天味食品（603317）

公司研究/点评报告

Q2 业绩靓丽，产能与渠道扩张支撑未来成长

—天味食品（603317）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 08 月 20 日

一、事件概述

8 月 19 日，公司发布 2020 年半年报。报告期内，公司实现营收 9.19 亿元，同比+45.98%；实现归母净利润 2 亿元，同比+94.62%。

二、分析与判断

➢ Q2 业绩表现亮眼，疫情后公司 C 端需求增加，经销渠道逆势强力拓展

20H1 公司实现营收 9.19 亿元，同比+45.98%；实现归母净利润 2 亿元，同比+94.62%；折合 20Q2 实现营收 5.85 亿元，同比+80.73%，实现归母净利润 1.23 亿元，同比+321.55%。Q2 高增一方面与 Q1 订单因疫情挤压而延迟释放有关，另一方面疫情催化家庭消费，而公司产品以 C 端为主；此外，公司逆势布局经销渠道，报告期内经销商数量相比期初大增 68%，渠道扩张力度增大推动收入实现快速增长。**分产品看，**火锅底料/川菜调料 20H1 分别同比+50%/51%（Q2 分别同比+98%/83%），底料 Q2 增速更高的原因或是公司拓展“大红袍”经销商，开发出新的大单品。**分区域看，**西南/华东/西北/华南 20H1 增速高于整体水平，分别同比+48%/+68%/+60%/+60%；华中/华北/东北增速低于整体水平，分别同比+31%/+35%/+17%。**分渠道看，**20H1 经销商数量净增加 830 家（Q2 净增加 692 家），提前完成全年新增 700 家的目标，推动经销商渠道口径收入 20H1 同比+52%。此外，电商/商超直销也受益于疫情，20H1 收入分别同比+132%/98%。

➢ 产品提价与宣传费投放延迟推动盈利能力提升明显

毛利率：20H1 毛利率 42.39%，同比+3.71ppt（Q2 为 43.54%，同比+5.83ppt），主因是 19 年末以来部分核心产品提价。**净利率：**20H1 净利率 21.73%，同比+5.43ppt（Q2 为 20.98%，同比+11.98ppt），原因一方面是毛利率提升，另一方面是各项费用率下降。具体看，20H1 销售费用率同比-1.31ppt（Q2 同比-4.01ppt），原因是疫情导致公司宣传费投放延迟至下半年，全年费用不变；20H1 管理费用率同比-0.54ppt（Q2 同比-1.13ppt），原因是疫情导致差旅费、会务费等大幅减少；20H1 财务费用率-0.13ppt（Q2 同比不变）。

➢ 股权激励+渠道扩张+产能加码，看好公司未来高成长性

根据公司 5 月发布的股票期权及限制性股票激励计划，股票期权行权需 20/21 年营收较 19 年分别增长 50%/125%，限制性股票行权需 20/21 年营收较 19 年分别增长 30%/69%，较高的行权目标充分体现公司经营信心。我们认为在产能、渠道与营销的共振下，这一高成长目标有望实现。**产能加码：**公司计划未来 2 年新增产能 19 万吨，若以 2019 年为基数，达产后火锅底料/川菜调料产量均+237%，将为产品创新与渠道扩张提供有力支撑。**渠道扩张：**公司实行全渠道战略，一方面扩大经销商数量（今年新增 700 家的任务已提前完成），另一方面提升经销商质量，实现渠道优化和下沉，重点渗透县级市场。**品牌营销：**公司与《非诚勿扰》达成合作，并计划未来 2 年投入 2-3 亿营销宣传资金，将继续通过广告投放、一线综艺节目提升品牌形象以及“大红袍”等大单品。

三、投资建议

我们小幅上调公司盈利预测。预计 20-22 年公司实现营收为 24.18/31.90/41.73 亿元，同比 +40.0%/+31.9%/+30.8%；实现归母净利润 4.31/5.30/6.43 亿元，同比 +45.0%/+23.2%/+21.3%，折合 EPS 为 0.72 元/0.89 元/1.07 元，对应 PE 为 87/71/58 倍。公司估值高于 2020 年调味品板块预期估值的 66 倍（Wind 一致预期，算数平均法），但考虑到复合调味品赛道高增速，公司成长性好，维持“推荐”评级。

四、风险提示

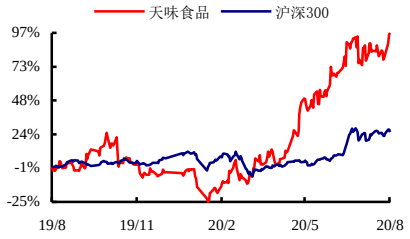
原材料波动风险、食品安全风险、复合调味品市场竞争加剧等。

推荐　维持评级

当前价格：　62.4 元

交易数据	2020-8-19
近 12 个月最高/最低(元)	62.4/34.37
总股本（百万股）	601
流通股本（百万股）	125
流通股比例（%）	20.83
总市值（亿元）	375
流通市值（亿元）	78

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

相关研究

1.天味食品（603317）2020 年半年业绩预告点评：Q2 景气度高企，股权激励及产能加码保证中长期成长性

2.天味食品（603317）19 年三季报点评：Q3 业绩承压，全国化布局愈演愈烈

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,727	2,418	3,190	4,173
增长率（%）	22.3	40.0	31.9	30.8
归属母公司股东净利润（百万元）	297	431	530	643
增长率（%）	11.4	45.0	23.2	21.3
每股收益（元）	0.74	0.72	0.89	1.07
PE（现价）	83.9	86.8	70.5	58.1
PB	14.0	17.8	15.3	12.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**1,727**	**2,418**	**3,190**	**4,173**
营业成本	1,083	1,454	1,934	2,589
营业税金及附加	15	21	28	37
销售费用	241	326	447	584
管理费用	64	92	124	154
研发费用	26	42	51	67
EBIT	298	483	605	741
财务费用	-5	-3	-5	-6
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	29	19	21	23
营业利润	**334**	**507**	**634**	**772**
营业外收支	13	20	15	15
利润总额	**346**	**527**	**649**	**787**
所得税	49	75	93	112
净利润	297	452	556	675
归属于母公司净利润	**297**	**431**	**530**	**643**
EBITDA	**322**	**506**	**629**	**765**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	676	975	1474	1954
应收账款及票据	11	10	15	21
预付款项	12	24	29	37
存货	98	235	197	369
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	**1742**	**2190**	**2662**	**3329**
长期股权投资	0	19	39	62
固定资产	362	362	367	373
无形资产	34	31	29	26
非流动资产合计	**401**	**395**	**396**	**400**
资产合计	**2142**	**2585**	**3057**	**3729**
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	114	163	202	278
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**293**	**459**	**561**	**752**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	**8**	**8**	**8**	**8**
负债合计	**300**	**467**	**569**	**759**
股本	413	599	599	599
少数股东权益	0	21	47	79
股东权益合计	**1842**	**2117**	**2489**	**2970**
负债和股东权益合计	**2142**	**2585**	**3057**	**3729**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	22.3	40.0	31.9	30.8
EBIT 增长率	6.8	61.8	25.4	22.4
净利润增长率	11.4	45.0	23.2	21.3
盈利能力				
毛利率	37.3	39.9	39.4	38.0
净利润率	17.2	17.8	16.6	15.4
总资产收益率 ROA	13.9	16.7	17.3	17.3
净资产收益率 ROE	16.1	20.5	21.7	22.3
偿债能力				
流动比率	6.0	4.8	4.7	4.4
速动比率	5.6	4.3	4.4	3.9
现金比率	5.5	4.2	4.3	3.9
资产负债率	0.1	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	1.6	1.0	1.2	1.3
存货周转天数	36.5	41.3	40.3	39.3
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.2
每股指标（元）				
每股收益	0.7	0.7	0.9	1.1
每股净资产	4.5	3.5	4.1	4.8
每股经营现金流	0.9	0.8	1.1	1.1
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	83.9	86.8	70.5	58.1
PB	14.0	17.8	15.3	12.9
EV/EBITDA	105.8	66.6	52.9	42.7
股息收益率	0.4	0.5	0.5	0.5

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	297	452	556	675
折旧和摊销	24	24	24	24
营运资金变动	83	17	129	3
经营活动现金流	**378**	**454**	**673**	**665**
资本开支	48	-20	-11	-9
投资	-439	0	0	0
投资活动现金流	**-459**	**20**	**11**	**9**
股权募资	507	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	**403**	**-176**	**-185**	**-194**
现金净流量	**321**	**299**	**500**	**480**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。