

证券研究报告—动态报告

食品饮料

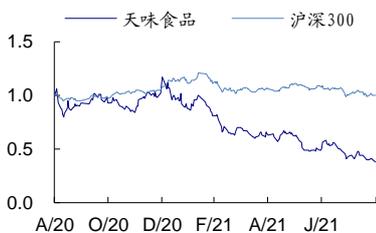
天味食品(603317)
买入

食品

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 31 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) | 756/186 |
| 总市值/流通(百万元) | 16,666/4,090 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,528/14,423 |
| 12 个月最高/最低(元) | 82.24/21.21 |

相关研究报告:

《天味食品-603317-2021 年一季报点评: Q1 营收超预期, 费投增加利在长远》——2021-04-29

《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
收入、利润双承压, 全国扩张仍在途中
● 业绩低于市场预期, 二季度收入承压明显

公司公布 2021 年半年度报告: 2021 年上半年实现营业总收入 10.2 亿元 (+10.6%); 归母净利润 7563.8 万元 (-62.1%), 其中二季度实现营业收入 4.9 亿元 (-15.4%); 归母净利润-451.8 万元 (-103.7%)。Q2 收入同比下滑, 主要系: 1.20Q2 因疫情渠道补库存, 基数较高; 2.21Q2 行业性清库存, 同时终端需求较为疲软且行业今年竞争有所加剧。

● 定制餐调得益于餐饮恢复增速亮眼, 全国渠道扩张持续推进

分品类看: 2021H1 火锅调味料/中式复合调料收入分别为 4.3/5.3 亿元, 同比+14%/+8%; 其中 Q2 同比-25%/-8%, 火锅调味料增速回落较快; **分渠道看:** 经销/定制餐调/电商渠道收入为 8.1/1.2/0.6 亿元, 同比+1%/+328%/-10%, 其中 Q2 同比-25%/+290%/-47%, 定制餐调因餐饮恢复增速亮眼。 **分区域看:** 21H1 西南/华中/华东/华北收入为 2.7/1.9/2.2/1.1 亿元, 同比-4%/+20%/+26%/+35%, 西南地区承压明显, 但其他区域扩张持续推进, 21H1 公司净增加 385 家经销商至 3386 家, 增加的经销商主要集中在华东、华中、华北等基本盘以外市场。

● 成本上涨及费投增加背景下, 二季度盈利能力承压

21H1 公司毛利率 34.3%, 同比-8.1pct, 毛利率下滑较多主要系 H1 原材料价格大幅上涨+公司通过搭赠的方式去库存。21H1 销售费用率 23.2%, 同比+9.6pct, 其中 Q2 提升至 28.7%, 主要系 Q2 公司加大费用投放, 品宣及促销费用有所增加; 在此因素影响下, 21H1 净利率为 7.4%, Q2 为-0.9%, 盈利能力承压明显。展望下半年, 我们认为随着新增经销商爬坡完成及基数压力缓解, 公司经营压力有望逐步缓解, 经过去库存, 目前天味渠道库存已基本良性, 21H2 业绩有望逐季改善。

● 投资建议: 维持“买入”评级

考虑到今年复调行业竞争有所加剧, 同时消费需求疲软, 我们下调此前盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润为 3.4/4.6/6.1 亿元 (此前为 4.5/6.0/7.9 亿元), 同比-5.4%/34.0%/32.9%, EPS 为 0.55/0.73/0.97 元, 对应 21-23 年 PE 为 40/30/23 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 渠道扩张低于预期; 原材料价格大幅波动; 费用投放超预期。

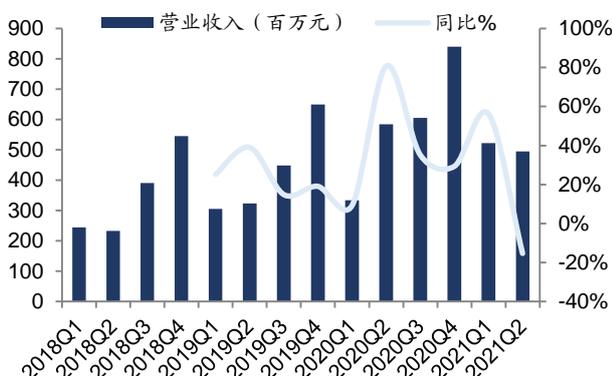
盈利预测和财务指标

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,727 | 2,365 | 2,792 | 3,399 | 4,083 |
| (+/-%) | 22.3% | 36.9% | 18.1% | 21.8% | 20.1% |
| 净利润(百万元) | 297 | 364 | 344 | 462 | 613 |
| (+/-%) | 11.4% | 22.7% | -5.4% | 34.0% | 32.9% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.72 | 0.58 | 0.55 | 0.73 | 0.97 |
| EBIT Margin | 18.8% | 16.3% | 10.8% | 13.0% | 15.1% |
| 净资产收益率(ROE) | 16.1% | 9.8% | 8.7% | 10.8% | 13.0% |
| 市盈率(PE) | 30.7 | 38.1 | 40.3 | 30.1 | 22.6 |
| EV/EBITDA | 27.0 | 35.0 | 40.3 | 27.8 | 20.3 |
| 市净率(PB) | 4.9 | 3.7 | 3.5 | 3.2 | 2.9 |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

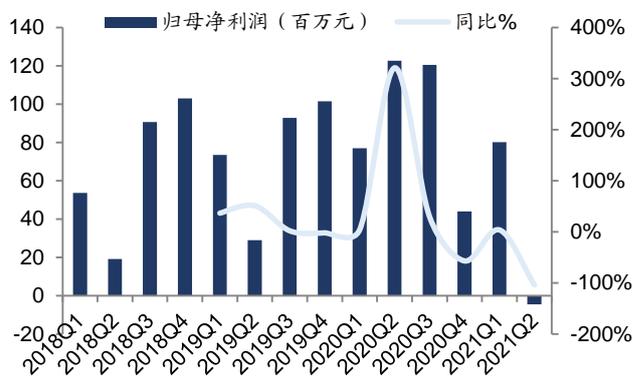
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 天味食品分季度营业收入及同比增速



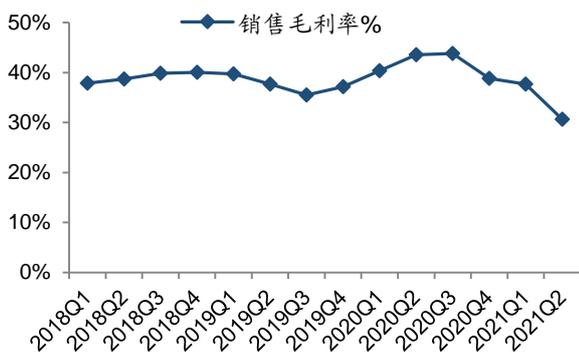
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 天味食品分季度归母净利润及同比增速



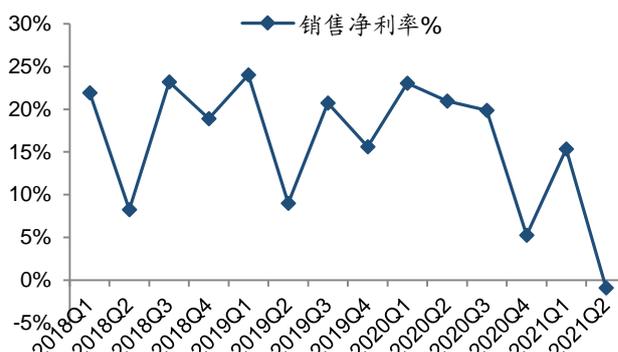
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

考虑到今年复合调味品行业竞争有所加剧, 同时由于终端消费需求疲软且公司主动进行去库存, 我们下调此前盈利预测。预计公司 21-23 年收入分别为 27.9/34.0/40.8 亿元(此前为 31.2/39.8/49.3 亿元), 同比+18.1%/21.8%/20.1%。考虑到 21H1 原材料价格上涨较多, 预计公司毛利率将有所下滑, 21-23 年毛利率预测调整至 38.3%/40.9%/42.9%, 下调 3.3/2.0/0.2pct。由于销售费用上半年确认较多, 预计下半年公司层面将主动调节费用投放力度, 我们降低公司 21-23 年销售费用率至 21.0%/21.9%/21.9%。综上, 预计公司 21-23 年归母净利润为 3.4/4.6/6.1 亿元(此前为 4.5/6.0/7.9 亿元), 同比-5.4%/34.0%/32.9%。

