

旺季实现环比改善，新激励开启新一轮成长

--2023 年报与员工持股计划（草案）点评

核心观点：

- **事件：**3 月 27 日，公司发布公告，2023 年实现收入 31.5 亿元，同比+17%，归母净利 4.6 亿元，同比+33.7%；23Q4 实现收入 9.1 亿元，同比+17%，归母净利 1.4 亿元，同比+39.9%。此外，公司发布 2024 年员工持股计划（草案）。
- **新品上市+定制餐调修复+冬调动销旺盛推动 23Q4 环比提速增长。**23Q4 收入同比+17%，虽然受冬季气温偏暖、宏观复苏节奏偏慢以及春节延期等因素影响，但公司收入端仍实现较快增长，主要得益于：1) 23Q3 公司对火锅调料执行低库存操作，23Q4 部分产品补库存，此外厚火锅等新品对收入亦有贡献；2) 猪价持续处于低位，23Q4 香肠腊肉调料收入同比+85.6%；3) 近 2 年公司的渠道精耕政策红利持续释放，叠加定制餐调渠道低基数背景下实现高速增长；4) 并表食萃食品贡献部分增量，反映为 23Q4 电商收入同比+80.3%。
- **产品结构变化+成本下降+效率提升推动 23Q4 净利率持续改善。**23Q4 毛利率为 40.3%，同比+6.3pcts，预计主要得益于：1) 产品结构优化，毛利率较高的香肠腊肉调料收入占比提升；2) 油脂、包材类成本价格下降。23Q4 销售费用率为 18.5%，同比+4pcts，预计主要系年底员工奖金发放以及旺季费用集中投放所致，但全年来看销售费用效率有所提升。23Q4 管理费用率 5.5%，同比-1.1pcts，主要得益于数字化管理与渠道精耕推动费效率有所提升。23Q4 归母净利率为 14.9%，同比+2.4pcts，延续 23 年前三季度的改善趋势。
- **发布员工持股计划有望开启新一轮成长。**本计划合计受让的股份总数不超过 576 万股，占公司当前总股本的 0.54%，购买股份价格为 6.53 元/股，股票来源为此前回购的公司股票，主要覆盖 6 名高管与 114 名中高层管理人员、核心骨干等。本计划仅考核营收：1) 解锁期一，以 2023 年为基数，2024 年增速不低于 10%；2) 解锁期二，以 2023 年为基数，2025 年增速不低于 26.5%，对应 2 年 CAGR 约 12.5%。总体来看，公司上一轮股权激励取得较好效果，本轮员工持股计划有望开启新一轮成长。
- **短期关注小龙虾价格与小 B 端拓展节奏，中长期仍有望延续较快增长。**短期看，1 月天气转冷叠加年初以来宏观需求逐渐改善，24Q1 收入端有望实现较快增长，24Q2 建议关注小龙虾价格对调料产品需求的影响以及小 B 端渠道拓展节奏。长期看，1) 考虑到新增企业数量与现有企业产能扩张进度，预计行业竞争延续阶段性趋缓；2) 经销商持续优化精耕，公司渠道长期竞争力有望增强；3) 客户结构优化，一方面加快小 B 端扩张与签约团餐客户贡献收入，另一方面积极布局电商、新零售渠道；4) 底料、酸菜鱼、小龙虾调料等核心单品通过产品矩阵优化延长产品生命周期，同时钵钵鸡、卤味料、大盘鸡调料等潜力单品有望推动收入延续较快增长；5) 毛利率与费用率中短期有望延续向好趋势。
- **投资建议：**引入 2026 年盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 5.5/6.5/7.5 亿元，分别同比+20.5%/18.0%/16.2%，EPS 分别为 0.52/0.61/0.71 元，对应 PE 为 24/20/18X，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**竞争超预期的风险，行业需求下滑的风险，小 B 端拓展不及预期的风险，食品安全风险。

天味食品(603317)

谨慎推荐 (维持)

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

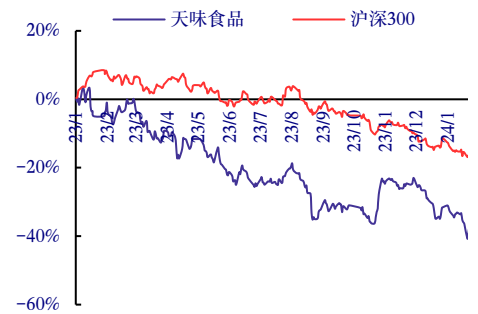
分析师登记编码：S0130522070002

市场数据

2024-03-27

股票代码	603317
A 股收盘价(元)	12.4
上证指数	2993.14
总股本万股	106,537
实际流通 A 股万股	105,934
流通 A 股市值(亿元)	132

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河食饮】天味食品 2023 年业绩快报点评：新品上市与冬调动销旺盛，Q4 旺季实现较快增长

表1: 主要财务指标预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3148.56	3646.03	4236.69	4910.33
收入增长率 (%)	17.02	15.80	16.20	15.90
净利润 (百万元)	456.70	550.12	648.81	753.61
利润增速 (%)	33.65	20.46	17.94	16.15
摊薄 EPS(元)	37.88	38.50	38.60	38.70
PE	0.43	0.52	0.61	0.71
PB	28.93	24.01	20.36	17.53

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：公司财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3394.31	3811.30	4481.42	5290.94	营业收入	3148.56	3646.03	4236.69	4910.33
现金	466.66	215.21	199.56	318.36	营业成本	1955.74	2242.31	2601.33	3010.03
应收账款	19.57	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	28.56	32.81	38.13	44.19
其它应收款	12.95	22.42	26.06	30.20	营业费用	483.95	554.20	639.74	741.46
预付账款	12.89	19.10	22.16	25.64	管理费用	198.24	226.05	258.44	299.53
存货	159.27	181.61	210.69	243.79	财务费用	-11.56	0.00	0.00	0.00
其他	2722.96	3372.96	4022.96	4672.96	资产减值损失	-0.55	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1879.38	2014.84	2138.50	2250.35	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	311.34	311.34	311.34	311.34	投资净收益	70.03	80.21	93.21	108.03
固定资产	1042.18	1191.48	1328.98	1454.67	营业利润	534.48	642.80	759.64	885.33
无形资产	49.71	51.38	53.05	54.72	营业外收入	3.04	0.00	0.00	0.00
其他	476.15	460.64	445.14	429.63	营业外支出	1.97	0.00	0.00	0.00
资产总计	5273.69	5826.15	6619.92	7541.30	利润总额	535.54	642.80	759.64	885.33
流动负债	866.44	892.28	1032.76	1192.76	所得税	70.03	89.99	106.35	123.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	465.51	552.80	653.29	761.39
应付账款	551.00	507.25	588.46	680.92	少数股东损益	8.82	2.68	4.48	7.78
其他	315.44	385.03	444.30	511.84	归属母公司净利润	456.70	550.12	648.81	753.61
非流动负债	5.71	5.71	5.71	5.71	EBITDA	520.36	733.37	862.02	999.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（元）	0.43	0.52	0.61	0.71
其他	5.71	5.71	5.71	5.71					
负债合计	872.16	897.99	1038.48	1198.47	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	74.50	77.18	81.66	89.44	营业收入	17.02%	15.80%	16.20%	15.90%
归属母公司股东权益	4327.04	4850.97	5499.78	6253.38	营业利润	31.70%	20.27%	18.18%	16.55%
负债和股东权益	5273.69	5826.15	6619.92	7541.30	归属母公司净利润	33.65%	20.46%	17.94%	16.15%
					毛利率	37.88%	38.50%	38.60%	38.70%
					净利率	14.50%	15.09%	15.31%	15.35%
					ROE	10.55%	11.34%	11.80%	12.05%
					ROIC	8.99%	11.22%	11.70%	12.00%
					资产负债率	16.54%	15.41%	15.69%	15.89%
					净负债比率	19.81%	18.22%	18.61%	18.89%
					流动比率	3.92	4.27	4.34	4.44
					速动比率	3.58	3.91	3.99	4.11
					总资产周转率	0.62	0.66	0.68	0.69
					应收帐款周转率	171.51	372.60	—	—
					应付帐款周转率	4.16	4.24	4.75	4.74
					每股收益	0.43	0.52	0.61	0.71
					每股经营现金	0.57	0.54	0.72	0.83
					每股净资产	4.06	4.55	5.16	5.87
					P/E	28.93	24.01	20.36	17.53
					P/B	3.05	2.72	2.40	2.11
					EV/EBITDA	26.32	17.72	15.09	12.90
					PS	4.20	3.62	3.12	2.69

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意：经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品、零食等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn