

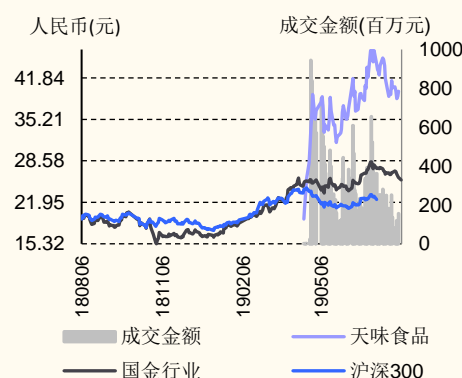
天味食品 (603317.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 41.88 元
 目标价格 (人民币): 46.30-46.30 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	41.32
总市值(百万元)	17,302.93
年内股价最高最低(元)	46.38/38.10
沪深 300 指数	3675.69
上证指数	2821.50



相关报告

1. 《以产品渗透, 借渠道扩张-天味首次覆盖深度报告》, 2019.6.27

唐川

分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
 tangchuan@gjzq.com.cn

孙玮

联系人
 sunwei1@gjzq.com.cn

1H19 表现超预期, 大单品战略稳步推进

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.494	0.717	0.767	0.942	1.165
每股净资产(元)	2.58	2.50	3.06	4.53	5.32
每股经营性现金流(元)	0.45	0.60	0.71	0.87	1.03
市盈率(倍)	N/A	N/A	54.57	44.47	35.96
净利润增长率(%)	-9.60%	45.05%	18.93%	22.66%	23.68%
净资产收益率(%)	23.67%	19.59%	25.77%	21.08%	19.13%
总股本(百万股)	371.84	371.84	413.00	413.00	413.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月4日天味食品披露2019年半年度业绩, 上半年实现收入6.29亿元, 同比增长32%, 占我们全年营收预测的35% (vs. 2018年中报营收占全年比重34%), 符合我们预期。实现归母净利润1.03亿元, 同比增长41%, 且利润率较去年同期上升1个百分点至16.3%, 净利润表现超预期。
- 二季度单季来看, 营收规模3.24亿元, 较同期增长+39%, 环比来看, 增速快于一季度。同时二季度归母净利润同比增长+52%至0.29亿元。
- 二季度末预收账款环比一季度末增长62%至0.86亿元, 预收账款周转天数环比一季度增加9天。此外根据国金创新数据中心数据, 上半年商超渠道“好人家”+“大红袍”累计同比增长23%。我们认为二季度营收环比增速加快主要来自于渠道经销商旺季备货积极。考虑到下半年是天味主要产品的销售旺季, 我们认为下半年整体增速有望进一步提升。
- 大单品战略稳步推进。19年上半年火锅底料+川菜调料营收占比超过90%, 其中“好人家”系列单品营收同比增长50%, 结合终端动销来看, 我们认为“好人家”系列短期将持续保持高速增长。

投资建议

- 结合上半年表现, 我们看好短期内公司受益于大单品战略的进一步渗透和渠道的扩张, 同时我们认为市场对发展空间足的消费品公司的偏好给与其一定估值溢价。

估值

- 我们调整了盈利预测, 对19-21年营收预测小幅上调了2.2%/2.3%/2.4%, 分别为18.2亿元/22.9亿元/28.5亿元。归母净利润分别为3.2亿元/3.9亿元/4.8亿元, 对应19-21年EPS 0.77元/0.94元/1.16元。
- 我们采用DCF方法, 采用了9.7%的WACC (行业平均经调整beta=1.1) 和1%的永续增长率假设, 最终得出天味的目标价为每股46.3元, 对应19-21年PE倍数分别为60x/49x/40x, 维持“增持”评级。

风险提示

- 1) 渠道扩张不及预期; 2) 新品推广不及预期; 3) 行业竞争加剧; 4) 原材料等成本快速上升; 5) 食品安全问题; 6) 募投项目建设进度不及预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	984	1,066	1,413	1,824	2,286	2,850	货币资金	312	245	355	1,113	1,450	1,869
增长率	13.3%	8.3%	32.6%	29.1%	25.3%	24.7%	应收款项	17	20	21	32	59	89
主营业务成本	-596	-637	-857	-1,099	-1,370	-1,698	存货	74	84	121	140	182	233
%销售收入	60.6%	59.7%	60.6%	60.3%	59.9%	59.6%	其他流动资产	350	458	503	503	503	503
毛利	388	429	556	725	916	1,152	流动资产	753	806	1,000	1,788	2,194	2,693
%销售收入	39.4%	40.3%	39.4%	39.7%	40.1%	40.4%	%总资产	65.4%	67.6%	72.1%	81.8%	84.2%	86.0%
营业税金及附加	-11	-15	-16	-20	-25	-31	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	361	349	347	353	364	382
营业费用	-116	-138	-183	-259	-327	-410	%总资产	31.3%	29.3%	25.0%	16.2%	14.0%	12.2%
%销售收入	11.8%	12.9%	13.0%	14.2%	14.3%	14.4%	无形资产	37	35	35	39	44	50
管理费用	-42	-65	-56	-80	-103	-137	非流动资产	399	386	387	397	413	438
%销售收入	4.3%	6.1%	3.9%	4.4%	4.5%	4.8%	%总资产	34.6%	32.4%	27.9%	18.2%	15.8%	14.0%
研发费用	-25	-23	-22	-29	-37	-46	资产总计	1,152	1,193	1,387	2,185	2,607	3,130
%销售收入	2.5%	2.1%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	218	211	302	365	461	574	应付款项	173	185	195	254	335	438
%销售收入	22.2%	19.8%	21.3%	20.0%	20.2%	20.1%	其他流动负债	25	67	45	52	69	85
财务费用	2	2	2	0	0	0	流动负债	198	252	240	306	404	523
%销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-1	0	0	0	-1	其他长期负债	8	10	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	206	261	249	314	412	531
投资收益	8	11	15	15	15	15	普通股股东权益	946	931	1,138	1,870	2,196	2,599
%税前利润	3.4%	5.3%	5.0%	4.2%	3.4%	2.7%	其中：股本	367	372	372	413	413	413
营业利润	228	224	319	380	476	589	未分配利润	579	559	766	1457	1783	2186
营业利润率	23.2%	21.0%	22.5%	20.9%	20.8%	20.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	34	12	11	18	18	23	负债股东权益合计	1,152	1,193	1,387	2,185	2,607	3,130
税前利润	237	215	311	370	458	566	比率分析						
利润率	24.1%	20.2%	22.0%	20.3%	20.0%	19.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-34	-31	-44	-52	-69	-85	每股指标						
所得税率	14.3%	14.5%	14.2%	14.2%	15.0%	15.0%	每股收益	0.554	0.494	0.717	0.767	0.942	1.165
净利润	203	184	267	317	389	481	每股净资产	2.578	2.504	3.061	4.529	5.317	6.293
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.451	0.604	0.713	0.872	1.033	1.288
归属于母公司的净利润	203	184	267	317	389	481	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.153	0.188	0.233
净利率	20.7%	17.2%	18.9%	17.4%	17.0%	16.9%	回报率						
							净资产收益率	23.67%	19.59%	25.77%	21.08%	19.13%	20.06%
							总资产收益率	18.78%	15.68%	20.67%	17.76%	16.23%	16.77%
							投入资本收益率	21.35%	19.55%	23.29%	16.95%	17.71%	18.51%
							增长率						
							主营业务收入增长率		8.33%	32.56%	29.10%	25.32%	24.68%
							EBIT 增长率		-9.64%	45.16%	19.63%	23.82%	23.67%
							净利润增长率		-9.60%	45.05%	18.93%	22.66%	23.68%
							总资产增长率		3.57%	16.28%	57.52%	19.36%	20.05%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	1.9	1.4	0.9	2.0	3.0	4.0
							存货周转天数	39.1	45.1	43.6	46.6	48.6	50.0
							应付账款周转天数	53.4	50.1	35.9	39.0	42.0	45.0
							固定资产周转天数	133.8	119.5	89.7	70.7	58.2	49.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-33.01%	-26.27%	-31.18%	-59.50%	-66.06%	-71.90%
							EBIT 利息保障倍数	NM	NM	NM	NM	NM	NM
							资产负债率	17.88%	21.93%	17.92%	14.39%	15.79%	16.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	8	9	12
增持	0	0	2	2	2
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	3.00	1.67	1.36	1.33	1.27

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-06-27	增持	40.14	45.00~45.00

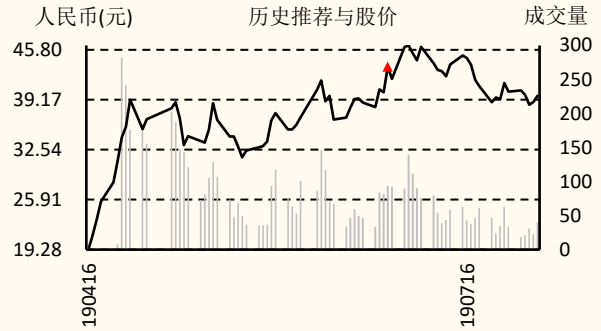
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH