

天味食品 (603317.SH) 川调龙头初长成，长期增长潜力可期

2024年06月30日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

方一苇（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

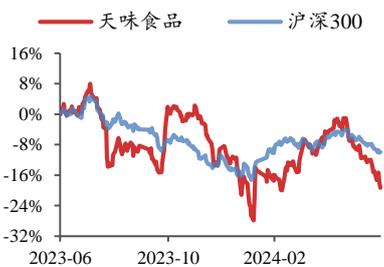
fangyiwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790524030001

日期	2024/6/28
当前股价(元)	11.41
一年最高最低(元)	15.99/10.02
总市值(亿元)	121.53
流通市值(亿元)	121.38
总股本(亿股)	10.65
流通股本(亿股)	10.64
近3个月换手率(%)	27.01

股价走势图



数据来源：聚源

● 底料川调双点发力，川调龙头初长成，首次覆盖给予“增持”评级

公司渠道端B端、C端并举，不断丰富产品及品牌矩阵，寻找新的增长点。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.45亿元、6.52亿元、7.63亿元，分别同比+19.4%、+19.5%、+17.1%，EPS分别为0.51、0.61、0.72元，当前股价对应PE分别为22、19、16倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 行业透视：行业混战结束，长期看品类多元、渠道融合的复调公司有望突围

复调行业短期发展节奏略有扰动，长期BC端发展逻辑不变。1、从行业空间的角度来看，我们认为复调行业长期发展逻辑没有发生变化。但从发展节奏上来看，出现了两点变化：(1)行业量增为主要增长驱动力；(2)B端渠道发展的重要性有所提升；2、从供需角度来看，复调行业结束混战，步入格局优化新阶段。我们认为在混战中具备领先优势的龙头企业有望加速收割市场份额，并在需求复苏之际优先受益，行业并购不断涌现为格局优化的标志性事件；3、对标日本味之素发展之路，从长期来看，我们认为品类多元、渠道融合的复调公司有望突围。

● 展望未来：内生外延并举，渠道产品同步推进支撑收入增长

站在当前时点，我们对天味食品的收入增长驱动因素进行拆分，增长动力主要包括两个方面：(1)内生增长：产品+渠道支撑公司内生增长。产品方面公司夯实全国大单品战略，同时不断开发地域特色的区域大单品，有望实现产品驱动；同时长期来看，公司有望以团餐渠道为切入口，试水预制菜业务，寻找第二增长曲线；渠道方面，公司以C端为基本盘，全国化布局仍有较大的空间，同时重视布局大B、小B、电商等占比相对较低的渠道，公司专门成立电商事业部，以大红袍品牌重点突破线下小B渠道，食萃品牌补齐线上小B渠道；(2)外延发展：主要包含向外并购和投资，公司有望通过并购及投资等方式补齐产品及渠道，实现产品及渠道的多元化，打造多品牌矩阵。

● 风险提示：宏观经济下行、行业竞争加剧、原材料成本上升。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,691	3,149	3,599	4,122	4,729
YOY(%)	32.8	17.0	14.3	14.5	14.7
归母净利润(百万元)	342	457	545	652	763
YOY(%)	85.1	33.7	19.4	19.5	17.1
毛利率(%)	34.2	37.9	39.7	40.1	40.5
净利率(%)	12.7	14.5	15.2	15.8	16.1
ROE(%)	8.5	10.6	12.1	13.3	14.2
EPS(摊薄/元)	0.32	0.43	0.51	0.61	0.72
P/E(倍)	35.6	26.6	22.3	18.6	15.9
P/B(倍)	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目录

1、底料川调双点发力，川调龙头初长成 .....	4
1.1、复盘历史，看川调龙头成长之路 .....	4
1.2、股权结构集中，新一轮员工持股计划待推出 .....	5
2、短期扰动不改长期趋势，行业格局日渐清晰 .....	6
2.1、从空间角度看行业之变：短期扰动不改长期趋势，B端空间广阔 .....	6
2.2、从供需角度看格局之变：供给端加速出清，行业梯队日渐清晰 .....	7
2.3、长期展望：品类多元、渠道融合的复调公司有望突围 .....	10
3、展望未来：渠道产品同步推进，看好公司长期发展潜力 .....	13
3.1、产品端：底料川调齐发力，多品牌矩阵打造中 .....	13
3.2、渠道端：B端C端并驾齐驱，渠道布局日渐完善 .....	16
3.3、未来展望：内生外延并举，产品渠道同步推进 .....	18
3.3.1、内生增长：产品矩阵不断完善，渠道布局日趋多元 .....	20
3.3.2、外延并购：格局优化阶段，天味有望外延并购实现产品渠道补齐 .....	21
4、盈利预测与投资建议 .....	22
5、风险提示 .....	24
附：财务预测摘要 .....	25

## 图表目录

图 1：发展阶段梳理：上市以来公司积极扩充产能、改革调整、渠道优化等举措，2019-2023 年营收 CAGR 为 16.2%..4	4
图 2：2023 年公司各业务营收占比情况：底料川调并重 .....	5
图 3：2023 年公司渠道收入构成：经销商渠道占比 75% .....	5
图 4：公司股权结构较为集中（截至 2024 年 Q1） .....	5
图 5：预计 2021-2026 年复调行业规模 CAGR 维持双位数增长（亿元） .....	6
图 6：我国复合调味品在调味品总价值量占比远低于美国、日本（2021 年） .....	6
图 7：复合调味料发展的驱动因素及发展展望：（1）行业量增为主要增长驱动力；（2）B 端渠道发展重要性提升 .....	6
图 8：2019-2022 年餐饮社零总额 CAGR 为-2.0% .....	7
图 9：中国餐饮行业的连锁化率：2023 年明显提升 .....	7
图 10：复合调味料行业竞争格局阶段划分：目前行业混战结束，进入格局优化阶段 .....	8
图 11：调味品相关企业注册量于 2020 年达到峰值 .....	9
图 12：2020 年以来主要复调厂商毛利率略有走低 .....	9
图 13：2020 年以来主要复调厂商毛销差有所收窄 .....	9
图 14：2020 年以来主要复调厂商净利率略有走低 .....	9
图 15：复合调味料公司销售费用率对比：2020 年天味食品、颐海国际销售费用率略有走高 .....	9
图 16：天味食品费用结构优化：2023 年广告费用率走低、促销投放力度维持 .....	9
图 17：日本味之素产品矩阵：形成味精、风味调味料、菜单定制调味料等多产品矩阵 .....	11
图 18：味之素 2023 财年调味品和食品营收占比 59% .....	12
图 19：味之素 2023 财年酱汁和调味料在调味品和食品业务中营收占比为 50% .....	12
图 20：日本味之素调味品和食品部分品牌一览（截至 2024 年调味品和食品业务产品品牌数量达 58 个） .....	12
图 21：日本味之素渠道结构多元化：家庭端、餐饮端、食品加工渠道全面布局 .....	13
图 22：公司火锅底料 2015-2023 年营收 CAGR17.2% .....	14
图 23：公司川菜调料 2015-2023 年营收 CAGR21.6% .....	14

图 24: 天味食品各品类营收占比: 川调占比逐步走高.....	14
图 25: 天味食品产品定价及定位丰富多元.....	14
图 26: 天味食品多品牌并举、渠道布局日趋完善.....	15
图 27: 天味食品研发费用投入情况(万元): 重视产品研发投入.....	15
图 28: 天味食品经销商数量及变动情况: 2019-2021 年快速进行经销商队伍搭建.....	16
图 29: 天味食品各区域经销商数量快速走高(家).....	17
图 30: 2021 年优商扶商公司经销商人均创收走高(万元).....	17
图 31: 2016 年天味食品各区域营收结构图.....	17
图 32: 2023 年天味食品各区域营收结构图.....	17
图 33: 公司渠道营收占比: 渠道结构日趋多元.....	17
图 34: 天味食品未来增长驱动拆分: 内生外延并举, 产品渠道有望共同支撑收入增长.....	19
图 35: 味之素市场占有率.....	19
图 36: 川菜调料营收实现较快增长(亿元).....	20
图 37: 公司产能积极扩充.....	20
图 38: 天味食品新品不断推出: 形成战略性大单品, 同时推出地域风味大单品.....	20
图 39: 各区域营收占比变动情况: 华东地区有所突破, 全国化布局仍有空间.....	21
图 40: 各个渠道拓展布局均有空间: 渠道细分有望拉动渠道挖潜.....	21
图 41: 公司定制餐调 2019-2023 年营收 CAGR 为 13.6%.....	21
图 42: 公司部分定制餐调合作客户举例.....	21
图 43: 2023 年食萃收入利润均超承诺业绩(万元).....	22
图 44: 公司外延并购及投资思路: 补齐渠道、产品.....	22
图 45: 辣椒批发价格有所回落(元/公斤).....	22
图 46: 花椒批发价格有所回落(元/斤).....	22
表 1: 2023 年复合调味料行业收购案例举例: 2023 年以来行业并购事件开始涌现.....	10
表 2: 味之素主营业务及发展历程情况梳理: 以鲜味调味料为根基, 不断进行产品多元、业务拓展.....	11
表 3: 天味食品外延并购/参股部分事件梳理: B 端渠道布局逐步完善.....	18
表 4: 复合调味品行业市场份额(2021 年).....	19
表 5: 天味食品收入预测拆分表.....	23
表 6: 可比公司估值对比.....	24

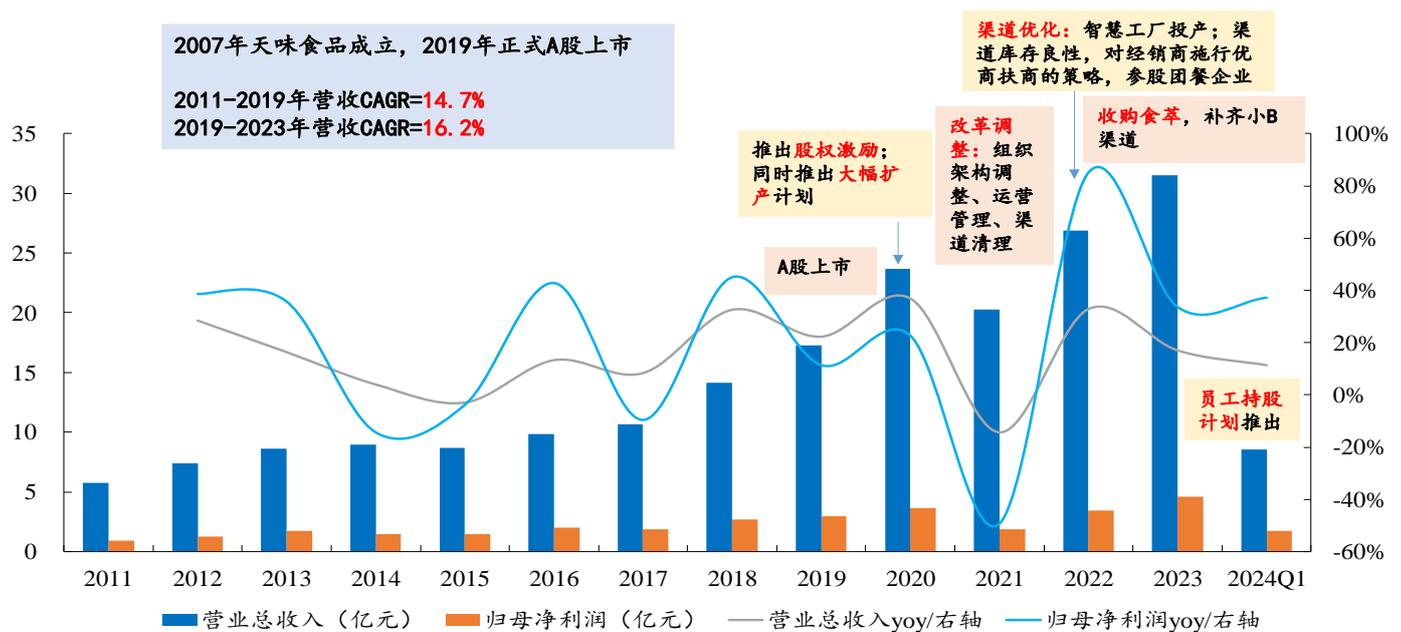
## 1、底料川调双点发力，川调龙头初长成

### 1.1、复盘历史，看川调龙头成长之路

2007年天味食品有限公司成立于四川成都，以“用美味创造美好生活”为使命，专注于川味复合调味料的研发、生产和销售。公司产品包括火锅调料、中式菜品调料、香肠腊肉调料、香辣酱等，并且形成了“大红袍”、“好人家”、“天车”、“天味食品餐饮高端定制”、“拾翠坊”多品牌矩阵。

复盘历史，2019-2023年公司营收CAGR达16.2%，整体增速快于2011-2019年营收表现。我们认为公司营收增长上市后加速的主要原因系：（1）公司借助资本力量积极扩充产能，同时采取高举高打的营销策略，在行业跑马圈地阶段为增长赋能；（2）面对疫情扰动，及时调整渠道管理政策、提升生产运营效率、优化组织架构；（3）在行业竞争加剧之时，主动进行行业收购，补齐弱势渠道短板。2024年公司推出员工持股计划，内部活力有望激发，期待进一步拉开与竞对的差距。

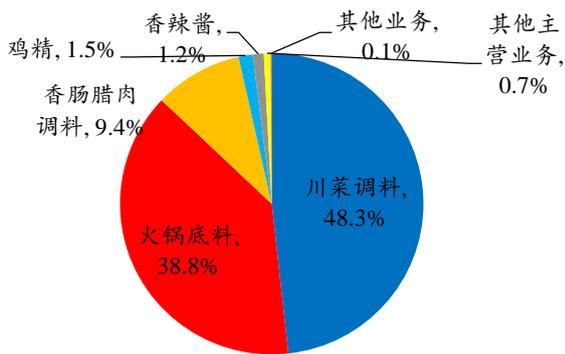
图1：发展阶段梳理：上市以来公司积极扩充产能、改革调整、渠道优化等举措，2019-2023年营收CAGR为16.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

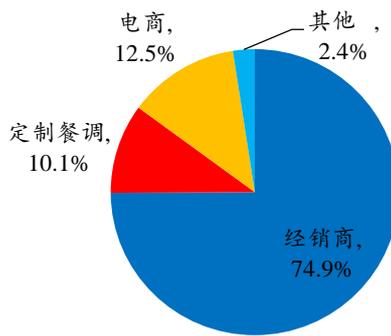
底料川调并驾齐驱，立足C端多渠道扩充。从公司的收入结构来看，2023年公司川菜调料/火锅底料营收占比分别为48.3%/38.8%，2019-2023年两块业务营收CAGR分别为18.8%/10.6%，为公司最核心两大业务板块。渠道端来看，2023年公司经销商渠道营收占比为74.9%，电商及定制餐调渠道营收占比分别为12.5%/10.1%，公司从C端起家（2016年经销商渠道占比为91.8%），渠道结构目前日渐多元。

图2：2023 年公司各业务营收占比情况：底料川调并重



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年公司渠道收入构成：经销商渠道占比 75%



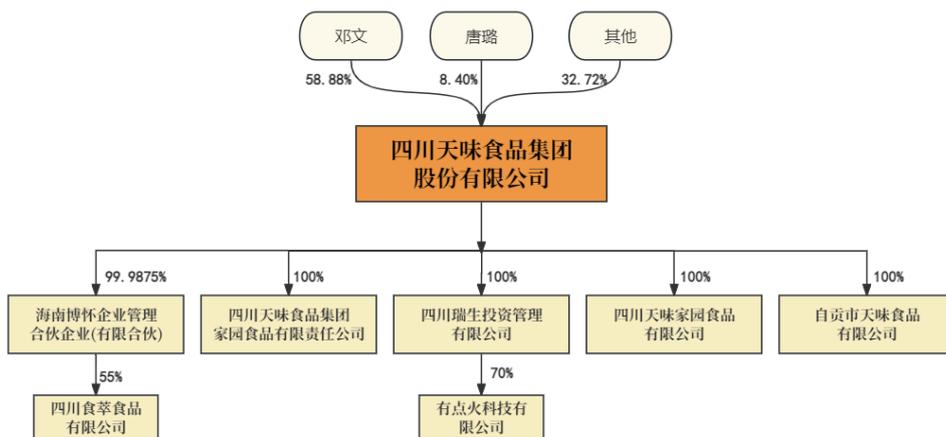
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、股权结构集中，新一轮员工持股计划待推出

**股权结构集中，管理人为实控人。**据公司 2024 年一季报，截至 2024Q1，董事长邓文持股比例达 58.88%，副董事长唐璐持股比例为 8.40%，为公司实控人，股权结构集中。同时香港中央结算公司及其他投资机构合计持有公司 32.72% 的股份。

**新一轮员工持股计划待推出，内部活力有望激发。**根据公司 2024 年 3 月发布的员工持股计划（草案），主要条款如下：（1）募集金额：公司拟募集资金总额不超过 3761.28 万元（1 元/份）；（2）参与人员：公司董事（不含独立董事）、高级管理人员（共 6 人）认购份额比例不超过 20.14%；中高层管理人员、核心业务骨干及其他人员（共 114 人）认购比例不超过 79.86%；（3）回购股份价格：6.53 元/股；（4）解锁条件：以 2023 年为基数，2024 年/2025 年营收增长率不低于 10%/26.5%。我们认为公司内部激励机制多元，内部活力有望激发，员工积极性有望提升。

图4：公司股权结构较为集中（截至 2024 年 Q1）



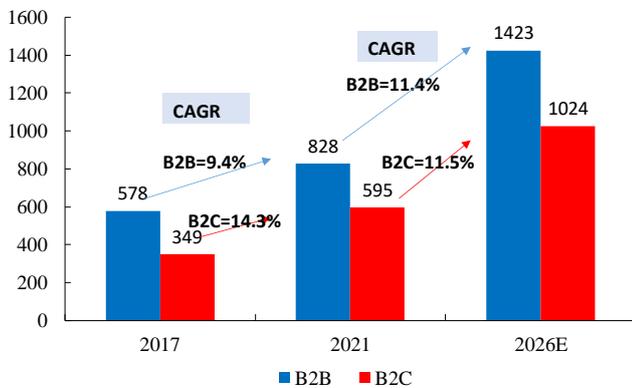
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、短期扰动不改长期趋势，行业格局日渐清晰

### 2.1、从空间角度看行业之变：短期扰动不改长期趋势，B端空间广阔

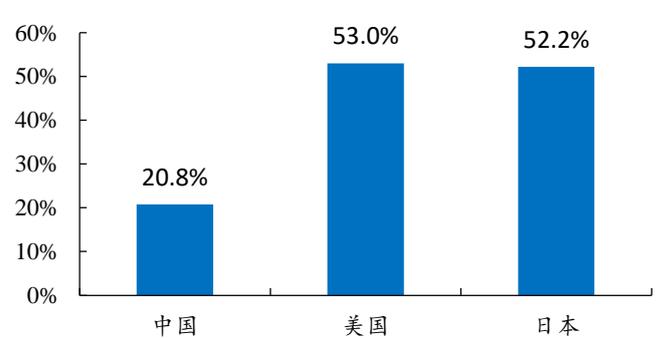
复调行业维持高景气趋势，未来发展空间广阔。根据 Frost&Sullivan 的统计，2021 年复合调味料行业规模为 1423 亿元，其中 B 端/C 端规模分别为 828 亿元/595 亿元，2017-2021 年 B 端/C 端行业规模 CAGR 分别为 9.4%/14.3%。同时 Frost&Sullivan 预测 2026 年 B 端/C 端复合调味料行业规模分别有望达 1423 亿元/1024 亿元，2021-2026 年 (E) 规模 CAGR 分别为 11.4%/11.5%。对比美国、日本等发达国家复合调味品在调味品总价值量中的占比，我国复调占比仅 20.8%，不到日美等发达国家一半的水平，仍有较大提升空间。

图5：预计 2021-2026 年复调行业规模 CAGR 维持双位数增长（亿元）



数据来源：公司公告、Frost&Sullivan、开源证券研究所

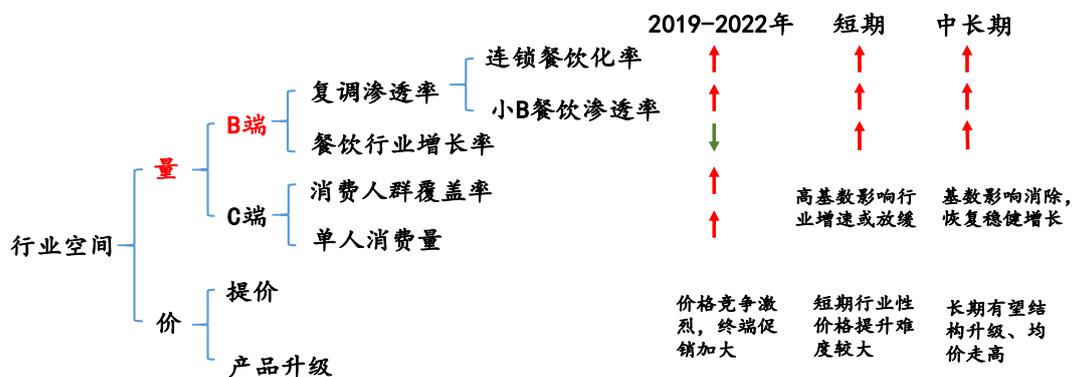
图6：我国复合调味品在调味品总价值量占比远低于美国、日本（2021 年）



数据来源：公司公告、Frost&Sullivan、开源证券研究所

复调行业短期发展节奏略有扰动，长期 BC 端发展逻辑不变。我们对复调行业发展空间进行拆解：目前行业仍处成长期，叠加竞争加剧影响，我们认为量增为行业主要增长驱动力，B 端 C 端共同支撑复合调味料行业发展。(1) B 端：2020-2023 年疫情扰动，B 端复调需求略受阻，但随着餐饮需求逐步恢复、餐饮连锁化率提升，我们认为中长期 B 端复调行业需求增速或将明显回暖；(2) C 端：家庭端需求增长主要来自于消费人群覆盖度增加+单人消费量提升，2020-2023 年疫情影响下复调在 C 端加速渗透，预计高基数下短期增速略放缓，中长期有望回归稳健增长态势。

