

调味品

天味食品（603317.SH）

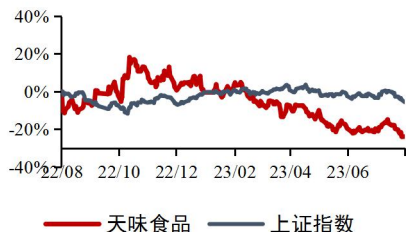
买入-B(维持)

大单品稳健&amp;定制餐调发力，助力 23H1 业绩良性增长

2023 年 8 月 22 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➢ **事件：**公司发布 2023 年半年报，23H1 公司实现营业收入 14.26 亿元，同比增长 17.4%；归母净利润 2.08 亿元，同比增长 25.09%；其中 23Q2 实现营业收入 6.59 亿元，同比增长 12.7%；归母净利润 0.80 亿元，同比增长 21.03%，业绩符合预期。

事件点评

➢ **23H1 收入符合预期，延续良性增长。**分品类来看，2023H1 公司火锅底料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱分别实现营收 5.46/7.95/0.28/0.27/0.18 亿元，同比+13.8%/+20.9%/+264.1%/-21.3%/-23.4%。其中 23Q2 火锅底料/中式菜品调料分别实现营收 2.56/3.75 亿元，同比+7.6%/+21.6%，火锅底料上半年为淡季，整体保持自然增长。分渠道来看，23H1 公司经销商/定制餐调/电商渠道分别实现营收 11.04/1.39/1.43 亿元，同比+10.5%/+28.1%/+111.0%；其中 23Q2 经销商/定制餐调/电商渠道分别实现营收 4.79/0.82/0.78 亿元，同比+0.7%/+44.2%/+124.9%，公司继续优商扶商策略，对尾部部分经销商进行优化；定制餐调渠道表现较优主要源于食萃食品并表。今年二季度以来，尤其是 5-6 月虽然餐饮略显乏力，公司在 C 端延续大单品战略，同时夏季积极迎接烧烤热潮，推动大商进货及铺市，在大单品稳健增长前提下，新品（烧烤料、烤鱼料等）同时放量增长，助力上半年实现稳健良性增长。

➢ **费用投放更为精简，盈利能力稳步提升。**公司 23H1/23Q2 毛利率为 36.23%/31.13%，同比+0.97/-3.38pct。Q2 毛利率同比下降主要系：1) 定制餐调收入比重有所提高；2) 在餐饮略显乏力下，渠道折扣力度有所增加。23H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 13.3%/7.0%/-0.5%，同比-2.2/+2.5/+0.5pct，今年以来公司费用投放更为精准合理，综合之下 23H1/23Q2 公司净利率为 14.6%/12.1%，同比+0.9/+0.8pct。经过之前行业激励竞争后，公司在市场费用投放上将更为精简，盈利能力稳步提升。

➢ **产品&渠道不断完善，年度目标有望达成。**今年以来公司在产品&渠道不断完善，包括持续推进大单品战略，丰富地方风味调味料等新品类；积极发展小 B 端业务，定制餐调聚焦大 B 端业务等。同时公司也在积极布局团餐及预制菜业务，发展第二增长曲线。虽然二季度收入环比有所放缓，伴随进入下半年火锅旺季，公司通过持续新品及营销推广，23 年年度目标仍有望顺利达成。

市场数据：2023 年 8 月 21 日

收盘价（元）：	14.05
年内最高/最低（元）：	31.50/13.92
流通 A 股/总股本（亿）：	10.58/10.66
流通 A 股市值（亿）：	148.65
总市值（亿）：	149.71

基础数据：2023 年 6 月 30 日

基本每股收益：	0.20
摊薄每股收益：	0.20
每股净资产（元）：	3.86
净资产收益率：	5.04

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



### 投资建议

➤ 我们看好公司在复调行业扩大市场份额，营收稳定增长的中长期发展潜力。预计公司 2023-2025 年公司营业收入分别为 32.83/39.30/45.85 亿元，同比增长 22.0%/19.7%/16.7%。归母净利润分别为 4.30/5.31/6.53 亿元，同比增长 25.7%/23.5%/22.9%。对应 EPS 分别为 0.40\0.50\0.61 元，对应当前股价，PE 分别为 35\28\23 倍，维持“买入-B”评级。

