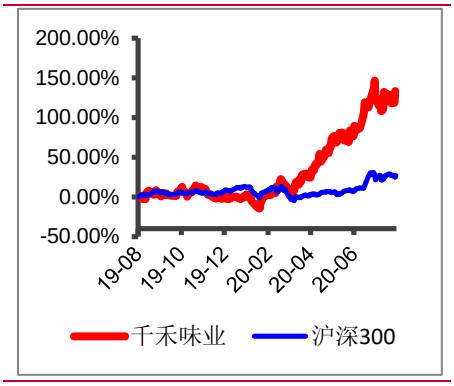
食品饮料 千禾味业（603027.SH） 首次评级

报告原因：中报点评 **业绩超市场预期，公司有望持续增长** **买入**

2020 年 8 月 16 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 14 日

收盘价(元)：	35
年内最高/最低（元）：	38.20/12.82
流通 A 股/总股本(亿)：	6.60/6.66
流通 A 股市值（亿）：	231
总市值（亿）：	233

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益	0.43
每股净资产(元)：	3.34
净资产收益率：	13.92%

分析师：
和芳芳
执业登记编码： S0760519110004
邮箱：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司晚间发布半年报称，上半年归属于母公司所有者的净利润 1.57 亿元，同比增长 79.85%；营业收入 7.99 亿元，同比增长 34.53%；基本每股收益 0.2384 元，同比增长 24.69%。

事件点评

- **二季度业绩环比加速，超市场预期。**2020H1 公司实现营业收入 7.99 亿元，同比增长 34.53%，归母净利润 1.57 亿元，同比增长 79.85%。其中单 Q2 营业收入为 4.40 亿元，同比增长 44.95%，归母净利润为 0.87 亿元，同比增长 135.50%，Q2 业绩环比加速，超市场预期。1)分产品看，公司继续深化零添加品类战略，梳理优化产品体系，进一步突出品牌诉求和产品卖点。20H1 酱油实现收入 4.94 亿元，同比+38.84%，食醋实现收入 1.57 亿元，同比+58.62%；焦糖色实现收入 0.58 亿元，同比-25.38%。2）分区域看，中部、北部区域收入增速亮眼，西南大本营市场收入增速较稳健。东部/南部/中部/北部/西部增速分别为 37.06%/-15.41%/59.40%/59.85%/31.53%。3）分渠道来看，2020H1 经销模式实现收入 5.34 亿元，同比+37.42%，直销模式实现收入 2.61 亿元，同比+30.05%。
- **产品结构优化，盈利能力显著提高。**公司 2020H1 销售净利率为 19.65%，同比增长 4.95pct，主要在于产品结构优化和费用投放减少。具体来说，2020H1 年销售毛利率 49.73%，同比增加 3.12pct，主要在于产品结构优化，低毛利的焦糖色业务下降，中高端酱油占比持续提高；2020H1 公司销售期间费用率为 26.57%，同比下降 3.19pct，其中销售费用率为 21.21%，同比下降 2.3pct，主要是职工薪酬/运杂费/促销宣传及广告费用/差旅费营收占比分别同比-0.84/-0.81/-0.72/-0.38pct ；管理费用率（含研发）为 5.76 %，同比下降 1.08pct；财务费用率为 -0.39%，同比增加 0.2pct，主要是本期利息收入减少。
- **目标战略清晰，随着渠道优化扩展，公司有望持续增长。**公司专注聚焦零添加发展战略，坚定以零添加产品为核心的品类战略。随着居民消费结构升级及健康意识的提高，消费者追求更健康、更美味的调味品，具有天然、健康特色的产品快速发展，品质升级带动价格进一步提升，中高端调味品市场空间巨大。此外，渠道方面，公司巩固线下已开发市场，加快新市场开发、扩大网络覆盖，提高品牌声量；同时

疫情加速部分消费由线下转向线上，鉴于此，公司将继续强化电商运营能力，提升服务质量，促进线上业务加速发展。

投资建议

- 公司采取“零添加为主，高鲜为辅的经营战略，随着消费升级，品牌意识增强，中高端调味品有望实现量价齐升。同时，公司“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，并且继续推进“年产 36 万吨调味品生产线”，产能持续释放确保公司渠道、品类扩张。继续看好公司未来成长性。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.26/1.63/2.11 元，对应当前股价，2020-2022 年 PE 分别为 58X/44X/34X，首次 “买入”评级。

