

2024年03月28日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

主业稳健增长，内生外延驱动规模扩张

—天味食品（603317.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年03月27日，天味食品发布2023年年报、员工持股计划（草案）。

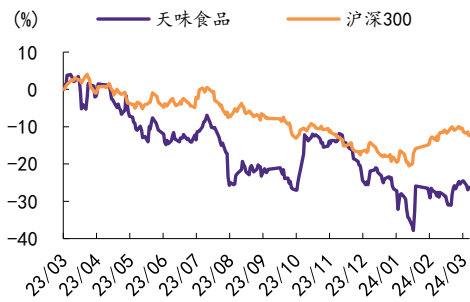
投资要点

基本数据

2024-03-27

当前股价（元）	12.4
总市值（亿元）	132
总股本（百万股）	1065
流通股本（百万股）	1059
52周价格范围（元）	10.54-24.96
日均成交额（百万元）	70.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《天味食品（603317）：业绩符合预期，BC端齐发力》2024-01-23
- 《天味食品（603317）：业绩符合预期，产品渠道共振促发展》2023-10-28
- 《天味食品（603317）：业绩维持稳健增长，下半年望持续向好》2023-08-22

■ 主营业务经营稳健，内生外延共同助推规模扩张

2023年公司总营业收入31.49亿元（同增17%），归母净利润4.57亿元（同增34%），扣非净利润4.04亿元（同增39%）。其中2023Q4公司总营业收入9.15亿元（同增17%），归母净利润1.36亿元（同增40%），扣非净利润1.23亿元（同增63%）。**盈利端**，2023年公司毛利率/净利率分别为37.88%/14.78%，分别同增4pct/2pct；2023Q4毛利率/净利率分别为40.30%/15.95%，分别同增6pct/4pct，毛利率上升预计主要系原材料价格下降叠加产品结构优化所致，进而带动净利率提升。**费用端**，2023年公司销售费用率/管理费用率分别为15.37%/6.30%，分别同增1pct/1pct；2023Q4销售费用率/管理费用率分别为18.47%/5.55%，分别同比4pct/-1pct，主要系公司加大广告促销费用投放，持续推进品牌高端化建设所致。**2024年公司计划实现营收同比增长不低于15%的挑战目标**（保底目标：员工持股考核目标为10%），**净利润同比增长不低于20%**，预计公司将通过内生驱动结合外延扩张共同推进战略目标实现。

■ 中式复调延续放量，定制餐调持续受益餐饮复苏

分产品看，2023年公司火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱/其他营收分别为12.22/15.19/2.96/0.47/0.37/0.23亿元，分别同比2%/29%/48%/15%/-18%/6%，其中中式复调延续强劲增势，预计主要系酸菜鱼调料放量贡献所致，2023年公司推出的第三代厚火锅底料/零添加系列不辣汤市场反响良好，预计2024年将延续大单品策略并不断补齐产品矩阵。**分渠道看**，2023年公司经销商/定制餐调/电商/其他渠道营收分别为23.56/3.19/3.93/0.77亿元，分别同比9%/32%/93%/-2%。截至2023Q4，公司经销商共3165家，较2023年年初净减少249家，经销商渠道保持稳健增长，定制餐调业务受益于餐饮复苏/公司持续开发B端餐饮场景实现快速增长，电商业务高增预计主要系食萃并表贡献所致。**分区域看**，2023年西南

/ 华中 / 华东 / 西北 / 华北 / 东北 / 华南 / 出口 分别为 9.91/5.08/7.59/2.00/3.33/1.36/1.83/0.35 亿元，分别同比 34%/13%/14%/-8%/20%/-1%/9%/7%。

■ 发布员工持股计划，进一步提高员工凝聚力

2022 年限制性股票激励计划于 2024 年全部解锁，2024 年 3 月 27 日，公司发布员工持股计划，包含公司董事、高级管理人员共 6 人，中高层管理人员、核心业务（技术）骨干以及其他人员 114 人，拟募集资金总额不超过 3761.28 万元，其中回购股份价格不超过 6.53 元/股，总受让股数不超过 576 万股（占总股本的 0.54%）。公司设置 2024-2025 年两个考核年度，考核目标为 2024/2025 年营收相对于 2023 年同增 10%/26.5%以上。本次员工持股计划的发布进一步完善了核心员工和股东的利益共享和风险共担机制，从而提高员工的凝聚力和公司竞争力。

■ 盈利预测

公司作为复调赛道龙头，通过产品推新不断夯实火锅底料与中式复调竞争力，同时依托食萃补齐中小 B 端客户短板，随着内生外延双轮驱动，有望充分获取市场份额。根据年报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.52/0.65/0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/16 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、产能建设或利用不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	3,149	3,678	4,208	4,722
增长率（%）	17.0%	16.8%	14.4%	12.2%
归母净利润（百万元）	457	555	697	822
增长率（%）	33.7%	21.5%	25.5%	18.0%
摊薄每股收益（元）	0.43	0.52	0.65	0.77
ROE（%）	10.4%	11.9%	13.9%	15.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	467	803	1,210	1,691
应收款	33	38	43	49
存货	159	184	204	225
其他流动资产	2,736	2,809	2,867	2,909
流动资产合计	3,394	3,833	4,324	4,873
非流动资产:				
金融类资产	2,600	2,650	2,685	2,705
固定资产	1,042	990	931	872
在建工程	29	12	5	2
无形资产	50	47	45	42
长期股权投资	311	311	311	311
其他非流动资产	447	447	447	447
非流动资产合计	1,879	1,807	1,739	1,674
资产总计	5,274	5,641	6,063	6,548
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	551	635	706	778
其他流动负债	248	248	248	248
流动负债合计	866	962	1,044	1,128
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	6	6	6	6
非流动负债合计	6	6	6	6
负债合计	872	968	1,050	1,133
所有者权益				
股本	1,065	1,065	1,065	1,065
股东权益	4,402	4,673	5,013	5,414
负债和所有者权益	5,274	5,641	6,063	6,548

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	466	566	710	838
少数股东权益	9	11	13	16
折旧摊销	65	72	68	64
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	63	43	33	35
经营活动现金净流量	603	692	825	953
投资活动现金净流量	-336	19	31	42
筹资活动现金净流量	69	-295	-370	-436
现金流量净额	336	416	486	559

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,149	3,678	4,208	4,722
营业成本	1,956	2,221	2,466	2,720
营业税金及附加	29	35	39	42
销售费用	484	559	635	708
管理费用	198	228	257	283
财务费用	-12	-22	-34	-47
研发费用	32	44	50	57
费用合计	702	809	909	1,001
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	70	56	45	30
营业利润	534	669	841	992
加:营业外收入	3	3	3	4
减:营业外支出	2	1	2	3
利润总额	536	671	842	993
所得税费用	70	106	132	155
净利润	466	566	710	838
少数股东损益	9	11	13	16
归母净利润	457	555	697	822

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	17.0%	16.8%	14.4%	12.2%
归母净利润增长率	33.7%	21.5%	25.5%	18.0%
盈利能力				
毛利率	37.9%	39.6%	41.4%	42.4%
四项费用/营收	22.3%	22.0%	21.6%	21.2%
净利率	14.8%	15.4%	16.9%	17.7%
ROE	10.4%	11.9%	13.9%	15.2%
偿债能力				
资产负债率	16.5%	17.2%	17.3%	17.3%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	96.8	96.8	96.8	96.8
存货周转率	12.3	12.3	12.3	12.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.43	0.52	0.65	0.77
P/E	28.9	23.8	19.0	16.1
P/S	4.2	3.6	3.1	2.8
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。