



# 天味食品 (603317.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 定制餐调发力，业绩稳健增长

### 业绩简评

8月21日公司发布23年半年报，23H1实现营收14.26亿元，同比+17.4%；实现归母净利润2.08亿元，同比+25.1%；扣非归母净利润1.78亿元，同比+21.8%。其中，23Q2实现营收6.59亿元，同比+12.7%；实现归母净利润0.80亿元，同比+21.0%；扣非归母净利润0.59亿元，同比+22.0%。

### 经营分析

**定制餐调表现亮眼，渠道结构趋于多元化。**1) 23Q2 火锅调料/中式菜品调料实现营收2.56/3.75亿元，同比+7.6%/21.6%。中式菜品调料增速较快系今年提前铺市龙虾料，Q2步入旺季后终端补货需求增加，且部分团餐、小B客户对酸菜鱼等大单品需求增加。2) 23Q2 经销商/定制餐调实现营收4.79/0.82亿元，同比+0.7%/44.2%。定制餐调受益于餐饮场景放开，小B需求回暖实现快速增长。经销渠道增速放缓系去年同期C端囤货具备高基数。23Q2 电商营收同比+124.9%，系强化社区团购、O2O渠道覆盖度。3) 23Q2 西南/华中地区营收同比+18.6%/19.7%，其中西南大本营占比环比下降2.7pct，销售全国化持续推进。

**毛利率受客户结构扰动，但综合毛销差优化，净利率提升。**1) 23Q2 毛利率31.1%，同比-3.4pct，同比和环比均有下降系客户和产品结构变化，低毛利的小B客户销售占比提升，且部分中式菜品毛利率低于火锅底料。2) 23Q2 销售/管理费用率同比-6.6pct/+2.5pct，销售费率下降主要系结构调整，减少促销搭赠，用于建设市场终端。管理费率增长主要受股权激励费用摊销影响。3) 23Q2 净利率为12.1%，同比+0.9pct，盈利能力逐步改善。

**我们看好公司作为复合调味品龙头，继续享受行业扩容红利。**产品端，公司坚持大单品策略，以风味逻辑、人群逻辑、场景逻辑、食材逻辑为主线，加大区域性特色产品开发，以此加快全国化进度。渠道端，经销渠道稳扎稳打，坚持落实“优商扶商”分级运营策略，有效提升运营质量和效率。未来定制餐调、新零售渠道占比仍会提升，逐步补齐短板，实现多元渠道布局。

### 盈利预测、估值与评级

预计23-25年公司归母净利润分别为4.3/5.4/6.5亿元，分别同比+26%/24%/21%，对应PE分别为36x/28x/23x，维持“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)：14.05 元

### 相关报告：

- 《天味食品公司点评：经营企稳，景气持续，Q1符合预期》，2023.4.17
- 《天味食品22年报点评：改革奏效，良性增长》，2023.3.1
- 《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



### 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	3,213	3,775	4,411
营业收入增长率	-14.34%	32.84%	19.41%	17.49%	16.86%
归母净利润(百万元)	185	342	431	536	649
归母净利润增长率	-49.32%	85.11%	26.16%	24.30%	21.02%
摊薄每股收益(元)	0.245	0.448	0.405	0.503	0.609
每股经营性现金流净额	0.32	0.72	0.41	0.68	0.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.85%	8.50%	9.84%	11.26%	12.36%
P/E	109.53	61.37	36.11	27.94	23.09
P/B	5.31	5.22	3.55	3.15	2.85

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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,365</b>	<b>2,026</b>	<b>2,691</b>	<b>3,213</b>	<b>3,775</b>	<b>4,411</b>
增长率		-14.3%	32.8%	19.4%	17.5%	16.9%
主营业务成本	-1,383	-1,373	-1,770	-2,129	-2,486	-2,886
%销售收入	58.5%	67.8%	65.8%	66.2%	65.8%	65.4%
毛利	981	653	921	1,084	1,289	1,526
%销售收入	41.5%	32.2%	34.2%	33.8%	34.2%	34.6%
营业税金及附加	-19	-16	-22	-24	-28	-33
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-474	-394	-388	-398	-453	-529
%销售收入	20.1%	19.5%	14.4%	12.4%	12.0%	12.0%
管理费用	-102	-110	-150	-177	-189	-212
%销售收入	4.3%	5.4%	5.6%	5.5%	5.0%	4.8%
研发费用	-30	-26	-32	-39	-45	-53
%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	447	574	698
%销售收入	15.0%	5.2%	12.2%	13.9%	15.2%	15.8%
财务费用	15	35	18	-2	-11	-5
%销售收入	-0.6%	-1.7%	-0.7%	0.1%	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%	5.9%	4.8%	3.9%
营业利润	407	189	406	487	610	743
营业利润率	17.2%	9.3%	15.1%	15.2%	16.2%	16.8%
营业外收支	21	27	-2	20	20	20
税前利润	428	216	404	507	630	763
利润率	18.1%	10.7%	15.0%	15.8%	16.7%	17.3%
所得税	-64	-32	-63	-76	-95	-114
所得税率	14.9%	14.7%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	364	184	341	431	536	649
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>364</b>	<b>185</b>	<b>342</b>	<b>431</b>	<b>536</b>	<b>649</b>
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	431	536	649
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	-38	-20	-23
营运资金变动	1	35	206	-20	138	132
<b>经营活动现金净流</b>	<b>353</b>	<b>240</b>	<b>546</b>	<b>433</b>	<b>726</b>	<b>840</b>
资本开支	-198	-316	-221	-191	-235	-235
投资	290	-1,131	-917	-225	-220	-220
其他	37	-271	52	30	30	30
<b>投资活动现金净流</b>	<b>129</b>	<b>-1,718</b>	<b>-1,086</b>	<b>-386</b>	<b>-425</b>	<b>-425</b>
股权募资	1,683	0	105	38	0	0
债权募资	0	0	0	478	-35	-72
其他	-117	-209	-161	-122	-190	-187
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,566</b>	<b>-209</b>	<b>-56</b>	<b>394</b>	<b>-225</b>	<b>-259</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2,047</b>	<b>-1,687</b>	<b>-595</b>	<b>441</b>	<b>77</b>	<b>156</b>

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	890	967	1,123
应收款项	24	32	32	38	43	47
存货	243	108	147	152	177	206
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	3,809	4,117	4,512
%总资产	85.7%	73.2%	65.4%	67.3%	66.7%	66.8%
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%	22.5%	23.0%
无形资产	45	45	46	48	51	54
非流动资产	612	1,132	1,668	1,849	2,052	2,244
%总资产	14.3%	26.8%	34.6%	32.7%	33.3%	33.2%
<b>资产总计</b>	<b>4,290</b>	<b>4,230</b>	<b>4,822</b>	<b>5,658</b>	<b>6,169</b>	<b>6,756</b>
短期借款	0	0	0	477	443	371
应付款项	431	279	517	560	683	801
其他流动负债	118	129	267	214	255	300
流动负债	549	409	784	1,252	1,380	1,471
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	18	13	19	25	33
负债	560	426	797	1,271	1,406	1,504
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,730</b>	<b>3,804</b>	<b>4,020</b>	<b>4,382</b>	<b>4,758</b>	<b>5,247</b>
其中：股本	630	754	763	1,066	1,066	1,066
未分配利润	1,025	1,008	1,269	1,594	1,970	2,459
少数股东权益	0	0	5	5	5	5
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,290</b>	<b>4,230</b>	<b>4,822</b>	<b>5,658</b>	<b>6,169</b>	<b>6,756</b>

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.578	0.245	0.448	0.405	0.503	0.609
每股净资产	5.916	5.044	5.268	4.113	4.466	4.924
每股经营现金净流	0.560	0.319	0.716	0.406	0.682	0.789
每股股利	0.280	0.250	0.050	0.100	0.150	0.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.77%	4.85%	8.50%	9.84%	11.26%	12.36%
总资产收益率	8.49%	4.36%	7.09%	7.62%	8.69%	9.60%
投入资本收益率	8.10%	2.38%	6.88%	7.80%	9.37%	10.56%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	36.9%	-14.3%	32.8%	19.4%	17.5%	16.9%
EBIT增长率	19.1%	-70.1%	209.2%	36.0%	28.5%	21.7%
净利润增长率	22.7%	-49.3%	85.1%	26.2%	24.3%	21.0%
总资产增长率	100.3%	-1.4%	14.0%	17.3%	9.0%	9.5%
<b>资产管理能力</b>						
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	98.7	91.8	84.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-90.6%	-77.4%	-73.3%	-71.0%	-71.9%	-73.4%
EBIT利息保障倍数	-23.3	-3.1	-18.0	209.1	51.1	131.4
资产负债率	13.06%	10.08%	16.53%	22.46%	22.78%	22.26%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-24	增持	24.30	28.88~28.88
2	2022-10-26	增持	25.47	N/A
3	2023-03-01	增持	27.52	N/A
4	2023-04-17	买入	16.06	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究