表 1: 盈利预测调整表

| 项目 | 原预测 (调整前) | | | 现预测 (调整后) | | | 调整幅度 | | |
|-------------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|----------|---------|---------|
| | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 (百万元) | 3119 | 3982 | 4925 | 2792 | 3399 | 4083 | -10.5% | -14.6% | -17.1% |
| 收入同比增速% | 31.9% | 27.7% | 23.7% | 18.1% | 21.8% | 20.1% | -13.8pct | -5.9pct | -3.6pct |
| 毛利率% | 41.6% | 42.8% | 43.7% | 38.3% | 40.9% | 42.9% | -3.3pct | -2.0pct | -0.8pct |
| 销售费用率% | 22.1% | 22.0% | 21.6% | 21.0% | 21.9% | 21.9% | -1.1pct | -0.1pct | 0.3pct |
| 净利率% | 14.4% | 15.1% | 16.0% | 12.3% | 13.6% | 15.0% | -2.0pct | -1.5pct | -1.0pct |
| 归母净利润 (百万元) | 448 | 600 | 790 | 344 | 462 | 613 | -23.1% | -23.0% | -22.3% |
| 归母净利润同比增速% | 23.0% | 33.8% | 31.7% | -5.4% | 34.0% | 32.9% | -28.5pct | 0.3pct | 1.2pct |
| EPS (元) | 0.71 | 0.95 | 1.25 | 0.55 | 0.73 | 0.97 | -23.1% | -23.0% | -22.3% |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表 2: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 8 月 30 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 | 45.4 | 22.04 | 0.55 | 0.73 | 0.97 | 40.34 | 30.10 | 22.65 | 166.66 |
| 可比公司: | | | | | | | | | | |
| 603288 | 海天味业 | 65.9 | 105.53 | 2.17 | 2.63 | 3.16 | 48.67 | 40.18 | 33.44 | 4,445.53 |
| 1579.HK | 颐海国际 | 42.6 | 40.80 港元 | 0.84 | 1.04 | 1.28 | 40.43 | 32.72 | 26.65 | 427.14 亿港元 |
| 600872 | 中炬高新 | 29.0 | 31.28 | 1.00 | 1.19 | 1.42 | 31.36 | 26.36 | 22.00 | 249.19 |
| 603027 | 千禾味业 | 118.4 | 16.99 | 0.30 | 0.41 | 0.54 | 56.63 | 41.44 | 31.46 | 135.71 |
| 300999 | 金龙鱼 | 62.3 | 68.49 | 1.32 | 1.59 | 1.85 | 51.74 | 43.05 | 36.93 | 3,713.25 |
| 600305 | 恒顺醋业 | 48.4 | 14.14 | 0.33 | 0.39 | 0.46 | 42.54 | 36.15 | 30.49 | 141.82 |
| 002507 | 涪陵榨菜 | 31.6 | 26.63 | 0.87 | 1.03 | 1.24 | 30.59 | 25.79 | 21.52 | 236.38 |
| 平均 | | 55.44 | | | | | 42.79 | 34.47 | 28.14 | |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注: 恒顺、金龙鱼等可比公司 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 | 2532 | 2393 | 2382 | 营业收入 | 2365 | 2792 | 3399 | 4083 |
| 应收款项 | 24 | 28 | 33 | 38 | 营业成本 | 1383 | 1723 | 2010 | 2332 |
| 存货净额 | 243 | 287 | 322 | 359 | 营业税金及附加 | 19 | 24 | 29 | 35 |
| 其他流动资产 | 33 | 28 | 34 | 41 | 销售费用 | 474 | 585 | 743 | 893 |
| 流动资产合计 | 3678 | 3675 | 3781 | 4020 | 管理费用 | 102 | 122 | 131 | 153 |
| 固定资产 | 508 | 845 | 1158 | 1447 | 财务费用 | (15) | (66) | (62) | (60) |
| 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) | (36) | (44) | (54) |
| 资产总计 | 4290 | 4621 | 5040 | 5565 | 营业利润 | 407 | 394 | 530 | 706 |
| 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 | 301 | 332 | 359 | 利润总额 | 428 | 405 | 542 | 721 |
| 其他流动负债 | 291 | 335 | 396 | 463 | 所得税费用 | 64 | 60 | 81 | 107 |
| 流动负债合计 | 549 | 636 | 728 | 822 | 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 | 344 | 462 | 613 |
| 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 | 650 | 746 | 842 | 净利润 | 364 | 344 | 462 | 613 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 7 | 6 | 4 | 5 |
| 股东权益 | 3730 | 3971 | 4294 | 4723 | 折旧摊销 | 28 | 59 | 84 | 108 |
| 负债和股东权益总计 | 4290 | 4621 | 5040 | 5565 | 公允价值变动损失 | (7) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 财务费用 | (15) | (66) | (62) | (60) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 38 | 53 | 54 | 51 |
| 每股收益 | 0.58 | 0.55 | 0.73 | 0.97 | 其它 | (7) | (6) | (4) | (5) |
| 每股红利 | 0.18 | 0.16 | 0.22 | 0.29 | 经营活动现金流 | 423 | 457 | 600 | 773 |
| 每股净资产 | 5.92 | 6.30 | 6.81 | 7.49 | 资本开支 | (185) | (400) | (400) | (400) |
| ROIC | 17% | 14% | 39% | 43% | 其它投资现金流 | 290 | (150) | (200) | (200) |
| ROE | 10% | 9% | 11% | 13% | 投资活动现金流 | 105 | (550) | (600) | (600) |
| 毛利率 | 41% | 38% | 41% | 43% | 权益性融资 | 1683 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 16% | 11% | 13% | 15% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 17% | 13% | 15% | 18% | 支付股利、利息 | (116) | (103) | (138) | (184) |
| 收入增长 | 37% | 18% | 22% | 20% | 其它融资现金流 | 73 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 23% | -5% | 34% | 33% | 融资活动现金流 | 1525 | (103) | (138) | (184) |
| 资产负债率 | 13% | 14% | 15% | 15% | 现金净变动 | 2053 | (197) | (139) | (11) |
| 息率 | 0.8% | 0.7% | 1.0% | 1.3% | 货币资金的期初余额 | 676 | 2729 | 2532 | 2393 |
| P/E | 38.1 | 40.3 | 30.1 | 22.6 | 货币资金的期末余额 | 2729 | 2532 | 2393 | 2382 |
| P/B | 3.7 | 3.5 | 3.2 | 2.9 | 企业自由现金流 | 209 | (31) | 114 | 285 |
| EV/EBITDA | 35.0 | 40.3 | 27.8 | 20.3 | 权益自由现金流 | 295 | 25 | 166 | 336 |

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。

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