

## 业绩符合预期，渠道网络加速扩张

——天味食品（603317.SH）2020年三季度报点评

### 要点

**事件：**2020年10月22日，天味食品2020年三季度报，报告期内公司实现营业收入15.25亿元，同比+41.47%；归母净利润3.20亿，同比+63.78%；扣非后归母净利润2.96亿，同比+63.41%。2020Q3公司分别实现营收/归母净利润6.06/1.20亿元，同比+35.13%/+29.72%。公司业绩整体符合市场预期。

**火锅底料保持高增，华东市场高歌猛进。**（1）2020Q1-Q3公司火锅底料/川调实现营收7.28/7.20亿元，同比+49.94%/+40.39%；2020Q3火锅底料/川调营收3.48/2.30亿元，同比+49.9%/+21.9%。火锅底料/川调单季增速分化主要系公司营销资源投放偏重于火锅底料以及疫情后家庭用餐场景减少导致川调复购率回落所致。（2）2020Q1-Q3经销商/定制餐调/电商营收13.11/0.89/0.92亿元，同比+44.23%/-16.03%/+122.41%。2020Q3单季营收5.06/0.61/0.27亿元，同比+33.4%/+35.0%/+101.4%。餐饮渠道回暖推动定制餐调业务重回较高增速。（3）2020Q1-Q3西南/华中/华东实现营收4.16/2.94/3.18亿元，华东（含上海、浙江、山东、江苏、安徽）2020Q3单季实现营收1.44亿元，同比+70%，领跑各大区。（4）报告期内公司经销商数量净增加1348家至2569家。2020Q3单季净增518家（其中华东净增140家），继续保持2020Q2的强度。展望全年，公司将继续推进经销商裂变并增加招商力度，公司全国性的渠道网络加速完善。

**产品结构升级拉升毛利率，净利率继续高位运行。**（1）2020Q1-Q3实现毛利率42.97%，同比/环比+5.6/+0.58pcts，2020Q3单季毛利率43.84%，同比/环比+8.31/+0.3pcts。2020Q3原材料价格运行平稳，综合毛利率同比大幅提升系火锅底料产品结构升级所致，目前火锅底料毛利率水平接近川调，达到42%。（2）2020Q1-Q3销售费用率15.24%，同比/环比+2.47/+1.67pcts，2020Q3单季销售费用率17.77%，同比+7.97pcts；公司将继续加大广告宣传等销售费用投放力度以提升品牌声量，预计2020Q4销售费用率继续高位运行。（3）2020Q1-Q3/2020Q3管理费用率3.84%/3.75%，同比-0.05/+0.43pcts，基本保持稳定。（4）2020Q1-Q3实现净利率21.0%，同比/环比+2.86/-0.73pcts。2020Q3单季实现净利率19.89%，同比-0.83pcts，保持稳定。

**盈利预测、估值与评级：**考虑公司经销商网络加速扩张，上调公司2020/21/22年营收预测至25.03/35.20/47.14亿元（前次21.94/28.85/36.92亿元）；上调净利润预测至4.49/6.14/8.20亿元（前次3.42/4.46/5.84亿元）；上调EPS预测至0.75/1.02/1.36元（前次为0.57/0.74/0.97元），当前股价对应2020/21/22年PE分别为95/69/52X，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料大幅波动、产品动销不及预期、食品安全问题。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,413	1,727	2,503	3,520	4,714
营业收入增长率	32.56%	22.26%	44.89%	40.65%	33.91%
净利润（百万元）	267	297	449	614	820
净利润增长率	45.05%	11.39%	51.35%	36.56%	33.57%
EPS（元）	0.72	0.72	0.75	1.02	1.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.42%	16.12%	20.54%	21.91%	22.64%
P/E	99	99	95	69	52
P/B	23.1	15.9	19.5	15.2	11.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-21

### 增持（维持）

当前价：70.85元

#### 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

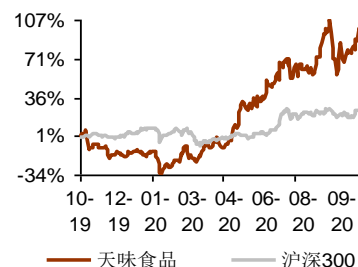
021-52523689

chenyt@ebsec.com

#### 市场数据

总股本(亿股)	6.01
总市值(亿元)	425.79
一年最低/最高(元)	22.10/78.38
近3月换手率	43.10%

#### 股价相对走势



#### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.79	18.84	68.87
绝对	12.85	20.19	91.51

