

证券研究报告—动态报告

食品饮料

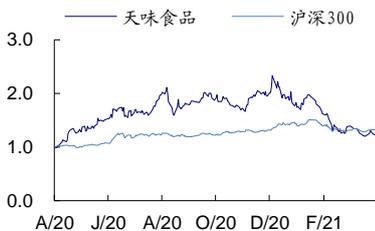
天味食品(603317)
买入

饮料

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 28 日

一年该股与沪深 300 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)	27,097/5,382
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	82.24/38.46

相关研究报告:

《天味食品-603317-2020 年年度报告点评: 渠道裂变动助收入增长, 持续发力品牌建设》——2021-04-01

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
Q1 营收超预期, 费投增加利在长远
● Q1 营业收入高增长, 底料、川调持续发力

天味 21Q1 实现营收 5.2 亿元 (+56.2%), 归母净利润 0.8 亿元 (+4.1%), 收入超预期。分产品看, 火锅调料/中式菜品调料/香肠腊味调料收入分别为 2.5/2.4/0.8 亿元, 同比+84.5%/36.1%/376.6%, 收入高增主要系 20Q1 受疫情影响基数较低, 同时公司品牌知名度持续提升, 渠道扩张提速。分渠道看, Q1 经销商/定制餐调/电商收入分别为 4.2/0.5/0.4 亿元, 同比+49.6%/410.2%/25.2%, 定制餐调高增主要系疫情影响消退, 餐饮消费超预期恢复; 公司也持续进行经销商渠道拓展, 截止到 Q1 公司经销商数量达到 3184 家, 环比增加 183 家。

● 销售费用增加拖累短期利润表现, 但利于长期业绩增长

21Q1 公司毛利率同比下降 2.70pct 至 37.7%, 预计主要系公司 Q1 对渠道库存进行调整, 促销增加; 同时低毛利定制餐调业务恢复性增长所致。公司销售费用率同比大幅提升 8.45pct 至 17.9%, 主要系公司持续发力品牌、渠道建设, 积极改善员工薪酬水平, 公司员工薪酬、广告费用支出大幅提升。受销售费用率大幅提升拖累, 公司 Q1 利润增速低于收入增速, 净利率同比下滑 7.68pct 至 15.4%。

● 理性看待费用投放, 天味全国化已在途中

近日公司官宣周笔畅作为好人家“品牌大使”, 并赞助浙江卫视《为歌而赞》等综艺, 预计公司将加大费用投入, 销售费用率仍将保持较高水平。我们认为, 复合调味品目前处于跑马圈地期收入的高质量增长比利润更重要。目前看, 天味全国化已在途中, 未来随着公司品牌影响力的提升和渠道网络的不断完善, 公司收入仍将保持快速增长。

● 风险提示: 渠道扩张低于预期; 原材料成本大幅波动; 行业竞争加剧。
● 投资建议: 底料、川调优势强化, 维持“买入”评级

天味作为复合调味品龙头, 通过大红袍+好人家双轮驱动, 底料、川调优势不断强化。预计 21-23 年归母净利润为 4.5/6.0/7.9 亿元, 同比增长 23%/34%/32%, EPS=0.71/0.95/1.25 元, 当前股价对应 21-23 年 PE 为 61/45/34 倍, 维持“买入”评级。

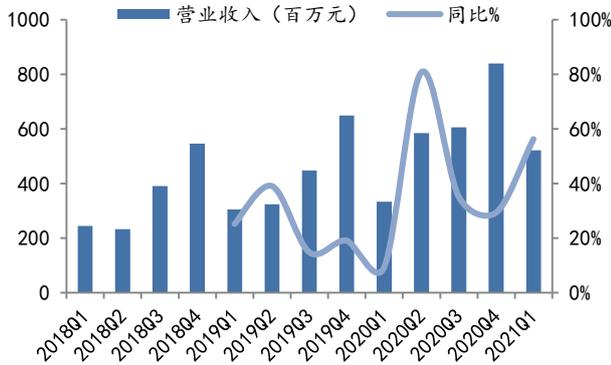
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,727	2,365	3,119	3,982	4,925
(+/-%)	22.3%	36.9%	31.9%	27.7%	23.7%
净利润(百万元)	297	364	448	600	790
(+/-%)	11.4%	22.7%	23.0%	33.8%	31.7%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.58	0.71	0.95	1.25
EBIT Margin	18.8%	16.3%	13.6%	15.1%	16.5%
净资产收益率(ROE)	16.1%	9.8%	11.1%	13.4%	15.7%
市盈率(PE)	59.8	74.4	60.5	45.2	34.3
EV/EBITDA	51.9	67.0	57.7	40.8	30.5
市净率(PB)	9.6	7.3	6.7	6.1	5.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

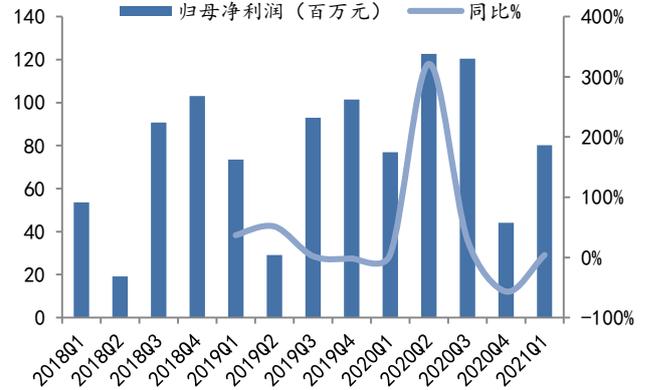
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 天味食品分季度营业收入及同比增速



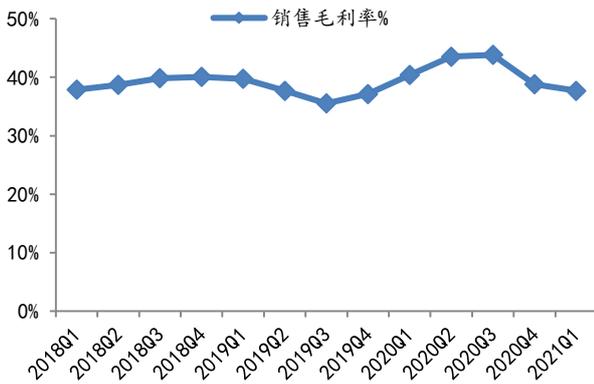
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 天味食品分季度归母净利润及同比增速



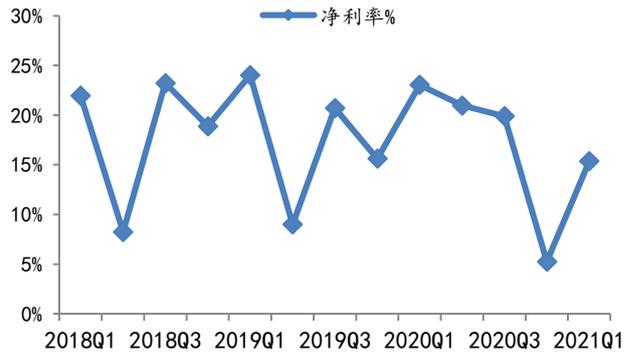
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 天味食品分季度毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 天味食品分季度净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 4 月 27 日)

股票代码	简称	PE(TTM)	股价 (元)	EPS			PE			总市值 (亿元)
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
603317	天味食品	74.4	42.98	0.71	0.94	1.26	60.83	45.77	34.13	270.97
可比公司:										
1579.HK	颐海国际	74.8	75.10 港元	1.24	1.64	2.15	50.57	38.26	29.23	786.22 港元
300999	金龙鱼	68.0	75.30	1.42	1.65	1.90	53.05	45.56	39.59	4,082.46
603288	海天味业	82.7	163.33	2.37	2.84	3.37	68.99	57.53	48.46	5,292.62
600305	恒顺醋业	59.6	18.69	0.37	0.43	0.49	51.18	43.71	38.21	187.45
600872	中炬高新	44.1	49.23	1.27	1.55	1.86	38.66	31.82	26.50	392.18
603027	千禾味业	121.6	32.03	0.46	0.62	0.73	69.77	51.89	43.73	213.22
平均		75.1					55.37	44.80	37.62	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 除颐海国际、海天外, 其他可比公司 EPS、PE 等数据取自 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2729	2629	2611	2945	营业收入	2365	3119	3982	4925
应收款项	24	31	38	46	营业成本	1383	1821	2276	2772
存货净额	243	304	366	431	营业税金及附加	19	27	34	42
其他流动资产	33	31	40	49	销售费用	474	688	875	1062
流动资产合计	3678	3795	4055	4571	管理费用	102	130	147	177
固定资产	508	845	1158	1350	财务费用	(15)	(67)	(65)	(69)
无形资产及其他	45	43	41	39	投资收益	35	26	27	29
投资性房地产	59	59	59	59	资产减值及公允价值变动	7	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(36)	(30)	(50)	(57)
资产总计	4290	4741	5313	6019	营业利润	407	516	692	913
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	21	11	12	15
应付款项	258	319	378	431	利润总额	428	527	704	928
其他流动负债	291	365	455	553	所得税费用	64	78	105	138
流动负债合计	549	684	833	983	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	364	448	600	790
其他长期负债	11	14	17	20					
长期负债合计	11	14	17	20	现金流量表 (百万元)				
负债合计	560	698	850	1003	净利润	364	448	600	790
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	7	6	4	3
股东权益	3730	4043	4463	5016	折旧摊销	28	59	84	106
负债和股东权益总计	4290	4741	5313	6019	公允价值变动损失	(7)	0	0	0
					财务费用	(15)	(67)	(65)	(69)
关键财务与估值指标					营运资本变动	38	77	78	75
每股收益	0.58	0.71	0.95	1.25	其它	(7)	(6)	(4)	(3)
每股红利	0.18	0.21	0.29	0.38	经营活动现金流	423	584	762	971
每股净资产	5.92	6.41	7.08	7.96	资本开支	(185)	(400)	(400)	(300)
ROIC	17%	20%	66%	73%	其它投资现金流	290	(150)	(200)	(100)
ROE	10%	11%	13%	16%	投资活动现金流	105	(550)	(600)	(400)
毛利率	41%	42%	43%	44%	权益性融资	1683	0	0	0
EBIT Margin	16%	14%	15%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	15%	17%	19%	支付股利、利息	(116)	(134)	(180)	(237)
收入增长	37%	32%	28%	24%	其它融资现金流	73	0	0	0
净利润增长率	23%	23%	34%	32%	融资活动现金流	1525	(134)	(180)	(237)
资产负债率	13%	15%	16%	17%	现金净变动	2053	(100)	(18)	334
息率	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	676	2729	2629	2611
P/E	74.4	60.5	45.2	34.3	货币资金的期末余额	2729	2629	2611	2945
P/B	7.3	6.7	6.1	5.4	企业自由现金流	209	96	273	574
EV/EBITDA	67.0	57.7	40.8	30.5	权益自由现金流	295	153	329	633

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032