

## 渠道库存回归良性, 行业格局改善明显

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年半年度业绩预告公告, 预计22H1实现营收12.1亿元, 同比增长19.4%; 实现归母净利润1.66亿元, 同比增长119.6%; 实现扣非归母净利润1.46亿元, 同比增长137.6%。Q2单季度预计实现营收5.8亿元, 同比增长18.2%; 实现归母净利润0.66亿元, 去年同期为-0.04亿元, Q2业绩超市场预期。
- **低基数效应叠加库存回归良性, Q2业绩实现高增。** 公司Q2业绩实现高增, 主要得益于: 1) 低基数效应, 21Q1公司因春节期间爆发散点疫情实现开门红后, 对后续复调消费需求较为乐观, 致使21Q2渠道库存较高, 动销受阻严重业绩出现下滑。2) 经过公司主动调整在进入22年后渠道库存已回归良性, 叠加4月以来多地疫情爆发居家消费场景增加的有利因素, 22Q2业绩同比出现明显改善。3) 大单品表现亮眼: 以小龙虾调料、手工火锅底料和鱼调料为代表的大单品市场表现良好; 受益于公司备货节奏前置, 预计小龙虾料上半年销售额已突破亿元大关, 明星大单品效应带动公司收入端增速回升。
- **成本端压力持续下, 行业竞争格局明显改善。** 2020年新冠疫情爆发以来, 复调行业高景气度吸引了包含传统调味品巨头以及大量中小厂商进入。进入2021年后, 行业竞争迅速走向激烈: 一方面大量厂家涌入复调行业后大举扩张产能, 出现了价格战竞争以及大举压货带来渠道库存过高等不利局面, 另一方面21年在疫情得到明显控制的背景下, 整体市场需求显著弱于20年。2022年以来成本端原料价格持续上升挤压盈利空间, 大量中小型厂商开始加速退出, 同时传统调味品龙头亦在22年放缓了对复调行业进攻态势, 行业竞争格局出现明显改善, 复调龙头企业将充分享受市占率提升红利。
- **多项改革齐头并进, 基本面改善可期。** 1) 内部管理改革: 组织架构层面, 公司自21Q3起推动扁平化改革, 优化内部组织架构, 设立营销委员会统筹营销管理, 同时将部分总部权力划归省区, 提升区域自主决策灵活性。激励考核制度方面, 公司减少销量挂钩的硬性指标占比, 同时增加固薪在基层销售员工收入中占比, 提升销售团队稳定性和积极性。2) 渠道方面, 公司在现有经销商基础上, 推出优商辅商分级经营模式, 持续推进渠道精细化管理, 优化渠道经营效率。3) 产品方面, 公司大红袍品牌在C端基础上大力发展小B端业务, 同时加大好人家品牌大单品培育力度。4) 公司推出新一轮股权激励方案, 激励范围扩大且难度较前次降低, 有利于充分调动团队整体积极性。公司作为川味复调行业龙头, 改革成效不断释放将带动公司业绩持续上行。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.40元、0.54元、0.69元, 对应动态PE分别为67倍、50倍、39倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 新冠疫情反复风险, 市场竞争格局恶化风险。

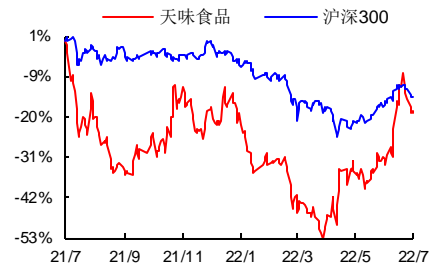
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2025.54	2478.16	2990.49	3472.05
增长率	-14.34%	22.35%	20.67%	16.10%
归属母公司净利润(百万元)	184.60	305.04	410.44	521.67
增长率	-49.32%	65.25%	34.55%	27.10%
每股收益EPS(元)	0.24	0.40	0.54	0.69
净资产收益率ROE	4.85%	7.51%	9.37%	10.91%
PE	111	67	50	39
PB	5.40	5.06	4.69	4.30

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn  
联系人: 舒尚立  
电话: 023-63786049  
邮箱: ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.61
流通A股(亿股)	7.54
52周内股价区间(元)	15.29-32.29
总市值(亿元)	197.62
总资产(亿元)	42.30
每股净资产(元)	5.04

### 相关研究

1. 天味食品(603317): 川调业务表现出色, 全年业绩增长可期 (2022-04-28)
2. 天味食品(603317): Q4盈利能力回升, 基本面改善可期 (2022-04-01)
3. 天味食品(603317): 股权激励范围扩大, 业绩有望持续改善 (2022-02-27)
4. 天味食品(603317): 库存已至历史低位, 改革成效逐步显现 (2022-01-27)

### 关键假设：

假设 1：随着火锅底料行业竞争格局持续改善，公司在辣味底料的优势明显，叠加公司对低线市场的渠道运营能力持续提升，2022-2024 年收入增速分别为 20.8%、20.2%、17.5%；

假设 2：公司在川菜调料细分行业中市占率领先，且小龙虾料和鱼调料等大单品快速放量趋势明显，预计 2022-2024 年收入增速分别为 26.5%、23.1%、15.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
火锅底料	收入	875.18	1056.8	1270.0	1492.5
	增速	-28.3%	20.8%	20.2%	17.5%
	毛利率	31.9%	32.2%	33.2%	34.5%
川菜调料	收入	849.08	1074.1	1321.7	1526.5
	增速	-10.4%	26.5%	23.1%	15.5%
	毛利率	31.2%	36.9%	39.8%	42.1%
其他主营业务	收入	301.29	347.32	398.86	453.06
	增速	53.2%	15.3%	14.8%	13.6%
	毛利率	36.0%	38.5%	38.5%	38.2%
合计	收入	2,025.5	2,478.2	2,990.5	3,472.1
	增速	-14.3%	22.3%	20.7%	16.1%
	毛利率	32.2%	35.1%	36.8%	38.3%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2025.54	2478.16	2990.49	3472.05	净利润	184.39	304.69	409.97	521.07
营业成本	1372.88	1608.03	1889.19	2141.83	折旧与摊销	34.52	49.89	58.10	67.11
营业税金及附加	15.86	23.29	28.41	32.98	财务费用	-34.72	-4.96	-5.84	-7.01
销售费用	394.34	421.29	502.40	576.36	资产减值损失	-0.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	110.00	131.34	155.51	177.07	经营营运资本变动	8.57	-27.54	36.51	32.13
财务费用	-34.72	-4.96	-5.84	-7.01	其他	48.40	-34.38	-35.97	-36.25
资产减值损失	-0.79	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>240.35</b>	<b>287.70</b>	<b>462.77</b>	<b>577.04</b>
投资收益	37.72	35.29	36.04	36.07	资本支出	-216.09	-50.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1502.34	22.29	21.04	21.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1718.43</b>	<b>-27.71</b>	<b>-78.96</b>	<b>-78.93</b>
<b>营业利润</b>	<b>189.05</b>	<b>334.45</b>	<b>456.85</b>	<b>586.88</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	27.08	22.70	23.90	24.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>216.13</b>	<b>357.15</b>	<b>480.75</b>	<b>610.91</b>	股权融资	-12.48	0.00	0.00	0.00
所得税	31.74	52.46	70.79	89.84	支付股利	-157.61	-55.38	-91.51	-123.13
净利润	184.39	304.69	409.97	521.07	其他	-38.58	11.83	7.84	9.41
少数股东损益	-0.21	-0.35	-0.47	-0.60	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-208.67</b>	<b>-43.55</b>	<b>-83.68</b>	<b>-113.72</b>
归属母公司股东净利润	184.60	305.04	410.44	521.67	<b>现金流量净额</b>	<b>-1686.75</b>	<b>216.44</b>	<b>300.13</b>	<b>384.39</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1344.70	1561.14	1861.27	2245.66	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	39.52	44.27	53.24	62.78	销售收入增长率	-14.34%	22.35%	20.67%	16.10%
存货	108.05	181.91	212.14	229.50	营业利润增长率	-53.54%	76.91%	36.60%	28.46%
其他流动资产	1605.88	1608.90	1611.42	1612.47	净利润增长率	-49.38%	65.25%	34.55%	27.10%
长期股权投资	182.04	182.04	182.04	182.04	EBITDA 增长率	-54.97%	100.90%	34.20%	27.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	711.08	713.20	757.12	792.02	毛利率	32.22%	35.11%	36.83%	38.31%
无形资产和开发支出	44.96	42.94	40.93	38.91	三费率	23.19%	22.10%	21.80%	21.50%
其他非流动资产	194.25	207.25	222.25	237.25	净利率	9.10%	12.30%	13.71%	15.01%
<b>资产总计</b>	<b>4230.48</b>	<b>4541.65</b>	<b>4940.42</b>	<b>5400.63</b>	ROE	4.85%	7.51%	9.37%	10.91%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.36%	6.71%	8.30%	9.65%
应付和预收款项	287.89	348.43	412.38	465.11	ROIC	10.40%	20.13%	23.99%	27.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.32%	15.31%	17.02%	18.63%
其他负债	138.51	134.83	151.20	160.75	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>426.40</b>	<b>483.26</b>	<b>563.58</b>	<b>625.86</b>	总资产周转率	0.48	0.57	0.63	0.67
股本	754.18	761.26	761.26	761.26	固定资产周转率	4.63	5.31	5.68	5.89
资本公积	1831.93	1824.85	1824.85	1824.85	应收账款周转率	163.21	173.50	181.26	176.10
留存收益	1218.18	1467.84	1786.77	2185.31	存货周转率	7.72	11.00	9.51	9.63
归属母公司股东权益	3804.29	4058.95	4377.88	4776.42	销售商品提供劳务收到现金营业收入	113.02%	—	—	—
少数股东权益	-0.21	-0.57	-1.04	-1.64	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3804.08</b>	<b>4058.39</b>	<b>4376.84</b>	<b>4774.78</b>	资产负债率	10.08%	10.64%	11.41%	11.59%
负债和股东权益合计	4230.48	4541.65	4940.42	5400.63	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.58	7.33	6.90	6.90
					速动比率	7.32	6.93	6.51	6.52
					股利支付率	85.38%	18.15%	22.30%	23.60%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	188.84	379.38	509.12	646.98	每股收益	0.24	0.40	0.54	0.69
PE	111.30	67.36	50.06	39.39	每股净资产	5.00	5.33	5.75	6.27
PB	5.40	5.06	4.69	4.30	每股经营现金	0.32	0.38	0.61	0.76
PS	10.14	8.29	6.87	5.92	每股股利	0.21	0.07	0.12	0.16
EV/EBITDA	91.17	45.28	33.12	25.45					
股息率	0.77%	0.27%	0.45%	0.60%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人、销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn