

天味食品 (603317.SH)

2024 年收入同比增长 10%，股权激励目标达成

优于大市

核心观点

公司 2024 年收入同比增长 10%。天味食品发布 2024 年业绩快报，预计 2024 年营收 34.76 亿元，同比增长 10.41%，归母净利润 6.26 亿元，同比增长 36.99%，扣非归母净利润 5.67 亿元，同比增长 40.21%；其中 2024 年第四季度公司营收 11.12 亿元，同比增长 21.57%，归母净利润 1.93 亿元，同比增长 41.75%，扣非归母净利润 1.78 亿元，同比增长 45.06%。

旺季备货增加，春节动销节奏平稳。公司复合调味品于 2024 年第四季度进入下游消费旺季，经销商在旺季备货增加，下游春节动销较为顺利。2024 年第四季度公司收入同比增速较高，预计主要源于（1）2025 年春节时间较早，经销商备货节点提前，部分备货体现于 12 月；（2）前期中式菜品调料等新品传导销售效果较好；（3）线上渠道食萃继续保持较高收入增速。

多重因素叠加，盈利能力提升。2024 年公司扣非归母净利率同比提升 3.5pct 至 16.3%，其中 2024 年第四季度扣非归母净利率约 16.0%，盈利能力提高，主要源于（1）收入增长带来的规模效应；（2）主要原材料采购成本下降，毛利率提升。（3）营运管理效率提高，费用率下降。

协同布局逐渐完善，2024 年股权激励目标完成。2024 年 11 月底，公司成为复合调味品加味最大股东，有望继续对公司弱势渠道进行补足。2025 年预计公司产品端在培育全国大单品的基础上积极开发区域特色产品，丰富产品矩阵；渠道端利用食萃、外延并购为锚，继续完善渠道全方位布局。

风险提示：原材料成本价格大幅提升，行业竞争加剧，餐饮需求恢复不及预期等。

盈利预测与投资建议：考虑公司渠道布局进一步完善，下游餐饮消费逐渐修复，我们上调此前盈利预测。2024-2026 年公司实现营业总收入 34.8/38.4/41.6 亿元（前预测值为 33.9/37.4/40.5 亿元），同比 10.4%/10.5%/8.3%；2024-2026 年公司实现归母净利润 6.3/6.8/7.3 亿元（前预测值为 5.7/6.4/6.8 亿元），同比 37.0%/8.3%/7.7%；实现 EPS0.59/0.64/0.68 元；当前股价对应 PE 分别为 23.6/21.8/20.3 倍，维持优于大市评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,691	3,149	3,476	3,842	4,162
(+/-%)	32.8%	17.0%	10.4%	10.5%	8.3%
净利润(百万元)	342	457	626	678	730
(+/-%)	85.1%	33.7%	37.0%	8.3%	7.7%
每股收益(元)	0.45	0.43	0.59	0.64	0.68
EBIT Margin	12.2%	14.3%	19.0%	19.2%	19.2%
净资产收益率 (ROE)	8.5%	10.6%	13.1%	12.9%	12.7%
市盈率 (PE)	31.0	32.4	23.6	21.8	20.3
EV/EBITDA	30.2	30.4	20.0	17.9	16.4
市净率 (PB)	2.63	3.42	3.10	2.82	2.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

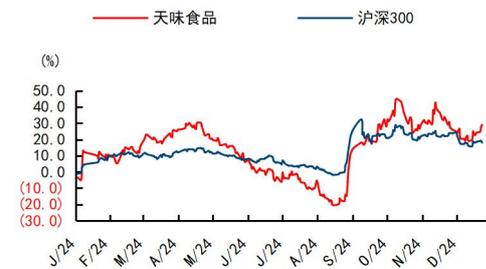
食品饮料·调味发酵品 II

证券分析师：张向伟 联系人：王新雨
021-60875135zhangxiangwei@guosen.com.cn wangxinyu8@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.87 元
总市值/流通市值	14773/14768 百万元
52 周最高价/最低价	15.78/8.50 元
近 3 个月日均成交额	130.72 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《天味食品 (603317.SH) - 第三季度收入同比增长 10.9%，渠道协同布局逐渐完善》——2024-10-29
- 《天味食品 (603317.SH) - 盈利能力持续改善，食萃增长动能充足》——2024-05-28
- 《天味食品 (603317.SH) - 盈利能力持续改善，回购彰显长期发展信心》——2023-10-31

