

2024年04月26日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 盈利端表现突出，中式复调延续放量

## —天味食品（603317.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月25日，天味食品发布2024年一季度业绩报告。

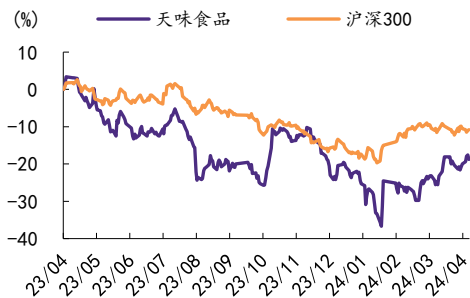
### 投资要点

#### 基本数据

2024-04-25

当前股价（元）	13.47
总市值（亿元）	144
总股本（百万股）	1065
流通股本（百万股）	1059
52周价格范围（元）	10.54-17.21
日均成交额（百万元）	67.64

#### 市场表现



#### 相关研究

- 《天味食品（603317）：主业稳健增长，内生外延驱动规模扩张》2024-03-28
- 《天味食品（603317）：业绩符合预期，BC端齐发力》2024-01-23
- 《天味食品（603317）：业绩符合预期，产品渠道共振促发展》2023-10-28

#### 成本下行利好盈利，费投结构持续优化

公司2024Q1总营收8.53亿元（同增11%），归母净利润1.76亿元（同增37%），主要系销售增长/主要原材料采购成本下降/投资收益增加所致。受益于成本下降/产品结构优化，2024Q1公司毛利率同增3pct至44.05%，销售/管理费用率分别为17.02%/5.07%，分别同比+2pct/-1pct，销售费用率增加预计主要系内容电商渠道费投增加所致。综合来看，公司2024Q1净利率同增4pct至20.90%，随着公司不断调整费投结构，减小促销搭赠力度，公司净利率仍有提升空间。

#### 持续打造不辣汤战略单品，中式复调延续放量

架构调整阵痛下火锅调料增速放缓，2024Q1公司火锅调料营收为2.93亿元（同增1%），主要系目前处于大红袍C端产品并入零售渠道带来的调整阵痛期，2024年公司推进火锅底料健康化迭代，同时加大不辣汤研发与营销力度，打造战略大单品，火锅调料产品结构有望不断优化。中式复调加大客户开发，2024Q1公司中式菜品调料营收为4.95亿元（同增18%），针对中式复调，公司计划做大存量客户集中度，并进行新客户开拓，2024Q1小龙虾调料铺货优于2023年同期，全年有望贡献增量。其他产品增速稳健，2024Q1公司香肠腊肉调料/其他产品营收分别为0.33/0.30亿元，分别同增22%/12%。

#### 开发小B经销商赋能餐饮，食萃技改释放增量

开发小B经销商赋能餐饮渠道，2024Q1公司线下渠道营收7.19亿元（同增3%），截至2024Q1，公司共有经销商3183家，较年初净增加18家，公司持续开发小B经销商赋能餐饮批发渠道拓展；目前经销商通过少量多次进货保障良性库存，同时公司继续推进优商扶商政策提升渠道盈利能力。食萃技改保障线上销售，2024Q1公司线上渠道营收1.32亿元（同增101%），主要系食萃并表贡献，后续食萃继续精耕线上渠道，预计2024年5月技改后，产能将满足全年线上销售需求；与此同时，公司积极进行资源匹配，加大关注内容电

商渠道，为实现中长期电商渠道销售收入占比提升至 20%-30%的目标助力。开发区域性产品布局全国市场，2024Q1 公司东部/南部/西部/北部/中部区域营收分别为 1.56/0.87/3.11/0.80/2.17 亿元，分别同增 7%/11%/23%/8%/2%，后续公司将针对不同区域开发差异化复调产品，推动区域均衡发展。

### 盈利预测

公司作为复调赛道龙头，通过产品推新不断夯实火锅底料与中式复调竞争力，同时依托食萃补齐线上中小 B 端客户短板，随着内生外延双轮驱动，有望充分获取市场份额。根据一季报，预计 2024-2026 年 EPS 为 0.52/0.65/0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 26/21/18 倍，维持“买入”投资评级。

### 风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、产能建设或利用不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	3,149	3,678	4,208	4,722
增长率（%）	17.0%	16.8%	14.4%	12.2%
归母净利润（百万元）	457	555	697	822
增长率（%）	33.7%	21.5%	25.5%	18.0%
摊薄每股收益（元）	0.43	0.52	0.65	0.77
ROE（%）	10.4%	11.9%	13.9%	15.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>3,149</b>	<b>3,678</b>	<b>4,208</b>	<b>4,722</b>
现金及现金等价物	467	803	1,210	1,691	营业成本	1,956	2,221	2,466	2,720
应收款	33	38	43	49	营业税金及附加	29	35	39	42
存货	159	184	204	225	销售费用	484	559	635	708
其他流动资产	2,736	2,809	2,867	2,909	管理费用	198	228	257	283
流动资产合计	3,394	3,833	4,324	4,873	财务费用	-12	-22	-34	-47
<b>非流动资产:</b>					研发费用	32	44	50	57
金融类资产	2,600	2,650	2,685	2,705	费用合计	702	809	909	1,001
固定资产	1,042	990	931	872	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
在建工程	29	12	5	2	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	50	47	45	42	投资收益	70	56	45	30
长期股权投资	311	311	311	311	<b>营业利润</b>	<b>534</b>	<b>669</b>	<b>841</b>	<b>992</b>
其他非流动资产	447	447	447	447	加:营业外收入	3	3	3	4
非流动资产合计	1,879	1,807	1,739	1,674	减:营业外支出	2	1	2	3
资产总计	5,274	5,641	6,063	6,548	<b>利润总额</b>	<b>536</b>	<b>671</b>	<b>842</b>	<b>993</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	70	106	132	155
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>466</b>	<b>566</b>	<b>710</b>	<b>838</b>
应付账款、票据	551	635	706	778	少数股东损益	9	11	13	16
其他流动负债	248	248	248	248	<b>归母净利润</b>	<b>457</b>	<b>555</b>	<b>697</b>	<b>822</b>
流动负债合计	866	962	1,044	1,128					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	6	6	6	6	营业收入增长率	17.0%	16.8%	14.4%	12.2%
非流动负债合计	6	6	6	6	归母净利润增长率	33.7%	21.5%	25.5%	18.0%
负债合计	872	968	1,050	1,133	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	37.9%	39.6%	41.4%	42.4%
股本	1,065	1,065	1,065	1,065	四项费用/营收	22.3%	22.0%	21.6%	21.2%
股东权益	4,402	4,673	5,013	5,414	净利率	14.8%	15.4%	16.9%	17.7%
负债和所有者权益	5,274	5,641	6,063	6,548	ROE	10.4%	11.9%	13.9%	15.2%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	16.5%	17.2%	17.3%	17.3%
净利润	466	566	710	838	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	9	11	13	16	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	65	72	68	64	应收账款周转率	96.8	96.8	96.8	96.8
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	12.3	12.3	12.3	12.3
营运资金变动	63	43	33	35	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	603	692	825	953	EPS	0.43	0.52	0.65	0.77
投资活动现金净流量	-336	19	31	42	P/E	31.4	25.9	20.6	17.5
筹资活动现金净流量	69	-295	-370	-436	P/S	4.6	3.9	3.4	3.0
现金流量净额	336	416	486	559	P/B	3.3	3.1	2.9	2.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。