

# 天味食品(603317)

## 结构升级+成本红利, 2024Q1 净利率略超预期

### 事件:

公司发布2024年第一季度报告, 2024Q1公司实现营收8.53亿元, 同比增长11.34%; 归母净利润为1.76亿元, 同比增长37.20%; 扣非归母净利润1.47亿元, 同比增长23.47%。公司收入符合预期, 净利率超预期。

#### ► 主业稳健增长, 线上增速亮眼

公司拥有五大品牌, 包括“好人家”、“大红袍”、“天车”、“天味食品餐饮高端定制”、“拾翠坊”, 分产品来看, 2024Q1火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料分别实现营收2.93/4.95/0.33亿元, 同比增长1.18%/17.75%/21.79%。分渠道来看, 线下仍为公司产品销售的主要渠道, 2024Q1线上渠道/线下渠道分别实现收入1.32/7.19亿元, 同比增速分别为101.23%/2.94%。分区域来看, 中西部地区为公司优势市场, 2024Q1东部/南部/西部/北部/中部区域营收分别达1.56/0.87/3.11/0.80/2.17亿元, 同比增速分别为6.88%/11.15%/23.35%/8.20%/1.56%。从经销商数量角度看, 2024Q1公司经销商净增加18家, 其中西部区域增加24家, 北部区域减少18家, 截至2024Q1公司东部/南部/西部/北部/中部区域经销商数量分别为635/438/670/500/940家。

#### ► 费用结构优化, 盈利水平提升

2024Q1公司毛利率为44.05%, 同比提升3.43pct, 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为17.02%/5.07%/1.05%, 同比分别2.18/-0.83/-0.06pct。2024Q1公司净利率同比提升4.22pct至20.90%, 展望未来, 随着降本增效措施持续推进, 公司盈利水平有望持续提升。

#### ► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为36.30/41.75/47.68亿元, 同比增速分别为15.29%/15.00%/14.22%, 归母净利润分别为5.81/6.76/7.87亿元, 同比增速分别为27.32%/16.34%/16.36%, EPS分别为0.55/0.63/0.74元/股, 3年CAGR为19.86%。鉴于公司积极延展产品矩阵, 推进渠道精耕及提效增质, 参照可比公司估值, 我们给予公司2024年30倍PE, 目标价16.37元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 产品质量和食品安全风险、竞争加剧的风险、成本波动风险等。

行业: 食品饮料/调味发酵品II  
投资评级: 买入(首次)  
当前价格: 14.30元  
目标价格: 16.37元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,065.37/1,059.34
流通A股市值(百万元)	15,148.60
每股净资产(元)	4.21
资产负债率(%)	16.01
一年内最高/最低(元)	16.70/10.02

### 股价相对走势



### 作者

分析师: 刘景瑜  
执业证书编号: S0590524030005  
邮箱: jyl@glsc.com.cn  
分析师: 邓洁  
执业证书编号: S0590524040002  
邮箱: dengjie@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2691	3149	3630	4175	4768
增长率(%)	32.84%	17.02%	15.29%	15.00%	14.22%
EBITDA(百万元)	436	589	896	1006	1134
归母净利润(百万元)	342	457	581	676	787
增长率(%)	85.11%	33.65%	27.32%	16.34%	16.36%
EPS(元/股)	0.32	0.43	0.55	0.63	0.74
市盈率(P/E)	43.5	32.5	25.6	22.0	18.9
市净率(P/B)	3.7	3.4	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	41.7	19.3	12.8	10.7	8.8

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年05月08日收盘价

### 相关报告

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	450	467	1155	1925	2780	营业收入	2691	3149	3630	4175	4768
应收账款+票据	17	20	23	27	31	营业成本	1770	1956	2297	2609	2943
预付账款	24	13	20	23	27	营业税金及附加	22	29	31	35	40
存货	147	159	186	211	238	营业费用	388	484	454	522	587
其他	2516	2736	2674	2685	2697	管理费用	182	230	236	287	349
<b>流动资产合计</b>	<b>3153</b>	<b>3394</b>	<b>4058</b>	<b>4872</b>	<b>5773</b>	财务费用	-18	-12	-3	-5	-8
长期股权投资	398	311	315	318	321	资产减值损失	-1	-1	-1	-1	-1
固定资产	727	1042	845	646	447	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	288	29	24	20	15	投资净收益	54	70	54	54	54
无形资产	46	50	37	23	10	其他	6	3	6	6	6
其他非流动资产	210	447	446	446	446	<b>营业利润</b>	<b>406</b>	<b>534</b>	<b>674</b>	<b>786</b>	<b>916</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1668</b>	<b>1879</b>	<b>1666</b>	<b>1453</b>	<b>1239</b>	营业外净收益	-2	1	9	9	9
<b>资产总计</b>	<b>4822</b>	<b>5274</b>	<b>5725</b>	<b>6325</b>	<b>7011</b>	<b>利润总额</b>	<b>404</b>	<b>536</b>	<b>683</b>	<b>795</b>	<b>925</b>
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	63	70	99	115	134
应付账款+票据	390	551	520	590	666	<b>净利润</b>	<b>341</b>	<b>466</b>	<b>584</b>	<b>680</b>	<b>791</b>
其他	394	315	391	446	506	少数股东损益	-1	9	3	3	4
<b>流动负债合计</b>	<b>784</b>	<b>866</b>	<b>910</b>	<b>1037</b>	<b>1172</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>342</b>	<b>457</b>	<b>581</b>	<b>676</b>	<b>787</b>
长期带息负债	0	0	0	0	0	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	13	6	6	6	6	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	营业收入	32.84%	17.02%	15.29%	15.00%	14.22%
<b>负债合计</b>	<b>797</b>	<b>872</b>	<b>916</b>	<b>1042</b>	<b>1178</b>	EBIT	112.56%	35.89%	29.84%	16.03%	16.11%
少数股东权益	5	74	77	81	84	EBITDA	93.80%	35.10%	52.10%	12.25%	12.68%
股本	763	1065	1065	1065	1065	归属于母公司净利润	85.11%	33.65%	27.32%	16.34%	16.36%
资本公积	1955	1697	1697	1697	1697	<b>获利能力</b>					
留存收益	1302	1564	1969	2439	2986	毛利率	34.22%	37.88%	36.71%	37.49%	38.27%
<b>股东权益合计</b>	<b>4025</b>	<b>4402</b>	<b>4809</b>	<b>5282</b>	<b>5834</b>	净利率	12.66%	14.78%	16.10%	16.28%	16.59%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4822</b>	<b>5274</b>	<b>5725</b>	<b>6325</b>	<b>7011</b>	ROE	8.50%	10.55%	12.29%	13.00%	13.69%
<b>现金流量表</b>						ROIC	26.61%	32.95%	37.11%	50.75%	72.32%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	<b>偿债能力</b>					
净利润	341	466	584	680	791	资产负债率	16.53%	16.54%	16.00%	16.48%	16.80%
折旧摊销	51	65	216	217	217	流动比率	4.0	3.9	4.5	4.7	4.9
财务费用	-18	-12	-3	-5	-8	速动比率	3.8	3.6	4.2	4.4	4.6
存货减少(增加为“-”)	-39	-13	-27	-25	-27	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	206	136	68	83	89	应收账款周转率	156.9	160.9	155.2	155.2	155.2
其它	6	-40	-16	-18	-16	存货周转率	12.1	12.3	12.3	12.3	12.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>546</b>	<b>603</b>	<b>822</b>	<b>931</b>	<b>1046</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	-227	-106	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	-917	-303	0	0	0	每股收益	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
其他	58	73	40	40	40	每股经营现金流	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1086</b>	<b>-336</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	每股净资产	3.8	4.1	4.4	4.9	5.4
债权融资	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	9	302	0	0	0	市盈率	43.5	32.5	25.6	22.0	18.9
其他	-65	-547	-174	-201	-232	市净率	3.7	3.4	3.1	2.9	2.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-56</b>	<b>-245</b>	<b>-174</b>	<b>-201</b>	<b>-232</b>	EV/EBITDA	41.7	19.3	12.8	10.7	8.8
<b>现金净增加额</b>	<b>-595</b>	<b>22</b>	<b>688</b>	<b>771</b>	<b>854</b>	EV/EBIT	47.2	21.7	16.8	13.6	10.8

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 08 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