消费升级与娱乐研究中心

天味食品 (603317.SH) 买入（维持评级）

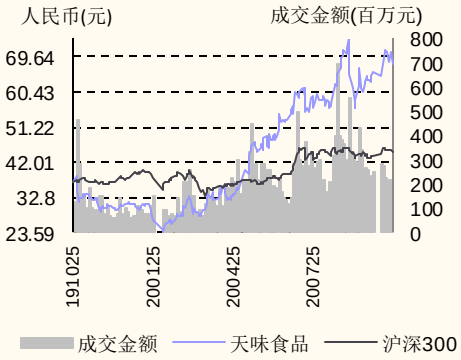
公司点评

市场价格（人民币）：67.50 元

渠道扩张加速，营销投放加码

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.01
已上市流通 A 股(亿股)	1.25
总市值(亿元)	405.66
年内股价最高最低(元)	71.25/63.25
沪深 300 指数	4718
上证指数	3278



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,413	1,727	2,539	3,749	5,190
营业收入增长率	32.56%	22.26%	47.00%	47.66%	38.43%
归母净利润(百万元)	267	297	466	683	937
归母净利润增长率	45.05%	11.39%	56.89%	46.56%	37.23%
摊薄每股收益(元)	0.717	0.719	0.775	1.136	1.559
每股经营性现金流净额	0.71	0.91	0.86	1.82	2.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.42%	16.12%	21.96%	26.98%	30.29%
P/E	N/A	62.47	87.07	59.41	43.29
P/B	N/A	10.07	19.12	16.03	13.11

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简述

- 公司发布 2020 年三季报，Q1-Q3 实现营业收入 15.25 亿元，同比增长 41.47%；归母净利润 3.2 亿元，同比增长 63.78%。

事件点评

- **定制餐调恢复较快，电商渠道持续高增：**公司 Q3 实现收入 6.06 亿元，同比增长 35.13%。其中 Q3 公司定制餐调业务收入 0.61 亿元，同比增长 35%，相较 Q2 同比-39%实现恢复性增长。电商渠道维持高增长，Q3 电商收入 0.27 亿元，同比增长 101%。经销渠道 Q3 收入 5.1 亿元，同比增长 33%，相较二季度增速放缓。Q3 公司对新品推广做了一些资源分配，传统大单品出现增速放缓。分品类来看，火锅底料 Q3 收入 3.48 亿元，同比增长 50%，川菜调料 Q3 收入 2.3 亿元，同比增长 22%。火锅底料保持高增速，川菜调料增速有所放缓，原因在于今年新品开发主要是不辣汤系列的火锅底料，新品销售贡献较好。
- **毛利率维持高位，广宣费用支出导致销售费用率提升。**公司 Q3 毛利率为 43.84%，同比提升 8.31pct。公司毛利率同比提升，主要原因在于 1）销量的贡献 2）调价因素 3）销售结构优化。去年提价的产品今年成本有部分下滑，导致毛利率提高。公司 Q3 销售费用率达到 17.77%，同比提升 7.97pct，环比提升 1.86pct。公司今年广告宣传费用支出加大，全年指引 0.8-1.2 亿元的广告费用投放，预计 Q4 和明年 Q1 广宣费用依旧处于较高的位置，全年销售费用率在 15%-20%的区间。Q3 公司净利率为 19.89%，同比下降 0.83pct。
- **产品出新+渠道拓张延续，铸就品牌壁垒：**公司目前重点大单品包括手工火锅底料、酸菜鱼调料、青花椒鱼调料等，手工火锅底料和酸菜鱼调料占销售收入 30%以上，公司不断进行现有产品的优化和迭代，渠道扩张加速推进，经销商的数量增长较快，强化火锅底料和川菜调料的产品优势和品牌力。

盈利预测

- 预计公司 2020-2022 年实现收入增速 47%/48%/38%，归母净利润增速为 57%/47%/37%，EPS 为 0.76/1.14/1.56 元，对应当前股价 PE 倍数为 87/59/43 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 行业政策风险、原材料价格变动风险、食品安全风险。

