2020-10-27
公司点评报告
买入/维持

天味食品(603317)

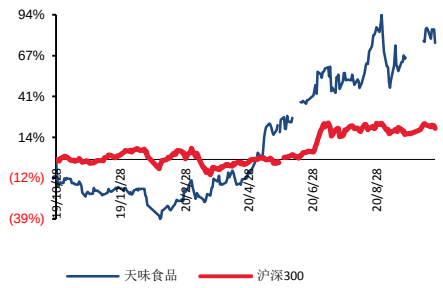
目标价：80

昨收盘：67.5

日常消费 食品、饮料与烟草

天味食品三季报点评：渠道扩张不断推进，全年收入高增可期

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	601/125
总市值/流通(百万元)	40,566/8,452
12 个月最高/最低(元)	74.45/34.37

相关研究报告：

天味食品（603317）《天味食品中报点评：内外机制变革，乘风破浪启航》--2020/08/24

天味食品（603317）《天味食品：渠道建设推动业绩增长，2020 年再提高速发展目标》--2020/03/31

天味食品(603317)《川调逐步发力，渠道推进积极》--2019/08/05

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

点评事件：天味食品发布 2020 年三季报，前三季度营收、归母净利润、归母扣非分别为 15.25 亿元、3.20 亿元、2.96 亿元，分别同比+41.47%、+63.78%、+74.79%；其中 Q3 营收、归母净利润、归母扣非净利润为 6.06 亿元、1.21 亿元、1.15 亿元，分别同比+35.13%、+29.72%、+48%。Q3 收入增速略低预期、利润增速超越市场预期，符合我们预期。

Q3 公司现金回款同比+42%，高于收入增速，现金收现率 123%，现金流情况良好。应收账款 713 万元，同比+141%，主要是销售规模增大应收账款合理增加；预付 7010 万元，同比+391%，主要是技改项目投入；应付账款 2.66 亿元，同比+121.58%，主要是原材料采购增长；合同负债 1.23 亿元，同比+14.20%。存货 2.51 亿元，同比+109%，主要是库存商品增长为 Q4 旺季销售做准备，总体来看报表质量良好。

收入分析：Q3 火锅底料继续高增长，川调略降速，定制餐调恢复增长，经销商快速增长，跑马圈地进行时。2020 年前三季度公司实现营收 15.24 亿元，同比+41.47%（Q1：+9.21%；Q2：+80.73%；Q3：+35.13%），Q3 较 Q2 略有降速。

火锅底料持续高增，川调略降速。分产品来看，火锅底料销售 7.20 亿元，同比+40.39%（Q1：+4.03%；Q2：+98.19%；Q3：+49.94%），川菜调料销售 7.28 亿元，同比+49.94（Q1：+15.51%；Q2：+83.19%；Q3：+21.89%），香肠腊肉调料销售 188 万元，同比-64.87%，去年 Q3 以来腊肉调料持续下滑。Q3 火锅底料延续高增长，川菜调料略有降速，一方面与公司新品战略有关，另一方面与疫情影响鱼调料消费有关。

公司大幅增加经销商，销售网络快速铺开。分渠道来看，经销商渠道销售增速良好，增长 44.23%（Q1：+11.27%；Q2：+89.68%；Q3：+33.38%），主要是产品销售及新增经销商开拓，Q3 新增经销商 518 家，新增经销商贡献收入 2.85 亿元，占比 18%。此外，公司电商渠道销售额仅次于经销商，上半年实现销售 0.92 亿元，同比+122%（Q1：+109.11%；Q2：+162.76%；Q3：+101.35%），线上发力迅猛；定制餐调销售 0.89 亿元，同比-16%（Q1：-69.54%；Q2：-39.01%；Q3：+35.03%），定制餐调恢复增长。

证券分析师：李鑫鑫
电话：021-58502206
E-MAIL：lixx@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190519100001

利润分析：提价+产品结构调整，毛利率大幅上行，广宣增加，利润与收入持平

2020M9 公司归母净利润 3.20 亿元，同比+63.78%（Q1：+4.75%；Q2：+322%；Q3:+29.72%），净利率 21%，同比提升 2.86pct，其中 Q3 净利率 19.89%，同比下降 0.83pct。Q3 利润增速基本与收入增速持平，一方面是毛利率提升，再一方面是销售费用率大幅增加。

Q3 公司毛利率 43.84%，同比提升 8.31pct，一方面与去年底今年初公司提价有关，另一方面与公司提前囤货控制成本有关，此外产品结构调整也对毛利率有一定正向贡献；Q3 期间费用率 21.96%，同比提升 7.5pct，其中销售费用率 17.77%，同比增加 7.97pct，主要是广宣费用大幅增加所致。

短期展望：Q4 收入持续高增，利润略有承压

收入来看，Q4 随着公司战略切换，工作重点将从新品转向大单品，川调有望发力，同时今年猪价有所下行，冬调有望受益，综合来看 Q4 收入有望延续前三季度的高增状态。**成本费用来看**，油脂成本上行，Q4 成本略有承压，非诚勿扰、代言人等广宣费用在 Q4 投放，广宣费用有望大幅增加，利润略有承压。

中期展望：“双轮驱动”品牌战略开启，广宣投入加大，未来收入高增可期

双轮驱动战略开启，公司收入增长步入新台阶。今年公司启动“双轮驱动”品牌战略，对“好人家”与“大红袍”进行重新定位，将“大红袍”品牌从原来的销售体系中分离，成立独立销售组织，对品牌重新进行战略规划和形象塑造，同时对原有经销商进行拆分，拓展“大红袍”新的经销商。我们认为随着双轮驱动的开启，公司收入增长将步入新台阶。

广宣投入加大，短期费用增加，长期品牌力增强。相较于之前公司广宣投放较小的情况，未来随着冠名及品牌代言等广宣活动推出，短期来看会影响今年利润，但长期来看，公司品牌力有望逐步增强，公司销售上新台阶。

长期展望：赛道优、格局散，公司内外改革抢先机

1）市场空间：根据 Frost & Sullivan 数据，火锅调味料市场规模由

2010 年的 74 亿元增长至 2015 年的 154 亿元，CAGR 达 16%，预计 2020 年规模达到 310 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 17.5%。**2）市场格局：**相对于其他调味品子行业，船尾复合调味料行业发展较晚，行业集中度较低，根据颐海国际招股书数据，2015 年火锅底料 CR5 为 30.9%，其中红九九、颐海国际、天味食品、重庆德庄、红太阳市占率分别为 9.2%、7.9%、7.0%、4.1%、2.7%。**3）公司优势：**公司作为行业内首家在 A 股上市的川调公司，有望享受行业快速增长的红利。公司从 19 年下半年开始进行了内外部改革，**1）内部：**调整内部核心骨干，补充人才，今年五月推出股权激励，下半年进行薪酬调整，公司人员结构不断优化，公司活力有望激活；**2）外部：**一方面进行经销商拆分，另一方面通过各种措施赋能经销商，经销商潜力有望持续挖掘，同时公司快速新增经销商，为收入增长助力，这都将为之后公司高速发展、抢占赛道提供保障。

盈利预测与评级：

公司所处行业赛道好格局优，公司作为 A 股首家复合调味料上市公司，有望享受行业的高增长红利。随着公司股权激励的推出，公司内部活力有望释放，双轮驱动开启，外部潜力有望挖掘。展望 Q4，川调有望发力、冬调受益猪价下行，收入有望维持高速增长；同时成本略有承压、广宣费用在 Q4 大幅确认。不考虑股权激励费用，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.75 元、1.03 元、1.35 元；考虑到股权激励费用，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.71 元、1.00 元、1.34 元，同时参考调味品其他公司估值，我们按照 2021 年业绩给予 80x 估值，一年目标价 80 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；销售环境恶化；原材料等成本快速上升；食品安全问题等。

■ **主要财务指标**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1727	2510	3398	4375
增长率（%）	22%	45%	35%	29%
净利润(百万元)	297	429	601	807
增长率（%）	11%	45%	40%	34%
摊薄每股收益(元)	0.72	0.71	1.00	1.34

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。