太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-17

公司点评报告

买入/维持

千禾味业(603027)

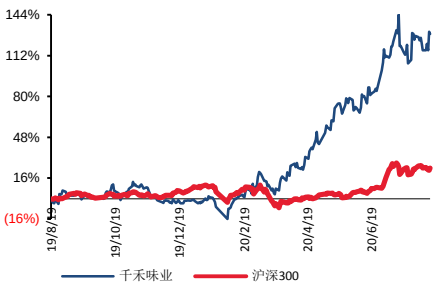
目标价：43

昨收盘：35.0

日常消费 食品、饮料与烟草

千禾味业中报点评：酱油快速增长，利润超预期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	666/660
总市值/流通(百万元)	23,299/23,092
12 个月最高/最低(元)	38.96/18.12

相关研究报告：

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

千禾味业（603027）《千禾味业：强化渠道布局，收入快速增长》--2020/04/19

千禾味业（603027）《千禾味业：高鲜产品快速拓展，全国化布局提速》--2019/08/26

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

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

事件：

公司 2020H1 公司实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 7.99 亿元、1.57 亿元、1.54 亿元，分别同增 34.53%、79.85%、91.91%；其中 Q2 实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 4.40 亿元、0.87 亿元、0.84 亿元，分别同增 44.95%、135.50%、142.49%。收入增速符合预期，利润增速超预期。

调味品高增，毛利率创历史新高

2020H1 公司调味品实现营收 7.21 亿元，同比增长 45%，其中酱油收入 4.94 亿元，同比增长 39%，食醋收入 1.57 亿元，同比增长 59%，增速受去年三季度收购恒康影响。单二季度酱油增长 51%，增速较 Q1 的 26%大幅提升，食醋增长 55%，较 Q1 的 63%增速略有放缓、仍保持高速增长。分大单品来看，高端产品实现快速增长，零添加酱油（有机，头道原香）同比增长 52%，高于公司整体及酱油增速。

上半年毛利率 49.73%，同比提升 3.12pct，其中 Q2 毛利率 50.18%，同比提升 5.15pct，创公司毛利率新高，主要是高毛利酱油占比提升，渠道返利幅度减少（买赠促销）等原因，对毛利有正向影响。

调整经销商结构，全国布局不断推进

分地区来看，2020H1 华中、华北销售分别增长 59.4%、59.85%，华南地区销售下滑 15.4%。公司逆势调整经销商结构，上半年净增 93 家，单二季度净增 143 家。其中上半年华东、华中净增 55、95 家，华南、华北和西北净增为负。

规模优势尽显，费效比大幅提升

2020H1 期间费用率 26.57%，同比下滑 3.19pct，其中销售费用率下滑最多（同比-2.31pct），主要是市场费用投放力度减少，导购未完全复工、薪酬减少，其他销售费用率下降各项比较平均，我们认为随着销售收入增加，规模优势逐步凸显，费效比逐步提升。

盈利预测

我们看好公司 0 添加产品在高端酱油市场的领先优势，去年公司收购镇江恒康，切入香醋领域，未来公司品类扩张成长逻辑值得关注。2020 年公司制定收入、净利润目标增速分别为 29.35%、46.88%，从上

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
执业资格证书编码：S1190519100001

半年销售情况来看，我们认为这一目标大概率完成（倒推下半年收入、净利润增速分别为 25%、21%）。

预计 2020-2022 年公司收入分别为 17.6 亿、22.5 亿、28.0 亿元，同比增长 30%、28%、24%，归母净利润分别为 3.07 亿、4.01 亿、5.18 亿元，同比增长 55%、31%、29%。我们按照 2021 年业绩给 50 倍 PE，目标价 43 元，考虑到公司成长性，维持公司“买入”评级。

风险提示

公司收入增长不及预期，市场竞争加剧，管理层出现重大管理瑕疵等。

■ **主要财务指标**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1355	1756	2252	2801
增长率（%）	27%	30%	28%	24%
净利润(百万元)	198	307	401	518
增长率（%）	-17%	55%	31%	29%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.66	0.86	1.11

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
华北销售副总监	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	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@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





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。