收入维持高增，盈利能力稳定

——2023 年一季报点评

天味食品(603317)

谨慎推荐(维持)

核心观点：

事件：4 月 17 日，公司发布 2023 年一季报。

23Q1 收入维持高增，区域与渠道结构优化。23Q1 年营收为 7.7 亿元，同比+21.5%。**总体看，**公司 23Q1 延续高增趋势，预计得益于渠道优化红利叠加 C 端动销保持良好增长。**分产品看，**23Q1 火锅调料/中式复调/冬调/鸡精/香辣酱收入分别同比+20%/+20.3%/+404.2%/-18.2%/-18.7%，冬调高增主要系年初猪价下跌较多叠加低温天气。**分区域看，**23Q1 西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南收入分别同比+33.5%/+19.5%/+15.5%/-14.8%/+43.1%/+23.9%/+15.1%，核心西南市场高增预计得益于小龙虾调料的提前铺市以及冬调动销旺盛，华北等成长性市场占比逐渐提升。**渠道端，**23Q1 末经销商为 3501 家，环比增加 87 家，延续 22Q4 的增长趋势，反映公司经销商体系优化工作逐渐取得效果；23Q1 经销/定制餐调/电商收入分别同比+19.5%/10.5%/96.6%，B 端业务仍处于稳步复苏过程中，电商受益于渠道变革与公司战略倾斜实现高增，预计未来占比有望延续提升趋势。

23Q1 费用结构性调整，盈利能力维持稳定。23Q1 年归母净利率为 16.7%，同比+0.8pcts，剔除理财与长投等非经常性损益扰动后同比持平。**总体看，**公司实际盈利能力稳定，变化主要体现在费用的结构性迁移，背后反映出公司由促销拉动动销进化为渠道优化与品牌红利驱动增长。**毛利率：**23Q1 毛利率为 40.6%，同比+4.7pcts，主要得益于折扣力度减小以及 22 年底部分产品提价。**费用率：**23Q1 销售费用率为 14.8%，同比+1.8pcts，主要系 23 年侧重扶商导致人力成本和市场费用略有增加；23Q1 管理费用率 7%，同比+2.4pcts，主要系人力成本增加所致。

渠道结构优化叠加新品，23 年景气周期有望延续。1）考虑到新增企业数量与现有企业产能扩张进度，预计竞争延续阶段性趋缓；2）经销商优化红利持续释放；3）渠道结构优化，一方面加快小 B 端扩张与签约团餐客户短期贡献收入，另一方面积极布局新零售渠道；4）底料、酸菜鱼等核心单品通过产品矩阵优化延长产品生命周期，小龙虾调料、钵钵鸡等潜力单品延续高增。综上所述，我们认为 22H2 公司已步入新一轮景气周期的复苏期，业绩修复是主旋律，而 2023 年随着 B 端与 C 端共振，有望推动公司基本面步入景气周期的繁荣期。

投资建议：维持此前盈利预测，预计 2023~2025 年归母净利润为 4.4/5.3/6.3 亿元，同比+28.3%/20.8%/19.5%，EPS 为 0.57/0.69/0.83 元，对应 PE 为 40/33/28X，剔除股权激励费用后 2023-2024 年归母净利润为 4.7/5.4 亿元，对应 PE 为 38/33X，公司 23 年 PE 略低于调味品行业均值 41X，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：终端动销不及预期，费用投放力度超预期，食品安全问题等。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2690.71	3269.21	3932.86	4648.64
增长率	32.84%	21.50%	20.30%	18.20%
归母净利润（百万元）	341.70	438.43	529.48	632.69
增长率	85.11%	28.31%	20.77%	19.49%
摊薄 EPS(元)	0.32	0.41	0.50	0.59
PE	85.76	40.40	33.45	28.00

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师

刘光意

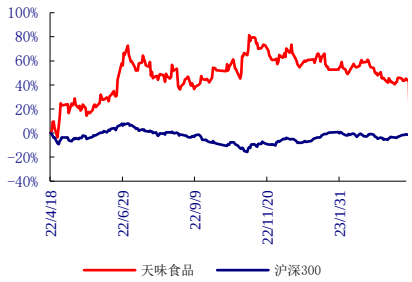
☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

