

天味食品（603317）：定制餐调稳健增长，C端有待继续修复

2023年8月25日

推荐/维持

天味食品

公司报告

事件：公司2023年H1实现营业收入14.26亿元，同比+17.42%，归母净利润2.08亿元，同比+25.09%；扣非归母净利润1.78亿元，同比+21.76%。其中，Q2实现营收6.59亿元，同比+12.71%；归母净利润0.80亿元，扣非归母净利润0.59亿元，同比增长22.04%。今年5月公司收购四川食萃食品有限公司55%的股权，剔除并购的收入0.33亿元，公司Q2单季营收同比增长7.16%。

中式菜品调料稳健增长。分品类看，上半年火锅调料/中式菜品调料收入分别为5.46/7.95亿元，分别同比+13.83%/20.92%。疫情过后居民外出就餐增多，对火锅调料的需求有所减弱，今年上半年火锅调料增速一般。中式菜品调料表现较好，Q1/Q2分别同比增长20.34%/21.57%。

定制餐调及电商获得较高增速。分渠道来看，上半年经销商/定制餐调/电商销售收入分别为11.04/1.39/1.43亿元，分别同比+10.54%/28.08%/110.98%，其中Q2经销商/定制餐调/电商销售收入分别同比+0.73%/44.20%/124.89%。定制餐调增速较高主要是因为疫情后线下餐饮连锁恢复较好，大B恢复程度优于小B；电商收入增速较高主要是因为公司并购食萃。食萃食品是线上中小B渠道复合调味品的头部企业，公司对食萃的并购能够较好补齐公司中小B客户的线上渠道，并购后公司将具备服务包括从单店到大型连锁餐饮在内的所有B端客户的能力。长期来看，餐饮连锁率的提升以及餐饮业标准化、工业化的推进有利于定制餐调业务的发展。

毛利率受渠道结构影响降低，但费用投放效率有望提升。公司上半年毛利率36.23%，同比+0.97pct，Q2毛利率31.13%，同比-3.38pct，主要是因为公司二季度定制餐调占比提升，该渠道毛利率较低，此外Q2外部需求减弱，公司促销力度加大。上半年销售费用率/管理费用率分别为13.26%/6.99%，分别同比-2.16%/+2.46pct，其中Q2销售费用率/管理费用率分别同比-6.6/+2.49pct。销售费用率下降主要是因为公司将销售费用的投放方式从前端向经销商投放改为在向终端销售的过程中逐步投放，我们认为这样有利于费用投放效率的提升。管理费用率增加主要是系报告期内股份支付费用增加，人工成本和咨询服务费用增加。公司目前拥有2座行业领先的智慧工厂，分别于2022年5月和2023年6月陆续投产，我们认为，新工厂的投产将有效降低人员成本，提升产能及产品质量。

公司盈利预测及投资评级：公司下半年基数较高，今年C端需求不足，整体压力较大。但从长期来看，新渠道的开拓将带动公司线上B端收入的增长；销售费用的精准投放带来费用率提升的同时有望拉动实际动销的增长。预计公司2023-2025年净利润分别为4.09、5.31和6.60亿元，对应EPS分别为0.38、0.50和0.62元。当前股价对应2023-2025年PE值分别为33、26和21倍，维持“推荐”评级。

风险提示：行业竞争格局恶化；食品安全事故；原材料价格波动。

公司简介：

公司一直致力于川味复合调味料的研发、生产和销售，现已自主研发出“大红袍”、“好人家”、“天车”、“羊羊羊”四大系列畅销全国并远销海外的产品。其中，“大红袍”、“好人家”牌川味复合调味料获“四川名牌产品”称号；“天车”商标被中华人民共和国商务部认定为“中华老字号”

资料来源：同花顺、东兴证券研究所

未来3-6个月重大事项提示：

无

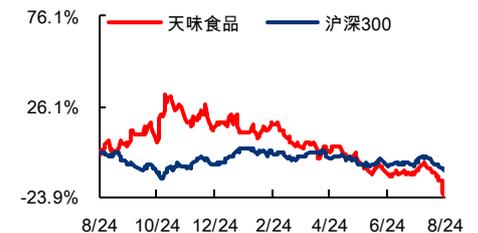
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间（元）	31.01-12.59
总市值（亿元）	135.65
流通市值（亿元）	134.68
总股本/流通A股（万股）	106,557/106,557
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	2.61

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,025.54	2,690.71	3,208.41	3,866.06	4,455.11
增长率(%)	-14.34%	32.84%	19.24%	20.50%	15.24%
归母净利润(百万元)	184.60	341.70	408.72	531.12	660.30
增长率(%)	-49.32%	85.11%	19.61%	29.95%	24.32%
净资产收益率(%)	4.85%	8.50%	8.59%	10.54%	12.25%
每股收益(元)	0.25	0.45	0.38	0.50	0.62
PE	51.96	28.43	33.19	25.54	20.54
PB	2.52	2.42	2.85	2.69	2.52

