

2017年03月23日

公司研究

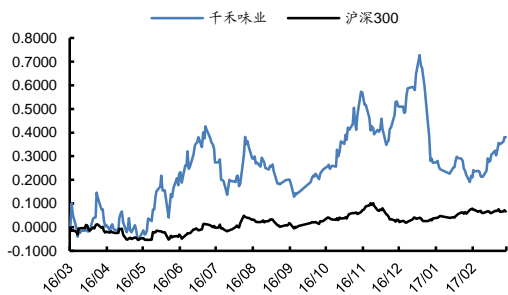
评级：增持（首次覆盖）

研究所
证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：管嘉琪 S0350116070031
guanjq@ghzq.com.cn

营销网络建设和产能扩张，有望助力公司业绩持续增长

——千禾味业（603027）2016 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
千禾味业	14.2	-8.7	35.3
沪深 300	-0.7	4.3	6.6

市场数据	2017/03/23
当前价格（元）	39.10
52 周价格区间（元）	26.00 - 49.88
总市值（百万）	6256.00
流通市值（百万）	2603.87
总股本（万股）	16000.00
流通股（万股）	6659.51
日均成交额（百万）	158.05
近一月换手（%）	157.46

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

3月21日晚，千禾味业（603027）公布了2016年年报，2016年公司实现营业收入7.71亿元，同比增长23.62%；实现归属上市公司股东的净利润1.00亿元，同比增长50.44%；基本每股收益0.6673元，同比增长20.36%。

单四季度，公司实现营收2.22亿元，同比增长34.55%；实现归属于上市公司股东的净利润0.28亿元，同比增长75%。

公司拟以截至2016年12月31日公司总股本160,000,000股为基数，每10股分配现金1.88元（含税），每10股转增10股，该利润分配方案尚须提交公司股东大会审议通过方可实施。

投资要点：

■ **公司加强营销网络建设，营收实现较快增长** 2016年，公司酱油、食醋和焦糖色共实现营收7.71亿，同比增长23.62%，主要原因在于公司的扩张战略取得了一定的成效。2016年，公司投入销售费用1.56亿元，同比增长49.84%，其中广告和促销宣传费为0.57亿，同比增长85.31%；公司经销商数量从2015年底的354家增加至800家，营销网络覆盖面和深度显著提升。分区域来看，一方面，公司继续深耕西南地区，保持酱油领先地位，营造良好的消费氛围，2016年营收同比增长23.35%；另一方面，公司加大了华东、华中等非传统优势地区的推广力度，2016年上述区域也实现了快速成长。我们认为，公司在西南地区仍然有很大的发展空间。目前公司在西南地区市占率不足10%，随着公司营销网络建设成效不断显露，公司在西南地区市占率有望逐渐提升，从而带动公司营收维持较快增长。

■ **产品结构持续改善，公司毛利率水平持续提升** 2016年，公司毛利率水平为40.97%，较2015年毛利率提升了3.78 pct。我们认为，主要原因有两个：（1）公司在华东和华中等地主推高端产品，这些地区的快速增长，推动公司毛利率水平持续提升；（2）公司高端产品“零添加”符合消费升级趋势，导致公司产品结构逐渐上移。

■ **产能扩张为公司中长期发展奠定基础** 公司目前拥有酱油产能7万吨和食醋产能2万吨；同时，IPO募投项目新增酱油和食醋产能各5

万吨，目前已经竣工；另外，2017年1月6日，公司宣布计划再新建酱油产能20万吨和食醋产能5万吨，计划将于2019年竣工。届时，公司将拥有酱油产能32万吨和食醋产能12万吨。我们认为，随着公司扩张策略的持续推进，公司业绩有望保持较快增速，产能扩张有助于为公司中长期发展奠定基础。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖给予公司“增持”评级** 我们预测2017/18/19年EPS分别为0.77/0.98/1.20元，对应2016/17/18年PE为50.49/39.99/32.55倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**省外市场拓展不及预期，公司产能扩张实施的不确定性。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	771	881	1016	1173
增长率(%)	24%	14%	15%	16%
净利润（百万元）	100.1	124	156	192
增长率(%)	50%	24%	26%	23%
摊薄每股收益（元）	0.63	0.77	0.98	1.20
ROE(%)	11.24%	10.84%	9.71%	8.23%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 千禾味业盈利预测表

证券代码:	603027.SH				股价:	39.10	投资评级:	增持		日期:	2017/03/23
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	11.24%	10.84%	9.71%	8.23%	EPS		0.63	0.77	0.98	1.20	
毛利率	41%	43%	43%	43%	BVPS		5.57	7.14	10.07	14.60	
期间费率	27%	26%	25%	24%	估值						
销售净利率	13%	14%	15%	16%	P/E		62.50	50.49	39.99	32.55	
成长能力					P/B		7.03	5.48	3.88	2.68	
收入增长率	24%	14%	15%	16%	P/S		8.12	7.10	6.16	5.33	
利润增长率	50%	24%	26%	23%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入		771	881	1016	1173	
总资产周转率	0.75	0.74	0.63	0.51	营业成本		455	507	581	669	
应收账款周转率	12.60	15.23	12.60	12.60	营业税金及附加		10	11	13	15	
存货周转率	2.20	-6.76	-1.79	-1.03	销售费用		156	176	198	229	
偿债能力					管理费用		42	48	55	63	
资产负债率	13%	4%	0%	-2%	财务费用		(1)	(6)	(15)	(28)	
流动比	4.46	18.14	-35.85	-19.81	其他费用/(-收入)		0	1	1	1	
速动比	2.64	20.67	-49.15	-28.48	营业利润		110	146	184	226	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支		12	5	7	8	
现金及现金等价物	92	403	976	1891	利润总额		122	151	191	234	
应收款项	61	46	49	52	所得税费用		22	27	34	42	
存货净额	211	(77)	(332)	(663)	净利润		100	124	156	192	
其他流动资产	154	175	202	234	少数股东损益		0	0	0	0	
流动资产合计	518	548	895	1514	归属于母公司净利润		100	124	156	192	
固定资产	441	477	499	559	现金流量表 (百万元)						
在建工程	0	100	150	150	经营活动现金流		69	540	491	595	
无形资产及其他	53	53	47	42	净利润		100	124	156	192	
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益		0	0	0	0	
资产总计	1027	1193	1606	2280	折旧摊销		31	49	53	55	
短期借款	0	0	0	0	公允价值变动		0	0	0	0	
应付款项	53	16	(6)	(35)	营运资金变动		(62)	367	281	348	
预收帐款	17	(5)	(20)	(23)	投资活动现金流		(218)	(136)	(72)	(60)	
其他流动负债	47	19	1	(18)	资本支出		(45)	(136)	(72)	(60)	
流动负债合计	116	30	(25)	(76)	长期投资		0	0	0	0	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	其他		(173)	0	0	0	
其他长期负债	20	20	20	20	筹资活动现金流		460	128	312	533	
长期负债合计	20	20	20	20	债务融资		(135)	0	0	0	
负债合计	136	50	(5)	(56)	权益融资		344	0	0	0	
股本	160	160	160	160	其它		250	128	312	533	
股东权益	890	1143	1611	2336	现金净增加额		311	533	730	1068	
负债和股东权益总计	1027	1193	1606	2280							

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。