

# 天味食品 (603317.SH)

## 基本面底部改善, 22 年有望恢复高增长

### 核心观点:

- **本轮激励范围较大、考核目标保守。**公司计划向激励对象授予 1197 万股限制性股票, 占公司总股本 1.59%, 授予价格 10.96 元。业绩考核目标是: 以 2021 年为基数, 2022/2023 年营业收入增长率不低于 15%/32.25% (2022/2023 年营业收入同比增长 15%/15%)。(1) 本次激励范围较大, 激励对象总人数 237 人, 包括董事、中高级管理人员和技术骨干。(2) 我们认为本次考核目标保守, 目的为保障团队能拿到激励, 稳定团队、提升积极性。
- **行业需求增长、竞争格局改善, 22Q1 公司收入有望同比增长 20%。**  
(1) 行业需求增长: 预计 22 年复合调味品行业需求增速维持 10%+。  
(2) 竞争格局改善: 21Q3 以来疫情影响基础调味品需求不佳, 我们认为基础调味品龙头和餐饮大品牌在复合调味品业务的投入资源有望收缩。(3) 公司收入有望恢复稳健增长: 21 年公司全力去库存, 21 年年底一批商和终端库存较低, 轻装上阵, 预计 22Q1 公司收入有望同比增长 20%左右。
- **21 年前三季度公司净利率为 5.73%, 预计 22 年有望恢复至接近 15%。**  
(1) 预计公司 22 年广告费用较 21 年减少; (2) 22 年公司轻装上阵, 无需继续投放费用处理大日期旧货, 预计实际销售费用率 (剔除广告费用影响) 有望恢复至 18-20 年平均水平 14%左右。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 21-23 年收入 20.26/25.07/30.23 亿元, 同比增长-14.34%/23.78%/20.57%; 归母净利润 1.79/3.69/4.66 亿元, 同比增长-50.95%/106.46%/26.30%; 对应 PE 估值 93/45/36 倍。参考可比公司和行业景气度, 给予公司 22 年 60 倍 PE 估值, 合理价值 29.40 元/股, 上调至买入评级。
- **风险提示。**疫情反复影响行业需求。竞争格局加剧。原材料成本上升。

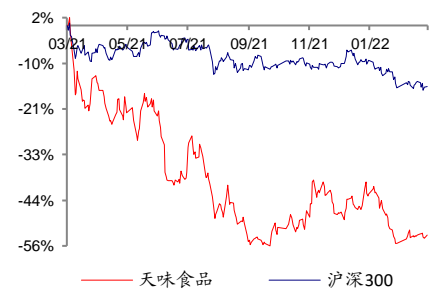
### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,727	2,365	2,026	2,507	3,023
增长率 (%)	22.26%	36.90%	-14.34%	23.78%	20.57%
EBITDA (百万元)	322	383	116	336	449
归母净利润 (百万元)	297	364	179	369	466
增长率 (%)	11.39%	22.66%	-50.95%	106.46%	26.30%
EPS (元/股)	0.72	0.58	0.24	0.49	0.62
市盈率 (x)	62.47	142.33	92.73	44.92	35.56
ROE (%)	16.12%	9.77%	4.68%	9.03%	10.47%
EV/EBITDA (x)	55.45	128.36	121.85	41.85	30.96

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	21.97 元
合理价值	29.40 元
前次评级	增持
报告日期	2022-02-28

### 相对市场表现



### 分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001



021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn

请注意, 刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

天味食品 (603317.SH): 前 2021-11-08  
 三季度业绩下滑, 未来行业  
 竞争格局或有望改善

公司发布《2022年限制性股票激励计划（草案）》，我们的点评如下：

## 一、本轮激励范围较大、考核目标保守

公司计划向激励对象授予1197万股限制性股票，占公司总股本1.59%，授予价格10.96元。业绩考核目标是：以2021年为基数，2022/2023年营业收入增长率不低于15%/32.25%（2022/2023年营业收入同比增长15%/15%）。（1）本次激励范围较大，激励对象总人数237人，包括董事、中高级管理人员和技术骨干（销售团队覆盖至大区经理和省区经理）。（2）我们认为本次考核目标保守，要求22/23年收入同比增速不低于15%/15%，目的为保障团队能拿到激励，稳定团队、提升积极性。

## 二、行业需求增长、竞争格局改善，22Q1 公司收入有望同比增长 20%

2022年行业需求持续增长、竞争格局改善，公司轻装上阵，收入有望恢复高增长。（1）行业需求持续增长：根据Frost&Sullivan，10-19年复合调味品行业收入复合增长15.07%，我们预计22年复合调味品行业需求增速仍维持10%+。（2）竞争格局改善：21Q3以来疫情影响基础调味品需求不佳，我们认为基础调味品龙头和餐饮大品牌在复合调味品业务的投入资源有望收缩。（3）公司收入有望恢复稳健增长：21年公司全力去库存，21年底一批商和终端库存较低，轻装上阵，预计22Q1公司收入有望同比增长20%左右。

## 三、受益于费用减少，公司净利率有望恢复至接近 15%

受益于广告费用减少、处理大日期旧货的费用投放明显减少，我们预计22年公司净利率有望恢复至接近15%水平。（1）根据wind，21年上半年公司广告费用达0.61亿元。21Q3公司销售费用环比下降36.14%，预计21Q3公司广告费用有所下降，预计21年全年公司广告费用0.8-1.2亿元左右。行业需求回暖、竞争格局改善，预计公司22年广告费用较21年减少；（2）22年公司轻装上阵，无需继续投放费用处理大日期旧货，预计实际销售费用率（剔除广告费用影响）有望恢复至18-20年平均水平14%左右。综上测算，我们预计22年公司净利率有望恢复至接近15%水平。

## 四、盈利预测和投资建议

我们按照产品对天味食品收入进行拆分，核心假设如下：

（1）火锅底料：我们预计22年行业需求有望恢复至10%+同比增长。在行业复苏和格局逐渐优化的背景下，公司凭借强产品力有望实现稳健增长。①销量：预计21-23年销量增速分别为-25.50%/21.00%/25.00%。②均价：预计21-23年销售均价增速分

别为 -6.30%/5.00%/0.00%。③吨成本：预计21-23年吨成本增速分别为 9.23%/3.56%/-3.44%。

(2) 中式菜品调料：行业处于成长期，受益于行业复苏和定制餐调等渠道拓展，预计22年以后收入恢复稳健增长。①销量：预计21-23年销量增速分别为 0.00%/20.00%/20.00%。②均价：预计21-23年销售均价增速分别为 -5.00%/5.00%/0.00%。③吨成本：预计21-23年吨成本增速分别为 1.93%/2.03%/-0.76%。

(3) 香肠腊肉调味料：受益于低基数与渠道拓展，预计实现高速增长。①销量：预计21-23年销量增速分别为 100.00%/5.00%/5.00%。②均价：预计21-23年销售均价增速分别为 0.50%/1.00%/1.00%。③毛利率：预计21-23年香肠腊肉调味料毛利率分别为 40.00%/36.00%/36.00%。

