

天味食品 (603317)

2024 年一季报点评: 收入承压, 利润率改善 亮眼

买入 (维持)

2024 年 04 月 26 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 周韵

执业证书: S0600122080088

zhouyun@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 2,691 | 3,149 | 3,612 | 4,205 | 4,867 |
| 同比 (%) | 32.84 | 17.02 | 14.72 | 16.43 | 15.72 |
| 归母净利润 (百万元) | 341.70 | 456.70 | 571.58 | 679.61 | 793.65 |
| 同比 (%) | 85.11 | 33.65 | 25.15 | 18.90 | 16.78 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.32 | 0.43 | 0.54 | 0.64 | 0.74 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 42.00 | 31.42 | 25.11 | 21.12 | 18.08 |

关键词: #业绩超预期

投资要点

- **公司发布 2024 年一季报:** 2024Q1 公司收入 8.53 亿元, 同比+11.3%; 归母净利润 1.76 亿元, 同比+37.2%, 扣非归母净利润 1.47 亿元, 同比+23.5%。剔除食萃并表, 我们预计 24Q1 公司收入/归母净利润同比+5%/+35%。收入略低于预期, 利润超预期。
- **底料疲软, 食萃并表下中调稳健:** 24Q1 公司火锅底料/中调/冬调业务收入分别同比+1%/+18%/+22%。24Q1 火锅底料增速较慢预计主因行业需求疲软下竞争加剧, 叠加公司内部调整导致大红袍承压。剔除食萃并表影响, 预计 24Q1 公司中调收入同比+7%, 中调内生增速放缓预计主因小龙虾调料销售节奏后移。
- **电商表现亮眼, 基地市场高增:** 24Q1 线下/线上收入同比+3%/+101%, 线上高增预计主因食萃并表, 剔除食萃并表, 预计 24Q1 线上增速 30%。分地区来看, 24Q1 东部/南部/西部/北部/中部地区收入分别同比+7%/11%/23%/8%/2%, 西部基地市场高增, 截止到 24Q1 末, 公司经销商数量 3183 家, 环比+18 家。
- **毛利率改善, 食萃并表带来费用扩张:** 24Q1 公司毛利率同比+3.44pct, 预计主因原材料价格下降、高毛利的小龙虾冬调等产品占比提升。24Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率同比+2.2/-0.8/-0.1/+0.07pct, 销售费用率提升预计主因 24Q1 食萃费用投放较高, 剔除食萃并表影响, 预计内生销售费用率同比持平。
- **投资收益贡献利润, 盈利能力改善超预期:** 24Q1 公司投资收益 3438 万元, 占收入比重同比+2.4pct, 主因千喜鹤退出收益和理财收入增加。综合来看 24Q1 公司归母/扣非归母净利率同比+3.9/+1.7pct, 归母净利率改善亮眼。
- **盈利预测与投资评级:** 24Q1 公司利润超预期, 但收入低于预期, 我们下调 24-26 年收入预期为 36.1/42.1/48.7 亿元(此前预期为 36.3/42.8/50.7 亿元), 同比+15%/+16%/+16%, 下调归母净利润预期至 5.72/6.8/7.9 亿元(此前预期为 5.74/7.2/9 亿元), 同比+25%/+19%/+17%, 对应 PE 分别为 25/21/18x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动, 行业竞争格局恶化, 渠道建设不及预期, 消费力复苏不及预期, 并购整合不及预期

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 13.47 |
| 一年最低/最高价 | 10.02/17.53 |
| 市净率(倍) | 3.20 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 14,269.34 |
| 总市值(百万元) | 14,350.59 |

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.21 |
| 资产负债率(% LF) | 16.01 |
| 总股本(百万股) | 1,065.37 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,059.34 |

相关研究

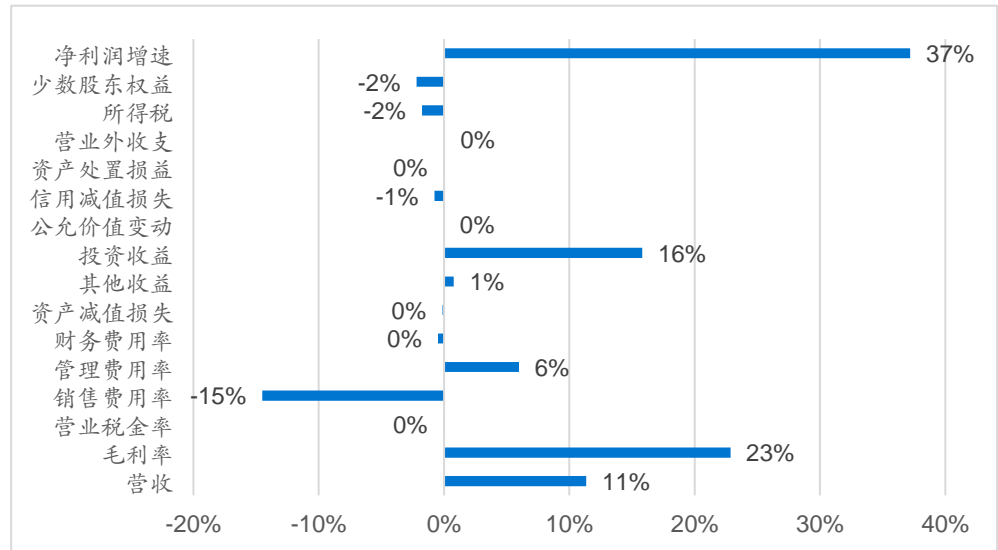
《天味食品(603317): 2023 年报点评: 23 年高质收官, 高分红+员工激励提振内外信心》

