

# 天味食品（603317）：成本费用上涨致短期利润承压，扩张步伐加快

2020年4月1日

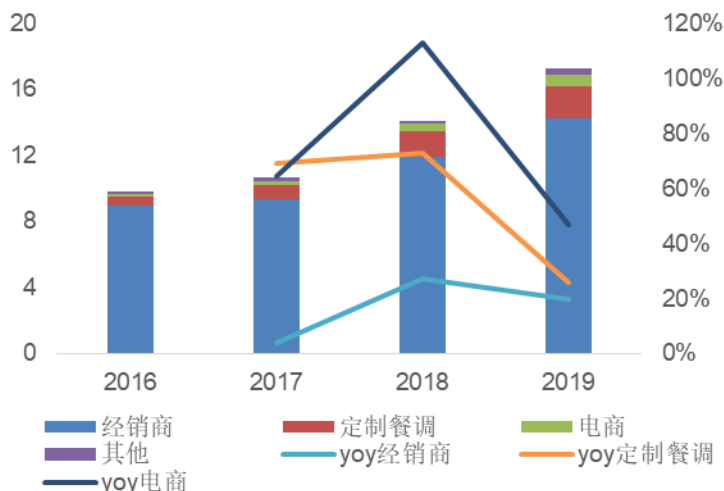
强烈推荐/首次

天味食品 公司报告

**事件：**公司发布2019年年报，报告期内公司实现营业收入17.27亿元，同比增长22.26%，实现归母净利润2.97亿，同比增长11.39%，其中2019Q4实现营业收入6.50亿，同比增长19.05%，实现归母净利润1.01亿，同比减少1.56%，人工成本上升及费用增长使利润短期承压。

**公司未来3年发展主要依靠渠道扩张，渠道结构持续优化。**2019年公司将原营销中心分拆为零售事业部、餐饮事业部和电商事业部，对应公司经销商、定制餐调和电商三大渠道：

图1：天味食品分渠道收入（亿）及增速



资料来源：公司招股说明书，公司年报，东兴证券研究所

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,412.86	1,727.33	2,276.97	2,899.49	3,714.01
增长率（%）	32.56%	22.26%	31.82%	27.34%	28.09%
归母净利润（百万元）	266.61	296.97	343.61	435.01	552.27
增长率（%）	45.05%	11.39%	15.71%	23.69%	25.24%
净资产收益率（%）	23.42%	16.12%	16.50%	17.86%	19.34%
每股收益（元）	0.72	0.74	0.83	1.03	1.29
PE	69.71	67.21	60.09	48.59	38.80
PB	16.33	11.21	9.92	8.68	7.50

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

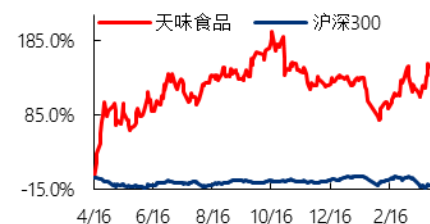
## 公司简介：

天味食品致力于川味复合调味料的研发、生产和销售，主打火锅底料和川菜调料产品，在流通端零售和定制餐调业务上发展迅速。

## 交易数据

52周股价区间（元）	16.06-61.46
总市值（亿元）	197.94
流通市值（亿元）	17.91
总股本/流通A股（万股）	41,315.5/4,132
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	10.19

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

## 分析师：姜倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519020001

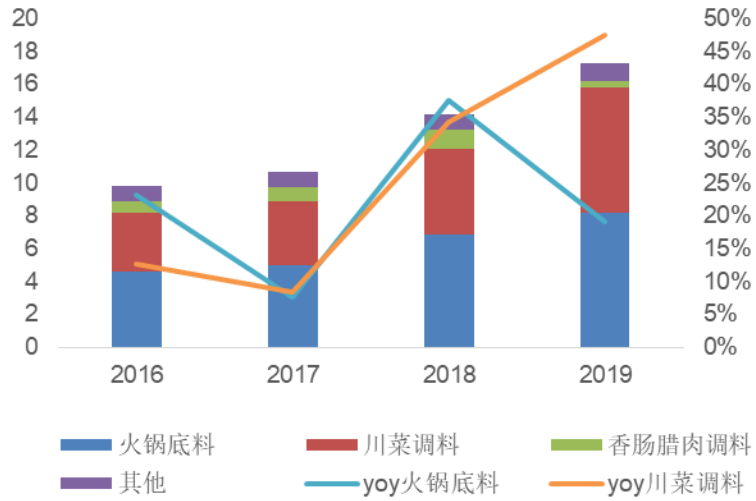
- **大力扩张经销商数量，优势区域稳增长，弱势区域增速快。**2019年公司经销商渠道实现营业收入14.27亿，同比增长19.70%。销商数量达1221家，较2018年增加412家，覆盖36万个零售终端，包括5.96万个商超卖场和4.8万家餐饮连锁单店。分区域来看，公司在销售较为成熟的西南、华中、华东地区营业收入分别增长14.10%、17.98%和49.19%，渠道不断深化下沉，而在销售相对弱势的西北、华北、东北和华南地区营业收入分别增长30.22%、37.59%、20.12%和50.58%，全国渠道拓展快速推进。我们认为公司未来经销渠道端的增长更多倚靠于每个经销商基于公司产品品牌战略及各自渠道特点不断优化产品组合布局，吸引消费者眼光，再通过全国渠道的铺设形成的渠道力及公司强大的产品力来塑造核心品牌力。
- **定制餐调模式升级，期待厚积薄发。**2019年公司定制餐调渠道实现营业收入1.91亿，同比增长25.84%。2019年初，公司提出“席卷式营销”，定制餐调从纯定制业务模式转向为标品大单品销售+头部客户定制，从单一业务销售型定制模式转向为餐饮定制+餐饮应用解决方案，对重点客户产品横向拓展、产品升级、定制业态拓展。该模式升级有望增强已有客户粘性，拓展新客户业务范围，未来重点客户两类，一者为大的连锁餐饮店，类似于张亮麻辣烫、姐弟俩土豆粉此类；二者为小B端，做餐饮大装标准化产品。餐饮供应链的标准化催生上游调味品的标准化还处于发展及教育期，空间巨大，公司从发掘、培育客户到最终表现为收入至少需半年时间，定制餐调空间巨大，公司厚积薄发。
- **电商渠道革新，借助重要节点爆品打造和直播引流维持快速发展。**2019年公司电商渠道实现营业收入0.72亿，同比增长47.61%。电商渠道在2019年四大销售节点618、双十一、双十二、年货节四次官方活动期间获得天猫火锅底料类目好人家官方旗舰店销量排名第一，好人家品牌在全网市场份额排名第二。公司电商渠道以自营平台店为主，加之与电商主播合作，增强引流，成功打造爆品，销量级别有望迈上新台阶。

公司盈利受短期扰动因素影响，人工成本上升释放积极信号，费用持续投放导致利润短期承压。公司2019年毛利率为37.45%，较去年同期减少2.02pct，净利率为17.20%，较去年同期减少1.67pct，主要系：

- **非洲猪瘟等因素对原材料成本短期扰动。**分产品看，受猪瘟影响，公司川菜调理、香肠腊肉调料等相关产品毛利率分别减少1.73pct、4.80pct，贡献毛利率下降的40%左右。短期冲击结束后，原材料成本趋稳。
- **扩产计划下直接人工成本上升。**公司19Q3扩产计划执行后，招募一定数量生产工人，2019年直接人工成本大幅增加37.24%，贡献毛利率下降的45%左右。人工成本上升实际反应公司未来扩产计划，释放积极信号。
- **公司持续加强费用投放。**2019年公司销售费用同比增长31.55%，在规模有限抢占市场份额的策略下，预计费用投放将持续，导致利润承压。公司未来产品趋向中高端，预计通过产品结构升级，盈利能力可持稳。

长期来看，天味食品作为复合调味品好赛道上的优质龙头，匠人精神持续深耕，未来3年收入30%复合增长。疫情短期冲击下，公司腊肉调料收入同比减少66.35%，拉低公司增速，然主要产品火锅底料与川菜调料同比增长19.10%和47.51%，维持高增趋势。疫情短期冲击结束后，消费习惯转变与“懒人经济”反而加速，加之消费者升级、便利化健康化消费趋势不改，复合调味品市场培育有望按下快进键。预计天味未来三年收入保持30%左右高增，渠道投入不断加大。

图 2: 天味食品分产品收入 (亿) 及增速

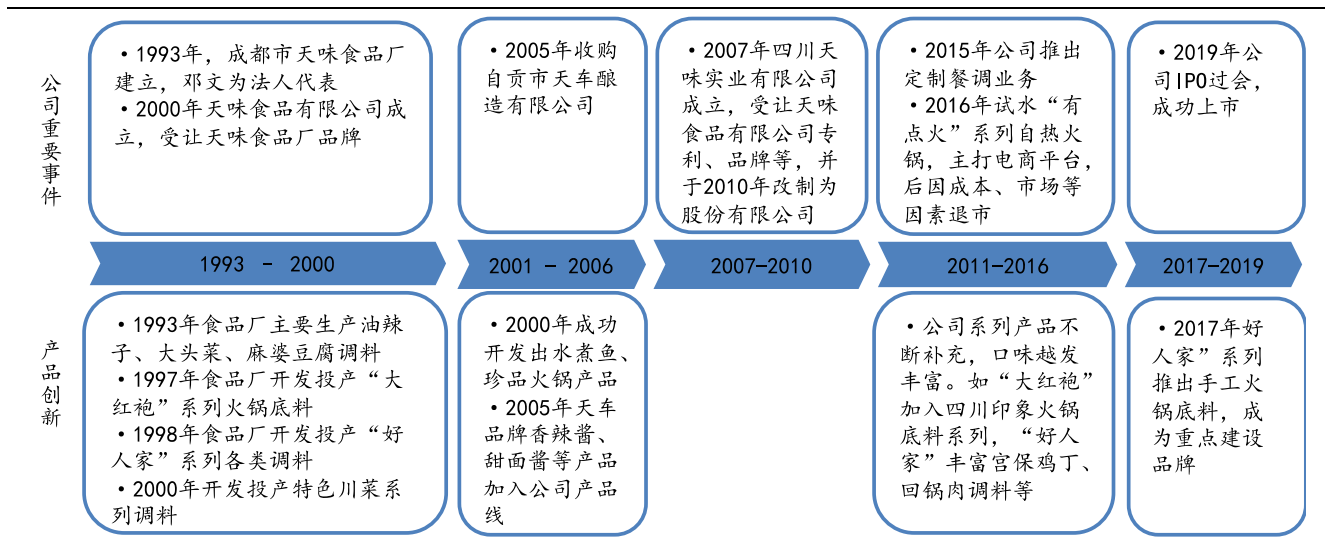


资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 东兴证券研究所

## 天味食品起源传统川调厂，深耕市场多年发展稳扎稳打

天味食品入局复合调味品行业时间早，品牌知名度高，上市道路较为坎坷，久经市场考验。天味食品成立于2007年，前身为1993年成立的成都天味食品厂和成都天味食品有限公司。公司主攻川菜调味和火锅底料两大细分品类，最初旗下品牌主要为“大红袍”和“好人家”。2005年公司收购自贡天车酿造有限公司，将“天车”辣酱品牌收入旗下。公司产品不断推陈出新，以四川为中心在消费者群体中已拥有极为广泛的影响力，其中“大红袍”、“好人家”牌川味复合调味料获“四川名牌产品”称号，酱料“天车”商标被商务部认定为“中华老字号”。2010年公司重组改制为股份有限公司后开始谋划上市，但道路并不顺利。尤其是公司前供应商金安食品“毒牛油”事件对公司造成较大负面影响，但由于注重对上游供应商产品质量的把控以及及时与金安食品解除合作关系，该事件并未影响到公司食品安全。久经市场考验后，公司成功于2019年上市。

图3：天味食品公司业务发展历程和主要产品创新



资料来源：公司招股说明书，公司官网，东兴证券研究所

聚焦主营业务，天味食品公司组织架构清晰，子公司以生产基地为主。天味食品组织架构较为扁平，层级少，其中营销网络构建方面于2011年吸收合并全资子公司天味商贸并将营销体系加以整合形成营销中心，之后2019年12月公司将营销中心分拆为零售事业部、餐饮事业部、电商事业部及品牌中心，明确了各部门、中心的业务职责。公司目前拥有三家全资子公司：自贡市天味食品有限公司、四川天味家园食品有限公司和四川瑞生投资管理有限公司，除后者资产总额不足百万规模较小外，其他两家子公司均设有公司生产基地，生产公司部分品牌的产品。

图 4: 天味食品子公司及规模 (2018)

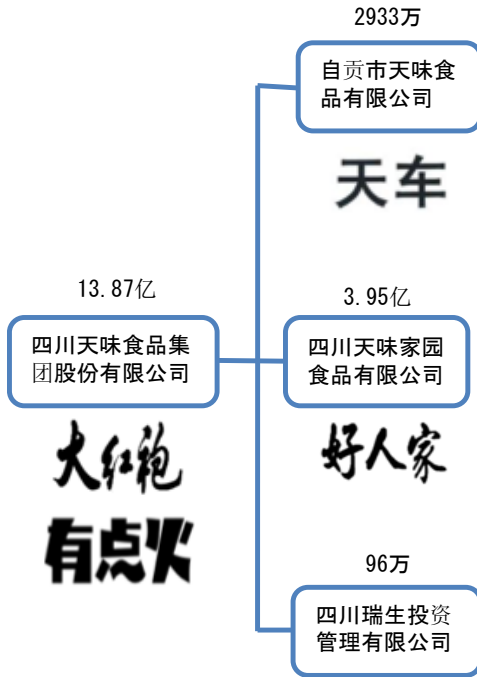


图 5: 天味食品生产基地及主要生产产品



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 公开资料整理, 东兴证券研究所

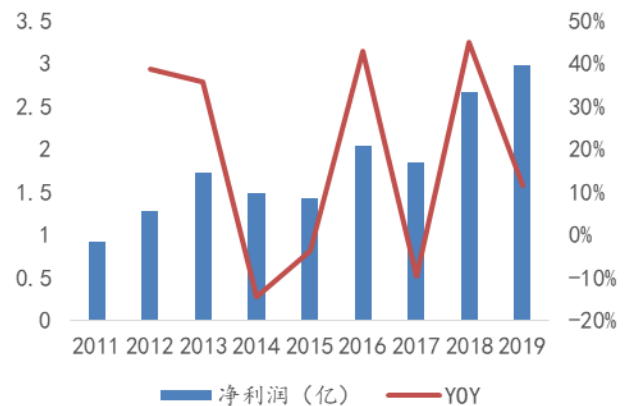
收入步入高增阶段, 净利润稳定向好, 公司财务表现突出。天味食品 2017-2019 年分别实现营业收入 10.66 亿、14.13 亿和 17.27 亿, 同比增速分别达 8.33%、32.56%和 22.26%, 除 2015 年公司因卷入食品安全事件导致收入受到负面冲击外, 公司营业收入均保持较高速增长。盈利方面, 天味食品 2017-2019 年分别实现净利润 1.84 亿、2.67 亿和 2.97 亿, 同比增速分别达-9.60%、45.05%和 11.39%, 除 2017 年公司因实施股权激励且当年公司产品销售收入增速放缓导致净利润有所下滑外, 天味净利润同样保持高速增长。

图 6: 天味食品营业收入及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 7: 天味食品净利润及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 产品不断迭代升级，火锅底料川菜调料双足鼎立

公司产品品牌相对集中，目前重点打造“好人家”品牌，产品定位结构清晰。从产品品牌组成来看，“大红袍”系列全部为火锅底料，而“好人家”系列除了包括各式川菜调料、香肠腊肉调料、鱼调料等各式调料外，也推出了手工火锅底料，成为产品矩阵核心。“天车”香辣酱只包含一个单品，而“有点火”自热火锅由于市场反响不及预期，逐渐弱化。从新品研发看，2016-2018年公司研发投入保持在2000万元以上，尽管研发费用比率逐年下降，但公司研发效率有所提升，2018年公司推出新品13款（不包含定制餐调产品），主推川菜调料产品升级，数量为近三年之最。目前公司共拥有授权专利31项，研发实力强劲。

图8：天味食品系列产品组成

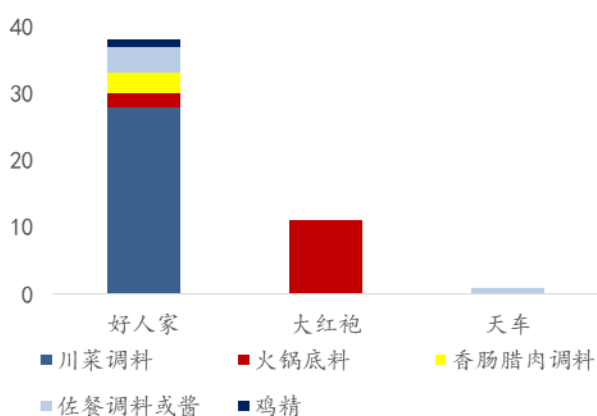
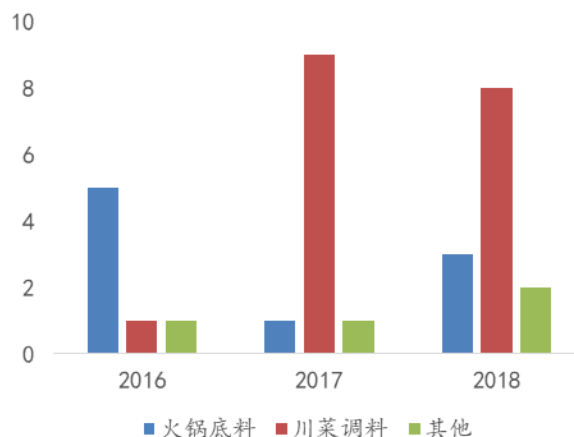


图9：天味食品近年推出新品组成

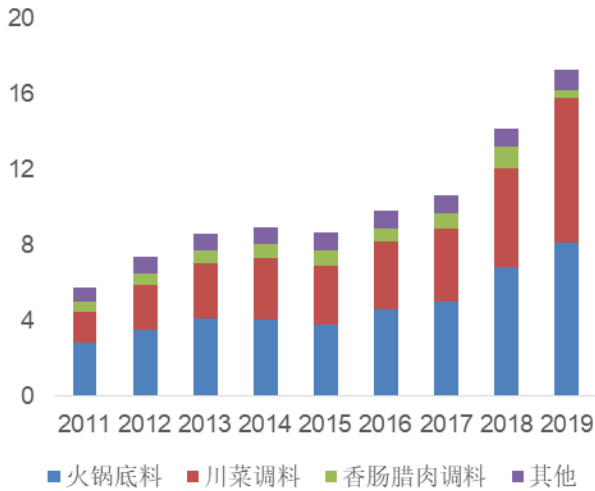


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

分产品来看，火锅底料与川菜调料持续贡献主要收入，品牌资源向川菜调料倾斜带动产品高增。2019年公司火锅底料收入8.16亿，川菜调料收入7.64亿，8年CAGR分别为14.15%和21.39%。公司火锅底料收入占总收入的比维持在48%左右，略有波动，而川菜调料占总收入的比由2011年的28%上升至2019年的44%，两者合计占比达90%以上。其他产品中香肠腊肉调料受非洲猪瘟等短期扰动因素影响，2019年实现收入0.39亿，同比大幅减少66.67%，占总收入的比下降到2.26%，鸡精、香辣酱占比则不断萎缩。公司产品结构形成火锅底料与川菜调料高收入、高增速、高占比的双足鼎立局面。



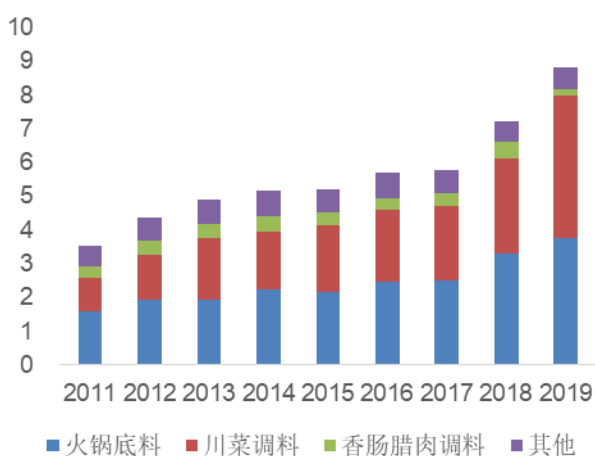
**图 10: 天味食品分产品收入 (亿) 组成**

**图 11: 天味食品分产品收入增速**


资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司年报, 东兴证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 东兴证券研究所

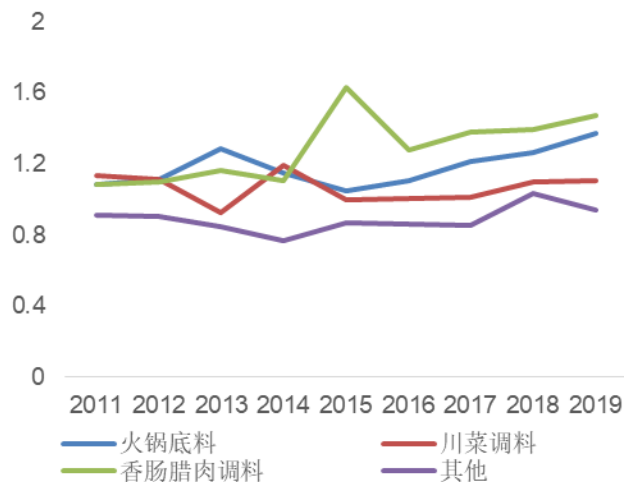
**产品销量稳步增长, 吨成本有所波动, 吨收入带动毛利率略微上扬, 未来收入成长空间大。**产品销量方面, 除香辣酱及鸡精外所有产品都保持高速增长。2019 年公司火锅底料、川菜调料销量分别为 3.76 万吨和 4.23 万吨, 8 年 CAGR 分别为 11.31%和 20.17%, 其中 2019 年当年, 川菜调料销量同比大幅增长 50.39%。产品吨成本基本稳定略有波动, 其中 2011-2019 年, 火锅底料吨成本由 1.09 万元/吨上升至 1.38 万元/吨, 而川菜调料吨成本由 1.14 万元/吨下降至 1.11 万元/吨, 主要系公司推出高端火锅底料导致原材料成本上升所致。2011-2019 年, 火锅底料吨收入由 1.77 万元/吨上升至 2.19 万元/吨, 川菜调料吨收入由 1.66 万元/吨上升至 1.81 万元/吨。毛利率方面, 公司 2019 年综合毛利率 37.45%, 较 2018 年下降 1.67pct。其中主要产品火锅底料和川菜调料的毛利率分别为 36.64%和 38.63%, 产品间毛利率为相近。公司 2019 年毛利率下降主要系非洲猪瘟导致相关产品成本上升, 及公司未来扩产计划导致人工成本上升等因素所致。在主打火锅底料和川菜调料的大单品策略下, 销量支撑公司业绩增长、产品毛利率长期有望上扬, 品牌效应积累后预计公司未来收入有较大成长空间。

图 12：天味食品分产品销量（万吨）



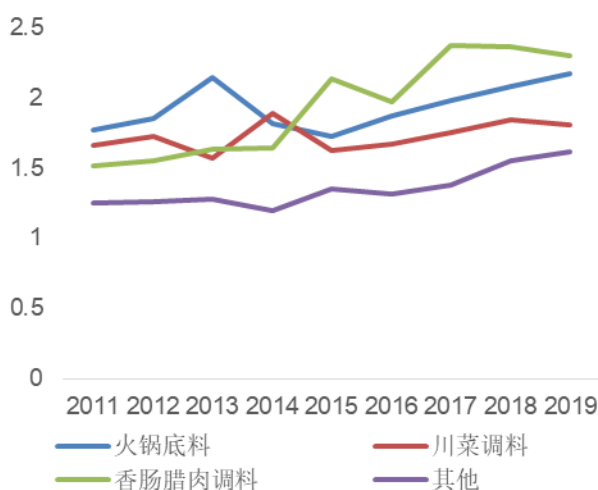
资料来源：公司招股说明书，公司年报，东兴证券研究所

图 13：天味食品分产品吨成本（万元/吨）



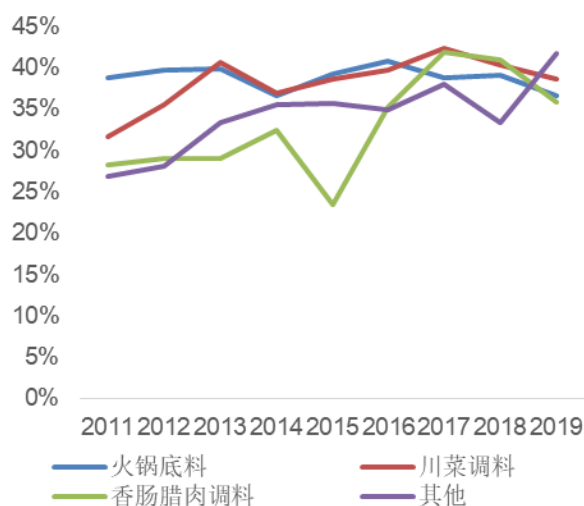
资料来源：公司招股说明书，公司年报，东兴证券研究所

图 14：天味食品分产品吨收入（万元/吨）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，东兴证券研究所

图 15：天味食品分产品毛利率



资料来源：公司招股说明书，公司年报，东兴证券研究所

## 渠道扩张结构优化，经销商渠道稳，定制餐调电商渠道动力足

线下经销商渠道拥有绝对优势，定制餐调增速极快毛利率较低，电商增渠道速快毛利率高。从渠道组成看，2019年公司经销商、定制餐调和电商渠道分别实现营业收入14.27亿、1.91亿和0.72亿，占营业收入的比重分别为82.63%、11.06%和4.17%，经销商渠道仍具有绝对优势。但2015年公司进行渠道拓展后，定制餐调渠道和电商渠道增速极快，三年CAGR分别达54.29%和72.61%，占总收入的比重不断提高。从渠道



毛利率看, 定制餐调毛利率由 2016 年的 15.9% 提升至 2019 年的 24.7%, 毛利率水平较其他渠道低。经销商渠道毛利率基本稳定在 40%, 而电商渠道毛利率由 2016 年的 37.7% 增至 2019 年的 47.8%。定制餐调和电商渠道收入、毛利率双增趋势有望助力公司未来实现业绩突破。

图 16: 天味食品各渠道收入比重及变化

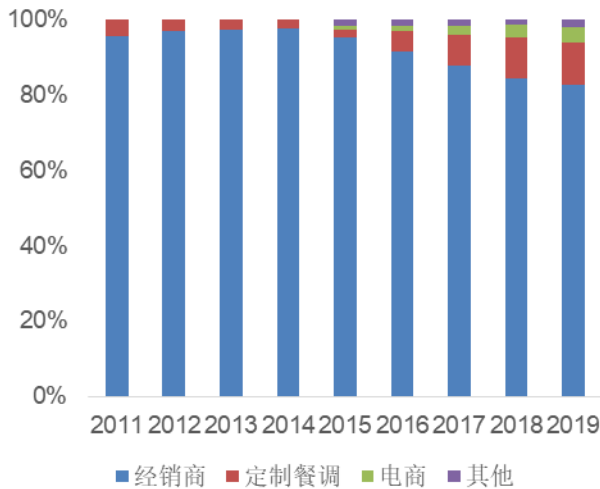
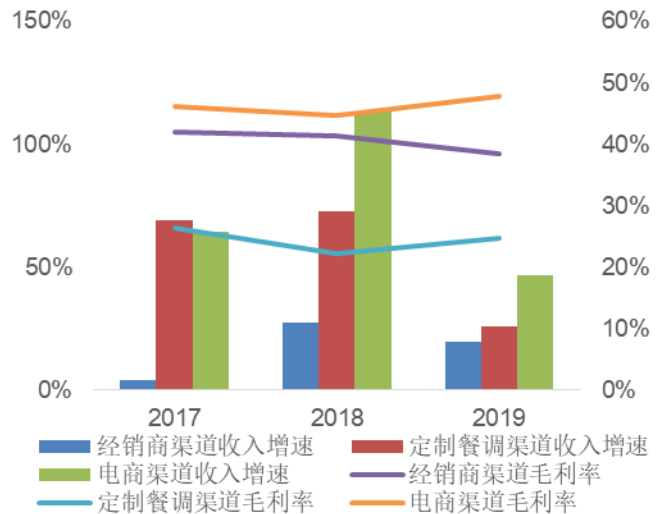


图 17: 天味食品渠道增速 (左) 及毛利率 (右)



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 公司年报, 东兴证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 东兴证券研究所

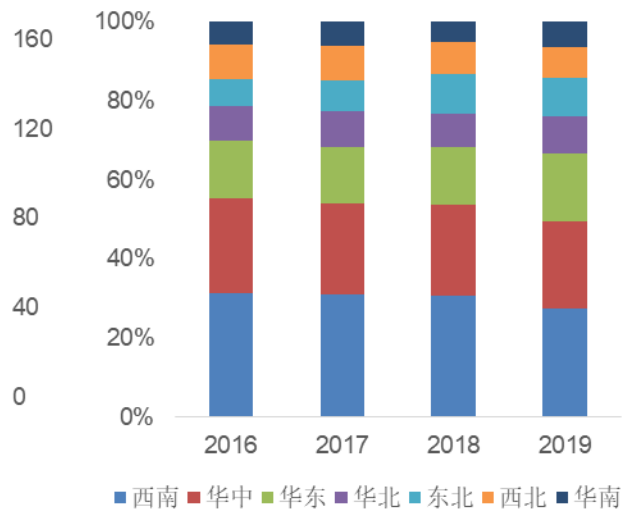
公司经销商渠道发展稳定, 制度健全, 把控严格, 预计未来做深成熟、做广弱势, 经销商渠道结构不断优化。公司经销商经过长年发展, 由 2011 年的 664 家增加至 2019 年的 1211 家, 其中 2019 年新增经销商 412 家, 目前公司经销商网络覆盖 36 万个零售终端, 包括 5.96 万个商超卖场和 4.8 万家餐饮连锁单店。同时平均每个经销商承担的销售额从 2011 年的 85 万元增加至 2019 年的 118 万元。公司在经销商选择与管理上经验丰富, 设置销售目标、订单、库存等一系列管理制度, 并利用经销商保证金制度维护公司产品的市场秩序与品牌形象, 对经销商有较强的把控力。分区域看, 公司在西南、华中、华东地区销售市场发展较为成熟, 经销商调整主要目的为促进渠道不断细分下沉, 在华北、东北、西北和华南地区经销商数量快速扩张。公司在上述弱势区域收入占比由 2016 年的 30.2% 提升至 2019 年的 33.4%, 经销商渠道结构优化初显成效。

图 18: 天味食品经销商数量 (左) 与平均承担销售额 (右)

图 19: 天味食品分区域销售收入占比



资料来源：公司招股说明书，公司年报，东兴证券研究所

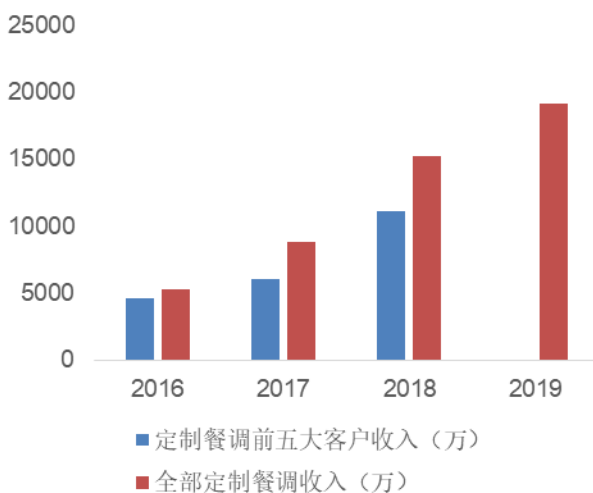


资料来源：公司招股说明书，公司年报，东兴证券研究所

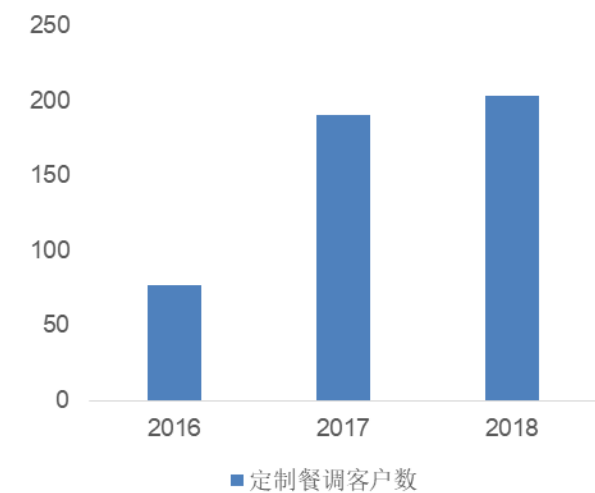
**B 端定制餐调模式升级，营收增速快，客户集中度高，未来前景广阔。**2015 年，公司推出定制餐调服务，至 2019 年，公司定制餐调提出“席卷式营销”，定制餐调从纯定制业务模式转向为标品大单品销售+头部客户定制，从单一业务销售型定制模式转向为餐饮定制+餐饮应用解决方案，对重点客户产品横向拓展、产品升级、定制业态拓展。2019 年当年，定制餐调服务收入达 1.91 亿，占营业收入比达 11.06%。公司定制餐调业务集中度较高，招股说明书显示 2018 年前五大客户营业收入占定制餐调全部收入的 73%，公司与大客户保持相对稳固的长期合作关系。预计未来公司在新模式下，将继续重点开拓定制餐调增量市场，以大连锁为主带动客户数量增长，同时拓宽已有客户合作范围。公司定制餐调业务具有广泛增长空间。

图 20：天味食品定制餐调收入及前五大客户收入占比

图 21：2016-2019 天味食品定制餐调客户数



资料来源：公司招股说明书，公司年报，东兴证券研究所



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

公司电商渠道快速发展, 以自营销平台加明星带货带动流量提升, 促进业务增长。2019 年公司电商渠道实现销售收入 0.72 亿, 同比增长 47.61%, 占营业收入比重来到 4.17%。2019 年全年, 公司电商渠道在四大销售节点 618、双十一、双十二、年货节四次官方活动期间获得天猫火锅底料类目好人家官方旗舰店销量排名第一, 好人家品牌在全网市场份额排名第二。另外, 公司通过与“淘宝一姐”薇娅合作“带货”等手段将“好人家”手工牛油火锅底料打造成爆品, 其天猫旗舰店销量达 10 万, 领先其他产品一个量级。公司建立自营销平台和网络经销商结合的电商销售模式。其中前者销售收入占电商平台总收入的 80%左右, 而后者则为公司带来持续的流量。2018 年公司专营店有购买记录的用户数量累计达到 125 万人, 新增购买用户 64 万人, 全年网店数量达 35 家, 较 2016 年新增 24 家。预计随着公司网店数量的增加和建设电商平台力度的加大, 电商渠道引流将促进公司电商业务保持高速增长。

图 22: 天味食品电商渠道自营销售平台收入

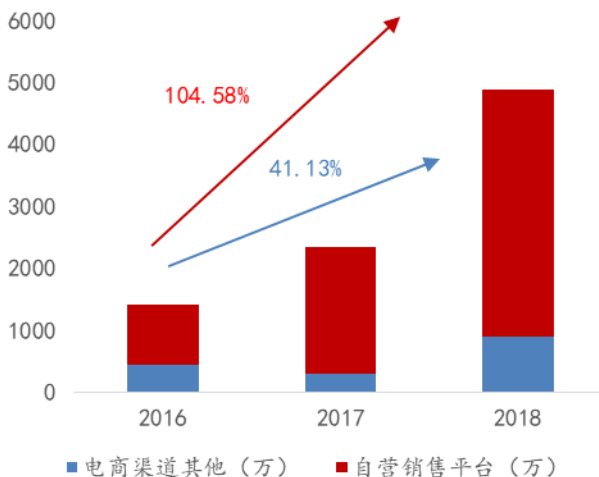
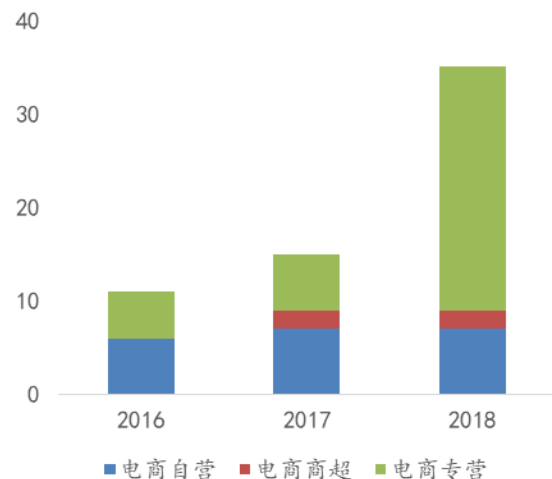


图 23: 天味食品电商渠道网店数量及变化



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

## 产能持续扩张, 产能利用率不断提高

IPO 增资提供动力, 公司近年产能利用率不断提升, 预计未来继续产能扩张。从公司历史产能分布看, 公司产能 2011-2013 年经子公司天味家园成立后由 4.2 万吨扩张至 7.7 万吨, 之后增长缓慢。根据招股说明书显示, 公司 2019 年上市后 IPO 募集资金将主要用于双流、家园等生产基地改扩建项目, 拟新增产能 3.8 万吨, 占公司 2018 年总产能的 42%。同时公司近年来产能利用率不断提升, 在公司新建产能尚未完全落地的假设下, 综合产能利用率由 2016 年的 63.16% 上升至 2019 年的 98.20%, 川菜调料产能利用率甚至突破 100%。预计未来公司由于需求的刺激, 产能扩张势在必行。扩张产能用于火锅底料和川菜调料大单品的生产, 配合产能利用率提升将从供给端为公司业绩提供有力保障。

图 24：天味食品产品产能（吨）分布

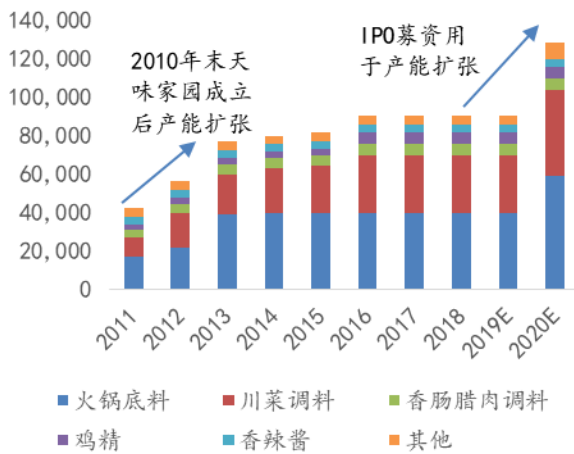
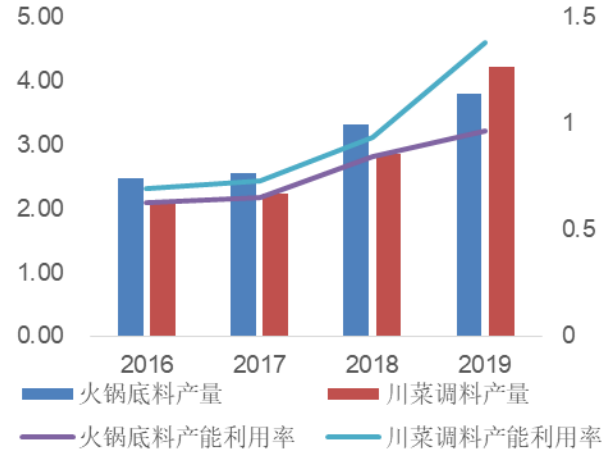


图 25：天味食品主要产品产量及产能利用率



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

## 盈利预测

鉴于公司产品结构组成清晰，渠道发展路径较为明确，我们按照分产品组成和分渠道组成的方式进行收入及盈利预测。火锅底料方面，预计公司火锅底料销量保持 20% 左右增长，产品毛利率受短期冲击影响，原材料成本上升，毛利率略将至 35.5% 左右。川菜调料方面公司，未来由于“好人家品牌优势的倾斜”，预计销量增速达 30% 以上，产品毛利率维持 39% 左右。在销量带动下，预计未来公司火锅底料收入增速约为 23%，占总收入比略有下降，至 41% 左右；而川菜调料收入增速约为 35%，占比升至 50% 左右，公司产品矩阵维持火锅底料与川菜调料两强格局。从渠道来看，预计公司定制餐调与电商保持高速增长，未来 3 年占比分别达到 20% 左右和 10% 左右。

表 1：天味食品分产品收入、成本、销量、毛利率预测

单位：亿、万吨	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	10.66	14.13	17.27	22.77	28.99	37.14
yoy	8.33%	32.55%	22.22%	31.83%	27.35%	28.09%
总成本	6.37	8.57	10.74	14.43	18.14	23.16
总销量	5.78	7.21	8.83	11.48	14.64	18.61
吨收入	1.85	1.96	1.96	1.98	1.98	2.00
吨成本	1.10	1.19	1.22	1.26	1.24	1.24
毛利率	40.24%	39.35%	37.81%	36.61%	37.42%	37.64%

其中：

### 火锅底料：

收入	4.98	6.85	8.16	9.89	12.18	15.12
yoy	7.56%	37.55%	19.12%	21.16%	23.22%	24.11%
成本	3.05	4.17	5.17	6.39	7.87	9.76
销量	2.51	3.30	3.76	4.51	5.50	6.77
吨收入	1.98	2.08	2.17	2.19	2.21	2.23

吨成本	3.05	4.17	1.38	1.42	1.43	1.44
毛利率	38.79%	39.12%	36.64%	35.37%	35.37%	35.43%
<b>川菜调料:</b>						
收入	<b>3.86</b>	<b>5.18</b>	<b>7.64</b>	<b>10.93</b>	<b>14.61</b>	<b>19.50</b>
yoy	8.43%	34.20%	47.49%	43.08%	33.65%	33.45%
成本	<b>2.23</b>	<b>3.09</b>	<b>4.69</b>	<b>6.76</b>	<b>8.95</b>	<b>11.93</b>
销量	<b>2.20</b>	<b>2.81</b>	<b>4.23</b>	<b>5.92</b>	<b>7.99</b>	<b>10.55</b>
吨收入	1.75	1.84	1.81	1.85	1.83	1.85
吨成本	1.01	1.10	1.11	1.14	1.12	1.13
毛利率	42.30%	40.36%	38.63%	38.13%	38.76%	38.82%
<b>香肠腊肉调料:</b>						
收入	<b>0.86</b>	<b>1.17</b>	<b>0.39</b>	<b>0.80</b>	<b>0.95</b>	<b>1.12</b>
yoy	26.47%	36.05%	-66.67%	106.00%	18.45%	17.60%
成本	<b>0.50</b>	<b>0.69</b>	0.25	<b>0.51</b>	<b>0.55</b>	<b>0.66</b>
销量	<b>0.36</b>	<b>0.50</b>	<b>0.17</b>	<b>0.34</b>	<b>0.39</b>	<b>0.47</b>
吨收入	2.37	2.36	2.29	2.36	2.43	2.39
吨成本	1.38	1.39	1.47	1.49	1.41	1.40
毛利率	41.86%	41.03%	35.90%	37.14%	42.02%	41.43%
<b>其他:</b>						
收入	<b>0.96</b>	<b>0.93</b>	<b>1.08</b>	<b>1.15</b>	<b>1.25</b>	<b>1.40</b>
yoy	-1.03%	-3.12%	16.13%	6.05%	9.14%	12.27%
成本	<b>0.59</b>	<b>0.62</b>	0.63	<b>0.77</b>	<b>0.77</b>	<b>0.81</b>
销量	<b>0.69</b>	<b>0.60</b>	<b>0.67</b>	<b>0.70</b>	<b>0.75</b>	<b>0.82</b>
吨收入	1.38	1.55	1.61	1.63	1.66	1.71
吨成本	0.59	0.62	0.63	0.77	0.77	0.81
毛利率	38.07%	33.29%	41.67%	32.43%	38.39%	41.98%

资料来源: Wind、公司年报, 东兴证券研究所

产能方面, 由于公司产品销量保持高速增长, 预计公司产能未来将出现不足, 即使 IPO 扩产 40% 仍有产能缺口, 预计公司未来将继续增建工厂满足需求。

表2: 天味食品产量、产能、销量预测

单位: 万吨	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>销量</b>						
火锅底料	2.51	3.30	3.76	24.27	223.87	3766.21
川菜调料	2.20	2.81	4.23	5.45	8.22	15.82
香肠腊肉调料	0.36	0.50	0.17	0.29	0.51	0.92
其他	0.69	0.60	0.67	0.70	0.75	0.82
合计	5.78	7.21	8.83	11.48	14.64	18.61
<b>产量</b>						
火锅底料	2.55	3.32	3.79	4.53	5.52	6.79
川菜调料	2.24	2.85	4.21	5.98	8.06	10.62

香肠腊肉调料	0.37	0.51	0.16	0.49	0.43	0.48
其他	0.69	0.60	0.67	0.70	0.75	0.82
合计	5.85	7.27	8.83	11.66	14.76	18.71
<b>产能</b>						
火锅底料	3.93	3.93	3.93	4.53	5.13	5.73
川菜调料	3.05	3.05	3.05	3.55	4.05	4.65
香肠腊肉调料	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
其他	1.45	1.45	1.45	1.85	1.85	1.85
合计	9.00	9.00	8.99	10.49	11.59	12.79
<b>产销率</b>						
火锅底料	98.40%	99.33%	99.21%	99.55%	99.66%	99.77%
川菜调料	98.56%	98.73%	100.48%	99.11%	99.22%	99.33%
香肠腊肉调料	98.34%	97.56%	106.25%	70%	90%	98%
其他	100.34%	100.58%	100.00%	100%	100%	100%
合计	98.69%	99.07%	100.00%	98.48%	99.18%	99.49%
<b>产能利用率</b>						
火锅底料	64.99%	84.51%	96.42%	100.04%	107.66%	118.42%
川菜调料	73.25%	93.32%	138.03%	168.31%	198.95%	228.48%
香肠腊肉调料	65.77%	90.47%	28.52%	86.58%	77.44%	85.34%
其他	47.58%	41.00%	46.21%	38.03%	40.69%	44.35%
合计	65.03%	80.84%	98.20%	111.09%	127.37%	146.26%

资料来源: Wind、公司年报, 东兴证券研究所

费用率方面, 由于公司未来2-3年仍处于规模扩张期, 预计费用投放必不可少, 导致公司利润稍有承压。

表3: 天味食品费用率、净利率预测

单位: 亿	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	12.95%	12.95%	13.71%	14%	14.40%	14.20%
管理费用率	8.26%	5.52%	5.21%	5.50%	5.70%	5.90%
净利润	1.84	2.67	2.97	3.44	4.35	5.52
净利率	17.25%	18.87%	17.20%	15.09%	14.99%	14.86%

资料来源: Wind、公司年报, 东兴证券研究所

我们预计公司2020-2022年营业收入分别为22.77亿元、28.99亿元和37.14亿元, 同比增长31.83%、27.35%和28.09%; 归母净利润为3.44亿元、4.35亿元和5.52亿元, 同比增长15.68%、26.49%和27.03%; EPS为0.83元、1.03元、1.29元, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”投资评级。

## 风险提示

**宏观经济走弱:** 若宏观经济走弱或不达预期, 将影响消费者消费意愿和消费能力, 造成需求疲软, 进而企业不得不加大费用政策, 影响企业盈利。



**原材料价格上涨：**原材料价格短期上涨幅度较大，企业难以向消费终端传导，压制利润

**生产进度拖慢：**产能跟不上销量增长，以致增长放缓

**费用投放加大：**拓市场期费用投放加大，利润承压

**食品安全问题：**食品安全问题将显著影响消费者意愿

**品牌扩展受阻：**好人家品牌拓展偶发风险

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	1000	1742	1990	2323	2767	<b>营业收入</b>	1413	1727	2277	2899	3714
货币资金	355	676	1625	1778	1944	<b>营业成本</b>	857	1083	1443	1814	2316
应收账款	5	11	12	16	20	营业税金及附加	16	15	26	34	43
其他应收款	2	3	5	6	8	营业费用	183	241	319	418	527
预付款项	14	12	12	13	13	管理费用	56	64	125	165	219
存货	121	98	198	249	317	财务费用	-2	-5	-6	-4	-2
其他流动资产	503	0	138	262	466	研发费用	0.28	-0.01	0.50	0.40	0.30
<b>非流动资产合计</b>	387	401	435	461	486	资产减值损失	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	15.46	28.71	19.00	22.00	20.00
固定资产	347	362	400	429	457	投资净收益	1413	1727	2277	2899	3714
无形资产	35	34	31	27	24	加:其他收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	300	334	388	494	630
<b>资产总计</b>	1387	2142	2345	2705	3173	营业外收入	13.76	14.33	15.00	16.00	17.00
<b>流动负债合计</b>	240	293	336	388	464	营业外支出	2.63	1.62	2.00	2.00	2.00
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	311	346	401	508	645
应付账款	82	114	146	184	241	所得税	44	49	58	73	93
预收款项	47	42	54	68	87	<b>净利润</b>	267	297	344	435	552
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	10	20
<b>非流动负债合计</b>	8	8	0	0	0	归属母公司净利润	267	297	344	425	532
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	249	300	336	388	464	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	10	30	营业收入增长	32.56%	22.26%	31.82%	27.34%	28.09%
实收资本(或股本)	372	413	413	413	413	营业利润增长	47.89%	11.40%	16.39%	27.23%	27.52%
资本公积	38	486	486	486	486	归属于母公司净利润增长	15.71%	11.39%	15.71%	23.69%	25.24%
未分配利润	593	780	849	934	1040	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	1138	1842	2082	2380	2753	毛利率(%)	39.38%	37.81%	36.61%	37.42%	37.64%
<b>负债和所有者权益</b>	1387	2142	2345	2705	3173	净利率(%)	18.87%	17.19%	15.09%	15.00%	14.87%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	19.22%	13.86%	14.65%	15.71%	16.78%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	23.42%	16.12%	16.50%	17.86%	19.34%
<b>经营活动现金流</b>	265	378	153	315	363	<b>偿债能力</b>					
净利润	267	297	344	435	552	资产负债率(%)	18%	14%	14%	14%	15%
折旧摊销	20.69	41.45	39.63	33.91	35.62	流动比率	4.16	5.95	5.92	5.99	5.97
财务费用	-2	-5	-6	-4	-2	速动比率	3.65	5.62	5.33	5.35	5.28
应收帐款减少	0	0	-1	-3	-4	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	11	14	19	总资产周转率	1.10	0.98	1.01	1.15	1.26
<b>投资活动现金流</b>	-60	-459	894	-38	-40	应收账款周转率	384	220	193	204	205
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.79	17.58	17.47	17.56	17.48
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	15	29	19	22	20	每股收益(最新摊薄)	0.72	0.74	0.83	1.03	1.29
<b>筹资活动现金流</b>	-95	403	-101	-124	-158	每股净现金流(最新摊薄)	0.30	0.78	2.29	0.37	0.40
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.06	4.46	5.04	5.76	6.66
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	41	0	0	0	P/E	69.71	67.21	60.09	48.59	38.80
资本公积增加	0	448	0	0	0	P/B	16.33	11.21	9.92	8.68	7.50
<b>现金净增加额</b>	110	321	946	153	165	EV/EBITDA	57.24	53.89	46.07	36.01	28.18

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	东兴证券复合调味品系列报告之行业篇: C端B端共促行业快增, 跑马圈地龙头初显	2017-03-23
行业	东兴证券食品饮料行业复合调味品系列报告之公司篇: 头部品牌强化消费者教育, 复合调味品按下行业快进键	2020-03-25

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究，现任大消费组组长。

### 分析师：姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526