

千禾味业 (603027.SH) 调味发酵品行业

评级：增持 首次评级

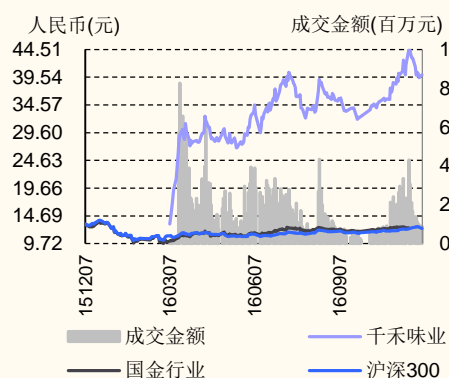
公司深度研究

市场价格 (人民币): 39.97 元
 目标价格 (人民币): 45.00-45.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	40.00
总市值(百万元)	6,395.20
年内股价最高最低(元)	44.53/13.23
沪深 300 指数	3469.41
上证指数	3204.71



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.441	0.554	0.586	0.812	0.951
每股净资产(元)	3.34	3.90	5.81	6.62	7.57
每股经营性现金流(元)	0.83	0.61	0.85	0.95	1.06
市盈率(倍)	0.00	0.00	68.24	49.21	42.02
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	23.64	23.64	23.64
净利润增长率(%)	-24.83%	25.60%	40.85%	38.69%	17.11%
净资产收益率(%)	13.21%	14.23%	10.09%	12.28%	12.57%
总股本(百万股)	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业增长进入平台期, 细分产品市场景气:** 2004~2014 年间酱油产量 CAGR10=18.71%, 酱醋制品收入 CAGR10=22.97%, 十年间酱醋市场高度景气。近年受制于高基数以及渠道继续下沉难度加大, 行业整体增速趋缓, 而随着人均可支配收入的上升, 行业内消费升级效应开始显现, 高端、健康、功能性的酱油、醋制品开始表现出良好的成长性, 较高的单价和毛利也为企业带来新的增长。
- **业务结构调整, 发力中高端酱醋:** 面对升级的行业需求, 公司积极调整产业结构, 现有调味品产品体系以酱油、醋为主, 主打“低盐淡色”、“零添加”、“有机”、“原生态自然发酵”等健康概念, 立足中高端市场。目前公司的“零添加”系列产品已得到消费者普遍认知, 窖醋系列也进行了精准的市场卡位。而原有的焦糖色业务因为行业比较成熟, 成长空间有限, 未来将延续现有规模。
- **募投扩产正当时, 全国扩张空间大:** 公司 2016 年初 IPO 募投扩产酱油醋产能 10 万吨, 用于满足不断增长的市场需求, 同时搭建全国化的营销网络, 进行全国化扩张。目前第一批募投产能将于 2017 年正式投产, 全国化销售网络也已基本搭建完成, 其中重点区域如华东和北京地区已为公司外埠销售带来强劲的增长。基于 2016 前三季度的数据估计, 2016 年公司外埠的增长绝对值有望与西南地区相当, 未来将迅速超越西南地区。全国化拓展也将有效消化新增的产能, 为公司未来业绩增长提供动力。

投资建议&估值

- 我们认为产品高端化未来将是调味品行业的主流发展方向和最核心投资机会所在。公司已成功通过“零添加”概念在高端酱醋市场占有一席之地, 未来随着募投产能不断投放和外埠市场扩张, 成长性显著。基于产能投放节奏, 我们预计公司 2016-2018 年营收规模分别为 7.22 亿元/8.37 亿元/9.72 亿元, 同比增长 15.81%/15.91%/16.10%; 实现归属上市公司股东净利润 0.94 亿元/1.30 亿元/1.52 亿元, 同比增长 40.85%/38.69%/17.11%。对应 EPS0.58/0.81/0.95 元/股, 当前股价对应 PE 为 68X/49X/42X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险

- 调味品龙头的冲击, 外埠市场扩张受阻。

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
 yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

内容目录

一、西南地区调味品龙头企业，产品结构向酱醋倾斜.....	4
1. 产品结构调整，业绩恢复增长.....	4
2. 产品重心向酱油、食醋倾斜，老牌焦糖色业务下滑.....	5
3. 高端产品占比提升，提高毛利率.....	5
二、酱醋调味品：差异化定位高端市场.....	6
1. 酱油行业从粗放式增长向终端精耕细作发展.....	6
2. 差异化定位高端市场.....	7
三、深耕西南，积极开拓全国市场.....	9
1. 经销为主直营为辅，西南市场深度分销.....	9
2. 埠外市场初见成效.....	10
3. 拓展餐饮渠道和电商.....	12
四、焦糖业务稳定增长，拓展双倍焦糖业务.....	12
五、募投项目：扩充产能、拓展渠道.....	13
六、盈利预测和估值.....	13
1. 募投项目达产顺延，酱醋业务需求旺盛.....	13
2. 产能利用率保持高位.....	14
3. 省外产品主打中高端，提升吨价及毛利率.....	14
4. 焦糖业务相对稳定，变化不大.....	15
5. 盈利预测.....	15

图表目录

图表 1：公司股权集中.....	4
图表 2：千禾业务向酱油倾斜（人民币百万元）.....	4
图表 3：业务调整，总体增速逐渐恢复.....	4
图表 4：酱油、食醋增速较快.....	5
图表 5：酱油、食醋毛利率高.....	5
图表 6：公司产品毛利占比.....	5
图表 7：04~14 年酱油产量年均复合增速 8.71%.....	6
图表 8：04~14 年酱醋制品收入年均复合增速 22.97%.....	6
图表 9：酱油行业集中度 CR5 22%.....	6
图表 10：2015 年酱油市场份额.....	6
图表 11：2016 前 9 月餐饮业收入同比增长 6.2%.....	7
图表 12：家庭消费者更看重酱油的口味和质量.....	7
图表 13：千禾“零添加”概念.....	8
图表 14：千禾定价高于主流产品.....	8
图表 15：省外扩张迅速（人民币万元）.....	9
图表 16：16H1 调味品收入区域占比.....	9

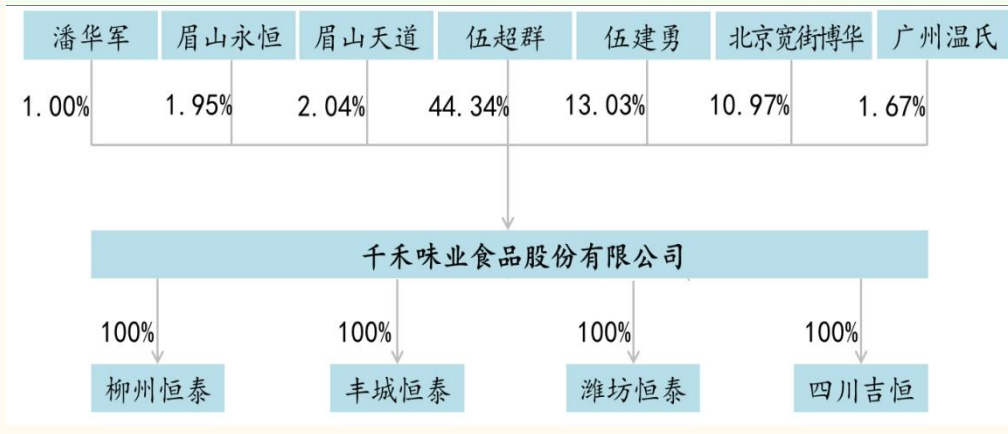
图表 17: 酱油直销、经销占比.....	10
图表 18: 食醋直销、经销占比.....	10
图表 19: 千禾各地区经销商数量.....	10
图表 20: 西南地区以外经销商快速增长.....	11
图表 21: 西南地区以外经销商收入占比.....	11
图表 22: 千禾、海天出厂均价 (元/吨).....	11
图表 23: 千禾经销、直销毛利比较.....	11
图表 24: 西南以外地区商超经销商业绩 (万元).....	11
图表 25: 焦糖收入增速 (万元).....	12
图表 26: 16H1 焦糖收入地区占比.....	12
图表 27: 募投项目 (万元).....	13
图表 28: 千禾酱油产能、产量 (万吨).....	13
图表 29: 千禾醋产能、产量 (万吨).....	13
图表 31: 产品吨价及毛利率预测.....	14

