

改革效果持续显现，向好趋势有望延续

——天味食品 23 年一季报点评

核心观点

事件：公司发布 2023 年一季报，23 年 Q1 公司实现营收 7.66 亿元/yoy+21.79%，归母净利润 1.28 亿元/yoy+27.74%，扣非归母净利润 1.19 亿元/yoy+ 21.61%。

- **高基数下营收稳健增长，经销商稳健拓展。**公司 23Q1 营收 yoy+21.79%，在去年高基数下实现稳健增长，经营势头向好。1) 分产品看，23Q1 公司火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱/其他实现营收 2.90/4.20/0.27/0.15/0.08/0.04 亿元，yoy+20%/+20%/+404%/-18%/-19%/-14%。核心品类火锅调料、中式菜品调料保持 20%的稳健增长，香肠腊肉调料高增预计与猪肉价格较低有关。2) 分渠道看，23Q1 公司经销商/定制餐调/电商实现营收 6.24/0.57/0.66 亿元，同比 +19%/+11%/+97%，公司经销商新增 87 家至 23Q1 末的 3501 家。3) 分区域看，23Q1 公司西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南/出口实现营收 2.34/1.27/1.75/ 0.50/ 0.86/ 0.37/0.49/0.07 亿元，同比+34%/+20%/+16%/-15%/+43%/+24%/+15%/+32%。
- **毛利率同比改善，费用率有所上行，净利率稳健提升。**1) 公司 23Q1 毛利率 40.62%/yoy+4.66pct，毛利率同比改善预计与油脂、包材等成本下降、高毛利的火锅调料及中式调料菜品占比提升有关。2) 公司 23Q1 销售费用率 14.84%/yoy+1.83pct，管理费用率 5.91%/yoy+2.51pct。3) 23Q1 公司归母净利率 16.74%/yoy+0.78pct，净利率稳健提升。
- **展望 23 年：**1) 渠道方面，公司将进一步推动优商扶商策略，推动渠道下沉；2) 产品方面，公司将坚持大单品策略，并加大布局地方性风味单品；3) 消费场景方面，将进一步发力新零售业务、提升新零售销售占比。2023 年公司收入、净利润增长目标均不低于 20%，23 年 Q1 经营势头向好，建议积极关注。

盈利预测与投资建议

- 公司 22 年及 23 年一季度经营势头好于预期，我们上调收入预测、下调费用预测，上调 23-25 年归母净利润预测至 4.42/5.50/6.63 亿元（调整前 23-24 年为 3.85/4.87 亿元），对应 23-25 年每股收益分别为 0.42/0.52/0.62 元，使用可比公司估值法给予公司 23 年 45 倍 PE 预测，对应目标价 18.90 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 原材料成本压力，需求恢复不及预期，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,026	2,691	3,269	3,911	4,607
同比增长(%)	-14.3%	32.8%	21.5%	19.6%	17.8%
营业利润(百万元)	189	406	494	621	753
同比增长(%)	-53.5%	114.7%	21.7%	25.8%	21.3%
归属母公司净利润(百万元)	185	342	442	550	663
同比增长(%)	-49.3%	85.1%	29.4%	24.5%	20.4%
每股收益(元)	0.17	0.32	0.42	0.52	0.62
毛利率(%)	32.2%	34.2%	34.8%	35.3%	35.5%
净利率(%)	9.1%	12.7%	13.5%	14.1%	14.4%
净资产收益率(%)	4.9%	8.7%	10.2%	11.2%	12.2%
市盈率	99.1	53.5	41.3	33.2	27.6
市净率	4.8	4.5	3.9	3.6	3.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

投资评级	增持 (维持)
股价 (2023 年 04 月 28 日)	17.16 元
目标价格	18.90 元
52 周最高价/最低价	22.25/13.75 元
总股本/流通 A 股 (万股)	106,557/105,363
A 股市值 (百万元)	18,285
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.35	0.07	-7.04	14.19
相对表现	0.44	-0.67	-3.39	11.44
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
彭博	pengbo3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522100001

联系人

张玉洁	zhangyujie@orientsec.com.cn
朱雨涵	zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

Q1 超预期、经营调整显成效，改善趋势有望延续：——天味食品 22 年一季报点评	2022-05-04
竞争趋缓、经营调整，业绩改善可期：——天味食品 21 年季报点评	2022-04-05
渠道全国铺开推动增长，中式复调品类占优	2021-12-27

投资建议

公司 22 年及 23 年一季度经营势头好于预期，我们上调收入预测、下调费用预测，上调 23-25 年归母净利润预测至 4.42/5.50/6.63 亿元（调整前 23-24 年为 3.85/4.87 亿元），对应 23-25 年每股收益分别为 0.42/0.52/0.62 元，使用可比公司估值法给予公司 23 年 45 倍 PE 预测，对应目标价 18.90 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2023/4/28	每股收益 (元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
海天味业	603288	70.60	1.34	1.48	1.73	1.99	52.79	47.61	40.82	35.51
恒顺醋业	600305	11.39	0.14	0.20	0.27	0.34	82.78	55.89	42.14	33.96
千禾味业	603027	23.76	0.36	0.50	0.64	0.79	66.69	47.96	37.13	30.01
日辰股份	603755	36.36	0.52	0.94	1.24	1.58	70.22	38.55	29.25	23.07
宝立食品	603170	24.50	0.54	0.71	0.89	1.11	45.51	34.49	27.61	22.14
	调整后平均						63.23	44.71	35.73	29.01

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

原材料成本压力，需求恢复不及预期，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,345	450	2,006	2,409	2,923	营业收入	2,026	2,691	3,269	3,911	4,607
应收票据、账款及款项融资	14	17	19	23	27	营业成本	1,373	1,770	2,131	2,531	2,973
预付账款	8	24	22	26	31	营业税金及附加	16	22	26	32	37
存货	108	147	234	277	326	营业费用	394	388	478	550	630
其他	1,624	2,516	1,775	1,780	1,784	管理费用及研发费用	136	182	205	250	291
流动资产合计	3,098	3,153	4,056	4,516	5,092	财务费用	(35)	(18)	(12)	(22)	(27)
长期股权投资	182	398	100	100	100	资产、信用减值损失	2	1	(1)	0	0
固定资产	443	727	777	834	1,227	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	268	288	355	410	113	投资净收益	38	54	42	42	42
无形资产	45	46	43	40	37	其他	12	6	9	9	9
其他	194	210	120	120	120	营业利润	189	406	494	621	753
非流动资产合计	1,132	1,668	1,396	1,504	1,597	营业外收入	30	2	30	30	30
资产总计	4,230	4,822	5,452	6,020	6,689	营业外支出	2	4	3	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	216	404	521	648	780
应付票据及应付账款	242	390	408	485	570	所得税	32	63	79	98	118
其他	167	394	342	372	404	净利润	184	341	442	550	663
流动负债合计	409	784	751	857	974	少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	185	342	442	550	663
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.17	0.32	0.42	0.52	0.62
其他	18	13	14	14	14						
非流动负债合计	18	13	14	14	14	主要财务比率					
负债合计	426	797	765	871	988		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	(0)	5	5	5	5	成长能力					
实收资本(或股本)	754	763	1,066	1,066	1,066	营业收入	-14.3%	32.8%	21.5%	19.6%	17.8%
资本公积	1,832	1,735	1,652	1,652	1,652	营业利润	-53.5%	114.7%	21.7%	25.8%	21.3%
留存收益	1,218	1,522	1,964	2,426	2,979	归属于母公司净利润	-49.3%	85.1%	29.4%	24.5%	20.4%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,804	4,025	4,687	5,149	5,701	毛利率	32.2%	34.2%	34.8%	35.3%	35.5%
负债和股东权益总计	4,230	4,822	5,452	6,020	6,689	净利率	9.1%	12.7%	13.5%	14.1%	14.4%
						ROE	4.9%	8.7%	10.2%	11.2%	12.2%
						ROIC	3.5%	8.4%	9.4%	10.3%	11.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	10.1%	16.5%	14.0%	14.5%	14.8%
净利润	184	341	442	550	663	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	24	42	43	48	63	流动比率	7.58	4.02	5.40	5.27	5.23
财务费用	(35)	(18)	(12)	(22)	(27)	速动比率	7.31	3.83	5.09	4.94	4.89
投资损失	(38)	(54)	(42)	(42)	(42)	营运能力					
营运资金变动	9	325	(130)	50	55	应收账款周转率	163.2	174.8	178.7	183.2	182.0
其它	95	(89)	89	0	0	存货周转率	7.7	13.8	11.2	9.9	9.8
经营活动现金流	240	546	390	584	712	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
资本支出	(222)	(343)	(157)	(157)	(157)	每股指标(元)					
长期投资	(182)	(216)	298	0	0	每股收益	0.17	0.32	0.42	0.52	0.62
其他	(1,314)	(527)	792	42	42	每股经营现金流	0.32	0.72	0.37	0.55	0.67
投资活动现金流	(1,718)	(1,086)	934	(114)	(114)	每股净资产	3.57	3.77	4.39	4.83	5.35
债权融资	0	(0)	0	0	0	估值比率					
股权融资	48	(88)	220	0	0	市盈率	99.1	53.5	41.3	33.2	27.6
其他	(256)	33	12	(66)	(83)	市净率	4.8	4.5	3.9	3.6	3.2
筹资活动现金流	(209)	(56)	232	(66)	(83)	EV/EBITDA	85.8	35.7	29.2	23.7	19.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	99.4	39.6	31.9	25.6	21.1
现金净增加额	(1,687)	(595)	1,556	404	514						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。