

天味食品(603317) 2019年报点评

核心产品稳健增长，20年目标彰显信心

- ❖ **19年业绩符合年初指引。**19年公司实现营业总收入 17.27 亿元，同比+22.26%；实现归母净利润 2.97 亿元，同比+11.39%，符合公司年初指引。其中 19Q4 实现营收 6.50 亿元，同比+19.0%，实现归母净利 1.02 亿元，同比-1.5%。
- ❖ **川调、底料稳健增长，香肠料受猪瘟影响下滑。**19年底料/川调/香肠腊肉调料分别实现收入 8.16/7.63/0.39 亿元，分别同比+19.10%/+47.51%/-66.35%，底料川调保持高速增长，香肠料收入下滑源于猪瘟影响；其中销量分别同比+14.11%/+50.25%/-66.09%，吨价分别同比+4.38%/-1.82%/-0.78%，吨价变化中，底料受益结构升级，川调源于定制餐调客户增加。19Q4 底料/川调/香肠料收入分别 3.31/2.51/0.34 亿元，同比分别+29.72%/63.56%/-68.80%，核心产品较前三季度增长提速，源于 Q4 为传统旺季，春节提前，公司加大促销力度及年末部分产品提价。
- ❖ **加速拓展渠道，发力定制餐调、电商渠道。**19年公司加速省外扩张，华东/华北/华南地区收入增速亮眼，分别同比+44.62%/29.63%/49.51%。19年公司合作的经销商为 1221 家，净增加 412 家，销售网络覆盖零售终端/商超卖场/餐饮连锁单店约 36/5.96/4.8 万家，同比分别+16.88%/1.71%/17.07%。19年公司升级定制餐调业务，从纯定制业务模式转向为标品大单品销售+头部客户定制。同时电商渠道增速亮眼，实现收入 0.72 亿元，同比+47.61%，毛利率达到 47.61%，目前已完成全国仓布局。
- ❖ **原料上涨致毛利率承压，市场投入加大拉升费用率。**19年公司实现毛利率 37.45%，原材料价格上涨致毛利率同比-2.02pcts，其中底料/川调/香肠料分别实现毛利 36.6%/38.6%/35.9%，同比-2.48/-1.73/-4.80pcts，分渠道看，经销商/定制餐调分别实现毛利率 38.4%/24.7%，同比-3.0/+2.6pcts。公司加大市场投入，香肠调料退货致销售费用率同比+0.9pct 至 13.9%。综合看，全年实现净利率 17.2%，同比-1.7pcts。
- ❖ **20年目标稳健增长，彰显公司信心。**20年公司计划营业收入目标/净利润为 22.46/3.42 亿元，同比+30%/15%，彰显公司对经营的信心。公司经营旺季在三、四季度且渠道以 C 端为主，新冠疫情对公司 20 年业绩目标影响有限。产能建设上，募投产能陆续投产，郫县 3.2 万吨规划产能（包括定制餐调 1.2 万吨、全型火锅底料 0.8 万吨、方便速食 0.4 万吨、其他川菜调料 0.8 万吨）、双流技改新增 0.6 万吨底料产能预计 20~21 年陆续投产。
- ❖ **盈利预测及投资建议：**短期看，公司以 C 端消费为主，预计疫情影响有限，随猪瘟影响减弱，预计 20 年香肠料恢复增长，加大品牌推广致费用率较高。未来 3~5 年预计以份额扩张为目标，作为龙头有望受益行业增长，我们略调整 20/21 年 EPS 预测至 0.83/1.10 元（原预测值为 0.92/1.19 元），引入 22 年 EPS 预测为 1.45 元，对应 PE 分别为 60/45/34 倍，考虑赛道优良，中长期成长空间充足，维持目标价 54.00 元，对应 21 年 50 倍市盈率，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**食品安全问题；原材料价格波动；募投项目不及预期等。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	1,727	2,276	2,959	3,799
同比增速(%)	22.3%	31.8%	30.0%	28.4%
归母净利润(百万)	297	344	456	599
同比增速(%)	11.4%	15.9%	32.4%	31.5%
每股盈利(元)	0.72	0.83	1.10	1.45
市盈率(倍)	70	60	45	34
市净率(倍)	11	9	8	6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 03 月 31 日收盘价

推荐（维持）

目标价：54.00 元

当前价：49.98 元

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

证券分析师：于芝欢

邮箱：yuzhishuan@hcyjs.com
执业编号：S0360519090001

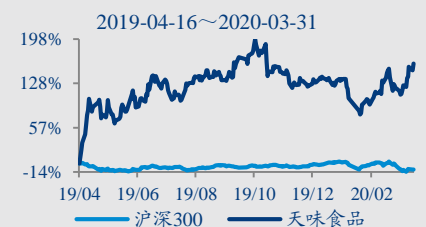
证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	41,316
已上市流通股(万股)	4,132
总市值(亿元)	206.49
流通市值(亿元)	20.65
资产负债率(%)	14.0
每股净资产(元)	4.5
12个月内最高/最低价	61.46/16.06

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《天味食品(603317)深度研究报告：川味调料龙头，发力全国化》

2019-07-08

《天味食品(603317)2019年中报点评：业绩超预期，市场拓展进度良好》

2019-08-05

《天味食品(603317)2019年业绩快报点评：收入符合预期，核心产品稳健增长》

2020-03-05

图表 1 分季度业绩对比表

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	FY18	FY19	YoY
营业总收入	244	233	391	546	306	324	448	650	1,413	1,727	22.3%
营业收入	244	233	391	546	306	324	448	650	1,413	1,727	22.3%
营业成本	152	143	235	327	184	202	289	408	857	1,083	26.5%
营业税金及附加	2	4	3	7	2	4	3	6	16	15	-3.7%
毛利	93	90	156	219	122	122	159	241	556	644	15.8%
销售费用	19	46	24	94	29	64	44	103	183	241	31.6%
管理费用	11	25	16	13	12	15	15	22	56	64	14.6%
研发费用	4	-	6	7	5	6	7	8	22	26	15.1%
财务费用	-1	-0	-0	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-5	-153.3%
投资收益	6	3	0	6	13	-	5	11	15	29	85.8%
其他收益	0	1	0	1	0	0	1	1	3	3	-25.8%
营业利润	63	24	107	105	87	35	97	115	300	334	11.4%
利润总额	63	23	107	118	86	34	109	116	311	346	11.5%
所得税	10	4	16	15	13	5	16	15	44	49	12.1%
净利润	54	19	91	103	73	29	93	101	267	297	11.4%
每股收益 (元)	0.13	0.05	0.22	0.25	0.18	0.07	0.22	0.25	0.65	0.72	11.4%
毛利率	37.9%	38.7%	39.8%	40.1%	39.7%	37.7%	35.5%	37.1%	39.4%	37.3%	-2.1pct
销售费用率	7.7%	19.9%	6.2%	17.2%	9.6%	19.9%	9.8%	15.9%	13.0%	13.9%	1pct
管理费用率	4.7%	10.6%	4.0%	2.4%	4.0%	4.6%	3.3%	3.4%	3.9%	3.7%	-0.2pct
财务费用率	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.1pct
营业利润率	25.9%	10.4%	27.4%	19.3%	28.4%	10.7%	21.7%	17.7%	21.2%	19.3%	-1.9pct
有效税率	15.2%	15.8%	14.9%	12.7%	15.0%	15.5%	14.9%	12.8%	14.2%	14.3%	0.1pct
净利润率	21.9%	8.2%	23.2%	18.9%	24.0%	9.0%	20.7%	15.6%	18.9%	17.2%	-1.7pct

资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 2 PE Band


资料来源: wind, 华创证券

图表 3 PB Band


资料来源: wind, 华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	676	912	1,259	1,813
应收票据	0	0	0	0
应收账款	11	14	18	23
预付账款	12	16	21	27
存货	98	130	168	214
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	945	944	947	948
流动资产合计	1,742	2,016	2,413	3,025
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	362	414	463	510
在建工程	0	80	160	190
无形资产	34	31	28	25
其他非流动资产	4	5	5	4
非流动资产合计	400	530	656	729
资产合计	2,142	2,546	3,069	3,754
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	114	151	196	249
预收款项	42	56	73	93
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	76	76	76	76
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	60	69	77	90
流动负债合计	292	352	422	508
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	5	5
非流动负债合计	8	8	5	5
负债合计	300	360	427	513
归属母公司所有者权益	1,842	2,186	2,642	3,241
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,842	2,186	2,642	3,241
负债和股东权益	2,142	2,546	3,069	3,754

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	377	377	491	641
现金收益	317	365	479	624
存货影响	23	-31	-38	-46
经营性应收影响	-5	-7	-9	-11
经营性应付影响	58	50	61	74
其他影响	-16	0	-2	0
投资活动现金流	-459	-150	-150	-100
资本支出	-35	-150	-150	-100
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-424	0	0	0
融资活动现金流	403	9	6	13
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-83	-2	-2	-2
股东融资	507	507	507	507
其他影响	-21	-496	-499	-492

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,727	2,276	2,959	3,799
营业成本	1,083	1,430	1,852	2,358
税金及附加	15	20	26	34
销售费用	241	319	414	532
管理费用	64	84	104	133
研发费用	26	34	44	57
财务费用	-5	0	0	-1
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	29	0	0	0
其他收益	3	1	1	1
营业利润	334	390	520	688
营业外收入	15	12	12	12
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	347	401	531	699
所得税	50	57	75	100
净利润	297	344	456	599
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	297	344	456	599
NOPLAT	294	344	455	598
EPS(摊薄) (元)	0.72	0.83	1.10	1.45

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	22.3%	31.8%	30.0%	28.4%
EBIT 增长率	10.6%	17.2%	32.4%	31.4%
归母净利润增长率	11.4%	15.9%	32.4%	31.5%
获利能力				
毛利率	37.3%	37.2%	37.4%	37.9%
净利率	17.2%	15.1%	15.4%	15.8%
ROE	16.2%	15.7%	17.2%	18.5%
ROIC	31.7%	28.0%	28.0%	27.8%
偿债能力				
资产负债率	14.0%	14.1%	13.9%	13.7%
债务权益比	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%
流动比率	596.6%	572.7%	571.8%	595.5%
速动比率	563.0%	535.8%	532.0%	553.3%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转天数	2	2	2	2
应付账款周转天数	33	33	34	34
存货周转天数	36	29	29	29
每股指标(元)				
每股收益	0.72	0.83	1.10	1.45
每股经营现金流	0.91	0.91	1.19	1.55
每股净资产	4.46	5.29	6.39	7.84
估值比率				
P/E	70	60	45	34
P/B	11	9	8	6
EV/EBITDA	64	55	42	32

资料来源：公司公告，华创证券预测

华创证券团队介绍

组长、首席分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018 年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

英国帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019 年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500