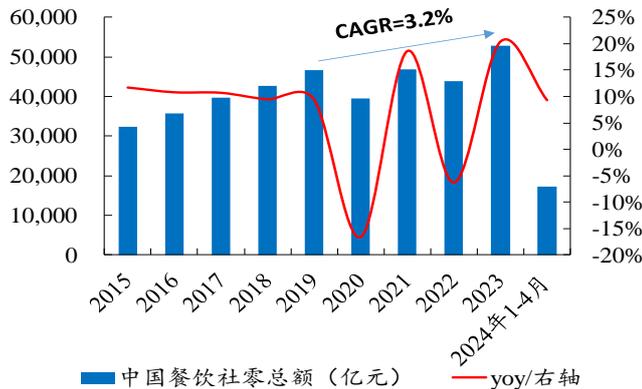
图7：复合调味料发展的驱动因素及发展展望：(1) 行业量增为主要增长驱动力；(2) B 端渠道发展重要性提升



资料来源：开源证券研究所（注：红色箭头表示增速提升或正增长，绿色箭头表示增速放缓或者增长下滑）

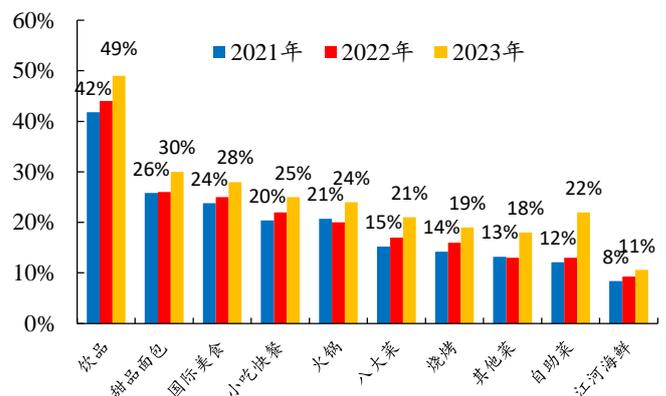
餐饮连锁化率走高，长期来看，餐饮渠道在复调行业重要性有望提升。当前时点展望未来，我们认为餐饮渠道重要性提升，主要系：(1) 低基数影响。疫情期间餐饮渠道增长受阻，据国家统计局数据，2019-2022 年餐饮社零总额 CAGR 为-2.0%，2023 年低基数下同比增长 20.4%，呈恢复态势，但短期仍难以弥补近几年餐饮渠道增长的缺失；(2) 餐饮连锁率提升加速。尽管餐饮总量在疫情期间增长受阻，但从结构上看，餐饮连锁化率正明显走高。据《2024 中国餐饮加盟行业白皮书》，近年来不同类型餐饮连锁化率均出现不同程度提升，且在 2023 年连锁化率加速走高。而复合调味料加快出菜速率、提升菜品标准化、节约人力成本等优点，天然适配连锁餐饮的发展，解决其过于依赖厨师的痛点，餐饮连锁化率提升有望拉动复调行业增长。

图8：2019-2022 年餐饮社零总额 CAGR 为-2.0%



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图9：中国餐饮行业的连锁化率：2023 年明显提升



数据来源：《2024 年中国餐饮加盟行业白皮书》、餐饮老板内参、开源证券研究所

综上，从行业空间的角度来看，我们认为复调行业长期发展逻辑没有发生变化。但从发展节奏上来看，出现了几点变化：(1) 行业量增为主要增长驱动力；(2) B 端渠道发展的重要性有所提升。

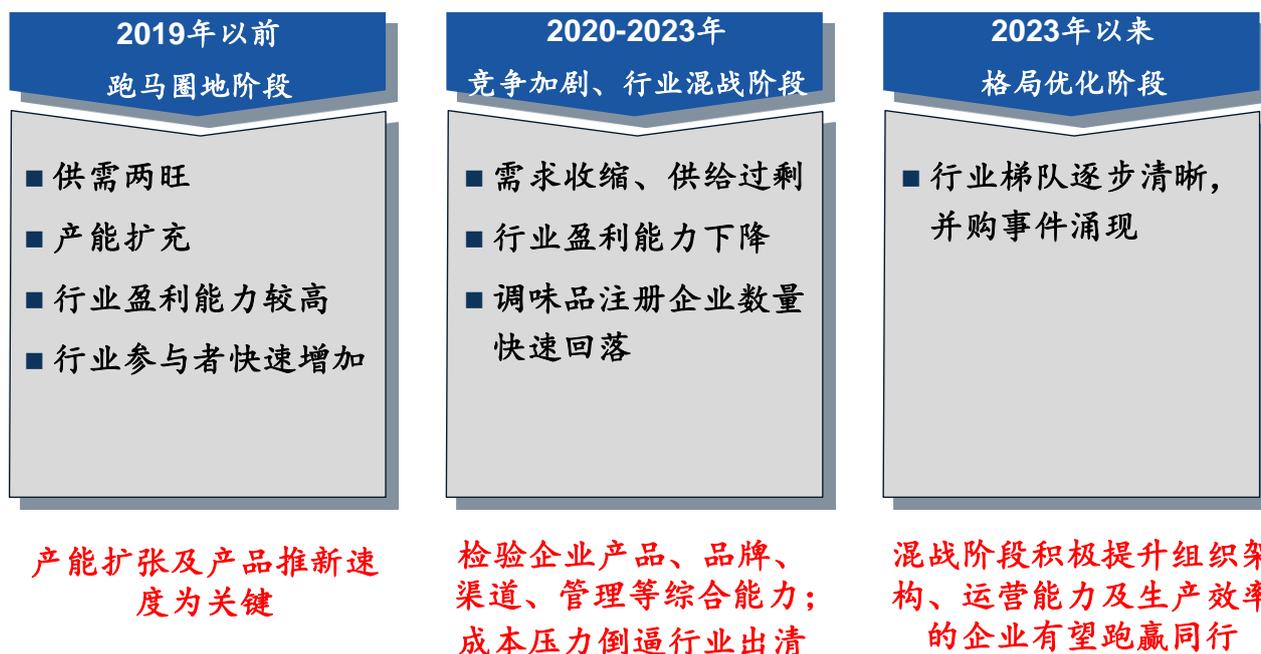
## 2.2、从供需角度看格局之变：供给端加速出清，行业梯队日渐清晰

立足当下，复调行业结束混战，步入格局优化新阶段。复合调味料行业发展尚处于成长期，作为高盈利、低门槛、高成长的赛道，行业参与者不断涌入，竞争加剧难以避免，而疫情影响带来的供需剧烈波动，随之而来的供需错配，则加速推进了行业洗牌的发展历程。我们从供需角度，对行业的竞争格局进行了阶段划分，主要分为以下几个阶段：

- **跑马圈地阶段（2019 年之前）：供需两旺，行业扩产+盈利能力较高。**2019 年前，受益餐饮渠道蓬勃发展以及家庭便捷化烹饪需求提升，尚处于渗透期的复合调味料行业迎来了快速发展阶段。同时资本市场对复调行业融资增加+成本处于稳定状态，行业特征主要表现如下：(1) 行业大规模扩产。天味食品 2019 年上市募投资金扩充 3.8 万吨产能(上市前产能为 9.0 万吨)，后于 2020 年再次定增扩产，计划扩充产能 19 万吨；(2) 行业盈利能力维持高位。2015-2019 年天味食品、颐海国际的毛利率均处于 35%-40% 区间，大 B 定制为主的复调企业日辰股份毛利率甚至高达 50%+。(3) 调味品注册企业数量持续走高。

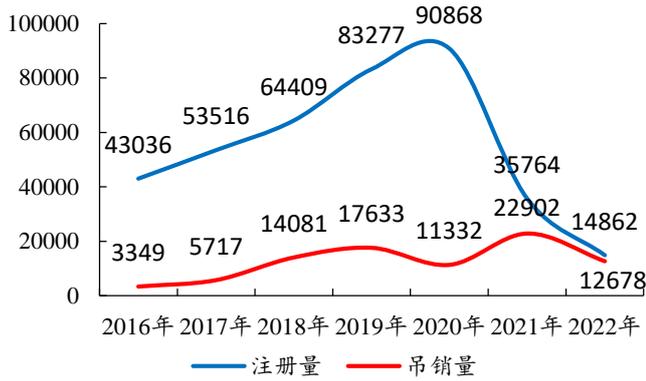
- **竞争加剧、行业混战阶段（2020-2023年）：**需求收缩，供给过剩，行业盈利能力下降。2020年-2023年疫情扰动期间，C端复调需求出现剧烈波动，B端餐饮受阻亦对复调行业需求形成压制，复调行业呈现供过于求的局面。竞争加剧之下，各企业均纷纷加大费用投放力度，同时成本压力走高进一步加速行业洗牌。从数据上看：（1）2020-2023年主要复调公司销售费用率明显走高，尤其天味食品2020-2021年加大广告费用投入，销售费用率提升至约20%。2022-2023年天味食品广告费用缩减带来销售费用率走低，但是业务宣传费及促销费用投入力度仍然维持相对高位；（2）复调行业盈利能力走低。天味食品2021年毛利率探至32.2%，颐海国际2022年毛利率降至30.2%，而日辰股份毛利率亦降至40%以下。同时各企业净利率亦出现不同程度下滑，天味食品2021年净利率由2016年20.7%高点跌至9.1%；（3）调味品注册企业数量快速回落。
- **格局优化阶段（2023年以来）：**并购事件涌现，行业盈利能力触底回升。2023年以来，行业梯队逐渐清晰，行业并购事件涌现为关键信号：2023年天味食品、广盐股份、太太乐均进行了复调企业并购动作，同时其他基础调味品等企业亦在寻求复调行业的外延并购机会。从财务数据上看，各复调企业的盈利能力扭转了下滑态势，2024Q1部分企业盈利能力有所回升。

图10：复合调味料行业竞争格局阶段划分：目前行业混战结束，进入格局优化阶段



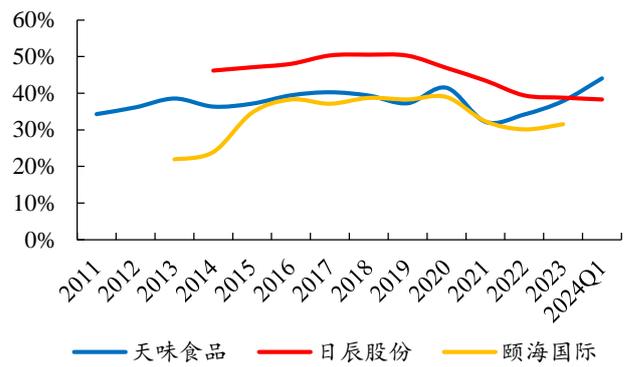
资料来源：开源证券研究所

图11: 调味品相关企业注册量于2020年达到峰值



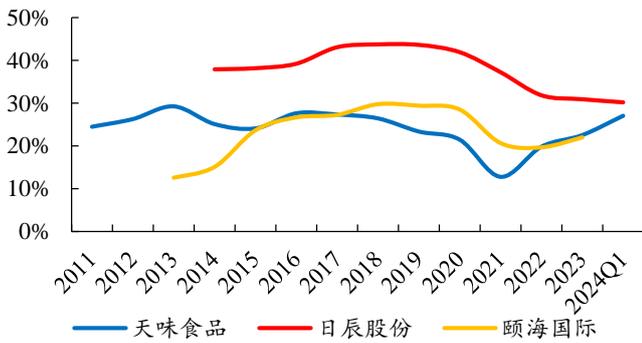
数据来源: 企查查、《2022年调味品行业工商大数据报告》、开源证券研究所

图12: 2020年以来主要复调厂商毛利率略有走低



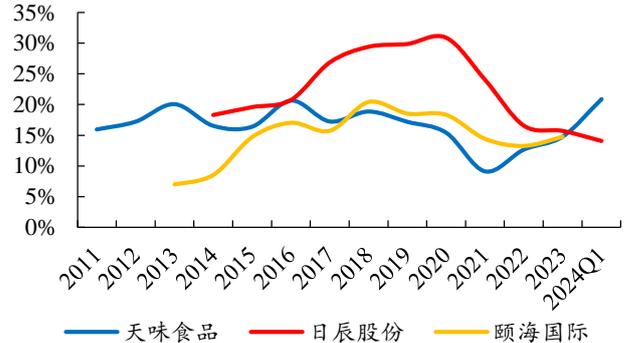
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2020年以来主要复调厂商毛销差有所收窄



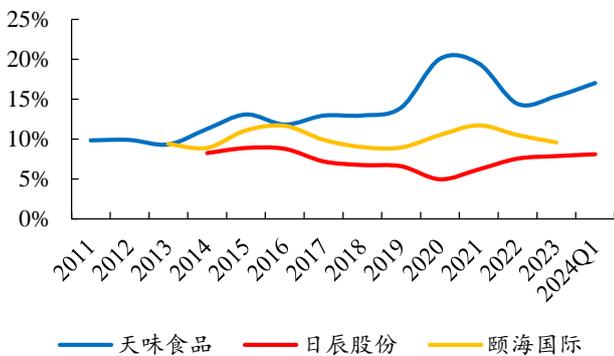
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2020年以来主要复调厂商净利率略有走低



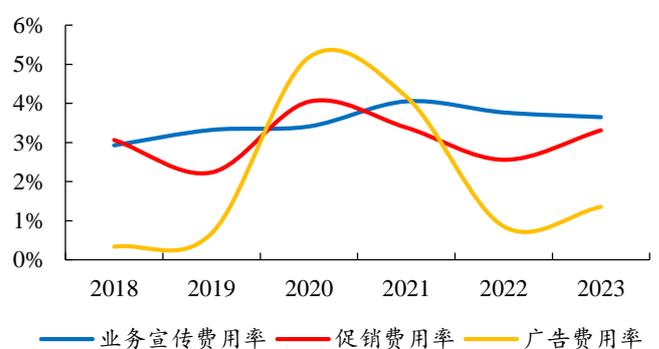
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 复合调味料公司销售费用率对比: 2020年天味食品、颐海国际销售费用率略有走高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 天味食品费用结构优化: 2023年广告费用率走低、促销投放力度维持



数据来源: Wind、开源证券研究所

**表1：2023年复合调味料行业收购案例举例：2023年以来行业并购事件开始涌现**

时间	收购方	收购方基本资料	被收购方	被收购方基本资料
2023年5月	天味食品	2007年成立，主营火锅底料及川菜调料等复调产品，以C端渠道为主，2023年营收31.49亿元	食萃食品	2007年成立，线上小B渠道复合调味料企业，2023年营收2.00亿元
2023年5月	广益股份	1992年成立，主营盐产品生产、加工及销售	广东美味源	2005年成立，主营食用香料及高端调味料，2021年营收2.06亿元
2023年	太太乐	1988年成立，主营鸡精、鸡粉等固态复合风味调味料，同时布局鸡汁、调味汁等液态增鲜调味料	朝天香	2015年成立，主营川式复合调味料，2019年销售额破亿元

资料来源：公司公告、调料家、开源证券研究所

**中期展望，我们认为行业集中度有望进一步加速集中。**复调行业集中度有较大的提升空间，但在不同的发展阶段，驱动集中度提升的核心因素亦有不同。(1) 跑马圈地阶段：复调行业需求旺盛，限制行业增长的因素在供给端，产品推新及产能扩张速度一定程度上决定复调企业的发展速度；(2) 混战阶段：行业竞争加剧、原材料成本持续上涨，该背景下，需要各复调公司具备较强的成本压力应对能力，在产品、品牌、渠道、管理等方面具备相对优势的企业有望胜出；(3) 格局优化阶段：我们认为在混战阶段积极提升组织架构、运营能力以及生产效率的企业有望跑赢同行，部分企业如天味食品积极进行智能化工厂布局，同时开始进行外延式收购。

**综上，我们认为供需错配、成本压力倒逼行业出清、加速行业洗牌，目前复调行业混战结束，竞争格局进入新的发展阶段，行业梯队逐渐清晰，在混战中具备领先优势的龙头企业有望跑赢同行，并在需求复苏之际优先受益。**

### 2.3、长期展望：品类多元、渠道融合的复调公司有望突围

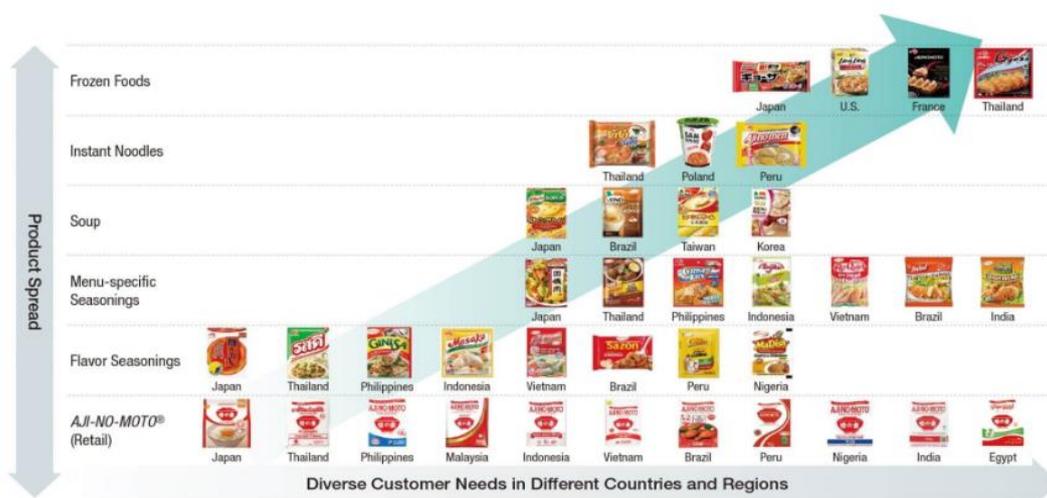
**对标日本，品类多元、渠道融合的复调公司有望突围。**目前我国复调企业渠道端布局各有侧重，如天味以C端渠道为主，日辰、红九九等以B端渠道为主；同时在口味上亦有区隔，如天味、红九九等以川味调料为主，而日辰以日式口味为主。对标日本复调行业龙头味之素，味之素1909年以鲜味调味料味精起家，随后发展过程中不断适应消费者口味变迁，相继推出风味调味料、菜单定制调味料等其他复合调味料，并不断通过收购及出海等方式扩宽业务边界，逐步进入咖啡、冷冻食品等多个食品领域。截至2023财年，味之素调味品和食品业务在总营收占比为59%（其中酱汁和调味料营收占比为50%，解决方案和配料营收占比为23%，快速营养营收占比为27%）。

表2: 味之素主营业务及发展历程情况梳理: 以鲜味调味料为根基, 不断进行产品多元、业务拓展

主营业务	时间	事件
调味料以及快速营养品	1909年	在日本首次推出 AJI-NO-MOTO 鲜味调味料
	20世纪60年代	与美国公司合作推出 Knorr® Cup Soup, 扩展到蛋黄酱等新类别
	20世纪70年代	开发了原创的 HONDASHI®和 Chuka Aji 风味调味料以及 Cook Do®预混合酱料
	20世纪80年代	消费者需求转向风味调味料和加工食品, 针对各区域推出相应产品及品牌, 包括风味调味料、菜单定制调味料、方便面、汤品和粉末饮料
调味料和食品	1973年	味之素收购日本通用食品公司 50%股份, 成立味之素通用食品有限公司, 进军日本咖啡业务
	2015年	味之素公司收购日本通用食品公司剩余 50%股份, 使其成为合并子公司, 并于 2017 年更名为味之素 AGF, Inc.
溶解类调味品	1930年代	随着 AJI-NO-MOTO®作为零售产品的推出, 味之素集团开始批量供应它作为生产酱油的原材料
	20世纪60年代	向国内客户批量销售核苷酸调味料, 2000年代在泰国建工厂, 现在 AJI-NO-MOTO®销售渠道遍布全球 50 多个国家
	20世纪80年代	利用氨基酸制造技术推出阿斯巴甜, 主要为美国和欧洲主要市场的工业客户提供产品, 同时在日本推出了 PAL SWEET®品牌零售产品
冷冻食品	1972年	利用其在调味料业务中积累的技术, 推出高端定位冷冻产品
	20世纪90年代	开始在泰国和中国的海外基地进行生产
	2000年	分拆味之素冷冻食品有限公司, 集开发、生产、销售于一体
	2014年	收购美国 Ajinomoto Foods North America, Inc., 加强当地业务; 与波兰 JAWO Sp.zoo 成立合资企业, 并于当地生产
	2017年	收购法国 AJINOMOTO FROZEN FOODS FRANCE SAS, 加快欧洲布局
医疗保健及其他	20世纪50年代	生产必需氨基酸晶体并将其作为输液原料, 开始为病患提供食品原料, 并将业务拓展至肠内营养及临床营养领域的其他产品

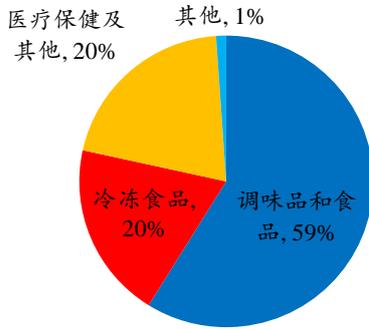
资料来源: 味之素公司官网、开源证券研究所

图17: 日本味之素产品矩阵: 形成味精、风味调味料、菜单定制调味料等多产品矩阵



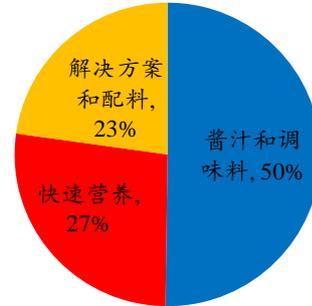
资料来源: 味之素公司官网、开源证券研究所

图18: 味之素 2023 财年调味品和食品营收占比 59%



数据来源: 味之素官网、开源证券研究所

图19: 味之素 2023 财年酱汁和调味料在调味品和食品业务中营收占比为 50%



数据来源: 味之素官网、开源证券研究所 (注: 解决方案和配料主要指鸡精等产品)

味之素以鸡精品牌 AJI-NO-MOTO 为根基, 打造丰富的品牌矩阵。1909 年味之素推出首款味精产品 AJI-NO-MOTO。随后在发展过程中味之素不断扩张业务版图, 同时为了保持清晰的品牌定位, 味之素相继推出风味调味料 HONDASHI® 等多个品牌, 并在积极进行海外布局过程中, 不断丰富品牌矩阵。截至 2024 年, 据味之素公司官网披露, 味之素拥有的调味品和食品业务产品品牌数量多达 58 个。

图20: 日本味之素调味品和食品部分品牌一览 (截至 2024 年调味品和食品业务产品品牌数量达 58 个)



资料来源: 味之素公司官网、开源证券研究所

味之素渠道结构多元，家庭、餐饮、食品加工渠道全覆盖。据味之素公司官网，味之素针对不同渠道推出不同规格的产品及品牌，针对餐饮及食品加工通路渠道，以1kg或者500g大包装产品为主，同时面向家庭端，推出40g、50g的小包装产品，实现各个渠道的全覆盖。

图21：日本味之素渠道结构多元化：家庭端、餐饮端、食品加工渠道全面布局



资料来源：味之素公司官网、开源证券研究所

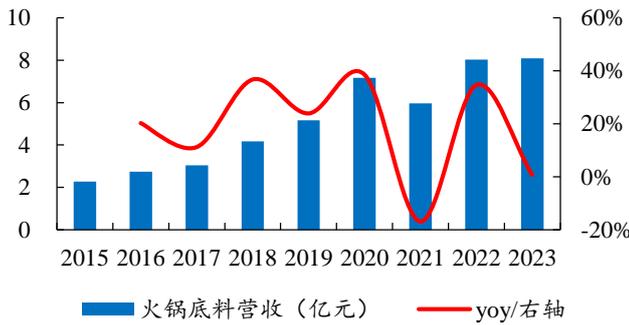
### 3、展望未来：渠道产品同步推进，看好公司长期发展潜力

我们认为公司在跑马圈地阶段把握住产能扩充窗口期积极扩产，同时混战阶段积极进行渠道调整、内部改革，智能化工厂投产后有望明显提升生产效率，进一步拉大与竞争对手的差距。站在当前时点，我们认为公司在行业混战期间证明了自身行业份额收割的能力，长期展望，我们认为公司在渠道端、产品端均有较大的发展空间，具有较大的发展潜力。

#### 3.1、产品端：底料川调齐发力，多品牌矩阵打造中

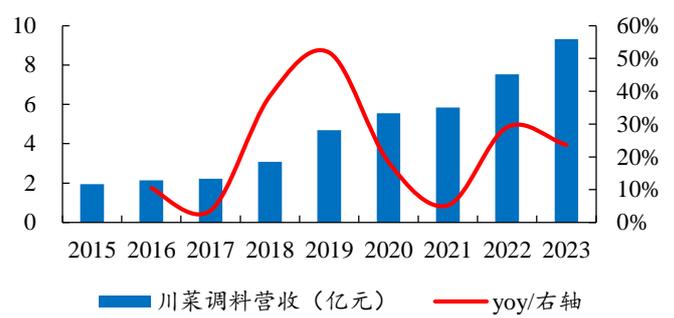
底料川调齐发力，产品品类日趋多元。据公司公告，2015-2023 年火锅底料/川菜调料营收 CAGR 分别为 17.2%/21.6%，两大核心主业均保持复合双位数高增。2023 年川菜调料营收占比由 2014 年的 36.2%提升至 48.3%，成为公司发展的重要第二增长曲线，同时香肠腊肉调料业务营收占比由 2014 年 8.0%提升至 2023 年 9.4%。公司各业务板块多元化发展持续推进，取得明显进展。

图22：公司火锅底料 2015-2023 年营收 CAGR17.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

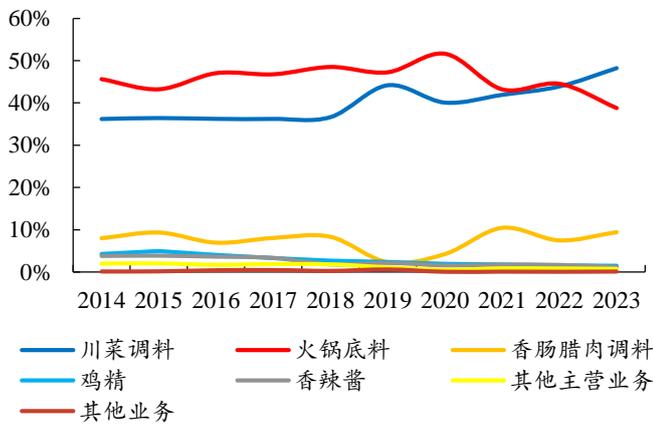
图23：公司川菜调料 2015-2023 年营收 CAGR21.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

天味食品多品牌并举，多价位带、全渠道布局。天味食品在产品端对各价位带进行立体式布局，好人家品牌主要定位中高端产品，2023 年公司好人家品牌推出定位高端的第三代厚火锅产品，主要用于塑造品牌形象、拔高品牌定位。同时公司不断丰富好人家中高端产品矩阵，如打造酸菜鱼等鱼调料系列、季节性小龙虾调料等，在零添加概念火热之际，推出不辣汤 0 添加鲜番茄汤料，从川式口味复调扩展至不辣口味复合调味料。从品牌端，公司在好人家、大红袍、天车等品牌基础上，通过并购纳入子公司食萃食品的“拾翠坊”品牌，丰富品牌矩阵，并通过不同的品牌定位重点突破不同的渠道，进行线上、线下、大 B、小 B 渠道全覆盖。

图24：天味食品各品类营收占比：川调占比逐步走高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图25：天味食品产品定价及定位丰富多元

好人家推出高端产品 大红袍：定位中端，与好人家价位区隔



好人家推出不辣系列产品

好人家定位中高端的川调



资料来源：公司公告、开源证券研究所

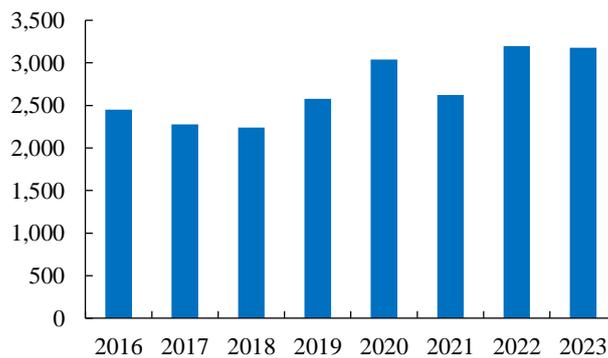
图26：天味食品多品牌并举、渠道布局日趋完善



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

天味食品重视产品研发，打造全国性大单品，同时开发地域特色风味调料。天味食品对产品研发重视度高，除2021年调整改革期间主动放缓新品开发速度，2020-2023年研发费用投入均超3000万元。在产品研发上，公司重视大单品研发，已经成功推出手工牛油火锅、酸菜鱼调料系列、小龙虾调料等一系列全国性大单品，同时公司将第三代厚火锅底料作为战略大单品。我们认为公司将打造全国性大单品作为核心工作的同时，正积极开发地域特色风味系列菜谱式调料，通过区域性大单品为公司增长赋能。B端来看，公司不断研发细分餐饮业态复合调味料，有望在B端实现突破。

图27：天味食品研发费用投入情况（万元）：重视产品研发投入



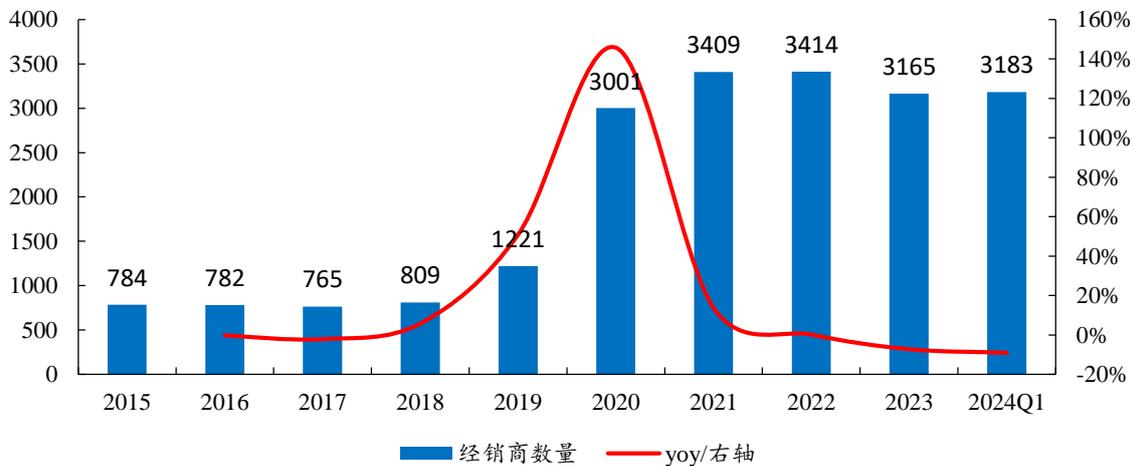
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、渠道端：B端C端并驾齐驱，渠道布局日渐完善

C端全国化渠道网络基本建成，渠道精耕持续推进。2019年天味食品上市，在行业跑马圈地阶段快速进行渠道网络铺设，2019年净增经销商412名至1221名；2020年乘C端复调需求快速提升之东风，进一步加快全国化招商步伐，提出“双轮驱动”战略，对好人家、大红袍等品牌经销商拆分、空白区域经销商填补及渠道下沉，积极进行渠道网络铺设，2020年经销商数量增幅高达146%，净增1780名至3001名。

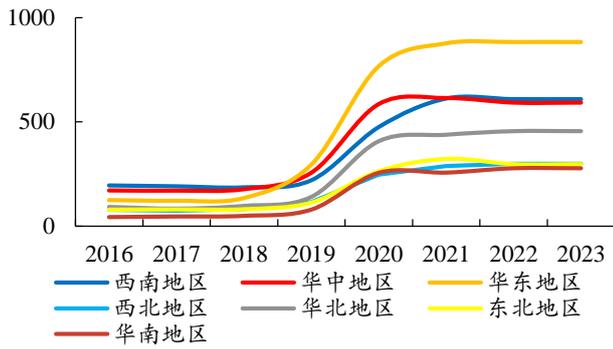
渠道调整日渐完善，渠道红利有望逐步释放。2019年-2020年公司渠道网络快速搭建，高举高打的政策拉动营收快速增长的同时，也暴露出一系列的问题：（1）招募经销商重数量而忽视质量；（2）渠道库存高企。2021年公司积极进行渠道调整改革，清理库存并放缓经销商招募速度，不对经销商招募数量进行考核，加大对经销商的扶持与分级管理，组织销售团队辅助薄弱市场经销商进行市场开发，并推出“优商扶商”的管理政策；2022年贯彻“优商扶商”政策，细分经销商经销产品，将大红袍品牌定位为在C端基础上大力拓展小B端业务，搭建经销商联盟平台，根据区域和产品特点开发新经销商；2023年公司强化和完善“优商扶商”政策，选择105家经销商作为“优商”，运营能力及费用投放精准度均明显改善，淘汰合作意愿不强的经销商。2024年公司计划将进一步加大优商的扶持范围，多渠道并举，在B端进行大B、小B全场景开发，在C端将食材关联网点、社区生鲜等近场景、近食材终端作为开发重点，且建立内容电商、平台电商、社区电商、线上分销四大板块，通过零售事业部和新零售事业部联动精耕线上业务。目前渠道调整改革接近尾声，2024Q1经销商数量环比净增18名，渠道改革红利有望逐步释放。

图28：天味食品经销商数量及变动情况：2019-2021年快速进行经销商队伍搭建



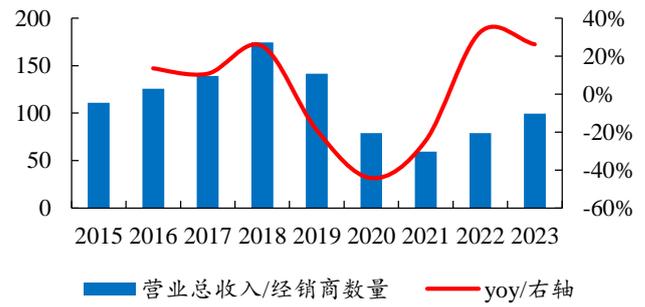
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图29：天味食品各区域经销商数量快速走高（家）



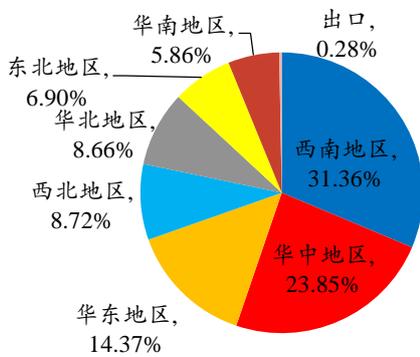
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：2021年优商扶商公司经销商人均创收走高（万元）



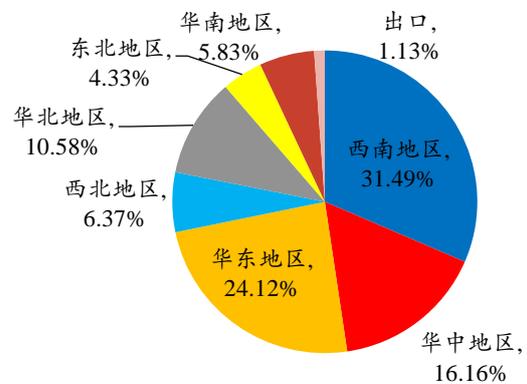
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：2016年天味食品各区域营收结构图



数据来源：公司公告、开源证券研究所

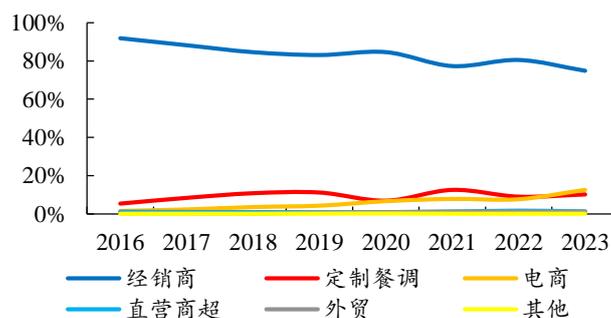
图32：2023年天味食品各区域营收结构图



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**大B小B全场景开发，收购食萃补齐小B渠道。**从渠道端来看，公司成立之初以C端起家，2016年经销商渠道营收占比91.8%，2023年该比例降至74.9%；定制餐调渠道营收占比由2016年5.4%提升至2023年10.1%；同时电商渠道占比亦呈现快速提升，2023年公司收购小B电商食品公司食萃，电商渠道营收占比提升至12.5%，渠道布局日趋多元。从B端渠道来看，公司通过定制餐调业务服务和开发大B客户，通过参股麦金地等公司实现对团餐业务的渗透，并将大红袍定位为小B品牌，食萃补齐线上小B渠道，实现餐饮端多场景全面开发，渠道日渐多元化。

图33：公司渠道营收占比：渠道结构日趋多元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表3：天味食品外延并购/参股部分事件梳理：B端渠道布局逐步完善**

时间	并购/参股标的	被并购/参股标的基本情况	并购/参股方式	并购/参股目的
2022年3月	河南浩天味美餐饮管理有限公司	2021年成立，为天味食品B端客户“李想大虾”品牌的新设经营主体，经营范围包括餐饮管理、酒店管理、外卖递送服务、食品销售等	增资方式通过全资子公司瑞生投资持有浩天味美23%的股份	加强与B端大客户深入绑定，布局餐饮业务
2022年10月	上海麦金地集团有限公司	2003年成立，为华为、通用电气、阿里巴巴等500多家企事业单位提供高端团膳餐饮服务	通过子公司海南博怀受让麦金地5%股权	布局团餐业务，并以此为切入口试水进入预制菜业务领域
2023年1月	四川墨比品牌优创科技有限公司	2019年成立，主要经营范围包括供应链管理、餐饮服务、食品销售等	通过股权转让、增资入股的方式持有墨比科技9.95%的股权	布局餐饮业务
2023年5月	四川食萃食品有限公司	2007年成立，主打品牌“拾翠坊”，通过“产品+服务”为客户提供餐饮“解决方案”，打造一站式餐饮调料供应平台	收购食萃食品55%的股权	补齐线上小B渠道

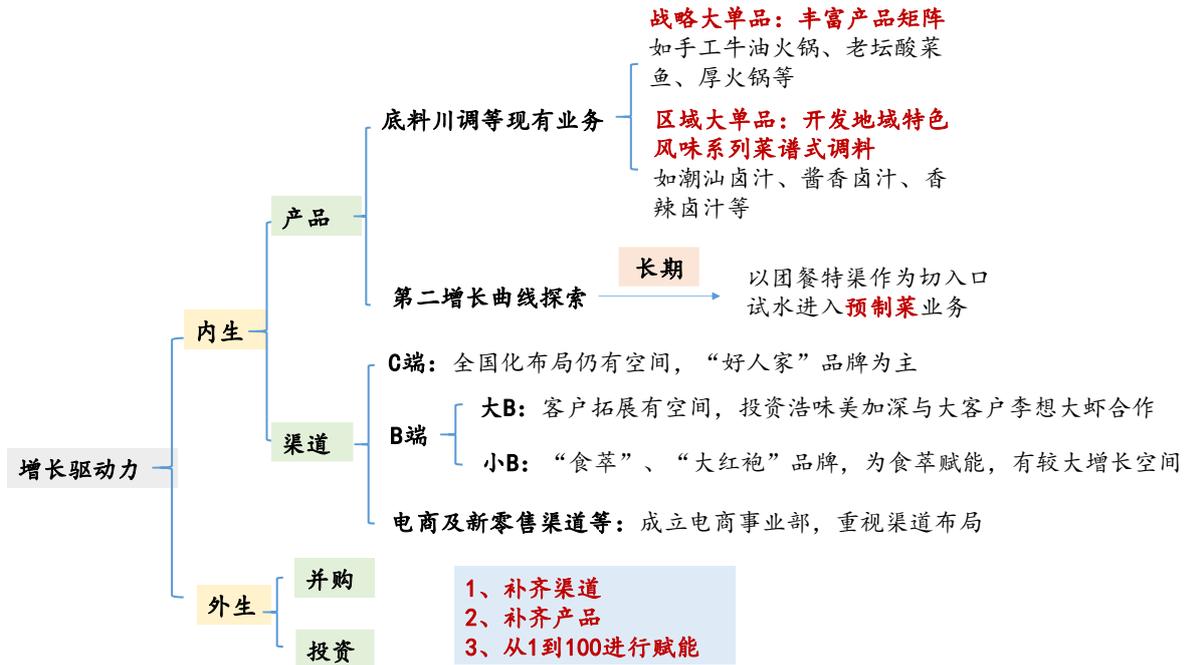
资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、未来展望：内生外延并举，产品渠道同步推进

对标日本，我们认为复调行业竞争格局仍较为分散。根据公司公告，按销售口径，2021年我国复合调味料行业CR5为17.3%，天味食品份额为2.6%，排名第3；火锅底料CR5为41.7%，天味食品份额为7.0%，排名第2；中式复合调味料CR5为23.0%，天味食品份额7.8%，排名第1。对标日本味之素，我们认为行业集中度仍有较大的提升空间（2018财年味之素日式复合调味料/菜单定制复合调味料市占率分别为57%/31%），我们认为天味食品市场份额有较大的提升空间。

