

天味食品 (603317.SH)

经营向好，利润率延续修复

事件：天味食品发布 2022 年半年报，2022H1 实现营收 12.1 亿元，同比+19.4%，归母净利润 1.7 亿元，同比+119.6%，扣非后归母 1.5 亿元，同比+138.1%；单 Q2 实现营收 5.9 亿元，同比+18.2%，归母净利润 0.7 亿元，同比扭亏，扣非后归母 0.5 亿元，同比扭亏，符合业绩预告预期。

Q2 经营趋势向好，后续延续有望。受益于复调行业竞争趋缓、渠道库存趋于良性、前期调整成效显著，2022Q2 公司收入延续良好增长趋势；1) 分产品看，2022Q2 火锅底料/川菜调料/鸡精/香辣酱收入同比+29.4%/+7.4%/+24.3%/+24.0%，Q2 火锅底料已逐步上量；2) 分区域看，西南/华中/华东/西北/华北/东北同比+30.3%/-14.0%/+59.1%/+2.2%/-5.4%/+22.4%；3) Q2 末经销商数量 3228 家，较 Q1 末净减少 41 家；4) 随着 Q3 底料旺季来临，促销推广跟进后有望延续高增，鱼调料季节性较弱，预计稳健增长；随着大单品战略成效显著，预计 2022 年酸菜鱼调料+手工火锅底料收入占比有望提升至 35%。

促销费投收窄+成本下行共振，利润率修复可期。1) 2022Q2 公司毛利率/毛销差分 34.5%/16.5%，同比+3.9/+14.6pct，销售/管理/研发/财务费用率 18.0%/5.7%/1.4%/-1.3%，同比-10.7/+0.9/+0.2/+1.1pct，净利率 11.2%，同比+12.1pct，分拆销售费用率，广告投放减少为费用率改善主因，2022H1 广告费约 791 万元（去年同期 6059 万元），广告费用率 1.4%（去年同期 6.0%），成本压力之下，公司通过促销力度收窄、减少广宣费用投放实现利润率回升；2) 6 月以来油脂等主要原料逐步下行，根据 Wind 数据，6 月初至今油脂油料价格累计下降 15%，预计 2022H2 公司成本压力有望环比改善，叠加促销力度同比收窄，预计利润率同比上行趋势延续。

行业景气向好，长期空间充足。复调行业景气好于调味品整体，火锅底料、川调等赛道未来有望延续 15%以上 CAGR，我们测算 2021 年天味在火锅底料/酸菜鱼调料/小龙虾调料家庭端市占率不足 10%，未来随着公司产品战略聚焦大单品、渠道管理边际改善，份额有望加速提升，预计未来 5 年公司收入 CAGR20%+，随着利润率持续修复，业绩弹性更为充分，成长空间无忧。

投资建议：考虑到经营符合预期，我们维持此前盈利预测，预计 2022-2024 年营收 24.8/30.1/36.1 亿元，同比+22.6%/+21.2%/+20.1%，归母净利润 3.4/4.5/5.9 亿元，同比+81.7%/+34.7%/+31.1%，对应 PE 60/44/34 倍，剔除股权激励费用后的归母净利润 3.7/4.8/6.0 亿元，对应 PE 55/41/33 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、市场推广不及预期、成本超预期上行。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,365	2,026	2,483	3,010	3,614
增长率 yoy (%)	36.9	-14.3	22.6	21.2	20.1
归母净利润(百万元)	364	185	335	452	592
增长率 yoy (%)	22.7	-49.3	81.7	34.7	31.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.48	0.24	0.44	0.59	0.78
净资产收益率(%)	9.8	4.8	8.2	10.0	11.7
P/E(倍)	54.9	108.3	59.6	44.2	33.7
P/B(倍)	5.4	5.3	4.9	4.4	3.9

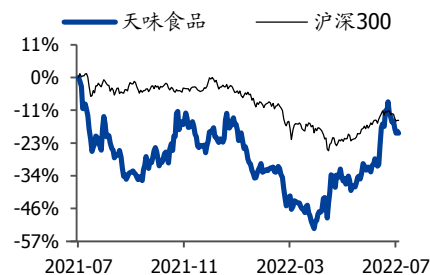
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 22 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	调味发酵品
前次评级	买入
8月22日收盘价(元)	26.25
总市值(百万元)	19,982.97
总股本(百万股)	761.26
其中自由流通股(%)	99.07
30日日均成交量(百万股)	6.15

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

研究助理 陈昕晖

执业证书编号: S0680122030023

邮箱: chenxinhui@gszq.com

相关研究

- 《天味食品(603317.SH): 短期业绩强兑现, 长期空间充足》2022-07-15
- 《天味食品(603317.SH): 从格局演变再看天味空间》2022-05-28
- 《天味食品(603317.SH): 经营回暖, 看好业绩改善持续性》2022-04-25

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com