

中式调料增长亮眼 渠道补充成效明显

——天味食品（603317.SH）年报点评

食品饮料/调味发酵品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布 2023 年度年报，全年营业收入 31.49 亿元、同比+17.02%，归母净利润 4.57 亿元、同比+33.65%，扣非归母净利润 4.04 亿元、同比+38.63%。其中 Q4 营收 9.15 亿元、同比+16.95%，归母净利润 1.36 亿元、同比+39.90%，扣非归母净利润 1.23 亿元、同比+64.39%。全年收入增速略低于、归母净利润增速高于我们此前预期。

投资摘要：

中式菜品调料贡献主要增量，主要品类价格实现提升。全年火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料营收分别+1.97%/+28.58%/+47.73%、占公司产品收入比例为 38.85%/48.30%/9.42%。公司中式菜品调料凭借其赛道和品牌优势贡献主要营收增量，持续深耕和扩展鱼类和小龙虾品类产品。冬调销售受益猪肉低价和公司下半年渠道布局节奏向好、增速亮眼。火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料单位价格分别提升 5.56%/5.06%/28.57%，预计主要为年内推出新品结构提升所致。

定制餐调和电商渠道高增，B 端发力明显，核心区域贡献主要增长。23 年公司经销商/定制餐调/电商渠道分别实现收入 23.56/3.19/3.93 亿元，同比+8.81%/+32.24%/+92.99%，其中定制餐调受益公司大力拓展餐饮定制，电商高增预计主要受益于公司拓展线上渠道和并购食萃的并表。公司定制餐调具备覆盖头部连锁企业的先发优势，预计未来仍有望延续增速快于传统经销商渠道，电商渠道在公司和食萃协同下销售占比仍有望继续提升。23 年经销商净减少 249 家、各区域均有减少，主要与公司渠道扩张后梳理整顿优商扶商有关。各区域销售看，西南区域占比/增速 31.49%/33.58%、领先各区域，核心市场贡献销售增长较多，可见市场进入聚焦和挖潜阶段、市占率提升成为主要增长方式，营销调整后增长较为良性。

受益成本下降毛利率同比提升，食萃并表贡献利润弹性。年内受益油脂等原料价格回落，火锅调料/中式调料单位产量成本下降 0.59%/2.57%，23 年销售毛利率 37.88%、同比提升 3.66pct。食萃 23 年实现净利润 3985.68 万元，年内并表净利润 2798.09 万元，并购食萃为公司在小 B 端市场补充品类和线上渠道，在复合调味料行业竞争格局好转下，公司战略层面可兼顾 BC 市场、打造一站式餐调供应平台，后续收入和盈利贡献空间较大。

发布拟实施 2024 年员工持股计划。根据持股计划草案，份额上限 3761.28 万份，持有人范围不超过 120 个，其中董事高管共 6 人合计认购不超过总额的 20.14%、中高管及核心业务（技术）骨干和其他人员合计认购不超过 79.86%，购买价格为 6.53 元/股。考核要求为以 23 年营收为基数，24/25 年营收同比+10%/26.5%。激励目标稳健、授予价格激励空间大。

投资建议：预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 36.52、42.56、49.00 亿元，归母净利润分别为 5.47 亿元、6.67 亿元和 7.86 亿元，每股收益分别为 0.51 元、0.63 元和 0.74 元，对应 PE 分别为 26.56X、21.79X 和 18.49X，维持“买入”评级。

风险提示：市场同质化竞争加剧风险、主要原材料价格变动风险、新产品开发的市场预期风险、质量控制和食品安全风险

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,690.71	3,148.56	3,651.62	4,256.47	4,900.48
增长率（%）	32.84%	17.02%	15.98%	16.56%	15.13%
归母净利润（百万元）	341.70	456.70	547.16	667.08	786.08
增长率（%）	85.11%	33.65%	19.81%	21.92%	17.84%
净资产收益率（%）	8.50%	10.55%	12.73%	13.60%	13.98%
每股收益(元)	0.45	0.43	0.51	0.63	0.74
PE	29.99	31.36	26.56	21.79	18.49
PB	2.59	3.36	3.38	2.96	2.59

资料来源：公司 2022-2023 年财报，申港证券研究所

评级

买入

2024 年 04 月 08 日

徐广福

分析师

SAC 执业证书编号：S1660524030001

交易数据

时间 2024.4.3

总市值/流通市值（亿元）	145.32/144.49
总股本（万股）	106,537.4
资产负债率（%）	16.54
每股净资产（元）	4.06
收盘价（元）	13.64
一年内最低价/最高价（元）	10.02/24.9

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

1、《天味食品首次覆盖报告：复调龙头渠道和产品延伸空间大》2023-12-27

表1: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2691	3149	3652	4256	4900	流动资产合计	3153	3394	3548	3942	4752
营业成本	1770	1956	2316	2688	3091	货币资金	450	467	576	929	1693
营业税金及附加	22	29	32	38	43	应收账款	17	20	23	27	31
营业费用	388	484	488	556	626	其他应收款	14	13	15	18	20
管理费用	150	198	210	232	251	预付款项	24	13	23	27	31
研发费用	32	32	40	40	43	存货	147	159	190	220	253
财务费用	-18	-12	-15	-13	-14	其他流动资产	2	8	6	7	8
资产减值损失	-1	-1	0	0	0	非流动资产合计	1668	1879	1907	2038	2065
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	398	311	311	311	311
投资净收益	54	70	62	66	64	固定资产	727	1042	1027	1097	1111
营业利润	406	534	648	786	930	无形资产	46	50	45	41	37
营业外收入	2	3	5	4	4	商誉	0	290	290	290	290
营业外支出	4	2	2	2	2	其他非流动资产	98	45	93	108	124
利润总额	404	536	651	788	932	资产总计	4822	5274	5455	5980	6817
所得税	63	70	94	108	131	流动负债合计	784	866	1065	970	1077
净利润	341	466	558	680	801	短期借款	0	0	193	0	0
少数股东损益	-1	9	11	13	15	应付账款	390	551	574	666	766
归属母公司净利润	342	457	547	667	786	预收款项	0	58	34	39	45
EBITDA	478	633	703	857	1005	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS (元)	0.45	0.43	0.51	0.63	0.74	非流动负债合计	13	6	6	6	6
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
2022A						2023A	2024E	2025E	2026E		
应付债券						0	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	797	872	1071	976	1083
营业收入增长	32.84%	17.02%	15.98%	16.56%	15.13%	少数股东权益	5	74	85	98	113
营业利润增长	114.66	31.70%	21.32%	21.24%	18.27%	实收资本(或股本)	763	1065	1065	1065	1065
归属于母公司净利润增长	85.11%	33.65%	19.81%	21.92%	17.84%	资本公积	1955	1697	1000	1000	1000
获利能力						未分配利润	1269	1440	1877	2416	3047
毛利率(%)	34.22%	37.88%	36.58%	36.85%	36.92%	归属母公司股东权益合计	4020	4327	4300	4906	5621
净利率(%)	12.66%	14.78%	15.27%	15.97%	16.35%	负债和所有者权益	4822	5274	5455	5980	6817
总资产净利润(%)	7.09%	8.66%	10.03%	11.15%	11.53%	现金流量表					
ROE(%)	8.50%	10.55%	12.73%	13.60%	13.98%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	546	603	511	743	873
资产负债率(%)	17%	17%	20%	16%	16%	净利润	341	466	558	680	801
流动比率	4.02	3.92	3.33	4.06	4.41	折旧摊销	48	65	70	84	89
速动比率	3.84	3.73	3.15	3.84	4.18	财务费用	-18	-12	-15	-13	-14
营运能力						应付帐款减少	-4	-2	-3	-4	-4
总资产周转率	0.59	0.62	0.68	0.74	0.77	预收帐款增加	0	58	-24	6	6
应收账款周转率	175	172	172	172	171	投资活动现金流	-1086	-336	-35	-149	-52
应付账款周转率	8.51	6.69	6.49	6.87	6.85	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	-216	87	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.43	0.51	0.63	0.74	投资收益	54	70	62	66	64
每股净现金流(最新摊薄)	-0.78	0.02	0.10	0.33	0.72	筹资活动现金流	-56	-245	-366	-241	-57
每股净资产(最新摊薄)	5.27	4.06	4.04	4.60	5.28	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	29.99	31.36	26.56	21.79	18.49	普通股增加	9	302	0	0	0
P/B	2.59	3.36	3.38	2.96	2.59	资本公积增加	123	-257	-697	0	0
EV/EBITDA	20.84	22.23	20.12	15.87	12.78	现金净增加额	-595	22	109	354	764

资料来源: wind, 公司2022-2023年财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）