

天味食品 (603317.SH)

毛利率提升明显，品牌力持续加强

事件：公司发布 2020 年度报告。2020 年公司实现营收 23.65 亿元，同比增长 36.90%；归母净利润 3.64 亿元，同比增长 22.66%；其中 Q4 营收 8.4 亿元，同比增长 29.31%；归母净利润 0.44 亿元，同比下滑 56.54%。

经销商大幅扩充，底料表现较为稳定。公司全年实现营收增长 36.9%，达到限制性股票激励标准。**1) 分产品看：**2020 年火锅底料、川菜调料分别实现实现营收增长 49.53%、24.16%，香肠腊肉调料因为 2019 年猪瘟低基数影响，2020 年实现高增，营收同比增加 153%，销售额近 1 亿元。单季度来看，Q4 火锅底料增长表现稳定（营收同比+48.93%），川菜调料增长速度受疫情影响有所回落（营收同比-9%），香肠腊肉调料 Q4 增速提升至 187%。**2) 分地区看：**2020 年新增 1780 名经销商（增幅高达 146%），各地区经销商全面布局。从各地区营收表现来看，东北地区营收略有下滑（2020 年同比-4.8%），其他各地区均保持双位数高增，其中华东、华北地区营收分别增长 58.70%、56.01%，西南大本营亦保持 45.5% 的高增速，且于 Q4 实现增长加速（同比+57.3%），同时出口业务实现近翻倍增长。**3) 分渠道看：**疫情影响致餐调业务营收下滑 14.98%，但电商及外贸渠道发力实现一定回补，营收增速分别为 114.9%、105.2%。

毛利率提升明显，广宣营销强化品牌力。公司对品牌重新梳理，重点发展定位中高端的“好人家”品牌，同时 2019 年末公司对部分产品提价以应对成本上涨，实现 2020 年毛利率提升 4.2pct 至 41.5%，其中底料、川调、冬调、鸡精、香辣酱等品类毛利率分别提升 4.63pct、2.84pct、10.75pct、5.11pct、0.22pct。同时报告期内公司加大广告宣传力度，销售费用率同比提升 6.1pct 至 20.1%，其中 Q4 销售费用率提升 12.9pct 至 28.8%，高费用投放致 Q4 净利润增长承压，此外股权激励成本亦有一定影响。2020 年管理费用率、研发费用率及财务费用率分别变动+0.17pct、-0.04pct、-0.38pct。综合来看，在高费用投放背景下，公司 2020 年净利率同比下滑 1.79pct 至 15.4%。

重收入扩产能，看好公司长期发展。根据目标规划，2021 年公司计划实现营收增速不低于 30%，净利润同比增速不低于 15%。我们认为在复合调味料早期渗透阶段，公司重收入、高投入的策略有助于其快速发展，实现市场份额收割。同时公司报告期内将“好人家”、“大红袍”品牌梳理，同时将销售体系及经销商进行拆分，精细化运作助力公司发展。此外，公司 2020 年 11 月顺利完成非公开发行人资金募集，食品、调味品产业化生产基地扩建项目预计于 2021 年投产，为公司发展奠定基础。

盈利预测：我们预计 21/22/23 年营收分别为 32.1/43.9/59.9 亿元，同比+35.8%/36.8%/36.4%；归母净利润 5.1/7.3/10.4 亿元，同比+39.7%/43.8%/42.8%；对应 PE 分别为 61/43/30 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；原材料价格波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,727	2,365	3,211	4,393	5,990
增长率 yoy (%)	22.3	36.9	35.8	36.8	36.4
归母净利润(百万元)	297	364	509	731	1,044
增长率 yoy (%)	11.4	22.7	39.7	43.8	42.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.47	0.58	0.81	1.16	1.66
净资产收益率 (%)	16.1	9.8	12.0	15.2	18.5
P/E (倍)	104.7	85.3	61.1	42.5	29.8
P/B (倍)	16.9	8.3	7.3	6.5	5.5

