

2024 年天味食品研究报告：川调龙头产品长青_内延外拓渠道焕新

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厂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

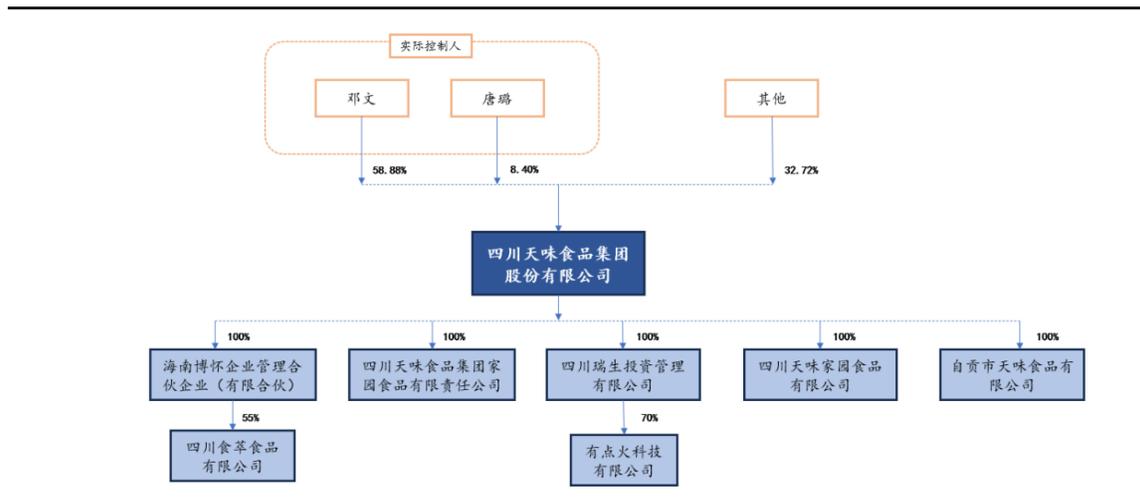
年双流第一生产基地和天味家园自动化生产基地陆续投产。全面扩张下 2011-2018 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 14%/16%，为公司上市奠定优秀基础。2019 至今管理精进期：2019 年公司 IPO 募资 5.56 亿元，2020 年 11 月定增募资 16.3 亿，均用于扩产和营销体系升级等，奠定长期发展基础。受益于，2020 年公司营收 /归母净利润分别增长 37%/23%，并启动好人家+大红袍的双品牌战略，明确了品牌建设思路。2021 年以来行业需求疲软、竞争格局恶化，公司积极深化渠道改革，强化渠道管理，23 年收购线上小 B 龙头食萃以强化小 B 端竞争力。2019-2023 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。

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%。

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)



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。

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。

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。

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：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：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 竞争加剧下公司业绩疲软，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。

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制作而成的调味品。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%。

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。

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%。

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。

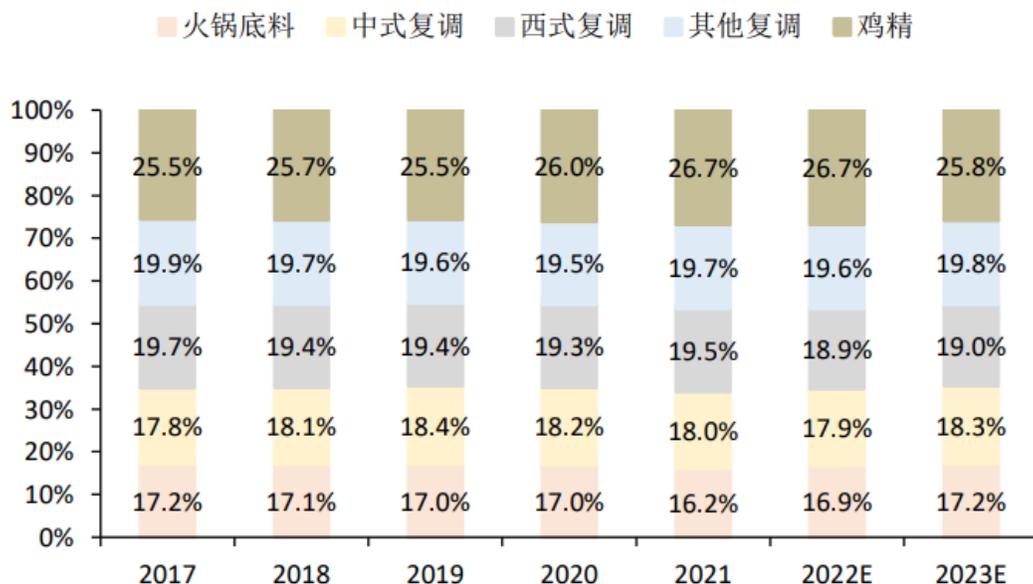
2) B2C 未来有望受益于居家健康快捷烹饪需求提升：22 年我国在家吃饭市场达到 56156 亿元，18-22 年市场规模 CAGR=14.7%，其中包含复调子类在内的在家吃饭餐食产品子赛道表现亮眼，18-22 年市场规模 CAGR=25.5%。相较于在家制作新鲜食材，在家餐食产品提供预处理的食材和调味品，可以在满足消费者居家健康烹饪需求的同时提升烹饪效率。而对于有子女的家庭来说，相比外卖，使用复调烹饪可以更好地保证原料的健康与安全，2023 年 4 月复调消费中有子女家庭占比达到 63%，是复调消费主力。未来随着复调品类拓展、可触达性提升，C 端复调需求有望持续提升。

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



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。

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。

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

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/268037015113006075>