

天味食品 (603317.SH)

盈利能力持续改善，食萃增长动能充足

优于大市

核心观点

公布2023年年度报告及2024年第一季度报告，2023年实现营收31.49亿元，同比增长17.02%；实现归母净利润4.57亿元，同比增长33.65%。2024年第一季度实现营收8.53亿元，同比增长11.34%；实现归母净利润1.76亿元，同比增长37.20%。

食萃放量贡献线上渠道高增，整体收入增长稳健。2024年第一季度公司线下/线上渠道收入分别为7.2/1.3亿元，同比增长2.9%/101.2%；火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料收入分别为2.9/4.9/0.3亿元，同比增长1.2%/17.8%/21.8%，线上渠道与中式菜品调料收入高增主要系食萃放量；而由于消费力尚未恢复，线下渠道和火锅调料增长偏弱。2024年一季度公司经销商净增加18家至3183家，24年公司计划继续开拓具有专属餐饮属性的线下经销商。

盈利能力改善显著。2024年第一季度毛利率同比提升3.4pct达到44.1%，主因业务结构优化以及原材料价格下行。2024年第一季度公司销售/管理费用率17.0%/5.1%，同比+2.2/-0.8pct，销售费用率提升主因增加市场投放。综合来看，归母净利率达到20.6%，同比提升3.9pct，源于盈利能力较强的食萃占比提高以及投资收益增加。

员工持股计划提升积极性，助力中长期发展。公司新推出的员工持股计划以2023年收入为基准，2024/2025目标增长率不低于10%/26.5%。公司2024年收入销售目标15%，略高于股权激励目标，主因公司希望更多员工享受公司发展红利。展望2024年，公司计划在培育全国大单品的基础上积极开发区域特色产品；渠道端公司已整合组织架构，计划利用食萃品牌加速线上业务发展，小b端融合协同发展，线上数据反哺线下经销渠道。

风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、新品推广效果不及预期等。

投资建议：考虑下游餐饮复苏较为温和，我们小幅下调此前盈利预测，2024-2026年公司实现营业总收入36.3/41.5/47.5亿元（此前2024-2025年收入预测为37.3/43.7亿元），同比15.2%/14.5%/14.3%；2024-2025年公司实现归母净利润5.5/6.6/6.9亿元（此前2024-2025年利润预测为5.5/6.6亿元），同比20.7%/19.7%/3.9%；预计2024-2026年公司实现EPS约0.52/0.62/0.64元，当前股价对应PE分别为26.5/22.1/21.3倍。中长期复调空间广阔，公司产品优势明显，份额有望提升，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,691	3,149	3,627	4,153	4,745
(+/-%)	32.8%	17.0%	15.2%	14.5%	14.3%
净利润(百万元)	342	457	551	660	685
(+/-%)	85.1%	33.7%	20.7%	19.7%	3.9%
每股收益(元)	0.45	0.43	0.52	0.62	0.64
EBIT Margin	12.2%	14.3%	15.7%	16.8%	15.3%
净资产收益率 (ROE)	8.5%	10.6%	11.7%	12.8%	12.1%
市盈率 (PE)	30.5	31.9	26.5	22.1	21.3
EV/EBITDA	29.8	30.0	22.5	18.6	17.7
市净率 (PB)	2.60	3.37	3.10	2.82	2.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·调味发酵品 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.68元
总市值/流通市值	14570/14492百万元
52周最高价/最低价	15.99/10.02元
近3个月日均成交额	73.39百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《天味食品(603317.SH)-盈利能力持续改善，回购彰显长期发展信心》——2023-10-31

《天味食品(603317.SH)-底料与冬调销售势头向好，费用收缩助力盈利大幅改善》——2022-10-26

《天味食品(603317.SH)-上半年业绩同比增长119.6%，复合调味料龙头经营拐点已现》——2022-08-23

《天味食品(603317.SH)-川味复合调味品龙头，由西南快速走向全国》——2022-08-15

公司公布 2023 年年度报告及 2024 年第一季度报告,2023 年实现营收 31.49 亿元,同比增长 17.02%;实现归母净利润 4.57 亿元,同比增长 33.65%。其中,第四季度实现营收 9.15 亿元,同比增长 16.95%;实现归母净利润 1.36 亿元,同比增长 39.90%。2024 年第一季度实现营收 8.53 亿元,同比增长 11.34%;实现归母净利润 1.76 亿元,同比增长 37.20%。

食萃放量贡献线上渠道高增,整体收入增长稳健。2024 年第一季度公司线下/线上渠道收入分别为 7.2/1.3 亿元,同比增长 2.9%/101.2%;火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料收入分别为 2.9/4.9/0.3 亿元,同比增长 1.2%/17.8%/21.8%,线上渠道与中式菜品调料收入高增主要系食萃放量;而由于消费力尚未恢复,线下渠道和火锅调料增长偏弱。2024 年一季度公司经销商净增加 18 家至 3183 家,24 年公司计划继续开拓具有专属餐饮属性的线下经销商。

盈利能力改善显著。2024 年第一季度毛利率同比提升 3.4pct 达到 44.1%,主因业务结构优化以及原材料价格下行。2024 年第一季度公司销售/管理费用率 17.0%/5.1%,同比+2.2/-0.8pct,销售费用率提升主因增加市场投放。综合来看,归母净利率达到 20.6%,同比提升 3.9pct,源于盈利能力较强的食萃占比提高以及投资收益增加。

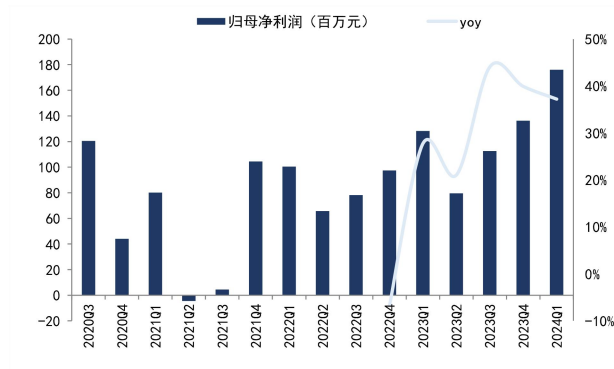
员工持股计划提升积极性,助力中长期发展。公司新推出的员工持股计划涉及核心中高层管理人员及业务骨干共 114 名,以 2023 年的收入为基准,2024/2025 目标增长率不低于 10%/26.5%。公司 2024 年收入销售目标 15%,略高于股权激励目标,主因公司希望更多员工享受公司发展红利。展望 2024 年,公司计划在培育全国大单品的基础上积极开发区域特色产品;渠道端公司已整合组织架构,计划利用食萃品牌加速线上业务发展,小 b 端融合协同发展,线上数据反哺线下经销渠道。

图1: 天味食品分季度营业收入及增速

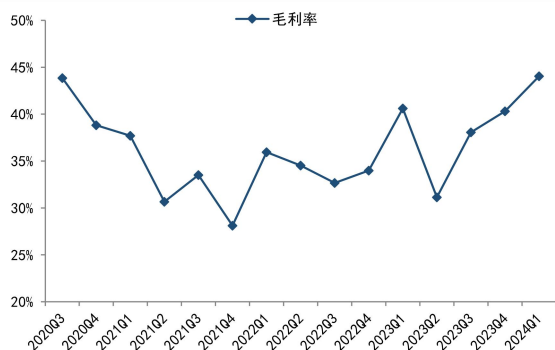


资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

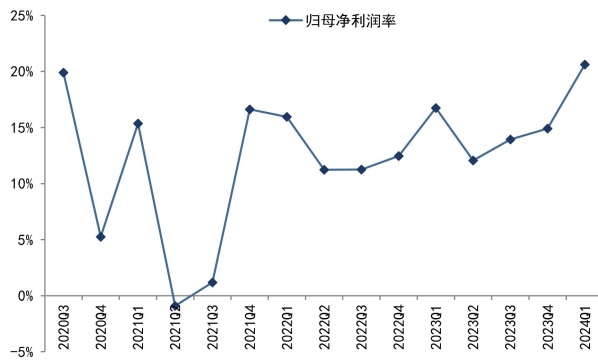
图2: 天味食品分季度归母净利润及增速



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 天味食品分季度毛利率变化


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 天味食品分季度净利率变化


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

考虑下游餐饮复苏较为温和, 我们小幅下调此前盈利预测, 2024-2025 年公司实现营业总收入 36.3/41.5 亿元 (前预测值为 37.3/43.7 亿元, 下调幅度约 2.3%/2.6%), 并引入 2026 年收入预测 47.5 亿元, 2024-2026 年收入同比 15.2%/14.5%/14.3%; 2024-2025 年公司实现归母净利润 5.5/6.6 亿元 (前预测值为 5.5/6.6 亿元, 下调幅度为 1.8%/0.7%), 并引入 2026 年利润预测 6.9 亿元, 2024-2026 年归母净利润同比 20.7%/19.7%/3.9%; 预计 2024-2026 年公司实现 EPS 约 0.52/0.62/0.64 元, 当前股价对应 PE 分别为 26.5/22.1/21.3 倍。中长期复调空间广阔, 公司产品优势明显, 份额有望持续提升, 维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现在预测			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3734	4371	-	3627	4153	4745	-107	-218	-
收入同比增速%	17.50%	17.10%	-	15.19%	14.52%	14.25%	-2.31%	-2.58%	-
毛利率%	37.30%	37.60%	-	37.9%	38.5%	37.0%	0.61%	0.89%	-
销售费用率%	14.90%	14.60%	-	14.81%	14.51%	14.51%	-0.09%	-0.09%	-
净利率%	14.70%	15.10%	-	15.19%	15.88%	14.44%	0.49%	0.78%	-
归母净利润 (百万元)	547	659	-	551	660	685	4	1	-
归母净利润同比增速%	22.40%	20.40%	-	20.65%	19.74%	3.86%	-1.75%	-0.66%	-
EPS (元)	0.51	0.62	-	0.52	0.62	0.64	0.01	0.00	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表 (2024 年 5 月 27 日)

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				24E	25E	24E	25E		
603317.SH	天味食品	28.89	13.68	0.52	0.62	26.48	22.11	145.70	优于大市
603288.SH	海天味业	34.54	36.21	1.08	1.12	33.47	32.24	2,013.49	优于大市
600872.SH	中炬高新	12.08	27.48	1.08	0.99	25.49	27.69	215.82	优于大市
603027.SH	千禾味业	30.14	15.84	0.52	0.63	30.25	25.06	162.79	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 其中海天、中炬、千禾为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	450	467	458	494	485	营业收入	2691	3149	3627	4153	4745
应收款项	32	33	36	40	44	营业成本	1770	1956	2252	2555	2991
存货净额	147	159	178	202	237	营业税金及附加	22	29	33	38	43
其他流动资产	26	136	36	42	47	销售费用	388	484	537	602	688
流动资产合计	3153	3394	3309	3477	3714	管理费用	150	198	189	208	235
固定资产	1015	1072	1258	1425	1575	研发费用	32	32	47	54	62
无形资产及其他	46	50	48	46	44	财务费用	(18)	(12)	0	0	0
投资性房地产	210	447	447	447	447	投资收益	54	70	55	55	55
长期股权投资	398	311	531	751	971	资产减值及公允价值变动	1	1	0	0	0
资产总计	4822	5274	5592	6147	6751	其他收入	(28)	(30)	(25)	(32)	(40)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	406	534	646	774	804
应付款项	390	551	387	418	458	营业外净收支	(2)	1	0	0	0
其他流动负债	394	315	405	458	533	利润总额	404	536	646	774	804
流动负债合计	784	866	792	876	991	所得税费用	63	70	84	101	105
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	9	11	13	13
其他长期负债	13	6	6	6	6	归属于母公司净利润	342	457	551	660	685
长期负债合计	13	6	6	6	6	现金流量表 (百万元)					
负债合计	797	872	798	881	997	净利润	342	457	551	660	685
少数股东权益	5	74	82	91	100	资产减值准备	(0)	(0)	0	0	0
股东权益	4020	4327	4713	5175	5654	折旧摊销	48	65	116	134	152
负债和股东权益总计	4822	5274	5592	6147	6751	公允价值变动损失	(1)	(1)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(18)	(12)	0	0	0
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	304	(286)	3	51	70
每股收益	0.45	0.43	0.52	0.62	0.64	其它	(1)	4	7	9	9
每股红利	0.05	0.23	0.16	0.19	0.19	经营活动现金流	693	240	677	853	917
每股净资产	5.27	4.06	4.42	4.85	5.30	资本开支	0	(118)	(300)	(300)	(300)
ROIC	18.78%	31.02%	33%	39%	38%	其它投资现金流	(900)	(100)	(0)	(100)	(200)
ROE	8.50%	10.55%	12%	13%	12%	投资活动现金流	(1116)	(131)	(520)	(620)	(720)
毛利率	34%	38%	38%	38%	37%	权益性融资	0	8	0	0	0
EBIT Margin	12%	14%	16%	17%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	16%	19%	20%	19%	支付股利、利息	(38)	(242)	(165)	(198)	(206)
收入增长	33%	17%	15%	15%	14%	其它融资现金流	(397)	385	0	0	0
净利润增长率	85%	34%	21%	20%	4%	融资活动现金流	(472)	(92)	(165)	(198)	(206)
资产负债率	17%	18%	16%	16%	16%	现金净变动	(895)	17	(8)	35	(8)
股息率	0.3%	1.7%	1.1%	1.4%	1.4%	货币资金的期初余额	1345	450	467	458	494
P/E	30.5	31.9	26.5	22.1	21.3	货币资金的期末余额	450	467	458	494	485
P/B	2.6	3.4	3.1	2.8	2.6	企业自由现金流	0	54	313	490	554
EV/EBITDA	29.8	30.0	22.5	18.6	17.7	权益自由现金流	0	438	313	490	554

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032