

渠道库存回归正常, 静待市场需求回暖

投资要点

- **事件:** 近日, 我们与管理层进行了交流, 公司领导详细介绍了二季度以来的诸多改变, 并与投资者进行了积极的交流。
- **市场二季度以来需求疲软, 渠道库存清理良好。**受制于居民消费力下降以及疫情反复等因素影响, 2021年上半年行业整体表现不佳。公司21年初制定全年目标稍显激进, 叠加20年部分渠道压货严重等因素, 上半年渠道库存承压明显。公司积极采取措施, 通过搭赠、促销以及终端展示等活动等将渠道库存快速消化, 目前一批商库存均控制在2个月以下。公司7月以来调整发货节奏, 新建产能支持下, 严格按照订单量生产, 杜绝囤货压货等短期行为; 经销商培育方面, 今年预计仍有接近1000家经销商增长, 但重心将主要放在扶持维护原有经销商, 一对一派遣业务员实现赋能, 注重经销商质量增长而非数量增长。目前公司整体渠道库存维持在低位, 为市场需求逐步回暖打下坚实基础。
- **21年旺季推迟至九月, 冬调产品有望实现爆发。**根据渠道反馈, 公司整体7、8月份销售情况回暖并不明显, 往年8月到来的旺季直到9月才有所体现。分产品来看, 1) 冬调产品今年业绩有望实现爆发, 20年受制于猪价高企, 居民制作香肠腊肉调料意愿并不强烈, 今年猪价降幅明显, 预计冬调收入有望达到历史最高水平; 2) 主流大单品今年销售情况承压, 酸菜鱼调料作为公司销量最高单品销售不及预期, 但9月动销明显回暖叠加鱼价下行等有利因素, 预计仍有爆发空间; 手工火锅底料表现良好, 仍维持积极增长态势; 3) 20年表现出色的单品青花椒鱼, 21年销售遭遇瓶颈; 但公司仍有潜力大单品储备, 钵钵鸡调料与薄盐骨汤销售超预期, 明年有望实现快速放量。
- **下半年多项改革落地, 长期稳健发展可期。**1) 营销架构改革完成: 公司更改原营销中心架构, 事业部上设由各事业部总经理及管理层的营销委作为最高决策机构, 下属战略市场中心、好人家事业部、大红袍事业部、零售事业部及定制事业部, 大区层面减少组织架构, 方便决策部门靠近一线市场。2) 销售人员考核体系改革: 销售人员薪酬与销量考核脱钩, 减轻基层销售人员压力, 重点考核客户拜访次数等基础性工作, 在销售淡季增强对渠道与经销商掌控力。3) 产能匹配改善, 投放进度适度放缓: 定制餐调业务维持高增速, 但大B端客户占用生产与人力资源较多, 公司目前B端产能紧缺, C端略有富足。一方面, 公司将在保持C端产能充足情况下全力开展大B端生产, 另一方面公司推迟了郫县及双流第一基地智能化工厂的投产时间, 减少折旧摊销压力。目前市场需求偏弱, 公司立足长远发展开启多项改革, 静待市场需求回暖实现业绩爆发。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为0.39元、0.47元、0.56元, 对应动态PE分别为57倍、47倍、39倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 疫情出现反复风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2364.66	2889.50	3758.22	4684.03
增长率	36.90%	22.20%	30.06%	24.63%
归属母公司净利润(百万元)	364.27	292.17	352.54	426.94
增长率	22.66%	-19.79%	20.66%	21.11%
每股收益EPS(元)	0.48	0.39	0.47	0.56
净资产收益率ROE	9.77%	7.03%	7.97%	9.00%
PE	46	57	47	39
PB	4.47	4.01	3.77	3.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn
联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xialj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.56
流通A股(亿股)	1.86
52周内股价区间(元)	20.68-82.24
总市值(亿元)	166.81
总资产(亿元)	41.44
每股净资产(元)	4.84

相关研究

1. 天味食品(603317): 火锅料与川调稳健增长, 全国化扩张势头良好 (2021-09-01)
2. 天味食品(603317): 品牌力持续提升, 利好长期发展 (2021-04-29)
3. 天味食品(603317): 品牌建设加码, 长期增长可期 (2021-04-02)
4. 天味食品(603317): 产品渠道并举, 全年高增可期 (2020-10-22)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2364.66	2889.50	3758.22	4684.03	净利润	364.27	292.17	352.54	426.94
营业成本	1383.50	1724.14	2242.01	2795.80	折旧与摊销	27.61	44.83	46.44	47.69
营业税金及附加	19.19	27.16	35.70	44.50	财务费用	-15.21	-9.97	-11.20	-12.62
销售费用	474.19	635.69	808.02	1007.07	资产减值损失	-7.22	0.00	0.00	0.00
管理费用	102.32	216.71	319.45	398.14	经营营运资本变动	78.45	-164.74	140.52	29.54
财务费用	-15.21	-9.97	-11.20	-12.62	其他	-95.12	-31.55	-30.91	-31.15
资产减值损失	-7.22	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	352.79	130.75	497.39	460.40
投资收益	34.93	29.61	31.23	31.31	资本支出	-148.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	276.69	16.61	16.23	16.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	128.54	16.61	16.23	16.31
营业利润	406.93	325.37	395.48	482.46	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	21.13	16.66	17.49	17.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	428.05	342.02	412.97	500.28	股权融资	1699.28	239.15	0.00	0.00
所得税	63.78	49.85	60.43	73.33	支付股利	-115.68	-109.28	-87.65	-105.76
净利润	364.27	292.17	352.54	426.94	其他	-17.46	16.97	13.20	15.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1566.13	146.83	-74.45	-90.74
归属母公司股东净利润	364.27	292.17	352.54	426.94	现金流量净额	2047.46	294.19	439.18	385.97
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2728.85	3023.04	3462.22	3848.19	成长能力				
应收和预付款项	41.81	46.49	62.53	77.84	销售收入增长率	36.90%	22.20%	30.06%	24.63%
存货	242.72	244.50	325.08	417.94	营业利润增长率	21.94%	-20.04%	21.55%	21.99%
其他流动资产	665.00	830.63	775.51	830.77	净利润增长率	22.66%	-19.79%	20.66%	21.11%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.68%	-14.09%	19.57%	20.15%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	508.01	465.08	420.54	374.76	毛利率	41.49%	40.33%	40.34%	40.31%
无形资产和开发支出	44.71	42.81	40.90	39.00	三费率	23.74%	29.16%	29.70%	29.73%
其他非流动资产	58.89	71.89	86.89	101.89	净利率	15.40%	10.11%	9.38%	9.11%
资产总计	4289.98	4724.43	5173.66	5690.38	ROE	9.77%	7.03%	7.97%	9.00%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.49%	6.18%	6.81%	7.50%
应付和预收款项	330.25	387.54	505.89	635.83	ROIC	31.01%	19.21%	19.92%	21.43%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.73%	12.47%	11.46%	11.05%
其他负债	230.07	180.19	246.19	311.78	营运能力				
负债合计	560.33	567.73	752.08	947.62	总资产周转率	0.74	0.64	0.76	0.86
股本	630.44	756.19	756.19	756.19	固定资产周转率	5.96	6.85	9.39	12.59
资本公积	1968.15	2081.55	2081.55	2081.55	应收账款周转率	211.61	224.19	220.63	216.96
留存收益	1191.19	1374.08	1638.97	1960.15	存货周转率	8.02	6.99	7.81	7.48
归属母公司股东权益	3729.66	4156.70	4421.58	4742.76	销售商品提供劳务收到现金营业收入	113.13%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	3729.66	4156.70	4421.58	4742.76	资产负债率	13.06%	12.02%	14.54%	16.65%
负债和股东权益合计	4289.98	4724.43	5173.66	5690.38	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.70	7.47	6.28	5.56
					速动比率	6.26	7.03	5.84	5.11
					股利支付率	31.76%	37.40%	24.86%	24.77%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	419.33	360.23	430.72	517.52	每股收益	0.48	0.39	0.47	0.56
PE	45.79	57.09	47.32	39.07	每股净资产	4.93	5.50	5.85	6.27
PB	4.47	4.01	3.77	3.52	每股经营现金	0.47	0.17	0.66	0.61
PS	7.05	5.77	4.44	3.56	每股股利	0.15	0.14	0.12	0.14
EV/EBITDA	24.97	35.91	28.98	23.34					
股息率	0.69%	0.66%	0.53%	0.63%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn