

兵马未动，粮草先行

——天味食品(603317.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

◆ **事件:**天味食品发布2019年三季度报,2019Q1-Q3 实现营业总收入10.78亿元,同比+24.29%;实现净利润1.95亿元,同比+19.55%;其中2019Q3 实现营业收入4.48亿,同比+14.77%;实现净利润0.93亿元,同比+2.43%。

◆ **收入增速虽不及预期,但增长动力仍充足。**前三季度,公司主营业务累计实现收入10.72亿元,同比+24.11%,增速较2019H1 下滑8.56pcts。其中,Q3 主营业务收入同比+13.69%,增速较Q2 环比-26.5pcts。分行业来看,前三季度火锅底料/川菜调料累计实现收入4.85/5.13亿元,同比+12.81%/40.75%。其中,Q3 火锅底料/川菜调料实现收入2.32/1.89亿元,同比+7.79%/26.47%,增速较Q2 环比-25.6/-21.5pcts。Q3 收入增速放缓受三个层面因素影响:(1)公司上市以来加快扩张速度抢占市场份额,但由于公司产能瓶颈限制公司发货速度。三季度末公司预收款项/以经销商保证金为构成的其他应付款分别为1.08/0.57亿元。若全部还原预收款,预计前三季度主营收入增速或超30%。日前,公司拟规划新增8-10万吨产能,预计2020年拿地,2022年基本形成产能;(2)据渠道调研反馈,公司三季度陆续更换产品包装,工作重心以疏导渠道存货为主,目前,渠道库存较低,已为年末备货留出空间。(3)三季度末公司经销商1054家,较二季度末净增加172家,呈加速态势,贡献收入增量需时间培育。

◆ **收入结构变动拖累毛利率,压缩单季费用平缓净利率波动。**2019Q1-Q3 公司净利率为18.14%,同比-0.72pcts。(1)2019Q1-Q3 毛利率为37.37%,同比-1.56pcts。其中Q3 单季毛利率为35.53%,同比/环比-4.31/-2.17pcts,主要系Q3 高毛利的川调收入占比下降10pcts所致。(2)2019Q1-Q3 销售费用率为12.77%,同比+2.48pcts,其中Q3 为9.8%,同比/环比+3.62/-10.11pcts,环比大幅降低主要系公司主动调整费用在季度间的投放节奏所致。2019Q1-Q3 管理费用率(含研发)为5.54%,同比-1.17pcts,其中Q3 为4.9%,同比/环比-0.74/-1.44pcts。

◆ **盈利预测与投资评级:**综合考虑经销商拓展速度以及当前渠道库存水平,我们维持公司2019-21年的盈利预测为3.42/4.30/5.23亿元,分别同比增长28.34%/25.62%/21.65%,对应EPS分别为0.83/1.04/1.27元,当前股价对应PE分别为68x/54x/44x。维持“增持”评级。

◆ **风险提示:**原材料价格波动,食品安全问题,渠道开拓不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,066	1,413	1,856	2,372	2,899
营业收入增长率	8.33%	32.56%	31.33%	27.82%	22.22%
净利润(百万元)	184	267	342	430	523
净利润增长率	-9.60%	45.05%	28.34%	25.62%	21.65%
EPS(元)	0.44	0.65	0.83	1.04	1.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.74%	23.42%	18.05%	18.49%	18.36%
P/E	126	87	68	54	44
P/B	24.8	20.3	12.2	9.9	8.1

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年10月28日

增持(维持)

当前价:55.98元

分析师

叶倩瑜 (执业证书编号:S0930517100003)

021-52523657

yeqianyu@ebcn.com

张喆 (执业证书编号:S0930519050003)

021-52523805

zhangzhe@ebcn.com

周翔 (执业证书编号:S0930518080002)

021-52523853

zhouxiang@ebcn.com

市场数据

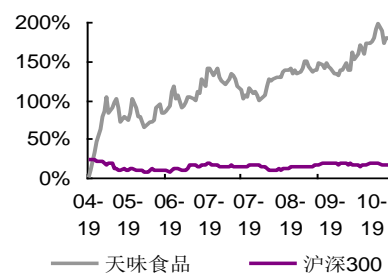
总股本(亿股):4.13

总市值(亿元):231.29

一年最低/最高(元):16.06/61.46

近3月换手率:48.70%

股价表现(一年)



收益表现

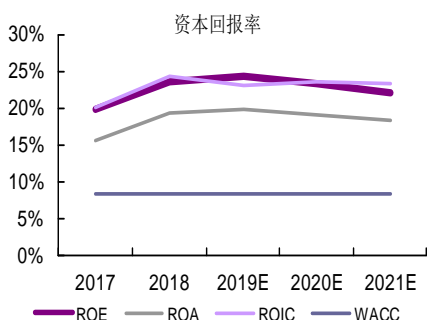
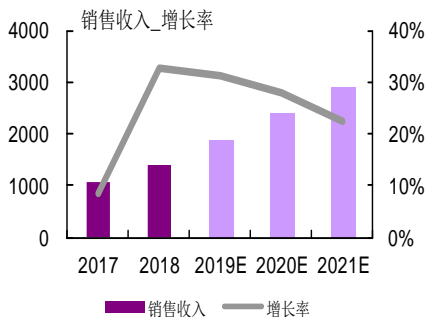
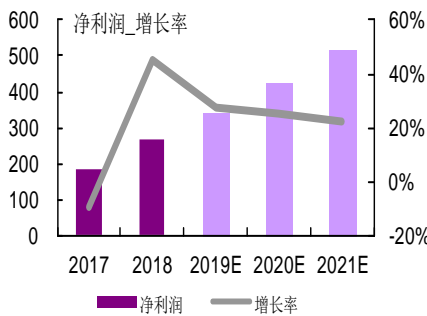
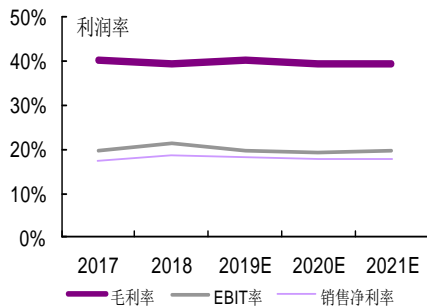
%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.30	37.30	0.00
绝对	12.22	39.07	0.00

资料来源:Wind

相关研报

产品渠道双管齐下,全国布局快速推进——天味食品(603317.SH)投资价值分析报告

.....2019-09-03



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,066	1,413	1,856	2,372	2,899
营业成本	637	857	1,111	1,439	1,754
折旧和摊销	23	23	45	64	86
营业税费	15	16	23	29	35
销售费用	138	183	243	339	427
管理费用	65	56	94	102	112
财务费用	-2	-2	-5	-9	-10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	11	15	15	15	15
营业利润	203	300	384	487	595
利润总额	215	311	399	502	610
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	184	267	342	430	523

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,193	1,387	2,204	2,721	3,316
流动资产	806	1,000	1,611	1,912	2,244
货币资金	245	355	911	1,109	1,339
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3	5	6	8	10
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	3	2	4	5	6
存货	84	121	124	167	208
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	349	347	532	746	994
无形资产	35	35	33	31	30
总负债	261	249	308	396	468
无息负债	261	249	308	396	468
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	931	1,138	1,895	2,325	2,848
股本	372	372	413	413	413
公积金	148	173	656	693	693
未分配利润	412	593	827	1,219	1,742
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	225	265	371	454	554
净利润	184	267	342	430	523
折旧摊销	23	23	45	64	86
净营运资金增加	84	164	84	118	135
其他	-67	-188	-100	-157	-190
投资活动产生现金流	-102	-60	-235	-265	-335
净资本支出	-13	-24	-250	-280	-350
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-89	-36	15	15	15
融资活动现金流	-190	-95	420	9	10
股本变化	5	0	41	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	56	-13	60	88	72
净现金流	-67	110	556	198	230

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.33%	32.56%	31.33%	27.82%	22.22%
净利润增长率	-9.60%	45.05%	28.34%	25.62%	21.65%
EBITDA 增长率	-2.87%	38.48%	26.38%	28.56%	24.69%
EBIT 增长率	-3.44%	43.10%	20.98%	26.91%	23.17%
估值指标					
PE	126	87	68	54	44
PB	25	20	12	10	8
EV/EBITDA	89	64	55	43	34
EV/EBIT	99	69	62	49	39
EV/NOPLAT	115	80	72	57	46
EV/Sales	20	15	12	9	8
EV/IC	23	19	17	13	11
盈利能力 (%)					
毛利率	40.27%	39.38%	40.13%	39.33%	39.48%
EBITDA 率	21.94%	22.92%	22.05%	22.18%	22.63%
EBIT 率	19.75%	21.32%	19.64%	19.50%	19.65%
税前净利润率	20.16%	21.99%	21.52%	21.15%	21.05%
税后净利润率 (归属母公司)	17.25%	18.87%	18.44%	18.12%	18.04%
ROA	15.41%	19.22%	15.53%	15.80%	15.77%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.74%	23.42%	18.05%	18.49%	18.36%
经营性 ROIC	20.01%	24.25%	23.04%	23.45%	23.37%
偿债能力					
流动比率	3.20	4.16	5.37	4.93	4.88
速动比率	2.87	3.65	4.95	4.50	4.42
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.44	0.65	0.83	1.04	1.27
每股红利	0.00	0.18	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.54	0.64	0.90	1.10	1.34
每股自由现金流(FCFF)	0.26	0.23	0.10	0.15	0.22
每股净资产	2.25	2.76	4.59	5.63	6.89
每股销售收入	2.58	3.42	4.49	5.74	7.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	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	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