

2021年07月05日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

激励目标合理，稳健增长可期 买入（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,365	3,084	3,959	5,068
同比（%）	36.9%	30.4%	28.4%	28.0%
归母净利润（百万元）	364	420	506	639
同比（%）	22.7%	15.2%	20.5%	26.2%
每股收益（元/股）	0.58	0.67	0.80	1.01
P/E（倍）	56.97	49.44	41.03	32.50

事件：7月1日，公司发布2021年股票期权与限制性股票激励计划（草案），拟授予140名中层管理人员总计210万份权益，约占总股本0.27%。本计划包括两部分：1）股票期权：2万份股票期权，约占总股本0.003%，行权价29.77元/份；2）限制性股票：208万股限制性股票，约占总股本0.27%，授予价格为14.89元/股。

投资要点：

- **维持收入高增目标，较上期计划向后滚动一期，彰显公司扩张决心。**本次激励以限制性股票方式为主，限制性股票与期权解锁目标一致，21/22营收同比增长不低于24%/25%，即收入分别不低于29.33/36.66亿，相比上次限制性股票解锁目标（20/21年收入分别不低于22.45/29.19亿元），对21年收入目标基本一致，相比于上次期权解锁目标略低（20/21年收入分别不低于25.91/38.86亿元）。此外，公司内部薪酬、奖金等考核目标仍是基于30%的增长目标。综合看，在当前复合料库存较高、竞争加剧背景下，目标仍属于较高水平，彰显公司推进全国化扩张的决心。本次激励计划需摊销总费用预计约2,433万元，对应21~23年分别摊销608/1,419/406万元，摊销影响相对有限。
- **着重激励销售中坚力量，有效扩大激励覆盖面，进一步绑定共同利益。**本次激励计划覆盖140名中层管理人员，以销售核心中层人员及新加入管理人员为主，其中股票期权授予对象2人，为子公司成员，负责投资相关业务，限制性股票授予对象138人，以主业营销人员为主，本次激励着重考虑销售端，提升积极性，且不包括前次已参与限制性股票激励对象，有效扩大激励覆盖面，并进一步绑定核心中高层利益。
- **H1渠道梳理逐现成效，中长期品牌/渠道/产能拓展稳步推进。**21H1公司持续梳理渠道，消化库存，当前已渐显成效，根据终端及渠道跟踪，产品新鲜度边际改善明显，渠道库存持续消化。随H2旺季来临，需求回暖、动销加速，我们预计环比将有改善明显。中长期看，公司为复合料赛道率先跑马圈地的龙头，持续推进渠道下沉与裂变，经销商数量大幅增长，虽然短期渠道机制需要理顺，但是中长期看先发优势明显，同时公司大力投入广宣塑造品牌形象，竞争壁垒将进一步巩固。产能上，随公司19万吨新产能逐步投产，将为快速扩张提供有力支撑。
- **盈利预测与投资评级：股权激励维持较高目标，上半年持续梳理库存，下半年旺季叠加渠道理顺，收入有望加速，给予“买入”评级。**我们给予21-23年EPS预测为0.67/0.80/1.01元，当前股价对应PE分别为49/41/33倍，考虑公司在成长性赛道加速跑马圈地，看好中长期竞争优势进一步巩固，给予目标价48元，对应22年60倍PE，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格波动，销售不达预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.92
一年最低/最高价	27.25/68.15
市净率(倍)	5.44
流通A股市值(百万元)	6076.16

基础数据

每股净资产(元)	6.05
资产负债率(%)	12.52
总股本(百万股)	756.53
流通A股(百万股)	184.57

相关研究

天味食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,678	3,782	4,183	4,507	营业收入	2,365	3,084	3,959	5,068
现金	2,729	2,866	3,079	3,393	减:营业成本	1,383	1,810	2,336	3,005
应收账款	11	18	19	28	营业税金及附加	19	33	38	47
存货	243	203	372	368	营业费用	474	626	824	1,044
其他流动资产	696	695	713	716	管理费用	102	139	178	228
非流动资产	612	778	959	1,170	研发费用	30	47	60	68
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-15	-22	-26	-26
固定资产	432	611	800	1,015	资产减值损失	7	7	7	7
在建工程	76	64	57	54	加:投资净收益	35	23	25	28
无形资产	45	43	43	42	其他收益	9	9	9	9
其他非流动资产	59	59	59	59	资产处置收益	0	-0	0	0
资产总计	4,290	4,560	5,142	5,677	营业利润	407	476	577	731
流动负债	549	557	802	878	加:营业外净收支	21	14	15	16
短期借款	0	0	0	0	利润总额	428	491	591	747
应付账款	258	229	400	410	减:所得税费用	64	71	85	109
其他流动负债	291	327	402	468	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	11	11	11	11	归属母公司净利润	364	420	506	639
长期借款	0	0	0	0	EBIT	346	407	502	650
其他非流动负债	11	11	11	11	EBITDA	374	438	545	707
负债合计	560	568	813	889	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.58	0.67	0.80	1.01
归属母公司股东权益	3,730	3,992	4,329	4,788	每股净资产(元)	5.92	6.33	6.87	7.59
负债和股东权益	4,290	4,560	5,142	5,677	发行在外股份(百万股)	630	757	757	757
					ROIC(%)	93.0%	78.7%	75.8%	78.2%
					ROE(%)	9.8%	10.5%	11.7%	13.3%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	41.5%	41.3%	41.0%	40.7%
经营活动现金流	353	447	554	709	销售净利率(%)	15.4%	13.6%	12.8%	12.6%
投资活动现金流	129	-175	-199	-240	资产负债率(%)	13.1%	12.5%	15.8%	15.7%
筹资活动现金流	1,566	-135	-143	-154	收入增长率(%)	36.9%	30.4%	28.4%	28.0%
现金净增加额	2,047	137	213	315	净利润增长率(%)	22.7%	15.2%	20.5%	26.2%
折旧和摊销	28	31	43	57	P/E	56.97	49.44	41.03	32.50
资本开支	199	166	181	211	P/B	5.56	5.20	4.79	4.33
营运资本变动	1	41	57	67	EV/EBITDA	57.59	48.81	38.83	29.52

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>