

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，以团餐为切入点带动复调增长，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

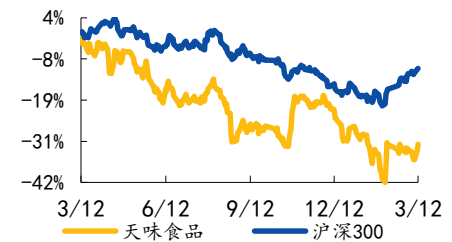
A股流通股(百万股): 1059.34

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%。	

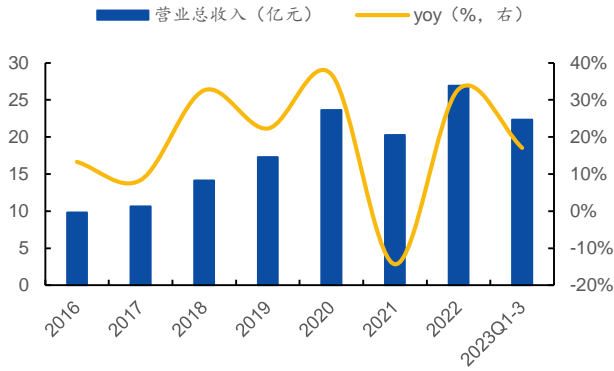
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

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。

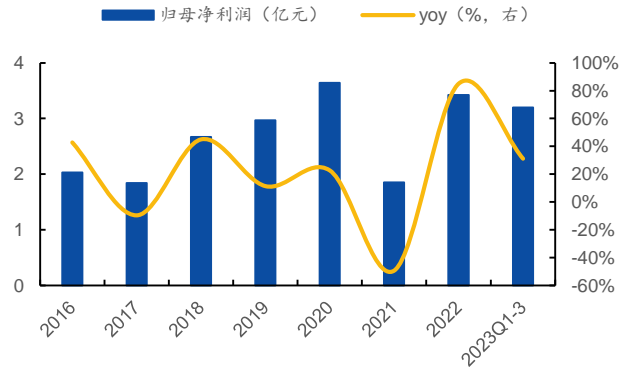
23 年全年预计归母净利润同增 31%左右。根据公司公告，经初步核算，23 年公司总营收为 31.49 亿元（+17.02%），归母净利润为 4.49 亿元（+31.26%）。

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

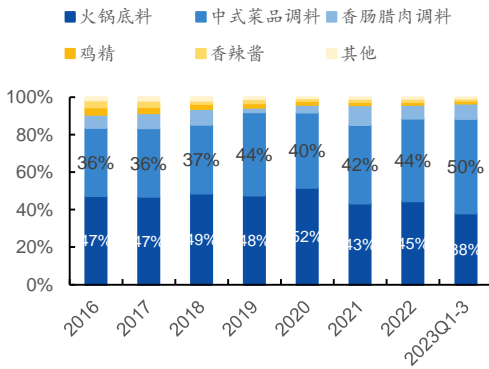
图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

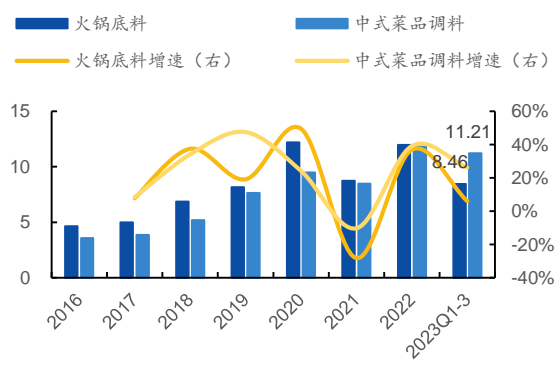
公司火锅调料稳健成长，中式餐品调料潜力大。公司产品以火锅底料、中式菜品调料为主，2022 年二者收入占主营业务收入比重合计为 88.49%。16-22 年，火锅底料为公司收入占比最高的产品品类，除 21 年受消费波动影响行业暂时承压外，整体保持稳健增长，16-22 年 CAGR 为 17.19%。公司中式菜品调料收入规模快速增长，23Q1-3 其收入占主营业务收入比重超过火锅底料，达到 50.34%。23Q1-3，公司火锅底料、中式菜品调料、香肠腊肉调料分别实现收入 8.46、11.21、1.83 亿元，同比分别增长 5.97%、26.20%、31.10%。

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%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/327112040144006052>