

2020年10月22日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

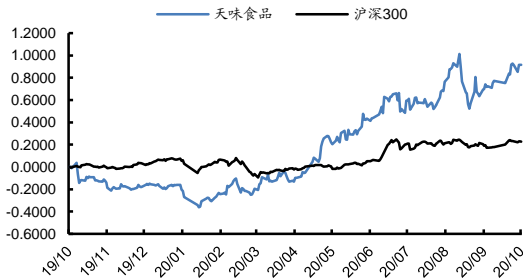
研究所

证券分析师： 余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人： 赵宁宁 S0350120070040
021-61981322 zhaonn@ghzq.com.cn

三季度业绩持续高增长，渠道进一步扩张

——天味食品（603317）三季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
天味食品	13.0	20.2	96.7
沪深300	3.1	1.3	22.6

市场数据

2020-10-22

当前价格（元）	70.85
52周价格区间（元）	32.20 - 78.38
总市值（百万）	42579.77
流通市值（百万）	8871.47
总股本（万股）	60098.48
流通股（万股）	12521.48
日均成交额（百万）	172.95
近一月换手（%）	43.16

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

天味食品发布三季报：公司实现营业收入 15.25 亿元，同比增长 41.47%；归母净利润 3.20 亿元，同比增长 63.78%。其中三季度实现营业收入 6.06 亿元，同比增长 35.13%；归母净利润 1.20 亿元，同比增长 29.72%。

投资要点：

- 三季度业绩持续高增长，产品涨价和结构优化促使公司毛利率净利率提高。**由于疫情的原因公司上半年业绩增速较高，前三季度公司实现营业收入 15.25 亿元，同比增长 41.47%；归母净利润 3.20 亿元，同比增长 63.78%。由于三季度是消费火锅底料的淡季，20Q3 营收同比相对放缓，但同比增速高于 19Q3 20.36 个百分点。电商、直营商超和外贸渠道基数较低、同比增速较高，受疫情影响定制餐调业务同比下降。公司三季报经销商/定制餐调/电商/直营商超/外贸渠道分别实现营业收入 13.10 亿元/8932 万元/9211 万元/1518 万元/1186 万元，分别同比增长 44.23%/(-16.03%)/122.44%/90.13%/105.31%。三季报毛利率同比提高 5.6 个百分点，主要是因为部分产品涨价及产品结构调整所致；销售费用率同比提高 2.47 个百分点，净利率同比提高 2.86 个百分点。
- 渠道进一步优化和下沉，经销商数目翻倍。**三季报华东/西北/华北地区营收增长较高，西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南地区营收分别占比 27.26%/19.3%/20.88%/7.93%/9.87%/7.16%/6.82%，分别同比增长 38.78%/34.29%/68.71%/43.67%/46.93%/9.90%/41.86%。前三季度公司经销商总计 2569 家，净增加 1348 家，其中三季度净增加 518 家，主要为双轮驱动战略下的品牌经销商拆分、空白区域经销商填补及渠道下沉的增加。西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南地区经销商数目分别为 369/565/614/209/353/213/246 家，分别同比增长 67.73%/119.84%/108.14%/80.17%/150.35%/88.50%/211.39%。
- 实施“双轮驱动”品牌战略，产能逐步释放。**公司实施“好人家”和“大红袍”双轮驱动战略，塑造品牌优势，以火锅底料和川菜调料为主营产品，三季报火锅底料/川菜调料/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱分别实现营业收入 7.28 亿元/7.20 亿元/188.17 万元/3486.52 万元/2531.12 万元，分别同比增长 49.94%/40.39%/(-64.87%)/16.62%/1.96%。产能建设方面，随着家园生产基地、双流生产基地项目完工，2020 年预计产能达 14 万吨，2021 年设计新增 6 万吨产

能，未来 5 年有望步入产能释放期。

- **盈利预测和投资评级：**复合调味品行业处于成长期，集中度低，天花板高，看好品牌企业未来的发展空间。天味食品品牌化进程加快，渠道进一步下沉和优化，产能不断扩张，激励计划实施，看好公司未来的业绩空间。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为人民币 4.15/5.35/7.18 亿元，对应的 PE 分别为 102.47/79.41/59.23 倍，首次覆盖，给予增持评级。
- **风险提示：**食品安全风险，公司经营不达预期，经济发展不达预期

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	1727	2477	3368	4499
增长率(%)	22%	43%	36%	34%
归母净利润（百万元）	297	415	535	718
增长率(%)	11%	40%	29%	34%
摊薄每股收益（元）	0.72	0.69	0.89	1.20
ROE(%)	16.12%	18.80%	19.99%	21.69%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：天味食品盈利预测表

证券代码:	603317.SH				股价:	70.85	投资评级:	增持		日期:	2020-10-22
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值		2019	2020E	2021E	2022E	
盈利能力					每股指标						
ROE	16%	19%	20%	22%	EPS		0.72	0.69	0.89	1.20	
毛利率	37%	37%	37%	37%	BVPS		4.46	3.68	4.46	5.52	
期间费率	18%	18%	19%	18%	估值						
销售净利率	17%	17%	16%	16%	P/E		98.57	102.47	79.41	59.23	
成长能力					P/B		15.89	19.26	15.87	12.84	
收入增长率	22%	43%	36%	34%	P/S		16.95	17.16	12.62	9.45	
利润增长率	11%	40%	29%	34%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入	2019	2020E	2021E	2022E		
总资产周转率	0.81	0.96	1.08	1.16	营业收入	1727	2477	3368	4499		
应收账款周转率	117.80	117.80	117.80	117.80	营业成本	1083	1551	2106	2854		
存货周转率	11.02	11.02	11.02	11.02	营业税金及附加	15	22	30	40		
偿债能力					销售费用	241	334	488	585		
资产负债率	14%	14%	14%	14%	管理费用	64	99	135	202		
流动比	5.95	6.00	6.14	6.26	财务费用	(5)	(3)	(4)	(5)		
速动比	5.62	5.46	5.47	5.54	其他费用/(-收入)	29	(1)	(1)	(1)		
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	334	472	611	822		
现金及现金等价物	676	848	1197	1707	营业外净收支	13	12	13	15		
应收款项	15	21	29	38	利润总额	346	484	624	837		
存货净额	98	198	298	398	所得税费用	49	69	89	120		
其他流动资产	952	1111	1205	1313	净利润	297	415	535	718		
流动资产合计	1742	2178	2729	3457	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	362	366	369	382	归属于母公司净利润	297	415	535	718		
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	34	29	28	26	经营活动现金流	378	305	503	698		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	297	415	535	718		
资产总计	2142	2578	3130	3869	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	24	38	38	38		
应付款项	114	166	226	306	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	42	61	83	111	营运资金变动	57	(288)	(233)	(274)		
其他流动负债	136	136	136	136	投资活动现金流	(459)	(51)	(53)	(65)		
流动负债合计	293	363	444	552	资本支出	(15)	(4)	(3)	(13)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	8	8	8	8	其他	(445)	(47)	(49)	(52)		
长期负债合计	8	8	8	8	筹资活动现金流	253	(50)	(64)	(86)		
负债合计	300	371	452	560	债务融资	0	0	0	0		
股本	413	600	600	600	权益融资	507	0	0	0		
股东权益	1842	2207	2678	3310	其它	(254)	(50)	(64)	(86)		
负债和股东权益总计	2142	2578	3130	3869	现金净增加额	172	205	386	547		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，10年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。