



2022-05-04

公司点评报告

买入/维持

千禾味业(603027)

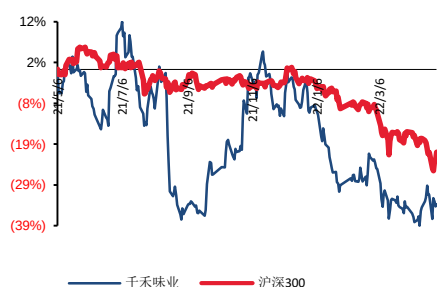
目标价: 21

昨收盘: 17.67

食品饮料 调味发酵品 II

千禾味业：成本压力显现，全年目标稳健

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	799/799
总市值/流通(百万元)	14,114/14,114
12 个月最高/最低(元)	33.04/16.25

相关研究报告：

千禾味业(603027)《千禾味业：梳理历史激励、助力公司发展，本次锁定增长底线》——2022/03/01

千禾味业(603027)《千禾味业：环比如期改善，展望来年表现》——2021/10/29

千禾味业(603027)《千禾味业：收入利润承压，期待下半年改善》——2021/08/18

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

事件：

千禾味业发布 2021 年报，2021 年营收 19.25 亿元(+13.70%)；归母净利润 2.21 亿元(+7.58%)；扣非净利润 2.18 亿元(+8.26%)。其中 2021Q4 营收为 5.70 亿元(+20.95%)；归母净利润 0.90 亿元(扭亏为盈)；扣非归母净利润 0.86 亿元(扭亏为盈)。

公司发布 22 年一季报，公司实现营收、归母净利润、归母扣非为 4.82 亿元、0.55 亿元、0.54 亿元，分别同比+0.93%、+38.47%、+27.12%。Q1 现金回款 5.54 亿，同比+5.44%，预收+合同负债 0.46 亿元，同比+61%，报表质量良好。

公司发布 22 年度预算，预计公司 22 年营收 22.8 亿元，同比+18.5%，归母净利润 2.4 亿元，同比+9.34%，归母扣非净利润 2.3 亿元，同比+6.95%。

点评：

收入分析：Q4 收入延续高增态势，全年南部区域表现优异。2021 年公司实现营收 19.25 亿元，同比+13.70% (Q1: +32.91%; Q2: -7.24%; Q3: +11.08%; Q4: +20.95%)。1) **分产品**：2021 年酱油营收 11.82 亿元(+12.15%)，毛利率 43.93% (-4.41pct)；食醋营收 3.22 亿元(+10.02%)，毛利率 37.86% (-3.99pct)。2) **量价拆分**：酱油销量 26.36 万吨(+30.18%)，对应吨价为 4485 元/吨(-16.07%)；食醋销量 9.36 万吨(+13.51%)，对应吨价为 3434 元/吨(-3.07%)。3) **分区域**：东部区域 3.88 亿元(+17.30%)；南部区域 1.21 亿元(+51.68%)；中部区域 1.80 亿元(+29.42%)；北部区域 2.67 亿元(+10.45%)；西部区域 9.42 亿元(+7.29%)。4) **经销商**：2021 年末公司经销商 1791 家，净增 387 家。

利润分析：成本上行，净利下行，非经常导致 Q4 报表增速略有异常。2021 年毛利率 40.38% (-3.47pct)，主要是原材料等成本上行，净利率 11.50% (-0.65pct)，在毛利率下行、销售费用率上行的情况下，净利率小幅下行的原因是 20 年计提大笔资产减值损失。21 年期间费用率 26.26% (+3.21pct)，其中销售费用率为 20.15% (+3.21pct)。2021Q4 毛利率 37.88% (+8.55pct)，净利率 15.71% (+19.55pct)，

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

期间费用率 19.39% (+8.03pct)，其中销售费用率为 12.73% (+7.47pct)，Q4 报表异常主要是与 20Q4 财务操作有关，公司在 20Q4 进行会计准则变更，将运费和包装费一次性转移到成本。

22Q1 分析：基数+疫情影响短期收入，成本上行、费用收缩，毛销差改善。2022 年 Q1 营收 4.82 亿元 (+0.93%)；归母净利润 0.55 亿元 (+38.47%)，扣非净利润 0.54 亿元 (+27.12%)，其中毛利率 34.98% (-8.37pct)，主要是原材料成本上行导致，销售费用率为 15.06% (-10.63pct)，主要是广宣费用下行，净利率 11.46% (+3.11pct)，主要是原材料成本上涨及广宣费用下降。**1) 分产品：**酱油营收 2.90 亿元 (-1.32%)；食醋营收 0.79 亿元 (+2.56%)。**2) 分区域：**东部区域 0.85 亿元 (-8.02%)；南部区域 0.27 亿元 (-3.09%)；中部区域 0.43 亿元 (+12.64%)；北部区域 0.72 亿元 (+15.72%)；西部区域 2.50 亿元 (+0.98%)**3) 经销商：**22Q1 经销商 1899 家，净增 108 家。

22 年展望：短期展望消费企稳，成本压力仍在，全年目标实现有望。

(1) 收入端：虽然疫情反复，但是公司作为 C 端消费占比较高的公司有望受益于疫情的囤货行情，此外去年社区团购冲击基本结束，随着疫情消退，我们认为公司销售有望迎来新一轮的增长。**(2) 成本端：**公司主要原材料大豆今年出现大幅上涨，受南美自然灾害的影响，我们预计大豆价格 9 月份之前将维持在高位，结合公司生产周期为半年，我们认为公司今年成本端压力较大，利润承压。**(3) 目标实现：**公司制定 22 年收入目标 22.8 亿元，同比+18.5%，归母净利润 2.4 亿元，同比+9.34%，归母扣非净利润 2.33 亿元，同比+6.95%，对应 Q2-Q4 的收入增速为 24.3%，归母净利润增速为 2.94%，归母扣非净利润增速为 2%，我们认为随着疫情常态化，公司收入目标有望实现可行，成本压力虽然很大，但利润目标实现压力不大。

中长期展望：产品、渠道放量，股权激励锁定下限。公司未来逻辑：

(1) 产品端：公司产品定位中高端，坚持零添加产品为核心，同时根据消费者需求布局高鲜、味极鲜等中端产品，以及提前布局酵素酱油、风味化酱油等未来产品，随着消费升级的大趋势逐步深入，公司有望从中受益；**(2) 渠道端：**一方面随着商超渠道全国化铺设，另一方面传统渠道的开拓和精耕，公司销售有望放量。**(3) 股权激励：**公司 22 年 2 月推出股权激励，解锁条件为以下二选一：22-24 年收入增速 18%、17%、16%，或者扣非扣费用净利润增速 50%、27%、21%，激励留住人才，锁定中期目标底线，有望激发企业活力。

盈利预测与评级：我们看好高端酱油市场的发展趋势，随着金龙鱼、鲁花等龙头进入，龙头有望共同培育消费者，高端调味品增速有望再

上新台阶。目前行业格局依旧分散，未来龙头市占率有望逐步提升，公司耕耘高端调味品多年有望从中受益。中期来看，公司产品、渠道有望放量，股权激励锁定公司经营增速底线。不考虑股权激励费用及增发摊薄股本的影响，我们预计 22-24 年公司收入分别为 23 亿、27 亿、31 亿元，同比增长 19%、17%、16%，归母净利润分别为 2.5 亿、3.4 亿、4.3 亿元，同比增长 12%、38%、25%，我们按照 23 年 50x 给予公司一年目标价 21 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；市场竞争加剧；食品安全问题；

■ 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1925	2286	2678	3112
增长率(%)	14%	19%	17%	16%
净利润(百万元)	221	248	342	428
增长率(%)	8%	12%	38%	25%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.31	0.43	0.54
P/E	64	57	41	33

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。