

## 公司研究

## 改革成果逐步兑现，盈利能力持续向好

## ——天味食品（603317.SH）2022年年报业绩预告点评

## 要点

**事件：**天味食品发布2022年年度业绩预增公告。2022年公司预计实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润26.91/3.42/2.91亿元，同比+32.8%/+85.3%/+138.8%。归母净利率/扣非归母净利率分别为12.7%/10.8%，同比+3.6%/+4.8pct。其中，22Q4预计实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润7.82/0.98/0.75亿元，同比+24.5%/-6.3%/+28.1%，归母净利率/扣非归母净利率分别为12.5%/9.55%，同比-4.1%/+0.3pct。

**渠道优化，大单品放量+新品高增，收入延续增长：**2022年公司以优商扶商为核心，实行经销商分级管理，精细化运营渠道，严格控制渠道库存并加强终端动销，核心大单品手工火锅底料和鱼调料维持快速增长。同时，公司高度重视新品如季节性大单品小龙虾料和冬调的推广，22H1公司将小龙虾料销售节奏前置，快速抢占市场份额，而冬调则延续了2021年全国化趋势，迅速走向全国非强势市场。

**积极降本增效，费用投放精准合理，盈利能力提升明显：**2022年公司精准投放市场费用、控制广告费用，归母净利率明显提升，2022年公司归母净利率12.7%，同比提高3.6pct。其中22Q4归母净利率同比-4.1pct，推测主要系21年同期公司主动收缩广宣费用力度较大，以及会计准则变更影响。2022年公司费用管控较好，主要系：1) 信息化及数字化系统利于实现精准管控；2) 费用考核由原来按季度细化为按月度考核。此外，公司智能工厂投产亦大幅提高生产效率，降低人工成本与制造费用。

**复调行业持续渗透，头部企业有望加速成长：**展望未来，复调因其满足C端消费者便捷化需求和B端餐饮降本要求，行业渗透率有望持续提升。公司作为川调头部企业，围绕大单品构建产品矩阵，发力传统大单品底料和鱼调料、培育季节性大单品小龙虾料和冬调；渠道上，公司积极优商扶商，精细化管控提升渠道掌控能力，并拆分大红袍事业部主攻小B端。此外，公司与千喜鹤餐饮、麦金地集团等团餐渠道达成合作，未来有望成为新增长引擎，加速公司成长。渠道库存上，22年公司持续主动控货以保证合理库存水平，良性库存为公司23年发展布局提供了更多空间。

**盈利预测、估值与评级：**根据业绩快报，我们下调公司2022年归母净利润预测至3.42亿元（下调5%），维持23-24年归母净利润预测分别为4.56/5.75亿元，对应PE分别为63x/47x/38x，维持“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、成本端持续上涨、经济恢复情况不及预期、食品安全风险。

## 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	2,691	3,168	3,594
营业收入增长率	36.90%	-14.34%	32.84%	17.75%	13.45%
净利润（百万元）	364	185	342	456	575
净利润增长率	22.66%	-49.32%	85.06%	33.51%	26.02%
EPS（元）	0.58	0.24	0.45	0.60	0.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.77%	4.85%	8.30%	10.12%	11.52%
P/E	49	116	63	47	38
P/B	4.8	5.6	5.3	4.8	4.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-01-16注：2020-22年总股本分别为6.30/7.54/7.63亿股

## 增持（维持）

当前价：28.39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

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	7.63
总市值(亿元)	216.63
一年最低/最高(元)	15.16/31.50
近3月换手率	55.17%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.97	-4.61	30.03
绝对	3.31	2.97	17.12

资料来源：Wind

## 相关研报

低基数与改革成效双加持，业绩快速回升——天味食品（603317.SH）2022年三季度报点评（2022-10-27）

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	2,691	3,168	3,594
营业成本	1,383	1,373	1,773	2,066	2,316
折旧和摊销	28	35	43	58	75
税金及附加	19	16	21	25	28
销售费用	474	394	431	458	510
管理费用	102	110	139	158	135
研发费用	30	26	34	40	45
财务费用	-15	-35	-32	-35	-34
投资收益	35	38	30	30	30
营业利润	407	189	371	506	645
利润总额	428	216	400	533	672
所得税	64	32	58	77	97
净利润	364	184	342	456	575
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	364	185	342	456	575
EPS(元)	0.58	0.24	0.45	0.60	0.75

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	353	240	237	471	575
净利润	364	185	342	456	575
折旧摊销	28	35	43	58	75
净营运资金增加	45	-73	214	74	95
其他	-84	95	-362	-117	-170
投资活动产生现金流	129	-1,718	342	-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	592	5	30
融资活动现金流	1,566	-209	4	-33	-57
股本变化	217	124	9	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	260	-134	-35	56	19
净现金流	2,047	-1,687	584	223	348

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	41.5%	32.2%	34.1%	34.8%	35.6%
EBITDA 率	16.9%	7.6%	13.1%	15.7%	18.2%
EBIT 率	15.7%	5.9%	11.5%	13.9%	16.2%
税前净利润率	18.1%	10.7%	14.8%	16.8%	18.7%
归母净利润率	15.4%	9.1%	12.7%	14.4%	16.0%
ROA	8.5%	4.4%	7.6%	9.2%	10.5%
ROE (摊薄)	9.8%	4.9%	8.3%	10.1%	11.5%
经营性 ROIC	38.0%	9.3%	17.2%	21.2%	24.8%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	13%	10%	9%	9%	9%
流动比率	6.70	7.58	8.17	7.71	8.21
速动比率	6.26	7.32	7.71	7.25	7.71
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	4,508	4,952	5,455
货币资金	2,729	1,345	1,928	2,151	2,499
交易性金融资产	650	1,600	1,000	1,000	1,000
应收账款	11	14	10	12	13
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	13	18	8	10	11
存货	243	108	176	205	231
其他流动资产	15	6	6	6	6
流动资产合计	3,678	3,098	3,138	3,395	3,773
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	220	220	220
非流动资产合计	612	1,132	1,370	1,557	1,682
总负债	560	426	391	447	467
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	258	242	213	248	278
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	16	21	25
流动负债合计	549	409	384	440	460
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	4,117	4,505	4,988
股本	630	754	763	763	763
公积金	2,135	2,042	2,076	2,122	2,180
未分配利润	1,025	1,008	1,278	1,620	2,046
归属母公司权益	3,730	3,804	4,117	4,505	4,988
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%	16.00%	14.45%	14.20%
管理费用率	4.33%	5.43%	5.16%	5.00%	3.77%
财务费用率	-0.64%	-1.71%	-1.19%	-1.12%	-0.95%
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	0.09	0.12	0.15
每股经营现金流	0.56	0.32	0.31	0.62	0.75
每股净资产	5.92	5.04	5.40	5.90	6.54
每股销售收入	3.75	2.69	3.53	4.15	4.71

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	49	116	63	47	38
PB	4.8	5.6	5.3	4.8	4.3
EV/EBITDA	37.6	121.5	54.0	38.0	28.5
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
行业及公司评级	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