

# 天味食品 (603317)

证券研究报告

2021年09月02日

## 主动调整奠定发展基础，公司波动中走向稳健增长

**事件：**公司发布 2021 年半年度报告，2021 年上半年实现营收 10.17 亿元，比 2020 年同期+10.62%；实现归母净利润 7563.76 万元，比 2020 年同期-62.12%。其中 2Q21 实现营收 4.95 亿元，比 2020 年同期-15.41%；实现归母净利润-451.76 万元，比 2020 年同期-103.68%。

**高基数叠加公司主动调整，公司 Q2 营收承压。**公司 Q2 营收下滑，我们判断，一是去年同期在疫情催化下，基数较高；二是上半年渠道库存和货龄较高，公司为保证渠道良性，进行库存去化，加大买赠力度；三是下游需求在后疫情时代有所放缓，同时市场竞争加剧分流公司需求。分产品来看，上半年火锅调料和中式菜品调料分别实现营收 4.34/5.28 亿元，同比+14.02%/7.79%。中式菜品调料表现逊于底料，我们判断主因鱼肉价格上涨，影响鱼调料需求，同时新品不辣汤等贡献度较低。分渠道来看，公司上半年经销渠道新增 385 家经销商，但整体体量不大，上半年经销商渠道实现收入 8.14 亿元，同比仅增长 1.19%；定制餐调渠道上半年同比+328.17%达 1.21 亿元，主因疫情恢复带来的餐饮复苏。

**毛利率受买赠影响，广告费用加大致期间费用提升。**公司上半年和单二季度净利率分别为 7.44/-0.91%，较去年同期下滑 14.29/21.89pcts。盈利能力的下滑，一是毛利率大幅降低，从去年同期的 43.54%下降至 30.66%，主要是原材料成本上涨，以及公司加大搭赠力度，去库存。二是公司费用投放加大，特别是广告费用有大幅增长。上半年公司销售费用率 23.18%，同比去年提升 9.61pcts，期间费用整体提升 7.33pcts 至 25.93%。展望下半年，我们预计公司或调整费用策略，费用支出整体或有所放缓，毛利水平在渠道逐渐良性的过程中有望回升。

**短期公司内外部或承压，但长期公司有望在波动中成长。**随着上半年公司库存的去化，整体终端和库存表现或逐步好转，但下半年在外部竞争未见放缓以及需求仍待提振的背景下，公司基本面仍存在较强的压力。但我们仍坚定看好公司长期发展，一是我们判断未来市场竞争有望放缓，行业仍有望向头部企业集中；二是公司不断强化内部梳理，调整组织架构，竞争力有望持续提升；三是公司前期的市场开发和投入有望逐渐转化带来渠道的红利和品牌势能的释放。当下公司预期较低，可静待公司基本面反转，公司基本面有望在波动中成长。

**盈利预测：**根据公司中报和未来展望，我们将公司 2021-2023 年营收由 32.85/45.22/61.20 亿元下调至 29.62/38.02/49.24 亿元，同比+25.26%/28.36%/29.51%，归母净利润由 4.32/5.68/7.83 亿元调整至 3.42/4.45/5.85 亿元，同比-6.16%/+30.26%/31.31%，EPS 分别为 0.45/0.59/0.77 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。

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	2,962.03	3,801.95	4,924.08
增长率(%)	22.26	36.90	25.26	28.36	29.51
EBITDA(百万元)	376.83	455.21	390.36	512.92	674.52
净利润(百万元)	296.97	364.27	341.85	445.29	584.70
增长率(%)	11.39	22.66	(6.16)	30.26	31.31
EPS(元/股)	0.39	0.48	0.45	0.59	0.77
市盈率(P/E)	53.91	43.95	46.85	35.97	27.39
市净率(P/B)	8.69	4.29	3.98	3.70	3.38
市销率(P/S)	9.27	6.77	5.41	4.21	3.25
EV/EBITDA	44.93	106.35	32.36	23.77	17.52

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	20.82 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	756.19
流通 A 股股本(百万股)	185.55
A 股总市值(百万元)	15,743.79
流通 A 股市值(百万元)	3,863.14
每股净资产(元)	4.84
资产负债率(%)	11.70
一年内最高/最低(元)	82.24/19.90

### 作者

<b>刘畅</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
<b>吴文德</b>	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

- 1 《天味食品-季报点评:品牌和渠道建设加速推进，天味领先优势有望强化》 2021-04-28
- 2 《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
- 3 《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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	676.30	2,728.85	2,715.86	3,148.90	3,516.00	营业收入	1,727.33	2,364.66	2,962.03	3,801.95	4,924.08
应收票据及应收账款	11.17	11.18	3.63	14.95	8.30	营业成本	1,083.25	1,383.50	1,765.96	2,262.16	2,921.91
预付账款	12.19	18.04	40.82	19.07	60.47	营业税金及附加	15.34	19.19	23.70	29.66	36.93
存货	98.28	242.72	149.71	327.85	240.30	营业费用	240.89	474.19	679.82	859.24	1,098.07
其他	943.73	677.59	825.14	719.27	741.29	管理费用	63.91	102.32	124.41	159.68	196.96
<b>流动资产合计</b>	<b>1,741.67</b>	<b>3,678.38</b>	<b>3,735.17</b>	<b>4,230.05</b>	<b>4,566.35</b>	研发费用	25.76	30.39	35.54	47.52	61.55
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(4.55)	(15.21)	(24.48)	(26.37)	(29.96)
固定资产	361.89	432.12	503.32	575.22	782.86	资产减值损失	(0.01)	(7.22)	(2.32)	(3.18)	(4.24)
在建工程	0.00	75.89	98.20	198.63	37.95	公允价值变动收益	0.00	0.00	(3.25)	1.29	0.65
无形资产	34.25	44.71	42.17	39.60	37.01	投资净收益	28.71	34.93	26.36	30.00	20.50
其他	4.50	58.89	22.83	28.74	36.82	其他	(59.69)	(64.36)	(46.23)	(62.59)	(42.30)
<b>非流动资产合计</b>	<b>400.64</b>	<b>611.61</b>	<b>666.52</b>	<b>842.19</b>	<b>894.63</b>	<b>营业利润</b>	<b>333.72</b>	<b>406.93</b>	<b>382.51</b>	<b>504.53</b>	<b>664.01</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,142.31</b>	<b>4,289.98</b>	<b>4,401.70</b>	<b>5,072.24</b>	<b>5,460.98</b>	营业外收入	14.33	28.74	18.94	20.67	22.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.62	7.61	3.95	4.40	5.32
应付票据及应付账款	114.40	258.21	94.98	370.02	246.83	<b>利润总额</b>	<b>346.43</b>	<b>428.05</b>	<b>397.50</b>	<b>520.81</b>	<b>681.47</b>
其他	178.28	290.95	272.05	360.02	467.99	所得税	49.45	63.78	55.65	75.52	96.77
<b>流动负债合计</b>	<b>292.68</b>	<b>549.17</b>	<b>367.03</b>	<b>730.04</b>	<b>714.81</b>	<b>净利润</b>	<b>296.97</b>	<b>364.27</b>	<b>341.85</b>	<b>445.29</b>	<b>584.70</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>296.97</b>	<b>364.27</b>	<b>341.85</b>	<b>445.29</b>	<b>584.70</b>
其他	7.72	11.16	9.01	9.29	9.82	每股收益(元)	0.39	0.48	0.45	0.59	0.77
<b>非流动负债合计</b>	<b>7.72</b>	<b>11.16</b>	<b>9.01</b>	<b>9.29</b>	<b>9.82</b>						
<b>负债合计</b>	<b>300.40</b>	<b>560.33</b>	<b>376.04</b>	<b>739.34</b>	<b>724.63</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	413.16	630.44	756.19	756.19	756.19	<b>成长能力</b>					
资本公积	486.16	1,968.15	1,842.06	1,842.06	1,842.06	营业收入	22.26%	36.90%	25.26%	28.36%	29.51%
留存收益	1,428.76	3,159.34	3,269.13	3,576.38	3,979.82	营业利润	11.40%	21.94%	-6.00%	31.90%	31.61%
其他	(486.16)	(2,028.27)	(1,841.71)	(1,841.71)	(1,841.71)	归属于母公司净利润	11.39%	22.66%	-6.16%	30.26%	31.31%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,841.92</b>	<b>3,729.66</b>	<b>4,025.66</b>	<b>4,332.91</b>	<b>4,736.35</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,142.31</b>	<b>4,289.98</b>	<b>4,401.70</b>	<b>5,072.24</b>	<b>5,460.98</b>	毛利率	37.29%	41.49%	40.38%	40.50%	40.66%
						净利率	17.19%	15.40%	11.54%	11.71%	11.87%
						ROE	16.12%	9.77%	8.49%	10.28%	12.34%
						ROIC	36.26%	150.76%	105.47%	63.86%	107.25%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	14.02%	13.06%	8.54%	14.58%	13.27%
						净负债率	-36.72%	-73.17%	-67.46%	-72.67%	-74.23%
						流动比率	5.95	6.70	10.18	5.79	6.39
						速动比率	5.62	6.26	9.77	5.35	6.05
						<b>营运能力</b>					
						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	15.10	15.92	17.33
						总资产周转率	0.98	0.74	0.68	0.80	0.93
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.39	0.48	0.45	0.59	0.77
						每股经营现金流	0.50	0.47	0.13	0.95	0.77
						每股净资产	2.44	4.93	5.32	5.73	6.26
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	53.91	43.95	46.85	35.97	27.39
						市净率	8.69	4.29	3.98	3.70	3.38
						EV/EBITDA	44.93	106.35	32.36	23.77	17.52
						EV/EBIT	48.01	113.21	35.28	25.49	18.63

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