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	3098	3153	4018	4337	4615	营业收入	2026	2691	3208	3866	4455
货币资金	1345	450	1283	1546	1782	营业成本	1373	1770	2099	2506	2865
应收账款	14	17	21	25	29	营业税金及附加	16	22	26	32	36
其他应收款	18	14	17	21	24	营业费用	394	388	417	491	557
预付款项	8	24	25	38	46	管理费用	110	150	231	259	267
存货	108	147	170	205	233	财务费用	-35	-18	-23	-25	-22
其他流动资产	6	2	2	2	2	研发费用	26	32	37	43	45
非流动资产合计	1132	1668	1590	2532	3253	资产减值损失	0.79	0.78	2.93	1.50	1.74
长期股权投资	182	398	398	398	398	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	443	727	708	1336	1924	投资净收益	37.72	54.30	59.19	64.52	70.33
无形资产	45	46	43	40	38	加:其他收益	12.31	6.44	6.44	6.44	6.44
其他非流动资产	180	98	0	0	0	营业利润	189	406	484	630	782
资产总计	4230	4822	5608	6869	7868	营业外收入	29.50	1.57	1.73	1.90	2.09
流动负债合计	409	784	831	1809	2458	营业外支出	2.42	3.59	3.95	4.35	4.78
短期借款	0	0	47	918	1508	利润总额	216	404	482	628	779
应付账款	242	390	411	518	576	所得税	32	63	73	97	119
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	184	341	409	531	660
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	-1	0	0	0
非流动负债合计	18	13	14	15	16	归属母公司净利润	185	342	409	531	660
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	426	797	845	1824	2473	成长能力					
少数股东权益	0	5	5	5	5	营业收入增长	-14.34%	32.84%	19.24%	20.50%	15.24%
实收资本(或股本)	754	763	1066	1066	1066	营业利润增长	-53.54%	114.66%	19.27%	30.22%	24.09%
资本公积	1832	1955	1955	1955	1955	归属于母公司净利润增长	-49.32%	85.11%	19.61%	29.95%	24.32%
未分配利润	1008	1269	1412	1613	1852	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3804	4020	4759	5040	5390	毛利率(%)	32.22%	34.22%	34.58%	35.17%	35.69%
负债和所有者权益	4230	4822	5608	6869	7868	净利率(%)	9.10%	12.66%	12.74%	13.74%	14.82%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力					
经营活动现金流	240	546	401	654	851	资产负债率(%)	10%	17%	15%	27%	31%
净利润	184	341	409	531	660	流动比率	7.58	4.02	4.84	2.40	1.88
折旧摊销	34.52	48.33	102.50	159.56	266.50	速动比率	7.32	3.84	4.63	2.28	1.78
财务费用	-35	-18	-23	-25	-22	营运能力					
应收帐款减少	-2	-4	-4	-4	-4	总资产周转率	0.48	0.59	0.62	0.62	0.60
预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	163	175	168	168	165
投资活动现金流	-1718	-1086	32	-1039	-918	应付账款周转率	8.10	8.51	8.01	8.33	8.14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.45	0.38	0.50	0.62
投资收益	38	54	59	65	70	每股净现金流(最新摊薄)	-2.24	-0.78	0.78	0.25	0.22
筹资活动现金流	-209	-56	401	648	303	每股净资产(最新摊薄)	5.04	5.27	4.47	4.73	5.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	51.96	28.43	33.19	25.54	20.54
普通股增加	124	9	303	0	0	P/B	2.52	2.42	2.85	2.69	2.52
资本公积增加	-136	123	0	0	0	EV/EBITDA	43.72	21.25	21.87	16.95	12.97
现金净增加额	-1687	-595	834	263	236						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	安井食品（603345）：主业保持稳定，预制菜布局初见成效	2022-11-08
公司深度报告	安井食品（603345）：从行业视角看速冻行业巨龙崛起	2022-08-02
行业普通报告	食品饮料行业报告：经济刺激政策加码，白酒复苏预期增强	2023-07-31
行业普通报告	食品饮料行业报告：多措并举民营经济有望起航，利好餐饮消费复苏	2023-07-24
行业深度报告	食品饮料 2023 年下半年投资策略：盈利修复的三个递进要素	2023-07-10
行业普通报告	食品饮料行业报告：宏观政策刺激预期增强，消费资产定价重估	2023-06-20
行业普通报告	乳制品：受中国影响国际奶粉需求偏弱，国内原奶供给阶段性过剩	2023-06-16
行业普通报告	食品饮料行业报告：原奶周期下行，或加速企业集中	2023-06-13
行业普通报告	食品饮料行业报告：餐饮企业成本持续下行，利润有望进一步释放	2023-05-15
行业深度报告	白酒行业：如何理解当前资产定价	2023-05-05

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师, 工商管理硕士, 曾任职太平洋证券、民生证券等, 6 年食品饮料行业研究经验, 2020 年 6 月加入东兴证券。

王浩婷

普渡大学硕士, 5 年证券研究经验, 2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究, 主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内,与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):

以报告日后的6个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):

以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编:100033

电话:010-66554070

传真:010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编:200082

电话:021-25102800

传真:021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编:518038

电话:0755-83239601

传真:0755-23824526