

## 天味食品 (603317.SH)

## 强烈推荐 (维持)

## Q4 发力冲刺, 全年目标达成

公司 24 年实现收入 34.76 亿, 同比+10.41%, 归母净利润 6.26 亿, 同比+36.99%, 员工持股计划目标达成, 全年顺利收官。其中底料业务有所改善, 中式复调 (包含食萃) 及冬调业务实现高增长。25 年看, 公司在内生及外延驱动下, 有望延续快速成长态势。我们认为公司收入端具备单品优势+多渠道发展潜力, 未来增长中枢或有放缓, 但生产效率提升, 以及渠道改革带来的高费效比则有望释放更高的利润弹性。建议关注利润弹性+高分红带来的收益, 底部可加大布局。我们给予 24-26 年 EPS 分别为 0.59、0.67、0.73 元, 对应 25 年估值 21X, 维持“强烈推荐”评级。

- 事件: 公司发布 2024 年年度业绩预告, 24 年公司实现收入 34.76 亿, 同比+10.41%, 归母净利润 6.26 亿, 同比+36.99%, 达成员工持股计划目标, 全年顺利收官。
- Q4 收入/利润分别+21.6%/+41.7%, 发力冲刺完成全年目标。根据测算, 公司 24Q4 实现收入 11.12 亿, 同比+21.6%; 实现归母净利润 1.93 亿, 同比+41.7%。收入端受春节备货以及动销改善等因素影响, 实现高速增长, 其中底料与中式复调业务均实现 20%以上的高速增长。利润端看, Q4 预计延续全年成本改善以及费用高效投入的趋势, 净利率同比提升 2.5pcts。
- 内生+外延齐发力, 25 年增长延续性可期。24 年公司中式复调实现双位数以上高速增长, 主要在于新品推动, 以及食萃延续高增态势。底料业务 Q4 改善明显, 全年实现正增长。25 年看, 随着动销的逐步改善, 公司一方面继续推动厚火锅、鲜番茄汤等新品的铺货渗透, 实现内生增长, 另一方面推进外延并购对业务线的补充, 内生外延双驱动下收入端有望延续双位数的增长态势。利润端看, 25 年成本端预计相对稳健, 费用延续高效投放策略, 利润率有望继续稳步提升。
- 投资建议: Q4 发力冲刺, 全年目标达成, 维持“强烈推荐”评级。公司 24 年实现收入 34.76 亿, 同比+10.41%, 归母净利润 6.26 亿, 同比+36.99%, 员工持股计划目标达成, 全年顺利收官。其中底料业务有所改善, 中式复调 (包含食萃) 及冬调业务实现高增长。25 年看, 公司在内生及外延驱动下, 有望延续快速成长态势。我们认为公司收入端具备单品优势+多渠道发展潜力, 未来增长中枢或有放缓, 但生产效率提升, 以及渠道改革带来的高费效比则有望释放更高的利润弹性。建议关注利润弹性+高分红带来的收益, 底部可加大布局。我们给予 24-26 年 EPS 分别为 0.59、0.67、0.73 元, 对应 25 年估值 21X, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 需求复苏不及预期、成本大幅上涨、竞争再度恶化

消费品/食品饮料  
目标估值: NA  
当前股价: 13.75 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	1065
已上市流通股 (百万股)	1065
总市值 (十亿元)	14.6
流通市值 (十亿元)	14.6
每股净资产 (MRQ)	4.1
ROE (TTM)	13.0
资产负债率	18.2%
主要股东	邓文
主要股东持股比例	58.9%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	27	16
相对表现	1	19	-2

资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《天味食品 (603317) 一动销改善收入回暖, 费用高效利润亮眼》2024-10-28
- 《天味食品 (603317) 一底料压力凸显, 旺季盼动销加速》2024-09-02
- 《天味食品 (603317) 一底料增速放缓, 盈利能力提升》2024-04-26

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

任龙 S1090522090003

✉ renlong1@cmschina.com.cn

## 财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2691	3149	3476	3827	4138
同比增长	33%	17%	10%	10%	8%
营业利润(百万元)	406	534	757	864	925
同比增长	115%	32%	42%	14%	7%
归母净利润(百万元)	342	457	626	712	778

同比增长	85%	34%	37%	14%	9%
每股收益(元)	0.45	0.43	0.59	0.67	0.73
PE	30.7	32.1	23.4	20.6	18.8
PB	2.6	3.4	3.2	2.9	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

单位: 百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	22FY	23FY
一、营业总收入	782	766	659	808	915	853	614	897	2691	3149
二、营业总成本	693	628	596	688	776	683	537	688	2346	2689
其中: 营业成本	516	455	454	501	546	477	410	549	1770	1956
营业税金及附加	7	8	6	8	7	9	6	10	22	29
营业费用	113	114	75	126	169	145	66	70	388	484
管理费用	52	45	54	48	51	43	42	47	150	198
研发费用	8	9	9	9	5	9	12	12	32	32
财务费用	-3	-3	-4	-3	-2	-2	-2	-1	-18	-12
资产减值损失	0	0	0	-1	1	0	0	0	1	1
三、其他经营收益	27	14	29	15	17	36	12	13	61	75
其它收益	2	1	0	0	5	2	1	1	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	25	13	29	15	14	34	12	11	54	70
四、营业利润	116	151	93	135	156	207	90	221	406	534
加: 营业外收入	1	0	1	1	1	1	1	1	2	3
减: 营业外支出	0	0	1	0	1	1	0	1	4	2
五、利润总额	116	152	92	136	156	207	92	222	404	536
减: 所得税	19	24	13	24	10	29	15	32	63	70
六、净利润	97	128	80	112	146	178	76	190	341	466
减: 少数股东损益	0	0	0	-1	10	2	5	4	-1	9
七、归属母公司净利润	97	128	80	113	136	176	71	186	342	457
EPS	0.09	0.12	0.07	0.11	0.13	0.17	0.07	0.17	0.32	0.43
<b>主要比率</b>										
毛利率	34.0%	40.6%	31.1%	38.1%	40.3%	44.1%	33.3%	38.8%	34.2%	37.9%
主营税金率	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.7%	1.0%	1.0%	1.1%	0.8%	0.9%
营业费率	14.4%	14.8%	11.4%	15.6%	18.5%	17.0%	10.7%	7.8%	14.4%	15.4%
管理费	6.6%	5.9%	8.2%	5.9%	5.5%	5.1%	6.9%	5.2%	5.6%	6.3%
营业利润率	14.8%	19.8%	14.1%	16.7%	17.0%	24.2%	14.7%	24.7%	15.1%	17.0%
实际税率	16.4%	15.8%	13.6%	17.4%	6.4%	14.0%	16.7%	14.3%	15.6%	13.1%
净利率	12.5%	16.7%	12.1%	13.9%	14.9%	20.6%	11.5%	20.7%	12.7%	14.5%
<b>YoY</b>										
收入增长率	24.5%	21.8%	12.7%	16.4%	17.0%	11.3%	-6.8%	10.9%	32.8%	17.0%
营业利润增长率	29.6%	27.6%	21.7%	41.8%	34.2%	36.5%	-2.7%	64.4%	114.7%	31.7%
净利润增长率	-6.7%	27.7%	21.0%	44.1%	39.9%	37.2%	-10.9%	64.8%	85.1%	33.7%

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 天味食品历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 天味食品历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《天味食品(603317)一动销改善收入回暖,费用高效利润亮眼》2024-10-28
- 2、《天味食品(603317)一底料压力凸显,旺季盼动销加速》2024-09-02

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3153	3394	3402	3757	4175
现金	450	467	462	785	1171
交易性投资	2500	2600	2600	2600	2600
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	17	20	11	12	13
其它应收款	14	13	14	16	17
存货	147	159	165	180	195
其他	26	136	150	165	178
<b>非流动资产</b>	1668	1879	2145	2394	2628
长期股权投资	398	311	311	311	311
固定资产	727	1042	1342	1622	1883
无形资产商誉	46	340	306	275	248
其他	497	186	186	186	186
<b>资产总计</b>	<b>4822</b>	<b>5274</b>	<b>5547</b>	<b>6151</b>	<b>6802</b>
<b>流动负债</b>	784	866	928	995	1066
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	390	551	600	653	710
预收账款	160	126	137	149	162
其他	234	190	191	193	195
<b>长期负债</b>	13	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他	13	6	6	6	6
<b>负债合计</b>	<b>797</b>	<b>872</b>	<b>934</b>	<b>1000</b>	<b>1072</b>
股本	763	1065	1065	1065	1065
资本公积金	1735	1525	1525	1525	1525
留存收益	1522	1736	1936	2460	3024
少数股东权益	5	74	87	100	115
归属于母公司所有者权益	4020	4327	4526	5051	5615
<b>负债及权益合计</b>	<b>4822</b>	<b>5274</b>	<b>5547</b>	<b>6151</b>	<b>6802</b>

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	546	603	690	779	865
归母净利润	342	457	626	712	778
折旧摊销	48	65	105	122	138
财务费用	(18)	(12)	(14)	(15)	(17)
投资收益	(54)	(70)	(93)	(93)	(93)
营运资金变动	230	153	58	33	39
其它	(1)	10	8	20	21
<b>投资活动现金流</b>	(1086)	(336)	(283)	(283)	(283)
资本支出	(223)	(99)	(375)	(375)	(375)
其他投资	(863)	(237)	93	93	93
<b>筹资活动现金流</b>	(56)	(245)	(413)	(173)	(196)
借款变动	57	(96)	0	0	0
普通股增加	9	302	0	0	0
资本公积增加	(97)	(210)	0	0	0
股利分配	(38)	(244)	(426)	(188)	(214)
其他	13	3	14	15	17
<b>现金净增加额</b>	<b>(595)</b>	<b>22</b>	<b>(5)</b>	<b>324</b>	<b>386</b>

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	2691	3149	3476	3827	4138
营业成本	1770	1956	2129	2317	2519
营业税金及附加	22	29	32	35	38
营业费用	388	484	443	482	532
管理费用	150	198	191	203	198
研发费用	32	26	29	32	34
财务费用	(18)	(12)	(14)	(15)	(17)
资产减值损失	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	6	7	7	7	7
投资收益	54	68	86	86	86
<b>营业利润</b>	406	534	757	864	925
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	4	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	404	536	758	865	926
所得税	63	70	120	139	134
少数股东损益	(1)	9	12	14	15
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>342</b>	<b>457</b>	<b>626</b>	<b>712</b>	<b>778</b>

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	33%	17%	10%	10%	8%
营业利润	115%	32%	42%	14%	7%
归母净利润	85%	34%	37%	14%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.2%	37.9%	38.7%	39.5%	39.1%
净利率	12.7%	14.5%	18.0%	18.6%	18.8%
ROE	8.5%	10.6%	13.8%	14.1%	13.9%
ROIC	7.9%	10.1%	13.2%	13.5%	13.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.5%	16.5%	16.8%	16.3%	15.8%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.0	3.9	3.7	3.8	3.9
速动比率	3.8	3.7	3.5	3.6	3.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	13.9	12.8	13.1	13.4	13.4
应收账款周转率	175.0	172.0	230.0	340.0	337.0
应付账款周转率	5.6	4.2	3.7	3.7	3.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.45	0.43	0.59	0.67	0.73
每股经营净现金	0.72	0.57	0.65	0.73	0.81
每股净资产	5.27	4.06	4.25	4.74	5.27
每股股利	0.32	0.40	0.18	0.20	0.22
<b>估值比率</b>					
PE	30.7	32.1	23.4	20.6	18.8
PB	2.6	3.4	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	14.5	10.8	7.4	6.5	6.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。