表 1：天味食品收入按产品拆分

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>火锅底料</b>				
收入(百万元)	1220.19	851.77	1082.18	1352.72
YOY (%)	49.53%	-30.19%	27.05%	25.00%
销量(吨)	53846	40115	48540	60674
YOY (%)	43.03%	-25.50%	21.00%	25.00%
销售均价(元/吨)	22661	21233	22295	22295
YOY (%)	4.55%	-6.30%	5.00%	0.00%
吨成本(元/吨)	13309	14537	15055	14537
YOY (%)	-3.09%	9.23%	3.56%	-3.44%
毛利(百万元)	503.56	268.61	351.43	470.73
毛利率(%)	41.27%	31.53%	32.47%	34.80%
<b>中式菜品调料</b>				
收入(百万元)	947.84	900.45	1134.56	1361.48
YOY (%)	24.16%	-5.00%	26.00%	20.00%
销量(吨)	42508	42508	51010	61212
YOY (%)	0.59%	0.00%	20.00%	20.00%
销售均价(元/吨)	22298	21183	22242	22242
YOY (%)	23.44%	-5.00%	5.00%	0.00%
吨成本(元/吨)	13050	13303	13573	13469
YOY (%)	17.72%	1.93%	2.03%	-0.76%
毛利(百万元)	393.10	334.98	442.23	537.01
毛利率(%)	41.47%	37.20%	38.98%	39.44%
<b>香肠腊肉调味料</b>				
收入(百万元)	99.94	200.88	213.03	225.92
YOY (%)	153.09%	101.00%	6.05%	6.05%
销量(吨)	4221	8442	8864	9307
YOY (%)	151.36%	100.00%	5.00%	5.00%
销售均价(元/吨)	23676	23795	24033	24273
YOY (%)	0.69%	0.50%	1.00%	1.00%

吨成本 (元/吨)	12622	14277	15381	15535
YOY (%)	-16.21%	13.11%	7.73%	1.00%
毛利 (百万元)	46.66	80.35	76.69	81.33
毛利率 (%)	46.69%	40.00%	36.00%	36.00%
其他				
收入 (百万元)	96.68	72.45	77.42	82.85
YOY (%)	-10.83%	-25.06%	6.86%	7.02%
成本 (百万元)	58.82	52.05	54.56	57.30
毛利 (百万元)	37.86	20.40	22.86	25.56
毛利率 (%)	39.16%	28.16%	29.53%	30.84%
合计				
收入 (百万元)	<b>2364.65</b>	<b>2025.55</b>	<b>2507.19</b>	<b>3022.97</b>
YOY (%)	36.90%	-14.34%	23.78%	20.57%
成本 (百万元)	1383.47	1321.21	1613.98	1908.34
毛利 (百万元)	981.18	704.34	893.21	1114.63
毛利率 (%)	41.49%	34.77%	35.63%	36.87%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

我们预计21-23年收入20.26/25.07/30.23亿元, 同比增长-14.34%/23.78%/20.57%; 归母净利润1.79/3.69/4.66亿元, 同比增长-50.95%/106.46%/26.30%; 对应PE估值93/45/36倍。参考可比公司和行业景气度, 给予公司22年60倍PE估值, 合理价值29.40元/股, 上调至买入评级。

表 2: 可比公司估值对比 (截止2022年2月28日收盘价)

公司名称	公司代码	业务类型	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE估值水平		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
海天味业	603288.SH	调味品	99.00	1.60	1.94	2.28	61.88	51.03	43.42
千禾味业	603027.SH	调味品	20.55	0.27	0.42	0.55	76.11	48.93	37.36
中炬高新	600872.SH	调味品	34.41	1.01	1.22	1.40	34.07	28.20	24.58
涪陵榨菜	002507.SZ	调味品	35.12	0.84	1.09	1.31	41.81	32.22	26.81

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 盈利预测来自Wind一致预测

## 五、风险提示

疫情持续反复、疫情管控政策不及预期, 影响行业需求恢复。

竞争格局加剧, 导致公司销量下滑。

原材料成本上升, 公司净利润增速不及预期。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1,742</b>	<b>3,678</b>	<b>3,344</b>	<b>3,471</b>	<b>3,708</b>
货币资金	676	2,729	2,477	2,518	2,673
应收及预付	23	29	26	32	38
存货	98	243	142	180	214
其他流动资产	944	678	700	742	783
<b>非流动资产</b>	<b>401</b>	<b>612</b>	<b>873</b>	<b>1,116</b>	<b>1,341</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	362	432	693	936	1,162
在建工程	0	76	76	76	76
无形资产	34	45	45	45	45
其他长期资产	5	59	59	59	59
<b>资产总计</b>	<b>2,142</b>	<b>4,290</b>	<b>4,217</b>	<b>4,587</b>	<b>5,049</b>
<b>流动负债</b>	<b>293</b>	<b>549</b>	<b>390</b>	<b>491</b>	<b>587</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	157	258	167	209	248
其他流动负债	136	291	223	282	339
<b>非流动负债</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	<b>300</b>	<b>560</b>	<b>401</b>	<b>502</b>	<b>599</b>
股本	413	630	754	754	754
资本公积	486	1,968	1,912	1,912	1,912
留存收益	943	1,191	1,212	1,481	1,847
归属母公司股东权益	1,842	3,730	3,816	4,085	4,450
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,142</b>	<b>4,290</b>	<b>4,217</b>	<b>4,587</b>	<b>5,049</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,727</b>	<b>2,365</b>	<b>2,026</b>	<b>2,507</b>	<b>3,023</b>
营业成本	1,083	1,383	1,321	1,614	1,908
营业税金及附加	15	19	16	23	27
销售费用	241	474	478	426	514
管理费用	64	102	101	125	151
研发费用	26	30	32	40	48
财务费用	-5	-15	-52	-50	-52
资产减值损失	0	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	30	40	40
投资净收益	29	35	20	0	0
<b>营业利润</b>	<b>334</b>	<b>407</b>	<b>179</b>	<b>369</b>	<b>466</b>
营业外收支	13	21	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>346</b>	<b>428</b>	<b>179</b>	<b>369</b>	<b>466</b>
所得税	49	64	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>297</b>	<b>364</b>	<b>179</b>	<b>369</b>	<b>466</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>297</b>	<b>364</b>	<b>179</b>	<b>369</b>	<b>466</b>
EBITDA	322	383	116	336	449
EPS (元)	0.72	0.58	0.24	0.49	0.62

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>378</b>	<b>353</b>	<b>121</b>	<b>441</b>	<b>556</b>
净利润	297	364	179	369	466
折旧摊销	24	28	39	57	75
营运资金变动	83	1	-47	55	55
其它	-26	-40	-50	-40	-40
<b>投资活动现金流</b>	<b>-459</b>	<b>129</b>	<b>-280</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>
资本支出	-48	-198	-300	-300	-300
投资变动	-439	290	-30	-40	-40
其他	28	37	50	40	40
<b>筹资活动现金流</b>	<b>403</b>	<b>1,566</b>	<b>-93</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	507	1,683	67	0	0
其他	-104	-117	-160	-100	-100
<b>现金净增加额</b>	<b>321</b>	<b>2,047</b>	<b>-252</b>	<b>41</b>	<b>156</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>355</b>	<b>676</b>	<b>2,729</b>	<b>2,477</b>	<b>2,518</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>676</b>	<b>2,724</b>	<b>2,477</b>	<b>2,518</b>	<b>2,673</b>

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	22.3%	36.9%	-14.3%	23.8%	20.6%
营业利润增长	11.4%	21.9%	-56.1%	106.5%	26.3%
归母净利润增长	11.4%	22.7%	-50.9%	106.5%	26.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.3%	41.5%	34.8%	35.6%	36.9%
净利率	17.2%	15.4%	8.8%	14.7%	15.4%
ROE	16.1%	9.8%	4.7%	9.0%	10.5%
ROIC	113.3%	86.1%	11.7%	32.9%	36.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.0%	13.1%	9.5%	11.0%	11.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.95	6.70	8.58	7.07	6.31
速动比率	5.57	6.22	8.17	6.66	5.91
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.98	0.74	0.48	0.57	0.63
应收账款周转率	220.07	211.61	241.29	227.03	228.76
存货周转率	9.88	8.11	9.33	8.97	8.93
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.72	0.58	0.24	0.49	0.62
每股经营现金流	0.91	0.56	0.16	0.58	0.74
每股净资产	4.46	5.92	5.06	5.42	5.90
<b>估值比率</b>					
P/E	62.47	142.33	92.73	44.92	35.56
P/B	10.07	13.90	4.34	4.06	3.72
EV/EBITDA	55.45	128.36	121.85	41.85	30.96

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。
- 刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 高鸿：高级分析师，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 徐锡联：高级研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2022年2月加入广发证券。
- 张子健：研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。