

员工持股促长远，分红提升重回报

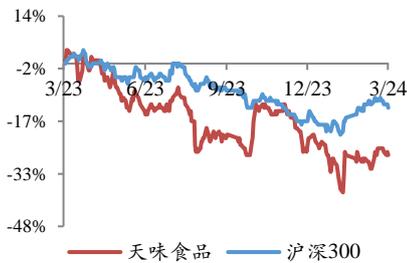
——天味食品 23 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-28

收盘价(元)	12.78
近 12 个月最高/最低(元)	17.63/10.54
总股本(百万股)	1,065
流通股本(百万股)	1,059
流通股比例(%)	99.43
总市值(亿元)	132
流通市值(亿元)	131

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001
邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001
邮箱：chenshu@hazq.com

相关报告

- 1. 双轮驱动，盈利释放 2023-10-30
- 2. 完善 B 端业务布局，中式菜品稳健增长 2023-08-23

主要观点：

● 公司发布 2023 年业绩

- 单 Q4：收入 9.15 亿（16.95%），归母 1.36 亿（+39.9%）。
- 23 年：收入 31.49 亿（+17.02%），归母 4.57 亿（+33.65%）。
- 分红率大幅提升至 92.74%，上年为 70.96%。
- **业绩与预报一致，符合预期。**

● BC 端双轮驱动

- **产品：**1) 火锅底料 Q4 同比-6%，降幅主要受春节错配影响。23 全年销售额/量/价分别同比+2%/-4%/6%，主因终端需求疲软。2) 复调业务 Q4 同比+36%，景气度较高。3) 冬调业务 Q4 同比+85%，低基数+猪价下行，共同驱动发展。
- **新品：**Q4 推出第三代厚火锅及零添加不辣汤等不断完善矩阵。
- **渠道：**23 年食萃并表约 1.3 亿，剔除后内生预计同比+12%，食萃补齐小 B 线上渠道，协同效率高。

● 盈利能力趋势向上

- **原材料成本下行，驱动盈利提升：**23 年毛利率/净利率+3.7/+2.1pct，销售费用率/管理费用率分别变动+1/+0.7pct，费控较为稳健。
- **食萃净利率较高：**23 年净利率 19%，抬升整体水平，预计 24 年收入有望同比+30%，利润率维持在 20%水平，有望持续贡献增量。

● 员工持股促长期成长

- **要素：**拟授予股份总数不超过 576 万股（占当前股本 0.54%），授予董监高 6 人，中高层及技术骨干等 114 人。持股计划购买价格为 6.53 元/股（注：2024/03/27 日收盘价为 12.4 元）。
- **目标：**以 23 年营业收入为基数，24 年/25 年增长率不低于 10%/26.5%，对应 24/25 年收入分别同比+10%/+15%。

● 投资建议

➢ 我们的观点：

公司新品放量+大单品渗透率提升，小 B 渠道贡献增量。员工持股计划着眼于长远发展。公司设置 24 年收入同比+15%、净利润同比+20%的挑战目标，员工持股计划收入同比+10%为保底目标。

盈利预测：结合以上，我们预计 2024-2026 年公司实现营业总收入 36.35/41.84/47.55 亿元，同比+15.4%/+15.1%/+13.7%；实现归母净利润 5.49/6.59/7.75 亿元，同比+20.3%/+20.1%/+17.5%；当前股价对应 PE 分别为 24/20/17 倍，成长分红兼具，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、新品放量不及预期，疫情反复带来动销压力，餐饮修复不及预期，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3149	3635	4184	4755
收入同比 (%)	17.0%	15.4%	15.1%	13.7%
归属母公司净利润	457	549	659	775
净利润同比 (%)	33.7%	20.3%	20.1%	17.5%
毛利率 (%)	37.9%	36.6%	37.3%	37.8%
ROE (%)	10.6%	10.3%	10.6%	10.8%
每股收益 (元)	0.43	0.52	0.62	0.73
P/E	30.56	24.05	20.03	17.06
P/B	3.27	2.47	2.13	1.84
EV/EBITDA	26.32	22.41	17.19	14.24

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3394	4139	5306	5906	营业收入	3149	3635	4184	4755
现金	467	324	846	885	营业成本	1956	2306	2624	2956
应收账款	20	22	26	29	营业税金及附加	29	33	38	43
其他应收款	13	38	18	45	销售费用	484	520	576	647
预付账款	13	18	21	24	管理费用	198	229	259	290
存货	159	174	205	222	财务费用	-12	-20	-18	-17
其他流动资产	2723	3563	4190	4701	资产减值损失	-1	-18	-21	-28
非流动资产	1879	2024	2175	2365	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	311	296	279	256	投资净收益	70	124	126	133
固定资产	1042	1203	1372	1587	营业利润	534	633	764	895
无形资产	50	49	48	47	营业外收入	3	6	3	6
其他非流动资产	476	476	476	475	营业外支出	2	2	2	3
资产总计	5274	6163	7481	8271	利润总额	536	637	765	898
流动负债	866	732	1192	1010	所得税	70	89	107	126
短期借款	0	0	0	0	净利润	466	548	658	772
应付账款	551	269	664	387	少数股东损益	9	-1	-2	-2
其他流动负债	315	463	528	623	归属母公司净利润	457	549	659	775
非流动负债	6	6	6	6	EBITDA	520	575	719	865
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.43	0.52	0.62	0.73
其他非流动负债	6	6	6	6					
负债合计	872	738	1198	1015					
少数股东权益	74	73	71	69					
股本	1065	1065	1065	1065					
资本公积	1697	1673	1673	1673					
留存收益	1564	2613	3473	4447					
归属母公司股东权益	4327	5352	6212	7186					
负债和股东权益	5274	6163	7481	8271					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	603	927	1072	525
净利润	466	548	658	772
折旧摊销	65	68	78	93
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-70	-124	-126	-133
营运资金变动	136	421	442	-232
其他经营现金流	336	140	235	1029
投资活动现金流	-336	-942	-751	-685
资本支出	-94	-226	-249	-307
长期投资	-303	-840	-627	-511
其他投资现金流	61	124	126	133
筹资活动现金流	-245	-24	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	302	0	0	0
资本公积增加	-257	-24	0	0
其他筹资现金流	-290	0	0	0
现金净增加额	22	460	521	40

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	17.0%	15.4%	15.1%	13.7%
营业利润	31.7%	18.3%	20.8%	17.2%
归属于母公司净利	33.7%	20.3%	20.1%	17.5%
获利能力				
毛利率 (%)	37.9%	36.6%	37.3%	37.8%
净利率 (%)	14.5%	15.1%	15.8%	16.3%
ROE (%)	10.6%	10.3%	10.6%	10.8%
ROIC (%)	9.0%	8.0%	8.8%	9.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	16.5%	12.0%	16.0%	12.3%
净负债比率 (%)	19.8%	13.6%	19.1%	14.0%
流动比率	3.92	5.65	4.45	5.85
速动比率	3.58	5.22	4.16	5.48
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.64	0.61	0.60
应收账款周转率	171.51	173.08	173.08	173.08
应付账款周转率	4.16	5.63	5.63	5.63
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.52	0.62	0.73
每股经营现金流薄)	0.57	0.87	1.01	0.49
每股净资产	4.06	5.02	5.83	6.75
估值比率				
P/E	30.56	24.05	20.03	17.06
P/B	3.27	2.47	2.13	1.84
EV/EBITDA	26.32	22.41	17.19	14.24

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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。