



天味食品 (603317.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

费效比提升，业绩超预期

业绩简评

10月24日公司发布三季报，24Q1-Q3实现营收23.64亿元，同比+5.84%；实现归母净利润4.32亿元，同比+34.96%；扣非归母净利润3.89亿元，同比+38.1%。其中，24Q3实现营收8.97亿元，同比+10.93%；实现归母净利润1.86亿元，同比+64.79%；扣非归母净利润1.79亿元，同比+73.45%，业绩超预期。

经营分析

旺季需求改善，底料恢复增长。1) 24Q3 火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉销售收入3.03/3.85/1.86亿元，同比+1.14%/+18.07%/+19.68%。随着火锅底料、香肠腊肉调料逐步进入销售旺季，经销商囤货需求增加，Q3各品类恢复正增长，并有望在Q4旺季加速改善。2) 24Q3 线上/线下收入1.39/7.56亿元，分别同比+55.38%/+5.98%。线下伴随着经销商质量优化及核心单品放量，Q3重启增长。另公司借助食萃优势拓展传统电商渠道，并积极发力新媒体、社区团购、O2O等渠道，Q3线上延续高增。

产品结构优化+费用错期投放，单Q3盈利能力大幅改善。1) 24Q3 毛利率为38.83%，同比+0.76pct，毛利率改善主要系原材料成本下行、高毛利产品占比提升。2) 24Q3 销售/管理/研发费率分别同比-7.78pct/-0.73pct/+0.18pct，今年广宣费用后置投放，叠加部分促销活动直接冲抵收入，销售费率优化较为显著。3) 24Q3 净利率为21.19%，同比+7.33pct，环比+8.77pct，盈利能力大幅改善。

看好复调渗透率提升，竞争格局优化，龙头示范效应体现。从行业发展节奏来看，目前已进入调整后后期，龙头企业有望受益于供应链、渠道、品牌等资源优势，实现市占率提升。另外公司收购食萃顺利布局小B端，并利用经销渠道优势积极赋能大B端，持续优化经销渠道，经营效率持续改善。我们看好公司逐步补齐短板，多元化渠道布局推动业务扩张。

盈利预测、估值与评级

考虑Q3销售费用大幅优化，我们上调24-26年盈利预测8%/9%/9%。预计24-26年公司归母净利润分别为5.7/6.5/7.3亿元，分别同比+24%/15%/13%，对应PE分别为26x/23x/20x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

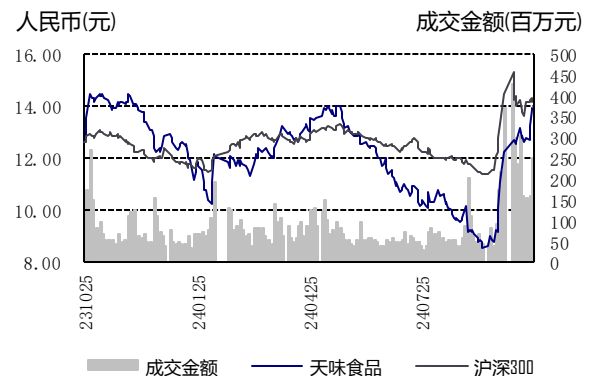
分析师：陈宇君 (执业 S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.90 元

相关报告：

- 《天味食品公司点评：底料需求承压，食萃势能延续》，2024.8.30
- 《天味食品公司点评：小B持续发力，产品结构改善》，2024.4.26
- 《天味食品公司点评：B端贡献高增长，激励目标有望达成》，2024.3.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,691	3,149	3,397	3,829	4,235
营业收入增长率	32.84%	17.02%	7.89%	12.71%	10.61%
归母净利润(百万元)	342	457	567	650	732
归母净利润增长率	85.11%	33.65%	24.10%	14.75%	12.53%
摊薄每股收益(元)	0.448	0.429	0.532	0.611	0.687
每股经营性现金流净额	0.72	0.57	0.50	0.73	0.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.50%	10.55%	12.69%	14.02%	15.06%
P/E	61.37	31.01	26.12	22.76	20.23
P/B	5.22	3.27	3.31	3.19	3.05

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	2,026	2,691	3,149	3,397	3,829	4,235
增长率		32.8%	17.0%	7.9%	12.7%	10.6%
主营业务成本	-1,373	-1,770	-1,956	-2,078	-2,338	-2,580
%销售收入	67.8%	65.8%	62.1%	61.2%	61.1%	60.9%
毛利	653	921	1,193	1,319	1,491	1,655
%销售收入	32.2%	34.2%	37.9%	38.8%	38.9%	39.1%
营业税金及附加	-16	-22	-29	-34	-38	-42
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-394	-388	-484	-448	-498	-551
%销售收入	19.5%	14.4%	15.4%	13.2%	13.0%	13.0%
管理费用	-110	-150	-198	-211	-230	-254
%销售收入	5.4%	5.6%	6.3%	6.2%	6.0%	6.0%
研发费用	-26	-32	-32	-37	-42	-47
%销售收入	1.3%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	106	328	450	588	683	761
%销售收入	5.2%	12.2%	14.3%	17.3%	17.8%	18.0%
财务费用	35	18	12	2	-3	5
%销售收入	-1.7%	-0.7%	-0.4%	0.0%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	-2	-1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	38	54	70	80	88	100
%税前利润	17.5%	13.4%	13.1%	11.9%	11.4%	11.6%
营业利润	189	406	534	672	769	864
营业利润率	9.3%	15.1%	17.0%	19.8%	20.1%	20.4%
营业外收支	27	-2	1	1	1	1
税前利润	216	404	536	673	770	865
利润率	10.7%	15.0%	17.0%	19.8%	20.1%	20.4%
所得税	-32	-63	-70	-101	-115	-130
所得税率	14.7%	15.6%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	184	341	466	572	654	735
少数股东损益	0	-1	9	5	4	3
归属于母公司的净利润	185	342	457	567	650	732
净利率	9.1%	12.7%	14.5%	16.7%	17.0%	17.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	184	341	466	572	654	735
少数股东损益	0	-1	9	5	4	3
非现金支出	45	52	67	79	87	96
非经营收益	-24	-53	-66	-77	-69	-84
营运资金变动	35	206	136	-46	103	90
经营活动现金净流	240	546	603	528	775	837
资本开支	-316	-221	-94	-143	-175	-129
投资	-1,131	-917	-303	-100	-50	-50
其他	-271	52	61	80	88	100
投资活动现金净流	-1,718	-1,086	-336	-163	-137	-79
股权募资	0	105	8	0	0	0
债权募资	0	0	0	313	-54	-151
其他	-209	-161	-253	-436	-498	-523
筹资活动现金净流	-209	-56	-245	-124	-552	-674
现金净流量	-1,687	-595	22	241	86	83

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,345	450	467	708	793	877
应收款项	32	32	33	40	44	45
存货	108	147	159	148	160	163
其他流动资产	1,614	2,526	2,736	2,729	2,778	2,833
流动资产	3,098	3,153	3,394	3,625	3,776	3,918
%总资产	73.2%	65.4%	64.4%	65.0%	64.9%	65.5%
长期投资	182	498	411	411	411	411
固定资产	711	1,015	1,072	1,125	1,210	1,236
%总资产	16.8%	21.0%	20.3%	20.2%	20.8%	20.7%
无形资产	45	46	341	343	345	348
非流动资产	1,132	1,668	1,879	1,950	2,038	2,067
%总资产	26.8%	34.6%	35.6%	35.0%	35.1%	34.5%
资产总计	4,230	4,822	5,274	5,575	5,814	5,984
短期借款	0	0	0	312	257	106
应付款项	279	517	629	487	573	639
其他流动负债	129	267	238	210	236	262
流动负债	409	784	866	1,008	1,066	1,007
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	13	6	20	25	32
负债	426	797	872	1,028	1,092	1,039
普通股股东权益	3,804	4,020	4,327	4,468	4,638	4,859
其中：股本	754	763	1,065	1,065	1,065	1,065
未分配利润	1,008	1,269	1,440	1,580	1,751	1,972
少数股东权益	0	5	74	79	83	86
负债股东权益合计	4,230	4,822	5,274	5,575	5,814	5,984

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.245	0.448	0.429	0.532	0.611	0.687
每股净资产	5.044	5.268	4.061	4.195	4.355	4.562
每股经营现金净流	0.319	0.716	0.566	0.495	0.727	0.785
每股股利	0.050	0.320	0.400	0.400	0.450	0.480
回报率						
净资产收益率	4.85%	8.50%	10.55%	12.69%	14.02%	15.06%
总资产收益率	4.36%	7.09%	8.66%	10.17%	11.19%	12.23%
投入资本收益率	2.38%	6.88%	8.89%	10.29%	11.66%	12.81%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.3%	32.8%	17.0%	7.9%	12.7%	10.6%
EBIT 增长率	-70.1%	209.2%	37.1%	30.7%	16.1%	11.4%
净利润增长率	-49.3%	85.1%	33.7%	24.1%	14.8%	12.5%
总资产增长率	-1.4%	14.0%	9.4%	5.7%	4.3%	2.9%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9
存货周转天数	46.6	26.3	28.5	26.0	25.0	23.0
应付账款周转天数	66.5	65.2	87.8	66.0	70.0	71.0
固定资产周转天数	79.8	98.6	120.8	114.5	107.8	98.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-77.4%	-73.3%	-69.7%	-68.1%	-69.6%	-72.2%
EBIT 利息保障倍数	-3.1	-18.0	-38.9	-367.6	202.2	-148.8
资产负债率	10.08%	16.53%	16.54%	18.44%	18.78%	17.36%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	10	36	39	80
增持	1	4	15	15	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.29	1.29	1.28	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-01	增持	27.52	N/A
2	2023-04-17	买入	16.06	N/A
3	2023-08-21	买入	14.10	N/A
4	2023-10-28	买入	14.02	N/A
5	2024-01-23	买入	11.51	N/A
6	2024-03-28	买入	12.40	N/A
7	2024-04-26	买入	13.47	N/A
8	2024-08-30	买入	9.92	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**