

天味食品 (603317)

公司研究/点评报告

Q3 业绩承压，全国化布局愈演愈烈

—天味食品 (603317) 19 年三季度报点评

点评报告/食品饮料

2019 年 10 月 29 日

一、事件概述

天味食品发布 19 年三季报。报告期内，公司实现营业收入 10.78 亿元，同比增长 24.29%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.95 亿元，同比增长 19.55%。

二、分析与判断

➤ 火锅底料主业销售承压拖累 Q3 业绩，全国化布局进一步得到推进

19Q1-3 公司实现营收 10.78 亿元，同比增长 24.29%，折合 Q3 单季度实现营收 4.48 亿元，同比+14.77%，增速环比有所放缓；19Q1-3 公司实现归母净利润 1.95 亿元，同比增长 19.55%，折合 Q3 单季度实现归母净利润 9289 万元，同比+2.43%，增速环比显著放缓。总体而言，19Q3 业绩承压。**分产品看**，19Q3 公司业绩放缓主因火锅底料销售承压，Q3 火锅底料取得营收 2.32 亿元，同比仅增长 7.78%，川菜调料虽增速亦放缓但仍呈快速放量趋势：19Q3 川菜调料录得营收 1.89 亿元，同比+26.47%。**分区域看**，随着公司全国化步伐的推进，公司收入区域分布愈加均衡，截至 19Q3 末公司大本营西南地区营收占比下降到 27.92%，较 H1 末下滑了 1.92 个百分点，在经销商扩张的带动下（19Q1-3 公司华中/华东经销商净增加 53/98 家），截至 19Q3 末公司在华中及华东的营收占比分别达到 20.43%/17.59%，分别同比+0.96%/1.14%。

➤ 毛利率显著下滑+销售费用率显著提升，Q3 净利率承压

毛利率：19Q1-3 公司毛利率为 37.37%，同比-1.57%，其中 Q3 单季度公司毛利率为 35.53%，同比显著下滑 4.31 个百分点，猜测应是加强货折所致；**净利率**：19Q1-3 公司净利率为 18.14%，同比-0.72 个百分点，其中 Q3 单季度净利率为 20.72%，同比显著下降 2.5 个百分点，Q3 净利率显著下滑主要是归因于毛利率的显著下滑和销售费用率的显著提升，19Q3 公司销售费用率达到了 9.80%，同比+3.62%，主要系报告期内公司扩大销售规模、实施激进的扩张政策所致；其他费用率方面，19Q3 公司管理/研发/财务费用率分别同比-0.73%/-0.01%/-0.36%，其中财务费用率下降主要系货币资金增加相应增加利息收入所致。

➤ 借川式餐饮之东风，川调龙头立足西南逐步实现全国化扩张

随着川菜、火锅在全国范围内如火如荼发展，作为火锅底料和川菜调料的龙头，天味食品有望充分受益。**产品端**：产品线覆盖面广，同时受益于受众重合度高，火锅底料及川菜调料在推广销售环节具有较高协同效应；**渠道端**：公司借助经销商之力不断推进渠道扩张，同时 19 年公司设立独立团队运营定制餐调业务，基于定制餐调客户粘性高体量大，此举有望给公司带来新的增长点。

三、投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入为 17.68 亿元/21.74 亿元/26.14 亿元，同比+25.1%/23.0%/20.2%；实现归属上市公司净利润为 3.29 亿元/4.00 亿元/4.85 亿元，同比+23.4%/21.7%/21.2%，折合 EPS 为 0.80 元/0.97 元/1.17 元，对应 PE 为 70X/58X/48X。当前调味发酵品整体估值为 64 倍，公司估值略高于行业。尽管公司在复合调味品这一优质赛道上切实推进全国化布局，但短期估值过高，故下调至“谨慎推荐”评级。

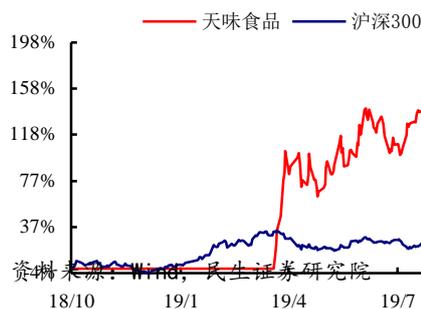
谨慎推荐 下调评级

当前价格： 55.98 元

交易数据 2019-10-28

近 12 个月最高/最低(元)	57.51/19.38
总股本(百万股)	413
流通股本(百万股)	41
流通股比例(%)	10.00
总市值(亿元)	231
流通市值(亿元)	23

该股与沪深 300 走势比较



分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号：S0100118110006

电话：021-60876710

邮箱：xuyang@mszq.com

四、风险提示:

原材料波动风险、食品安全风险等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,413	1,768	2,174	2,614
增长率 (%)	32.6%	25.1%	23.0%	20.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	267	329	400	485
增长率 (%)	45.0%	23.4%	21.7%	21.2%
每股收益 (元)	0.72	0.80	0.97	1.17
PE (现价)	78.1	70.3	57.8	47.7
PB	18.3	15.8	12.4	9.8

资料来源:公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,413	1,768	2,174	2,614
营业成本	857	1,059	1,298	1,555
营业税金及附加	16	22	27	31
销售费用	183	244	298	355
管理费用	56	67	83	102
研发费用	22	30	41	52
EBIT	279	346	427	518
财务费用	(2)	(5)	(11)	(18)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	15	12	13	13
营业利润	300	365	453	551
营业外收支	11	19	14	15
利润总额	311	384	467	566
所得税	44	55	67	81
净利润	267	329	400	485
归属于母公司净利润	267	329	400	485
EBITDA	302	369	449	539

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	355	729	1208	1741
应收账款及票据	5	3	6	7
预付款项	14	18	24	27
存货	121	126	185	184
其他流动资产	503	503	503	503
流动资产合计	1000	1384	1929	2468
长期股权投资	0	12	24	38
固定资产	347	341	335	330
无形资产	35	32	30	27
非流动资产合计	387	370	353	340
资产合计	1387	1753	2282	2807
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	82	82	133	143
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	240	278	407	446
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	249	286	415	454
股本	372	413	413	413
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1138	1467	1868	2353
负债和股东权益合计	1387	1753	2282	2807

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	32.6%	25.1%	23.0%	20.2%
EBIT 增长率	48.1%	24.1%	23.3%	21.1%
净利润增长率	45.0%	23.4%	21.7%	21.2%
盈利能力				
毛利率	39.4%	40.1%	40.3%	40.5%
净利率	18.9%	18.6%	18.4%	18.6%
总资产收益率 ROA	19.2%	18.8%	17.5%	17.3%
净资产收益率 ROE	23.4%	22.4%	21.4%	20.6%
偿债能力				
流动比率	4.2	5.0	4.7	5.5
速动比率	3.7	4.5	4.3	5.1
现金比率	1.5	2.6	3.0	3.9
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	0.9	0.8	0.7	0.8
存货周转天数	43.0	42.0	43.2	42.7
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.8	1.0	1.2
每股净资产	3.1	3.6	4.5	5.7
每股经营现金流	0.7	0.8	1.1	1.2
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	78.1	70.3	57.8	47.7
PB	18.3	15.8	12.4	9.8
EV/EBITDA	70.3	56.2	44.7	36.2
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	267	329	400	485
折旧和摊销	23	22	22	21
营运资金变动	(9)	28	61	35
经营活动现金流	265	348	457	513
资本开支	24	(26)	(22)	(20)
投资	(50)	0	0	0
投资活动现金流	(60)	26	22	20
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(95)	0	0	0
现金净流量	110	374	478	534

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。