东兴证券 DONGXING SECURITIES

天味食品（603317）：员工激励与产能扩建作后盾，天味按下快进键

2020 年 5 月 13 日

强烈推荐/维持

天味食品 公司报告

事件：（1）公司公布非公开发行 A 股预案。拟向不超过 35 名对象募资不超过 16.3 亿，其中 13.2 亿用于调味品产业化项目，达产后可新增火锅底料 5 万吨/年，川菜调料 10 万吨/年，建设期 2 年；3.1 亿用于基地扩建，达产后新增火锅底料 4 万吨/年，建设期 2 年。

（2）公司公布股票期权与限制性股票激励计划。股票期权发放 420 万份，占总股本 0.7%，行权价 39.8 元，分 2 次解锁，行权条件为以 2019 年为基，2020/2021 年营收增长不低于 50%/125%；限制性股票激励计划发放 310 万份，占总股本 0.52%，激励价 19.9 元，分 2 次解除限制，解除限制条件为以 2019 年为基，2020/2021 年收入增长不低于 30%/69%。

天味上市后 3-5 年的关键点是渠道，此次员工激励计划解锁目标高，绑定中层以上核心管理层，从机制上确保未来三年渠道端发力。天味上市前打好了产品的基础，上市后 3-5 年重点是以“好人家”的品牌拓展全国市场，通过产品力和渠道力形成品牌力。此次员工激励分 2 层，限制性股票激励计划绑定销售/财务/技术/人力等多维度的总监级别负责人以及 71 名中层管理人员，解锁条件为 2021 及 2022 的收入平均同比增速不低于 30%；期权计划激励销售总监及 112 名中层管理人员，行权条件为 2021 及 2022 年的收入平均同比增速不低于 50%。从此 2 层架构设计中可以看到两点，①未来 2 年公司上下齐心达快速增长；②对销售条线尤其重视，给予二次激励。公司渠道主要分三大类，经销渠道（占比 85%）、定制餐调渠道（占比 11%）及电商渠道（占比 4%），经销渠道的增长靠销售人员推导下的经销商数量增加及单个经销商销量增长，公司 2020 年预计增加经销商 500-700 家，同时也已形成经销商联盟，来多维度福能经销商成长，定制餐调的渠道大客户持续开拓中，电商直播带货效果显著。

产能是制约公司快速发展的瓶颈，此次定增用于新建 19 万吨产能（目前 12.8 万吨），确保未来三年产能充足。天味上市前 9 万吨产能，IPO 募资扩建 3.8 万吨产能，而若未来 3 年收入目标增速 30%左右，产能略有不足，此次定增 16.3 亿用于两个基地建设，建成后将新增 9 万吨火锅底料与 10 万吨川菜调

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,412.86	1,727.32	2,324.41	3,153.97	4,497.65
增长率（%）	32.56%	22.26%	34.57%	35.69%	42.60%
净利润（百万元）	266.61	296.97	350.31	469.75	661.45
增长率（%）	45.05%	11.39%	17.96%	34.09%	40.81%
净资产收益率（%）	23.42%	16.12%	15.41%	18.05%	21.58%
每股收益(元)	0.72	0.74	0.58	0.78	1.10
PE	55.58	53.59	68.15	50.82	36.09
PB	13.02	8.94	10.50	9.18	7.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

天味食品致力于川味复合调味料的研发、生产和销售，主打火锅底料和川菜调料产品，在流通端零售和定制餐调业务上发展迅速。

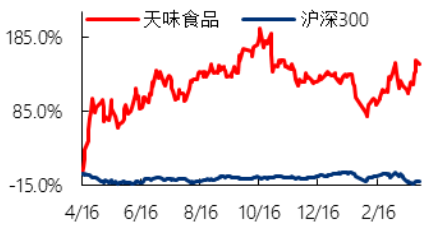
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-05-28：召开临时股东大会，审议定增及股票期权/激励计划预案

交易数据

52 周股价区间（元）	31.40-61.46
总市值（亿元）	238.73
流通市值（亿元）	49.90
总股本/流通 A 股（万股）	59907.4/12521.5
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	8.40

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087 zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518070001

分析师：娄倩

010-66554008 louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519020001

料，确保未来渠道端快速增长有充足的产能供应。

复合调味品赛道仍处发展初期，作为龙头的天味在此阶段快速抢跑极为重要。我国复合调味品尚处于发展的初期阶段，2013-2018 年的 CAGR 为 14.4%，我们看好复合调味品赛道中的火锅底料与川菜调料赛道。从竞争格局来看，火锅底料 CR3 不足 20%，川菜调料天味市占率第一，仅为 2.4%，在行业发展初期消费者未形成固定品牌认知的情况下，企业渠道端的快速发展至关重要，天味产品已打好基础，上市后不断进行内部治理的改善及渠道发力，此次员工激励及定增扩产计划从治理及产能方面确保渠道端的快速发力，我们坚定看好优质赛道龙头公司的快速增长，天味持续聚焦火锅底料与川菜调料的匠人精神。

盈利预测：预计公司 2020-2022 年营收分别为 23.24/31.54/44.98 亿元，同比增长 34.57%/35.69%/42.60%；归母净利为 3.50/4.70/6.61 亿元，同比增长 17.96%/34.09%/40.81%；维持”强烈推荐“投资评级。

风险提示：宏观观经济走弱、原材料价格上涨、生产进度拖慢、费用投放加大、食品安全问题、品牌扩展遇阻

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1000	1742	2189	2557	3110
货币资金	355	676	886	1132	1324
应收账款	5	11	15	20	28
其他应收款	2	3	5	6	9
预付款项	14	12	12	13	13
存货	121	98	202	270	384
其他流动资产	503	0	150	315	651
非流动资产合计	387	401	435	461	486
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	347	362	400	429	457
无形资产	35	34	31	27	24
其他非流动资产	0	0	0	0	0
资产总计	1387	2142	2544	2938	3515
流动负债合计	240	293	341	406	520
短期借款	0	0	2	0	0
应付账款	82	114	149	200	292
预收款项	47	42	54	70	92
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	8	8	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	249	300	345	409	524
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	372	413	599	599	599
资本公积	38	486	486	486	486
未分配利润	593	780	850	944	1076
归属母公司股东权益合计	1138	1842	2273	2602	3065
负债和所有者权益	1387	2142	2544	2938	3515

现金流量表					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	265	378	145	304	328
净利润	267	297	350	470	661
折旧摊销	20.69	41.45	39.63	33.91	35.62
财务费用	-2	-5	-6	-4	-2
应收帐款减少	0	0	-3	-5	-8
预收帐款增加	0	0	12	16	22
投资活动现金流	-60	-459	-26	81	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资减少	0	0	0	0	0
投资收益	15	29	19	21	20
筹资活动现金流	-95	403	88	-72	189
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	0	41	186	0	0
资本公积增加	0	448	0	0	0
现金净增加额	110	321	207	312	577

利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1413	1727	2324	3154	4498
营业成本	857	1083	1473	1974	2805
营业税金及附加	16	15	27	37	53
营业费用	183	241	325	454	639
管理费用	56	64	128	180	265
财务费用	-2	-5	-6	-4	-2
资产减值损失	0.28	-0.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.46	28.71	19.00	21.00	20.00
营业利润	300	334	396	535	758
营业外收入	13.76	14.33	15.00	16.00	17.00
营业外支出	2.63	1.62	2.00	2.00	2.00
利润总额	311	346	409	549	773
所得税	44	49	59	79	111
净利润	267	297	350	470	661
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	267	297	350	470	661
EBITDA	318	371	421	565	791
EPS（元）	0.72	0.74	0.58	0.78	1.10

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	32.56	22.26%	34.57%	35.69%	42.60%
营业利润增长	47.89	11.40%	18.74%	34.96%	41.69%
归属于母公司净利润增长	17.96	11.39%	17.96%	34.09%	40.81%
获利能力					
毛利率(%)	39.35	37.81%	36.62%	37.42%	37.63%
净利率(%)	18.87	17.19%	15.07%	14.89%	14.71%
总资产净利润（%）	19.22	13.86%	13.77%	15.99%	18.82%
ROE(%)	23.42	16.12%	15.41%	18.05%	21.58%
偿债能力					
资产负债率(%)	18%	14%	14%	14%	15%
流动比率	4.16	5.95	6.42	6.30	5.98
速动比率	3.65	5.62	5.82	5.63	5.24
营运能力					
总资产周转率	1.10	0.98	0.99	1.15	1.39
应收账款周转率	384	220	180	183	187
应付账款周转率	16.79	17.58	17.63	18.05	18.28
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.74	0.58	0.78	1.10
每股净现金流(最新摊薄)	0.30	0.78	0.35	0.52	0.96
每股净资产(最新摊薄)	3.06	4.46	3.79	4.34	5.12
估值比率					
P/E	55.58	53.59	68.15	50.82	36.09
P/B	13.02	8.94	10.50	9.18	7.79
EV/EBITDA	45.41	42.60	54.64	40.27	28.50

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	天味食品（603317.SH）：渠道灵活调节扩张蓄力，盈利能力稳中向好	2020-04-28
公司	天味食品（603317.SH）:成本费用上涨致短期利润承压，扩张步伐加快	2020-04-01
行业	东兴证券复合调味品系列报告之行业篇：C 端 B 端共促行业快增，跑马圈地龙头初显	2017-03-23
行业	东兴证券食品饮料行业复合调味品系列报告之公司篇：头部品牌强化消费者教育，复合调味品按下行业快进键	2020-03-25

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士， 2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究，现任大消费组组长。

分析师：娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于 2018 年 6 月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526