资料来源：Wind

#### 相关研报

高举高打，加速成长——天味食品（603317.SH）2020年中报点评（2020-08-19）

积极进取，锐意变革——天味食品（603317.SH）2020年股票期权及限制性股票激励计划（草案）点评（2020-05-13）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,413	1,727	2,503	3,520	4,714
营业成本	857	1,083	1,475	2,066	2,763
折旧和摊销	23	24	35	44	56
税金及附加	16	15	25	35	47
销售费用	183	241	398	585	784
管理费用	56	64	82	110	147
研发费用	22	26	38	56	78
财务费用	-2	-5	-8	-13	-19
投资收益	15	29	15	18	20
营业利润	300	334	511	703	941
利润总额	311	346	524	715	956
所得税	44	49	74	102	136
净利润	267	297	449	614	820
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	267	297	449	614	820
EPS(按最新股本计)	0.72	0.72	0.75	1.02	1.36

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	265	378	498	696	921
净利润	267	297	449	614	820
折旧摊销	23	24	35	44	56
净营运资金增加	164	-509	118	135	155
其他	-188	565	-104	-97	-111
投资活动产生现金流	-60	-459	-295	-227	-180
净资本支出	-24	-48	-250	-220	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-36	-411	-45	-7	20
融资活动现金流	-95	403	-94	13	19
股本变化	0	41	188	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-13	52	95	141	169
净现金流	110	321	110	482	759

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	39.4%	37.3%	41.1%	41.3%	41.4%
EBITDA 率	21.6%	18.8%	20.9%	20.4%	20.3%
EBIT 率	20.0%	17.4%	19.5%	19.1%	19.1%
税前净利润率	22.0%	20.1%	20.9%	20.3%	20.3%
归母净利润率	18.9%	17.2%	18.0%	17.4%	17.4%
ROA	19.2%	13.9%	17.4%	18.4%	18.9%
ROE (摊薄)	23.4%	16.1%	20.5%	21.9%	22.6%
经营性 ROIC	22.7%	45.1%	46.4%	47.6%	51.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	18%	14%	15%	16%	16%
流动比率	4.16	5.95	5.09	4.78	4.83
速动比率	3.65	5.62	4.71	4.39	4.43
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,387	2,142	2,584	3,339	4,328
货币资金	355	676	786	1,267	2,027
交易性金融资产	0	940	1,000	1,000	1,000
应收帐款	5	11	10	14	19
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2	3	8	11	14
存货	121	98	148	207	276
其他流动资产	503	0	0	0	0
流动资产合计	1,000	1,742	1,968	2,522	3,367
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	347	362	430	569	710
在建工程	0	0	123	138	111
无形资产	35	34	34	33	32
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	387	401	616	817	961
总负债	249	300	396	537	706
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	82	114	177	248	332
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	47	42	42	87	116
其他流动负债	-2	-3	5	15	27
流动负债合计	240	293	386	528	697
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	6	6	6	6
非流动负债合计	8	8	9	9	9
股东权益	1,138	1,842	2,188	2,802	3,622
股本	372	413	601	601	601
公积金	173	649	519	580	611
未分配利润	593	780	1,069	1,621	2,410
归属母公司权益	1,138	1,842	2,188	2,802	3,622
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	12.96%	13.95%	15.91%	16.63%	16.63%
管理费用率	3.95%	3.70%	3.29%	3.12%	3.12%
财务费用率	-0.13%	-0.26%	-0.31%	-0.37%	-0.39%
研发费用率	1.58%	1.49%	1.50%	1.60%	1.65%
所得税率	14%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.28	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.71	0.91	0.83	1.16	1.53
每股净资产	3.06	4.46	3.64	4.66	6.03
每股销售收入	3.80	4.18	4.16	5.86	7.84

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	99	99	95	69	52
PB	23.1	15.9	19.5	15.2	11.8
EV/EBITDA	86.2	86.2	78.9	57.2	42.2
股息率	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