

# 天味食品 (603317)

证券研究报告

2021年11月02日

## 三季度经营压力仍存，静待公司基本面边际改善

**事件：**公司21年前三季度实现营收13.97亿元，同比-8.35%，归母净利润0.80亿元，同比-74.96%。其中，Q3实现营收3.81亿元，同比-37.12%，归母净利润0.05亿元，同比-96.25%。

**需求疲软叠加行业竞争加剧，公司三季度营收承压。**公司Q3营收同比下降37.12%，收入连续两个季度负增长，我们认为主因一是疫情反复致使消费需求疲软，终端动销缓慢；二是行业竞争格局有所加剧；三是社区团购对消费需求的分流。分产品来看，火锅底料前三季度实现营收5.87亿元，同比-19.36%，一方面与行业竞争加剧有关，另一方面也与公司加大促销有关；中式菜品调料实现营收6.94亿元，同比-3.52%，情况较底料好，我们判断与定制餐调恢复有关。分渠道来看，定制餐调前三季度实现营收1.76亿元，同比+97.04%，实现高速增长，与餐饮回暖有关；直营商超、经销商、电商分别同比-23.90%、-15.34%、-8.92%。展望四季度，随着行业旺季的到来，终端动销有望恢复，同时叠加公司库存的不断去化，四季度收入有望环比改善。

**盈利能力下滑，广告费及职工薪酬加大致使期间费用提升。**公司2021年前三季度及Q3分别实现归母净利率5.74%及1.19%，分别同比下降15.26pcts及18.70pcts。公司盈利能力下滑，一方面与毛利率的下降有关。公司Q3毛利率为33.51%，环比二季度提升2.85pcts，较20Q3下降10.33pcts，主因是公司虽三季度销售费用率环比二季度下降4.89pcts，但在上半年渠道库存和货龄较高的背景下，较去年同期仍出现较大幅度货龄清理。同时，原材料成本上涨，也使得毛利率有所承压。另一方面，公司加大期间费用方面投入，Q3销售费用率同比提升6.05pcts至23.82%，Q3管理费用率提升2.30pcts至6.05%，主要系持续开拓市场，支付的广告费及市场费用大幅增加，以及公司职工薪酬增加所致。

**渠道开拓持续推进，公司基本面有望触底。**公司前三季度净增加经销商562家至3563家，全国化渠道建设持续推进，并通过内生式增长强化对渠道和区域的精耕细作。虽然行业和公司整体动销有所放缓，但随着终端竞争的改善以及公司渠道的调整，前期市场开发及相关投入有望逐渐转化为渠道势能，公司基本面有望触底。我们认为行业竞争格局有望持续改善，向头部企业集中的竞争逻辑无本质变革；同时公司库存较低，随着旺季到来，需求有望提振，动销有望改善，静待公司内外部边际改善。

**盈利预测：**公司三季报表现出终端的需求有所疲软，业绩增长乏力，结合对未来展望，我们将公司2021-2023年营收由29.62/38.02/49.24亿元下调至24.73/31.53/39.91亿元，同比+4.58%/27.49%/26.57%，归母净利润由3.42/4.45/5.85亿元调整至1.74/3.24/4.27亿元，同比-52.32%/+86.58%/31.71%，EPS分别为0.23/0.43/0.56元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**新品推广不及预期，全国化进程缓慢，食品安全风险等。

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.71元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	756.19
流通A股股本(百万股)	185.55
A股总市值(百万元)	19,441.53
流通A股市值(百万元)	4,770.48
每股净资产(元)	4.85
资产负债率(%)	11.49
一年内最高/最低(元)	82.24/19.90

### 作者

刘畅	分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
吴文德	分析师
SAC执业证书编号：S1110520070003	
wuwende@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《天味食品-半年报点评:天味食品(603317)—主动调整奠定发展基础，公司波动中走向稳健增长》  
2021-09-02
- 《天味食品-季报点评:品牌和渠道建设加速推进，天味领先优势有望强化》  
2021-04-28
- 《天味食品-年报点评报告:费用投放力保领先优势，波动中走向沉稳发展》  
2021-04-02

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,727.33	2,364.66	2,472.90	3,152.80	3,990.50
增长率(%)	22.26	36.90	4.58	27.49	26.57
EBITDA(百万元)	376.83	455.21	195.51	372.82	493.22
净利润(百万元)	296.97	364.27	173.69	324.07	426.82
增长率(%)	11.39	22.66	(52.32)	86.58	31.71
EPS(元/股)	0.39	0.48	0.23	0.43	0.56
市盈率(P/E)	65.47	53.37	111.93	59.99	45.55
市净率(P/B)	10.56	5.21	4.97	4.70	4.39
市销率(P/S)	11.26	8.22	7.86	6.17	4.87
EV/EBITDA	44.93	106.35	82.91	42.47	31.69

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	676.30	2,728.85	2,562.64	2,930.81	3,126.93
应收票据及应收账款	11.17	11.18	1.19	14.23	4.62
预付账款	12.19	18.04	32.43	18.61	47.65
存货	98.28	242.72	93.78	313.17	160.07
其他	943.73	677.59	824.19	717.77	739.42
<b>流动资产合计</b>	<b>1,741.67</b>	<b>3,678.38</b>	<b>3,514.23</b>	<b>3,994.58</b>	<b>4,078.70</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	361.89	432.12	503.32	575.22	782.19
在建工程	0.00	75.89	98.20	198.63	37.95
无形资产	34.25	44.71	42.17	39.60	37.01
其他	4.50	58.89	22.83	28.74	36.82
<b>非流动资产合计</b>	<b>400.64</b>	<b>611.61</b>	<b>666.52</b>	<b>842.19</b>	<b>893.97</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,142.31</b>	<b>4,289.98</b>	<b>4,180.76</b>	<b>4,836.77</b>	<b>4,972.67</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	114.40	258.21	44.64	351.60	162.20
其他	178.28	290.95	217.49	342.64	372.90
<b>流动负债合计</b>	<b>292.68</b>	<b>549.17</b>	<b>262.13</b>	<b>694.24</b>	<b>535.11</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.72	11.16	9.01	9.29	9.82
<b>非流动负债合计</b>	<b>7.72</b>	<b>11.16</b>	<b>9.01</b>	<b>9.29</b>	<b>9.82</b>
<b>负债合计</b>	<b>300.40</b>	<b>560.33</b>	<b>271.13</b>	<b>703.54</b>	<b>544.93</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	413.16	630.44	756.19	756.19	756.19
资本公积	486.16	1,968.15	1,842.40	1,842.40	1,842.40
留存收益	1,428.76	3,159.34	3,153.44	3,377.05	3,671.56
其他	(486.16)	(2,028.27)	(1,842.40)	(1,842.40)	(1,842.40)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,841.92</b>	<b>3,729.66</b>	<b>3,909.63</b>	<b>4,133.24</b>	<b>4,427.74</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,142.31</b>	<b>4,289.98</b>	<b>4,180.76</b>	<b>4,836.77</b>	<b>4,972.67</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	296.97	364.27	173.69	324.07	426.82
折旧摊销	24.17	27.61	32.33	34.76	40.46
财务费用	0.00	0.05	(23.79)	(24.70)	(27.23)
投资损失	(28.71)	(34.93)	(26.36)	(30.00)	(20.50)
营运资金变动	580.03	(5.66)	(258.45)	315.62	(54.04)
其它	(494.50)	1.44	(3.25)	1.29	0.65
<b>经营活动现金流</b>	<b>377.96</b>	<b>352.79</b>	<b>(105.84)</b>	<b>621.04</b>	<b>366.16</b>
资本支出	38.58	180.76	125.45	204.23	83.63
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(497.80)	(52.22)	(215.88)	(381.34)	(148.59)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(459.22)</b>	<b>128.54</b>	<b>(90.43)</b>	<b>(177.11)</b>	<b>(64.95)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	493.86	1,654.36	83.91	24.70	27.23
其他	(91.19)	(88.23)	(53.84)	(100.46)	(132.31)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>402.67</b>	<b>1,566.13</b>	<b>30.07</b>	<b>(75.77)</b>	<b>(105.08)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>321.40</b>	<b>2,047.46</b>	<b>(166.21)</b>	<b>368.17</b>	<b>196.12</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,727.33</b>	<b>2,364.66</b>	<b>2,472.90</b>	<b>3,152.80</b>	<b>3,990.50</b>
营业成本	1,083.25	1,383.50	1,514.26	1,927.65	2,433.81
营业税金及附加	15.34	19.19	19.78	24.59	29.93
营业费用	240.89	474.19	667.57	725.14	889.88
管理费用	63.91	102.32	103.86	132.42	159.62
研发费用	25.76	30.39	29.67	39.41	49.88
财务费用	(4.55)	(15.21)	(23.79)	(24.70)	(27.23)
资产减值损失	(0.01)	(7.22)	(2.32)	(3.18)	(4.24)
公允价值变动收益	0.00	0.00	(3.25)	1.29	0.65
投资净收益	28.71	34.93	26.36	30.00	20.50
其他	(59.69)	(64.36)	(46.23)	(62.59)	(42.30)
<b>营业利润</b>	<b>333.72</b>	<b>406.93</b>	<b>186.97</b>	<b>362.76</b>	<b>480.00</b>
营业外收入	14.33	28.74	18.94	20.67	22.78
营业外支出	1.62	7.61	3.95	4.40	5.32
<b>利润总额</b>	<b>346.43</b>	<b>428.05</b>	<b>201.96</b>	<b>379.03</b>	<b>497.46</b>
所得税	49.45	63.78	28.27	54.96	70.64
<b>净利润</b>	<b>296.97</b>	<b>364.27</b>	<b>173.69</b>	<b>324.07</b>	<b>426.82</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>296.97</b>	<b>364.27</b>	<b>173.69</b>	<b>324.07</b>	<b>426.82</b>
每股收益(元)	0.39	0.48	0.23	0.43	0.56

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.26%	36.90%	4.58%	27.49%	26.57%
营业利润	11.40%	21.94%	-54.05%	94.02%	32.32%
归属于母公司净利润	11.39%	22.66%	-52.32%	86.58%	31.71%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.29%	41.49%	38.77%	38.86%	39.01%
净利率	17.19%	15.40%	7.02%	10.28%	10.70%
ROE	16.12%	9.77%	4.44%	7.84%	9.64%
ROIC	36.26%	150.76%	48.07%	42.67%	73.90%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.02%	13.06%	6.49%	14.55%	10.96%
净负债率	-36.72%	-73.17%	-65.55%	-70.91%	-70.62%
流动比率	5.95	6.70	13.41	5.75	7.62
速动比率	5.62	6.26	13.05	5.30	7.32
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	220.07	211.61	400.00	409.09	423.53
存货周转率	15.75	13.87	14.70	15.49	16.86
总资产周转率	0.98	0.74	0.58	0.70	0.81
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.39	0.48	0.23	0.43	0.56
每股经营现金流	0.50	0.47	-0.14	0.82	0.48
每股净资产	2.44	4.93	5.17	5.47	5.86
<b>估值比率</b>					
市盈率	65.47	53.37	111.93	59.99	45.55
市净率	10.56	5.21	4.97	4.70	4.39
EV/EBITDA	44.93	106.35	82.91	42.47	31.69
EV/EBIT	48.01	113.21	99.33	46.84	34.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com