太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-08-18

公司点评报告

增持/维持

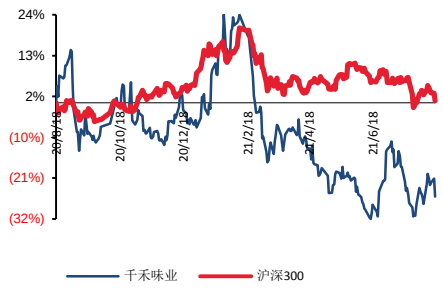
千禾味业(603027)

昨收盘：24.7

日常消费 食品、饮料与烟草

千禾味业：收入利润承压，期待下半年改善

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	799/795
总市值/流通(百万元)	19,730/19,626
12 个月最高/最低(元)	49.87/22.87

相关研究报告：

千禾味业（603027）《千禾味业年报点评：食醋料酒高增，经销商开拓积极》--2021/04/19

千禾味业（603027）《千禾味业中报点评：酱油快速增长，利润超预期》--2020/08/17

千禾味业（603027）《千禾味业：调味品业务快速增长，看好全国化扩张》--2020/04/26

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL：lixx@tpyzq.com

点评事件：

千禾味业发布 2021 年中报，实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 8.86 亿元、0.66 亿元、0.66 亿元，分别同比+10.82%、-58%、-57%。Q2 营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 4.08 亿元、0.26 亿元、0.23 亿元，分别同比-7.24%、-70%、-72%。

核心观点：

收入分析：Q2 高基数下收入个位数下滑，酱油表现好于食醋。公司上半年实现营收 8.86 亿元，同比+10.82%（Q1：+33%；Q2：-7%），Q2 增速下滑，一方面是去年基数较高，另一方面是线下需求不景气，公司占比较高的商超等传统渠道人流量大幅减少，第三是渠道变革正在进行时，社区团购等渠道分流明显。**1）分产品：食醋表现较差。**上半年调味品收入 6.92 亿元，同比-2.58%（Q1：+17%；Q2：-18%），上半年酱油同比+10.56%、食醋同比-7.63%，其中 Q2 来看酱油同比-8%、食醋-18%，食醋表现差于酱油，焦糖色在去年低基数下实现正增长。**2）分地区：华北地区表现低于预期。**Q2 西南本埠收入 2.11 亿，同比-15%，北部区域-24%，低于预期。除此之外其他地区均实现增长，其中东部+8.5%、中部+7.3%、南部+50%。**3）经销商：**截至上半年底公司共有经销商 1587 家，上半年增加 183 家，Q1、Q2 分别净增 86 家和 97 家。

利润分析：成本上涨、广宣及促销增加，净利润下行。2021 上半年公司实现归母净利润 0.66 亿元，同比-58%（Q1：-43%；Q2：-70%），净利润下滑严重主要是成本上行及广宣大幅增长所致。**1）毛利率：**上半年毛利率 42.21%，同比-7.52pct，原因有二，一是会计准则变更，运输费和包装费从销售费用转至成本项（20H 相关费率为 5.06%），二是原材料价格上涨带来成本上涨（若按 20H 运装费率计算，成本上涨带来毛利率下降为 2.46pct）。**2）费用率：**上半年销售费用率 26.47%，同比+5.27pct，其中广宣及促销费用率提高 12.3pct。3）净利率：上半年净利率 7.43%，同比-12.22pct，降幅与广宣及促销费率上升一致。

21 年展望：下半年增速有望转正，费用大头已于上半年确认，下半年利润预计大幅好转。下半年收入端来看，随着消费逐步企稳，行业及公司增速有望逐步转正。费用端来看，公司今年签订的 9800 万广告投放合同已在上半年基本完成投放，少部分于 7 月份入账（+），同时去

执业资格证书编码：S1190519100001
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

年下半年的新潮传媒广告今年已停止投放（-），我们预计今年下半年广宣及促销费用有望维持在去年水平，预计 7000-8000 万，费用率将大幅缩减。利润端，20Q4 大额计提商誉减值造成利润低基数，今年下半年利润增速预计比较可观。

长期展望：高端调味品符合消费升级大趋势。展望长期，我们看好公司零添加产品在高端酱油市场的领先优势，随着金龙鱼、鲁花等龙头进入，有望共同培育消费者，高端调味品增速有望再上新台阶，同时目前行业格局依旧分散，未来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。

盈利预测与评级：维持公司“增持”评级。预计 2021-2023 年公司收入分别为 18.7 亿、22.6 亿、27.9 亿元，同比增长 10%、21%、24%，归母净利润分别为 2.3 亿、3.1 亿、4.2 亿元，同比增长 11%、35%、36%，目前股价对应 21-23 年 PE 分别为 86x、64x、47x，维持公司“增持”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**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1693	1868	2261	2795
增长率（%）	25%	10%	21%	24%
净利润(百万元)	206	228	308	418
增长率（%）	4%	11%	35%	36%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.28	0.39	0.52

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	孟超	13581759033	mengchao@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	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@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	zhafl@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

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

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。