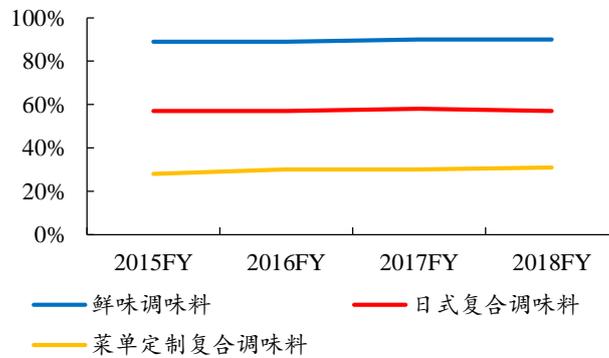
**天味食品内生外延并举，产品渠道有望共同支撑收入稳健增长。**我们对天味食品的收入增长驱动因素进行拆分，增长动力主要包括两个方面：**(1) 内生增长：**产品+渠道支撑公司内生增长。产品方面公司夯实全国大单品战略，同时不断开发地域特色的区域大单品，有望实现产品驱动；同时长期来看，公司有望以团餐渠道为切入口，试水预制菜业务，第二增长曲线；渠道方面，公司以C端为基本盘，全国化布局仍有较大的空间，同时重视布局大B、小B、电商等占比相对较低的渠道，专门成立电商事业部，以大红袍品牌重点突破线下小B渠道，食萃品牌补齐线上小B渠道；**(2) 外延发展：**主要包含向外并购和投资，公司有望通过并购及投资等方式补齐产品及渠道，实现产品渠道的多元化。

图34：天味食品未来增长驱动拆分：内生外延并举，产品渠道有望共同支撑收入增长



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图35：味之素市场占有率



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：复合调味品行业市场份额（2021年）

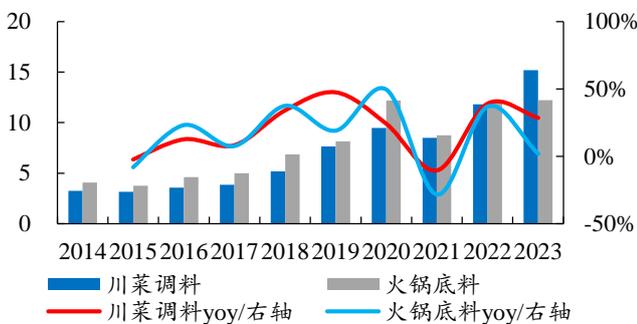
	复合调味料行业	火锅底料	中式复合调味品
<b>CR5</b>	17.30%	41.70%	23%
<b>天味食品份额</b>	2.60%	7%	7.80%
<b>天味食品排名</b>	3	2	1

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：统计口径按销售额计）

### 3.3.1、内生增长：产品矩阵不断完善，渠道布局日趋多元

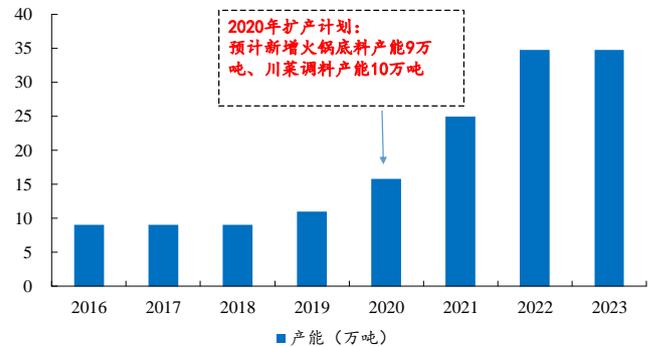
**产品端：夯实全国性战略大单品，开发地域性风味大单品。**复盘公司产品端表现，2019-2023年公司火锅底料/川菜调料营收CAGR分别为10.6%/18.8%。发展过程中，公司不断进行新口味新产品尝试，拓宽业务边界，并且形成大单品矩阵。梳理公司的产品推新进程，目前公司拥有手工牛油火锅底料、老坛酸菜鱼调料、厚火锅等多个全国性战略大单品，并以此为基础搭建大单品矩阵系列。在全国性大单品矩阵基础上，公司进行区域性特色口味调味料开发，2023年新品有泰式酸辣冷泡汁、小海鲜捞汁以及满足区域化口味的卤汁（如潮汕卤、酱香卤、香辣卤等），牛肉清汤调料、烧烤酱、酸汤肥牛调料亦较受欢迎。我们认为公司在深耕川味调料，不断发掘爆品支撑增长的同时，公司亦在进行口味拓展，如推出不辣汤等系列，进军不辣调味料赛道，我们认为公司产品开发及增长仍有较大的空间。同时，长期展望来看，预制菜也有望成为公司试水布局的板块。

图36：川菜调料营收实现较快增长（亿元）



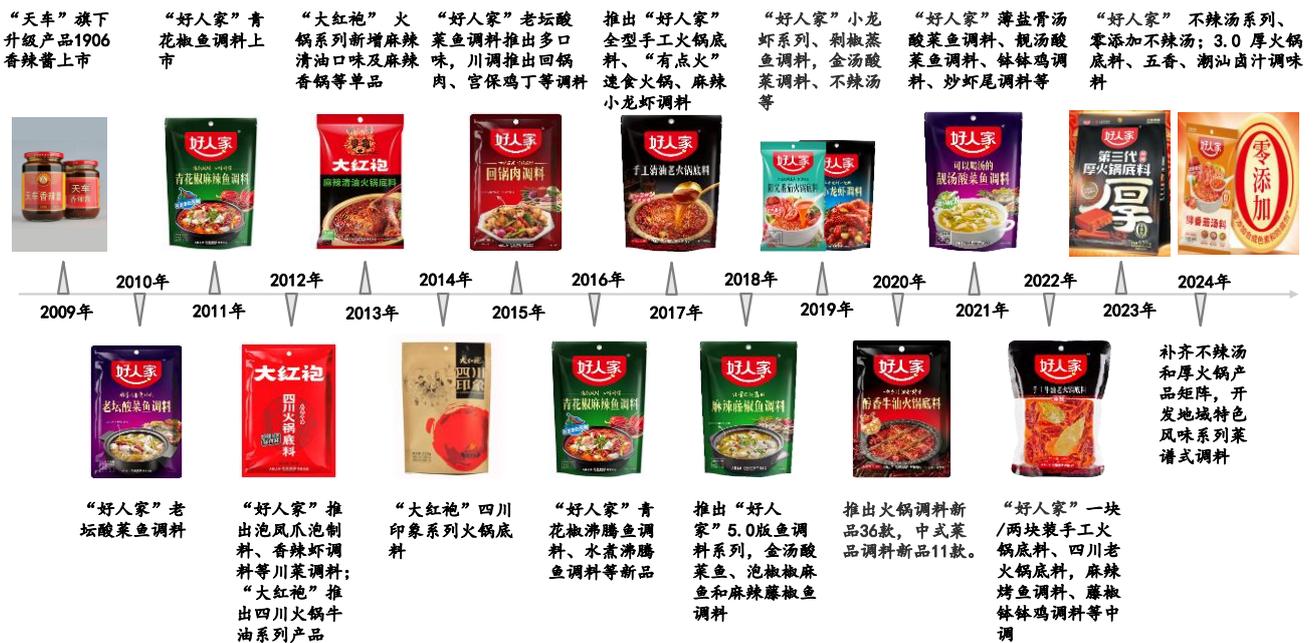
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图37：公司产能积极扩充



数据来源：公司公告、开源证券研究所

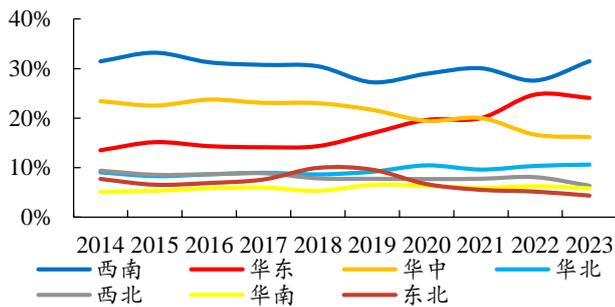
图38：天味食品新品不断推出：形成战略性大单品，同时推出地域风味大单品



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

**渠道端：C端全国化布局仍有空间，多渠道布局仍在途中。**2019年上市公司大幅加大了全国化的步伐，但2021年行业进入竞争加剧的混战阶段，这对于公司全国化布局短期有一定程度拖累。从表现上来看，华东地区已经取得突破（2023年华东地区营收占比达24.1%），但是华中、华北等其他区域营收占比仍较低，我们认为公司通过区域性单品开拓及渠道织网深耕，全国化布局仍有较大的提升空间。稳扎C端的同时，公司在流通渠道、小B、大B以及新零售渠道均制定了特定的打法及战略，渠道多元化未来可期。

**图39：各区域营收占比变动情况：华东地区有所突破，全国化布局仍有空间**



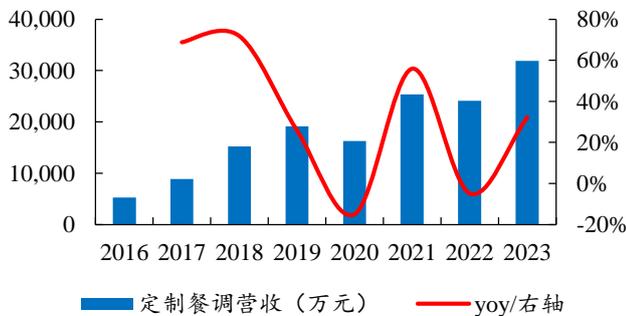
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图40：各个渠道拓展布局均有空间：渠道细分有望拉动渠道挖潜**

<p><b>1 好人家品牌：</b> C端业务持续深耕</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 聚焦大单品、大市场、大客户、大终端</li> <li>■ 围绕大客户，以联合生意计划为抓手，实现内部营销专业能力和经销商自运营能力的双向提升</li> </ul>
<p><b>2 大红袍品牌：</b> 在C端业务基础上大力拓展小B端业务</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 聚焦火锅底料品类，以轻餐饮模式为基础，大商深度运营为驱动，坚定以流通渠道为基本盘，打造川味餐调第一品牌</li> </ul>
<p><b>3 定制餐调业务：</b> 大B端业务，整合资源、聚焦头部</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 聚焦头部连锁餐饮并充分利用资本平台方式，整合公司资源，充分利用“业投一体化”的模式</li> </ul>
<p><b>4 新零售业务：</b> 全渠道运营探索新消费市场</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 以建立品牌心智为中心，聚焦新媒体渠道的种草传播和线上线下联动，借助整合营销和新品爆款打造的方式进行落地，重点渠道布局承接流量</li> </ul>

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图41：公司定制餐调 2019-2023 年营收 CAGR 为 13.6%**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图42：公司部分定制餐调合作客户举例**

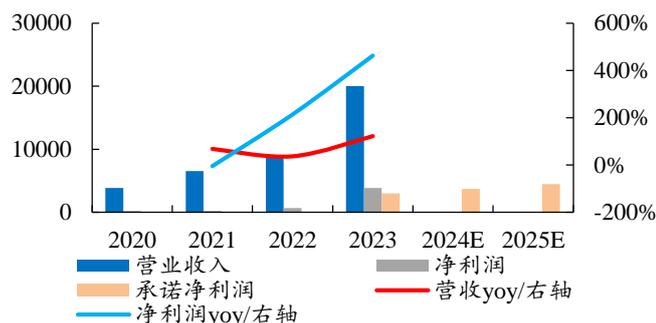


资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 3.3.2、外延并购：格局优化阶段，天味有望外延并购实现产品渠道补齐

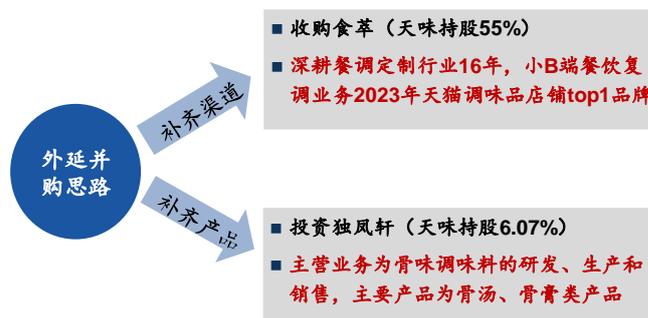
行业并购机会不断涌现，天味食品有望通过外延并购实现产品渠道补齐。2023年公司收购线上小B复调企业食萃，2023年食萃营收/利润分别达到2.0亿元/3863万元（同比分别+123%/463%），均超过承诺业绩。除食萃外，公司还进行了诸多投资，如投资独凤轩，独凤轩在产品上以骨汤、骨膏等不辣系列为主，与公司产品结构形成良好互补。我们认为目前行业正处于格局优化阶段，行业不乏涌现并购机会，天味食品作为川调龙头，有望抓住并购绝佳窗口期，实现规模及市场份额不断提升。

图43: 2023 年食萃收入利润均超承诺业绩 (万元)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图44: 公司外延并购及投资思路: 补齐渠道、产品



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

公司最核心业务板块为火锅底料及川菜调料两大块业务。目前公司对火锅底料业务渠道调整, 对大红袍经销商进行梳理, 整体增速短期略放缓。川菜调料产品拓宽边界较为广泛, 公司通过小龙虾、钵钵鸡等新品不断发掘增长点, 增长相对较快。

**收入端:** 我们预计 2024-2026 年火锅底料营收增速分别为 8.1%/11.1%/11.1%; 川菜调料营收增速分别为 20.4%/20.0%/20.0%。同时我们预计 2024-2026 年公司整体营收增速分别为 14.3%/14.5%/14.7%。

**利润端:** 目前辣椒等原材料价格有所回落, 成本压力减轻, 我们预计 2024 年公司毛利率有望同比回升, 预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 39.7%/40.1%/40.5%。同时预计公司应对激烈竞争有可能加大费用投放力度, 但通过调整费用投放结构、提升费用投放精度, 将费用率控制在可控的范围内。综合来看, 我们预计公司盈利能力有望稳中有升, 净利率分别为 15.2%/15.8%/16.1%, 归母净利润同比增速分别为 19.4%/19.5%/17.1%。

图45: 辣椒批发价格有所回落 (元/公斤)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图46: 花椒批发价格有所回落 (元/斤)



数据来源: Wind、开源证券研究所

**表5：天味食品收入预测拆分表**

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
火锅底料	销售收入（百万元）	1198	1222	1320	1467	1630
	增长率（YOY）	36.9%	2.0%	8.1%	11.1%	11.1%
	毛利率	33.0%	33.8%	38.5%	38.9%	39.2%
川菜调料	销售收入（百万元）	1181	1519	1828	2194	2633
	增长率（YOY）	39.1%	28.6%	20.4%	20.0%	20.0%
	毛利率	36.2%	38.7%	41.1%	41.4%	41.8%
香肠腊肉调味料	销售收入（百万元）	201	296	333	346	356
	增长率（YOY）	-5.14%	47.73%	12.20%	3.95%	2.90%
	毛利率	36.3%	53.6%	40.0%	40.0%	40.0%
鸡精	销售收入（百万元）	41.25	47.3375	52.59	49.46	43.63
	增长率（YOY）	15.58%	14.75%	11.10%	-5.95%	-11.80%
	毛利率	24.7%	35.8%	38.3%	37.7%	36.4%
香辣酱	销售收入（百万元）	45.60	37.1791	37.92	39.07	40.25
	增长率（YOY）	29.7%	-18.5%	2.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	23.2%	23.1%	26.8%	26.8%	26.8%
其他调味品	销售收入（百万元）	22	23	23	23	23
	增长率（YOY）	27.7%	5.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	15.0%	25.4%	20.0%	15.0%	15.0%
其他业务	销售收入（百万元）	1	3	3	3	3
	增长率（YOY）	-15.8%	141.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	28%	68%	30%	28%	28%
营业总收入（百万元）		2691	3149	3599	4122	4729
增长率（YOY）		32.8%	17.0%	14.3%	14.5%	14.7%
平均毛利率		34.2%	37.9%	39.7%	40.1%	40.5%
销售费用率		14.4%	15.4%	15.5%	15.0%	15.0%
管理费用率		5.6%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用率		1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
净利率		12.7%	14.5%	15.2%	15.8%	16.1%

资料来源：Wind，开源证券研究所

**投资建议：**首次覆盖给予“增持”评级。公司渠道端B端、C端并举，产品端积极布局川菜调料，同时布局不辣汤等新口味，寻找新的增长点。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为5.45亿元、6.52亿元、7.63亿元，分别同比+19.4%、+19.5%、+17.1%，EPS分别为0.51、0.61、0.72元，当前股价对应PE分别为22、19、16倍，横向对比，估值低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“增持”评级。

**表6: 可比公司估值对比**

证券简称	证券代码	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
海天味业	603288.SH	34.47	1.1	1.3	1.4	31	28	25
千禾味业	603027.SH	13.30	0.6	0.8	0.9	21	18	15
日辰股份	603755.SH	23.13	0.8	0.9	1.1	31	24	20
平均值	/	/	0.8	1.0	1.1	27	23	20
天味食品	603317.SH	11.41	0.5	0.6	0.7	22	19	16

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 收盘价为 2024 年 6 月 28 日收盘价, 各可比公司盈利预测选取 Wind 一致预期)

## 5、风险提示

**宏观经济下行。**消费力复苏不及预期, 宏观经济存在下行风险。

**行业竞争加剧。**若行业竞争加剧, 可能导致公司销量增长不及预期。

**原材料成本上升。**原材料成本的大幅波动可能会导致公司净利润增速不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3153	3394	3481	4067	4503
现金	450	467	509	1076	1457
应收票据及应收账款	17	20	22	26	29
其他应收款	14	13	18	17	24
预付账款	24	13	29	19	36
存货	147	159	180	206	234
其他流动资产	2502	2723	2723	2723	2723
<b>非流动资产</b>	1668	1879	1875	1896	1944
长期投资	398	311	235	158	81
固定资产	727	1042	1102	1180	1283
无形资产	46	50	49	48	46
其他非流动资产	497	476	491	510	534
<b>资产总计</b>	4822	5274	5357	5963	6447
<b>流动负债</b>	784	866	828	1052	1041
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	390	551	493	696	660
其他流动负债	394	315	335	356	381
<b>非流动负债</b>	13	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	6	6	6	6
<b>负债合计</b>	797	872	834	1057	1046
少数股东权益	5	74	76	79	84
股本	763	1065	1065	1065	1065
资本公积	1955	1697	1697	1697	1697
留存收益	1522	1736	1791	1857	1933
<b>归属母公司股东权益</b>	4020	4327	4446	4826	5316
<b>负债和股东权益</b>	4822	5274	5357	5963	6447

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	546	603	458	852	691
净利润	341	466	547	655	768
折旧摊销	48	65	65	73	82
财务费用	-18	-12	-11	-20	-33
投资损失	-54	-70	-60	-60	-60
营运资金变动	206	136	-83	205	-65
其他经营现金流	24	17	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1086	-336	-1	-33	-70
资本支出	223	99	73	97	125
长期投资	-917	-46	77	76	77
其他投资现金流	-1780	-282	148	140	131
<b>筹资活动现金流</b>	-56	-245	-415	-252	-240
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	9	302	0	0	0
资本公积增加	123	-257	0	0	0
其他筹资现金流	-187	-290	-415	-252	-240
<b>现金净增加额</b>	-595	22	42	567	381

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2691	3149	3599	4122	4729
营业成本	1770	1956	2170	2471	2816
营业税金及附加	22	29	36	41	47
营业费用	388	484	558	618	709
管理费用	150	198	234	268	307
研发费用	32	32	36	41	47
财务费用	-18	-12	-11	-20	-33
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
其他收益	6	7	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	54	70	60	60	60
资产处置收益	-0	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	406	534	642	768	901
营业外收入	2	3	10	10	10
营业外支出	4	2	8	8	8
<b>利润总额</b>	404	536	644	770	903
所得税	63	70	97	116	135
<b>净利润</b>	341	466	547	655	768
少数股东损益	-1	9	2	3	5
<b>归属母公司净利润</b>	342	457	545	652	763
EBITDA	439	587	694	819	947
EPS(元)	0.32	0.43	0.51	0.61	0.72

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	32.8	17.0	14.3	14.5	14.7
营业利润(%)	114.7	31.7	20.1	19.7	17.3
归属于母公司净利润(%)	85.1	33.7	19.4	19.5	17.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.2	37.9	39.7	40.1	40.5
净利率(%)	12.7	14.5	15.2	15.8	16.1
ROE(%)	8.5	10.6	12.1	13.3	14.2
ROIC(%)	8.2	10.5	12.0	13.1	13.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	16.5	16.5	15.6	17.7	16.2
净负债比率(%)	-11.1	-10.5	-11.2	-21.8	-26.9
流动比率	4.0	3.9	4.2	3.9	4.3
速动比率	3.8	3.6	3.8	3.5	3.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	174.8	171.5	171.5	171.5	171.5
应付账款周转率	5.6	4.2	4.2	4.2	4.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.43	0.51	0.61	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.57	0.43	0.80	0.65
每股净资产(最新摊薄)	3.77	4.06	4.17	4.53	4.99
<b>估值比率</b>					
P/E	35.6	26.6	22.3	18.6	15.9
P/B	3.0	2.8	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	21.0	15.6	13.1	10.5	8.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn