

天味食品 (603317)

川调龙头产品长青，内延外拓渠道焕新

买入 (维持)

2024年05月24日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 周韵

执业证书: S0600122080088

zhouyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2691	3149	3612	4190	4853
同比 (%)	32.84	17.02	14.72	16.00	15.84
归母净利润 (百万元)	341.71	456.70	571.04	679.42	793.41
同比 (%)	85.11	33.65	25.04	18.98	16.78
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.32	0.43	0.54	0.64	0.74
P/E (现价&最新摊薄)	42.78	32.01	25.60	21.51	18.42

股价走势



关键词: #消费升级 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **川调龙头锐意进取，进入发展新周期。**公司是川调龙头，以好人家、大红袍为核心品牌，以火锅底料、中式调料为核心品类，渠道以经销商为主，定制餐调、电商为辅，2023年5月并购线上小B龙头食萃，发力小B端。上市以来公司业绩在行业需求、行业格局、品类周期、渠道管理四因子驱动下经历五阶段，22年以来内部改革红利释放后Alpha凸显，业绩具备韧性。
- **复调空间广阔，中调高景气，静待底料需求拐点。**我国复调渗透率和人均消费均低于美日，未来随着B端连锁化率和C端健康快捷烹饪需求提升，预计22-27年CAGR=13.5%。22年火锅底料/中式调料占复调比重17%/18%，17-21年市场CAGR=10%/12%。23年以来疫情利好消退+宏观经济疲软，C端火锅底料需求承压，静待复苏拐点；中调需求周期弱于火锅底料，未来随着企业持续开发菜系新品，预计21-26年中调CAGR=12%，超过复调整体，景气度较高。
- **火锅底料格局优化，中调竞争烈度低于底料。**相较于基础调味品，复调竞争格局相对分散，21年复调CR4低于20%。**1) 火锅底料:**21年以来需求疲软加速行业出清，当前行业格局优化，竞争趋缓，21年火锅底料CR5=42%，天味市占率7%；**2) 中调:**长尾特征明显，企业差异化发展下竞争较为缓和，21年中调CR5=23%，天味多年领跑，21年市占率8%。未来随着B端连锁化率提升、C端龙头加速推新，复调集中度有望提升。
- **公司竞争力: 迭代推新产品长青，持续改革渠道优化。****1) 产品:**公司双品牌驱动，价格带丰富，近年来精耕中调赛道，中调已成为第一大品类，强研发+高专注度夯实推新能力，迭代升级稳固大单品基本盘，产品梯队建设优异。**2) 渠道:**公司持续推进渠道结构多元化、全国化，并根据业务发展，灵活调整组织架构；在渠道管理方面，注重自我革新，持续推进优商扶商的经销商分级管理模式，渠道改革效果显著，库存管理优化，渠道效率和费效比持续提升。
- **成长性: 基本盘有望稳健增长，小B端有望贡献增量。****1) 基本盘:**公司各梯队产品均有较强发展潜力，未来随着产品滚雪球+渠道改革深化，公司基本盘有望稳健增长。**2) 小B端:**23H1公司收购线上小B龙头食萃食品，食萃SKU丰富、客户粘性较强、ROI表现优异，近年来收入快速增长，盈利能力较强；未来公司将以食萃主攻线上小B，以大红袍主攻线下小B，协同效应下公司小B端有望迎来发展新机遇。
- **盈利预测与投资评级:**公司是川调龙头，未来随着产品+渠道双轮驱动，基本盘有望稳健增长，叠加小B端新渠道放量，我们基本维持2024-2026年公司营收预期为36.1/41.9/48.5亿元，同比+15%/+16%/+15.8%，维持归母净利润预期为5.7/6.8/7.9亿元，同比+25%/+19%/+17%，对应24-26年PE分别为26/22/18x，24-26年PE略低于可比公司平均值，考虑到公司未来成长性较强，维持“买入”评级。
- **风险提示:**原材料价格大幅波动，行业竞争格局恶化，渠道建设不及预期，消费力复苏不及预期，并购整合不及预期

市场数据

收盘价(元)	13.72
一年最低/最高价	10.02/16.05
市净率(倍)	3.26
流通A股市值(百万元)	14,534.18
总市值(百万元)	14,612.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.21
资产负债率(% ,LF)	16.01
总股本(百万股)	1,065.08
流通A股(百万股)	1,059.34

相关研究

《天味食品(603317): 2024年一季度报点评: 收入承压, 利润率改善亮眼》

2024-04-26

《天味食品(603317): 2023年报点评: 23年高质收官, 高分红+员工激励提振内外信心》

2024-03-28

内容目录

1. 公司概况：川调龙头进入新周期，22 年以来 Alpha 凸显	5
1.1. 川调龙头，锐意进取进入发展新周期.....	5
1.2. 管理层经验丰富，股权激励激发内部活力.....	6
1.3. 业绩驱动股价，22 年以来 Alpha 显著.....	8
2. 行业需求：复调空间广阔，中调高景气，静待底料需求拐点	9
2.1. BC 端双轮驱动，我国复调发展空间广阔.....	9
2.2. C 端火锅底料需求静待拐点，中调需求有望持续高景气.....	12
3. 行业格局：当前火锅底料格局优化，中调竞争烈度低于底料	14
4. 竞争力：迭代推新产品长青，持续改革渠道优化	15
4.1. 产品：精耕中调细分赛道，大单品基本盘稳固，产品梯队建设优异.....	15
4.2. 渠道：注重自我革新，渠道改革效果显著.....	19
5. 成长性：基本盘有望稳健增长，小 B 端有望贡献增量	23
5.1. 产品、渠道双轮驱动，基本盘有望稳健增长.....	23
5.2. 外延内扩，线上线下联动，小 B 端有望迎来发展新机遇.....	24
6. 盈利预测与投资建议	27
7. 风险提示	30

图表目录

图 1:	天味食品发展历程及 2011-2023 年营收/归母净利润 (亿元)	5
图 2:	天味食品产品品牌矩阵、2023 年各品类收入及占比	6
图 3:	天味食品股权结构 (截止到 2024Q1)	6
图 4:	2019-2023 年公司股价涨跌幅归因	8
图 5:	2019-2024Q1 公司单季度业绩和股价表现复盘	9
图 6:	2014-2027E 我国复调市场规模 (亿元)、同比及占调味品市场规模比重	10
图 7:	2020 年中美日韩复合调味品渗透率对比情况	10
图 8:	2015 年和 2021 年中美日人均复调支出对比 (元)	10
图 9:	2017-2026E 我国复调市场 BC 端市场规模 (亿元) 及复合增速	11
图 10:	2020 年美日、2018-2022 年中国餐饮连锁化率	11
图 11:	2016-2023 年社零及餐饮收入情况 (亿元)	11
图 12:	18-22 年我国在家吃饭细分市场规 模 (十亿元) 及同比	12
图 13:	2023 年 4 月复调消费人群特征及销售额占比	12
图 14:	2017-2023E 我国复调各细分品类市场规模占比	12
图 15:	我国复调细分品类 17-21 年市场规模复合增速	12
图 16:	2017-2025E 火锅底料 BC 端市场规模占比	13
图 17:	2018M1-2023M9 火锅底料线下商超销售额及同比	13
图 18:	2022 年中式餐饮各菜系市场规模占比	13
图 19:	2022M11-2023M1 中式复调品类销售额占比	13
图 20:	2021 年我国复合调味品市场格局 (按零售额计)	14
图 21:	2018-2021 年我国酱油市场格局 (按销量计)	14
图 22:	现存 2014-2023 年成立的火锅底料企业数 (家)	14
图 23:	2021 年我国火锅底料格局 (零售额计)	14
图 24:	2019 年我国中式调料市场格局 (按零售额计)	15
图 25:	2021 年我国中式调料市场格局 (按零售额计)	15
图 26:	2011-2023 年公司各品类收入占比	16
图 27:	2011-2023 年公司各品类毛利率	16
图 28:	主要复调企业火锅底料产品价格对比 (元/100g)	16
图 29:	主要复调企业酸菜鱼调料价格对比 (元/100g)	16
图 30:	主要复调企业官网中调 SKU 数量	17
图 31:	2020-2023 前三季度公司新品收入占比	17
图 32:	2010-2022 年公司战略大单品迭代历程	17
图 33:	2023 年公司大单品体量结构	18
图 34:	2021-2023 年手工火锅底料+老坛酸菜鱼料收入占比	18
图 35:	2018 年公司主营业务成本结构	19
图 36:	公司贵州大方皱椒种植基地	19
图 37:	2011-2023 年公司各渠道收入占比	20
图 38:	2011-2023 年公司各区域收入占比	20
图 39:	公司上市以来组织架构变革 (截止到 2023 年)	20
图 40:	2021H2-2023 年公司持续优化经销商分级运营模式	21
图 41:	2018-2023 年公司销售人员和经销商人均创收 (万元)	21
图 42:	2020-2024Q1 公司经销商数量 (家)	21

图 43:	2011-2023 年公司广告费用和广告费用率	22
图 44:	2018-2023 年天味/颐海销售费用率及毛销差对比	22
图 45:	2019-2023 年公司存货周转率及库存商品账面余额	22
图 46:	公司定制餐调客户	24
图 47:	公司大 B 客户投资比例 (截止到 2024.5.16)	24
图 48:	2023 年复调双十一全网前五大品牌	24
图 49:	2020-2023 年食萃营收、净利润及同比	25
图 50:	2020-2023M1-8 食萃和天味盈利能力对比	25
图 51:	拾翠坊 12 大产品系列	25
图 52:	2022 年拾翠坊 TOP5 产品销量 (万件)	25
图 53:	拾翠坊烤鱼调料提供教程	26
图 54:	食萃客户转换过程和核心要素	26
图 55:	复调线上小 B 淘宝旗舰店 SKU 对比 (截止到 2024.5.21)	27
图 56:	食萃食品 2021-2023E ROI	27
表 1:	公司董事会和高管情况 (截止到 2024Q1)	7
表 2:	2020-2024 年公司股权激励情况	7
表 3:	2009-2023 年公司产品推新历程	18
表 4:	好人家/海底捞不辣汤和火锅底料新品价格、卖点对比	23
表 5:	拾翠坊销量前十大产品规格、单价、月销量	26
表 6:	2022-2026E 公司营业收入 (百万元) 及毛利率预测	28
表 7:	2022-2026E 公司费用率和归母净利润预测 (百万元)	29
表 8:	可比公司估值对比 (截止到 2024 年 5 月 23 日)	29

1. 公司概况：川调龙头进入新周期，22 年以来 Alpha 凸显

1.1. 川调龙头，锐意进取进入发展新周期

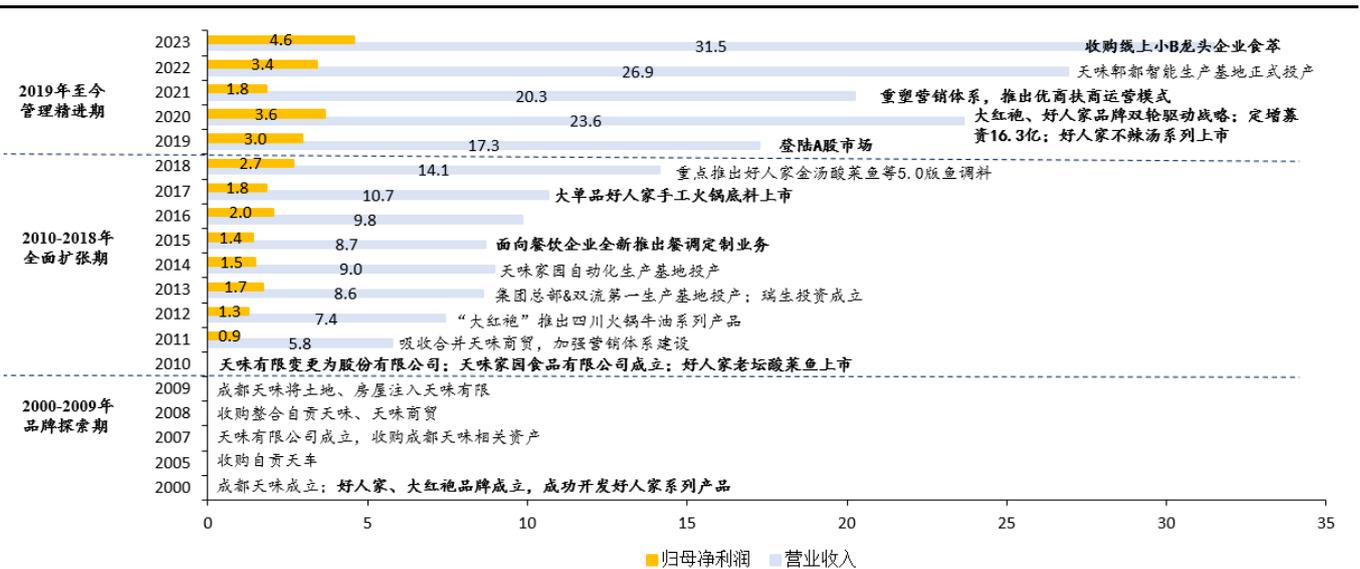
川调龙头业绩快速增长，进入发展新周期。2007 年公司前身天味有限成立并于 2010 年完成股份制改革，2019 年公司上交所上市。多年来公司深耕复调赛道，逐步成长为川调龙头，2023 年公司营收/归母净利润分别为 31.5/4.6 亿元，同比+17%/34%，2011-2023 年 CAGR 分别为 15%/14%，业绩快速增长。公司发展可以分成三个阶段：

2000-2009 年初创探索期：2000 年实控人邓文、唐璐成立成都天味，并通过受让天味食品商标权创立了好人家、大红袍品牌。此后公司通过收并购等方式构建完整的川调产业链，不断丰富品牌矩阵和产品结构。

2010-2018 年全面扩张期：产品端，公司分别于 2010 年和 2017 年推出大单品好人家老坛酸菜鱼和手工火锅底料；渠道端，2015 年推出餐调定制业务，逐步完善以经销商渠道为主，定制餐调等为辅的全渠道架构；产能端，2013-2014 年双流第一生产基地和天味家园自动化生产基地陆续投产。全面扩张下 2011-2018 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 14%/16%，为公司上市奠定优秀基础。

