

淡季稳健增长，期待旺季改善

——2023年半年报点评

天味食品(603317)

谨慎推荐 (维持)

核心观点:

- **事件:** 8月21日,公司发布2023年半年度报告,23H1实现收入14.3亿元(同比+17.4%,下同);归母净利润2.1亿元(+25.1%);折合23Q2实现收入6.6亿元(+12.7%);归母净利0.8亿元(+21.0%)。
- **大B渠道显著改善,23Q2收入稳健增长。**总体看,23Q2收入端增速环比略有放缓,预计主要系火锅调料淡季与发货节奏影响所致,但整体仍实现稳健增长,主要得益于公司抢抓B端需求复苏窗口期以及渠道持续精耕。**分产品**,23Q2火锅调料/中式复调/冬调/鸡精/香辣酱收入分别同比+7.6%/+21.6%/-95.7%/-25%/-26.5%,火锅调料、冬调主要受宏观复苏节奏与消费淡季影响,中式复调高增得益于B端需求复苏叠加食萃食品并表。**分区域**,23Q2西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南收入分别同比+18.6%/+19.7%/+13.2%/+4.6%/+9%/-6.5%/+3.8%,西南、华中等优势市场高增,预计得益于公司品牌力突出叠加B端渠道复苏。**分渠道**,23Q2经销/定制餐调/电商收入分别同比+0.7%/52.1%/111.9%,B端业务处于快速复苏过程中,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。**经销商**,23Q2末经销商为3305家,环比减少196家,主要集中在西南、华东与华北,短期波动主要系经销商体系仍在持续优化。
- **淡季费用投放力度减小,23Q2盈利能力略有改善。**归母净利率,23H1/23Q2分别为14.6%/12.1%,同比+0.9/0.8pcts,盈利能力略有改善,主要归因于包材与油脂价格下降,叠加公司淡季缩减费用投放力度。具体拆分,毛利率:23H1/23Q2分别为36.2%/31.1%,同比+1.0/-3.4pcts,二季度下滑主要系毛利率偏低的B端业务占比增加所致,实际上部分产品提价以及油脂、包材类价格降低有利于C端盈利改善。**销售费用率**:23H1/23Q2分别为13.3%/11.4%,同比-2.2/-6.6pcts,一方面系部分搭赠费用冲减收入,另一方面系宏观弱复苏+淡季的背景下公司有效控制费用投放节奏,实际上销售人员薪酬仍在持续增加。**管理费用率**:23H1/23Q2分别为7.0%/8.2%,同比+2.5/2.5pcts,主要系股权激励费用摊销所致。
- **新品上市+猪价催化冬调动销,23H2旺季收入端有望改善。**短期看,23H2收入端或环比改善,主要得益于步入火锅调料消费旺季,公司改良后的非辣产品有望实现良好增长,此外22H2猪价高位致冬调低基数,而今年猪价更低有利于动销;**中长期来看**,1)考虑到新增企业数量与现有企业产能扩张进度,预计行业竞争延续阶段性趋缓;2)经销商持续优化精耕,公司渠道长期竞争力有望增强;3)客户结构优化,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、小龙虾调料等核心单品通过产品矩阵优化延长产品生命周期,同时钵钵鸡、卤味料、大盘鸡调料等潜力单品有望推动收入延续较快增长。
- **投资建议:**维持此前盈利预测,预计23~25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0.41/0.50/0.59元,PE为34/28/24X,剔除股权激励费用后23-24年归母净利润为4.7/5.4亿元,对应PE为32/28X,公司23年PE略低于调味品行业均值34X,维持“谨慎推荐”。
- **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。

分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

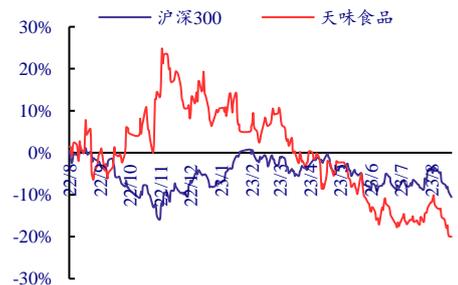
分析师登记编号: S0130522070002

市场数据

2023-08-21

A股收盘价(元)	14.05
股票代码	603317
A股一年内最高价/最低价(元)	22.5/14.05
上证指数	3092.98
总股本/实际流通A股(亿股)	10.66/10.58
流通A股市值(亿元)	149

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2023年一季报点评: 收入维持高增, 盈利能力稳定

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%
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	85.69	34.15	28.28	23.66

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：公司财务预测表(百万元)

利润表					资产负债表				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2690.71	3269.21	3932.86	4648.64	流动资产	3153.44	3264.73	3531.32	4037.41
营业成本	1769.94	2144.60	2572.09	3035.56	现金	449.54	464.26	719.17	1156.94
营业税金及附加	22.36	29.10	35.00	41.37	应收账款	17.15	19.43	24.98	28.93
营业费用	387.94	493.65	593.86	715.89	其它应收款	14.36	21.42	27.39	29.21
管理费用	150.05	163.46	196.64	209.19	预付账款	23.70	22.45	25.23	34.06
财务费用	-18.20	-13.61	-15.15	-19.10	存货	146.61	235.09	232.48	286.19
资产减值损失	-0.78	-0.58	0.34	-0.08	其他	2502.08	2502.08	2502.08	2502.08
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产	1668.29	2021.75	2308.79	2623.74
投资净收益	54.30	55.58	66.86	79.03	长期投资	397.95	397.95	397.95	397.95
营业利润	405.82	482.66	588.20	708.78	固定资产	727.03	969.37	1148.45	1383.69
营业外收入	1.57	27.00	27.00	27.00	无形资产	45.83	61.10	66.57	73.77
营业外支出	3.59	0.00	0.00	0.00	其他	497.48	593.32	695.82	768.32
利润总额	403.80	509.66	615.20	735.78	资产总计	4821.73	5286.48	5840.11	6661.15
所得税	63.19	71.86	86.74	104.48	流动负债	784.00	803.89	829.07	1018.80
净利润	340.61	437.80	528.46	631.30	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-1.09	-0.64	-1.03	-1.39	应付账款	390.33	410.99	380.53	440.78
归属母公司净利润	341.70	438.43	529.48	632.69	其他	393.67	392.90	448.54	578.02
EBITDA	379.06	475.33	535.60	643.84	非流动负债	12.93	12.93	12.93	12.93
EPS (元)	0.32	0.41	0.50	0.59	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
现金流量表					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	546.14	355.43	495.63	702.35	营业收入	32.84%	21.50%	20.30%	18.20%
净利润	340.61	437.80	528.46	631.30	营业利润	114.66%	18.93%	21.87%	20.50%
折旧摊销	50.62	76.16	47.53	55.32	归母净利润	85.11%	28.31%	20.77%	19.49%
财务费用	0.05	0.00	0.00	0.00	毛利率	34.22%	34.40%	34.60%	34.70%
投资损失	-54.30	-55.58	-66.86	-79.03	净利率	12.70%	13.41%	13.46%	13.61%
营运资金变动	206.07	-76.68	13.50	121.41	ROE	8.50%	9.82%	10.60%	11.24%
其它	3.11	-26.26	-26.99	-26.65	ROIC	6.88%	7.67%	8.39%	8.97%
投资活动现金流	-1085.79	-347.78	-240.72	-264.59	资产负债率	16.53%	15.45%	14.42%	15.49%
资本支出	-221.30	-403.36	-307.58	-343.62	每股收益	0.32	0.41	0.50	0.59
长期投资	-916.81	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.51	0.33	0.47	0.66
其他	52.32	55.58	66.86	79.03	每股净资产	3.77	4.19	4.69	5.28
筹资活动现金流	-55.66	7.07	0.00	0.00	P/E	85.69	34.15	28.28	23.66
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	7.28	3.35	3.00	2.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	54.13	21.79	18.86	15.01
其他	-55.66	7.07	0.00	0.00	PS	3.98	3.31	2.75	2.33
现金净增加额	-595.30	14.72	254.91	437.76					

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。

本人承诺以勤勉的执业态度，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，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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，并不构成对客户的具体投资建议，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：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn