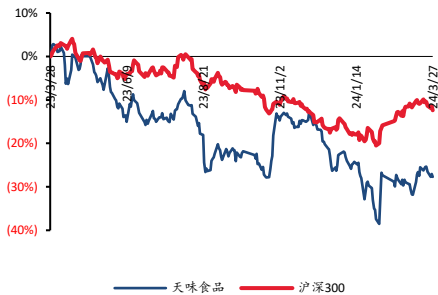


## 天味食品：盈利能力稳步提升，新颁布员工持股计划稳定信心

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|                |               |
|----------------|---------------|
| 总股本/流通股(亿股)    | 10.65/10.65   |
| 总市值/流通(亿元)     | 132.11/132.11 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 25.3/10.02    |

### 相关研究报告

<<天味食品：营收提速，盈利改善>>-2023-05-24

<<天味食品：业绩符合预期，景气有望延续>>-2023-04-19

<<天味食品：C端业务稳步增长，有效网点不断推进>>-2023-03-13

### 证券分析师：肖依琳

电话：

E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523100003

### 证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

**事件：**1、天味食品发布 2023 年年报，2023 年实现营收 31.5 亿元，同比+17.2%，归母净利润 4.6 亿元，同比+33.7%，扣非净利润 4.57 亿元，同比+33.7%。2023Q4 实现营收 9.2 亿元，同比+17.0%，归母净利润 1.4 亿元，同比+39.9%，扣非净利润 1.23 亿元，同比+64.4%。2023 年公司分红派现每股 0.4 元（含税）。2、公司发布 2024 年员工持股计划（草案），拟募集资金总额不超过 3761.28 万元，拟授予董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心业务（技术）骨干等 120 人。

**2023 年平稳收官，小龙虾等中式复调表现亮眼，业绩符合预期。**2023 年公司平稳收官，收购优质调味品线上品牌食萃，业绩符合预期。分产品看，全年火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/鸡精分别实现收入为 12.2/15.2/3.0/0.5 亿元，同比+2.0%/+28.6%/+47.7%/+14.8%。其中中式复调在小龙虾、青花椒鱼等大单品的带动下获得快速增长，火锅调料由于大红袍整合调整的原因，拖累品类整体收入增长，预计好人家品牌火锅调料实现中高个位数增长。分渠道看，全年经销商/定制餐调/电商分别实现营收为 23.6/3.2/3.9 亿元，同比+8.8%/+32.2%/+93.0%。电商同比高增主由食萃并表贡献；经销渠道仅个位数收入增长，同样与公司主动调整大红袍业务推进节奏有关。全年公司渠道库存良性运行，通过“优商扶商”策略优化渠道效率，渠道管理进一步精细化，全年经销商净减少 249 家至 3165 家，预计渠道优化调整已渐入尾声。

**产品结构优化+原材料成本下行，盈利能力稳步提升。**2023 年公司毛利率为 37.9%，同比+3.7pct，毛利率提升明显主因原材料采购成本下降，公司生产运营效率有效提升，同时公司持续优化产品结构，高毛利川调产品占比逐步提升。费用方面，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.4%/6.3%/1.0%/-0.4%，分别同比+1.0/+0.7/+0.1/+0.3pct，销售费用率增加主因市场推广费用提升所致，同时，由于上轮股权激励计划费用摊销以及 GDR 项目终止等因素导致管理费用率有所提升。2023 年公司净利率为 14.5%，同比+1.8pct，毛利率逐步改善以及食萃并表带动盈利能力稳步提升。

**产品思路清晰，渠道调整优化成效逐步显现，2024 年稳健增长可期，新一期股权激励锚定高质量发展。**今年公司提出收入目标增长 15%，利润目标增长 20%，目标规划较稳健。展望 2024 年，公司火锅底料、中式复调等产品矩阵逐步完善，今年有望通过手工底料、小龙

虾调料、青花椒鱼调料等大单品组合拳发力，潜力单品上继续重点推广不辣汤系列产品，并新推零添加产品迎合健康化发展趋势，以及厚火锅产品提升品牌调性，未来潜力单品增长可期。渠道端公司将继续加大渠道建设力度，并围绕品牌力的提升进行持续投入，小 B 端整合稳步推进中，预计将新开发专业渠道客户并匹配 B 端特性推进适配产品。同时食萃并表后有望继续贡献业绩并与公司小 B 渠道形成协同互补。此外，公司公布员工持股计划，解锁目标为以 2023 年为基数，2024-2025 年营收分别增长 10%/26.5%，即 2024-2025 年营收分别同比增长 10%/15%，目标制定稳健以激励顺利落地为核心目的，有效稳定员工信心。

**投资建议：**公司产品发展思路清晰，渠道调整已基本渐入尾声，以渠道改革带动内生增长的方式逐步验证，盈利水平稳步提升。公司在行业低迷期持续强化自身优势，未来有望在行业稳步复苏的情况下获得更多市场份额。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 36.5/42.3/49.7 亿元，分别同比+15.8%/+16.1%/+17.5%，预计实现归母净利润分别为 5.5/6.5/7.5 亿元，分别同比+20.2%/+17.9%/+16.2%，对应 PE 分别为 24/20/18X。我们按照 2024 年业绩给 28 倍 PE，一年目标价 14.6 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；渠道整合调整不及预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标

|            | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 3,149  | 3,646  | 4,233  | 4,974  |
| 营业收入增长率(%) | 17.02% | 15.80% | 16.10% | 17.50% |
| 归母净利（百万元）  | 457    | 549    | 647    | 752    |
| 净利润增长率(%)  | 33.65% | 20.17% | 17.90% | 16.21% |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.43   | 0.52   | 0.61   | 0.71   |
| 市盈率（PE）    | 30.56  | 24.07  | 20.42  | 17.57  |

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

**资产负债表 (百万)**

|          | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 450   | 467   | 716   | 1,221 | 1,858 |
| 应收和预付款项  | 41    | 32    | 43    | 50    | 57    |
| 存货       | 147   | 159   | 183   | 213   | 249   |
| 其他流动资产   | 2,516 | 2,736 | 2,742 | 2,744 | 2,747 |
| 流动资产合计   | 3,153 | 3,394 | 3,683 | 4,227 | 4,912 |
| 长期股权投资   | 398   | 311   | 370   | 407   | 430   |
| 投资性房地产   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产     | 727   | 1,042 | 1,242 | 1,451 | 1,644 |
| 在建工程     | 288   | 29    | -61   | -189  | -327  |
| 无形资产开发支出 | 46    | 50    | 52    | 55    | 57    |
| 长期待摊费用   | 0     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 其他非流动资产  | 3,363 | 3,840 | 4,274 | 4,987 | 5,852 |
| 资产总计     | 4,822 | 5,274 | 5,878 | 6,711 | 7,658 |
| 短期借款     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付和预收款项  | 390   | 609   | 580   | 703   | 836   |
| 长期借款     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他负债     | 407   | 263   | 369   | 426   | 480   |
| 负债合计     | 797   | 872   | 950   | 1,129 | 1,316 |
| 股本       | 763   | 1,065 | 1,065 | 1,065 | 1,065 |
| 资本公积     | 1,955 | 1,697 | 1,697 | 1,697 | 1,697 |
| 留存收益     | 1,522 | 1,736 | 2,285 | 2,932 | 3,684 |
| 归母公司股东权益 | 4,020 | 4,327 | 4,850 | 5,497 | 6,249 |
| 少数股东权益   | 5     | 74    | 79    | 85    | 94    |
| 股东权益合计   | 4,025 | 4,402 | 4,929 | 5,582 | 6,342 |
| 负债和股东权益  | 4,822 | 5,274 | 5,878 | 6,711 | 7,658 |

**现金流量表 (百万)**

|        | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 546    | 603   | 608   | 816   | 920   |
| 投资性现金流 | -1,086 | -336  | -333  | -311  | -283  |
| 融资性现金流 | -56    | -245  | -26   | 0     | 0     |
| 现金增加额  | -595   | 22    | 249   | 505   | 636   |

**利润表 (百万)**

|         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 2,691 | 3,149 | 3,646 | 4,233 | 4,974 |
| 营业成本    | 1,770 | 1,956 | 2,242 | 2,603 | 3,059 |
| 营业税金及附加 | 22    | 29    | 31    | 37    | 43    |
| 销售费用    | 388   | 484   | 554   | 640   | 756   |
| 管理费用    | 150   | 198   | 219   | 246   | 296   |
| 财务费用    | -18   | -12   | 0     | 0     | 0     |
| 资产减值损失  | -1    | -1    | 1     | 1     | 1     |
| 投资收益    | 54    | 70    | 76    | 90    | 106   |
| 公允价值变动  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润    | 406   | 534   | 645   | 760   | 883   |
| 其他非经营损益 | -2    | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额    | 404   | 536   | 645   | 760   | 883   |
| 所得税     | 63    | 70    | 92    | 107   | 123   |
| 净利润     | 341   | 466   | 553   | 653   | 760   |
| 少数股东损益  | -1    | 9     | 5     | 6     | 8     |
| 归母股东净利润 | 342   | 457   | 549   | 647   | 752   |

**预测指标**

|               | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率           | 34.22%  | 37.88% | 38.50% | 38.50% | 38.50% |
| 销售净利率         | 12.70%  | 14.50% | 15.05% | 15.29% | 15.12% |
| 销售收入增长率       | 32.84%  | 17.02% | 15.80% | 16.10% | 17.50% |
| EBIT 增长率      | 185.03% | 36.47% | 41.74% | 17.91% | 16.16% |
| 净利润增长率        | 85.11%  | 33.65% | 20.17% | 17.90% | 16.21% |
| ROE           | 8.50%   | 10.55% | 11.32% | 11.77% | 12.03% |
| ROA           | 7.09%   | 8.66%  | 9.34%  | 9.64%  | 9.82%  |
| ROIC          | 6.99%   | 8.99%  | 11.23% | 11.71% | 11.99% |
| EPS (X)       | 0.32    | 0.43   | 0.52   | 0.61   | 0.71   |
| PE (X)        | 84.61   | 30.56  | 24.07  | 20.42  | 17.57  |
| PB (X)        | 5.22    | 3.27   | 2.72   | 2.40   | 2.11   |
| PS (X)        | 7.79    | 4.50   | 3.62   | 3.12   | 2.66   |
| EV/EBITDA (X) | 53.43   | 26.32  | 16.92  | 13.76  | 11.26  |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。