相关报告

1.《疫情后成长再加速，利润弹性凸显-天味食品中报点评》，2020.08.20

2.《前九月表现符合预期，蓄力四季度旺季销售-天味食品三季报点评》，2019.10.29

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,066**	**1,413**	**1,727**	**2,539**	**3,749**	**5,190**
增长率		32.6%	22.3%	47.0%	47.7%	38.4%
主营业务成本	-637	-857	-1,083	-1,541	-2,259	-3,125
%销售收入	59.7%	60.6%	62.7%	60.7%	60.3%	60.2%
毛利	429	556	644	999	1,490	2,065
%销售收入	40.3%	39.4%	37.3%	39.3%	39.7%	39.8%
营业税金及附加	-15	-16	-15	-23	-34	-47
%销售收入	1.4%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-138	-183	-241	-348	-517	-721
%销售收入	12.9%	13.0%	13.9%	13.7%	13.8%	13.9%
管理费用	-65	-56	-64	-89	-131	-182
%销售收入	6.1%	3.9%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
研发费用	-23	-22	-26	-38	-56	-78
%销售收入	2.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润（EBIT）	189	279	298	501	751	1,038
%销售收入	17.7%	19.8%	17.3%	19.7%	20.0%	20.0%
财务费用	2	2	5	13	16	28
%销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	15	29	20	20	20
%税前利润	5.3%	5.0%	8.3%	3.7%	2.5%	1.8%
营业利润	203	300	334	534	788	1,086
营业利润率	19.0%	21.2%	19.3%	21.0%	21.0%	20.9%
营业外收支	12	11	13	10	10	10
税前利润	215	311	346	544	798	1,096
利润率	20.2%	22.0%	20.1%	21.4%	21.3%	21.1%
所得税	-31	-44	-49	-78	-115	-159
所得税率	14.5%	14.2%	14.3%	14.3%	14.4%	14.5%
净利润	184	267	297	466	683	937
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**184**	**267**	**297**	**466**	**683**	**937**
净利率	17.2%	18.9%	17.2%	18.3%	18.2%	18.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	184	267	297	466	683	937
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	24	23	24	23	24	25
非经营收益	-11	-16	-27	-25	-30	-30
营运资金变动	28	-9	83	-110	76	91
经营活动现金净流	**225**	**265**	**378**	**353**	**753**	**1,023**
资本开支	-13	-24	-48	-10	-10	-10
投资	-101	-50	-439	-300	0	0
其他	12	14	28	20	20	20
投资活动现金净流	**-102**	**-60**	**-459**	**-290**	**10**	**10**
股权募资	15	0	507	0	0	0
债权募资	0	0	0	-5	0	0
其他	-206	-95	-104	-186	-273	-375
筹资活动现金净流	**-190**	**-95**	**403**	**-191**	**-273**	**-375**
现金净流量	**-67**	**110**	**321**	**-128**	**490**	**658**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	245	355	676	548	1,038	1,696
应收款项	6	7	15	14	21	28
存货	84	121	98	190	279	385
其他流动资产	472	517	952	1,363	1,374	1,387
流动资产	806	1,000	1,742	2,115	2,711	3,496
%总资产	67.6%	72.1%	81.3%	84.3%	87.5%	90.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	349	347	362	350	337	324
%总资产	29.3%	25.0%	16.9%	14.0%	10.9%	8.4%
无形资产	35	35	34	43	52	60
非流动资产	386	387	401	393	389	384
%总资产	32.4%	27.9%	18.7%	15.7%	12.5%	9.9%
资产总计	**1,193**	**1,387**	**2,142**	**2,508**	**3,100**	**3,880**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	140	129	191	238	350	484
其他流动负债	112	112	102	148	219	303
流动负债	252	240	293	387	569	787
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	8	8	0	0	0
负债	**261**	**249**	**300**	**387**	**569**	**787**
普通股股东权益	**931**	**1,138**	**1,842**	**2,121**	**2,531**	**3,093**
其中：股本	372	372	413	413	413	413
未分配利润	412	593	780	1,059	1,469	2,031
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**1,193**	**1,387**	**2,142**	**2,508**	**3,100**	**3,880**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.494	0.717	0.719	0.775	1.136	1.559
每股净资产	2.504	3.061	4.458	3.530	4.212	5.147
每股经营现金净流	0.604	0.713	0.914	0.855	1.823	2.475
每股股利	0.160	0.200	0.280	0.451	0.661	0.907
回报率						
净资产收益率	19.74%	23.42%	16.12%	21.96%	26.98%	30.29%
总资产收益率	15.41%	19.22%	13.86%	18.58%	22.03%	24.15%
投入资本收益率	17.32%	21.04%	13.88%	20.24%	25.41%	28.68%
增长率						
主营业务收入增长率	8.33%	32.56%	22.26%	47.00%	47.66%	38.43%
EBIT增长率	-2.79%	48.06%	6.82%	68.01%	49.97%	38.11%
净利润增长率	-9.60%	45.05%	11.39%	56.89%	46.56%	37.23%
总资产增长率	3.57%	16.28%	54.48%	17.07%	23.60%	25.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.5	0.9	1.7	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	45.1	43.6	37.0	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	24.7	35.9	33.1	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	119.5	89.7	76.5	50.3	32.8	22.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.27%	-31.18%	-87.75%	-70.15%	-78.14%	-85.21%
EBIT利息保障倍数	-89.8	-155.5	-65.6	-39.5	-45.8	-36.7
资产负债率	21.93%	17.92%	14.02%	15.41%	18.34%	20.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH