

2021 年半年报点评: Q2 承压, 推进渠道下沉 买入 (维持)

2021 年 09 月 02 日

证券分析师 于芝欢

执业证号: S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,365	2,755	3,479	4,401
同比 (%)	36.9%	16.5%	26.3%	26.5%
归母净利润 (百万元)	364	322	441	560
同比 (%)	22.7%	-11.6%	36.9%	27.1%
每股收益 (元/股)	0.58	0.43	0.58	0.74
P/E (倍)	36.64	49.72	36.33	28.57

投资要点: 公司发布 2021 年中报, 2021H1 实现营收 10.17 亿元, 同比 +10.62%, 归母净利润 0.76 亿元, 同比 -62.12%, 扣非归母净利润 0.62 亿元, 同比 -65.94%。其中 2021Q2 实现营收 4.95 亿元, 同比 -15.41%, 归母净利润 -0.05 亿元, 同比 -103.68%, 基本符合我们预期。

■ **需求、竞争、分流致收入承压, 主动去库存成效逐现。** Q2 收入承压源于 C 端需求疲软, 竞争加剧, 社团分流, 公司主动梳理渠道等, 分产品来看, 2021H1 火锅调料/中式复调/鸡精/香辣酱收入分别为 4.33/5.28/0.22/0.18 亿元, 同比 +14.02%/+7.79%/-4.95%/+15.42%, 其中 2021Q2 为 1.84/2.87/0.12/0.11 亿元, 同比 -24.87%/-8.22%/-2.51%/+22.85%。分渠道看, 2021Q2 经销商/定制餐调/电商/直营商超/外贸/其他分别实现收入 3.91/0.75/0.17/0.04/0.06/0.02 亿元, 分别同比 -25.09%/+289.77%/-47.47%/-4.43%/+13.92%/-25.48%, 定制餐调高增主要系去年疫情影响基数较低及今年餐饮端需求恢复。分区域看, 2021Q2 西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南地区分别实现营收 1.18/1.05/0.93/0.40/0.70/0.27/0.34 亿元, 分别同比 -25.82%/+2.06%/-15.69%/-20.35%/+14.79%/-47.05%/-21.46%。Q2 公司经销商净增 202 至 3386 名, 净增主要来自华东/西南/华北市场, 分别净增 45/36/32 名。

■ **费投加大及成本上涨致利润端短期承压。** 2021H1 毛利率 34.27%, 同比 -8.12pct, 其中 2021Q2 毛利率 30.66%, 同比 -12.88pct, 主要系原材料成本上涨, 公司加大促销力度去库存以及餐调业务占比提升。21H1 销售费用率同比 +9.61pct 至 23.18% (21Q2 同比 +12.81pct), 主要系公司加大品牌宣传和渠道下沉投入, 其中广告费用节奏错位, 21H1 为 6059 万元, 去年同期因疫情基数较低。21H1 管理费用率同比 +0.27pct 至 4.17% (21Q2 同比 +1.05pct)。综上, 2021Q2 归母净利率 -0.91%, 同比 -21.89pct, 主要系成本上涨及费投加大所致。

■ **压力下保持扩张, 内部效率持续优化。** 展望 H2, 进入旺季, 需求回暖, 叠加轻库存轻装上阵, 我们预计动销环比改善, 同时下半年公司预计不投空中广告, 费用有望前高后低。同时, 公司不断优化内部架构, 1) 实现营销组织扁平化, 管理层更贴近市场, 2) 将电商事业部调整为新零售事业部, 并积极与社区团购合作, 3) 设立大红袍、好人家事业部, 并将大红袍重视地位提升; 同时, 推进薪酬改革, 落实提薪, 并将考核和绩效发放方式由季度分到月度, 提升核心人员积极性。当前处于行业快速发展期, 公司采取规模为先战略, 外部环境较差下仍加强渠道扩张, 内部优化, 虽暂时承压, 但需求恢复后有望实现更好发展。中长期看, 公司战略规划清晰, 领先优势明显, 竞争实力不断增强。

■ **盈利预测与投资评级:** 需求复苏, 费投前高后低, 我们预计动销、利润环比将改善。因行业整体仍有压力, 我们下调 21-23 年 EPS 预测为 0.43/0.58/0.74 元 (前值为 0.67/0.80/1.01), 当前股价对应 PE 分别为 50/36/29 倍, 考虑公司股权激励锁定较高增长, 竞争力进一步提升, 维持“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)	21.35
一年最低/最高价	19.90/82.24
市净率(倍)	4.41
流通 A 股市值(百万元)	3961.49

基础数据

每股净资产(元)	4.84
资产负债率(%)	11.70
总股本(百万股)	756.19
流通 A 股(百万股)	185.55

相关研究

1、《天味食品 (603317) 跟踪报告: 激励目标合理, 稳健增长可期》2021-07-05

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	3,616	3,918	4,139	营业收入	2,365	2,755	3,479	4,401
现金	2,729	2,731	2,842	3,089	减:营业成本	1,383	1,725	2,150	2,711
应收账款	11	15	18	24	营业税金及附加	19	29	34	41
存货	243	182	348	321	营业费用	474	537	672	845
其他流动资产	696	688	710	706	管理费用	102	91	108	136
非流动资产	612	805	1,013	1,203	研发费用	30	44	64	66
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-15	-4	-14	-1
固定资产	432	550	687	848	资产减值损失	7	3	0	0
在建工程	76	63	55	51	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	149	229	263	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	4,290	4,421	4,931	5,342	营业利润	407	362	500	640
流动负债	549	515	753	785	加:营业外净收支	21	14	15	16
短期借款	0	0	0	0	利润总额	428	376	515	656
应付账款	258	206	373	357	减:所得税费用	64	54	74	95
其他流动负债	291	309	381	427	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	322	441	560
长期借款	0	0	0	0	EBIT	346	295	432	567
其他非流动负债	11	11	11	11	EBITDA	374	334	490	641
负债合计	560	527	765	796	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	0.43	0.58	0.74
归属母公司股东权益	3,730	3,894	4,166	4,547	每股净资产(元)	5.92	5.15	5.51	6.01
负债和股东权益	4,290	4,421	4,931	5,342	发行在外股份(百万股)	630	756	756	756
					ROIC(%)	93.0%	52.5%	57.7%	62.6%
					ROE(%)	9.8%	8.3%	10.6%	12.3%
现金流量表 (百万 元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	41.5%	37.4%	38.2%	38.4%
经营活动现金流	353	365	508	662	销售净利率(%)	15.4%	11.7%	12.7%	12.7%
投资活动现金流	129	-210	-241	-237	资产负债率(%)	13.1%	11.9%	15.5%	14.9%
筹资活动现金流	1,566	-153	-154	-179	收入增长率(%)	36.9%	16.5%	26.3%	26.5%
现金净增加额	2,047	2	112	246	净利润增长率(%)	22.7%	-11.6%	36.9%	27.1%
折旧和摊销	28	40	58	75	P/E	36.64	49.72	36.33	28.57
资本开支	199	193	209	190	P/B	3.58	4.11	3.84	3.52
营运资本变动	1	30	48	56	EV/EBITDA	33.81	37.81	25.57	19.15

数据来源: wind 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>