

## 公司研究

## Q4 受费用支出影响，长期有利于业绩增长

——天味食品（603317.SH）2020年度业绩点评

## 增持（维持）

当前价：49.30元

## 作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

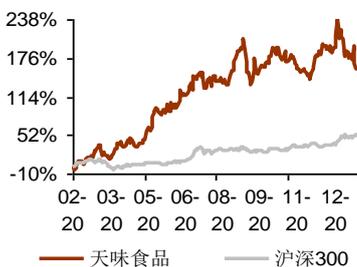
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	6.30
总市值(亿元):	310.81
一年最低/最高(元):	31.36/82.24
近3月换手率:	39.58%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.64	-33.66	13.13
绝对	-14.48	-36.79	50.08

资料来源：Wind

## 相关研报

业绩符合预期，渠道网络加速扩张——天味食品（605338.SH）2020年三季度报点评（2020-10-23）

高举高打，加速成长——天味食品（603317.SH）2020年中报点评（2020-08-19）

## 要点

**事件：**2021年3月30日，天味食品发布2020年年报。报告期内，公司实现营业收入/归母净利润23.65/3.64亿元，同比+36.90%/22.66%，扣非后归母净利润为3.09亿元，同比+18.68%。2020年Q4公司实现营业收入/归母净利润8.40/0.44亿元，同比+29.30%/-56.5%。

## 火锅底料保持高增，华北华东市场表现亮眼

(1)分产品看，2020年公司火锅底料/川调/香肠腊肉调料/鸡精分别实现营收12.20/9.48/1.0/0.46/亿元，同比+49.53%/+24.16%/+153.09%/+9.21%。2020Q4同比+48.93%/-9.00%/+187.29%/-9.33%。火锅底料/川调增速分化主要系公司营销资源投放偏重火锅底料，以及疫情后家庭用餐场景减少导致川调复购率回落所致。香肠腊肉调料高增主要因为2019Q4受猪瘟影响严重，导致同比基数较低。(2)分渠道看，2020年全年经销商/定制餐调/电商营收20.0/1.63/1.55亿元，同比+40.16%/-14.98%/+114.90%，电商渠道保持高增长。(3)分地区看，2020年公司在西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南实现营收6.84/4.59/4.64/1.82/2.46/1.57/1.49亿元，同比+45.50%/22.68%/58.70%/36.01%/56.01%/-4.84%/32.88%，华东和华北地区收入增长明显。(4)报告期内公司经销商数量净增加1780家至3001家，2020Q4净增加432家（其中华东净增加164家），公司继续推进经销商裂变并增加招商力度，全国性的渠道网络加速完善。

## Q4销售费用投放力度加大，净利率全年小幅下降

(1)2020年全年实现毛利率41.49%，同比+4.21pct。毛利率上升主要系原材料成本下降以及部分产品提价所致，2020年火锅底料/川料/香肠腊肉调料/鸡精的单价分别提升4.55%/23.44%/0.69%/-22.90%。(2)2020年销售费用率为20.05%，同比+6.11pct，主要由于四季度公司加大了广告费用投入；管理费用率为4.33%，同比+0.63pct，主要是因为出现0.17亿元的股权激励费用支出。(3)2020年全年实现净利率15.40%，同比-1.79pct，系广告费用和股权激励增加所致。

## 展望2021，品牌建设推广及激励措施助力长期增长

2021年是公司实施五年规划的第二年。2020年公司推出了36款火锅调料新品和11款中式菜品新品，公司继续加强品牌建设，预计广告费用投入力度加大；渠道上，公司继续发力电商渠道，同时经销商数量持续增加；此外公司食品、调味品生产基地扩建项目将在2021年投产，产能得到进一步释放。公司按照目标达成率分阶梯设置相应激励措施，增强了销售人员的工作积极性。我们看好公司品牌建设和激励措施效果，未来能够助力公司的长期增长。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司加大广告投放以及股权激励的费用支出，小幅下调 21-22 年营业收入预测至 31.35 亿元（下调 10.94%）和 40.59 亿元（下调 13.89%），下调 21-22 年归母净利预测至 4.25 亿元（下调 30.78%）和 5.24 亿元（下调 36.06%）；引入 23 年营收预测 51.49 亿元，归母净利预测 6.63 亿元。当前股价对应 2021/22/23 年 PE 为 73/59/47 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**原材料大幅波动、产品动销不及预期、食品安全问题。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,727	2,365	3,135	4,059	5,149
营业收入增长率	22.26%	36.90%	32.57%	29.48%	26.85%
净利润（百万元）	297	364	425	524	663
净利润增长率	11.39%	22.66%	16.57%	23.46%	26.49%
EPS（元）	0.72	0.58	0.67	0.83	1.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.12%	9.77%	10.62%	11.60%	12.79%
P/E	69	85	73	59	47
P/B	11.1	8.3	7.8	6.9	6.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-30

注：2019 年末股本为 4.13 亿股，2020 年因公积金转增、定增等原因致股本增加至 6.30 亿股。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,727	2,365	3,135	4,059	5,149
营业成本	1,083	1,383	1,833	2,377	3,026
折旧和摊销	24	28	42	52	65
税金及附加	15	19	31	41	51
销售费用	241	474	654	848	1,056
管理费用	64	102	143	188	239
研发费用	26	30	47	61	77
财务费用	-5	-15	-36	-36	-39
投资收益	29	35	15	18	20
营业利润	334	407	487	603	766
利润总额	346	428	497	613	776
所得税	49	64	72	89	112
净利润	297	364	425	524	663
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	297	364	425	524	663
EPS(元)	0.72	0.58	0.67	0.83	1.05

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	378	353	357	575	724
净利润	297	364	425	524	663
折旧摊销	24	28	42	52	65
净营运资金增加	-509	45	229	133	164
其他	565	-84	-338	-134	-168
投资活动产生现金流	-459	129	-629	-227	-180
净资本支出	-48	-198	-250	-220	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-411	327	-379	-7	20
融资活动现金流	403	1,566	-120	36	39
股本变化	41	217	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	52	260	-129	120	135
净现金流	321	2,047	-392	383	583

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	37.3%	41.5%	41.5%	41.4%	41.2%
EBITDA 率	18.8%	16.9%	15.0%	14.8%	15.0%
EBIT 率	17.4%	15.7%	13.6%	13.5%	13.7%
税前净利润率	20.1%	18.1%	15.8%	15.1%	15.1%
归母净利润率	17.2%	15.4%	13.5%	12.9%	12.9%
ROA	13.9%	8.5%	9.6%	10.3%	11.3%
ROE (摊薄)	16.1%	9.8%	10.6%	11.6%	12.8%
经营性 ROIC	45.1%	38.4%	28.4%	29.6%	32.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	14%	13%	10%	11%	12%
流动比率	5.95	6.70	8.56	7.49	6.97
速动比率	5.62	6.26	8.12	7.05	6.52
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,142	4,290	4,428	5,072	5,871
货币资金	676	2,729	2,337	2,720	3,303
交易性金融资产	940	650	1,000	1,000	1,000
应收帐款	11	11	12	16	21
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	3	13	9	12	15
存货	98	243	183	238	303
其他流动资产	0	15	15	15	15
流动资产合计	1,742	3,678	3,581	4,033	4,697
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	362	432	517	674	823
在建工程	0	76	176	165	122
无形资产	34	45	44	43	42
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	36	81	81	81
非流动资产合计	401	612	847	1,040	1,174
总负债	300	560	431	551	687
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	114	258	220	285	363
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	42	0	0	0	0
其他流动负债	-3	-3	4	14	25
流动负债合计	293	549	418	539	674
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	11	11	11	11
非流动负债合计	8	11	13	13	13
股东权益	1,842	3,730	3,997	4,521	5,184
股本	413	630	630	630	630
公积金	649	2,135	2,177	2,229	2,283
未分配利润	780	1,025	1,249	1,721	2,330
归属母公司权益	1,842	3,730	3,997	4,521	5,184
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	13.95%	20.05%	20.85%	20.90%	20.50%
管理费用率	3.70%	4.33%	4.55%	4.64%	4.64%
财务费用率	-0.26%	-0.64%	-1.15%	-0.88%	-0.75%
研发费用率	1.49%	1.29%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	14%	15%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.28	0.25	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.91	0.56	0.57	0.91	1.15
每股净资产	4.46	5.92	6.34	7.17	8.22
每股销售收入	4.18	3.75	4.97	6.44	8.17

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	69	85	73	59	47
PB	11.1	8.3	7.8	6.9	6.0
EV/EBITDA	58.8	70.6	60.4	46.8	36.0
股息率	0.6%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE