千禾味业（603027）

公司研究/点评报告

Q3 延续高增态势，渠道与产能扩张保障成长

—千禾味业（603027）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 10 月 30 日

一、事件概述

10 月 29 日公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 12.22 亿元，同比+31.45%；实现归母净利润 2.24 亿元，同比+63.67%，基本 EPS 为 0.34 元。折合 Q3 单季度实现营收/归母净利润 4.23/0.67 亿元，分别同比+26.01%/+35.14%。

二、分析与判断

➢ Q2 业绩延续高增态势，金山寺并表与渠道深耕措施助力东部市场提速

前三季度，公司实现营收/归母净利润 12.22/2.24 亿元，同比+31.45%/+63.67%；折合 20Q3 实现营收/归母净利润 4.23/0.67 亿元，同比+26.01%/+35.14%。**收入端，**20Q3 公司收入增速环比有所放缓，补库存及疫情期间商超需求旺盛致 20Q2 增速偏高，而 Q3 市场需求环比有所放缓且市场竞争有所加大。**利润端，**受收入降速与费用投放力度加大等影响，20Q3 净利润增速环比放缓，但同比仍实现+35%的较高增长。**分产品看，**前三季度酱油/醋/焦糖色分别同比+35%/+49%/-18%，折合 Q3 分别同比+30%/+31%/-5%，其中酱油与醋增速有所放缓，焦糖色降幅有所收窄。**分区域看，**前三季度东部/南部/中部/北部/西部分别同比+62%/-4%/+51%/+52%/+20%，折合 Q3 分别同比+99%/+5%/+40%/+38%/-7%，其中东部市场明显提速，判断主要受益于 2020 年初单独设置华东大区后渠道精耕细作（20Q3 东区经销商相较于 19 年末增加 49 家），此外金山寺并表也贡献收入增量；西部市场增速下降，预计主要归因于流通渠道持续恢复，导致部分电商需求转移。

➢ 20Q3 终端促销力度加大，费用增加拖累净利率环比下降

毛利率方面，前三季度公司毛利率为 49.44%，同比+2.92ppt，其中 Q3 为 48.91%，同比+2.52ppt，主要得益于规模效应与产品结构优化。**净利率方面，**前三季度公司净利率为 18.32%，同比+3.61ppt，其中 Q3 为 15.81%，同比+1.07ppt，但环比-3.89ppt，判断主要系终端加大促销力度导致费用增加。前三季度公司销售费用率 21.44%，同比-1.46ppt，其中 Q3 为 21.90%，同比+0.05ppt，主要系疫情后导购员重新进场以及促销力度加大导致。此外，公司前三季度管理费用率 3.59%，同比-0.59ppt(Q3 为 3.55%，同比-0.75ppt)；研发费用率 2.78%，同比+0.14ppt(Q3 为 3.96%，同比+1.48ppt)；财务费用率-0.26%，同比+0.43ppt(Q3 为-0.01%，同比+0.85ppt)，主要系结构性存款利息收入减少所致。

➢ 渠道、产能与品类多维扩张，未来业绩有望延续高成长

短期看，受益于华东等地区的渠道渗透，以及疫情后消费者对零添加产品认可度的提升，公司 20Q4 业绩有望延续较高增长。**长期看**，随着产能扩张+渠道下沉+品类扩张，公司成长空间无忧。**产能扩张：**“年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目”剩余产能逐步释放，有望在 2017 年 9.6 万吨产量的基础上扩张一倍左右；同时继续推进“年产 36 万吨调味品生产线”（30 万吨酿造酱油、3 万吨蚝油、3 万吨黄豆酱），产能扩张为渠道及品类扩张奠定坚实基础。**渠道下沉：**一方面继续开拓华北、华东等经济发达地区，另一方面拆大区分小区，布局潜力市场。**品类扩张：**收购镇江恒康酱醋后，正逐步推动恒康渠道与公司原有渠道的融合，为未来食醋业务进一步发力夯实渠道及品牌基础。

三、投资建议

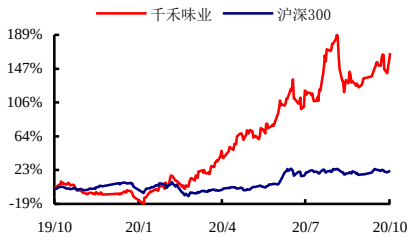
我们小幅上调盈利预测。预计 20-22 年公司收入为 17.21 亿元/21.10 亿元/25.32 亿元，同比+27.0%/22.7%/20.0%；实现归母净利润为 2.97 亿元/3.66 亿元/4.40 亿元，同比+49.6%/+23.3%/+20.3%，折合 EPS 为 0.45 元/0.55 元/0.66 元，对应 PE 为 95X/77X/64X。当前调味品可比公司 20 年 PE 约 64 倍（Wind 一致预期，算数平均），公司估值高于行业平均水平。考虑到公司产能、渠道与品类等多维扩张保障成长性，维持“推荐”评级。

推荐　维持评级

当前价格：　42.41 元

交易数据	2020-10-29
近 12 个月最高/最低(元)	45.99/18.12
总股本（百万股）	666
流通股本（百万股）	660
流通股比例（%）	99.11
总市值（亿元）	282
流通市值（亿元）	280

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

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号：　S0100120070033

电话：　021-60876735

邮箱：　liuguangyi@mszq.com

相关研究

1.千禾味业(603027)：20Q2 业绩提速，产能、渠道持续扩张

2.千禾味业（603027）19 年三季报点评：业绩符合预期，产能、渠道、品类多维扩张并举

四、风险提示

动销不及预期，并购商誉减值风险，食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,355	1,721	2,110	2,532
增长率（%）	27.2	27.0	22.7	20.0
归属母公司股东净利润（百万元）	198	297	366	440
增长率（%）	-17.4	49.6	23.3	20.3
每股收益（元）	0.43	0.45	0.55	0.66
PE（现价）	98.5	95.3	77.3	64.2
PB	12.4	14.4	12.2	10.2

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）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**1,355**	**1,721**	**2,110**	**2,532**
营业成本	729	865	1,055	1,266
营业税金及附加	13	19	22	26
销售费用	309	361	475	552
管理费用	54	100	124	142
研发费用	39	46	53	63
EBIT	211	329	381	483
财务费用	(8)	(1)	(5)	(8)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
营业利润	**232**	**350**	**430**	**518**
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	**232**	**350**	**430**	**518**
所得税	34	53	64	78
净利润	198	297	366	440
归属于母公司净利润	**198**	**297**	**366**	**440**
EBITDA	**277**	**415**	**480**	**598**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	86	329	540	784
应收账款及票据	165	156	206	262
预付款项	30	33	42	51
存货	319	402	484	562
其他流动资产	5	5	5	5
流动资产合计	**954**	**1282**	**1630**	**2022**
长期股权投资	0	5	10	16
固定资产	692	776	891	1049
无形资产	121	139	162	196
非流动资产合计	**1101**	**1153**	**1264**	**1367**
资产合计	**2056**	**2435**	**2894**	**3389**
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	83	113	148	162
其他流动负债	41	41	41	41
流动负债合计	**275**	**291**	**384**	**440**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	188	188	188	188
非流动负债合计	**188**	**188**	**188**	**188**
负债合计	**463**	**479**	**572**	**627**
股本	466	666	666	666
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	**1593**	**1956**	**2322**	**2762**
负债和股东权益合计	**2056**	**2435**	**2894**	**3389**

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	27.2	27.0	22.7	20.0
EBIT 增长率	13.2	56.1	15.6	26.7
净利润增长率	-17.4	49.6	23.3	20.3
盈利能力				
毛利率	46.2	49.7	50.0	50.0
净利润率	14.6	17.2	17.3	17.4
总资产收益率 ROA	9.6	12.2	12.6	13.0
净资产收益率 ROE	12.4	15.2	15.7	15.9
偿债能力				
流动比率	3.5	4.4	4.2	4.6
速动比率	2.3	3.0	3.0	3.3
现金比率	1.6	2.3	2.3	2.6
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	33.0	30.0	29.5	30.8
存货周转天数	145.0	150.0	151.2	148.7
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.4	0.5	0.7
每股净资产	3.4	2.9	3.5	4.1
每股经营现金流	0.4	0.5	0.6	0.7
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	98.5	95.3	77.3	64.2
PB	12.4	14.4	12.2	10.2
EV/EBITDA	89.4	60.8	52.3	41.8
股息收益率	0.3	0.0	0.0	0.0

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	198	297	366	440
折旧和摊销	66	86	99	115
营运资金变动	(66)	(69)	(44)	(93)
经营活动现金流	**188**	**308**	**415**	**456**
资本开支	236	132	205	212
投资	(40)	0	0	0
投资活动现金流	**(266)**	**(132)**	**(205)**	**(212)**
股权募资	0	67	0	0
债务募资	(100)	0	0	0
筹资活动现金流	**(175)**	**67**	**0**	**0**
现金净流量	**(253)**	**243**	**210**	**244**

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、肉制品、乳制品板块。

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。