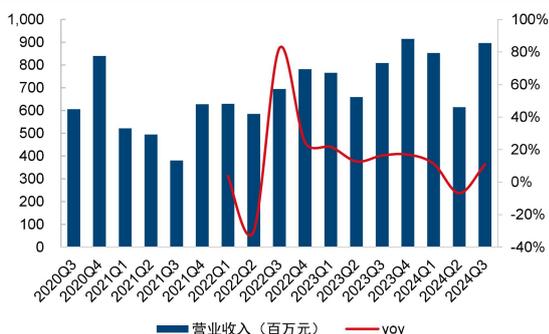
公司 2024 年收入同比增长 10%。天味食品发布 2024 年业绩快报，预计 2024 年营收 34.76 亿元，同比增长 10.41%，归母净利润 6.26 亿元，同比增长 36.99%，扣非归母净利润 5.67 亿元，同比增长 40.21%；其中 2024 年第四季度公司营收 11.12 亿元，同比增长 21.57%，归母净利润 1.93 亿元，同比增长 41.75%，扣非归母净利润 1.78 亿元，同比增长 45.06%。

旺季备货增加，春节动销节奏平稳。公司复合调味品于 2024 年第四季度进入下游消费旺季，经销商在旺季备货增加，下游春节动销较为顺利。2024 年第四季度公司收入同比增速较高，预计主要源于（1）2025 年春节时间较早，经销商备货节点提前，部分备货体现于 12 月；（2）前期中式菜品调料等新品传导销售效果较好；（3）线上渠道食萃继续保持较高收入增速。

多重因素叠加，盈利能力提升。2024 年公司扣非归母净利率同比提升 3.5pct 至 16.3%，其中 2024 年第四季度扣非归母净利率约 16.0%，盈利能力提高，主要源于（1）收入增长带来的规模效应；（2）主要原材料采购成本下降，毛利率提升。（3）营运管理效率提高，费用率下降。

协同布局逐渐完善，2024 年股权激励目标完成。2024 年 11 月底，公司成为复合调味品加点滋味最大股东，有望继续对公司弱势渠道进行补足。2025 年预计公司产品端在培育全国大单品的基础上积极开发区域特色产品，丰富产品矩阵；渠道端利用食萃、外延并购为锚，继续完善渠道全方位布局。

图1：单季度营业收入及增速



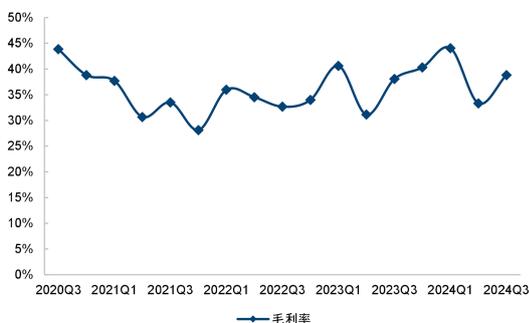
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季度归母净利润及增速



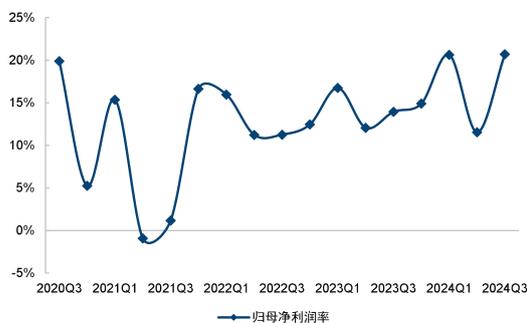
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：单季度毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：单季度归母净利润率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑公司渠道布局进一步完善，下游餐饮消费逐渐修复，我们上调此前盈利预测。2024-2026 年公司实现营业总收入 34.8/38.4/41.6 亿元（前预测值为 33.9/37.4/40.5 亿元），同比 10.4%/10.5%/8.3%；2024-2026 年公司实现归母净利润 6.3/6.8/7.3 亿元（前预测值为 5.7/6.4/6.8 亿元），同比 37.0%/8.3%/7.7%；实现 EPS0.59/0.64/0.68 元；当前股价对应 PE 分别为 23.6/21.8/20.3 倍，维持优于大市评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现在预测			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3388	3744	4054	3476	3842	4162	88	98	108
收入同比增速%	7.6%	10.5%	8.3%	10.4%	10.5%	8.3%	2.8%	0.0%	0.0%
毛利率%	38.3%	38.5%	38.5%	39.1%	39.2%	39.2%	0.8%	0.7%	0.7%
销售费用率%	13.2%	13.3%	13.3%	12.7%	12.8%	12.8%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
净利率%	16.9%	17.0%	16.9%	18.0%	17.6%	17.5%	1.1%	0.7%	0.7%
归母净利润（百万元）	572	635	683	626	678	730	54	43	47
归母净利润同比增速%	25.21%	10.98%	7.70%	36.99%	8.30%	7.67%	11.8%	-2.7%	0.0%
EPS（元）	0.54	0.60	0.64	0.59	0.64	0.68	0.05	0.04	0.04

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表（2025 年 1 月 22 日）

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				2024E	2025E	2024E	2025E		
603317.SH	天味食品	23.61	13.87	0.59	0.64	23.6	21.8	148	优于大市
603288.SH	海天味业	37.39	41.10	1.08	1.12	38.0	36.6	2,285	优于大市
600872.SH	中炬高新	4.83	21.86	1.08	0.98	20.3	22.4	171	优于大市
603027.SH	千禾味业	23.80	11.46	0.52	0.51	21.9	22.5	118	不适用

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，海天、中炬、千禾为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	450	467	472	506	481	营业收入	2691	3149	3476	3842	4162
应收款项	32	33	34	37	39	营业成本	1770	1956	2117	2335	2529
存货净额	147	159	167	184	199	营业税金及附加	22	29	32	35	38
其他流动资产	26	136	35	38	42	销售费用	388	484	442	492	533
流动资产合计	3153	3394	3309	3465	3660	管理费用	150	198	182	194	208
固定资产	1015	1072	1258	1425	1575	研发费用	32	32	45	50	54
无形资产及其他	46	50	48	46	44	财务费用	(18)	(12)	0	0	0
投资性房地产	210	447	447	447	447	投资收益	54	70	70	55	55
长期股权投资	398	311	531	751	971	资产减值及公允价值变动	1	1	0	0	0
资产总计	4822	5274	5592	6135	6697	其他收入	(28)	(30)	(17)	(21)	(26)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	406	534	757	820	883
应付款项	390	551	362	380	384	营业外净收支	(2)	1	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	394	315	372	409	442	利润总额	404	536	757	820	883
流动负债合计	784	866	734	789	826	所得税费用	63	70	114	123	132
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	9	18	19	21
其他长期负债	13	6	6	6	6	归属于母公司净利润	342	457	626	678	730
长期负债合计	13	6	6	6	6	现金流量表 (百万元)					
负债合计	797	872	740	795	831	净利润	342	457	626	678	730
少数股东权益	5	74	87	101	115	资产减值准备	(0)	(0)	0	0	0
股东权益	4020	4327	4765	5239	5750	折旧摊销	48	65	116	134	152
负债和股东权益总计	4822	5274	5592	6135	6697	公允价值变动损失	(1)	(1)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(18)	(12)	0	0	0
每股收益	0.45	0.43	0.59	0.64	0.68	营运资本变动	304	(286)	(41)	32	17
每股红利	0.05	0.23	0.18	0.19	0.21	其它	(1)	4	12	14	15
每股净资产	5.27	4.06	4.47	4.91	5.39	经营活动现金流	693	240	713	857	913
ROIC	18.78%	31.02%	37%	39%	39%	资本开支	0	(118)	(300)	(300)	(300)
ROE	8.50%	10.55%	13%	13%	13%	其它投资现金流	(900)	(100)	(0)	(100)	(200)
毛利率	34%	38%	39%	39%	39%	投资活动现金流	(1116)	(131)	(520)	(620)	(720)
EBIT Margin	12%	14%	19%	19%	19%	权益性融资	0	8	0	0	0
EBITDA Margin	14%	16%	22%	23%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	33%	17%	10%	11%	8%	支付股利、利息	(38)	(242)	(188)	(203)	(219)
净利润增长率	85%	34%	37%	8%	8%	其它融资现金流	(397)	385	0	0	0
资产负债率	17%	18%	15%	15%	14%	融资活动现金流	(472)	(92)	(188)	(203)	(219)
股息率	0.3%	1.6%	1.3%	1.4%	1.5%	现金净变动	(895)	17	6	34	(25)
P/E	31.0	32.4	23.6	21.8	20.3	货币资金的期初余额	1345	450	467	472	506
P/B	2.6	3.4	3.1	2.8	2.6	货币资金的期末余额	450	467	472	506	481
EV/EBITDA	30.2	30.4	20.0	17.9	16.4	企业自由现金流	0	54	335	492	549
						权益自由现金流	0	438	335	492	549

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032