

天味食品 (603317.SH)

收入稳健增长，业绩符合预期

核心观点:

- C 端复调竞争趋缓，线下零售业务或为核心支撑。**公司披露 22 年半年度业绩预增公告，预计 22H1 实现营收 12.14 亿元（同比+19.44%），归母净利润 1.66 亿元（同比+119.63%）；其中 22Q2 实现营收 5.85 亿元（同比+18.22%），归母净利润 0.66 亿元（去年同期亏损 451 万元），业绩符合预期。供给出清、需求回暖的行业背景下，今年 C 端复调行业竞争格局明显优化。低基数背景+小龙虾调料或将放量，22Q2 公司线下零售业务或为增长核心支撑。展望下半年，我们认为疫情反复叠加物流管控逐渐放松，火锅旺季来临，公司营收增速有望环比走高。
- 成本费用短期压力，净利率环比略走低。**22Q2 归母净利润 0.66 亿元，实现扭亏，净利率环比下降 4.72pct 至 11.24%。若剔除 21 年费用加大投放、行业竞争加剧的特殊年份（21 年净利率 9.10%），近十年来公司的净利率水平均落于 15%-20% 区间，22H1 净利率仅 13.68%，我们认为主要原因系：（1）原材料价格上涨。分季度来看，22Q1 公司仍使用低价库存原材料，22Q2 原材料压力开始显现，预计毛利率环比走低约 1pct；（2）费用投放力度加大。我们预计 22Q2 广告费用及市场营销费用投放环比加大；（3）22Q2 确认部分股权激励费用。
- 盈利预测和投资建议。**预计 22-24 年收入 25.03/30.16/36.19 亿元，同比增长 23.55%/20.51%/20.00%；归母净利润 3.25/4.26/5.54 亿元，同比增长 76.14%/31.03%/30.12%（今年股权激励实际费用较年初规划节约 2180 万元，略上调盈利预测）；对应 PE 为 63/48/37 倍。参考可比公司估值水平，综合考虑行业高景气度，同时考虑到近三年公司均有股权激励费用确认，给予 22 年 70 倍 PE，对应合理价值 29.90 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。**疫情持续反复。行业竞争加剧。原材料成本上升。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,365	2,026	2,503	3,016	3,619
增长率（%）	36.90	-14.34	23.55	20.51	20.00
EBITDA（百万元）	383	150	290	418	560
归母净利润（百万元）	364	185	325	426	554
增长率（%）	22.66	-49.32	76.14	31.03	30.12
EPS（元/股）	0.58	0.24	0.43	0.56	0.73
市盈率（x）	142.33	109.53	63.19	48.23	37.06
ROE（%）	9.77	4.85	8.06	9.77	11.51
EV/EBITDA（x）	128.36	125.90	66.44	45.79	33.75

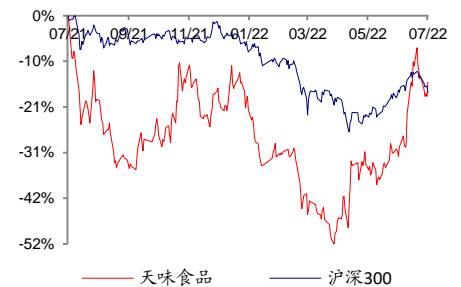
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	26.99 元
合理价值	29.90 元
前次评级	买入
报告日期	2022-07-15

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

分析师:

方一苇



SAC 执证号: S0260522030001



021-38003800



fangyiwei@gf.com.cn

请注意，刘景瑜、方一苇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): 改	2022-04-26
革红利渐显，22 年业绩弹性有望释放	
天味食品 (603317.SH): 底部改善，22 年业绩有望重拾高增长	2022-03-31
天味食品 (603317.SH): 基本面底部改善，22 年有望恢复高增长	2022-02-28

公司披露22年半年度业绩预增公告，预计22H1实现营业收入12.14亿元（同比+19.44%），归母净利润1.66亿元（同比+119.63%），扣非归母净利润1.46亿元（同比+137.64%）；其中22Q2实现营业收入5.85亿元（同比+18.22%），归母净利润0.66亿元（去年同期亏损451万元），扣非归母净利润0.48亿元（去年同期亏损1532万元），实现扭亏为盈。公司业绩符合预期，点评如下：

一、C端复调竞争趋缓，线下零售业务或为核心支撑

从整体大环境来看，今年C端复调行业竞争格局明显优化，21年行业需求疲软叠加供给过剩，多数二三线品牌逐步退出市场，基础调味品龙头亦放缓了进驻复调赛道的步伐。同时22年上半年疫情反复，剔除部分地区因物流管控略受影响外，疫情对于C端复调的销售具备一定的拉动作用。21年公司加大组织架构、渠道梳理、薪酬体系调整步伐，正处于改革红利释放周期，供给出清、需求回暖的行业背景为其发展创造较为良好的环境。

据公告，22Q2公司实现营业收入5.85亿元（同比+18.22%）。分业务看，我们预计低基数背景下22Q2公司线下零售业务为增长核心支撑，主要受益于小龙虾价格下行，小龙虾食用需求提升，从而有望带动小龙虾调料放量；定制餐饮与餐饮需求复苏较为相关，我们预计定制餐调业务收入同比或出现下滑；电商业务4、5月份发货困难，6月物流恢复具有一定回补作用，我们预计Q2电商业务仍有望实现正增长。展望下半年，我们认为疫情反复叠加物流管控逐渐放松，同时火锅旺季来临，在去年低基数背景下，公司营收增速有望环比走高。

二、成本费用短期压力，净利率环比略走低

22Q2公司归母净利润0.66亿元，实现扭亏，净利率环比下降4.72pct至11.24%，上半年整体来看，22H1净利率为13.68%（同比+6.24pct）。若剔除21年费用加大投放、行业竞争加剧的特殊年份（21年净利率为9.10%），近十年来公司的净利率水平平均落于15%-20%的区间，22H1净利率低于历史水平，我们认为主要原因系：（1）原材料价格上涨。分季度来看，22Q1公司仍使用低价库存原材料，22Q2原材料压力开始显现，因此毛利率环比有所下滑；（2）费用投放力度加大。分季度看，我们预计22Q2广告费用及市场营销费用投放环比加大；（3）股权激励费用确认。公司Q2完成限制性股票激励计划的首次授予，确认了部分股权激励费用。

三、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：我们预计22-24年销量增速分别为21.00%/25.00%/24.00%。②均价：我们预计22-24年销售均价增速分别为5.00%/0.00%/0.00%。③吨成本：我们预计22-24年的吨成本增速分别为5.15%/-4.50%/-3.58%。

(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22-24年销量增速分别为20.00%/20.00%/20.00%。②均价：预计22-24年销售均价增速分别为5.00%/0.00%/0.00%。③吨成本：预计21-23年吨成本增速分别为3.96%/-0.79%/-0.79%。

(3)香肠腊肉调味料：受益于低基数与渠道拓展，21年实现高速增长，预计后续恢复平稳增长。①销量：预计22-24年销量增速分别为5.00%/5.00%/4.00%。②均价：预计22-24年销售均价增速分别为1.00%/1.00%/0.00%。③毛利率：预计21-23年香肠腊肉调味料毛利率分别为35.00%/35.00%/35.00%。

表 1：天味食品收入按产品拆分

	2021	2022E	2023E	2024E
火锅底料				
收入(百万元)	875.18	1111.91	1389.89	1723.46
YOY (%)	-28.28%	27.05%	25.00%	24.00%
销量(吨)	37040	44819	56024	69469
YOY (%)	-31.21%	21.00%	25.00%	24.00%
销售均价(元/吨)	23628	24809	24809	24809
YOY (%)	4.27%	5.00%	0.00%	0.00%
吨成本(元/吨)	16093	16923	16161	15581
YOY (%)	20.92%	5.15%	-4.50%	-3.58%
毛利(百万元)	279.07	353.45	484.51	641.04
毛利率(%)	31.89%	31.79%	34.86%	37.19%
中式菜品调料				
收入(百万元)	849.08	1069.83	1283.80	1540.56
YOY (%)	-10.42%	26.00%	20.00%	20.00%
销量(吨)	43216	51860	62232	74678
YOY (%)	1.67%	20.00%	20.00%	20.00%
销售均价(元/吨)	19647	20629	20629	20629
YOY (%)	-11.89%	5.00%	0.00%	0.00%
吨成本(元/吨)	13511	14046	13935	13825
YOY (%)	3.53%	3.96%	-0.79%	-0.79%
毛利(百万元)	265.18	341.43	416.63	508.12
毛利率(%)	31.23%	31.91%	32.45%	32.98%
香肠腊肉调味料				
收入(百万元)	211.52	224.32	237.89	247.40
YOY (%)	111.65%	6.05%	6.05%	4.00%
销量(吨)	8553	8981	9430	9807
YOY (%)	102.63%	5.00%	5.00%	4.00%

销售均价 (元/吨)	24730	24977	25227	25227
YOY (%)	4.45%	1.00%	1.00%	0.00%
吨成本 (元/吨)	14739	16235	16398	16398
YOY (%)	16.77%	10.15%	1.00%	0.00%
毛利 (百万元)	85.45	78.51	83.26	86.59
毛利率 (%)	40.40%	35.00%	35.00%	35.00%
其他				
收入 (百万元)	89.76	96.52	104.30	107.63
YOY (%)	-7.15%	7.52%	8.06%	3.19%
成本 (百万元)	66.81	68.52	72.74	74.33
毛利 (百万元)	22.96	27.99	31.55	33.30
毛利率 (%)	25.58%	29.00%	30.25%	30.94%
合计				
收入 (百万元)	2025.54	2502.58	3015.88	3619.06
YOY (%)	-14.34%	23.55%	20.51%	20.00%
成本 (百万元)	1372.88	1701.19	1999.92	2350.01
毛利 (百万元)	652.66	801.39	1015.96	1269.05
毛利率 (%)	32.22%	32.02%	33.69%	35.07%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

预计22-24年收入25.03/30.16/36.19亿元, 同比增长23.55%/20.51%/20.00%; 归母净利润3.25/4.26/5.54亿元, 同比增长76.14%/31.03%/30.12% (今年股权激励实际费用较年初规划节约2180万元, 略上调盈利预测); 对应PE为63/48/37倍。参考可比公司估值水平, 综合考虑行业高景气度, 同时考虑到近三年公司均有股权激励费用确认, 给予22年70倍PE, 对应合理价值29.90元/股, 维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值对比 (截止2022年7月15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	
				2022E	2023E	2022E	2023E
海天味业	603288.SH	调味品	83.49	1.61	1.90	52	44
中炬高新	600872.SH	调味品	30.85	0.95	1.11	33	28
千禾味业	603027.SH	调味品	16.10	0.32	0.41	51	39
恒顺醋业	600305.SH	调味品	11.66	0.17	0.23	69	50
涪陵榨菜	002507.SZ	调味品	29.70	1.13	1.32	26	22
平均值	--	--	-	0.83	0.99	46	37

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

四、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。

行业竞争加剧。若行业竞争加剧，可能导致公司销量增长不及预期。

原材料成本上升。公司净利润增速不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,678	3,098	3,167	3,352	3,682	经营活动现金流	353	240	330	490	640
货币资金	2,729	1,345	1,302	1,392	1,632	净利润	364	184	325	426	554
应收及预付	29	21	28	33	39	折旧摊销	28	44	39	57	75
存货	243	108	188	235	275	营运资金变动	1	35	14	44	50
其他流动资产	678	1,624	1,649	1,693	1,737	其它	-40	-23	-48	-38	-39
非流动资产	612	1,132	1,392	1,635	1,859	投资活动现金流	129	-1,718	-280	-300	-300
长期股权投资	0	182	182	182	182	资本支出	-198	-316	-300	-300	-300
固定资产	432	443	704	947	1,172	投资变动	290	-1,131	-30	-40	-40
在建工程	76	268	268	268	268	其他	37	-271	50	40	40
无形资产	45	45	45	45	45	筹资活动现金流	1,566	-209	-93	-100	-100
其他长期资产	59	194	193	192	191	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	4,290	4,230	4,559	4,987	5,541	股权融资	1,683	0	7	0	0
流动负债	549	409	505	607	706	其他	-117	-209	-100	-100	-100
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	2,047	-1,687	-43	90	240
应付及预收	258	242	253	313	372	期初现金余额	676	2,724	1,345	1,302	1,392
其他流动负债	291	167	252	294	334	期末现金余额	2,724	1,037	1,302	1,392	1,632
非流动负债	11	18	18	18	18						
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	11	18	18	18	18						
负债合计	560	426	523	625	724						
股本	630	754	761	761	761						
资本公积	1,968	1,832	1,832	1,832	1,832						
留存收益	1,191	1,218	1,443	1,769	2,224						
归属母公司股东权益	3,730	3,804	4,037	4,363	4,817						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	4,290	4,230	4,559	4,987	5,541						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,365	2,026	2,503	3,016	3,619
营业成本	1,451	1,373	1,701	2,000	2,350
营业税金及附加	19	16	20	27	31
销售费用	407	394	370	446	532
管理费用	102	110	125	151	181
研发费用	30	26	35	30	40
财务费用	-15	-35	-26	-27	-30
资产减值损失	7	1	2	2	1
公允价值变动收益	0	0	30	40	40
投资净收益	35	38	20	0	0
营业利润	407	189	325	426	554
营业外收支	21	27	0	0	0
利润总额	428	216	325	426	554
所得税	64	32	0	0	0
净利润	364	184	325	426	554
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	364	185	325	426	554
EBITDA	383	150	290	418	560
EPS (元)	0.58	0.24	0.43	0.56	0.73

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	36.9%	-14.3%	23.6%	20.5%	20.0%
营业利润增长	21.9%	-53.5%	72.0%	31.0%	30.1%
归母净利润增长	22.7%	-49.3%	76.1%	31.0%	30.1%
获利能力					
毛利率	38.7%	32.2%	32.0%	33.7%	35.1%
净利率	15.4%	9.1%	13.0%	14.1%	15.3%
ROE	9.8%	4.9%	8.1%	9.8%	11.5%
ROIC	86.1%	10.5%	22.7%	27.7%	32.8%
偿债能力					
资产负债率	13.1%	10.1%	11.5%	12.5%	13.1%
净负债比率	0.0%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
流动比率	6.70	7.58	6.27	5.52	5.21
速动比率	6.22	7.30	5.87	5.11	4.80
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.48	0.57	0.63	0.69
应收账款周转率	211.61	163.21	193.14	184.54	183.27
存货周转率	8.51	7.83	9.04	8.51	8.55
每股指标 (元)					
每股收益	0.58	0.24	0.43	0.56	0.73
每股经营现金流	0.56	0.32	0.43	0.64	0.84
每股净资产	5.92	5.04	5.30	5.73	6.33
估值比率					
P/E	142.33	109.53	63.19	48.23	37.06
P/B	13.90	5.31	5.09	4.71	4.27
EV/EBITDA	128.36	125.90	66.44	45.79	33.75

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，14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。
邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
高鸿：高级分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022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。
张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
田荣振：高级研究员，管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

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。