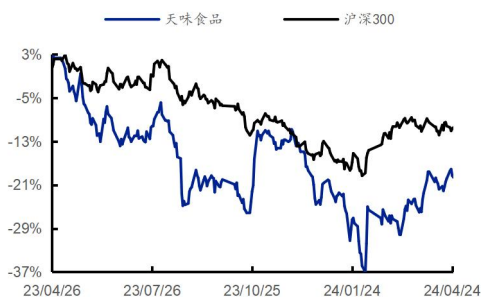


研究所：
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

产品升级，渠道优化，盈利水平再提升

——天味食品（603317）2024 年一季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
天味食品	8.7%	10.3%	-19.1%
沪深 300	0.1%	5.6%	-10.9%

市场数据

当前价格 (元)	13.47
52 周价格区间 (元)	10.02-17.53
总市值 (百万)	14,350.59
流通市值 (百万)	14,269.34
总股本 (万股)	106,537.40
流通股本 (万股)	105,934.25
日均成交额 (百万)	53.11
近一月换手 (%)	0.53

相关报告

《天味食品（603317）2023 年报点评：利润弹性逐步释放，发布员工持股计划彰显信心（增持）* 调味发酵品 II *刘洁铭，秦一方》——2024-03-29

事件：

2024 年 4 月 25 日，天味食品发布 2024 年一季度报告，2024Q1 公司实现营业收入 8.53 亿元，同比+11.34%；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+23.47%。

投资要点：

■ **多品类贡献看点，渠道持续优化。**分产品看，2024Q1 火锅底料/中式调料/香肠腊肉调料（本文简称“冬调”）/其他产品分别实现营收 2.93/4.95/0.33/0.3 亿元，分别同比增长 1.18%/17.75%/21.79%/11.51%，火锅料相较 2023Q4 恢复增长，但需求仍有承压。中式调料延续较高增势，我们认为主要因食萃并表，及公司小龙虾产品放量。冬调由于猪价仍处低位在 2023Q1 高基数基础上仍实现快速增长。分渠道看，2024Q1 线下及线上渠道分别实现营收 7.19/1.32 亿元，分别同比+2.94%/101.23%。公司兼顾渠道发展速度及发展质量，继续推进“优商扶商”政策，全国经销商数动态优化至 3183 家，其中东部/南部/西部/北部/中部分别 -1/+7/+24/-18/+6 家，线下稳步增长；线上受益于食萃并表实现翻倍增长。分区域看，东部/南部/西部/北部/中部分别实现营收 1.56/0.87/3.11/0.8/2.17 亿元，分别同比增长 6.88%/11.15%/23.35%/8.20%/1.56%。西部大本营经销商数继续增加，渠道覆盖加深拓宽；东部及北部在经销商数量减少情况下仍实现增长，受益于“优商扶商”的持续推进，渠道经营质量显著提升。

■ **多因素共振，盈利水平持续攀升。**2024Q1 公司毛利率 44.05%，同比+3.44pct，我们认为有 3 方面原因：1) 原材料成本价格仍呈下行趋势；2) 产品端，一方面全系列产品升级，不辣汤、0 添加冬调等高毛利产品市场反馈良好；另一方面冬调整体毛利率高于其他品类，2024Q1 收入占比提升；3) 食萃盈利能力较强提振公司整体盈利水平。费用端，2024Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 17.02%/5.07%/1.05%，销售费用率同比+2.18pct，我们认为主要系公司开拓经销商数量、优化经销商结构，同时在小龙虾铺市阶段加大费用投放，但其他费用率整体稳中有降，2024Q1 实现归母净利率 20.63%，同比+3.89pct，盈利水平持续提升。

- **推新步伐坚定，BC 端共同发力。**公司产品端推新步伐坚定，结构持续升级，锚定健康化趋势推出第三代厚火锅、不辣汤等新品，满足消费者更高品质需求，产品家族实现提质增量。渠道方面，公司巩固 C 端优势，在“优商扶商”政策的稳步推进下渠道效率持续优化，同时通过食萃发力线上小 B，未来有望赋能线下 B 端开拓，与食萃在生产、产品、渠道等多方面实现资源和业务协同。当前复调行业仍较分散，但行业发展逐步回归理性，未来龙头有望凭借规模及效率优势加速整合。
- **盈利预测与估值：**公司产品矩阵丰富，在 C 端拥有较好的基础及品牌认可度，近年来利用研发优势发力 B 端，2023 年通过收购食萃补齐线上小 B 渠道，未来 B 端有望加速开拓。我们预计公司 2024-2026 年实现营收 35/40/44 亿元，同比+12%/12%/11%；归母净利润 5.56/6.29/7.2 亿元，分别同比+22%/13%/14%，对应 EPS 分别为 0.52/0.59/0.68 元，对应 PE 分别为 26X/23X/20X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 公司 B 端开拓不及预期；2) C 端需求复苏不及预期；3) 原材料成本上涨过快；4) 新品推广不及预期；5) 食品安全风险；6) 回购进度的不确定性。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3149	3538	3956	4396
增长率(%)	17	12	12	11
归母净利润（百万元）	457	556	629	720
增长率(%)	34	22	13	14
摊薄每股收益（元）	0.43	0.52	0.59	0.68
ROE(%)	11	12	13	14
P/E	30.56	25.80	22.82	19.94
P/B	3.27	3.13	2.95	2.78
P/S	4.50	4.06	3.63	3.26
EV/EBITDA	26.32	19.38	16.98	14.64

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：天味食品盈利预测表

证券代码：	603317				股价：	13.47				投资评级：	增持				日期：	2024/04/25			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	11%	12%	13%	14%	EPS	0.43	0.52	0.59	0.68										
毛利率	38%	38%	38%	39%	BVPS	4.06	4.31	4.57	4.85										
期间费率	21%	20%	20%	20%	估值														
销售净利率	15%	16%	16%	16%	P/E	30.56	25.80	22.82	19.94										
成长能力					P/B	3.27	3.13	2.95	2.78										
收入增长率	17%	12%	12%	11%	P/S	4.50	4.06	3.63	3.26										
利润增长率	34%	22%	13%	14%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.62	0.65	0.68	0.71	营业收入	3149	3538	3956	4396										
应收账款周转率	171.51	160.31	156.05	158.75	营业成本	1956	2192	2435	2687										
存货周转率	12.79	12.98	12.90	12.86	营业税金及附加	29	30	34	38										
偿债能力					销售费用	484	524	591	658										
资产负债率	17%	17%	18%	18%	管理费用	198	195	229	254										
流动比	3.92	4.08	4.02	4.06	财务费用	-12	-7	-12	-17										
速动比	3.58	3.83	3.78	3.83	其他费用/（-收入）	32	41	44	49										
					营业利润	534	643	725	829										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	1	3	6	7										
现金及现金等价物	3067	3502	3948	4375	利润总额	536	646	731	835										
应收款项	20	25	26	29	所得税费用	70	88	101	114										
存货净额	159	179	199	219	净利润	466	558	631	722										
其他流动资产	149	71	68	74	少数股东损益	9	2	2	2										
流动资产合计	3394	3776	4241	4697	归属于母公司净利润	457	556	629	720										
固定资产	1042	987	932	879															
在建工程	29	26	24	21	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	496	497	500	502	经营活动现金流	603	653	713	755										
长期股权投资	311	311	311	311	净利润	457	556	629	720										
资产总计	5274	5597	6009	6412	少数股东损益	9	2	2	2										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	65	61	58	60										
应付款项	551	534	615	684	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	58	33	43	51	营运资金变动	136	112	112	71										
其他流动负债	257	358	398	422	投资活动现金流	-336	-25	-19	5										
流动负债合计	866	925	1056	1157	资本支出	-94	-4	-1	-2										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-303	-100	-102	-87										
其他长期负债	6	8	8	8	其他	61	79	84	94										
长期负债合计	6	8	8	8	筹资活动现金流	-245	-293	-350	-420										
负债合计	872	933	1064	1165	债务融资	0	0	0	0										
股本	1065	1065	1065	1065	权益融资	8	5	0	0										
股东权益	4402	4664	4945	5247	其它	-253	-298	-350	-420										
负债和股东权益总计	5274	5597	6009	6412	现金净增加额	22	336	344	339										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。