2020 年 08 月 16 日
证券研究报告•2020 年中报点评
千禾味业（603027）食品饮料

持有 （维持）
当前价：35.00 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩大超预期，盈利能力持续提升

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2020 年中报，上半年实现营业收入 8.0 亿元（+35%），归母净利润 1.6 亿元（+80%），其中 Q2 单季实现营业收入 4.4 亿元（+45%），归母净利润 8664 亿元（+136%），超出市场预期。

- **食醋酱油持续高增，阜外市场开拓顺利。**1、分产品看，酱油、食醋、焦糖色分别实现营业收入 4.9 亿元（+39%）、1.6 亿元（+59%）、5853 万元（-25%），酱油品类依旧维持高增，食醋作为公司第二大品类，显著放量，主要是疫情期间白醋销量较高以及恒康并表影响，焦糖色业务由于工厂客户减少采购业务量萎缩。2、分区域看，东部、南部、中部、北部、西部地区营收分别增长 37%、-15%、59%、60%、32%，西南大本营高基数下仍保持快速增长，东部、中部、北部地区市场开拓顺利，保持高速增长，南部地区由于焦糖色业务减少有所下滑。经销商开拓方面，截止 2020 年上半年，公司共有经销商 1233 家，净增加 93 家。

- **毛利率上行，费用优化，盈利能力大幅提升。**2020 年上半年公司毛利率达到 49.7%，同比提升 3.1pp，主要受益于产品结构优化所致。费用投放方面，销售费用率为 21.1%，同比降低 2.3pp，主要系导购人员减少导致职工薪酬支出减少；管理费用率（含研发）为 5.8%，同比下降 1.1pp，整体费用率为 26.6%，整体净利率提升 5.0pp 至 19.7%，盈利能力大幅提升。

- **零售渠道需求旺盛，产能保障助力扩张。**1、产品端，公司聚焦零添加发展战略，产品定位高端，品牌力强，顺应消费升级趋势，家庭端需求旺盛，终端动销良好。2、渠道端，未来公司在持续深耕西南地区基础上，加快开拓阜外市场，看好零售渠道和电商渠道的发展。3、产能方面，公司投入建设 30 万吨酱油、3 万吨蚝油、3 万吨黄豆酱产能，利于突破酱油产能瓶颈，产品品类不断丰富。公司定位高端市场，坚持差异化定位策略，实施多渠道多品类发展，看好公司未来长期发展。

- **盈利预测与投资建议。**由于公司阜外市场开拓顺利、盈利能力提升，上调 2020-2022 年收入分别至 17.4 亿元、21.6 亿元、25.9 亿元，归母净利润分别至 2.9 亿元、3.7 亿元、4.8 亿元，对应动态估值 81 倍、62 倍、49 倍，维持“持有”评级。

- **风险提示：**原材料价格或大幅波动；食品安全风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1355.15	1736.78	2162.53	2589.08
增长率	27.19%	28.16%	24.51%	19.72%
归属母公司净利润（百万元）	198.25	288.18	373.06	477.95
增长率	-17.40%	45.36%	29.45%	28.12%
每股收益 EPS（元）	0.30	0.43	0.56	0.72
净资产收益率 ROE	12.45%	14.52%	16.43%	18.13%
PE	118	81	62	49
PB	14.63	11.74	10.26	8.84

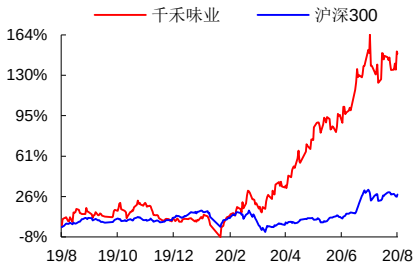
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：周可为
电话：023-67710114
邮箱：zhkw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.66
流通 A 股(亿股)	6.60
52 周内股价区间(元)	18.12-38.96
总市值(亿元)	232.99
总资产(亿元)	21.28
每股净资产(元)	2.76

相关研究

1. 千禾味业（603027）：业绩亮眼，调味品快速增长 (2020-04-26)
2. 千禾味业(603027)：调味品维持高增长，省外市场扩张顺利 (2020-04-19)
3. 千禾味业（603027）：酱油品类高增长，加速布局渠道产能 (2019-10-28)
4. 千禾味业（603027）：定位精准，后发先至 (2019-09-26)
5. 千禾味业（603027）：聚焦零添加效果显著，业绩环比加速 (2019-08-28)

关键假设：

假设 1：未来三年酱油业务量维持双位数增长，价格增速在 2%，毛利率受益于产品结构优化逐年提升；

假设 2：未来三年食醋业务量维持双位数增长，价格增速在 5%，毛利率受益于产品结构优化逐年提升；

假设 3：未来三年焦糖色业务下滑幅度放缓，毛利率维持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
酱油	收入	835.1	1081.9	1346.3	1606.6
	增速	37.2%	29.5%	24.4%	19.3%
	毛利率	50.3%	51.1%	51.8%	52.5%
食醋	收入	220.1	323.5	441.6	556.4
	增速	23.6%	47.0%	36.5%	26.0%
	毛利率	47.1%	49.1%	51.0%	52.9%
焦糖色	收入	166.6	151.5	140.7	133.6
	增速	-10.1%	-9.1%	-7.1%	-5.1%
	毛利率	26.9%	26.9%	26.9%	26.9%
其他	收入	133.3	180.0	234.0	292.4
	增速	42.8%	35.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	43.1%	43.0%	44.0%	45.0%
合计	收入	1,355.15	1,736.8	2,162.5	2,589.1
	增速	27.2%	28.2%	24.5%	19.7%
	毛利率	46.2%	47.7%	49.2%	50.4%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1355.15	1736.78	2162.53	2589.08
营业成本	728.99	907.49	1099.37	1284.02
营业税金及附加	13.05	18.23	21.76	26.62
销售费用	308.76	364.72	464.94	556.65
管理费用	53.90	118.10	147.05	168.29
财务费用	-7.52	-1.74	-1.08	-1.29
资产减值损失	0.00	1.00	1.00	1.00
投资收益	5.22	8.00	8.00	8.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	231.84	336.97	437.49	561.80
其他非经营损益	0.17	4.47	4.53	4.49
利润总额	232.00	341.45	442.02	566.29
所得税	33.75	53.27	68.95	88.34
净利润	198.25	288.18	373.06	477.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	198.25	288.18	373.06	477.95

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	198.25	288.18	373.06	477.95
折旧与摊销	66.12	87.74	101.52	110.68
财务费用	-7.52	-1.74	-1.08	-1.29
资产减值损失	0.00	1.00	1.00	1.00
经营营运资本变动	217.45	-281.21	-88.74	-116.45
其他	-282.32	-9.00	-9.00	-9.00
经营活动现金流净额	191.99	84.98	376.76	462.88
资本支出	-211.93	-110.00	-110.00	-110.00
其他	-53.89	122.33	-30.11	20.70
投资活动现金流净额	-265.82	12.33	-140.11	-89.30
短期借款	-100.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	180.62	199.83	0.00	0.00
支付股利	-72.08	-59.54	-86.55	-112.04
其他	-183.13	-34.81	357.08	1.29
筹资活动现金流净额	-174.60	105.48	270.54	-110.74
现金流量净额	-248.42	202.79	507.18	262.84

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	86.06	288.85	796.03	1058.88
应收和预付款项	201.85	155.25	169.32	199.31
存货	318.77	408.66	493.63	576.01
其他流动资产	347.51	489.18	591.16	642.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	873.53	890.41	893.84	888.42
无形资产和开发支出	182.20	187.62	192.72	197.51
其他非流动资产	45.65	45.60	45.56	45.51
资产总计	2055.57	2465.59	3182.26	3608.08
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	149.39	167.37	203.21	235.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	313.65	313.77	708.08	736.12
负债合计	463.04	481.14	911.29	971.20
股本	465.85	665.68	665.68	665.68
资本公积	345.81	345.81	345.81	345.81
留存收益	771.84	1000.49	1287.00	1652.92
归属母公司股东权益	1592.53	1984.45	2270.97	2636.88
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1592.53	1984.45	2270.97	2636.88
负债和股东权益合计	2055.57	2465.59	3182.26	3608.08

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	27.19%	28.16%	24.51%	19.72%
营业利润增长率	-18.70%	45.35%	29.83%	28.42%
净利润增长率	-17.40%	45.36%	29.45%	28.12%
EBITDA 增长率	-13.84%	45.63%	27.17%	24.77%
获利能力				
毛利率	46.21%	47.75%	49.16%	50.41%
三费率	26.21%	27.70%	28.25%	27.95%
净利率	14.63%	16.59%	17.25%	18.46%
ROE	12.45%	14.52%	16.43%	18.13%
ROA	9.64%	11.69%	11.72%	13.25%
ROIC	15.35%	19.81%	22.62%	27.27%
EBITDA/销售收入	21.43%	24.35%	24.87%	25.92%
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.77	0.77	0.76
固定资产周转率	2.45	2.28	2.55	3.00
应收账款周转率	10.91	12.95	20.37	21.80
存货周转率	2.48	2.50	2.44	2.40
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.08%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	22.53%	19.51%	28.64%	26.92%
带息债务/总负债	34.12%	32.84%	56.40%	52.92%
流动比率	3.47	4.57	5.58	5.79
速动比率	2.31	3.18	4.23	4.45
股利支付率	36.36%	20.66%	23.20%	23.44%
每股指标				
每股收益	0.30	0.43	0.56	0.72
每股净资产	2.39	2.98	3.41	3.96
每股经营现金	0.29	0.13	0.57	0.70
每股股利	0.11	0.09	0.13	0.17

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	290.44	422.98	537.92	671.18
PE	117.52	80.85	62.45	48.75
PB	14.63	11.74	10.26	8.84
PS	17.19	13.41	10.77	9.00
EV/EBITDA	55.05	54.13	42.21	33.46
股息率	0.31%	0.26%	0.37%	0.48%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn