

## 天味食品 (603317.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 55.98 元  
 目标价格 (人民币): 61.30-61.30 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.13
已上市流通 A 股(亿股)	.41
总市值(亿元)	231.28
年内股价最高最低(元)	57.51/49.90
沪深 300 指数	3927
上证指数	2980



## 相关报告

- 1.《1H19 表现超预期, 大单品战略稳步推进-天味食品中报业绩点评》, 2019.8.6
- 2.《以产品渗透, 借渠道扩张-天味首次覆盖深度报告》, 2019.6.27

孙玮 联系人  
 sunwei1@gjzq.com.cn

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

## 前九月表现符合预期, 蓄力四季度旺季销售

## 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	0.794	0.979	1.215
每股净资产(元)	2.58	2.50	3.06	4.56	5.38
每股经营性现金流(元)	0.45	0.60	0.71	0.93	1.13
市盈率(倍)	N/A	N/A	70.51	57.15	46.09
净利润增长率(%)	-9.60%	45.05%	23.04%	23.32%	24.01%
净资产收益率(%)	23.67%	19.59%	25.77%	21.73%	19.73%
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

- 10月28日天味食品披露2019年三季度业绩, 前9个月实现收入10.8亿元, 同比增长24%, 占我们全年营收预测的59% (vs. 2015-18年前三季度营收占全年比重59%), 实现归母净利润1.95亿元, 同比增长20%, 整体来看前三季度表现符合我们预期。
- 按产品拆分, 川菜调料表现亮眼, 前三季度实现收入5.1亿元, 同比增长41%。火锅调味料产品前三季度销售规模4.9亿, 同比增长13%。两大主要产品前三季度合计销售收入同比增长26%, 其他产品前三季度合计收入同比增长7%。
- 渠道拓展方面, 截至三季度末, 较年初净新增经销商245家, 其中三季度净增加172家, 渠道拓展环比加快。按区域划分, 华东、华中地区经销商增长快速, 较年初分别净新增98家、53家, 相应的华东、华中地区销售收入占比环比上升1pts, 区域分布不断优化。
- 单季度来看, 三季度营收同比增长15%, 净利润同比增长2%, 主要受产品结构调整毛利下降(同比下降4.3pts)以及销售费用率上升(同比增加3.6pts)影响。考虑到三季度为火锅产品销售淡季, 结合三季度经销商拓展加速, 且预收款项较二季度末环比增加26%, 我们认为经销商为四季度旺季来临积极备货, 新增经销商有望在四季度贡献收入。

## 估值与投资建议

- 根据前三季度实际费用率情况以及公司对营销费用投放的指引, 我们小幅下调了19-21年费用率假设, 得到19-21年EPS分别为0.79元/0.98元/1.22元, 上调幅度分别为4%/4%/4%。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61.3元, 对应19-21年PE倍数分别为77x/63x/50x, 维持“增持”评级。
- 结合前三季度表现, 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。

## 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
<b>主营业务收入</b>	<b>984</b>	<b>1,066</b>	<b>1,413</b>	<b>1,824</b>	<b>2,286</b>	<b>2,850</b>	货币资金	312	245	355	1,136	1,511	1,964
增长率	13.3%	8.3%	32.6%	29.1%	25.3%	24.7%	应收账款	17	20	21	32	59	89
<b>主营业务成本</b>	<b>-596</b>	<b>-637</b>	<b>-857</b>	<b>-1,121</b>	<b>-1,404</b>	<b>-1,750</b>	存货	74	84	121	135	158	197
%销售收入	60.6%	59.7%	60.6%	61.5%	61.4%	61.4%	其他流动资产	350	458	503	503	503	503
<b>毛利</b>	<b>388</b>	<b>429</b>	<b>556</b>	<b>703</b>	<b>882</b>	<b>1,100</b>	流动资产	753	806	1,000	1,806	2,230	2,752
%销售收入	39.4%	40.3%	39.4%	38.5%	38.6%	38.6%	%总资产	65.4%	67.6%	72.1%	82.0%	84.4%	86.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	<b>-29</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	1.4%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	361	349	347	353	364	382
<b>营业费用</b>	<b>-116</b>	<b>-138</b>	<b>-183</b>	<b>-235</b>	<b>-290</b>	<b>-362</b>	%总资产	31.3%	29.3%	25.0%	16.0%	13.8%	12.0%
%销售收入	11.8%	12.9%	13.0%	12.9%	12.7%	12.7%	无形资产	37	35	35	39	44	50
<b>管理费用</b>	<b>-42</b>	<b>-65</b>	<b>-56</b>	<b>-71</b>	<b>-89</b>	<b>-111</b>	非流动资产	399	386	387	397	413	438
%销售收入	4.3%	6.1%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	%总资产	34.6%	32.4%	27.9%	18.0%	15.6%	13.7%
<b>研发费用</b>	<b>-25</b>	<b>-23</b>	<b>-22</b>	<b>-29</b>	<b>-37</b>	<b>-46</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,152</b>	<b>1,193</b>	<b>1,387</b>	<b>2,202</b>	<b>2,643</b>	<b>3,189</b>
%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
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>218</b>	<b>211</b>	<b>302</b>	<b>378</b>	<b>479</b>	<b>598</b>	应付款项	173	185	195	259	343	452
%销售收入	22.2%	19.8%	21.3%	20.7%	21.0%	21.0%	其他流动负债	25	67	45	54	71	89
<b>财务费用</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	198	252	240	313	415	540
%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
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	其他长期负债	8	10	8	8	8	8
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>206</b>	<b>261</b>	<b>249</b>	<b>321</b>	<b>423</b>	<b>548</b>
<b>投资收益</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>946</b>	<b>931</b>	<b>1,138</b>	<b>1,881</b>	<b>2,220</b>	<b>2,641</b>
%税前利润	3.4%	5.3%	5.0%	4.0%	3.2%	2.6%	其中：股本	367	372	372	413	413	413
<b>营业利润</b>	<b>228</b>	<b>224</b>	<b>319</b>	<b>393</b>	<b>494</b>	<b>613</b>	未分配利润	579	559	766	1468	1807	2228
营业利润率	23.2%	21.0%	22.5%	21.6%	21.6%	21.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>34</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,152</b>	<b>1,193</b>	<b>1,387</b>	<b>2,202</b>	<b>2,643</b>	<b>3,189</b>
<b>税前利润</b>	<b>237</b>	<b>215</b>	<b>311</b>	<b>382</b>	<b>476</b>	<b>590</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	24.1%	20.2%	22.0%	21.0%	20.8%	20.7%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>所得税</b>	<b>-34</b>	<b>-31</b>	<b>-44</b>	<b>-54</b>	<b>-71</b>	<b>-89</b>	<b>每股指标</b>						
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	0.794	0.979	1.215
<b>净利润</b>	<b>203</b>	<b>184</b>	<b>267</b>	<b>328</b>	<b>405</b>	<b>502</b>	每股净资产	2.578	2.504	3.061	4.555	5.376	6.394
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	0.928	1.129	1.380
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>203</b>	<b>184</b>	<b>267</b>	<b>328</b>	<b>405</b>	<b>502</b>	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.159	0.196	0.243
净利率	20.7%	17.2%	18.9%	18.0%	17.7%	17.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	23.67%	19.59%	25.77%	21.73%	19.73%	20.64%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	18.78%	15.68%	20.67%	18.28%	16.70%	17.20%
<b>净利润</b>	<b>203</b>	<b>184</b>	<b>267</b>	<b>328</b>	<b>405</b>	<b>502</b>	投入资本收益率	21.35%	19.55%	23.29%	17.44%	18.22%	19.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	主营业务收入增长率		8.33%	32.56%	29.10%	25.32%	24.68%
<b>非经营收益</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	EBIT 增长率		-9.64%	45.16%	23.76%	24.48%	24.01%
<b>营运资金变动</b>	<b>-54</b>	<b>27</b>	<b>-11</b>	<b>48</b>	<b>52</b>	<b>57</b>	净利润增长率		-9.60%	45.05%	23.04%	23.32%	24.01%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>165</b>	<b>225</b>	<b>265</b>	<b>383</b>	<b>466</b>	<b>570</b>	总资产增长率		3.57%	16.28%	58.81%	20.01%	20.67%
<b>资本开支</b>	<b>-16</b>	<b>-14</b>	<b>-24</b>	<b>-33</b>	<b>-41</b>	<b>-51</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-550</b>	<b>-851</b>	<b>-602</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	1.9	1.4	0.9	2.0	3.0	4.0
<b>其他</b>	<b>504</b>	<b>763</b>	<b>566</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	存货周转天数	39.1	45.1	43.6	44.0	41.0	41.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-63</b>	<b>-102</b>	<b>-60</b>	<b>-17</b>	<b>-26</b>	<b>-36</b>	应付账款周转天数	53.4	50.1	35.9	39.0	42.0	45.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>556</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	133.8	119.5	89.7	70.7	58.2	49.0
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-30</b>	<b>-190</b>	<b>-95</b>	<b>-141</b>	<b>-66</b>	<b>-81</b>	净负债/股东权益	-33.01%	-26.27%	-31.18%	-60.38%	-68.04%	-74.36%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-30</b>	<b>-190</b>	<b>-95</b>	<b>415</b>	<b>-63</b>	<b>-78</b>	EBIT 利息保障倍数	NM	NM	NM	NM	NM	NM
<b>现金净流量</b>	<b>72</b>	<b>-67</b>	<b>110</b>	<b>758</b>	<b>338</b>	<b>418</b>	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	0	0	9	18
增持	0	0	2	5	7
中性	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.56	1.41

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
2	2019-08-06	增持	41.88	N/A

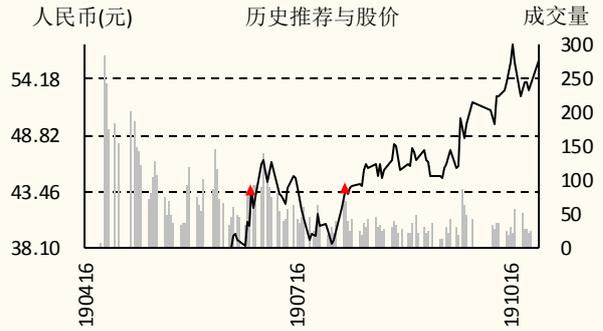
来源：国金证券研究所

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，不作为或被视作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