

天味食品 (603317)

证券研究报告

2021年03月05日

积极动销驱散悲观预期，质疑声中洞见未来需坚定

公司景气度持续向上，悲观预期下坚定推荐。

近期受市场波动和四季度报表不及预期影响，公司股价跌幅较大。在市场预期调整后，我们仍坚定看好公司未来发展，预计一季度公司营收和利润将有大幅增长。一方面，一月份是公司的传统旺季，今年春节后延或提高1月份的备货量，我们预计公司1月份有较快增长，其中酸菜鱼调料环比Q4或有望增长；另一方面，2月份受20年低基数影响，有望延续高增态势，整体来看，我们预计Q1公司景气度持续提升。全年来看，我们预计公司仍将继续推进大红袍和好人家双品牌建设，同时继续加大广告费用投放，建设品牌影响力。21年公司在渠道势能释放、经销商开拓以及新品放量等基础上，仍有望实现快速增长。

复合调味品赛道优，公司作为行业龙头有望持续受益。

从食品饮料各子板块横向对比来看，复合调味品赛道表现出高成长性，主因行业具备赛道宽、集中度和渗透率低等特点，未来有望持续快速增长。我们预计复合调味品行业远期规模有望突破4000亿元，市场空间广阔。在行业高景气的背景下，天味作为行业龙头，也快速抓住行业发展契机，通过全国化渠道网络建设和品牌推广，快速和竞争对手拉开差距，逐步形成规模化优势。20年在经销商开拓和大红袍拆分背景下，公司经销商有望超过3000家。随着渠道拆分的逐步完成，预计21年新增经销商数量或放缓，届时公司将形成“好人家+大红袍”双轮驱动。品牌方面，通过规模化的网络布局以及空中地面广告的推广，品牌影响力逐步建立，竞争力持续强化。此外，公司成立上海分公司，通过优化战略布局，进一步开拓区域市场、拓宽高端人才引进渠道，持续提升公司核心竞争力。

底料川调优势持续强化，持续看好龙头公司天味。

我们认为公司发展将经历三个阶段，一是上市之前立足产品研发及储备；二是上市后三年进行迅速的渠道渗透，借助资金快速拓展市场，提高市占率，占领消费者心智；三是未来五年将逐步建立品牌壁垒，实现品类的扩张，强化B端粘性。我们认为公司渠道扩张加速推进，同时通过“好人家+大红袍”双轮驱动，不断强化底料和川调优势。我们认为公司上市后三年是公司发展的窗口期，这一阶段公司业绩有望逐年加速，随着品牌力的提升、渠道网络的完善以及品类的丰富，公司业绩有望保持快速增长。

投资建议：我们预计公司2020-2022年实现营收23.65/32.70/44.16亿元，同比+36.91%/38.29%/35.01%，实现归母净利润3.84/5.13/7.17亿元，同比+29.27%/33.55%/39.88%，EPS分别为0.61/0.81/1.14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。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,412.86	1,727.33	2,364.90	3,270.44	4,415.55
增长率(%)	32.56	22.26	36.91	38.29	35.01
EBITDA(百万元)	339.25	376.83	460.07	621.06	869.50
净利润(百万元)	266.61	296.97	383.89	512.68	717.16
增长率(%)	45.05	11.39	29.27	33.55	39.88
EPS(元/股)	0.42	0.47	0.61	0.81	1.14
市盈率(P/E)	131.83	118.35	91.56	68.56	49.01
市净率(P/B)	30.88	19.08	16.68	14.28	11.89
市销率(P/S)	24.88	20.35	14.86	10.75	7.96
EV/EBITDA	0.00	44.93	73.20	53.68	37.68

资料来源：wind，天风证券研究所

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	55.75元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	630.44
流通A股股本(百万股)	125.21
A股总市值(百万元)	35,147.28
流通A股市值(百万元)	6,980.72
每股净资产(元)	3.41
资产负债率(%)	22.72
一年内最高/最低(元)	82.24/38.46

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-公司点评:新品推广持续提速，经销商势能亟待释放》
2021-01-22
- 《天味食品-季报点评:全国化和品牌建设加速推进，看好公司未来发展》
2020-10-23
- 《天味食品-半年报点评:疫情加速市场培育，渠道红利持续释放》
2020-08-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	354.89	676.30	529.40	864.63	1,439.34
应收票据及应收账款	4.52	11.17	0.65	15.34	5.51
预付账款	14.06	12.19	33.80	23.72	51.30
存货	121.12	98.28	208.38	193.41	305.05
其他	504.97	943.73	1,261.21	1,218.18	1,145.67
流动资产合计	999.56	1,741.67	2,033.44	2,315.27	2,946.88
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	347.27	361.89	397.12	470.99	681.02
在建工程	0.00	0.00	60.26	160.68	0.00
无形资产	34.88	34.25	31.98	29.68	27.35
其他	5.11	4.50	3.97	4.53	4.33
非流动资产合计	387.26	400.64	493.32	665.88	712.70
资产总计	1,386.82	2,142.31	2,526.76	2,981.15	3,659.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	82.10	114.40	161.59	229.62	311.56
其他	158.32	178.28	249.82	282.85	384.51
流动负债合计	240.42	292.68	411.41	512.47	696.07
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	8.14	7.72	8.55	8.14	8.14
非流动负债合计	8.14	7.72	8.55	8.14	8.14
负债合计	248.56	300.40	419.97	520.61	704.20
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	371.84	413.16	630.44	630.44	630.44
资本公积	38.17	486.16	268.87	268.87	268.87
留存收益	766.43	1,428.76	1,476.35	1,830.10	2,324.94
其他	(38.17)	(486.16)	(268.87)	(268.87)	(268.87)
股东权益合计	1,138.26	1,841.92	2,106.80	2,460.54	2,955.38
负债和股东权益总	1,386.82	2,142.31	2,526.76	2,981.15	3,659.58

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	266.61	296.97	383.89	512.68	717.16
折旧摊销	22.54	24.17	30.08	32.52	38.25
财务费用	0.00	0.00	(5.37)	(6.21)	(10.26)
投资损失	(15.46)	(28.71)	(18.50)	(20.89)	(20.50)
营运资金变动	(75.35)	580.03	(323.26)	155.35	127.83
其它	66.60	(494.50)	(4.70)	1.87	0.94
经营活动现金流	264.94	377.96	62.13	675.32	853.41
资本支出	22.34	38.58	122.46	204.94	85.26
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(82.31)	(497.80)	(217.86)	(392.31)	(151.90)
投资活动现金流	(59.97)	(459.22)	(95.39)	(187.37)	(66.64)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.80	493.86	5.37	6.21	10.26
其他	(96.51)	(91.19)	(119.00)	(158.93)	(222.32)
筹资活动现金流	(94.71)	402.67	(113.63)	(152.72)	(212.06)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	110.26	321.40	(146.89)	335.22	574.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,412.86	1,727.33	2,364.90	3,270.44	4,415.55
营业成本	856.52	1,083.25	1,379.95	1,903.20	2,563.49
营业税金及附加	15.93	15.34	20.10	29.43	43.27
营业费用	183.12	240.89	395.30	565.79	750.64
管理费用	55.76	63.91	117.54	152.08	176.62
研发费用	22.38	25.76	35.47	53.96	71.53
财务费用	(1.80)	(4.55)	(5.37)	(6.21)	(10.26)
资产减值损失	0.28	(0.01)	0.35	0.21	0.18
公允价值变动收益	0.00	0.00	(4.70)	1.87	0.94
投资净收益	15.46	28.71	18.50	20.89	20.50
其他	(34.37)	(59.69)	(27.61)	(45.52)	(42.87)
营业利润	299.58	333.72	435.36	594.75	841.51
营业外收入	13.76	14.33	13.80	13.97	14.03
营业外支出	2.63	1.62	1.74	2.00	1.79
利润总额	310.71	346.43	447.42	606.72	853.76
所得税	44.11	49.45	63.53	94.04	136.60
净利润	266.61	296.97	383.89	512.68	717.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	266.61	296.97	383.89	512.68	717.16
每股收益(元)	0.42	0.47	0.61	0.81	1.14

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	32.56%	22.26%	36.91%	38.29%	35.01%
营业利润	47.89%	11.40%	30.46%	36.61%	41.49%
归属于母公司净利润	45.05%	11.39%	29.27%	33.55%	39.88%
获利能力					
毛利率	39.38%	37.29%	41.65%	41.81%	41.94%
净利率	18.87%	17.19%	16.23%	15.68%	16.24%
ROE	23.42%	16.12%	18.22%	20.84%	24.27%
ROIC	37.34%	36.26%	166.85%	77.93%	106.73%
偿债能力					
资产负债率	17.92%	14.02%	16.62%	17.46%	19.24%
净负债率	-31.18%	-36.72%	-25.13%	-35.14%	-48.70%
流动比率	4.16	5.95	4.94	4.52	4.23
速动比率	3.65	5.62	4.44	4.14	3.80
营运能力					
应收账款周转率	384.22	220.07	400.00	409.09	423.53
存货周转率	13.80	15.75	15.42	16.28	17.72
总资产周转率	1.10	0.98	1.01	1.19	1.33
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.47	0.61	0.81	1.14
每股经营现金流	0.42	0.60	0.10	1.07	1.35
每股净资产	1.81	2.92	3.34	3.90	4.69
估值比率					
市盈率	131.83	118.35	91.56	68.56	49.01
市净率	30.88	19.08	16.68	14.28	11.89
EV/EBITDA	0.00	44.93	73.20	53.68	37.68
EV/EBIT	0.00	48.01	78.32	56.65	39.42

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	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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