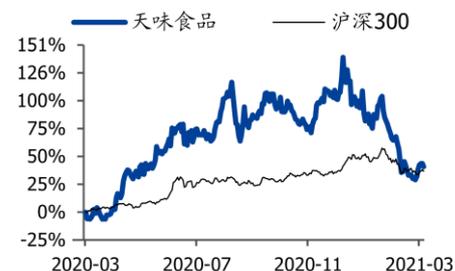
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
最新收盘价	48.34
总市值(百万元)	30,475.68
总股本(百万股)	630.44
其中自由流通股(%)	19.86
30 日日均成交量(百万股)	2.69

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 《天味食品 (603317.SH)：不惧短期扰动，品牌化持续发展》2021-01-21
- 《天味食品 (603317.SH)：收入增长符合预期，渠道网络加速布局》2020-10-22
- 《天味食品 (603317.SH)：招商进度超预期，全年目标完成可期》2020-08-20



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1742	3678	3934	4771	5191
现金	676	2729	3042	3612	4061
应收票据及应收账款	11	11	19	22	34
其他应收款	3	13	9	21	20
预付账款	12	18	27	32	50
存货	98	243	172	419	361
其他流动资产	940	665	665	665	665
非流动资产	401	612	751	955	1224
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	362	432	577	773	1034
无形资产	34	45	43	43	42
其他非流动资产	5	135	130	139	149
资产总计	2142	4290	4685	5726	6415
流动负债	293	549	435	898	762
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	114	258	146	461	319
其他流动负债	178	291	289	437	443
非流动负债	8	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	11	11	11	11
负债合计	300	560	446	909	773
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	413	630	630	630	630
资本公积	486	1968	1968	1968	1968
留存收益	943	1191	1547	2059	2790
归属母公司股东权益	1842	3730	4238	4817	5642
负债和股东权益	2142	4290	4685	5726	6415

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	378	353	425	915	949
净利润	297	364	509	731	1044
折旧摊销	24	28	31	42	57
财务费用	-5	-15	-38	-34	-25
投资损失	-29	-35	-20	-20	-20
营运资金变动	572	82	-56	196	-107
其他经营现金流	-481	-71	0	0	0
投资活动现金流	-459	129	-150	-226	-307
资本支出	48	199	139	204	270
长期投资	-439	290	0	0	0
其他投资现金流	-850	617	-11	-22	-37
筹资活动现金流	403	1566	38	-119	-194
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	41	217	0	0	0
资本公积增加	448	1482	0	0	0
其他筹资现金流	-87	-133	38	-119	-194
现金净增加额	321	2047	314	570	448

利润表 (百万元)

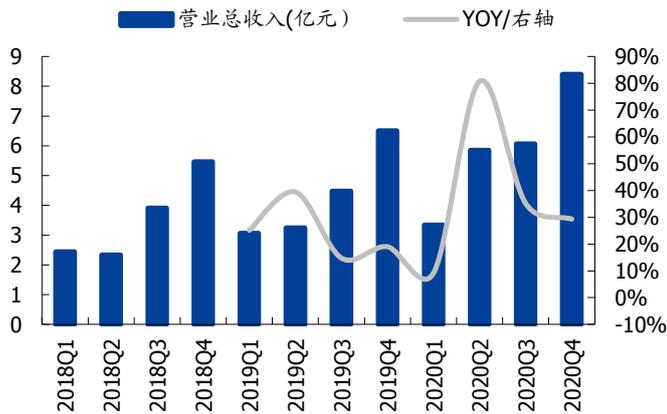
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1727	2365	3211	4393	5990
营业成本	1083	1383	1865	2527	3422
营业税金及附加	15	19	27	37	51
营业费用	241	474	610	791	1018
管理费用	64	102	128	176	240
研发费用	26	30	41	56	77
财务费用	-5	-15	-38	-34	-25
资产减值损失	0	-7	0	0	0
其他收益	3	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	35	20	20	20
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	334	407	598	860	1227
营业外收入	14	29	0	0	0
营业外支出	2	8	0	0	0
利润总额	346	428	598	860	1227
所得税	49	64	89	128	183
净利润	297	364	509	731	1044
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	297	364	509	731	1044
EBITDA	350	374	542	802	1169
EPS (元)	0.47	0.58	0.81	1.16	1.66

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	22.3	36.9	35.8	36.8	36.4
营业利润(%)	11.4	21.9	46.9	43.8	42.8
归属于母公司净利润(%)	11.4	22.7	39.7	43.8	42.8
获利能力					
毛利率(%)	37.3	41.5	41.9	42.5	42.9
净利率(%)	17.2	15.4	15.8	16.6	17.4
ROE(%)	16.1	9.8	12.0	15.2	18.5
ROIC(%)	15.1	7.9	10.3	13.4	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	14.0	13.1	9.5	15.9	12.0
净负债比率(%)	-36.4	-73.1	-71.7	-74.9	-71.9
流动比率	6.0	6.7	9.0	5.3	6.8
速动比率	5.6	6.2	8.6	4.8	6.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.7	0.8	1.0
应收账款周转率	220.1	211.6	211.6	211.6	211.6
应付账款周转率	11.0	7.4	9.2	8.3	8.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.58	0.81	1.16	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.56	0.67	1.45	1.51
每股净资产(最新摊薄)	2.92	5.92	6.72	7.64	8.95
估值比率					
P/E	104.7	85.3	61.1	42.5	29.8
P/B	16.9	8.3	7.3	6.5	5.5
EV/EBITDA	84.1	74.1	50.5	33.5	22.6

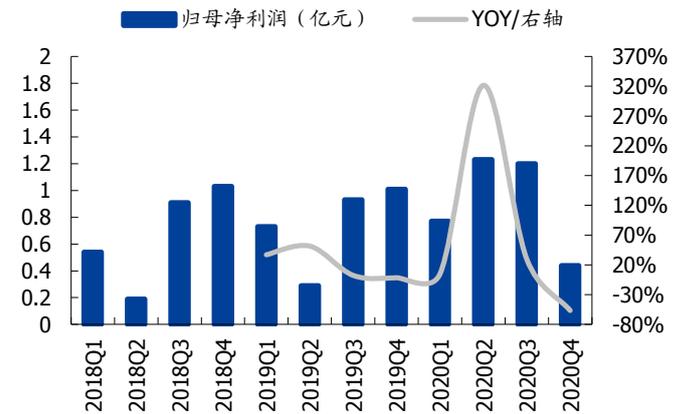
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司营收规模及增速



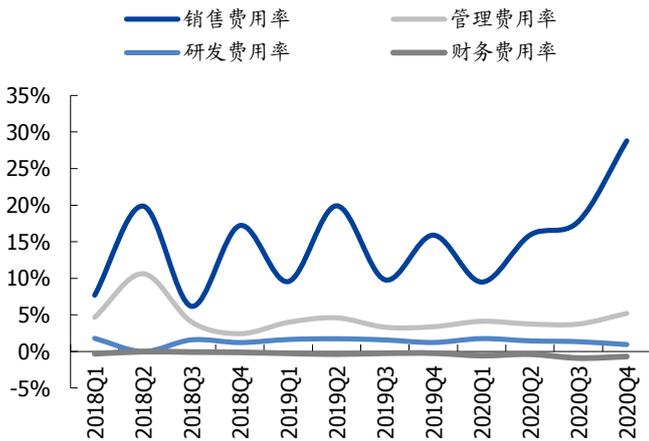
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司归母净利润规模及增速



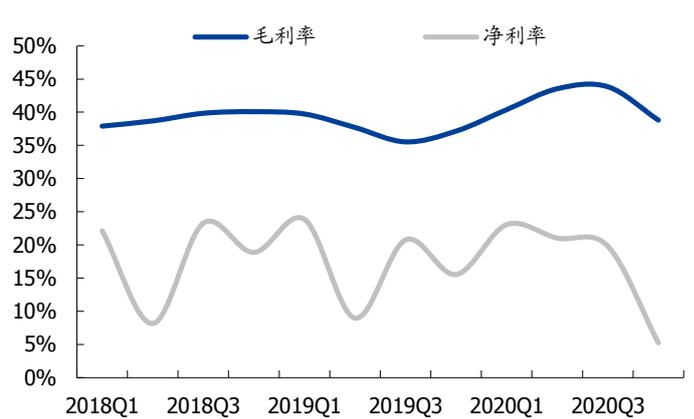
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司销售费用率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公司毛利率及净利率走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com