

公司研究

雨过天渐晴，多维改革促发展

——天味食品（603317.SH）2022年半年报业绩预告点评

要点

事件：天味食品发布 2022 年半年报业绩预告，预计 22H1 实现营收 12.14 亿元，同比 19.44%；预计实现归母净利润 1.66 亿元，同比 119.63%；预计扣非归母净利润 1.46 亿元，同比 137.64%。其中预计 22Q2 营收为 5.85 亿元，同比 18.22%；归母净利润为 6572 万元，同比扭亏为盈（21Q2 亏损 452 万元）；预计扣非归母净利润 4844 万元，同比扭亏为盈（21Q2 亏损 1532 万元）。

龙头回归核心大单品，小龙虾料表现超预期。 1) 公司小龙虾料提前铺货加上小龙虾低价红利带来 C 端小龙虾料表现超预期，预计消费旺季亮眼表现将持续，公司小龙虾料在 5 月底已提前完成全年规划目标，预计未来小龙虾料将与公司冬调产品形成互补，贡献业绩增量。2) 2021 年行业经历洗牌，复调龙头均选择回归精耕核心大单品，公司鱼调味料亮眼表现带动其他川调 SKU 起量。3) 公司调整品宣策略，预计全年广告营销费用投入有所减少。4) 公司继续管控经销商渠道库存，当前经销商渠道库存仍处于健康合理水平。

复调行业各方竞争趋缓，疫情促进 C 端消费。 1) 2022 年复调行业竞争环境较去年有较大幅度改善，在对市场预期转变、终端库存高企以及成本高压的共同影响下小品牌逐步退出，单一调味品巨头收缩战略、聚焦主业。2) 22H1 我国多地疫情反复，B 端需求受部分抑制，而公司以 C 端为主，2021 年 C 端收入占比 70%+，疫情增加居家消费场景，促进 C 端消费。3) 公司采取囤货和锁价等方式应对成本压力。除部分产品自采外，公司有一批合作时间长、采购能力强的供货商可一定程度控制原材料价格，预计成本上涨对公司近期毛利率的影响有限。

多维改革显著蓄能，增速有望继续提升： 1) **渠道管理：**2020-21 年经销商库存高企后公司果断选择去库存战略，同时天味开启优商辅商战略，费用投入聚焦潜力市场的基础设施建设，保证经销商利润水平。2) **权力下放：**21 年下半年天味食品部分销售决策权下放至省区经理及助理，在搭赠政策和市场费用的投放上均给予区域一定操作空间，区域自主权和灵活性提升。3) **激励与考核：**天味 2022 年对销售队伍的激励与考核制度进行调整，增加过程指标权重和固薪比例，同时制定了更切合实际的目标，提升销售队伍的积极性和稳定性。

盈利预测、估值与评级：考虑公司小龙虾料表现亮眼，改革进度超预期，加上公司加强费用控制，我们上调公司 22-24 年归母净利润预测分别为 3.13/3.94/5.06 亿元（分别上调 34%/33%/42%），折合 22-24 年 EPS 分别为 0.41/0.52/0.66 元；当前股价对应 22-24 年 PE 分别为 66x/52x/41x，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、成本端压力高于预期、经济恢复情况不及预期、疫情出现非预期的多点复发。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,365	2,026	2,537	2,990	3,394
营业收入增长率	36.90%	-14.34%	25.25%	17.87%	13.51%
净利润（百万元）	364	185	313	394	506
净利润增长率	22.66%	-49.32%	69.78%	25.60%	28.60%
EPS（元）	0.58	0.24	0.41	0.52	0.66
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.77%	4.85%	7.67%	8.91%	10.45%
P/E	47	110	66	52	41
P/B	4.6	5.4	5.0	4.7	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-15，2020-2022 年股本数分别为 6.30/7.54/7.61 亿股。

增持（维持）

当前价：26.99 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.61
总市值(亿元):	205.46
一年最低/最高(元):	15.16/31.91
近 3 月换手率:	72.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	20.85	55.86	2.84
绝对	20.81	58.22	-13.56

资料来源：Wind

相关研报

竞争格局显著改善，稳大单品再塑造品牌力——天味食品（603317.SH）跟踪报告（2022-07-05）
业绩回暖，渠道库存处于低位——天味食品（603317.SH）2022 年一季报点评（2022-04-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,365	2,026	2,537	2,990	3,394
营业成本	1,383	1,373	1,675	1,954	2,195
折旧和摊销	28	35	43	58	75
税金及附加	19	16	20	23	27
销售费用	474	394	398	470	521
管理费用	102	110	151	155	128
研发费用	30	26	32	37	42
财务费用	-15	-35	-32	-35	-33
投资收益	35	38	30	30	30
营业利润	407	189	339	433	565
利润总额	428	216	367	460	592
所得税	64	32	53	67	86
净利润	364	184	313	394	506
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	364	185	313	394	506
EPS(元)	0.58	0.24	0.41	0.52	0.66

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	353	240	202	408	507
净利润	364	185	313	394	506
折旧摊销	28	35	43	58	75
净营运资金增加	45	-73	190	69	91
其他	-84	95	-345	-113	-165
投资活动产生现金流	129	-1,718	351	-215	-170
净资本支出	-198	-316	-250	-220	-200
长期投资变化	0	182	0	0	0
其他资产变化	327	-1,585	601	5	30
融资活动现金流	1,566	-209	3	-28	-46
股本变化	217	124	7	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	260	-134	-52	54	18
净现金流	2,047	-1,687	555	165	292

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	41.5%	32.2%	34.0%	34.7%	35.3%
EBITDA 率	16.9%	7.6%	12.6%	14.3%	17.0%
EBIT 率	15.7%	5.9%	10.9%	12.3%	14.8%
税前净利润率	18.1%	10.7%	14.4%	15.4%	17.4%
归母净利润率	15.4%	9.1%	12.4%	13.2%	14.9%
ROA	8.5%	4.4%	7.0%	8.1%	9.6%
ROE (摊薄)	9.8%	4.9%	7.7%	8.9%	10.4%
经营性 ROIC	38.0%	9.3%	15.6%	18.1%	21.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	13%	10%	8%	9%	8%
流动比率	6.70	7.58	8.44	7.83	8.24
速动比率	6.26	7.32	7.98	7.37	7.74
归母权益/有息债务	-29681.68	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-32561.77	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	4,290	4,230	4,461	4,846	5,291
货币资金	2,729	1,345	1,900	2,065	2,357
交易性金融资产	650	1,600	1,000	1,000	1,000
应收账款	11	14	10	11	13
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	13	18	8	9	10
存货	243	108	168	195	219
其他流动资产	15	6	6	6	6
流动资产合计	3,678	3,098	3,100	3,298	3,618
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	182	182	182	182
固定资产	432	443	583	802	982
在建工程	76	268	310	232	149
无形资产	45	45	44	43	42
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	36	182	211	211	211
非流动资产合计	612	1,132	1,361	1,548	1,673
总负债	560	426	374	428	446
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	258	242	201	234	263
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5	10	15	19	23
流动负债合计	549	409	367	421	439
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	3	5	5	5	5
非流动负债合计	11	18	7	7	7
股东权益	3,730	3,804	4,087	4,418	4,845
股本	630	754	761	761	761
公积金	2,135	2,042	2,074	2,113	2,164
未分配利润	1,025	1,008	1,252	1,544	1,921
归属母公司权益	3,730	3,804	4,087	4,418	4,846
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	20.05%	19.47%	15.71%	15.71%	15.36%
管理费用率	4.33%	5.43%	5.95%	5.20%	3.77%
财务费用率	-0.64%	-1.71%	-1.26%	-1.17%	-0.98%
研发费用率	1.29%	1.29%	1.25%	1.25%	1.25%
所得税率	15%	15%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.25	0.05	0.08	0.10	0.13
每股经营现金流	0.56	0.32	0.27	0.54	0.67
每股净资产	5.92	5.04	5.37	5.80	6.37
每股销售收入	3.75	2.69	3.33	3.93	4.46

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	47	110	66	52	41
PB	4.6	5.4	5.0	4.7	4.2
EV/EBITDA	35.3	114.6	56.4	41.9	30.6
股息率	0.9%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE