增持 ——维持

日期：2020 年 08 月 20 日
行业：食品饮料

业绩高增，全国化扩张加速

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

基本数据（2020.8.19）

报告日股价（元）	62.40
12mth A 股价格区间（元）	23.59-62.40
总股本（百万股）	600.98
无限售 A 股/总股本	20.83%
流通市值（亿元）	78.13
每股净资产（元）	3.21
PBR（X）	19.45

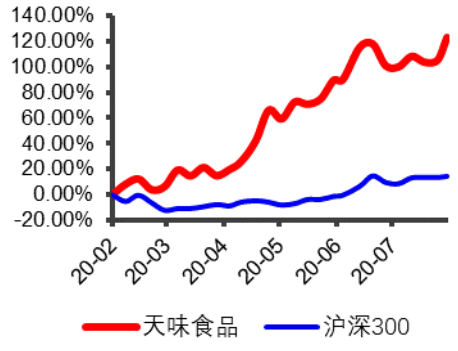
主要股东（2020H1）

邓文	67.84%
唐璐	10.89%
卢小波	1.72%
达晨创世	1.62%
达晨盛世	1.4%

收入结构（2020H1）

火锅底料	41.4%
川菜调料	53.3%
香肠腊肉调料	0.2%
鸡精	2.6%
香辣酱	1.7%
其他	0.8%

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》

■ 公司动态事项

公司发布2020年中报，上半年营收9.19亿元，同比增长45.98%，归属净利润为2.00亿元，同比增长94.62%，扣非归属净利润1.81亿元，同比增长97.54%。

■ 事项点评

火锅底料和川调高速增长，经销商和电商两大渠道增长亮眼

公司 Q2 营收 5.85 亿元，同比+80.7%，我们认为一是生产物流恢复正常使得 Q1 积压订单能够顺利履约；二是公司加大省外经销商开拓，单季度净增 692 家经销商，期末经销商达到 2051 家，渠道力推动收入高速增长，Q1/Q2 经销商收入增速分别为 11.3%/89.7%；三是青花椒鱼、老坛酸菜鱼调料及手工牛油火锅底料提价效应体现；四是电商渠道连续两个季度同比翻倍增长。分产品看，上半年火锅底料收入 3.8 亿元/+49.9%，Q1/Q2 增速分别为 4.0%/98.2%;川菜调料收入 4.89 亿元/+51.2%，Q1/Q2 增速分别为 15.5%/83.2%；香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱收入分别为 171/2365/1564 万元，同比-57.3%/+6.1%/-1.8%。分区域看，上半年西南/华中/华东/西北/华北/东北/华南增速分别为 48.2%/31.4%/68.2%/60.4%/35.2%/17.4%/59.8%，对应净增经销商数量分别为 93/212/179/62/104/71/109 家，公司重点加大了对华中和华东地区的开拓。分渠道看，受益于发力经销商加快全国化扩张、直播带货等新营销方式兴起，公司经销商和电商两大渠道高速增长，上半年同比增速分别为 52.0%和 132.3%，此外直营商超低基数效应下同比增速达到 97.9%，由于疫情影响餐饮业经营，定制餐调收入同比下滑 53.8%。

毛利率大幅提升，盈利能力强化

上半年公司综合毛利率为 42.4%，同比提高 3.7pct，其中 Q2 毛利率达 43.5%，我们判断一是公司对部分产品提价对毛利率有直接正向作用，二是渠道结构变化，高毛利率的电商、直营商超收入占比提升，而低毛利率的定制餐调收入占比下滑。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.6%/3.9%/1.6%/-0.4%，同比-1.3 pct /-0.4 pct /-0.1 pct /-0.1pct，销售费用率下降主要系疫情期间公司部分营销费用预算方案未能如期实施，我们预计为匹配渠道扩张、收入高速增长目标，公司下半年将加大营销费用投放，销售费用率或将环比上行。受益于毛利率大幅提升及费用率下降，公司上半年净利率同比提高 5.4pct 至 21.7%，Q1/Q2 净利率分别为 22.9%/-1.1pct 和 21.0%/+12.0pct。

品牌双轮驱动，产能扩建+渠道扩张匹配高增长目标

公司对两大品牌进行了重新定位，“好人家”定位为火锅底料及川菜调料的全系列产品品牌，偏中高端，上半年对多款产品改良并推出了小龙虾系列（油焖/香辣）、青花椒鱼系列（酸菜/水煮/麻辣）、火锅蘸料（原味/香辣）、火锅底料系列（三鲜/菌汤/骨汤/醇香牛油/手工牛油老火锅）等调味料新品，产品体系丰富度提升；“大红袍”定位为专注于火锅底料系列的产品品牌，偏中端，成立独立的销售组织、拓展新经销商、开发新大单品，在渠道、时段、消费者推广方面和“好人家”

实施差异化策略。公司 19 年产能约 11 万吨，今年募投项目逐步投产，产能预计增至约 14 万吨，考虑定增拟新建 19 万吨产能（9 万吨火锅料+10 万吨川调），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。公司加快经销商体系建设，上半年经销商净增 830 家，范围延伸至市县一级，其中西南之外净增 737 家，加速开拓省外市场。期末公司覆盖 42 万个零售终端（去年同期 32 万个）、6.13 万个商超卖场（去年同期 5.96 万个）和 4.86 万家餐饮连锁单店（去年同期 4.2 万家），已形成了川豫苏陕甘新津京沪及东三省等多个优势省市及浙赣云等组成的快速增长区域。

■ 投资建议

由于公司收入增长快于预期，我们调整盈利预测，预计 2020-2022 年营业收入分别为 24.40/33.24/44.20 亿元，归属净利润分别为 4.09/5.29/6.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.68/0.88/1.14 元/股，对应 PE 分别为 92/71/55 倍（按 2020/8/19 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	408.78	528.97	686.40
年增长率		37.65%	29.40%	29.76%
每股收益（元）	0.49	0.68	0.88	1.14
PER（X）	126.28	91.74	70.89	54.64

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/8/19 收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	676	841	1262	1749
应收和预付款项	26	40	51	69
存货	98	203	205	336
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	2501	3000	3687
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	291	315	375	490
长期借款	0	0	0	0
其他负债	9	4	4	4
负债合计	300	319	379	495
股本	413	413	413	413
资本公积	486	486	486	486
留存收益	943	1283	1722	2293
归属母公司股东权益	1842	2182	2622	3193
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1842	2182	2622	3193
负债和股东权益合计	2142	2501	3000	3687

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	404	616	703
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	-58	-73	-93
现金流量净额	321	223	420	487

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	1488	2016	2670
营业税金及附加	15	22	30	39
营业费用	241	354	509	698
管理&研发费用	90	134	189	252
财务费用	-5	-7	-10	-15
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	469	610	796
营业外收支净额	12	12	12	12
利润总额	346	481	622	808
所得税	49	72	93	121
净利润	297	409	529	686
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	297	409	529	686

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	37.29%	39.00%	39.35%	39.60%
EBIT/销售收入	19.64%	19.26%	18.25%	17.76%
销售净利率	17.09%	16.75%	15.91%	15.53%
ROE	16.02%	18.74%	20.18%	21.50%
资产负债率	11.42%	12.77%	12.62%	13.41%
流动比率	7.21	6.42	6.56	6.31
速动比率	6.79	5.77	6.01	5.62
总资产周转率	0.83	0.98	1.11	1.20
应收账款周转率	154.60	221.78	173.07	210.84
存货周转率	11.02	7.33	9.83	7.96

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。