### 风险提示

➤ 行业竞争加剧；原材料成本上升超预期；食品安全问题等。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,026	2,691	3,283	3,930	4,585
YoY(%)	-14.3	32.8	22.0	19.7	16.7
净利润(百万元)	185	342	430	531	653
YoY(%)	-49.3	85.1	25.7	23.5	22.9
毛利率(%)	32.2	34.2	35.0	35.7	36.3
EPS(摊薄/元)	0.17	0.32	0.40	0.50	0.61
ROE(%)	4.8	8.5	10.1	11.7	13.2
P/E(倍)	81.1	43.8	34.8	28.2	22.9
P/B(倍)	3.9	3.7	3.6	3.3	3.0
净利率(%)	9.1	12.7	13.1	13.5	14.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3098	3153	2920	3207	3178
现金	1345	450	196	424	376
应收票据及应收账款	14	17	20	25	28
预付账款	8	24	15	31	22
存货	108	147	161	203	217
其他流动资产	1624	2516	2527	2524	2535
<b>非流动资产</b>	1132	1668	2002	2345	2688
长期投资	182	398	613	828	1042
固定资产	443	727	879	1024	1161
无形资产	45	46	45	44	44
其他非流动资产	463	497	466	448	442
<b>资产总计</b>	4230	4822	4922	5551	5866
<b>流动负债</b>	409	784	673	1012	901
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	242	390	373	530	513
其他流动负债	167	394	300	482	388
<b>非流动负债</b>	18	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	13	13	13	13
<b>负债合计</b>	426	797	686	1025	914
少数股东权益	0	5	4	4	2
股本	754	763	1066	1066	1066
资本公积	1832	1955	1678	1678	1678
留存收益	1218	1522	1823	2194	2650
归属母公司股东权益	3804	4020	4206	4497	4924
<b>负债和股东权益</b>	4230	4822	4922	5551	5866

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	240	546	293	812	529
净利润	184	341	429	530	651
折旧摊销	35	48	49	60	72
财务费用	-35	-18	-15	-16	-20
投资损失	-38	-54	-39	-41	-43
营运资金变动	35	206	-130	279	-131
其他经营现金流	59	24	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1718	-1086	-344	-361	-372
<b>筹资活动现金流</b>	-209	-56	-203	-224	-205
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.32	0.40	0.50	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.51	0.28	0.76	0.50
每股净资产(最新摊薄)	3.57	3.77	3.95	4.22	4.62

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2026	2691	3283	3930	4585
营业成本	1373	1770	2135	2527	2919
营业税金及附加	16	22	26	31	36
营业费用	394	388	470	562	656
管理费用	110	150	178	213	229
研发费用	26	32	39	47	54
财务费用	-35	-18	-15	-16	-20
资产减值损失	-2	-1	-2	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	38	54	39	41	43
<b>营业利润</b>	189	406	488	606	752
营业外收入	30	2	19	20	17
营业外支出	2	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	216	404	503	621	766
所得税	32	63	74	91	114
<b>税后利润</b>	184	341	429	530	651
少数股东损益	-0	-1	-0	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	185	342	430	531	653
EBITDA	210	439	542	672	826

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-14.3	32.8	22.0	19.7	16.7
营业利润(%)	-53.5	114.7	20.3	24.1	24.1
归属于母公司净利润(%)	-49.3	85.1	25.7	23.5	22.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.2	34.2	35.0	35.7	36.3
净利率(%)	9.1	12.7	13.1	13.5	14.2
ROE(%)	4.8	8.5	10.1	11.7	13.2
ROIC(%)	3.9	8.2	10.0	11.6	13.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	10.1	16.5	13.9	18.5	15.6
流动比率	7.6	4.0	4.3	3.2	3.5
速动比率	7.3	3.8	4.1	2.9	3.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	163.2	174.8	174.8	174.8	174.8
应付账款周转率	5.5	5.6	5.6	5.6	5.6
<b>估值比率</b>					
P/E	81.1	43.8	34.8	28.2	22.9
P/B	3.9	3.7	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	57.2	27.4	22.6	17.9	14.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

