

2024 年 10 月 27 日

利润表现超预期，持续关注旺季动销

天味食品(603317)

评级:	买入	股票代码:	603317
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	15.2/8.5
目标价格:		总市值(亿)	148.05
最新收盘价:	13.58	自由流通市值(亿)	147.87
		自由流通股数(百万)	1,063.83

事件概述

公司 24Q1-Q3 实现收入 23.6 亿元，同比+5.8%，归母净利润 4.3 亿元，同比+35.0%，扣非归母净利润 3.9 亿元，同比+38.1%。据此推算，公司 24Q3 实现收入 9.0 亿元，同比+10.9%，归母净利润 1.9 亿元，同比+64.8%，扣非归母净利润 1.8 亿元，同比+73.4%。

分析判断:

► 中式菜品+香肠腊肉调料拉动增长，线上渠道高增

历经 24Q2 调整后，公司于 24Q3 重回收入双位数增长。分品类来看，公司 24Q3 火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料分别实现收入 3.0/3.9/1.9 亿元，分别同比+1.2%/+18.1%/+19.7%，中式菜品调料与香肠腊肉调料增速高于平均水平，带动大盘增长。分渠道来看，公司 24Q3 线下/线上渠道分别实现收入 19.7/3.9 亿元，分别同比+6.0%/+55.4%，线上渠道维持高增，我们预计主因食萃维持高增所致。分地区来看，公司 24Q3 东部/南部/西部/北部/中部区域分别实现收入 1.8/0.8/3.2/0.6/2.5 亿元，分别同比+9.0%/+17.2%/+12.8%/-6.0%/+15.0%，南部、西部及中部地区好于公司整体表现。

► 销售费用率大幅下降，盈利能力显著提升

成本端来看，公司 24Q1-Q3/24Q3 毛利率分别为 39.3%/38.8%，分别同比+2.4/+0.8pct，我们预计毛利率提升主因：1) 原材料综合采购成本下降，2) 产品结构变化。费用端来看，公司 24Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.9%/5.6%/1.4%/-0.2%，分别同比-2.2/-1.0/+0.2/+0.2pct；其中 24Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.8%/5.2%/1.3%/-0.1%，分别同比-7.8/-0.7/+0.2/+0.3pct。公司销售费用率大幅下降，我们预计主因公司积极管控费用，提升投放效率。利润端来看，公司 24Q1-Q3/24Q3 归母净利润率分别为 18.3%/20.7%，分别同比+3.9/+6.8pct；24Q1-Q3/24Q3 扣非归母净利润率分别为 16.4%/19.9%，分别同比+3.8/+7.2pct。公司盈利能力显著提升，我们认为主因费控能力提升所致。

► Q4 旺季已至，持续关注动销情况

根据年初公司发布的员工持股计划草案，公司 2024 年营收计划的保底目标是同比增长 10%。根据今年前三季度的收入情况推算，公司 24Q4 营收端需实现同比 20.2%及以上的增长才可达到目标。从经营节奏上看，由于年底气候转冷，逐步进入火锅消费旺季，Q4 通常为公司产品销售最重要的时点，对能否达成全年目标至关重要，需持续跟踪其动销情况。利润端来看，根据上证路演中心公司 24Q3 业绩说明情况披露，公司考虑 Q4 适当增加费用投放，我们预计利润端或因此而有所承压。

投资建议

参考公司最新业绩公告，我们将公司 24-26 年营收为 33.73/37.89/42.32 亿元的预测下调至 33.67/37.08/41.34 亿元，将 24-26 年 EPS 分别为 0.50/0.58/0.66 元的预测上调至 0.54/0.61/0.69 元，对应 10 月 25 日收盘价 13.58 元/股，PE 分别为 25/22/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示

消费复苏不及预期，市场竞争加剧，新品增长及渠道扩张不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,691	3,149	3,367	3,708	4,134
YoY (%)	32.8%	17.0%	6.9%	10.1%	11.5%
归母净利润(百万元)	342	457	573	648	739
YoY (%)	85.1%	33.7%	25.5%	13.1%	14.1%
毛利率 (%)	34.2%	37.9%	39.3%	39.9%	40.1%
每股收益 (元)	0.32	0.43	0.54	0.61	0.69
ROE	8.5%	10.6%	13.0%	12.8%	12.7%
市盈率	41.81	31.23	25.24	22.33	19.57

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

分析师: 吴越

邮箱: wuyue2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,149	3,367	3,708	4,134	净利润	466	580	657	749
YoY (%)	17.0%	6.9%	10.1%	11.5%	折旧和摊销	65	99	115	133
营业成本	1,956	2,043	2,227	2,476	营运资金变动	136	129	64	82
营业税金及附加	29	30	33	37	经营活动现金流	603	740	757	876
销售费用	484	471	519	579	资本开支	-94	-378	-385	-383
管理费用	198	205	229	254	投资	-303	-14	19	8
财务费用	-12	-14	-13	-27	投资活动现金流	-336	-301	-285	-285
研发费用	32	36	39	44	股权募资	8	-67	0	0
资产减值损失	-1	1	1	1	债务募资	0	11	0	0
投资收益	70	73	81	90	筹资活动现金流	-245	-477	0	0
营业利润	534	673	761	868	现金净流量	22	-38	472	591
营业外收支	1	0	0	0	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
利润总额	536	673	761	868	成长能力				
所得税	70	94	104	119	营业收入增长率	17.0%	6.9%	10.1%	11.5%
净利润	466	580	657	749	净利润增长率	33.7%	25.5%	13.1%	14.1%
归属于母公司净利润	457	573	648	739	盈利能力				
YoY (%)	33.7%	25.5%	13.1%	14.1%	毛利率	37.9%	39.3%	39.9%	40.1%
每股收益	0.43	0.54	0.61	0.69	净利率	14.5%	17.0%	17.5%	17.9%
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率 ROA	8.7%	10.6%	10.5%	10.5%
货币资金	467	428	900	1,491	净资产收益率 ROE	10.6%	13.0%	12.8%	12.7%
预付款项	13	18	18	21	偿债能力				
存货	159	167	182	203	流动比率	3.92	3.55	3.75	3.93
其他流动资产	2,755	2,658	2,661	2,665	速动比率	3.58	3.32	3.53	3.71
流动资产合计	3,394	3,271	3,761	4,380	现金比率	0.54	0.46	0.90	1.34
长期股权投资	311	326	306	298	资产负债率	16.5%	17.2%	16.4%	16.0%
固定资产	1,042	1,289	1,526	1,742	经营效率				
无形资产	50	53	56	59	总资产周转率	0.62	0.63	0.64	0.63
非流动资产合计	1,879	2,149	2,398	2,638	每股指标（元）				
资产合计	5,274	5,421	6,159	7,018	每股收益	0.43	0.54	0.61	0.69
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.06	4.14	4.75	5.44
应付账款及票据	551	534	597	658	每股经营现金流	0.57	0.69	0.71	0.82
其他流动负债	315	388	407	455	每股股利	0.40	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	866	922	1,004	1,114	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	31.23	25.24	22.33	19.57
其他长期负债	6	8	8	8	PB	3.27	3.28	2.86	2.50
非流动负债合计	6	8	8	8					
负债合计	872	930	1,011	1,121					
股本	1,065	1,065	1,065	1,065					
少数股东权益	74	81	90	100					
股东权益合计	4,402	4,491	5,148	5,897					
负债和股东权益合计	5,274	5,421	6,159	7,018					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。