

日期: 2021年04月13日

行业: 食品饮料


**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

**基本数据 (2021.4.9)**

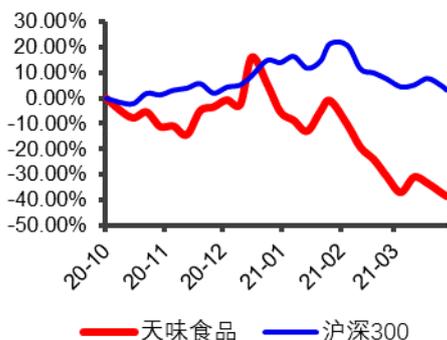
报告日股价 (元)	44.65
12mth A 股价格区间 (元)	32.09-82.24
总股本 (百万股)	630.44
无限售 A 股/总股本	19.86%
流通市值 (亿元)	55.91
每股净资产 (元)	5.92
PBR (X)	7.55

**主要股东 (2020.12.31)**

邓文	64.47%
唐璐	10.35%
易方达中小盘混合型证券投资基金	1.87%
香港中央结算有限公司	1.8%
景顺长城新兴成长混合型证券投资基金	1.43%

**收入结构 (2020)**

火锅底料	51.6%
川菜调料	40.1%
香肠腊肉调料	4.2%
鸡精	1.9%
香辣酱	1.6%
其他	0.6%

**最近 6 个月股票与沪深 300 比较****相关报告:**

《天味食品 (603317) 2020 年三季报点评: 业绩保持强劲增长, 经销商体系快速扩张》

《天味食品 (603317) 动态点评: 定增募资顺利, 把握复调风口加快发展》

# 收入实现高增, 加码品牌和渠道建设

**■ 公司动态事项**

公司发布2020年年报, 全年实现营业收入23.65亿元/+36.90%, 归属净利润为3.64亿元/+22.66%, 扣非归属净利润为3.09亿元/+18.68%。其中, 20Q4收入8.40亿元/+29.3%, 归属净利润为4411万元/-56.5%。公司拟每10股派现2.5元并转增2股。

**■ 事项点评****20H2 火锅底料高增速延续, 经销商渠道快速拓展**

分品类看, 火锅底料收入 12.20 亿元/+49.5%, Q3-Q4 同比增速保持在 49% 左右, 延续高速增长态势; 川菜调料收入 9.48 亿元/+24.2%, 其中 Q4 收入 2.28 亿元/-9%, 主要系鱼调料产品增速放缓; 此外香肠腊肉调料收入约 1 亿元、增长约 1.5 倍。分渠道看, 经销商渠道收入约 20 亿元/+40%, 占比 84.6%, 年底经销商数量达 3001 家、净增 1780 家; 定制餐调收入 1.63 亿元/-15%, 占比由 19 年的 11.1% 降至 6.9%; 电商高速增长, 收入 1.55 亿元/+115%, 占比 6.6%; 直营商超收入约 2000 万元/+40%。分地区看, 西南/华中/华东是公司销售的核心区域, 收入分别为 6.84/4.59/4.64 亿元, 华东、西南增速达 40-50% 以上, 华中 Q4 增速放缓至 6.3%, 华北、西北、华南收入在 1.5-2.5 亿左右、快速增长, 东北收入 1.57 亿元、增速同比下滑。

**价升驱动毛利率改善, 加大品牌宣传**

公司综合毛利率为 41.5%/+4.2pct, 其中火锅底料 41.3%/+4.6pct、川调 41.5%/+2.8pct, 毛利率显著提升, 一是销量增加提高产能利用率、二是低毛利率的餐调收入占比下降、产品结构变化、三是提价。综合影响下, 火锅底料和川调的吨价分别同比增长 4.5%、23.4%。销售费用率为 20.1%/+6.1pct, 其中广告费率 5.2%/+4.5pct、促销费 4.0%/+1.8pct, 管理费用率为 4.3%/+0.6pct, 主要系增加了股权激励费用, 剔除该影响管理费用率为 3.6%/-0.1pct。由于毛销差下降, 公司净利率同比下降 1.8pct 至 15.4%, 其中 20Q4 净利率为 5.3%/-10.4pct, 主要系 Q4 销售费用率大幅上升。

**份额诉求下收入高增指向不改, 组织架构优化**

公司计划 2021 年营收增长不低于 30%、净利润增长不低于 15%, 更追求市场份额的提升。公司将坚持“好人家”“大红袍”双品牌驱动营销战略, 今年继续扩大经销商队伍、保障 C 端的快速增长; 定制餐调预计随着餐饮业恢复将在去年低基数的情况下获得较好增势, 未来公司将聚焦头部餐饮企业提供深度定制服务; 电商和直营商超等渠道将持续发力, 完善公司全渠道布局。同时公司深化组织变革, 成立了“战略市场中心”, 全面引领战略、品牌、营销和产品创新

**■ 投资建议**

我们预计 2021-2023 年公司归属净利润分别为 4.33/5.71/7.44 亿元, 对应 EPS 分别为 0.69/0.91/1.18 元/股, 对应 PE 分别为 65/49/38 倍 (按

2021/4/9 收盘价计算)。维持“增持”评级。

### ■ 风险提示

食品质量安全风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、产品销售增速下滑风险、全国渠道拓展不及预期等。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2364.66	3191.61	4173.21	5293.46
年增长率		34.97%	30.76%	26.84%
归属于母公司的净利润	364.27	433.38	571.26	744.30
年增长率		18.97%	31.81%	30.29%
每股收益 (元)	0.58	0.69	0.91	1.18
PER (X)	77.3	65.0	49.3	37.8

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/4/9 收盘价）

**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2729	2800	3161	3593
交易性金融资产	650	650	650	650
应收账款及应收票据	11	18	22	28
存货	243	286	373	472
预付账款	18	23	31	39
其他流动资产	28	27	34	37
流动资产合计	3678	3803	4271	4818
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	432	647	785	872
无形资产	45	41	37	31
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	22	22	22	22
其他非流动资产	112	140	173	211
<b>资产总计</b>	<b>4290</b>	<b>4654</b>	<b>5287</b>	<b>5954</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	258	277	412	489
预收账款	0	39	26	49
应付职工薪酬	36	49	64	81
应交税费	36	53	67	87
其他流动负债	219	219	336	390
流动负债合计	549	637	905	1096
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	<b>560</b>	<b>648</b>	<b>916</b>	<b>1107</b>
归属于母公司所有者权益	3730	4005	4371	4847
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>3730</b>	<b>4005</b>	<b>4371</b>	<b>4847</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>4290</b>	<b>4654</b>	<b>5287</b>	<b>5954</b>

**财务比率分析**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.58	0.69	0.91	1.18
BVPS	5.92	6.74	7.82	9.22
PE	142.33	64.95	49.28	37.82
PEG	6.28	3.42	1.55	1.25

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2365</b>	<b>3192</b>	<b>4173</b>	<b>5293</b>
营业成本	1383	1896	2478	3130
毛利	981	1296	1695	2163
税金及附加	19	26	34	43
销售费用	474	677	876	1101
管理费用	102	137	167	201
研发费用	30	48	58	69
财务费用	-15	-41	-45	-51
资产减值损失	-7	-1	-2	-2
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	9	10	13	16
投资收益	35	38	44	48
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>407</b>	<b>496</b>	<b>658</b>	<b>862</b>
营业外收支	21	13	13	13
<b>利润总额</b>	<b>428</b>	<b>509</b>	<b>671</b>	<b>875</b>
所得税费用	64	76	100	130
净利润	364	433	571	744
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>364</b>	<b>433</b>	<b>571</b>	<b>744</b>
少数股东损益	0	0	0	0

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>353</b>	<b>475</b>	<b>892</b>	<b>1122</b>
投资	290	0	0	0
资本性支出	-198	-285	-369	-470
其他	37	38	44	48
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>129</b>	<b>-247</b>	<b>-326</b>	<b>-423</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	1683	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-116	-158	-206	-268
其他	-1	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1566</b>	<b>-158</b>	<b>-206</b>	<b>-268</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2047</b>	<b>71</b>	<b>361</b>	<b>432</b>

数据来源: wind, 上海证券研究所

## 分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。