业绩超预期，成长性再度确认

增持 ——维持

日期：2020 年 08 月 17 日
行业：食品饮料

分析师： 周菁
Tel： 021-53686158
E-mail： zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518070002

基本数据（2020.8.14）

报告日股价（元）	35.00
12mth A 股价格区间（元）	12.90-37.26
总股本（百万股）	665.68
无限售 A 股/总股本	99.11%
流通市值（亿元）	230.92
每股净资产（元）	2.76
PBR（X）	12.68

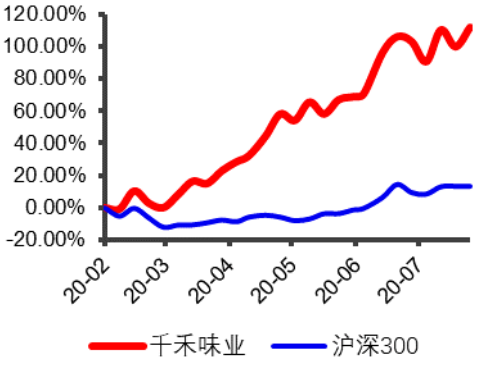
主要股东（2020H1）

伍超群	40.08%
伍建勇	12.28%
香港中央结算有限公司	3.73%
全国社保基金四零六组合	1.44%
全国社保基金一一七组合	1.10%

收入结构（2020H1）

酱油	61.86%
食醋	19.70%
焦糖色	7.32%
其他	11.12%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告：

《千禾味业（603027）2019 年年报点评：调味品高速增长，产能加码+外埠拓展齐发力》

《千禾味业（603027）2020Q1 季报点评：Q1 开局亮眼，调味品保持快增》

■ 公司动态事项

公司发布2020年中报，上半年实现营收7.99亿元，同比增长34.53%，归属净利润为1.57亿元，同比增长79.85%，扣非后归属净利润为1.54亿元，同比增长91.91%。

■ 事项点评

调味品增长亮眼，西南之外加速扩张

公司Q2加速增长，实现收入4.40亿元/+45.0%，归属净利润为8664万元/+135.5%。分产品看，上半年酱油收入4.94亿元/+38.8%，Q1/Q2酱油增速分别为26.4%/50.6%，公司主打的零添加系列符合后疫情时期消费者健康化饮食诉求，加速放量，目前零添加酱油约占酱油的50%+；醋收入1.57亿元/+58.6%，若剔除镇江金山寺并表贡献0.24亿元后，公司原醋产品的内生增速约为34.4%，疫情加快了醋的动销；焦糖色收入5853万元/-25.4%，业务继续收缩。公司西南地区是全品类全渠道，上半年西部收入4.53亿元/+31.5%，稳健增长；西南以外通过中高端产品+经销商体系大力扩张，东部/中部/北部收入1.33/0.59/1.18亿元，同比+37.1%/+59.4%/+59.9%，南部收入0.30亿元/-15.4%，我们判断主要受焦糖色业务下滑拖累。截止上半年末，公司全国经销商数量达到1233家，其中西部/东部/中部/北部/南部经销商分别有485/242/248/190/68家，同比-14/-26/+95/-17/+55家。

毛利率持续上行和费率下降提升盈利水平，现金流同步高增

上半年公司实现归属净利润1.57亿元/+79.9%，其中Q1/Q2盈利同比增速分别为39.3%/135.5%，净利率同比提高4.95pct至19.65%。盈利水平大幅提升主要系：（1）受益于产品结构不断优化（中高端调味品占比提升、低毛利率的焦糖色占比下降），公司综合毛利率同比提高3.12pct至49.73%，未来随着以中高端产品为主的省外市场继续快速发展，产品结构升级仍将驱动毛利率进一步上行；（2）因为疫情营销活动开展受限，公司销售费用率同比下降2.30pct至21.21%，其中促销宣传及广告费率同比下降0.72pct至5.07%，运杂费率同比下降0.81pct至4.70%；此外管理和研发费用率分别同比下降0.50pct和0.58pct至3.61%和2.15%。公司上半年现金回款9.17亿元/+37.81%，经营活动净现金流入1.97亿元/+87.13%，分别与收入和利润增速匹配良好。

扩建产能匹配成长需求，省外市场渐入收获期

19年公司约有产能35.5万吨（酱油22万吨+食醋8万吨+料酒5.5万吨），15万吨项目（10万吨酱油+5万吨食醋）和36万吨项目（30万吨酱油+3万吨蚝油+3万吨黄豆酱）预计分别于2021年6月和2022年6月建成投产，公司近两年调味品总规划产能达到86.5万吨，产能复合增速约35%，产能扩建满足公司全国化发展的成长需求。公司省外依靠经销商发展，中高端差异化定位给予了渠道更高的利润空间，经过几年培育期华东和华北开始进入收获期，规模破亿且加速扩张。

■ 投资建议

由于业绩超预期，我们上调盈利预测，预计2020-2022年公司归属净利润分别为2.97/3.86/5.00亿元，对应EPS分别为0.45/0.58/0.75元/股，对应PE分别为78/60/47倍（按2020/8/14收盘价计算）。公司以中高端零添

加系列在消费者心中形成了差异化认知，顺应了消费结构升级和健康化饮食的趋势，产能储备、渠道拓展、品牌力提升为未来的持续快速增长奠定基础，公司的成长性不断确认。维持“增持”评级。

■ 风险提示

食品安全风险、原材料价格波动风险、产能扩建不及预期、调味品销售增长不及预期等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1355.15	1764.24	2260.55	2825.73
年增长率		30.2%	28.1%	25.0%
归属于母公司的净利润	198.25	296.90	386.33	500.28
年增长率		49.8%	30.1%	29.5%
每股收益（元）	0.30	0.45	0.58	0.75
PER（X）	117.5	78.5	60.3	46.6

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/8/14 收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	86	109	136	431
应收和预付款项	202	208	316	338
存货	319	429	514	650
其他流动资产	348	348	348	348
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	890	985	1106	1063
无形资产和开发支出	182	169	155	142
其他非流动资产	28	14	13	13
资产总计	2056	2261	2588	2984
短期借款	0	0	36	0
应付和预收款项	234	256	268	340
长期借款	0	158	158	158
其他负债	229	41	41	41
负债合计	463	455	503	539
股本	446	466	466	466
资本公积	318	318	318	318
留存收益	772	1022	1301	1662
归属母公司股东权益	1593	1807	2085	2446
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1593	1807	2085	2446
负债和股东权益合计	2056	2261	2588	2984

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	192	380	371	585
投资活动产生现金流量	-266	-220	-275	-125
融资活动产生现金流量	-175	-82	-69	-165
现金流量净额	-248	78	27	295

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1355	1764	2261	2826
营业成本	729	928	1170	1445
营业税金及附加	13	17	22	27
营业费用	309	374	486	608
管理&研发费用	93	116	151	186
财务费用	-8	-1	-3	-7
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
其他收益	13	13	13	13
营业利润	232	347	452	585
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	232	347	452	585
所得税	34	50	66	85
净利润	198	297	386	500
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	198	297	386	500

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	46.21%	47.38%	48.23%	48.88%
EBIT/销售收入	15.62%	19.64%	19.86%	20.35%
销售净利率	13.97%	16.83%	17.09%	17.70%
ROE	11.89%	16.43%	18.53%	20.46%
资产负债率	19.79%	20.11%	19.42%	18.05%
流动比率	3.83	3.68	3.81	4.64
速动比率	2.45	2.22	2.31	2.92
总资产周转率	0.68	0.78	0.87	0.95
应收账款周转率	8.23	10.99	8.82	10.67
存货周转率	2.29	2.16	2.28	2.22

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。