
同比（%）	6.84%	34.55%	26.47%	27.72%	-0.77%	28.92%	12.86%	15.05%
毛利率（%）	40.27%	39.38%	37.29%	41.49%	32.22%	34.22%	36.56%	37.94%
火锅底料								
营业收入（百万元）	685.13	816.02	1220.19	875.18	1198.30	1276.65	1389.61	1492.39
同比（%）	37.48%	19.10%	49.53%	-28.28%	36.92%	6.54%	8.85%	7.40%
销量（吨）	32993.54	37647.39	53846.11	37040.49	45406.54	46550.78	49027.29	51615.93
同比（%）	31.25%	14.11%	43.03%	-31.21%	22.59%	2.52%	5.32%	5.28%
单价（元/千克）	20.77	21.68	22.66	23.63	26.39	27.42	28.34	28.91
同比（%）	4.75%	4.38%	4.55%	4.27%	11.69%	3.92%	3.35%	2.01%
毛利率（%）	39.12%	36.64%	41.27%	31.89%	33.02%	35.32%	36.65%	37.14%
川菜调料								
营业收入（百万元）	517.51	763.39	947.84	849.08	1181.46	1503.67	1857.60	2285.08
同比（%）	34.10%	47.51%	24.16%	-10.42%	39.15%	27.27%	23.54%	23.01%
销量（吨）	28127.32	42260.27	42507.99	43216.38	56105.63	68673.29	82119.52	98017.86
同比（%）	27.63%	50.25%	0.59%	1.67%	29.82%	22.40%	19.58%	19.36%
单价（元/千克）	18.40	18.06	22.30	19.65	21.06	21.90	22.62	23.31
同比（%）	5.07%	-1.82%	23.44%	-11.89%	7.18%	3.98%	3.31%	3.06%
毛利率（%）	40.36%	38.63%	41.47%	31.23%	36.21%	38.45%	39.80%	40.98%

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
香肠腊肉调料								
营业收入(百万元)	117.34	39.49	99.94	211.52	200.64	264.05	340.86	430.61
同比(%)	36.92%	-66.35%	153.09%	111.65%	-5.14%	31.60%	29.09%	26.33%
销量(吨)	4951.61	1679.31	4221.03	8553.12	8788.99	11256.94	14157.85	17442.47
同比(%)	36.47%	-66.09%	151.36%	102.63%	2.76%	28.08%	25.77%	23.20%
单价(元/千克)	23.70	23.51	23.68	24.73	22.83	23.46	24.08	24.69
同比(%)	0.33%	-0.78%	0.69%	4.45%	-7.69%	2.75%	2.64%	2.54%
毛利率(%)	40.73%	35.94%	46.69%	40.40%	36.29%	37.46%	38.05%	38.59%

资料来源: Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

5.2 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利 4.48/5.50/6.67 亿元, 增速 31.17%/22.75%/21.19%, 对应 3 月 12 日 PE 30/24/20 倍(市值 133 亿元), 给予“增持”评级。

表 8: 可比公司估值情况

代码	公司名称	总市值(亿元)			归母净利润(亿元)				PE		
		(2024/3/12)	2023E	增速	2024E	增速	2025E	增速	2023E	2024E	2025E
603317	天味食品	132.96	4.48	31.17%	5.50	22.75%	6.67	21.19%	29.66	24.16	19.94
603027	千禾味业	167.93	5.36	55.74%	6.75	25.95%	8.21	21.62%	31.35	24.89	20.46
002507	涪陵榨菜	164.20	8.52	-5.22%	9.64	13.20%	10.84	12.40%	19.28	17.03	15.15

资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

注: 可比公司盈利预测统一使用 Ifind 一致预期。

6. 风险提示

渠道扩张不及预期风险、终端动销不及预期风险、食品安全风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3098.15	3153.44	3426.42	3658.36	3990.78
现金	1344.70	449.54	599.95	710.47	897.79
应收账款	13.64	17.15	20.64	23.92	28.21
其他应收款	18.23	14.36	18.97	22.31	26.11
预付账款	7.65	23.70	20.91	22.54	29.70
存货	108.05	146.61	161.97	176.09	205.46
其他流动资产	1605.88	2502.08	2603.98	2703.03	2803.51
非流动资产	1132.33	1668.29	1885.57	2123.08	2326.50
长期投资	182.04	397.95	437.75	481.52	529.68
固定资产	442.83	727.03	1015.22	1230.69	1406.07
无形资产	44.96	45.83	42.97	39.98	36.92
其他非流动资产	462.50	497.48	389.64	370.89	353.84
资产总计	4230.48	4821.73	5311.99	5781.45	6317.29
流动负债	408.68	784.00	857.61	957.29	1060.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	242.15	390.33	430.07	474.34	539.38
其他流动负债	166.53	393.67	427.55	482.95	521.34
非流动负债	17.72	12.93	14.75	14.92	14.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	17.72	12.93	14.75	14.92	14.30
负债合计	426.40	796.93	872.36	972.21	1075.02
少数股东权益	-0.21	4.69	5.12	5.64	6.27
股本	754.18	763.05	1065.24	1065.24	1065.24
资本公积	1831.93	1954.71	1643.06	1643.06	1643.06
留存收益	1218.18	1522.18	1726.21	2095.29	2527.69
归属母公司股东权益	3804.29	4020.11	4434.52	4803.59	5235.99
负债和股东权益	4230.48	4821.73	5311.99	5781.45	6317.29

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	240.35	546.14	472.87	614.84	755.01
净利润	184.39	340.61	448.63	550.69	667.39
折旧摊销	34.52	48.33	56.35	72.10	86.69
财务费用	-34.72	-18.20	-11.39	-14.22	-17.45
投资损失	-37.72	-54.30	-63.36	-51.79	-56.49
营运资金变动	34.95	206.07	13.74	46.12	36.14
其他经营现金流	58.94	23.65	28.89	11.93	38.72
投资活动现金流	-1718.43	-1085.79	-300.04	-337.45	-350.78
资本支出	317.39	222.62	197.36	211.99	222.44
长期投资	1131.11	916.81	65.42	76.46	84.10
其他投资现金流	-269.93	53.65	-37.27	-49.00	-44.24
筹资活动现金流	-208.67	-55.66	-22.41	-166.87	-216.90
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	123.74	8.87	302.19	0.00	0.00
资本公积增加	-136.22	122.78	-311.65	0.00	0.00
其他筹资现金流	-196.19	-187.31	-12.96	-166.87	-216.90
现金净增加额	-1686.75	-595.30	150.41	110.52	187.32

资料来源: Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2025.54	2690.71	3148.63	3702.86	4333.66
营业成本	1372.88	1769.94	1997.52	2298.17	2646.60
营业税金及附加	15.86	22.36	27.08	32.96	38.57
营业费用	394.34	387.94	441.12	518.40	623.18
管理费用	110.00	150.05	199.94	234.76	274.32
研发费用	26.21	31.97	30.05	32.84	34.75
财务费用	-34.72	-18.20	-11.39	-14.22	-17.45
资产减值损失	-0.79	-0.78	0.02	-1.76	-2.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.72	54.30	63.36	51.79	56.49
营业利润	189.05	405.82	530.53	651.38	789.50
营业外收入	29.50	1.57	1.98	1.77	1.80
营业外支出	2.42	3.59	1.58	1.37	1.31
利润总额	216.13	403.80	530.93	651.78	789.99
所得税	31.74	63.19	82.29	101.09	122.61
净利润	184.39	340.61	448.63	550.69	667.39
少数股东损益	-0.21	-1.09	0.42	0.52	0.63
归属母公司净利润	184.60	341.70	448.21	550.17	666.75
EBITDA	188.84	435.94	575.49	709.27	858.75
EPS (元)	0.24	0.45	0.42	0.52	0.63

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-14.34	32.84	17.02	17.60	17.04
营业利润(%)	-53.54	114.66	30.73	22.78	21.20
归属母公司净利润(%)	-49.32	85.11	31.17	22.75	21.19
获利能力					
毛利率(%)	32.22	34.22	36.56	37.94	38.93
净利率(%)	9.11	12.70	14.23	14.86	15.39
ROE(%)	4.85	8.50	10.11	11.45	12.73
ROIC(%)	23.47	51.88	57.75	63.05	68.38
偿债能力					
资产负债率(%)	10.08	16.53	16.42	16.82	17.02
净负债比率(%)	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	7.58	4.02	4.00	3.82	3.76
速动比率	7.31	3.83	3.81	3.64	3.57
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.59	0.62	0.67	0.72
应收账款周转率	154.64	165.72	158.11	157.58	157.67
应付账款周转率	5.49	5.60	4.87	5.08	5.22
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.32	0.42	0.52	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.51	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	3.57	3.77	4.16	4.51	4.92
估值比率					
P/E	72.02	38.91	29.66	24.16	19.94
P/B	3.49	3.31	3.00	2.77	2.54
EV/EBITDA	51.66	22.38	16.95	13.75	11.36

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188