

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级：首次覆盖

中式菜调持续发力，费用缩减带动盈利改善

---天味食品 2022 年年报&2023 年一季报点评

事件：公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季报，2022 年实现营收 26.91 亿元，同比增长 32.84%；归母净利润 3.42 亿元，同比增长 85.11%；扣非归母净利润 2.91 亿元，同比增长 138.83%；EPS 为 0.45 元/股。其中 2022Q4 实现营收 7.82 亿元，同比增长 24.51%；归母净利润 0.97 亿元，同比减少 6.73%；扣非归母净利 0.75 亿元，同比增长 28.19%；EPS 为 0.13 元/股。2023Q1 实现营收 7.66 亿元，同比增长 21.79%；归母净利润 1.28 亿元，同比增长 27.74%；扣非归母净利 1.19 亿元，同比增长 21.61%；EPS 为 0.12 元/股。

点评：收入盈利双双改善，定制餐饮虽下滑但前景明朗。分产品看，22 年全年火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料分别实现营收 11.98/11.81/2.00 亿元，同比变化 36.92%/39.15%/-5.14%（2023Q1 分别增长 19.96%/20.34%/404.21%），其中香肠腊肉调料主要于 2022Q3 投放，同比下降系 2021 年基数较高所致。分渠道看，经销商/定制餐调/电商营收 21.66/2.41/2.04 亿元，同比变化 38.32%/-4.87%/30.00%（2023Q1 分别变动 19.48%/10.53%/96.62%），全年经销商与电商增速稳定，定制餐调下降系疫情高峰影响，公司新引入的团餐客户有望于 23 年带动定制市场快速增长。分地区看，西南/华中/华东/华北分别实现营收 7.41/4.48/6.66/2.77 亿元，同比增长 21.90%/10.48%/64.58%/42.76%（2023Q1 分别增长 33.53%/19.51%/15.54%/43.09%），华东地区 2022Q4 大幅增长，成为第二大市场。

中式菜品占比提升与费用投放缩减带动毛利率与净利率持续改善。公司 22 年归母净利率为 12.70%，同比上升 3.59pct，主要系毛利率更高的中式菜品调理占比提升与销售费用下降所致。费用方面，销售/管理/财务/研发费用率分别为 14.43%/5.58%/-0.68%/1.19%，同比变动-5.06/0.14/1.04/-0.11pct，管理费用率增加系股权激励导致人工成本增加、销售费用率大幅下降系广告促销投放力度减少。

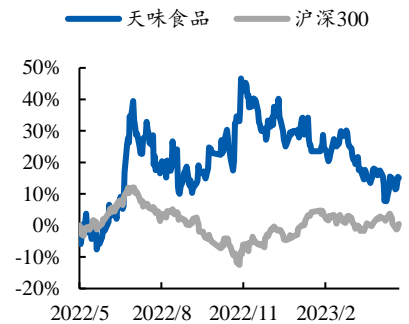
盈利预测：高毛利产品占比提升与费用优化提升带动盈利能力改善，叠加第一与第二智慧工厂投产与消费复苏，预计 2023-2025 年 EPS 为 0.42、0.53、0.67 元，对应 PE 分别为 41X、32X、26X。维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，食品安全问题，盈利预测不及预期

财务摘要(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,026	2,691	3,379	4,082	4,930
(+/-)%	-14.34%	32.84%	25.58%	20.82%	20.76%
归属母公司净利润	185	342	451	564	717
(+/-)%	-49.32%	85.11%	31.91%	25.20%	27.00%
每股收益(元)	0.25	0.45	0.42	0.53	0.67
市盈率	109.43	60.42	40.57	32.40	25.51
市净率	5.31	5.22	4.33	3.82	3.32
净资产收益率(%)	4.92%	8.76%	10.68%	11.79%	13.03%
股息收益率(%)	0.21%	1.33%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	754	763	1,066	1,066	1,066

股票数据	2023/04/28
6 个月目标价(元)	21.5
收盘价(元)	17.16
12 个月股价区间(元)	16.06-31.01
总市值(百万元)	18,285.27
总股本(百万股)	1,066
A 股(百万股)	1,066
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	5

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	0%	-7%	14%
相对收益	0%	-3%	12%

相关报告

- 《天味食品(603317):旺季到来收入高增, 优商政策下经销表现亮眼》 --20221031
- 《天味食品(603317):疫情带动终端消费, 费效提升提振业绩》 --20220824
- 《天味食品(603317):需求恢复收入稳增, 费用提效 Q1 业绩超预期》 --20220426
- 《天味食品(603317):需求疲软收入端承压, 四季度净利低基高增》 --20220401
- 《天味食品(603317):收入端压力仍存, 四季度盈利能力显著改善》 --20220125
- 《天味食品(603317):高基数压力仍存, 盈利能力企稳回升》 --20211101

证券分析师：李强

执业证书编号：S0550515060001

021-20361174 liqiang@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	450	142	663	924
交易性金融资产	2,500	2,500	2,500	2,500
应收款项	17	21	26	31
存货	147	295	219	381
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	3,153	3,008	3,465	3,907
可供出售金融资产				
长期投资净额	398	567	753	939
固定资产	727	850	979	1,108
无形资产	46	48	50	51
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	1,668	2,028	2,416	2,792
资产总计	4,822	5,036	5,881	6,699
短期借款	0	0	0	0
应付款项	390	382	577	566
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	784	798	1,080	1,183
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	13	13	13	13
长期负债合计	13	13	13	13
负债合计	797	811	1,093	1,196
归属于母公司股东权益合计	4,020	4,221	4,785	5,502
少数股东权益	5	4	3	1
负债和股东权益总计	4,822	5,036	5,881	6,699

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,691	3,379	4,082	4,930
营业成本	1,770	2,251	2,727	3,269
营业税金及附加	22	27	33	40
资产减值损失	-1	0	0	0
销售费用	388	480	554	667
管理费用	150	138	151	180
财务费用	-18	-13	-4	-20
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	54	63	78	95
营业利润	406	530	664	844
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	404	530	664	844
所得税	63	81	101	129
净利润	341	450	563	715
归属于母公司净利润	342	451	564	717
少数股东损益	-1	-1	-1	-2

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	341	450	563	715
资产减值准备	1	0	0	0
折旧及摊销	51	65	78	90
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-54	-63	-78	-95
运营资本变动	206	-148	346	-78
其他	2	0	0	0
经营活动净现金流量	546	303	909	632
投资活动净现金流量	-1,086	-361	-387	-372
融资活动净现金流量	-56	-250	0	0
企业自由现金流	-465	45	638	349

财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标				
每股收益 (元)	0.45	0.42	0.53	0.67
每股净资产 (元)	5.27	3.96	4.49	5.16
每股经营性现金流量 (元)	0.72	0.28	0.85	0.59
成长性指标				
营业收入增长率	32.8%	25.6%	20.8%	20.8%
净利润增长率	85.1%	31.9%	25.2%	27.0%
盈利能力指标				
毛利率	34.2%	33.4%	33.2%	33.7%
净利润率	12.7%	13.3%	13.8%	14.5%
运营效率指标				
应收账款周转天数	2.06	2.05	2.08	2.07
存货周转天数	25.90	35.33	33.96	33.08
偿债能力指标				
资产负债率	16.5%	16.1%	18.6%	17.9%
流动比率	4.02	3.77	3.21	3.30
速动比率	3.80	3.37	2.98	2.95
费用率指标				
销售费用率	14.4%	14.2%	13.6%	13.5%
管理费用率	5.6%	4.1%	3.7%	3.7%
财务费用率	-0.7%	-0.4%	-0.1%	-0.4%
分红指标				
股息收益率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	60.42	40.57	32.40	25.51
P/B (倍)	5.22	4.33	3.82	3.32
P/S (倍)	7.79	5.41	4.48	3.71
净资产收益率	8.8%	10.7%	11.8%	13.0%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

李强：西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员，南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历，荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第 1 名，2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名，2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名，2018 年投研社最受机构欢迎分析师，2018 年进门财经百佳分析师，2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名，2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名，2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名，“2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第 1 名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjisu0

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

