业绩保持强劲增长，经销商体系快速扩张

增持 ——维持

日期：2020 年 10 月 26 日
行业：食品饮料

分析师： 周菁
Tel： 021-53686158
E-mail： zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号： S0870518070002

基本数据（2020.10.23）

报告日股价（元）	67.50
12mth A 股价格区间（元）	23.59-74.45
总股本（百万股）	600.98
无限售 A 股/总股本	20.83%
流通市值（亿元）	84.52
每股净资产（元）	3.41
PBR（X）	19.78

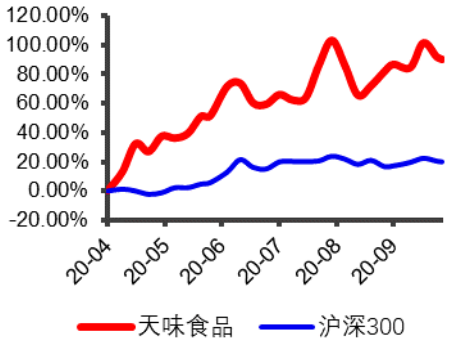
主要股东（2020Q3）

邓文	67.63%
唐璐	10.86%
香港中央结算有限公司	1.87%
景顺长城基金	1%
卢小波	0.75%

收入结构（2020Q3）

火锅底料	47.73%
川菜调料	47.2%
香肠腊肉调料	0.12%
鸡精	2.29%
香辣酱	1.66%
其他	1%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告：

《天味食品（603317）动态点评：Q2 业绩增长超预期，新品上市+品牌焕新》

《天味食品（603317）中报点评：业绩高增，全国化扩张加速》

■ 公司动态事项

公司发布2020年三季报，前三季度实现营收15.25亿元/+41.47%，归属净利润为3.20亿元/+63.78%，扣非归属净利润为2.96亿元/+63.41%。Q3实现营收6.06亿元/+35.13%，归属净利润为1.20亿元/+29.72%。

■ 事项点评

收入保持强劲增长，经销商体系快速扩张

分产品看，前三季度两大主力产品火锅底料/川菜调料收入 7.28/7.20 亿元，同比+49.9%/+40.4%，其中 Q3 收入 3.48/2.30 亿元，同比+49.9%/+21.9%。火锅底料受到不辣汤系列新品上市销售驱动，保持快速增长；鱼调料系列因疫情减少生鲜产品食用而增速有所放缓，Q4 将加大对川调大单品的投入，川调增速有望恢复。截止三季度末，公司新品销售收入贡献比例约 13.8%，较年中进一步提高 5.8pct。分渠道看，前三季度经销商收入 13.11 亿元/+44.2%，其中 Q3 增长 33.4%，公司今年按照品牌对经销商进行了拆分，且加大了西南以外的全国化开发，受益于经销商体系快速扩张，公司经销商渠道收入保持快速增长。期末公司经销商数量达 2569 家，全年新增 1348 家（好人家 597 家+大红袍 751 家），其中 Q3 新增 518 家，预计 Q4 将新增 300-500 家经销商，年底达 3000 家左右规模。前三季度定制餐调收入 0.89 亿元/-16.0%，受益于老客户餐饮经营日渐恢复，Q3 公司 B 端餐调收入同比增长 35.0%，季度收入占比回升至约 10%。公司线上电商收入翻倍式增长，前三季度收入 0.92 亿元/+122.4%，其中 Q3 增长 101.4%。分地区看，前三季度西南大本营收入增长 38.8%，保持较快增长；经销商增量较大的华东、华中、华北收入分别增长 68.7%、34.3%、46.9%，公司全国化发展日趋均衡。

提价驱动毛利率大幅提升，加大品牌投入致销售费用率上行

前三季度公司毛利率约为 43.0%/+5.6pct，其中 Q3 毛利率为 43.8%/+8.3pct，主要受提价驱动，此外成本端也有所下降，Q4 火锅旺季油脂成本或将上行，但预计在可控范围内，公司毛利率有望保持稳定水平。Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.8%/3.8%/1.3%/-0.9%，同比+8.0/+0.4/-0.2/-0.7pct。Q3 销售费用率明显提高主要系疫情导致公司部分市场费用及广告费投入后移至 Q3 支出，综合来看前三季度公司销售费用率为 15.2%/+2.5pct，费用开支加大主要系公司在品牌端发力，如冠名综艺、聘请代言人等，未来几年预计仍将加大广告投入支出，销售费用率或将保持高位。前三季度公司归属净利润为 3.20 亿元/+63.78%，净利率 21.0%/+2.9pct，其中 Q3 归属净利润为 1.20 亿元/+29.72%，净利率 19.9%/-0.8pct。

定增获批，加大产能扩建，品牌建设发力

公司定增获批，拟募资不超过 16.3 亿元用于天味食品调味品产业化项目和食品、调味品产业化生产基地扩建项目，产能规划为 9 万吨火锅底料、10 万吨川菜调料。2019 年底公司产能 11.10 万吨，其中火锅底料和川菜调料产能 9.08 万吨，预计今年随着 IPO 募投项目逐步投产，

产能有望增至约 14 万吨。考虑定增的 19 万吨产能，公司规划产能复合增速达 30-40%左右，与股权激励收入增长目标区间 30-50%匹配。上市后公司在品牌端持续发力，对好人家品牌先后进行了 VI 升级、启动私域流量计划、冠名《非诚勿扰》、在业内率先启用明星代言、执行全新的数字营销策略等，不断为品牌赋能，提升品牌影响力。

■ 投资建议

暂不考虑定增影响，由于毛利率提升略超预期，我们小幅调整盈利预测，预计 2020-2022 年公司归属净利润分别为 4.33/5.67/7.53 亿元，对应 EPS 分别为 0.72/0.94/1.25 元/股，对应 PE 分别为 94/72/54 倍（按 2020/10/23 收盘价计算）。公司所处复合调味料赛道成长性好，公司作为龙头享受行业增长红利，中长期内成长空间可观。公司股权激励目标积极，并从产能规划、产品体系、渠道扩张及内部激励等多维度优化提升来保障目标的可实施性，看好公司乘行业东风的快速发展潜力。维持“增持”评级。

■ 风险提示

食品质量安全风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、产品销售增速下滑风险、全国渠道拓展不及预期等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1727.33	2440.07	3323.99	4420.22
年增长率		41.26%	36.23%	32.98%
归属于母公司的净利润	296.97	432.72	566.93	752.52
年增长率		45.71%	31.02%	32.73%
每股收益（元）	0.49	0.72	0.94	1.25
PER（X）	136.60	93.75	71.55	53.91

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/10/23 收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	676	863	1314	1858
应收和预付款项	26	39	50	67
存货	98	195	203	322
其他流动资产	940	940	940	940
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	362	448	519	574
无形资产和开发支出	34	29	24	19
其他非流动资产	5	0	0	0
资产总计	2142	2514	3050	3782
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	291	308	373	479
长期借款	0	0	0	0
其他负债	9	4	4	4
负债合计	300	312	377	483
股本	413	413	413	413
资本公积	486	486	486	486
留存收益	943	1302	1774	2400
归属母公司股东权益	1842	2202	2673	3299
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1842	2202	2673	3299
负债和股东权益合计	2142	2514	3050	3782

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	378	430	652	770
投资活动产生现金流量	-459	-123	-123	-123
融资活动产生现金流量	403	-62	-79	-103
现金流量净额	321	245	450	544

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1727	2440	3324	4420
营业成本	1083	1448	1965	2593
营业税金及附加	15	22	30	39
营业费用	241	366	515	698
管理&研发费用	90	134	189	252
财务费用	-5	-7	-10	-16
资产处置收益	0	0	0	0
投资&其他收益	32	20	20	20
公允价值变动净收益	0	0	0	0
营业利润	334	497	655	874
营业外收支净额	12	12	12	12
利润总额	346	509	667	886
所得税	49	76	100	133
净利润	297	433	567	753
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	297	433	567	753

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	37.29%	40.65%	40.88%	41.34%
EBIT/销售收入	19.64%	20.41%	19.57%	19.49%
销售净利率	17.09%	17.73%	17.06%	17.02%
ROE	16.02%	19.65%	21.21%	22.81%
资产负债率	11.42%	12.42%	12.35%	12.76%
流动比率	7.21	6.61	6.73	6.66
速动比率	6.79	5.98	6.18	5.99
总资产周转率	0.83	0.97	1.09	1.17
应收账款周转率	154.60	221.78	173.07	210.84
存货周转率	11.02	7.43	9.68	8.05

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。