2019 至今管理精进期：2019 年公司 IPO 募资 5.56 亿元，2020 年 11 月定增募资 16.3 亿，均用于扩产和营销体系升级等，奠定长期发展基础。受益于疫情，2020 年公司营收/归母净利润分别增长 37%/23%，并启动好人家+大红袍的双品牌战略，明确了品牌建设思路。2021 年以来行业需求疲软、竞争格局恶化，公司积极深化渠道改革，强化渠道管理，23 年收购线上小 B 龙头食萃以强化小 B 端竞争力。2019-2023 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 16%/11%，在消费力疲软大背景下，业绩具备较强韧性。

图1：天味食品发展历程及 2011-2023 年营收/归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，公司官网，公司调研，Wind，东吴证券研究所

四大业务部门、五大品牌，产品矩阵丰富。公司目前拥有“好人家”、“大红袍”、“天车”、“天味食品餐饮高端定制”、“拾翠坊”五大品牌，主要业务部门包括传统零售事业部、新零售事业部、餐饮定制事业部、子公司食萃食品。公司主要产品包括火锅调料、中式菜品调料、香肠腊肉调料、香辣酱等，其中火锅底料、中式调料是公司核心品类，2023年合计收入占比达到87.2%。

图2: 天味食品产品品牌矩阵、2023年各品类收入及占比

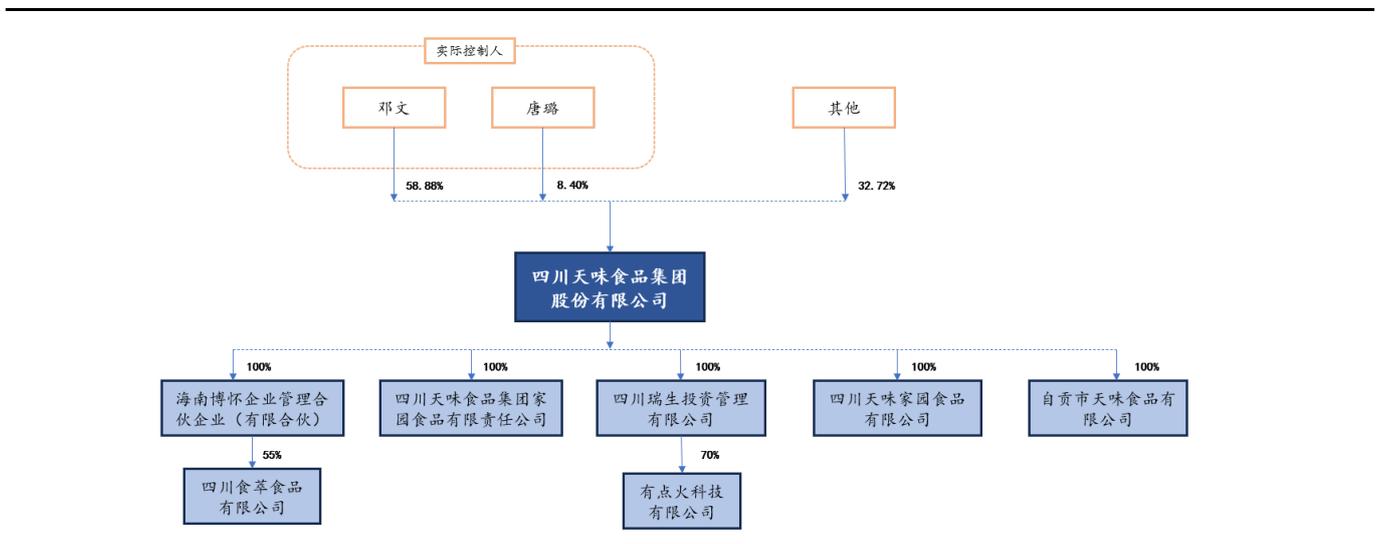
事业部 品牌 品类 (23年收入, 23年收入占比)	传统零售事业部				新零售事业部			餐饮定制事业部	食萃
	好人家				大红袍	天车	定制餐调	拾翠坊	
火锅底料 (12.2亿, 39%)	手工火锅系列	传统火锅系列	不辣汤系列	火锅蘸料	手工火锅系列	传统火锅系列	不辣汤系列		
中式调料 (15.2亿, 48.3%)	汤调料 鱼调料 小龙虾调料 菜谱调料系列				餐饮调料系列				
香肠腊肉调料 (2.96亿, 9.4%)									
鸡精 (0.47亿, 1.51%)									
香辣酱 (0.37亿, 1.2%)									
其他主营 (0.23亿, 0.74%)									

数据来源: 公司公告, 公司官网, 公司调研, 东吴证券研究所

1.2. 管理层经验丰富，股权激励激发内部活力

股权结构集中，产业链布局完善。截止到2024Q1末，公司实控人邓文、唐璐夫妇合计直接持股比例67.28%，股权结构较为集中。目前公司下属拥有5家全资子公司、2家三级子公司，主营业务涵盖了调味品生产、食品生产销售、道路货物运输、食品互联网销售，产业体系完善。

图3: 天味食品股权结构（截止到2024Q1）



数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

高管持股深度绑定公司，复调行业管理经验丰富。公司董事长兼创始人邓文先生食品工程专业出身，曾参与《火锅底料国家标准》起草工作，深耕行业多年，专业性较强。高管团队中，销售总监吴学军具有旺旺食品、百事可乐等老牌快消品公司销售经历，管理经验丰富。截止到 2023 年末，于志勇、吴学军、沈松林、胡涛、何昌军等 5 位高管合计持有公司股份 0.51%，深度绑定下管理层稳定。

表1：公司董事会和高管情况（截止到 2024Q1）

姓名	职务	从业经历
邓文	董事长，总裁	曾任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
唐璐	副董事长	曾任西南网景印务制版公司总经理
于志勇	董事、副总裁	曾任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
吴学军	董事、副总裁	曾任成都旺旺食品有限公司重庆分公司区域主管，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；历任公司大区销售经理、营销中心总经理助理、销售总监
沈松林	董事、副总裁	曾任完美(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，香港合能集团人力资源总经理，领地集团股份有限公司副总裁；历任公司总裁助理兼人力资源总监
胡涛	董事	曾任西安麦得法药业有限公司质量保证员，西安皓天生物工程技术有限责任公司质量认证主管，陕西正源科技发展有限公司质量部部长，陕西嘉禾生物科技股份有限公司质量保证部经理；历任公司质量管理部经理，食品安全与质量管理中心总监，现任公司技术总监、食品安全与质量管理中心总监
何昌军	副总裁，董秘	曾任托普集团科技发展有限公司法律部主管、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；曾任公司总经理助理
汪悦	财务总监	曾任内蒙古伊利实业集团股份有限公司区域财务经理，核算总监，财务 BP 总监，公司财务中心总监

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022-2023 年均达成股权激励目标，2024 年推出员工持股计划。公司 2020-2022 年启动三次股权激励计划，其中 2020-2021 年激励计划均因业绩目标未完成而终止实施，而随着渠道改革深化，公司 2022-2023 年收入快速增长，均达成股权激励目标。2024 年 4 月公司发布员工持股计划，募集总额不超过 3761.28 万元，参与对象为董事高管 6 人及中层管理人员和核心技术骨干等 114 人，合计受让股票数不超过 576 万股，占总股本 0.54%，授予价格 6.53 元/股，激励目标为 2024/2025 年收入分别同比+10%/+15%。考虑到 2024 年公司计划营收增速 15+%、净利润增速 20+%，预计本次激励考核目标为保底目标，有望充分调动员工参与积极性。

表2：2020-2024 年公司股权激励情况

时间	计划授予人数	计划授予限制性股票/股票期权数量	行权期/解除限售期/解锁安排	业绩考核目标	最终达成情况
2020 年 5 月	176 人	420 万份股票期权，310 万股限制性股票	股票期权第一个/第二个行权期	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%	终止实施，2020 年/2021 年营业收入较 2019 年增长 37%/17%
			首次及预留限制性股票第一个/第二个解除限售期	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%	
2021 年 6 月	140 人	2 万份股票期权，208 万股限制性股票	股票期权第一个行权期/首次及预留限制性股票第一个解除限售期	以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 24%	终止实施，2021 年营业收入同比下降 14%

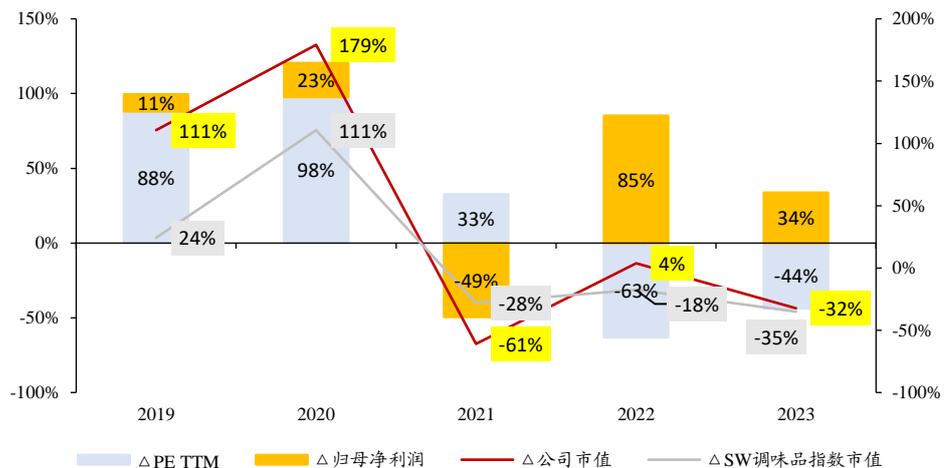
			股票期权第二个行权期/首次及预留限制性股票第二个解除限售期	以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 55%	终止实施，2022 年营业收入较 2020 年增长 14%
2022 年 6 月	237 人	1,197 万股限制性股票	首次及预留限制性股票第一个/第二个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数，2022 年/2023 年营业收入增长率不低于 15%/32.25%	达成，2023 年/2022 年营业收入较 2021 年分别增长 33%/55%
2024 年 4 月	120 人	员工持股计划持股规模不超过 576 万股	第一批/第二批解锁	以 2023 年营业收入为基数，2024/2025 年营业收入增长率不低于 10%/26.5%	进行中

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

1.3. 业绩驱动股价，22 年以来 Alpha 显著

股价&业绩复盘：成长股属性显著，业绩驱动股价。2019-2020 年公司业绩和估值均有提升，股价表现强于板块，但 2021 年公司业绩不佳，股价表现弱于板块。2022-2023 年宏观环境不佳导致公司和调味品板块估值均有所回落，但公司业绩表现亮眼，股价相较板块享受超额收益，业绩对股价的驱动作用显著。

图4：2019-2023 年公司股价涨跌幅归因



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：黄底为公司市值变化，灰底为调味品板块市值变化

四因子共振影响公司业绩，2022 年以来内部改革凸显 Alpha。复盘来看，我们认为公司业绩由行业需求、行业格局、公司品类周期、公司渠道管理等四因子共同驱动。根据四因子分析，公司上市以来业绩共经历了五个阶段：

(1) 2019 年：疫情前行业需求/格局较好+公司内部扩张，19H1 营收和归母净利润同比高增，19H2 高基数下业绩同比增速放缓但归母净利率仍保持高位。

(2) 2020 年：疫情后行业需求较好+公司内部扩张，20Q1-3 公司营收和归母净利润同比增速较快，归母净利率保持高位。但随着行业进入者增加，20Q4 竞争加剧下公

业绩疲软，归母净利率同环比均回落。

(3) 2021年：行业需求/格局恶化+公司内部调整，2021年公司业绩持续疲软，盈利能力承压。

(4) 2022年：行业环境较好+公司内部优化，公司业绩修复，22Q1-3低基数下公司营收和归母净利润均同比高增，归母净利率同比回升。

(5) 2023年至今：行业需求疲软，但格局改善+公司内部优化，23年-24Q1公司业绩稳健增长，23Q2-24Q1公司归母净利率持续环比提升，盈利能力改善显著。

综合来看，2022年以来，公司内部改革红利释放后Alpha凸显，当前公司业绩制约因素主要是行业需求，但公司产品、渠道成长性均较强，未来有望实现逆势增长，进而带动估值回升，再次戴维斯双击可期。

图5：2019-2024Q1公司单季度业绩和股价表现复盘

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
财务表现																					
单季度营收yoy 黄色增速20%/绿色增速10%	25%	39%	15%	19%	9%	81%	35%	29%	56%	-15%	-37%	-25%	21%	18%	82%	25%	22%	13%	16%	17%	11%
单季度归母净利润yoy 黄色增速20%/绿色增速10%	37%	52%	2%	-2%	5%	322%	30%	-57%	4%	-104%	-96%	137%	25%	1554%	1629%	-7%	28%	21%	44%	40%	37%
单季度毛利率 黄色40%/绿色35%	40%	38%	36%	37%	40%	44%	44%	39%	38%	31%	34%	28%	36%	35%	33%	34%	41%	31%	38%	40%	44%
单季度销售费用率 黄色15%/绿色20%	10%	20%	10%	16%	9%	16%	18%	29%	18%	29%	24%	11%	13%	18%	13%	14%	15%	11%	16%	18%	17%
单季度毛利差 黄色25%/绿色15%	30%	18%	26%	21%	31%	28%	26%	10%	20%	2%	10%	17%	23%	16%	20%	20%	26%	20%	22%	22%	27%
单季度归母净利率 黄色15%/绿色10%	24%	9%	21%	16%	23%	21%	20%	5%	15%	-1%	1%	17%	16%	11%	11%	12%	17%	12%	14%	15%	21%
股价表现																					
黄色跑赢板块/绿色股价下跌且跑输板块																					
股价涨跌幅		118%	24%	-14%	11%	62%	18%	25%	-41%	-27%	-22%	17%	-33%	59%	-9%	6%	-9%	-17%	-8%	-1%	-2%
相对板块超额收益		99%	28%	-15%	-5%	39%	-6%	15%	-25%	-26%	-8%	12%	-15%	44%	1%	3%	-6%	0%	2%	3%	3%
业绩四因子复盘	2019年				2020年				2021年				2022年				2023年至今				
行业需求	需求旺盛,19Q4冬调略疲软				疫情期需求旺盛				疫情反复+高基数,需求疲软				疫情期需求较好				需求疲软				
行业格局	竞争较为缓和				行业进入者增加				行业高库存下持续出清				行业格局优化				行业格局优化				
品类周期	中调推出麻辣小龙虾料、火锅底料推出小块装等				19年底提价,上新不辣汤、醇香牛油等,全年推新47款				不辣汤表现不佳,放缓推新,冬调发力				发力小龙虾料和鱼调料				发力中调,推出3.0厚火锅和零添加不辣汤				
渠道管理	加速招商,库存良性,广宣理性				加速招商,库存走高,广宣投放较多				21H1继续招商,21H2收缩经销商团队,广宣投放较多				优化经销商团队,库存良性;广宣投放理性;大红袍切入小B端				优化经销商团队,库存良性;广宣投放理性;收购食萃强化小B端				

数据来源：Wind，公司公告，公司交流，公司官网，东吴证券研究所；注：黄色代表积极因子，绿色代表消极因子

2. 行业需求：复调空间广阔，中调高景气，静待底料需求拐点

2.1. BC端双轮驱动，我国复调发展空间广阔

调味品行业步入健康便利新纪元，近年来我国复调行业快速发展。复合调味品通常指由两种以上调味品为原料复合作而成的调味品。随着消费者需求变化，我国调味品

逐步由单一标准化产品向多元、便利、健康等细分方向延伸，复合化是调味品大趋势。艾媒咨询预计 2023 年我国复合调味品市场规模 2032 亿元，同比+13.8%，2016-2023 年市场规模 CAGR=13.2%，快于调味品整体规模 16-23 年 10.1%的复合增速，复调占调味品市场比重从 2014 年的 25%提升到 2023 年的 34%。

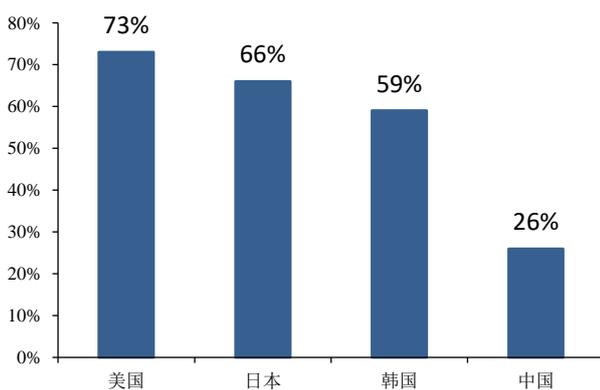
图6：2014-2027E 我国复调市场规模（亿元）、同比及占调味品市场规模比重



数据来源：艾媒咨询，2023 年复合调味料白皮书，东吴证券研究所

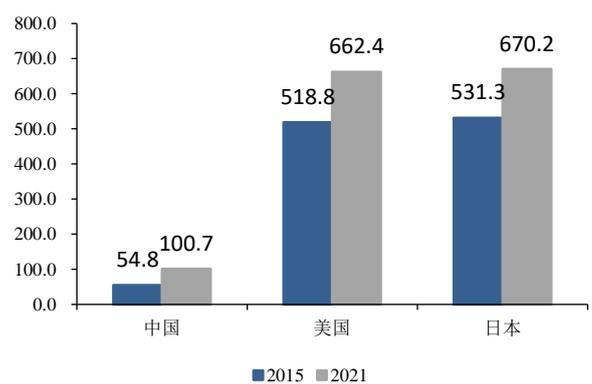
对标海外，我国复调市场发展空间广阔。渗透率方面，2020 年我国复调渗透率仅为 26%，和美日韩 60+%的渗透率有较大差距。人均支出方面，2021 年中国人均复调支出 100.7 元，较 2015 年增长了 84%，但依然仅为美日的 15%。综合来看，对标海外，我国复调发展空间广阔，艾媒咨询预计 2023-2027 年我国复调市场规模复合增速有望达到 13.5%，2027 年我国复调市场有望达到 3367 亿元。

图7：2020 年中美日韩复合调味品渗透率对比情况



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

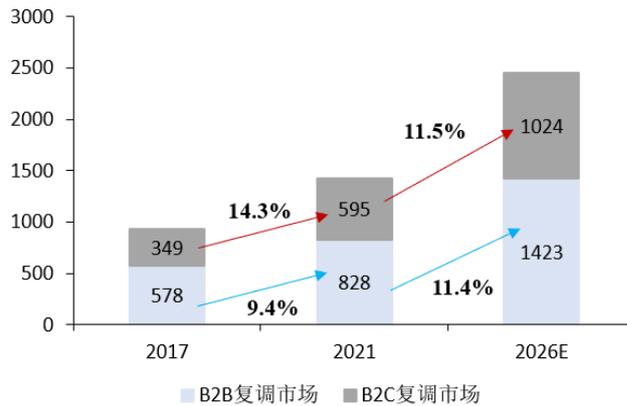
图8：2015 年和 2021 年中美日人均复调支出对比（元）



数据来源：沙利文，国家统计局，东吴证券研究所

我国复调市场未来增长主要依靠 BC 端双轮驱动。沙利文数据显示，2017-2021 年我国复调 B 端和 C 端市场规模 CAGR 分别为 9.4%/14.3%，预计 26 年 BC 端市场规模分别为 1423/1024 亿元，21-26 年 CAGR 分别为 11.4%/11.5%，B 端占比有望稳定在 58%。

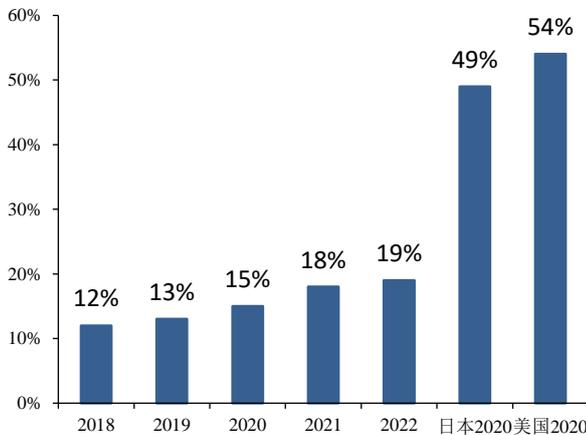
图9：2017-2026E 我国复调市场 BC 端市场规模（亿元）及复合增速



数据来源：公司公告，沙利文，东吴证券研究所

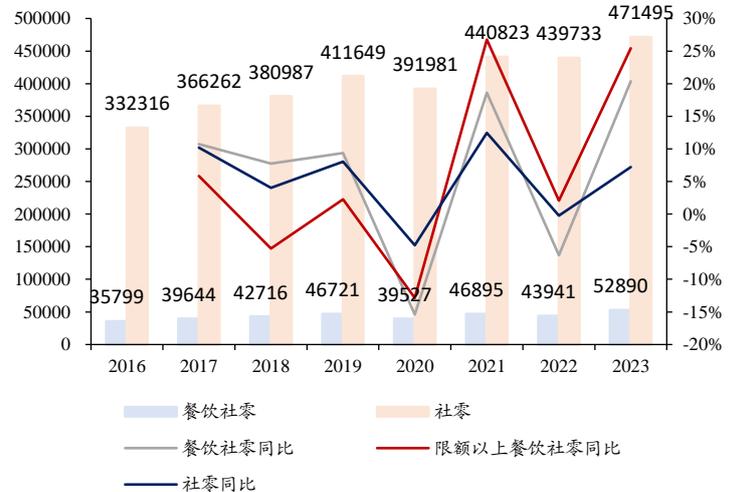
1) **B2B 未来有望受益于连锁化率提升**: 2018-2022 年中国餐饮连锁化率持续提升，为保证连锁门店多 SKU 下菜品稳定性、加速菜品研发以满足消费者口味变化，复调需求快速扩张。但对标美日，我国餐饮连锁化水平仍较低，未来随着大众餐饮消费需求提升、资本介入下头部餐饮企业上下游整合，我国餐饮连锁化率有望继续提升，推动复调 B 端需求扩张。

图10：2020 年美日、2018-2022 年中国餐饮连锁化率



数据来源：美团，红餐品牌研究院，CCFA，东吴证券研究所

图11：2016-2023 年社零及餐饮收入情况（亿元）

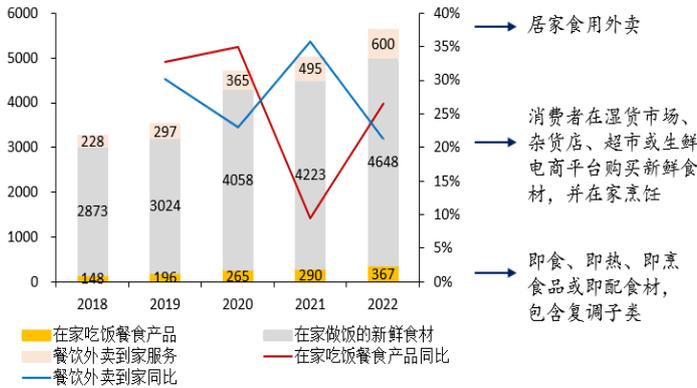


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

2) **B2C 未来有望受益于居家健康快捷烹饪需求提升**: 22 年我国在家吃饭市场达到 56156 亿元，18-22 年市场规模 CAGR=14.7%，其中包含复调子类在内的在家吃饭餐食产品子赛道表现亮眼，18-22 年市场规模 CAGR=25.5%。相较于在家制作新鲜食材，在家餐食产品提供预处理的食材和调味品，可以在满足消费者居家健康烹饪需求的同时提升烹饪效率。而对于有子女的家庭来说，相比外卖，使用复调烹饪可以更好地保证原料的健康与安全，2023 年 4 月复调消费中有子

女家庭占比达到 63%，是复调消费主力。未来随着复调品类拓展、可触达性提升，C 端复调需求有望持续提升。

图12: 18-22 年我国在家吃饭细分市场(十亿元)及同比



数据来源: 沙利文, 锅圈招股书, 东吴证券研究所

图13: 2023 年 4 月复调消费人群特征及销售占比

消费人群特征	占比	偏好调料
单身吃货	8%	老干妈 火锅底料1人 拌饭酱
经济快煮	14%	钵钵鸡 串串香 金汤酱
食烹小咖	11%	迷迭香 寿喜锅 肉桂粉
品质宝妈	11%	海鲜捞汁 串串香 毛血旺
实惠蓝领	27%	辣白菜 毛血旺 金汤料包
高阶大厨	11%	石锅拌饭 味增酱 照烧汁
家常快炒	14%	梅菜蒸炒酱 白灼汁 豉汁王

数据来源: 天猫消费者洞察, 东吴证券研究所测算

2.2. C 端火锅底料需求静待拐点, 中调需求有望持续高景气

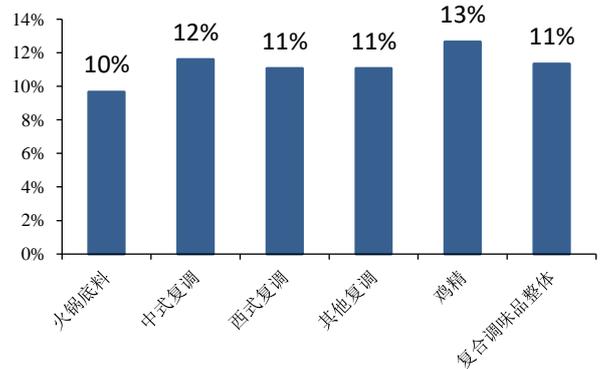
2017-2021 年中调、火锅底料市场规模复合增速均达到双位数, 成长性较强。复调可以分为鸡精、火锅底料、中式复调、西式复调等子品类, 沙利文预计 2023 年火锅底料/中式调料市场规模占复调整体比重分别为 17%/18%, 2017-2021 年火锅底料/中式复调市场规模 CAGR 分别为 10%/12%, 赛道成长性较强, 其中火锅底料受疫情期间线下用餐限制影响, 增速略低于复调整体, 中调景气度更高。

图14: 2017-2023E 我国复调各细分品类市场规模占比



数据来源: 沙利文, 东吴证券研究所

图15: 我国复调细分品类 17-21 年市场规模复合增速



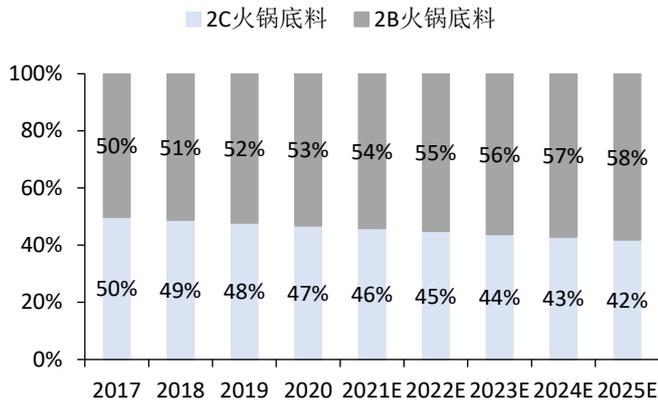
数据来源: 沙利文, 东吴证券研究所

B 端火锅底料市场潜力较大, C 端火锅底料需求静待改善。

(1) B 端: 早期火锅店主要采用人工炒料, 餐饮连锁化下标准化底料逐步起量; 2015 年 10 月新食品安全法对火锅使用老油等方面做出明确规定, B 端对标准化底料需求提升。2020 年我国火锅底料 B 端市场占比 53%, 市场规模大于 C 端, 头豹研究院预计未来随着餐饮复苏和连锁化率提升, 火锅底料 B 端占比有望提升, B 端发展潜力更大。

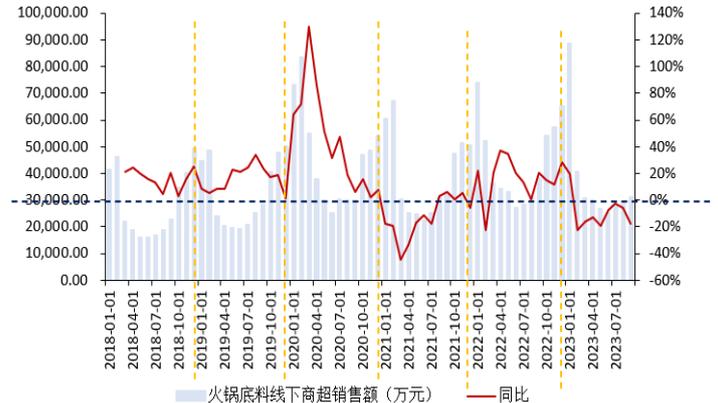
(2) C 端：随着火锅餐饮快速发展，消费者对火锅底料认知加深，18-19 年 C 端火锅底料需求旺盛；2020-2022 年火锅底料线下商超销售额分别同比+40%/-14%/+14%，疫情利好居家火锅消费，2020 和 2022 年疫情较为严重时期 C 端需求较好。2023 年以来疫情利好消退+宏观经济疲软，C 端需求回落，23Q1-3 线下商超销售额同比-7%，未来随着宏观经济好转、火锅底料企业持续推新，C 端需求有望迎来拐点。

图16：2017-2025E 火锅底料 BC 端市场规模占比



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

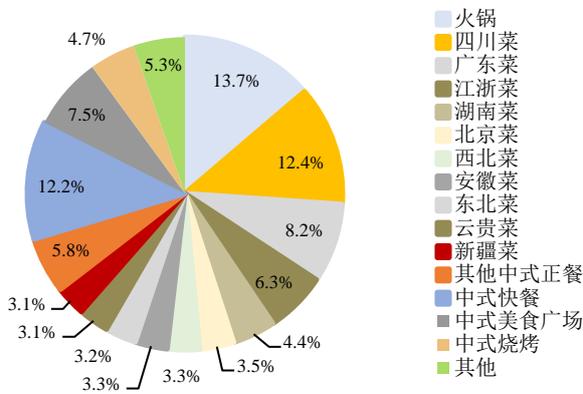
图17：2018M1-2023M9 火锅底料线下商超销售额及同比



数据来源：木丁商品信息，东吴证券研究所

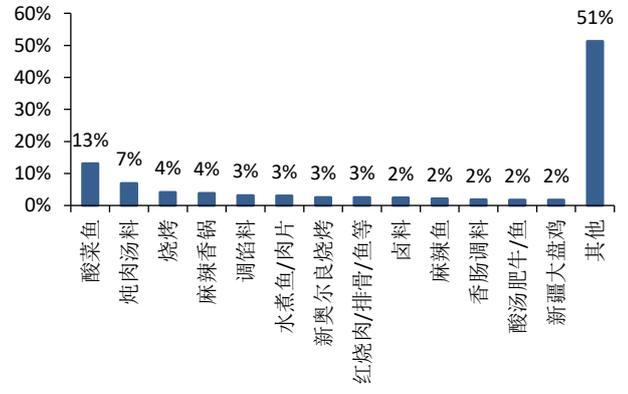
菜单式单品驱动中调行业扩容，未来成长性强于复调整体。中调的 B 端主要受益于团餐、餐饮、预制菜企业的持续扩张，C 端随着居家快捷烹饪需求升级。中调下游相较于火锅底料更多元化，需求周期更弱。川菜是除火锅底料外我国第一大中式菜系，因此川调是中调最重要的板块，但由于我国口味多元、菜式繁多，从单品角度看，中调市场呈现出长尾特征，除酸菜鱼外，其余品类销售额占比均低于 10%，行业增长主要靠菜单式单品推新扩容驱动。未来随着川调企业持续开发菜系新品，中调市场有望延续快速增长态势，沙利文预计 2026 年中调市场规模有望达到 460 亿元，2021-2026 年 CAGR=12%，超过复调整体 11% 的复合增速，成长性较强。

图18：2022 年中式餐饮各菜系市场规模占比



数据来源：中国连锁经营协会，东吴证券研究所

图19：2022M11-2023M1 中式复调品类销售额占比

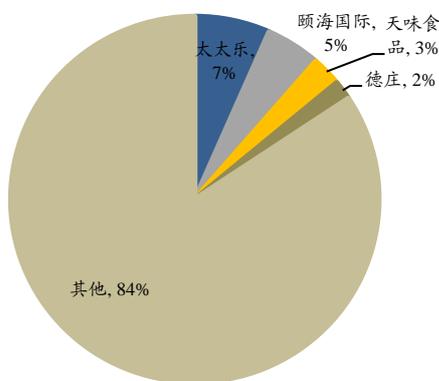


数据来源：马上赢，东吴证券研究所

3. 行业格局：当前火锅底料格局优化，中调竞争烈度低于底料

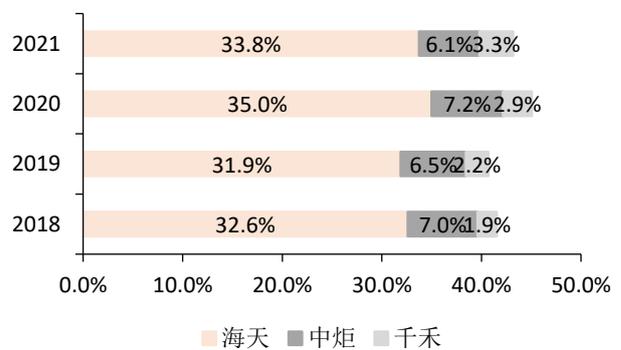
我国复调格局分散，竞争周期性较强。2021年我国复调行业CR4合计不超过20%，其中天味食品排名第三，市占率约为3%。相较于酱油等基础调味品，复调格局较为分散，呈现出大行业小公司的特征，我们认为主因：1) 制作工艺上看，酱油等基调需要较长酿造过程，而复调多以配粉或炒制为主，工艺耗时相对较短，生产壁垒较低，企业进入和退出相对容易；2) 竞争策略来看，基调产品多为标品，规模效应下企业可以采用成本领先战略，而复调多针对某一特定菜式，SKU繁多，规模效应较弱，企业可以差异化竞争。低壁垒+差异化竞争导致复调竞争比基调更具周期性，企业更易受竞争周期影响。

图20：2021年我国复合调味品市场格局（按零售额计）



数据来源：沙利文，东吴证券研究所

图21：2018-2021年我国酱油市场格局（按销量计）



数据来源：华经产业研究院，公司公告，东吴证券研究所

火锅底料市场持续出清，天味食品21年市占率第二。火锅底料品类较中调更为单一，同质化严重，行业竞争更易恶化。根据天眼查数据，2017-2020年火锅底料需求旺盛期间进入企业数量快速增加，2020年行业进入企业数达到396家，行业竞争加剧。但2021年以来需求疲软下行业持续出清，2021-2023年火锅底料新进入企业持续减少，当前行业格局优化，竞争趋缓。2021年我国火锅底料市场CR5=42%，其中海底捞供应商颐海国际市占率达到24%，以C端为主的天味食品市占率7%，仅次于颐海国际。未来随着B端连锁化率提升、C端龙头企业渠道和品类扩张，火锅底料格局有望继续改善。

图22：现存2014-2023年成立的火锅底料企业数（家）

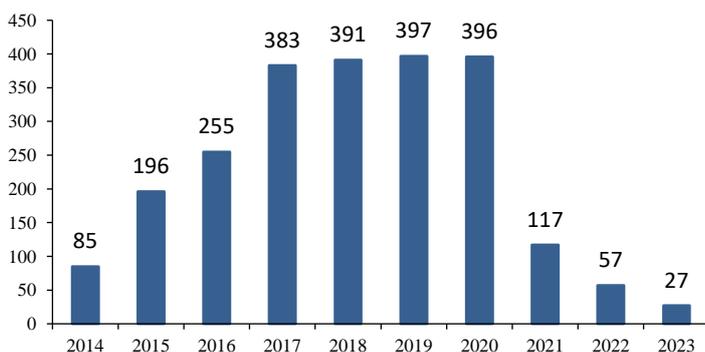
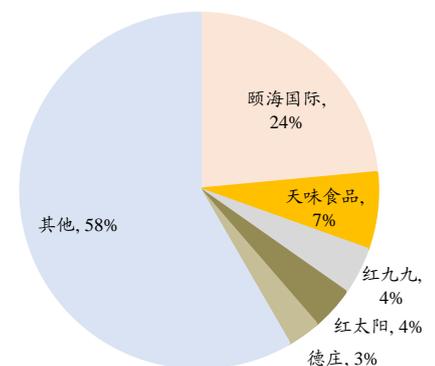


图23：2021年我国火锅底料格局（零售额计）



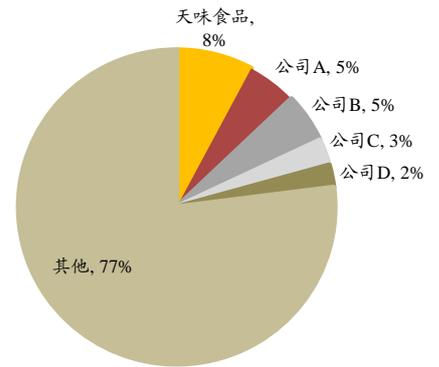
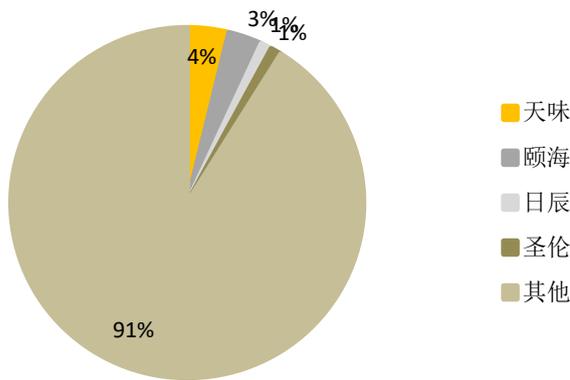
数据来源：天眼查，东吴证券研究所

数据来源：沙利文，东吴证券研究所

中调竞争相对缓和，天味多年中调第一。近年新锐品牌和传统调味品企业加码中调，但中调 SKU 多+消费频次高于火锅底料，企业可以在不同的细分赛道差异化发展，竞争相对缓和。2021 年我国中式调料市场 CR5 仅为 23%，集中度低于火锅底料，天味食品多年为中国第一大中式复合调味品公司，21 年市占率 8%。相较于 2019 年，天味、颐海等龙头 2021 年市占率均有所提升，主因下游餐饮连锁化率提升+龙头 C 端推新能力领先行业，预计未来行业集中度有望持续提升。

图24：2019 年我国中式调料市场格局（按零售额计）

图25：2021 年我国中式调料市场格局（按零售额计）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

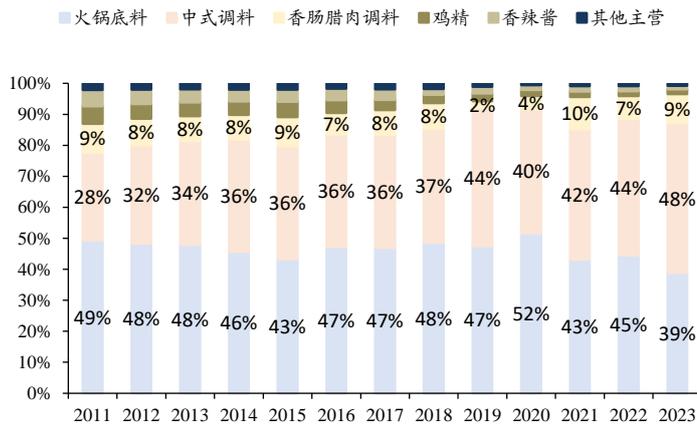
数据来源：沙利文，东吴证券研究所

4. 竞争力：迭代推新产品长青，持续改革渠道优化

4.1. 产品：精耕中调细分赛道，大单品基本盘稳固，产品梯队建设优异

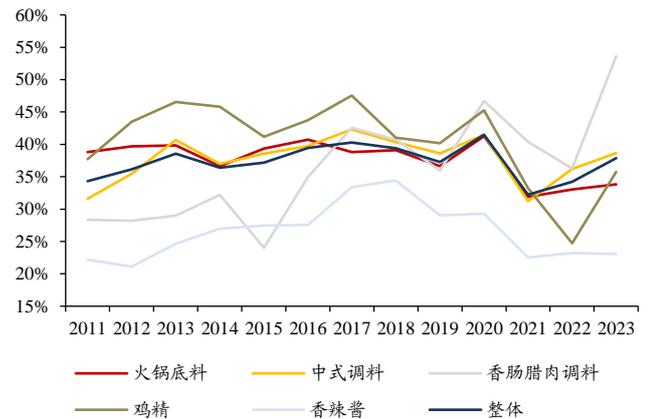
持续发力高毛利的中调业务，23 年中调已成为第一大品类。2011-2023 年公司主要品类中火锅底料/中调/冬调收入复合增速分别为 13%/21%/15%（VS 营业总收入 CAGR=15%）。中调是公司增速最快的品类，占比从 2011 年 28%提升到 2023 年 48%，2023 年公司火锅底料/中调收入分别同比+2%/+29%，中调收入持续高增并超越火锅底料成为公司第一大品类。毛利率方面，2017-2023 年中调毛利率普遍高于火锅底料，我们认为主因中调竞争格局好于火锅底料，公司在细分赛道中具备议价权。2023 年成本下降+高毛利的冬调占比提升+促销减弱等因素推动公司毛利率同比+3.7pct，毛利率持续改善。

图26: 2011-2023 年公司各品类收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

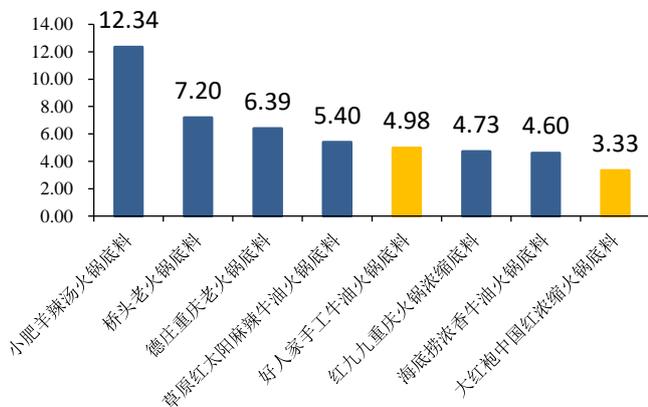
图27: 2011-2023 年公司各品类毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

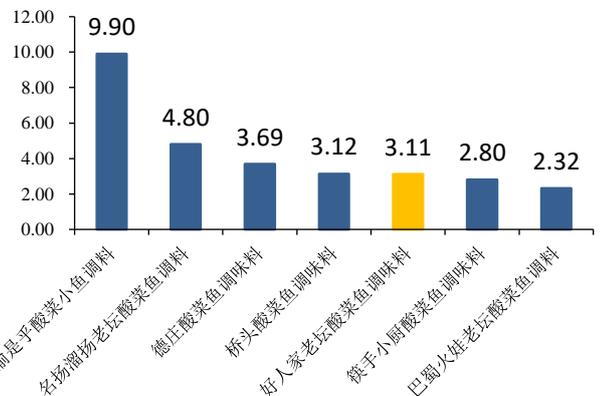
好人家+大红袍双品牌驱动, 价格带丰富。2020 年公司确立了好人家、大红袍品牌双轮驱动战略, 其中好人家定位为全品类高端复调品牌, 产品矩阵覆盖手工牛油火锅底料、酸菜鱼调料、小龙虾调料、香肠调料等上百个 SKU, 大红袍则聚焦流通餐饮消费市场, 品类以火锅底料为主。终端售价上, 大红袍定价低于火锅底料竞品, 主打性价比, 好人家的火锅底料和代表性中调产品均定价中端, 整体价格带丰富。

图28: 主要复调企业火锅底料产品价格对比 (元/100g)



数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所; 注: 数据截止到 2024 年 5 月 8 日

图29: 主要复调企业酸菜鱼调料价格对比 (元/100g)

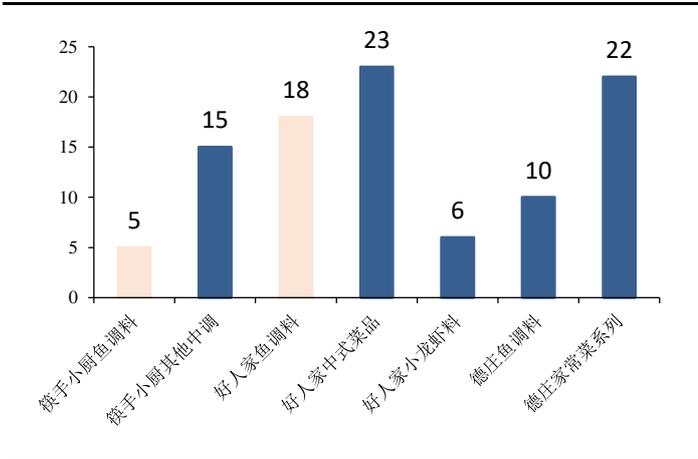


数据来源: 天猫旗舰店, 东吴证券研究所; 注: 数据截止到 2024 年 5 月 8 日

高度专注中调细分赛道, 研发机制优化夯实推新能力。公司深耕中调细分赛道, 集中资源迭代开发, 酸菜鱼料等中调细分赛道表现突出, 按销售额计, 2021 年公司是全国最大老坛酸菜鱼调料企业。2010 年公司推出老坛酸菜鱼调料, 此后持续进行口味延展和消费痛点解决, 2023 年上新零添加新品以满足消费者健康化需求, 产品迭代进一步升级。横向对比其他企业, 公司鱼调料 SKU 数量高于竞对, 细分赛道专注度较高。目前公司采取项目制, 研发人员、市场销售人员、产品经理为一个团队, 在新品推出的 12 个月

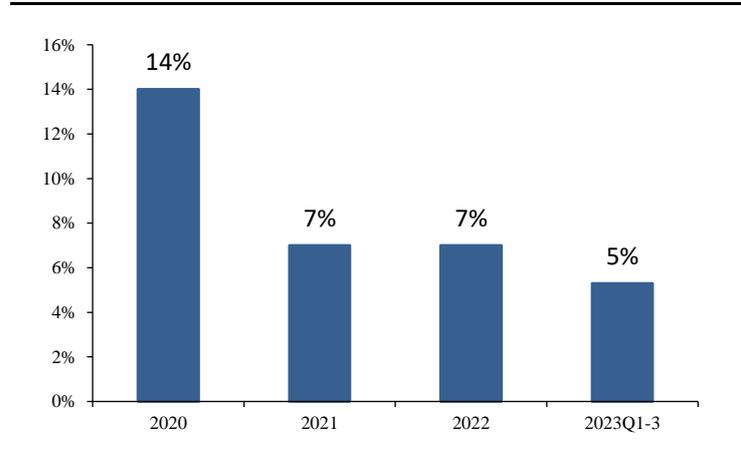
里三方业绩考核与产品销售情况绑定，每年复盘各 SKU 表现确定未来发力方向，2020-2022 年公司每年新品收入占比均超过 5%，目前新品收入占比超过 5% 已成为战略目标。

图30: 主要复调企业官网中调 SKU 数量



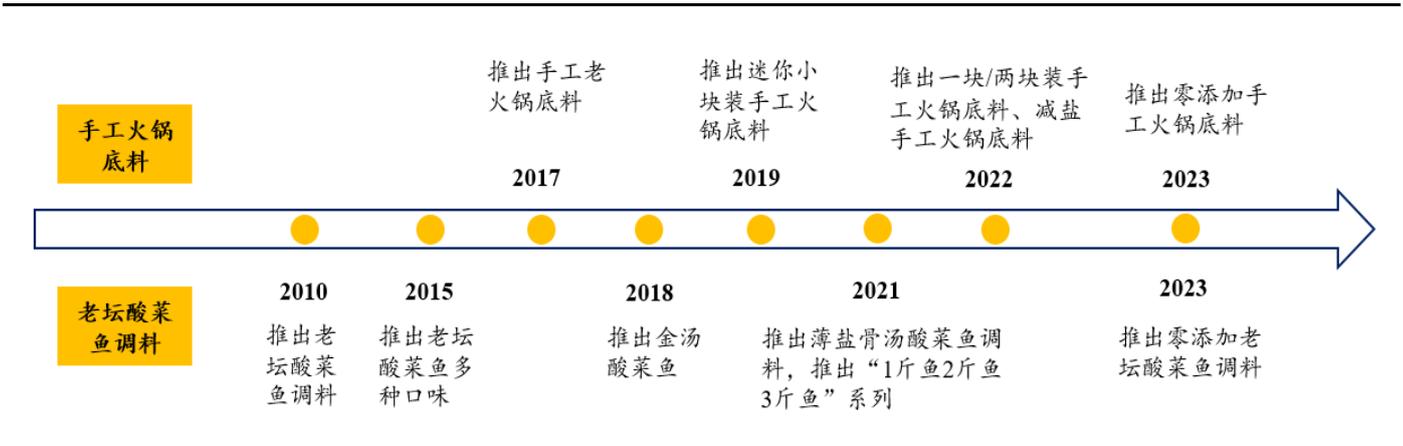
数据来源：各公司官网，东吴证券研究所；数据截止到 2024 年 5 月 16 日

图31: 2020-2023 前三季度公司新品收入占比



数据来源：公司交流，东吴证券研究所

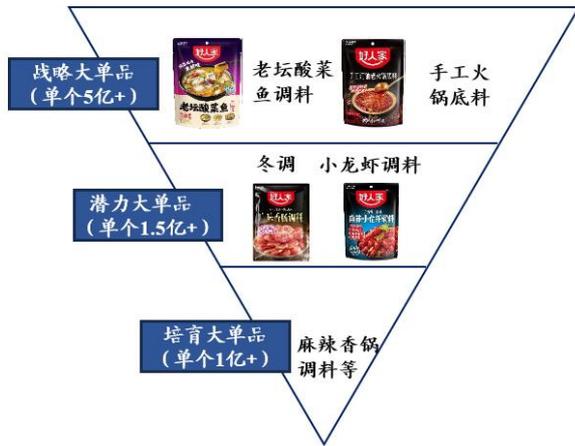
图32: 2010-2022 年公司战略大单品迭代历程



数据来源：公司公告，公司投资者互动，微生活精选，东吴证券研究所

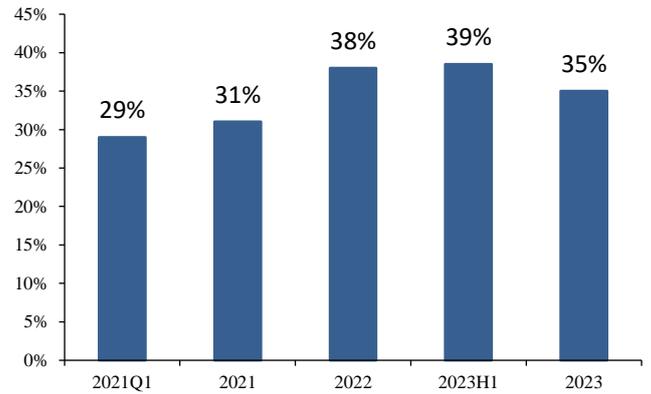
产品梯队建设优异，大单品基本盘稳固。公司以 1-3 年为周期，销售一代，开发一代，预研一代，目前公司已形成战略大单品、潜力大单品、培育大单品的产品梯队。其中战略大单品老坛酸菜鱼、手工火锅收入体量各超过 5 亿，合计占收入比重从 2021Q1 的 29% 提升到 2023 年的 35%，基本盘稳固；冬调、小龙虾调料等潜力大单品体量均超过 1.5 亿，香辣鱼等 7-8 个培育大单品体量均超过 1 亿。

图33: 2023 年公司大单品体量结构



数据来源: 公司交流, 东吴证券研究所

图34: 2021-2023 年手工火锅底料+老坛酸菜鱼料收入占比



数据来源: 公司交流, 东吴证券研究所

表3: 2009-2023 年公司产品推新历程

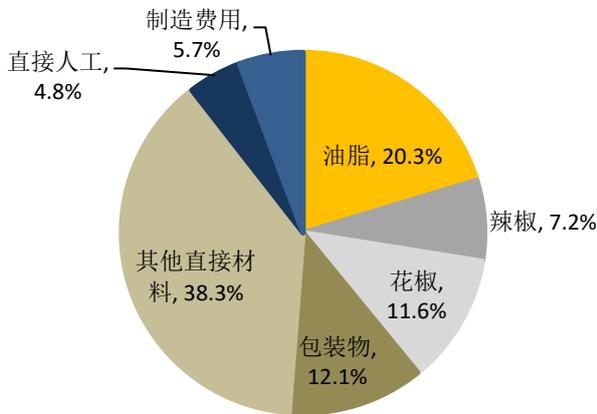
年份	品牌	品类	新品
2009	天车	香辣酱	1906 香辣酱
2010	好人家	中调	老坛酸菜鱼调料
2011	好人家	中调	青花椒鱼调料
2012	好人家	中调	泡凤爪泡制料、香辣虾调料等
	大红袍	火锅底料	四川火锅牛油系列产品
2013	大红袍	火锅底料	四川火锅系列新增麻辣清油口味及麻辣香锅等单品
2014	大红袍	火锅底料	四川印象系列火锅底料
2015	好人家	中调	老坛酸菜鱼调料产品升级推出多种口味, 推出回锅肉调料、宫保鸡丁调料等
2016	好人家	中调	青花椒沸腾鱼调料、水煮沸腾鱼调料
2017	好人家	火锅底料	手工老火锅底料、手工清油老火锅底料、菌汤汤锅底料、番茄汤锅底料、香辣蘸料等
	好人家	中调	麻辣小龙虾调料、香辣烧肉调料、重庆小面调料、青花椒麻辣鱼调料、麻辣香锅调料、香辣烤鱼酱调料等
2018	好人家	中调	重点推出金汤酸菜鱼、泡椒麻鱼和麻辣藤椒鱼调料等 5.0 版鱼调料系列, 招牌大盘鸡调料、蒜香排骨调料等
	大红袍	火锅底料	手工火锅餐饮装
2019	好人家	中调	麻辣小龙虾调料、十三种香料小龙虾调料、剁椒蒸鱼调料等
	好人家	火锅底料	迷你小块装手工火锅底料、金汤酸菜火锅底料、阳光番茄火锅底料、菌汤火锅底料、香辣蘸料等
2020	天车	甜面酱	甜面酱
	好人家	火锅底料	手工清油老火锅底料、醇香牛油火锅底料、不辣汤系列、火锅蘸料等
	好人家	中调	好人家香水鱼调料、麻辣/蒜蓉/油焖/香辣小龙虾调料系列、辣子鸡调料、烧鸡公调料、香辣/五香老卤汁调料、鱼香肉丝调料等
2021	好人家	冬调	五香/川味/广味/青花椒/麻辣香肠调料等
	大红袍	火锅底料	小块装手工火锅底料、不辣汤系列、麻辣清油火锅底料、火锅蘸料等
2021	好人家	中调	薄盐骨汤酸菜鱼调料、靓汤酸菜鱼调料、钵钵鸡调料、炒虾尾调料等

2022	好人家	火锅底料	一块/两块装手工火锅底料、四川老火锅底料
		中调	麻辣烤鱼调料、藤椒钵钵鸡调料、酸汤肥牛调料、樱桃红烧肉调料等
	大红袍	火锅底料	一块/两块装手工火锅底料
2023	好人家	火锅底料	小块装不辣汤系列、3.0厚火锅底料、零添加不辣汤，零添加手工火锅底料
		中调	五香/潮汕卤汁调味料，零添加产品系列
		冬调	零添加香肠调料

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

延伸上游，强化产品成本和质量优势。2018年公司主营业务成本中油脂/辣椒/花椒占比分别为20.3%/7.2%/11.6%，主要原材料包括牛油、起酥油、菜籽油、各类辣椒、花椒等，种类繁多。对此，公司对原料种类进行分类管理，对核心原料（酸菜、牛油等）、重点原料（豆瓣、辣椒、花椒、泡椒等）采用“农户+合作社+原料加工基地+公司”的产业链管控模式，确保原料从源头收购、到过程加工管理全程可追溯和可控。经过多年积累，公司已经掌握了丰富的原辅料产地地图，以辣椒为例，公司对各区域辣椒的水分、辣度、重金属含量均有标注，当某种原材料价格过高时，公司可以及时找到性能相同的原材料替代，实现品质 and 成本的双重稳定。2021-2022年公司参股上游牛油企业四川张兵兵和骨汤类调味料企业独凤轩，上游掌控力进一步增强。

