

2024年10月29日

# 天味食品 (603317.SH)

## 公司快报

### 收入增速环比改善，降本控费利润大增

#### 事件

公司发布 24 年三季报：前三季度公司实现营收 23.64 亿元，同比+5.84%，归母净利润 4.32 亿元，同比+34.96%，扣非归母净利润 3.89 亿元，同比+38.10%。24Q3 实现营收 8.97 亿元，同比+10.93%，归母净利润 1.86 亿元，同比+64.79%，扣非归母净利润 1.79 亿元，同比+73.44%，利润超市场预期。

#### 投资要点

◆ **收入分析：增速环比改善，产品结构企稳。**前三季度公司实现营收 23.64 亿元，同比+5.84%（其中 Q1：+11.34%；Q2：-6.80%；Q3：+10.93%）。拆分来看：

1) **按产品：火锅底料调整后恢复增长。**前三季度火锅底料实现营收 7.94 亿元，同比-6.15%（Q1：+1.19%；Q2：-22.94%；Q3：+1.14%）；中式菜品调料营收 12.72 亿元，同比+13.50%（Q1：+17.75%；Q2：+4.75%；Q3：+18.07%）；香肠腊肉调料 2.19 亿元，同比+19.95%（Q1：+21.79%；Q2：-87.11%；Q3：+19.68%）。从单季度拆分数据来看，火锅底料恢复增长，中式菜品增速环比改善，香肠腊肉调料开始进入销售旺季，销售逐步企稳。

2) **按市场：大本营西部、中部稳健，经销商调整继续。**24Q3 大本营西部区域收入 3.19 亿元，同比+12.80%，中部区域 2.51 亿元，同比+14.95%，两大区域表现稳健，新兴市场南部区域收入 0.83 亿元，同比+17.07%，东部区域 1.83 亿元，同比+8.93%，同时北部区域略有乏力，收入 0.6 亿元，同比-5.91%。与此同时，24Q3 公司经销商 3129 家，较 24H1 减少 21 家，其中西部和北部略有增加，经销商调整继续进行。

3) **按渠道：线上发力，线下企稳。**24Q3 线上渠道销售 1.39 亿元，同比+55.38%，线上渠道高增一方面源于拾翠坊并表，再一方面源于公司今年加强内容电商建设，将内容电商总部迁至杭州，直播及新零售业务人员补齐；24Q3 线下渠道销售 7.56 亿元，同比+5.98%，经销商调整后线下逐步止跌企稳。

◆ **利润分析：机制略改，费用降低，利润高增。**24Q3 公司净利率 20.70%，同比+6.77pct，毛利率 38.83%，同比+0.76pct，期间费用率 14.23%，同比-8.05pct，其中销售费用率下降 7.78pct，销售费用率大幅下降，我们认为主要源于公司机制改变，相较于公司先前的销售分阶段返现策略周期较长的弊端，公司针对今年销售环境进行了规则调整，七月份开始给头部经销商进行一定的销售折扣，报表体现为收入减少费用降低，此外销售费用去年同期因厚火锅上市、三星堆 ip 联名、不辣汤上市等原因基数较高，今年费用投放恢复常规，销售费用率降低，利润增速较高。

◆ **未来展望：全年收入力争双位数，利润增速预计高于收入。**公司在 24 年员工持股计划中，制定 24、25 年解锁目标，营业收入分别同比增长 10%、15%，年报中制定 24 年目标为收入增长 15%。我们按照三季报业绩折算，若实现上述目标，24Q4 收入分别同比+20%、+37%，我们认为全年实现上述目标均有一定难度。但考虑到 Q4 为公司产品销售旺季，随着国家政策出台，消费逐步复苏，叠加 25 年春节较往

食品饮料 | 调味品 III

投资评级

**买入-B(首次)**

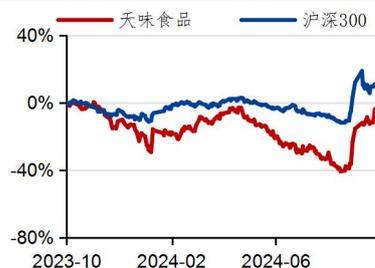
股价(2024-10-28)

14.22 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	15,145.49
流通市值(百万元)	15,127.61
总股本(百万股)	1,065.08
流通股本(百万股)	1,063.83
12个月价格区间	14.82/8.66

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	21.08	20.46	-6.57
绝对收益	28.11	36.73	4.71

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号：S0910523120001  
 lixinxin@huajinsec.com

#### 相关报告



年提前，春节备货季前移等因素，我们认为收入双位数实现有较大可能性。利润端来看，我们认为 Q4 销售机制变化有望延续，销售费用率有望维持低位，全年利润增速有望高于收入增速。

◆ **投资建议：**公司是国内复合调味品龙头，2021 年以来行业逐步进入调整，目前经过三年左右的调整，我们认为行业调整接近结束，行业集中度逐步向头部集中，当下行业进入门槛进一步提升，公司作为行业龙头未来将有望从中受益。全年来看，考虑到 Q4 为公司产品销售旺季，25 年春节提前备货季前移等因素，我们认为收入双位数有较大可能性。我们预测 24-26 年营业收入分别为 34.66/39.73/46.14 亿元，同比增长 10.1%/14.6%/16.1%，归母净利润 5.82/6.69/7.85 亿元，同比增长 27.5%/15.0%/17.2%，对应每股收益分别为 0.55/0.63/0.74 元，对应 PE 分别为 26/22/19x。首次覆盖，给予“买入-B 建议”。

◆ **风险提示：**宏观经济承压风险；行业政策风险；市场开拓进程风险；行业竞争加剧、修复不及预期等风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,691	3,149	3,466	3,973	4,614
YoY(%)	32.8	17.0	10.1	14.6	16.1
归母净利润(百万元)	342	457	582	669	785
YoY(%)	85.1	33.7	27.5	15.0	17.2
毛利率(%)	34.2	37.9	38.1	38.4	38.5
EPS(摊薄/元)	0.32	0.43	0.55	0.63	0.74
ROE(%)	8.5	10.6	12.8	13.6	14.7
P/E(倍)	43.5	32.6	25.5	22.2	18.9
P/B(倍)	3.7	3.4	3.3	3.0	2.8
净利率(%)	12.7	14.5	16.8	16.8	17.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测

### 分业务来看：

- (1) **火锅底料：**公司火锅底料产品需求受宏观环境及行业影响较大，今年以来消费疲软，火锅底料产品销售受到一定影响，未来随着国家政策出台消费逐步复苏，叠加公司经销商优化逐步完成，以及厚火锅、鲜汤料火锅等新产品的上市，我们预计火锅底料业务将逐步企稳，因此我们预计火锅底料业务 24-26 年营收增速分别为 0%/8%/10%。
- (2) **中式菜品调料：**公司中式菜品调料中酸菜鱼调料及小龙虾调料业务占比较大，今年以来公司不断丰富产品矩阵，一方面围绕大单品做区域化口味开发，另一方面不断进行新品开发及储备，如贵州酸汤火锅等新产品的开发，将为未来收入贡献新的增量。因此我们预计中式菜品调料业务 24-26 年营收增速分别为 16%/18%/20%。
- (3) **香肠腊肉调料：**作为季节性产品，香肠腊肉调料与猪肉价格、天气等关联度较高，猪肉价格进入中低位运行轨道，我们预计公司香肠腊肉调料业务 24-26 年营收增速分别为 25%/25%/20%。
- (4) **其他业务：**其他业务收入占比小，我们预计 24-26 年营收增速均为 0%。

综合来看，我们认为公司 24-26 年营收增速分别为 10.07%/14.65%/16.12%。

表 1：公司业务拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>1) 火锅底料</b>	875.18	1198.30	1221.86	1221.86	1319.61	1451.57
YoY		36.92%	1.97%	0.00%	8.00%	10.00%
成本	596.11	802.63	808.79	806.43	870.94	958.04
YoY		34.64%	0.77%	-0.29%	8.00%	10.00%
毛利率	31.89%	33.02%	33.81%	34.00%	34.00%	34.00%
<b>2) 中式菜品调料</b>	849.08	1181.46	1519.11	1762.17	2079.36	2495.23
YoY		39.15%	28.58%	16.00%	18.00%	20.00%
成本	583.90	753.64	931.84	1092.55	1289.20	1547.05
YoY		29.07%	23.64%	17.25%	18.00%	20.00%
毛利率	31.23%	36.21%	38.66%	38.00%	38.00%	38.00%
<b>3) 香肠腊肉调料</b>	211.52	200.64	296.40	370.50	463.13	555.75
YoY		-5.14%	47.73%	25.00%	25.00%	20.00%
成本	126.08	127.83	137.59	166.73	208.41	250.09
YoY		1.39%	7.63%	21.18%	25.00%	20.00%
毛利率	40.40%	36.29%	53.58%	55.00%	55.00%	55.00%
<b>4) 其他业务</b>	89.76	110.31	111.18	111.18	111.18	111.18
YoY		22.88%	0.80%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	66.80	85.83	77.52	78.81	80.97	80.97

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
YoY		28.50%	-9.69%	1.66%	2.74%	0.00%
毛利率	25.59%	22.19%	30.28%	29.12%	27.18%	27.18%
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>2025.54</b>	<b>2690.71</b>	<b>3148.56</b>	<b>3465.72</b>	<b>3973.29</b>	<b>4613.74</b>
YoY		32.84%	17.02%	10.07%	14.65%	16.12%
总成本 (百万元)	1372.88	1769.94	1955.74	2144.51	2449.52	2836.14
Yoy		28.92%	10.50%	9.65%	14.22%	15.78%
毛利率	32.22%	34.22%	37.88%	38.12%	38.35%	38.53%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司是国内复合调味品龙头, 主要产品为火锅底料、中式菜品调料、香肠腊肉调料等, 其中公司的火锅底料产品品牌影响力强, 中式菜品调料为国内龙头, 在复合调味品中具有一定的品牌溢价, 可比公司选择时, 我们选择基础调味品公司及复合调味品公司, 具体标的为海天味业、中炬高新、千禾味业、日辰股份、宝立食品等。

估值来看, **1) 横向对比:** 公司市值对应 24-26 年业绩的 PE 分别为 26x、22x 和 19x, 低于可比公司的平均水平 29x、25x 和 21x, 公司估值具有一定优势。**2) 纵向对比:** 截至 24/10/29 天味食品 PE-ttm 为 26.14x, 处于 2019 年 4 月 (上市以来) 以来的 6%, 估值处于历史底部位置, 公司股价处于超跌状态。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603288.SH	海天味业	2502	56	62	69	76	40	36	33
600872.SH	中炬高新	177	17	8	9	11	23	19	16
603027.SH	千禾味业	128	5	6	7	7	22	20	17
603755.SH	日辰股份	26	1	1	1	1	36	30	25
603170.SH	宝立食品	52	3	2	3	3	21	18	15
	平均	-	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>29</b>	<b>25</b>	<b>21</b>
603317.SH	天味食品	149	5	6	7	8	26	22	19

资料来源: Wind 一致预期, 天味食品盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 10 月 29 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3153	3394	3663	4215	4722	<b>营业收入</b>	2691	3149	3466	3973	4614
现金	450	467	699	1223	1677	营业成本	1770	1956	2145	2450	2836
应收票据及应收账款	17	20	21	25	28	营业税金及附加	22	29	29	34	40
预付账款	24	13	27	19	35	营业费用	388	484	451	517	600
存货	147	159	176	207	237	管理费用	150	198	208	238	277
其他流动资产	2516	2736	2740	2740	2746	研发费用	32	32	35	40	46
<b>非流动资产</b>	1668	1879	1830	1842	1901	财务费用	-18	-12	-15	-24	-36
长期投资	398	311	228	146	66	资产减值损失	-1	-2	-2	-2	-3
固定资产	727	1042	1069	1143	1257	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	46	50	49	48	46	投资净收益	54	70	54	59	61
其他非流动资产	497	476	485	504	531	<b>营业利润</b>	406	534	673	782	915
<b>资产总计</b>	4822	5274	5493	6057	6623	营业外收入	2	3	11	5	7
<b>流动负债</b>	784	866	927	1090	1210	营业外支出	4	2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	404	536	684	788	922
应付票据及应付账款	390	551	481	698	667	所得税	63	70	99	113	129
其他流动负债	394	315	446	392	543	<b>税后利润</b>	341	466	585	674	793
<b>非流动负债</b>	13	6	6	6	6	少数股东损益	-1	9	3	5	8
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	342	457	582	669	785
其他非流动负债	13	6	6	6	6	EBITDA	441	589	734	834	966
<b>负债合计</b>	797	872	933	1095	1216	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	5	74	77	82	90	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	763	1065	1065	1065	1065	<b>成长能力</b>					
资本公积	1955	1697	1697	1697	1697	营业收入(%)	32.8	17.0	10.1	14.6	16.1
留存收益	1522	1736	1960	2125	2309	营业利润(%)	114.7	31.7	25.9	16.2	17.0
归属母公司股东权益	4020	4327	4483	4879	5317	归属于母公司净利润(%)	85.1	33.7	27.5	15.0	17.2
<b>负债和股东权益</b>	4822	5274	5493	6057	6623	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	34.2	37.9	38.1	38.4	38.5
						净利率(%)	12.7	14.5	16.8	16.8	17.0
						ROE(%)	8.5	10.6	12.8	13.6	14.7
						ROIC(%)	8.2	10.5	12.8	13.4	14.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	16.5	16.5	17.0	18.1	18.4
						流动比率	4.0	3.9	4.0	3.9	3.9
						速动比率	3.8	3.6	3.6	3.5	3.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	174.8	171.5	171.5	171.5	171.5
						应付账款周转率	5.6	4.2	4.2	4.2	4.2
						<b>估值比率</b>					
						P/E	43.5	32.6	25.5	22.2	18.9
						P/B	3.7	3.4	3.3	3.0	2.8
						EV/EBITDA	27.1	20.2	15.9	13.4	11.1

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	546	603	605	798	843
净利润	341	466	585	674	793
折旧摊销	48	65	64	71	80
财务费用	-18	-12	-15	-24	-36
投资损失	-54	-70	-54	-59	-61
营运资金变动	206	136	24	136	66
其他经营现金流	24	17	1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-1086	-336	39	-24	-79
<b>筹资活动现金流</b>	-56	-245	-412	-249	-311

每股指标(元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.43	0.55	0.63	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.57	0.57	0.75	0.79
每股净资产(最新摊薄)	3.77	4.06	4.21	4.58	4.99

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)