天风证券 TF SECURITIES

天味食品（603317）

证券研究报告
2021 年 01 月 22 日

新品推广持续提速，经销商势能亟待释放

事件：公司发布 2020 年业绩快报，2020 年实现收入 23.65 亿元，同比+36.91%，实现归母净利润 3.83 亿元，同比+29.03%。其中 2020Q4 实现收入 8.40 亿元，同比+29.34%，归母净利润 0.63 亿元，同比下降 37.90%。

Q4 收入增速有所放缓，辩证看待费用投放。收入端，公司四季度增速较三季度有所放缓，我们判断一是公司今年加快新品不辣汤系列的培育，Q4 公司营销策略或偏向新品推广，使得老品增速有所放缓。二是部分地区受疫情反复影响，酸菜鱼等川调产品增速放缓，或延续 Q3 态势，预计 Q4 川调增速仍低于底料。三是 19Q4 基数较大，加之 21 年春节错位，备货节奏有所滞后导致增速放缓。此外，渠道拓展方面，我们预计公司仍按计划进行拓张，但由于渠道有一定的培育周期，预计新增渠道对收入贡献有限。利润端，公司今年加大了广告费用的投入，聘请邓伦作为代言，并冠名非诚勿扰，且四季度广告投放力度较大，使得四季度利润承压。我们认为需辩证看待公司的费用投放，目前复合调味品仍处于快速发展的初期，公司需加大费用投放建立全国化渠道网络，同时占领消费者心智，进而形成公司的竞争优势。

复合调味品赛道优，公司作为行业龙头有望持续受益。复合调味品具备赛道宽、集中度和渗透率低等特点，未来有望持续快速增长。天味作为复合调味品龙头，充分把握行业快速发展阶段，通过加速全国化布局和品牌建设，逐步形成规模化优势。20 年在经销商开拓和大红袍拆分背景下，公司经销商有望超过 3000 家。随着渠道拆分的逐步完成，预计明年新增经销商数量或放缓，届时公司将形成“好人家+大红袍”双轮驱动。展望 21 年，公司将在经销商势能释放、新品推广等因素下快速成长。我们预计 21 年公司将持续推出不辣汤系列新品，同时加大费用投放力度，提升品牌力，继续细化经销商体系。

底料川调优势持续强化，持续看好龙头公司天味。我们认为公司发展将经历三个阶段，一是上市之前立足产品研发及储备；二是上市后三年进行迅速的渠道渗透，借助资金快速拓展市场，提高市占率，占领消费者心智；三是未来五年将逐步建立品牌壁垒，实现品类的扩张，强化 B 端粘性。我们认为公司渠道扩张加速推进，同时通过“好人家+大红袍”双轮驱动，不断强化底料和川调优势。我们认为公司上市后三年是公司发展的窗口期，这一阶段公司业绩有望逐年加速，随着品牌力的提升、渠道网络的完善以及品类的丰富，公司业绩有望保持快速增长。

投资建议：根据公司业绩快报和未来展望，我们将公司 2020-2022 年营收由 26.17/40.14/54.45 亿元调整至 23.65/32.70/44.16 亿元，同比+36.91%/38.29%/35.01%，归母净利润由 4.30/5.34/7.37 亿元调整至 3.84/5.13/7.17 亿元，同比+29.27%/33.55%/39.88%，EPS 分别为 0.61/0.81/1.14 元，维持公司“买入”评级

风险提示：新品推广不及预期，全国化进程缓慢，食品安全风险等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,412.86	1,727.33	2,364.90	3,270.44	4,415.55
增长率(%)	32.56	22.26	36.91	38.29	35.01
EBITDA(百万元)	339.25	376.83	460.07	621.06	869.50
净利润(百万元)	266.61	296.97	383.89	512.68	717.16
增长率(%)	45.05	11.39	29.27	33.55	39.88
EPS(元/股)	0.42	0.47	0.61	0.81	1.14
市盈率(P/E)	152.92	137.29	106.21	79.53	56.85
市净率(P/B)	35.82	22.14	19.35	16.57	13.80
市销率(P/S)	28.86	23.60	17.24	12.47	9.23
EV/EBITDA	0.00	44.93	85.43	62.74	44.15

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	71.86 元
目标价格	元

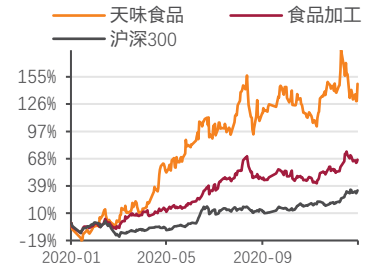
基本数据

A 股总股本(百万股)	630.44
流通 A 股股本(百万股)	125.21
A 股总市值(百万元)	45,303.74
流通 A 股市值(百万元)	8,997.93
每股净资产(元)	3.41
资产负债率(%)	22.72
一年内最高/最低(元)	82.24/32.20

作者

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com
吴文德 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003
wuwende@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《天味食品-季报点评:全国化和品牌建设加速推进，看好公司未来发展》2020-10-23
2 《天味食品-半年报点评:疫情加速市场培育，渠道红利持续释放》2020-08-21
3 《天味食品-公司点评:经销关系维持稳定，发展逻辑持续验证》2020-08-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	354.89	676.30	529.40	864.63	1,439.34
应收票据及应收账款	4.52	11.17	0.65	15.34	5.51
预付账款	14.06	12.19	33.80	23.72	51.30
存货	121.12	98.28	208.38	193.41	305.05
其他	504.97	943.73	1,261.21	1,218.18	1,145.67
流动资产合计	**999.56**	**1,741.67**	**2,033.44**	**2,315.27**	**2,946.88**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	347.27	361.89	397.12	470.99	681.02
在建工程	0.00	0.00	60.26	160.68	0.00
无形资产	34.88	34.25	31.98	29.68	27.35
其他	5.11	4.50	3.97	4.53	4.33
非流动资产合计	**387.26**	**400.64**	**493.32**	**665.88**	**712.70**
资产总计	**1,386.82**	**2,142.31**	**2,526.76**	**2,981.15**	**3,659.58**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	82.10	114.40	161.59	229.62	311.56
其他	158.32	178.28	249.82	282.85	384.51
流动负债合计	**240.42**	**292.68**	**411.41**	**512.47**	**696.07**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.14	7.72	8.55	8.14	8.14
非流动负债合计	**8.14**	**7.72**	**8.55**	**8.14**	**8.14**
负债合计	**248.56**	**300.40**	**419.97**	**520.61**	**704.20**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	371.84	413.16	630.44	630.44	630.44
资本公积	38.17	486.16	268.87	268.87	268.87
留存收益	766.43	1,428.76	1,476.35	1,830.10	2,324.94
其他	(38.17)	(486.16)	(268.87)	(268.87)	(268.87)
股东权益合计	**1,138.26**	**1,841.92**	**2,106.80**	**2,460.54**	**2,955.38**
负债和股东权益总	**1,386.82**	**2,142.31**	**2,526.76**	**2,981.15**	**3,659.58**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1,412.86**	**1,727.33**	**2,364.90**	**3,270.44**	**4,415.55**
营业成本	856.52	1,083.25	1,379.95	1,903.20	2,563.49
营业税金及附加	15.93	15.34	20.10	29.43	43.27
营业费用	183.12	240.89	395.30	565.79	750.64
管理费用	55.76	63.91	117.54	152.08	176.62
研发费用	22.38	25.76	35.47	53.96	71.53
财务费用	(1.80)	(4.55)	(5.37)	(6.21)	(10.26)
资产减值损失	0.28	(0.01)	0.35	0.21	0.18
公允价值变动收益	0.00	0.00	(4.70)	1.87	0.94
投资净收益	15.46	28.71	18.50	20.89	20.50
其他	(34.37)	(59.69)	(27.61)	(45.52)	(42.87)
营业利润	**299.58**	**333.72**	**435.36**	**594.75**	**841.51**
营业外收入	13.76	14.33	13.80	13.97	14.03
营业外支出	2.63	1.62	1.74	2.00	1.79
利润总额	**310.71**	**346.43**	**447.42**	**606.72**	**853.76**
所得税	44.11	49.45	63.53	94.04	136.60
净利润	**266.61**	**296.97**	**383.89**	**512.68**	**717.16**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**266.61**	**296.97**	**383.89**	**512.68**	**717.16**
每股收益（元）	0.42	0.47	0.61	0.81	1.14

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	266.61	296.97	383.89	512.68	717.16
折旧摊销	22.54	24.17	30.08	32.52	38.25
财务费用	0.00	0.00	(5.37)	(6.21)	(10.26)
投资损失	(15.46)	(28.71)	(18.50)	(20.89)	(20.50)
营运资金变动	(75.35)	580.03	(323.26)	155.35	127.83
其它	66.60	(494.50)	(4.70)	1.87	0.94
经营活动现金流	**264.94**	**377.96**	**62.13**	**675.32**	**853.41**
资本支出	22.34	38.58	122.46	204.94	85.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(82.31)	(497.80)	(217.86)	(392.31)	(151.90)
投资活动现金流	**(59.97)**	**(459.22)**	**(95.39)**	**(187.37)**	**(66.64)**
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.80	493.86	5.37	6.21	10.26
其他	(96.51)	(91.19)	(119.00)	(158.93)	(222.32)
筹资活动现金流	**(94.71)**	**402.67**	**(113.63)**	**(152.72)**	**(212.06)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**110.26**	**321.40**	**(146.89)**	**335.22**	**574.72**

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	32.56%	22.26%	36.91%	38.29%	35.01%
营业利润	47.89%	11.40%	30.46%	36.61%	41.49%
归属于母公司净利润	45.05%	11.39%	29.27%	33.55%	39.88%
获利能力					
毛利率	39.38%	37.29%	41.65%	41.81%	41.94%
净利率	18.87%	17.19%	16.23%	15.68%	16.24%
ROE	23.42%	16.12%	18.22%	20.84%	24.27%
ROIC	37.34%	36.26%	166.85%	77.93%	106.73%
偿债能力					
资产负债率	17.92%	14.02%	16.62%	17.46%	19.24%
净负债率	-31.18%	-36.72%	-25.13%	-35.14%	-48.70%
流动比率	4.16	5.95	4.94	4.52	4.23
速动比率	3.65	5.62	4.44	4.14	3.80
营运能力					
应收账款周转率	384.22	220.07	400.00	409.09	423.53
存货周转率	13.80	15.75	15.42	16.28	17.72
总资产周转率	1.10	0.98	1.01	1.19	1.33
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.47	0.61	0.81	1.14
每股经营现金流	0.42	0.60	0.10	1.07	1.35
每股净资产	1.81	2.92	3.34	3.90	4.69
估值比率					
市盈率	152.92	137.29	106.21	79.53	56.85
市净率	35.82	22.14	19.35	16.57	13.80
EV/EBITDA	0.00	44.93	85.43	62.74	44.15
EV/EBIT	0.00	48.01	91.40	66.21	46.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com