

天味食品（603317）：费用端现好转迹象，机遇与压力并存

2021年11月3日

中性/下调

天味食品 公司报告

事件：公司2021年前三季度实现营业收入13.97亿元，同比-8.35%，归母净利润0.80亿元，同比-74.96%；扣非归母净利润0.64亿元，同比-78.51%。其中，Q3实现营收3.81亿元，同比-37.12%；归母净利润444.66万元，同比-96.25%；扣非归母净利润201.67万元，同比-98.25%。

Q3收入端大幅承压。公司第三季度营收进一步萎缩，较20年同比-37.12%，较19年同比-15.03%。去年复合调味品受益于疫情市场存在主动补库存，而今年市场整体消费需求不振，加上社区团购的兴起有利于小品牌发展，而公司在社团方面投入有所滞后亦丧失部分份额，多种原因导致公司整体营收下滑。**分品类看**，火锅底料占比42.04%，Q3单季火锅底料增速下降较大，同比-55.87%；川调占比49.73%，Q3单季川调同比-27.57%；鸡精/香辣酱Q3同比分别为-63.16%/-35.81%；香肠腊肉调料增速超预期，去年肉价高涨香肠需求差基数过低，今年Q3同比+33347.85%，占比仅4.58%。**分渠道来看**，前三季度经销商销售收入11.10亿元，同比-15.34%，经销商占比下降至79.5%。定制餐调去年上半年基数较低，今年上半年餐饮端有所恢复，因此定制餐调前三季度同比+97.04%，占比12.61%，但第三季度收入同比-9.97%。公司全渠道第三季度均同比下降。**分地区看**，除华东地区Q3收入略有增长，其余均下滑，其中华北大幅下滑99.16%，而另外两个重要区域如西南/华中Q3收入同比分别为-15.99%/-65.87%。前三季度经销商增加562家，至3563家。目前渠道库存已经处于低位，在今年行业整体压力下，部分小品牌收缩战略，市场竞争暂时趋于缓和，另外，社区团购价格战也受到政策监管，部分客户回归主流品牌产品，社团对公司产品的影响减弱，因此，我们判断，从今年4季度开始公司收入大概率有所好转。

毛利率、费用率环比改善有望持续。公司Q3毛利率及销售费用率同比依然较弱，但环比均有所改善。Q3毛利率33.51%，同比-10.33pct，环比+2.85pct；销售费用率23.82%，同比+6.05%，环比-4.89pct。毛利率受原材料成本上行、促销增加以及定制餐调占比提升影响。公司年初锁定部分原材料价格，因此部分原料涨价压力反应有所滞后，后续原料给公司带来的影响仍待观察。由于去年受益于疫情，行业整体表现亮眼，新进入者增加，经销商乐观，经销商及终端客户均储备较多存货，今年面临高基数、高库存及消费需求萎靡三大压力，因此Q2公司大力促销降低库存，Q3渠道库存已经明显降低，促销压力减少，因此毛利率和销售费用率均环比改善，目前库存处于历史低位。9月开始终端动销明显恢复，推测改善仍可持续。管理费用相对较为平稳。

压力和机遇并存，待公司重塑完毕，业绩有望恢复增长。长期来看，由于火锅底料及川调进入门槛较低，竞争壁垒较弱，且公司强势渠道在传统流通渠道，因此整体竞争自去年开始变得激烈，毛利率预计长期受到压制。但中小品牌目前同样承压，Q2开始部分退出或缩小市场范围，利于行业良性发展。复合调味品依然处于快速扩容阶段，行业整体依然有10%以上增速，渗透率以及产品升级、创新存在较大提升空间。公司对组织进行了扁平化调整，营

公司简介：

公司一直致力于川味复合调味料的研发、生产和销售，现已自主研发出“大红袍”、“好人家”、“天车”、“羊羊羊”四大系列畅销全国并远销海外的产品。其中，“大红袍”、“好人家”牌川味复合调味料获“四川名牌产品”称号；“天车”商标被中华人民共和国商务部认定为“中华老字号”。

资料来源：Wind 资讯

未来3-6个月重大事项提示：

无

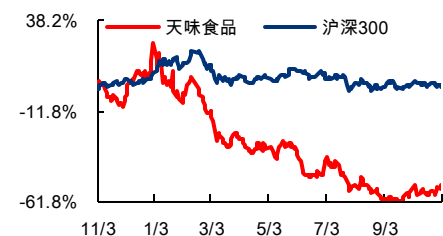
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间(元)	82.24-20.68
总市值(亿元)	194.42
流通市值(亿元)	47.7
总股本/流通A股(万股)	75,619/75,619
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	3.23

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjit@dxzq.net.cn

销管理体系重构，待公司管理稳定，随着明年消费整体改善，公司业绩有望回暖。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 1.82、3.10 和 4.07 亿元，对应 EPS 分别为 0.24、0.41 和 0.54 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 107、63 和 48 倍。压力与机遇并存，存在较多不确定性因素，考虑到估值不低，下调至“中性”评级。

风险提示：行业竞争格局恶化；食品安全事故；原材料价格波动。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,727.33	2,364.66	2,312.13	2,827.53	3,183.89
增长率(%)	22.26%	36.90%	-2.22%	22.29%	12.60%
归母净利润(百万元)	296.97	364.27	182.03	310.04	407.03
增长率(%)	11.39%	22.66%	-50.03%	70.32%	31.28%
净资产收益率(%)	16.12%	9.77%	4.52%	7.35%	9.11%
每股收益(元)	0.74	0.58	0.24	0.41	0.54
PE	34.58	44.50	106.80	62.71	47.76
PB	5.77	4.35	4.82	4.61	4.35

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

执业证书编号：

S1480520070003

研究助理：韦香怡

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	1742	3678	3889	3137	2598	营业收入	1727	2365	2312	2828	3184
货币资金	676	2729	2978	2136	1584	营业成本	1083	1383	1507	1828	1992
应收账款	11	11	13	15	17	营业税金及附加	15	19	20	23	27
其他应收款	3	13	12	15	17	营业费用	241	474	551	596	685
预付款项	12	18	20	25	29	管理费用	64	102	97	113	121
存货	98	243	200	282	286	财务费用	-5	-15	-7	-9	-11
其他流动资产	0	15	15	15	15	研发费用	26	30	27	31	32
非流动资产合计	401	612	633	1614	2373	资产减值损失	-0.01	-7.22	-2.32	-3.18	-4.24
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	362	432	451	1117	1744	投资净收益	28.71	34.93	38.07	41.49	45.23
无形资产	34	45	42	40	37	加:其他收益	2.56	9.28	9.28	9.28	9.28
其他非流动资产	0	36	0	0	0	营业利润	334	407	168	299	397
资产总计	2142	4290	4522	4751	4971	营业外收入	14.33	28.74	31.61	34.77	38.25
流动负债合计	293	549	479	522	491	营业外支出	1.62	7.61	8.37	9.21	10.13
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	346	428	192	325	425
应付账款	114	258	217	300	307	所得税	49	64	10	15	18
预收款项	42	0	-24	-63	-102	净利润	297	364	182	310	407
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	8	11	12	13	14	归属母公司净利润	297	364	182	310	407
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	300	560	491	535	505	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	22.26%	36.90%	-2.22%	22.29%	12.60%
实收资本(或股本)	413	630	756	756	756	营业利润增长	11.40%	21.94%	-58.62%	77.63%	32.66%
资本公积	486	1968	1968	1968	1968	归属于母公司净利润增长	11.39%	22.66%	-50.03%	70.32%	31.28%
未分配利润	780	1025	1131	1306	1540	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1842	3730	4031	4216	4466	毛利率(%)	37.29%	41.49%	34.84%	35.35%	37.44%
负债和所有者权益	2142	4290	4522	4751	4971	净利率(%)	17.19%	15.40%	7.87%	10.97%	12.78%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		16.12%	9.77%	4.52%	7.35%	9.11%
经营活动现金流	378	353	167	330	531	偿债能力					
净利润	297	364	182	310	407	资产负债率(%)	14%	13%	11%	11%	10%
折旧摊销	24.17	27.61	64.09	121.16	228.11	流动比率	5.95	6.70	8.12	6.01	5.29
财务费用	-5	-15	-7	-9	-11	速动比率	5.62	6.26	7.70	5.47	4.71
应收帐款减少	-7	0	-2	-2	-3	营运能力					
预收帐款增加	-4	-42	-24	-40	-39	总资产周转率	0.98	0.74	0.52	0.61	0.66
投资活动现金流	-459	129	-45	-1057	-938	应收账款周转率	220	212	192	205	201
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	17.58	12.69	9.73	10.94	10.49
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	29	35	38	41	45	每股收益(最新摊薄)	0.74	0.58	0.24	0.41	0.54
筹资活动现金流	403	1566	127	-115	-145	每股净现金流(最新摊薄)	0.78	3.25	0.33	-1.11	-0.73
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.46	5.92	5.33	5.58	5.91
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	41	217	126	0	0	P/E	34.58	44.50	106.80	62.71	47.76
资本公积增加	448	1482	0	0	0	P/B	5.77	4.35	4.82	4.61	4.35
现金净增加额	321	2047	249	-843	-552	EV/EBITDA	28.15	32.15	73.10	42.19	29.16

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	20211031 东兴食品饮料周报: 三季报印证需求回暖, 关注明年提价预期	2021-11-02
行业普通报告	食品饮料行业周观点: 关于白酒周期波动的几点思考	2021-10-26
行业普通报告	食品饮料行业报告: 食品饮料行业周观点: 糖酒会反馈积极, 白酒景气度不改	2021-10-13
行业深度报告	植物蛋白饮品系列报告(一): 乘风健康消费, 空间广阔、赛道革新	2021-09-16
行业普通报告	食品饮料行业周观点: 白酒股价 Q4 能否复苏的两个可观察指标	2021-09-13
行业深度报告	食品饮料: 以日鉴中, 日本消费格局演变观察	2021-08-24
行业普通报告	食品饮料行业周观点: 白酒企业被约谈引发市场走低, 维稳出发点利好长期行业发展	2021-08-22
行业普通报告	食品饮料行业周观点: 关注下半年原奶供需从紧缺转向紧平衡拐点	2021-08-02

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、速冻及软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300/恒生指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526