2024-03-28

《天味食品(603317): 2023 年业绩快报点评: 盈利能力改善超预期, 食萃并表增厚业绩》

2024-01-23

图1: 2024Q1 天味食品利润增速拆分贡献



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

天味食品三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 3,394 | 3,907 | 4,652 | 5,485 | 营业总收入 | 3,149 | 3,612 | 4,205 | 4,867 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 3,067 | 3,672 | 4,379 | 5,172 | 营业成本(含金融类) | 1,956 | 2,219 | 2,580 | 2,995 |
| 经营性应收款项 | 32 | 33 | 37 | 41 | 税金及附加 | 29 | 29 | 34 | 39 |
| 存货 | 159 | 153 | 184 | 213 | 销售费用 | 484 | 537 | 624 | 722 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 198 | 217 | 243 | 268 |
| 其他流动资产 | 136 | 49 | 53 | 58 | 研发费用 | 32 | 36 | 42 | 49 |
| 非流动资产 | 1,879 | 1,891 | 1,904 | 1,930 | 财务费用 | (12) | (9) | (21) | (36) |
| 长期股权投资 | 311 | 336 | 361 | 386 | 加:其他收益 | 7 | 8 | 9 | 11 |
| 固定资产及使用权资产 | 1,042 | 1,031 | 1,020 | 1,021 | 投资净收益 | 70 | 79 | 84 | 92 |
| 在建工程 | 29 | 29 | 29 | 29 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 50 | 50 | 50 | 50 | 减值损失 | (2) | (2) | (3) | (3) |
| 商誉 | 290 | 290 | 290 | 290 | 资产处置收益 | (2) | (1) | (1) | (1) |
| 长期待摊费用 | 1 | 1 | 1 | 1 | 营业利润 | 534 | 668 | 794 | 928 |
| 其他非流动资产 | 156 | 153 | 153 | 153 | 营业外净收支 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 5,274 | 5,798 | 6,556 | 7,415 | 利润总额 | 536 | 669 | 795 | 929 |
| 流动负债 | 866 | 801 | 942 | 1,080 | 减:所得税 | 70 | 87 | 103 | 121 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 466 | 582 | 692 | 808 |
| 经营性应付款项 | 609 | 425 | 502 | 582 | 减:少数股东损益 | 9 | 10 | 12 | 15 |
| 合同负债 | 68 | 202 | 240 | 273 | 归属母公司净利润 | 457 | 572 | 680 | 794 |
| 其他流动负债 | 190 | 174 | 201 | 225 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.43 | 0.54 | 0.64 | 0.74 |
| 非流动负债 | 6 | 8 | 8 | 8 | EBIT | 455 | 660 | 774 | 893 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 520 | 706 | 821 | 928 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 37.88 | 38.57 | 38.65 | 38.45 |
| 租赁负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | 14.50 | 15.82 | 16.16 | 16.31 |
| 其他非流动负债 | 6 | 8 | 8 | 8 | 收入增长率(%) | 17.02 | 14.72 | 16.43 | 15.72 |
| 负债合计 | 872 | 810 | 951 | 1,088 | 归母净利润增长率(%) | 33.65 | 25.15 | 18.90 | 16.78 |
| 归属母公司股东权益 | 4,327 | 4,904 | 5,508 | 6,215 | | | | | |
| 少数股东权益 | 74 | 85 | 97 | 112 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 4,402 | 4,989 | 5,606 | 6,327 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,274 | 5,798 | 6,556 | 7,415 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 603 | 574 | 757 | 850 | 每股净资产(元) | 4.06 | 4.60 | 5.17 | 5.83 |
| 投资活动现金流 | (336) | 24 | 24 | 31 | 最新发行在外股份(百万股) | 1,065 | 1,065 | 1,065 | 1,065 |
| 筹资活动现金流 | (245) | 8 | (75) | (87) | ROIC(%) | 9.39 | 12.22 | 12.71 | 13.03 |
| 现金净增加额 | 22 | 606 | 706 | 794 | ROE-摊薄(%) | 10.55 | 11.66 | 12.34 | 12.77 |
| 折旧和摊销 | 65 | 46 | 47 | 35 | 资产负债率(%) | 16.54 | 13.96 | 14.50 | 14.67 |
| 资本开支 | (94) | (35) | (36) | (36) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 31.42 | 25.11 | 21.12 | 18.08 |
| 营运资本变动 | 136 | 25 | 100 | 96 | P/B(现价) | 3.32 | 2.93 | 2.61 | 2.31 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>