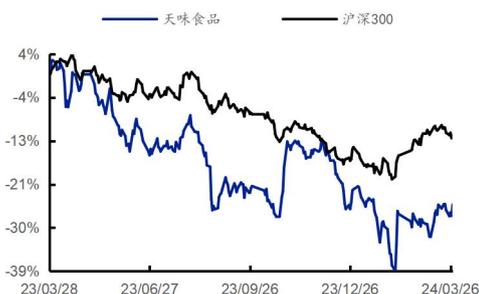


研究所：  
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 证券分析师：秦一方 S0350523120001  
 qinyf@ghzq.com.cn  
 联系人：景皓 S0350124030009  
 jingh@ghzq.com.cn

## 利润弹性逐步释放，发布员工持股计划彰显信心

### ——天味食品（603317）2023 年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
天味食品	6.1%	-3.5%	-25.5%
沪深 300	2.0%	3.1%	-12.0%

#### 市场数据

当前价格 (元)	12.78
52 周价格区间 (元)	10.02-25.30
总市值 (百万)	13,615.48
流通市值 (百万)	13,538.40
总股本 (万股)	106,537.40
流通股本 (万股)	105,934.25
日均成交额 (百万)	140.95
近一月换手 (%)	0.50

#### 事件：

2024年3月27日，天味食品发布2023年年度报告，2023年实现营业收入31.49亿元，同比+17.02%；实现归母净利润4.57亿元，同比+33.65%；实现扣非净利润4.04亿元，同比+38.63%；剔除食萃并表影响后归母净利润约4.3亿元，同比+25.88%，股权激励目标顺利达成。2023Q4单季度实现营业收入9.15亿元，同比+16.95%；实现归母净利润1.36亿元，同比+39.9%；实现扣非净利润1.23亿元，同比+64.39%。

#### 投资要点：

- **中式调料保持良好增势，渠道经营效率持续提升。**产品端，2023年火锅底料/中式调料/香肠腊肉调料（本文简称“冬调”）/鸡精/香辣酱分别实现营业收入12.22/15.19/2.96/0.47/0.37亿元，分别同比+1.97%/28.58%/47.73%/14.75%/-18.46%。火锅底料表现不及预期，我们认为主要系2022年疫情期间基数偏高，疫后有所回落，在2023年冬季气温偏暖及春节错期影响下Q4延续Q3下滑趋势。中式调料在大单品老坛系列带动及食萃并表影响下2023Q4及全年保持较快增长。冬调由于猪价较低实现如期高增，2023Q4同比+85.62%。渠道端，电商及定制餐调全年分别实现32.24%/92.99%较快增长，我们认为主要受益于大B复苏及食萃带动。经销渠道持续推进“优商扶商”，截至2023年末，全国经销商数动态优化至3165家，较2023年初减少249家，但经销渠道收入实现同比8.81%稳步增长，经营管理质量显著提升。
- **成本下行，结构改善，盈利能力显著提升。**2023年公司毛利率37.88%，同比+3.66pct，其中火锅底料/中式调料/冬调/鸡精毛利率分别同比+0.79/+2.45/+17.29/+11.05pct，主要3方面原因：1) 油脂、包材等主要原材料价格低位运行；2) 产品结构升级，0添加不辣汤等高毛利产品市场反馈良好；3) 并入盈利能力较强的食萃提振盈利水平。2023年公司销售/管理费用率分别为15.37%/6.30%，分别同比+0.95/0.72pct，销售费用率提升主要系全年促销及广告投入增加；管理费用率提升主要系薪酬总额、股份支付及咨询服务费用增加。综合来看全年实现归母净利率14.51%，同比+1.81pct。
- **推新步伐坚定，BC端共同发力，新员工持股计划彰显发展信心。**2023

年公司锚定健康化趋势推出第三代厚火锅、不辣汤等新品，满足消费者更高品质需求，产品家族实现提质增量。渠道方面，公司持续巩固 C 端优势，同时通过并购食萃补齐线上小 B，未来有望赋能线下 B 端开拓，与食萃在生产、产品、渠道等多方面实现资源和业务协同。公司同步发布 2024 年员工持股草案，筹集资金总额不超过 3761.28 万元，受让价格为 6.53 元/股，来源为公司回购股份。本计划激励范围包括公司高管、中层管理、核心骨干在内的约 120 人，解锁条件为 2024 及 2025 年营收分别同比+10%/15%，进一步激发员工积极性，保障公司长期发展。当前复调行业仍较分散，但行业发展逐步回归理性，未来龙头有望凭借规模及效率优势加速整合。

- **盈利预测与估值：**公司产品矩阵丰富，在 C 端拥有较好的基础及品牌认可度，近年来利用研发优势发力 B 端，2023 年通过收购食萃补齐线上小 B 渠道，未来 B 端有望加速开拓。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.51/0.59/0.68 元，对应 PE 分别为 25X/22X/19X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 公司 B 端开拓不及预期；2) C 端需求复苏不及预期；3) 原材料成本上涨过快；4) 新品推广不及预期；5) 食品安全风险；6) 回购进度的不确定性。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3149	3628	4110	4628
增长率(%)	17	15	13	13
归母净利润（百万元）	457	541	629	727
增长率(%)	34	18	16	15
摊薄每股收益（元）	0.43	0.51	0.59	0.68
ROE(%)	11	12	13	14
P/E	30.56	25.17	21.63	18.74
P/B	3.27	3.00	2.82	2.66
P/S	4.50	3.75	3.31	2.94
EV/EBITDA	26.32	18.76	15.96	13.59

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：天味食品盈利预测表

证券代码：	603317		股价：	12.78	投资评级：	增持	日期：	2024/03/28	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	11%	12%	13%	14%	EPS	0.43	0.51	0.59	0.68
毛利率	38%	38%	38%	39%	BVPS	4.06	4.26	4.53	4.81
期间费率	21%	21%	21%	21%	<b>估值</b>				
销售净利率	15%	15%	15%	16%	P/E	30.56	25.17	21.63	18.74
<b>成长能力</b>					P/B	3.27	3.00	2.82	2.66
收入增长率	17%	15%	13%	13%	P/S	4.50	3.75	3.31	2.94
利润增长率	34%	18%	16%	15%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	0.62	0.67	0.71	0.74	营业收入	3149	3628	4110	4628
应收账款周转率	171.51	170.22	167.78	167.86	营业成本	1956	2248	2530	2829
存货周转率	12.79	13.13	12.98	12.94	营业税金及附加	29	31	36	40
<b>偿债能力</b>					销售费用	484	544	618	698
资产负债率	17%	17%	18%	19%	管理费用	198	214	246	278
流动比	3.92	3.96	3.87	3.89	财务费用	-12	-7	-10	-16
速动比	3.58	3.61	3.55	3.57	其他费用/（-收入）	32	43	46	52
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	534	636	738	853
现金及现金等价物	3067	3380	3840	4296	营业外净收支	1	0	2	1
应收款项	20	23	26	29	利润总额	536	636	740	854
存货净额	159	183	207	231	所得税费用	70	90	104	119
其他流动资产	149	164	166	172	净利润	466	546	636	735
<b>流动资产合计</b>	<b>3394</b>	<b>3750</b>	<b>4239</b>	<b>4727</b>	少数股东损益	9	4	6	8
固定资产	1042	987	932	879	归属于母公司净利润	457	541	629	727
在建工程	29	26	24	21	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	496	500	502	504	经营活动现金流	603	570	727	785
长期股权投资	311	311	311	311	净利润	457	541	629	727
<b>资产总计</b>	<b>5274</b>	<b>5574</b>	<b>6008</b>	<b>6443</b>	少数股东损益	9	4	6	8
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	65	61	58	60
应付款项	551	548	639	720	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	58	33	44	53	营运资金变动	136	39	120	88
其他流动负债	257	367	413	443	投资活动现金流	-336	-31	-19	4
<b>流动负债合计</b>	<b>866</b>	<b>948</b>	<b>1096</b>	<b>1216</b>	资本支出	-94	-7	-4	-8
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-303	-100	-102	-87
其他长期负债	6	6	6	6	其他	61	76	87	99
<b>长期负债合计</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	筹资活动现金流	-245	-326	-350	-420
<b>负债合计</b>	<b>872</b>	<b>954</b>	<b>1102</b>	<b>1222</b>	债务融资	0	0	0	0
股本	1065	1065	1065	1065	权益融资	8	-26	0	0
股东权益	4402	4621	4906	5221	其它	-253	-300	-350	-420
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5274</b>	<b>5574</b>	<b>6008</b>	<b>6443</b>	现金净增加额	22	213	358	369

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

## 【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。