千禾味业（603027）

公司研究/点评报告

Q2 业绩短期承压，下半年有望环比改善

——千禾味业（603027）2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料　　2021 年 08 月 18 日

一、事件概述

8 月 17 日公司发布 2021 年半年报，报告期内实现营收 8.86 亿元，同比+10.82%；实现归母净利润 0.66 亿元，同比-58.09%。

二、分析与判断

➢ 需求疲弱+社区团购冲击+去化库存，二季度收入短期承压

21H1 公司营收为 8.86 亿元，同比+10.82%；折合 21Q2 营收为 4.08 亿元，同比-7.24%。二季度收入端明显承压主要归因于：(1)20Q2 疫情期间商超需求旺盛导致基数偏高；(2)社区团购分流商超需求并且冲击渠道价格体系，经销商备货意愿受到显著影响；(3)公司 Q2 主动去库存导致收入短期承压。**分产品看，**21H1 酱油/醋收入分别同比+11%/-8%（Q2 为-8%/-18%），食醋下滑幅度大于酱油。**分区域看，**21H1 东部/南部/中部/北部/西部收入分别同比+24%/+82%/+24%/-3%/+1%（Q2 为+9%/+50%/+7%/-24%/-15%），其中东部、南部与中部二季度受益于渠道扩张及下沉仍保持增长，而西南大本营市场因基数较高导致负增长拖累整体表现。**经销商方面，**21H1 较 2020 年净增加 183 家(对应增速为 13%)，其中东部/南部/中部/北部/西部分别净+56/9/29/10/79 家，东、中、西部地区增加较多，主要得益于公司在报告期内积极推进渠道扩张及下沉政策。

➢ 成本压力与加码广告宣传导致盈利承压明显

21H1 公司归母净利润为 0.66 亿元，同比-58.09%；折合 21Q2 归母净利润为 0.26 亿元，同比-70.08%。利润大幅下滑主要系收入端与成本端均面临压力，同时公司加大广告投放力度导致费用增加较多。**（1）毛利率：**21H1 公司毛利率为 42.21%，同比-7.52ppt(Q2 为 40.89%，同比-9.29ppt)，一方面系会计准则变更导致运费计入营业成本，另一方面系大豆与包材成本上涨所致，剔除运输与包装费用影响，21H1 毛利率为 48.49%，同比-1.24ppt。**（2）费用率：**21H1 销售费用率 26.47%，同比+5.27ppt(Q2 为 27.39%，同比+5.65ppt)，一方面系去年疫情期间公司强势 KA 渠道需求旺盛，费用投放较少导致基数低，另一方面今年公司广告宣传费用增长较多，包括 9800 万元赞助《新相亲大会》；管理费用率 3.52%，同比-0.10pct(Q2 为 3.86%，同比+0.48pct)；研发费用率 2.56%，同比+0.41ppt(Q2 为 2.03%，同比-0.68pct)；财务费用率-0.05%，同比+0.35ppt(Q2 为-0.08%，同比+0.28ppt)。**(3)净利率：**21H1 公司归母净利率为 7.43%，同比-12.22ppt(Q2 为 6.35%，同比-13.34ppt)，成本及销售费用率双重形成挤压导致利润下滑。

➢ 需求持续修复叠加库存去化，21H2 业绩有望环比改善

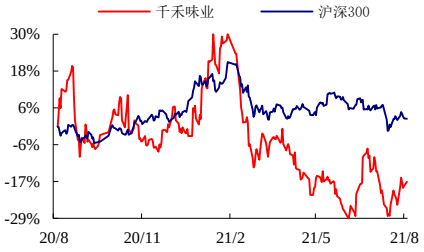
展望下半年，我们预计公司将迎来基本面的环比改善，主要得益于：(1) 下半年零售端基数压力缓解以及餐饮端稳健修复，需求的环比改善将是提振基本面的核心因素；(2)社区团购价格战难以长期持续；(3) 二季度公司去化库存动作取得良好效果，为下半年健康增长奠定良好基础；(4) 广告费用投放主要集中在上半年，下半年费用端压力有望缓解；(5) 20Q4 公司计提较多资产减值，因此 21Q4 公司业绩基数偏低。**中长期看，产能扩张+渠道下沉+品类扩张，公司成长空间仍较为广阔。**(1) 产能加码：公司 2020 年 11 月将原 36 万吨调味品产线上调至 60 万吨（50 万吨酿造酱油+10 万吨料酒），2024 年底调味品整体产能规模将达到 115 万吨，为渠道及品类扩张奠定坚实基础；(2) 渠道下沉：一方面继续开拓华北、华东等发达地区，另一方面布局潜力市场，2021 年还将积极探索社区店等新模式；(3) 品类扩张：公司 2019 年收购镇江恒康香醋，2020 年梳理恒康品牌与渠道，解决历史遗留问题，为长期食醋业务发展夯实品牌与渠道基础。

推荐　维持评级

当前价格：　24.7 元

交易数据	2021-8-17
近 12 个月最高/最低(元)	49.87/22.87
总股本（百万股）	799
流通股本（百万股）	795
流通股比例（%）	99.47
总市值（亿元）	197
流通市值（亿元）	196

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

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：　S0100120070033

邮箱：　liuguangyi@mszq.com

相关研究

1.千禾味业（603027）2021 年一季报点评：21Q1 收入端迎开门红，短期盈利承压明显

2.千禾味业（603027）2020 年报点评：主业稳健增长，短期波动不改长期价值

三、投资建议

根据中报数据，我们调整此前盈利预测。预计 2021-2023 年公司营收为 20.10/24.52/28.61 亿元，同比+18.7%/22.0%/16.7%；归母净利润为 2.11/3.60/4.47 亿元，同比+2.7%/70.5%/24.1%，对应 EPS 为 0.26/0.45/0.56 元，目前股价对应 PE 为 93/55/44X。当前调味品可比公司 2021 年 PE 约 37X（Wind 一致预期，算数平均值），公司估值高于行业平均水平。考虑到公司产能、渠道与品类等多维扩张保障成长性，维持“推荐”评级。

四、风险提示

动销不及预期，渠道下沉与裂变不及预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,693	2,010	2,452	2,861
增长率（%）	25.0%	18.7%	22.0%	16.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	206	211	360	447
增长率（%）	3.8%	2.7%	70.5%	24.1%
每股收益（元）	0.26	0.26	0.45	0.56
PE（现价）	95.87	93.39	54.76	44.12
PB	15.73	8.80	7.58	6.47

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）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,693	2,010	2,452	2,861
营业成本	951	1,159	1,394	1,597
营业税金及附加	16	20	22	26
销售费用	287	516	480	558
管理费用	61	73	89	104
研发费用	45	50	59	69
EBIT	333	191	408	508
财务费用	-3	6	10	10
资产减值损失	-90	-10	-13	-17
投资收益	9	14	13	17
营业利润	262	254	434	545
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	257	254	434	545
所得税	51	43	74	98
净利润	206	211	360	447
归属于母公司净利润	206	211	360	447
EBITDA	416	310	491	597

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	117	357	389	547
应收账款及票据	124	184	234	248
预付款项	22	40	46	48
存货	395	509	600	684
其他流动资产	403	404	406	410
流动资产合计	1,062	1,493	1,675	1,937
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	827	1,102	1,332	1,545
无形资产	105	140	170	186
非流动资产合计	1,124	1,481	1,700	1,912
资产合计	2,185	2,974	3,376	3,850
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	72	141	145	160
其他流动负债	167	243	280	291
流动负债合计	239	383	424	451
长期借款	0	300	300	300
其他长期负债	49	49	49	49
非流动负债合计	49	349	349	349
负债合计	288	732	773	800
股本	666	799	799	799
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,898	2,242	2,602	3,050
负债和股东权益合计	2,185	2,974	3,376	3,850

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	25.0%	18.7%	22.0%	16.7%
EBIT 增长率	57.9%	-42.6%	113.3%	24.4%
净利润增长率	3.8%	2.7%	70.5%	24.1%
盈利能力				
毛利率	43.8%	42.4%	43.2%	44.2%
净利润率	12.2%	10.5%	14.7%	15.6%
总资产收益率 ROA	9.4%	7.1%	10.7%	11.6%
净资产收益率 ROE	10.8%	9.4%	13.8%	14.7%
偿债能力				
流动比率	4.45	3.89	3.95	4.29
速动比率	2.70	2.46	2.42	2.67
现金比率	0.49	0.93	0.92	1.21
资产负债率	13.2%	24.6%	22.9%	20.8%
经营效率				
应收账款周转天数	26.74	33.28	34.74	31.59
存货周转天数	151.65	160.26	157.17	156.36
总资产周转率	0.77	0.68	0.73	0.74
每股指标（元）				
每股收益	0.26	0.26	0.45	0.56
每股净资产	2.38	2.81	3.26	3.82
每股经营现金流	0.47	0.29	0.41	0.55
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	95.87	93.39	54.76	44.12
PB	15.73	8.80	7.58	6.47
EV/EBITDA	59.55	63.56	40.02	32.66
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	206	211	360	447
折旧和摊销	83	118	82	89
营运资金变动	15	-48	-109	-77
经营活动现金流	378	234	327	441
资本开支	-211	-435	-294	-286
投资	-77	0	0	0
投资活动现金流	-279	-421	-281	-269
股权募资	0	133	0	0
债务募资	0	300	0	0
筹资活动现金流	-68	426	-14	-14
现金净流量	31	239	32	158

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

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。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、乳制品、软饮料板块。

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。