

天味食品 (603317)

证券研究报告

2021年04月28日

品牌和渠道建设加速推进，天味领先优势有望强化

事件：公司发布 2021 年一季报，2021Q1 实现营收 5.22 亿元，同比增长 56.21%，实现净利 0.8 亿元，同比增长 4.13%。收入超预期，利润符合预期。

品牌和渠道网络建设加速推进，底料和川调优势持续夯实。公司 2021Q1 实现营收 5.22 亿元，同比+56.21%，营收大幅增长。营收高增主因一是底料业务的高速增长和川调业务的恢复。公司一季度火锅底料业务相比去年同期增长 84.53%至 2.49 亿元，一方面与去年同期低基数有关，另一方面也 与公司全国化和新品拓张、品牌势能提升有关。而川调业务受疫情影响鱼 调料等的需求，使得增速较底料低，一季度同比增长 36.08%至 2.41 亿元。 二是公司经销商势能提升，一季度新增经销商 183 家至 3184 家，经销商 渠道营收同比增长 49.62%至 4.23 亿元，去年新开拓的经销商今年在逐步培 育，势能有望持续释放。三是餐饮的恢复带动定制餐调业务的高增，一季 度实现 0.46 亿元，同比+410.22%。分区域看，西南/华中/华东地区 2021Q1 分别实现营收 1.49/0.88/1.25 亿元，同比+25.56%/52.70%/97.82%，主力区 域持续精耕细作；相对弱势区域同样增长迅猛，华北/东北地区营收同比 +94.05%/83.48%，全国化拓展呈现加速态势。整体来看，公司一季度收入 增速超预期，展望二季度，我们认为随着公司一季度库存的去化和调整， 二季度边际有望持续向上。

利润端整体表现平稳，辩证看待公司费用投放。公司一季度毛利率较去年 同期下滑 2pcts 至 38%，我们判断一是由于一季度渠道库存调整，促销增 加；二是原材料成本上涨，2021Q1 食用油、大豆、辣椒、玻璃、瓦楞纸等 原料价格均出现不同程度的上涨；三是定制餐调业务占比提升所致。期间 费用方面，公司 2021Q1 投入销售费用/管理费用（含研发）/财务费用分别 为 0.94/0.24/-0.14 亿元，对应销售费用率/管理费用率（含研发）/财务费 用率分别同比+8.45/-1.32/-2.08pcts 至 17.93%/4.58%/-2.64%。销售费用同比 增长 195.29%，主因公司广告费用和促销费用提升所致。利润端整体表现 较为平稳，今年公司仍将加大品牌费用投放，建立品牌势能，强化渠道网 络，建议辩证看待费用投放。

复合调味品为长期优质赛道，持续看好龙头公司天味。近期随着颐海和天 味股价的调整，市场对复合调味品赛道景气度和竞争格局有所担忧，但我 们认为复合调味品高景气仍存，市场进入者和赛道成长性并存，短期市场 竞争的加剧或造成龙头颐海和天味的短暂波动，但二者的领先优势在其品 牌和渠道力的加持下，有望延续。天味作为复合调味品龙头，将充分把握 行业快速发展阶段，通过加速全国化布局 and 品牌建设，逐步形成规模化优 势。展望 21 年，公司在渠道势能释放、经销商开拓以及新品放量等基础上， 仍有望实现快速增长。随着行业竞争的加剧，公司在发展过程中或面临一 定的不确定性因素，但随着公司规模提升，品牌和渠道的领先优势有望 持续夯实，在波动中走向沉稳发展。

盈利预测：我们预计公司 2021-2023 年实现营收 32.85/45.22/61.20 亿元， 同比+38.91%/37.65%/35.35%，实现归母净利润 4.32/5.68/7.83 亿元，同比 +18.59%/31.48%/37.89%，EPS 分别为 0.69/0.90/1.24 元，维持公司“买入” 评级。

风险提示：新品推广不及预期，全国化进程缓慢，食品安全风险等。

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	42.98 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	630.44
流通 A 股股本(百万股)	125.21
A 股总市值(百万元)	27,096.50
流通 A 股市值(百万元)	5,381.73
每股净资产(元)	6.05
资产负债率(%)	12.52
一年内最高/最低(元)	82.24/38.46

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
吴文德	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520070003	
wuwende@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天味食品-年报点评报告:费用投放 力保领先优势，波动中走向沉稳发展》 2021-04-02
- 《天味食品-公司点评:积极动销驱散 悲观预期，质疑声中洞见未来需坚定》 2021-03-05
- 《天味食品-公司点评:新品推广持续 提速，经销商势能亟待释放》 2021-01-22

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,727.33	2,364.66	3,284.79	4,521.51	6,119.81
增长率(%)	22.26	36.90	38.91	37.65	35.35
EBITDA(百万元)	376.83	455.21	494.74	655.18	903.32
净利润(百万元)	296.97	364.27	431.97	567.96	783.16
增长率(%)	11.39	22.66	18.59	31.48	37.89
EPS(元/股)	0.47	0.58	0.69	0.90	1.24
市盈率(P/E)	91.24	74.39	62.73	47.71	34.60
市净率(P/B)	14.71	7.27	6.63	6.05	5.40
市销率(P/S)	15.69	11.46	8.25	5.99	4.43
EV/EBITDA	44.93	106.35	47.74	35.25	24.93

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	676.30	2,728.85	2,807.54	3,327.76	3,895.26
应收票据及应收账款	11.17	11.18	5.25	16.86	12.04
预付账款	12.19	18.04	45.85	23.84	72.81
存货	98.28	242.72	183.23	372.42	317.95
其他	943.73	677.59	819.57	727.57	737.31
流动资产合计	1,741.67	3,678.38	3,861.44	4,468.44	5,035.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	361.89	432.12	503.32	575.22	783.29
在建工程	0.00	75.89	98.20	198.63	37.95
无形资产	34.25	44.71	42.17	39.60	37.01
其他	4.50	58.89	22.83	28.74	36.82
非流动资产合计	400.64	611.61	666.52	842.19	895.07
资产总计	2,142.31	4,289.98	4,527.96	5,310.63	5,930.44
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	114.40	258.21	125.14	415.88	333.65
其他	178.28	290.95	305.97	405.72	566.85
流动负债合计	292.68	549.17	431.11	821.60	900.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.72	11.16	9.01	9.29	9.82
非流动负债合计	7.72	11.16	9.01	9.29	9.82
负债合计	300.40	560.33	440.12	830.90	910.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	413.16	630.44	630.44	630.44	630.44
资本公积	486.16	1,968.15	1,968.15	1,968.15	1,968.15
留存收益	1,428.76	3,159.34	3,457.40	3,849.29	4,389.67
其他	(486.16)	(2,028.27)	(1,968.15)	(1,968.15)	(1,968.15)
股东权益合计	1,841.92	3,729.66	4,087.84	4,479.73	5,020.12
负债和股东权益总计	2,142.31	4,289.98	4,527.96	5,310.63	5,930.44

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	296.97	364.27	431.97	567.96	783.16
折旧摊销	24.17	27.61	32.33	34.76	40.48
财务费用	0.00	0.05	(24.89)	(27.58)	(32.47)
投资损失	(28.71)	(34.93)	(26.36)	(30.00)	(20.50)
营运资金变动	580.03	(5.66)	(191.77)	299.38	72.57
其它	(494.50)	1.44	(3.25)	1.29	0.65
经营活动现金流	377.96	352.79	218.03	845.80	843.89
资本支出	38.58	180.76	125.45	204.23	84.76
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(497.80)	(52.22)	(215.88)	(381.34)	(150.83)
投资活动现金流	(459.22)	128.54	(90.43)	(177.11)	(66.08)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	493.86	1,654.36	85.01	27.58	32.47
其他	(91.19)	(88.23)	(133.91)	(176.07)	(242.78)
筹资活动现金流	402.67	1,566.13	(48.90)	(148.48)	(210.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	321.40	2,047.46	78.70	520.21	567.50

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,727.33	2,364.66	3,284.79	4,521.51	6,119.81
营业成本	1,083.25	1,383.50	1,916.77	2,632.01	3,550.45
营业税金及附加	15.34	19.19	26.28	35.27	45.90
营业费用	240.89	474.19	727.38	1,021.86	1,364.72
管理费用	63.91	102.32	137.96	189.90	244.79
研发费用	25.76	30.39	39.42	56.52	76.50
财务费用	(4.55)	(15.21)	(24.89)	(27.58)	(32.47)
资产减值损失	(0.01)	(7.22)	(2.32)	(3.18)	(4.24)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(3.25)	1.29	0.65
投资净收益	28.71	34.93	26.36	30.00	20.50
其他	(59.69)	(64.36)	(46.23)	(62.59)	(42.30)
营业利润	333.72	406.93	487.31	648.00	895.31
营业外收入	14.33	28.74	18.94	20.67	22.78
营业外支出	1.62	7.61	3.95	4.40	5.32
利润总额	346.43	428.05	502.30	664.27	912.78
所得税	49.45	63.78	70.32	96.32	129.61
净利润	296.97	364.27	431.97	567.96	783.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	296.97	364.27	431.97	567.96	783.16
每股收益(元)	0.47	0.58	0.69	0.90	1.24

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	22.26%	36.90%	38.91%	37.65%	35.35%
营业利润	11.40%	21.94%	19.75%	32.98%	38.17%
归属于母公司净利润	11.39%	22.66%	18.59%	31.48%	37.89%
获利能力					
毛利率	37.29%	41.49%	41.65%	41.79%	41.98%
净利率	17.19%	15.40%	13.15%	12.56%	12.80%
ROE	16.12%	9.77%	10.57%	12.68%	15.60%
ROIC	36.26%	150.76%	136.23%	86.86%	155.79%
偿债能力					
资产负债率	14.02%	13.06%	9.72%	15.65%	15.35%
净负债率	-36.72%	-73.17%	-68.68%	-74.28%	-77.59%
流动比率	5.95	6.70	8.96	5.44	5.59
速动比率	5.62	6.26	8.53	4.99	5.24
营运能力					
应收账款周转率	220.07	211.61	400.00	409.09	423.53
存货周转率	15.75	13.87	15.42	16.27	17.73
总资产周转率	0.98	0.74	0.75	0.92	1.09
每股指标(元)					
每股收益	0.47	0.58	0.69	0.90	1.24
每股经营现金流	0.60	0.56	0.35	1.34	1.34
每股净资产	2.92	5.92	6.48	7.11	7.96
估值比率					
市盈率	91.24	74.39	62.73	47.71	34.60
市净率	14.71	7.27	6.63	6.05	5.40
EV/EBITDA	44.93	106.35	47.74	35.25	24.93
EV/EBIT	48.01	113.21	51.08	37.22	26.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com