存在风险

- 行业需求低于预期，原材料价格波动风险，食品安全风险，行业景气度下降风险

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,525	4,862	6,248	7,875
现金	699	2,776	4,941	8,291
应收账款	49	102	109	127
其他应收款	23	46	45	56
预付账款	5	(27)	(43)	(67)
存货	1,569	2,205	2,691	3,287
其他流动资产	1,181	(239)	(1,495)	(3,818)
非流动资产	2,429	2,458	2,389	2,364
长期投资	5	14	8	9
固定资产	1,424	1,334	1,244	1,154
无形资产	211	197	184	172
其他非流动资产	788	913	952	1,029
资产总计	5,954	7,320	8,636	10,239
流动负债	1,600	1,629	1,896	1,985
短期借款	113	105	87	54
应付账款	385	475	609	721
其他流动负债	1,102	1,049	1,200	1,210
非流动负债	108	590	511	578
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	108	590	511	578
负债合计	1,708	2,219	2,406	2,563
少数股东权益	297	414	562	748
股本	797	797	797	797
资本公积	91	91	91	91
留存收益	3,044	3,799	4,780	6,040
归属母公司股东权益	3,949	4,687	5,668	6,928
负债和股东权益	5,954	7,320	8,636	10,239

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,059	1,127	2,330	3,640
净利润	791	1,001	1,300	1,678
折旧摊销	141	104	103	102
财务费用	50	(21)	(53)	(96)
投资损失	(72)	(60)	(60)	(60)
营运资金变动	1,620	128	1,115	2,078
其他经营现金流	(1,471)	(26)	(76)	(63)
投资活动现金流	(128)	808	(61)	(109)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	1	(9)	6	(1)
其他投资现金流	(129)	817	(66)	(108)

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,675	5,937	7,303	8,982
营业成本	2,826	3,503	4,271	5,217
营业税金及附加	61	94	108	133
销售费用	456	568	684	814
管理费用	295	369	424	521
财务费用	49	(21)	(53)	(96)
资产减值损失	(0)	7	(3)	1
公允价值变动收益	0	(150)	(220)	(250)
投资净收益	72	60	60	60
营业利润	931	1,327	1,713	2,203
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	4	14	12	12
利润总额	928	1,315	1,703	2,193
所得税	137	197	255	329
净利润	791	1,118	1,448	1,864
少数股东损益	73	117	148	186
归属母公司净利润	718	1,001	1,300	1,678
EBITDA	1,244	1,411	1,763	2,209
EPS（元）	0.90	1.26	1.63	2.11

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	12.20%	27.00%	23.00%	23.00%
营业利润	16.58%	42.59%	29.05%	28.57%
归属于母公司净利润	18.19%	39.40%	29.89%	29.04%
获利能力				
毛利率(%)	39.55%	41.00%	41.52%	41.92%
净利率(%)	15.36%	16.86%	17.80%	18.68%
ROE(%)	18.64%	21.92%	23.24%	24.28%
ROIC(%)	20.72%	42.96%	39.75%	70.39%
偿债能力				
资产负债率(%)	28.69%	30.31%	27.86%	25.03%
净负债比率(%)	10.29%	-31.38%	-57.22%	-86.72%
流动比率	2.20	2.99	3.30	3.97
速动比率	1.22	1.63	1.88	2.31
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.89	0.92	0.95
应收账款周转率	127.94	145.79	121.98	133.34
应付账款周转率	11.98	13.81	13.48	13.51
每股指标（元）				

筹资活动现金流	(631)	85	(337)	(425)	每股收益(最新摊薄)	0.90	1.26	1.63	2.11
短期借款	111	(8)	(18)	(33)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.33	1.41	2.92	4.57
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.96	5.88	7.11	8.70
普通股增加	0	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	(191)	0	0	0	P/E	81.0	58.1	44.7	34.7
其他筹资现金流	(551)	93	(319)	(393)	P/B	14.7	12.4	10.3	8.4
现金净增加额	300	2,019	1,933	3,105	EV/EBITDA	24.08	40.38	31.20	23.46

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336