

天味食品 (603317.SH)

菜调引领增长，做激励、提分红凝聚发展势能

买入 (维持评级)

当前价格: 12.40 元
 目标价格: 15.82 元

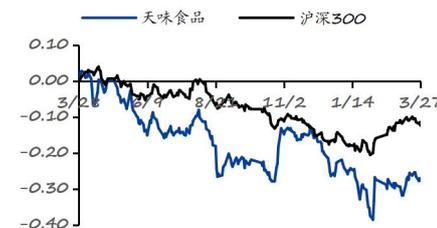
事件: 23年公司实现营收31.49亿元, 同增17.02%; 实现归母净利润4.57亿元, 同增33.65%。其中, 23Q4公司实现营收9.15亿元, 同增16.95%; 实现归母净利润1.36亿元, 同增39.9%; 扣非归母净利润1.23亿元, 同增64.39%。

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)	13,135.85
每股净资产(元)	4.06
资产负债率(%)	16.54
一年内最高/最低价(元)	25.30/10.02

► **主业菜调量价齐升、Q4延续高增，冬调Q4增长超预期。**分产品看, 23Q4火锅调料/中式菜调/香肠腊肉调料收入同比分别-6.01%/+35.78%/+85.62%。其中主业中式菜调营收在旺季催化叠加并购食萃带来渠道补能下实现量价齐升, 全年销量、吨价分别同比增长22%/5%, 同期食萃达成业绩承诺, 23年实现营收2亿元, 完成率达102%; 同样冬调高增主要系旺季催化叠加低基数共同影响, 而火锅调料Q4进一步下滑预计主要受需求疲软及内部调整等综合所致。分渠道看, 23Q4经销商/定制餐调/电商分别同比+6.34%/+61.56%/+80.28%, 其中电商在食萃并表、低基数下延续高速增长; 同时, 公司持续优化经销商结构, 强调大商的引领价值, 全年经销商数量较上年末减少249名。最后, 从各区域看, 23年公司西南等主销市场稳步发展, 其中西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南收入同比+33.58%/+13.49%/+13.85%/-7.89%/+19.93%/-1.42%/+9.34%。

一年内股价相对走势



► **业务结构升级、原料价格改善等共同驱动盈利能力明显提升，Q4毛利率重回40%+。**盈利端, 23年公司毛利率为37.88%, 同比+3.66pcts, 其中Q4毛利率为40.3%, 同比+6.32pcts, 预计受原料采购价格下降与业务结构优化所致, 其中食萃业绩表现明显超过业绩承诺, 全年利润近4000万元, 达成率逾128%。费用方面, 公司全年四项费用率有所上升, 合计同比+1.8pcts, 同期销售/管理/研发/财务费用率同比+0.95%/+0.72%/+0.31%/-0.18pcts, 其中Q4四项费用率同比+0.76pcts, 对应销售/管理/研发/财务费用率同比+4.03%/-1.06%/+0.17%/-0.52pcts, 其中销售费率抬升预计系旺季促销费用等加大、费用结算周期等影响。最后, 公司23年实现销售净利率14.5%, 同比+1.81pcts, 其中Q4实现销售净利率14.9%, 同比+2.44pcts。

团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
 lc30103@hfzq.com.cn
分析师: 童杰(S0210523050002)
 tj30105@hfzq.com.cn
联系人: 周翔(S0210123070087)
 zx30222@hfzq.com.cn

► **公司规划员工持股、提升分红率，持续反哺利益相关者。**公司发布员工持股计划草案; 该计划规模不超过576万股, 占公司目前总股本的0.54%, 而所面向的激励对象包括董事、高管、中高层管理人员及核心业务(技术)骨干等共计120人, 其中六位高管拟认购份额上限为116万股, 对应总份额比例为20.14%。此外, 本员工持股计划购买公司回购股份的价格为6.53元/股。最后, 关于公司层面的考核, 24、25年营收以23年为基准要求增长不低于10%/26.5%, 对应24、25年营收分别要求同比增长10%/15%。此外, 2023年度公司现金分红金额合计4.2亿元, 占当年净利润93%, 每股现金分红达0.4元。

相关报告

- 1、天味食品: Q4业绩保持高增, C端改善、B端补能拔高增长势能——2024.01.23
- 2、天味食品: Q3业绩增长超预期, 内外兼修拔高发展势能——2023.10.29
- 3、天味食品: 复调龙头全渠道发力, 把握产业新一轮景气周期——2023.09.15

► **盈利预测与投资建议:** 鉴于食萃业绩达成超预期, 公司盈利能力改善较好, 故上调2024-2025年归母净利润(24、25年前值为5.55/6.55亿元), 24-26年分别为5.6/6.9/8.2亿元, 同比23%/22%/19%, EPS分别为0.53/0.64/0.77元。且考虑到复调市场空间广, 公司内生、外延双轮驱动, 未来业绩增长动力强。故给予公司24年30倍PE, 对应目标价15.82元/股, 并维持“买入”评级。

► **风险提示:** 食品质量安全、大单品拓展不及预期、主要原材料价格波动等

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,691	3,149	3,800	4,482	5,187
增长率	33%	17%	21%	18%	16%
净利润(百万元)	342	457	562	687	817
增长率	85%	34%	23%	22%	19%
EPS(元/股)	0.32	0.43	0.53	0.64	0.77
市盈率(P/E)	39.8	29.8	24.2	19.8	16.7
市净率(P/B)	3.4	3.1	3.1	2.9	2.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	467	1,066	1,771	2,284
应收票据及账款	20	4	4	4
预付账款	13	19	22	25
存货	159	187	219	256
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,736	2,334	2,040	2,047
流动资产合计	3,394	3,609	4,056	4,615
长期股权投资	311	311	311	311
固定资产	1,042	1,136	1,164	1,160
在建工程	29	29	29	79
无形资产	50	51	52	54
商誉	290	291	291	291
其他非流动资产	156	157	157	157
非流动资产合计	1,879	1,975	2,004	2,052
资产合计	5,274	5,584	6,060	6,667
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	551	584	693	806
预收款项	58	0	21	30
合同负债	68	232	273	316
其他应付款	78	78	78	78
其他流动负债	112	127	143	160
流动负债合计	866	1,021	1,208	1,390
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	6	6	6	6
非流动负债合计	6	6	6	6
负债合计	872	1,027	1,214	1,396
归属母公司所有者权益	4,327	4,463	4,723	5,114
少数股东权益	74	95	123	158
所有者权益合计	4,402	4,558	4,847	5,271
负债和股东权益	5,274	5,584	6,060	6,667

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	603	828	868	985
现金收益	519	645	772	899
存货影响	-13	-28	-32	-36
经营性应收影响	9	10	-3	-3
经营性应付影响	170	-25	129	122
其他影响	-83	225	2	4
投资活动现金流	-336	183	238	-82
资本支出	-126	-171	-112	-132
股权投资	87	0	0	0
其他长期资产变化	-297	354	350	50
融资活动现金流	-245	-412	-401	-390
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-242	-442	-444	-444
股东融资	8	0	0	0
其他影响	-11	30	43	54

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,149	3,800	4,482	5,187
营业成本	1,956	2,336	2,739	3,148
税金及附加	29	30	36	41
销售费用	484	553	636	731
管理费用	198	235	271	311
研发费用	32	38	45	52
财务费用	-12	-14	-25	-36
信用减值损失	-1	-1	0	0
资产减值损失	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	70	55	50	50
其他收益	7	5	5	5
营业利润	534	680	836	994
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	536	681	837	995
所得税	70	99	122	144
净利润	466	582	715	851
少数股东损益	9	20	29	34
归属母公司净利润	457	562	687	817
EPS (按最新股本摊薄)	0.43	0.53	0.64	0.77

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	17.0%	20.7%	17.9%	15.7%
EBIT 增长率	35.9%	27.4%	21.6%	18.2%
归母公司净利润增长率	33.7%	23.0%	22.2%	18.9%
获利能力				
毛利率	37.9%	38.5%	38.9%	39.3%
净利率	14.8%	15.3%	16.0%	16.4%
ROE	10.4%	12.3%	14.2%	15.5%
ROIC	49.8%	44.3%	38.7%	38.0%
偿债能力				
资产负债率	16.5%	18.4%	20.0%	20.9%
流动比率	3.9	3.5	3.4	3.3
速动比率	3.7	3.4	3.2	3.1
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	2	1	0	0
存货周转天数	28	27	27	27
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.53	0.64	0.77
每股经营现金流	0.57	0.78	0.81	0.92
每股净资产	4.06	4.19	4.43	4.80
估值比率				
P/E	30	24	20	17
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	53	42	35	30

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn