

# 天味食品 (603317)

公司研究/点评报告

## 渠道裂变叠加品牌塑造，费用投放利在长远

——天味食品 (603317) 2020 年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 03 月 31 日

### 一、事件概述

3 月 30 日公司发布 2020 年报，报告期内实现营收 23.65 亿元，同比+36.90%；实现归母净利润 3.64 亿元，同比+22.66%；折合 20Q4 实现营收 8.40 亿元，同比+29.31%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比-56.54%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 20Q4 疫情反复导致部分地区增速放缓，渠道裂变与下沉仍持续推进

2020 年公司实现营收 23.65 亿元，同比+36.90%，折合 20Q4 实现营收 8.4 亿元，同比+29.35%，与此前业绩快报数据一致。**分产品看**，2020 年火锅调料/中式复调/香肠腊肉调料/鸡精分别同比+50%/24%/153%/9%，折合 20Q4 分别同比+49%/-9%/+187%/-9%，中式复调在四季度负增长主要归因于疫情反复等因素导致鱼调料需求疲弱，香肠腊肉调料显著提速则主要受益于猪肉价格有所下降。**分区域看**，2020 年西南/华中/华东/西北/华北/华南/东北分别同比+46%/23%/59%/36%/56%/33%/-5%，折合 Q4 分别+57%/6%/41%/23%/73%/16%/-27%，四季度华中地区在增速放缓主要系基数较高，东北下降幅度扩大主要系 11 月以来当地疫情反复，渠道备货较为谨慎。**分渠道看**，2020 年经销/定制餐调/电商/直营商超分别同比+40%/-15%/+115%/+40%，折合 20Q4 分别同比+33%/-14%/105%/-24%。**经销商方面**，2020 年末经销商数量同比增加 1780 家，增速为 146%，其中 20Q4 单季度增加 432 家，如期完成任务目标，验证渠道裂变与下沉持续推进。

#### ➤ 提价与产品结构因素推升毛利率，广告费用与股权激励成本拖累净利率

2020 年公司实现归母净利润 3.64 亿元，同比+22.66%，折合 20Q4 为 0.44 亿元，同比-56.54%，全年利润增速比业绩快报数据低 6 个百分点左右，判断主要系四季度计入更多费用。**毛利率**：2020 年毛利率为 41.49%，同比+4.21ppt，主要得益于 19 年末以来部分核心产品提价以及高毛利产品占比提升。20Q4 毛利率 38.81%，同比+1.67%，改善幅度缩窄主要系 9 月以来食用油等成本价格上涨较快。**净利率**：2020 年归母净利率为 15.40%，同比-1.79ppt，主要系四季度计入较多广告费用与股权激励成本。**费用率**：2020 年销售费用率 20.05%，同比+6.11ppt，其中 Q4 同比+12.89ppt，主要系广告费用后置所致；2020 年管理费用率 4.33%，同比+0.63ppt，其中 Q4 同比+1.84ppt，主要系股权激励费用集中在四季度摊销；2020 年研发费用率/财务费用率分别同比-0.21ppt/-0.38ppt，均小幅下降，预计主要受益于规模效应。

#### ➤ 渠道裂变+产能扩张+品牌塑造，收入端仍有望延续高增态势

**展望 2021 年，收入端**，受益于去年新增经销商放量与渠道持续裂变下沉，叠加 B 端餐饮需求快速复苏，我们预计公司 2021 年收入同增 30% 的目标仍有望实现。**成本端**，我们判断 2021 年通胀压力将传导至下游，食用油与包材等价格将继续上涨，因此公司或面临一定成本压力，但可通过囤货与锁价等策略加以缓解。**费用端**，预计 2021 年公司将进一步加大费用投放力度，除“好人家”外也会在“大红袍”上予以更多渠道费用与广告费用支持。**长期看**，我们认为在营销、渠道、产能的共振下，公司长期成长仍然可期。**品牌塑造**：2020 年以来公司线上与线下并举，持续塑造“好人家”品牌形象，预计其强大影响力有望在行业“跑马圈地”带来较多收入增量。**渠道扩张**：公司 2020 年持续落实渠道裂变政策，经销商数量大幅增加，质量也有改善，我们认为公司在 2021 年将享受收入红利。**产能加码**：公司新增产能 19 万吨，若以 2019 年为基数，达产后火锅底料/川菜调料产量均+237%，将为产品创新与渠道扩张提供有力支撑。

**推荐**

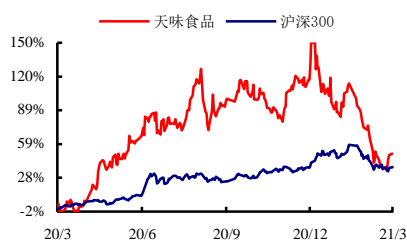
维持评级

当前价格：49.3 元

交易数据 2021-3-30

近 12 个月最高/最低(元)	82.24/38.73
总股本(百万股)	630
流通股本(百万股)	125
流通股比例(%)	19.89
总市值(亿元)	310
流通市值(亿元)	62

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：S0100120070033

邮箱：liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 天味食品 (603317) 2020 年业绩快报点评：全年收入实现高增，21 年有望延续高成长
2. 天味食品 (603317) 2020 年三季度点评：Q3 延续强劲增长，经销裂变红利持续释放

### 三、投资建议

我们调整此前盈利预测。预计 2021-2023 年公司实现营业收入为 31.40/41.01/51.39 亿元，同比 +32.8%/+30.6%/+25.3%；实现归母净利润 4.21/4.98/6.11 亿元，同比 +15.5%/+18.3%/+22.7%，折合 EPS 为 0.67/0.79/0.97 元，对应 PE 为 74/63/51X。公司估值高于 2021 年调味品可比公司预期估值的 51 倍（Wind 一致预期，算数平均法），考虑到复合调味品行业高增以及公司成长性良好，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

原材料价格上涨超预期、食品安全风险、复合调味品市场竞争加剧等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,365	3,140	4,101	5,139
增长率（%）	36.9%	32.8%	30.6%	25.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	364	421	498	611
增长率（%）	22.7%	15.5%	18.3%	22.7%
每股收益（元）	0.58	0.67	0.79	0.97
PE（现价）	85.32	73.85	62.40	50.84
PB	13.90	7.49	6.69	5.91

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,365	3,140	4,101	5,139
营业成本	1,383	1,878	2,494	3,171
营业税金及附加	19	28	37	46
销售费用	474	647	865	1,053
管理费用	102	132	168	206
研发费用	30	41	53	66
EBIT	355	415	485	597
财务费用	-15	-20	-22	-26
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	35	44	62	75
营业利润	407	489	582	714
营业外收支	21	0	0	0
利润总额	428	489	582	714
所得税	64	69	84	103
净利润	364	421	498	611
归属于母公司净利润	364	421	498	611
EBITDA	383	469	515	631
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	2,729	2,991	3,493	4,067
应收账款及票据	11	15	22	25
预付款项	18	25	31	41
存货	243	255	334	471
其他流动资产	678	674	679	685
流动资产合计	3,678	3,961	4,559	5,290
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	432	577	655	754
无形资产	45	60	68	79
非流动资产合计	612	797	917	1,072
资产合计	4,290	4,758	5,476	6,362
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	258	243	350	483
其他流动负债	291	356	469	613
流动负债合计	549	599	819	1,095
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	11	11	11	11
非流动负债合计	11	11	11	11
负债合计	560	610	831	1,106
股本	630	630	630	630
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,730	4,148	4,645	5,255
负债和股东权益合计	4,290	4,758	5,476	6,362

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	36.9%	32.8%	30.6%	25.3%
EBIT 增长率	19.1%	16.9%	16.8%	23.2%
净利润增长率	22.7%	14.9%	18.8%	22.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	41.5%	40.2%	39.2%	38.3%
净利润率	15.4%	13.3%	12.1%	11.9%
总资产收益率 ROA	8.5%	8.8%	9.1%	9.6%
净资产收益率 ROE	9.8%	10.1%	10.7%	11.6%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	6.70	6.61	5.56	4.83
速动比率	6.22	6.15	5.12	4.36
现金比率	4.97	4.99	4.26	3.71
资产负债率	13.1%	12.8%	15.2%	17.4%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.73	1.75	1.95	1.81
存货周转天数	64.04	49.59	48.91	54.18
总资产周转率	0.55	0.66	0.75	0.81
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.58	0.66	0.79	0.97
每股净资产	5.92	6.58	7.37	8.34
每股经营现金流	0.56	0.73	0.93	1.09
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	85.32	74.24	62.51	50.97
PB	13.90	7.49	6.69	5.91
EV/EBITDA	128.36	59.87	53.56	42.82
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	364	419	497	610
折旧和摊销	28	54	30	34
营运资金变动	1	29	124	120
经营活动现金流	353	457	589	688
资本开支	-198	-239	-150	-189
投资	290	0	0	0
投资活动现金流	129	-195	-88	-113
股权募资	1,683	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,566	0	0	0
现金净流量	2,047	262	501	575

## 分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。