

天味食品 (603317.SH)

以退为进，立足长远

事件：公司发布 2021 年三季度报告。2021 前三季度公司实现营业收入 13.97 亿元，同比-8.35%，实现归母净利润 0.80 亿元，同比-74.96%；其中 Q3 公司实现营收 3.81 亿元，同比-37.12%，实现归母净利润 0.05 亿元，同比-96.25%。

渠道清理为重，收入增长承压。终端需求走弱背景下，公司对新品推出策略调整，同时将渠道清理置于重要位置。与此同时公司优化内部组织架构，调整优化有望支撑长期发展，亦会带来短期经营压力。**分品类来看：**除香肠腊肉调料在去年低基数下实现高增外（2021Q3/2020Q3 分别实现营收 5837 万元/17 万元），其他品类均出现不同程度下滑，Q3 火锅调料/中式菜品/鸡精/香辣酱营收增速分别为-56%/-28%/-63%/-36%。**渠道端来看：**在去年高基数下，各渠道增长均有压力，Q3 经销商/定制餐调/电商渠道营收分别变动-42%/-10%/-5%。**区域上看：**Q3 除华东地区营收略有增长外，其他地区均出现不同程度的下滑。Q3 公司经销商稳步扩充，净增加经销商 177 人，目前经销商数量合计 3563 人，全国化的渠道网络基本成型。

费用投放期，用利润换成长。2021Q3 公司毛利率同比下滑 10.3pct 至 33.5%，同时毛销差同比缩减 16.38pct，净利率同比明显下滑 18.7pct 至 1.2%。利润空间明显压缩主要系：**1）**公司给予经销商货折优惠，赠品计入营业成本，带动毛利率同比走低，同时包材、油脂等原材料价格上涨；**2）**同时从今年 Q3 来看，定制餐调业务营收占比 14.5%，相较于去年同期提升 4.4pct，拉低整体毛利率；**3）**公司在销售费用投放上加大力度，Q3 销售费用率环比走低，但仍维持在 23.8%的较高水平（同比+6.1pct），广告费用略有缩减的同时，加大了终端费用投放力度。另外，组织架构调整、激励机制优化带动 Q3 管理费用率同比走高 2.3pct 至 6.1%。

产能稳步扩充，行业空间广阔。今年公司着眼长远，从产品、渠道、组织架构等多方面调整改革，在行业竞争加剧背景下，短期费用投放、利润牺牲有望铸造长期发展竞争力。在产能方面，公司积极扩产抢占发展黄金窗口期，2020 年公司产能 15.8 万吨，预计 2021 年产能将达到约 25 万吨，产能落地将有望带来规模效应释放。展望未来，复合调味料赛道高景气不改，在今年 C 端增长受阻的情况下，期待明年改善，公司亦有望优先收益。

投资建议：我们预计 21/22/23 年公司营业收入为 21.7/28.9/35.3 亿元，同比 -8.2%/+33.2%/+22.1%；归母净利润 1.9/3.0/3.7 亿元，同比 -47.2%/+56.8%/+23.8%；对应 PE 分别为 95/61/49 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	2,170	2,890	3,529
增长率 yoy (%)	22.3	36.9	-8.2	33.2	22.1
归母净利润(百万元)	297	364	192	301	373
增长率 yoy (%)	11.4	22.7	-47.2	56.8	23.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.39	0.48	0.25	0.40	0.49
净资产收益率(%)	16.1	9.8	4.9	7.2	8.4
P/E(倍)	61.6	50.2	95.2	60.7	49.0
P/B(倍)	9.9	4.9	4.7	4.4	4.1

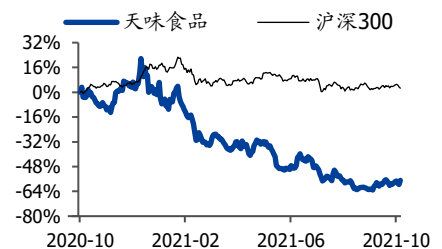
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
10月28日收盘价(元)	24.20
总市值(百万元)	18,299.69
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)	5.45

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

- 《天味食品 (603317.SH)：渠道库存清理，广告大力投放》2021-08-31
- 《天味食品 (603317.SH)：营收恢复高增，加大广宣赋能渠道》2021-04-27
- 《天味食品 (603317.SH)：毛利率提升明显，品牌力持续加强》2021-03-31

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1742	3678	3770	4420	4209	营业收入	1727	2365	2170	2890	3529
现金	676	2729	3007	3332	3349	营业成本	1083	1383	1427	1867	2253
应收票据及应收账款	11	11	9	18	15	营业税金及附加	15	19	18	25	30
其他应收款	3	13	2	17	7	营业费用	241	474	443	549	671
预付账款	12	18	12	26	22	管理费用	64	102	102	130	159
存货	98	243	75	362	152	研发费用	26	30	28	37	45
其他流动资产	940	665	665	665	665	财务费用	-5	-15	-53	-52	-47
非流动资产	401	612	548	669	763	资产减值损失	0	-7	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	3	9	0	0	0
固定资产	362	432	388	507	604	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	34	45	43	43	42	投资净收益	29	35	20	20	20
其他非流动资产	5	135	117	119	117	资产处置收益	-0	0	0	0	0
资产总计	2142	4290	4319	5089	4972	营业利润	334	407	226	354	439
流动负债	293	549	260	787	387	营业外收入	14	29	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	2	8	0	0	0
应付票据及应付账款	114	258	51	397	116	利润总额	346	428	226	354	439
其他流动负债	178	291	209	390	271	所得税	49	64	34	53	65
非流动负债	8	11	11	11	11	净利润	297	364	192	301	373
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	11	11	11	11	归属母公司净利润	297	364	192	301	373
负债合计	300	560	271	798	398	EBITDA	350	374	166	289	376
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.39	0.48	0.25	0.40	0.49
股本	413	630	756	756	756						
资本公积	486	1968	1968	1968	1968						
留存收益	943	1191	1326	1537	1798						
归属母公司股东权益	1842	3730	4048	4291	4574						
负债和股东权益	2142	4290	4319	5089	4972						

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	42	461	172
净利润	297	364	192	301	373
折旧摊销	24	28	26	30	38
财务费用	-5	-15	-53	-52	-47
投资损失	-29	-35	-20	-20	-20
营运资金变动	572	82	-103	202	-171
其他经营现金流	-481	-71	0	0	0
投资活动现金流	-459	129	57	-131	-112
资本支出	48	199	-63	121	94
长期投资	-439	290	0	0	0
其他投资现金流	-850	617	-6	-10	-18
筹资活动现金流	403	1566	179	-6	-43
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	53	-6	-43
现金净增加额	321	2047	278	325	17

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	-8.2	33.2	22.1
营业利润(%)	11.4	21.9	-44.5	56.8	23.8
归属于母公司净利润(%)	11.4	22.7	-47.2	56.8	23.8
获利能力					
毛利率(%)	37.3	41.5	34.3	35.4	36.2
净利率(%)	17.2	15.4	8.9	10.4	10.6
ROE(%)	16.1	9.8	4.9	7.2	8.4
ROIC(%)	15.1	7.9	3.0	5.3	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	14.0	13.1	6.3	15.7	8.0
净负债比率(%)	-36.4	-73.1	-76.6	-79.9	-75.2
流动比率	6.0	6.7	14.5	5.6	10.9
速动比率	5.6	6.2	14.1	5.1	10.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.5	0.6	0.7
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	0.25	0.40	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.47	0.06	0.61	0.23
每股净资产(最新摊薄)	2.44	4.93	5.19	5.51	5.88
估值比率					
P/E	61.6	50.2	95.2	60.7	49.0
P/B	9.9	4.9	4.7	4.4	4.1
EV/EBITDA	47.6	39.9	88.3	49.5	38.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 28 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