

天味食品 (603317.SH)

渠道库存清理, 广告大力投放

事件: 公司发布 2021 半年度报告。2021H1 实现营业收入 10.2 亿元, 同比增长 10.6%; 归母净利润为 0.8 亿元, 同比下降 62.1%; 其中 Q2 营收 5.0 亿元, 同比下降 15.4%; Q2 归母净利润为-0.05 亿元, 同比下降 103.7%。

加大 C 端库存清理, 餐饮渠道表现亮眼。2021 年 C 端复合调味料需求走弱, 行业供给增加导致整体竞争加剧, 同时新渠道分流带来价格扰动, 公司渠道库存维持较高水平, 二季度公司集中精力清理渠道库存, 核心品类增长承压: 2021H1 火锅底料及中式菜品调料(原川菜调料)营收增速分别为 14.0%、7.8% (其中 Q2 分别为-24.9%、-8.2%), 冬调、鸡精、香辣酱营收分别+226.7%、-5.0%、+15.4%。分渠道来看, 随着疫情恢复, 公司定制餐调业务开拓顺利, 2021H1 营收增长 328.2% (Q2 同增 289.8%), 除外贸基数较低, 实现正增长外, Q2 其他渠道均出现不同程度下滑(经销商渠道 Q2 营收同比下滑 25.1%)。

毛利率显著下滑及费用投放加大, 盈利端短期承压。2021Q2 公司毛利率同比下滑 12.9pct 至 30.7%, 主要原因系: 1) 公司加大促销优惠力度, 赠品计入营业成本; 2) 2021H1 餐饮渠道占比由去年同期的 3.1% 提升至 11.9%, 低毛利率产品占比提升; 3) 包材、油脂等原材料成本上涨。另从费用端来看, 2021H1 公司投入广告费用 6059 万元且主要于上半年投放(去年因疫情推迟费用投放节点, 2020H1 广告费用仅 462 万元), 2021H1 销售/管理/研发/财务费用率分别 +9.6pct/+0.3pct/-0.46pct/-2.1pct 至 23.2%/4.2%/1.1%/-2.5%。2021H1 净利率同比下滑 14.3pct 至 7.4%。

产能持续扩充, 组织架构持续优化。在组织架构上, 公司将电商事业部调整为新零售事业部, 加入社区团购业务, 依托主流新零售平台, 重点突破生鲜 app, 目前已经合作的平台有叮咚买菜、美团快驴、橙心优选等, 以及抖音和快手等视频电商平台, 另外撤销零售事业部, 设立好人家及大红袍事业部; 在产能方面, 2020 年公司产能 15.8 万吨, 目前正在新建“家园生产基地改扩建建设项目”和“食品、调味品产业化生产基地扩建项目”两个智能化工厂, 预计 2021 年产能将达到约 25 万吨, 有望缓解旺季产能不足问题, 同时释放规模效应。

投资建议: 我们预计 21/22/23 年公司营业收入为 26.3/34.4/46.6 亿元, 同比 +11.3%/30.9%/35.4%; 归母净利润 2.9/4.0/5.2 亿元, 同比 -20.3%/37.4%/29.7%; 对应 PE 分别为 57/42/32 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场竞争加剧风险; 公司渠道开拓进度低于预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,727	2,365	2,631	3,443	4,662
增长率 yoy (%)	22.3	36.9	11.3	30.9	35.4
归母净利润(百万元)	297	364	290	399	517
增长率 yoy (%)	11.4	22.7	-20.3	37.4	29.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.39	0.48	0.38	0.53	0.68
净资产收益率(%)	16.1	9.8	7.2	9.2	10.9
P/E(倍)	56.1	45.8	57.4	41.8	32.2
P/B(倍)	9.0	4.5	4.1	3.8	3.5

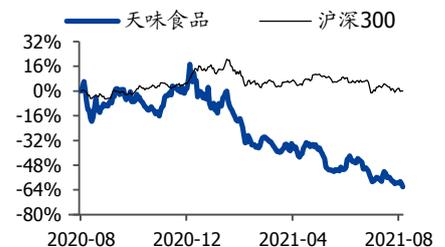
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
8月30日收盘价(元)	22.04
总市值(百万元)	16,666.33
总股本(百万股)	756.19
其中自由流通股(%)	24.54
30日日均成交量(百万股)	5.95

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱: fangyiwei@gszq.com

相关研究

- 1、《天味食品(603317.SH): 营收恢复高增, 加大广宣赋能渠道》2021-04-27
- 2、《天味食品(603317.SH): 毛利率提升明显, 品牌力持续加强》2021-03-31
- 3、《天味食品(603317.SH): 不惧短期扰动, 品牌化持续发展》2021-01-21



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1742	3678	3876	4518	4522
现金	676	2729	3045	3409	3493
应收票据及应收账款	11	11	14	19	25
其他应收款	3	13	5	18	14
预付账款	12	18	18	27	36
存货	98	243	128	380	289
其他流动资产	940	665	665	665	665
非流动资产	401	612	638	774	978
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	362	432	472	605	804
无形资产	34	45	43	43	42
其他非流动资产	5	135	123	126	132
资产总计	2142	4290	4514	5291	5501
流动负债	293	549	357	823	634
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	114	258	104	419	250
其他流动负债	178	291	253	404	384
非流动负债	8	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	11	11	11	11
负债合计	300	560	368	834	646
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	413	630	756	756	756
资本公积	486	1968	1968	1968	1968
留存收益	943	1191	1394	1674	2036
归属母公司股东权益	1842	3730	4146	4457	4855
负债和股东权益	2142	4290	4514	5291	5501

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	378	353	177	556	401
净利润	297	364	290	399	517
折旧摊销	24	28	28	34	45
财务费用	-5	-15	-47	-45	-34
投资损失	-29	-35	-20	-20	-20
营运资金变动	572	82	-74	188	-108
其他经营现金流	-481	-71	0	0	0
投资活动现金流	-459	129	-34	-150	-230
资本支出	48	199	26	136	204
长期投资	-439	290	0	0	0
其他投资现金流	-850	617	-8	-14	-25
筹资活动现金流	403	1566	173	-42	-86
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	41	217	126	0	0
资本公积增加	448	1482	0	0	0
其他筹资现金流	-87	-133	47	-42	-86
现金净增加额	321	2047	316	364	85

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1727	2365	2631	3443	4662
营业成本	1083	1383	1669	2174	2935
营业税金及附加	15	19	22	29	40
营业费用	241	474	526	654	886
管理费用	64	102	105	138	186
研发费用	26	30	34	44	60
财务费用	-5	-15	-47	-45	-34
资产减值损失	0	-7	0	0	0
其他收益	3	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	29	35	20	20	20
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	334	407	341	469	608
营业外收入	14	29	0	0	0
营业外支出	2	8	0	0	0
利润总额	346	428	341	469	608
所得税	49	64	51	70	91
净利润	297	364	290	399	517
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	297	364	290	399	517
EBITDA	350	374	282	406	550
EPS (元)	0.39	0.48	0.38	0.53	0.68

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	22.3	36.9	11.3	30.9	35.4
营业利润(%)	11.4	21.9	-16.2	37.4	29.7
归属于母公司净利润(%)	11.4	22.7	-20.3	37.4	29.7
获利能力					
毛利率(%)	37.3	41.5	36.5	36.9	37.0
净利率(%)	17.2	15.4	11.0	11.6	11.1
ROE(%)	16.1	9.8	7.2	9.2	10.9
ROIC(%)	15.1	7.9	5.4	7.3	9.1
偿债能力					
资产负债率(%)	14.0	13.1	8.2	15.8	11.7
净负债比率(%)	-36.4	-73.1	-75.7	-78.6	-73.8
流动比率	6.0	6.7	10.9	5.5	7.1
速动比率	5.6	6.2	10.4	5.0	6.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.6	0.7	0.9
应收账款周转率	220.1	211.6	211.6	211.6	211.6
应付账款周转率	11.0	7.4	9.2	8.3	8.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.48	0.38	0.53	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.47	0.23	0.73	0.53
每股净资产(最新摊薄)	2.44	4.93	5.32	5.73	6.25
估值比率					
P/E	56.1	45.8	57.4	41.8	32.2
P/B	9.0	4.5	4.1	3.8	3.5
EV/EBITDA	43.0	35.6	46.0	31.1	22.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com