一、西南地区调味品龙头企业，产品结构向酱醋倾斜

千禾味业食品股份有限公司位于四川眉山，是西南地区调味品龙头企业，专业从事酱油、食醋等调味品和焦糖色的研发、生产和销售。旗下拥有中国驰名商标---“恒泰”商标、四川省著名商标---“千禾”商标，核心产品为四川省名牌产品---“恒泰牌”焦糖色及“千禾牌”酿造酱油、食醋。

公司为四川省眉山市民营企业，董事长兼总裁伍超群先生为公司第一大股东，也是公司实际控制人，直接持有公司 44.34% 的股份；伍超群之兄伍学明通过眉山天道间接持有公司 2.04% 的股份；伍学明之子伍建勇直接持有公司 13.03% 的股份。三人合计持股 59.41%，股权集中度较高。

图表 1：公司股权集中



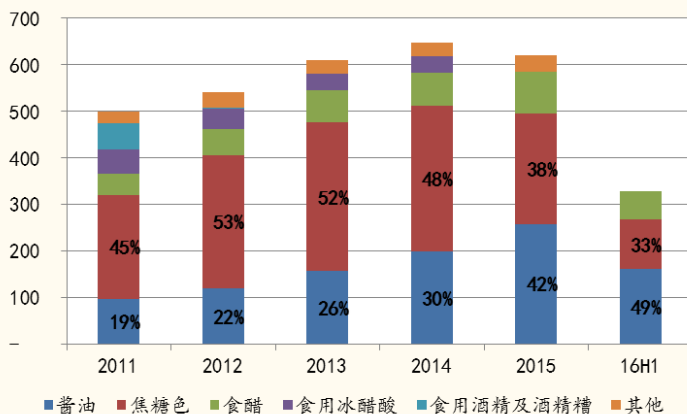
来源：国金证券研究所

1. 产品结构调整，业绩恢复增长

公司主要产品包括酱油、焦糖色及食醋，2016H1 分别贡献收入占比 49%、33% 和 19%。公司之前曾涉及食用冰醋酸业务，但随着成本较低的人工合成冰醋酸应用范围的扩大，公司以粮食或食用酒精生产的食用冰醋酸在市场上被逐步取代，加之食用冰醋酸生产线设备严重老化，公司于 2014 年末停止了食用冰醋酸的生产。

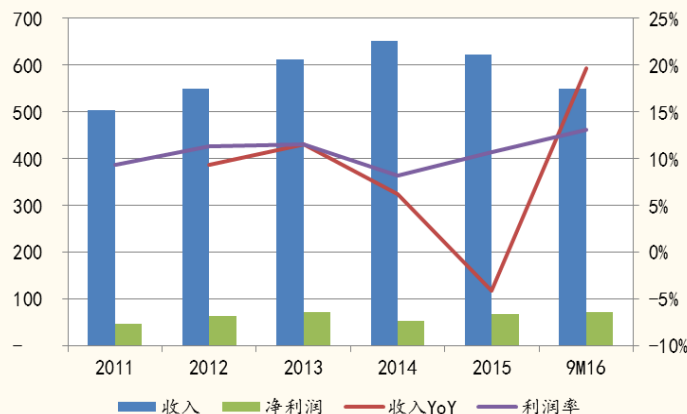
2011~2015 年，5 年间公司收入年均复合增速约为 5.54%，归母净利润年均复合增速约为 9.27%。其中，调味品拓展省外市场造成的销售费用攀升和政府补助的减少影响了 2014 年的净利，而主要焦糖色客户减少采购造成了 2015 年收入的回调。

图表 2：千禾业务向酱油倾斜（人民币百万元）



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 3：业务调整，总体增速逐渐恢复



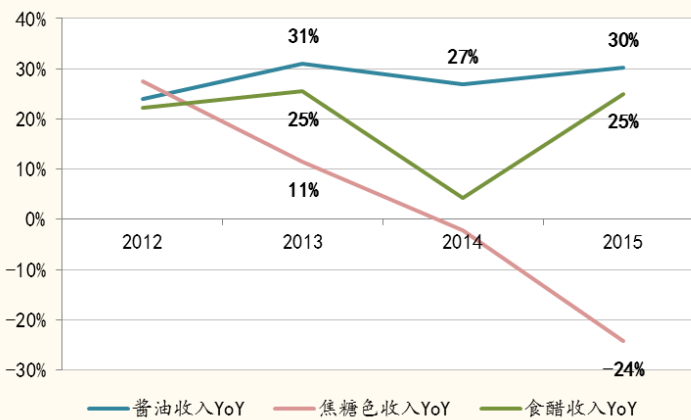
来源：Wind, 国金证券研究所

2. 产品重心向酱油、食醋倾斜，老牌焦糖色业务下滑

公司是国内主要的焦糖色生产企业，旗下“恒泰”牌焦糖色产品在酱油、醋、黄酒中有广泛的应用。但焦糖业务的收入占比由 2011 年的 45% 下滑至 2016H1 的 33%，主要是由于：(1) 焦糖色部分下游产业（如酱油、醋等）产品结构升级，导致焦糖色需求量下降，传统市场趋于饱和；(2) 公司近年成功推出多款高端酱醋产品，增速远超其他业务，推动酱醋业务占比快速扩大。

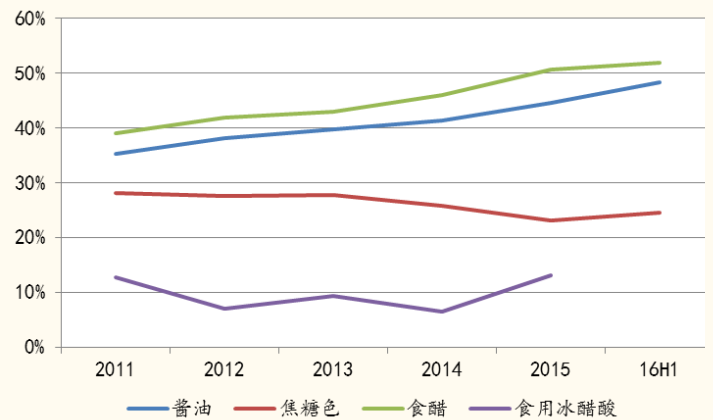
2015 年，公司酱油、食醋、焦糖色收入分别为 2.58 亿元、0.9 亿元、2.37 亿元，占整体收入比重分别为 42%、14%、38%，同比增速分别为+30%、24%、-25%。2016 H1 酱油、食醋、焦糖色收入分别为 1.6 亿元、0.61 亿元、1.07 亿元，分别同比+30.2%、+29.4%、-2.3%。

图表 4：酱油、食醋增速较快



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：酱油、食醋毛利率高

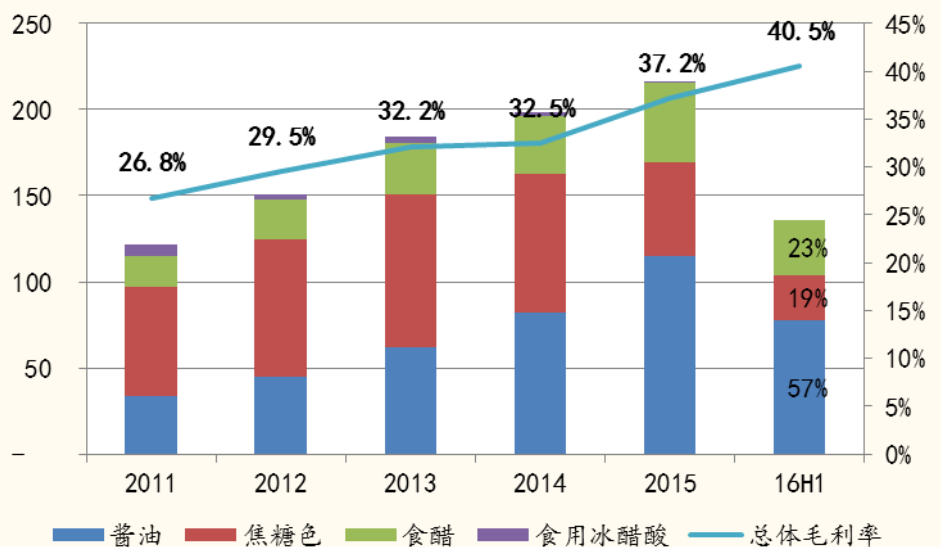


来源：公司公告，国金证券研究所

3. 高端产品占比提升，提高毛利率

由于中高端酱油和食醋的毛利水平较高，其占比的提升推动了整体毛利率的提升，2016H1 公司总体毛利率为 40.50%，较 2011 年提升了 13.72 ppt，其中酱油、食醋、焦糖色分别贡献毛利的 57%、23%、19%。

图表 6：公司产品毛利占比

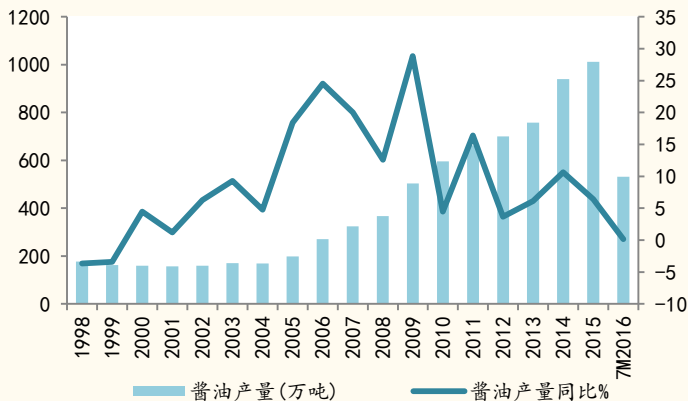


来源：公司公告，国金证券研究所

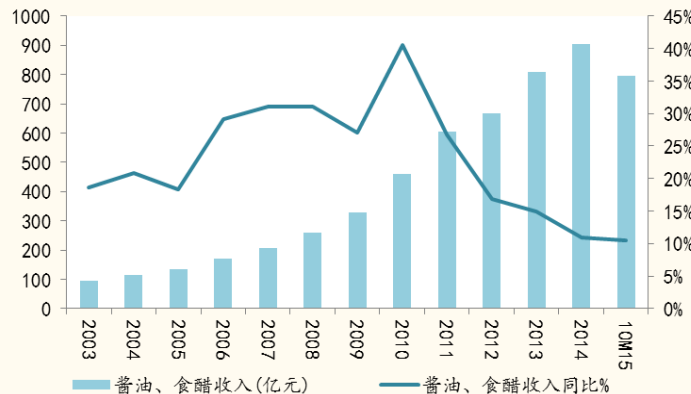
二、酱醋调味品：差异化定位高端市场

受益于调味品行业龙头品牌的全国化或泛区域化扩张，2004~2014年是酱醋行业高速发展的十年，期间酱油产量年复合增速高达18.71%，酱醋制品收入年复合增速达22.97%，显示出量价齐升的爆发性增长态势。但进入2015年后，受制于行业高基数以及渠道继续下沉难度加大，行业整体增速开始逐渐趋缓，2016年前7个月国内酱油产量达531.57万吨，同比+0.16%；2015年前10个月酱油、食醋及类似制品收入为796亿元，同比+10.5%。但与其它食品子行业相比，调味品行业的景气度依然处于较高的位置。

图表 7：04~14 年酱油产量年均复合增速 8.71%



图表 8：04~14 年酱醋制品收入年均复合增速 22.97%



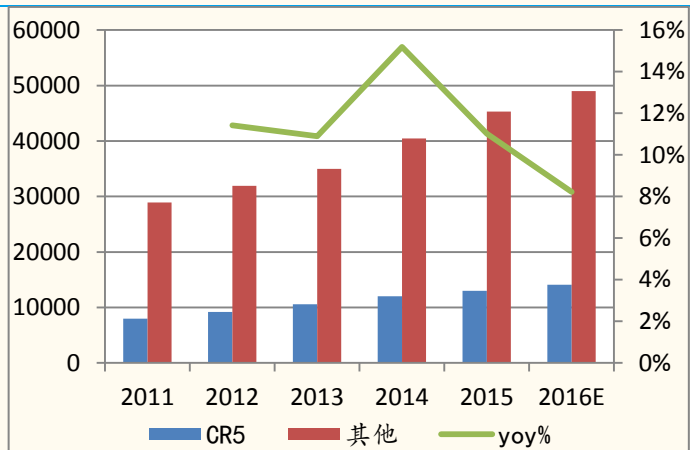
来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

1. 酱油行业从粗放式增长向终端精耕细作发展

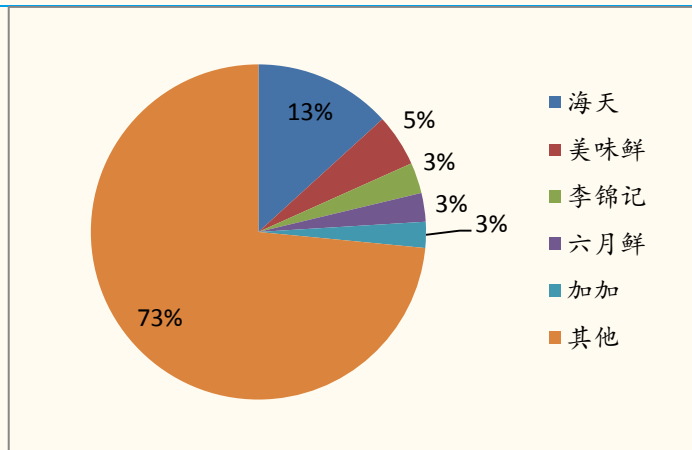
大行业、小公司：目前国内调味品行业竞争格局依然分散。根据欧睿咨询及公开数据测算，国内酱油行业 CR5 份额约为 25%左右。尽管市场集中度较低，但酱油行业已基本形成三层次的阶梯状竞争格局。上层是全国性品牌海天味业，其市场区域涉及全国大多数省份，公司向平台化演进；中层是区域性强势品牌和外资品牌，如广东厨邦、李锦记，北京和田宽，四川千禾等，多以地方菜系需求为依托逐步走出大本营；底层是小规模工厂或家庭作坊，一般自产自销，主攻农村和乡镇市场。

图表 9：酱油行业集中度 CR5 22%



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 10：2015 年酱油市场份额



来源：Euromonitor，公司公告，国金证券研究所测算

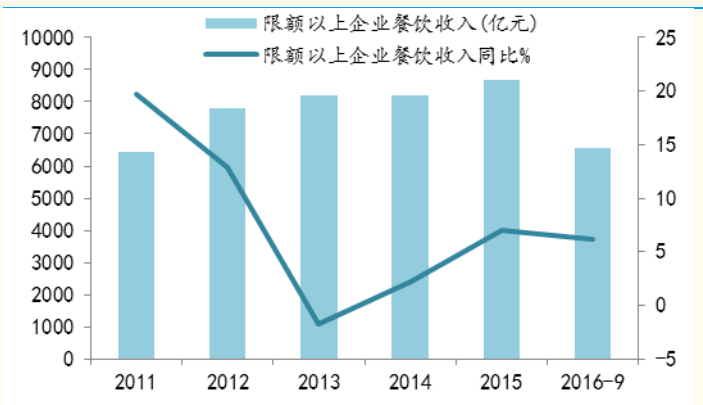
相对而言，酱油是目前国内调味品行业中发展最为成熟的子行业，市场规模较大，地区差异相对较小。随着各大企业纷纷扩产，进军全国/泛区域性市场，整

体竞争加剧，生产端主导的粗放型放量抢占市场与渠道的红利正在消失，进入到终端买方市场拉动阶段。

- **餐饮渠道复合调味酱油产生：**我国调味品消费渠道中餐饮采购、家庭消费、食品加工分别占比约为 60%、30%、10%。餐饮渠道对调味品的消耗量大、消费频率快，是调味品消费的主力军。随着大众餐饮的崛起，行业逐步从反三公消费的低谷中复苏，2015 年及 2016 前 9 月餐饮业收入分别同比增长 7.0% 和 6.2%，增速趋于稳定。

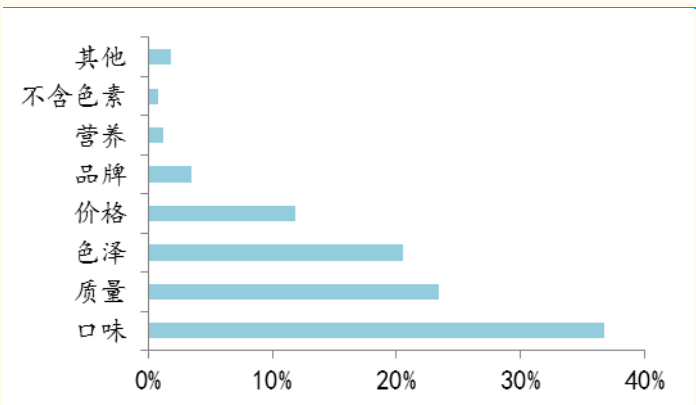
餐饮业菜系日渐丰富，厨师们不再满足万金油式的调味品，对使用更便捷的专用型、复合型的调味品青睐有加，促使了复合酱油调味料的产生，如蒸鱼、凉拌、红烧、拌面等功能产品，这些复合型酱油相比普通酱油溢价能力强，毛利率较高。

图表 11：2016 前 9 月餐饮业收入同比增长 6.2%



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 12：家庭消费者更看重酱油的口味和质量



来源：中国食品科技网，国金证券研究所

- **健康潮流有望推动酱油家庭消费：**家庭消费频次较低，以 2016 年前 7 个月数据折算得人均年家庭消费酱油量为 1.99kg，换言之一个三口之家平均 30 天才购买一瓶 500ml 装的酱油，因而酱油占家庭开支的比重很低。从量来看，每种家常菜的酱油耗用量都比较固定，因而家庭消费量增速缓慢。

健康调味品价格带上移：随着人均收入水平的提高，消费者将更看重酱油的口味、质量而不是价格，愿意为高品质的酱油支付更高的价格，在此基础上健康调味品快速发展。健康调味品价格普遍显著高于普通调味品——以酱油为例，目前国内普通特级及一级酱油主流价格带在 6-8 元，零添加酱油在 10-25 元，有机酱油则在 30-50 元，健康调味品的逐渐普及将推动行业价格中枢逐渐上移。

三四线渠道下沉：另一方面，目前家庭渠道在一、二线城市的人均消费最高，但在三、四线城市的人均消费增速最快，我们认为是健康调味品向三、四线渠道下沉所致，随着城镇化的推进，健康调味品的渠道下沉将可持续，家庭消费渠道收入中速增长有望延续。

2. 差异化定位高端市场

千禾现有调味品产品体系以酱油、醋为主，主打“低盐淡色”、“零添加”、“有机”、“原生态自然发酵”等概念，期望通过差异化竞争战略在海天、李锦记、厨邦、加加等强势品牌中脱颖而出。

- **独特的“低温发酵、高盐稀态酿制”技法**

千禾味业地处北纬 30 度的四川省眉山市境内，气候温和湿润，是天然的发酵场，为优质酱油和食醋产品的酿制提供了良好的外部环境。千禾酱油主要采用高盐稀态低温发酵酿造工艺技术，将古法酿造和智能设备融合，此工艺比传统高盐稀态发酵酿制和低盐固态发酵酿制的发酵周期要长，其发酵周期达到 180 天。再通过精制、灭菌、精过滤、灌装、成品检测等工序，成品面市，酱香更为浓郁。

图表 13: 千禾“零添加”概念



来源: 国金证券研究所

■ “零添加”概念主打，中高端产品为主

千禾味业主打产品以中高端为主，以“零添加”作为主打产品，省内高端、中低端约占一半。定价方面，公司整体产品定价高于市场主流产品，公司核心酱油产品“头道原香”价格在 15-30 元之间，而目前市场上的主流酱油产品价格 在 6-10 元之间；千禾零醋的价格在 7-29 元之间，而主流醋的价格在 5-10 元之间。公司力求塑造高端品牌的形象，抢占消费升级的高端价格带，以避免主流市场的竞争，卡准中高端市场。

图表 14: 千禾定价高于主流产品

产品系列	产品名称	规格	标价 (元)	均价 (元/ml)
酱油				
千禾有机	千禾有机酱油	500ml	45.8	0.092
千禾头道	头道原香 180 天	500ml	15.8	0.032
	头道原香 280 天	500ml	19.8	0.040
	头道原香 380 天	500ml	28.8	0.058
海天金标	海天金标生抽	500ml	6.5	0.013
	海天鲜金标生抽	500ml	9.9	0.020
	海天特级金标生抽	500ml	7.9	0.016
海天草菇	海天草菇老抽	500ml	7.4	0.015
	海天特级草菇老抽	500ml	11.5	0.023
厨邦酱油	厨邦酱油	150ml	3.9	0.026
	厨邦美味鲜酱油	360ml	6.9	0.019
	厨邦金品生抽	410ml	7	0.017
	厨邦鲜酱油	900ml	19.9	0.022
	厨邦草菇老抽	410ml	7.5	0.018
	厨邦蒸鱼鼓油	420ml	9.9	0.024
	厨邦红烧酱油	410ml	8	0.020
李锦记	李锦记锦珍生抽	500ml	6	0.012
	李锦记味极鲜特级酱油	500ml	9	0.018
醋				
千禾有机	千禾有机醋	500ml	45.8	0.092

千禾 窖醋	千禾 窖醋 3 年	500ml	10	0.020
	千禾 窖醋 5 年	500ml	15.8	0.032
	千禾 窖醋 6 年	500ml	21.8	0.044
	千禾 窖醋 10 年	500ml	28.8	0.058
恒顺醋业	恒顺陈醋	500ml	8.9	0.018
	恒顺凉拌醋	500ml	12.9	0.026
	镇江香醋三年陈	580ml	33.8	0.058
料酒				
千禾料酒	千禾烹调用料酒	500ml	8.8	0.018
	千禾葱姜料酒	500ml	7.8	0.016
	千禾五香料酒	500ml	8.8	0.018
	千禾 3 年年份料酒	500ml	12.8	0.026
	千禾 6 年年份料酒	500ml	19.8	0.040
老恒和	酿造料酒（三年陈酿）	500ml	6.5	0.013
	零添加葱姜料酒	500ml	8.5	0.017
	年份料酒	750ml	26.8	0.036

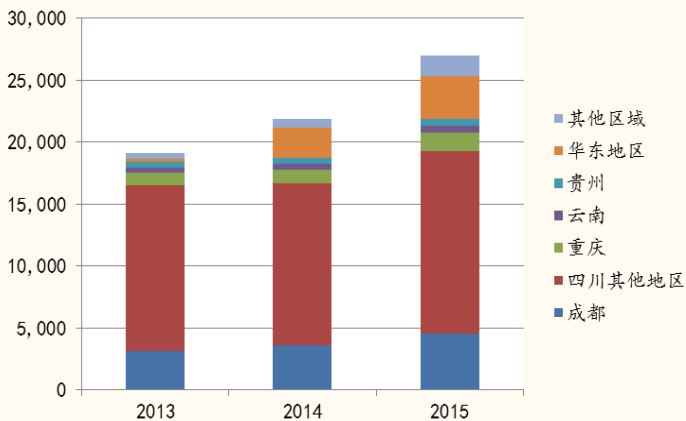
来源：天猫超市，国金证券研究所

三、深耕西南，积极开拓全国市场

千禾在西南市场运作近 15 年，在四川、重庆两地的市场占有率位居前列。2012 年公司酱油产品占四川省市场份额 8.21%，占西南地区市场份额 3.42%，vs 加加的 2.74%。相对于市场竞争格局相对成熟的东部市场而言，西南地区调味品市场整体还处于竞争混战阶段，主流品牌包括海天、李锦记、加加以及川渝本地品牌如千禾、中坝（四川江油清香园）、犀浦（四川郫县）、黄花园（重庆）等。

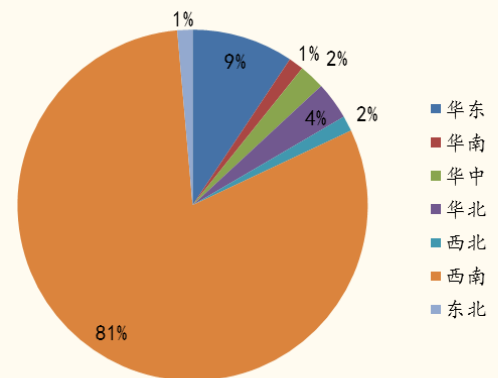
2016H1，公司调味品录得收入 2.35 亿元，其中西南地区占比超过 80%，同比增长近 24%，仍然是公司的主战场。目前西南地区调味品市场消费结构相较于内地市场偏低，公司在西南市场高档、中低档的产品比例 1:1；而在外埠市场公司则采取高举高打策略，瞄准内地广阔的中高端市场。

图表 15：省外扩张迅速（人民币万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 16：16H1 调味品收入区域占比



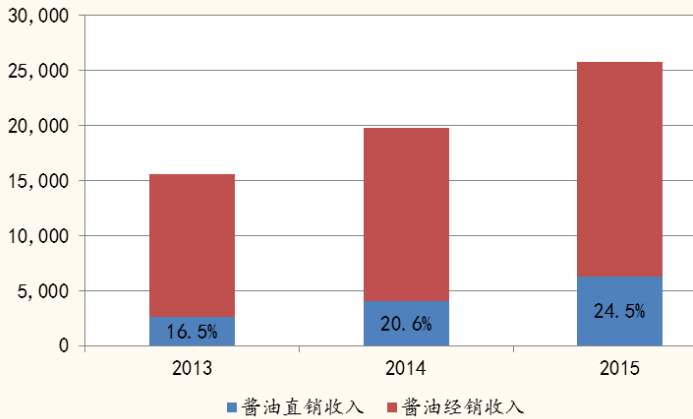
来源：公司公告，国金证券研究所

1. 经销为主直营为辅，西南市场深度分销

终端渠道方面，公司调味品的主要消费对象为家庭消费者，餐饮和电商占比较小，主要渠道为大卖场、中小连锁超市、农贸副食品干杂货店等。公司营销网络总体上采用经销商模式由西南地区向全国市场逐步发展的路径。千禾于 2012 年 2 月收购四川吉恒后，吉恒负责西南地区的 KA 超市、连锁超市等现代渠道

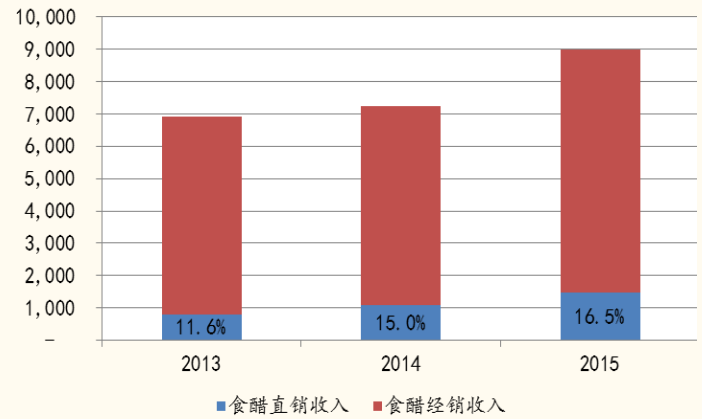
的销售，形成西南地区现代渠道由公司直营，西南地区其他渠道以及其他地区由经销商负责的销售模式。

图表 17: 酱油直销、经销占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 18: 食醋直销、经销占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

2015 年公司拥有经销商 354 家，而 2016 年前三季度新增 300 多家，大部分来自西南地区之外。

图表 19: 千禾各地区经销商数量

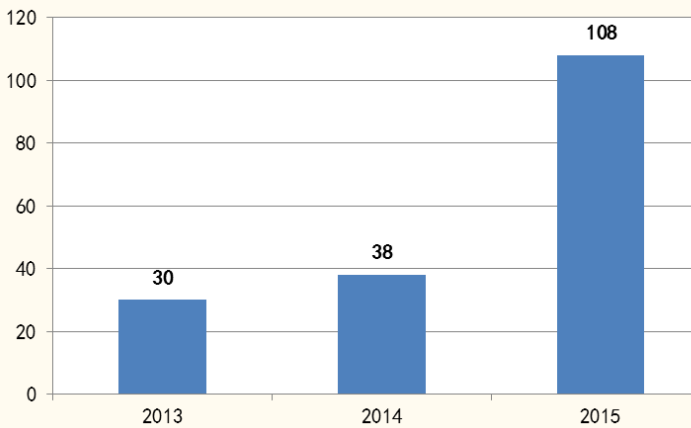
	2013	2014	2015
成都	25	28	34
四川其他地区	128	134	128
重庆	35	45	38
云南	32	25	22
贵州	15	16	24
华东地区	3	5	14
其他区域	27	33	94
总计	265	286	354

来源：招股说明书，国金证券研究所

2. 埠外市场初见成效

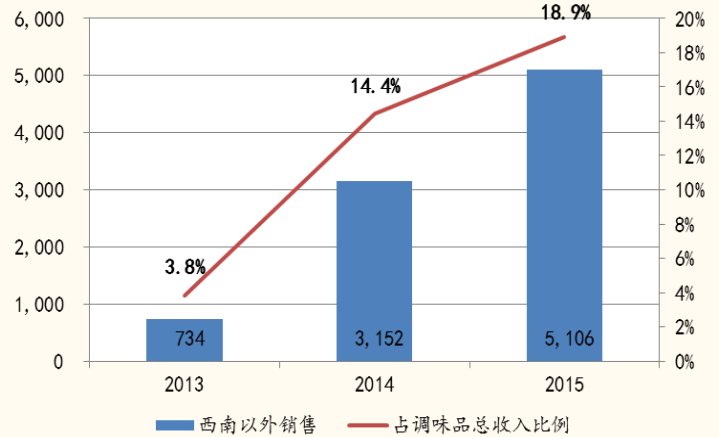
2013 年起，公司以西南地区为大本营，进军全国市场，以华东地区为第一站，目标以一线城市、省会为主，开发商超渠道经销商。2014 年末，公司已经完成华东、华南、华北等部分区域的经销商开发。2015 年公司共有 354 家经销商，其中西南以外地区 108 家，华东地区 14 家。埠外经销商的迅速发展直接带来了西南以外地区销售额的迅速增长。

图表 20: 西南地区以外经销商快速增长



来源: 国金证券研究所

图表 21: 西南地区以外经销商收入占比

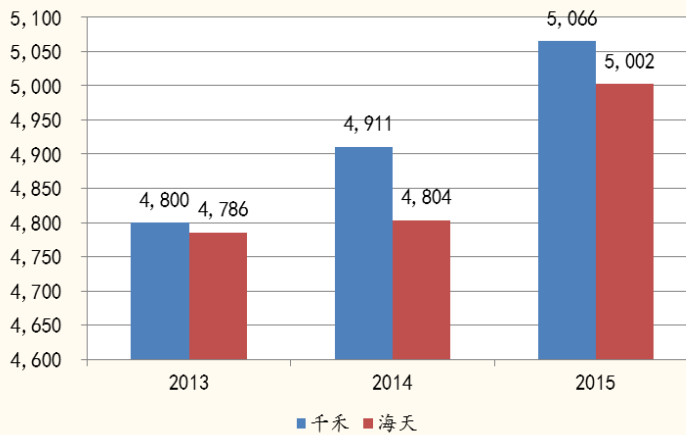


来源: 国金证券研究所

■ 外埠高端产品占比提高, 毛利逐年提升

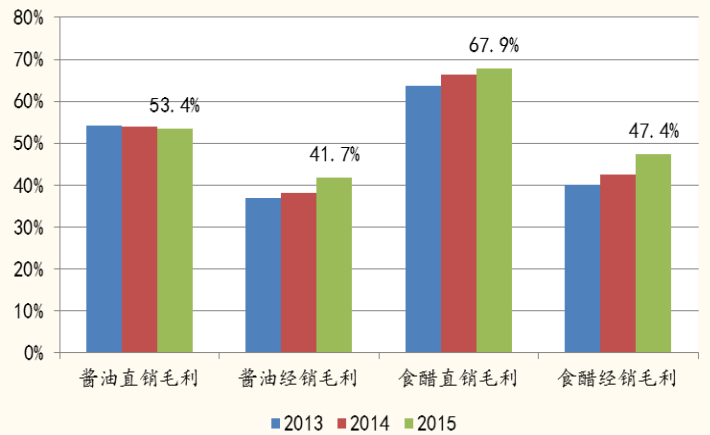
千禾的产品定位高端, 终端价格显著高于大众品牌, 但 2013 年出厂价与大众主流商品起家的海天相近, 随着外埠高端产品的占比逐渐提高, 公司的出厂均价水平也逐年提升。

图表 22: 千禾、海天出厂均价 (元/吨)



来源: 国金证券研究所

图表 23: 千禾经销、直销毛利比较



来源: 国金证券研究所

■ 新市场规模效应逐渐体现

公司从 2013 年下半年开始开拓华东市场, 主要包括上海、江苏、浙江和安徽。千禾授权上海汇鲜堂作为该区域 KA 系统、连锁超市渠道中千禾头道原香酱油、千禾有机酱油、千禾窖醋、千禾有机窖醋等产品的独家经销商。并同时由汇鲜堂关联方上海荣进实业负责产品的推广和促销。为开拓新市场, 公司给予了经销商一定的费用支持, 导致了报告期内经销商渠道促销费大幅增长, 新开发地区的渠道促销费用 2013-2015 年分别达 210.8 万元、1,417 万元以及 2,101 万元, 分别占酱油、食醋总销售额的 0.9%、5.2%、6.0%。

由于前期渠道扩张期, 广告、促销以及渠道费用投入较大, 2015 年华东市场仍然亏损, 随着规模逐步扩大, 盈利空间逐渐显现, 2016 年上半年华东市场已经开始扭亏为盈。继开拓上海市场以后, 公司于 2016 年进入北京市场, 由于北京尚处于前期布局期, 还未实现盈利。2017 年新开拓市场有望全面进入盈利阶段。

图表 24: 西南以外地区商超经销商业绩 (万元)

	2013	2014	2015
营业收入	244	2,614	3,850

	2013	2014	2015
收入 YoY			47.3%
毛利	146	1,450	2,270
毛利率	59.7%	55.5%	59.0%
支付的推广促销费	211	1,394	2,102
支付的相关运费	16	130	211
净利润	-81	-75	-42

来源：国金证券研究所

通过 2016 年前三季度新增的 300 余家外埠经销商，公司省外销售网店架构已初步搭建完成。未来在拓展现有营销网络的基础上，公司将逐渐拓展全国市场布局，不断完善营销网络的深度和广度。

3. 拓展餐饮渠道和电商

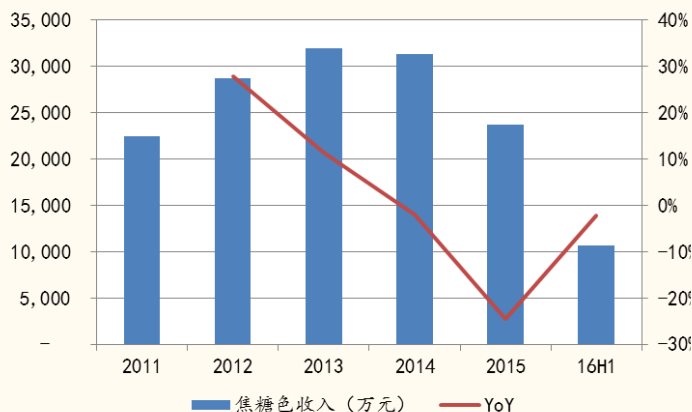
除了精耕现代商超和传统批发的经销商渠道，公司也期望餐饮、电商共同发展。千禾已经设立独立的团队开拓餐饮渠道，由千禾自己培养的销售副总带队，吸引行业中优秀的人才组成，设计独立的产品线，推出口味符合客户需求、具有市场竞争力的产品。同时在与品牌连锁餐饮企业合作方面，公司已与眉州东坡酒楼、北京西贝、李先生、田老师红烧肉、姐弟俩等公司开启合作，未来将继续拓展各个餐饮企业，特别是川味餐饮，以满足当下餐饮业调味品升级的迫切需求。

电商渠道方面，公司也进行了积极的努力。公司发现，电商渠道具有客单价高的特点，这可能是由于消费者通过网络下单偏向于凑单优惠的消费习惯，同时公司在电商渠道方面全面推广中高端产品，有效地推高客单价和转化率。据调研显示，2016 年双十一电商狂欢节，公司天猫旗舰店销售超出预期，取得突出的成绩。鉴于此，公司正在考虑进一步加大电商渠道的投入力度。

四、焦糖业务稳定增长，拓展双倍焦糖业务

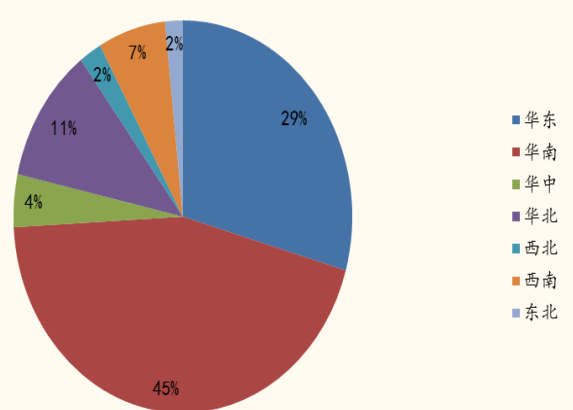
千禾是全国十大焦糖色生产厂商之一，16H1 收入占比约 33%，尽管收入占比近年来不断下滑，但该业务仍在公司占有重要地位。公司焦糖色产能约 14 万吨，2015 年产量 10 万吨左右，公司产品之前以酿造焦糖色为主，主要应用于调味品及黄酒酿造。2015 年由于下游重要客户海天减少采购，公司焦糖色业务收入出现较大下滑，同比下滑 24%。

图表 25：焦糖收入增速（万元）



来源：国金证券研究所

图表 26：16H1 焦糖收入地区占比



来源：国金证券研究所

过去消费市场老抽为主，特别是北方作为上色的调味品，近年来“炒菜用老抽，凉拌用生抽”的概念逐渐被消费者熟知，生抽代替了一部分老抽的消费。由于老抽是在生抽的基础上加焦糖色制成，而生抽本身不需添加焦糖色，下游酱油产品本身的结构调整给予千禾的焦糖色业务增长一定的压力。

公司另一产品为双倍焦糖色，主要用于饼干、烘焙及碳酸饮料。2015 年公司双倍焦糖色收入约 500 万元，占比较小。未来公司期望积极调整焦糖色产品结构，注重双倍焦糖产品下游市场开拓，巩固现有份额，力求稳定增长。

五、募投项目：扩充产能、拓展渠道

千禾味业于 2016 年 3 月初上市，募集资金净额 3.39 亿元，主要用于酱醋生产线项目，扩充产能、市场营销网络升级和补充运营资金。

图表 27：募投项目（万元）

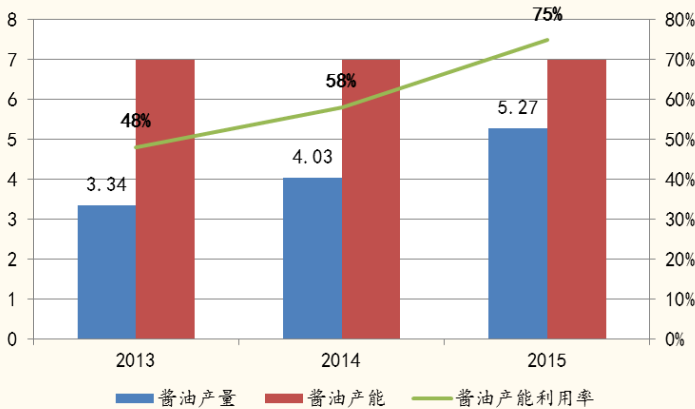
	拟投资额
年产 10 万吨酿造酱油、食醋生产线项目	22,746.58
营销网络升级建设项目	4,027.88
补充运营资金	7,108.95
总计	33,883.41

来源：招股说明书，国金证券研究所

目前公司酱油、食醋、焦糖色产能分别为 7 万吨、3 万吨以及 14 万吨，2015 年产能利用率分别为 75%、86%和 56%。此次募投项目酱油、醋规划新增产能均为 5 万吨，按照招股说明书显示，项目分 4 年达产，年达产率依次为 15%/30%/60%/100%。2016 年半年报披露年产 10 万吨酱油食醋募投项目将于 2017 年竣工投产，项目完全达产后公司的酱油、食醋实际产能将分别达 12 万吨和 8 万吨。

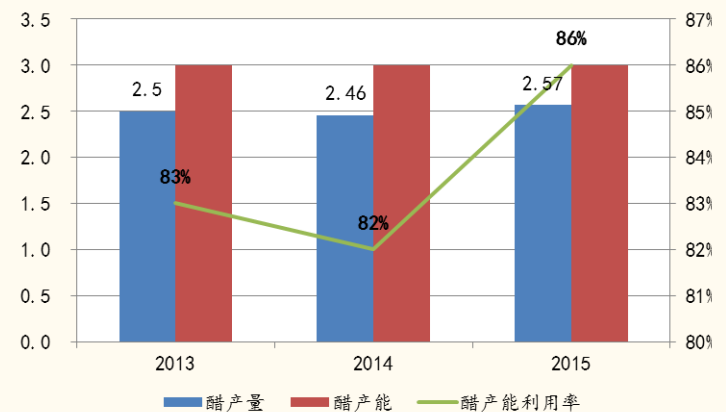
在营销渠道建设方面，公司拟设置 1 个营销中心和 10 个办事处，营销中心建在成都，办事处则主要是对西南地区进行升级和全国市场的新设。据调研显示目前营销网络升级建设项目已经完成建设，全国性的销售架构已基本完成，后续要做的是进一步的渠道深耕和下沉。

图表 28：千禾酱油产能、产量（万吨）



来源：国金证券研究所

图表 29：千禾醋产能、产量（万吨）



来源：国金证券研究所

六、盈利预测和估值

1. 募投项目达产顺延，酱醋业务需求旺盛

2016 年半年报公司公告新建的 10 万吨酱醋生产线将于 2017 竣工投产，参照招股说明书第一年达产的比例为 15%，我们预计 2017 年公司酱油及食醋生产线实际产能分别达到 6.91 万吨和 3.75 万吨，未来将有望按照后续产能规划如期进行；在需求端，预计未来销售高增长将持续。2016 年公司采用高举高打的省外营销策略，在强大的品牌推广效益下，招商进展顺利。据调研反馈，截止

9M2016 公司在省外新招的 300 多个经销商 90%动销良好，合作有望持续。同时，公司表示未来将继续延续当前的策略，保持推广力度，广告主要侧重于辐射全国的央视和影响力大的地区卫视，在新的推广方式上也将有所拓展，希望能够以占领一线城市为突破口从而影响并带动二、三线城市的消费。预计未来公司产品的需求量的增速有望持续，同时，由于省外市场推广产品以高端为主整体销售单价也有望上涨。

2. 产能利用率保持高位

由于公司省外市场扩张的顺利，我们预计未来三年公司需求端增长将会优于行业，达到 15%以上，而按照目前披露的募投项目所带来的产能增长速度尚不足以满足快速增长的需求。对此我们认为倘若市场需求旺盛，公司可以通过调节投产项目的进度以匹配市场需求，即公司 2017 年能够投产的募投项目产能将存在一定弹性空间。所以在模型中以高出 100%的产能利用率来表示这种弹性，如果未来市场扩张顺利，预计未来三年公司的产能利用率将会维持在高位。

图表 30：未来三年产能规模及产能利用率

	2016E	2017E	2018E	2019E
酱油				
产能利用率	110%	120%	120%	110%
产能 (吨)	61600	69100	76600	91600
产销率	100%	100%	100%	100%
产量 (吨)	67760	82920	91920	100760
食醋				
产能利用率	120%	120%	120%	110%
产能 (吨)	30000	37500	45000	60000
产销率	100%	100%	100%	100%
产量 (吨)	36000	45000	54000	66000
焦糖色				
产能利用率	59%	53%	59%	65%
产能 (吨)	140000	140000	140000	140000
产销率	100%	100%	100%	100%
产量 (吨)	82500	74250	82500	90750

来源：国金证券研究所

3. 省外产品主打中高端，提升吨价及毛利率

目前公司用于省外扩张的产品均为中高端系列产品，9M2016 公司省外的销售增长规模与省内相当，预计 2017 年起省外的增长规模将会逐渐高于省内，则公司的销售增长中高端品的占比将会不断扩大，这将有效拉动公司的产品吨价以及产品毛利率。

图表 31：产品吨价及毛利率预测

	2016E	2017E	2018E	2019E
酱油				
平均售价 (元/吨)	5268	5584	5919	6215
增长率 (YOY)	4%	6%	6%	5%
销售数量 (吨)	67760	82920	91920	100760
增长率 (YOY)	33%	22%	11%	10%
销售收入 (百万元)	357	463	544	626
增长率 (YOY)	33%	22%	11%	10%
毛利率	48%	48%	48%	48%
毛利 (百万元)	171	222	261	301
占总销售额比重	49%	54%	54%	53%

	2016E	2017E	2018E	2019E
食醋				
平均售价 (元/吨)	3479	3688	3909	4104
增长率 (YOY)	5%	6%	6%	5%
销售数量 (吨)	36000	45000	54000	66000
增长率 (YOY)	33%	25%	20%	22%
销售收入 (百万元)	125	166	211	271
增长率 (YOY)	39%	33%	27%	28%
毛利率	52%	51%	51%	51%
毛利 (百万元)	65	85	108	138
占总销售额比重	17%	19%	21%	23%
焦糖色				
平均售价 (元/吨)	2446	2446	2519	2645
增长率 (YOY)	-5%	0%	3%	5%
销售数量 (吨)	82500	74250	82500	90750
增长率 (YOY)	-10%	-10%	11%	10%
销售收入 (百万元)	202	182	208	240
增长率 (YOY)	-15%	-10%	14%	16%
毛利率	22%	23%	23%	25%
毛利 (百万元)	44	42	48	60
占总销售额比重	28%	21%	21%	20%

来源：

4. 焦糖业务相对稳定，变化不大

在焦糖业务方面，我们认为焦糖色属于原料类产品，未来市场开拓空间有限，收入变化受价格影响较多，因此我们预计公司的产能利用率和价格均维持在相对平稳的水平。

5. 盈利预测

我们认为产品高端化未来将是调味品行业的主流发展方向和最核心投资机会所在。公司已成功通过“零添加”概念在高端酱醋市场占有一席之地，未来随着募投产能不断投放和外埠市场扩张，成长性显著。基于产能投放节奏，我们预计公司 2016-2018 年营收规模分别为 7.22 亿元/8.37 亿元/9.72 亿元，同比增长 15.81%/15.91%/16.10%；实现归属上市公司股东净利润 0.94 亿元/1.30 亿元/1.52 亿元，同比增长 40.85%/38.69%/17.11%。对应 EPS0.58/0.81/0.95 元/股，当前股价对应 PE 为 68X/49X/42X，首次覆盖，给予“增持”评级

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
主营业务收入	613	651	624	722	837	972	货币资金	24	40	48	385	481	595	
增长率		6.2%	-4.2%	15.8%	15.9%	16.1%	应收款项	41	39	39	44	52	60	
主营业务成本	-416	-439	-392	-426	-479	-555	存货	103	114	171	152	171	198	
%销售收入	67.8%	67.5%	62.8%	59.0%	57.2%	57.1%	其他流动资产	16	15	13	16	18	20	
毛利	197	212	232	296	358	417	流动资产	185	207	271	598	721	873	
%销售收入	32.2%	32.5%	37.2%	41.0%	42.8%	42.9%	%总资产	35.8%	32.0%	37.4%	58.2%	61.6%	65.1%	
营业税金及附加	-4	-3	-4	-5	-5	-6	长期投资	0	0	0	1	0	0	
%销售收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	263	387	397	366	377	387	
营业费用	-76	-99	-104	-136	-155	-180	%总资产	50.8%	59.7%	54.9%	35.6%	32.2%	28.8%	
%销售收入	12.5%	15.1%	16.7%	18.8%	18.5%	18.5%	无形资产	47	46	46	55	64	74	
管理费用	-33	-39	-38	-44	-51	-59	非流动资产	333	442	453	430	450	468	
%销售收入	5.3%	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	%总资产	64.2%	68.0%	62.6%	41.8%	38.4%	34.9%	
息税前利润 (EBIT)	84	71	86	112	147	172	资产总计	518	649	724	1,028	1,170	1,341	
%销售收入	13.6%	10.9%	13.8%	15.5%	17.5%	17.7%	短期借款	80	130	135	0	0	0	
财务费用	-4	-7	-7	0	9	11	应付款项	44	85	80	87	98	113	
%销售收入	0.6%	1.1%	1.2%	0.0%	-1.1%	-1.1%	其他流动负债	11	10	21	12	14	16	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	135	225	236	99	112	129	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1	
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	21	23	21	0	0	0	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	157	248	257	99	112	130	
营业利润	79	64	78	111	155	183	普通股股东权益	361	401	467	929	1,059	1,211	
营业利润率	12.9%	9.9%	12.6%	15.4%	18.6%	18.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	4	0	2	3	3	3	负债股东权益合计	518	649	724	1,028	1,170	1,341	
税前利润	84	64	81	114	158	186	比率分析		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利润率	13.6%	9.9%	13.0%	15.8%	18.9%	19.1%	每股指标							
所得税	-13	-11	-14	-21	-29	-33	每股收益	0.587	0.441	0.554	0.586	0.812	0.951	
所得税率	15.7%	17.6%	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%	每股净资产	3.010	3.341	3.896	5.805	6.617	7.569	
净利润	70	53	67	94	130	152	每股经营现金净流	0.751	0.827	0.609	0.854	0.945	1.065	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000	
归属于母公司的净利润	70	53	67	94	130	152	回报率							
净利率	11.5%	8.1%	10.7%	13.0%	15.5%	15.7%	净资产收益率	19.51%	13.21%	14.23%	10.09%	12.28%	12.57%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	13.61%	8.16%	9.19%	9.12%	11.10%	11.35%	
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	15.96%	11.01%	11.74%	9.85%	11.35%	11.61%	
净利润	70	53	67	94	130	152	增长率							
非现金支出	20	22	25	34	39	41	主营业务收入增长率	11.47%	6.22%	-4.18%	15.81%	15.92%	16.10%	
非经营收益	8	8	7	1	-3	-3	EBIT 增长率	10.66%	-15.08%	21.14%	29.90%	31.33%	17.05%	
营运资金变动	-8	16	-25	8	-15	-20	净利润增长率	13.85%	-24.83%	25.60%	40.85%	38.69%	17.11%	
经营活动现金净流	90	99	73	137	151	170	总资产增长率	15.99%	25.35%	11.57%	41.91%	13.90%	14.60%	
资本开支	-92	-116	-61	-6	-56	-57	资产管理能力							
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	21.2	21.1	21.1	21.0	21.0	21.0	
其他	8	4	0	0	0	0	存货周转天数	87.0	90.3	132.7	130.0	130.0	130.0	
投资活动现金净流	-84	-113	-61	-7	-56	-57	应付账款周转天数	21.5	34.1	46.7	40.0	40.0	40.0	
股权募资	0	0	0	368	0	0	固定资产周转天数	135.0	122.7	173.7	183.9	150.5	121.9	
债权募资	2	50	5	-155	0	1	偿债能力							
其他	-17	-26	-20	-4	0	0	净负债/股东权益	15.38%	22.55%	18.41%	-41.49%	-45.40%	-49.05%	
筹资活动现金净流	-15	24	-15	208	0	1	EBIT 利息保障倍数	21.2	10.4	12.0	-1,563.7	-16.4	-15.5	
现金净流量	-8	10	-3	337	95	114	资产负债率	30.24%	38.22%	35.44%	9.61%	9.53%	9.71%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD