

调味品

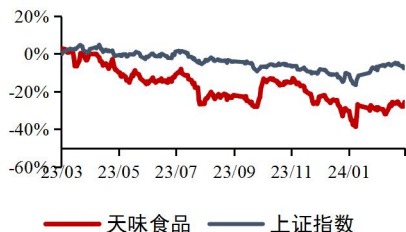
天味食品（603317.SH）

买入-B(维持)

2024年3月29日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年3月28日

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价(元):      | 12.78       |
| 年内最高/最低(元):  | 25.30/10.02 |
| 流通A股/总股本(亿): | 10.59/10.65 |
| 流通A股市值(亿):   | 135.38      |
| 总市值(亿):      | 136.15      |

基础数据：2023年12月31日

|           |       |
|-----------|-------|
| 基本每股收益:   | 0.43  |
| 摊薄每股收益:   | 0.43  |
| 每股净资产(元): | 4.13  |
| 净资产收益率:   | 10.58 |

资料来源：最闻

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzhzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件：**公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 31.49 亿元，同比增长 17.0%；归母净利润 4.57 亿元，同比增长 33.7%；其中 23Q4 实现营业收入 9.15 亿元，同比增长 16.95%；归母净利润 1.36 亿元，同比增长 39.9%。23 年分红预案为每 10 股派 4 元，分红率为 92.7%，超预期。

同时公司公告，拟推出 2024 年员工持股计划，范围包括高管及核心技术骨干等，业绩考核目标为以 23 年营收为基准，24/25 年营收增长不低于 10.0%/26.5%。

事件点评

➢ **23 年 B 端营收实现高增，业绩符合预期。**23 年公司主营业务收入同比增长约 12.3%左右，食萃并表贡献收入约 1.3 亿元。分品类来看，23 年火锅底料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱分别实现营收 12.22/15.19/2.96/0.47/0.37 亿元，同比+2.0%/+28.6%/+47.7%/+14.8%/-18.5%。其中 23Q4 火锅底料/中式菜品调料分别实现营收 3.76/3.98 亿元，同比-6.0%/+35.8%。分渠道来看，23 年公司经销商/定制餐调/电商渠道分别实现营收 23.56/3.19/3.93 亿元，同比+8.8%/+32.2%/+93.0%；其中 23Q4 经销商/定制餐调/电商渠道分别实现营收 6.47/0.91/1.60 亿元，同比+6.3%/+61.6%/+80.3%。23 年传统渠道受整体消费环境疲软影响，收入增速有所放缓；定制餐调同比实现较好增长，主要系公司持续聚焦 B 端餐饮用户渠道的拓展；电商渠道受食萃并表助力同比实现高增。公司 23 年不断进行经销商优化，经销商数目环比减少 120 至 3165 家，经销商质量整体提升。

➢ **产品结构优化&原材料成本下行，盈利能力稳步提升。**公司 23 年/23Q4 毛利率为 37.9%/40.3%，同比+3.7/+6.9pct，在原材料成本下行，同时产品结构升级助力下公司毛利率有所提升。2023 年公司销售/管理/财务费用率分别为 15.4%/6.3%/-0.4%，同比-1.0/+0.7/+0.3pct，综合之下 23 年/23Q4 公司净利率为 14.5%/14.9%，同比+1.8/+2.4pct。我们预计，24 年受益于原材料成本改善、股权激励费用减少等因素，公司盈利能力仍处于改善通道。

➢ **产品&渠道不断完善，24 年业绩目标有望达成。**产品方面，公司大单品矩阵思路持续贯彻，不断抢占市场份额，火锅底料及冬调等传统单品实现平稳增长；渠道方面，公司 23 年收购食萃，不断增强公司在小 B 端渠道的竞争实力。展望 24 年，公司产品&渠道仍将不断完善，包括持续推进大单品矩阵战略，丰富地方风味调味品品类；同时大力发展小 B 端业务，定制餐调聚



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



焦大 B 端业务等。综合之下，预计公司 24 年年度目标有望顺利达成。

### 投资建议

➤ 在员工持股等激励机制加持之下，我们看好其营收稳定增长的中长期发展潜力。预计公司 2024-2026 年公司营业收入分别为 36.26/41.38/47.12 亿元，同比增长 15.2%/14.1%/13.9%。归母净利润分别为 5.60/6.74/7.95 亿元，同比增长 22.6%/20.3%/18.1%。对应 EPS 分别为 0.53\0.63\0.75 元，对应 3 月 28 日收盘价，PE 分别为 24\20\17 倍，维持“买入-B”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧；原材料成本上升超预期；渠道拓展不及预期等。

### 财务数据与估值：

| 会计年度      | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,691 | 3,149 | 3,626 | 4,138 | 4,712 |
| YoY(%)    | 32.8  | 17.0  | 15.2  | 14.1  | 13.9  |
| 净利润(百万元)  | 342   | 457   | 560   | 674   | 795   |
| YoY(%)    | 85.1  | 33.7  | 22.6  | 20.3  | 18.1  |
| 毛利率(%)    | 34.2  | 37.9  | 38.2  | 38.5  | 38.7  |
| EPS(摊薄/元) | 0.32  | 0.43  | 0.53  | 0.63  | 0.75  |
| ROE(%)    | 8.5   | 10.6  | 11.3  | 12.4  | 13.0  |
| P/E(倍)    | 38.7  | 28.9  | 23.6  | 19.6  | 16.6  |
| P/B(倍)    | 3.3   | 3.1   | 2.7   | 2.4   | 2.2   |
| 净利率(%)    | 12.7  | 14.5  | 15.4  | 16.3  | 16.9  |

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 3153  | 3394  | 4091  | 4685  | 5473  |
| 现金             | 450   | 467   | 1106  | 1694  | 2417  |
| 应收票据及应收账款      | 17    | 20    | 23    | 26    | 29    |
| 预付账款           | 24    | 13    | 29    | 19    | 36    |
| 存货             | 147   | 159   | 191   | 207   | 245   |
| 其他流动资产         | 2516  | 2736  | 2741  | 2740  | 2746  |
| <b>非流动资产</b>   | 1668  | 1879  | 1876  | 1885  | 1917  |
| 长期投资           | 398   | 311   | 227   | 143   | 61    |
| 固定资产           | 727   | 1042  | 1108  | 1183  | 1278  |
| 无形资产           | 46    | 50    | 49    | 48    | 46    |
| 其他非流动资产        | 497   | 476   | 492   | 510   | 532   |
| <b>资产总计</b>    | 4822  | 5274  | 5967  | 6570  | 7390  |
| <b>流动负债</b>    | 784   | 866   | 998   | 1090  | 1249  |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款      | 390   | 551   | 528   | 698   | 693   |
| 其他流动负债         | 394   | 315   | 470   | 392   | 556   |
| <b>非流动负债</b>   | 13    | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 13    | 6     | 6     | 6     | 6     |
| <b>负债合计</b>    | 797   | 872   | 1003  | 1096  | 1255  |
| 少数股东权益         | 0     | 74    | 77    | 80    | 84    |
| 股本             | 763   | 1065  | 1065  | 1065  | 1065  |
| 资本公积           | 1955  | 1697  | 1697  | 1697  | 1697  |
| 留存收益           | 1522  | 1736  | 2130  | 2603  | 3163  |
| 归属母公司股东权益      | 4020  | 4327  | 4887  | 5395  | 6051  |
| <b>负债和股东权益</b> | 4822  | 5274  | 5967  | 6570  | 7390  |

## 现金流量表(百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 546   | 603   | 631   | 743   | 862   |
| 净利润            | 341   | 466   | 562   | 677   | 800   |
| 折旧摊销           | 48    | 65    | 65    | 73    | 82    |
| 财务费用           | -18   | -12   | -21   | -39   | -58   |
| 投资损失           | -54   | -70   | -49   | -53   | -57   |
| 营运资金变动         | 206   | 136   | 74    | 85    | 94    |
| 其他经营现金流        | 24    | 17    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -1086 | -336  | -12   | -29   | -57   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -56   | -245  | -21   | -126  | -82   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.32  | 0.43  | 0.53  | 0.63  | 0.75  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.51  | 0.57  | 0.59  | 0.70  | 0.81  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 3.77  | 4.06  | 4.59  | 5.06  | 5.68  |

## 利润表(百万元)

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2691  | 3149  | 3626  | 4138  | 4712  |
| 营业成本            | 1770  | 1956  | 2241  | 2547  | 2890  |
| 营业税金及附加         | 22    | 29    | 28    | 32    | 37    |
| 营业费用            | 388   | 484   | 544   | 604   | 688   |
| 管理费用            | 150   | 198   | 199   | 228   | 236   |
| 研发费用            | 32    | 32    | 37    | 42    | 48    |
| 财务费用            | -18   | -12   | -21   | -39   | -58   |
| 资产减值损失          | -1    | -2    | -2    | -3    | -3    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 54    | 70    | 49    | 53    | 57    |
| <b>营业利润</b>     | 406   | 534   | 644   | 775   | 926   |
| 营业外收入           | 2     | 3     | 16    | 12    | 8     |
| 营业外支出           | 4     | 2     | 4     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 404   | 536   | 656   | 784   | 931   |
| 所得税             | 63    | 70    | 94    | 108   | 131   |
| <b>税后利润</b>     | 341   | 466   | 562   | 677   | 800   |
| 少数股东损益          | -1    | 9     | 2     | 3     | 5     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 342   | 457   | 560   | 674   | 795   |
| EBITDA          | 439   | 587   | 697   | 815   | 951   |

## 主要财务比率

| 会计年度         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 32.8  | 17.0  | 15.2  | 14.1  | 13.9  |
| 营业利润(%)      | 114.7 | 31.7  | 20.5  | 20.3  | 19.5  |
| 归属于母公司净利润(%) | 85.1  | 33.7  | 22.6  | 20.3  | 18.1  |
| <b>获利能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 34.2  | 37.9  | 38.2  | 38.5  | 38.7  |
| 净利率(%)       | 12.7  | 14.5  | 15.4  | 16.3  | 16.9  |
| ROE(%)       | 8.5   | 10.6  | 11.3  | 12.4  | 13.0  |
| ROIC(%)      | 8.2   | 10.5  | 11.1  | 11.9  | 12.3  |
| <b>偿债能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 16.5  | 16.5  | 16.8  | 16.7  | 17.0  |
| 流动比率         | 4.0   | 3.9   | 4.1   | 4.3   | 4.4   |
| 速动比率         | 3.8   | 3.6   | 3.8   | 4.0   | 4.1   |
| <b>营运能力</b>  |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 0.6   | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率      | 174.8 | 171.5 | 171.5 | 171.5 | 171.5 |
| 应付账款周转率      | 5.6   | 4.2   | 4.2   | 4.2   | 4.2   |
| <b>估值比率</b>  |       |       |       |       |       |
| P/E          | 38.7  | 28.9  | 23.6  | 19.6  | 16.6  |
| P/B          | 3.3   | 3.1   | 2.7   | 2.4   | 2.2   |
| EV/EBITDA    | 23.4  | 17.4  | 13.7  | 11.0  | 8.7   |

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

