

天味食品 (603317) / 食品加工

内部机制优化, 外部加速扩张

评级: 买入(维持)

市场价格: 48.28

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐

执业证书编号: S0740518070005

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

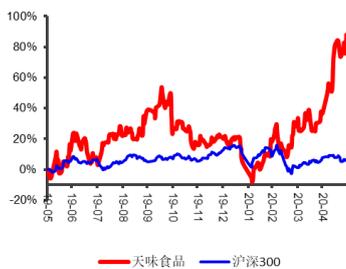
研究助理: 房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	599.07
流通股本(百万股)	125.21
市价(元)	48.28
市值(百万元)	28,923
流通市值(百万元)	6,045

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 天味食品 (603317.SH) \_点评报告: 股权激励靴子落地, 收入有望快速增长

2 天味食品 (603317.SH) \_深度报告: 高景气趋势有望加速, 公司产品渠道再添力

3 天味食品 (603317.SH) \_点评报告: 预收款显著增长, 终端需求旺盛

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,413	1,727	2,276	2,977	3,927
增长率 yoy%	32.56%	22.26%	31.76%	30.82%	31.89%
净利润	267	297	343	459	629
增长率 yoy%	45.05%	11.39%	15.45%	33.96%	36.96%
每股收益(元)	0.72	0.80	0.57	0.77	1.05
每股现金流量	0.44	0.63	0.57	0.85	1.10
净资产收益率	23.42%	16.12%	13.55%	16.11%	19.11%
P/E	67.34	60.45	84.36	62.98	45.98
PEG	3.39	2.13	3.65	3.17	1.62
P/B	25.41	15.70	11.43	10.14	8.79

备注:

投资要点

- **积极引进中高层人才, 强化激励激发内部活力。**公司搭建人力资源平台, 通过强化顶层设计以支撑公司长远发展。公司先后引进了技术总监、人力资源总监、财务总监, 几位新进高管均长期从事对应岗位工作, 且在大中型跨国公司或上市公司中有过工作经历。公司引进专业化的高管团队成员, 持续推进市场化的职业经理人制度。公司强化员工激励, 针对各部门高管和核心中层管理人员推出限制性股票激励计划, 彰显 30% 收入增长的信心; 针对销售团队推出高目标的股票期权激励计划, 通过高激励充分激发营销活力。此外, 公司几大事业部均有专项激励方案, 覆盖短中长期的激励体系。公司还聘请外脑优化薪酬体系构架, 提升人力资源管理水平。同时引入强制分布, 限定优秀率, 强制末位淘汰。过去公司员工薪酬偏低, 随着公司高度重视人才梯队建设, 薪酬绩效有望尽快与市场并轨, 力争达到高于行业平均水平。
- **双品牌实现错位竞争, 推进渠道精耕细作。**公司过去主要聚焦中高端好人家品牌, 今年开始好人家和大红袍双品牌运营, 对大红袍重新打造, 站位中低端收割腰部市场。双品牌在销售团队、经销商、市场布局上进行区分, 产品规格、口味、价格差异化, 满足不同层次消费需求, 以抢占更多市场份额。公司上市后加速渠道渗透, 2019 年经销商数量增长 50%, 未来将加速拓张, 并且经销商要细分品牌和渠道。一方面, 过去公司渠道以农贸为主, 未来将丰富渠道结构, 尤其是强化社区生鲜等新零售渠道; 另一方面, 公司推进渠道下沉, 提升县级市场覆盖率。品牌宣传方面, 公司将加大投入, 提升品牌知名度, 配合渠道扩张。B 端公司未来主要服务头部客户, 针对大型连锁、团餐等进行定制, 其他小 B 客户通过标品解决。
- **持续储备潜力单品, 产能进行前瞻性布局。**公司每年储备 3-5 款大单品, 去年小龙虾、手工火锅等爆品高速增长, 近期公司推出不辣汤、新品青花椒鱼、火锅蘸料等潜力新品续力增长, 资源聚焦后新品收入占比有望提升。公司 2019 年产能 11 万吨, 拟通过非公开发行新增 19 万吨产能, 可支撑未来 5 年 20%-30% 的收入增长。为实现更高增长, 公司还将投入自有资金进行产能建设。2020 年底随着 IPO 项目落地, 预计公司产能将达到 14 万吨, 2021 年双流非公开发行项目预计释放 4-6 万吨产能, 同时公司加快推进郫都区 15 万吨项目建设。
- **盈利预测:** 公司优化管理, 重视人才引进, 强化激励机制, 内部治理持续改善。叠加渠道扩建、新品推广、品牌投入增加, 收入有望保持高速增长。

目前复合调味品赛道高速增长、集中度低，公司加速提升市场份额，力争占据头部位置。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 22.76、29.77、39.27 亿元，归母净利润分别为 3.43、4.59、6.29 亿元，EPS 分别为 0.57、0.77、1.05 元，对应 PE 为 84 倍、63 倍、46 倍。考虑到公司中长期的成长空间，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格波动的风险；冠状病毒扩散风险；食品安全风险

图表 1: 天味食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>1,413</b>	<b>1,727</b>	<b>2,276</b>	<b>2,977</b>	<b>3,927</b>
增长率	32.6%	22.3%	31.8%	30.8%	31.9%
营业成本	-857	-1,083	-1,445	-1,805	-2,340
% 销售收入	60.6%	62.7%	63.5%	60.6%	59.6%
毛利	556	644	831	1,172	1,587
% 销售收入	39.4%	37.3%	36.5%	39.4%	40.4%
营业税金及附加	-16	-15	-20	-26	-35
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-183	-241	-341	-506	-668
% 销售收入	13.0%	13.9%	15.0%	17.0%	17.0%
管理费用	-56	-64	-114	-149	-196
% 销售收入	3.9%	3.7%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	302	324	356	491	688
% 销售收入	21.3%	18.8%	15.6%	16.5%	17.5%
财务费用	2	5	6	7	8
% 销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	15	29	25	25	25
% 税前利润	4.7%	7.8%	6.3%	4.7%	3.4%
营业利润	319	357	387	523	721
营业利润率	22.6%	20.7%	17.0%	17.6%	18.4%
营业外收支	11	13	13	13	13
税前利润	330	370	400	536	734
利润率	23.4%	21.4%	17.6%	18.0%	18.7%
所得税	-44	-49	-57	-76	-105
所得税率	13.4%	13.4%	14.3%	14.3%	14.3%
净利润	267	297	343	459	629
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	267	297	343	459	629
净利率	18.9%	17.2%	15.1%	15.4%	16.0%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	355	676	1,356	1,552	1,956
应收款项	7	15	6	24	17
存货	121	98	142	209	247
其他流动资产	517	952	972	961	985
流动资产	1,000	1,742	2,477	2,746	3,205
% 总资产	72.1%	81.3%	85.7%	82.5%	83.5%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	347	362	368	508	577
% 总资产	25.0%	16.9%	12.7%	15.3%	15.0%
无形资产	35	34	31	28	25
非流动资产	387	401	414	582	634
% 总资产	27.9%	18.7%	14.3%	17.5%	16.5%
<b>资产总计</b>	<b>1,387</b>	<b>2,142</b>	<b>2,891</b>	<b>3,329</b>	<b>3,839</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	175	233	284	405	475
其他流动负债	65	59	69	64	64
流动负债	240	293	353	469	540
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	9	8	8
<b>负债</b>	<b>249</b>	<b>300</b>	<b>361</b>	<b>477</b>	<b>548</b>
普通股股东权益	1,138	1,842	2,530	2,851	3,292
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,387</b>	<b>2,142</b>	<b>2,891</b>	<b>3,329</b>	<b>3,839</b>

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.72	0.80	0.57	0.77	1.05
每股净资产 (元)	1.90	3.07	4.22	4.76	5.49
每股经营现金净流 (元)	0.44	0.63	0.57	0.85	1.10
每股股利 (元)	0.14	0.14	0.17	0.23	0.31
<b>回报率</b>					
净资产收益率	23.42%	16.12%	13.55%	16.11%	19.11%
总资产收益率	19.22%	13.86%	11.86%	13.80%	16.38%
投入资本收益率	37.34%	36.26%	147.68%	192.46%	172.41%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	32.56%	22.26%	31.76%	30.82%	31.89%
EBIT增长率	42.76%	11.35%	8.02%	35.39%	38.20%
净利润增长率	45.05%	11.39%	15.45%	33.96%	36.96%
总资产增长率	16.28%	54.48%	34.96%	15.13%	15.34%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	1.7	2.2	1.6	1.8	1.9
存货周转天数	26.1	22.9	19.0	21.2	20.9
应付账款周转天数	35.4	32.7	30.8	32.9	32.1
固定资产周转天数	88.7	73.9	57.7	53.0	49.7
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-59.41%	-73.63%	-61.36%	-68.60%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-176.4	-77.6	-63.5	-73.7	-89.1
资产负债率	17.92%	14.02%	12.50%	14.34%	14.26%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	267	297	343	459	629
加: 折旧和摊销	23	24	26	40	50
资产减值准备	0	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	-6	-7	-8
投资收益	-15	-29	-25	-25	-25
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-75	580	6	42	15
<b>经营活动现金净流</b>	<b>265</b>	<b>378</b>	<b>344</b>	<b>510</b>	<b>661</b>
固定资本投资	2	-15	-41	-209	-102
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-60</b>	<b>-459</b>	<b>-15</b>	<b>-183</b>	<b>-77</b>
股利分配	-83	-83	-103	-138	-189
其他	-12	485	454	7	8
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-95</b>	<b>403</b>	<b>351</b>	<b>-131</b>	<b>-181</b>
<b>现金净流量</b>	<b>110</b>	<b>321</b>	<b>680</b>	<b>196</b>	<b>404</b>

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。