市场数据	2023-04-17
A 股收盘价(元)	16.61
股票代码	603317
A 股一年内最高价(元)	31.01
A 股一年内最低价(元)	16.06
上证指数	3,382.49
市盈率	42.8
总股本（万股）	106,639
实际流通 A 股（万股）	105,363
流通 A 股市值(亿元)	180

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】天味食品 2022 年报点评：景气有望延续，关注 B 端扩张

【银河食饮】天味食品 2022 年业绩预告点评：全年顺利收官，景气有望延续

【银河食饮】天味食品系列报告（二）：步入新景气周期，业绩加速修复

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2690.71	3269.21	3932.86	4648.64
营业成本	1769.94	2144.60	2572.09	3035.56
营业税金及附加	22.36	29.10	35.00	41.37
营业费用	387.94	493.65	593.86	715.89
管理费用	150.05	163.46	196.64	209.19
财务费用	-18.20	-13.61	-15.15	-19.10
资产减值损失	-0.78	-0.58	0.34	-0.08
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	54.30	55.58	66.86	79.03
营业利润	405.82	482.66	588.20	708.78
营业外收入	1.57	27.00	27.00	27.00
营业外支出	3.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	403.80	509.66	615.20	735.78
所得税	63.19	71.86	86.74	104.48
净利润	340.61	437.80	528.46	631.30
少数股东损益	-1.09	-0.64	-1.03	-1.39
归属母公司净利润	341.70	438.43	529.48	632.69
EBITDA	379.06	475.33	535.60	643.84
EPS（元）	0.32	0.41	0.50	0.59

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	546.14	355.43	495.63	702.35
净利润	340.61	437.80	528.46	631.30
折旧摊销	50.62	76.16	47.53	55.32
财务费用	0.05	0.00	0.00	0.00
投资损失	-54.30	-55.58	-66.86	-79.03
营运资金变动	206.07	-76.68	13.50	121.41
其它	3.11	-26.26	-26.99	-26.65
投资活动现金流	-1085.79	-347.78	-240.72	-264.59
资本支出	-221.30	-403.36	-307.58	-343.62
长期投资	-916.81	0.00	0.00	0.00
其他	52.32	55.58	66.86	79.03
筹资活动现金流	-55.66	7.07	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-55.66	7.07	0.00	0.00
现金净增加额	-595.30	14.72	254.91	437.76

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3153.44	3264.73	3531.32	4037.41
现金	449.54	464.26	719.17	1156.94
应收账款	17.15	19.43	24.98	28.93
其它应收款	14.36	21.42	27.39	29.21
预付账款	23.70	22.45	25.23	34.06
存货	146.61	235.09	232.48	286.19
其他	2502.08	2502.08	2502.08	2502.08
非流动资产	1668.29	2021.75	2308.79	2623.74
长期投资	397.95	397.95	397.95	397.95
固定资产	727.03	969.37	1148.45	1383.69
无形资产	45.83	61.10	66.57	73.77
其他	497.48	593.32	695.82	768.32
资产总计	4821.73	5286.48	5840.11	6661.15
流动负债	784.00	803.89	829.07	1018.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	390.33	410.99	380.53	440.78
其他	393.67	392.90	448.54	578.02
非流动负债	12.93	12.93	12.93	12.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	12.93	12.93	12.93	12.93
负债合计	796.93	816.82	841.99	1031.73
少数股东权益	4.69	4.06	3.03	1.64
归母股东权益	4020.11	4465.61	4995.09	5627.79
负债和股东权益	4821.73	5286.48	5840.11	6661.15

主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	32.84%	21.50%	20.30%	18.20%
营业利润	114.66%	18.93%	21.87%	20.50%
归属母公司净利润	85.11%	28.31%	20.77%	19.49%
毛利率	34.22%	34.40%	34.60%	34.70%
净利率	12.70%	13.41%	13.46%	13.61%
ROE	8.50%	9.82%	10.60%	11.24%
ROIC	6.88%	7.67%	8.39%	8.97%
资产负债率	16.53%	15.45%	14.42%	15.49%
每股收益	0.32	0.41	0.50	0.59
每股经营现金	0.51	0.33	0.46	0.66
每股净资产	3.77	4.19	4.68	5.28
P/E	85.76	40.40	33.45	28.00
P/B	7.29	3.97	3.55	3.15
EV/EBITDA	54.13	25.93	22.54	18.07
PS	4.71	3.91	3.25	2.75

数据来源：公司数据　中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

刘光意：经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、休闲食品等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

本人诺勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn