

# 天味食品 (603317.SH)

买入 (上调评级)

公司点评  
证券研究报告

## 经营企稳，景气持续，Q1 符合预期

### 业绩简评

4月17日公司发布一季报，23Q1实现营收7.7亿元，同比+21.8%；实现归母净利润1.3亿元，同比+27.7%；扣非归母净利润1.2亿元，同比+21.6%，基本符合预期。

### 经营分析

**复调稳健增长，优商扶商持续推进。**1)分产品来看，公司强化复调大单品盈利能力，严控库存并提升终端动销，收入延续高增长，23Q1火锅调料/中式菜品调料收入分别为2.9/4.2亿元，同比+20.0%/20.3%。小龙虾提前铺市放量，推动中式复调占比提升至54.8%；2)分渠道来看，公司借助“优商扶商”模式重回良性增长，定制餐调仍在修复途中，经销商/定制餐调收入分别同比+19.5%/10.5%。23Q1新增经销商87家，单位经销商产出同比+17.2%；3)分地区来看，公司西南和华北地区竞争力增强，挤占部分中小品牌份额，23Q1收入分别同比+33.5%/43.1%。

**毛利率大幅提升，费用投放结构优化。**23Q1公司毛利率大幅提升至40.6%，同比+4.7%，主要系1)22年末提价部分产品，且促销费用持续收缩；2)成本端压力下行，牛油、花椒等环比回落。3)产品结构优化，高毛利的季节性单品占比提升。23Q1公司净利率为16.7%，同比+0.8%，净利率增幅较小主要系1)公司优化费用投放结构，将搭赠费用转移至分销方向，增加广告投放，23Q1销售费用率为14.8%，同比+1.8%；2)股权激励费用支出增加，致使23Q1管理费用率同比+2.5%。

**产品渠道共振，助力公司行稳致远。**产品方面，围绕大单品策略完善产品矩阵，因地制宜推广地域性风味，助力全国化扩张；渠道方面，继续推行优商扶商运营模式，赋能核心经销商以建立利益共同体，费效比提升贡献利润弹性。

### 盈利预测、估值与评级

预计公司23-25年归母净利润分别为4.4/5.5/6.6亿元，同比+28.9%/24.8%/20.6%，对应PE分别为40x/32x/27x，上调至“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.61元

相关报告：

- 1.《天味食品22年报点评：改革奏效，良性增长》，2023.3.1
- 2.《改革势能加速释放，业绩表现超预期-天味食品22Q3业绩点评》，2022.10.26
- 3.《复调龙头企稳修复，改革势能逐步释放-天味食品首次覆盖报告》，2022.9.24



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,026	2,691	3,295	3,871	4,525
营业收入增长率	-14.34%	32.84%	22.45%	17.50%	16.89%
归母净利润(百万元)	185	342	441	550	663
归母净利润增长率	-49.32%	85.11%	28.94%	24.82%	20.63%
摊薄每股收益(元)	0.245	0.448	0.413	0.516	0.622
每股经营性现金流净额	0.32	0.72	0.61	0.97	1.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.85%	8.50%	10.05%	11.41%	12.36%
P/E	109.53	61.37	40.20	32.21	26.70
P/B	5.31	5.22	4.04	3.67	3.30

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,365	2,026	2,691	3,295	3,871	4,525
增长率		-14.3%	32.8%	22.5%	17.5%	16.9%
主营业务成本	-1,383	-1,373	-1,770	-2,121	-2,454	-2,850
%销售收入	58.5%	67.8%	65.8%	64.4%	63.4%	63.0%
毛利	981	653	921	1,174	1,417	1,676
%销售收入	41.5%	32.2%	34.2%	35.6%	36.6%	37.0%
营业税金及附加	-19	-16	-22	-25	-29	-34
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-474	-394	-388	-471	-542	-634
%销售收入	20.1%	19.5%	14.4%	14.3%	14.0%	14.0%
管理费用	-102	-110	-150	-181	-209	-240
%销售收入	4.3%	5.4%	5.6%	5.5%	5.4%	5.3%
研发费用	-30	-26	-32	-40	-46	-54
%销售收入	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	355	106	328	457	591	714
%销售收入	15.0%	5.2%	12.2%	13.9%	15.3%	15.8%
财务费用	15	35	18	-1	-11	-3
%销售收入	-0.6%	-1.7%	-0.7%	0.0%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-8	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	35	38	54	30	30	30
%税前利润	8.2%	17.5%	13.4%	5.8%	4.6%	3.8%
营业利润	407	189	406	498	627	760
营业利润率	17.2%	9.3%	15.1%	15.1%	16.2%	16.8%
营业外收支	21	27	-2	20	20	20
税前利润	428	216	404	518	647	780
利润率	18.1%	10.7%	15.0%	15.7%	16.7%	17.2%
所得税	-64	-32	-63	-78	-97	-117
所得税率	14.9%	14.7%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	364	184	341	441	550	663
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	364	185	342	441	550	663
净利率	15.4%	9.1%	12.7%	13.4%	14.2%	14.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	364	184	341	441	550	663
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	35	45	52	60	72	83
非经营收益	-48	-24	-53	-35	-20	-24
营运资金变动	1	35	206	1	139	134
经营活动现金净流	353	240	546	467	741	856
资本开支	-198	-316	-221	-176	-345	-185
投资	290	-1,131	-917	-225	-220	-220
其他	37	-271	52	30	30	30
投资活动现金净流	129	-1,718	-1,086	-371	-535	-375
股权募资	1,683	0	105	0	0	0
债权募资	0	0	0	460	17	-179
其他	-117	-209	-161	-91	-145	-140
筹资活动现金净流	1,566	-209	-56	369	-128	-319
现金净流量	2,047	-1,687	-595	464	78	162

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,729	1,345	450	914	992	1,154
应收款项	24	32	32	39	45	48
存货	243	108	147	151	175	203
其他流动资产	683	1,614	2,526	2,729	2,929	3,136
流动资产	3,678	3,098	3,153	3,833	4,140	4,541
%总资产	85.7%	73.2%	65.4%	67.7%	65.9%	66.5%
长期投资	0	182	498	523	543	563
固定资产	508	711	1,015	1,207	1,387	1,556
%总资产	11.8%	16.8%	21.0%	21.3%	22.1%	22.8%
无形资产	45	45	46	48	51	54
非流动资产	612	1,132	1,668	1,830	2,143	2,286
%总资产	14.3%	26.8%	34.6%	32.3%	34.1%	33.5%
资产总计	4,290	4,230	4,822	5,663	6,284	6,826
短期借款	0	0	0	459	477	298
应付款项	431	279	517	564	682	800
其他流动负债	118	129	267	232	276	322
流动负债	549	409	784	1,255	1,434	1,420
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	18	13	18	25	32
负债	560	426	797	1,273	1,459	1,453
普通股股东权益	3,730	3,804	4,020	4,384	4,820	5,369
其中：股本	630	754	763	763	763	763
未分配利润	1,025	1,008	1,269	1,634	2,069	2,618
少数股东权益	0	0	5	5	5	5
负债股东权益合计	4,290	4,230	4,822	5,663	6,284	6,826

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.578	0.245	0.448	0.413	0.516	0.622
每股净资产	5.916	5.044	5.268	4.111	4.520	5.035
每股经营现金净流	0.560	0.319	0.716	0.612	0.971	1.121
每股股利	0.280	0.250	0.050	0.100	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	9.77%	4.85%	8.50%	10.05%	11.41%	12.36%
总资产收益率	8.49%	4.36%	7.09%	7.78%	8.75%	9.72%
投入资本收益率	8.10%	2.38%	6.88%	8.01%	9.47%	10.70%
增长率						
主营业务收入增长率	36.9%	-14.3%	32.8%	22.5%	17.5%	16.9%
EBIT 增长率	19.1%	-70.1%	209.2%	39.1%	29.2%	20.9%
净利润增长率	22.7%	-49.3%	85.1%	28.9%	24.8%	20.6%
总资产增长率	100.3%	-1.4%	14.0%	17.4%	11.0%	8.6%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	2.2	2.1	2.1	2.0	1.9
存货周转天数	45.0	46.6	26.3	26.0	26.0	26.0
应付账款周转天数	49.2	66.5	65.2	66.0	70.0	71.0
固定资产周转天数	66.7	79.8	98.6	96.3	89.5	82.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-90.6%	-77.4%	-73.3%	-71.9%	-70.8%	-73.6%
EBIT 利息保障倍数	-23.3	-3.1	-18.0	350.7	52.5	205.8
资产负债率	13.06%	10.08%	16.53%	22.49%	23.22%	21.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402