图35：2018年公司主营业务成本结构



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图36：公司贵州大方皱椒种植基地

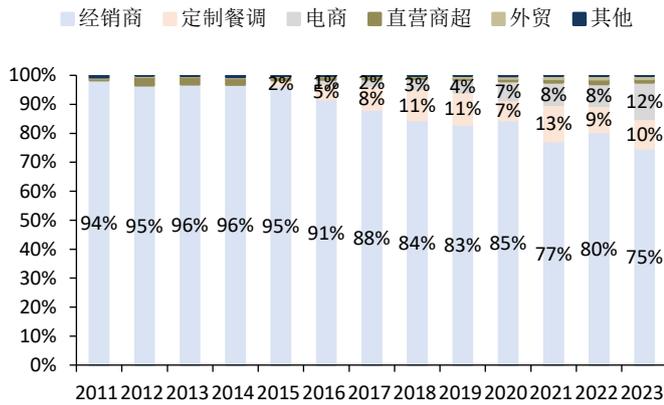


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.2. 渠道：注重自我革新，渠道改革效果显著

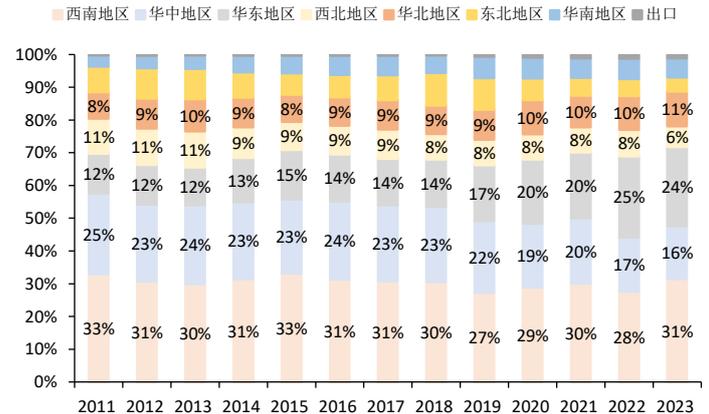
经销商渠道为主，渠道结构多元化、全国化。公司以经销商渠道起家，目前已经形成了以经销商为主，定制餐调、电商、直营商超为辅的营销架构，2023年公司经销商/定制餐调/电商渠道占比分别为75%/10%/12%，市场网络覆盖全国31个省级地区、290个地级行政区、近50万个零售终端网点，2023年公司西南/华中/华东地区收入占比分别为31%/16%/24%，四川企业逐步走向全国。

图37: 2011-2023 年公司各渠道收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

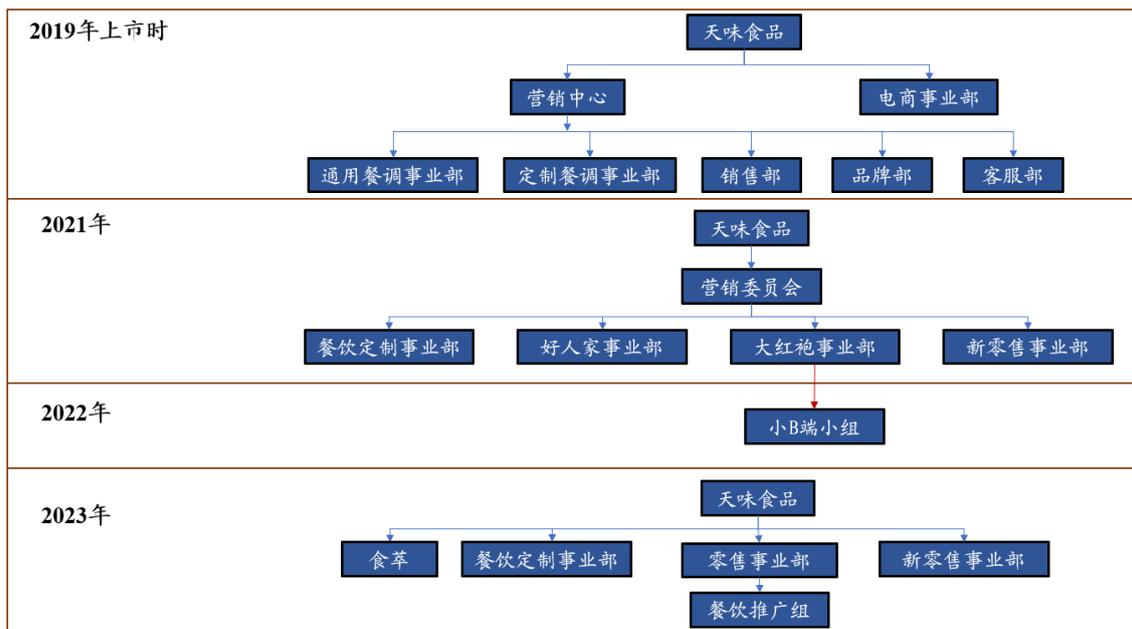
图38: 2011-2023 年公司各区域收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

适配业务发展, 灵活调整组织架构。(1) 事业部划分扁平化清晰化: 公司上市时营销中心下设销售部、定制餐调事业部和通用餐调事业部, 分管传统渠道、定制餐调和通用餐调渠道; 2019 年 12 月公司撤销营销中心, 按事业部设置业务单元, 成立零售事业部、餐饮事业部、电商事业部; 2021 年公司重塑营销体系, 成立营销委员会, 下设品牌管理部、产品管理部、好人家事业部、大红袍事业部、餐饮事业部和新零售事业部。(2) **小 B 端业务拓展:** 2022 年公司夯实大红袍事业部发力小 B 市场的定位, 在大红袍事业部中单独成立小组发展小 B 端; 2023 年公司重新合并大红袍、好人家事业部, 将原有的大红袍小 B 部门转变为零售事业部下的餐饮推广组, 借助公司较为成熟的 C 端渠道资源发展线下小 B。

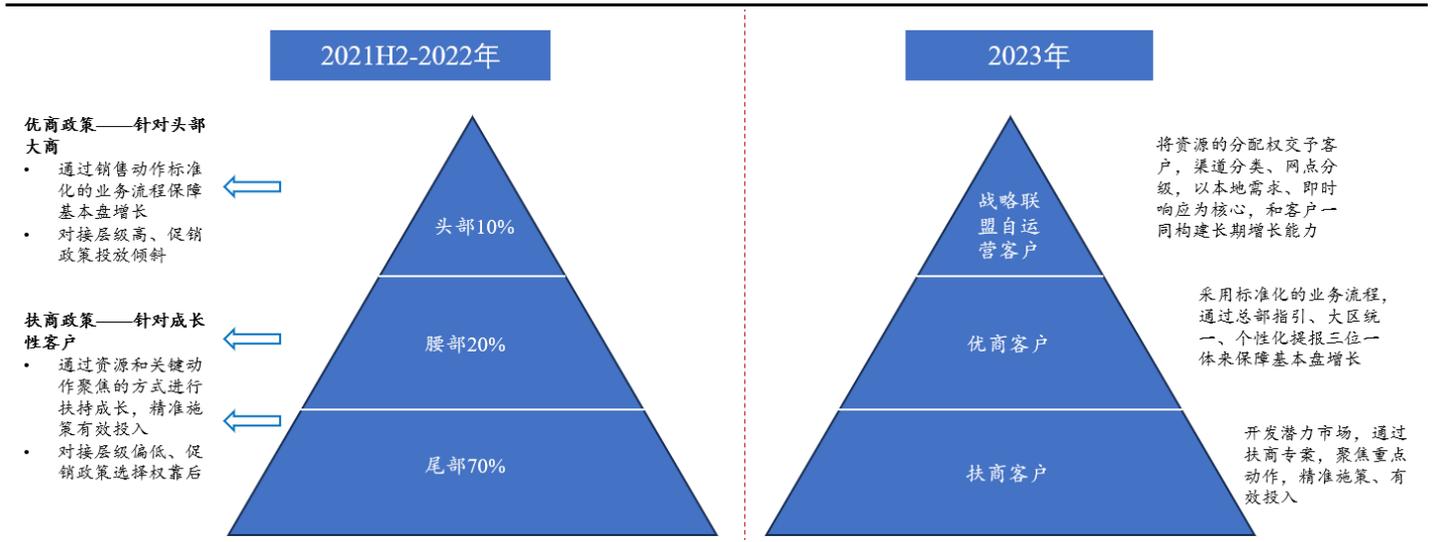
图39: 公司上市以来组织架构变革 (截止到 2023 年)



数据来源: 公司公告, 公司交流, 东吴证券研究所

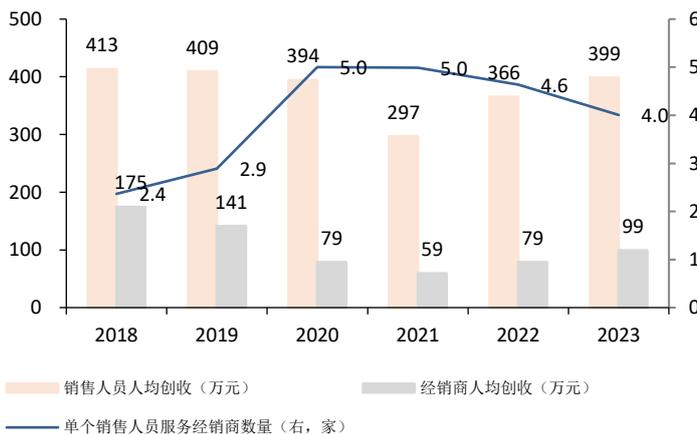
注重自我革新，深化优商扶商渠道改革。2019-2020 年快速招商期间，公司单个销售人员服务的经销商数量快速提升，渠道资源难以有效分配。公司积极反思，2021H2 推出优商扶商的经销商分级运营模式，优化经销商团队，集中资源培养头部大商。2023 年公司进一步细化经销商分类，按照经销商的业务规模、经营能力、合作历程等要素，将经销商分为战略联盟自运营客户、优商客户和扶商客户，并分别匹配了不同的资源和合作模式。随着渠道改革深化，2022-2023 年公司经销商数量有所减少，经销商和销售人员人均创收回升，渠道效率持续提升。

图40：2021H2-2023 年公司持续优化经销商分级运营模式



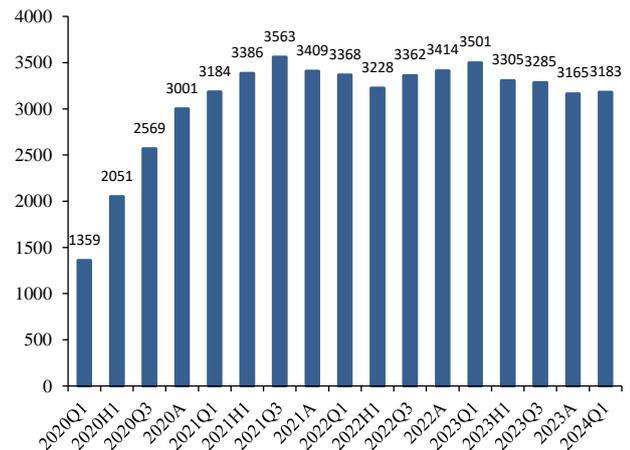
数据来源：公司公告，公司交流，东吴证券研究所

图41：2018-2023 年公司销售人员和经销商人均创收（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图42：2020-2024Q1 公司经销商数量（家）

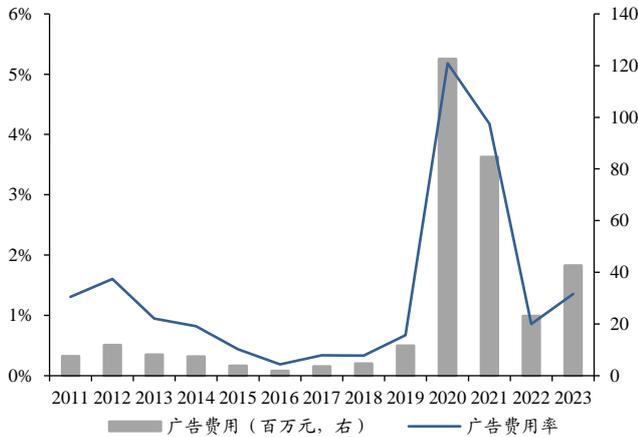


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

因势利导，费用投放精细化带动毛销差改善。公司坚持以用户为中心，结合产品属性和消费场景，持续提升品牌建设精准度。2020 年行业需求旺盛，公司顺势而为，采取高举高打策略，通过赞助江苏卫视《非诚勿扰》节目、签约明星、冠名东方卫视《东方

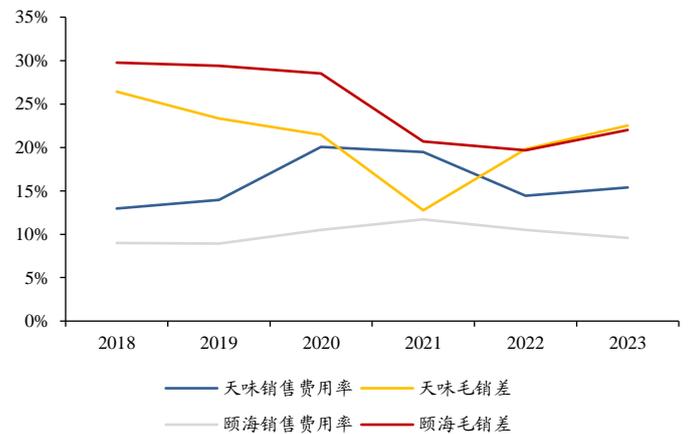
剧场》等方式快速提升品牌力，广告费用率快速提升。2022-2023 年行业需求有所回落，公司调整策略，品牌投放向消费者终端和产品应用场景倾斜，同时推进内容营销和新零售数字化媒体的精细化运营，费效比持续提升，2022-2023 年公司毛销差回升到和颐海国际相当水平，较 2021 年改善效果显著。

图43: 2011-2023 年公司广告费用和广告费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

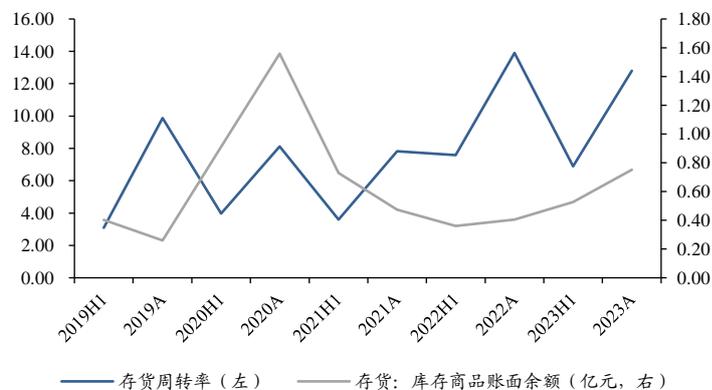
图44: 2018-2023 年天味/颐海销售费用率及毛销差对比



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

注重产品全生命周期健康度，细化销售人员考核，渠道库存优化。考虑到复调产品有较强的需求和格局周期，库存管理是复调企业的一大难点。公司内部对产品生命周期有较为严格的考核：公司收到经销商订单后，要求在 15 天之内发货到经销商库房，随后在 1.5 个月内将产品铺进终端。而在终端出货上，早期公司销售人员管理较为粗犷，对销售人员考核侧重于新开经销商数量等结果指标，高指标压力导致销售人员对经销商的帮扶多以直接减促、压货为主，难以有效帮助经销商出货，渠道库存较高。2022 年起公司细化销售人员考核，注重过程管理，销售人员考核中标准化动作执行占比提升，有效帮助经销商出货，存货周转率提升，渠道库存逐步优化。

图45: 2019-2023 年公司存货周转率及库存商品账面余额



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

5. 成长性：基本盘有望稳健增长，小 B 端有望贡献增量

5.1. 产品、渠道双轮驱动，基本盘有望稳健增长

各梯队产品齐头并进，产品滚雪球效应下公司收入有望持续增长。(1)战略大单品：2023 年公司推出零添加手工火锅底料和老坛酸菜鱼调料，产品升级下大单品有望稳健增长。(2)潜力大单品：受益于公司对港味、五香等新口味的开发，2023 年冬调川外收入占比已经超过川内，未来随着新口味推出，公司冬调全国化动力充足；24 年小龙虾价格低位，公司小龙虾料有望受益。(3)新产品：2023Q3 公司上新 3.0 厚火锅底料和零添加不辣汤产品，其中厚火锅底料为公司打造品牌调性的战略单品，未来有望在贡献自身销量的同时拉动其他火锅底料产品增长；全面升级的不辣汤以零添加为卖点，产品差异化突出，未来随着产品矩阵（如一人食产品等）的不断完善，不辣汤产品成长性可期。

表4：好人家/海底捞不辣汤和火锅底料新品价格、卖点对比

品牌名	产品名	规格 (g)	每袋均价	每 g/元	卖点
好人家	厚火锅	650	69.9	0.108	零添加，厚切牛油，油料分炒分装
	浓汤番茄料	200	12.9	0.065	零添加，汤浓不见底
	鲜番茄汤料	200	15.9	0.080	零添加，新鲜番茄添加量 ≥ 50%，保留番茄颗粒
	鲜番茄汤料一人份	50*5	19.5	0.078	零添加，小包装，新鲜番茄添加量 ≥ 50%，保留番茄颗粒
	菌汤火锅料	160	12.9	0.081	零添加，五种菌菇配比，真实颗粒
	三鲜火锅料	130	12.9	0.099	零添加
	骨汤火锅底料	220	12.9	0.059	零添加，真骨原汤
海底捞	真系列真香麻辣牛油底料	460	30	0.065	零添加，餐厅级
	真系列清油火锅底料	450	30	0.067	零添加，餐厅级
	番茄底料	200*3	35.7	0.060	可喝汤，酸香浓郁
	清汤底料	110*3	35.7	0.108	骨汤鲜香
	大颗粒菌汤	180*3	35.7	0.066	菌菇颗粒 ≥ 30%
	上汤三鲜	200*3	35.7	0.060	浓汤
	浓香番茄一人食	125*3	20.7	0.055	一人食，可喝汤
	冬阴功一人食	120*3	20.7	0.058	一人食，异域风味
	真系列番茄火锅底料	300*2	35.8	0.060	零添加，餐厅级
	真系列菌汤火锅底料	240*2	35.8	0.075	零添加，餐厅级

数据来源：淘宝，东吴证券研究所；数据截止到 2024 年 5 月 16 日

深化优商扶商渠道改革，经销商渠道有望稳健增长。2024 年公司将继续深化优商扶商渠道策略：(1) 扩大专属经销商范围，通过 3-5 年的长期合同加深经销商绑定，提升经销商积极性；(2) 强化经销商联盟组织，每季度组织经销商交流，完善经销商经验分享的建设；(3) 优化清理活跃度、适配度较低的经销商，集中资源帮扶优质经销商做大做强。未来随着渠道改革深化，我们预计公司经销商渠道有望稳健增长。

深度绑定大客户，大 B 渠道潜力可期。大 B 餐饮对复调定制的要求主要包括供应

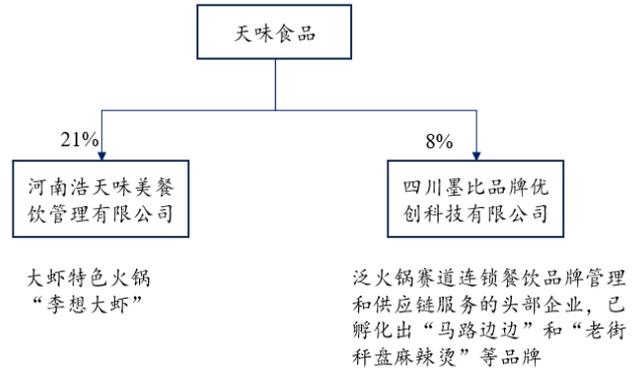
链稳定、及时响应、质量安全、风味稳定，因此更倾向于选择品牌力较强的复调企业。公司 2015 年开始发展定制餐调渠道，主要做头部餐饮企业的定制服务，为加强下游联系，公司 2022 年先后参股餐饮连锁企业河南浩天味美餐饮管理有限公司和四川墨比品牌优创科技有限公司，通过股权投资链接核心资源以提升行业竞争力，促进产业生态链良性发展。目前公司主要客户包括张亮麻辣烫、李想大虾等，未来随着老客户订单增加+新客户开拓，公司定制餐调业务潜力可期。

图46: 公司定制餐调客户



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图47: 公司大 B 客户投资比例（截止到 2024.5.16）



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

5.2. 外延内扩，线上线下联动，小 B 端有望迎来发展新机遇

23H1 收购线上小 B 龙头食萃，渠道结构进一步立体。23H1 公司投资 3.62 亿元收购了食萃 55% 股权，2023 年 5 月 1 日起食萃食品并表。四川食萃食品有限公司成立于 2007 年，旗下拥有“拾翠坊”、“面之大”、“香呷呷”三大品牌，在淘宝、天猫、京东、抖音、微信等主流电商平台上拥有 11 家线上店铺，目前已成为全国超过 10 万个餐饮终端门店提供服务。2023 年双十一食萃旗下品牌拾翠坊在全网复调中排名第四，销售额占比 2.6%，仅次于名扬、海底捞、好人家等 C 端品牌，是复调线上小 B 龙头。

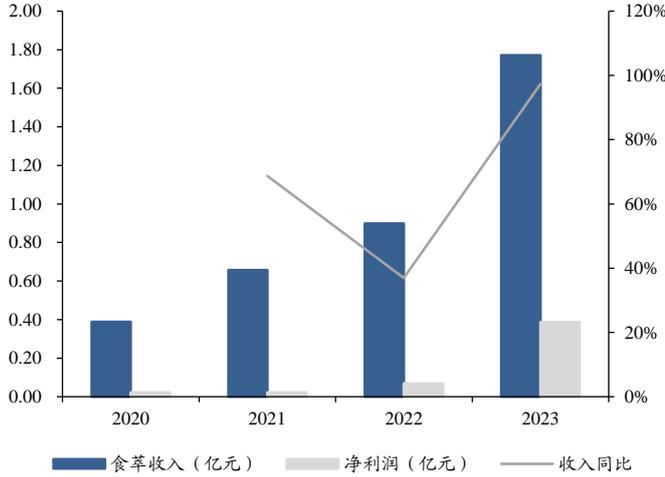
图48: 2023 年复调双十一全网前五大品牌

排名	品牌	销额占比	均价 (元/件)
1	名扬	6.4%	15.5
2	海底捞	6.2%	29.8
3	好人家	3.7%	12.2
4	拾翠坊	2.6%	10.8
5	桥头	2.6%	26.9

数据来源：星图数据，东吴证券研究所

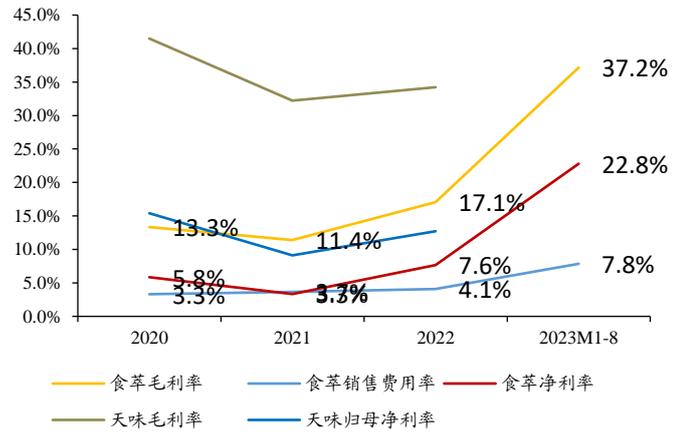
食萃收入快速扩张，盈利能力较强。2023 年食萃营收 1.77 亿元，同比+97%，规模快速扩张。盈利能力上看，2023 年 1-8 月食萃毛利率/净利率分别达到 37.2%/22.8%，较 2022 年均有较大提升，且均已超过天味 2022 年水平，整体盈利能力较高。

图49：2020-2023 年食萃营收、净利润及同比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图50：2020-2023M1-8 食萃和天味盈利能力对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

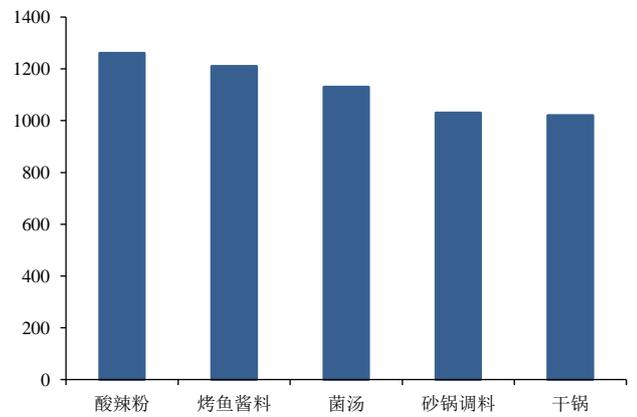
食萃产品矩阵丰富，持续打造千万级大单品。食萃主力品牌拾翠坊目前共有 12 大产品系列，涵盖大部分复调小 B 端整体品类，产品矩阵完善，能够满足小 B 端客户一揽子采购需求。考虑到复调产品的长尾属性，食萃在产品研发方面采取跟随策略，每年筛选市场中活跃度较高的品类，基于丰富的客户体验反馈数据进行产品配方优化调整，提高产品开发效率。2022 年食萃共有酸辣粉、烤鱼酱料、菌汤、砂锅调料、干锅等 5 个千万级大单品，未来大单品数量有望持续扩张。

图51：拾翠坊 12 大产品系列



数据来源：拾翠坊淘宝旗舰店，东吴证券研究所

图52：2022 年拾翠坊 TOP5 产品销量（万件）



数据来源：渠道调研，东吴证券研究所

表5: 拾翠坊销量前十大产品规格、单价、月销量

系列	产品	规格种类	最小规格 (g)	最小规格价格 (元)	产品均价 (元/100g)	已售 (件)
烤鱼调料	万州烤鱼调料	1000g	1000	38.00	3.80	10+万
面馆调料	重庆酸辣粉调料	1000g、8000g	1000	31.80	3.18	4+万
烧烤调料	烧烤撒料	500g	500	23.80	4.76	4+万
米线调料	砂锅米线调料	1000g、8000g	1000	36.80	3.68	3+万
小吃调料	关东煮汤料	500g、1000g	500	18.80	3.76	3+万
小吃调料	手抓饼酱料	1000g、8000g	1000	18.80	1.88	3+万
鱼馆调料	金汤酸辣酱	1000g、8000g	1000	22.80	2.28	3+万
小吃调料	煎饼果子专用酱	1000g、8000g	1000	18.80	1.88	2+万
烧烤调料	烧烤专用酱	1000g、8000g	1000	23.80	2.38	2+万
面馆调料	重庆小面调料	500g、1000g	500	18.80	3.76	1+万

数据来源: 拾翠坊淘宝旗舰店, 东吴证券研究所; 注: 数据截止到 2024 年 5 月 22 日

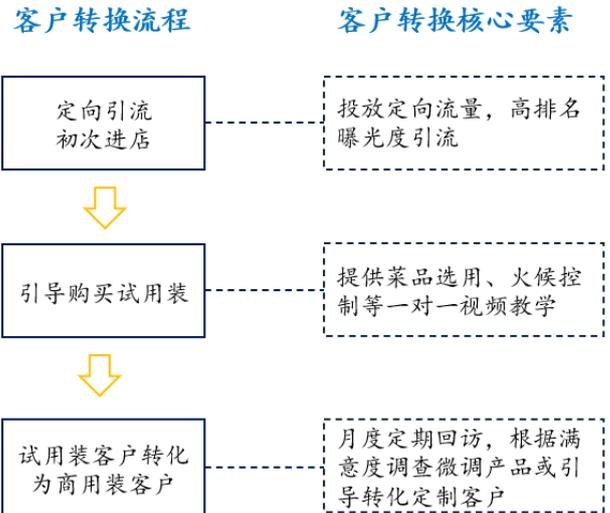
食萃拉新机制完善, 贴身服务增强客户粘性。经过多年探索, 食萃已经形成了较为完善的客户拉新转换机制, 并将老客户按照购买量分为五个等级, 有针对性地进行维护留存。由于食萃主要为非专业厨师提供标准化产品, 因此在客户留存中食萃提供一对一服务, 包括调料使用方法、菜品选用、火候调整等教程, 通过贴身服务增强客户粘性, 提高客户转化率。

图53: 拾翠坊烤鱼调料提供教程



数据来源: 拾翠坊淘宝旗舰店, 东吴证券研究所

图54: 食萃客户转换过程和核心要素

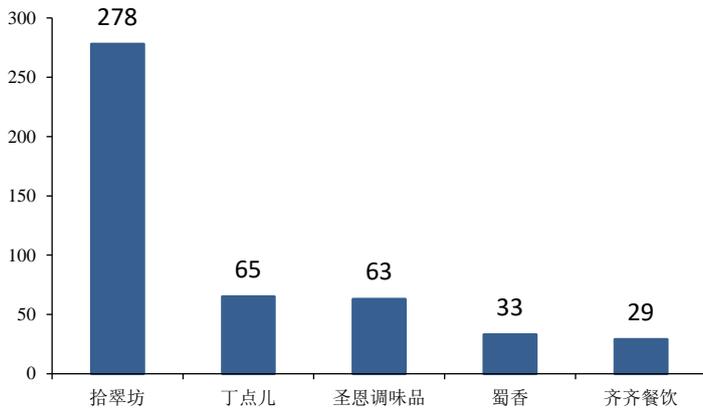


数据来源: 渠道调研, 东吴证券研究所

先发优势+以面打点, 高曝光率下食萃 ROI 持续提升。食萃 19 年开始发力线上小 B, 属于较早一批复调线上小 B 企业, 先发优势下积累了一定的流量基础。相较于其他复调小 B 企业集中流量资源重点打造某一大单品的模式, 食萃在流量投放上采取以面打点模式, 不追求单一产品排名第一, 而是多 SKU 齐头并进增加曝光度, 横向对比复调线上小 B 官方旗舰店, 食萃主品牌拾翠坊 SKU 数量领先行业。高排名带来高曝光度,

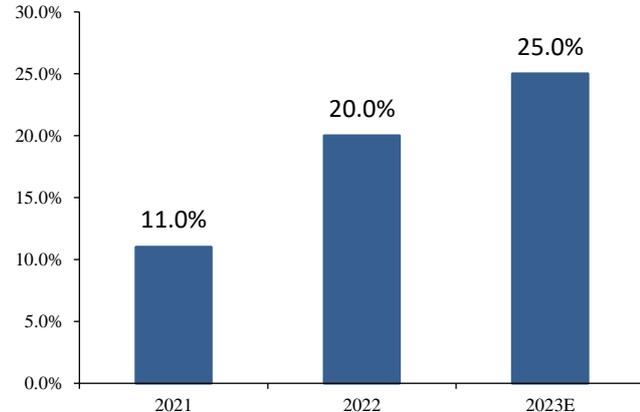
流量虹吸效应下食萃 ROI 持续提升，线上运营效率较高。

图55: 复调线上小 B 淘宝旗舰店 SKU 对比 (截止到 2024.5.21)



数据来源: 各品牌淘宝旗舰店, 东吴证券研究所

图56: 食萃食品 2021-2023E ROI



数据来源: 渠道调研, 东吴证券研究所

线上线分工明确, 协同效应下小 B 端有望迎来发展新机遇。目前食萃在公司内部定位明确, 主要做线上小 B, 线下小 B 仍以大红袍为主导。公司收购食萃后有望从多方面赋能食萃: 1) 产品: 食萃此前缺少火锅类产品, 未来天味有望将原有火锅产品逐步导入食萃; 2) 供应链: 未来食萃有望和天味共享原材料采购渠道, 强化成本端优势; 3) 后台管理: 公司将给食萃输出研发人员、财务人员、生产人员和投资管理人员, 食萃的组织和运营能力有望提升。而在线下小 B 中, 此前大红袍主要产品为火锅底料, 产品种类偏少, 在小 B 市场中竞争力较弱, 未来公司有望将食萃销量较高的产品导入大红袍, SKU 丰富度提升+组织架构梳理有望推动公司线下小 B 发展。综合来看, 食萃+大红袍双轮驱动下, 公司小 B 端有望迎来发展新机遇。

6. 盈利预测与投资建议

收入及毛利率预测:

- 火锅底料:** 1) 收入端: 大单品迭代+新品推广+渠道扩张, 预计 24-26 年火锅底料有望稳健增长, 但考虑到 24 年消费疲软+大红袍仍在内部梳理, 预计 24 年火锅底料略有修复, 25-26 年需求修复下加速增长。2) 毛利率: 渠道改革红利释放下公司搭赠促销有望减少, 叠加内部采购和生产效率提升, 预计 24-26 年火锅底料毛利率有望稳步提升。
- 中式调料:** 1) 收入端: 中调行业景气度较高, 公司产品梯队建设优异, 有望享受品类滚雪球效应, 叠加小 B 端新渠道贡献增量, 预计 24-26 年中调有望快速增长, 收入增速高于火锅底料。2) 毛利率: 内部采购和生产效率提升有望带来成本优化, 预计 24-26 年中式调料毛利率稳步提升。
- 香肠腊肉调料:** 1) 收入端: 未来随着零添加、新口味等新品放量, 冬调全国化

进程有望持续推进，预计冬调 24-26 年有望快速增长。2) 毛利率：随着渠道改革深化，预计 24-26 年冬调价盘有望保持稳定，成本优化有望推动冬调 24 年毛利率同比提升，预计 25-26 年冬调毛利率维稳。

4、**鸡精&香辣酱**：1) 收入端：考虑到 24-26 年消费力或较为疲软，预计 24-26 年鸡精收入增速较 23 年有所放缓，香辣酱收入增速在 23 年低基数上略有回升。2) 毛利率：渠道改革红利释放叠加成本优化，预计 24 年鸡精&香辣酱毛利率同比提升，25-26 年毛利率维稳。

5、**营业总收入及毛利率**：1) 收入端：产品推新迭代+渠道改革深化+小 B 端新渠放量等因素共同推动下，预计 2024-2026 年公司营收 36.1/41.9/48.5 亿元，同比+14.7%/+16%/+15.8%。2) 毛利率：高毛利的中调冬调占比提升有望推动公司产品结构升级，叠加渠道改革红利释放、成本优化，预计 2024-2026 年毛利率 38.6%/38.8%/39%，同比+0.69/+0.27/+0.16pct。

表6：2022-2026E 公司营业收入（百万元）及毛利率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
-火锅底料					
收入	1198.3	1221.9	1283.0	1398.4	1524.3
yoy	36.9%	2.0%	5.0%	9.0%	9.0%
收入占比	44.5%	38.8%	35.6%	33.4%	31.5%
毛利率	33.02%	33.81%	34.37%	34.52%	34.56%
-中式调料					
收入	1181.5	1519.1	1853.3	2233.2	2679.9
yoy	39.1%	28.6%	22.0%	20.5%	20.0%
收入占比	43.9%	48.3%	51.4%	53.4%	55.3%
毛利率	36.21%	38.66%	39.20%	39.34%	39.37%
-香肠腊肉调料					
收入	200.6	296.4	355.7	423.3	499.4
yoy	-5.1%	47.7%	20.0%	19.0%	18.0%
收入占比	7.5%	9.4%	9.9%	10.1%	10.3%
毛利率	36.29%	53.58%	54.05%	54.05%	54.05%
-鸡精					
收入	41.3	47.3	48.8	52.7	56.9
yoy	15.6%	14.8%	3.0%	8.0%	8.0%
收入占比	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
毛利率	24.73%	35.77%	36.09%	36.09%	36.09%
-香辣酱					
收入	45.6	37.2	39.4	43.4	47.3
yoy	29.7%	-18.4%	6.0%	10.0%	9.0%
收入占比	1.7%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%
毛利率	23.21%	23.07%	23.30%	23.30%	23.30%

-其他主营业务					
收入	22.1	23.4	27.2	32.4	37.3
yoy	27.7%	5.9%	16.2%	19.2%	15.0%
收入占比	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
毛利率	14.98%	25.37%	23.89%	23.14%	23.14%
营业总收入	2690.7	3148.6	3611.9	4189.7	4853.3
yoy	32.84%	17.02%	14.72%	16.00%	15.84%
毛利率	34.22%	37.88%	38.58%	38.84%	39.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

费用率及净利润假设：

- 1) 费用率：未来营销费用投放精准度提升、内部管理效率改善，我们预计 24-26 年公司销售费用率和管理费用率有望下降。考虑到研发创新是公司核心竞争力，我们预计 24-26 年研发费用率较 2023 年略有提升。
- 2) 归母净利率：综合毛利率和费用率影响，我们预计 24-26 年公司归母净利率 15.8%/16.2%/16.4%，同比+1.3/+0.4/+0.13pct。

表7：2022-2026E 公司费用率和归母净利润预测（百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	14.42%	15.37%	14.93%	14.88%	14.88%
管理费用率	5.58%	6.30%	6.00%	5.88%	5.83%
研发费用率	1.19%	1.01%	1.02%	1.02%	1.02%
财务费用率	-0.68%	-0.37%	-0.26%	-0.51%	-0.73%
归母净利润	341.7	456.7	571.0	679.4	793.4
yoy	85.10%	33.65%	25.04%	18.98%	16.78%
归母净利率	12.70%	14.50%	15.81%	16.22%	16.35%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

川调龙头产品长青，内延外拓渠道焕新，维持“买入”评级。公司是川调龙头，未来随着产品+渠道双轮驱动，基本盘有望稳健增长，叠加小 B 端新渠道放量，预计 2024-2026 年公司营收 36.1/41.9/48.5 亿元，同比+14.7%/+16%/+15.8%，归母净利润分别为 5.7/6.8/7.9 亿元，同比+25%/+19%/+17%，对应 24-26 年 PE 分别为 26/22/18x。我们选取海天味业、中炬高新、千禾味业等基础调味品企业，日辰股份、颐海国际等复合调味品企业作为可比公司，公司 24-26 年 PE 略低于可比公司平均值，考虑到公司未来成长性较强，维持“买入”评级。

表8：可比公司估值对比（截止到 2024 年 5 月 23 日）

	市值（百万元）	归母净利润（百万元）				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603288.SH 海天味业	206,243	5,627	6,246	6,955	7,715	36.7	33.0	29.7	26.7
600872.SH 中炬高新	21,213	1,697	845	979	1,252	12.5	25.1	21.7	16.9

603027.SH	千禾味业	16,475	530	650	779	912	31.1	25.3	21.2	18.1
603755.SH	日辰股份	2,248	56	75	93	113	39.8	30.1	24.1	19.9
1579.HK	颐海国际	15,620	853	971	1,092	1,217	18.3	16.1	14.3	12.8
	平均						27.7	25.9	22.2	18.9
603317.SH	天味食品	14,617	456.7	571.0	679.4	793.4	32.0	25.6	21.5	18.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：海天味业、中炬高新、千禾味业、日辰股份、颐海国际数据均采用 Wind 一致预期，天味食品数据为东吴证券预测数据

7. 风险提示

- 1、原材料价格大幅波动。**油脂、辣椒、花椒等原材料对公司盈利能力影响较大，原材料出现市场供给短缺或价格超预期波动，公司盈利能力将承压。
- 2、行业竞争格局恶化。**公司主要产品是火锅底料和中式调料，如果行业进入者快速增加或行业现有竞争者价格战，公司业绩可能会承压。
- 3、渠道建设不及预期。**公司持续进行经销商渠道改革，如果渠道扩张和改革红利释放不及预期，公司业绩可能承压。
- 4、消费力复苏不及预期。**如果消费力复苏不及预期，行业需求可能会承压，公司成长性可能会受限。
- 5、并购整合不及预期。**公司 2023 年并购食萃食品发力线上小 B，若并购整合不及预期，公司业绩可能不及预期。

天味食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,394	3,905	4,644	5,472	营业总收入	3,149	3,612	4,190	4,853
货币资金及交易性金融资产	3,067	3,669	4,371	5,162	营业成本(含金融类)	1,956	2,219	2,562	2,961
经营性应收款项	32	34	37	41	税金及附加	29	29	34	39
存货	159	153	183	210	销售费用	484	539	623	722
合同资产	0	0	0	0	管理费用	198	217	247	283
其他流动资产	136	49	53	58	研发费用	32	37	43	50
非流动资产	1,879	1,891	1,904	1,930	财务费用	(12)	(9)	(21)	(35)
长期股权投资	311	336	361	386	加:其他收益	7	8	9	10
固定资产及使用权资产	1,042	1,031	1,020	1,021	投资净收益	70	81	86	87
在建工程	29	29	29	29	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	50	50	50	50	减值损失	(2)	(1)	(3)	(3)
商誉	290	290	290	290	资产处置收益	(2)	(1)	(1)	(1)
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	534	667	794	928
其他非流动资产	156	153	153	153	营业外净收支	1	1	1	1
资产总计	5,274	5,795	6,548	7,402	利润总额	536	668	795	929
流动负债	866	801	937	1,070	减:所得税	70	87	103	121
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	466	582	692	808
经营性应付款项	609	425	498	576	减:少数股东损益	9	10	12	15
合同负债	68	202	239	272	归属母公司净利润	457	571	679	793
其他流动负债	190	174	200	223	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.54	0.64	0.74
非流动负债	6	8	8	8	EBIT	455	659	774	893
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	520	706	821	928
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.88	38.58	38.84	39.00
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	14.50	15.81	16.22	16.35
其他非流动负债	6	8	8	8	收入增长率(%)	17.02	14.72	16.00	15.84
负债合计	872	810	945	1,078	归母净利润增长率(%)	33.65	25.04	18.98	16.78
归属母公司股东权益	4,327	4,901	5,505	6,212					
少数股东权益	74	85	97	112					
所有者权益合计	4,402	4,986	5,603	6,324					
负债和股东权益	5,274	5,795	6,548	7,402					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	603	572	752	852	每股净资产(元)	4.06	4.60	5.17	5.83
投资活动现金流	(336)	25	25	26	最新发行在外股份(百万股)	1,065	1,065	1,065	1,065
筹资活动现金流	(245)	5	(75)	(87)	ROIC(%)	9.39	12.22	12.72	13.03
现金净增加额	22	602	702	791	ROE-摊薄(%)	10.55	11.65	12.34	12.77
折旧和摊销	65	46	47	35	资产负债率(%)	16.54	13.97	14.43	14.57
资本开支	(94)	(35)	(36)	(36)	P/E(现价&最新股本摊薄)	32.01	25.60	21.51	18.42
营运资本变动	136	25	96	93	P/B(现价)	3.38	2.98	2.65	2.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>