2020 年 11 月 02 日
公司研究●证券研究报告

千禾味业（603027.SH）

公司快报

业绩符合预期，零添加继续高增

事件：公司前三季度实现营收 12.22 亿元，同比+31.45%；归母公司净利润 2.24 亿元，同比+63.67%；实现归母扣非净利润 2.20 亿元，同比+71.99%。单三季度实现营收 4.23 亿元，同比+26.01%，实现归母净利润 0.67 亿元，同比+35.14%。

投资要点

- **符合预期，零添加产品增长快速。**前三季度实现营收 12.22 亿元，同比+31.45%；单三季度实现营收 4.23 亿元，同比+26.01%，增速符合预期。分产品来看，酱油前三季度实现收入 7.64 亿元，同比+35.40%，食醋收入 2.25 亿元，同比+48.99%，呈现高速增长，酱醋收入合计+38.27%，其中零添加产品受益于公司品牌力的增强和渠道的增加，我们预计增速超过 40%，单 Q3 来看酱油/食醋增速+30%/31%，维持高增。焦糖色前三季度收入增速同比-42.16%/-7.41%/-4.90%，环比继续改善。分区域来看，单三季度，中北部维持高增，分别同比 40.18%/38.00%；南部市场同比+5.46%，主要系焦糖色的影响，环比在继续改善；Q3 东部市场同比+99.31%，西部市场同比-4.90%，主要系公司将部分电商渠道的统计口径更改至东部市场所致，我们预计剔除口径变动影响，西部市场增长情况符合上半年的趋势，东部市场受益于零添加产品的高速增长依然延续高增。

- **产品结构提升和业务规模扩大提升盈利能力。**受益于零添加产品的高速增长，公司单 Q3 实现毛利率 48.91%，同比+2.51pct；费用端，三季度销售费用同比+26.31%，我们预计主要系地推、宣传等市场推广费用提升所致，销售费用率 21.90%，同比微幅增长 0.04pct，管理费用基本持平，研发费用同比+101.53%，我们预计主要系研发投入力度增加及研发费用确认节奏所致。综合来看，继续聚焦零添加产品以及业务规模不断扩大推动公司的盈利能力继续提升，三季度净利率 15.81%，同比+1.07pct。

- **投资建议：**公司定位调味品的高端，消费者培养在逐渐深入，伴随后续产能增加和多渠道发力，未来有望继续实现快速增长。我们预计 20-21 年净利润增长 48.3%/30.0%，实现每股收益为 0.44/0.58 元，维持增持-A 评级。

- **风险提示：**省外扩张不及预期，高端酱油市场销售放缓，市场竞争加剧

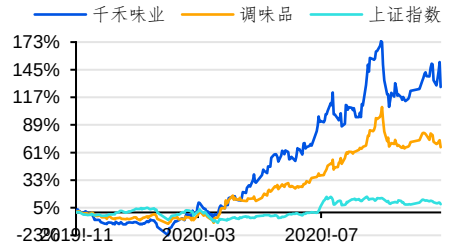
食品饮料 | 调味品 III

投资评级	增持-A(维持)
股价(2020-10-30)	38.17 元

交易数据

总市值（百万元）	25,408.83
流通市值（百万元）	25,183.49
总股本（百万股）	665.68
流通股本（百万股）	659.77
12 个月价格区间	18.00/46.76 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.64	13.87	130.67
绝对收益	1.84	11.28	139.67

分析师 陈振志
SAC 执业证书编号：S0910519110001
chenzhenzhi@huajinsc.cn
021-20377051

报告联系人 王颖洁
wangyingjie@huajinsc.cn
021-20377191

相关报告

千禾味业：调味品业务高增，业绩超预期 2020-08-17

千禾味业：疫情影响有限，销售业绩亮眼 2020-04-28

千禾味业：业绩符合预期，费用强化品牌力 2020-04-20

千禾味业：调味品业务表现良好，产能拟继续加码 2019-10-30

千禾味业：业绩超预期，聚焦零添加 2019-09-01

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,065	1,355	1,726	2,184	2,720
YoY(%)	12.4	27.2	27.4	26.5	24.6
净利润(百万元)	240	198	294	384	484
YoY(%)	66.6	-17.4	48.3	30.6	26.1
毛利率(%)	45.7	46.2	48.8	50.6	51.5
EPS(摊薄/元)	0.36	0.30	0.44	0.58	0.73
ROE(%)	18.4	12.4	16.1	18.1	19.4
P/E(倍)	105.9	128.2	86.4	66.2	52.5
P/B(倍)	20.6	16.3	14.2	12.2	10.4
净利率(%)	22.5	14.6	17.0	17.6	17.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1141	954	1463	1769	2078
现金	454	86	510	645	803
应收票据及应收账款	85	165	164	240	263
预付账款	22	30	37	48	57
存货	268	319	394	475	588
其他流动资产	311	354	359	360	365
非流动资产	790	1101	1313	1583	1896
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	414	692	848	1034	1248
无形资产	53	121	161	207	249
其他非流动资产	323	288	304	342	399
资产总计	1931	2056	2776	3352	3974
流动负债	319	275	762	1052	1311
短期借款	100	0	417	635	831
应付票据及应付账款	101	83	141	132	202
其他流动负债	118	192	205	284	278
非流动负债	**305**	**188**	**173**	**164**	**158**
长期借款	287	158	144	134	129
其他非流动负债	19	30	30	30	30
负债合计	625	463	936	1216	1469
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	326	466	666	666	666
资本公积	305	346	159	159	159
留存收益	646	772	977	1246	1584
归属母公司股东权益	1307	1593	1840	2136	2505
负债和股东权益	1931	2056	2776	3352	3974

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	243	192	312	373	514
净利润	240	198	294	384	484
折旧摊销	50	66	74	97	124
财务费用	2	-8	-5	-1	2
投资损失	-12	-5	0	0	0
营运资金变动	19	-69	-50	-107	-96
其他经营现金流	-55	9	0	0	0
投资活动现金流	-393	-266	-286	-366	-437
筹资活动现金流	403	-175	-19	-90	-114
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.30	0.44	0.58	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.29	0.47	0.56	0.77
每股净资产(最新摊薄)	1.86	2.34	2.69	3.13	3.69

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1065	1355	1726	2184	2720
营业成本	578	729	884	1079	1321
营业税金及附加	12	13	17	21	26
营业费用	216	309	380	499	626
管理费用	52	54	67	87	114
研发费用	20	39	45	52	67
财务费用	2	-8	-5	-1	2
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	5	0	0	0
营业利润	285	232	344	452	570
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	285	232	344	452	570
所得税	45	34	50	68	85
税后利润	240	198	294	384	484
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	240	198	294	384	484
EBITDA	347	306	426	568	721

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.4	27.2	27.4	26.5	24.6
营业利润(%)	68.5	-18.7	48.4	31.3	26.1
归属于母公司净利润(%)	66.6	-17.4	48.3	30.6	26.1
获利能力					
毛利率(%)	45.7	46.2	48.8	50.6	51.5
净利率(%)	22.5	14.6	17.0	17.6	17.8
ROE(%)	18.4	12.4	16.1	18.1	19.4
ROIC(%)	14.6	11.6	12.3	13.6	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	32.3	22.5	33.7	36.3	37.0
流动比率	3.6	3.5	1.9	1.7	1.6
速动比率	1.7	2.2	1.3	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	14.0	10.8	10.5	10.8	10.8
应付账款周转率	7.4	7.9	7.9	7.9	7.9
估值比率					
P/E	105.9	128.2	86.4	66.2	52.5
P/B	20.6	16.3	14.2	12.2	10.4
EV/EBITDA	73.1	82.2	59.0	44.5	35.1

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn