



2021-04-02

公司点评报告

买入/维持

天味食品(603317)

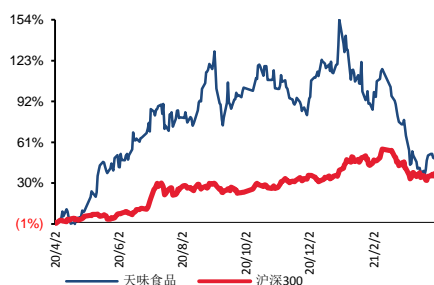
目标价: 60

昨收盘: 48.23

日常消费 食品、饮料与烟草

天味食品年报点评：品牌投入加大，期待厚积薄发

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	630/125
总市值/流通(百万元)	30,406/6,039
12个月最高/最低(元)	82.24/38.73

相关研究报告：

天味食品(603317)《天味食品三季报点评：渠道扩张不断推进，全年收入高增可期》--2020/10/27

天味食品(603317)《天味食品中报点评：内外机制变革，乘风破浪启航》--2020/08/24

天味食品(603317)《天味食品：渠道建设推动业绩增长，2020年再提高速发展目标》--2020/03/31

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

点评事件：天味食品发布 2020 年报，全年实现营收、归母净利润、归母扣非分别为 23.65 亿元、3.64 亿元、3.09 亿元，分别同比+36.9%、+22.66%、+18.68%；Q4 营收、归母净利润、归母扣非净利润为 8.40 亿元、0.44 亿元、0.13 亿元，分别同比+29.31%、-56.54%、-85.68%。**20 年收入增速满足限制性股票行权条件(30%)，不满足股票期权条件(50%)。**公司拟 10 转 2 派 2.5 元(含税)，分红比例 43%；公司制定 21 年目标，21 年收入、利润目标 30%、10%。

公司现金净额 3.53 亿元，同比下降 6.66%，主要是广告费支出大幅增加，其他科目均增速正常；预付款项 1804.33 万元，同比+47.96%，主要是预付原材料款增加所致；应付账款 2.58 亿元，同比+125.72%，主要是工程款和原材料采购增长；存货 2.43 亿元，同比+146.98%，主要是新品增加，经销商数量增加以及疫情备货影响所致，总体来看报表质量良好。

收入分析：战略倾斜，底料高增、川调放缓，经销商继续跑马圈地

2020 年公司实现营收 23.65 亿元，同比+30.9% (Q1: +9.21%; Q2: +80.73%; Q3: +35.13%; Q4: 29.31%)，Q4 增速略有放缓且川调负增长，主要原因是一方面公司资源向不辣汤等火锅底料倾斜，老品政策减少，另一方面四季度川调基数较高。

火锅底料持续高增，川调略降速。分产品来看，火锅底料销售 12.20 亿元，同比+49.53% (Q1: +4.03%; Q2: +98.19%; Q3: +49.94%; Q4: 48.93%)，川菜调料销售 9.47 亿元，同比+24.16 (Q1: +15.51%; Q2: +83.19%; Q3: +21.89%; Q4: -9%)，香肠腊肉调料销售 1 亿元，同比+153.09%，主要是猪价影响冬调消费。火锅底料延续高增长，川菜调料增速下滑，一方面与公司战略向不辣汤倾斜有关，另一方面与疫情影响鱼调料消费有关。2020 年公司新品上市 52 款历史最多，新品销量占比 19%。

公司大幅增加经销商，销售网络快速铺开。分渠道来看，经销商渠道销售增速良好，增长 40.16% (Q1: +11.27%; Q2: +89.68%; Q3: +33.38%; Q4: +33.02%)，主要是产品销售及新增经销商开拓，全年新增经销商

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：

1780家，截至20年底公司合作经销商达到3001家，其中大红袍经销商1043家。

公司电商渠道实现销售1.55亿元，同比+114.9%（Q1：+109.11%；Q2：+162.76%；Q3：+101.35%；Q4：+104.75%）；另外，定制餐调销售额仅次于经销商，销售1.63亿元，同比-14.98%（Q1：-69.54%；Q2：-39.01%；Q3：+35.03%；Q4：-13.67%），定制餐调受疫情影响Q4增速再次下降。

利润分析：调价及产品优化等因素毛利率提升，广告投放费用大幅增加

2020年公司归母净利润3.64亿元，同比+22.66%（Q1：+23.05%；Q2：+20.98%；Q3：+19.89%；Q4：+5.25%），四季度增速放缓主要是大额计提广告费用所致。

全年毛利率41.49%，同比提升4.21pct，主要是销量增长、调价因素、产品结构优化等因素影响。期间费用率25.02%，同比增加6.15pct，其中销售费用率增加6.11pct，主要是公司聘请代言人、冠名电视节目等造成广告费大幅增加。净利率15.4%，同比下降1.79pct。

短中期展望：高筑墙广积粮后称王，渠道+营销积蓄力量厚积薄发

双轮驱动战略开启，公司收入增长步入新台阶。20年公司启动“双轮驱动”品牌战略，重新定位，好人家定位中高端，品牌为纲，注重品牌传播费用投放，大红袍定位中低端，渠道为王，注重市场基础建设和渠道运营，随着双轮驱动的开启，公司收入增长将步入新台阶。

广宣投入加大，短期费用增加，长期品牌力增强。20年为公司的品牌大传播元年，未来几年公司将持续加大品牌投入，品牌投入达到6%-7%，后期随着收入增大品牌力增强，品牌投入逐步减少。同时渠道、行销费用等比例保持相对稳定，占比约22%。短期来看费用支出会影响当年利润，但长期有利于公司品牌力提升，拉动销售收入增长。

公司进行组织架构调整，成立战略市场中心，为新品研发、品宣提供支持。公司撤销品牌中心设置，成立战略市场中心，主要为支持公司战略规划，承接前战略委员会工作，同时进行研究消费者行为以及公司的品牌传播等研究工作，该部门的设立，将为公司新品开发、品牌宣传提供强有力支持，为打造公司核心竞争力提供保障。

展望21年，公司制定21年目标，收入、利润目标分别为30%、10%，我们认为利润目标略低，主要是21年公司预计继续加大品牌投入、加强渠道建设，以营销渠道驱动收入增长，且21年品牌投放较20年有

适度提升，预计利润略承压。

盈利预测与评级：我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 31 亿、40 亿、52 亿，分别同比增长 31%、30%、28%，利润分别为 4 亿、5.8 亿、8.2 亿元，分别增长 12%、42%、42%，对应 EPS 分别为 0.64 元、0.92 元、1.31 元，我们按照 2022 年业绩给予 65x 估值（PEG 近 2），目标价 60 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；销售环境恶化；原材料等成本快速上升；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2365	3105	4023	5167
增长率 (%)	37%	31%	30%	28%
净利润(百万元)	364	407	578	824
增长率 (%)	23%	12%	42%	42%
摊薄每股收益(元)	0.58	0.64	0.92	1.31

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。