

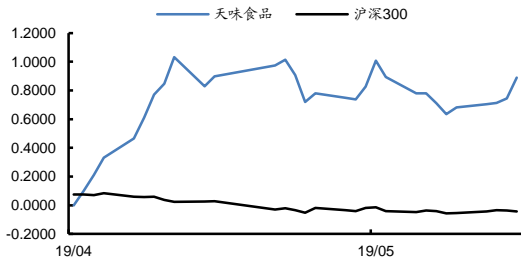
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
联系人：李鑫鑫 S0350117090009  
13246620312 lixx@ghzq.com.cn

## 川调龙头底料探花，全国扩张之路启航

### ——天味食品（603317）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
天味食品	3.2	88.9	88.9
沪深 300	-7.0	-0.8	-4.2

市场数据

2019-05-30

当前价格（元）	36.60
52 周价格区间（元）	16.15 - 41.77
总市值（百万）	15121.47
流通市值（百万）	1512.31
总股本（万股）	41315.50
流通股（万股）	4132.00
日均成交额（百万）	335.56
近一月换手（%）	429.21

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

### 投资要点：

- 公司概况：火锅底料探花，川菜调料龙头。**公司成立于 2007 年，专注于川味复合调味料的研发、生产和销售，主要产品有火锅底料、川菜调料、香肠腊肉调料等，公司主要品牌包括“大红袍”、“好人家”、“天车”及“有点火”。2018 年公司实现营收 14.13 亿元，其中火锅底料 6.85 亿元，川菜调料 5.18 亿元，香肠腊肉调料 1.17 亿元。据 Frost & Sullivan 数据，火锅底料市场分散，红九九、颐海、天味、为前三大品牌，市占率分别为 9.2%、7.9%、7.0%，天味位居探花。
- 行业分析：复合调味料高增速，火锅底料强发展。**1) 根据 Frost & Sullivan 数据，复合调味料市场规模由 2010 年的 355 亿元增长至 2015 年的 751 亿元，CAGR 为 16.2%，占中国调味料市场规模的 18.2%。未来随着家庭烹饪使用复合调味料的趋势增加、复合调味料规范化增加更适合餐饮服务供应商使用，预计 2020 年中国复合调味料市场规模有望达 1488 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 14.7%，占中国调味料市场规模提升至 22.1%。2) 复合调味料细分为鸡精、火锅调味料、中式复合调味料、西式复合调味料及其他，其中火锅调味料规模位居第二，市场规模由 2010 年的 74 亿元增长至 2015 年的 154 亿元，CAGR 为 15.9%，预计 2020 年火锅调味料规模达到 310 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 15%；中式调味料规模位居第四，市场规模由 2010 年的 55 亿元增长至 2015 年的 123 亿元，CAGR 为 17.5%，预计 2020 年市场规模达到 268 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 16.9%。3) 火锅调味料又细分为火锅蘸料和火锅底料，其中火锅底料市场规模由 2010 年的 59 亿元增长至 2015 年的 125 亿元，CAGR 为 16.2%，预计 2020 年底料规模达到 255 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 15.3%，高于复合调味料和火锅调味料的增速。
- 公司亮点：渠道扩张不断推进，定制餐调有望高增长。**公司建立了覆盖全国的营销体系，形成了以经销商为主，定制餐调、电商、直营商超为辅的营销架构。2018 年公司合作经销商 809 家，覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市，销售网络覆盖约 30.8 万个零售终端、5.86 万个商超卖场和 4.1 万家餐饮连锁单店。展望 2019 年：1) 经销商：2019 年公司预计新增 100-200 个经销商，不断推进渠道扩张；2) 定制餐调：公司设立独立团队运营定制餐调业务，持续开发新客户，定制餐调客户粘性高体量大，有望给公司贡献较高收入增速。
- 未来展望：募投扩产能强营销，为未来发展蓄力。**公司公开发行 4132

万股，募集资金拟用于家园生产基地扩建建设项目、双流生产基地扩建建设项目、营销服务体系和信息化综合配套建设项目。同时公司披露 2019 年收入和利润增速目标，分别为 20%和 10%，主要系公司借上市契机大力加大费用投放，提升公司品牌力，为后续渠道扩张和未来发展奠定基础。

- **盈利预测和投资评级：给予“增持”评级。**预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.71 元、0.90 元、1.13 元，对应 PE 分别为 53X、42X、33X，公司为川味调料龙头、火锅底料榜眼，公司所处赛道优良，借上市之际大力加强品牌投入，为未来发展蓄力，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题；募投项目建设进度不及预期。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1413	1707	2076	2494
增长率(%)	33%	21%	22%	20%
净利润（百万元）	267	295	373	465
增长率(%)	45%	10%	27%	25%
摊薄每股收益（元）	0.72	0.71	0.90	1.13
ROE(%)	23.42%	16.00%	18.40%	20.58%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 天味食品盈利预测表

证券代码:	603317.SH				股价:	36.60	投资评级:	增持	日期:	2019-05-30
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	23%	16%	18%	21%	EPS	0.72	0.71	0.90	1.13	
毛利率	39%	39%	40%	40%	BVPS	3.06	4.46	4.91	5.47	
期间费率	18%	21%	20%	19%	<b>估值</b>					
销售净利率	19%	17%	18%	19%	P/E	52.44	52.73	41.63	33.38	
<b>成长能力</b>					P/B	12.28	8.43	7.66	6.87	
收入增长率	33%	21%	22%	20%	P/S	9.90	9.10	7.48	6.23	
利润增长率	45%	10%	27%	25%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
总资产周转率	1.02	0.82	0.89	0.96	营业收入	1413	1707	2076	2494	
应收账款周转率	206.62	188.96	197.40	193.08	营业成本	857	1036	1250	1502	
存货周转率	7.07	7.07	7.07	7.07	营业税金及附加	16	19	23	28	
<b>偿债能力</b>					销售费用	183	256	291	324	
资产负债率	18%	12%	13%	13%	管理费用	56	94	114	137	
流动比	4.16	7.20	6.65	7.03	财务费用	(2)	(8)	(9)	(10)	
速动比	3.65	6.58	6.05	6.37	其他费用 / (-收入)	15	15	15	15	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业利润	300	324	421	528	
现金及现金等价物	355	957	1071	1165	营业外净收支	11	19	14	15	
应收款项	7	9	11	13	利润总额	311	343	435	542	
存货净额	121	149	180	216	所得税费用	44	49	62	77	
其他流动资产	517	624	759	912	净利润	267	295	373	465	
<b>流动资产合计</b>	<b>1000</b>	<b>1740</b>	<b>2021</b>	<b>2307</b>	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	347	313	281	253	归属于母公司净利润	267	295	373	465	
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
无形资产及其他	35	34	33	32	经营活动现金流	265	193	301	327	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	267	295	373	465	
<b>资产总计</b>	<b>1387</b>	<b>2091</b>	<b>2341</b>	<b>2597</b>	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	23	36	32	29	
应付款项	82	81	131	141	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	47	49	61	76	营运资金变动	(24)	(139)	(230)	(215)	
其他流动负债	112	112	112	112	投资活动现金流	(60)	35	31	28	
<b>流动负债合计</b>	<b>240</b>	<b>242</b>	<b>304</b>	<b>328</b>	资本支出	2	35	31	28	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	8	8	8	8	其他	(62)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	筹资活动现金流	397	409	(187)	(233)	
<b>负债合计</b>	<b>249</b>	<b>250</b>	<b>312</b>	<b>336</b>	债务融资	0	0	0	0	
股本	372	413	413	413	权益融资	0	556	0	0	
股东权益	1138	1842	2028	2261	其它	397	(147)	(187)	(233)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1387</b>	<b>2091</b>	<b>2341</b>	<b>2597</b>	现金净增加额	602	637	145	122	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。