

中信证券研究部


薛缘
 首席食品饮料
 分析师
 S1010514080007



顾训丁
 食品饮料分析师
 S1010519110002

核心观点

Q3 公司收入/净利润同增 35.1%/29.7%，渠道快速扩张、华东强劲增长，同时 B 端需求回暖。公司作为行业领先企业，在股权激励下进一步激发经营活力，加速品牌营销&渠道扩张，未来望持续享受行业成长红利，维持“买入”评级。

2020Q3 收入/净利润同增 35.1%/29.7%，符合预期。2020Q1-Q3 公司实现收入 15.2 亿元、同比增长 41.5%，归母净利润 3.2 亿元、同比增长 63.8%。2020Q3 实现收入 6.06 亿元、同比增长 35.1%，归母净利润 1.20 亿元、同比增长 29.7%。

渠道持续快速扩张，B 端需求回暖明显，华东地区增长强劲。分产品看，2020Q3 公司核心产品继续保持较快增长，火锅底料实现收入 3.5 亿元、同增 49.9%，延续快增，川菜调料实现收入 2.3 亿元、同增 21.9%。**分渠道看：**①传统渠道继续保持较快扩张，Q3 经销商渠道收入实现 5.1 亿元、同增 33.4%，上半年好人家和大红袍分品牌运作并增大空白市场招商力度，Q1-3/Q3 经销商净增加 1348 家/518 家；②B 端改善明显，伴随餐饮需求回暖，定制餐调业务增长转正表现出色，Q1/Q2/Q3 同增-69.5%/-39.0%/+35.0%；③电商&直营渠道维持高增，Q3 收入分别实现 101.4%/71.6%增长。**分区域来看，**2020Q3 西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南同比+23%/+38%/+69%/+19%/+64%/-1%/+18%，其中华东增长强劲实现收入 1.44 亿元，单季规模超越西南和华中成为最大市场。

毛利率快速提升，费用投放加大拖累净利润率小幅下滑。2020Q3 公司毛利率达 43.8%、大幅提升 8.3 Pcts，主要系产品提价及大红袍产品升级换代所致；销售费用率 17.8%、同增 8.0Pcts，主要系公司加速品牌营销推广，市场费用及广告费投放增加，包括电视节目赞助、代言人邀请等；管理费用率 3.8%、同增 0.4 Pct。综上，2020Q3 归母净利润率为 19.9%，同比下滑 0.8 Pct。整体看，2020Q1-3 公司毛利率同增 5.6Pcts、归母净利率同增 2.9Pcts，主要系上半年疫情下复合调味品家庭需求旺盛，促销&市场费用投放有限，叠加提价效应所致。此外，截至 2020Q3 期末，公司合同负债和预收账款合计 1.25 亿元、同增 15.9%、环增 56.6%；经营活动净现金 1.80 亿元、同增 16.4%。

渠道扩张&品牌建设双管齐下，望享受行业赛道高成长红利。2020 年上半年受疫情影响，公司品牌营销推广受限，三季度公司进一步加大品牌营销投入，全面提升品牌知名度。与此同时，公司积极拓展渠道，前三季度拓经销商数量快速扩张，进一步加强空白市场布局。Q4 旺季，公司望持续推动品牌营销&渠道扩张，冲击全年股票期权激励目标。我们认为，复合调味品行业景气成长，公司作为行业领先企业，在股权激励下进一步激发经营活力，加速品牌营销&渠道扩张，未来望持续享受行业成长红利。

风险因素：消费景气度下行；渠道扩张不及预期；原材料价格波动较大。

投资建议：考虑到公司毛利率持续改善，上调公司 2020-2022 年 EPS 预测至 0.74/0.90/1.13 元（原预测为 0.70/0.84/1.05 元），维持“买入”评级。

天味食品	603317
评级	买入（维持）
当前价	70.85 元
总股本	601 百万股
近 12 月绝对涨幅	27.85%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,412.86	1,727.33	2,583.08	3,876.89	4,998.10
营业收入增长率	33%	22%	50%	50%	29%
净利润(百万元)	266.61	296.97	446.20	541.28	679.07
净利润增长率	45%	11%	50%	21%	25%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.72	0.74	0.74	0.90	1.13
PE	99	95	95	79	63

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 22 日收盘价

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,413	1,727	2,583	3,877	4,998
营业成本	857	1,083	1,533	2,298	2,962
毛利率	39.38%	37.29%	40.64%	40.73%	40.74%
营业税金及附加	16	15	23	43	55
销售费用	183	241	439	737	975
营业费用率	12.96%	13.95%	17.00%	19.00%	19.50%
管理费用	56	64	90	137	175
管理费用率	3.95%	3.70%	3.50%	3.54%	3.50%
财务费用	(2)	(5)	(18)	(24)	(34)
财务费用率	-0.13%	-0.26%	-0.68%	-0.63%	-0.69%
投资收益	15	29	25	25	25
营业利润	300	334	516	636	793
营业利润率	21.20%	19.32%	19.98%	16.41%	15.86%
营业外收入	14	14	14	10	10
营业外支出	3	2	8	2	4
利润总额	311	346	522	644	799
所得税	44	49	76	103	120
所得税率	14.20%	14.28%	14.50%	16.00%	15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	267	297	446	541	679
净利率	18.87%	17.19%	17.27%	13.96%	13.59%

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	311	346	522	644	799
所得税支出	-44	-49	-76	-103	-120
折旧和摊销	23	24	20	20	20
营运资金的变化	-9	83	-1	29	61
其他经营现金流	-16	-26	-28	-50	-60
经营现金流合计	265	378	437	540	699
资本支出	-24	-48	-150	-50	0
投资收益	15	29	25	25	25
其他投资现金流	-52	-440	0	0	0
投资现金流合计	-60	-459	-125	-25	25
发行股票	0	507	38	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	-3,843	-301	-116	-174	-211
其他融资现金流	3,748	197	18	24	34
融资现金流合计	-95	403	-60	-149	-176
现金及现金等价物净增加额	110	321	252	366	548

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	355	676	928	1,294	1,842
存货	121	98	188	274	330
应收账款	5	11	11	18	25
其他流动资产	519	956	972	982	993
流动资产	1,000	1,742	2,099	2,567	3,190
固定资产	347	362	442	453	433
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	35	34	34	34	34
其他长期资产	5	5	55	75	75
非流动资产	387	401	531	562	542
资产总计	1,387	2,142	2,630	3,129	3,732
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	82	114	172	240	318
其他流动负债	158	178	239	303	360
流动负债	240	293	412	543	678
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8	8
非流动性负债	8	8	8	8	8
负债合计	249	300	419	551	686
股本	372	413	601	601	601
资本公积	38	486	336	336	336
归属于母公司所有者权益合计	1,138	1,842	2,210	2,578	3,046
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,138	1,842	2,210	2,578	3,046
负债股东权益总计	1,387	2,142	2,630	3,129	3,732

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	32.56%	22.26%	49.54%	50.09%	28.92%
营业利润增长率	47.89%	11.40%	54.64%	23.31%	24.57%
净利润增长率	45.05%	11.39%	50.25%	21.31%	25.45%
毛利率	39.38%	37.29%	40.64%	40.73%	40.74%
EBITDA Margin	23.46%	21.19%	20.28%	16.50%	15.69%
净利率	18.87%	17.19%	17.27%	13.96%	13.59%
净资产收益率	23.42%	16.12%	20.19%	21.00%	22.29%
总资产收益率	19.22%	13.86%	16.97%	17.30%	18.20%
资产负债率	17.92%	14.02%	15.94%	17.61%	18.37%
所得税率	14.20%	14.28%	14.50%	16.00%	15.00%
股利支付率	27.89%	38.95%	38.95%	38.95%	38.95%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并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损失承担任何责任。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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。